

业绩符合预期，凯美纳销量增速超过55.86%，对外合作加速推进

——贝达药业（300558）2017年中报点评

2017年08月23日

推荐/首次覆盖

贝达药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

贝达药业发布2017年半年度报告，2017年上半年公司实现营业收入4.98亿元，同比下降3.94%；归属于上市公司股东的净利1.37亿元，同比下降34.45%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润1.03亿元，同比下降37.99%。实现EPS为0.34元。

公司2017年Q2实现营业收入2.69亿元，同比增长10.24%；实现归属于上市公司股东的净利润6153.08万元，同比下降43.62%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润5362.24万元。实现EPS为0.15元。

观点:

1、中报为公司业绩低点，进入医保后凯美纳放量拐点已现

公司全年营收4.98亿元，同比下降3.94%，归母净利润1.37亿，增速-34.45%。核心品种凯美纳收入4.98亿，同比下降3.95%。公司上半年业绩出现下滑，主要有以下几点因素：

- ◆ **凯美纳降价影响：**公司核心品种凯美纳销售价格进入医保谈判后降低54%，降价幅度较大（降价后为1399元/盒）。由于全国部分省市医保目录的落地仍在逐步推进中，市场反应存在滞后性，销售量的增量还在逐步体现，销售收入同比有所下降。上半年销量增速55.86%，成本端随着销量增长而增长，但收入端整体有所下降，影响业绩。
- ◆ **研发费用增长：**报告期内公司多个新药陆续进入临床I期、II期试验阶段，研发投入增加较多。（增加约2000万）
- ◆ **折旧增加：**公司募集资金投资项目新生产基地建设大部分已于2016年末结转至固定资产，相应的折旧费用增加（增加约1000万）

分季度来看：一季度公司收入2.30亿（-16.51%），二季度收入2.69亿（+10.24%），二季度收入端提速。核心品种凯美纳一季度销量增速40%，上半年销量增速55%以上，也呈现逐季加速趋势。我们判断下半年凯美纳将销量增速将进一步迎来爆发，并弥补降价的影响。

财务指标方面, 公司销售费用率为 40.37%, 比去年同期 38.30% 上升 2.07pp; 管理费用率为 28.86%, 比去年同期 18.84% 上升 10.02pp, 研发投入和折旧摊销大幅增加, 对业绩影响较大。

2、研发实力强劲, 后续产品多个产品处于临床阶段

2017 年上半年, 公司投入研发费用 9039.02 万元, 比去年同期增长 22.6%, 占营业收入比重 18.15%, 研发投入力度大, 项目多。

第一, 公司研发的战略定位还是聚焦分子靶向药, 主要是针对癌症尤其是肺癌, 做出具有特点的靶向药 (穿透血脑屏障针对脑转移病人, 解决抗药性问题)

第二, 积极开展免疫疗法的研究: 主要是新靶点和联合用药考虑, 新靶点有一定风险。所以要和风险较小的小分子相结合。

第三, 利用自己优势, 同时开展对外合作: 目前 X-396 美国 III 期正在进行, 卡南吉合作小分子多靶点药物, 天广实合作贝伐珠单抗类似物。

公司主要产品研发进度如下:

- ◆ **BPI-9016C (肿瘤):** 2015 年 Q2 进行 I 期
- ◆ **BPI-2009C (银屑病):** 2015 年 Q3 进行全球 I 期
- ◆ **X-396 (肿瘤):** 2016 年 Q2 进行全球 III 期 (希望 2020 年上市), 在全球 80 多家中心启动; 全球多中心中国部分 6 月初获得国家食品药品监督管理总局 (CFDA) 全球多中心临床批件, 中国 III 期临床研究于 7 月 7 日召开启动会, 29 家中心启动工作也在顺利推进之中
- ◆ **BPI-15086C (肿瘤):** 2016 年 Q3 进行 I 期
- ◆ **BPI-3016 (II 型糖尿病, GLP-1):** 即将进入 I 期临床
- ◆ **X-082(眼科适应症研究):** 在美国已完成 II 期试验入组, 正在准备国内 II 期临床
- ◆ **X-082(肾癌适应症):** III 期研究已于 3 月启动。
- ◆ **MIL60:** III 期研究已经完成 21 家单位立项, 近期将开始入组病人。

2017-2020 目标: 预计每年 1-2IND, IND 批件个数是管线成功的基础, 保证数量与质量

2020-2025 目标: 有多个药品 (癌症+糖尿病) 在市场销售, 并有多靶点在进行临床试验, 研发多品种、多领域

3、对外合作是贝达快速发展的第三架马车, 今年开始呈现加速态势

公司 2017 年上半年对外合作进度明显加速。

Xcovery: 2017 年 4 月, 公司以 2000 万美金参与 Xcovery D 轮融资, 融资完成后, 持有 Xcovery 86.24% 股权。主要合作项目为 X396, 是 2014 年引进的第二代 ALK 抑制剂。目前进度如下。

- ◆ 美国处于 III 期多中心临床阶段, 全球目标申请 120-130 家中心, 中国 25-35 家。美国方面的研究进度比较顺利, 比预期的稍快一些。顺利的话 2020 年美国有望上市。
- ◆ 全球多中心临床中国部分已经于 6 月 2 日公告获批。
- ◆ 中国地区临床研究已经启动。150mg, 200mg 剂量组已经结束实验, 病人肿块缩小明显, 225mg 正在入组。

卡南吉: 2017 年 3 月公司以现金 3.72 亿受让卡南吉 77.4% 股权。随后在 6 月 16 日以自有资金 1.08 亿公开摘牌收购张江生物和张江科投分别持有的卡南吉 13.5% 和 9.0909% 的股权。实现 100% 控股。

卡南吉公司主要从事靶向新药 X-082 (抗血管生成药) 的研究开发。最大特点是安全性高, 疗效好。

- ◆ 美国肿瘤适应症还是在肾癌领域 (X-082 与依维莫司联合用药治疗肾透明细胞癌的试验), 目前在入组病人阶段, 预计 19 年底有望结束 III 期。
- ◆ 美国眼科适应症 (AMD) 正在 II 期阶段。眼科适应症 I 期结果已经发表。
- ◆ 中国国内, 肿瘤适应症启动 III 期, 眼科适应症 I 期爬坡。

天广实: 公司与北京天广实生物技术股份有限公司就 MIL60 抗体 (贝伐单抗的仿制药) 达成战略合作, 投资 5000 万元取得 MIL60 产品权益, 开始拓展大分子药物产品线;

目前进度: I 期结果很好, 开始后续研究。全国 30 家医院已经逐渐开启试验。

Tyrogenex: 贝达通过全资子公司贝达香港投资有限公司认购美国 Tyrogenex 优先股, 投资额度为 1000 万美元, 占股 7%, Tyrogenex 拥有开发、商业化 X-082 化合物眼科适应症中国区域外全球权利。同时, 公司出资 1500 万美元与 Tyrogenex 合资成立 Equinox Science, LLC (医科诺生物科技有限公司), 双方各占 50% 股份, Equinox 将拥有开发、商业化 X-082 化合物肿瘤适应症中国以外的全球权利;

华昊中天生物: 贝达药业将所占股份的 15% 无偿转让给华昊中天技术及管理团队控股的公司, 作为技术和高管团队的激励股权, 转让完成后, 贝达药业将持有华昊中天 4.4737% 股权。进一步扩大肿瘤靶向药领域产品线布局。

结论:

公司是快速成长的国内创新药龙头, 有望借力资本市场的力量实现腾飞。我们预计凯美纳未来销量将呈现爆发式增长, 公司对外合作也在加速推进, 未来产品线将不断扩充。我们预计 2017-2019 年归母净利润分别

为 3.99 亿元、4.99 亿元、6.12 亿元, 对应增速分别为 8.12%、25.16%、22.64%, EPS 分别为 0.99 元、1.24 元、1.53 元, 对应 PE 分别为 55X、44X、36X。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示:

凯美纳竞争加剧, 创新药研发风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	560	1304	1728	2214	2786	营业收入	915	1035	1161	1451	1787
货币资金	260	154	1530	1974	2497	营业成本	28	33	38	47	58
应收账款	27	38	32	40	49	营业税金及附加	17	20	10	13	16
其他应收款	2	55	61	77	95	营业费用	338	399	441	551	679
预付款项	3	2	2	2	2	管理费用	173	220	255	316	389
存货	47	75	75	94	115	财务费用	0	1	0	0	0
其他流动资产	221	980	28	28	28	资产减值损失	-0.21	1.21	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	587	864	808	767	723	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	122	135	135	135	135	投资净收益	-0.76	4.72	4.00	5.00	7.00
固定资产	83	389	364	353	359	营业利润	358	366	419	527	650
无形资产	156	147	132	117	103	营业外收入	42.93	61.28	50.00	60.00	70.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.33	3.20	0.00	0.00	0.00
资产总计	1147	2167	2536	2980	3509	利润总额	399	424	469	587	720
流动负债合计	138	205	190	211	220	所得税	55	57	70	88	108
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	343	368	399	499	612
应付账款	17	48	39	58	65	少数股东损益	-2	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	1	归属母公司净利润	345	369	399	499	612
一年内到期的非流	16	0	0	0	0	EBITDA	522	524	458	568	693
非流动负债合计	115	33	93	93	93	BPS (元)	0.96	1.01	0.99	1.24	1.53
长期借款	85	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	253	238	284	304	313	成长能力					
少数股东权益	6	5	5	5	5	营业收入增长	29.84%	13.16%	12.14%	25.03%	23.12%
实收资本(或股本)	360	401	401	401	401	营业利润增长	23.25%	2.31%	14.39%	25.78%	23.32%
资本公积	11	627	627	627	627	归属于母公司净利润	8.12%	25.16%	8.12%	25.16%	22.64%
未分配利润	439	769	1028	1352	1750	获利能力					
归属母公司股东权	888	1924	2247	2672	3192	毛利率(%)	96.94%	96.83%	96.75%	96.75%	96.75%
负债和所有者权益	1147	2167	2536	2980	3509	净利率(%)	37.55%	35.54%	34.35%	34.39%	34.26%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	30.10%	17.02%	15.73%	16.74%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	38.87%	19.16%	17.74%	18.68%	19.18%
经营活动现金流	386	407	1381	515	609	偿债能力					
净利润	343	368	399	499	612	资产负债率(%)	22%	11%	11%	10%	9%
折旧摊销	165	157	0	41	43	流动比率	4.05	6.35	9.08	10.50	12.69
财务费用	0	1	0	0	0	速动比率	3.71	5.98	8.69	10.06	12.16
应收账款减少	0	0	6	-8	-9	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.01	0.62	0.49	0.53	0.55
投资活动现金流	-410	-1041	20	4	6	应收账款周转率	42	32	33	41	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	66.20	31.87	26.91	30.10	29.01
长期股权投资减少	0	0	8	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	5	4	5	7	每股收益(最新摊薄)	0.96	1.01	0.99	1.24	1.53
筹资活动现金流	84	526	-24	-75	-92	每股净现金流(最新)	0.16	-0.27	3.43	1.11	1.31
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.47	4.80	5.60	6.66	7.96
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	41	0	0	0	P/E	56.72	53.91	54.76	43.75	35.67
资本公积增加	2	616	0	0	0	P/B	22.07	11.35	9.72	8.17	6.84
现金净增加额	59	-108	1376	444	524	EV/EBITDA	37.22	41.38	44.29	34.95	27.89

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第 1 名组长，2015 年新财富第 7 名团队核心成员，2015 年水晶球第 3 名团队核心成员。北京大学药理学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

联系人简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。