

贝达药业 (300558.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

凯美纳、贝美纳医保放量，贝福替尼获批在望

业绩简评

2023年4月23日，公司公布年报，2022年公司实现营收23.77亿元，同比增长5.82%；归母净利润1.45亿元，同比下降62.04%。业绩符合预期。

经营分析

凯美纳、贝美纳销量稳定增长，贝福替尼上市申请获受理，肺癌产品管线丰富在即。(1)受疫情和医保降价影响，营收较2021年增长5.82%。分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4单季度营收分别为5.84/6.69/4.09/7.14亿元；Q4销售恢复强势，环比增加74.57%。

(2)利润端，总体毛利率为88.7%，较21年下降3.5个百分点；研发费用(+24%)维持高位，管理费用(+39%)因股权激励、无形资产摊销费用增加，财务费用(+14358%)因计提回购国新国同股权相关利息支出，费用大幅增加，归母净利润出现62%的下滑。

(3)凯美纳销量同比增长29.54%，贝美纳销量同比增加684.32%，产品纳入医保后放量显著。凯美纳针对EGFR突变阳性非小细胞肺癌患者的一线、二线以及术后辅助适应症都已纳入国家医保目录；产品销量的快速增加弥补了仿制药加入竞争以及降价带来的不利影响。贝美纳是二代ALK抑制剂，继针对ALK阳性的非小细胞肺癌患者的二线治疗之后，一线适应症已于2023年初被纳入医保目录，今年有望加速渗透。贝安汀是安维汀的生物类似物，借助公司在肿瘤领域的渠道深耕，在与众多安维汀生物类似物的竞争中，有望取得一定的市占份额。(3)第三代EGFR抑制剂贝福替尼的非小细胞肺癌一线、二线适应症上市申请正处于审批当中，待获批之后，公司以埃克替尼销售主导业绩的销售格局将进一步改变，进一步摆脱对单一品种的依赖。

研发成果兑现在即，合作引进丰富产品组合。公司研发投入持续高增，2022年研发投入9.77亿元，占比营收41.12%。目前，贝福替尼、伏罗尼布上市申请审批中，公司有约40余项研发项目推进。公司引进优质项目，已与Agenus、Merus、益方生物、天广实等达成合作，引进EGFR/c-Met双抗、MerTK和FLT3双重抑制剂等多款新药，丰富公司现有研发管线。

盈利预测、估值与评级

考虑到未来产品管线的丰富，我们预计2023/24/25年营收28.13/37.17/54.17亿元，同比增长18.4%/32.1%/45.7%；归母净利润2.97/3.9/5.22亿元，同比增加104%/32%/34%。维持“买入”评级。

风险提示

研发及商业化不达预期、监管政策变动对行业增速影响等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：68.03 元

相关报告：

- 《贝达药业公司点评：疫情下业绩承压，静待贝福替尼获批》，2023.2.1
- 《贝达药业点评-与EyePoint合作深化，伏罗尼布再开发》，2022.5.7



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,246	2,377	2,813	3,717	5,417
营业收入增长率	20.08%	5.82%	18.35%	32.14%	45.74%
归母净利润(百万元)	383	145	297	390	522
归母净利润增长率	-36.83%	-62.04%	104%	32%	33.79%
摊薄每股收益(元)	0.922	0.348	0.711	0.935	1.251
每股经营性现金流净额	1.27	0.73	1.47	1.41	1.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.40%	3.00%	5.86%	7.30%	9.09%
P/E	86.57	141.44	95.69	72.76	54.38
P/B	7.27	4.24	5.61	5.31	4.94

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,870	2,246	2,377	2,813	3,717	5,417
增长率	20.1%	5.8%	18.4%	32.1%	45.7%	
主营业务成本	-139	-174	-269	-338	-409	-596
%销售收入	7.4%	7.8%	11.3%	12.0%	11.0%	11.0%
毛利	1,731	2,071	2,108	2,475	3,308	4,821
%销售收入	92.6%	92.2%	88.7%	88.0%	89.0%	89.0%
营业税金及附加	-7	-15	-18	-21	-27	-40
%销售收入	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-684	-815	-779	-872	-1,152	-1,679
%销售收入	36.6%	36.3%	32.8%	31.0%	31.0%	31.0%
管理费用	-263	-327	-455	-534	-706	-1,029
%销售收入	14.1%	14.6%	19.2%	19.0%	19.0%	19.0%
研发费用	-363	-566	-700	-816	-1,078	-1,571
%销售收入	19.4%	25.2%	29.4%	29.0%	29.0%	29.0%
息税前利润 (EBIT)	415	349	156	232	344	502
%销售收入	22.2%	15.5%	6.6%	8.3%	9.3%	9.3%
财务费用	-43	-1	-176	-60	-75	-97
%销售收入	2.3%	0.1%	7.4%	2.1%	2.0%	1.8%
资产减值损失	-10	-1	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	-1	0	0	0
投资收益	293	15	-20	0	0	0
%税前利润	43.9%	3.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	681	396	95	313	409	544
营业利润率	36.4%	17.6%	4.0%	11.1%	11.0%	10.1%
营业外收支	-14	-6	-7	-8	-8	-8
税前利润	667	390	88	305	401	536
利润率	35.6%	17.4%	3.7%	10.8%	10.8%	9.9%
所得税	-66	-10	37	-8	-11	-14
所得税率	9.8%	2.7%	-42.5%	2.7%	2.7%	2.7%
净利润	601	380	125	297	390	522
少数股东损益	-5	-4	-21	0	0	0
归属于母公司的净利润	606	383	145	297	390	522
净利率	32.4%	17.1%	6.1%	10.6%	10.5%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	601	380	125	297	390	522
少数股东损益	-5	-4	-21	0	0	0
非现金支出	166	175	260	157	168	186
非经营收益	-254	-23	76	24	9	34
营运资金变动	133	-5	-154	135	22	-69
经营活动现金净流	646	527	307	612	591	673
资本开支	-684	-758	-1,010	-529	-737	-757
投资	-69	-224	-314	0	0	0
其他	635	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-118	-982	-1,324	-529	-737	-757
股权募资	1,067	77	54	0	0	0
债权募资	-640	0	1,036	75	255	630
其他	-112	-173	-148	-158	-194	-239
筹资活动现金净流	314	-96	942	-83	61	391
现金净流量	825	-554	-61	0	-85	307

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,346	792	731	730	643	949
应收款项	59	214	523	441	521	685
存货	189	293	372	416	504	735
其他流动资产	254	354	106	117	113	128
流动资产	1,848	1,654	1,733	1,704	1,781	2,496
%总资产	35.3%	26.4%	21.9%	20.5%	19.7%	24.0%
长期投资	312	382	952	952	952	952
固定资产	776	1,319	2,043	2,516	3,063	3,619
%总资产	14.8%	21.0%	25.8%	30.3%	33.9%	34.8%
无形资产	2,188	2,848	3,076	3,062	3,164	3,260
非流动资产	3,382	4,617	6,177	6,599	7,247	7,898
%总资产	64.7%	73.6%	78.1%	79.5%	80.3%	76.0%
资产总计	5,230	6,271	7,910	8,302	9,028	10,394
短期借款	0	5	1,101	669	924	1,554
应付款项	208	670	828	903	1,029	1,255
其他流动负债	230	214	175	207	268	383
流动负债	438	889	2,105	1,780	2,221	3,192
长期贷款	0	0	656	656	656	656
其他长期负债	647	697	192	695	694	693
负债	1,085	1,586	2,952	3,131	3,571	4,541
普通股股东权益	4,141	4,561	4,849	5,062	5,348	5,745
其中：股本	413	415	417	417	417	417
未分配利润	1,673	1,930	1,971	2,184	2,470	2,867
少数股东权益	3	125	109	109	109	109
负债股东权益合计	5,230	6,271	7,910	8,302	9,028	10,394

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.468	0.922	0.348	0.711	0.935	1.251
每股净资产	10.022	10.980	11.615	12.126	12.811	13.762
每股经营现金净流	1.564	1.268	0.735	1.467	1.415	1.612
每股股利	0.190	0.310	0.250	0.200	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	14.64%	8.40%	3.00%	5.86%	7.30%	9.09%
总资产收益率	11.59%	6.11%	1.84%	3.57%	4.32%	5.02%
投入资本收益率	8.89%	7.13%	3.28%	3.45%	4.71%	6.00%
增长率						
主营业务收入增长率	20.36%	20.08%	5.82%	18.35%	32.14%	45.74%
EBIT增长率	45.27%	-15.91%	-55.19%	48.71%	48.13%	45.74%
净利润增长率	162.70%	-36.83%	-62.04%	104.09%	31.52%	33.79%
总资产增长率	26.52%	19.92%	26.13%	4.96%	8.75%	15.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.6	18.0	46.2	46.0	40.0	35.0
存货周转天数	424.6	504.2	452.0	450.0	450.0	450.0
应付账款周转天数	297.2	570.0	694.3	700.0	620.0	470.0
固定资产周转天数	139.1	110.4	91.4	67.2	50.6	35.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.48%	-21.09%	20.70%	11.52%	17.18%	21.55%
EBIT利息保障倍数	9.7	287.2	0.9	3.9	4.6	5.2
资产负债率	20.75%	25.28%	37.32%	37.72%	39.56%	43.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-10	买入	92.00	N/A
2	2021-10-28	买入	83.20	N/A
3	2021-12-24	买入	78.10	N/A
4	2022-01-16	买入	76.55	N/A
5	2022-01-26	买入	67.54	N/A
6	2022-04-07	买入	54.09	N/A
7	2022-05-07	买入	43.75	N/A
8	2023-02-01	买入	60.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402