

贝达药业(300558)

报告日期: 2023年04月29日

## 多催化在即, 看好商业化兑现

### ——贝达药业 2022 年报 & 2023Q1 业绩点评

#### 投资要点

- 我们看好 2023 年开始公司核心产品不断接力, 驱动高成长, 维持“买入”。
- 业绩点评: 符合预期  
 公司披露 2022 年和 2023Q1 业绩。2022 年实现收入 23.77 亿 (YOY 5.82%), 归母净利润 1.45 亿 (YOY -62.04%), 扣非净利润 0.30 亿 (YOY -91.25%), 其中 Q4 收入 7.14 亿 (YOY 36.91%), 归母净利润 0.43 亿 (YOY 17.67%), 扣非净利润 -0.33 亿 (YOY -270.38%)。  
 2023Q1 收入 5.32 亿 (YOY 9.08%), 归母净利润 0.51 亿 (YOY 38.58%), 扣非净利润 0.18 亿 (YOY 75.50%)。

#### 看好 2023-2025 年核心产品接力, 驱动收入和利润端高成长

根据公司年报披露: 2022 年凯美纳销量同比增长 29.54%。贝美纳凭借其在临床数据上的差异化优势, 实现快速放量, 2022 年销量同比增长 684.32%, 基本弥补了医保降价的影响。贝美纳一线治疗适应症于 2022 年 3 月获批上市, 并于 2023 年 1 月通过医保谈判, 成功列入国家医保目录, 这是目录内 ALK 抑制剂唯一国产创新药, 实现了贝美纳对 ALK 阳性晚期适应症医保的全覆盖。

展望 2023 年我们认为埃克替尼术后辅助仍有望支撑销售额维持较高水平。恩沙替尼销售额有望借助一线纳入医保后快速放量。CM082 和贝福替尼均有望 2023 年获批, 并为公司贡献新的弹性。我们仍然强调公司 2023 年即将进入多产品兑现阶段, 恩沙替尼一线 NSCLC、贝福替尼、CM082、EGFR/c-MET 双抗等公司核心产品有望不断接力, 驱动 2023-2025 年收入和利润端高成长。

#### 盈利能力: 短期费用率显著提升拖累, 看好盈利能力提升趋势

2022 年毛利率 88.69% (同比下降 3.54pct), 净利率 5.25% (同比下降 11.65pct), 主要是财务费用率同比提升 7.34pct (计提回购国新国同股权相关利息支出导致), 研发费用率同比提升 4.25pct, 管理费用率同比提升 4.6pct (股权激励费用、无形资产摊销费用等增加导致), 销售费用率同比下降 3.5pct。

2023Q1 毛利率 85.28% (同比-2.67pct), 净利率 9.02% (同比-4.54pct), 主要是利息支出增加以及研发费用持续高强度导致, 其中研发费用率同比提升 14.6pct, 财务费用率同比提升 2.9pct, 管理费用率同比下降 3.6pct, 销售费用率同比下降 1.9pct。我们认为 2022 年财务费用率同比提升主要还是短期影响, 管理费用率股权激励费用也偏短期, 2023 年后费用率水平有望逐渐下降, 伴随着更多创新药产品上市销售, 看好费用率进一步下降带来盈利能力提升。

#### 盈利预测与估值

我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 0.98、1.56 和 2.17 元/股, 2023 年 4 月 28 日收盘价对应 2023 年 PE 为 70 倍 (对应 2024 年 PE 为 44 倍), 维持“买入”评级。

#### 风险提示

产品临床开发失败风险、监管风险、销售不及预期风险、医保谈判价格降幅超预期风险、竞争风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

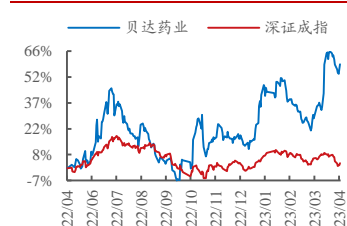
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜  
 执业证书号: S1230521110002  
 guoshuangxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 68.14
总市值(百万元)	28,446.20
总股本(百万股)	417.47

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《商业化已验证, 看好平台价值兑现——贝达药业深度报告》 2022.11.15
- 2 《贝达药业 2019H1 预告点评》 2019.07.16
- 3 《贝达药业 2019Q1 业绩点评》 2019.04.24

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2377	3049	4254	5235
(+/-) (%)	5.82%	28.30%	39.51%	23.07%
归母净利润	145	409	653	906
(+/-) (%)	-62.04%	181.27%	59.60%	38.85%
每股收益(元)	0.35	0.98	1.56	2.17
P/E	196.17	69.74	43.70	31.47

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1733	1792	1851	2392
现金	731	500	300	687
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	451	594	757	792
其它应收款	72	107	128	131
预付账款	13	18	23	28
存货	372	479	549	660
其他	94	94	94	94
<b>非流动资产</b>	6177	6614	6863	7149
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	108	108	108	108
固定资产	595	977	1272	1496
无形资产	1219	1339	1324	1371
在建工程	1448	1158	927	741
其他	2807	3032	3232	3432
<b>资产总计</b>	7910	8406	8714	9541
<b>流动负债</b>	2105	2473	1914	1827
短期借款	380	1175	309	0
应付款项	591	793	1021	1152
预收账款	1	1	1	1
其他	1132	503	583	673
<b>非流动负债</b>	848	575	805	835
长期借款	656	356	556	556
其他	192	219	249	279
<b>负债合计</b>	2952	3048	2719	2661
少数股东权益	109	99	83	61
归属母公司股东权益	4849	5259	5912	6819
<b>负债和股东权益</b>	7910	8406	8714	9541

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2377	3049	4254	5235
营业成本	269	294	360	387
营业税金及附加	18	22	31	39
营业费用	779	945	1297	1571
管理费用	455	427	596	733
研发费用	700	884	1234	1518
财务费用	176	59	56	35
资产减值损失	6	8	11	13
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
投资净收益	(20)	(20)	(20)	(20)
其他经营收益	141	60	65	70
<b>营业利润</b>	95	451	715	990
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
<b>利润总额</b>	88	443	708	983
所得税	(37)	44	71	98
<b>净利润</b>	125	399	637	884
少数股东损益	(21)	(10)	(16)	(22)
<b>归属母公司净利润</b>	145	409	653	906
EBITDA	369	808	1095	1382
EPS (最新摊薄)	0.35	0.98	1.56	2.17

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.82%	28.30%	39.51%	23.07%
营业利润	-76.04%	375.35%	58.65%	38.46%
归属母公司净利润	-62.04%	181.27%	59.60%	38.85%
<b>获利能力</b>				
毛利率	88.69%	90.36%	91.54%	92.61%
净利率	5.25%	13.09%	14.97%	16.89%
ROE	3.02%	7.93%	11.50%	14.08%
ROIC	2.63%	6.76%	10.24%	12.51%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.32%	36.26%	31.21%	27.90%
净负债比率	59.52%	50.25%	31.80%	20.89%
流动比率	0.82	0.72	0.97	1.31
速动比率	0.65	0.53	0.68	0.95
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.34	0.37	0.50	0.57
应收账款周转率	7.89	6.02	6.43	6.84
应付账款周转率	0.53	0.42	0.40	0.36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.35	0.98	1.56	2.17
每股经营现金	0.73	1.64	2.42	3.08
每股净资产	11.62	12.56	14.12	16.29
<b>估值比率</b>				
P/E	196.17	69.74	43.70	31.47
P/B	5.87	5.42	4.83	4.18
EV/EBITDA	58.73	36.75	26.65	20.61

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	307	686	1014	1291
净利润	125	399	637	884
折旧摊销	247	296	323	354
财务费用	176	59	56	35
投资损失	20	20	20	20
营运资金变动	(652)	130	138	195
其它	392	(218)	(159)	(198)
<b>投资活动现金流</b>	(1324)	(634)	(492)	(560)
资本支出	(724)	(200)	(200)	(200)
长期投资	(94)	0	0	0
其他	(506)	(434)	(292)	(360)
<b>筹资活动现金流</b>	942	(283)	(722)	(344)
短期借款	380	795	(867)	(309)
长期借款	656	(300)	200	0
其他	(95)	(778)	(56)	(35)
<b>现金净增加额</b>	(76)	(231)	(200)	387

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>