

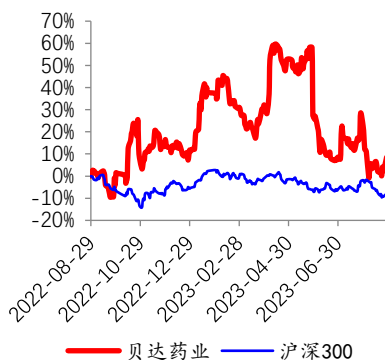
# 23H1 利润高增长，医保续约新规有望大幅受益

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-30

收盘价（元）	48.73
近12个月最高/最低（元）	74.76/39.47
总股本（百万股）	417
流通股本（百万股）	416
流通股比例（%）	99.73%
总市值（亿元）	203.43
流通市值（亿元）	202.89

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

## 相关报告

- 1.【华安医药】贝达药业 (300558.SZ) 公司深度：十九载砥砺“TKI”硕果累累，广布局创新药“持续前进” 2022-08-01
- 2.【华安医药】公司点评贝达药业 (300558.SZ)：上市产品销量持续增长，新药研发推进积蓄动能 2022-08-24

## 主要观点：

### ● 事件：

2023年8月26日，贝达药业发布2023年上半年业绩公告。报告期内公司实现营收13.14亿元，同比增长4.83%；归母净利润1.48亿元，同比增长56.58%；扣非净利润0.88亿元，同比增长46.51%。其中23Q2单季度实现营收7.82亿元，同比增长16.99%；归母净利润0.97亿元，同比增长777.80%；扣非净利润0.70亿元，同比增长593.18%。报告期内经营活动产生的现金流量净额3.60亿元，同比增长181.69%。

### ● 点评：

#### ✓ 前线适应症医保放量，新产品上市贡献增长

贝达药业作为国内最早的创新药公司之一，多年深耕肺癌靶向治疗，伴随着我国医保等多项药政共同发展，公司已经具备多年药物开发、临床研发及商业化的综合性能力，并成功推动了肺癌三大产品上市。旗下埃克替尼（凯美纳®）、恩沙替尼（贝美纳®）、贝伐珠单抗（贝安汀®）分别针对EGFR、ALK、VEGFR全面覆盖非小细胞癌，其中头部产品埃克替尼已经惠及广大肺癌患者。报告期内，公司EGFR-TKI贝福替尼（赛美纳®）的经治却EGFR T790M<sup>+</sup>的非小细胞肺癌（二线治疗适应症）于2023年5月获批上市，在三代EGFR-TKI中展示了更好的PFS。国内首个肾癌创新药伏美替尼（伏美纳®）获批上市，进一步扩大覆盖瘤种，未来将会与合作伙伴探索该药在眼科领域的拓展应用，新产品上市及适应症扩大带动新的增长曲线。

#### ✓ 运营管理降本增效，后续管线进入收获期

费用方面，2023年半年度研发投入5.35亿元，较上年同期增长16.43%，占营业收入比例的40.69%。23H1销售费用率为34.85%（同比下降0.28pct），管理费用率为15.50%（同比下降9.18pct），财务费用率为1.33%（同比增加1.15pct），实现降本增效。公司加强经销商管理、信用管理，扩大销量同时积极增加现金回笼，报告期内经营活动产生的现金流量净额3.60亿元，同比增长181.69%。报告期内公司新药研发项目持续推进，40余个在研项目涵盖靶向新药及免疫疗法，兼有大小分子和多种抗癌新机制，公司新药研发项目持续推进，进入不同阶段管线收获期。

#### ✓ 医药研发指导文件频出，推动头部公司发展

近期医药行业政策扰动频出，然而从医药工业及医药民生事业发展来看，我国医药政策进入日趋成熟的阶段。

- 2023年3月，国家食品药品监督管理局药品审评中心（CDE）发布了《单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请的适用性技术指导原则》，阐明了当前对单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请的适用性的科学认识；

- 2023年3月,国家药监局药审中心组织制定了《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范(试行)》,结合“早期介入、研审联动、滚动提交”等,进一步加快创新药品种审评审批速度;
- 2023年7月,国家医疗保障局官网正式公布《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》,建立了基本覆盖药品全生命周期的支付标准调整规则,有利于稳定企业预期,减轻后期降价压力;
- 2023年8月,国家医保局发布国家药监局综合司公开征求《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序(试行)(修订稿征求意见稿)》意见,加速临床急需药物上市进程,鼓励同类靶点第一,限制后来者的跟随研发,进一步强调临床价值为导向,以及先发重要性。多项重磅指导文件进一步规范药企研发方向,贝达药业作为肺癌靶向药公司先发者,已经具备明显优势。医保续约新规之下,已经多次续约的老产品如埃克替尼的续约降价幅度有望大幅降低,保价增量带来收益。

#### ● 投资建议:维持“买入”评级

公司发布2023年中期业绩,考虑到目前医药行业政策形势等因素,我们对公司预测有所调整,预计2023-2025年贝达药业营业收入分别为27.37亿元、37.14亿元、46.87亿元,同比增长分别为15.2%、35.7%、26.2%。归母净利润分别为3.46亿元、5.48亿元、7.79亿元,同比增长分别为138.0%、58.4%、42.1%。对应PE分别为57X、36X、25X。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

**审批准入不及预期风险:**公司药品申报临床及注册等环节可能面临审批进度不及预期的风险;公司产品进入医保或集采可能会面临丢标等风险;

**行业政策风险:**随着国家带量采购政策的全面实施,近期医疗反腐等政策影响,对市场竞争较大的创新药品种或面临医保谈判降价幅度超预期的风险,生物类似药或面临集中采购降价幅度超预期的风险;

**销售浮动风险:**市场竞品及未来上市新药可能对产品销售造成一定影响,导致销售不及预期。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2377	2737	3714	4687
收入同比 (%)	5.8%	15.2%	35.7%	26.2%
归属母公司净利润	145	346	548	779
净利润同比 (%)	-62.0%	138.0%	58.4%	42.1%
毛利率 (%)	88.7%	89.2%	89.6%	88.8%
ROE (%)	3.0%	6.6%	9.4%	11.8%
每股收益 (元)	0.35	0.83	1.31	1.87
P/E	140.77	56.90	35.92	25.27
P/B	4.23	3.75	3.39	2.99
EV/EBITDA	46.91	39.64	28.43	21.16

资料来源: Wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1733	1743	2417	3428	营业收入	2377	2737	3714	4687
现金	731	523	678	1223	营业成本	269	296	386	525
应收账款	433	574	995	1304	营业税金及附加	18	14	19	23
其他应收款	72	84	155	234	销售费用	779	784	1023	1235
预付账款	13	15	19	26	管理费用	455	508	644	668
存货	372	427	430	475	财务费用	176	17	10	-3
其他流动资产	111	120	140	165	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	6177	6189	6243	6251	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	108	108	108	108	投资净收益	-20	27	37	47
固定资产	595	611	621	623	营业利润	95	346	548	779
无形资产	1219	1219	1219	1219	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	4255	4251	4296	4301	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	7910	7932	8660	9679	利润总额	88	346	548	779
流动负债	2105	1728	1909	2148	所得税	-37	0	0	0
短期借款	380	380	380	380	净利润	125	346	548	779
应付账款	591	537	586	635	少数股东损益	-21	0	0	0
其他流动负债	1133	811	942	1132	归属母公司净利润	145	346	548	779
非流动负债	848	838	838	838	EBITDA	460	519	718	939
长期借款	656	656	656	656	EPS (元)	0.35	0.83	1.31	1.87
其他非流动负债	192	182	182	182					
负债合计	2952	2567	2747	2986					
少数股东权益	109	109	109	109					
股本	417	417	417	417					
资本公积	2123	2173	2173	2173					
留存收益	2308	2666	3214	3993					
归属母公司股东	4849	5257	5805	6584					
负债和股东权益	7910	7932	8660	9679					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	307	274	363	699	成长能力				
净利润	125	346	548	779	营业收入	5.8%	15.2%	35.7%	26.2%
折旧摊销	254	156	160	163	营业利润	-76.0%	265.1%	58.4%	42.1%
财务费用	186	31	31	31	归属于母公司净利	-62.0%	138.0%	58.4%	42.1%
投资损失	20	-27	-37	-47	获利能力				
营运资金变动	-154	-234	-339	-227	毛利率 (%)	88.7%	89.2%	89.6%	88.8%
其他经营现金流	155	581	887	1006	净利率 (%)	6.1%	12.6%	14.8%	16.6%
投资活动现金流	-1324	-144	-177	-123	ROE (%)	3.0%	6.6%	9.4%	11.8%
资本支出	-1010	-177	-214	-170	ROIC (%)	4.4%	5.4%	7.6%	9.6%
长期投资	-314	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	33	37	47	资产负债率 (%)	37.3%	32.4%	31.7%	30.9%
筹资活动现金流	942	-345	-31	-31	净负债比率 (%)	59.6%	47.8%	46.5%	44.6%
短期借款	380	0	0	0	流动比率	0.82	1.01	1.27	1.60
长期借款	656	0	0	0	速动比率	0.60	0.70	0.98	1.32
普通股增加	2	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	192	50	0	0	总资产周转率	0.34	0.35	0.45	0.51
其他筹资现金流	-289	-395	-31	-31	应收账款周转率	7.89	5.43	4.73	4.08
现金净增加额	-61	-208	155	545	应付账款周转率	0.53	0.52	0.69	0.86
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.35	0.83	1.31	1.87
					每股经营现金流	0.73	0.66	0.87	1.68
					每股净资产	11.64	12.59	13.90	15.77
					估值比率				
					P/E	140.77	56.90	35.92	25.27
					P/B	4.23	3.75	3.39	2.99
					EV/EBITDA	46.91	39.64	28.43	21.16

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师简介

**分析师：**谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。