

# 贝达药业 (300558)

证券研究报告

2017年08月21日

## 业绩符合预期，期待产品在各省医保目录调整后放量

### 业绩符合预期，二季度埃克替尼销售量增幅明显

公司发布 2017 年半年报，2017 年上半年公司实现营业收入 4.98 亿元，同比下降 3.94%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比下降 35.45%，实现扣非后归母净利润 1.02 亿元，同比下降 37.99%，上半年实现 EPS0.34 元。费用端，公司管理费用同比增长 47.18%，主要系研发费用投入增加、新生产基地折旧费用增加以及 Xcovery 和卡南吉并表所致。公司二季度单季度实现销售额 2.69 亿元，同比增长 10.24%，环比增长 17.02%，显示出产品在降价后销量的快速增长。

### 埃克替尼进入医保目录，期待凯美纳在各省医保目录调整后放量

2017 年 2 月 23 日国家公布新一轮医保目录，公司在 2016 年医保谈判价的基础上顺利进入全国医保目录，5 月 8 日青海开始调整医保目录以来，截至 8 月 19 日已有 19 省市正式对外公布新报医保目录调整方案，我们认为，随着公司产品在各省正式被纳入医保，2017 年下半年药品销售量将迎来高速增长，销售额有望快速增长，因此全年销售额仍有望维持 15% 以上的增速，下半年盈利能力将比上半年有显著提升。中期来看，虽然公司新面临二代三代 EGFR-TKI 以及一代仿制药的竞争，但我们认为，埃克替尼通过公司 5 年的学术推广、临床教育和慈善赠药，已在国内的医生和患者群体中形成良好的群众基础，未来拥有国家医保在支付端的支持，埃克替尼非赠药用量将有望在各地大幅增长，支撑公司未来 3 年销售额的稳步增长。

### 研发管线顺利推进，保证公司未来长期发展

2017 年上半年公司研发费用投入总额 9039.02 万元，占营业收入比例为 18.15%。公司 7 个临床研究项目进展顺利，目前，Ensartinib 与克唑替尼对头的全球 III 期临床试验已在全球 80 多家中心启动；中国部分 III 期临床研究已于 7 月召开启动会；X-082 的 wAMD 适应症研究在美国已经完成 II 期试验入组，肾癌 III 期研究已于 3 月启动；MIL60 项目 III 期研究近期将开始入组病人；埃克替尼乳膏剂计划启动 II 期研究；9016 项目和 15086 项目的临床研究也都在按计划推进当中。公司在内生研发管线不断夯实的同时，我们预计公司未来将会持续引进有临床价值的在研品种，进一步打造良好的研发管线以保证公司未来的发展。

### 盈利预测和投资建议

根据上半年的经营情况，我们对公司的盈利预测进行了调整，我们预测公司 2017-19 年公司 EPS 分别为 0.84/1.05/1.23 元，当前公司股价 54.45 元，对应 2017-19 年 P/E 分别为 65/52/44 倍，考虑到公司是国内创新药领军企业和丰富的研发管线，应有一定的估值溢价，给予公司 2018 年 60 倍 P/E，调整目标价至 63 元，维持增持评级。

**风险提示：**EGFR-TKI 药物市场竞争和新品替代；研发管线推进不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	914.66	1,035.06	1,242.07	1,552.59	1,832.06
增长率(%)	30.00	13.00	20.00	25.00	18.00
EBITDA(百万元)	375.67	386.47	361.58	451.41	530.14
净利润(百万元)	345.30	368.80	337.99	422.77	491.82
增长率(%)	28.00	7.00	(8.00)	25.00	16.00
EPS(元/股)	0.86	0.92	0.84	1.05	1.23
市盈率(P/E)	63.23	59.20	64.60	51.65	44.40
市净率(P/B)	24.58	11.35	9.82	8.36	7.17
市销率(P/S)	23.87	21.09	17.58	14.06	11.92
EV/EBITDA	0.00	76.15	57.76	45.54	38.31

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	54.45 元
目标价格	63 元
上次目标价	74.2 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	41.00
A 股总市值(百万元)	21,834.45
流通 A 股市值(百万元)	2,232.45
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	17.84
一年内最高/最低(元)	99.83/23.19

### 作者

**廖庆阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516120003  
liaoqingyang@tfzq.com

**杨烨辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516080003  
yangyehui@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《贝达药业-首次覆盖报告:医保目录有望催生终端放量，研发管线支撑未来发展》 2017-04-10

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	260.11	153.95	946.92	1,273.28	1,513.97
应收账款	29.78	92.89	42.26	18.19	24.73
预付账款	2.59	1.76	8.03	4.64	9.20
存货	47.15	74.98	113.19	136.12	144.76
其他	220.58	980.12	403.91	534.87	639.63
<b>流动资产合计</b>	<b>560.21</b>	<b>1,303.69</b>	<b>1,514.31</b>	<b>1,967.09</b>	<b>2,332.29</b>
长期股权投资	122.21	135.07	135.07	135.07	135.07
固定资产	83.41	388.69	471.73	545.69	601.21
在建工程	191.26	169.49	137.69	130.62	108.37
无形资产	174.32	155.40	146.56	137.72	128.88
其他	15.63	14.96	13.62	14.07	14.15
<b>非流动资产合计</b>	<b>586.83</b>	<b>863.61</b>	<b>904.67</b>	<b>963.17</b>	<b>987.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,147.04</b>	<b>2,167.30</b>	<b>2,418.98</b>	<b>2,930.26</b>	<b>3,319.98</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	35.97	119.09	70.11	193.71	147.30
其他	102.40	86.33	89.74	93.66	96.30
<b>流动负债合计</b>	<b>138.37</b>	<b>205.42</b>	<b>159.85</b>	<b>287.37</b>	<b>243.60</b>
长期借款	85.40	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.32	32.84	31.71	31.29	31.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>114.72</b>	<b>32.84</b>	<b>31.71</b>	<b>31.29</b>	<b>31.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>253.09</b>	<b>238.27</b>	<b>191.56</b>	<b>318.66</b>	<b>275.55</b>
少数股东权益	5.64	4.71	3.03	1.21	(0.73)
股本	360.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	10.65	627.00	627.00	627.00	627.00
留存收益	522.31	1,507.46	1,823.39	2,209.39	2,644.16
其他	(4.64)	(611.12)	(627.00)	(627.00)	(627.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>893.95</b>	<b>1,929.04</b>	<b>2,227.42</b>	<b>2,611.60</b>	<b>3,044.43</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,147.04</b>	<b>2,167.30</b>	<b>2,418.98</b>	<b>2,930.26</b>	<b>3,319.98</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	343.43	367.86	337.99	422.77	491.82
折旧摊销	19.36	20.08	17.60	21.95	25.57
财务费用	0.78	1.94	(5.15)	(10.38)	(13.03)
投资损失	0.76	(4.72)	(2.77)	(2.77)	(2.77)
营运资金变动	(163.77)	(746.24)	534.74	(2.08)	(165.42)
其它	185.00	768.13	(6.76)	(0.19)	(1.43)
<b>经营活动现金流</b>	<b>385.56</b>	<b>407.05</b>	<b>875.65</b>	<b>429.32</b>	<b>334.73</b>
资本支出	198.60	293.33	61.13	80.42	49.34
长期投资	61.43	12.86	0.00	0.00	0.00
其他	(670.50)	(1,347.40)	(118.37)	(157.65)	(96.58)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(410.46)</b>	<b>(1,041.21)</b>	<b>(57.23)</b>	<b>(77.23)</b>	<b>(47.23)</b>
债权融资	101.83	0.00	7.24	7.89	5.04
股权融资	8.05	666.52	(10.73)	10.38	13.03
其他	(26.10)	(140.53)	(21.96)	(43.99)	(64.89)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>83.77</b>	<b>525.99</b>	<b>(25.45)</b>	<b>(25.72)</b>	<b>(46.81)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>58.87</b>	<b>(108.17)</b>	<b>792.97</b>	<b>326.36</b>	<b>240.68</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>914.66</b>	<b>1,035.06</b>	<b>1,242.07</b>	<b>1,552.59</b>	<b>1,832.06</b>
营业成本	27.94	32.83	62.10	77.63	91.60
营业税金及附加	17.13	19.85	23.51	29.41	34.84
营业费用	337.82	398.58	459.57	582.22	687.02
管理费用	173.41	220.24	350.26	437.83	516.64
财务费用	(0.31)	0.70	(5.15)	(10.38)	(13.03)
资产减值损失	(0.21)	1.21	0.42	0.47	0.70
公允价值变动收益	0.00	0.00	(5.00)	1.67	0.56
投资净收益	(0.76)	4.72	2.77	2.77	2.77
其他	1.52	(9.44)	4.47	(8.87)	(6.65)
<b>营业利润</b>	<b>358.11</b>	<b>366.37</b>	<b>349.12</b>	<b>439.83</b>	<b>517.60</b>
营业外收入	42.93	61.28	41.13	48.45	50.29
营业外支出	2.33	3.20	2.31	2.61	2.71
<b>利润总额</b>	<b>398.72</b>	<b>424.46</b>	<b>387.95</b>	<b>485.67</b>	<b>565.18</b>
所得税	55.29	56.59	51.72	64.75	75.35
<b>净利润</b>	<b>343.43</b>	<b>367.86</b>	<b>336.22</b>	<b>420.92</b>	<b>489.83</b>
少数股东损益	(1.86)	(0.93)	(1.76)	(1.85)	(1.99)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>345.30</b>	<b>368.80</b>	<b>337.99</b>	<b>422.77</b>	<b>491.82</b>
每股收益(元)	0.86	0.92	0.84	1.05	1.23

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	29.84%	13.16%	20.00%	25.00%	18.00%
营业利润	23.25%	2.31%	-4.71%	25.98%	17.68%
归属于母公司净利润	28.23%	6.81%	-8.35%	25.09%	16.33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	96.94%	96.83%	95.00%	95.00%	95.00%
净利率	37.75%	35.63%	27.21%	27.23%	26.85%
ROE	38.87%	19.16%	15.19%	16.20%	16.15%
ROIC	89.79%	44.18%	16.94%	29.21%	32.83%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.06%	10.99%	7.92%	10.87%	8.30%
净负债率	-9.30%	-5.64%	3.79%	-29.20%	-31.62%
流动比率	4.05	6.35	9.47	6.85	9.57
速动比率	3.71	5.98	8.77	6.37	8.98
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	39.70	16.88	18.38	51.37	85.38
存货周转率	22.70	16.95	13.20	12.46	13.05
总资产周转率	1.01	0.62	0.54	0.58	0.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.86	0.92	0.84	1.05	1.23
每股经营现金流	0.96	1.02	2.18	1.07	0.83
每股净资产	2.22	4.80	5.55	6.51	7.59
<b>估值比率</b>					
市盈率	63.23	59.20	64.60	51.65	44.40
市净率	24.58	11.35	9.82	8.36	7.17
EV/EBITDA	0.00	76.15	57.76	45.54	38.31
EV/EBIT	0.00	80.17	60.71	47.87	40.25

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com