

凯美纳销量增速接近50%，整体业绩符合预期，对外合作加速推进

——贝达药业（300558）2017年三季度报点评

2017年10月26日

推荐/维持

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	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554041

事件：

贝达药业发布2017年三季度报告，2017年前三季度公司实现营业收入7.68亿元，同比下降2.42%；归属于上市公司股东的净利2.03亿元，同比下降34.03%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润1.54亿元，同比下降38.72%。实现EPS为0.51元。

公司2017年Q3实现营业收入2.70亿元，同比增长0.50%；实现归属于上市公司股东的净利润0.66亿元，同比下降30.88%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润0.51亿元。实现EPS为0.17元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	274.93	243.65	268.78	247.7	229.54	268.6	270.14
增长率（%）	-	-	-	23.79%	-16.51%	10.24%	0.50%
毛利率（%）	97.13%	96.90%	96.99%	96.26%	95.89%	95.31%	96.23%
期间费用率（%）	62.96%	51.13%	57.68%	67.33%	67.46%	69.86%	71.74%
营业利润率（%）	32.67%	45.07%	37.84%	26.26%	27.09%	26.34%	24.86%
净利润（百万元）	103.00	108.89	95.77	60.20	75.33	59.94	63.50
增长率（%）	-	-	-	09.60%	-26.87%	-44.96%	-33.69%
每股盈利（季度，元）	0.29	0.30	0.27	0.15	0.19	0.15	0.17
资产负债率（%）	-	19.01%	18.29%	10.99%	9.67%	17.84%	19.69%
净资产收益率（%）	-	9.82%	7.95%	3.12%	3.76%	2.98%	3.07%
总资产收益率（%）	-	7.96%	6.49%	2.78%	3.40%	2.45%	2.47%

观点：

1、凯美纳销量增速接近50%，静待医保全面执行后销量再加速

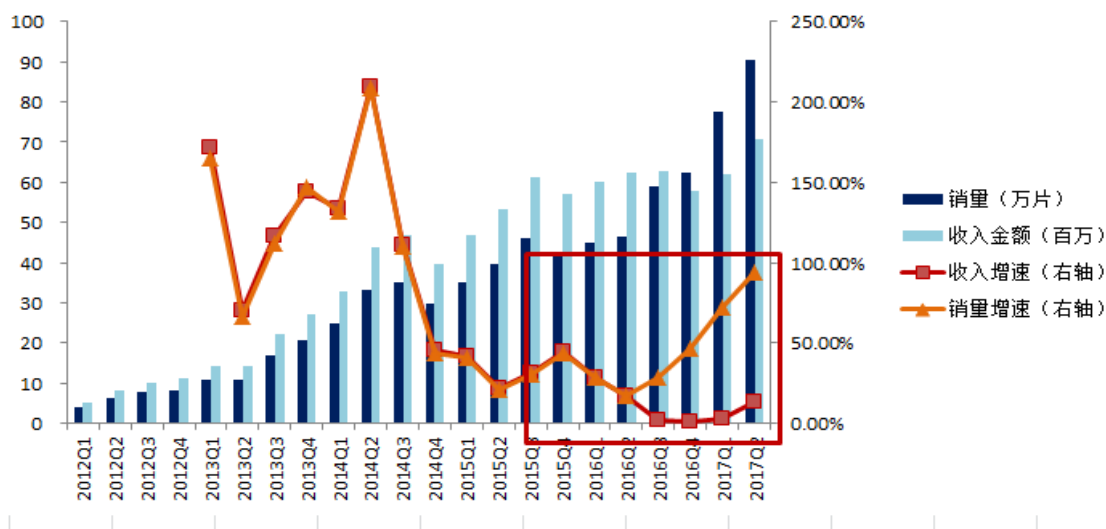
公司前三季度营收 7.68 亿元，同比下降 2.42%，归母净利润 2.03 亿，增速-34.03%。核心品种凯美纳前三季度销量增速 48.97%，三季度单季度销量增速 48.97%。公司前三季度业绩出现下滑，主要有以下几点因素：

- ◆ **凯美纳降价影响（最主要影响因素）：**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。前三季度增速 48.97%，成本端随着销量增长而增长（同比增长 36.70%），但收入端整体有所下降，影响业绩。
- ◆ **研发费用和折旧增长：**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，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，相应的折旧费用和能耗增加。（管理费用整体增加 7200 万，主要是研发费用和新生产基地的折旧和能耗）。

财务指标方面，公司销售费用率为 39.87%，比去年同期 37.24% 上升 2.63pp；管理费用率为 30.03%，比去年同期 20.07% 上升 9.96pp，研发投入和折旧摊销大幅增加，对业绩影响较大。

从样本医院终端数据来看：埃克替尼销量增速拐点明显，未来降价影响将逐渐弱化。

图 1: 样本医院埃克替尼销量及收入增速



资料来源：PDB，东兴证券研究所

2、对外合作是贝达快速发展的第三架马车，多点开花创新研发进度靠前

报告期内，公司公告以 1500 万美金对价收购 Tyrogenex 持有的 Equinox 50% 股权，收购完成后公司持有 Equinox 100% 股权，拥有 Vorolanib 化合物肿瘤适应症在全球的全部权益。同时卡南吉和 Tyrogenex 修订双方早期签署的 X-82 独家许可协议中有关销售提成的条款，卡南吉向 Tyrogenex 支付 500 万美元，双

方取消销售提成费条款，未来产品上市后，卡南吉无须向 Tyrogenex 支付销售提成费。本次交易合计 2000 万美元。至此公司拥有 Vorolanib 化合物肿瘤适应症的完整全球权益，便于公司快速推进 X-82 项目（卡南吉）。

公司 2017 年开始对外合作进度明显加速，除了 Equinox 之外，还有 X-covery，卡南吉，天广实和华昊中天生物。

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 Xcovery86.24% 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 9.09% 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。

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。

3、研发进度更新，多个创新药在临床阶段

公司重点推进产品研发进度如下：

- ◆ **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。

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 2.88 亿元、3.93 亿元、5.76 亿元，对应增速分别为-21.93%、36.45%、46.70%，EPS 分别为 0.72 元、0.98 元、1.44 元，对应 PE 分别为 76X、56X、38X。维持“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					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	560	1304	1645	2062	2633	营业收入	915	1035	1066	1599	2398
货币资金	260	154	1435	1761	2196	营业成本	28	33	48	72	108
应收账款	27	38	29	44	66	营业税金及附加	17	20	10	14	22
其他应收款	2	55	56	85	127	营业费用	338	399	424	635	947
预付款项	3	2	2	2	2	管理费用	173	220	299	480	720
存货	47	75	95	143	214	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	289	402	608
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	2453	2829	3356	利润总额	399	424	339	462	678
流动负债合计	138	205	202	244	281	所得税	55	57	51	69	102
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	343	368	288	393	576
应付账款	17	48	49	88	121	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	288	393	576
一年内到期的非流	16	0	0	0	0	EBITDA	522	524	328	443	651
非流动负债合计	115	33	93	93	93	BPS (元)	0.96	1.01	0.72	0.98	1.44
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	295	337	374	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%	3.00%	49.99%	49.99%
实收资本(或股本)	360	401	401	401	401	营业利润增长	23.25%	2.31%	-21.20	39.29%	51.19%
资本公积	11	627	627	627	627	归属于母公司净利润	-21.93	36.45%	-21.93	36.45%	46.70%
未分配利润	439	769	956	1211	1586	获利能力					
归属母公司股东权	888	1924	2153	2487	2977	毛利率(%)	96.94%	96.83%	95.50%	95.50%	95.50%
负债和所有者权益	1147	2167	2453	2829	3356	净利率(%)	37.55%	35.54%	27.01%	24.57%	24.03%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	30.10%	17.02%	11.74%	13.89%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	38.87%	19.16%	13.37%	15.80%	19.36%
经营活动现金流	386	407	1269	382	515	偿债能力					
净利润	343	368	288	393	576	资产负债率(%)	22%	11%	12%	12%	11%
折旧摊销	165	157	0	41	43	流动比率	4.05	6.35	8.15	8.46	9.37
财务费用	0	1	0	0	0	速动比率	3.71	5.98	7.68	7.87	8.61
应收账款减少	0	0	9	-15	-22	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	0.46	0.61	0.78
投资活动现金流	-410	-1041	20	4	6	应收账款周转率	42	32	32	44	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	66.20	31.87	22.04	23.29	22.88
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	0.72	0.98	1.44
筹资活动现金流	84	526	-8	-59	-86	每股净现金流(最新)	0.16	-0.27	3.19	0.81	1.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.47	4.80	5.37	6.20	7.42
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	75.84	55.58	37.89
资本公积增加	2	616	0	0	0	P/B	22.07	11.35	10.14	8.78	7.33
现金净增加额	59	-108	1281	327	434	EV/EBITDA	37.22	41.38	62.19	45.29	30.16

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。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。