

凯美纳将进入医保放量期，坚持看好



——贝达药业（300558）2017 年业绩快报点评

❖ 事件

2 月 27 日，公司发布 2017 年业绩快报，报告期内公司实现营业总收入为 102,635.87 万元，较去年同期下降 0.84%；营业利润 25,277.48 万元，比去年同期下降 30.92%；利润总额 29,981.03 万元，比去年同期下降 29.37%；归属于上市公司股东的净利润 26,178.87 万元，较去年同期下降 29.02%。

❖ 点评

2017 年凯美纳销量大幅增长，今年将迎来医保放量期。2017 年公司产品凯美纳在各地陆续执行国家医保谈判价格，产品降价幅度达 54%，同时，公司赠药政策相应作出调整，由之前 7.8 万元调至 6 万元，受以上双重作用影响，销量同比增长超过 40%，基本弥补了大幅降价对营业收入的影响，销售收入略有下降。在凯美纳被纳入 2017 年国家医保目录之后，由于各地从公布地方医保方案到落地执行，需要完成相应的工作流程，市场反应存在滞后性，医保对销售量的影响将在医保全面落地执行之后进一步体现，今年将迎来医保放量期。

业绩仍受研发支出及折旧费用等因素制约。公司新药研发工作持续推进，包括新项目的立项推进，以及 BPI-16350 等多个新药进入临床试验阶段，X-396、CM082 等产品进入临床试验关键阶段，研发投入或持续增加。另外，公司募集资金投资项目、新生产基地建设项目和企业管理信息系统建设项目已基本完成，项目成本大部分已结转至固定资产，或导致相应的折旧费用增加。

❖ 盈利预测

在凯美纳降价进医保后，其销售有望持续放量，同时，公司在研产品线丰富，布局具有优势。预计公司 2018-2019 年归属母公司股东净利润为 3.42 亿、4.18 亿，对应 EPS 为 0.85 元、1.04 元，对应 PE 为 67.06 倍、54.81 倍。采用 5 倍市销率对公司进行估值，2018 年预计公司市值不低于 276 亿元，现在市值 229 亿元，公司估值仍有一定的上升空间，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**新药研发进度不及预期；产品销售不及预期。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	1035	1026	1350	1630
+/-%	13%	-1%	32%	21%
归属母公司股东净利润(百万)	369	262	342	418
+/-%	7%	-29%	31%	22%
EPS(元)	0.92	0.65	0.85	1.04
PE	61.96	87.69	67.06	54.81

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📌 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司点评
所属行业	医药生物
报告时间	2018/2/27
前收盘价	57.00 元
公司评级	增持评级

📌 分析师

宋红欣
证书编号：S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

📌 联系人

周豫
证书编号：S1100117080006
010-66495936
zhouyu@cczq.com

📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

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	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1304	1423	1751	2117	营业收入	1035	1026	1350	1630
现金	154	555	746	1098	营业成本	33	40	52	63
应收账款	38	35	48	57	营业税金及附加	20	20	26	31
其他应收款	55	37	57	65	营业费用	399	411	540	652
预付账款	2	3	3	4	管理费用	220	308	392	456
存货	75	65	86	109	财务费用	1	3	4	3
其他流动资产	980	727	811	783	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	864	841	821	794	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	135	131	132	132	投资净收益	5	3	3	3
固定资产	389	452	470	464	营业利润	366	248	339	427
无形资产	147	150	153	154	营业外收入	61	55	57	57
其他非流动资产	193	108	66	43	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	2167	2264	2572	2910	利润总额	424	301	394	481
流动负债	205	128	166	187	所得税	57	41	53	65
短期借款	0	0	0	0	净利润	368	261	341	417
应付账款	48	46	66	78	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	158	81	100	109	归属母公司净利润	369	262	342	418
非流动负债	33	19	1	-30	EBITDA	387	283	378	467
长期借款	0	-14	-36	-65	EPS (元)	0.92	0.65	0.85	1.04
其他非流动负债	33	33	36	35					
负债合计	238	147	166	156					
少数股东权益	5	4	2	0	主要财务比率				
股本	401	401	401	401	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	627	627	627	627	成长能力				
留存收益	880	1086	1376	1726	营业收入	13.2%	-0.8%	31.5%	20.7%
归属母公司股东权益	1924	2114	2404	2754	营业利润	2.3%	-32.3%	36.6%	26.1%
负债和股东权益	2167	2264	2572	2910	归属于母公司净利润	6.8%	-29.0%	30.8%	22.2%
					获利能力				
					毛利率(%)	96.8%	96.2%	96.2%	96.2%
					净利率(%)	4.6%	35.6%	25.5%	25.4%
					ROE(%)	19.2%	12.4%	14.2%	15.2%
					ROIC(%)	19.1%	15.1%	19.6%	25.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	11.0%	6.5%	6.5%	5.4%
					净负债比率(%)	0.00%	-6.74%	-18.25%	-37.75%
					流动比率	6.35	11.16	10.57	11.34
					速动比率	5.98	10.64	10.05	10.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.46	0.56	0.59
					应收账款周转率	32	28	32	31
					应付账款周转率	1.01	0.84	0.93	0.87
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.92	0.65	0.85	1.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.25	0.70	1.15
					每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.27	5.99	6.87
					估值比率				
					P/E	61.96	87.69	67.06	54.81
					P/B	11.88	10.81	9.51	8.30
					EV/EBITDA	58	80	60	48

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	407	502	281	459
净利润	368	261	341	417
折旧摊销	20	32	35	37
财务费用	1	3	4	3
投资损失	-5	-3	-3	-3
营运资金变动	10	215	-98	6
其他经营现金流	14	-5	2	0
投资活动现金流	-1041	-9	-14	-8
资本支出	295	0	0	0
长期投资	759	-4	1	-0
其他投资现金流	13	-13	-12	-9
	526	-92	-76	-99
筹资活动现金流	0	0	0	0
短期借款	-85	-14	-21	-30
长期借款				
普通股增加	41	0	0	0
资本公积增加	616	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-78	-55	-70
现金净增加额	-106	401	191	352

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001