

业绩符合预期，2018Q1凯美纳降价影响逐步消除，研发加速推进

——贝达药业（300558）点评

2018年04月09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 年度报告，2017 年公司实现营业收入 10.26 亿元，同比下降 0.84%；归属于上市公司股东的净利润 2.58 亿元，同比下降 30.12%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 2.00 亿元，同比下降 34.30%。实现 EPS 为 0.64 元。

公司 2017 年 Q4 实现营业收入 2.58 亿元，同比增加 4.19%；实现归属于上市公司股东的净利 0.54 亿元，同比下降 10.16%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 0.46 亿元，同比下降 13.21%。实现 EPS 为 0.14 元。

公司利润分配预案，每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。

公司公告一季度业绩预告，预计 2018 一季度盈利 4155.23-4532.98 万元，同比下降 40%-45%。

公司公告 2018 股票期权激励计划草案，总量 800 万股，激励对象 208 人，行权价格 65.53 元，考核指标 2018-2020 年收入分别不低于 12 亿元、14 亿元、16 亿元

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	243.65	268.78	247.7	229.54	268.6	270.14	258.08
增长率（%）	-	-	23.79%	-16.51%	10.24%	0.50%	4.19%
毛利率（%）	96.90%	96.99%	96.26%	95.89%	95.31%	96.23%	95.55%
期间费用率（%）	51.13%	57.68%	67.33%	67.46%	69.86%	71.74%	75.99%
营业利润率（%）	45.07%	37.84%	26.26%	27.09%	26.34%	24.86%	8.11%
净利润（百万元）	108.89	95.77	60.20	75.33	59.94	63.50	52.01
增长率（%）	-	-	09.60%	-26.87%	-44.96%	-33.69%	-13.61%
每股盈利（季度，元）	0.30	0.27	0.15	0.19	0.15	0.17	0.14
资产负债率（%）	19.01%	18.29%	10.99%	9.67%	17.84%	19.69%	25.48%
净资产收益率（%）	9.82%	7.95%	3.12%	3.76%	2.98%	3.07%	2.65%
总资产收益率（%）	7.96%	6.49%	2.78%	3.40%	2.45%	2.47%	1.95%

观点：

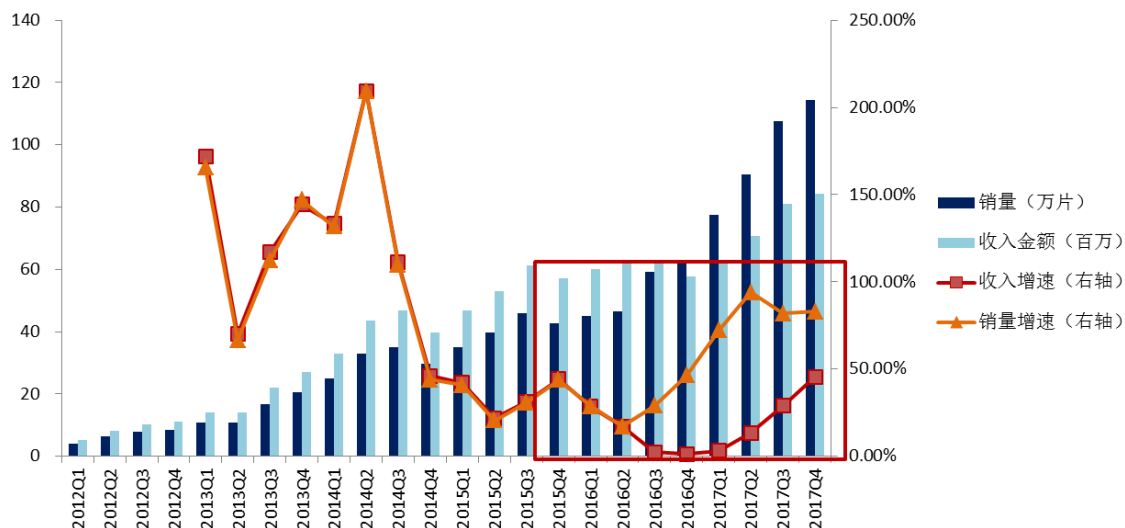
1、业绩符合预期，凯美纳医保销售拐点已现

公司 2017 年营业收入 10.26 亿元，同比下降 0.84%，归母净利润 2.58 亿元，增速-30.12%。核心品种凯美纳全年销量增速 42.87%。公司全年业绩出现下滑，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。全年销量增速 42%，成本端随着销量增长而增长（同比增长 33.12%），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 1.15 亿，同比增加 52.06%，主要是研发费用和新生产基地的折旧和能耗）。

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：样本医院终端，东兴证券研究所

而从经营趋势来判断，降价影响已基本体现，2018Q1 收入开始转正。2017 年公司 Q1-Q4 收入增速分别为 -16.51%，10.24%，0.5%，4.19%。归母净利润增速分别为-26.82%，-43.62%，-30.88%，-10.16%。凯美纳降价最大影响已经在 Q2、Q3 体现。

公司公告 2018 年一季度业绩预告，归母净利润下降 40-45%，但 2018Q1 凯美纳销量增长 40.35%，营业收入增长 23.99%，Q1 利润段下降主要原因为研发投入增加 1925.89 万元，政府补助减少 2441.02 万元，无形资产摊销增加 1043.83 万元。

财务指标方面, 公司销售费用率为 38.38%, 与去年同期 (38.51%) 相比基本持平; 管理费用率为 32.63%, 比去年同期 21.27% 上升 11.36pp, 研发投入和折旧摊销大幅增加, 对业绩影响较大。

2、2017 年公司对外合作加速推进, 多点开花创新研发进度靠前

公司 2017 年对外合作加速推进, 主要进展见表 1。公司 2017 年研发投入 3.8 亿元 (占营收 37.09%), 较去年研发投入 1.62 亿元增长 135.69%。研发投入力度之大在 A 股名列前茅, 多个项目在临床后期。

表 1: 贝达药业核心对外合作进展

时间	事件	意义
2016 年 10 月	天广实战略合作	投资 5000 万元取得 MIL60 产品权益, 开始拓展大分子药物产品线
2017 年 03 月	卡南吉收购	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。中国+美国 III 期临床。
2017 年 04 月	2000 万美金参与 Xcovery D 轮融资	持有 Xcovery 86.24% 股权。主要合作项目为 X396 (第二代 ALK 抑制剂), 目前处于全球多中心 III 期, 中国部分已经启动
2017 年 05 月	华昊中天生物技术有限公司合作	贝达药业将所占股份的 15% 无偿转让给华昊中天作为技术和高管团队的激励股权, 贝达药业持有华昊中天 4.4737% 股权。扩大肿瘤靶向药领域产品线布局。
2017 年 9 月	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, 便于公司快速推进 X-82 项目 (卡南吉)。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



研发进度更新, 公司重点推进产品研发进度如下:

表 2: 贝达药业主要在研产品线进度更新

产品及研发项目	药品类别	适应症	截至 2018 年 3 月底进展情况	2018 年拟达到的目标
CM082 项目	1 类	肾癌	III 期临床试验进行中	完成患者入组
MIL60 项目	生物仿制药	肺癌	III 期临床试验进行中	入组到 80%
新一代 ALK 抑制剂 X-396 创新药	1 类	肺癌等	国际多中心 III 期临床试验/国内 I、II 期临床试验进行中	完成全球患者入组 (包括中国) / 国内提交 NDA 申请
BPI-2009 银屑病	2 类	银屑病	II 期临床试验进行中	主要终点观察完成
抗癌新药 BPI-9016	1 类	肺癌、肝癌、胃癌等	I 期临床试验进行中	完成肺癌 Ib 期临床试验, 并开展胃癌等其他适应症的安全性及疗效的研究
抗癌一类新药 BPI-15086	1 类	肺癌等	I 期临床试验进行中	拟完成剂量爬坡阶段的患者入组
伏立诺他	3 类	皮肤癌	已获得临床试验批件	拟开展临床试验研究
BPI-16350	1 类	乳腺癌、肿瘤等	临床试验申请已受理	取得临床试验批件
BPI-17000	1 类	肿瘤、实体瘤等	临床前研究	临床前研究, 拟申报国内 临床试验申请
MRX-2843	1 类	肿瘤	临床前研究	申报国内临床试验申请
氟达拉滨	3 类	白血病	启动临床补充研究	完成临床研究, 启动 NDA 注册申报资料整理工作
BPI-3016	1 类	糖尿病	启动临床 1 期试验	拟完成剂量爬坡阶段的患者入组
缬沙坦胶囊	仿制药	高血压	获批临床批件	拟开展生物等效性试验
阿托伐他汀钙片	仿制药	降血脂药	获批临床批件	拟开展生物等效性试验
苯丁酸钠	3 类	高氨血症	已申报生产批件	CDE 审评阶段

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

3、首次股票期权激励落地, 后劲十足

公司首次推出股票期权激励计划, 激励对象包括公司董事、高管、中层管理人员、核心技术人员等 208 人, 拟授予股票期权总量 800 万股, 占公司股本总额的 1.9950%, 激励范围广, 行权价格为 65.53 元。同时公司设立考核目标, 2018-2020 年营业收入分别不低于 12 亿元、14 亿元、16 亿元, 2017 年公司营业收入 10 亿, 三年复合收入增速约为 17%。2018-2021 年期权成本摊销分别为 1941.35 万元、1964.88 万元、1227.83 万元、262.83 万元。

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 2018-2020 年归母净利润分别为 2.96 亿元、3.63 亿元、4.47 亿元，对应增速分别为 14.83%，22.52%，23.16%，EPS 分别为 0.74 元、0.90 元、1.11 元，对应 PE 分别为 88X、72X、58X。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	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1304	507	1030	1474	1958	营业收入	1035	1026	1314	1629	1922
货币资金	154	213	812	1216	1663	营业成本	33	44	55	68	81
应收账款	38	92	36	45	53	营业税金及附加	20	21	12	15	17
其他应收款	55	4	5	6	7	营业费用	399	394	510	630	740
预付款项	2	23	23	23	23	管理费用	220	335	442	553	635
存货	75	100	126	156	184	财务费用	1	4	0	0	0
其他流动资产	980	75	28	28	28	资产减值损失	1.21	-0.48	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	864	2266	1768	1683	1596	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	135	15	15	15	15	投资净收益	4.72	-38.33	4.00	5.00	7.00
固定资产	389	455	426	410	413	营业利润	366	221	298	367	455
无形资产	147	546	491	437	382	营业外收入	61.28	70.48	50.00	60.00	70.00
其他非流动资产	0	5	5	5	5	营业外支出	3.20	0.83	0.00	0.00	0.00
资产总计	2167	2773	2799	3157	3554	利润总额	424	291	348	427	525
流动负债合计	205	517	301	351	368	所得税	57	40	52	64	79
短期借款	0	200	0	0	0	净利润	368	251	296	363	447
应付账款	48	122	115	166	182	少数股东损益	-1	-7	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	1	归属母公司净利润	369	258	296	363	447
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	524	803	382	452	543
非流动负债合计	33	189	93	93	93	EPS (元)	1.01	0.64	0.74	0.90	1.11
长期借款	0	100	100	100	100	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	238	706	394	444	461	成长能力					
少数股东权益	5	15	15	15	15	营业收入增长	13.16%	-0.84%	27.99%	23.99%	18.00%
实收资本 (或股	401	401	401	401	401	营业利润增长	2.31%	-39.68%	34.92%	22.94%	24.22%
资本公积	627	600	600	600	600	归属于母公司净利	6.81%	-30.12%	14.83%	22.52%	23.16%
未分配利润	769	922	1114	1350	1640	获利能力					
归属母公司股东	1924	2052	2319	2627	3006	毛利率 (%)	96.83%	95.74%	95.80%	95.80%	95.80%
负债和所有者权	2167	2773	2727	3086	3482	净利率 (%)	35.54%	24.43%	22.53%	22.26%	23.23%
现金流量表						总资产净利润 (%)	4.77%	17.02%	9.29%	10.57%	11.48%
						ROE (%)	19.16%	12.56%	12.76%	13.80%	14.85%
						偿债能力					
经营活动现金流	407	278	391	454	507	资产负债率 (%)	11%	25%	14%	14%	13%
净利润	368	251	296	363	447	流动比率	6.35	0.98	3.43	4.20	5.32
折旧摊销	157	579	0	85	87	速动比率	5.98	0.79	3.01	3.76	4.82
财务费用	1	4	0	0	0	营运能力					
应收账款减少	0	0	56	-9	-8	总资产周转率	0.62	0.42	0.48	0.56	0.59
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	32	16	21	40	40
投资活动现金流	-1041	-405	418	4	6	应付账款周转率	31.87	12.11	11.08	11.59	11.06
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	137	0	0	每股收益 (最新摊	1.01	0.64	0.74	0.90	1.11
投资收益	5	-38	4	5	7	每股净现金流 (最	-0.27	0.18	1.49	1.01	1.11
筹资活动现金流	526	198	-209	-54	-67	每股净资产 (最新	4.80	5.12	5.78	6.55	7.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	64.16	101.25	87.80	71.67	58.19
普通股增加	41	0	0	0	0	P/B	13.50	12.66	11.21	9.89	8.64
资本公积增加	616	-27	0	0	0	EV/EBITDA	49.30	32.46	66.24	55.05	45.01
现金净增加额	-108	71	599	404	446						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、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。

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法律责任。

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。