太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2018-04-13

公司点评报告

买入/维持

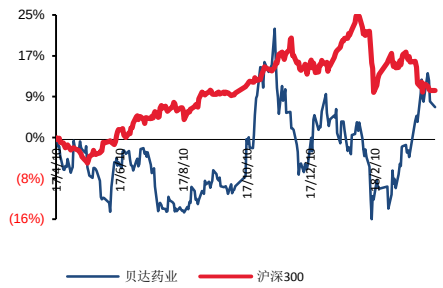
贝达药业(300558)

目标价：92.3

昨收盘：66.4

临床推进顺利，股权激励释放新动力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	401/40
总市值/流通(百万元)	25,985/2,624
12 个月最高/最低(元)	74.45/51.00

相关研究报告：

贝达药业—点评报告：艾德生物液体活检获批，埃克替尼为最大受益靶向药--2018/01/27

贝达药业—深度报告：立足中国，创新全球--2018/01/21

证券分析师：杜佐远

电话：0755-33329945

E-MAIL：duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：苑建

电话：0755-33329946

E-MAIL：yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：17 年收入 10.26 亿元(-0.8%)，归母净利润 2.58 亿元(-30.1%)，经营性现金流净额 2.78 亿元（-31.6%），EPS 0.64 元；18Q1 业绩预告，归母净利润 4155 万元-4533 万元，同比下降 45%-40%；利润分配方案 10 派 1.5 元（含税），同时发布 18 年股票期权激励计划，总量 800 万股，行权价格 65.53 元/股。

点评：

17 年业绩符合预期，埃克替尼医保放量效应开始显现。公司 17 年实现营业总收入 10.26 亿元，较去年同期下降 0.8%；归母净利润 2.58 亿元，较去年同期下降 30.1%。**业绩变化原因：1）收入端：**埃克替尼销量增速 42%，收入端与去年基本持平，基本弥补了大幅降价对营收的影响，市场份额持续居首位；**2）利润端：**多个新药进入临床阶段，研发费用 2.03 亿元，同比增加 25.5%；募投项目、新生产基地建设项目和企业管理信息系统建设项目基本完成，并大部分转固带来的折旧费用增加约 2000 万元，多个因素叠加，利润端下降 30.1%。

医保增量持续释放，18Q1 收入重回增长模式。18Q1 凯美纳持续放量，销量同比增长 40%，销售收入同比增长 24%，主要原因是全国各省市医保落地持续推进。净利润同比下降 45%-40%（4200-4500 万元），主要原因研发费用化部分增加 1926 万元，叠加政府补助减少 2441 万元，以及无形资产摊销金额增加 1044 万元。我们预计 18 年凯美纳销量增速有望达 40%，带动收入端增速 30%，考虑到研发高投入等影响，预计净利润与 17 年持平。

详细的业绩拆分及预测，请见尾页。

核心员工股票期权激励，持续快速发展注入新活力。公司拟向持股 5%以下的核心管理层、核心技术人员等 208 人授予股票期权合计 800 万股，行权价 65.5 元。考虑研发投入大，业绩考核收入目标——18-20 年收入 12、14、16 亿元，17 年已实现收入 10.26 亿元，目标设定合理。激励计划一方面将公司利益与核心管理层和核心技术人员利益绑定，有助于公司长期持续稳定发展，另一方面业绩考核目标合理有助于激发员工积极性，推动公司业绩快速增长。18-21 年期权费用摊销分别为 1941 万元、1965 万元、1228 万元、263 万元。

新药研发投入持续增加，在研项目顺利推进。公司近 3 年持续加大研发投入，17 年投入 3.8 亿元（+138%），占比销售收入 37%。目前在研项目超过 30 项，其中 7 项处于临床阶段，各项目顺利推进：1）

Ensartinib 全球多中心Ⅲ期，Vorolanib 肾癌适应症Ⅲ期临床入组顺利，预计 18 年完成病人入组，MIL60 项目Ⅲ期 18 年完成 80%病人入组；其中 Ensartinib 国内Ⅱ期临床 18 年完成入组，计划预计 18 年底申报生产，预计 19-20 年获批，全球多中心预计 20-21 年获批；2）Vorolanib 眼科适应症、BPI-2009C、BPI-9016M、BPI-15086、BPI-3016 等项目临床研究顺利推进；3）氯法拉滨 18 年完成补充临床研究，预计 18 年有望报产，高氨血症药物苯丁酸钠已报生产在审评，18 年有望获批。

核心研发管理层引领国内最强创新药研发团队之一。王家炳博士担任公司资深副总裁兼首席科学家，全面负责公司新药研发（临床前）项目管理和推进工作；毛力博士担任公司资深副总裁兼首席医学官，分管公司战略合作和临床研究工作，全面负责战略合作部和医学部的运行和管理；万泽红博士担任公司副总裁兼贝达梦工场总经理。公司研发核心人员均为创新药研发专家，且具备多年跨国药业或国外顶级医院等科研单位工作经验。国内领先国际一流的研发团队，确保公司在研项目顺利开展。

盈利预测与投资建议：公司已步入“茁壮期+重磅品种预期获批”阶段。考虑到凯美纳医保增量持续释放和研发投入加大等因素，预计 18 年净利润与 17 年持平，19-20 年保持 25%-30%高增长，21 年起开始爆发式 50%以及以上增长，22 年净利润 13 亿元，23 年净利润 23 亿元，22-23 年市值将突破千亿。公司立足中国，创新全球！值得长线坚守，分享“未来创新龙头”成长。18 年合理估值 350 亿元以上，五年千亿市值潜力，维持中长期“买入”评级！

风险提示：创新药临床&上市的风险。

■ **盈利预测和财务指标**

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1026	1334	1854	2457
（+/-%）	-0.9%	30.0%	39.0%	32.5%
净利润(百万元)	258	257	322	415
（+/-%）	-30.1%	-0.3%	25.4%	28.7%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.64	0.79	1.01
市盈率(PE)	95	96	76	59

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 1：贝达药业研发管线

序号	药物名称	类型	靶点	适应症	临床前		1期临床		2期临床		3期临床		上市	申请
1	帕尼单抗	进口	VEGF	晚期结直肠癌（中国）										
2	X-396（恩沙替尼）	1类新药	ALK突变	ALK阳性非小细胞肺癌（全球多中心）										
3				ALK阳性非小细胞肺癌（中国）										
4				ALK阳性晚期恶性黑色素瘤（美国）										
5	X-082（Vorolanib）	1类新药	VEGFR、PDGFR	晚期肾癌（中国）										
6				晚期胃癌（中国）										
7				实体瘤（美国）										
8				胰腺癌（美国）										
9				wAMD（美国、中国）										
10	MIL60（贝伐珠单抗	生物类似药	VEGF	晚期肺癌（中国）										
11				结直肠癌（中国）										
12	埃克替尼乳膏	2类新药	EGFR	银屑病（中国、新西兰）										
13	BPI-9016M	1类新药	c-MET	c-Met阳性晚期非小细胞肺癌、晚期实体瘤（中国）										
14	BPI-15086	1类新药	EGFR-T790M	T790M阳性非小细胞肺癌（中国）										
15	BPI-3016	1类新药	长效GLP-1类似物	II型糖尿病（中国）										
16	BPI-16000	1类新药	CDK4/6	ER+/HER2-的乳腺癌、肺鳞癌、食道癌										
17	BPI-17000	1类新药	FGFR1/2/3	尿路上皮瘤、乳腺癌、非小细胞肺癌等										
18	BPI-18000	1类新药	MAPK通路抑制剂	RAF、Ras突变的肿瘤										
19	BPI-19000	1类新药	IDO	肿瘤、实体瘤等										
20	BPI-20000	1类新药	CSF-1R	肿瘤、实体瘤等										
21	BPI-21000	1类新药	PI3Ka	肿瘤、实体瘤等										
22	BPI-22000	1类新药	IDH1/2	肿瘤、实体瘤等										
23	BPI-23000	1类新药	EGFR-Deg	肿瘤、实体瘤等										
24	BPI-24000	1类新药	Anti-Asproain	乳腺癌、卵巢癌										
25	BPI-25000	1类新药	/	乳腺癌、卵巢癌										
26	BPI-26000	1类新药	/	肿瘤免疫治疗										
27	BPI-27000	1类新药	/	KRAS突变的实体瘤										
28	BPI-28000	1类新药	/	实体瘤										
29	BPI-29000	1类新药	/	糖尿病										
30	BPI-30000	1类新药	/	肿瘤免疫治疗										
31	BPI-31000	1类新药	/	肿瘤免疫治疗										
32	BPI-32000	1类新药	/	肿瘤免疫治疗										
33	BPI-33000	1类新药	/	肿瘤免疫治疗										
34	BPI-34000	1类新药	/	肿瘤免疫治疗										
35	BPI-35000	1类新药	/	肿瘤免疫治疗										
36	BPI-5014B	1类新药	/	肾衰导致贫血										
37	氯法拉滨	3类	/	白血病										
38	苯丁酸钠	3类	/	高氨血症										
39	缬沙坦胶囊	仿制药	/	高血压										
40	阿托伐他汀钙	仿制药	/	降血脂										

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

图表 2：贝达药业临床中后期新药市场前景分析及估值（包括已上市、报生产以及 2-3 期临床品种）

药品名称	申请类型	临床进度	适应症	市场销售峰值	18年权益估值/亿元	综合评价
埃克替尼	已上市	2017年销售额10.26亿元，净利润2.6亿元，2018年销售额13.3亿元；净利润2.5亿元。	EGFR阳性非小细胞肺癌	20亿元	70	同类三个品种疗效类似，埃克替尼销量占比40-50%；行业渗透率从17年30%多提升到50%及以上+埃克替尼销量占比提升到50%以上+18年开始脑转移患者用埃克替尼提供增量贡献。按照18年给20倍PE。
恩沙替尼 Ensartinib (X-396)	新药	2016年6月全球多中心3期临床（一线用药），17年6月获批多中心国内3期临床（一线用药），预计2018年中海外、中国同时完成入组，20年报生产，20-21年获批	ALK阳性非小细胞肺癌	海外3亿美金（海外权益95.07%）	122	全面优于第一代克唑替尼，与艾乐替尼疗效相似，同为最佳的第二代ALK抑制剂。给于4倍PS估值。
		国内开展2期临床（二线适应症），ORR为临床终点，目标ORR 50%以上，18年底使用2期直接申报，19年获批，进度快于全球多中心临床		国内12亿元		
		2017年12月19日美国启动治疗ALK阳性晚期恶性黑色素瘤的2期临床研究，预计21-22年获批	ALK阳性晚期恶性黑色素瘤	3.2亿美金（海外权益95.07%）	21	全球首个用于治疗黑色素瘤的ALK抑制剂，为first in class，有望以“孤儿药”获批，统计上二期临床进入三期临床概率30.8%，同时考虑时间因素打7折，给予5倍PS估值。
Vorolanib X-082（CM082）	新药	2017年3月开始国内晚期肾癌3期，预计18年底完成入组，20年申报生产，20-21年获批。国内晚期胃癌1期，美国实体瘤1期预计18年完成、胰腺癌1/2期临床预计2018年6月完成；计划国外开展联合PD-1/L1治疗肺癌临床研究	晚期肾癌、胃癌、实体瘤、胰腺癌、白血病、肺癌等	10亿元（晚期肾癌）	50	me best，给于5倍PS估值。
		美国wAMD处于2期，预计18年完成；国内wAMD处于2期。预计21-22年获批	湿性年龄相关性黄斑变性（wAMD），其他眼科（临床申请）	国内54亿元（wAMD）	58	有望成为首个口服VEGFR抑制剂维持治疗wAMD；国内权益100%，海外权益7%（有提升空间）。统计上二期临床进三期临床概率30.8%，同时考虑时间因素打7折，me best/first in class，给于5倍PS估值。
				海外10亿美元以上（wAMD、海外权益7%））	5	
帕尼单抗	新药	拟申报生产，预计18-19年获批。	晚期结直肠癌	10亿元	15	与安进合资引进中国，占51%股权，安进全球销售7.8亿美元。人源化单抗，相比西妥昔单抗人鼠嵌合有更好的免疫原性，给于3倍PS估值。
MIL60（贝伐珠单抗）	生物类似药	肺癌处于3期，18年完成80%病人入组，预计19年申报NDA，20年获批；结直肠癌1期	晚期肺癌，结直肠癌	5亿元（晚期肺癌）	15	未来罗氏、齐鲁、信达、贝达4家企业竞争；公司的优势在于仿制得很像，给于3倍PS估值。
埃克替尼乳膏	新药	国内和新西兰已经完成1期临床，2017年7月进入2期临床，预计2018年完成主要观察点。预计20-21年获批	银屑病	10亿元	11	首个EGFR-TKI治疗银屑病，统计上二期临床进三期临床概率30.8%，同时考虑时间因素打7折，给于5倍PS估值。
BPI-9016M	新药	2015年3月获批临床，处于2期，预计21-22年获批	c-Met阳性晚期非小细胞肺癌，晚期实体瘤	10亿元	9	同类产品均处于临床中，统计上二期临床进三期临床概率30.8%，同时考虑时间因素打7折，给于4倍PS估值。
合计					**376**	

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

图表 3：贝达药业盈利拆分及预测（考虑埃克替尼承担公司大部分研发费用）

盈利拆分及预测（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
埃克替尼							
收入	1026	1334	1734	1907	1945	1965	1965
yoy	-1%	30%	30%	10%	2%	1%	0%
销量（万片）	1687	2361	3070	3377	3444	3479	3479
yoy	43%	40%	30%	10%	2%	1%	0%
出厂价（元/片）	61	56	56	56	56	56	56
毛利率	95.7%	95.8%	95.9%	96.0%	96.1%	96.2%	96.3%
净利率	20%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	202	200	260	286	292	295	295
贡献母公司净利润	**202**	**200**	**260**	**286**	**292**	**295**	**295**
yoy	-36%	-1%	30%	10%	2%	1%	0%
帕尼单抗（51%权益）							
收入			**50**	**150**	**350**	**550**	**800**
yoy				200%	133%	57%	45%
毛利率			70%	70%	70%	70%	70%
净利率			5%	10%	15%	20%	20%
净利润			3	15	53	110	160
贡献母公司净利润			**1**	**8**	**27**	**56**	**82**
爱沙替尼（X-396）							
收入			**20**	**200**	**500**	**1050**	**1950**
yoy				900%	150%	110%	86%
X-396_国内（ALK 非小细胞肺癌）			20	200	450	700	1000
X-396_国外（ALK 非小细胞肺癌 95.07%权益）					50	300	650
X-396_美国（ALK 晚期恶性黑色素瘤 95.07%权益）						50	300
毛利率			80%	90%	96%	96%	96%
净利率			0%	20%	30%	36%	40%
净利润			0	40	150	378	780
贡献母公司净利润			**0**	**40**	**149**	**372**	**761**
MIL60(贝伐珠单抗，生物仿制药)							
收入				**30**	**100**	**200**	**300**
yoy					233%	100%	50%
毛利率				60%	70%	70%	70%
净利率				0	10%	20%	25%
净利润				0	10	40	75
贡献母公司净利润				**0**	**10**	**40**	**75**
Vorolanib（X-082）							
收入				**10**	**230**	**850**	**1750**
yoy					2200%	270%	106%
晚期肾癌适应症				10	150	350	600
wAMD 适应症					80	500	1150
X-082_国内					30	200	500
X-082_国外（7%权益）					50	300	650
毛利率				80%	90%	96%	96%
净利率				0%	20%	35%	40%
净利润				0	46	298	700
贡献母公司净利润				**0**	**37**	**200**	**458**
埃克替尼乳膏							
收入				**10**	**200**	**450**	**700**
yoy					1900%	125%	56%
毛利率				80%	90%	96%	96%

净利率				0	20%	30%	35%
净利润				0	40	135	245
贡献母公司净利润				**0**	**40**	**135**	**245**
BPI-9016M							
收入					**20**	**200**	**450**
yoy						900%	125%
毛利率					80%	90%	96%
净利率					0%	20%	30%
净利润					0	40	135
贡献母公司净利润					**0**	**40**	**135**
其他							
收入	0	0	50	150	270	400	600
yoy				200%	80%	48%	50%
毛利率			60%	60%	60%	60%	60%
净利率			5%	10%	15%	20%	25%
净利润	0	0	3	15	41	80	150
贡献母公司净利润	0	0	3	15	41	80	150
收入合计	**1026**	**1334**	**1854**	**2457**	**3615**	**5665**	**8515**
yoy	-1%	30%	39%	33%	47%	57%	50%
毛利率	96%	96%	94%	91%	89%	90%	90%
净利润合计	**202**	**200**	**265**	**356**	**631**	**1375**	**2540**
归母公司净利润	**202**	**200**	**264**	**349**	**595**	**1217**	**2201**
少数股东损益	**0**	**0**	**1**	**7**	**36**	**158**	**339**
财务费用	**4**	**0**	**3**	**5**	**8**	**5**	**0**
贡献母公司净利润	-3	0	-3	-4	-7	-4	0
资产减值损失	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
贡献母公司净利润	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
贡献母公司净利润	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	**-38**	**5**	**5**	**5**	**5**	**5**	**5**
其中：对联营和合营企业的投资收益	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
贡献母公司净利润	-33	4	4	4	4	4	4
其他收益+资产处置收益	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**
贡献母公司净利润	25	25	25	25	25	25	25
营业外收支	**70**	**40**	**45**	**50**	**55**	**60**	**65**
贡献母公司净利润	59	34	38	43	47	51	55
激励费用		**19**	**20**	**12**	**3**		
贡献母公司净利润		-17	-17	-10	-2		
合计：净利润	251	247	313	413	698	1451	2624
归母公司净利润	258	257	322	415	662	1293	2285
yoy	-30%	0%	25%	29%	60%	95%	77%
EPS	0.64	0.64	0.79	1.01	1.62	3.16	5.59
少数股东损益	-7	-10	-9	-2	36	158	339
PE	95	96	76	59	37	19	11
合理估值/亿元		355	456	596	776	983	1257
			29%	31%	30%	27%	28%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com

研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。