天风证券 TF SECURITIES

贝达药业（300558）

证券研究报告
2018 年 08 月 24 日

降价冲击逐渐减弱，期待新产品贡献新业绩增量

上半年营收增长 16.70%，扣非净利润减少 40.79%

公司发布 2018 年半年度报告，2018 年上半年实现营业收入 5.81 亿元，较上年同期增长 16.70%；归母净利润 0.67 亿元，较上年同期减少 51.36%；扣除非经常性损益后归母净利润 0.61 亿元，较上年同期减少 40.79%。净经营性现金流 1.49 亿元，较上年同期增长 33.60%。

埃克替尼继续放量，全力推进报销落地拓展市场渠道

上半年，公司核心产品埃克替尼销售继续放量，销量同比增长 28.54%，带动营业收入同比增长 16.70%。埃克替尼“以价换量”效果初显，公司加大了埃克替尼的医院覆盖率，销售达成率超过预期，但是尚未实现“量价挂钩”和销售收入的大幅增长。公司将努力克服区域医保支付能力差异、医院招标缓慢等因素的影响，全力推进各地医保报销的落地执行。除了深度挖掘大城市医院市场外，公司将继续向二、三线城市医院市场拓展，拓宽医院进药渠道，完成医保目录执行的相关政策衔接，使更多病人在门诊、住院和药店均可实现报销。

另外，公司自 2013 年起与浙江省级医疗保险服务中心签订的协议至 2018 年 3 月到期，浙江省内开始执行国家卫计委谈判价格。降价后，埃克替尼在浙江省的销量有较大增长，但营收尚未能弥补降价的影响，较去年同期仍有所下降，因此影响了埃克替尼上半年整体的销量和营收的同步增长。

目前，全国已有多个省份发文明确国家谈判药品不纳入药占比而实行单独核算，公司产品埃克替尼作为国家谈判药品之一，将享受该项政策红利，在医院的使用会更加方便和灵活，能促进一定程度的放量。

新药研发推进顺利，战略合作持续加强

上半年公司研发投入 2.66 亿元，占营业收入比例达到 45.79%。公司仍在持续进行埃克替尼临床研究，如正在进行将埃克替尼与辅助化疗头对头比较的 EVIDENCE 研究，以及发现埃克替尼给携带罕见突变（尤其复杂突变）患者带来的良好临床效益。这些研究成果的取得，都将促进埃克替尼在更多治疗领域得到使用。

公司目前在北京、杭州和美国分别设立了新药研发中心，上半年公司新药研发项目稳步推进，多个在研项目有较大进展。研发管线中三个Ⅲ期临床项目，CM082 肾癌和 MIL60Ⅲ期注册试验的病人入组工作推进顺利；X-396 用于克唑替尼治疗耐药的 ALK 阳性 NSCLC 患者的注册性研究患者入组已经结束，目前正在进行研究结果的独立评估，计划今年底申报 NDA。此外公司自主研发的潜在重磅品种 CDK4/6 抑制剂 BPI-16350 用于乳腺癌治疗已于 2018 年 6 月获批临床。目前公司已在新药研发上形成合理的管线布局，为未来充实产品线提供了可能。

上半年，公司战略合作持续加强。全资子公司卡南吉的临床试验申请获得国家药监局受理，其在研新药 CM082 和君实生物的 PD-1 特瑞普利单抗拟联合用于既往未经治疗的局部进展或转移性黏膜黑色素瘤，为公司在免疫疗法和靶向疗法联合治疗方向上的初步探索。同时，考虑到精准检测对靶向治疗的重要性，公司继续加强与瑞普基因的战略合作。

埃克替尼放量仍望持续，新产品望逐步上市贡献新业绩增量

我们认为公司核心产品埃克替尼降价空间已经十分有限，未来销售仍有望持续放量带动营收不断增长，而且明年开始公司在研管线的创新药产品有望逐步获批上市贡献新的业绩增量，未来公司业绩增长有望逐年加快。考虑到埃克替尼尚未实现“量价挂钩”，我们将公司归母净利润由原来 2018-2019 年的 4.04 亿元、5.04 亿元调整至 2018-2020 年 2.53 亿元、3.00 亿元、3.59 亿元，对应 P/E 分别为 66、56、47 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新药研发上市的不确定性风险；同类产品的市场竞争风险；行业政策及药品招标风险；核心技术人员流失的风险

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	41.64 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	169.70
A 股总市值(百万元)	16,697.64
流通 A 股市值(百万元)	7,066.47
每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	24.73
一年内最高/最低(元)	76.82/37.85

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com
杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com
潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《贝达药业-季报点评:业绩符合预期，医保放量在即研发推进顺利》 2017-10-27
2 《贝达药业-半年报点评:业绩符合预期，期待产品在各省医保目录调整后放量》 2017-08-21
3 《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

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,035.06	1,026.36	1,231.63	1,477.96	1,773.55
增长率(%)	13.16	(0.84)	20.00	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	386.47	263.00	325.28	384.90	448.98
净利润(百万元)	368.80	257.73	253.20	300.04	358.82
增长率(%)	6.81	(30.12)	(1.76)	18.50	19.59
EPS(元/股)	0.92	0.64	0.63	0.75	0.89
市盈率(P/E)	45.28	64.79	65.95	55.65	46.54
市净率(P/B)	8.68	8.14	7.31	6.61	5.93
市销率(P/S)	16.13	16.27	13.56	11.30	9.41
EV/EBITDA	76.15	96.31	51.93	42.83	35.96

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	153.95	213.27	98.53	118.24	408.74
应收账款	92.89	95.61	49.12	75.53	74.05
预付账款	1.76	23.32	8.37	13.99	18.26
存货	74.98	99.76	96.13	153.34	132.19
其他	980.12	74.56	425.09	493.26	330.97
流动资产合计	**1,303.69**	**506.53**	**677.24**	**854.34**	**964.21**
长期股权投资	135.07	15.27	15.27	15.27	15.27
固定资产	388.69	454.77	613.32	721.71	787.00
在建工程	169.49	408.38	281.03	216.62	159.97
无形资产	155.40	823.48	764.35	705.21	646.07
其他	14.96	564.58	560.52	561.05	561.52
非流动资产合计	**863.61**	**2,266.49**	**2,234.48**	**2,219.86**	**2,169.83**
资产总计	**2,167.30**	**2,773.01**	**2,911.72**	**3,074.20**	**3,134.04**
短期借款	0.00	200.00	301.38	43.26	0.00
应付账款	119.09	234.21	47.21	349.28	159.46
其他	86.33	82.98	96.47	89.53	89.39
流动负债合计	**205.42**	**517.19**	**445.07**	**482.06**	**248.85**
长期借款	0.00	100.00	120.31	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.84	89.29	50.48	57.54	65.77
非流动负债合计	**32.84**	**189.29**	**170.79**	**57.54**	**65.77**
负债合计	**238.27**	**706.48**	**615.86**	**539.60**	**314.63**
少数股东权益	4.71	14.57	11.74	7.66	1.49
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	627.00	600.13	600.13	600.13	600.13
留存收益	1,507.46	1,666.14	1,883.12	2,125.94	2,416.92
其他	(611.12)	(615.31)	(600.13)	(600.13)	(600.13)
股东权益合计	**1,929.04**	**2,066.53**	**2,295.86**	**2,534.60**	**2,819.42**
负债和股东权益总	**2,167.30**	**2,773.01**	**2,911.72**	**3,074.20**	**3,134.04**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1,035.06**	**1,026.36**	**1,231.63**	**1,477.96**	**1,773.55**
营业成本	32.83	43.70	55.42	66.51	79.81
营业税金及附加	19.85	21.13	24.01	29.19	35.37
营业费用	398.58	393.89	504.97	605.96	727.15
管理费用	220.24	334.89	396.58	475.90	571.08
财务费用	0.70	3.63	4.74	2.92	(3.88)
资产减值损失	1.21	(0.48)	0.18	0.30	(0.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(1.67)	1.11	(0.19)
投资净收益	4.72	(38.33)	(11.46)	(11.46)	(11.46)
其他	(9.44)	46.93	26.25	20.69	23.28
营业利润	**366.37**	**221.00**	**232.60**	**286.82**	**352.37**
营业外收入	61.28	70.48	58.23	63.33	64.02
营业外支出	3.20	0.83	2.12	2.05	1.66
利润总额	**424.46**	**290.66**	**288.72**	**348.10**	**414.72**
所得税	56.59	39.88	38.49	52.22	62.21
净利润	**367.86**	**250.78**	**250.22**	**295.89**	**352.51**
少数股东损益	(0.93)	(6.95)	(2.97)	(4.15)	(6.30)
归属于母公司净利润	**368.80**	**257.73**	**253.20**	**300.04**	**358.82**
每股收益（元）	0.92	0.64	0.63	0.75	0.89

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	367.86	250.78	253.20	300.04	358.82
折旧摊销	20.08	68.25	87.94	95.16	100.49
财务费用	1.94	6.11	4.74	2.92	(3.88)
投资损失	(4.72)	38.33	11.46	11.46	11.46
营运资金变动	(746.24)	931.95	(497.51)	146.78	(1.97)
其它	768.13	(1,017.16)	(4.64)	(3.04)	(6.49)
经营活动现金流	**407.05**	**278.26**	**(144.82)**	**553.32**	**458.43**
资本支出	293.33	1,278.49	98.81	72.95	41.77
长期投资	12.86	(119.80)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,347.40)	(1,563.23)	(170.26)	(164.40)	(103.22)
投资活动现金流	**(1,041.21)**	**(404.54)**	**(71.46)**	**(91.46)**	**(61.46)**
债权融资	0.00	300.00	427.16	45.08	2.43
股权融资	666.52	(61.54)	10.44	(2.92)	3.88
其他	(140.53)	(40.85)	(336.07)	(484.32)	(112.78)
筹资活动现金流	**525.99**	**197.60**	**101.53**	**(442.16)**	**(106.46)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(108.17)**	**71.32**	**(114.74)**	**19.71**	**290.51**

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	13.16%	-0.84%	20.00%	20.00%	20.00%
营业利润	2.31%	-39.68%	5.25%	23.31%	22.85%
归属于母公司净利润	6.81%	-30.12%	-1.76%	18.50%	19.59%
获利能力					
毛利率	96.83%	95.74%	95.50%	95.50%	95.50%
净利率	35.63%	25.11%	20.56%	20.30%	20.23%
ROE	19.16%	12.56%	11.09%	11.87%	12.73%
ROIC	44.18%	11.01%	10.27%	9.94%	12.80%
偿债能力					
资产负债率	10.99%	25.48%	21.15%	17.55%	10.04%
净负债率	-5.64%	4.08%	8.42%	3.56%	13.35%
流动比率	6.35	0.98	1.52	1.77	3.87
速动比率	5.98	0.79	1.31	1.45	3.34
营运能力					
应收账款周转率	16.88	10.89	17.02	23.71	23.71
存货周转率	16.95	11.75	12.58	11.85	12.42
总资产周转率	0.62	0.42	0.43	0.49	0.57
每股指标（元）					
每股收益	0.92	0.64	0.63	0.75	0.89
每股经营现金流	1.02	0.69	-0.36	1.38	1.14
每股净资产	4.80	5.12	5.70	6.30	7.03
估值比率					
市盈率	45.28	64.79	65.95	55.65	46.54
市净率	8.68	8.14	7.31	6.61	5.93
EV/EBITDA	76.15	96.31	51.93	42.83	35.96
EV/EBIT	80.17	129.96	71.17	56.89	46.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com