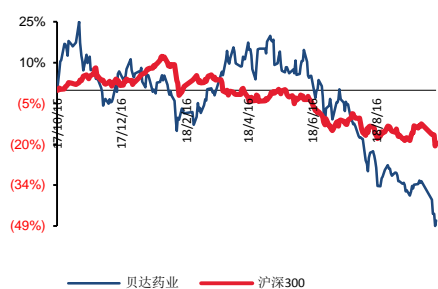


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 业绩筑底回升，研发逐步进入收获期

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	401/170
总市值/流通(百万元)	12,656/5,356
12个月最高/最低(元)	74.45/30.45

## ■ 相关研究报告:

贝达药业(300558)《临床推进顺利,股权激励释放新动力》--2018/04/13

贝达药业(300558)《太平洋证券-贝达药业(300558):艾德生物液体活检获批,埃克替尼为最大受益靶向药-180129》--2018/01/27

贝达药业(300558)《贝达药业-300558-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: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

## ■ 联系人: 苑建

电话: 010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120042

**事件:** 近日公司发布业绩预告,前三季度归母净利润 1.46 亿元-1.53 亿元,同比下降 28.1%-24.8%,其中三季度归母净利润 0.79 亿元-0.86 亿元,同比增速 20%-30%,超市场预期。

## ■ 点评:

**埃克替尼医保持续放量, 18Q3 业绩重回正增长。**公司 18 年前三季度归母净利润 1.46 亿-1.53 亿元,较去年同期下降 28.1%-24.8%,中值 1.50 亿元,同比下滑 26.5%,较中报业绩(-51.4%)显著改善,其中 18Q3 单季度净利润 0.79 亿-0.86 亿元,同比增速 20%-30%,业绩重回增长: **1) 收入端提速:**前三季度埃克替尼销量增速 29.2%,收入同比增长 20.7%，“以价换量”效果突出,其中 Q3 单季度销量增速 30.4%,收入增速 28.2%,基本实现“量价挂钩”,收入端提速显著; **2) 利润端现拐点:**18Q3 单季度利润增速 20%-30%,自 17 年以来利润首次正增长,且是在研发投入、无形资产摊销较大增加下实现正增长,表明大幅降价后,医保放量带来的业绩拐点已现,预计埃“以价换量”带来的业绩增长有望持续。

**新药研发投入持续增加,研发进入收获期。**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%,18 年上半年研发投入亿元 2.7 亿元,占比销售收入 46%;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) 氟法拉滨 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。

**盈利预测与投资建议。**公司业绩 18H1 触底后三季度开始反弹,在研品种年底开始陆续报产,研发进入收获期。综合考虑产品竞争因素、凯美纳医保增量持续释放和研发投入加大等因素,调整业绩预期,中长期逻辑不变,18-20 年净利润分别为 2.18/2.59/3.29 亿元,同比增速-15.3%/18.7%/27.1%,21 年起有望开始爆发式增长。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。19 年合

理估值 210 亿元，维持中长期“买入”评级！

风险提示：创新药临床&上市的风险；产品竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1026	1262	1580	2094
(+/-%)	-1%	23%	25%	33%
净利润(百万元)	258	218	259	329
(+/-%)	-30%	-15.3%	18.7%	27.1%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.54	0.63	0.81
市盈率(PE)	49	58	49	38

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表：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、预测前提研发如期获批）

盈利拆分及预测 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>埃克替尼</b>							
收入	1026	1262	1540	1694	1727	1745	1745
yoy	-1%	23%	22%	10%	2%	1%	0%
销量 (万片)	1687	2193	2741	3015	3075	3106	3106
yoy	43%	30%	25%	10%	2%	1%	0%
出厂价 (元/片)	61	58	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	189	231	254	259	262	262
<b>贡献母公司净利润</b>	<b>202</b>	<b>189</b>	<b>231</b>	<b>254</b>	<b>259</b>	<b>262</b>	<b>262</b>
yoy	-36%	-6%	22%	10%	2%	1%	0%
<b>帕尼单抗 (51%权益)</b>							
收入				100	250	400	600
yoy					150%	60%	50%
毛利率				70%	70%	70%	70%
净利率				10%	15%	20%	20%
净利润				10	38	80	120
<b>贡献母公司净利润</b>				<b>5</b>	<b>19</b>	<b>41</b>	<b>61</b>
<b>爱沙替尼 (X-396)</b>							
收入			20	150	350	750	1300
yoy				650%	133%	114%	73%
X-396_国内 (ALK 非小细胞肺癌)			20	150	300	500	700
X-396_国外 (ALK 非小细胞肺癌 95.07%权益)						50	200
X-396_美国 (ALK 晚期恶性黑色素瘤 95.07%权益)							50
毛利率			80%	90%	96%	96%	96%
净利率			0%	15%	25%	30%	35%
净利润			0	23	88	225	455
<b>贡献母公司净利润</b>			<b>0</b>	<b>23</b>	<b>87</b>	<b>221</b>	<b>445</b>
<b>MIL60(贝伐珠单抗, 生物仿制药)</b>							
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
<b>贡献母公司净利润</b>				<b>0</b>	<b>10</b>	<b>40</b>	<b>75</b>
<b>Vorolanib (X-082)</b>							
收入				10	230	800	1500
yoy					2200%	248%	88%
晚期肾癌适应症				10	150	350	600
wAMD 适应症					80	450	900
X-082_国内					30	200	400
X-082_国外 (7%权益)					50	250	500
毛利率				80%	90%	96%	96%
净利率				0%	20%	35%	40%
净利润				0	46	280	600
<b>贡献母公司净利润</b>				<b>0</b>	<b>37</b>	<b>199</b>	<b>414</b>
<b>埃克替尼乳膏</b>							
收入				10	200	400	600
yoy					1900%	100%	50%
毛利率				80%	90%	96%	96%
净利率				0	20%	30%	35%

净利润				0	40	120	210
贡献母公司净利润				0	40	120	210
<b>BPI-9016M</b>							
收入					20	200	400
yoy						900%	100%
毛利率					80%	90%	96%
净利率					0%	20%	30%
净利润					0	40	120
贡献母公司净利润					0	40	120
<b>其他</b>							
收入	0	0	20	100	200	300	400
yoy				400%	100%	50%	33%
毛利率			60%	60%	60%	60%	60%
净利率			5%	10%	15%	20%	25%
净利润	0	0	1	10	30	60	100
贡献母公司净利润	0	0	1	10	30	60	100
<b>收入合计</b>							
	1026	1262	1580	2094	3077	4795	6845
yoy	-1%	23%	25%	33%	47%	56%	43%
毛利率	96%	96%	95%	92%	90%	90%	91%
<b>净利润合计</b>							
	202	189	232	297	510	1107	1942
归母公司净利润	202	189	232	292	482	982	1687
少数股东损益	0	0	0	5	28	124	255
<b>财务费用</b>							
	4	8	15	15	10	0	-15
贡献母公司净利润	-3	-7	-13	-13	-9	0	13
<b>资产减值损失</b>							
	0	0	0	0	0	0	0
贡献母公司净利润	0	0	0	0	0	0	0
<b>公允价值变动净收益</b>							
	0	0	0	0	0	0	0
贡献母公司净利润	0	0	0	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>							
	-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
<b>其他收益+资产处置收益</b>							
	30	5	5	5	5	5	5
贡献母公司净利润	25	4	4	4	4	4	4
<b>营业外收支</b>							
	70	40	45	50	55	60	65
贡献母公司净利润	59	34	38	43	47	51	55
<b>激励费用</b>							
		19	20	12	3		
贡献母公司净利润		-17	-17	-10	-2		
<b>合计：净利润</b>							
	251	208	249	324	554	1166	2018
归母公司净利润	258	218	259	329	526	1041	1763
yoy	-30%	-15.3%	18.7%	27.1%	60%	98%	69%
EPS	0.64	0.54	0.63	0.81	1.29	2.55	4.31
少数股东损益	-7	-10	-10	-6	28	124	255
PE	49	58	49	38	24	12	7
合理估值/亿元		175	207	247	315	521	705

资料来源：wind，太平洋证券研究院预测

## 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	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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副	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
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总	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	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

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

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。