

2018年10月25日

公司研究

评级：中性（首次覆盖）

研究所

证券分析师：胡博新 S0350517060001

hubx@ghzq.com.cn

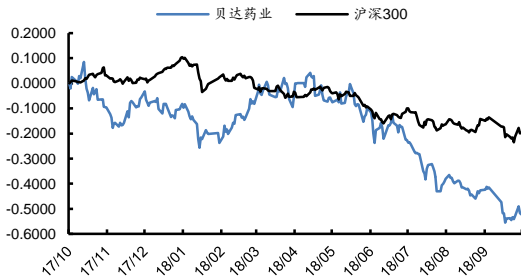
联系人：冯雪云

fengxy@ghzq.com.cn

## 三季度收入增速提高，净利润恢复正增长

### ——贝达药业（300558）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
贝达药业	-16.7	-38.3	-52.9
沪深 300	-5.7	-10.9	-19.8

市场数据 2018-10-24

当前价格（元）	32.71
52 周价格区间（元）	30.18 - 76.64
总市值（百万）	13116.71
流通市值（百万）	5550.96
总股本（万股）	40100.00
流通股（万股）	16970.24
日均成交额（百万）	123.87
近一月换手（%）	20.39

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 事件：

**公司发布 2018 年三季度报：**2018 年前三季度公司实现总收入 9.28 亿元，同比增长 20.74%，实现归母净利润 1.48 亿元，同比减少 27.37%，实现扣非后归母净利润 1.27 亿元，同比减少 17.71%；2018 年三季度单季度公司收入 3.46 亿元，同比增长 28.18%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 22.22%，实现扣非后归母净利润 0.66 亿元，同比增长 28.70%。业绩增长恢复。

## 投资要点：

- **三季度单季度收入同比增速较高。**公司 2018Q3 埃克替尼销量同比增长 30.38%，营业收入同比增长 28.18%，收入增长情况明显好于 2018 年前 2 个季度。收入增速低于销量增速主要由于公司积极配合国家医疗保障局的降价政策，将埃克替尼的销售价格下降 3.86%，从 9 月 1 日起各省级药品招标采购部门开始执行新的价格。
- **三季度单季度归母净利润同比增速恢复正值。**公司 2018Q3 归母净利润增速同比增长 22.2%，是自 2017Q1 以来首次单季度归母净利润增速恢复正值。这一方面得益于收入增速的提高，另一方面得益于费用率的控制。2018Q3 公司销售费用率为 40.0%，与 2018Q1 和 2018Q2 相比降低 2-6pp，与 2017Q3 相比提高 1pp。2018Q3 公司管理费用率（包括研发费用）为 32.5%，与 2018Q1 和 2018Q2 相比降低 0.1-3pp，与 2017Q3 相比提高 0.3pp。
- **公司在研产品研发进展顺利，预计 ALK 抑制剂爱沙替尼今年年底申报上市。**公司目前已经进入 III 期临床的在研产品有 X-396（爱沙替尼，预计今年年底申报 NDA）、X-82 和 MIL60（贝伐珠单抗类似药）。爱沙替尼有可能成为首个国内企业主导的在美国上市的创新药，也有可能成为第一个一线治疗 ALK 阳性晚期非小细胞肺的 me-better 药物。X-82 在研适应症较多，进展快的适应症有晚期肾癌、胰腺神经内分泌肿瘤等，X-82 和特瑞普利（PD-1）联合用药也已经申报临床。MIL60 有望跻国内贝伐珠单抗生物类似药第一梯队。公司和美国安进公司合作的帕妥木单抗的进口申报工作在积极推进中。公司目前在研仿制药有 14 种，其中糖尿病神经变治疗药物 AS-3201 和即将获批上市的治疗高氨血症的苯丁酸钠竞争格局较好，都有可能成为国内首仿药物。

- **盈利预测和投资评级:** 公司是目前国内 A 股市场唯一一家纯做创新药的标的, 研发管线锁定未来市场, 且具备国际化基因。公司产品埃克替尼持续保持稳定增长, 在研产品有希望从明年开始贡献新的业绩增量。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.54、0.63、0.78 元, 对应的 PE 分别为 60.84、52.18、42.08 倍。公司目前产品线较为单一, 埃克替尼业绩受医保降价影响, 目前仍处于恢复期, 而且公司多个在研产品仍需要较多研发投入。**首次覆盖, 给予中性评级。**
- **风险提示:** 销售推广不达预期、产品价格下降、医保控费风险、新产品研发失败风险、产品线较为单一的风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1026	1232	1488	1824
增长率(%)	-1%	20%	21%	23%
净利润(百万元)	258	216	252	312
增长率(%)	-30%	-16%	17%	24%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.54	0.63	0.78
ROE(%)	12.47%	9.74%	10.52%	11.95%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：贝达药业盈利预测表

证券代码:	300558.SZ				股价:	32.71	投资评级:	中性			日期:	2018-10-24
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值				2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	12%	10%	11%	12%	EPS		0.64	0.54	0.63	0.78		
毛利率	96%	96%	96%	96%	BVPS		5.12	5.48	5.92	6.47		
期间费率	73%	76%	76%	76%	<b>估值</b>							
销售净利率	25%	18%	17%	17%	P/E		50.89	60.84	52.18	42.08		
<b>成长能力</b>					P/B		6.39	5.96	5.52	5.06		
收入增长率	-1%	20%	21%	23%	P/S		12.78	10.67	8.83	7.21		
利润增长率	-30%	-16%	17%	24%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
总资产周转率	0.37	0.44	0.49	0.55	<b>营业收入</b>				<b>1026</b>	<b>1232</b>	<b>1488</b>	<b>1824</b>
应收账款周转率	10.73	10.94	10.94	10.94	<b>营业成本</b>				<b>44</b>	<b>49</b>	<b>60</b>	<b>73</b>
存货周转率	0.44	0.73	0.73	0.73	<b>营业税金及附加</b>				<b>21</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>36</b>
<b>偿债能力</b>					<b>销售费用</b>				<b>394</b>	<b>480</b>	<b>580</b>	<b>711</b>
资产负债率	25%	21%	21%	21%	<b>管理费用</b>				<b>335</b>	<b>406</b>	<b>506</b>	<b>620</b>
流动比	0.98	0.49	1.08	1.72	<b>财务费用</b>				<b>4</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>17</b>
速动比	0.79	0.23	0.81	1.41	<b>其他费用/(-收入)</b>				<b>(38)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>营业利润</b>				<b>221</b>	<b>252</b>	<b>294</b>	<b>365</b>
现金及现金等价物	213	(757)	(671)	(555)	<b>营业外净收支</b>				<b>70</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
应收款项	96	113	136	167	<b>利润总额</b>				<b>291</b>	<b>254</b>	<b>296</b>	<b>367</b>
存货净额	100	101	122	151	<b>所得税费用</b>				<b>40</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>55</b>
其他流动资产	98	739	893	1094	<b>净利润</b>				<b>251</b>	<b>216</b>	<b>252</b>	<b>312</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>507</b>	<b>195</b>	<b>481</b>	<b>856</b>	<b>少数股东损益</b>				<b>(7)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
固定资产	455	427	403	380	<b>归属于母公司净利润</b>				<b>258</b>	<b>216</b>	<b>252</b>	<b>312</b>
在建工程	408	410	412	414	<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
无形资产及其他	546	909	855	764	<b>经营活动现金流</b>				<b>278</b>	<b>(458)</b>	<b>228</b>	<b>233</b>
长期股权投资	15	15	15	15	<b>净利润</b>				<b>251</b>	<b>216</b>	<b>252</b>	<b>312</b>
<b>资产总计</b>	<b>2773</b>	<b>2810</b>	<b>3028</b>	<b>3302</b>	<b>少数股东权益</b>				<b>(7)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
短期借款	200	200	200	200	<b>折旧摊销</b>				<b>68</b>	<b>100</b>	<b>134</b>	<b>126</b>
应付款项	122	7	9	11	<b>公允价值变动</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
预收帐款	0	3	0	0	<b>营运资金变动</b>				<b>(34)</b>	<b>(545)</b>	<b>(240)</b>	<b>(315)</b>
其他流动负债	195	192	235	288	<b>投资活动现金流</b>				<b>(405)</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>10</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>517</b>	<b>403</b>	<b>444</b>	<b>499</b>	<b>资本支出</b>				<b>(305)</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>20</b>
长期借款及应付债券	100	100	100	100	<b>长期投资</b>				<b>120</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他长期负债	89	89	89	89	<b>其他</b>				<b>(219)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>筹资活动现金流</b>				<b>(844)</b>	<b>(64)</b>	<b>(75)</b>	<b>(93)</b>
<b>负债合计</b>	<b>706</b>	<b>592</b>	<b>633</b>	<b>688</b>	<b>债务融资</b>				<b>300</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股本	401	402	402	402	<b>权益融资</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股东权益	2067	2218	2395	2614	<b>其它</b>				<b>(1144)</b>	<b>(64)</b>	<b>(75)</b>	<b>(93)</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2773</b>	<b>2810</b>	<b>3028</b>	<b>3302</b>	<b>现金净增加额</b>				<b>(971)</b>	<b>(507)</b>	<b>166</b>	<b>150</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对OTC和原料药行业有长期跟踪经验。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制药、原料药、制剂出口板块。

冯雪云，北京大学金融学硕士、北京大学医学经济学双学士，医学和金融复合背景，2018年加入国海证券医药组，主要覆盖化药、生物药、OTC等板块。

## 【分析师承诺】

胡博新，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。