

Q3利润端出现明显拐点，研发投入力度依旧，在研耕耘项目即将收获

——贝达药业（300558）三季度报告点评

2018年10月25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2018年三季度报告，2018年前三季度公司实现营业收入9.28亿元，同比增长20.74%；归属于上市公司股东的净利润1.48亿元，同比下降27.37%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润1.27亿元，同比下降17.71%。实现EPS为0.37元。

2018年Q3单季度公司实现营业收入3.46亿元，同比增长28.18%；归属于上市公司股东的净利润0.81亿元，同比增长22.22%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润0.66亿元，同比增长28.70%。实现EPS为0.20元。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	229.54	268.6	270.14	258.08	284.62	296.72	346.25
增长率（%）	-16.51%	10.24%	0.50%	4.19%	23.99%	10.47%	28.18%
毛利率（%）	95.89%	95.31%	96.23%	95.55%	95.54%	95.47%	95.42%
期间费用率（%）	67.46%	69.86%	71.74%	75.99%	76.42%	82.86%	74.45%
营业利润率（%）	27.09%	26.34%	24.86%	8.11%	18.13%	11.46%	24.41%
净利润（百万元）	75.33	59.94	63.50	52.01	41.63	21.07	81.74
增长率（%）	-26.87%	-44.96%	-33.69%	-13.61%	-44.73%	-64.85%	28.73%
每股盈利（季度，元）	0.19	0.15	0.17	0.14	0.11	0.06	0.20
资产负债率（%）	9.67%	17.84%	19.69%	25.48%	24.73%	31.87%	32.91%
净资产收益率（%）	3.76%	2.98%	3.07%	2.65%	2.07%	1.15%	3.83%
总资产收益率（%）	3.40%	2.45%	2.47%	1.95%	1.50%	0.72%	2.59%

观点：

1、Q3 利润端出现明显拐点，研发投入力度依旧，在研耕耘项目即将收获

公司 2018 年前三季度营业收入 9.28 亿元，同比增长 20.74%，归母净利润 1.48 亿元，增速-27.37%。核心品种凯美纳前三季度销量增速 29.21%，收入增速 20.74%，慢于销量增速，但降价影响已经逐步减弱。

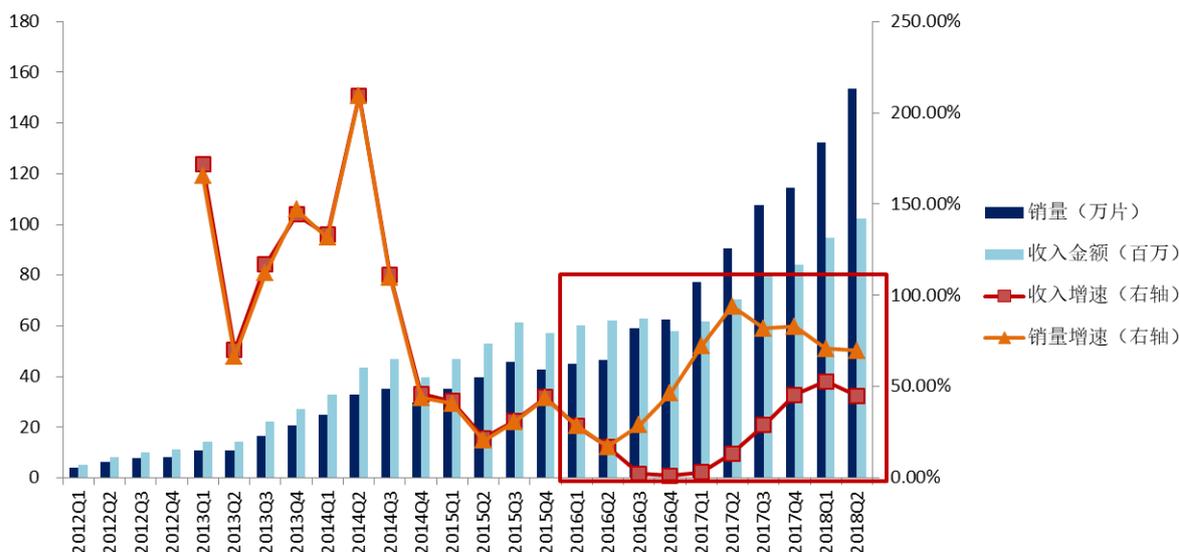
Q3 单季度收入利润均超预期：公司中报业绩下滑 51.36%，Q3 业绩转为正增长，前三季度利润下滑有所收窄，Q3 出现利润拐点。Q1-Q3 收入分别为 2.84 亿、2.97 亿、3.46 亿，利润分别为 0.43 亿、0.24 亿、0.81 亿，第三季度利润贡献高于前两季度之和（**三季度研发费用 5871 万，在研发依旧高投入的情况下，利润超预期**）。市场年初担心吉非替尼仿制药出现对埃克替尼的销售将有一定冲击，但公司前三季度收入逐季向好，三季度收入和销量增速相比前两季度还有提升，超市场预期。

公司前三季度业绩仍然下滑，主要原因如下。

- ◆ **研发费用增长：**报告期内公司多个新药在 II/III 期临床试验阶段，研发投入增加较多。前三季度研发费用化部分 1.86 亿元，费用化投入比去年同期增加接近 4000 万元。
- ◆ **埃克替尼仍有降价影响，医保放量存在滞后性：**浙江省医保支付价 2018 年 3 月到期，之后开始执行国家谈判价格，有一定降价影响。另外，2018 年 7 月，公司与国家人力资源和社会保障事业管理中心签订了《协议书》，承诺将盐酸埃克替尼（125mg×21 片/盒）的各省挂网价格进行调整，由 1399 元/盒降为 1345.05 元/盒，目前也已执行。
- ◆ **政府补助减少**

从样本医院终端数据来看：埃克替尼销量仍然维持较高增速，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

财务指标方面, 公司销售费用率为 42.48%, 与去年同期(39.87%)相比上升 2.61pp; 管理费用率为 33.54%, 比去年同期 30.03% 上升 3.51pp, 研发投入和无形资产摊销大幅增加, 对业绩影响较大。

展望 2018, 我们预计埃克替尼降价影响逐步减弱, 收入端有望实现较高速增长。利润端由于公司研发投入不断加大, 叠加激励摊销, 整体利润增速还是会低于收入增速。

2、公司研发加速推进, 即将进入收获期

公司研发管线中的三个 III 期临床研究项目进展顺利

- ◆ 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, 计划今年年底申报 NDA。
- ◆ CM082 肾癌三期注册试验正在国内顺利推进中, 2018 年底有望完成病人入组。
- ◆ MIL60 III 期注册试验的病人入组工作推进顺利 (年底有望入组 80%)
- ◆ 公司自主研发的 BPI-16350 胶囊用于乳腺癌适应症治疗的药品临床试验申请已于 2018 年 6 月获得国家药品监督管理局批准;

联合治疗初步探索: 2018 年 7 月, 公司全资子公司卡南吉的药品临床试验申请获得国家药品监督管理局受理, 其在研新药 CM082 和君实生物新药特瑞普利 (JS001) 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。这是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, 报告期内, 公司继续加强了与瑞普基因的战略合作。

研发进度更新, 公司重点推进产品研发进度如下:

表 1: 贝达主要在研项目更新 (2018 中报)

编号	产品及研发项目	药品类别	适应症	进展情况	2018 年拟达到的目标
1	CM082	1 类	肾癌/黑色素瘤等	III 期临床试验进行中 / 临床试验申请已获受理	完成患者入组/取得临床试验批件, 临床试验推进
2	MIL60	生物类似物	肺癌	III 期临床试验进行中	入组到 80%
3	X-396 (ALK 抑制剂)	1 类	肺癌	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) / 国内拟提交 NDA 申请
4	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
5	BPI-15086	1类	肺癌	I期临床试验进行中	拟完成剂量爬坡阶段的患者入组	
6	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	
7	BPI-16350	1类	乳腺癌	临床研究启动准备中	I期临床试验推进	
8	BPI-17000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究, 拟申报国内临床试验	
9	BPI-18000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
10	BPI-19000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
11	BPI-20000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
12	BPI-21000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
13	BPI-22000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
14	BPI-23000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究, 拟申报国内临床试验	
15	BPI-24000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
16	BPI-25000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
17	BPI-28000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
18	BPI-30000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
19	BPI-31000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
20	BPI-32000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
21	BPI-33000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
22	BPI-34000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
23	BPI-35000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
24	BPI-39000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
25	BPI-40000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
26	BPI-41000	1类	肿瘤	临床前研究	临床前研究	
27	MRX-2843	1类	肿瘤	临床前研究	拟申报国内临床试验	
28	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	
29	BPI-3016	1类	糖尿病	I期临床试验进行中	拟完成剂量爬坡阶段的患者入组	
30	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	
31	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	
32	苯丁酸钠	3类	高血氨症	申报生产批件和新药证书	CDE 审评阶段	
33	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	

资料来源: 东兴证券研究所

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维持较快增长，公司对外合作也在加速推进，研发逐步进入收获期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 2.33 亿元、2.74 亿元、3.44 亿元，对应增速分别为-9.43%，17.38%，25.54%，EPS 分别为 0.58 元、0.68 元、0.86 元，对应 PE 分别为 41X、35X、28X。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	917	1294	1692	营业收入	1035	1026	1314	1629	1922
货币资金	154	213	687	1017	1375	营业成本	33	44	60	77	90
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	565	700	807
预付款项	2	23	23	23	23	管理费用	220	335	455	579	678
存货	75	100	138	175	206	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	225	262	335
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	2685	2977	3288	利润总额	424	291	275	322	405
流动负债合计	205	517	312	371	389	所得税	57	40	41	48	61
短期借款	0	200	0	0	0	净利润	368	251	233	274	344
应付账款	48	122	126	185	204	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	233	274	344
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	524	803	308	347	422
非流动负债合计	33	189	93	93	93	EPS (元)	1.01	0.64	0.58	0.68	0.86
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	405	464	483	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%	1.63%	16.79%	27.57%
资本公积	627	600	600	600	600	归属于母公司净利	6.81%	-30.12%	-9.43%	17.38%	25.54%
未分配利润	769	922	1074	1252	1475	获利能力					
归属母公司股东	1924	2052	2266	2498	2791	毛利率 (%)	96.83%	95.74%	95.40%	95.30%	95.30%
负债和所有者权	2167	2773	2685	2977	3288	净利率 (%)	35.54%	24.43%	17.77%	16.82%	17.90%
现金流量表						总资产净利润 (%)	4.77%	17.02%	9.29%	8.69%	9.20%
单位: 百万元						ROE (%)	19.16%	12.56%	10.30%	10.97%	12.32%
经营活动现金流	407	278	327	368	403	偿债能力					
净利润	368	251	233	274	344	资产负债率 (%)	11%	25%	15%	16%	15%
折旧摊销	157	579	0	85	87	流动比率	6.35	0.98	2.94	3.49	4.35
财务费用	1	4	0	0	0	速动比率	5.98	0.79	2.50	3.02	3.82
应收账款减少	0	0	56	-9	-8	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.42	0.48	0.58	0.61
投资活动现金流	-1041	-405	418	4	6	应收账款周转率	32	16	21	40	40
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	31.87	12.11	10.59	10.45	9.88
长期股权投资减	0	0	137	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	5	-38	4	5	7	每股收益 (最新摊	1.01	0.64	0.58	0.68	0.86
筹资活动现金流	526	198	-272	-41	-52	每股净现金流 (最	-0.27	0.18	1.18	0.82	0.89
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	4.80	5.12	5.65	6.23	6.96
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	41	0	0	0	0	P/E	32.39	51.11	56.19	47.87	38.14
资本公积增加	616	-27	0	0	0	P/B	6.82	6.39	5.79	5.25	4.70
现金净增加额	-108	71	473	331	358	EV/EBITDA	24.74	16.44	40.68	35.11	28.07

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。