

贝达药业(300558)/医药生物

埃克替尼快速放量, 新药研发加速推进

评级: 买入(维持)

市场价格: 42.32

分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

电话: 021-20315150

Email: chics@r.qizq.com.cn

分析师: 江琦

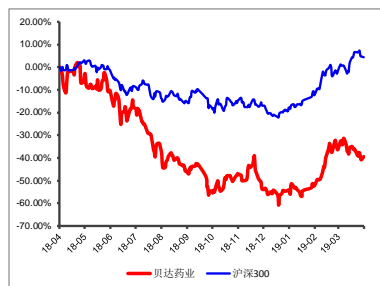
执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	170
市价(元)	42.32
市值(百万元)	16970
流通市值(百万元)	7182

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 贝达药业(300558)公司点评: 三季度业绩出拐点, 埃克替尼以量补价效果显现-买入-(中泰证券_池陈森_江琦) 20181025
- 2 贝达药业(300558)公司点评: 以量补价效果继续显现, 三季度利润增长出拐点-买入-(中泰证券_池陈森_江琦) 20181012
- 3 贝达药业(300558)公司点评: 埃克替尼以量补价效果初显, 研发顺利推进-买入-(中泰证券_池陈森_江琦) 20180824

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1026.36	1224.17	1474.60	1901.98	2985.82
增长率 yoy%	-0.84%	19.27%	20.46%	28.98%	56.98%
净利润	257.73	166.82	200.79	255.10	450.68
增长率 yoy%	-30.12%	-35.27%	20.37%	27.05%	76.67%
每股收益(元)	0.64	0.42	0.50	0.64	1.12
每股现金流量	0.69	0.71	3.89	-1.01	1.14
净资产收益率	12.56%	7.63%	8.42%	9.68%	14.58%
P/E	65.85	101.73	84.52	66.52	37.65
PEG	-2.19	-2.88	4.15	2.46	0.49
P/B	8.27	7.76	7.11	6.44	5.49

备注:

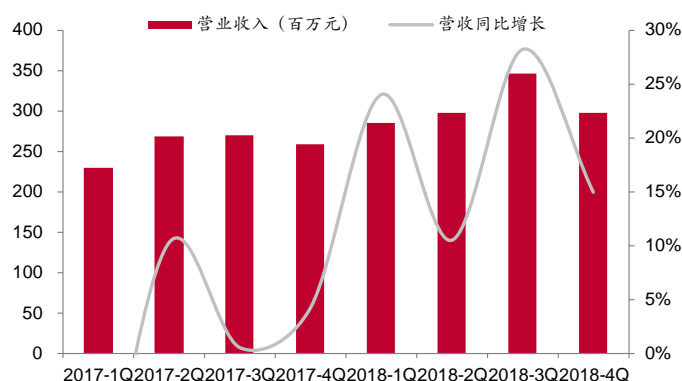
投资要点

- **事件:** 贝达药业 4 月 15 日晚发布 2018 年年报, 实现营业收入 12.24 亿元, 同比增长 19.27%; 实现归母净利润 1.67 亿元, 同比减少 35.27%; 实现扣非净利润 1.39 亿元, 同比减少 30.74%。
- **点评:**
 - **埃克替尼继续快速放量。** 2018 年公司核心产品埃克替尼继续放量, 全年销售盒数首次突破 100 万盒, 同比增长 30.45%; 由于降价影响, 埃克替尼收入增速低于销量增速, 实现营业收入 12.08 亿元, 同比增长 17.79%。根据 2019 年一季度业绩预告, 2019 年一季度埃克替尼继续保持快速放量趋势, 销量同比增长 34.63%。随着埃克替尼进入国家基本药物目录, 公司加大基层医院的覆盖, 同时公司持续的学术推广投入不断提升专家和患者对埃克替尼的了解和认可, 我们预计埃克替尼有望在 2019 年进一步放量。
 - **新药研发高歌猛进。** 2018 年公司新药研发工作加速推进, 2018 年研发投入总额 5.90 亿元, 同比增长 55.01%, 占营业收入比例达到 48.20%。其中研发支出费用化金额为 3.04 亿元, 同比增长 49.80%。2018 年公司提交了盐酸恩沙替尼 NDA 外, 此外还提交了 BPI-16350、CM082 和 JS001 联用、MRX2843、BPI-17509 以及 BPI-23314 等 5 项 IND。公司已经具备国内新药企业中较为丰富的研发管线, 我们预计 2020 年开始公司将有新药持续获批, 多年的研发投入将进入收获期。
 - 2018 年公司毛利率 94.36%, 同比下降 1.38pp, 主要由于埃克替尼降价影响。公司销售费用率 40.55%, 同比提高 2.17pp; 主要由于公司加大基层覆盖、增加学术推广导致; 公司管理及研发费用率 39.08%, 同比大幅提升 6.45pp, 主要由于公司增加研发费用投入、股权激励费用计提以及无形资产摊销增加导致。财务费用率 1.12%, 同比提高 0.76pp, 主要由于银行利息费用增加。
 - **盈利预测与投资建议:** 我们预计随着埃克替尼继续放量, 以及恩沙替尼、Vorolanib、贝伐珠单抗、帕尼单抗等品种有望陆续获批, 公司收入增速和利润有望逐年加快。我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 14.75 亿元、19.02 亿元和 29.86 亿元, 同比分别增长 20.46%、28.98%和 56.98%; 实现归母净利润分别为 2.01 亿元、2.55 亿元和 4.51 亿元, 同比分别增长 20.37%、27.05%和 76.67%。公司当前股价对应 2019 年 PE 为 85 倍, 考虑到公司研发平台价值突出, 创新药管线丰富, 新药上市后业绩增长有望加速, 维持“买入”评级。
 - **风险提示:** 仿制药上市带来市场竞争加剧的风险; 研发失败的风险; 市场空间假设不达预期的风险。

图表 1: 贝达药业年度财务摘要

	2015	2016	2017	2018
营业收入 (百万元)	914.66	1035.06	1026.36	1224.17
营收同比增长		13.16%	-0.84%	19.27%
营业成本	27.94	32.83	43.70	68.99
毛利率	96.94%	96.83%	95.74%	94.36%
销售费用	337.82	398.58	393.89	496.35
管理及研发费用	173.41	220.24	334.89	478.38
财务费用	-0.31	0.70	3.63	13.65
利润总额	398.72	424.46	290.66	182.37
所得税	55.29	56.59	39.88	18.85
归母净利润(百万元)	345.30	368.80	257.73	166.82
归母净利润同比增长	28.23%	6.81%	-30.12%	-35.27%

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 贝达药业分季度营收增长


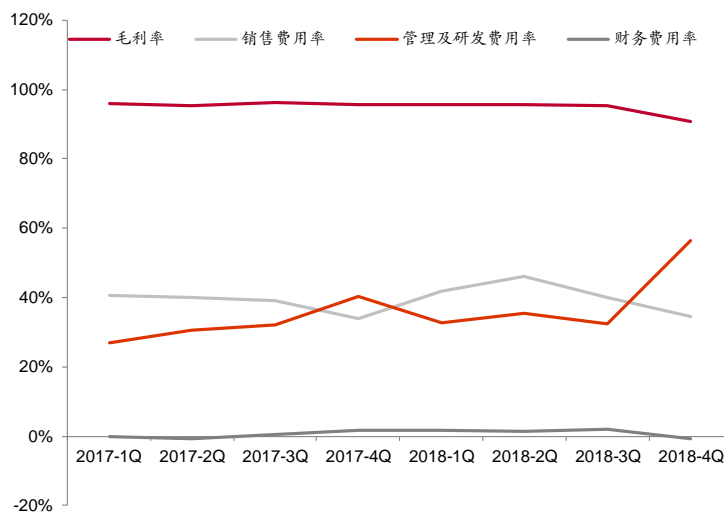
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 贝达药业分季度财务摘要

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q
营业收入 (百万元)	229.54	268.60	270.14	258.08	284.62	296.72	346.25	296.58
营收同比增长	-0.17	0.10	0.01	0.04	23.99%	10.47%	28.18%	14.92%
营收环比增长	-	17.02%	0.57%	-4.46%	10.28%	4.25%	16.69%	-14.35%
营业成本	9.44	12.59	10.18	11.49	12.68	13.43	15.86	27.01
毛利率	95.89%	95.31%	96.23%	95.55%	95.54%	95.47%	95.42%	90.89%
销售费用	93.40	107.72	105.23	87.54	119.39	136.37	138.33	102.27
管理及研发费用	61.59	82.17	86.95	104.18	93.05	105.58	112.45	167.29
财务费用	-0.14	-2.25	1.61	4.41	5.07	3.92	6.98	-2.32
利润总额	89.21	73.17	78.53	49.74	53.53	35.51	87.69	5.64
所得税	13.88	13.23	15.03	-2.26	11.90	14.44	5.95	-13.44
归母净利润(百万元)	75.55	61.53	66.35	54.30	42.79	23.88	81.09	19.06
归母净利润同比增长	18.84%	-	-	-	-43.36%	-61.18%	22.22%	-64.90%
扣非净利润 (百万元)	49.25	53.62	51.16	46.32	39.01	21.90	65.84	12.00
扣非净利润同比增长	-	-	-40.13%	-13.59%	-20.80%	-59.15%	28.70%	-74.08%

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 贝达药业分季度毛利率及费用率情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 贝达药业财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	575	1619	1050	1342	营业收入	1224	1475	1902	2986
现金	305	1283	543	617	营业成本	69	71	132	196
应收账款	64	92	120	182	营业税金及附加	13	16	21	33
其他应收款	2	18	15	25	营业费用	496	583	757	1251
预付账款	3	15	28	36	管理费用	175	195	251	394
存货	145	156	288	426	财务费用	14	7	-3	6
其他流动资产	56	56	56	56	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	2885	3172	3463	3792	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	14	14	14	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	610	805	952	1071	营业利润	181	220	279	493
无形资产	492	492	492	492	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	1770	1861	2006	2216	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3460	4791	4513	5135	利润总额	182	220	279	493
流动负债	751	516	680	856	所得税	19	23	29	51
短期借款	360	120	120	120	净利润	164	197	250	442
应付账款	188	195	361	536	少数股东损益	-3	-4	-5	-9
其他流动负债	203	202	199	199	归属母公司净利润	167	201	255	451
非流动负债	507	497	502	501	EBITDA	294	259	318	549
长期借款	280	280	280	280	EPS (元)	0.42	0.50	0.64	1.12
其他非流动负债	227	217	222	221					
负债合计	1258	1013	1182	1357	主要财务比率				
少数股东权益	14	10	5	-4	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	401	401	401	401	成长能力				
资本公积	610	610	610	610	营业收入	19.3%	20.5%	29.0%	57.0%
留存收益	1173	1373	1629	2079	营业利润	-18.2%	21.5%	27.0%	76.7%
归属母公司股东权益	2188	2386	2636	3091	归属于母公司净利润	-35.3%	20.4%	27.0%	76.7%
负债和股东权益	0	1331	1053	1675	获利能力				
					毛利率(%)	94.4%	95.2%	93.1%	93.4%
					净利率(%)	13.6%	13.6%	13.4%	15.1%
					ROE(%)	7.6%	8.4%	9.7%	14.6%
					ROIC(%)	8.5%	8.5%	9.3%	14.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	-	76.1%	112.3%	81.0%
					净负债比率(%)	50.86%	39.49%	33.84%	29.48%
					流动比率	0.77	3.14	1.54	1.57
					速动比率	0.57	2.84	1.12	1.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.39	0.36	0.41	0.62
					应收账款周转率	16	19	18	20
					应付账款周转率	0.44	0.37	0.48	0.44
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.50	0.64	1.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	3.89	-1.01	1.14
					每股净资产(最新摊薄)	5.46	5.95	6.57	7.71
					估值比率				
					P/E	101.73	84.52	66.52	37.65
					P/B	7.76	7.11	6.44	5.49
					EV/EBITDA	57	65	53	30

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。