

贝达药业(300558)/

埃克替尼加强基层, 梦工场筑梦未来

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 40.97

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

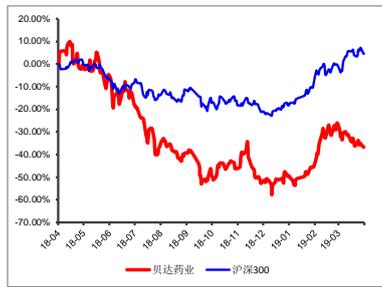
电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

### 基本状况

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 401   |
| 流通股本(百万股) | 169   |
| 市价(元)     | 40.97 |
| 市值(百万元)   | 16429 |
| 流通市值(百万元) | 6940  |

### 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:

埃克替尼快速放量, 新药研发加速推进-买入-(中泰证券\_池陈森\_江琦) 20190416

2 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

3 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

### 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  | 182.85  | 220.56  | 420.09  |
| 增长率 yoy%  | -30.12% | -35.27% | 9.61%   | 20.62%  | 90.47%  |
| 每股收益(元)   | 0.64    | 0.42    | 0.46    | 0.55    | 1.05    |
| 每股现金流量    | 0.69    | 0.71    | 0.46    | 0.74    | 1.14    |
| 净资产收益率    | 12.56%  | 7.63%   | 7.72%   | 8.54%   | 13.97%  |
| P/E       | 63.75   | 98.48   | 89.85   | 74.49   | 39.11   |
| PEG       | -2.12   | -2.79   | 9.35    | 3.61    | 0.43    |
| P/B       | 8.01    | 7.51    | 6.94    | 6.36    | 5.46    |

备注:

### 投资要点

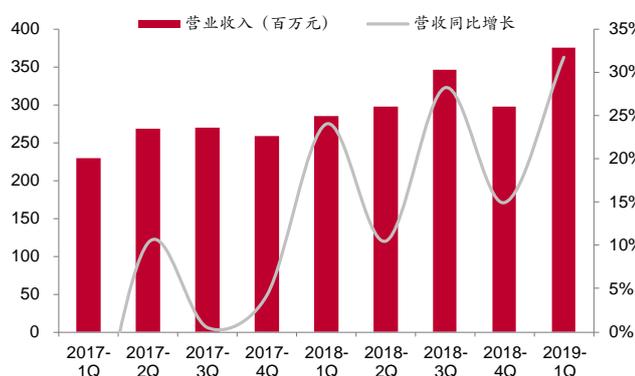
- **事件: 贝达药业发布 2019 年一季报, 公司实现营收 3.75 亿元, 同比增长 31.70%; 实现归母净利润 5170.17 万元, 同比增长 20.83%。实现扣非净利润 4804 万元, 同比增长 23.17%。**
- **埃克替尼加强基层覆盖, 继续快速放量。**2019 年一季度埃克替尼继续保持快速放量趋势, 销量同比增长 34.63%。随着埃克替尼进入国家基本药物目录, 公司加大基层医院的覆盖, 同时公司持续的学术推广投入不断提升专家和患者对埃克替尼的了解和认可。市场担心吉非替尼仿制药降价的影响, 我们认为通过安全性优势、专利药推广的优势, 埃克替尼可以实现差异化竞争。另外, 埃克替尼加量治疗 EGFR21 外显子敏感突变的晚期 NSCLC 的临床结果, 将加强 21 外显子敏感突变的群体渗透率。我们认为埃克替尼未来有望维持其市场份额。
- **梦工场筑梦未来。**贝达梦工场是由公司打造的专业的医药创新孵化平台, 贝达梦工场 0 期和 I 期已经全面投入运行, 截至目前, 梦工场 0 期成功引进迪安诊断等 3 个大型产业化项目入驻, 完成招商面积 1.2 万平方米; 梦工场 I 期成功引进阿里健康、瑞普基因、云呼健康等 26 个创新项目入驻, 完成招商面积 3.2 万平方米。未来梦工场有望打造成为国内大健康领域领先的产业孵化园区。未来公司也有望利用公司的优势投资前沿创新企业, 获取投资收益和产品管线。
- **公司是稀缺的优质新药研发企业, 研发工作顺利推进。**短期埃克替尼为公司提供稳定利润贡献和现金流。公司聚焦肿瘤领域, 扎根小分子靶向药物, 全面布局肺癌主要靶点, 在肺癌靶向治疗领域取得优势。未来公司有望拓展大分子药物研发, 同时积极开展联合用药的研究。2019 年一季度, 研发费用 6677 万元, 同比增长 22.7%。公司 CM082 和 JS001 联用项目、MRX-2843、BPI-17509、BPI-23314 项目相继获得临床试验通知书。
- **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 1.83 亿元、2.21 亿元和 4.20 亿元, 同比分别增长 9.61%、20.62%和 90.47%。公司当前股价对应 2019 年 PE 为 90 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: 贝达药业分季度财务摘要

|            | 2017-1Q | 2017-2Q | 2017-3Q | 2017-4Q | 2018-1Q | 2018-2Q | 2018-3Q | 2018-4Q | 2019-1Q |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 229.54  | 268.60  | 270.14  | 258.08  | 284.62  | 296.72  | 346.25  | 296.58  | 374.84  |
| 营收同比增长     | -0.17   | 0.10    | 0.01    | 0.04    | 23.99%  | 10.47%  | 28.18%  | 14.92%  | 31.70%  |
| 营收环比增长     | -       | 17.02%  | 0.57%   | -4.46%  | 10.28%  | 4.25%   | 16.69%  | -14.35% | 26.39%  |
| 营业成本       | 9.44    | 12.59   | 10.18   | 11.49   | 12.68   | 13.43   | 15.86   | 27.01   | 22.19   |
| 毛利率        | 95.89%  | 95.31%  | 96.23%  | 95.55%  | 95.54%  | 95.47%  | 95.42%  | 90.89%  | 94.08%  |
| 销售费用       | 93.40   | 107.72  | 105.23  | 87.54   | 119.39  | 136.37  | 138.33  | 102.27  | 149.67  |
| 管理及研发费用    | 61.59   | 82.17   | 86.95   | 104.18  | 93.05   | 105.58  | 112.45  | 167.29  | 132.88  |
| 财务费用       | -0.14   | -2.25   | 1.61    | 4.41    | 5.07    | 3.92    | 6.98    | -2.32   | 7.88    |
| 利润总额       | 89.21   | 73.17   | 78.53   | 49.74   | 53.53   | 35.51   | 87.69   | 5.64    | 64.03   |
| 所得税        | 13.88   | 13.23   | 15.03   | -2.26   | 11.90   | 14.44   | 5.95    | -13.44  | 13.70   |
| 归母净利润(百万元) | 75.55   | 61.53   | 66.35   | 54.30   | 42.79   | 23.88   | 81.09   | 19.06   | 51.70   |
| 归母净利润同比增长  | 18.84%  | -       | -       | -       | -43.36% | -61.18% | 22.22%  | -64.90% | 20.83%  |
| 扣非净利润(百万元) | 49.25   | 53.62   | 51.16   | 46.32   | 39.01   | 21.90   | 65.84   | 12.00   | 48.04   |
| 扣非净利润同比增长  | -       | -       | -40.13% | -13.59% | -20.80% | -59.15% | 28.70%  | -74.08% | 23.15%  |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 贝达药业分季度营业收入情况



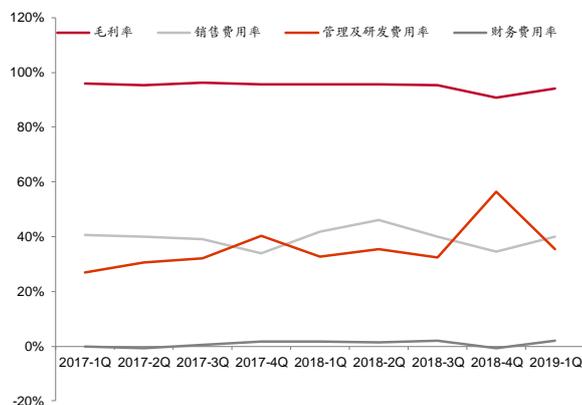
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 贝达药业分季度扣非净利润情况



来源: 公司公告, 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: 公司公告, 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        |
| <b>流动资产</b>    | 575  | 636   | 807   | 1026  | <b>营业收入</b>     | 1224        | 1475         | 1902         | 2986         |
| 现金             | 305  | 300   | 300   | 300   | 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         | 578          | 753          | 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          | 32           | 39           | 40           |
| 其他流动资产         | 56   | 56    | 56    | 56    | 资产减值损失          | 1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 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  | <b>营业利润</b>     | 181         | 200          | 241          | 459          |
| 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            |
| <b>资产总计</b>    | 3460 | 3808  | 4270  | 4818  | <b>利润总额</b>     | 182         | 200          | 241          | 459          |
| <b>流动负债</b>    | 751  | 933   | 1178  | 1311  | 所得税             | 19          | 21           | 25           | 47           |
| 短期借款           | 360  | 537   | 618   | 575   | <b>净利润</b>      | 164         | 179          | 216          | 412          |
| 应付账款           | 188  | 195   | 361   | 536   | 少数股东损益          | -3          | -4           | -4           | -8           |
| 其他流动负债         | 203  | 202   | 199   | 199   | <b>归属母公司净利润</b> | 167         | 183          | 221          | 420          |
| <b>非流动负债</b>   | 507  | 497   | 502   | 501   | EBITDA          | 294         | 264          | 322          | 549          |
| 长期借款           | 280  | 280   | 280   | 280   | EPS (元)         | 0.42        | 0.46         | 0.55         | 1.05         |
| 其他非流动负债        | 227  | 217   | 222   | 221   |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1258 | 1430  | 1680  | 1812  |                 |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 14   | 10    | 6     | -2    | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 股本             | 401  | 401   | 401   | 401   | <b>会计年度</b>     | <b>2018</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 资本公积           | 610  | 610   | 610   | 610   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 留存收益           | 1173 | 1356  | 1576  | 1996  | 营业收入            | 19.3%       | 20.5%        | 29.0%        | 57.0%        |
| 归属母公司股东权益      | 2188 | 2368  | 2584  | 3008  | 营业利润            | -18.2%      | 10.6%        | 20.6%        | 90.5%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 3460 | 3808  | 4270  | 4818  | 归属于母公司净利润       | -35.3%      | 9.6%         | 20.6%        | 90.5%        |
|                |      |       |       |       | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 94.4%       | 95.2%        | 93.1%        | 93.4%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 13.6%       | 12.4%        | 11.6%        | 14.1%        |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 7.6%        | 7.7%         | 8.5%         | 14.0%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 8.5%        | 8.7%         | 9.4%         | 14.7%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 36.4%       | 37.5%        | 39.3%        | 37.6%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 50.86%      | 57.14%       | 53.45%       | 47.19%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 0.77        | 0.68         | 0.68         | 0.78         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.57        | 0.51         | 0.44         | 0.46         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.39        | 0.41         | 0.47         | 0.66         |
|                |      |       |       |       | 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         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.42        | 0.46         | 0.55         | 1.05         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.71        | 0.46         | 0.74         | 1.14         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 5.46        | 5.91         | 6.44         | 7.50         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 98.48       | 89.85        | 74.49        | 39.11        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 7.51        | 6.94         | 6.36         | 5.46         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 55          | 61           | 50           | 29           |

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。