

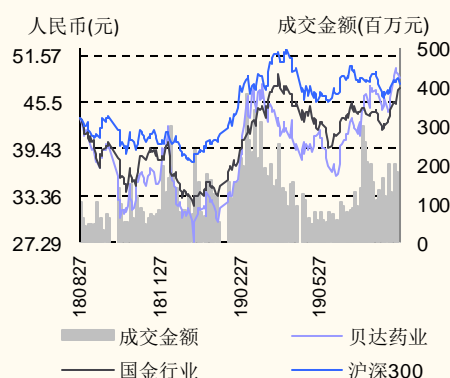
## 贝达药业 (300558.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 48.55 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	169.40
总市值 (百万元)	19,468.55
年内股价最高最低 (元)	49.88/44.28
沪深 300 指数	3765.91



## 相关报告

1. 《收入端持续放量，研发步入收获期-贝达药业 2019 中报预告点评》，2019.7.14
2. 《公司业绩超预期，埃克替尼持续放量-贝达药业 2019 一季报点评》，2019.4.24
3. 《业绩符合预期，研发持续投入新药稳步推进-贝达药业 2018 年报...》，2019.4.16
4. 《整体业绩超预期，得益于埃克替尼增速放量-贝达药业 2018Q3...》，2018.10.24

王麟

联系人  
(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

## 业绩符合预期，凯美纳持续放量，临床有进展

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.643	0.416	0.497	0.578	0.676
每股净资产 (元)	5.12	5.46	6.08	6.66	7.33
每股经营性现金流 (元)	0.69	0.71	0.39	0.87	0.94
市盈率 (倍)	75.54	116.71	97.70	83.99	71.82
净利润增长率 (%)	-30.12%	-35.27%	19.46%	16.32%	16.95%
净资产收益率 (%)	12.56%	7.63%	8.18%	8.69%	9.22%
总股本 (百万股)	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 今日，公司发布 2019 半年报，收入 7.62 亿，同比 31.1%；归母净利润 0.87 亿，同比 30.99%；扣非归母 0.75 亿，同比 23.41%，整体业绩符合预期。

## 点评

- **核心品种埃克替尼 Q2 继续放量，相关临床研究结果较好：**公司核心品种埃克替尼上半年销售额约 7.56 亿元，同比增速约 30.1%，销售量同比增速约 31.26%，毛利率约 94.77%，同比下降约 0.74%，预计埃克替尼 18Q3 开始降价影响基本消除，“以价换量”逐步凸显。另外，公司在各临床研究中，临床数据较好，为埃克替尼临床学术推广打下坚实基础，例如 Convince 研究、Brain 研究、Evidence 研究等。从长期角度，18Q4 国家 4+7 带量采购谈判，易瑞沙降价 75% 进入带量采购，我们认为一代 TKI 长期来看整体市场将承压，建议关注公司三代 EGFR T790M 突变新药临床进展。
- **恩莎替尼申报上市进入优先审评有望年底或明年初获批上市，三代 EGFR T790M 新药有望明年上市：**目前，公司在研新药恩莎替尼已申报生产，并被纳入优先审评目录，目前该品种已完成原料药和制剂车间建设工作并组织完成验证生产，为后续核查审评工作做好准备，有望年底或明年初获批上市。另外，2018.12 月公司与益方生物合作 EGFR T790M 三代 TKI 药物，目前该品种处于二期临床，我们预计它将成为国产该靶点前三家上市的企业之一。目前原研品种阿斯利康的奥希替尼已在中国上市，并谈判进入医保，销售年额预计超过 10 亿元，预计公司该品种有望明后年申请上市。
- **在研管线稳步推进，帕妥木单抗准备报 NDA，贝伐类似物结束临床：**公司研发投入约 3.23 亿，占收入约 42.4%。上半年预计 CM082 和 JS001 联用项目、MRX-2843 项目、BPI-17509 项目、BPI-23314 项目相继获批临床试验，为管线增添后续品种和项目。目前在研管线中进入临床的新药，共有 9 个一类新药、1 个生物类似物、以及 1 个生物药 7 类品种。这些在研品种当中，帕妥木单抗准备申报 NDA，贝伐珠单抗生物类似物已完成临床试验。

## 盈利预测与投资建议

- 考虑到公司核心品种埃克替尼销售短期放量，长期三代品种和一代竞品带量采购影响，以及研发管线进展和 2020 年可能加大投入，我们给予公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50/0.58/0.68 元，对应 PE 97.7/84.0/71.8 倍。

## 风险提示

- 埃克替尼及其他一代 TKI 药物受三代 TKI 竞争加剧；吉非替尼仿制药低价策略，长期竞争格局恶化；新药研发进度不确定；研发投入存在不确定性，未来有可能继续加大；带量采购的影响存在不确定性。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,035</b>	<b>1,026</b>	<b>1,224</b>	<b>1,475</b>	<b>1,762</b>	<b>2,029</b>	货币资金	154	213	305	264	319	369
增长率	-0.8%	19.3%	20.5%	19.5%	15.1%		应收款项	93	96	66	89	106	122
<b>主营业务成本</b>	<b>-33</b>	<b>-44</b>	<b>-69</b>	<b>-88</b>	<b>-115</b>	<b>-122</b>	存货	75	100	145	158	204	217
%销售收入	3.2%	4.3%	5.6%	6.0%	6.5%	6.0%	其他流动资产	982	98	59	9	11	12
<b>毛利</b>	<b>1,002</b>	<b>983</b>	<b>1,155</b>	<b>1,386</b>	<b>1,647</b>	<b>1,907</b>	流动资产	1,304	507	575	519	640	720
%销售收入	96.8%	95.7%	94.4%	94.0%	93.5%	94.0%	%总资产	60.2%	18.3%	16.6%	14.5%	17.2%	18.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	长期投资	143	152	591	641	641	641
%销售收入	1.9%	2.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	558	863	815	762	751	735
<b>营业费用</b>	<b>-399</b>	<b>-394</b>	<b>-496</b>	<b>-560</b>	<b>-670</b>	<b>-791</b>	%总资产	25.8%	31.1%	23.6%	21.3%	20.2%	19.2%
%销售收入	38.5%	38.4%	40.5%	38.0%	38.0%	39.0%	无形资产	156	1,239	1,471	1,466	1,461	1,456
<b>管理费用</b>	<b>-220</b>	<b>-335</b>	<b>-478</b>	<b>-583</b>	<b>-696</b>	<b>-791</b>	非流动资产	864	2,266	2,885	3,064	3,088	3,107
%销售收入	21.3%	32.6%	39.1%	39.5%	39.5%	39.0%	%总资产	39.8%	81.7%	83.4%	85.5%	82.8%	81.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>364</b>	<b>233</b>	<b>167</b>	<b>229</b>	<b>264</b>	<b>304</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,167</b>	<b>2,773</b>	<b>3,460</b>	<b>3,583</b>	<b>3,729</b>	<b>3,827</b>
%销售收入	35.1%	22.7%	13.7%	15.5%	15.0%	15.0%	短期借款	0	200	360	500	311	93
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>	应付款项	119	234	307	257	343	372
%销售收入	0.1%	0.4%	1.1%	1.0%	0.8%	0.5%	其他流动负债	86	82	84	95	112	127
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	205	517	751	852	766	593
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	100	280	280	280	280
<b>投资收益</b>	<b>5</b>	<b>-38</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	其他长期负债	33	89	227	0	0	0
%税前利润	1.1%	n.a	0.6%	2.3%	1.9%	1.7%	<b>负债</b>	<b>238</b>	<b>706</b>	<b>1,258</b>	<b>1,132</b>	<b>1,046</b>	<b>873</b>
<b>营业利润</b>	<b>366</b>	<b>221</b>	<b>181</b>	<b>218</b>	<b>255</b>	<b>298</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,924</b>	<b>2,052</b>	<b>2,188</b>	<b>2,437</b>	<b>2,669</b>	<b>2,940</b>
营业利润率	35.4%	21.5%	14.8%	14.8%	14.4%	14.7%	少数股东权益	5	15	14	14	14	14
<b>营业外收支</b>	<b>58</b>	<b>70</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,167</b>	<b>2,773</b>	<b>3,460</b>	<b>3,583</b>	<b>3,729</b>	<b>3,827</b>
<b>税前利润</b>	<b>424</b>	<b>291</b>	<b>182</b>	<b>221</b>	<b>258</b>	<b>301</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	41.0%	28.3%	14.9%	15.0%	14.6%	14.8%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>所得税</b>	<b>-57</b>	<b>-40</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>	<b>-30</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.3%	13.7%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.920	0.643	0.416	0.497	0.578	0.676
<b>净利润</b>	<b>368</b>	<b>251</b>	<b>164</b>	<b>199</b>	<b>232</b>	<b>271</b>	每股净资产	4.799	5.117	5.456	6.077	6.655	7.331
少数股东损益	-1	-7	-3	0	0	0	每股经营现金净流	1.015	0.694	0.714	0.392	0.871	0.940
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>369</b>	<b>258</b>	<b>167</b>	<b>199</b>	<b>232</b>	<b>271</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	35.6%	25.1%	13.6%	13.5%	13.2%	13.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	19.16%	12.56%	7.63%	8.18%	8.69%	9.22%
							总资产收益率	17.02%	9.30%	4.82%	5.56%	6.22%	7.08%
							投入资本收益率	16.33%	8.29%	5.17%	6.37%	7.26%	8.23%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	13.16%	-0.84%	19.27%	20.47%	19.47%	15.15%
							EBIT增长率	1.45%	-35.98%	-28.19%	36.77%	15.61%	15.15%
							净利润增长率	6.81%	-30.12%	-35.27%	19.46%	16.32%	16.95%
							总资产增长率	88.95%	27.93%	24.80%	3.56%	4.05%	2.63%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	11.6	23.1	23.2	20.0	20.0	20.0
							存货周转天数	678.9	729.7	647.4	650.0	650.0	650.0
							应付账款周转天数	361.1	708.0	820.4	800.0	800.0	800.0
							固定资产周转天数	137.1	161.7	182.0	162.7	144.3	122.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-7.98%	4.20%	15.22%	21.08%	10.17%	0.15%
							EBIT利息保障倍数	518.5	64.1	12.2	15.1	17.9	27.4
							资产负债率	10.99%	25.47%	36.37%	31.60%	28.05%	22.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	6	7	18
增持	0	0	3	3	8
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.30	1.37

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

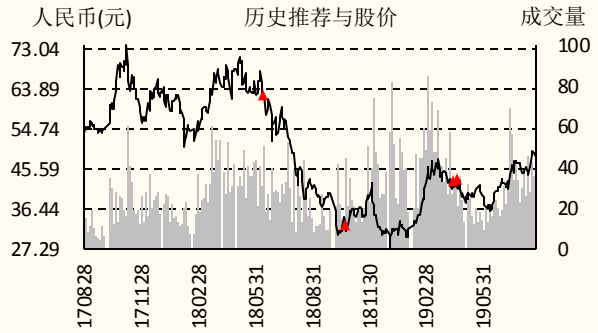
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-15	增持	62.71	72.00~72.00
2	2018-08-25	增持	42.45	N/A
3	2018-10-24	增持	33.10	N/A
4	2019-04-16	增持	42.32	N/A
5	2019-04-24	增持	41.08	N/A
6	2019-07-14	增持	41.24	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH