

贝达药业 (300558)

证券研究报告

2021年05月15日

业绩增长符合预期，即将迎来研发收获期

公司 2020 年及 2021Q1 保持增长，符合预期

公司发布 2020 年年报，实现营收 18.70 亿，同比增长 20.36%；归母净利润 6.06 亿，同比增长 162.70%；扣非净利润 3.34 亿，同比增长 60.30%。同时公司发布 2021 年一季报，实现营收 6.19 亿，同比减少 4.41%；归母净利润 1.48 亿，同比增长 13.24%；扣非净利润 1.40 亿，同比增长 7.32%。2020 年归母净利润大幅增长得益于出售贝达医药科技公司股权。2021Q1 净利润在去年同期高基数下仍保持增长，得益于埃克替尼的放量和公司经营的提升（销售费用率同比下降 1.88%，管理费用率同比下降 2.83%）。整体业绩符合预期。

核心产品埃克替尼适应症扩大，重磅潜力品种恩沙替尼上市

公司核心产品埃克替尼持续放量，2020 年销售量 154.30 万盒，同比增长 20.82%，2020 年 9 月，埃克替尼用于肺癌术后辅助治疗适应症提交上市申请并获得优先审评，有望 2021 年获批，埃克替尼 mDFS 与对照组相比提升 1 倍（46.95 月 vs 22.11 月），疗效显著，我们预计后续埃克替尼有望继续保持增长。公司第二个产品贝美纳（恩沙替尼）NSCLC 二线治疗适应症于 2020 年 11 月获批，2021Q1 销售额 3004.6 万元，预计全年将大幅增长，同时 NSCLC 一线治疗适应症已进入临床 III 期，并于 2020WCLC 大会公布结果，恩沙替尼与对照组克唑替尼相比，mPFS 提升近 2 倍（31.3 月 vs 12.7 月），我们预计恩沙替尼有望成为公司下一个重磅品种。

多款产品研发稳步推进，产品梯队基本形成

公司目前有多款产品正在推进临床中后期研发，预计三年内多款药物获批上市，包括埃克替尼术后辅助治疗、恩沙替尼 ALK 阳性一线治疗和甲磺酸贝福替尼 EGFR T790M 突变治疗等。目前公司 I/II 临床、临床前项目充足，已基本形成较为完整产品研发梯队。

盈利预测与投资评级

考虑到药物研发、审批进度，我们将 2021/2022 年收入由 29.22/38.64 亿元下调至 25.43/35.89 亿元，考虑到公司管理经营向好，我们将 2021/2022 年归母净利润由 4.55/5.61 上调至 4.57/6.30 亿元。我们预计 2023 年收入和归母净利润分别为 47.17 和 8.42 亿元。2021/2022/2023 年对应 EPS 分别为 1.11/1.53/2.04 元，对应当前 PE 分别为 92/67/50 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：药物销售不及预期；药物研发进度不及预期；创新药研发不确定性风险；同适应症产品竞争风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,553.92	1,870.27	2,542.81	3,588.95	4,717.38
增长率(%)	26.94	20.36	35.96	41.14	31.44
EBITDA(百万元)	753.85	1,237.86	617.00	822.96	1,054.91
净利润(百万元)	230.82	606.36	457.14	630.41	842.17
增长率(%)	38.37	162.70	(24.61)	37.90	33.59
EPS(元/股)	0.56	1.47	1.11	1.53	2.04
市盈率(P/E)	182.99	69.66	92.40	67.00	50.15
市净率(P/B)	17.17	10.20	9.55	8.65	7.66
市销率(P/S)	27.18	22.58	16.61	11.77	8.95
EV/EBITDA	34.18	34.42	64.79	48.15	36.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	102.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	413.16
流通 A 股股本(百万股)	401.66
A 股总市值(百万元)	42,237.64
流通 A 股市值(百万元)	41,061.69
每股净资产(元)	10.38
资产负债率(%)	19.74
一年内最高/最低(元)	160.66/88.62

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020003
zhangshuaia@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《贝达药业-季报点评:前三季度净利润高速增长，埃克替尼销量稳步增长》 2020-10-28
- 《贝达药业-公司点评:前三季度净利润高速增长，埃克替尼销量稳步增长》 2020-10-15
- 《贝达药业-公司点评:上半年净利润同比增长 64.65%，研发持续推进收获可期》 2020-08-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	521.30	1,345.94	2,061.46	2,361.58	3,321.12
应收票据及应收账款	56.03	52.61	169.86	33.52	54.60
预付账款	13.28	14.93	29.18	21.67	50.24
存货	134.57	188.59	317.57	337.88	585.65
其他	67.07	245.78	122.98	151.36	175.69
流动资产合计	792.24	1,847.87	2,701.04	2,906.01	4,187.29
长期股权投资	12.79	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	676.67	712.60	725.55	747.73	762.44
在建工程	112.31	63.12	73.87	92.32	85.39
无形资产	1,398.56	1,774.81	1,704.75	1,634.69	1,564.63
其他	1,140.76	831.14	626.02	681.84	713.00
非流动资产合计	3,341.09	3,381.67	3,130.19	3,156.58	3,125.46
资产总计	4,133.33	5,229.54	5,831.24	6,062.60	7,312.76
短期借款	363.23	0.00	2.00	3.00	2.00
应付票据及应付账款	112.55	113.62	419.34	207.21	576.13
其他	229.41	324.48	458.53	342.18	615.11
流动负债合计	705.20	438.10	879.87	552.39	1,193.24
长期借款	280.00	0.00	9.00	10.00	8.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	678.92	647.24	517.81	614.66	593.24
非流动负债合计	958.92	647.24	526.81	624.66	601.24
负债合计	1,664.12	1,085.34	1,406.68	1,177.04	1,794.48
少数股东权益	8.68	3.41	1.69	2.47	3.50
股本	401.00	413.16	413.16	413.16	413.16
资本公积	654.87	1,792.52	1,792.52	1,792.52	1,792.52
留存收益	2,007.60	3,675.33	4,009.70	4,469.92	5,101.61
其他	(602.93)	(1,740.24)	(1,792.52)	(1,792.52)	(1,792.52)
股东权益合计	2,469.22	4,144.19	4,424.55	4,885.55	5,518.28
负债和股东权益总计	4,133.33	5,229.54	5,831.24	6,062.60	7,312.76

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	225.84	601.09	457.14	630.41	842.17
折旧摊销	143.46	155.86	106.35	109.43	112.28
财务费用	46.73	48.28	(9.89)	(12.23)	(16.20)
投资损失	0.80	(292.66)	(0.19)	(0.19)	(0.19)
营运资金变动	470.04	(277.13)	377.66	(192.35)	267.61
其它	(331.80)	410.59	(1.72)	0.77	1.03
经营活动现金流	555.07	646.02	929.36	535.85	1,206.70
资本支出	20.57	523.16	189.43	(16.85)	71.42
长期投资	(0.80)	(12.79)	0.00	0.00	0.00
其他	(688.65)	(628.58)	(249.24)	(62.96)	(121.23)
投资活动现金流	(668.88)	(118.21)	(59.81)	(79.81)	(49.81)
债权融资	643.65	0.00	11.14	13.19	10.11
股权融资	48.43	1,107.56	(42.40)	12.23	16.20
其他	(368.27)	(793.07)	(122.78)	(181.33)	(223.66)
筹资活动现金流	323.81	314.49	(154.03)	(155.91)	(197.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	210.01	842.30	715.51	300.12	959.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,553.92	1,870.27	2,542.81	3,588.95	4,717.38
营业成本	105.23	138.90	178.00	251.23	330.22
营业税金及附加	16.88	6.93	21.57	30.45	40.02
营业费用	562.99	684.00	937.60	1,384.35	1,843.20
管理费用	256.94	262.82	354.79	482.81	629.90
研发费用	326.36	362.85	544.19	732.18	938.81
财务费用	44.31	42.60	(9.89)	(12.23)	(16.20)
资产减值损失	0.00	(12.42)	(3.79)	(5.40)	(7.21)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.80)	292.66	0.19	0.19	0.19
其他	(24.56)	(588.75)	(0.38)	(0.38)	(0.38)
营业利润	266.56	680.67	520.53	725.76	958.83
营业外收入	1.91	0.19	1.59	1.23	1.00
营业外支出	2.01	14.20	5.74	7.32	9.08
利润总额	266.46	666.66	516.38	719.67	950.75
所得税	40.62	65.58	60.96	88.48	107.55
净利润	225.84	601.09	455.42	631.19	843.20
少数股东损益	(4.98)	(5.27)	(1.72)	0.77	1.03
归属于母公司净利润	230.82	606.36	457.14	630.41	842.17
每股收益(元)	0.56	1.47	1.11	1.53	2.04

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.94%	20.36%	35.96%	41.14%	31.44%
营业利润	47.51%	155.35%	-23.53%	39.43%	32.11%
归属于母公司净利润	38.37%	162.70%	-24.61%	37.90%	33.59%
获利能力					
毛利率	93.23%	92.57%	93.00%	93.00%	93.00%
净利率	14.85%	32.42%	17.98%	17.57%	17.85%
ROE	9.38%	14.64%	10.34%	12.91%	15.27%
ROIC	13.51%	34.72%	18.92%	28.95%	36.85%
偿债能力					
资产负债率	40.26%	20.75%	24.12%	19.41%	24.54%
净负债率	4.96%	-32.48%	-46.34%	-48.07%	-60.00%
流动比率	1.12	4.22	3.07	5.26	3.51
速动比率	0.93	3.79	2.71	4.65	3.02
营运能力					
应收账款周转率	25.93	34.43	22.86	35.29	107.08
存货周转率	11.12	11.57	10.05	10.95	10.22
总资产周转率	0.41	0.40	0.46	0.60	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.56	1.47	1.11	1.53	2.04
每股经营现金流	1.34	1.56	2.25	1.30	2.92
每股净资产	5.96	10.02	10.70	11.82	13.35
估值比率					
市盈率	182.99	69.66	92.40	67.00	50.15
市净率	17.17	10.20	9.55	8.65	7.66
EV/EBITDA	34.18	34.42	64.79	48.15	36.62
EV/EBIT	42.16	39.35	78.29	55.53	40.98

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com