

# 贝达药业 (300558)

证券研究报告

2021年08月10日

## 业绩增长符合预期，肺癌领域多款药物取得进展

公司 2021 年上半年业绩增长稳健，净利润增长较大

公司发布 2021 年半年报，实现营收 11.55 亿，同比增长 21.35%；归母净利润 2.15 亿，同比增长 49.57%；扣非净利润 1.98 亿，同比增长 39.85%。公司收入利润符合预期。公司净利润增速高于收入增速主要是由于公司毛利率保持持续稳定的高水平，期间费用控制较好，同比增长 11.56%，低于营业收入增长 21.35%。公司管理优化，管理费用率下降（2021H1 费用率 12.35%，同比降低 2.31pct），同时其他收益和投资收益占比提升（2021H1 合计占比 1.81%，同比上升 0.93pct）。

埃克替尼仍在快速放量阶段，获批新适应症延长产品使用周期

埃克替尼半年度销售收入 10.8 亿元，较去年同期增长 16.85%，仍保持稳定增长态势。2021 年 6 月 4 日，埃克替尼用于 II-III 期伴有 EGFR 基因敏感突变非小细胞肺癌（NSCLC）术后辅助治疗新适应症获批上市。埃克替尼 mDFS 与对照组相比提升 1 倍（46.95 月 vs 22.11 月），显著延长患者寿命，延长产品使用周期。埃克替尼以新增适应症条件申报 2021 年医保目录调整，目前已通过形式审查，预计随新适应症加入医保，将继续促进埃克替尼增长。

恩沙替尼二线适应症开始销售，一线适应症药品注册申请获得受理

恩沙替尼目前获批的适应症为 ALK 基因敏感突变的 NSCLC 患者二线治疗。半年度销售收入近 5500 万，为公司业绩注入新动力。恩沙替尼也已通过 2021 年医保目录调整形式审查，预计随恩沙替尼进入医保，将迅速放量。恩沙替尼一线治疗 ALK 基因敏感突变的 NSCLC 适应症药品注册申请于 2021 年 7 月 13 日获得国家药监局受理。我们预计一线适应症的获批将扩大患者人群，进一步促进恩沙替尼放量。恩沙替尼一线治疗 ALK 阳性 NSCLC 患者的国际多中心 III 期临床研究（eXalt3）数据显示在意向治疗（ITT）人群中，恩沙替尼组患者的 mPFS 显著长于克唑替尼组（31.3 个月 vs 12.7 个月）。恩沙替尼优异的治疗效果，为后期销售放量打下坚实的基础。

公司在研管线取得多项阶段性进展，肺癌主战场多款药物获得临床批件

2021 年上半年，公司在研管线取得多个阶段性进展成果，共取得 7 个临床批件。其中，公司组合疗法重点布局肺癌治疗领域，4 款产品在 2021 年上半年获得临床批件。包括针对 EGFR/cMet 敏感突变的 MCLA-129 注射液（EGFR 和 c-Met 双特异性抗体）；针对 KRASG12C 敏感突变的 BPI-421286 胶囊；和针对其他突变的巴替利单抗注射液（PD-1 抗体）和泽弗利单抗注射液（CTLA-4 抗体）单药及联合治疗。

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 25.4 亿元、35.9 亿元、47.2 亿元；归母净利润分别为 4.6 亿元、6.3 亿元、8.4 亿元；EPS 分别为 1.1 元、1.5 元和 2.0 元。维持“增持”评级。

风险提示：政策风险，销售不及预期，医保降价超预期，临床试验失败

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	630.42	842.18
增长率(%)	38.37	162.70	(24.61)	37.90	33.59
EPS(元/股)	0.56	1.46	1.10	1.52	2.03
市盈率(P/E)	165.40	62.96	83.52	60.56	45.33
市净率(P/B)	15.52	9.22	8.63	7.82	6.92
市销率(P/S)	24.57	20.41	15.01	10.64	8.09
EV/EBITDA	34.18	34.42	58.21	43.21	32.77

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	92 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	414.99
流通 A 股股本(百万股)	413.69
A 股总市值(百万元)	38,178.64
流通 A 股市值(百万元)	38,059.14
每股净资产(元)	10.56
资产负债率(%)	21.71
一年内最高/最低(元)	149.27/81.86

作者

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

戴爽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110005  
daishuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《贝达药业-年报点评报告:业绩增长符合预期，即将迎来研发收获期》  
2021-05-15
- 《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

## 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	2,063.29	2,363.42	3,322.97
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
<b>流动资产合计</b>	<b>792.24</b>	<b>1,847.87</b>	<b>2,702.88</b>	<b>2,907.85</b>	<b>4,189.14</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,341.09</b>	<b>3,381.67</b>	<b>3,130.19</b>	<b>3,156.58</b>	<b>3,125.46</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,133.33</b>	<b>5,229.54</b>	<b>5,833.07</b>	<b>6,064.44</b>	<b>7,314.61</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>705.20</b>	<b>438.10</b>	<b>879.87</b>	<b>552.39</b>	<b>1,193.24</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>958.92</b>	<b>647.24</b>	<b>526.81</b>	<b>624.66</b>	<b>601.24</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,664.12</b>	<b>1,085.34</b>	<b>1,406.68</b>	<b>1,177.04</b>	<b>1,794.48</b>
少数股东权益	8.68	3.41	1.69	2.47	3.50
股本	401.00	413.16	414.99	414.99	414.99
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	4,469.93	5,101.63
其他	(602.93)	(1,740.24)	(1,792.52)	(1,792.52)	(1,792.52)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,469.22</b>	<b>4,144.19</b>	<b>4,426.39</b>	<b>4,887.39</b>	<b>5,520.12</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,133.33</b>	<b>5,229.54</b>	<b>5,833.07</b>	<b>6,064.44</b>	<b>7,314.61</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	225.84	601.09	457.14	630.42	842.18
折旧摊销	143.46	155.86	106.35	109.43	112.28
财务费用	46.73	48.28	(9.89)	(12.24)	(16.21)
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>555.07</b>	<b>646.02</b>	<b>929.36</b>	<b>535.84</b>	<b>1,206.70</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(668.88)</b>	<b>(118.21)</b>	<b>(59.81)</b>	<b>(79.81)</b>	<b>(49.81)</b>
债权融资	643.65	0.00	11.14	13.19	10.11
股权融资	48.43	1,107.56	(40.56)	12.24	16.21
其他	(368.27)	(793.07)	(122.78)	(181.33)	(223.67)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>323.81</b>	<b>314.49</b>	<b>(152.20)</b>	<b>(155.90)</b>	<b>(197.35)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>210.01</b>	<b>842.30</b>	<b>717.35</b>	<b>300.13</b>	<b>959.55</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>1,553.92</b>	<b>1,870.27</b>	<b>2,542.81</b>	<b>3,588.95</b>	<b>4,717.38</b>
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)	(12.24)	(16.21)
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)
<b>营业利润</b>	<b>266.56</b>	<b>680.67</b>	<b>520.53</b>	<b>725.77</b>	<b>958.84</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>266.46</b>	<b>666.66</b>	<b>516.38</b>	<b>719.68</b>	<b>950.76</b>
所得税	40.62	65.58	60.96	88.48	107.55
<b>净利润</b>	<b>225.84</b>	<b>601.09</b>	<b>455.42</b>	<b>631.20</b>	<b>843.21</b>
少数股东损益	(4.98)	(5.27)	(1.72)	0.77	1.03
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>230.82</b>	<b>606.36</b>	<b>457.14</b>	<b>630.42</b>	<b>842.18</b>
每股收益(元)	0.56	1.46	1.10	1.52	2.03

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%	10.33%	12.91%	15.27%
ROIC	13.51%	34.72%	18.92%	28.95%	36.85%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.26%	20.75%	24.12%	19.41%	24.53%
净负债率	4.96%	-32.48%	-46.36%	-48.09%	-60.01%
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.56	1.46	1.10	1.52	2.03
每股经营现金流	1.34	1.56	2.24	1.29	2.91
每股净资产	5.93	9.98	10.66	11.77	13.29
<b>估值比率</b>					
市盈率	165.40	62.96	83.52	60.56	45.33
市净率	15.52	9.22	8.63	7.82	6.92
EV/EBITDA	34.18	34.42	58.21	43.21	32.77
EV/EBIT	42.16	39.35	70.34	49.84	36.67

### 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