

贝达药业 (300558)

2021 年年报点评：收入稳步增长，后续管线推动力强劲

买入（维持）

2022 年 04 月 11 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

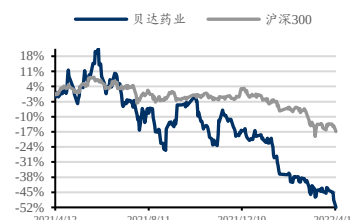
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,246	3,035	4,282	5,790
同比	20%	35%	41%	35%
归属母公司净利润（百万元）	383	547	796	1,034
同比	-37%	43%	45%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.92	1.32	1.92	2.49
P/E（现价&最新股本摊薄）	51.06	35.74	24.58	18.92

投资要点

- **2021 年业绩符合我们预期，营业收入稳步增长：**公司 2021 年营业收入为 22.46 亿元，同比增长 20.08%；销售费用为 8.15 亿元，同比增长 19.11%；研发费用为 5.66 亿元，同比增长 55.97%；归母净利润为 3.83 亿元，扣非归母净利润为 3.45 亿元，同比增长 3.52%，增速下降，主要系公司临床早期管线所投入的研发占比增加，导致资本化研发投入占比下降，费用化比例增加。公司资产总额为 62.71 亿元同比增加 19.92%。
- **核心产品埃克替尼医保续约谈判降价，术后辅助适应症进入医保，助力维持埃克替尼销售额，三代抑制剂上市在即，帮助承接一代市场：**埃克替尼术后辅助适应症成功纳入医保，年治疗费用从 7 万降低至 4.3 万，降幅约 38%，尽管价格降低，但 2022 年贝达取消了赠药，预计降价给埃克替尼销售收入带来的影响会随着取消赠药，以及术后辅助适应症的放量而逐渐消失。而埃克替尼本身对脑转移患者明确且经过验证的疗效、对 L858R 突变患者的有效性、对术后辅助患者长达 47 个月的无病生存期，叠加贝达在非小细胞肺癌领域积累的市场资源和品牌影响力，以及埃克替尼凭借术后辅助适应症额外获取 5 年数据保护期，将助力埃克替尼的保持稳定的销售额。贝达的 EGFR 三代抑制剂贝福替尼的 NDA 已在 2021 年 3 月获受理，上市在即，将帮助贝达承接一代药物耐药后的患者。
- **恩沙替尼二线适应症进入医保加速放量，国内一线适应症即将上市：**恩沙替尼二线适应症以年费 12.4 万的年治疗费用进入医保，助力恩沙替尼在今年的销售中快速放量。此外恩沙替尼的一线适应症的 NDA 已于 2021 年 7 月获得受理，我们预计今年年中上市。其美国一线适应症的申报，可能会由于剂型的改进稍作延迟，但扎实的临床数据奠定了其获批的确定性，此外贝达也在积极寻求海外商业化合作对象，充分发挥恩沙替尼在海外市场的价值。
- **多个产品研发进度顺利，驱动收入增长：**贝达的贝伐珠单抗生物类似物于 2021 年 11 月上市，贝达将发挥自己的优势，充分发掘其在非小细胞肺癌领域的商业价值，并通过该 2022H2 的生物类似物集采，在激烈的竞争中，获得一定的市场份额。此外，2022 年 1 月，贝达安全性优异的抗血管生成抑制剂 CM082 二线肾癌适应症 NDA 获受理，即将成为贝达第四个上市的产品。潜在重磅产品 EGFR/cMet 双抗 MCLA-129，正在剂量爬坡中。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司核心产品埃克替尼新适应症纳入医保降价影响，以及公司管线研发投入增加，费用化比例增加，我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 8.06/11.82 下调至 5.47/7.96 亿元，我们预测 2024 年公司归母净利润为 10.34 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 36/25/19 倍，但由于今年及明年将陆续有新产品上市销售，收入动力依然强劲，维持“买入”评级。
- **风险提示：**管线研发进度不及预期风险；市场竞争格局恶化风险；生物类似物未纳入集采风险；疫情对产品销售以及临床推进造成负面影响风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.09
一年最低/最高价	47.09/119.65
市净率(倍)	4.29
流通 A 股市值(百万元)	19,499.49
总市值(百万元)	19,560.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.98
资产负债率(% ,LF)	25.28
总股本(百万股)	415.39
流通 A 股(百万股)	414.09

相关研究

《贝达药业(300558)：以运营战略巩固城池，用创新实力开疆拓土》

2021-04-06

贝达药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,654	1,814	2,758	4,000	营业总收入	2,246	3,035	4,282	5,790
货币资金及交易性金融资产	993	1,145	1,820	2,695	营业成本(含金融类)	174	243	343	463
经营性应收款项	204	174	262	401	税金及附加	15	22	25	38
存货	293	349	511	712	销售费用	815	1,103	1,559	2,104
合同资产	0	0	0	0	管理费用	327	457	623	852
其他流动资产	164	146	165	192	研发费用	566	664	949	1,336
非流动资产	4,617	4,985	5,290	5,663	财务费用	1	-8	-9	-16
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	33	47	64	87
固定资产及使用权资产	691	706	692	662	投资净收益	15	0	0	0
在建工程	640	599	554	511	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	1,183	1,577	1,941	2,387	减值损失	-1	0	0	0
商誉	414	414	414	414	资产处置收益	0	0	0	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	396	602	858	1,100
其他非流动资产	1,681	1,681	1,681	1,681	营业外净收支	-6	-7	-9	-7
资产总计	6,271	6,799	8,047	9,663	利润总额	390	595	849	1,093
流动负债	889	877	1,337	1,930	减:所得税	10	55	62	70
短期借款及一年内到期的非流动负债	5	5	5	5	净利润	380	540	787	1,023
经营性应付款项	432	354	544	853	减:少数股东损益	-4	-7	-8	-11
合同负债	0	1	1	1	归属母公司净利润	383	547	796	1,034
其他流动负债	452	517	787	1,072	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	1.32	1.92	2.49
非流动负债	697	697	697	697	EBIT	381	547	784	996
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	555	740	976	1,208
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	92.23	92.00	92.00	92.00
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	17.06	18.04	18.58	17.86
其他非流动负债	690	690	690	690	收入增长率(%)	20.08	35.14	41.10	35.20
负债合计	1,586	1,573	2,034	2,627	归母净利润增长率(%)	-36.83	42.89	45.36	29.96
归属母公司股东权益	4,561	5,108	5,904	6,938					
少数股东权益	125	118	109	98					
所有者权益合计	4,686	5,226	6,013	7,036					
负债和股东权益	6,271	6,799	8,047	9,663					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	527	719	1,180	1,468	每股净资产(元)	10.98	12.30	14.21	16.70
投资活动现金流	-982	-567	-505	-592	最新发行在外股份(百万股)	415	415	415	415
筹资活动现金流	-96	0	0	0	ROIC(%)	8.38	9.99	12.91	14.27
现金净增加额	-554	152	675	876	ROE-摊薄(%)	8.40	10.72	13.48	14.90
折旧和摊销	174	193	192	212	资产负债率(%)	25.28	23.14	25.27	27.19
资本开支	-758	-567	-505	-592	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.06	35.74	24.58	18.92
营运资本变动	-81	-103	-59	-32	P/B(现价)	4.29	3.83	3.31	2.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

