

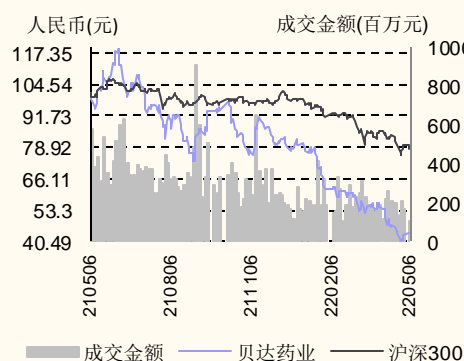
## 贝达药业 (300558.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 43.75 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.15
已上市流通 A 股(亿股)	4.14
总市值(亿元)	181.73
年内股价最高最低(元)	119.65/40.49
沪深 300 指数	3909
创业板指	2245



## 相关报告

- 1.《贝达药业-年报点评-创新驱动, 肺癌靶向领先, 成长提速蓄势待发》, 2022.4.7
- 2.《贝达药业点评-创新驱动成长, 集采之下仍有近 20%稳健增长》, 2022.1.26
- 3.《贝达药业点评-第四款原研创新药伏罗尼布上市申请获受理》, 2022.1.16
- 4.《贝达药业点评-快马加鞭, 贝伐珠单抗新增 6 项适应症获受理》, 2021.12.24
- 5.《贝达药业 3 季报点评-适应症扩展与管线驱动新增长, 创新后劲可期》, 2021.10.28

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001  
(8621)61038261  
zhaohc@gjzq.com.cn

## 与 EyePoint 合作深化, 伏罗尼布再开发

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,870	2,246	3,142	4,151	5,512
营业收入增长率	20.36%	20.08%	39.91%	32.10%	32.80%
归母净利润(百万元)	606	383	570	758	1,009
归母净利润增长率	162.70%	-36.83%	48.83%	32.87%	33.23%
摊薄每股收益(元)	1.468	0.922	1.373	1.824	2.430
每股经营性现金流净额	1.56	1.27	1.28	2.21	2.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.64%	8.40%	11.41%	13.50%	15.64%
P/E	73.16	86.57	31.88	23.99	18.01
P/B	10.71	7.27	3.64	3.24	2.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022年5月5日, 公司公告与 Eyepoint 签署《扩大许可协议》, 取得 Eyepoint 药物 EYP-1901 在中国 (包括香港、澳门和台湾) 区域的开发和商业化的独家权益。

## 评论

- 再度携手 Eyepoint, 给药系统加持伏罗尼布, 新型治疗方案值得期待。
  - 创新药械组合: (1) EYP-1901 是 Eyepoint 开发的 Durasert® 载药系统, 加载贝达药业靶向 VEGF 的伏罗尼布组合而成, 用于治疗湿性黄斑病变 (w-AMD)、糖尿病视网膜病变 (DR) 和视网膜静脉栓塞 (RVO)。伏罗尼布是公司第四款原研药, 为酪氨酸激酶抑制剂, 对 VEGFR、PDGFR 等多靶点具有抗血管生成作用。Durasert® 由 Eyepoint 开发, 是一种植入眼内的缓释载药装置, 有效期可长达三年。EYP-1901 可生物降解, 可实现至少 6 个月的药物释放。(2) w-AMD 的传统治疗需每月给药, 而 EYP-1901 具备长效潜力。现已公布的 I 期临床数据显示, EYP-1901 显示出良好的安全性, 且在单剂治疗后, 分别有 53% 和 41% 的病人在 6 个月和 9 个月内不需要补充抗 VEGF 注射治疗。
  - 贝达获取 EYP-1901 大中华区权益, Eyepoint 获取伏罗尼布海外权益: (1) 贝达药业取得在中国 (包括香港、澳门和台湾) 区域开发和商业化 EYP-1901 的独家权益。(2) Eyepoint 保留 EYP-1901 在全球其他地区的眼科权利。(3) 贝达子公司 Equinox 与 EyePoint 修订协议, 独家授权 EyePoint 在中国 (包括香港、澳门和台湾) 区域外开发伏罗尼布用于所有局部给药的眼科适应症, 包括糖尿病黄斑水肿 (DME)。
- 肺癌布局全面, 核心产品市场地位维持, 新药快速放量。肺癌用药一代 EGFR-TKI 埃克替尼已连续 6 年销售额超过 10 亿; 恩沙替尼市场份额逐渐增加, 2021 年销售 1.5 亿元, 二者皆进医保。贝伐珠单抗新增多项适应症, 或成为与原研安维汀适应症相当的生物类似物。第三代 EGFR-TKI 甲磺酸贝福替尼、伏罗尼布上市申请已获 NMPA 受理。

## 盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测: 预计公司 2022/23/24 年实现营收 31/42/55 亿元, 同比增长 40%/32%/33%; 归母净利润 5.70/7.58/10.09 亿元, 同比增长 50%/32%/33%。当前股价对应 2022/23/24 年 PE 为 32/24/18 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新品研发及商业化不达预期、监管政策变动对行业增速影响等风险。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,554	1,870	2,246	3,142	4,151	5,512	货币资金	521	1,346	792	1,015	1,641	2,500
增长率		20.4%	20.1%	39.9%	32.1%	32.8%	应收款项	58	59	214	188	249	330
主营业务成本	-105	-139	-174	-220	-291	-386	存货	135	189	293	281	371	492
%销售收入	6.8%	7.4%	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%	其他流动资产	79	254	354	290	299	311
毛利	1,449	1,731	2,071	2,922	3,860	5,127	流动资产	792	1,848	1,654	1,774	2,560	3,634
%销售收入	93.2%	92.6%	92.2%	93.0%	93.0%	93.0%	%总资产	19.2%	35.3%	26.4%	27.8%	35.6%	43.8%
营业税金及附加	-17	-7	-15	-21	-28	-37	长期投资	694	312	382	382	382	382
%销售收入	1.1%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	790	776	1,319	1,291	1,357	1,432
销售费用	-563	-684	-815	-1,140	-1,506	-2,000	%总资产	19.1%	14.8%	21.0%	20.2%	18.9%	17.3%
%销售收入	36.2%	36.6%	36.3%	36.3%	36.3%	36.3%	无形资产	1,827	2,188	2,848	2,869	2,821	2,776
管理费用	-257	-263	-327	-457	-604	-802	非流动资产	3,341	3,382	4,617	4,609	4,628	4,656
%销售收入	16.5%	14.1%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	%总资产	80.8%	64.7%	73.6%	72.2%	64.4%	56.2%
研发费用	-326	-363	-566	-773	-1,013	-1,334	<b>资产总计</b>	<b>4,133</b>	<b>5,230</b>	<b>6,271</b>	<b>6,383</b>	<b>7,187</b>	<b>8,290</b>
%销售收入	21.0%	19.4%	25.2%	24.6%	24.4%	24.2%	短期借款	364	0	5	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	286	415	349	531	710	953	应付款项	161	208	670	416	548	727
%销售收入	18.4%	22.2%	15.5%	16.9%	17.1%	17.3%	其他流动负债	181	230	214	201	262	344
财务费用	-44	-43	-1	18	27	43	流动负债	705	438	889	617	811	1,072
%销售收入	2.9%	2.3%	0.1%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	长期贷款	280	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-10	-1	-6	-2	-2	其他长期负债	679	647	697	643	641	640
公允价值变动收益	0	0	1	-1	0	0	<b>负债</b>	<b>1,664</b>	<b>1,085</b>	<b>1,586</b>	<b>1,260</b>	<b>1,452</b>	<b>1,712</b>
投资收益	-1	293	15	15	15	15	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,461</b>	<b>4,141</b>	<b>4,561</b>	<b>4,998</b>	<b>5,610</b>	<b>6,453</b>
%税前利润	n.a	43.9%	3.8%	2.6%	1.9%	1.4%	其中：股本	401	413	415	415	415	415
营业利润	267	681	396	586	778	1,037	未分配利润	1,143	1,673	1,930	2,367	2,979	3,822
营业利润率	17.2%	36.4%	17.6%	18.6%	18.7%	18.8%	少数股东权益	9	3	125	125	125	125
营业外收支	0	-14	-6	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,133</b>	<b>5,230</b>	<b>6,271</b>	<b>6,383</b>	<b>7,187</b>	<b>8,290</b>
税前利润	266	667	390	586	778	1,037	<b>比率分析</b>						
利润率	17.1%	35.6%	17.4%	18.6%	18.7%	18.8%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-41	-66	-10	-16	-21	-28	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.2%	9.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	每股收益	0.576	1.468	0.922	1.373	1.824	2.430
净利润	226	601	380	570	758	1,009	每股净资产	6.136	10.022	10.980	12.032	13.506	15.536
少数股东损益	-5	-5	-4	0	0	0	每股经营现金净流	1.384	1.564	1.268	1.282	2.210	2.867
归属于母公司的净利润	231	606	383	570	758	1,009	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.320	0.350	0.400
净利率	14.9%	32.4%	17.1%	18.1%	18.2%	18.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.38%	14.64%	8.40%	11.41%	13.50%	15.64%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.58%	11.59%	6.11%	8.93%	10.54%	12.17%
净利润	226	601	380	570	758	1,009	投入资本收益率	7.62%	8.89%	7.13%	9.95%	11.90%	13.96%
少数股东损益	-5	-5	-4	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	144	166	175	144	143	154	主营业务收入增长率	26.94%	20.36%	20.08%	39.91%	32.10%	32.80%
非经营收益	27	-254	-23	-12	-15	-15	EBIT增长率	70.83%	45.27%	-15.91%	52.23%	33.66%	34.35%
营运资金变动	159	133	-5	-169	32	43	净利润增长率	38.37%	162.70%	-36.83%	48.83%	32.87%	33.23%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>555</b>	<b>646</b>	<b>527</b>	<b>533</b>	<b>918</b>	<b>1,191</b>	总资产增长率	19.46%	26.52%	19.92%	1.77%	12.60%	15.35%
资本开支	-620	-684	-758	-130	-160	-180	<b>资产管理能力</b>						
投资	-49	-69	-224	-1	0	0	应收账款周转天数	14.1	10.6	18.0	18.0	18.0	18.0
其他	0	635	0	15	15	15	存货周转天数	484.9	424.6	504.2	475.2	475.2	475.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-669</b>	<b>-118</b>	<b>-982</b>	<b>-116</b>	<b>-145</b>	<b>-165</b>	应付账款周转天数	521.8	297.2	570.0	309.7	309.7	309.7
股权募资	0	1,067	77	0	0	0	固定资产周转天数	159.2	139.1	110.4	68.7	50.8	37.9
债权募资	0	-640	0	-59	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	324	-112	-173	-133	-146	-166	净负债/股东权益	4.96%	-32.48%	-21.09%	-23.74%	-32.13%	-41.06%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>324</b>	<b>314</b>	<b>-96</b>	<b>-192</b>	<b>-146</b>	<b>-166</b>	EBIT利息保障倍数	6.4	9.7	287.2	-29.0	-26.1	-22.3
<b>现金净流量</b>	<b>216</b>	<b>825</b>	<b>-554</b>	<b>225</b>	<b>628</b>	<b>860</b>	资产负债率	40.26%	20.75%	25.28%	19.74%	20.20%	20.65%

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	1	9	11	13	25
增持	3	9	11	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.50	1.50	1.50	1.00

来源：聚源数据

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。

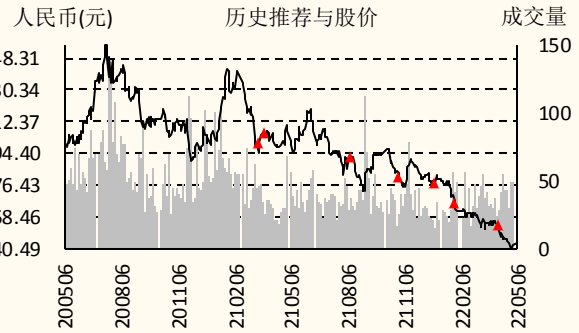
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-03-17	买入	98.50	145.00 ~ 145.00
2	2021-03-26	买入	104.29	N/A
3	2021-08-10	买入	92.00	N/A
4	2021-10-28	买入	83.20	N/A
5	2021-12-24	买入	78.10	N/A
6	2022-01-16	买入	76.55	N/A
7	2022-01-26	买入	67.54	N/A
8	2022-04-07	买入	54.09	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，不作为或被视为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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402