

贝达药业 (300558.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

疫情下业绩承压，静待贝福替尼获批

业绩简评

2023年1月30日，公司公布2022年业绩预告，预计2022年公司实现营收23.78亿元，同比增长5.87%；归母净利润1.2-1.8亿元，同比下降68.67%-53.01%；扣非后盈利0.3-0.6亿元，同比下降91.32%-82.64%。业绩低于预期。

经营分析

疫情影响，药品销售短期波动，期待贝福替尼获批丰富肺癌产品管线。(1) 季度来看，Q1/Q2/Q3的营收分别为5.84/6.69/4.09亿元，Q4营收约为7.15亿元，环比增加74.82%。(2) 医保产品成功实现以价换量。公司产品凯美纳术后辅助适应症、贝美纳二线治疗适应症于2021年12月纳入医保目录，公司实现以价换量，销量稳定增长，整体产品销售收入小幅增加。贝美纳用于非小细胞肺癌的一线治疗适应症于2023年1月新纳入2022年《国家医保目录》，新版目录将于2023年3月开始执行，预计将进一步提高产品销量，对贝美纳销售将起到积极作用。(3) 肺癌领域“1+3代”EGFR抑制剂组合局面形成在即，三代EGFR抑制剂贝福替尼一线适应症上市申请已经获得受理，用于具有表皮生长因子受体(EGFR)外显子19缺失或外显子21(L858R)置换突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)成人患者的一线治疗。此前，用于EGFR-TKI耐药后产生T790M突变的非小细胞肺癌治疗(二线适应症)的上市申请已于2021年3月获得受理。我们认为，若贝福替尼一线、二线适应症获批，公司以埃克替尼销售主导业绩的销售格局将进一步改变，逐步摆脱对单一品种的依赖。

重视研发投入，推进项目引进，新药持续研发。(1) 公司研发投入持续高增，2022年研发投入预计占比营业收入的38%-42%，目前公司有约40余项研发项目推进中。(2) 公司引进优质项目，已与Agenus、Merus、益方生物、天广实等达成合作，引进巴替利单抗(PD-1抗体)/泽弗利单抗(CTLA-4抗体)、EGFR/c-Met双抗、MerTK和FLT3双重抑制剂等多款新药，丰富公司现有研发管线。

盈利预测、估值与评级

根据业绩预告，我们下调2022/23/24年营收23%/18%/20%至23.78/34.13/44.17亿元，下调归母净利润70%/42%/35%至1.71/4.48/6.6亿元。我们认为，若2023年贝福替尼成功获批，公司产品销售格局将有所改善，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

医药组

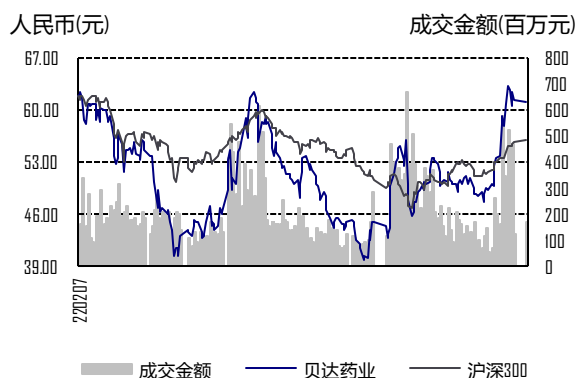
分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：61.11 元

相关报告：

- 《贝达药业点评-与EyePoint合作深化，伏罗尼布再开发》，2022.5.7
- 《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



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	2,378	3,413	4,417
营业收入增长率	20.36%	20.08%	5.88%	43.51%	29.42%
归母净利润(百万元)	606	383	171	448	660
归母净利润增长率	162.7%	-36.83%	-55.30%	162%	47.39%
摊薄每股收益(元)	1.468	0.922	0.411	1.075	1.585
每股经营性现金流净额	1.56	1.27	0.16	1.69	1.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.64%	8.40%	3.68%	8.97%	11.94%
P/E	73.16	86.57	148.66	56.84	38.56
P/B	10.71	7.27	5.48	5.10	4.61

来源：公司年报、国金证券研究所

险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,554	1,870	2,246	2,378	3,413	4,417
增长率		20.4%	20.1%	5.9%	43.5%	29.4%
主营业务成本	-105	-139	-174	-185	-266	-309
%销售收入	6.8%	7.4%	7.8%	7.8%	7.8%	7.0%
毛利	1,449	1,731	2,071	2,193	3,147	4,108
%销售收入	93.2%	92.6%	92.2%	92.2%	92.2%	93.0%
营业税金及附加	-17	-7	-15	-16	-23	-30
%销售收入	1.1%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-563	-684	-815	-785	-956	-1,237
%销售收入	36.2%	36.6%	36.3%	33.0%	28.0%	28.0%
管理费用	-257	-263	-327	-614	-853	-1,104
%销售收入	16.5%	14.1%	14.6%	25.8%	25.0%	25.0%
研发费用	-326	-363	-566	-618	-853	-1,060
%销售收入	21.0%	19.4%	25.2%	26.0%	25.0%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	286	415	349	160	462	677
%销售收入	18.4%	22.2%	15.5%	6.7%	13.5%	15.3%
财务费用	-44	-43	-1	-17	-45	-40
%销售收入	2.9%	2.3%	0.1%	0.7%	1.3%	0.9%
资产减值损失	0	-10	-1	-9	0	-1
公允价值变动收益	0	0	1	-1	0	0
投资收益	-1	293	15	0	0	0
%税前利润	n.a	43.9%	3.8%	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	267	681	396	176	460	678
营业利润率	17.2%	36.4%	17.6%	7.4%	13.5%	15.4%
营业外收支	0	-14	-6	0	0	0
税前利润	266	667	390	176	460	678
利润率	17.1%	35.6%	17.4%	7.4%	13.5%	15.4%
所得税	-41	-66	-10	-5	-12	-18
所得税率	15.2%	9.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
净利润	226	601	380	171	448	660
少数股东损益	-5	-5	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	231	606	383	171	448	660
净利率	14.9%	32.4%	17.1%	7.2%	13.1%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	226	601	380	171	448	660
少数股东损益	-5	-5	-4	0	0	0
非现金支出	144	166	175	147	141	153
非经营收益	27	-254	-23	34	57	53
营运资金变动	159	133	-5	-287	59	-124
经营活动现金净流	555	646	527	65	705	742
资本开支	-620	-684	-758	-620	-430	-450
投资	-49	-69	-224	-451	0	0
其他	0	635	0	0	0	0
投资活动现金净流	-669	-118	-982	-1,071	-430	-450
股权募资	0	1,067	77	0	0	0
债权募资	0	-640	0	956	-173	45
其他	324	-112	-173	-115	-161	-179
筹资活动现金净流	324	314	-96	841	-335	-134
现金净流量	216	825	-554	-165	-60	158

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	521	1,346	792	626	565	721
应收款项	58	59	214	391	468	546
存货	135	189	293	448	429	498
其他流动资产	79	254	354	327	348	358
流动资产	792	1,848	1,654	1,793	1,809	2,123
%总资产	19.2%	35.3%	26.4%	24.4%	23.7%	25.7%
长期投资	694	312	382	832	832	832
固定资产	790	776	1,319	1,781	2,117	2,462
%总资产	19.1%	14.8%	21.0%	24.3%	27.7%	29.8%
无形资产	1,827	2,188	2,848	2,869	2,821	2,776
非流动资产	3,341	3,382	4,617	5,549	5,838	6,136
%总资产	80.8%	64.7%	73.6%	75.6%	76.3%	74.3%
资产总计	4,133	5,230	6,271	7,342	7,647	8,260
短期借款	364	0	5	358	185	230
应付款项	161	208	670	737	804	769
其他流动负债	181	230	214	174	243	312
流动负债	705	438	889	1,269	1,232	1,311
长期贷款	280	0	0	605	605	605
其他长期负债	679	647	697	695	693	692
负债	1,664	1,085	1,586	2,568	2,530	2,608
普通股股东权益	2,461	4,141	4,561	4,649	4,992	5,527
其中：股本	401	413	415	417	417	417
未分配利润	1,143	1,673	1,930	2,017	2,361	2,896
少数股东权益	9	3	125	125	125	125
负债股东权益合计	4,133	5,230	6,271	7,342	7,647	8,260

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.576	1.468	0.922	0.411	1.075	1.585
每股净资产	6.136	10.022	10.980	11.159	11.984	13.268
每股经营现金净流	1.384	1.564	1.268	0.156	1.688	1.777
每股股利	0.190	0.310	0.250	0.200	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	9.38%	14.64%	8.40%	3.68%	8.97%	11.94%
总资产收益率	5.58%	11.59%	6.11%	2.33%	5.86%	7.99%
投入资本收益率	7.62%	8.89%	7.13%	2.68%	7.52%	10.05%
增长率						
主营业务收入增长率	26.94%	20.36%	20.08%	5.88%	43.51%	29.42%
EBIT 增长率	70.83%	45.27%	-15.91%	-54.16%	188.66%	46.64%
净利润增长率	38.37%	162.70%	-36.83%	-55.30%	161.55%	47.39%
总资产增长率	19.46%	26.52%	19.92%	17.06%	4.16%	8.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.1	10.6	18.0	50.0	40.0	35.0
存货周转天数	484.9	424.6	504.2	900.0	600.0	600.0
应付账款周转天数	521.8	297.2	570.0	800.0	620.0	470.0
固定资产周转天数	159.2	139.1	110.4	90.7	61.8	47.3
偿债能力						
净负债/股东权益	4.96%	-32.48%	-21.09%	2.85%	0.47%	-1.56%
EBIT 利息保障倍数	6.4	9.7	287.2	9.7	10.3	16.8
资产负债率	40.26%	20.75%	25.28%	34.98%	33.08%	31.57%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-26	买入	104.29	N/A
2	2021-08-10	买入	92.00	N/A
3	2021-10-28	买入	83.20	N/A
4	2021-12-24	买入	78.10	N/A
5	2022-01-16	买入	76.55	N/A
6	2022-01-26	买入	67.54	N/A
7	2022-04-07	买入	54.09	N/A
8	2022-05-07	买入	43.75	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402