

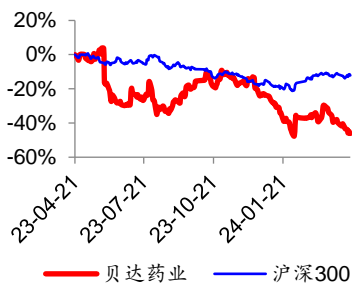
# 23FY 及 24Q1 延续高增长，多点驱动布局肺癌

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-21

收盘价（元）	36.04
近 12 个月最高/最低（元）	73.04/33.11
总股本（百万股）	418
流通股本（百万股）	417
流通股比例（%）	99.73%
总市值（亿元）	150.82
流通市值（亿元）	150.34

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

## 相关报告

- 【华安医药】贝达药业 (300558.SZ) 公司深度：十九载砥砺“TKI”硕果累累，广布局创新药“持续前进” 2022-08-01
- 【华安医药】公司点评贝达药业 (300558.SZ)：23H1 利润高增长，医保续约新规有望大幅受益 2023-08-30
- 【华安医药】公司点评贝达药业 (300558.SZ)：23Q3 利润再超预期，EGFR 用药需求持续 2023-11-07

## 主要观点：

### ● 事件 1

2024 年 4 月 20 日，贝达药业发布 2023 年年报，报告期内公司实现营业收入 24.56 亿元，同比+3.35%；归母净利润 3.48 亿元，同比+139.33%；扣非归母净利润 2.63 亿元，同比+768.85%。单季度来看，公司 2023Q4 收入为 4.13 亿元，同比-42.20%；归母净利润为 0.43 亿元，同比+1.70%；扣非归母净利润为 0.22 亿元，同比+167.24%。

### ● 事件 2

2024 年 4 月 20 日，贝达药业发布 2024 年一季报，公司 2024Q1 收入为 7.36 亿元，同比+38.40%；归母净利润为 0.98 亿元，同比+90.95%；扣非归母净利润为 0.90 亿元，同比+390.39%。

### ● 点评

#### ✓ 研发高投入推动持续化发展，合理管理强化产出效率

2023 年，公司整体毛利率为 83.53%，同比-5.16 个百分点；期间费用率 73.10%，同比-15.67 个百分点；其中销售费用率 34.76%，同比+1.98 个百分点；管理费用率 10.66%，同比-8.49 个百分点；财务费用率 1.61%，同比-5.78 个百分点；研发费用率 26.06%，同比-3.39 个百分点，研发投入总额为 10.02 亿元，绝对值同比增长 0.25 亿元；经营性现金流净额为 9.14 亿元，同比+198.05%。

2024 年一季度，公司毛利率为 82.53%，同比-2.75 个百分点；期间费用率 69.03%，同比-15.44 个百分点；其中销售费用率 31.33%，同比+2.33 个百分点；管理费用率 15.59%，同比-3.56 个百分点；财务费用率 1.35%，同比-1.99 个百分点；研发费用率 20.76%，同比-12.23 个百分点；经营性现金流净额为 2.47 亿元，同比+79.12%。

报告期内公司注重投入产出效率，通过预算管理、费用考核等方式合理控制开支，并加强经销商管理等以加快现金回笼。同时，公司注重创新研发属性，持续高比例研发投入以持续推进新药研发项目。

#### ✓ 核心产品生命周期延长，新产品带动营收新增量

公司核心产品肺癌三大产品在 2023 年均获得积极发展，埃克替尼（凯美纳®）、恩沙替尼（贝美纳®）、贝伐珠单抗（贝安汀®）分别针对 EGFR、ALK、VEGFR 全面覆盖非小细胞癌。其中凯美纳®应用于国人的真实世界拓展数据为其临床应用提供充分循证医学证据，目前凯美纳®是 NSCLC 术后辅助治疗唯一的一代 EGFR-TKI 产品，良好的临床应用使其销量维持稳定；贝美纳®的一线、二线适应症均被纳入国家医保目录，产品可及性大幅提高，国内市场增速明显，同时其一一线治疗适应症上市许可申请获得美国 FDA 受理。

新产品方面，公司两款产品获批并成功进入 2023 年国家医保目录，第三代 EGFR-TKI 贝福替尼（赛美纳®）的一二线适应症获批上市，其二

线适应症成功纳入 2023 年国家医保目录,进一步补全公司在 EGFR 肺癌的布局拼图;首个肾癌靶向药伏美替尼(伏美纳®)获批上市,并同样获纳入国家医保目录,两款产品成为公司营收的新增量。

✓ **加强产业投资及授权合作,坚持“引进来”“走出去”战略**

除加强自主研发外,公司同样主动寻求全球合作伙伴,推进自研项目的授权转让与合作。2023 年 5 月,公司以 1,000 万美元的首付款取得 C4 Therapeutics 旗下产品 CFT8919 在大中华区开发、制造和商业化的独家权利,并可获得前述区域以外约定比例的销售提成,CFT8919 项目将在已有的一代及三代 EGFR 抑制剂基础上进一步加强公司在 EGFR 通路的竞争力;同时,通过全资子公司以 2,500 万美元认购 C4T 增发的 5,567,928 股普通股。

伏美纳®的眼科适应症境外授权项目 EYP1901 二期临床数据良好,新型治疗方案显示出有竞争力的治疗潜力;贝美纳®一线治疗适应症上市申请已获美国 FDA 受理,标志着公司新药走向国际市场的重要一步。同时,公司通过直接投资和出资参与设立基金,布局具有潜力的医药创新企业和项目,加强与行业优质企业的交流和合作。

● **投资建议:维持“买入”评级**

我们预计,公司 2024~2026 年收入分别 35.55/46.04/55.36 亿元,分别同比增长 44.7%/29.5%/20.2%,归母净利润分别为 4.62/5.96/7.20 亿元,分别同比增长 32.8%/29.0%/20.7%,对应估值为 33X/25X/21X。看好公司在肺癌领域的全面布局以及平台化的持续创新研发实力,维持“买入”评级。

● **风险提示**

**审批准入不及预期风险:** 公司药品申报临床及注册等环节可能面临审批进度不及预期的风险;公司产品进入医保或集采可能会面临丢标等风险;

**行业政策风险:** 随着国家带量采购政策的全面实施,近期医疗反腐等政策影响,对市场竞争较大的创新药品种或面临医保谈判降价幅度超预期的风险,生物类似药或面临集中采购降价幅度超预期的风险;

**销售浮动风险:** 市场竞品及未来上市新药可能对产品销售造成一定影响,导致销售不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2456	3555	4604	5536
收入同比 (%)	3.3%	44.7%	29.5%	20.2%
归属母公司净利润	348	462	596	720
净利润同比 (%)	139.3%	32.8%	29.0%	20.7%
毛利率 (%)	83.5%	82.5%	82.8%	83.1%
ROE (%)	6.6%	7.9%	9.2%	10.0%
每股收益 (元)	0.83	1.10	1.43	1.72
P/E	62.11	32.63	25.29	20.95
P/B	4.11	2.56	2.33	2.09
EV/EBITDA	37.09	21.09	17.73	15.12

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1526	2806	3787	4885	营业收入	2456	3555	4604	5536
现金	752	1317	1762	2492	营业成本	404	622	792	936
应收账款	286	746	1234	1541	营业税金及附加	14	21	37	50
其他应收款	3	97	83	49	销售费用	854	1074	1367	1689
预付账款	16	31	40	47	管理费用	262	373	520	687
存货	328	440	469	531	财务费用	40	53	30	5
其他流动资产	141	175	198	226	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	7621	7786	7734	7633	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	375	375	375	375	投资净收益	-13	36	46	55
固定资产	524	495	472	458	营业利润	270	462	596	720
无形资产	1944	1924	1884	1824	营业外收入	62	0	0	0
其他非流动资产	4778	4992	5004	4976	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	9147	10592	11521	12518	利润总额	322	462	596	720
流动负债	1803	2571	2904	3181	所得税	-12	0	0	0
短期借款	300	300	300	300	净利润	334	462	596	720
应付账款	800	1039	1151	1238	少数股东损益	-14	0	0	0
其他流动负债	703	1232	1453	1642	归属母公司净利润	348	462	596	720
非流动负债	1992	2036	2036	2036	EBITDA	627	770	892	997
长期借款	1816	1816	1816	1816	EPS (元)	0.83	1.10	1.43	1.72
其他非流动负债	176	220	220	220					
负债合计	3795	4607	4939	5216					
少数股东权益	100	100	100	100					
股本	418	418	418	418					
资本公积	2142	2167	2167	2167					
留存收益	2691	3299	3895	4615					
归属母公司股东	5251	5885	6481	7201					
负债和股东权益	9147	10592	11521	12518					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	914	770	688	920	成长能力				
净利润	334	462	596	720	营业收入	3.3%	44.7%	29.5%	20.2%
折旧摊销	303	255	265	271	营业利润	184.9%	71.2%	29.0%	20.7%
财务费用	48	76	76	76	归属于母公司净利	139.3%	32.8%	29.0%	20.7%
投资损失	13	-36	-46	-55	获利能力				
营运资金变动	217	-1	-203	-92	毛利率 (%)	83.5%	82.5%	82.8%	83.1%
其他经营现金流	115	477	800	811	净利率 (%)	14.2%	13.0%	13.0%	13.0%
投资活动现金流	-1505	-351	-168	-115	ROE (%)	6.6%	7.9%	9.2%	10.0%
资本支出	-1074	-402	-214	-170	ROIC (%)	4.3%	6.1%	6.9%	7.4%
长期投资	-432	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	51	46	55	资产负债率 (%)	41.5%	43.5%	42.9%	41.7%
筹资活动现金流	608	149	-76	-76	净负债比率 (%)	70.9%	77.0%	75.0%	71.4%
短期借款	-80	0	0	0	流动比率	0.85	1.09	1.30	1.54
长期借款	1160	0	0	0	速动比率	0.58	0.85	1.08	1.31
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	18	25	0	0	总资产周转率	0.29	0.36	0.42	0.46
其他筹资现金流	-491	123	-76	-76	应收账款周转率	6.83	6.89	4.65	3.99
现金净增加额	21	565	444	730	应付账款周转率	0.58	0.68	0.72	0.78
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.83	1.10	1.43	1.72
					每股经营现金流	2.18	1.84	1.64	2.20
					每股净资产	12.55	14.06	15.49	17.21
					估值比率				
					P/E	62.11	32.63	25.29	20.95
					P/B	4.11	2.56	2.33	2.09
					EV/EBITDA	37.09	21.09	17.73	15.12

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

## 分析师简介

**分析师：**谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。