

贝达药业 (300558)

证券研究报告
2024年05月25日

2023 年利润端符合预期，商业化品种持续拓展

事件

公司发布 2023 年年度报告及 2024 年一季报：2023 年收入 24.56 亿元，同比增长 3.35%，归母净利润 3.48 亿元，同比增长 139.33%，扣非归母净利润 2.63 亿元，同比增长 768.85%；2024Q1 收入 7.36 亿元，同比增长 38.4%，归母净利润 0.98 亿元，同比增长 90.95%，扣非归母净利润 0.9 亿元，同比增长 390.39%。

2023 年经营基本稳定，管理费用下降较多

2023 年销售费用率为 34.76%，同比增长 1.98pt；管理费用率为 10.66%，同比下降 8.49pt；研发费用率 26.06%，同比下降 3.39pt。管理费用大幅下降主要是股权激励费用的减少导致。2023 年研发投入 10.02 亿元，较上年同期增长 2.53%，占营业收入比例 40.80%，和 2022 年基本持平。

药品销售稳中有升，产品组合巩固肺癌领域销售优势

- 1) 主要商业化品种 ALK 抑制剂恩沙替尼一线治疗 ALK 阳性 NSCLC 适应症已通过谈判纳入医保目录，术后辅助适应症 IND 申请亦于 2022 年 4 月获批，脑转移 II 期单臂研究最新数据亮相 ESMO，iORR 达 71.4%；
- 2) 埃克替尼术后辅助适应症持续放量，有望进一步延长埃克替尼生命周期；
- 3) 贝福替尼一线治疗 EGFR 突变 NSCLC 适应症已于 2023 年 10 月获批上市，有望于今年通过谈判纳入医保。二线治疗适应症已纳入医保目录。

贝福替尼一线适应症临床数据优异，与 MCLA-129 联用形成产品矩阵，有望大幅加强 NSCLC 领域销售优势

公司在 2022 年 ESMO-Asia 公布 EGFR TKi 用于一线治疗 EGFR 突变的 NSCLC 的三期临床数据，贝福替尼治疗组 mPFS 为 22.1 个月，在三代 EGFR TKi 产品中 mPFS 获益最大；其他产品的 mPFS 数据分别为奥希替尼 18.9 个月，阿美替尼 19.3 个月，伏美替尼 20.8 个月。

MCLA-129 (EGFR/cMet) 与贝福替尼联用，开展一线治疗 EGFR 敏感突变的 NSCLC 患者临床试验。强生已宣布同样治疗方案的 III 期临床试验达到 PFS 主要终点并且 OS 指标显现获益趋势。

商业化品种拓展，早研品种陆续披露数据

公司持续拓展研发管线，BPI-16350 (CDK4/6) 治疗乳腺癌 III 期临床研究完成患者入组；EYP-1901 玻璃体内植入剂临床试验申请获受理；2024 年 BPI-460372 (TEAD 抑制剂)、BPI-585359 (KRAS G12 PROTAC) 等多个在研项目在 AACR 发布数据。

盈利预测与投资评级

考虑到公司股权激励费用摊销、未来市场竞争较强的影响，我们将公司 2024、2025 年收入由 37.47 亿、47.06 亿元下调至 29.91 亿、36.09 亿元；2024 年归母净利润由 4.74 亿元下调至 3.98 亿元，2025 年归母净利润为 5.37 亿元。我们预计公司 2026 年收入和归母净利润分别为 43.24 和 6.9 亿元。考虑到公司研发管线的持续拓展、早研新品种陆续披露有效数据，维持“增持”评级。

风险提示：商品化进展不及预期风险、市场竞争加剧风险、研发不及预期风险

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	38.03 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	418.49
流通 A 股股本(百万股)	417.16
A 股总市值(百万元)	15,915.02
流通 A 股市值(百万元)	15,864.44
每股净资产(元)	13.20
资产负债率(%)	39.82
一年内最高/最低(元)	73.11/33.11

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《贝达药业-季报点评:净利润增长显著，业绩增长超预期》2023-11-03
- 2 《贝达药业-半年报点评:创新管线持续推进，药品销售稳中向好》2023-08-31
- 3 《贝达药业-季报点评:核心品种放量符合预期，MCLA-129 研发进展顺利》2023-06-02

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,376.63	2,456.20	2,991.16	3,609.43	4,324.09
增长率(%)	5.82	3.35	21.78	20.67	19.80
EBITDA(百万元)	1,085.71	1,206.60	862.85	900.97	1,058.06
归属母公司净利润(百万元)	145.42	348.03	398.24	536.85	690.01
增长率(%)	(62.04)	139.33	14.43	34.80	28.53
EPS(元/股)	0.35	0.83	0.95	1.28	1.65
市盈率(P/E)	109.44	45.73	39.96	29.65	23.06
市净率(P/B)	3.28	3.03	2.88	2.64	2.39
市销率(P/S)	6.70	6.48	5.32	4.41	3.68
EV/EBITDA	19.11	18.43	19.60	17.56	14.88

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	731.28	752.00	239.29	740.42	529.09	营业收入	2,376.63	2,456.20	2,991.16	3,609.43	4,324.09
应收票据及应收账款	450.62	286.41	374.89	367.51	521.89	营业成本	268.69	404.48	388.85	469.23	562.13
预付账款	12.57	16.44	47.47	14.56	54.44	营业税金及附加	17.53	14.07	19.81	23.73	27.28
存货	372.17	327.50	575.83	445.46	843.95	销售费用	779.06	853.89	1,039.86	1,218.71	1,460.01
其他	166.18	143.53	282.64	177.74	263.57	管理费用	455.16	261.76	318.77	366.61	439.20
流动资产合计	1,732.83	1,525.88	1,520.13	1,745.69	2,212.95	研发费用	699.90	640.14	734.69	893.77	1,092.36
长期股权投资	107.77	375.21	375.21	375.21	375.21	财务费用	175.57	39.59	142.67	27.11	28.83
固定资产	595.18	524.36	433.37	342.38	251.39	资产/信用减值损失	(6.02)	(8.80)	0.00	(1.17)	(0.39)
在建工程	1,447.89	2,036.59	2,636.59	2,936.59	3,036.59	公允价值变动收益	(1.01)	(0.31)	66.64	(44.61)	7.52
无形资产	2,662.86	3,162.13	2,943.76	2,725.40	2,507.04	投资净收益	(19.61)	(13.36)	(2.33)	(2.33)	(2.33)
其他	1,363.62	1,522.74	1,246.38	1,377.95	1,382.36	其他	(87.45)	(5.32)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6,177.31	7,621.03	7,635.31	7,757.52	7,552.58	营业利润	94.80	270.07	410.82	562.16	719.09
资产总计	7,910.15	9,146.91	9,155.44	9,503.22	9,765.52	营业外收入	2.26	61.58	22.18	28.67	37.48
短期借款	380.39	300.27	523.39	600.00	450.00	营业外支出	9.48	9.58	2.00	7.02	6.20
应付票据及应付账款	591.01	800.12	543.60	1,129.85	825.12	利润总额	87.57	322.07	431.00	583.81	750.37
其他	1,130.25	698.74	937.89	939.82	1,047.16	所得税	(37.19)	(11.54)	47.41	64.22	82.54
流动负债合计	2,101.65	1,799.12	2,004.88	2,669.67	2,322.28	净利润	124.76	333.62	383.59	519.59	667.83
长期借款	656.03	1,816.00	1,179.10	500.00	480.00	少数股东损益	(20.66)	(14.42)	(14.66)	(17.26)	(22.18)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	145.42	348.03	398.24	536.85	690.01
其他	191.63	176.28	354.90	240.94	257.37	每股收益(元)	0.35	0.83	0.95	1.28	1.65
非流动负债合计	847.66	1,992.28	1,534.00	740.94	737.37	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2,952.45	3,795.43	3,538.87	3,410.61	3,059.66	成长能力					
少数股东权益	108.64	100.40	88.04	72.85	52.71	营业收入	5.82%	3.35%	21.78%	20.67%	19.80%
股本	417.47	418.49	418.49	418.49	418.49	营业利润	-76.04%	184.89%	52.12%	36.84%	27.92%
资本公积	2,123.46	2,141.64	2,141.64	2,141.64	2,141.64	归属于母公司净利润	-62.04%	139.33%	14.43%	34.80%	28.53%
留存收益	2,180.60	2,502.66	2,838.24	3,310.97	3,937.32	获利能力					
其他	127.54	188.30	130.16	148.67	155.71	毛利率	88.69%	83.53%	87.00%	87.00%	87.00%
股东权益合计	4,957.70	5,351.47	5,616.57	6,092.61	6,705.87	净利率	6.12%	14.17%	13.31%	14.87%	15.96%
负债和股东权益总计	7,910.15	9,146.91	9,155.44	9,503.22	9,765.52	ROE	3.00%	6.63%	7.20%	8.92%	10.37%
						ROIC	11.83%	6.37%	8.33%	8.04%	11.24%
						偿债能力					
						资产负债率	37.32%	41.49%	38.65%	35.89%	31.33%
						净负债率	20.70%	31.21%	32.17%	13.40%	11.48%
						流动比率	0.82	0.85	0.76	0.65	0.95
						速动比率	0.65	0.66	0.47	0.49	0.59
						营运能力					
						应收账款周转率	7.62	6.67	9.05	9.72	9.72
						存货周转率	7.14	7.02	6.62	7.07	6.71
						总资产周转率	0.34	0.29	0.33	0.39	0.45
						每股指标(元)					
						每股收益	0.35	0.83	0.95	1.28	1.65
						每股经营现金流	0.73	2.18	2.05	3.05	0.59
						每股净资产	11.59	12.55	13.21	14.38	15.90
						估值比率					
						市盈率	109.44	45.73	39.96	29.65	23.06
						市净率	3.28	3.03	2.88	2.64	2.39
						EV/EBITDA	19.11	18.43	19.60	17.56	14.88
						EV/EBIT	24.73	24.48	30.55	26.74	21.02

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	124.76	333.62	398.24	536.85	690.01
折旧摊销	246.62	298.26	309.36	309.36	309.36
财务费用	186.25	48.23	142.67	27.11	28.83
投资损失	19.61	13.36	2.33	2.33	2.33
营运资金变动	(1,318.11)	17.47	(44.78)	460.60	(768.40)
其它	1,047.60	203.29	51.98	(61.87)	(14.66)
经营活动现金流	306.74	914.23	859.81	1,274.38	247.47
资本支出	1,802.38	1,598.21	421.38	413.96	83.57
长期投资	98.27	267.44	0.00	0.00	0.00
其他	(3,225.00)	(3,371.11)	(1,156.99)	(627.07)	(200.94)
投资活动现金流	(1,324.34)	(1,505.45)	(735.61)	(213.11)	(117.38)
债权融资	1,576.93	625.15	(518.41)	(516.59)	(286.85)
股权融资	217.38	79.95	(118.49)	(43.55)	(54.57)
其他	(852.79)	(96.91)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	941.52	608.19	(636.90)	(560.14)	(341.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(76.08)	16.97	(512.70)	501.13	(211.33)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com