

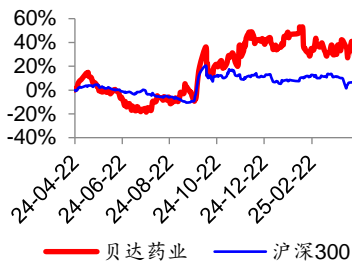
产品迭代进入新周期，恩沙替尼出海进展顺利

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-21

收盘价（元）	49.51
近12个月最高/最低（元）	59.88/30.43
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）	207.19
流通市值（亿元）	206.52

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

联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@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)：23Q3 利润再超预期，EGFR 用药需求持续 2023-11-07
- 【华安医药】公司点评贝达药业 (300558.SZ)：23FY 及 24Q1 延续高速增长，多点驱动布局肺癌 2024-4-21

主要观点：

● 事件

2025年4月18日，贝达药业发布2024年年报，报告期内公司实现营业收入28.92亿元，同比+17.74%；归母净利润4.03亿元，同比+15.67%；扣非归母净利润4.10亿元，同比+55.92%。单季度来看，公司2024Q4收入为5.47亿元，同比+32.63%；归母净利润为-0.14亿元，同比-131.51%；扣非归母净利润为0.48亿元，同比+119.52%。

● 点评

✓ 产品结构变化毛利率降低，持续费用优化

2024年公司整体毛利率为81.38%，同比-2.15个百分点；期间费用率65.72%，同比-7.37个百分点；其中销售费用率37.82%，同比+3.06个百分点；研发费用率17.36%，同比-8.70个百分点；管理费用率9.30%，同比-1.36个百分点；财务费用率1.25%，同比-0.37个百分点；经营性现金流净额为9.11亿元，同比-0.33%。公司注重投入产出效率，通过预算管理、招投标管理、费用考核、系统控制等机制，合理管理期间费用开支。

✓ 高效推进研发，管线持续丰富

公司持续前瞻性布局扩展管线，从凯美纳单品销售到五款产品在售，体现了公司不懈的创新努力及扎实的新药开发能力。除了五款国内已上市产品外，2024年12月，贝美纳（恩沙替尼）一线治疗适应症已获美国FDA批准上市，成为公司首个出海产品，2025年2月，合作方Xcovery启动贝美纳一线治疗适应症在EMA新药上市审批程序；2025年4月泰瑞西利BPI-16350 (CDK4/6) HR+/HER2-乳腺癌适应症的注册申请已获NMPA受理；公司与EYPT合作开发的伏美纳眼科缓释剂DURAVYU (EYP-1901) 治疗wAMD的II期临床试验达到所有主要终点和次要终点，呈现了稳定的视力情况，并维持良好的安全性和耐受性，合作伙伴EYPT已主持推进III期临床研究。

报告期内公司新药研发项目持续推进，2024年全年研发投入71,717.78万元，占营业收入比例为24.80%。贝美纳术后辅助、赛美纳术后辅助、MCLA-129 (EGFR/C-MET)、CFT8919 (EGFR BiDAC 降解剂)、BPI-452080 (HIF-2a) 等在研项目按计划推进。报告期内，多款创新药IND获批 (BPI-520105片、BPI-221351片、EYP-1901玻璃体内植入剂、CFT8919胶囊、BPI-452080片等)。

✓ 加强战略合作，生态圈协同发展

过去几年，围绕着研发管线与战略规划，公司与天广实、益方生物、EYPT、C4T等达成合作，引进了贝安汀、赛美纳、EYP-1901、CFT8919等多款具有价值潜力的新药，丰富了公司研发管线。公司积极贯彻战略合作“引进来，走出去”的工作思路，不断提升战略合作与自主研发的互补协同，推动公司管线的建设。2024年9月，公司与禾元生物

签署《禾元生物药品区域经销协议》，协议约定了双方关于植物源重组人血清白蛋白注射液（商品名：奥福民®，OsrHSA，HY1001）的商业化合作事项，贝达药业在约定区域独家经销禾元生物植物源重组人血清白蛋白注射液。目前，奥福民上市申请已获 NMPA 受理并被纳入优先审评程序。2024 年 11 月，公司出资 2,000 万元人民币认缴瑞普晨创新增注册资本 11.1111 万元人民币，投后占比 0.9390%，同时与其签署《战略合作协议》，双方将合作开发干细胞治疗业务，在人多能干细胞向胰岛细胞诱导分化技术领域展开深入合作，目前瑞普晨创核心产品 RGB-5088 胰岛细胞注射液已获批开展临床试验。

● **投资建议：维持“买入”评级**

由于产品销售格局变化等因素，我们调整销售预测，我们预计，公司 2025~2027 年收入分别为 36.9/44.6/52.4 亿元(前值为 46.04/55.36/无 亿元)，分别同比增长 27.7%/20.6%/17.5%，归母净利润分别为 6.1/9.1/12.1 亿元（前值为 5.96/7.20/无 亿元），分别同比增长 51.6%/48.2%/33.4%，对应估值为 34X/23X/17X。看好公司在肺癌领域的全面布局、恩沙替尼海外发展，**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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2892	3694	4456	5237
收入同比 (%)	17.7%	27.7%	20.6%	17.5%
归属母公司净利润	403	610	905	1207
净利润同比 (%)	15.7%	51.6%	48.2%	33.4%
毛利率 (%)	81.4%	80.1%	81.9%	82.1%
ROE (%)	7.2%	10.1%	13.4%	15.6%
每股收益 (元)	0.96	1.46	2.16	2.88
P/E	56.18	33.95	22.90	17.17
P/B	4.05	3.42	3.06	2.68
EV/EBITDA	27.85	16.16	12.95	10.54

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1224	1902	2167	2741	营业收入	2892	3694	4456	5237
现金	472	846	979	1280	营业成本	539	735	807	937
应收账款	98	227	233	290	营业税金及附加	21	25	31	36
其他应收款	2	3	3	4	销售费用	1094	1315	1444	1581
预付账款	45	51	60	68	管理费用	269	336	383	424
存货	290	462	483	571	财务费用	36	23	17	10
其他流动资产	317	312	408	528	资产减值损失	-27	0	0	0
非流动资产	8117	8621	9322	9377	公允价值变动收益	-26	0	0	0
长期投资	361	381	431	391	投资净收益	-15	0	-8	5
固定资产	2812	2684	2741	2316	营业利润	400	586	875	1164
无形资产	2776	2870	2863	3013	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	2169	2686	3288	3658	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	9342	10523	11489	12118	利润总额	394	586	875	1164
流动负债	1848	2468	2553	2874	所得税	7	0	5	5
短期借款	100	100	100	100	净利润	387	586	869	1159
应付账款	746	1164	1224	1443	少数股东损益	-16	-24	-36	-48
其他流动负债	1002	1204	1229	1331	归属母公司净利润	403	610	905	1207
非流动负债	1828	1928	2128	1528	EBITDA	877	1380	1727	2037
长期借款	1552	1652	1852	1252	EPS (元)	0.96	1.46	2.16	2.88
其他非流动负债	276	276	276	276					
负债合计	3676	4396	4681	4402					
少数股东权益	92	68	33	-15					
股本	418	418	418	418					
资本公积	2076	2076	2076	2076					
留存收益	3079	3564	4281	5237					
归属母公司股东	5574	6059	6776	7732					
负债和股东权益	9342	10523	11489	12118					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	911	1669	1759	2165
净利润	387	586	869	1159
折旧摊销	372	770	835	863
财务费用	44	35	38	34
投资损失	15	0	8	-5
营运资金变动	42	277	9	113
其他经营现金流	397	310	861	1047
投资活动现金流	-1002	-1235	-1600	-980
资本支出	-827	-1201	-1421	-909
长期投资	-174	-34	-172	-76
其他投资现金流	0	0	-8	5
筹资活动现金流	-191	-62	-26	-885
短期借款	-200	0	0	0
长期借款	-265	100	200	-600
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-66	0	0	0
其他筹资现金流	339	-162	-226	-285
现金净增加额	-280	374	133	301

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	17.7%	27.7%	20.6%	17.5%
营业利润	48.1%	46.6%	49.2%	33.1%
归属于母公司净利	15.7%	51.6%	48.2%	33.4%
获利能力				
毛利率 (%)	81.4%	80.1%	81.9%	82.1%
净利率 (%)	13.9%	16.5%	20.3%	23.0%
ROE (%)	7.2%	10.1%	13.4%	15.6%
ROIC (%)	6.2%	7.1%	9.4%	12.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	39.3%	41.8%	40.7%	36.3%
净负债比率 (%)	64.9%	71.7%	68.7%	57.0%
流动比率	0.66	0.77	0.85	0.95
速动比率	0.38	0.47	0.53	0.62
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.37	0.40	0.44
应收账款周转率	15.03	22.67	19.34	19.99
应付账款周转率	0.70	0.77	0.68	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.96	1.46	2.16	2.88
每股经营现金流	2.18	3.99	4.20	5.17
每股净资产	13.32	14.48	16.19	18.48
估值比率				
P/E	56.18	33.95	22.90	17.17
P/B	4.05	3.42	3.06	2.68
EV/EBITDA	27.85	16.16	12.95	10.54

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。

联系人: 任婉莹, 研究助理, 负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科, 香港大学药理硕士, 6 年心血管药理科研经历, 曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

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。