



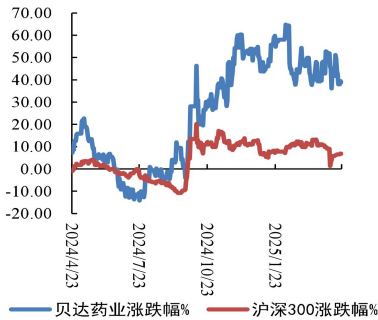
贝达药业 300558.SZ

业绩符合预期，恩沙替尼出海进展顺利

基础数据：

|                    |           |
|--------------------|-----------|
| 截至 2025 年 4 月 22 日 |           |
| 当前股价               | 49.86 元   |
| 投资评级               | 买入        |
| 评级变动               | 维持        |
| 总股本                | 4.18 亿股   |
| 流通股本               | 4.17 亿股   |
| 总市值                | 208.41 亿元 |
| 流动市值               | 207.98 亿元 |

相对市场表现：



分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

研究助理 魏钰琪

weiyuqi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200123060002

联系电话：010-68099389

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层

事件：

公司发布2024年报：2024年公司实现营收28.92亿元，同比增长17.74%；归母净利润4.03亿元，同比增长15.67%；扣非归母净利润4.10亿元，同比增长55.92%；经营活动现金净流量9.11亿元，同比减少0.33%。

事件点评：

◆持续拓展凯美纳和赛美纳的临床价值和证据，深耕 EGFR-TKI 国内市场。2024 年底，赛美纳一线治疗适应症新增纳入国家医保目录，截止目前，凯美纳一二线治疗及术后辅助治疗适应症、赛美纳一二线治疗适应症均已被纳入国家医保目录，进一步提升患者用药可及性。自从凯美纳和赛美纳上市以来，公司持续开展多项临床研究和真实世界研究以积累疗效和安全性数据，充分验证其临床价值，研究成果发表在多项国际顶尖医学期刊且连续多年在国际学术会议上报告并展示。总体而言，我国肺癌患者基数较大且持续增长，临床需求不断释放，叠加凯美纳和赛美纳在临床研究和真实世界中的疗效和安全性验证，结合公司成熟的市场推广体系和国家医保覆盖提升可及性，两款产品有望进一步巩固在 EGFR(+) NSCLC 靶向治疗赛道中的竞争优势，助力公司业绩稳健增长。

◆贝美纳成功出海，有望进一步打开产品市场空间。2024 年 12 月，贝美纳一线治疗适应症已获美国 FDA 批准上市，且获得美国 NCCN 指南纳入一线治疗和后续治疗推荐方案，贝美纳成为首款由中国药企主导在全球上市的小分子肺癌靶向创新药，亦为首款纳入 NCCN NSCLC 指南并获得优先推荐的中国原研创新药。此外，2025 年 2 月，公司控股子公司 Xcovery 已向 EMA 提交申报意向书，正式启动贝美纳在欧洲的 NDA 程序。在国内，贝美纳一二线治疗适应症均已被纳入国家医保目录；其用于术后辅助治疗适应症的 II/IIIb 临床已完成受试者入组。贝美纳的海外拓展进展顺利，未来随着市场推广体系落地，有望在全球市场加速释放贝美纳的商业化潜力，成为公司新的业绩增长引擎。



◆在研管线不断丰富并持续推进，公司自主研发的 CDK4/6 抑制剂 BPI-16350 NDA 已获 NMPA 受理。2024 年公司实现研发支出 7.17 亿元，占营业收入比例为 24.80%，持续的研发投入陆续取得阶段性成果，不断充实公司研发管线。2024 年 5 月，公司自主研发的 CDK4/6 抑制剂 BPI-16350 “联合氟维司群，适用于既往接受内分泌治疗后进展的 HR(+) HER2(-)局部晚期或晚期复发转移性乳腺癌患者的治疗”的 NDA 已获 NMPA 受理。此外，EGFR/c-Met 双抗 MCLA-129、变构 BiDAC 降解剂 CFT8919 和 HIF-2 $\alpha$  抑制剂 BPI-452080 等项目持续推进中。

◆创新生态圈持续扩大，积极贯彻战略合作思路，植物源重组人血清白蛋白项目和干细胞治疗糖尿病项目取得重大进展。公司构建了以贝达梦工场和医药产业基金为核心的创新生态圈，不断提升战略合作与自主研发的互补协同发展。梦工场吸引了新药研发、诊断技术、干细胞治疗、医疗大数据、互联网医院等细分领域的优质企业入驻，目前，梦工场二期工程建设已经完成；产业基金重点投资于生物医药、体外诊断、创新医疗器械等领域。战略合作成果方面，2024 年 9 月，公司与禾元生物签署协议，获得在约定区域独家经销 HY1001（植物源重组人血清白蛋白注射液），目前 HY1001 的 NDA 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 NMPA 批准 IND。

### 投资建议：

我们预计公司2025-2027年的归母净利润分别为5.34/6.04/7.39亿元，EPS分别为1.28/1.44/1.77元，当前股价对应PE为39/35/28倍。考虑公司多款产品进入商业化放量阶段，其中：埃克替尼上市多年以来，临床价值已得到充分验证；贝福替尼拥有三代EGFR-TKI最长mPFS，未来放量可期；恩沙替尼一二线治疗适应症已纳入医保，在研术后辅助治疗适应症打造差异化优势，出海进展顺利；自研CDK4/6抑制剂NDA获受理，未来有



望贡献业绩增量；同时，公司手握MCLA-129、CFT8919、BPI-452080等多个潜力项目，长期增长动能足，我们维持其“买入”评级。

### 风险提示：

商业化进度不及预期，药物研发不及预期，人才流失风险，毛利率下滑风险，医保政策风险，地缘政治风险。

### 主要财务数据及预测：

|            | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 2,891.95 | 3,487.90 | 4,083.00 | 4,826.98 |
| 增长率(%)     | 17.74    | 20.61    | 17.06    | 18.22    |
| 归母净利润(百万元) | 402.57   | 533.83   | 604.24   | 739.18   |
| 增长率(%)     | 15.67    | 32.60    | 13.19    | 22.33    |
| EPS(元/股)   | 0.96     | 1.28     | 1.44     | 1.77     |
| 市盈率(P/E)   | 51.83    | 39.09    | 34.53    | 28.23    |
| 市净率(P/B)   | 3.74     | 3.62     | 3.33     | 3.03     |

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



盈利预测（单位：百万元）

| 资产负债表     | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     | 利润表       | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金      | 471.68    | 568.88    | 665.95    | 787.29    | 营业收入      | 2,891.95 | 3,487.90 | 4,083.00 | 4,826.98 |
| 应收账款      | 98.47     | 691.56    | 233.26    | 860.07    | 营业成本      | 538.52   | 651.84   | 758.96   | 892.88   |
| 预付账款      | 45.31     | 30.06     | 57.70     | 45.55     | 营业税金及附加   | 21.27    | 25.65    | 30.03    | 35.50    |
| 存货        | 290.09    | 873.11    | 481.23    | 1,112.08  | 营业费用      | 1,093.82 | 1,325.40 | 1,551.54 | 1,834.25 |
| 其他        | 318.78    | 312.99    | 296.92    | 317.12    | 管理费用      | 268.86   | 313.91   | 347.05   | 386.16   |
| 流动资产合计    | 1,224.33  | 2,476.60  | 1,735.06  | 3,122.11  | 研发费用      | 501.90   | 627.82   | 775.77   | 917.13   |
| 长期股权投资    | 360.54    | 627.29    | 627.29    | 627.29    | 财务费用      | 36.03    | 43.46    | 50.87    | 60.14    |
| 固定资产      | 2,812.14  | 2,765.55  | 2,827.36  | 2,760.53  | 资产减值损失    | -27.46   | -10.00   | -10.00   | -10.00   |
| 在建工程      | 191.87    | 172.68    | 86.34     | 60.44     | 公允价值变动收益  | -26.31   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 无形资产      | 3,159.59  | 3,124.22  | 3,082.46  | 3,066.70  | 投资净收益     | -14.66   | -15.00   | -15.00   | -15.00   |
| 其他        | 1,593.21  | 1,438.09  | 1,549.55  | 1,661.01  | 其他        | 0.00     | 50.00    | 50.00    | 50.00    |
| 非流动资产合计   | 8,117.35  | 8,127.83  | 8,173.00  | 8,175.96  | 营业利润      | 399.87   | 528.81   | 597.77   | 729.92   |
| 资产总计      | 9,341.68  | 10,604.43 | 9,908.06  | 11,298.08 | 营业外收入     | 1.26     | 3.00     | 3.00     | 3.00     |
| 短期借款      | 100.08    | 726.23    | 879.82    | 918.92    | 营业外支出     | 6.97     | 9.00     | 9.00     | 9.00     |
| 应付账款      | 877.87    | 2,044.17  | 1,358.05  | 2,644.49  | 利润总额      | 394.16   | 522.81   | 591.77   | 723.92   |
| 其他        | 870.01    | 611.95    | 610.33    | 613.19    | 所得税       | 7.18     | 9.52     | 10.77    | 13.18    |
| 流动负债合计    | 1,847.96  | 3,382.36  | 2,848.21  | 4,176.60  | 净利润       | 386.98   | 513.30   | 581.00   | 710.75   |
| 长期借款      | 1,551.50  | 1,163.96  | 523.46    | 0.00      | 少数股东损益    | -15.59   | -20.53   | -23.24   | -28.43   |
| 应付债券      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 归属于母公司净利润 | 402.57   | 533.83   | 604.24   | 739.18   |
| 其他        | 276.11    | 214.67    | 214.67    | 214.67    | 主要财务比率    | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 非流动负债合计   | 1,827.61  | 1,378.63  | 738.13    | 214.67    | 成长能力      |          |          |          |          |
| 负债合计      | 3,675.57  | 4,760.99  | 3,586.34  | 4,391.27  | 营业收入      | 17.74%   | 20.61%   | 17.06%   | 18.22%   |
| 少数股东权益    | 92.30     | 71.77     | 48.53     | 20.10     | 营业利润      | 48.06%   | 32.25%   | 13.04%   | 22.11%   |
| 股本        | 418.49    | 418.49    | 418.49    | 418.49    | 归属于母公司净利润 | 15.67%   | 32.60%   | 13.19%   | 22.33%   |
| 资本公积      | 2,076.02  | 2,076.02  | 2,076.02  | 2,076.02  |           |          |          |          |          |
| 留存收益      | 4,910.11  | 5,353.18  | 5,854.70  | 6,468.22  | 毛利率       | 81.38%   | 81.31%   | 81.41%   | 81.50%   |
| 其他        | -1,830.81 | -2,076.02 | -2,076.02 | -2,076.02 | 净利率       | 13.92%   | 15.31%   | 14.80%   | 15.31%   |
| 股东权益合计    | 5,666.11  | 5,843.44  | 6,321.72  | 6,906.81  | ROE       | 7.22%    | 9.25%    | 9.63%    | 10.73%   |
| 负债和股东权益总计 | 9,341.68  | 10,604.43 | 9,908.06  | 11,298.08 | ROIC      | 7.24%    | 9.04%    | 10.32%   | 13.02%   |
| 现金流量表     | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |           |          |          |          |          |
| 经营活动现金流   | 911.17    | 753.31    | 1,088.90  | 1,132.41  | 资产负债率     | 39.35%   | 44.90%   | 36.20%   | 38.87%   |
| 资本支出      | 694.16    | 317.00    | 336.34    | 325.90    | 流动比率      | 0.66     | 0.73     | 0.61     | 0.75     |
| 长期投资      | -14.67    | 266.75    | 0.00      | 0.00      | 速动比率      | 0.51     | 0.47     | 0.44     | 0.48     |
| 其他        | -1,681.19 | -852.32   | -687.68   | -666.80   |           |          |          |          |          |
| 投资活动现金流   | -1,001.69 | -268.57   | -351.34   | -340.90   | 应收账款周转率   | 15.03    | 8.83     | 8.83     | 8.83     |
| 债权融资      | 2,324.46  | 2,316.34  | 1,829.43  | 1,345.07  | 存货周转率     | 9.37     | 6.00     | 6.03     | 6.06     |
| 股权融资      | -44.73    | -288.67   | -50.87    | -60.14    | 总资产周转率    | 0.31     | 0.35     | 0.40     | 0.46     |
| 其他        | -2,471.12 | -2,415.21 | -2,419.06 | -1,955.09 | 每股指标（元）   | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 筹资活动现金流   | -191.38   | -387.54   | -640.50   | -670.16   | 每股收益      | 0.96     | 1.28     | 1.44     | 1.77     |
| 汇率变动影响    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 每股经营现金流   | 2.18     | 1.80     | 2.60     | 2.71     |
| 现金净增加额    | -281.90   | 97.20     | 97.06     | 121.35    | 每股净资产     | 13.32    | 13.79    | 14.99    | 16.46    |

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。