

贝达药业(300558)

报告日期: 2025年04月25日

## 季度收入新高, 扣非净利率提升

### ——贝达药业 2025Q1 业绩点评

#### 投资要点

- **收入季度新高, 扣非净利率同比提升, 我们看好 2025 年进入多产品兑现阶段。同时国际化突破和生态圈合作持续落地下估值提升机会。**
- **业绩: 季度收入新高, 我们看好公司 2025 年进入多产品兑现阶段**  
 2025Q1 实现收入 9.18 亿元 (YOY24.71%, 季度收入创历史新高), 归母净利润 1.00 亿元 (YOY1.99%), 扣非净利润 1.64 亿元 (YOY83.59%)。我们认为扣非净利润更能反映公司实际主业经营状况, 经计算扣非净利率为 17.86% (同比 +5.64pct), 创下 2023Q4 以来季度最高水平。交易性金融资产公允价值波动影响了归母净利润水平。经营活动产生的现金流量净额 2.98 亿元 (YOY20.35%), 经营质量较高。  
**商业化加速: 我们看好公司 2025 年进入多产品兑现阶段。我们看好公司 2025 年进入多产品兑现阶段, 恩沙替尼一线 NSCLC、贝福替尼二线+一线 NSCLC、埃克替尼术后辅助、CM082、贝伐珠单抗等公司核心产品有望不断放量, CDK4/6、恩沙替尼 ALK 阳性的 NSCLC 术后辅助等陆续进入商业化阶段后, 持续驱动公司 2025-2027 年收入和利润端高增长。**
- **国际化突破: 恩沙替尼美国已获批, EYP-1901 眼底病有潜力**  
 1) **恩沙替尼: 美国已获批, EMA 审批中。**24 年 12 月公告恩沙替尼 1L ALK+ NSCLC 获 FDA 批准。2025 年 2 月公告 EMA 启动恩沙替尼 1L ALK+ NSCLC 上市审批程序。我们看好恩沙替尼国际化带来的业绩弹性。2) **EYP-1901 / DURAVYU: III 期在推进, 期待数据读出。**2024 年 2 月和 2025 年 2 月治疗 wAMD 和 DME 的 II 期临床试验分别达到主要终点, 同步开展的在非增生性糖尿病视网膜病变 II 期临床研究已完成入组。wAMD 合作伙伴 EYPT 已主持推进 III 期临床研究, 期待海外 III 期数据读出, 国际化再传佳绩。
- **生态圈: 重视生态圈潜力**  
 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。我们看好公司生态圈具有强竞争力创新药管线合作和商业化持续落地对公司业绩驱动。
- **盈利预测与估值**  
 考虑到公司研发费用率下降超预期以及恩沙替尼美国获批、合作推广植物源重组人血清白蛋白注射液等先前未纳入商业化品种新增量弹性, 我们上调公司业绩预测。我们预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.71、2.42 和 3.07 元 (前次预测 2025-2026 年 EPS 分别为 1.42 和 1.76 元), 2025 年 4 月 24 日收盘价对应 2025 年 PE 为 29 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示**  
 产品临床开发失败风险、监管风险、销售不及预期风险、医保谈判价格降幅超预期风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 郭双喜  
 执业证书号: S1230521110002  
 guoshuangxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 49.99   |
| 总市值(百万元) | 20,920.11 |
| 总股本(百万股) | 418.49    |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《看好商业放量下业绩高增》 2024.08.13
- 2 《看好多品种商业化突破下高增长》 2024.04.23
- 3 《Q2 环比改善, 看好商业化增量》 2023.09.05

## 财务摘要

| (百万元)     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 2891.95 | 3752.20 | 4605.97 | 5375.98 |
| (+/-) (%) | 17.74%  | 29.75%  | 22.75%  | 16.72%  |
| 归母净利润     | 402.57  | 715.85  | 1011.24 | 1284.87 |
| (+/-) (%) | 15.67%  | 77.82%  | 41.26%  | 27.06%  |
| 每股收益(元)   | 0.96    | 1.71    | 2.42    | 3.07    |
| P/E       | 51.97   | 29.22   | 20.69   | 16.28   |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 1,224 | 1,377 | 1,966  | 2,962  |
| 现金             | 472   | 389   | 798    | 1,522  |
| 交易性金融资产        | 126   | 126   | 126    | 126    |
| 应收账款           | 98    | 135   | 192    | 252    |
| 其它应收款          | 2     | 4     | 6      | 8      |
| 预付账款           | 45    | 64    | 83     | 102    |
| 存货             | 290   | 428   | 500    | 652    |
| 其他             | 191   | 230   | 260    | 300    |
| <b>非流动资产</b>   | 8,117 | 8,564 | 8,990  | 9,147  |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 长期投资           | 361   | 361   | 361    | 361    |
| 固定资产           | 2,812 | 2,668 | 2,525  | 2,262  |
| 无形资产           | 2,776 | 3,231 | 3,669  | 4,054  |
| 在建工程           | 192   | 393   | 475    | 460    |
| 其他             | 1,977 | 1,911 | 1,961  | 2,011  |
| <b>资产总计</b>    | 9,342 | 9,940 | 10,956 | 12,109 |
| <b>流动负债</b>    | 1,848 | 1,942 | 2,157  | 2,228  |
| 短期借款           | 100   | 100   | 100    | 100    |
| 应付款项           | 746   | 1,013 | 1,105  | 1,183  |
| 预收账款           | 1     | 1     | 1      | 1      |
| 其他             | 1,001 | 828   | 950    | 944    |
| <b>非流动负债</b>   | 1,828 | 1,637 | 1,447  | 1,257  |
| 长期借款           | 1,552 | 1,352 | 1,152  | 952    |
| 其他             | 276   | 285   | 295    | 305    |
| <b>负债合计</b>    | 3,676 | 3,579 | 3,603  | 3,485  |
| 少数股东权益         | 92    | 71    | 52     | 39     |
| 归属母公司股东权益      | 5,574 | 6,290 | 7,301  | 8,586  |
| <b>负债和股东权益</b> | 9,342 | 9,940 | 10,956 | 12,109 |

### 利润表

| (百万元)             | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>       | 2,892 | 3,752 | 4,606 | 5,376 |
| 营业成本              | 539   | 718   | 835   | 921   |
| 营业税金及附加           | 21    | 28    | 34    | 40    |
| 营业费用              | 1,094 | 1,313 | 1,520 | 1,720 |
| 管理费用              | 269   | 338   | 415   | 484   |
| 研发费用              | 502   | 525   | 645   | 753   |
| 财务费用              | 36    | 54    | 44    | 24    |
| 资产减值损失            | 21    | 15    | 23    | 32    |
| 公允价值变动损益          | (26)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益             | (15)  | (15)  | (15)  | (15)  |
| 其他经营收益            | 30    | 31    | 31    | 31    |
| <b>营业利润</b>       | 400   | 777   | 1,107 | 1,418 |
| 营业外收支             | (6)   | (5)   | (5)   | (5)   |
| <b>利润总额</b>       | 394   | 772   | 1,102 | 1,413 |
| 所得税               | 7     | 77    | 110   | 141   |
| <b>净利润</b>        | 387   | 695   | 991   | 1,272 |
| 少数股东损益            | (16)  | (21)  | (20)  | (13)  |
| <b>归属母公司净利润</b>   | 403   | 716   | 1,011 | 1,285 |
| <b>EBITDA</b>     | 801   | 1,596 | 1,978 | 2,325 |
| <b>EPS (最新摊薄)</b> | 0.96  | 1.71  | 2.42  | 3.07  |

### 主要财务比率

|                | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 17.74% | 29.75% | 22.75% | 16.72% |
| 营业利润           | 48.06% | 94.36% | 42.38% | 28.19% |
| 归属母公司净利润       | 15.67% | 77.82% | 41.26% | 27.06% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 81.38% | 80.86% | 81.86% | 82.86% |
| 净利率            | 13.38% | 18.52% | 21.52% | 23.66% |
| ROE            | 7.31%  | 11.90% | 14.75% | 16.08% |
| ROIC           | 5.33%  | 8.98%  | 11.22% | 12.64% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 39.35% | 36.01% | 32.89% | 28.78% |
| 净负债比率          | 63.24% | 54.23% | 50.86% | 45.54% |
| 流动比率           | 0.66   | 0.71   | 0.91   | 1.33   |
| 速动比率           | 0.51   | 0.49   | 0.68   | 1.04   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.31   | 0.39   | 0.44   | 0.47   |
| 应收账款周转率        | 15.03  | 30.19  | 24.22  | 19.45  |
| 应付账款周转率        | 0.70   | 0.82   | 0.79   | 0.81   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.96   | 1.71   | 2.42   | 3.07   |
| 每股经营现金         | 2.18   | 3.74   | 4.26   | 4.78   |
| 每股净资产          | 13.32  | 15.03  | 17.45  | 20.52  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 51.97  | 29.22  | 20.69  | 16.28  |
| P/B            | 3.75   | 3.33   | 2.87   | 2.44   |
| EV/EBITDA      | 30.55  | 14.10  | 11.10  | 9.02   |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 911     | 1,565   | 1,782   | 2,000   |
| 净利润            | 387     | 695     | 991     | 1,272   |
| 折旧摊销           | 368     | 766     | 830     | 884     |
| 财务费用           | 36      | 54      | 44      | 24      |
| 投资损失           | 15      | 15      | 15      | 15      |
| 营运资金变动         | 54      | 176     | 1       | (26)    |
| 其它             | 52      | (141)   | (99)    | (169)   |
| <b>投资活动现金流</b> | (1,002) | (1,210) | (1,220) | (1,007) |
| 资本支出           | (443)   | (500)   | (400)   | (200)   |
| 长期投资           | 17      | 0       | 0       | 0       |
| 其他             | (576)   | (710)   | (820)   | (807)   |
| <b>筹资活动现金流</b> | (191)   | (438)   | (152)   | (270)   |
| 短期借款           | (200)   | 0       | 0       | 0       |
| 长期借款           | (265)   | (200)   | (200)   | (200)   |
| 其他             | 273     | (238)   | 48      | (70)    |
| <b>现金净增加额</b>  | (282)   | (82)    | 409     | 723     |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>