

贝达药业 (300558)

证券研究报告
2025年05月25日

2025年第一季度收入快速增长，展望今年即将迎来多项进展

事件

公司发布2024年年度报告及2025年一季报：2024年收入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%；2025年第一季度营业收入9.18亿元，同比增长24.71%；归母净利润1.00亿元，同比增长1.99%；扣非净利润1.64亿元，同比增长83.59%。非经常性损益主要系投资公司股价变动所致。

提升管理效率，精简研发费用，同时加大销售推广力度

2024年销售费用为10.94亿元，销售费用率为37.8%，同比上升3pct；研发费用为5.02亿元，研发费用率为17.4%，同比下降8.7pct；管理费用为2.69亿元，管理费用率为9.3%，同比下降1.4pct。2024年公司加大销售投入，年度投入10.9亿元，相较2023年同比增长28.10%。2025Q1销售费用为2.80亿元，销售费用率为30.53%，同比基本持平；研发费用为1.13亿元，研发费用率为12.35%，同比下降8.41pct；管理费用为1.33亿元，管理费用率为14.48%，同比下降1.11pct。

核心药品稳健放量，优势产品组合驱动持续增长

主要商业化品种ALK抑制剂恩沙替尼受益于用药时间长，持续放量。目前一线治疗ALK阳性NSCLC适应症已通过谈判纳入医保目录，并于2025年1月获得NCCN NSCLC临床诊疗指南推荐。由于一线mPFS超2年，DOT长，收入增长稳健，同时术后辅助适应症III期临床进行中，目前在中国内地该适应症仅阿来替尼于2024年获批，竞争格局好。埃克替尼术后辅助适应症有望持续放量，一代EGFR TKI相较三代EGFR TKI在价格上优势明确，有望进一步延长该药物的生命周期。贝福替尼一线纳入医保目录首年，收入有望高速增长。

对内持续布局肺癌领域产品组合，保持竞争力，对外拓展合作，植物源白蛋白上市申请审评中

公司在EGFRmu NSCLC领域持续布局，拥有4款在研品种，包括MCLA-129 (EGFR/cmet 双抗)、CFT8919(EGFR 蛋白降解剂)、四代EGFR-TKI以及Pan-EGFR 抑制剂。其中MCLA-129正在开展和贝福替尼的一线联用治疗EGFRmu NSCLC适应症。战略合作产品植物源重组人血清白蛋白注射液的上市申请已获NMPA受理并被纳入优先审评程序。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。

多款产品接近商业化，贡献新的营收增量

恩沙替尼海外商业化进程推进，ALK阳性NSCLC适应症1L治疗已在美国获批，同适应症也已在EMA启动上市申报程序；且其术后辅助III期试验顺利推进中，有望于近年完成。此外，BPI-16350(CDK4/6)在中国内地关于HR+/HER2-BC的上市申请已获得受理，若能获批将有望贡献新的营收增量。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2025-2027年营业收入为37.02、45.16和51.62亿元。考虑到公司核心产品进入快速放量阶段，将2025-2026年的归母净利润从5.37、6.9亿元上调至6.61和9.30亿元，预计2027年归母净利润为10.30亿元。维持“增持”评级。

风险提示：商业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	53.44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)	417.13
A股总市值(百万元)	22,363.89
流通A股市值(百万元)	22,291.24
每股净资产(元)	13.25
资产负债率(%)	38.29
一年内最高/最低(元)	59.88/30.43

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

- 《贝达药业-年报点评报告:2023年利润端符合预期，商业化品种持续拓展》2024-05-25
- 《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
- 《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

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,456.20	2,891.95	3,701.70	4,516.07	5,161.87
增长率(%)	3.35	17.74	28.00	22.00	14.30
EBITDA(百万元)	1,206.60	1,324.11	1,342.49	1,503.46	1,635.50
归属母公司净利润(百万元)	348.03	402.57	661.16	930.43	1,029.57
增长率(%)	139.33	15.67	64.24	40.73	10.66
EPS(元/股)	0.83	0.96	1.58	2.22	2.46
市盈率(P/E)	64.26	55.55	33.83	24.04	21.72
市净率(P/B)	4.26	4.01	3.67	3.23	2.84
市销率(P/S)	9.11	7.73	6.04	4.95	4.33
EV/EBITDA	18.43	17.53	17.30	14.48	12.51

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	752.00	471.68	296.14	1,161.86	2,654.08
应收票据及应收账款	286.41	98.47	759.98	375.13	482.42
预付账款	16.44	45.31	10.33	48.77	25.26
存货	327.50	290.09	568.64	343.52	822.96
其他	143.53	318.78	280.38	258.05	276.09
流动资产合计	1,525.88	1,224.33	1,915.46	2,187.34	4,260.82
长期股权投资	375.21	360.54	360.54	360.54	360.54
固定资产	524.36	2,812.14	2,617.94	2,423.74	2,229.55
在建工程	2,036.59	191.87	791.87	1,091.87	1,191.87
无形资产	3,162.13	3,159.59	2,906.75	2,653.92	2,401.08
其他	1,522.74	1,593.21	1,491.93	1,535.15	1,540.09
非流动资产合计	7,621.03	8,117.35	8,169.03	8,065.22	7,723.13
资产总计	9,146.91	9,341.68	10,084.49	10,252.56	11,983.95
短期借款	300.27	100.08	493.56	607.89	743.87
应付票据及应付账款	800.12	746.11	876.38	1,018.38	1,224.76
其他	698.74	1,000.17	1,191.13	845.49	1,267.51
流动负债合计	1,799.12	1,846.36	2,561.07	2,471.76	3,236.14
长期借款	1,816.00	1,551.50	1,148.50	577.50	606.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	176.28	276.11	214.67	222.35	237.71
非流动负债合计	1,992.28	1,827.61	1,363.17	799.85	844.09
负债合计	3,795.43	3,675.57	3,924.25	3,271.61	4,080.23
少数股东权益	100.40	92.30	72.81	48.56	20.80
股本	418.49	418.49	418.49	418.49	418.49
资本公积	2,141.64	2,076.02	2,076.02	2,076.02	2,076.02
留存收益	2,502.66	2,834.08	3,405.91	4,231.03	5,175.39
其他	188.30	245.21	187.02	206.84	213.02
股东权益合计	5,351.47	5,666.11	6,160.25	6,980.94	7,903.72
负债和股东权益总计	9,146.91	9,341.68	10,084.49	10,252.56	11,983.95

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	333.62	386.98	661.16	930.43	1,029.57
折旧摊销	298.26	368.14	447.03	447.03	447.03
财务费用	48.23	44.04	142.67	27.11	28.83
投资损失	13.36	14.66	16.48	16.48	16.48
营运资金变动	17.47	95.58	(484.99)	420.24	6.44
其它	203.29	1.76	(106.65)	(13.24)	(11.63)
经营活动现金流	914.23	911.17	675.71	1,828.05	1,516.73
资本支出	1,598.21	694.16	661.43	292.32	84.64
长期投资	267.44	(14.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,371.11)	(1,681.19)	(1,109.69)	(637.02)	(238.39)
投资活动现金流	(1,505.45)	(1,001.69)	(448.26)	(344.70)	(153.75)
债权融资	625.15	(133.69)	(258.51)	(535.24)	205.78
股权融资	8.81	(8.70)	(144.49)	(82.38)	(76.53)
其他	(25.77)	(48.99)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	608.19	(191.38)	(403.00)	(617.63)	129.25
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16.97	(281.90)	(175.55)	865.72	1,492.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,456.20	2,891.95	3,701.70	4,516.07	5,161.87
营业成本	404.48	538.52	481.22	587.09	671.04
营业税金及附加	14.07	21.27	25.24	29.96	35.80
销售费用	853.89	1,093.82	1,295.59	1,625.78	1,858.27
管理费用	261.76	268.86	344.14	419.85	479.89
研发费用	640.14	501.90	586.91	812.89	954.95
财务费用	39.59	36.03	142.67	27.11	28.83
资产/信用减值损失	(8.80)	(21.16)	(27.46)	(18.31)	(24.41)
公允价值变动收益	(0.31)	(26.31)	(84.11)	14.11	18.63
投资净收益	(13.36)	(14.66)	(16.48)	(16.48)	(16.48)
其他	(5.32)	93.80	0.00	0.00	0.00
营业利润	270.07	399.87	697.86	992.70	1,110.83
营业外收入	61.58	1.26	21.70	28.18	17.04
营业外支出	9.58	6.97	2.00	6.18	5.05
利润总额	322.07	394.16	717.56	1,014.70	1,122.82
所得税	(11.54)	7.18	78.93	111.62	123.51
净利润	333.62	386.98	638.63	903.08	999.31
少数股东损益	(14.42)	(15.59)	(22.53)	(27.35)	(30.27)
归属于母公司净利润	348.03	402.57	661.16	930.43	1,029.57
每股收益(元)	0.83	0.96	1.58	2.22	2.46

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.35%	17.74%	28.00%	22.00%	14.30%
营业利润	184.89%	48.06%	74.52%	42.25%	11.90%
归属于母公司净利润	139.33%	15.67%	64.24%	40.73%	10.66%
获利能力					
毛利率	83.53%	81.38%	87.00%	87.00%	87.00%
净利率	14.17%	13.92%	17.86%	20.60%	19.95%
ROE	6.63%	7.22%	10.86%	13.42%	13.06%
ROIC	6.37%	7.24%	12.04%	13.06%	15.99%
偿债能力					
资产负债率	41.49%	39.35%	38.91%	31.91%	34.05%
净负债率	31.21%	32.70%	31.05%	7.72%	-9.10%
流动比率	0.85	0.66	0.75	0.88	1.32
速动比率	0.66	0.51	0.53	0.75	1.06
营运能力					
应收账款周转率	6.67	15.03	8.62	7.96	12.04
存货周转率	7.02	9.37	8.62	9.90	8.85
总资产周转率	0.29	0.31	0.38	0.44	0.46
每股指标(元)					
每股收益	0.83	0.96	1.58	2.22	2.46
每股经营现金流	2.18	2.18	1.61	4.37	3.62
每股净资产	12.55	13.32	14.55	16.57	18.84
估值比率					
市盈率	64.26	55.55	33.83	24.04	21.72
市净率	4.26	4.01	3.67	3.23	2.84
EV/EBITDA	18.43	17.53	17.30	14.48	12.51
EV/EBIT	24.48	24.28	25.94	20.61	17.22

zZ

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 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com