

商业化落地加速，核心产品赋能收入增长

投资要点

- **事件：**贝达药业于 2025 年 8 月 20 日公布半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 17.31 亿元，同比增长 15.37%；利润总额 1.88 亿元，同比下降 24.90%；归母净利润为 1.40 亿元，同比下滑 37.53%。其中，2025 年第二季度单季实现营业收入 8.14 亿元，同比增长 6.39%；归母净利润 0.40 亿元，同比下降 68.36%。
- **费用上升致净利率回落，毛利率维持高位，EBITDA 彰显核心业务持续性。**2025 年上半年，公司毛利率维持在 80% 以上的行业领先水平，然而净利率因计入当期损益的折旧摊销（本期发生额 1.5 亿元，同比增长 179.47%）等费用升高出现下降。但核心业务 EBITDA 达 5.0 亿元，同比增长 13.1%，彰显核心业务的持续造血能力。
- **肿瘤创新药商业化加速，核心产品保持市场领先。**1) 乳腺癌方面，自研乳腺癌新药泰瑞西利 III 期临床研究数据展示优异疗效，已于 2025 年 6 月获批上市；经销博锐生物 HER2 阳性肿瘤治疗的基石用药安瑞泽（曲妥珠单抗），标志着公司在乳腺癌领域的商业化布局已逐步展开。2) 肺癌方面，治疗 ALK+晚期 NSCLC 的小分子药物恩沙替尼已获 FDA、ISAF 批准上市，已纳入 NCCN 非小细胞肺癌指南和医保；三代 EGFR-TKI 贝福替尼 PFS (22.1 个月) 表现优异，已于 2024 年 11 月纳入医保，有望快速放量。3) 肾癌方面，国内首个肾癌创新药伏罗尼布已纳入医保，获 CSCO 指南 I 级推荐，该药在眼科适应症领域已显示出良好的临床潜力，未来境内外市场可期。公司持续强化市场推广力度，加速药品在全国医院、药店的准入进程，提升药品市场份额。
- **在研管线推进顺利，多品种长线潜力待释放。**截至报告披露日，公司已开始推进临床的主要研发项目共 14 个。其中恩沙替尼和贝福替尼术后辅助治疗均已进入三期临床，有望拓展相关适应症，为公司营收贡献新增量。EYP-1901 玻璃体内植入剂 DURAVYU 的眼科适应症研究已完成两项 III 期临床研究入组。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.47 亿元、5.18 亿元、5.51 亿元，对应 PE 分别为 56、59、56 倍。公司核心产品埃克替尼保持稳健，新产品恩沙替尼和贝福替尼等新药上市贡献未来增量，在研管线顺利推进，维持“持有”评级。
- **风险提示：**研发不及预期风险；声誉风险；流动性风险；应付账款违约风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2891.95	3373.75	4047.65	4951.71
增长率	17.74%	16.66%	19.98%	22.34%
归属母公司净利润 (百万元)	402.57	547.07	518.25	551.30
增长率	15.67%	35.89%	-5.27%	6.38%
每股收益 EPS (元)	0.96	1.30	1.23	1.31
净资产收益率 ROE	6.83%	8.96%	7.96%	7.93%
PE	76	56	59	56
PB	5.49	5.28	4.94	4.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.21
流通 A 股(亿股)	4.19
52 周内股价区间(元)	32.89-73.34
总市值(亿元)	306
总资产(亿元)	91.99
每股净资产(元)	13.30

相关研究

1. 贝达药业 (300558): 净利润快速增长，创新成果持续兑现 (2024-08-06)

盈利预测

关键假设：

假设 1：恩沙替尼和贝福替尼术后辅助治疗均已进入三期临床，有望带来更多营收；贝福替尼已于 2024 年 11 月纳入医保，有望快速放量；泰瑞西利于 2025 年 6 月获批上市，相关管线进展顺利，营收预期良好，假设 2025-2027 年药品销售收入分别增长为 18%、20%、22%；

假设 2：随着公司加强相关药品的海内外商业化落地，预计药品销售成本升高，但依托高毛利的新产品收入占比扩大和对低毛利产品的替代效应，预计药品销售毛利率维持在 75%以上，药品板块 2025-2027 年毛利率分别为 78.0%、76.0%、75.0%；

假设 3：厂房租赁、推广服务和其他业务加总（以“其他”表示）收入和成本稳定，毛利率预计维持在 50%以上，假设 2025-2027 年厂房租赁、推广服务和其他业务加总收入分别增长为 -41.7%（因 24 年其他业务增长 3156.0%，回调）、17.8%、52.4%，毛利率分别为 50.7%、55.6%、64.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
药品销售	收入	2827.0	3335.9	4003.0	4883.7
	增速	17.0%	18.0%	20.0%	22.0%
	毛利率	81.6%	78.0%	76.0%	75.0%
其他	收入	65.0	37.9	44.6	68.0
	增速	65.0%	-41.7%	17.8%	52.4%
	毛利率	73.1%	50.7%	55.6%	64.1%
合计	收入	2892.0	3373.7	4047.7	4951.7
	增速	17.7%	16.7%	20.0%	22.3%
	毛利率	81.4%	77.7%	75.8%	74.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2891.95	3373.75	4047.65	4951.71	净利润	386.98	525.88	498.18	529.95
营业成本	538.52	752.57	980.55	1245.33	折旧与摊销	368.14	515.19	515.19	515.19
营业税金及附加	21.27	24.81	29.77	36.42	财务费用	36.03	35.00	35.00	35.00
销售费用	1093.82	1197.68	1465.25	1807.38	资产减值损失	-27.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	268.86	381.23	469.53	584.30	经营营运资本变动	31.40	347.24	261.89	295.82
财务费用	36.03	35.00	35.00	35.00	其他	116.08	12.85	0.65	3.45
资产减值损失	-27.46	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	911.17	1436.16	1310.91	1379.41
投资收益	-14.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	-542.82	-1020.00	-957.00	-880.00
公允价值变动损益	-26.31	0.00	0.00	0.00	其他	-458.87	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1001.69	-1020.00	-957.00	-880.00
营业利润	399.87	476.38	460.41	500.53	短期借款	-200.19	483.14	-142.11	-270.36
其他非经营损益	-5.71	13.44	20.13	9.11	长期借款	-264.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	394.16	489.82	480.54	509.64	股权融资	-65.61	0.00	0.00	0.00
所得税	7.18	-36.06	-17.64	-20.31	支付股利	-71.14	-80.51	-109.41	-103.65
净利润	386.98	525.88	498.18	529.95	其他	410.06	-953.09	-35.00	-35.00
少数股东损益	-15.59	-21.19	-20.07	-21.35	筹资活动现金流净额	-191.38	-550.47	-286.52	-409.01
归属母公司股东净利润	402.57	547.07	518.25	551.30	现金流量净额	-280.31	-134.31	67.39	90.41
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	471.68	337.37	404.77	495.17	成长能力				
应收和预付款项	145.61	354.06	380.21	454.60	销售收入增长率	17.74%	16.66%	19.98%	22.34%
存货	290.09	405.39	526.19	669.82	营业利润增长率	48.06%	19.13%	-3.35%	8.72%
其他流动资产	316.95	348.69	393.08	452.64	净利润增长率	16.00%	35.89%	-5.27%	6.38%
长期股权投资	360.54	360.54	360.54	360.54	EBITDA 增长率	32.26%	27.68%	-1.56%	3.97%
投资性房地产	31.35	31.35	31.35	31.35	获利能力				
固定资产和在建工程	3004.01	3150.95	3253.89	3300.83	毛利率	81.38%	77.69%	75.77%	74.85%
无形资产和开发支出	3573.17	3931.04	4269.91	4587.78	三费率	48.37%	47.84%	48.66%	49.01%
其他非流动资产	1148.28	1148.28	1148.28	1148.28	净利率	13.38%	15.59%	12.31%	10.70%
资产总计	9341.68	10067.67	10768.22	11501.01	ROE	6.83%	8.96%	7.96%	7.93%
短期借款	100.08	583.22	441.11	170.75	ROA	4.14%	5.22%	4.63%	4.61%
应付和预收款项	926.09	1584.71	1976.24	2480.66	ROIC	7.18%	8.80%	7.95%	8.36%
长期借款	1551.50	1551.50	1551.50	1551.50	EBITDA/销售收入	27.80%	30.43%	24.97%	21.22%
其他负债	1097.90	481.97	544.33	616.76	营运能力				
负债合计	3675.57	4201.40	4513.18	4819.67	总资产周转率	0.31	0.35	0.39	0.44
股本	418.49	420.73	420.73	420.73	固定资产周转率	1.73	1.23	1.57	2.04
资本公积	2076.02	2076.02	2076.02	2076.02	应收账款周转率	14.74	17.13	13.52	14.96
留存收益	2834.08	3300.64	3709.48	4157.13	存货周转率	1.74	2.16	2.10	2.08
归属母公司股东权益	5573.81	5795.15	6203.98	6651.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.37%	—	—	—
少数股东权益	92.30	71.12	51.05	29.70	资本结构				
股东权益合计	5666.11	5866.27	6255.03	6681.34	资产负债率	39.35%	41.73%	41.91%	41.91%
负债和股东权益合计	9341.68	10067.67	10768.22	11501.01	带息债务/总负债	44.93%	50.81%	44.15%	35.73%
					流动比率	0.66	0.61	0.63	0.69
					速动比率	0.51	0.44	0.44	0.47
					股利支付率	17.67%	14.72%	21.11%	18.80%
					每股指标				
					每股收益	0.96	1.30	1.23	1.31
					每股净资产	13.25	13.77	14.75	15.81
					每股经营现金	2.17	3.41	3.12	3.28
					每股股利	0.17	0.19	0.26	0.25
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	804.04	1026.57	1010.60	1050.72					
PE	76.05	55.97	59.08	55.54					
PB	5.49	5.28	4.94	4.60					
PS	10.59	9.08	7.56	6.18					
EV/EBITDA	38.48	30.08	30.35	28.85					
股息率	0.23%	0.26%	0.36%	0.34%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经 理、上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn