

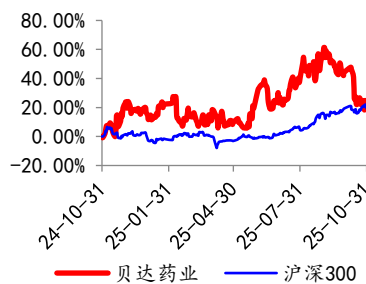
恩沙替尼国际化顺利，生态合作硕果累累

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-31

收盘价（元）	56.89
近 12 个月最高/最低（元）	79.80/45.51
总股本（百万股）	421
流通股本（百万股）	419
流通股比例（%）	99.51%
总市值（亿元）	239.36
流通市值（亿元）	238.59

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

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【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
2. 【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
3. 【华安医药】公司点评贝达药业 (300558.SZ)：产品迭代进入新周期，恩沙替尼出海进展顺利 2025-4-21

主要观点：

● 事件

2025 年 10 月 28 日，贝达药业发布 2025 年三季报，公司实现营业收入 27.17 亿元，同比+15.90%；归母净利润 3.17 亿元，同比-23.86%；扣非归母净利润 3.37 亿元，同比-6.74%。单季度来看，公司 2025Q3 收入为 9.86 亿元，同比+16.83%；归母净利润为 1.77 亿元，同比-7.93%；扣非归母净利润为 1.47 亿元，同比+1.08%。

● 点评

✓ 整体费用率

前三季度，公司整体毛利率为 80.34%，同比-3.47 个百分点；期间费用率 63.88%，同比-3.66 个百分点；其中销售费用率 34.19%，同比-2.94 个百分点；研发费用率 13.73%，同比-2.65 个百分点；管理费用率 13.70%，同比+1.14 个百分点；财务费用率 2.27%，同比+0.79 个百分点；经营性现金流净额为 6.68 亿元，同比-19.60%。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。

✓ 恩沙替尼海外商业化顺利，海内外临床稳步推进

2025 年 8 月，恩沙替尼在美国开出首张处方；6 月，公司产品盐酸恩沙替尼胶囊在中国澳门批准上市。同时，酒石酸泰瑞西利胶囊获得 NMPA 批准上市。在研项目方面，9 月，恩沙替尼新辅助治疗间变性淋巴瘤激酶（ALK）阳性 NSCLC 研究、恩沙替尼与放疗存在潜在协同增敏作用研究、恩沙替尼 EMBRACE 研究中 ctDNA 监测策略的分析与比较、MCLA-129 治疗 NSCLC 患者 I 期研究更新结果在 2025 年世界肺癌大会（WCLC）上亮相展示；10 月，恩沙替尼术后辅助治疗数据在 2025 年欧洲肿瘤内科学会（ESMO）年会首次披露，中期结果显示，恩沙替尼术后辅助治疗 2 年无病生存期（DFS）率达 86.4%，2 年无病生存期风险比（HR）为 0.20，复发风险降低 80%，显著减少了疾病复发的可能。

✓ 生态合作硕果累累，禾元生物科创板上市

公司早期通过战略合作及创新生态圈布局的企业及产品也陆续收获阶段性成果。

- 公司与杭州博之锐生物制药有限公司达成战略合作的产品注射用曲妥珠单抗（商品名：安瑞泽®）于 2025 年 7 月正式启动全国销售。
- 公司战略投资项目武汉禾元生物科技股份有限公司的奥福民“适用于肝硬化低白蛋白血症($\leq 30\text{g/L}$)的治疗”的适应症于 7 月获批上市，公司拥有奥福民在约定区域内的独家经销权，并于报告期内实现销售，为公司营业收入带来增量。禾元生物也于 10 月 28 日正式登陆科创板，成为重组人白蛋白第一

股，禾元生物是重启未盈利企业适用科创板第五套标准后首家上会企业、A 股首例采用约定限售方式申购的新股，也是科创成长层首批上市企业。

- 公司合作伙伴 EyePoint Pharmaceuticals, Inc. 主持开展的伏美纳眼科制剂 EYP-1901 玻璃体内植入剂 (DURAVYU™) 治疗湿性 (新生血管性) 年龄相关性黄斑变性的两项 III 期关键性临床试验已完成受试者入组，治疗糖尿病黄斑水肿的关键性 III 期临床试验也于 10 月在美国启动。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 35.4/42.1/50.0 亿元，分别同比增长 22.4%/18.8%/19.0%，归母净利润分别为 5.9/7.4/9.0 亿元，分别同比增长 45.4%/25.8%/21.9%，对应 PE 为 39X/31X/26X。看好公司在肺癌领域的全面布局、恩沙替尼海外发展以及奥福民商业化前景，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，对市场竞争较大的创新药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	3540	4205	5002
收入同比 (%)	17.7%	22.4%	18.8%	19.0%
归属母公司净利润	403	585	736	897
净利润同比 (%)	15.7%	45.4%	25.8%	21.9%
毛利率 (%)	81.4%	80.1%	81.2%	81.5%
ROE (%)	7.2%	9.6%	11.0%	12.2%
每股收益 (元)	0.96	1.39	1.75	2.13
P/E	56.18	39.20	31.17	25.58
P/B	4.05	3.77	3.44	3.11
EV/EBITDA	27.85	17.29	14.99	12.85

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					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	2048	2225	2581		营业收入	2892	3540	4205	5002
现金	472	1023	1061	1141		营业成本	539	704	791	925
应收账款	98	218	220	277		营业税金及附加	21	24	29	35
其他应收款	2	3	3	4		销售费用	1094	1204	1409	1576
预付账款	45	49	59	67		管理费用	269	435	484	560
存货	290	443	473	563		财务费用	36	23	12	8
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	8521	9221	9277		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	-7	5
固定资产	2812	2684	2741	2316		营业利润	400	618	791	987
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	2586	3187	3557		营业外支出	7	0	0	0
资产总计	9342	10569	11446	11858		利润总额	394	618	791	987
流动负债	1848	2456	2574	2904		所得税	7	49	79	118
短期借款	100	100	100	100		净利润	387	568	712	869
应付账款	746	1115	1199	1424		少数股东损益	-16	-17	-24	-28
其他流动负债	1002	1241	1275	1379		归属母公司净利润	403	585	736	897
非流动负债	1828	1955	2155	1555		EBITDA	877	1411	1639	1858
长期借款	1552	1652	1852	1252		EPS (元)	0.96	1.39	1.75	2.13
其他非流动负债	276	303	303	303						
负债合计	3676	4411	4729	4459						
少数股东权益	92	75	51	23						
股本	418	421	421	421						
资本公积	2076	2073	2073	2073						
留存收益	3079	3588	4171	4882						
归属母公司股东	5574	6083	6666	7376						
负债和股东权益	9342	10569	11446	11858						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	911	1593	1628	1881		成长能力				
净利润	387	568	712	869		营业收入	17.7%	22.4%	18.8%	19.0%
折旧摊销	372	770	835	863		营业利润	48.1%	54.5%	28.1%	24.8%
财务费用	44	35	38	34		归属于母公司净利	15.7%	45.4%	25.8%	21.9%
投资损失	15	0	7	-5		获利能力				
营运资金变动	42	238	35	118		毛利率 (%)	81.4%	80.1%	81.2%	81.5%
其他经营现金流	397	311	678	751		净利率 (%)	13.9%	16.5%	17.5%	17.9%
投资活动现金流	-1002	-1132	-1600	-980		ROE (%)	7.2%	9.6%	11.0%	12.2%
资本支出	-827	-1026	-1421	-909		ROIC (%)	6.2%	6.8%	7.7%	9.2%
长期投资	-174	-34	-172	-76		偿债能力				
其他投资现金流	0	-72	-7	5		资产负债率 (%)	39.3%	41.7%	41.3%	37.6%
筹资活动现金流	-191	89	9	-821		净负债比率 (%)	64.9%	71.6%	70.4%	60.3%
短期借款	-200	0	0	0		流动比率	0.66	0.83	0.86	0.89
长期借款	-265	100	200	-600		速动比率	0.38	0.54	0.55	0.56
普通股增加	0	3	0	0		营运能力				
资本公积增加	-66	-3	0	0		总资产周转率	0.31	0.36	0.38	0.43
其他筹资现金流	339	-11	-191	-221		应收账款周转率	15.03	22.38	19.19	20.10
现金净增加额	-280	552	38	80		应付账款周转率	0.70	0.76	0.68	0.71

主要财务比率					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力						每股收益	0.96	1.39	1.75	2.13
营业收入	17.7%	22.4%	18.8%	19.0%		每股经营现金流	2.17	3.79	3.87	4.47
营业利润	48.1%	54.5%	28.1%	24.8%		每股净资产	13.32	14.46	15.84	17.53
归属于母公司净利	15.7%	45.4%	25.8%	21.9%		估值比率				
获利能力						P/E	56.18	39.20	31.17	25.58
毛利率 (%)	81.4%	80.1%	81.2%	81.5%		P/B	4.05	3.77	3.44	3.11
净利率 (%)	13.9%	16.5%	17.5%	17.9%		EV/EBITDA	27.85	17.29	14.99	12.85
ROE (%)	7.2%	9.6%	11.0%	12.2%						
ROIC (%)	6.2%	6.8%	7.7%	9.2%						
偿债能力										
资产负债率 (%)	39.3%	41.7%	41.3%	37.6%						
净负债比率 (%)	64.9%	71.6%	70.4%	60.3%						
流动比率	0.66	0.83	0.86	0.89						
速动比率	0.38	0.54	0.55	0.56						
营运能力										
总资产周转率	0.31	0.36	0.38	0.43						
应收账款周转率	15.03	22.38	19.19	20.10						
应付账款周转率	0.70	0.76	0.68	0.71						
每股指标 (元)										
每股收益	0.96	1.39	1.75	2.13						
每股经营现金流	2.17	3.79	3.87	4.47						
每股净资产	13.32	14.46	15.84	17.53						
估值比率										
P/E	56.18	39.20	31.17	25.58						
P/B	4.05	3.77	3.44	3.11						
EV/EBITDA	27.85	17.29	14.99	12.85						

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。

分析师：任婉莹，医药分析师，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。