

商业化产品快速扩容，在研产品积极推进 ——贝达药业（300558.SZ）2025 年三季度报点评



买入(首次)

行业：医药生物
日期：2025年11月12日

分析师：彭波
E-mail：pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760524100001

基本数据

11 月 06 日收盘价(元)	54.61
12mthA 股价格区间(元)	45.71-79.80
总股本(百万股)	420.73
无限售 A 股/总股本	99.68%
流通市值(亿元)	229.03

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

■ 事件

公司发布 2025 年第三季度报告，前三季度营业收入约 27.2 亿元（+15.9%，同比，下同），归母净利润约 3.2 亿元（-23.9%），扣非归母净利润约 3.4 亿元（-6.7%）。单 Q3 营业收入约 9.9 亿元（+16.8%），归母净利润约 1.8 亿元（-7.9%），扣非归母净利润约 1.5 亿元（+1.1%）。

■ 核心观点

财务费用增加拖累净利润短期表现

公司 25 年前三季度归母净利润和经营活动产生的现金流量净额分别同比下降 23.9%和 19.6%，主要系前三季度 1) 财务费用 0.6 亿元（+78.3%），系工程项目转固后，利息停止资本化，导致利息支出相应增加所致；2) 应收账款 3.2 亿元（+229.2%），系应收账款未到收款期所致。我们认为，财务费用和应收账款波动为短期因素，有望缓解。

公司商业化产品快速扩容，研发稳步推进

公司目前已有八款产品上市销售。据公告及公众号，2025 年以来，产品端迎来多项进展：6 月，酒石酸泰瑞西利胶囊（康美纳）获 NMPA 批准上市，盐酸恩沙替尼胶囊（贝美纳）同步获澳门药监局上市批准并于 10 月开出首张处方单；7 月，与杭州博之锐合作的注射用曲妥珠单抗（安瑞泽®）于当月启动全国销售，同时，公司参股的武汉禾元生物的国内首个重组人白蛋白注射液奥福民获批，禾元生物于 2025 年 10 月 28 日登陆科创板，公司拥有奥福民在约定区域内的独家经销权；8 月，恩沙替尼在美国开出首张处方。同时，公司研发管线稳步推进：DURAVYU 治疗 wAMD 的两项注册 III 期临床试验先后完成受试者入组；注射用 MCLA-129 在肺癌领域开展的一项针对驱动基因阳性以及 MET 扩增相关的 II 期研究完成首例患者入组，该药与恩沙替尼联用治疗晚期实体瘤的药物临床试验也获 NMPA 批准；恩沙替尼术后辅助治疗数据在 2025 年 ESMO 年会首次披露，结果显示 2 年 DFS 率达 86.4%、2 年无病生存期 HR 为 0.20、复发风险降低 80%。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 25-27 年营业收入分别约 35.0/41.6/49.8 亿元（+21.1%/18.7%/19.8%）；归母净利润约 5.3/7.1/8.7 亿元（+30.5%/35.5%/22.6%），2025/11/6 对应 PE 分别为 44/32/26 倍，估值低于可比公司。我们认为，公司处于产品商业化快速兑现阶段，贝美纳海外有望放量，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

市场竞争加剧风险；销售不及预期风险；新药研发进展不及预期风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,892	3,501	4,155	4,980
年增长率 (%)	17.7%	21.1%	18.7%	19.8%
归属于母公司的净利润	403	526	712	873
年增长率 (%)	15.7%	30.5%	35.5%	22.6%
每股收益 (元)	0.96	1.25	1.69	2.08
市盈率 (X)	56.18	43.72	32.26	26.32
净资产收益率 (%)	7.2%	8.7%	10.8%	12.0%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 11 月 06 日收盘价）

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,526	1,224	1,954	2,826	3,988
货币资金	752	472	1,114	1,808	2,751
应收及预付	303	144	154	183	220
存货	328	290	353	416	513
其他流动资产	144	319	334	419	505
非流动资产	7,621	8,117	7,986	7,883	7,725
长期股权投资	375	361	351	341	331
固定资产	524	2,812	2,785	2,629	2,443
在建工程	2,037	192	51	20	14
无形资产	1,944	2,776	2,845	2,864	2,832
其他长期资产	2,741	1,977	1,954	2,030	2,105
资产总计	9,147	9,342	9,940	10,709	11,714
流动负债	1,803	1,848	1,973	2,182	2,492
短期借款	300	100	108	113	118
应付及预收	801	747	744	878	1,082
其他流动负债	702	1,001	1,121	1,190	1,293
非流动负债	1,992	1,828	1,852	1,863	1,874
长期借款	1,816	1,552	1,547	1,557	1,567
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	176	276	305	306	307
负债合计	3,795	3,676	3,825	4,044	4,366
股本	418	418	421	421	421
资本公积	2,142	2,076	2,076	2,076	2,076
留存收益	2,503	2,834	3,252	3,816	4,508
归属母公司股东权益	5,251	5,574	6,038	6,602	7,293
少数股东权益	100	92	77	63	54
负债和股东权益	9,147	9,342	9,940	10,709	11,714

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,456	2,892	3,501	4,155	4,980
营业成本	404	539	668	789	971
营业税金及附加	14	21	35	42	50
销售费用	854	1,094	1,260	1,454	1,743
管理费用	262	269	385	440	508
研发费用	640	502	525	602	712
财务费用	40	36	59	50	40
资产减值损失	0	-27	0	0	0
公允价值变动收益	0	-26	0	0	0
投资净收益	-13	-15	-7	0	10
营业利润	270	400	619	846	1,046
营业外收支	52	-6	-5	-5	-5
利润总额	322	394	615	841	1,042
所得税	-12	7	105	143	177
净利润	334	387	510	698	864
少数股东损益	-14	-16	-15	-14	-9
归属母公司净利润	348	403	526	712	873
EBITDA	627	877	1,348	1,622	1,867
EPS（元）	0.83	0.96	1.25	1.69	2.08

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	914	911	1,174	1,556	1,828
净利润	334	387	510	698	864
折旧摊销	303	372	674	731	786
营运资金变动	217	42	-63	61	122
其它	60	111	52	65	56
投资活动现金流	-1,505	-1,002	-512	-663	-653
资本支出	-1,074	-827	-408	-568	-568
投资变动	-432	-174	-25	-95	-95
其他	0	0	-79	0	10
筹资活动现金流	608	-191	-22	-198	-233
银行借款	1,080	-465	3	15	15
股权融资	61	0	0	0	0
其他	-532	273	-25	-213	-248
现金净增加额	21	-280	642	695	943
期初现金余额	731	752	472	1,114	1,808
期末现金余额	752	472	1,114	1,808	2,751

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	3.3%	17.7%	21.1%	18.7%	19.8%
营业利润增长	184.9%	48.1%	54.9%	36.6%	23.7%
归母净利润增长	139.3%	15.7%	30.5%	35.5%	22.6%
获利能力					
毛利率	83.5%	81.4%	80.9%	81.0%	80.5%
净利率	13.6%	13.4%	14.6%	16.8%	17.4%
ROE	6.6%	7.2%	8.7%	10.8%	12.0%
ROIC	4.3%	6.2%	6.6%	8.2%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	41.5%	39.3%	38.5%	37.8%	37.3%
净负债比率	31.4%	32.7%	20.9%	9.0%	-4.5%
流动比率	0.85	0.66	0.99	1.30	1.60
速动比率	0.58	0.38	0.68	0.96	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.31	0.36	0.40	0.44
应收账款周转率	6.83	15.03	31.07	29.90	29.97
存货周转率	1.16	1.74	2.08	2.05	2.09
每股指标（元）					
每股收益	0.83	0.96	1.25	1.69	2.08
每股经营现金流	2.18	2.18	2.79	3.70	4.34
每股净资产	12.55	13.32	14.35	15.69	17.33
估值比率					
P/E	62.11	56.18	43.72	32.26	26.32
P/B	4.11	4.05	3.81	3.48	3.15
EV/EBITDA	37.09	27.85	18.00	14.54	12.13

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。