

费用优化助推净利率回升，创新成果不断

投资要点

- **事件：贝达药业公布 2026 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 19.76 亿元，同比增长 14.12%；利润总额 3.68 亿元，同比增长 96.10%；归母净利润为 3.02 亿元，同比增长 115.97%。其中，2026 年第二季度单季实现营业收入 9.36 亿元，同比增长 15.02%；归母净利润 0.66 亿元，同比增长 66.34%。
- **费用优化助推净利率回升，毛利率高位回落。**2026 年上半年毛利率同比下降，主因营业成本同比+42.91%、快于收入增速；净利率 14.81%、同比提升 7.26pp，一方面受益于折旧摊销回落带来的费用端改善，另一方面公允价值变动收益 7,266 万元等非经常性因素亦有增厚。
- **公司强化市场推广，加快药品医院、药店准入，提升市场份额。**1) 乳腺癌方面，自研 CDK4/6 抑制剂康美纳 2025 年 6 月获批、III 期数据登《JAMA Oncology》，叠加曲妥珠单抗独家经销与贝泽汀 (2026 年 2 月获批)，曲帕双靶成型。2) 肺癌方面，贝美纳已获 FDA 及中国澳门 ISAF 批准、为首个进入 NCCN 指南的中国原研药，EMA 申请已受理，术后辅助 NDA 获受理、ELEVATE 研究发表于 NEJM，赛美纳一线 mPFS 22.1 个月、三代 TKI 单药最长，进医保后持续放量。3) 肾癌方面，伏美纳已进医保并获 CSCO I 级推荐，一线联合研究入选 ASCO GU，眼科 VERONA 达主要终点、LUGANO 未达，EyePoint 拟与 FDA 沟通。核心创新药均在医保协议期内，上半年完成国谈产品招采信息更新，推进新品挂网进院，深化双渠道准入。
- **在研管线梯次推进，多品种潜力待释放。**截至报告披露日，公司在研管线储备 20 余项。恩沙替尼术后辅助治疗已完成三期临床、NDA 获 NMPA 受理；贝福替尼术后辅助仍处三期。眼科 DURAVYU 方面，wAMD 两项 III 期已完成入组，DME 两项 III 期 2026 年 7 月底完成入组，预计 2027 年四季度公布结果。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2026-2028 年归母净利润分别为 5.8 亿元、7.4 亿元、9.4 亿元，对应 PE 分别为 36、28、22 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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3609.34	4182.28	5012.99	6010.01
增长率	24.81%	15.87%	19.86%	19.89%
归属母公司净利润 (百万元)	305.33	575.91	742.79	938.42
增长率	-24.15%	88.62%	28.98%	26.34%
每股收益 EPS (元)	0.72	1.36	1.75	2.22
净资产收益率 ROE	4.29%	7.72%	9.44%	11.13%
PE	67	36	28	22
PB	3.12	2.95	2.78	2.58

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
联系人: 张旭安
电话: 021-68416017
邮箱: zhangxuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.23
流通 A 股(亿股)	4.22
52 周内股价区间(元)	40.3-74.97
总市值(亿元)	205.44
总资产(亿元)	102.99
每股净资产(元)	15.75

相关研究

1. 贝达药业 (300558): 商业化落地加速，核心产品赋能收入增长 (2025-08-27)

盈利预测

关键假设：

假设 1：恩沙替尼术后辅助治疗已完成三期临床并提交 NDA 审评，研究成果发表于《新英格兰医学杂志》，有望贡献营收新增量；贝福替尼一线适应症已于 2024 年 11 月纳入医保，持续放量；贝泽汀 2026 年 2 月获批上市、4 月开出首批处方，院内准入加速推进，营收预期良好，假设 2026-2028 年药品销售收入分别增长为 16%、20%、20%；

假设 2：公司持续深化多款创新药的境内放量及出海进程，药品销售成本随之抬升，依托九款上市药品构成的产品矩阵及高毛利新产品收入占比逐步扩大，盈利能力有望企稳回升，预计药品销售毛利率维持在 80% 以上，药品板块 2026-2028 年毛利率分别为 81.0%、82.0%、83.0%；

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 45% 以上，假设 2026-2028 年厂房租赁、推广服务和其他业务加总收入分别增长为 1.6%、2.2%、3.0%，毛利率分别为 26.9%、27.8%、28.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
药品销售	收入	3577.7	4150.1	4980.1	5976.1
	增速	26.6%	16.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	80.0%	81.0%	82.0%	83.0%
其他	收入	31.7	32.2	32.9	33.9
	增速	-51.3%	1.6%	2.2%	3.0%
	毛利率	25.9%	26.9%	27.8%	28.6%
合计	收入	3609.3	4182.3	5013.0	6010.0
	增速	24.8%	15.9%	19.9%	19.9%
	毛利率	79.5%	80.6%	81.6%	82.7%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3609.34	4182.28	5012.99	6010.01	净利润	286.21	539.84	696.27	879.66
营业成本	738.66	812.06	920.15	1040.12	折旧与摊销	547.93	536.58	536.58	536.58
营业税金及附加	44.07	51.06	61.21	73.38	财务费用	86.00	35.00	35.00	35.00
销售费用	1298.22	1463.80	1754.55	2103.50	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	480.46	501.87	581.51	709.18	经营营运资本变动	-488.65	236.40	-119.91	-0.47
财务费用	86.00	35.00	35.00	35.00	其他	479.77	63.18	51.71	56.31
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	911.26	1411.00	1199.65	1507.08
投资收益	-20.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-909.61	-1020.00	-957.00	-880.00
公允价值变动损益	-58.68	-47.89	-51.49	-50.29	其他	-18.26	-157.89	-161.49	-160.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-927.87	-1177.89	-1118.49	-1040.29
营业利润	418.38	643.25	857.15	1097.03	短期借款	-95.08	-5.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.02	-4.58	-4.40	-4.46	长期借款	-27.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	414.36	638.67	852.75	1092.57	股权融资	90.47	0.00	0.00	0.00
所得税	128.15	98.83	156.48	212.92	支付股利	-63.11	-61.07	-115.18	-148.56
净利润	286.21	539.84	696.27	879.66	其他	69.33	19.70	-55.00	-55.00
少数股东损益	-19.12	-36.06	-46.52	-58.77	筹资活动现金流净额	-26.18	-46.37	-170.18	-203.56
归属母公司股东净利润	305.33	575.91	742.79	938.42	现金流量净额	-41.70	186.74	-89.02	263.24
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	429.98	616.72	527.71	790.94	成长能力				
应收和预付款项	447.46	402.51	524.60	608.45	销售收入增长率	24.81%	15.87%	19.86%	19.89%
存货	381.16	419.03	474.81	536.72	营业利润增长率	4.63%	53.75%	33.25%	27.99%
其他流动资产	319.23	359.43	417.71	487.66	净利润增长率	-26.04%	88.62%	28.98%	26.34%
长期股权投资	651.16	651.16	651.16	651.16	EBITDA 增长率	30.88%	15.44%	17.61%	16.79%
投资性房地产	28.91	28.91	28.91	28.91	获利能力				
固定资产和在建工程	2956.67	3099.07	3197.46	3239.86	毛利率	79.53%	80.58%	81.64%	82.69%
无形资产和开发支出	3237.98	3579.00	3901.02	4202.04	三费率	51.66%	47.84%	47.30%	47.38%
其他非流动资产	2113.11	2223.11	2333.11	2443.11	净利率	7.93%	12.91%	13.89%	14.64%
资产总计	10565.65	11378.93	12056.48	12988.85	ROE	4.29%	7.72%	9.44%	11.13%
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.71%	4.74%	5.78%	6.77%
应付和预收款项	779.86	1040.42	1118.83	1297.87	ROIC	5.67%	9.26%	11.26%	13.36%
长期借款	1523.72	1523.72	1523.72	1523.72	EBITDA/销售收入	29.16%	29.05%	28.50%	27.76%
其他负债	1589.38	1822.80	2040.84	2263.08	营运能力				
负债合计	3897.96	4386.94	4683.40	5084.66	总资产周转率	0.36	0.38	0.43	0.48
股本	420.73	423.33	423.33	423.33	固定资产周转率	1.30	1.58	2.01	2.57
资本公积	2164.24	2164.24	2164.24	2164.24	应收账款周转率	16.02	12.47	13.60	13.28
留存收益	3055.72	3570.56	4198.16	4988.03	存货周转率	2.20	2.03	2.06	2.06
归属母公司股东权益	6595.16	6955.53	7383.14	7973.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.41%	—	—	—
少数股东权益	72.53	36.46	-10.05	-68.82	资本结构				
股东权益合计	6667.68	6991.99	7373.08	7904.18	资产负债率	36.89%	38.55%	38.85%	39.15%
负债和股东权益合计	10565.65	11378.93	12056.48	12988.85	带息债务/总负债	39.22%	34.73%	32.53%	29.97%
					流动比率	0.82	0.81	0.83	0.95
					速动比率	0.62	0.62	0.63	0.74
					股利支付率	20.67%	10.60%	15.51%	15.83%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	1052.32	1214.84	1428.73	1668.61	每股收益	0.72	1.36	1.75	2.22
PE	67.29	35.67	27.66	21.89	每股净资产	15.58	16.43	17.44	18.83
PB	3.12	2.95	2.78	2.58	每股经营现金	2.15	3.33	2.83	3.56
PS	5.69	4.91	4.10	3.42	每股股利	0.15	0.14	0.27	0.35
EV/EBITDA	19.12	16.34	13.88	11.66					
股息率	0.31%	0.30%	0.56%	0.72%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所
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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
北京	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn