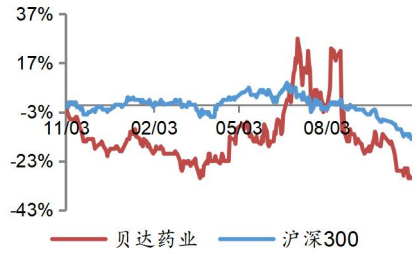
恩沙替尼新适应症获批，国际化与创新管线持续推进

投资评级： 买入（维持）

报告日期： 2026-11-02

收盘价（元）	40.10
近 12 个月最高/最低（元）	78.18/38.20
总股本（百万股）	423
流通股本（百万股）	422
流通股比例（%）	99.73
总市值（亿元）	170
流通市值（亿元）	169

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：王班
执业证书号：S0010526100001
邮箱：wangban@hazq.com

主要观点：

- 事件

2026 年 10 月 28 日，贝达药业发布 2026 年三季报。公司前三季度实现营业收入 29.10 亿元，同比增长 7.10%；归母净利润 2.78 亿元，同比下降 12.20%；扣非归母净利润 1.59 亿元，同比下降 52.86%。单季度来看，2026Q3 实现营业收入 9.34 亿元，同比下降 5.23%；归母净利润为-0.24 亿元，扣非归母净利润为-0.44 亿元。

- 点评

商誉减值拖累当期利润，费用率持续优化

前三季度，公司针对卡南吉医药科技（上海）有限公司商誉所属资产组计提减值准备 1.52 亿元，对当期利润形成较大影响。据公司披露，剔除该项商誉减值损失影响后，前三季度归母净利润为 4.31 亿元，同比增长 35.90%。

前三季度，公司综合毛利率为 75.18%，同比下降约 5.16 个百分点；销售、管理及研发及财务费用率分别为 33.73%、10.75%和 11.12%，同比分别变动约-0.46、-2.95 和-2.61 个百分点，公司持续优化运营管理、控制费用支出，部分缓解毛利率下行压力。

恩沙替尼术后辅助适应症获批，欧洲注册取得进展

2026 年 7 月，恩沙替尼术后辅助治疗 ELEVATE 研究成果在《新英格兰医学杂志》发表，恩沙替尼组两年无病生存率为 86.4%，安慰剂组为 53.5%，疾病复发或死亡风险比为 0.20，为术后辅助治疗提供了临床证据。9 月，恩沙替尼用于 ALK 阳性 IB 期至 IIIB 期非小细胞肺癌术后辅助治疗的新适应症获得 NMPA 批准，为其在国内获批的第三项适应症，进一步拓展产品覆盖人群。国际化方面，9 月恩沙替尼欧洲上市许可申请获得欧洲药品管理局（EMA）人用药品委员会（CHMP）积极意见，建议批准用于 ALK 阳性晚期非小细胞肺癌成人患者的治疗，同时公司也与 Eversana 达成合作，共同推进恩沙替尼在美国实现终端处方落地，形成恩沙替尼国内深耕、境外拓展的格局。

RAS 管线推进全球临床，持续拓展创新研发

公司聚焦重点靶点及创新机制。基于 GlueOnX 平台自主研发的泛 RAS“非降解型分子胶”抑制剂 BPI-572270，目前处于 I 期剂量爬坡和剂量回填阶段。9 月，该项目在澳大利亚获得伦理批准并完成 TGA 备案；10 月获得美国 FDA 新药临床试验批准。同月，其联合化疗、PD-1/VEGF 双抗、FAK 抑制剂等方案的国内临床试验申请获 NMPA 受理。此外，基于 DegradoX 平台开发的多 KRAS 突变靶向蛋白降解项目 BPI-585771 于 10 月提交临床试验申请，拟用于治疗晚期实体瘤。已上市产品方面，埃克替尼用于

相关报告

EGFR 敏感突变阳性 IA2 高风险至 IB 期非小细胞肺癌术后辅助治疗的临床试验申请于 7 月获批，进一步探索早期肺癌治疗场景。

合作产品持续推进，眼科项目后续路径仍待明确

公司继续通过产业投资、孵化及合作拓展产品布局。合作伙伴晟斯生物的超长效重组八因子 FRSW117 上市申请已获受理，拟用于血友病 A 患者的规律替代治疗、临时替代治疗及围手术期出血管理。

眼科项目方面，EyePoint 于 8 月、10 月先后公布 DURAVYU 治疗湿性年龄相关性黄斑变性的两项关键Ⅲ期研究结果，两项研究均未达到预设主要终点，未能证明相较阿柏西普在最佳矫正视力变化方面的统计学非劣效性。尽管部分关键次要终点达成，后续研发路径仍需结合进一步数据分析确定。DURAVYU 用于糖尿病黄斑水肿的 COMO、CAPRI 两项Ⅲ期研究仍在推进，相关顶线数据预计于 2027 年第四季度公布。

- **投资建议：维持“买入”评级**

  根据公司经营情况，我们略微调整了 2027 年收入预测并新增 2028 年预测。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 42.1/50.8/61.2 亿元（2027 年前值为 50.0 亿元），分别同比增长 16.5%/20.8%/20.4%；归母净利润分别为 6.2/7.9/10.0 亿元（2026-2027 年前值为 7.4/9.0 亿元），分别同比增长 102.3%/27.7%/27.3%，对应 PE 分别为 27X/22X/17X。我们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**

  产品销售及竞争风险：EGFR、ALK 等领域竞争激烈，新产品放量及存量产品销售可能不及预期。

  医保及价格政策风险：医保谈判、续约及集中采购等政策变化可能影响产品价格与盈利水平。

  研发及注册风险：在研项目可能出现临床结果不及预期、审批延迟或无法获批的情况，眼科项目后续开发存在不确定性。

  海外商业化风险：海外市场准入、销售推广及合作执行进度可能不及预期，影响收入增长及投入回报。

  资产减值及投资波动风险

- **重要财务指标** 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3609	4205	5081	6116
收入同比（%）	24.8%	16.5%	20.8%	20.4%
归属母公司净利润	305	618	789	1004
净利润同比（%）	-24.2%	102.3%	27.7%	27.3%
毛利率（%）	79.5%	81.2%	81.8%	81.5%
ROE（%）	4.6%	9.3%	10.8%	12.5%
每股收益（元）	0.73	1.46	1.86	2.37
P/E	63.96	27.48	21.52	16.90
P/B	2.98	2.55	2.33	2.10
EV/EBITDA	19.06	12.57	10.67	8.45

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	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**1578**	**2192**	**2450**	**4508**
现金	430	1021	998	2867
应收账款	351	220	282	333
其他应收款	79	3	4	5
预付账款	17	59	67	83
存货	381	473	563	685
其他流动资产	319	415	535	535
非流动资产	**8988**	**9562**	**9636**	**8786**
长期投资	651	701	661	661
固定资产	2729	2798	2385	2062
无形资产	2604	2604	2762	2312
其他非流动资产	3003	3459	3828	3751
资产总计	**10566**	**11754**	**12086**	**13293**
流动负债	**1917**	**2945**	**3276**	**3718**
短期借款	5	5	5	5
应付账款	512	1199	1424	1733
其他流动负债	1400	1741	1847	1980
非流动负债	**1981**	**2111**	**1511**	**1511**
长期借款	1524	1724	1124	1124
其他非流动负债	457	388	388	388
负债合计	**3898**	**5057**	**4787**	**5230**
少数股东权益	73	53	28	-4
股本	421	424	424	424
资本公积	2164	2161	2161	2161
留存收益	4010	4060	4686	5483
归属母公司股东权益	6595	6645	7271	8068
负债和股东权益	**10566**	**11754**	**12086**	**13293**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**911**	**2110**	**1748**	**2100**
净利润	286	598	764	973
折旧摊销	551	816	845	851
财务费用	88	33	29	23
投资损失	21	7	-5	-1
营运资金变动	-76	738	115	253
其他经营现金流	404	-221	650	720
投资活动现金流	**-928**	**-1454**	**-980**	**0**
资本支出	-617	-1318	-909	-1
长期投资	-312	-172	-76	0
其他投资现金流	1	35	5	1
筹资活动现金流	**-26**	**-63**	**-792**	**-230**
短期借款	-95	0	0	0
长期借款	-28	200	-600	0
普通股增加	2	3	0	0
资本公积增加	88	-3	0	0
其他筹资现金流	6	-263	-192	-230
现金净增加额	**-42**	**591**	**-23**	**1869**

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**3609**	**4205**	**5081**	**6116**
营业成本	739	791	925	1131
营业税金及附加	44	51	62	43
销售费用	1298	1512	1728	2079
管理费用	480	560	569	691
财务费用	86	22	3	-2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-59	0	0	0
投资净收益	-21	-7	5	1
营业利润	**418**	**664**	**868**	**1097**
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	**414**	**664**	**868**	**1097**
所得税	128	66	104	124
净利润	**286**	**598**	**764**	**973**
少数股东损益	-19	-20	-25	-32
归属母公司净利润	**305**	**618**	**789**	**1004**
EBITDA	1134.10	1502.18	1716.15	1945.49
EPS（元）	0.73	1.46	1.86	2.37

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	24.8%	16.5%	20.8%	20.4%
营业利润	4.6%	58.7%	30.8%	26.3%
归属于母公司净利润	-24.2%	102.3%	27.7%	27.3%
获利能力				
毛利率（%）	79.5%	81.2%	81.8%	81.5%
净利率（%）	8.5%	14.7%	15.5%	16.4%
ROE（%）	4.6%	9.3%	10.8%	12.5%
ROIC（%）	4.4%	6.4%	8.0%	9.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	36.9%	43.0%	39.6%	39.3%
净负债比率（%）	58.5%	75.5%	65.6%	64.9%
流动比率	0.82	0.74	0.75	1.21
速动比率	0.48	0.46	0.45	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.38	0.43	0.48
应收账款周转率	16.05	14.71	20.24	19.90
应付账款周转率	1.17	0.92	0.71	0.72
每股指标（元）				
每股收益	0.73	1.46	1.86	2.37
每股经营现金流(摊薄)	2.15	4.99	4.13	4.96
每股净资产	15.68	15.70	17.18	19.06
估值比率				
P/E	63.96	27.48	21.52	16.90
P/B	2.98	2.55	2.33	2.10
EV/EBITDA	19.06	12.57	10.67	8.45

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

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：王班，联席药品首席分析师。上海交通大学生物学博士，8 年产业研究经验，曾先后在国金证券、民生证券、浙商证券担任首席医药分析师。重点聚焦创新药、创新产业链（CXO 及上游、科研试剂）。

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。