

贝达药业 (300558)

证券研究报告

2019年10月25日

三季度业绩靓丽，新品收获在即

公司三季度业绩靓丽，归母净利润同比增长 34.37%

公司发布 2019 年三季度报，前三季度公司实现营业收入 12.43 亿元，较去年同期增长 34.05%；实现归母净利润 1.99 亿元，较去年同期增长 34.37%；扣非后净利润 1.81 亿元，较去年同期增长 42.87%；经营性现金流 3.89 亿元，较去年同期增长 71.06%。业绩增长主要来自公司核心产品埃克替尼持续放量。

核心产品埃克替尼高速增长，差异化优势有望不断巩固

公司核心产品埃克替尼纳入医保常规目录，销售额保持较快增长，今年 1-9 月，埃克替尼销量同比增长 33.15%。埃克替尼凭借大量循证医学证据，充分证明了自身高效和低毒，常见不良反应——皮疹和腹泻的发生率、对肝脏的毒性都明显低于进口药。公司通过加强渠道管理、铺面下沉，加大基层医院的覆盖，同时加强患者教育推广力度、学术推广力度，展示埃克替尼的差异化优势，在被纳入国家基本药物目录的情况下，依然保持高速增长，销售额和病人覆盖在同类产品中始终保持领先地位，销售人员人均贡献超过 300 万元，在国内肿瘤创新药企业中保持领先。

我们判断中国 EGFR 药物市场渗透率仍存在相当的提升空间，短期来看，埃克替尼在“基药+医保”双加持以及渠道下沉和大力推广下仍有望保持较快增长。此外，埃克替尼用于早期 EGFR 突变的非小细胞肺癌患者术后辅助治疗的 III 期临床研究已经完成入组，预计 2019 年完成中期评估。未来公司或将为埃克替尼申请 EGFR 突变的术后辅助治疗新适应症，不断巩固埃克替尼的差异化优势，并进一步扩大市场。

研发管线稳步推进，已步入良性发展轨迹

公司新药研发管线日趋丰富，已形成每年都有创新药申请临床的良性发展态势。前三季度公司研发费用 2.45 亿元，同比增长 31.58%。目前公司及其子公司拥有 11 项处于临床试验阶段产品，同步推进 28 个小分子化学和大分子生物药临床前项目，研发管线品种丰富。2019 年 2 月恩沙替尼被 CDE 纳入优先审评，审评进程顺利推进，有望于年底左右获批上市。同时恩沙替尼一线治疗 ALK 阳性 NSCLC 患者的全球多中心 III 期临床试验也在稳步推进中，该试验已于 2018 年底完成入组，其有望成为公司第一个全球上市的创新药。

此外，新药 CM082 作为多靶点 TKI（主要靶向 VEGFR 和 PDGFR）针对晚期肾癌的 III 期临床试验已完成入组，有望在年内完成中期评估，用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性适应症正处于 II 期临床。上半年，MRX-2843 作为“全球新”的同时针对 MerTK 和 FLT3 两个靶点的口服小分子抑制剂获批临床，FGFR 抑制剂 BPI-17509、BET 抑制剂 BPI-23314 已开展 I 期临床。在联合用药方面，CM082 与君实生物的 PD-1 单抗 JS001 联合治疗黏膜黑色素瘤 II 期临床已完成入组。

业绩拐点年望迎确证，维持“增持”评级

我们判断 2019 年作为公司业绩的拐点年有望得到确证，公司核心产品埃克替尼高增长仍有望持续，后续产品恩沙替尼有望年底左右获批，帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批，贡献新的业绩增量。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.24 亿元 (+34.21%)、2.60 亿元 (+16.35%)、3.08 亿元 (+18.33%)，对应 P/E 分别为 97、83、70 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新药研发上市的不确定性风险；同类产品的市场竞争风险；行业政策及药品招标风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	54.14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	169.40
A 股总市值(百万元)	21,710.14
流通 A 股市值(百万元)	9,171.28
每股净资产(元)	5.91
资产负债率(%)	40.55
一年内最高/最低(元)	58.00/27.02

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《贝达药业-公司点评:中报业绩靓丽，业绩拐点望迎确立》 2019-08-27
- 2 《贝达药业-公司点评:中报业绩较快增长，业绩拐点望迎确证》 2019-07-14
- 3 《贝达药业-年报点评报告:埃克替尼销量高增长，新品种步入收获期有望迎来业绩拐点》 2019-04-16

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,026.36	1,224.17	1,485.52	1,794.76	2,167.21
增长率(%)	(0.84)	19.27	21.35	20.82	20.75
EBITDA(百万元)	263.00	570.16	373.42	413.50	460.99
净利润(百万元)	257.73	166.82	223.88	260.49	308.23
增长率(%)	(30.12)	(35.27)	34.21	16.35	18.33
EPS(元/股)	0.64	0.42	0.56	0.65	0.77
市盈率(P/E)	84.24	130.14	96.97	83.34	70.44
市净率(P/B)	10.58	9.92	9.22	8.50	7.80
市销率(P/S)	21.15	17.73	14.61	12.10	10.02
EV/EBITDA	96.31	22.07	58.62	51.07	45.82

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	213.27	304.97	118.84	588.62	619.86
应收票据及应收账款	91.97	63.81	93.33	22.21	117.31
预付账款	23.32	3.17	23.78	15.97	29.57
存货	99.76	144.99	133.51	206.47	225.65
其他	78.20	57.81	425.95	171.13	248.92
流动资产合计	506.53	574.76	795.42	1,004.40	1,241.31
长期股权投资	15.27	13.59	13.59	13.59	13.59
固定资产	454.77	610.32	688.20	750.93	791.58
在建工程	408.38	204.77	158.86	143.32	115.99
无形资产	823.48	1,056.05	993.68	931.32	868.95
其他	564.58	1,000.59	1,000.92	1,001.08	1,000.03
非流动资产合计	2,266.49	2,885.32	2,855.26	2,840.23	2,790.13
资产总计	2,773.01	3,460.09	3,650.67	3,844.64	4,031.44
短期借款	200.00	360.00	565.82	280.00	300.00
应付票据及应付账款	121.79	188.33	72.00	285.53	173.18
其他	195.40	202.78	222.45	276.92	291.15
流动负债合计	517.19	751.11	860.27	842.45	764.33
长期借款	100.00	280.00	307.88	300.00	320.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	89.29	227.26	116.46	144.34	162.69
非流动负债合计	189.29	507.26	424.35	444.34	482.69
负债合计	706.48	1,258.37	1,284.61	1,286.79	1,247.02
少数股东权益	14.57	13.98	10.47	5.06	(0.70)
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	600.13	609.79	609.79	609.79	609.79
留存收益	1,666.14	1,782.47	1,954.59	2,151.78	2,384.12
其他	(615.31)	(605.53)	(609.79)	(609.79)	(609.79)
股东权益合计	2,066.53	2,201.71	2,366.06	2,557.84	2,784.42
负债和股东权益总	2,773.01	3,460.09	3,650.67	3,844.64	4,031.44

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	250.78	163.52	223.88	260.49	308.23
折旧摊销	68.25	99.90	90.40	95.18	99.05
财务费用	6.11	15.53	38.45	35.44	26.16
投资损失	38.33	(1.18)	10.81	10.81	10.81
营运资金变动	931.52	155.85	(614.57)	556.51	(284.39)
其它	(1,016.74)	(147.24)	(3.70)	(5.50)	(5.90)
经营活动现金流	278.26	286.40	(254.72)	952.93	153.96
资本支出	1,278.49	144.07	170.80	52.13	31.65
长期投资	(119.80)	(1.68)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,563.23)	(737.77)	(241.61)	(142.94)	(92.46)
投资活动现金流	(404.54)	(595.39)	(70.81)	(90.81)	(60.81)
债权融资	300.00	640.00	873.70	580.00	620.00
股权融资	(61.54)	15.45	(42.72)	(35.44)	(26.16)
其他	(40.85)	(260.75)	(691.57)	(936.90)	(655.75)
筹资活动现金流	197.60	394.70	139.40	(392.34)	(61.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	71.32	85.71	(186.13)	469.78	31.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,026.36	1,224.17	1,485.52	1,794.76	2,167.21
营业成本	43.70	68.99	74.16	90.25	115.00
营业税金及附加	21.13	13.32	25.08	28.92	31.70
营业费用	393.89	496.35	616.49	753.80	910.23
管理费用	334.89	174.68	207.97	251.27	303.41
研发费用	202.73	303.70	267.39	341.01	433.44
财务费用	3.63	13.65	38.45	35.44	26.16
资产减值损失	(0.48)	1.06	0.60	0.39	0.68
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(38.33)	1.18	(10.81)	(10.81)	(10.81)
其他	(155.80)	(29.46)	21.62	21.62	21.62
营业利润	221.00	180.71	244.56	282.88	335.79
营业外收入	70.48	2.68	2.68	2.68	2.68
营业外支出	0.83	1.02	1.68	1.17	1.29
利润总额	290.66	182.37	245.56	284.38	337.18
所得税	39.88	18.85	25.38	29.39	34.85
净利润	250.78	163.52	220.18	254.99	302.33
少数股东损益	(6.95)	(3.30)	(3.70)	(5.50)	(5.90)
归属于母公司净利润	257.73	166.82	223.88	260.49	308.23
每股收益(元)	0.64	0.42	0.56	0.65	0.77

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-0.84%	19.27%	21.35%	20.82%	20.75%
营业利润	-39.68%	-18.23%	35.34%	15.67%	18.71%
归属于母公司净利润	-30.12%	-35.27%	34.21%	16.35%	18.33%
获利能力					
毛利率	95.74%	94.36%	95.01%	94.97%	94.69%
净利率	25.11%	13.63%	15.07%	14.51%	14.22%
ROE	12.56%	7.63%	9.50%	10.20%	11.07%
ROIC	11.01%	8.70%	13.02%	11.27%	16.54%
偿债能力					
资产负债率	25.48%	36.37%	35.19%	33.47%	30.93%
净负债率	4.20%	15.22%	31.90%	-0.34%	0.01%
流动比率	0.98	0.77	0.92	1.19	1.62
速动比率	0.79	0.57	0.77	0.95	1.33
营运能力					
应收账款周转率	15.78	15.72	18.91	31.07	31.07
存货周转率	11.75	10.00	10.67	10.56	10.03
总资产周转率	0.42	0.39	0.42	0.48	0.55
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.42	0.56	0.65	0.77
每股经营现金流	0.69	0.71	-0.64	2.38	0.38
每股净资产	5.12	5.46	5.87	6.37	6.95
估值比率					
市盈率	84.24	130.14	96.97	83.34	70.44
市净率	10.58	9.92	9.22	8.50	7.80
EV/EBITDA	96.31	22.07	58.62	51.07	45.82
EV/EBIT	129.96	26.72	77.34	66.35	58.36

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com