

贝达药业 (300558)

证券研究报告

2020年07月15日

上半年净利润预增 55%~75%，研发层面持续推进

事件：公司发布半年度业绩预告，上半年预计归母净利润约 1.35-1.53 亿元，同比增长 55.0%-75.0%。其中 Q2 预计实现归母净利润 0.05-0.23 亿元，Q2 单季度同比减少 36%-86%。报告期非经常性损益对净利润的影响金额预计为 150-350 万元。上半年公司业绩增长主要由于核心产品埃克替尼销售持续放量。其中 Q1 高增长部分由于经销商为疫情期间保供应提高了流通系统的安全库存量所致，Q2 有所回落属正常。

核心产品埃克替尼销售继续放量，差异化优势有望不断巩固

公司核心产品埃克替尼的临床研究提供了充分的针对非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者治疗疗效及安全性的循证医学证据，差异化优势不断积累，在非小细胞肺癌靶向药市场赢得了很好的口碑，树立了国产创新药的品牌形象。2019 年埃克替尼纳入医保常规目录，销售持续放量，预期差持续体现。我们认为主要因素基于三点：(一) 埃克替尼产品本身具有差异化优势，其所积累的循证医学证据为专家用药和患者选择提供了依据：(1) Brain 研究改变了 2018、2019 年《CSCO 原发性肺癌诊疗指南》，使得埃克替尼及其同类药列入了国家卫健委 2018 年《新型抗肿瘤药物临床应用指导原则》推荐；(2) Increase 研究为埃克替尼加量用于 21 外显子 L858 突变提供了证据；(3) Evidence 研究是 NSCLC 辅助治疗领域唯一注册临床研究，公司将依据 Evidence 研究申请 EGFR 突变的术后辅助治疗新的适应症。(二) 中国 EGFR 药物市场渗透率仍存在提升空间，我们通过测算预计还有一倍左右提升空间。(三) “基药+医保” 双加持以及渠道下沉和公司持续大力推广。我们预计埃克替尼的增长仍有望持续，随着公司今年有望为埃克替尼申请 EGFR 突变的术后辅助治疗新适应症，埃克替尼的差异化优势有望不断得到巩固，并进一步扩大市场。

研发管线稳步推进，恩沙替尼取得现场检查通知

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。公司新药盐酸恩沙替尼的优先审评程序正常推进，已收到国家药品监督管理局药品审评中心签发的现场检查通知，一线治疗 ALK 阳性非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者的全球多中心 III 期临床研究顺利进行。贝伐珠单抗注射液 (MIL60) 上市许可申请获得受理，EVIDENCE 研究完成数据库锁定，有望今年申报。BPI-D0316 II 期、CM082 肾癌 III 期等多项注册临床研究按计划进行；BPI-23314、BPI-17509、MRX2843 和 BPI-28592 等项目陆续进入临床研究。同时，公司投资引进 PD-1 和 CTLA-4 进军免疫治疗优化大分子布局。预计公司未来一年可能有多个新药或新适应症注册申请。

“预期差” + “边际变化” 驱动基本面趋势持续向上

我们判断公司在“预期差” + “边际变化” 驱动下基本面趋势有望持续向上。预期差：现有核心品种埃克替尼有望持续超预期 (EGFR 靶向药渗透率存翻倍空间+埃克差异化优势)；边际变化：公司研发步入收获期，恩沙替尼有望不久获批，贝伐珠单抗已报产被受理，埃克替尼术后辅助治疗、CM-082、X-396 全球多中心一线、D-0316 有望陆续申报注册，带来多个催化剂。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.32 亿元/4.50 亿元/5.56 亿元，分别同比增长 44.01%/35.36%/23.65%，对应 P/E 分别为 189/139/113 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新药研发具有不确定性；同类产品的竞争风险；行业政策及药品招标风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,224.17	1,553.92	2,185.04	2,921.92	3,864.44
增长率(%)	19.27	26.94	40.61	33.72	32.26
EBITDA(百万元)	570.16	753.85	517.95	654.21	785.26
净利润(百万元)	166.82	230.82	332.40	449.93	556.36
增长率(%)	(35.27)	38.37	44.01	35.36	23.65
EPS(元/股)	0.42	0.58	0.83	1.12	1.39
市盈率(P/E)	375.72	271.54	188.56	139.30	112.65
市净率(P/B)	28.65	25.47	23.66	21.11	18.66
市销率(P/S)	51.20	40.33	28.68	21.45	16.22
EV/EBITDA	22.07	34.18	119.75	94.35	77.47

资料来源：wind，天风证券研究所

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	156.3 元
目标价格	元

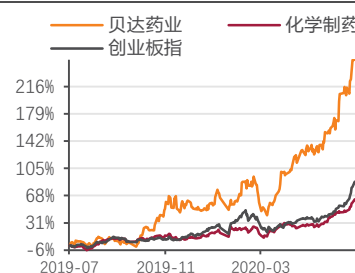
基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	379.38
A 股总市值(百万元)	47,855.34
流通 A 股市值(百万元)	45,274.71
每股净资产(元)	6.52
资产负债率(%)	41.63
一年内最高/最低(元)	122.88/39.82

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

- 《贝达药业-公司点评:投资引进 PD-1 和 CTLA-4, 进军免疫治疗优化大分子布局》 2020-06-23
- 《贝达药业-年报点评报告:年报业绩符合预期, 公司开始步入收获期》 2020-04-21
- 《贝达药业-公司点评:业绩符合预期, 管线品种不断充实》 2020-03-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	304.97	521.30	355.58	883.83	1,785.71	营业收入	1,224.17	1,553.92	2,185.04	2,921.92	3,864.44
应收票据及应收账款	63.81	56.03	185.15	72.12	118.65	营业成本	68.99	105.23	150.37	204.43	334.00
预付账款	3.17	13.28	42.58	19.56	73.04	营业税金及附加	13.32	16.88	30.83	34.92	47.57
存货	144.99	134.57	376.81	277.74	844.85	营业费用	496.35	562.99	764.76	1,028.52	1,356.42
其他	57.81	67.07	110.13	75.92	93.09	管理费用	174.68	256.94	356.16	482.12	629.90
流动资产合计	574.76	792.24	1,070.25	1,329.16	2,915.35	研发费用	303.70	326.36	454.49	610.68	807.67
长期股权投资	13.59	12.79	12.79	12.79	12.79	财务费用	13.65	44.31	32.96	29.15	34.32
固定资产	610.32	676.67	711.63	747.36	770.54	资产减值损失	1.06	0.00	0.19	0.42	0.20
在建工程	204.77	112.31	103.38	110.03	96.02	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,056.05	1,398.56	1,330.16	1,261.76	1,193.36	投资净收益	1.18	(0.80)	(12.65)	(12.65)	(12.65)
其他	1,000.59	1,140.76	1,055.06	1,068.38	1,087.76	其他	(29.46)	(24.56)	25.30	25.30	25.30
非流动资产合计	2,885.32	3,341.09	3,213.03	3,200.32	3,160.46	营业利润	180.71	266.56	382.63	519.03	641.71
资产总计	3,460.09	4,133.33	4,283.28	4,529.48	6,075.81	营业外收入	2.68	1.91	1.91	1.91	1.91
短期借款	360.00	363.23	50.00	280.00	300.00	营业外支出	1.02	2.01	1.29	1.44	1.58
应付票据及应付账款	188.33	112.55	450.51	305.82	841.31	利润总额	182.37	266.46	383.25	519.50	642.03
其他	202.78	229.41	520.19	270.31	801.11	所得税	18.85	40.62	58.42	79.19	97.86
流动负债合计	751.11	705.20	1,020.70	856.13	1,942.42	净利润	163.52	225.84	324.83	440.31	544.17
长期借款	280.00	280.00	280.00	300.00	320.00	少数股东损益	(3.30)	(4.98)	(7.57)	(9.62)	(12.19)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	166.82	230.82	332.40	449.93	556.36
其他	227.26	678.92	331.82	412.67	474.47	每股收益(元)	0.42	0.58	0.83	1.12	1.39
非流动负债合计	507.26	958.92	611.82	712.67	794.47						
负债合计	1,258.37	1,664.12	1,632.53	1,568.80	2,736.89	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	13.98	8.68	1.48	(7.97)	(19.89)	成长能力					
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	营业收入	19.27%	26.94%	40.61%	33.72%	32.26%
资本公积	609.79	654.87	654.87	654.87	654.87	营业利润	-18.23%	47.51%	43.54%	35.65%	23.63%
留存收益	1,782.47	2,007.60	2,248.27	2,567.65	2,957.81	归属于母公司净利润	-35.27%	38.37%	44.01%	35.36%	23.65%
其他	(605.53)	(602.93)	(654.87)	(654.87)	(654.87)	获利能力					
股东权益合计	2,201.71	2,469.22	2,650.76	2,960.68	3,338.92	毛利率	94.36%	93.23%	93.12%	93.00%	91.36%
负债和股东权益总	3,460.09	4,133.33	4,283.28	4,529.48	6,075.81	净利率	13.63%	14.85%	15.21%	15.40%	14.40%
						ROE	7.63%	9.38%	12.55%	15.16%	16.56%
						ROIC	8.70%	13.51%	18.75%	23.26%	28.42%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	36.37%	40.26%	38.11%	34.64%	45.05%
净利润	163.52	225.84	332.40	449.93	556.36	净负债率	15.22%	4.96%	-0.96%	-10.26%	-34.91%
折旧摊销	99.90	143.46	102.36	106.03	109.23	流动比率	0.77	1.12	1.05	1.55	1.50
财务费用	15.53	46.73	32.96	29.15	34.32	速动比率	0.57	0.93	0.68	1.23	1.07
投资损失	(1.18)	0.80	12.65	12.65	12.65	营运能力					
营运资金变动	155.85	470.04	(76.11)	(57.75)	424.35	应收账款周转率	15.72	25.93	18.12	22.71	40.51
其它	(147.24)	(331.80)	(7.57)	(9.62)	(12.19)	存货周转率	10.00	11.12	8.55	8.93	6.88
经营活动现金流	286.40	555.07	396.69	530.39	1,124.72	总资产周转率	0.39	0.41	0.52	0.66	0.73
资本支出	144.07	20.57	407.10	(0.84)	(11.80)	每股指标(元)					
长期投资	(1.68)	(0.80)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.42	0.58	0.83	1.12	1.39
其他	(737.77)	(688.65)	(479.75)	(91.81)	(50.85)	每股经营现金流	0.71	1.38	0.99	1.32	2.80
投资活动现金流	(595.39)	(668.88)	(72.65)	(92.65)	(62.65)	每股净资产	5.46	6.14	6.61	7.40	8.38
债权融资	640.00	643.65	330.14	580.19	620.25	估值比率					
股权融资	15.45	48.43	(84.90)	(29.15)	(34.32)	市盈率	375.72	271.54	188.56	139.30	112.65
其他	(260.75)	(368.27)	(735.00)	(460.53)	(746.12)	市净率	28.65	25.47	23.66	21.11	18.66
筹资活动现金流	394.70	323.81	(489.76)	90.51	(160.19)	EV/EBITDA	22.07	34.18	119.75	94.35	77.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	26.72	42.16	149.25	112.60	89.98
现金净增加额	85.71	210.01	(165.72)	528.25	901.88						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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