

投资评级 **优于大市** 维持

核心产品迅速放量，研发管线有序推进

股票数据

05月05日收盘价(元)	66.60
52周股价波动(元)	39.54-74.83
总股本/流通A股(百万股)	417/416
总市值/流通市值(百万元)	27803/27691

相关研究

《主要产品持续放量，核心管线持续推进》
 2023.01.10

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.4	17.7	4.3
相对涨幅(%)	17.5	20.4	7.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:朱赵明

Tel:(021)23154120

Email:zzm12569@haitong.com

证书:S0850521070002

联系人:肖治健

Tel:(021)23219164

Email:xzj14562@haitong.com

投资要点:

● **事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 23.8 亿元 (同比+5.8%), 归母净利润 1.45 亿元 (同比-62.0%), 扣非归母净利润 0.3 亿元 (同比-91.3%)。2022Q4 实现营业收入 7.14 亿元 (同比+36.9%), 归母净利润 0.43 亿元 (同比+17.7%), 扣非归母净利润-0.33 亿元 (同比-270.4%)。公司 2022 年整体毛利率 88.7% (同比下降 3.5pct), 净利率 5.3% (同比下降 11.7pct), 公司 2022 全年销售费用率 32.8% (同比下降 3.5pct), 管理费用率 19.15% (同比上升 4.6pct), 研发费用率 29.4% (同比上升 4.2pct)。公司 2022 年利润下降的主要原因为: (1) 40 余项在研项目推进导致研发费用同增 23.7%; (2) 股份支付费用对净利润的影响为 1.3 亿元, 比上年同期增加 0.57 亿元。2022 年管理费用率同比上升是由于报告期内股权激励费用、无形资产摊销费用等增加; 财务费用率同比上升是由于报告期内计提回购国新国同股权相关利息支出。公司发布 2023 年一季报: 2023Q1 收入 5.3 亿元 (同比-9.08%), 归母净利润 0.5 亿元 (同比-38.58%), 扣非归母净利润 0.18 亿元 (同比-75.50%)。公司 2023Q1 毛利率 85.3% (同比下降 2.7pct)。公司 2023Q1 销售费用率 29.0% (同比下降 1.9pct), 管理费用率 19.2% (同比下降 3.6pct), 研发费用率 33.0% (同比上升 14.6pct)。

● **核心产品销售稳定。** 公司 3 款上市产品中, 埃克替尼 (凯美纳) 是中国目前唯一纳入国家医保目录的术后辅助治疗 EGFR-TKI, 其 2022 年销量同比增长 29.54%; 恩沙替尼 (贝美纳) 一线治疗 NSCLC 适应症于 2023 年初被纳入国家医保, 2022 年销量同比增长 684.32%; 贝伐珠单抗 (贝安汀) 于 2021 年 11 月上市后快速实现营业收入。

● **后续管线储备丰富, 多条管线进入收获期。** 公司目前有 40 余项在研项目持续推进, 其中 (1) 贝福替尼 (三代 EGFR TKI) NSCLC 一线、二线治疗适应症均进入 NDA 阶段, 术后辅助 III 期推进中; (2) 恩沙替尼 (贝美纳) 术后辅助治疗适应症推进中, NSCLC 一线治疗的全球多中心临床试验推进中, 公司将积极推进该产品向美国食品药品监督管理局递交一线适应症的上市申请准备工作; (3) 伏罗尼布治疗既往 VEGFR-TKI 一线治疗失败的转移性肾癌的适应症已进入 NDA 阶段; (4) BPI-16350 (CDK4/6 抑制剂) 联合氟维司群治疗内分泌治疗后进展的 HR 阳性/HER2 阴性的乳腺癌适应症处在 III 期临床试验阶段; (5) Balstilimab (PD-1 单抗)、Zalifrelimab (CTLA-4 单抗) 均已进入临床 II 期, 另有 MCLA-129 (EGFR/c-Met 双特异性抗体)、BPI-460372 (TEAD 抑制剂)、BPI-452080 (HIF-2 α 抑制剂) 等多条临床 I 期管线有序推进中。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2246	2377	2843	3811	4791
(+/-)YoY(%)	20.1%	5.8%	19.6%	34.0%	25.7%
净利润 (百万元)	383	145	332	467	550
(+/-)YoY(%)	-36.8%	-62.0%	128.3%	40.6%	17.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.92	0.35	0.80	1.12	1.32
毛利率(%)	92.2%	88.7%	90.1%	91.0%	91.0%
净资产收益率(%)	8.4%	3.0%	6.6%	8.9%	10.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利与估值。**我们预计 2023-25 年归母净利润分别为 3.3 亿、4.7 亿、5.5 亿元，同比增长 128.3%、40.6%、17.8%，EPS 分别为 0.80、1.12、1.32 元。考虑到公司深耕肺癌领域，并向其他疾病领域拓展，已完成小分子到大分子的研发生产能力攻关，核心产品埃克替尼、恩沙替尼、贝伐珠单抗销量稳定增长，第三代 EGFR-TKI 贝福替尼获批在即，多个在研管线有序推进，有望陆续上市，我们给予公司 2023 年 95-105 倍 PE，对应合理价值区间 75.53-83.49 元，对应 11-12 倍 PS，给与“优于大市”评级。
- **风险提示：**新药研发风险、新药审批风险、新药上市风险、技术迭代风险等。

表 1 公司分项业务拆分及预测

	2021	2022	2023E	2024E
总收入 (百万元)	2246	2377	2843	3811
YoY (%)	20%	6%	20%	34%
毛利率 (%)	92%	89%	90%	91%
埃克替尼 (百万元)	2075	1735	1798	1805
YoY (%)	14%	-16%	4%	0%
毛利率 (%)	95%	95%	95%	95%
恩沙替尼 (百万元)	159	464	696	1198
YoY (%)	554%	191%	50%	72%
毛利率 (%)	93%	94%	95%	95%
贝福替尼 (百万元)			81	439
YoY (%)				439%
毛利率 (%)			93%	94%
贝伐珠单抗 (百万元)		144	204	252
YoY (%)			42%	23%
毛利率 (%)		75%	76%	77%
CM-082 (百万元)			30	67
YoY (%)				126%
毛利率 (%)			90%	90%
MCLA-129 (百万元)				16
YoY (%)				
毛利率 (%)				75%
其他 (百万元)	12	34	34	34

资料来源：公司 2022 年报，Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司 PE 估值表

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
600276.SH	恒瑞医药	47.47	0.71	0.61	0.75	0.91	66.84	77.82	63.46	52.33
688578.SH	艾力斯	26.70	0.04	0.29	0.63	1.22	657.47	92.07	42.23	21.88
688321.SH	微芯生物	24.48	0.05	0.04	0.18	0.29	489.60	612.00	142.00	84.41
688336.SH	三生国健	18.35	0.03	0.08	0.09	0.14	611.67	229.38	203.89	131.07
	均值						456.40	252.82	112.89	72.42

注：收盘价为 2023 年 5 月 6 日价格，EPS：恒瑞医药、艾力斯、微芯生物、三生国健为 Wind 一致预期。原可比公司估值表中的科伦药业被替换为微芯生物、三生国健的原因：科伦药业业务布局丰富，涵盖输液、非输液制剂、原料药、创新药领域，创新药板块仅为其众多业务板块之一；而微芯生物、三生国健与贝达药业均为聚焦创新药的药企，研发管线主要为创新品种，并且均为国内上市创新药企中少数实现盈利的企业，将其作为贝达药业的可比公司更为合适。

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 可比公司 PS 估值表

股票代码	公司简称	收盘市值 (亿元)	营业收入 (百万元)				PS (倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600276.SH	恒瑞医药	3028	25905	21275	24580	28509	12	14	12	11
688578.SH	艾力斯	120	530	791	1511	2303	23	15	8	5
688321.SH	微芯生物	101	430	530	814	1184	23	19	12	9
688336.SH	三生国健	113	929	825	942	1103	12	14	12	10
	均值						17	16	11	9

注：收盘价为 2023 年 5 月 6 日价格，营业收入：恒瑞医药、艾力斯、微芯生物、三生国健为 Wind 一致预期。原可比公司估值表中的科伦药业被替换为微芯生物、三生国健的原因：科伦药业业务布局丰富，涵盖输液、非输液制剂、原料药、创新药领域，创新药板块仅为其众多业务板块之一；而微芯生物、三生国健与贝达药业均为聚焦创新药的药企，研发管线主要为创新品种，并且均为国内上市创新药企中少数实现盈利的企业，将其作为贝达药业的可比公司更为合适。

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2377	2843	3811	4791
每股收益	0.35	0.80	1.12	1.32	营业成本	269	281	343	431
每股净资产	11.64	12.10	12.61	13.07	毛利率%	88.7%	90.1%	91.0%	91.0%
每股经营现金流	0.74	1.74	0.91	2.01	营业税金及附加	18	17	26	32
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	779	967	1296	1653
P/E	195.21	85.52	60.82	51.63	营业费用率%	32.8%	34.0%	34.0%	34.5%
P/B	5.84	5.62	5.39	5.20	管理费用	455	426	610	814
P/S	11.94	9.96	7.43	5.91	管理费用率%	19.2%	15.0%	16.0%	17.0%
EV/EBITDA	46.91	54.87	45.68	42.38	EBIT	206	357	472	521
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	176	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	88.7%	90.1%	91.0%	91.0%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利润率	6.1%	11.7%	12.2%	11.5%	投资收益	-20	-23	-31	-40
净资产收益率	3.0%	6.6%	8.9%	10.1%	营业利润	95	368	503	587
资产回报率	1.8%	4.0%	4.9%	5.5%	营业外收支	-7	0	0	0
投资回报率	4.4%	4.2%	5.2%	5.3%	利润总额	88	368	503	587
盈利增长 (%)					EBITDA	460	538	658	712
营业收入增长率	5.8%	19.6%	34.0%	25.7%	所得税	-37	55	70	88
EBIT 增长率	-45.9%	73.4%	32.2%	10.5%	有效所得税率%	-42.5%	15.0%	14.0%	15.0%
净利润增长率	-62.0%	128.3%	40.6%	17.8%	少数股东损益	-21	-19	-34	-51
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	145	332	467	550
资产负债率	37.3%	38.8%	44.2%	45.8%					
流动比率	0.82	0.71	0.69	0.63	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.60	0.53	0.49	0.44	货币资金	731	1027	868	1098
现金比率	0.35	0.43	0.26	0.29	应收账款及应收票据	451	284	701	537
经营效率指标					存货	372	324	524	542
应收账款周转天数	45.61	45.00	45.00	45.00	其它流动资产	179	70	235	190
存货周转天数	445.82	445.00	445.00	445.00	流动资产合计	1733	1704	2328	2368
总资产周转率	0.34	0.35	0.43	0.49	长期股权投资	108	108	108	108
固定资产周转率	3.73	4.71	6.16	7.62	固定资产	595	613	625	633
					在建工程	1448	1848	2248	2648
					无形资产	1219	1319	1419	1519
					非流动资产合计	6177	6691	7200	7704
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	7910	8396	9528	10071
净利润	145	332	467	550	短期借款	380	761	1141	1522
少数股东损益	-21	-19	-34	-51	应付票据及应付账款	591	347	796	709
非现金支出	260	181	186	191	预收账款	1	2	2	2
非经营收益	76	-11	-31	-66	其它流动负债	1132	1297	1421	1531
营运资金变动	-154	245	-209	214	流动负债合计	2105	2406	3360	3764
经营活动现金流	307	728	378	839	长期借款	656	656	656	656
资产	-1010	-650	-622	-580	其它长期负债	192	192	192	192
投资	-314	-10	-10	-10	非流动负债合计	848	848	848	848
其他	0	-23	-31	-40	负债总计	2952	3254	4208	4612
投资活动现金流	-1324	-684	-663	-629	实收资本	417	417	417	417
债权募资	1036	380	380	380	归属于母公司所有者权益	4849	5052	5265	5455
股权募资	54	-1	0	0	少数股东权益	109	89	55	5
其他	-148	-128	-254	-360	负债和所有者权益合计	7910	8396	9528	10071
融资活动现金流	942	252	126	20					
现金净流量	-61	296	-159	230					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
朱赵明 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。