

贝达药业 (300558.SH)

增持 (维持)

业绩实现恢复，静待后续管线进展

2023年05月01日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	68.14
总股本(百万股)	417.47
流通股本(百万股)	415.78
净资产(百万元)	4,893.72
总资产(百万元)	7979.05
每股净资产(元)	11.72

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《贝达药业(300558.SZ)2022年三季报点评:短期因素收入利润承压,应收账款改善》2022-10-31

《贝达药业(300558.SZ)2022年半年报点评:收入符合预期,研发费用波动短期利润承压》2022-08-28

《贝达药业(300558.SZ)2022年一季报点评:收入超预期,股权激励使得利润承压》2022-04-27

《贝达药业(300558.SZ)2021年年报点评:销售持续增长,多品种放量可期》2022-04-08

《贝达药业(300558)2021年半年报点评:销售符合预期,管线进展加速》2021-08-11

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

杨希成

yangxicheng@xyzq.com.cn

S0190522090002

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年全年, 公司实现营业总收入 23.77 亿元 (同比+5.82%), 实现归母净利润 1.45 亿元 (同比-62.04%), 实现扣非归母净利润 0.30 亿元 (同比-91.25%)。公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度, 公司实现营业总收入 5.32 亿元 (同比-9.08%), 实现归母净利润 0.51 亿元 (同比-38.58%), 实现扣非归母净利润 0.18 亿元 (同比-75.50%)。
- **点评:** 公司在压力下业绩实现恢复, 核心品种埃克替尼、恩沙替尼销量实现较快增长, 恩沙替尼和贝福替尼展现亮眼数据, 后续销售空间进一步打开, 早期差异化管线梯队已经构建, 布局丰富, 毛利率出现一定幅度下降, 期间费用率季度波动。
- **盈利预测与估值:** 随着埃克替尼的持续放量, 恩沙替尼一线进入医保, 公司收入端有望保持较快增速, 后期管线的顺利推进将使公司有望在几年内拥有多款上市药物, 随着自研实力的加强、公司对肺癌及其他肿瘤管线的丰富布局以及产品国际化的逐步落地, 公司长期发展可期。我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 为 0.88 元、1.37 元、1.73 元, 对应 2023 年 04 月 28 日收盘价 PE 分别为 75.4、48.2、38.3 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新药研发不达预期, 产品销售不达预期

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2377	3011	3953	5082
同比增长 (%)	5.8%	26.7%	31.3%	28.5%
归母净利润(百万元)	145	365	571	719
同比增长 (%)	-62.0%	150.8%	56.5%	25.9%
毛利率	88.7%	91.1%	91.5%	91.4%
ROE	3.0%	7.3%	10.3%	11.4%
每股收益(元)	0.35	0.88	1.37	1.73
市盈率	189.2	75.4	48.2	38.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 公司发布 2022 年年报, 2022 年全年, 公司实现营业总收入 23.77 亿元(同比+5.82%), 实现归母净利润 1.45 亿元(同比-62.04%), 实现扣非归母净利润 0.30 亿元(同比-91.25%)。
- 公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度, 公司实现营业总收入 5.32 亿元(同比-9.08%), 实现归母净利润 0.51 亿元(同比-38.58%), 实现扣非归母净利润 0.18 亿元(同比-75.50%)。

点评

- **压力下业绩实现恢复, 核心品种销量实现增长。**公司公布 2022 年年报和 2023 年一季报, 2022 年全年, 公司实现营业总收入 23.77 亿元(同比+5.82%), 全年实现归母净利润 1.45 亿元(同比-62.04%), 实现扣非归母净利润 0.30 亿元(同比-91.25%)。2023 年 Q4 单季度, 公司实现营业收入 7.14 亿元(同比+36.91%, 环比+74.39%), 实现归母净利润 0.43 亿元(同比+17.67%), 实现扣非归母净利润-0.32 万元(去年同期 0.19 万元), 实现经营现金流净额 0.97 万元。2023 年 Q1 单季度, 公司实现营业总收入 5.32 亿元(同比-9.08%), 实现归母净利润 0.51 亿元(同比-38.58%), 实现扣非归母净利润 0.18 亿元(同比-75.50%)。应收账款 3.50 亿元(2023 年初为 4.33 亿元)。在 2022 年 Q4 和 2023 年 Q1 公司受到大环境压力的情况下, 季度收入恢复到正常水平。公司核心产品销量放量迅速, 2022 年全年埃克替尼销量同比增长 29.54%, 恩沙替尼销量同比增长 684.32%, 2022 年 Q4 和 2023 年 Q1 季度的波动与库存节奏有关, 截至 2023 年一季度末, 应收账款 3.50 亿元(2023 年初为 4.33 亿元)。
- **后期管线数据亮眼, 有望迅速打开空间。**差异化挖掘产品竞争力是公司凯美纳能够快速放量的关键, 在已经获批或者处于上市申请阶段的产品中, 公司不断挖掘数据价值, 有望迅速打开产品商业化空间。在 2022 年 12 月 MSK-CTONGSymposium 上, 恩沙替尼 eXalt3 MRCTIII 期一线临床研究亚裔疗效数据发布。中国共入组了 140 名患者, 占亚裔总人群的 93%, 中位随访时间为 35.6 个月, 在基线无脑转移的患者中, 恩沙替尼组 IRC 评估的中位 PFS 未达到, INV 评估的中位 PFS 为 47.1 个月, 基线脑转移的患者中, 恩沙替尼组 IRC 评估的中位 PFS 达 23.9 个月, 亚裔人群中, 恩沙替尼组 IRC 评估的中位 PFS 达 41.5 个月, 亚裔基线无脑转移人群中, 恩沙替尼组 4 年 OS 率达 75.7%, 且恩沙替尼在亚裔患者中耐受性良好, 出色的 PFS 和 OS 数据有望帮助恩沙替尼在亚裔市场有更好推广, 目前, 恩沙替尼还在进行辅助治疗适应症三期临床试验, 并且一线适应症成功纳入 2022 医保目录, 有望进一步打开空间。

贝福替尼是公司和益方合作开发的三代EGFR抑制剂,在2022年ESMO ASIA会议上公布了其一线治疗的最新数据,与对照组埃克替尼相比,贝福替尼展现出疗效显著优势,mPFS为22.2月vs13.8月(HR=0.49),展现出较好的疗效,有望和埃克替尼配合,进一步夯实公司在EGFR突变非小细胞肺癌中的优势。

- **早期管线布局丰富,形成较好管线梯队。**公司管线进一步丰富,新增TEAD、HIF2 α 、CD73三款针对小分子的实体瘤产品进入临床,与此同时,公司自研首款大分子产品,靶向PD-L1/GARP的三功能双抗产品BPB-101进入临床,公司逐渐构建差异化的管线梯队,多款产品在同类型药物进度位于中国或全球前列,有望进一步提升公司未来的核心竞争力。

表 1、贝达早期临床管线

药品名称	靶点	适应症	临床阶段
MCLA-129 (中国权益)	EGFR/c-Met	用于EGFR或MET异常的晚期实体瘤患者	临床I期
MRX-2843	MerTK/FLT3	急性髓系白血病	临床I/II期
		晚期实体瘤	临床I期
BPI-28592	NTRK	NTRK基因变异的局部晚期或转移性实体瘤患者	临床I期
BPI-43487	FGFR4	FGF19扩增的肝细胞癌、胆管细胞癌等实体瘤	临床I期
BPI-361175	4rd EGFR	EGFR C797S突变及其他EGFR相关突变的晚期NSCLC	中美临床I期
BPI-21668	PI3K α	PIK3CA基因突变的晚期实体瘤	临床I期
BPI-421286	KRAS G12C	携带KRASG12C突变的不可切除、局部晚期或转移性实体瘤患者	临床I期
BPI-371153	PD-L1	晚期实体瘤/淋巴瘤	获批临床
BPI-442096	SHP2	晚期实体瘤	中美临床I期
BPI-460372	TEAD	晚期实体瘤	中美临床I期
BPI-452080	HIF2 α	晚期实体瘤	临床I期
BPI-472372	CD73	晚期实体瘤	临床I期
BPB-101	PD-L1/GARP	晚期实体瘤	临床I期

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- **毛利率下降,期间费用率季度波动:** 2022年全年,公司综合毛利率88.69%(同比-3.54PP),销售费用率32.78%(同比-3.50PP),管理费用率19.15%(同比+4.60PP),研发费用率29.45%(同比+4.25PP)。财务费用1.76亿元(去年同期121.44万元)。2022年Q4单季度,公司综合毛利率88.97%(同比-1.64PP),销售费用率40.46%(同比+11.77PP),管理费用率3.66%(同比-19.72PP),主要因为股权激励摊销发生变化,研发费用率30.53%(同比-7.90PP)。财务费

用 1.69 亿元（去年同期 238.87 万元），主要因为计提回购国新国同股权相关利息支出。2023 年 Q1 单季度，公司综合毛利率 85.28%（同比-2.67PP），销售费用率 28.99%（同比-1.90PP），管理费用率 19.15%（同比-3.61PP），研发费用率 32.99%（同比+14.58PP）。财务费用 1776.07 万元（去年同期 247.80 万元）。在原材料价格上升和产品降价的影响下，毛利率出现小幅下滑，研发费用波动与研发投入节奏有关。

- **盈利预测与评级：**随着埃克替尼的持续放量，恩沙替尼一线进入医保，公司收入端有望保持较快增速，后期管线的顺利推进将使公司有望在几年内拥有多款上市药物，随着自研实力的加强、公司对肺癌及其他肿瘤管线的丰富布局以及产品国际化的逐步落地，公司长期发展可期。我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 为 0.88 元、1.37 元、1.73 元，对应 2023 年 04 月 28 日收盘价 PE 分别为 75.4、48.2、38.3 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新药研发不达预期，产品销售不达预期

表 1、贝达药业分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	521	585	669	409	714	36.9%	2246	2377	5.8%
营业成本	50	70	68	51	79	57.8%	174	269	54.0%
毛利	472	514	600	358	635	34.7%	2071	2108	1.8%
销售费用	150	181	260	50	289	93.1%	815	779	-4.4%
管理费用	122	133	176	120	26	-78.6%	327	455	39.3%
财务费用	2	2	-0	5	169	6956.6%	1	176	14357.7%
研发费用	200	108	209	165	218	8.8%	566	700	23.7%
资产减值	0	0	0	0	-4	-	0	-4	-
公允价值	1	-1	0	0	0	-100.0%	1	-1	-200.0%
投资收益	4	1	-1	-1	-19	-617.1%	15	-20	-231.1%
营业利润	12	97	-22	19	1	-93.4%	396	95	-76.0%
利润总额	11	96	-24	18	-3	-123.6%	390	88	-77.5%
归母净利润	36	84	11	8	43	17.7%	383	145	-62.0%
EPS	0.087	0.201	0.027	0.019	0.102	17.7%	0.920	0.349	-62.0%
销售费用率	28.7%	30.9%	38.8%	12.2%	40.5%	11.8pcts	36.3%	32.8%	-3.5pcts
管理费用率	23.4%	22.8%	26.4%	29.2%	3.7%	-19.7pcts	14.6%	19.2%	4.6pcts
财务费用率	0.5%	0.4%	0.0%	1.2%	23.6%	23.2pcts	0.1%	7.4%	7.3pcts
研发费用率	38.4%	18.4%	31.3%	40.3%	30.5%	-7.9pcts	25.2%	29.4%	4.2pcts
所得税率	-238.5%	17.3%	-129.5%	85.9%	1500.6%	1262.2pcts	2.7%	-42.5%	-45.1pcts
毛利率	90.4%	88.0%	89.8%	87.5%	89.0%	-1.5pcts	92.2%	88.7%	-3.5pcts
净利率	6.9%	14.3%	1.7%	2.0%	6.0%	-1.0pcts	17.1%	6.1%	-10.9pcts

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1733	1781	3324	4818
货币资金	731	833	2077	3226
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	451	364	528	699
预付款项	13	27	32	38
存货	372	397	497	637
其他	166	160	189	218
非流动资产	6177	6249	6114	6019
长期股权投资	108	108	108	108
固定资产	595	1209	1398	1376
在建工程	1448	724	362	181
无形资产	1219	1401	1438	1547
商誉	414	414	414	414
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	2394	2394	2394	2394
资产总计	7910	8030	9438	10836
流动负债	2105	1718	2050	2250
短期借款	380	254	296	282
应付票据及应付账款	591	553.53	729.85	930.77
其他	1133	911	1024	1038
非流动负债	848	1213	1724	2210
长期借款	656	1093	1604	2090
其他	192	120	120	120
负债合计	2952	2932	3774	4460
股本	417	417	417	417
资本公积	2123	1932	1932	1932
未分配利润	1971	2307	2877	3596
少数股东权益	109	105	100	94
股东权益合计	4958	5098	5664	6376
负债及权益合计	7910	8030	9438	10836

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	145	365	571	719
折旧和摊销	247	236	307	335
资产减值准备	6	-0	1	1
资产处置损失	-89	0	0	0
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	186	12	4	1
投资损失	20	8	12	11
少数股东损益	-21	-3	-5	-7
营运资金的变动	-286	43	-89	-105
经营活动产生现金流量	307	589	799	955
投资活动产生现金流量	-1324	-316	-184	-251
融资活动产生现金流量	942	-171	628	444
现金净变动	-61	102	1244	1149
现金的期初余额	792	731	833	2077
现金的期末余额	731	833	2077	3226

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2377	3011	3953	5082
营业成本	269	269	336	435
税金及附加	18	21	28	36
销售费用	779	994	1305	1677
管理费用	455	572	712	915
研发费用	700	813	1028	1321
财务费用	176	12	4	1
其他收益	52	46	48	47
投资收益	-20	-8	-12	-11
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0
资产处置收益	89	0	0	0
营业利润	95	368	578	734
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	88	361	571	727
所得税	-37	0	6	15
净利润	125	361	566	712
少数股东损益	-21	-3	-5	-7
归属母公司净利润	145	365	571	719
EPS(元)	0.35	0.88	1.37	1.73

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	5.8%	26.7%	31.3%	28.5%
营业利润增长率	-76.0%	288.4%	57.1%	26.9%
归母净利润增长率	-62.0%	150.8%	56.5%	25.9%
盈利能力				
毛利率	88.7%	91.1%	91.5%	91.4%
归母净利率	6.1%	12.1%	14.4%	14.1%
ROE	3.0%	7.3%	10.3%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	37.3%	36.5%	40.0%	41.2%
流动比率	0.82	1.04	1.62	2.14
速动比率	0.65	0.81	1.38	1.86
营运能力				
资产周转率	33.5%	37.8%	45.3%	50.1%
应收帐款周转率	787.4%	753.0%	883.2%	825.4%
存货周转率	80.8%	69.8%	75.0%	76.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.35	0.88	1.37	1.73
每股经营现金	0.74	1.41	1.92	2.29
每股净资产	11.65	11.99	13.36	15.09
估值比率(倍)				
PE	189.2	75.4	48.2	38.3
PB	5.7	5.5	4.9	4.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn