

贝福替尼获批在即，创新管线加速推进

投资要点

- 业绩总结:** 公司2022年实现营业收入23.8亿元(+5.82%)，实现归母净利润1.5亿元(-62.04%)。其中，第四季度实现营业收入7.1亿元(+36.9%)，实现归母净利润0.4亿元(+17.7%)。2023年一季度实现营业收入5.3亿元(-9.1%)，实现归母净利润0.5亿元(-38.6%)。
- 股票激励费用和计提回购股权财务费用短期影响利润，研发投入持续加大。** 2022年管理费用率19.2%(+4.6pp)，管理费用4.6亿元(+39.3%)，包括限制性股票激励费用为1.3亿元。销售费用率为32.8%(-3.5pp)，药品销量增加导致药品销售成本较上年同期增加1.1亿元。研发费用率为29.4%(+4.2pp)，研发投入达9.8亿元(+13.6%)，40余项在研项目持续推进。财务费用率为7.4%(+7.3pp)，主要系计提回购国新同股权相关利息支出。
- 埃克替尼销量维持增长趋势，恩莎替尼销量高速增长。** 2022年凯美纳销量同比增长29.54%，贝美纳销量同比增长684.32%，贝安汀逐步打开市场。埃克替尼2021年新获批术后辅助治疗并纳入国家医保目录加速放量。恩莎替尼二线治疗局部晚期或转移性NSCLC于2021年底纳入国家医保目录快速放量，一线适应症于2022年3月获批上市，一线、二线共同发力提高竞争力和可及性，术后辅助适应症临床已开始入组。
- 贝福替尼等两款新药预计2023年获批，CDK4/6一期临床数据值得期待。** 2023Q1研发投入2.5亿元(+52.7%)，其中研发费用1.8亿元(+62.9%)。目前，公司40余项在研项目持续推进，三代EGFR贝福替尼、伏罗尼布片上市申请正在审批过程中，有望2023年Q2获批上市。BPI-16350(CDK4/6) III期临床、贝美纳术后辅助适应症、贝福替尼术后辅助适应症等5个新药/新适应症处于临床后期阶段。1个新药的海外临床获美国FDA批准(BPI-442096)。EGFR/C-met双抗快速推进，BPI-16350的I期临床数据预计于2023ASCO大会披露，值得期待。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为3.2亿元、4.4亿元、6亿元，对应PE分别为89、64、47倍。公司核心产品埃克替尼保持稳健，新产品恩莎替尼贡献增量，在研管线顺利推进，贝福替尼等新药将陆续上市贡献未来业绩增量。维持“持有”评级。
- 风险提示:** 产品研发进展低于预期、已上市产品销售低于预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2376.63	2967.23	3479.97	4141.99
增长率	5.82%	24.85%	17.28%	19.02%
归属母公司净利润(百万元)	145.42	319.95	441.16	599.88
增长率	-62.04%	120.02%	37.88%	35.98%
每股收益EPS(元)	0.35	0.77	1.06	1.44
净资产收益率ROE	2.52%	6.25%	8.02%	9.98%
PE	195	89	64	47
PB	5.86	5.67	5.27	4.81

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.17
流通A股(亿股)	4.16
52周内股价区间(元)	39.85-71.3
总市值(亿元)	284.46
总资产(亿元)	65.84
每股净资产(元)	11.25

相关研究

- 贝达药业(300558): 多重因素短期影响业绩, 创新管线持续推进 (2022-11-02)
- 贝达药业(300558): 激励费用短期影响利润, 产品销量快速增长 (2022-08-25)

盈利预测

关键假设：

假设 1：新产品贝福替尼、伏罗尼布于 2023 年获批上市；

假设 2：随着新产品的获批上市，药品板块 2023-2025 年毛利率分别为 88.3%、89%、89.4%；

假设 3：埃克替尼保持稳定，恩莎替尼快速放量，新产品陆续贡献增量，药品板块销量稳健增长，销量增速分别为 25.2%、17.5%、19.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
药品销售	收入	2342.5	2933.0	3445.8	4107.8
	增速	6.2%	25.2%	17.5%	19.2%
	毛利率	89.5%	88.3%	89.0%	89.4%
其他	收入	34.2	34.2	34.2	34.2
	增速	-14.7%	0	0	0
	毛利率	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
合计	收入	2376.6	2967.2	3480.0	4142.0
	增速	5.8%	24.9%	17.3%	19.0%
	毛利率	88.5%	87.7%	88.4%	88.9%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2376.63	2967.23	3479.97	4141.99	净利润	124.76	319.95	441.16	599.88
营业成本	268.69	314.30	337.22	383.35	折旧与摊销	246.62	211.34	211.34	211.34
营业税金及附加	17.53	21.89	25.67	30.55	财务费用	175.57	40.00	40.00	40.00
销售费用	779.06	1008.86	1259.75	1511.83	资产减值损失	-3.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	455.16	602.35	626.40	704.14	经营营运资本变动	-223.65	188.50	-67.13	-56.55
财务费用	175.57	40.00	40.00	40.00	其他	-13.04	-10.59	-7.30	-10.04
资产减值损失	-3.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	306.74	749.20	618.08	784.63
投资收益	-19.61	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1583.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.01	0.00	0.00	0.00	其他	259.56	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1324.34	10.00	10.00	10.00
营业利润	94.80	277.70	365.74	488.05	短期借款	380.39	-276.17	-104.22	0.00
其他非经营损益	-7.23	-8.18	-7.28	-7.57	长期借款	656.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	87.57	269.52	358.46	480.48	股权融资	193.70	0.00	0.00	0.00
所得税	-37.19	-50.43	-82.69	-119.40	支付股利	-103.85	-29.08	-63.99	-88.23
净利润	124.76	319.95	441.16	599.88	其他	-184.75	-888.51	-40.00	-40.00
少数股东损益	-20.66	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	941.52	-1193.76	-208.21	-128.23
归属母公司股东净利润	145.42	319.95	441.16	599.88	现金流量净额	-60.70	-434.56	419.87	666.40
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	731.28	296.72	716.59	1382.99	成长能力				
应收和预付款项	535.59	473.40	600.27	731.93	销售收入增长率	5.82%	24.85%	17.28%	19.02%
存货	372.17	435.34	465.09	529.98	营业利润增长率	-76.04%	192.95%	31.70%	33.44%
其他流动资产	93.78	117.09	137.32	163.44	净利润增长率	-67.13%	156.44%	37.88%	35.98%
长期股权投资	107.77	107.77	107.77	107.77	EBITDA 增长率	-8.65%	2.33%	16.64%	19.82%
投资性房地产	32.68	32.68	32.68	32.68	获利能力				
固定资产和在建工程	2043.07	1998.62	1954.17	1909.71	毛利率	88.69%	89.41%	90.31%	90.74%
无形资产和开发支出	3076.44	2909.55	2742.66	2575.77	三费率	59.32%	55.65%	55.35%	54.47%
其他非流动资产	917.35	917.35	917.35	917.35	净利率	5.25%	10.78%	12.68%	14.48%
资产总计	7910.15	7288.52	7673.90	8351.63	ROE	2.52%	6.25%	8.02%	9.98%
短期借款	380.39	104.22	0.00	0.00	ROA	1.58%	4.39%	5.75%	7.18%
应付和预收款项	752.74	926.04	1017.35	1140.94	ROIC	8.92%	7.55%	10.46%	14.08%
长期借款	656.03	656.03	656.03	656.03	EBITDA/销售收入	21.75%	17.83%	17.73%	17.85%
其他负债	1163.29	481.20	502.32	544.82	营运能力				
负债合计	2952.45	2167.49	2175.71	2341.78	总资产周转率	0.34	0.39	0.47	0.52
股本	417.47	417.47	417.47	417.47	固定资产周转率	3.73	5.18	6.58	8.56
资本公积	2123.46	2123.46	2123.46	2123.46	应收账款周转率	7.87	7.47	8.42	7.98
留存收益	2180.60	2471.46	2848.63	3360.28	存货周转率	0.81	0.78	0.75	0.77
归属母公司股东权益	4849.06	5012.38	5389.55	5901.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.47%	—	—	—
少数股东权益	108.64	108.64	108.64	108.64	资本结构				
股东权益合计	4957.70	5121.03	5498.19	6009.84	资产负债率	37.32%	29.74%	28.35%	28.04%
负债和股东权益合计	7910.15	7288.52	7673.90	8351.63	带息债务/总负债	35.10%	35.07%	30.15%	28.01%
					流动比率	0.82	1.00	1.45	1.88
					速动比率	0.65	0.67	1.09	1.52
					股利支付率	71.41%	9.09%	14.51%	14.71%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.77	1.06	1.44
					每股净资产	11.62	12.01	12.91	14.14
					每股经营现金	0.73	1.79	1.48	1.88
					每股股利	0.25	0.07	0.15	0.21
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	516.99	529.05	617.09	739.40					
PE	195.30	88.77	64.38	47.34					
PB	5.86	5.67	5.27	4.81					
PS	11.95	9.57	8.16	6.86					
EV/EBITDA	54.95	52.64	44.28	36.05					
股息率	0.37%	0.10%	0.23%	0.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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（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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrfy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymfy@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrfy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn