

贝达药业 (300558)

证券研究报告

2023年06月02日

核心品种放量符合预期，MCLA-129 研发进展顺利

事件:

近期公司发布 2023Q1 报告。2023Q1 公司实现营业收入 5.32 亿元，同比下降 9.1%；归母净利润 0.51 亿元，同比下降 38.6%。

核心品种埃克替尼与恩沙替尼放量整体符合预期

医保目录中，埃克替尼是首个获批术后辅助治疗适应症的 EGFR TKi，这有望进一步延长其生命周期，2022 年埃克替尼销量同比增长 29.54%，2023 年销量可能继续增长。2022 年恩沙替尼一线治疗 NSCLC 适应症获批，实现快速放量，销量同比增长 684.32%，2023 年 1 月该适应症进入国家医保目录，成为目录内 ALK 抑制剂首个国产创新药，预计恩沙替尼 2023 年销量有望大幅增长。

重磅产品贝福替尼获批上市，与 MCLA-129 与贝福替尼联用的临床试验受理

三代 TKi 贝福替尼二线治疗适应症于 2023 年 5 月 31 日获批上市，与一代 TKi 埃克替尼以及 MCLA-129 形成产品矩阵，有望加强公司在 EGFR 敏感突变的 NSCLC 领域的销售优势。贝福替尼一线适应症 NDA 申请已于 2023 年 1 月受理，根据公司披露，接受贝福替尼治疗的一线 NSCLC 患者 PFS 达到 22.1 个月，显著高于埃克替尼的 13.8 个月，刷新了第三代 EGFR-TKi 的最高 PFS 记录。此外根据公司公告，EGFR/cMet 双特异性抗体 MCLA-129 与三代 TKi 贝福替尼联合用于一线治疗 EGFR 敏感突变的 NSCLC 患者的临床申请已获得 CDE 受理，有望今年开展。根据强生披露的同靶点药物联用方案的数据，ORR 达到 100%，截止至数据披露，中位随访时间为 22.3 个月，70% 的患者处于无进展生存期，提示其治疗效果有可能超越现有的三代 EGFR TKi。

在研产品稳步推进，进一步丰富产品矩阵

CM-082 用于二线治疗转移性肾癌的 NDA 已经受理，我们预计有望于今年上市，为公司带来新的营收。BPI-16350 (CDK4/6 抑制剂) 治疗乳腺癌 III 期临床研究入组完成，I 期临床数据将在今年 ASCO 会议公布。公司持续拓展研发管线，目前分别有 3 款产品和 11 款产品处于临床 II 期和 I 期，覆盖晚期实体瘤、急性髓系白血病、淋巴瘤等多种适应症。此外，公司于 2023 年 AACR 年会公布 5 款潜力产品临床前数据，涉及 IDH 1/2、HIF-2 α 、CD73 等新型靶点公司自研能力有望逐步兑现。

盈利预测与投资评级

由于贝福替尼获批上市时间延后至 2023 年 5 月，我们将 2023-2024 年营业收入分别由 35.74、48.68 亿元下调至 28.85、38.52 亿元。考虑到公司毛利率小幅下降以及研发费用增长，我们将归母净利润分别由 5.43、6.88 亿元下调至 3.36、4.59 亿元。我们预计 2025 年公司收入为 48.38 亿元，归母净利润为 5.43 亿元，维持“增持”评级。

风险提示: 在研药物研发失败风险，商业化进展风险，经营风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,245.86	2,376.63	2,885.23	3,851.78	4,837.84
增长率(%)	20.08	5.82	21.40	33.50	25.60
EBITDA(百万元)	1,099.80	1,085.71	600.46	595.00	628.11
归属母公司净利润(百万元)	383.07	145.42	336.43	459.15	543.34
增长率(%)	(36.83)	(62.04)	131.35	36.47	18.34
EPS(元/股)	0.92	0.35	0.81	1.10	1.30
市盈率(P/E)	60.90	160.42	69.34	50.81	42.93
市净率(P/B)	5.11	4.81	4.58	4.25	3.90
市销率(P/S)	10.39	9.82	8.09	6.06	4.82
EV/EBITDA	28.97	19.11	37.76	35.99	34.18

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	55.88 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	417.47
流通 A 股股本(百万股)	415.78
A 股总市值(百万元)	23,328.06
流通 A 股市值(百万元)	23,233.86
每股净资产(元)	11.72
资产负债率(%)	37.36
一年内最高/最低(元)	74.83/39.54

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	联系人
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《贝达药业-半年报点评:费用增加压缩表观利润, 创新研发管线稳步推进》2022-09-12
- 《贝达药业-季报点评:表观利润受股权激励影响, 创新药商业化持续推进》2022-05-01
- 《贝达药业-年报点评报告:商业化品种数量持续增长, 研发深耕肺癌领域》2022-04-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	791.99	731.28	298.67	1,499.66	1,451.61	营业收入	2,245.86	2,376.63	2,885.23	3,851.78	4,837.84
应收票据及应收账款	173.38	450.62	202.58	230.03	313.33	营业成本	174.44	268.69	375.08	500.73	628.92
预付账款	30.56	12.57	65.50	39.57	81.71	营业税金及附加	15.19	17.53	17.16	25.79	32.28
存货	293.32	372.17	573.79	721.69	872.66	销售费用	814.72	779.06	945.78	1,262.61	1,561.65
其他	364.68	166.18	254.15	296.64	256.81	管理费用	326.79	455.16	504.91	654.80	822.43
流动资产合计	1,653.94	1,732.83	1,394.68	2,787.59	2,976.11	研发费用	565.95	699.90	913.16	1,238.33	1,531.15
长期股权投资	9.49	107.77	107.77	107.77	107.77	财务费用	1.21	175.57	142.67	27.11	28.83
固定资产	679.45	595.18	505.28	415.37	325.46	资产/信用减值损失	(0.64)	(6.02)	(3.52)	(2.35)	(3.13)
在建工程	639.67	1,447.89	1,447.89	1,447.89	1,447.89	公允价值变动收益	1.01	(1.01)	67.00	22.33	(37.22)
无形资产	2,434.47	2,662.86	2,505.77	2,348.69	2,191.61	投资净收益	14.96	(19.61)	153.81	153.81	153.81
其他	854.41	1,363.62	1,013.68	1,075.96	1,151.09	其他	(63.37)	(87.45)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4,617.50	6,177.31	5,580.38	5,395.67	5,223.81	营业利润	395.60	94.80	203.76	316.21	346.03
资产总计	6,271.43	7,910.15	6,975.06	8,183.26	8,199.92	营业外收入	2.70	2.26	1.72	2.22	2.07
短期借款	0.00	380.39	0.00	0.00	0.00	营业外支出	8.37	9.48	2.00	6.62	6.03
应付票据及应付账款	431.19	591.01	478.71	1,153.60	691.36	利润总额	389.93	87.57	203.47	311.81	342.07
其他	457.57	1,130.25	826.21	1,053.64	1,179.78	所得税	10.37	(37.19)	(86.41)	(85.52)	(128.12)
流动负债合计	888.76	2,101.65	1,304.91	2,207.25	1,871.14	净利润	379.56	124.76	289.89	397.33	470.19
长期借款	0.00	656.03	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(3.51)	(20.66)	(46.55)	(61.81)	(73.15)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	383.07	145.42	336.43	459.15	543.34
其他	696.78	191.63	511.89	466.77	390.10	每股收益(元)	0.92	0.35	0.81	1.10	1.30
非流动负债合计	696.78	847.66	511.89	466.77	390.10						
负债合计	1,585.64	2,952.45	1,816.80	2,674.02	2,261.24	主要财务比率					
少数股东权益	124.90	108.64	69.58	16.66	(49.05)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	415.39	417.47	417.47	417.47	417.47	成长能力					
资本公积	1,931.84	2,123.46	2,123.46	2,123.46	2,123.46	营业收入	20.08%	5.82%	21.40%	33.50%	25.60%
留存收益	2,139.02	2,180.60	2,462.94	2,855.99	3,344.13	营业利润	-41.88%	-76.04%	114.94%	55.19%	9.43%
其他	74.64	127.54	84.82	95.67	102.68	归属于母公司净利润	-36.83%	-62.04%	131.35%	36.47%	18.34%
股东权益合计	4,685.79	4,957.70	5,158.26	5,509.24	5,938.68	获利能力					
负债和股东权益总计	6,271.43	7,910.15	6,975.06	8,183.26	8,199.92	毛利率	92.23%	88.69%	87.00%	87.00%	87.00%
						净利率	17.06%	6.12%	11.66%	11.92%	11.23%
						ROE	8.40%	3.00%	6.61%	8.36%	9.07%
						ROIC	16.22%	11.83%	9.80%	9.87%	14.39%
						偿债能力					
						资产负债率	25.28%	37.32%	26.05%	32.68%	27.58%
						净负债率	-16.80%	20.70%	-1.10%	-21.37%	-17.23%
						流动比率	1.86	0.82	1.07	1.26	1.59
						速动比率	1.53	0.65	0.63	0.94	1.12
						营运能力					
						应收账款周转率	19.88	7.62	8.83	17.81	17.81
						存货周转率	9.32	7.14	6.10	5.95	6.07
						总资产周转率	0.39	0.34	0.39	0.51	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	0.92	0.35	0.81	1.10	1.30
						每股经营现金流	1.26	0.73	3.10	2.60	-0.75
						每股净资产	10.93	11.62	12.19	13.16	14.34
						估值比率					
						市盈率	60.90	160.42	69.34	50.81	42.93
						市净率	5.11	4.81	4.58	4.25	3.90
						EV/EBITDA	28.97	19.11	37.76	35.99	34.18
						EV/EBIT	34.23	24.73	64.15	61.54	56.32

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	379.56	124.76	336.43	459.15	543.34
折旧摊销	169.12	246.62	246.99	246.99	246.99
财务费用	19.40	186.25	142.67	27.11	28.83
投资损失	(14.96)	19.61	(153.81)	(153.81)	(153.81)
营运资金变动	46.61	(1,318.11)	702.26	544.70	(867.61)
其它	(73.11)	1,047.60	20.45	(39.48)	(110.37)
经营活动现金流	526.63	306.74	1,295.01	1,084.66	(312.63)
资本支出	1,332.13	1,802.38	(320.25)	45.12	76.67
长期投资	9.49	98.27	0.00	0.00	0.00
其他	(2,323.75)	(3,225.00)	340.06	64.02	151.59
投资活动现金流	(982.13)	(1,324.34)	19.81	109.14	228.26
债权融资	3.67	1,576.93	(1,658.11)	53.54	77.08
股权融资	60.05	246.60	(89.33)	(46.35)	(40.75)
其他	(159.28)	(882.01)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(95.56)	941.52	(1,747.43)	7.19	36.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(551.05)	(76.08)	(432.62)	1,200.99	(48.05)

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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