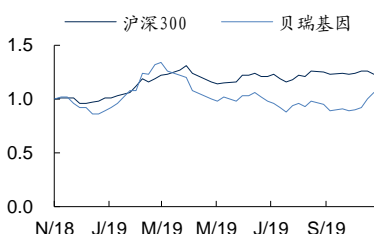


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
贝瑞基因(000710)
买入
2019年三季度点评

(首次评级)

2019年11月21日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	355/142
总市值/流通(百万元)	12,943/5,174
上证综指/深圳成指	2,891/9,648
12个月最高/最低(元)	47.26/28.50

证券分析师：朱寒青

 电话：0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002

证券分析师：谢长雁

 电话：0755-22940793
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评
基因测序龙头，肿瘤早筛潜力巨大
● 基因测序技术发展推动成本下降，市场迅速增长

随着基因测序技术的升级，测序成本不断下降，有效的临床应用转化、政策规范化等共同促使基因测序行业高速发展。根据 Grand View Research 预测，2025 年全球测序市场达 197 亿美元，五年复合增速超 20%。中国目前测序市场规模估计不到百亿元。

● 基因测序龙头，NIPT 产品升级，肿瘤早筛数据优秀

目前基因测序行业最为成熟的领域为无创产前诊断 (NIPT)，贝瑞基因约占 30% 市场份额，与华大基因双寡头格局，先发优势明显。随着市场渗透率持续提升以及可以检测 100 种出生缺陷的 NIPT Plus 的产品升级，实现量价齐升。生育健康检测的新产品科诺安可以对多种样本进行基因检测，发现 300 多种染色体数目和结构异常，较传统方法有通量大、速度快、精准度高的优势，产品预计 2020 年获批，为国内首家，预计获批后将借助已有渠道迅速放量。公司牵头的“十三五”国家科技重大专项肝癌极早期筛查项目 PreCar 于今年 9 月 CSCO 大会上公布肝癌全球同类研究首次前瞻性队列数据，证实可以通过外周血检测进行肝癌的极早期预警，特异性 100%、灵敏度超 97%，可提早 6-12 个月筛查出极高危肝癌人群，且 5 年生存率潜在有 5 倍以上的提升。肿瘤早筛作为技术壁垒极高的创新产品，将具有巨大的临床价值和商业前景，估计肝癌早筛的市场规模在 300-500 亿。

● 科研服务高速增长，盈利能力迅速提升

科研服务 2019H1 收入 1.37 亿 (+219%)，并且随着产能利用率提升，毛利率从 14% 大幅提升至 59%，公司具有成本优势，全年估计可以维持高增速。NextSeq CN500 基因测序仪今年 6 月适用范围扩增，为后续推出 NGS 测序的其他产品奠定基础。

● 风险提示：研发进展不及预期，产品上市及推广不及预期等。
● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2019-2021 年归母净利润分别为 4.09/4.65/5.53 亿，增速 53%/14%/19%，当前股价对应 PE 分别为 31.9/28.1/23.6x，三年复合增长约 27%。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，随着生育健康检测的高端产品占比提升，毛利率稳中有升，肿瘤早筛产品有望 2021 年落地，潜在空间巨大。按照 2021 年 25-30 倍，合理估值 46.8-54.6 元，距当前股价 36.81 元具有 27%-48% 空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,171	1,440	1,837	2,268	2,817
(+/-%)	373.4%	22.9%	27.6%	23.5%	24.2%
净利润(百万元)	233	268	409	465	553
(+/-%)	-5660.3%	15.2%	52.5%	13.6%	19.0%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.76	1.15	1.31	1.56
EBIT Margin	23.4%	24.4%	23.8%	25.7%	24.1%
净资产收益率(ROE)	15.1%	14.1%	17.7%	16.7%	16.6%
市盈率(PE)	56.1	48.7	31.9	28.1	23.6
EV/EBITDA	40.5	31.8	27.3	20.6	17.7
市净率(PB)	8.49	6.86	5.65	4.70	3.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

贝瑞基因—基因测序行业龙头，拓展全产业链

贝瑞基因成立于 2010 年 5 月，是致力于应用高通量基因测序技术，为临床医学疾病筛查和诊断提供“无创式”整体解决方案的研发型生物科技公司。公司的主营业务包括产前检测、孕前检测、遗传病检测以及肿瘤检测。贝瑞基因在这些领域累积的数据，已构建为具有中国人群特色的基因组大数据库。通过与贝勒医学院、阿里云等国际领先的医学科技机构合作，贝瑞和康未来将借助云平台，实现基因组数据最简化的终端应用和实时共享。2015 年 3 月，贝瑞和康生产的基因测序仪（NextSeq CN500），以及胎儿染色体非整倍体（T13/T18/T21）检测试剂盒（可逆末端终止测序法）医疗器械产品成功注册，标志着贝瑞和康成功布局基因检测上游产业。

表 1：贝瑞基因历史沿革

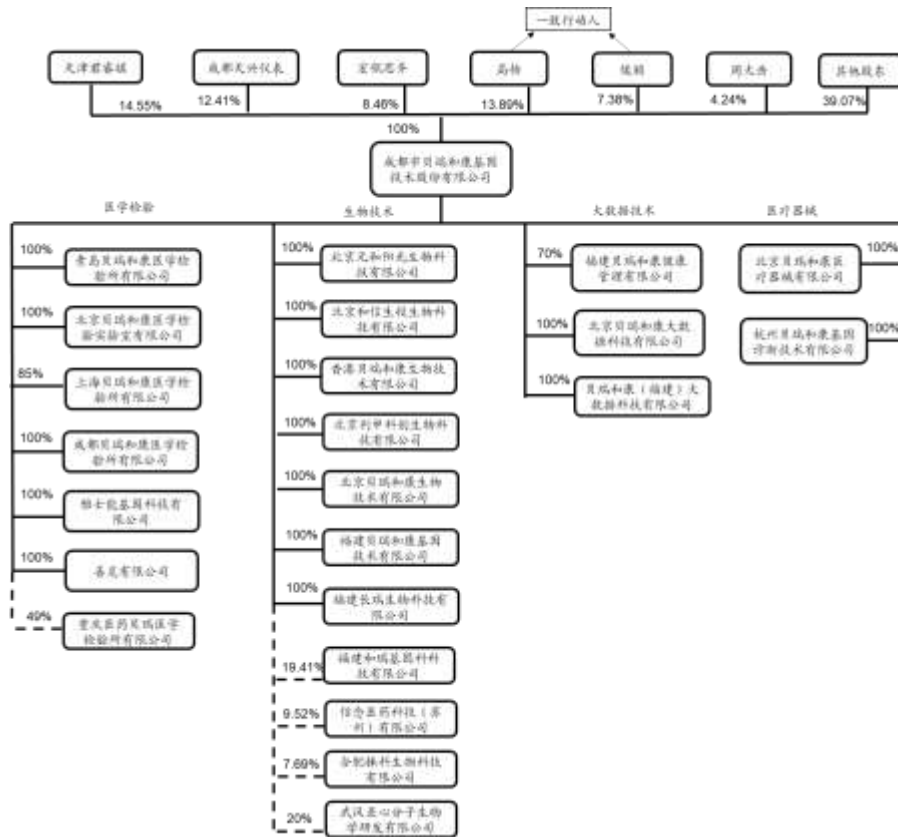
年份	事件
2010 年	贝瑞和康成立 与中南大学湘雅医院合作开展无创 DNA 产前检测的一期临床试验 与北京协和医院合作开展无创 DNA 产前检测的二期临床试验
2011 年	获得君联资本 1780 万美元 A 轮融资 与美国 Illumina 公司建立长期合作伙伴关系
2013 年	获得来自君联资本、博裕资本、启明创投的 B 轮融资 2500 万美元 公布了自主研发的“无创单基因疾病检测”方法（cSMART 技术）
2014 年	香港雅士能基因科技有限公司（Xcelom）获得了香港中文大学的无创产前检测（Non-Invasive Prenatal Test, NIPT）方面有关专利的专利使用权 CFDA 批准了杭州贝瑞和康基因诊断技术有限公司生产的基因测序仪（NextSeq CN500），以及胎儿染色体非整倍体（T13/T18/T21）检测试剂盒（可逆末端终止测序法）医疗器械产品注册
2015 年	以 cSMART 为核心技术的昂科益（Onconi）肿瘤分子诊断产品上市 与云计算服务平台提供商阿里云合作，共同打造以海量的中国人群基因组数据为核心的“神州基因组数据云”项目 贝比安产品升级——贝比安 plus，检测深度触及染色体微缺失重复综合征 推出遗传性妇科肿瘤基因检测和昂科益系列的最新产品——BRCA1/2 全外显子基因突变检测
2016 年	联手 BioNano 共同开发用于临床的新一代染色体结构变异分析技术 发布最新基因数据分析核心专利技术：Verita Trekker® 变异位点检测系统和 Enliven® 变异位点注释系统 公布“神州基因组数据云”项目阶段性成果、中国人群基因组大数据体系及其在乳腺癌检测中的临床应用 公布重组方案，与天兴仪表签订《重组架构协议》
2017 年	4 月重组方案通过，6 月完成资产重组，8 月股票简称更换为“贝瑞基因” 9 月与 IBM-Watson 达成战略合作，标志着 Watson for Genomics 解决方案首次引入到中国的肿瘤治疗体系
2018 年	4 月福建和瑞和国家肝癌科学中心联合启动“全国多中心、前瞻性万人队列肝癌早期预警标志物筛查项目（PreCar 项目）” 4 月福建大数据中心产业园一期工程建设启动 6 月投资信念医药科技（苏州）有限公司，布局基因治疗药物及其载体研发和产业化项目并尝试进入基因治疗领域 10 月贝瑞基因作为课题责任单位，负责组织实施“病毒性肝炎相关肝癌人群预警和早诊试剂盒及相关设备研发”的 863 重大专项课题 11 月投资主营业务为消费级数字化健康及遗传测试基因检测服务的公司“圆基因”，尝试进入消费级基因检测领域
2019 年	6 月 NextSeq CN500 基因测序仪的适用范围变更获得国家药品监督管理局批准 9 月 ASCO 会议公布 PreCar 肝癌早筛项目结果

资料来源：公司网站、公告、国信证券经济研究所整理

贝瑞基因拥有医学检验、测序仪生产等子公司，涵盖基因测序产业链各阶段。贝瑞基因共有 16 家子公司。在北京、上海、青岛、成都设立四个医学检验所，并在香港设有三家子公司（香港贝瑞、雅士能公司和善觅公司）；贝瑞基因通过杭州贝瑞进行测序仪及试剂生产、北京贝瑞进行测序仪及试剂销售，与多家医院合作共建实验室，建立覆盖全国区域的渠道网络，形成具有运营效率的业务体系。

公司股权结构清晰。贝瑞基因前十大股东中，个人股东 3 名，其中董事长兼总经理高扬持股 13.89%，董事侯颖持股 7.38%，为高扬的一致行动人，因此高扬以 21.27% 的控制权比例成为公司的实际控制人。周大岳持股 4.24%，为公司董事兼总经理周代星之兄，未在公司担任任何职务。

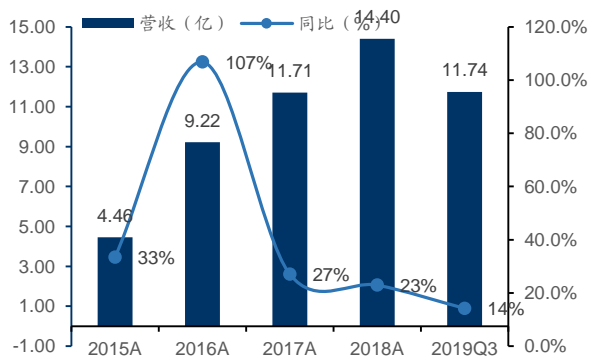
图 1：贝瑞基因股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

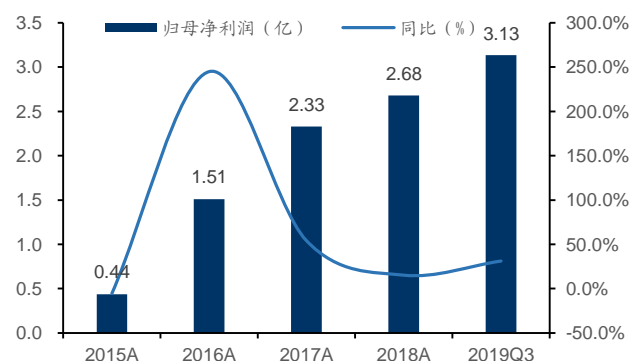
业绩稳健增长。2019 年前三季度实现营业收入 11.7 亿元 (+14.2%); 归母净利润 3.1 亿元 (+31.1%)，主要是放弃全资孙公司雅士能基因科技有限公司的权益，产生非经常性损益 9365 万; 扣非后归母净利润 2.2 亿元 (-6%); 预告 2019 年归母净利润 4.1~4.4 亿元 (+52.9%~64.1%)。

图 1：贝瑞基因营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

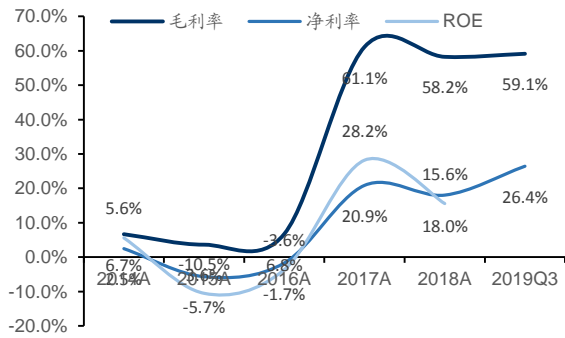
图 2：贝瑞基因归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

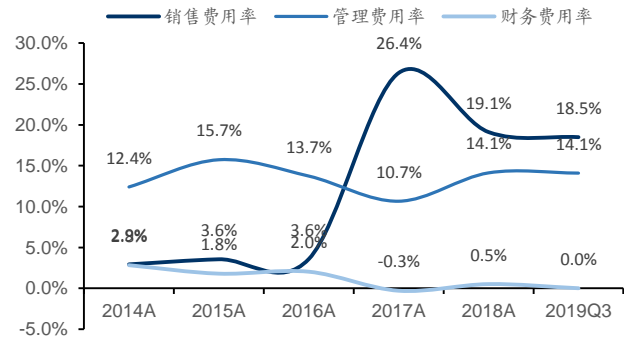
毛利率提升，研发费用率大幅提升。2019Q1-Q3 销售毛利率 59.13% (+0.85pp) 有所提升，销售费用率 18.49% (+0.55pp)，管理费用率 (含研发) 14.10% (+1.54pp)，财务费用率 0.01% (-0.25pp)。期间费用率合计 32.60% (1.84pp)，主要是研发费用大幅增加。

图 3: 贝瑞基因毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

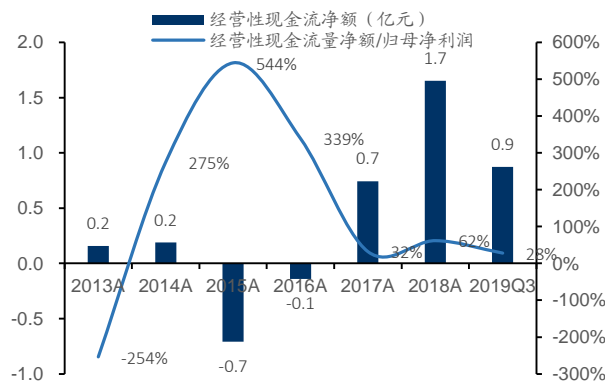
图 4: 贝瑞基因三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

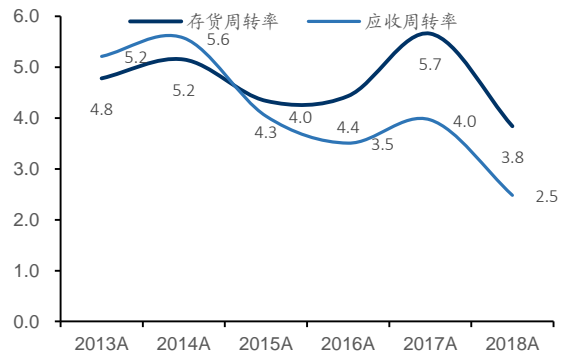
经营性现金流较好, 存货周转率有所下降。公司现金流质量较好, 2018 年经营性现金流净额与 EBITDA 净利润比值在 0.68。由于检测产品从服务向产品模式逐渐转换, 医院结账周期较长, 应收周转率有所下降。

图 5: 贝瑞基因经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

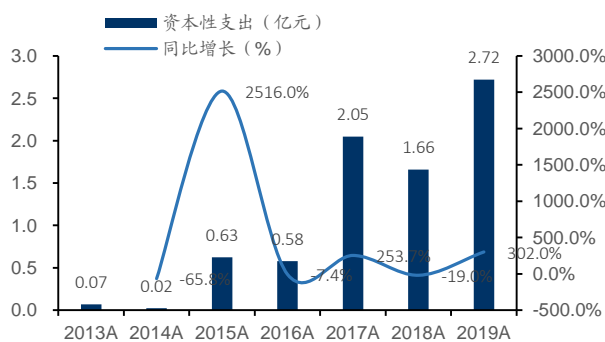
图 6: 贝瑞基因主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

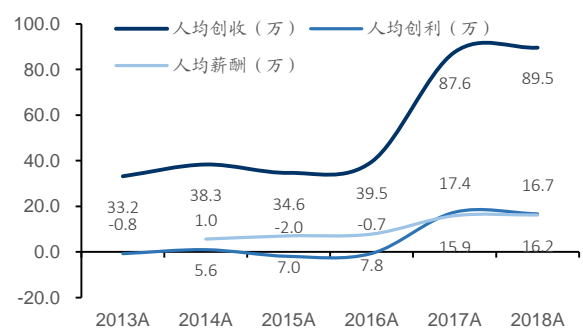
资本开支较高, 主要由于福建大数据中心产业园等投入高。公司人效持续上升, 2018 年人均创收 89.5 万。

图 7: 贝瑞基因资本开支情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 贝瑞基因人效情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们按照业务分类对盈利进行预测。

表 2：贝瑞基因按业务分类盈利预测

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	备注
总营收	445	921	1,171	1,377	1,756	2,169	2,693	
YoY	33.24%	106.96%	27.10%	17.53%	27.59%	23.47%	24.20%	
毛利率	60.20%	62.77%	61.13%	58.24%	62.57%	62.56%	63.01%	
医学产品及服务	390	878	1,107	1,245	1,362	1,557	1,838	
YoY	33.47%	124.75%	26.16%	12.45%	9.39%	14.34%	18.00%	生育检测渗透率仍在提升, NIPT Plus 以及科诺安份额提升, 毛利率稳中有升
毛利率	60.83%	64.29%	62.89%	58.93%	63.31%	63.57%	64.41%	
—检测服务	307	596	647	768	845	972	1,147	
YoY	4.86%	94.35%	8.49%	18.80%	10%	15%	18%	
毛利率	62.79%	64.26%	57.75%	55.96%	65.78%	65.90%	67.00%	
—试剂销售	47	211	382	402	442	508	610	
YoY	51091.05%	352.74%	80.81%	5.20%	10%	15%	20%	
毛利率	78.26%	78.23%	79.62%	70.95%	65.12%	65.00%	64.80%	
—设备销售	37	70	79	75	75	78	81	
YoY		89.60%	11.99%	-4.50%	0%	3%	5%	
毛利率	22.85%	22.68%	24.11%	25.23%	25.00%	25.00%	25.00%	
基础科研服务	55	44	52	131	394	611	856	
YoY	31.62%	-19.95%	18.86%	152.35%	200%	55%	40%	科研服务高速增长, 随着产能利用率提升, 毛利率迅速提升
毛利率	55.64%	32.53%	30.12%	39.71%	60.00%	60.00%	60.00%	
销售费用率			26.35%	19.12%	19.00%	20.00%	21.00%	预计随着新产品推广, 销售费用率提升
管理费用率			10.66%	7.79%	7.50%	7.60%	7.70%	根据三季报管理费用略有下降
研发费用率			0.00%	6.34%	7.20%	8.50%	9.00%	预计研发费用率持续提升, 肿瘤早筛研发主要体现在子公司和瑞
财务费用率			-0.29%	0.52%	0.01%	0.10%	0.20%	
归母净利润	36.88	157.73	233	268	409	465	553	
YOY		327.75%	-5660.3%	15.2%	52.5%	13.6%	19.0%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

分子诊断的技术壁垒较高，上市的可比公司较少，基因测序行业的华大基因以及分子诊断领域的艾德生物的平均 2021PE 在 44.6x，另外从 PEG 来看，龙头公司具有估值溢价。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 4.09/4.65/5.53 亿，增速 53%/14%/19%，当前股价对应 PE 分别为 31.9/28.1/23.6x，三年复合增长约 27%。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，随着生育健康检测的高端产品占比提升，毛利率稳中有升，肿瘤早筛产品有望 2021 年落地，潜在空间巨大。按照 2021 年 25-30 倍，合理估值 46.8~54.6 元，距当前股价 36.81 元具有 27%~48% 空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：研发进展不及预期，产品上市及推广不及预期等。

表 3：可比公司估值

代码	公司简称	市值 (亿元)	股价		EPS			PE			ROE	PEG	投资评级	
			2019-11-20	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	(18A)		(19E)
000710	贝瑞基因	131	36.81	0.76	1.15	1.31	1.56	48.7	31.9	28.1	23.6	15%	1.2	买入
300676	华大基因	249	62.23	0.97	1.04	1.16	1.30	64.4	59.6	53.7	47.7	7%	5.7	无
300685	艾德生物	113	76.59	0.86	0.98	1.35	1.85	89.0	78.4	56.5	41.5	15%	2.7	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：华大基因、艾德生物为 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	424	650	623	627	营业收入	1440	1837	2268	2817
应收款项	654	881	1087	1351	营业成本	601	767	849	1055
存货净额	206	288	315	392	营业税金及附加	9	11	14	17
其他流动资产	74	94	116	144	销售费用	275	349	454	592
流动资产合计	1357	1913	2141	2513	管理费用	203	273	368	473
固定资产	585	791	993	1192	财务费用	7	(14)	(11)	(11)
无形资产及其他	74	71	68	66	投资收益	(32)	16	(64)	(60)
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	(12)	0	0	0
长期股权投资	78	137	196	255	其他收入	6	0	0	0
资产总计	2178	2995	3482	4109	营业利润	305	466	530	631
短期借款及交易性金融负债	0	34	21	19	营业外净收支	6	0	0	0
应付款项	83	108	119	148	利润总额	311	466	530	631
其他流动负债	143	204	245	311	所得税费用	51	70	80	95
流动负债合计	225	347	385	478	少数股东损益	(8)	(12)	(14)	(17)
长期借款及应付债券	0	300	300	300	归属于母公司净利润	268	409	465	553
其他长期负债	10	10	10	10					
长期负债合计	10	310	310	310	现金流量表 (百万元)				
负债合计	236	657	695	788	净利润	268	409	465	553
少数股东权益	39	26	12	(5)	资产减值准备	7	5	4	4
股东权益	1903	2311	2775	3326	折旧摊销	67	66	84	102
负债和股东权益总计	2178	2995	3482	4109	公允价值变动损失	12	0	0	0
					财务费用	7	(14)	(11)	(11)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(163)	(237)	(201)	(268)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(15)	(18)	(18)	(21)
每股收益	0.76	1.15	1.31	1.56	经营活动现金流	177	226	334	370
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(105)	(274)	(288)	(302)
每股净资产	5.37	6.52	7.82	9.38	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	17%	18%	20%	20%	投资活动现金流	(164)	(333)	(347)	(361)
ROE	14%	18%	17%	17%	权益性融资	43	0	0	0
毛利率	58%	58%	63%	63%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	24%	26%	24%	支付股利、利息	(1)	(1)	(1)	(2)
EBITDA Margin	29%	27%	29%	28%	其它融资现金流	(43)	34	(13)	(3)
收入增长	23%	28%	23%	24%	融资活动现金流	(1)	333	(15)	(4)
净利润增长率	15%	53%	14%	19%	现金净变动	12	227	(27)	4
资产负债率	13%	23%	20%	19%	货币资金的期初余额	412	424	650	623
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	424	650	623	627
P/E	48.7	31.9	28.1	23.6	企业自由现金流	93	(73)	91	109
P/B	6.9	5.6	4.7	3.9	权益自由现金流	50	(27)	87	116
EV/EBITDA	31.8	27.3	20.6	17.7					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032