

基因测序空间千亿量级，公司成长性显著

投资要点

- **精准医疗市场在千亿量级，基因测序为精准医疗基石，公司为行业龙头之一：**精准医疗已被多国列入国家战略规划，为医药发展最有潜力的领域，我们预计市场规模在千亿量级。基因测序是实现精准医疗的基础，目前公司在国内生育健康基因测序领域市场占比约 1/3，为国内龙头企业之一。
- **渗透率提升+产品升级，公司生育健康业务仍有 4 倍以上增长空间：**生育健康筛查为公司主要收入和利润来源，我们认为仍有 4 倍以上增长空间主要系：1) 渗透率提升：NIPT 业务：行业 2017 年近 400 万人份，二胎高龄产妇约 300 万人，都需要做该业务，另外二胎渗透率 50%，合计至少 1000 万人。保守估计按 1000 元/人份计算，约 100 亿市场规模，4 倍空间；科诺安、科孕安和贝聪安等遗传筛查：市场才刚刚兴起，有望再造一个 NIPT 业务；2) 产品升级：从贝比安向贝比安 Plus 升级，检测水平从染色体非整倍体提升至染色体微缺失重复，检测更多，价格提升 20% 以上。该业务公司技术沉淀深厚、市场领导者，峰值很可能做到 30-40 亿元以上，目前不到 10 亿元。
- **ctDNA 肿瘤检测业务扬帆起航，未来空间容量达千亿元：**公司 2017 年底引进战投 8 亿元增资福建和瑞，国内肿瘤业务正扬帆起航。美国 FDA 在 2017 年批准了两款用于肿瘤检测的大 panel，表明 ctDNA 检测的临床价值已获得美国医保机构的认可。相对于 PCR 检测优势：多重 PCR 出错概率大、不能检测新突变、只有 30% 人能取到组织样本且穿刺可能带来转移、不能做连续监测。NGS 克服了 PCR 的缺点，做 10 个位点以上就相比 PCR 便宜、可以做预后监测。肿瘤病人渗透率约 30%、4 次检测，随检查费用降低、带瘤生存者增多，这个市场约千亿级。公司依托其独家肿瘤的液态活检系统——昂科益，我们认为肿瘤检测业务将成公司第二大现金牛业务，空间巨大。
- **盈利预测与评级：**预计 2018-2019 年 EPS 分别为 0.99 元和 1.27 元，对应估值分别为 57 倍和 44 倍。对标行业龙头华大基因 2018-2019 年 130 倍和 102 倍估值(wind 一致预期)，公司股价严重低估。考虑到基因测序行业趋势向上，且公司发展空间巨大，我们给予公司 2018 年 80 倍估值，对应目标价 79.2，给予“买入”评级。
- **风险提示：**NIPT 业务收费大幅降价的风险、国内对新产品审批进展低于预期的风险、新业务推广或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	247.38	1349.96	1728.06	2151.65
增长率	7.53%	445.70%	28.01%	24.51%
归属母公司净利润(百万元)	-4.19	249.89	350.15	451.73
增长率	67.82%	6069.81%	40.12%	29.01%
每股收益 EPS(元)	-0.01	0.70	0.99	1.27
净资产收益率 ROE	-3.67%	69.30%	42.87%	37.67%
PE	-4758	80	57	44
PB	174.61	54.68	24.14	16.44

数据来源: Wind, 西南证券

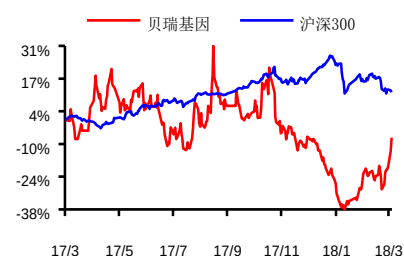
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 电话: 023-67909731
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张祝源
 电话: 021-58351907
 邮箱: zzy@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)	3.55
流通 A 股(亿股)	1.51
52 周内股价区间(元)	37.89-79.53
总市值(亿元)	199.18
总资产(亿元)	16.38
每股净资产(元)	4.16

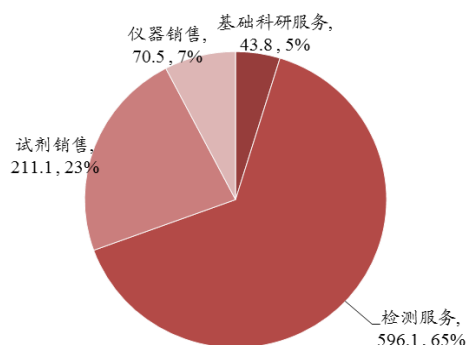
相关研究

公司概况：国内基因测序龙头企业

北京贝瑞和康生物技术有限公司（以下简称贝瑞基因）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，是将基因测序技术实现临床转化的行业领导者。公司先后于 2011 年 9 月获得中关村高新技术企业认证，2012 年 12 月获得国家高新技术企业认证，2017 年 8 月成功借壳天兴仪表登陆 A 股主板上市。

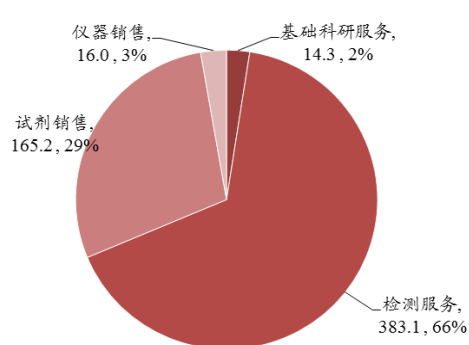
公司主营业务结构：收入主要来自检测服务和试剂销售，合计占比 88%，其中检测服务收入约 6.0 亿元，试剂销售收入 2.1 亿元；这两项业务分别贡献毛利为 3.8 亿元和 1.7 亿元，合计毛利占比达 95%。

图 1：贝瑞基因 2016 年收入结构（单位：百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

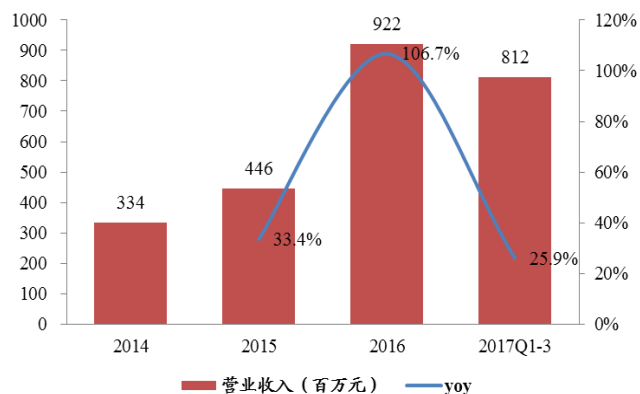
图 2：贝瑞基因 2016 年毛利结构（单位：百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

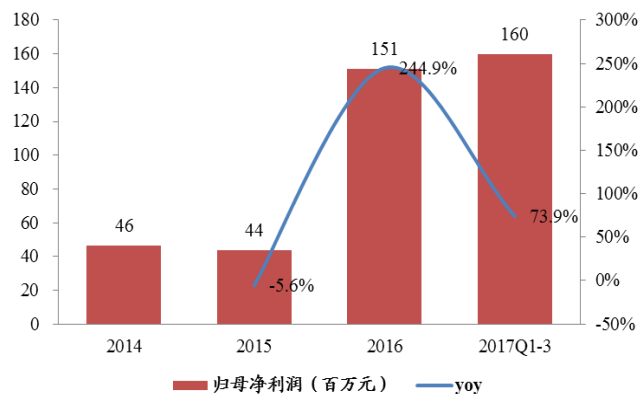
公司业绩状况：2016 年公司实现营业收入和净利润分别为 9.2 亿元和 1.5 亿元，同比增速达 107% 和 245%。2017 年前三季度实现收入和归母近净利润 8.1 亿元和 1.6 亿元，同比 +25.9% 和 73.9%，呈高速增长态势，同时公司预告 2017 年业绩 2.3-2.6 亿元，超业绩承诺 2.1 亿元。公司业绩仅在 2015 年出现下滑，主要系 2014 年国家开始整顿测序行业，导致行业业绩短期受损，但随着行业规范和公司新产品的上市，公司收入和业绩均恢复到快速增长态势。

图 3：近三年贝瑞基因营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：近三年贝瑞基因归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 基础科研服务业务: 由于竞争加剧, 我们预计 2017-2019 年订单量同比增长分别为-10%、-5%和 0%, 毛利率维持在 32%;

假设 2: 检测服务业务: 1) 检测服务: 主要为 NIPT 业务, 渗透率提升和产品升级下, 我们预计 2017-2019 年销量同比增长有望维持 25%左右, 毛利率维持 64%; 2) 试剂销售: 主要为以产品销售模式实现的 NIPT 产品, 我们预计 2017-2019 年销量增速分别为 126%、36%和 26%, 毛利率维持 78%左右; 3) 仪器销售: 主要为测序仪, 我们预计 2017-2019 年销量增速维持 25%左右, 毛利率维持 22%;

假设 3: 公司与 2017 前三季度报表相比, 三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 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	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计: 营业收入	334.2	445.2	921.5	1350.0	1728.1	2151.7
yoy		33.2%	107.0%	445.7%	28.0%	24.5%
合计: 营业成本	99.9	177.2	343.0	468.8	589.5	727.6
毛利率	70.1%	60.2%	62.8%	65.3%	65.9%	66.2%
基础科研服务						
收入	41.59	54.74	43.82	39.4	37.5	37.5
yoy		31.6%	-20.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%
成本	15.92	24.28	29.57	26.8	25.5	25.5
毛利率	61.7%	55.6%	32.5%	32.0%	32.0%	32.0%
医学产品及服务						
收入	292.57	390.49	877.65	1310.3	1690.3	2113.9
yoy		33.5%	124.8%	49.3%	29.0%	25.1%
成本	83.95	152.94	313.45	441.9	563.9	702.0
毛利率	71.3%	60.8%	64.3%	66.3%	66.6%	66.8%
其中: 检测服务						
收入	292.48	306.70	596.08	745.1	931.4	1164.2
yoy		4.9%	94.4%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	83.95	114.14	213.02	268.2	335.3	419.1
毛利率	71.3%	62.8%	64.3%	64.0%	64.0%	64.0%
其中: 试剂销售						
收入	0.09	46.63	211.11	477.1	648.9	817.6
yoy		51085.4%	352.7%	126.0%	36.0%	26.0%
成本	0.00	10.14	45.95	105.0	142.8	179.9
毛利率	98.0%	78.3%	78.2%	78.0%	78.0%	78.0%

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其中：设备销售						
收入		37.16	70.46	88.1	110.1	132.1
yoy			89.6%	25.0%	25.0%	20.0%
成本		28.67	54.48	68.7	85.9	103.0
毛利率		22.9%	22.7%	22.0%	22.0%	22.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司估值情况：基因测序和分子诊断行业 2018-2019 年平均估值 101 倍和 78 倍，医疗服务可比公司估值也有 63 倍和 47 倍，远超公司 57 倍和 44 倍的估值。我们给予公司 80 倍估值，目标价 79.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
300676.SZ	华大基因	688	3.3	4.2	5.3	6.7	206.8	165.6	129.4	102.6
300685.SZ	艾德生物	97	0.7	0.9	1.3	1.8	145.1	103.6	73.9	53.1
分子诊断及基因测序行业									101.6	77.9
002044.SZ	美年健康	702	3.4	6.2	9.3	13.5	207.2	114.0	75.3	52.1
300015.SZ	爱尔眼科	639	5.6	7.5	10.0	13.2	114.6	84.8	63.8	48.5
300347.SZ	泰格医药	258	1.4	2.9	4.1	5.2	183.3	87.8	63.3	49.4
600763.SH	通策医疗	133	1.4	2.0	2.7	3.5	97.8	68.0	49.7	38.0
医疗服务行业平均估值									63.0	47.0

数据来源：西南证券整理。注：盈利预测来源于wind 最新一致预期

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	247.38	1349.96	1728.06	2151.65	净利润	-4.19	252.42	353.68	456.30
营业成本	230.63	468.81	589.50	727.62	折旧与摊销	5.40	9.47	9.47	9.47
营业税金及附加	1.16	4.64	6.23	14.85	财务费用	5.03	17.55	17.28	17.21
销售费用	8.86	377.99	483.86	602.46	资产减值损失	2.18	5.00	5.00	5.00
管理费用	33.98	179.54	217.74	258.20	经营营运资本变动	-9.69	-447.67	-136.14	-139.35
财务费用	5.03	17.55	17.28	17.21	其他	-12.93	84.82	19.79	23.20
资产减值损失	2.18	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	-14.19	-78.41	269.08	371.83
投资收益	26.56	10.00	10.00	10.00	资本支出	1.82	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	22.60	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	24.41	10.00	10.00	10.00
营业利润	-7.89	306.42	418.46	536.31	短期借款	13.99	149.18	-223.24	0.00
其他非经营损益	3.70	-9.46	-2.36	0.51	长期借款	-1.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-4.19	296.96	416.10	536.82	股权融资	0.00	0.00	157.09	0.00
所得税	0.00	44.54	62.41	80.52	支付股利	0.00	0.84	-49.98	-70.03
净利润	-4.19	252.42	353.68	456.30	其他	-13.98	-20.62	-17.28	-17.21
少数股东损益	0.00	2.52	3.54	4.56	筹资活动现金流净额	-0.99	129.40	-133.40	-87.24
归属母公司股东净利润	-4.19	249.89	350.15	451.73	现金流量净额	9.32	60.98	145.68	294.59
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	74.01	4211.76	4423.58	4718.17	成长能力				
应收和预付款项	121.12	601.43	788.32	981.19	销售收入增长率	7.53%	445.70%	28.01%	24.51%
存货	53.39	109.29	139.05	171.83	营业利润增长率	39.35%	3983.40%	36.56%	28.16%
其他流动资产	1.07	5.84	7.47	9.31	净利润增长率	67.82%	6130.11%	40.12%	29.01%
长期股权投资	132.11	132.11	132.11	132.11	EBITDA 增长率	222.63%	13028.3%	33.52%	26.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	143.37	135.57	127.78	119.99	毛利率	6.77%	65.27%	65.89%	66.18%
无形资产和开发支出	15.50	13.82	12.14	10.46	三费率	19.35%	42.60%	41.60%	40.80%
其他非流动资产	7.49	7.49	7.49	7.49	净利率	-1.69%	18.70%	20.47%	21.21%
资产总计	548.04	5217.31	5637.94	6150.54	ROE	-3.67%	69.30%	42.87%	37.67%
短期借款	74.06	0.00	0.00	0.00	ROA	-0.76%	22.13%	23.66%	22.73%
应付和预收款项	194.99	370.89	479.09	595.44	ROIC	-7.26%	107.12%	67.80%	69.38%
长期借款	33.50	33.50	33.50	33.50	EBITDA/销售收入	1.03%	24.70%	25.76%	26.17%
其他负债	131.43	148.65	157.38	167.37	营运能力				
负债合计	433.97	553.05	669.97	796.31	总资产周转率	0.47	1.60	1.31	1.23
股本	151.20	354.61	354.61	354.61	固定资产周转率	2.32	9.68	13.12	17.37
资本公积	46.32	4142.91	4142.91	4142.91	应收账款周转率	2.82	4.79	3.17	3.09
留存收益	-86.51	164.22	464.39	846.09	存货周转率	4.21	5.60	4.66	4.62
归属母公司股东权益	114.08	4661.74	4961.90	5343.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.04%	—	—	—
少数股东权益	0.00	2.52	6.06	10.62	资本结构				
股东权益合计	114.08	4664.26	4967.96	5354.23	资产负债率	79.18%	68.06%	44.81%	39.66%
负债和股东权益合计	548.04	5217.31	5637.94	6150.54	带息债务/总负债	24.78%	33.07%	5.00%	4.21%
					流动比率	0.87	1.36	2.33	2.68
					速动比率	0.69	1.18	2.06	2.42
					股利支付率	0.00%	-0.34%	14.27%	15.50%
					每股指标				
					每股收益	-0.01	0.70	0.99	1.27
					每股净资产	0.32	1.03	2.33	3.42
					每股经营现金	-0.04	-0.22	0.76	1.05
					每股股利	0.00	0.00	0.14	0.20
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2.54	333.44	445.21	562.99					
PE	-4758.37	79.71	56.89	44.09					
PB	174.61	54.68	24.14	16.44					
PS	80.52	14.75	11.53	9.26					
EV/EBITDA	3354.13	60.08	44.17	34.40					
股息率	0.00%	—	0.25%	0.35%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn