

2018年04月22日

证券研究报告·动态跟踪报告

贝瑞基因 (000710) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 60.00 元

目标价: 76.00 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

肝癌早诊项目启动，畅享万亿市场空间

投资要点

- **事件:** 国家肝癌科学中心、东方肝胆外科医院、南方医院、贝瑞基因子公司福建和瑞共同启动全国多中心、前瞻性万人队列肝癌极早期预警标志物筛查项目。
- **肝癌早诊能够大幅度降低疾病负担。** 由于 PET-CT 等影像学检查无法发现早期肿瘤，只能发现直径 1-50px 以上的肿块；肿瘤标志物检测的特异性和灵敏度不足，早期漏诊率高。尤其是考虑到肝癌侵袭性强、死亡率高，由于早期症状无特异性，确诊时大多数患者已处于进展期或晚期，治疗手段非常受限，伴随着血行转移和癌栓形成，术后生存率低。因此肝癌早诊在临床上具有重要意义，早诊断早治疗，有助于提高肝癌患者生存时间，大幅度降低肝癌疾病负担。
- **肝癌早诊市场空间超千亿，技术可拓展至其他肿瘤。** 全球有超过 4 亿慢性乙肝和丙肝感染者，每年约 140 万人死于肝炎病毒感染，肝癌死亡病例中有 80% 由乙肝和丙肝引起。中国乙肝携带者超过 1.2 亿，肝癌病例占全球比例超过 50%。与正常人相比，乙肝患者更容易发生肝硬化，肝硬化患者发生肝癌的危险更大，比例甚至高达 3%。我国有接近 1000 万肝硬化患者，属于肝癌高危人群，按照每人 1 个季度检测 1 次，每次检测费用 5000 元测算，肝癌早诊市场空间就高达 2000 亿。另外 1.1 亿携带者如每年检测一次，对应 5500 亿市场。未来还可以拓展至肺癌、乳腺癌等肿瘤，保守估计合计市场空间至少万亿。
- **贝瑞肿瘤早诊检测在全国技术水平最高，得到专家高度认可。** 此次项目由中国工程院院士/国家肝癌科学中心主任、科技部传染病专项副总师王红阳教授、亚太地区肝病学会主席/广州南方医院侯金林教授牵头，得到界内很多专家的支持，全国多家医院和研究机构的强强联手，代表我国最成熟最先进的肝癌早期基因检测技术及数据分析水平。先导实验已稳步开展并累积了大量数据。整个项目将纳入 1-1.5 万例高危人群，开展为期 3 年的前瞻性队列试验。3 年试验完成后公司可申请诊断试剂上市销售，但在此之前获得良好的临床数据即可通过基因检测服务的形式在合作医院推广，估计检测服务最快有望在 2019-2020 年上市。
- **盈利预测与评级:** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.95 元、1.28 元、1.75 元，对应估值分别为 62 倍、46 倍、34 倍。业绩高速增长提供股价支撑，肿瘤早诊技术市场潜力巨大，可提升公司估值，维持“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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1171.19	1586.02	2004.47	2534.97
增长率	373.44%	35.42%	26.38%	26.47%
归属母公司净利润 (百万元)	232.75	337.30	452.43	621.44
增长率	5660.29%	44.92%	34.13%	37.36%
每股收益 EPS (元)	0.66	0.95	1.28	1.75
净资产收益率 ROE	15.66%	18.96%	20.88%	22.99%
PE	90	62	46	34
PB	13.40	11.19	9.19	7.37

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

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@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)	0.62
52 周内股价区间(元)	37.89-79.53
总市值(亿元)	212.76
总资产(亿元)	18.06
每股净资产(元)	4.33

相关研究

1. 贝瑞基因(000710): 布局基因测序上游, 逐步延伸产业链 (2018-04-16)
2. 贝瑞基因(000710): Q1 业绩预告超预期, 肿瘤早诊前景广阔 (2018-04-13)

附正式报道：

《全国多中心，前瞻性万人队列项目！向肝癌早诊早治迈进一大步！》

4月22日，由国家肝癌科学中心/海军军医大学东方肝胆外科医院，南方医科大南方医院和贝瑞基因成员企业福建和瑞基因科技有限公司（以下简称和瑞基因）共同发起的全国多中心、前瞻性万人队列肝癌极早期预警标志物筛查项目于上海市国家肝癌科学中心正式启动。

中国是肝癌的发病大国，每年新发病例占全球约59%。而在现有的诊断、治疗水平下，我国肝癌患者的5年生存率仅为10%。面对如此严峻的现实，国家肝癌科学中心/海军军医大学东方肝胆外科医院，南方医科大南方医院和贝瑞基因成员企业福建和瑞基因科技有限公司（以下简称和瑞基因）共同发起的全国多中心、前瞻性万人队列肝癌极早期预警标志物筛查项目正式启动，这标志着中国肝癌防控开创性地进入到极早期防控和临床验证的阶段，有望极大地提高肝癌、特别是早期肝癌的诊断水平、提升中国广大肝病患者的生存质量。

项目由中国工程院院士、国家肝癌科学中心主任、科技部传染病专项副总师王红阳教授和亚太地区肝病学会主席、广州南方医院侯金林教授牵头，联合和瑞基因组织实施，代表了我国在肝病领域的最高研究水平和我国最成熟、先进的肿瘤基因检测技术及数据分析水平。通过本次前瞻队列研究，将可以实现对外周血肝癌极早期预警标志物的筛选、鉴定以及应用。

肝癌以侵袭性强、死亡率高著称。由于早期症状无特异性，我国肝癌患者被诊断时多已处于进展期或晚期，其治疗手段非常受限，同时伴随着血行转移和癌栓形成，直接导致我国肝癌术后五年生存率与欧美发达国家相比处于较低的水平。

肿瘤在早期时候，绝大部分影像学比如X线计算机断层成像(CT)、超声成像、正电子发射断层成像(PET-CT)、核磁共振成像等均无法发现，因为影像方法只能发现直径1-50px以上的肿块。此外，国内外研究均证明现有肝癌血清学诊断标志物甲胎蛋白(AFP)等在极早期肝癌患者诊断和预警方面的特异性、敏感性仍然存在不足，患者早期漏诊率较高。而最有希望实现肿瘤早诊难题突破的是在肿瘤基因组学领域：在肿瘤早期(I期II期)时应用肿瘤分子标记来检测肿瘤细胞基因组出现的突变、缺失，重排，甲基化，扩增和插入等特征，从而对肿瘤早期诊断、预后和治疗方法的选择提供指示。因此，急需开展基于外周血基因检测的前瞻性、多中心队列研究用以验证上述方法的可靠性。

该项目将面向1到1.5万例肝癌高危人群（其中肝硬化患者约1/3，乙肝患者约2/3），建立随访监控队列、开展为期3年的前瞻性队列研究，依托高通量基因组测序等技术进行外周血肝癌极早期预警标志物的筛选、鉴定以及应用。目前，项目的先导实验已稳步开展并累积了大量数据，项目主体将于近期正式启动，进入后续的多中心临床跟踪及数据分析、验证阶段。整体实验预计在2021年完成，其间会发布阶段性研究结果。

“该项目是中国肿瘤、特别是肝癌领域规模最大的极早期筛查预警项目之一。国家肝癌科学中心是依托东方肝胆外科医院成立的国家级肝癌研究公共基础平台、东方肝胆外科医院是主攻肝胆肿瘤诊疗的大型综合医院，我们长期关注肝癌诊断与治疗、关注精准医学研究与临床应用。这次与广州南方医科大学南方医院侯教授、和瑞基因共同发起这个项目，是因为和瑞基因在肿瘤基因液态活检领域有着坚实技术基础，同时也对肿瘤早诊方向的研究展现出了坚定的信心和决心，我们双方都希望用基因检测技术，尽快实现肝癌的极早期防控、寻找肝癌极早期防控和动态检测的标志物。非常难得的是，这个项目得到界内很多专家的支持，得到全国多家医院和研究机构的强强联手。大家都希望这个项目能够让中国在肝癌极早期诊断领域迈出里程碑的一步，也给其它癌种的早诊早筛提供有力的临床经验。”王红阳教授说。

项目的联合发起方之一的和瑞基因成立于2017年8月。作为贝瑞基因的成员企业，和瑞基因完整地继承了贝瑞基因原有的肿瘤业务，在针对中晚期肿瘤患者的用药检测、疗效动态监测以及遗传性肿瘤检测领域已经取得了一定成绩。尤其是借助全球创新的专利基因突变检测技术——cSMART技术和改良优化的PCR扩增子测序(tPAS检测)技术所开发的肿瘤液态活检产品一直处于行业领先地位，也为肿瘤极早期筛查项目提供了坚实的技术基础。同时，和瑞基因自成立之日起，其产业雄心就不止于中晚期肿瘤市场，而是将实现肿瘤早期、极早期筛查诊断作为企业发展的战略方向和自身使命。

本次和王红阳院士、侯金林教授共同发起针对肝癌的预警标志物筛查项目是和瑞基因在贯彻其战略上向前跨出了重要的一步。未来在借鉴本项目实施经验的基础上，和瑞基因还计划陆续推出若干个针对严重危害我国人民健康的恶性肿瘤的早期筛查诊断研究项目。

和瑞基因董事、贝瑞基因创始人周代星博士对此项目充满了信心：首先国家在政策上给以充分的鼓励和支持，2018 年两会政府工作报告指出，国家科技投入要向民生领域倾斜，加强癌症等重大疾病防治攻关。与国家肝癌科学中心一起发起并开展肝癌极早期预警标志物筛查项目，这对中国人的健康有着里程碑式的意义，我们期待这个项目可以为中国在肝癌早诊领域带来突破性的进展。和瑞基因因此将投入上亿元经费用于技术开发和临床实验验证。国家肝癌科学中心与和瑞基因的联手，意味着各自的优势可以有机地结合起来，并将国内肝癌领域的专家通过这个研究项目连接在一起，组成一支国家队协同作战，利用基因检测技术进一步提早肿瘤检测的时间窗口，提升诊断的敏感性与特异性，与传统影像学诊断技术共同构建起未来肝癌的极早期筛查、诊断的标准，我们相信一定会得到满意的实验结果。借助专业资本和科研实力布局肿瘤早期诊断，希望肿瘤的早诊比我们原来预期的还要更早落地。

和其它恶性肿瘤一样，肝癌的最佳治疗时期无疑是发病的早期阶段，一旦进入中晚期不但治疗难度急剧增加，而且治疗费用也以数十万至百万计。因此肿瘤早诊不仅可以对肝癌的治疗带来非常有利的优势，而且能极大减轻患者家庭和社会的经济负担。此项目的启动某种程度上也标志着我国肿瘤早期诊断市场的启动，对这个方向基础研究、临床应用和产业化进程的都具有深远的意义。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1171.19	1586.02	2004.47	2534.97	净利润	244.45	354.25	475.16	652.67
营业成本	455.26	575.74	720.49	902.29	折旧与摊销	58.44	25.51	25.51	25.51
营业税金及附加	8.21	8.55	11.65	17.49	财务费用	-3.42	19.00	16.75	15.79
销售费用	308.64	412.37	511.14	608.39	资产减值损失	5.64	5.00	5.00	5.00
管理费用	124.82	158.60	190.42	228.15	经营营运资本变动	-508.81	16.07	-163.17	-190.92
财务费用	-3.42	19.00	16.75	15.79	其他	278.06	67.70	-1.27	4.87
资产减值损失	5.64	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	74.35	487.53	357.99	512.93
投资收益	-1.21	0.00	0.00	0.00	资本支出	-414.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	542.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	127.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	275.10	406.77	549.01	757.85	短期借款	-44.80	-29.26	0.00	0.00
其他非经营损益	9.13	10.00	10.00	10.00	长期借款	-33.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	284.23	416.77	559.01	767.85	股权融资	1038.10	0.00	0.00	0.00
所得税	39.78	62.52	83.85	115.18	支付股利	0.00	-46.55	-67.46	-90.49
净利润	244.45	354.25	475.16	652.67	其他	-937.87	-18.66	-16.75	-15.79
少数股东损益	11.70	16.95	22.74	31.23	筹资活动现金流净额	21.92	-94.47	-84.21	-106.28
归属母公司股东净利润	232.75	337.30	452.43	621.44	现金流量净额	225.64	393.06	273.78	406.65
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	411.63	804.69	1078.47	1485.12	成长能力				
应收和预付款项	557.61	629.62	827.54	1056.23	销售收入增长率	373.44%	35.42%	26.38%	26.47%
存货	107.50	134.73	168.13	211.66	营业利润增长率	3586.46%	47.86%	34.97%	38.04%
其他流动资产	25.97	35.17	44.44	56.21	净利润增长率	5939.71%	44.92%	34.13%	37.36%
长期股权投资	18.67	18.67	18.67	18.67	EBITDA 增长率	12897.37%	36.71%	31.02%	35.16%
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	538.17	515.03	491.89	468.75	毛利率	61.13%	63.70%	64.06%	64.41%
无形资产和开发支出	29.48	28.59	27.70	26.81	三费率	36.72%	37.20%	35.84%	33.62%
其他非流动资产	117.37	115.89	114.41	112.93	净利率	20.87%	22.34%	23.71%	25.75%
资产总计	1806.40	2282.39	2771.26	3436.37	ROE	15.66%	18.96%	20.88%	22.99%
短期借款	29.26	0.00	0.00	0.00	ROA	13.53%	15.52%	17.15%	18.99%
应付和预收款项	195.85	389.60	466.63	564.35	ROIC	38.72%	31.79%	40.37%	47.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.19%	28.45%	29.50%	31.53%
其他负债	20.83	24.28	28.42	33.63	营运能力				
负债合计	245.94	413.88	495.05	597.98	总资产周转率	0.99	0.78	0.79	0.82
股本	354.61	354.61	354.61	354.61	固定资产周转率	3.56	3.16	4.18	5.55
资本公积	881.01	881.01	881.01	881.01	应收账款周转率	3.85	2.74	2.73	2.70
留存收益	301.29	592.04	977.01	1507.97	存货周转率	5.60	4.73	4.71	4.71
归属母公司股东权益	1536.56	1827.66	2212.62	2743.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.47%	—	—	—
少数股东权益	23.90	40.85	63.59	94.82	资本结构				
股东权益合计	1560.46	1868.51	2276.21	2838.40	资产负债率	13.61%	18.13%	17.86%	17.40%
负债和股东权益合计	1806.40	2282.39	2771.26	3436.37	带息债务/总负债	11.90%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.63	3.95	4.35	4.76
					速动比率	4.18	3.62	4.00	4.40
					股利支付率	0.00%	13.80%	14.91%	14.56%
					每股指标				
					每股收益	0.66	0.95	1.28	1.75
					每股净资产	4.40	5.27	6.42	8.00
					每股经营现金	0.21	1.37	1.01	1.45
					每股股利	0.00	0.13	0.19	0.26
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	330.11	457.70	597.69	805.57					
PE	89.83	61.98	46.21	33.64					
PB	13.40	11.19	9.19	7.37					
PS	17.85	13.18	10.43	8.25					
EV/EBITDA	61.87	43.68	32.98	23.96					
股息率	0.00%	0.22%	0.32%	0.43%					

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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn