

收入基本符合预期，持续看好 NIPT 发展

投资要点

- **业绩总结:** 公司公布 2018 年年报，全年实现收入 14.4 亿元，同比增长 22.9%、归母净利润 2.7 亿元，同比增长 15.2%、扣非后归母净利润为 2.5 亿元，同比增长 13.0%。经营性现金流 1.7 亿元，同比增长 122.4%。
- **业绩增速放缓，推动重磅品种临床进展。** 公司 2018 年收入基本符合预期，业绩略低于预期。从单季度看：2018Q4 公司营业收入 4.1 亿元，同比增长 15%，归母净利润 2910.6 万元，同比下滑 60.1%、扣非后归母净利润 2450.2 万元，同比下滑 69.1%。第四季度利润端下滑主要系公司高度重视肿瘤早诊项目，大力投资于和瑞基因对于肝癌诊断的研发。分产品线来看：1) 基础科研服务：收入占比 9.1%，增速为 152.4%，毛利率同比提升 9.6%，表现较为靓丽；2) 医学检测服务：收入占比 55.2%，增速为 18.8%，主要受益于 NIPT 市场渗透率进一步提高，以及公司产品升级；3) 试剂销售：收入占比 27.9%，同比增长 5.2%，因产品终端价下降，导致该板块毛利率下降 8.7pp。从盈利能力看：管理费用及研发投入分别增长 22.9%、131.9%，其中研发投入占营收的 6%，大幅上涨主要系本年度处于临床试验项目占比较大，试剂耗材及人工费用投入较大；此外销售费用 (-10.8%) 以及财务费用 (-317.2%) 均有所下降，其中财务费用下降主要系原材料采购产生汇兑损益增加。我们预计，随着肝癌早诊等重点临床项目的持续推进，公司的研发费率将呈稳中有涨的态势。
- **渗透率提升+产品升级提价，NIPT 仍有较大空间。** 生育健康筛查为公司主要收入和利润来源，我们认为仍有较大增长空间，主要原因包括：1) 渗透率提升：假设我国人口年出生率维持在 1500 万，且当年分娩率为 70%，其中 30% 为高龄产妇且均需做 NIPT，其余非高龄产妇按 20% 的渗透率计算，则有超过 850 万人的需求量，保守估计，按 1000 元/人份计算，约 85 亿市场规模，市场空间仍然广阔。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微重复，检测的基因位点更多，价格提升 20% 以上。在上文其他假设不变的情况下，按 1200 元/人份计算，则对应 102 亿市场规模，仍有翻倍空间。贝瑞基因是国内 NIPT 检测业务的行业领导者，技术沉淀深厚、峰值收入有望突破 30-40 亿元，目前规模不到 10 亿，成长空间巨大。
- **肿瘤早诊先导试验验证技术可靠性，处于全国领先地位。** 报告期内，公司加强资本运作，积极布局包括肝癌、妇科肿瘤以及肺癌在内的早诊业务。公司在研项目肿瘤液态活检是基于 cSMART 专利技术，该技术检出率高达 0.03%，处于行业领先地位。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。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2019-2021 年公司收入复合增速约 21.8%，归母净利润复合增速为 23.4%，三年 EPS 分别为 1.14 元、1.19 元、1.42 元，对应 PE 为 34 倍、33 倍、28 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 肿瘤品种临床进展不达预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1439.79	1754.98	2142.29	2603.98
增长率	22.93%	21.89%	22.07%	21.55%
归属母公司净利润 (百万元)	268.09	405.92	421.15	504.07
增长率	15.18%	51.41%	3.75%	19.69%
每股收益 EPS (元)	0.76	1.14	1.19	1.42
净资产收益率 ROE	13.37%	17.29%	15.69%	16.25%
PE	52	34	33	28
PB	7.17	6.12	5.35	4.63

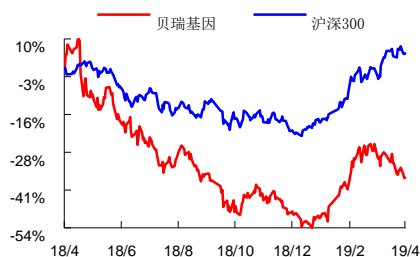
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 电话: 023-67909731
 邮箱: cti@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)	28.86-68.1
总市值(亿元)	139.18
总资产(亿元)	21.78
每股净资产(元)	5.37

相关研究

1. 贝瑞基因(000710): 业绩基本符合预期, 政策东风助力产业延伸 (2019-04-15)
2. 贝瑞基因(000710): 战略增资, 基因检测全产业链龙头崛起 (2019-03-11)
3. 贝瑞基因(000710): 业绩高速增长, 盈利能力逐步提升 (2018-10-31)
4. 贝瑞基因(000710): 业绩延续高增长, 肿瘤早筛技术领先 (2018-08-22)
5. 贝瑞基因(000710): 业绩超市场预期, 肿瘤早诊启动万人队列研究 (2018-04-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1439.79	1754.98	2142.29	2603.98	净利润	259.77	393.32	408.08	488.43
营业成本	601.28	726.69	882.33	1136.25	折旧与摊销	72.69	32.92	32.92	32.92
营业税金及附加	8.99	10.95	13.64	17.97	财务费用	7.43	22.81	21.42	20.83
销售费用	275.23	456.29	546.28	624.96	资产减值损失	12.46	5.00	5.00	5.00
管理费用	112.11	175.50	203.52	234.36	经营营运资本变动	-233.67	-52.31	-216.95	-212.06
财务费用	7.43	22.81	21.42	20.83	其他	46.65	20.97	-13.35	0.67
资产减值损失	12.46	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	165.33	422.73	237.13	335.80
投资收益	-31.85	0.00	0.00	0.00	资本支出	-47.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-121.88	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	-169.45	0.00	0.00	0.00
营业利润	305.06	357.73	470.09	564.62	短期借款	-29.26	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.89	105.00	10.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	310.94	462.73	480.09	574.62	股权融资	91.19	0.00	0.00	0.00
所得税	51.17	69.41	72.01	86.19	支付股利	0.00	-53.62	-81.18	-84.23
净利润	259.77	393.32	408.08	488.43	其他	-48.78	-30.07	-21.42	-20.83
少数股东损益	-8.32	-12.60	-13.07	-15.65	筹资活动现金流净额	13.16	-83.68	-102.61	-105.06
归属母公司股东净利润	268.09	405.92	421.15	504.07	现金流量净额	11.99	339.04	134.52	230.74
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	423.62	762.66	897.18	1127.92	成长能力				
应收和预付款项	681.95	793.56	989.41	1204.14	销售收入增长率	22.93%	21.89%	22.07%	21.55%
存货	205.74	248.35	299.90	387.68	营业利润增长率	10.89%	17.27%	31.41%	20.11%
其他流动资产	45.90	55.95	68.29	83.01	净利润增长率	6.27%	51.41%	3.75%	19.69%
长期股权投资	77.66	77.66	77.66	77.66	EBITDA 增长率	16.68%	7.35%	26.84%	17.91%
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	585.06	561.46	537.86	514.25	毛利率	58.24%	58.59%	58.81%	56.36%
无形资产和开发支出	95.06	87.99	80.92	73.85	三费率	27.42%	37.30%	36.00%	33.80%
其他非流动资产	63.01	60.76	58.51	56.27	净利率	18.04%	22.41%	19.05%	18.76%
资产总计	2178.00	2648.39	3009.73	3524.77	ROE	13.37%	17.29%	15.69%	16.25%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.93%	14.85%	13.56%	13.86%
应付和预收款项	205.85	339.71	369.11	471.70	ROIC	19.21%	20.76%	24.75%	25.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.75%	23.56%	24.48%	23.75%
其他负债	29.83	33.90	38.96	47.21	营运能力				
负债合计	235.68	373.62	408.07	518.91	总资产周转率	0.72	0.73	0.76	0.80
股本	354.61	354.61	354.61	354.61	固定资产周转率	2.77	3.42	4.38	5.59
资本公积	972.20	972.20	972.20	972.20	应收账款周转率	2.48	2.49	2.51	2.50
留存收益	569.38	921.68	1261.65	1681.49	存货周转率	3.84	3.20	3.21	3.29
归属母公司股东权益	1903.44	2248.49	2588.45	3008.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.21%	—	—	—
少数股东权益	38.88	26.28	13.21	-2.43	资本结构				
股东权益合计	1942.32	2274.77	2601.67	3005.86	资产负债率	10.82%	14.11%	13.56%	14.72%
负债和股东权益合计	2178.00	2648.39	3009.73	3524.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.02	5.12	5.67	5.51
					速动比率	5.11	4.44	4.91	4.75
					股利支付率	0.00%	13.21%	19.28%	16.71%
					每股指标				
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股收益	0.76	1.14	1.19	1.42
EBITDA	385.17	413.47	524.44	618.38	每股净资产	5.48	6.41	7.34	8.48
PE	51.92	34.29	33.05	27.61	每股经营现金	0.47	1.19	0.67	0.95
PB	7.17	6.12	5.35	4.63	每股股利	0.00	0.15	0.23	0.24
PS	9.67	7.93	6.50	5.34					
EV/EBITDA	34.93	31.72	24.75	20.62					
股息率	0.00%	0.39%	0.58%	0.61%					

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。

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn