证券研究报告—动态报告

医药保健

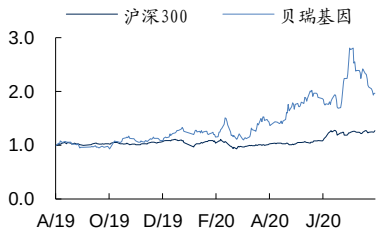
制药与生物

贝瑞基因(000710) 买入

2020 中报点评 （维持评级）

2020 年 08 月 31 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)	22,642/9,035
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12 个月最高/最低(元)	98.00/29.81

相关研究报告:

《贝瑞基因-000710-重大事件快评：拟定增助力产业链布局，肝癌早筛产品即将上市》 ——2020-08-14

《贝瑞基因-000710-2020 年一季报点评：业绩符合预期，收入持续增长》 ——2020-04-30

《贝瑞基因-000710-2019 年年报暨 2020 一季报业绩预告点评：员工持股方案出台，肿瘤早筛落地在即》 ——2020-04-15

《贝瑞基因-000710-深度报告：肿瘤早筛，蓄势待发》 ——2020-04-07

《贝瑞基因-000710-2019 年三季报点评：基因测序龙头，肿瘤早筛潜力巨大》 ——2019-11-21

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

财报点评

疫情影响业绩，肿瘤早筛产品上市

- **2020H1 受疫情影响业绩下滑**

  2020H1 营收 7.21 亿元（-4.34%），归母净利润 1.17 亿元（-53.17%），扣非归母净利润 0.91 亿元（-41.56%）。2020Q2 营收 3.51 亿元（-16.61%），归母净利润 0.55 亿元（-33.75%），扣非归母净利润 0.30 亿元（-64.29%）。受疫情持续性影响，医院诊疗科室就诊人数下降，检测类服务终端需求受到影响，收入及净利润下滑。

- **毛利率降低，管理费用率升高**

  2020H1 销售毛利率 53.50%（-7.65pp）主要是疫情影响收入导致毛利下滑，销售费用率 16.50%（-2.15pp），管理费用率 16.38%（+1.98pp），财务费用率 0.93%（+1.14pp），主要是中长期借款增加导致利息费用增加及汇率波动造成汇兑损失。此外，疫情期间防护、物流、采购等各项成本大幅上升。

- **肝癌早筛项目商业化提前落地，伴随诊断产品推出**

  子公司和瑞 2020 年 8 月 16 日推出 PreCar 项目产品“莱思宁(Liver Screening)”，是经过全球肝癌早筛最大规模前瞻性研究验证的临床级别产品，通过 LDT 模式率先落地，较此前预期提前。公司积累了通用的底层技术平台，在肺癌及妇科肿瘤领域的早筛临床研究有望年底启动。7 月公司发布了大 Panel 基因检测“和全安”系列新品——实体瘤全靶点基因检测，覆盖 654 个基因及常见免疫抑制检测点，为目前国内覆盖最为全面的伴随诊断测序试剂盒。2020H1 公司染色体拷贝数变异检测试剂盒（CNV）注册获得受理，是国内首家申报，该检测服务公司市占率第一，我们预计获批后将加速放量，巩固已有优势。

- **风险提示：**政策、研发进展不及预期，产品上市及推广不及预期等。

- **投资建议：看好未来发展前景，维持“买入”投资评级**

  考虑到疫情影响，下调盈利预测 2020-2022 年归母净利润 3.0/4.2/5.2 亿（原 3.6/4.2/5.2 亿元），增速-23%/41%/24%，当前股价对应 PE 76/54/43x。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，肝癌早筛产品落地，潜在市场空间巨大，我们高度看好公司的发展前景，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,440	1,618	2,005	2,554	3,245
(+/-%)	22.93%	12.35%	23.92%	27.42%	27.04%
净利润(百万元)	268	391	297	418	521
(+/-%)	15.18%	45.70%	-23.91%	40.80%	24.49%
摊薄每股收益(元)	0.76	1.10	0.84	1.18	1.47
EBIT Margin	24.37%	27.34%	20.22%	21.31%	21.43%
净资产收益率(ROE)	14.08%	16.78%	11.35%	13.82%	14.72%
市盈率(PE)	84.45	57.96	76.18	54.11	43.46
EV/EBITDA	54.68	44.49	57.86	43.35	34.57
市净率(PB)	11.90	9.72	8.64	7.48	6.40

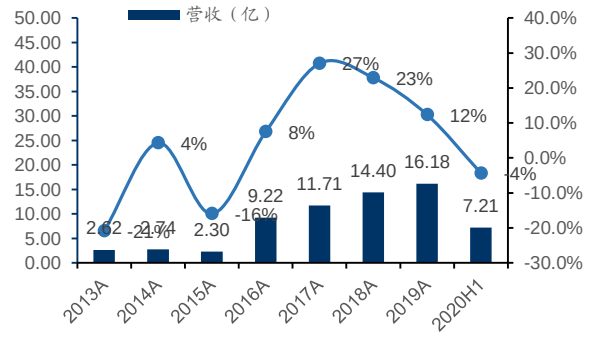
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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。

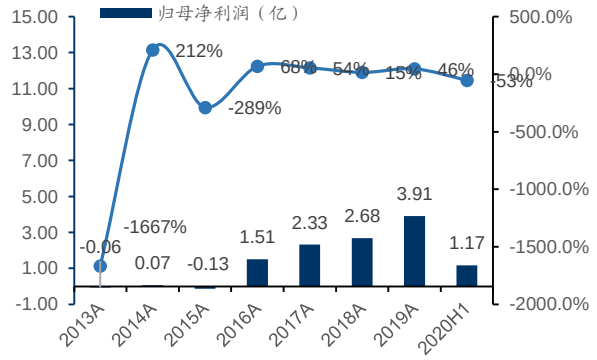
2020H1 受疫情影响业绩有所下滑。2020 年上半年年营收 7.21 亿元(-4.34%)，归母净利润 1.17 亿元（-53.17%），若剔除上年同期非经常性损益的 9573 万元（19Q1 公司确认放弃全资孙公司雅士能基因科技有限公司因此产生投资收益，20Q2 减资退出信念医药，产生约 2700 万收益，其他参股子公司有约 2000 万亏损），扣非归母净利润 0.91 亿元(-41.56%)。Q2 营收 3.51 亿元(-16.61%)，归母净利润 0.55 亿元（-33.75%），扣非归母净利润 0.30 亿元（-64.29%），Q1 有部分新冠核酸检测贡献。受新型冠状病毒疫情持续性影响，医院诊疗科室就诊人数下降，公司检测类服务终端需求受到影响，随着医院诊疗恢复，目前业务已经基本恢复，估计下半年会继续好转。

图 1：贝瑞基因营业收入及增速（单位：亿元、%）



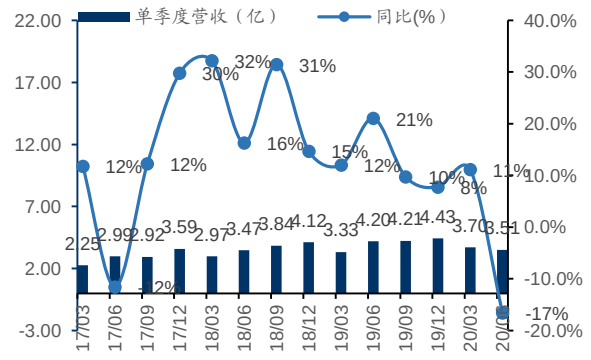
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：贝瑞基因归母净利润及增速（单位：亿元、%）



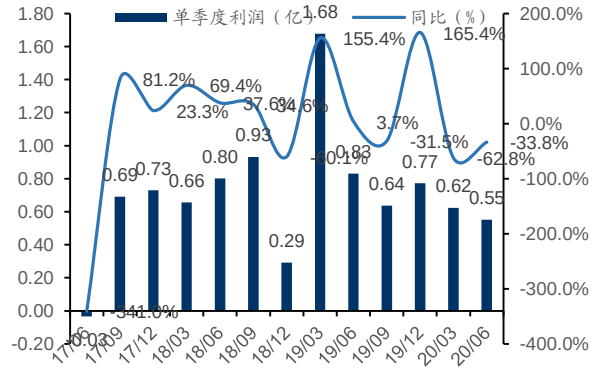
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：贝瑞基因分季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

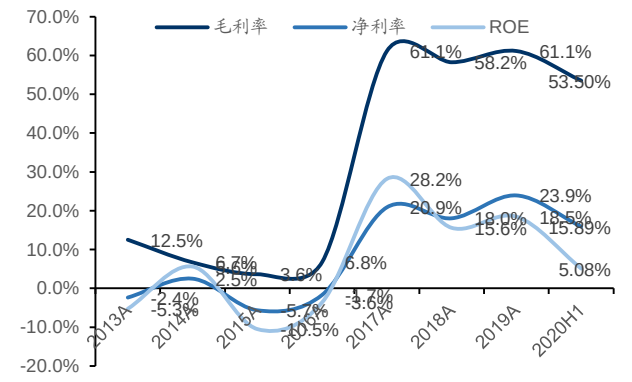
图 4：贝瑞基因分季度净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率降低，管理费用率升高，净利率也出现下滑。2020H1 销售毛利率 53.50%（-7.65pp），销售费用率 16.50%（-2.15pp），管理费用率 16.38%（+1.98pp），财务费用率 0.93%（+1.14pp），主要是因为中长期借款增加导致利息费用增加及汇率波动造成汇兑损失增加所致，净利率 15.89%（-17.15pp）。疫情期间，为了做好新型冠状病毒防疫工作，防护、物流、采购等各项成本大幅上升。

图 5：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 6：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

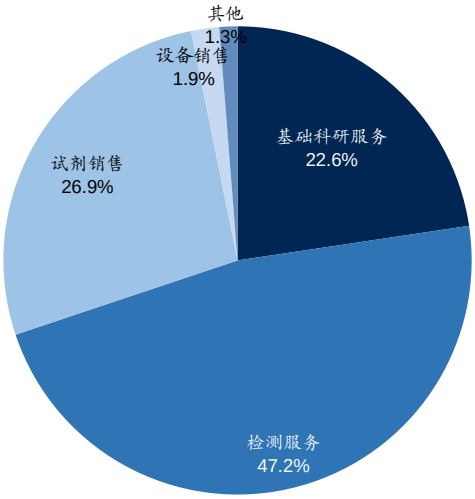
经营性现金流出现负增长。2020H1 经营性现金流净额为-1.1 亿元，与净利润比值为-94%，主要是因为新冠疫情下，客户回款期变长及公司备货存货采购增加所致。

图 7：贝瑞基因现金流情况（单位：亿元、%）

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

基础科研服务维持增长，试剂及设备销售下滑明显。2020 年上半年公司基础科研服务实现营业收入 1.63 亿元（+19.48%），科研服务维持较高增速主要是 Q1 科研服务在春节前未受影响，订单延续了去年好的态势。毛利率 46.58%（-12.77pp）主要是收入下降导致毛利率下滑。检测服务实现营业收入 3.40 亿元（-0.15%），毛利率 52.80%（-12.98pp），试剂销售实现营业收入 1.94 亿元（-4.55%），毛利率 65.58%(+0.46pp)，设备销售实现营收 0.14 亿元(-71.49%)，毛利率 6.80%（-15.56pp）。医院 NIPT 检测量受到影响但 Q3 基本恢复增长。其他检测业务也在逐步恢复中。

图 8: 贝瑞基因 2020H1 营收组成



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

试剂盒申报有序进行。2020 年上半年，公司染色体拷贝数变异检测试剂盒(可逆末端终止测序法)医疗器械注册申请获得受理，为国内首家。 该试剂盒较传统的染色体畸变检测技术，可精准、全面、高效、经济地获得染色体拷贝数检测结果，供临床参考使用。目前 CNV 检测公司每年做到 10 万例，约占市场 90%份额，未来该试剂盒若获批上市，将快速放量。

肝癌早筛产品提前落地，早筛潜在空间大。福建和瑞加快 PreCar 项目产品转化及商业落地并于 2020 年 8 月 16 日推出 PreCar 项目产品——“莱思宁(Liver Screening)”。莱思宁(Liver Screening)是目前国内经过超大规模前瞻性随访队列研究验证的临床级别产品，是全球同类研究中规模最大（5000 人入组）、进展最快（最早观察数据已超 2 年）、数据最优（灵敏度、特异性、富集度），如我们 2020 年 4 月 7 日外发的深度报告《贝瑞基因：肿瘤早筛，蓄势待发》中所指出的，目前全球范围内几乎没有针对肝癌早筛的前瞻性大队列研究，公司的规模和进度均遥遥领先，至少具有 1-2 年的独家优势。此外，从应用范围上来看，不仅可以辅助肝癌早筛早诊，区分肝结节的良性与恶性人群，还可作为监控肝癌复发，为患者提供精准的术后动态监测，有效延长生存期。中国有 700 万肝硬化患者为肝癌高危人群，9000 万乙肝患者和 1000 万丙肝患者。商业化落地首先将针对肝硬化人群，通过 LDT 的模式为目前已有临床合作的医院提供检测服务。预计 2021 年公司将正式申报早筛试剂盒，同时也作为“十三五”国家科技重大专项，完成结题。我们预计未来肝癌早筛可能推广到肝炎人群，甚至用于体检。

肺癌和妇科肿瘤早筛也将启动大规模试验。基于测序的早筛底层技术平台搭建完成，为未来开拓其他癌种早筛奠定基础。公司初期经过摸索，构建了通用的底层技术平台，并结合 AI 学习开发出针对早筛的无创解决方案。目前公司的肺癌早筛项目也在研发中，即将公布先导试验结果。下半年肺癌早筛和妇科肿瘤早筛都可能启动临床研究。

伴随诊断领域产品重磅推出，肺癌多中心研究项目启动。福建和瑞携手上海市胸科医院、中国人民解放军总医院等多家医院全面推进“大 Panel 在肺癌靶向用药、免疫治疗等方面的伴随诊断”多中心研究项目实施。该项目将利用基于二代测序技术的多基因大 Panel 对晚期肺癌患者手术标本进行检测，较为全面地覆盖低频基因突变，有效弥补中国大 Panel 肿瘤临床研究试验的空白，获得针对中国肺癌人群的大 Panel 检测第一手数据及其对临床治疗指导的贡献和效

果，推进国内肺癌的大 Panel 检测规范化，加速其临床应用。7 月 17 日，公司发布了大 Panel 基因检测“和全安”系列新品——实体瘤全靶点基因检测，覆盖 654 个基因，其中 638 个是全外显子基因，检测范围更广泛，全面覆盖 NMPA/FDA 获批及在研的靶点及新兴的免疫治疗生物标志物，包含 TMB、PD-L1、MSI 等，测序深度高达 15000X，该产品是国内目前最大的大 panel 伴随诊断试剂盒。同日，公司公告肺癌液体活检试剂盒注册检验通过，未来申报，将会成为国内首个基于外周血的 NGS 伴随诊断试剂盒（目前获批的其他类似试剂盒均是基于组织样本），适用范围更广、更灵活。

盈利预测

我们按照业务分类对盈利进行预测，考虑到疫情影响，毛利率下降，财务费用上升，我们调整此前报告中的盈利预测模型，下调 2020 年利润。

表 1：贝瑞基因按业务分类盈利预测

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
总营收	445	921	1,171	1,377	1,618	2,005	2,554	3,245	
YoY	*33.24%*	*106.96%*	*27.10%*	*17.53%*	*12.35%*	23.92%	27.42%	27.04%	
毛利率	60.20%	62.77%	61.13%	58.24%	61.13%	58.35%	61.92%	62.62%	
医学检测服务	307	596	647	768	644	1,464	1,852	2,398	
YoY	*4.86%*	*94.35%*	*8.49%*	*18.80%*	*-16.12%*	19.28%	26.47%	29.46%	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；肿瘤业务收入迅速增长并于 2022 年进入体内，毛利率提升
毛利率	62.79%	64.26%	57.75%	55.96%	59.55%	59.94%	62.78%	63.63%	
试剂销售	47	211	382	402	468	741	889	1,067	
YoY	*51091%*	*352.74%*	*80.81%*	*5.20%*	*16.59%*	15%	20%	20%	
毛利率	78.26%	78.23%	*79.62%*	*70.95%*	73.15%	58.00%	61.00%	62.00%	
设备销售	37	70	*79*	*75*	115	585	790	1,106	
YoY		*89.60%*	*11.99%*	*-4.50%*	*52.76%*	25%	35%	40%	
毛利率	22.85%	22.68%	*24.11%*	*25.23%*	25.22%	73.00%	73.00%	73.00%	
基础科研服务	55	44	52	131	361	138	173	224	
YoY	*31.62%*	*-19.95%*	*18.86%*	*152.35%*	*174.54%*	20%	25%	30%	2019 年科研服务高速增长，随着产能利用率提升，毛利率迅速提升，后续保持较高增速
毛利率	55.64%	32.53%	30.12%	39.71%	58.01%	15.00%	25.22%	25.22%	
销售费用率			26.35%	19.12%	18.49%	21.00%	21.00%	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%	7.53%	9.30%	9.30%	8.70%	管理费用率考虑股权激励提升
研发费用率			0.00%	6.34%	7.39%	9.80%	9.80%	11.00%	预计研发费用率持续提升
财务费用率			-0.29%	0.52%	-0.04%	1.00%	0.20%	0.20%	
归母净利润	**36.88**	**157.73**	**233**	**268**	**410**	297	418	521	
YOY		*327.75%*	*-5660.3%*	*15.2%*	*52.80%*	-23.91%	40.80%	24.49%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

投资建议：看好未来发展前景，维持“买入”评级。考虑到疫情影响，下调盈利预测 2020-2022 年归母净利润 3.0/4.2/5.2 亿（原 3.6/4.2/5.2 亿元），增速 -23%/41%/24%（注：2019 年非经常性损益导致高基数，剔除后 2020 年正增长）前股价对应 PE 76/54/43x。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，肝癌早筛产品落地，潜在市场空间巨大，我们高度看好公司的发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：政策进展低于预期；研发和产品注册进度低于预期；市场推广和商业化进展低于预期。

表 2：可比公司估值

代码	公司简称	市值（亿元）	股价 20-08-30	EPS 19A	EPS 20E	EPS 21E	EPS 22E	PE 19A	PE 20E	PE 21E	PE 22E	ROE（19A）	PEG（20E）	投资评级
000710	贝瑞基因	226	63.85	1.10	0.84	1.18	1.47	77.0	76.2	54.2	43.5	14%	*3.6	买入
300676	华大基因	600	600	0.69	7.51	3.05	2.78	217.3	20.0	49.2	54.0	5%	0.3	买入
002030	达安基因	339	339	0.11	1.19	0.87	0.98	368.0	32.4	44.6	39.6	1%	0.3	无
300685	艾德生物	196	196	0.61	0.85	1.16	1.51	144.6	104.2	76.1	58.3	14%	2.9	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：其他无评级公司为 wind 一致预测 注：贝瑞基因 PEG 按照 2019 扣非后计算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	411	592	994	1355
应收款项	840	1153	1330	1689
存货净额	422	571	724	893
其他流动资产	173	214	273	347
流动资产合计	**1853**	**2537**	**3327**	**4291**
固定资产	0	334	630	921
无形资产及其他	72	69	66	63
投资性房地产	962	962	962	962
长期股权投资	182	286	390	494
资产总计	**3069**	**4188**	**5376**	**6731**
短期借款及交易性金融负债	11	14	8	11
应付款项	213	251	287	355
其他流动负债	225	366	457	577
流动负债合计	**450**	**631**	**753**	**943**
长期借款及应付债券	245	845	1445	2045
其他长期负债	27	77	137	197
长期负债合计	**272**	**922**	**1582**	**2242**
负债合计	**722**	**1553**	**2335**	**3185**
少数股东权益	19	16	12	8
股东权益	2328	2619	3029	3539
负债和股东权益总计	**3069**	**4188**	**5376**	**6731**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.10	0.84	1.18	1.47
每股红利	0.02	0.02	0.03	0.03
每股净资产	6.57	7.39	8.54	9.98
ROIC	18%	13%	14%	15%
ROE	17%	11%	14%	15%
毛利率	61%	58%	62%	63%
EBIT Margin	27%	20%	21%	21%
EBITDA Margin	32%	21%	23%	23%
收入增长	12%	24%	27%	27%
净利润增长率	46%	-24%	41%	24%
资产负债率	24%	37%	44%	47%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	58.0	76.2	54.1	43.5
P/B	9.7	8.6	7.5	6.4
EV/EBITDA	44.5	57.9	43.4	34.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1618**	**2005**	**2554**	**3245**
营业成本	629	835	973	1213
营业税金及附加	6	8	10	13
销售费用	299	371	536	681
管理费用	241	386	491	642
财务费用	(1)	16	38	59
投资收益	15	(33)	0	0
资产减值及公允价值变动	0	(10)	0	0
其他收入	(8)	0	0	0
营业利润	450	346	506	636
营业外净收支	(5)	0	(18)	(29)
利润总额	**446**	**346**	**488**	**607**
所得税费用	59	52	73	91
少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	**391**	**297**	**418**	**521**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**391**	**297**	**418**	**521**
资产减值准备	(12)	0	0	0
折旧摊销	83	13	32	52
公允价值变动损失	0	10	0	0
财务费用	(1)	16	38	59
营运资本变动	(1162)	(275)	(202)	(356)
其它	9	(3)	(4)	(5)
经营活动现金流	**(692)**	**43**	**245**	**212**
资本开支	518	(354)	(325)	(340)
其它投资现金流	(6)	0	0	0
投资活动现金流	**407**	**(458)**	**(429)**	**(444)**
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	245	300	300	300
支付股利、利息	(8)	(6)	(9)	(11)
其它融资现金流	(201)	2	(5)	3
融资活动现金流	**273**	**596**	**586**	**592**
现金净变动	**(12)**	**180**	**402**	**360**
货币资金的期初余额	424	411	592	994
货币资金的期末余额	411	592	994	1355
企业自由现金流	(177)	(272)	(32)	(52)
权益自由现金流	(134)	17	230	200

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 ±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 ±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