

泛生子

携手正大天晴开辟医院市场，至此实现三大商业路径布局

公司动态

公司近况

1 月 6 日公司发布公告，与中国生物制药旗下子公司正大天晴，就基于液体活检技术的肝癌早筛产品 HCCscreen 签署中国独家战略合作协议。我们看好公司 HCCscreen 渗透率和普及率提升。

评论

携手正大天晴开辟医院市场，进一步提升 HCCscreen 渗透率。正大天晴作为中国生物制药旗下最大子公司，专注于肝病和肿瘤药物研发生产，拥有一支超过 7,000 人的销售团队，服务逾 2,000 家综合医院及肝病专科医院，在中国抗肝病毒药物领域占据超过 35% 市场份额。此次合作为独家合作，合作形式为双方于未来三年在中国指定地区共同开辟医院市场推广 HCCscreen，服务包括乙肝病毒携带者及其他肝病患者在内的肝癌高危人群：泛生子提供产品的生产、实验室运营服务等；正大天晴凭借成熟销售经验和医院市场资源帮助推广。我们看好此举进一步提升 HCCscreen 的渗透率和普及率。

伴随一系列重磅进展，现已实现三大商业路径布局。1) 和体检中心合作：2019 年底，泛生子与爱康签订合作协议通过爱康旗下全国体检中心推动并提供肝癌早筛服务。2) 和政府合作：2020 年 11 月，无锡政府选择泛生子 HCCscreen 在三年内为本地 15 万肝癌高危人群提供检测及综合防控，提高公众对于肝癌的早筛意识。此前已有同国内某政府合作为 1 万名个人提供肝病早筛检测服务的项目。3) 和大药企合作：2021 年 1 月和正大天晴合作开辟医院市场。三大商业路径布局共同发力，渗透率和普及率的提升可期。

期待肝癌大队列验证性临床数据，肺癌和消化道癌研发在进行中。公司目前的 HCCscreen 项目涉及多个中心超过 4,500 名乙肝病毒表面抗原阳性患者。公司已完成其中 2,000 多名患者的检测并在跟踪临床结果，我们预计 1H21 公司会公布肝癌早筛大队列前瞻验证性临床数据，届时公司早筛产品价值会进一步显现。截至 2020 年 6 月，单中心 297 病例初步数据显示，HCCscreen 实现 92% 敏感度，93% 特异性，35% 阳性预测值，表现出色。在肺癌和消化道癌早筛领域，公司参与的国家科技部癌症早筛重点研发项目正在进行中。

估值建议

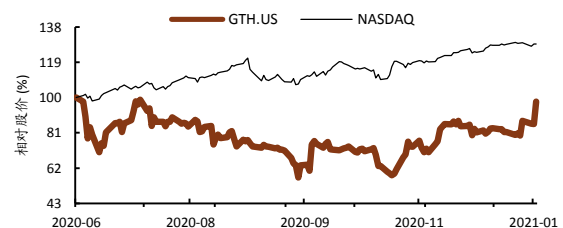
我们维持 2020/2021 年 EPS 不变，引入 2022 年 EPS 为 -1.87 元。考虑到重大商业化布局提升远端渗透率上限以及早筛除肝癌外其他癌种在研中，基于 WACC10.0% 与永续增长率 3.5% 的假设，我们上调目标价 **10.4% 至 21.09 美元**，较当前股价有 34.8% 的上涨空间。**维持跑赢行业评级。**

风险

产品发布进度慢于预期；未能完成临床试验；IVD 产品商业销售低于预期。

维持跑赢行业

股票代码	GTH.US
评级	跑赢行业
最新收盘价	美元 15.65
目标价	美元 21.09
52 周最高价/最低价	美元 18.15~9.03
总市值(亿)	美元 14
30 日日均成交额(百万)	美元 7.30
发行股数(百万)	88
其中：自由流通股(%)	N.A.
30 日日均成交量(百万股)	0.53
主营行业	医疗健康



(人民币 百万)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	323	413	624	930
增速	43.6%	27.8%	51.0%	49.0%
归属母公司净利润	-676	-266	-234	-165
增速	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
每股净利润	-7.65	-3.01	-2.65	-1.87
每股净资产	-20.13	-23.14	-25.79	-27.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-2.23	-3.71	-2.92	-2.08
市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
市净率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	-150.6%	-48.5%	-41.2%	-25.4%
平均净资产收益率	47.6%	13.9%	10.8%	7.0%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

何子瑜

分析师

ziyu.he@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080518120001

SFC CE Ref: BNF440

府嘉颖

联系人

jiaying.fu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080120070124

邹朋

分析师

peng.zou@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513090001

SFC CE Ref: BCC313

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	323	413	624	930	营业收入	43.6%	27.8%	51.0%	49.0%
营业成本	-178	-182	-247	-348	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
销售管理费用	-371	-364	-431	-521	EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
研发费用	-92	-145	-187	-232	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	-307	-266	-230	-160	毛利率	44.8%	56.1%	60.5%	62.6%
财务费用	-9	0	-4	-5	营业利润率	-94.9%	-64.4%	-36.8%	-17.2%
其他利润	-349	11	11	11	EBITDA 利润率	-85.0%	-58.9%	-33.6%	-14.8%
利润总额	-676	-266	-234	-165	净利率	-209.0%	-64.4%	-37.5%	-17.8%
所得税	0	0	0	0	偿债能力				
净利润	-676	-266	-234	-165	流动比率	2.02	1.09	0.91	0.97
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	1.93	1.01	0.83	0.86
非通用准则净利润	-676	-266	-234	-165	现金比率	0.66	0.21	0.12	0.07
EBITDA	-275	-243	-210	-138	资产负债率	410.1%	489.9%	472.4%	455.0%
资产负债表					净债务资本比率	6.6%	净现金	净现金	净现金
货币资金	140	68	55	37	回报率分析				
应收账款及票据	84	57	84	122	总资产收益率	-150.6%	-48.5%	-41.2%	-25.4%
存货	18	25	37	51	净资产收益率	47.6%	13.9%	10.8%	7.0%
其他流动资产	187	209	236	267	每股指标				
流动资产合计	429	358	412	477	每股净利润 (元)	-7.65	-3.01	-2.65	-1.87
固定资产及在建工程	83	102	133	143	每股净资产 (元)	-20.13	-23.14	-25.79	-27.66
无形资产及其他长期资产	5	8	11	13	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	144	166	200	211	每股经营现金流 (元)	-2.23	-3.71	-2.92	-2.08
资产合计	574	524	612	688	估值分析				
短期借款	20	220	320	320	市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
应付账款	50	32	44	63	市净率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他流动负债	143	78	88	111	EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
流动负债合计	213	330	451	493	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款	4	104	304	504					
非流动负债合计	2,139	2,239	2,439	2,639					
负债合计	2,352	2,569	2,890	3,132					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	-1,778	-2,045	-2,278	-2,444					
负债及股东权益合计	574	524	612	688					
现金流量表									
税前利润	-676	-266	-234	-165					
折旧和摊销	32	23	20	23					
营运资本变动	62	-85	-44	-42					
其他	385	0	0	0					
经营活动现金流	-197	-328	-258	-184					
资本开支	-26	-44	-54	-34					
其他	-71	0	0	0					
投资活动现金流	-97	-44	-54	-34					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	23	300	300	200					
其他	349	0	0	0					
筹资活动现金流	372	300	300	200					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	78	-72	-12	-18					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

泛生子是国内精准肿瘤平台领先公司。公司专注肿瘤分子诊断，利用先进的分子生物学和数据科学技术改变癌症治疗方法。泛生子综合性的产品和服务涵盖从早期筛查、诊断、治疗建议，到持续监测及持续护理的整个癌症护理周期。

图表 1: DCF 模型计算过程及关键假设

自由现金流预测 (百万人民币)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
净收入	624	930	1,448	2,051	3,299	4,548	5,997	7,178	8,080	8,999	9,504	10,002	10,495	10,982	11,271
YoY	51.0%	49.0%	55.7%	41.7%	60.9%	37.9%	31.9%	19.7%	12.6%	11.4%	5.6%	5.2%	4.9%	4.6%	2.6%
息税前利润	-230	-160	100	130	346	661	1,112	1,509	1,776	2,063	2,266	2,476	2,692	2,914	3,086
YoY	n.m	n.m	n.m	29.9%	166.1%	91.2%	68.3%	35.7%	17.7%	16.2%	9.8%	9.3%	8.7%	8.2%	5.9%
息税前利润率	n.m	n.m	6.9%	6.3%	10.5%	14.5%	18.5%	21.0%	22.0%	22.9%	23.8%	24.8%	25.7%	26.5%	27.4%
息税前利润*(1 - 税率)	-230	-160	85	110	259	495	834	1,131	1,332	1,548	1,700	1,857	2,019	2,185	2,315
+ 折旧与摊销	20	23	25	27	22	24	26	28	30	32	34	36	39	41	43
- 营运资本变动	-44	-42	-71	-44	-134	-125	-152	-107	-78	-75	-29	-26	-23	-20	-29
- 资本支出	-54	-34	-29	-29	-30	-35	-35	-35	-35	-35	-37	-37	-37	-37	-37
自由现金流	-308	-214	9	65	117	359	673	1,017	1,249	1,469	1,668	1,831	1,998	2,170	2,292
增速	n.m	n.m	n.m	590.3%	80.6%	207.9%	87.3%	51.2%	22.7%	17.6%	13.5%	9.7%	9.1%	8.6%	5.6%
现金流折现分析															
自由现金流现值	4,293								所得税税率	15.0%					
终值	36,942								负债率	5.0%					
终值的现值	8,876								Beta系数	1.46					
企业价值	13,169								无风险利率	1.5%					
净现金/负债及少数股东权益	-255								风险溢价	6.0%					
股权价值 (百万人民币)	12,914								权益资本成本	10.2%					
股权价值 (百万美元)	1,863								债务资本成本	6.0%					
每股股权价值 (人民币)	146.1								税后债务资本成本	5.1%					
每股股权价值 (美元)	21.09								加权平均资本成本	10.0%					
									永续增长率	3.5%					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 敏感性分析

权益价值 (百万美元) 敏感性分析								
永续增长率		2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%
加权平均资本成本	9.1%	2,162	2,216	2,274	2,336	2,403	2,475	2,552
	9.4%	2,010	2,057	2,107	2,161	2,219	2,281	2,347
	9.7%	1,872	1,914	1,958	2,005	2,055	2,108	2,166
	10.0%	1,747	1,784	1,822	1,863	1,907	1,954	2,004
	10.3%	1,634	1,666	1,700	1,736	1,774	1,815	1,859
	10.6%	1,530	1,558	1,588	1,620	1,654	1,690	1,728
	10.9%	1,434	1,460	1,487	1,515	1,545	1,576	1,610

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	交易货币	目标价	评级	收盘价	净利润			营业收入			市盈率			市净率		
						01-06	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021	2022E	2020A/E	2021E	2022E
GTH.US	泛生子*	CNY	USD	21.09	跑赢行业	15.65	-266	-234	-165	413	624	930	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
BNR.US	燃石医学	CNY	USD	n.a.	n.a.	24.73	-169	-333	-234	382	424	628	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	7.5	8.5
000710.SZ	贝瑞基因	CNY	CNY	n.a.	n.a.	37.50	391	247	365	1,618	1,722	2,290	58.5	54.0	36.4	5.6	5.2	4.5
300685.SZ	艾德生物	CNY	CNY	n.a.	n.a.	75.05	135	181	259	578	707	928	106.3	89.7	65.3	15.5	15.0	12.6
300676.SZ	华大基因	CNY	CNY	n.a.	n.a.	137.43	276	3,550	1,560	2,800	8,822	5,176	20.2	26.8	52.3	8.1	7.1	5.9

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：泛生子-US。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

