

## 北陆药业 (300016.SZ) 主业持续发力，精准医疗业务有望迎来价值重估

2020年06月14日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

杜佐远（分析师）

duzuoyuan@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

日期	2020/6/12
当前股价(元)	10.62
一年最高最低(元)	11.69/7.90
总市值(亿元)	52.52
流通市值(亿元)	43.04
总股本(亿股)	4.95
流通股本(亿股)	4.05
近3个月换手率(%)	155.84

### ● 国内对比剂行业龙头企业之一，首次覆盖给予“买入”评级

北陆药业是国内对比剂行业龙头企业之一，通过控股海昌药业，完成原料药+制剂产业链一体化布局，盈利能力有望进一步增强。近年来公司逐步搭建了更为年轻的新一届高管团队和核心骨干人才梯队，2019年对比剂收入增速达到了近年来最好水平，显示出公司销售能力和内部管理效率持续提升。我们预计公司2020年/2021年/2022年分别实现归母净利润2.09亿元/2.63亿元/3.25亿元，同比增速为-38.8%/25.4%/23.8%，EPS分别为0.42元/0.53元/0.66元，当前股价对应PE分别为25.1/20.0/16.1，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 对比剂行业属于优质赛道，前景广阔，看好公司对比剂业务长期发展

对比剂的增长主要由CT和MRI等设备保有量和检查量的提升驱动，按每百万人保有量计算，与发达国家相比我国CT和MRI设备保有量仍有较大提升空间，我们预计未来对比剂行业有望保持15%左右增速。近年来公司的碘海醇和钆喷酸葡胺稳健增长，碘帕醇和碘克沙醇快速放量，2020年1季度由于疫情影响导致收入下滑，但对比剂需求相对刚性，随着医院诊疗秩序逐步恢复正常，我们认为公司对比剂收入环比和同比增速均将逐季度出现改善。长期来看行业竞争格局良好，前景广阔，我们看好公司对比剂业务长期发展。

### ● 世和基因股权价值有望迎来重估

世和基因成立于2008年，致力于临床肿瘤精准分子检测、液体活检及临床转化，是国内NGS测序龙头企业之一，目前公司持有其16.38%股权。近期以世和基因为代表的国内NGS测序龙头公司陆续走向资本市场，其中世和基因已进入IPO辅导阶段，诺禾致源已提交科创板招股书，燃石医学已于2020年6月12日在纳斯达克交易所上市，首日收盘后市值为25.12亿美元（约176亿元），公司持有的世和基因16.38%股权有望迎来价值重估。

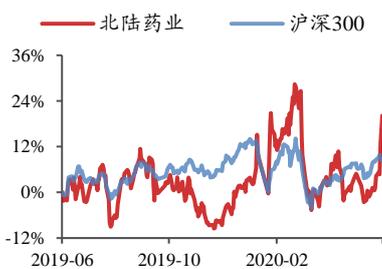
● **风险提示：**国内疫情可能反复导致医疗机构诊疗秩序恢复缓慢，药品销售不及预期；对比剂被纳入全国或地方集采，药品降价幅度超出预期；对比剂竞争加剧。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	608	819	1,014	1,255	1,506
YOY(%)	16.4	34.7	23.7	23.8	20.0
归母净利润(百万元)	148	342	209	263	325
YOY(%)	24.4	131.8	-38.8	25.4	23.8
毛利率(%)	67.0	68.9	69.5	70.1	70.8
净利率(%)	24.3	41.8	20.7	20.9	21.6
ROE(%)	12.3	23.6	12.9	14.1	15.1
EPS(摊薄/元)	0.30	0.69	0.42	0.53	0.66
P/E(倍)	35.5	15.3	25.1	20.0	16.1
P/B(倍)	4.4	3.6	3.2	2.8	2.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

## 目 录

1、北陆药业：国内对比剂龙头企业之一 .....	3
2、对比剂行业：优质赛道，前景广阔 .....	5
2.1、CT 和 MRI 保有量持续增加，对比剂行业有望保持稳健增长 .....	5
2.2、原料药+制剂布局逐步完善，长期看好公司对比剂业务发展 .....	7
3、九味镇心颗粒纳入医保后步入成长期，格列美脲集采中标有助于市占率提升 .....	9
4、世和基因：NGS 诊断龙头企业，充分享受中国肿瘤诊断市场迅速增长的红利 .....	10
4、盈利预测与投资建议 .....	12
4.1、关键假设 .....	12
4.2、盈利预测与估值 .....	12
5、风险提示 .....	13
附：财务预测摘要 .....	14

## 图表目录

图 1：2019 年公司收入增速明显提升 .....	4
图 2：2019 年公司扣非归母净利润为上市以来最高水平 .....	4
图 3：2019 年对比剂收入占比超 80% .....	5
图 4：公司销售费用率持续下降，管理费用率略有提升 .....	5
图 5：2019 年公司碘海醇样本医院销售额恢复增长 .....	7
图 6：公司钆喷酸葡胺样本医院销售额基本稳定 .....	7
图 7：公司碘克沙醇样本医院销售额高速增长 .....	8
图 8：公司碘帕醇样本医院销售额高速增长 .....	8
图 9：2019 年公司对比剂增速和毛利率明显提升 .....	8
图 10：历年公司 1 季度收入占比在 20%左右 .....	8
图 11：海昌药业 2019 年业绩出现下滑 .....	9
图 12：海昌药业第一大客户为北陆药业 .....	9
图 13：九味镇心颗粒在 2017 年进入医保后逐步放量 .....	10
图 14：近年来降糖药销售额快速增长 .....	10
图 15：公司 PE(ttm)处于历史低位 .....	13
表 1：公司产品线逐步丰富，持续在精准医疗领域布局 .....	3
表 2：公司限制性股票激励计划覆盖高管、中层管理人员、核心技术（业务）人员 .....	4
表 3：可转债募集项目有助于公司制剂产能提升和产品竞争力增强 .....	5
表 4：公司是国内对比剂制剂产品线最为齐全的厂家之一 .....	6
表 5：2013 年至 2018 年我国 CT 数量和 MRI 数量稳健增长 .....	7
表 6：年产 850 吨碘造影剂项目完成后海昌药业产能将大幅度提升 .....	9
表 7：多家知名机构对世和基因进行投资 .....	11
表 8：世和基因是国内 4 家获批 NGS 试剂盒公司之一，可实现肺癌靶向药全覆盖 .....	11
表 9：中国肿瘤诊断市场规模有望持续增长 .....	12
表 10：公司估值低于原料药+制剂一体化公司平均水平 .....	13

## 1、北陆药业：国内对比剂龙头企业之一

北京北陆药业股份有限公司（以下简称“北陆药业”）成立于1992年，2009年在深交所创业板上市。公司是国内早期研制并推出对比剂的企业之一，经过20余年发展积累了丰富的销售经验并确立了独特的品牌优势，是国内对比剂龙头企业之一。除对比剂外，公司也逐步向中枢神经类和内分泌类药物领域延伸，实现产品多元化。目前公司拥有沧州原料药工厂和密云药厂两大生产基地，其中密云药厂已建成按照欧盟标准设计的对比剂产品生产线，产品质量符合国际标准，沧州为中药提取及原料药生产基地。为完善对上游原料药领域的布局，公司通过收购等方式累计获得碘对比剂原料药厂家海昌药业37.91%股权，成为该公司控股股东并获得该公司实际控制权。此外公司还积极在新兴的精准医疗领域进行投资布局，相继投资了世和基因、友芝友医疗和铱础医疗。

**表1：公司产品线逐步丰富，持续在精准医疗领域布局**

年份	事件
1992年	公司前身北京北陆医药化工公司成立，第一个国产MRI对比剂钆喷酸葡胺注射液（®磁显葡胺）上市
1998年	公司第一个碘对比剂产品碘海醇注射液（®双北）上市
2001年	公司整体变更为北京北陆药业股份有限公司；第一个降糖类产品价格列美脲片（®迪北）国内首批抢仿上市
2003年	在密云工业开发区成立密云药厂，建设现代化药品生产基地
2004年	核磁对比剂枸橼酸铁铵泡腾颗粒（®复锐明）上市。
2008年	自主研发的国内唯一抗焦虑中成药九味镇心颗粒（®玫卫）成功上市
2009年	在深圳交易所创业板上市
2011年	瑞格列奈片（®锐列安）国内首家抢仿上市；碘克沙醇注射液（®典淳宁）上市。
2013年	按照欧盟标准建设的注射剂车间顺利通过国家新版GMP认证
2014年	参股南京世和基因生物技术有限公司
2015年	碘帕醇注射液（®新京典）国内首家开发上市
2016年	参股武汉友芝友医疗科技股份有限公司
2017年	九味镇心颗粒被纳入全国医保目录
2018年	参股浙江海昌药业股份有限公司，完善产业链整合的战略布局。
2019年	参股上海铱础医疗科技有限公司
2020年	完成对浙江海昌药业股份有限公司的收购，海昌药业成为公司控股子公司。

资料来源：公司公告、公司网站、开源证券研究所

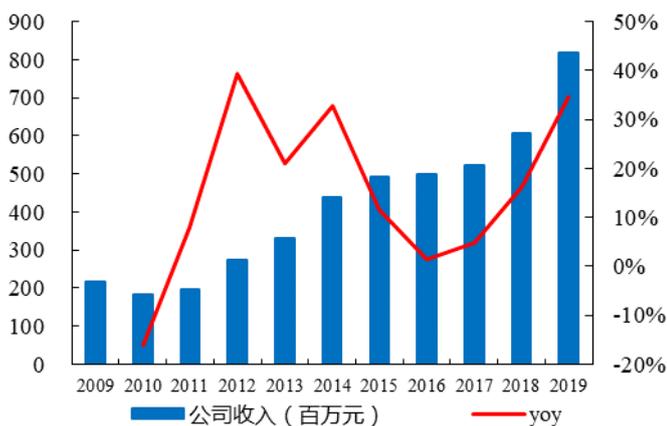
公司实际控制人为王代雪，持有公司22.37%股权，与现任董事长、总经理WANG XU先生为父子关系。公司于2019年实施了限制性股票激励计划，共计570万股，授予价格为4.65元/股，授予对象包括为公司高管、中层管理人员、核心技术（业务）人员在内共计44人。限制性股票分3期解锁，解锁比例分别为30%、30%和40%，解锁条件为：1）以2018年营业收入为固定基数，2019年公司营业收入增长率不低于30%；2）以2018年营业收入为固定基数，2020年公司营业收入增长率不低于63%；3）以2018年营业收入为固定基数，2021年公司营业收入增长率不低于92%，即以2019年至2021年收入不低于7.90亿元/9.91亿元/11.67亿元，激励计划解锁条件较为严格，彰显出公司对于未来发展的信心。此外公司自2018年起逐步搭建了更为年轻的新一届高管团队和核心骨干人才梯队，有利于公司长远发展。

**表2: 公司限制性股票激励计划覆盖高管、中层管理人员、核心技术(业务)人员**

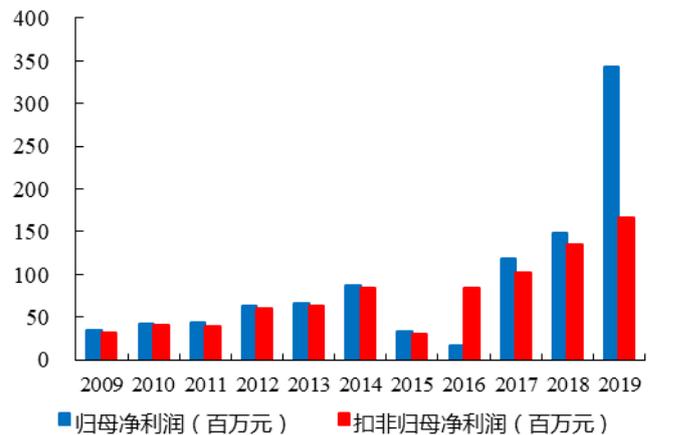
人员	职务	限制性股票数量	占比	任职起始时间
Wang Xu	董事长、总经理	—	—	2017.12
宗利	董事、副总经理	100 万	17.544%	2015.3
李海兵	副总经理	—	—	2019.12
邵泽慧	董事、副总经理、董事会秘书	70 万	12.281%	2018.9
匡夏思	副总经理	—	—	2020.1
曾妮	董事、财务总监	70 万	12.281%	2019.8
朱智	董事	6 万	1.053%	2016.7
中层管理人员、核心技术(业务)人员(40人)		324 万	56.842%	—

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2019 年公司实现营业收入 8.19 亿元(+34.71%), 净利润 3.42 亿元(+131.75%), 扣非后净利润 1.67 亿元(+23.39%), 收入增速创出近年来新高, 扣非后净利润达到上市以来最好水平。2019 年公司业绩快速增长主要受益于: 1) 公司在管理层更换后销售能力和内部管理效率持续提升, 对比剂等核心品种快速增长; 2) 公司将世和基因股权从长期股权投资转入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产, 2019 年确认投资收益 1.75 亿元。2020 年 1 季度由于受到受新冠肺炎疫情影响, 全国各地医院门诊量、检测量、手术量等均大幅下降, 公司实现营业收入 1.26 亿元(-27.08%), 净利润 2678.46 万元(-33.97%), 扣非和净利润 2781.91 万元(-29.34%)

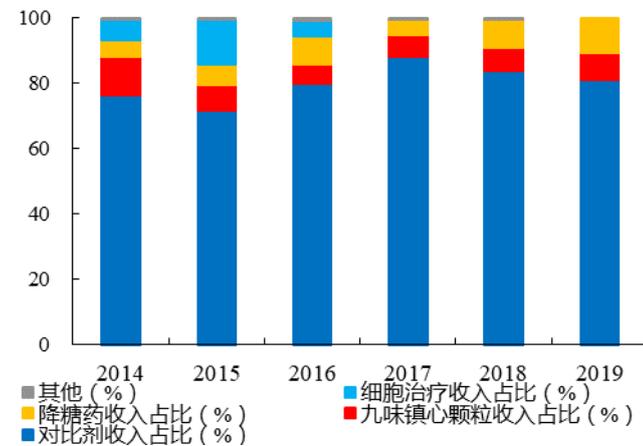
**图1: 2019 年公司收入增速明显提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

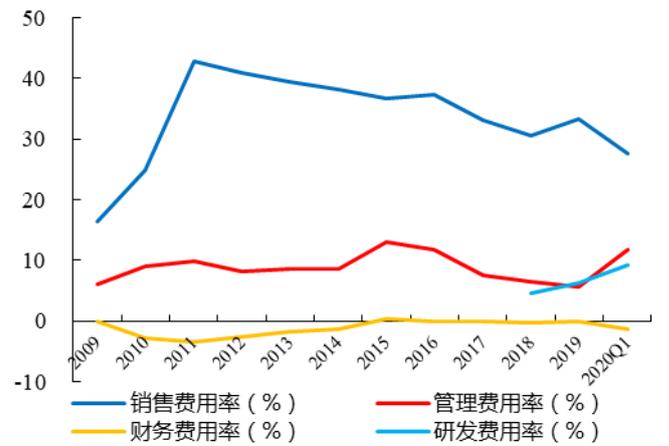
**图2: 2019 年公司扣非归母净利润为上市以来最高水平**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

对比剂是公司支柱性产品, 2019 年收入占比达 80% 以上, 近年来由于其他低基数品种九味镇心颗粒、降糖药等增速较快, 对比剂收入占比有所下降。费用方面, 随着公司收入体量的增长, 规模效应逐步体现, 销售费用率呈现下降态势; 2019 年起公司实施股权激励, 2020 年 1 季度由于确认股权激励费用, 管理费用率有所提升。

**图3: 2019 年对比剂收入占比超 80%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图4: 公司销售费用率持续下降, 管理费用率略有提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2020 年 4 月公司发布公告, 拟公开发行可转债, 募集资金不超过 5 亿元, 用于沧州固体制剂新建车间项目等 5 个项目。项目完成后公司对比剂和降糖药制剂产能将进一步提升; 营销网络建设网点布局也将从北向南延伸, 以北京为中心, 向东北、中部区域发散, 有利于增强公司营销管理能力, 保持产品市场竞争力。

**表3: 可转债募集项目有助于公司制剂产能提升和产品竞争力增强**

项目	投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	产品
沧州固体制剂新建车间项目	10664.51	9600	格列美脲等
高端智能注射剂车间建设项目	17535.05	12100	对比剂
研发中心建设项目	8830.50	8700	--
营销网络建设项目	4805.49	4600	--
补充流动资金	15000	15000	--

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、对比剂行业: 优质赛道, 前景广阔

### 2.1、CT 和 MRI 保有量持续增加, 对比剂行业有望保持稳健增长

对比剂可以改变机体局部组织的影像对比度, 便于更清晰地观察到不同的器官、细胞组织形态或躯体腔隙, 主要在 CT、MRI 等医学成像过程中使用。对比剂可分为 X 射线造影剂、磁共振造影剂和超声造影剂。其中碘对比剂属于 X 射线造影剂, 包括碘海醇、碘克沙醇等 5 个品种, 碘对比剂占据了 X 射线造影剂市场绝大部分份额, 2019 年 5 个品种样本医院销售额合计为 43.12 亿元。磁共振造影剂包括钆喷酸葡胺、钆贝葡胺等多个品种, 主要用于颅脑、脊髓及其他器官 MRI 成像。超声造影剂包括六氟化硫微泡和双重造影产气, 主要用于提高超声检查中血液回波率。

北陆药业目前拥有碘海醇、碘帕醇和碘克沙醇 3 个碘对比剂和钆喷酸葡胺、钆贝葡胺 2 个磁共振造影剂, 是国内对比剂制剂产品线最为齐全的厂家之一。对比剂制剂市场集中度较高且竞争格局较为稳定, IMS 数据显示恒瑞医药、扬子江、GE 医疗、拜耳、博莱科和北陆药业六家市场参与者共占有 90% 以上的对比剂市场份额。

**表4: 公司是国内对比剂制剂产品线最为齐全的厂家之一**

分类	产品	用途	制剂厂家	API 厂家 (包括拥有批文和 CDE 原辅包平台备案)	2019 年样本医院销售额 (万元)
	泛影葡胺		旭东海普等 7 家企业	鲁南贝特等 6 家企业	330
	碘海醇		北陆药业、扬子江药业等 12 家企业	北陆药业、海昌药业、海神制药、贵州景峰、昂利康、司太立、通用电气药业	96157
X 射线造影剂	碘帕醇	多种器官和组织的造影; CT 加强扫描	北陆药业、Bracco、广州康辰、司太立	Bracco、司太立、海神制药、东国精密化学株式	41008
	碘普罗胺		拜耳	海昌药业	54728
	碘佛醇		恒瑞医药、Liebel-Flarsheim	恒瑞医药、司太立	65560
	碘克沙醇		恒瑞医药、北陆药业、扬子江药业、正大天晴、GE Healthcare	恒瑞医药、司太立、连云港润众制药、通用电气药业	173742
	钆喷酸葡胺		北陆药业、广州康臣、上海旭东海普药业、拜耳	北陆药业、广州康臣药业、上海新华联制药	32227
	钆贝葡胺		Bracco、北陆药业	北陆药业	4899
磁共振造影剂	钆特酸葡胺	颅脑、脊髓及其他器官	恒瑞医药	恒瑞医药	13193
	钆特醇	磁共振 (MRI) 成像	Bracco	四川新开元制药	—
	钆塞酸二钠		正大天晴、拜耳	四川新开元制药、连云港润众制药	7191
	钆布醇		拜耳	恒瑞医药	2439
	钆双胺		GE Healthcare	GE Healthcare	12782
超声造影剂	六氟化硫微泡	提高超声检查中血液回波率	Braco	—	17522
	双重造影产气		陕西博森生物	—	—

资料来源: NMPA、CDE、Wind、药智网、开源证券研究所

根据中国医学装备协会统计, 2013 年至 2018 年我国 CT 保有量(不含军队)从 10461 台增长到 22090 台, 年复合增速为 16%; MRI 保有量(不含军队)从 3764 台增长到 9255 台, 年复合增速为 16%。米内网数据显示, 2013 年至 2019 年我国公立医疗机构对比剂销售额从 67.27 亿元增长到 152.21 亿元, 年复合增速为 15%, 基本与设备保有量增速相当, 表明对比剂的增长主要由 CT、MRI 等设备保有量和检查量增长驱动。

根据 OECD 的统计, 日本每百万人口拥有 CT 设备 92.6 台, 美国为 32.2 台; 根据数据分析公司 Statista 的统计, 截至 2017 年, 美国和德国每百万人口 MRI 拥有量分别为 37.56 台和 34.49 台, 其他主要发达国家每百万人口 MRI 拥有量也多在 10 台以上, 对标发达国家, 我国 CT 和 MRI 保有量还有较大提升空间。

2018 年 4 月国家卫健委发布了《大型医用设备配置许可管理目录 (2018 年)》, 对大型医用设备分类进行了调整。在 2004 版目录中, CT 和 MRI 均被列为乙类, 由省级卫生计生委负责配置管理。新版目录中, CT 中只有 64 排及以上产品被列为乙类, 64 排以下产品未列入。MRI 中只有 1.5T 及以上产品被列为乙类, 1.5T 以下产品未列入。意味着 64 排以下 CT 和 1.5T 以下 MRI 将由医疗机构自主决定配置,

不需要主管部门审批。配置审批流程的简化也有利于设备保有量的提升进而带动检查量和对对比剂需求量的增加。我们预计未来我国对比剂行业整体增速仍有望保持在15%左右。

**表5: 2013年至2018年我国CT数量和MRI数量稳健增长**

年份	CT数量	每百万人CT保有量	MRI数量	每百万人MRI保有量
2013	10461	7.8	4376	3.3
2014	12185	9.1	5302	4
2015	14082	10.6	6254	4.7
2016	16105	12.1	7307	5.5
2017	19027	14.3	8289	6.2
2018	22090	16.6	9255	6.9

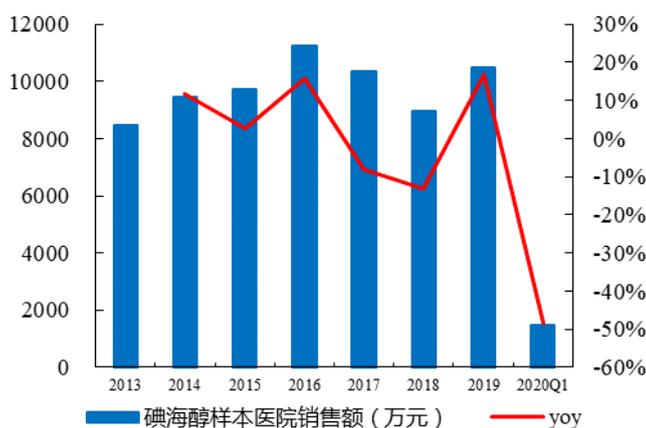
数据来源：中国医学装备协会、开源证券研究所

## 2.2、原料药+制剂布局逐步完善，长期看好公司对比剂业务发展

碘海醇为第二代单环非离子型水溶性单体造影剂，是公司首个碘对比剂产品，主要用于血管造影、蛛网膜下腔造影、冠状动脉造影、脊髓及股关节、泌尿系统造影和CT增强扫描等。中国医药工业信息中心数据显示，我国碘海醇整体市场规模为27.09亿元，同比增长7.54%，增速较为平稳。2019年公司碘海醇样本医院销售额为1.05亿元，同比增长16.92%，超过市场平均增速，达到近年来最好水平。2020年1季度受疫情影响，该品种样本医院销售额为2818万元，同比下滑48.33%。

钆喷酸葡胺是一种顺磁性磁共振对比剂，可用于中枢神经、腹部、胸部、盆腔和四肢等器官和组织磁共振扫描。2019年公司钆喷酸葡胺样本医院销售额为9881万元，基本稳定，但实际上该品种在2019年的终端销售额仍保持一定增长。2020年1季度受疫情影响，该品种样本医院销售额为1624万元，同比下滑26.65%。

**图5: 2019年公司碘海醇样本医院销售额恢复增长**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6: 公司钆喷酸葡胺样本医院销售额基本稳定**



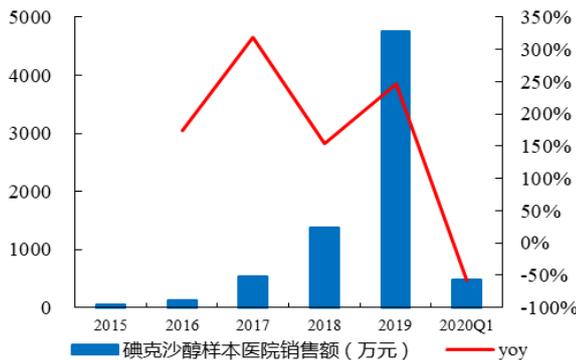
数据来源：Wind、开源证券研究所

碘克沙醇是新一代非离子型二聚体等渗透压对比剂，具有较好的耐受性，发生造影剂肾病的概率低，安全性更好，目前已经广泛应用于心脑血管造影、腹部血管造影、介入治疗等领域。中国医药工业信息中心数据显示，我国碘克沙醇整体市场规模为49.71亿元，是碘对比剂第一大品种，同比增速为38.43%，持续保持高速增长态势。

公司的碘克沙醇近年来保持高速增长，主要是由于2015年新一轮药品招标开始后中标省份数量迅速增加，2019年公司碘克沙醇样本医院销售额为4750万元，同比增长246.46%，实际销售额在1亿元左右。2020年1季度受疫情影响，该品种样本医院销售额为479万元，同比下滑57.95%。

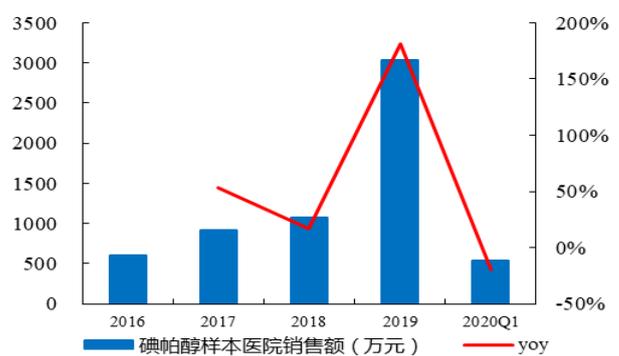
碘帕醇属于非离子型低渗性造影剂，主要用于腰、胸及颈段脊髓造影；脑血管，周围动、静脉，心血管造影；也用于尿路、关节造影及CT增强扫描。2015年公司获得碘帕醇注射液生产批件，为国内首仿。2019年公司碘帕醇样本医院销售额为3038万元，同比增长181.30%，实际销售额在1亿元左右。2020年1季度受疫情影响，该品种样本医院销售额为539万元，同比下滑19.41%。

图7：公司碘克沙醇样本医院销售额高速增长



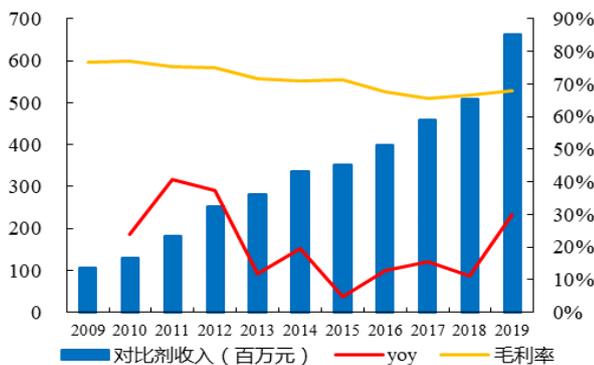
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司碘帕醇样本医院销售额高速增长



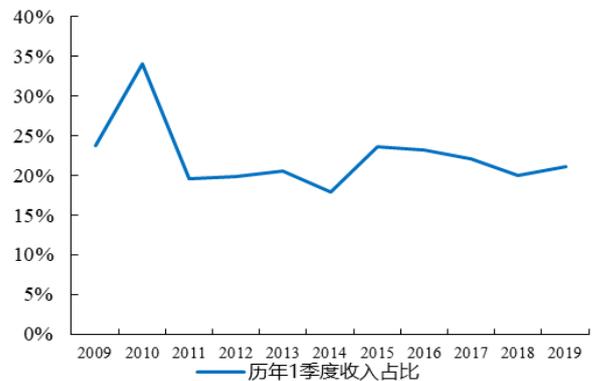
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2019年公司对比剂增速和毛利率明显提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：历年公司1季度收入占比在20%左右



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019年公司对比剂业务实现营业收入6.63亿元，同比增长30.07%，增速达到了近年来最好水平，主要受益于碘克沙醇和碘帕醇快速放量以及碘海醇和钆喷酸葡胺稳健增长。毛利率自2018年起逐步提升，主要是由于：1）高毛利品种碘帕醇和碘克沙醇增速更快，收入占比提升；2）公司取得原料药厂商海昌药业后股权后议价能力提升。目前公司已经成为海昌药业控股股东，议价能力进一步增强，预计未来毛利率仍然提升空间。2020年1季度公司对比剂收入下滑主要是由于疫情的影响，对比剂主要用于心脑血管造影、CT增强扫描等，需求相对刚性，相应的医疗需求仍然存在，随着医院诊疗秩序逐步恢复正常，我们认为公司对比剂收入环比和同比增速均将逐季度出现改善。公司历年1季度收入占比仅在20%左右，我们认为1季度业

绩下滑对全年业绩影响有限。长期来看由于对比剂行业竞争格局良好，市场潜力仍然较大，我们仍然看好公司对比剂业务长期发展。

2018年6月公司以自有资金1.37亿元认购碘对比剂原料药供应商海昌药业定向发行的股票1139.50万股，取得其33.5%的股份，2019年12月公司再次以自有资金1800万元收购海昌药业150万股，持股比例上升至37.91%，公司成为海昌药业控股股东，并与海昌药业第二大股东曾春辉签署一致行动人协议。

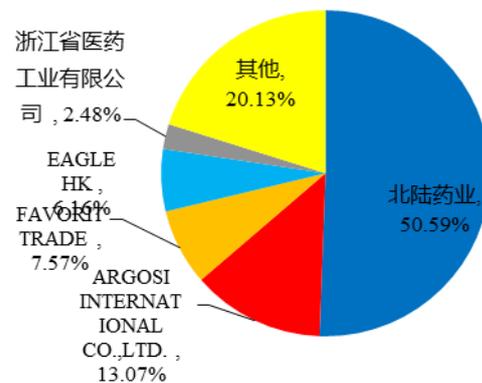
海昌药业拥有碘海醇原料药批文，碘普罗胺在CDE原辅包登记平台获准登记，拥有生产碘海醇、碘帕醇、碘佛醇、碘普罗胺的全套工艺技术。2019年海昌药业实现营业收入4343万元(-33.45%)，其中碘海醇销售收入4138万元，归母净利润146万元(-84.43%)，业绩下滑主要是由于重要原材料一氯化碘供应商浙江海川化学品有限公司受响水县“3·21”事件影响进行安全环保整改，导致原材料无法正常供应，碘对比剂产能下降。公司为海昌药业的第一大客户，2019年销售收入占比为50.59%。

图11: 海昌药业2019年业绩出现下滑



数据来源: 海昌药业公告、开源证券研究所

图12: 海昌药业第一大客户为北陆药业



数据来源: 海昌药业公告、开源证券研究所

目前海昌药业仅有一条生产线，碘海醇的订单量已经饱和。年产850吨碘造影剂项目正在建设之中，项目建成后其产能将大幅提升，品种也将由以碘海醇为主扩大到多种碘对比剂，一期工程有望于2020年下半年投产。我们认为公司通过控股海昌药业进一步提升了对上游原料药的把控能力，完善了自身原料药+制剂产业链一体化布局，盈利能力有望进一步增强。

表6: 年产850吨碘造影剂项目完成后海昌药业产能将大幅度提升

分期	产品	原产能 (吨/年)	新增产能 (吨/年)
第一期工程	碘海醇	20	250
	碘克沙醇	—	100
	碘普罗胺	15	150
第二期工程	碘佛醇	15	150
	碘帕醇	10	150
	碘比醇	—	50

数据来源: 海昌药业网站、开源证券研究所

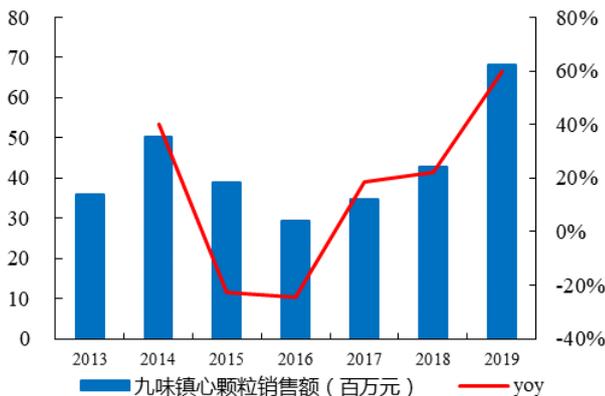
### 3、九味镇心颗粒纳入医保后步入成长期，格列美脲集采中标

## 有助于市占率提升

九味镇心颗粒是公司开发的原中药六类新药，2008 年获批上市，2014 年被列为二级保护品种，该药由人参，酸枣仁，五味子，远志，天冬，延胡索等九味药物组成，具有养心补脾，益气安神的功效，主治心脾两虚型广泛性焦虑症。九味镇心颗粒在上市后进行了临床 IV 研究，结果表明单独用药组的安全性优于合并用药组（九味镇心颗粒+阿普唑仑），临床疗效上无统计学差异；单独服用九味镇心颗粒 6 周，可以显著改善患者的焦虑症状，提高生活质量。公司采取较为灵活的自营+代理模式，2019 年公司组建了一支更加专业、高效的自营销团队并进一步梳理和遴选代理商，覆盖国内千余家医药终端。九味镇心颗粒于 2017 年进入全国医保目录后逐步放量，2019 年实现收入 6819 万元，同比增长 59.96%。九味镇心颗粒作为独特的精神科用中成药，竞争格局良好，未来仍有较大增长空间。

公司降糖药包括格列美脲片和瑞格列奈片。2019 年公司通过优化招商策略及代理商管理模式，有效地对代理商进行分类信用管理，并搭建起完善的商业渠道网络，降糖药实现营业收入 8762 万元，同比增长 65.38%。2020 年 1 月格列美脲片在第二批全国集采中标，有助于产品市占率提升。

图13: 九味镇心颗粒在 2017 年进入医保后逐步放量



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14: 近年来降糖药销售额快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、世和基因：NGS 诊断龙头企业，充分享受中国肿瘤诊断市场迅速增长的红利

2014 年和 2016 年公司分别出资 3000 万元投资南京世和基因生物技术有限公司（以下简称“世和基因”），完成后公司持有其 22.7273% 股权。世和基因近年来又进行了数轮融资，其中 2019 年 12 月向国信科创基金、礼来亚洲基金等多家知名投资机构融资 8 亿元，创行业单轮人民币融资记录，目前公司对世和基因的股权比例为 16.38%。世和基因已经于 2020 年 4 月 21 日办理了 IPO 辅导备案登记，进入 IPO 辅导阶段。

NGS 测序也称为“高通量测序”，可以一次并行对几十万到几百万条 DNA 分子进行序列测定。高通量测序的不同 DNA 片段固定在同一个基因芯片中同时边合

成边测序，因此通量和速度大幅提高，但读长较短，对实验技术和生物信息技术有较高的要求。NGS 测序大幅降低了成本、缩短了测序时间，同时还保持了较高的准确性，成为了主流基因测序技术发展方向。目前高通量测序技术的临床应用主要为 NIPT、遗传病诊断、植入前胚胎遗传学诊断和肿瘤诊断与治疗四个专业方向。目前 NIPT 市场已较为成熟，NGS 测序技术正逐步向肿瘤、遗传病诊断、心脑血管等方面拓展。

**表7: 多家知名机构对世和基因进行投资**

时间	融资轮次	融资额(万元)	投资方
2014年11月	Angel	3000	北陆药业
2016年6月	A	6000	北陆药业、东方创投、东资基金
2016年7月	A+	—	天优投资
2017年7月	B	—	同创伟业、华泰紫金、德诺资本、博源弘盛投资等
2018年6月	B+	—	秉源秉鸿资本
2019年12月	C	80000	国新科创基金、礼来亚洲基金、易方达基金等

资料来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

世和基因成立于 2008 年，致力于临床肿瘤精准分子检测、液体活检及临床转化研究。2013 年创新推出大 Panel 实体瘤 NGS 基因检测。2018 年 9 月自主研发的 NGS 测序试剂盒“EGFR/ALK/ROS1/BRAF/KRAS/HER2 基因突变检测试剂盒(可逆末端终止测序法)”通过创新医疗器械特别审批程序获批上市，成为国内 4 家获批 NGS 测序试剂盒的公司之一。该试剂盒共检测 14 个基因，其中 6 基因（EGFR、ALK、ROS1、BRAF、KRAS、HER2）获批用于检测非小细胞肺癌，实现肺癌靶向用药基因全覆盖，同时还可以检测 RET、MET、PIK3CA、NF1、PTEN、NRAS、AKT1、MEK1 等下游信号通路的重要节点基因。

**表8: 世和基因是国内 4 家获批 NGS 试剂盒公司之一，可实现肺癌靶向药全覆盖**

厂家	覆盖基因	适应症	组织样本	配套仪器/厂家
燃石医学	EGFR/ALK/BRAF/KRSA	非小细胞肺癌	FFPE 样本	MiseqDx/Illumina
诺禾致源	EGFR/KRAS/BRAF/PIK3CA/ALK/ROS1	非小细胞肺癌	FFPE 样本	DA8600/达安基因
世和基因	EGFR/ALK/ROS1/BRAF/KRAS/HER2	非小细胞肺癌	FFPE 样本	MiseqDx/Illumina
艾德生物	EGFR/ALK/ROS1/RET/KRAS/NRAS/PIK3CA/BRAF/HER2/MET	非小细胞肺癌/ 结直肠癌	FFPE 样本	NextSeq CN500/贝瑞基因

资料来源: NMPA、开源证券研究所

CIC 的研究表明，到 2030 年我国基于 NGS 测序技术的肿瘤靶向和免疫用药伴随诊断市场规模可达 45 亿美元，2019 年仅为 3 亿美元，年复合增速高达 29.6%，肿瘤危险残留病灶检测市场规模可达 150 亿美元，早期肿瘤检测市场规模可达 289 亿美元。目前世和基因已经与全国 500 多家三级甲等医院和肿瘤专科医院开展合作，其 NGS 基因组数据库累计样本量增长迅速，从 2016 年的 40000 例增长至 2019 年的 290000 例，显示出该公司处于行业领跑地位。作为国内 NGS 测序龙头企业，我们认为世和基因将充分享受中国肿瘤检测市场迅速增长的红利。

公司还投资了友芝友医疗和铱础医疗。友芝友医疗专注于个体化用药基因检测，

是国内心血管疾病用药基因检测龙头企业，累计检测量超百万人次；铱础医疗专注

于中枢神经系统疾病的一站式人工智能诊断及分析平台，基于其自行搭建的国内首个全年龄段中国人群全脑结构影像数据库，利用云计算和深度学习等核心技术，可精准评估全脑结构变化并对中枢神经系统疾病进行诊断。随着友芝友医疗和敏碁医疗业务不断拓展，企业估值也将逐步提升，未来有望为公司带来可观的投资收益。

**表9：中国肿瘤诊断市场规模有望持续增长**

领域	2030 年潜在患者人数	2030 年市场空间
基于 NGS 测序技术的肿瘤靶向和免疫用药伴随诊断 (NGS-based cancer therapy selection tests)	390 万	45 亿美元
肿瘤危险残留病灶检测 (Molecular residual disease)	550 万	150 亿美元
早期肿瘤检测 (early cancer detection)	2030 万人	289 亿美元

数据来源：燃石医学招股书、CIC、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

1) 2020 年 1 季度受疫情影响对比剂收入同比下滑，但随着疫情得到控制，医院诊疗秩序逐步恢复正常，公司对比剂收入环比和同比增速均将逐季度出现改善。长期来看对比剂行业竞争格局良好，前景广阔，公司对比剂业务仍可保持较快增长。预计 2020 年至 2022 年收入增速分别为 19%/23%/21%。

2) 九味镇心颗粒纳入医保后步入快速成长期，预计 2020 年至 2022 年收入增速分别为 50%/30%/25%；降糖药销量增长，但考虑到格列美脲集采中标后降价幅度较大，预计 2020 年 2022 年收入增速分别为 20%/15%/10%。

3) 公司收购海昌药业后对上游原料药把控能力增强，预计对比剂毛利率保持小幅提升态势；九味镇心颗粒和降糖药由于收入体量增加，规模效应促使毛利率提升。

4) 公司销售费用率基本稳定，股权激励费用增加导致管理费用率有所提升，开展一致性评价等使研发费用率有所提升。

### 4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2020 年/2021 年/2022 年分别实现营业收入 10.14 亿元/12.55 亿元/15.06 亿元，同比增长 23.7%/23.8%/20.0%，实现归母净利润 2.09 亿元/2.63 亿元/3.25 亿元，同比增长-38.8%/25.4%/23.8%，EPS 分别为 0.42 元/0.53 元/0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 25.1/20.0/16.1。2020 年公司归母净利润下降主要是由于 2019 年公司将世和基因股权从长期股权投资转入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，确认投资收益 1.75 亿元，而 2020 年无此项收益。对比剂行业竞争格局良好，潜在市场空间大，公司作为国内对比剂行业龙头企业之一，未来有望继续稳健增长，并通过控股海昌药业，完成原料药+制剂产业链一体化布局。

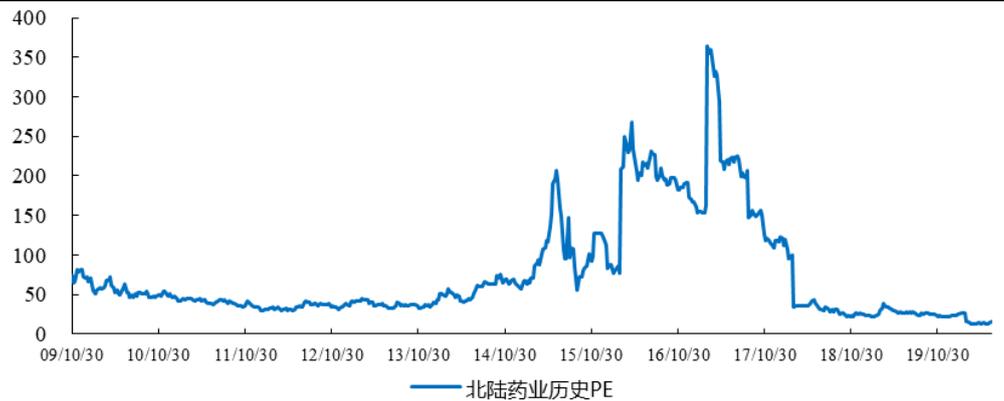
与原料药+制剂一体化公司对比，公司估值低于平均水平。此外公司 PE (ttm) 处于历史低位，剔除掉非经常性损益后，PE(ttm)也仅为 30 倍左右，也处于历史较低

水平。另一方面，近期以世和基因为代表的国内 NGS 龙头公司陆续走向资本市场，其中诺禾致源已提交科创板招股书，燃石医学已于 2020 年 6 月 12 日在纳斯达克交易所上市，首个交易日收盘后市值为 25.12 亿美元（约 176 亿元），有助于公司持有的世和基因股权实现价值重估。首次覆盖给予“买入”评级。

**表10: 公司估值低于原料药+制剂一体化公司平均水平**

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603520.SH	司太立	79.50	81.83	55.49	49.14	44.05	109.79	70.53	47.29	32.83
603538.SH	美诺华	57.73	56.62	31.50	37.19	34.82	57.26	43.55	31.74	23.54
300702.SZ	天宇股份	100.50	257.89	28.26	21.15	21.09	31.24	24.38	20.12	16.62
	平均						66.10	46.15	33.05	24.33
300016.SZ	北陆药业	10.62	131.80	-38.80	25.40	23.80	15.33	25.10	20.00	16.10

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/6/12，北陆药业为开源预测数据，司太立、美诺华、天宇股份使用 Wind 一致预期预测数据）

**图15: 公司 PE(ttm)处于历史低位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、风险提示

国内疫情可能反复导致医疗机构诊疗秩序恢复缓慢，公司销售不及预期；对比剂被纳入全国或地方集采，药品降价幅度超出预期；对比剂竞争加剧。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	444	551	683	956	1184
现金	191	248	304	502	652
应收票据及应收账款	149	163	223	254	318
其他应收款	1	1	1	2	2
预付账款	3	7	5	10	8
存货	94	122	140	179	194
其他流动资产	6	10	10	10	10
<b>非流动资产</b>	845	1073	1085	1116	1149
长期投资	431	365	305	246	190
固定资产	258	351	408	482	557
无形资产	50	58	59	58	60
其他非流动资产	106	300	314	329	343
<b>资产总计</b>	1289	1624	1769	2072	2333
<b>流动负债</b>	62	126	96	163	132
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	29	55	47	77	68
其他流动负债	33	71	49	86	63
<b>非流动负债</b>	21	47	47	47	47
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	47	47	47	47
<b>负债合计</b>	83	173	143	211	179
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	489	495	495	495	495
资本公积	207	178	178	178	178
留存收益	509	806	977	1193	1453
<b>归属母公司股东权益</b>	1206	1451	1625	1861	2154
负债和股东权益	1289	1624	1769	2072	2333

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	176	157	115	268	229
净利润	148	342	209	263	325
折旧摊销	18	21	29	35	43
财务费用	-2	-1	0	-3	-5
投资损失	-14	-28	-17	-19	-24
营运资金变动	13	-32	-107	-8	-110
其他经营现金流	13	-147	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-198	-77	-24	-47	-52
资本支出	54	35	73	89	89
长期投资	-147	-48	60	66	56
其他投资现金流	-291	-90	109	109	94
<b>筹资活动现金流</b>	-12	-22	-35	-24	-27
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	163	6	0	0	0
资本公积增加	-162	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-13	1	-35	-24	-27
<b>现金净增加额</b>	-34	57	56	197	150

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	608	819	1014	1255	1506
营业成本	200	255	309	376	440
营业税金及附加	9	10	14	16	20
营业费用	186	272	334	420	512
管理费用	40	46	81	97	110
研发费用	28	51	55	73	84
财务费用	-2	-1	0	-3	-5
资产减值损失	4	-0	4	4	3
其他收益	10	14	10	11	12
公允价值变动收益	0	175	0	0	0
投资净收益	14	28	17	19	24
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	167	400	244	303	377
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	4	2	3	3
<b>利润总额</b>	165	397	241	300	374
所得税	17	54	32	37	49
<b>净利润</b>	148	342	209	263	325
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	148	342	209	263	325
EBITDA	177	410	262	323	400
EPS(元)	0.30	0.69	0.42	0.53	0.66

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.4	34.7	23.7	23.8	20.0
营业利润(%)	17.4	140.2	-39.2	24.2	24.7
归属于母公司净利润(%)	24.4	131.8	-38.8	25.4	23.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	67.0	68.9	69.5	70.1	70.8
净利率(%)	24.3	41.8	20.7	20.9	21.6
ROE(%)	12.3	23.6	12.9	14.1	15.1
ROIC(%)	11.6	22.9	12.3	13.4	14.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	6.4	10.7	8.1	10.2	7.7
净负债比率(%)	-14.1	-15.9	-17.6	-26.0	-29.4
流动比率	7.1	4.4	7.1	5.9	9.0
速动比率	5.5	3.3	5.5	4.6	7.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.3	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	9.7	6.0	6.0	6.0	6.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.69	0.42	0.53	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.32	0.23	0.54	0.46
每股净资产(最新摊薄)	2.44	2.93	3.29	3.76	4.36
<b>估值比率</b>					
P/E	35.5	15.3	25.1	20.0	16.1
P/B	4.4	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	28.7	12.2	19.0	14.8	11.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835