

北陆药业 (300016)

厉兵秣马，国产造影剂小龙头再发力

推荐 (维持)

现价: 8.26 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.beilu.com.cn
大股东/持股	王代雪/22.64%
实际控制人	王代雪
总股本(百万股)	495
流通 A 股(百万股)	372
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	40.86
流通 A 股市值(亿元)	30.75
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	8.4

行情走势图



证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
021-20600641
HANMENGMEENG005@PINGAN.CO
M.CN

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **管理层更迭，公司面貌焕然一新：**2017 年年底公司实控人王代雪之子 WANG XU 先生成为公司总经理。WANG XU 先生上台后提拔了一批 80 后中层管理人员，经过一整年的内部调整，公司管理团队基本完成新陈代谢。WANG XU 先生尤其重视营销改革，调整销售策略，细化考核。从经营结果来看，2019 年前三季度公司实现收入 6.08 亿元，同比增长 30.94%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 32.31%。公司业绩迎来拐点，改革效果显著。2019 年 11 月，公司股权激励完成，有望进一步激发公司活力。
- **造影剂国产小龙头，收购海昌药业提升竞争力：**公司是国内造影剂制剂品种最全的企业之一，主要品种包括碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇和钆喷酸葡胺。碘海醇和钆喷酸葡胺营收规模最大，增速较为稳定。碘克沙醇和碘帕醇 2018 年合计收入超过 1 亿元，翻倍增长，是公司造影剂板块主要增长点。2019H1 造影剂收入 3.40 亿元，同比增长 26.87%，提速明显。2018 年公司认购海昌药业 33.5% 的股权，成为其第二大股东。通过战略性入股海昌药业，公司一方面可以加强对上游原料药管控，在带量采购背景下，制剂企业成本压力提升，原料药+制剂一体化发展趋势明显；另一方面有望加快公司海外市场的扩张步伐。截至 2019H1，海昌药业 850 吨原料药项目工程进度完成 80%，投产后将显著提升海昌药业在 API 领域的影响力。
- **九味镇心颗粒是有明确适应症的中药制剂，迎医保放量：**九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个通过 NMPA 批准治疗广泛性焦虑症(GAD) 的纯中药制剂。2008 年获批上市后快速放量，2015-2016 年增速下降主要受中美康士诉讼影响，九味镇心市场推广投入下降，自营团队不稳定。2017 年四季度开始公司重新组建九味镇心销售团队，投入增加。2017 和 2018 年收入增速分别回升至 18.42% 和 22.36%。九味镇心颗粒增速回升的另一个重要原因就是被纳入 2017 版国家医保目录。此前公司中标的 20 多个省份中，只有山西和北京是医保报销，其他地区都是自费。从收入来看，山西和北京基本占比总收入的一半，医保的放量作用明显。
- **布局精准医疗，把握未来增长潜力：**公司积极落实肿瘤个性化诊疗的发展战略，不断加强在精准医疗领域的布局，主要有世和基因和芝友医疗。世

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	523	608	789	1,004	1,248
YoY(%)	4.7	16.4	29.8	27.1	24.3
净利润(百万元)	119	148	191	240	297
YoY(%)	625.4	24.4	29.1	25.9	23.7
毛利率(%)	65.1	67.0	68.5	68.1	68.0
净利率(%)	22.7	24.3	24.2	23.9	23.8
ROE(%)	11.1	12.3	13.9	15.1	15.9
EPS(摊薄/元)	0.24	0.30	0.39	0.49	0.60
P/E(倍)	34.4	27.7	21.4	17.0	13.7
P/B(倍)	3.8	3.4	3.0	2.6	2.2

和基因在癌症高通量测序领域优势明显，成为国内首批上市 NGS 检测试剂盒的企业之一。目前世和基因估值约 50 亿元，公司持有其 18.26% 股权。芝友医疗以心血管、肿瘤个性化诊疗为战略方向，目前已上市 12 个分子诊断试剂盒，检测超 10 万人次。同时芝友医疗还是国内首家获批 CTC 检测设备的企业。目前芝友医疗估值约 10 亿元，公司持有 25% 的股权。2019 年 7 月，公司以 3000 万元认购铱础医疗 17.24% 的股份。铱础医疗立足于医学影像和中枢神经两大领域，基于脑部影像大数据，利用云计算和人工智能等核心技术为患者提供精准的脑部疾病和神经退行性疾病的诊断与分析，与公司现有业务存在协同效应。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019–2021 年 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元和 0.60 元，当前股价对应 2019PE 为 21.4 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 产品放量不及预期：目前公司主要收入来源是造影剂制剂，其中碘海醇和钆喷酸葡胺占比较高，这两个品种属于成熟品种，增速相对平缓。目前造影剂主要增量来自碘克沙醇和碘帕醇。一旦碘克沙醇和碘帕醇放量不及预期或老品种增速下滑，将对公司业绩产生较大影响；2) 海昌药业产能释放不及预期：目前海昌药业在建 850 吨造影剂原料药产能项目，分两期建设。产能建设完毕后还需要通过目标销售市场的认证，存在不及预期的可能；3) 原料价格波动风险：碘及碘化物是碘造影剂主要原材料，主要由日本和智利生产。目前碘原料供应紧张，一旦价格出现大幅波动，将对公司成本产生重大影响。

正文目录

一、	管理层更迭，公司面貌一新.....	5
二、	造影剂制剂国产小龙头，收购海昌药业提升竞争力.....	6
三、	九味镇心颗粒：临床疗效确切，喜迎医保放量.....	8
四、	布局精准医疗，把握未来增长潜力.....	9
五、	盈利预测与投资评级.....	13
六、	风险提示.....	14

图表目录

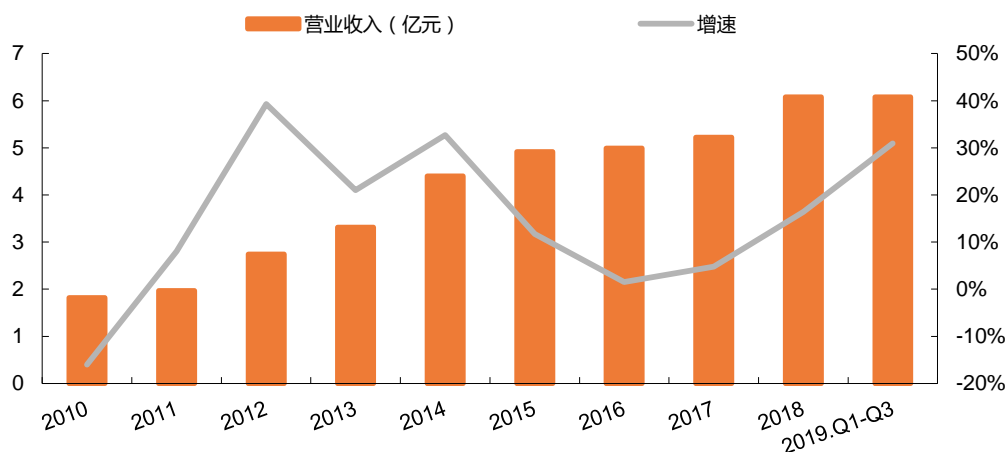
图表 1	公司营业收入及增速	5
图表 2	公司归母净利润及增速	5
图表 3	公司 2019 年限制性股票激励计划激励对象名单	6
图表 4	2018 年公司营业收入构成	6
图表 5	公司造影剂板块收入及增速	7
图表 6	北陆药业主要造影剂品种情况	7
图表 7	海昌药业 850 吨造影剂原料药项目	7
图表 8	九味镇心颗粒收入及增速	8
图表 9	九味镇心颗粒 III 期临床有效率	9
图表 10	九味镇心颗粒 III 期临床安全性	9
图表 11	全国性精神障碍流行病学调查结果	9
图表 12	主要分子诊断技术比较	10
图表 13	世和基因主要肿瘤基因检测产品	10
图表 14	国内首批上市的肿瘤 NGS 检测试剂盒	11
图表 15	芝友医疗获批的分子诊断试剂盒产品	12
图表 16	芝友医疗全国首台 CFDA 批准的 CTC 捕获设备及原理	13

一、管理层更迭，公司面貌一新

北陆药业成立于 1992 年，是国内造影剂制剂领域领先企业。成立当年即实现 MRI 造影剂钆喷酸葡胺首仿上市。1998 年，公司第一个碘造影剂品种碘海醇获批，几乎与首仿扬子江同一时期上市。目前，公司已经发展成为以造影剂系列为主，中枢神经类、降糖类药品以及精准医疗同步发展的综合性医药企业。

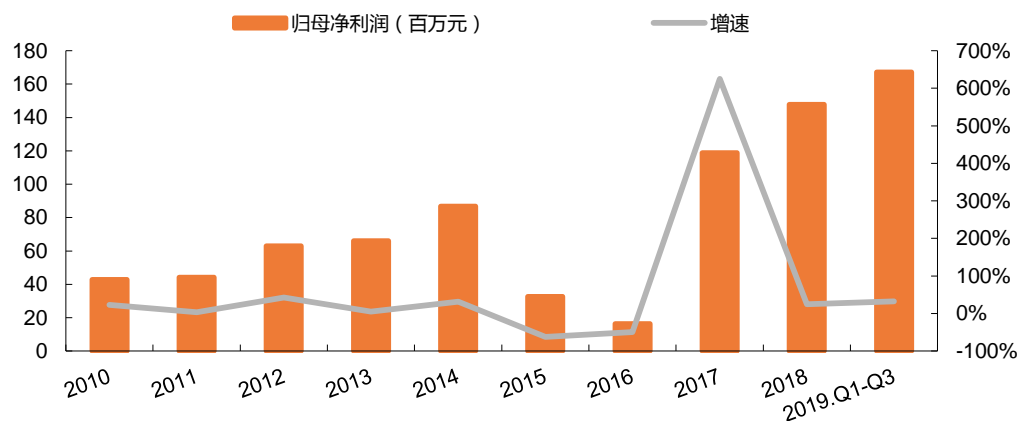
2018 年完成新老交接，为公司注入新鲜血液。2017 年底公司实控人王代雪之子 WANG XU 先生成为公司总经理。WANG XU 先生上台后提拔了一批 80 后中层管理人员，经过一整年的内部调整，公司管理团队基本完成新陈代谢。WANG XU 先生尤其重视营销改革，调整销售策略，细化考核。从经营结果来看，2018 年公司实现收入 6.08 亿元，同比增长 16.37%；实现归母净利润 1.48 亿元，同比增长 24.36%。2019 年前三季度公司实现收入 6.08 亿元，同比增长 30.94%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 32.31%。公司业绩增速进一步回升，转折点确认，未来发展可期。

图表1 公司营业收入及增速



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表2 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、平安证券研究所

公司实施 2019 年股权激励,进一步激发新任管理团队活力。2019 年 9 月 19 日,公司公告实施 2019 年度限制性股票激励计划,拟对包括副总经理、董秘、财务总监等在内的 44 人实行股权激励。本次股权激励的授予价格为 4.65 元/股。根据业绩考核条件,2019-2021 年公司营业收入相对 2018 年增长分别不低于 30%、63%和 92%。按最低要求计算,则 2019-2021 年营收增速分别不低于 30%、25%和 18%,要求相对较高。我们认为本次股权激励在管理团队梳理完成后适时推出,有望进一步激发新任管理人员活力。

图表3 公司 2019 年限制性股票激励计划激励对象名单

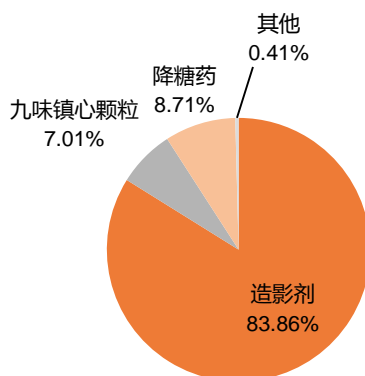
序号	姓名	职务	获授数量(万股)	占激励计划比例	占总股本比例
1	宗利	董事、副总经理	100	17.544%	0.205%
2	邵泽惠	董事、副总经理、董秘	70	12.281%	0.143%
3	曾妮	董事、财务总监	70	12.281%	0.143%
4	朱智	董事	6	1.053%	0.012%
5	中层管理、核心技术(业务)人员 (40人)		324	56.842%	0.663%
合计			570	100%	1.166%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

二、造影剂制剂国产小龙头,收购海昌药业提升竞争力

造影剂占比约 84%,是主要收入来源。2018 年公司实现收入 6.08 亿元,其中造影剂板块收入 5.10 亿元,占比 84%,是主要收入来源。降糖药和九味镇心颗粒收入分别为 5298 万元和 4263 万元,分别占比 9%和 7%。

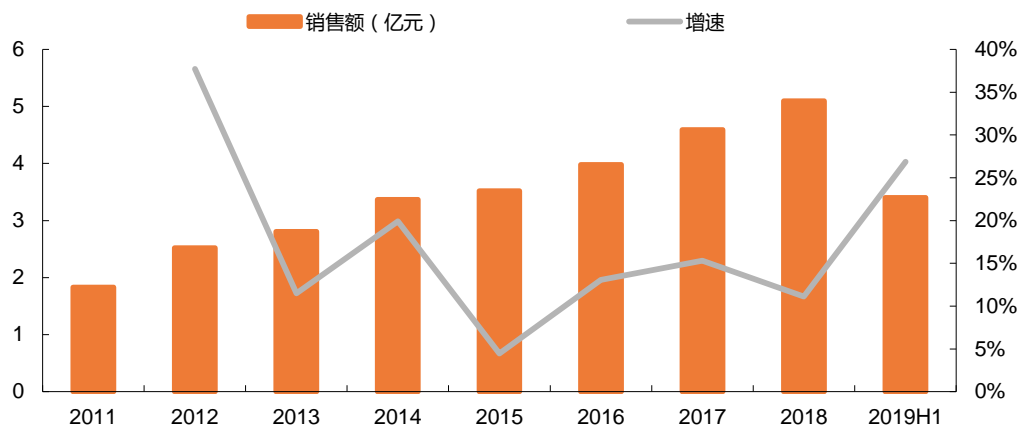
图表4 2018 年公司营业收入构成



资料来源:Wind、平安证券研究所

受益营销改革,造影剂收入增速提升。公司造影剂板块 2013-2018 年 CAGR 为 12.66%,基本跟行业整体增速保持一致。经过 2018 年的营销改革,公司造影剂销售能力显著提升,2019H1 收入 3.40 亿元,同比增长 26.87%,增速较上年提升明显。2018 年底,公司共有销售人员 222 人,同比增长 14.43%,其中造影剂板块销售人员约 160 人。

图表5 公司造影剂板块收入及增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

公司是国产造影剂龙头，碘克沙醇和碘帕醇翻倍增长。目前公司是国内造影剂制剂品种最全的企业之一，主要品种包括碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇和钆喷酸葡胺。碘海醇和钆喷酸葡胺规模最大，增速较为稳定。碘克沙醇和碘帕醇 2018 年合计收入超过 1 亿元，翻倍增长，是公司造影剂板块主要增长点。碘克沙醇是新一代碘造影剂，应用范围广，对二代碘造影剂有一定替代作用，2018 年样本医院销售额增速超过 40%。碘帕醇原研占比超 90%，进口替代空间巨大。

图表6 北陆药业主要造影剂品种情况

品种	2018 年 PDB 销售额 (亿元)	增速	国内获批企业数量 (个)	样本医院竞争格局
碘海醇	7.43	9.38%	12	扬子江 (42%)、GE (40%)、北陆药业 (12%)
钆喷酸葡胺	2.55	0.46%	4	拜耳 (41%)、北陆药业 (31%)、康臣药业 (22%)
碘克沙醇	10.59	40.05%	5	恒瑞医药 (59%)、GE (30%)、扬子江 (9%)、北陆药业 (2%)
碘帕醇	3.39	5.13%	3	博莱科 (96%)、北陆药业 (4%)
钆贝葡胺 (在研)	0.47	25.09%	1	博莱科 (100%)

资料来源: PDB、Wind、平安证券研究所

收购海昌药业，原料药+制剂一体化发展。2018 年 6 月，公司公告认购海昌药业 33.5% 的股份，目前是其第二大股东及第一大机构股东。通过战略性入股海昌药业，公司一方面可以加强对上游原料药管控，在带量采购背景下，制剂企业成本压力提升，原料药+制剂一体化发展趋势明显；另一方面有望加快公司海外市场的扩张步伐。2017 年海昌药业发行股票募集资金 1800 万元，其中 1260 万元用于“年产 850 吨碘造影剂项目建设”。根据环评报告书，整个项目的投资额达 2.75 亿元，共有碘海醇、碘克沙醇、碘佛醇、碘帕醇、碘普罗胺、碘比醇 6 个品种原料药共 850 吨。目前海昌药业仅有碘海醇一个品种，设计产能约 50 吨。850 吨造影剂原料药项目投产后，将显著提升海昌药业在造影剂 API 领域的竞争力。

图表7 海昌药业 850 吨造影剂原料药项目

工期	产品	设计产能 (吨)
第一期工程	碘海醇	250
	碘克沙醇	100

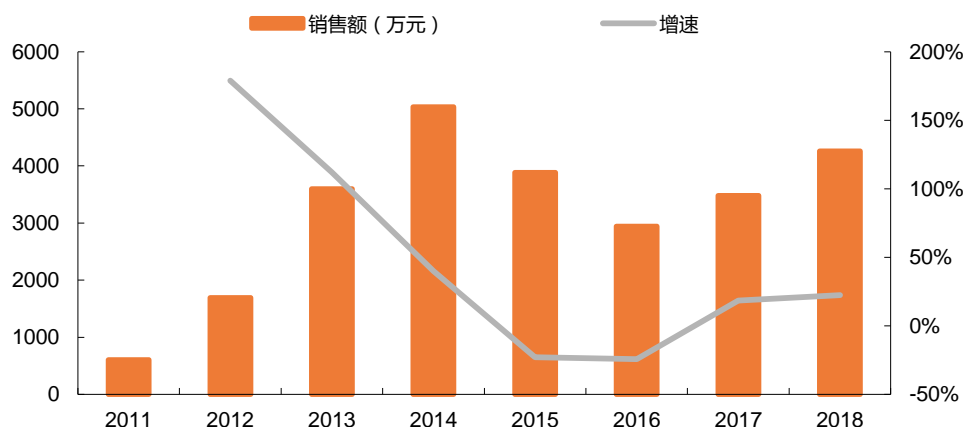
工期	产品	设计产能（吨）
第二期工程	碘普罗胺	150
	碘佛醇	100
	碘帕醇	100
	碘比醇	50
	合计	850

资料来源：海昌药业、平安证券研究所

三、 九味镇心颗粒：临床疗效确切，喜迎医保放量

九味镇心颗粒是公司原研产品，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，安神益气的功效。**九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个通过 NMPA 批准治疗广泛性焦虑症（GAD）的纯中药制剂。**2008 年获批上市后快速放量，2015-2016 年增速下降主要受中美康士诉讼影响，九味镇心市场推广投入下降，自营团队不稳定。2017 年四季度开始公司重新组建九味镇心销售团队，投入增加。2017 和 2018 年收入增速分别回升至 18.42%和 22.36%。

图表8 九味镇心颗粒收入及增速

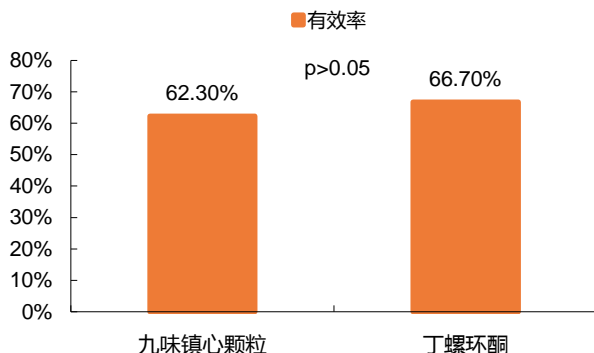


资料来源：公司公告、平安证券研究所

纳入 2017 版医保目录，促进放量。2017 年开始，公司九味镇心颗粒增速回升的另一个重要原因就是被纳入 2017 版国家医保目录。此前公司中标的 20 多个省份中，只有山西和北京是医保报销，其他地区都是自费。从收入来看，山西和北京基本占比总收入的一半，医保的放量作用明显。

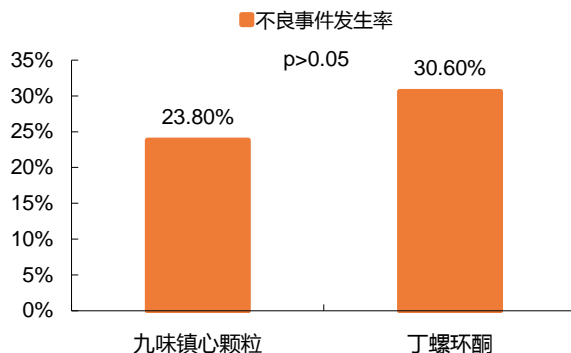
临床试验证明安全性和有效性。2003-2004 年公司开展九味镇心颗粒的 III 期临床，入组病例 477 例，其中九味镇心颗粒组 336 例，丁螺环酮 111 例，丁螺环酮是治疗 GAD 的常用药物之一。经过 4 周的治疗，用汉密顿焦虑量表（HAMA）进行疗效评估，减分率 $\geq 30\%$ 为有效。结果显示，九味镇心颗粒组与丁螺环酮组有效率无明显统计学差异，HAMA 减分率相当，且不良事件发生率同样没有显著性差异，说明九味镇心颗粒是治疗 GAD 的一种安全有效的药物。上市后，公司于 2009 年启动九味镇心颗粒的 IV 期临床试验，2017 年完成 IV 期临床，结果表明九味镇心颗粒治疗 GAD 安全有效、服用方便，值得临床推广应用。

图9 九味镇心颗粒 III 期临床有效率



资料来源:《临床精神病学》, 平安证券研究所

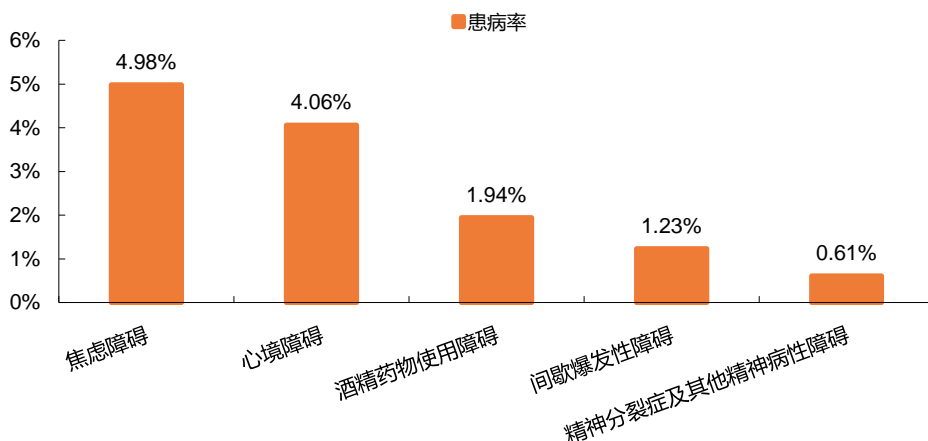
图10 九味镇心颗粒 III 期临床安全性



资料来源:《临床精神病学》, 平安证券研究所

广泛性焦虑障碍的特征是多数时间存在难以控制的过度担心和焦虑, 并导致显著的痛苦和功能受损。过度担忧的症状必需持续 6 个月, 同时必须伴有躁动、疲劳、肌紧张、易怒、注意力不足及睡眠障碍这 6 种生物冲动症状之中的 3 种。基于全美代表性样本的流行病学研究显示, GAD 的终生患病率为 5.1%~11.9%。2019 年《柳叶刀》发布的中国精神障碍流行病学调查显示, 焦虑障碍是国内患病率最高的精神障碍, 患病率为 4.98%, 而 GAD 是常见的焦虑障碍亚型。

图11 全国性精神障碍流行病学调查结果



资料来源:《柳叶刀》, 平安证券研究所

目前 5-HT 再提取抑制剂 (SSRIs) 和 5-HT/NE 再提取抑制剂 (SNRIs) 是治疗许多类型焦虑障碍、包括 GAD 的一线用药。而九味真心颗粒作为经过临床试验证明、有明确适应症的纯中药制剂, 填补了中医治疗 GAD 的空白, 未来有望成长为 5-10 亿元品种。

四、 布局精准医疗, 把握未来增长潜力

公司在坚持以造影剂系列、精神类药品和降糖类药品的研发、生产与销售为主营业务的基础上, 积极落实肿瘤个性化诊疗的发展战略, 不断加强在精准医疗领域的布局。目前该领域主要布局公司是南京世和基因和武汉友芝友医疗, 公司分别持有 18.26%和 25%的股权。2019 年 7 月, 公司以 3000 万元增资敏础医疗, 持有其 17.24%的股份。敏础医疗立足于医学影像和中枢神经两大领域, 基于脑

部影像大数据，利用云计算和人工智能等核心技术为患者提供精准的脑部疾病和神经退行性疾病的诊断与分析，与公司现有业务存在协同效应。

➤ 世和基因

世和基因从 2008 年开始致力于高通量测序（NGS）在肿瘤精准医疗领域的临床转化研究。高通量癌症基因测序属于体外诊断中的分子诊断行业，是将分子生物学原理和技术应用于疾病实验诊断的新型检验医学技术。基因测序与聚合酶链式反应（PCR）、荧光原位杂交技术（FISH）、基因芯片等分子诊断技术相比，具有信息量大、通量高、测序准确的优势。而 NGS 作为第二代测序技术，与 Sanger 法第一代测序技术相比速度更快、成本更低、通量更高。目前 NGS 中普遍应用的是 Illumina 的测序技术。世和基因于 2013 年创新性推出大 panel 实体瘤 NGS 基因检测，目前拥有累计超过 26 万份样本的中国肿瘤 NGS 基因组数据库。

图表12 主要分子诊断技术比较

技术名称	检测原理	应用领域	特点
聚合酶链式反应 PCR	DNA 高温变成单链，低温互补配对链形成	病毒、细菌	特异性强，灵敏度高，检测便捷，通量小
荧光原位杂交 FISH	以标记的已知序列核算为探针与细胞或组织切片中核酸进行杂交，从而对特定核酸序列进行准确定量定位的过程	基因图谱、病毒检测	成本较低，精度相对较低，检测通量较小
基因芯片	杂交序列方法，在一段基因表面固定序列已知的靶核苷酸的探针，确定序列互补匹配	药物筛查、新药开发、疾病诊断	检测通量较小
基因测序	从血液或唾液中分析测定基因全序列，预测罹患多种疾病的可能性	基因图谱、唐筛	信息量大，通量高，准确，成本高，耗时长

资料来源：火石创造、平安证券研究所

硬件设备标准高，国际认证齐全。目前世和基因拥有北美和中国双总部，其中中国总部位于南京高新区，临床实验中心超 10000 平方米。世和拥有 CAP&CLIA 双认证的肿瘤临床检验中心，通过中国卫计委临检中心高通量室间质评、CAP（美国病理学家协会）PT、EMQN（欧洲分子检测质控联盟）PT，并拥有中国第三方医学检验所医疗机构资质和 PCR 临床基因扩增实验室资质。

世和基因技术核心是 NGS 测序、大数据分析 & 癌症生物学全面解读。目前公司肿瘤基因检测产品包括百迈康、初得康、斯达康等十多款，覆盖肺癌、消化系统肿瘤、乳腺癌及妇科肿瘤、泌尿系统及男性生殖系统肿瘤、血液系统肿瘤等多个领域，通过微量样本可检测多种肿瘤相关基因，涵盖相关靶向、化疗药物及临床试验，提示临床风险。此外，公司还提供科研服务和健康管理服务。

图表13 世和基因主要肿瘤基因检测产品

产品领域	产品名称	产品介绍
肺癌	百迈康	肺癌 139 个相关基因全外显子及相关内含子 100%覆盖，微量样本，涵盖 67 种肺癌相关靶向、化疗药物及临床试验，无创动态监测病情进展，揭示耐药机制，及时调整治疗方案
	初得康	肺癌 NCCN 指南核心基因及其他通路相关基因（14 基因）全外显子及相关内含子 100%覆盖，微量样本，涵盖肺癌相关靶向药物及临床试验
消化系统肿瘤	斯达康	胃癌 50 个相关基因全外显子及相关内含子 100%覆盖，微量样本，涵盖胃癌相关靶向、化疗及临床试验，涵盖 MSI 检测提示胃癌预后，指导免疫治疗（PD-1/PD-L1），提示遗传风险
	英泰康	肠癌 45 个相关基因全外显子及相关内含子 100%覆盖，微量样本，涵盖肠癌相关靶向、化疗药物及临床试验，涵盖 MSI 检测提示肠癌预后，指导免

产品领域	产品名称	产品介绍
		疫治疗 (PD-1/PD-L1) 及术后辅助化疗, 提示遗传风险
	利福康	肝胆肿瘤 41 个相关基因全外显子及相关内含子 100%覆盖, 微量样本, 涵盖肝胆肿瘤相关靶向、化疗药物及临床试验, 提示遗传风险
	盼可康	胰腺癌 40 个相关基因全外显子及相关内含子 100%覆盖, 微量样本, 涵盖胰腺癌相关靶向、化疗药物及临床试验, 提示遗传风险
	吉士康	胃肠间质瘤 (Gist) 39 个相关基因全外显子及相关内含子 100%覆盖, 微量样本, 涵盖 Gist 靶向药物、临床试验及预后相关信息, 提示遗传风险
	依福康	食管癌 53 个相关基因外显子及相关内含子 100%覆盖, 微量样本, 涵盖食管癌相关靶向、化疗药物及临床试验, 检测 MSI 和 MMR 相关基因失活突变, 全面提示遗传风险
乳腺癌及妇科肿瘤	汝美康	乳腺癌 48 个相关基因外显子及相关内含子 100%覆盖, 微量样本, 涵盖乳腺癌相关靶向、内分泌、化疗药物及临床试验, 全面提示遗传风险
	吉诺康	妇科肿瘤 (卵巢癌、宫颈癌、子宫内膜癌) 50 个相关基因全外显子及相关内含子 100%覆盖, 微量样本, 涵盖妇科肿瘤相关靶向、化疗药物及临床试验, 涵盖 MSI 知道免疫治疗 (抗 PD-1/PD-L1 治疗等), 全面提示遗传风险
泌尿系统及男性生殖系统肿瘤	普罗康	前列腺癌 40 个相关基因全外显子及相关内含子 100%覆盖, 微量样本, 涵盖前列腺癌相关靶向、内分泌、化疗药物及临床试验, 涵盖 MSI 检测, 知道免疫治疗 (PD-1/PD-L1 等)
	优罗康	泌尿系统肿瘤 (肾癌、膀胱癌) 55 个相关基因外显子及相关内含子 100%覆盖, 涵盖泌尿系统肿瘤相关靶向、化疗药物及临床试验, 涵盖 MSI 指导免疫治疗 (抗 PD-1/PD-L1 治疗等), 提示遗传风险
血液系统肿瘤	血默胜	适用血液淋巴系统恶性肿瘤患者, 对 446 个血液肿瘤相关 DNA 及总 RNA 测序, 可用样本血液、骨髓、新鲜组织、蜡块、口腔脱落细胞, 辅助血液系统肿瘤临床诊断, 并进行 MRD 检测、耐药机制探究、移植后嵌合率检测, 实现指导治疗、评估预后

资料来源: 世和基因官网、平安证券研究所

2018 年 9 月 30 日, 世和基因“EGFR/ALK/ROS1/BRAF/KRAS/HER2 基因突变检测试剂盒 (可逆末端终止测序法)”获批, 成为国内首批上市的肿瘤 NGS 检测产品之一。随着我国肿瘤发病率的不断提升, 肿瘤基因组测序关注度持续提升, 未来在肿瘤检测、用药指导、肿瘤预防等方面大有可为。

图表14 国内首批上市的肿瘤 NGS 检测试剂盒

	燃石医学		诺禾致源		世和基因		艾德生物	
获批时间	2018-7-23		2018-8-13		2018-9-30		2018-11-20	
涉及基因	EGFR/ALK/BRAF/KRAS		EGFR/KRAS/PIK3CA/ALK/ROS1		EGFR/ALK/ROS1/BRAF/KRAS/HER2		EGFR/ALK/ROS1/RET 等 10 个基因	
规格型号	12 人份/盒; 36 人份/盒		48 测试/盒		12 人份/盒; 48 人份/盒		24 测试/盒	
配套仪器	MiseqDx		DA8600		MiseqDx		NextSeq CN500	
伴随诊断用途的基因变异类型及相应的靶向药物	吉非替尼	EGFR:19del, L858R	吉非替尼	EGFR:19del, L858R	吉非替尼	EGFR:19del, L858R	吉非替尼	EGFR:19del, L858R
	埃克替尼	EGFR:19del, L858R	-	-	埃克替尼	EGFR:19del, L858R	奥希替尼	EGFR:T790M

	燃石医学		诺禾致源		世和基因		艾德生物	
	奥希替尼	EGFR:T790M	奥希替尼	EGFR:T790M	奥希替尼	EGFR:T790M	克唑替尼	ALK 融合, ROS1 融合
	克唑替尼	ALK 重排 (融合)	克唑替尼	ALK 融合, ROS1 融合	克唑替尼	ALK 融合, ROS1 融合	西妥昔单抗	KRAS 野生型
未经伴随诊断验证的基因突变类型	EGFR	S768I	EGFR	L861Q,S768I,20ins,Gg719x	EGFR	G719 位点突变, L816Q	EGFR	G719A,G719S,G719C,S768I,D770_N771insG,L861Q
	BRAF	V600E	BRAF	V600E	BRAF	V600E	RET	KIF5B exon 15,RET exon 12
	KRAS	G12V,G12S,G12C,G12R,G12D,G12A,G13D	KRAS	G12X,G13D	KRAS	G12 位点突变, G13 位点突变	MET	Intron14 c.3082+1G>T
	-	-	PIK3CA	E542K,E545K,H1047R,H1047L	HER2	20 外显子插入突变	KRAS	G12D,G12A,G12V,G12S,G12C,Q61H
	-	-	-	-	-	-	BRAF	V600E
	-	-	-	-	-	-	NRAS	G12D,Q61R,Q61K
	-	-	-	-	-	-	PIK3CA	H1047R

资料来源：公司公告、平安证券研究所

北陆药业是世和基因第一大机构股东，享受估值提升。2014 年 8 月，公司增资 3000 万元，认购世和基因 20%的股权。2016 年 6 月，世和基因进行 B 轮融资，公司再增资 3000 万元，增资后共持有公司股份 22.73%。目前世和基因已完成 D 轮融资，北陆药业持股 18.26%。预计 D 轮融资后世和基因估值在 50 亿元左右，公司作为第一大机构股东，将享受世和基因的估值提升。

➤ 芝友医疗

武汉友芝友医疗科技有限公司（芝友医疗）成立于 2011 年 7 月，以心血管、肿瘤等重大疾病的个体化诊疗为战略方向，是一家专门从事个体化医学诊断产品研发、生产和销售的高新技术企业。公司建立了 ARMS—PCR 荧光定量 PCR、多重 SNP 荧光定量 PCR、ISET、分子质谱及循环肿瘤细胞检测等多种技术平台，自主研发生产了指导心脑血管疾病个体化用药的分子诊断产品，指导肿瘤诊疗的伴随诊断产品与循环肿瘤细胞检测产品，为精准医疗提供临床诊断依据。

2014 年以来，公司已经成功开发了数十个基因诊断产品，其中 12 个分子诊断试剂盒通过 NMPA 的 III 类医疗器械注册审批并获准上市。目前公司在伴随诊断领域检测率已超 10 万人次，有望逐步成长为行业龙头。

图表 15 芝友医疗获批的分子诊断试剂盒产品

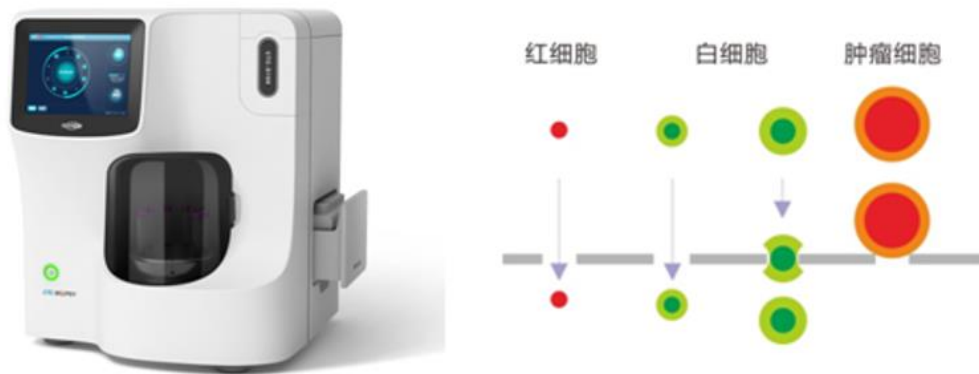
序号	产品名称	检测靶点	批准日期
1	人类 KRAS 基因 7 种突变检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	结直肠癌靶向药	2014-01
2	人类 BRAF 基因 V600E 突变检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	结直肠癌、甲状腺癌靶向药	2015-02
3	人类 NRAS 基因突变检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	结直肠癌靶向药	2016-08

序号	产品名称	检测靶点	批准日期
4	人类 PIK3CA 基因突变检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	结直肠癌靶向药	2016-08
5	人类 EGFR 基因突变检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	NSCLC 靶向药	2014-01
6	人类 EML4-ALK 融合基因检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	NSCLC 靶向药	2016-08
7	人类 ROS1 基因融合检测试剂盒 (PCR-荧光探针法)	NSCLC 靶向药	2016-08
8	人类 SLCO1B1 和 ApoE 基因检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	他汀类药物	2015-02
9	人类 CYP2C9 和 VKORC1 基因检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	氯吡格雷	2015-02
10	人类 CYP2C19 基因检测试剂盒(PCR-荧光探针法)	华法林	2015-02
11	人类 MTHFR 基因检测试剂盒 (PCR-荧光探针法)	叶酸	2017-07
12	人类 ALDH2 基因检测试剂盒 (PCR-荧光探针法)	硝酸甘油	2017-07

资料来源：NMPA、平安证券研究所

2016 年芝友医疗获批国内首台 CTC 检测设备。循环肿瘤细胞（CTC）是人体循环系统中存在的肿瘤细胞，其来源于原发性肿瘤，参与血液循环，具有极大的危害性，是恶性肿瘤出现复发和远处转移的重要原因。2016 年，芝友医疗获批国内首台 CTC 检测设备 CTCBIOPSY，通过使用创新工艺的高分子材料微孔滤膜过滤装置，结合先进的机械、电子、流控等技术能快速将外周血中的 CTCs 从正常血液细胞中分离和富集，并利用专利技术进行染色鉴定。**该仪器突破了市面上现有的 CTC 检测技术依赖于特定的细胞表面标记物这一局限，利用不同细胞的物理和形态学差异进行分离染色，提供了直观可靠并且可随时复检的检测结果。**

图表16 芝友医疗全国首台 CFDA 批准的 CTC 捕获设备及原理



资料来源：芝友医疗官网、平安证券研究所

芝友医疗估值约 10 亿美元，北陆药业为第一大机构股东。芝友医疗 2018 年扣非后归母净利润为 1536 万元，达业绩承诺，目前估值约 10 亿元。北陆药业持有 25% 股权，为第一大机构股东。我们看好芝友医疗在肿瘤伴随诊断和 CTC 液体活检领域的布局，有望成为国内精准医疗头部企业。

五、盈利预测与投资评级

公司是国内造影剂品种布局最齐全的企业之一，享受进口替代红利，碘克沙醇和碘帕醇翻倍增长，战略性收购海昌药业打造 API+制剂一体化优势。九味镇心颗粒受益于医保放量，有望成长为 5-10 亿元大品种。新老交接后公司面貌焕然一新，营销改革效果显著，股权激励完成进一步提升员工积极性。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元和 0.60 元，对应 2019 年 PE 为 21.4 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、风险提示

6.1 产品放量不及预期

目前公司主要收入来源是造影剂制剂，其中碘海醇和钆喷酸葡胺占比较高，这两个品种属于成熟品种，增速相对平缓。目前造影剂主要增量来自碘克沙醇和碘帕醇。一旦碘克沙醇和碘帕醇放量不及预期或老品种增速下滑，将对公司业绩产生较大影响；

6.2 海昌药业产能释放不及预期

目前海昌药业在建 850 吨造影剂原料药产能项目，分两期建设。产能建设完毕后还需要通过目标销售市场的认证，存在不及预期的可能；

6.3 原料价格波动风险

碘及碘化物是碘造影剂主要原材料，主要由日本和智利生产。目前碘原料供应紧张，一旦价格出现大幅波动，将对公司成本产生重大影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	444	661	779	1017
现金	191	278	353	439
应收票据及应收账款	149	214	247	326
其他应收款	1	2	2	3
预付账款	3	3	4	4
存货	94	158	166	238
其他流动资产	6	6	6	6
非流动资产	845	1084	1321	1565
长期投资	431	595	749	903
固定资产	258	326	403	486
无形资产	50	54	55	54
其他非流动资产	106	108	114	122
资产总计	1289	1745	2100	2582
流动负债	62	350	485	694
短期借款	0	291	401	610
应付票据及应付账款	29	22	44	38
其他流动负债	33	37	41	46
非流动负债	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	21	21	21	21
负债合计	83	371	506	714
少数股东权益	0	0	0	0
股本	489	495	495	495
资本公积	207	228	228	228
留存收益	509	660	850	1084
归属母公司股东权益	1206	1374	1594	1868
负债和股东权益	1289	1745	2100	2582

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	176	64	252	186
净利润	148	191	240	297
折旧摊销	18	23	30	38
财务费用	-2	2	6	12
投资损失	-14	-18	-8	-8
营运资金变动	13	-134	-17	-153
其他经营现金流	13	0	0	0
投资活动现金流	-198	-244	-259	-274
资本支出	54	75	83	90
长期投资	-147	-164	-158	-154
其他投资现金流	-291	-333	-333	-337
筹资活动现金流	-12	-24	-27	-36
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	163	6	0	0
资本公积增加	-162	21	0	0
其他筹资现金流	-13	-51	-27	-36
现金净增加额	-34	-204	-34	-123

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	608	789	1004	1248
营业成本	200	249	320	399
营业税金及附加	9	11	14	18
营业费用	186	238	291	362
管理费用	40	39	45	50
研发费用	28	50	60	75
财务费用	-2	2	6	12
资产减值损失	4	0	0	0
其他收益	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	14	18	8	8
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	167	218	274	339
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	2	1	2
利润总额	165	217	273	338
所得税	17	26	33	41
净利润	148	191	240	297
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	148	191	240	297
EBITDA	177	242	314	394
EPS (元)	0.30	0.39	0.49	0.60

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	16.4	29.8	27.1	24.3
营业利润(%)	17.4	30.9	25.7	23.7
归属于母公司净利润(%)	24.4	29.1	25.9	23.7
获利能力				
毛利率(%)	67.0	68.5	68.1	68.0
净利率(%)	24.3	24.2	23.9	23.8
ROE(%)	12.3	13.9	15.1	15.9
ROIC(%)	11.6	11.4	12.4	12.6
偿债能力				
资产负债率(%)	6.4	21.2	24.1	27.7
净负债比率(%)	-14.1	2.5	4.3	10.3
流动比率	7.1	1.9	1.6	1.5
速动比率	5.5	1.4	1.2	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	9.7	9.7	9.7	9.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.39	0.49	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.13	0.51	0.38
每股净资产(最新摊薄)	2.44	2.78	3.22	3.78
估值比率				
P/E	27.7	21.4	17.0	13.7
P/B	3.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	22.1	17.0	13.2	10.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033