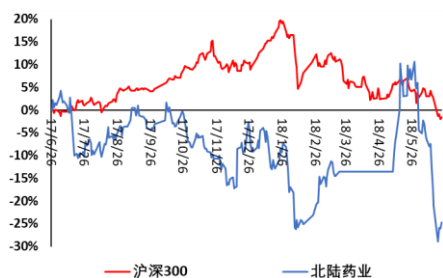


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

北陆药业(300016): 价值重估, 精准医疗龙头初显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	326/254
总市值/流通(百万元)	3,576/2,789
12个月最高/最低(元)	16.62/10.68

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

联系人: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

报告摘要

对比剂小龙头

公司是国内对比剂行业龙头之一, 产品包括碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇和钆喷酸葡胺等。受益于低配置 CT/MRI 配置审批放开、造影剂消费量提升等因素驱动, **对比剂行业仍有望保持 10-15% 复合增速**。进口替代+公司高端、低基数产品碘帕醇、碘克沙醇中标省份增加, 保持高增长; **预计未来 3 年公司对比剂产品线整体收入增速 15-20%**。

九味镇心颗粒新入全国医保, 逐步进入放量期, 有望扭亏为盈

九味镇心颗粒进入 17 年新版全国医保目录, 目前公司在积极组建销售队伍和选择代理商, 预计 2018 年起九味镇心颗粒将开始放量, 逐步扭亏为盈, 长期来看有望达到 3-5 亿元的体量。

精准医疗龙头初显, 最大的预期差

公司参股南京世和 (20.29% 股权) 和武汉友芝友医疗 (25% 股权), 分别是液体活检——ctDNA 检测和 CTC 检测龙头, 是国内精准医疗和伴随诊断龙头, 涵盖肿瘤和非肿瘤 (心脑血管、代谢药物等) 个体化用药基因检测, 未来均有在 A 股上市预期, 肿瘤和非肿瘤个体化用药基因检测市场空间均巨大。

世和基因: 依托高通量检测技术, 在 ctDNA 检测领域处于领先地位, 卡位优势明显, 处于爆发期。世和基因肺癌靶向药物基因突变检测试剂盒 (高通量测序法) 已经进入了创新医疗器械特别审批通道, 预计 3 季度有望和艾德生物、诺禾致源等同类产品同时获批。试剂盒获批后, 原有的院外服务模式将转为院内销售, 产品有望爆发式增长, 盈利水平提升。17 年公司依靠院外模式实现收入 1.8 亿元为行业第一, 预计 3-5 年收入过 10 亿, 净利润 3-5 亿元。

友芝友医疗: 个体化用药基因诊断试剂盒和 CTC 检测设备/试剂两个方向。公司是非肿瘤个体化用药基因检测龙头, 行业空间巨大; CTC 龙头之一, 行业潜在空间大。未来 3 年业绩有望保持 50% 高增长。

价值重估, 精准医疗龙头初显

预计 18 年对比剂等主业净利润 1.25 亿增长 20%, 参股 20% 南京世和 (预计 18 年贡献投资收益 600 万元) 和 25% 友芝友 (预计 18 年贡献投资收益 700 万元), 合计净利润 1.37 亿元增长 15% (扣非增长 23%), 预计 19/20 年净利润 1.77/2.29 亿元, 增长 29%/29%, 18/19/20 PE 27X/21X/16X。南京世和估值可参考艾德生物 (目前 80 亿市值), 友芝

友新三板市值 6.5 亿元。北陆药业 18 年合理估值 56 亿元, 对应股价 17.18 元: 主业 1.25 亿净利润 30 倍估值 38 亿+20%南京世和股权估值 16 亿+25%友芝友股权估值 2 亿, 目前市值 37 亿, 50%空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 对比剂销售情况不及预期; 新进入医保目录品种未能放量; 产品审批进展、渗透率提升缓慢。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	525	605	712	838
(+/-%)	5%	16%	16%	18%
净利润(百万元)	119	137	177	229
(+/-%)	625%	15%	29%	29%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.42	0.54	0.70
市盈率(PE)	31.81	27.26	21.20	16.36

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
对比剂、九味等主业	收入	499	523	605	712	838	967
	增速		5%	16%	18%	18%	15%
其中:	1、对比剂	398	459	533	629	742	853
	增速		15%	16%	18%	18%	15%
	2、九味镇心	29	35	44	54	68	85
	增速		18%	25%	25%	25%	25%
	3、降糖药	42	25	25	25	25	25
	增速		5	3	3	3	3
	4、其他	5	3	3	3	3	3
	净利润	87	103	124	149	179	211
	增速		19%	20%	20%	20%	18%
	归属于母公司净利润	88	103	124	149	179	211
	增速		18%	20%	20%	20%	18%
世和基因 (20.29% 股权)	收入	113	182	272	436	697	1011
	增速		60%	50%	60%	60%	45%
	净利润	1	14	30	90	180	280
	增速			115%	200%	100%	56%
	投资收益	0	3	6	18	37	57
芝友医疗 (25% 股权)	收入	25	37	56	83	117	164
	增速		51%	50%	50%	40%	40%
	净利润	-25	21	27	40	56	79
	增速			30%	50%	40%	40%
	投资收益	-4	5	7	10	14	20
处置长期股权投资产生的投资收益		-79	9	0	0	0	0
	贡献母公司净利润	-67	7	0	0	0	0
合计	收入	499	523	605	712	838	967
	增速		5%	16%	18%	18%	15%
	净利润	16	119	137	177	229	287
	增速		666%	15%	29%	29%	25%
	归属于母公司净利润	16	119	137	177	229	287
	增速		625%	15%	29%	29%	25%

目录

一. 公司基本情况: 对比剂龙头, 业绩稳健增长	4
二. 对比剂: 政策利好下有望保持 15-20% 增速	5
三. 纳入全国医保, 九味镇心颗粒进入放量期	10
四. 精准医疗龙头初显	10
(一) 世和基因: NGS 领跑者, 高端肿瘤伴随诊断领导者	11
(二) 友芝友医疗: 非肿瘤个体化用药基因检测和 CTC 龙头	16
五. 盈利预测、市值展望和风险提示	21

图表目录

图表 1: 北陆药业主要产品基本情况	4
图表 2: 公司历年对比剂收入和毛利	5
图表 3: 公司历年营业收入和归母净利润	5
图表 4: 对比剂产品基本情况	5
图表 5: X 射线对比剂产品销售情况 (红色字体为北陆药业现有品种)	6
图表 6: 我国 CT 和 MRI 保有量情况	6
图表 7: CT 类型分布情况	7
图表 8: MR 类型分布情况	7
图表 9: X 射线造影剂原料药使用情况	7
图表 10: 碘海醇销售情况	8
图表 11: 碘帕醇销售情况	8
图表 12: 碘克沙醇样本医院销售情况	9
图表 13: 钆喷酸葡胺样本医院销售情况	9
图表 14: 九味镇心颗粒销售情况	10
图表 15: cTDNA 和 CTC 比较	11
图表 16: 世和基因主要产品	11
图表 17: 主要 DNA 测序方法	12
图表 18: 肺腺癌基因突变分布	13
图表 19: 肺鳞癌基因突变分布	13
图表 20: cTDNA 形成过程	13
图表 21: 纳入创新医疗器械特别审评程序的肿瘤基因分子诊断产品	15
图表 22: 武汉友芝友诊断试剂产品线	17
图表 23: 公司诊断试剂销售情况	18
图表 24: CTC 检测技术的临床应用	19
图表 25: 公司 CTC 业务收入	20
图表 26: CTCBIOPSY® 原理	20
图表 27: 友芝友医疗业绩情况	20
图表 28: 北陆药业盈利预测	21

一. 公司基本情况: 对比剂龙头, 业绩稳健增长

北陆药业是国内对比剂行业龙头企业之一。公司产品包括了磁共振对比剂、非离子型碘对比剂和口服磁共振对比剂三大类。在业内公司对对比剂产品种类最多, 规格最为齐全, 具有一定竞争优势, 主导产品包括了钆喷酸葡胺注射液、碘海醇注射液、碘帕醇注射液、碘克沙醇注射液, 枸橼酸铁胺泡腾颗粒等。除此之外公司还有拥有降糖药瑞格列奈、格列美脲和治疗焦虑障碍的纯中药制剂九味镇心颗粒, 其中九味镇心颗粒进入 2017 版全国医保目录, 有望成为公司业绩未来另一重要推动力。

图表 1: 北陆药业主要产品基本情况

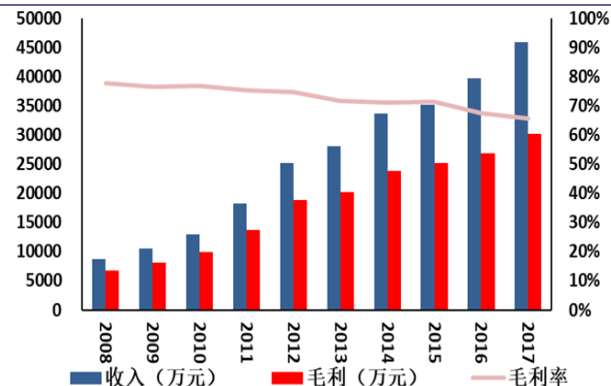
产品	用途	医保情况	公司产品规格	上市时间	竞争格局	销售额
碘海醇	用于 CT 扫描检查中的造影	医保甲类	100ml:30g、100ml:35g、50ml:15g、50ml:17.5g、75ml:22.5g、20ml:6g、20ml:7g。	1998 年	13 家	约 3.7 亿
碘帕醇			100ml:30g、50ml:15g、50ml:18.5g	2015 年	2 家	1-2 千万
碘克沙醇			100ml:27g、100ml:32g、50ml:16g	2011 年	4 家	1-2 千万
钆喷酸葡胺	用于磁共振成像造影	医保乙类	10ml:4.69g、12ml:5.63g、15ml:7.04g、20ml:9.38g	1996 年	4 家	约 1.5 亿
枸橼酸铁胺泡腾颗粒		无	3g:0.6g、6g:1.2g	2004 年	独家	较少
瑞格列奈	II 型糖尿病	医保乙类	0.5mg	2011 年	5 家	2549 万元
格列美脲	病	医保甲类	1mg、2mg	2001 年	12 家	
九味镇心颗粒	焦虑抑郁	医保乙类	6g	2008 年	独家	3484 万元

资料来源: 公司公告, CFDA, 米内网, 太平洋证券研究院

公司对对比剂收入保持稳定增长态势, 复合增速保持在 15-20%左右, 毛利贡献在 90%以上, 是公司的支柱性业务。受到上游原料药价格上涨影响, 近年来毛利率有所下降。公司于近日拟以自有资金 1.37 亿元参与浙江海昌药业定增, 完成后公司将持有海昌药业 33.5%股份。海昌药业拥有碘海醇原料药批文, 是公司碘对比剂原料药的主要供应商之一。通过本次投资可以确保原料药的供应并加强公司对上游企业的议价能力, 我们认为公司对对比剂毛利率下降的势头有望得到缓解。

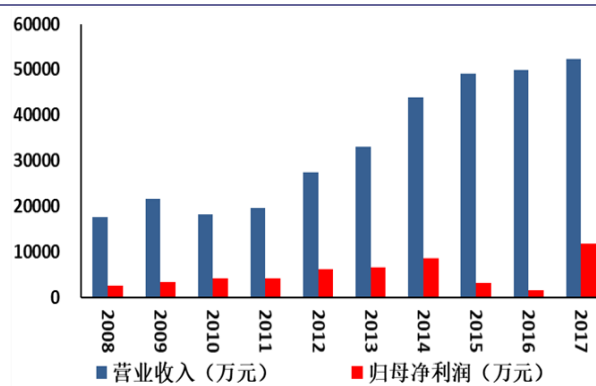
在对比剂的带动下, 公司营业收入稳步增长, 2017 年实现营业收入 5.22 亿元, 同比增长 4.75%。其中对比剂收入 4.59 亿元, 同比增长 15.44%。2015 年和 2016 年, 由于分别确认了中美康士资产减值损失和投资损失, 导致当年公司归母净利润大幅下滑。2017 年公司实现归母净利润 1.19 亿元, 扣非净利润 1.02 亿元, 同比增长 22.02%。

图表 2: 公司历年对比剂收入和毛利



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 3: 公司历年营业收入和归母净利润



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

二. 对比剂: 政策利好下有望保持 15-20%增速

对比剂是以医学成像为目的, 为改变机体局部组织影响对比度, 引入人体内某种特定物质。对比剂一般在医学成像过程中使用, 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。根据用途和原理, 对比剂可主要分为 X 射线造影剂、磁共振造影剂和超声造影剂。目前我国对比剂市场规模已超过百亿元, 增速在 15%左右, X 射线造影剂市场份额约为 84%, 磁共振造影剂市场份额约为 13%, 超声造影剂市场份额为 3%。

图表 4: 对比剂产品基本情况

分类	代表产品	用途	市场情况
X 射线造影剂	非碘化 X 射线造影剂: 硫酸钡	消化道造影	2016 年整体市场规模为 83.83 亿元。
	碘造影剂: 泛影葡胺、碘克沙酸、碘海醇、碘帕醇、碘普罗胺、碘佛醇 碘克沙醇等。	多种器官和组织的造影	
磁共振造影剂	钆喷酸葡胺、钆贝葡胺、钆特酸葡胺、钆双胺	提高磁共振成像诊断的敏感性和特异性, 增强信号对比度和提高软组织图像的分辨率。	2016 年整体市场规模为 13.29 亿元。
超声造影剂	六氟化硫微泡、双重造影产气	超声造影时增强血液散射, 以提高血管、心腔和组织的显像。	2016 年整体市场规模为 2.87 亿元。

资料来源: CFDA, 司太立公告, 太平洋证券研究院

X 射线造影剂中, 碘海醇、碘克沙醇、碘佛醇、碘普胺和碘帕醇这 5 个品种合计占有了 X 射线造影剂市场 80%以上的份额, 其中碘克沙醇作为新一代等渗对比剂, 心肾耐受性和安全性较高, 被广泛应用于心脑血管造影、腹部血管造影、介入治疗等领域, 呈现出快速增长的态势。

图表 5: X 射线对比剂产品销售情况 (红色字体为北陆药业现有品种)

类别	PDB 市场规模 (亿元)	整体市场规模 (亿元)	预计未来 3-5 年复合增速
碘海醇	6.79	25	5-10%
碘克沙醇	7.56	20	25-30%
碘佛醇	4.59	15	10-15%
碘普胺	3.80	10	0-5%
碘帕醇	3.23	10	10-15%

资料来源: PDB, 太平洋证券研究院

我们认为对比剂市场仍会持续稳健增长, 整体增速在 10-15%左右, 主要驱动力有以下几点。

一是 CT、磁共振等扫描诊断设备数量仍由较大增长空间。2013-2017 年我国 CT 保有量从 10461 台增加到 19027 台, 年复合增速为 16.1%, 每百万人保有量为 14.3 台, 与日本每百万人 92.6 台, 美国每百万人 32.2 台相比, CT 保有量仍有提升空间。MRI 保有量从 4376 台增加到 8289 台, 年复合增速为 17.3%, 每百万人保有量为 6.2 台, 但与发达国家每百万人 40 台相比仍存在较大差距。

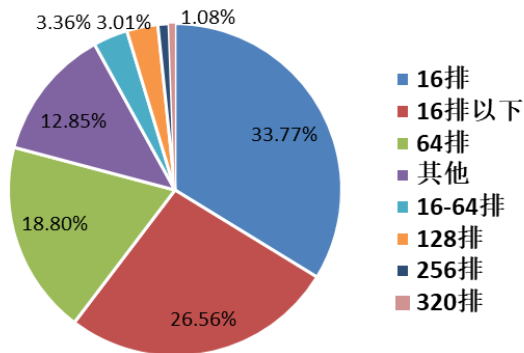
图表 6: 我国 CT 和 MRI 保有量情况

年份	CT		MRI	
	数量 (台)	每百万人保有量 (台)	数量 (台)	每百万人保有量 (台)
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

资料来源: 中国医学装备协会, 太平洋证券研究院

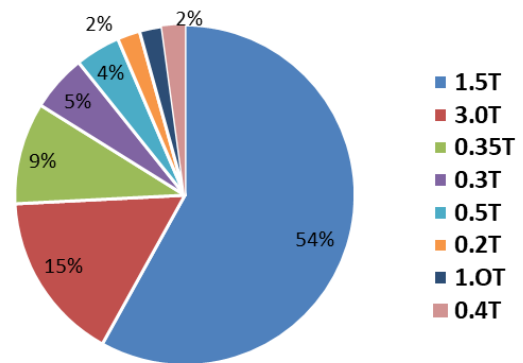
今年 4 月国家卫计委发布《大型医用设备配置许可管理目录 (2018 年)》, 对大型医用设备分类进行了调整。2004 版目录中, CT 和 MRI 均被列为乙类, 由省级卫生计生委负责配置管理。新版目录中, CT 中只有 64 排及以上产品被列为乙类, 64 排以下产品未列入。MRI 中只有 1.5T 及以上产品被列为乙类, 1.5T 以下产品未列入。**意味着 64 排以下 CT 和 1.5T 以下 MR 将由医疗机构自主决定配置, 不需要主管部门审批。**目前我国有 60% 以上的 CT 属于 64 排以下, 其中二级医院的 8600 余台设备中, 16 排及 16 排以下设备占据 73%。1.5T 以下的 MRI 约占 30% 左右, 主要分布在基层医院。**低配设备配置审批放开利好于其在基层医疗机构渗透率提升, 在分级诊疗实施的背景下有助于带检检查次数提升, 进而推动碘造影剂和磁共振造影剂销售额持续增长。**

图表 7: CT 类型分布情况



资料来源: 中国医学装备协会, 太平洋证券研究院

图表 8: MRI 类型分布情况



资料来源: 中国医学装备协会, 太平洋证券研究院

欧美地区仍然是全球 X 射线原料药主要消费地区, 合计占到了全球消费量 67%。从每百万人消费量来看, 中国仅为美国的 17%, 欧洲的 70%。随着需要诊断扫描患者数量增多、增强扫描使用量的提高, “重诊断” 观念逐步深入人心, 预计我国 X 射线造影剂消费量仍有较大提升空间。按达到美国 50% 的水平计算, 我国 X 射线造影剂市场仍有 200% 增长空间。

图表 9: X 射线造影剂原料药使用情况

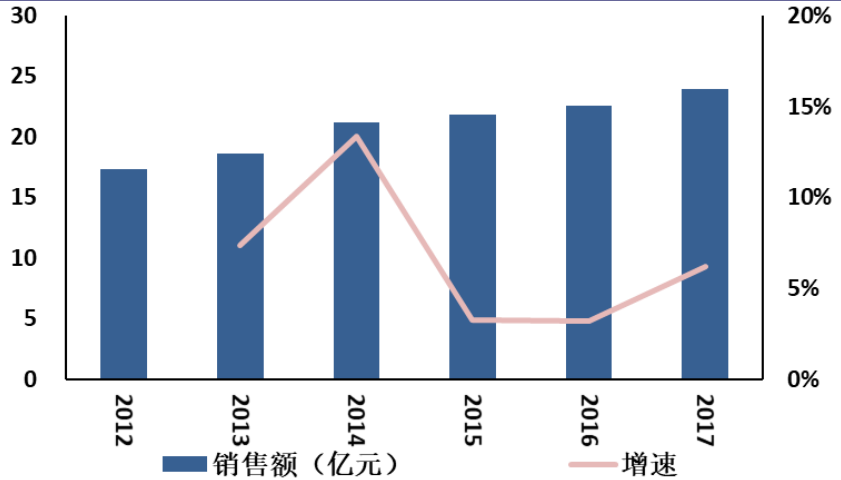
地区	人口 (亿人)	消耗量 (千克)	人均消耗量 (千克/百万人)
美国	3.23	2759526.9	8543.43
欧洲	7.42	1580175.3	2129.61
中国	13.96	2079584.1	1489.67
全球	72.96	6517479.1	897.35

资料来源: Newport Premium, 太平洋证券研究院

对比剂行业竞争格局良好, 根据 IMS 数据, 恒瑞医药、扬子江、GE、拜耳、博莱科和北陆药业六大厂家共占有 90% 以上市场份额。

碘海醇为第二代非离子型单体造影剂, 也是公司碘对比剂第一大品种, 在临床上用于血管造影、头部及体部 CT 增强造影等。碘海醇安全性高, 造影图像清晰质量优良, 成为医学界评估各种 X 射线造影剂效果的“金标准”。目前碘海醇已经进入成熟期, 整体市场增速在 5-10%。扬子江药业市场份额为 42.80%, 通用电气药业(上海)有限公司市场份额为 37.82%, 公司市场份额为 15.05%, 竞争格局稳定。预计碘海醇未来仍以 5-10% 增速稳定增长。

图表 10: 碘海醇销售情况

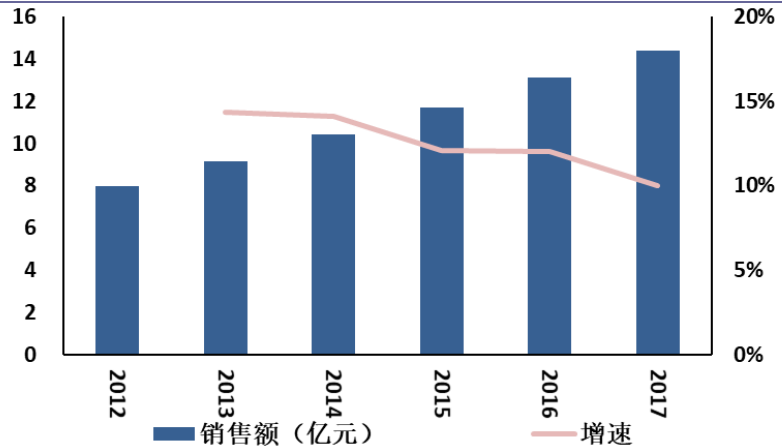


资料来源: 司太立公告, 太平洋证券研究院

碘帕醇为非离子型低渗性造影剂, 是第二代非离子造影剂中较为成熟的品种, 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。

碘帕醇于 2005 年在国内首次上市, 晚于碘海醇, 且长期仅有原研厂家博莱科销售, 推广力度不足销售规模小于碘海醇。公司于 2015 年获得了碘帕醇生产批件, 为国内首仿, 有望持续推动碘帕醇市场扩容。目前公司的碘帕醇已经在北京、上海、广东等 16 个省市中标, 2017 年同比增长 191.58%。由于碘帕醇是首仿, 与碘海醇相比定价有优势, 盈利能力更强, 因此公司也在积极用碘帕醇去替代碘海醇。我们预计 2018 年碘帕醇有望实现 30-50% 增长。

图表 11: 碘帕醇销售情况

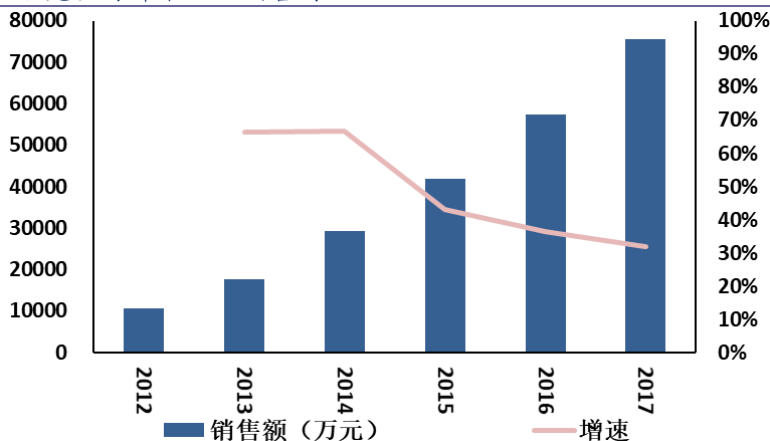


资料来源: 司太立公告, 太平洋证券研究院

碘克沙醇是碘对比剂中增速最快的品种。GE 的碘克沙醇首先于 2005 年进入国内, 2010 年恒瑞医药获得了该产品生产批件, 通过几年的市场导入, 碘克沙醇销售额快速增长。公司于 2011 年末获得了碘克沙醇生产批件, 但受制于药品招标进展缓慢, 未能在上市后放量。2015 年起公司

的碘克沙醇中标范围迅速扩大, 目前已经在 26 个省市实现中标, 2017 年碘克沙醇销售额同比增长 109.93%。2018 年 1 季度公司碘克沙醇样本医院销售额为 399.05 万元, 超过 2017 年全年水平。由于碘克沙醇整体市场增速良好, 我们认为 2018 年公司碘克沙醇仍有望实现 70-100% 增长。

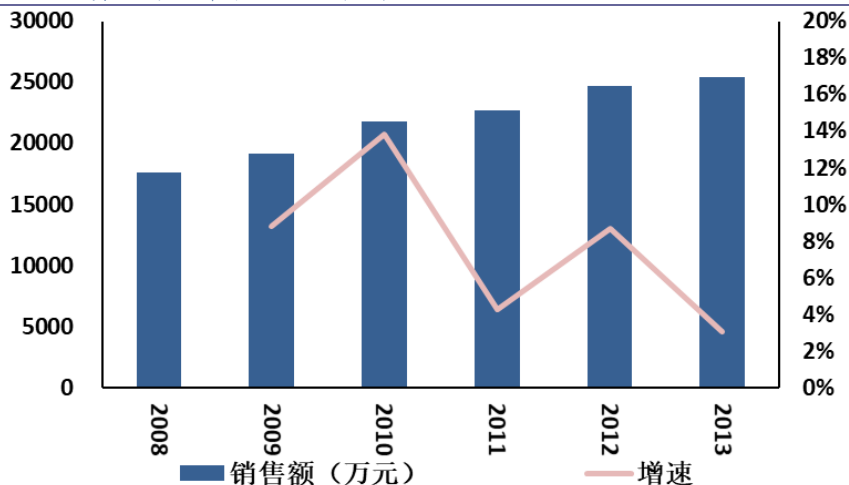
图表 12: 碘克沙醇样本医院销售情况



资料来源: PDB, 太平洋证券研究院

钆喷酸葡胺主要用于磁共振检查时的增强扫描, 可以获得比普通扫描更多的诊断信息, 主要用于中枢神经 (脑及脊髓)、腹、胸、盆腔、四肢等人体脏器和组织的磁共振成像。钆喷酸葡胺目前整体市场规模在 6 亿元左右, 其中北陆药业市占率为 36.19%、拜耳 39.20%、广州康臣药业 20.30%、上海旭东海普 4.32%, 公司市场地位稳固, 受益于基层 MRI 装机量提升, 预计钆喷酸葡胺仍能保持 10% 左右增长。

图表 13: 钆喷酸葡胺样本医院销售情况

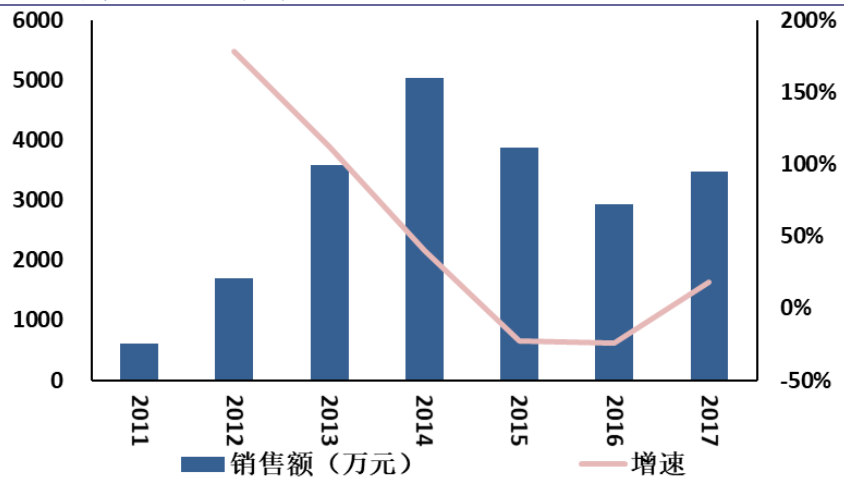


资料来源: PDB, 太平洋证券研究院

三. 纳入全国医保, 九味镇心颗粒进入放量期

九味镇心颗粒是治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂, 疗效显著, 副反应轻微、无依赖性和戒断反应、安全性好。该产品于 2008 年上市, 在上市后公司也进行了九味镇心颗粒 IV 期临床研究, 结果表明单独服用九味镇心颗粒 6 周, 在广泛使用条件下, 可以显著改善患者的焦虑症状, 提高生活质量。九味镇心颗粒之前仅进入北京和山西地方医保目录, 由于该品种费用较高 (日均 18-20 元), 给产品的销售造成了一定困难。同时作为处方药, 九味镇心颗粒主打学术推广, 消耗了公司大量销售资源, 单品长期处于亏损状态。九味镇心颗粒进入了 2017 年进入新版全国医保目录, 支付问题的解决将极大利好产品的销售, 目前公司在积极组建销售队伍和选择代理商, 预计 2018 年起九味镇心颗粒将逐步开始放量, 逐步扭亏为盈, 长期来看有望达到 3-5 亿元的体量。

图表 14: 九味镇心颗粒销售情况



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

四. 精准医疗龙头初显

除了继续深耕原有对比剂主业之外, 公司先后投资南京世和基因和武汉友友医疗, 布局液体活检中两大细分领域——ctDNA 检测和 CTC 检测。液体活检能够解决晚期患者无法获得组织样本、肿瘤组织异质性导致无法获得肿瘤突变全貌、无法实时监测病情进展、治疗后疗效监测等难题, 在精准医疗时代占有举足轻重的定位。

图表 15: ctDNA 和 CTC 比较

	ctDNA	CTC
优势	数量多, 易检测; 可克服肿瘤异质性; 检测到疾病进展更加敏感。	有完整细胞形态, 预测疾病转移或进展预后判断。
劣势	假阳性和假阴性; 无法分离。	低丰度, 易破碎; 分离步骤繁琐; 假阳性和假阴性, 表面抗原限制检测细胞类别
异质性	无	有
技术难点	灵敏度	CTC 分离, 灵敏度
检测内容	基因突变; 突变丰度; 浓度	细胞数量
临床应用	伴随诊断, 指导后期用药。	肿瘤动态检测, 评估疗效。

资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

(一) 世和基因: NGS 领跑者, 高端肿瘤伴随诊断领导者

世和基因基本情况:

公司于 2014 年、2016 年分别以 3000 万元对南京世和基因进行增资。2017 年兴证创新资本、博源弘盛基金等多家机构对世和基因进行了增资, 目前公司持有世和基因 20.29% 股权。**2017 年世和基因投后估值为 30 亿元, 对应公司权益市值 6 亿元。**

世和基因于 2008 年在加拿大多伦多创建, 并于 2013 年落户南京。世和基因深耕肿瘤个性化检测, 依托 NGS 技术, 在 ctDNA 检测领域处于领先地位, 产品包括了百迈康、初得康、斯达康等多个品种, 覆盖肺癌、胃癌、肠癌等多个病种。此外公司还从事科研服务业务, 包括全基因组重测序、全基因组从头测序、宏基因组测序、外显子测序、转录组测序等。

图表 16: 世和基因主要产品

产品	检测基因数量和类型	产品	检测基因数量和类型
无创全景检测	422 个癌症相关基因一次检测, 涵盖现有靶向药物、化疗药物及临床试验	依福康	
百迈康	肺癌 123 个基因, 涵盖 67 种肺癌相关靶向药物、化疗及临床试验。	汝美康	乳腺癌 48 个基因, 涵盖乳腺癌相关靶向、内分泌、化疗药物和临床试验。
初得康	NCCN 指南核心基因和其他通路核心相关基因 (14 个)	汝赛宁	21 个基因表达和复发风险预测, 适用于浸润性乳腺癌淋巴结阴性和阳性、ER 阳性患者, 量化复发和化疗收益预期。
斯达康	胃癌 49 个基因, 涵盖胃癌相关靶向药物、化疗及临床试验, 涵盖 MSI 检测, 指导免疫治疗。	吉诺康	妇科肿瘤 (卵巢癌、宫颈癌、子宫内膜癌) 50 个基因, 涵盖妇科肿瘤相关靶向、化疗药物和临床试验。
英泰康	肠癌 45 个基因, 涵盖肠癌相关靶向药物、化疗及临床试验, 涵盖 MSI 检测, 指导免疫治疗。	普罗康	前列腺癌 40 个相关基因, 涵盖前列腺癌靶向、内分泌、化疗药物及临床试验, 涵盖 MSI 检测, 指导免疫治疗。

利福康	肝胆肿瘤 41 个基因, 涵盖肠癌相关靶向药物、化疗及临床试验。	优罗康	泌尿系统肿瘤 (肾癌、膀胱癌) 55 个相关基因, 涵盖泌尿系统肿瘤靶向、化疗药物及临床试验, 涵盖 MSI 检测, 指导免疫治疗。
盼可康	胰腺癌 40 个基因, 涵盖肠癌相关靶向药物、化疗及临床试验。	血默胜	血液系统肿瘤 390 个相关基因测序。
吉士康	胃肠间质瘤 39 个基因, 涵盖 Gist 靶向药物、临床试验及预后相关信息。		

资料来源: 公司网站, 太平洋证券研究院

多基因联合检测需求不断增加, NGS 检测的应用场景更加广泛:

目前临床上常用的分子诊断技术包括荧光原位杂交、基因探针及标记、PCR、DNA 测序分析等, 其中 AMRS-PCR、Sanger 测序、NGS 属于 DNA 测序分析。艾德生物主导产品依托的是 PCR 扩增阻滞突变系统 (ADx-ARMS®) 和荧光原位杂交技术 (FISH)。PCR 等传统测序方法多用于 10 个以下基因检测需求, 而且由于无法检测基因融合, 因此还需联用其他检测方法。NGS 技术能够一次性检测多个基因的多种突变, 检测样本来源包括了血液/积液样本、胸水、脑脊液和 FFPE 石蜡样本, 更为多样化。

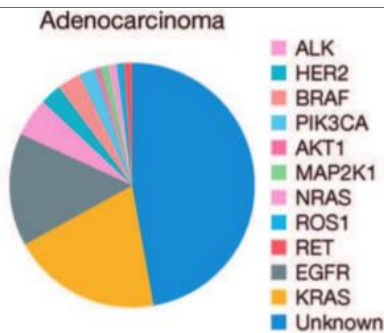
图表 17: 主要 DNA 测序方法

检测方法	优势	劣势	可检测突变形式
AMRS-PCR	扩增与检测同时进行, 封闭的体系减少了污染得可能性。	只能检测已知突变; 突变点类型或数量较多, 出现特异产物概率增加; 检测位点较多对 DNA 需求增加。	点突变; 小片段插入/缺失; 无法测融合和大片段。
数字 PCR (dPCR)	单个位点检测准确率高	需明确突变类型。	用于已知突变检测。
荧光原位杂交 (FISH)	灵敏度高, 特异度高; 定位准确, 可同时分析分裂期和间期多个细胞, 并进行定量。	通量低, 成本高; 对操作者和读片者要求高, 不同读片者误差较大。	拷贝数变化、大片段插入/缺失、融合重排。
免疫组化 (IHC)	可对组织和细胞中相应的抗原进行定性、定位和定量研究; 经济快捷。	抗体选择; 检测这组织固定; 观察患者解释差异。	仅能检测蛋白表达水平。如甲胎蛋白、癌胚抗原、PD-L1 等。
Sanger 测序	测序长度; 准确度高; 能处理重复序列和多聚序列。	通量低, 成本高; 对样本中肿瘤细胞含量和比例要求高; 灵敏度低。	点突变, 小片段插入/缺失。
二代测序 (NGS)	大规模, 高通量; 能检测各种变异形式; 灵敏度更高。	成本较高; 引入 PCR 过程中会增加测序错误率; 读长较短; 对数据注释和报告解读要求高。	点突变、扩增; 融合/重排; 插入/缺失。

资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

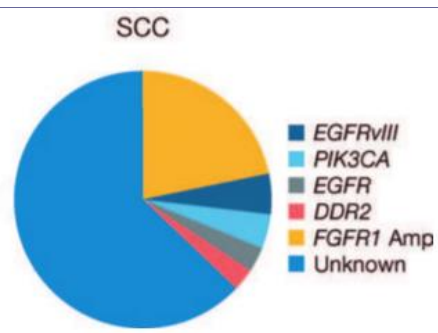
对于小 panel 一代和二代技术均可以应用, 但是对于大 panel, 需要检测多个平行的临床可用药物靶点、探索疗效监测、预后判断等, NGS 技术更有优势。近年来适用于不同基因突变的靶向肿瘤药物不断获批上市, 如针对肺癌就有厄洛替尼(EGFR)、色瑞替尼(ALK)、克唑替尼(ROS1) 多个靶向药物, 多个基因联合检测的需求将持续增加。此外基因检测将从用药前单次检测需求逐步向治疗中持续检测过渡。对于出现耐药的患者, 由于涉及的信号通路非常复杂, 因此也需要大 panel 的检测, 获得更多基因突变信息, 指导后续用药。FDA 于 2017 年 12 月批准了 Foundation Medicine 旗下基于 NGS 检测技术的伴随诊断产品——FoundationOne CDx, 能够检测多达 324 个基因, 包括靶向药物突变基因和与免疫治疗相关的 MSI 和 TMB。该产品是 FDA 批准的第一个广泛性伴随诊断产品, 覆盖了所有实体肿瘤, 包括: 非小细胞肺癌、结肠直肠癌、乳房、卵巢和黑色素瘤等。随着多基因联合检测需求不断增加, NGS 检测的应用场景将更加广泛。

图表 18: 肺腺癌基因突变分布



资料来源: Journal of Pathology, 太平洋证券研究院

图表 19: 肺鳞癌基因突变分布

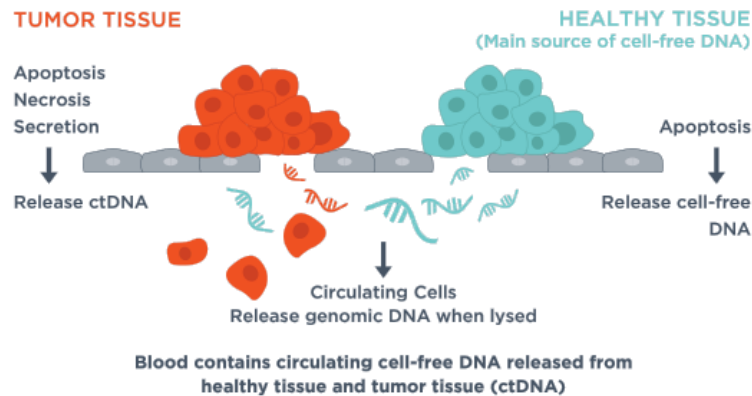


资料来源: Journal of Pathology, 太平洋证券研究院

ctDNA: 临床价值巨大, NGS 将成为 ctDNA 检测的主流技术

ctDNA 为游离于血液中, 携带有与肿瘤匹配, 具有一定特征(基因突变、缺失、插入、重排、拷贝数异常、甲基化等)的 DNA 片段, 因此可作为肿瘤无创检测/监测的生物标记物。ctDNA 检测不仅适用于不宜手术/无法获得肿瘤组织的病人, 也可用于监测肿瘤病情进展中的耐药性突变, 指导用药方案, 适用于多次进展、多重耐药患者。可用于肿瘤无创诊断、进展监测、预后判断以及个性化用药指导。

图表 20: ctDNA 形成过程



资料来源: *Foundation Medicine*, 太平洋证券研究院

目前在临床上, 虽然组织活检仍然是肿瘤基因检测的“金标准”, 但由于组织活检样本要通过穿刺获得, 部分出诊病人不愿意或无法接受穿刺 (如年龄较大患者), 对于已经接受过治疗, 疾病进展并出现耐药的患者, 也只有 30-40% 的患者能够获取到组织样本, 即使患者的依从性好且能够进行活检, 也不一定能够获取到合格的肿瘤细胞学和组织学样本, 因此液体活检技术应运而生。液体活检样本来源较为多样化, 除了血浆和血清之外, 还包括了胸腔积液和脑脊液, 检测对象包括 ctDNA (循环无细胞肿瘤 DNA)、CTC (循环肿瘤细胞) 和外泌体, 其中 ctDNA 检测目前的临床应用较为成熟。液体活检也获得了权威临床指南认可, 在 NCCN 发布的非小细胞肺癌诊疗指南中, 明确提出“当重复检测不可行时, 可考虑血浆检测”。对于 T790M 突变的检测, 提出“在组织活检不可行时应考虑血浆检测”。

与组织活检相比, ctDNA 含量较低, 约占整个循环 DNA 的 1%。传统方法的灵敏度并不足以检测到 ctDNA 中突变。因此需要更加灵敏的检测技术, 如 ddPCR 和 NGS, 与 ddPCR 相比, NGS 能够覆盖传统方法和 ddPCR 无法检测的突变类型。Foundation Medicine 也推出了基于 NGS 技术的液体活检基因诊断产品——FoundationACT, 该产品检测对象为末梢全血中的 ctDNA, 可以分析 60 多种常见突变基因。我们认为未来 NGS 将成为 ctDNA 检测的主流技术。

伴随诊断领先企业, NGS 优势明显, 估值对标艾德生物

世和基因的肺癌靶向药物基因突变检测试剂盒 (高通量测序法) 已经进入了创新医疗器械特别审批通道, 有艾德生物、诺禾致源等数家同类产品纳入该程序, 预计世和基因的产品有望于今年 3 季度获批。试剂盒获批后, 原有的院外服务模式将转为院内销售, 患者对于 NGS 检测接受程

度将提高, 未来也有望纳入医保, 一代和二代检测患者自付费差距将缩小, 有助于产品迅速放量。

图表 21: 纳入创新医疗器械特别审评程序的肿瘤基因分子诊断产品

产品	公司	纳入时间	基本情况
大肠癌甲基化基因检测试剂盒 (PCR 荧光探针法)	博尔诚 (北京) 科技有限公司	2014-9-26	2015 年获批上市。检测对象为 cfDNA, 用于大肠癌早期检测。
人 EGFR 基因突变检测试剂盒 (高通量测序法)	深圳华因康基因科技有限公司	2015-08-10	肺癌 EGFR 基因突变检测, 采用 NGS 技术。
miR-92a 基因表达水平检测试剂盒 (荧光 RT-PCR 法)	深圳市晋百慧生物有限公司	2016-06-06	2018 年获批上市。检测对象为 RNA, 用于大肠癌的辅助检测。
人 EGFR/ALK/BRAF/KRAS 基因突变联合检测试剂盒 (杂交捕获测序法)	广州燃石医学检验所有限公司	2016-09-26	采用 NGS 技术 (杂交捕获测序法), 检测对象为 ctDNA
人类 SDC2 基因甲基化检测试剂盒 (荧光 PCR 法)	广州市康立明生物科技有限责任公司	2017-03-07	结直肠癌早期诊断。
人类癌症多基因突变联合检测试剂盒 (可逆末端终止测序法)	厦门艾德生物医药科技股份有限公司	2017-03-07	可检测 10 个基因位点, 采用 NGS 技术。
人 EGFR 基因突变检测试剂盒 (多重荧光 PCR 法)		2017-03-07	2018 年获批上市, 参照 FDA 伴随诊断试剂标准审评的 ctDNA 检测试剂盒, 用于检测 NSCLC 患者血液 ctDNA 中 EGFR 基因突变状态, 采用 PCR 技术。
肺癌靶向药物基因突变检测试剂盒 (高通量测序法)	南京世和医疗器械有限公司	2017-04-21	采用 NGS 技术 (高通量测序法)。
人 EGFR、KRAS、BRAF、PIK3CA、ALK、ROS1 基因突变检测试剂盒 (半导体测序法)	天津诺禾致源生物信息科技有限公司	2017-04-21	采用 NGS 技术, 技术平台为 Life Ion Proton。
胃癌甲基化基因检测试剂盒 (PCR 荧光探针法)	博尔诚 (北京) 科技有限公司	2017-04-21	检测对象为 cfDNA, 用于胃癌早期检测。
人类肿瘤多基因变异检测试剂盒 (半导体测序法)	厦门飞翔生物技术有限公司	2017-09-13	采用自主专利环介链扩增技术 RingCap®, 完成现有 CFDA 批准的所有靶向药物靶点基因

资料来源: 相关公司公告, 公开资料整理, 太平洋证券研究院

国内 NGS 肿瘤基因测序行业目前仍处在跑马圈地阶段, 竞争格局尚未固化, 我们认为厂家的技术能力、服务水平、终端覆盖情况将成为制胜因素。世和基因拥有 Illumina 高通量测序平台, 包括了 HiSeq4000、HiSeq X10 等速度更快, 产出更高的仪器。世和基因多次参加 ASCO 和 CSCO 会议, 并与全国 450 多家三级甲等医院和肿瘤专科医院开展合作, 牢牢地把握住下游终端, 卡位优

势明显。世和基因拥有>120000份样本的中国肿瘤 NGS 基因组数据库, 样本文库的多样性不仅确保了下游分析测序的准确性, 也能够为医生提供更加专业的实验数据解读和分析。世和基因的实验室通过中国卫计委临检中心高通量室间质评、CAP (美国病理协会)、EMQN (欧洲分子检测质控联盟) 评估认证。世和基因的技术和服务能力在业内处于领跑地位, 试剂盒的获批也将带动公司进一步占领医院市场。

2017 年世和基因实现 1.82 亿元收入, 1396 万元净利润。公司前期致力于医生群体中的学术推广和患者教育等市场培育工作, 各项费用投入较大, 加上检测人数仍然未达到一定体量, 拉低了公司盈利能力。我们认为随着精准医疗理念逐步被医学界和公众接受, 预计各项费用增速将有所降低, 随着检查人数将逐步增多, 仪器使用效率的提升也将降低单位成本, 毛利率将有所提升, 预计公司盈利将持续增加。作为伴随诊断领先企业, 世和基因在 NGS 领域优势明显, 估值可参考艾德生物目前 80 亿元估值水平。

(二) 友芝友医疗: 非肿瘤个体化用药基因检测和 CTC 龙头

友芝友医疗基本情况:

武汉友芝友医疗于 2011 年成立, 产品线包括个体化用药基因诊断试剂盒和循环肿瘤细胞检测设备两大方向。公司现有研发团队近 50 人, 产品已经陆续进入全国各地 300 余家大中型医院使用, 代理模式。2016 年 9 月, 北陆药业以 6500 万元认购武汉友芝友医疗 10% 股权, 2017 年 7 月又以 9750 万元受让 15% 股权, 目前北陆药业合计持有武汉友芝友 25% 股权。转让方承诺 2017、2018 和 2019 年净利润不低于 1000 万、1500 万和 2000 万。

公司拥有“ARMS-PCR 的荧光定量 PCR 平台”、和“多重荧光定量 PCR 平台”两大技术平台, 分别对应肿瘤靶向药物分子诊断产品和心脑血管基因检测产品。2017 年公司人类 MTHFR 基因检测试剂盒、人类 ALDH2 基因检测试剂盒获得 CFDA 颁发的 III 类医疗器械注册证, 标志着公司正式进入代谢基因检测领域。目前公司已有 12 个分子诊断产品获 CFDA 批准上市。公司的肿瘤基因检测产品覆盖了肺癌、结肠癌主要基因突变类型, 产品线较为齐全, 与业内依靠单品或少数几个品种的企业相比更具竞争优势。心脑血管药物基因检测试剂涵盖了他汀药物、氯吡格雷和華法林等大品种, 适应人群广, 成长潜力大。

诊断试剂: 处于快速成长期

公司分子诊断产品近年来保持了高速增长。2017 年实现销售收入 3350.41 万元, 其中心血管药物代谢检测试剂销售约 2300 万元, 肿瘤药物基因检测实现 1000 万元左右销售收入。

图表 22: 武汉友达友诊断试剂产品线

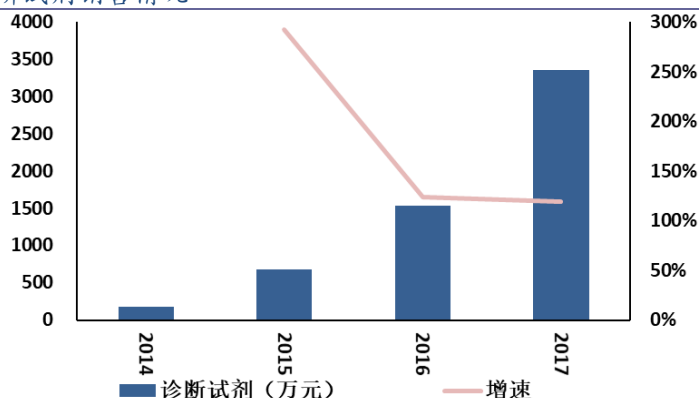
分类	产品	用途	竞争格局
肿瘤 基因 检测	人类 EGFR 基因突变检测试剂盒	肺癌患者 EGFR 基因突变检测	14 家企业。为真生物、北京雅康博、北京金菩嘉、达安基因、透景生命、广州和实生物、北京鑫诺美迪基因、上海源奇生物、武汉友达友、艾德生物、无锡锐奇基因、武汉海力吉、无锡申瑞、益善生物。
	人类 EML4-ALK 融合基因检测试剂盒	肺癌患者 ALK 基因融合检测	4 家企业。武汉友达友、艾德生物、北京雅康博、无锡傲锐东源。
	人类 ROS1 基因融合检测试剂盒	肺癌患者 ROS1 基因融合检测	2 家企业。武汉友达友、艾德生物。
	人类 KRAS 基因 7 种突变检测试剂盒	结直肠癌 KRAS/NRAS/BRAF 基因检测	2 家企业。武汉友达友、艾德生物、北京雅康博、为真生物、广州和实生物。
	人类 BRAF 基因 V600E 突变检测试剂盒		4 家企业。武汉友达友、艾德生物、北京雅康博、广州好达生物。
	人类 NRAS 基因突变检测试剂盒		3 家企业。武汉友达友、艾德生物、北京雅康博。
	人类 PIK3CA 基因突变检测试剂盒	结直肠癌患者阿司匹林耐药检测	4 家企业。武汉友达友、益善生物、艾德生物、北京雅康博。
心 血 管 药 物 基 因 检 测	人类 SLC01B1 和 ApoE 基因检测试剂盒	他汀药物的使用者个体化治疗	独家
	人类 CYP2C19 基因检测试剂盒	氟吡格雷的使用者个体化治疗	10 家企业。苏州旷远、乐普医疗、上海百微科技、武汉海吉力、宁波海尔施基因、武汉康录生物、珠海赛乐奇生物、武汉友达友、无锡锐奇基因、长沙三济生物。
	人类 CYP2C9 和 VKORC1 基因检测试剂盒	华法林的使用者个体化治疗	6 家企业。武汉友达友、广州好达生物、上海百微科技、武汉康录生物、武汉海吉力、达安基因。
代 谢 基 因 检 测	人类 ALDH2 基因检测试剂盒	筛选酒精代谢能力人群和指导硝酸甘油用药	独家
	人类 MTHFR 基因检测试剂盒	叶酸代谢障碍患者个体化治疗	5 家企业。上海百微科技、武汉友达友、无锡锐奇基因、苏州旷远、西达金磁纳米生物技术有限公司。

资料来源: 公司网站, 太平洋证券研究院

我们认为公司心血管药物基因检测产品、代谢基因检测产品均有着巨大的成长空间。以公司独家品种他汀类药物基因检测试剂盒为例, 他汀类药物需经过肝脏代谢, 其中 SLC01B1 基因和 ApoE 基因的多态性可影响他汀类药物的血浆及肝脏浓度, 从而影响他汀类药物的疗效和安全性, 对于他汀使用者进行基因检测具有较高的临床价值。目前我国高胆固醇血症患病率为 4.9%, 则患者数量为 6720 万人, 假设有 1% 患者接受检测, 每次检测终端价格为 600 元, 则终端销售规模有望达到 4 亿元 (6720 万人*1%*600 元/人), 公司产品出厂均价为终端价格 40%, 则仅他汀药物代谢基因单品销售峰值就有望达到 1.6 亿元。其他产品中, 人类 CYP2C19 基因检测试剂盒适用于使用氯吡格雷的患者, 由于约有 20% 人群会出现 CYP2C19 基因的多态性, 从而引起氯吡格雷代谢差异, 影响治疗效果或增加使用风险, 因此该产品在临床中应用前景较好, 一些地区 PCI 手术收费中已经包含了该项检测, 临床认可度在持续提升。人体 MTHFR 基因 677C>T 位点突变会引起叶酸代谢障碍, 通过检测可以预判个体对叶酸的代谢能力, 从而辅助临床对需要外源性补充叶酸的患者 (如孕妇) 进行个体化方案的制定。我国每年新出生人口近 1700 万, 假设有 40% 孕妇接受检测, 单次检测价格 400 元, 则终端销售规模有望超过 27 亿元 (1700 万*40%*400 元/人), 如果公司产品市占率达到 25%, 对应终端、出厂价销售额分别为 6.75 亿元和 2.7 亿元。在多个市场潜力巨大的产品推动下, 我们认为公司药物代谢产品线在未来 3-5 年内有望保持 50-60% 增速。

公司的肿瘤基因检测试剂品种齐全, 如公司的肺癌基因检测产品覆盖了 EGFR、ALK、ROS1 等常见基因突变位点, 国内仅有公司和艾德生物实现了对这 3 种基因检测全覆盖。完备的产品线增强了公司在产品进院、代理商遴选和学术推广方面的优势。随着埃克替尼、厄洛替尼等靶向药物进入医保目录, 药物可及性的提高必然带来相关基因检测需求增加, 检测场所也将由中心地区大型三甲医院逐步向其他地区和较低级别医院扩展, 我们认为公司肿瘤基因检测试剂有望保持 30% 以上增速。

图表 23: 公司诊断试剂销售情况



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

CTC: 技术领先, 行业龙头

除了分子诊断试剂研发平台外, 公司还拥有 ISET (Isolation by Size of Epithelial Tumor Cells) 技术, 用于循环肿瘤细胞检测产品开发。该技术能够根据 CTC 与血液细胞的在大小、形变能力等物理特征上的差异, 采用微孔过滤膜进行分离, 并利用 CTC 具有典型的染色特征, 以通过细胞染色区分细胞体积大的正常细胞和 CTC。

循环肿瘤细胞 (CTC) 是存在于外周血中的各类肿瘤细胞的统称, 是恶性肿瘤出现复发和远处转移的重要原因。CTC 监测在肿瘤诊断和治疗中具有重大意义, 贯穿整个治疗流程, 目前在癌症诊疗中, CTC 主要用于预后检测、用药效果的跟踪, 未来在早期筛查和复发预测方面的应用也值得期待。

图表 24: CTC 检测技术的临床应用

CTC 临床应用	检测内容	临床意义
早期筛查	CTC 计数、鉴定良/恶性、鉴定细胞的器官来源	优于影像学发现肿瘤、确定药物靶点
用药指导	CTC 测序、蛋白表达	选择正确的药物、代替活检
疗效监控	CTC 或特定 CTC 数目的动态变化	及时发现耐药, 更换治疗方案
病程分期	CTC 或特定 CTC (活、间质) 技术	癌症分期
判断预后	血液中 CTC 数目检测	预测生存期
个性化治疗	分析 CTC 分子表观遗传学特征, 进行基因检测	筛选出适合患者的化疗、分子靶向药物
复发预测	CTC 计数、鉴定良/恶性、鉴定细胞的器官来源	CTC 计数、鉴定良/恶性、鉴定细胞的器官来源

资料来源: 转化医学网, 太平洋证券研究院

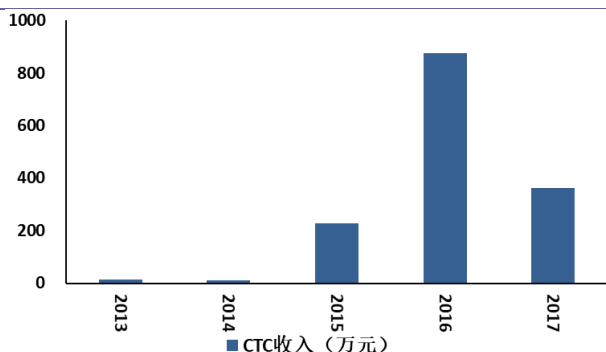
CTC 检测目前主要有两条主要技术路径。一是依靠细胞表面抗原特异性, 利用抗体与细胞结合进行富集; 二是依据细胞物理特性捕获富集。强生的 cell search 就采用第一项技术, 利用免疫磁珠分选技术实现 CTC 阳性富集, 由于存在技术缺陷, 只能检测细胞计数而不能进行后续基因测序分析, 而且也主要针对乳腺癌、结肠癌进行检测, 无法覆盖其他肿瘤, 同时存在假阳性/假阴性问题。因此该产品于 2015 年底退市。

公司于 2015 年成功上市了首台国产循环肿瘤细胞 (CTC) 检测仪 CTCBIOPSY[®]。该产品是一种自动化的 CTC 检测设备, 通过使用创新工艺的高分子材料微孔滤膜过滤装置, 利用 CTC 与血液细胞的在大小、形变能力等物理特征上的差异, 结合先进的机械、电子、流控等技术能快速将外周血中的 CTC 从正常血液细胞中分离及富集。CTCBIOPSY[®] 灵敏度高, 能够从 5ml 血液 (约 50 亿个细胞) 中检测到 1 个 CTC 细胞; 操作简单, 样品不需要特殊处理即可直接

全自动上机操作; 效率高, 1 台仪器可以同时处理 10 例样本, 1-3 个工作日即可出具报告。CTCBIOPSY[®]采用了基于细胞尺寸和形变的捕获技术, 避免了利用肿瘤标记物的局限性, 克服了假阴性结果的出现。公司目前正在开发更自动化, 准确性更高, 出报告速度的二代 CTC 检测系统, 有望于 2019 年获得医疗器械注册证。

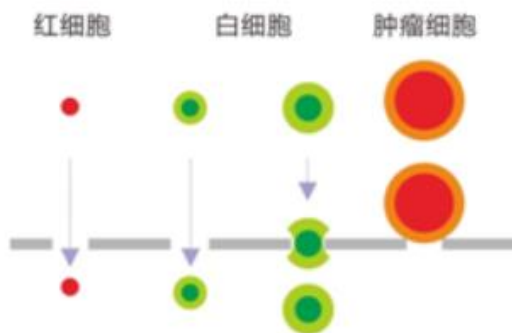
2016 年公司利用强生退出后的市场空白期实现了 CTC 检测仪器销售收入大幅增长。2017 年由于公司整体经营战略有所调整, 为了确保盈利水平, 将销售工作重心放在了诊断试剂方面, 减少了对 CTC 营销投入; CTC 耗材推广也未能及时跟进, 出现了断档; 强生退出后 CTC 市场也缺乏有实力的大公司进行推广, 以上多个因素共同导致公司 2017 年 CTC 销售收入出现了较大幅度下滑。2017 年 CTC 300-400 万收入, 2018 年起公司重新加强了 CTC 销售力度, 今年有望实现 1000 万元收入。后续随着设备投放逐步铺开, 临床认可度提升, 检测人数增长也带动耗材 (循环肿瘤细胞快速染色液) 销售增长, 公司 CTC 业务收入将更加稳定。

图表 25: 公司 CTC 业务收入



资料来源: 公司网站, 太平洋证券研究院

图表 26: CTCBIOPSY[®]原理

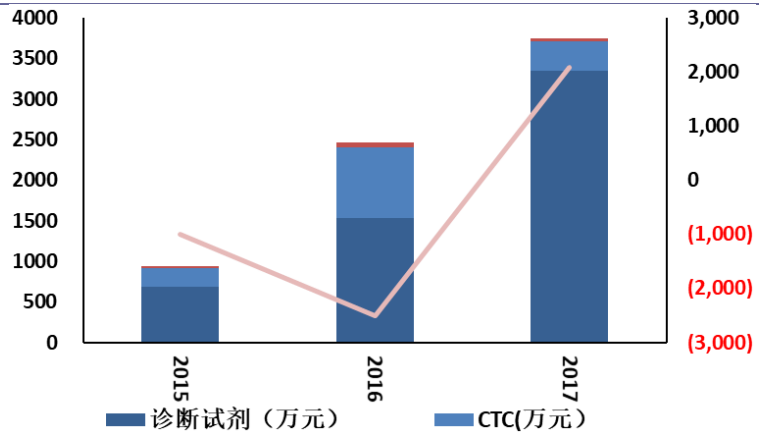


资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

公司业绩展望:

2017 年公司实现营业收入 3708.96 万元, 净利润 2087.55 万元。其中诊断试剂实现营业收入 3350.41 万元。收入增长是由于市场覆盖率和份额提升; 新增客户和存量客户业绩增长; 诊断试剂产品增值税税率 17% 调整为增值税简易征收 3% 优惠税率。同时通过精细化管理, 降低了销售费用和管理费用支出, 2017 年公司成功实现扭亏为盈。我们认为未来 3-5 年公司业绩增速将保持在 30-50%。

图表 27: 友芝友医疗业绩情况



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

五. 盈利预测、市值展望和风险提示

预计 18 年对比利等主业净利润 1.25 亿增长 20%，参股 20% 南京世和（预计 18 年贡献投资收益 600 万元）和 25% 友芝友（预计 18 年贡献投资收益 700 万元），合计净利润 1.37 亿元增长 15%（扣非增长 23%），预计 19/20 年净利润 1.77/2.29 亿元，增长 29%/29%，18/19/20 PE 27X/21X/16X。南京世和估值可参考艾德生物（目前 80 亿市值），友芝友新三板市值 6.5 亿元。北陆药业 18 年合理估值 56 亿元，对应股价 17.18 元：主业 1.25 亿净利润 30 倍估值 38 亿+20% 南京世和股权估值 16 亿+25% 友芝友股权估值 2 亿，目前市值 37 亿，50% 空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28: 北陆药业盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
1) 对比利、九味镇心颗粒收入	499	523	605	712	838	967	1099
增速		5%	16%	18%	18%	15%	14%
其中: 1.对比利	398	459	533	629	742	853	964
增速		15%	16%	18%	18%	15%	13%
2.九味镇心颗粒	29	35	44	54	68	85	106
增速		18%	25%	25%	25%	25%	25%
3.降糖药	42	25	25	25	25	25	25
4.其他	5	3	3	3	3	3	3
净利润	87	103	124	149	179	211	243
增速		19%	20%	20%	20%	18%	15%
归属于母公司净利润	88	103	124	149	179	211	243
增速		18%	20%	20%	20%	18%	15%
2) 世和基因 (20.29% 股权) 收入	113	182	272	436	697	1011	1365
增速		60%	50%	60%	60%	45%	35%
净利润	1	14	30	90	180	280	420
增速			115%	200%	100%	56%	50%
投资收益	0	3	6	18	37	57	85

3) 总友医疗 (25%股权) 收入	25	37	56	83	117	164	229
增速		51%	50%	50%	40%	40%	40%
净利润	-25	21	27	40	56	79	110
增速			30%	50%	40%	40%	40%
投资收益	-4	5	7	10	14	20	28
4) 处置可供出售资产投资受益收入	-79	9	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	-67	7	0	0	0	0	0
合计: 收入	499	523	605	712	839	967	1099
增速		5%	16%	18%	18%	15%	14%
净利润	16	119	137	177	229	287	355
增速		666%	15%	29%	29%	25%	24%
归属于母公司净利润	16	119	137	177	229	287	355
增速		625%	15%	29%	29%	25%	24%

风险提示: 对比剂销售情况不及预期; 新进入医保目录品种未能放量; 产品审批进展、渗透率提升缓慢。

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com

上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。