

## 对比剂龙头多元发展，抗焦虑抑郁药物提升公司天花板

### 投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-10-23

### 主要观点：

#### ● 北陆药业：造影专项，多元发展

北京北陆药业股份有限公司成立于1992年9月，是国内对比剂行业的龙头企业，此外，公司还在中枢神经类和内分泌类药物领域加大研发力度，努力实现产品多元化。近年来公司营收利润企稳回升，公司发展持续向好。2022年，公司营收达7.66亿元，同比减少10.93%；归母净利润达1120.63万元，同比减少91.07%，营收利润减少的原因是集采和对比剂上游原材料上涨。2023年上半年，公司营收达4.38亿元，同比增长24.70%；归母净利润达960.15万元，同比降低76.02%。

公司在深耕对比剂领域的同时，打造“第二增长曲线”，不断加大研发投入，选择市场需求较大的心血管、消化为新增重点立项领域。构建多层次研发体系，公司先后参股世和基因、芝友医疗、医未医疗，战略布局精准医疗。

#### ● 深耕对比剂，打造“原料药+制剂”一体化布局

公司对比剂发展整体保持良好态势，近年来受集采影响营收有所下降，有望企稳回升。公司对比剂收入从2016年的3.98亿元增长至2021年的6.36亿元，2016-2021年复合增长率达9.82%。2023年上半年仍然是受碘帕醇注射液集采中标价格大幅下降的影响，碘帕醇注射液收入同比出现大幅下滑。碘克沙醇注射液虽未能中标国家集采，但销售团队仍在努力开拓集采外市场，碘克沙醇注射液收入同比出现回暖。2023年上半年公司对对比剂收入2.52亿元，同比增长0.67%。在钆喷酸葡胺注射液等市场，公司市场格局占优。此外，公司通过收购海昌药业，打造“原料药+制剂”一体化发展。

降糖药：公司降糖类产品包括格列美脲片和瑞格列奈片，均已纳入国家集采。2023年上半年，公司降糖类产品收入4211.91万元，同比增长57.99%。

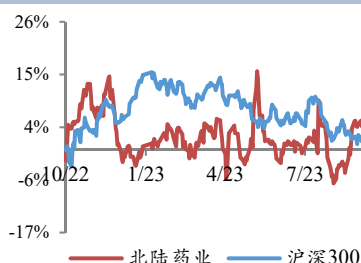
#### ● 九味镇心颗粒，打造中药抗焦虑抑郁第一品牌

流行病学调查显示，我国抑郁障碍年患病率为3.6%，终生患病率为6.8%。此外，新型冠状病毒肺炎的大流行使全球重度抑郁障碍病例增加27.6%，预计2030年，抑郁障碍将超过肿瘤和心脑血管疾病成为全球第一大疾病负担。中国抗抑郁药物行业发展较为迅速，预计抗抑郁药物行业样本医院市场规模于2022年达到184.1亿元人民币。目前，中国抗抑郁药物市场份额主要由外国药企垄断，中成药抗抑郁临床价值亟待进一步发掘。

公司自主研发的九味镇心颗粒是公司近年来重点推广的战略产品，也是国内第一个通过国家食品药品监督管理局批准治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂。2018-2021年，九味镇心颗粒营收持续增长，2021年达1.41亿元，平均复合增长率达49.14%。2022年受整体经济大环境

收盘价（元）	6.61
近12个月最高/最低（元）	7.53/6.11
总股本（百万股）	492
流通股本（百万股）	491
流通股比例（%）	99.84
总市值（亿元）	33
流通市值（亿元）	32

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

### 分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 相关报告

影响，该产品销售收入 1.24 亿元，同比下降 11.97%，2023 年上半年销售收入 8285.93 万元，同比增长 38.96%，有望成为公司继对比剂产品之外的又一战略品种。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 8.69/10.46/12.33 亿元；同比增速为 13.5%/20.3%/17.9%；归母净利润分别为 0.19/0.32/0.48 亿元；净利润同比增速为 73.6%/63.8%/50.3%；对应 2023~2025 年 EPS 为 0.04/0.06/0.10 元/股；对应 PE 为 174x/106x/71x。考虑到公司一方面加强在对比剂领域的核心优势，与此同时介入心血管领域、消化领域等打造“第二成长曲线”，通过九味道镇心颗粒打造抗焦虑中药第一品牌。我们首次覆盖，给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

集采或价格下降的风险；原料价格波动风险；研发进度或研发结果不理想的风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	766	869	1046	1233
收入同比 (%)	-10.9%	13.5%	20.3%	17.9%
归属母公司净利润	11	19	32	48
净利润同比 (%)	-91.1%	73.6%	63.8%	50.3%
毛利率 (%)	55.4%	50.8%	51.6%	52.4%
ROE (%)	0.6%	1.1%	1.8%	2.6%
每股收益 (元)	0.02	0.04	0.06	0.10
P/E	326.00	173.71	106.04	70.54
P/B	1.81	1.92	1.88	1.84
EV/EBITDA	28.60	21.52	18.16	15.33

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 北陆药业：造影专项，多元发展.....	6
1.1 三十年砥砺前行，从造影专项到多元发展.....	6
1.2 研发转型，构建多层次研发体系 .....	10
2.深耕对比剂，打造“原料药+制剂”一体化布局 .....	13
2.1 国产对比剂龙头，市场格局占优 .....	13
2.2 收购海昌药业，原料药+制剂一体化发展 .....	16
2.3 降糖药：格列美脲片+瑞格列奈片 .....	18
3.九味镇心颗粒，打造中药抗焦虑抑郁第一品牌.....	20
3.1 中成药抗抑郁临床价值亟待进一步发掘.....	20
3.2 九味镇心颗粒——抗焦虑中药第一品牌.....	24
4 盈利预测与投资建议.....	25
4.1 盈利预测 .....	25
4.2 投资逻辑与建议.....	27
风险提示： .....	28
财务报表与盈利预测 .....	29

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司主营业务	7
图表 3 公司股权结构	8
图表 4 公司管理层概况	9
图表 5 2016-2023H1 公司营收情况	10
图表 6 2016-2023H1 公司归母净利润情况	10
图表 7 2016-2023H1 公司利润率情况	10
图表 8 2016-2023H1 公司期间费用率情况	10
图表 9 2018-2023H1 公司研发费用情况	11
图表 10 2018-2022 公司研发人员情况	11
图表 11 公司研发-在研产品计划	11
图表 12 公司参股三大精准医疗	12
图表 13 2014-2022 年造影剂全国医院销售额	13
图表 14 TO10 造影剂品种市场销售格局（2022 年）	13
图表 15 2016-2023H1 公司对比剂营收情况	14
图表 16 公司对比剂市场销售格局（2022 年）	14
图表 17 公司钆喷酸葡胺注射液全国样本医院销售情况	14
图表 18 钆喷酸葡胺注射液市场竞争格局（2022 年）	14
图表 19 公司碘海醇注射液全国样本医院销售情况	15
图表 20 碘海醇注射液市场竞争格局（2022 年）	15
图表 21 公司碘帕醇注射液全国样本医院销售情况	15
图表 22 碘帕醇注射液市场竞争格局（2022 年）	15
图表 23 公司碘克沙醇注射液全国样本医院销售情况	16
图表 24 碘克沙醇注射液市场竞争格局（2022 年）	16
图表 25 2016-2023H1 海昌药业营收及归母净利润情况（单位：百万元，%）	17
图表 26 北陆药业为海昌药业第一大客户	17
图表 27 海昌药业现有产能项目	18
图表 28 2014-2030E 中国糖尿病药物市场规模情况	19
图表 29 2018 年中国糖尿病药物市场按药物类型细分（十亿元，%）	19
图表 30 2018-2023H1 公司降糖类产品营收情况	19
图表 31 公司格列美脲片片全国样本医院销售情况	20
图表 32 格列美脲片市场竞争格局（2022 年）	20
图表 33 公司瑞格列奈片全国样本医院销售情况	20
图表 34 瑞格列奈片市场竞争格局（2022 年）	20
图表 35 重度抑郁症发病机理	21
图表 36 抑郁症的主要分型	21
图表 37 2014-2023E 中国抑郁症发病人数情况	22
图表 38 2013-2022E 中国抗抑郁药物市场规模情况	22
图表 39 国内上市的主要抗抑郁药物	22

图表 40 中成药治疗抑郁障碍药物推荐表 .....	23
图表 41 盐酸丁螺环酮和九味镇心颗粒治疗各时点 HAMA 分级疗效比较(%) .....	24
图表 43 九味镇心颗粒 .....	25
图表 43 2018-2023H1 九味镇心颗粒销售情况 .....	25
图表 44 公司收入拆分与盈利预测 .....	26
图表 46 可比公司估值对比 .....	27

# 1 北陆药业：造影专项，多元发展

## 1.1 三十年砥砺前行，从造影专项到多元发展

北京北陆药业股份有限公司成立于 1992 年 9 月，公司主要从事医药产品的研发、生产与销售，是国家高新技术企业、创业板首批上市企业。公司在国内早期研制并推出对比剂产品，经过三十余年的行业探索与专业积累，在该领域形成了独有的核心竞争优势，是国内对比剂行业的龙头企业。公司还在中枢神经类和内分泌类药物领域加大研发力度，努力实现产品多元化。公司将继续巩固对比剂市场领先地位，努力打造企业品牌，实现产品多元化。

图表 1 公司发展历程

时间	事件
1992 年	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，打破国外垄断，填补国内空白。
1996 年	北京北陆医药化工公司改制为股份合作制企业，公司名称变更为北京北陆医药化工集团。
1998 年	公司第一个碘对比剂产品碘海醇注射液（®双北）上市。
1998 年	公司改制为北京北陆药业有限公司，注册资本变更为 3525 万元。
2001 年	北京北陆药业有限公司依法整体变更为北京北陆药业股份有限公司，变更后的公司股本为 3838.8491 万股。 公司第一个降糖类产品格列美脲片（®迪北）国内首批抢仿上市。
2003 年	公司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	公司独家口服胃肠道核磁对比剂枸橼酸铁铵泡腾颗粒（®复锐明）上市。
2006 年	公司在深圳证券交易所代办股份转让系统正式挂牌【股票代码 430006】。
2008 年	公司自主研发的国内唯一抗焦虑中成药九味镇心颗粒（®玖卫）成功上市。
2009 年	公司在深圳交易所创业板首批上市，发行 A 股股票 1700 万股。发行后股本为 6788.8491 万股【股票代码：300016】。
2010 年	公司入选北京生物医药产业跨越发展工程（G20 工程）首批规模企业。
2011 年	公司经北京市发改委认定批复建设生物医学影像用药北京市工程实验室。 公司降糖类产品瑞格列奈片（®锐列安）国内首家抢仿上市。 公司对比剂产品碘克沙醇注射液（®典淳宁）上市。
2013 年	公司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	公司参股南京世和基因生物技术有限公司，逐步实现公司在精准医疗领域的战略布局。
2015 年	公司在河北省沧州临港经济技术开发区成立沧州分公司，建设中药提取及原料药生产基地。 公司对比剂产品碘帕醇注射液（®新京典）国内首家开发上市。
2016 年	公司参股武汉友芝友医疗科技股份有限公司，逐步完善精准医疗领域的战略布局。
2017 年	公司原研产品九味镇心颗粒被纳入全国医保目录。



2018年	公司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	公司参股深圳市医来医疗科技有限公司，逐步完善个性化诊断与治疗双平台协同发展的战略目标。
2020年	公司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。公司完成向不特定对象发行可转换公司债券，募集资金 5 亿元，债券简称：北陆转债，债券代码：123082。
2022年	公司全资研发子公司北陆益康医药研发有限公司正式投入运营，将担负起北陆药业产品创新升级业务，为公司“二次创业”注入新动能。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**公司的主营业务为对比剂制剂及原料药、降糖类药品和中枢神经类产品的研发、生产与销售。**

**对比剂产品：**涵盖碘系列对比剂与钆系列对比剂，分别用于 CT（X 线电子计算机断层扫描）和 MRI（磁共振）影像诊断。截至目前，公司已经上市销售的对比剂制剂产品均已通过或视同通过仿制药质量和疗效一致性评价。

**原料药：**作为“原料药+制剂”一体化发展战略的重要组成部分，公司持续在钆类及碘类对比剂原料药布局，并已取得一系列的实质性进展。为适应公司原料药供应发展需求，确定将沧州分公司重点发展成为公司化学原料药生产基地，通过募投项目“沧州三期原料生产项目”的变更，持续加大化学原料药研发投入，并建设相应生产车间，进一步丰富公司化学原料药产品类别，以提升产品的多样性。

**降糖类产品：**公司降糖类产品包括格列美脲片和瑞格列奈片。格列美脲作为集采中标产品，销量得到进一步释放；瑞格列奈抓住集采到期接续的机会，市场准入取得重要突破，在北京、广东、山东、江苏、河北、江西、云南、福建等 11 省中选。

**中枢神经类产品：**公司自主研发的九味镇心颗粒是公司近年来重点推广的战略产品；也是国内第一个通过国家食品药品监督管理局批准治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂。该产品已逐步应用于医院神经内科、精神科、睡眠科、消化内科等科室，覆盖国内数千家医药终端。目前，公司电商事业部与京东健康的战略合作进展顺利，为进一步拓展电商渠道奠定基础，同时与 1 药网、阿里健康大药房、美团自营大药房新建立了合作，并与京东互医进行 RWD 真实事件研究合作、与好心情互联网医院进行平台战略合作；零售事业部则通过渠道整合，对九味镇心颗粒的零售市场进行开发和管理。医学市场部通过学术推广、品牌宣传等活动助力各个渠道的销售与推广工作，提升“抗焦虑中药第一品牌”影响力。同时也已启动在香港和泰国的注册工作，为拓展海外市场提前布局。

**图表 2 公司主营业务**

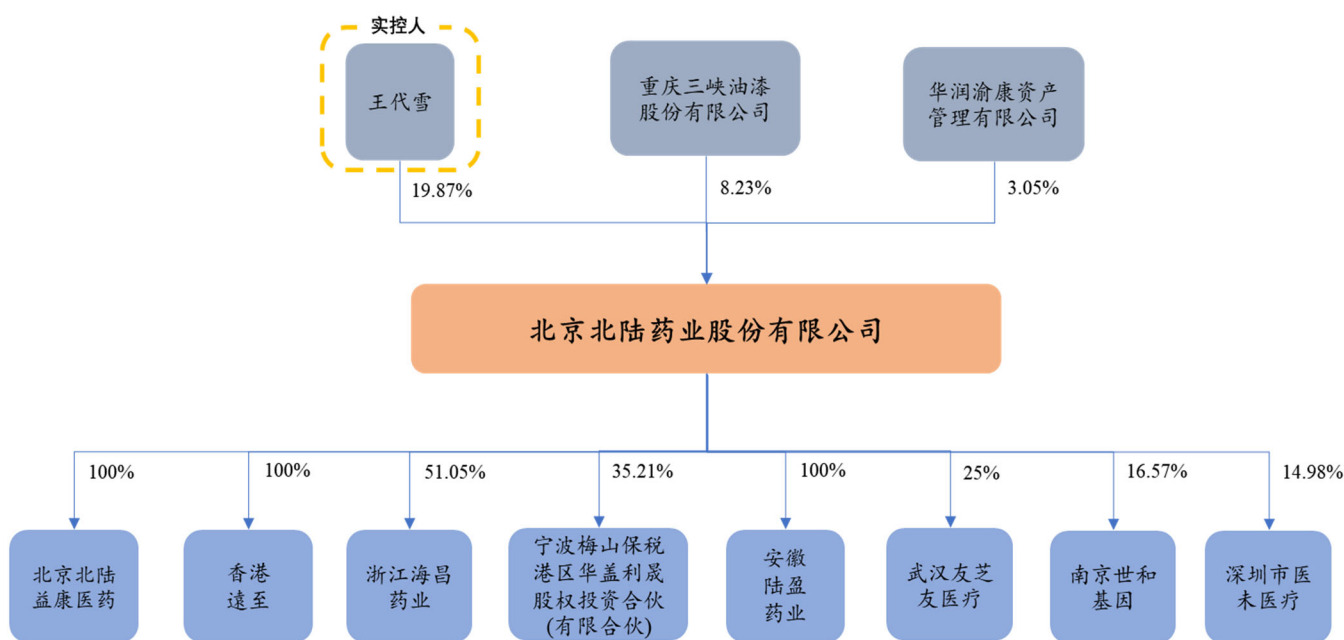
类别	产品线		主要产品
仿制药	对比剂	MRI 对比剂	钆喷酸葡胺注射液、钆布醇注射液、钆贝葡胺注射液
		CT 对比剂	碘海醇注射液、碘帕醇注射液、碘克沙醇注射液

	降糖类	格列美脲片、瑞格列奈片
原研药	中枢神经类	九味镇心颗粒
原料药	对比剂原料药	钆喷酸葡胺及辅料、钆布醇及辅料
		碘海醇、碘佛醇、碘克沙醇、碘普罗胺及碘帕醇等中间体

资料来源：公司年报，华安证券研究所

股权结构清晰，公司管理层已完成新老交班，公司逐步奠定集团化运营模式。前任董事长王代雪直接持有公司 19.87% 股权，为公司实际控制人，其子王旭 2011 年 10 月即加入公司，现任公司董事长，已完成新老交班。2022 年，公司以自有资金 1.23 亿元受让海昌药业 910 万股股份，实现了对海昌药业的绝对控股。作为公司多层次研发体系的重要组成部分，全资研发子公司北陆益康于 2022 年 8 月完成工商注册和其他筹备工作，10 月正式投入运营。为进一步拓展海外市场，满足公司战略发展的需要，公司在香港投资设立全资子公司香港远至。截至目前，公司拥有海昌药业、北陆益康和香港远至三家控股子公司，逐步奠定了集团化运营模式。

图表 3 公司股权结构



资料来源：iFinD，华安证券研究所



**图表 4 公司管理层概况**

姓名	职务	专业背景
王旭	董事长 总经理	本科，负责公司总体经营和管理工作；曾任公司药厂厂长助理、影像诊断事业部区域经理副总经理等。
宗利	董事 副总经理	硕士、工程师、执业药师；分管公司研发、药物警戒相关工作；曾任公司注册经理、研发部经理、研发中心副总监、职工监事、武汉友芝友医疗科技股份有限公司董事。
邵泽慧	董事 副总经理 董事会秘书	硕士，分管公司治理、投融资及法务、行政管理工作；曾任上投摩根基金管理有限公司华北区市场营销主管、中信证券股份有限公司资产管理业务副总裁。
曾妮	董事 财务总监 副总经理	本科，注册会计师；分管公司财务及项目管理工作；曾任大信会计师事务所（特殊普通合伙）中级审计员、安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）高级审计员、公司计财部副经理。
匡夏思	副总经理	本科，现任公司副总经理、人力资源总监、浙江海昌药业股份有限公司董事，分管公司人力资源、信息化建设等相关工作。曾任公司监事、人力资源经理、人力资源主管，华泰财产保险有限公司行政合规部外宣岗，好医生集团人事主管。
李森	常务副总经理 首席运营官	安徽医科大学药学专业理学学士；曾任扬子江药业集团有限公司：海吉公司集团制造部副部长、如意公司总经理、港内委员会常务副主任、扬子江药业集团副总经理、圣森生物制药有限公司厂长等。

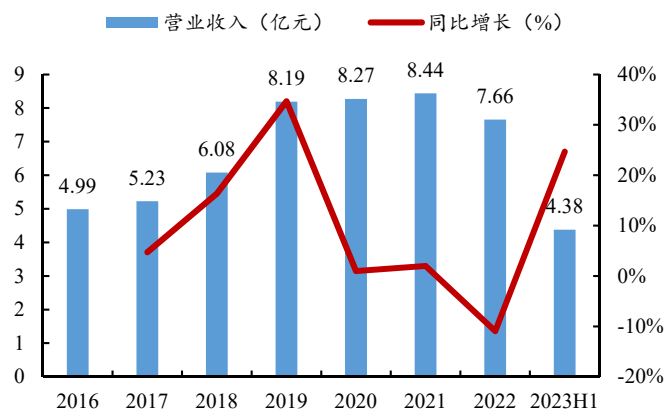
资料来源：公司年报，华安证券研究所

**营收利润企稳回升，公司发展持续向好。**2016-2021 年公司营收与归母净利润基本保持增长态势，复合增长率分别为 11.19%/50.05%。

2022 年，公司营收达 7.66 亿元，同比减少 10.93%；归母净利润达 1120.63 万元，同比减少 91.07%，营收利润减少的原因主要是：1.第七批国家药品集中采购将碘帕醇注射液纳入范围，对比剂行业原有的竞争格局和销售模式进一步被打破，公司碘帕醇注射液价格下降；2.2022 年碘对比剂原料药的上游原材料价格大幅上涨。

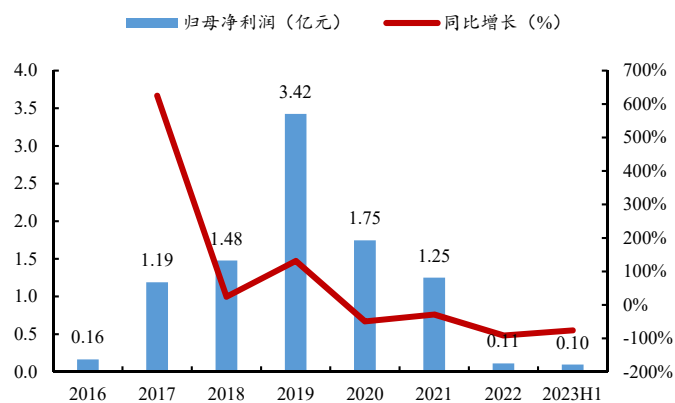
2023 年上半年，公司营收达 4.38 亿元，同比增长 24.70%；归母净利润达 960.15 万元，同比降低 76.02%。

图表 5 2016-2023H1 公司营收情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

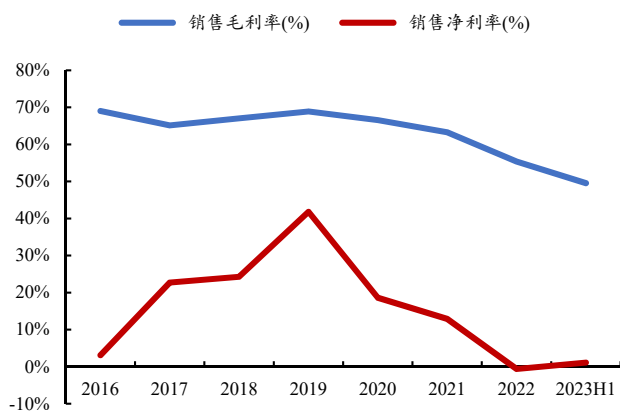
图表 6 2016-2023H1 公司归母净利润情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

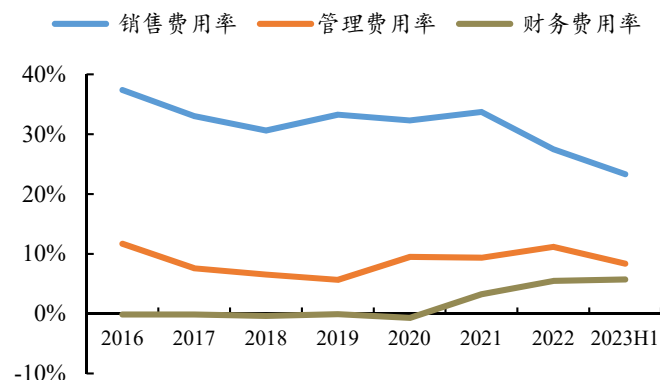
**利润率触底回升, 费用率管控良好。**2020 年疫情对于公司产品销量影响显著, 2021 年后, 疫情叠加集采影响使得公司产品价格和营收下滑, 进而对公司毛利率和净利率影响较大, 2022 年公司净利率跌至-0.60%, 2023 年上半年净利率已回升至 1.13%。公司销售费用率和管理费用率稳中有降, 财务费用率基本持平, 2023 年上半年三费率分别为 23.33%/8.38%/5.71%, 公司费用率管控良好。

图表 7 2016-2023H1 公司利润率情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 8 2016-2023H1 公司期间费用率情况

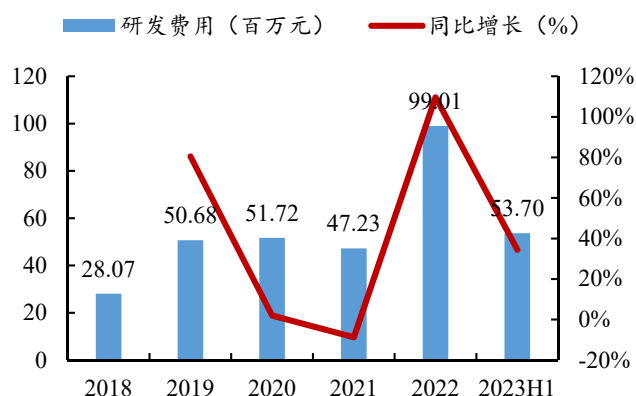


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

## 1.2 研发转型, 构建多层次研发体系

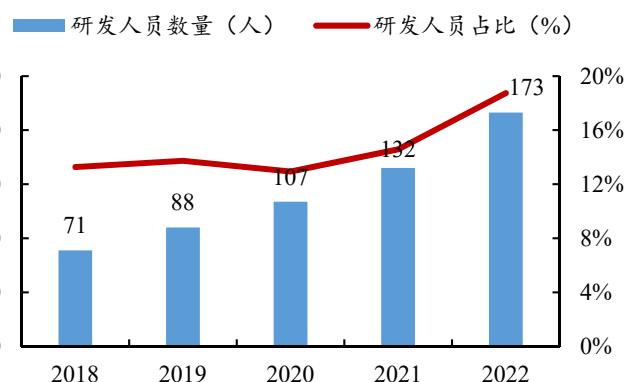
**研发投入稳增, 广纳专业人才。**2018-2022 年公司研发费用总体保持增长趋势, 2022 年研发费用达 9900.89 万元, 平均年复合增长率为 37.04%。2023 年上半年研发费用达 5369.77 万元, 同比增长 34.51%。与此同时, 公司研发人员比例持续走高, 截至 2022 年底, 公司研发人员达 173 人, 占比 18.74%。

图表 9 2018-2023H1 公司研发费用情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 10 2018-2022 公司研发人员情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**深耕对比剂领域，打造“第二增长曲线”。**作为专业的对比剂供应商，公司不仅拥有对比剂产品生产能力，更掌握了对比剂产品原料药生产的工艺及生产能力。控股子公司海昌药业专注于碘系列造影剂原料药的研发、生产和销售，850 吨碘造影剂原料药项目一期、二期工程均已正式投产。公司在北京·沧州渤海新区生物医药产业园内建有钆喷酸葡胺原料药生产线，募投项目“沧州三期原料药生产项目”也已全面启动，规划的项目包括钆布醇、钆特酸葡胺等原辅料。

在研管线丰富，全力打造公司“第二增长曲线”。公司在现已布局的对比剂、精神（神经）领域、内分泌领域外，选择市场需求较大的心血管、消化为新增重点立项领域。公司在新领域积极立项未来有一定竞争力的产品，多个项目已进入研发阶段。

图表 11 公司研发-在研产品计划

		2023 年	2024 年	2025 年	2025 年之后
原料药		-	碘克沙醇、无水硫酸钠、钆特酸葡胺	BL-10018、BL-10012	-
对比剂	MRI 造影	钆贝葡胺注射液一致性评价	BL-40021、钆特酸葡胺注射液	BL-40022	-
	CT 造影	-	-	BL-10002、BL-10020	BL-10014
	关键辅料	-	DOTA、依地酸钙钠	-	-
	腹部影像学检查辅助用药	-	-	BL-10024	-
精神类	帕金森症	盐酸普拉克索缓释片	-	-	-
	抑郁症	-	盐酸帕罗西汀肠溶缓释片	-	-
	改善睡眠及记忆	-	-	BL-50001、BL-50002	BL-50003
	神经系统	-	-	-	BLYK-3001
消化类		-	-	BL-10022	BLYK-1001-1、BLYK-1002

内分泌	瑞格列奈片 (0.5mg)	-	BL-10019	-
止血类	-	-	BL-10025	-

资料来源：公司投资者交流资料，华安证券研究所

**构建多层次研发体系，战略布局精准医疗。**2022 年公司新成立北陆益康医药研发有限公司，作为公司仿制药高端制剂和创新药研发平台，与负责现有业务领域研发及工艺改进的北陆研究院、负责成熟品种引进与商业化的企业发展部（BD）组成“三驾马车”，构成公司多层次研发体系。

同时，公司先后参股世和基因、芝友医疗、医未医疗。其中世和基因致力于高通量基因测序技术的临床转化应用，面向肿瘤患者开展基因检测，为肿瘤精准医疗提供分子诊断服务；芝友医疗以心血管、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；医未医疗作为一家专注脑部疾病超早期筛查和精准诊疗的脑科学人工智能企业，聚焦阿尔茨海默病、脑卒中儿童发育障碍等脑部疾病的精准筛查、诊断和康复治疗，是国内唯一覆盖脑部疾病诊疗全流程的数字产品公司。公司通过参股三家公司，进军肿瘤基因检测、心脑血管疾病基因检测、中枢神经系统疾病精准诊断及筛查等领域，实现精准医疗的全面布局。

图表 12 公司参股三大精准医疗

世和基因	芝友医疗	医未医疗
 <b>持股比例16.38%</b> 致力于高通量基因测序技术的临床转化应用，主要面向肿瘤患者开展基因检测，为肿瘤精准医疗提供分子诊断服务和产品。 > 中国独角兽企业 > 科创板IPO审核中	 <b>持股比例24.25%</b> 以心血管、肿瘤等重大疾病的个体化诊疗为战略方向，从事个体化医学诊断产品研发、生产和销售。 > 14个Ⅲ类医疗器械证 > 服务600+终端医院、250万+患者检测例数 > 2022年医院端销售额超4.5亿元	 <b>持股比例14.99%</b> 脑科学赛道及脑部疾病精准医疗的领导者 > 睿脑产品聚焦脑卒中的术前诊断效率，拓展卒中救治窗口边界，提升预后； > 脑医生产品聚焦提升阿尔茨海默病的早筛及诊断效率； > 数疗产品聚焦脑病的超快速初筛及智能定制化干预康复，向诊断前后端延伸。

资料来源：公司投资者交流资料，华安证券研究所

**落实发展战略，奠定集团化运营模式。**以中国医药制造百强企业为中长期目标，公司着手培育新的业绩增长点。公司对北陆研究院、企业发展部（BD）和北陆益康的定位、经营策略、重点研发领域和未来三年规划等进一步明确，通过构建多层次研发体系逐步落实公司发展战略，为保证未来持续推出新产品，打造第二增长曲线奠定扎实基础。截至目前，公司已研发、立项了接近 40 个项目，未来两到三年，将陆续有多项产品获批上市，有望快速丰富公司产品线。

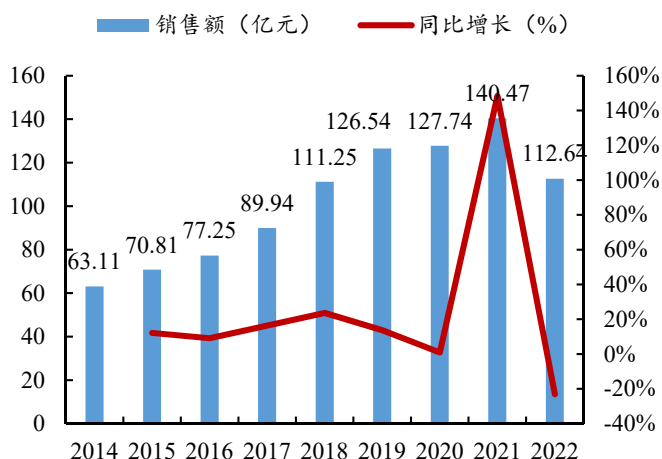
## 2.深耕对比剂，打造“原料药+制剂”一体化布局

### 2.1 国产对比剂龙头，市场格局占优

造影剂又称为对比剂，一般在医学成像过程中使用，可增加受验者影像的对比度，以便能更清晰地观察到不同的器官、细胞组织类型或躯体腔隙。根据造影原理的不同，造影剂主要分为X射线造影剂、磁共振造影剂和超声造影剂。

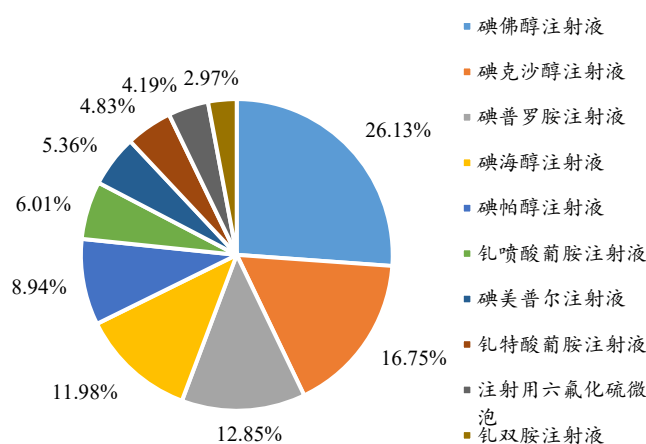
根据药融云全国医院销售数据库，2014-2021年造影剂全国医院销售额保持稳健增长，2022年造影剂院内销售额为113亿元，主要原因系碘克沙醇注射液和碘海醇注射液两大品种受集采影响，销售额大幅下滑，幅度分别达到61.3%和52.1%。

图表 13 2014-2022 年造影剂全国医院销售额



资料来源：药融云，华安证券研究所

图表 14 TO10 造影剂品种市场销售格局（2022 年）



资料来源：药融云，华安证券研究所

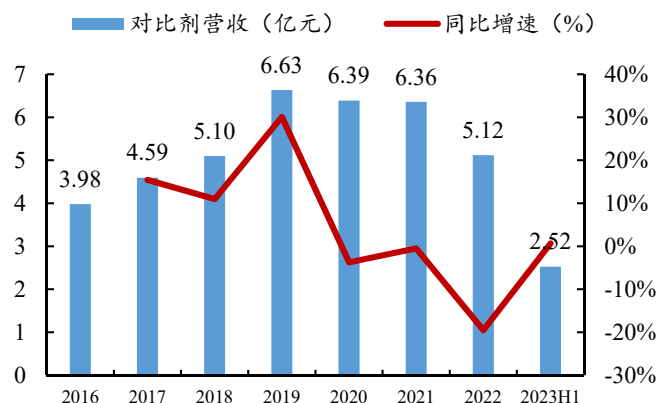
公司对比剂发展整体保持良好态势，近年来受集采以及对比剂原材料价格波动影响营收有所下降，有望企稳回升。公司对比剂收入从2016年的3.98亿元增长至2021年的6.36亿元，2016-2021年复合增长率达9.82%。

第七批国家药品集中采购将碘帕醇注射液纳入范围，对比剂行业原有的竞争格局和销售模式进一步被打破。公司碘帕醇注射液以第一顺位中标，2022年碘对比剂原料药的上游原材料价格大幅上涨，叠加公司碘对比剂纳入集采的影响，对公司经营产生巨大压力和影响，2022年公司对比剂收入达5.12亿元，同比降低19.50%。

2023年上半年仍然是受碘帕醇注射液集采中标价格大幅下降的影响，碘帕醇注射液收入同比出现大幅下滑。碘克沙醇注射液虽未能中标国家集采，但销售团队仍在努力开拓集采外市场，碘克沙醇注射液收入同比出现回暖。2023年上半年公司对比剂收入2.52亿元，同比增长0.67%。随着公司集采执标进程的推进以及上游原材料价格的稳定，公司对比剂的营收有望保持稳健。

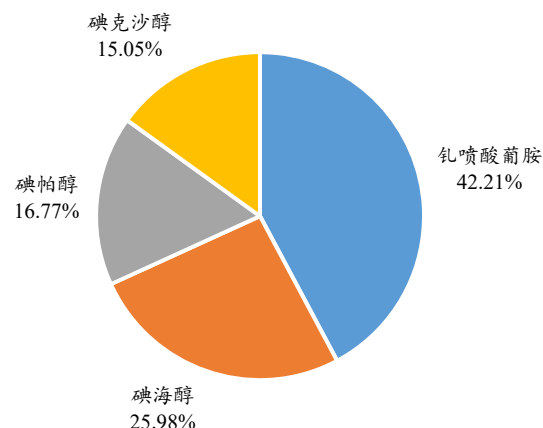


图表 15 2016-2023H1 公司对比剂营收情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

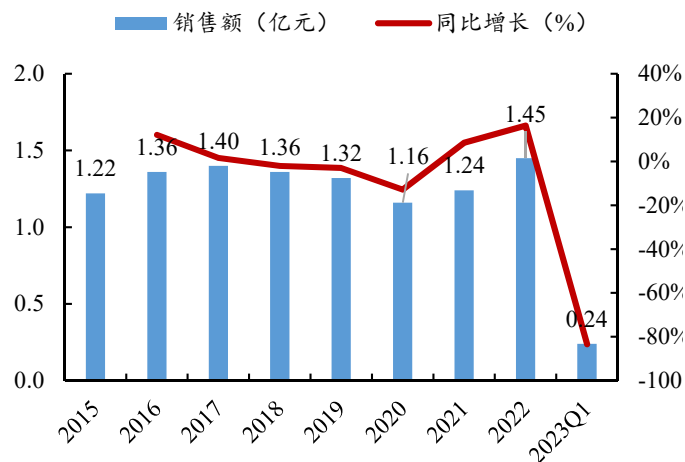
图表 16 公司对比剂市场销售格局 (2022 年)



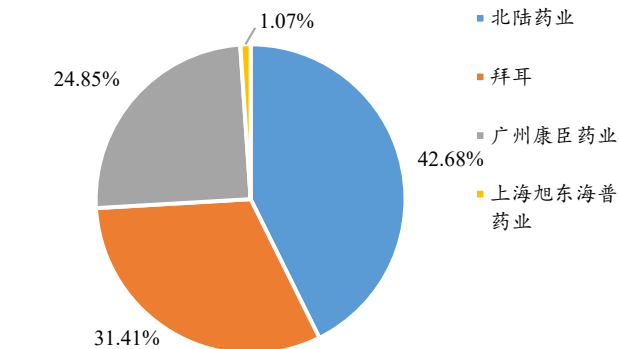
资料来源: 药融云, 华安证券研究所 注: 公司对比剂收入格局以样本医院销售额为口径进行统计

根据药融云数据, 目前钆喷酸葡胺注射液的生产企业主要包括北陆药业、拜耳、广州康臣药业等, 其中北陆药业市场份额超过 40%, 其在全国样本医院的销售额保持稳定, 2022 年达 1.45 亿元。

图表 17 公司钆喷酸葡胺注射液全国样本医院销售情况 图表 18 钆喷酸葡胺注射液市场竞争格局 (2022 年)



资料来源: 药融云, 华安证券研究所

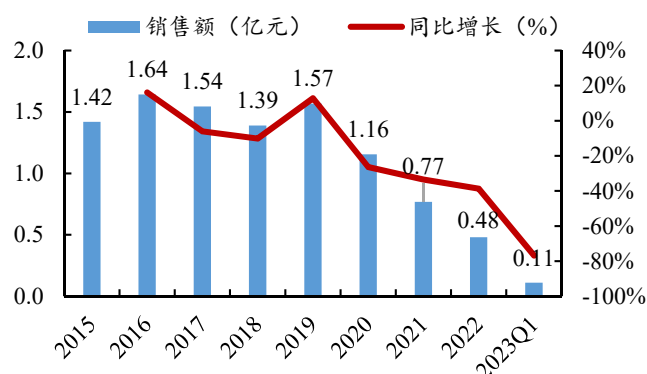


资料来源: 药融云, 华安证券研究所

根据药融云数据, 目前碘海醇注射液的生产企业主要包括通用电气药业(上海)、扬子江药业、北陆药业等, 北陆药业的份额排名 TOP4, 占比超过 12%。

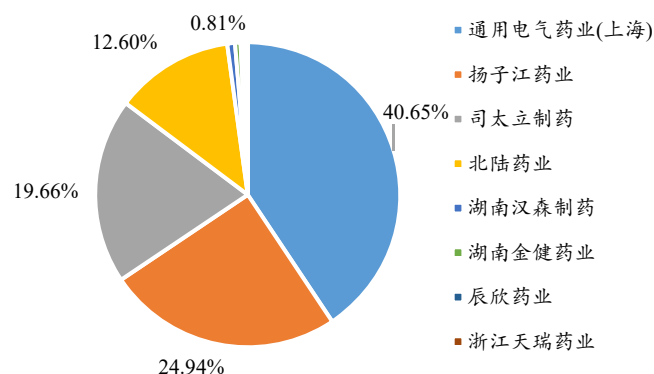


图表 19 公司碘海醇注射液全国样本医院销售情况



资料来源：药融云，华安证券研究所

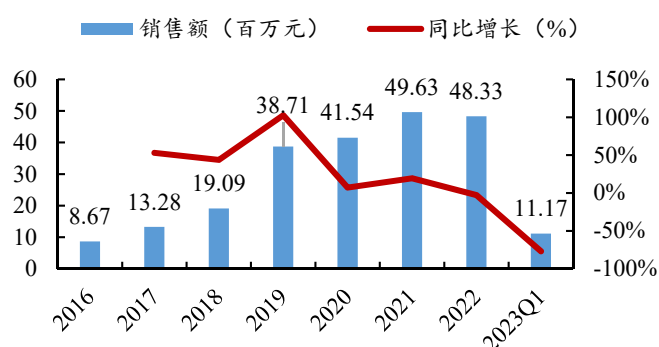
图表 20 碘海醇注射液市场竞争格局 (2022 年)



资料来源：药融云，华安证券研究所

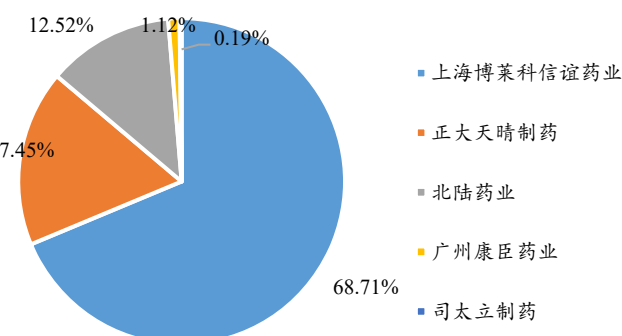
根据药融云数据，目前碘帕醇注射液的生产企业主要包括上海博莱科信谊药业，正大天晴等，北陆药业的市场份额排名 TOP3，占比超过 12%。

图表 21 公司碘帕醇注射液全国样本医院销售情况



资料来源：药融云，华安证券研究所

图表 22 碘帕醇注射液市场竞争格局 (2022 年)

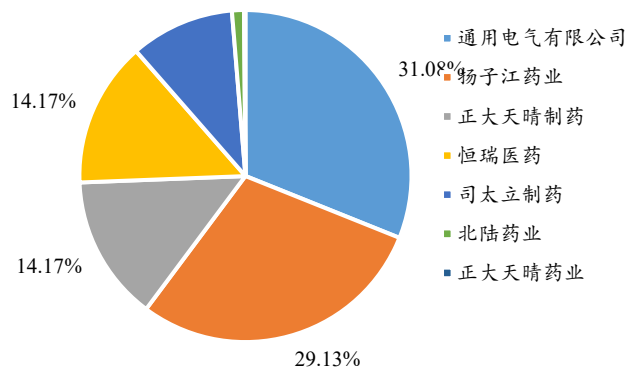
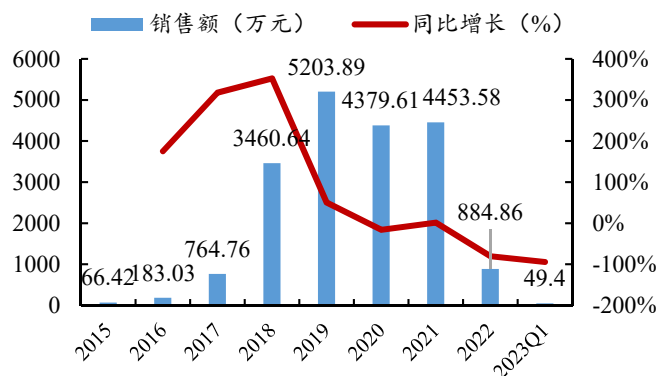


资料来源：药融云，华安证券研究所

根据药融云数据，目前碘克沙醇注射液的生产企业主要包括通用电气，扬子江药业等，北陆药业市场份额占比较低，不足 2%。

图表 23 公司碘克沙醇注射液全国样本医院销售情况

图表 24 碘克沙醇注射液市场竞争格局（2022 年）



资料来源：药融云，华安证券研究所

资料来源：药融云，华安证券研究所

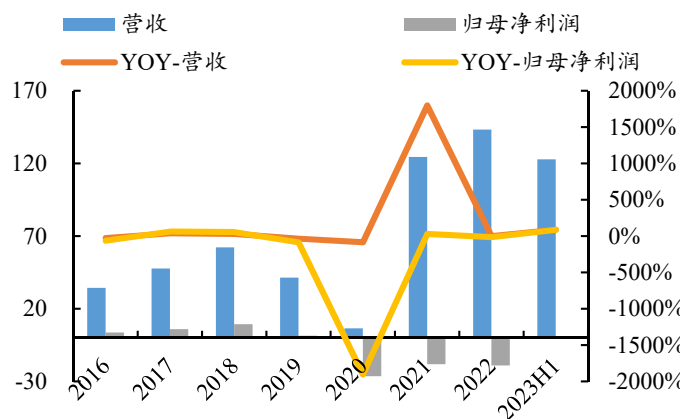
## 2.2 收购海昌药业，原料药+制剂一体化发展

海昌药业专注于碘造影剂原料药，与北陆药业保持稳定合作关系。海昌药业是一家专注于碘造影剂原料药的研发、生产和销售的医药高新技术企业，目前的主要产品为碘海醇原料药。该公司拥有标准化的造影剂原料药生产线和独立的研发体系，已取得 2 项发明专利，新增 4 项实用新型专利。销售方面，该公司主要通过直销的模式进行产品销售，其产品在国内拥有良好声誉和稳定的客户，并与多个国家的客户建立良好的合作关系，其中北陆药业是其第一大客户，二者建立长期稳定合作关系。

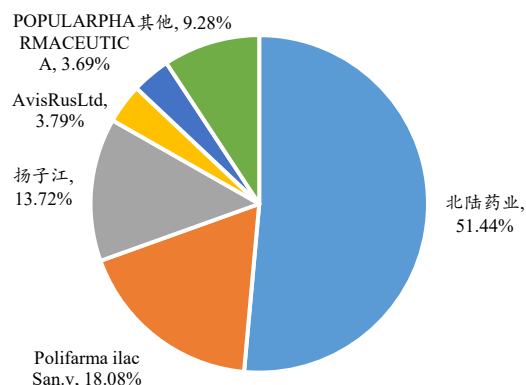
增大持股比例，北陆药业已经实现对海昌药业的绝对控股。2018 年 6 月公司以自有资金 1.37 亿元认购碘对比剂原料药供应商海昌药业定向发行的股票 1139.50 万股，取得其 33.5% 的股份，2019 年 12 月公司再次以自有资金 1800 万元收购海昌药业 150 万股，持股比例上升至 37.91%，公司成为海昌药业控股股东，并与海昌药业第二大股东曾春辉签署一致行动人协议。2022 年，公司以自有资金 1.23 亿元受让海昌药业 910 万股股份，直接持股比例从 29.94% 变为 51.05%，实现了对海昌药业的绝对控股。

2023 年上半年，海昌药业积极拓展国内外市场，实现销售收入 1.23 亿元，同比增长 89.60%，同时海昌药业积极推进新品研发和产品国内外注册，海昌药业碘海醇原料药已通过俄罗斯、土耳其、印度等国家注册，海外市场销售收入持续增长；碘克沙醇原料药的注册也即将启动，为海昌药业进一步的国际化布局奠定了基础。

图表 25 2016-2023H1 海昌药业营收及归母净利润情况 (单位: 百万元, %)      图表 26 北陆药业为海昌药业第一大客户



资料来源: iFinD, 华安证券研究所



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

**生产能力不断增强, 产能有序释放。**海昌药业现有已批复的项目为“年产 850 吨碘造影剂生产线技改项目”, 目前已建成一期工程(包括碘海醇粗品制备和精制工段、碘克沙醇粗品制备和精制工段、碘普罗 胺精制工段, 于 2021 年 7 月完成自行验收), 其余的除了碘帕醇、碘佛醇、碘比醇等三个产品的部分工序外均处于试运行过程。

图表 27 海昌药业现有产能项目

产品(项目)名称		批复规模(吨/年)	生产车间	建设情况*
主产	碘海醇	250	合成车间 3, 精烘包车间	已建(粗品制备、精制)
			合成车间 1、4	试运行(碘代、水解)
	碘克沙醇	100	合成车间 1、3、4, 精烘包车间	已建
			精烘包车间	已建(精制工序)
	碘普罗胺	150	合成车间 1、3、4	试运行(碘代、缩合、水解)
			合成车间 1、4 精烘包车间	试运行(氨基氯乙酰化、水解、精制)
	碘佛醇	150	合成车间 2	在建(缩合、三次粗品制备)
			合成车间 1, 精烘包车间	试运行(碘代、精制)
	碘帕醇	150	合成车间 1、2、4	在建(酰氯化、缩合水解、二次粗品)
			合成车间 1, 精烘包车间	试运行(精制)
合计	碘比醇	50	合成车间 2	在建(粗品制备)
副产品	氯化钾	1115	关联产品:全部产品	
	乙酸	173	关联产品:碘海醇	
联产产品	亚硫酸钠	377	关联产品:碘普罗胺、碘帕醇	

资料来源：海昌药业《年产 440 吨碘海醇中间体、100 吨碘克沙醇原料药技改项目环境影响报告书》，华安证券研究所

## 2.3 降糖药：格列美脲片+瑞格列奈片

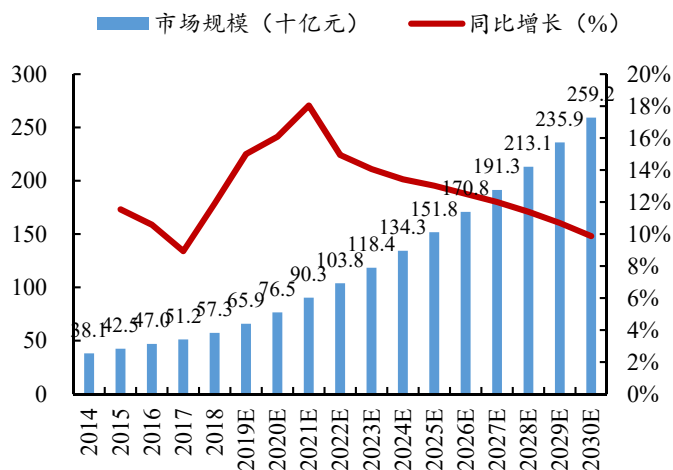
糖尿病在全球范围内发病率较高，中国的糖尿病患者人数居全球之首。根据国际糖尿病联盟（International Diabetes Federation，缩写为 IDF）公布的数据，2019 年在全球 20-79 岁成年人中，糖尿病的患病率为 8.80%，患者人数已达 4.63 亿，预计至 2030 年，全球糖尿病患者将达 5.78 亿人。在 2019 年，糖尿病导致全球约 420 万人死亡。中国 20-79 岁成年人糖尿病患者数量已从 2013 年的 0.98 亿人上升到了 2019 年的 1.16 亿人，增幅达 17.89%，糖尿病发病率接近 10%。

由于城市化带来的生活方式变化以及人口老龄化，中国的糖尿病患者数量还将持续增加。中国目前的抗糖尿病药物市场主要由传统药物占据，由新型药物 DPP-4、GLP-1 和 SGLT-2 带来的销售收入比例远不及全球其他发达国家。随着中国糖尿病患者的支付能力的增加、中国医保制度的完善和糖尿病创新药物的不断发展，预计

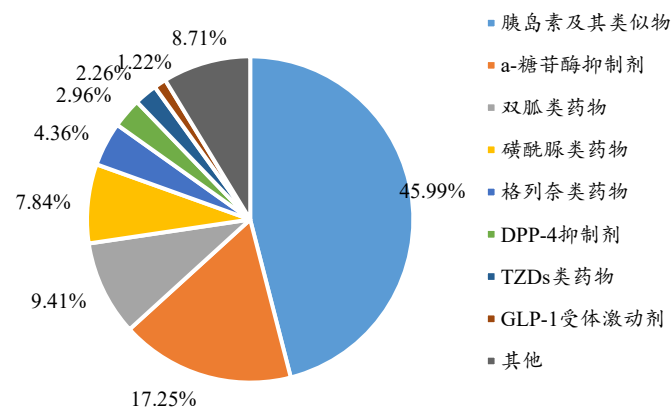
中国的糖尿病药物市场将在 2023 年和 2030 年分别达到 1184 亿和 2592 亿元人民币。

目前口服降糖药分为主要以促进胰岛素分泌为主要作用的药物（磺脲类、格列奈类、DPP-4 抑制剂等）和通过其他机制降低血糖的药物（双胍类、TZDs、 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂、SGLT2 抑制剂等）两大类。公司主要产品中的瑞格列奈片属于促进胰岛素分泌类药物中的格列奈类，格列美脲片属于促进胰岛素分泌类药物中的磺脲类。

图表 28 2014-2030E 中国糖尿病药物市场规模情况



图表 29 2018 年中国糖尿病药物市场按药物类型细分 (十亿元, %)



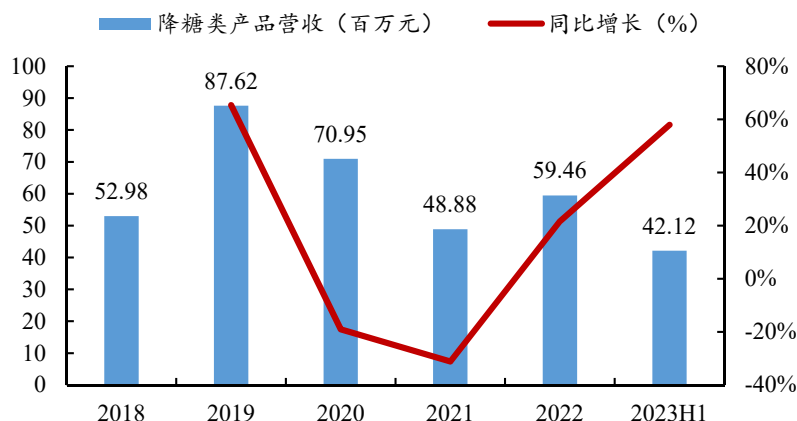
资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所 注: 总市场规模及细分市场均按照中标价进行统计

公司降糖类产品包括格列美脲片和瑞格列奈片, 均已纳入国家集采, 终端价格下降影响销售收入。瑞格列奈片于 2018 年进入《国家基本药物目录》; 公司格列美脲片在第二批全国药品集中采购中标, 并自 2020 年上半年开始执标。鉴于格列美脲片、瑞格列奈片均已进入国家集采, 终端价格下降明显, 公司降糖类产品销售收入下滑。2020-2022 年, 公司降糖类产品营收复合增长率为-8.46%。

随着集采执标工作的推进, 2023 年上半年, 公司降糖类产品收入 4211.91 万元, 同比增长 57.99%。

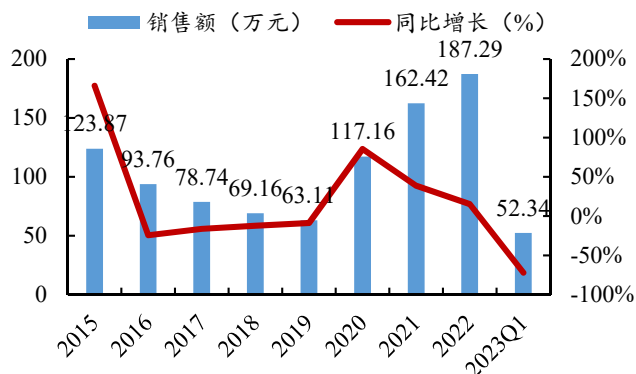
图表 30 2018-2023H1 公司降糖类产品营收情况



资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

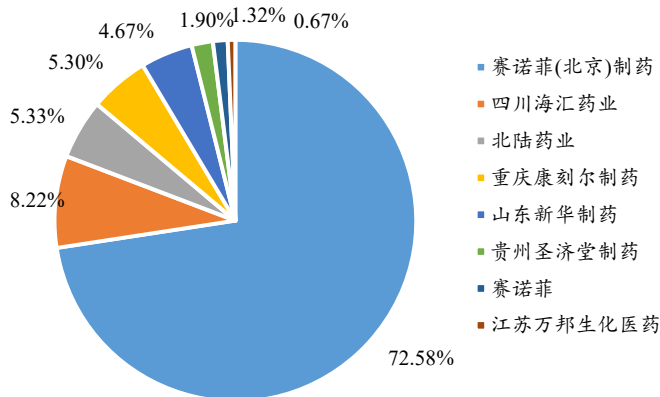
根据药融云数据，目前格列美脲片的生产企业主要包括赛诺菲（北京）、扬子江药业集团广州海瑞药业等，北陆药业的市场份额占比超过 5%。

图表 31 公司格列美脲片全国样本医院销售情况



资料来源：药融云，华安证券研究所

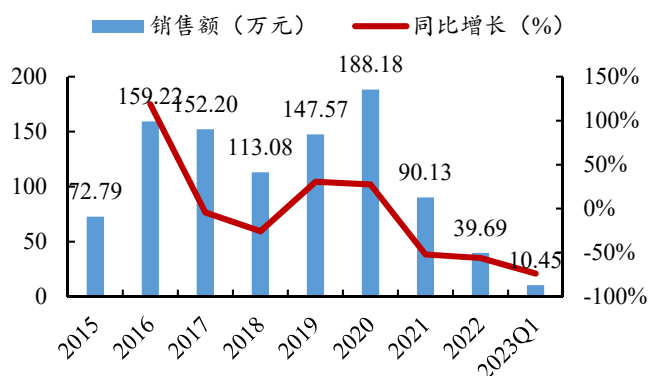
图表 32 格列美脲片市场竞争格局（2022 年）



资料来源：药融云，华安证券研究所

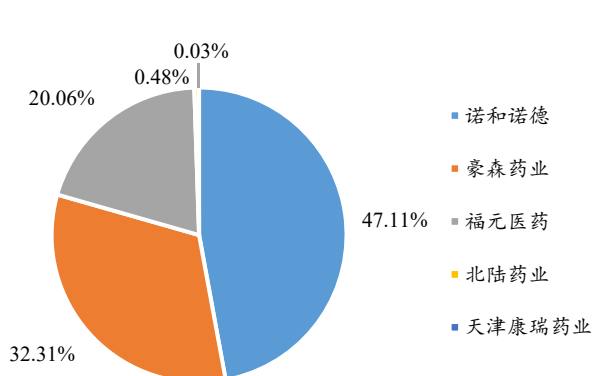
根据药融云数据，目前瑞格列奈片的生产企业主要包括诺和诺德、豪森药业等，北陆药业的市场份额占比不高，不足 1%。

图表 33 公司瑞格列奈片全国样本医院销售情况



资料来源：药融云，华安证券研究所

图表 34 瑞格列奈片市场竞争格局（2022 年）



资料来源：药融云，华安证券研究所

## 3. 九味镇心颗粒，打造中药抗焦虑抑郁第一品牌

### 3.1 中成药抗抑郁临床价值亟待进一步发掘

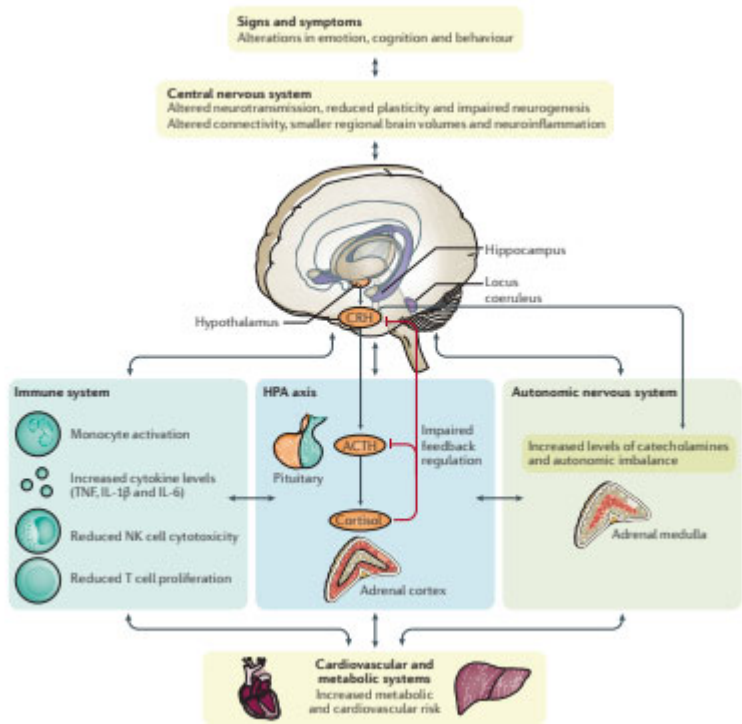
重度抑郁症的发病原因复杂，可能与遗传、环境等多种因素相关，目前仍缺乏可以完全解释疾病发生的机制。但临床研究和相关动物模型研究已经确定了中枢神经系统以及主要应激反应系统的病理生理特征，包括下丘脑-垂体-肾上腺 (HPA) 轴、自主神经系统和免疫系统。

重度抑郁症患者的在中枢神经系统中，神经传递改变和可塑性降低，这可能是



患者相关大脑回路、部分较小脑区如海马体等发生功能变化的基础。除了中枢神经系统，慢性多动会损害 HPA 轴的反馈调节，这是 MDD 的生物学特征之一。在患者免疫系统中，循环细胞因子水平的增加和先天免疫细胞（包括单核细胞）的低度慢性激活，而自然杀伤（NK）细胞的细胞毒性和 T 细胞增殖能力降低，从而导致中枢神经系统病理生物学以及心血管和代谢疾病。

图表 35 重度抑郁症发病机理



资料来源：《Christian Otte et al., Major depressive disorder》，华安证券研究所

临床症状：抑郁症状主要包括 3 个部分，情绪症状、躯体症状和认知症状。情绪症状是抑郁症的核心症状。根据不同症状，抑郁症主要分为八类。

图表 36 抑郁症的主要分型

分类	症状表现
单相抑郁症	又称重性抑郁，主要表现为：长期(两周以上)处于极其抑郁的情感状态；往往看到失误的消极面，被空虚感和无价值感包围有进食和睡眠障碍、无力感以及头痛等
双相抑郁	通常包括抑郁期和躁狂期。抑郁期内，症状类似于单相抑郁；躁狂期内，患者会出现兴奋、思维跳跃、睡眠需求少、躁动、行为冲动等反常现象
精神病性抑郁	该类型较为严重，患者一般需入院治疗。这时期的患者可能会出现焦虑、躁动、失眠、行动力下降、产生幻觉等症状
反应性抑郁	由于某种社会心理应激源作用下而产生的悲观情绪，如亲友死亡、离婚、失业等。患者会感到悲伤、情绪低沉、疲惫、头疼失眠，严重时可能出现自伤行为
继发性抑郁	通常在确诊帕金森、艾滋病、中风等一些疾病后伴随出现，一些精神疾病发生之后也可能出现
产后抑郁	一般在女性生产完之后 6 周内发生，症状为严重情绪波动、长时间无精打采、感到羞耻或

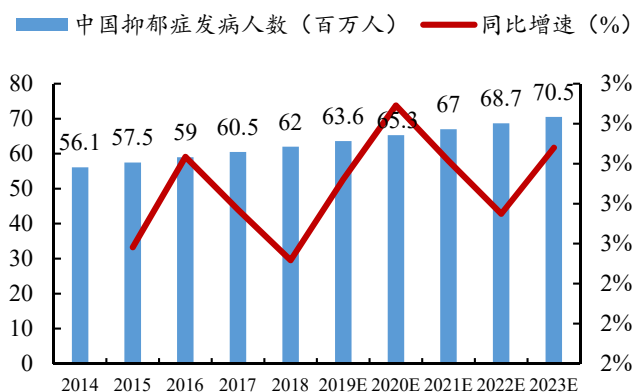
	无能等，大部分患者可在3至6个月自行恢复，严重者会持续1到2年
更年期抑郁	一般发病于更年期期间或之后，男性发病年龄为55~60岁，女性45~55岁。通常表现为对日常活动不感兴趣、悲观失望、情绪低落、乏力、失眠、厌食等
季节性抑郁	主要表现为每年同一时期发作，且一般为秋末冬初开始、春末夏初结束。主要症状有焦虑、易怒、难以产生兴趣等

资料来源：药时代，华安证券研究所

中国精神卫生调查显示，我国成人抑郁障碍终生患病率为6.8%，其中抑郁症为3.4%。新冠疫情后，全球精神障碍疾病负担更加沉重，重度抑郁症和焦虑症的病例分别增加了28%和26%，抑郁症患者激增5300万，增幅高达27.6%，疫情的压力，给抑郁症的诊断及治疗带来了更大的挑战。预计2023年，抑郁障碍将超过肿瘤和心脑血管疾病成为全球第一大疾病负担。

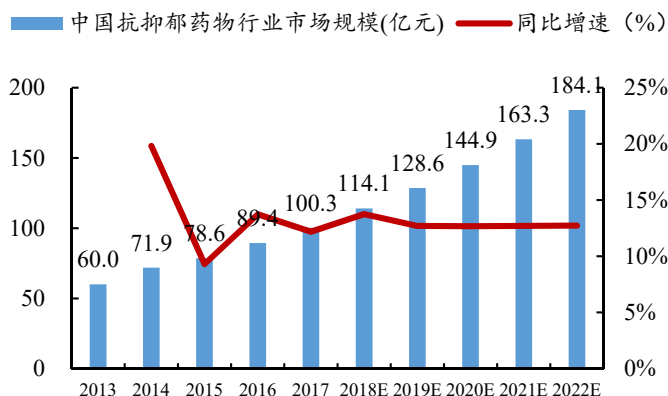
根据Frost&Sullivan数据显示，2018年我国抑郁发病人数达到6200万人，伴随现代社会压力加深，国内抑郁症患者预期将保持稳定增长，预计2023年将达到7050万人。而与巨大患病基数相对的是，国内抑郁症患者整体诊断率仍然较低，且以药物治疗为主。中国抗抑郁药物行业发展较为迅速，样本医院市场规模由2013年的60.0亿元人民币增长至2017年的100.3亿元人民币，年复合增长率为13.7%。预计2022年我国抗抑郁药物的市场规模已突破184亿元。

图表 37 2014-2023E 中国抑郁症发病人数情况



资料来源：Frost&Sullivan，伟思医疗招股书，华安证券研究所

图表 38 2013-2022E 中国抗抑郁药物市场规模情况



资料来源：Frost&Sullivan，国家统计局，头豹研究院，华安证券研究所

目前，中国抗抑郁药物市场份额主要由外国药企垄断，丹麦灵北、辉瑞、葛兰素史克、礼来及默克占据了一半以上的市场份额。中国长期以来缺乏对抗抑郁药品的开发与关注，中国抗抑郁药物制药企业以生产仿制药为主，低水平仿制现象突出，产品质量较差、疗效偏弱等问题比较普遍，部分仿制药质量与原创药质量有较大差距，且难以达到被仿制药的实际临床疗效。

图表 39 国内上市的主要抗抑郁药物

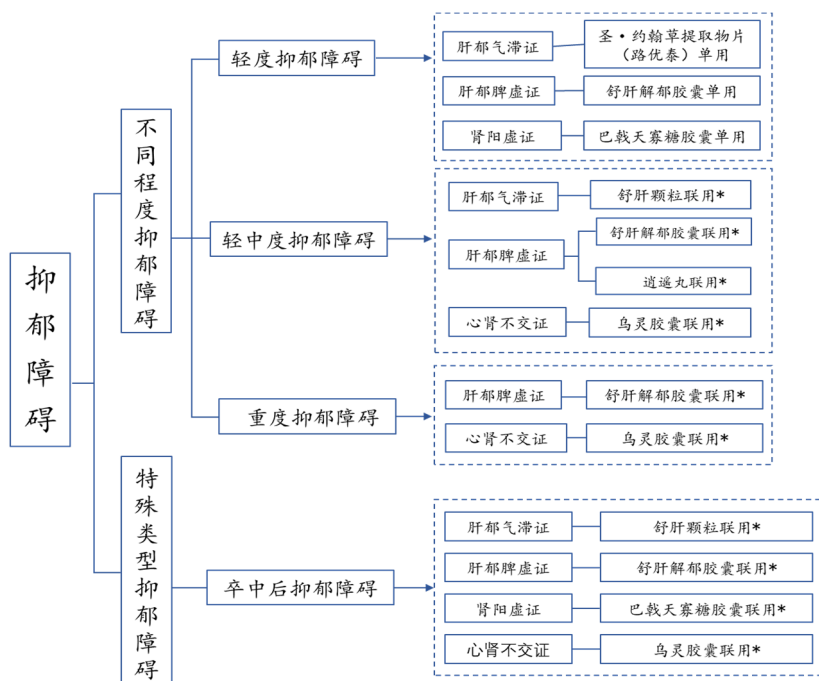
药物	靶点机制	原研公司	国内仿制	国内首次上市
西酞普兰	SSRIs	丹麦灵北	科伦药业等	1999

艾司西酞普兰	SSRIs	丹麦灵北	康弘药业等	2005
氟西汀	SSRIs	礼来	太极集团等	1993
帕罗西汀	SSRIs	诺和诺德	信立泰药业等	1995
氟伏沙明	SSRIs	索尔维	丽珠集团	2002
舍曲林	SSRIs	辉瑞	京新药业、华海药业等	1998
托鲁地文拉法辛	SNRIs	绿叶制药	-	2022
文拉法辛	SNRIs	惠氏	康弘药业等	2000
度洛西汀	SNRIs	礼来	恩华药业、华海药业等	2006
米氮平	NsSSA	默沙东	华裕（无锡）制药等	2001
阿戈美拉汀	MT 受体激动剂	Les Laboratoires	江苏豪森药业	2011
安非他酮	NDRIs	Biovail Corp	绿叶制药、宜昌人福药业等	2004

资料来源：药融云，《抑郁症基层诊疗指南（2021 年）》，华安证券研究所

在中医情志病中，抑郁障碍属于“郁病”范畴，但是目前中成药治疗抑郁障碍的应用指征、治疗效果、作用特点等不明确，临床应用价值有待进一步发掘。在临床诊疗实践中，中医辨证论治具有独特的优势，且相比于传统中药汤剂，中成药具有服用方便、携带和保存更加便捷等优势，更易为患者接受，因而成为临床普遍使用的治疗方式，调查显示约 70% 的中成药由西医医师开出。同时，中药-化药联合应用在临床实践中具有普遍性，药物-药物间的相互作用可能加强药效，减轻副作用。然而由于目前中成药治疗抑郁障碍的应用指征、治疗效果、作用特点等不明确，导致西医医师在使用中成药的过程中普遍存在按病种选药和缺乏辨证施的问题，不仅具有潜在风险，还降低了中成药的临床应用价值。

图表 40 中成药治疗抑郁障碍药物推荐表



资料来源：《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南（2022 年）》，华安证券研究所

### 3.2 九味镇心颗粒——抗焦虑中药第一品牌

公司自主研发的九味镇心颗粒是公司近年来重点推广的战略产品，也是国内第一个通过国家食品药品监督管理局批准治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂。自上市以来，九味镇心颗粒获得众多精神心理疾病专家的认可和好评。该产品不仅可以带给焦虑症患者非常确切的疗效，不良反应发生率更低，且无成瘾和戒断风险。九味镇心颗粒已纳入《精神障碍诊疗规范（2020 版）》等 19 个诊疗规范及指南、共识。目前该产品已逐步应用于医院神经内科、精神科、睡眠科、消化内科等科室，覆盖国内数千家医药终端。

经随机双盲对照试验探究，九味镇心颗粒是治疗广泛性焦虑障碍一种安全有效的药物，相关试验结果发表权威期刊《中国心理卫生杂志》。

2023 年 6 月，《精神医学杂志》发布《浙江省双相抑郁中西医结合诊治专家共识》指出，常见的双相抑郁中医证型的循证医学研究证实，中西医结合治疗可以提高疗效，而且不会增加转躁的机率，不失为目前治疗双相抑郁的有效手段，推荐心脾两虚双相抑郁患者，可使用九味镇心颗粒。

图表 41 盐酸丁螺环酮和九味镇心颗粒治疗各时点 HAMA 分级疗效比较(%)

时间	效果	ITT				PP			
		九味镇心颗粒组 (n = 336)	盐酸丁螺环酮组 (n = 111)	$\chi^2$ 值	P 值	九味镇心颗粒组 (n = 312)	盐酸丁螺环酮组 (n = 105)	$\chi^2$ 值	P 值
治疗 1 周	痊愈	0.3	0.9	1.05	0.789	0.3	1.0	1.34	0.720
	显好	2.4	2.8			2.2	2.9		
	好转	7.6	9.2			7.4	9.5		
	无效	89.7	87.2			90.1	86.7		
治疗 2 周	痊愈	6.9	4.70	1.69	0.638	6.7	4.8	1.62	0.655
	显好	11.60	12.3			11.9	12.4		
	好转	44.1	39.6			44.6	40.0		
	无效	37.5	43.4			36.9	42.9		
治疗 3 周	痊愈	30.8	29.5	0.20	0.978	31.3	29.5	0.31	0.958
	显好	23.2	23.3			22.8	23.8		
	好转	36.8	36.2			37.2	36.2		
	无效	9.2	10.5			9.0	10.5		
治疗 4 周	痊愈	59.7	58.1	0.28	0.963	59.8	58.1	0.24	0.970
	显好	20.4	22.9			20.6	22.9		
	好转	15.7	15.2			15.8	15.2		
	无效	4.2	3.8			3.9	3.8		

注：HAMA，汉密尔顿焦虑量表；ITT，意向治疗；PP，符合方案。4 周末总体疗效的 CMH 检验，ITT 人群  $\chi^2 = 0.29$ ， $P = 0.59$ ；PP 人群  $\chi^2 = 0.31$ ， $P = 0.58$ 。

资料来源：《九味镇心颗粒治疗广泛性焦虑障碍多中心随机双盲对照试验》，华安证券研究所

营销体系改革后，公司加强了九味镇心颗粒院内市场资源的整合力度。同时，公司对经销商进行整合及规范化管理，筛选重点经销商并扩大合作，加强与头部流通企业的合作，实现渠道的扁平化。公司电商事业部与京东健康的战略合作进展顺利，为进一步拓展电商渠道奠定基础，同时与 1 药网、阿里健康大药房、美团自营大药



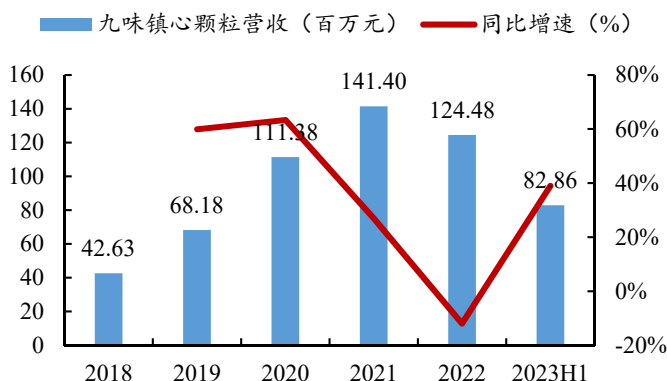
房新建立了合作，并与京东互医进行 RWD 真实事件研究合作、与好心情互联网医院进行平台战略合作；零售事业部则通过渠道整合，对九味镇心颗粒的零售市场进行开发和管理。医学市场部通过学术推广、品牌宣传等活动助力各个渠道的销售与推广工作，提升“抗焦虑中药第一品牌”影响力。

2018-2021 年，九味镇心颗粒营收持续增长，2021 年达 1.41 亿元，平均复合增长率达 49.14%。2022 年受整体经济大环境影响，该产品销售收入 1.24 亿元，同比下降 11.97%，2023 年上半年销售收入 8285.93 万元，同比增长 38.96%，有望成为公司继对比剂产品之外的又一战略品种。

图表 42 九味镇心颗粒



图表 43 2018-2023H1 九味镇心颗粒销售情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

目前，公司已围绕九味镇心颗粒开发系列保健品，打造“玖卫”品牌系列。两项保健产品有望明年获批、上市，并有望与九味镇心颗粒形成协同，提高公司“抗焦虑中药第一品牌”的影响力和营销效率。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

关键假设：

- 对比剂：**为公司最重要的核心业务板块，2022 年营收达 5.12 亿元，占比 66.82%，该业务板块主要包括碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇，钆喷酸葡胺等。考虑到公司对对比剂产品受集采影响。我们预计 2023E-2025E 收入增速为-4.72%、14.51%、13.04%，毛利率为 50.00%、50.00%、50.00%。
- 降糖药：**该业务板块主要包括格列美脲片和瑞格列奈片，均已进入国家集采，我们预计 2023E-2025E 收入增速为 34.00%、15.00%、5.00%，毛利率为 75.00%、75.00%、75.00%。
- 九味镇心颗粒：**目前还处于市场拓展阶段，有望成为公司继对比剂产品之外的又一战略品种。考虑到公司加强了九味镇心颗粒院内市场资源的整合力度并且加强线上营销渠道的构建，我们预计 2023E-2025E 收入增

- 速为 30.00%、45.00%、40.00%，毛利率为 68.00%、68.00%、68.00%。
- (4) **原料药及其他**：海昌药业不断优化工艺，碘海醇原料药已通过俄罗斯、土耳其、印度等国家注册，海外市场销售收入持续增长。我们预计 2023E-2025E 收入增速为 100.00%、15.00%、10.00%，毛利率为 20.00%、20.00%、20.00%。

图表 44 公司收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	827.34	843.90	765.88	869.46	1,046.03	1,233.44
YOY	-	2.00%	-9.25%	13.52%	20.31%	17.92%
毛利率	66.58%	63.29%	55.39%	50.80%	51.60%	52.42%
对比剂	638.74	635.69	511.76	487.58	558.33	631.16
YOY	-	-0.48%	-19.50%	-4.72%	14.51%	13.04%
毛利率	68.32%	63.12%	55.80%	50.00%	50.00%	50.00%
降糖药	70.95	48.88	59.46	79.68	91.63	96.21
YOY	-	-31.11%	21.65%	34.00%	15.00%	5.00%
毛利率	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
九味镇心颗粒	111.38	141.40	124.48	161.82	234.64	328.49
YOY	-	26.96%	-11.97%	30.00%	45.00%	40.00%
毛利率	66.95%	64.84%	66.66%	68.00%	68.00%	68.00%
原料药及其他	6.27	17.93	70.19	140.38	161.44	177.58
YOY	-	186.17%	291.46%	100.00%	15.00%	10.00%
毛利率	-	25.03%	15.80%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

#### 可比估值：

公司作为国内对比剂龙头企业，主要涉及对比剂+原料药+仿制药业务，我们选取业务和经营模式与其相近的司太立、福安药业、汉森制药、天宇股份作为可比公司（选取可比公司标准：公司业务范围包含对比剂或原料药，市值 30~80 亿元），参照 iFinD 一致预测 2023 年行业平均 PE 为 34 倍。



图表 45 可比公司估值对比

代码	公司简称	总市值 (亿元)	净利润（百万元）				PE		
			22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
603520.SH	司太立	49.08	-75.85	106.04	294.71	353.97	47.19	16.98	14.14
300194.SZ	福安药业	49.49	204.61	327.05	365.86	406.97	15.86	14.18	12.75
002412.SZ	汉森制药	32.61	167.62	157.99	174.43	169.42	22.36	20.25	20.85
300702.SZ	天宇股份	71.13	-118.95	139.01	275.29	484.17	52.07	26.29	14.95
	平均		/				34.37	19.43	15.67
300016.SZ	北陆药业	32.52	11.21	19.46	31.87	47.91	173.71	106.04	70.54

资料来源：iFinD 一致预测（数据时间为 2023 年 10 月 23 日），华安证券研究所

## 4.2 投资逻辑与建议

### 北陆药业：造影专项，多元发展

北京北陆药业股份有限公司成立于 1992 年 9 月，是国内对比剂行业的龙头企业，此外，公司还在中枢神经类和内分泌类药物领域加大研发力度，努力实现产品多元化。近年来公司营收利润企稳回升，公司发展持续向好。2022 年，公司营收达 7.66 亿元，同比减少 10.93%；归母净利润达 1120.63 万元，同比减少 91.07%，营收利润减少的原因是集采和对比剂上游原材料上涨。2023 年上半年，公司营收达 4.38 亿元，同比增长 24.70%；归母净利润达 960.15 万元，同比降低 76.02%。

公司在深耕对比剂领域的同时，打造“第二增长曲线”，不断加大研发投入，选择市场需求较大的心血管、消化为新增重点立项领域。构建多层次研发体系，公司先后参股世和基因、芝友医疗、医来医疗，战略布局精准医疗。

### 深耕对比剂，打造“原料药+制剂”一体化布局

公司对比剂发展整体保持良好态势，近年来受集采影响营收有所下降，有望企稳回升。公司对比剂收入从 2016 年的 3.98 亿元增长至 2021 年的 6.36 亿元，2016-2021 年复合增长率达 9.82%。2023 年上半年仍然是受碘帕醇注射液集采中标价格大幅下降的影响，碘帕醇注射液收入同比出现大幅下滑。碘克沙醇注射液虽未能中标国家集采，但销售团队仍在努力开拓集采外市场，碘克沙醇注射液收入同比出现回暖。2023 年上半年公司对比剂收入 2.52 亿元，同比增长 0.67%。

在钆喷酸葡胺注射液等市场，公司市场格局占优。此外，公司通过收购海昌药业，打造“原料药+制剂”一体化发展。

降糖药：公司降糖类产品包括格列美脲片和瑞格列奈片，均已纳入国家集采。2023 年上半年，公司降糖类产品收入 4211.91 万元，同比增长 57.99%。

### 九味镇心颗粒，打造中药抗焦虑抑郁第一品牌

流行病学调查显示，我国抑郁障碍年患病率为 3.6%，终生患病率为 6.8%。此外，新型冠状病毒肺炎的大流行使全球重度抑郁障碍病例增加 27.6%，预计 2030 年，抑郁障碍将超过肿瘤和心脑血管疾病成为全球第一大疾病负担。中国抗抑郁药物行业发展较为迅速，预计抗抑郁药物行业样本医院市场规模于 2022 年达到 184.1 亿元人民币。目前，中国抗抑郁药物市场份额主要由外国药企垄断，中成药抗抑郁临床价值亟待进一步发掘。

公司自主研发的九味镇心颗粒是公司近年来重点推广的战略产品，也是国内第一个通过国家食品药品监督管理局批准治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂。2018-2021 年，九味镇心颗粒营收持续增长，2021 年达 1.41 亿元，平均复合增长率达 49.14%。2022 年受整体经济大环境影响，该产品销售收入 1.24 亿元，同比下降 11.97%，2023 年上半年销售收入 8285.93 万元，同比增长 38.96%，有望成为公司继对比剂产品之外的又一战略品种。

### 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 8.69/10.46/12.33 亿元；同比增速为 13.5%/20.3%/17.9%；归母净利润分别为 0.19/0.32/0.48 亿元；净利润同比增速为 73.6%/63.8%/50.3%；对应 2023~2025 年 EPS 为 0.04/0.06/0.10 元/股；对应 PE 为 174x/106x/71x。考虑到公司一方面加强在对比剂领域的核心优势，与此同时介入心血管领域、消化领域等打造“第二成长曲线”，通过九味道镇心颗粒打造抗焦虑中药第一品牌。我们首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示：

- **集采或价格下降的风险：**政府推动药品集中带量采购工作常态化制度化，公司碘类对比剂产品、降糖类产品均已纳入全国药品集中采购并已执标。随着药品集中采购执标及接续工作的推进，是否中标及执标情况的不确定性可能会对公司业绩带来不利影响。
- **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。一旦价格出现大幅波动，将对公司成本产生重大影响。
- **研发进度或研发结果不理想的风险：**公司在研项目丰富，但药品研发投入大、研发周期长，研发进度及研发结果对公司长期发展具有重要影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1178	1225	1308	1431	营业收入	766	869	1046	1233	营业收入	766	869	1046	1233	营业成本	342	428	506	587
现金	767	724	716	743	营业成本	342	428	506	587	营业税金及附加	11	11	14	16	销售费用	211	243	314	370
应收账款	106	128	149	179	营业税金及附加	11	11	14	16	管理费用	86	104	126	148	财务费用	42	0	0	0
其他应收款	4	3	4	4	销售费用	211	243	314	370	资产减值损失	-24	0	0	0	公允价值变动收益	26	0	0	0
预付账款	5	9	9	11	管理费用	86	104	126	148	投资净收益	-6	9	10	12	营业利润	-13	19	31	47
存货	276	338	405	466	财务费用	42	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0	营业外支出	2	0	0	0
其他流动资产	20	24	25	27	资产减值损失	-24	0	0	0	利润总额	-15	19	31	47	所得税	-10	2	4	6
非流动资产	1638	1668	1678	1669	公允价值变动收益	26	0	0	0	净利润	-5	17	28	42	少数股东损益	-16	-3	-4	-6
长期投资	199	180	161	142	投资净收益	-6	9	10	12	归属母公司净利润	11	19	32	48	EBITDA	108	155	186	220
固定资产	783	849	899	930	营业利润	-13	19	31	47	EPS (元)	0.02	0.04	0.06	0.10					
无形资产	125	111	97	83	营业外收入	0	0	0	0										
其他非流动资产	531	527	521	514	营业外支出	2	0	0	0										
资产总计	2816	2893	2986	3100	利润总额	-15	19	31	47										
流动负债	303	396	461	533	所得税	-10	2	4	6										
短期借款	108	133	159	185	净利润	-5	17	28	42										
应付账款	86	104	126	144	少数股东损益	-16	-3	-4	-6										
其他流动负债	109	159	176	204	归属母公司净利润	11	19	32	48										
非流动负债	590	592	592	592	EBITDA	108	155	186	220										
长期借款	90	90	90	90	EPS (元)	0.02	0.04	0.06	0.10										
其他非流动负债	500	502	502	502															
负债合计	892	987	1053	1125	主要财务比率														
少数股东权益	147	144	140	134	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E										
股本	492	492	492	492	成长能力														
资本公积	135	135	135	135	营业收入	-10.9%	13.5%	20.3%	17.9%										
留存收益	1149	1134	1166	1214	营业利润	-110.4%	244.7%	63.8%	50.3%										
归属母公司股东权	1776	1761	1793	1841	归属于母公司净利	-91.1%	73.6%	63.8%	50.3%										
负债和股东权益	2816	2893	2986	3100	获利能力														
					毛利率 (%)	55.4%	50.8%	51.6%	52.4%										
					净利率 (%)	1.5%	2.2%	3.0%	3.9%										
					ROE (%)	0.6%	1.1%	1.8%	2.6%										
					ROIC (%)	0.3%	0.7%	1.0%	1.5%										
					偿债能力														
					资产负债率 (%)	31.7%	34.1%	35.3%	36.3%										
					净负债比率 (%)	46.4%	51.8%	54.5%	57.0%										
					流动比率	3.89	3.09	2.84	2.68										
					速动比率	2.92	2.18	1.91	1.76										
					营运能力														
					总资产周转率	0.27	0.30	0.36	0.41										
					应收账款周转率	6.38	7.43	7.54	7.51										
					应付账款周转率	4.20	4.49	4.41	4.35										
					每股指标 (元)														
					每股收益	0.02	0.04	0.06	0.10										
					每股经营现金流	0.26	0.21	0.24	0.31										
					每股净资产	3.61	3.58	3.64	3.74										
					估值比率														
					P/E	326.00	173.71	106.04	70.54										
					P/B	1.81	1.92	1.88	1.84										
					EV/EBITDA	28.60	21.52	18.16	15.33										

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**分析师：**李昌幸，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于某国产科学仪器公司、华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。