

罗欣药业(002793)

报告日期: 2020 年 10 月 27 日

探讨仿创升级下公司的合理价值

——罗欣药业深度报告

✍ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎ : 联系人: 毛雅婷
✉ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

集采品种机遇与挑战并存, 创新药渐行渐近, 2021-2022 年有望成为公司发展的新起点、新征程。

投资要点

□ 投资建议

我们认为, 罗欣药业作为消化道用药龙头、呼吸领域领先、仿创协同的综合仿制药公司, 创新药 LXI-15028 有望从 2022 年起贡献业绩, 部分对冲集采可能带来的业绩影响; 近 3 年公司在产品、产能和渠道方面开展多元合作, 基本面改善向上, 业绩增长的持续性和发展空间有望超预期, 首次覆盖给予“增持”评级。

□ 市场认知分歧: 存量集采后, 增量什么时候来? 能有多少?

市场的认知: ①有增量、有创新, 但对新品种的销售空间存在分歧; ②消化道领域存量品种(如注射用兰索拉唑)验证了公司在消化科的销售能力, 但集采背景下存量品种流标、降价的风险难以把握。

预期差的焦点源于: 存量品种集采后, 创新品种的增量能否填补空缺? 公司在创新药业务之外的产品、产能和渠道合作模式探索, 中长期会为公司带来哪些变化?

□ 我们的认知①: P-CAB 品种的理论空间, 可以更乐观

国内消化道溃疡和胃食管返流病潜在用药空间大(预估在 1000-1500 亿元)、用药结构持续改善(从 PPI 转向 P-CAB), P-CAB 有足够大的增量空间。参考日本 P-CAB 沃诺拉赞上市后快速放量情况, 我们预期国内 P-CAB 市场天花板较高。

□ 我们的认知②: 分品种量化集采风险&机遇, 没有被 Price-in 的是催化剂

我们建议结合品种具体分析: 注射用兰索拉唑集采的确可能存在业绩压力, 但从竞争格局、量价关系的角度分析, 注射用艾司奥美拉唑钠、注射用雷贝拉唑钠等品种有可能带来业绩增量, 部分对冲其他品种的负面影响。

哪些风险已经被 Price-in? 我们认为目前估值(PE-TTM 在 25 倍左右)已经反映了 2021-2022 年集采预期对业绩增长的影响。

哪些没有被市场充分 Price-in 因素值得被重视? 我们认为, 公司基本面进入过渡向上的阶段(业绩持续性预期、创新药管线价值和成都吸入制剂业务长期发展潜力值得重点关注)。

□ 我们的认知③: 业绩增长持续性和长期空间看, 2021-2022 年是新起点

2022 年起 LXI-15028 有望贡献业绩, 部分对冲集采可能带来的负面影响; 2021-2022 年公司主要品种陆续进入全国集采, 此后仿制药品种有望进入平稳增长通道, 随着 LXI-15028 销售额爬坡、普卡那肽临床三期顺利推进及合作引进项目陆续开展, 公司的收入结构、产品组合有望再次调整, 站在仿创升级的新起点。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45、0.52 和 0.61 元/股, 2020 年 10 月

评级

买入

上次评级 增持
当前价格 ¥12.73

单季度业绩

元/股

2Q/2020 0.08
1Q/2020 0.30
4Q/2019 1.69
3Q/2019 -0.73



公司简介

罗欣药业是集药品研发、生产、贸易及医疗健康服务为一体的大型医药企业集团, 自 2006 年开始连续进入中国制药工业百强企业。

相关报告

深度报告

公司研究——专用设备行业

证券研究报告

27 日收盘价对应 2020 年 28 倍 PE，略高于可比公司平均 PE 估值。我们结合相对估值法和 DCF 法对存量 PPI 品种和创新药品种进行估值，目标市值在 200-260 亿元：参考可比公司估值，给予存量仿制药业务 25-30 倍 PE；DCF 法下，2020 年 LXI-15028 只包含 EE 和 NERD 适应症，现值在 40-50 亿；保守估计普卡那肽折现价值在 5-10 亿；此外，综合考虑公司在抗肿瘤领域的创新药管线、成都吸入制剂业务推进和产品拓展的空间，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 催化剂

创新药临床与上市出现新进展；公司合作引入新产品贡献业绩增量；集采中标价格降幅较低。

□ 风险提示

集采流标的风险；主要品种集采价格降幅过高的风险；主要创新药品种研发/临床失败风险；厂区建设及客户审计速度低于预期的风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	7588.79	7610.21	8540.42	8346.68
(+/-)	22.18%	0.28%	12.22%	-2.27%
净利润	633.95	652.23	751.45	880.01
(+/-)	23.74%	2.88%	15.21%	17.11%
每股收益 (元)	0.44	0.45	0.52	0.61
P/E	28.82	28.01	24.31	20.76

正文目录

1. 罗欣药业：探讨仿创升级下公司的合理价值	5
2. 消化类：大市场、大空间，创新药渐行渐近	7
2.1. 消化道用药：中长期 P-CAB 渗透率有望达到 30%+	7
2.1.1. 国内用药结构：估算 PPI 渗透率 25-35%，一二代平分市场	7
2.1.2. 日本经验：P-CAB 上市后迅速放量，抢占 PPI 市场份额	10
2.2. 创新药 LXI-15028，价值如何？	12
2.3. 普卡那肽：市场空间广阔，保守估计现值在 5-10 亿	16
2.4. 存量 PPI 品种：机遇与挑战并存，整体风险可控	17
2.4.1. 竞争格局：4 个维度看不同品种在集采下的表现	17
2.4.2. 已集采品种：关注市占率变化	18
2.4.3. 未来集采品种：部分品种有望带来净增量	19
3. 呼吸类：探索多元合作模式下的成长上限	22
3.1. 产品&产能合作：制造端积累奠定产品合作的基础，打开长期空间	22
3.2. 渠道合作：优势互补，放大公司渠道端的优势	24
4. 创新药&仿制药管线：自主研发与合作研发结合	25
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1. 收入拆分与预测	26
5.2. 投资建议	27
6. 风险提示	28
7. 附录	29

图表目录

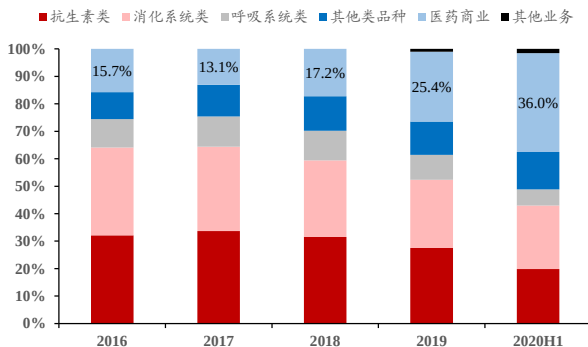
图 1：罗欣药业收入构成：抗生素及消化系统用药占比较高	5
图 2：罗欣药业是消化道溃疡和胃食管返流病治疗龙头	5
图 3：罗欣药业收入及净利润同比增幅	5
图 4：罗欣药业 ROE 及杜邦分析	5
图 5：罗欣药业主要贡献业绩的药品收入额	6
图 6：罗欣药业现有品种竞争格局分类	6
图 7：消化系统主要疾病及共识/指南推荐用药	7
图 8：中国样本医院主要注射用 PPI 销售额	9
图 9：中国样本医院主要注射用 PPI 平均销售单价	9
图 10：武田 Vonoprazan 在日本销售额（2014 年上市）	10
图 11：日本主要原研拉唑类与武田 Vonoprazan 销售额之和	10
图 12：功能性肠疾病主要适应症、共识/指南推荐用药及其在全球销售情况	16
图 13：注射用 PPI 竞争格局对比（坐标轴标准化）	17

图 14: PPI 口服剂型竞争格局对比 (坐标轴标准化)	17
图 15: 罗欣药业与奥赛康消化类收入及增速对比	18
图 16: 罗欣药业与奥赛康主要消化类品种收入对比	18
图 17: 2019 年销售额排名前 5 的祛痰药	22
图 18: 罗欣药业呼吸类收入及增速	22
图 19: 罗欣药业创新药管线	25
表 1: 主要 PPI 品种药代动力学差异及专利、销售情况	8
表 2: PPI 与 P-CAB 主要品种适应症差异	8
表 3: 从主要适应症理论用药规模推算 PPI 用药渗透率	9
表 4: 日本主要原研 PPI 及沃诺拉赞销售额情况	10
表 5: 国内 P-CAB 产品临床管线	12
表 6: 估算 GERD 主要适应症下罗欣 028 销售峰值	14
表 7: EE 和 NERD 患病率变化对 DCF 估值的影响	15
表 8: 永续增长率和 WACC 患病率变化对 DCF 估值的影响	15
表 9: PPI 口服及注射剂主要销售企业产品布局	17
表 10: 第三轮全国集采罗欣药业中标品种情况	18
表 11: 主要 PPI 注射剂一致性评价进度 (列举销售量市占率前 3 名+罗欣药业审评情况)	19
表 12: 可能在 2021-2022 年陆续全国集采的 PPI 注射剂分析	20
表 13: 可能在 2021-2022 年陆续全国集采的 PPI 注射剂对罗欣药业业绩的影响估算	20
表 14: Aurobindo 在 2019 年 10 月后获批 ANDA 品种及市场空间	23
表 15: 罗欣药业成都医药健康产业园项目部分拟投产品种	24
表 16: 罗欣药业仿制药在审品种及进度	25
表 17: 罗欣药业医药工业部分收入主要构成及预测	26
表 18: 公司 2022 年收入增速对主要品种集采中标价降幅的敏感性测试	27
表 19: 公司 2022 年归母净利润增速对主要品种集采中标价降幅的敏感性测试	27
表 20: 盈利预测与财务指标	28
表 21: PPI 口服及注射剂主要销售企业产品布局	29
表附录: 三大报表预测值	30

1. 罗欣药业：探讨仿创升级下公司的合理价值

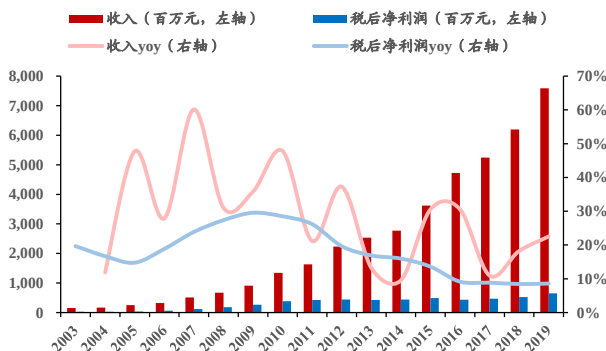
30 余年的发展、转型后，今天的罗欣药业站在怎样的新起点？历史上看罗欣药业，公司从药材经销出发，转型制药后主动调整产品结构、扩充研发管线，逐渐从抗生素为主的业务结构转变为消化道用药龙头、呼吸领域领先、仿创协同的综合型制药公司；2022 年后第一款 License-in 创新药有望贡献业绩，公司发展进入新阶段。全国集采加速的背景下，再审视罗欣药业革新、迭代的路径与方向，对分析罗欣药业的投资价值尤为重要。

图 1：罗欣药业收入构成：抗生素及消化系统用药占比较高



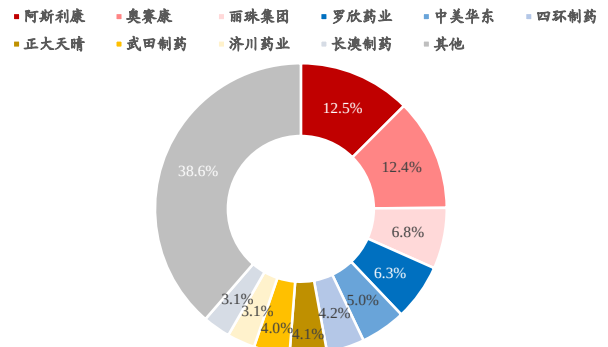
资料来源：资产置换交易报告，浙商证券研究所

图 3：罗欣药业收入及净利润同比增幅



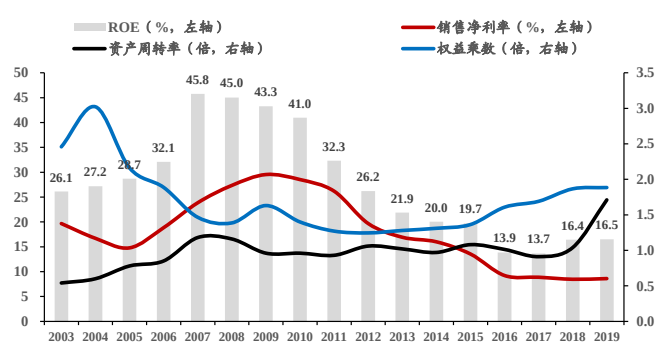
资料来源：公司公告，资产置换交易报告，浙商证券研究所

图 2：罗欣药业是消化道溃疡和胃食管返流病治疗龙头



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

图 4：罗欣药业 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告，资产置换交易报告，浙商证券研究所

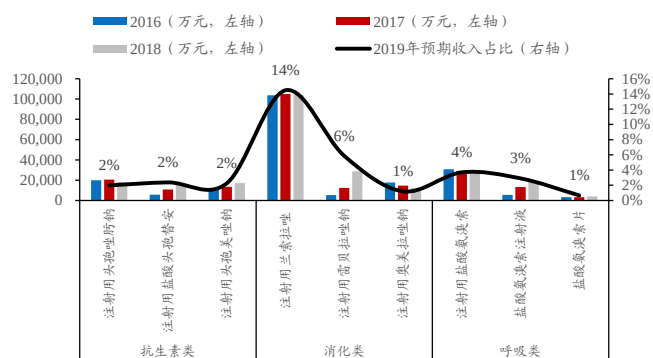
二级市场对公司的认知：①有增量、有创新，但对新品种的销售空间存在分歧；②消化道领域存量品种（如注射用兰索拉唑）验证了公司在消化科的销售能力，但集采背景下存量品种流标、降价的风险难以把握。

我们认知的差异：①P-CAB 品种的理论空间，可以更乐观：我们估算国内消化道溃疡和胃食管返流病潜在用药空间在 1000-1500 亿元，PPI 渗透率尚在 30-40%，疾病知晓率、治疗率的提升有望进一步提升市场空间。相比 PPI，P-CAB 在抑酸速度、维持时间等方面改善明显，患者顺应性更佳，参照日本沃诺拉赞上市后 P-CAB 渗透率变化，国内 P-CAB 市场天花板较高。

②怎样看待集采对存量业务的影响？我们认为集采的影响一定会分化，主张结合品种具体分析。我们认为，注射用兰索拉唑集采的确可能存在业绩压力，但从竞争格局、量价关系的角度分析，注射用艾司奥美拉唑钠、注射用雷贝拉唑钠等品种有可能带来业绩增量，部分对冲其他品种的负面影响。集采对 2021-2022 年业绩增长的影响一定程度上被

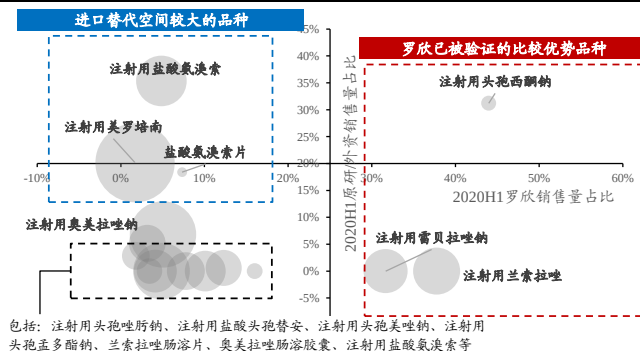
Price-in, 当下节点看罗欣药业的估值, 我们建议关注还没有被市场充分 Price-in 的业绩持续性预期、创新药管线价值和成都吸入制剂业务长期发展潜力。

图 5: 罗欣药业主要贡献业绩的药品收入额



资料来源: 资产置换交易报告, 公司年报, 浙商证券研究所

图 6: 罗欣药业现有品种竞争格局分类



资料来源: IMS, 浙商证券研究所

注: 圆圈大小代表相关药品预期 2020 年销售额大小

③业绩增长持续性和长期空间: 2022 年起 LXI-15028 有望贡献业绩, 部分对冲集采可能带来的负面影响; 2021-2022 年公司主要品种陆续进入全国集采, 此后仿制药品种有望进入平稳增长通道, 随着 LXI-15028 销售额爬坡、普卡那肽临床三期顺利推进及合作引进项目陆续开展, 公司的收入结构、产品组合有望再次调整, 站在仿创升级的新起点。

我们认为, 仿创升级是趋势, 但过程不会一帆风顺; 我们关注到仿制药公司之间优势领域、产品结构、创新药管线等差异较大, 出现最多的情况是: 存量品种集采, 但公司的新业务、新品种仍在放量的前期, 或者仍在研发的过程中, 进而导致业绩大幅波动, 背后反映的是企业家在传统企业转型升级过程中战略响应的眼光和节奏, 这是个当下国内传统 Pharma 面临的共性问题。集采加速下, 二级市场感受到仿制药公司业绩增长的波动性和风险, 但不代表优质公司没有投资机会; 在当下的节点, 我们建议关注罗欣药业创新药管线、合作引入项目和成都吸入制剂业务的合理价值和长期潜力, 2021-2022 年将成为公司发展的新起点、新征程。

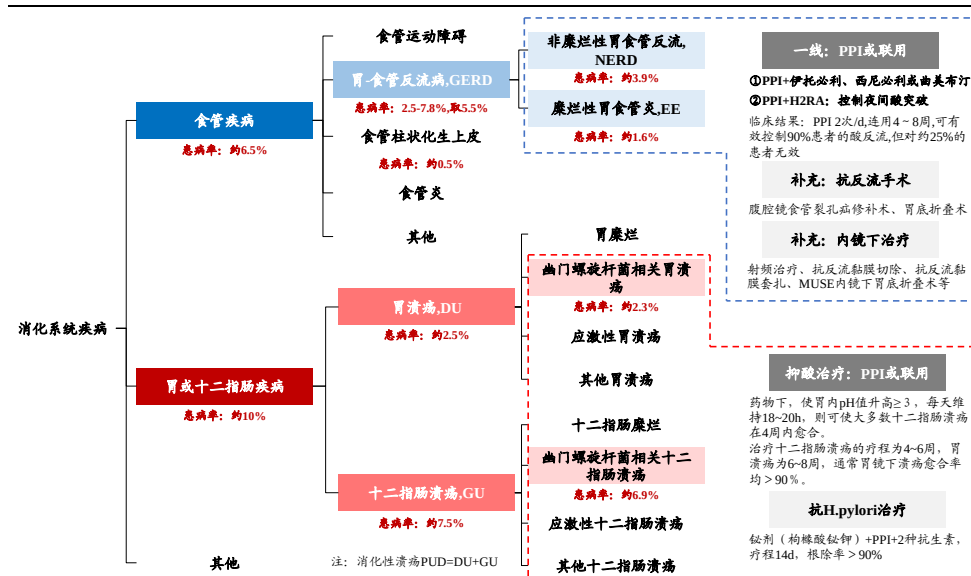
2. 消化类：大市场、大空间，创新药渐行渐近

2.1. 消化道用药：中长期 P-CAB 渗透率有望达到 30%+

2.1.1. 国内用药结构：估算 PPI 渗透率 25-35%，一二代平分市场

PPI 仍是食管疾病及胃/十二指肠疾病的一线用药。根据主流专家共识和治疗指南，胃食管反流病（GERD）、胃或十二指肠溃疡（DU+GU）中，PPI（质子泵抑制剂，下同）为一线用药，针对不同适应症和临床表现，同时联用 H2RA（H2 受体抑制剂，下同）或伊托必利等。结合 Wind 医药库 2019 年销售额数据，我们估算消化道溃疡和胃食管返流病治疗领域，PPI 用药销售额占比在 85-90%之间。

图 7：消化系统主要疾病及共识/指南推荐用药



资料来源：ICD，《质子泵抑制剂预防性应用专家共识（2018）》，《中国全科医学》，《胃食管反流病的流行病学》，《消化性溃疡诊断与治疗规范》，Middle East Journal of Digestive Diseases，浙商证券研究所

PPI 对比 P-CAB：抑酸速度和持久性很重要，P-CAB 在多方面有改进，有望陆续获批更多适应症。结合临床结果、指南和专家共识，我们认为主流的六种 PPI 药品临床疗效差异在于胃内 pH 控制、症状控制和食管炎愈合控制。从第一天 pH4 看（24 小时内胃内 pH 值高于 4 的比例，实证认为 pH4 持续时间百分比每增加 1%，GERD 治愈率提高 4%），艾司奥美拉唑与艾普拉唑明显高于其他 PPI 品种，新一代 P-CAB（钾离子竞争性酸阻滞剂，下同）品种沃诺拉赞（武田原研，国内也翻译为伏诺拉生）及特戈拉赞（韩国 CJ Healthcare 原研）第一天 pH4 明显高于 PPI 品种，从抑酸速度、抑酸维持时间和效果上看，P-CAB 优于第二代 PPI。

我们认为，沃诺拉赞、特戈拉赞半衰期更长、不需要酸保护、不主要依赖临床变异性较高的 CYP2C19，较少出现夜间酸突破，可以通过调节剂量的方式灵活调节抑酸效果，在严重糜烂性食管炎、胃肠道出血或幽门螺杆菌根除治疗中更具有优势。在主要适应症中，奥美拉唑、艾司奥美拉唑获批数量最多，武田的沃诺拉赞在国内暂时已获批适应症为 EE（糜烂性食管炎，下同），目前处在临床三期的适应症为 DU（十二指肠溃疡，下同）及 GU（胃溃疡，下同）；罗欣药业 LXI-15028 临床三期适应症为 NERD（非糜烂性胃食管反流，下同）和 EE。我们认为，未来 P-CAB 有望陆续获批更多适应症。

表 1：主要 PPI 品种药代动力学差异及专利、销售情况

药物名称	奥美拉唑	兰索拉唑	泮托拉唑	雷贝拉唑	艾司奥美拉唑	艾普拉唑	沃诺拉赞	特戈拉赞
英文名称	Omeprazole	Lansoprazole	Pantoprazole	Rabeprazole	Esomeprazole	Ilaprazole	Vonoprazan	Tegoprazan
食物对生物利用度影响	吸收延迟, 但不影响吸收总量	吸收延迟, 峰值浓度降低, 但不影响吸收总量	无影响	达峰时间延迟	降低 30%~50%	达峰时间延迟	吸收延迟, 但不影响峰值浓度	-
口服生物利用度	单次给药 35% 多次给药 60%	85%	77%	52%	单次给药 50%~64% 多次给药 68%~89%	55%	-	-
达峰时间 (h)	0.5~3.5	1.5~2.2	2.5	3.1	1.0~2.0	3.8	1.5~2.0	0.5~1.0
主要代谢酶	CYP2C19	CYP3A4	CYP2C19	非酶占 80%	CYP3A4	CYP3A4	CYP3A4	CYP3A (expected)
次要代谢酶	CYP3A4	CYP2C19	CYP3A4	CYP2C19/ CYP3A4 占 20%	CYP2C19	-	CYP2B6 CYP2C19 CYP2D6 SULT2A1	-
抑酸持续时间 (h)	24	> 24	> 20	12.1	14	20	> 24	> 24
血浆半衰期 (h)	0.5~1	1.3~1.7	1	0.7~1.5	1.3	3.3	7.7	3.7~5.4
第一天 pH4	44.6%	48.5%	31.5%	44.1%	56.0%	52.3%	63.0%	100 mg 62.3% 200 mg 76.8%
第 N 天 pH4	N=7, 63.1%	N=5, 63%	N=5, 56%	N=8, 60.3%	N=5, 68%	N=5, 73.37%	N=7, 83%	N=7, 100 mg 70.4% 200 mg 94.6%
国内上市日期	2000	1996	1997	2009	2002	2007	2019	-
专利到期时间	2004	2004	最早 2000 年	最早 2002 年	2019	2014	2026	2026
日均治疗费用 (元)	1.6	2.0	3.6	7.8	7.9	13.1	28.0	
2019 年样本医院销售额 (全剂型, 亿元)	75.7	45.4	80.1	71.1	69.2	14.5	-	-

资料来源: Wind 医药库, IMS,《质子泵抑制剂预防性应用专家共识 (2018)》, Alimentary pharmacology & therapeutics, ology, Clinical pharmacokinetics, Translational and Clinical Pharmacology, Newport, 中国上市药品目录集数据库, 浙商证券研究所

注: 艾司奥美拉唑即埃索美拉唑, 仅为名称差异。专利到期时间采用 Newport 和原研公司年报中披露的该药品在中国专利结束期。

表 2: PPI 与 P-CAB 主要品种适应症差异

药物名称	消化性溃疡	吻合口溃疡	与适当抗菌 药物联合根 除 H. pylori	糜烂性食管 炎, EE	GERD 症状 控制	NSAIDs 引 起的胃黏膜 损伤	预防 NSAIDs 引起的胃黏 膜损伤	预防 NSAIDs 引起的十二指 肠溃疡复发	酸性消化不 良	卓-艾综合征
奥美拉唑	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+
兰索拉唑	+	+	-	+	-	-	-	-	-	+
泮托拉唑	+	-	+	+	-	-	-	-	-	+
雷贝拉唑	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+
艾司奥美拉唑	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-
艾普拉唑	+	-	-	+	-	-	-	-	-	-
沃诺拉赞*	+	-	+	+	-	-	+	+	-	-

(TAKECAB)										
特戈拉赞 (K-CAB) **	+	-	+	+	+	-	-	-	-	-
替戈拉生 (LXI-15028)	+	-	-	+	+	-	-	-	-	-

资料来源:《质子泵抑制剂预防性应用专家共识 (2018)》, 药品说明书, 浙商证券研究所

*注: 此处沃诺拉赞适应症主要为武田在日本获批的适应症, 武田沃诺拉赞在中国已获批的适应症及正在临床的适应症, 见后表。

**注: 此处特戈拉赞适应症为 CJ Healthcare 在韩国获批的适应症。

估算中国 GERD、DU、GU 主流适应症用药市场空间在 1000-1500 亿元, PPI 类渗透率在 30-40%。我们结合不同药品说明书、临床指南及专家共识、文献及 Wind 医药库最新中标价, 估算了标准疗程下口服剂型日均治疗费用: 沃诺拉赞 > 艾普拉唑 > 艾司奥美拉唑 > 雷贝拉唑 > 其他 PPI。在已知患病人数、治疗价格和治疗周期的前提下, 我们测算认为国内 GERD、DU、GU 总潜在用药市场在 1000-1500 亿元。根据 IMS 统计的 2019 年中国主要 PPI 品种销售额 (不分剂型) 并适当放大, 我们估算 2019 年全国 PPI 药品销售额在 350-400 亿元, 对应 PPI 渗透率在 30-40%。根据 IMS report of AZ GERD Patient Journey Study 及 AZ《胃食管反流病诊断与治疗策略》, 约有 35% 的 GERD 患者会寻求帮助; 发表在 Gut Instincts 上文章显示, 就诊患者占全部 GERD 患者的 1/8。综合文献和调查数据, 及 Wind 医药库样本放大数据, 我们认为我国现在 GERD、DU 及 GU 知晓率、就诊率仍处于较低水平, 随着医疗知识普及程度和人均收入水平的提升, 未来知晓率、就诊率有望持续提升, 进而带动消化道溃疡和胃食管返流病市场总量的增长。

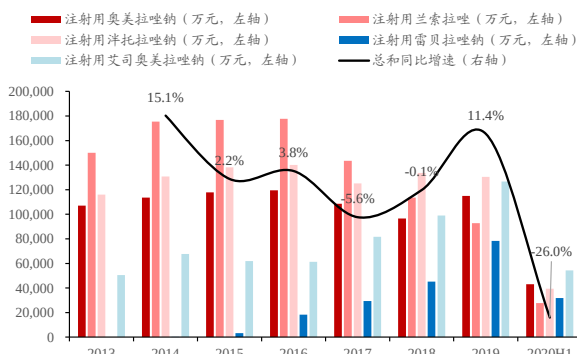
表 3: 从主要适应症理论用药规模推算 PPI 用药渗透率

	糜烂性食管炎 (EE)	非糜烂性胃食管 反流病(NERD)	十二指肠溃疡 (DU)*	胃溃疡(GU)*	H. pylori 导致的 DU 及 GU
人口总数 (亿人)	13.98	13.98	13.98	13.98	13.98
PPI 类加权平均价格 (元/人/年)	504	504	504	504	904
患病率	1.5%	4.0%	0.6%	0.20%	9.20%
患病人数 (万人)	2,096.6	5,609.5	844.2	282.4	13,031.6
估算理论市场空间 (亿元)	106	283	43	14	665

资料来源: Wind 医药库, 国家统计局,《质子泵抑制剂预防性应用专家共识 (2018)》, 药品说明书, 浙商证券研究所

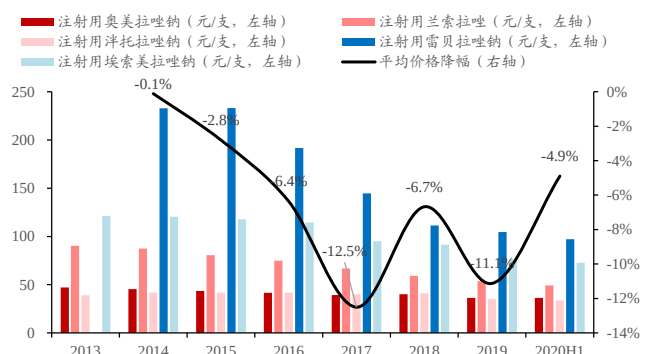
*注: 此处的 DU 和 GU 均为不是由于幽门螺旋杆菌导致的 DU 和 GU, 因此患病率较低。

图 8: 中国样本医院主要注射用 PPI 销售额



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

图 9: 中国样本医院主要注射用 PPI 平均销售单价



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

2.1.2. 日本经验：P-CAB 上市后迅速放量，抢占 PPI 市场份额

武田沃诺拉赞于 2014 年 12 月在日本上市，日本市场 PPI 类和 P-CAB 类药品销售有怎样的变化？两者是否存在替代关系？限于数据来源，我们多方面参考了日本仿制药替代率、PPI 用药结构等数据，从原研 PPI 品种的角度拆分了日本消化道溃疡和胃食管返流病市场规模的变化。

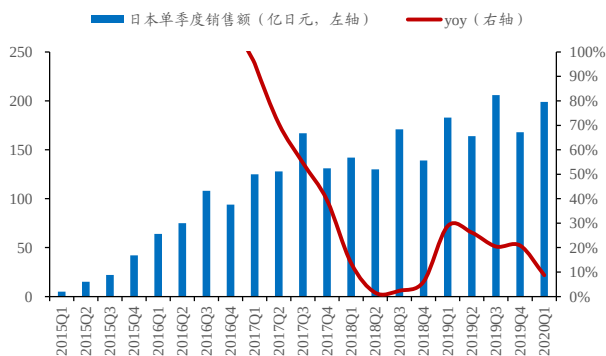
日本 PPI 原研销售：根据武田、卫材和阿斯利康各年年报，我们拆分了兰索拉唑、雷贝拉唑和艾司奥美拉唑在日本的原研药销售额。针对泮托拉唑，由 Newport 可知 1994 年武田将泮托拉唑在日本区域的销售权益转让给第一三共，但第一三共并未成功将该药品推向日本市场；针对奥美拉唑，由于其专利早已到期，即使找到原研在日本的销售额也难以衡量奥美拉唑整体市场规模，此处根据中国奥美拉唑销售额占总体销售额比重估计日本占比。

日本总体 PPI 市场空间估计：根据日本厚生劳动省的抽样调查，2018 年院内胃溃疡及十二指肠溃疡仿制药销售额占比为 7.1%，院外占比为 14.3%，取简单平均为 10-11%。此外根据阿斯利康年报，“Nexium is subject to generic competition globally, except for Japan”，在销售额上反映为艾司奥美拉唑在日本的销售额较稳定；根据武田年报，日本兰索拉唑销售额下降的主要压力源于“兰索拉唑仿制药和艾司奥美拉唑”。综上，日本不同 PPI 仿制药替代率有所差异，但整体显著低于中国。

日本 P-CAB 销售额：武田沃诺拉赞于 2014 年 12 月成功在日本上市，武田公布了其在本国国内的季度销售额，截止 2020Q1，单季度销售额达到 199 亿日元，同比增长 8.7%；2019 年销售额为 721 亿日元，折合人民币约为 45.7 亿元。

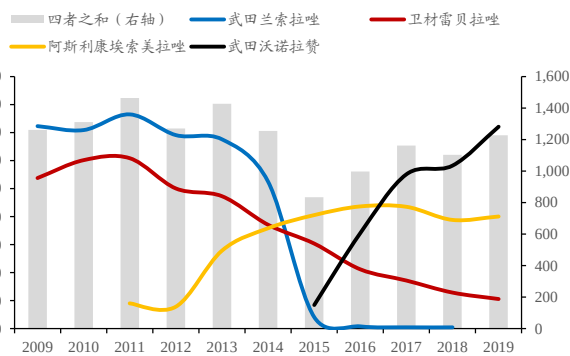
综合上述分析方法和假设，我们估算日本 PPI+P-CAB 销售额之和在 350-450 亿元。从内部用药结构上看，我们认为 P-CAB 上市后部分替代了 PPI 使用，我们推测对第二代 PPI 的影响小于第一代 PPI。参照日本经验，我们认为国内 P-CAB 药品陆续上市后，有望部分替代第一代 PPI 药品的市场空间；日本市场份额中 P-CAB 占比较高，我们认为中期看国内 P-CAB 药品占总药品比例有望达到 30%。

图 10：武田 Vonoprazan 在日本销售额（2014 年上市）



资料来源：武田各年年报，浙商证券研究所

图 11：日本主要原研拉唑类与武田 Vonoprazan 销售额之和



资料来源：武田、卫材、阿斯利康各年年报，浙商证券研究所

表 4：日本主要原研 PPI 及沃诺拉赞销售额情况

单位：亿日元	武田兰索拉唑	卫材雷贝拉唑	阿斯利康埃索美拉唑	武田沃诺拉赞	四者之和
2009	723	538			1261
2010	709	602			1311
2011	765	609	90		1464
2012	691	501	78		1270

2013	676	473	278		1427
2014	525	371	358		1254
2015	41	304	405	84	834
2016	8	212	436	341	997
2017	4.70	172	435	551	1162
2018	4.60	129	388	582	1103
2019		106	400	721	1227

资料来源：武田、卫材、阿斯利康各年年报，浙商证券研究所

							际: 480 人	
		CTR20150039	2015/2/2	III 期	治愈后糜烂性食管炎的维持治疗	已完成	国内: 435 人, 国际: 600 人	
	杨子药业	CTR20201301	2020/7/20	BE	▲	进行中 尚未招募	48	
	人福药业	CTR20192159	2020/4/20	BE 预实验	▲	已完成	24	
	康弘药业	CTR20200611	2020/4/16	BE	▲	进行中 招募中	24 例, 正试验计划入组 90 例	
	瑞阳制药	CTR20191669	2019/8/19	BE	▲	进行中 招募完成	24	
	华东医药	CTR20191499	2019/7/31	BE	▲	进行中 尚未招募	96	
	正大天晴	CTR20190707	2019/4/29	BE	消化性溃疡、胃食管反流病	已完成	72	
	鲁能制药	CTR20181960	2018/11/6	BE	▲	已完成	72	
注射剂	柯菲平	CTR20200509	2020/4/13	I 期	消化性溃疡出血	进行中 尚未招募	12	
柯诺拉赞	片剂	柯菲平	CTR20201217	2020/9/10	I 期	▲	进行中 尚未招募	8
			CTR20201151	2020/7/8	III 期	反流性食管炎	进行中 招募中	240
			CTR20201093	2020/7/7	III 期	十二指肠溃疡	进行中 招募中	360
X842	胶囊	生诺医药	CTR20192545	2019/12/20	II 期	反流性食管炎	进行中 招募中	90
			CTR20181666	2018/9/28	I 期	胃食管反流病 (糜烂性食管炎、非糜烂性反流病)、胃溃疡、十二指肠溃疡的治愈及维持治疗	已完成	88

资料来源: Wind 医药库, 中国临床试验注册中心, 浙商证券研究所

注: ▲指代: (1) 胃溃疡、十二指肠溃疡、反流性食管炎、低剂量阿司匹林给药时抑制胃溃疡或十二指肠溃疡复发、非甾体类抗炎药给药时抑制胃溃疡或十二指肠溃疡复发。 (2) 下述疾病的幽门螺杆菌辅助除菌: 胃溃疡、十二指肠溃疡、胃 MALT 淋巴瘤、特发性血小板减少性紫癜、早期胃癌内镜切除术后胃、幽门螺杆菌感染性胃炎。

此外, 多个药企合作的, 此处仅列出主要企业; 同一企业同一适应症按临床阶段、首次公示日期取最新临床登记录录。

- 价格及用药频次: 武田在中国已上市的富马酸沃诺拉生片最近中标价为 196 元/盒, 约为 28 元/片。我们认为, LXI-15028 作为一款具有优势的创新药, 上市后价格有望锚定武田的富马酸沃诺拉生片; 2020 年富马酸沃诺拉生片 (即富马酸沃诺拉唑片) 通过医保调整形式审查, 未来能否降价加入全国医保存在一定的不确定性。此处我们假设 LXI-15028 定价在第二代 PPI 与富马酸沃诺拉生片之间。
- 达峰时间: 假设 EE 适应症上市 5 年后渗透率达峰, NERD 适应症中由于竞品较少 (无论是已上市的还是潜在上市的), 假设达峰期晚 2-4 年。
- WACC: 我们根据 SW 化学制剂行业的平均 Beta 值和罗欣药业的有息债务、所有者权益数据, 调整 β 的杠杆水平, 并参考国债收益率、市场收益率和长短期利率水平计算出 WACC 为 9.97%, 约为 10%。
- 风险调整因子及永续增长率: 假设三期临床基本顺利完成、上市概率较高的品种, 风险调整概率为 95%; 假设三期临床正在进行、成功概率较高的, 风险调整概率为 60%; 假设还未进行三期临床的项目, 风险调整概率为 30%。统一假设永续增长率为 -5%。

仅考虑 EE 和 NERD 适应症, LXI-15028 的 DCF 价值在 35-50 亿元。下表简要汇报了 LXI-15028 的部分 DCF 估值结果。我们认为, 仅考虑 EE 和 NERD 适应症, LXI-15028 单年销售峰值有望达到 20-30 亿元。相比于 EE 适应症, NERD 适应症患病率更高且获批该适应症的 PPI 品种较少, 在后续仿制药和新药中针对该适应症的药品较少, 我们认为 NERD 适应症估值更高。

表 6: 估算 GERD 主要适应症下罗欣 028 销售峰值

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
糜烂性食管反流病, EE								
EE 患病率	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
提升幅度		0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EE 患病人数 (万人)	2,096.6	2,243.8	2,392.0	2,541.2	2,691.3	2,842.4	2,994.5	3,147.6
知晓率/治疗率	30%	30.5%	31.0%	31.5%	32.0%	32.5%	33.0%	33.5%
提升幅度		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
LXI-15028 整体渗透率				1.5%	4.0%	9.0%	14.0%	17.5%
覆盖患者人数 (万人)				12.0	34.4	83.1	138.3	184.5
YOY 覆盖患者人数					186.9%	141.3%	66.4%	33.4%
年治疗费用 (元)				1260	1260	1260	1260	1260
YOY 年治疗费用					0%	0%	0%	0%
年销售额 (亿元)				1.5	4.3	10.5	17.4	23.3
YOY 年销售额					186.9%	141.3%	66.4%	33.4%
FCF 比率				19%	19%	19%	19%	23%
FCF (亿元)				0.3	0.8	2.0	3.3	5.3
非糜烂性食管反流病, NERD								
NERD 患病率	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%
提升幅度		0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
NERD 患病人数 (万人)	5,590.9	5,749.8	5,909.7	6,070.6	6,232.5	6,395.5	6,559.4	6,724.4
知晓率/治疗率	30.0%	30.5%	31.0%	31.5%	32.0%	32.5%	33.0%	33.5%
提升幅度		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
LXI-15028 整体渗透率				1.0%	2.0%	4.0%	6.0%	7.6%
覆盖患者人数 (万人)				19.1	39.9	83.1	129.9	171.2
YOY 覆盖患者人数					108.6%	108.4%	56.2%	31.8%
年治疗费用 (元)				1260	1260	1260	1260	1260
YOY 年治疗费用					0%	0%	0%	0%
年销售额 (亿元)				2.4	5.0	10.5	16.4	21.6
YOY 年销售额					108.6%	108.4%	56.2%	31.8%
FCF 比率				19%	19%	19%	19%	23%
FCF (亿元)				0.5	0.9	2.0	3.1	5.0

资料来源: Wind 医药库, 罗欣药业年报, 浙商证券研究所

根据我们的估算, LXI-15028 的 DU 适应症 DCF 价值在 20-30 亿元; 由于患病率相对较低且临床、上市时间存在较大不确定性, 我们估算 GU 适应症 DCF 价值在 5-10 亿元。根据药物临床试验登记与信息公示平台, 2018 年 1 月罗欣药业完成“胃食管反流病(糜烂性食管炎、非糜烂性反流病)、十二指肠溃疡”一期临床试验, 随着三期临床的完成和 DU 适应症获批, 我们认为有望打开 LXI-15028 的销售上限。

在不同的患病率和 WACC、永续增长率假设下，我们估计 LXI-15028 的 DCF 估值在 30-55 亿元之间。由于我们估计的 GERD 总患病率相对较低，我们认为 EE 和 NERD 患病率处于较低区间的概率并不高。

表 7：EE 和 NERD 患病率变化对 DCF 估值的影响

		EE 患病率				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
NERD 患病率	3.0%	30.1	33.7	37.2	40.8	44.4
	3.5%	32.6	36.2	39.7	43.3	46.9
	4.0%	35.1	38.7	42.2	45.8	49.4
	4.5%	37.6	41.2	44.7	48.3	51.9
	5.0%	40.1	43.7	47.2	50.8	54.4

资料来源：浙商证券研究所

表 8：永续增长率和 WACC 患病率变化对 DCF 估值的影响

		永续增长率				
		-8%	-6%	-5%	-2%	0%
WACC	12%	35.6	35.7	35.7	35.8	35.9
	11%	38.6	38.7	38.8	38.9	39.1
	10%	42.0	42.2	42.2	42.5	42.8
	9%	45.9	46.1	46.2	46.7	47.2
	8%	50.4	50.7	50.9	51.6	52.5

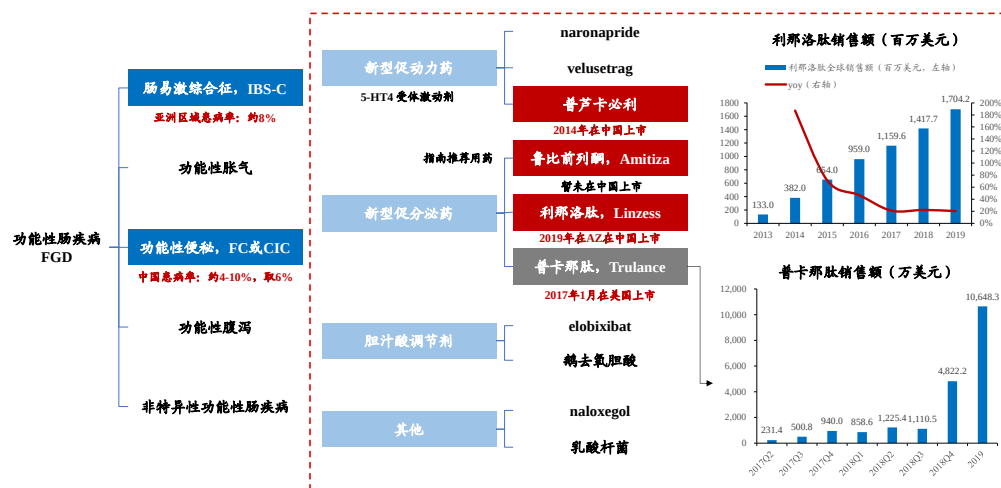
资料来源：浙商证券研究所

2.3. 普卡那肽：市场空间广阔，保守估计现值在 5-10 亿

2018 年 8 月，罗欣药业与 Synergy 签订协议，在中国独家开发和销售普卡那肽（口服鸟苷酸环化酶-C（GC-C）激动剂）。由 Synergy 年报可知，普卡那肽于 2017 年 1 月通过 FDA 批准，用于成人患者的 CIC 治疗；上市第一年约实现 3000-4000 万美元收入。在功能性肠疾病领域，IBS-C（肠易激综合征，下同）及 CIC（慢性特异性便秘，下同）是主体，我国指南推荐的治疗药物包括利那洛肽（阿斯利康 2019 年上市）、鲁比前列酮和普芦卡必利。基于相关适应症的患病率、指南推荐用药，我们分析了普卡那肽未来上市后的渗透率并建立 DCF 模型估值该药品的合理价值。

我们假设普卡那肽在 2021 年顺利开展临床三期试验，2022-2023 年完成试验并整理数据，2024-2025 年报产，估计 2025 年贡献业绩。定价方面，假设普卡那肽定价会参考竞品利那洛肽，而利那洛肽在 2020 年通过医保目录调整的形式审查，进入医保后可能会定期降价。假设临床三期的成功率 60%，我们认为 2020 年普卡那肽的现值为 5-10 亿元，销售额峰值在 15-20 亿元。

图 12：功能性肠疾病主要适应症、共识/指南推荐用药及其在全球销售情况



资料来源：Synergy 年报，中国知网，生物制品圈，浙商证券研究所

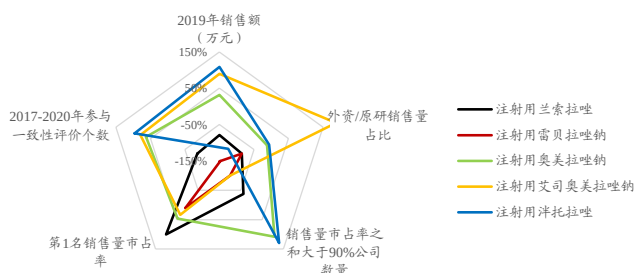
2.4. 存量 PPI 品种：机遇与挑战并存，整体风险可控

带量采购常态化下，探讨罗欣药业消化道领域存量业务的价值。根据 Wind 医药库样本医院销售额排名，罗欣药业在消化道溃疡和胃食管返流病领域销售额排名第四，在部分品种如注射用兰索拉唑等，罗欣药业市场份额遥遥领先。带量采购常态化下，市场可能担忧集采流标的可能和降价幅度过大的风险；我们认为，在平均降幅 70%+ 的前提下，集采对公司业绩的影响一定是分化的，分化背后隐含的是存量市场份额的差异、增量空间的来源和大小、原料药-制剂一体化的配套情况及公司的销售效率。针对罗欣，我们在多个维度、多个假设情境下，分析了集采对公司可能的影响，希望探讨在集采环境下，消化道龙头存量业务在二级市场的合理估值。

2.4.1. 竞争格局：4 个维度看不同品种在集采下的表现

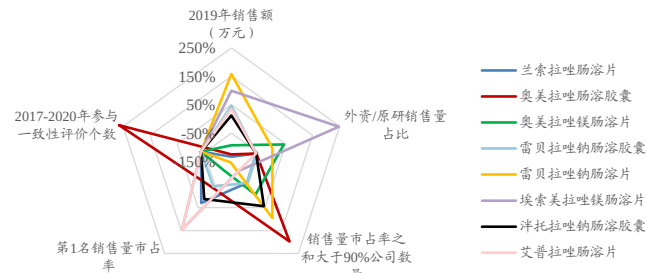
四个维度对比 PPI 品种的竞争格局和集采的潜在影响。我们试图从市场空间大小（2019 年 Wind 医药库样本医院销售额）、集采潜在增量来源（外资/原研销售量占总销售量比例）、市场集中度（销售量市占率之和大于 90% 的公司个数与第 1 名销售量市占率）和集采竞争激烈度（2017-2020 年参与一致性评价的个数）这 4 个维度出发，将 PPI 品种放在一起比较。我们认为，注射用艾司奥美拉唑和埃索美拉唑肠溶片集采后增量空间较大；注射用泮托拉唑市场份额较分散，集采后市占率集中的趋势可能更明显；注射用兰索拉唑龙头公司流标后损失较大。

图 13：注射用 PPI 竞争格局对比（坐标轴标准化）



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

图 14：PPI 口服剂型竞争格局对比（坐标轴标准化）



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

竞争格局：奥赛康及罗欣药业在 PPI 领域品种布局最完整、竞争力较强，注射剂集采对存量业务的影响较大。消化道溃疡和胃食管返流病用药领域中，奥赛康的注射用奥美拉唑钠销售额远超竞争对手，第二代 PPI 销售份额提升较快；罗欣药业的优势品种为注射用兰索拉唑和注射用雷贝拉唑钠。针对既是优势品种、又是重要品种的 PPI 药品，降价和流标对公司业绩的影响更明显。

表 9：PPI 口服及注射剂主要销售企业产品布局

	罗欣药业	奥赛康	阿斯利康	丽珠集团	华东制药*	悦康药业	常州四药*
注射用兰索拉唑	优势品种&重要品种	优势品种				销售品种	销售品种
注射用雷贝拉唑钠	优势品种	优势品种					
注射用奥美拉唑钠	销售品种	优势品种&重要品种	销售品种	销售品种		销售品种	
注射用艾司奥美拉唑钠	在审品种	销售品种&重要品种	优势品种				

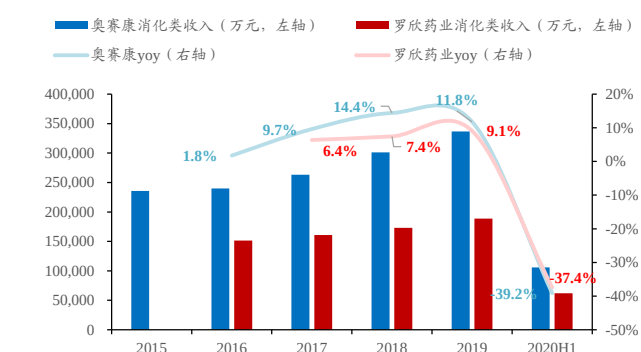
	要品种	
注射用泮托拉唑	销售品种	优势品种
兰索拉唑肠溶片	销售品种	
奥美拉唑肠溶胶囊	销售品种	销售品种 优势品种
奥美拉唑镁肠溶片		优势品种
雷贝拉唑钠肠溶胶囊		销售品种
雷贝拉唑钠肠溶片		
埃索美拉唑镁肠溶片		优势品种
泮托拉唑钠肠溶胶囊	销售品种	优势品种
艾普拉唑肠溶片		优势品种

资料来源：Wind 医药库，罗欣药业、奥赛康、阿斯利康、丽珠集团、华东制药、悦康药业 2019 年报，浙商证券研究所

注：优势品种定义为 2019 年 Wind 医药库样本医院销售额市占率前 3 且大于 20%；重要品种定义为公司该品种 2019 年收入占公司总收入比例大于 10%；销售品种定义为公司 2019 年 Wind 医药库样本医院有销售额记录的品种；在审品种定义为公司 2019 年 Wind 医药库药品注册评审中记录为“在审评审批”状态的品种。

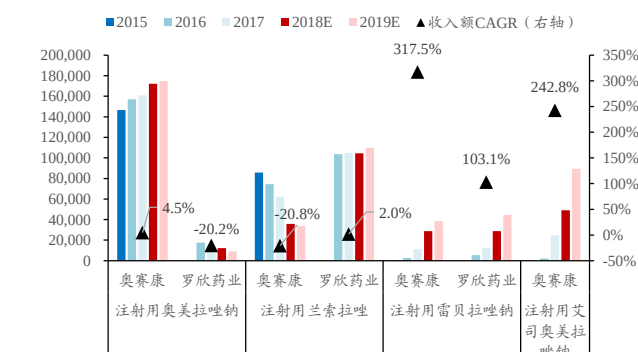
*注：由于华东医药年报中未披露具体品种销售情况及常州四药暂未上市，此处暂未标明两个公司的“重要品种”。

图 15：罗欣药业与奥赛康消化类收入及增速对比



资料来源：奥赛康、罗欣药业年报及公告，浙商证券研究所

图 16：罗欣药业与奥赛康主要消化类品种收入对比



资料来源：奥赛康、罗欣药业年报及公告，浙商证券研究所

注：奥赛康并未披露 2018 年及 2019 年具体品种销售额，此处估算假设 2018 年全年及 2019 年销售单价与 2018 年 1-5 月相同。

2.4.2. 已集采品种：关注市占率变化

第三轮全国集采中标对公司业绩的影响，部分取决于集采外市场中标价及市占率提升幅度。根据我们的测算（此处受限于篇幅，暂不展示完整版测算），集采外市场降价幅度远低于集采降幅且集采带来纯增量的情景下，奥美拉唑肠溶胶囊有望带来净利润增量。考虑到一般情况下，片剂品种毛利率低于注射剂，70%+的降幅下毛利率下降幅度可能超过销售费用率下降幅度，带量采购以价换量实现利润正增长，存在一定的压力。

表 10：第三轮全国集采罗欣药业中标品种情况

	奥美拉唑肠溶胶囊(10mg)	盐酸奥美拉唑片
罗欣药业集采中标量（万单位）	50,824.3	11,134.6
罗欣药业中标价（元/单位）	0.118(10mg)及 0.2(20mg)	0.075

罗欣药业 2020H1 平均中标价 (元/单位)	0.5	0.3
罗欣药业集采价格降幅	-62.9%	-71.2%
估算集采带来的销售额 (万元)	9,438.8	835.1
--放大倍数为 1.5 时	14,158.3	1,252.6
--放大倍数为 2 时	18,877.7	1,670.2
米内网估算销售额 (万元)	220,000.0	40,000.0
Wind 医药库 2019 年全国均价 (元/单位)	0.93	0.77
估算全国总销售量 (万单位)	236,559.1	51,948.1
估算罗欣药业销售额市占率	5%	10%
估算罗欣药业销售量 (集采前, 万单位)	26,190.5	15,384.6
估算罗欣集采量/罗欣已有销量	194.1%	72.4%
估算集采前毛利率	75%	75%
估算集采后毛利率 (假设成本不变)	32.7%	13.3%

资料来源: 上海阳光医药采购网, Wind 医药库, 米内网, 罗欣药业年报, 浙商证券研究所

2.4.3. 未来集采品种: 部分品种有望带来净增量

公司一致性评价审评排名靠前, 部分品种中标后有望带来净利润增量。根据一致性评价进度, 我们认为, 2021-2022 年主要 PPI 注射剂品种可能陆续集采。分析审评进度和公司市占率情况, 我们认为注射用艾司奥美拉唑集采后存在原研替代空间, 公司中标后有望带来利润净增量; 注射用奥美拉唑钠部分市占率领先的公司暂未参与一致性评价, 存在市占率整合空间; 根据国家医保局公告, 注射用雷贝拉唑钠通过 2020 年医保调整形式审查, 未来进入医保后有望进一步扩大市场空间。

表 11: 主要 PPI 注射剂一致性评价进度 (列举销售量市占率前 3 名+罗欣药业审评情况)

品种	公司名称	2019 年销售量市占率	一致性评价申报时间	参与一致性评价企业数量
注射用奥美拉唑钠	奥赛康	42.9%	2018-09-21	16
	阿斯利康	8.3%	无	
	常州四药	9.1%	无	
	罗欣药业	2.5%	2019-09-26	
注射用兰索拉唑	罗欣药业	46.2%	2018-11-01	7
	奥赛康	27.4%	2019-01-31	
	悦康药业	7.5%	无	
注射用雷贝拉唑钠	长澳制药	40.7%	2019-11-19	3
	奥赛康	32.3%	2019-03-25	
	罗欣药业	27.0%	2019-09-21	
	扬子江	28.2%	2019-01-15	
注射用泮托拉唑钠	华东药业	20.3%	2018-10-24	18
	武田	10.4%	无	
	罗欣药业	1.4%	2020-09-24	
	正大天晴	42.1%	2018-06-13	
注射用艾司奥美拉唑钠	阿斯利康	35.9%	无	17
	奥赛康	18.7%	2018-10-17	
	罗欣药业	0.0%	2019-07-04	

资料来源: Wind 医药库, 国家药品监督管理局药品审评中心, 浙商证券研究所

为粗略估算主要 PPI 注射剂品种集采对公司业绩的影响，我们在不同的假设、不同的情景下进行了利润敏感性测试。在基准场景中，主要假设包括：

- 集采中标规则：假设与第三轮全国集采相同；
- 集采报量：假设随着医保结余奖励政策落实和医疗信息化监控的推进，医院初次报量更充分；
- 审评进度估计：假设 2020 年 1 月前开启一致性评价的公司有望在 2021-2022 年顺利参与集采招标；
- 降价：假设集采内和集采外市场价格降幅相当，基准情况下降幅为 70%。

我们认为，相比于口服剂，注射剂毛利率更高（90-100%），降价后毛利率下降相对较少，集采后销售费用率大幅下降下品种盈利能力或优于集采前。因此，公司注射剂集采可能在收入端增长带来压力，但利润端有望实现正增长。根据我们的测算，公司主要 PPI 注射剂中标后带来的业绩弹性有所差异，建议重点关注注射用艾司奥美拉唑、注射用雷贝拉唑钠等品种中标情况，我们看好相关品种以价换量的空间和集采模式下经营利润率的提升。

表 12：可能在 2021-2022 年陆续全国集采的 PPI 注射剂分析

	注射用兰索拉唑	注射用雷贝拉唑钠	注射用奥美拉唑钠	注射用艾司奥美拉唑
样本医院 2019 年销售量（万单位）	1,730.7	749.3	3,163.0	1,658.9
估算全国总销售量（万单位）	8,653.7	3,746.5	15,815.2	8,294.6
2020 年前参与一致性评价审评公司数	3	3	7	10
最多中标企业数	3	3	6	7
理论上全国集采市场份额	60%	60%	70%	70%
估算集采全国报量（万单位）	4,673.0	2,023.1	9,963.6	5,225.6
估算公司中标量（万单位）	1,557.7	674.4	1,660.6	653.2
估算中标价（元/单位）	16.8	27.6	1.8	23.4
规格（mg）	30	20	40	40
罗欣药业 2020H1 平均中标价（元/单位）	56.0	92.0	6.0	78.0*
假设集采价格降幅	70%	70%	70%	70%
估算集采带来的销售额（万元）	26,168.6	18,612.4	2,989.1	17,468.5
米内网估算销售额（万元）	385,400	162,600	711,000	283,500

资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，上海阳光医药采购网，Wind 医药库，米内网，罗欣药业年报，浙商证券研究所

*注：罗欣药业暂未销售注射用艾司奥美拉唑，此处中标价参考市场平均。上述数据时间截至 2020 年 10 月 15 日。

表 13：可能在 2021-2022 年陆续全国集采的 PPI 注射剂对罗欣药业业绩的影响估算

	注射用兰索拉唑	注射用雷贝拉唑钠	注射用奥美拉唑钠	注射用埃索美拉唑
假设集采净增量为集采量的%时，罗欣总销售量：				
0%	1,720.5		1,185.0	
20%	2,032.1	576.7	1,517.1	
40%	2,343.6	711.6	1,849.2	
60%	2,655.1	846.5	2,181.4	
80%	2,966.7	981.3	2,513.5	

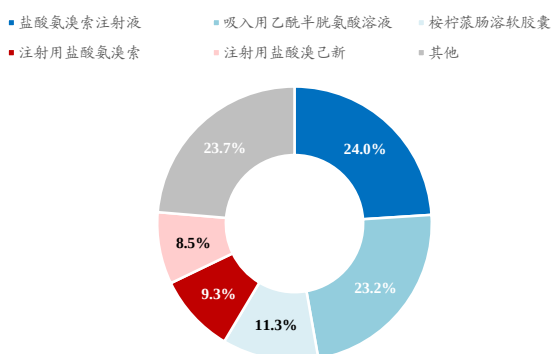
100%	3,278.2	1,116.2	2,845.6	746.5
不同集采增量占比的情境下，罗欣销售量市占率：				
0%	19.9%	11.8%	7.5%	
20%	23.5%	15.4%	9.6%	
40%	27.1%	19.0%	11.7%	
60%	30.7%	22.6%	13.8%	
80%	34.3%	26.2%	15.9%	
100%	37.9%	29.8%	18.0%	9.0%

资料来源：浙商证券研究所

3. 呼吸类：探索多元合作模式下的成长上限

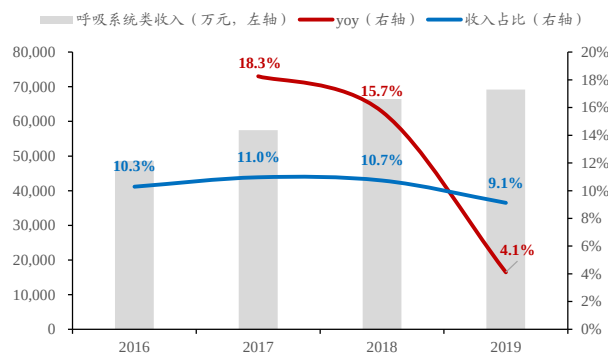
竞争优势拓展：自产品+产品、产能、渠道合作，打开中长期成长上限。公司呼吸类主要仿制药品种为注射用盐酸氨溴索、盐酸氨溴索注射液等，根据企业年报，“罗欣药业盐酸氨溴索原料药最大产能可达120吨/年，居于行业前列”，API配套供应和集采加速下，自有品种有望逐步扩大市场份额。此外，我们关注到近几年公司通过与跨国仿制药龙头产品、产能、渠道合作，采用更灵活、更高效的方式拓展商业模式和成长上限，我们看好公司在未来成都吸入制剂业务中制造端能力积累带来的长期成长空间。

图 17：2019 年销售额排名前 5 的祛痰药



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

图 18：罗欣药业呼吸类收入及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3.1. 产品&产能合作：制造端积累奠定产品合作的基础，打开长期空间

根据企业年报，公司与 Aurobindo Pharma “合资设立罗欣安若维他药业（成都）有限公司，从事呼吸领域产品的研发、生产及销售”，“公司通过与阿拉宾度制药有限公司的合作引进其 13 个雾化吸入产品和稀缺行业优势技术平台（BFS 生产线）”。

Aurobindo 加速吸入制剂、鼻喷剂拓展，看好成都吸入制剂业务合作品种全球销售空间和对公司现金流、利润贡献。结合 Aurobindo 年报和 FDA 官网，我们分析了 Aurobindo 在呼吸领域的研发及 ANDA 获批情况。Aurobindo 已储备 6 个 MDI、2 个 DPI 项目和 5 个鼻喷剂研发项目，美国销售空间在 113 亿美元左右；在 2020 财年（注：2020 年 3 月-2021 年 3 月），Aurobindo 有望获批 1 个 MDI 品种和 1 个鼻喷剂品种，2021 财年位于北卡罗来纳州的吸入制剂工厂有望投产。根据温江区政府网站新闻，“罗欣药业成都医药健康产业园项目（一期）计划 2020 年 12 月竣工，2022 年 12 月正式投产”；根据公司环评书，在建制剂产能中包括了吸入用沙丁胺醇溶液、吸入用异丙托溴铵溶液等高难度、大空间品种。我们认为，Aurobindo 作为美国仿制药市场销售额第二大的龙头，销售能力得到验证；吸入制剂市场容量大、竞争格局好、利润较丰厚，在现有的成本加成模式下，我们看好罗欣药业成都吸入制剂业务投产后的现金流、净利润贡献。

成都吸入制剂业务中制造端能力积累，奠定“产能合作”向“产品合作”升级的基础，打开长期成长天花板。我们认为，成都合资公司引入的 BFS 技术平台具有稀缺性，吸入制剂放大生产的技术难点在于微细粒子理化性质、雾化状态下递送有效性和稳定性、包材相容性和无菌控制，放大生产的工艺体系、成本控制均具有壁垒。我们认为，成都吸入制剂业务中制造端的优势需要客户和生产商的磨合和时间积累，不会一蹴而就；仅从产能合作的角度看，成都吸入制剂业务有望贡献可观的现金流；从产能合作向产品合作升级，需要质量、制造体系的积累和优化，我们推荐重点关注公司在制造端突破的可能。

表 14: Aurobindo 在 2019 年 10 月后获批 ANDA 品种及市场空间

药品名称	适用疾病	产品号批准日期	剂型/给药途径	市场状态	制剂		API	
					2019 年 6 月-2020 年 6 月销售额 (百万美元)	yoy	2019 年 6 月-2020 年 6 月销售额 (kg)	yoy
盐酸纳洛酮	呼吸兴奋剂, 阿片受体拮抗剂	2019/10/15	INJECTABLE;INJECTION	Prescription	2907.1	-12.3%	6,811.50	2.7%
愈创木酚	镇咳祛痰	2019/10/21	TABLET, EXTENDED RELEASE;ORAL	Over-the-counter	1229.8	-1.2%	1,286,750	0.8%
卡比多巴	抗帕金森病	2019/10/21	TABLET;ORAL	Prescription	1151.7	2.9%	81,865.80	3.3%
孟鲁司特钠	抗过敏, 平喘, 白三烯受体拮抗剂	2020/2/18	GRANULE;ORAL	Prescription	1668.2	-6.3%	67,648.80	5.8%
盐酸替扎尼定	抗痉挛, 肌肉松弛剂, α_2 肾上腺素能受体激动剂	2020/3/24	CAPSULE;ORAL	Prescription	172.6	14.3%	6,434	1.9%
愈创木酚和盐酸伪麻黄碱	用于治疗鼻塞和鼻窦充血, 并减少由普通感冒或流感引起的胸部充血。	2020/3/25	TABLET, EXTENDED RELEASE;ORAL	Over-the-counter				
盐酸氟西汀	抗抑郁剂, 选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂 (SSRI)	2020/4/8	TABLET;ORAL	Prescription	609	-2.7%	98,644	6.3%
硫酸沙丁胺醇	支气管扩张剂, β_2 肾上腺素能受体激动剂	2020/4/20	SOLUTION;INHALATION	Prescription	5080.1	-3.5%	37,527	0.1%
盐酸米诺环素	抗菌, 蛋白质生物合成抑制剂	2020/5/1	TABLET;ORAL	Prescription	180.9	-44.1%	33,071.60	7.9%
氟胞嘧啶	抗真菌核酸生物合成抑制剂	2020/5/1	CAPSULE;ORAL	Prescription	41.8	-8.5%	1,514.20	-5.5%
苯磺酸顺阿曲库铵	麻醉剂 (辅助), 神经肌肉阻滞剂	2020/5/8	INJECTABLE;INJECTION	Prescription	367.3	15.5%	774.6	18.0%
盐酸氮唑斯汀	抗过敏, 平喘, H1 受体拮抗剂	2020/5/8	SPRAY, METERED;NASAL	Prescription	425.4	4.2%	3,681.90	53.7%
布洛芬	镇痛, 抗炎, 解热, 环氧化酶抑制剂	2020/5/8	TABLET;ORAL	Prescription	4115.3	-9.6%	12,027,600	-3.3%
地塞米松磷酸钠	抗炎, 糖皮质激素受体激动剂	2020/6/5	INJECTABLE;INJECTION	Prescription	2269.9	-1.0%	16,114.80	1.0%
盐酸氟西汀	抗抑郁剂, 选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂 (SSRI)	2020/6/10	TABLET;ORAL	Prescription	609	-2.7%	98,644	6.3%
盐酸维拉帕米	抗心律失常, 血管扩张剂, 钙通道阻滞剂	2020/7/6	INJECTABLE;INJECTION	Prescription	371.5	-0.1%	220,460	2.2%
盐酸氯丙嗪	止吐, 抗精神病药	2020/7/7	INJECTABLE;INJECTION	Prescription	213.1	-18.4%	42,949.20	-0.5%
硫酸沙丁胺醇和异丙托溴铵	抗炎, 支气管扩张剂	2020/7/8	SOLUTION;INHALATION	Prescription				
盐酸米多君	抗低血压, α_1 肾上腺素能受体激动剂	2020/8/10	TABLET;ORAL	Prescription	106.9	-11.8%	1,490.40	14.1%
氨甲氨基酚	骨骼肌松弛剂	2020/8/12	TABLET;ORAL	Prescription	174.3	-5.7%	621,888	7.6%
乳酸米力农葡萄糖 5%	强心剂, 磷酸二酯酶 3 抑制剂	2020/9/3	INJECTABLE;INJECTION	Prescription	140.5	-1.7%	171.7	0.0%

资料来源: FDA, Newport, 浙商证券研究所

表 15：罗欣药业成都医药健康产业园项目部分拟投产品种

药品名称	规格	年产量（万只）	用途
吸入用盐酸氨溴索溶液	15mg/ml	900	祛痰药
吸入用沙丁胺醇溶液	5mg/2.5ml	850	支气管扩张剂
吸入用异丙托溴铵溶液	0.25mg/2ml	800	支气管扩张剂
吸入用妥布霉素溶液	300mg/5ml	850	抗菌药
吸入用特布他林溶液	2.5mg/ml	850	支气管扩张剂
吸入用布地奈德溶液	1mg/2ml	1000	糖皮质激素

资料来源：《罗欣药业医药健康产业园项目（一期）》，浙商证券研究所

3.2. 渠道合作：优势互补，放大公司渠道端的优势

重磅产品渠道合作，贡献过渡期现金流。我们认为，公司与阿斯利康就吸入用布地奈德混悬液在二级以下医院的销售进行战略合作，有助于充分利用罗欣药业在三端的营销优势；根据 Wind 医药库数据，2019 年布地奈德混悬液在样本医院销售额约为 17 亿元，销售额主要集中在高等级医院，综合考虑到基层医院仍有较大的潜在需求，公司在渠道端的合作有望持续贡献现金流。

4. 创新药&仿制药管线：自主研发与合作研发结合

自主研发与合作研发相结合，形成高效多元的创新药管线。①自研管线中，除了前文已经分析过的进入临床三期的 LXI-15028 和普卡那肽外，有三款已进入临床一期的抗肿瘤创新药，其中 LX-039、LX-086 目标患者均为 ER 阳性、HER2 阴性的乳腺癌晚期患者，但目标靶点、作用机理均有所差异：**LX-039** 是新型的、口服有效的选择性雌激素受体下调剂，于 2020 年 1 月 7 日一期临床入组；**LX-086** 是 PI3K α 抑制剂，2020 年 5 月 12 日收到 CDE 临床试验默示许可，国内同靶点、相似适应症且正在开展临床的公司包括诺华（2020 年 4 月 Alpelisib 临床获批）、罗氏（2020 年 6 月 GDC 0077 临床获批）等，公司处于评审较靠前水平。我们认为，公司自研创新药有助于建立丰富、完整的创新药梯队，我们推荐关注相关品种的研发进展。

②引进合作品种中，公司采用灵活的合作方式，与帝国制药合作的无醇多西他赛已上报 CDE 审批、与 MSN LABORATORIES 合作的醋酸阿比特龙片与 2020 年 9 月获得 CDE 受理。我们认为，合作引入项目风险相对低、现金流占用相对少，集采加速的背景下有望带来增量利润，且有助于控制研发费用化开支。

图 19：罗欣药业创新药管线

治疗领域	药物名称	备注	适应症	临床前	I 期	II 期	III 期	申报
消化系统	LXI-15028	1 类创新药	NERD（非糜烂性反流） EE（糜烂性食管炎） DU（十二指肠溃疡）					
	普卡那肽	国内首个进行慢性特发性便秘（CIC）临床开发的鸟苷酸环化酶激动剂	CIC（慢性特发性便秘）					
	LXI-15029	1 类创新药	晚期恶性实体肿瘤					
	LX-039	1 类创新药	晚期乳腺癌					
抗肿瘤	LX-086	1 类创新药	未公示					
	LXSH-ND003	经体内外实验证实，能有效抑制多种实体瘤和血液瘤细胞及模型的生长	未公示					
	LXSH-ND004	经体内外实验证实，能有效抑制多种实体瘤和血液瘤细胞及模型的生长	未公示					
	LXSH-G1041	适合乙醇（乙醇脱氢酶）过敏的肿瘤治疗	晚期乳腺癌，非小细胞肺癌					

资料来源：公司年报，Wind 医药库，中国临床试验注册中心，浙商证券研究所

表 16：罗欣药业仿制药在审品种及进度

项目名称	项目类型	研发进展	CDE 承办日期	治疗领域	2019 年样本医院销售额（亿元）
醋酸阿比特龙片	进口，5.2	已申报	2020/9/27	前列腺癌	6.4
依达拉奉注射液	补充申请	已申报	2020/6/28	神经系统	10.3
注射用帕瑞昔布钠	补充申请	已申报	2020/3/31	抗炎和抗风湿	6.7
口服补液盐（III）	仿制，4	已申报	2020/1/15	电解质	
福沙匹坦双葡甲胺原料及冻干针	仿制，3	已申报	2019/12/21	化疗止吐	
他达拉非原料及片	仿制，4	已申报	2019/1/29	性功能障碍	0.5
替格瑞洛原料及片	仿制，4	已申报	2019/1/21	心血管	5.1
辛伐他汀片	补充申请	通过一致性评价	2019/1/2	心血管	0.7
多西他赛无醇注射液	仿制，4	已申报	2018/11/28	抗肿瘤	16.1
小儿盐酸氨溴索喷雾剂	仿制，3	已申报	2018/11/27	呼吸	
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	仿制，4	已获批	2018/11/5	抗病毒	4.8
维格列汀原料及片	仿制，4	已获批	2018/8/22	代谢	1.1
卡托普利	补充申请	通过一致性评价	2018/8/15	心血管	0.03
0.9%氯化钠注射液	仿制药	已申报		输液	

资料来源：Wind 医药库，中国临床试验注册中心，浙商证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 收入拆分与预测

综合上述分析，我们基于如下假设对公司 2020-2022 年营收进行拆分和预测。

- **集采推进假设：**我们根据现有主要品种一致性评价（注：包括补充申请和新 3 类、新 4 类）排队个数和次序，假设 2021 年起公司部分品种陆续进入集采，且直接影响 2022 年利润。此处假设 2021 年集采品种为注射用兰索拉唑、注射用雷贝拉唑钠、注射用奥美拉唑钠、注射用艾司奥美拉唑钠、盐酸氨溴索注射液、注射用头孢美唑钠、注射用头孢西丁钠、注射用美罗培南。由于我们假设当年集采，主要影响第二年业绩，因此此处暂未考虑在 2022 年参与集采的品种损益。实际中，集采节奏可能不会如假设一样推进。
- **集采报量假设：**我们假设未来医院报量会更积极，且假设罗欣药业在参与的集采中均中标。我们认为，公司部分品种原料药产能较大，在集采中具备一定的比较优势；但是，综合考虑公司参与一致性评价审评的进度，部分头孢类注射剂品种如果在 2021 年开展全国集采，公司可能难以及时参与集采，针对此类品种我们假设其在 2022 年收入的量、价明显下降。
- **集采价格假设：**基准情况下假设降价 70% 中标，此外我们保守假设集采内市场和集采外市场价格降幅相同。以前几轮带量采购的结果看，集采内和集采外市场价格降幅有差异，但趋势上看差异在缩小；此处假设较为保守，因此实际集采中标后收入和利润表显可能好于模型预测。
- **创新药业绩贡献：**我们假设创新药 LXI-15028 在 2021 年能顺利获批，2022 年能顺利贡献业绩，在 2020-2022 年间暂不考虑普卡那肽等其他创新药的业绩贡献。

在上述主要假设下，我们估算：由于疫情的影响，2020 年公司收入略有下滑，2021 年同比明显恢复；由于 2021 年潜在的集采影响，2022 年公司收入可能出现一定幅度的下降，但针对大部分注射剂品种，集采模式下的经营利润率水平有望高于非集采模式；此外，2022 年起 LXI-15028 有望逐步贡献利润，带来业绩增量。因此我们认为，在毛利率下降的情境下，净利润有望维持增长趋势。

表 17：罗欣药业医药工业部分收入主要构成及预测

	2019	2020E	2021E	2022E
汇总：医药工业	558,132.4	550,130.0	621,398.9	578,247.3
yoy	8.9%	-1.4%	13.0%	-6.9%
毛利率	81.6%	82.7%	81.8%	79.5%
收入占比	73.5%	72.3%	72.8%	69.3%
抗生素类	208,584.3	204,222.2	214,433.3	208,017.0
yoy	6.8%	-2.1%	5.0%	-3.0%
毛利率	68.0%	67.9%	68.0%	65.3%
收入占比	27.5%	26.8%	25.1%	24.9%
消化系统类	188,613.5	184,491.0	220,551.0	163,179.9
yoy	9.1%	-2.2%	19.5%	-26.0%
毛利率	92.4%	95.4%	92.0%	85.8%

收入占比	24.9%	24.2%	25.8%	19.6%
呼吸系统类	69,203.5	67,894.7	74,562.7	65,412.7
yoy	4.1%	-1.9%	9.8%	-12.3%
毛利率	88.0%	88.5%	84.7%	83.0%
收入占比	9.1%	8.9%	8.7%	7.8%
其他类	91,731.1	93,522.1	111,851.8	109,867.0
yoy	17.5%	2.0%	19.6%	-1.8%
毛利率	85.5%	85.7%	86.0%	86.0%
收入占比	12.1%	12.3%	13.1%	13.2%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

为进一步分析主要品种集采对公司可能带来的业绩压力，我们又建立了注射用兰索拉唑和注射用雷贝拉唑中标价降幅的敏感性测试。我们认为，考虑到注射剂品种平均毛利率较高，存在价格降幅过高的可能，公司业绩表现主要取决于量的市场份额。

表 18：公司 2022 年收入增速对主要品种集采中标价降幅的敏感性测试

		注射用兰索拉唑中标价降幅				
		60%	65%	70%	75%	80%
注射用雷贝拉唑钠 中标价降幅	60%	3.4%	1.8%	0.1%	-1.6%	-3.2%
	65%	2.2%	0.6%	-1.1%	-2.7%	-4.4%
	70%	1.1%	-0.6%	-2.3%	-3.9%	-5.6%
	75%	-0.1%	-1.8%	-3.5%	-5.1%	-6.8%
	80%	-1.3%	-3.0%	-4.6%	-6.3%	-8.0%

资料来源：浙商证券研究所

表 19：公司 2022 年归母净利润增速对主要品种集采中标价降幅的敏感性测试

		注射用兰索拉唑中标价降幅				
		60%	65%	70%	75%	80%
注射用雷贝拉唑钠 中标价降幅	60%	58.1%	46.1%	34.1%	22.0%	10.0%
	65%	49.6%	37.6%	25.6%	13.6%	1.5%
	70%	41.2%	29.1%	17.1%	5.1%	-7.0%
	75%	32.7%	20.7%	8.6%	-3.4%	-15.4%
	80%	24.2%	12.2%	0.1%	-11.9%	-23.9%

资料来源：浙商证券研究所

5.2. 投资建议

基于公司核心业务板块的分析，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45、0.52 和 0.61 元/股，2020 年 10 月 27 日收盘价对应 2020 年 28 倍 PE，略高于可比公司平均 PE 估值。我们认为，公司主要注射剂品种集采降价风险一定程度上被 price-in，2022 年起创新药品种如 LXI-15028 逐步贡献利润，有望部分对冲仿制药品种的降价压力。我们结合相对估值法和 DCF 法对存量 PPI 品种和创新药品种进行估值，目标市值在 200-260 亿元：参考可比公司估值，给予存量仿制药业务 25-30 倍 PE；DCF 法下，2020 年 LXI-15028 只包含 EE 和 NERD 适应症，现值在 40-50 亿；保守估计普卡那肽折现价值在 5-10 亿；此外，综合考虑公司在抗肿瘤领域的创新药管线、成都吸入制剂业务推进和产品拓展的空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 20：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		10月27日	2019A	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	
002755.SZ	奥赛康	16.40	0.73	0.78	0.87	22.58	21.11	18.93	无评级
000963.SZ	华东医药	27.39	1.71	1.71	1.98	16.02	16.06	13.83	无评级
000513.SZ	丽珠集团	49.37	1.79	1.79	2.08	27.65	27.57	23.70	无评级
600079.SH	人福医药	33.38	0.52	0.74	0.97	63.68	45.01	34.35	无评级
002020.SZ	京新药业	12.42	0.59	0.72	0.82	20.88	17.31	15.07	无评级
平均						30.16	25.41	21.18	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：EPS 为 Wind 一致预期。

6. 风险提示

集采流标的风险：在现有的考核、激励政策下，如果公司主要品种在集采中流标，可能降低公司的市场份额。

主要品种集采价格降幅过高的风险：根据我们的测算，在价格降幅超过 70%的情况下，公司收入和净利润增速可能受到影响。

主要创新药品种研发/临床失败风险：除了 LXI-15028 和普卡那肽以外，公司大部分自研创新药品种处于临床一期或更早阶段，能否顺利上市及上市时间，具有一定不确定性。

厂区建设及客户审计速度低于预期的风险：环评书表明公司成都厂区目标于 2022 年 12 月投产，但厂区建设进度、GMP 认证和客户审计节奏存在一定的不确定性，进而影响公司折旧、现金流和当期损益。

7. 附录

表 21: PPI 口服及注射剂主要销售企业产品布局

CDE 承办日期				CDE 承办日期			
申请公司				申请公司			
审评状态				审评状态			
注射用奥美拉唑钠				注射用泮托拉唑钠			
	2018-09-21	奥赛康	已受理		2018-05-25	奥赛康	在审评审批中
	2019-02-21	一品红	在审评审批中		2018-10-24	中美华东	在审评审批中
	2019-04-15	新时代药业	在审评审批中		2019-01-15	扬子江药业	在审评审批中
	2019-09-26	罗欣药业	在审评审批中		2019-06-10	正大天晴	在审评审批中
	2019-11-07	五洲通药业	在审评审批中		2019-11-19	华润双鹤	在审评审批中
	2019-11-19	赛隆药业	在审评审批中		2019-11-19	赛隆药业	在审评审批中
	2019-12-03	丽珠医药	在审评审批中		2020-02-18	通德药业	在审评审批中
	2020-01-07	苏州二叶制药	在审评审批中		2020-02-19	百裕制药	在审评审批中
	2020-02-14	吴中医药	在审评审批中		2020-02-20	一品红	在审评审批中
	2020-02-14	倍特药业	在审评审批中		2020-04-27	四环制药	在审评审批中
	2020-02-19	人福药业	在审评审批中		2020-06-17	普生制药	在审评审批中
	2020-02-19	康恩贝	在审评审批中		2020-07-04	普利制药	在审评审批中
	2020-04-17	博森生物	在审评审批中		2020-07-04	凯夫制药	在审评审批中
	2020-04-22	科伦制药	在审评审批中		2020-07-15	福安药业	在审评审批中
	2020-09-03	石药欧意	在审评审批中		2020-07-25	五洲通药业	在审评审批中
	2020-09-17	恒生制药	在审评审批中		2020-09-17	恒生制药	在审评审批中
注射用兰索拉唑					2020-09-18	绿叶制药	在审评审批中
	2018-11-01	罗欣药业	在审评审批中		2020-09-24	罗欣药业	
	2019-01-31	奥赛康	在审评审批中				
	2019-05-15	上药新亚	在审评审批中	注射用艾司奥美拉唑钠			
	2020-05-06	吴中医药	在审评审批中		2018-06-13	正大天晴	在审评审批中
	2020-06-28	海辰药业	在审评审批中		2018-10-17	奥赛康	在审评审批中
	2020-07-09	优科制药	在审评审批中		2019-01-07	莱美药业	在审评
	2020-08-12	百裕制药	在审评审批中		2019-04-16	朗天药业	在审评审批中
注射用雷贝拉唑钠					2019-07-04	裕欣药业	在审评审批中
	2019-03-25	奥赛康	在审评审批中		2019-07-16	赛隆药业	在审评审批中
	2019-09-21	罗欣药业	在审评审批中		2019-07-30	福安药业	在审评审批中
	2019-11-19	长澳制药	在审评审批中		2019-08-09	海思科	在审评审批中
奥美拉唑肠溶胶囊					2019-09-24	苏州二叶制药	在审评审批中
	2018-12-17	罗欣药业	通过一致性评价		2019-09-29	海思科	在审评审批中
	2018-12-18	扬子江药业	制证完毕-已发批件		2020-01-02	扬子江药业	在审评审批中
	2019-01-30	海灵化学制药	通过一致性评价		2020-01-15	正大丰海	在审评审批中
	2019-02-18	常州四药制药	通过一致性评价		2020-02-18	迪康长江制药	在审评审批中
	2019-02-22	康恩贝	已发批件		2020-04-22	倍特药业	在审评审批中
	2019-12-24	悦康药业	在审评审批中		2020-05-15	中玉药业	在审评审批中
	2020-02-14	鲁银药业	在审评审批中		2020-05-23	豪森药业	在审评审批中
	2020-09-01	九泰药业	已受理		2020-07-04	福安药业	在审评审批中

资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4873.97	5130.33	5514.11	5166.83
现金	1108.52	1522.04	1708.08	1669.34
交易性金融资产	106.84	106.84	106.84	106.84
应收账款	2040.55	1978.65	2049.70	1669.34
其它应收款	163.59	152.20	170.81	166.93
预付账款	159.65	112.65	127.55	138.00
存货	740.92	704.04	797.22	862.48
其他	553.90	553.90	553.90	553.90
非流动资产	2586.59	3761.39	5172.42	6349.01
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1524.78	2563.34	3664.64	4589.50
无形资产	342.75	427.47	502.74	606.06
在建工程	230.16	286.77	524.51	683.01
其他	488.90	483.80	480.54	470.44
资产总计	7460.56	8891.71	10686.53	11515.84
流动负债	2950.92	3755.24	4764.22	4678.54
短期借款	780.88	1803.22	2590.36	2421.21
应付款项	1094.24	985.65	1116.11	1207.48
预收账款	108.93	114.15	128.11	125.20
其他	966.87	852.21	929.65	924.66
非流动负债	547.89	502.32	513.45	521.22
长期借款	337.41	337.41	337.41	337.41
其他	210.47	164.90	176.04	183.81
负债合计	3498.81	4257.55	5277.68	5199.76
少数股东权益	282.68	302.85	326.09	353.31
归属母公司股东权	3679.08	4331.31	5082.77	5962.77
负债和股东权益	7460.56	8891.71	10686.53	11515.84
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	116.33	719.56	1027.14	1596.17
净利润	653.76	672.40	774.70	907.22
折旧摊销	170.06	114.70	172.81	230.92
财务费用	40.36	27.76	47.11	54.47
投资损失	-7.63	-5.48	-5.97	-6.36
营运资金变动	-539.07	-131.87	128.44	465.07
其它	-201.15	42.04	-89.96	-55.16
投资活动现金流	-747.75	-1289.11	-1581.15	-1411.25
资本支出	-1364.74	-1200.00	-1500.00	-1300.00
长期投资	-33.05	0.00	0.00	0.00
其他	650.04	-89.11	-81.15	-111.25
筹资活动现金流	615.61	983.07	740.06	-223.67
短期借款	670.88	1022.34	787.14	-169.16
长期借款	337.41	0.00	0.00	0.00
其他	-392.69	-39.27	-47.08	-54.51
现金净增加额	-15.81	413.52	186.04	-38.75

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7588.79	7610.21	8540.42	8346.68
营业成本	2799.71	2816.15	3188.87	3449.93
营业税金及附加	73.66	68.49	76.86	66.77
营业费用	3247.98	3333.27	3656.04	2992.13
管理费用	317.16	304.41	350.16	375.60
研发费用	419.99	395.73	444.10	484.11
财务费用	40.36	27.76	47.11	54.47
资产减值损失	48.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.63	5.48	5.97	6.36
其他经营收益	75.74	75.55	75.64	75.60
营业利润	725.06	745.42	858.88	1005.62
营业外收支	-0.85	-0.55	-0.70	-0.62
利润总额	724.21	744.87	858.18	1005.00
所得税	70.46	72.46	83.49	97.77
净利润	653.76	672.40	774.70	907.22
少数股东损益	19.80	20.17	23.24	27.22
归属母公司净利润	633.95	652.23	751.45	880.01
EBITDA	905.75	887.33	1078.11	1290.38
EPS (最新摊薄)	0.44	0.45	0.52	0.61
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	22.18%	0.28%	12.22%	-2.27%
营业利润	28.07%	2.81%	15.22%	17.08%
归属母公司净利润	23.74%	2.88%	15.21%	17.11%
获利能力				
毛利率	63.11%	63.00%	62.66%	58.67%
净利率	8.61%	8.84%	9.07%	10.87%
ROE	26.03%	15.18%	14.96%	15.01%
ROIC	13.84%	10.78%	10.20%	10.97%
偿债能力				
资产负债率	46.90%	47.88%	49.39%	45.15%
净负债比率	31.96%	50.28%	55.47%	53.05%
流动比率	1.65	1.37	1.16	1.10
速动比率	1.40	1.18	0.99	0.92
营运能力				
总资产周转率	1.71	0.93	0.87	0.75
应收帐款周转率	6.88	3.79	4.24	4.49
应付帐款周转率	7.67	4.66	5.31	5.20
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.45	0.52	0.61
每股经营现金	0.08	0.50	0.72	1.11
每股净资产	2.56	3.02	3.54	4.15
估值比率				
P/E	28.82	28.01	24.31	20.76
P/B	4.97	4.22	3.59	3.06
EV/EBITDA	5.57	21.51	18.28	15.19

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn