

2020 年 05 月 31 日

兴齐眼药 (300573.SZ)

中国眼科创新药龙头，强大研发管线支撑长远发展

■眼科领域持续深耕细作，公司有望迎来重磅品种收获期

公司深耕细作于眼科领域多年，持续丰富眼科领域产品线。目前，在研品种涉及环孢素滴眼液、低浓度阿托品等重磅品种，在售品种覆盖眼用抗感染、眼用非类固醇消炎药、人工泪液、散瞳药等领域。当前环孢素滴眼液、低浓度阿托品研发进展靠前，公司下一阶段有望迎来重磅品种收获期

■低浓度阿托品滴眼液有效延缓青少年近视进程发展，保守估计销售峰值有望超 32 亿

目前国内外临床试验充分证明：低浓度阿托品滴眼液有效延缓青少年高度近视的发展，且与角膜塑形镜互为补充，联合使用效果更佳。作为延缓青少年近视的唯一有效处方药，低浓度阿托品滴眼液具备价格合理、使用方便、效果较好等优势。国内中小学生近视人数高达 8977.43 万人，按照院内制剂售价 298 元/盒（30 支/盒）、每天 1 支的用法用量测算，年治疗费用约为 3576 元/年。以 1% 渗透率保守估算，预计销售空间 32 亿元。目前全球尚无低浓度阿托品滴眼液上市，公司的低浓度阿托品滴眼液处于 III 期临床，研发进度全球领先，有望 2023 年上市

■环孢素滴眼液有望率先获批且具备技术壁垒，保守估计国内市场有望实现近 20 亿销售

环孢素滴眼液主要针对中重度干眼患者，对于改善患者泪液分泌和降低人工泪液使用频率疗效显著。环孢素滴眼液为 BCS II 类药物，即低溶解性-高渗透性药物，低溶解性药物由于水中溶解度较小，难以被有效吸收，导致生物利用度降低，提高溶解性和生物利用度成为环孢素滴眼液研发和制备的核心技术壁垒。目前，仅有 Allergan、印度太阳制药、兴齐眼药等少部分厂商攻克核心技术，产品具备技术壁垒。目前仅兴齐（优先审批审评）、恒瑞（美国 III 临床）、康哲（代理 Sun Pharma 品种）等少数公司对环孢素滴眼液进行布局，目前按照药智网披露的研发进度，预计公司的 0.05% 环孢素滴眼液有望于国内优先上市销售，中长期环孢素滴眼液竞争格局良好。2019 年国内干眼症患者为 3.49 亿人，参照海外品种 Restasis 用法用量，假设兴齐眼药的 0.05% 环孢素滴眼液上市后，用法用量为每天 2 次，每次 1 滴，按照中重度患者 30% 比例、就诊比例 10%、环孢素滴眼液使用比例 20%、药品定价为 300 元/月、治疗周期 3 个月进行保守估算，环孢素滴眼液在国内的销售峰值有望达 18.90 亿元

公司深度分析

证券研究报告

生物医药

投资评级 **增持-A**

首次评级

6 个月目标价：**116.89 元**
 股价（2020-05-29）**104.92 元**

交易数据

总市值（百万元）	8,648.56
流通市值（百万元）	6,351.82
总股本（百万股）	82.43
流通股本（百万股）	60.54
12 个月价格区间	47.30/113.31 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.93	40.58	51.45
绝对收益	12.7	41.31	91.94

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
 mashuai@essence.com.cn

冯俊曦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002
 fengjx@essence.com.cn

相关报告

■ 在售品种全面覆盖眼科各领域，整体销售增长稳定：

目前在售品种充分覆盖眼用抗感染、眼用非类固醇消炎药、人工泪液、散瞳药等领域。其中，2019 年小牛血去蛋白提取物眼用凝胶、氧氟沙星眼膏、加替沙星眼用凝胶、双氯芬酸钠滴眼液分别实现样本医院销售 3828.17 万元、1460.18 万元、2345.40 万元、3144.28 万元，分别同比增长 31.20%、16.61%、80.53%、88.10%，在售产品销售增长稳定

■ 顺应政策布局互联网医院，提供线上线下一流眼科诊疗服务

2018 年 4 月，国务院办公厅印发《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，政策鼓励发展“互联网+”医疗服务，允许依托医疗机构发展互联网医院。公司依托控股子公司兴齐眼科医院，顺应政策布局互联网医院，2019 年 12 月 30 日兴齐眼科医院收到《医疗机构执业许可证》，许可证中增加了沈阳兴齐眼科医院互联网医院作为第二名称，标志着兴齐眼科医院拥有互联网诊疗资质。依托互联网服务平台，兴齐眼科医院有望为患者提供线上复诊、药品邮寄到家等互联网诊疗服务。互联网服务平台有望推动公司低浓度阿托品滴眼液等重磅药品销售

■ **投资建议：**预计 2020-2022 实现归母净利润 0.52 亿元、0.75 亿元、1.02 亿元，分别同比增长 44.87%、45.07%、34.87%。目标市值方面，对于已上市销售品种，预计 2020 年实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 45%，给予 45 倍 PE，对应估值 23.4 亿元；对于研发管线仅针对研发进展靠前的低浓度阿托品滴眼液和环孢素滴眼液进行估值，假设上市成功率均为 90%，折现率 8%，分别对应估值 42.95 亿元、29.50 亿元。综上所述，我们给予公司 2020 年 95.85 亿元市值目标，对应 116.89 元/股，首次给予增持-A 的投资评级。

■ **风险提示：**重磅品种研发进展不及预期；环孢素滴眼液上市销售不达预期；核心技术失密风险；行业竞争加剧风险；小牛血去蛋白提取物眼用凝胶等品种退出国家医保目录后销售低于预期风险

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	431.2	542.4	712.3	953.3	1,213.2
净利润	13.7	35.9	52.0	75.4	101.7
每股收益(元)	0.17	0.44	0.63	0.92	1.23
每股净资产(元)	6.62	6.90	7.23	7.36	7.80

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	633.2	240.9	166.3	114.7	85.0
市净率(倍)	15.9	15.2	14.5	14.3	13.4
净利润率	3.2%	6.6%	7.3%	7.9%	8.4%
净资产收益率	2.5%	6.3%	8.7%	12.4%	15.8%
股息收益率	0.2%	0.1%	0.5%	0.7%	0.7%
ROIC	2.1%	6.6%	9.6%	9.0%	15.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 兴齐眼药：专注眼科领域多年，有望迎来重磅产品上市收获期	6
1.1. 深耕眼科领域，已形成全面覆盖眼科细分领域的产品梯队	6
1.2. 董事长刘继东为公司实际控制人，合计持股 30.92%	6
1.3. 构建眼科领域强大的专业化推广能力	7
1.4. 未来环孢素滴眼液和低浓度阿托品滴眼液等重磅品种有望陆续上市	8
2. 低浓度阿托品滴眼液：有效延缓青少年近视，销售峰值有望超 32 亿	9
2.1. 低浓度阿托品是延缓近视发展进程的有效处方药	9
2.2. 国内青少年近视人口基数大，低浓度阿托品滴眼液销售峰值有望超 32 亿	11
2.3. 低浓度阿托品滴眼液产品竞争力：上市先发优势显著	12
3. 环孢素滴眼液国内有望率先获批上市，销售峰值有望近 20 亿	13
3.1. 干眼症已经成为全球常见疾病之一，国内发病率高于全球均值	13
3.2. 国内干眼症用药市场规模保持较快整体增速	14
3.3. 环孢素滴眼液针对中重度干眼患者，有效改善患者泪液分泌	15
3.4. 海外环孢素滴眼液产品 Restasis 销售峰值超 14 亿美元	17
3.5. 保守估计国内环孢素滴眼液销售峰值有望近 20 亿元/年	19
3.6. “技术壁垒+先发优势+专业推广”造就兴齐环孢素滴眼液的核心竞争力	20
4. 现有品种：秉承“专业化+全系列+多品种”的发展战略，目前眼科领域产品系列齐全	22
5. 研发管线布局：投入持续加大，眼科领域全面、深度布局	25
6. 兴齐眼科医院：应政策布局互联网医院，提供线上线下一流眼科诊疗服务	27
7. 盈利预测与估值	29
7.1. 盈利预测	29
7.2. 估值与投资建议	30
8. 风险提示	31

图表目录

图 1：兴齐眼药发展历程.....	6
图 2：兴齐眼药公司股权结构图.....	7
图 3：兴齐眼药在眼科领域具备专业而强大的学术推广能力.....	7
图 4：兴齐眼药历年营收情况（亿元）.....	8
图 5：兴齐眼药历年归母净利润情况（亿元）.....	8
图 6：兴齐眼药历年营收占比情况.....	8
图 7：兴齐眼药历年毛利率情况.....	9
图 8：兴齐眼药历年期间费用率情况.....	9
图 9：三个阶段不同浓度阿托品滴眼液治疗效果对比.....	11
图 10：国内近视青少年人口基数大（2018 年数据）.....	12
图 11：国内外干眼症发病率对比.....	14
图 12：国内常见干眼症药品的样本医院销售情况（亿元）.....	15
图 13：环孢素滴眼液治疗干眼症的作用机理.....	15
图 14：美国干眼症治疗的用药选择分析.....	17
图 15：全球干眼症治疗药物的销售和增速对比（美元/日元汇率按照 1:111.57 换算）.....	18
图 16：Allergan 环孢素滴眼液 Restasis 美国销售.....	18
图 17：Allergan 环孢素滴眼液 Restasis 国际销售.....	18
图 18：Restasis 产品说明书.....	18
图 19：国内干眼症患者人数测算（亿人）.....	19
图 20：国内中重度干眼症患者比例.....	20
图 21：环孢素滴眼液国内销售峰值保守测算.....	20
图 22：环孢素滴眼液为 BCS II 类药物.....	21
图 23：环孢素滴眼液眼部吸收途径.....	21
图 24：兴齐眼药 0.05%环孢素滴眼液研发进展.....	22
图 25：小牛血去蛋白提取物眼药凝胶样本医院销售.....	23
图 26：小牛血去蛋白提取物眼药凝胶竞争格局.....	23
图 27：氧氟沙星眼膏样本医院销售.....	23
图 28：氧氟沙星眼膏竞争格局.....	23
图 29：加替沙星眼用凝胶样本医院销售.....	24
图 30：加替沙星眼用凝胶竞争格局.....	24
图 31：双氯芬酸钠滴眼液样本医院销售.....	24
图 32：双氯芬酸钠滴眼液竞争格局.....	24
图 33：维生素 A 棕榈酸眼用凝胶样本医院销售.....	24
图 34：维生素 A 棕榈酸眼用凝胶竞争格局.....	24
图 35：硫酸阿托品眼用凝胶样本医院销售.....	25
图 36：硫酸阿托品眼用凝胶竞争格局.....	25
图 37：复方托吡卡胺滴眼液样本医院销售.....	25
图 38：复方托吡卡胺滴眼液竞争格局.....	25
图 39：兴齐眼药研发投入情况.....	26
图 40：兴齐眼药研发人员情况.....	26
图 41：兴齐眼科医院及其竞争优势.....	27
图 42：2019 年 1 月兴齐眼科医院开发“硫酸阿托品滴眼液”院内制剂正式获批.....	28

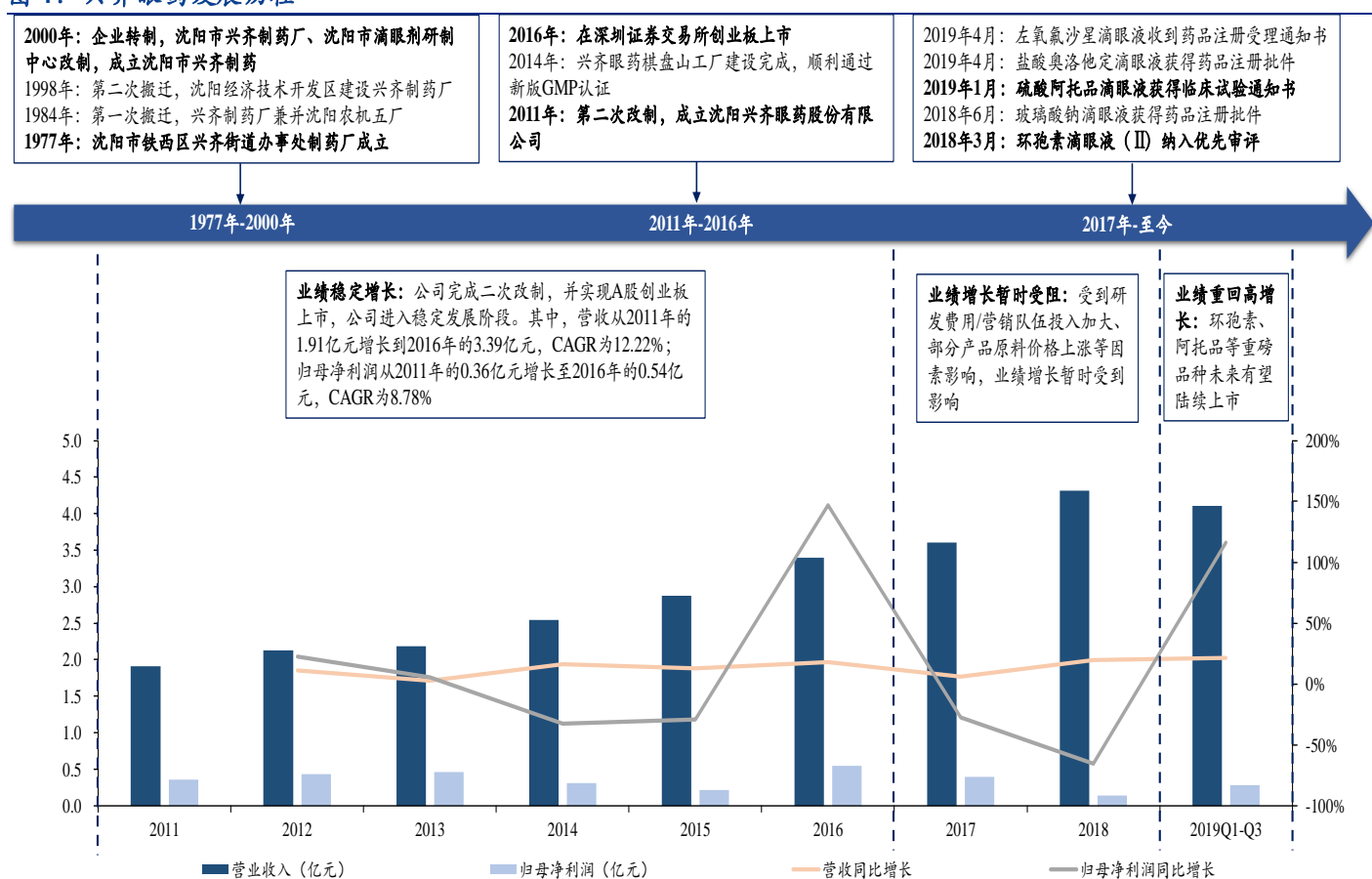
图 43：兴齐眼科眼科互联网医院提供在线咨询、远程问诊、药品邮寄到家等诊疗服务.....	29
图 44：兴齐眼药营收拆分.....	30
图 45：低浓度阿托品滴眼液研发管线估值.....	30
图 46：环孢素滴眼液研发管线估值.....	30
表 1：各种干预近视方法对比分析.....	10
表 2：低浓度阿托品滴眼液与角膜塑形镜联合使用对于延缓青少年近视发展效果更好.....	11
表 3：我国青少年近视人数和国内低浓度阿托品销售峰值测算.....	12
表 4：全球低浓度阿托品在研情况梳理.....	13
表 5：治疗干眼症的常见药物梳理.....	14
表 6：临床试验证实 0.05%环孢素滴眼液有效治疗干眼症.....	16
表 7：环孢素滴眼液与人工泪液互为补充，联合用药实现更好干眼治疗效果.....	17
表 8：美国 Restasis 上市竞品对比.....	19
表 9：国内环孢素滴眼液销售空间测算-敏感性分析.....	20
表 10：各种提高环孢素滴眼液生物利用度的给药系统.....	21
表 11：国内各厂家环孢素滴眼液布局情况梳理.....	21
表 12：兴齐眼药现有眼科品种梳理.....	22
表 13：截止 2019 年公司主要在研产品梳理.....	26
表 14：兴齐顺应政策布局互联网医院.....	28

1. 兴齐眼药：专注眼科领域多年，有望迎来重磅产品上市收获期

1.1. 深耕眼科领域，已形成全面覆盖眼科细分领域的产品梯队

公司前身沈阳市铁西区兴齐街道办事处制药厂于1977年成立，2000年企业转制，沈阳市兴齐制药厂、沈阳市滴眼剂研制中心改制，成立沈阳市兴齐制药有限责任公司。2011年11月28日完成企业第二次改制，成立沈阳兴齐眼药股份有限公司，并于2016年实现A股创业板上市。公司多年深耕眼科领域，目前产品线囊括眼用抗感染药、眼用抗炎抗感染药、散瞳药、睫状肌麻痹药、眼用非类固醇消炎药、缩瞳药、抗青光眼用药等品种，覆盖多个眼科药物细分领域，在眼科领域形成丰富产品线。

图1：兴齐眼药发展历程

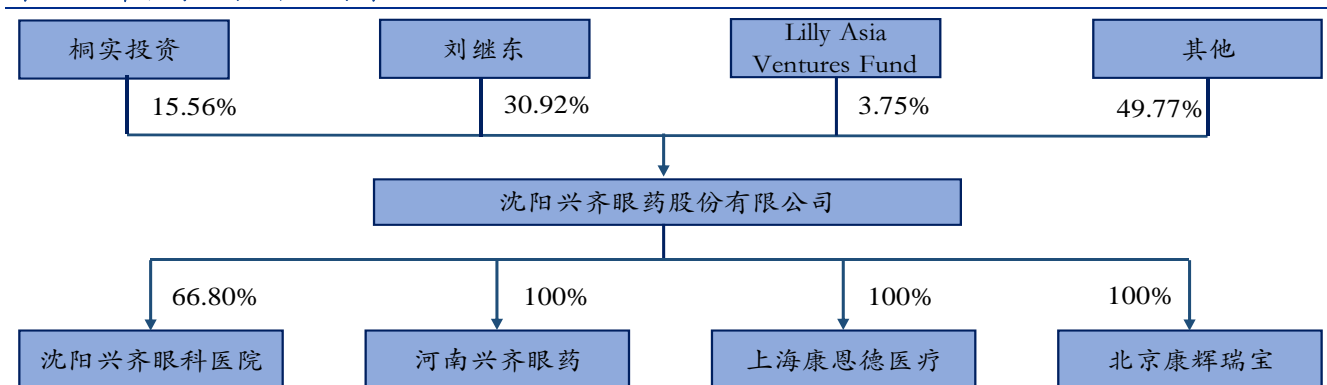


资料来源：公司公告、公司官网、安信证券研究中心

1.2. 董事长刘继东为公司实际控制人，合计持股 30.92%

刘继东、桐实投资、Lilly Asia Ventures Fund 分别持有公司股份 30.92%、15.56%、3.75%，公司董事长刘继东为公司的实际控制人。公司旗下子公司主要包括沈阳兴齐眼科医院、河南兴齐眼药、上海康恩德医疗、北京康辉瑞宝，分别持股 66.80%、100%、100%、100%。其中，沈阳兴齐眼科医院为集科研、教学、医疗、防治于一体的三级眼科医院，且具备开展互联网医疗服务的资质。

图 2：兴齐眼药公司股权结构图

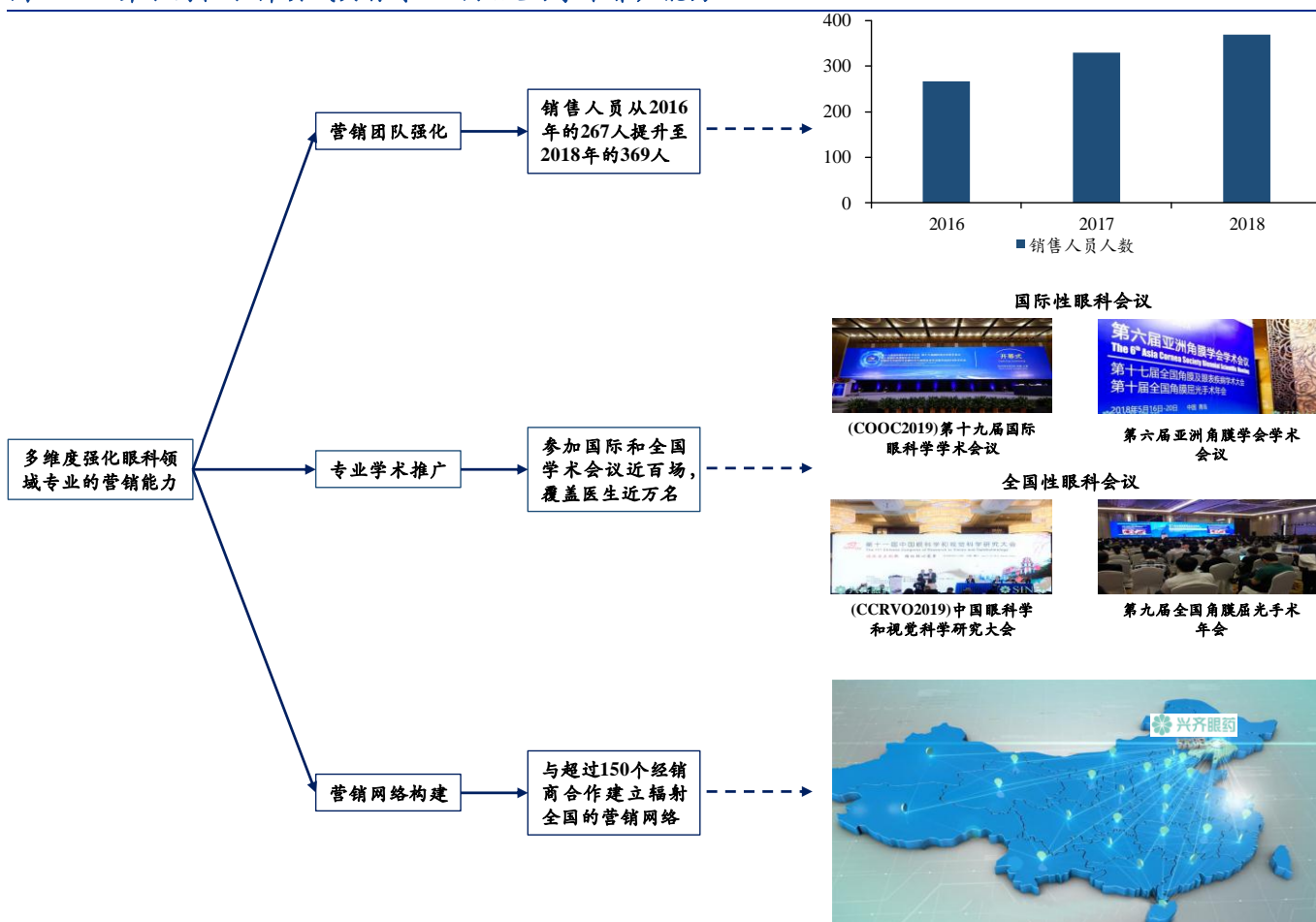


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

1.3. 构建眼科领域强大的专业化推广能力

兴齐眼药在眼科领域具备专业而强大的学术推广能力。公司通过自建销售团队的方式进行专业化产品学术推广，销售人员从 2016 年的 267 人提升至 2018 年的 369 人。每年定期参加国际和全国学术会议近百场，开展多项专业学术推广活动，覆盖医生近万名。通过与超过 150 个经销商合作建立辐射全国的营销网络。在眼科领域打造专业的销售团队，强化渠道拓展能力，提升产品的影响力。

图 3：兴齐眼药在眼科领域具备专业而强大的学术推广能力

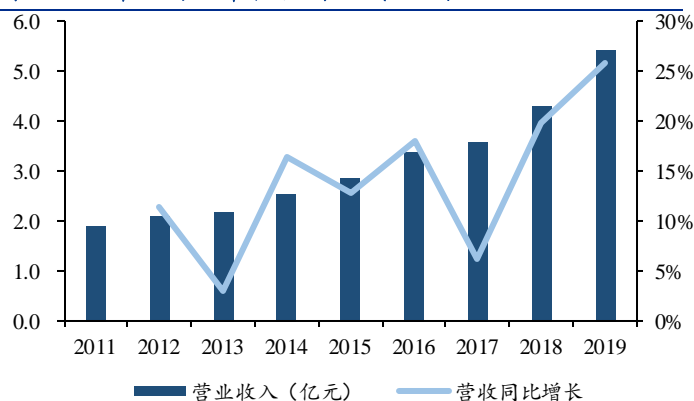


资料来源：公司公告、Wind、公司官网、安信证券研究中心

1.4. 未来环孢素滴眼液和低浓度阿托品滴眼液等重磅品种有望陆续上市

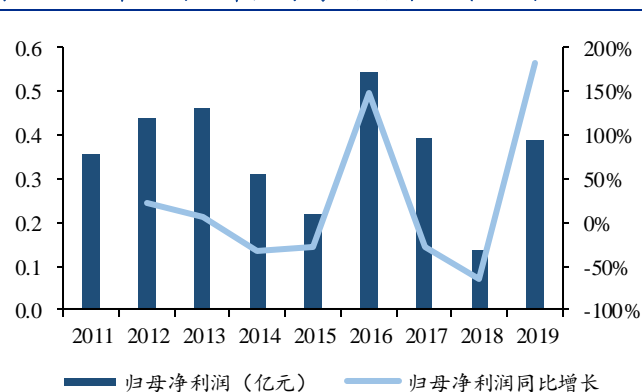
2019 年业绩反转，未来重磅品种有望驱动业绩持续高增长。公司营业收入从 2011 年的 1.91 亿元增长至 2019 年的 5.42 亿元，CAGR 约为 16.12%；归母净利润从 2011 年的 0.36 亿元增长至 2016 年的 0.54 亿元后，由于阶段性研发费用、销售队伍投入加大等因素影响，2017-2018 年利润出现下滑。2019 年实现归母净利润 0.39 亿元，同比增长 182.50%。得益于产品学术推广逐见成效，业绩开始反转。考虑到未来环孢素滴眼液和低浓度阿托品滴眼液等重磅品种陆续上市，预计未来公司业绩持续高增长可期。

图 4：兴齐眼药历年营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

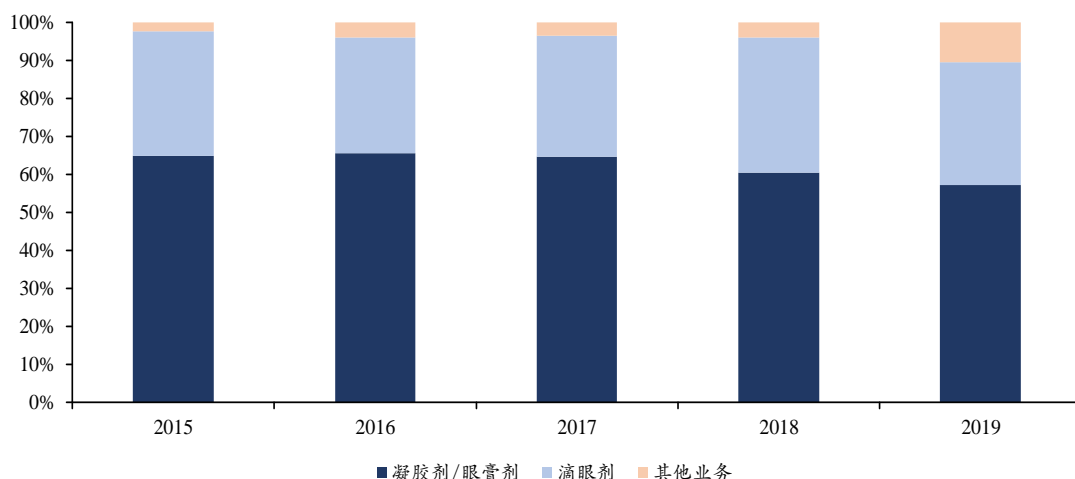
图 5：兴齐眼药历年归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

公司营收主要由凝胶剂/眼膏剂、滴眼剂、溶液剂三大板块构成。2019 年凝胶剂/眼膏剂、滴眼剂、其他业务（包括溶液剂）的营收占比分别为 57.21%、32.35%、10.44%。其中，凝胶剂/眼膏剂和滴眼剂为目前公司主要的营收来源。

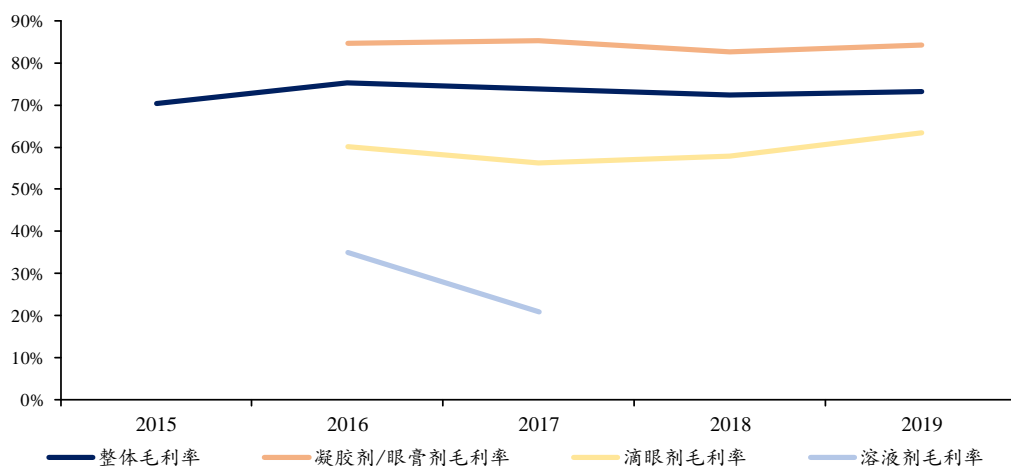
图 6：兴齐眼药历年营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2019 年开始公司整体毛利率逐步回升。由于受到部分产品原料价格提价的影响，公司整体毛利率从 2016 年的 75.20% 逐步下降至 2018 年的 72.32%。2019 年公司整体毛利率开始逐步回升至 73.26%。其中，凝胶剂/眼膏剂、滴眼剂的毛利率分别为 84.19%、63.34%。

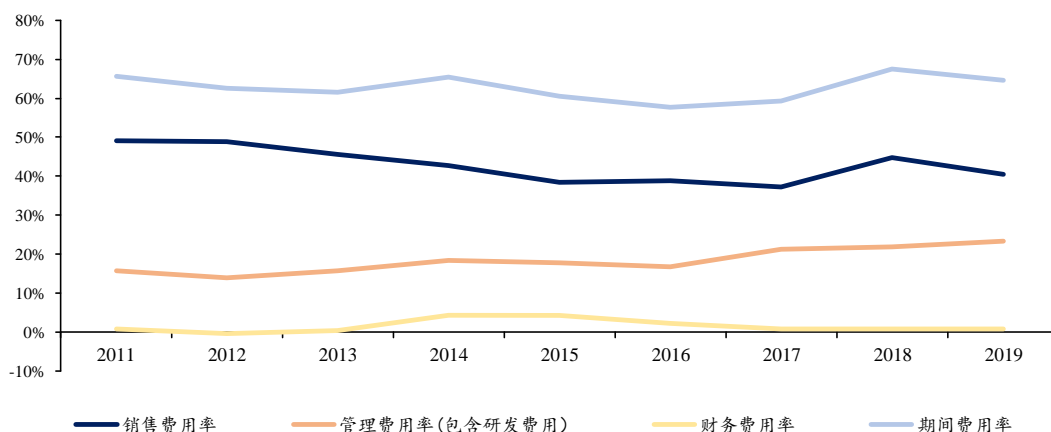
图 7：兴齐眼药历年毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2019 年期间费用率为 64.62%，同比下降 2.88 pct.。其中，销售费用率、管理费用率（包含研发费用）、财务费用率分别为 40.43%（-4.42 pct.）、23.36%（+1.43 pct.）、0.83%（+0.11 pct.）。

图 8：兴齐眼药历年期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2. 低浓度阿托品滴眼液：有效延缓青少年近视，销售峰值有望超 32 亿

2.1. 低浓度阿托品是延缓近视发展进程的有效处方药

低浓度阿托品主要针对青少年近视发展进程的延缓。青少年患者如果无法有效延缓近视发展，近视度数常以每年-0.5D 至-1D 的速度增长，从而逐步变成高度近视。近视矫正措施主要分为佩戴框架眼镜、佩戴角膜接触镜、手术矫正、药物治疗等方式。其中，低浓度阿托品和角膜塑形镜为延缓近视发展的有效手段。低浓度阿托品作为有效处方药，具备价格合理、使用方便、效果较好等优势。

表 1：各种干预近视方法对比分析

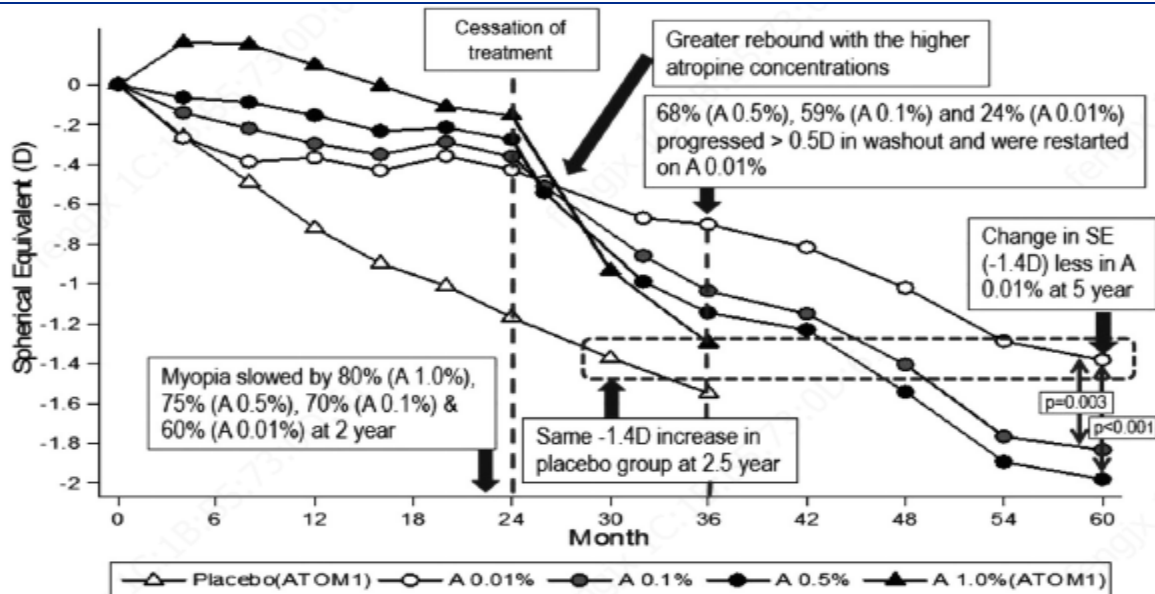
矫正措施	代表产品/方法	适用情况	主要优点	主要缺点
框架眼镜		任何年龄段的近视患者	安全有效	需长期佩戴
角膜接触镜	软性接触镜	大部分需要近视矫正的患者	外形美观、晚上无需佩戴	对个人卫生不良、护理液过敏等患者不适用
	硬性接触镜	适用于有需求且无禁忌症的任何年龄段的患者	外形美观、晚上无需佩戴	佩戴初期对眼部刺激强；高污染患者中者、从事剧烈运动患者不适用
	角膜塑形镜	8 岁以上具备一定自理能力，且角膜无明显异常、无其他眼疾和全身严重疾病等患者	白天无需佩戴；可延缓眼轴长度	价格较高；需晚上佩戴且规范佩戴；需要医生处方
手术矫正	激光角膜屈光手术	适用于 18 岁以上近视度数稳定的患者	无需长期佩戴眼镜，获得良好裸眼视力	部分患者出现干眼、虚影等不适，术后角膜变薄不确定风险
	有晶状体眼人工晶状体植入术	适用于近视度数、不愿佩戴眼镜且不适合激光角膜屈光手术的患者	无需长期佩戴眼镜，视力恢复较快且稳定性好	手术费用较高、有角膜内皮损伤、眼内感染等风险
药物治疗	低浓度阿托品	近视迅速加深或先天高度近视的青少年	价格合理、使用方面、效果明显	不合理用药会存在畏光等副作用

资料来源：卫计委近视防治指南、安信证券研究中心

临床数据显示，低浓度阿托品有效延缓近视发展。新加坡国立眼科研究中心团队针对 400 名 6-12 岁近视儿童，进行不同浓度阿托品双盲实验，实验为期五年并划分为三期。其中，第一期用药两年并分为三组，分别每天使用 0.01%、0.1%、0.5%阿托品进行治疗；第二期治疗两年后停药一年；第三期停药一年后近视超 50 度患者使用 0.01%阿托品继续治疗两年。该临床试验证实了低浓度阿托品能有效延缓近视发展。

- **第一期实验：**与不同阿托品患者相比，每天使用 0.01%、0.1%、0.5%阿托品进行治疗患者近视率分别下降 60%、70%、75%，一期临床结果表明，阿托品有效延缓近视发展；
- **第二期实验：**之前每天使用 0.01%、0.1%、0.5%阿托品进行治疗患者，停药一年后近视超过 50 度比例分别为 24%、59%、68%，停药后疗效反弹且使用阿托品浓度越大反弹越厉害；
- **第三期实验：**停药一年后近视超 50 度患者使用 0.01%阿托品继续治疗两年，患者近视进程与 2.5 年安慰剂组患者情况类似，证明 0.01%阿托品能有效延缓近视进程；

图 9：三个阶段不同浓度阿托品滴眼液治疗效果对比



资料来源：《Ophthalmology》、安信证券研究中心

低浓度阿托品滴眼液与角膜塑形镜相互补充，联合使用对近视的延缓效果更好。根据广州市越秀区儿童医院开展的临床试验，选取本院 200 例青少年近视患者，随机分为对照组和观察组。对照组使用角膜塑形镜延缓近视发展，观察组使用 0.01%阿托品滴眼液联合角膜塑形镜延缓近视发展。结果发现，观察组眼轴、屈光度等指标优于对照组，联合使用对于延缓青少年近视发展效果更好。

表 2：低浓度阿托品滴眼液与角膜塑形镜联合使用对于延缓青少年近视发展效果更好

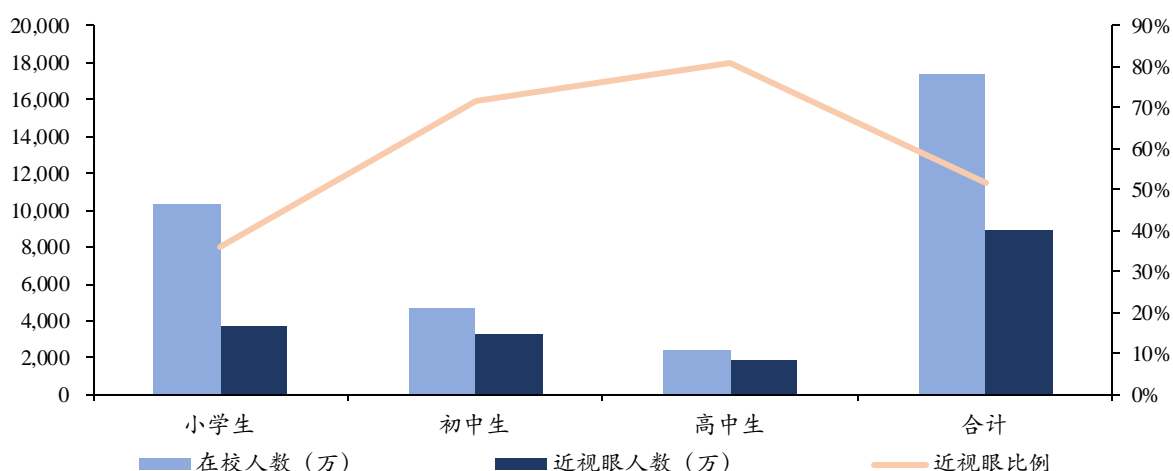
组别	眼数	时间节点	视力水平	眼轴 (mm)	屈光度 (D)
观察组	200	延缓近视发展前	2.24±0.12	24.21±1.14	-2.45±0.62
		延缓近视发展后	5.21±0.21	24.78±1.65	-3.49±0.72
对照组	200	延缓近视发展前	2.23±0.12	24.22±1.14	-2.45±0.61
		延缓近视发展后	4.24±0.25	24.26±1.17	-2.45±0.61
实验对象	选取广州市越秀区儿童医院 200 例青少年近视患者				
实验设计	随机分为对照组和观察组。对照组使用角膜塑形镜延缓近视发展，观察组使用 0.01%阿托品滴眼液联合角膜塑形镜延缓近视发展				
实验结果	观察组眼轴、屈光度等指标优于对照组，联合使用低浓度阿托品滴眼液与角膜塑形镜对于延缓青少年近视发展效果更好				

资料来源：爱学术、安信证券研究中心

2.2. 国内青少年近视人口基数大，低浓度阿托品滴眼液销售峰值有望超 32 亿

国内青少年近视人口基数大。2018 年国内中小學生近视人数高达 8977.43 万人。其中，小学生、初中生、高中生近视人数分别为 3722.13 万人、3331.25 万人、1924.05 万人。国内青少年近视人口基数较大，为低浓度阿托品滴眼液的销售推广提供良好患者基础。

图 10：国内近视青少年人口基数大（2018 年数据）



资料来源：教育部、安信证券研究中心

保守估计低浓度阿托品滴眼液国内销售峰值为 **32.10 亿元**。目前低浓度阿托品滴眼液仅作为院内制剂销售，售价为 298 元/盒（30 支/盒），按照每天 1 支的用法用量，年治疗费用约为 3576 元/年。目前我国青少年近视人数 8977.43 万人，按照 1% 渗透率保守估算（参照 B. Morgan, et.al, international survey of orthokeratology contact lens fitting, Contact Lens and Anterior Eye 的数据, 近视防控器械角膜塑形镜在香港和台湾等成熟地区的渗透率超过 1%），预计最终每年 89.77 万人青少年使用低浓度阿托品延缓近视，销售峰值高达 32.10 亿元。

表 3：我国青少年近视人数和国内低浓度阿托品销售峰值测算

类别	在校人数 (万)	近视眼比例	近视眼人数 (万)
小学生	10339.25	36.0%	3722.13
初中生	4652.59	71.6%	3331.25
高中生	2375.37	81.0%	1924.05
共计	17367.21	--	8977.43
低浓度阿托品滴眼液销售空间测算	渗透率=1.0%	8977.43 万人*1.0%*3576 元/年=32.10 亿元	
	渗透率=1.5%	8977.43 万人*1.5%*3576 元/年=48.15 亿元	
	渗透率=2.0%	8977.43 万人*2.0%*3576 元/年=64.20 亿元	
	渗透率=3.0%	8977.43 万人*3.0%*3576 元/年=96.31 亿元	

资料来源：教育部、安信证券研究中心

2.3. 低浓度阿托品滴眼液产品竞争力：上市先发优势显著

兴齐低浓度阿托品滴眼液研发进展领先，有望率先上市。目前全球市场尚无低浓度阿托品滴眼液上市，兴齐眼药的无防腐剂低浓度阿托品滴眼液目前在院内销售。兴齐眼药的低浓度阿托品滴眼液于 2019 年 1 月获得临床试验通知书，目前处于 III 期临床，按照临床进度推测 2022-2023 年有望上市。参照其余厂家研发进度，仅兴齐一家适应症申请地为中国且处于临床 III 期，公司的低浓度阿托品滴眼液在国内有望率先上市，抢占销售推广的先发优势。

表 4：全球低浓度阿托品在研情况梳理

相关企业/机构	研发项目	适应症	适应症申请地	临床开展地	研发进展
兴齐眼药	0.01%阿托品滴眼液开展延缓儿童近视进展的临床试验	延缓近视进展	中国	中国	III 期临床
Singapore National	0.01%阿托品滴眼液在近视延缓的运用	延缓近视进展	新加坡	新加坡	III 期临床
Eyenovia	0.1%和 0.01%阿托品滴眼液降低儿童近视	延缓近视进展	美国	美国	III 期临床
Santen	评估 DE-127 对轻度、中度近视儿童治疗的有效性和安全性	延缓近视进展	英国	英国	II 期临床
Belfast Health and Social Care Trust	低剂量阿托品滴眼液减少儿童近视进展	延缓近视进展	美国	美国	II 期临床
Researc	小剂量阿托品治疗儿童近视	延缓近视进展	法国	法国	III 期临床
University Hospital, Strasbourg, France	局部应用 0.01%阿托品控制快速进展性近视	延缓近视进展	丹麦	丹麦	III 期临床
Line Kessel	小剂量阿托品预防治疗丹麦儿童近视进展	延缓近视进展	美国	美国	II 期临床
University Eye Hospital, Freiburg	小剂量阿托品控制儿童近视	延缓近视进展	阿曼	阿曼	III 期临床
Sultan Qaboos University	阿托品 0.01%滴眼液在近视研究中的应用	延缓近视进展	中国	中国	I 期临床

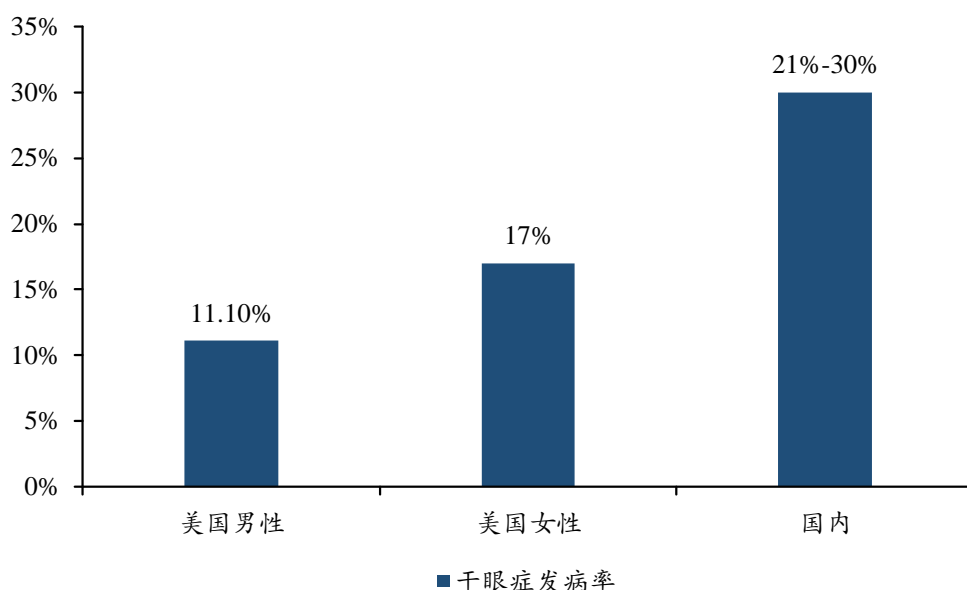
资料来源：公司公告、CDE、Clinicaltrials、安信证券研究中心

3. 环孢素滴眼液国内有望率先获批上市，销售峰值有望近 20 亿

3.1. 干眼症已经成为全球常见疾病之一，国内发病率高于全球均值

干眼症通常指由于泪液的量、质、流动动力学异常所引发的眼表损害和泪膜不稳定，进而导致视功能障碍或眼部不适症状的一类疾病。通常干眼症会引发双眼痒感、异物感等表现，给患者带来极大的痛苦。按照《2013 干眼临床规范专家共识》披露的数据，全球各国干眼症发病率为 5.5%-33.7%，干眼症成为全球常见疾病之一。其中，国内干眼症发病率为 21%-30%，显著高于美国等发达国家。

图 11：国内外干眼症发病率对比



资料来源：《2013 干眼临床规范专家共识》、和睦家医院、安信证券研究中心

3.2. 国内干眼症用药市场规模保持较快整体增速

按照《2013 干眼临床规范专家共识》，干眼症常见治疗药物包括人工泪液、润滑膏剂、局部抗炎及免疫抑制剂、自体血清等。临床治疗上，根据干眼症轻度、中度、重度等不同情况，分别采取环境饮食改善/人工泪液/眼睑物理治疗、在轻度干眼基础上增加局部抗炎治疗等、在重度干眼基础上增加抗炎药/血清治疗/手术等治疗方式。

表 5：治疗干眼症的常见药物梳理

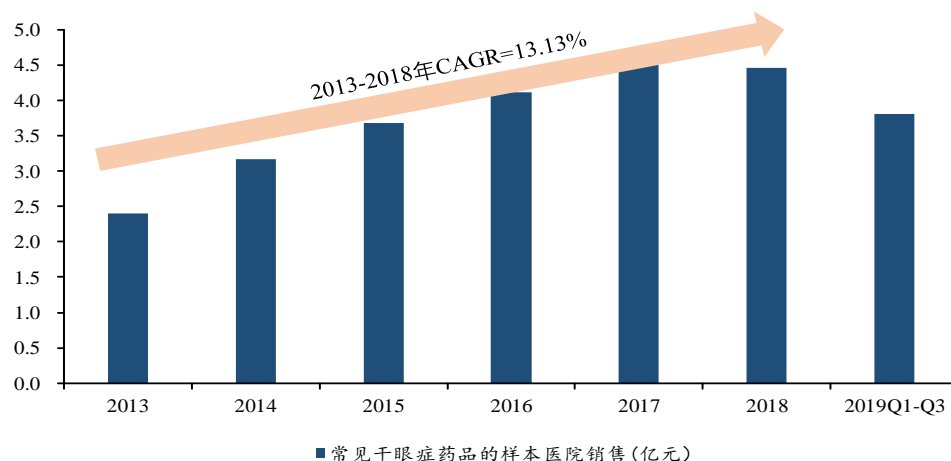
药物类别	代表药物	适应症	主要特点
人工泪液	玻璃酸钠滴眼液、聚乙二醇滴眼液等	治疗干眼症	治疗干眼的一线用药，润滑眼表面，补充缺少泪液
润滑膏剂	重组牛碱性成纤维细胞生长因子眼用凝胶、维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶等	主要用于重度干眼症患者治疗等	眼表面保持时间长，但会使视力模糊
局部抗炎及免疫抑制剂	糖皮质激素	中重度干眼伴有眼部炎症的患者	使用以低浓度短时间为原则，可能导致糖皮质激素引发的并发症
	环孢素滴眼液	中重度干眼伴有眼部炎症的患者	改善中重度干眼患者泪液分泌，降低人工泪液使用频率
	他克莫司	中重度干眼伴有眼部炎症的患者	--
	非甾体类抗炎药	轻中度干眼的抗炎治疗，对有激素并发症高危干眼患者优先选用	对于有激素并发症的高位干眼患者可考虑优先使用
自体血清	--	重度干眼合并角膜并发症及常规人工泪液无效的重症干眼患者	--

资料来源：《2013 干眼临床诊疗规范专家共识》、安信证券研究中心

国内干眼症用药市场规模保持较快整体增速。我们选取了玻璃酸钠滴眼液、聚乙二醇滴眼液、羧甲基纤维素钠滴眼液、复方羧丙甲纤维素滴眼液、卡波姆眼用凝胶、右旋糖酐 70 滴眼液、

羟糖甘滴眼液、聚乙烯醇滴眼液、重组牛碱性成纤维细胞生长因子眼用凝胶、维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶等 10 种常见干眼症用药作为样本，用以观测国内干眼症的用药市场情况。10 种药品样本医院销售从 2013 年的 2.41 亿元增长至 2018 年的 4.46 亿元，CAGR 为 13.13%。2019 年 Q1-Q3 实现销售 3.81 亿元，同比增长 12.51%，国内干眼症用药市场保持较快增长。

图 12：国内常见干眼症药品的样本医院销售情况（亿元）

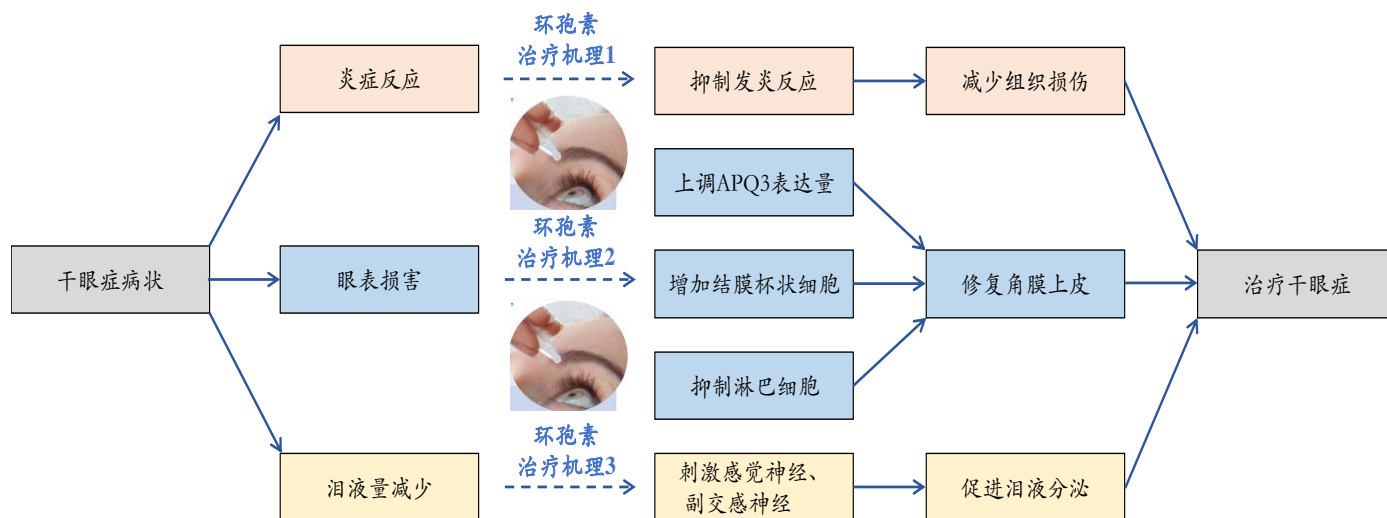


资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

3.3. 环孢素滴眼液针对中重度干眼患者，有效改善患者泪液分泌

炎症反应是引起干眼症的重要因素，环孢素滴眼液通过抑制炎症反应、修复角膜上皮、促进泪液等方式治疗干眼症。其具体治疗机理为：1) 通过抑制炎症细胞的聚集及炎性细胞因子的释放，来抑制发炎反应；2) 通过抑制淋巴细胞、增加结膜杯状细胞、上调结膜上皮细胞及腺层水通道蛋白（APQ3），从而修复角膜上皮；3) 通过刺激感觉神经、副交感神经，促进泪液分泌，并改善干眼的症状。

图 13：环孢素滴眼液治疗干眼症的作用机理



资料来源：CNKI、安信证券研究中心

临床试验证实环孢素滴眼液有效治疗干眼症。根据四川大学华西医院眼科对于干眼症患者的临床研究，在其随机双盲安慰剂平行对照试验中，将受试者分为两组（每组 20 例 20 眼），分别用 0.05%环孢素滴眼液或该滴眼液的溶媒点眼治疗。对比眼部症状、结膜充血、泪膜破裂时间、基础泪液分泌、角膜染色等评价指标，治疗前后存在明显差异，0.05%环孢素滴眼液组治疗的总体有效率明显高于对照组，即 0.05%环孢素滴眼液可有效缓解干眼的症状。

表 6：临床试验证实 0.05%环孢素滴眼液有效治疗干眼症

相关项目	组别	眼数	眼部症状评分	结膜充血评分	泪膜破裂时间 (s)	基础泪液分泌值 (mm/5min)	角膜染色评分
治疗前	0.05%环孢素滴眼液组	20	13.67±6.45	1.65±0.32	2.16±1.78	3.19±4.37	7.39±2.87
	溶媒组	20	13.27±5.90	1.43±0.24	2.10±1.63	3.49±4.87	7.10±3.21
治疗后	0.05%环孢素滴眼液组	20	5.45±4.37 (P<0.05)	0.87±0.25 (P<0.05)	6.40±2.65 (P<0.05)	6.72±2.24 (P<0.05)	3.23±2.78 (P<0.05)
	溶媒组	20	11.20±5.36	1.23±0.15	3.05±1.56	3.35±1.85	6.95±2.67
试验对象	2010 年 12 月至 2011 年 6 月在四川大学华西医院眼科确诊的干眼患者 40 例，40 眼						
试验设计	利用随机卡片将受试者分为两组，每组 20 例 20 眼，分别用 0.05%环孢素滴眼液或该滴眼液的溶媒点眼治疗。药品包装按双盲设计要求，受试者按随机分配号和药物编号依次领取药物。2 个组受试者每日点眼 2 次，每次 1 滴。此外，均应用羧甲基纤维素滴眼液作为基础治疗，每日 3 次，连续应用 84d。试验药物与羧甲基纤维素滴眼液间隔时间为 15 min。用药后(7±1)d、(28±2)d、(56±3)d、(84±3)d 及停药后 14d 进行复查						
主要结论	临床试验结果显示 0.05%环孢素滴眼液可以有效缓解干眼的症状。用药 28、56、84d 后，0.05%环孢素滴眼液组总体有效率分别为 20%、45%和 75%，对照组分别为 10%、12.5%和 25%。0.05%环孢素滴眼液组治疗的总体有效率明显高于对照组，组间比较差异有统计学意义						

资料来源：CNKI、安信证券研究中心

临床数据进一步表明，环孢素滴眼液与人工泪液互为补充，联合用药实现更好干眼治疗效果。参照重庆市梁平县人民医院眼科门诊对于干眼症患者的临床研究，将患者分为对照组、人工泪液组、环孢素滴眼液+人工泪液组，分别给予“不做特殊治疗”、“人工泪液治疗”、“人工泪液+环孢素滴眼液治疗”的治疗方案，发现环孢素滴眼液滴眼液联合人工泪液治疗干眼症疗效显著优于对照组与人工泪液组，二者联合可以改善泪液环境，增加泪液分泌量，延长泪膜破裂时间，增强泪膜稳定性。

表 7：环孢素滴眼液与人工泪液互为补充，联合用药实现更好干眼治疗效果

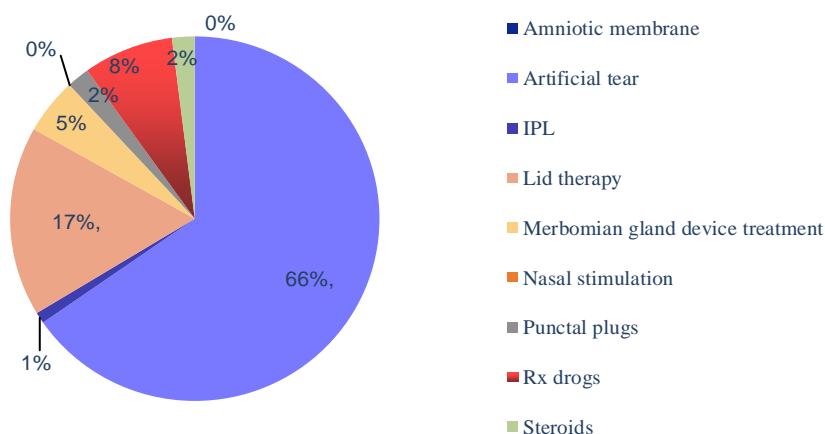
相关项目	组别	眼数	角膜荧光素染色评分表	各组 BUT 值结果	各组治疗前后 SIt 比较
治疗前	对照组	68	8.40±2.50	4.10±2.42	5.59±0.76
	人工泪液组	68	8.30±1.33	5.10±2.42	5.76±0.78
	环孢素滴眼液+人工泪液组	68	8.12±3.35	4.60±4.47	5.71±0.73
治疗 4wk	对照组	68	8.00±2.90	5.60±2.59	5.59±0.76
	人工泪液组	68	7.00±1.82	7.40±4.52	7.07±1.45
	环孢素滴眼液+人工泪液组	68	4.62±2.82	7.75±4.06	12.70±4.49
治疗 8wk	对照组	68	9.12±2.64	5.90±3.14	5.59±0.76
	人工泪液组	68	5.90±2.68	8.40±2.50	10.50±4.66
	环孢素滴眼液+人工泪液组	68	3.75±1.28	8.30±1.33	13.40±3.40
试验对象	2015 年 1 月-11 月期间在中国重庆市梁平县人民医院眼科门诊进行治疗的干眼症患者 102 例，204 眼				
试验设计	对照组不做特殊治疗，人工泪液组采用人工泪液滴眼，3 次/d，环孢素滴眼液联合人工泪液组采用环孢素滴眼液联合人工泪液 3 次/d，先滴人工泪液，再滴环孢素滴眼液，两种滴眼间隔 15min。所有患者连续治疗 8wk 后，观察比较各组之间各项指标的变化				
主要结论	环孢素滴眼液联合人工泪液治疗干眼症疗效显著优于对照组与人工泪液组，二者联合可以改善泪液环境，增加泪液分泌量，延长泪膜破裂时间，增强泪膜稳定性				

资料来源：爱学术、安信证券研究中心

3.4. 海外环孢素滴眼液产品 Restasis 销售峰值超 14 亿美元

在美国干眼症治疗市场当中，人工泪液仍为治疗干眼症主要药物，但环孢素滴眼液成为快速增长的核心品种。从医生的治疗选择上分析，根据 Optometry Times 的数据，人工泪液、处方药（环孢素滴眼液）治疗干眼症的使用占比分别为 66%和 8%，人工泪液仍为治疗干眼症的主要药物。

图 14：美国干眼症治疗的用药选择分析



资料来源：Optometry Times、安信证券研究中心

但是，从单品销售分析，0.05%环孢素滴眼液已成为销售快速增长的核心品种。2012 年-2017 年 0.05%环孢素滴眼液销售端保持 13.22%的复合增长，增速高于羧甲基纤维素、聚乙二醇滴眼液、玻璃酸钠滴眼液等人工泪液产品。在干眼症治疗用药当中，0.05%环孢素滴眼液成为销售快速增长的核心品种。

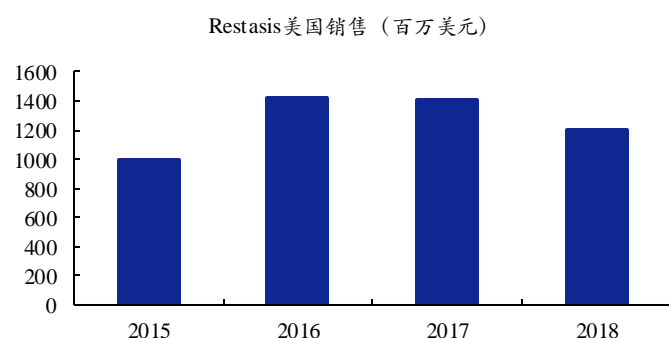
图 15：全球干眼症治疗药物的销售和增速对比（美元/日元汇率按照 1:111.57 换算）

相关干眼症药物	对应厂家	销售金额（百万美元）						CAGR
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	
0.05%环孢素（RESTASIS）	艾尔建	792.00	940.00	1083.70	1047.80	1487.50	1473.60	13.22%
羧甲基纤维素（REFRESH TEARS）	艾尔建				397.60	462.70	480.50	9.93%
聚乙二醇滴眼液（SYSTANE）	诺华	293.71	343.64	378.00	380.00	377.00	400.00	6.37%
玻璃酸钠滴眼液（HYALEIN）	参天制药	163.79	162.93	137.28	129.88	106.66	96.80	-9.98%
地夸磷索（DIQUAS）	参天制药	49.86	70.19	66.50	79.59	98.59	114.73	18.14%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

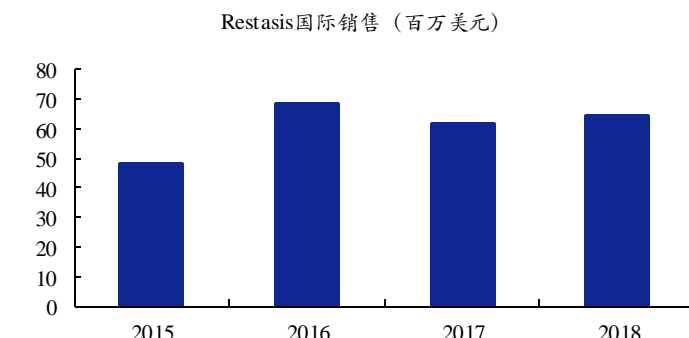
其中，美国 Allergan（艾尔建制药）的 0.05%环孢素滴眼液销售峰值超过 14 亿美元。美国 Allergan 的 0.05%环孢素滴眼液产品 Restasis 于 2002 年 12 月获美国 FDA 批准，2003 年 4 月在美国上市销售，2010 年 11 月获加拿大卫生部批准。Restasis 对于干眼症治疗显著有效，一般 6 周开始见效，6 个月干眼症患者分泌的泪液大幅增加，对人工泪液的依赖逐步下降。2016 年 Restasis 销售到达峰值，在美国和国际市场分别实现销售 14.20 亿美元和 0.68 亿美元。

图 16：Allergan 环孢素滴眼液 Restasis 美国销售



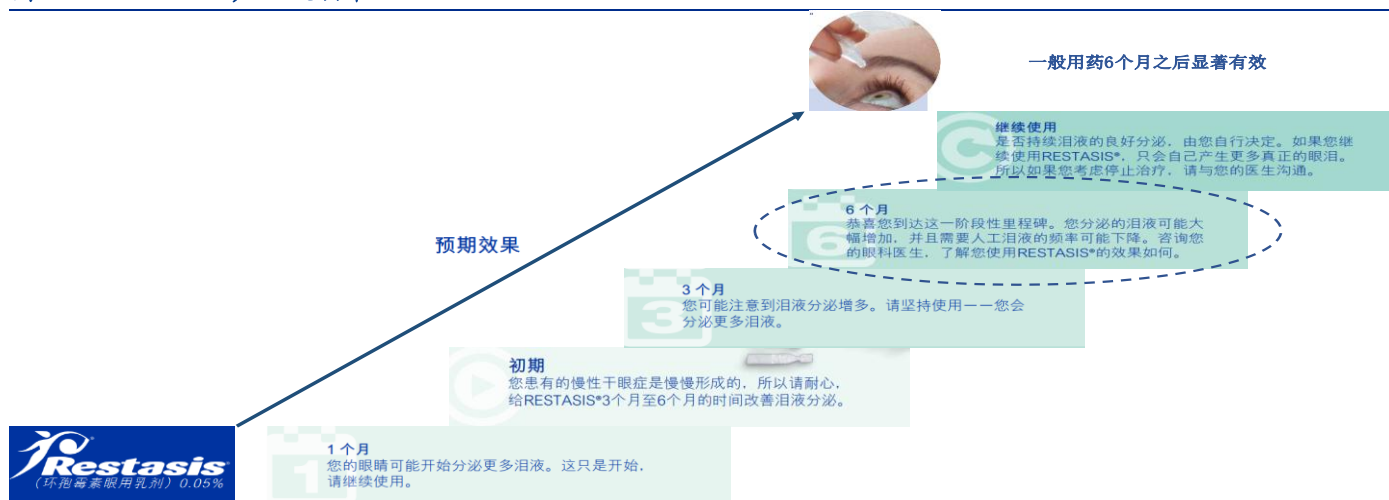
资料来源：Bloomberg、公司公告、安信证券研究中心

图 17：Allergan 环孢素滴眼液 Restasis 国际销售



资料来源：Bloomberg、公司公告、安信证券研究中心

图 18：Restasis 产品说明书



资料来源：Restasis 产品说明书、安信证券研究中心

目前美国市场 Restasis 主要竞品有 Xiidra 和 Cequa。Restasis、Xiidra、Cequa 分别于 2003 年、2018 年、2018 年上市，用法用量相似（均为每天 2 次，每次 1 滴），年治疗费用分别

为 7315 美元/年、7609 美元/年、6556 美元/年。与 Restasis 相比，Xiidra 的起效时间更短（2 周起效），2018 年 Xiidra 已实现销售 4 亿美元，成为 Restasis 有力的竞争对手。

表 8：美国 Restasis 上市竞品对比

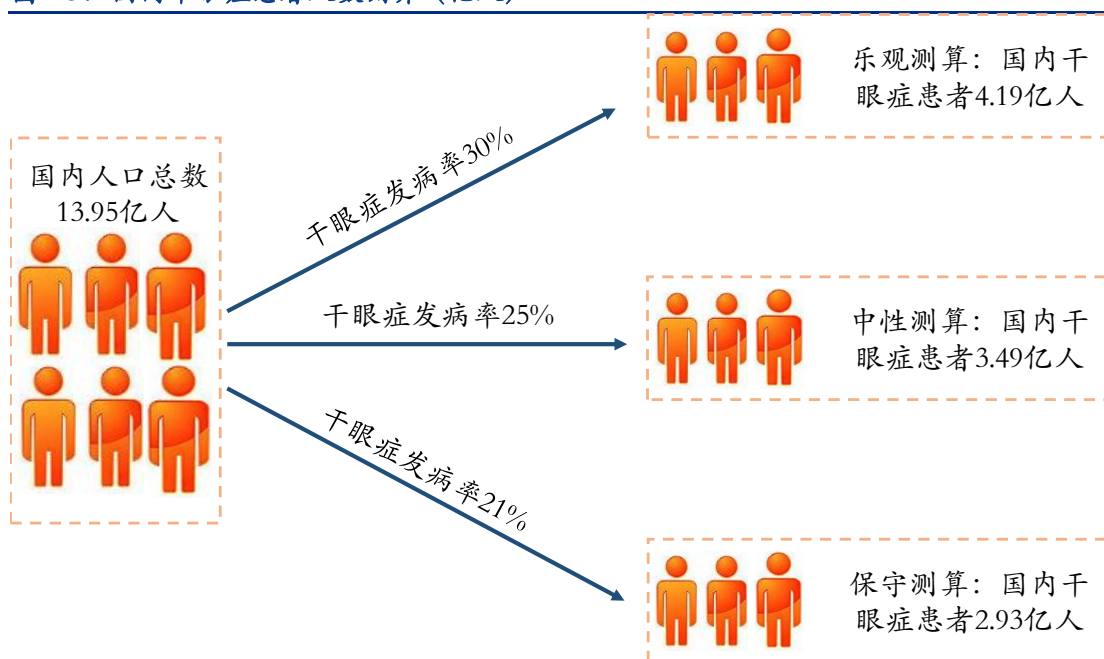
药品名称	原研企业/国家	上市时间/地点	用法用量	起效时间	年治疗费用（美元）	2018 年销售（美元）
Restasis	艾尔建/美国	2003/美国	每天 2 次，每次 1 滴	6 周	7315	约 12 亿
Xiidra	Shire/美国	2018/美国	每天 2 次，每次 1 滴	2 周	7609	约 4 亿
Cequa	Sun Pharma/印度	2018/美国	每天 2 次，每次 1 滴	--	6556	--

资料来源：Drug.com、公司公告、Bloomberg、安信证券研究中心

3.5. 保守估计国内环孢素滴眼液销售峰值有望近 20 亿元/年

保守估计国内干眼症患者数量 3.49 亿人。近年来，受到过度使用电子产品、环境因素恶化等的影响，国内干眼症患者的数量不断上升。按照《2013 干眼临床诊疗规范专家共识》，国内干眼症发病率为 21%-30%。2018 年国内总人口数 13.95 亿人，按照 25% 干眼症发病率测算，目前国内干眼症患者数量高达 3.49 亿人。

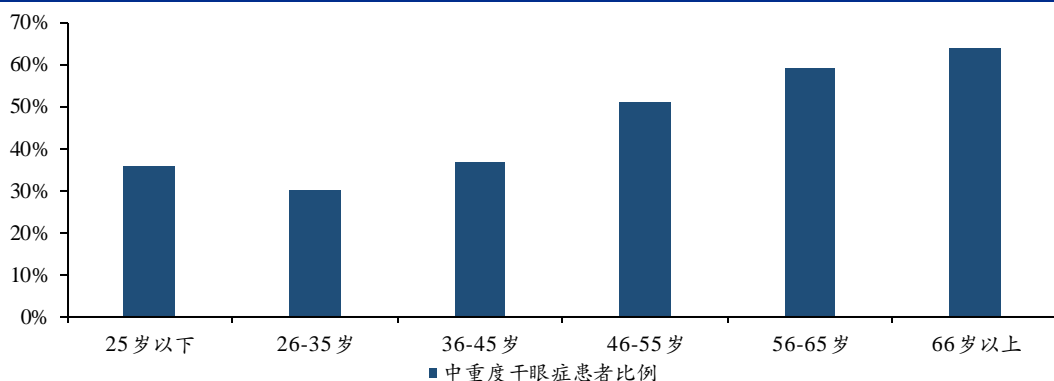
图 19：国内干眼症患者人数测算（亿人）



资料来源：《2013 干眼临床诊疗规范专家共识》、国家统计局、安信证券研究中心

保守估计中重度干眼症患者人数高达 1.05 亿人。根据中山大学眼科中心、北京协和医院、河南眼科研究所、浙益眼科中心、浙江大学医学院附属邵逸夫医院对眼科门诊就诊患者的抽样调查数据，25 岁以下、26-35 岁、36-45 岁、46-55 岁、56-65 岁、65 岁以上各年龄群患者出现中重度干眼症状的比例分别为 36%、30%、37%、51%、59%、64%。2018 年全国干眼症患者人数约 3.49 亿人，按照 30% 中重度患者比例进行保守估算，国内中重度干眼症患者人数高达 1.05 亿人。

图 20：国内中重度干眼症患者比例



资料来源：《浙医附属邵逸夫医院门诊干眼病人的临床特征分析》、安信证券研究中心

保守估算环孢素滴眼液的国内销售峰值为 **18.90 亿元/年**。按照中重度患者 1.05 亿人、就诊比例 10% 估算，国内目前中重度干眼症患者就诊人数约 1050 万人。假设最终环孢素滴眼液使用比例为 20%，对应每年约 210 万名患者环孢素滴眼液使用。参照海外环孢素滴眼液产品 Restasis 用法用量，假设兴齐眼药的 0.05% 环孢素滴眼液上市后，用法用量为每天 2 次，每次 1 滴，用药周期 3 个月，治疗费用 300 元/月，环孢素滴眼液在国内的销售峰值有望达 18.90 亿元/年。

图 21：环孢素滴眼液国内销售峰值保守测算



资料来源：国家统计局、《2013 干眼临床诊疗规范专家共识》、《浙医附属邵逸夫医院门诊干眼病人的临床特征分析》、安信证券研究中心

表 9：国内环孢素滴眼液销售空间测算-敏感性分析

对应参数		治疗周期			
		3 个月	4 个月	5 个月	6 个月
环孢素治疗比例	20%	18.90 亿元	25.13 亿元	31.41 亿元	37.69 亿元
	22%	20.73 亿元	27.64 亿元	34.55 亿元	41.46 亿元
	24%	22.62 亿元	30.15 亿元	37.69 亿元	45.23 亿元
核心假设		干眼症患者人数 3.49 亿人，中重度患者比例 30%，就诊比例 10%，药品定价 300 元/月			

资料来源：国家统计局、《2013 干眼临床诊疗规范专家共识》、《浙医附属邵逸夫医院门诊干眼病人的临床特征分析》、安信证券研究中心

3.6. “技术壁垒+先发优势+专业推广”造就兴齐环孢素滴眼液的核心竞争力

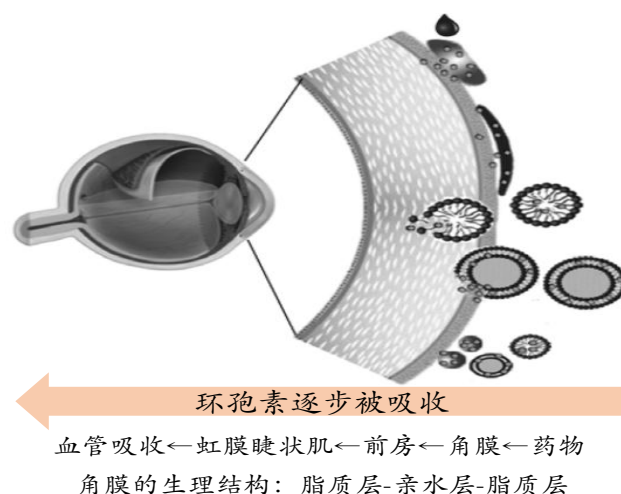
增溶技术成为环孢素滴眼液研发和制备的核心技术壁垒，目前仅少量厂家攻克。按照 BCS（生物药剂学分类系统），环孢素滴眼液为 BCS II 类药物，即低溶解性-高渗透性药物。低溶解性药物由于水中溶解度较小，难以被有效吸收，导致生物利用度降低，药物溶解性成为影响环孢素滴眼液生物利用度的重要因素。提高溶解性和生物利用度，成为环孢素滴眼液研发和制备的核心技术壁垒。目前，仅有 Allergan、印度太阳制药、兴齐眼药等少部分厂商攻克技术壁垒，开发各种眼用给药系统，提高环孢素滴眼液的生物利用度。

图 22：环孢素滴眼液为 BCS II 类药物

	高溶解性	低溶解性
高渗透性	阿普唑仑片 盐酸阿米替林片 I	环孢素 安普那韦 II
低渗透性	沙丁胺醇 阿巴卡韦 III	乙酰唑胺 阿奇霉素片 IV

资料来源：百度百科、安信证券研究中心

图 23：环孢素滴眼液眼部吸收途径



资料来源：百度文库、CNKI、安信证券研究中心

表 10：各种提高环孢素滴眼液生物利用度的给药系统

给药系统	主要描述	主要优点	主要缺点
脂质体给药系统	是一种优良的载体材料，可提高角膜移植后的存活率	长效缓释；对眼部刺激低于油制剂等	中试放大困难、载药率低，需要频繁给药等
纳米给药系统	属于水性清亮溶液，能提高用药顺应性	穿透能力强、生物利用度高等	中试方法困难、稳定性差等
胶束给药系统	由印度太阳制药研发，属于清透水剂，不含防腐剂	增加药物吸收、穿透力强；眼部刺激小等	表面毒性、稳定性差等
原位凝胶给药系统	制备包载环孢素滴眼液的原位凝胶，接触泪液后在凝胶黏度增大，提高药物在角膜停留时间	滞留时间长、长效缓释等	眼部模糊感强、药物突释等
水凝胶给药系统	通过将凝胶浸泡在药物的溶液从而实现药物的包载	滞留时间长、长效缓释等	顺应性差、药物突释等

资料来源：CNKI、安信证券研究中心

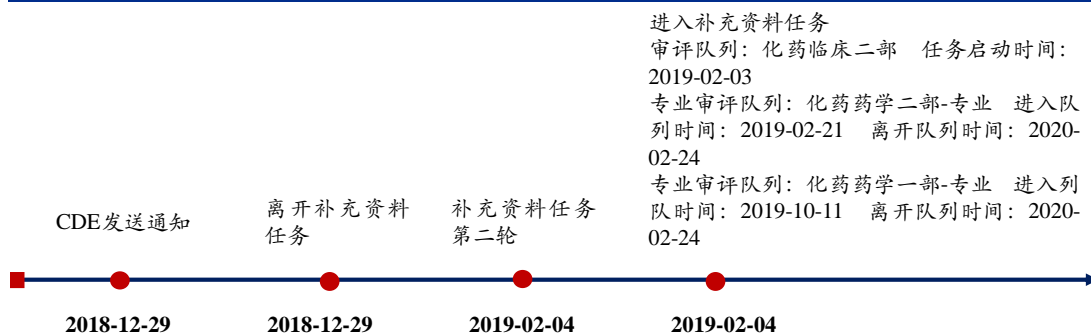
兴齐 0.05%环孢素滴眼液有望优先上市，长期国内竞争格局良好。从研发进展来看，兴齐眼药的 0.05%环孢素滴眼液处于优先审评审批状态，按照药智网披露的研发进度，预计公司的 0.05%环孢素滴眼液有望于国内优先上市销售，在销售推广上占据先发优势。从中长期竞争格局分析，仅恒瑞、康哲等少数公司对环孢素滴眼液进行布局，中长期环孢素滴眼液有望维持良好的竞争格局。

表 11：国内各厂家环孢素滴眼液布局情况梳理

相关企业	药物名称	适应症	相关进展
兴齐眼药	0.05% 环孢素滴眼液	促进干眼症患者的泪液分泌等	2018 年 3 月纳入优先审评审批
恒瑞医药	0.1% 环孢菌素 A 制剂	治疗水液缺乏型干眼症	2019 年启动美国临床三期
康哲药业	0.09% 环孢菌素 A 滴眼液	治疗干燥性角膜结膜炎（干眼症）	代理 Sun Pharma 环孢素滴眼液品种
五景药业	0.05% 环孢素眼用乳剂	中重度干眼	临床三期
兆科（广州）眼科药物	环孢素 A 眼用凝胶	中至重度泪液缺乏型干眼病	临床二期（完成）

资料来源：CDE、公司公告、安信证券研究中心

图 24：兴齐眼药 0.05%环孢素滴眼液研发进展



资料来源：CDE、药智网、安信证券研究中心

4. 现有品种：秉承“专业化+全系列+多品种”的发展战略，目前眼科领域产品系列齐全

眼科领域产品系列齐全。公司秉承“专业化+全系列+多品种”的发展战略，眼科领域的产品系列齐全，覆盖眼用抗感染、眼用非类固醇消炎药、人工泪液、散瞳药等领域。

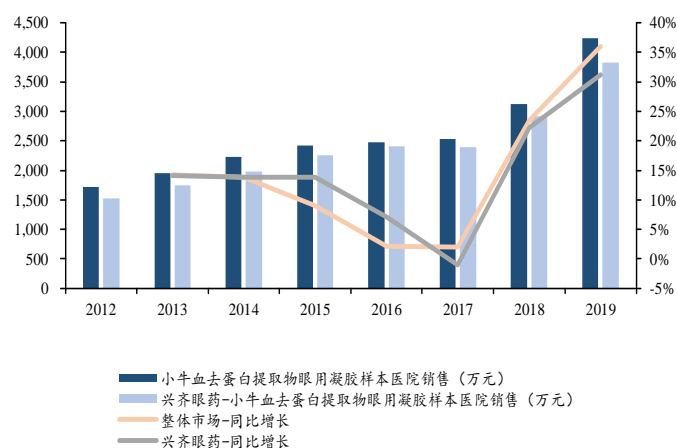
表 12：兴齐眼药现有眼科品种梳理

制剂类别	主要适应症	主要品种	2019 年样本医院销售	2019 年竞争格局
其他眼科用药 (S01X)	用于各种起因的角膜溃疡，角膜损伤，由碱或酸引起的角膜灼伤，大泡性角膜炎等	速高捷 (小牛血去蛋白提取物眼用凝胶)	4245.50 万元	兴齐眼药 90%、兆科药业 10%
眼用抗感染药 (S01A)	用于治疗细菌性结膜炎、角膜炎、角膜溃疡、泪囊炎、术后感染等外眼感染	迪可罗眼膏 (氧氟沙星眼膏)	2241.95 万元	兴齐 65%、参天 31%
		迪可罗滴眼液 (氧氟沙星滴眼液)	--	--
		迪友眼用凝胶 (加替沙星眼用凝胶)	2345.40 万元	兴齐眼药 100%
眼用非类固醇消炎药 (S01R)	用于治疗葡萄膜炎、角膜炎、巩膜炎、春季结膜炎围术期抗炎等	迪非滴眼液 (双氯芬酸钠滴眼液)	3480.11 万元	兴齐眼药 90%、远大天天明制药 6%、联邦制药 2%
人工泪液和眼润滑剂 (S01K)	作为角膜保护的辅助治疗，各种原因引起的干眼症等	兹养 (维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶)	1068.20 万元	兴齐眼药 100%
散瞳药和睫状肌麻痹剂 (S01F)	虹膜睫状体炎、检查眼底前的散瞳、验光配镜屈光度检查前的散瞳	迪善眼用凝胶 (硫酸阿托品眼用凝胶)	1669.76 万元	兴齐眼药 100%
	诊断及治疗为目的的散瞳和调节麻痹	卓比安 (复方托吡卡胺滴眼液)	2909.71 万元	参天 61%、兴齐 34%

资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

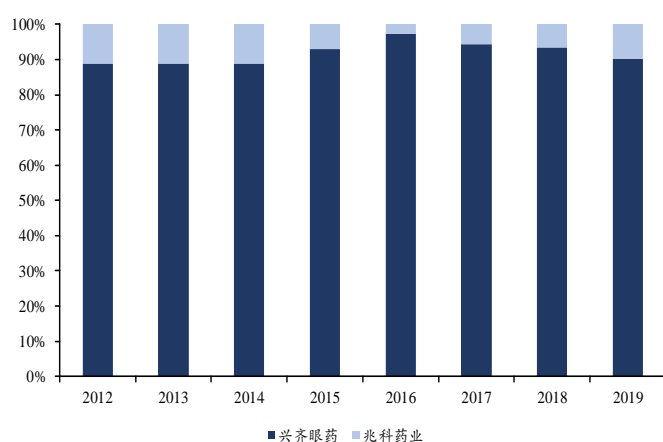
小牛血去蛋白提取物眼药凝胶主要用于角膜溃疡、角膜损伤、由碱或酸引起的角膜灼伤、神经麻痹性角膜炎、大泡性角膜炎、角膜和结膜变性等适应症的治疗。小牛血去蛋白提取物眼药凝胶 2019 年实现样本医院销售为 4245.50 万元，同比增长 36.09%，兴齐眼药和兆科药业市占率分别为 90.17%、9.83%。其中，2019 年兴齐眼药的小牛血去蛋白提取物眼药凝胶实现样本医院销售 3828.17 万元，同比增长 31.20%。

图 25：小牛血去蛋白提取物眼药凝胶样本医院销售



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

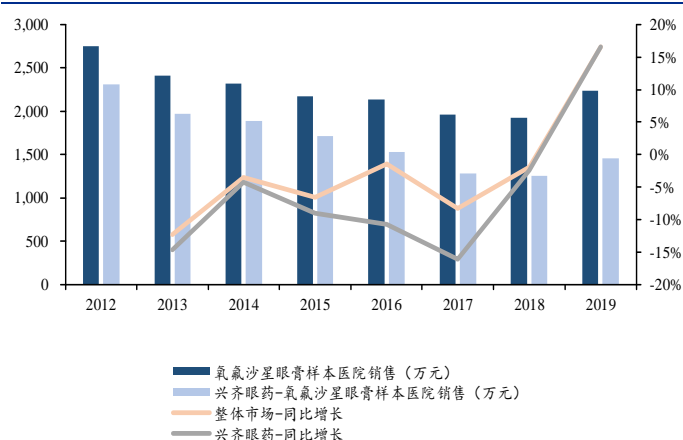
图 26：小牛血去蛋白提取物眼药凝胶竞争格局



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

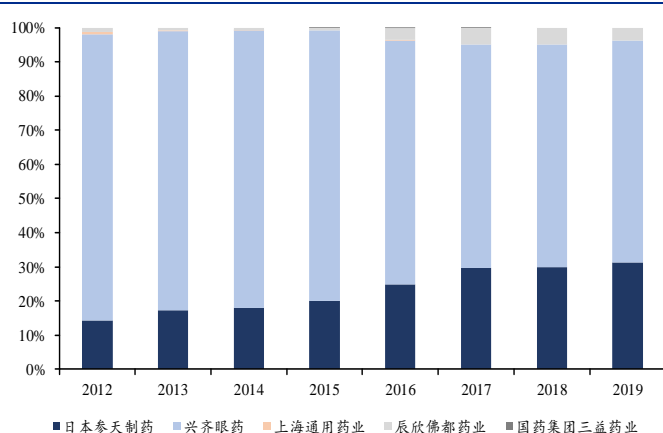
氧氟沙星眼膏主要用于治疗眼睑炎、泪囊炎、结膜炎、内睑腺炎、外睑腺炎、角膜炎(含角膜溃疡)，以及用于眼科围手术期的无菌化疗法等。氧氟沙星眼膏 2019 年样本医院销售为 2241.95 万元，同比增长 16.61%，兴齐眼药、日本参天制药、辰欣佛都药业市占率分别为 65.13%、31.17%、3.70%。其中，2019 年兴齐眼药的氧氟沙星眼膏实现样本医院销售 1460.18 万元，同比增长 16.61%。

图 27：氧氟沙星眼膏样本医院销售



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

图 28：氧氟沙星眼膏竞争格局



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

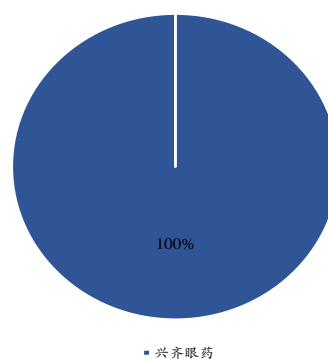
加替沙星眼用凝胶主要用于敏感菌所引起的急性细菌性结膜炎等治疗。该品种 2019 年实现样本医院销售 2345.40 万元，同比增长 80.53%，兴齐眼药占据 100%市场份额。

图 29：加替沙星眼用凝胶样本医院销售



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

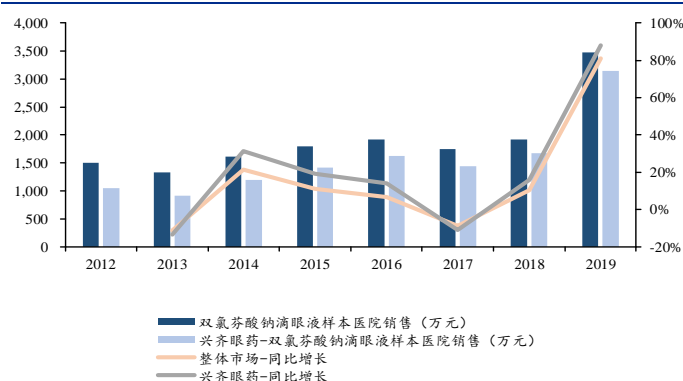
图 30：加替沙星眼用凝胶竞争格局



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

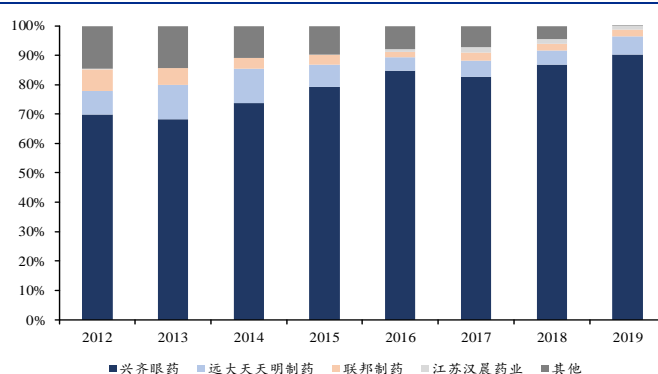
双氯芬酸钠滴眼液用于治疗角膜炎、巩膜炎、葡萄膜炎，抑制角膜新生血管的形成，治疗术后各种眼部损伤的炎症反应、白内障手术中缩瞳反应等。2019 年该品种实现样本医院销售 3480.11 万元，同比增长 80.94%，主要厂家兴齐眼药、远大天天明制药、联邦制药市占率分别为 90.35%、6.18%、2.13%。其中，2019 年兴齐眼药的双氯芬酸钠滴眼液实现样本医院销售 3144.28 万元，同比增长 88.10%。

图 31：双氯芬酸钠滴眼液样本医院销售



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

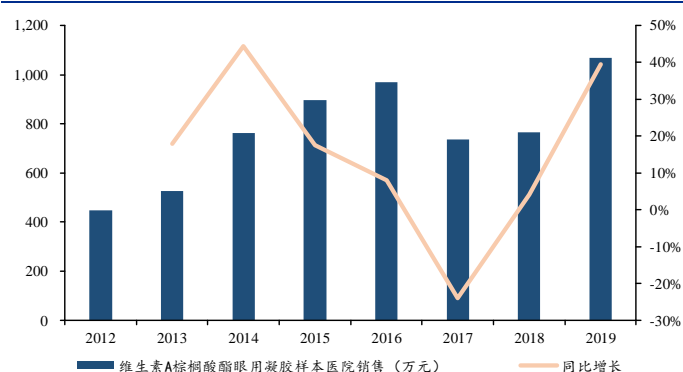
图 32：双氯芬酸钠滴眼液竞争格局



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

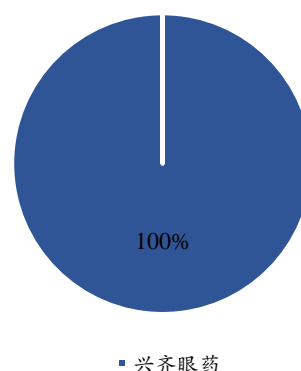
维生素 A 棕榈酸眼用凝胶主要用于作为角膜保护的辅助治疗。该品种 2019 年样本医院销售为 1068.20 万元，同比增长 39.46%，目前兴齐眼药占据 100%市场份额。

图 33：维生素 A 棕榈酸眼用凝胶样本医院销售



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

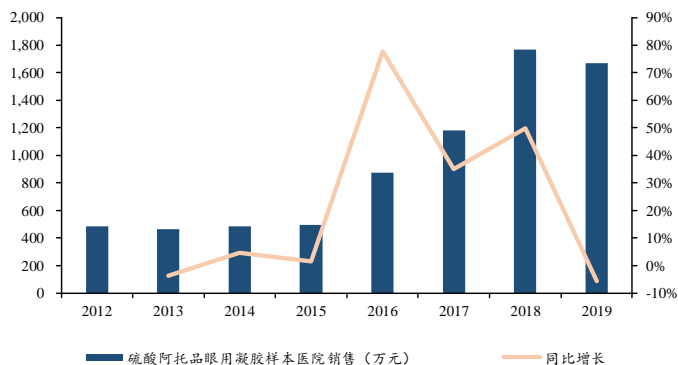
图 34：维生素 A 棕榈酸眼用凝胶竞争格局



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

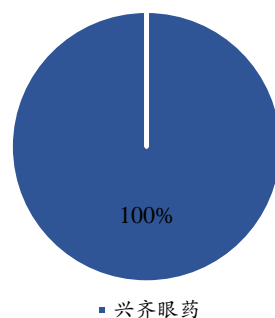
硫酸阿托品眼用凝胶的适应症为虹膜睫状体炎、检查眼底前的散瞳、验光配镜屈光度检查前的散瞳等。该品种样本医院销售从 2012 年 482.33 万元增长至 2019 年的 1669.76 万元，CAGR 约为 19.41%，该品种目前兴齐眼药占据 100%市场份额。

图 35：硫酸阿托品眼用凝胶样本医院销售



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

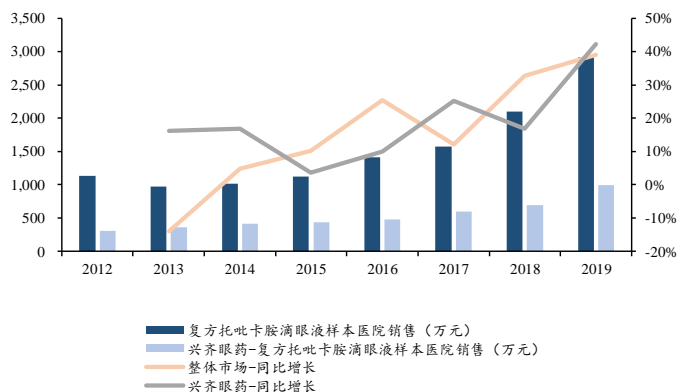
图 36：硫酸阿托品眼用凝胶竞争格局



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

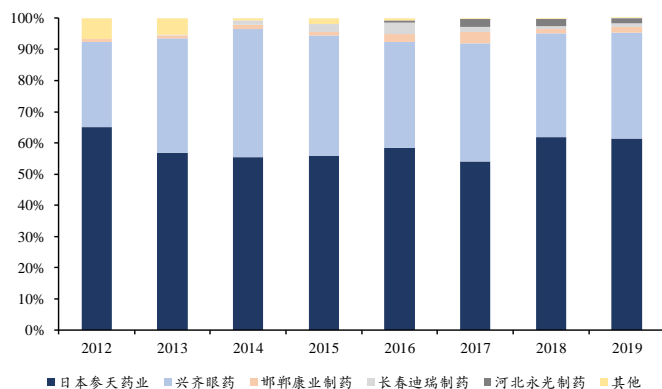
复方托吡卡胺滴眼液用于诊断及治疗为目的的散瞳和调节麻痹等。其中该品种目前处于快速增长阶段，2019 年实现样本医院销售 2909.71 万元，同比增长 38.97%，主要厂家日本参天制药、兴齐眼药市占率分别为 61.31%、34.04%。其中，2019 年兴齐眼药的复方托吡卡胺滴眼液实现样本医院销售 990.47 万元，同比增长 42.14%。

图 37：复方托吡卡胺滴眼液样本医院销售



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

图 38：复方托吡卡胺滴眼液竞争格局



资料来源：公司公告、Wind 医药库、安信证券研究中心

5. 研发管线布局：投入持续加大，眼科领域全面、深度布局

依托完善的研发体系，持续投入研发，强化眼科领域产品线。目前公司的研发体系已较为完善，研发中心拥有眼用凝胶等七个工艺技术平台、药理研究/药代动力学研究/质量研究等三个评价技术平台，并设置临床医学部、审评部、注册部等覆盖各研发阶段的职能部门，专注于眼科领域的研发团队已有近百人。公司依托完善的研发体系，持续投入研发，丰富眼科领域产品线。研发费用从 2014 年的 1026.97 万元提升至 2019 年的 5520.72 万元，研发费用率从 2014 年的 4.03% 提升至 2019 年的 10.18%；产品线布局方面，截止于 2019 年，公司在研品种涉及黄斑水肿、白内障、眼干燥症、青光眼、慢性结膜炎、细菌性结膜炎等多个适

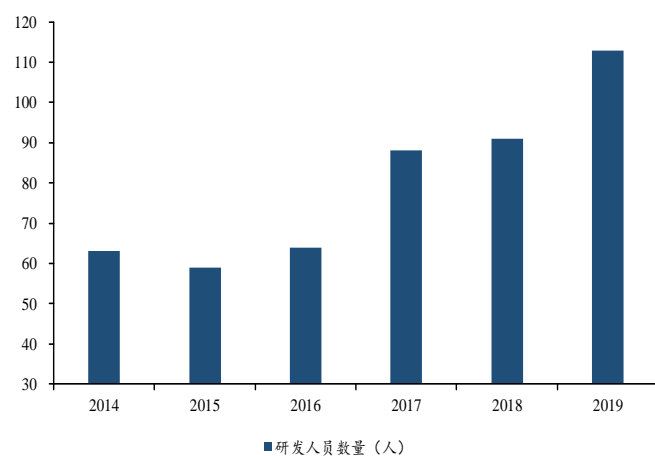
应症，眼科领域研发储备丰富。

图 39：兴齐眼药研发投入情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图 40：兴齐眼药研发人员情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

表 13：截止 2019 年公司主要在研产品梳理

序号	项目名称	进展情况	项目介绍	类别
1	SQ-129(原 SQ-732)	临床前研究阶段	黄斑水肿的治疗	2.2 类
2	SQ-727	临床前研究阶段	真菌的治疗	2.2 类
3	SQ-729	临床研究阶段	延缓近视进展用药	2.4 类
4	SQ-708	临床研究阶段	预防和治疗角膜移植术后的免疫排斥反应	2.4 类
5	SQ-1001	临床前研究阶段	白内障的治疗	医疗器械 III 类
6	SQ-1002	临床前研究阶段	白内障的治疗	医疗器械 III 类
7	SQ-1003	临床前研究阶段	近视控制	医疗器械 III 类
8	SQ-717	生产注册阶段	眼干燥症的治疗	3 类
9	SQ-702	临床前研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	3 类
10	SQ-716S	已注册受理	细菌性结膜炎	4 类
11	SQ-716M	药学研究阶段	细菌性结膜炎	4 类
12	SQ-755S	药学研究阶段	眼干燥症的治疗	4 类
13	SQ-718	药学研究阶段	眼干燥症的治疗	4 类
14	SQ-735S	已注册受理	细菌性结膜炎的治疗	4 类
15	SQ-735M	药学研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	4 类
16	SQ-739	药学研究阶段	青光眼的治疗	4 类
17	SQ-758S	药学研究阶段	青光眼的治疗	4 类
18	SQ-758M	药学研究阶段	青光眼的治疗	4 类
19	SQ-759	药学研究阶段	促睫毛增长	3 类
20	SQ-773	药学研究阶段	青光眼的治疗	4 类
21	SQ-801	药学研究阶段	敏感菌引起的外耳道炎、中耳炎的治疗	4 类
22	SQ-762	药学研究阶段	眼部细菌感染的治疗	4 类
23	SQ-738S	药学研究阶段	眼部炎症性疾病的对症治疗	4 类
24	SQ-738M	药学研究阶段	眼部炎症性疾病的对症治疗	4 类
25	SQ-795	药学研究阶段	眼干燥症的治疗	4 类
26	SQ-115	药学研究阶段	预防白内障术后感染	3 类

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

6. 兴齐眼科医院：应政策布局互联网医院，提供线上线下一流眼科诊疗服务

兴齐眼药控股子公司兴齐眼科医院（兴齐眼药控股 66.80%，关联方宁波甄胜控股 33.20%）为集科研、教学、医疗、防治于一体的三级眼科医院，设置眼视光、干眼/角膜病、白内障/青光眼、眼底病/眼外伤、小儿斜弱视、屈光手术中心、眼预防保健科、医学验光配镜等临床科室，医院配备国际一流眼科诊疗设备，为眼科患者提供全方位、多元化、高质量的诊疗服务。

图 41：兴齐眼科医院及其竞争优势



资料来源：公司官网、微信公众号、安信证券研究中心

重点打造眼视光专科品牌，专注于儿童和青少年的近视干预。结合长期临床实践，兴齐眼科医院开发出院内制剂“硫酸阿托品滴眼液”并与2019年1月正式获批。目前，医院采用“0.01%硫酸阿托品滴眼液”、“0.01%硫酸阿托品滴眼液+角膜塑形镜”等治疗方式对儿童及青少年的近视进行有效延缓，眼视光专科逐步打造为医院的重点品牌科室。

图 42：2019 年 1 月兴齐眼科医院开发“硫酸阿托品滴眼液”院内制剂正式获批

首页	信息公开	公众互动	行政许可	专题专栏	数据查询
辽宁省医疗机构制剂注册领取批件通知（2019年第2号）					
<p>根据《中华人民共和国药品管理法》、《中华人民共和国药品管理法实施条例》、《医疗机构制剂注册管理办法》等规定，经我局审查沈阳兴齐眼科医院（有限公司）符合规定要求，批准《医疗机构制剂注册批件》、《医疗机构制剂调剂使用批件》、《医疗机构制剂临床研究批件》</p> <p>特此公告。</p> <p style="text-align: right;">辽宁省药品监督管理局</p> <p style="text-align: right;">2019年01月30日</p>					
序号	医疗机构名称	制剂名称	批件号	批准日期	审批事项
1	沈阳兴齐眼科医院（有限公司）	硫酸阿托品滴眼液	20190001	2019年01月28日	注册
<p>注：请申请单位法人携带身份证复印件或被委托人携带单位介绍信和身份证复印件到辽宁省政务服务中心领取证书和相关批准文件。</p>					

资料来源：兴齐眼科医院官网、安信证券研究中心

政策鼓励发展互联网+医疗服务，兴齐顺应政策布局互联网医院。2018 年 4 月，国务院办公厅印发《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》。政策鼓励发展“互联网+”医疗服务，允许依托医疗机构发展互联网医院。即允许医疗机构使用互联网医院作为第二名称，依托实体医院，通过互联网提供常见病和慢病在线复诊等医疗服务。对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。公司依托控股子公司兴齐眼科医院，顺应政策布局互联网医院。2019 年 12 月 30 日，兴齐眼科医院收到《医疗机构执业许可证》，许可证中增加了沈阳兴齐眼科医院互联网医院作为第二名称，标志着兴齐眼科医院拥有互联网诊疗资质。

表 14：兴齐顺应政策布局互联网医院

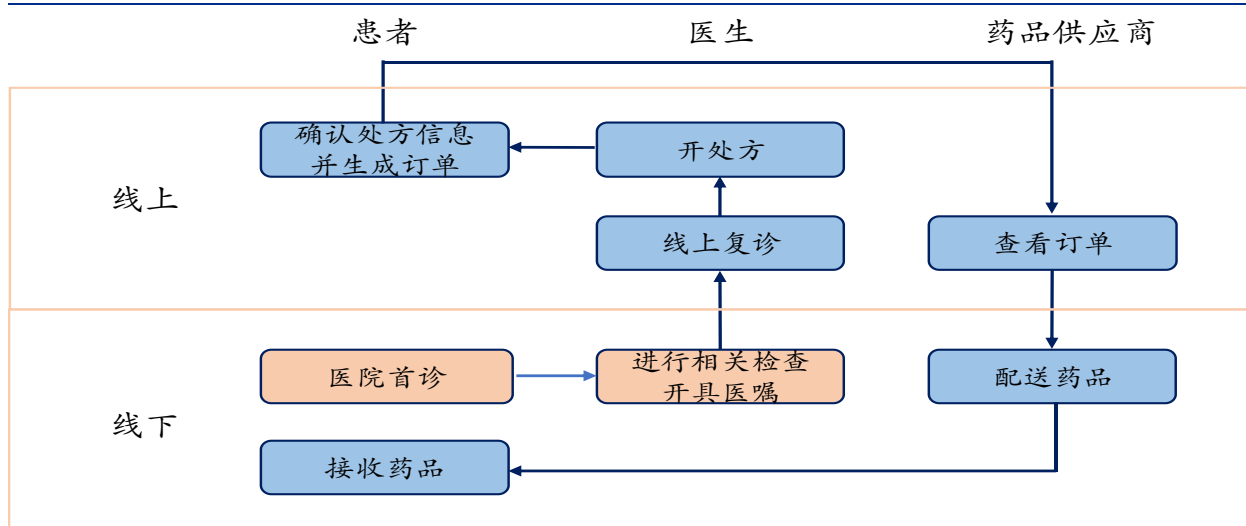
颁布时间	政策文件/公司公告	主要内容
2018 年 4 月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	允许依托医疗机构发展互联网医院，即允许医疗机构使用互联网医院作为第二名称，依托实体医院，通过互联网提供常见病和慢病在线复诊等医疗服务。对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送
2018 年 11 月	《辽宁省促进“互联网+医疗健康”发展实施方案》	按规定允许医师掌握患者病历后，在线开具部分常见病和慢病处方。鼓励医疗卫生机构和符合条件的第三方机构搭建互联网平台，开展远程医疗、健康管理等服务。到 2020 年全省三甲医院全面开展“互联网+”医疗服务。
2019 年 12 月	《关于公司控股子公司增加沈阳兴齐眼科医院互联网医院作为第二名称的公告》	控股子公司沈阳兴齐眼科医院有限公司收到由沈阳市卫生健康委员会颁发的《医疗机构执业许可证》，增加了沈阳兴齐眼科医院互联网医院作为第二名称，标志着沈阳兴齐眼科医院已具备开展互联网诊疗工作的能力与条件

资料来源：政府官网、公司公告、Wind、安信证券研究中心

兴齐依托线下实体眼科医院，通过互联网平台提供线上复诊和线下药品邮寄等服务。按照政策规定，患者需在线下医院完成首诊后，然后通过线上互联网医院进行复诊、开具处方。线上开具的处方经药师审核和患者确认后，由符合条件的药品配送商实现药品配送。兴齐目前

已完成眼科医院线上线下布局，有望依托线下实体医院，通过眼科互联网医院为患者提供线上复诊、线下药品邮寄到家等服务，提高医院服务效率和推动低浓度阿托品滴眼液等重磅药品销售。

图 43：兴齐眼科眼科互联网医院提供在线咨询、远程问诊、药品邮寄到家等诊疗服务



资料来源：兴齐官方公众号、安信证券研究中心

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测

基于以下关键假设，我们预计 2020-2022 年分别实现营收 7.12 亿元、9.53 亿元、12.13 亿元，分别同比增长 31.31%、33.85%、27.26%；实现归母净利润 0.52 亿元、0.75 亿元、1.02 亿元，分别同比增长 44.87%、45.07%、34.87%；对应 PE 分别为 166.3 倍、114.7 倍、85.0 倍。

- (1) 假设 2020-2022 年凝胶剂/眼膏剂营收分别同比增长 10.40%、20.73%、17.62%，毛利率分别为 84.19%、84.19%、84.19%；
- (2) 假设环孢素滴眼液于 2021 年上市销售，2020-2022 年滴眼液营收分别同比增长 66.25%、46.01%、34.18%；
- (3) 假设溶液剂及其他业务 2020-2022 年分别同比增长 30.00%、50.00%、40.00%；

图 44：兴齐眼药营收拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	2.87	3.39	3.60	4.31	5.42	7.12	9.53	12.13
同比增长	12.87%	17.97%	6.17%	19.78%	25.80%	31.31%	33.85%	27.26%
毛利润	2.02	2.55	2.66	3.12	3.97	5.13	6.85	8.78
毛利率	70.40%	75.20%	73.91%	72.32%	73.26%	72.04%	71.80%	72.37%
其中：凝胶剂/眼膏剂营收 (亿元)	1.87	2.23	2.33	2.60	3.17	3.50	4.22	4.97
同比增长	12.50%	19.30%	4.61%	11.85%	21.67%	10.40%	20.73%	17.62%
毛利润	1.53	1.88	1.99	2.15	2.67	2.94	3.56	4.18
毛利率	81.76%	84.66%	85.35%	82.63%	84.19%	84.19%	84.19%	84.19%
滴眼剂营收 (亿元)	0.94	1.03	1.14	1.54	1.91	3.17	4.63	6.22
同比增长		9.19%	10.71%	34.72%	24.25%	66.25%	46.01%	34.18%
毛利润	0.49	0.62	0.64	0.89	1.21	2.05	3.07	4.28
毛利率	51.72%	60.20%	56.31%	57.88%	63.34%	64.63%	66.33%	68.78%
溶液剂及其他业务营收 (亿元)	0.07	0.14	0.13	0.17	0.35	0.45	0.68	0.95
同比增长		106.77%	-2.84%	30.53%	102.06%	30.00%	50.00%	40.00%
毛利润	0.01	0.04	0.03	0.08	0.10	0.14	0.22	0.32
毛利率	15.85%	27.05%	19.50%	45.18%	28.06%	30.00%	32.00%	34.00%

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

7.2. 估值与投资建议

我们采取分布估值法对公司的业务进行估值。对于目前已上市销售品种采用 PE 估值法，对于研发管线重磅品种采用 DCF 估值法。对于已上市销售品种，预计 2020 年实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 45%，给予 45 倍 PE，对应估值 23.4 亿元；对于研发管线仅针对研发进展靠前的低浓度阿托品滴眼液和环孢素滴眼液进行估值，假设上市成功率均为 90%，折现率 8%，分别对应估值 42.95 亿元、29.50 亿元。综上所述，我们给予公司 2020 年 95.85 亿元市值目标，对应 116.89 元/股。

图 45：低浓度阿托品滴眼液研发管线估值

低浓度阿托品滴眼液估值	2020估值	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
营业收入 (亿元)		1.01	2.47	4.82	8.19	12.29	17.82	23.16	27.79	30.57	32.10	28.89	24.56	19.65	14.73	10.31	6.70	4.02	2.41
同比增长			145%	95%	70%	50%	45%	30%	20%	10%	5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%	-35%	-40%	-40%
销售净利率		30%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
药品净利润 (亿元)		0.30	0.99	1.93	3.28	4.91	7.13	9.26	11.12	12.23	12.84	11.56	9.82	7.86	5.89	4.13	2.68	1.61	0.97
药品研发成功率		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
药品风险调整后净利润 (亿元)		0.27	0.89	1.73	2.95	4.42	6.41	8.34	10.01	11.01	11.56	10.40	8.84	7.07	5.30	3.71	2.41	1.45	0.87
折现率		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
现金流折现PV (亿元)		0.22	0.65	1.18	1.86	2.58	3.47	4.17	4.63	4.72	4.59	3.82	3.01	2.23	1.55	1.00	0.60	0.34	2.33
研发项目估值 (亿元)	42.95																		

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图 46：环孢素滴眼液研发管线估值

环孢素滴眼液估值	2020估值	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
营业收入 (亿元)		0.59	1.45	2.84	4.82	7.23	10.49	13.64	16.36	18.00	18.90	17.01	14.46	11.57	8.68	6.07	3.95	2.37	1.42
同比增长			145%	95%	70%	50%	45%	30%	20%	10%	5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%	-35%	-40%	-40%
销售净利率		30%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
药品净利润 (亿元)		0.18	0.58	1.13	1.93	2.89	4.20	5.45	6.55	7.20	7.56	6.80	5.78	4.63	3.47	2.43	1.58	0.95	0.57
药品研发成功率		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
药品风险调整后净利润 (亿元)		0.16	0.52	1.02	1.74	2.60	3.78	4.91	5.89	6.48	6.80	6.12	5.21	4.16	3.12	2.19	1.42	0.85	0.51
折现率		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
现金流折现PV (亿元)		0.15	0.45	0.81	1.28	1.77	2.38	2.86	3.18	3.24	3.15	2.63	2.07	1.53	1.06	0.69	0.41	0.23	1.60
研发项目估值 (亿元)	29.50																		

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

8. 风险提示

重磅品种研发进展不及预期：新药研发需要经历众多复杂环节，Ⅲ期临床试验、注册上市等每个环节的不确定性均可能导致环孢素滴眼液和低浓度阿托品滴眼液等重磅品种研发进展不及预期；

环孢素滴眼液上市销售不达预期：眼科药物细分类别多且专业性强，公司需组建专业营销团队负责环孢素滴眼液等新品学术推广。如公司眼科药物营销团队建设无法满足学术推广的要求，可能导致营销工作未能按计划开展，环孢素滴眼液等存在上市销售不达预期的风险；

行业研发竞争加剧风险：按照研发进展，兴齐眼药的 0.05%环孢素滴眼液大概率在国内优先上市销售。但恒瑞医药研发的 0.1%环孢菌素 A 制剂目前处于临床Ⅲ期，未来公司的 0.05%环孢素滴眼液可能出现同类竞品上市销售，出现行业竞争加剧的风险；

核心技术失密风险：环孢素滴眼液为 BCS II 类药物，即低溶解性-高渗透性药物。低溶解性药物由于水中溶解度较小，难以被有效吸收，导致生物利用度降低。提高溶解性和生物利用度，成为兴齐眼药 0.05%环孢素滴眼液研发和制备的核心技术壁垒。不排除因个别技术人员泄密等，导致核心技术失密的风险；

小牛血去蛋白提取物眼用凝胶等品种退出国家医保目录后销售低于预期风险：小牛血去蛋白提取物眼用凝胶退出《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2019 年版）》。退出医保目录后，该品种存在销售增长承压等风险；

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	431.2	542.4	712.3	953.3	1,213.2	成长性					
减:营业成本	119.4	145.0	199.1	268.8	335.2	营业收入增长率	19.8%	25.8%	31.3%	33.8%	27.3%
营业税费	10.4	9.5	12.1	16.2	20.6	营业利润增长率	-75.0%	227.0%	37.6%	34.0%	42.1%
销售费用	193.4	219.3	287.8	385.1	490.1	净利润增长率	-65.4%	162.8%	44.9%	45.1%	34.9%
管理费用	53.6	72.8	149.6	200.2	254.8	EBITDA 增长率	7.3%	58.0%	-25.0%	18.6%	24.0%
财务费用	3.1	4.5	11.3	13.0	13.2	EBIT 增长率	16.6%	88.9%	-35.5%	30.5%	35.8%
资产减值损失	2.6	-2.1	0.5	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	-71.3%	194.1%	50.0%	30.5%	35.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.1%	3.4%	39.3%	-19.4%	22.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	0.2%	3.7%	3.2%	-1.2%	2.9%
营业利润	11.5	37.7	51.9	69.5	98.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.4	-1.9	-	-	-	毛利率	72.3%	73.3%	72.0%	71.8%	72.4%
利润总额	11.2	35.8	51.9	69.5	98.7	营业利润率	2.7%	6.9%	7.3%	7.3%	8.1%
减:所得税	2.2	6.3	9.1	12.2	17.3	净利润率	3.2%	6.6%	7.3%	7.9%	8.4%
净利润	13.7	35.9	52.0	75.4	101.7	EBITDA/营业收入	20.3%	25.5%	14.6%	12.9%	12.6%
						EBIT/营业收入	12.0%	18.1%	8.9%	8.7%	9.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	350	281	203	137	96
						流动营业资本周转天数	99	69	111	108	96
						流动资产周转天数	169	163	203	185	172
						应收账款周转天数	60	56	61	59	59
						存货周转天数	46	45	50	48	48
						总资产周转天数	578	518	476	370	306
						投资资本周转天数	451	355	329	258	201
						投资回报率					
						ROE	2.5%	6.3%	8.7%	12.4%	15.8%
						ROA	1.3%	3.5%	4.2%	6.2%	7.2%
						ROIC	2.1%	6.6%	9.6%	9.0%	15.1%
						费用率					
						销售费用率	44.9%	40.4%	40.4%	40.4%	40.4%
						管理费用率	12.4%	13.4%	21.0%	21.0%	21.0%
						财务费用率	0.7%	0.8%	1.6%	1.4%	1.1%
						三费/营业收入	58.0%	54.7%	63.0%	62.8%	62.5%
						偿债能力					
						资产负债率	21.7%	32.6%	42.5%	36.8%	46.8%
						负债权益比	27.7%	48.3%	73.8%	58.2%	87.9%
						流动比率	1.69	1.27	1.60	1.52	1.65
						速动比率	1.24	0.91	1.24	1.06	1.22
						利息保障倍数	16.60	21.85	5.59	6.35	8.46
						分红指标					
						DPS(元)	0.25	0.13	0.48	0.78	0.79
						分红比率	150.9%	28.7%	76.8%	85.4%	63.6%
						股息收益率	0.2%	0.1%	0.5%	0.7%	0.7%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	9.0	29.5	52.0	75.4	101.7	EPS(元)	0.17	0.44	0.63	0.92	1.23
加:折旧和摊销	38.1	43.7	40.6	40.6	40.6	BVPS(元)	6.62	6.90	7.23	7.36	7.80
资产减值准备	2.6	4.8	-	-	-	PE(X)	633.2	240.9	166.3	114.7	85.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.9	15.2	14.5	14.3	13.4
财务费用	2.9	4.4	11.3	13.0	13.2	P/FCF	207.7	148.5	432.0	91.6	83.7
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	20.1	15.9	12.1	9.1	7.1
少数股东损益	-4.7	-6.4	-9.2	-18.1	-20.3	EV/EBITDA	15.6	43.5	84.9	70.3	57.3
营运资金的变动	-18.7	-12.6	-232.1	104.0	-177.2	CAGR(%)	85.3%	40.3%	3.6%	85.3%	40.3%
经营活动产生现金流量	44.0	74.1	-137.3	214.9	-41.9	PEG	7.4	6.0	45.6	1.3	2.1
投资活动产生现金流量	-45.1	-69.9	-1.5	0.2	0.3	ROIC/WACC	0.2	0.6	0.9	0.9	1.5
融资活动产生现金流量	7.2	5.8	145.8	-205.4	59.8	REP	12.6	17.3	12.5	16.3	8.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅、冯俊曦声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	刘晓莹	010-83321365	liuwx1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034