



2019-11-22

公司深度报告

买入/维持

兴齐眼药(300573)

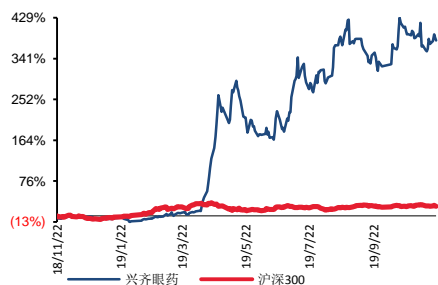
目标价: 120

昨收盘: 85.7

医疗保健 制药、生物技术与生命科学

兴齐眼药：眼药龙头，含苞待放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	80/53
总市值/流通(百万元)	6,856/4,584
12 个月最高/最低(元)	94.48/15.65

相关研究报告：

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：李蕾

电话：010-88695263

E-MAIL: lileia@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119100017

报告摘要

前言：A 股医药已兴起一种投资方式——大品种驱动！随着大品种临床进度不断推进，乃至获批，股价不断创新高，康泰、智飞、沃森的历史股价走势已经验证。兴齐眼药 2019 年凌厉的股价走势也验证了这一点，但目前 70 亿元市值仍只是初步反应大品种预期，随着两大品种上市/临床推进，预判股价仍将不断创新高。

兴齐眼药是 A 股乃至国内稀缺的专注眼科的医药公司

公司专注眼科用药 40 年，产品线/剂型齐全，拥有省级企业技术中心和省级眼科药物工程技术研究中心，产品管线丰富，管线中拥有环孢素 A 滴眼液和低浓度阿托品两大重磅品种。管理层科班出身，拥有自营销售队伍约 400 人，是 A 股乃至国内稀缺的专注眼科的医药公司。

环孢素 A 滴眼液：获批在即，预计销售峰值 15-20 亿元

中国干眼症患病率很高，30%左右，高于其他国家。治疗中度到重度干眼症时需要用到抗炎药，而目前中国用糖皮质激素抗炎药，副作用大，国外用的是环孢素为首的免疫抑制剂抗炎药，在国内尚未上市。公司首仿环孢素 A (0.05%)，尚未有其他家发起注册申请。已经上市的华北制药的环孢素用于角膜移植术后，其浓度、剂型、适应症都不一样。本月恒瑞引进德国治疗干眼症的环孢素 A (0.1%)，在中国开展临床，显示大药厂对于干眼症/环孢素 A 滴眼液市场的看好。环孢素 A 滴眼液美国 10 亿美金以上销售额，按照美国和中国药品销售比例的经验推算，结合本报告 2 种方式测算，预计公司环孢素 A 未来 15-20 亿元收入是大概率。目前公司环孢素 A 已通过现场检查 and CDE 审批，进入三合一证证环节，获批在即。

低浓度阿托品：可有效防控近视进展，预计销售峰值百亿元级别

低浓度阿托品滴眼液是目前减缓近视加深最好的手段之一，是最有效的药物近视防控手段。从 1990s 起开始，基础性研究已经开展了逾 20 载，在部分国家和地区也已被广泛使用，有效性和安全性得到一定证明。但是，全球范围内尚未有品牌药上市。兴齐眼科与日本参天、美国 Eyenovia 临床进度站在同一起跑线或略有领先，目前国内正在开展“缓解儿童近视进展”三期临床，2.4 类新药，按照正常流程，预计 2023 年底前后上市（不排除国家鼓励，通过其他途经或者缩短临床时间以提前上市），上市

后有3年监测期，独享3000亿市场（中国青少年近视已过亿，低浓度阿托品年治疗费用3000元），若渗透率能到3%，将贡献公司百亿元收入，若未来通过降价来提高渗透率，则对销售峰值预测无影响。低浓度阿托品防控近视虽是处方药，但本质是消费品，需求旺盛，部分消费者目前通过院内制剂、代购等各种渠道去获得低浓度阿托品，供不应求，未来公司产品上市后，不需要过多的销售投入。

盈利预测与投资评级：眼药龙头，含苞待放，买入！

环孢素A滴眼液获批在即，二级市场对该产品和干眼症预期不足，我们判断公司“现有产品+环孢素”未来能支撑公司25-30亿收入（预计现有产品今年5亿多收入，预期未来10亿，环孢素未来15-20亿收入），预计贡献净利润5亿，支撑150亿市值。低浓度阿托品获批后，预期公司收入过百亿，20亿以上净利润，支撑500亿以上市值，实现跨越式发展。

预计公司19-21年收入分别为5.21/7.16/10.82亿元，增速分别为20.84%/37.47%/51.00%，归母净利润分别为0.35/1.08/2.05亿元，增速为212.73%/183.89%/103.85%。截止至2019年11月21日，公司的收盘价为85.70元，对应的2019年-2021年PE分别为199/70/34。公司手握“环孢素重磅品种+阿托品超级重磅品种”，含苞待放，看好公司中长期发展，眼药龙头，首次覆盖，给予“买入”评级，半年期合理估值100亿元，对应20年PE100倍。

风险提示：新产品研发失败；销售不及预期；药品降价风险

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	431.20	521.07	716.29	1081.59
(+/-%)	19.78%	20.84%	37.47%	51.00%
归母净利润(百万)	11.34	35.47	100.69	205.25
(+/-%)	-68.75%	212.73%	183.89%	103.85%
每股收益(元)	0.138	0.430	1.222	2.490
市盈率(PE)	622.87	199.17	70.16	34.42

资料来源：Wind，太平洋证券注：每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司基本情况：A股乃至国内稀缺的专注眼科的医药公司	5
二、 环孢素A滴眼液：获批在即，预计销售峰值15-20亿元	8
(一) 干眼症流行，用药选择少	8
(二) 环孢素A滴眼液市场空间测算	14
三、 低浓度阿托品：可有效防控近视进展，预计销售峰值百亿元级别	16
(一) 近视防控迫在眉睫	16
(二) 低浓度阿托品可有效减缓近视加深	16
(三) 兴齐眼药的低浓度阿托品进展领先	17
(四) 预计兴齐眼药低浓度阿托品销售峰值百亿元	19
四、 在眼科领域持续耕耘，后续管线包含眼底用药和器械	19
五、 自建完善的专业眼科销售队伍	20
六、 盈利预测及估值	22
(一) 盈利预测	22
(二) 估值及投资建议：眼药龙头，含苞待放，买入！	23
七、 风险提示	23

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司上市后股权结构.....	5
图表 3：公司主要产品及用途.....	6
图表 4：公司 2018 年公司各产品收入占比.....	7
图表 5：近年公司营收及增速.....	7
图表 6：公司毛利率水平维持在 70%以上.....	7
图表 7：近年公司归母净利润及增速.....	7
图表 8：近年公司销售费用情况.....	8
图表 9：近年公司研发费用情况.....	8
图表 10：干眼门诊检查流程.....	10
图表 11：不同类型干眼的治疗方案.....	11
图表 12：干眼症用药不完全统计.....	12
图表 13：人工泪液的功能.....	12
图表 14：局部抗炎药用法.....	13
图表 15：2006-2018 年 RESTASIS 营收累计超 100 亿.....	13
图表 16：2013~2017 全国眼科门急诊人次（万）.....	13
图表 17：根据门急诊就诊人次测算的市场空间.....	14
图表 18：根据 RESTASIS 销售额测算我国环孢素 A 的市场空间.....	15
图表 19：8%的眼科医生首选开处方药.....	15
图表 20：预计到 2050 年全球近视率高达 50%.....	17
图表 21：0.01%阿托品实验组 5 年里眼轴伸长最短.....	17
图表 22：新加坡国立眼科中心在售阿托品.....	17
图表 23：兴齐眼药 0.01%低浓度阿托品院内制剂.....	17
图表 24：低浓度阿托品滴眼液的海外研发进展.....	18
图表 25：其他未来 1~2 年待销售的产品.....	19
图表 26：兴齐眼药后续在研管线.....	20
图表 27：公司产品市占率高.....	21
图表 28：兴齐眼药盈利预测表.....	22

一、 公司基本情况：A股乃至国内稀缺的专注眼科的医药公司

兴齐眼药成立于2000年7月，2016年12月在深交所创业板上市。公司专注于眼科药物领域，是一家主要从事眼科药物研发、生产、销售的专业企业，主要产品是眼科处方药物。

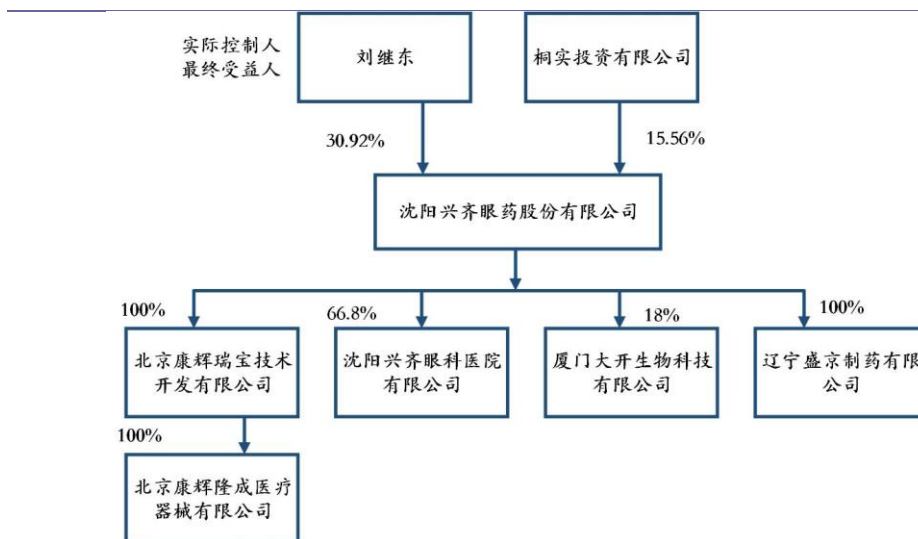
图表 1：公司发展历程

时间	事件
1977年	沈阳市铁西区兴齐街道办事处制药厂成立。
1984年	第一次搬迁，兴齐制药厂兼并沈阳农机五厂，并由沈阳铁西兴齐街道办事处搬至铁西区路工一街15号
1998年	第二次搬迁，在沈阳经济技术开发区投资建设的兴齐制药厂，2001年通过GMP认证
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	完成企业第二次改制，成立沈阳兴齐眼药股份有限公司
2014年	兴齐眼药棋盘山工厂建设完成，顺利通过新版GMP认证
2016年	12月8日在深圳证券交易所创业板上市

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司控股股东和实际控制人为刘继东，担任公司董事长、总经理，持股比例为30.92%。沈阳药科大学本科学历，药学专业，高级工程师。1989年至2000年历任沈阳市兴齐制药厂副厂长、代理厂长、厂长；自2000年公司转制以来，担任董事长、总经理。

图表 2：公司上市后股权结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司拥有眼科药物批准文号 47 个，其中 27 个产品被列入国家医保目录（2019 年版），6 个产品被列入《国家基本药物目录》。目前，公司产品包括眼用抗感染药、眼用抗炎/抗感染药、散瞳药和睫状肌麻痹药、眼用非类固醇消炎药、缩瞳药和抗青光眼用药等，覆盖十个眼科药物细分类别，为眼科疾病治疗领域提供了高品质产品。公司主要品种有小牛血去蛋白提取物眼用凝胶/滴眼液、氧氟沙星眼膏、加替沙星眼用凝胶、双氯酚酸钠滴眼液、维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶和硫酸阿托品眼用凝胶等。

图表 3：公司主要产品及用途

类别	主要产品	主要适应症
其他眼科用药	速高捷® 小牛血去蛋白提取物眼用凝胶、速高捷® 小牛血去蛋白提取物滴眼液	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，神经麻痹性角膜炎，角膜和结膜变性。
眼用抗感染药	迪可罗眼膏（氧氟沙星眼膏） 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）	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。
眼用非类固醇消炎药	迪非滴眼液（双氯芬酸钠滴眼液）	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。
人工泪液和眼润滑剂	兹养® 维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶	作为角膜保护的辅助治疗，各种原因引起的干眼症等。
散瞳药和睫状肌麻痹剂	迪善眼用凝胶（阿托品） 卓比安® 复方托吡卡胺滴眼液	虹膜睫状体炎、检查眼底前散瞳、验光配镜屈光度检查前散瞳。诊断及治疗为目的的散瞳和调节麻痹。

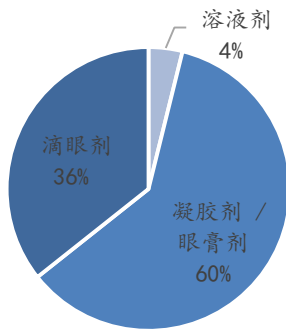
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

2018 年公司实现营业收入 4.31 亿元(+19.78%)，归母净利润 1366 万元(-65.37%)。利润下降主要是由于：1) 营业成本较 2017 年上涨了 27.06%，公司部分原料成本上涨相对营收增速较多；2) 为了提升公司行业竞争力，结合行业薪酬调研，人力资源部在本年度对公司各部门的薪酬福利待遇进行了整体调整，重点向核心岗位倾斜，并辅以绩效奖金进行鼓励支持，人员薪酬成本上升，尤其是销售人员的薪酬，整体增长了 94.53%；3) 公司的销售费用增长 5957 万 (44.51%)，除了上述的员工薪酬，差旅费、业务招待费、

广告费等涨幅较大。整体上看，公司销售费用占营业收入的比例正常（44.85%）；4）另外还有股权激励费用和兴齐眼科医院租赁费及长期待摊费用摊销合计 563 万。公司在营收层面一直是稳中有升的，说明具备持续增长能力，只是近 2 年受研发费用和销售费用的大幅提升，净利润方面表现不佳，但有利于公司长远发展。

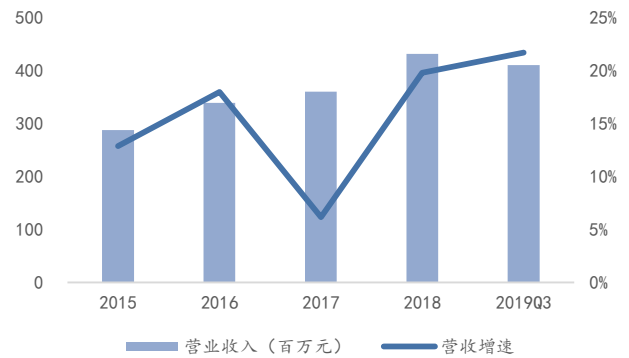
2019 年 1-9 月公司实现营业收入 4.10 亿元（+21.69%），归母净利润 2855 万元（+116.35%），我们认为主要是由于：1）2018 年销售人员增加 47.58%，今年在下沉基层方面做得更加深入，同时加大了学术推广力度，促进公司产品销售；2）院内制剂三季度有千万级别的收入体量。

图表 4：公司 2018 年公司各产品收入占比



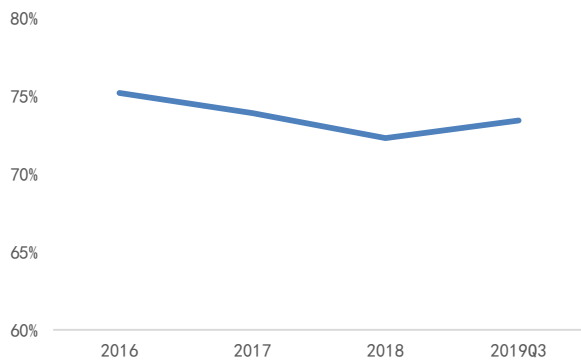
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5：近年公司营收及增速



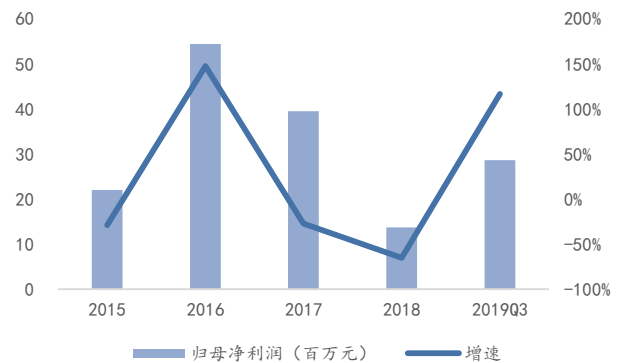
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：公司毛利率水平维持在 70% 以上



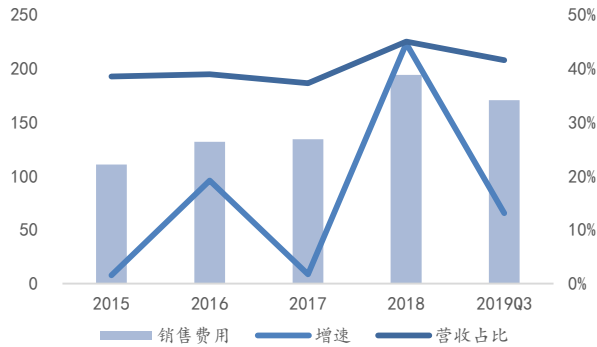
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7：近年公司归母净利润及增速



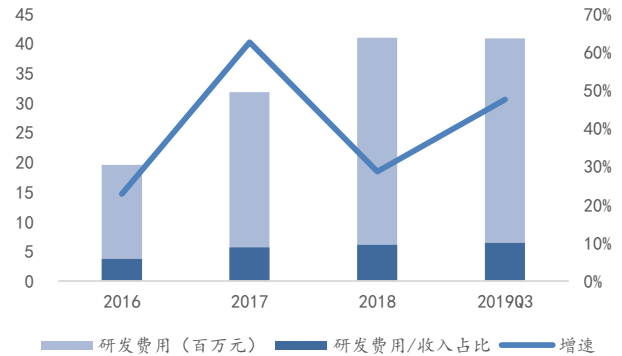
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：近年公司销售费用情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：近年公司研发费用情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、环孢素 A 滴眼液：获批在即，预计销售峰值 15-20 亿元

(一) 干眼症流行，用药选择少

● 干眼症：新兴的行业

干眼是眼表的多因素疾病，特征是泪膜稳态的丧失，伴随眼表症状，其发病机制包括泪膜不稳定、泪液高渗透压、眼表炎症与损伤和神经感觉异常 (TFOS DEWS II)。眼症最初引起关注于 1995 年的眼科协会工作组报告中，距今仅 24 年。直到 2007 年，国际泪膜与眼表协会 (TFOS) 才发表了第一部 TFOS DEWS 报告。报告发表后，关于干眼病的论文发表数量几乎翻倍增长。为规范干眼疾病的诊治，**2017 年 TFOS 发布了干眼病领域里程碑式专家共识 (TFOS DEWS II)，直到今年 9 月才发布了中文版。**值得一提的是，2018 年 1 月，兴齐眼药成为泪膜与眼表协会 (TFOS) 的产业顾问委员会 (CAB) 成员，使公司进一步拓展在泪膜、眼表及相关领域的咨讯和前沿信息，保持最新咨讯与国际同步。

● 生活习惯和环境造成干眼症流行

现代人的生活方式和所处的社会、自然环境引起了干眼症的流行。导致干眼的因素，目前主要有以下五类：1) 环境因素，主要是烟雾、紫外线、空气污染、空调和气候干燥可增加泪液的蒸发，导致干眼症；2) 现代生活中，年青人的工作和娱乐与电脑手机接触越来越多，长时间面对屏幕，眼睛缺乏适时的眨眼，影响了双眼的眼泪分泌；3) 受某类疾病影响，如类风湿关节炎、糖尿病、甲状腺异常、哮喘、白内障、青光眼等均会导致干眼；4) 睑板腺功能障碍、眼部螨虫、睑缘炎症、泪液分泌功能下降等会导致干眼；5) 长期使用某种药物，可使泪液分泌量减少形成干眼。另外佩戴隐形眼镜和眼科手术都会

对干眼症发病有所影响。

- **干眼症的发病率非常高达 30%，其中重度患者占 20%**

国外流行病学报道，干眼症在 30~40 岁人群中患病率为 20%，70 岁以上人群中患病率高达 36.1%，女性明显高于男性。有报道显示，中国的发病率约为 32.1%，有的眼科门诊中干眼症患者占比将近 60%，且干眼症近年来逐年上升，并呈现低龄化趋势。我国的发病率随地区气候干燥、阳光直射较多而增加。尤其是陕西、青海、新疆等西北地区，发病率已高达 59%。有证据显示，干眼症患者中大约 20%的重度患者 (NICE, 2014)。

干眼症，在老青少群体中都流行，干眼表现各自有不同的特点。据 2016 年调查，浙二眼科中心：1) 小孩占干眼门诊 15%~20%。5~6 岁孩子常揉眼、眨眼是信号；2) 中青年占干眼门诊 50%左右，白领居多，有干涩、疼痛、视力波动、畏光流泪的，需要就诊；3) 老人占干眼门诊 30%-35%。最常见的是异物感、痒和疲劳感，好像眼睛里进了东西，视力波动，尤其是一觉醒来或用眼久了看东西更模糊。

- **干眼症逐渐被重视：近 2 年，各大眼科医院陆续成立了干眼研究中心或干眼门诊**

随着全年龄层加入“低头族”，干眼症已成为一种流行性疾病。干眼症是最常见的角膜及眼表疾病之一，也是中外专家尚未突破的难题和热点。目前，我国尚无统一的干眼规范性诊疗流程，干眼的病因、临床特征等重要基础资料缺乏限制了干眼病防治工作开展，但这种情况正在改善。近 2 年，各大眼科医院陆续成立了干眼研究中心或干眼门诊：2018 年 8 月，北京同仁医院眼科在角膜病专科的基础上整合资源，成立了“干眼门诊”；2018 年 4 月，爱尔眼科角膜病研究所及其子研究中心干眼研究中心在北京成立，将通过对爱尔眼科全国近 100 家标准干眼门诊，超 40 万干眼患者人群的大样本数据的收集，来研究中国人的干眼特点，并制定干眼的相关诊疗标准。

- **中国干眼分类**

- (1) 水液缺乏型

- 水液性泪液生成不足和(或)质的异常而引起，如 Sjögren 综合征，全身性因素引起的干眼；

- (2) 蒸发过强型

- 由于脂质层质或量的异常而引起，如睑板腺功能障碍，睑缘炎，视屏终端综合征，眼睑缺损或异常引起的蒸发增加等；

- (3) 黏蛋白缺乏型

为眼表上皮细胞受损而引起，如药物毒性、化学伤、热烧伤对眼表损害及角膜缘功能障碍等；

(4) 泪液动力学异常型

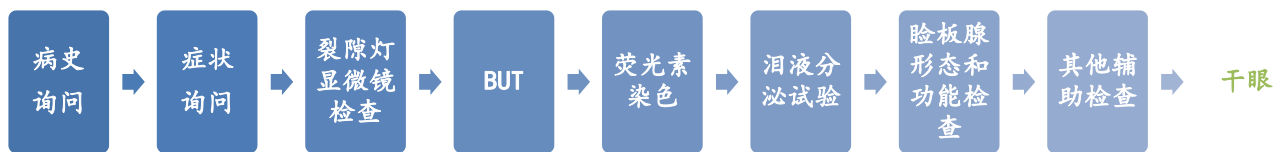
由泪液的动力学异常引起，如瞬目异常、泪液排出延缓、结膜松弛等；

(5) 混合型

临床最常见， ≥ 2 种类型，单一类型干眼，如治疗不及时或结果不佳可发展为混合型；

● 干眼临床检查顺序（门诊检查流程）

图表 10：干眼门诊检查流程



资料来源：专家访谈，太平洋证券整理

任何干眼主观症状+BUT $\leq 5s$ 或 Schirmer I $2 \leq 5mm/5min$ ——干眼

任何干眼主观症状+ $5s < BUT \leq 10s$ 或 $5mm/5min < Schirmer I 2 \leq 10mm/5min$ +同时有角结膜染色阳性——干眼

*干眼主观症状包括干燥感、异物感、烧灼感、疲劳感、不适感、视力波动等

*Schirmer I 试验，无表面麻醉

● 干眼治疗方法

(1) 去除病因，治疗原发病

寻找原因并治疗是关键，积极改善工作和生活环境，停用引起干眼的药物，有时很难做到（如过敏性结膜炎、青光眼等）；

(2) 非药物治疗

- ✓ 湿房镜及硅胶眼罩
- ✓ 软性角膜接触镜：适用于干眼伴角膜损伤者
- ✓ 泪道栓塞：人工泪液难缓解症状或使用过频繁时可考虑
- ✓ 物理疗法：MGD 眼睑清洁、热敷及按摩、IPL、Lipflow 睑板腺热脉动治疗

✓ 心理干预

(3) 药物治疗

图表 11：不同类型干眼的治疗方案

水液缺乏型	蒸发过强型	黏蛋白缺乏型	泪液动力学异常型	混合型
<p>⑩人工泪液</p> <ul style="list-style-type: none"> •局部糖皮质激素/免疫抑制剂/NSAIDs •泪道堵塞/湿房镜 •刺激泪液分泌药物 •自体血清 •全身疾病的治疗 •手术治疗 	<p>⑩人工泪液</p> <ul style="list-style-type: none"> •局部抗生素和/或糖皮质激素眼液及眼膏 •按摩、熏蒸 •强脉冲光 •治疗脂溢性皮炎的药物 •口服强力霉素或四环素 	<p>⑩人工泪液(低毒/无防腐剂)</p> <ul style="list-style-type: none"> •局部糖皮质激素/免疫抑制剂/NSAIDs •泪道堵塞 •促进黏蛋白分泌及杯状细胞生长药物 •手术治疗 	<p>⑩人工泪液(低毒/无防腐剂)</p> <ul style="list-style-type: none"> •局部糖皮质激素/免疫抑制剂/NSAIDs •治疗性角膜接触镜 •手术治疗 	<p>⑩人工泪液</p> <ul style="list-style-type: none"> •局部糖皮质激素/免疫抑制剂/NSAIDs •泪道堵塞/湿房镜 •刺激泪液分泌药物 •自体血清 •相关全身疾病治疗 •手术治疗

资料来源：专家访谈，太平洋证券整理

● 干眼症用药选择局限：环孢素上市将填补国内免疫抑制剂抗炎药空白

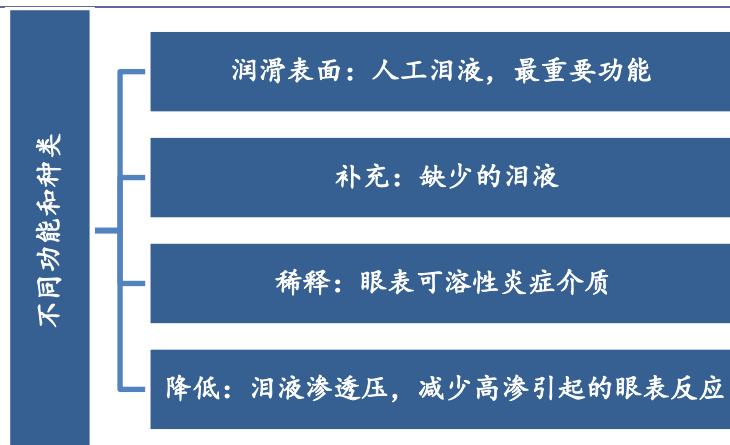
当前常用的药物治疗包括人工泪液、润滑膏剂、局部抗炎及免疫抑制剂和血清。治疗干眼症的其中一个重点，在于让受损的角膜表皮细胞得到健康泪膜覆盖保护，从而让细胞可以自行修补、复原，现时治疗最常用的方法是使用人工泪液（一线用药）。若单纯因为泪液分泌不足而致的干眼症，给予额外补充的泪液应该就能获得不错的效果，但若泪水分泌足够，病征主要是由于眼球表面发炎、油脂腺失调及泪液膜渗透压过高等而引起，则人工泪液效果不足。指南推荐抗炎治疗采用糖皮质激素、非甾体类抗炎药和免疫抑制剂。根据不同的干眼类型和疾病发展情况单独或联合使用局部抗炎药物。对于中重度干眼症患者抗炎，国内仅上市糖皮质激素，但其副作用大，而国外主要使用环孢素 A (0.05%)。兴齐眼药环孢素 A 的上市，有望填补我国干眼症免疫抑制剂的空白，为中重度患者提供新的选择。

图表 12：干眼症用药不完全统计

药品名称（商品名）	产品代表公司	首次上市时间（国家）	国内上市情况	
			国产	进口
眼部润滑剂/人工泪液				
玻璃酸钠（爱丽）	Santen	1995 年（日本）	有	有
NOVA-23006（Cationorm）	Santen	2008 年（法国）	无	无
盐酸四氢唑啉	Alcon	2008 年（美国）	无	无
硫酸软骨素钠	Alcon	（法国）	有	无
黏液素分泌促进剂				
地夸磷索钠（Diquas）	Santen	2010 年（日本）	无	有
重组人表皮生长因子滴眼液（易贝）	深圳华生元	2004 年（中国）	有	无
维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶	兴齐眼药	2007 年（中国）	有	无
瑞巴帕特（Muscosta）	Otsuka	2012 年（日本）	无	无
抗炎药				
环孢素 A（Restasis/Ikervis）	Allergan/Santen	2003 年（美国）	无	无
他克莫司滴眼液（塔克司，主要用在春季角结膜炎）	千寿製薬	2008 年（日本）	无	有
Lifitegrast（Xiidra）	Shire	2016 年（美国）	无	无
抗氧化剂				
乙酰半胱氨酸（Ilube）	Rayner	1992 年（英国）	无	无
SkQ1（Visomitin）	Mitotech	2012 年（俄罗斯）	无	无
其他				
SmartPlug	Medennium	2001（德国）	无	无

资料来源：Thomson Reuters Integrity, 专家共识（2013），太平洋证券整理

图表 13：人工泪液的功能



资料来源：专家访谈，太平洋证券整理

图表 14：局部抗炎药用法

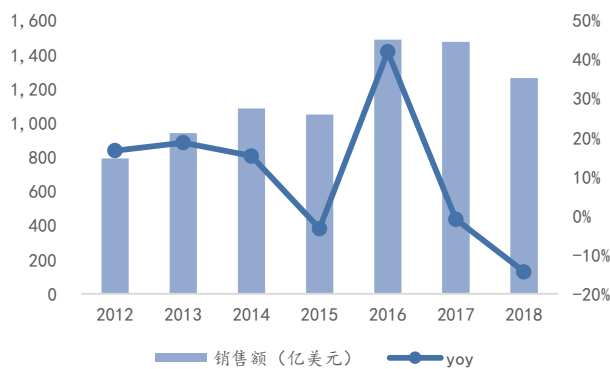


资料来源：专家访谈，太平洋证券整理

环孢菌素是具有免疫抑制特性的环状多肽免疫调节剂。它已被证明具有抗炎作用。动物实验表明环孢菌素可抑制细胞介导反应。环孢菌素抑制促炎细胞因子（包括白介素 2 和 T 细胞生长因子）的产生和/或释放，同时上调抗炎细胞因子的释放。环孢菌素似乎将淋巴细胞阻断在细胞周期的 G0 或 G1 期。所有目前可及的证据表明，环孢菌素对淋巴细胞具有特异性和可逆的作用，并且不会抑制造血作用或对吞噬细胞的功能有任何影响。在眼部给药后，环孢素被浸润到角膜和结膜的 T 淋巴细胞吸收，使钙调磷酸酶磷酸酶失活，从而抑制了转录因子 NF-AT 的去磷酸化，阻止了 NF-AT 进入细胞核，故阻止了促炎性细胞因子（如 IL-2）的释放。

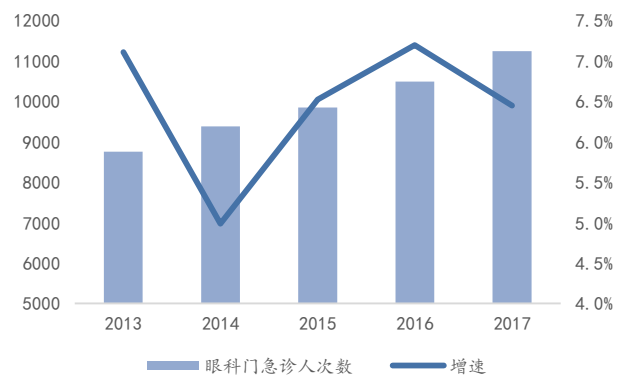
环孢素 A 在各国权威指南中得到了推荐，包括美国眼科学会 AAO (2018)、英国国家卫生与临床优化研究所 NICE (2018) 以及我国的专家共识 (2013)。主要适用于对人工泪液无效的中重度患者，目前环孢素 A (商品名 Restasis) 在美国年销售额超过 10 亿美元。

图表 15：2006-2018 年 Restasis 营收累计超 100



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 16：2013~2017 全国眼科门急诊人次 (万)



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 环孢素 A 滴眼液市场空间测算

我们采用 2 种方法、仅以静态的数据作为假设来计算治疗中重度干眼症药物的市场空间，预计兴齐眼药环孢素销售峰值 15-20 亿元。

● 根据门急诊就诊人次测算的市场空间

- 1、2017 年，我国眼科门急诊人次达 11240 万；
- 2、据不同地区眼科医院/门诊反映，干眼症占就诊人群的 30%左右；
- 3、参考 NICE 和其他，假设中重度干眼症患者占干眼症就诊人群的 30%；

图表 17：根据门急诊就诊人次测算的市场空间

就诊人次（万）	11240			
干眼症占就诊人群	30%			
干眼症患者数（万人次）	3372.00			
中重度干眼占比	25%			
中重度患者数（万人次）	843.00			
均次消费（元）	300	600	900	1200
市场规模（亿元）	25	51	76	101
环孢素 A 使用率	30%			
环孢素 A 市场空间	8	15	23	30

资料来源：卫生统计年鉴，草根调研，太平洋证券整理

● 根据 Restasis 销售额测算我国环孢素 A 的市场空间

- 1、销售峰值 14.87 亿美金；
- 2、一个月 300 美金（美国商保报销力度大），推荐使用 3~6 个月；
- 3、美国人口 3.27 亿（2018），中国 13.95 亿（2018），粗略认为中国干眼症患者的数量是美国的 4 倍，实际更高。

4、结论：中国环孢素 A 若达到美国的人均使用量，考虑价格差异，则中国环孢素 A 市场规模将超过百亿元，假设兴齐眼药渗透率做到 15%，对应 15-20 亿收入。

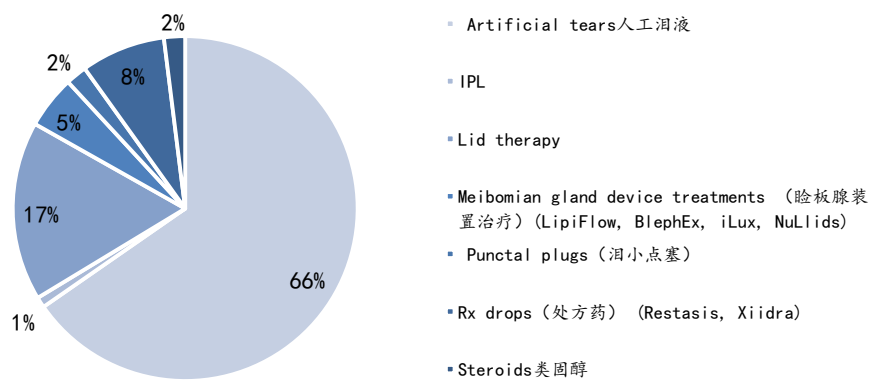
图表 18：根据 Restasis 销售额测算我国环孢素 A 的市场空间

销售额（亿美元）	14.87			
人均年费（美元）	900	1200	1500	1800
使用人数（万）	165	124	99	83
我国的潜在使用人数（万）	661	496	397	330
市场空间弹性测算（亿）				
使用人数（万）/人均年费（元）	1800	2400	3000	3600
	330	59	79	99
	397	71	95	119
	496	89	119	149
	661	119	159	198

资料来源：卫生统计年鉴，草根调研，太平洋证券整理

为了验证我们的判断，我们查询了一份最新海外调研，Optometry Times 于 2019 年 6 月组织了一个 185 位眼科医生参与的调研，结果显示，8% 的医生首选开处方药，即 Restasis 和 Xiidra，前者即 0.05% 环孢素 A，后者尚未在我国申请注册。使用数据与我们的假设一致性很高（我们的假设是 7.5%=30%*25%）。

图表 19：8% 的眼科医生首选开处方药



资料来源：Optometry Times，太平洋证券整理

三、 低浓度阿托品：可有效防控近视进展，预计销售峰值百亿元级别

(一) 近视防控迫在眉睫

● 全球近视率加速上升

一项最终纳入了 145 项研究数据、涉及 210 万参与者的元分析显示 (Holden 等, 2016), 估计 2000 年全球有 14.6 亿人患有近视 (占世界人口的 22.9%) 和 1.63 亿高度近视患者 (占世界人口的 2.7%)。预测到 2050 年将有 47.58 亿人患有近视 (占世界人口的 49.8%) 和 9.38 亿高度近视的人 (占世界人口的 9.8%)。其中, 亚太地区 (高收入地区) 的近视率是全球最高的, 2050 年预计到达 66.4%, 其次是东亚地区 (65.3%)。

● 我国近视率全球最高

在经过 111.74 万人 (1033 所幼儿园、3810 所中小学校) 筛查后, 国家卫生健康委疾控局发布: 2018 年, 全国儿童青少年总体近视率为 53.6%。其中, 一年级近视率 15.7%, 六年级近视率 59.0%, 初一近视率 64.9%, 初三近视率 77%。高三年级学生高度近视, 也就是近视度数高于 600 度, 在近视总数中占比达到 21.9%。另有调查显示中国大学生近视率 95%。近视率提升将大大升高社会成本, 对个体来说, 不仅是生活不便, 更有增加致盲风险, 因此高近视率引起了社会各界的广泛关注, 近视防控迫在眉睫。

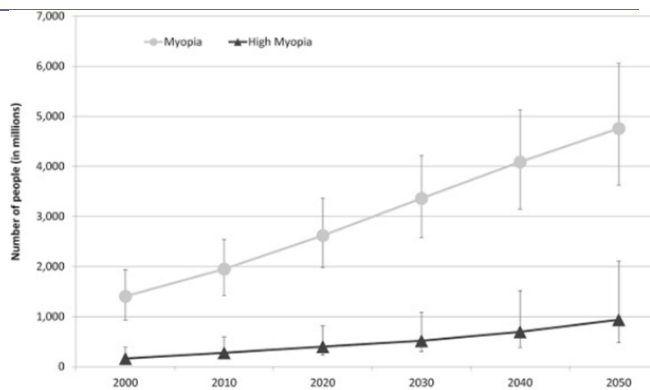
近视防控主战场应该在学龄前, 因为学龄前孩子有 150~175 度的远视储备, 如果孩子在幼儿园把远视储备用完, 到了小学肯定会发生近视。故发生在小学的近视, 根源在幼儿园。除了增加户外运动等生活方式和生活习惯有利于近视防控外, 当前能够采取的手段并不多, 尤其是低年龄段, 而低浓度阿托品具备一定潜力, 这也是阿托品受到学术界和资本市场关注的原因。

(二) 低浓度阿托品可有效减缓近视加深

有不少实验表明阿托品滴眼液有可能成为改变轴长、SE 的有效手段。新加坡国立眼科中心最早开展了相关临床实验 “ATOM1”, 招募了 400 名 6-12 岁的儿童, 持续使用 1% 浓度阿托品 2 年, 结果显示延缓了 77% 的近视加深 (0.28 ± 0.92 diopters, 对照组 -1.20 ± 0.69 D), 并且没有眼轴加长。在新加坡国立眼科中心后续的 “ATOM2” 实验中, 在 0.5%, 0.1% 和 0.01% 的作用下, 2 年里近视分别仅加深 -0.3 ± 0.60 D, -0.38 ± 0.60 D 和 -0.49 ± 0.63 D, 副反应和停止使用后反弹情形更少。在停用期间, 0.01% 浓度反弹情形更少、AL 延长最小, 5 年后整体近视加深程度 0.01%

显著更低 (-1.40D)。“ATOM2”实验表明 0.01%浓度的阿托品滴眼液具有最佳的疗效风险比。依托“ATOM”的实验数据，兴齐眼药向我国 CDE 申请直接开展 3 期临床，适应症为“延缓儿童近视进展”，属于 2.4 类改良型新药，临床实验目前正在进行中。

图表 20：预计到 2050 年全球近视率高达 50%



资料来源：phthamology (2016)，太平洋证券整理

图表 21：0.01%阿托品实验组 5 年里眼轴伸长最短

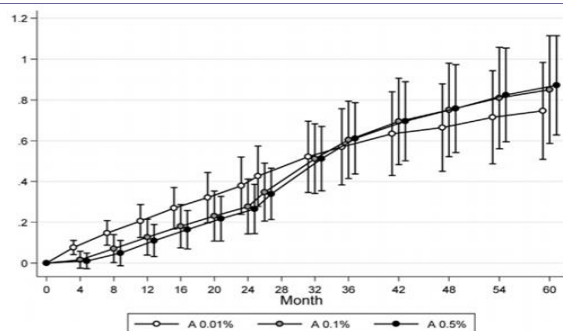


Figure 5. Mean change in axial length (AL) over time within different treatment groups (atropine 0.01%, 0.1%, and 0.5%). Error bars represent 1 standard deviation.

资料来源：Ophthalmology (2015)，太平洋证券整理

(三) 兴齐眼药的低浓度阿托品进展领先

● 无防腐剂低浓度阿托品院内制剂先行

公司当前以院内制剂形式进行销售，沿用了新加坡国立眼科中心的品牌“Myopine 美欧品”。不同于新加坡版，兴齐眼药在技术上进行了创新，独立包装且不含抑菌剂，对眼睛更加友好，售价 298 元/盒，每晚睡前一滴，可以使用 30 天。公司院内制剂通过省内调剂的方式已在辽宁省内 7 多个医院进行销售。同时，有望通过互联网医院覆盖更广泛的人群。

图表 22：新加坡国立眼科中心在售阿托品



资料来源：phthamology (2016)，太平洋证券整理

图表 23：兴齐眼药 0.01%低浓度阿托品院内制剂



资料来源：Ophthalmology (2015)，太平洋证券整理

● 专利保护期加深护城河

院内制剂的适应症为“降低近距离工作引起短暂性近视”，英文缩写“NITM”。防治NITM的药物组合物及其医药用途目前已经授予了20年的发明专利，剩余时间约19年。该专利具体指，包含0.001%-0.2%的阿托品或其可药用盐，以及一种或多种药学上可接受的辅料；其中，所述药物组合物的pH值为4.0-6.5；所述药物组合物包含0.5%-5%的pH调节剂，所述pH调节剂选自磷酸二氢钠、磷酸氢二钠、枸橼酸、枸橼酸盐、硼酸和硼酸盐中的任意一种或多种。该发明能够有效地治疗和/或预防NITM，具有广阔的应用前景。

● 多中心三期临床正在推进

全球/国内尚无延缓儿童近视进展的硫酸阿托品滴眼液产品上市。2018年10月26日，公司首次向国家药品监督管理局递交药品注册申请并获受理，与CDE沟通数月定下方案，当前已处于三期入组状态。参与多中心临床试验的医院包含多家我国前五名眼科医院，临床实力雄厚。参考Eyenovia和ATOM3的试验设计，我们判断三期临床开展需要2年，加上申报生产，预计兴齐眼药0.01%硫酸阿托品滴眼液有望在2023年上市。

图表 24：低浓度阿托品滴眼液的海外研发进展

试验名称	发起者	年龄阶段	受试人数	试验阶段	试验设计	开始时间	预计结束时间
A Study Assessing the Efficacy and Safety of DE-127 Ophthalmic Solution in Subjects With Mild or Moderate Myopia (APPLE) 评估 DE-127 对轻或中度近视儿童的有效性和安全性的研究	Santen	6~11	100	2 期	随机、平行、双盲，高中低 3 个浓度作为实验组，与安慰剂组对照，每天使用一剂，共使用 12 个月	2017/10	2019/12
Microdosed Atropine 0.1% and 0.01% Ophthalmic Solutions for Reduction of Pediatric Myopia Progression 0.1%和 0.01%阿托品滴眼液可降低小儿近视发展	Eyenovia	3~12	420	3 期 (上市试验)	多中心、随机、平行、双盲，每天使用一剂，共使用 36 个月，36 个月获取主要终点，随后观察 1 年到达次要终点	2019/6	2023/5 主要终点，2024/5 次要终点
The Use of Atropine 0.01% in the Prevention and Control of Myopia (ATOM3) 0.01%阿托品在预防和控制近视眼中的应用	Singapore National Eye Centre	5~9	570	3 期 (学术研究)	轻度近视、近视高危儿童被随机分到阿托品或安慰剂组，2-2.5 年治疗和 1 年洗脱	2017/4	2021/5 月主要终点，2023/5 次要终点

资料来源：clinicaltrials，公司官网，太平洋证券整理

(四) 预计兴齐眼药低浓度阿托品销售峰值百亿元

中国目前青少年近视人口已过亿，近视防控的市场空间潜力巨大。以兴齐眼药院内制剂费用计算（298元/月，按10个月计算，3000元年费用），市场空间3000亿元，假设公司渗透率达到3%，销售即可达到96亿元。由于眼药水的易接受性、良好的依从性和相对其他近视防控手段的高性价比，并且5~6岁小孩即可开始使用，早于角膜塑形镜或近期FDA刚获批上市的首款延缓近视加深的隐形眼镜（大于8岁），我们认为低浓度阿托品的普及率将远远高于3%，而若未来通过降价来提高渗透率，则对销售峰值预测无影响。低浓度阿托品防控近视虽是处方药，但本质是消费品，需求旺盛，部分消费者目前通过院内制剂、代购等各种渠道去获得低浓度阿托品，供不应求，未来公司产品上市后，不需要过多的销售投入。目前兴齐眼药的研发进度已经拔得头筹，有望率先打开市场，上市后有3年市场独占期。

四、 在眼科领域持续耕耘，后续管线包含眼底用药和器械

未来1~2年内，除了环孢素A滴眼液外，还将至少会有以下5个产品上市销售：

图表 25：其他未来1~2年待销售的产品

公告时间	药品名称	适应症	状态
2018/6/28	玻璃酸钠滴眼液	主要用于治疗伴随下述疾患的角膜上皮损伤：干燥综合症、斯·约二氏综合症、干眼综合症等内因性疾患；手术后、药物性、外伤、配戴隐形眼镜等外因性疾患。	已获批
2019/4/18	盐酸奥洛他定滴眼液	主要用于治疗过敏性结膜炎的体征和症状。	已获批
2019/4/18	溶菌酶滴眼液	主要用于治疗慢性结膜炎。	已获批
2019/11/19	盐酸莫西沙星滴眼液	用于治疗单兰氏阳性菌、单兰氏阴性菌及沙眼衣原体等引起的细菌性结膜炎。	在注册
2019/4/30	左氧氟沙星滴眼液	用于治疗眼睑炎、睑腺炎、泪囊炎、结膜炎、睑板腺炎、角膜炎以及因手术眼利用手术期的三联疗法。	在注册

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司十分重视新产品的开发，已建立合理、完善的研发体系，积极与国内外多家科研院所及高等院校紧密合作。后续管线已彰显出细分赛道龙头的布局，依托在眼科用药领域多年的生产研发经验，进军眼科重磅赛道——眼底病变、白内障治疗器械和近视控制的药物和器械。

图表 26：兴齐眼药后续在研管线

序号	项目名称	进展情况	项目介绍	类别
1	SQ-129	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-702	临床前研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	3 类
9	SQ-755	药学研究阶段	眼干燥症的治疗	4 类
10	SQ-718	药学研究阶段	眼干燥症的治疗	4 类
11	SQ-735	药学研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	4 类
12	SQ-739	药学研究阶段	青光眼的治疗	4 类
13	SQ-758	药学研究阶段	青光眼的治疗	4 类
14	SQ-759	药学研究阶段	促睫毛增长	3 类
15	SQ-902	药学研究阶段	可逆性支气管痉挛治疗	4 类
16	SQ-905	药学研究阶段	可逆性气道阻塞治疗	4 类
17	SQ-901	药学研究阶段	支气管哮喘治疗	4 类
18	SQ-773	药学研究阶段	青光眼的治疗	4 类

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

五、自建完善的专业眼科销售队伍

公司产品销售采用以专业化学术推广为主的营销模式。公司营销中心由处方事业部、OTC 事业部、商务部、市场部、市场准入部、SFE 部门等多个职能部门组成。

公司的营销手段按照产品的不同性质和终端推广特点来划分，分为处方药专业化学术推广和零售市场专业化推广两种主要的推广模式，公司目前主要采用处方药专业化学术推广模式。近两年，公司开展了多项专业学术推广活动，组织参与了各类各级眼科学相关学术会议百余场。公司还专门搭建了“兴齐 100”学术平台，提供眼科医生国内外最新的眼科指南/共识等。

为积极应对医药行业的分级诊疗制度，公司加大销售市场的布局，增加销售岗位编制，2018 年销售平均在岗人数较上年度增加 128 人，增幅 47.58%，平均薪酬增长 31.81%。**2018 年公司销售人员 369 位相比 2016 年增了近 100 位，相对于 2017 年增加了 40 位。**公司与数百个经销商建立合作关系，拥有比较完善的营销网络、渠道及稳定的客户群，产品销售网络覆盖全国省、市、县级医疗机构。

图表 27：公司产品市占率高

通用名	销售额 2018	适应症	格局	市占率
小牛血去蛋白提取物 (速高捷)	10,544 30.87%	角膜损伤	2 家	99%
双氯芬酸钠 (迪非)	6,686 41.37%	抗炎	13 家	88%
氧氟沙星 (迪可罗系 列)	4,733 -5.08%	细菌感染	20 家	50%
加替沙星 (迪友)	3,448 21.11%	抗炎	独家剂型/6 家	100%/49%
阿托品 (迪善)	3,298 2.76%	散瞳	独家剂型/2 家	100%/100%
维生素 A 棕榈酸酯(滋 养人工泪液)	2,794 3.11%	干眼症	独家	100%

资料来源：米内网，太平洋证券整理

六、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

- 2019E/2020E/2021E 年营业同比增长 20.84%/36.50%/51.00%，其中，传统业务指的是除了环孢素 A 滴眼液和低浓度阿托品滴眼液之外的品种。我们预计环孢素 A 将于 2019 年年底/2020 年年初上市，低浓度阿托品将于 2023 年年底前后上市。环孢素 A 滴眼液 2020/2021 年分别销售 6000 万、2.54 亿，低浓度阿托品院内制剂 2019/2020/2021 年分别销售 2000 万、5500 万和 1 亿；
- 预计随着新产品的推出，公司的毛利率会因为规模效应出现小幅度的提升，环孢素和阿托品的定价和毛利率将远高于目前公司产品；

图表 28：兴齐眼药盈利预测表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
传统业务	501	601	727	858	996	1125	1238	1361	1498	1647	1730
yoy	16%	20%	21%	18%	16%	13%	10%	10%	10%	10%	5%
毛利率	72%	73%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%
环孢素 A 滴眼液		60	254	432	648	874	1093	1312	1508	1659	1742
yoy			323%	70%	50%	35%	25%	20%	15%	10%	5%
毛利率		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
阿托品滴眼液	20	55	100	180	324	1500	4500	7500	8820	9072	9526
人均年费/元	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	2800	2520	2268
覆盖人群/万	0.7	1.8	3.3	6.0	10.8	50.0	150.0	250.0	315.0	360.0	420.0
yoy		175%	82%	80%	80%	363%	200%	67%	18%	3%	5%
毛利率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
营业收入合计/百万	521	716	1081	1470	1967	3500	6831	10173	11826	12379	12997
yoy	21%	37%	51%	36%	34%	78%	95%	49%	16%	5%	5%
营业成本合计/百万	141	174	225	284	356	530	881	1,235	1,422	1,501	1,577
yoy	18%	24%	29%	27%	25%	49%	66%	40%	15%	6%	5%

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

（二）估值及投资建议：眼药龙头，含苞待放，买入！

环孢素 A 滴眼液获批在即，二级市场对该产品和干眼症预期不足，我们判断公司“现有产品+环孢素”未来能支撑公司 25-30 亿收入（预计现有产品今年 5 亿多收入，预期未来 10 亿，环孢素未来 15-20 亿收入），预计贡献净利润 5 亿，支撑 150 亿市值。低浓度阿托品获批后，预期公司收入过百亿，20 亿以上净利润，支撑 500 亿以上市值，实现跨越式发展。

预计公司 19-21 年收入分别为 5.21/7.16/10.82 亿元，增速分别为 20.84%/37.47%/51.00%，归母净利润分别为 0.35.47/1.08/2.05 亿，增速为 212.73%/183.89%/103.85%。截止至 2019 年 11 月 21 日，公司的收盘价为 85.70 元，对应的 2019 年-2021 年 PE 分别为 199/70/34。公司手握“环孢素重磅品种+阿托品超级重磅品种”，含苞待放，看好公司中长期发展，眼药龙头，首次覆盖，给予“买入”评级，半年期合理估值 100 亿元，对应 20 年 PE100 倍。

七、风险提示

新产品研发失败、销售不及预期、药品降价风险

报表预测

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	339.10	360.01	431.20	521.07	716.29	1081.59
减：营业成本	84.11	93.94	119.36	140.69	173.82	224.54
营业税金及附加	8.23	9.22	10.38	12.84	17.66	26.66
营业费用	131.57	133.83	193.40	215.88	267.25	380.94
管理费用	56.65	76.81	53.59	110.99	136.38	202.69
财务费用	7.34	2.93	3.12	3.64	2.72	2.94
资产减值损失	0.76	1.77	2.64	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	3.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-40.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.49	41.51	7.75	37.02	118.46	243.83
加：其他非经营损益	10.99	-0.31	-0.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.48	41.19	7.39	37.02	118.46	243.83
减：所得税	10.20	5.90	0.70	5.55	17.77	36.57
净利润	54.28	35.30	6.69	31.47	100.69	207.25
减：少数股东损益	0.00	-1.00	-4.65	-4.00	0.00	2.00
归属母公司股东净利润	54.28	36.29	11.34	35.47	100.69	205.25
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	51.05	-13.40	-14.13	5.21	7.16	10.82
应收和预付款项	105.25	117.04	121.41	179.07	230.30	380.69
存货	48.10	54.83	56.31	86.50	89.94	137.98
其他流动资产	0.00	0.33	3.67	3.67	3.67	3.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	3.16	3.02	5.75	5.00	4.25	3.50
固定资产和在建工程	443.20	430.83	425.03	361.96	298.89	235.83
无形资产和开发支出	24.03	24.07	23.49	20.62	17.75	14.89
其他非流动资产	1.51	18.55	38.70	33.64	28.58	28.58
资产总计	676.31	635.27	660.24	695.67	680.56	815.95
短期借款	80.00	50.00	50.00	76.36	24.41	86.77
应付和预收款项	47.36	31.89	55.66	57.38	61.96	67.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	28.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	155.36	81.89	105.66	133.73	86.37	154.00
股本	80.00	80.00	82.43	82.43	82.43	82.43
资本公积	229.91	229.91	228.97	228.97	228.97	228.97
留存收益	211.03	240.47	234.13	245.49	277.74	343.49
归属母公司股东权益	520.95	550.38	545.53	556.89	589.14	654.89
少数股东权益	0.00	3.00	9.05	5.05	5.05	7.05
股东权益合计	520.95	553.38	554.58	561.94	594.19	661.94
负债和股东权益合计	676.31	635.27	660.24	695.67	680.56	815.95

现金流量表

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	28.19	32.76	44.20	20.55	124.87	83.54
投资性现金净流量	8.14	-31.38	-45.09	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	43.49	-69.68	7.23	-1.20	-122.92	-79.88
现金流量净额	79.84	-68.27	6.27	19.34	1.95	3.65

Wind, 太平洋研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

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

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。