

兴齐眼药 (300573.SZ) 兴齐眼药：眼药龙头，含苞待放

2020 年 08 月 07 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
杜佐远（分析师）
李蕾（联系人）

duzuoyuan@kysec.cn

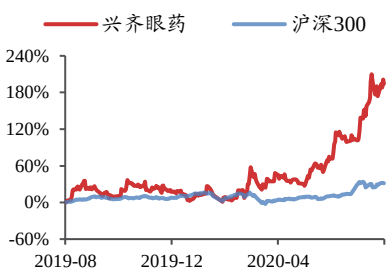
lilei2@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

证书编号：S0790120070046

日期	2020/8/6
当前股价(元)	203.47
一年最高最低(元)	226.70/68.02
总市值(亿元)	167.59
流通市值(亿元)	123.14
总股本(亿股)	0.82
流通股本(亿股)	0.61
近 3 个月换手率(%)	168.82

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

● 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，管线中拥有低浓度阿托品和角膜塑形镜等重磅品种。管理层科班出身，拥有自营销售队伍约 400 人，跟国内著名眼科学术团队和顶级医院拥有多年的合作经验，销售能力突出，是 A 股乃至国内稀缺的专注眼科的医药公司。

我们预计 2020~2022 年公司的营业收入分别为 6.19/9.54/12.93 亿元，同比增长 14.2%/54%/35.6%，归母净利润 0.75/1.69/3.10 亿元，同比增长 108.5%/125.7%/83.7%，EPS 分别为 0.91/2.05/3.77 元/股。截至 2020 年 8 月 5 日，当前股价对应 PE 分别为 219.1/97.1/52.9。随着大品种的上市销售，收入和利润会快速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 环孢素滴眼液（II）：新品上市，预计销售峰值 15-20 亿元

中国干眼症患病率很高，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。本报告 2 种方式测算，预计公司环孢素滴眼液（II）未来 15-20 亿元收入是大概率。目前公司环孢素滴眼液（II）已于 2020 年 6 月获批，预计下半年即可贡献收入。

● 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，目前正在 3 期临床阶段，未来预计销售峰值可达百亿；眼科医院已开通互联网功能，未来将能辐射全国患者，有利于医院迅速扭亏并实现客观的利润。

风险提示：重磅品种销售不及预期、眼科用药降价风险、研发进展不及预期、疫情反复不可控等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	431	542	619	954	1,293
YOY(%)	19.8	25.8	14.2	54.0	35.6
归母净利润(百万元)	14	36	75	169	310
YOY(%)	-65.4	162.8	108.5	125.7	83.7
毛利率(%)	72.3	73.3	77.1	79.4	81.0
净利率(%)	3.2	6.6	12.1	17.7	24.0
ROE(%)	1.6	5.1	10.0	18.2	24.7
EPS(摊薄/元)	0.17	0.44	0.91	2.05	3.77
P/E(倍)	1227.0	466.9	223.9	99.2	54.0
P/B(倍)	30.7	29.5	26.5	21.3	15.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司基本情况：A 股乃至国内稀缺的专注眼科的医药公司	4
2、 环孢素滴眼液(II)：已获批上市，预计销售峰值 15-20 亿元	7
2.1、 干眼症流行，用药选择少	7
2.1.1、 干眼症：新兴的行业	7
2.1.2、 生活习惯和环境造成干眼症流行	7
2.1.3、 干眼症的发病率非常高达 30%，其中重度患者占 20%	7
2.1.4、 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	8
2.1.5、 中国干眼的分类及判定	8
2.1.6、 干眼治疗方法	9
2.1.7、 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	10
2.2、 环孢素滴眼液(II)市场空间测算	12
2.2.1、 根据门急诊就诊人次测算的市场空间	12
2.2.2、 根据 Restasis 销售额测算我国环孢素滴眼液(II)的市场空间	13
3、 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	14
3.1、 近视防控迫在眉睫	14
3.1.1、 全球近视率加速上升	14
3.1.2、 我国近视率全球最高	14
3.2、 低浓度阿托品可有效减缓近视加深	14
3.3、 兴齐眼药的低浓度阿托品进展领先	15
3.3.1、 无防腐剂低浓度阿托品院内制剂先行	15
3.3.2、 专利保护期加深护城河	16
3.3.3、 目前正在 3 期临床中	16
3.4、 预计兴齐眼药低浓度阿托品销售峰值百亿元	17
4、 在眼科领域持续耕耘，后续管线包含眼底用药和器械	17
5、 自建完善的专业眼科销售队伍	20
6、 盈利预测与投资建议	21
6.1、 盈利预测	21
6.2、 估值及投资建议：眼药龙头，含苞待放	22
7、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1： 公司具有 3 种类型的眼用制剂	6
图 2： 近年公司营收持续稳定增长	6
图 3： 公司毛利率水平维持在 70%以上	6
图 4： 近年公司归母净利润波动较大	6
图 5： 近 2 年销售费用率较高	7
图 6： 近年公司研发费用率逐步增加	7
图 7： 干眼门诊检查流程	9
图 8： 不同类型干眼采用不同的治疗方案	10
图 9： 人工泪液主要起润滑表面功能	10
图 10： 局部抗炎药用法分为 3 种	11

图 11: 2006-2018 年 Restasis 营收累计超 100 亿美元	12
图 12: 2016 全国眼科门急诊人次已超过 1 亿 (万/人次)	12
图 13: 8%的眼科医生首选开处方药	14
图 14: 预计到 2050 年全球近视率高达 50%	15
图 15: 0.01%阿托品实验组 5 年里眼轴伸长最短	15
图 16: 新加坡国立眼科中心在售阿托品	15
图 17: 兴齐眼药 0.01%低浓度阿托品院内制剂	15
图 18: 国内眼科用药市场规模不断扩张	20
表 1: 公司发展稳步前进	4
表 2: 公司近年设立了 4 家控股子公司	4
表 3: 公司眼科用药产品丰富	5
表 4: 兴齐眼药的环孢素滴眼液是第一款国产应用于干眼的免疫抑制剂	11
表 5: 根据门急诊就诊人次测算的环孢素市场空间可达 30 亿	13
表 6: 根据 Restasis 销售额测算我国环孢素滴眼液(II)的市场空间	13
表 7: 公司低浓度阿托品滴眼液的临床设计方案	16
表 8: 低浓度阿托品滴眼液的海外研发进展	17
表 9: 其他 0~2 年待销售的产品有 10 个以上	17
表 10: 兴齐眼药后续在研管线充足	18
表 11: 公司产品市占率高	20
表 12: 兴齐眼药盈利预测表	21

1、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。2014 年，兴齐眼药棋盘山工厂全面投入使用。工厂参照美国 FDA 和欧盟 GMP 标准设计，由国际一流的设计团队、设备供应商及工程公司，通力合作建设完成。拥有小牛血提取生产线、单剂量滴眼剂生产线、多剂量滴眼剂生产线、眼用凝胶生产线、眼用溶液剂生产线、眼用内包材生产线等多条生产线。

表1：公司发展稳步前进

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强工一街 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：公司公告、开源证券研究所

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。

基于公司长久战略发展需要，公司自 2017 年起以合营或全资设立方式成立多家子公司。其中，兴齐眼科医院作为公司旗下唯一一家医疗服务终端，担当起了眼科服务理念试验、产品销售、品牌传播等重要角色。其他子公司的设立则主要是为了利用当地临床和科研机构的资源，通过自主研发不断丰富公司产品线，不仅有眼科用药，未来还将向眼科器械拓展，进一步提升产品市场布局效率，也增强了公司在该行业内的综合竞争力。

表2：公司近年设立了 4 家控股子公司

公告时间	子公司名称	注册资本(万元)	经营范围	持股比例	目的
2017/4/26	兴齐眼科医院有限公司	5000	眼科医院服务；药品、保健食品、医疗器械销售；验光配镜服务；自营和代理各类商品进出口，但国家限定公司经营和出口的商品和技术除外	51%	考虑目前国内其他眼科医疗机构的诊疗方向及市场需求，兴齐眼科医院定位专业级眼科医院，市场空间良好
2019/1/26	兴齐眼科医院有限公司	5000	-	66.8%	-
2019/12/10	河南兴齐眼药科技有限公司	1000	药品研发；药品技术开发、技术咨询、技术推广、技术转让；	100%	基于公司战略发展需要，为加快产业布局，进一步丰富产品管线，增强公司的综合竞争力，公

公告时间	子公司名称	注册资本(万元)	经营范围	持股比例	目的
					公司在河南设立全资子公司，推动公司新产品上市进程，实现成果转化，增强公司的综合竞争力
2019/12/10	上海康恩德医疗科技有限公司	3000	药品研发；药品技术开发、技术咨询、技术推广、技术转让；I、II、III类医疗器械、滴眼剂（含激素类）、溶液剂（眼用）生产	100%	基于公司战略发展需要，为加快产业布局，进一步丰富产品管线，增强公司的综合竞争力，公司在上海设立全资子公司，推动公司新产品上市进程，实现成果转化，增强公司的综合竞争力
2020/6/23	温州兴齐眼视光生命科学有限公司	2000	药品研发；医疗器械研发；技术咨询、技术推广、技术转让；滴眼剂生产	100%	为满足公司战略发展需要，加快产业布局，进一步丰富产品管线，增强公司的综合竞争力，公司拟在温州设立全资子公司，推动公司新产品上市进程，实现成果转化，增强公司的综合竞争力

资料来源：Wind、开源证券研究所

截至 2019 年底，公司拥有眼科药物批准文号 47 个，其中 26 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。

当前公司的主要品种包括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。公司在剂型、工艺、有无防腐剂等细节方面做了改善和提升，使得产品能够更加贴合临床的实际需求，从而在眼科用药领域既找到了切入口又维持了自己的竞争优势。

表3：公司眼科用药产品丰富

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。

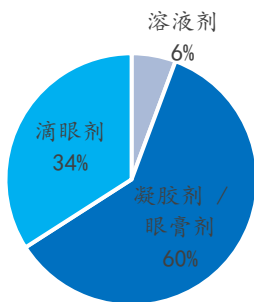
散瞳药和 睫状肌麻	迪善眼用凝胶（阿托品）	虹膜睫状体炎、检查眼底前散瞳、验光 配镜屈光度检查前散瞳。
痹剂	卓比安® 复方托吡卡胺滴眼液	诊断及治疗为目的的散瞳和调节麻痹。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

2019 年，公司实现营业收入为 5.42 亿元，较上年同期增长 25.80%；归属上市公司股东的净利润为 3589.4 万元，较上年同期增长 162.79%；扣非归母净利润 3316.43 万元，同比增长 208.51%。

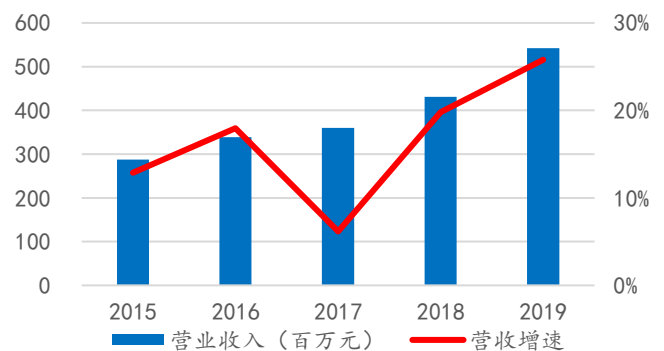
公司近年正在大力投入研发和销售，研发费用将持续保持在 10%左右，以能够持续保持眼药品种最丰富的优势，并且能够使得大品种符合预期放量。故我们认为对公司的短期业绩应保持一定宽容度。

图1：公司具有 3 种类型的眼用制剂



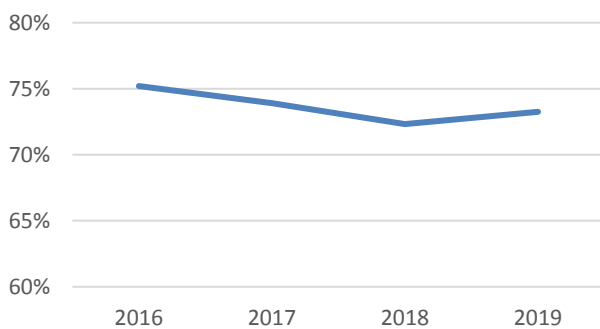
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：近年公司营收持续稳定增长



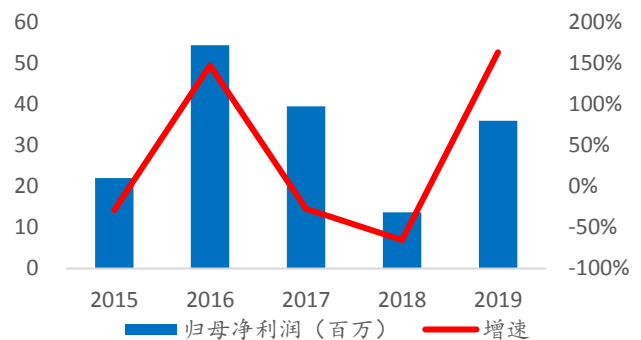
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司毛利率水平维持在 70%以上



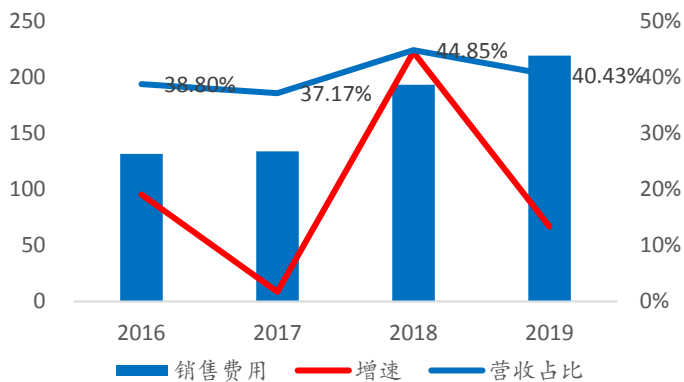
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：近年公司归母净利润波动较大



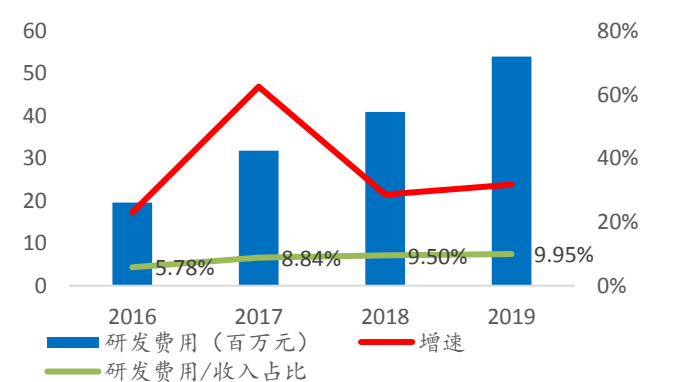
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：近2年销售费用率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：近年公司研发费用率逐步增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、环孢素滴眼液(II)：已获批上市，预计销售峰值 15-20 亿元

2.1、干眼症流行，用药选择少

2.1.1、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、眼表及相关领域的资讯和前沿信息，保持最新资讯与国际同步。

2.1.2、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。

2.1.3、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。而中国的发病率约为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。

2.1.4、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。

2.1.5、中国干眼的分类及判定

（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；

干眼的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，同时 Schirmer 试验和 BUT 是两个非常重要的指标。这两个检查不需要复杂的设备，只需要一个裂隙灯和一个荧光染色的纸条就可以做到，在基层医院非常容易推广，也是我们诊断泪膜功能的重要手段。临床上将任何干眼主观症状+BUT ≤ 5s 或 Schirmer I2 ≤ 5mm/5min 或任何干眼主观症状+5s<BUT ≤ 10s 或 5mm/5min<Schirmer I2 ≤ 10mm/5min + 同时有角结膜染色阳性的人判定为干眼患者。

Schirmer 试验（Schirmer test）为常用，根据检测方法的不同可分为 Schirmer I 和 Schirmer II 两种。无眼部表面麻醉情况下，测试的是主泪腺的分泌功能，表麻后检测的是副泪腺的分泌功能（基础分泌），观察时间同为 5 分钟。正常值为 10~15mm/5min，<10mm/5min 为低分泌，反复多次检查泪液分泌量<5mm/5min 提示为干眼。Schirmer II 试验测量反射性泪液分泌，方法与前面相似，不同之处是将滤纸放入结膜囊内后，

再将一棉棒插入同侧鼻腔刺激鼻粘膜。若 5 分钟后滤纸湿长小于 15mm，表示反射性泪液分泌功能不足。Schirmer 泪液分泌实验相对敏感，操作简便，但可重复性差，不能仅凭一次测量结果就确诊或排除干眼症，需多次反复测量，结果一致时方更具有诊断参考价值。

泪膜破裂时间（简称 BUT）：眨眼后保持睁眼状态，泪膜表面出现第一个干燥斑的时间间隔，是评价泪膜稳定性的客观检查，包括利用泪膜镜测得的非侵犯性泪膜破裂时间及利用荧光素的泪膜破裂时间，一般认为 BUT>10 秒为正常。小于 10 秒，表明泪膜不稳定，泪液中粘蛋白缺乏，提示结膜的杯状细胞严重损害或丧失。在诊断中，BUT 要标准化，即使用荧光素染色条，不要触及角膜，嘱患者平视，进而观察泪膜破裂时间。检测结果正常为 10-15mm，<10mm 为低分泌，<5mm 为干眼。无眼部表面麻醉情况下，测试的是主泪腺的分泌功能；表麻后检测的是副泪腺的分泌功能（基础分泌），观察时间同为 5min。

图7：干眼门诊检查流程



资料来源：华夏眼科，开源证券研究所

2.1.6、干眼治疗方法

干眼治疗手段有去除病因、非药物治疗和药物治疗 3 种。去除病因，治疗原发病是指寻找原因并治疗，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）；非药物治疗则可以采用一系列的物理治疗和心理干预，包括湿房镜及硅胶眼罩、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）、MGD 眼睑清洁、热敷及按摩、IPL、Lipiflow 睑板腺热脉动治疗以及心理干预等；药物治疗则在下一内容做重点展开。

图8: 不同类型干眼采用不同的治疗方案

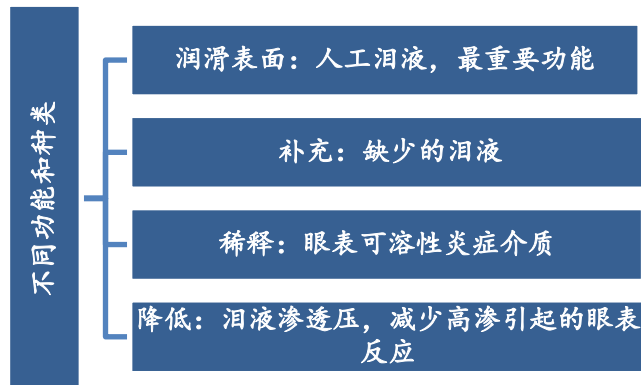
水液缺乏型	蒸发过强型	黏蛋白缺乏型	泪液动力学异常型	混合型
➢人工泪液 •局部糖皮质激素/免疫抑制剂/NSAIDs •泪道栓塞/湿房镜 •刺激泪液分泌药物 •自体血清 •全身疾病的治疗 •手术治疗	➢人工泪液 •局部抗生素和/或糖皮质激素眼液及眼膏 •按摩、熏蒸 •强脉冲光 •治疗脂溢性皮炎的药物 •口服强力霉素或四环素	➢人工泪液(低毒/无防腐剂) •局部糖皮质激素/免疫抑制剂/NSAIDs •泪道栓塞 •促进黏蛋白分泌及杯状细胞生长药物 •手术治疗	➢人工泪液(低毒/无防腐剂) •局部糖皮质激素/免疫抑制剂/NSAIDs •治疗性角膜接触镜 •手术治疗	➢人工泪液 •局部糖皮质激素/免疫抑制剂/NSAIDs •泪道栓塞/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: 专家共识、开源证券研究所

2.1.7、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, 现时最常用的方法是使用人工泪液(一线用药)。泪膜是眼表的第一道防线, 任何引起泪膜结构和成分改变的因素都会不同程度地影响泪膜的功能, 当泪膜异常达到一定程度, 就会失去对眼表的保护作用, 造成眼表的损伤。干眼引起泪膜不稳定, 长期失去泪膜保护的眼表, 如同没有雨露滋润和植被保护的土壤成为荒漠, 将引起角结膜上皮损伤, 加重干眼, 从而严重影响患者视觉相关生活质量。故, 人工泪液能起到一定润滑和保护的作用, 也是必不可缺的。

图9: 人工泪液主要起润滑表面功能



资料来源: 华夏眼科、开源证券研究所

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滴眼液(II)(0.05%)。兴齐眼药环孢素滴眼液(II)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。

表4：兴齐眼药的环孢素滴眼液是第一款国产应用于干眼的免疫抑制剂

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				
环孢素滴眼液（Ⅱ）（Restasis/Ikervis）	Allergan/Santen	2003 年（美国）	有	无
他克莫司滴眼液（主要用在春季角结膜炎）	千寿制药	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)、开源证券研究所

图10：局部抗炎药用法分为 3 种

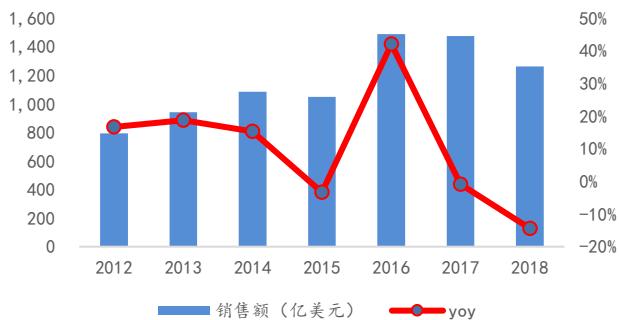


资料来源：华夏眼科、开源证券研究所

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。

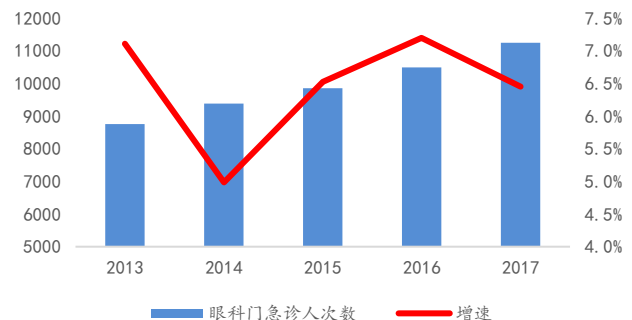
环孢素滴眼液(II)在各国权威指南中得到了推荐，包括美国眼科学会 AAO (2018)、英国国家卫生与临床优化研究所 NICE(2018)以及我国的专家共识(2013)。主要适用于对人工泪液无效的中重度患者，目前环孢素滴眼液(II)(商品名 Restasis)在美国年销售额超过 10 亿美元。

图11：2006-2018 年 Restasis 营收累计超 100 亿美元



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图12：2016 全国眼科门急诊人次已超过 1 亿（万/人次）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.2、环孢素滴眼液(II)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。

2.2.1、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 25%；

表5: 根据门诊就诊人次测算的环孢素市场空间可达 30 亿

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			
假设均次消费 (元)	300	600	900	1200
市场规模 (亿元)	25	51	76	101
环孢素使用率	30%			
环孢素市场空间	8	15	23	30

数据来源: 卫生统计年鉴、开源证券研究所

2.2.2、根据 Restasis 销售额测算我国环孢素滴眼液(II)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: 中国环孢素滴眼液(II)若达到美国的人均使用量, 考虑价格差异, 则中国环孢素滴眼液(II)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。

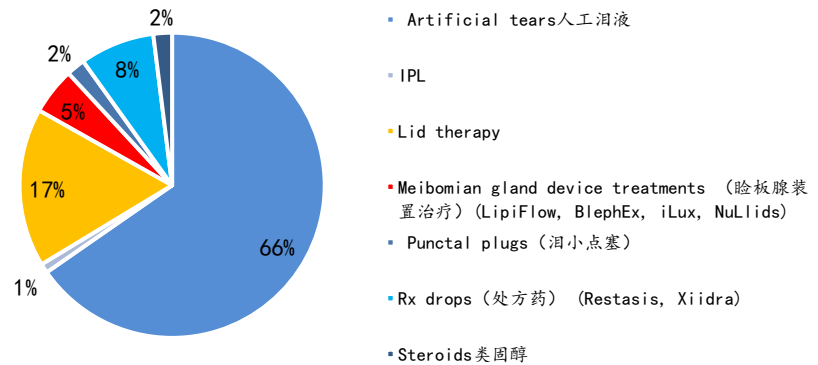
表6: 根据 Restasis 销售额测算我国环孢素滴眼液(II)的市场空间

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	119
397	71	95	119	143
496	89	119	149	179
661	119	159	198	238

数据来源: 卫生统计年鉴、开源证券研究所

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% 环孢素滴眼液(II), 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13: 8%的眼科医生首选开处方药



数据来源: Optometry Times、开源证券研究所

3、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

3.1、近视防控迫在眉睫

3.1.1、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%)。

3.1.2、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。

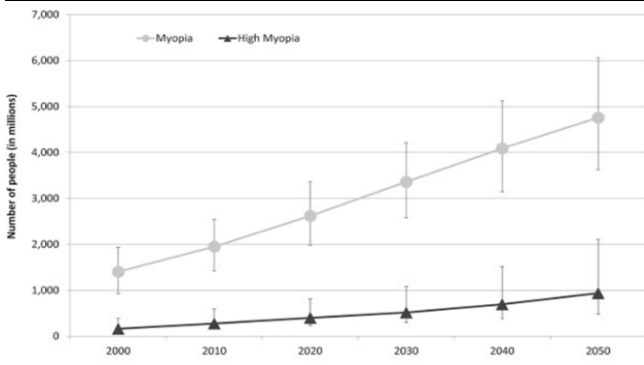
近视防控主战场应该在学龄前,因为学龄前孩子有 150~175 度的远视储备,如果孩子在幼儿园把远视储备用完,到了小学肯定会发生近视。故发生在小学的近视,根源在幼儿园。除了增加户外运动等生活方式和生活习惯有利于近视防控外,当前能够采取的手段并不多,尤其是低年龄段,而低浓度阿托品具备一定潜力,这也是阿托品受到学术界和资本市场关注的原因。

3.2、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)。

图14: 预计到 2050 年全球近视率高达 50%



资料来源: phthalmology (2016)

图15: 0.01%阿托品实验组 5 年里眼轴伸长最短

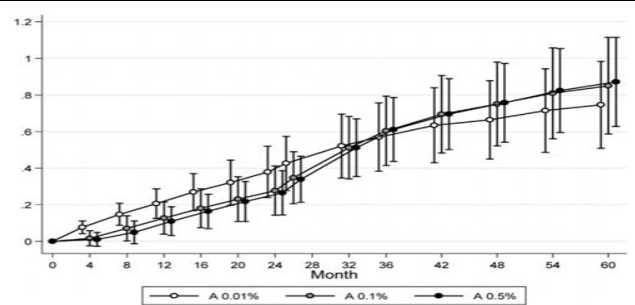


Figure 5. Mean change in axial length (AL) over time within different treatment groups (atropine 0.01%, 0.1%, and 0.5%). Error bars represent 1 standard deviation.

资料来源: phthalmology (2016)

“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。

3.3、兴齐眼药的低浓度阿托品进展领先

3.3.1、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多个医院销售。同时，通过互联网医院覆盖更广泛的人群。

图16: 新加坡国立眼科中心在售阿托品



资料来源: 新加坡国立眼科中心

图17: 兴齐眼药 0.01%低浓度阿托品院内制剂



资料来源: 兴齐眼科医院

3.3.2、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。

3.3.3、目前正在 3 期临床中

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。公司的低浓度阿托品滴眼液当前已处于临床 3 期中，适应症为“延缓儿童近视进展”。试验分为 2 个，分别开展 48 周和 96 周，计划分别入组 400 和 480 人。我们预计兴齐眼药 0.01% 硫酸阿托品滴眼液有望在 2023 年获批上市。

表7：公司低浓度阿托品滴眼液的临床设计方案

试验专业题目	受试者信息	试验分组	主要终点指标及评价时间	次要终点指标及评价时间
硫酸阿托品滴眼液延缓儿童近视进展的有效性和安全性的随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心 2 年临床试验	6 岁(最小年龄)至 12 岁(最大年龄)；睫状肌麻痹后电脑验光检测双眼球镜度数：-4.00D ≤ 球镜度数 ≤ -1.00D；睫状肌麻痹后电脑验光检测双眼散光度 ≤ 1.50D；屈光参差（按等效球镜度数计）≤ 1.50D。	试验组： 适用硫酸阿托品滴眼液作为滴眼剂；规格 0.4ml:0.04mg；点眼，每天 1 次，双眼每眼每次各 1 滴；用药时程 96 周； 对照组： 采用硫酸阿托品四眼也溶媒作为滴眼剂；规格 0.4ml；点眼，每天 1 次，双眼每眼每次各 1 滴；用药时程 96 周；	睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数的变化值，用药 48 周；睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数较基线的变化值，96 周	睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数较基线的变化值，用药 48 周；眼轴长度较基线变化值，用药 48 周；睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数进展 ≤ 0.50D 的百分率，用药 48 周；睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数进展 ≤ 0.50D 的百分率，用药 96 周；睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数进展 ≤ 1.00D 的百分率，用药 96 周；
硫酸阿托品滴眼液延缓儿童近视进展的有效性和安全性的随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心 1 年临床试验	6 岁(最小年龄)至 12 岁(最大年龄)；睫状肌麻痹后电脑验光检测双眼球镜度数：-4.00D ≤ 球镜度数 ≤ -1.00D；睫状肌麻痹后电脑验光检测双眼散光度 ≤ 1.50D；屈光参差（按等效球镜度数计）≤ 1.50D。	试验组： 适用硫酸阿托品滴眼液作为滴眼剂；规格 0.4ml:0.04mg；点眼，每天 1 次，双眼每眼每次各 1 滴；用药时程 48 周； 对照组： 采用硫酸阿托品四眼也溶媒作为滴眼剂；规格 0.4ml；点眼，每天 1 次，双眼每眼每次各 1 滴；用药时程 48 周。	睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数较基线的变化值，48 周	眼轴长度较基线变化值，用药 48 周；睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数进展 ≤ 0.50D 的百分率，用药 48 周；睫状肌麻痹后电脑验光等效球镜度数进展 ≤ 0.75D 的百分率，用药 48 周；

资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台、开源证券研究所

阿托品前期的非上市临床已经和首都医科大学附属北京同仁医院进行合作研究超过 2 年，上市临床试验则邀请了另一家 TOP 级别的温州医科大学附属眼视光医院作为主要研究者，另外还有上海交通大学医学院附属新华医院、上海市第一人民医院、南京医科大学附属眼科医院、武汉大学中南医院、北京大学第一医院、首都医科大学附属北京同仁医院、西安交通大学第二附属医院等 7 个医院。临床单位的眼科

资源丰富、实力雄厚。

表8：低浓度阿托品滴眼液的海外研发进展

实验名称	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、开源证券研究所

3.4、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。

4、在眼科领域持续耕耘，后续管线包含眼底用药和器械

未来 0~2 年内，公司陆续上市销售的产品是丰富的，包括玻璃酸钠滴眼液（人工泪液）、盐酸奥洛他定滴眼液、溶菌酶滴眼液、左氧氟沙星滴眼液、盐酸莫西沙星滴眼液等等。

表9：其他 0~2 年待销售的产品有 10 个以上

公告时间	药品名称	适应症	状态	市场同类产品	2019 年市场销额
2018/6/28	玻璃酸钠滴眼液	主要用于治疗伴随下述疾患的角结膜上皮损伤：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	已获批	16	12.11 亿元

公告时间	药品名称	适应症	状态	市场同类 产品	2019 年市场销额
		性、外伤、配戴隐形眼镜等外因性疾患。			
2019/1/29	硫酸阿托品滴眼液	用于治疗及睫状肌麻痹； 控制儿童近视进展	已获批 (子公司沈阳 兴齐眼科)	0	-
2019/4/18	盐酸奥洛他定滴眼液	用于治疗过敏性结膜炎的体征和症状。	已获批	7	2 亿元
2019/4/18	溶菌酶滴眼液	主要用于治疗慢性结膜炎。	已获批	0	-
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、角膜炎以及用于眼科围手 术期的无菌化疗法	在注册	20	7.5 亿元
2019/11/19	盐酸莫西沙星滴眼液	用于治疗革兰氏阳性菌、革兰氏阴性菌及 沙眼衣原体等引起的细菌性结膜炎。	在注册	5	125 万元
2020/5/1	贝美前列素滴眼液	用于降低开角型青光眼及高血压症患者的 眼压	在注册	0	-
2020/6/19	伏立康唑滴眼液	适用于真菌性角膜炎	在注册	0	-
2020/6/23	环孢素滴眼液（II）	可促进干眼症患者的泪液分泌，适用于与 角结膜干燥症相关的眼部炎症所导致的泪 液生成减少的患者	已获批	1	-
2020/6/30	曲伏前列素滴眼液	用于降低成人开角型青光眼或高血压症患 者的眼压	在注册	2	1.18 亿元

资料来源：米内网、环球医药网、国家药品监督管理局、公司年报、开源证券研究所

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。截至 2019 年年底，公司共披露了 26 个在研项目。其中，临床前研究阶段项目由 6 个，临床研究阶段的 2 个，生产注册阶段 1 个（环孢素，2020 年 6 月已上市），药学研究阶段 15 个，已注册受理 2 个。

表10：兴齐眼药后续在研管线充足

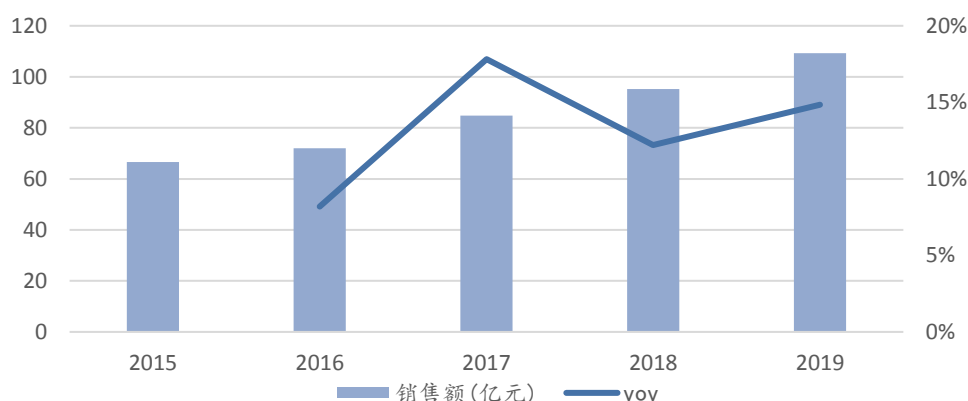
序号	项目名称	进展情况	项目介绍	类别
1	SQ-129(原 SQ-732)	临床前研究阶段	黄斑水肿的治疗	2.2 类
2	SQ-727	临床前研究阶段	真菌的治疗	2.2 类
3	SQ-729	临床研究阶段	延缓近视进展用 药	2.4 类
4	SQ-708	临床研究阶段	预防和治疗角膜 移植术后的免疫 排斥反应	2.4 类
5	SQ-1001	临床前研究阶段	白内障的治疗	医疗器械Ⅲ类
6	SQ-1002	临床前研究阶段	白内障的治疗	医疗器械Ⅲ类
7	SQ-1003	临床前研究阶段	近视控制	医疗器械Ⅲ类
8	SQ-717	生产注册阶段	眼干燥症的治疗	3 类
9	SQ-702	临床前研究阶段	细菌性结膜炎的	3 类

序号	项目名称	进展情况	项目介绍	类别
			治疗	
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：公司年报、开源证券研究所

当前国内眼科用药市场规模稳步增长，潜力巨大。根据米内网统计，2019 年我国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心以及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）终端眼科用药销售额为 109.31 亿元，同比增长 14.83%；其中，城市公立医院眼科用药销售规模为 82.46 亿元，同比增长 15.75%，约占中国公立医疗机构眼科用药 75.44%。由于未统计私立医院眼科用药的情况，所以在实际上我国眼科用药市场规模是要大于前者的统计结果。此外，如果纳入实体药店和网络药店，则国内眼科市场容量更大。

据 Frost Sullivan 估计，2019 年我国眼科用药市场规模为 193.16 亿元，其中眼部血管病变治疗药占眼科用药市场 24.59%。考虑到抗 VEGF 药物是最主要的眼部血管病变治疗药，因此 2019 年我国抗 VEGF 药物市场规模约为 47.5 亿元，那么扣除 VEGF 的眼部药物市场规模约为 145.6 亿元。

图18: 国内眼科用药市场规模不断扩张


数据来源：米内网、开源证券研究所

眼科处方药物按照所治疗的适应病症分为十六个眼科药物细分类别，公司产品已经覆盖十个眼科药物细分类别。我们认为，目前眼科用药大品种相对肿瘤和慢性病较少，眼科公司的取胜之法是掌握大品种的同时不断扩充产品线，形成“一超多强N基础”的格局，公司正在这个路径上不断向前。假设常规的眼科市场有150~200亿规模，作为眼药龙头，未来市占率会超过10%，以10%计算，对应营收15~20亿，再加上阿托品和环孢素，我们认为公司的峰值营收天花板很高。

5、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，以一线市场为核心拓展二三线市场。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。随着更多产品出现，公司日益重视OTC渠道，以期两个渠道都能实现一定营收规模。

公司目前规模虽然尚小，但在眼科领域，也是龙头地位，承担着很多学术推广的责任。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。在第二十四次全国眼科学术大会上，公司为广大眼科医师提供学习机会和交流平台，覆盖医生近万人。同时，公司也在亚太眼科年会（APAO）、美国眼科与视觉研究协会（ARVO）年会等国际大型眼科会议上设立展台，进一步增加兴齐眼药品牌知名度。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。此外，公司通过组建医学市场部为各类客户提供医学策略和专业支持，逐步实现医学洞察驱动市场规划、市场策略指导销售行为的营销体系。

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%；2019年销售平均在岗人数较上年度增加51人，增长约13.82%，平均薪酬增长18.03%。2019年公司销售人员420位相比2016年增了近150位，相对于2018年增加了51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。

表11: 公司产品市占率高

通用名	销售额/增速 (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、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、盈利预测

受到新冠疫情影响，眼科就诊人数下降，我们估计公司 2020 年除环孢素和阿托品之外的营收增速将下滑 10%；兴齐眼科医院则表现好于预期，低浓度阿托品有望全年实现营收过亿。如果患者复购率 100%，在不增加新患的基础上 2021 年的销售额也至少翻番；环孢素上市后完整年度可实现收入过亿。

表12：兴齐眼药盈利预测表

	2019A	2020E	2021E	2022E
传统业务	521.43	469.29	633.54	728.57
Yoy	20.93%	-10.00%	35.00%	15.00%
成本	144.33	126.71	164.72	189.43
毛利率	72.32%	73.00%	74.00%	74.00%
净利润率	4.50%	6.00%	12.00%	17.00%
净利润	23.46	28.16	76.02	123.86
环孢素（II）		20.00	120.00	204.00
yoy			500.00%	70.00%
成本	0.00	2.00	12.00	20.40
毛利率		90.00%	90.00%	90.00%
净利润率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润	0.00	6.00	36.00	61.20
低浓度阿托品	21.00	130.00	200.00	360.00
人均年费（元）	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00
覆盖人群（万）	0.70	4.33	6.67	12.00
yoy		519.05%	53.85%	80.00%
成本	2.10	13.00	20.00	36.00
毛利率	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
净利润率	30.00%	35.00%	35.00%	35.00%

	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	6.30	45.50	70.00	126.00
营业收入合计（百万元）	542.43	619.29	953.54	1292.57
yoy	0.26	0.14	0.54	0.36
营业成本合计（百万元）	146.43	141.71	196.72	245.83
yoy	0.23	-0.03	0.39	0.25
毛利率	73.00%	77.12%	79.37%	80.98%
净利润率	5.49%	12.86%	19.09%	24.07%
净利润（百万元）	29.76	79.66	182.02	311.06

数据来源：公司年报、开源证券研究所

6.2、估值及投资建议：眼药龙头，含苞待放

我们预计 2020~2022 年公司的营业收入分别为 6.19/9.54/12.93 亿元，同比增长 14.2%/54%/35.6%，归母净利润 0.75/1.69/3.10 亿元，同比增长 108.5%/125.7%/83.7%，EPS 分别为 0.91/2.05/3.77 元/股。截至 2020 年 8 月 5 日，当前股价对应 PE 分别为 219.1/97.1/52.9。另外，当前股价对应 2020~2022 年的 PS 分别为 26.48、17.20 和 12.69，随着大品种的上市销售，收入和利润会快速增长，估值消化快。首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险提示

重磅品种销售不及预期、眼科用药降价风险、研发进展不及预期、疫情反复不可控等

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	210	282	418	682	789
现金	28	50	167	257	349
应收票据及应收账款	107	93	135	216	260
其他应收款	1	2	2	4	4
预付账款	13	14	17	30	34
存货	56	80	53	132	99
其他流动资产	4	43	43	43	43
非流动资产	499	571	627	945	1228
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	424	422	488	806	1088
无形资产	23	25	24	23	22
其他非流动资产	52	123	115	116	118
资产总计	708	852	1044	1627	2017
流动负债	124	221	360	822	988
短期借款	50	90	256	639	837
应付票据及应付账款	11	27	10	41	22
其他流动负债	64	105	95	142	128
非流动负债	30	56	57	57	57
长期借款	0	0	0	1	1
其他非流动负债	30	56	56	56	56
负债合计	154	277	417	879	1045
少数股东权益	9	6	-6	-38	-108
股本	82	82	82	82	82
资本公积	249	256	256	256	256
留存收益	234	249	273	310	361
归属母公司股东权益	546	569	633	787	1080
负债和股东权益	708	852	1044	1627	2017

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	44	74	67	122	317
净利润	9	30	63	137	241
折旧摊销	38	44	38	56	84
财务费用	3	4	13	26	41
投资损失	0	0	-1	-0	-0
营运资金变动	-11	-10	-46	-97	-48
其他经营现金流	5	6	0	0	0
投资活动现金流	-45	-70	-93	-374	-367
资本支出	45	70	56	318	283
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-37	-56	-83
筹资活动现金流	7	6	-22	-41	-57
短期借款	0	40	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	19	7	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-41	-23	-42	-57
现金净增加额	6	10	-49	-293	-107

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	431	542	619	954	1293
营业成本	119	145	142	197	246
营业税金及附加	10	10	14	21	28
营业费用	193	219	229	334	427
管理费用	54	73	87	114	129
研发费用	41	54	62	95	129
财务费用	3	4	13	26	41
资产减值损失	3	-2	0	0	0
其他收益	4	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	12	38	74	166	293
营业外收入	1	0	3	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	11	36	76	166	293
所得税	2	6	13	29	53
净利润	9	30	63	137	241
少数股东损益	-5	-6	-12	-32	-70
归母净利润	14	36	75	169	310
EBITDA	51	83	121	242	412
EPS(元)	0.17	0.44	0.91	2.05	3.77

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	19.8	25.8	14.2	54.0	35.6
营业利润(%)	-75.0	227.0	96.1	124.3	76.9
归属于母公司净利润(%)	-65.4	162.8	108.5	125.7	83.7
获利能力					
毛利率(%)	72.3	73.3	77.1	79.4	81.0
净利率(%)	3.2	6.6	12.1	17.7	24.0
ROE(%)	1.6	5.1	10.0	18.2	24.7
ROIC(%)	1.7	4.6	7.3	10.4	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	21.7	32.6	39.9	54.0	51.8
净负债比率(%)	9.3	16.8	23.2	58.7	56.2
流动比率	1.7	1.3	1.2	0.8	0.8
速动比率	1.1	0.7	0.8	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.2	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	13.7	7.8	7.8	7.8	7.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.44	0.91	2.05	3.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.90	0.81	1.48	3.85
每股净资产(最新摊薄)	6.62	6.90	7.69	9.55	13.11
估值比率					
P/E	1227.0	466.9	223.9	99.2	54.0
P/B	30.7	29.5	26.5	21.3	15.5
EV/EBITDA	327.3	202.3	139.8	70.9	41.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

23 / 25

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835