

## 兴齐眼药（300573.SZ） 引领干眼治疗新纪元

2020年08月09日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

杜佐远（分析师）

李蕾（联系人）

duzuoyuan@kysec.cn

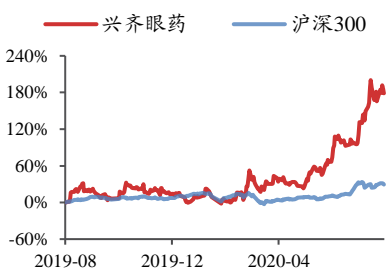
lilei2@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

证书编号：S0790120070046

日期	2020/8/7
当前股价(元)	198.65
一年最高最低(元)	226.70/68.27
总市值(亿元)	163.62
流通市值(亿元)	120.22
总股本(亿股)	0.82
流通股本(亿股)	0.61
近3个月换手率(%)	167.47

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-兴齐眼药：眼药龙头，含苞待放》-2020.8.7

### ● 兹润®是国内唯一获批用于治疗干眼的 0.05%环孢素眼用制剂

兴齐眼药已于2020年6月获批的环孢素滴眼液（II）（兹润®）可促进干眼症患者的泪液分泌，适用于与角膜干燥症相关的眼部炎症所导致的泪液生成减少的患者。

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，维持盈利不变。截至2020年8月9日，当前股价对应PE分别为218.6/96.9/52.7。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。维持“买入”评级。

### ● 兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)总有效率达到 70.6%

III期临床研究显示，兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)总有效率达到70.6%，对干燥综合征相关干眼患者有效率也达到68.8%；治疗28天起，TBUT、Schirmer试验和眼表染色跟对照组相比显著更优等。为我国干眼症患者带来了新的治疗手段，我们认为该产品有望成为销售过10亿的重磅产品。

### ● 兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)工艺创新，具有壁垒

兹润®延续了兴齐眼药在制剂上的创新升级能力，工艺具有一定壁垒。兹润®采用独家AilicTech创新技术平台，采用纳米级微乳制剂等一系列创新工艺，实现了从普通的乳剂到无色透明滴眼液的跨越式升级换代，粒径更均匀、剂型更稳定、点眼更舒适，同时不添加防腐剂。

**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)	1197.9	455.8	218.6	96.9	52.7
P/B(倍)	30.0	28.8	25.8	20.8	15.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 环孢素滴眼液（II）精准治疗干眼.....	3
1.1、 环孢素滴眼液（II）显著改善干眼症.....	4
2、 环孢素滴眼液（II）采用了独特的纳米微乳技术.....	7
3、 盈利预测与投资建议.....	8
4、 风险提示.....	9
附：财务预测摘要.....	10

## 图表目录

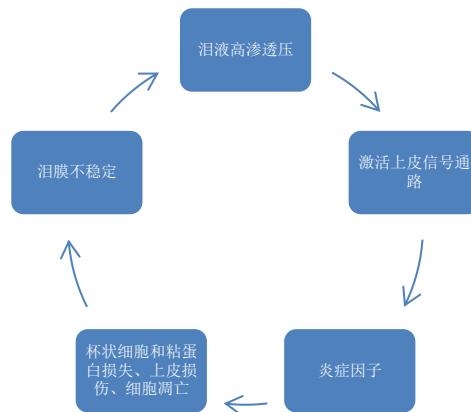
图 1： 干眼与免疫性炎症互为因果，相互消长，形成恶性循环.....	3
图 2： 兹润®是国内唯一获批用于治疗干眼的 0.05%环孢素眼用制剂.....	3
图 3： 常见的干眼炎症评估方法.....	5
图 4： CsA OE 组在第 3 个月的 OER 为 70.6 %.....	5
图 5： 总眼得分等次要终点差异显著 I.....	6
图 6： 总眼得分等次要终点差异显著 II.....	6
图 7： 0.05%治疗时长至少 3~6 个月.....	7
图 8： 兹润®点眼更舒适耐受.....	8
表 1： 兹润®有 6 个临床单位.....	4
表 2： 兴齐眼药盈利预测表.....	8

## 1、环孢素滴眼液（II）精准治疗干眼

干眼为多因素引起的慢性眼表疾病，是由泪液的质、量及动力学以及导致的泪膜不稳定或眼表微环境失衡，可伴随眼表的炎症、损伤及神经感觉异常，表现为多种不适症状和/或视力障碍。干眼的诱因可分为内外部因素，内部包括年龄、性别、全身自身免疫病、菌群失调等，外因包括干燥通风环境、佩戴接触镜、滴眼液防腐剂毒性、视频终端使用、屈光手术等。

干眼的核心机制是眼表炎症，尤其是 T 细胞介导的免疫失调。所有干眼类型，多种内外部因素都会诱发炎症反应，炎症在干眼的恶性循环和长期病程发展中发挥重要作用，是神经感觉异常、损伤的一个主要驱动力，是导致眼表损伤的关键机制。因此，抗炎治疗在干眼的治疗中至关重要。环孢素正是用于眼部炎症治疗的药物。

图1：干眼与免疫性炎症互为因果，相互消长，形成恶性循环



资料来源：兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)上市会、开源证券研究所

**0.05%环孢素滴眼液能够精准抑制 T 细胞引起的相关炎症，更适合干眼的长期抗炎治疗。**环孢素是一种高度特异性的免疫调节剂，主要影响 T 细胞，不会像激素那样强效抑制吞噬细胞系统。环孢素除了能够抑制 T 细胞活化、减少炎症因子释放之外，还能通过上调 T 细胞凋亡相关通路的活性来促进 T 细胞的凋亡。兴齐眼药已于 2020 年 6 月获批的环孢素滴眼液（II）（兹润®）可促进干眼症患者的泪液分泌，适用于与角膜干燥症相关的眼部炎症所导致的泪液生成减少的患者。兹润®是目前国内唯一获批用于治疗干眼的 0.05%环孢素眼用制剂。

图2：兹润®是国内唯一获批用于治疗干眼的 0.05%环孢素眼用制剂



资料来源：兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)上市会

跟环孢素相比，其他抗炎药物具有各自的局限性。激素类药物如地塞米松、泼尼松龙、氟米龙等，容易诱发激素性眼压升高和青光眼，诱发或加重感染和角膜愈合延迟，仅限低浓度、短期适用；非甾体类抗炎药抑制花生四烯酸通路，减少前列腺素等脂质性炎症介质释放，无法治疗免疫性炎症；其他免疫抑制剂如他克莫司用于抗过敏治疗效果不明显的春卡，治疗干眼的疗效和安全性证据则不足。

### 1.1、环孢素滴眼液（II）显著改善干眼症

环孢素 III 期临床研究纳入了患者 240 例，随机分为 2 组，试验组给予兹润®（0.05%环孢素滴眼液 II）和羟丙甲纤维素（HPMC）滴眼液，对照组给予 HPMC 滴眼液与安慰剂治疗，治疗持续 12 周后比较两组患者治疗效果。总的来说，兹润®3 个月总有效率达到 70.6%，Schirmer 试验结果持续改善。

**表1：兹润®有 6 个临床单位**

临床研究负责单位及主要研究者	
北京协和医院	赵家良、张顺华
临床研究参加单位及主要研究者	
北京大学第三医院	洪晶
四川大学华西医院	邓应平
华中科技大学同济医学院附属协和医院	张明昌
温州医学院附属眼视光医院	陈蔚
大连医科大学附属第二医院	邵彦

资料来源：兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)上市会、开源证券研究所

有效性评价包括眼部症状（ocular symptoms），体征（sign，眼睛发红），眼表测试（ocular surface tests）和眼表疾病指数（OSDI）评分。眼部症状包括眼睛干燥，灼热，异物感，瘙痒，刺痛，视觉疲劳，畏光和视力模糊，每种症状的严重度评分为 0（正常）至 4（极度严重），总的评分为 0 至 32；眼睛发红程度也从 0（正常）至 4（极度严重）；眼表测试包括 TBUT、Schirmer I 测试、角膜荧光素和结膜丽丝胺绿染色（Oxford scheme）。在基线和每次就诊时，根据眼部症状，体征和眼表测试对患者进行评估和评分。OSDI 未包括在疗效评估评分系统中。在计算总眼得分（total ocular score）时，对客观和主观的指标进行了加权平均，将主观因素对主要终点的影响减至最小。疗效指数（efficacy index）定义为每次就诊后与基线相比，药物治疗后总眼得分改善的百分比。总体有效率（OER）用总合格病例中疗效指数超过 50% 的患者百分比计算。该试验将 OER 和 efficacy index 设置为主要终点，并将研究期间的眼表症状、体征，干眼测试结果和 OSDI 得分的变化值作为次要终点。

图3: 常见的干眼炎症评估方法

### 结膜充血(眼红)

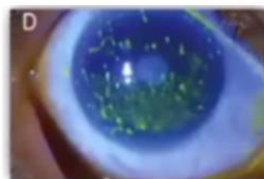
- 使用笔形手电筒或者裂隙灯检查可见<sup>1</sup>
- 眼表综合分析仪
- Keratograph5眼红指数 (HI)<sup>2</sup>



2>HI ≥1  
HI <1 为正常  
2>HI ≥1 为轻度炎症状态  
HI ≥2 为中度炎症  
HI ≥3 为重度炎症

### 角膜荧光素染色

- 中重度干眼往往存在炎症
- 中度干眼: 角膜荧光素染色 ≥5 个点且 <30 个点
- 重度干眼: 角膜荧光素染色 ≥30 个点。角膜荧光素点融合成粗点、片状或伴有丝状物<sup>3</sup>



角膜染色 ≥5 个点提示, 可能存在炎症

### 结膜丽丝胺绿染色

- 研究显示OSS结膜染色评分(范围0-6分, 鼻侧颞侧各3分)作为评估干眼患者眼表炎症指标可能由于OSDI、Schirmer I、TBUT和角膜染色<sup>4</sup>



0分: 0-9个点  
1分: 10-32个点  
2分: 33-100个点  
3分: >100个点

资料来源: 兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)上市会

CsAOE 组和对照组在第 3 个月的 OER 分别为 70.6% 和 27.8% ( $P < .001$ ), 两组之间的差异为 42.8% (95% 置信区间[31.2%–54.3%])。根据 Breslow 检验,  $P$  值均  $> .38$ , 并且各中心之间未发现明显的不一致。校正中枢效应后, 差异具有统计学意义 ( $P < .001$ )。从用药后 1 周开始, 在所有随访时间, CsAOE 的 OER 和功效指数均显著高于对照组。

图4: CsA OE 组在第 3 个月的 OER 为 70.6%

		FAS			PPS		
		0.05% CsA OE (N=119)	Vehicle (N=115)	P-value	0.05% CsA OE (N=88)	Vehicle (N=89)	P-value
Day 7	Efficacy index	19.81 ± 16.90	10.24 ± 13.38	<b>&lt;.001*</b>	20.99 ± 16.91	9.85 ± 12.54	<b>&lt;.001*</b>
	OER n (%)	7 (5.9)	1 (0.9)	<b>.0389†</b>	5 (5.7)	0	<b>.0225†</b>
Day 28	Efficacy index	35.32 ± 18.29	20.48 ± 19.31	<b>&lt;.001*</b>	36.85 ± 17.04	19.81 ± 19.05	<b>&lt;.001*</b>
	OER n (%)	28 (23.5)	8 (7.0)	<b>&lt;.001†</b>	22 (25.0)	6 (6.7)	<b>&lt;.001†</b>
Day 56	Efficacy index	48.11 ± 19.08	29.82 ± 21.24	<b>&lt;.001*</b>	50.72 ± 15.83	30.20 ± 22.24	<b>&lt;.001*</b>
	OER n (%)	53 (44.5)	18 (15.7)	<b>&lt;.001†</b>	42 (47.7)	17 (19.1)	<b>&lt;.001†</b>
Day 84	Efficacy index	59.02 ± 22.75	35.62 ± 22.68	<b>&lt;.001*</b>	62.44 ± 18.28	36.09 ± 22.96	<b>&lt;.001*</b>
	OER n (%)	84 (70.6)	32 (27.8)	<b>&lt;.001†</b>	66 (75.0)	25 (28.1)	<b>&lt;.001†</b>

All the quantitative data are displayed as mean (SD). P-values less than .05 are considered significant and highlighted in bold.

Efficacy index was defined as the percentage of improvement in total ocular score after medication compared with baseline. Total ocular score is the sum of quantified symptoms, sign (eye redness) and tests, with a weighted coefficient of tear film break-up time, Schirmer / test and ocular surface staining score as 3, eye dryness, foreign body sensation, burning and visual fatigue as 2 and itching, stinging, photophobia, blurred vision and eye redness as 1. The overall effective rate (OER) was calculated by the percentage of the patients whose efficacy index were no less than 50% in total eligible cases.

CsA OE=cyclosporine ophthalmic emulsion, FAS=full analysis set, OER=overall effective rate, PPS=per protocol set.

\* 2-tailed t test.

† Chi-square test.

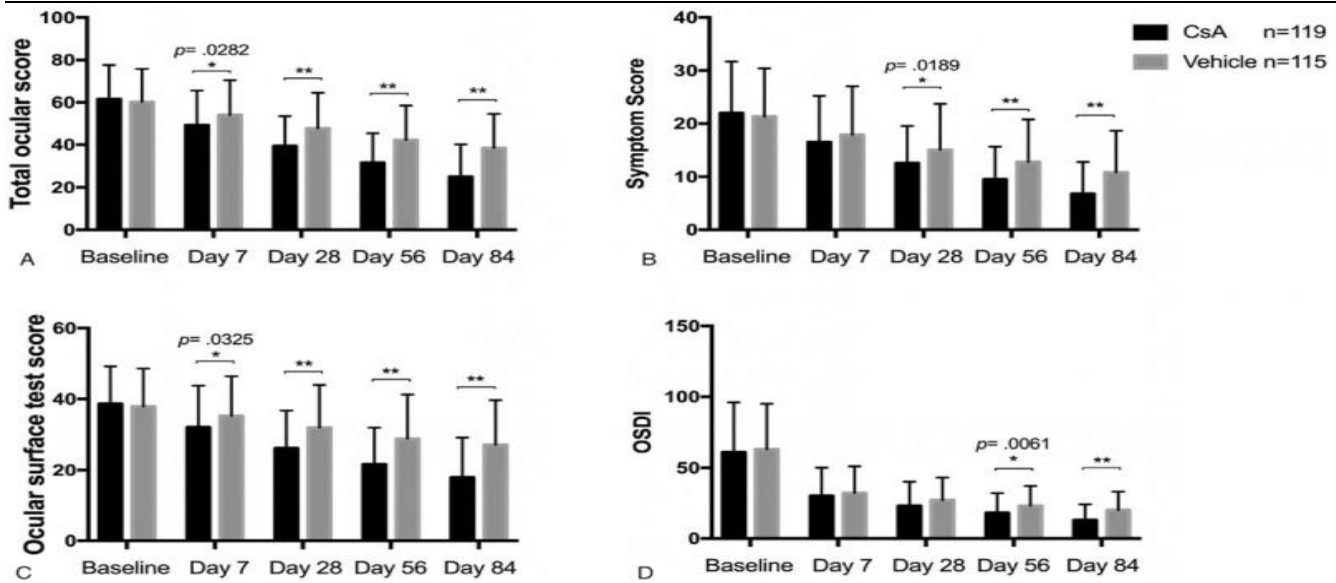
资料来源: Chen D. et al. Medicine (Baltimore). 2019 Aug; 98(31): e16710.

CsA OE 组的患者从第 7 天开始的总眼得分显著降低, 从第 28 天开始的症状得分显著降低, 从第 7 天开始的眼表测试得分显著降低。随着治疗时间拉长, CsA OE 与对照组之间的差异更加明显。具体而言, CsA OE 组患者在第 56 和 84 天的眼睛干燥、灼热、异物感、刺痛、视觉疲劳和畏光明显减少。从第 28 天到研究结束, CsA OE 组的 TBUT, Schirmer I 测试和眼表染色 (Oxford scheme) 与对照组相比有显著改善。次要疗效终点的所有结果与主要终点的结果一致, 表明与对照组相比, CsA OE 在治疗中度或重度干眼患者方面有效。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



图5：总眼得分等次要终点差异显著 I



注释：中度至重度干眼症患者接受 0.05 % CsA OE 随机治疗和媒介物对照的 84 天内次要终点的比较。分别显示总眼得分 (A)，症状得分 (B)，眼表测试得分 (C) 和 OSDI (D) 的值。\* P < .05, \*\* P < .001, 双尾 t 检验。CsA OE = 环孢素眼用乳剂，OSDI = 眼表疾病指数。

资料来源：Chen D. et al. Medicine (Baltimore). 2019 Aug; 98(31): e16710.

图6：总眼得分等次要终点差异显著 II

		0.05% CsA OE (N = 119)	Vehicle (N = 115)	P-value*
Baseline	TBUT, s	2.39 ± 1.98	2.27 ± 1.84	.6163
	Schirmer / test, mm	3.70 ± 4.45	3.72 ± 4.55	.9671
	Ocular surface staining	7.75 ± 2.94	7.47 ± 3.22	.49
Day 7	TBUT, s	3.10 ± 2.25	2.55 ± 2.09	.0553
	Schirmer / test, mm	5.03 ± 5.09	3.89 ± 4.34	.07
	Ocular surface staining	6.20 ± 3.10	6.77 ± 3.16	.1658
Day 28	TBUT, s	3.88 ± 2.13	2.93 ± 2.26	.0013
	Schirmer / test, mm	6.35 ± 5.28	4.22 ± 4.45	.0012
	Ocular surface staining	4.89 ± 2.79	5.96 ± 3.38	.0093
Day 56	TBUT, s	4.85 ± 2.46	3.18 ± 2.05	<.001
	Schirmer / test, mm	7.32 ± 5.53	4.50 ± 4.49	<.001
	Ocular surface staining	3.63 ± 2.39	5.09 ± 3.48	<.001
Day 84	TBUT, s	5.94 ± 3.10	3.41 ± 2.17	<.001
	Schirmer / test, mm	7.77 ± 4.99	4.88 ± 4.96	<.001
	Ocular surface staining	2.50 ± 2.17	4.59 ± 3.49	<.001

All the quantitative data are displayed as mean (SD). P-values less than .05 are considered significant and highlighted in bold.

CsA OE = cyclosporine ophthalmic emulsion, TBUT = tear film break-up time.

\* 2-tailed t test.

资料来源：Chen D. et al. Medicine (Baltimore). 2019 Aug; 98(31): e16710.

**建议治疗时长至少 3~6 个月。**由于环孢素 (CsA) 具有耗时的效果，因此 CsA 的益处通常在治疗 1 个月后开始，并且至少 3 个月的治疗似乎是必不可少的。研究显示，治疗 1 个月后，CsA OE 组的眼部症状有明显改善，并且在第 3 个月时 CsA OE 和对照组之间的差异更明显。

**图7：0.05%治疗时长至少 3~6 个月**

	治疗方案	治疗时间
重度干眼	0.05%环孢素滴眼液bid+局部激素	0.05%环孢素滴眼液：至少3~6个月，酌情长期治疗； 局部低浓度激素：短期(2~3周)
中度干眼	0.05%环孢素滴眼液tid-qid	至少3~6个月，酌情调整为bid长期治疗
	0.05%环孢素滴眼液bid	至少3~6个月

\* 按需使用人工泪眼等其他干眼治疗

资料来源：兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)上市会、开源证券研究所

**环孢素在大多数患者中耐受性良好。**CsA OE 组和媒介组分别报告了 15 名 (12.5%) 和 11 名 (9.2%) 患者的总 AE ( $P = .4061$ )。在 CsA OE 组和对照组中，分别有 6 (5%) 和 3 (2.5%) 名患者发生了与药物相关的 AEs ( $P = .4061$ )，其中眼痛是最常报告的 AEs。CsA OE 组中有 4 例报告为中度眼痛，对照组中有 2 例为轻度眼病，另外 2 例为重度眼痛。CsA OE 组 1 例发生角膜染色、眼睑肿胀和流泪。研究期间未报告严重 AE。在研究过程中，BCVA 或 IOP 没有变化。整体未见严重的眼部和全身不良事件发生，患者治疗的依存性好，部分患者早期的局部刺激症状随治疗时间延长逐渐减轻。

## 2、环孢素滴眼液 (II) 采用了独特的纳米微乳技术

药物的溶解性是影响药物生物利用度的重要因素之一，难溶性药物因在水中的溶解度小，难以被机体吸收，导致生物利用度较差。纳米技术的处方可用于解决药物溶解性问题，并发掘出具有潜在开发价值的化合物。纳米化使药物的粒度大大减小，表面积大大增加，水溶性差的药物在纳米载体中可形成较高的局部浓度；药物的黏附性增强，在吸收部位的滞留时间延长；纳米载药系统可以提高药物的透膜能力和稳定性，也有利于提高药物的生物利用度，特别是对于生物药剂学分类体系 (BCS) II 类(低溶解度、高通透性)和 IV 类(低溶解度、低通透性)的药物。

**环孢素溶剂选择具有一定工艺难度。**CsA 具有较强的脂溶性，一般不用于水溶性基质制备的处方，所以其绝大多数眼科制剂都是将 CsA 溶解于植物油（花生油、橄榄油等）中。而微乳 (Microemulsion) 是一种由水相、油相、乳化剂和助乳化剂体系自发形成的，外观透明或半透明，热力学及动力学稳定且各相同性的油水混合系统。微乳相比传统的滴眼液，水包油型的微乳眼部给药具有优势，因为其中表面活性剂和助表面活性剂的存在提高了膜的渗透性，从而提高了药物的摄取，提高生物利用度，用于眼部还具有缓释作用。纳米微乳是一种由水、油、表面活性剂和一些复合表面活性剂自组装成的粒径小于 100 纳米的半透明溶液，其易于制备、相对稳定，而且可使大多数水不溶性药物的生物利用度提高显著。自 1943 年被报道以来，纳米微乳已经得到了广泛的研究，但上市的产品却不多，环孢素 A 的微乳产品是推动该技术在临床迅速得以推广的重要里程碑之一。

**兹润®延续了兴齐眼药在制剂上的创新升级能力。**兹润®采用独家 AilicTech 创新技术平台，采用纳米级微乳制剂等一系列创新工艺，实现了从普通的乳剂到无色

透明滴眼液的跨越式升级换代，粒径更均匀、剂型更稳定、点眼更舒适，同时不添加防腐剂。

图8：兹润®点眼更舒适耐受



资料来源：兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)上市会

### 3、盈利预测与投资建议

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2：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



	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
净利润率	30.00%	35.00%	35.00%	35.00%
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

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，维持盈利不变。截至 2020 年 8 月 9 日，当前股价对应 PE 分别为 218.6/96.9/52.7。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。维持“买入”评级。

#### 4、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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	708	852	1044	1627	2017
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>归属母公司股东权益</b>	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
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	6	10	-49	-293	-107

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	11	36	76	166	293
所得税	2	6	13	29	53
<b>净利润</b>	9	30	63	137	241
少数股东损益	-5	-6	-12	-32	-70
<b>归母净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	1197.9	455.8	218.6	96.9	52.7
P/B	30.0	28.8	25.8	20.8	15.1
EV/EBITDA	319.6	197.5	136.5	69.3	40.8

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

## 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R3（中风险），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C3、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C3、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