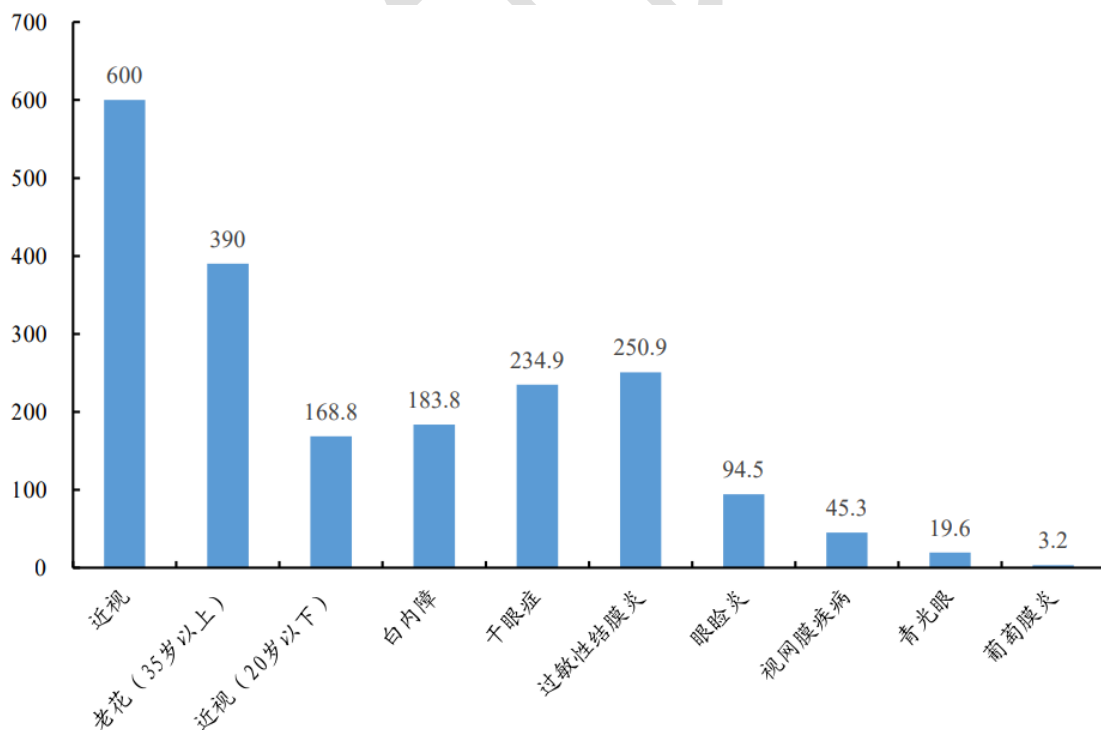


兴齐眼药 VS 欧康维视 VS 兆科眼科

眼科药品产业链 2021 年 9 月跟踪报告

从国内眼科疾病患病率看，近视（7 亿人）> 干眼症（2.13 亿）> 视网膜疾病（4500 万人）。

其中，即使近视人群基数极大，但几乎没有药物治疗，仍然主要通过框架眼镜、角膜塑形镜、屈光手术治疗。而基数较少的视网膜疾病，却诞生了全球眼科药物销售冠军——Eylea（阿柏西普）。



图：眼科疾病患者人数（单位：百万人）

来源：兴业证券

那么，究竟是近视药物治疗的空间更有想象力，还是视网膜疾病的天花板更高？今天，我们来跟踪一下眼科用药产业链。

从近期数据来看：

兴齐眼药——2021 年中报实现收入 4.62 亿元,同比增长 95.25%；
归母净利润为 0.8 亿元，同比增长 423.27%。

欧康维视——2021 年中报实现收入 1.22 亿元，同比增长
1114.54%；归母净利润为-0.7 亿元，同比增长 96%。

兆科眼科——2021 中报暂无主营业务收入，其他营业收入为 0.07
亿元，归母净利润为-19.88 亿元。

根据机构对行业增长情况的预期来看：

兴齐眼药——2021E-2023E，其 wind 机构一致预期收入分别为
10.27 亿元、14.01 亿元、19.12 亿元，同比增长 49.2%、36.37%、
36.46%。

欧康维视——2021E-2023E,其 wind 机构一致预期收入分别为 65 百万元、2.06 亿元、5.07 亿元, 同比增长 396.33%、216.92%、146.12%。

兆科眼科——预计 2023E 其开始有收入, 收入为 55.49 百万元。

眼科用药产业链, 环节包括:

上游为原料药和辅料, 主要是玻璃酸钠、去纤维蛋白小牛血、低密聚乙烯、色甘酸钠等;

中游为眼科药物生产商, 主要类型为抗感染药、人工泪液、眼润滑剂、其他眼科用药、眼部抗新生血管药物、缩瞳药、抗青光眼用药等。代表企业有兴齐眼药、欧康维视、兆科眼科、参天等;

下游为终端渠道(药店、电商平台、卫生医疗机构)及患者。

看到这里, 随之而来的几个问题:

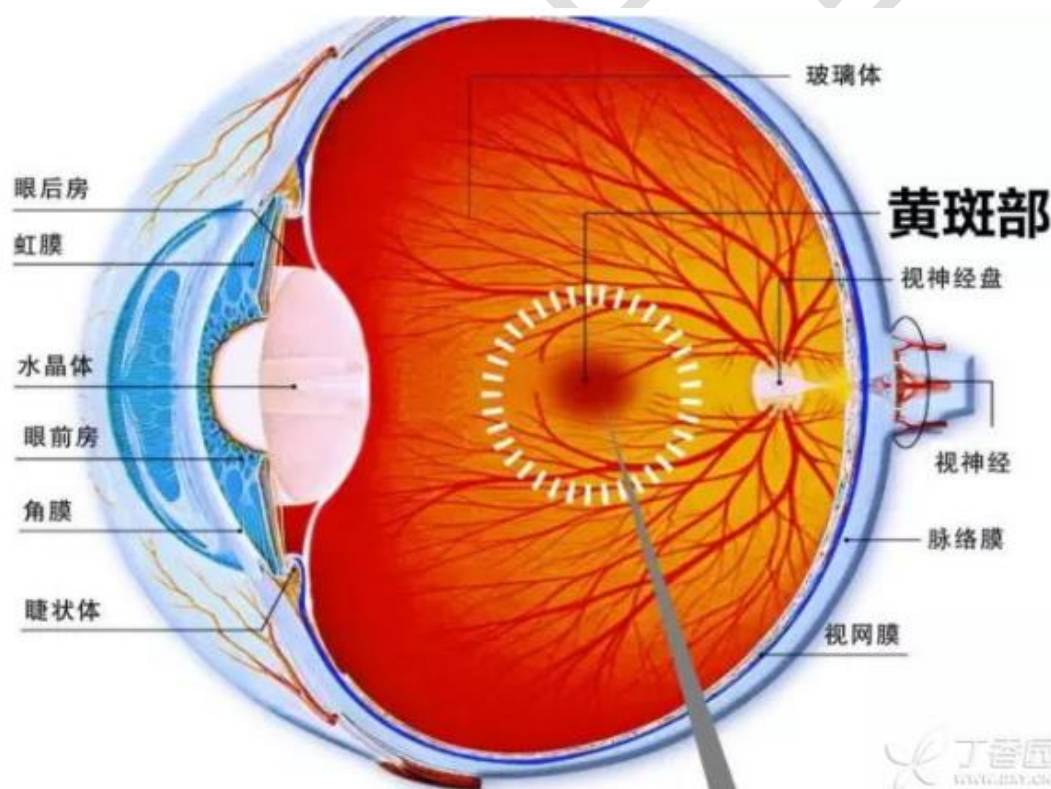
1) 眼科用药的市场规模有多大? 哪个眼科疾病的天花板高?

2) 三家公司的数据的变动, 背后是什么原因?

3) 从经营数据来看，什么样的业务布局，未来会更具备长期竞争优势？

(壹)

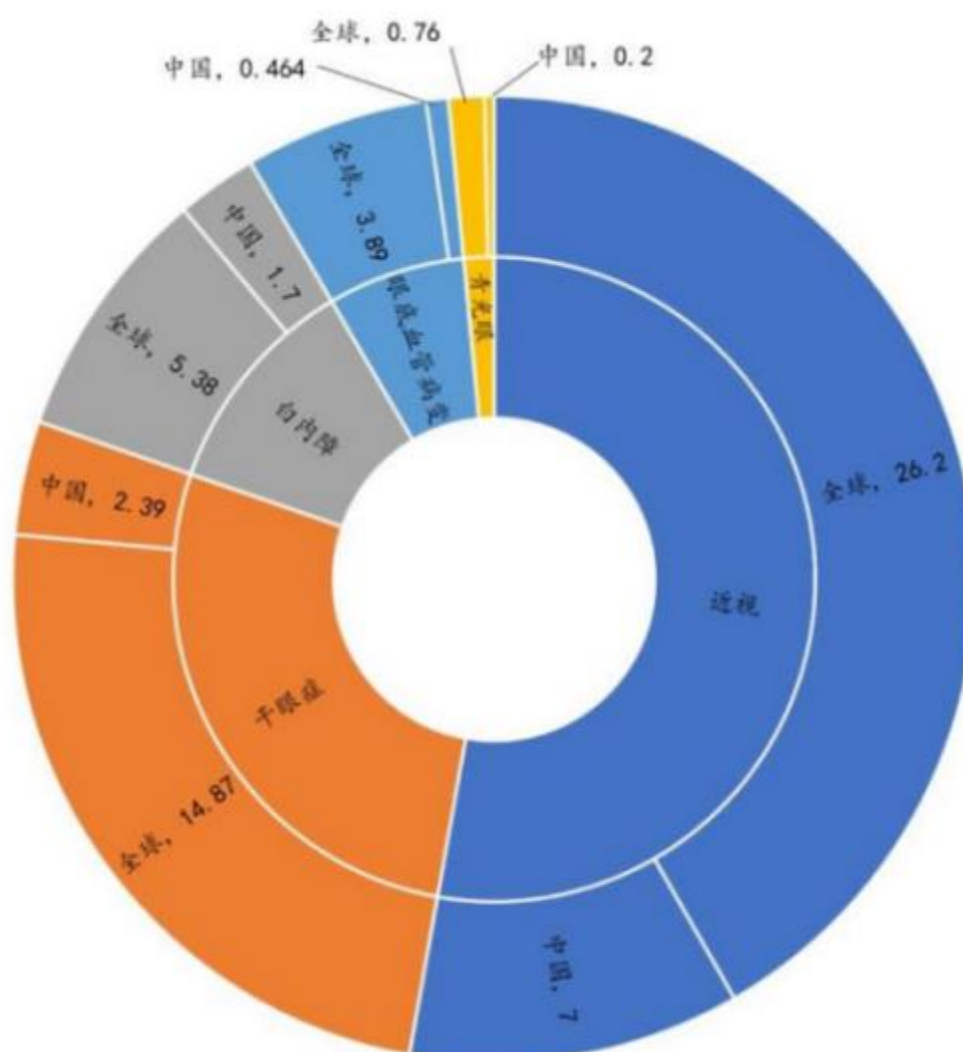
眼睛疾病按照发病区域，可以分为眼前段（虹膜、水晶体、角膜、睫状体）、眼后段（黄斑、玻璃体、视神经、脉络膜、视网膜）。



图：眼部结构 来源：丁香园

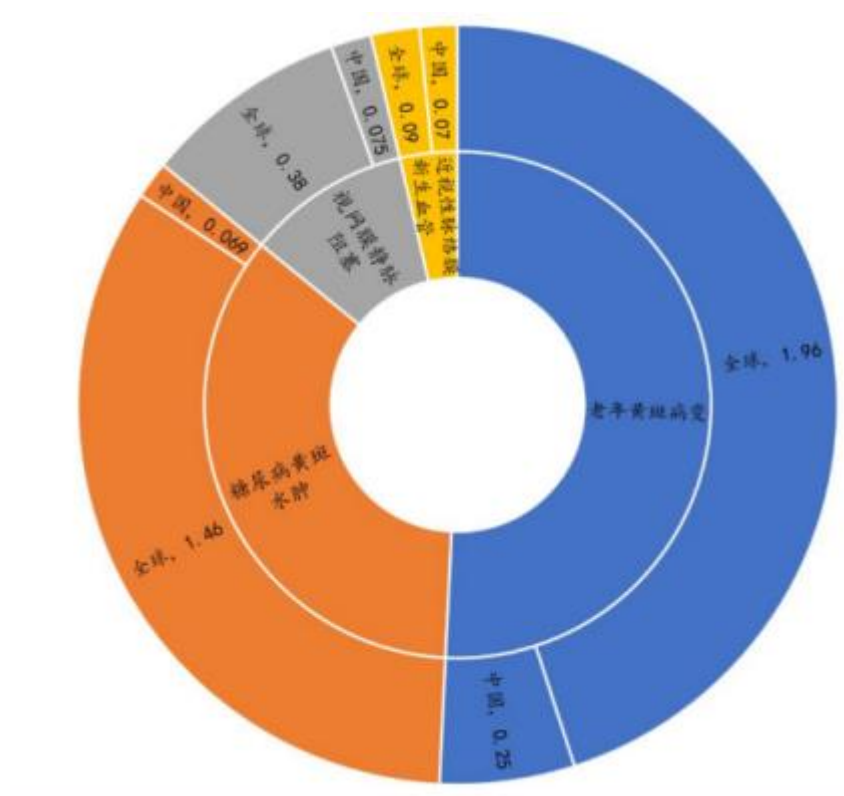
从发病率看，发病率较高的主要是眼前段疾病，例如近视、干眼症、青光眼、白内障等。2020 年的预计患病人数中，近视占比超过 50%，

其次是干眼症、白内障。不过，随着老龄化加剧，眼底疾病（多是眼后段）的患者人数占比提高，仅次于白内障。



图：眼科疾病分布 来源：国盛证券

眼底血管病一般包括四大类：老年黄斑病变（AMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）、继发于病理性近视的脉络膜新生血管（mCNV）、视网膜静脉阻塞（RVO），其中，又主要以老年黄斑病变（AMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）为主。



图：眼科疾病情况 来源：国盛证券

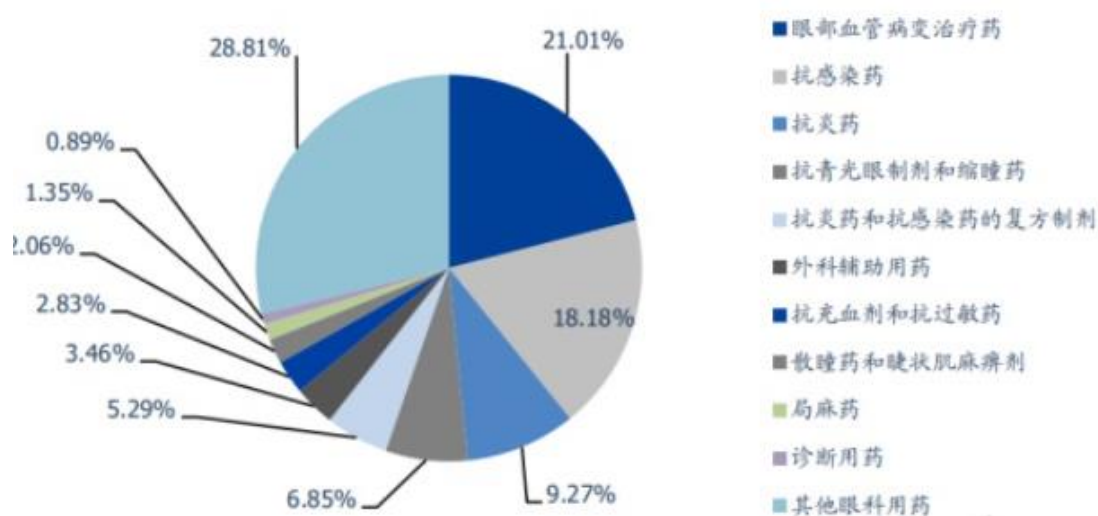
不过，要注意的是，由于近视、干眼症等部分眼科疾病并不致盲，所以，其用药格局不大，用药渗透率比较低。而对于白内障、青光眼、眼底疾病（特别是黄斑变性）等高风险致盲性疾病，其用药属于刚需。

（白内障、青光眼治疗以手术治疗为主，但也有抗炎、抗感染用药，主要是术后炎症用药，例如左氧氟沙星。但考虑到左氧氟沙星属于广谱杀菌药物，不能定义为眼科专药，本案暂不讨论）

所以，我们从眼科药物销售额排名看，挤进全球药物销售 TOP10 的仅有的眼科药物，是治疗 wAMD、DME 眼底疾病——再生元 Eylea，2020 年销售额 79 亿美元。

序号	药品	公司	适应证	2020年
1	Humira (阿达木单抗)	AbbVie	自身免疫疾病	198.32
2	Keytruda (帕博利珠单抗)	默沙东	黑色素瘤、NSCLC、膀胱癌等	143.80
3	Revlimid (来那度胺)	BMS	MM、骨髓增生异常综合征、MCL等	121.06
4	Imbruvica (依布替尼)	AbbVie/强生	CLL/SLL、MCL、GVHD	94.42
5	Eliquis (阿哌沙班)	BMS	抗凝血	91.68
6	Eylea (阿柏西普)	Bayer/再生元	湿性AMD、糖尿病黄斑水肿等	79.08
7	Opdivo (纳武利尤单抗)	BMS/小野	黑色素瘤、非小细胞肺癌等	78.10
8	Stelara (乌司奴单抗)	强生	自身免疫疾病	77.07
9	Xarelto (利伐沙班)	强生/拜耳	抗凝血	74.98
10	Biktarvy (比克恩丙诺)	吉利德	HIV-1感染	72.59

再从国内公立医院用药结构和用药排名看，也是如此。眼底疾病治疗药物排名龙头（占眼科用药的 21%）。国内公立医院销售前三中，有两个都是眼底疾病（雷珠单抗、康柏西普），销售也均超过 10 亿元。



图：2018 年重点城市公立医院用药情况 来源：国盛证券、知乎

排名	产品名称	销售额 (亿元)	增长率
1	雷珠单抗注射液	12.46	21.72%
2	玻璃酸钠滴眼液	12.11	10.46%
3	康柏西普眼用注射液	11.83	32.56%
4	左氧氟沙星滴眼液	7.50	20.27%
5	普拉洛芬滴眼液	5.60	9.15%
6	注射用糜蛋白酶	3.88	24.65%
7	妥布霉素地塞米松滴眼液	3.05	-4.07%
8	盐酸左氧氟沙星滴眼液	2.64	23.73%
9	聚乙烯醇滴眼液	2.61	0.60%
10	七叶洋地黄双苷滴眼液	2.24	6.10%

图：2019 年公立医疗机构终端用药产品 来源：汇众

那么，究竟近视、干眼症这两大高发眼科疾病，用药规模到底有多大？以及国内眼底疾病领域，研发进度如何，代表公司的销售峰值有多少？带着这两个问题，本文将重点关注可比公司的三个产品：

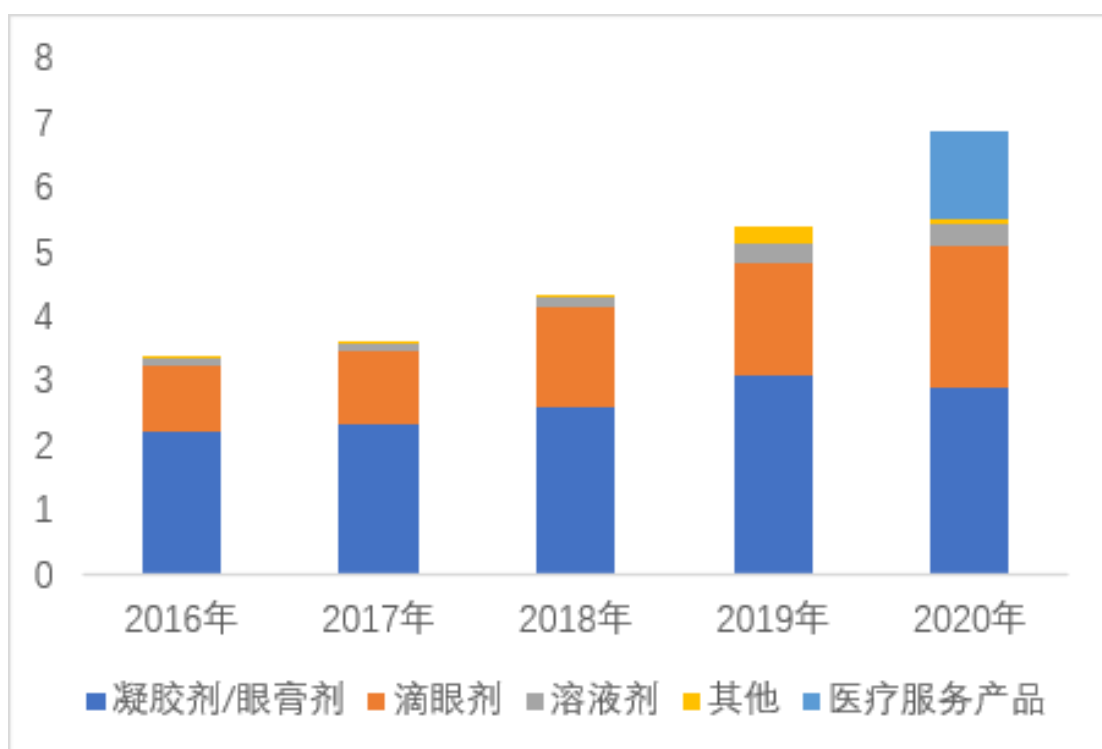
1) 0.01%阿托品滴眼液（近视防治）；2) 环孢素 A（干眼症）；3) 抗 VEGF 药物（眼底疾病通用）

(貳)

兴齐眼药——收入贡献以凝胶剂/眼膏剂（治疗干眼症、角膜炎、结膜

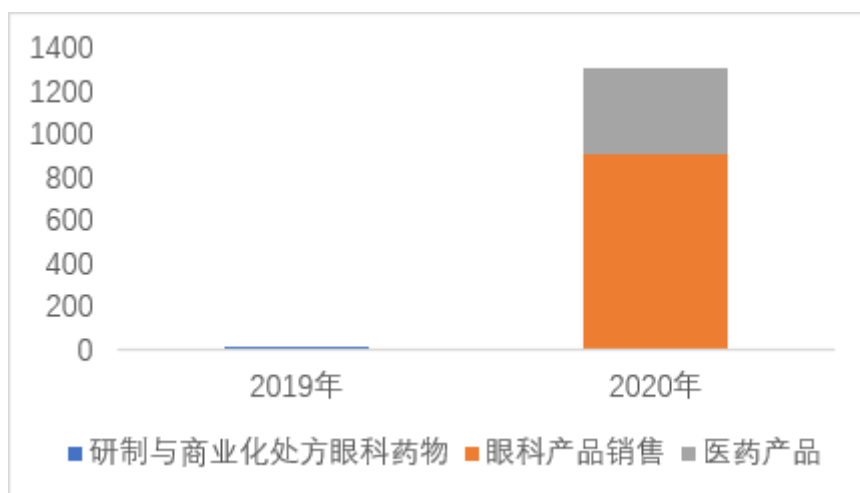
炎、虹膜睫状体炎、角膜溃疡等)为主，占比 42.26%，其次是滴眼剂，占比 31.53%。

2020 年新增的医疗服务收入主要是 2019 年对外投资、持股 66.8%的子公司兴齐眼科医院，收入大增。



图：收入结构（单位：亿元）——来源：塔坚研究

欧康维视——在 2020 年 4 月开始眼科药物商业化，包括治疗干眼症的“欧沁”（玻璃酸钠滴眼液），以及降青光眼眼压的酒石酸溴莫尼定滴眼液。当期眼科产品销售占比 79%。



图：收入结构（单位：万元） 来源：塔坚研究

兆科眼科——目前暂无商业化产品，管线中共有 13 款创新眼药，覆盖眼前和眼后适应症。

进度较快的创新药为：**环孢素 A 眼凝胶**（干眼症），预计年内提交 NDA，并于 2022 年末或 2023 年初获批，有望成为首款进行商业化的创新药产品，且预计销售峰值约 15 亿元。

以上来看，从眼科药物的商业化收入来看：兴齐眼科>欧康维视>兆科眼科。不过，未来眼科药物的布局谁更胜一筹，还是要看在研管线丰富性以及临床进度，对此，后文我们再做分析。

(叁)

接着，我们来看三家的增长情况。由于兆科眼科暂未商业化，暂无收

入相关数据，欧康维视刚商业化不久，数据畸高不具可比性，这里仅看兴齐眼药的收入增速情况。



图：季度收入增速（单位：%） 来源：塔坚研究

收入增速方面，2020Q1 增速为负是由于公司产品为眼科处方药物，终端客户大多为各级医疗机构，因卫生事件，医疗机构正常诊疗工作受到限制，产品终端需求受到影响。

2021Q1 增速反弹极高，主要去年同期受卫生事件影响基数低，目前相关产品销售恢复常态。



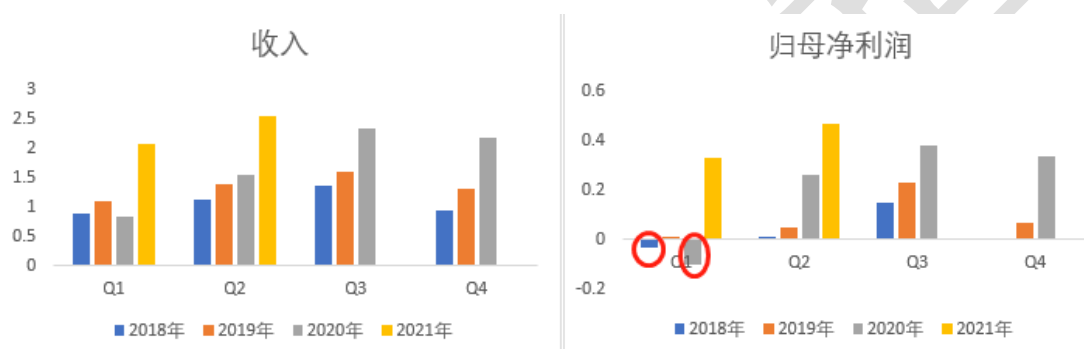
图：季度归母净利润 增速（单位：%） 来源：塔坚研究

归母净利润方面，由于兴齐眼药的产品商业化进程快，整体增速水平高于其他两家。

其中，兴齐眼药 2021Q1 归母净利润增速大幅为负受收入下滑影响；欧康维视 2019Q4、2020Q2 增速极低是非经常项目损益影响，主要是可转换可赎回优先股的公允价值变动。2021Q2 归母净利润增速回正是由于商业化的产品收益增长带动所致。

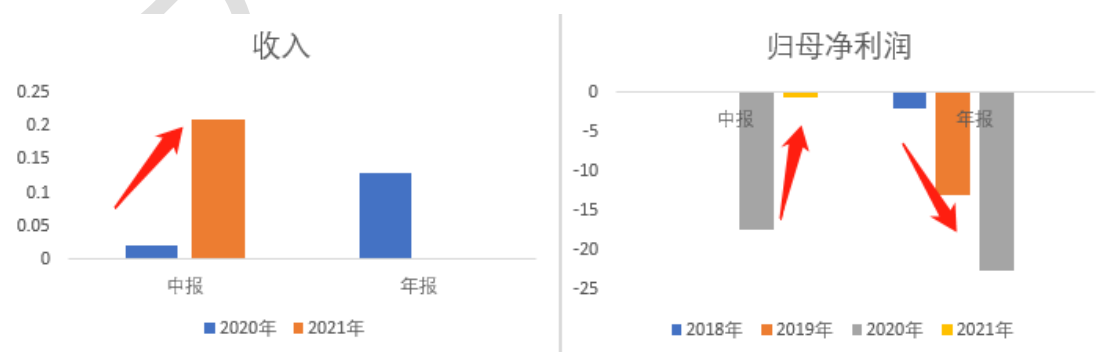
兆科眼科 2020Q3、2020Q4 增速为负同样是非经常项目损益影响，主要为优先股账面公允价值变动。

然后，我们拉近视角，看看近期中报情况：兴齐眼药——2021 年中报，实现收入 4.62 亿元，同比增长 95.25%；归母净利润为 0.8 亿元，同比增长 423.27%。 整体来看，收入各季度保持增长，2021Q1-Q2 由于销售量增加，加上前期基数较小，收入增长较快。归母净利润方面，利润波动较大，2018Q1 为负是一方面产品原材料涨价所致，另一方面是费用增长及资产处置损失（固定资产）。



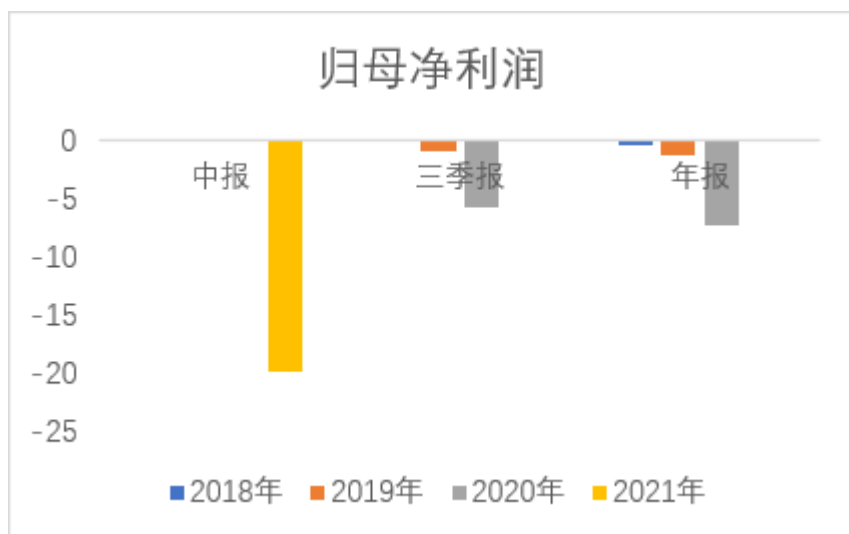
图：收入及归母净利润（单位：亿元）来源：塔坚研究

欧康维视——2021 年中报，实现收入 1.22 亿元，同比增长 1114.54%；归母净利润为-0.7 亿元，同比增长 96%，但仍尚未扭亏。



图：收入及归母净利润（单位：亿元）来源：塔坚研究

兆科眼科——业绩预报披露，2021 中报暂无主营业务收入，其他营业收入为 0.07 亿元，归母净利润为-19.88 亿元。目前，兆科眼科尚未有商业化的产品上市，暂无收入。同时，由于不断研制产品，其研发费用、管理费用、财务费用逐年上升，导致净利润亏损不断加大。



图：归母净利润（单位：亿元） 来源：塔坚研究

由于兆科眼科尚未有产品上市，并无收入，因此我们简单测算下其盈亏平衡点。1) 毛利率——由于没有商业化产品，参考同行平均水平预测其毛利率：乐观假设产品上市后，毛利率达到同行平均水平 71%；保守假设为同行较低水平 60%。

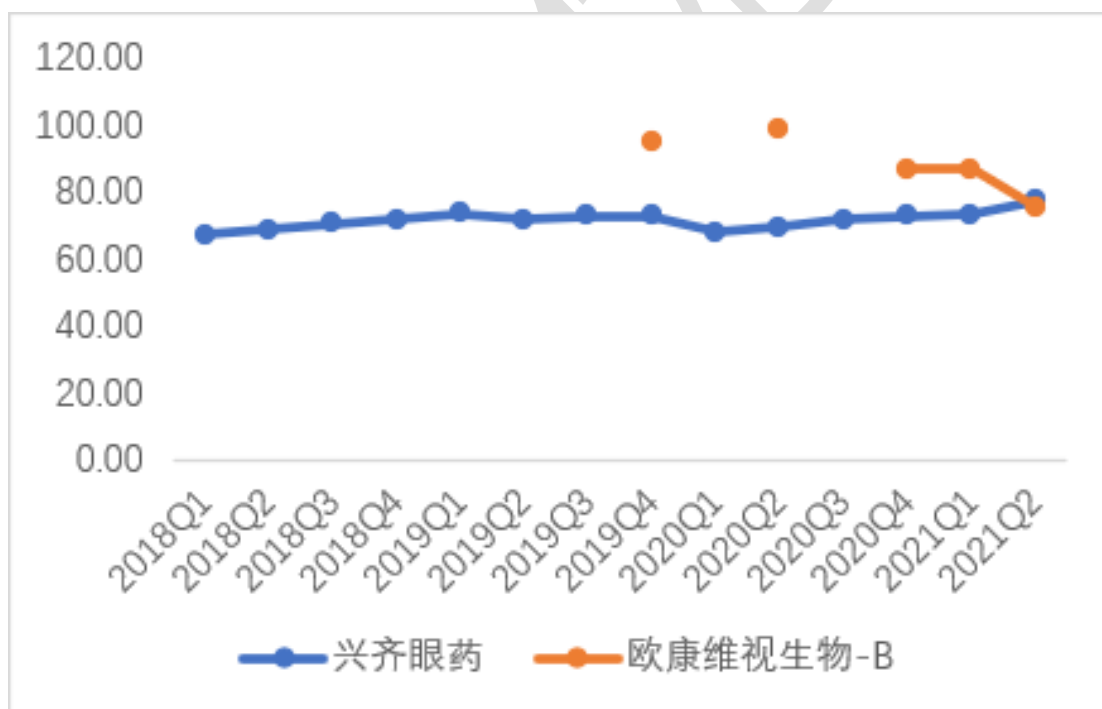
2) 期间费用率——销售费用率假设维持同行的平均水平 35%；管理费用维持在 0.5 亿元左右；研发费用参考同行同期增速均值（30%），预计整年为 8.54 百万元。综上，兆科眼科达到盈亏平衡点所需收入规模，大致测算在 1.62 亿元至 2.34 亿元之间。

兆科眼科（百万）	毛利率	销售费用率	管理费用率 （含研发）	管理费用	研发费用	盈亏平衡点
乐观假设	71%	35%	36%	50	8.54	162.61
保守假设	60%	35%	25%	50	8.54	234.16

图：盈亏平衡点 来源：塔坚研究

(陆)

接着，再看他们的利润率与费用率情况：从毛利率水平来看，在欧康维视商业化之后，其毛利率与兴齐眼药的毛利率逐渐接近一致。其中，欧康维视 2020Q2 之前的毛利率较高，主要受其他收入影响（银行利息），当时尚未产生主营业务收入。



图：毛利率情况（单位：%） 来源：塔坚研究

从成本端来看，由于各家未披露具体成本细分项目，主要包括生产成本、原材料为主。此外，净利率方面，兴齐眼药的历史净利率整体

呈上升趋势，近期净利率维持在 13%-19%之间，一方面是销售费用率下降，另一方面是其他收益增加，主要系政府补助递延收益摊销。



图：净利率情况（单位：%） 来源：塔坚研究

另外，费用率方面，兴齐眼药各费用率整体呈现下降趋势。其中，销售费用率下降是医疗服务收入规模大增、拉低销售费用率所致。



图：费用率情况 来源：塔坚研究

根据弗若斯特沙利文资料，2019 年中国眼科药物市场规模为 28 亿美元，仅为美国（150 亿美元）的五分之一，未来增长潜力较大。

本次测算围绕近视、干眼症、眼底疾病来测算，公式为：

眼科用药市场规模=近视（儿童青少年）患者×用药渗透率×价格+干眼症患者×用药渗透率×价格+眼底疾病患者×用药渗透率×价格

这几大核心因素，我们挨个来拆解：

.....

（后文还有大约 9000 字内容，详见产业链报告库）

以上，仅为本报告部分内容。如需获取本文全文，以及其他更多内容，请订阅：

产业链报告库报告库。



识别二维码，订阅产业链报告库

了解咨询，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排

名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。

并购优塾