

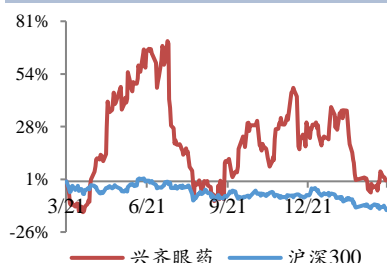
创新眼药龙头崛起，重磅新品大放异彩

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-05

收盘价（元）	100.09
近 12 个月最高/最低（元）	169.99/84.00
总股本（百万股）	88
流通股本（百万股）	61
流通股比例（%）	69.76
总市值（亿元）	88
流通市值（亿元）	62

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

主要观点：

●深耕眼药赛道四十余年，铸就兴齐眼药创新龙头

上市产品覆盖眼科药物的 10 个细分类别，7 个主要产品在同通用名药物中占据绝对销售优势；重磅产品 0.05% 环孢素滴眼液为国内目前唯一获批用于治疗干眼症的环孢素类药物。在研管线布局全面，共有 22 项研发项目，覆盖干眼症、近视、结膜炎、黄斑水肿、青光眼等疾病；核心在研产品 0.01% 阿托品滴眼液有望成为全球首批用于治疗近视的低浓度阿托品药物。公司产品力较强，近年来营收和归母净利润实现快速增长，增速明显增加，创新能力和领先的研发进度助力其成为研产销一体化的综合型创新眼药龙头。

●0.01%阿托品滴眼液：开拓近视眼药新蓝海，多因素驱动未来增长动能

（1）国内儿童青少年近视率不断攀升，2021 年我国儿童青少年近视的患病率已超 60%，《综合防控儿童青少年近视实施方案》等各项国家政策拉动近视眼药需求；（2）0.01% 阿托品滴眼液能够有效控制近视屈光度和眼轴增长程度，不良反应发生率低，用药后期反弹效应小，是最为可靠的延缓近视进展的手段；（3）目前全球暂无适应症为近视的阿托品滴眼液获批，兴齐产品为国内首家进入 III 期临床；研发进程遥遥领先，竞争格局极好，有望成为全球首批药物；（4）院内制剂的早期投放和使用将会提升品牌的知名度，互联网医院的推广将有利于产品增加渗透率。预计于 2023 年获批，上市后第一年能为兴齐眼药创造 4.11 亿元的收入，有望达到销售峰值 32.05 亿元。

●0.05%环孢素滴眼液：为干眼病治疗最优选择，国内首家获批上市

（1）我国目前干眼病患者约为 2.2 亿人，干眼病市场前景可期，人工泪眼、糖皮质激素等传统眼药治疗效果有限，拥有抗炎和促进泪液分泌双重功效的环孢素滴眼液迎来春天；（2）药物采用独家 Ailic-Tech 创新技术，相比于原研药 Restasis 更加舒适安全，有更高的用药依从性和生物利用度；（3）药物已被纳入 2021 版国家医保目录，未来会实现快速放量。预计 2021 年利润能为兴齐眼药创造 1.16 亿元的收入，未来有望达到销售峰值 17.63 亿元。

●投资建议

我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 10.37 亿元、14.72 亿元、21.19 亿元，分别同比增长 50.55%、41.93%、43.97%；归母净利润分别为 2.02 亿元、3.06 亿元、4.97 亿元，分别同比增长 129.87%、51.38%、62.34%；对应 EPS 分别为 2.30、3.48 和 5.64 元/股；对应 PE 分别为 43.60 倍、28.80 倍、17.74 倍。我们通过 DCF 法对环孢素滴眼液、阿托品滴眼液以及其他产品和服务进行估值，可得公司总合理市值为 149.53 亿元，并参考可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

●风险提示

药品推广不及预期风险；新药研发和审批风险；医药政策波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	689	1037	1471	2119
收入同比（%）	27.0%	50.5%	41.9%	44.0%
归属母公司净利润	88	202	306	497
净利润同比（%）	145.1%	129.9%	51.4%	62.3%
毛利率（%）	73.1%	75.3%	77.0%	80.8%
ROE（%）	12.9%	22.7%	25.6%	29.4%
每股收益（元）	1.09	2.30	3.48	5.64
P/E	87.37	43.60	28.80	17.74
P/B	11.50	9.91	7.37	5.21
EV/EBITDA	50.81	31.06	21.71	13.75

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 专注眼科用药市场，产品管线布局全面	5
1.1 四十余年专注眼科用药市场，铸就兴齐创新眼药龙头	5
1.2 成熟市场产品力强，研发投入推进多项新药研发项目	7
2 0.01%阿托品滴眼液：开拓近视眼药新蓝海，多因素驱动未来收入增长	12
2.1 近视高发，药物治疗市场需求增加	12
2.2 关键临床数据支持 0.01%阿托品的疗效优势和安全性	14
2.3 0.01%阿托品滴眼液为最可靠的近视防治手段，药品竞争格局极好	17
2.4 0.01%阿托品滴眼液销售规模有望达到 32 亿元以上	20
3 0.05%环孢素滴眼液：为干眼病治疗更佳选择，国内首家获批上市	22
3.1 干眼病市场规模巨大，环孢素滴眼液迎来春天	22
3.2 0.05%环孢素滴眼液源于国外，高于国外	23
3.3 国内唯一获批的治疗干眼症的环孢素类药物，竞争格局良好	26
3.4 0.05%环孢素滴眼液销售规模有望达到 17 亿元以上	27
4 业绩预测与估值评级	28
4.1 公司业绩预测	28
4.2 估值评级	29
风险提示：	30
财务报表与盈利预测：	31

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 公司管理层	6
图表 4 公司主要上市产品	7
图表 5 公司 22 项研发项目	9
图表 6 公司研发费用情况	9
图表 7 公司营业收入及增长率	10
图表 8 公司扣非归母净利润及增长率	10
图表 9 公司收入拆分（单位：亿元）	10
图表 10 销售毛利率和销售净利率	11
图表 11 期间费用率	11
图表 12 据预测 2000-2030 年每十年估计患有近视和高度近视的人数	12
图表 13 我国儿童青少年近视率变化和 2030 年全国近视率防控要求	12
图表 14 防治近视手段	13
图表 15 眼科医疗相关政策法规	14
图表 16 阿托品延缓近视进展的作用机制	15
图表 17 ATOM 系列试验 1.0%、0.5%、0.1%、0.01%阿托品 SE(D)两年实验结果	15
图表 18 ATOM2 试验 0.5%、0.1%、0.01%阿托品轴长（MM）两年实验结果	15
图表 19 ATOM2 试验 0.5%、0.1%、0.01%阿托品实验结果	16
图表 20 ATOM2 试验安全性分析	16
图表 21 北京同仁医院 0.01%阿托品临床实验有效性分析	17
图表 22 儿童近视防控方法的近视控制效率	18
图表 23 0.01%阿托品滴眼液联合 OK 镜治疗有效性分析	18
图表 24 获得低浓度阿托品滴眼液院内制剂批件的公司梳理	19
图表 25 延缓近视进展的在研眼药（近视）产品管线	19
图表 26 0.01%阿托品滴眼液销售收入预测	20
图表 27 中国干眼病患者人数（亿人）	22
图表 28 干眼病治疗方式	23
图表 29 中国干眼病市场规模（2016-2030E）	23
图表 30 环孢素用于干眼的作用机理	24
图表 31 环孢素滴眼液临床试验有效率	24
图表 32 全分析集试验组和对照组患者各随访时间点 SCHIRMER I 试验结果比较	25
图表 33 全分析集试验组和对照组患者各随访时间点泪膜破裂时间检测结果比较	25
图表 34 AILIC-TECH 专利技术	25
图表 35 国内治疗干眼病主要在研药物	26
图表 36 0.05%环孢素滴眼液销售收入预测	27
图表 37 公司业绩拆分（单位：百万元）	28
图表 38 可比公司估值（截至 2022/03/04）	29
图表 39 DCF 法公司估值	29

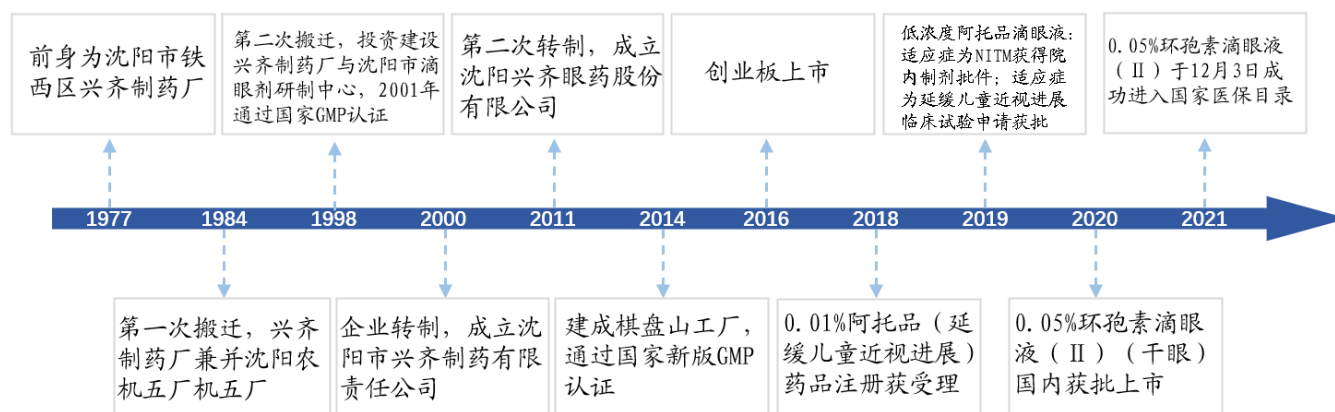
1 专注眼科用药市场，产品管线布局全面

1.1 四十余年专注眼科用药市场，铸就兴齐创新眼药龙头

公司前身为沈阳市铁西区兴齐制药厂，建于1977年。2000年，沈阳市兴齐制药有限责任公司正式成立。历经11年，公司进行企业第二次改制，成为沈阳兴齐眼药股份有限公司，并于2016年在创业板上市。

公司成立多年来专注于眼药的研发、生产和销售，主要产品为眼科处方药物，覆盖眼科药物十个细分类别；在研管线布局全面，覆盖干眼症、近视、结膜炎、黄斑水肿、青光眼等疾病。重磅产品0.01%硫酸阿托品滴眼液（延缓儿童近视进展）的药品注册申请于2018年获得国家药监局受理，目前正开展Ⅲ期临床试验，有望成为全球首批。0.05%环孢素滴眼液（Ⅱ）（干眼症）于2020年6月获批上市，且已被纳入国家医保目录（2021年版），是国内首个获批上市的治疗干眼症的环孢素眼用制剂。

图表1 公司发展历程

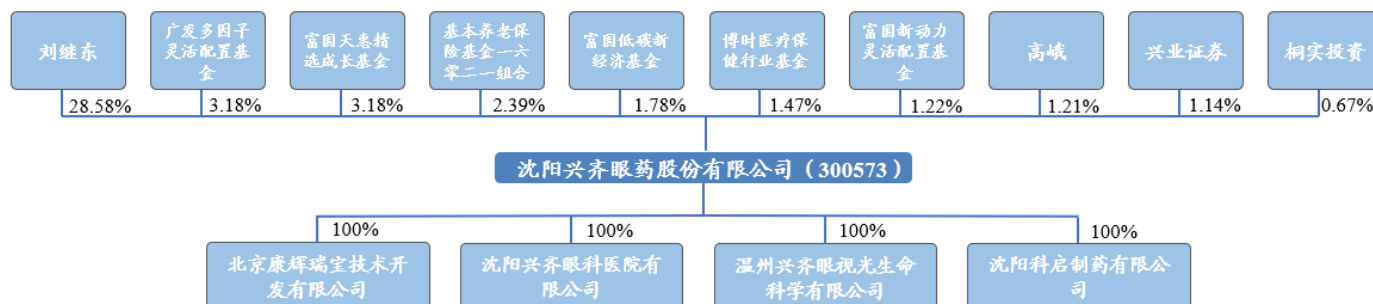


资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

公司股权结构稳定，控股股东、实际控制人为刘继东先生。刘继东先生是公司董事长、总经理，持股比例28.58%，是公司第一大股东。刘继东先生为大学本科学历、药学专业，高级工程师，其主持研发的多项产品获得多种成果认定和荣誉。

全资子公司沈阳兴齐眼科医院（有限公司）主要开展医疗服务，运营良好。兴齐眼科医院于2017年注册成立。2018年，兴齐眼科医院获得硫酸阿托品滴眼液（降低近距离工作引起的短暂性近视（“NITM”）的院内制剂批件（规格：0.4ml:0.04mg）。2019年12月，互联网医院正式成立。患者可以就医，通过上传本地的病例、检查单和处方，等待互联网医院医生审核通过后远程购买药品。2020年3月，兴齐眼科医院干眼治疗中心成立，并陆续整合了视光中心、设立视功能康复训练中心等科室。2020年6月，兴齐眼科医院获辽宁省卫生健康委员会审批“基因检验实验室二级生物实验室”备案成功，并具有新型冠状病毒核酸检测资质。2020年8月，兴齐眼科医院的医保等级提升，成为“沈阳市医保市二级定点医院”。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司管理层

姓名	职位	履历
刘继东	董事长、总经理	刘继东先生为大学本科学历，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 年公司成立以来，担任董事长、总经理。刘继东先生先后荣获“东北三省优秀民营科技实业家”、“沈阳市劳动模范”等荣誉，多次被评为沈阳市优秀集体企业家，其主持研究开发的多项产品曾被认定为省级、市级科学技术研究成果，荣获省级优秀新产品等奖项，为沈阳市第十五届人民代表大会代表。
高峨	董事、副总经理	高峨女士为大学本科学历，药物制剂专业，工程师。2000 年至今先后担任生产、研发、人力资源、质量、市场部等部门负责人，现任公司董事、副总经理。
张少尧	董事、副总经理、董事会秘书	张少尧先生为大学专科学历，药学专业。1999 年加入公司从事销售管理工作，现任公司董事、副总经理、董事会秘书。
程亚男	董事、财务总监	程亚男女士为大学本科学历，会计专业。2003 年加入公司从事财务工作，现任公司董事、财务总监。
杨强	董事、研发总监	杨强先生毕业于沈阳药科大学药物制剂专业，博士学位。2012 年加入公司，曾任公司研发中心工艺研究室主任，现任公司董事、研发总监。
黎春华	董事	黎春华先生初中学历。1994 年至 2006 年曾于沈阳军区服役。2008 年加入公司，曾任公司京津地区大客户经理、中区销售总监、公司办公室主任等职务，现任公司行政管理部部长、公司全资子公司沈阳兴齐眼科医院有限公司院长。
戴晓滨	独立董事	戴晓滨先生毕业于沈阳药科大学药学专业，大学本科学历，主管药师；戴晓滨先生自 1979-2006 年 9 月任职于沈阳军区总医院药剂科，后续曾就职于沈阳北方制药厂、沈阳诺亚荣康生物制药股份公司，公司现任独立董事。
王忠诚	独立董事	王忠诚先生毕业于大连海事大学国际经济法学专业，硕士学位；2000 年 3 月取得律师职业资格，曾就职于北京中关村建设集团、广东江山宏律师事务所北京分所；2006 年 3 月至今任北京市环球律师事务所合伙人；2014-2017 年曾任陕西宝光真空电器股份有限公司独立董事；2017 年 5 月至今，王忠诚先生兼任中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁员，公司现任独立董事。
李地	独立董事	李地先生毕业于中国人民大学会计学专业，大学专科学历。1995 年 4 月取得注册会计师资格；曾就职于安永华明会计师事务所（特殊普通合伙），任执行总监；2015 年 3 月获得中

国注册会计师协会资深会员（执业）称号；2017 年 10 月至 2018 年 12 月任职于大华会计师事务所(特殊普通合伙)。公司现任独立董事。

徐啟	监事会主席、行政管理部行政主管	徐啟女士毕业于锦州市渤海大学市场营销专业，大学本科学历。2013 年加入公司，现任公司行政管理部行政主管。现任公司监事会主席。
曲晓禹	非职工代表监事、市场准入部助理	曲晓禹女士毕业于牡丹江师范学院，计算机科学与技术专业，大学本科学历。2014 年加入公司，现任市场准入部助理。公司现任非职工代表监事。
高钰晗	职工代表监事、总裁办行政专员	高钰晗女士毕业于沈阳药科大学，药物制剂专业，大学本科学历。2009 年加入公司，历任实验员、现场 QA、生产线督导等职务，现任公司总裁办行政专员。现任公司职工代表监事。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

1.2 成熟市场产品力强，研发投入推进多项新药研发项目

公司已构建“系列多、品种全”的眼科药物产品体系，覆盖眼用抗感染药、营养与角膜修复药等其他眼科用药、眼用非类固醇消炎药、人工泪液和眼润滑剂等十项眼科药物产品细分类别。公司拥有眼科药物批准文号 51 个，其中 29 个产品被列入国家医保目录（2021 年版），6 个产品被列入《国家基本药物目录》。

成熟市场产品力强，主要上市产品销售格局好。根据 2021 年 H1 样本医院销售数据，0.05%环孢素滴眼液、维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶、小牛血去蛋白系列等产品在同通用名市场中拥有绝对的销售优势，竞争格局极好。氧氟沙星眼膏市场中，兴齐眼药占据 56.54%的市场份额，参天制药为 36.83%。

图表 4 公司主要上市产品

药品类别	药品名称	上市时间	注册分类	适应症	功能特点	国家医保目录（2021）	2021H1 同通用名市场份额（销售额）
人工泪液和眼润滑剂（S01K）	0.05% 环孢素滴眼液（II）	2020 年	化药 3 类	与角结膜干燥症相关的眼部炎症所导致的泪液生成减少症状	目前国内唯一获批干眼症的环孢素类药物。有效治疗干眼，精准控制炎症，改善泪液质量，长期安全舒适	✓	兴齐眼药 100%
	维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶	2007 年	化药 6 类	作为角膜保护的辅助治疗，各种原因引起的干眼症等	含有维生素 A 的第五代人工泪液，促进角膜杯状细胞数量增加及粘蛋白分泌，延长泪膜破裂时间，促进角膜愈合	✓	兴齐眼药 100%
其他眼科用药（S01X）	小牛血去蛋白提取物眼用凝胶	2008 年	化药 3.3	各种起因的角膜溃疡，角膜损伤，由碱或酸引起的角膜灼	角膜修复与眼表营养一线用药，双重作用，起效迅速，天然提取，舒适安全	—	兴齐眼药 91.88% 兆科药业(合肥)8.12%

	小牛血去蛋白提取物滴眼液	2008 年	化药 5 类	伤，大泡性角膜炎，神经麻痹性角膜炎，角膜和结膜变性		—	兴齐眼药 100%
眼用抗感染药（S01A）	氧氟沙星眼膏	——	化药	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	第三代喹诺酮类产品，水凝胶型基质软膏、组织结合力好、无视力模糊，生物利用度较高、舒适度较好	✓	兴齐眼药 56.54% 参天制药 36.83% 辰欣佛都药业(汶上)6.64%
	氧氟沙星滴眼液	——	化药		第三代喹诺酮类产品，含有玻璃酸钠，除抗菌作用外，还具有一定的润滑、修复的作用，舒适度较好	✓	参天制药 94.63% 兴齐眼药 2.64% 博士伦福瑞达 1.18% 天朗制药 0.45%
	加替沙星眼用凝胶	2009 年	化药 3.1	敏感菌所引起的急性细菌性结膜炎	中国首个第四代喹诺酮类眼用凝胶，抗菌力强，耐药性低，凝胶剂型，安全舒适。对前三代治疗效果不佳的病原体表现出良好的作用	✓	兴齐眼药 100%
眼用非类固醇消炎药（S01R）	双氯芬酸钠滴眼液	——	化药原 6 类	葡萄膜炎、角膜炎、巩膜炎、春季结膜炎、围术期抗炎等	中国首个含有透明质酸钠的非甾体抗炎滴眼剂，舒适度好、刺激性小。产品与领先的进口产品相比价格较低	✓	兴齐眼药 91.16% 远大天天明 5.54% 汉晨药业 1.04% 联邦制药 0.78%
散瞳药和睫状肌麻痹剂（S01F）	硫酸阿托品眼用凝胶	2005 年	化药 5 类	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	稳定散瞳，舒适验光，是最适合 3-14 岁儿童的验光检查用药，生物利用度较高	✓	兴齐眼药 100%
	复方托吡卡胺滴眼液	2005 年	化药 6 类	诊断及治疗为目的的散瞳和调节麻痹	拥有单剂量剂型，单次使用可避免交叉污染。快速散瞳，快速恢复	✓	参天制药 47.50% 兴齐眼药 40.39% 永光制药 10.17%

资料来源：公司年报，米内网，华安证券研究所

公司打造丰富、多样化的在研产品管线，目前共有 22 项研发项目，6 项处于注册审评阶段，3 项处于临床试验研究。其中化药 2.4 类改良型新药 **0.01%阿托品滴眼液（延缓近视进展）** 处于 III 期临床试验阶段，研发进度全球领先。另有两款化药 2 类新药 **他克莫司混悬滴眼液（角膜移植术后的免疫排斥反应）**、**伏立康唑滴眼液（真菌性角膜炎）** 也处于临床研究阶段。公司先进研发中心和专业研发团队助力在研管线持续推进和拓展。公司研发中心为辽宁省兴齐眼科药物工程技术研究中心、辽宁省省级企业技术中心。经过多年发展，公司研发中心已拥有眼用凝胶等七个工艺技术平台及质量研究、药理研究、药代动力学研究三个评价技术平台，同时设有临床医学部、注册审评部等覆盖眼科药物研发各阶段的职能部门。目前，公司拥有发明专利 36 项。2020 年，公司研发人员共 121 名，较 2019 年增加 8 名。

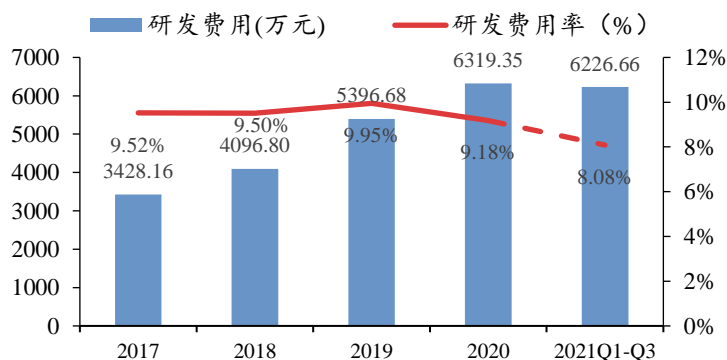
图表 5 公司 22 项研发项目

	项目名称	进展情况	项目介绍	类别
1	SQ-716M	注册审评阶段	细菌性结膜炎	4 类
2	SQ-755S	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4 类
3	SQ-718	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4 类
4	SQ-739	注册审评阶段	青光眼的治疗	4 类
5	SQ-758S	注册审评阶段	青光眼的治疗	4 类
6	SQ-758M	注册审评阶段	青光眼的治疗	4 类
7	SQ-727	临床研究阶段	真菌的治疗	2.2 类
8	SQ-729	临床研究阶段	延缓近视进展用药	2.4 类
9	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
10	SQ-129(原 SQ-732)	临床前研究阶段	黄斑水肿的治疗	2.2 类
11	SQ-702	临床前研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	3 类
12	SQ-759	药学研究阶段	促睫毛增长	3 类
13	SQ-773	药学研究阶段	青光眼的治疗	3 类
14	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
15	SQ-762	药学研究阶段	眼部细菌感染的治疗	4 类
16	SQ-738S	药学研究阶段	眼部炎症性疾病的对症治疗	4 类
17	SQ-738M	药学研究阶段	眼部炎症性疾病的对症治疗	4 类
18	SQ-795	药学研究阶段	眼干燥症的治疗	4 类
19	SQ-723	药学研究阶段	散瞳和睫状肌麻痹	4 类
20	SQ-798	药学研究阶段	青光眼的治疗	4 类
21	SQ-766	药学研究阶段	缓解视疲劳和慢性结膜炎	中药 4 类
22	SQ-735M	药学研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	4 类

资料来源：公司 2021 年半年报，华安证券研究所

公司始终坚持自主研发，持续加大研发投入。2020 年、2021 年 H1 研发投入分别为 8,356 万元（+51.35pct）、4,914 万元（+47.69pct），分别占营业收入 12.13%、10.63%。2020 年资本化研发支出占研发投入 24.37%。2017-2020 年，公司研发费用率一直保持在 9%以上，2021 年前三季度研发费用率 8.08%，全年有望突破 2 位数。

图表 6 公司研发费用情况

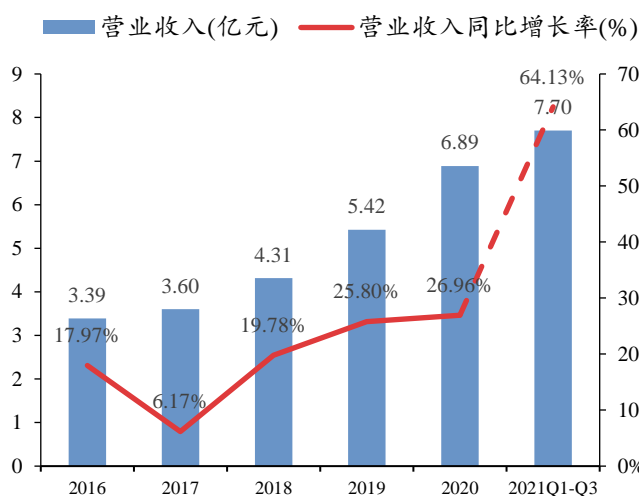


资料来源：公司年报，半年报，华安证券研究所

1.3 疫情影响逐渐消除，业绩稳步增长

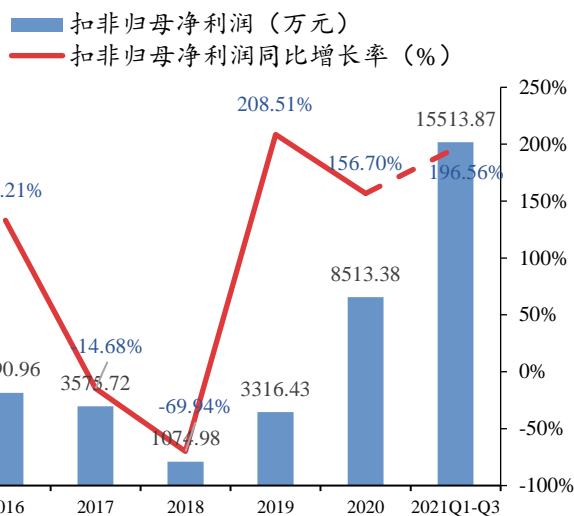
营收和扣非归母净利润持续增长，医疗服务贡献更多收入。2021 年前三季度营业收入持续增长至 7.70 亿元，同比增长 64.13%，扣非归母净利润 1.55 亿元，同比增长 196.56%。2021 年 H1 医疗服务创造收入 1.33 亿元，占比 28.79%，同比增长 254.99%。同期，医药制造营业收入为 3.28 亿元 (+67.85pct)，占比 80%。医药制造中占比最大的凝胶剂/眼膏剂营业收入 1.66 亿元 (+51.67pct)，占比第二大的滴眼剂营业收入 1.38 亿元 (+84.81pct)。

图表 7 公司营业收入及增长率



资料来源：公司年报，季报，华安证券研究所

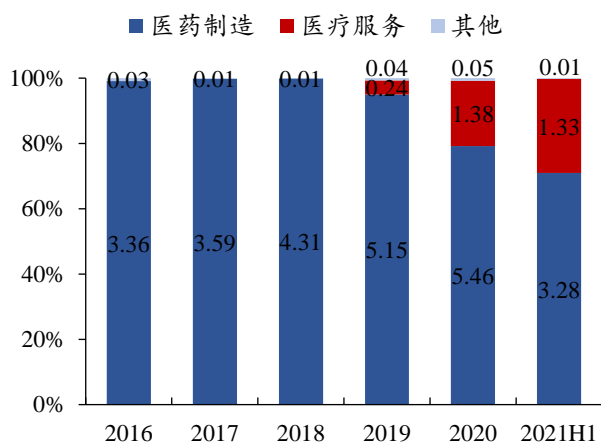
图表 8 公司扣非归母净利润及增长率



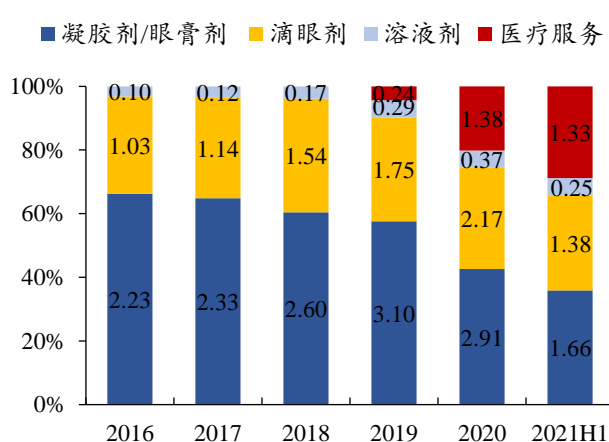
资料来源：公司年报，季报，华安证券研究所

图表 9 公司收入拆分 (单位: 亿元)

分行业



分品种

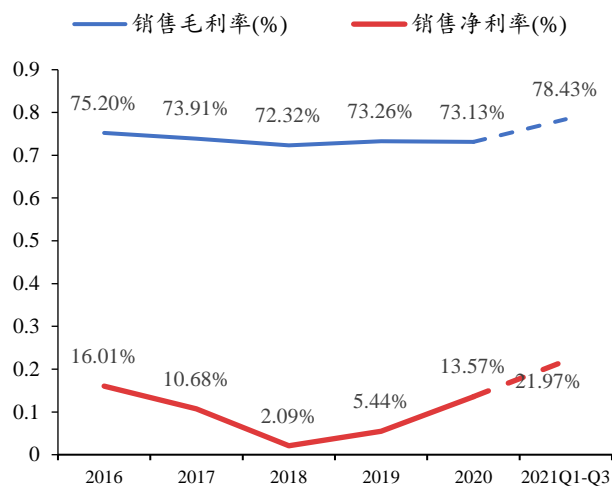


资料来源：公司年报，半年报，华安证券研究所

销售毛利率和净利率保持增长态势，销售费用率呈下降趋势，公司支出管控得

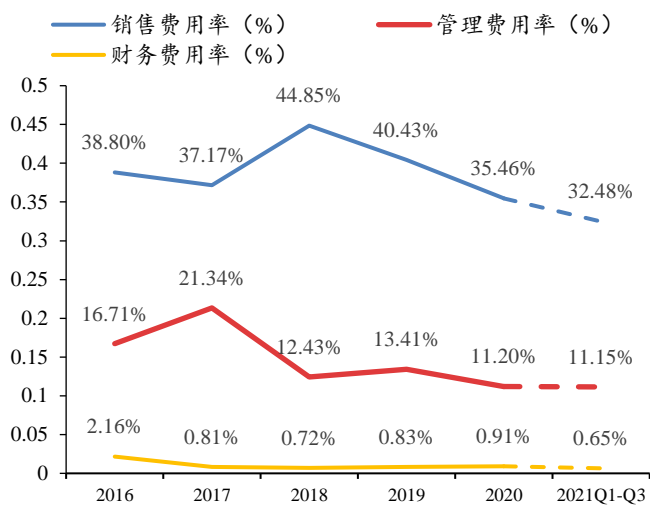
当。2021 年前三季度销售毛利率高达 78.43%，净利率为 21.97%。销售费用率自 2018 年逐年降低，2021 年前三季度下降至 32.48%。管理费用率和财务费用率保持稳定比例，分别维持在 11% 左右和 1% 以下的水平。

图表 10 销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司年报，季报，华安证券研究所

图表 11 期间费用率



资料来源：公司年报，季报，华安证券研究所

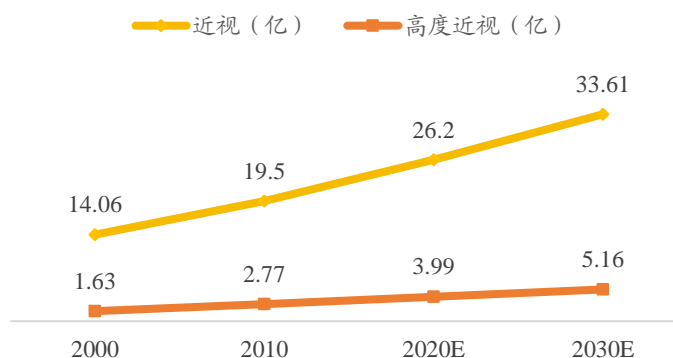
2 0.01%阿托品滴眼液：开拓近视眼药新蓝海，多因素驱动未来收入增长

兴齐眼药的 0.01%硫酸阿托品滴眼液用于延缓近视进展，目前正处于III期临床阶段，相比于其他防治近视手段成本更低、疗效更好，使用风险更小。该产品研发进度遥遥领先，有望成为全球首批，加之兴齐眼科医院互联网医疗的优势，未来的市场潜力无限，有望达到 32 亿元以上的市场规模。

2.1 近视高发，药物治疗市场需求增加

全球近视率不断攀升。根据 WHO 发布的《世界视觉报告》，全球所有年龄的近视患者将增至 2030 年的 33.61 亿人，通常伴随严重并发症的高度近视人数将增至 2030 年的 5.12 亿人。

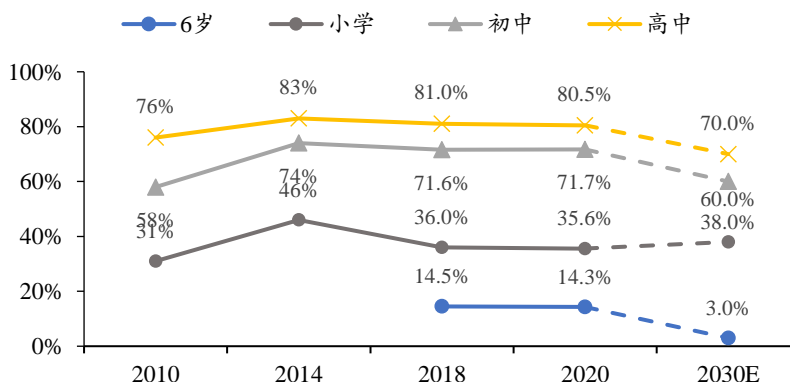
图表 12 据预测 2000-2030 年每十年估计患有近视和高度近视的人数



资料来源：世界视觉报告，华安证券研究所

中国已成为世界第一近视大国，青少年近视率高。2020 年我国总体近视率为 52.7%，近视患者已超过 7 亿人次。青少年近视率居世界第一，20 岁以下近视人口近 1.7 亿人，且青少年高度近视比例呈上升趋势。北京大学中国健康发展研究中心《信息化时代儿童青少年近视防控报告》研究数据显示，2021 年，我国儿童青少年近视的患病率已超 60%，未来至少有 9.6 亿近视人口。若无有效遏制，我国未来将至少有 11 亿近视人口。

图表 13 我国儿童青少年近视率变化和 2030 年全国近视率防控要求



资料来源：中国政府网，国家卫健委，华安证券研究所

按照患者基数计算，近视成为国内眼科领域内第一大疾病。目前针对近视的防治手段有半飞秒、全飞秒等近视手术，光学矫正和药物治疗等非手术方式。近视手术价格昂贵，术后需要恢复期。光学矫正中的 OK 镜（角膜塑形镜）有延缓近视进展的作用，不过价格较高，且有一些条件限制。低浓度阿托品滴眼液能够控制近视，且使用方便，价格较低，逐渐受到各界关注。**无论是全球还是中国，高发病率的近视疾病、稀少且昂贵的有效现存防治手段将带来防治近视的眼药巨大的市场规模。**

图表 14 防治近视手段

治疗类型	治疗方式		特点
光学矫正	框架眼镜	单/双/多焦镜	<ul style="list-style-type: none"> 使用方便，单焦镜性价比高，双焦镜/多焦镜为功能性镜片 容易用眼疲劳，也没有控制近视的作用，且明显外隐斜/外斜的青少年佩戴双焦镜/多焦镜眼镜可能会加重症状
		渐进镜	<ul style="list-style-type: none"> 渐进镜可增加视物远近范围 适应时间长，散光较大的患者不宜佩戴
	角膜接触镜	软性接触镜	<ul style="list-style-type: none"> 美观，视野更加真实宽广 没有控制近视的作用，长期佩戴容易增加微生物感染的风险、眼镜干涩、视觉模糊等状况
		硬性接触镜（RGP）	<ul style="list-style-type: none"> 高透氧，能够减少异物感 佩戴时间长，增加感染及干眼症风险
		角膜塑形镜（OK 镜）	<ul style="list-style-type: none"> 可逆性非手术的物理矫形方法，可有效延缓眼轴延长，控制近视加深 价格较高，有角膜状况、睡眠时间等条件限制、有角膜缺氧，乳酸堆积进而导致角膜上皮水肿脱落甚至感染的风险
药物治疗	M-胆碱受体阻断药	低浓度阿托品滴眼液	<ul style="list-style-type: none"> 用药方便，价格低，控制屈光度和眼轴方面有明显的效果 有畏光、视近模糊、眼压升高等不良反应，不过症状较轻
手术方式	半飞秒		<ul style="list-style-type: none"> 恢复速度快；术后反应轻，保留了角膜表层的屏障组织；可以个性化 术后容易出现畏光、眼镜干涩、异物感等情况，且有可能眩光、夜视力下降
	全飞秒		<ul style="list-style-type: none"> 切口小，术后并发症和副作用少，恢复快 所消耗角膜量多，术前对角膜条件要求高；微透镜难以做到高度个性化
	准分子激光角膜表面切削术（PRK）		<ul style="list-style-type: none"> 可以个性化，是二次增效手术的最佳选择 对术中切削角膜上皮厚度计算不准确，适用范围较窄，更适合 600 度以下的近视，恢复时间较慢
	ICL 晶体植入		<ul style="list-style-type: none"> 适合高度近视，具有可逆性 可能会对角膜内皮造成一定损伤、术后有感染等风险

资料来源：近视防治指南，华安证券研究所

预防近视上升至国家战略，助力拉动眼科医疗需求。近年政府频频出台有关眼保健的政策，有利于民营眼科医院的设立和运营，促进医学时光业务的发展和覆盖。其中，《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出，到 2030 年，6 岁儿童近视率

控制在 3% 左右，小学生近视率下降到 38% 以下，初中生近视率下降到 60% 以下，高中阶段学生近视率下降到 70%。

图表 15 眼科医疗相关政策法规

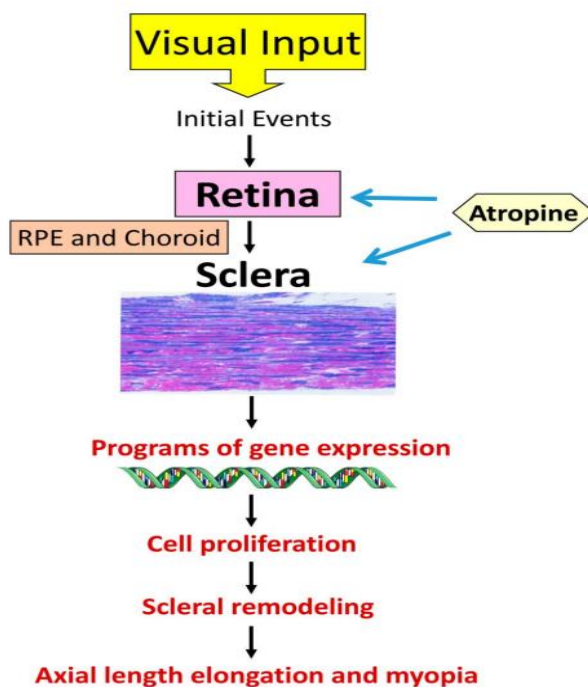
政策名称	颁布日期	颁布主体	政策要点
关于印发医疗消毒供应中心等三类医疗机构基本标准和管理规范（试行）的通知	2018 年 6 月	国家卫健委	鼓励 眼科医院连锁化、集团化经营 ，建立规范、标准的服务与管理模式，应当与区域内的其他综合性医院建立协作关系，畅通转诊渠道，加强技术协作，不断提升医疗服务水平
综合防控儿童青少年近视实施方案	2018 年 8 月	国家卫健委、教育部等八部联合	<ul style="list-style-type: none"> 到 2030 年力争实现全国儿童青少年总体近视类别在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上，近视高发省份每年降低 1 个百分点以上； 到 2030 年，6 岁儿童近视率控制在 3% 左右，小学生近视率下降到 38% 以下，初中生近视率下降到 60% 以下，高中阶段学生近视率下降到 70%
中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	2021 年 3 月	—	有效控制儿童肥胖和 近视
儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021—2025 年)	2021 年 4 月	教育部等 15 部门	合力开展儿童青少年近视防控光明行动，克服新冠疫情影响，到 2025 年每年 持续降低青少年近视率 ，提升儿童青少年视力水平
未成年人学校保护规定	2021 年 9 月（实施）	教育部	学校应当建立学生体质监测制度，发现学生出现 近视 等倾向或者有导致体质下降的不良行为习惯，应当进行必要的管理、干预，并通知家长，督促、指导家长实施矫治。

资料来源：中国政府网，华安证券研究所

2.2 关键临床数据支持 0.01% 阿托品的疗效优势和安全性

阿托品为非选择性 M-胆碱受体阻断药，在临床上有广泛的应用，如扩瞳、麻醉前给药等。科学家早在 1900 年就开始使用阿托品来抑制调节反射从而延缓近视加深。阿托品延缓近视进展的效果已被证实，但是具体作用机制尚不明确。早期睫状肌调节机制假说认为阿托品通过松弛睫状肌而起调节作用。目前主流学术界质疑这种调节机制，认为阿托品能直接或通过多巴胺等介质间接作用于视网膜、巩膜或脉络膜的 M1 或 M4 受体，进而引起巩膜纤维层变薄、软骨层增厚，即巩膜重塑，从而控制眼睛轴向生长。有研究认为阿托品最有可能与视网膜上的 M4 受体结合。

图表 16 阿托品延缓近视进展的作用机制

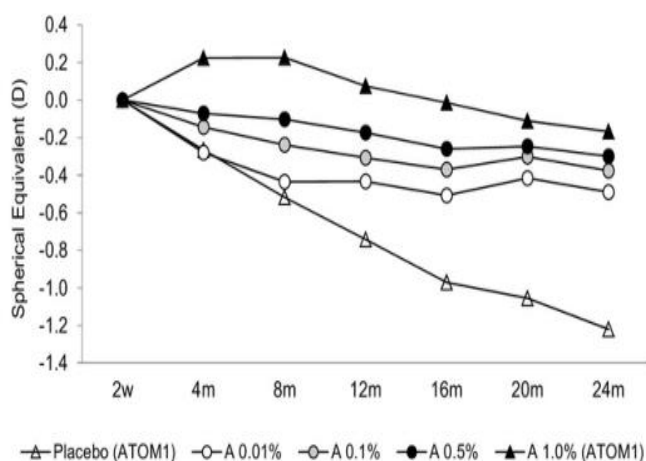


资料来源：Eye & Contact Lens，华安证券研究所

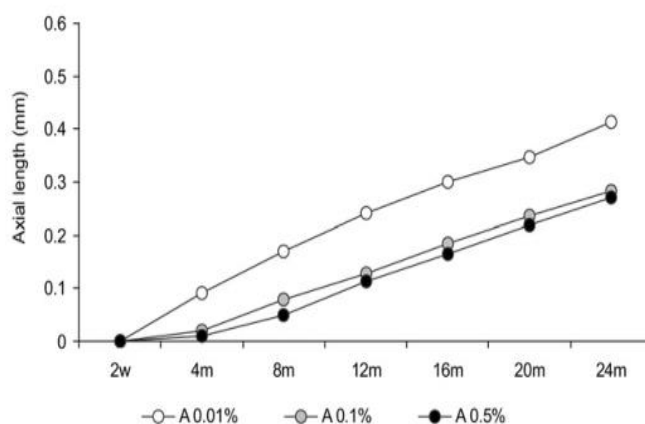
不同浓度的阿托品对近视延缓的效果不同。0.01%阿托品滴眼液在有效延缓近视进展的同时，反弹效应更弱，且安全性良好。较为著名的相关研究为新加坡国家眼科中心、新加坡眼科研究所 ATOM 系列试验。ATOM2 试验进行了两阶段研究。

一阶段研究：高浓度阿托品延缓近视进展的效果更好，但是停药后反弹效应更大，安全性也不及 0.01%阿托品。实验将 0.01%、0.1%、0.5%的阿托品滴眼液分别作用于 400 名 6-12 岁的患者并进行两年治疗，结果显示 0.5%、0.1%和 0.01%近视缓解程度分别为 75%、70%和 60%。0.5%阿托品滴眼液延缓近视进展的效果最佳。

图表 17 ATOM 系列试验 1.0%、0.5%、0.1%、0.01%阿托品 SE(D)两年实验结果



图表 18 ATOM2 试验 0.5%、0.1%、0.01%阿托品轴长 (mm) 两年实验结果



资料来源：American Academy of Ophthalmology，华安证券研究所

资料来源：American Academy of Ophthalmology，华安证券研究所

在瞳孔大小、调节力的影响以及不良反应发生率方面，0.01%阿托品均表现出更高的安全性。0.01%阿托品滴眼液的调试幅度仅减少 4.6D，而 0.1%、0.5%阿托品滴眼液减少幅度分别达 10.1D、11.8D，进一步说明 0.01%组的近视力没有明显受损，而其他两组存在缺陷。无论是明视觉还是暗视觉条件，0.01%阿托品滴眼液仅使得瞳孔大小增加 1mm 左右，而 0.05%和 0.1%能够增加 3mm 左右。**0.01%阿托品的副作用更小，不良事件发生比例小。**使用 0.01%阿托品的患者没有发生过敏性结膜炎、眼睑炎，其他的不良反应发生比例均比 0.1%、0.5%的阿托品要低，呈现出较好的安全性。

图表 19 ATOM2 试验 0.5%、0.1%、0.01%阿托品实验结果

6-12 岁	阿托品浓度		
	0.01% 阿托品 (n=84)	0.1% 阿托品 (n=155)	0.5% 阿托品 (n=161)
Spherical equivalent (D)			
基线	-4.5(1.5)	-4.58(1.5)	-4.7(1.8)
平均变化 (2 年)	-0.49(0.63)	-0.38(0.60)	-0.30(0.60)
Axial length (mm)			
基线	25.1(1.0)	25.2(0.8)	25.2(0.9)
平均变化 (2 年)	0.41(0.32)	0.28(0.27)	0.27(0.25)
Accommodation (D)			
基线	16.2(3.4)	16.7(3.0)	15.8(3.4)
平均变化 (2 年)	-4.6(4.2)	-10.1(4.3)	-11.8(4.4)
Mesopic pupil size (mm)			
基线	3.9(0.6)	3.9(0.6)	4.0(0.7)
平均变化 (2 年)	1.15(0.71)	2.71(1.12)	3.56(1.14)
Photopic pupil size (mm)			
基线	4.7(0.7)	4.6(0.7)	4.6(0.7)
平均变化 (2 年)	0.74(0.75)	2.25(1.01)	3.11(1.10)

资料来源：American Academy of Ophthalmology，华安证券研究所

图表 20 ATOM2 试验安全性分析

	阿托品浓度			P 值
	0.01% (n=84)	0.1% （ n=155 ）	0.5% （ n=161 ）	
不良反应				
过敏性结膜炎	0%	4%	4%	0.16
眼睑炎	0%	1%	2%	0.54
麦粒肿/霰粒肿	2%	8%	7%	0.22
远距离 BCVA 丢失>1 行	13%	13%	8%	0.38
其他（眼科相关）	1%	2%	2%	1.00
其他（眼科无关）	82%	78%	82%	0.73

严重不良事件

需要住院事件	1%	2%	2%	1.00
--------	----	----	----	------

资料来源：American Academy of Ophthalmology，华安证券研究所

两年后停止用药 1 年：曾经使用过 0.5%、0.1%阿托品患者反弹分别为 0.9D、0.8D 左右，且后期发展快，而 0.01%阿托品反弹大约 0.3D，**反弹效应并不明显。**

研究第二阶段：0.01%阿托品滴眼液显示良好效果。将 0.01%阿托品重新作用于 1 年洗脱期内近视进展 $>0.5D$ 的患儿，为期 2 年。结果显示**重新接受治疗的患儿近视进展得到了良好控制**。0.01%阿托品 5 年近视进展不超过 $-1.4D$ ，而安慰剂组在第 2.5 年便进展至 $-1.4D$ 。

北京同仁医院曾用兴齐眼药研制的 0.01%阿托品滴眼液开展过该滴眼液控制近视进展的临床试验，是中国大陆第一个证明 0.01%阿托品滴眼液疗效的随机、双盲、安慰剂对照试验。实验对象为 2018 年 4 月至 7 月在本院就诊的 6 至 12 岁双眼 SE 在 $-1.00D$ 至 $-6.00D$ 范围内的 220 例近视儿童，以 1:1 比例分配至 0.01%阿托品组和安慰剂组。

研究结果显示，阿托品组相比于安慰剂组，SD 平均减少 0.26 (0.07) D，减少比例为 34.2%，轴长减少 0.09 (0.03) mm，减少比例为 22.0%。

图表 21 北京同仁医院 0.01%阿托品临床实验有效性分析

Variables	Group		Difference	95% CI	P value
	Atropine (n = 76)	Placebo (n = 83)			
SE, mean (SD), D					
Change at 6 mo	-0.21 (0.32)	-0.36 (0.38)	0.16 (0.06)	0.05-0.27	.005
Change at 12 mo	-0.49 (0.42)	-0.76 (0.50)	0.26 (0.07)	0.12-0.41	<.001
AL, mean (SD), mm					
Change at 6 mo	0.16 (0.12)	0.21 (0.11)	0.05 (0.02)	0.02-0.09	.005
Change at 12 mo	0.32 (0.19)	0.41 (0.19)	0.09 (0.03)	0.03-0.15	.004

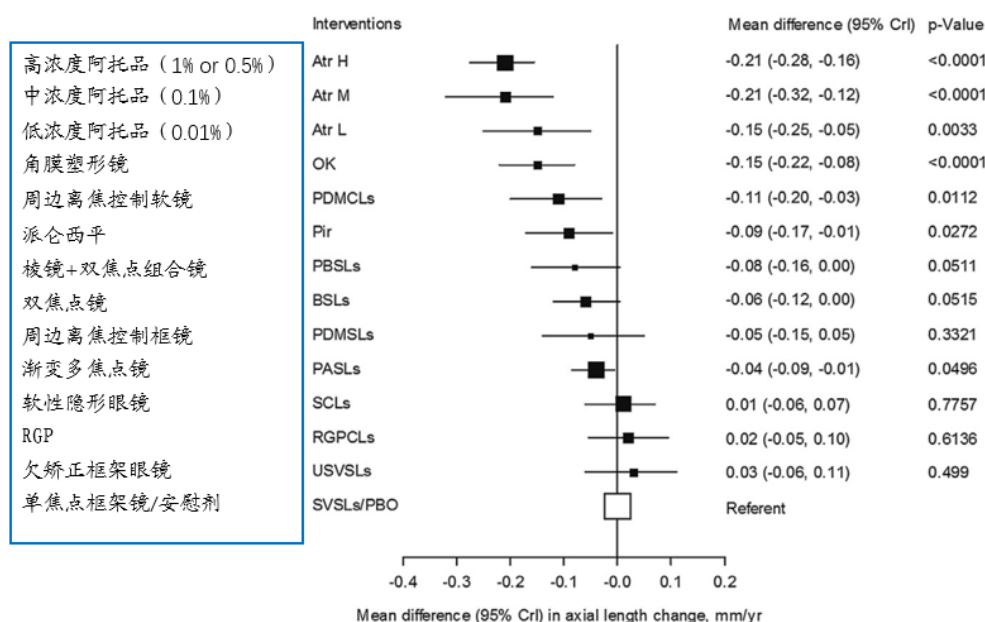
资料来源：JAMA Ophthalmology，华安证券研究所

实验中未出现严重不良反应。阿托品组 5 例出现畏光症状，占比 4.5%，对照组中 1 例出现畏光症状，占比 0.9%。过敏反应并不常见，阿托品组和实验组各出现 4 例、1 例过敏性结膜炎。两组均没有儿童表现出视力接近模糊的症状。

2.3 0.01%阿托品滴眼液为最可靠的近视防治手段，药品竞争格局极好

现存近视防治手段中，阿托品滴眼液控制眼轴增长的效果最为明显，其次为 OK 镜。温州医科大学黄锦海团队于 2016 年证实过该结论，研究结果表明，以眼轴长度变化为指标进行排序，近视控制效率排名前五的分别为高、中、低浓度阿托品、OK 镜、周边离焦控制软镜。相比于高浓度阿托品滴眼液，0.01%阿托品滴眼液在有效延缓近视进展的同时，表现出反弹效应弱、安全性高的优势，临床上也常使用 0.01%阿托品滴眼液，因此 0.01%阿托品滴眼液为最可靠的近视防治手段。

图表 22 儿童近视防控方法的近视控制效率



资料来源：Ophthalmology，华安证券研究所

0.01%阿托品滴眼液和 OK 镜联合治疗效果更佳，发挥协同效应。大连医科大学第二附属医院曾开展由兴齐眼药研制的 0.01%阿托品、OK 镜和两者联合控制近视的临床疗效对比的前瞻性、随机、对照研究。试验纳入 67 名儿童，分别将 22 名、24 名、21 名患者随机分至 SA 组（佩戴眼镜并使用 0.01%阿托品）、OK 组（仅使用 OK 镜）、OKA 组（联合使用 OK 镜和 0.01%阿托品）。

研究显示，AL 和 SFChT 呈负相关关系。12 个月后，OKA 组的 AL 伸长的减少最大，SA 组次之。OKA 组的 SFChT 变化最大，其次为 OK 组。**0.01%阿托品与 OK 镜配合使用对 AL 伸长的控制作用和 SFChT 的增加作用最大。**

图表 23 0.01%阿托品滴眼液联合 OK 镜治疗有效性分析

	SA	OK	OKA	P values
AL (mm)				
Change over 6 m	0.11 ± 0.02	0.14 ± 0.03	0.09 ± 0.02	0.00 ^a
Change over 12 m	0.20 ± 0.03	0.28 ± 0.03	0.14 ± 0.03	0.00 ^a
SFChT (lm)				
Change over 6 m	6.73 ± 1.42	18.75 ± 2.65	22.19 ± 2.01	0.00 ^a
Change over 12 m	8.09 ± 1.47	19.33 ± 2.63	24.14 ± 1.93	0.00 ^a

资料来源：International Ophthalmology，华安证券研究所

长期佩戴 OK 镜会增加对角膜上皮的机械刺激，可能造成角膜持续缺氧，引发无氧代谢反应，致使眼球渗透压上升，易引起角膜水肿。阿托品的使用将减少物理刺激，避免渗透压上升和角膜水肿。同时，阿托品能够松弛睫状肌，促进细胞内神经递质释放，进而增加泪膜的稳定性，减少佩戴的不适感。

目前国内并无获批上市和商业化的 0.01%阿托品滴眼液，仅能凭“院内制剂”的身份在院内开方使用，经药品管理部门批准后可跨院或跨省间调剂使用。兴齐眼药于 2019 年 1 月拿到 0.01%阿托品滴眼液（近距工作诱导的短暂性近视）的院内制剂注册批件。除了兴齐眼药，爱尔眼科和山东眼科医院等低浓度阿托品滴眼液也拿到院内制剂批件。兴齐眼药凭借院内制剂获批早的优势，尽早投入使用并优先提升品牌知名度。同时，患者可通过兴齐眼科的互联网医院上传当地就医所开的处方、病例等多项材料并经线上医生审核通过后远程购买药品，这将有利于低浓度阿托品滴眼液的销售。

图表 24 获得低浓度阿托品滴眼液院内制剂批件的公司梳理

产品	浓度	企业或事业单位	院内制剂获批时间
阿托品滴眼液	0.01%	复旦大学附属眼耳鼻喉科医院	早于 2019 年
	0.01%	兴齐眼药	2019 年 1 月
	0.01%	上海市儿童医院	2020 年 11 月
	0.05%	爱尔眼科、莱美药业合资公司湖南迈欧	2021 年 4 月
	0.01%	山东眼科医院	2021 年 11 月

资料来源：公司官网，华安证券研究所

兴齐眼药在研进程遥遥领先，有望成为全球首批。目前全球范围内尚无延缓近视进展的低浓度阿托品滴眼液获批上市。主要竞品 Vyluma（兆科眼科）的 NVK-002 在欧美地区开展的 III 期临床试验预计于 2022 年底完成，2023 年向 FDA 申报 NDA，国内的 China CHAMP、Mini-Champ 两个 III 期临床试验申请也已于 2021 年底获批。Sydnexis（参天制药）的 SYD-101、Eyenovia（极目生物）的 ARVN002 以及参天制药的 DE-127 在美国或新加坡的 III 期临床试验正在进行中。欧康维视的 OT-101、恒瑞医药的 HR19034 在国内的 III 期临床试验刚刚开始。而兴齐眼药早在 2020 年便开展 III 期临床试验，进度领先，更有可能成为全球首批，在时间上取胜。

图表 25 延缓近视进展的在研眼药（近视）产品管线

药物类型	产品	企业	合作伙伴	权益	阶段	药物浓度	用药时长	监管	首次公示时间
阿托品	NVK-002	兆科眼科	Vyluma（Nevakar 子公司）	大中华区、韩国及若干东南亚国家和地区	Vyluma: III 期	—	3 年	FDA	2017/11/22
					China CHAMP III 期	0.01%、0.02%	36 个月	NMPA	2021/12/15
					Mini-Champ III 期	0.01%、0.02%	24 个月	NMPA	2022/2/17
	SYD-101	参天制药	Sydnexis	欧洲、非洲、中东	III 期	—	36 个月	FDA	2019/4/18

	ARVN002 (MicroPine)	极目生物	Eyenovia	大中华区及 韩国权益	III期	0.01%和 0.1%	3 年	FDA	2019/5/8
	SQ-729	兴齐眼药	—	全球	III期	0.01%	48 周	NMPA	2020/5/27
					III期	0.01%	96 周		2020/5/28
					III期	0.02%、0.04%	96 周		2021/9/27
	OT-101	欧康维视	—	全球	III期	0.01%	36 个月	FDA	2021/2/25
					III期	0.01%	4 年	NMPA	2021/12/27
	DE-127	参天制药	—	全球	II 期	—	12 个月	HSA	2017/11/6
未知	HR19034	恒瑞医药	—	全球	III期	—	—	NMPA	2021/9/27

资料来源：CDE, ClinicalTrials, 华安证券研究所

2.4 0.01%阿托品滴眼液销售规模有望达到 32 亿元以上

测算兴齐眼药的 0.01%阿托品滴眼液销售峰值为 32.05 亿元，测算基于以下假设：

- （1）假设在校小学生、初中生、高中生人数的 CAGR 分别为 1.40%、1.40%、1.90%，到 2030 年人数分别增长至 1.23 亿人、0.56 亿人、0.30 亿人；
- （2）假设 2030 年小学生、初中生、高中生近视率均达到国家近视防控要求：38%、60%、70%，预测期内逐年递减；
- （3）假设兴齐眼药的 0.01%阿托品滴眼液于 2023 年获批上市；2023 年延缓近视进展的阿托品类药物渗透率为 0.15%，到 2030 年增长至 2.30%；2023 年兴齐眼药的 0.01%阿托品滴眼液渗透率为 0.15%，到 2030 年增长至 1.04%；
- （4）假设 1 个月使用一盒（30 支/盒，一支/天），用药时长为 1 年，药品 298 元/盒，每年用药费用按照 2%逐年递减。

基于以上假设，测算 2023 年儿童青少年近视总人数可达 9,767 万人，0.01%阿托品滴眼液渗透率为 0.12%，销售收入 4.11 亿元，预计于 2030 年达到销售峰值 32.05 亿元，渗透率为 1.04%。

图表 26 0.01%阿托品滴眼液销售收入预测

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
在校小学生人数（百万）	107.25	109.40	111.58	113.81	115.52	117.25	119.01	120.20	121.41	122.62	123.23
小学生近视率	35.6%	35.8%	36.1%	36.3%	36.6%	362.05.8%	37.0%	37.3%	37.5%	37.8%	38.0%
在校小学生近视人数（百万）	38.18	39.21	40.26	41.34	42.23	43.15	44.08	44.81	45.55	46.30	46.83
在校初中生人数（百万人）	49.14	50.12	51.13	52.15	52.93	53.72	54.53	55.08	55.63	56.18	56.46
初中生人数近视率	71.7%	70.5%	69.4%	68.2%	67.0%	65.9%	64.7%	63.5%	62.3%	61.2%	60.0%
在校初中生近视人数（百万）	35.23	35.35	35.46	35.56	35.47	35.38	35.27	34.98	34.68	34.37	33.88
高中生人数（百万）	24.94	25.56	26.20	26.86	27.39	27.94	28.50	28.93	29.36	29.80	30.10
高中生人数近视率	80.5%	79.5%	78.4%	77.4%	76.3%	75.3%	74.2%	73.2%	72.1%	71.1%	70.0%
在校高中生近视人数（百万）	20.08	20.31	20.54	20.77	20.90	21.03	21.15	21.16	21.17	21.18	21.07

儿童青少年近视人数（百万）	93.49	94.87	96.26	97.67	98.61	99.55	100.50	100.95	101.40	101.84	101.78
阿托品类药物（近视）渗透率	—	—	—	0.15%	0.25%	0.40%	0.60%	0.90%	1.30%	1.80%	2.30%
SQ-729 在阿托品的渗透率	—	—	—	100.00%	100.00%	95.00%	85.00%	75.00%	65.00%	55.00%	45.00%
SQ-729 渗透率	—	0.04%	0.06%	0.12%	0.25%	0.38%	0.51%	0.68%	0.85%	0.99%	1.04%
SQ-729 用药人数(万)	—	3.79	5.78	14.65	24.65	37.83	51.26	68.14	85.68	100.82	105.34
用药时长（年）	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年
SQ-729 年用药费用（元）	3576.00	3576.00	3576.00	3504.48	3434.39	3365.70	3298.39	3232.42	3167.77	3104.42	3042.33
销售收入（亿元）	—	1.36	2.07	4.11	8.47	12.73	16.91	22.03	27.14	31.30	32.05

资料来源：卫健委，教育部，华安证券研究所

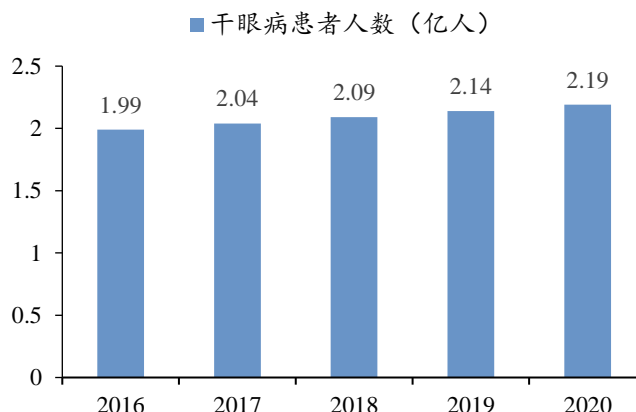
3 0.05%环孢素滴眼液：为干眼病治疗更佳选择，国内首家获批上市

兴齐眼药的兹润 0.05%环孢素滴眼液用于治疗干眼症，为国内首家且唯一获批上市。近期该产品被纳入 2021 版国家医保目录，医保支付标准为 5.5 元（规格：0.4ml:0.2mg/支）。0.05%环孢素滴眼液具有优良的疗效和安全性，并采用独家 Ailic-Tech 创新技术，相比于原研药 Restasis 有更高的用药依从性和生物利用度；加之其纳入医保的优势和时间优势，未来有望达到 17 亿元以上的市场规模。

3.1 干眼病市场规模巨大，环孢素滴眼液迎来春天

我国干眼病发病率逐年上升。干眼病是眼科门诊第一常见眼病，并往往伴随内分泌相关疾病。2020 年中国干眼病患者约为 2.19 亿人口。根据《国人干眼多中心大数据报告》，干眼患者人数以每年 10% 以上的速度上升。43-86 岁人口中有 21.6% 患有干眼病，65 岁以上人群中干眼患病率为 75%。经常使用视频终端者干眼发病率高达 93%、佩戴隐形眼镜患者患病率为 90%。

图表 27 中国干眼病患者人数（亿人）



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

环孢素滴眼液迎来春天。目前国内可用的治疗方案种类和效果有限，主要为人工泪液和糖皮质激素。人工泪液可以长期给药，但是治标不治本，对于中重度患者作用不大，并且通常含有化学防腐剂。糖皮质激素在发挥抗炎作用的同时也抑制了机体正常的保护机制，长期、反复使用会引起青光眼、白内障、眼部机会性感染等一系列并发症，不适用长期给药。这两种主流治疗方式在作用机制和治疗效果上有明显的局限性。而环孢素滴眼液作为一种免疫抑制剂，既可达到对干眼症进行精准抗炎的疗效，又能促进泪液和黏蛋白分泌，满足患者因反复发作导致的长期用药需求。环孢素滴眼液将会是我国规模日益增长的干眼病患者群体的首选良药。

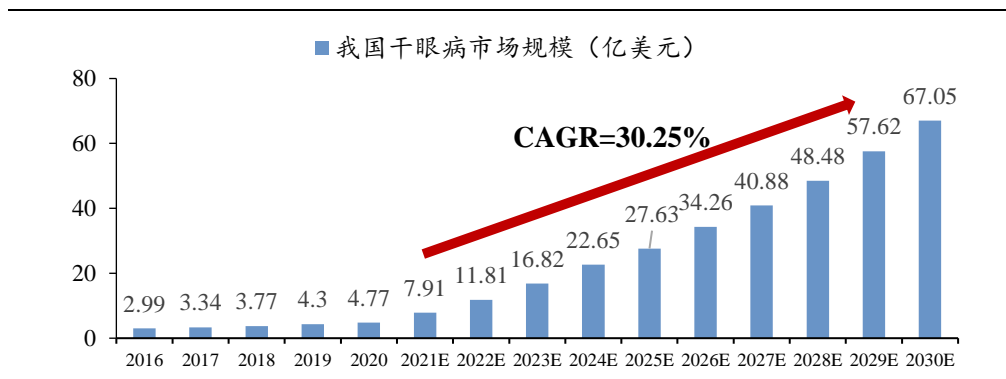
图表 28 干眼病治疗方式

药物治疗	药物类型	药物举例
润滑眼表和促进修复	人工泪液	补充水液层：玻璃酸钠、羧甲基纤维素、羟丙基甲基纤维素、聚乙烯醇、聚乙二醇及聚丙烯酸等
		补充脂质层：含有脂类成分和模拟脂质结构
		模拟黏蛋白结构、增加泪膜与角膜之间黏附性的含羟丙基胍成分
	促进泪液分泌的滴眼液	促黏蛋白分泌的 P2Y2 受体激动剂：地夸磷索钠、瑞巴特、半乳糖凝集素 3
	促眼表修复的滴眼液	以成纤维细胞生长因子、表皮生长因子、维生素 A 等为主要有效成分的滴眼液
抗炎治疗	眼用血清制剂	自体血清和小牛血去蛋白提取物眼部制剂
	糖皮质激素	氟米龙、氯倍他松、氯替泼诺与甲基泼尼松龙等
	免疫抑制剂	他克莫司和为 0.05%-1.00%环孢素 A
	非甾体类抗炎药	普拉洛芬滴眼液、双氯酚酸钠滴眼剂、酮咯酸氨丁三醇滴眼液等
抗菌药治疗	局部用抗菌药	甲硝唑、红霉素
	全身用抗菌素	四环素类药物、大环内酯类药物
抗氧化治疗	抗氧化剂	乙酰半胱氨酸、SkQ1

资料来源：中华眼科杂志，华安证券研究所。

我国干眼病市场规模巨大。根据灼识咨询报告，受新药的上市和患者池扩充的影响下，干眼病药物的市场规模预计以 30.25% 的复合增长率大幅增长至 2030 年的 67 亿美元。

图表 29 中国干眼病市场规模（2016-2030E）



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所。

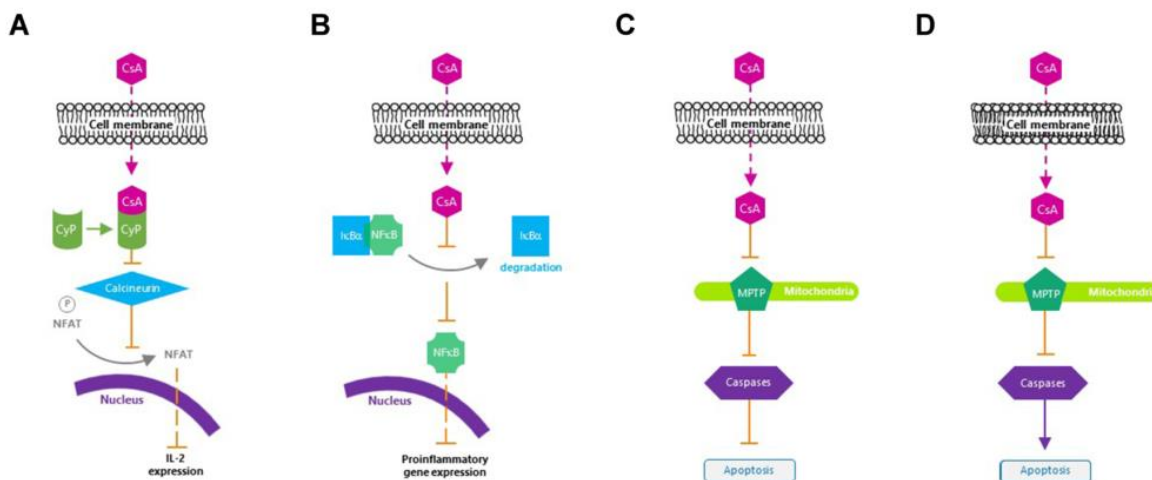
3.2 0.05%环孢素滴眼液源于国外，高于国外

兴齐眼药的兹润于 2020 年 6 月获批上市，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症状。该产品的原研药 Restasis 已在其他国家上市。

T 细胞介导的免疫失调是造成干眼和炎症持续的关键。0.05%环孢素滴眼液能精

准抑制 T 细胞活化和炎症因子的释放，防止结膜上皮细胞凋亡，诱导活化 T 细胞凋亡，并维持眼睛的免疫平衡。

图表 30 环孢素用于干眼的作用机理



注:1.(A)灭活 T 细胞;(B)抑制炎症因子的释放;(C)防止结膜上皮细胞凋亡;(D)诱导活化 T 细胞凋亡;

2.缩写: CsA, cyclosporine A; CyP, cyclophilin; IκBα, nuclear factor of κ light polypeptide gene enhancer in β-cell inhibitor, alpha; IL-2, interleukin 2; MPTP, mitochondrial permeability transition pore; NFAT, nuclear factor of activated T cells; NFκB, nuclear factor of kappa B; P, phosphorylated.

资料来源: Clinical Ophthalmology, 华安证券研究所

兴齐的 0.05%环孢素滴眼液具有优良的有效性和安全性。北京协和医院曾开展一项产自兴齐眼药的 0.05%环孢素滴眼液(Ⅱ)治疗干燥综合征相关中重度干眼的有效性和安全性:随机、双盲、安慰剂对照亚组研究,为期 84 天。试验共纳入 60 例患者,试验组 32 例,每天给予 2 次 0.05%环孢素滴眼液(Ⅱ);对照组 28 例,每天给予溶剂 2 次。两组同时使用滴用人工泪眼(羟丙甲纤维素滴眼液)每天 3 次作为基础治疗。研究结果显示,试验组和对照组临床总有效率分别为 68.8%和 17.9% ($P < 0.001$)。试验组在第 28 天及以后各随访时间点显现统计优效。

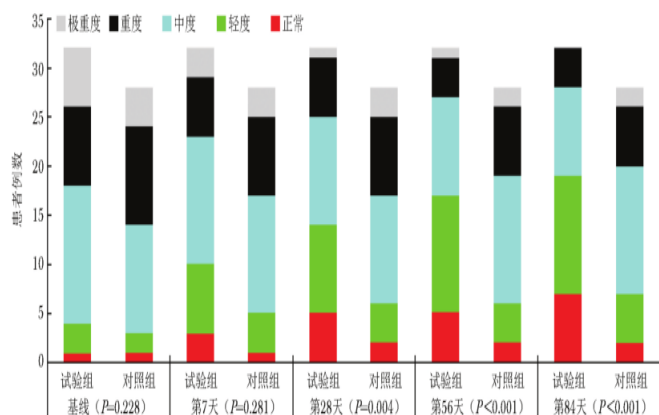
图表 31 环孢素滴眼液临床试验有效率

随访时间点	全分析集			符合方案分析集		
	对照组 (n=28)	试验组 (n=32)	P 值	对照组 (n=21)	试验组 (n=15)	P 值
第 7 天	0	1 (3.1)	1	0	0	
第 28 天	0	6 (18.8)	0.0256	0	3 (20.0)	0.0637
第 56 天	0	18 (56.3)	<0.001	0	10 (66.7)	<0.001
第 84 天	5 (17.9)	22 (68.8)	<0.001	3 (14.3)	11 (73.3)	<0.001

注:临床有效率定义为疗效指数达到 50%及以上的患者比例,疗效指数为用药后眼部总积分(眼部症状、体征和眼科检查总积分)较基线改善的百分比。

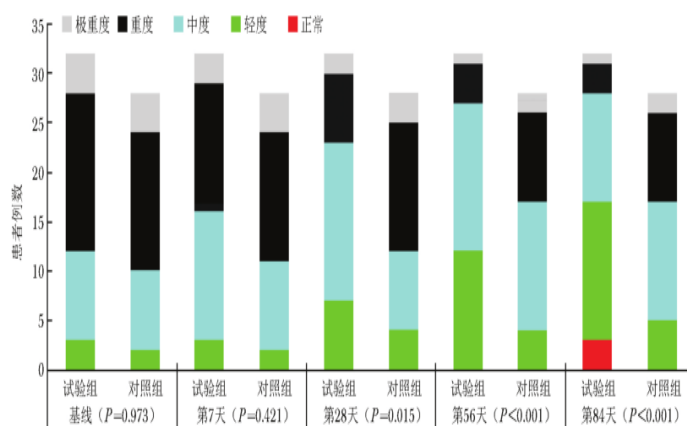
资料来源:中华临床免疫和变态反应杂志, 华安证券研究所

图表 32 全分析集试验组和对照组患者各随访时间点 Schirmer I 试验结果比较



资料来源：中华临床免疫和变态反应杂志，华安证券研究所

图表 33 全分析集试验组和对照组患者各随访时间点泪膜破裂时间检测结果比较

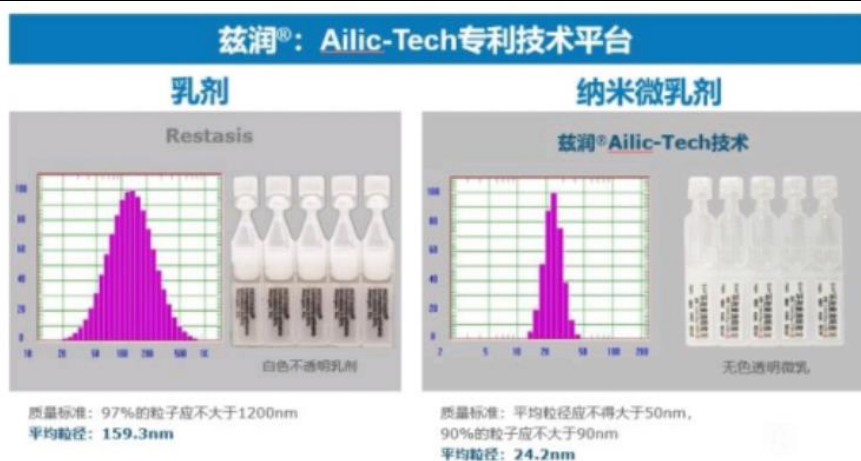


资料来源：中华临床免疫和变态反应杂志，华安证券研究所

本试验未发生严重不良事件。试验组发生中度眼痛 2 例（6.3%），对照组发生轻度眼痛 1 例（3.6%）。大多数受试者用药后眼部无不适感，第 84 天时，试验组和对照组滴药后各有 1 例产生不适感。

兴齐的 0.05% 环孢素滴眼液使用独家 Ailic-Tech 创新技术，比 Restasis 更加舒适安全。兴齐兹润为纳米微乳剂，规定平均粒径不得大于 50nm，90% 的粒子应不大于 90nm，平均粒径为 24.2nm。Restasis 为乳剂，规定 97% 的粒子应不大于 1200nm，平均粒径为 159.3nm。粒径越大，越容易产生异物感和烧灼感。而兴齐兹润的粒径小，更加舒适，尤其是对于中重度干眼患者，用药依从性和生物利用度会提升。

图表 34 Ailic-Tech 专利技术



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 国内唯一获批的治疗干眼症的环境素类药物，竞争格局良好

兴齐眼药的 0.05%环境素滴眼液为国内首个获批，主要竞品有兆科眼科的环境素 A 眼用凝胶，该药物Ⅲ期临床试验已于 2021 年 4 月完成，采用专利水凝胶，专利权已在中国至国际范围获批。此创新药方能提升环境素 A 于眼表的药物代谢动力学效能及暴露量，给予药物更多时间抑制干眼症。且每晚仅一次给药，提升患者的遵医嘱性和生活质量。含有环境素成分的药物还有康哲生物的 Cequa、恒瑞医药的 SHR8028 的滴眼液，分别采用纳米胶束配方和 EyeSol 技术提升生物利用度，均处于Ⅲ期临床阶段。

恒瑞医药的化药 SHR8058 滴眼液（全氟己基辛烷）的Ⅲ期临床试验已于 2021 年 9 月完成，和铂医药的生物制品 HBM9036 滴眼液（特那西普）目前正处于Ⅲ期临床阶段。

图表 35 国内治疗干眼病主要在研药物

药品名称	注册分类	企业	产品特点	研发阶段	首次公示日期	试验状态
0.05%环境素滴眼液（Ⅱ）	化药 3.1	兴齐眼药	独家 Ailic-Tech 创新技术，更加舒适安全	获批上市	——	——
环境素 A 眼凝胶	化药 3.1	兆科眼科	专利水凝胶 ，给予药物更多时间抑制干眼症	Ⅲ期	2020/6/22	2021-07-12 已完成
Cequa（0.09%环境素眼用凝胶）	——	Sun Pharma（康哲药业）	0.09%的新型专利 纳米胶束 配方，环境素的生物利用度和理化稳定性更强	Ⅲ期	2020-09-07	进行中，尚未招募
HBM9036 滴眼液（特那西普）	治疗用生物制品	HanAll（和铂医药）	针对成年中重度干眼患者的全球创新型 肿瘤坏死因子(TNF) 受体 1 片段药物，眼部渗透性良好、TNF- α 中和活性强、稳定性高、副作用小	Ⅲ期	2020/11/11	进行中，招募中
SHR8028 滴眼液（1%环境素 A 制剂）	化药 2.2	Novaliq（恒瑞医药）	采用 EyeSol 技术 ，不使用水、油、防腐剂或表面润滑剂，将药物搭载在半氟化烷类新载体上	Ⅲ期	2021/1/28	进行中
SHR8058（全氟己基辛烷）	化药 2.4	Novaliq（恒瑞医药）	用于治疗睑板腺功能障碍相关干眼病，在眼表面形成 稳定包膜 ，防止泪液过强蒸发	Ⅲ期	2021/1/26	2021-09-07 已完成

资料来源：CDE，公司公告，华安证券研究所

兴齐眼药的 0.05%环境素滴眼液竞争格局良好：

- 为国内**首家获批上市**的治疗干眼症的环境素类药物，主要竞品均处于临床试验阶段，兴齐拥有绝对的时间优势；
- **大量临床数据证明** 0.05%环境素滴眼液的优良疗效以及安全性，且已成为医生的首选治疗方式之一；
- 相比于原研药 Restasis 采用**独家 Ailic-Tech 创新技术**，有更高的生物利用

度；

- 已被纳入国家医保目录并于 2022 年开始实施，未来两年内将会实现迅速放量。

3.4 0.05%环孢素滴眼液销售规模有望达到 17 亿元以上

测算兹润销售峰值为 17.63 亿元，测算基于以下条件：

- （1）假设我国干眼病患者以 2% 的 CAGR 增长至 2030 年 2.69 亿人；
- （2）假设诊断率从 2020 年 12.50% 逐年增长至 2030 年 20.75%；
- （3）假设治疗干眼症的环孢素类药物 2021 年渗透率为 0.08%，增长至 2030 年的 11.50%，兹润渗透率从 0.08% 增长至 4.60%；
- （4）假设一个月使用一盒（30 支/盒，一支/天），用药市场 6 个月；进入医保前中标价格为 799 元/盒，2022 年正式实施医保价格 165 元/盒。2023 年协议到期，假设公司续约，2024 年降价幅度为 20%。其余年份的用药费用以 2% 逐年递减。

基于以上假设条件，测算 2021 年我国干眼症患者可达 2.24 亿人，兹润渗透率为 0.08%，销售收入 1.16 亿元，预计于 2030 年达到销售峰值 17.63 亿元，渗透率为 4.60%。

图表 36 0.05%环孢素滴眼液销售收入预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
我国干眼病患者(亿人)	2.24	2.29	2.34	2.39	2.44	2.49	2.54	2.59	2.64	2.69
同比增长率	2.29%	2.24%	2.19%	2.14%	2.09%	2.04%	1.99%	1.94%	1.89%	1.84%
诊断率	13.45%	14.40%	15.35%	16.30%	17.25%	17.95%	18.65%	19.35%	20.05%	20.75%
环孢素类药物渗透率	0.08%	1.00%	2.10%	3.20%	4.50%	6.20%	7.50%	9.00%	10.30%	11.50%
兹润在环孢素类药物中的渗透率	100.00%	100.00%	95.00%	90.00%	80.00%	70.00%	60.00%	50.00%	45.00%	40.00%
兹润渗透率	0.08%	1.00%	2.00%	2.88%	3.60%	4.34%	4.50%	4.50%	4.64%	4.60%
用药费用(元/月)	799.00	165.00	161.70	129.36	126.77	124.24	121.75	119.32	116.93	114.59
用药时长(月)	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
销售收入(亿元)	1.16	3.26	6.95	8.71	11.53	14.46	15.57	16.14	17.19	17.63

资料来源：Wind，华安证券研究所

4 业绩预测与估值评级

4.1 公司业绩预测

（1）0.05%环孢素滴眼液：仍为目前国内唯一被批准上市的治疗干眼症的眼药，且已被纳入国家医保目录，未来两年内实现快速放量，预计 2021 年、2022 年、2023 年销售收入分别为 1.16 亿元、3.53 亿元、6.95 亿元；

（2）0.01%阿托品滴眼液：用于延缓儿童青少年近视进展的新药，预计 2023 年获批上市，上市后第一年将会带来销售收入 4.11 亿元；

（3）公司其他产品和服务：公司原有产品力强，未来三年将保持稳步增长，预计 2021 年、2022 年、2023 年凝胶剂/眼膏剂收入增长速度为 6%/5%/5%，滴眼液收入（不包括兹润和 0.01%阿托品滴眼液）增长速度为 33%/29%/26%，溶液剂及其他产品收入增长速度为 30%/27%/24%，医疗服务前两年收入增长速度为 100%/31%。

综上，我们预计公司 2021 年、2022 年以及 2023 年营业收入分别为 10.37 亿元、14.72 亿元、21.19 亿元，分别同比增长 50.55%、41.93%、43.97%；归母净利润分别为 2.02 亿元、3.06 亿元、4.97 亿元，分别同比增长 129.87%、51.38%、62.34%。

图表 37 公司业绩拆分（单位：百万元）

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	收入	542.43	688.68	1036.79	1471.50	2118.54
	YoY	25.80%	26.96%	50.55%	41.93%	43.97%
营业成本		145.05	185.03	255.98	338.21	407.73
毛利润		397.39	503.65	780.81	1133.29	1710.81
毛利率		73.26%	73.13%	75.31%	77.02%	80.75%
归母净利润		35.89	87.98	202.24	306.16	497.00
	YoY	162.74%	145.14%	129.87%	51.38%	62.34%
凝胶剂/眼膏剂	收入	310.34	291.02	308.48	323.91	340.10
	YoY	19.18%	-6.23%	6.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	84.19%	83.46%	85.00%	86.00%	87.00%
滴眼剂	收入	175.45	217.13	288.79	372.53	469.39
	YoY	14.20%	23.75%	33.00%	29.00%	26.00%
	毛利率	63.34%	66.61%	68.00%	70.00%	73.00%
溶液剂及其他	收入	29.22	37.53	48.79	61.96	76.83
	YoY	75.59%	28.44%	30.00%	27.00%	24.00%
	毛利率	87.76%		88%	90%	92%
医疗服务	收入	23.68	137.59	275.19	360.49	126.17
	YoY		481.06%	100.00%	31.00%	-65.00%
	毛利率		67.81%	70.00%	73.00%	75.00%
0.05%环孢素滴眼液	收入			115.55	352.61	695.30
	YoY			—	205.15%	97.19%
	毛利率			75.00%	78.00%	82.00%
0.01%阿托品滴眼液	收入					410.74
	YoY					
	毛利率					82.00%

资料来源：Wind，华安证券研究所

4.2 估值评级

可比公司估值

基于公司的主营业务领域为眼科疾病，并且是国内眼科药物研发、生产、销售领域的龙头企业，选取包括仁和药业、爱尔眼科、欧普康视、金城医药、昊海生科作为可比公司进行估值比较。截至 2022 年 03 月 04 日，可比公司 2021-2023 年平均 PE 为 60.81X/36.17X/28.15X。公司估值低于可比公司平均水平。

图表 38 可比公司估值（截至 2022/03/04）

编号	证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1	000650.SZ	仁和药业	110.60	7.24	8.53	10.05	15.27	12.97	11.01
2	300015.SZ	爱尔眼科	1891.06	23.33	30.69	39.84	81.07	61.62	47.46
3	300595.SZ	欧普康视	333.91	6.01	8.08	10.75	55.59	41.33	31.05
4	300233.SZ	金城医药	140.63	1.58	3.98	4.88	89.30	35.34	28.82
5	688366.SH	昊海生科	152.95	3.52	6.08	8.03	62.80	29.61	22.42
		行业平均					60.81	36.17	28.15
	300573.SZ	兴齐眼药	88.18	2.02	3.06	4.97	43.60	28.80	17.74

资料来源：Wind(可比公司为一预测，2022/03/04，兴齐眼药为华安证券预测)，华安证券研究所

DCF 法估值

用 DCF 估值法对环孢素滴眼液、阿托品滴眼液以及其他产品和服务进行市值估计。假设永续年金增长率为 3.0%，WACC 为 8.50%，阿托品上市成功概率为 85%，最终得到公司合理市值为 149.53 亿元。同时参考可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 39 DCF 法公司估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
0.01%阿托品滴眼液			4.11	8.47	12.73	16.91	22.03	27.14	31.30	32.05
阿托品上市概率			85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
0.05%环孢素滴眼液	1.16	3.53	6.95	8.71	11.53	14.46	15.57	16.14	17.19	17.63
其他产品和服务	9.21	11.19	10.12	10.63	11.16	11.72	12.07	12.68	13.31	13.98
风险调整后的收入	10.37	14.71	20.57	26.54	33.51	40.55	46.36	51.88	57.11	58.84
EBIT/销售收入	21.60%	22.57%	25.05%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%
所得税税率	12%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EBIT(1-所得税税率)	1.97	2.96	4.64	6.09	7.69	9.31	10.64	11.91	13.11	13.50
加：折旧及摊销	0.58	0.62	0.66	0.70	0.74	0.78	0.82	0.86	0.90	0.94
减：营运资金增加	0.86	0.92	1.40	1.48	1.69	1.70	1.46	1.40	1.30	0.42
减：资本性投资	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73
自由现金流	0.96	1.92	3.17	4.58	6.00	7.65	9.26	10.64	11.97	13.30
自由现金流现值	0.89	1.63	2.48	3.31	3.99	4.69	5.23	5.54	5.75	5.88
TV	249.03									
TV 现值	110.14									
现值之和	149.53									

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

- （1）药品推广风险：成熟产品推广存在增速放缓的可能性，新兴产品进入市场需要一定的导入期，若推广不及预期则业绩会受到一定影响。
- （2）新药研发和审批风险：试验结果分析不明确、审批流程和周期等均有不确定性，若研发进度不及预期则未来新药的创收能力将会具有不确定性。
- （3）医药政策波动风险：医药行业受政策影响大，医保降价、集采降价、申报流程等政策因素可能会造成药品的注册和销售的不确定性。

财务报表与盈利预测：

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
流动资产	329	872	1411	2242					
现金	84	344	693	1352					
应收账款	99	247	356	467					
其他应收款	3	6	8	11					
预付账款	25	33	40	42					
存货	67	125	151	158					
其他流动资产	50	117	164	212					
非流动资产	717	701	710	715					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	515	528	534	535					
无形资产	24	24	25	25					
其他非流动资产	178	148	152	155					
资产总计	1046	1573	2121	2957					
流动负债	225	306	357	381					
短期借款	100	80	80	80					
应付账款	6	12	15	15					
其他流动负债	118	214	262	285					
非流动负债	89	59	59	59					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	89	59	59	59					
负债合计	314	365	416	440					
少数股东权益	16	12	12	12					
股本	82	88	88	88					
资本公积	289	288	288	288					
留存收益	345	820	1317	2129					
归属母公司股东权	716	1196	1693	2505					
负债和股东权益	1046	1573	2121	2957					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	122	180	281	428					
净利润	88	202	306	497					
折旧摊销	49	58	62	66					
财务费用	6	5	5	5					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-30	-86	-92	-140					
其他经营现金流	127	288	398	637					
投资活动现金流	-108	-75	-75	-75					
资本支出	-108	-73	-73	-73					
长期投资	0	-2	-2	-2					
其他投资现金流	0	1	1	1					
筹资活动现金流	-15	1	-5	-5					
短期借款	10	-20	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	6	0	0					
资本公积增加	31	0	0	0					
其他筹资现金流	-56	15	-5	-5					
现金净增加额	-1	106	201	348					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
营业收入	689	1037	1471	2119					
营业成本	185	256	338	408					
营业税金及附加	10	11	12	14					
销售费用	244	326	471	699					
管理费用	77	116	163	234					
财务费用	6	5	4	3					
资产减值损失	-3	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
营业利润	106	230	344	552					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	3	0	0	0					
利润总额	103	230	344	552					
所得税	9	28	38	55					
净利润	93	202	306	497					
少数股东损益	5	0	0	0					
归属母公司净利润	88	202	306	497					
EBITDA	155	282	394	597					
EPS（元）	1.09	2.30	3.48	5.64					

主要财务比率													
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E									
成长能力													
营业收入	27.0%	50.5%	41.9%	44.0%									
营业利润	180.6%	117.3%	49.7%	60.5%									
归属于母公司净利	145.1%	129.9%	51.4%	62.3%									
获利能力													
毛利率（%）	73.1%	75.3%	77.0%	80.8%									
净利率（%）	12.8%	19.5%	20.8%	23.5%									
ROE（%）	12.9%	22.7%	25.6%	29.4%									
ROIC（%）	12.5%	20.1%	22.9%	26.8%									
偿债能力													
资产负债率（%）	28.1%	25.6%	23.2%	19.6%									
净负债比率（%）	42.8%	30.2%	24.4%	17.5%									
流动比率	1.38	2.08	2.85	3.95									
速动比率	0.98	1.61	2.33	3.42									
营运能力													
总资产周转率	0.66	0.66	0.69	0.72									
应收账款周转率	6.94	4.19	4.13	4.54									
应付账款周转率	28.95	21.01	23.02	26.43									
每股指标（元）													
每股收益	1.09	2.30	3.48	5.64									
每股经营现金流	1.48	2.04	3.19	4.86									
每股净资产	8.28	10.10	13.58	19.22									
估值比率													
P/E	87.37	43.60	28.80	17.74									
P/B	11.50	9.91	7.37	5.21									
EV/EBITDA	50.81	31.06	21.71	13.75									

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。