



买入(维持)

所属行业: 医药生物/化学制药
当前价格(元): 217.00

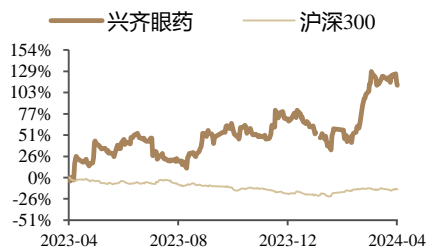
证券分析师

陈进

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.32	45.59	44.71
相对涨幅(%)	-3.92	43.45	36.73

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《兴齐眼药(300573.SZ): Q3收入利润双增, 阿托品审评进展顺利》, 2023.11.3
- 《兴齐眼药(300573.SZ): Q2经营超预期, 静待阿托品获批上市》, 2023.9.1
- 《兴齐眼药(300573.SZ): 多年研发即将收获, 百亿级单品NDA获受理超预期》, 2023.5.4

股票数据

总股本(百万股):	124.59
流通A股(百万股):	95.71
52周内股价区间(元):	97.64-229.19
总市值(百万元):	27,035.86
总资产(百万元):	2,023.84
每股净资产(元):	13.56

资料来源: 公司公告

兴齐眼药(300573.SZ): 经营符合预期, 阿托品即将驱动公司高速增长

投资要点

事件: 公司发布2023年报, 实现营业收入14.68亿元, 同比增长17.4%; 归母净利润2.4亿元, 同比增长13.4%; 扣非净利润2.4亿, 同比增长15.6%。

23Q4经营超预期, 环孢素持续加速放量。 公司23Q4营收3.63亿(+47.7%), 归母净利润5770万(+552.3%), 均超预期。收入分结构看, 23年医药制造实现营业收入10.9亿元(+32.6%), 医疗服务收入3.5亿元(-13.5%); 其中, 医药制造中的凝胶剂/眼膏剂、滴眼剂实现收入分别为3.74亿、6.63亿元, 同比增速分别为18.4%、47.9%。滴眼剂高增速我们认为主要系干眼症首仿药物环孢素滴眼液于2021年新进医保谈判目录后持续快速放量, 23年预计销售收入4.0-4.5亿元, 依靠庞大的干眼市场以及首仿地位, 预计24年将进一步快速放量。医疗服务收入下滑, 主要系低浓度阿托品院内制剂销售新政影响; 2022年7月份, 互联网医院新政出台, 禁止院内制剂通过互联网医院渠道销售, 该政策对公司23年收入与利润造成一定影响。医药制造与医疗服务两大业务板块毛利率同比分别下降0.88pct、2.34pct, 略微下降。期间费用率情况: 1) 销售费用率为36.4%, 同比减少0.6pct, 主要系滴眼剂高增长所致; 2) 管理费用率为10.5%, 下降0.1pct, 保持稳定; 3) 研发费用率达到11.4%, 保持稳定。

低浓度阿托品正式获批上市, 有望驱动收入与业绩爆发式增长。 24年3月11日, 公司公告其硫酸阿托品滴眼液(0.01%)正式获得国家药监局上市批准, 百亿级大单品有望正式开启获批后高速放量销售行情。根据我们预测, 低浓度阿托品近视防控主要用于儿童及青少年人群, 该年龄段近视人群总数近1亿人; 当前主流阿托品院内制剂年费用约为3600元, 中性情况下, 我们预计兴齐产品能在上市的第3个完整年(即2027年)达到销售峰值, 达到101.8亿元, 将重塑眼科药物市场格局。预计阿托品将从24Q2启动高速的放量销售, 公司2024年有望迎来收入与业绩爆发式增长阶段。

投资建议: 阿托品2024Q1正式获批, 暂且不考虑阿托品放量情况下, 预计2024-2026年公司将实现营收21.2/26.8/30.8亿元, 实现归母净利润4.5/6.7/7.7亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 阿托品销售低于预期; 环孢素滴眼液竞争加剧或集采降价风险; 传统眼药产品推广销售不及预期及进入集采风险。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,250	1,468	2,117	2,680	3,082
(+/-)YOY(%)	21.6%	17.4%	44.2%	26.6%	15.0%
净利润(百万元)	212	240	449	669	768
(+/-)YOY(%)	8.7%	13.4%	87.1%	48.9%	14.9%
全面摊薄EPS(元)	1.72	1.93	3.60	5.37	6.17
毛利率(%)	78.7%	77.4%	82.3%	83.6%	81.3%
净资产收益率(%)	13.6%	14.2%	21.0%	23.8%	21.5%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.93	3.60	5.37	6.17
每股净资产	13.56	17.17	22.54	28.70
每股经营现金流	2.55	6.96	9.40	11.83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	94.47	60.20	40.44	35.19
P/B	13.44	12.64	9.63	7.56
P/S	18.42	12.77	10.09	8.77
EV/EBITDA	61.36	26.62	19.25	15.19
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	77.4%	82.3%	83.6%	81.3%
净利润率	16.4%	21.2%	24.9%	24.9%
净资产收益率	14.2%	21.0%	23.8%	21.5%
资产回报率	11.9%	17.7%	20.6%	18.8%
投资回报率	13.8%	20.5%	23.3%	21.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.4%	44.2%	26.6%	15.0%
EBIT 增长率	11.9%	85.2%	47.7%	15.5%
净利润增长率	13.4%	87.1%	48.9%	14.9%
偿债能力指标				
资产负债率	16.5%	15.7%	13.6%	12.7%
流动比率	3.5	5.2	6.8	7.9
速动比率	2.8	4.6	6.2	7.2
现金比率	1.8	3.4	4.9	6.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	44.2	40.0	38.0	36.0
存货周转天数	149.5	150.0	148.0	146.0
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	2.0	4.5	7.3	13.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	240	449	669	768
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	105	475	573	752
非经营收益	2	7	6	3
营运资金变动	-30	-63	-76	-49
经营活动现金流	318	867	1,171	1,474
资产	-262	-204	-452	-599
投资	0	-1	-6	-7
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-262	-205	-458	-606
债权募资	70	-20	0	0
股权募资	25	0	0	0
其他	-179	-4	-4	-4
融资活动现金流	-84	-24	-4	-4
现金净流量	-28	639	709	864

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2021-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,468	2,117	2,680	3,082
营业成本	332	375	440	577
毛利率%	77.4%	82.3%	83.6%	81.3%
营业税金及附加	16	23	29	34
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	535	773	968	1,110
营业费用率%	36.5%	36.5%	36.1%	36.0%
管理费用	154	222	271	277
管理费用率%	10.5%	10.5%	10.1%	9.0%
研发费用	167	233	241	262
研发费用率%	11.4%	11.0%	9.0%	8.5%
EBIT	270	501	740	854
财务费用	-6	1	-2	-4
财务费用率%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	277	503	744	857
营业外收支	-12	-3	-2	1
利润总额	265	500	741	858
EBITDA	364	976	1,312	1,606
所得税	25	51	73	90
有效所得税率%	9.4%	10.2%	9.8%	10.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	240	449	669	768

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	480	1,119	1,828	2,692
应收账款及应收票据	203	232	279	304
存货	136	154	178	231
其它流动资产	85	188	237	285
流动资产合计	905	1,693	2,522	3,512
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	721	467	366	237
在建工程	106	106	106	106
无形资产	78	77	75	73
非流动资产合计	1,119	846	729	584
资产总计	2,024	2,539	3,251	4,097
短期借款	70	50	50	50
应付票据及应付账款	18	25	31	44
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	172	251	288	353
流动负债合计	260	326	370	447
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	74	74	74	74
非流动负债合计	74	74	74	74
负债总计	334	400	444	521
实收资本	125	125	125	125
普通股股东权益	1,690	2,139	2,808	3,576
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,024	2,539	3,251	4,097

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。