

专注眼科用药市场，低阿放量驱动未来高质量发展

兴齐眼药(300573)

国内首款延缓青少年近视的低浓度阿托品滴眼液上市，销售峰值有望近百亿

公司0.01%硫酸阿托品滴眼液于2024年3月经NMPA获批首家上市，且主要竞品多处于申请、临床试验阶段，我们预计公司产品有望具备2-3年市场独占期。根据专家共识和相关临床试验，低浓度阿托品是目前唯一经循证医学验证能有效延缓近视进展的药物，且0.01%浓度的阿托品滴眼液和高浓度阿托品滴眼液相比具有最小不良反应以及停药后最小反弹效应；产品年治疗费用约为3576元/年，以5%渗透率保守估算，我们预计市场空间达109亿元。考虑到产品上市前期公司存在一定发货铺货需求，我们预计低阿等产品在2024-2026年收入有望达18、30、38亿元，产品净利润率有望达40-50%，公司将进入高成长期。

中重度干眼症药物0.05%环孢素滴眼液续保，预计国内有望实现近17亿元销售峰值

外用环孢素A药物已于全球市场成为中重度干眼症的标准疗法，2016年原研公司艾尔建的Restasis全球销售额最高达近15亿美元。公司0.05%环孢素滴眼液（兹润）于2020年6月国内首个获批，目前仅恒瑞（2024年1月NDA）、康哲（3期临床）等少数公司对低浓度环孢素滴眼液进行布局，中长期看产品竞争格局良好。兹润在2023年成功续约医保乙类，对应当前医保价格为165元/30支/盒，2019年国内干眼症患者为2.1亿人，按照中重度干眼症患者比例35%、就诊比例10%、用药周期6个月估算，我们预计环孢素滴眼液在国内的销售峰值有望达17亿元。

在研产品储备丰富，构建“全系列、多品种”的眼科药物产品体系

公司专注于眼科药物细分领域数十年，与各级经销商建立合作关系，产品销售网络覆盖全国省、市、县级医疗机构，拥有完善的营销渠道及稳定的客户群。截至2023年底，公司共拥有眼科药物批准文号57个，其中35个产品被列入医保目录，6个产品被列入国家基本药物目录。近年公司持续加大研发投入，通过自主研发以及合作开发等方式不断拓展公司眼科产品线，2023年研发投入共计1.82亿元，截至2023年底，公司研发管线中有2个项目处于临床研究阶段，9个处于仿制药上市申请阶段，未来公司

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	289.51
股票代码：	300573
52周最高价/最低价：	289.8/130.0
总市值(亿)	360.70
自由流通市值(亿)	277.08
自由流通股数(百万)	95.71



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：程仲瑶
邮箱：chengzy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120001
联系电话：

将持续聚焦主业，完善眼科各领域产品布局，满足未被满足的临床需求。

盈利预测

随着公司低浓度阿托品首家获批上市、环孢素滴眼液成功续约医保，带动公司营收大幅增长。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入为 30.9/44.7/54.4 亿元，分别同比增长 110.6%/44.6%/21.7%，对应归母净利润分别为 5.9/8.5/10.7 亿元，分别同比增长 145.7%/44.9%/25.7%，对应每股收益分别为 4.73/6.86/8.62 元，对应 2024 年 5 月 10 日 289.51 元收盘价，PE 分别为 61/42/34 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

销售低于预期；医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；产品降价风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,250	1,468	3,091	4,470	5,440
YoY (%)	21.6%	17.4%	110.6%	44.6%	21.7%
归母净利润(百万元)	212	240	590	854	1,074
YoY (%)	8.7%	13.4%	145.7%	44.9%	25.7%
毛利率 (%)	78.7%	77.4%	81.2%	83.0%	84.7%
每股收益 (元)	1.72	1.93	4.73	6.86	8.62
ROE	13.6%	14.2%	25.7%	27.2%	25.4%
市盈率	168	150	61	42	34

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司历史沿革与基本情况.....	5
1.1. 历史沿革与股权结构.....	5
1.1.1. 已构建“专业化、全系列、多品种”的眼科药物产品体系.....	6
2. 公司产品品类丰富，竞争格局优良.....	9
2.1. 低浓度阿托品滴眼液：防控青少年近视，销售峰值有望达百亿元.....	9
2.2. 环孢素滴眼液：享受独家红利，预计销售峰值 17 亿元.....	15
2.3. 研发力度持续加强，在研产品储备丰富.....	19
3. 股权激励出台推动公司业绩发展.....	20
4. 盈利预测与投资建议.....	21
4.1. 盈利预测与估值.....	21
4.2. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	22

图表目录

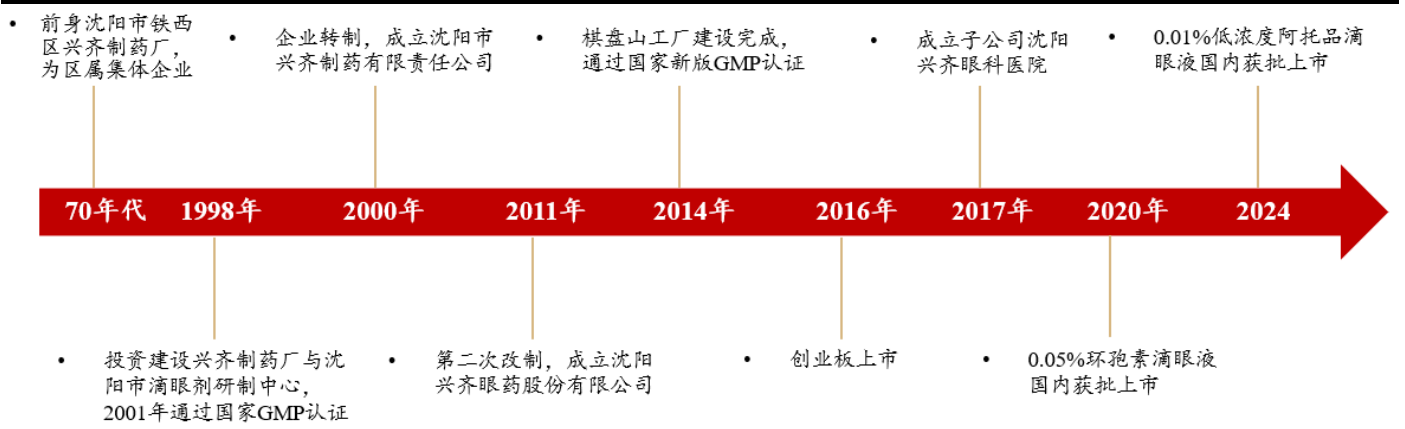
图 1 公司重大发展历程.....	5
图 2 公司股权结构（截止 2024Q1）.....	5
图 3 公司营业收入&归母净利润及其增长（亿元）.....	8
图 4 公司各业务板块收入（亿元）.....	8
图 5 公司各业务板块毛利率.....	8
图 6 公司医疗服务（产品）收入&利润（亿元）.....	8
图 7 公司近年毛利率和归母净利率.....	9
图 8 公司各项费用率情况.....	9
图 9 2019-2021 年中国近视儿童青少年近视干预措施.....	10
图 10 使用低浓度阿托品前后对比.....	10
图 11 兴齐“美欧品”产品包装.....	14
图 12 沈阳兴齐眼科互联网医院小程序.....	14
图 13 中国干眼症药物市场规模（百万美元）.....	16
图 14 玻璃酸钠滴眼液（人工泪液）在中国城市公立医院销售额（亿元）.....	16
图 15 0.05%环孢素滴眼液长期治疗可有效延缓干眼疾病进展.....	17
图 16 0.05%环孢素滴眼液可显著促进自身泪液分泌.....	18
图 17 Restasis 全球销售额（亿元）.....	19
图 18 兹润在城市公立医院销售额（亿元）.....	19
表 1 公司现有核心产品概况（2023A）.....	6
表 2 兴齐在城市公立样本医院产品销售情况（万元）.....	6
表 3 公司当前眼科药物批准情况（2023A）.....	7
表 4 公司 2023 年批准的眼科药物.....	7
表 5 公司 2023 年集采产品情况.....	7
表 6 2023 年低浓度阿托品滴眼液在近视防控领域的临床研究荟萃.....	10
表 7 全球已上市低浓度阿托品不完全梳理.....	11
表 8 兴齐低浓度阿托品滴眼液研发上市进展梳理.....	12
表 9 低浓度阿托品中国研发进展梳理.....	12
表 10 国内可销售低阿院内制剂的医院不完全梳理.....	13
表 11 低浓度阿托品滴眼液国内销售峰值测算.....	14
表 12 兴齐低浓度阿托品滴眼液销售放量节奏测算.....	14
表 13 干眼症的治疗方式.....	16
表 14 全球主要获批的干眼症药物.....	16
表 15 低浓度环孢素滴眼液中国研发进展梳理.....	18
表 16 低浓度环孢素滴眼液国内销售峰值测算.....	19
表 17 公司在研管线（2023A）.....	20
表 18 公司股权激励计划目标.....	20
表 19 公司股权激励计划需摊销费用（万元）.....	21
表 20 公司业绩拆分&预测（亿元）.....	21
表 21 可比公司估值情况（20240510）.....	22

1. 公司历史沿革与基本情况

1.1. 历史沿革与股权结构

公司深耕细作于眼科药物细分领域多年，产品线布局丰富。公司建于 1977 年，前身为沈阳市铁西区兴齐制药厂。2000 年沈阳市兴齐制药有限责任公司正式成立。2016 年深交所创业板上市。截至 2023 年底，公司共拥有眼科药物批准文号 57 个，其中 35 个产品被列入医保目录，6 个产品被列入国家基本药物目录。公司大力投入研发，眼科新药的在研管线丰富，环孢素、阿托品等潜力品种接连国内首家获批，研发进展不断。同时公司拥有完善的营销渠道及稳定的客户群，与各级经销商建立合作关系，产品销售网络覆盖全国省、市、县级医疗机构。

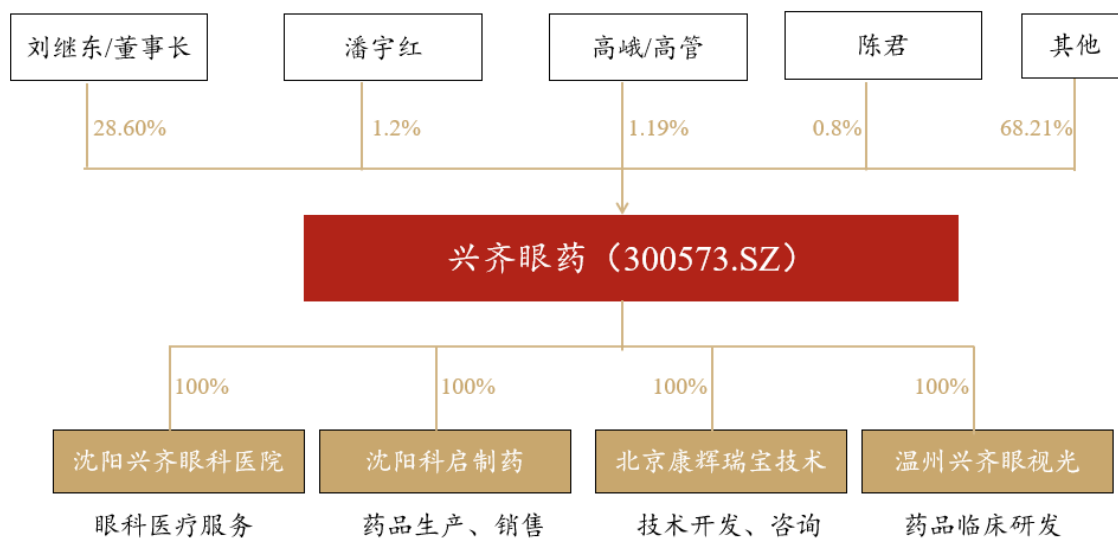
图 1 公司重大发展历程



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

公司实控人为董事长刘继东，持股比例为 28.60%，持股比例稳定。公司下设 4 家全资子公司包括沈阳兴齐眼科医院、北京康辉瑞宝等。其中沈阳兴齐眼科医院于 2017 年成立，于 2019 年初获得低浓度阿托品滴眼液的院内制剂批件。

图 2 公司股权结构（截止 2024Q1）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.1.已构建“专业化、全系列、多品种”的眼科药物产品体系

多年专注于眼科药物行业，积累良好品牌声誉。公司产品包括延缓儿童近视、干眼、抗感染、散瞳药和睫状肌麻痹药、眼用非类固醇消炎药、缩瞳药和抗青光眼药等，覆盖十个眼科药物细分类别，多款产品优势明显、竞争格局维持良好。2023年公司营收占比10%+的产品有兹润产品。兹润®环孢素滴眼液(□)已列入《中国干眼专家共识：生活方式相关性干眼(2022年)》等15项临床专家共识，迪友®加替沙星眼用凝胶荣获中国专利优秀奖；速高捷®小牛血去蛋白提取物眼用凝胶荣获辽宁省制造业单项产品冠军认定(2022)；2024年3月，公司硫酸阿托品滴眼液获得《药品注册证书》，目前国内尚无近视相关适应症的同类产品上市。

表1 公司现有核心产品概况 (2023A)

	商品名	通用名	获批时间	是否医保	2023年城市公立 医院销售额/ 亿元	竞争格局
延缓儿童近视药	美欧品®	硫酸阿托品滴眼液	2024年3月	否	/	/
营养与角膜修复药	速高捷®	小牛血去蛋白提取物眼用凝胶	2012年12月	否	0.86	兴齐 93%，兆科 7%
	速高捷®	小牛血去蛋白提取物滴眼液	2007年12月	否	0.56	兴齐 100%
眼用抗炎/抗感染药	迪可罗®	氧氟沙星滴眼液(单剂量)	2015年7月	是	0.31	参天 92.7%，兴齐 3.5%，其他多家
	迪可新®	溶菌酶滴眼液(8ml)	2019年4月	否	0.0016	兴齐 100%
人工泪液和眼润滑剂	兹养®	维生素A棕榈酸酯眼用凝胶	2007年11月	是	0.28	兴齐 100%
眼用非类固醇抗炎药	迪非®	双氯芬酸钠滴眼液(单剂量)	2003年1月	是	0.96	兴齐 92%、其他多家
散瞳和睫状肌麻痹药	卓比安®	复方托吡卡胺滴眼液(1ml)	2005年6月	是	1.07	兴齐 45.7%、参天 33.2%、其他多家
干眼治疗药	兹润®	0.05%环孢素滴眼液(□)	2020年6月	是	3.3	兴齐 100%

资料来源：公司官网，米内网，华西证券研究所

表2 兴齐在城市公立样本医院产品销售情况(万元)

排名	通用名	销售额						增长率				
		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
1	环孢素	0	0	125	3,649	14,547	15,169	0%	∞	2819%	299%	180%
2	小牛血去蛋白提取物	10,544	11,886	9,377	11,425	10,554	11,601	13%	-21%	22%	-8%	120%
3	双氯芬酸钠	6,686	8,780	7,664	11,865	9,305	6,357	31%	-13%	55%	-22%	31%
4	加替沙星	3,448	4,635	4,078	7,689	8,166	5,369	34%	-12%	89%	6%	31%
5	复方电解质	1,604	3,153	4,448	6,930	7,666	3,267	97%	41%	56%	11%	-7%
6	阿托品眼用凝胶	3,298	3,533	3,442	4,315	4,729	2,794	7%	-3%	25%	10%	32%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

7	复方托吡卡胺	1,596	2,646	2,645	2,636	3,344	2,445	66%	0%	0%	27%	59%
8	氧氟沙星	4,733	5,361	4,165	4,602	3,667	2,040	13%	-22%	10%	-20%	10%
9	维生素 A	2,794	3,284	2,973	3,263	2,579	1,496	18%	-9%	10%	-21%	17%
10	羟丙甲纤维素	265	68	629	1,893	895	287	-74%	825%	201%	-53%	-37%
11	氯霉素	31	12	9	23	13	8	-61%	-25%	156%	-43%	100%
合计		35,011	43,375	39,630	58,391	65,471	50,837	24%	-9%	47%	12%	67%

资料来源：米内数据，华西证券研究所

表 3 公司当前眼科药物批准情况 (2023A)

序号	类别	注册批件	医保目录数量	进入《国家基药物目录》数
1	眼用抗感染药 (S01A)	21	16	2
2	其他眼科用药 (S01X)	4	0	-
3	眼用非类固醇消炎药 (S01R)	4	2	-
4	散瞳药和睫状肌麻痹剂 (S01F)	4	3	2
5	眼用抗炎/抗感染联合使用药 (S01C)	1	1	-
6	干眼产品 (S01K)	9	5	-
7	缩瞳药物和抗青光眼用药 (S01E)	4	1	1
8	其他	10	7	1
合计		57	35	6

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2023 年公司新获批 4 款产品，有 2 款产品纳入集采，分别是小牛血去蛋白提取物眼用凝胶和地夸磷索钠滴眼液，有助于提升公司该产品的市场份额。

表 4 公司 2023 年批准的眼科药物

序号	药品通用名称	适应症	主要规格	有效期
1	玻璃酸钠滴眼液	缓解干眼症状	0.3% (0.4ml:1.2mg)	2028/3/23
2	玻璃酸钠滴眼液	缓解干眼症状	0.1% (10ml:10mg)	2028/10/11
3	曲伏前列素滴眼液	降低成人开角型青光眼或高眼压患者的眼压	0.004% (0.4ml:0.016mg)	2028/5/5
4	地夸磷索钠滴眼液	经诊断为伴随泪液异常的角结膜上皮损伤的干眼患者	3% (5ml:150mg)	2028/7/31

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 5 公司 2023 年集采产品情况

药品名称	中选价格 (元/盒)	中选区域	首年约定采购量	采购金额/万元
小牛血去蛋白提取物眼用凝胶	35.49	北京、天津、河北	12.38 万支	439
地夸磷索钠滴眼液	15.5	主供：辽宁、陕西、江西、山西、重庆、西藏；备供：湖北、天津、湖南、安徽、内蒙古	5.22 万支	80.9

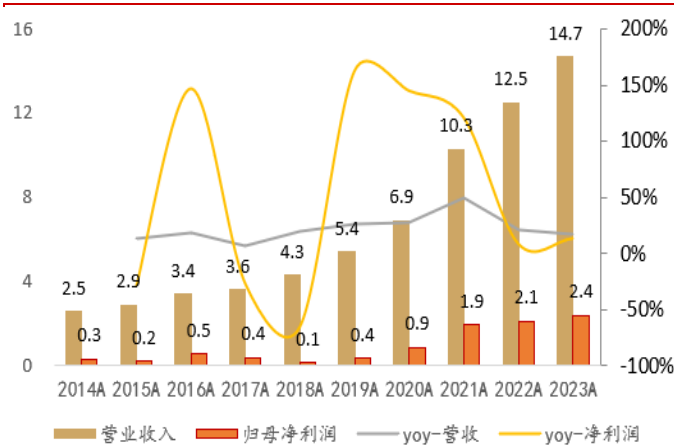
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司自 2020 年进入快速发展期，营收持续扩大，归母净利润连续 5 年大幅增长。营收由 2014 年的 2.5 亿元提升至 2023 年的 14.7 亿元，CAGR=21.5%，归母净利润由 0.3 亿元提升至 2.4 亿元，CAGR=15.5%。2017-2019 年净利润出现下滑，主要系 2017 年新投资设立的沈阳兴齐眼科医院（持股 100%）分别亏损 204、949、1923 万元，以及阶段性销售费用投入加大影响。

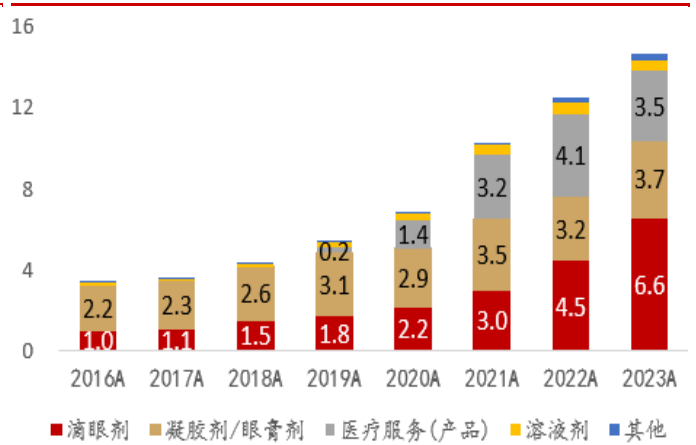
凝胶剂营收占比最大，医疗服务（产品）板块增速迅猛。分业务来看，公司收入主要来源于滴眼剂、凝胶剂和医疗服务，2023 年收入分别为 6.6、3.7、3.5 亿元，分别占比达 45.2%、25.5%、23.9%。滴眼剂营收自 2020 年快速增长，主要系 2020 年环孢素滴眼液获批，带动板块毛利率持续提高，从 2016 年的 60.2% 持续提升至 2023 年的 79.3%；2019 年低阿院内制剂获批，带动医疗服务板块收入占比持续提升，公司整体盈利能力持续提高。

图 3 公司营业收入&归母净利润及其增长（亿元）



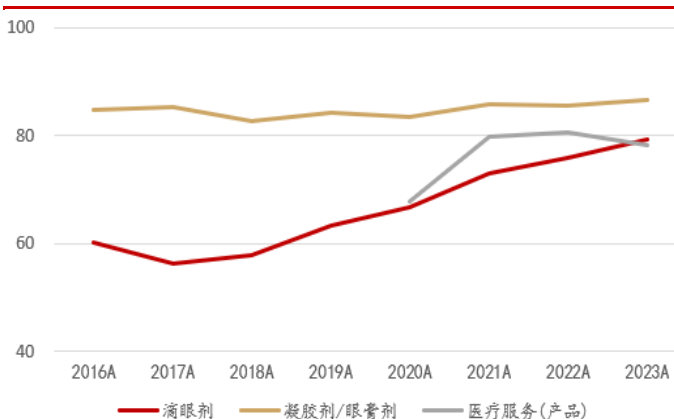
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司各业务板块收入（亿元）



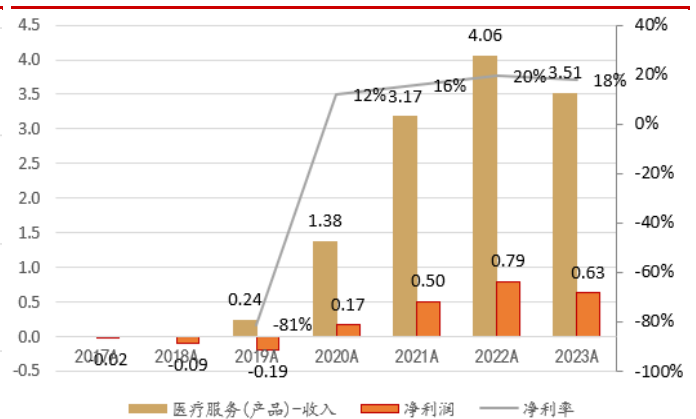
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司各业务板块毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司医疗服务（产品）收入&利润（亿元）

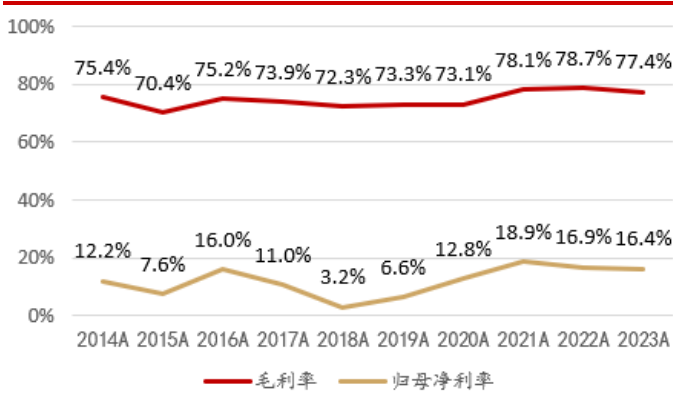


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司研发投入力度不断扩大，毛利率稳步提升，销售、管理费用率明显下降。公司研发投入从 2018 年的 0.41 亿元增长至 2023 年的 1.67 亿元，CAGR=32.5%，研

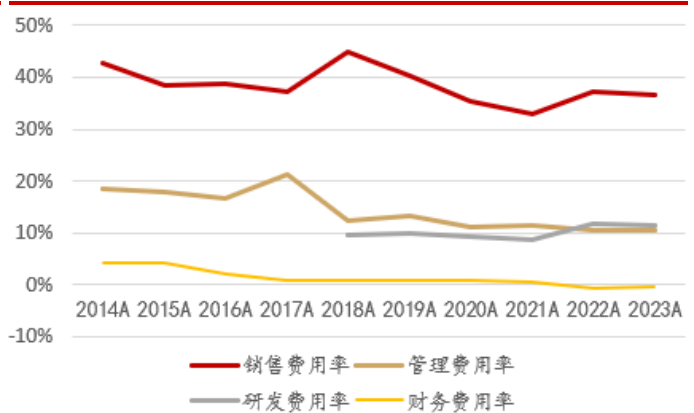
发人员队伍也由 2018 年的 91 人扩大到 2023 年的 239 人；销售费用率从 2018 年的 44.9% 下降至 2023 年的 36.5%；管理费用率从 2018 年的 13.4% 下降至 2023 年的 10.5%，净利率持续提高 2023 年达 16.4%，盈利能力持续加强。

图 7 公司近年毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司各项费用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 公司产品品类丰富，竞争格局优良

2.1. 低浓度阿托品滴眼液：防控青少年近视，销售峰值有望达百亿元

国内首个全国市场供应品种上市，儿童近视防控用药市场有望迎来爆发。根据“2010-2050 年不同干预措施对中国东部地区学生近视趋势的影响”报告显示，该项研究共纳入 56 万例中国华东地区儿童青少年，结果显示：框架眼镜和眼保健操的使用率最高，其中框架眼镜近 3 年的使用率为 60.4-62.1%，眼保健操的使用率为 72.5-72.5%；角膜塑形镜和隐形眼镜的使用率最低，其中角膜塑形镜使用率为 2.1-2.3%，隐形眼镜的使用率为 2.7-2.5%；而户外活动最高但呈下降趋势，其中户外活动 >2h/d 的使用率由 2019 年的 33.1% 下降至 2021 年的 31.9%，阿托品的使用率维持在 6.0% 左右。

国内外多个临床研究已证实，0.01% 硫酸阿托品滴眼液具有良好的延缓近视进展效果。阿托品为竞争性毒蕈碱型受体 (M-受体) 阻断剂，关于阿托品对近视防控的原理有多种理论机制。由中华医学会眼科学分会眼视光学组和中国医师协会眼科分会眼视光专业委员会牵头制定的《低浓度阿托品滴眼液在儿童青少年近视防控中的应用专家共识 (2022)》中明确指出，0.01% 硫酸阿托品滴眼液仍是唯一经循证医学验证能有效延缓近视进展的药物，且兼具疗效性和安全性。在用药过程中，仍然需要进行屈光矫正，如角膜塑形镜、离焦镜、框架眼镜等手段。有研究指出，0.01% 阿托品滴眼液联合角膜塑形镜比单独应用阿托品滴眼液或单独使用角膜塑形镜效果更佳。国外阿托品使用较为成熟，也有诸多研究文献可供参考，2023 年 0.01% 阿托品滴眼液在近视防控领域的关键性研究如下：

根据新加坡国立眼科中心进行的长达 5 年的低浓度阿托品滴眼液控制近视进展 (ATOM2 试验) 临床试验研究结果，验证了两个结论：1、相比 0.5% 和 1% 的中高浓度阿托品，0.01% 的低浓度阿托品在疗效和安全性上能取得最佳平衡。2、再次治疗和初次治疗同样有效。ATOM 连用两年、停用一年、反弹后继续连用两年，0.01% 低阿仍发挥作用，因此临床医生可以根据情况停止或者重新开始。

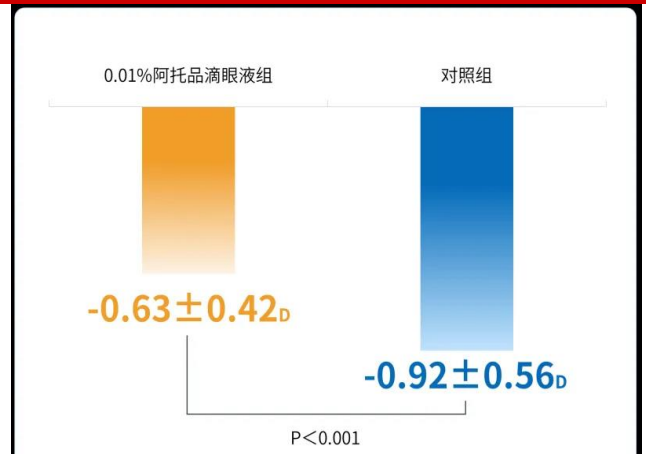
一项为期 5 年的前瞻性、纵向研究评估了欧洲近视儿童应用 0.01%阿托品滴眼液控制近视进展的有效性和安全性。结果显示：与对照组相比，0.01%阿托品滴眼液连续使用 5 年后显著减缓近视屈光度及眼轴增长：0.01%阿托品滴眼液连续使用 5 年后近视屈光度增加 -0.63 ± 0.42 D，显著低于对照组的 -0.92 ± 0.56 D， $P<0.001$ ，差异显著。此外，0.01%阿托品滴眼液连续使用 5 年后安全性良好。

图 9 2019-2021 年中国近视儿童青少年近视干预措施



资料来源：“兴齐 100”公众号，华西证券研究所

图 10 使用低浓度阿托品前后对比



资料来源：“兴齐 100”公众号，华西证券研究所

表 6 2023 年低浓度阿托品滴眼液在近视防控领域的临床研究荟萃

序号	研究标题	发表期刊/IF	研究团队
1	0.01%阿托品滴眼液兼顾疗效和安全性，是减缓近视进展的理想浓度	Asia Pac J Ophthalmol (Phila) . 2023 Jul-Aug 01 IF 4.4	新加坡国家眼科中心 Audrey Chia 团队
研究成果	APPLE 是一项随机、双盲、多中心 II 期研究，纳入 99 例 6~11 岁近视儿童，按 1:1:1:1 的比例随机分为 0.01%阿托品滴眼液、0.005%阿托品滴眼液、0.0025%阿托品滴眼液和安慰剂组。结果显示，与安慰剂相比，0.01%和 0.005%阿托品滴眼液均可有效降低近视屈光度进展和眼轴增长，且安全可耐受，几乎不影响近视儿童近视力、远视力、瞳孔直径、眼压和调节幅度。		
2	5 年随访力证 0.01%阿托品滴眼液长期使用安全性	Br J Ophthalmol. 2023 Jun 2 IF 4.1	西班牙马德里欧洲大学生物医学与健康科学系 Manuel Moriche-Carretero 团队
研究成果	一项前瞻性、纵向研究，纳入 361 例近视儿童，共计 361 只眼睛，随机分为 0.01%阿托品滴眼液组和对照组。结果显示，与对照组相比，0.01%阿托品滴眼液连续使用 5 年后显著减缓近视屈光度及眼轴增长，且安全性良好。本研究是首个为期 5 年，样本量较大的探索 0.01%阿托品滴眼液用于欧洲近视儿童近视防控的研究，并证实其减缓近视进展的有效性和长期用药安全性。		
3	0.01%阿托品滴眼液联合 DIMS 协同增效，有效延缓近视眼轴增长，疗效达 77%	PLoS One. 2023 Feb 16 IF 3.7	意大利米兰大学生物医学系，外科和牙科学系 Paolo Nucci 团队
研究成果	一项前瞻性研究纳入 146 例 6~18 岁的欧洲近视儿童青少年，随机分配接受 0.01%阿托品滴眼液、多区正向光学离焦眼镜 (DIMS)、0.01%阿托品滴眼液+DIMS 联合治疗或单光眼镜。结果显示，与单光眼镜相比，0.01%阿托品滴眼液、DIMS 和 0.01%阿托品滴眼液+DIMS 联合治疗分别延缓等效球镜进展 57%、57%和 70%，延缓眼轴长度增长 62%、57%和 77%。 <u>0.01%阿托品滴眼液无论是单独使用，还是联合 DIMS，均可有效减缓儿童青少年近视进展，其中 0.01%阿托品滴眼液和 DIMS 联合具有协同作用，控制眼轴增长效果更优，疗效可达 77%。</u>		

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4	0.01%阿托品滴眼液+角膜塑形镜有效防控儿童近视进展，疗效进一步提升达36%	Ophthalmol Ther. 2023 Oct IF 3.3	上海市眼科疾病防治中心、上海市眼科医院 Xu Xun 团队
研究成果	一项回顾性研究纳入136例7-14岁近视儿童，分别接受0.01%阿托品滴眼液+角膜塑形镜治疗或单独角膜塑形镜治疗。结果显示，与单独角膜塑形镜治疗相比，0.01%阿托品滴眼液+角膜塑形镜治疗的2年眼轴长度增长显著降低，疗效进一步提升高达36% (P=0.001)。其中，联合组≤10岁儿童2年眼轴长度增长为0.30mm，角塑组为0.54mm，P=0.00068，差异显著，表明低龄(≤10岁)儿童从联合治疗中获益更多。		
5	低浓度阿托品滴眼液+角膜塑形镜连续2年长效护航近视防控	Ophthalmic Physiol Opt. 2022 Nov IF 2.9	中国苏州大学苏州医学院 Ning-Ning Zheng 团队
研究成果	一项荟萃分析纳入15项对比低浓度(≤0.05%)阿托品滴眼液联合角膜塑形镜与单独角膜塑形镜近视防控效果和安全性研究，涉及969例近视儿童青少年。结果显示，与单独使用角膜塑形镜相比，近视儿童青少年联合使用低浓度阿托品滴眼液和角膜塑形镜可显著减缓眼轴增长(P<0.001)和近视屈光度进展(WMD=0.15D, P<0.001)，且无论在6、12还是24个月时，联合防控手段对近视防控的效果均更优。		
6	合理周期使用0.01%阿托品滴眼液，近视防控疗效最大化	J Fr Ophthalmol. 2023 Mar IF 1.2	中国山东青岛大学基础医学院 Zhang M 团队
研究成果	一项荟萃分析共纳入7项比较0.01%阿托品滴眼液(试验组)与安慰剂/不治疗(对照组)控制近视进展的对照研究，涉及1000例<18岁的近视儿童。结果显示，0.01%阿托品滴眼液控制近视的疗效与使用时间呈正相关。0.01%阿托品滴眼液治疗4个月时眼轴增长减缓19.08%，治疗6个月时减缓35.26%，治疗8-12个月时减缓50.01%。		
7	0.01%阿托品滴眼液可使部分高度近视儿童屈光度减退	Indian J Ophthalmol. 2022 Dec IF 3.1	印度北方邦莫拉达巴德 CI Gupta 眼科研究所 Pradeep Agarwal 团队
研究成果	一项回顾性研究纳入34例(60眼)6~16岁的高度近视儿童，高度近视定义为任意一只眼的等效球镜度≤-5.00D，分为0.01%阿托品滴眼液组和观察组(仅佩戴合适度数的单光眼镜)。研究结果显示，与观察组相比，0.01%阿托品滴眼液连续使用2年，可以使高度近视儿童屈光度进展减少78%，眼轴增长减少59%，2组间平均屈光度相差达1.0D。0.01%阿托品滴眼液治疗的2年时间里，累积有32.4%的儿童发生不同程度的屈光度减退现象。		
8	美国药房配制0.01%阿托品滴眼液低于标识的最低浓度，比例高达1/4	Eye Contact Lens. 2023 Jun 1 IF 2.3	美国休斯顿大学&马歇尔·凯 彻姆大学视光学院 Kathryn Richdale 团队
研究成果	一项美国的单中心、盲法研究采用便利抽样法共纳入11例参与者，随机分配至9家药店获得0.01%阿托品滴眼液，最终分析了24个样品。结果显示，不同药房配制0.01%阿托品滴眼液的标准不一，是影响近视防控疗效和安全性的潜在因素。令人担忧的是，高达1/4的药品达不到标识的最低浓度；在药品配方方面，部分药品防腐剂和杂质浓度也不达标，占比分别高达29%和21%，大大增加药品被污染的风险。		

资料来源：“兴齐100”公众号，华西证券研究所

低浓度阿托品是《儿童青少年近视防控适宜技术指南》中推荐的唯一抗胆碱药物。目前全球消费者可以购买到的低浓度硫酸阿托品滴眼液主要有如下4款，包括于2021年3月在澳大利亚获批的Eikance®(0.01%浓度)等，兴齐产品于2024年3月正式获批。

表7 全球已上市低浓度阿托品不完全梳理

序号	公司	药品名称	上市地区	状态开始日	适用人群
1	兴齐眼药	美欧品(0.01%低浓度阿托品)	中国	2024年3月	6-12岁

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2	Aspen	Eikance (阿托品 0.01%)	澳大利亚	2021年3月	4-14岁
3	Entod	低浓度阿托品	印度	/	/
4	五福药业	乐托品 (0.01%)	中国台湾、香港、澳门	2018年	6岁+

资料来源：药智数据（查询时间截至 20240502），华西证券研究所

表 8 兴齐低浓度阿托品滴眼液研发上市进展梳理

时间	进展
2016年	新加坡国立眼科中心在眼科权威期刊《Ophthalmology》上，发布了一项长达 5 年的低浓度阿托品滴眼液控制近视进展（ATOM2 试验）临床试验研究结果
2016年6月	兴齐眼药与新加坡国立眼科中心签署合作协议，合作开发 0.01%硫酸阿托品滴眼液项目，并独家享有其 5 年临床试验数据
2019年1月	兴齐眼药的 0.01%硫酸阿托品滴眼液（2.4 类申报）临床试验获批
2019年1月	兴齐眼药公司的 0.01%阿托品滴眼液的院内制剂获批
2022年7月	低浓度阿托品滴眼液院内制剂受到互联网禁售监管
2022年12月	兴齐眼药公布低阿延缓儿童近视进展的 1 年临床试验取得□期临床试验总结报告
2023年4月	递交上市申请，优先审评受理
2024年3月	0.01%阿托品滴眼液正式获批上市（3.1 类）

资料来源：药智数据，公司公告，华西证券研究所

兴齐 0.01%阿托品滴眼液有望享受 2-3 年市场独占期。国内除兴齐眼药的 0.01%阿托品滴眼液已获批外，根据药智数据，国内多家药企产品处于临床 III 期，其中兆科眼科、恒瑞医药等企业针对 0.01%浓度的产品均已进入临床 III 期，其中多数临床试验期为 2 年。根据 CDE《控制近视进展药物临床研究技术指导原则》，给药期需≥2 年，停药后观察期推荐为 12 个月。目前进展最快的为恒瑞医药于 2022 年 12 月完成患者招募，其余几家企业的临床实验登记状态为正在招募患者中，预计恒瑞最快于 2024 年 12 月完成给药期，假设 CDE 审评 200 个工作日，考虑患者入组周期、数据处理和资料准备的时间，我们预计兴齐 0.01%阿托品滴眼液具有 2 年+的市场独占期。

根据《药品试验数据保护实施办法（暂行）》（征求意见稿）的规定，对儿童专用药自该适应症首次在中国获批之日起给予 6 年的数据保护期，其他申请人未经药品上市许可持有人同意，不能使用相关数据申请药品上市许可。《中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）》中还提出，对首个批准上市的儿童专用新品种、剂型和规格，以及增加儿童适应症或者用法用量的，给予最长不超过 12 个月的市场独占期，期间内不再批准相同品种上市。

表 9 低浓度阿托品中国研发进展梳理

序号	公司	药品名称	进展	地区	状态最新时间
1	兴齐	2 年期 0.01%低浓度阿托品滴眼液	III 期临床（招募完成）	中国	2021 年 2 月
		2 年期（0.02%/0.04%）阿托品滴眼液	III 期临床（招募完成）	中国	2022 年 6 月
2	兆科眼科	NVK-002 两个不同剂量组/安慰剂	III 期临床（招募完成）	中国	2022 年 8 月
		NVK-002 两个不同剂量组/安慰剂	NDA	美国	PDUFA 时间（20240131）

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3	恒瑞医药	HR19034 两个浓度 (0.01%/0.05%) 阿托品滴眼液	III 期临床 (招募完成)	中国	2022 年 12 月
4	参天制药	不同浓度 DE-127 滴眼液	III 期临床 (招募完成)	中国	2023 年 3 月
5	欧康维视	0.01%阿托品滴眼液	III 期临床 (招募完成)	中国	2023 年 7 月
6	齐鲁制药	QLM3004 滴眼液	III 期临床 (招募完成)	中国	2024 年 4 月
7	极目生物	0.01%和 0.1%ARVN002	III 期临床 (招募中)	中国	2022 年 1 月
8	莎普爱思	0.02%阿托品滴眼液	III 期临床 (招募中)	中国	2024 年 1 月

资料来源：药智数据（查询时间截至 20240502），华西证券研究所

过往低阿以院内制剂身份在互联网医院平台销售受阻，线下销售为主。2022 年前国内仅有部分医院（爱尔眼科、上海五官科医院等）获批低阿院内制剂，兴齐院内制剂于 2019 年 1 月获批，后利用旗下兴齐互联网医院销售。2022 年 7 月，互联网医院平台开始禁售院内制剂，阿托品只能线下销售。2024 年 3 月，兴齐阿托品产品正式获批上市，有望快速打开国内潜在市场，行业发展进入新阶段。

布局兴齐眼科互联网医院，提供线上线下一流眼科诊疗服务。兴齐眼科医院于 2017 年投资设立，于 2019 年获得互联网医院牌照资质，2023 年兴齐眼科医院获得《高新技术企业证书》，获批成为沈阳市残疾儿童康复救助定点机构、辽宁省省直医疗保险定点医疗机构。未来兴齐眼科医院将继续通过互联网平台为患者提供远程医疗服务，拓宽销售渠道，进一步提高低阿产品的渗透率。

表 10 国内可销售低阿院内制剂的医院不完全梳理

	公司	医院名称	院内制剂获批时间	浓度
民营眼科医院	兴齐眼药	沈阳兴齐眼科医院	2019 年 1 月	0.01%
	欧普康视	合肥康视眼科医院	2022 年 5 月	0.01%
	何氏眼科	沈阳何氏眼科医院	2021 年 10 月	0.01%
	爱尔眼科	长沙爱尔眼科医院	2021 年 2 月	0.05%
公立眼科医院	上海五官科医院等		/	/

资料来源：公司公告、各医院官网等，华西证券研究所

图 11 兴齐“美欧品”产品包装



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 12 沈阳兴齐眼科互联网医院小程序



资料来源：公司小程序，华西证券研究所

近视防控需求巨大，预计兴齐眼药低浓度阿托品销售峰值百亿元。根据公司产品说明书显示，适用人群为 6-12 岁青少年，对应 2026 年约 1.10 亿人群（根据育娲人口预测），根据国家疾控局数据，2022 年我国儿童青少年总体近视率为 51.9%，且伴随着升学过程，近视率逐渐升高，我们预计 2026 年 6-12 岁约有 6070 万近视青少年。根据目前产品零售单价 298 元/盒/月（30 支/盒，对应 3576 元/年费用），我们认为阿托品上市后预计将迅速放量：系 1）低阿正式获批前以院内制剂形式销售，医生和患者对产品有一定认知，市场教育充分；2）眼药水良好依从性，且年价格仅为 OK 镜的 1/3，根据华经产业研究院数据显示，2021 年国内角膜塑形镜销售规模逾 250 万片，渗透率达 1.7%，我们认为低浓度阿托品未来渗透率会远高于 OK 镜；3）低浓度阿托品可与近视防控产品离焦镜等联用，非替代关系。

在保守、中性、乐观假设下，假设 2026 年阿渗透率分别达 5%、10%、15%，使用青少年将达 304、607、911 万人，分别对应阿托品市场规模为 109、217、326 亿元。我们推测公司在 2027 年前为独家产品，销售峰值有望达 109 亿元。考虑到后续竞品增多与降价问题，假设竞品第二家/第三家上市后，产品价格陆续下降 10%，理论市场空间仍高达约 123 亿元。

表 11 低浓度阿托品滴眼液国内销售峰值测算

	2026E		
6-12 岁人数/亿	1.10		
近视率（假设至 2026 年近视率略提高）	55%		
6-12 岁近视人数/万人	6073		
年治疗费用/元	3576		
渗透率	5%	10%	15%
使用人数/万人	304	607	911
阿托品市场空间/亿元	109	217	326

数据来源：华西证券研究所

表 12 兴齐低浓度阿托品滴眼液销售放量节奏测算

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

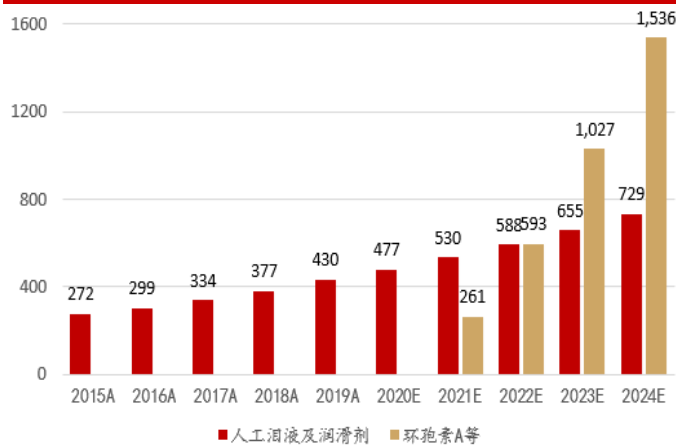
时间	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
6-12岁人数	1.16	1.15	1.10	1.04	0.97	0.88	0.80	0.74	0.69	0.66	0.64
yoy		-1.5%	-3.8%	-5.7%	-6.7%	-9.1%	-8.9%	-7.5%	-7.5%	-4.6%	-3.0%
近视率	53.0%	54.0%	55.0%	55.5%	56.0%	56.5%	57.0%	57.5%	58.0%	58.5%	59.0%
6-12岁近视人数/万人	6174	6199	6073	5781	5442	4991	4588	4283	3994	3842	3758
低阿渗透率	1.20%	3.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	9.6%	10.2%	10.8%	11.4%
用药人数/w人	74	186	304	347	381	399	413	411	407	415	428
盒单价	298	298	298	268	268	241	241	241	241	241	241
年费用/元	3576	3576	3576	3218	3218	2897	2897	2897	2897	2897	2897
低阿市场空间/亿元	26	66	109	112	123	116	120	119	118	120	124
兴齐市占率	100%	100%	100%	80%	60%	50%	40%	38%	36%	34%	32%
兴齐销售额/亿元	26.5	66.5	108.6	89.3	73.6	57.8	47.8	45.3	42.5	40.9	39.7
yoy		151%	63.3%	-17.7%	-17.6%	-21.4%	-17.3%	-5.4%	-6.1%	-3.8%	-2.8%
利润率	30%	35%	40%	45%	43.0%	41%	40%	40%	40%	40%	40%
兴齐利润/亿元	7.9	23.3	43.4	40.2	31.6	23.7	19.1	18.1	17.0	16.3	15.9

数据来源：育娲人口，华西证券研究所

2.2.环孢素滴眼液：享受独家红利，预计销售峰值 17 亿元

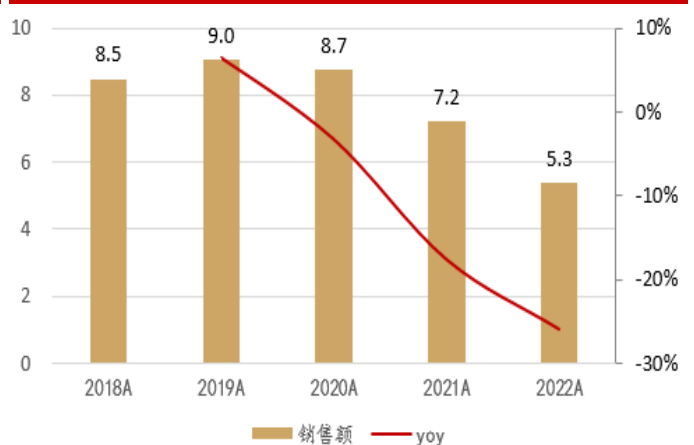
干眼症发病率高，患者基数和市场空间庞大。根据兆科眼科招股书数据显示，干眼症患者人数预计从 2019 年的 2.1 亿增长至 2030 年的 2.7 亿人，2019 年干眼症患者病率已达 15.2%，其中轻度干眼症患者 1.3 亿人，中重度干眼症患者约 0.9 亿人，患者群体数持续扩张。根据灼识报告显示，中国干眼症药物的市场规模由 2015 年的 272 百万美元增长至 2019 年的 430 百万美元，CAGR=12.2%，主要以人工泪液及润滑剂为主；受环孢素 A 等新药的引入及患者人数不断增长推动，预计 2024 年市场规模将增长至 22 亿美元。

图 13 中国干眼症药物市场规模（百万美元）



资料来源：灼识报告，华西证券研究所

图 14 玻璃酸钠滴眼液（人工泪液）在中国城市公立医院销售额（亿元）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

干眼治疗手段有去除病因、非药物治疗和药物治疗 3 种。干眼症治疗方式有日常治疗（熏蒸、激光等）、药物治疗（人工泪液、抗炎药物等）等，佩戴角膜接触镜及泪道栓塞的使用范围较小。于中国及全球范围内，药物治疗是干眼症的首选治疗方式。在中国，干眼症的药物治疗最常使用人工泪液及润滑剂，但此法只能暂时缓解症状，而不能解决潜在病因，且其疗效通常限于轻度干眼症。对于中重度干眼症，全球市场使用针对干眼症病理生理病因的更为有效的眼科药物，包括抗炎药（例如外用环孢素 A 及其他免疫调节剂、粘蛋白及/或泪液促分泌剂）。下表载列全球范围内批准用于中重度干眼症的主要药物类型的比较：

表 13 干眼症的治疗方式

序号	治疗方式	药物类别	代表药物
1	药物治疗	人工泪液	玻璃酸钠滴眼液、聚乙二醇滴眼液等
		抗炎药物	糖皮质激素、非甾体抗炎药和免疫抑制剂
		促泪液分泌药物	3%地夸磷索钠
		血液制品	自体血清、同种异体血清、小牛血去蛋白提取物等
2	非药物治疗	物理治疗	睑缘清洁、眼睑冷热敷、睑板腺按摩
		手术治疗	泪道栓塞

资料来源：《中国干眼临床诊疗指南》，华西证券研究所

表 14 全球主要获批的干眼症药物

药物类别	外用环孢素 A	其他免疫调节剂	黏蛋白促分泌剂	黏蛋白及泪液促分泌剂
代表性药物	Restasis	Xiidra（立他司特）	瑞巴派特	Diquas 地夸磷索钠
获批时间/地区	于 2003 年在美国获批	于 2016 年在美国获批	2012 年在日本获批	2010 年在日本首批
单价/美元	10.4	9.8	/	/
治疗费用/美元	3,500	3,500	/	/
2019 年全球销售额/美元	Restasis: 12 亿	Xiidra: 3 亿	/	2 亿
作用机制	抗炎症	抗炎症, LFA-1 拮抗	提高泪膜稳定性	增加房水腺分泌

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

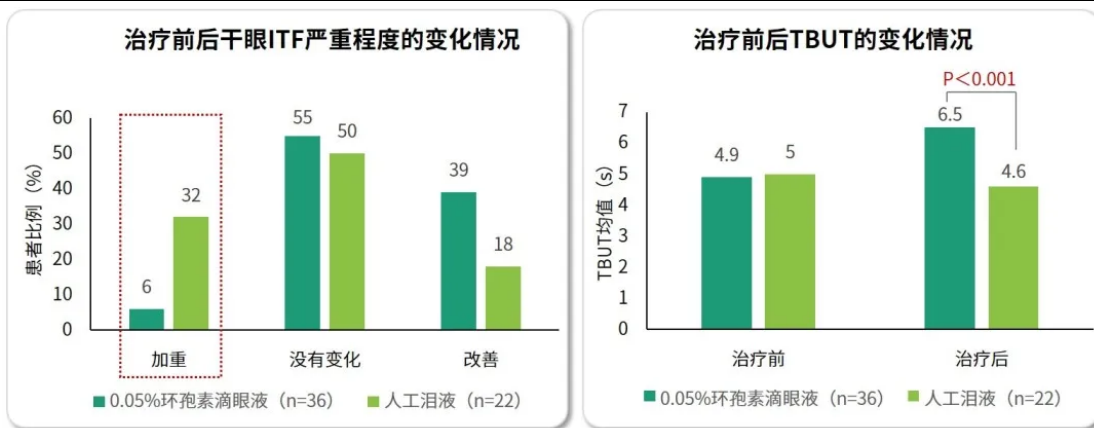
		剂		
中国可用性	兴齐兹润：于2020年6月批准，Restasis的仿制药	无进口、无仿制	未批准	2017年批准

资料来源：兆科眼科招股书，华西证券研究所

人工泪液+抗炎药物为中重度干眼症临床主流方案。若单纯因为泪液分泌不足而致的干眼症，给予人工泪液能获得不错的效果，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，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。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，外用环孢素A药物已于全球市场成为中重度干眼症的标准疗法。其为治疗干眼症最畅销的抗炎药物类别，2016年全球销售额超过15亿美元，占全球干眼症药物市场的40%。

环孢素滴眼液针对中重度干眼患者，可有效改善患者泪液分泌。环孢素滴眼液主要通过抑制炎症、修复角膜上皮、促进泪液等方式治疗干眼症；具体治疗机理为：1) 通过抑制炎症细胞的聚集及炎性细胞因子的释放，来抑制发炎反应；2) 通过抑制淋巴细胞、增加结膜杯状细胞、上调结膜上皮细胞及腺样层水通道蛋白，修复角膜上皮；3) 通过刺激感觉神经、副交感神经，促进泪液分泌。根据“兴齐100”公众号，国际相关指南和中国干眼患者的多中心随机对照临床研究表明：0.05%环孢素滴眼液可有效阻止或延缓干眼疾病进展，优于单独使用人工泪液治疗；一项前瞻性单盲研究表明：对于严重程度为2级或3级的干眼患者，仅使用人工泪液治疗会发生疾病进展；使用0.05%环孢素滴眼液的局部抗炎治疗除了可以有效缓解干眼相关的症状和体征外，还可以减缓或预防干眼患者的疾病进展。

图 15 0.05%环孢素滴眼液长期治疗可有效延缓干眼疾病进展

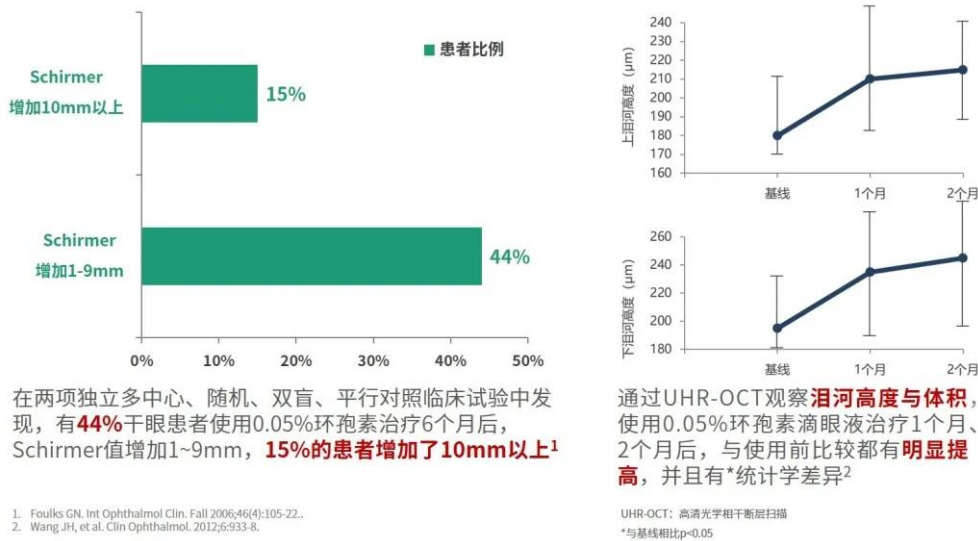


单中心、前瞻性、研究者设盲研究，根据干眼国际工作组（ITF）指南严重程度为2或3级的干眼患者使用0.05%环孢素滴眼液或人工泪液治疗12个月，评估治疗前后干眼严重程度分级的变化以及干眼症状和体征。

Rao SN, et al. J Ocul Pharmacol Ther. 2010 Apr;26(2):157-64.

资料来源：“兴齐100”公众号，华西证券研究所

图 16 0.05%环孢素滴眼液可显著促进自身泪液分泌



资料来源：“兴齐 100”公众号，华西证券研究所

兴齐 0.05%环孢素滴眼液国内首家上市，长期竞争格局良好。公司环孢素滴眼液 2020 年 6 月获批，目前正处于产品推广和加强终端覆盖的过程中，是国内唯一获批干眼症的免疫抑制剂，于 2021 年 12 月首次通过国谈纳入国家医保乙类。根据药智数据显示，其挂网价 165 元/盒（30 支），国内有恒瑞医药进度较靠前，整体竞争格局良好。

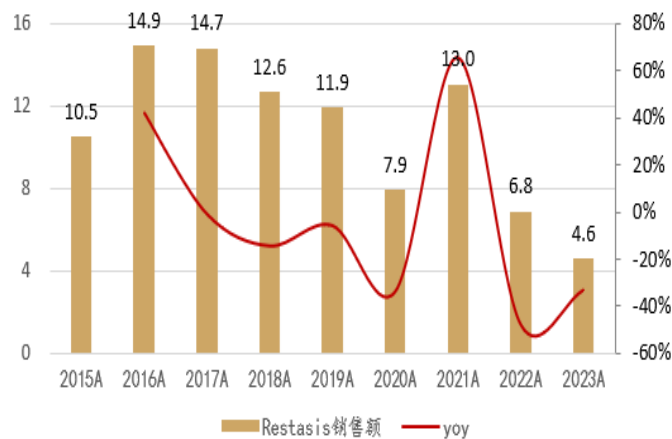
表 15 低浓度环孢素滴眼液中国研发进展梳理

序号	公司	药品名称	药品类别	进展	状态开始日
1	欣祺医药	环孢素滴眼液 (II)	化药 3 类	临床申请	2024 年 2 月
2	艾尔健康眼药	环孢素眼用乳剂	化药 3 类	临床申请	2023 年 1 月
3	武汉科福新药	环孢素滴眼液 (□)	化药 3 类	批准临床	2022 年 12 月
4	兴齐眼药	0.05%环孢素滴眼液(□)	化药 3.1 类	上市	2020 年 6 月
5	兆科眼科	环孢素眼用凝胶	化药 2.2	上市申请撤回	2023 年 9 月
6	恒瑞医药	SHR8028 滴眼液 (0.1%的环孢素)	化药 2.2 类	NDA	2024 年 1 月
7	康哲	0.09%环孢素滴眼液	化药 5.1 类	III 期临床进行中 (尚未招募)	2022 年 2 月

资料来源：药智数据（截至 20240502），华西证券研究所

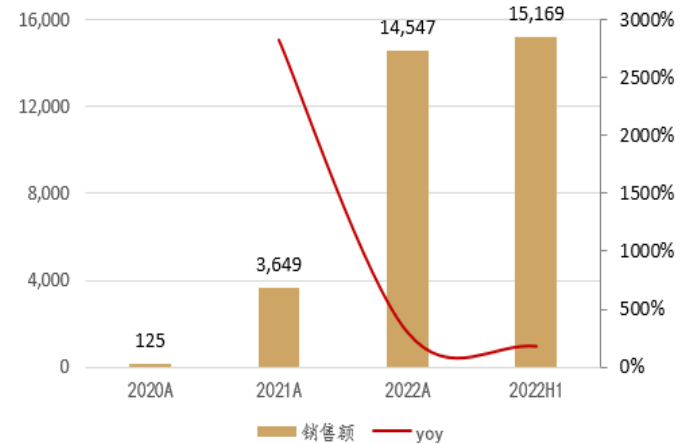
海外环孢素滴眼液 Restasis 销售峰值近 15 亿美元。Restasis 眼用乳剂 0.05%由艾尔建开发，于 2002 年 12 月由 FDA 批准上市，2016 年 Restasis 全球销售额最高达近 15 亿美元，目前该药原研尚未在中国获批。2022 年 2 月初，FDA 批准了 Restasis 的首个仿制药——来自迈兰的环孢素眼用乳剂 0.05%，随后 2023 年 Restasis 销售额下滑至 4.56 亿元。

图 17 Restasis 全球销售额（亿元）



资料来源：艾尔建公告，华西证券研究所

图 18 兹润在城市公立医院销售额（亿元）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

预计低浓度环孢素滴眼液的国内销售峰值有望达 17 亿元/年。据灼识报告，预计 2026 年中国干眼患者约有 2.5 亿人，按照中重度干眼症患者比例 35%、就诊比例 10% 估算，国内目前中重度干眼症患者就诊人数约 875 万人。假设环孢素滴眼液使用比例为 10-20%，对应每年约 87-170 万名患者。根据产品说明书，用法用量为 1 次 1 滴，每天 2 次，用药周期 3-6 个月，药品中标价为 165 元/盒（0.4ml*30 支），环孢素滴眼液在国内的销售峰值有望达 9-17 亿元/年。

表 16 低浓度环孢素滴眼液国内销售峰值测算

	2026E		
干眼症人数/亿	2.5		
中重度干眼症比例	35%		
就诊比例	10%		
就诊人数/w 人	875		
单月治疗费用/元	165		
年用药周期/月	6		
环孢素治疗比例	10%	15%	20%
环孢素市场空间/亿元	8.7	13.0	17.3

数据来源：华西证券研究所

2.3.研发力度持续加强，在研产品储备丰富

公司在研产品储备丰富。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、药理药代研究和药物包材研究等评价技术平台，同时设有临床研究部、注册审评部等覆盖眼科药物研发各阶段的职能部门。公司积极与国内外多家科研院所及高等院校紧密合作，建立以自主创新为主，产学研联合开发为辅的研发模式。截至 2023 年，公司及子公司拥有发明专利 49 项，其中兴齐眼药拥有发明专利 48 项，兴齐眼科医院拥有发明专利 1 项；公司研发管线中，有 2 个项目处于临床研究阶段，9 个处于仿制药上市申请阶段。

表 17 公司在研管线 (2023A)

序号	研发项目	适应症	项目进展
1	SQ-21127	眼底新生血管相关疾病治疗	临床前研究阶段
2	SQ-129	眼底黄斑水肿治疗	临床前研究阶段
3	SQ-727	真菌性角膜炎治疗	临床研究阶段
4	SQ-729 (登记号: CTR20200085、CTR20212468)	延缓儿童近视进展	临床研究阶段
5	SQ-22031	神经营养性角膜炎和干眼治疗	临床前研究阶段
6	SQ-758S	降低开角型青光眼及高眼压症患者的眼压	仿制药上市申请
7	SQ-758M	降低开角型青光眼及高眼压症患者的眼压	仿制药上市申请
8	SQ-738M	外眼部和前眼部的炎症性疾病的对症疗法[结膜炎, 巩膜炎, 术后炎症]	仿制药上市申请
9	SQ-773	高眼压或开角型青光眼患者眼压升高的治疗	仿制药上市申请
10	SQ-807	治疗过敏性结膜炎相关的眼痒	仿制药上市申请
11	SQ-712	慢性结膜炎	仿制药上市申请
12	SQ-798	降低开角型青光眼和高眼压症患者升高的眼压	仿制药上市申请
13	SQ-723	散瞳和睫状肌麻痹	仿制药上市申请
14	SQ-722	眼科局部麻醉	仿制药上市申请

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

3. 股权激励出台推动公司业绩发展

股权激励彰显信心, 强化非注射剂业务布局。2021年8月公司发布2021年度限制性股票激励计划, 以61.02元/股向激励对象授予限制性股票数量238.50万股, 占总股本的2.9%。激励对象包括公司董事、高管、核心技术(业务)人员(不包括独立董事、监事)共计95人。限售期分别为自限制性股票授予之日起5年, 每年20%比例解锁。

公司本次股权激励是公司第二次激励计划, 代表公司对未来自身发展的信心。从激励要求综合判断, 2021-2025年公司相比2020年要做到30%/60%/80%/100%/120%收入端、70%/100%/130%/160%/190%扣非归母净利润端(剔除股份支付费用)增长。公司激励计划的出台, 有望推动公司业绩加速增长。目前公司在2021-2023年连续3年超额完成了股权激励解限指标。

表 18 公司股权激励计划目标

解除限售期	考核年度	目标值
第1次	2021年	以2020年的营业收入为基数, 2021年营业收入增长率不低于30%; 且以2020年的净利润值为基数, 2021年净利润增长率不低于70%
第2次	2022年	以2020年的营业收入值为基数, 2022年营业收入增长率不低于60%; 且以2020年的净利润值为基数, 2022年净利润增长率不低于100%
第3次	2023年	以2020年的营业收入值为基数, 2023年营业收入增长率不低于80%;

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

		且以 2020 年的净利润值为基数，2023 年净利润增长率不低于 130%。
第 4 次	2024 年	以 2020 年的营业收入值为基数，2024 年营业收入增长率不低于 100%； 且以 2020 年的净利润值为基数，2024 年净利润增长率不低于 160%
第 5 次	2025 年	以 2020 年的营业收入值为基数，2025 年营业收入增长率不低于 120%； 且以 2020 年的净利润值为基数，2025 年净利润增长率不低于 190%

数据来源：公司公告，华西证券研究所

表 19 公司股权激励计划需摊销费用（万元）

首次授予的限制性股票数量（万股）	需摊销的总费用	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
238.50	11,092	1,217	4,369	2,602	1,625	918	361

数据来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测与估值

核心假设：

- 医疗服务（产品）：**低浓度阿托品：预计 2027 年前公司产品为市场独家、竞争格局良好；考虑到医生和患者对产品有充分市场认知、产品依从性高、价格较 OK 镜等有优势，且公司在销售渠道、品牌知名度等多方面具备先发优势，渗透率有望持续提升，产品加速放量。我们预计 2024-2026 年医疗服务（产品）的销售额分别为 18、30、38 亿元，增速为 413%、66.7%、26.7%；随着产品逐步放量，我们预计产品毛利率将稳步提高；
- 滴眼剂：**公司环孢素滴眼液为国内首个上市，中重度干眼治疗效果明确，且 2021 年纳入国家医保，独享市场红利。我们预计将带动滴眼剂板块于 2024-2026 年的销售额分别为 8.0、9.4、10.8 亿元，收入增速为 20%、18%、15%；随着产品规模效应提升，毛利率有望稳步提高；
- 凝胶剂/眼膏剂：**公司速高捷小牛血去蛋白提取物眼用凝胶/滴眼液等产品需求稳定，竞争格局良好，我们预计 2024-2026 年维持 10%/8%/6% 增速，毛利率小幅提升；
- 其他产品：**受益于终端对眼部产品的需求快速增长，预计 2024-2026 年维持 5.5%/3.2%/3.3% 增速；
- 综上，我们预计 2024-2026 年公司将实现营业收入分别为 30.9、44.7、54.4 亿元，分别同比增长 111%、45%、22%。

表 20 公司业绩拆分&预测（亿元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10.28	12.50	14.68	30.91	44.70	54.40
YOY	49.3%	21.6%	17.4%	110.6%	44.6%	21.7%
毛利率	78.1	78.7	77.4	81.2	83.0	84.7

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1、医疗服务(产品)-低阿等						
营业收入	3.17	4.06	3.51	18.00	30.00	38.00
YOY	130.7%	27.8%	-13.5%	413.0%	66.7%	26.7%
占比	30.9%	32.5%	23.9%	58.2%	67.1%	69.9%
毛利率	79.6	80.6	78.3	82.0	84.0	86.0
2、滴眼剂-环孢素等						
营业收入	3.03	4.48	6.63	7.95	9.39	10.79
YOY	39.6%	47.9%	47.9%	20.0%	18.0%	15.0%
占比	29.5%	35.9%	45.2%	25.7%	21.0%	19.8%
毛利率	73.1	75.9	79.3	81.3	82.3	83.3
3、凝胶剂/眼膏剂						
营业收入	3.49	3.16	3.74	4.11	4.44	4.70
YOY	20.0%	-9.6%	18.4%	10.0%	8.0%	6.0%
占比	34.0%	25.3%	25.5%	13.3%	9.9%	8.6%
毛利率	85.8	85.5	86.5	86.8	86.9	87.0
4、其他						
营业收入	0.58	0.80	0.80	0.84	0.87	0.90
YOY	35.1%	38.0%	-0.1%	5.5%	3.2%	3.3%
占比	5.7%	6.4%	5.5%	2.7%	2.0%	1.7%
毛利率	49.4	58.5	15.4	35.5	34.4	33.3

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2. 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润为 5.9、8.5、10.7 亿元，对应 EPS 分别为 4.73/6.86/8.62 元，2024 年 5 月 10 日 289.51 元收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 61、42、34 倍，由于：1) 低浓度阿托品、环孢素享受市场独占期，2026 年底前竞争格局优良，“渗透率提升+患者累积”带动营收大幅增长；2) 公司品牌知名度、销售网络积淀深厚，先发优势明显。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 21 可比公司估值情况 (20240510)

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600276.SH	恒瑞医药	2,965	43.0	54.2	65.0	78.8	69	55	46	38
300015.SZ	爱尔眼科	1,197	33.6	43.2	54.5	63.6	36	29	23	19
688050.SH	爱博医疗	166	3.0	4.0	5.2	6.6	55	41	32	25
	平均						53	42	34	27
300573.SZ	兴齐眼药	361	2.4	5.9	8.5	10.7	150	61	42	34

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司数据来自于 Wind 一致性预期）

5. 风险提示

- 1、竞争格局恶化风险：环孢素、低浓度阿托品的竞品增加；
- 2、药品价格降低风险：受竞争、政策影响，产品价格和毛利率下降；
- 3、药品销售放量不及预期的风险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,468	3,091	4,470	5,440	净利润	240	597	859	1,081
YoY(%)	17.4%	110.6%	44.6%	21.7%	折旧和摊销	93	111	125	139
营业成本	332	582	762	834	营运资金变动	-30	-251	-234	-157
营业税金及附加	16	37	53	64	经营活动现金流	318	459	763	1,075
销售费用	535	1,175	1,725	2,122	资本开支	-262	-177	-250	-249
管理费用	154	331	536	696	投资	0	-3	-3	-3
财务费用	-6	-5	-10	-18	投资活动现金流	-262	-197	-251	-251
研发费用	167	341	503	609	股权募资	25	12	0	0
资产减值损失	-8	0	0	0	债务募资	70	6	9	18
投资收益	0	2	1	2	筹资活动现金流	-84	16	6	14
营业利润	277	676	965	1,212	现金净流量	-28	278	517	838
营业外收支	-12	-12	-13	-12					
利润总额	265	664	953	1,200	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	25	68	94	119	成长能力				
净利润	240	597	859	1,081	营业收入增长率	17.4%	110.6%	44.6%	21.7%
归属于母公司净利润	240	590	854	1,074	净利润增长率	13.4%	145.7%	44.9%	25.7%
YoY(%)	13.4%	145.7%	44.9%	25.7%	盈利能力				
每股收益	1.93	4.73	6.86	8.62	毛利率	77.4%	81.2%	83.0%	84.7%
					净利率	16.4%	19.1%	19.1%	19.7%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	11.9%	21.2%	22.8%	21.9%
货币资金	480	759	1,276	2,114	净资产收益率 ROE	14.2%	25.7%	27.2%	25.4%
预付款项	32	51	67	74	偿债能力				
存货	136	248	325	353	流动比率	3.48	3.83	4.71	5.97
其他流动资产	257	524	758	926	速动比率	2.83	3.10	3.95	5.24
流动资产合计	905	1,582	2,426	3,468	现金比率	1.85	1.84	2.48	3.64
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	16.5%	17.5%	15.7%	13.4%
固定资产	721	788	853	906	经营效率				
无形资产	78	105	136	169	总资产周转率	0.77	1.29	1.37	1.26
非流动资产合计	1,119	1,205	1,321	1,426	每股指标 (元)				
资产合计	2,024	2,786	3,747	4,894	每股收益	1.93	4.73	6.86	8.62
短期借款	70	75	84	102	每股净资产	13.56	18.39	25.25	33.87
应付账款及票据	18	35	46	49	每股经营现金流	2.55	3.68	6.12	8.63
其他流动负债	172	303	384	429	每股股利	4.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	260	413	515	581	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	150	61	42	34
其他长期负债	74	75	75	75	PB	13.44	14.11	10.28	7.66
非流动负债合计	74	75	75	75					
负债合计	334	488	589	655					
股本	125	125	125	125					
少数股东权益	0	7	12	19					
股东权益合计	1,690	2,299	3,158	4,239					
负债和股东权益合计	2,024	2,786	3,747	4,894					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

程仲瑶：上海交通大学药学硕士，曾就职于私募基金和2年医药实业经历，2021年11月加入华西证券，负责医疗服务和中药行业

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。