

兴齐眼药 (300573.SZ) 眼科药物领导者，低浓度阿托品放量可期

2024年08月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/8/9
当前股价(元)	111.69
一年最高最低(元)	299.99/107.50
总市值(亿元)	194.82
流通市值(亿元)	149.65
总股本(亿股)	1.74
流通股本(亿股)	1.34
近3个月换手率(%)	192.31

● 公司专注眼科用药，低浓度阿托品放量可期

公司专注眼科用药领域，是集研发、生产、销售为一体的眼科用药企业。公司产品包括延缓儿童近视进展药、干眼治疗药、眼用抗感染药、眼用抗炎/抗感染药、散瞳药和睫状肌麻痹药、眼用非类固醇消炎药、缩瞳药和抗青光眼用药等，剂型覆盖滴眼液、凝胶剂、眼膏剂、溶液剂等，品种丰富。我们看好公司发展，预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.03亿元、8.24亿元以及14.30亿元，EPS分别为2.89元、4.72和8.20元，对应PE分别为42.2、25.8以及14.8倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 低浓度阿托品有望带来新增量空间，环孢素带动滴眼剂板块快速增长

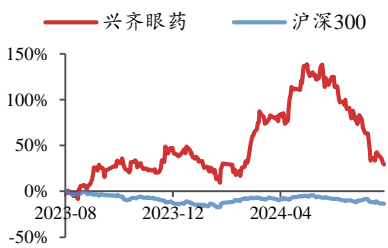
公司主营业务板块为滴眼剂、凝胶剂/眼膏剂、溶液剂及医疗服务。滴眼剂板块为公司收入贡献最大板块。2023年，公司滴眼剂业务收入6.63亿元，同比增长47.86%，占公司总收入45.17%。公司低浓度阿托品滴眼液于2024年3月上市。基于近视患者数量庞大，低浓度阿托品临床效果明确且国内进度领先，该产品有望为公司带来新的增量空间。同时，重点产品环孢素滴眼液（II）在2023年达到2.98亿元，进入医保两年后仍具有133.62%增速。干眼症市场较大，产品销售额有望进一步提升。

● 公司眼科产品布局全面，医疗服务赋能眼药

公司产品覆盖多个眼科药物细分类别。截至2023年年报，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。公司研发力度持续增加，在研产品储备丰富，在研品种涉及眼干燥症、细菌性结膜炎、青光眼、近视、黄斑水肿、真菌感染等多个适应症。此外，公司全资子公司兴齐眼科医院加入沈阳市第四人民医院医联体，立足综合眼科，集医疗、教学、科研、预防为一体，并建立互联网医院，拓展业务范围及服务半径，“以患者为中心”打造“医+诊+药”全流程服务。

● **风险提示：**行业政策变化风险、新药销售不达预期风险、竞争格局变动风险等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,250	1,468	2,610	4,263	7,316
YOY(%)	21.6	17.4	77.9	63.3	71.6
归母净利润(百万元)	212	240	503	824	1,430
YOY(%)	8.7	13.4	109.7	63.6	73.7
毛利率(%)	78.7	77.4	79.8	79.9	80.0
净利率(%)	16.9	16.4	19.3	19.3	19.6
ROE(%)	13.6	14.2	27.7	33.7	39.4
EPS(摊薄/元)	1.21	1.38	2.89	4.72	8.20
P/E(倍)	100.3	88.4	42.2	25.8	14.8
P/B(倍)	13.7	12.6	11.7	8.7	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 深耕眼科用药，先发优势显著	4
1.1、 公司股权结构集中稳定，眼科药品和服务全方位布局	4
1.2、 公司业绩稳健增长，收入结构多元发展	5
2、 低浓度阿托品：有效延缓近视，市场前景广阔	6
2.1、 近视患者数量庞大，低浓度阿托品临床效果明确	6
2.2、 眼科药物市场发展迅速，公司阿托品进度领先	8
3、 环孢素：干眼治疗有效药物，产品市场空间较大	12
3.1、 干眼症发病率高，患者基数庞大	12
3.2、 干眼市场快速增长，环孢素占比持续增大	13
3.3、 公司环孢素眼药先发优势明显，产品收入显著提升	15
4、 公司眼科产品布局全面，医疗服务赋能眼药	16
4.1、 公司眼科产品布局全面，细分品种丰富多样	16
4.2、 全方位布局医疗服务，医院+互联网赋能眼药	17
5、 盈利预测与投资建议	18
5.1、 关键假设	18
5.2、 盈利预测与估值	19
6、 风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

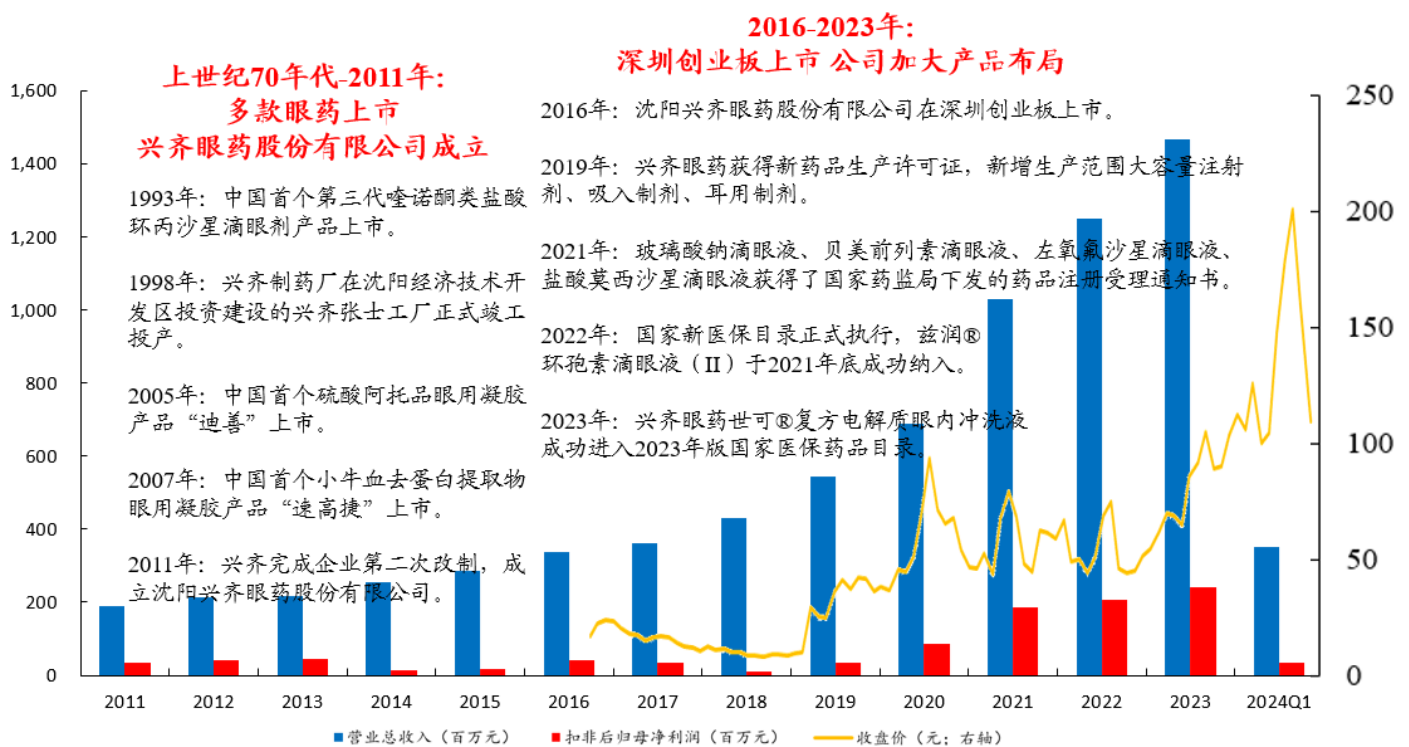
图 1： 公司专注于眼科药物领域，是一家主要从事眼科药物研发、生产、销售的专业企业	4
图 2： 公司股权结构集中稳定，子公司分工明确	5
图 3： 公司近五年营业收入逐年递增	5
图 4： 公司近五年归母净利润稳步提升	5
图 5： 2023 年滴眼剂占比有所提升	6
图 6： 公司 2024Q1 毛利率为 76.10%	6
图 7： 公司 2024Q1 年销售费用率达到 42.87%	6
图 8： 近视后眼球形状发生显著变化	7
图 9： 截至 2020 年我国高中生近视率达到 80.5%	7
图 10： 2020 年我国青少年近视总人数达 1.07 亿	7
图 11： 近年中国的眼科药物市场发展迅速	9
图 12： 干眼症、老年黄斑部病变、近视等占据极大眼科疾病药物市场份额	9
图 13： 阿托品或通过结合视网膜 M1 或 M4 受体延缓近视	10
图 14： 干眼症患者中有较高比例的中重症患者	13
图 15： 环孢素在干眼症药物中的占比持续增长	14
图 16： 公司近年环孢素滴眼液销售额快速增长	15
图 17： 公司已有 3 款过亿单品（百万元）	17
图 18： 眼科医院设施齐全、立足综合眼科	18
表 1： 低浓度阿托品延缓近视临床认可度高且价格较低	8
表 2： 低浓度阿托品临床有效性和安全性被多篇文献证实	8

表 3: 公司阿托品滴眼液进度位居前列	10
表 4: 公司低浓度阿托品市场潜力大, 渗透率有望持续提升	12
表 5: 公司低浓度阿托品滴眼液获批上市后快速进院	12
表 6: 干眼症药物具有不同的适用范围	13
表 7: 多厂家布局环孢素滴眼液及其他干眼症新药	14
表 8: 公司环孢素滴眼液有望进一步增长	16
表 9: 公司产品布局全面, 丰富多样	16
表 10: 在研项目涉及多种眼科疾病	17
表 11: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	18
表 12: 与可比公司相比, 公司估值合理	20

1、深耕眼科用药，先发优势显著

兴齐眼药专注于眼科药物领域，是一家主要从事眼科药物研发、生产、销售的专业企业。沈阳市铁西区兴齐公社制药厂成立于 20 世纪 70 年代，后更名为沈阳市兴齐制药厂。2011 年，兴齐完成企业第二次改制，成立沈阳兴齐眼药股份有限公司。2016 年沈阳兴齐眼药股份有限公司在深圳证券交易所上市。公司产品包括延缓儿童近视进展药、干眼治疗药、眼用抗感染药、眼用抗炎/抗感染药、散瞳药和睫状肌麻痹药、眼用非类固醇消炎药、缩瞳药和抗青光眼用药等，覆盖十个眼科药物细分类别，公司已建立了“系列全、品种多”的眼科药物产品体系。截至 2023 年年报，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。

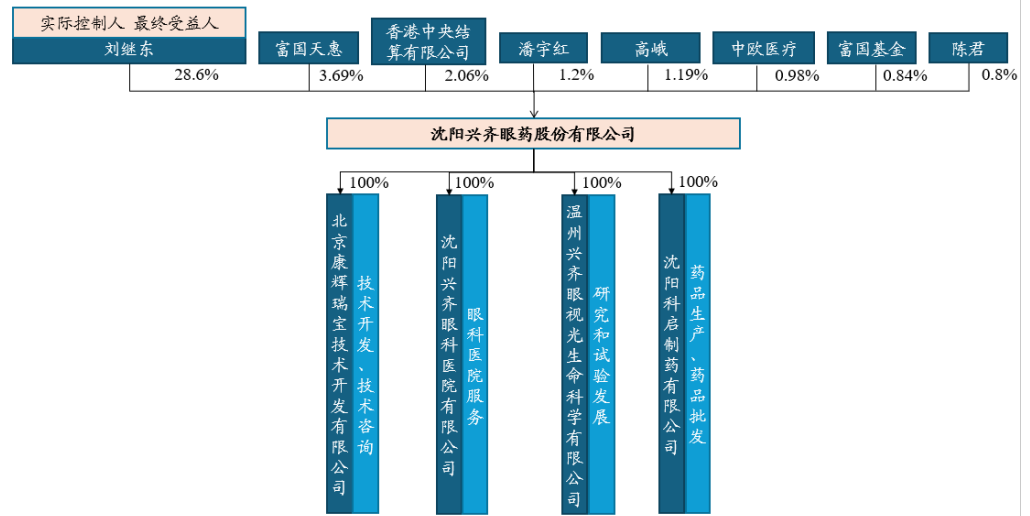
图1：公司专注于眼科药物领域，是一家主要从事眼科药物研发、生产、销售的专业企业



资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

1.1、公司股权结构集中稳定，眼科药品和服务全方位布局

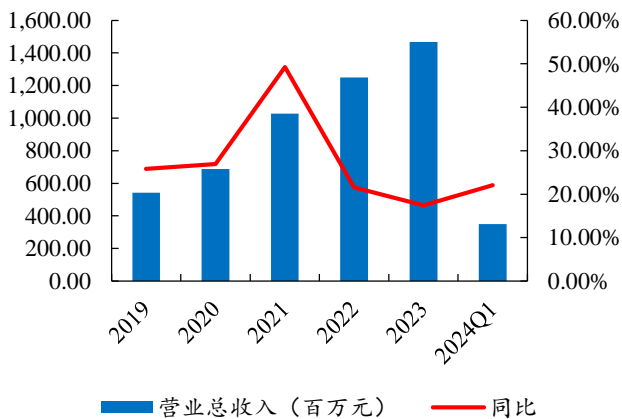
公司股权结构集中稳定，子公司分工明确。公司实际控制人和最终受益人为刘继东，直接持有兴齐眼药 28.6% 的股份。潘宇红、高峨、中欧医疗、富国基金、陈君分别持有公司股份 1.2%、1.19%、0.98%、0.84%、0.8%，公司股权结构稳定集中。公司目前设立多家子公司，其中北京康辉瑞宝技术开发有限公司主要从事技术开发和咨询；沈阳兴齐眼科医院主要从事眼科医疗服务；温州兴齐主要从事技术服务、技术开发、技术咨询、药品生产等；沈阳科启制药从事药品生产和批发，各个子公司分工明确。

图2：公司股权结构集中稳定，子公司分工明确


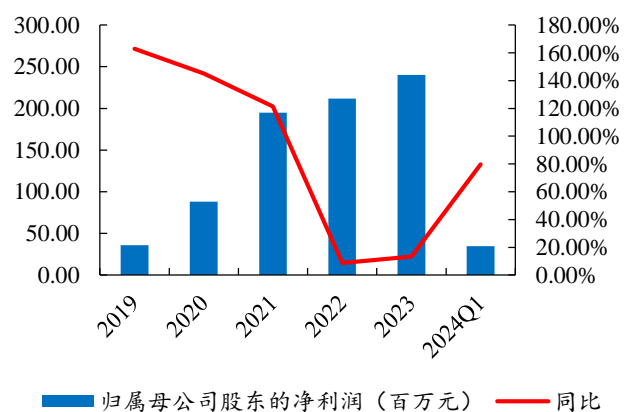
资料来源：Wind、开源证券研究所 注：截至 2024 年一季度

1.2、公司业绩稳健增长，收入结构多元发展

公司近五年业绩保持稳健增长。公司近五年收入由 2019 年的 5.42 亿元提升至 2023 年的 14.68 亿元，2023 年收入同比提升 17.42%。2024Q1 收入为 3.50 亿元，同比增加 22.10%。公司近五年归母净利润稳步提升，由 2019 年的 0.36 亿元提升至 2023 年的 2.40 亿元。2024Q1 公司归母净利润 0.35 亿元，同比增加 79.59%。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。随着公司逐步加大对产品的入院推广，公司业绩有望进一步增长。

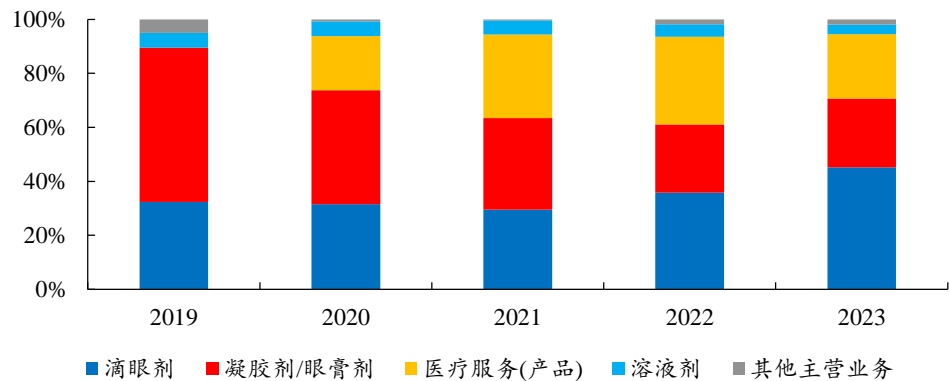
图3：公司近五年营业收入逐年递增


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司近五年归母净利润稳步提升


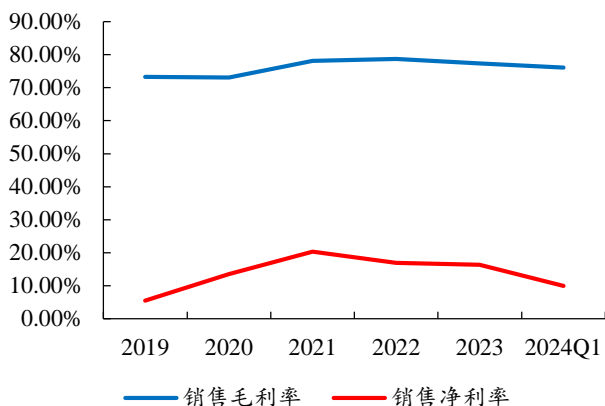
数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年滴眼剂占比有所提升。滴眼剂在近三年公司收入占比中有所提升，由 2021 年的 29.49% 提升至 2023 年的 45.17%，2023 年滴眼剂收入达到 6.63 亿元。除了滴眼剂之外，凝胶剂/眼膏剂以及医疗服务构成公司的主要收入来源。2023 年公司凝胶剂/眼膏剂和医疗服务的收入分别为 3.74 亿元和 3.51 亿元，占比分别达到 25.46% 和 23.91%。

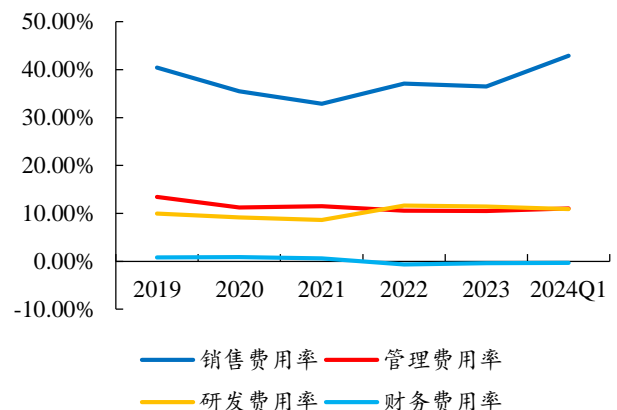
图5：2023年滴眼剂占比有所提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司近年毛利率较为稳定，费用管控合理。公司2023年毛利率为77.37%，同比减少1.37pct，2023年净利率为16.36%，同比减少0.58pct；2024Q1公司毛利率为76.10%，净利率为9.93%。公司费用率水平控制合理，2023年公司总费用率为57.98%，同比减少0.66pct，2024Q1总费用率为64.48%，主要由于低浓度阿托品的市场推广，导致销售费用和管理费用有所增加。

图6：公司2024Q1毛利率为76.10%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司2024Q1年销售费用率达到42.87%


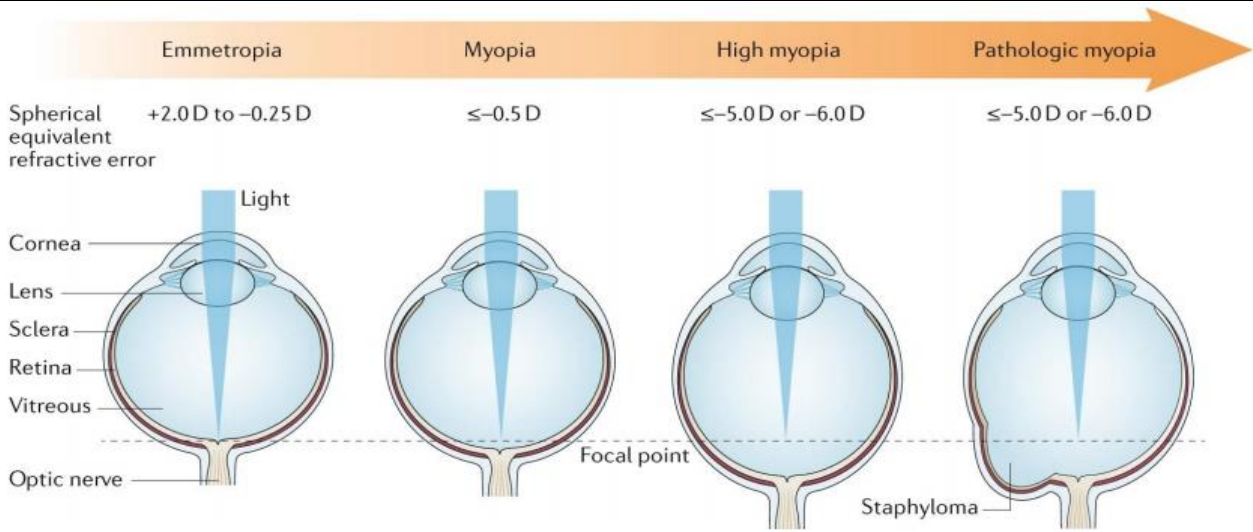
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、低浓度阿托品：有效延缓近视，市场前景广阔

2.1、近视患者数量庞大，低浓度阿托品临床效果明确

高度近视危害大，近视患者数量庞大。近视是屈光不正的一种，当眼在调节放松状态下，平行光线进入眼内，其聚焦在视网膜之前，这导致视网膜上不能形成清晰像，称为近视眼（myopia）。近视最为熟知的症状就是看远处视物模糊。近视轻则影响正常生活，重则引起近视性黄斑病变、视力障碍等，是视觉致盲的第一病因。常见的分类方法有三类，分别依据近视度数、屈光成分和病程进展进行分类。关于近视形成的原因，包括遗传因素、环境因素、不良用眼习惯等。

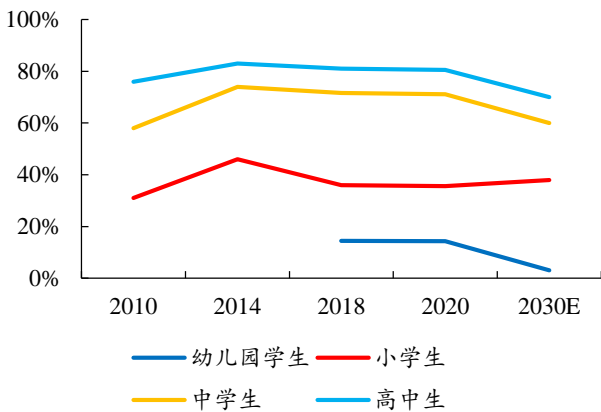
图8: 近视后眼球形状发生显著变化



资料来源:《Myopia》Paul N. Baird 等

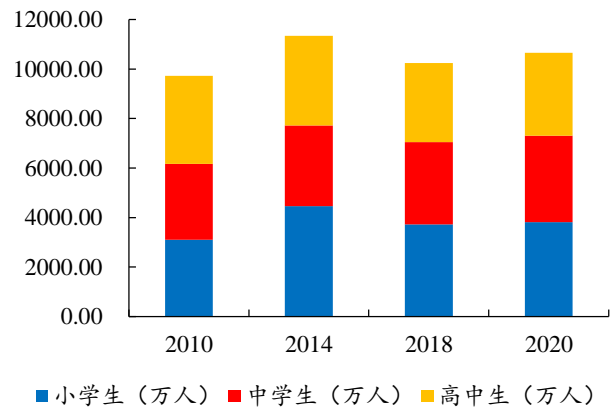
我国儿童青少年近视率位列世界第一，防控近视已上升至国家战略。截至2020年，我国儿童青少年总体近视率是52.7%。其中，6岁儿童为14.3%，小学生为35.6%，初中生为71.1%，高中生为80.5%，儿童青少年近视总人数超1亿。近视防控上升为国家战略，《综合防控儿童青少年近视实施方案》的防控目标为6岁儿童近视率控制在3%左右，小学生近视率下降到38%以下，初中生近视率下降到60%以下，高中阶段学生近视率下降到70%以下。

图9: 截至2020年我国高中生近视率达到80.5%



数据来源: 卫健委、统计局, 艾瑞咨询、开源证券研究所

图10: 2020年我国青少年近视总人数达1.07亿



数据来源: 卫健委、统计局, 艾瑞咨询、开源证券研究所

低浓度阿托品延缓近视临床认可度高，价格易被接受。目前针对近视的防治手段有近视手术、光学矫正（隐形眼镜、框架眼镜）和药物治疗。光学矫正中的OK镜（角膜塑形镜）有延缓近视进展的作用，但其价格较高且对检测技术、使用条件要求较高。光学矫正中的离焦镜美观且视野更加宽广，但是延缓近视进展的效果有限，并且需要长时间佩戴。近视手术价格昂贵且术后需要恢复期，并不适合用于低龄儿童青少年近视的治疗。低浓度阿托品滴眼液为主要的延缓近视药物，与其他治疗方法相比使用方便、适用人群广泛且价格较低，在国内外临床上广受认可，国内专家共识《近视管理白皮书》、美国眼科协会《屈光不正与屈光手术》、世界儿眼科和斜视学会《近视共识声明》等多部指南都肯定了其延缓近视进展的作用。

表1：低浓度阿托品延缓近视临床认可度高且价格较低

类别	方式	特点	价格
光学矫正	隐形眼镜：角膜塑形镜（OK 镜）、角膜接触镜	改变角膜曲率/减轻眼镜调节对焦时的压力；OK 镜可延缓近视进展，离焦镜视野更宽；OK 镜价格高、限制多，离焦镜微生物感染	OK 镜 5000-10000 元/副； 角膜接触镜 200 元/年
	框架眼镜：单焦点及多焦点框架眼镜（离焦眼镜）	凹透镜发散光线；清洁及维护方便、降低眼睛感染风险；无法延缓加深、周边视觉可能失真	500-1500 元/副
药物治疗	高浓度阿托品	结合视网膜 M1/M4 受体	/
	中浓度阿托品	延缓屈光不正及轴向长度变化	/
	低浓度阿托品	高剂量不良反应及副作用、停药反弹	3625 元/年
手术治疗	半飞秒、全飞秒、准分子激光手术、ICL 晶体植入	改变角膜曲率半径、厚度、植入人工晶体；适合高度近视、切口小、可个性化；价格昂贵，需恢复期，不适合儿童青少年	1 万元-3 万元 年

资料来源：Insight 数据库、近视防治指南、京东、开源证券研究所

低浓度阿托品临床效果明确。低浓度阿托品用于延缓近视的有效性与安全性已被国内外文献、临床试验、临床应用证实。温州医科大学黄锦海团队 2016 年发表在《Ophthalmology》上的 meta 分析汇总了 30 项研究的结果，显示当以眼轴长度变化为指标进行排序时，低浓度阿托品近视控制效率排名第一。《Ophthalmology》上发表的另一项海外 5 年期，400 名受试者的临床研究也证实了 0.01%阿托品滴眼液在延缓儿童青少年近视进展方面的有效性和安全性，同时建议将 0.01%阿托品作为 6-13 岁患者延缓近视的一线治疗方案。

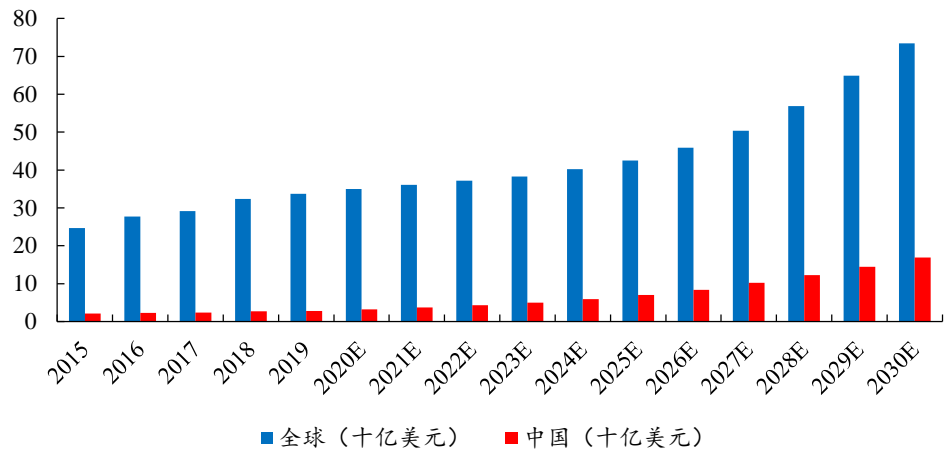
表2：低浓度阿托品临床有效性和安全性被多篇文献证实

杂志	时间	随访时间（月）	阿托品浓度	样本量	屈光度（D/yr）
Ophthalmology	2018	12	0.05%	102	-0.27
			0.03%	91	-0.46
			0.01%	97	-0.59
			对照	93	-0.81
International Journal of Medical Sciences	2020	24	1%	262	-0.21
			对照	308	-0.89
JAMA Ophthalmol	2020	12	0.01%	76	-0.49
			对照	83	-0.76

资料来源：《Ophthalmology》 Jason C. Yam 等、《International Journal of Medical Sciences》 Qin Zhu 等、《JAMA Ophthalmol》 Shifei Wei 等、开源证券研究所（注：D=屈光度，1D=100 度，低浓度阿托品延缓近视进展的效果优于安慰剂，且阿托品浓度越高，延缓近视进展的效果更佳）

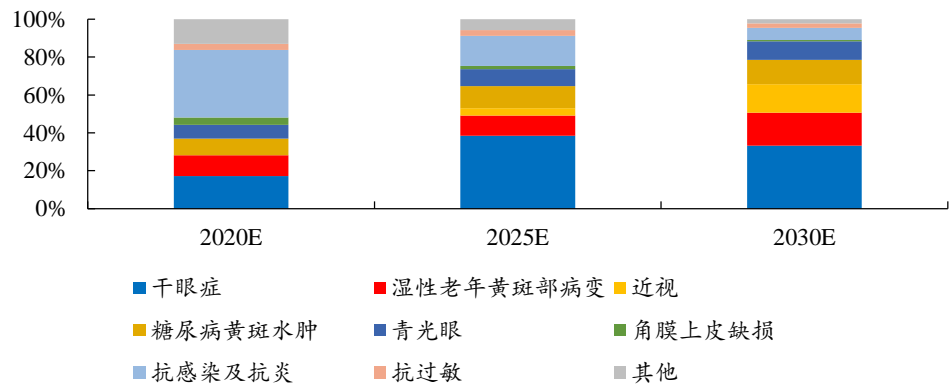
2.2、眼科药物市场发展迅速，公司阿托品进度领先

近年中国的眼科药物市场发展迅速。据弗若斯特沙利文预测，中国眼科药物市场规模自 2015 年的 21 亿美元增长至 2019 年的 28 亿美元，复合年增长率为 8.0%。预计该数字将自 2019 年起以 16.0%的复合年增长率进一步增长至 2024 年的 59 亿美元，及自 2024 年起以 19.1%的复合年增长率进一步增长至 2030 年的 169 亿美元。

图11：近年中国的眼科药物市场发展迅速


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

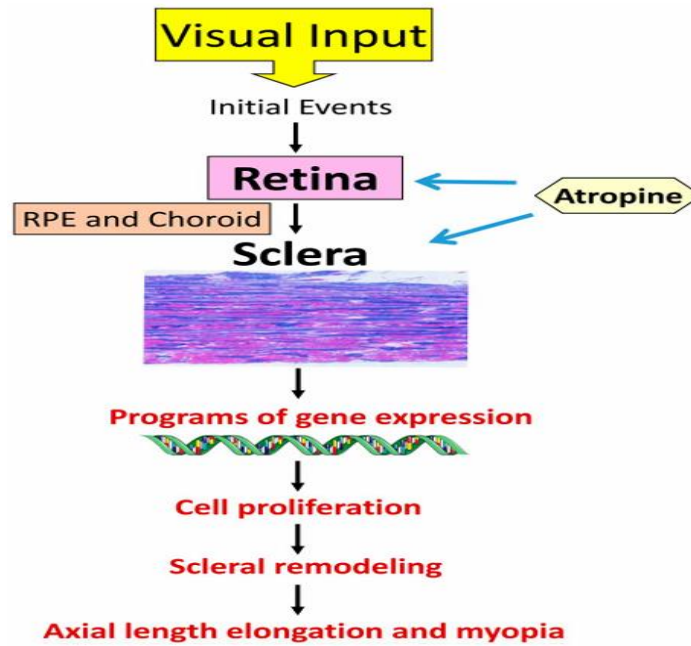
干眼症、老年黄斑部病变、近视等占据绝大眼科疾病药物市场份额。眼科疾病是指影响眼睛的任何一个组成部分，如角膜、虹膜、瞳孔、视神经、晶状体、视网膜、黄斑等的症状。根据弗若斯特沙利文的资料，2019年中国十大常见眼疾包括屈光不正（包括近视、远视、老花眼及散光）、结膜炎、干眼症、白内障、睑缘炎、视网膜疾病、斜视、弱视、青光眼及葡萄膜炎。根据灼识报告显示，干眼症、老年黄斑部病变、近视等占据绝大眼科疾病药物市场份额。预计到2025年，眼科药物市场中38.5%约为干眼症患者，10.7%为湿性老年黄斑部病变，近视患者占到3.8%，而预计到2030年，近视患者约占到14.9%。

图12：干眼症、老年黄斑部病变、近视等占据绝大眼科疾病药物市场份额


数据来源：灼识报告、开源证券研究所

阿托品或通过结合视网膜M1或M4受体延缓近视。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。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。目前主流学术界认为阿托品能直接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。

图13: 阿托品或通过结合视网膜 M1 或 M4 受体延缓近视



资料来源:《Biological Mechanisms of Atropine Control of Myopia》Aradhana Upadhyay 等

全球仅有爱施健制药的阿托品滴眼液获批上市，国内兴齐眼药进度领先。全球第一款明确用于缓解儿童近视发展的滴眼液 Eikance® (0.01%浓度阿托品) 于 2021 年 9 月在澳大利亚获批，目前国内仅有兴齐眼药延缓近视进展的低浓度阿托品滴眼液于 2024 年 3 月获批上市。此外，莎普爱思、齐鲁制药、欧康维视、博瑞制药等企业进度较为领先，已经开展阿托品滴眼液的 III 期临床试验，兴齐眼药在产品的国内销售方面有着较强的先发优势。

表3: 公司阿托品滴眼液进度位居前列

药品成分	新药类型	研发机构	全球最高状态	国内最高状态	国内最高状态时间	靶点	国内在研状态
• 0.01%阿托品滴眼液 -Myopine	改良新	Singapore National Eye Centre (研究机构) (Originator)	批准上市	-		CHRM	暂无进度
0.01%阿托品滴眼液 -EIKANCE	改良新	爱施健制药 (Originator)	批准上市	-		CHRM	暂无进度
阿托品 -SQ-729	改良新	沈阳兴齐眼药股份有限公司 (Originator)	批准上市	批准上市	2024-03-11	CHRM	批准上市: 近视

药品成分	新药类型	研发机构	全球最高状态	国内最高状态	国内最高状态时间	靶点	国内在研状态
阿托品 -NVK002	改良新	Nevakar (初创 Biotech) (Originator), Vyluma (Originator), 李氏大药厂 (香港) 有限公司 (中型 Biotech) (Licensee), Laboratoires Thea (Licensee), 兆科眼科有限公司 (Licensee)	申请上市	临床 III 期	2021-12-15	CHRM	临床 III 期: 近视
阿托品 -DE-127	改良新	参天制药株式会社 (Originator)	申请上市	临床 II/III 期	2022-03-28	CHRM	临床 II/III 期: 近视
阿托品 -OT101	改良新	"欧康维视生物 (中型 Biotech) (Originator), 苏州欧康维视生物科 技有限公司 (Originator) "	临床 III 期	临床 III 期	2021-02-25	CHRM	临床 III 期: 近视
硫酸阿托品 -QLM3004	改良新	齐鲁制药有限公司 (Originator)	临床 III 期	临床 III 期	2023-08-02	CHRM	临床 III 期: 近视
阿托品	改良新	浙江莎普爱思药业股 份有限公司 (Originator)	临床 III 期	临床 III 期	2023-11-27	CHRM	临床 III 期: 近视
阿托品	改良新	博瑞制药 (苏州) 有 限公司 (Originator)	临床 III 期	临床 III 期	2024-03-15	CHRM	临床 III 期: 近视
阿托品滴眼 液-HR19034	改良新	成都盛迪医药有限公 司 (Originator)	临床 II/III 期	临床 II/III 期	2021-09-27	CHRM	临床 II/III 期: 近视
阿托品	改良新	优尼特尔南京制药有 限公司, 杭州赫尔斯科技有限 公司	临床 II/III 期	临床 II/III 期	2023-04-23	CHRM	临床 II/III 期: 近视
阿托品	改良新	艾尔健康眼药 (辽宁) 有限公司 (Originator)	临床 I 期	临床 I 期	2022-10-27	CHRM	临床 I 期: 近视
阿托品	改良新	乐普药业股份有限公 司 (Originator)	临床 I 期	临床 I 期	2024-05-10	CHRM	临床 I 期: 近视
阿托品	改良新	浙江瑞瞳生物科技有 限公司 (Originator)	申请临床	申请临床	2022-10-29	CHRM	暂无进度

资料来源: Insight 数据库、开源证券研究所

阿托品市场潜力大, 渗透率有望持续提升。公司低浓度阿托品用于治疗 6-12 岁青少年儿童, 覆盖群体大多为小学生和初中生。根据国家统计局的小学生和中学生

人数，结合卫健委统计的小学生和初中生的近视比例，预计 2024 年国内青少年儿童近视的患病人数约为 0.76 亿人。随着新生儿新增人数逐步放缓，我们预计 2027-2029 年近视人数维持在 0.78 亿人左右。根据沈阳兴齐眼科医院，公司低浓度阿托品滴眼液 298 元/盒，其中一盒 30 支，患者使用 1 支/天，预计年治疗费用约为 3625.67 元。基于目前国内仅有兴齐眼药获批了低浓度阿托品滴眼液，且产品副作用小，我们预计 2024 年产品渗透率为 0.50%，对应销售额为 13.80 亿元。随着公司对低浓度阿托品的加速推广，产品的渗透率有望持续提升，预计 2028 年渗透率将达到 3%，销售峰值有望突破 84 亿元。

表4：公司低浓度阿托品市场潜力大，渗透率有望持续提升

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
总近视人数（亿人）	0.76	0.77	0.77	0.78	0.78	0.78
同比	0.50%	0.60%	0.70%	0.80%	0.00%	0.00%
单价（元/盒）	298	298	298	298	298	298
用法用量	30 支/盒，1 支/天					
公司阿托品渗透率	0.50%	1.00%	2.00%	2.50%	3.00%	3.00%
年治疗费用（元）	3625.67	3625.67	3625.67	3625.67	3625.67	3625.67
销售额测算（亿元）	13.80	27.77	55.92	70.46	84.56	84.56

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

多家机构与公司签约，低浓度阿托品滴眼液快速进院。公司于 2024 年 3 月 5 日取得 0.01%硫酸阿托品滴眼液的注册批件，随后华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科及阿里健康大药房等多家医疗机构与公司签约引进该产品，实现快速进院。随着产品的快速推广，我们预计该产品后续会进一步加速放量。

表5：公司低浓度阿托品滴眼液获批上市后快速进院

时间	签约机构	意义
2024/5	阿里健康大药房	药品首发上线后，兴齐眼药和阿里健康将借助遍及全国的专业药品仓配体系，利用医药电商可及性，为近视儿童青少年提供更加安全、有效、便利、价格合理的近视控制手段。双方还将在儿童青少年近视领域展开深入合作，为用户提供包括线上诊疗、疾病科普、药品供应、专家咨询在内的一系列服务。
2024/3	华夏眼科	此次签约引进的 0.01%硫酸阿托品滴眼液，不日将在华夏眼科旗下多家医院投入临床使用，不仅丰富了华夏眼科的近视综合防控手段，将为广大儿童青少年近视防控提供新方案，也意味着集团的近视防控体系进一步完善。
2024/4	武汉普瑞眼科医院	低浓度阿托品目前已正式进入武汉普瑞眼科医院。使用低浓度阿托品滴眼液防控近视前，需要先经过医生的综合判断，患儿必须到医院进行全面的眼部检查，包括视力、裂隙灯检查、眼底、眼压、验光、眼轴、视功能等一系列指标。
2024/5	大连爱尔眼科	大连爱尔眼科引进低浓度阿托品有助于加强完善对于青少年儿童的近视管理工作，实现从预防到控制的全过程管理。

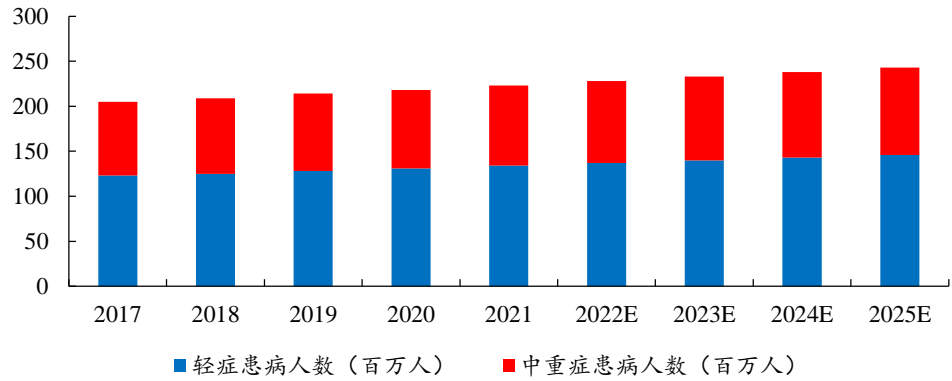
资料来源：各机构官方公众号、开源证券研究所

3、环孢素：干眼治疗有效药物，产品市场空间较大

3.1、干眼症发病率高，患者基数庞大

干眼症患者规模庞大，中重症患者占比较高。干眼症（Dry eye disease, DED）为多因素引起的慢性眼表疾病。主要病因为泪液的质、量或动力学异常导致的泪膜不稳定或眼表微环境失衡。随着居民生活及用眼习惯改变，中国干眼症患者规模持续增长，且中重症患者比例维持较高水平。据观研报告网数据，2021年中国干眼症患者总数达到2.33亿人，其中0.89亿人为中重症患者。

图14：干眼症患者中有较高比例的中重症患者



数据来源：观研报告网、开源证券研究所

3.2、干眼市场快速增长，环孢素占比持续增大

干眼症患者用药细化，并具有长期特性。干眼症的治疗目的为缓解症状、保护视觉，并尽可能消除病因。针对不同病因导致的干眼症，需要根据患者情况进行个性化治疗。《中国干眼专家共识：治疗（2020年）》列示出常见的干眼症药物治疗及非药物治疗手段。药物治疗中，主要分为润滑眼表和促进修复药物、抗炎药物及抗菌药物，适用于不同严重程度及病症。

表6：干眼症药物具有不同的适用范围

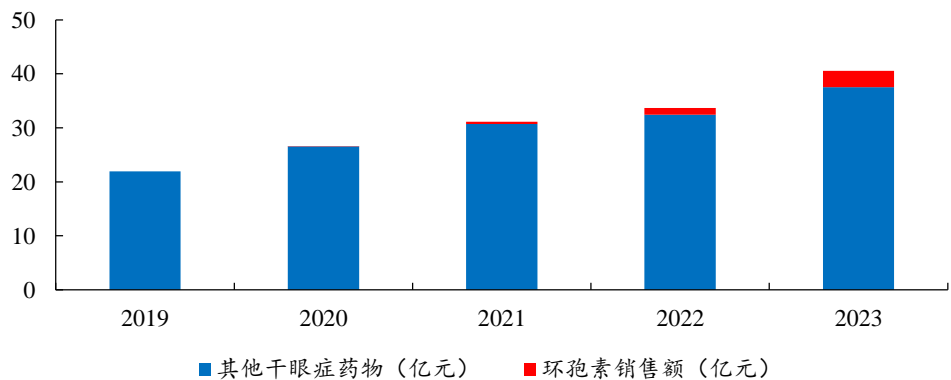
治疗目标	药物种类	代表药物	药物作用	适用范围
润滑及修复	人工泪液	玻璃酸钠、聚乙二醇、羧甲基纤维素等	模拟泪膜的1种或多种成分，针对泪膜的3层结构进行定向补充，同时稀释眼表面的可溶性炎性反应介质，可补充水分、润滑眼表、防止泪液蒸发等	各类型干眼，根据类型及患者情况选择种类
	滴眼液	地夸磷索钠 重组牛碱性成纤维细胞生长因子滴眼液	刺激眼表上皮细胞分泌黏蛋白、促进水液和脂质分泌 促进上皮增生、维护眼表微环境	黏蛋白异常型及混合型干眼 伴有明显角膜上皮损伤的中、重度干眼
抗炎治疗	眼用血清制剂	自体血清、小牛血去蛋白提取物眼部制剂	促进眼表上皮修复，改善眼表微环境	伴有眼表上皮损伤及角膜神经痛等多因素中、重度干眼
	糖皮质激素	地塞米松滴眼液、泼尼松眼药水	抑制细胞介导的免疫反应而发挥抗炎作用	伴眼部炎性反应的中、重度干眼
	免疫抑制剂	环孢素A、他克莫司	抑制T淋巴细胞增殖、调节免疫反应	伴眼部炎性反应的中、重度干眼，尤其适用于免疫相关性干眼
	NSAID	双氯芬酸钠滴眼液	外周镇痛及消炎作用	轻、中度干眼的抗炎治疗及中、

		重度干眼维持期的治疗	
局部用抗菌药	甲硝唑	抗厌氧菌、阿米巴和滴虫	蠕形螨或厌氧菌感染相关的睑缘炎及干眼
	红霉素、金霉素	杀菌消炎	睑缘炎和伴炎性反应的 MGD
抗菌药治疗	口服米诺环素、多西环素	杀菌消炎	脂质异常型干眼
全身用抗菌素	大环内酯类	刺激人睑板腺上皮细胞分化、促进脂质聚集、抗菌	重度或难治性脂质异常型干眼，尤其对全身应用其他抗菌药不耐受者可能有效

资料来源：《中国干眼专家共识：治疗（2020年）》、开源证券研究所

干眼症药物销售额持续增长，环孢素占比持续扩大。随着患者规模扩大及患者重视程度上升，干眼症药物销售总额 2019 年来保持较高增速，市场持续扩容。据 PDB 全渠道放大数据显示，2019 年干眼症药物销售总额为 21.96 亿元，至 2023 年，该数额已达到 40.53 亿，四年复合增长率达到 16.56%。公司环孢素滴眼液（II）（商品名：兹润）上市以来，销量及销售额持续攀升，且在干眼症药物中占比逐年扩大。2023 年，兹润销售额达到 2.98 亿元，占干眼症药物销售总额 7.36%，市场前景广阔。

图15：环孢素在干眼症药物中的占比持续增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

多厂家布局环孢素滴眼液，另有多款干眼症用新药在研。当前多厂家布局干眼症用环孢素滴眼液，其中进展较快的为成都盛迪、亿胜生物、众生药业、兆科眼科，已处于申请上市阶段。另有数厂家布局干眼症用新药，国内进展较快的是进入临床 III 期的 VVN001（维眸生物）和特那西普（Hanall Biopharma）。

表7：多厂家布局环孢素滴眼液及其他干眼症新药

	当前状态	状态时间	企业/集团	靶点
环孢菌素 A 滴眼液-SHR8028	申请上市	2023/03	盛迪（江苏恒瑞）	Calcineurin Cyclophilin
环孢素滴眼液-NL301	临床前	2023/04	诺思兰德	Calcineurin Cyclophilin
环孢素滴眼液	申请上市	2022/06	亿胜生物、众生药业	Calcineurin Cyclophilin
环孢素 A 眼凝胶	申请上市	2022/06	兆科（李氏大药厂）	Calcineurin Cyclophilin
环孢菌素 A 滴眼液-OTX101	临床 III 期	2020/09	印度太阳药业、康哲药业	Calcineurin Cyclophilin
环孢素-OT-1301	临床前	2021/10	欧康维视	Calcineurin Cyclophilin
戈利昔替尼	临床前	2021/09	迪哲	JAK1
VVN001	临床 III 期	2024/04	维眸生物	ITGAL ITGB2

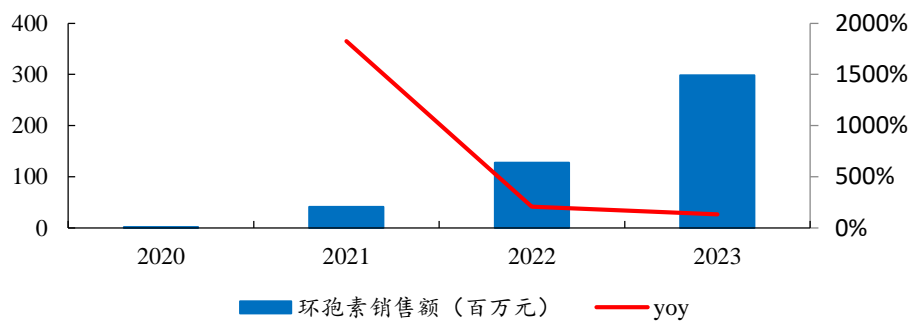
	当前状态	状态时间	企业/集团	靶点
特那西普	临床 III 期	2024/05	Hanall Biopharma	TNF- α
人神经生长因子	临床 II 期	2024/03	未名生物	NGFR
OT-202	临床 II 期 (结果发布)	2024/03	欧康维视、亿胜生物	SYK VEGFR2
EG017	临床 II 期	2023/08	金赛药业	AR
CF04	临床 I 期	2023/08	普佑生物	
TUL12101	临床 I 期	2023/07	联邦生物	RASP

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

3.3、公司环孢素眼药先发优势明显，产品收入显著提升

0.05%环孢素滴眼液疗效与安全性兼具。兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)是中国首个获批上市的用于干眼症的环孢素眼用制剂，通过抑制 T 细胞活化和炎症因子释放，控制免疫炎症反应，促进干眼症患者的泪液分泌，适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的患者。III 期临床研究表明，兹润®对于中重度干眼及干燥综合征相关干眼展示出卓越的疗效和安全性，3 个月时临床总有效率高达 70.6%。兹润®采用独家 Ailic-Tech 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，不添加防腐剂。公司环孢素滴眼液近年保持快速增长，2023 年公司产品销售额达到 2.98 亿元，同比增长 133.62%。

图16：公司近年环孢素滴眼液销售额快速增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

我们预计公司环孢素滴眼液有望进一步增长。兹润为 0.05%环孢素滴眼液(II)，于 2020 年 6 月获得注册批件，为国内首个获批上市的用于干眼症的环孢素眼药，主要适用于中重症干眼症患者。截至 2023 年，兹润已列入《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。根据前文数据，2022 年我国干眼症患者人数达到 2.28 亿人，2025 年预计为 2.43 亿人，据此推测干眼症患者人数。其中中重度患者人数占比达 40%，据此估计中重度患者人数。根据公司公告，兹润于 2021 年 12 月以 5.5 元/支的价格被列入医保目录，并于 2023 年 12 月以同样的价格续约。目前环孢素滴眼液(II)仅有兴齐眼药一家，市占率为 100%，未来随着其他厂家进入干眼症市场，我们预计公司环孢素市场份额略有下降。治疗干眼症的其他药物较多，根据 2022 年和 2023 年公司环孢素的销售额，预测产品渗透率。我们预计产品 2029 年渗透率有望突破 2.5%，对应销售额超过 10 亿元。

表8：公司环孢素滴眼液有望进一步增长

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
干眼症患者人数	228	233	238	243	248	253	258	263
中重度患者人数	91	93	95	97	99	101	103	105
滋润市场份额	100%	100%	90%	90%	85%	85%	80%	80%
人均用量	平均 100 支/人							
单价（元/支）	5.5	5.51	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
渗透率	0.25%	0.58%	0.91%	1.24%	1.56%	1.89%	2.22%	2.54%
预期销量（支）	23.19	54.10	77.69	107.86	131.48	162.20	182.62	213.62
预期销售额（亿元）	1.28	2.98	4.27	5.93	7.23	8.92	10.04	11.75

数据来源：公司公告、公司官网、PDB、开源证券研究所

4、公司眼科产品布局全面，医疗服务赋能眼药

4.1、公司眼科产品布局全面，细分品种丰富多样

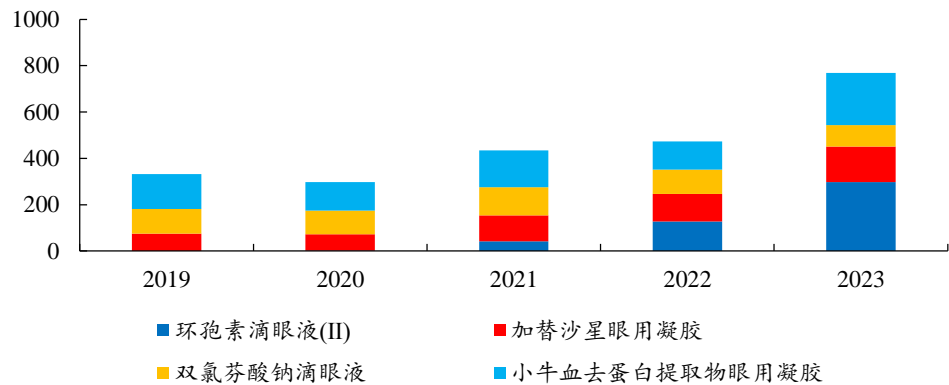
公司眼科产品布局全面，细分品种丰富多样。上市产品包括眼用抗感染药、眼用抗炎/抗感染药、散瞳药和睫状肌麻痹药、眼用非类固醇消炎药、缩瞳药和抗青光眼用药等，覆盖十个眼科药物细分类别。截至 2023 年年报，公司共拥有眼科药物批准文号 57 个，其中 35 个产品被列入医保目录，6 个产品被列入国家基本药物目录。

表9：公司产品布局全面，丰富多样

产品类别	注册批件	进入医保目录数量	进入基药目录数量
眼用抗感染药物（S01A）	21	16	2
其他眼科药物（S01X）	4	0	0
眼用非类固醇抗炎药物（S01R）	4	2	0
散瞳药物和睫状肌麻痹药物（S01F）	4	3	2
眼用抗炎/抗感染复方药物（S01C）	1	1	0
干眼产品（S01K）	9	5	0
缩瞳药物和抗青光眼药物（S01E）	4	1	1
其他药物	10	7	1

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司具有多款过亿产品，为公司持续贡献收入。公司目前销售额较大的单品有环孢素滴眼液（II）、加替沙星眼用凝胶、双氯芬酸钠滴眼液、小牛血去蛋白提取物眼用凝胶。据 PDB 全渠道放大数据显示，2023 年公司产品销售额达到 11.34 亿元，其中环孢素滴眼液（II）、加替沙星药用凝胶、小牛血去蛋白提取物眼用凝胶共三款产品销售额过亿，分别为 2.98 亿、1.52 亿、2.25 亿，四大品种销售额近三年维持增长，有望进一步贡献收入。

图17：公司已有3款过亿单品（百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

研发力度持续增加，在研产品储备丰富。公司加快推进研发管线的全面化、差异化布局，基于“一中心、多平台、广合作”布局创建了兴齐特色创新平台，为公司研发创新提供多载体。2023年，公司申报的两种规格的玻璃酸钠滴眼液、曲伏前列素滴眼液、地夸磷索钠滴眼液已获得国家药品监督管理局签发的《药品注册证书》。伏立康唑滴眼液目前正在开展I期临床试验、环孢素滴眼液（II）目前正在开展IV期（上市后）临床试验。公司申报的SQ-773、SQ-807、SQ-798、SQ-723、SQ-722项目已向国家药品监督管理局提交注册申请并获得受理。

表10：在研项目涉及多种眼科疾病

项目名称	目标适应症	进展
SQ-21127	眼底新生血管相关疾病	临床前研究
SQ-129	眼底黄斑水肿	临床前研究
SQ-727	真菌性角膜炎	临床研究
SQ-729	用于延缓儿童近视进展	临床研究
SQ-22031	神经营养性角膜炎和干眼症	临床前研究

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、全方位布局医疗服务，医院+互联网赋能眼药

兴齐眼科医院是兴齐眼药全资子公司，是集医疗、教学、科研和防盲治盲为一体的三级专业眼科医院。医院设有眼视光（儿童青少年近视防控），白内障/青光眼、干眼/角膜病、屈光手术中心、眼底病/眼外伤、小儿斜弱视、眼预防保健科、医学验光配镜等临床科室，且已与沈阳市第四人民医院建立合作关系，力求为患者提供科学、全面、经济、人性化的高质量诊疗服务。

紧跟国家战略，互联网医院建立，打造“医+诊+药”全流程服务。医院在发展的同时，不断探索眼科诊疗服务新模式，独立申请互联网医院——沈阳兴齐眼科医院互联网医院，作为医院的第二名称，拓展业务范围及服务半径，“以患者为中心”打造“医+诊+药”全流程服务。通过“沈阳兴齐眼科医院+”小程序随时随地进行在线问诊，医生根据患者首诊诊断情况开具电子处方后经药师审核后，委托第三方物流机构送到用户手中。对未在实体医疗机构首诊的患者，引导患者到线下门诊进行首诊服务。通过线上+线下服务模式，为患者提供更便捷、高效、个性化的服务。

图18：眼科医院设施齐全、立足综合眼科


资料来源：兴齐眼科医院官网

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

滴眼液：主力产品环孢素滴眼液（II）在收入高基数基础上保持增长；潜力品种低浓度阿托品滴眼液预计上市后随着渗透率提升，开始快速放量。我们预计滴眼液 2024 年~2026 年收入增速为 218.43%、75.89%、80.73%，毛利率为 80.00%、80.10%、80.20%。

凝胶剂/眼膏剂：已有过亿品种加替沙星眼用凝胶、小牛血去蛋白提取物眼用凝胶保持增长，持续为公司贡献收入。我们预计凝胶剂/眼膏剂 2024 年~2026 年收入增速为 10.00%、10.00%、10.00%，毛利率为 86.00%、86.00%、86.00%。

溶液剂：基于公司长期专注于眼科药物领域，稳健布局溶液剂，我们预计 2024 年~2026 年溶液剂增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%，毛利率为 54.00%、54.00%、54.00%。

表11：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

兴齐眼药[300573.SZ] - 财务摘要 (单位：百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,249.86	1,467.57	2610.22	4262.80	7316.24
同比	21.59%	17.42%	77.86%	63.31%	71.63%
毛利	984.14	1,135.46	2081.72	3405.87	5856.23
同比	22.60%	15.38%	83.34%	63.61%	71.95%
销售毛利率	78.74%	77.37%	79.75%	79.90%	80.04%
主营构成(按项目)(单位：百万元)					
1 滴眼剂					
收入	448.33	662.90	2110.87	3712.85	6710.09
同比	47.91%	47.86%	218.43%	75.89%	80.73%
毛利	340.30	525.34	1688.6979	2973.99	5381.49

兴齐眼药[300573.SZ] - 财务摘要 (单位: 百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
同比	53.66%	54.38%	221.45%	76.11%	80.95%
毛利率	75.90%	79.25%	80.00%	80.10%	80.20%
业务收入比例	35.87%	45.17%	80.87%	87.10%	91.72%
2 凝胶剂/眼膏剂					
收入	315.62	373.60	410.96	452.06	497.26
同比	-9.62%	18.37%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	269.98	323.28	353.43	388.77	427.64
同比	-9.92%	19.74%	9.32%	10.00%	10.00%
毛利率	85.54%	86.53%	86.00%	86.00%	86.00%
业务收入比例	25.25%	25.46%	15.74%	10.60%	6.80%
3 医疗服务(产品)					
收入	405.67	350.93			
同比	27.79%	-13.49%			
毛利	326.95	274.63			
同比	29.35%	-16.00%			
毛利率	80.60%	78.26%			
业务收入比例	32.46%	23.91%			
4 溶液剂					
收入	56.99	51.92	54.52	57.24	60.10
同比	4.92%	-8.90%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利			29.44	30.91	32.46
同比				5.00%	5.00%
毛利率			54.00%	54.00%	54.00%
业务收入比例	4.56%	3.54%	2.09%	1.34%	0.82%
5 其他主营业务					
收入	23.25	28.23	33.88	40.65	48.78
同比	508.64%	21.42%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利			10.16	12.20	14.63
同比				20.00%	20.00%
毛利率			30.00%	30.00%	30.00%
业务收入比例	1.86%	1.92%	1.30%	0.95%	0.67%

数据来源: Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

可比公司估值看,我们选取欧普康视、昊海生科、何氏眼科、爱博医疗 4 家可比公司,主要基于四家公司目前业务结构都是以眼科手术及非手术治疗服务或器械为主,与兴齐眼药主营业务相似。我们预计公司 2024 年 PE 为 42.2,主要基于兴齐眼药的低浓度阿托品于 2024 年 3 月获批,且国内仅公司一家获批低浓度阿托品,优势显著;公司环孢素滴眼液也正处于快速爬坡和放量的阶段,我们预计公司业绩有望快速提升,因此与可比公司相比,该估值相对合理。

公司专注眼科用药领域,是集药品研发、生产、销售为一体的眼科用药企业。

公司产品包括延缓儿童近视进展药、干眼治疗药、眼用抗感染药、眼用抗炎/抗感染药、散瞳药和睫状肌麻痹药、眼用非类固醇消炎药、缩瞳药和抗青光眼用药等，剂型覆盖滴眼液、凝胶剂、眼膏剂、溶液剂等，品种丰富。我们看好公司发展，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.03 亿元、8.24 亿元以及 14.30 亿元，EPS 分别为 2.89 元、4.72 和 8.20 元，对应 PE 分别为 42.2、25.8 以及 14.8 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表12：与可比公司相比，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300595.SZ	欧普康视	16.00	6.85	14.29	14.55	15.64	30.4	18.8	16.4	14.2
688366.SH	昊海生科	59.80	130.58	24.71	24.51	20.20	44.62	27.1	21.8	18.1
301103.SZ	何氏眼科	20.93	94.99	32.18	32.14	30.63	74.55	39.4	29.8	22.8
688050.SH	爱博医疗	79.45	30.63	32.18	29.93	27.59	59.6	37.5	28.8	22.6
可比公司平均							45.0	30.7	24.2	19.4
300573.SZ	兴齐眼药	111.69	13.39	109.72	63.62	73.68	88.4	42.2	25.8	14.8

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除兴齐眼药外，其余可比公司数据均来源于 Wind 一致预测，收盘价截至 2024 年 8 月 9 日

6、风险提示

行业政策变化风险、新药销售不达预期风险、竞争格局变动风险等。

(1) 行业政策变化风险。目前医药行业受政策严格监管，上市审批政策、医保支付政策、合规监管政策、环保政策等存在不断演变的可能性，监管要求变化可能直接或间接影响企业经营。

(2) 新药销售不达预期风险。低浓度阿托品等产品是公司收入的主要增长点，销售情况对公司的盈利具有重大影响。

(3) 竞争格局变动风险。眼科创新药物正在研发，竞品的上市将改变竞争格局，可能对公司产品销售造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	865	905	1248	1939	3380
现金	515	480	854	1395	2395
应收票据及应收账款	148	203	0	0	0
其他应收款	5	4	11	14	29
预付账款	18	32	58	88	162
存货	122	136	275	391	744
其他流动资产	56	50	50	50	50
非流动资产	918	1119	1798	2677	4209
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	611	721	1343	2146	3536
无形资产	123	188	216	250	286
其他非流动资产	183	209	239	281	387
资产总计	1783	2024	3046	4615	7589
流动负债	152	260	1153	2101	3887
短期借款	0	70	893	1773	3360
应付票据及应付账款	19	18	41	54	109
其他流动负债	133	172	219	274	418
非流动负债	78	74	74	74	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	74	74	74	74
负债合计	231	334	1227	2175	3960
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	89	125	174	174	174
资本公积	852	891	841	841	841
留存收益	611	674	877	1133	1397
归属母公司股东权益	1552	1690	1820	2440	3628
负债和股东权益	1783	2024	3046	4615	7589

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	286	318	719	941	1533
净利润	212	240	503	824	1430
折旧摊销	72	85	104	174	290
财务费用	-8	-6	6	27	58
投资损失	0	0	-1	-1	-0
营运资金变动	-48	-53	103	-87	-254
其他经营现金流	59	52	4	4	9
投资活动现金流	-299	-262	-781	-1050	-1820
资本支出	299	262	783	1053	1822
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	2	3	1
筹资活动现金流	-158	-84	-386	-230	-300
短期借款	-100	70	823	880	1587
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	36	50	0	0
资本公积增加	70	39	-50	0	0
其他筹资现金流	-129	-229	-1209	-1111	-1887
现金净增加额	-171	-28	-449	-340	-588

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1250	1468	2610	4263	7316
营业成本	266	332	528	857	1460
营业税金及附加	16	16	34	53	90
营业费用	463	535	940	1530	2619
管理费用	132	154	261	422	717
研发费用	146	167	287	465	790
财务费用	-8	-6	6	27	58
资产减值损失	-4	-8	0	0	0
其他收益	19	20	13	15	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	1	0
资产处置收益	0	-0	1	2	1
营业利润	250	277	565	920	1591
营业外收入	3	0	3	3	2
营业外支出	19	12	12	14	14
利润总额	234	265	556	909	1579
所得税	22	25	52	86	149
净利润	212	240	503	824	1430
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	212	240	503	824	1430
EBITDA	293	340	660	1102	1912
EPS(元)	1.21	1.38	2.89	4.72	8.20

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.6	17.4	77.9	63.3	71.6
营业利润(%)	0.7	10.6	104.2	62.9	73.0
归属于母公司净利润(%)	8.7	13.4	109.7	63.6	73.7
获利能力					
毛利率(%)	78.7	77.4	79.8	79.9	80.0
净利率(%)	16.9	16.4	19.3	19.3	19.6
ROE(%)	13.6	14.2	27.7	33.7	39.4
ROIC(%)	12.3	12.6	18.1	19.6	20.8
偿债能力					
资产负债率(%)	12.9	16.5	40.3	47.1	52.2
净负债比率(%)	-28.1	-19.6	6.0	18.4	28.6
流动比率	5.7	3.5	1.1	0.9	0.9
速动比率	4.7	2.8	0.8	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	10.8	9.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	16.2	17.9	17.9	17.9	17.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.21	1.38	2.89	4.72	8.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	1.82	4.12	5.39	8.79
每股净资产(最新摊薄)	8.90	9.69	10.43	13.99	20.80
估值比率					
P/E	100.3	88.4	42.2	25.8	14.8
P/B	13.7	12.6	11.7	8.7	5.8
EV/EBITDA	71.1	61.4	32.3	19.7	11.6

数据来源：聚源、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R4（中高风险），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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn