



买入 (维持)

所属行业: 医药生物/化学制药
当前价格(元): 168.82

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

陈进

资格编号: S0120521110001

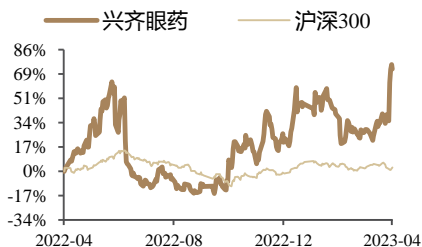
邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	35.26	24.54	16.77
相对涨幅(%)	34.84	24.91	20.42

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《兴齐眼药: 推动近视进入药物防控新时代, 高成长趋势确定》, 2022.6.1

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

投资要点

- **事件:** 公司近日公告其核心在研产品低浓度阿托品申报上市 (NDA) 获得 CDE 正式受理, 获批之旅正式开启, 百亿级超级大单品进入获批行情。
- **低浓度阿托品超预期申报 NDA 并获受理, 将至少提前一年时间获批, 将驱动收入与业绩爆发式增长。** 25 日, 公司公告其硫酸阿托品滴眼液 (0.01%) 申报 NDA 获国家药监局正式受理, 百亿级大单品正式开启获批预期行情。根据我们预测, 低浓度阿托品近视防控主要用于 5-16 周岁儿童及青少年人群, 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。按照正常 24H1 获批预期, 公司将于 2024 年即迎来收入与业绩的增厚。
- **22 年报与 23Q1 季报分析: 受互联网医院新政影响明显, 环孢素新进医保将持续加速放量。** 公司 22 年营收 12.5 亿 (+21.6%), 归母净利润 2.12 亿 (+8.7%)。分产品看, 滴眼剂与医疗服务收入分别为 4.5 亿、4.1 亿, 同比增速分别为 47.9%、27.8%。滴眼剂高增速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快速放量, 依靠庞大的干眼市场以及首仿地位, 预计 23 年将进一步快速放量。医疗服务收入高增长, 主要系 22H1 低浓度阿托品院内制剂销售未受禁售政策影响, 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, 对公司 22H2 阿托品滴眼液销售造成一定影响。归母净利润同比增长 8.7%, 增速低于收入增速, 主要原因系研发费用大幅提升所致。医药制造与医疗服务两大业务板块毛利率同比分别提升 0.12pct、0.97pct, 稳中有升。期间费用率情况: 1) 销售费用率为 37%, 同比增加 4.1pp, 报告期内职工薪酬、会议费及股权激励费增加所致; 2) 管理费用率为 10.6%, 下降 0.9pct, 保持稳定; 3) 研发费用率达到了 11.7%, 增长 3.1pct, 主要系报告期内研发投入及股权激励费增加所致。23Q1 收入 2.87 亿 (-5.1%), 归母净利润 1935 万 (-73.9%)。23Q1 收入与业绩下滑主要系: 1) 院内制剂禁止网售政策的影响, 导致阿托品院内制剂销售同比明显下滑; 2) 销售费用同比大幅增长, 销售费用 1.33 亿, 同比增长 41%。
- **互联网医院新政只会短暂影响公司表现, 24 年有望迎来快速增长。** 22 年 7 月, 互联网医院正式禁售院内制剂政策正式落地, 对公司 22 年报与 23Q1 季报造成影响, 我们认为 24H1 阿托品正式获批后, 公司经营或将不再受该政策影响, 因此, 该政策只能短暂影响 23 年经营表现, 预计 2024H2, 公司收入与业绩或将快速增长, 进入新的快速成长周期。
- **投资建议:** 暂不考虑阿托品于 2024H1 获批情况下, 预计 2023-2025 年公司将实现营收 15.1/20.0/26.3 亿元, 实现归母净利润 3.0/4.3/5.7 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 阿托品获批进展低于预期; 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。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	88.56		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	68.03	营业收入(百万元)	1,028	1,250	1,512	1,997	2,625
52 周内股价区间(元):	85.99-178.50	(+/-)YOY(%)	49.3%	21.6%	21.0%	32.1%	31.4%
总市值(百万元):	15,511.31	净利润(百万元)	195	212	297	429	574
总资产(百万元):	1,829.16	(+/-)YOY(%)	121.3%	8.7%	40.1%	44.7%	33.7%
每股净资产(元):	17.83	全面摊薄 EPS(元)	2.39	2.41	3.35	4.84	6.48
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	78.1%	78.7%	82.0%	83.5%	77.8%
		净资产收益率(%)	14.5%	13.6%	16.0%	18.8%	20.1%
		资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.41	3.35	4.84	6.48
每股净资产	17.53	20.88	25.72	32.20
每股经营现金流	3.23	7.59	9.69	12.97
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	51.90	52.31	36.16	27.04
P/B	7.14	8.39	6.81	5.44
P/S	12.41	10.26	7.77	5.91
EV/EBITDA	32.88	19.87	14.45	10.35
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	78.7%	82.0%	83.5%	77.8%
净利润率	16.9%	19.6%	21.5%	21.9%
净资产收益率	13.6%	16.0%	18.8%	20.1%
资产回报率	11.9%	13.6%	16.2%	17.1%
投资回报率	14.0%	15.4%	18.3%	19.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.6%	21.0%	32.1%	31.4%
EBIT 增长率	-1.9%	37.1%	45.0%	32.8%
净利润增长率	8.7%	40.1%	44.7%	33.7%
偿债能力指标				
资产负债率	12.9%	15.0%	13.7%	15.0%
流动比率	5.7	5.9	6.9	6.4
速动比率	4.8	5.3	6.2	5.7
现金比率	3.4	4.2	5.0	4.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.2	40.0	38.0	36.0
存货周转天数	168.0	150.0	148.0	146.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	2.0	3.6	5.1	8.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	212	297	429	574
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	85	401	498	677
非经营收益	-5	1	-1	-10
营运资金变动	-6	-27	-68	-92
经营活动现金流	286	672	858	1,149
资产	-299	-207	-455	-600
投资	0	-1	-6	-7
其他	0	2	4	8
投资活动现金流	-299	-207	-457	-599
债权募资	-100	50	0	0
股权募资	28	0	0	0
其他	-86	-2	-4	-4
融资活动现金流	-158	48	-4	-4
现金净流量	-171	514	397	546

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,250	1,512	1,997	2,625
营业成本	266	273	330	584
毛利率%	78.7%	82.0%	83.5%	77.8%
营业税金及附加	16	18	22	26
营业税金率%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
营业费用	463	582	765	932
营业费用率%	37.1%	38.5%	38.3%	35.5%
管理费用	132	166	220	249
管理费用率%	10.6%	11.0%	11.0%	9.5%
研发费用	146	151	200	236
研发费用率%	11.7%	10.0%	10.0%	9.0%
EBIT	242	331	480	638
财务费用	-8	-2	-1	-3
财务费用率%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	0	2	4	8
营业利润	250	336	484	640
营业外收支	-16	-3	-2	1
利润总额	234	333	482	641
EBITDA	322	732	979	1,315
所得税	22	36	53	67
有效所得税率%	9.4%	10.9%	11.0%	10.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	212	297	429	574

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	515	1,029	1,426	1,972
应收账款及应收票据	148	166	208	259
存货	122	112	134	234
其它流动资产	79	144	185	264
流动资产合计	865	1,451	1,953	2,729
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	611	424	390	327
在建工程	70	70	70	70
无形资产	28	27	27	26
非流动资产合计	918	724	688	624
资产总计	1,783	2,174	2,641	3,353
短期借款	0	50	50	50
应付票据及应付账款	19	18	23	45
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	133	179	211	328
流动负债合计	152	247	285	423
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	78	78	78	78
非流动负债合计	78	78	78	78
负债总计	231	326	363	501
实收资本	89	89	89	89
普通股股东权益	1,552	1,849	2,278	2,852
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,783	2,174	2,641	3,353

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

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

	类别	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；	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。
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。	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。