



买入(首次)

所属行业: 医药生物/化学制药
当前价格(元): 136.06

证券分析师

陈进

资格编号: S0120521110001

邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

陈铁林

资格编号: S0120521080001

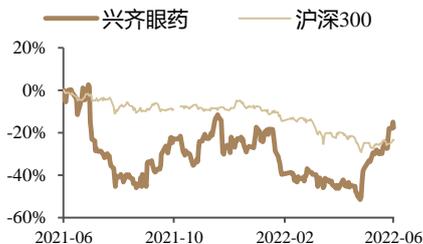
邮箱: chentl@tebon.com.cn

研究助理

张俊

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	30.65	51.35	33.84
相对涨幅(%)	28.98	54.65	44.72

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

兴齐眼药: 推动近视进入药物防控新时代, 高成长趋势确定

投资要点

- 投资逻辑:** 公司是国内专注于眼科药物领域研发、生产、销售的药企, 是国内眼科药物领域龙头。公司率先布局拥有近 1 亿人群的近视药物防控的全新市场, 潜在市场空间数百亿元; 在干眼症治疗领域, 公司率先获批了全球最大干眼症治疗药物(环孢素滴眼液)。受益于两大新领域率先布局, 公司已进入并将保持未来 5 年的高成长周期: 1) 公司阿托品(0.01%) 是国内首个进入 3 期临床的产品, 预计 2024 年底获批上市, 有望成为国内首个获批的延缓近视进展的药物, 获批后公司收入与业绩将进入爆发式增长阶段; 在正式获批前, 公司正依托沈阳兴齐眼科医院的院内制剂产品快速放量, 驱动公司正处于快速成长阶段。2) 独家品种, 干眼症治疗首仿药物环孢素滴眼液于 2021 年底顺利进入医保目录, 2022 年将迎来快速放量, 成为公司继近视防控板块以外的第二大单品, 峰值销售有望超 10 亿元。
- 低浓度阿托品将推动近视防控进入药物时代, 有望重塑眼科药物市场。** 近视防控市场长期以器械为主, 在药物防控领域, 历经全球学者 50 余年的临床研究与探索, 低浓度阿托品是目前全球唯一被证实为安全有效的近视进展延缓药物, 在新加坡、韩国、日本与中国台湾省等国家和地区已经获得了多年的应用基础。公司是国内首家申报阿托品(0.01%) 用于近视防控临床研究的企业, 包含 1 年与 2 年期两个临床方案, 目前两个临床进展顺利, 根据国家药监局发布的控制近视进展药物临床研究指导规范, 预计 2023H2 完成 2 年期临床研究, 并有望于 2024 年底获批上市, 有望成为全球首个获批近视防控适应症药物。在正式药品获批之前, 公司正依托沈阳兴齐眼科医院的院内制剂产品快速放量, 驱动公司已进入高速成长阶段。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, 2020 年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, 我们预计兴齐的低浓度硫酸阿托品能在上市的第 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。
- 干眼症重磅治疗药物独家获批, 进入医保目录放量在即。** 环孢素滴眼液是全球最重要的干眼症治疗的重磅药物, 也是全球销售靠前的滴眼液药物, 原研公司艾尔建(商品名: Restasis), 全球峰值销售额约 15 亿美元, 目前公司是该产品(兹润®) 国内独家获批企业。2021 年底, 兹润®通过谈判进入医保目录, 临床用于中重度干眼症患者, 2022 年将开启加速放量, 对应当前医保价格为 165 元/盒/30 支, 按照说明书用法, 日消耗为 2 支, 保守疗程为 6 个月, 则治疗费用为 1980 元/人。考虑到后期竞争加剧, 产品进入集采, 假设 2030 年, 兹润®使用费用为 2022 年 40% (792 元/人), 我们预计 2030 年兹润®的市场规模在中性的市占率情况下, 销售收入规模达到 12.9 亿元。
- 盈利预测与投资建议:** 暂不考虑阿托品超预期获批情况下, 预计 2022-2024 年公司将实现营收 14.84/19.13/23.92 亿元, 实现归母净利润 3.53/5.47/7.97 亿元, 业绩增速远高于参考行业公司的平均增速, 参考行业内同类型公司平均估值情况, 给予公司 2022 年 40-50 倍 PE 估值, 合理区间为 160.3-200.4 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 低浓度阿托品近视延缓适应症临床研究低于预期或失败; 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

总股本(百万股):	88.10
流通 A 股(百万股):	62.15
52 周内股价区间(元):	79.92-169.41
总市值(百万元):	11,986.33
总资产(百万元):	1,683.35
每股净资产(元):	16.16

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	689	1,028	1,484	1,913	2,392
(+/-)YOY(%)	27.0%	49.3%	44.4%	28.9%	25.0%
净利润(百万元)	88	195	353	547	797
(+/-)YOY(%)	145.1%	121.3%	81.4%	54.8%	45.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.09	2.39	4.01	6.21	9.05
毛利率(%)	73.1%	78.1%	81.1%	83.1%	85.3%
净资产收益率(%)	12.9%	14.5%	20.8%	24.4%	26.2%

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

内容目录

1. 深耕眼科领域超 40 年，拥有国内最完善眼科药物产品线	5
1.1. 低浓度阿托品院内制剂获批，进入快速发展周期	5
1.2. 公司重视研发，在研品种储备充足	7
2. 眼科用药市场高速增长，近视与干眼症将成为主领域	9
2.1. 我国近视防控迫在眉睫，阿托品将拓展数百亿元新蓝海市场	10
2.1.1. 数百亿元新蓝海市场，公司研发进展领先	11
2.1.2. 公司 0.01%硫酸阿托品滴眼液商业化市场空间预测	12
2.2. 干眼症患者逐年增长，国内存在治疗药物缺口	13
2.3. 兹润®填补中国干眼症环孢素类治疗药物市场空白	14
2.3.1. 兹润®未来市场空间预测	16
3. 盈利预测与投资建议	18
3.1. 盈利预测	18
3.2. 投资建议	19
4. 风险提示	20

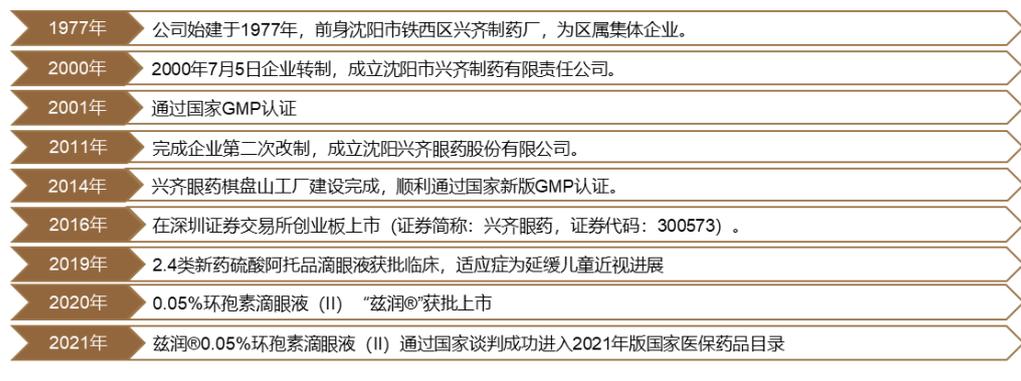
图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截止 2022Q1)	5
图 3: 2012 年-2022Q1 营业收入及增速 (亿元, %)	6
图 4: 2012 年-2022Q1 归母净利润及增速 (亿元, %)	6
图 5: 2012 年-2022Q1 毛利率及净利率情况 (%)	6
图 6: 2012 年-2022Q1 各项费用率情况 (%)	6
图 7: 公司分业务收入情况 (亿元)	7
图 8: 公司分业务毛利情况	7
图 9: 公司历年研发投入情况 (亿元, %)	8
图 10: 公司研发人员情况 (人, %)	8
图 11: 全球眼科用药市场规模 (十亿美元, %)	9
图 12: 中国眼科用药市场规模 (十亿美元, %)	9
图 13: 中国青少年近视人数 (万人)	10
图 14: 低浓度阿托品对于减缓近视更为有效	11
图 15: 中国干眼病药物市场规模 (百万美元, %)	14
图 16: 兹润®对于中重度干眼总有效率情况	15
图 17: 兹润®对于干燥综合征相关干眼总有效率情况	15
图 18: 兹润®安全性情况	16
表 1: 公司主要产品情况	7
表 2: 公司在研管线 (截止 2021 年)	8
表 3: 各类眼疾病基本情况	9
表 4: 按适应症划分的中国眼科药物市场增速预测	9
表 5: 近视的治疗手段对比	10
表 6: 低浓度硫酸阿托品全球在研情况	12
表 7: 兴齐眼药商业化低浓度阿托品市场空间预测	13
表 8: 干眼病治疗药物情况	14
表 9: 中国干眼病药物研发竞争格局	14
表 10: 兹润®未来市场空间预测	17
表 11: 2022-2024 年公司业绩预测 (百万元)	18
表 12: 可比公司估值分析	19

1. 深耕眼科领域超 40 年，拥有国内最完善眼科药物产品线

兴齐眼药始建于 1977 年，并于 2016 年 12 月在深圳交易所创业板上市。公司专注于眼科药物领域，是一家专业从事眼科药物研发、生产及销售的国家级高新技术企业，产品覆盖十个眼科药物细分类别。近三年开展研发项目 40 余项，包括硫酸阿托品滴眼液、环孢素滴眼液（II）、他克莫司滴眼液等多个重大项目。截止 2021 年底，公司共拥有眼科药物批准文号 51 个，其中 30 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。

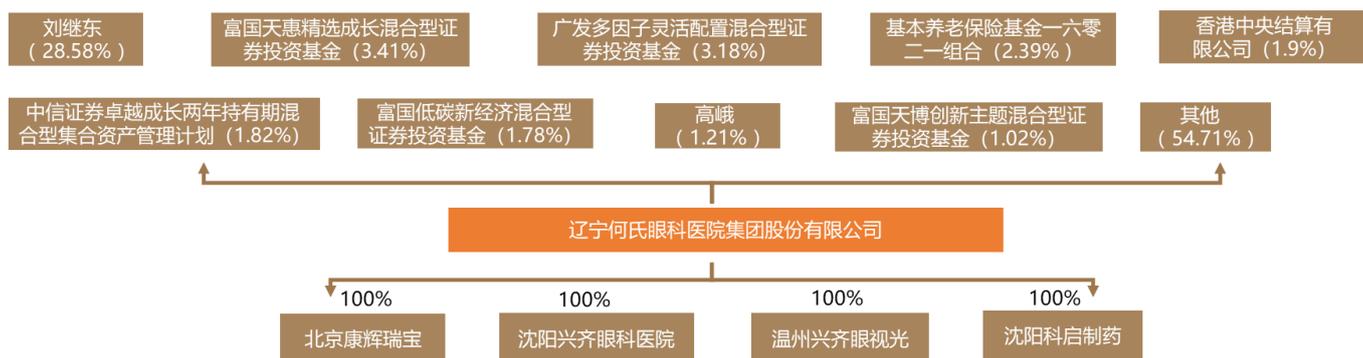
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

董事长、总经理刘继东先生为公司实际控制人，持有公司 28.58% 股份，为第一大股东。下设 4 家全资子公司，涵盖眼科医疗服务、药品的研发生产销售等业务，其中沈阳兴齐眼科医院于 2021 年 4 月成为沈阳市医保三级定点医院，并拥有互联网医院资质。

图 2：公司股权结构（截止 2022Q1）



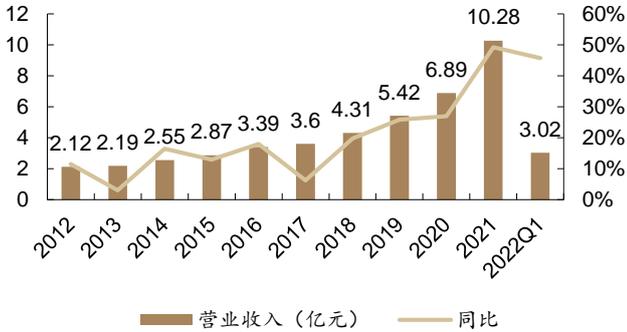
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

1.1. 低浓度阿托品院内制剂获批，进入快速发展周期

公司近年业绩大幅提升，经营状况进入快速发展轨道。由于新设医疗服务业务（兴齐眼科医院，其中硫酸阿托品滴眼液为主要收入来源）开始为公司贡献业绩增量，公司近年来收入实现高速增长，2021 年达 10.28 亿元，同比增长 49.26%；2022Q1 营收 3.02 亿元，同比增长 45.73%。利润方面，由于 2017-2018 年公司

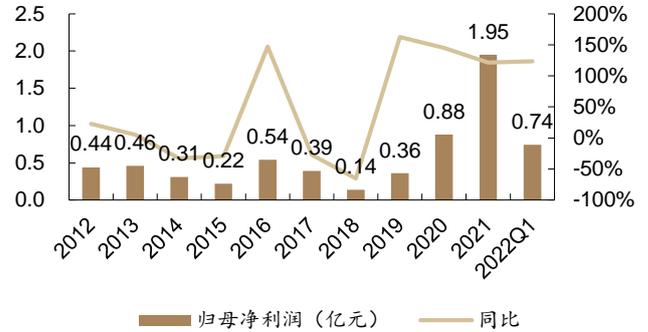
销售费用、研发投入增加等因素，归母净利润有所下滑。低浓度阿托品院内制剂实现销售后，实现快速放量，驱动公司利润大幅增长，2021年归母净利润首次突破亿元大关，达1.95亿元；2022Q1继续保持良好增长，归母净利润为0.74亿元，同比增长123.36%。

图3：2012年-2022Q1营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

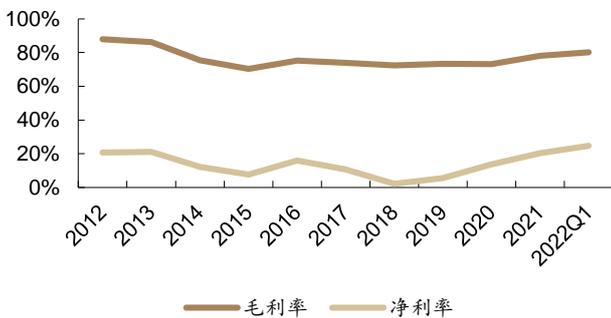
图4：2012年-2022Q1归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

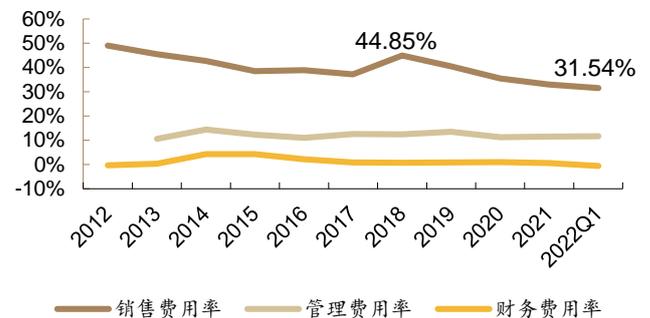
毛利率维持稳定，费用持续优化。公司近几年毛利率基本稳定在70%-80%区间。2018年-2022Q1，销售费用率由44.85%下降13.31pct至31.54%，管理及财务费用率保持平稳，净利率由于管理费用率的持续下降于2021年回升至20.34%。

图5：2012年-2022Q1毛利率及净利率情况（%）



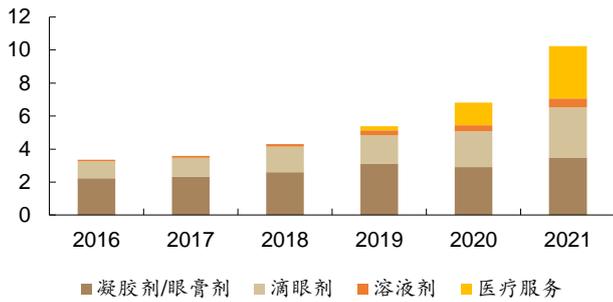
资料来源：公司公告，德邦研究所

图6：2012年-2022Q1各项费用率情况（%）

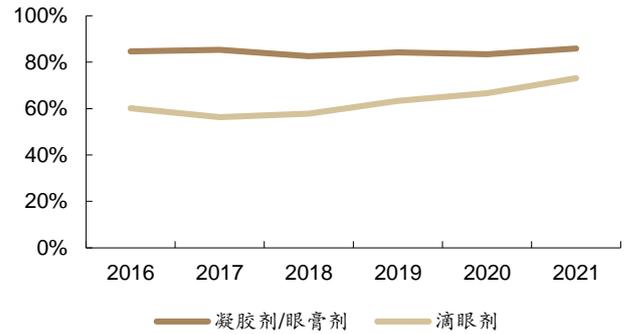


资料来源：公司公告，德邦研究所
注：管理费用已剔除研发费用

凝胶剂及眼膏剂营收占比最大，医疗服务板块增速迅猛。2016-2021年，凝胶剂/眼膏剂业务营收占比由66%逐年下降至34%，毛利率维持在85%的较高水平，目前仍为营收占比最大业务；滴眼剂营收占比稳定在30%左右，毛利率持续提升，2021年达73.06%；受低浓度阿托品放量驱动，医疗服务作为新业务近年来收入占比持续增长，2021年收入达3.17亿元，占总营收比重为31%，2021年毛利率为79.63%。

图 7: 公司分业务收入情况 (亿元)


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 8: 公司分业务毛利情况


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司已建立了“系列全、品种多”的眼科药物产品体系, 实施“专业化、全系列、多品种”眼科药物发展战略, 产品涉及眼用抗感染药、人工泪液和眼润滑剂、散瞳药和睫状肌麻痹药、眼用非类固醇消炎药等, 覆盖十个眼科药物细分类别。

表 1: 公司主要产品情况

类别	主要产品	主要适应症	是否进入医保	是否进入基药目录
人工泪液和眼润滑剂 (S01K)	兹润®0.05%环孢素滴眼液 (II)	用于与角膜干燥症相关的眼部炎症所导致的泪液生成减少症状。	是	否
	兹养®维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶	作为角膜保护的辅助治疗, 各种原因引起的干眼症等。	是	否
其他眼科用药 (S01X)	速高捷®小牛血去蛋白提取物眼用凝胶	用于各种起因的角膜溃疡, 角膜损伤, 由碱或酸引起的角膜灼伤, 大泡性角膜炎, 神经麻痹性角膜炎, 角膜和结膜变性。	否	否
	速高捷®小牛血去蛋白提取物滴眼液		否	否
眼用抗感染药 (S01A)	迪可罗眼膏	用于治疗细菌性结膜炎、角膜炎、角膜溃疡、泪囊炎、术后感染等外眼感染。	是	否
	迪可罗滴眼液		是	否
	迪友眼用凝胶		是	否
眼用非类固醇消炎药 (S01R)	迪非滴眼液	用于治疗葡萄膜炎、角膜炎、巩膜炎、春季结膜炎、围术期抗炎等。	是	否
散瞳药和睫状肌麻痹剂 (S01F)	迪善眼用凝胶	虹膜睫状体炎、检查眼底前的散瞳、验光配镜屈光度检查前的散瞳。	是	否
	卓比安®复方托吡卡胺滴眼液	诊断及治疗为目的的散瞳和调节麻痹。	是	是

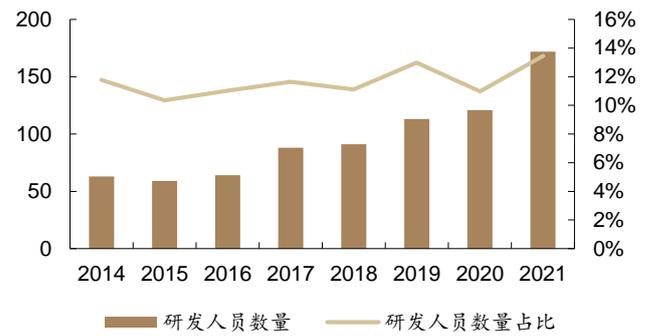
资料来源: 公司公告, 医药魔方, 德邦研究所

1.2. 公司重视研发, 在研品种储备充足

坚持自主研发, 研发投入逐年增加。2016-2021 年, 研发投入占比由 5.78% 大幅上升 5.69pct 至 11.47%, 2021 年研发投入达 1.18 亿元。2014-2021 年, 研发人员数量由 2014 年的 63 人增长至 2021 年的 172 人。

图 9：公司历年研发投入情况（亿元，%）


资料来源：公司公告，德邦研究所

图 10：公司研发人员情况（人，%）


资料来源：公司公告，德邦研究所

公司积极从事产品研发工作，截止 2021 年，公司共有 23 项研发项目，涉及青光眼、干眼症、眼部炎症性疾病、近视等多种疾病的治疗。其中有 3 项已进入临床阶段，包括伏立康唑滴眼液 (SQ-727)，硫酸阿托品滴眼液 (SQ-729) 和他克莫司混悬滴眼液 (SQ-708)。硫酸阿托品滴眼液已进入临床 3 期，领先于其他竞品，他克莫司混悬滴眼液及伏立康唑滴眼液均为国内首家申报。

表 2：公司在研管线（截止 2021 年）

序号	项目名称	进展情况	项目介绍	类别
1	SQ-129(原 SQ-732)	临床前研究阶段	黄斑水肿的治疗	2.2 类
2	SQ-727	临床研究阶段	真菌的治疗	2.2 类
3	SQ-729	临床研究阶段	延缓近视进展用药	2.4 类
4	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
5	SQ-702	临床前研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	3 类
6	SQ-755S	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4 类
7	SQ-718	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4 类
8	SQ-735M	注册审评阶段	细菌性结膜炎的治疗	4 类
9	SQ-739	注册审评阶段	青光眼的治疗	4 类
10	SQ-758S	注册审评阶段	青光眼的治疗	4 类
11	SQ-758M	注册审评阶段	青光眼的治疗	4 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	注册审评阶段	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-720	药学研究阶段	成年人老视	3 类
23	SQ-21127	药学研究阶段	年龄相关性黄斑变性的治疗	1 类

资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 眼科用药市场高速增长，近视与干眼症将成为主领域

较为常见的眼疾病包括干眼症、近视、白内障、青光眼、过敏性结膜炎等。根据世卫组织发布的《世界视觉报告》，中国在干眼、近视等疾病领域的患病率远高于全球，催生了庞大的新增手术及药物治疗需求。

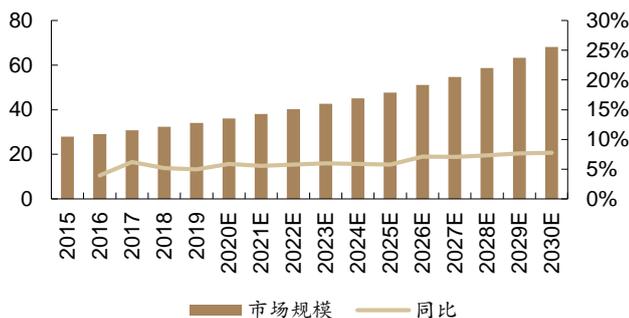
表 3：各类眼疾病基本情况

	介绍	治疗方法（手术）	治疗方法（药物）
过敏性结膜炎	由于过敏反应导致结膜发炎，主要表现为眼红、瘙痒、肿胀、流泪和丝状分泌物。	-	抗组胺药、肥大细胞稳定剂、多重功效药剂等
干眼症	指由于泪液量的减少和质量减退引起泪膜不稳定和眼表损害，从而导致眼干涩等一系列症状的疾病。	泪小点栓塞或封闭、唇腺、自体颌下腺移植等	人工泪液、糖皮质激素、环孢素滴眼液
白内障	先天或后天的因素引起晶状体混浊使其透明性下降。	白内障囊内摘除术、白内障囊外摘除术、白内障手法小切口摘除术、白内障超声乳化吸除术、飞秒激光辅助白内障超声乳化吸除术等	化学药主要包括苄达赖氨酸滴眼液、吡诺克辛钠滴眼液、谷胱甘肽滴眼液等种类；中成药主要包括复明片、麝珠明目滴眼液、杞菊地黄丸等。
近视（20 岁以下）	因眼球形状而无法成功聚光在视网膜上导致难以看清远处的物体。	飞秒激光手术、飞秒激光、TransPRK、Epi-LASIK、ICL 等	阿托品滴眼液
眼缘炎	因睫毛根部附近的眼睑发炎所引起，主要表现为眼睛和眼睑发红和刺痛。		局部环孢菌素、皮质类固醇等
视网膜疾病	视网膜血管、神经存在病理性破坏所致，最常见的种类为糖尿病性视网膜病变以及黄斑变性	视网膜脱离复位术、复杂视网膜脱离及各期 PVR 手术、二期严重眼外伤的玻璃体视网膜手术、糖尿病性视网膜病变的手术等	糖尿病视网膜病变（DR）：降糖药、降血压药、羟苯磺酸钙、抗 VEGF 药物等
青光眼	一组威胁和损害神经视觉功能，主要与病理性眼压升高有关的临床症群或眼病。	青光眼小梁切除术、先天性青光眼房角及小梁切开、非穿透小梁切除术等	前列腺素类似物、β-肾上腺素能拮抗剂（乙型阻断剂）、α-肾上腺素受体激动剂等

资料来源：欧康维视招股书、华夏眼科招股书，莎普爱思招股书，陈若瑜，曹丹，张良《糖尿病视网膜病变药物治疗研究进展》，德邦研究所

我国眼部疾病患者治疗需求逐年增加，眼科用药市场高速增长。全球来看，2019 年眼科用药市场规模达 340 亿美元，预计到 2030 年将达到 681 亿美元，年复合增速为 6.5%。中国来看，2019 年市场规模同比增长 13%至 26 亿美元，预计到 2030 年市场规模将达到 202 亿美元，年复合增速为 20.5%，远超全球。

图 11：全球眼科用药市场规模（十亿美元，%）



资料来源：灼识报告，德邦研究所

图 12：中国眼科用药市场规模（十亿美元，%）



资料来源：灼识报告，德邦研究所

从各细分眼科药物来看，未来增速最快的领域分别为干眼病、湿性老年黄斑变性及近视，其中干眼病、湿性老年黄斑变性 2020-2025 年预计年复合增速分别为 42.1%、20.2%。预计在 2025 年前后会有商业化的近视药物获批，2025-2030 年近视药物复合增长率将达到 61.7%。

表 4：按适应症划分的中国眼科药物市场增速预测

十亿美元	占比			复合年增长率	
	2020E	2025E	2030E	2020E-2025E	2025E-2030E
干眼病	17.1%	38.5%	33.3%	42.1%	19.4%

湿性老年黄斑变性	11.0%	10.7%	17.4%	20.2%	35.5%
近视	-	3.8%	14.9%	-	61.7%
糖尿病性黄斑水肿	8.8%	11.8%	13.0%	28.0%	25.4%
青光眼	7.4%	8.9%	9.7%	25.5%	25.1%
角膜上皮缺损	3.9%	1.7%	0.7%	3.1%	2.6%
抗感染及抗炎	35.6%	15.9%	6.5%	2.9%	2.7%
抗过敏	3.3%	3.1%	2.3%	19.6%	16.0%
其他	13.0%	5.7%	2.2%	2.3%	2.2%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	20.8%	22.9%

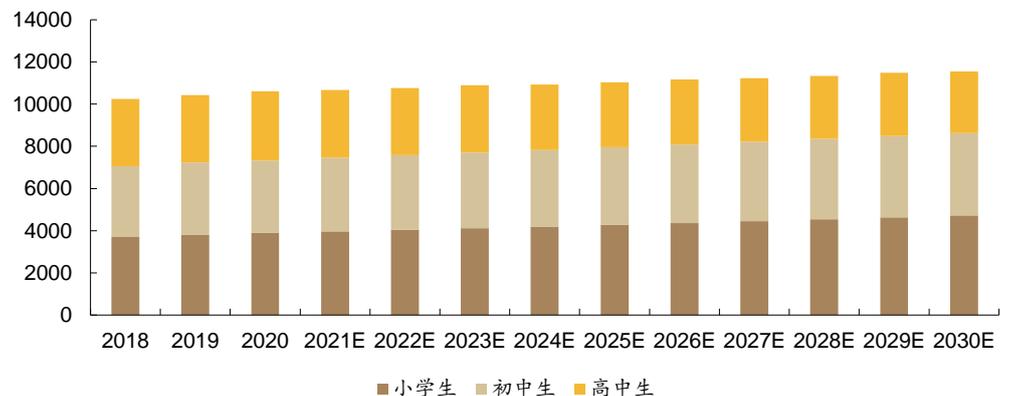
资料来源：灼识报告，德邦研究所

2.1. 我国近视防控迫在眉睫，阿托品将拓展数百亿元新蓝海市场

我国青少年近视比例全球最高，近视防控市场需求庞大。由于学习负担重，长时间使用电子产品及缺乏户外运动等因素，导致我国青少年整体近视比例偏高。根据国家卫生健康委疾控局数据，2018年小学生近视率为36.0%，初中生近视率为71.6%，高中生近视率为81.0%。根据《综合防控儿童青少年近视实施方案》中提出，到2030年，实现全国小学生近视率下降到38%以下，初中生近视率下降到60%以下，高中生近视率下降到70%以下。因此假设未来各个年龄段的近视率每年以平均速度下降至该目标。

根据中华人民共和国教育部发布的全国教育事业统计公报，小学生、初中生及高中生2020年占全国总人口比例分别为7.6%、3.5%、2.9%，根据历史趋势判断，我们预计未来小学生及中学生的人数占比将每年提升0.1%，高中生保持不变。同时我们预测到2030年，我国总人口将达14.45亿人，那么青少年的总近视人数将达到1.16亿人。

图 13：中国青少年近视人数（万人）



资料来源：中华人民共和国教育部，Wind，德邦研究所预测

目前矫正近视的手段主要分为矫正镜片、隐形眼镜等器械。其中矫正镜片及隐形眼镜为目前主流的治疗手段，但仍受限于治疗费用及治疗效果。阿托品在屈光度改变及眼轴改变方面可以极大减缓近视恶化，目前仍处于小规模临床使用和研究状态，阿托品在近视防控中具有非常明显的优势，即使用方便，依从性远高于矫正镜片产品。

表 5：近视的治疗手段对比

子类别	屈光度变化的平均差, D/yr	眼轴变化的平均差, mm/yr	缺点	优点
矫正镜片	变焦点矫正镜片	0.26	-0.08	· 视野开阔

	渐进镜片	0.17	-0.05	· 如存在散光, 会使镜片边缘的视觉模糊	· 色差更低 · 承受力高
隐形眼镜	柔软亲水性隐形眼镜	0.06	-0.01	· 儿童不太可能遵守卫生与安全规范	· 视野比眼镜更自然
	角膜塑形术	-	-0.15	· 可能引起与角膜、眼睑及眼睛干燥有关的问题	· 外观可接受, 操作更简单, 更方便日常活动
	硬质透气性隐形眼镜	-0.03	0.02	· 比较昂贵	
阿托品滴眼液	低浓度 (0.01%)	0.53	-0.15	· 需要与框架眼镜等产品联用 · 如突然停止使用阿托品, 可能会引起近视反弹	· 使用方便 · 低浓度阿托品安全有效 · 在近视控制方面效果明显, 比传统框架眼镜及隐形眼镜效果更好

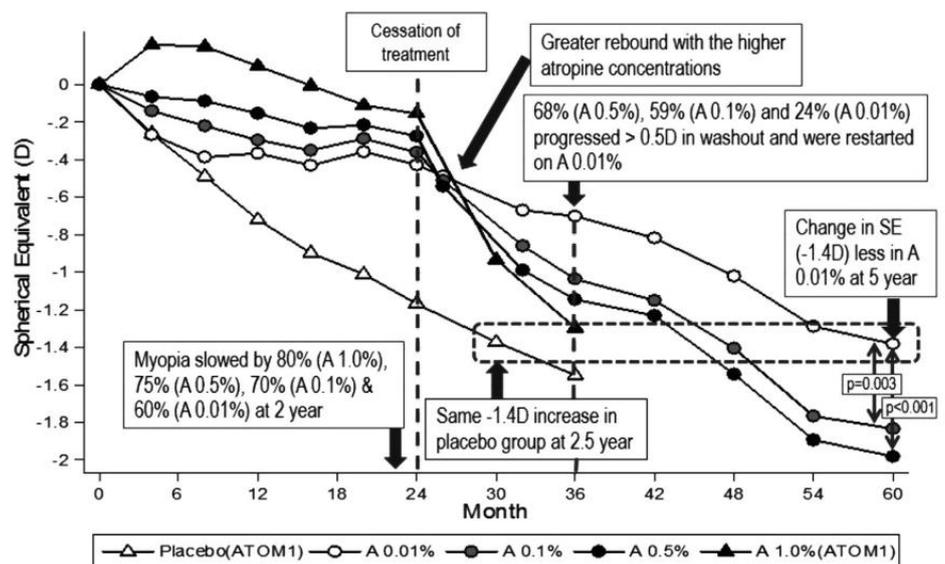
资料来源: 弗若斯特沙利文, 德邦研究所

我们通过国内近视青少年的人数来计算低浓度阿托品的理论市场空间, 并以兴齐眼药目前在院内销售的低浓度阿托品价格为参照 (目前价格为 298 元/盒/30 支), 使用周期为 1 年的情况下, **低浓度阿托品的理论市场空间为 4000 亿左右。考虑到后续竞品增多与集采问题, 假设集采后价格下降 80%, 理论市场空间仍高达约 800 亿元。**

2.1.1. 数百亿元新蓝海市场, 公司研发进展领先

低浓度阿托品的有效性及安全性均高于高浓度阿托品, 有望成为治疗近视的首选药物。在一项为期 5 年的临床研究中, 0.01% 阿托品被证明可以使患者 5 年近视进展不超过 1.4D, 并且在治疗的后期阶段反弹程度小于高浓度阿托品。在安全性方面, 该研究表明 0.01% 的阿托品可在保留近视减弱作用同时减少高浓度阿托品通常引起的如畏光及视力模糊等副作用。与较高剂量相比, 0.01% 的阿托品引起的瞳孔扩张最小 (0.8 mm), 调节性丧失最小 (2-3 D), 且几乎没有视力丧失。

图 14: 低浓度阿托品对于减缓近视更为有效



资料来源: Chia et al. 《Five-Year Clinical Trial on Atropine for the Treatment of Myopia 2》, 德邦研究所

兴齐眼药的低浓度硫酸阿托品研发进展领先于其他竞品, 有望率先在国内获批上市。目前中国仅有部分厂家的低浓度阿托品滴眼液作为院内制剂在医院销售, 包括兴齐眼药, 何氏眼科, 爱尔眼科等, 其中兴齐眼药的低浓度阿托品滴眼液早在 2019 年初就已获批院内制剂。在预备商业化的产品中, 共有 5 个产品已经在中国开展临床试验, 分别为兆科眼科的 NVK-002, 欧康维视的 OT-101、极目生物的 ARVN002, 恒瑞

的 HR19034 以及兴齐眼药的 0.01%阿托品滴眼液。其中兴齐眼药的产品最早于 2020 年 5 月 27 日在中国进入 3 期临床，领先于其他产品，所以我们预计其在中国的上市时间也将早于其他竞品，有望成为国内首家获批上市的低浓度阿托品滴眼液。

表 6：低浓度硫酸阿托品全球在研情况

药物名称	申办方/合作方	阶段	监管部门	受理日期
NVK-002	Nevakar Inc./兆科眼科	III 期	FDA	2017.11.22
		III 期	国家药品监督管理局	2021.12.15
SYD-101	Sydnexis, Inc./参天制药	III 期	FDA	2019.4.18
ARVN002	Eyenvia Inc/极目生物	III 期	FDA	2019.5.8
		III 期	国家药品监督管理局	2021.7.30
阿托品 0.01%滴眼液 (SQ-729) (1 年临床)	兴齐眼药	III 期	国家药品监督管理局	2020.5.27
阿托品 0.01%滴眼液 (2 年临床)		III 期	国家药品监督管理局	2020.5.28
阿托品 0.02%及 0.04%滴眼液		III 期	国家药品监督管理局	2021.9.27
OT-101	欧康维视	III 期	国家药品监督管理局	2021.12.27
HR19034 (2 个浓度)	恒瑞医药	III 期	国家药品监督管理局	2022.4.22
KH737 滴眼液 (3 个浓度)	康弘药业	申报临床	国家药品监督管理局	2021.8.3
DE-127	参天制药	III 期	新加坡卫生科学局	2017.10.30

资料来源：国家药监局，FDA，弗若斯特沙利文，医药魔方，极目生物官方微信公众号，德邦研究所

2.1.2. 公司 0.01%硫酸阿托品滴眼液商业化市场空间预测

我们对公司的低浓度硫酸阿托品滴眼液未来商业化后的市场空间做出如下预测：

1. 上文提到，我们预计到 2025/2026/2027/2030 年，我国青少年近视总人数将分别达到 11027/11175/11226/11555 万人；
2. 公司在投资者调研纪要中显示，公司的低浓度硫酸阿托品 3 期临床通过时间约在 2023-2024 年，这里我们假设公司产品能在 2024 年底获批上市，2025 年有望实现首个完整销售年度；
3. 价格与费用预测：兴齐眼药现有院内制剂低浓度硫酸阿托品价格为 298 元/盒/30 支，预计上市后 3 年内将维持现有价格 298 元价格，3 年后仿制药陆续获批上市，其价格将陆续下降，假设 2030 年价格下降 80%至 60 元/盒/30 支。北京同仁医院医学视光专家推荐在使用 6 个月后，如无明确副作用产生，便坚持使用。这里我们假设人均使用周期为 1 年，按照一天一支计算，2025-2027 年年治疗费用为 3626 元，2030 年年治疗费用则为 725 元；
4. 根据爱博医疗招股书，2015 年角膜塑形镜的渗透率为 0.51%。角膜塑形镜目前作为治疗近视的主要手段之一，对于低浓度硫酸阿托品上市后的渗透率预测具有参考意义。由于角膜塑形镜的价格远高于低浓度硫酸阿托品（角膜塑形镜的年费用约在 5000-15000 元不等，同时需要叠加清洁护理费等额外费用），由于低浓度硫酸阿托品依从性远高于角膜塑形镜，预计在上市首年的市场渗透率将远高于角膜塑形镜。这次我们做出分情况假设：在悲观/中性/乐观的情况下，预计 2025 年兴齐眼药的阿托品渗透率分别为 0.5%，1.0%，1.5%，到 2030 年，渗透率分别为 4.0%，4.5%，5.0%，对应使用人数分别为 462/520/578 万人。（注：实际应用中每个个体每年实际使用时间差异较大，因此渗透率统一按照完整年使用的人数计算。）

预计兴齐的低浓度硫酸阿托品能在上市的第 3 年（即 2027 年）达到销售峰值，在悲观/中性/乐观的情况下，销售额分别为 81.4/101.8/122.1 亿元，到 2030 年，市场规模分别为 33.5/37.7/41.9 亿元。

表 7：兴齐眼药商业化低浓度阿托品市场空间预测

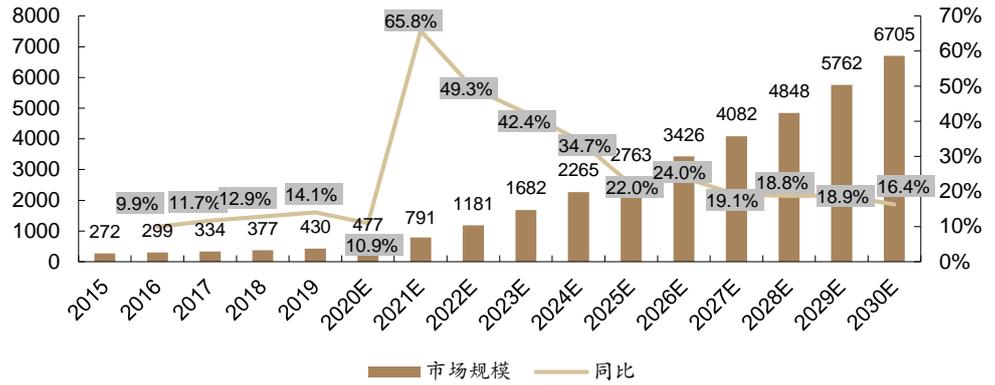
	2025E	2026E	2027E	2030E
近视率 (%)				
小学生	37.2%	37.4%	37.5%	38.0%
初中生	64.8%	63.8%	62.9%	60.0%
高中生	74.6%	73.6%	72.7%	70.0%
在校学生数量 (万人)				
小学生	11499	11670	11848	12424
初中生	5679	5835	5995	6501
高中生	4117	4196	4140	4190
近视人数 (万人)				
小学生	4277	4360	4447	4721
初中生	3680	3725	3769	3901
高中生	3070	3090	3010	2933
总人数	11027	11175	11226	11555
公司低浓度硫酸阿托品滴眼液渗透率 (%)				
悲观	0.5%	1.5%	2.0%	4.0%
中性	1.0%	2.0%	2.5%	4.5%
乐观	1.5%	2.5%	3.0%	5.0%
公司低浓度硫酸阿托品滴眼液使用人数 (万人)				
悲观	55	168	225	462
中性	110	224	281	520
乐观	165	279	337	578
价格 (元/人/年)		3626		725
公司低浓度硫酸阿托品滴眼液市场规模 (亿元)				
悲观	20.0	60.8	81.4	33.5
中性	40.0	81.0	101.8	37.7
乐观	60.0	101.3	122.1	41.9

资料来源：中华人民共和国教育部，Wind，沈阳兴齐眼科医院官方微信公众号，德邦研究所

2.2. 干眼症患者逐年增长，国内存在治疗药物缺口

干眼病为一种较为常见的眼科疾病，主要的临床表现为眼球表面干燥、有异物和刺痛感、基本泪液不足等。近年来随着干眼病患者人数的增长，相关治疗药物在中国的市场规模于 2019 年达 4.3 亿美元。根据灼识咨询的预测，随着更多干眼病治疗药物例如环孢素类药物引入中国并在中国获批，预计中国干眼病药物市场总规模将在 2030 年达到 67.05 亿美元，2019-2030 年年复合增速为 28.4%。

图 15: 中国干眼病药物市场规模 (百万美元, %)



资料来源: 灼识报告, 德邦研究所

环孢素滴眼液已成为全球中重度干眼病的主流治疗方式。目前干眼病的主要治疗药物包括人工泪液, 糖皮质激素及环孢素滴眼液, 其中人工泪液主要用于治疗轻度干眼症患者, 而糖皮质激素与环孢素滴眼液相比, 长期反复使用会引起一系列眼部相关并发症, 导致其使用时长受限。环孢素滴眼液作为免疫抑制剂, 在不抑制机体正常保护机制的前提下能够实现精准抗炎, 同时还能够促进泪液和黏蛋白分泌, 适用范围广, 能够满足中重度及使用人工泪液无效的即伴有炎症的轻度干眼症患者的长期用药需求。

表 8: 干眼病治疗药物情况

治疗/缓解手段	主要功效	主要适用患者	特点	长期使用
人工泪液	产生润滑作用, 缓解干眼症状	轻度干眼症患者	不具有抗炎的功效, 从其作用机制及临床疗效的角度看, 存在明显的局限性。对于程度较为严重的干眼症, 需要采取或增加其他治疗方案。	适合
糖皮质激素	抗炎治疗	中重度干眼症患者	属于激素类药物, 在其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。然而, 干眼症的发生与多种因素相关, 往往存在反复发作的情况。若患者出现上述情况, 糖皮质激素则不适合此类患者长期使用。	不适合
环孢素滴眼液 (II)	抗炎治疗, 促进泪液和黏蛋白分泌	中重度干眼症患者、使用人工泪液无效的即伴有炎症的轻度干眼症患者	作为一种免疫抑制剂, 在不抑制机体正常保护机制的前提下能够实现精准抗炎。除常规的抗炎治疗需求外, 环孢素滴眼液 (II) 还能够促进泪液和黏蛋白分泌, 是人工泪液或糖皮质激素所无法达到的功效, 能够满足中重度及使用人工泪液无效的即伴有炎症的轻度干眼症患者的长期用药需求。	适合

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2.3. 兹润®填补中国干眼症环孢素类治疗药物市场空白

兴齐眼药的环孢素滴眼液为目前中国首个且唯一获批的用于干眼病的环孢素眼用制剂, 首发优势明显。兴齐的环孢素滴眼液已于 2020 年 6 月获批, 并于 2021 年底顺利通过谈判进入国家医保药品目录, 有望于 2022 年实现快速放量。除兴齐眼药的环孢素滴眼液外, 其他治疗干眼病药物在中国均处于临床阶段, 其中进展较快的包括兆科眼科的环孢素 A 胶体, 已于 2021 年 7 月完成 3 期临床, 为兴齐的直接竞品。恒瑞的 SHR8058 也于 2021 年 9 月完成 3 期临床。

表 9: 中国干眼病药物研发竞争格局

名称	化合物	剂型	剂量	公司	类型	机制	治疗	阶段	首次公布日期
环孢素 A 胶体	0.05%环孢素 A	眼凝胶	每天一次	兆科眼科	小分子药物	钙调磷酸酶抑制剂	抗炎	III 期	2020.6.22 (2021.07 已完成 III 期实验)

环孢素 A 滴眼液	0.09%环孢素 A	溶液	每天两次	Sun Pharma Global FZE/康哲药业	E 小分子药物	钙调磷酸酶抑制剂	抗炎	III 期	2020.9.7
HBM9036	Tanfanercept	滴眼液	每天两次	Harbour BioMed Therapeutics Limited	生物制剂	TNF- α 抑制剂	抗炎	III 期	2020.11.11
SMR001	重组人神经生长因子	滴眼液	每天三次	未名医药	生物制剂	神经生长因子	神经生长	I 期	2020.10.10
EG017	非类固醇雄激素受体激动剂	片剂	每天一次	Ningbo Xijian Pharmaceutical	生物制剂	环氧合酶抑制剂	激素调节	I 期	2020.5.6
瑞巴派特	瑞巴派特	滴眼液	每天四次	恒瑞医药/成都盛迪医药	小分子药物	粘液蛋白促进因子	促分泌素	其它	2017.1.12
SHR8058	--	滴眼液	每天四次	恒瑞医药/Novaliq	--	--	--	III 期	2021.1.26 (2021.09 已完成 III 期实验)
SHR8028	1%环孢菌素 A	滴眼液	每天两次	恒瑞医药/Novaliq	--	--	抗炎和免疫调节	III 期	2021.1.28

资料来源：灼识报告，医药魔方，药智网，德邦研究所

兹润®0.05%环孢素滴眼液对于中重度干眼及 SS 相关干眼具有良好疗效，且安全性较高。兹润®0.05%环孢素滴眼液(II) III期临床试验为一项多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照临床研究，以北京协和医院为负责单位，以及多家医院共同参加完成。III期研究结果表明：兹润对于中重度干眼的总有效率达 70.6%，对于干燥综合征相关干眼总有效率达 68.8%，同时随着治疗时间延长，总有效率显著提高。安全性方面，80%左右的患者在使用过后无眼部不适感，具有较高的依从性。

图 16：兹润®对于中重度干眼总有效率情况



资料来源：兴齐眼药兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)卫星会，德邦研究所

图 17：兹润®对于干燥综合征相关干眼总有效率情况



资料来源：兴齐眼药兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)卫星会，德邦研究所

图 18: 兹润®安全性情况



资料来源: 兴齐眼药兹润®0.05%环孢素滴眼液(II)卫星会, 德邦研究所

2.3.1. 兹润®未来市场空间预测

根据产品说明书, 兹润的主要适用者为中重度干眼症患者, 基于此类患者范围, 我们对公司产品兹润®未来市场空间做出如下预测:

1. 假设到 2022/2025/2030 年, 我国总人口分别达到 14.13/14.20/14.45 亿人。根据《干眼临床诊疗专家共识 (2013 年)》, 干眼在我国的发生率约在 21%-30%, 取中位数假设发病率约在 25%, 2022/2025/2030 年我国干眼病患者数量将达到 3.53/3.55/3.61 亿人;
2. 浙江大学医学院附属邵逸夫医院与中山大学眼科中心、北京协和医院等机构共同进行的门诊干眼病人临床特征分析中表明: 中国 25 岁以下、26-35 岁、36-45 岁、46-55 岁、56-65 岁、65 岁以上各年龄群患者出现中重度干眼症状的比例分别为 36%、30%、37%、51%、59%、64%。保守假设在我国干眼病患者中, 中重度干眼病患者比例为 30%。由此得出我国中重度干眼病患者数量分别在 2022/2025/2030 年达到 10600/10648/10835 万人;
3. 公司产品兹润®于 2020 年 6 月获批, 2021 年年底进入医保并于 2022 年 1 月 1 日正式执行, 预计将对未来产品的销售产生促进作用。并且由于兹润®为我国目前唯一获批上市的环孢素类药物, 竞争格局良好。这里我们做出分情况假设, 在悲观/中性/乐观的情况下, 2022 年兹润®在中重度干眼患者中的渗透率分别为 0.05%/0.1%/0.15%, 对应使用人数分别为 5.3/10.6/15.9 万人。到 2030 年, 在悲观/中性/乐观的情况下, 渗透率分别为 1%/1.5%/2%, 兹润®的使用人数将分别达到 108.4/162.5/216.7 万人;
4. 兹润®通过医保谈判, 价格从 799 元/盒/30 支降至 165 元/盒/30 支, 按照说明书用法, 日消耗为 2 支; 保守疗程为 6 个月, 则治疗费用为 1980 元/人。考虑到后期竞争加剧, 产品进入集采, 假设 2025、2030 年, 兹润®使用费用分别为 2022 年的 70% (1386 元/人) 和 40% (792 元/人);

通过以上假设, 我们预计到 2030 年兹润®的市场规模在悲观/中性/乐观的情况下,

将分别达到 8.6/12.9/17.2 亿元。

表 10：兹润®未来市场空间预测

	2022E	2025E	2030E
总人口 (万人)	141331	141968	144469
中国干眼病患病率	25%	25%	25%
中国干眼病患者数量 (万人)	35333	35492	36117
其中：中重度干眼病患病率	30%	30%	30%
中国中重度干眼病患者数量 (万人)	10600	10648	10835
兹润®渗透率 (%)			
悲观	0.05%	0.40%	1.00%
中性	0.10%	0.60%	1.50%
乐观	0.15%	0.80%	2.00%
兹润®使用人数 (万人)			
悲观	5.3	42.6	108.4
中性	10.6	63.9	162.5
乐观	15.9	85.2	216.7
价格 (元) /人	1980	1386	792
兹润®市场规模 (万元)			
悲观	10494	59030	85815
中性	20988	88545	128722
乐观	31481	118060	171629

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，浙江大学医学院附属邵逸夫医院《门诊干眼病人的临床特征分析》，《干眼临床诊疗专家共识（2013年）》，德邦研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

- 1) 凝胶剂/眼膏剂：公司小牛血去蛋白提取物眼用凝胶等产品的市场需求稳定，预计凝胶剂/眼膏剂继续维持原有增长态势，2022-2024 年营收增速为 17%/15%/13%；
- 2) 滴眼剂：0.05%环孢素滴眼液在 2022 年进入医保后有望实现快速放量，带动滴眼剂板块增长，预计 2022-2024 年滴眼剂板块实现收入增速 64.95%/30.00%/23.08%；
- 3) 医疗服务：0.01%硫酸阿托品滴眼液为该板块贡献主要收入，该产品于 2019 年获批院内制剂，收入实现大幅增长，预计 2022-2024 年医疗服务板块收入增速为 57.51%/40.00%/35.71%；
- 4) 溶液剂：受益于终端对眼部护理液等产品的需求快速增长，溶液剂近年来收入保持较快增速，预计 2022-2024 年营收增速为 30%/25%/20%。

表 11：2022-2024 年公司业绩预测（百万元）

百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	688.67	1,027.91	1,484.20	1,913.15	2,391.88
yoy	26.96%	49.26%	44.39%	28.90%	25.02%
营业成本	185.03	225.25	279.98	323.00	352.31
毛利率	73.13%	78.09%	81.14%	83.12%	85.27%
凝胶剂/眼膏剂					
收入	291.02	349.22	408.59	469.88	530.96
yoy	-6.23%	20.00%	17.00%	15.00%	13.00%
成本	48.12	49.50	57.20	65.78	79.64
毛利率	83.47%	85.83%	86.00%	86.00%	85.00%
滴眼剂					
收入	217.13	303.12	500.00	650.00	800
yoy	23.76%	39.60%	64.95%	30.00%	23.08%
成本	72.50	81.65	115.00	130.00	136.00
毛利率	66.61%	73.06%	77.00%	80.00%	83.00%
医疗服务(产品)					
收入	137.59	317.44	500.00	700.00	950
yoy		130.71%	57.51%	40.00%	35.71%
成本	44.29	64.67	72.50	84.00	85.50
毛利率	67.81%	79.63%	85.50%	88.00%	91.00%
溶液剂					
收入	37.47	54.32	70.62	88.27	105.92
yoy	28.41%	44.97%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	16.93	25.06	31.78	39.72	47.67
毛利率	54.82%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
其他					
收入	5.46	3.81	5.00	5.00	5
yoy	-80.12%	-30.22%	31.23%	0.00%	0.00%
成本	3.19	4.37	3.50	3.50	3.50
毛利率	41.58%	-14.70%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：以上不包括公司未来有可能商业化上市的低浓度阿托品滴眼液收入预测

3.2. 投资建议

预计 2022-2024 年公司将实现营收 14.84/19.13/23.92 亿元，同比增长 44.4%/28.9%/25.0%，实现归母净利润 3.53/5.47/7.97 亿元，同比增长 81.4%/54.8%/45.9%，远高于参考行业公司的平均增速，参考行业内同类型公司平均估值情况，给予公司 2022 年 40-50 倍 PE 估值，合理价格区间为 160.3-200.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值分析

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
何氏眼科	52.2	119.0	166.0	206.0	43.87	31.45	25.34
爱尔眼科	2014.7	3044.4	3981.9	5153.6	66.18	50.60	39.09
恒瑞医药	1934.1	4726.0	5597.4	6371.2	40.93	34.55	30.36
九典制药	53.7	281.0	383.0	-	21.03	15.43	-
PE 均值					43.00	33.01	31.60
兴齐眼药	123.8	353.1	546.7	797.4	35.0	22.6	15.5

资料来源：wind 一致预期，德邦研究所（数据计算日期为 2022 年 5 月 31 日，九典制药来自德邦证券公开报告，其他可比公司来自 wind 一致预期）

4. 风险提示

1. 低浓度阿托品近视延缓适应症临床研究低于预期或失败；
2. 环孢素滴眼液竞争加剧或集采降价风险；
3. 传统眼药产品推广销售不及预期及进入集采风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.39	4.01	6.21	9.05
每股净资产	15.26	19.27	25.48	34.53
每股经营现金流	3.48	7.15	10.76	15.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	57.24	35.04	22.64	15.52
P/B	8.96	7.29	5.51	4.07
P/S	12.04	8.34	6.47	5.17
EV/EBITDA	35.90	15.29	10.26	6.60
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	78.1%	81.1%	83.1%	85.3%
净利润率	18.9%	23.8%	28.6%	33.3%
净资产收益率	14.5%	20.8%	24.4%	26.2%
资产回报率	11.5%	17.2%	20.6%	22.6%
投资回报率	14.5%	20.1%	23.3%	25.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	49.3%	44.4%	28.9%	25.0%
EBIT 增长率	119.7%	66.4%	53.4%	46.2%
净利润增长率	121.3%	81.4%	54.8%	45.9%
偿债能力指标				
资产负债率	20.3%	16.3%	13.8%	11.2%
流动比率	3.7	5.8	7.2	9.5
速动比率	3.3	5.2	6.6	8.9
现金比率	2.6	4.2	5.4	7.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	38.4	40.0	38.0	36.0
存货周转天数	149.6	150.0	148.0	146.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	2.1	3.9	4.7	5.9

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	195	353	547	797
少数股东损益	14	19	29	42
非现金支出	77	334	432	611
非经营收益	-5	4	-1	-6
营运资金变动	25	-81	-58	-62
经营活动现金流	307	630	948	1,383
资产	-76	-205	-454	-603
投资	-129	-2	-6	-7
其他	3	1	4	7
投资活动现金流	-202	-206	-456	-603
债权募资	20	-50	0	0
股权募资	580	0	0	0
其他	-62	-1	0	-1
融资活动现金流	538	-51	0	-1
现金净流量	643	373	492	779

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 31 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,028	1,484	1,913	2,392
营业成本	225	280	323	352
毛利率%	78.1%	81.1%	83.1%	85.3%
营业税金及附加	14	18	21	24
营业税金率%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
营业费用	338	475	574	670
营业费用率%	32.9%	32.0%	30.0%	28.0%
管理费用	118	163	191	215
管理费用率%	11.5%	11.0%	10.0%	9.0%
研发费用	88	129	165	199
研发费用率%	8.6%	8.7%	8.6%	8.3%
EBIT	246	410	629	919
财务费用	6	1	-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	3	1	4	7
营业利润	248	430	661	967
营业外收支	-5	-3	-2	-2
利润总额	244	427	659	965
EBITDA	320	744	1,061	1,531
所得税	34	55	83	126
有效所得税率%	14.1%	13.0%	12.7%	13.0%
少数股东损益	14	19	29	42
归属母公司所有者净利润	195	353	547	797

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	686	1,059	1,551	2,330
应收账款及应收票据	127	163	199	236
存货	92	115	131	141
其它流动资产	79	139	176	213
流动资产合计	984	1,476	2,057	2,921
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	500	376	405	406
在建工程	35	30	25	20
无形资产	23	24	25	26
非流动资产合计	702	574	603	605
资产总计	1,687	2,050	2,660	3,525
短期借款	100	50	50	50
应付票据及应付账款	13	18	23	27
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	153	187	212	231
流动负债合计	267	255	285	308
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	76	79	83	86
非流动负债合计	76	79	83	86
负债总计	342	334	368	394
实收资本	88	88	88	88
普通股股东权益	1,344	1,698	2,244	3,042
少数股东权益	0	19	47	89
负债和所有者权益合计	1,687	2,050	2,660	3,525

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 首席分析师，四川大学生物学博士，7年行业研究经验，曾先后任职于国海证券、西南证券和头部疫苗上市公司。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
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。