

# 兴齐眼药 (300573)

## 兴齐眼药：眼科药物龙头，先发优势明显 买入 (首次)

2022年06月15日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

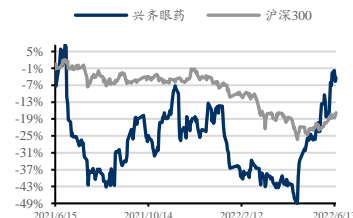
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,028	1,508	2,067	2,785
同比 (%)	49%	47%	37%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	195	343	529	721
同比 (%)	121%	76%	54%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.21	3.89	6.00	8.18
P/E (现价&最新股本摊薄)	67.87	38.55	24.99	18.34

### 投资要点

- 深耕眼科药物领域，先发优势明显、底蕴深厚的龙头公司：**兴齐眼药专注于眼科药物领域，主要从事眼科药物研发、生产、销售，产品包括眼用抗感染药、眼用抗炎药、散瞳药和睫状肌麻痹药、缩瞳药和抗青光眼药等。公司2021年、2022年Q1分别实现营收10.28、3.02亿元，同比增长49.26%、45.73%；实现归母净利润1.95、0.74亿元，同比增长121.31%、123.36%。公司低浓度阿托品、环孢素快速放量，展望2025年带来超26亿元收入增量。
- 低浓度阿托品临床已广泛用于延缓近视，2025年销售有望达16亿：**1) 儿童青少年近视人数超1亿，理论市场空间超百亿。低浓度阿托品减缓近视进展的作用广受国内外临床认可，EIKANCE®已于澳大利亚上市，便利性优于OK镜。目前渗透率不足1%，存量市场广阔，需求旺盛；2) “医疗机构制剂+互联网医院”的商业模式独特，进入壁垒高。根据CDE指导原则，近视防控药物上市需要患者入组、给药观察、审评审批等至少4年时间。目前5家进入3期临床，13家医疗机构制剂获批，预计2025年前市场需求大于供给、格局良好；3) 兴齐眼药临床试验进度国内领先，预计首家获批上市，将获得短暂市场独占期，进一步提速。我们预计，2025年阿托品在近视儿童青少年的渗透率为0.67%，SQ-729的市场份额为55%，用药人数为45万人，3625元/年(298元/盒，30支/盒，1支/天)，对应销售额为16.5亿元。
- 环孢素治疗中、重度干眼症的效果优异，2025年销售有望达10亿：**1) 国内干眼症患者约2亿，其中约40%的患者为中、重度干眼症，对应患者数量近8千万，随着用眼习惯的改变，干眼症患者逐渐增多，预计2030年干眼病药物市场规模超百亿元；2) 环孢素滴眼液(II)(滋润®)是国内首个获批上市的干眼症眼用制剂，2020年6月上市，2021年12月进入医保药品目录，加速准入开发，以价换量，享受独家红利。我们预计，2025年环孢素在干眼症市场的渗透率为2.56%，滋润®的市场份额为70%，用药人数为174万人，销量为869万盒，治疗费用为580元/人(116元/盒，3.87元/支\*30支，5盒/周期)，对应销售额为10.0亿元。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年的归母净利润为3.4、5.3、7.2亿元，当前市值对应2022-2024年PE分别为39、25、18倍，由于：1) 低浓度阿托品、环孢素持续放量，“渗透率提升+患者滚动累积”带动大盘增长；2) 阿托品“医疗机构制剂&互联网+”模式独特，环孢素享受市场独占期，2025年前格局优良；3) 公司先发优势明显，眼科产品、销售网络积淀深厚。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**竞争格局恶化，药品价格降低，互联网销售监管趋严

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	150.01
一年最低/最高价	80.20/170.32
市净率(倍)	9.28
流通 A 股市值(百万元)	9,323.71
总市值(百万元)	13,215.26

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	16.16
资产负债率(% ,LF)	15.44
总股本(百万股)	88.10
流通 A 股(百万股)	62.15

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况：眼科药物龙头，先发优势明显</b> .....	<b>4</b>
<b>2. 阿托品：有效延缓近视，市场前景广阔</b> .....	<b>6</b>
2.1. 疾病和治疗：上升国家战略，患者数量庞大.....	6
2.2. 市场和格局：市场需求旺盛，百亿理论空间.....	10
2.3. 产品和价值：“医疗机构制剂+互联网”的模式独特.....	12
<b>3. 环孢素：干眼治疗优效，享受独家红利</b> .....	<b>13</b>
3.1. 疾病和治疗：用眼习惯改变，患者人群攀升.....	13
3.2. 市场和格局：百亿眼药赛道，干眼快速增长.....	14
3.3. 产品和价值：同类产品优效，临床认可度高.....	15
<b>4. 眼药和医院：产品品类齐全，医院和互联网赋能</b> .....	<b>16</b>
4.1. 眼科产品：品类齐全，格局优良.....	16
4.2. 医疗服务：一体两翼，赋能眼药.....	18
<b>5. 盈利预测和投资评级</b> .....	<b>19</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历史 .....	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2022 年一季报) .....	5
图 3:	2017-2022 年 Q1 公司营业收入 .....	5
图 4:	2017-2022 年 Q1 公司归母净利润 .....	5
图 5:	2018-2021 年公司研发投入 .....	6
图 6:	2017-2022 年 Q1 公司销售、管理费用 .....	6
图 7:	2017-2021 年公司收入结构 (分产品) .....	6
图 8:	2018-2021 年各业务毛利率 .....	6
图 9:	近视的眼形变化 .....	7
图 10:	儿童青少年近视人数 .....	7
图 11:	不同浓度阿托品延缓近视效果对比 .....	9
图 12:	眼科药物市场规模 .....	10
图 13:	2025 年眼科药物市场份额 .....	10
图 14:	阿托品延缓近视进展作用机制 .....	11
图 15:	国内干眼症的流行病学 .....	13
图 16:	国内干眼病市场规模 .....	15
表 1:	近视治疗手段对比 .....	8
表 2:	阿托品延缓近视的临床数据 .....	9
表 3:	阿托品滴眼液延缓近视临床研发进展 .....	11
表 4:	兴齐眼药阿托品滴眼液防控近视的临床试验进展 .....	12
表 5:	兴齐眼药低浓度阿托品销售测算 .....	13
表 6:	干眼症的治疗方法 .....	14
表 7:	干眼症治疗药物研发进展 .....	15
表 8:	兴齐眼药环孢素销售测算 .....	16
表 9:	公司产品概况 .....	16
表 10:	公司核心产品概况 .....	17
表 11:	公司研发管线 .....	17
表 12:	收入拆分和盈利预测 .....	19
表 13:	可比公司估值 .....	20

## 1. 公司概况：眼科药物龙头，先发优势明显

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创业板上市。截至 2021 年 12 月 31 日，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。药品品类齐全，覆盖十个眼科药物细分类别，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，可生产凝胶剂、滴眼剂、眼膏剂等多个剂型。

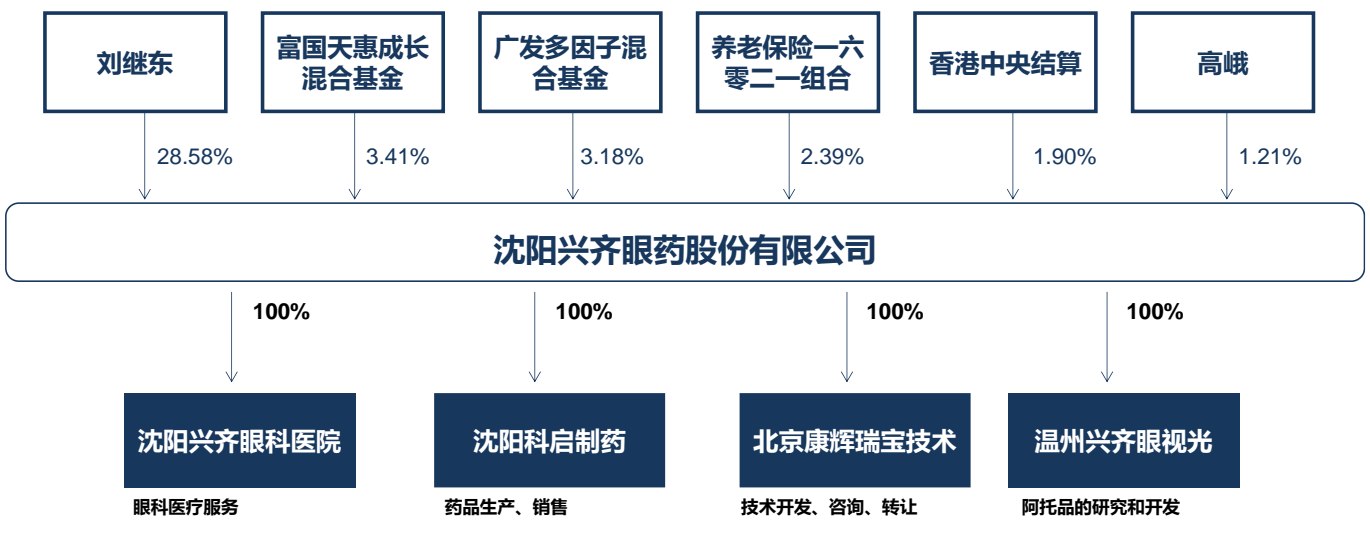
图1：公司发展历史



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

**公司股权结构稳定，立足眼科药品，拓展眼科服务。**实际控制人为董事长刘继东，持股比例为 28.58%。兴齐眼药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，是经沈阳市卫计委批准成立的一所集医疗、教学、科研和防盲治盲为一体的三级专业眼科医院，且具备开展互联网医疗服务的资质，2019 年初获得硫酸阿托品滴眼液的医疗机构制剂批件。另外，沈阳科启制药主要负责药品的生产、研发和销售；北京康辉瑞宝和温州兴齐眼视光生命科学主要负责提供技术开发和咨询等。

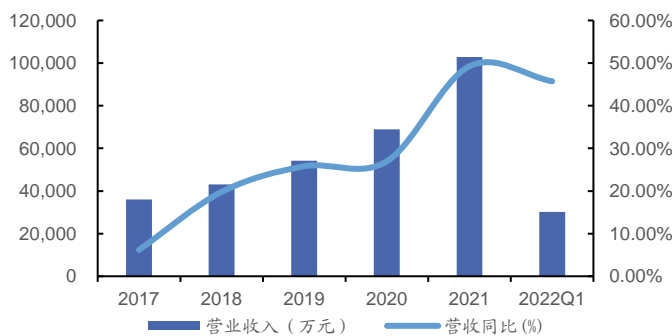
图2: 公司股权结构 (截至 2022 年一季报)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

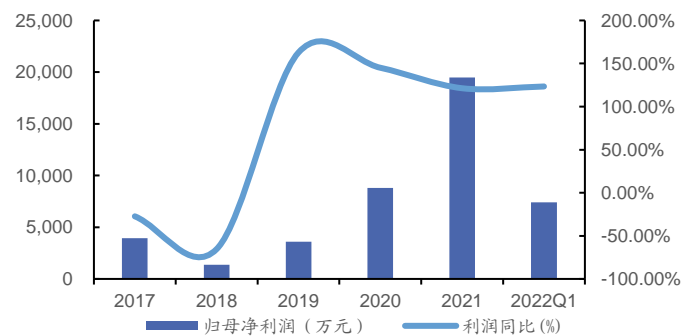
眼科领域底蕴深厚, 2020 年进入快速发展期。连续五年业绩稳步提升, 营收持续增长, 净利润连续 4 年大幅增长。营业收入从 2017 年的 3.60 亿元增长至 2021 年的 10.27 亿元; 归母净利润从 2017 年的 0.39 亿元增长至 2021 年的 1.95 亿元。2017-2018 年利润出现下滑, 主要由于 2017 年公司投资沈阳兴齐眼科医院尚未盈利, 受到阶段性研发费用、销售队伍投入加大等因素影响。2019 年实现归母净利润 0.36 亿元, 同比增长 162.79%, 得益于自主研发眼药产品上市以及眼科医院服务收入, 业绩开始反转, 预计未来公司业绩可实现持续高增长。

图3: 2017-2022 年 Q1 公司营业收入



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 2017-2022 年 Q1 公司归母净利润



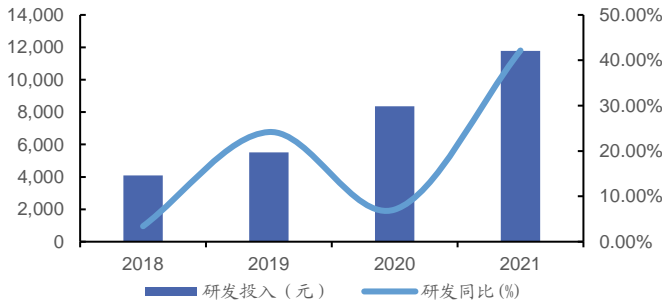
数据来源: wind, 东吴证券研究所

研发投入力度不断扩大, 销售费用率明显下降, 财务费用率和管理费用率变化不大。公司研发投入从 2018 年的 0.41 亿元增长至 2021 年的 1.18 亿元, 研发人员队伍也由 2018 年的 91 人扩大到 2021 年的 172 人; 销售费用从 2018 年的 1.93 亿元增长至 2021 年的 3.38 亿元, 销售费用率从 2018 年的 44.85% 增长至 2021 年的 32.91%; 管理费



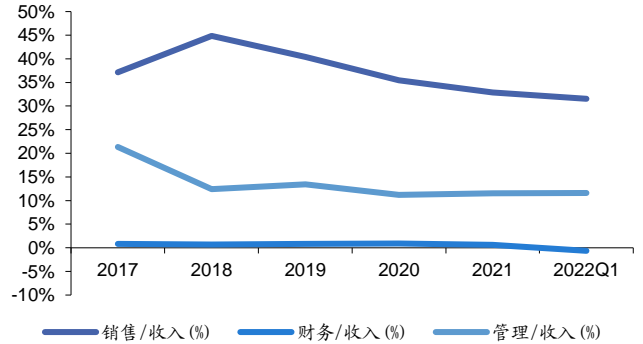
用从 2018 年的 0.54 亿元增长至 2021 年的 1.18 亿元，销售费用率从 2018 年的 12.43% 增长至 2021 年的 11.51% 亿元。

图5: 2018-2021 年公司研发投入



数据来源: wind, 东吴证券研究所

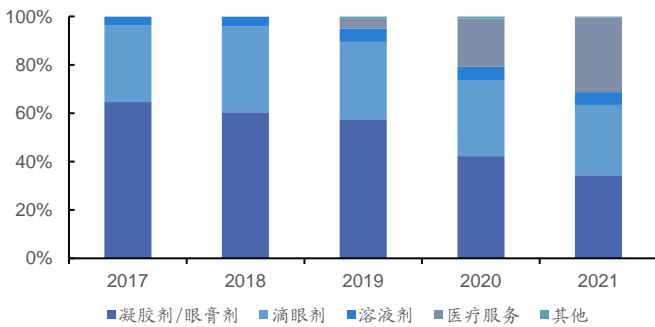
图6: 2017-2022 年 Q1 公司销售、管理费用



数据来源: wind, 东吴证券研究所

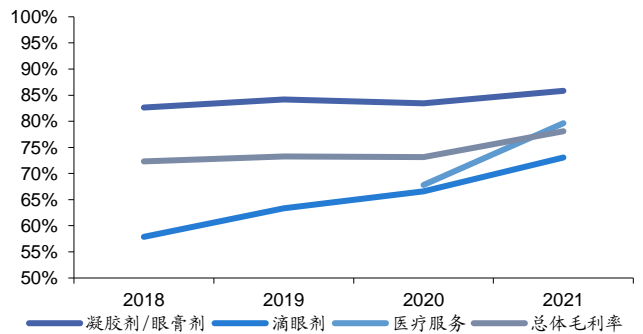
**收入结构多元化发展, 新业务表现良好。**公司营收主要来源于凝胶剂/眼膏剂、滴眼剂、溶液剂、医疗服务的销售收入。2019-2021 年, 医疗服务贡献收入分别为 0.24、1.38、3.17 亿元, 逐年增加; 凝胶剂/眼膏剂分别为 3.10、2.91、3.49 亿元, 略受疫情、集采影响; 滴眼剂分别为 1.75、2.17、3.03 亿元, 主要由环孢素驱动的增长。滴眼剂、医疗服务的收入占比、毛利率提升, 带动公司整体盈利能力的提高。

图7: 2017-2021 年公司收入结构 (分产品)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图8: 2018-2021 年各业务毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

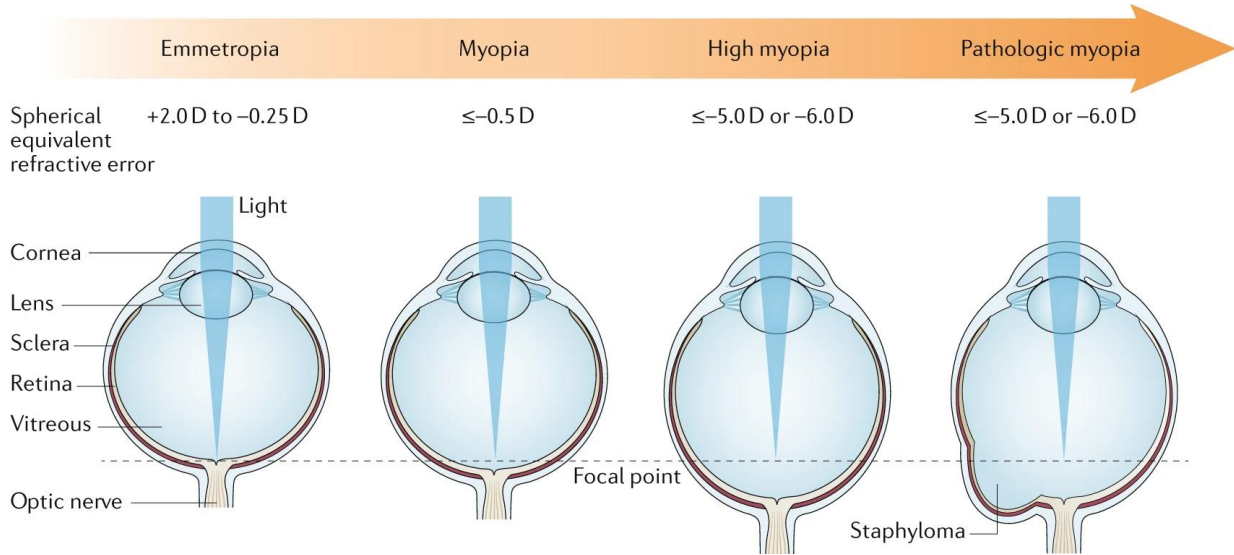
## 2. 阿托品: 有效延缓近视, 市场前景广阔

### 2.1. 疾病和治疗: 上升国家战略, 患者数量庞大

**疾病概况: 高度近视危害不可忽视。**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近处基本正常, 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。

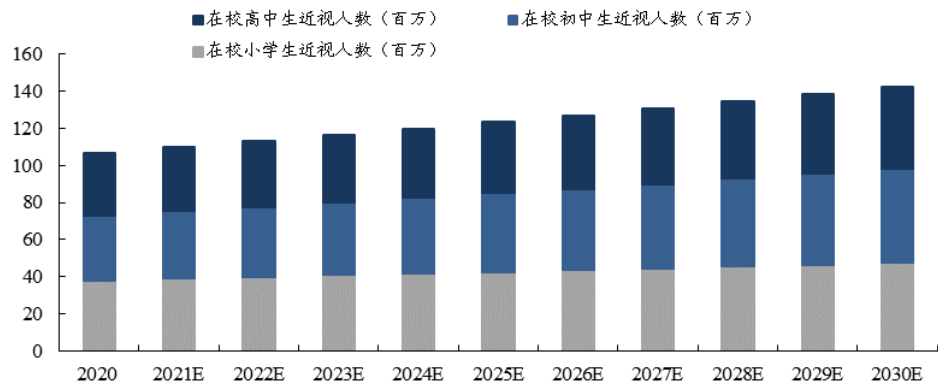
图9：近视的眼形变化



数据来源：Nat Rev Dis Primers，东吴证券研究所

**疾病概况：**我国儿童青少年近视率位列世界第一，患病人数超1亿，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10：儿童青少年近视人数



数据来源：教育部，国家卫健委，东吴证券研究所

**治疗现状：**低浓度阿托品延缓近视临床认可度高，使用便利，适用人群广泛。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。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，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》、世界儿科眼科和斜视学会《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，在国内外临床上广受认可。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。

表1: 近视治疗手段对比

类别	方式	屈光度 D/yr	眼轴长度 毫米/年	特点	
光学矫正	隐形眼镜: 角膜塑形镜 (OK 镜)、角膜接触镜	-0.06~-0.03	-0.14~-0.02	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 改变角膜曲率/减轻眼镜调节对焦时的压力</li> <li>· OK 镜可延缓近视进展，离焦镜视野更宽</li> <li>· OK 镜价格高、限制多，离焦镜微生物感染</li> </ul>	
	框架眼镜: 单焦点及多焦点框架眼镜 (离焦眼镜)	0.26	-0.08	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 凹透镜发散光线</li> <li>· 清洁及维护方便、降低眼睛感染风险</li> <li>· 无法延缓加深、周边视觉可能失真</li> </ul>	
	高浓度阿托品	0.68	-0.22	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 结合视网膜 M1/M4 受体</li> </ul>	
	中浓度阿托品	0.53	-0.22	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 延缓屈光不正及轴向长度变化</li> </ul>	
药物治疗	低浓度阿托品	0.53	-0.15	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 高剂量不良反应及副作用、停药反弹</li> </ul>	
	手术治疗	半飞秒、全飞秒、准分子激光手术、ICL 晶体植入	NA	NA	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 改变角膜曲率半径、厚度、植入人工晶体</li> <li>· 适合高度近视、切口小、可个性化</li> <li>· 价格昂贵，需恢复期，不适合儿童青少年</li> </ul>

数据来源: 近视防治指南, Adolescent Health, Medicine and Therapeutics, 东吴证券研究所 (注: 就屈光度而言, 正数表示近视加深程度更少; 就眼轴长度而言, 负数表示眼轴增长程度更少)

**治疗效果: 低浓度阿托品临床应用广泛, 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。

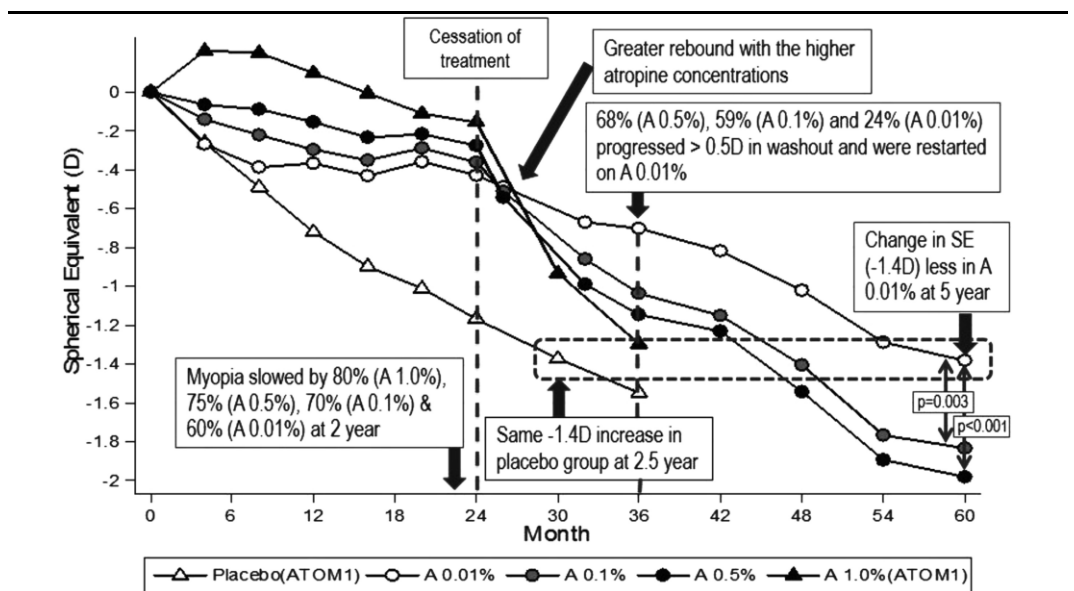


表2: 阿托品延缓近视的临床数据

杂志	时间	随访时间 (月)	阿托品浓度	样本量	屈光度 (D/yr)
Ophthalmology	2019	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
Ophthalmology	2021	12	0.01%	47	-0.16
			对照	45	-0.35

数据来源: Ophthalmology, International Journal of Medical Sciences, 东吴证券研究所 (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)

图11: 不同浓度阿托品延缓近视效果对比



数据来源: Ophthalmology, 东吴证券研究所 (注: SE, spherical equivalent, 表示球镜度数, 单位 D, 1D=100度。与空白对照相比, 阿托品有延缓近视进展的作用。在 24 个月之前, 阿托品浓度越高近视延缓效果越佳。24 个月之后, 出现了反转, 阿托品浓度越低近视延缓效果越佳)

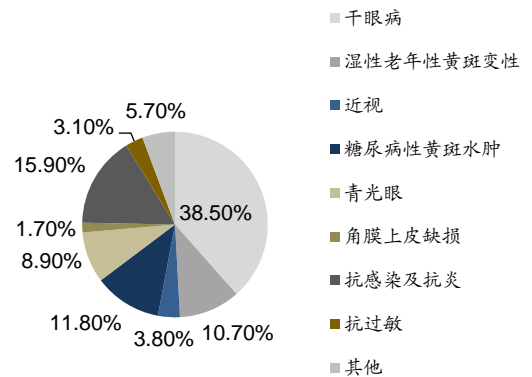
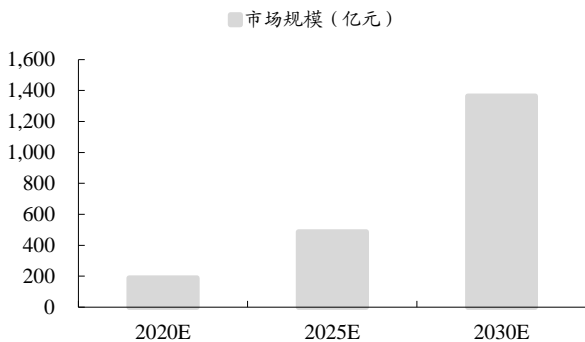
## 2.2. 市场和格局：市场需求旺盛，百亿理论空间

**市场空间：**国内近视药物市场潜力较大，阿托品将迎来高速增长期。根据灼识咨询预测，眼科药物市场包括干眼病、湿性老年性黄斑水肿、近视等多个细分市场，眼科药物市场规模将由 2020 年的 189 亿元，增至 2025 年的 486 亿元，再进一步增至 2030 年的 1363 亿元，复合年增长率超 20%。低浓度阿托品为仅有的近视防治药物，预计 2025-2030 年的复合增长率为 61.7%。

**竞争格局：**医疗机构制剂数量少、获批难度较大，进入壁垒较高。低浓度阿托品临床试验周期长，获批需要依托医院，推广需要依托互联网医院，进入壁垒较高。据不完全统计，目前有 13 家企业或医疗机构获得低浓度阿托品医疗机构制剂批件，其中有 6 家可通过互联网医院远程购药。兴齐眼药于 2019 年 1 月拿到 0.01%阿托品滴眼液的医疗机构制剂注册批件，投入使用早从而优先提升了品牌知名度，同时通过互联网医院覆盖更广泛人群。爱尔眼科、何氏眼科医疗机构制剂获批时间落后兴齐眼药 1.5 年以上，爱尔眼科于 2021 年 2 月拿到 0.05%阿托品滴眼液的医疗机构制剂注册批件，何氏眼科于 2021 年 11 月拿到 0.01%阿托品滴眼液的医疗机构制剂注册批件。

图12: 眼科药物市场规模

图13: 2025 年眼科药物市场份额

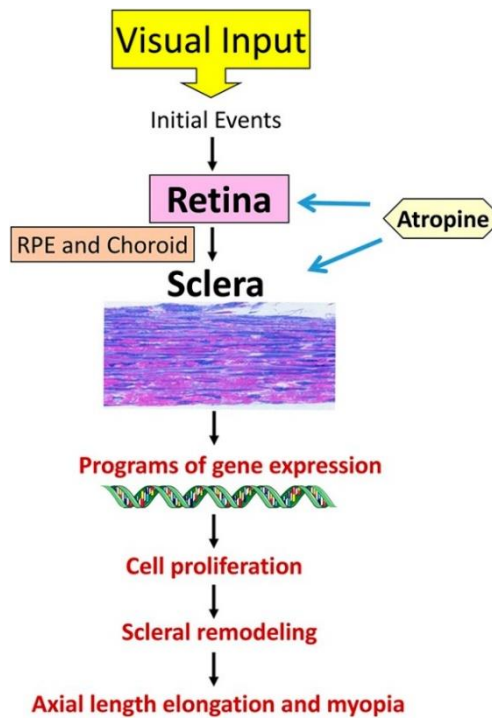


数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

**作用机制：**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14: 阿托品延缓近视进展作用机制



数据来源: Eye & Contact Lens-Science and Clinical Practice, 东吴证券研究所 (注: 在动物模型信号级联介导近视发展的过程中, 阿托品作用于视网膜和巩膜中的生物受体, 以减少近视进展)

**研发进展:** 全球仅有一款延缓近视的阿托品获批上市, 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。目前国内尚无延缓近视进展的低浓度阿托品滴眼液获批上市, 5 个临床试验进入到 2 期临床及以上的开发阶段, 主要企业包括兴齐眼药、欧康维视、兆科药业、恒瑞医药、参天制药。兴齐眼药的 3 项 III 期临床试验分别于 2020 年 5 月、2020 年 5 月、2021 年 9 月首次公示, 试验周期包括 48、96、96 周, 药品浓度多包含 0.01%、0.02%、0.04% 三种。

表3: 阿托品滴眼液延缓近视临床研发进展

企业	代号	药品浓度	最快研发进展
兴齐眼药	SQ-729	0.01%、0.02%、0.04%	Phase III
欧康维视	OT-101	0.01%	Phase III
兆科药业	NVK-002	0.01%、0.02%	Phase III
恒瑞医药	HR19034	0.01%、0.05%	Phase III
参天制药	DE-127	-	Phase II/III
极目生物	ARVN002	-	Phase I

数据来源: CDE, 东吴证券研究所

### 2.3. 产品和价值：“医疗机构制剂+互联网”的模式独特

**产品简介：**低浓度阿托品为医疗机构制剂，一般在区域内使用，可通过互联网医院复诊、邮寄。兴齐眼药于 2019 年 1 月获批的医疗机构制剂成分为 0.01%阿托品，或通过结合视网膜 M1 或 M4 受体延缓近视，适应症为近距离工作诱导的短暂性近视，有效性受到多部指南的肯定，临床应用时间长（国外 5、6 年，国内超过 3 年）。医疗机构制剂只可在院内使用，或经过药品管理部门的批准在区域内调剂使用。另外，患者可凭处方和相关资料在互联网医院复诊，通过邮寄的方式获得药物。

**研发进展：**公司阿托品滴眼液项目持续推进。项目包含了三个 III 临床试验，给药期 48 周或 96 周，观察期 12 个月，药品浓度包括 0.01%、0.02%、0.04%。0.01%阿托品的临床试验（登记号 CTR20200084）受试者已招募完成，需连续用药 48 周。0.01%阿托品的临床试验（登记号 CTR20200085）受试者已招募完成，需连续用药 96 周。0.02%阿托品的临床试验（登记号 CTR20212468）受试者正在招募中，需连续用药 96 周。**药品上市时间推算思路如下：**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  $\geq 2$  年，停药后观察期推荐为 12 个月，关键指标屈光度控制率需达 50%以上。公司进展最快的 2 年期的 III 期临床试验于 2020 年 8 月完成首例受试者入组，预计于 2023 年 8 月完成给药期和观察期，假设 CDE 审评 200 个工作日，考虑患者入组的周期、数据处理和资料准备的时间，试验启动到上市的周期约 4-5 年。

表4：兴齐眼药阿托品滴眼液防控近视的临床试验进展

代号	通用名	阿托品浓度	治疗时长	研发进展	试验登记号	首例受试者入组日期
SQ729	硫酸阿托品滴眼液	0.01%	1 年期	III 期	CTR20200084	2020-07-22
SQ729	硫酸阿托品滴眼液	0.01%	2 年期	III 期	CTR20200085	2020-08-21
SQ729	硫酸阿托品滴眼液	0.02%、0.04%	2 年期	III 期	CTR20212468	2021-12-13

数据来源：CDE，东吴证券研究所

**价值评估：**阿托品市场供不应求，市场潜力大，渗透率持续提升，2025 年前竞争格局良好。国内儿童青少年近视率高企，患病人数超 1 亿。根据灼识咨询，眼科药物市场规模有望到 2025 年达到 486 亿元。低浓度阿托品在国内外已广泛应用于近视防控，相比于 OK 镜，使用便利，适用范围广，价格较低，适用人群更广泛。国内尚未有阿托品批准近视防控适应症，仅 5 款产品/企业进入临床 3 期。阿托品商业模式特殊且进入壁垒高（医疗机构制剂获批较难+互联网渠道限流+临床试验周期 5 年），我们预计 2024 年前将无产品获得 CDE 批准上市，格局持续良好。兴齐眼药在医疗机构制剂批准时间、临床试验进度、眼科资源积累、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。假设，2025 年阿托品在近视儿童青少年的渗透率为 0.67%，SQ-729 的市场份额为 55%，用药人数为 45 万人，3625 元/年（298 元/盒，30 支/盒，1 支/天），对应销售额为 16.5 亿元。

表5: 兴齐眼药低浓度阿托品销售测算

	单位	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
儿童青少年近视总人数	百万人	109.82	113.08	116.43	119.86	123.38
低浓度阿托品渗透率	%	0.10%	0.18%	0.31%	0.45%	0.67%
SQ-729 的阿托品渗透率	%	65%	65%	60%	60%	55%
SQ-729 的用药人数	百万人	0.07	0.13	0.22	0.32	0.45
年治疗费用	元/年	3625	3625	3625	3625	3625
销售额	百万元	258.8	479.6	785.0	1173.2	1648.2

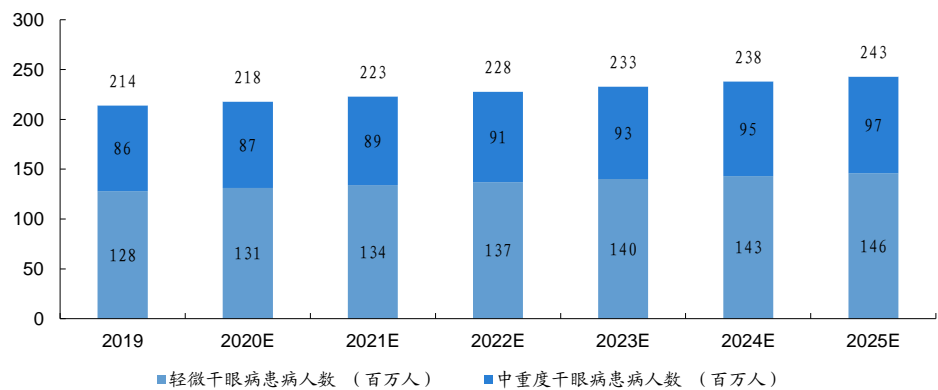
数据来源: 教育部, 国家卫健委, 兴齐眼科医院, 东吴证券研究所

### 3. 环孢素: 干眼治疗优效, 享受独家红利

#### 3.1. 疾病和治疗: 用眼习惯改变, 患者人群攀升

**疾病概况:** 干眼症发病率高, 患者基数庞大, 严重影响生活质量。干眼症 (Dry eye disease,DED) 又称角结膜干燥症, 是指由于泪液质和量的异常, 或泪液流体动力学异常引起的泪膜不稳定和眼表损害, 中至重度的干眼症会伴有明显的疼痛, 导致患者生活质量下降, 甚至可致盲。干眼症也可分为水液缺乏型、蒸发过强型及混合型等 3 类干眼症。根据灼识报告, 2019 年国内干眼症患者可达 2.14 亿人, 诊断率为 11.5%, 其中轻微干眼病 1.28 亿、中重度干眼病 0.86 亿人, 约 40% 的患者为中重症患者。

图15: 国内干眼症的流行病学



数据来源: 灼识报告, 东吴证券研究所

**治疗方法:** 人工泪液+抗炎药物为临床主流方案, 环孢素抗炎效果明确。干眼病常见的治疗方法主要分为物理治疗、修复治疗、抗炎治疗三大类: 1) 抗炎治疗主要通过抑制干眼症伴随的眼表炎症反应, 减少其上皮细胞的破坏, 稳定眼表泪膜, 代表药物有环孢素 A 和他克莫司等; 2) 修复治疗中人工泪液为主要治疗方式, 根据成分不同, 补充泪液脂质层或水液层; 3) 物理治疗包括热敷、睑板腺按摩、清洁眼睑等, 通过促进睑板



腺通畅，减轻眼睛局部炎症，增强泪液稳定性。

**表6: 干眼症的治疗方法**

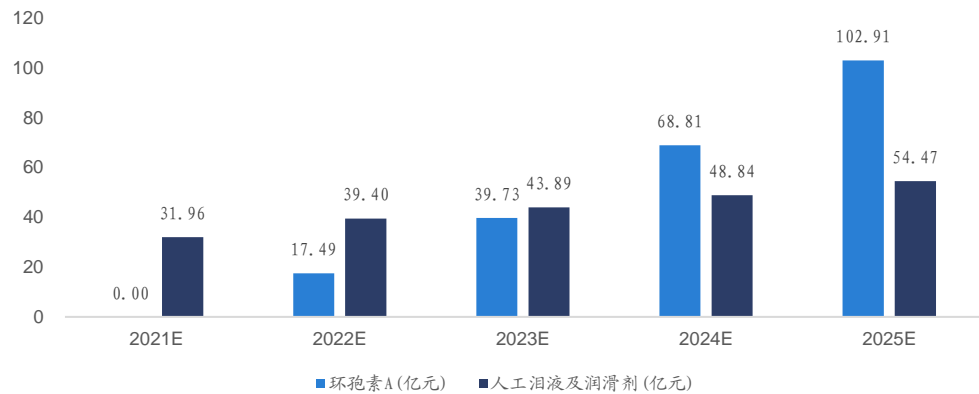
治疗方法	代表药物	作用机制	作用效果/临床地位
物理治疗	热敷及睑板腺按摩、清洁眼睑等	防止分泌物、碎屑、菌落阻塞睑板腺开口，促进分泌物排出	多用于治疗症状较轻患者
修复治疗	人工泪液（如玻璃酸钠羟丙甲纤维素、聚丙烯酸凝胶）	补充泪液脂质层或水液层	多用于治疗症状较轻患者
	其他：促进泪液分泌的滴眼液（地夸磷索钠），促眼表修复滴眼液（成纤维细胞生长因子、表皮生长因子、维生素 A 等），眼用血清制剂（小牛血去蛋白提取物等）		
抗炎治疗	糖皮质激素（如氟米龙、氯替泼诺）	抑制眼部非感染性、与免疫有关的炎症反应，缓解眼部症状	常用于重症患者缓解症状，不易长期使用
	免疫抑制剂（如他克莫司和环孢素 A）	通过抑制钙调神经磷酸酶或与 T 细胞膜受体结合，起到抑制 T 细胞活性和炎症反应	适用于伴眼部炎症反应的中、重度干眼，尤其适用于免疫相关性干眼
	非甾体类抗炎药 NSAID（如双氯芬酸钠）	抑制环氧化酶，减少炎症介质前列腺素的生成	适用于轻、中度干眼的抗炎治疗，也可用于中、重度干眼维持期的治疗

数据来源：中国干眼专家共识，东吴证券研究所

### 3.2. 市场和格局：百亿眼药赛道，干眼快速增长

**市场空间：环孢素抗炎效果优良，理论市场空间超 300 亿元。**根据灼识咨询，环孢素的中国市场规模将有由 2022 年的 17 亿人民币增长至 2025 年的 103 亿人民币，2021-2030 年复合增长率高达 39.6%。**作用机制：**0.05%环孢素滴眼液主要抑制 T 细胞活化和炎症因子释放，尤其 CD4+T 细胞，控制免疫炎症反应，促进干眼患者恢复自身泪液分泌，多种途径阻断干眼恶性循环，重建泪膜稳态，可有效治疗干眼。0.05%环孢素滴眼液在国外已有同类产品上市，积累多年临床使用经验，能够显著改善干眼的症状和体征。

图16: 国内干眼病市场规模



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

**研发进展:** 干眼症市场广阔, 符合疾病谱变化趋势, 兴齐环孢素国内首家上市。目前, 4个用于治疗干眼症的环孢素在临床2期及以上的开发阶段, 其中兴齐眼药的环孢素滴眼液(兹润®)已经获批上市, 恒瑞医药、康哲生物/太阳药业、兆科药业的环孢素处于3期临床阶段。另外, 全氟己基辛烷、立他司特、特那西普等药物也可用于治疗干眼症, 处于2-3期临床阶段, 整体竞争格局良好。

表7: 干眼症治疗药物研发进展

药物	通用名	代号	企业	国内研发进展
环孢素	环孢素滴眼液	兹润®	兴齐眼药	上市(2020)
环孢素	环孢素滴眼液	SHR8028	恒瑞医药, Siegfried	Phase III
环孢素	环孢素纳米胶束溶液	Cequa	康哲生物, 太阳药业	Phase III
环孢素 A	环孢素 A 眼用凝胶	-	兆科药业, 李氏大药厂	Phase III
全氟己基辛烷	全氟己基辛烷滴眼液	SHR8058	恒瑞医药, Siegfried	Phase III
立他司特	立他司特滴眼液	-	康弘药业, 普什制药	Phase III
特那西普	特那西普滴眼液	HBM9036	和铂医药	Phase III
VVN001	VVN001 滴眼液	VVN001	维眸生物	Phase II

数据来源: CDE, 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. 产品和价值: 同类产品优效, 临床认可度高

**产品简介:** 0.05%环孢素滴眼液同类产品在海外临床研究良好, 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。

**价值评估：国内首个环孢素，先发优势明显，独占市场红利。**国内干眼患者约有 2.2 亿人，环孢素的中国市场规模预计在将有由 2022 年的 17 亿人民币增长至 2025 年的 103 亿人民币。干眼症药物领域，目前有兴齐眼药、恒瑞医药、康哲生物、兆科药业、康弘药业等企业布局，包括环孢素、全氟己基辛烷、立他司特、特那西普等 6 个药物。兴齐眼药环孢素滴眼液为国内首个上市，干眼治疗效果明确，2021 年 12 月纳入国家医保，可独享市场红利。假设，2025 年环孢素在干眼症市场的渗透率为 2.56%，兹润的市场份额为 70%，用药人数为 174 万人，销量为 869 万盒，治疗费用为 580 元/人（116 元/盒，3.87 元/支\*30 支，5 盒/周期），对应销售额为 10.0 亿元。

表8：兴齐眼药环孢素销售测算

	单位	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
干眼症患者	亿人	2.24	2.28	2.33	2.38	2.42
中重度比例	%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
中重度干眼症患者	亿人	0.90	0.91	0.93	0.95	0.97
环孢素市场份额	%	0.12%	0.45%	0.80%	1.55%	2.56%
兹润的市场份额	%	100%	100%	90%	80%	70%
兹润的用药人数	万人	10.75	41.13	67.12	117.90	173.80
用药数量	盒/人	1	4	4	5	5
药物销量	万盒	10.75	164.51	268.47	589.52	868.99
用药费用	元/盒	799	165	165	116	116
销售收入	百万元	85.91	271.43	442.98	680.90	1003.69

数据来源：灼识咨询，药智网，东吴证券研究所

## 4. 眼药和医院：产品品类齐全，医院和互联网赋能

### 4.1. 眼科产品：品类齐全，格局优良

**产品概况：公司眼科产品系列全、细分品种多。**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。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（2021 年），6 个产品被列入国家基本药物目录。

表9：公司产品概况

类型	产品/项目
凝胶剂/眼膏剂	加替沙星眼用凝胶、维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶、小牛血去蛋白提取物眼用凝胶、硫酸阿托品眼用凝胶等

滴眼液	环孢素滴眼液(II)、玻璃酸钠滴眼液、氧氟沙星滴眼液、小牛血去蛋白提取物滴眼液、硝酸毛果芸香碱滴眼液、氟康唑滴眼液等
溶液剂	复方电解质眼内冲洗液等
医疗服务	0.01%硫酸阿托品滴眼液（医疗机构制剂）

数据来源：CDE，东吴证券研究所

**核心产品：**公司营收占比10%以上的产品有速高捷、迪友、迪非这三款产品，竞争优势明显。速高捷是角膜修复和眼表营养一线用药，适用于各种起因的角膜溃疡、角膜损伤等。迪友是中国首个第四代喹诺酮类眼用凝胶，用于敏感菌引起的急性细菌性结膜炎，竞争格局极好且持续保持。迪非是中国首个含有透明质酸钠的非甾体抗炎滴眼剂，用于治疗葡萄膜炎、角膜炎、巩膜炎等，已进入2021年国家医保目录，与领先的进口产品相比价格较低，竞争格局维持良好。多个产品为市场独家或者3家竞争，格局良好。

表10：公司核心产品概况

主要产品	作用机制	临床价值
速高捷®小牛血去蛋白提取物眼用凝胶/滴眼液	促进眼部组织及细胞对葡萄糖和氧的摄取与利用	角膜修复和眼表营养一线用药，适用于各种起因的角膜溃疡、角膜损伤等
迪友®眼用凝胶	抑制细菌的DNA旋转酶和拓扑异构酶IV	中国首个第四代喹诺酮类眼用凝胶，用于敏感菌引起的急性细菌性结膜炎
迪非®滴眼液	抑制环氧化酶活性，从而阻断花生四烯酸向前列腺素的转化	中国首个含有透明质酸钠的非甾体抗炎滴眼剂，用于治疗葡萄膜炎、角膜炎、巩膜炎等

数据来源：2021年公司年报，公司官网，米内网，东吴证券研究所

**研发管线：**研发力度持续增加，在研产品储备丰富。公司实施“专业化、全系列、多品种”的眼科药物发展战略，成立以来一直高度重视技术方面的投入及研发队伍的建设，拥有高水平的专业研发团队，配备先进的科研仪器设备。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，同时设有临床医学部、注册审评部等覆盖眼科药物研发各阶段的职能部门。目前研发管线共有23个项目，其中7个项目进入注册审评阶段，3个项目处于临床研究阶段，2个项目处于临床前研究阶段，11个项目处于药学研究阶段。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。

表11：公司研发管线

序号	项目名称	进展情况	项目介绍	类别
1	SQ-755S	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4类
2	SQ-718	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4类
3	SQ-735M	注册审评阶段	细菌性结膜炎的治疗	4类

4	SQ-739	注册审评阶段	青光眼的治疗	4类
5	SQ-758S	注册审评阶段	青光眼的治疗	4类
6	SQ-758M	注册审评阶段	青光眼的治疗	4类
7	SQ-795	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4类
8	SQ-727	临床研究阶段	真菌的治疗	2.2类
9	SQ-729	临床研究阶段	延缓近视进展用药	2.4类
10	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
11	SQ-129(原 SQ-732)	临床前研究阶段	黄斑水肿的治疗	2.2类
12	SQ-702	临床前研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	3类
13	SQ-759	药学研究阶段	促睫毛增长	3类
14	SQ-773	药学研究阶段	青光眼的治疗	3类
15	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
16	SQ-762	药学研究阶段	眼部细菌感染的治疗	4类
17	SQ-738S	药学研究阶段	眼部炎症性疾病的对症治疗	4类
18	SQ-738M	药学研究阶段	眼部炎症性疾病的对症治疗	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

数据来源：2021年公司年报，东吴证券研究所

#### 4.2. 医疗服务：一体两翼，赋能眼药

**眼科医院：**兴齐眼科医院是兴齐眼药全资子公司，一所集医疗、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。**互联网运营：**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，“兴齐眼科”托本院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单后经药师审核后，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，为患者提供便捷、高效、个性化的服务。



## 5. 盈利预测和投资评级

公司为眼科药物领域龙头企业，先发优势明显，底蕴深厚。重磅单品低浓度阿托品、环孢素进入放量期，驱动公司在至少未来 3 年业绩高速增长：

**1) 低浓度阿托品：**阿托品商业模式特殊且进入壁垒高（医疗机构制剂获批难+互联网渠道限流+临床试验周期 5 年），目前 5 家进入 3 期临床，13 家医疗机构制剂获批，预计 2025 年前市场需求大于供给，格局良好。兴齐眼药在医疗机构制剂批准时间、临床试验进度、眼科资源积累、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，2022-2024 年阿托品的销售额分别为 4.8、7.9、11.7 亿元，增速为 85.35%、63.68%、49.44%；

**2) 环孢素：**干眼症药物领域，目前有兴齐眼药、恒瑞医药、康哲生物、兆科药业、康弘药业等企业布局，包括环孢素、全氟己基辛烷、立他司特、特那西普等 6 个药物。兴齐眼药环孢素滴眼液为国内首个上市，干眼治疗效果明确，2021 年 12 月纳入国家医保，可独享市场红利。我们预计，2022-2024 年环孢素的销售额分别为 2.7、4.4、6.8 亿元，增速为 216.0%、63.2%、53.7%；

**3) 传统产品：**公司传统产品包括速高捷小牛血去蛋白提取物眼用凝胶/滴眼液、迪可罗眼膏/滴眼液、迪非滴眼液、迪友眼用凝胶、兹养维生素 A 棕榈酸酯眼用凝胶，竞争格局良好，我们预计 2022-2024 年维持 10% 的增速。

表12：收入拆分和盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>688.68</b>	<b>1,027.91</b>	<b>1,508.05</b>	<b>2,067.24</b>	<b>2,785.04</b>
yoy	26.96%	49.26%	46.71%	37.08%	34.72%
<b>毛利率</b>	<b>73.13%</b>	<b>78.09%</b>	<b>79.98%</b>	<b>80.89%</b>	<b>81.46%</b>
<b>医疗服务(产品)</b>	<b>137.59</b>	<b>317.44</b>	<b>544.16</b>	<b>856.04</b>	<b>1,251.28</b>
yoy	-	130.71%	71.42%	57.31%	46.17%
<b>毛利率</b>	<b>67.81%</b>	<b>79.62%</b>	<b>83.61%</b>	<b>84.44%</b>	<b>84.44%</b>
低浓度阿托品	-	258.75	479.60	785.02	1,173.16
yoy	-	-	85.35%	63.68%	49.44%
其他	-	58.69	64.56	71.01	78.11
yoy	-	-	10.00%	10.00%	10.00%
<b>滴眼剂</b>	<b>217.13</b>	<b>303.12</b>	<b>510.37</b>	<b>705.81</b>	<b>970.01</b>
yoy	23.76%	39.60%	68.37%	38.29%	37.43%
<b>毛利率</b>	<b>66.61%</b>	<b>73.06%</b>	<b>75.26%</b>	<b>76.76%</b>	<b>78.30%</b>
环孢素	-	85.91	271.43	442.98	680.90
yoy	-	-	215.96%	63.20%	53.71%

其他	-	217.21	238.93	262.83	289.11
yoy	-	-	10.00%	10.00%	10.00%
<b>凝胶剂/眼膏剂</b>	<b>291.02</b>	<b>349.22</b>	<b>384.14</b>	<b>422.56</b>	<b>464.81</b>
yoy	-6.23%	20.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	83.47%	85.83%	85.83%	85.83%	85.83%
<b>溶液剂</b>	<b>37.47</b>	<b>54.32</b>	<b>65.18</b>	<b>78.22</b>	<b>93.86</b>
yoy	28.41%	44.97%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	54.82%	54.82%	54.82%	54.82%	54.82%
<b>其他业务</b>	<b>5.46</b>	<b>3.82</b>	<b>4.20</b>	<b>4.62</b>	<b>5.08</b>
yoy	-80.12%	-30.04%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	41.58%	41.58%	41.58%	41.58%	41.58%

数据来源：wind，内部测算，东吴证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润为 3.4、5.3、7.2 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 39、25、18 倍，由于：1) 低浓度阿托品、环孢素持续放量，“渗透率提升+患者滚动累积”带动大盘增长；2) 阿托品“医疗机构制剂&互联网+”模式独特，环孢素享受市场独占期，2025 年前格局优良；3) 公司先发优势明显，眼科产品、销售网络积淀深厚。首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：可比公司估值

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润			P/E (倍)			市值 (亿元)
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300595.SZ	欧普康视	46.6	5.5	7.2	9.5	71.6	54.8	41.6	397
688366.SH	昊海生科	87.7	3.5	5.3	6.4	26.5	22.8	18.8	121
301103.SZ	何氏眼科	29.1	0.9	1.2	1.7	86.6	38.6	27.7	46
688050.SH	爱博医疗	187.2	1.7	2.5	3.5	57.1	79.5	56.3	197
<b>可比公司平均</b>						60.4	48.9	36.1	
300573.SZ	兴齐眼药	150.0	1.9	3.4	5.3	67.9	38.6	25.0	132

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

竞争格局恶化的风险：环孢素、低浓度阿托品的竞品增加，争夺市场份额；

药品价格降低的风险：受竞争、政策影响，产品价格和毛利率下降；

互联网销售监管趋严：医疗机构制剂的销售、互联网渠道销售的监管风险；

## 兴齐眼药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>984</b>	<b>3,348</b>	<b>3,945</b>	<b>4,774</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,028</b>	<b>1,508</b>	<b>2,067</b>	<b>2,785</b>
货币资金及交易性金融资产	686	2,843	3,292	3,919	营业成本(含金融类)	225	302	395	516
经营性应收款项	194	349	457	590	税金及附加	14	23	31	42
存货	92	134	161	217	销售费用	338	528	703	947
合同资产	0	0	0	0	管理费用	118	171	236	317
其他流动资产	12	22	34	47	研发费用	88	151	192	251
<b>非流动资产</b>	<b>702</b>	<b>930</b>	<b>1,004</b>	<b>1,087</b>	财务费用	6	-62	-113	-131
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	12	14	20
固定资产及使用权资产	514	741	820	900	投资净收益	3	2	5	5
在建工程	35	22	11	8	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	23	30	33	36	减值损失	-4	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	4	8	9
长期待摊费用	10	16	22	28	<b>营业利润</b>	<b>248</b>	<b>414</b>	<b>650</b>	<b>878</b>
其他非流动资产	121	121	119	116	营业外净收支	-5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,687</b>	<b>4,278</b>	<b>4,949</b>	<b>5,861</b>	<b>利润总额</b>	<b>244</b>	<b>414</b>	<b>650</b>	<b>878</b>
<b>流动负债</b>	<b>267</b>	<b>239</b>	<b>294</b>	<b>385</b>	减:所得税	34	48	83	107
短期借款及一年内到期的非流动负债	104	4	4	4	<b>净利润</b>	<b>209</b>	<b>366</b>	<b>566</b>	<b>771</b>
经营性应付款项	14	34	28	43	减:少数股东损益	14	23	38	50
合同负债	6	6	10	12	<b>归属母公司净利润</b>	<b>195</b>	<b>343</b>	<b>529</b>	<b>721</b>
其他流动负债	143	195	252	326	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.21	3.89	6.00	8.18
非流动负债	76	176	226	276	EBIT	246	334	510	712
长期借款	0	100	150	200	EBITDA	320	406	598	809
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.09	79.98	80.89	81.46
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	18.94	22.73	25.58	25.88
其他非流动负债	68	68	68	68	收入增长率(%)	49.26	46.71	37.08	34.72
<b>负债合计</b>	<b>342</b>	<b>415</b>	<b>519</b>	<b>661</b>	归母净利润增长率(%)	121.31	76.08	54.23	36.31
归属母公司股东权益	1,344	3,840	4,368	5,089					
少数股东权益	0	23	61	111					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,344</b>	<b>3,863</b>	<b>4,429</b>	<b>5,200</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,687</b>	<b>4,278</b>	<b>4,949</b>	<b>5,861</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	307	307	557	756	每股净资产(元)	16.33	35.11	39.94	46.53
投资活动现金流	-202	-314	-149	-166	最新发行在外股份(百万股)	88	88	88	88
筹资活动现金流	538	2,144	41	38	ROIC(%)	18.96	10.88	10.38	12.51
现金净增加额	643	2,137	449	627	ROE-摊薄(%)	14.48	8.93	12.10	14.16
折旧和摊销	73	73	88	97	资产负债率(%)	20.30	9.70	10.49	11.27
资本开支	-76	-286	-145	-163	P/E (现价&最新股本摊薄)	67.87	38.55	24.99	18.34
营运资本变动	12	-177	-138	-172	P/B (现价)	9.19	4.27	3.76	3.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

