

2023年04月26日
兴齐眼药(300573.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

生物医药III

2023Q1 业绩暂时性下滑，低浓度阿托品临床进展国内领先

事件：

2023年4月26日公司发布了2023年第一季度报告，2023Q1公司分别实现营收和归母净利润2.87亿元和0.19亿元，分别同比下降5.10%和73.91%。

受兴齐眼科医院收入下降、销售和研发费用增加等影响，2023Q1业绩同比有所下滑：

2023Q1公司分别实现营收和归母净利润2.87亿元和0.19亿元，分别同比下降5.10%和73.91%。公司利润同比下降主要原因如下：(1)全资子公司沈阳兴齐眼科医院收入有所下降；(2)公司强化销售队伍建设，销售费用有所增加；(3)公司加大研发投入，研发支出同比增加。

低浓度阿托品境内上市许可申请获得受理，有望国内首家上市：

低浓度阿托品能有效延缓青少年的近视进程，市场推广空间较大，公司该品种临床进展顺利，有望实现国内首家上市。其中，药品疗效方面，根据公司公告，公司的硫酸阿托品滴眼液III期临床(1年期)研究结果显示，该产品有效延缓儿童近视进展。推广空间方面，国内青少年近视人口基数大，按照我们之前报告的测算，公司该品种销售峰值有望超32亿。临床进展方面，公司的硫酸阿托品滴眼液境内上市许可申请获得受理，临床试验进展领先，公司该品种有望国内首家上市。

环孢素滴眼液销售快速放量，2022年样本医院销售同比增长243%：

环孢素滴眼液有效缓解中重度干眼症，按照我们之前报告的测算，国内中重度干眼症患者群体超1亿人，该品种的销售峰值有望近20亿。该产品于2021年底被纳入医保后，销售持续快速放量，根据米内网的数据，2022年兴齐眼药的环孢素滴眼液样本医院销售同比增长243%。

投资建议：

我们预计公司2023年-2025年的归母净利润分别为2.64亿元、3.51亿元、4.65亿元，分别同比增长24.9%、32.9%、32.3%；在售产品方面，预计2023年贡献利润2.64亿元，给予PEG 1.00倍估值水平(当

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	181.18元
股价(2023-04-26)	175.00元

交易数据

总市值(百万元)	15,497.14
流通市值(百万元)	11,905.18
总股本(百万股)	88.56
流通股本(百万股)	68.03
12个月价格区间	82.25/175.0元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	34.6	22.0	108.1
绝对收益	32.9	16.7	112.8

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

冯俊曦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002

fengjx@essence.com.cn

相关报告

安信证券-点评报告-兴齐眼药-2023.4.20	2023-04-20
安信证券-点评报告-兴齐眼药-环孢素滴眼液快速放量，2022Q1-Q3业绩高增长	2022-10-30
	-2022.10.30

期 PE 约 25 倍), 对应市值 66 亿元; 在研管线方面, 考虑到低浓度阿托品境内上市许可申请已获受理, 给予其销售峰值 3 倍 PS 估值水平, 对应市值 96 亿元。综合考虑公司在售品种和研发管线的估值情况, 对应 6 个月目标价为 181.18 元/股, 给予买入-A 的投资评级。

目 风险提示: 新药研发进展不达预期; 药品降价风险; 核心产品销售低于预期等。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,027.9	1,249.9	1,446.6	1,867.8	2,472.1
净利润	194.7	211.7	264.3	351.2	464.7
每股收益(元)	2.20	2.39	2.98	3.97	5.25
每股净资产(元)	15.18	17.53	19.79	22.78	26.81

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	79.6	73.2	58.6	44.1	33.3
市净率(倍)	11.5	10.0	8.8	7.7	6.5
净利润率	18.9%	16.9%	18.3%	18.8%	18.8%
净资产收益率	14.5%	13.6%	15.1%	17.4%	19.6%
股息收益率	0.4%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%
ROIC	34.2%	32.8%	30.3%	42.1%	52.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,027.9	1,249.9	1,446.6	1,867.8	2,472.1	成长性					
减:营业成本	225.2	265.7	279.8	356.4	450.4	营业收入增长率	49.3%	21.6%	15.7%	29.1%	32.4%
营业税费	13.8	15.6	21.7	28.0	37.1	营业利润增长率	134.9%	0.7%	33.1%	31.8%	30.6%
销售费用	338.3	463.4	506.3	653.7	890.0	净利润增长率	121.3%	8.7%	24.9%	32.9%	32.3%
管理费用	118.3	132.0	159.1	205.5	271.9	EBITDA 增长率	95.4%	-3.3%	31.7%	25.9%	26.2%
研发费用	88.4	145.6	147.5	190.5	259.6	EBIT 增长率	123.6%	-7.5%	43.2%	30.6%	29.8%
财务费用	6.1	-8.1	-0.8	-5.2	-9.9	NOPLAT 增长率	114.1%	0.3%	28.8%	30.6%	29.8%
资产减值损失	-3.8	-4.4	-	-	-	投资资本增长率	4.7%	39.2%	-6.0%	4.6%	3.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	93.7%	15.5%	13.6%	15.8%	18.1%
投资和汇兑收益	3.1	-	-	-	-						
营业利润	248.4	250.1	332.9	438.9	573.1	利润率					
加:营业外净收支	-4.9	-16.4	-8.1	-9.8	-11.4	毛利率	78.1%	78.7%	80.7%	80.9%	81.8%
利润总额	243.5	233.7	324.8	429.1	561.6	营业利润率	24.2%	20.0%	23.0%	23.5%	23.2%
减:所得税	34.4	22.0	48.7	64.4	84.2	净利润率	18.9%	16.9%	18.3%	18.8%	18.8%
净利润	194.7	211.7	264.3	351.2	464.7	EBITDA/营业收入	30.0%	23.8%	27.1%	26.4%	25.2%
						EBIT/营业收入	24.4%	18.6%	23.0%	23.2%	22.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	176	160	145	101	68
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	46	49	51	49	51
货币资金	686.4	515.4	795.2	1,037.7	1,374.2	流动资产周转天数	224	266	256	263	258
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	40	35	43	39	39
应收帐款	114.0	128.6	219.8	189.9	349.3	存货周转天数	28	31	27	26	26
应收票据	18.9	24.2	1.3	42.6	19.8	总资产周转天数	464	500	475	419	367
预付帐款	23.1	18.5	28.3	31.4	42.3	投资资本周转天数	229	230	225	173	135
存货	92.3	122.3	94.3	178.3	174.0						
其他流动资产	49.7	56.2	54.0	53.3	54.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.5%	13.6%	15.1%	17.4%	19.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	11.9%	13.6%	15.8%	17.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	34.2%	32.8%	30.3%	42.1%	52.3%
投资性房地产	12.3	11.5	11.5	11.5	11.5	费用率					
固定资产	500.0	611.0	553.7	496.3	439.0	销售费用率	32.9%	37.1%	35.0%	35.0%	36.0%
在建工程	34.9	53.9	53.9	53.9	53.9	管理费用率	11.5%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
无形资产	73.8	123.3	120.4	117.5	114.6	研发费用率	8.6%	11.7%	10.2%	10.2%	10.5%
其他非流动资产	81.4	118.0	101.8	98.1	101.6	财务费用率	0.6%	-0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
资产总额	1,686.8	1,782.9	2,034.3	2,310.6	2,734.6	四费/营业收入	53.6%	58.6%	56.1%	55.9%	57.1%
短期债务	100.0	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	71.3	68.1	110.1	105.2	160.0	资产负债率	20.3%	12.9%	13.3%	11.6%	11.8%
应付票据	-	-	5.9	1.2	3.0	负债权益比	25.5%	14.9%	15.4%	13.2%	13.4%
其他流动负债	95.5	84.3	83.7	87.5	86.2	流动比率	3.69	5.68	5.97	7.90	8.09
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.34	4.87	5.50	6.98	7.39
其他非流动负债	75.5	78.2	71.0	74.9	74.7	利息保障倍数	40.89	-28.67	-398.08	-84.21	-56.67
负债总额	342.4	230.6	270.7	268.9	323.8	分红指标					
少数股东权益	-	-	11.1	24.5	36.9	DPS(元)	0.63	0.50	0.73	0.98	1.22
股本	88.1	88.6	88.6	88.6	88.6	分红比率	28.7%	20.8%	24.3%	24.6%	23.2%
留存收益	1,261.7	1,463.8	1,663.8	1,928.7	2,285.4	股息收益率	0.4%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%
股东权益	1,344.5	1,552.3	1,763.6	2,041.7	2,410.8						
						现金流量表					
						(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	209.1	211.7	264.3	351.2	464.7
						加:折旧和摊销	63.5	71.7	60.2	60.2	60.2
						资产减值准备	3.8	5.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	6.1	1.0	-0.8	-5.2	-9.9
						投资收益	-3.1	-	-	-	-
						少数股东损益	14.4	-	11.7	13.5	12.7
						营运资金的变动	78.6	-86.3	11.2	-97.1	-93.1
						经营活动产生现金流量	307.0	286.3	346.7	322.7	434.6
						投资活动产生现金流量	-202.0	-299.2	-	-	-
						融资活动产生现金流量	538.1	-158.4	-66.9	-80.2	-98.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034