

2022年10月30日

兴齐眼药 (300573.SZ)

## 环孢素滴眼液快速放量，2022Q1-Q3 业绩高速增长

■事件：2022年10月27日公司发布2022年三季度报告，2022Q1-Q3公司实现营收10.04亿元，同比增长30.37%；实现扣非后归母净利润2.07亿元，同比增长33.64%。

■核心品种环孢素滴眼液快速放量，2022Q1-Q3业绩维持高增长：2022Q1-Q3公司分别实现营收和扣非后归母净利润10.04亿元和2.07亿元，分别同比增长30.37%和33.64%。得益于核心品种环孢素滴眼液进入医保后销售的快速放量，2022Q1-Q3公司业绩持续高增长。

■环孢素滴眼液纳入医保后快速放量，低浓度阿托品临床进展顺利：公司深耕细作于眼科领域且持续丰富自身产品管线，目前核心品种均取得了积极的进展。其中，环孢素滴眼液2021年底被纳入医保，产品价格从799元/盒下降至165元/盒，目前有望借助医保实现销售的快速放量。根据米内网的样本医院数据，2022H1其样本医院销售同比增长154.29%；低浓度阿托品国内III期临床快速推进，涉及不同浓度的阿托品滴眼液的临床研发，充分满足不同近视程度的患者的治疗需求。公司的低浓度阿托品国内研发进展领先，有望国内首家获批上市。

■投资建议：我们预计2022-2024年公司分别实现净利润2.54亿元、3.30亿元、4.15亿元，分别同比增长30.6%、29.6%、25.9%；给予买入-A的投资评级。

■风险提示：重磅品种研发进展不及预期；环孢素滴眼液上市销售不达预期；核心技术失密风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	688.7	1,027.9	1,175.9	1,511.9	1,878.5
净利润	88.0	194.7	254.3	329.7	415.0
每股收益(元)	1.00	2.21	2.89	3.74	4.71
每股净资产(元)	7.74	15.26	17.36	20.12	23.55

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	110.1	49.8	38.1	29.4	23.4
市净率(倍)	14.2	7.2	6.3	5.5	4.7
净利润率	12.8%	18.9%	21.6%	21.8%	22.1%
净资产收益率	12.9%	14.5%	16.6%	18.6%	20.0%
股息收益率	0.2%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%
ROIC	18.8%	34.2%	42.1%	46.7%	67.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**130.90元**  
股价(2022-10-28) **110.00元**

### 交易数据

总市值(百万元)	9,690.42
流通市值(百万元)	7,444.16
总股本(百万股)	88.09
流通股本(百万股)	67.67
12个月价格区间	80.20/167.00元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.38	33.86	15.86
绝对收益	18.84	18.31	-11.76

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

- 兴齐眼药：核心品种销售快速放量，2022H1 业绩持续高速增长/马帅 2022-08-30
- 兴齐眼药：安信证券-点评报告-兴齐眼药-2022Q1 业绩增长超预期，低浓度阿托品临床研发有望快速推进-2022.4.26/马帅 2022-04-26
- 兴齐眼药：安信证券-点评报告-兴齐眼药-2021 年业绩增长符合预期，期待环孢素进医保后销售放量-2022.4.20/马帅 2022-04-20
- 兴齐眼药：2021 年业绩持续高速增长，阿托品临床进展和环孢素销售放量值得 2022-01-27

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	688.7	1,027.9	1,175.9	1,511.9	1,878.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	185.0	225.2	221.1	287.8	353.2	营业收入增长率	27.0%	49.3%	14.4%	28.6%	24.2%
营业税费	9.8	13.8	15.3	19.7	24.4	营业利润增长率	180.6%	134.9%	28.8%	29.6%	25.9%
销售费用	244.2	338.3	385.7	495.9	616.2	净利润增长率	145.1%	121.3%	30.6%	29.6%	25.9%
管理费用	77.1	118.3	223.4	287.3	356.9	EBITDA 增长率	59.5%	79.5%	-1.8%	23.4%	22.2%
财务费用	6.2	6.1	11.4	7.9	7.5	EBIT 增长率	79.0%	93.5%	-2.3%	27.5%	25.3%
资产减值损失	-2.8	-3.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	193.7%	114.1%	28.9%	27.5%	25.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.5%	4.7%	15.1%	-13.6%	45.8%
投资和汇兑收益	-	3.1	1.0	1.4	1.9	净资产增长率	20.7%	93.7%	15.0%	17.2%	18.2%
<b>营业利润</b>	105.7	248.4	320.0	414.8	522.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-3.2	-4.9	-	-	-	毛利率	73.1%	78.1%	81.2%	81.0%	81.2%
<b>利润总额</b>	102.5	243.5	320.0	414.8	522.2	营业利润率	15.4%	24.2%	27.2%	27.4%	27.8%
减:所得税	9.1	34.4	48.0	62.2	78.3	净利润率	12.8%	18.9%	21.6%	21.8%	22.1%
<b>净利润</b>	88.0	194.7	254.3	329.7	415.0	EBITDA/营业收入	32.1%	38.6%	33.1%	31.8%	31.3%
						EBIT/营业收入	25.5%	33.0%	28.2%	28.0%	28.2%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	固定资产周转天数	243	176	144	99	69
货币资金	37.2	686.4	743.5	1,078.6	1,112.1	流动营业资本周转天数	59	46	64	62	81
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	151	224	336	324	332
应收账款	115.4	114.0	212.6	193.7	380.3	应收帐款周转天数	55	40	50	48	55
应收票据	-	18.9	46.4	18.6	190.1	存货周转天数	39	28	32	28	28
预付帐款	17.1	23.1	17.4	35.3	43.2	总资产周转天数	475	464	533	460	434
存货	68.3	92.3	114.0	120.7	169.2	投资资本周转天数	309	229	220	171	157
其他流动资产	56.2	49.7	75.9	60.6	62.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.9%	14.5%	16.6%	18.6%	20.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	12.4%	15.2%	17.0%	18.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	18.8%	34.2%	42.1%	46.7%	67.7%
投资性房地产	10.4	12.3	12.3	12.3	12.3	<b>费用率</b>					
固定资产	505.6	500.0	443.7	387.4	331.0	销售费用率	35.5%	32.9%	32.8%	32.8%	32.8%
在建工程	22.3	34.9	34.9	34.9	34.9	管理费用率	11.2%	11.5%	19.0%	19.0%	19.0%
无形资产	45.4	73.8	72.3	70.8	69.2	财务费用率	0.9%	0.6%	1.0%	0.5%	0.4%
其他非流动资产	87.8	81.4	22.3	57.6	49.7	三费/营业收入	47.6%	45.0%	52.8%	52.3%	52.2%
<b>资产总额</b>	965.7	1,686.8	1,795.34	2,070.5	2,454.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	80.0	100.0	-	-	-	资产负债率	28.1%	20.3%	13.9%	12.5%	12.7%
应付帐款	75.3	71.3	89.2	113.4	131.7	负债权益比	39.1%	25.5%	16.1%	14.3%	14.6%
应付票据	-	-	18.4	5.6	23.9	流动比率	1.38	3.69	6.54	7.83	8.02
其他流动负债	57.2	95.5	77.5	73.4	88.3	速动比率	1.06	3.34	5.92	7.21	7.33
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	28.08	55.31	29.05	53.45	70.76
其他非流动负债	59.1	75.5	63.7	66.1	68.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	271.6	342.4	248.8	258.5	312.3	DPS(元)	0.23	0.63	0.78	0.99	1.29
少数股东权益	11.9	-	16.8	39.3	67.5	分红比率	23.4%	28.7%	26.9%	26.3%	27.3%
股本	82.4	88.1	88.1	88.1	88.1	股息收益率	0.2%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%
留存收益	615.3	1,261.7	1,441.7	1,684.5	1,986.2						
<b>股东权益</b>	694.1	1,344.5	1,546.6	1,812.0	2,141.8						

## 现金流量表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	业绩和估值指标					
净利润	93.5	209.1	254.3	329.7	415.0	EPS(元)	1.00	2.21	2.89	3.74	4.71
加:折旧和摊销	48.9	63.5	57.9	57.9	57.9	BVPS(元)	7.74	15.26	17.36	20.12	23.55
资产减值准备	3.9	3.8	-	-	-	PE(X)	110.1	49.8	38.1	29.4	23.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.2	7.2	6.3	5.5	4.7
财务费用	6.0	6.1	11.4	7.9	7.5	P/FCF	-569.3	51.3	192.6	22.3	87.4
投资损失	-	-3.1	-1.0	-1.4	-1.9	P/S	14.1	9.4	8.2	6.4	5.2
少数股东损益	5.5	14.4	17.7	22.9	28.8	EV/EBITDA	35.3	28.7	22.9	17.9	14.6
营运资金的变动	-65.3	78.6	-100.0	11.4	-354.8	CAGR(%)	55.7%	28.5%	109.7%	55.7%	28.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	122.2	307.0	240.2	428.3	152.5	PEG	2.0	1.7	0.3	0.5	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-108.1	-202.0	1.0	1.4	1.9	ROIC/WACC	1.8	3.3	4.0	4.4	6.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	-15.1	538.1	-184.2	-94.6	-120.8	REP	6.8	5.2	2.9	2.9	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 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。

## ■ 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。

## ■ 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 119 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