

业绩增长亮眼，低阿放量迅速

——兴齐眼药 2024 年报点评

核心观点

- 营收利润快速增长，盈利能力提升。**公司发布 2024 年报，全年实现营业收入 19.43 亿元（同比+32.42%），归母净利润 3.38 亿元（同比+40.84%），扣非归母净利润 3.48 亿元（同比+44.54%）。盈利能力有所提升：销售毛利率为 78.33%（同比+0.96pct），销售净利率为 17.40%（同比+1.04pct）。利润端增速略高主要系费用控制良好：销售费用率为 36.30%（同比-0.18pct），管理费用率为 8.76%（同比-1.77pct），研发费用率为 11.35%（同比-0.05pct）。
- 低阿迅速放量，滴眼剂收入占比攀升。**分板块看，凝胶剂/眼膏剂收入 3.63 亿元（同比-2.88%），滴眼剂收入 13.66 亿元（同比+106.08%），溶液剂 0.62 亿元（同比+19.16%），医疗服务收入 1.33 亿元（同比-62.13%）。滴眼剂收入占比超 70%，高增速主要系低浓度阿托品滴眼液迅速放量，该产品系我国首款获批的用于延缓儿童近视进展的滴眼液，被列入多项近视防控指南，并被权威推荐我国儿童青少年近视长期管理的基础用药，凭借先发优势及推广力度加大，低阿有望保持较高增速。其他方面，凝胶剂/眼膏剂和溶液剂板块相对平稳，医疗服务板块继续承压。
- 其他规格低阿进入洗脱期，在研管线进展顺利。**0.02%和 0.04%低浓度阿托品滴眼液已进入最后一年的洗脱期，待上市后可形成不同规格低阿产品矩阵，适用于不同患者，此外 0.01%低阿的 2 年临床研究已顺利完成，临床证据进一步加强。其他管线进展顺利：1）伏立康唑滴眼液已完成 I 期临床研究，目前正开展 II 期临床试验；2）环孢素滴眼液（II）已取得 IV 期（上市后）临床研究报告，循证医学支撑进一步强化；3）拟用于干眼症、神经营养性角膜炎治疗的 SQ-22031 滴眼液在健康受试者中的 I 期临床试验正在进行中。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 24 年报，我们下调公司 25-27 年营收预测，预测公司 25-27 年归母净利润为 6.32/9.20/10.56 亿元（原 25-26 预测为 7.34/9.70 亿元），对应预测的 EPS 为 3.60/5.25/6.02 元，对公司自由现金流进行绝对估值，预测公司合理市值为 134.15 亿元，对应目标价为 76.55 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 研发进展不及预期的风险，新品放量不及预期的风险，药品控费政策超预期的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,468	1,943	3,015	4,001	4,680
同比增长(%)	17.4%	32.4%	55.1%	32.7%	17.0%
营业利润(百万元)	277	425	762	1,103	1,265
同比增长(%)	10.6%	53.6%	79.5%	44.7%	14.7%
归属母公司净利润(百万元)	240	338	632	920	1,056
同比增长(%)	13.4%	40.8%	86.9%	45.7%	14.7%
每股收益(元)	1.37	1.93	3.60	5.25	6.02
毛利率(%)	77.4%	78.3%	80.8%	81.8%	81.1%
净利率(%)	16.4%	17.4%	21.0%	23.0%	22.6%
净资产收益率(%)	14.8%	20.6%	33.1%	34.3%	28.7%
市盈率	52.5	37.3	19.9	13.7	11.9
市净率	7.5	7.9	5.7	4.0	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

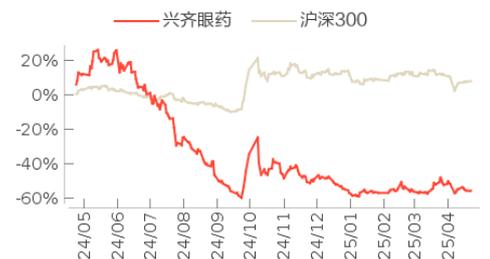
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 **增持（维持）**

股价（2025年04月22日）	71.9元
目标价格	76.55元
52周最高价/最低价	213.15/64.52元
总股本/流通A股（万股）	17,525/13,461
A股市值（百万元）	12,600
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025年04月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-3.57	-7.87	2.52	-52.84
相对表现%	-4.17	-4.53	2.86	-60.01
沪深300%	0.6	-3.34	-0.34	7.17



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

傅肖依 fuxiaoyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524080006

联系人

胡俊涛 hujuntao@orientsec.com.cn

相关报告

营收利润快速增长，低阿放量显著：—— 2024-09-02
兴齐眼药 2024 年中报点评

业绩符合预期，低浓度阿托品上市：—— 2024-04-27
兴齐眼药 2023 年年报点评

业绩稳健增长，阿托品潜力品种已获上市 2023-04-27
申请受理

表 1：估值假设主要参数

所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.67%
无杠杆影响的 β 系数	1.50
考虑杠杆因素的 β 系数	1.52
市场收益率 Rm	8.61%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	12.20%
债务比率 D/(D+E)	1.61%
债务利率 rd	3.60%
WACC	12.05%

数据来源：iFinD，东方证券研究所

表 2：绝对估值

终值折现（百万元）	7,252.82
企业价值（百万元）	13,239.41
权益价值（百万元）	13,415.15
每股价值（元）	76.55
预测市值（亿元）	134.15

数据来源：东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析（元）

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	76.55					
	10.05%	86.49	92.97	101.30	112.37	127.84
	10.55%	81.22	86.80	93.85	103.05	115.58
	11.05%	76.50	81.33	87.35	95.08	105.36
	11.55%	72.25	76.45	81.62	88.17	96.72
	12.05%	68.40	72.07	76.55	82.14	89.33
	12.55%	64.89	68.12	72.02	76.83	82.92
	13.05%	61.70	64.54	67.95	72.12	77.32
	13.55%	58.77	61.29	64.29	67.91	72.39
	14.05%	56.07	58.32	60.96	64.14	68.01

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	480	370	343	917	1,703	营业收入	1,468	1,943	3,015	4,001	4,680
应收票据、账款及款项融资	252	278	473	629	713	营业成本	332	421	580	730	887
预付账款	32	24	49	67	71	销售费用	535	705	1,080	1,424	1,669
存货	136	154	239	289	346	管理费用	154	170	225	264	291
其他	5	4	12	11	13	研发费用	167	221	331	430	516
流动资产合计	905	830	1,116	1,914	2,846	财务费用	(6)	1	2	(2)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	12	8	8	10	9
固定资产	721	779	896	1,008	1,109	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	83	153	171	184	192	投资净收益	0	(0)	0	0	0
无形资产	78	135	193	249	302	其他	4	8	(27)	(42)	(52)
其他	236	231	236	232	225	营业利润	277	425	762	1,103	1,265
非流动资产合计	1,119	1,298	1,497	1,673	1,828	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	2,024	2,128	2,613	3,586	4,674	营业外支出	12	30	20	21	24
短期借款	70	200	90	120	137	利润总额	265	395	743	1,083	1,242
应付票据及应付账款	18	18	33	37	44	所得税	25	57	111	162	186
其他	172	244	187	207	216	净利润	240	338	632	920	1,056
流动负债合计	260	461	310	364	397	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	240	338	632	920	1,056
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.37	1.93	3.60	5.25	6.02
其他	74	73	78	77	76						
非流动负债合计	74	73	78	77	76	主要财务比率					
负债合计	334	534	388	441	473		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	125	175	175	175	175	营业收入	17.4%	32.4%	55.1%	32.7%	17.0%
资本公积	891	867	867	867	867	营业利润	10.6%	53.6%	79.5%	44.7%	14.7%
留存收益	674	551	1,183	2,104	3,159	归属于母公司净利润	13.4%	40.8%	86.9%	45.7%	14.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,690	1,593	2,225	3,145	4,201	毛利率	77.4%	78.3%	80.8%	81.8%	81.1%
负债和股东权益总计	2,024	2,128	2,613	3,586	4,674	净利率	16.4%	17.4%	21.0%	23.0%	22.6%
						ROE	14.8%	20.6%	33.1%	34.3%	28.7%
						ROIC	14.7%	20.4%	31.5%	33.5%	28.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	16.5%	25.1%	14.8%	12.3%	10.1%
净利润	240	338	632	920	1,056	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	82	45	76	94	110	流动比率	3.48	1.80	3.60	5.26	7.17
财务费用	(6)	1	2	(2)	(8)	速动比率	2.91	1.47	2.83	4.47	6.30
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(42)	50	(355)	(199)	(131)	应收账款周转率	9.7	9.3	10.3	9.7	9.0
其它	44	(17)	22	(1)	(3)	存货周转率	2.4	2.8	3.0	2.8	2.8
经营活动现金流	318	417	376	812	1,024	总资产周转率	0.8	0.9	1.3	1.3	1.1
资本支出	(270)	(232)	(269)	(272)	(272)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	1	5	0	0	每股收益	1.37	1.93	3.60	5.25	6.02
其他	9	15	(29)	2	8	每股经营现金流	2.55	2.38	2.15	4.63	5.84
投资活动现金流	(262)	(216)	(292)	(269)	(264)	每股净资产	9.64	9.09	12.70	17.95	23.97
债权融资	(0)	(1)	0	(0)	(0)	估值比率					
股权融资	75	26	0	0	0	市盈率	52.5	37.3	19.9	13.7	11.9
其他	(159)	(344)	(112)	32	25	市净率	7.5	7.9	5.7	4.0	3.0
筹资活动现金流	(84)	(319)	(112)	32	25	EV/EBITDA	35.3	26.4	14.8	10.4	9.1
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	46.0	29.2	16.3	11.3	9.9
现金净增加额	(28)	(118)	(27)	575	785						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。