

业绩高增，低阿加速放量

——兴齐眼药 2025 年中报点评

核心观点

- 业绩高增，盈利能力大幅提升。**25H1 公司实现营收 11.63 亿元（同比+30.4%），归母净利润 3.35 亿元（同比+97.8%），扣非归母净利润 3.31 亿元（同比+96.3%）。业绩高增主要系阿托品、环孢素滴眼液等核心产品增长强劲，利润端大幅增长主要系产品结构优化，高毛利产品收入占比提升带来毛利率提升（同比+2.5pct），且费用端控制良好，三费（销售、管理和研发费用）费用率同比下降 8.7pct。考虑到低阿正加速放量，预计公司业绩将加速增长，盈利能力持续提升。
- 推动全渠道营销、学术推广及产品矩阵，打造低阿大单品。**低阿是目前唯一正式获批的延缓儿童近视进展的眼用制剂，公司商业化布局全面且明确：1）全渠道营销：院端广泛覆盖公立医院及主要眼科民营集团，院外已在近 17,000 家零售药店完成铺货（截至 6 月底），主流电商平台均已上线；2）学术推广：已获得多个权威指南与专家共识推荐，超 500 人推广团队广泛开展学术会议及教育工作；3）完善矩阵：0.02%/0.04%低阿已取得 III 期临床试验总结报告，上市后将提供更全面的近视防控解决方案。低阿销售目前主要来自院内，预计未来随着多渠道协同发力，产品知晓度和渗透率提升以及适用人群拓展，有望成为眼科大单品。
- 后备品种丰富，深化眼科布局。**公司拥有丰富的商业化产品，针对不同疾病和药物类型亦进行了全面的布局：1）用于降低开角型青光眼和高眼压症患者升高的眼压的他氟前列素滴眼液已于今年 1 月获批；2）盐酸利多卡因眼用凝胶正开展用于眼表麻醉的 III 期临床试验；3）1 类治疗用生物制品 SQ-22031 滴眼液治疗神经营养性角膜炎的 II 期临床试验正在进行中；4）伏立康唑滴眼液正开展治疗真菌性角膜炎的 II 期临床试验；5）SQ-129 玻璃体缓释注射液即将开展治疗黄斑水肿的临床试验。预计未来新产品将持续贡献业绩增量，公司在眼科领域的影响力将进一步提升。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 25 年中报，我们下调公司费用预测，预测公司 25-27 年 EPS 为 3.43/5.13/6.30 元（原 25-27 年 EPS 预测为 3.60/5.25/6.02 元），采用自由现金流贴现的估值方法，预测公司合理市值为 196.75 亿元，对应目标价为 80.19 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	4,816
同比增长(%)	17.4%	32.4%	55.1%	32.7%	20.4%
营业利润(百万元)	277	425	1,009	1,502	1,842
同比增长(%)	10.6%	53.6%	137.4%	48.9%	22.6%
归属母公司净利润(百万元)	240	338	841	1,260	1,546
同比增长(%)	13.4%	40.8%	148.8%	49.8%	22.7%
每股收益(元)	0.98	1.38	3.43	5.13	6.30
毛利率(%)	77.4%	78.3%	80.8%	81.8%	81.1%
净利率(%)	16.4%	17.4%	27.9%	31.5%	32.1%
净资产收益率(%)	14.8%	20.6%	41.8%	41.1%	34.6%
市盈率	73.9	52.5	21.1	14.1	11.5
市净率	10.5	11.1	7.3	4.8	3.4

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09月15日）	71.25 元
目标价格	80.19 元
52 周最高价/最低价	89.55/45.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	24,535/18,845
A 股市值（百万元）	17,481
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.8	12.83	38.73	41.33
相对表现%	-4.27	4.96	21.42	-2.16
沪深 300%	1.47	7.87	17.31	43.49



证券分析师

伍云飞	021-63326320 wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	021-63326320 fuxiaoyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080006

联系人

胡俊涛	021-63326320 hujuntao@orientsec.com.cn
-----	---

相关报告

业绩增长亮眼，低阿放量迅速：——兴齐	2025-04-24
眼药 2024 年报点评	
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	

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	1.76%
无杠杆影响的 β 系数	1.52
考虑杠杆因素的 β 系数	1.53
市场收益率 Rm	8.70%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	12.41%
债务比率 D/(D+E)	1.15%
债务利率 rd	3.50%
WACC	12.29%

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）	10,198.00
企业价值（百万元）	19,499.01
权益价值（百万元）	19,674.75
每股价值（元）	80.19
预测市值（亿元）	196.75

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(%)	80.19					
	10.29%	89.79	96.08	104.09	114.64	129.18
	10.79%	84.69	90.12	96.94	105.78	117.66
	11.29%	80.10	84.82	90.68	98.14	107.97
	11.79%	75.94	80.07	85.13	91.49	99.73
	12.29%	72.17	75.79	80.19	85.65	92.62
	12.79%	68.72	71.92	75.77	80.49	86.42
	13.29%	65.57	68.40	71.78	75.89	80.99
	13.79%	62.67	65.19	68.17	71.76	76.17
	14.29%	60.00	62.24	64.89	68.04	71.88

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					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	480	370	552	1,466	2,711
应收票据、账款及款项融资	252	278	473	629	734
预付账款	32	24	49	67	73
存货	136	154	239	289	355
其他	5	4	12	11	13
流动资产合计	905	830	1,325	2,462	3,886
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	721	779	896	1,008	1,109
在建工程	83	153	171	184	192
无形资产	78	135	193	249	302
其他	236	231	236	232	225
非流动资产合计	1,119	1,298	1,497	1,673	1,828
资产总计	2,024	2,128	2,822	4,135	5,714
短期借款	70	200	90	120	137
应付票据及应付账款	18	18	33	37	45
其他	172	244	187	207	217
流动负债合计	260	461	310	364	399
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	74	73	78	77	76
非流动负债合计	74	73	78	77	76
负债合计	334	534	388	441	475
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	125	175	245	245	245
资本公积	891	867	796	796	796
留存收益	674	551	1,392	2,652	4,198
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,690	1,593	2,434	3,694	5,240
负债和股东权益总计	2,024	2,128	2,822	4,135	5,714

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	240	338	841	1,260	1,546
折旧摊销	82	45	76	94	110
财务费用	(6)	1	1	(6)	(16)
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	(42)	50	(355)	(199)	(161)
其它	44	(17)	22	(1)	(3)
经营活动现金流	318	417	585	1,147	1,476
资本支出	(270)	(232)	(269)	(272)	(272)
长期投资	(1)	1	5	0	0
其他	9	15	(29)	2	8
投资活动现金流	(262)	(216)	(292)	(269)	(264)
债权融资	(0)	(1)	0	(0)	(0)
股权融资	75	26	0	0	0
其他	(159)	(344)	(111)	36	33
筹资活动现金流	(84)	(319)	(111)	36	33
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	(28)	(118)	182	914	1,245

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,468	1,943	3,015	4,001	4,816
营业成本	332	421	580	730	910
销售费用	535	705	942	1,177	1,387
管理费用	154	170	205	230	252
研发费用	167	221	243	316	379
财务费用	(6)	1	1	(6)	(16)
资产、信用减值损失	12	8	8	10	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	(0)	0	0	0
其他	4	8	(27)	(42)	(54)
营业利润	277	425	1,009	1,502	1,842
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	12	30	20	21	24
利润总额	265	395	989	1,482	1,819
所得税	25	57	148	222	273
净利润	240	338	841	1,260	1,546
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	240	338	841	1,260	1,546
每股收益（元）	0.98	1.38	3.43	5.13	6.30

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	17.4%	32.4%	55.1%	32.7%	20.4%
营业利润	10.6%	53.6%	137.4%	48.9%	22.6%
归属于母公司净利润	13.4%	40.8%	148.8%	49.8%	22.7%
获利能力					
毛利率	77.4%	78.3%	80.8%	81.8%	81.1%
净利率	16.4%	17.4%	27.9%	31.5%	32.1%
ROE	14.8%	20.6%	41.8%	41.1%	34.6%
ROIC	14.7%	20.4%	39.6%	40.0%	33.7%
偿债能力					
资产负债率	16.5%	25.1%	13.7%	10.7%	8.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.48	1.80	4.28	6.77	9.75
速动比率	2.91	1.47	3.51	5.97	8.86
营运能力					
应收账款周转率	9.7	9.3	10.3	9.7	9.1
存货周转率	2.4	2.8	3.0	2.8	2.8
总资产周转率	0.8	0.9	1.2	1.2	1.0
每股指标（元）					
每股收益	0.98	1.38	3.43	5.13	6.30
每股经营现金流	2.55	2.38	2.38	4.68	6.01
每股净资产	6.89	6.49	9.92	15.06	21.36
估值比率					
市盈率	73.9	52.5	21.1	14.1	11.5
市净率	10.5	11.1	7.3	4.8	3.4
EV/EBITDA	49.9	37.3	16.2	11.0	9.1
EV/EBIT	65.0	41.3	17.4	11.7	9.6

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。