

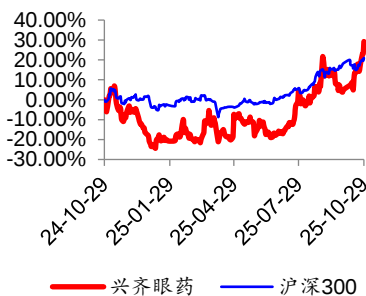
利润环比高速增长，在研临床稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-30

收盘价（元）	82.01
近 12 个月最高/最低（元）	83.5/45.04
总股本（百万股）	245
流通股本（百万股）	188
流通股比例（%）	76.73%
总市值（亿元）	201.2
流通市值（亿元）	154.5

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评兴齐眼药 (300573.SZ)：眼药优势持续巩固，关注阿托品滴眼液放量 2024-4-29
2. 【华安医药】公司点评兴齐眼药 (300573.SZ)：24Q3 费用显著收窄，阿托品完成完整随访实验 2024-10-29
3. 【华安医药】公司点评兴齐眼药 (300573.SZ)：一季度利润增长显著，费用管理卓有成效 2025-4-29

主要观点：

● 事件

2025 年 10 月 29 日，兴齐眼药发布 2025 年三季报，前三季度实现营业收入 19.04 亿元，同比+32.27%；归母净利润 5.99 亿元，同比+105.98%；扣非归母净利润 5.96 亿元，同比+105.76%。单季度来看，公司 2025Q3 收入为 7.41 亿元，同比+35.34%；归母净利润为 2.64 亿元，同比+117.45%，环比+39.78%；扣非归母净利润为 2.65 亿元，同比+118.93%，环比+35.97%。

● 点评

✓ 经营趋于稳健，降本增效卓有成效

前三季度，公司整体毛利率为 81.33%，同比+2.94 个百分点；期间费用率 43.78%，同比-10.17 个百分点；其中销售费用率 29.18%，同比-6.73 个百分点；研发费用率 8.15%，同比-1.54 个百分点；管理费用率 6.25%，同比-2.11 个百分点；财务费用率 0.21%，同比+0.22 个百分点；经营性现金流净额为 5.75 亿元，同比+61.53%。公司费用率持续收缩，毛利率稳步提升，经营趋于稳健。

✓ 眼科新药持续推进临床，扩张黄斑水肿等适应症

在研项目中，公司持续扩展眼科适应症布局，1 类及 2 类新药多点布局。

- SQ-129 玻璃体缓释注射液用于治疗成年患者的糖尿病性黄斑水肿（DME）及成年患者中由视网膜分支静脉阻塞（BRVO）或中央静脉阻塞（CRVO）引起的黄斑水肿的 IND 请获得批准，即将开展临床试验。
- SQ-22031 滴眼液治疗神经营养性角膜炎（NK）患者的随机、双盲、安慰剂、平行对照 II 期临床试验首例受试者入组，正式进入 II 期临床试验。SQ-22031 滴眼液是公司开发的用于治疗 NK 的药品，能促进感觉神经元和交感神经元生长和存活，并恢复受损神经元功能，可使患者的角膜损伤迅速愈合，角膜知觉和泪液生成量均得到改善。
- 伏立康唑滴眼液用于真菌性角膜炎的 2 期临床试验首例受试者入组，真菌性角膜炎是我国常见的致盲性眼病，发病率高，临床诊断困难，且治疗周期长，容易复发，给患者带来极大的痛苦。伏立康唑是新一代三唑类抗真菌药，具有抗菌谱广、毒性低及抗菌效力强的特点。目前国内尚无伏立康唑滴眼液获批上市。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 27.6/36.5/45.7 亿元，分别同比增长 41.8%/32.5%/25.1%，归母净利润分别为 7.6/11.0/14.3 亿元，分别同比增长 123.7%/45.2%/30.5%，对应估值为 27X/18X/14X。维持

“买入”投资评级。

● 风险提示

审批准入不及预期风险、行业政策风险、销售浮动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1943	2756	3653	4571
收入同比 (%)	32.4%	41.8%	32.5%	25.1%
归属母公司净利润	338	756	1098	1433
净利润同比 (%)	40.8%	123.7%	45.2%	30.5%
毛利率 (%)	78.3%	80.5%	81.0%	81.4%
ROE (%)	21.2%	34.8%	36.3%	34.7%
每股收益 (元)	1.94	3.08	4.48	5.84
P/E	35.97	26.61	18.33	14.04
P/B	7.68	9.25	6.65	4.87
EV/EBITDA	22.64	19.26	13.22	10.03

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	830	1273	2224	3314	营业收入	1943	2756	3653	4571
现金	370	605	1364	2238	营业成本	421	537	694	852
应收账款	242	340	451	564	营业税金及附加	25	33	46	57
其他应收款	3	6	7	9	销售费用	705	805	1019	1257
预付账款	24	38	46	58	管理费用	170	240	285	377
存货	154	204	260	321	财务费用	1	-2	-6	-26
其他流动资产	37	82	95	124	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	1298	1555	1617	1624	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	779	805	831	819	营业利润	425	873	1280	1655
无形资产	135	177	219	261	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	384	574	566	544	营业外支出	30	15	15	16
资产总计	2128	2828	3840	4937	利润总额	395	858	1265	1639
流动负债	461	585	749	738	所得税	57	102	167	206
短期借款	200	260	330	230	净利润	338	756	1098	1433
应付账款	18	25	31	38	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	244	300	388	470	归属母公司净利润	338	756	1098	1433
非流动负债	73	67	67	67	EBITDA	533	1028	1445	1808
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.94	3.08	4.48	5.84
其他非流动负债	73	67	67	67					
负债合计	534	652	816	805					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	175	245	245	245					
资本公积	867	796	796	796					
留存收益	551	1134	1983	3090					
归属母公司股东	1593	2176	3025	4132					
负债和股东权益	2128	2828	3840	4937					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	417	798	1213	1527	成长能力				
净利润	338	756	1098	1433	营业收入	32.4%	41.8%	32.5%	25.1%
折旧摊销	107	171	187	194	营业利润	53.6%	105.6%	46.5%	29.3%
财务费用	6	7	9	9	归属于母公司净利	40.8%	123.7%	45.2%	30.5%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-58	-147	-97	-127	毛利率 (%)	78.3%	80.5%	81.0%	81.4%
其他经营现金流	421	913	1212	1578	净利率 (%)	17.4%	27.4%	30.1%	31.4%
投资活动现金流	-216	-439	-265	-219	ROE (%)	21.2%	34.8%	36.3%	34.7%
资本支出	-198	-475	-265	-219	ROIC (%)	20.2%	30.7%	32.4%	32.2%
长期投资	-10	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-7	36	0	0	资产负债率 (%)	25.1%	23.1%	21.2%	16.3%
筹资活动现金流	-319	-123	-188	-434	净负债比率 (%)	33.5%	30.0%	27.0%	19.5%
短期借款	130	60	70	-100	流动比率	1.80	2.18	2.97	4.49
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.41	1.76	2.56	3.98
普通股增加	51	70	0	0	营运能力				
资本公积增加	-24	-70	0	0	总资产周转率	0.94	1.11	1.10	1.04
其他筹资现金流	-475	-183	-258	-334	应收账款周转率	9.27	9.49	9.24	9.00
现金净增加额	-118	234	760	874	应付账款周转率	23.86	25.40	25.05	24.64

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	1.94	3.08	4.48	5.84	P/E	35.97	26.61	18.33	14.04
每股经营现金流	1.70	3.25	4.94	6.22	P/B	7.68	9.25	6.65	4.87
每股净资产	9.09	8.87	12.33	16.84	EV/EBITDA	22.64	19.26	13.22	10.03

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：任婉莹，医药分析师，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。