

利润大幅增长，低阿矩阵已成

——兴齐眼药 25 年报&26 一季报点评

核心观点

- 利润大幅增长，滴眼剂加速放量。**2025 年公司实现营收 24.73 亿元（同比+27.2%），归母净利润 6.96 亿元（同比+105.8%），扣非归母净利润 6.97 亿元（同比+100.6%）。营收和利润端大幅增长主要系滴眼剂快速放量，25 年滴眼剂收入 19.50 亿元（同比+42.8%），且控费效果显著，25 年三费（销售/管理/研发）费用率同比下降 9.3pct。26Q1 实现营收 6.83 亿元（同比+27.5%），归母净利润 2.06 亿元（同比+41.5%），扣非归母净利润 2.06 亿元（同比+51.7%），延续高增长趋势。我们认为低阿产品组合处于加速放量阶段，公司业绩有望保持高速增长。
- 低阿产品矩阵形成，全渠道营销&推广持续深化。**2026 年 1 月，公司 0.02%和 0.04%硫酸阿托品滴眼液获批，正陆续进入医疗机构。公司不同浓度（0.01%/0.02%/0.04%）的阿托品滴眼液产品矩阵构筑完成，能够满足不同患者的需求：0.02%浓度兼具良好的控制效果与安全性，适合大多数初诊近视患者；对于年龄小、初始近视度数高、近视进展速度快或父母高度近视等高风险儿童，可选择 0.02%浓度联合光学干预或 0.04%浓度；0.01%浓度则主要用于近视控制良好的患儿维持治疗，以及高浓度向低浓度的降阶梯治疗。此外，公司深化专业学术推广、拓展全渠道合作、大力开展公众教育，构建医院、零售、电商协同发展的服务网络，加速低阿成为眼科大单品。
- 在研管线丰富，构筑长期竞争力。**公司在眼科领域持续拓展研发管线，培育长期成长动能：1）伏立康唑滴眼液：已进入 II 期临床试验；2）盐酸利多卡因眼用凝胶：已开始 III 期临床试验；3）SQ-22031 滴眼液：已分别开始神经营养性角膜炎（第二批罕见病目录）和干眼两个适应症的 II 期临床试验；4）SQ-129 玻璃体缓释注射液：分别开始用于视网膜分支静脉阻塞或中央静脉阻塞引起的黄斑水肿及糖尿病性黄斑水肿两个适应症的 I/II 期临床试验。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年报和 26 年一季报，我们下调公司营收预测，预测公司 26-28 年 EPS 为 3.98/5.21/7.15 元（原 26-27 年 EPS 预测为 5.13/6.30 元），采用自由现金流贴现的估值方法，预测公司合理市值为 196.78 亿元，对应目标价为 79.85 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,943	2,473	3,382	4,446	5,539
同比增长(%)	32.4%	27.2%	36.8%	31.5%	24.6%
营业利润(百万元)	425	822	1,175	1,535	2,096
同比增长(%)	53.6%	93.6%	42.8%	30.7%	36.6%
归属母公司净利润(百万元)	338	696	980	1,284	1,763
同比增长(%)	40.8%	105.8%	40.9%	30.9%	37.3%
每股收益(元)	1.37	2.82	3.98	5.21	7.15
毛利率(%)	78.3%	81.2%	82.6%	81.1%	81.5%
净利率(%)	17.4%	28.1%	29.0%	28.9%	31.8%
净资产收益率(%)	20.6%	39.0%	39.7%	35.7%	34.4%
市盈率	50.6	24.6	17.5	13.3	9.7
市净率	10.7	8.7	5.8	4.0	2.9

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。

投资评级

投资评级	增持（维持）
股价（2026年04月30日）	69.45元
目标价格	79.85元
52周最高价/最低价	85.65/49.3元
总股本/流通A股（万股）	24,643/18,924
A股市值（百万元）	17,115
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026年05月07日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.82	4.91	-0.93	23.89
相对表现%	1.38	-2.11	-3.08	-3.61
沪深300%	0.44	7.02	2.15	27.5



证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
胡俊涛	执业证书编号：S0860526040002 hujuntao@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

业绩高增，低阿加速放量：——兴齐眼药	2025-09-16
2025 年中报点评	
业绩增长亮眼，低阿放量迅速：——兴齐眼药	2025-04-24
2024 年中报点评	
营收利润快速增长，低阿放量显著：——兴齐眼药	2024-09-02
2024 年中报点评	

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	1.60
考虑杠杆因素的 β 系数	1.60
市场收益率 Rm	8.79%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	13.04%
债务比率 D/(D+E)	0.45%
债务利率 rd	3.50%
WACC	13.00%

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)	9,181.29
企业价值 (百万元)	19,170.65
权益价值 (百万元)	19,678.10
每股价值 (元)	79.85
预测市值 (亿元)	196.78

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(%)	79.85					
	11.00%	89.41	94.67	101.24	109.69	120.96
	11.50%	84.71	89.28	94.93	102.09	111.45
	12.00%	80.46	84.45	89.34	95.45	103.30
	12.50%	76.58	80.09	84.34	89.59	96.24
	13.00%	73.04	76.14	79.85	84.40	90.08
	13.50%	69.79	72.53	75.80	79.75	84.64
	14.00%	66.80	69.24	72.12	75.58	79.81
	14.50%	64.04	66.22	68.77	71.81	75.49
	15.00%	61.49	63.43	65.70	68.39	71.61

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	370	394	897	1,894	3,340	营业收入	1,943	2,473	3,382	4,446	5,539
应收票据、账款及款项融资	278	326	442	569	696	营业成本	421	466	588	839	1,026
预付账款	24	15	45	48	56	销售费用	705	764	1,064	1,384	1,619
存货	154	189	231	326	406	管理费用	170	175	232	267	292
其他	4	7	8	9	10	研发费用	221	226	298	387	465
流动资产合计	830	931	1,623	2,845	4,509	财务费用	1	4	(3)	(9)	(22)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	8	17	0	0	0
固定资产	779	906	1,061	1,172	1,249	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	153	357	279	229	197	投资净收益	(0)	0	0	0	0
无形资产	135	223	308	390	467	其他	8	1	(28)	(43)	(62)
其他	231	123	175	156	144	营业利润	425	822	1,175	1,535	2,096
非流动资产合计	1,298	1,608	1,823	1,946	2,057	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	2,128	2,539	3,447	4,791	6,566	营业外支出	30	22	21	25	23
短期借款	200	70	113	128	104	利润总额	395	800	1,153	1,510	2,074
应付票据及应付账款	18	35	34	49	66	所得税	57	104	173	227	311
其他	244	395	274	307	329	净利润	338	696	980	1,284	1,763
流动负债合计	461	501	421	484	498	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	338	696	980	1,284	1,763
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.37	2.82	3.98	5.21	7.15
其他	73	60	68	66	65						
非流动负债合计	73	60	68	66	65	主要财务比率					
负债合计	534	561	490	550	563		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	175	246	246	246	246	营业收入	32.4%	27.2%	36.8%	31.5%	24.6%
资本公积	867	830	830	830	830	营业利润	53.6%	93.6%	42.8%	30.7%	36.6%
留存收益	551	900	1,881	3,165	4,927	归属于母公司净利润	40.8%	105.8%	40.9%	30.9%	37.3%
其他	0	1	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,593	1,978	2,957	4,241	6,004	毛利率	78.3%	81.2%	82.6%	81.1%	81.5%
负债和股东权益总计	2,128	2,539	3,447	4,791	6,566	净利率	17.4%	28.1%	29.0%	28.9%	31.8%
						ROE	20.6%	39.0%	39.7%	35.7%	34.4%
						ROIC	20.4%	37.3%	38.8%	34.8%	33.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	25.1%	22.1%	14.2%	11.5%	8.6%
净利润	338	696	980	1,284	1,763	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	45	103	93	114	132	流动比率	1.80	1.86	3.85	5.87	9.05
财务费用	1	4	(3)	(9)	(22)	速动比率	1.47	1.48	3.30	5.20	8.24
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	50	91	(311)	(176)	(180)	应收账款周转率	9.3	9.8	10.3	9.8	9.7
其它	(17)	(141)	5	(3)	3	存货周转率	2.8	2.7	2.8	3.0	2.8
经营活动现金流	417	753	765	1,209	1,696	总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.0
资本支出	(232)	(486)	(254)	(254)	(254)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	4	0	0	每股收益	1.37	2.82	3.98	5.21	7.15
其他	15	215	(57)	18	7	每股经营现金流	2.38	3.06	3.10	4.91	6.88
投资活动现金流	(216)	(270)	(307)	(237)	(248)	每股净资产	6.47	8.03	12.00	17.21	24.36
债权融资	(1)	1	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	26	35	0	0	0	市盈率	50.6	24.6	17.5	13.3	9.7
其他	(344)	(494)	46	24	(2)	市净率	10.7	8.7	5.8	4.0	2.9
筹资活动现金流	(319)	(458)	46	24	(2)	EV/EBITDA	35.3	17.9	13.1	10.1	7.5
汇率变动影响	(0)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	39.0	20.1	14.2	10.9	8.0
现金净增加额	(118)	24	503	996	1,447						

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。