

启动 HSK21542 注射液用于骨科手术后镇痛的 III 期临床试验

投资要点

- **事件:** 2025 年 7 月 21 日, 中国药物临床试验登记与信息公示平台显示海思科登记了一项 HSK21542 注射液(安瑞克芬)用于骨科手术后镇痛的 III 期临床试验。
- **HSK21542 注射液“骨科镇痛”适应症开启 III 期临床试验。** HSK21542(商品名: 安瑞克芬)是全球首个获批上市的高选择性外周 κ 阿片受体激动剂, 通过激活外周神经的 κ 受体阻断疼痛信号传导, 不易透过血脑屏障, 从而规避了传统阿片类药物(如吗啡)的呼吸抑制、成瘾性、便秘等中枢副作用。作为国内首个无需纳入麻精药品管理的“白处方”阿片类镇痛药, 使用限制大幅降低, 便于基层推广和术后快速应用。此项为多中心、随机、双盲、阳性和安慰剂对照 III 期临床试验, 旨在评价 HSK21542 注射液用于骨科手术后镇痛的有效性及其安全性。该试验拟在国内入组 405 人, 研究的主要终点是给药后不同时间范围内的静息疼痛情况。
- **中国骨科镇痛市场需求刚性。** 骨科手术(如关节置换、骨折固定)创伤大、疼痛程度高, 关节退行性疾病手术需求将持续攀升。现有方案依赖 μ 受体激动剂(如芬太尼)或非甾体抗炎药, 前者有呼吸抑制和成瘾风险, 后者存在胃肠道损伤和心血管隐患。HSK21542 的外周选择性机制尤其适合骨科术后炎症性疼痛。
- **该药已启动 4 项 III 期临床。** 2021 年 1 月, 用于择期全身麻醉下行腹部腔镜手术受试者术后镇痛。2021 年 11 月, 用于维持性血液透析患者慢性肾脏疾病相关性瘙痒。2022 年 5 月, 用于治疗术后疼痛。2025 年 7 月, 用于骨科手术术后镇痛。
- **盈利预测与投资建议。** 公司创新药进入收获期, 有望贡献较大业绩弹性, 同时公司创新品种储备丰富, 业绩长期增长动力充足。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.2 亿元、6.8 亿元和 8.9 亿元, 对应 PE 分别为 104 倍、79 倍和 61 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险、药品价格下行风险、新药研发风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3721.35	4667.55	5667.74	6893.26
增长率	10.92%	25.43%	21.43%	21.62%
归属母公司净利润(百万元)	395.46	516.92	680.54	885.32
增长率	34.00%	30.71%	31.65%	30.09%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.46	0.61	0.79
净资产收益率 ROE	11.09%	13.25%	16.95%	21.57%
PE	137	104	79	61
PB	12.81	12.93	12.91	12.91

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰
执业证号: S1250524120002
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.20
流通 A 股(亿股)	5.35
52 周内股价区间(元)	25.77-50.1
总市值(亿元)	539.80
总资产(亿元)	69.25
每股净资产(元)	3.68

相关研究

1. 海思科(002653): 克利巴林和考格列汀获批上市, 环泊酚出海可期(2024-08-16)

盈利预测

关键假设：

假设 1：自产产品——主要包括麻醉镇痛、肠外营养系、肿瘤止吐、其他适应症。主要产品包括创新药环泊酚注射液、苯磺酸克利加巴林胶囊、考格列汀片等。环泊酚注射液（思舒宁®）目前获批适应症有“非气管插管的手术/操作中的镇静和麻醉、全身麻醉诱导和维持、重症监护期间机械通气时的镇静”环泊酚获得了多个指南共识推荐。苯磺酸克利加巴林胶囊（思美宁®）于 2024 年 5 月获批，为中国首个获批“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛”（DPNP）适应症的 1 类新药，填补 DPNP 治疗领域空白，也填补目录内无该适应症药物空白。考格列汀片（倍长平®）是公司自主研发的 1.1 类创新药，用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制，于 2024 年 6 月获批，为全球首个双周口服超长效二肽基肽酶抑制剂（DPP-4i）。公司通过学术营销与产品品牌建设宣传实现新产品的快速放量以及通过渠道整合使老产品实现稳定放量。预计 2025-2027 年销量分别上涨 28%、22%、22%。预计毛利率短期内稳定在 78~79%附近。

假设 2：合作产品——公司的生产也有部分是合作生产。合作生产厂家产能充足，质量稳定，能使合作产品的生产得到保障。预计 2025-2027 年销量分别上涨 20%、20%、20%。预计毛利率短期内稳定在 56~56.5%附近。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
自产产品	收入	2629.5	3361.6	4105.1	5022.8
	增速	11.8%	27.8%	22.1%	22.4%
	毛利率	77.7%	78.4%	78.8%	79.2%
合作产品	收入	943.2	1131.8	1358.2	1629.8
	增速	10.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	56.5%	56.0%	56.0%	56.0%
其他主营业务	收入	120.1	144.1	172.9	207.5
	增速	-11.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	56.8%	56.0%	56.0%	56.0%
其他业务	收入	28.6	30.0	31.5	33.1
	增速	43.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	收入	3721.4	4667.6	5667.7	6893.3
	增速	10.9%	25.4%	21.4%	21.6%
	毛利率	71.5%	72.0%	72.4%	72.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3721.35	4667.55	5667.74	6893.26	净利润	466.20	556.92	720.54	925.32
营业成本	1061.97	1307.82	1565.10	1875.01	折旧与摊销	245.47	361.89	411.01	454.25
营业税金及附加	48.65	59.74	62.35	75.83	财务费用	14.04	35.40	35.46	34.98
销售费用	1361.84	1666.32	2040.39	2481.57	资产减值损失	-82.39	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	401.41	452.75	538.44	654.86	经营营运资本变动	-190.29	-80.70	-214.36	-278.82
财务费用	14.04	35.40	35.46	34.98	其他	-10.99	-118.93	-120.95	-113.43
资产减值损失	-82.39	-30.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	442.05	724.58	801.71	992.31
投资收益	117.32	150.00	150.00	150.00	资本支出	249.13	-393.42	-517.00	-455.21
公允价值变动损益	0.08	0.00	0.00	0.00	其他	-550.74	150.00	150.00	150.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-301.61	-243.42	-367.00	-305.21
营业利润	507.45	584.06	752.53	960.41	短期借款	142.59	-42.57	242.64	179.37
其他非经营损益	-44.50	-26.34	-29.77	-31.08	长期借款	70.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	462.95	557.73	722.75	929.33	股权融资	105.99	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.25	0.81	2.21	4.01	支付股利	-384.37	-515.06	-673.26	-886.38
净利润	466.20	556.92	720.54	925.32	其他	-185.20	-14.63	164.54	265.02
少数股东损益	70.74	40.00	40.00	40.00	筹资活动现金流净额	-250.68	-572.27	-266.09	-441.99
归属母公司股东净利润	395.46	516.92	680.54	885.32	现金流量净额	-105.37	-91.11	168.62	245.10
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1056.04	964.93	1133.55	1378.65	成长能力				
应收和预付款项	1031.98	1325.23	1597.77	1939.31	销售收入增长率	10.92%	25.43%	21.43%	21.62%
存货	271.61	377.62	442.31	527.40	营业利润增长率	61.85%	15.10%	28.84%	27.63%
其他流动资产	370.21	223.96	239.78	259.16	净利润增长率	57.73%	19.46%	29.38%	28.42%
长期股权投资	105.39	105.39	105.39	105.39	EBITDA 增长率	38.79%	27.95%	22.18%	20.91%
投资性房地产	307.57	307.57	307.57	307.57	获利能力				
固定资产和在建工程	901.44	738.01	574.58	411.15	毛利率	71.46%	71.98%	72.39%	72.80%
无形资产和开发支出	2379.68	2575.01	2844.80	3009.56	三费率	47.76%	46.16%	46.13%	46.01%
其他非流动资产	374.51	374.14	373.77	373.41	净利率	12.53%	11.93%	12.71%	13.42%
资产总计	6798.43	6991.86	7619.54	8311.60	ROE	11.09%	13.25%	16.95%	21.57%
短期借款	242.57	200.00	442.64	622.01	ROA	6.86%	7.97%	9.46%	11.13%
应付和预收款项	405.02	556.19	653.78	779.16	ROIC	11.28%	12.14%	14.27%	16.45%
长期借款	925.00	925.00	925.00	925.00	EBITDA/销售收入	20.61%	21.03%	21.15%	21.03%
其他负债	1023.60	1107.13	1347.29	1695.67	营运能力				
负债合计	2596.19	2788.32	3368.71	4021.84	总资产周转率	0.55	0.68	0.78	0.87
股本	1119.92	1119.92	1119.92	1119.92	固定资产周转率	3.99	5.74	8.73	14.18
资本公积	953.57	953.57	953.57	953.57	应收账款周转率	4.52	4.83	4.71	4.73
留存收益	2180.23	2182.08	2189.36	2188.30	存货周转率	3.75	3.95	3.78	3.84
归属母公司股东权益	4213.33	4174.63	4181.91	4180.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.83%	—	—	—
少数股东权益	-11.09	28.91	68.91	108.91	资本结构				
股东权益合计	4202.24	4203.54	4250.82	4289.77	资产负债率	38.19%	39.88%	44.21%	48.39%
负债和股东权益合计	6798.43	6991.86	7619.54	8311.60	带息债务/总负债	44.97%	40.35%	40.60%	38.47%
					流动比率	1.74	1.64	1.46	1.37
					速动比率	1.57	1.43	1.27	1.19
					股利支付率	97.20%	99.64%	98.93%	100.12%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.46	0.61	0.79
					每股净资产	3.76	3.73	3.73	3.73
					每股经营现金	0.39	0.65	0.72	0.89
					每股股利	0.34	0.46	0.60	0.79
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	766.95	981.35	1199.00	1449.65					
PE	136.50	104.43	79.32	60.97					
PB	12.81	12.93	12.91	12.91					
PS	14.51	11.56	9.52	7.83					
EV/EBITDA	69.61	54.51	44.85	37.25					
股息率	0.71%	0.95%	1.25%	1.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn