

海思科 (002653.SZ) 买入 (维持评级)

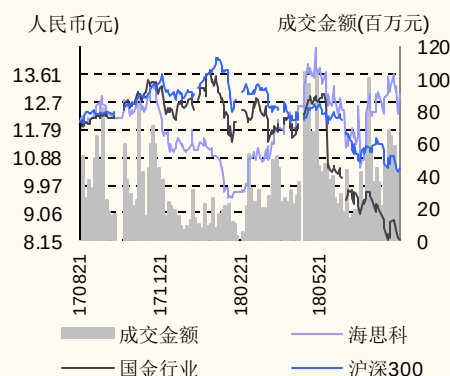
公司点评

市场价格 (人民币): 12.98 元

中报符合预期, 研发收获在即

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	484.01
总市值(百万元)	14,021.90
年内股价最高最低(元)	14.51/9.57
沪深 300 指数	3267.25
中小板综	8647.20



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.419	0.220	0.301	0.418	0.596
每股净资产(元)	2.10	1.84	1.86	2.00	2.31
每股经营性现金流(元)	0.39	0.36	0.49	0.47	0.65
市盈率(倍)	37.30	51.70	35.00	25.15	17.64
净利润增长率(%)	21.65%	-47.53%	36.67%	39.16%	42.60%
净资产收益率(%)	19.99%	11.96%	16.17%	20.94%	25.78%
总股本(百万股)	1,080.27	1,080.27	1,080.27	1,080.27	1,080.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

【事件】海思科发布财务公告: 截止 2018 年 6 月 30 日, 实现营业收入 11.9 亿, 同比增长 42.04%; 实现归属母公司净利润 1.45 亿, 同比增长 6.92%; 实现扣非归母净利润 0.53 亿, 同比增长 -46.61%; 实现经营活动现金流净额 2.54 亿, 同比增长 240.58%; ROE 为 7.06%。

【点评】业绩符合预期, 受政府补助确认影响, 扣非利润下滑, 有望在下半年改善; 肠外营养占比下降, 收入结构优化; 营销改革持续推进, 现金流大幅改善; 研发持续投入, 重点项目 III 期临床顺利推进, 收获在即。

1、收入结构改善, 政府补助有望下半年确认。治疗型新品种, 恩替卡韦胶囊、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、注射用头孢美唑钠、富马酸卢帕他定片、聚普瑞辛颗粒、精氨酸谷氨酸注射液、肠外营养注射液 (25)、氟哌噻吨美利曲辛片、马来酸桂哌齐特注射液等新品种均有明显上量, 上半年增长比去年同期均超过 100%。辅助治疗型产品占比从上市初的 70% 下降到目前的 30% 左右, 收入质量提高。

2、营销方面: 销售改革卓有成效, 建立混合多元化的营销模式。组建完成基层医疗事业部, 完成 11 个省区布局, 区域代理商新增 120 人, 锁定终端 500 家; 口服事业部架构搭建完成, 确定了 OTC 人选。新品上市准备工作全营达和洁帕欣各省上市会 2 场; 完成重点产品销售目标制定, 重新梳理市场推广计划。应收账款同比增加 4.30%, 保持稳健; 经营活动现金流净额 2.54 亿, 同比增长 240.58%, 收益质量提高

3、研发方面: 研发投入大幅提高, 重点品种 III 期临床稳步推进, 收获在即。研发投入 1.37 亿, 同比增长 42.22%, 研发投入大幅提高。2018 年上半年共获得生产批件 1 个 (脂肪乳氨基酸 (17) 葡萄糖 (11%) 注射液), 共申报项目 4 个, 其中一致性评价品种 2 个 (恩替卡韦胶囊、氟哌噻吨美利曲辛片), 报产制剂 2 个 (复方维生素注射液 (13)、盐酸普拉克索缓释片)。目前正处于研发阶段的品种有 58 个, 创新药 7 个, 仿制药 48 个, 生物药 2 个, 特医食品 1 个。

投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.25/4.52/6.44 亿, 考虑到公司针对特色专科领域和创新药的布局, 给予买入评级。

风险提示

■ 产品临床风险、药品降价风险、产品销售风险

相关报告

1.《特色专科药企业绩反转, 创新药收获在即-【国金医药】海思科公司...》, 2018.7.10

王建礼 分析师 SAC 执业编号: S1130517040002
wjianli@gjzq.com.cn

业绩符合预期，受政府补助确认影响，扣非利润下滑，有望在下半年改善；肠外营养占比下降，收入结构优化；营销改革持续推进，现金流大幅改善；研发持续投入，重点项目 III 期临床顺利推进，收获在即。

1、收入结构改善，政府补助有望下半年确认。

- 上半年实现营业收入 11.90 亿元。受低开转高开的影响表观收入增长较大，我们预计由于部分受限制品种销售压力，整体销售收入同口径略有下滑，但是收入结构大幅改善，辅助治疗型产品占比从上市初的 70%下降到目前的 30%左右，收入质量提高。具体来看
- 受医保目录调整、招标降价和辅助用药限制，公司多烯磷脂酰胆碱、转化糖电解质、复方氨基酸注射液（18AA-VII）销售额下滑；
- 治疗型新品种，恩替卡韦胶囊、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、注射用头孢美唑钠、富马酸卢帕他定片、聚普瑞辛颗粒、精氨酸谷氨酸注射液、肠外营养注射液（25）、氟哌噻吨美利曲辛片、马来酸桂哌齐特注射液等新品种均有明显上量，上半年增长比去年同期均超过 100%。
- 应收账款同比增加 4.30%，保持稳健；经营活动现金流净额 2.54 亿，同比增长 240.58%，收益质量提高。
- 受政府补助确认影响，上半年扣非净利润下滑 46.61%，我们认为该补助将在下半年重新确认，全年业绩预期不变。

2、营销方面：销售改革卓有成效，建立混合多元化的营销模式。

■ 营销改革方面：

- 上半年公司基本完成了营销模式调整，从原来的代理制调整为混合多元化的营销模式。
- 组建完成基层医疗事业部，完成 11 个省区布局，区域代理商新增 120 人，锁定终端 500 家；口服事业部架构搭建完成，确定了 OTC 人选；
- 销售一部和基层事业部产品调整，完成相关政策制定；确定目标医院，调整代理分销价格，按照精细化方式进行管理；
- 渠道规划：重新确立以销售为主体的商业渠道，以省为单位规划主流和非主流；客服部配合新建部门的业务开展，同时做好入职、业务流程等指引；
- 营销中心完成了各项流程、制度的执行、监督与跟进；数据管理部完成协议填报等相关软件的开发，并组织培训。

■ 市场推广方面：

- 新品上市准备工作全营达和洁帕欣各省上市会 2 场；完成重点产品销售目标制定，重新梳理市场推广计划；
- 举办省市医学会及推广会议、沙龙会议、招商产品推介会议、培训会、科室会议（以科室会为主）超过 130 场；组织向日葵临床推广人员培训，覆盖临床推广人员近 200 名；
- 组织继续教育会 1 场，肿瘤学术年会 1 场，创新药学术会议 1 场，皮肤科年会 1 场，完成超过 8 项新药引进市场调研和评估，并完成调研报告为公司引进产品提供客观判断依据。

3、研发方面：研发投入大幅提高，重点品种 III 期临床稳步推进，收获在即。

- 研发投入 1.37 亿，同比增长 42.22%，研发投入大幅提高。

- 2018 年上半年共获得生产批件 1 个（脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液），共申报项目 4 个，其中一致性评价品种 2 个（恩替卡韦胶囊、氟哌噻吨美利曲辛片），报产制剂 2 个（复方维生素注射液（13）、盐酸普拉克索缓释片）。目前正处于研发阶段的品种有 58 个，创新药 7 个，仿制药 48 个，生物药 2 个，特医食品 1 个。
- **仿制药**：肠外、肠内、心血管、呼吸系统、肝胆消化领域仿制药已陆续进入生产审评阶段，同时，研发中心对药品研发质量体系提出更严格的要求，保障药品研发过程的有效性、安全性。
- **创新药**：1) HSK3486 乳状注射液研发取得重大进展，目前已进入 III 期临床试验，预计 NDA 申报时间 2019 年；2) HC-1119 项目在 III 期临床试验准备中；3) HSK7653 片剂 I 期临床中；4) HSK16149 目前临床前研究进展顺利，即将申报临床。
- **呼吸领域系列品种研究进展**：呼吸领域系列产品方面，格隆溴铵和茚达特罗格隆溴铵吸入粉雾剂开展临床批件的补充研究，其余项目在前期研究阶段。

图表 1：海思科创新药产品线

创新药				
序号	项目现状	治疗领域	项目名称	适应症
1	III期临床试验中	麻醉	HSK3486乳状注射液	麻醉用药
2	I期临床试验中	糖尿病类	HSK7653片	糖尿病类
3	III期临床试验中	其他	HC-1119软胶囊	去势抵抗性前列腺癌
4	已申报临床，待受理中	其他	HSK16149胶囊	带状疱疹后神经痛、糖尿病神经痛

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：海思科 18 年有望获批产品

序号	项目名称	适应症分类
1	氯乙酰左卡尼汀片	神经系统疾病用药
2	注射用艾司奥美拉唑钠	消化系统疾病用药
3	复方氨基酸注射液（20AA）	肠外营养
4	复方氨基酸注射液（18AA-IX）	肠外营养
5	注射用醋酸卡泊芬净	抗感染药物

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：海思科仿制药研发产品线

仿制药				
序号	项目现状	治疗领域	项目名称	适应症
1	已申报生产审评中	肠外营养	注射用多种维生素（12）	肠外营养补充水溶性和脂溶性维生素
2			复方氨基酸注射液（20AA）	肠外营养制剂，肝病或肝性脑病急性期的静脉营养
3			复方氨基酸注射液（18AA-IX）	用于改善手术前后病人的营养状况及各种原因所致低蛋白血症。
4			中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（16%）注射液（中长链三腔袋）	肠外营养补充脂肪乳、氨基酸和葡萄糖
5			氨基酸（15AA-I）/葡萄糖电解质注射液	肠外营养补充氨基酸和葡萄糖
6			复方维生素（3）注射液	适用于各种原因引起的维生素缺乏症，如饮食摄入不足、消耗性疾病、孕产妇和哺乳期妇女等，以补充本品所含的维生素
7		抗感染	注射用醋酸卡泊芬净	本品适用于治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉病
8		肝病及消化	注射用艾司奥美拉唑钠	急性胃溃疡或十二指肠溃疡
9			富马酸替诺福韦二吡呋酯片	用于治疗HBV感染、乙肝等
10		麻醉	利丙双卡因乳膏	皮层局部麻醉：（1）针穿刺，如：置入导管或取血样本；（2）浅层外科手术
11		其他	氯乙酰左卡尼汀片	用于外周神经的炎症性损伤
12			磺达肝癸钠注射液	手术中预防静脉血栓栓塞事件的发生
13			盐酸帕洛诺司琼注射液	预防重度致吐化疗引起的急性恶心、呕吐；预防中度致吐化疗引起的恶心、呕吐
14			盐酸普拉克索缓释片	本品被用来治疗特发性帕金森病的体征和症状
15			卡泊三醇倍他米松软膏	主要用于适合局部治疗的稳定性斑块状银屑病
16	已获临床批件	心脑血管	培哚普利呋达帕胺片	高血压、心血管类
17			培哚普利片	治疗高血压与充血性心力衰竭等
18			甲磺酸达比加群酯胶囊	全髋/膝关节置换术后DVT的预防、降低非瓣膜性房颤患者中风
19			替格瑞洛片	减少急性冠状动脉综合征患者的血栓性心血管事件
20		呼吸系统	丙酸氟替卡松吸入溶液	哮喘的预防性治疗
21			格隆溴铵粉吸入剂	慢性阻塞性肺疾病
22		糖尿病	HSK7653片	糖尿病类
23		麻醉	丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	全身麻醉诱导和维持
24		肝胆及消化	HEISCO-149片	治疗HIV，乙肝
25		其他	阿伐那非片	治疗勃起障碍
26			他克莫司缓释胶囊	预防肝脏或肾脏移植术后的移植物排斥反应；治疗肝脏或肾脏移植术后应用其它免疫抑制药物无法控制的移植物排斥反应。

来源：公司公告、国金证券研究所

投资逻辑

- 特色专科药首仿龙头：海思科累计开发成功 50 个品种，其中首仿上市 18 个，首仿率 36%，其中在肝病领域、肠外营养和止吐等科室形成特色产品群，竞争力强。多烯磷脂酰胆碱、多拉司琼、脂肪乳氨基酸葡萄糖注射液等位居国内首位。仿制药研发方面，立足于高端技术平台开发高壁垒仿制药，包括多腔袋、口服缓控释、粉吸入剂等；专注于呼吸、中枢神经、高端肠外营养等特色专科；拓展心脑血管、糖尿病等大科室特色治疗产品。未来两年预计有 14 个竞争格局良好的产品上市，保证公司销售增长。
- 销售改革，调整产品结构，扩展销售队伍：针对现有产品的专业化和多元化，进行商务渠道、物流、货、款统一管理化，完成前端和后端的建设；将产品分类为 I/II/III 类，结合产品特点，针对不同科室进行专业营销；计划三年内注册销售人员 800 名，管理营销代表 15000 人，为仿制药和创新药上市做好准备。
- 创新药收获在即：长期研发投入，创新药布局的领域包括：麻醉、神经痛、COPD、特定肿瘤、糖尿病及并发症等特色领域+大领域；产品差异化策略：国内以相对成熟靶点/药物为主，新药+改良型新药进行布局和寻求现有药物差异化；国际以新靶点新机制药物入手，快速拓展。创新药 HSK3486、德恩鲁胺、HSK7653 等有望在未来三年陆续上市，单个产品市场空间超过 10 亿，为公司未来增长提供新的引擎。

投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.25/4.52/6.44 亿，考虑到公司针对特色专科领域和创新药的布局，给予买入评级。

风险提示

- 产品临床风险：创新药临床进展存在不确定性，新药研发 I/II/III 期临床均存在失败的风险。
- 药品降价风险：药品招标、医保控费等政策对于药品价格形成压制，有可能加剧产品的降价。
- 产品销售风险：一品双规、集中采购等不同药品准入和销售策略可能对公司产品销售产生影响，加剧竞争。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,212	1,436	1,856	2,935	3,240	3,712
增长率		18.4%	29.3%	58.1%	10.4%	14.6%
主营业务成本	-399	-371	-658	-817	-833	-810
%销售收入	32.9%	25.8%	35.4%	27.8%	25.7%	21.8%
毛利	813	1,065	1,198	2,118	2,407	2,902
%销售收入	67.1%	74.2%	64.6%	72.2%	74.3%	78.2%
营业税金及附加	-15	-23	-30	-47	-52	-59
%销售收入	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-178	-479	-754	-1,203	-1,328	-1,522
%销售收入	14.7%	33.4%	40.6%	41.0%	41.0%	41.0%
管理费用	-279	-273	-308	-528	-544	-631
%销售收入	23.0%	19.0%	16.6%	18.0%	16.8%	17.0%
息税前利润 (EBIT)	340	290	106	339	482	690
%销售收入	28.1%	20.2%	5.7%	11.6%	14.9%	18.6%
财务费用	-3	-4	-13	-23	-25	-15
%销售收入	0.3%	0.3%	0.7%	0.8%	0.8%	0.4%
资产减值损失	-2	-12	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	70	75	52	50	50	50
%税前利润	16.9%	15.0%	20.1%	13.6%	9.8%	6.9%
营业利润	405	348	266	367	508	725
营业利润率	33.4%	24.2%	14.3%	12.5%	15.7%	19.5%
营业外收支	10	152	-7	0	3	3
税前利润	415	500	259	367	511	728
利润率	34.2%	34.8%	13.9%	12.5%	15.8%	19.6%
所得税	-43	-47	-30	-42	-59	-84
所得税率	10.4%	9.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润	372	453	229	325	452	644
少数股东损益	0	0	-8	0	0	0
归属于母公司的净利润	372	453	238	325	452	644
净利率	30.7%	31.5%	12.8%	11.1%	13.9%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	372	453	229	325	452	644
少数股东损益	0	0	-8	0	0	0
非现金支出	55	74	61	62	67	71
非经营收益	-52	-81	-64	-1	-6	-15
营运资金变动	67	-20	166	146	-2	-1
经营活动现金净流	443	426	392	532	510	701
资本开支	-283	-206	-393	-77	-85	-87
投资	194	-132	110	-1	0	0
其他	-121	351	53	50	50	50
投资活动现金净流	-209	13	-230	-28	-35	-37
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	232	189	178	-181	-26	-223
其他	-335	-358	-498	-346	-349	-341
筹资活动现金净流	-103	-169	-320	-526	-375	-564
现金净流量	131	271	-158	-22	100	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,194	1,147	1,022	1,000	1,100	1,200
应收账款	61	247	484	545	601	689
存货	79	121	146	166	169	164
其他流动资产	52	731	161	83	84	82
流动资产	1,386	2,246	1,814	1,793	1,954	2,135
%总资产	42.9%	60.5%	44.1%	43.8%	45.7%	47.7%
长期投资	108	159	153	154	153	153
固定资产	662	707	768	790	807	820
%总资产	20.5%	19.0%	18.7%	19.3%	18.9%	18.3%
无形资产	296	352	498	511	516	521
非流动资产	1,841	1,468	2,295	2,304	2,326	2,344
%总资产	57.1%	39.5%	55.9%	56.2%	54.3%	52.3%
资产总计	3,228	3,714	4,109	4,097	4,280	4,479
短期借款	600	621	800	723	697	473
应付款项	335	295	714	859	909	975
其他流动负债	58	96	520	522	532	546
流动负债	993	1,012	2,034	2,105	2,138	1,994
长期贷款	32	202	0	0	0	1
其他长期负债	46	236	104	0	0	0
负债	1,071	1,450	2,139	2,105	2,138	1,995
普通股股东权益	2,157	2,265	1,986	2,008	2,157	2,499
少数股东权益	0	0	-15	-15	-15	-15
负债股东权益合计	3,228	3,714	4,109	4,097	4,280	4,479

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.345	0.419	0.220	0.301	0.418	0.596
每股净资产	1.996	2.096	1.838	1.859	1.997	2.313
每股经营现金净流	0.410	0.394	0.363	0.492	0.473	0.649
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.280	0.280	0.280
回报率						
净资产收益率	17.26%	19.99%	11.96%	16.17%	20.94%	25.78%
总资产收益率	11.53%	12.19%	5.78%	7.92%	10.56%	14.38%
投入资本收益率	10.94%	8.50%	3.38%	11.06%	15.04%	20.63%
增长率						
主营业务收入增长率	0.15%	18.41%	29.29%	58.12%	10.39%	14.57%
EBIT 增长率	-12.37%	-14.85%	-63.49%	220.69%	42.15%	42.95%
净利润增长率	-17.40%	21.65%	-47.53%	36.67%	39.16%	42.60%
总资产增长率	12.27%	15.08%	10.62%	-0.29%	4.47%	4.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.4	28.9	63.3	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	67.5	98.4	74.2	74.0	74.0	74.0
应付账款周转天数	65.3	84.7	102.6	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	140.3	161.5	122.1	76.2	67.6	57.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.05%	-14.30%	-11.29%	-13.88%	-18.80%	-29.22%
EBIT 利息保障倍数	109.1	66.8	8.4	15.1	19.3	46.9
资产负债率	33.18%	39.03%	52.05%	51.37%	49.96%	44.55%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-07-10	买入	10.78	13.00~18.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH