

业绩底部确认，2022 年开启新征程

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年实现营业收入 27.7 亿元, 同比下降 16.7%; 实现归母净利润 3.5 亿元, 同比下降 45.8%; 实现扣非后归母净利润 0.4 亿元, 同比下降 75.9%。
- **创新药研发体系成形, 创新药品种瓜熟蒂落。** 公司从 2004 年开始的特色专科用药仿制研发, 到 2012 年的针对中国市场成熟靶点的 me-too/me-better 仿创研发, 到 2019 年起的国际前沿开发及引进合作, 公司深耕特色专科的创新药研发体系日臻成熟。公司研发管线丰富, 逐步步入收获期, 目前进度最快的是 HSK-3486, 为丙泊酚 me-better 药物, 部分适应症目前已经获批上市; HSK-7653 为两周给药一次的长效 DPP-4 抑制剂, 目前处于三期临床, 进度也相对较快; HSK-16149 是普瑞巴林 me-better 药物, 用于糖尿病、带状疱疹神经痛领域, 目前处于临床三期, 随着公司创新药的逐步上市, 公司有望进入发展的全新局面。
- **HSK-3486 麻醉领域重磅创新药, 有望成为重磅大品种。** HSK-3486 是研发进度最快的产品, 作为麻醉领域的重磅创新药, 未来有望取代丙泊酚。目前, HSK-3486 的胃肠镜检查适应症于 2020 年 12 月在我国获批上市, 全麻诱导也于 2021 年 2 月获批上市, 纤维支气管镜检查、麻醉维持和 ICU 镇静正处于 NDA 状态, 有望于 2022 年实现上市。同时, HSK-3486 在美国开启三期临床, 未来有望打开国际化市场。2021 年 HSK-3486 实现收入超过 6000 万元, 并通过谈判进入国家医保目录, 预计 2022 年有望开始放量。
- **仿制药品种不断丰富, 结构持续优化。** 近年来公司仿制药新产品不断上市, 收入结构逐渐改善, 肠外营养、抗生素等产品占比持续下降。目前公司聚焦肝病、消化、心脑血管、糖尿病、抗生素及皮肤用药等领域的高端仿制药研发, 有望驱动公司仿制药不断保持稳健增长。
- **盈利预测与投资建议。** 公司创新药进入收获阶段, 重磅麻醉药 HSK-3486 多个适应症逐步获批上市, 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 2022-2024 年 EPS 为 0.42 元、0.51 元和 0.63 元, 对应 PE 分别为 31 倍、26 倍和 21 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售不及预期; 研发不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2773.31	3191.17	3639.26	4203.35
增长率	-16.71%	15.07%	14.04%	15.50%
归属母公司净利润(百万元)	345.06	455.81	549.50	683.20
增长率	-45.80%	32.10%	20.55%	24.33%
每股收益 EPS(元)	0.32	0.42	0.51	0.63
净资产收益率 ROE	17.72%	15.25%	16.02%	16.89%
PE	41	31	26	21
PB	4.95	4.23	3.63	3.09

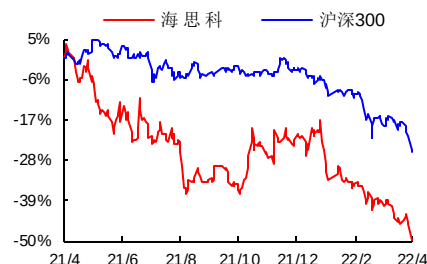
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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

分析师: 马云涛
 执业证号: S1250520090001
 电话: 021-68416017
 邮箱: myt@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)	10.77
流通 A 股(亿股)	4.76
52 周内股价区间(元)	13.06-26.98
总市值(亿元)	140.62
总资产(亿元)	48.61
每股净资产(元)	2.59

相关研究

1. 海思科(002653): 创新研发步入收获期, 公司开启发展新起点 (2021-11-02)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2773.31	3191.17	3639.26	4203.35	净利润	517.58	530.23	663.21	841.45
营业成本	943.42	770.35	781.71	784.76	折旧与摊销	149.43	177.41	184.57	195.47
营业税金及附加	26.28	40.85	40.03	46.24	财务费用	23.36	3.70	4.10	4.45
销售费用	976.33	1148.82	1273.74	1471.17	资产减值损失	-3.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	351.77	410.38	436.71	504.40	经营营运资本变动	-322.03	23.29	-117.33	-119.74
财务费用	23.36	3.70	4.10	4.45	其他	-329.09	1.48	0.52	-0.51
资产减值损失	-3.46	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	35.80	736.11	735.08	921.12
投资收益	420.77	0.00	0.00	0.00	资本支出	-536.53	-154.12	-75.31	-114.72
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	818.50	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	281.97	-154.12	-75.31	-114.72
营业利润	512.26	567.07	702.96	892.33	短期借款	-287.82	-208.21	-243.97	0.00
其他非经营损益	-1.52	0.25	-0.44	-0.39	长期借款	117.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	510.74	567.32	702.52	891.94	股权融资	21.26	0.00	0.00	0.00
所得税	-6.84	37.10	39.31	50.49	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	517.58	530.23	663.21	841.45	其他	-38.19	-310.66	-4.10	-4.45
少数股东损益	172.52	74.41	113.72	158.25	筹资活动现金流净额	-187.23	-518.87	-248.07	-4.45
归属母公司股东净利润	345.06	455.81	549.50	683.20	现金流量净额	123.77	63.12	411.69	801.95
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	575.11	638.23	1049.93	1851.88	成长能力				
应收和预付款项	645.69	644.98	748.69	869.29	销售收入增长率	-16.71%	15.07%	14.04%	15.50%
存货	259.95	177.82	188.75	191.18	营业利润增长率	-26.69%	10.70%	23.96%	26.94%
其他流动资产	67.68	30.54	34.83	40.23	净利润增长率	-13.91%	2.44%	25.08%	26.88%
长期股权投资	248.95	248.95	248.95	248.95	EBITDA 增长率	-17.90%	9.22%	19.17%	22.50%
投资性房地产	180.11	180.11	180.11	180.11	获利能力				
固定资产和在建工程	1116.08	1018.46	920.85	823.23	毛利率	65.98%	75.86%	78.52%	81.33%
无形资产和开发支出	1501.67	1576.31	1564.99	1582.18	三费率	48.73%	48.98%	47.11%	47.11%
其他非流动资产	410.04	409.71	409.39	409.07	净利率	18.66%	16.62%	18.22%	20.02%
资产总计	5005.29	4925.13	5346.50	6196.12	ROE	17.72%	15.25%	16.02%	16.89%
短期借款	452.18	243.97	0.00	0.00	ROA	10.34%	10.77%	12.40%	13.58%
应付和预收款项	427.26	409.99	408.77	416.05	ROIC	17.78%	15.51%	18.84%	23.04%
长期借款	452.41	452.41	452.41	452.41	EBITDA/销售收入	24.70%	23.45%	24.50%	25.98%
其他负债	753.24	341.50	344.85	345.75	营运能力				
负债合计	2085.08	1447.88	1206.04	1214.21	总资产周转率	0.55	0.64	0.71	0.73
股本	1076.69	1076.69	1076.69	1076.69	固定资产周转率	3.05	3.26	4.13	5.36
资本公积	97.62	97.62	97.62	97.62	应收账款周转率	5.71	6.18	6.51	6.43
留存收益	1732.75	2188.56	2738.06	3421.26	存货周转率	3.86	3.51	4.22	4.09
归属母公司股东权益	2841.93	3324.56	3874.06	4557.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.27%	—	—	—
少数股东权益	78.27	152.69	266.40	424.65	资本结构				
股东权益合计	2920.20	3477.25	4140.46	4981.91	资产负债率	41.66%	29.40%	22.56%	19.60%
负债和股东权益合计	5005.29	4925.13	5346.50	6196.12	带息债务/总负债	43.38%	48.10%	37.51%	37.26%
					流动比率	1.02	1.69	3.16	4.56
					速动比率	0.85	1.49	2.87	4.27
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.42	0.51	0.63
					每股净资产	2.64	3.09	3.60	4.23
					每股经营现金	0.03	0.68	0.68	0.86
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	685.06	748.18	891.63	1092.24					
PE	40.75	30.85	25.59	20.58					
PB	4.95	4.23	3.63	3.09					
PS	5.07	4.41	3.86	3.35					
EV/EBITDA	20.11	17.61	14.04	10.73					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn