



买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：26.4

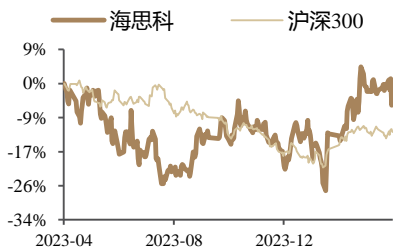
证券分析师

李粟阳

资格编号：S0120523080003

邮箱：lijy7@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.78	11.11	7.51
相对涨幅(%)	-1.56	7.27	-0.81

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《海思科(002653.SZ)：业绩符合预期，创新管线稳步推进》，2023.10.31
- 《海思科(002653.SZ)：仿制药落地，创新业务崛起》，2023.9.1

# 海思科 (002653.SZ)：差异化创新布局进入收获期，管线丰富潜力巨大

投资要点

- **业绩符合预期，Q1收入同比增长20%。**2023年收入33.55亿元，同比11.27%。归母净利润2.95亿元，同比6.51%。归母扣非净利润2.42亿元，同比153.20%。基本每股收益为0.27元。拟向全体股东每10股派发现金红利2.00元。2024年Q1，收入7.52亿元，同比20.60%。归母净利润9195.59万元，同比增长219.86%。
- **环泊酚国内放量迅速，国际化进展顺利：**2023年，思舒宁实现了迅速放量和医院准入，麻醉产品2023年报表端收入8.5亿，占总收入比重超过25%。2023年末，思舒宁全部适应症均进入了国家医保目录。海外方面，HSK3486麻醉诱导(IGA)适应症的两项美国III期临床试验均达到了预设主要开发终点，24年1月，公司启动了美国及欧洲的国际多中心III期临床试验，目前研究正在顺利推进中。
- **后续管线丰富，进入临床阶段的有12个1类创新药，迎来收获期：**
  - **镇痛药物 HSK21542：**术后镇痛已于2023年10月申报NDA；
  - **神经痛治疗药物 HSK16149：**“糖尿病性周围神经痛”NDA于2023年11月完成了发补；“带状疱疹后神经痛”已于2023年9月申报NDA；公司2023年开展了内外部上市筹备
  - **超长效降糖药物 HSK7653**已于2023年12月完成了发补研究并递交相关资料，目前在发补审评中；全面启动上市准备和外部上市预热，截止2023年已初步完成省级以上内分泌专家教育，覆盖专家数100+，核心专家覆盖2轮以上，建立品牌认知
  - **呼吸系统疾病治疗药物 HSK31858片：**支气管扩张国内II期临床顺利推进中，2023年11月与意大利Chiesi集团签署授权协议，将HSK31858“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症大中华区(包括港澳台)以外的权益有偿许可给Chiesi集团，协议生效后公司获得了1,300万美元首付款，并将有望获得最高合计4.62亿美元价款以及未来实际年净销售额最高两位数的销售提成；“支气管哮喘”和“慢性阻塞性肺疾病”的IND已于4月初获批。
  - **HSK31679片 (THRβ)：**2023年6月获得非酒精性脂肪性肝炎IND批准，二期推进中；Protac HSK29116散、HSK40118片国内I期临床推进中；HSK39297于2023年12月获得“原发性或继发性肾小球疾病”适应症临床批件，并于近期启动了国内临床I期研究，新增的溶血性疾病相关适应症的IND也于2024年3月获批临床，计划直接启动II期临床研究
- **盈利预测：**环泊酚销售表现优异，24年预计将有7653和16149两款创新药上市，商业化已准备就绪。同时管线中镇痛药21542，呼吸系统药物31858市场空间大。我们预计公司24-26年收入为38.76、50.86、67.09亿元，同比增长15.5%、31.2%、31.9%；24-26年归母净利润为5.52、8.97、13.79亿元，同比增长86.9%、62.6%、53.8%，公司今年催化众多，继续维持“买入”评级

- **风险提示：** 临床研发失败风险、销售不及预期风险、政策风险等

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	1,114.12						
流通 A 股(百万股):	517.07						
52 周内股价区间(元):	19.62-28.00						
总市值(百万元):	29,413						
总资产(百万元):	6,842.78						
每股净资产(元):	3.86						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	3,015	3,355	3,876	5,086	6,709
		(+/-)YOY(%)	8.7%	11.3%	15.5%	31.2%	31.9%
		净利润(百万元)	277	295	552	897	1,379
		(+/-)YOY(%)	-19.7%	6.5%	86.9%	62.6%	53.8%
		全面摊薄 EPS(元)	0.25	0.26	0.50	0.80	1.24
		毛利率(%)	69.5%	71.0%	74.1%	78.1%	81.1%
		净资产收益率(%)	9.1%	7.1%	11.6%	15.9%	19.6%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

图 1：海思科收入拆分

	2023 年		2022 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	3,355,070,109.54	100%	3,015,294,339.82	100%	11.27%
分行业					
医药行业	3,335,133,843.57	99.41%	2,998,263,327.55	99.44%	11.24%
其他业务	19,936,265.97	0.59%	17,031,012.27	0.56%	17.06%
分产品					
肠外营养系	615,221,192.95	18.34%	641,475,102.78	21.27%	-4.09%
肝胆消化	67,002,251.58	2.00%	65,812,991.66	2.18%	1.81%
抗生素	118,896,746.80	3.54%	98,152,616.35	3.26%	21.13%
心脑血管	67,488,953.83	2.01%	89,445,040.70	2.97%	-24.55%
肿瘤止吐	211,715,078.81	6.31%	265,771,854.57	8.81%	-20.34%
麻醉产品	849,666,633.50	25.32%	437,175,555.36	14.50%	94.35%
其他适应症	421,596,915.82	12.57%	372,261,146.94	12.35%	13.25%
原料药	569,779,722.75	16.98%	511,754,855.53	16.97%	11.34%
服务收入	413,766,347.53	12.33%	516,414,163.66	17.13%	-19.88%
其他业务	19,936,265.97	0.59%	17,031,012.27	0.56%	17.06%

资料来源：公司公告、德邦研究所

图 2：海思科创新药管线

药物名称	靶点	适应症	IND	临床I期	临床II期	临床III期	NDA	上市
环泊酚注射液	GABAa	的手术/操作中的镇静和麻醉 (中)						
		全身麻醉诱导和维持 (中)						
		ICU镇静 (中)						
		全麻诱导 (美)						
		儿科适应症 (中)						
HSK21542(iv)	外周κ阿片受体 (KOR)	术后镇痛 (中)						
HSK21542(po)		慢性肾病疼痛 (中)						
HSK7653	DPP-IV	慢性疼痛 (中)						
HSK16149		II型糖尿病 (中)						
		糖尿病周围神经痛 (中)						
HSK16149	α2δ-1调节剂	带状疱疹后神经痛 (中)						
		辅助镇痛 (中)						
		中枢神经病理性疼痛 (中)						
		纤维肌痛 (中)						
HSK29116	BTK-protac	B细胞淋巴瘤 (中)						
		B细胞淋巴瘤 (美)						
HSK31858	DPP1	非囊性纤维化支气管扩张症 (中)						
		支气管哮喘 (中)						
		慢性阻塞性肺疾病 (中)						
HSK31679	THRβ	成人原发性高胆固醇血症 (中)						
		非酒精性脂肪性肝炎 (中)						
HSK40118	EGFR-protac	非小细胞肺癌 (中)						
HSK36357	靶点暂未公布	神经病理性疼痛 (中)						
HSK39297	靶点暂未公布	原发性或继发性肾小球疾病 (中)						
		溶血性疾病 (中)						
HSK39775	靶点暂未公布	晚期实体瘤 (中)						

资料来源：公司公告、德邦研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.50	0.80	1.24
每股净资产	3.75	4.27	5.07	6.31
每股经营现金流	0.40	0.40	0.63	0.97
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	85.74	53.33	32.80	21.33
P/B	6.17	6.19	5.21	4.18
P/S	8.77	7.59	5.78	4.38
EV/EBITDA	41.85	42.45	26.57	17.32
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	71.0%	74.1%	78.1%	81.1%
净利润率	8.8%	14.2%	17.6%	20.6%
净资产收益率	7.1%	11.6%	15.9%	19.6%
资产回报率	4.4%	7.9%	11.2%	14.6%
投资回报率	6.7%	8.9%	12.5%	15.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.3%	15.5%	31.2%	31.9%
EBIT 增长率	127.4%	50.0%	64.1%	51.9%
净利润增长率	6.5%	86.9%	62.6%	53.8%
偿债能力指标				
资产负债率	37.3%	32.2%	29.2%	25.8%
流动比率	1.8	2.3	3.0	3.9
速动比率	1.5	2.1	2.7	3.6
现金比率	0.8	1.1	1.5	2.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	81.9	82.1	79.3	79.1
存货周转天数	116.1	95.5	85.5	84.5
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	3.5	4.2	6.0	8.9

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	295	552	897	1,379
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	233	86	86	86
非经营收益	84	38	38	38
营运资金变动	-164	-232	-316	-423
经营活动现金流	450	443	704	1,079
资产	-387	-66	0	0
投资	0	0	0	0
其他	3	-5	0	0
投资活动现金流	-383	-70	0	0
债权募资	-288	-180	0	0
股权募资	794	1	0	0
其他	-178	-20	-38	-38
融资活动现金流	328	-199	-38	-38
现金净流量	393	175	667	1,042

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 22 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,355	3,876	5,086	6,709
营业成本	972	1,003	1,114	1,268
毛利率%	71.0%	74.1%	78.1%	81.1%
营业税金及附加	51	50	66	87
营业税金率%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	1,200	1,357	1,780	2,348
营业费用率%	35.8%	35.0%	35.0%	35.0%
管理费用	321	349	458	604
管理费用率%	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%
研发费用	517	543	712	939
研发费用率%	15.4%	14.0%	14.0%	14.0%
EBIT	409	614	1,007	1,530
财务费用	23	14	11	-3
财务费用率%	0.7%	0.4%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	-61	0	0	0
营业利润	314	600	996	1,532
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	303	600	996	1,532
EBITDA	632	699	1,093	1,616
所得税	7	48	100	153
有效所得税率%	2.3%	8.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	295	552	897	1,379

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,169	1,343	2,010	3,052
应收账款及应收票据	841	1,034	1,356	1,789
存货	281	251	278	317
其它流动资产	350	375	417	473
流动资产合计	2,641	3,003	4,061	5,631
长期股权投资	132	132	132	132
固定资产	970	885	799	713
在建工程	6	6	6	6
无形资产	751	751	751	751
非流动资产合计	4,012	3,996	3,910	3,825
资产总计	6,653	6,999	7,972	9,455
短期借款	100	100	100	100
应付票据及应付账款	209	195	217	246
预收账款	2	4	5	7
其它流动负债	1,193	980	1,034	1,107
流动负债合计	1,504	1,279	1,356	1,460
长期借款	855	855	855	855
其它长期负债	124	120	120	120
非流动负债合计	978	975	975	975
负债总计	2,482	2,254	2,331	2,435
实收资本	1,114	1,114	1,114	1,114
普通股股东权益	4,180	4,754	5,650	7,030
少数股东权益	-9	-9	-9	-9
负债和所有者权益合计	6,653	6,999	7,972	9,455

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。电子科技大学生物技术学士，华威大学商学院会计与金融学硕士。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。