

HSK16149 获批在即，环泊酚出海可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年报及 2024 年一季度报，实现营业收入 33.55 亿元 (+11.27%)，归属于上市公司股东净利润 2.95 亿元 (+6.51%)，归属于上市公司股东的扣非净利润 2.42 亿元 (+153.20%)。2024 年一季度实现营业收入 7.52 亿元 (+20.6%)，归属于上市公司股东净利润 0.92 亿元 (+219.86%)，归属于上市公司股东的扣非净利润 0.3 亿元 (+4.37%)。
- **环泊酚国内静脉麻醉市占率达 11%，2024 年有望在美国申报 NDA。** 注射液全部适应症均进入了国家医保目录，儿科适应症的注册性 I 临床方案与 CDE 完成了沟通交流，“全麻诱导”适应症的美国 2 项 III 期临床均已完成，将在美国申报 NDA。根据医药魔方，2023 年环泊酚在静脉麻醉市占率已从 2022 年 4% 提高至 2023 年 11%。
- **HSK16149 胶囊有望 2024Q2 获批上市。** HSK16149 胶囊“糖尿病性周围神经病理性疼痛”NDA 于 2023 年 11 月完成了发补研究并递交相关资料，发补审评中；“带状疱疹后神经痛”适应症已于 2023 年 9 月申报 NDA，在审评中；“辅助镇痛”的临床 II 期于 2023 年 7 月完成；两项新增适应症“中枢神经病理性疼痛”和“纤维肌痛”均已于近期获批 IND，后续可直接启动 III 期临床。此外，另一全球创新机制神经痛治疗药物 (HSK36357 胶囊) 也已于 2023 年 11 月获得“神经病理性疼痛”适应症的临床批准，目前临床 I 期顺利推进中。
- **HSK21542 注射液上市申请获受理，口服剂型进入二期临床。** 镇痛药物 HSK21542，其注射剂 (HSK21542 注射液)“腹部手术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA，目前在审评中；“慢性肾病瘙痒”的临床 III 期顺利推进，2024 年 1 月完成了 preNDA 沟通交流会议。口服制剂 HSK21542 片也于 2023 年 8 月获得了“慢性瘙痒”适应症的临床批件，已进入 II 期临床。
- **创新管线快速推进，NASH、PROTAC 等潜力品种值得期待。** 超长效降糖药 HSK7653 片于 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。HSK31858 片“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内 II 期临床顺利推进中，并于 2023 年 11 月与意大利 Chiesi 集团签署有偿许可授权协议，协议生效后公司获得了 1300 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，两项新增适应症“支气管哮喘”和“慢性阻塞性肺疾病”的 IND 已于 4 月初获批，可直接启动 II 期临床。HSK31679 片 2023 年 6 月获得 NASH 临床批件，正在开展国内 II 期临床。Protac 药物 HSK29116 散、HSK40118 片国内 I 期临床推进中。
- **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 2024-2026 年归母净利润为 4.1 亿元、5.7 亿元和 7.7 亿元，对应 PE 分别为 71 倍、51 倍和 38 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3355.07	4023.61	4862.01	5586.63
增长率	11.27%	19.93%	20.84%	14.90%
归属母公司净利润(百万元)	295.11	405.43	570.22	765.13
增长率	6.51%	37.38%	40.65%	34.18%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.36	0.51	0.69
净资产收益率 ROE	7.09%	8.89%	11.11%	12.98%
PE	98	71	51	38
PB	6.91	6.31	5.61	4.89

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.14
流通 A 股(亿股)	5.17
52 周内股价区间(元)	19.62-28.0
总市值(亿元)	288.67
总资产(亿元)	68.43
每股净资产(元)	3.86

相关研究

1. 海思科 (002653): Q3 业绩超预期, HSK21542 上市申请获受理 (2023-11-01)
2. 海思科 (002653): 环泊酚快速放量, 多款新药已申报 NDA (2023-08-18)
3. 海思科 (002653): 环泊酚持续高速增长, 创新药有望密集兑现 (2023-04-26)

关键假设：

假设 1：麻醉镇痛领域，环泊酚快速增长，2023 年环泊酚在静脉麻醉市占率已从 2022 年 4%提高至 2023 年 11%，2024-2025 年 HSK16149、HSK21542 两款新药将获批上市贡献增量，假设 2024-2026 年销量增速分别为 64.8%、51.3%、28.1%，毛利率分别为 89%、89.2%、89.2%；

假设 2：肠胃营养是公司主要的传统业务，预计保持稳健，假设 2024-2026 年销量增速分别为 4%、4%、4.1%，毛利率维持 60%；

假设 3：2023 年公司完成销售模式转型，全面回收医院终端转为自营团队专业化学术推广模式，影响除了创新药外，肿瘤止吐、肝胆消化领域的类创新药也将受益。假设 2024-2026 年肿瘤止吐领域销量增速分别为 15%、15%、15%，毛利率维持 84%；肝胆消化领域销量增速均为 0%，毛利率维持 55%。

假设 4：原料药价格处于周期底部，假设 2024-2026 年原料药及专利技术领域销量增速均为 3%，毛利率维持 62%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
麻醉镇痛	收入	849.7	1400.0	2118.7	2713.0
	增速	94.4%	64.8%	51.3%	28.1%
	毛利率	89.9%	89.0%	89.2%	89.2%
肠外营养	收入	615.2	639.8	665.6	692.8
	增速	-4.1%	4.0%	4.0%	4.1%
	毛利率	60.8%	60.0%	60.0%	60.0%
肿瘤止吐	收入	211.7	243.5	280.0	322.0
	增速	-20.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	84.0%	84.0%	84.0%	84.0%
抗生素	收入	118.9	127.2	136.1	145.7
	增速	21.1%	7.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	74.6%	75.0%	75.0%	75.0%
心脑血管	收入	67.5	77.6	89.3	102.6
	增速	-24.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	65.1%	65.0%	65.0%	65.0%
肝胆消化	收入	67.0	67.0	67.0	67.0
	增速	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	55.2%	55.0%	55.0%	55.0%
其他适应症	收入	421.6	447.9	467.1	487.3
	增速	13.3%	6.2%	4.3%	4.3%
	毛利率	67.7%	68.0%	68.0%	68.0%
原料药及专利技术	收入	569.8	586.9	604.5	622.6
	增速	-24.1%	3.0%	3.0%	3.0%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	毛利率	63.0%	62.0%	62.0%	62.0%
服务收入	收入	413.8	413.8	413.8	413.8
	增速	48.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	59.5%	59.0%	59.0%	59.0%
其他	收入	19.9	19.9	19.9	19.9
	增速	17.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	33.7%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	收入	3355.1	4023.6	4862.0	5586.6
	增速	11.3%	19.9%	20.8%	14.9%
	毛利率	71.0%	73.0%	75.3%	76.7%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3355.07	4023.61	4862.01	5586.63	净利润	295.56	405.98	570.77	765.68
营业成本	972.43	1087.35	1198.53	1298.93	折旧与摊销	215.58	274.66	287.41	299.59
营业税金及附加	50.54	51.50	53.48	61.45	财务费用	23.47	68.63	66.89	62.40
销售费用	1200.38	1440.45	1774.63	2039.12	资产减值损失	-10.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	320.91	390.29	505.65	586.60	经营营运资本变动	-171.63	-114.40	-226.47	-160.06
财务费用	23.47	68.63	66.89	62.40	其他	96.71	-13.27	0.99	2.46
资产减值损失	-10.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	449.58	621.60	699.60	970.08
投资收益	-60.53	0.00	0.00	0.00	资本支出	-205.50	-122.24	-134.25	-128.24
公允价值变动损益	0.06	15.00	0.00	0.00	其他	-177.69	15.00	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	-383.19	-107.24	-134.25	-128.24
营业利润	313.53	412.94	582.14	783.93	短期借款	-384.71	43.13	-143.11	0.00
其他非经营损益	-11.01	-8.57	-8.57	-8.98	长期借款	-456.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	302.52	404.38	573.57	774.96	股权融资	791.07	0.00	0.00	0.00
所得税	6.96	-1.61	2.80	9.28	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	295.56	405.98	570.77	765.68	其他	378.48	-921.48	-66.89	-62.40
少数股东损益	0.45	0.55	0.55	0.55	筹资活动现金流净额	328.07	-878.35	-210.00	-62.40
归属母公司股东净利润	295.11	405.43	570.22	765.13	现金流量净额	392.92	-363.99	355.35	779.43
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1168.71	804.72	1160.07	1939.50	成长能力				
应收和预付款项	944.48	1106.11	1351.11	1540.25	销售收入增长率	11.27%	19.93%	20.84%	14.90%
存货	281.29	344.29	382.54	407.34	营业利润增长率	-13.97%	31.71%	40.97%	34.66%
其他流动资产	246.28	211.55	222.28	231.55	净利润增长率	-24.53%	37.36%	40.59%	34.15%
长期股权投资	132.26	132.26	132.26	132.26	EBITDA 增长率	-5.96%	36.85%	23.83%	22.37%
投资性房地产	250.92	250.92	250.92	250.92	获利能力				
固定资产和在建工程	976.21	813.37	650.52	487.68	毛利率	71.02%	72.98%	75.35%	76.75%
无形资产和开发支出	2175.03	2185.74	2195.72	2187.51	三费率	46.04%	47.21%	48.28%	48.12%
其他非流动资产	477.70	477.41	477.11	476.81	净利率	8.81%	10.09%	11.74%	13.71%
资产总计	6652.89	6326.36	6822.53	7653.82	ROE	7.09%	8.89%	11.11%	12.98%
短期借款	99.98	143.11	0.00	0.00	ROA	4.44%	6.42%	8.37%	10.00%
应付和预收款项	433.70	509.42	564.55	618.09	ROIC	7.73%	10.23%	13.30%	16.67%
长期借款	854.68	854.68	854.68	854.68	EBITDA/销售收入	16.47%	18.79%	19.26%	20.51%
其他负债	1093.99	254.48	267.86	279.93	营运能力				
负债合计	2482.35	1761.70	1687.09	1752.71	总资产周转率	0.53	0.62	0.74	0.77
股本	1114.12	1114.12	1114.12	1114.12	固定资产周转率	3.47	4.53	6.70	9.92
资本公积	853.38	853.38	853.38	853.38	应收账款周转率	4.37	4.63	4.67	4.54
留存收益	2209.68	2615.12	3185.34	3950.47	存货周转率	3.06	3.46	3.27	3.27
归属母公司股东权益	4179.89	4573.47	5143.69	5908.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.65%	—	—	—
少数股东权益	-9.36	-8.81	-8.26	-7.71	资本结构				
股东权益合计	4170.54	4564.66	5135.44	5901.12	资产负债率	37.31%	27.85%	24.73%	22.90%
负债和股东权益合计	6652.89	6326.36	6822.53	7653.82	带息债务/总负债	38.46%	56.64%	50.66%	48.76%
					流动比率	1.76	3.15	4.40	5.32
					速动比率	1.57	2.71	3.86	4.79
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	552.59	756.23	936.44	1145.93	每股收益	0.26	0.36	0.51	0.69
PE	97.82	71.20	50.62	37.73	每股净资产	3.75	4.11	4.62	5.30
PB	6.91	6.31	5.61	4.89	每股经营现金	0.40	0.56	0.63	0.87
PS	8.60	7.17	5.94	5.17	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	50.86	36.59	29.02	23.03					
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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
