

海思科 (002653.SZ)

麻醉产品销售收入同比增长 94.5%，创新管线进入收获期

增持

核心观点

麻醉产品销售收入快速增长，环泊酚有望年内在美国提交 NDA。2023 年，公司实现营收 33.55 亿元（同比+11.3%），归母净利润 2.95 亿元（同比+6.5%），扣非归母净利润 2.42 亿元（同比+153.2%）。2024Q1，公司实现营收 7.52 亿元（同比+20.6%），归母净利润 0.92 亿元（同比+219.9%），扣非归母净利润 0.3 亿元（同比+4.4%）。

分产品看，麻醉产品实现销售收入 8.50 亿元（同比+94.5%），核心产品环泊酚目前在国内已获批“非气管插管手术/操作中的镇静和麻醉”、“全身麻醉诱导和维持”、“重症监护期间的镇静”等适应症，“全麻诱导”适应症的美国 Ph3 临床研究顺利推进中，年内有望提交 NDA 申请；肠外营养系产品实现销售收入 6.15 亿元（同比-4.1%），毛利率 60.79%（同比-4.9pp）；肿瘤止吐和肝胆消化产品分别实现销售收入 2.12/0.67 亿元，分别同比-20.3%/+1.5%，核心产品思复（多烯磷脂酰胆碱注射液）和立必复（甲磺酸多拉司琼注射液）于 2023 年完成销售模式转换，全面回收医院终端转为自营团队专业化学术推广模式。

创新药转型初见成效，临床管线进入收获期。目前，公司有 12 个进入临床阶段的 1 类创新药管线。其中，HSK16149（思美宁）“糖尿病外周神经痛”适应症有望在 2024 年获批上市，“带状疱疹后神经痛”适应症上市许可审评中；镇痛药物 HSK21542 注射剂型“腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA，目前在审评中；超长效降糖药物 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。

投资建议：公司创新药转型进入收获期，环泊酚国内静脉麻醉市场份额快速提升，美国“全麻诱导”适应症 Ph3 临床有序推进；HSK21542、HSK16149、HSK7653 等创新品种已提交 NDA 申请，有望年内获批；布局 DPP1、THRβ 等靶点，PROTAC 等技术平台，管线储备丰富。预计 2024-2026 年，公司营收分别为 40.15/49.31/58.85 亿元，归母净利润分别为 4.51/6.59/9.16 亿元。综合相对估值法和绝对估值法，得出公司价格区间为 31.95~34.38 元，较目前股价有 6%~14% 上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、在研产品研发失败的风险、产品商业化不达预期的风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,015	3,355	4,015	4,931	5,885
(+/-%)	8.7%	11.3%	19.7%	22.8%	19.3%
归母净利润(百万元)	277	295	451	659	916
(+/-%)	-19.7%	6.5%	52.7%	46.3%	39.0%
每股收益(元)	0.26	0.26	0.40	0.59	0.82
EBIT Margin	4.9%	8.8%	9.2%	13.7%	16.9%
净资产收益率(ROE)	9.1%	7.1%	9.9%	12.8%	15.5%
市盈率(PE)	117.3	114.1	74.7	51.1	36.7
EV/EBITDA	109.2	71.3	69.9	42.9	30.8
市净率(PB)	10.70	8.05	7.37	6.56	5.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·化学制药

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
 证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenchenyiling@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980519010002

证券分析师：马千里 010-88005445 maqianli@guosen.com.cn
 S0980521070001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	31.95 - 34.39 元
收盘价	30.21 元
总市值/流通市值	33658/15621 百万元
52 周最高价/最低价	31.60/18.59 元
近 3 个月日均成交额	99.31 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

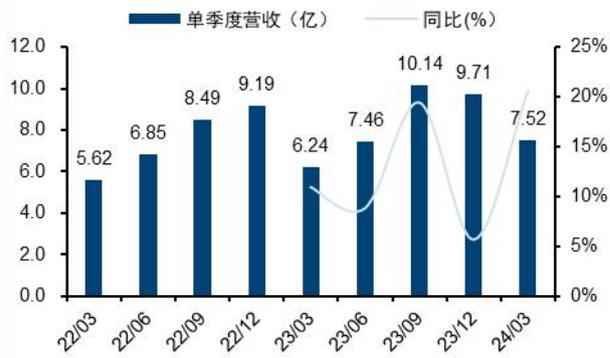
2023年，公司实现营收33.55亿元（同比+11.3%），归母净利润2.95亿元（同比+6.5%），扣非归母净利润2.42亿元（同比+153.2%）。2024Q1，公司实现营收7.52亿元（同比+20.6%），归母净利润0.92亿元（同比+219.9%），扣非归母净利润0.3亿元（同比+4.4%）。

图1：海思科营业收入及增速（单位：亿元、%）



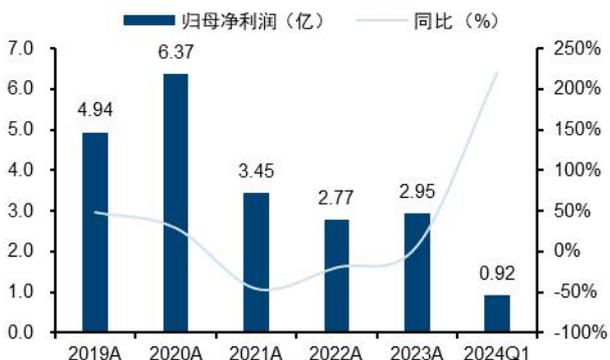
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海思科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海思科归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：海思科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品看，麻醉产品实现销售收入8.50亿元（同比+94.5%），核心产品环泊酚目前在国内已获批“非气管插管手术/操作中的镇静和麻醉”、“全身麻醉诱导和维持”、“重症监护期间的镇静”等适应症，“全麻诱导”适应症的美国Ph3临床研究顺利推进中，年内有望提交NDA申请；肠外营养系产品实现销售收入6.15亿元（同比-4.1%），毛利率60.79%（同比-4.9pp）；肿瘤止吐和肝胆消化产品分别实现销售收入2.12/0.67亿元，分别同比-20.3%/+1.5%，核心产品思复（多烯磷脂酰胆碱注射液）和立必复（甲磺酸多拉司琼注射液）于2023年完成销售模式转换，全面回收医院终端转为自营团队专业化学术推广模式。

图5: 公司各产品线销售数据 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

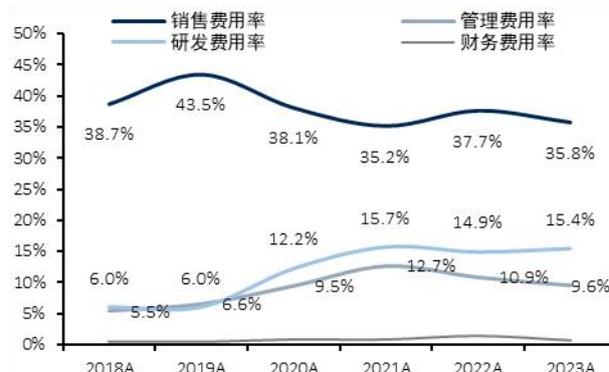
毛利率稳中有升, 费用率改善。2023年, 公司实现毛利率71.0% (同比+1.5pp), 预计主要由于毛利率较高的创新药产品营收占比提升; 销售/管理/研发/财务费用率分别为35.8%/9.6%/15.4%/0.7%, 分别同比-1.9pp/-1.3pp/+0.5pp/-0.7pp, 期间费用率整体为61.4% (同比-3.4pp)。

图6: 海思科毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 海思科期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况

海思科前身——成都博瑞医药科技开发有限公司成立于 2000 年，早期聚焦于肠外营养注射液领域，先后研发出果糖注射液、转化糖注射液等多款产品。2012 年，海思科医药集团在深交所挂牌上市，同年开始组建创新药研发团队，开启仿创结合转型。目前，公司广泛覆盖麻醉产品、肠外营养系、肿瘤止吐、肝胆消化、抗生素、心脑血管等多个细分领域，主要产品包括创新药环泊酚注射液、甲磺酸多拉司琼注射液、多烯磷脂酰胆碱注射液、氟哌噻吨美利曲辛片、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠等。

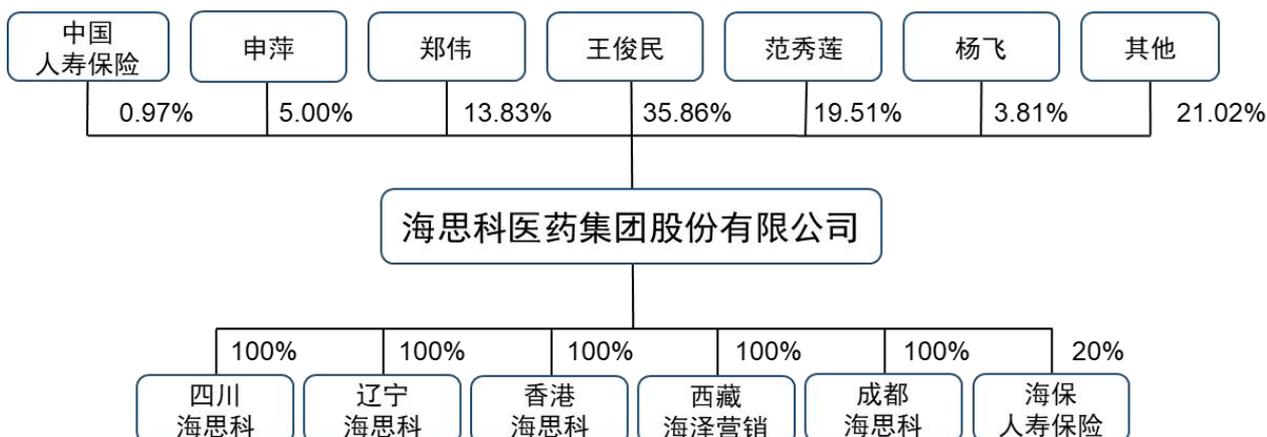
表1: 海思科发展历程

时间	事件
2000	海思科前身——成都博瑞医药科技开发有限公司正式注册成立
2003	取得果糖及果糖注射液的新药证书
2004	耐能转化糖注射液取得新药证书
2005	辽宁海思科制药有限公司正式注册成立
2007	四川海思科制药有限公司正式成立，收购西藏康欣药业有限公司
2008	公司取得多烯磷脂酰胆碱原料药、右泛醇原料药、夫西地酸钠原料药、盐酸罗哌卡因原料药的注册批件
2009	辽宁海思科第一个产品盐酸纳美芬注射液正式投产
2012	海思科药业集团在深圳证券交易所挂牌上市
2016	海思科集团入股美国 Microbion 公司并获得其创新药专利中国许可权
2019	四川海思科制药有限公司投资美国 eXlthera 公司 600 万美元，并获得其产品 EP-7041（抗凝血和抗血栓）在中国独家许可，期限 10 年
2020	创新药环泊酚注射液获得《药品注册证书》
2021	创新药 HSK-3486 美国 III 期临床试验申请获得 FDA 同意
2022	海思科创新药 HSK-31858 片 II 期临床试验首例受试者入组
2023	海思科长效 DPP-4 抑制剂 HSK7653 片 NDA 获受理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构集中。公司实际控制人为王俊民、范秀莲、郑伟，实控人及一致行动人申萍、杨飞、郝聪梅等合计持有公司股份 78.46%，股权结构较为集中。

图8: 海思科股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 海思科核心团队职责与履历

姓名	职务	个人经历
王俊民	董事长	1968 年出生，中国国籍，有新加坡永久居留权，毕业于长江商学院，硕士研究生学历；曾担任华西医科大学制药厂销售经理，2007 年至 2019 年 3 月历任海思科医药集团股份有限公司董事长，总经理，2019 年 3 月起任公司董事长
范秀莲	总经理	1963 年出生，中国国籍，有新加坡永久居留权，毕业于长江商学院，硕士研究生学历；曾担任华西医科大学制药厂片区经理，辽宁东方红医药有限公司副总经理，沈阳欣博瑞总经理，沈阳欣博瑞总经理，2007 年至 2019 年 3 月历任海思科医药集团股份有限公司董事，副总经理，2019 年 3 月起任公司董事，总经理
王萌	副总经理、董事会秘书	1985 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国药科大学，本科学历；曾担任阿斯利康（中国）销售代表，爱尔康（中国）眼科产品有限公司销售代表，2011 年 2 月加入公司，历任证券事务代表等职务，现任公司副总经理兼董事会秘书
段鹏	财务总监	1975 年出生，中国国籍，本科学历；曾先后供职于成都市明珠家具集团有限公司，海思科医药集团股份有限公司，历任审计主管，财务部长，财务经理，财务副总监等职务，现任公司财务总监

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

目前，公司有 12 个进入临床阶段的 1 类创新药管线。

环泊酚注射液：目前在国内已获得“非气管插管手术/操作中的镇静和麻醉”、“全身麻醉诱导和维持”、“重症监护期间的镇静”适应症的生产批件；“全麻诱导”适应症的美国 III 期临床工作顺利推进中。

HSK16149 (思美宁)：“糖尿病外周神经痛”适应症有望在 2024 年获批上市，“带状疱疹后神经痛”适应症上市许可也在审评中，新增两适应症“中枢神经病理性疼痛”和“纤维肌痛”计划于 2024 年启动 Ph3 临床研究。

镇痛药物 HSK21542：注射剂型“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 Ph3 临床研究顺利推进中，并于 2024 年 1 月完成了上市申请前沟通交流会议。

超长效降糖药物 (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。

慢性代谢性疾病药物 (HSK31679 片)：在原“成人原发性高胆固醇血症”适应症基础上，于 2023 年 6 月获得新适应症“非酒精性脂肪性肝炎”的《临床试验批准通知书》，两项适应症的国内 Ph2 临床均在顺利推进中。

图10: 海思科在研管线进度

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

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

主要产品及在研管线

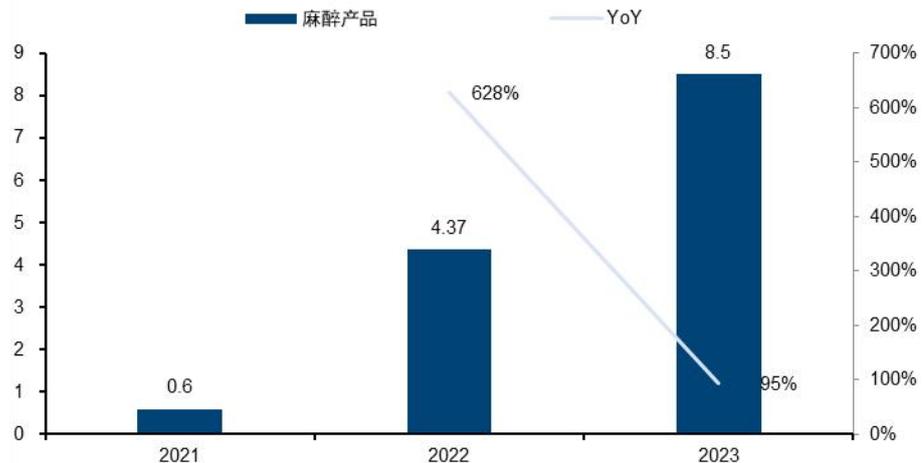
◆ 麻醉镇痛

环泊酚注射液（思舒宁）：环泊酚为 GABAA 受体激动剂，其在丙泊酚化学结构的基础上引入环丙基，形成手性结构，增加了立体效应，从而增强了与 GABAA 受体的亲和力。

与丙泊酚相比，环泊酚具有起效迅速、苏醒快速、镇静成功率 100%、更少呼吸抑制、更少注射痛，其中中度及严重（NRS 评分 ≥ 4 ）注射痛发生率仅为丙泊酚 1/10（6.0% vs 61.4%），效价为丙泊酚 4-5 倍、更少用量，安全窗更宽、更少操作，使用更便捷、总体不良事件发生率更低等优点。

环泊酚于 2020 年 12 月获批上市，目前国内已获批“非气管插管手术/操作中的镇静和麻醉”、“全身麻醉诱导和维持”、“重症监护期间的镇静”等适应症；“全麻诱导”适应症的美国 Ph3 临床研究顺利推进中；关于儿科适应症的注册性 Ph1 临床试验方案也与 CDE 完成了沟通交流。截至 2023 年，思舒宁在静脉麻醉市场占有率已由 2022 年的 4% 上升到 11%，其市场占有率已经超越中/长链丙泊酚的市场占有率；2023 年国家医保谈判，思舒宁 2 个新适应症顺利进入医保。

图11: 海思科麻醉产品销售数据（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

HSK21542：强效外周 kappa 阿片受体 (κ Opioid Receptor, KOR) 选择性激动剂，具有高选择性和亲和性，在 G 蛋白参与下协同调控钾离子流和钙离子流，可阻断疼痛和瘙痒信号传导，并通过抑制背根神经节和外周末梢感觉神经的兴奋性，减少炎症因子以及神经递质的释放，起到镇痛和抑制瘙痒的作用。并且，HSK21542 不透过血脑屏障，在发挥外周镇痛、止痒药效的同时，能避免中枢阿片类药物相关副作用，如致幻、成瘾、呼吸抑制等。

HSK21542 注射剂型“腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA，目前在审评中；“慢性肾病瘙痒”适应症 Ph3 临床研究推进中，并于 2024 年 1 月完成上市申请前沟通交流会议；新增口服制剂于 2023 年 8 月获得“慢性瘙痒”适应症临床批件，目前已经进入 Ph2 临床研究。

HSK16149（思美宁）： γ -氨基丁酸（ γ -aminobutyric acid, GABA）类似物，可与中枢神经系统中电压敏感型钙离子通道 $\alpha 2\delta$ 受体结合，减少中枢神经系统电压依赖性钙通道的钙离子内流，从而减少谷氨酸盐、去甲肾上腺素和 P 物质等兴奋性神经递质的释放，具有镇痛、抗癫痫和抗焦虑的活性。

同机制药物普瑞巴林于 2007 年获得 FDA 批准用于治疗纤维肌痛综合征，2010 年于国内批准用于疱疹后遗神经痛的治疗。普瑞巴林会引起头晕、头痛等中枢不良反应问题，需滴定给药，耐受后再逐步增加至治疗剂量，存在疗效不佳、不良反应发生率高不足。

思美宁是第 3 代中枢神经系统钙离子通道调节剂，具有全新的并三环笼状结构，相较于普瑞巴林的链状结构来说具有很好的分子刚性，与 $\alpha 2\delta$ 亚受体结合力更强，预期止痛疗效更好，Ph3 临床数据显示，思美宁能显著缓解 DPNP（糖尿病周围神经痛）患者疼痛程度，临床使用无需滴定，使用更为便利，且起效快速，给患者带来良好的治疗体验。

公司分别于 2022 年 10 月、2023 年 9 月提交思美宁 DPNP、PHN（带状疱疹后神经痛）NDA 申请；此外，思美宁还布局了中枢神经痛和纤维肌痛适应症，正在临床推进中，将来适应症会拓展到整个神经病理性疼痛领域。

◆ 肝胆消化

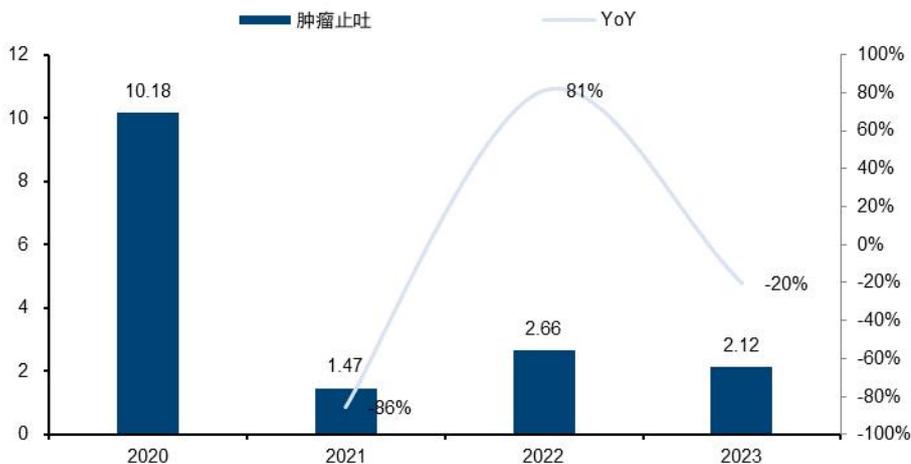
多烯磷脂酰胆碱注射液（思复）是由赛诺菲-安万特（Sanofi-Aventis）原研，公司国内独家仿制，对肝细胞膜结构及细胞代谢有修复作用、疗效确切，主要用于各种类型的肝病，如药物性肝损伤、围手术期肝损伤、胆汁淤积性肝损伤和肝硬化的治疗。截至 2023 年末，思复已获得 40 余个权威指南共识及临床路径共同推荐，已覆盖医院终端超 5000 家。

◆ 肿瘤止吐

化疗所致恶心呕吐（CINV）是肿瘤内科治疗的常见不良反应，常用的肿瘤止吐药物可分为 5-HT₃ 受体拮抗剂、NK-1 受体拮抗剂、糖皮质激素、非典型抗精神病药物、苯二氮卓类药物、酚噻嗪类药物等，其中“5-HT₃ 受体阻断药+地塞米松”为临床主流方案。5-HT₃ 受体拮抗剂现有两代，第一代包括昂丹司琼（Ondansetron）、多拉司琼（Dolasetron）、格拉司琼（Granisetron）等；第二代以帕洛诺司琼（Palonosetron）为代表，其结合亲和力是第一代 5-HT₃ 受体拮抗剂的近 100 倍，预防急性呕吐的效果等同于多拉司琼、强于昂丹司琼，预防化疗迟发性呕吐的效果优于第一代司琼药；其半衰期为 40h，较第一代 5-HT₃ 受体拮抗剂显著延长，止吐作用时间/给药间隔更长。

甲磺酸多拉司琼注射液（立必复）是新一代强效、高度选择性的 5-HT₃ 受体拮抗剂，能强力抑制抗癌药物及手术后引起的恶心呕吐，不良反应轻微，在疗效、安全性等方面具有显著优势。目前，立必复是 2 岁及以上儿童和成人预防及治疗 CINV、PONV（术后恶心呕吐）的基础用药；NCCN、ASCO、ESMO、《中国肿瘤药物治疗相关恶心呕吐防治专家共识》、《肿瘤治疗相关呕吐防治指南》、《临床路径-肿瘤疾病分册》等内外权威指南路径共识推荐的基础用药。甲磺酸多拉司琼注射液是海思科的独家品种，2022 年国家医保乙类谈判产品，国谈续约后，取消了医保后缀，CINV 和 PONV 适应症均可报销。截止 2023 年末，立必复已覆盖超过 1100 家医院。

图12: 海思科肿瘤止吐类产品销售数据 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 代谢类疾病

HSK7653 片(倍长平): 全球首个双周口服超长效二肽基肽酶抑制剂(DPP-4i), 用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。倍长平是通过在 DPP-4i 单周制剂四氢吡喃环上 6 位引入三氟甲基, 从而增强药物疗效、代谢稳定性, 使其具有超长疗效, 其长半衰期可达 131.5 小时, 一次口服可保持两周内 DPP-4 酶抑制率在 80% 以上。两项 Ph3 临床研究显示倍长平单药治疗 24 周糖化血红蛋白(HbA1c)较基线最多降低 0.96%, 二甲双胍治疗的基础上联合倍长平 24 周 HbA1c 较基线最多降低 0.96%, 与日制剂联合组疗效相当。针对肝肾功能不全患者不增加药物暴露, 肝肾功能不全患者无需调整剂量。同时倍长平是葡萄糖依赖性降糖机制药物, 低血糖副作用少, 药物相互作用少。倍长平超长疗效、肝肾无忧、平稳放心的优势, 可以使临床简化治疗方案, 提高了治疗的便利性和患者的依从性。公司已于 2023 年 12 月完成了倍长平发补研究并递交相关资料, 目前正在发补审评中。

HSK31679 片: 高选择性甲状腺激素β受体(THR-β)激动剂, 通过与甲状腺激素β受体结合, 影响脂代谢过程中的关键步骤, 起到降血脂和肝脏脂肪的作用。在原“成人原发性高胆固醇血症”适应症基础上, 于 2023 年 6 月获得新适应症“非酒精性脂肪性肝炎”的《临床试验批准通知书》, 两项适应症的国内 Ph2 临床均在推进中。

◆ 呼吸系统疾病

HSK31858: 口服、强效和高选择性的二肽基肽酶 1 (Dipeptidyl Peptidase 1, DPP1) 小分子抑制剂, 临床拟用于治疗支气管扩张症及急性肺损伤/急性呼吸窘迫综合征引起的下呼吸道疾病。目前, “非囊性纤维化支气管扩张症”适应症 Ph2 临床进行中; “支气管哮喘”和“慢性阻塞性肺疾病”适应症已获得临床批件, 即将进入 Ph2 临床研究。

盈利预测

假设条件

- **创新药板块：**1) **环泊酚：**目前在国内已获批“非气管插管手术/操作中的镇静和麻醉”、“全身麻醉诱导和维持”、“重症监护期间的镇静”等适应症，“全麻诱导”适应症的美国 Ph3 临床研究顺利推进中，年内有望提交 NDA 申请；2) **HSK21542：**注射剂型“腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA，目前在审评中，有望年内获批；“慢性肾病瘙痒”适应症于 2024 年 1 月完成上市申请前沟通交流会议；3) **HSK16149：**2022 年 10 月提交糖尿病周围神经痛适应症 NDA，有望 24H1 获批；2023 年 9 月提交带状疱疹后神经痛适应症 NDA，目前审评中；4) **HSK7653：**于 2023 年 12 月完成发补研究并递交相关资料，目前正在发补审评中。
- **仿制药板块：**集采影响逐步出清，过去 3 年仿制药产品营收维持在~25 亿元水平；核心产品思复（多烯磷脂酰胆碱注射液）和立必复（甲磺酸多拉司琼注射液）于 2023 年全面回收医院终端转为自营团队专业化学术推广模式，有望恢复增长；假设未来 3 年仿制药板块营收维持稳定，毛利率略有下降。
- **毛利率&费用率：**随着高毛利创新药产品收入占比提升，整体毛利率稳中有升；多拉司琼、多烯等独家仿制产品收回自营团队，创新药新产品上市加大推广力度，研发支出维持较高水平，预计 24 年销售/研发费用率将略有提升。

表2: 海思科盈利预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	33.3	27.73	30.15	33.55	40.15	49.31	58.85
YoY	-15.4%	-16.7%	8.7%	11.3%	19.7%	22.8%	19.3%
成本	10.63	9.43	9.19	9.72	10.71	11.72	12.73
毛利率	68.1%	66.0%	69.5%	71.0%	73.3%	76.2%	78.4%
创新药							
营收		0.60	4.37	8.50	15.09	24.25	33.79
YoY			628.3%	94.5%	77.5%	60.7%	39.3%
成本		0.03	0.34	0.85	1.79	2.78	3.76
毛利率		95.0%	92.2%	90.0%	88.1%	88.6%	88.9%
其中：							
环泊酚		0.6	4.4	8.5	14.0	17.5	18.9
HSK21542					0.2	3.6	8.8
HSK16149					0.5	1.8	3.8
HSK7653					0.4	1.4	2.3
仿制药							
营收	33.28	27.13	25.77	25.06	25.06	25.06	25.06
YoY	-15%	-18%	-5%	-3%	0%	0%	0%
成本	10.62	9.40	8.85	8.87	8.92	8.95	8.97
毛利率	68.1%	65.4%	65.6%	64.6%	64.4%	64.3%	64.2%
其中：							
肠外营养	7.63	8.51	6.41	6.15			
肝胆消化	0.62	0.66	0.66	0.67			
原料药	8.67	8.09	5.12	5.70			
肿瘤止吐	10.18	1.47	2.66	2.12			
抗生素	0.93	1.05	0.98	1.19			
心脑血管	0.04	0.41	0.89	0.67			
其他适应症	2.45	2.97	3.72	4.22			
服务收入	2.74	3.89	5.16	4.14			
其他业务	0.02	0.08	0.17	0.20			
销售费用率	38.1%	35.2%	37.7%	35.8%	36.8%	36.3%	36.2%
管理费用率	9.5%	12.7%	10.9%	9.6%	9.7%	9.4%	9.2%
研发费用率	12.2%	15.7%	14.9%	15.4%	15.6%	15.0%	14.2%
财务费用率	0.9%	0.8%	1.4%	0.7%	1.1%	0.7%	0.4%
净利润	6.37	3.45	2.77	2.95	4.51	6.59	9.16
YoY	28.9%	-45.8%	-19.7%	6.5%	52.7%	46.3%	39.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

绝对估值：31.95~34.38 元

表3: 绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	0.8	T	12.00%
无风险利率	2.30%	Ka	7.44%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.81
公司股价	30.21	Ke	7.56%
发行在外股数	1114	E/(D+E)	97.22%
股票市值(E)	33658	D/(D+E)	2.78%
债务总额(D)	961	WACC	7.48%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价格区间为 31.95~34.38 元。

表4: FCFF 估值表 (单位: 百万元)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	371.1	676.3	997.3	1,344.7	1,817.3	2,323.1	2,729.7	3,046.2	3,221.1	3,435.1	
所得税税率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	326.6	595.1	877.7	1,183.3	1,599.2	2,044.3	2,402.1	2,680.7	2,834.6	3,022.8	
折旧与摊销	137.1	152.1	162.5	169.1	173.4	176.9	180.2	183.4	186.6	189.8	
营运资金的净变动	(64.0)	(228.8)	(188.9)	(193.7)	(214.4)	(219.5)	(149.2)	(146.5)	(96.7)	(123.1)	
资本性投资	(300.0)	(200.0)	(100.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	
FCFF	99.7	318.5	751.3	1,108.7	1,508.1	1,951.7	2,383.1	2,667.6	2,874.5	3,039.5	56,614.1
PV(FCFF)	92.8	275.7	605.1	831.0	1,051.7	1,266.3	1,438.7	1,498.4	1,502.3	1,478.0	27,529.7
核心企业价值	37,569.7										
减: 净债务	668.8										
股票价值	36,900.8										
每股价值	33.12										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表5: 绝对估值对折现率和永续增长率的敏感性分析 (横/纵轴: 折现率/永续增长率)

	7.3%	7.4%	7.48%	7.6%	7.7%
2.3%	36.31	35.45	34.63	33.84	33.08
2.2%	35.74	34.91	34.11	33.34	32.60
2.1%	35.19	34.38	33.61	32.86	32.14
2.0%	34.66	33.87	33.12	32.40	31.70
1.9%	34.14	33.39	32.65	31.95	31.27
1.8%	33.65	32.91	32.20	31.52	30.86
1.7%	33.18	32.46	31.77	31.10	30.46

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：33.40~35.25 元

考虑到公司目前正处于仿制药向创新药转型过渡阶段，并且创新药以麻醉镇痛类产品为主，因此我们选取恒瑞医药、信立泰、贝达药业等仿创结合企业，以及人福医药、恩华药业等以麻醉镇痛类产品为主营业务的企业作为可比公司，采用 PEG 估值，给予海思科 2024 年 1.8x~1.9x PEG，对应 PE 为 83~87x，合理股价区间为 33.40~35.25 元。

表6: 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 240514	总市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE				ROE	PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E
600276.SH	恒瑞医药	45.33	2892	43.02	54.16	64.99	78.79	67	53	44	37	10.6%	2.4
002294.SZ	信立泰	30.60	341	5.80	6.44	7.52	8.84	63	53	45	39	7.2%	3.5
300558.SZ	贝达药业	41.65	174	3.48	4.23	5.60	6.96	62	41	31	25	6.6%	1.6
600079.SH	人福医药	20.51	335	21.34	24.47	28.55	33.00	19	14	12	10	12.5%	0.9
002262.SZ	恩华药业	24.69	249	10.37	12.52	15.22	18.48	26	20	16	13	16.1%	0.9
平均													1.9
002653.SZ	海思科	30.21	337	2.95	4.51	6.59	9.16	87	75	51	37	7.1%	1.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测 注：除海思科外，盈利预测均来自于 Wind 一致预期，计算 PEG 时使用 2024~2026 年复合增速

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

公司创新药转型进入收获期，环泊酚国内静脉麻醉市场份额快速提升，美国“全麻诱导”适应症 Ph3 临床有序推进；HSK21542、HSK16149、HSK7653 等创新品种已提交 NDA 申请，有望年内获批；布局 DPP1、THRβ 等靶点，PROTAC 等技术平台，管线储备丰富。预计 2024-2026 年，公司营收分别为 40.15/49.31/58.85 亿元，归母净利润分别为 4.51/6.59/9.16 亿元。综合相对估值法和绝对估值法，得出公司价格区间为 31.95~34.38 元，较目前股价有 6%~14% 上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值 FCFF 计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：1）可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；2）加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.30%（根据 10 年期国债收益率）、风险溢价 6.5%（参考沪深 300 指数过去 5 年的年化收益率与无风险利率差值），可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；3）我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

可能对公司未来收入和利润增长偏乐观，考虑到未来市场格局有不确定性，行业竞争可能加剧，产品价格的下滑如果超过预期，将对收入增长带来较大的不利变化。

在研产品研发失败的风险

处于临床试验中的产品，因临床试验结果受多种因素的影响，包括临床试验方案的调整、受试者对临床方案的接受程度等，因此公司临床试验结果可能无法达到临床方案的研究终点，面临临床试验失败的风险。

产品商业化不达预期的风险

创新药获批上市后仍需要进行商业渠道的建设、对医生的学术推广和患者的教育，才能取得理想的销售额，可能存在新药商业化不达预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	775	1169	500	789	1456	营业收入	3015	3355	4015	4931	5885
应收款项	789	887	1056	1301	1551	营业成本	919	972	1071	1172	1273
存货净额	346	281	361	370	420	营业税金及附加	36	51	49	64	79
其他流动资产	143	143	181	216	262	销售费用	1136	1200	1478	1790	2130
流动资产合计	2054	2641	2259	2837	3849	管理费用	328	321	418	491	572
固定资产	1062	976	1161	1231	1190	研发费用	448	517	628	737	834
无形资产及其他	708	751	721	691	661	财务费用	43	23	44	36	26
投资性房地产	2037	2152	2152	2152	2152	投资收益	228	(61)	196	121	86
长期股权投资	185	132	132	132	132	资产减值及公允价值变动	(6)	(10)	(7)	(8)	(8)
资产总计	6046	6653	6426	7044	7985	其他收入	(410)	(403)	(628)	(737)	(834)
短期借款及交易性金融负债	787	941	106	100	100	营业利润	364	314	516	754	1049
应付款项	242	209	260	270	304	营业外净收支	2	(11)	(3)	(4)	(6)
其他流动负债	459	354	513	556	668	利润总额	367	303	513	750	1043
流动负债合计	1489	1504	880	926	1072	所得税费用	(25)	7	62	90	125
长期借款及应付债券	1311	855	855	855	855	少数股东损益	115	0	1	1	2
其他长期负债	113	124	135	141	151	归属于母公司净利润	277	295	451	659	916
长期负债合计	1424	978	989	996	1006	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2913	2482	1869	1922	2078	净利润	277	295	451	659	916
少数股东权益	98	(9)	(9)	(8)	(6)	资产减值准备	2	6	2	1	(0)
股东权益	3036	4180	4565	5129	5913	折旧摊销	176	213	137	152	162
负债和股东权益总计	6046	6653	6426	7044	7985	公允价值变动损失	6	10	7	8	8
						财务费用	43	23	44	36	26
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(964)	(270)	(64)	(229)	(189)
每股收益	0.26	0.26	0.40	0.59	0.82	其它	11	(6)	(1)	0	1
每股红利	0.23	0.04	0.06	0.09	0.12	经营活动现金流	(493)	248	531	591	899
每股净资产	2.82	3.75	4.10	4.60	5.31	资本开支	0	(20)	(300)	(200)	(100)
ROIC	4.25%	6.82%	6%	11%	16%	其它投资现金流	0	(160)	0	0	0
ROE	9.12%	7.06%	10%	13%	15%	投资活动现金流	64	(127)	(300)	(200)	(100)
毛利率	70%	71%	73%	76%	78%	权益性融资	17	794	0	0	0
EBIT Margin	5%	9%	9%	14%	17%	负债净变化	859	(457)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	15%	13%	17%	20%	支付股利、利息	(247)	(43)	(65)	(95)	(132)
收入增长	9%	11%	20%	23%	19%	其它融资现金流	(611)	478	(835)	(6)	0
净利润增长率	-20%	7%	53%	46%	39%	融资活动现金流	629	273	(900)	(102)	(132)
资产负债率	50%	37%	29%	27%	26%	现金净变动	200	393	(669)	289	667
股息率	0.7%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	575	775	1169	500	789
P/E	117.3	114.1	74.7	51.1	36.7	货币资金的期末余额	775	1169	500	789	1456
P/B	10.7	8.1	7.4	6.6	5.7	企业自由现金流	0	210	100	319	751
EV/EBITDA	109.2	71.3	69.9	42.9	30.8	权益自由现金流	0	231	(774)	281	729

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032