



## 买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：30.24

### 证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

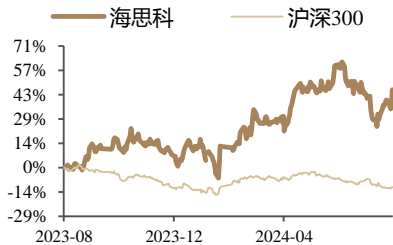
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

李霖阳

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(%)	1.82	-9.13	-2.99
相对涨幅(%)	6.27	-3.75	6.05

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《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》，2024.4.22
- 《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)：业绩稳健，有望进入创新兑现爆发期

## 投资要点

- 业绩符合预期。**公司发布2024年中报，上半年营业收入16.87亿元，同比上升23.14%，归母净利润1.65亿元，同比上升119.4%，扣非归母净利润7578万元，同比增长2.53%；第二季度，单季度收入9.35亿元，同比上升25.26%；单季度归母净利润7276.07万元，同比上升57.06%。本次利润分配预案为每10股派发现金红利1.45元(含税)。
- 扣非差异受一过性因素影响，公司经营改善：**1) 计入当期的政府补助约7500万；2) 利鲁唑口服膜终止许可合作，停止开发及全额计提资产减值准备5345万；3) 海保人寿保险权益变动亏损约4300万。主要损益为一过性影响，公司经营较去年有所改善，2024H1销售费用率35%(去年全年35.78%)，研发费用率12.73%(去年全年15.4%)。
- 环泊酚国内增长稳健：**根据公司报表，麻醉产品上半年收入5.17亿元，占收入比重超30%，同比增长51%。2023年11月环泊酚再次通过国家医保谈判，将全部适应症纳入医保，截止2024年6月30日，环泊酚已覆盖超2,500家医院，据医药魔方放大数据显示，截止2024年5月，环泊酚在静脉麻醉市场份额已达21.51%。国内方面，儿科适应症的注册性临床研究正在按计划开展中；美国方面，“全麻诱导”适应症的III期临床工作也在顺利推进中，2024年1月公司在美国及欧洲开展的第三项III期临床试验正在顺利推进中，我们预计有望明年在美国递交上市申请。
- 开启第二增长阶段，管线丰富，迎来收获期：**
  - 镇痛药物安瑞克芬注射液 HSK21542：**术后镇痛适应症已于2023年10月申报NDA；“慢性肾脏疾病相关性瘙痒”的已完成PNDA沟通交流会议，并于2024年6月纳入优先审评，下半年将积极推进上市前的内外部融动计划，建立完善上市筹备体系。
  - 神经痛治疗药物思美宁® (HSK16149)：**于2024年5月获批，为中国首个获批“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛”(DPNP)适应症的1类新药；带状疱疹后神经痛适应症也于2024年6月获批。思美宁能显著缓解DPNP患者和PHN患者的疼痛程度，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。思美宁上市40天就实现销售约400万元，体现了临床巨大的未满足需求。
  - 超长效降糖药物考格列汀片(倍长平、HSK7653)：**已于2024年6月获批，为全球首个双周口服超长效二肽基肽酶抑制剂(DPP-4i)；
  - 呼吸系统药物(DPP1、HSK31858片)：**“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内已完成临床II期研究，临床III期试验准备中；新增“支气管哮喘”和“慢性阻塞性肺疾病”两项适应症已于2024年4月获批临床。2023年11月将大中华区(包括港澳台)以外的权益授权给Chiesi集团，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。
  - HSK31679片(THRβ)：**成人原发性高胆固醇血症”已完成临床II期研究，“非酒精性脂肪性肝炎”临床II期也在顺利推进中。

- **营销团队进一步细化和整合，其中：**麻醉镇痛事业部以“环泊酚”为核心，进行麻醉和重症领域深度融合和建设；慢性病事业部以“思美宁”和“倍长平”两个创新药上市为抓手，深度耕耘内分泌和神经病理性疼痛领域；消化肝病事业部和综合产品事业部则分别聚焦“多烯”和“多拉”的特色产品组合，夯实海思科的基石领域。
- **盈利预测：**随着创新药新产品的上市，商业化将迎来新的增长动能。我们预计公司24-26年收入为39.1、49.9、66.2亿元，同比增长16.5%、27.7%、32.6%；24-26年归母净利润为4.07、7.61、11.7亿元，同比增长38%、86.9%、53.7%，我们预计公司今年催化众多，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**

总股本(百万股):	1,114.12
流通A股(百万股):	494.94
52周内股价区间(元):	19.49-33.65
总市值(百万元):	33,690.93
总资产(百万元):	6,459.32
每股净资产(元):	3.71

资料来源：公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,015	3,355	3,907	4,989	6,616
(+/-)YOY(%)	8.7%	11.3%	16.5%	27.7%	32.6%
净利润(百万元)	277	295	407	761	1,170
(+/-)YOY(%)	-19.7%	6.5%	38.0%	86.9%	53.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.25	0.26	0.37	0.68	1.05
毛利率(%)	69.5%	71.0%	72.8%	75.3%	77.8%
净资产收益率(%)	9.1%	7.1%	9.1%	14.5%	18.2%

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 2024H1 收入拆分

单位：元

	本报告期		上年同期		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	1,686,644,106.03	100%	1,369,698,088.21	100%	23.14%
分行业					
医药行业	1,673,150,601.57	99.20%	1,360,583,318.54	99.33%	22.97%
其他业务	13,493,504.46	0.80%	9,114,769.67	0.67%	48.04%
分产品					
肠外营养系	256,683,503.66	15.22%	277,443,433.40	20.26%	-7.48%
肿瘤止吐	136,040,511.80	8.07%	67,553,855.10	4.93%	101.38%
麻醉产品	517,198,642.10	30.66%	342,656,667.79	25.02%	50.94%
其他适应症	282,150,206.20	16.73%	302,289,236.01	22.07%	-6.66%
原料药	317,029,880.69	18.80%	237,589,188.65	17.35%	33.44%
服务收入	164,047,857.12	9.73%	133,050,937.59	9.71%	23.30%
其他业务	13,493,504.46	0.80%	9,114,769.67	0.67%	48.04%

资料来源：公司 2024 年半年报、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	非气管插管的手术/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)						
		慢性肾病瘙痒 (中)						
		术后恶心呕吐 (中)						
HSK21542(po)		慢性瘙痒 (中)						
HSK7653	DPP-IV	II型糖尿病 (中)						
		糖尿病周围神经痛 (中)						
		带状疱疹后神经痛 (中)						
HSK16149	α2δ-1调节剂	辅助镇痛 (中)						
		中枢神经病理理性疼痛 (中)						
		纤维肌痛 (中)						
		B细胞淋巴瘤 (中)						
HSK29116	BTK-protac	B细胞淋巴瘤 (美)						
		非囊性纤维化支气管扩张症 (中)						
HSK31858	DPP1	支气管哮喘 (中)						
		慢性阻塞性肺疾病 (中)						
		成人原发性高胆固醇血症 (中)						
HSK31679	THRβ	非酒精性脂肪性肝炎 (中)						
		非小细胞肺癌 (中)						
HSK40118	EGFR-protac	非小细胞肺癌 (中)						
HSK36357	靶点暂未公布	神经病理理性疼痛 (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)						
HSK42360	靶点暂未公布	晚期实体瘤 (中)						
HSK39004	靶点暂未公布	慢性阻塞性肺疾病 (中)						
HSK44459	PDE4B	间质性肺疾病 (中)						

资料来源：公司 2024 年半年报、德邦研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.37	0.68	1.05
每股净资产	3.75	4.04	4.72	5.77
每股经营现金流	0.40	0.47	0.55	0.80
每股股利	0.20	0.14	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	85.74	82.70	44.25	28.78
P/B	6.17	7.49	6.41	5.24
P/S	10.04	8.62	6.75	5.09
EV/EBITDA	41.85	56.94	35.87	23.72
股息率%	0.9%	0.5%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	71.0%	72.8%	75.3%	77.8%
净利润率	8.8%	10.4%	15.3%	17.7%
净资产收益率	7.1%	9.1%	14.5%	18.2%
资产回报率	4.4%	6.2%	10.7%	14.4%
投资回报率	6.7%	7.0%	12.0%	16.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.3%	16.5%	27.7%	32.6%
EBIT 增长率	127.4%	12.5%	84.3%	52.0%
净利润增长率	6.5%	38.0%	86.9%	53.7%
偿债能力指标				
资产负债率	37.3%	31.7%	26.4%	21.1%
流动比率	1.8	2.0	2.3	2.8
速动比率	1.5	1.7	2.0	2.5
现金比率	0.8	0.8	1.0	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	81.9	79.3	75.8	74.5
存货周转天数	116.1	92.7	83.8	82.7
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.9
固定资产周转率	3.5	4.2	5.9	8.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	295	407	761	1,170
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	233	192	86	86
非经营收益	84	58	17	8
营运资金变动	-164	-139	-250	-378
经营活动现金流	450	519	615	887
资产	-387	-93	0	0
投资	0	0	0	0
其他	3	-3	0	0
投资活动现金流	-383	-96	0	0
债权募资	-288	-374	-300	-300
股权募资	794	2	0	0
其他	-178	-180	-17	-8
融资活动现金流	328	-552	-317	-308
现金净流量	393	-127	297	578

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 16 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,355	3,907	4,989	6,616
营业成本	972	1,062	1,232	1,470
毛利率%	71.0%	72.8%	75.3%	77.8%
营业税金及附加	51	51	65	86
营业税金率%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	1,200	1,367	1,746	2,315
营业费用率%	35.8%	35.0%	35.0%	35.0%
管理费用	321	391	449	595
管理费用率%	9.6%	10.0%	9.0%	9.0%
研发费用	517	547	698	926
研发费用率%	15.4%	14.0%	14.0%	14.0%
EBIT	409	460	848	1,289
财务费用	23	7	2	-12
财务费用率%	0.7%	0.2%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-10	-54	0	0
投资收益	-61	-39	0	0
营业利润	314	453	846	1,301
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	303	453	846	1,301
EBITDA	632	599	934	1,375
所得税	7	45	85	130
有效所得税率%	2.3%	10.0%	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	407	761	1,170

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,169	1,042	1,339	1,918
应收账款及应收票据	841	977	1,247	1,654
存货	281	265	308	367
其它流动资产	350	349	384	435
流动资产合计	2,641	2,633	3,278	4,373
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	1,220	1,220	1,220
非流动资产合计	4,012	3,936	3,850	3,764
资产总计	6,653	6,569	7,128	8,138
短期借款	100	100	100	100
应付票据及应付账款	209	206	240	286
预收账款	2	4	5	7
其它流动负债	1,193	1,000	1,064	1,155
流动负债合计	1,504	1,310	1,408	1,547
长期借款	855	655	355	55
其它长期负债	124	117	117	117
非流动负债合计	978	772	472	172
负债总计	2,482	2,082	1,880	1,719
实收资本	1,114	1,114	1,114	1,114
普通股股东权益	4,180	4,496	5,257	6,428
少数股东权益	-9	-9	-9	-9
负债和所有者权益合计	6,653	6,569	7,128	8,138

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。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 年新财富财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。

## 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。