

## 海思科 (002653.SZ)

## 麻醉产品销售同比增长 51%，两款创新药产品获批上市

优于大市

## 核心观点

麻醉产品销售同比增长 51%。2024H1，公司实现营收 16.87 亿元（同比+23.1%），归母净利润 1.65 亿元（同比+119.4%），扣非归母净利润 0.76 亿元（同比+2.5%）。分季度看，2024Q1/Q2 分别实现营收 7.52/9.35 亿元（同比+20.6%/+25.3%），归母净利润 0.92/0.73 亿元（同比+219.9%/+57.1%），扣非归母净利润 0.30/0.46 亿元（同比+14.3%/+9.4%）。

分产品看，麻醉产品实现销售收入 5.17 亿元（同比+50.9%），截止 2024 年 5 月，环泊酚在静脉麻醉市场份额已达 21.5%，超过丙泊酚、咪唑、右美、瑞马等同类产品连续两个月跃居市场份额第一的位置；环泊酚在美国开展的 2 项 Ph3 临床研究均已完成，未来将在美国申报 NDA；肠外营养系产品实现销售收入 2.57 亿元（同比-7.5%），毛利率 59.59%（同比-2.4pp）；肿瘤止吐和原料药（肝胆消化为主）产品分别实现销售收入 1.36/3.17 亿元，分别同比+101.4%/+33.4%，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。

两款创新药产品获批上市，临床管线进入收获期。公司神经病理性疼痛药物苯磺酸克利加巴林胶囊（商品名：思美宁）和 2 型糖尿病治疗药物考格列汀片（商品名：倍长平）于 2024 上半年获批上市。此外，镇痛药物思舒静（HSK21542 注射液）“腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA，目前处于上市审评阶段；“慢性肾脏疾病相关性瘙痒”适应症的已完成 pre-NDA 沟通交流会议，并于 2024 年 6 月纳入优先审评；呼吸系统药物（HSK31858 片）“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内已完成 Ph2 临床研究，Ph3 临床试验准备中。

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 2 项 Ph3 临床达到预设主要终点；思美宁及倍长平于上半年获批，HSK21542 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。我们维持此前的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.51/6.59/9.16 亿元，对应 PE 为 75/51/37x，维持“优于大市”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%	46.2%	39.0%
每股收益(元)	0.26	0.26	0.40	0.59	0.82
EBIT Margin	4.9%	8.8%	9.3%	13.8%	17.0%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	7.1%	9.9%	12.8%	15.5%
市盈率 (PE)	117.4	114.2	74.8	51.2	36.8
EV/EBITDA	109.3	71.4	70.0	43.1	30.9
市净率 (PB)	10.71	8.06	7.38	6.57	5.70

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  
S0980523050001  
证券分析师：马千里 010-88005445 cnmaqianli@guosen.com.cn  
S0980521070001

## 基础数据

投资评级 合理估值 优于大市(维持)  
收盘价 29.45 元  
总市值/流通市值 32811/14576 百万元  
52 周最高价/最低价 34.07/18.59 元  
近 3 个月日均成交额 98.18 百万元

## 市场走势



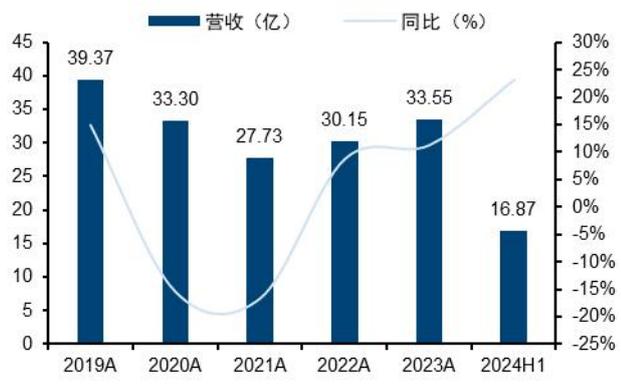
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《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》——2024-05-15

2024H1，公司实现营收 16.87 亿元（同比+23.1%），归母净利润 1.65 亿元（同比+119.4%），扣非归母净利润 0.76 亿元（同比+2.5%）。分季度看，2024Q1/Q2 分别实现营收 7.52/9.35 亿元（同比+20.6%/+25.3%），归母净利润 0.92/0.73 亿元（同比+219.9%/+57.1%），扣非归母净利润 0.30/0.46 亿元（同比+14.3%/+9.4%）。

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

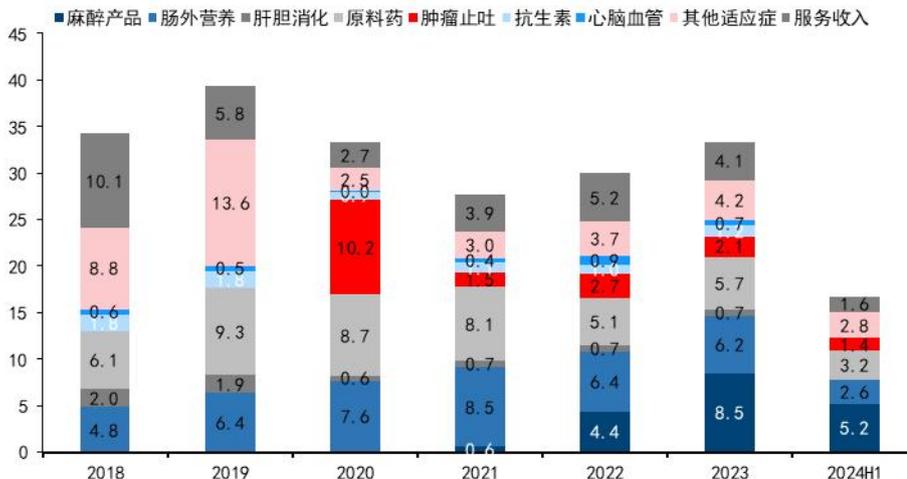
图4：海思科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



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 5.17 亿元（同比+50.9%），截止 2024 年 5 月，环泊酚在静脉麻醉市场份额已达 21.5%，超过丙泊酚、咪唑、右美、瑞马等同类产品连续两个月跃居市场份额第一的位置；目前，环泊酚在美国开展的 2 项 Ph3 临床研究均已完成，将在美国申报 NDA；肠外营养系产品实现销售收入 2.57 亿元（同比-7.5%），毛利率 59.59%（同比-2.4pp）；肿瘤止吐和原料药（肝胆消化产品为主）产品分别实现销售收入 1.36/3.17 亿元，分别同比 +101.4%/+33.4%，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

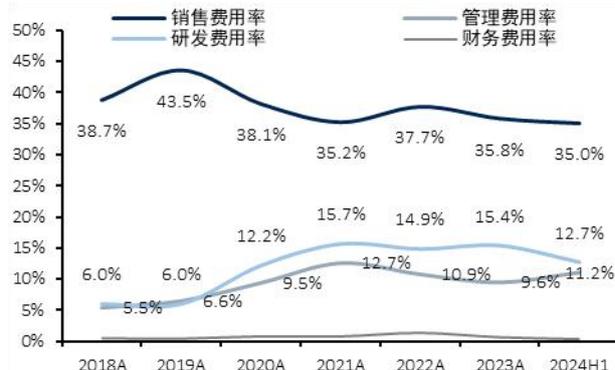
**毛利率稳中有升, 费用率改善。**2024H1, 公司实现毛利率 72.0% (同比+0.7pp), 预计主要由于毛利率较高的创新药产品营收占比提升; 销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.0%/11.2%/15.3%/1.1%, 分别同比-0.5pp/-1.8pp/-2.6pp/-0.7pp, 期间费用率整体为 59.3% (同比-5.5pp)。

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

**两款新产品上市, 临床管线进入收获期。**公司神经病理性疼痛药物苯磺酸克利加巴林胶囊 (商品名: 思美宁) 的两项适应症分别于 2024 年 5 月和 6 月获得药品注册证书, 是国内上市的首个“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛和带状疱疹后神经痛”治疗药物; 2 型糖尿病治疗药物考格列汀片 (商品名: 倍长平) 已于 2024 年 6 月获得“用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制”适应症的药品注册证书, 是全球首个超长效双周口服降糖药物。

此外, 镇痛药物思舒静 (HSK21542 注射液) “腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA, 目前处于上市审评阶段; “慢性肾脏疾病相关性瘙痒”适应症的已完成 PNDA 沟通交流会议, 并于 2024 年 6 月纳入优先审评, 新增“术后恶心呕吐”适应症已于 7 月申报 IND, 目前正在审评中。呼吸系统药物 (HSK31858 片) “非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内已完成 Ph2 临床研究, Ph3 临床试

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 月获得临床试验批准通知书。

图8：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	非气管插管的手术/操作中的镇静和麻醉 (中)	是	是	是	是	是	是
		全身麻醉诱导和维持 (中)	是	是	是	是	是	是
		ICU镇静 (中)	是	是	是	是	是	是
		全麻诱导 (美)	是	是	是	是	是	是
HSK21542(iv)	外周κ阿片受体 (KOR)	儿科适应症 (中)	是	是	是	是	是	是
		术后镇痛 (中)	是	是	是	是	是	是
		慢性背痛/痉挛 (中)	是	是	是	是	是	是
		术后恶心呕吐 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK21542(po)		慢性疼痛 (中)	是	是	是	是	是	
HSK7653	DPP-IV	II型糖尿病 (中)	是	是	是	是	是	是
		糖尿病周围神经痛 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK16149	α2δ-1调节剂	带状疱疹后神经痛 (中)	是	是	是	是	是	是
		辅助镇痛 (中)	是	是	是	是	是	是
		中枢神经病理性疼痛 (中)	是	是	是	是	是	是
		纤维肌痛 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK29116	BTK-protac	B细胞淋巴瘤 (中)	是	是	是	是	是	是
		B细胞淋巴瘤 (美)	是	是	是	是	是	是
HSK31858	DPP1	非囊性纤维化支气管扩张症 (中)	是	是	是	是	是	是
		支气管哮喘 (中)	是	是	是	是	是	是
		慢性阻塞性肺疾病 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK31679	THRβ	成人原发性高胆固醇血症 (中)	是	是	是	是	是	是
		非酒精性脂肪性肝炎 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK40118	EGFR-protac	非小细胞肺癌 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK36357	靶点暂未公布	神经病理性疼痛 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK39297	靶点暂未公布	原发性或继发性肾小球疾病 (中)	是	是	是	是	是	是
		溶血性疾病 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK39775	靶点暂未公布	晚期实体瘤 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK42360	靶点暂未公布	晚期实体瘤 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK39004	靶点暂未公布	慢性阻塞性肺疾病 (中)	是	是	是	是	是	是
HSK44459	PDE4B	间质性肺疾病 (中)	是	是	是	是	是	是

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 投资建议：维持“优于大市”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 2 项 Ph3 临床达到预设主要终点；思美宁及倍长平于上半年获批，HSK21542 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。我们维持此前的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.51/6.59/9.16 亿元，对应 PE 为 75/51/37x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司名称	股价 240820	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE	PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600276.SH	恒瑞医药	43.12	2751	43.02	54.60	64.67	78.05	67	50	43	35	10.6%	2.6
600079.SH	人福医药	19.47	318	21.34	23.30	26.91	30.92	19	14	12	10	12.5%	0.9
002262.SZ	恩华药业	26.24	267	10.37	12.32	14.80	17.82	26	22	18	15	16.1%	1.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测 注：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

### 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。

## 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	633	1034	1770	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	1477	1787	2126
<b>流动资产合计</b>	<b>2054</b>	<b>2641</b>	<b>2392</b>	<b>3081</b>	<b>4162</b>	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	46	39	31
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	92	62	42	资产减值及公允价值变动	(6)	(10)	(7)	(8)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>6046</b>	<b>6653</b>	<b>6519</b>	<b>7218</b>	<b>8209</b>	其他收入	(410)	(403)	(628)	(737)	(834)
短期借款及交易性金融负债	787	941	100	100	100	营业利润	364	314	516	754	1048
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	555	667	<b>利润总额</b>	<b>367</b>	<b>303</b>	<b>513</b>	<b>750</b>	<b>1042</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1489</b>	<b>1504</b>	<b>873</b>	<b>925</b>	<b>1072</b>	所得税费用	(25)	7	62	90	125
长期借款及应付债券	1311	855	955	1030	1080	少数股东损益	115	0	1	1	2
其他长期负债	113	124	135	141	151	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>277</b>	<b>295</b>	<b>451</b>	<b>659</b>	<b>916</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1424</b>	<b>978</b>	<b>1089</b>	<b>1171</b>	<b>1231</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2913</b>	<b>2482</b>	<b>1962</b>	<b>2097</b>	<b>2302</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6046</b>	<b>6653</b>	<b>6519</b>	<b>7218</b>	<b>8209</b>	公允价值变动损失	6	10	7	8	8
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	43	23	46	39	31
每股收益	0.26	0.26	0.40	0.59	0.82	营运资本变动	(964)	(270)	(64)	(229)	(189)
每股红利	0.23	0.04	0.06	0.09	0.12	其它	11	(6)	(1)	0	1
每股净资产	2.82	3.75	4.10	4.60	5.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>(493)</b>	<b>248</b>	<b>531</b>	<b>590</b>	<b>898</b>
ROIC	4.25%	6.82%	6%	11%	16%	资本开支	0	(20)	(300)	(200)	(100)
ROE	9.12%	7.06%	10%	13%	15%	其它投资现金流	0	(160)	0	0	0
毛利率	70%	71%	73%	76%	78%	<b>投资活动现金流</b>	<b>64</b>	<b>(127)</b>	<b>(260)</b>	<b>(170)</b>	<b>(80)</b>
EBIT Margin	5%	9%	9%	14%	17%	权益性融资	17	794	0	0	0
EBITDA Margin	11%	15%	13%	17%	20%	负债净变化	859	(457)	100	75	50
收入增长	9%	11%	20%	23%	19%	支付股利、利息	(247)	(43)	(65)	(95)	(132)
净利润增长率	-20%	7%	53%	46%	39%	其它融资现金流	(611)	478	(841)	0	0
资产负债率	50%	37%	30%	29%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>629</b>	<b>273</b>	<b>(806)</b>	<b>(20)</b>	<b>(82)</b>
股息率	0.7%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	<b>现金净变动</b>	<b>200</b>	<b>393</b>	<b>(535)</b>	<b>400</b>	<b>736</b>
P/E	117.4	114.2	74.8	51.2	36.8	货币资金的期初余额	575	775	1169	633	1034
P/B	10.7	8.1	7.4	6.6	5.7	货币资金的期末余额	775	1169	633	1034	1770
EV/EBITDA	109.3	71.4	70.0	43.1	30.9	企业自由现金流	0	210	101	321	755
						权益自由现金流	0	231	(680)	361	778

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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