

2024年09月13日

海思科 (002653.SZ)

买入 (首次覆盖)

——环泊酚快速增长，创新药管线持续丰富

证券分析师

刘闯

S1350524030002

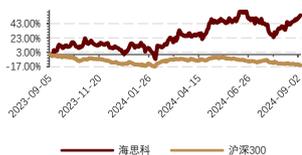
liuchuang@huayuanstock.com

李强

S1350524040001

Liqiang01@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- 公司事件:** 公司发布 2024 年半年报, 2024 上半年实现营业收入 16.9 亿元, 同比增长 23.1%, 实现归母净利润 1.6 亿元 (同比增长 119.4%); 24Q2, 实现营业收入 9.3 亿元, 同比增长 25.3%, 实现归母净利润 0.7 亿元 (同比增长 57.1%), 符合市场预期。
- 环泊酚快速增长, 带动公司整体营收稳健增长。** 分业务板块来看, 24H1, 麻醉产品线实现营收 5.2 亿元, 同比增长 50.9%, 原料药业务实现营收 3.2 亿元, 同比增长 33.4%, 肠外营养产品线实现营收 2.6 亿元, 同比下滑 7.5%, 其他适应症实现营收 2.8 亿元, 同比下滑 6.7% 等, 依托公司核心麻醉产品环泊酚的快速放量, 24 上半年带动公司整体营收实现较快增长。毛利率方面, 24H1 公司整体毛利率为 71.9%, 23 年同期为 71.3%; 费用率方面, 2024 上半年, 公司销售、管理和研发费用率分别为 35.0%、11.2% 和 12.7%, 23 年同期分别为 35.5%、13.0% 和 15.3%。净利率方面, 24H1 公司净利率达到 9.7%, 去年同期为 5.2%。
- 创新药快速放量, 仿制药板块企稳。** 环泊酚为公司自主研发的 1 类静脉麻醉药物, 于 2023 年 11 月再次通过国家医保谈判, 将全部适应症纳入《国家医保药品目录 (2023 版)》, 截止 24H1, 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%, 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。“海思科国际”在美国开展的麻醉药 HSK3486 (环泊酚注射液) 的 2 项 III 期临床试验均已完成, 预计将在美国申报 NDA。
- 创新药在研管线持续丰富, 长期稳健增长可期。** 上市品种方面: 2024 年, 1 类新药第三代中枢神经系统钙离子通道调节剂克利加巴林 (糖尿病周围神经痛和带状疱疹后神经痛适应症) 获批上市, 1.1 类创新药双周口服超长效二肽基肽酶抑制剂考格列汀 (降糖适应症) 获批上市。在研品种方面: 截止 2024H1, 进入临床阶段的 1 类创新药有 16 个: 1) 环泊酚: 中国儿科适应症正在开展注册性临床研究; 美国“全麻诱导”适应症 III 期临床推进中; 2) 镇痛药物 HSK21542 “腹部手术后镇痛”适应症于 2023 年 10 月申报 NDA, “慢性肾脏疾病相关性瘙痒”适应症于 2024 年 6 月纳入优先审评; 3) HSK21542 口服制剂正在开展“慢性瘙痒”适应症 II 期临床; 4) 克利加巴林: “辅助镇痛”适应症于 2024 年 6 月递交 EOP2 沟通交流申请, 待 CDE 反馈; “中枢神经病理性疼痛”已经启动 III 期临床研究等等。
- 盈利预测与估值。** 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 4.2、5.8、7.9 亿元, 同比增长率分别为 42.1%、37.3%、37.5%, 当前股价对应的 PE 分别为 87、64、46 倍。选取恒瑞医药、信立泰、科伦药业作为可比公司, 考虑到环泊酚正在高速增长且未来市场空间较大, 在研创新药不断丰富, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 研发不及预期风险; 销售不及预期风险; 行业政策风险等。

股价数据: 2024年9月13日

收盘价 (元)	32.92
年内最高/最低 (元)	34.07/24.96
总市值 (亿元)	367

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3,015	3,355	4,037	4,889	5,918
同比增长率 (%)	8.7%	11.3%	20.3%	21.1%	21.1%
毛利率 (%)	69.5%	71.0%	71.2%	71.4%	72.0%
归母净利润 (百万元)	277	295	419	576	792
同比增长率 (%)	-19.7%	6.5%	42.1%	37.3%	37.5%
每股收益 (元/股)	0.26	0.27	0.38	0.52	0.71
ROE (%)	9.1%	7.1%	9.4%	12.0%	15.0%
市盈率	85.58	85.74	87.48	63.72	46.33

损益表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,773	3,015	3,355	4,037	4,889	5,918
%增长率	-16.7%	8.7%	11.3%	20.3%	21.1%	21.1%
营业成本	943	919	972	1,161	1,401	1,658
%销售收入	34.0%	30.5%	29.0%	28.8%	28.7%	28.0%
毛利	1,830	2,096	2,383	2,876	3,488	4,260
%销售收入	66.0%	69.5%	71.0%	71.2%	71.4%	72.0%
税金及附加	26	36	51	61	73	89
%销售收入	0.9%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	976	1,136	1,200	1,433	1,701	2,042
%销售收入	35.2%	37.7%	35.8%	35.5%	34.8%	34.5%
管理费用	352	328	321	424	484	562
%销售收入	12.7%	10.9%	9.6%	10.5%	9.9%	9.5%
研发费用	434	448	517	626	758	899
%销售收入	15.7%	14.9%	15.4%	15.5%	15.5%	15.2%
财务费用	23	43	23	0	0	0
%销售收入	0.8%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	115	180	409	430	590	811
%销售收入	4.1%	6.0%	12.2%	10.6%	12.1%	13.7%
其他收益	77	36	115	61	73	89
投资收益	421	228	-61	40	49	59
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	1	-1	0	0	0
资产减值损失	-3	-6	-10	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	-1
营业利润	512	364	314	433	594	815
%增长率	-26.7%	-28.9%	-14.0%	38.2%	37.0%	37.3%
营业外收支	-2	2	-11	-4	-4	-4
利润总额	511	367	303	430	590	811
%增长率	-25.92%	-28.2%	-17.5%	42.1%	37.3%	37.5%
所得税	-7	-25	7	10	14	19
所得税率	-1.3%	-6.8%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
合并报表的净利润	518	392	296	420	576	793
少数股东损益	173	115	0	1	1	1
归属于母公司股东的净利润	345	277	295	419	576	792
净利率	12.4%	9.2%	8.8%	10.4%	11.8%	13.4%

资料来源: wind, 华源证券研究

资产负债表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	575	775	1,169	1,684	1,975	2,361
应收票据	10	15	41	22	27	33
应收账款	518	728	799	953	1,154	1,397
其他应收款	79	47	47	56	68	82
存货	260	346	281	323	389	461
其他流动资产	106	143	303	323	356	392
流动资产	1,548	2,054	2,641	3,361	3,970	4,726
长期股权投资	249	185	132	132	132	132
固定资产	1,028	964	970	894	817	740
在建工程	89	98	6	5	5	4
无形资产	682	708	751	721	691	661
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,409	2,039	2,152	1,688	1,683	1,678
非流动资产	3,457	3,994	4,012	3,441	3,329	3,216
资产总计	5,005	6,048	6,653	6,802	7,299	7,942
短期借款	452	485	100	100	100	100
应付票据	0	0	0	0	0	0
应付账款	301	242	209	258	311	368
其他应付款	114	100	111	128	154	182
其他流动负债	651	662	1,084	899	962	1,032
流动负债	1,518	1,489	1,504	1,385	1,527	1,683
长期借款	452	1,311	855	855	855	855
应付债券	0	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	115	114	124	117	117	117
负债	2,085	2,914	2,482	2,357	2,499	2,655
股本	1,077	1,076	1,114	1,114	1,114	1,114
资本公积	98	101	853	855	855	855
其他综合收益	-33	60	-15	-9	-9	-9
归母所有者权益	2,842	3,036	4,180	4,454	4,808	5,294
少数股东权益	78	98	-9	-9	-8	-7
所有者权益合计	2,920	3,133	4,171	4,445	4,800	5,288
负债股东权益合计	5,005	6,048	6,653	6,802	7,299	7,942

资料来源: wind, 华源证券研究

现金流量表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	345	277	295	419	576	792
少数股东损益	173	115	0	1	1	1
非现金支出	160	193	233	172	172	173
非经营收益	-396	-219	84	-18	-45	-55
营运资金变动	-245	-271	-164	-150	-175	-215
经营活动现金净流	36	95	450	424	529	696
资本开支	-703	-700	-387	340	-64	-64
投资	962	160	0	0	0	0
其他	23	0	3	77	49	59
投资活动现金净流	282	-540	-383	417	-15	-5
股权融资	89	31	794	2	0	0
债权融资	123	858	-288	-174	0	0
其他	-399	-265	-178	-155	-222	-305
筹资活动现金净流	-187	624	328	-328	-222	-305
现金净流量	124	196	393	515	292	386
期初现金	448	572	768	1,160	1,676	1,967
期末现金	572	768	1,160	1,676	1,967	2,353

资料来源: wind, 华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数