

海思科 (002653.SZ)

研发管线持续推进，创新转型成效显著

2024年12月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

刘艺（联系人）

yuruyi@kysec.cn

liuyi1@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790124070022

日期	2024/12/24
当前股价(元)	33.81
一年最高最低(元)	40.66/18.59
总市值(亿元)	378.64
流通市值(亿元)	180.37
总股本(亿股)	11.20
流通股本(亿股)	5.33
近3个月换手率(%)	57.94

● 研发管线持续推进，创新转型成效显著

公司以特色仿制药起家，现已转型为麻醉及镇痛、糖尿病及并发症、肿瘤、神经痛等领域的创新药企，目前有40多个品种为国内首家或独家仿制，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等。目前公司的商业化产品及进入临床阶段的1类新药共有13个，其中思舒宁®、思美宁®和倍长平®已实现商业化。随着公司各领域的创新管线不断落地，公司业绩有望迎来新一轮提升。我们预测2024-2026年归母净利润为5.98/7.28/9.72亿元，对应EPS为0.53/0.65/0.87元，当前股价对应PE分别为63.3/52.0/38.9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 发掘麻醉镇痛业务潜力，产品商业化可期

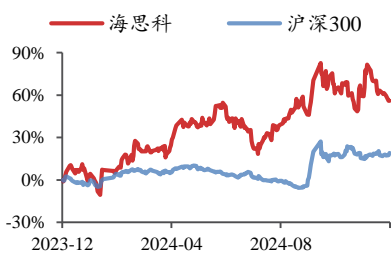
公司持续在麻醉镇痛领域发力，核心产品环泊酚是1类静脉麻醉药物，于2020年12月获批，2023年环泊酚销售额达8.5亿元，目前产品全部适应症均进入国家医保；HSK21542是公司研发的κ受体激动剂，用于急慢性疼痛、瘙痒的治疗。目前该药的“腹部手术后镇痛”适应症已于2023年10月申报NDA，适应症“成人维持性血液透析患者的慢性肾脏疾病相关的中度至重度瘙痒”也于2024年9月获上市许可受理；HSK16149已于2024年5月获批，是目前国内首个获批成人糖尿病性周围神经病理性疼痛的化药1类创新药。此外，HSK16149还于2024年7月获批新适应症带状疱疹后神经痛，进一步丰富镇痛领域布局。

● 在研管线多元化布局，创新转型成长可期

公司继续加大创新药研发力度，深度布局围手术期用药、肿瘤、代谢性疾病、自身免疫疾病和呼吸系统疾病等治疗领域。HSK7653已于2024年6月获批，用于改善成人2型糖尿病患者的血糖控制，是唯一的两周一口服制剂。呼吸系统疾病领域中，非囊性支气管扩张治疗药物HSK31858片积极推进“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症的II期临床研究。通过覆盖药物从早期研发到商业化阶段全产业链的技术平台，公司已建立了丰富的产品组合，创新转型成长可期。

● 风险提示：行业政策变化风险、新药研发风险、销售不及预期风险等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,015	3,355	4,383	5,492	7,025
YOY(%)	8.7	11.3	30.6	25.3	27.9
归母净利润(百万元)	277	295	598	728	972
YOY(%)	-19.7	6.5	102.5	21.9	33.5
毛利率(%)	69.5	71.0	71.6	73.9	75.7
净利率(%)	9.2	8.8	13.6	13.3	13.8
ROE(%)	12.5	7.1	15.0	16.9	18.2
EPS(摊薄/元)	0.25	0.26	0.53	0.65	0.87
P/E(倍)	136.6	128.3	63.3	52.0	38.9
P/B(倍)	12.5	9.1	8.3	7.5	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、海思科：历时 20 余年，从特色仿制到创新驱动.....	
1.1、公司股权结构清晰稳定，高管团队经验丰富.....	
1.2、公司业绩企稳回升，麻醉业务贡献主要收入.....	
1.3、集采产品贡献稳定收入，仿制转型创新成效显著.....	
2、发掘麻醉镇痛业务潜力，产品商业化可期.....	1
2.1、环泊酚（HSK3486）：安全性更高的全麻镇静产品，适应症广泛.....	1
2.2、HSK16149：填补神经痛治疗药物蓝海市场.....	1
2.3、HSK21542：阿片类镇痛药有望贡献收入增量.....	2
2.4、HSK7653：糖尿病药物市场广阔，超长效 DPP-4 疗效显著.....	2
3、在研管线多元化布局，创新转型成长可期.....	3
4、盈利预测与投资建议.....	3
4.1、关键假设.....	3
4.2、盈利预测及估值.....	3
5、风险提示.....	3
附：财务预测摘要.....	3

## 图表目录

图 1：历时 20 余年发展，公司从特色仿制到创新转型.....	
图 2：公司股权结构稳定，子公司协同发展.....	
图 3：2023 年环泊酚成为公司最大销售额的品种（百万元）.....	
图 4：公司营业收入已呈现回暖趋势.....	
图 5：公司归母净利润已呈现回暖趋势.....	
图 6：公司麻醉产品、肠外营养产品贡献主要收入（百万元）.....	
图 7：公司毛利率相对稳定，净利率企稳回升.....	
图 8：公司各项费用管控合理.....	
图 9：公司集采产品贡献公司稳定收入（百万元）.....	1
图 10：麻醉类药物类别明确，种类丰富.....	1
图 11：麻醉阻断神经冲动传导进而抑制中枢神经系统.....	1
图 12：全身麻醉药为主要麻醉药类型（2022 年全球）.....	1
图 13：全身麻醉药为主要麻醉药类型（2022 年全国）.....	1
图 14：中国全身麻醉剂市场规模逐年提升.....	1
图 15：七氟烷和丙泊酚占据较大全身麻醉药物市场份额.....	1
图 16：环泊酚相对丙泊酚起效时长更长.....	1
图 17：环泊酚麻醉诱导期间 BIS 值变化平稳.....	1
图 18：环泊酚在美国 III 期的临床试验数据较优.....	1
图 19：公司产品环泊酚销售额逐年增长（百万元）.....	1
图 20：普瑞巴林 2014 年全球销售峰值近 52 亿美元.....	2
图 21：中国疼痛管理药物市场规模有望呈上升态势.....	2
图 22：中国术后镇痛药物市场有望逐年提升.....	2
图 23：阿片类药物为主要镇痛药物（2022 年）.....	2
图 24：κ-阿片受体激动剂在 G 蛋白参与下协同调控钾离子流和钙离子流.....	2

图 25: HSK21542 的对标药物 CR845 (difelikefalin) 临床疗效优异	2
图 26: 国内获批糖尿病药物累计达到 219 种	2
图 27: 国内积极布局各个糖尿病药物研发靶点	2
图 28: HSK7653 临床效果显著优于安慰剂	3
图 29: PROTAC 分子在细胞内诱导目标蛋白泛素化, 进而被蛋白酶体识别并降解	3
图 30: HSK29116 与 Ibrutinib 相比具有更好的靶点选择性	3
图 31: EGFR-TKI 是 EGFR 突变 NSCLC 患者一线治疗的标准治疗	3
表 1: 公司高管团队专业能力突出, 行业经验丰富	
表 2: 公司产品丰富全面, 多为国内首家或独家仿制药	
表 3: 自国家第四批集采以来, 公司仿制药产品陆续进入集采	
表 4: 核心研发团队规模较大, 硕博比例较高	1
表 5: 公司在研管线布局丰富全面	1
表 6: 环泊酚六项适应症已被国家药监局获批	1
表 7: 我们预计 2028 年环泊酚销售收入有望达到 28 亿元	1
表 8: 环泊酚市场竞争格局较优, 剂型方面更具便利性	1
表 9: 全球全身麻醉在研药物较少, 且处在临床阶段	1
表 10: HSK16149 已经完成多项临床试验	1
表 11: 我们预计 HSK16149 的销售额有望持续增长	2
表 12: 公司已经完成多项 HSK21542 相关的临床试验	2
表 13: 尿毒症瘙痒症获批药物少, HSK21542 竞争格局好	2
表 14: 我们预计 HSK21542 获批后销售额有望迅速攀升	2
表 15: 糖尿病药物靶点众多, 疗效安全性各有差异	2
表 16: 国内多家企业布局 DPP-4 抑制剂, 竞争激烈	2
表 17: HSK7653 在国内在研 DPP-4 超长效抑制剂的研究数据中表现优异	2
表 18: 我们预计 HSK7653 销售额有望快速增长	3
表 19: 公司早期在研管线布局丰富, 创新成长可期	3
表 20: 公司积极布局 PROTAC 在研管线, 聚焦小分子药物市场	3
表 21: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	3
表 22: 与可比公司相比, 公司估值合理	3

## 1、海思科：历时 20 余年，从特色仿制到创新驱动

历时 20 余年发展，公司从特色仿制到创新转型。2000 年，海思科前身——成都博瑞医药科技开发有限公司成立，聚焦于以肠外营养注射液为代表的特色仿制药公司。2012 年，海思科药业集团在深圳证券交易所挂牌上市，组建创新药团队，针对成熟靶点研发药物。2020 年首个创新药环泊酚（商品名：思舒宁®）获批上市，创新研发再升级。根据 2023 年年报，公司研发中心现有人员 800 余人，科研工作涉及麻醉及镇痛、糖尿病及并发症、肿瘤、神经痛、肠外营养、心脑血管、消化以及呼吸等多个疾病领域。历时 20 余年，公司已由一家仿制药为主的企业转型为创新药企。随着公司各领域的创新管线地，公司业绩有望迎来新一轮提升。

图1：历时 20 余年发展，公司从特色仿制到创新转型

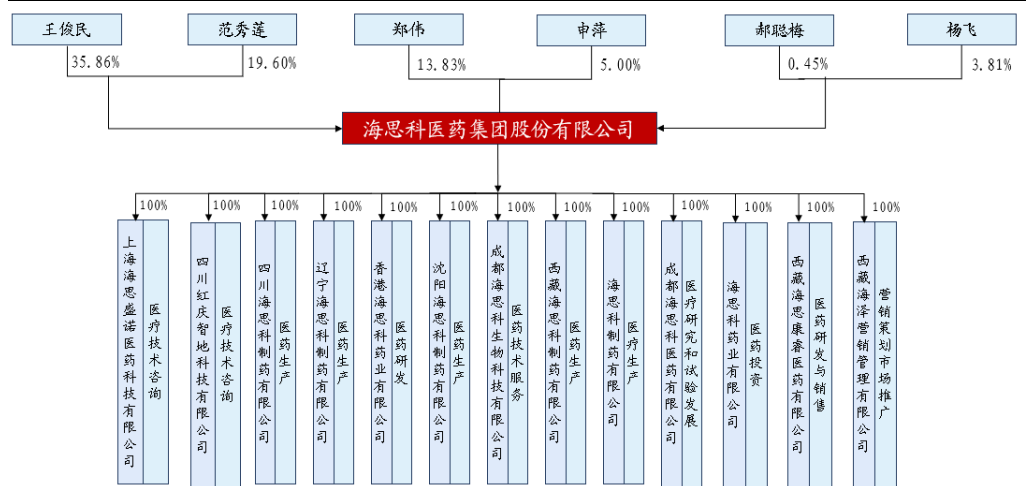


资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

### 1.1、公司股权结构清晰稳定，高管团队经验丰富

公司股权结构稳定，子公司协同发展。截至 2023 年年报，公司实际控制人王俊民持股 35.86%，实际控制人范秀莲和郑伟持股比例分别达到 19.60%和 13.83%，股权相对集中，管理层的治理结构较为稳定。海思科集团全资子公司包括四川海思科、辽宁海思科、成都海思科、西藏海思科等，核心子公司分工明确，业务分别涉及药物研发、生产和销售等业务，各子公司协同发展。



**图2：公司股权结构稳定，子公司协同发展**


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 注：数据截至2023年年报

**公司高管团队专业能力突出，行业经验丰富。**公司董事长王俊民与总经理范秀莲从业经验丰富，有较强的药企从业背景和商业化推广经验，在管理团队方面专业且高效；副总经理王萌曾在阿斯利康任职，专业技能过硬，具备较强的国际视野；副总经理严庞科博士曾担任江苏恒瑞医药有限公司药理毒理部部长，技术背景深厚。高管团队各尽其能，相互配合，共同为公司制定良好的发展方向和执行战略。

**表1：公司高管团队专业能力突出，行业经验丰富**

姓名	职务	简介
王俊民	董事长	男，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。王俊民先生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月起任海思科医药集团股份有限公司董事长。
范秀莲	董事；总经理	女，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。范秀莲女士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月起任海思科医药集团股份有限公司董事、总经理。
乐军	独立董事	男，1971年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历，经济学学士学位，注册会计师。曾任四川会计师事务所项目经理、四川君和会计师事务所经理、瑞华会计师事务所四川分所高级经理、合伙人、中汇会计师事务所（特殊普通合伙）合伙人。2017年3月2023年4月，历任成都天奥电子股份有限公司独立董事。2020年5月起担任海思科医药集团股份有限公司独立董事。
曹传德	独立董事	男，1964年生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于长江商学院，硕士研究生学历。曹传德先生曾担任四川省机械工业厅处长、四川轻型客车公司总经理、中国科健股份有限公司副总经理、四川申蓉汽车销售公司总经理、力盛云动（上海）体育科技股份有限公司董事。现任成都格睿德投资有限公司/拉萨市利睿德创业投资有限公司董事长，海南谊盛企业管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，上海言几又品牌管理有限公司/成都市新津佰联安小额贷款有限公司/深圳市科健营销有限公司董事。
岳琳	独立董事	女，1972年生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于四川大学管理学院管理科学与工程专业，管理学硕士学位。1993年至1998年，任职于国家医药管理局四川抗菌素工业研究所，先后从事药品研发、生产、销售管理工作；2001年至今，任职于四川大学华西公共卫生学院卫生管理教研室，担任了本科和硕士研究生多门课程讲授。
孙涛	监事会主席	男，1983年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于西南交通大学，硕士研究生学历。孙涛先生曾担任成都全友家私有限公司流程与信息化中心副科长、中兴通讯股份有限公司合同履行部计划

姓名	职务	简介
		主管、深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司制造运营管理部资深流程管理与优化师，现任海思科医药集团股份有限公司运营总监、监事。
鲜春艳	监事	女，1979年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于四川工业学院，本科学历。鲜春艳女士曾先后任职于成都科力电子研究所、四川红阳信息技术有限公司，历任销售助理、销售专员、区域经理。现任海思科医药集团股份有限公司客服综合部经理和营销管理与支持部副总监。
梁媛	监事	女，1976年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于陕西科技大学，本科学历。梁媛女士曾先后担任深圳市银捷实业有限公司行政专员、成都东方雷神标准电器有限公司营销部副部长、成都金亚电子科技集团有限公司营销中心主任、办公室主任、行政人力经理及总裁助理，现任海思科医药集团股份有限公司行政总监、监事。
王萌	副总经理；董秘	男，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。王萌先生曾担任阿斯利康（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月加入海思科医药集团股份有限公司，历任证券事务代表等职务，现任海思科医药集团股份有限公司副总经理兼董事会秘书。
段鹏	财务总监	男，1975年出生，中国国籍，本科学历。段鹏先生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，现任海思科医药集团股份有限公司财务总监。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**公司已上市产品丰富，多为国内首家或独家仿制药品。**公司拥有覆盖麻醉产品、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的产品布局，现有43个品种多为国内首家或独家仿制，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。其中，甲磺酸多拉司琼注射液、多烯磷脂酰胆碱注射液为公司独家品种。截止2023年末，多拉司琼注射液已覆盖超过1100家医院；多烯磷脂酰胆碱注射液已覆盖医院终端超5000家。

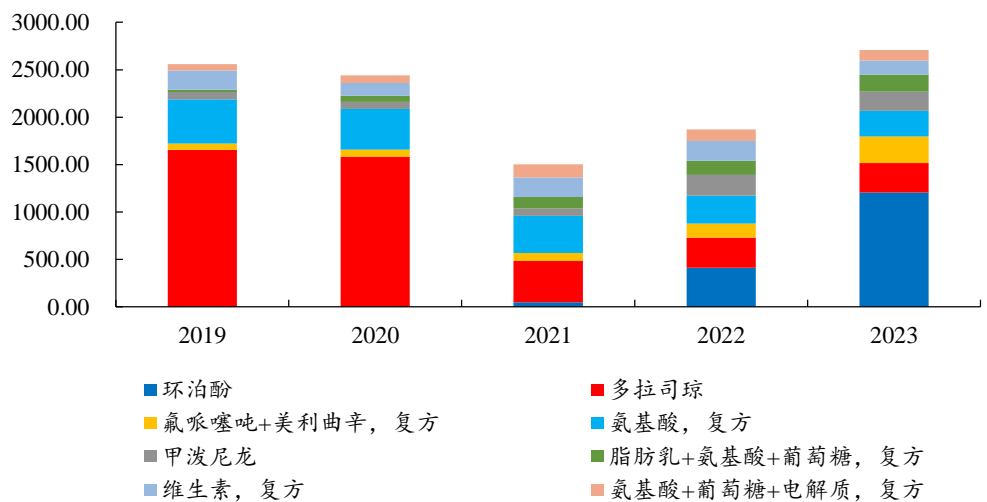
**表2: 公司产品丰富全面, 多为国内首家或独家仿制药品**

产品通用名称	适应症	是否医保	是否集采/集采轮次	是否基药
环泊酚	镇静,麻醉诱导	是	否	否
多拉司琼 (独家品种)	手术后恶心呕吐,放/化疗引起的恶心和呕吐,预防,手术后 恶心呕吐,预防	是	否	否
多烯磷脂酰胆碱 (独家品种)	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	是	否	否
氟哌噻吨+美利曲 辛, 复方	焦虑症,抑郁症	是	第七批国采(2022年7月)	否
氨基酸, 复方	肠外营养、低蛋白血症,氨基酸缺乏、低蛋白血症,补充氨 基酸	是	否	否
甲泼尼龙	系统性自身免疫病,激素代谢紊乱,神经系统疾病,消化系 统疾病,皮肤病,器官移植排斥,过敏反应,呼吸道疾病,弥漫 性结缔组织病	是	第七批国采(2022年7月)	是
脂肪乳+氨基酸+葡 萄糖, 复方	补充营养、肠外营养	是	第五批国采(2021年6月)	是
维生素, 复方	维生素缺乏症	否	否	否
氨基酸+葡萄糖+电 解质, 复方	肠外营养,静脉营养	否	否	否

资料来源: PDB、公司公告、开源证券研究所

**2023年环泊酚成为公司最大销售额的品种。**根据PDB数据,2023年公司有8个品种破亿,涉及麻醉镇痛、精神神经、肠外营养以及自免等多个领域,其中环泊酚、多拉司琼、氟哌噻吨+美利曲辛等品种销售额排在前列,2021-2023年主要品种销售额稳步增长,由2021年的15.0亿元增长至2023年的27.1亿元,复合增长率达到34.3%。随着公司产品环泊酚和其他麻醉产品的陆续放量,公司主要产品销售额有望进一步提升。

**图3: 2023年环泊酚成为公司最大销售额的品种(百万元)**



数据来源: PDB、开源证券研究所

## 1.2、公司业绩企稳回升，麻醉业务贡献主要收入

公司营业收入和归母净利润已呈现回暖趋势。公司 2019 年营业收入达到 39.37 亿元，2020 年总体业绩受疫情影响有所下滑，收入为 33.30 亿元，实现净利润 6.37 亿元，同比增长 28.90%，主要是由于本期公司转让控股子公司成都赛拉诺医疗科技有限公司股权获得约 2.7 亿元收益所致。2021 年受重磅产品注射用甲磺酸多拉司琼（肿瘤止吐）因谈大幅降价的显著影响，公司营业收入和净利润下滑明显，分别为 27.73 亿元和 3.45 亿元。2022 年以来，公司业绩企稳回升，2023 年公司营业收入达到 33.55 亿元，同比增长 11%，归母净利润 2.95 亿元，同比增长 7%；2024Q1 公司收入达到 7.52 亿元，同比增长 21%，归母净利润 0.92 亿元，同比增长 220%。我们认为，随着公司仿制转型创新成效逐步显现，公司业绩有望进一步增长。

图4：公司营业收入已呈现回暖趋势

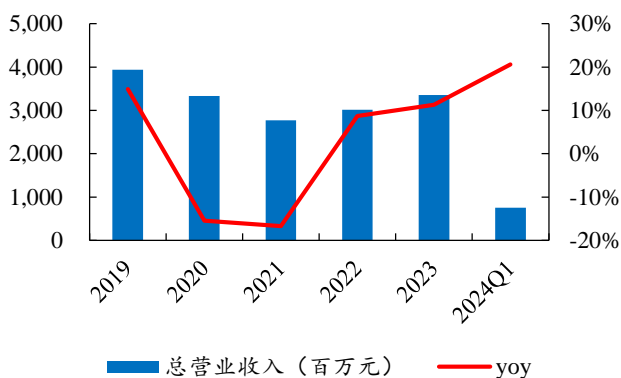
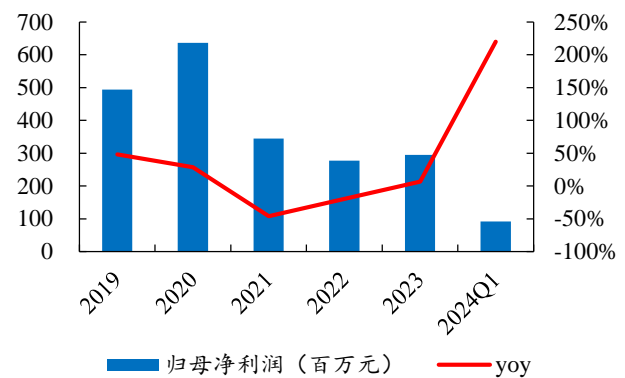


图5：公司归母净利润已呈现回暖趋势

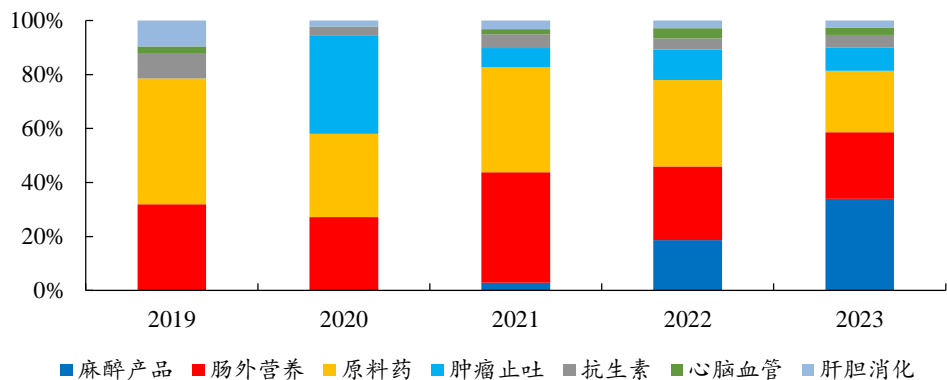


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司麻醉产品、肠外营养产品贡献主要收入。公司近五年麻醉产品收入占比稳步提升，由 2021 年的 6015 万元提升至 2023 年的 8.5 亿元，2023 年麻醉产品占比 25%。同时，肠外营养产品以及原料药贡献公司主要收入。2023 年公司肠外营养产品和原料药收入分别为 6.15 亿元和 5.70 亿元，收入占比分别达到 18%和 17%。随着后续环泊酚的进一步放量以及其他麻醉产品的获批上市，我们预计麻醉业务在公司收入占比中将会进一步提升。

图6：公司麻醉产品、肠外营养产品贡献主要收入（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率稳定，净利率企稳回升，费用管控合理。公司近 5 年毛利率相对保持稳定，2023 年公司毛利率为 71.02%，同比增加 1.51pct，2024Q1 毛利率达到 68.78%。



公司净利率企稳回升,2024Q1 公司净利率达到 12.06%。公司各项费用管控合理,2023 年总费用率达到了 61.44%, 同比下滑 0.03pct, 2024Q1 总费用率为 59.31%。公司销售费用率 2023 年为 35.78%, 同比下滑 1.9pct, 2024Q1 公司销售费用率为 35.61%。公司将进一步合理管控费用率以使公司业绩稳步提升。

图7: 公司毛利率相对稳定, 净利率企稳回升

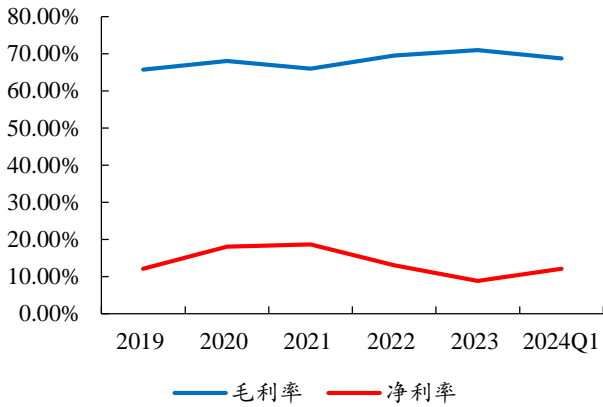
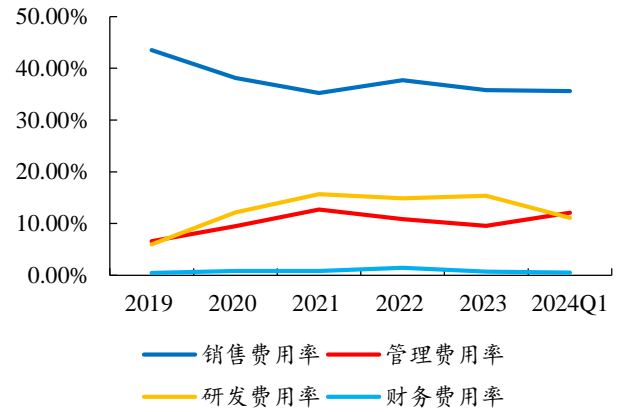


图8: 公司各项费用管控合理



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、集采产品贡献稳定收入, 仿制转型创新成效显著

自国家第四批集采以来, 公司仿制药产品陆续进入集采。第四批集采中, 恩曲他滨替诺福韦片、培哌普利叔丁胺片、盐酸普拉克索缓释片成功入围; 第五批集采目录产品脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液、盐酸帕洛诺司琼注射液、注射用艾司奥美拉唑钠全部成功中选; 2022年7月第七批国采的中标结果中, 注射用甲泼尼龙琥珀酸钠与氟哌噻吨美利曲辛片位列其中; 2023年11月, 国家第九批集采中选结果公布, 注射用醋酸卡泊芬净以132元(50mg\*1瓶/盒)的价格成功入选。

表3: 自国家第四批集采以来, 公司仿制药产品陆续进入集采

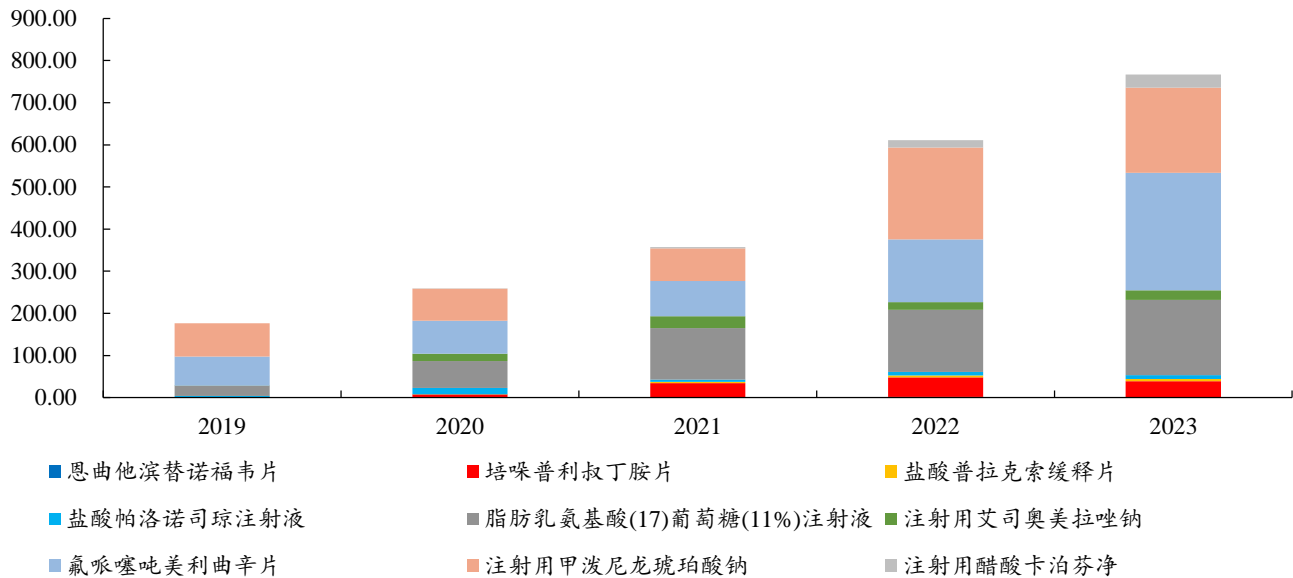
集采批次	药物名称	规格包装	拟中选价格 (元/盒、箱)	供应省企业
第四批	恩曲他滨替诺福韦片	恩曲他滨 200mg+富马酸替诺福韦二吡呋酯 300mg 10片/板*1板/袋 *1袋/盒	220	北京、吉林、福建、江西、山东、河南、湖北、海南、四川、青海
	培哌普利叔丁胺片	4mg 7片/板*3板/袋*1袋/盒	15.12	北京、天津、内蒙古、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、湖南、广东、贵州、陕西、甘肃、新疆(含兵团)
	盐酸普拉克索缓释片	0.375mg 7片/板*1板/盒	15.4	河北、辽宁、上海、河南、云南、甘肃、青海
第五批	盐酸帕洛诺司琼注射液	5ml:0.25mg 支/盒	17	北京、天津、福建、江西、西藏
	脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	1440ml:4袋/箱	306.8	北京、天津、河北、福建、江曲、广东、海南、云南、西藏、甘肃
	注射用艾司奥美拉唑钠	40mg 4瓶/盒	30.8	福建、重庆、青海

	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	40mg*4 瓶/盒	22.16	云南、上海、河北、广西、海南、西藏
		125mg*4 瓶/盒	53	广东、江苏、浙江、湖北、河北、北京、辽宁、天津、青海
第七批	氟哌噻吨 0.5 mg 和美利曲辛 10mg*7 片/板*4 板/盒		29.01	广东、上海、天津、湖北、四川、江西、重庆、辽宁、青海、宁夏、西藏
第九批	注射用醋酸卡泊芬净	50mg*1 瓶/盒	132	北京、河北、浙江、宁夏、新疆（含兵团）

资料来源：公司公告、公司官网、上海阳光医药采购网、开源证券研究所

**集采产品贡献公司稳定收入。**根据 PDB 数据，近年公司集采产品收入稳定增长，集采产品总收入由 2019 年的 1.76 亿元增长至 2023 年的 7.67 亿元，2019-2023 年 CAGR 达到 44.4%。其中，注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、氟哌噻吨美利曲辛片、脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液占比较大，2023 年销售额分别为 2.02 亿元、2.79 亿元、1.79 亿元。公司集采产品已经逐步形成产品集群，为公司贡献稳定收入，为公司转型为创新企业提供更多的现金流保障。

图9：公司集采产品贡献公司稳定收入（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

**核心研发团队规模较大，硕博比例较高。**目前公司已形成了管理科学、组织架构齐全的技术开发体系，研发中心已形成了以国际团队，海归博士，重点院校硕博优秀研究生为核心的科研团队。截至 2024 年半年报，公司研发中心现有人员 830 余人，硕士以上占比约 41%，其中新药化学部、生物团队等核心研发部门硕博比例高达 64%。

**表4: 核心研发团队规模较大, 硕博比例较高**

团队类别	人数	人员构成	工作内容
化学团队	100 余人	博士 16 人, 硕士及以上学历占比超过 73%。	基于先进的 Protac 和 PDC 平台, 设计合成发现 fast follow 和 best in class 类型的新型药物分子
生物团队	超百人	——	全面支持和快速推进海思科的临床前研发和转化医学研究工作
药学团队	230 余人	硕博学历 76 人	团队具备丰富的药学研究、开发和申报经验, 已完成公司数十个项目的研究和申报工作, 并成功获批上市
临床团队	300 余人	——	涵盖运营部、临床药理部、医学部、药扬娶戒部、数统部、协调部和质量部等部门, 满足自营、高效推进项目的需求

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**公司在研管线布局丰富全面。**截至 2024 年 7 月, 通过覆盖药物从早期研发到商业化阶段全产业链的技术平台, 公司已建立了丰富的产品组合。目前公司的商业化产品及进入临床阶段的 1 类新药共有 12 个。其中环泊酚已商业化; HSK16149 胶囊、HSK7653 片已经获批上市; HSK21542 注射液已完成 NDA 申报, 在研的筛选阶段项目 30 余项涉及肿瘤、呼吸、代谢、自身免疫和围手术期用药等领域。

**表5: 公司在研管线布局丰富全面**

序号	适应症	治疗领域	项目名称	项目进展
1	用于镇静及麻醉	镇痛药及麻醉科用药	环泊酚注射液	适应症“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”已获生产批件; “全麻诱导”适应症的美国 III 期临床工作顺利推进中; 关于儿科适应症的注册性临床试验方案也与 CDE 完成了沟通交流, 相关工作按计划开展中。
2	用于 2 型糖尿病治疗	内分泌系统	HSK7653	已于 2023 年 12 月完成了发补研究并递交相关资料, 发补审评中。
3	用于糖尿病周围神经病理性疼痛、带状疱疹后神经痛、辅助镇痛、中枢神经病理性疼痛、纤维肌痛。	神经系统疾病	HSK16149	适应症“糖尿病周围神经痛”的 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; 适应症“带状疱疹后神经痛”已于 2023 年 9 月申报 NDA, 审评中; “辅助镇痛”的临床 II 期于 2023 年 07 月完成; 新增适应症“中枢神经病理性疼痛”和“纤维肌痛”已获得临床试验通知书。
4	用于急慢性疼痛、瘙痒的治疗	镇痛药及麻醉科用药	HSK21542	“腹部手术后镇痛”适应症已申报 NDA, 审评中; “慢性肾病瘙痒”适应症临床 III 期中; 口服制剂-慢性瘙痒相关适应症进入 II 期临床研究中。
5	用于复发难治 B 细胞淋巴瘤的治疗	抗肿瘤	HSK29116	I 期临床试验中
6	用于非囊性纤维化支气管扩张症的治疗/支气管哮喘的治疗/COPD 的治疗	呼吸系统疾病及抗过敏	HSK31858	“非囊性纤维化支气管扩张症”II 期临床试验中; 新增适应症“支气管哮喘”和“COPD”已获得临床试验通知书。
7	用于成人原发性高胆固醇血症的治疗、NASH	循环系统和消化系统疾病	HSK31679	II 期临床试验中
8	用于神经病理性疼痛	神经系统疾病	HSK36357	I 期临床试验中

序号	适应症	治疗领域	项目名称	项目进展
	用于 EGFR 突变的晚期非小细胞肺癌的治疗			
9	用于 EGFR 突变的晚期非小细胞肺癌的治疗	抗肿瘤	HSK40118	I 期临床试验中
10	用于原发性或继发性肾小球疾病/溶血性疾病的	肾脏/泌尿系统和血液系统疾病	HSK39297	I 期临床试验中
11	用于晚期实体瘤的	抗肿瘤	HSK39775	I 期临床试验中

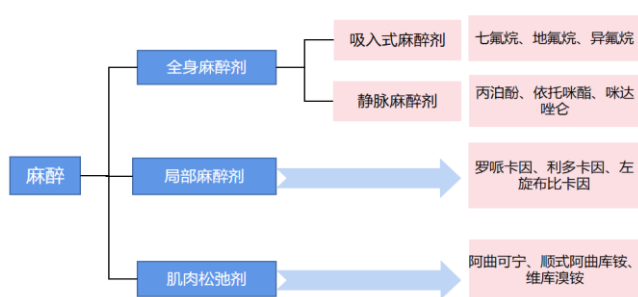
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、发掘麻醉镇痛业务潜力，产品商业化可期

### 2.1、环泊酚（HSK3486）：安全性更高的全麻镇静产品，适应症广泛

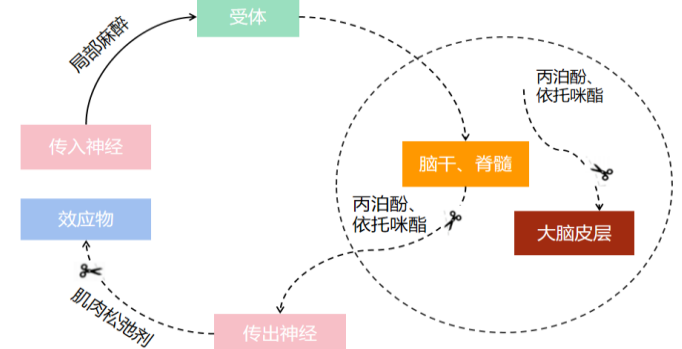
麻醉药物种类丰富，以全身麻醉剂为主。麻醉类药物一般分为全身麻醉剂、局部麻醉剂及肌肉松弛剂。全身麻醉剂在麻醉中发挥重要作用，其更安全或更舒适地让患者失去知觉，通常用于长时间手术或未经麻醉则引致剧烈痛楚的手术，指麻醉药经呼吸道吸入静脉或肌肉注射进入体内，产生中枢神经系统的暂时抑制，临床表现为神志消失，全身痛觉消失、遗忘、反射抑制和骨骼肌松弛。全麻根据给药方式分为吸入型和静脉注射全麻药；局部麻醉药是一类局部应用于神经末梢或神经干周围的药物，能暂时、完全和可逆性地阻断神经冲动的产生和传导，在意识清醒的条件下，使局部痛觉暂时消失。根据作用时效，分为短效的普鲁卡因、中效的利多卡因和长效的罗哌卡因；肌肉松弛常用药物有顺式阿曲库胺、阿曲库铵、罗库溴铵等。

图10：麻醉类药物类别明确，种类丰富



资料来源：Literature Review、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

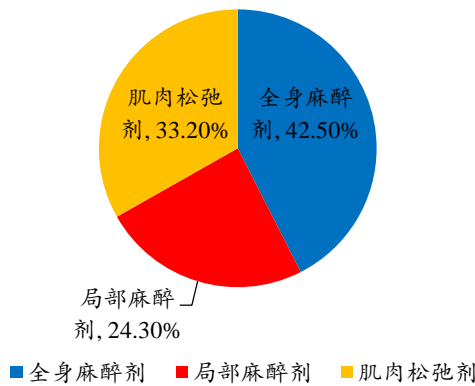
图11：麻醉阻断神经冲动传导进而抑制中枢神经系统



资料来源：Literature Review、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

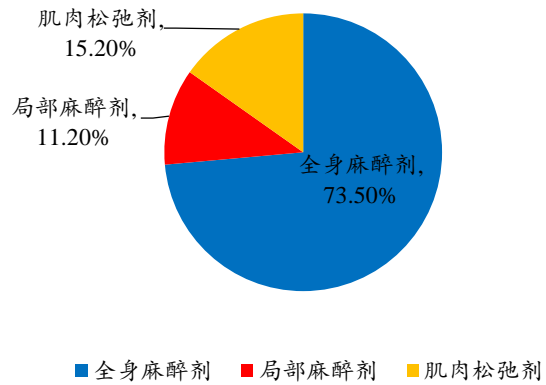
全身麻醉药物是麻醉药物的最大市场。根据弗若斯特沙利文数据，2022年，全身麻醉剂在全球及中国麻醉剂市场份额分别为42.5%及73.5%。此外，局部麻醉剂和肌肉松弛剂在国内麻醉剂市场占比为11.20%和15.20%。

图12: 全身麻醉药为主要麻醉药类型 (2022 年全球)



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

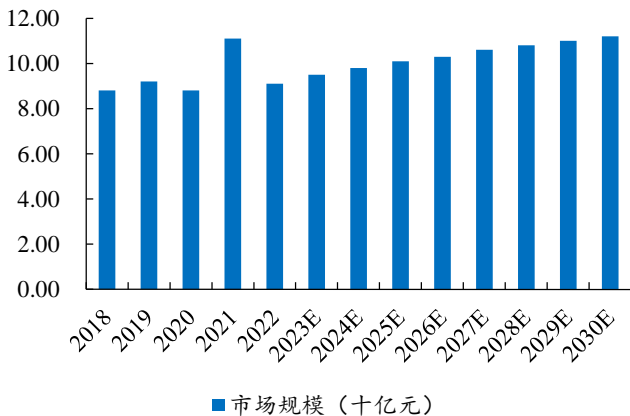
图13: 全身麻醉药为主要麻醉药类型 (2022 年全国)



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

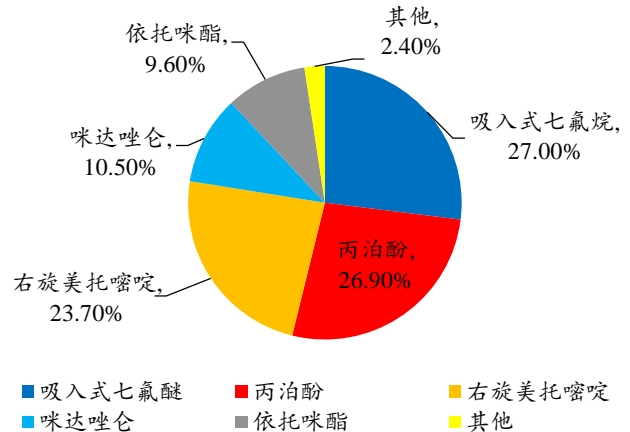
**全身麻醉剂收入体量逐年增大, 麻醉市场持续扩容。**根据弗若斯特沙利文数据, 2018 年至 2022 年, 中国全身麻醉剂市场规模由 88 亿元上升至 91 亿元, 复合增长率达到 0.8%, 预计 2023-2030 年中国全身麻醉剂市场规模将由 95 亿元上升至 112 亿元, 2023 年至 2030 年的复合年增长率为 2.4%。中国全身麻醉剂市场的主要市场参与者包括阿斯利康(AstraZeneca)、费森尤斯卡比(Fresenius Kabi)、江苏恒瑞、丸石以及恩华药业。据弗若斯特沙利文, 2022 年在全身麻醉药物中吸入式七氟烷占据最大市场份额, 占中国全身麻醉药物市场的 27.0%。

图14: 中国全身麻醉剂市场规模逐年提升



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图15: 七氟烷和丙泊酚占据较大全身麻醉药物市场份额



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

**环泊酚注射液公司具有自主知识产权的 1 类静脉麻醉药, 于 2020 年 12 月获批。**环泊酚注射液在 2021 年通过国家医保谈判进入新版目录。在 2023 年的国家医保谈判中, 思舒宁 2 个新适应症顺利进入医保, 截止 2023 年末, 思舒宁全部适应症均进入了国家医保目录。该产品上市 3 年, 获得国内临床高度认可, 市场份额已经达到同类市场的 Top5。该产品同时开启了国际化进程, 目前“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, 将在美国申报 NDA。截止 2023 年年报, 思舒宁已覆盖超过 2,000 家医院。医药魔方数据显示, 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, 且远超同期上市的同类其他创新药。

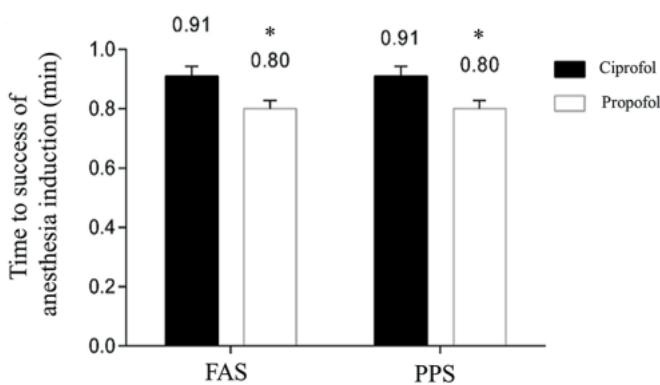


**表6：环泊酚六项适应症已被国家药监局获批**

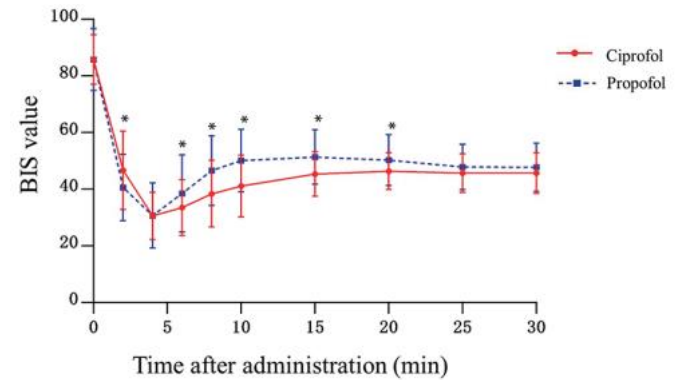
受理号	批准文号	获批时间	获批适应症	进入医保时间
CXHS1900020	国药准字 H20200013	2020/12/11	消化道内镜检查中的镇静	2021年
CXHS2000001	国药准字 H20210007	2021/2/2	全身麻醉诱导	2021年
CXHS2100003	/	2021/12/8	支气管镜检查中的镇静	2023年
CXHS2101025	国药准字 H20200013	2022/2/18	全身麻醉诱导和维持	2023年
CXHS2101054	国药准字 H20220017	2022/7/12	重症监护期间的镇静	2023年
CXHS2200006	国药准字 H20220026	2022/10/11	用于妇科门诊手术的镇静及麻醉	2023年

资料来源：国家药监局、开源证券研究所

**环泊酚与丙泊酚头对头比较优势显著。**与丙泊酚相比，在手术室外麻醉领域，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，发生率仅为丙泊酚 1/10，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；在手术室内麻醉领域，环泊酚具有起效迅速、苏醒快速、镇静成功率 100%、维持期间 BIS 曲线更平稳、更少心血管不良事件、循环平稳、更少注射痛，提高患者舒适度、效价为丙泊酚 4-5 倍，更少用量，安全窗更宽、总体不良事件发生率更低等优点。

**图16：环泊酚相对丙泊酚起效时长更长**


数据来源：《Effects of ciprofol for the induction of general anesthiapatient scheduled for elective surgery compared to propofol: a phase3, multicenter, randomized, double-blind, comparative study》X Wang 等

**图17：环泊酚麻醉诱导期间 BIS 值变化平稳**


数据来源：《Effects of ciprofol for the induction of general anesthiapatient scheduled for elective surgery compared to propofol: a phase3, multicenter, randomized, double-blind, comparative study》X Wang 等

**公司积极推进环泊酚注射液的国际化进程。**目前“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,将在美国申报 NDA。环泊酚适应症麻醉诱导 (IGA) 的第一项美国 3 期临床试验 (NCT04711837) 已达到了预设主要终点,主要终点为麻醉诱导的成功率。在 2023 年 5 月 26 日公布的试验结果中,环泊酚麻醉诱导成功率为 97.0%,非劣效于丙泊酚 97.6%。目前环泊酚注射液第二个 3 期临床试验 (NCT05478174) 也已经顺利完成。

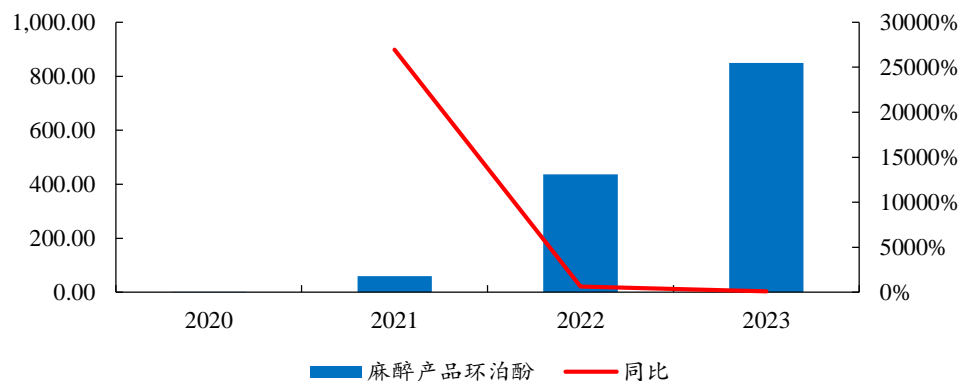
**图18：环泊酚在美国III期的临床试验数据较优**

	Difference of Proportions	HSK3486 (n = 168)	Propofol (n = 83)
Success of general anesthesia induction, n (%) <sup>*</sup>		163 (97.0)	81 (97.6)
Success rate of general anesthesia induction <sup>†</sup>			
Difference of proportions, %	-0.57		
95% CI, %	(-5.4 to 4.2)		
Failure to induce general anesthesia, n (%) <sup>‡</sup>		5 (3.0)	2 (2.4)

\*Considered successful if Modified Observer's Assessment of Alertness/Sedation score was 1 or less, 1 or fewer top-up doses was required, and no rescue drugs were used.  
<sup>†</sup>Differences in the success rate and CI are calculated using the Farrington-Manning method, with a noninferiority margin of -8%.  
<sup>‡</sup>Reasons for not successfully inducing general anesthesia were not necessarily mutually exclusive.

资料来源：《Comparison of the Efficacy of HSK3486 and Propofol for Induction of General Anesthesia in Adults: A Multicenter, Randomized, Double-blind, Controlled, Phase 3 Noninferiority Trial》Tong J. Gan 等

**公司产品环泊酚销售额逐年增长。**环泊酚注射液于2020年年底开始商业化销售，当年销售22万元。近年销售额逐步增长，由2021年的0.60亿元增长至2023年的8.50亿元，2021-2023年CAGR达到275.85%，2023年产品销售额同比增长94.35%。随着公司逐步加强入院推广销售，叠加环泊酚的差异化优势，我们预计产品销售额有望进一步提升。

**图19：公司产品环泊酚销售额逐年增长（百万元）**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**我们预计公司环泊酚销售额将进一步增长。**根据《2020中国消化内镜技术普查》数据，2019年全国共开展消化内镜诊疗3873万例，较2012年增长34.62%；根据华经情报网，2020年全国开展支气管镜检查达到384万次，据此预估消化内镜及纤维支气管镜检查销售额。柳叶刀文献表明，2017年我国麻醉病例达到5177万例，中华医学会估计全麻手术占比达到80%，据此预计全麻诱导和维持销售额。根据国家卫健委，2019年我国3000家抽样医院ICU收治病人达到211万人，据此估计ICU镇静适应症销售收入。2022年出生人口956万人，2023年出生人口902万人，据此估计2024-2028年妇科手术门诊镇静人次及销售收入。环泊酚的规格是50mg/支，当前医保后的价格为每支83元，预计后续每两年续约降价，根据2023年7月国家医保局发布的《谈判药品续约规则》，预计环泊酚降幅维持在10%左右，我们预计2028年环泊酚销售收入有望达到28亿元。

**表7：我们预计2028年环泊酚销售收入有望达到28亿元**

环泊酚	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
消化内镜台数(万例)	4557	4758	4972	5200	5445	5706	
无痛比例	17%	18%	19%	20%	21%	22%	
无痛消化内镜台数(万例)	774.7	856.4	944.6	1040.1	1143.4	1255.3	
中国支气管镜检查例数(万例)	511.6	562.8	619.1	681.0	749.1	824.0	
纤维支气管镜渗透率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
纤维支气管镜检查例数(万例)	255.8	281.4	309.5	340.5	374.5	412.0	
消化内镜及纤维支气管镜检查	环泊酚渗透率	18%	36%	42%	48%	48%	48%
环泊酚覆盖的检查例数(万例)	185.5	409.6	526.7	662.7	728.6	800.3	
平均每例用量(60kg体重计)	24	24	24	24	24	24	
单位:mg							
使用支数	1	1	1	1	1	1	
环泊酚定价(每支50mg)	106	83.0	83.0	74.7	74.7	68.7	
单位:元							
yoy				-10%		-8%	
环泊酚营收预计(亿元)	2.0	3.4	4.4	5.0	5.4	5.5	
中国麻醉手术台数(万台)	8053.3	8713.7	9436.9	10229.6	11099.2	12053.7	
中国手术全麻占比	80%	80%	80%	80%	80%	80%	
中国全麻手术人次(万人次)	6442.6	6971.0	7549.5	8183.7	8879.4	9643.0	
环泊酚渗透率	3%	7%	8%	10%	11%	10%	
环泊酚覆盖的人次(万人次)	193.3	453.1	604.0	818.4	976.7	964.3	
全麻诱导与维持	平均每例用量(60kg体重计)	24	24	24	24	24	24
单位:mg							
使用支数	3	3	3	3	3	3	
环泊酚定价(每支50mg)	106	83.0	83.0	74.7	74.7	68.7	
单位:元							
环泊酚营收预计(亿元)	6.1	11.3	15.0	18.3	21.9	19.9	
ICU	ICU 收治人次(万人)	993.1	1036.8	1083.4	1133.3	1186.5	1243.5

镇静	次)							
	镇静药物使用患者比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	
	环泊酚渗透率	0.1%	2.5%	4.0%	6.0%	7.0%	6.5%	
	环泊酚覆盖的人次(万人次)	0.8	20.7	34.7	54.4	66.4	64.7	
	平均每例用量(60kg体重计)单位:mg	24	24	24	24	24	24	
	使用支数	5	5	5	5	5	5	
	环泊酚定价(每支50mg)单位:元	106	83.0	83.0	74.7	74.7	68.7	
	环泊酚营收预计(亿元)	0.04	0.86	1.44	2.03	2.48	2.22	
	妇科手术门诊镇静	妇科门诊手术人数(万人)	902	901	900	899	898	897
		环泊酚渗透率	3%	4%	5%	5%	6%	6%
平均每例用量(mg60kg体重计)单位:mg		24	24	24	24	24	24	
使用支数		1	1	1	1	1	1	
环泊酚定价(每支50mg)单位:元		106	83.0	83.0	74.7	74.7	68.7	
环泊酚营收预计(亿元)		0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	
合计(亿元)		8.4	15.8	21.2	25.7	30.2	28.0	

数据来源: 国家卫健委、国家统计局、公司官网、《2020 中国消化内镜技术普查》、《国际麻醉学与复苏杂志》 商泽凯等、《Anaesthesiology in China: A cross-sectional survey of the current status of anaesthesiology departments》 Zhang, C.等、Insight 数据库、华经情报网、开源证券研究所

**环泊酚市场竞争格局较优，剂型方面更具便利性。**对于麻醉镇静适应症而言，目前主要是公司的环泊酚注射液、瑞马唑仑上市的两款药品，分别为恒瑞的瑞倍宁和宜昌人福的锐马以及宜昌人福的注射用磷丙泊酚二钠。这些产品均为同一靶点 GABAA，治疗效果较优；在剂型方面，环泊酚作为乳剂，较冻干注射剂更具便利性，较水剂有更好的渗透性，安全性更高；上市时间方面，瑞倍宁在 2019 年上市，具有先发优势；当前环泊酚与竞品均进入医保。我们认为，公司会充分考量环泊酚的竞争特点和市场格局，进一步加大入院推广进程，以打造产品差异化优势。

**表8：环泊酚市场竞争格局较优，剂型方面更具便利性**

通用名	商品名	厂家	剂型	靶点	适应症	上市时间	医保时间	单价	用法用量
环泊酚	思舒宁	海思科	注射剂 (乳剂)	GABAA receptor, sod ium channel	全身麻醉, 镇静剂	2020年	2021年	106元/支 (20ml: 50mg)	镇静: 0.4mg/kg 全麻诱导: 0.4mg/kg, 缓 慢静脉给药 全麻维持: 0.8mg/kg/h, 输注给药
注射用苯 磺酸瑞马 唑仑	锐马	宜昌人福	注射剂 (冻干)	GABAA receptor	全身麻醉, 镇静剂	2020年	2022年	52.8元/支 (25mg)	麻醉诱导: 6mg/kg/h 静 脉输注 麻醉维持: 1mg/kg/h 静脉输注
注射用苯磺 酸瑞马唑仑	瑞倍宁	恒瑞医药	注射剂 (冻干)	GABAA receptor	全身麻醉, 镇静剂	2019年	2021年	69.8元/支 (36mg)	镇静: 给药剂量 5mg, 静 脉推注 全麻诱导: 6.0mg/kg/h, 静脉输注 全麻维持: 1.0mg/kg/h 静脉输注
注射用磷丙 泊酚二钠	磷丙芬	宜昌人福	注射剂 (水剂)	GABAA receptor	全身麻醉, 镇静剂	2021年	2024年	156元/支 (0.5g)	全麻诱导: 20mg/kg, 静 脉注射

资料来源: 国家医保局、Insight 数据库、开源证券研究所

全球全身麻醉在研药物较少，且处在临床阶段。目前，全球全身麻醉在研药物较少，恩华药业的 NH600001 排在前列，靶向 GABR 受体，处于临床三期阶段。甲氧依托咪酯靶向 GABAA 受体，位居其后。恒瑞医药研发的 HRS3797 目前处于临床一期阶段。综上，公司的环泊酚具备先发优势，有望占据一定市场份额。

**表9：全球全身麻醉在研药物较少，且处在临床阶段**

药品成分	新药类型	研发机构	靶点	中国内地最高状态	最高状态时间	适应症
NH600001	新药	江苏恩华药业股份有限公司 (Pharma) (Originator)	GABR	临床 III 期	2024-05-10	全身麻醉
甲氧依托咪酯	新药	霍尔果斯邀月咨询有限公司 (Originator) (非积极), 上海复星医药 (集团) 股份有限公司 (BigPharma) (Licensee), 锦州奥鸿药业有限责任公司 (Licensee), 成都力思特制药股份有限公司	GABA-Cl channel	临床 III 期	2023-09-27	全身麻醉
HRS3797	新药	江苏恒瑞医药股份有限公司 (BigPharma), 中国药科大学 (大学)		临床 I 期	2021-07-27	全身麻醉

资料来源: Insight 数据库、开源证券研究所

## 2.2、HSK16149：填补神经痛治疗药物蓝海市场

HSK16149 填补神经痛治疗药物蓝海，于 2024 年 5 月获批。HSK16149 (苯磺酸克利加巴林胶囊) 是公司自主研发的，具有独立知识产权的口服  $\gamma$ -氨基丁酸类似物，其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（NE）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。产品获批的适应症是成人糖尿病性周围神经病理性疼痛，该适应症目前国内尚无其他新药获批，HSK16149 是目前国内首个获批该适应症的化药 1 类创新药。相比于其他同靶点药物，HSK16149 具有更优的靶点结合解离活性，预期止痛疗效更好，且给药过程无需滴定，整体安全性均良好可控，有望成为治疗成人糖尿病性周围神经病理性疼痛的首选药物。此外，HSK16149 于 2024 年 7 月获批新适应症带状疱疹后神经痛。

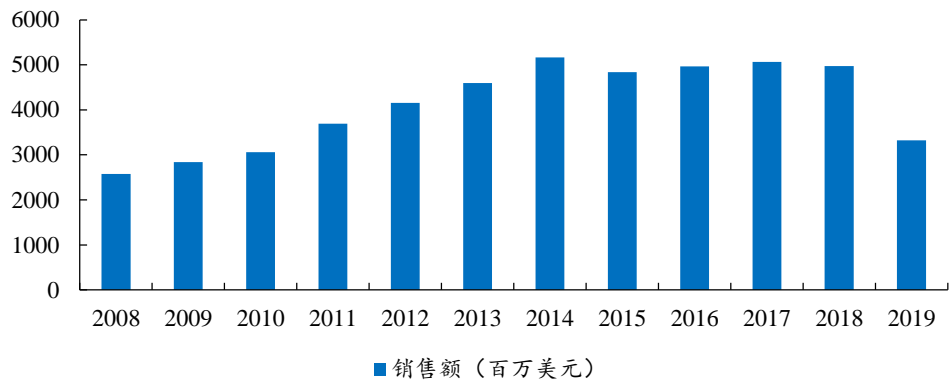
**表10: HSK16149 已经完成多项临床试验**

试验标题	登记号/代号	适应症	分期	试验状态	靶点	首次登记 / 公示日期
To Evaluate the Long-term Safety and Efficacy of HSK16149 in Chinese Patients With Peripheral Neuralgia	NCT05890053 CTR20213431	周围神经性疼痛	III 期	已完成	CACNA2D1	2022-01-11
To Evaluate the Efficacy and Safety of HSK16149 Capsule in Chinese Patients With Postherpetic Neuralgia	NCT05140863 CTR20212551	带状疱疹后遗神经痛	III 期	已完成	CACNA2D1	2021-10-14
To Evaluate the Efficacy and Safety of HSK16149 Capsule in Chinese Patients With Diabetic Peripheral Neuropathic Pain	NCT04647773 CTR20202015	糖尿病周围神经痛	II/III 期	已完成	CACNA2D1	2020-10-12
HSK16149 for Perioperative Analgesia in Orthopedic Surgery	NCT06007066 CTR20230594	疼痛	II 期	已完成	CACNA2D1	2023-03-03
To Evaluate the Efficacy and Safety of HSK16149 Capsule in Chinese Patients With Herpetic Neuralgia	NCT05763550 CTR20230368	带状疱疹后遗神经痛	II 期	已完成	CACNA2D1	2023-02-21
The Drug-drug Interaction of HSK16149 Capsule With Probenecid Tablets or Cimetidine Tablets in Healthy Subjects	NCT05881811 CTR20230734	带状疱疹后遗神经痛 糖尿病周围神经痛	I 期	已完成	CACNA2D1	2023-03-15
A Study to Evaluate the Pharmacokinetics of HSK16149 in Subjects With Renal Impairment	NCT05916573 CTR20222980	带状疱疹后遗神经痛 糖尿病周围神经痛	I 期	已完成	CACNA2D1	2022-11-14
A Study Evaluating Drug-Drug Interaction (DDI) Between HSK16149 Capsules and Metformin Hydrochloride Tablets	NCT04841720 CTR20210607	糖尿病神经病变	I 期	已完成	AMPK CACNA2D1	2021-03-31
HSK16149 胶囊多次给药安全性、耐受性和药动学及食物影响试验	CTR20191317	带状疱疹后遗神经痛 糖尿病周围神经痛	I 期	已完成	CACNA2D1	2019-07-10

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

国内目前已上市的用于治疗周围性神经病理性疼痛的药物主要为普瑞巴林，但

仅批准用于疱疹后遗神经痛的治疗。普瑞巴林剂量每日为 150~600 mg，滴定期 5~7 天。在肾功能不全的患者中应减量。普瑞巴林的特点是滴定和起效更快，呈线性药代动力学特征，疗效可预估，不存在封顶效应，生物利用度 $\geq 90\%$  且与剂量无关，个体间变异为 10%~15%，不良反应与加巴喷丁相似。为避免头晕和嗜睡，两药均应遵循夜间起始、逐渐加量和缓慢减量的原则。普瑞巴林 2005 年美国 FDA 批准上市，2014 年全球销售峰值近 52 亿美元。

**图20：普瑞巴林 2014 年全球销售峰值近 52 亿美元**


数据来源：医药魔方公众号、开源证券研究所

我们预计 HSK16149 的销售额有望持续增长。根据《带状疱疹后神经痛诊疗中国专家共识》，带状疱疹的年发病率约为 3~5%，约 9%~34% 的带状疱疹患者会发生 PHN，并且带状疱疹和 PHN 的发病率及患者病率均有随着年龄增加而逐渐升高的趋势，据以上资料估计，2016 年我国约有 400 万的 PHN 患者；根据《周围神经痛理性疼痛诊疗中国专家共识》，16% 的糖尿病病人受痛性糖尿病周围神经病变影响，据此估算 PDPN 患者人数，药品年治疗费用参考普瑞巴林，从而得出 2024-2028 年 HSK16149 销售额。我们预计 2028 年 HSK16149 的销售额有望超过 14 亿元。

**表11：我们预计 HSK16149 的销售额有望持续增长**

HSK16149	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全国人口/万人	140967.0	140826.0	140685.2	140544.5	140404.0	140263.6
yoy	-0.15%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%
带状疱疹的年发病率	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005
PHN 患病率	57.86%	58.86%	59.86%	60.86%	61.86%	62.86%
PHN 患者/万人	407.8	414.5	421.1	427.7	434.3	440.8
yoy		1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
HSK16149 市占率		0.2%	0.6%	1.6%	2.2%	2.6%
PHN 营收/亿元		0.66	1.34	3.62	4.55	5.46
糖尿病患者人数/万人	15079.00	15353.44	15629.80	15908.01	16187.99	16469.66
PDPN 患病率	16%	16%	16%	16%	16%	16%
PDPN 患者/万人	2412.6	2456.6	2500.8	2545.3	2590.1	2635.1
HSK16149 市占率		0.02%	0.1%	0.2%	0.4%	0.7%
年度治疗费用/元	10585.0	10585.0	5292.5	5292.5	4763.3	4763.3
yoy			-50%		-10%	
PDPN 营收/亿元		0.5	1.3	2.7	4.9	8.8

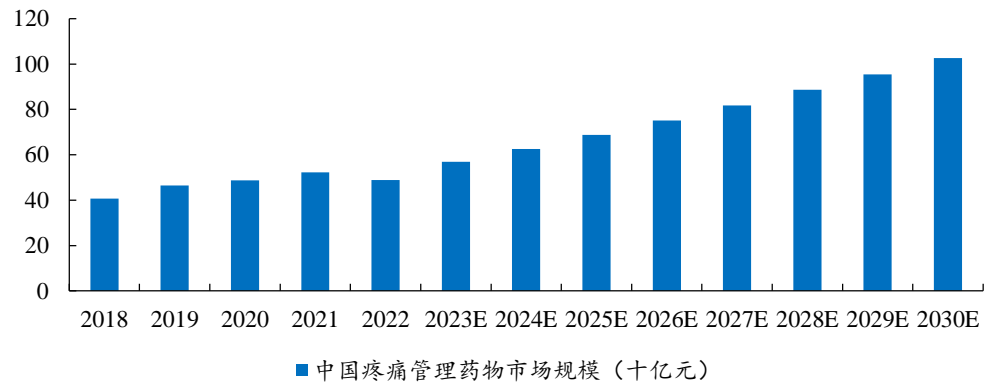
HSK16149	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
HSK16149 营收预计/亿元		1.18	2.66	6.32	9.49	14.25

数据来源：国家统计局、医药魔方、国家医保局、《带状疱疹后神经痛诊疗中国专家共识》、《周围神经病理性疼痛诊断中国专家共识》、开源证券研究所

### 2.3、HSK21542：阿片类镇痛药有望贡献收入增量

**病人疼痛管理意识加强，拓宽镇痛药物市场规模。**随着病人疼痛管理意识的加强，镇痛药物市场规模逐年扩增。根据弗若斯特沙利文数据，从2018年至2022年，中国疼痛管理药物市场由407亿元增至489亿元，复合年增长率为4.7%。据弗若斯特沙利文预计中国疼痛管理药物市场份额将在2026年及2030年分别达到751亿元及1026亿元，2022年至2026年的复合年增长率为11.3%，而2026年至2030年的复合年增长率则为8.1%。

**图21：中国疼痛管理药物市场规模有望呈上升态势**



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

**术后镇痛药物市场规模有望进一步提升，阿片类药物占比最高。**术后镇痛药物是普通外科术后疼痛管理的基石及常用方法，用于术后疼痛的镇痛药物主要包括局部麻醉剂、乙酰胺酚及非类固醇抗炎药(NSAID)及阿片类药物。根据弗若斯特沙利文数据，2018年至2022年，中国术后镇痛药物市场规模由132亿元轻微下跌至126亿元，主要由于COVID-19的负面影响。受惠于不断增长的临床需求及市场推出的新药数目不断增长，预计中国术后镇痛药物市场规模从2026年及2030年分别达到212亿元及306亿元，2022年至2026年的复合年增长率为13.9%，而2026年至2030年的复合年增长率则为9.6%。在各类术后镇痛药物中，阿片类药物占比最大，2022年占比达到45.90%，其次是NSAID及乙酰胺酚，占比达到42.20%。

图22：中国术后镇痛药物市场有望逐年提升

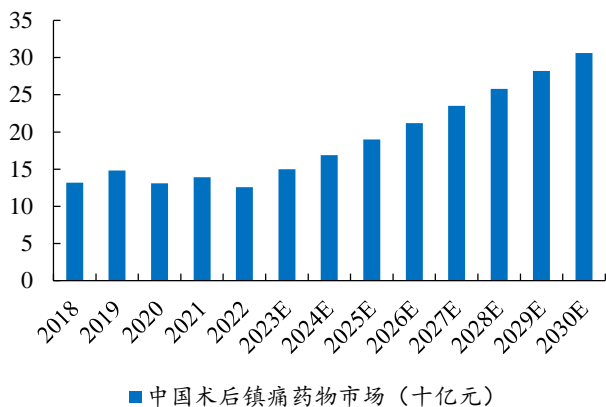
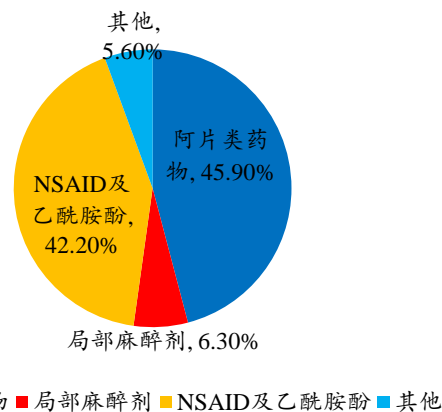


图23：阿片类药物为主要镇痛药物（2022年）

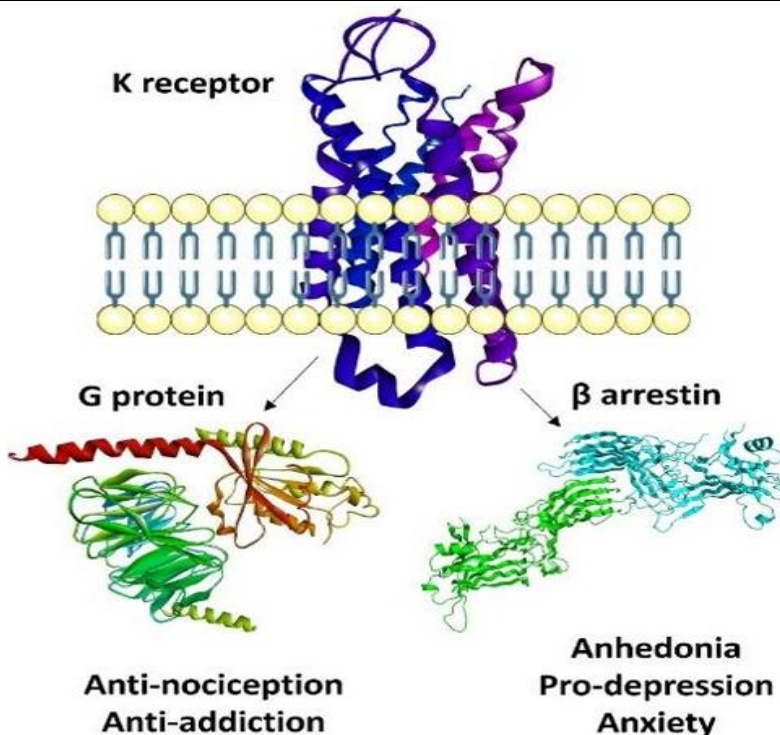


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

HSK21542 是海思研发的  $\kappa$  受体激动剂，用于急慢性疼痛、瘙痒的治疗。该产品在 G 蛋白参与下协同调控钾离子流和钙离子流，通过阻断疼痛和瘙痒信号传导并抑制背根神经节和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等，起到抗伤害感受和抑制瘙痒的作用，这些特点表明 HSK21542 具有药效显著、安全性良好等明显临床优势，可为众多的瘙痒疼痛患者提供更优的用药选择。

图24： $\kappa$ -阿片受体激动剂在 G 蛋白参与下协同调控钾离子流和钙离子流



资料来源：《Design of Opioid Receptor Agonists for the Development of Potential Treatments of Pain with Reduced Side Effects》 Federica Santino 等

公司已经完成多项 HSK21542 相关临床试验。根据公司公告，HSK21542 注射液“腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 12 月申请上市，目前在审评中；产品适应症“成人维持性血液透析患者的慢性肾脏疾病相关的中度至重度瘙痒”也于 2024 年 9 月获上市许可受理；新增的口服制剂（HSK21542 片）也于 2023 年 11 月获得“慢性瘙痒”适应症药物临床试验批准，目前已经进入临床 II 期研究。

**表12: 公司已经完成多项 HSK21542 相关的临床试验**

试验标题	登记号/代号	适应症	申办者	分期	试验状态	靶点	首次登记 / 公示日期
A Clinical Study to Evaluate Efficacy and Safety of HSK21542 for Postoperative Analgesia of Subjects Undergoing Elective Laparoscopic Surgery Under General Anesthesia	NCT04738357 CTR20210256	术后疼痛	海思科医药集团股份有限公司	III 期	已完成	KOR	2021-02-04
A Clinical Trial Evaluating the Efficacy and Safety of HSK21542 in Patients for Postoperative Pain Treatment	NCT05390905 CTR20220978	术后疼痛	海思科医药集团股份有限公司	III 期	已完成	KOR	2022-05-25
评价 HSK21542 注射液用于骨科手术后镇痛的有效性 & 安全性研究	CTR20232694	术后疼痛	四川海思科制药有限公司, 海思科医药集团股份有限公司, 辽宁海思科制药有限公司	II 期	已完成	KOR	2023-08-25
A Clinical Trial Evaluating the Efficacy, Safety, and Pharmacokinetics of HSK21542 Injection in Liver Disease Subjects With Pruritus	NCT04999787 CTR20211940	肝病瘙痒	海思科医药集团股份有限公司	II 期	已完成	KOR	2021-08-06
A Study Evaluating the Safety, Pharmacokinetics, and Efficacy of HSK21542 Injection in Subjects Undergoing Hemodialysis	NCT04470154 CTR20201702	尿毒症瘙痒症	海思科医药集团股份有限公司	II 期	已完成	KOR	2020-07-07
Efficacy and Safety of HSK21542 in Inducing Postoperative Analgesia in Undergoing Elective Laparoscopic Surgery	NCT04424251 CTR20200371	术后疼痛	海思科医药集团股份有限公司	II 期	已完成	KOR	2020-03-17
A Study Evaluating the Efficacy and Safety of HSK21542 Injection for Analgesia in Subjects Undergoing Colonoscopy	NCT04470128 CTR20201210	疼痛	海思科医药集团股份有限公司	II 期	已完成	KOR	2020-07-07
Metabolism and Excretory of HSK21542 in Maintenance Hemodialysis	NCT06238388 CTR20232977	瘙痒	四川海思科制药有限公司, 海思科医药集团股份有限公司, 辽宁海思科制药有限公司	I 期	已完成	KOR	2023-09-19



试验标题	登记号/代号	适应症	申办者	分期	试验状态	靶点	首次登记 / 公示日期
Patients			宁海思科制药有限公司				
HSK21542 片安全、耐受及药代动力学研究	CTR20232873	瘙痒	海思科医药集团股份有限公司	I 期	已完成	KOR	2023-09-11
A Study to Evaluate the Pharmacokinetics of HSK21542 in Subjects With Renal Impairment	NCT05947097 CTR20231156	瘙痒 慢性疼痛	四川海思科制药有限公司,海思科医药集团股份有限公司,辽宁海思科制药有限公司	I 期	已完成	KOR	2023-04-17
Pharmacokinetics, Mass Balance, and Metabolism of [14C]HSK21542 in Healthy Adult Male Volunteers.	NCT05835934 CTR20211079	尿毒症瘙痒症 疼痛	海思科医药集团股份有限公司	I 期	已完成	KOR	2021-05-28
Safety, Tolerability, and Pharmacokinetics of HSK21542 in Healthy Volunteers	NCT04110886 ACTRN1261900173910 1	术后疼痛 (澳大利亚)	海思科医药集团股份有限公司	I 期	已完成	KOR	2019-10-01
Safety, Tolerability and Pharmacokinetics of HSK21542 in Healthy Volunteers	NCT04213196 CTR20192698	疼痛	海思科医药集团股份有限公司,浙江大学医学院附属第二医院	I 期	已完成	KOR	2019-12-30

资料来源: Insight 数据库、开源证券研究所

**尿毒症瘙痒症获批药物少, HSK21542 加速推进该适应症获批。**慢性肾脏病相关性瘙痒 (CKD-aP, 曾称尿毒症瘙痒) 是接受血液透析的慢性肾脏病患者中经常发生的一种疾病。许多透析患者 (60-70%) 会出现瘙痒, 30-40% 的病例报告为中度或重度, 中重度慢性瘙痒会直接影响患者生活质量, 如较差的睡眠质量, 甚至可能导致抑郁症。目前 CKD-aP 发病机制尚未明确。目前全球获批药物仅有两款, 存在较大的未满足临床需求。日本东丽株式会社的盐酸纳呋拉啡于 2023 年 7 月获批上市, 公司 HSK21542 的适应症“成人维持性血液透析患者的慢性肾脏疾病相关的中度至重度瘙痒”也于 2024 年 9 月获上市许可受理。基于 HSK21542 较好的竞争格局和药物疗效, 产品销售收入有望为公司业绩贡献新增量。

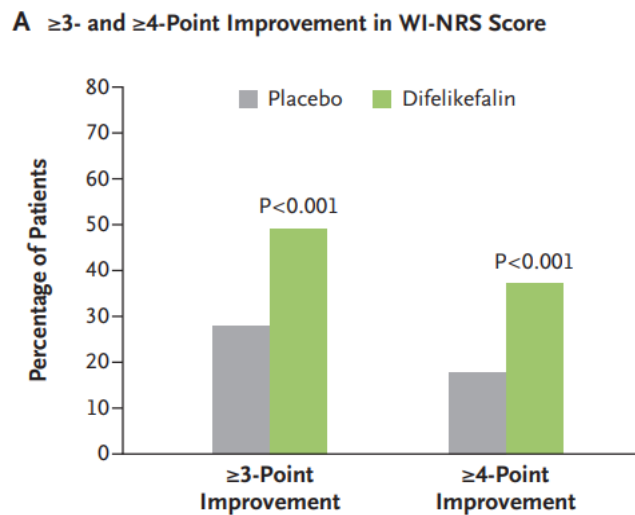
**表13: 尿毒症瘙痒症获批药物少, HSK21542 竞争格局好**

药品成分	研发机构	中国内地最高状态及时间	靶点
HSK21542	海思科医药集团股份有限公司 Pharma ORIG. 西藏海思科制药有限公司 ORIG.	申请上市 2023-10-17	KOR
地非法林	Cara Therapeutics ORIG. 橘生药品工业株式会社 LIC.	临床 III 期 2022-04-21	KOR
KL280006	四川科伦药业股份有限公司 Big Pharma ORIG. 四川科伦博泰生物医药股份有限公司中型 Biotech ORIG.	临床 II 期 2020-07-08	KOR
盐酸纳呋拉啡	日本东丽株式会社 ORIG. 三生制药集团 BioPharma LIC.	批准上市 2023-07-04	KOR

资料来源: Insight 数据库、开源证券研究所

**HSK21542 的对标药物 CR845 (difelikefalin) 临床疗效优异。**KALM-1 是评估 CR845 在中重度 CKD-aP 血液透析患者的安全性和有效性的 3 期临床，试验共纳入 378 名患者，用药 12 周观察疗效，停药 2 周观察依赖性。有效性方面，12 周时瘙痒强度评分 WI-NRS 下降 3 分及以上的患者比例，CR845vs 安慰剂为 49.1% vs. 27.9%，疗效显著；安全性方面，停药 2 周期间，没有观察到潜在的身体依赖性的迹象，未出现与戒断相关的不良事件，实验过程中 CR845 组没有出现焦虑、幻觉或欣快的不良事件。这表明，与  $\mu$  受体和中枢作用  $\kappa$  受体激动剂相比，外周选择性  $\kappa$  阿片激动剂 CR845 可能具有安全优势。

**图25： HSK21542 的对标药物 CR845 (difelikefalin) 临床疗效优异**



数据来源：《A Phase 3 Trial of Difelikefalin in Hemodialysis Patients with Pruritus》Steven Fishbane 等

**我们预计 HSK21542 获批后销售额有望迅速攀升。**根据前文弗若斯特沙利文，2023 年预计术后镇痛市场规模约有 150 亿元；据 CNRDS 统计，2021 年底我国有近 88 万的患者正在接受血液透析和腹膜透析，其中约有 82% 的患者都会发生瘙痒，据此估计 HSK21542 适应症患者人数。由于药物术后镇痛已申请上市，CKD-aP 在临床三期进展中，故获批成功率分别为 85% 和 75%。我们预计 2025 年术后镇痛市场约 190 亿，由于术后镇痛市场产品竞争激烈，预计 2025 年上市 HSK21542 市占率约为 0.5%。针对腹部手术后镇痛适应症，恒瑞的富马酸泰吉利定注射液于 2024 年 1 月获批上市。针对血液透析瘙痒适应症，目前已获批上市的仅有纳呋拉啡。我们据此按照纳呋拉啡估算产品的治疗费用。综上，我们预计 HSK21542 获批后销售额有望迅速攀升，2028 年或将突破 12 亿元。

**表14：我们预计 HSK21542 获批后销售额有望迅速攀升**

HSK21542	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
术后镇痛市场（亿元）	150.0	169.0	190.0	212.0	235.0	258.0
HSK21542 市占率			0.5%	1.5%	2.5%	3.0%
获批概率			90%	90%	90%	90%
HSK21542 镇痛适应症销售预计(亿元)			0.86	2.86	5.29	6.97
透析患者人数/万人	106.8	111.1	113.3	115.3	117.6	120.2
慢性肾病瘙痒人/万人	87.58	91.10	92.91	94.55	96.43	98.56
接受治疗比例	39%	39%	39%	39%	39%	39%
HSK21542 市占率			1.0%	5.0%	8.0%	11.0%
用药人数/万人			0.36	1.84	3.01	4.23
月度治疗费用（元）	3360	3360	3360	1680	1680	1344
yoy				-50%		-20%
DOT	12	12	12	12	12	12
年治疗费用（元）	40320	40320	40320	20160	20160	16128
获批概率			85%	85%	85%	85%
HSK21542 瘙痒适应症销售预计（亿元）			1.24	3.16	5.16	5.80
HSK21542 销售预计（亿元）			2.10	6.02	10.44	12.76

数据来源：弗若斯特沙利文、CNRDS、Insight、《中华肾脏病杂志》汤晓静和梅长林、《Post-marketing surveillance study of the safety and efficacy of nalfurafine hydrochloride in 3,762 hemodialysis patients with intractable pruritus》，Kozono, H.等、开源证券研究所

## 2.4、HSK7653：糖尿病药物市场广阔，超长效 DPP-4 疗效显著

糖尿病患者基数较大，药物靶点众多。我国是糖尿病大国。据国际糖尿病联盟（IDF）数据，2021 年全球成年糖尿病患者人数达到 5.37 亿，中国糖尿病患者人数达 1.4 亿人，占全球患者总数的 26.2%。其中，以 2 型糖尿病为主，患者基数较大。Frost&Sullivan 2019 年的统计显示，2 型糖尿病占糖尿病患者总数的 96%。根据医药魔方，治疗糖尿病的药物靶点众多，疗效安全性各有差异。

**表15：糖尿病药物靶点众多，疗效安全性各有差异**

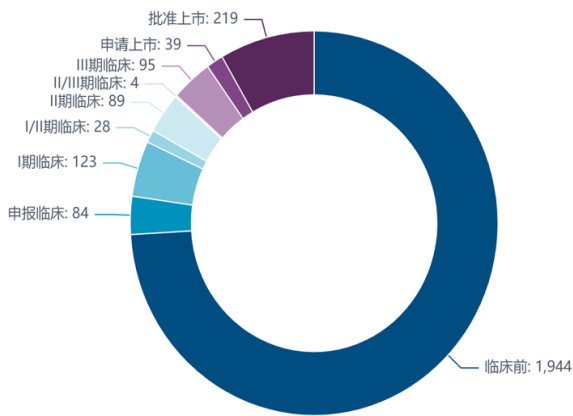
药物类别		疗效	安全性	给药方式
	HbA1c 下降	体重	心血管	
双胍类	1	减重	减少风险	胃肠道反应
磺脲类	1	体重增加	下降血管病变风险	低血糖
格列奈类	0.5	体重增加	/	低血糖
TZD	0.7	体重增加	减少卒中和心肌梗死再发生的风险	水肿、骨折和心力衰竭风险增加
α 糖苷酶抑制剂	0.5	中性或轻度减重	不增加受试者主要复合心血管终点事件风险,但能减少 IGT 向糖尿病转变的风险	胃肠道反应
DPP-4i	0.4	中性	不增加 T2DM 患者 3P 或 4P 主要心血管不良事件	胃肠道反应

			(MACE)风险及死亡风险	
SGLT2i	0.5	减重	在一系列大型心血管结局及肾脏结局的研究中显示了心血管及肾脏获益,肾脏获益	泌尿系统和生殖系统感染
GLP 1RA	0.5	显著减重	降低 3P-MACE 12%,减少肾脏复合终点 17%	胃肠道反应
GLP 1R/GIPR	HbA1c 降低达 2.6% (Tirzepatide 头对头 击败司美格鲁肽 1.0mg)	显著减重	/	注射 胃肠道反应

资料来源：医药魔方公众号、开源证券研究所

**国内积极布局糖尿病研发靶点，成效显著。**截至 2024 年 6 月，国内获批糖尿病药物累计达到 219 种，申请上市药物为 39 种，有 1944 种糖尿病药物处于临床前阶段。按靶点来看，国内积极布局各个糖尿病药物研发靶点。其中，布局 GLP-1/GLP-1 receptor 的糖尿病药物最多，有 12 种已经获批上市，有 4 种处于申请上市阶段。对于靶点 DPP-4，目前有 2 种药物处于临床 3 期阶段，有 7 种处于申请上市阶段，12 种药物已经获批上市，研发药物数量位列所有糖尿病靶点第四。

图26：国内获批糖尿病药物累计达到 219 种



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图27：国内积极布局各个糖尿病药物研发靶点

靶点	临床前	申报临床	I期	I/II期	II期	II/III期	III期	申请上市	批准上市
GLP-1/GLP-1 receptor	168	14	21	2	15	1	16	4	12
insulin	100	3	4	0	2	0	12	1	20
PPAR	92	5	2	0	2	0	6	2	9
DPP-4	63	13	7	2	2	0	2	7	12
SGLT2	46	6	4	0	3	0	4	5	9
GCCR	49	2	4	1	3	1	2	1	0
K+ channel GIP/GIP receptor	38	0	0	0	0	0	1	2	15
VEGF	35	3	8	0	4	0	2	0	1
VEGF	32	1	4	3	0	0	7	1	4
PEN2	26	4	1	0	0	0	2	4	14

数据来源：医药魔方、开源证券研究所

**国内多家企业布局 DPP-4 抑制剂，竞争激烈。**目前国内原研、仿制药、复方制剂等竞争激烈，已获批的 DPP-4 抑制剂（创新药）共 12 款，DPP-4 抑制剂与其他靶点药物的复方制剂研究也较多，尤其是其与二甲双胍的联用药物已有 4 款在国内上市。恒瑞医药作为 DPP-1 抑制剂唯一的国内上市公司，其研发的瑞格列汀于 2023 年 6 月获批上市。

**表16：国内多家企业布局 DPP-4 抑制剂，竞争激烈**

药品名称	研发机构	药物分类	药物类型	靶点	作用机制	中国阶段	中国阶段开始日期
二甲双胍+沙格列汀	AstraZeneca; Bristol-Myers Squibb	创新药	复方; 小分子; 肠促胰岛素通路; Notch 信号通路	PEN2; DPP-4	双胍类降糖药; DPP-4 抑制剂	批准上市	2017-04-17
利格列汀	Eli Lilly; Boehringer Ingelheim	创新药	小分子; 肠促胰岛素通路	DPP-4	DPP-4 抑制剂	批准上市	2013-03-11
利格列汀+二甲双胍	Boehringer Ingelheim; Eli Lilly	创新药	复方; 小分子; 肠促胰岛素通路; Notch 信号通路	PEN2; DPP-4	双胍类降糖药; DPP-4 抑制剂	批准上市	2017-03-22
曲格列汀	Syrrx (Takeda Pharmaceuticals)	创新药	小分子; 肠促胰岛素通路	DPP-4	DPP-4 抑制剂	批准上市	2022-03-08
替格列汀	Mitsubishi Tanabe Pharma; Daiichi Sankyo	创新药	肠促胰岛素通路; 其他	DPP-4	DPP-4 抑制剂	批准上市	2021-08-03
沙格列汀	AstraZeneca; Otsuka; Kyowa Kirin; Bristol-Myers Squibb	创新药	小分子; 肠促胰岛素通路	DPP-4	DPP-4 抑制剂	批准上市	2011-04-26
瑞格列汀	恒瑞医药	创新药	小分子; 肠促胰岛素通路	DPP-4	DPP-4 抑制剂	批准上市	2023-06-27
维格列汀	Novartis	创新药	小分子; 肠促胰岛素通路	DPP-4	DPP-4 抑制剂	批准上市	2011-07-07
维格列汀+二甲双胍	Novartis	创新药	复方; 小分子; 肠促胰岛素通路; Notch 信号通路	PEN2; DPP-4	双胍类降糖药; DPP-4 抑制剂	批准上市	2014-10-28
西格列汀	Merck & Co.; Ono Pharmaceutical	创新药	小分子; first-in-class; 肠促胰岛素通路	DPP-4	DPP-4 抑制剂	批准上市	2009-09-17
西格列汀+二甲双胍	Merck & Co.	创新药	复方; 小分子; 肠促胰岛素通路; Notch 信号通路	PEN2; DPP-4	双胍类降糖药; DPP-4 抑制剂	批准上市	2012-07-10
阿格列汀	Syrrx (Takeda Pharmaceuticals)	创新药	小分子; 肠促胰岛素通路	DPP-4	DPP-4 抑制剂	批准上市	2013-06-08

资料来源：医药魔方、开源证券研究所

**HSK7653 于 2024 年 6 月获批，产品用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。** HSK7653 是唯一的两周一口服制剂，目前除维格列汀需每日口服 2 次外，其余国内已上市新药均需每日口服 1 次，而科伦药业的曲格列汀仿制药每周口服 1 次即可，是国内首款上市的 DPP-4 长效周制剂，该药的原研方是日本武田制药。苑东生物的优格列汀（III 期）、百极地长制药的博格列汀（I 期）、默沙东的奥格列汀（国外上市，国内获批临床）等药物也均为周制剂。HSK7653 作为 DPP-4 超长效抑制剂，有



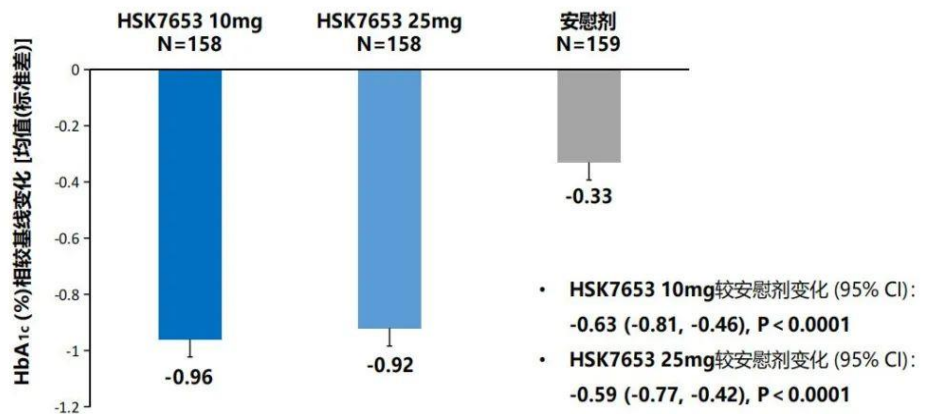
望占据糖尿病药物的部分市场份额。

**表17: HSK7653 在国内在研 DPP-4 超长效抑制剂的研究数据中表现优异**

药品名称	研发机构	全球阶段	中国阶段	研究数据
HSK7653	海思科	获批上市	获批上市	每 2 周 1 次 10、25、50mg 多次给药后, 14d 后各剂量组抑制率均维持在 80%以上。
优格列汀	苑东生物	III 期临床	III 期临床	每周 1 次 给药后 7 天 DPP-4 抑制率均在 80%以上。 与基线相比, 优格列汀片 200mg、300mg 和 400mg 剂量组 HbA1c 值分别下降 0.78%、0.52%及 1.06%, 空腹血糖值分别下降 1.06mmol/L/1.59mmol/L 及 1.30mmol/L, 餐后 2h 血糖值分别下降 2.01mmol/L/1.07mmol/L 及 2.27mmol/L。
博格列汀	华东理工大学;百极地长;上海药物研究所	I/II 期临床	I/II 期临床	每周 1 次
奥格列汀	Merck & Co.	批准上市	申报临床	每周 1 次 具有与每日一次 50mg 剂量(日本的标准起始剂量)DPP-4 抑制剂西格列汀(Januvia)同等的疗效和耐受性。
曲格列汀	科伦药业	批准上市 (原研: 武田)	批准上市 (首仿)	每周 1 次 使用 100mg 曲格列汀 7 天后, DPP-4 活性的平均抑制率为 77.4%安慰剂组为 2.4%; 经过 24 周的连续给药, 结果显示糖化血红蛋白浓度 (HbA1c)和空腹血糖浓度曲格列汀组和阿格列汀组均显示出非劣效性。

资料来源: 医药魔方、开源证券研究所

**全球首个中国原研的 HSK7653 片疗效与安全性俱佳。**2023ADA 公布 HSK7653 片与安慰剂的对照试验结果, 与安慰剂相比, 主要疗效指标: 24 周 HbA1c 较基线变化方面, 安慰剂 HbA1c 下降 0.33, HSK7653 10mg 和 25mg 组, HbA1c 降幅分别为 0.96 和 0.92, HSK7653 10mg 较安慰剂变化-0.63; HSK7653 25mg 较安慰剂变化-0.59 (P 均<0.0001)。在安全性方面, HSK7653 治疗组不良事件发生类型与安慰剂基本相同, 整体发生率较安慰剂未见升高, 低血糖可控且无剂量相关性, 没有发生严重低血糖, 无特殊安全性信号, 整体安全性良好。

**图28： HSK7653 临床效果显著优于安慰剂**


► 用药24周，HSK7653 10mg 和25mg组的HbA<sub>1c</sub>降幅显著优于安慰剂

资料来源：海思科投资者关系公众号、开源证券研究所

我们预计 HSK7653 销售额有望快速增长。HSK7653 于 2024 年 6 月 24 日批准上市，为全球首个中国原研的超长效 DPP-4 抑制剂且双周口服降糖药，主要适用于成人 2 型糖尿病患者。根据医药魔方数据显示，2023 年中国糖尿病患者达 1.5 亿人，其中 2 型糖尿病占糖尿病人群 90% 以上。我们预计 2027 年达 1.6 亿人，并于 2033 年达到 1.7 亿人。根据相同靶点 DPP-4，我们选取利格列汀片作为参考。据此参考利格列汀片的价格估算年治疗费用。目前糖尿病市场靶点众多，DPP-4 靶点的药物竞争激烈，我们预计 2024 年产品市占率为 0.1%，对应的销售额为 1.08 亿元。随着公司加大产品推广销售，我们预计 2028 年产品市占率为 0.7%，对应的销售额或将突破 4.5 亿元。

**表18：我们预计 HSK7653 销售额有望快速增长**

HSK7653	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
糖尿病患者人数/万人	15079	15353	15633	15908	16188	16470
2 型糖尿病比例	90%	90%	90%	90%	90%	90%
2 型糖尿病患者人数/万人	13571	13818	14070	14317	14569	14823
HSK7653 市占率		0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%
价格 (5mg) (元)		15.09	9.43	9.43	8.49	8.49
yoy			-50%		-10%	
一年服药次数 (次)		26	26	26	26	26
年度治疗费用 (元)		785	490	490	441	441
收入预计 (亿元)		1.08	2.07	2.81	3.86	4.58

数据来源：国际糖尿病联盟、医药魔方、开源证券研究所

### 3、在研管线多元化布局，创新转型成长可期

公司继续加大创新药研发力度，深度布局围手术期用药、肿瘤、代谢性疾病、自身免疫疾病和呼吸系统疾病等治疗领域。代谢性疾病领域中，HSK31679 片将继续推进在“成人原发性高胆固醇血症”和“非酒精性脂肪性肝炎”两项适应症中的 II 期临床研究；肿瘤领域中，难治性 B 细胞淋巴瘤治疗药物 HSK29116 散、晚期非

小细胞治疗药物 HSK40118 片和晚期实体瘤治疗药物 HSK39775 片将继续推进 I 期临床研究；新增实体瘤药物 HSK42360 片 IND 申请也已获得受理，计划 2024 年启动临床 I 期研究；呼吸系统疾病治疗领域中，非囊性支气管扩张治疗药物 HSK31858 片将积极推进临床 III 期试验；新增“支气管哮喘”和“慢性阻塞性肺疾病”两项适应症已获得临床试验批准通知书。公司早期在研管线布局丰富，创新成长可期。

**表19：公司早期在研管线布局丰富，创新成长可期**

创新药			
适应症	治疗领域	项目名称	项目进展
用于复发难治 B 细胞淋巴瘤的治疗	抗肿瘤	HSK29116	I 期临床试验中
用于非囊性纤维化支气管扩张症的治疗/支气管哮喘的治疗/COPD 的治疗	呼吸系统疾病及抗过敏	HSK31858	“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症临床 III 期试验准备中；新增“支气管哮喘”和“慢性阻塞性肺疾病”两项适应症已获得临床试验批准通知书。
用于成人原发性高胆固醇血症的治疗、NASH	循环系统和消化系统疾病	HSK31679	II 期临床试验中
用于神经病理性疼痛的治疗	神经系统疾病	HSK36357	I 期临床试验中
用于 EGFR 突变的晚期非小细胞肺癌的治疗	抗肿瘤	HSK40118	I 期临床试验中
用于原发性或继发性肾小球疾病/溶血性疾病的治疗	肾脏/泌尿系统和血液系统疾病	HSK39297	I 期临床试验中
用于晚期实体瘤的治疗	抗肿瘤	HSK39775	I 期临床试验中

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**公司积极布局 PROTAC 在研管线，聚焦小分子药物市场。**蛋白降解靶向嵌合体（PROTAC）技术平台基于结构设计嵌合体双功能小分子化合物，以诱导蛋白质泛素化降解，从而靶向传统的不可成药靶点并有效克服传统小分子抑制剂耐药问题。该平台的建立为公司小分子药物的开发提供了新机遇和可能，现有三款在研 PROTAC 药物：HSK29116（BTK-PROTAC）、HSK40118（EGFR-PROTAC）和 HSK38008（AR-PROTAC）。

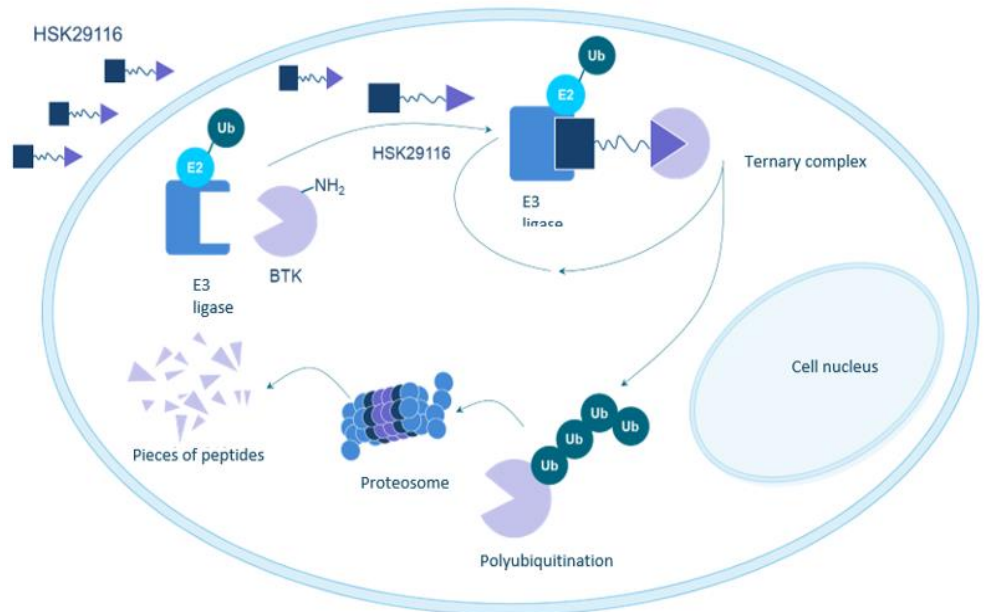
**表20：公司积极布局 PROTAC 在研管线，聚焦小分子药物市场**

药物名称	靶点	适应症	临床阶段
HSK29116	BTK-PROTAC	B 细胞淋巴瘤（中）	临床 I 期
		B 细胞淋巴瘤（美）	临床 I 期
HSK40118	EGFR-PROTAC	非小细胞肺癌（中）	临床 I 期
HSK38008	AR-PROTAC	前列腺癌（中）	临床 I 期

资料来源：公司官网、开源证券研究所

**PROTAC 是一种新型药物研发方向，作用机制明确。**PROTAC 分子由三部分构成：靶向目标蛋白的配体、E3 泛素连接酶识别结构和连接上述结构的连接子。PROTAC 分子在细胞内诱导目标蛋白泛素化，进而被蛋白酶体识别并降解。

图29: PROTAC 分子在细胞内诱导目标蛋白泛素化, 进而被蛋白酶体识别并降解



资料来源: 海思科投资者关系公众号

HSK29116 用于复发难治 B 细胞淋巴瘤的治疗, 目前处于临床一期。该药物是中国首款、全球第二款进入临床的口服 BTK-PROTAC 小分子抗肿瘤药物。BTK-PROTAC 即酪氨酸蛋白激酶 (BTK), 是 B 细胞表面抗原受体 (BCR) 通路的关键激酶, 该通路的异常可导致恶性 B 细胞淋巴瘤的发生。HSK29116 和全球首款上市的 BTK 抑制剂伊布替尼相比, 其靶点选择性更强且药物灵敏度更高, 2021 年 8 月实现首例患者入组, 有望成为 first-in-class 药物。

图30: HSK29116 与 Ibrutinib 相比具有更好的靶点选择性

Kinase inhibition assay	ibrutinib		HSK29116	
	IC <sub>50</sub>	fold	IC <sub>50</sub>	fold
BTK	0.44		0.23	
EGFR	69.9	159	681.9	2694
Bmx	3.3	7.5	5.7	24
Itk	78.4	178	712.0	3095
Tec	0.7	1.6	34.1	148

Kinase assay with radiolabeled ATP

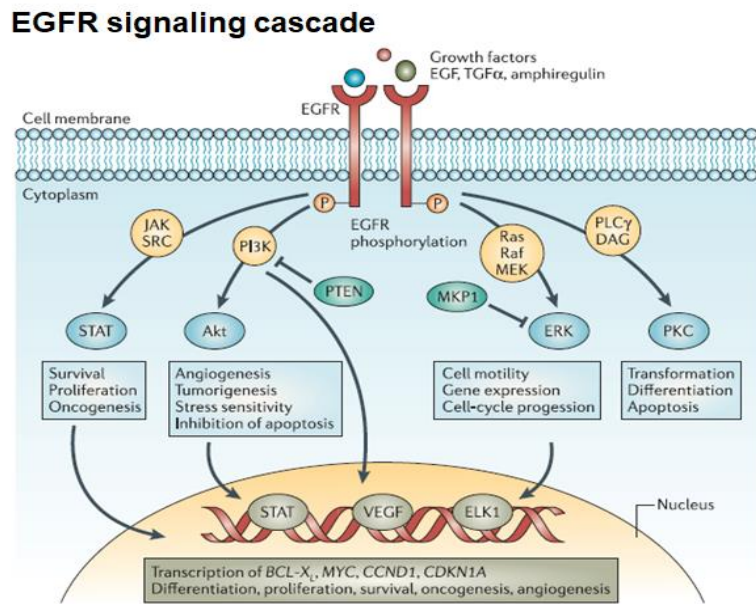
HSK29116与Ibrutinib相比具有更好的靶点选择性

资料来源: 药渡公众号

HSK40118 片是海思科自主研发的口服 EGFR-PROTAC, 目前 NSCLC 适应症处于临床 I 期阶段。该药物是基于海思科领先的 PROTAC 研发平台筛选出的第 2 个小分子抗肿瘤药物, 可突破小分子抑制剂的局限, 提供一种新的作用模式。EGFR-TKI 是 EGFR 突变 NSCLC 患者一线治疗的标准治疗。EGFR-PROTAC, 即表皮生长因子受体 (EGFR) 主要位于细胞膜, 被 EGFR 等配体激活后激活下游信号通路, 调节细胞生长、增殖等, 使用酪氨酸激酶抑制剂 (TKI) 阻断 EGFR 细胞内传导

通路会阻断肿瘤细胞的生长、转移或诱导凋亡，明显提高生存率。目前，NSCLC 作为我国发病率首位的癌种，仍然存在大量未被满足的临床需求。

图31: EGFR-TKI 是 EGFR 突变 NSCLC 患者一线治疗的标准治疗



资料来源：海思科投资者关系公众号

**HSK38008 临床结果较优，于 2023 年 4 月获批临床。** HSK38008 是公司自主研发的全球首家口服 AR-V7 降解剂，用于前列腺癌治疗，能够通过蛋白酶体降解途径，有效达到对 AR-V7 蛋白的降解作用，并且能够有效抑制 AR 突变体（包括 AR-V7）介导的转录激活作用。细胞增殖结果显示，HSK38008 能够显著抑制 AR-V7 阳性细胞系（如 22RV1）中的细胞增殖，并且在与恩杂鲁胺联合使用时表现出对 VCAP 的抗增殖具有协同作用；体内药效方面，在 AR-V7 突变的 22RV1 去势小鼠移植瘤模型中，HSK38008 剂量依赖性地抑制了肿瘤生长，药效显著优于 ARV-110 和恩杂鲁胺。该药物于 2023 年 4 月获批临床，目前处于 I 期临床阶段。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

基于公司业务结构，我们对公司麻醉产品、肠外营养以及原料药等业务进行如下假设：

(1) 麻醉产品：麻醉业务为公司近年发展核心，核心产品环泊酚销售收入处于增长态势，同时公司积极布局其他镇痛药物，预计 2024-2026 年公司麻醉产品业务收入增速约为 100.31%、52.43%、46.45%，毛利率约为 89.00%、88.80%、88.60%。

(2) 肠外营养：公司以肠外营养仿制药起家，肠外营养产品为公司贡献稳定收入。我们预计 2024-2026 年肠外营养产品收入增速约为 2.00%、2.50%、3.00%，毛利率维持在 59.00%、58.50%、58.00%。

(3) 原料药：原料药业务受到价格和供需关系影响，2023 年公司原料药业务有所下滑，我们预计 2024-2026 年原料药维持稳定，收入增速分别为 0.00%、0.00%、



0.00%，毛利率分别为 61.00%、60.80%、60.60%。

表21：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

海思科 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,015.29	3,355.07	4383.28	5491.85	7025.18
yoy	8.73%	11.27%	30.65%	25.29%	27.92%
毛利	2,096.02	2,382.64	3,139.79	4,056.36	5,314.63
yoy	14.54%	13.67%	31.78%	29.19%	31.02%
毛利率	69.51%	71.02%	71.63%	73.86%	75.65%
业务拆分					
1.1 麻醉产品					
收入	437.18	849.67	1701.99	2594.30	3799.43
yoy	626.84%	94.35%	100.31%	52.43%	46.45%
毛利	402.83	764.17	1514.77	2303.74	3366.29
yoy	604.63%	89.70%	98.22%	52.09%	46.12%
毛利率	92.14%	89.94%	89.00%	88.80%	88.60%
收入占比	14.50%	25.32%	38.83%	47.24%	54.08%
1.2 肠外营养					
收入	641.48	615.22	627.53	643.21	662.51
yoy	-24.66%	-4.09%	2.00%	2.50%	3.00%
毛利	421.26	373.97	370.24	376.28	384.26
yoy	-36.13%	-11.23%	-1.00%	1.63%	2.12%
毛利率	65.67%	60.79%	59.00%	58.50%	58.00%
收入占比	21.27%	18.34%	14.32%	11.71%	9.43%
1.3 原料药及专利技术					
收入	750.34	569.78	569.78	569.78	569.78
yoy	-7.21%	-24.06%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	542.71	358.84	347.57	346.43	345.29
yoy	8.68%	-33.88%	-0.03	0.00	0.00
毛利率	72.33%	62.98%	61.00%	60.80%	60.60%
收入占比	24.88%	16.98%	13.00%	10.38%	8.11%
1.4 服务费收入					
收入		413.77	400.00	400.00	400.00
yoy					
毛利		167.68	200.00	200.00	200.00
yoy					
毛利率		59.48%	50.00%	50.00%	50.00%
收入占比		12.33%			
1.5 肿瘤止吐					
收入	265.77	211.72	211.72	211.72	211.72
yoy	81.27%	-20.34%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	225.85	177.84	175.72	175.30	174.88
yoy	105.73%	-21.26%	-0.01	0.00	0.00
毛利率	84.98%	84.00%	83.00%	82.80%	82.60%

海思科 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入占比	8.81%	6.31%	4.83%	3.86%	3.01%
<b>1.6 抗生素</b>					
收入	98.15	118.90	144.34	175.52	213.78
yoy	-6.94%	21.13%	21.40%	21.60%	21.80%
毛利	72.48	88.72	106.81	129.53	157.34
yoy	-7.58%	22.42%	20.39%	21.27%	21.47%
毛利率	73.84%	74.62%	74.00%	73.80%	73.60%
收入占比	3.26%	3.54%	3.29%	3.20%	3.04%
<b>1.7 心脑血管</b>					
收入	89.45	67.49	168.72	337.44	607.40
yoy	117.91%	-24.55%	150.00%	100.00%	80.00%
毛利	68.62	43.93	106.30	210.90	376.59
yoy	134.81%	-35.99%	141.99%	98.41%	78.56%
毛利率	76.72%	65.09%	63.00%	62.50%	62.00%
收入占比	2.97%	2.01%	3.85%	6.14%	8.65%
<b>1.8 肝胆消化</b>					
收入	65.81	67.00	67.67	68.35	69.03
yoy	0.22%	1.81%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利	46.00	37.00	35.87	35.88	35.90
yoy	-2.78%	-19.57%	-3.07%	0.05%	0.04%
毛利率	69.90%	55.22%	53.00%	52.50%	52.00%
收入占比	2.18%	2.00%	1.54%	1.24%	0.98%
<b>1.9 市场推广</b>					
收入	277.83		50.00	50.00	50.00
yoy	-28.56%				
毛利	15.35		2.50	2.50	2.50
yoy	-83.67%				
毛利率	5.53%		5.00%	5.00%	5.00%
收入占比	9.21%				
<b>1.10 其他适应症</b>					
收入	372.26	421.60	421.60	421.60	421.60
yoy	25.36%		0.00%	0.00%	0.00%
毛利	299.22	285.36	274.04	269.82	265.61
yoy	18.40%		-3.97%	-1.54%	-1.56%
毛利率	80.38%	67.68%	65.00%	64.00%	63.00%
收入占比	12.35%	12.57%	9.62%	7.68%	6.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测及估值

公司以特色仿制药起家，现已转型为麻醉及镇痛、糖尿病及并发症、肿瘤、神经痛等领域的创新药企，目前有 40 多个品种为国内首家或独家仿制，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等。公司在研管线布局丰富全面。目

前公司的商业化产品及进入临床阶段的 1 类新药共有 13 个，其中思舒宁®（环泊酚注射液）、思美宁®（苯磺酸克利加巴林胶囊）和倍长平®（考格列汀片）已实现商业化，思舒静®（HSK21542 注射液）已完成 NDA 申报。

基于公司整体规模和业务特点，我们选取三家布局麻醉镇痛药物的公司作为可比公司，分别为恒瑞医药、人福医药和恩华药业。与可比公司相比，公司估值较高，主要由于公司布局各领域创新管线，持续转型创新药企所致，但公司创新管线布局全面丰富，且多个创新药处于临床后期，商业化放量在即，故我们看好公司在麻醉镇痛和相关领域的竞争力。随着公司各领域的创新管线不断落地，公司业绩有望迎来新一轮提升。我们预测 2024-2026 年归母净利润为 5.98/7.28/9.72 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.65/0.87 元，当前股价对应 PE 分别为 63.3/52.0/38.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表22：与可比公司相比，公司估值合理**

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002262.SZ	恩华药业	25.15	15.12	13.91	18.62	19.06	25.7	22.6	19.1	16.0
600079.SH	人福医药	24.03	-14.07	15.27	23.78	19.10	14.8	12.9	10.4	8.7
600276.SH	恒瑞医药	46.33	10.14	38.95	12.45	19.68	67.1	49.4	44.0	36.7
可比公司平均							35.9	28.3	24.5	20.5
002653.SZ	海思科	33.81	6.51	102.51	21.90	33.46	128.3	63.3	52.0	38.9

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除恩华药业、人福医药、海思科外，其余可比公司的盈利预测均来自 Wind 一致预测，收盘价截至 2024 年 12 月 24 日收盘

## 5、风险提示

(1) 行业政策变化风险：目前医药行业受政策严格监管，上市审批政策、医保支付政策、合规监管政策、环保政策等存在不断演变的可能性，监管要求变化可能直接或间接影响企业经营。

(2) 新药研发风险：目前新产品的推出是医药制造企业不断前进的动力，若产品研发进度受到拖累或者失败，会影响企业的核心竞争力。

(3) 销售不及预期风险：产品销售受到本身特性，竞争格局，销售队伍，行业发展等多方面因素影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2054	2641	2482	2742	3682
现金	775	1169	1527	1913	2447
应收票据及应收账款	742	841	0	0	0
其他应收款	47	47	76	78	119
预付账款	73	57	113	100	172
存货	346	281	521	405	698
其他流动资产	70	246	246	246	246
<b>非流动资产</b>	3994	4012	4427	4841	5361
长期投资	185	132	49	-36	-129
固定资产	964	970	1180	1412	1761
无形资产	1940	2175	2416	2644	2878
其他非流动资产	906	734	782	821	851
<b>资产总计</b>	6048	6653	6910	7583	9043
<b>流动负债</b>	1489	1504	1378	1459	2016
短期借款	485	100	418	550	814
应付票据及应付账款	242	209	368	298	496
其他流动负债	761	1195	592	610	706
<b>非流动负债</b>	1426	978	887	789	698
长期借款	1311	855	763	665	574
其他非流动负债	114	124	124	124	124
<b>负债合计</b>	2914	2482	2265	2247	2714
少数股东权益	98	-9	90	263	445
股本	1076	1114	1114	1114	1114
资本公积	101	853	853	853	853
留存收益	1807	2210	2565	3056	3719
<b>归属母公司股东权益</b>	3036	4180	4555	5072	5885
<b>负债和股东权益</b>	6048	6653	6910	7583	9043

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	95	450	1405	999	1165
净利润	392	296	697	902	1154
折旧摊销	180	216	168	202	248
财务费用	43	23	38	45	54
投资损失	-228	61	-221	-202	-148
营运资金变动	-286	-357	721	50	-143
其他经营现金流	-7	212	2	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-540	-383	-363	-413	-621
资本支出	700	391	667	701	862
长期投资	160	0	83	85	93
其他投资现金流	1	7	221	202	148
<b>筹资活动现金流</b>	624	328	-1002	-331	-274
短期借款	33	-385	318	132	264
长期借款	859	-457	-91	-98	-91
普通股增加	-1	39	0	0	0
资本公积增加	3	753	0	0	0
其他筹资现金流	-269	378	-1229	-365	-447
<b>现金净增加额</b>	196	393	40	254	271

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3015	3355	4383	5492	7025
营业成本	919	972	1243	1435	1711
营业税金及附加	36	51	54	67	90
营业费用	1136	1200	1569	1963	2508
管理费用	328	321	421	527	674
研发费用	448	517	675	843	1075
财务费用	43	23	38	45	54
资产减值损失	-6	-10	0	0	0
其他收益	36	115	112	85	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	228	-61	221	202	148
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	364	314	714	897	1147
营业外收入	7	1	5	6	5
营业外支出	5	13	10	10	10
<b>利润总额</b>	367	303	709	893	1143
所得税	-25	7	12	-9	-11
<b>净利润</b>	392	296	697	902	1154
少数股东损益	115	0	99	174	181
<b>归属母公司净利润</b>	277	295	598	728	972
EBITDA	603	531	871	1085	1374
EPS(元)	0.25	0.26	0.53	0.65	0.87

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.7	11.3	30.6	25.3	27.9
营业利润(%)	-28.9	-14.0	127.7	25.6	27.9
归属于母公司净利润(%)	-19.7	6.5	102.5	21.9	33.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	69.5	71.0	71.6	73.9	75.7
净利率(%)	9.2	8.8	13.6	13.3	13.8
ROE(%)	12.5	7.1	15.0	16.9	18.2
ROIC(%)	8.6	5.1	11.4	13.5	14.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.2	37.3	32.8	29.6	30.0
净负债比率(%)	45.6	17.6	-1.0	-7.0	-11.2
流动比率	1.4	1.8	1.8	1.9	1.8
速动比率	1.1	1.5	1.3	1.5	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8
应收账款周转率	4.8	4.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.4	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.26	0.53	0.65	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.40	1.25	0.89	1.04
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.73	4.07	4.53	5.25
<b>估值比率</b>					
P/E	136.6	128.3	63.3	52.0	38.9
P/B	12.5	9.1	8.3	7.5	6.4
EV/EBITDA	65.0	72.0	43.1	34.5	27.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn