

海思科 (002653.SZ)

麻醉产品营收同比增长 45%，关注在研管线进展

优于大市

核心观点

麻醉产品营收同比增长 45%。2024 全年公司实现营收 37.21 亿 (+10.9%)，归母净利润 3.95 亿 (+34.0%)。分产品领域看，麻醉/肠外营养/肿瘤止吐/其他适应症产品分别实现收入 12.32/5.12/3.05/5.80 亿元，分别同比 +45.0%/-16.3%/+44.3%/-13.9%，毛利率分别为 90.4%/59.3%/87.0%/62.1%，分别+0.5/-1.5/+3.0/-5.4pp。

毛利率稳中有升，费用率整体平稳。2024 全年公司毛利率为 71.5% (同比+0.4pp)、净利率 10.6% (同比+1.8pp)；销售费用率 36.6% (同比+0.8pp)、管理费用率 10.8% (同比+1.2pp)、研发费用率 16.8% (同比+1.4pp)、财务费用率 0.4% (同比-0.3pp)，期间费用率整体为 64.5% (同比+3.1pp)。

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，两款药物商业化首年实现销售收入达数千万元。

镇痛药物思舒静（HSK21542，安瑞克芬注射液）“腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA，目前已经完成补充研究资料的递交，处于上市许可发补审评阶段，有望于 2025H1 获批上市；“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”适应症于 2024 年 6 月被纳入优先审评，并于 2024 年 9 月完成了 NDA 申报。

呼吸系统药物 HSK31858“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内已启动 Ph3 临床研究，新增“支气管哮喘”和“慢性气道炎症性疾病”两项适应症均已启动 Ph2 临床研究；2024 年新增开发项目 HSK44459，其“特发性肺纤维化”适应症目前已启动 Ph2 临床研究。

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，NDA 提交准备中；思美宁及倍长平国内市场进入商业化阶段，思舒静已提交 NDA，预计 2025H1 上市；布局 DPP1、THRβ 等靶点，PROTAC 等技术平台，管线储备丰富。根据公司年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年归母净利润分别为 5.47/6.93 亿元（前值为 6.59/9.16 亿元），新增 2027 年归母净利润为 8.67 亿元，对应 PE 为 97/77/61x，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,355	3,721	4,444	5,107	5,979
(+/-%)	11.3%	10.9%	19.4%	14.9%	17.1%
归母净利润(百万元)	295	395	547	693	867
(+/-%)	6.5%	34.0%	38.2%	26.7%	25.1%
每股收益(元)	0.26	0.35	0.49	0.62	0.77
EBIT Margin	8.8%	6.0%	11.9%	14.4%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	7.1%	9.4%	11.7%	13.2%	14.4%
市盈率 (PE)	179.1	134.4	97.2	76.7	61.3
EV/EBITDA	109.2	120.3	80.8	61.5	49.2
市净率 (PB)	12.65	12.61	11.36	10.09	8.85

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：马千里 010-88005445 maqianli@guosen.com.cn
 010-88005445 S0980521070001

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn
 S0980521120001

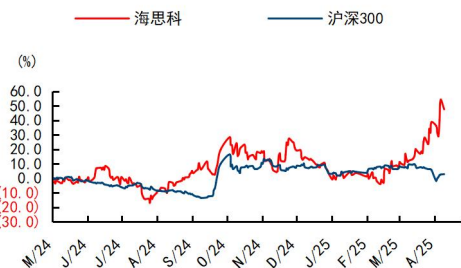
证券分析师：彭思宇

0755-81982723 pengsiyu@guosen.com.cn
 S0980521060003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 45.42 元
 总市值/流通市值 50867/24337 百万元
 52 周最高价/最低价 47.45/25.13 元
 近 3 个月日均成交额 171.29 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

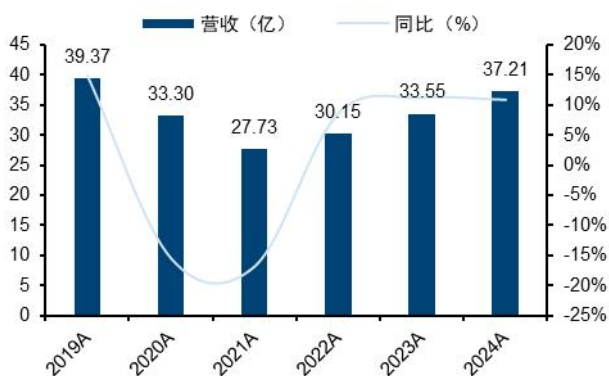
- 《海思科 (002653.SZ) - 前三季度归母净利润同比增长 90%，在研管线有序推进》——2024-10-31
- 《海思科 (002653.SZ) - 麻醉产品销售同比增长 51%，两款创新药产品获批上市》——2024-08-21
- 《海思科 (002653.SZ) - 麻醉产品销售收入同比增长 94.5%，创新管线进入收获期》——2024-05-15

麻醉产品营收同比增长 45%。2024 全年公司实现营收 37.21 亿（+10.9%），归母净利润 3.95 亿（+34.0%）。

分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 7.52/9.35/10.65/9.70 亿元（分别同比+20.6%/+25.3%/+5.0%/-0.1%，Q2/Q3/Q4 分别环比+24.2%/+13.9%/-8.9%）、归母净利润 0.92/0.73/2.17/0.14 亿元（分别同比+219.9%/+57.1%/+72.8%/-85.6%，Q2/Q3/Q4 分别环比-20.9%/+198.4%/-93.7%）。

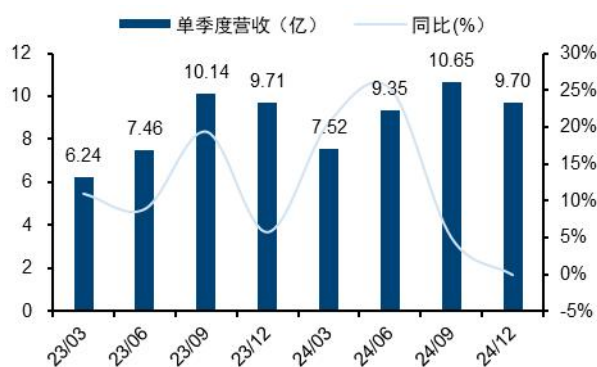
分产品领域看，麻醉/肠外营养/肿瘤止吐/其他适应症产品分别实现收入 12.32/5.12/3.05/5.80 亿元，分别同比+45.0%/-16.3%/+44.3%/-13.9%，毛利率分别为 90.4%/59.3%/87.0%/62.1%，分别+0.5pp/-1.5pp/+3.0pp/-5.4pp。

图1：海思科营业收入及增速（单位：亿元、%）



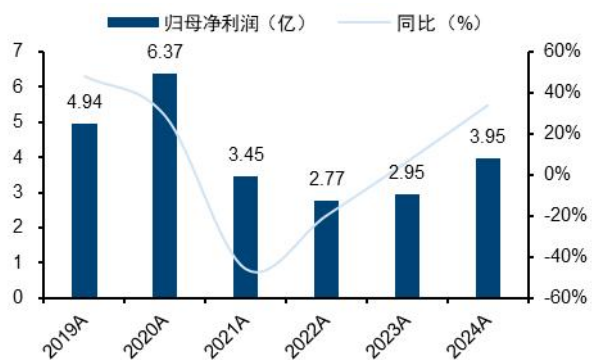
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海思科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



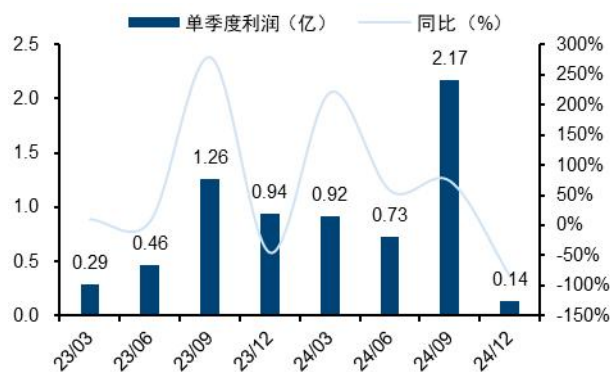
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

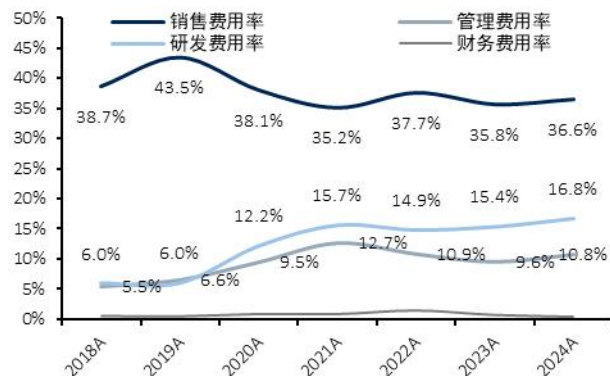


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率稳中有升，费用率整体平稳。2024 全年公司毛利率为 71.5%（同比+0.4pp）、净利率 10.6%（同比+1.8pp）；销售费用率 36.6%（同比+0.8pp）、管理费用率 10.8%（同比+1.2pp）、研发费用率 16.8%（同比+1.4pp）、财务费用率 0.4%（同比-0.3pp），期间费用率整体为 64.5%（同比+3.1pp）。

图5: 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6: 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

盈利预测

表1: 海思科盈利预测 (单位: 亿元)

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收		27.73	30.15	33.55	37.21	44.44	51.07	59.79
	YoY	-16.7%	8.7%	11.3%	10.9%	19.4%	14.9%	17.1%
成本		9.43	9.19	9.72	10.48	11.22	11.92	12.82
毛利率		66.0%	69.5%	71.0%	71.6%	74.7%	76.7%	78.5%
创新药								
营收		0.60	4.37	8.50	12.94	20.41	27.28	36.23
	YoY		628.3%	94.5%	52.2%	57.7%	33.6%	32.8%
成本		0.03	0.34	0.85	1.24	1.97	2.64	3.52
毛利率		95.0%	92.2%	90.0%	90.4%	90.3%	90.3%	90.3%
其中:								
	环泊酚	0.6	4.4	8.5	12.3	17.2	21.3	25.6
	思美宁				0.2	0.9	2.0	4.0
	倍长平				0.4	1.4	2.3	3.2
	HSK21542					0.8	1.7	3.4
	HSK31858							0.2
仿制药								
营收		27.13	25.77	25.06	24.27	24.03	23.79	23.55
	YoY	-18%	-5%	-3%	-3%	-1%	-1%	-1%
成本		9.40	8.85	8.87	9.24	9.25	9.28	9.30
毛利率		65.4%	65.6%	64.6%	61.9%	61.5%	61.0%	60.5%
销售费用率		35.2%	37.7%	35.8%	36.6%	35.1%	33.9%	35.6%
管理费用率		12.7%	10.9%	9.6%	10.8%	9.2%	9.8%	8.9%
研发费用率		15.7%	14.9%	15.4%	16.8%	16.1%	16.2%	15.8%
财务费用率		0.8%	1.4%	0.7%	0.4%	1.1%	0.6%	0.3%
净利润		3.45	2.77	2.95	3.95	5.47	6.93	8.67
	YoY	-45.8%	-19.7%	6.5%	33.8%	38.4%	26.7%	25.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、预测

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，NDA 提交准备中；思美宁及倍长平国内市场进入商业化阶段，思舒静已提交 NDA，预计 2025H1 上市；布局 DPP1、THRβ 等靶点，PROTAC 等技术平台，管线储备丰富。根据公司 2024 年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年归母净利润分别为 5.47/6.93 亿元（前值为 6.59/9.16 亿元），新增 2027 年归母净利润为 8.67 亿元，对应 PE 为 97/77/61x，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 250414	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE	PEG
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E
600276.SH	恒瑞医药	48.38	3086	63.37	68.53	80.56	94.94	46	45	38	33	13.9%	2.5
002262.SZ	恩华药业	21.96	223	11.44	13.56	15.73	17.86	22	16	14	12	15.7%	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 2025~2027 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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1169	1056	802	1447	2253	营业收入	3355	3721	4444	5107	5979
应收款项	887	958	1161	1333	1554	营业成本	972	1062	1122	1192	1282
存货净额	281	272	355	350	376	营业税金及附加	51	49	59	71	80
其他流动资产	143	294	251	303	388	销售费用	1200	1362	1559	1730	2130
流动资产合计	2641	2730	2718	3583	4721	管理费用	321	401	458	552	584
固定资产	976	901	855	789	705	研发费用	517	624	716	825	945
无形资产及其他	751	1277	1225	1174	1123	财务费用	23	14	47	30	15
投资性房地产	2152	1785	1785	1785	1785	投资收益	(61)	117	150	100	50
长期股权投资	132	105	58	15	(24)	资产减值及公允价值变动	(10)	(82)	(50)	(40)	(30)
资产总计	6653	6798	6641	7347	8311	其他收入	(403)	(361)	(716)	(825)	(945)
短期借款及交易性金融负债	941	981	100	100	100	营业利润	314	507	582	767	963
应付款项	209	196	255	255	272	营业外净收支	(11)	(44)	50	50	50
其他流动负债	354	391	513	529	617	利润总额	303	463	632	817	1013
流动负债合计	1504	1568	868	884	989	所得税费用	7	(3)	(11)	(0)	(8)
长期借款及应付债券	855	925	925	925	925	少数股东损益	0	71	97	125	155
其他长期负债	124	103	99	95	85	归属于母公司净利润	295	395	547	693	867
长期负债合计	978	1028	1024	1020	1010	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2482	2596	1892	1903	1999	净利润	295	395	547	693	867
少数股东权益	(9)	(11)	71	177	309	资产减值准备	6	75	(5)	(7)	(8)
股东权益	4180	4213	4678	5267	6003	折旧摊销	213	240	152	158	162
负债和股东权益总计	6653	6798	6641	7347	8311	公允价值变动损失	10	82	50	40	30
关键财务与估值指标						财务费用	23	14	47	30	15
每股收益	0.26	0.35	0.49	0.62	0.77	营运资本变动	(270)	234	(70)	(215)	(244)
每股红利	0.04	0.38	0.07	0.09	0.12	其它	(6)	(80)	87	113	139
每股净资产	3.75	3.76	4.18	4.70	5.36	经营活动现金流	248	947	761	782	946
ROIC	6.82%	5.93%	10%	15%	19%	资本开支	0	(28)	(100)	(75)	(50)
ROE	7.06%	9.39%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(160)	10	0	0	0
毛利率	71%	71%	75%	77%	79%	投资活动现金流	(107)	9	(52)	(32)	(11)
EBIT Margin	9%	6%	12%	14%	16%	权益性融资	(2)	81	0	0	0
EBITDA Margin	15%	12%	15%	18%	19%	负债净变化	(457)	70	0	0	0
收入增长	11%	11%	19%	15%	17%	支付股利、利息	(43)	(422)	(82)	(104)	(130)
净利润增长率	7%	34%	38%	27%	25%	其它融资现金流	1253	(446)	(881)	0	0
资产负债率	37%	38%	30%	28%	28%	融资活动现金流	253	(1068)	(963)	(104)	(130)
股息率	0.1%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	现金净变动	393	(113)	(254)	645	806
P/E	179.1	134.4	97.2	76.7	61.3	货币资金的期初余额	775	1169	1056	802	1447
P/B	12.6	12.6	11.4	10.1	8.9	货币资金的期末余额	1169	1056	802	1447	2253
EV/EBITDA	109.2	120.3	80.8	61.5	49.2	企业自由现金流	0	671	521	605	834
						权益自由现金流	0	295	(408)	575	819

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