

2025 年 04 月 29 日

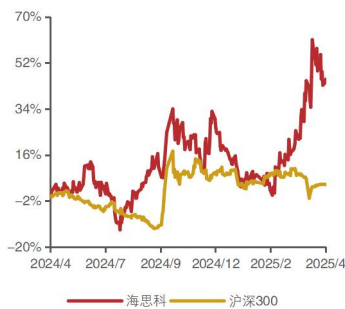
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
李强
SAC: S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025 年 04 月 29 日
收盘价（元）	42.90	
一年内最高/最低（元）	47.50/25.48	
总市值（百万元）	48,044.48	
流通市值（百万元）	22,986.98	
总股本（百万股）	1,119.92	
资产负债率（%）	40.59	
每股净资产（元/股）	3.68	

资料来源：聚源数据

海思科(002653.SZ)

——环泊酚快速放量，创新集群即将形成

投资要点：

- **事件。**公司发布 2025 年一季报，实现营收 8.92 亿元（同比+18.60%），实现归母净利润 0.47 亿元（同比-49.31%），实现扣非归母净利润 0.50 亿元（同比+69.25%）。
- **麻醉板块保持快速增长态势，创新药收入占比持续提高。**2024 年，分业务来看，收入拆分：1）麻醉：12.3 亿元（同比+44.96%）；2）肠外营养：5.1 亿元（同比-16.32%）；3）肿瘤止吐：3.05 亿元（同比+44.26%）；4）自主其他产品：5.8 亿元（同比-13.92%）；5）合作产品：9.4 亿元（同比+10.66%）。创新药方面，除了环泊酚外，倍长平（考格列汀）和思美宁（克利加巴林）实现上市第一年销售收入达数千万元。费用率方面：1）销售费用率：2025Q1 为 35.79%；2）研发费用率：2025Q1 为 16.05%；3）管理费用率：2025Q1 为 10.38%。
- **在研管线不断推进中，创新产品集群即将形成。**重点在研产品方面：1）HSK21542：“腹部手术术后镇痛”适应症处于上市许可发补审评阶段；“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”适应症处于上市审评阶段；新增“术后恶心呕吐”适应症已于 2024 年 11 月获批临床，目前已经完成与 CDE 的 EOP2 沟通交流；“骨科手术术后镇痛”适应症Ⅱ期临床研究也已经完成，正在进行 EOP2 沟通交流。2）克利加巴林：“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛和带状疱疹后神经痛”适应症获批；新增“中枢神经病理性疼痛”适应症Ⅲ期临床研究正在正常推进中。3）HSK31858：“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内Ⅲ期临床研究已经启动，新增“支气管哮喘”和“慢性气道炎症性疾病”两项适应症已启动Ⅱ期临床研究，“慢性阻塞性肺疾病”适应症已获得临床批准通知书。4）HSK44459：“白塞病”（属自身免疫系统疾病）、“银屑病”和“特应性皮炎”（属皮肤病领域）三项适应症均获得临床试验批准通知书，其中“白塞病”适应症已启动Ⅱ期临床研究。5）HSK31679：“成人原发性高胆固醇血症”适应症已完成Ⅱ期临床研究，“非酒精性脂肪性肝炎”适应症Ⅱ期临床已完成全部受试者招募，目前顺利进展中等。国际化方面：环泊酚麻醉诱导（IGA）的三项美国Ⅲ期临床试验已达到了预设主要终点，并获得临床研究报告。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 5.5、6.9、8.7 亿元，同比增长率分别为 38.6%、24.9%、27.1%，当前股价对应的 PE 分别为 88、70、55 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**1）市场竞争加剧的风险；2）创新研发进度不及预期的风险；3）政策超预期的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,355	3,721	4,504	5,466	6,572
同比增长率（%）	11.27%	10.92%	21.03%	21.36%	20.24%
归母净利润（百万元）	295	395	548	685	870
同比增长率（%）	6.54%	34.00%	38.64%	24.86%	27.14%
每股收益（元/股）	0.26	0.35	0.49	0.61	0.78
ROE（%）	7.06%	9.39%	12.24%	14.23%	16.63%
市盈率（P/E）	162.80	121.49	87.63	70.18	55.20

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,056	1,499	2,059	2,822	营业收入	3,721	4,504	5,466	6,572
应收票据及账款	1,077	1,248	1,515	1,821	营业成本	1,062	1,225	1,427	1,663
预付账款	74	92	111	134	税金及附加	49	60	73	88
其他应收款	40	61	74	89	销售费用	1,362	1,644	1,968	2,333
存货	272	376	438	511	管理费用	401	450	519	605
其他流动资产	211	198	208	220	研发费用	624	730	847	1,006
流动资产总计	2,730	3,474	4,406	5,597	财务费用	14	51	49	47
长期股权投资	105	105	105	105	资产减值损失	-82	-41	-49	-59
固定资产	910	996	1,023	994	信用减值损失	-4	-1	-2	-2
在建工程	7	6	5	4	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	1,277	1,456	1,601	1,714	投资收益	117	170	130	130
长期待摊费用	4	2	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,766	1,388	1,011	634	资产处置收益	31	10	10	10
非流动资产合计	4,069	3,953	3,746	3,451	其他收益	236	180	150	130
资产总计	6,798	7,426	8,151	9,048	营业利润	507	662	822	1,040
短期借款	243	243	243	243	营业外收入	2	4	4	4
应付票据及账款	196	271	315	368	营业外支出	46	21	21	21
其他流动负债	1,130	1,321	1,550	1,821	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,568	1,835	2,108	2,431	利润总额	463	644	804	1,022
长期借款	929	929	929	929	所得税	-3	0	0	0
其他非流动负债	99	99	99	99	净利润	466	644	804	1,022
非流动负债合计	1,028	1,028	1,028	1,028	少数股东损益	71	96	120	152
负债合计	2,596	2,863	3,136	3,459	归属母公司股东净利润	395	548	685	870
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	EPS(元)	0.35	0.49	0.61	0.78
资本公积	954	954	954	954	主要财务比率				
留存收益	2,140	2,406	2,737	3,159	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	4,213	4,479	4,811	5,233	成长能力				
少数股东权益	-11	85	204	356	营收增长率	10.92%	21.03%	21.36%	20.24%
股东权益合计	4,202	4,564	5,015	5,589	营业利润增长率	61.85%	30.42%	24.20%	26.55%
负债和股东权益合计	6,798	7,426	8,151	9,048	归母净利润增长率	34.00%	38.64%	24.86%	27.14%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-1.68%	81.30%	22.49%	25.46%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	466	307	541	783	毛利率	71.46%	72.80%	73.90%	74.70%
折旧与摊销	255	315	357	395	净利率	12.53%	14.30%	14.71%	15.56%
财务费用	14	51	49	47	ROE	9.39%	12.24%	14.23%	16.63%
投资损失	-117	-170	-130	-130	ROA	5.82%	7.38%	8.40%	9.62%
营运资金变动	-255	-35	-98	-106	估值倍数				
其他经营现金流	79	334	262	242	P/E	121.49	87.63	70.18	55.20
经营性现金净流量	442	801	982	1,232	P/S	12.91	10.67	8.79	7.31
投资性现金净流量	-302	-25	-19	27	P/B	11.40	10.73	9.99	9.18
筹资性现金净流量	-251	-334	-402	-496	股息率	0.65%	0.59%	0.73%	0.93%
现金流量净额	-105	443	561	763	EV/EBITDA	51	48	39	32

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。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的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。