

# 营收持续高增，创新药商业化加速

## 核心观点

2025 年前三季度，公司实现营业收入 33.00 亿元，同比增长 19.95%；归母净利润 2.95 亿元，同比减少 34.67%；扣非归母净利润 3.11 亿元，同比增长 44.49%，业绩略超预期。报告期内，公司产品稳定放量，思舒宁成为最大产品，创新药倍长平®和思美宁®纳入医保，驱动业绩增长。展望未来：（1）思舒宁、思美宁和倍长平等创新药销售持续放量，思舒宁有望 2026 年底前获美国 NDA 批准；（2）思舒静即将参加医保谈判，思舒宁参加医保续约；（3）在研若干双靶 ADC 预计 2026 年中期进入 IND；（4）HSK31858 片与 HSK39297 片预计 2026 年提交 NDA，HSK31858 片海外启动 III 期临床将触发里程碑付款；（5）自研 PROTAC 预计 2026 年上半年进入临床阶段。

## 事件

2025 年第三季度，公司实现营业收入 12.99 亿元，同比增长 22.05%；实现归属于上市公司股东净利润 1.66 亿元，同比减少 23.32%，环比增长 102.5%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.67 亿元，同比增长 19.32%，环比增加 76.6%。

2025 前三季度，公司实现营业收入 33.00 亿元，同比增加 19.95%；实现归属于上市公司股东净利润 2.95 亿元，同比下降 22.66%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.11 亿元，同比增加 44.49%。

### 重要财务指标

|           | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,355.07 | 3,721.35 | 4,490.36 | 5,543.46 | 6,789.06 |
| YoY(%)    | 11.27    | 10.92    | 20.66    | 23.45    | 22.47    |
| 净利润(百万元)  | 295.11   | 395.46   | 434.87   | 608.09   | 842.77   |
| YoY(%)    | 6.54     | 34.00    | 9.97     | 39.83    | 38.59    |
| 毛利率(%)    | 71.02    | 71.46    | 72.03    | 72.75    | 73.48    |
| 净利率(%)    | 8.80     | 10.63    | 9.68     | 10.97    | 12.41    |
| ROE(%)    | 7.06     | 9.39     | 9.70     | 12.51    | 15.65    |
| EPS(摊薄/元) | 0.26     | 0.35     | 0.39     | 0.54     | 0.75     |
| P/E(倍)    | 214.98   | 160.43   | 145.89   | 104.33   | 75.28    |
| P/B(倍)    | 15.18    | 15.06    | 14.15    | 13.05    | 11.78    |

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 海思科 (002653.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

010-56135343

SAC 编号:S1440525080005

发布日期：2025 年 11 月 02 日

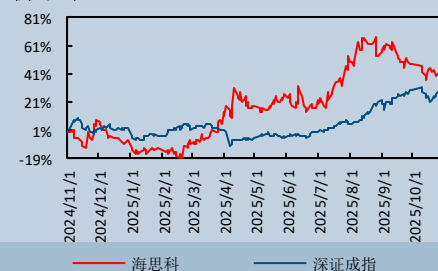
当前股价：56.65 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月       | 12 个月       |
|----------------|------------|-------------|
| 5.38/2.99      | 8.73/-0.64 | 60.80/39.72 |
| 12 月最高/最低价 (元) |            | 60.50/29.54 |
| 总股本 (万股)       |            | 111,991.80  |
| 流通 A 股 (万股)    |            | 48,149.74   |
| 总市值 (亿元)       |            | 634.43      |
| 流通市值 (亿元)      |            | 272.77      |
| 近 3 月日均成交量 (万) |            | 475.57      |
| 主要股东           |            |             |
| 王俊民            |            | 35.68%      |

### 股价表现



## 简评

### 一、业绩略超预期，多品种进入放量期

公司 2025 年前三季度实现营业收入 33.00 亿元，同比增加 19.95%；实现归属于上市公司股东净利润 2.95 亿元，同比下降 22.66%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.11 亿元，同比增加 44.49%，归母和扣非净利润的增速差异主要由于 2024Q3 收到出售海外控股子公司暨在研项目 TYK2 产品获得的里程碑款，2025Q3 相比减少 1.62 亿元投资收益。

公司充分利用国家相关政策，加速推进创新药研发进程。2025 年前三季度，公司研发费用 5.4 亿元，同比增长 42.10%，核心产品取得较好销售业绩，创新药收入占比约 45%。环泊酚注射液（思舒宁®）2025 年上半年销售收入增长迅速，在静脉麻醉药市场领域保持份额第一，在 2025 年预计实现销售额超过 15 亿元。创新药倍长平®和思美宁®实现纳入医保第一年准入医院数量远超慢病国产产品平均水平，有力推动 2025 年业绩增长。同时，公司积极深化营销团队整合，加速拓展市场，推进全渠道整合，加快品牌市场渗透，实现老产品稳定放量。

### 二、思舒宁®海外上市进程加速，思舒静®参加医保谈判

公司拥有覆盖麻醉镇痛、神经系统、内分泌系统等多个细分领域的产品布局，现有 40 余个品种，公司的主要产品包括：

（1）**环泊酚注射液（思舒宁®）**：公司自主研发的 1 类静脉麻醉药物，2020 年 12 月获批上市，适应症包括“非气管插管手术/操作中的镇静和麻醉、全麻诱导与维持、ICU 机械通气镇静”。相比丙泊酚，环泊酚在手术室外呼吸抑制率更低；手术室内低血压发生率少、BIS 曲线稳定；在 ICU 领域环泊酚循环稳定，临床优势明显。并且获得多个指南共识推荐。2021 年纳入国家医保，2023 年全部适应症纳入医保，2024 年起执行新目录。作为公司旗舰创新药，预计 2025 年全年销售额超 15 亿元。公司正在加速思舒宁®在美国的上市进程，预计在美国市场销售峰值潜在达到 5-10 亿美元。

（2）**苯磺酸克利加巴林胶囊（思美宁®）**：第三代钙通道调节剂，2024 年 5 月获批，为中国首个获批“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛”（DPNP）适应症的 1 类新药，2024 年 6 月带状疱疹后神经痛（PHN）适应症亦获批。靶点亲和力和代谢稳定性优于普瑞巴林，无需滴定，起效快、使用便捷。已获三部指南推荐，未来适应症布局会拓展到整个神经病理性疼痛领域。

（3）**考格列汀片（倍长平®）**：公司自主研发的改善成人 2 型糖尿病患者的血糖的 1.1 类创新药，于 2024 年 6 月获批，为全球首个双周口服超长效 DPP-4i。两项 III 期研究显示 HbA1c 降幅最多达 0.96%，与日制剂联合组疗效相当。倍长平具有“超长疗效、肝肾无忧、平稳放心”优势，提高了治疗便利性与患者依从性。

（4）**安瑞克芬注射液（思舒静®）**：公司自主研发的 1 类创新药，全球首个高选择性外周 κ 阿片受体激动剂，2025 年 5 月获批镇痛适应症。其肾病瘙痒适应症于 2024 年 6 月纳入 CDE 优先审评程序，2024 年 9 月 NDA 申报获得受理。思舒静®可有效避免呼吸抑制和成瘾性等中枢相关不良反应，且可降低术后恶心、呕吐发生率；药物和受体结合力更高、选择性更强，镇痛效果好、持续时间可达 8 小时；几乎不经肝脏代谢，肝功能不全、轻中度肾功能不全、老年患者无需调整剂量，药物相互作用风险低；非精麻类处方，处方便捷。国内上市后即被纳入《腹部手术围手术期疼痛管理指南（2025 版）》。思舒静®即将参加 2025 年医保谈判，公司对谈判结果及 2026 年销售额持乐观预期。

### 三、全球布局多点突破，创新势能持续积蓄

公司持续在多个领域部署新药研发管线，不断推进国际化进程。截至目前已有 33 个 1 类创新药进入临床阶段。

**(1) 麻醉镇痛领域：**思舒宁®（环泊酚注射液），已在国内获批 3 项适应症，儿童/青少年用药补充申请正在审评中；美国“全麻诱导”适应症的 NDA 已经于 2025 年 7 月获得 FDA 受理，目前处于审评阶段。镇痛药物思舒静®腹部术后镇痛适应症已于 2025 年 5 月获得药品注册证书，是全球首个获批用于治疗术后疼痛适应症的外周  $\kappa$  阿片受体激动剂；“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”、“骨科手术术后镇痛”适应症已获批上市；“术后恶心呕吐”适应症目前也已完成 EOP2（End Of Phase2，II 期结束后）沟通交流；新增“用于预防化疗导致的恶心呕吐”适应症于 2025 年 7 月获得了临床试验批准通知书。苯磺酸克利加巴林胶囊（思美宁®）：DPNP 与 PHN 适应症 2024 年已获批，中枢神经病理性疼痛 III 期已经完成所有患者的入组，按计划推进中；另有 HSK36357 胶囊已完成 I 期临床试验。

**(2) 呼吸系统药物领域：**主要在 COPD、哮喘、IPF 口服小分子上系统性布局。HSK31858 片：海外合作伙伴凯西已完成桥接试验并启动海外 III 期临床；HSK44459 片：同步推进“白塞病”、“银屑病”和“特应性皮炎”等适应症的 II 期临床；HSK39004 治疗“慢性阻塞性肺疾病”的粉雾剂剂型国内 II 期临床试验及上市推进中。

**(3) 自身免疫领域：**HSK39297 片：“阵发性睡眠性血红蛋白尿”适应症已进入 III 期临床研究，“原发性 IgA 肾病”II 期研究顺利推进中；HSK47388：针对“银屑病”、“溃疡性结肠炎”的国内 II 期试验入组启动，美国 I 期按计划推进中。

**(4) 代谢药物领域：**糖尿病治疗药物考格列汀片（倍长平®）于 2024 年获得药品注册证书，是全球首个超长效双周口服降糖药物；HSK31679 片：高胆固醇血症适应症完成 II 期，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，顺利推进中。

**(5) 肿瘤药物领域：**HSK39775 片 II 期临床推进中；HSK42360 片、HSK46575 片 I 期临床推进中；晚期实体瘤药物 HSK41959 片 I 期临床于 2025 年 4 月完成首例患者入组；淋巴瘤治疗药物 HSK47977 片启动中美双报，海外 I 期临床积极推进中。

**(6) 其他领域：**肌营养不良症药物 HSK45030 分散片于 6 月 30 日获得了临床试验批准通知书，目前已启动 I 期临床研究。

**(7) 国际化进程：**重点推进呼吸、自免领域管线海外授权，加强与海外投行的合作。公司 2025 年首次采取中美双报方式推进项目，其中包括 HSK47388、HSK47977 片，海外 I 期临床推进中。思舒宁®美国上市进程加速。HSK31858 片已启动海外 III 期临床。

图 1:公司主要产品管线

| 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                  | GABBA        | 非气管插管的手术/操作中的镇静和麻醉 (中) |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 全身麻醉诱导和维持 (中)          |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | ICU镇静 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 全麻诱导 (美)               |     |      |       |        |     |    |
| HSK21542 (iv)           | 外周K片受体 (KOR) | 儿科适应症 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 腹部手术术后镇痛 (中)           |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 慢性肾病瘙痒 (中)             |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 术后恶心呕吐 (中)             |     |      |       |        |     |    |
| 注射用HSK36273             | /            | 骨科手术术后镇痛 (美)           |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 骨科手术术后镇痛 (中)           |     |      |       |        |     |    |
| HSK3486 (环泊酚)           | GABR         | 血液透析及术中患者的全身抗凝 (中)     |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 麻醉和全身麻醉 (中)            |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 全身麻醉 (美)               |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 全麻诱导和维持 (中)            |     |      |       |        |     |    |
| HSK16149胶囊              | α2δ-1调节剂     | 全麻诱导 (美)               |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 糖尿病周围神经病 (中)           |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 带状疱疹后神经痛 (中)           |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 中枢神经病理性疼痛 (中)          |     |      |       |        |     |    |
| HSK36357                | AAK1         | 纤维肌痛 (中)               |     |      |       |        |     |    |
| FTP-198                 | ENPP2        | 周围神经性疼痛 (中)            |     |      |       |        |     |    |
| HSK31858                | DPP1         | 特发性肺纤维化 (中)            |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 支气管扩张 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 急性呼吸窘迫综合征 (中)          |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 急性肺损伤 (中)              |     |      |       |        |     |    |
| HSK44459                | PDE4B        | 非囊性纤维化支气管扩张症 (中)       |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 哮喘 (中)                 |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 祛痰 (中)                 |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 慢性阻塞性肺疾病 (中)           |     |      |       |        |     |    |
| HL231                   | /            | 特发性肺纤维化 (中)            |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 间质性肺疾病 (中)             |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 白塞病 (中)                |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 特应性皮炎 (中)              |     |      |       |        |     |    |
| HL242                   | /            | 斑状状银屑病 (中)             |     |      |       |        |     |    |
| HSK31679                | THRβ         | COPD (中)               |     |      |       |        |     |    |
| HSK39775                | USP1         | COPD (中)               |     |      |       |        |     |    |
| HSK42360                | BRAF         | 成人原发性高胆固醇血症 (中)        |     |      |       |        |     |    |
| HSK39004                | PDE4/PDE3    | 非酒精性脂肪性肝病 (中)          |     |      |       |        |     |    |
| HSK46575                | CYP11A1      | 晚期实体瘤 (中)              |     |      |       |        |     |    |
| HSK41959                | PRMT5        | 中枢神经系统肿瘤 (中)           |     |      |       |        |     |    |
| HSK29116散               | BTK-protac   | 晚期实体瘤 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 慢性阻塞性肺疾病 (中)           |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 前列腺癌 (中)               |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 晚期实体瘤 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | B细胞非霍奇金淋巴瘤 (中)         |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | B细胞非霍奇金淋巴瘤 (美)         |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 华氏巨球蛋白血症 (中)           |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 华氏巨球蛋白血症 (美)           |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 滤泡性淋巴瘤 (中)             |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 滤泡性淋巴瘤 (美)             |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤 (中) |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤 (美) |     |      |       |        |     |    |
| HSK40118片               | EGFR-protac  | 套细胞淋巴瘤 (中)             |     |      |       |        |     |    |
| HSK38008干混悬剂            | AR-V7        | 套细胞淋巴瘤 (美)             |     |      |       |        |     |    |
| HCI119 (氘恩扎鲁胺)          | AR           | 边缘区淋巴瘤 (中)             |     |      |       |        |     |    |
| HSK47977                | BCL6         | 边缘区淋巴瘤 (美)             |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | B细胞淋巴瘤 (中)             |     |      |       |        |     |    |
| HSK37251                | 靶点暂未公布       | B细胞淋巴瘤 (美)             |     |      |       |        |     |    |
| HSK39297                | CFB          | 非小细胞肺癌 (中)             |     |      |       |        |     |    |
| HSK30297                | /            | 去势抵抗性前列腺癌 (中)          |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 去势抵抗性前列腺癌 (美)          |     |      |       |        |     |    |
| HSK47388                | IL23         | 去势抵抗性前列腺癌 (中)          |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 非霍奇金淋巴瘤 (中)            |     |      |       |        |     |    |
| SM04690 (Lorecivint)    | CLK2/DYRK1A  | 淋巴瘤 (美)                |     |      |       |        |     |    |
| ESK001 (Envudeucitinib) | TYK2         | 实体瘤 (中)                |     |      |       |        |     |    |
| EP41 (Frunexian)        | FXIa         | IgA肾病 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 原发性或继发性肾小球疾病 (中)       |     |      |       |        |     |    |
| HSK45030                | 靶点暂未公布       | 溶血性尿毒综合征 (中)           |     |      |       |        |     |    |
| HSK34890                | GLP1R        | 阵发性睡眠性血红蛋白尿症 (中)       |     |      |       |        |     |    |
| HSK7653                 | DPP-IV       | IgA肾病 (美)              |     |      |       |        |     |    |
| HSK34890                | /            | 自身免疫性疾病 (中)            |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 银屑病 (中)                |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 炎症性肠病 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 克罗恩病 (中)               |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 骨关节炎 (美)               |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 斑状状银屑病 (美)             |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 银屑病 (美)                |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 系统性红斑狼疮 (美)            |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 血栓形成/栓塞 (中)            |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 血栓形成/栓塞 (美)            |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 体外循环凝血 (中)             |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 肌营养不良症 (中)             |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 2型糖尿病 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | 糖耐量异常 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | I型糖尿病 (中)              |     |      |       |        |     |    |
|                         |              | II型糖尿病 (中)             |     |      |       |        |     |    |

数据来源: insight, 中信建投证券



#### 四、财务分析：毛利率提升，研发投入持续增加

2025 年前三季度，公司医药行业销售毛利率为 73.90%，同比增长 1.34pct。从具体费用情况来看：

（1）销售费用：2025 年前三季度，公司销售费用 11.89 亿元，同比增长 22.67%。

（2）管理费用：2025 年前三季度，公司管理费用 1.96 亿元，同比增长 4.08%。

（3）财务费用：2025 年前三季度，公司财务费用 0.06 亿元，同比减少 39.38%，主要系本期贷款利息减少及利息收入增加所致。

（4）研发费用：2025 年前三季度，公司研发费用 5.43 亿元，同比增长 43.50%，主要系公司为了持续提升竞争力，本期创新药研发投入增加。

#### 五、公司未来发展展望

未来公司将继续增加研发投入，依托新建立的大分子平台开展生物药研究，涵盖单抗/双抗/多抗、ADC 等。公司全年的营销工作将围绕创新药的商业化、学术营销、全渠道销售等多方面展开。环泊酚注射液（用于“儿科用药”适应症）预计于 2026 年获得生产批件。2025 年度计划实现 7 个创新药分子首次 IND 申报，以及 8-10 项适应症拓展和新剂型的 IND 申报，涉及肿瘤、自身免疫和镇痛等领域，并且将继续扩充产品线，计划完成新项目立项 5-10 个。

（1）**麻醉镇痛领域**：公司首个拥有自主知识产权的静脉麻醉 I 类创新药环泊酚注射液（思舒宁®），国内方面，将继续推进儿科适应症的注册性临床研究；美国方面，“全麻诱导”适应症 NDA 申请已于 7 月获得 FDA 的受理，公司将紧密配合 FDA，推进上市审评进程。苯磺酸克利加巴林胶囊（思美宁®）将按照计划继续推进“中枢神经病理性疼痛”适应症的 III 期临床研究；HSK21542 注射液（思舒静®）“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”适应症预计将在 2025 年下半年获批上市，同时，公司将继续推进包括“骨科手术术后镇痛”在内的适应症拓展 III 期临床研究。

（2）**代谢性疾病领域**：HSK31679 片将继续推进“非酒精性脂肪性肝炎”适应症的 II 期临床研究，潜在预估 2025 年年内完成 II 期临床，2026 年上半年进行数据读出。

（3）**自身免疫系统疾病领域**：HSK39297 片“阵发性睡眠性血红蛋白尿症（PNH）”适应症的 III 期临床数据预计于 2026 年读出，并于 2026 年提交 NDA；同步推进“原发性 IgA 肾病”适应症的 II 期临床研究，预计 2026 年读出数据；HSK47388 片主要布局银屑病和 IBD 领域，目前均已开展 II 期临床，尤其会快速推进银屑病。出海方面，当前处于 I 期安全性及剂量爬坡试验阶段，II 期临床计划通过合作方式加速海外推进；HSK44459 片针对自身免疫系统疾病的相关适应症，如“白塞病”、“特应性皮炎”和“银屑病”等，将继续推进临床 II 期研究。

（4）**肿瘤领域**：2025 年下半年将继续推进 HSK39775 片的 II 期临床研究、HSK46575 和 HSK41959 片的 I 期临床研究，对于新增的 HSK47977 片项目，已启动中美双报，海外 I 期临床研究顺利推进中。

（5）**呼吸疾病治疗领域**：HSK31858 计划 2026 年递交 NDA，海外合作伙伴 Chiesi 已完成桥接试验并启动海外三期临床，预计 2029 年前后开始收到销售里程碑款；HSK44459 片同步推进“白塞病”、“银屑病”和“特应性皮炎”等适应症的 II 期临床试验；HSK39004 也将加速推进粉雾剂剂型的国内 II 期临床研究。HL231 吸入溶液 III 期临床研究已经完成全部受试者入组，将在继续推进临床研究的同时开展与 CDE 的 PNDA 沟通交流。

（6）**其他领域**：公司将继续推进“肌营养不良症”治疗药物 HSK45030 分散片的 I 期临床研究。

## 六、盈利预测及估值

我们假设（1）公司创新药环泊酚注射液（思舒宁®）、甲磺酸多拉司琼注射液（立必复®）继续放量；（2）公司仿制药销量在自营模式下平稳销售；（3）公司新上市药物苯磺酸克利加巴林胶囊（思美宁®）、考格列汀片（倍长平®）快速放量；由此预计公司 2025、2026、2027 年营业收入分别为 44.90、55.43、67.89 亿元，对应增速分别为 20.66%、23.45%、22.47%。归母净利润分别为 4.35、6.08、8.43 亿元，对应增速分别为 9.97%、39.83%、38.59%，给予“买入”评级。

## 风险分析

行业政策风险：因为行业政策调整带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

研发不及预期风险：新药物在研发过程中，存在临床入组进度不确定、疗效结果及安全性结果数据不确定等风险。

审批不及预期风险：审批过程中存在资料补充、审批流程变化等因素导致的审批周期延长等风险。

销售不及预期风险：思美宁®（苯磺酸克利加巴林胶囊）和倍长平®（考格列汀片）两款新药上市后在销售过程中会受到竞争格局加剧、物流运力不足、生产产能不足等风险，存在增速低于预期的风险。

医保谈判风险：医保谈判带来的降幅存在不确定性风险。

敏感性分析：原材料价格上涨等可能影响净利润水平。手术修复不及预期，散点式诊疗停滞，麻醉新产品上市放量进度有限，可能影响麻醉线的销售增速。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

### 沈毅

制药及生物科技组分析师，香港中文大学硕士，6 年产业经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

## 研究助理

### 徐韵翔

xuyunxiang@csc.com.cn



## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
电话: (8610) 56135088  
联系人: 李祉瑶  
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话: (8621) 6882-1600  
联系人: 翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
电话: (86755) 8252-1369  
联系人: 曹莹  
邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话: (852) 3465-5600  
联系人: 刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csci.hk