

国内稀缺的创新转型 Pharma

—海思科首次覆盖报告

核心观点

- **国内稀缺的创新转型 Pharma。**公司早年从肠外营养起家，2012 年起坚定走“仿制创新双线作战、国内海外并行发展”之路。目前，仿制药板块已充分消化集采冲击，筑牢现金流压舱石；创新药领域，继环泊酚大单品后，安瑞克芬、克利加巴林和考格列汀接连上市，2026 年创新药营收占比有望突破 50%；出海方面，环泊酚预计 2026Q2 在美国获批上市，DPP-1、PDE3/4、NAV1.8、TYK2 等 5 款已出海新药将带来里程碑收入。此外，其他创新药管线 2026 年将迎来密集数据读出，有望带来新一轮对外授权和国内上市。
- **以终为始，围术期新龙头崛起。**多数手术患者已实现术中安全无痛与生命体征稳定调控，但术后长期疼痛管理等问题亟待解决。公司精准布局麻醉镇痛，新药三箭齐发：环泊酚镇静麻醉安全性优势明显，克利加巴林无需滴定、快速起效、抢先布局神经病理性疼痛，安瑞克芬主打非成瘾阿片类镇痛，其术后疼痛适应症 NDA 已获 CDE 受理，完整覆盖轻/中/重度术后疼痛患者。此外，公司还布局了 NAV1.8 抑制剂，瞄准下一代非阿片镇痛市场。我们认为，依托差异化产品矩阵与专业化学术推广，海思科将会成长为国内围术期麻醉镇痛龙头。
- **再启新程，多元管线出海接力。**公司管线已拓展至代谢、自免和呼吸等赛道：1) 代谢：考格列汀是全球首款双周 DPP4 抑制剂，国内老年糖尿病患者一线用药。HSK31679 是全球第二、国内首个纳入突破性疗法的 THR-β 激动剂，剑指百亿美元 MASH 市场；2) 自免：HSK39297 是国内首批申报上市的国产 CFB 抑制剂。HSK44459 作为全球第二的 PDE4B 抑制剂，肺纤维化适应症已挺进 III 期，共推进 6 个适应症。而 IL-23R 已完成银屑病 II 期临床；3) 呼吸：HSK31858 是潜在同类最佳 DPP1 抑制剂，预计 26 年进入海外 III 期，27 年国内 NDA。HSK39004 是全球第一 PDE3/4 粉雾剂，临床试验快速推进，稳步兑现海外价值。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 0.54、0.76、0.92 元，考虑到公司诸多创新药管线仍处于临床阶段，因此采取 DCF 估值法，对应目标价为 70.11 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

创新药研发失败、商业化不及预期、市场竞争加剧、国内国外医保政策变化、核心人员流失等风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,721	4,388	5,899	7,142	8,886
同比增长(%)	10.9%	17.9%	34.4%	21.1%	24.4%
营业利润(百万元)	507	267	760	1,064	1,291
同比增长(%)	61.8%	-47.3%	184.1%	40.0%	21.4%
归属母公司净利润(百万元)	395	260	606	850	1,031
同比增长(%)	34.0%	-34.4%	133.3%	40.3%	21.3%
每股收益(元)	0.35	0.23	0.54	0.76	0.92
毛利率(%)	71.5%	71.2%	76.9%	79.5%	81.9%
净利率(%)	10.6%	5.9%	10.3%	11.9%	11.6%
净资产收益率(%)	9.4%	6.1%	13.1%	15.8%	16.3%
市盈率	149.2	227.3	97.4	69.4	57.2
市净率	14.0	13.8	11.9	10.2	8.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (首次)

股价 (2026年05月15日)	52.68 元
目标价格	70.11 元
52 周最高价/最低价	62.33/40.49 元
总股本/流通 A 股 (万股)	111,992/53,679
A 股市值 (百万元)	58,997
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 05 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.3	-9.56	10.41	24.54
相对表现%	-3.05	-13.28	6.14	0.16
沪深 300%	-0.25	3.72	4.27	24.38



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

袁润璞 执业证书编号：S0860124100008
yuanrunpu@orientsec.com.cn
021-63326320

重大投资要素

我们区别于市场的观点

市场认为，海思科在创新药研发和商业化层面能力不足，创新转型进程缓慢：1）在研管线多为非原创靶点的小分子，并不涉及双抗、ADC、小核酸等热门赛道；2）国内创新药收入主要来自大单品环泊酚，销售能力局限在麻醉领域，其他领域新药商业化能力有待验证。

但是，我们认为海思科创新药管线可圈可点，国内商业化已跑通，未来有望从麻醉镇痛龙头成长为综合型 Pharma，核心依据如下：1）创新药价值来自于差异化，并非只有热门赛道或原创靶点是差异化，海思科在研小分子在吸入剂型、非阿片镇痛、口服环肽、适应症布局等方面差异化优势显著，有望创造出更高商业价值；2）环泊酚之后的其他产品同属围手术期医学领域，并具备长效、给药便捷和非管制镇痛等差异化优势，有望复刻环泊酚成功路径；3）公司在呼吸、代谢、自免和肿瘤等领域布局多个潜力管线，有望持续出海，兑现国际化价值。

关键假设

核心逻辑：海思科凭借创新药管线差异化布局、国内商业化成熟落地，以及出海战略的稳步推进，未来有望成长为国内稀缺的综合型创新 Pharma；

核心变量：DPP1、PDE3/4、THR- β 、PDE4B、IL-23R、NAV1.8 等管线临床数据读出，环泊酚、DPP1、PDE3/4 等管线海外临床和商业化进展；

关键假设：上述核心管线国内临床成功、出海进展顺利。

股价上涨的催化因素

临床数据读出；国内上市新药快速放量；环泊酚美国获批上市；新 BD 和 BD 后国际化进展。

估值和目标价格

考虑到公司既有多款销售快速放量的创新药，同时存在诸多潜力临床管线，长期成长性极佳，因此采取 DCF 估值法，对应目标价为 70.11 元，首次给予“买入评级”。

风险提示

- 1、如果在研管线临床数据读出不及预期，则会对公司成长空间和估值水平造成较大影响；
- 2、如果已上市产品国内销售不及预期，在研管线 BD 交易条款及已 BD 资产的海外临床和商业化进展低预期，则会对公司成长空间和估值水平带来负面冲击；
- 3、如果同适应症、同靶点产品新药不断上市，则会对公司管线价值和估值造成影响；
- 4、创新药上市后医保谈判对价格和销量影响大，如果国内外医保政策变化，可能对公司产品价值造成影响，进而影响公司估值；
- 5、如果核心技术、管理人员离开，则可能会对公司未来经营发展产生一定压力。

目录

一、海思科：国内稀缺的创新转型 Pharma	7
1.1 存量业务筑底，创新占比近半	7
1.2 管线阵容闪耀，出海已然成行	9
二、以终为始，围水期新龙头崛起	11
2.1 新药三箭齐发，商业化立竿见影	11
2.2 NAV1.8 先人一步，剑指千亿市场	17
三、再启新程，多元管线出海接力	21
3.1 代谢：首个品种商业化，MASH 市场容量大	21
3.2 自免：补体 B NDA，全力攻克 IBD 和银屑病	24
3.3 呼吸：DPP-1 即将 NDA，PDE3/4 弯道超车	28
盈利预测与投资建议	32
盈利预测	32
投资建议	33
风险提示	34

图表目录

图 1: 公司近五年营收已重回上行通道, 2025 年明显提速	7
图 2: 公司 2025 年扣非归母净利润继续向好	7
图 3: 收入结构更创新更多元	8
图 4: 环泊酚销售快速爬坡	8
图 5: 公司早在 2015 年就启动全球化战略, 迎来国际化收获期, 并有望引领出海 2.0 时代	10
图 6: 术后并发症导致的死亡是被忽视的全球重大健康问题	11
图 7: 麻醉医学转型为药物创新指明方向	11
图 8: 2025 年环泊酚已跃升为国内静脉麻醉药第一大品种 (亿元, %)	14
图 9: 2025 年丙泊酚及其中/长链脂肪乳样本医院销量仍是环泊酚的 6 倍以上	14
图 10: 我国 20-24 年手术人次 CAGR 达 11.8%, 24 年麻醉病例数或已突破 9000 万	14
图 11: 我国无痛胃肠镜、介入治疗、ICU 镇静、急诊急救等手术室外麻醉需求高速增长	14
图 12: 克利加巴林第 1 周快速起效, 13 周镇痛效果显著	16
图 13: 美洛加巴林从第 2 周开始逐渐拉开和安慰剂疗效差距	16
图 14: 氮杂螺环和四肽母核结构高选择性亲和 κ 受体同时不易透过血脑屏障进入中枢	16
图 15: II 期临床数据显示安瑞克芬在 12 周用药停药 2 周内未出现明显戒断症状	16
图 16: 安瑞克芬可显著降低术后 24h 内疼痛近 40%, 且与曲马多非劣效	17
图 17: 安瑞克芬与泰吉利定镇痛效果相当, 止吐优势明显	17
图 18: 安瑞克芬 1 周快速起效, 长期应用持续缓解瘙痒	17
图 19: 安瑞克芬安全性良好, 中枢不良反应与安慰剂相当	17
图 20: 美国阿片类药物泛滥成灾, 中国镇痛药物治疗不足	18
图 21: 癌痛流行病学形势极为严峻, 近半国内患者报告止痛药疗效不足或对疼痛管理不满意	18
图 22: 全球术后慢性疼痛发生率高达 85%	18
图 23: 针对已知路径的干预无法避免术后高疼痛率	18
图 24: VX-548 较氨酚氢可酮非劣效, 但起效慢, 术后 8 小时才首次显现	18
图 25: 超千人 III 期临床证明 VX-548 安全性优于安慰剂	18
图 26: 考格列汀创新分子结构: 在 DPP-4 抑制剂单周制剂四氢吡喃环上 6 位引入三氟甲基	21
图 27: 针对不同临床特征的 2 型糖尿病患者的口服降糖药治疗的简易流程	21
图 28: DPP-4 抑制剂以葡萄糖浓度依赖的方式降低血糖, 低血糖发生率低	22
图 29: 诸多新型疗法在 MSASLD 治疗中展现潜力	22
图 30: Resmetirom 率先突破无药可治, 展现百亿市场潜力	22
图 31: 160mg 组治疗 12 周可使肝脏脂肪含量降低 29%	23
图 32: 160mg 组治疗 12 周近半数患者脂肪降幅超 30%	23
图 33: 中国 IgA 肾病发病率达 39.7%, 且高发于经济发达省份和直辖市	24
图 34: 全球 6 款药物获批, 主要影响第 1 次打击和第 4 次打击	24

图 35: 补体系统和补体调节器的三条路径示意图.....	24
图 36: 蛋白尿基线与第 9 个月的比值对数变化.....	24
图 37: PDE4B 避免抑制 PDE4A/D 的副作用, 且具有抗炎和抗纤维化双重作用.....	26
图 38: 那米司特的 2 项关键 III 期临床结果获得成功.....	26
图 39: 十年罕有新药获批, 那米司特改变市场格局.....	26
图 40: 尼达尼布 2024 年销售额超 40 亿美元, IPF/PPF 市场空间潜力可观.....	26
图 41: IL-23R 相比 IL-23 在信号阻断、选择性、药物形式等方面具备优势.....	27
图 42: 首个口服 IL-23R 口服环肽 Icotrokinra 银屑病疗效达到 IL-23 单抗水平.....	27
图 43: NSPs 家族介导的炎症级联反应机制.....	28
图 44: DPP-1 激活 NSPs, 是治疗中性粒细胞相关炎症疾病的潜在靶点.....	28
图 45: 对于百年未有靶向药物问世的领域, Brensocatib 已经是突破性疗效.....	29
图 46: Brensocatib 副作用发生率与安慰剂相当.....	29
图 47: 老龄化导致全球 COPD 患病人数持续增加.....	31
图 48: 中国 COPD 诊断率和治疗率远低于美国.....	31
图 49: PDE3 和 PDE4 在气道平滑肌细胞、炎症细胞及支气管上皮细胞中均有表达.....	31
图 50: 对 PDE3/PDE4 的双重抑制可产生叠加或协同效应, 从而增强支气管扩张、气道抗炎及黏液纤毛清除作用.....	31
图 51: 目标价敏感性分析 (元).....	33
表 1: 海思科自 12 年起坚定走创新全球化, 开启仿制创新双线作战、国内海外并行发展之路.....	7
表 2: 海思科重点仿制药格局优异, 集采风险基本出清.....	8
表 3: 公司创新药管线布局多元、梯队清晰, 研发成果持续兑现.....	9
表 4: 麻醉药主要分为镇静、镇痛和肌松三大类, 其中丙泊酚是静脉麻醉基石药物.....	11
表 5: 镇静麻醉药领域过去鲜有创新, 近年来涌现出瑞马唑仑、环泊酚等创新药.....	12
表 6: 环泊酚与瑞马唑仑在安全性上较丙泊酚有提升, 但环泊酚用药方式更接近丙泊酚.....	13
表 7: 克林加巴林是下一代普瑞巴林药物中的翘楚.....	14
表 8: 克利加巴林在快速起效、强效镇痛、综合获益、无需滴定等方面优势显著.....	15
表 9: VX-993 的 II 期模型疼痛强度较 VX548 有明显提升.....	19
表 10: Vertex 在 NAV1.8 的研发布局转向慢性疼痛.....	19
表 11: NAV1.8 抑制剂全球在研管线竞争格局.....	20
表 12: 东西方 2 型糖尿病患者的病理机制及管理逻辑存在较大差异.....	22
表 13: THR β 临床管线全球研发格局.....	23
表 14: 临床及以后阶段 CFB 药物全球研发格局.....	25
表 15: PDE4B 抑制剂全球在研管线竞争格局.....	27
表 16: IL-23R 全球在研管线竞争格局.....	28
表 17: HSK31858 的 II 期临床结果展现同类最佳潜力.....	29
表 18: DPP1 抑制剂全球在研管线竞争格局.....	30
表 19: PDE3/4 抑制剂全球在研管线竞争格局.....	32

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 20: 盈利预测核心假设	32
表 21: 估值假设参数.....	33

一、海思科：国内稀缺的创新转型 Pharma

国内出海双开花的综合型创新药企。公司成立于 2000 年，早年从肠外营养等特色仿制药起家，2012 年在深交所上市后正式开启创新征程，已有环泊酚注射液、安瑞克芬注射液、苯磺酸克利加巴林胶囊和考格列汀片 4 款创新药上市。

此外，自 2015 年起便通过独立出海、对外授权、联合开发等多种模式推进国际化布局，已有环泊酚、TYK2、DPP1、PDE3/4、Nav1.8 共 5 款创新药实现出海，国际化步入正轨。

表 1：海思科自 12 年起坚定走创新全球化，开启仿制创新双线作战、国内海外并行发展之路

时间	发展里程碑
2000	公司前身成都博瑞成立
2005	复方氨基酸注射液成功上市
2007	收购西藏康欣药业，为集团化发展埋下伏笔
2009	盐酸纳美芬注射液成功上市
2011	甲磺酸多拉司琼注射液成功上市
2012	深交所上市（002653.SZ），恒瑞前首席科学运营官邓炳初加盟海思科
2015	成立创投基金，投资创新药、医疗器械和耗材
2016	通过股权投资获得多款创新药国内权益
2017	自建营销团队
2018	环泊酚先后亮相欧洲、美国和中华医学会麻醉年会
2020	首款自研创新药环泊酚国内获批上市
2021	环泊酚首次纳入国家医保目录；环泊酚美国 III 期临床获批
2022	FTP637（TYK2）成功 BD 美国 alumis 公司
2023	HSK31858（DPP1）成功 BD 意大利 Chiesi 集团
2024	苯磺酸克利加巴林胶囊和考格列汀片成功上市并纳入国家医保目录
2025	安瑞克芬注射液成功上市并纳入国家医保目录，环泊酚成功续约
2026	HSK39004（PDE3/4）成功 NEWCO 美国 AirNexis。HSK55718（Nav1.8 静脉注射）和 HSK51155（Nav1.8 口服）授权艾伯维，国际化进入新阶段。

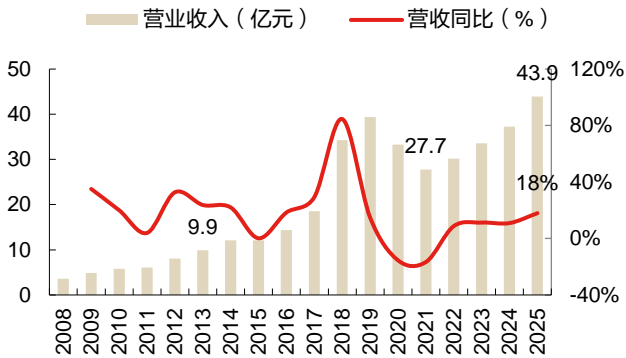
数据来源：公司官网，东方证券研究所

1.1 存量业务筑底，创新占比近半

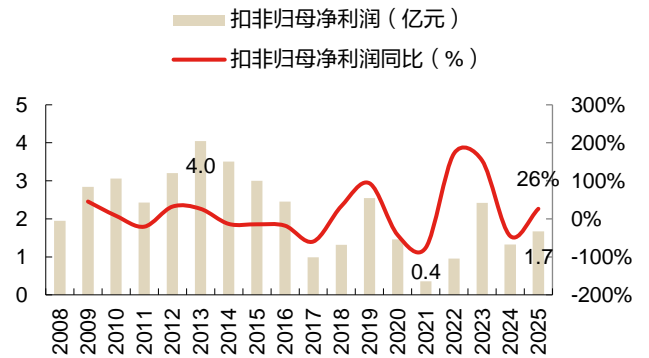
步入创新发展周期，业绩再上新台阶。2021-2025 年，公司营收和扣非归母净利润 CAGR 分别为 12.2%和 47.6%，营收重回上行通道，利润实现高速增长。2025 年，公司实现营收 44 亿元（同比+18%），实现扣非归母净利润 1.7 亿元（同比+26%），跑出成长加速度。

图 1：公司近五年营收已重回上行通道，2025 年明显提速

图 2：公司 2025 年扣非归母净利润继续向好



数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

集采风险基本出清, 存量业务已然筑底。从营收拆分看, 2021-2025 年, 仿制药板块占比由 98% 下降至 60% 以下, 同时摆脱了对肠外营养、消化肝病大单品的过度依赖, 收入结构更加多元更具韧性; 从具体产品看, 全营达、思务已消化集采影响, 思复、立必复等独家品种集采风险较小。

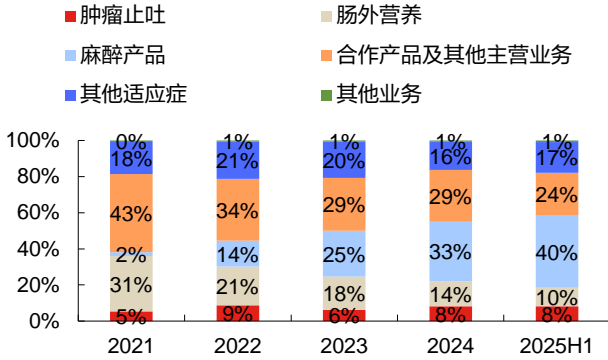
表 2: 海思科重点仿制药格局优异, 集采风险基本出清

治疗领域	产品名称	药品通用名	适应症	医保	格局/集采 (国谈)
消化肝病	思复	多烯磷脂酰胆碱注射液	各种类型肝病/肝损伤; 脂肪肝; 中毒; 手术前后治疗等	乙类	独家
肿瘤止吐	立必复	甲磺酸多拉司琼注射液	化疗引起的恶心呕吐; 术后恶心呕吐	乙类	独家/续约价稳定
肠外营养	/	复方氨基酸注射液 (18AA-VII)	低蛋白血症、低营养状态和手术前后的氨基酸补充	乙类	首仿
	全营达	脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	不能或功能不全或被忌经口/肠道摄取营养的成人患者	乙类	基药/ 第五批国家集采
精神神经	抒纳	盐酸纳美芬注射液	完全或部分逆转阿片类药物的作用或过量的治疗, 包括呼吸抑制、意识障碍等	乙类	首仿/唯一过评
其他	思务	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	作为糖皮质激素, 除替代治疗某些内分泌疾病外, 对症治疗抗炎、免疫抑制、肿瘤休克等	乙类	基药/ 第七批国家集采

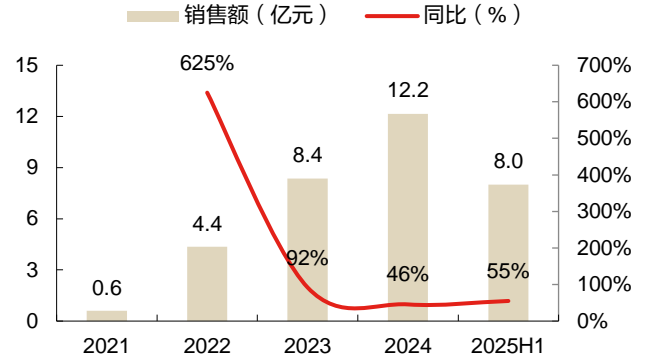
数据来源: 药通社, Insight 数据库, 公司官网, 公司历年年报, 东方证券研究所

环泊酚快速放量, 创新占比近半。聚焦创新药板块, 环泊酚在 2021 年纳入医保目录后快速放量, 2025H1 贡献收入 8 亿元 (同比+55%)。此外, 苯磺酸克利加巴林胶囊、考格列汀片、安瑞克芬均已纳入医保, 且医院准入速度远超慢病国谈产品平均水平, 成为业绩增长有力补充, 估算 2025 年公司创新药收入占比接近 50%。

图 3: 收入结构更创新更多元
图 4: 环泊酚销售快速爬坡



数据来源: Wind, 东方证券研究所
注: 数据口径披露截止 2025H1



数据来源: Wind, 东方证券研究所
注: 数据口径披露截止 2025H1

1.2 管线阵容闪耀，出海已然成行

创新成果密集兑现。首先，HSK39297 (CFB)、HL231 (LAMA+LABA) 预计 27 年国内获批上市，HSK31858 (DPP1)、HSK31679 (THR-β)、HSK44459 (PDE4B) 等 III 期管线有望自 28 年起接力上市，开启新一轮创新成长；其次，HSK39004 (PDE3/4 吸入粉雾剂)、HSK47388 (IL-23R) 和 HSK55718 (NAV1.8) 年内均有望推进至 III 期临床阶段；此外，HSK42360 (BRAF) 等早研管线进展顺利，年内或将进入 II 期临床阶段。

多元成长曲线清晰。从创新药在研管线看，海思科依托环泊酚大单品成长为围手术期龙头，并全面布局呼吸、代谢、自免和肿瘤等赛道，未来将多领域、国内外协同发展，远期成长价值凸显。

表 3: 公司创新药管线布局多元、梯队清晰，研发成果持续兑现

领域	药物名称	靶点	核心适应症	国内进展
围术期	环泊酚注射液 (HSK3486)	γ-氨基丁酸 A(GABAa)	全身麻醉诱导和维持/ICU 镇静/无痛胃肠镜	已上市
			全身麻醉诱导	美国 NDA 已受理
	安瑞克芬注射液 (HSK21542)	外周 K 阿片受体 (KOR)	腹部手术后的轻中度疼痛/血液透析患者的中重度瘙痒	已上市
			术后疼痛	NDA 已受理
			骨科手术后中至重度疼痛	III 期
	苯磺酸克利加巴林胶囊 (HSK16149)	α2δ1 调节剂	糖尿病周围神经痛 (DPNP) / 带状疱疹后遗神经痛 (PHN)	已上市
			神经病理性疼痛	NDA 已受理
	HSK55718 (静脉给药)	NAV1.8	中重度急性疼痛	I 期
HSK51155 (口服给药)	NAV1.8	术后疼痛	临床前	
HSK36357	AAK1	周围神经病理性疼痛/肌营养不良症	I 期/IND 获批	
HSK45030	小分子	肌营养不良症	I 期	
代谢	考格列汀片 (HSK7653)	DPP4	II 型糖尿病	已上市
	HSK31679	甲状腺激素 β 受体 (THR β)	非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) / 成人原发性高胆固醇血症	III 期
	HSK55879	小分子	2 型糖尿病/减重	I 期
自免	HSK39297	CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症 (PNH)	NDA 已受理
			原发性 IGA 肾病/狼疮肾炎	III 期/II 期

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	FTP637 (ESK001)	TYK2	银屑病	美国 III 期成功
	HSK47388	IL-23R 口服环肽	银屑病	II 期/ 澳洲 I 期已完成
	HSK47388 (1)	IL-23R 口服环肽	炎症性肠病 (IBD)	II 期
	HSK45019	小分子	银屑病	II 期
			炎症性肠病 (IBD)	I 期
呼吸	HL231 (雾化复方吸入剂)	LAMA+LABA	慢性阻塞性肺病 (COPD)	NDA 已受理
	HSK31858	DPP1	非囊性纤维化支气管扩张症 (NCFBE)	III 期
			支气管哮喘/ 慢性气道炎症性疾病气道黏液高分泌	II 期
	HSK39004 (吸入混悬液)	PDE3/4	COPD	III 期
	HSK39004 (吸入粉雾剂)	PDE3/4	COPD	II 期
	HSK44459	PDE4B	特发性肺纤维化 (IPF) / 进展性肺纤维化 (PPF)	III 期
			白塞病/特应性皮炎/银屑病	II 期
HSK50042	小分子	IBD	IND 获批	
			IPF/PPF	I 期
肿瘤	HSK42360	BRAF	BRAF V600 突变晚期实体瘤/ BRAF V600 突变儿童恶性脑肿瘤	I 期
	HSK39775	USP1	晚期实体瘤	I/II 期
	HSK46575	CYP11A1	前列腺癌	Ib/II 期
	HSK41959	PRMT5	MTAP 缺失的晚期实体瘤	I 期
	HSK47977	BCL6 PROTAC	非霍奇金淋巴瘤	I 期

数据来源：公司官网，公司 2025 年报，公司公告，东方证券研究所

国际化正在兑现。短期来看，环泊酚海外上市申请已获 FDA 受理，或将于 26Q2 在美国获批上市。TYK2 银屑病关键 III 期临床大获成功，有望于 27 年美国上市，并带来里程碑收入；长期来看，DPP1 和 PDE3/4 有望于 2030 年在美国获批上市，带来双位数销售分成。此外，PDE4B、BRAF 等后续产品出海潜力较大。

授权 MNC，合作再升级。仅 2026 年以来，公司便已推动 PDE3/4 和 NAV1.8 两大重磅产品出海：PDE3/4 通过 NEWCO 深度绑定合作伙伴，且合作方转向专业团队和顶级资本组合；而 NAV1.8 的合作对象升级为全球顶级 MNC 艾伯维，国际化再上新台阶。

我们认为，已出海资产不仅会带来稳定现金流，更能深度参与海外临床开发与商业化决策，而随着更多早研平台和管线接力出海，公司有望走出真正可持续国际化道路。

图 5：公司早在 2015 年就启动全球化战略，迎来国际化收获期，并有望引领出海 2.0 时代

环泊酚：美国上市在即	ESK001：早期BD收获里程碑	HSK31858：携手推动海外进展	HSK39004：NEWCO新模式	NAV1.8：授权MNC艾伯维
 海思科 合作方式与伙伴暂未确定 环泊酚是丙泊酚me-better， 全球商业化价值可观	 alumis 将全球权利授予alumis 交易总价值达1.8亿美元， 即将获得美国上市里程碑	 Chiesi 将大中华区以外全球权利授予Chiesi 交易总价值达4.62亿美元， 另加双位数百分比的销售分成	 AirNexis 将大中华区以外全球权利授予AirNexis 交易总价值达10.63亿美元，另加12%销售 分成、19.9% AirNexis股权及再许可分成	 abbvie 将大中华区以外全球权利授予艾伯维 交易总价值达7.45亿美元， 另加最高至高个位数销售分成
<ul style="list-style-type: none"> 海思科独立推进环泊酚在美III期临床结果积极，已提交NDA申请，预计将于26Q2美国上市 美国商业化合作方式与合作伙伴情况暂未确定 	<ul style="list-style-type: none"> alumis是一家美股上市公司，主要管线来自海思科研发的同类型最佳TYK2抑制剂，最新市值高达32亿美元 预计ESK001将于26H2在美国提交NDA申请并于27年在美上市，公司将收到最后一笔1675万美元里程碑。 	<ul style="list-style-type: none"> Chiesi是一家深耕行业90余载的国际生物制药集团，聚焦呼吸、罕见病、专科诊疗三大领域，24年收入达34亿欧元 借助合作伙伴呼吸领域专长，协同释放HSK31858的全球市场潜力，分享海外销售分成带来的长期价值增量 	<ul style="list-style-type: none"> AirNexis是由Frazier Life Sciences (FLS) 牵头创立，OrbiMed、高盛等联合投资2亿美元的美国初创NEWCO公司 FLS已斩获超65项FDA药物批准，完成60余次IPO和战略收购，强大的资本和产业资源确保HSK39004全球开发加速落地。 	<ul style="list-style-type: none"> 艾伯维 (abbvie) 是一家美国头部MNC，以免疫学和肿瘤学见长，近年来持续加码神经科学与疼痛管理 交易首付款及近期里程碑达4000万美元 与全球头部MNC的合作标志着海思科国际化进入新阶段

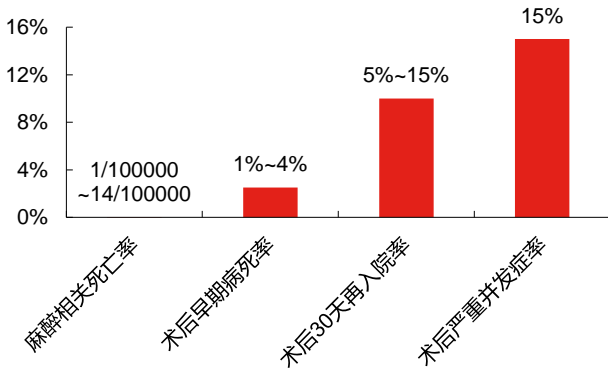
数据来源：各大公司官网，Wind，东方证券研究所

二、以终为始，围术期新龙头崛起

从环泊酚大单品到围手术期龙头。麻醉的本质是尽量减少伤害性刺激及对人体的影响，如今多数手术患者已实现术中安全无痛与生命体征稳定调控，但术后严重并发症高发、死亡率高及远期健康生存受限等问题仍待解决。

在麻醉领域，公司已构建环泊酚注射液、苯磺酸克利加巴林胶囊和安瑞克芬注射液 3 款创新产品组合，依托学术推广和品牌建设，有望从环泊酚大单品主导，成长为围手术期龙头。

图 6：术后并发症导致的死亡是被忽视的全球重大健康问题



数据来源：《国际麻醉学与复苏（薄禄龙等）》，东方证券研究所

图 7：麻醉医学转型为药物创新指明方向

	麻醉医学	围手术期医学
临床职能	术中无痛	术前评估、术中管理、术后康复
服务场景	手术室	内镜中心、介入导管室、产房、急诊科等手术室外区域
服务对象	住院患者	日间患者、门诊患者、慢病患者等更广泛群体
服务内容	术中麻醉	分娩镇痛、无痛胃肠镜、慢性疼痛管理、癌痛姑息治疗等

数据来源：《麻醉安全与质控（申乐等）》，东方证券研究所

2.1 新药三箭齐发，商业化立竿见影

丙泊酚是静脉麻醉基石。麻醉药主要分为镇静（无意识）、镇痛（无应激）和肌松（无体动）三类，在麻醉中分别起到基础、核心和辅助作用，临床普遍复合用药，故药物间是互补关系。在镇静麻醉药中，起效快、苏醒快的丙泊酚从临床应用至今近五十年，仍是静脉全身麻醉基石，广泛应用于麻醉诱导和维持、手术室内外镇静。

表 4：麻醉药主要分为镇静、镇痛和肌松三大类，其中丙泊酚是静脉麻醉基石药物

作用分类	ATC 分类	结构/时效分类	药品名
全身麻醉	吸入麻醉	强效卤代汀基醚类	七氟烷、异氟烷、地氟烷、恩氟烷

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

(镇静)	静脉麻醉	烷基酚类	丙泊酚、环泊酚、注射用磷丙泊酚二钠(磷丙泊酚)
		苯二氮卓类及其拮抗药	短效: 咪达唑仑、瑞马唑仑、中效: 劳拉西洋、长效: 地西洋、氟马西尼(拮抗剂)
		苯环利定类	氯胺酮、艾司氯胺酮
		咪唑类	依托咪酯
		α2 肾上腺素能受体激动药	右美托咪定
		丁酰苯类	氟哌利多
镇痛	阿片类及其拮抗药	阿片类受体激动药	吗啡、哌替啶、芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、瑞芬太尼、安瑞克芬、二氢埃托啡、羟考酮、氢吗啡酮
		阿片受体激动-拮抗药(部分激动)	喷他佐辛、布托啡诺、纳布啡、丁丙诺啡、地佐辛
		阿片受体拮抗药	纳洛酮、纳美芬
	非阿片类	非阿片类	曲马多、氟吡汀
肌松	肌松药及其拮抗药	超短时效	琥珀胆碱
		短时效	米库氯氨
		中时效	阿曲库氨、顺阿曲库氨、罗库溴铵和维库溴氨
		长时效	泮库溴铵、哌库溴铵
局部麻醉(镇静)		短效	阿替卡因、普鲁卡因和氯普鲁卡因
		中效	利多卡因、甲哌卡因和丙胺卡因
		长效	布比卡因、丁卡因、罗哌卡因和依替卡因

数据来源:《现代麻醉学(第五版)》,《药用类麻醉药品品种目录(2025年版)》,《药用类精神药品品种目录(2025年版)》,东方证券研究所
注:加粗为我国临床最常用的麻醉药品,蓝色为管制麻醉药品,橙色为二类精神药品,红色为一类精神药品

环泊酚有望替代丙泊酚。近年来,镇静麻醉药领域涌现出瑞马唑仑、环泊酚和磷丙泊酚等创新药,向丙泊酚发起挑战。我们认为,环泊酚有望加速替代丙泊酚,主要有以下两点原因:

表 5: 镇静麻醉药领域过去鲜有创新,近年来涌现出瑞马唑仑、环泊酚等创新药

药品成分	类型	研发机构	国内进展	最高状态时间
磷丙泊酚	烷基酚类	人福医药	批准上市	2021-05-19
环泊酚	烷基酚类	海思科	批准上市	2020-12-11
瑞马唑仑	苯二氮卓类	葛兰素史克/人福医药	批准上市	2020-07-16
甲苯磺酸瑞马唑仑	苯二氮卓类	恒瑞医药	批准上市	2019-12-26
丙泊酚	烷基酚类	阿斯利康/费森尤斯卡比/爱施健/强生	批准上市	1999-08-13
异氟烷	吸入麻醉	百特	批准上市	1999-02-13
七氟烷	吸入麻醉	雅培/艾伯维/住友制药/丸石制药	批准上市	1992-12-22
NH600001	咪唑类	恩华药业	申请上市	2025-08-20
甲氧依托咪酯	咪唑类	复星医药	临床 III 期	2023-09-27

数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

1) 磷丙泊酚应用场景相对局限。磷丙泊酚通过水溶性前药设计, 具有作用更持久、无脂质相关风险等优势, 但由于起效和苏醒时间慢, 与丙泊酚起效快、苏醒快的特点相比, 存在明显差异, 因此更适合用于长时间镇静(如 ICU 镇静), 应用场景局限。

2) 相较瑞马唑仑，环泊酚更适配临床。环泊酚和瑞马唑仑在丙泊酚起效快、苏醒快的基础上在安全性方面有明显改善（如注射痛、呼吸抑制等），但相比瑞马唑仑粉针剂型及通常需要搭配氟马西尼加快患者苏醒，环泊酚用药方式更简便，推广难度低。

表 6：环泊酚与瑞马唑仑在安全性上较丙泊酚有提升，但环泊酚用药方式更接近丙泊酚

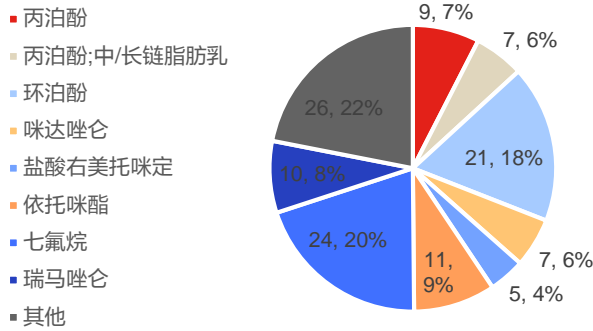
药物名称		丙泊酚	环泊酚	瑞马唑仑	磷丙泊酚
剂型		水针	水针	粉针	水针
适应症		全身麻醉诱导和维持；ICU 镇静；外科手术及诊断时的清醒镇静	非气管插管的手术/操作中的镇静和麻醉；全身麻醉诱导和维持；ICU 镇静；儿童青少年全身麻醉诱导和维持	非气管插管的手术/操作中的镇静和麻醉；全身麻醉诱导和维持；ICU 镇静	全身麻醉诱导
生产厂家		费森尤斯卡比等 18 家	海思科（独家）	恒瑞&人福	人福
规格；价格		20ml/200mg；3.06 元	20ml/50mg；77 元	25mg；40.5 元	0.5g；42.83 元
医保目录		甲类	乙类	乙类	乙类
起效时间（min）		0.5~0.67	1.1±0.4	1~3	2.9
作用时间（min）		4~6	10	19±7	32.3
苏醒时间（min）		9~19	8~12	17.5	37±9
安全性	低血压	+	+	+	+
	心动过缓	+	+	+	+
	呼吸抑制	+	+	+	+
	高三酰甘油血症	+	+	-	+
	注射痛	+	+	-	+
	过敏反应	+	暂未报道	+	+
	特异性拮抗剂	无	无	氟马西尼	无
优缺点	优点	镇静效果好；起效迅速；快速清醒	起效迅速；与丙泊酚相比，镇静效果相当，效价是 4~5 倍，治疗指数更高，安全窗更宽；注射痛发生率低	起效迅速；代谢快；持续输注半衰期短且恒定；不良反应发生率低	避免脂质相关风险；镇静作用时间长；可能更适用于 ICU 镇静等长时间镇静
	缺点	呼吸/循环抑制；注射痛；丙泊酚输注综合征；高三酰甘油血症	循环抑制（血流动力学影响与丙泊酚相当）	镇静深度不确切；循环抑制（血流动力学影响与丙泊酚相当）；头晕、头痛影响反应；过敏；粉剂；配药浓度高易沉淀；BIS 值偏高，不易监测镇静深度	起效和苏醒时间慢，应用范围相对局限

数据来源：神经重症患者镇痛镇静治疗中国专家共识（2023），磷丙泊酚二钠临床应用指导意见（2023），苯磺酸瑞马唑仑临床应用指导意见（2023），东方证券研究所

环泊酚加速替代丙泊酚，空间广阔。根据药智网数据，2025 年环泊酚已跃升为国内静脉麻醉药第一大品种，销售额 20.8 亿元，快速放量。一方面，随着人口老龄化及舒适医疗服务需求升级带来的手术量增加，麻醉需求仍将刚性增长；另一方面，丙泊酚国内用量巨大，环泊酚替代仍处于早中期。因此，环泊酚未来成长空间广阔。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

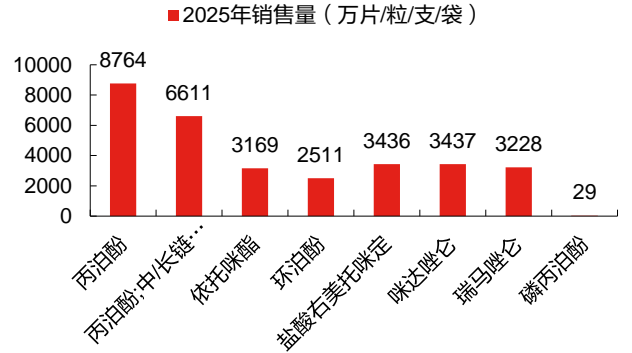
图 8：2025 年环泊酚已跃升为国内静脉麻醉药第一大品种（亿元，%）



数据来源：药智网，东方证券研究所

注：本数据为药智网样本医院镇静麻醉药按活性成分统计的销售额，镇静麻醉药包含本 ATC 分类中的全身麻醉药和局部麻醉药且剔除其中的芬太尼类，另外包含咪达唑仑、盐酸右美托咪定、瑞马唑仑

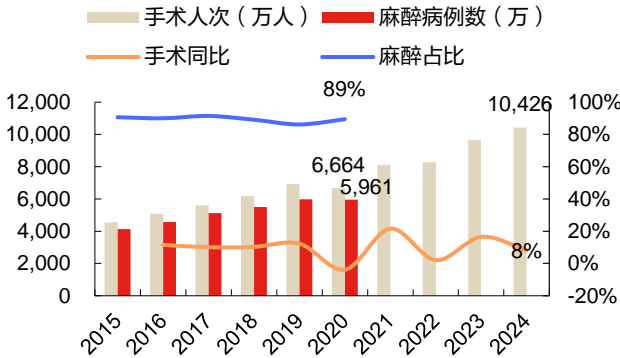
图 9：2025 年丙泊酚及其中/长链脂肪乳样本医院销量仍是环泊酚的 6 倍以上



数据来源：药智网，东方证券研究所

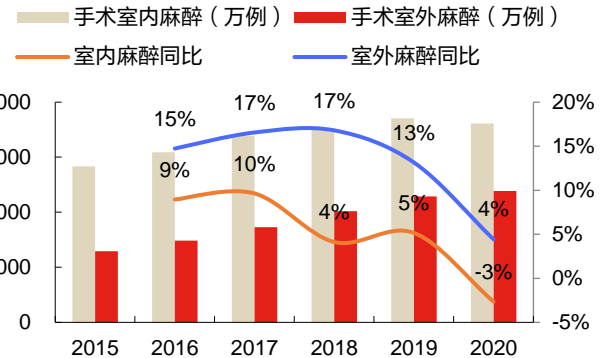
注：本数据为药智网样本医院镇静麻醉药按活性成分统计的销售量，单位为万片/粒/支/袋

图 10：我国 20-24 年手术人次 CAGR 达 11.8%，24 年麻醉病例数或已突破 9000 万



数据来源：国家统计局国家数据网站，东方证券研究所

图 11：我国无痛胃肠镜、介入治疗、ICU 镇静、急诊急救等手术室外麻醉需求高速增长



数据来源：Anesthesiology and Perioperative Science (Changsheng Zhang 等)，东方证券研究所

克利加巴林是第三代钙离子通道调节剂中的翘楚。神经病理性疼痛（NP）是常见多发慢性疼痛，一线治疗药物为加巴喷丁和普瑞巴林。克利加巴林作为全球首款无需滴定的第三代钙离子调节剂，相当程度上克服了前两者滴定麻烦、疗效安全性不足、国内缺乏适应症、滥用等诸多挑战。

表 7：克林加巴林是下一代普瑞巴林药物中的翘楚

药物名称	加巴喷丁	普瑞巴林	克利加巴林	美洛加巴林
靶点机制	$\alpha 2 \delta$ 亚基调节剂	$\alpha 2 \delta$ 亚基调节剂	$\alpha 2 \delta -1$ 调节剂	$\alpha 2 \delta -1$ 调节剂
迭代关系	第一代钙离子通道调节剂	第二代钙离子通道调节剂	第三代钙离子通道调节剂	第三代钙离子通道调节剂
规格价格	300mg/0.24 元	150mg/0.32 元	20mg/5.55 元	5mg/3.5 元
医保目录	乙类	乙类	乙类	乙类

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

适应症	带状疱疹后神经痛 (PHN)、癫痫部分性发作辅助治疗	带状疱疹后神经痛 (PHN)、纤维肌痛、成人部分性癫痫发作的添加治疗	糖尿病周围神经痛 (DPNP) 和带状疱疹后神经痛 (PHN)	糖尿病周围神经痛 (DPNP)
疗效	对带状疱疹后神经痛 (PHN) 疼痛缓解率为 30%~50% (疗效有限), 但起效慢 (需 1 周以上) 且存在疗效封顶效应	带状疱疹后神经痛 (PHN) 疼痛缓解率优于加巴喷丁, 且起效快 (1~2 天), 与加巴喷丁相比, 能显著改善睡眠	与安慰剂相比, 克利加巴林 40 mg/d 和 80 mg/d 从第 2 天开始就显著缓解了 DPNP 患者疼痛, 长期用药耐受性良好, 显著改善睡眠	与安慰剂组相比, 15 mg 美洛加巴林每日两次给药组 2 天显著改善 ADPS 疼痛评分, 耐受性好, 明显改善患者对疼痛的整体印象、睡眠、生活质量等
不良反应	常见嗜睡、头晕、外周水肿	常见嗜睡、头晕、外周水肿; 普瑞巴林需警惕体重增加	常见不良反应头晕、嗜睡多为轻中度, 可自行缓解; 长期用药未发现严重肝肾毒性	总体耐受性良好, 暂无严重副作用报道
用法用量	需剂量滴定: 起始剂量为 300 mg, 每日一次, 逐日增加剂量至 1.8~3.6 g/天, 分 3 次服用	需剂量滴定: 起始剂量为 150 mg/日, 可根据病情逐周增加至 300~600 mg/日, 分两次服用	无需滴定 (固定剂量起效): 每次 20 mg, 每日 2 次	需剂量滴定: 初始口服剂量为 5 mg 每日两次, 间隔至少 1 周后, 每次用剂量增加 5 mg, 直至增加至 15 mg 每日两次维持

数据来源: 丁香园神经时间, Insight 数据库, 东方证券研究所

克利加巴林较美洛加巴林优势显著。从临床数据对比看, 美洛加巴林仅具备安全优势 (如头晕发生率低、停药率低), 但克利加巴林相关不良反应均为轻中度且可自行缓解。更重要的是, 克利加巴林在快速起效、强效镇痛、综合获益和无需滴定等方面优势显著。

率先切入国内市场。值得注意的是, 克利加巴林作为国内首个获批 DPNP (糖尿病周围神经痛) 的 1 类新药, 其神经病理性疼痛适应症已纳入 CDE 优先审评, 将在学术推广层面抢占先机。

表 8: 克利加巴林在快速起效、强效镇痛、综合获益、无需滴定等方面优势显著

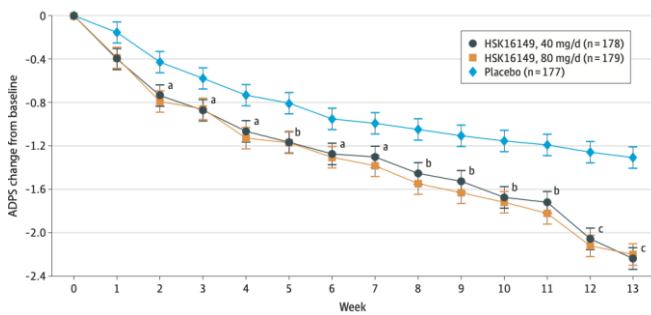
药物名称		克利加巴林	美洛加巴林
试验分期		中国 II / III 期	中国 III 期
剂量选择		40mg, 无需滴定	30mg, 需从 10mg 滴定 2 周
阳性对照组		普瑞巴林 300mg/安慰剂	安慰剂
入组人数		178/62/177	196/197
治疗周期		13 周	14 周 (2 周滴定+12 周固定)
有效性	ADPS 变化	-2.24vs-2.09vs-1.23, P<0.001	-2.19vs-1.81, P=0.0301
	临床有效率	57.3%	54.1%
	临床显效率	32%	29.1%
	ADSI 降幅	-1.73vs-0.95, P<0.001	-1.92vs-1.45, P=0.0073
	SF-MPQ	-3.5vs-2.0, P=0.009	-24.6vs-21.5, P=0.0929
	EQ-5D-5L	8.2vs3.7, p=0.008	0.0925vs.0.0552, p=0.0107
安全性	TEAE	76.4% (N=178)	75% (N=196)
	ADR	31.5%	34.2%
	严重 TEAE	6.2% (与药物无关)	2.6% (sADR 0.5%)
	TEAE 导致停药	5.1%	2.6%

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	≥10% TEAE	头晕 (13.5%)、体重增加 (8.4%)、高尿酸血症 (9.0%)、高脂血症 (5.1%)	高尿酸血症 (12.8%)、尿路感染 (10.7%)、高脂血症 (10.7%)、头晕 (6.6%)、体重增加 (5.6%)
--	-----------	---	---

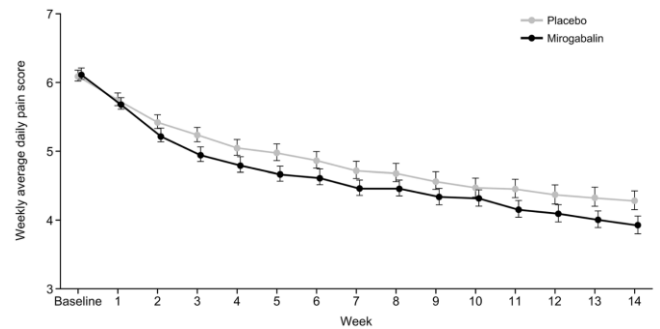
数据来源: Pain Ther(Xiaohui Guo 等), JAMA Network Open(Xiaohui Guo 等), 东方证券研究所
注: ADPS 指平均每日疼痛评分, 临床有效率指 ADPS 较基线降幅超 30%患者占比, 临床显效率指 ADPS 较基线降幅超 50%患者占比, ADSIS 指每日睡眠干扰评分, SF-MPQ 是一种多维疼痛评估工具, EQ-5D-5L 是健康相关生活质量评估工具, TEAE 指治疗期间出现不良事件, ADR 指药物不良反应

图 12: 克利加巴林第 1 周快速起效, 13 周镇痛效果显著



数据来源: JAMA Network Open(Xiaohui Guo 等), 东方证券研究所

图 13: 美洛加巴林从第 2 周开始逐渐拉开和安慰剂疗效差距

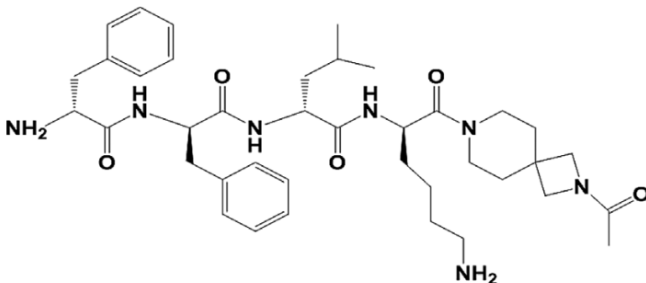


数据来源: Pain Ther(Xiaohui Guo 等), 东方证券研究所

安瑞克芬: 非成瘾 K 阿片镇痛新药, 白处方受限少。阿片类药物是术后镇痛和中重度疼痛治疗核心, 但由于成瘾性风险, 在我国被列为管制类药品, 其产销、处方和定价均受严格管控。

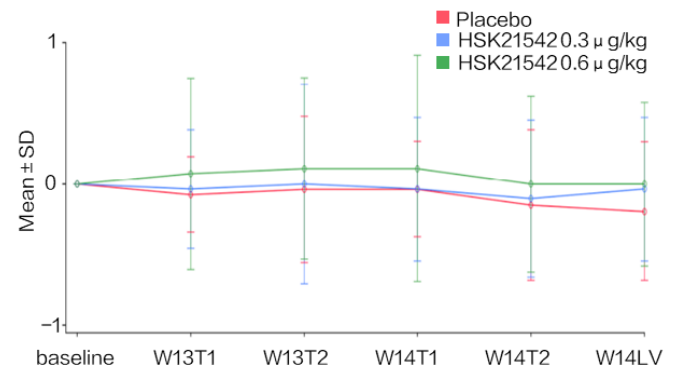
安瑞克芬是全球首个获批术后镇痛的高选择性外周 κ 阿片受体激动剂, 通过阿片 κ 受体的选择性激动作用和药物分布的外周选择性, 最大限度地避免了阿片类药物的成瘾性、呼吸抑制等不良反应, 因此未被列入管制药品, 使用受限少。

图 14: 氮杂螺环和四肽母核结构高选择性亲和 κ 受体同时不易透过血脑屏障进入中枢



数据来源: 海思精研, 东方证券研究所

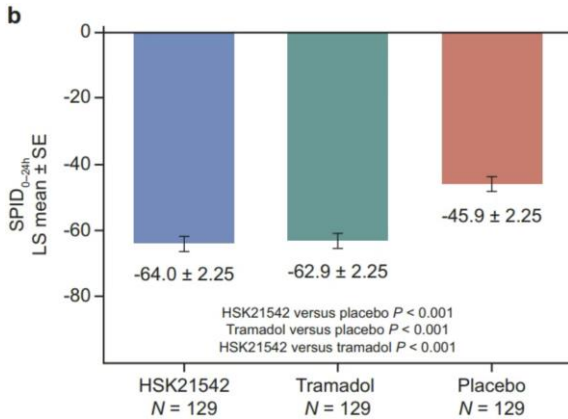
图 15: II 期临床数据显示安瑞克芬在 12 周用药停药 2 周内未出现明显戒断症状



数据来源: Frontiers in Pharmacology(Ming-Ming Pan 等), 东方证券研究所
注: 纵坐标为简易阿片戒断量表评分 (ShOWs), W13T1 指第 13 周的第 1 次给药, W14LV 指第 14 周的末次访问视

强效镇痛止吐止痒，拓展大适应症。在腹部手术轻中度疼痛 III 期研究中，安瑞克芬可显著降低术后 24h 内疼痛近 40%，较曲马多非劣效，呕吐和恶心发生率远低于安慰剂。在中重度疼痛与泰吉利定的头对头研究中，镇痛效果相当，术后止吐优势明显。于是，公司继续探索安瑞克芬用于术后恶心呕吐（PONV），初步疗效显示完全缓解率为 75.6%-81.6%，显著优于对照组。

图 16：安瑞克芬可显著降低术后 24h 内疼痛近 40%，且与曲马多非劣效



数据来源：海思精研，东方证券研究所

图 17：安瑞克芬与泰吉利定镇痛效果相当，止吐优势明显

指标	安瑞克芬	泰吉利定	p 值
SPID _{0-24h} (FAS)	-67.893	-66.503	0.661
SPID _{0-24h} (PPS)	-66.620	-64.743	0.555
24 h NRS ≤ 1 比例	66%	63%	0.726
24 h NRS ≤ 3 比例	70%	61%	0.261

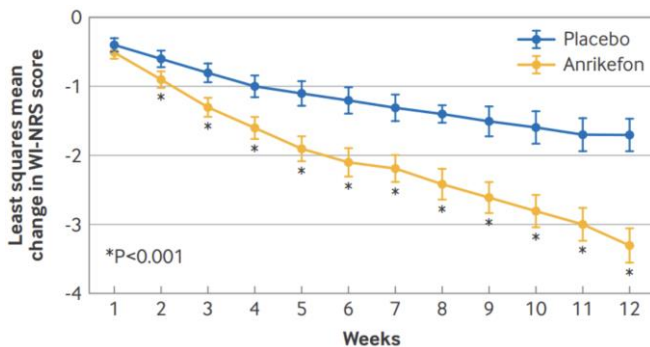
指标	安瑞克芬	泰吉利定	OR (95%CI)	p 值
呕吐发生率	4%	26%	0.11 (0.02-0.53)	0.006
PONV 总发生率	8%	35%	0.15 (0.05-0.49)	0.002

数据来源：海思精研，东方证券研究所

安瑞克芬治疗血液透析患者瘙痒（CKD-aP）已上市。CKD-aP 患病率高、危害重，已获批仅有中枢 κ 阿片受体激动剂，同样面临成瘾性和副作用的，缺乏长期控制药物。安瑞克芬能显著改善血液透析患者的瘙痒评分及生活质量，长期应用持续缓解患者瘙痒。

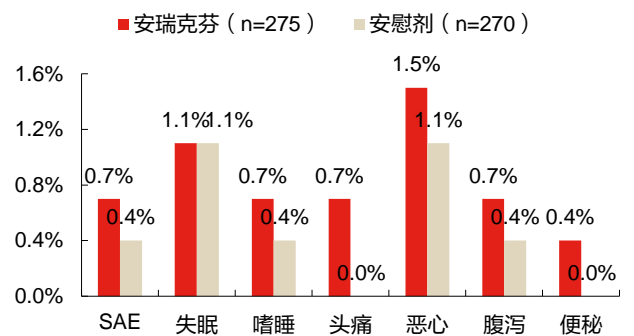
安瑞克芬术后疼痛 NDA 已获 CDE 受理，开创先河。安瑞克芬是国内首个完成术后疼痛 3 期临床的药物，该适应症覆盖了所有术后疼痛患者（轻度/中度/重度），成长天花板被大大抬升。

图 18：安瑞克芬 1 周快速起效，长期应用持续缓解瘙痒



数据来源：BMJ (Bi-Cheng Liu 等)，东方证券研究所

图 19：安瑞克芬安全性良好，中枢不良反应与安慰剂相当



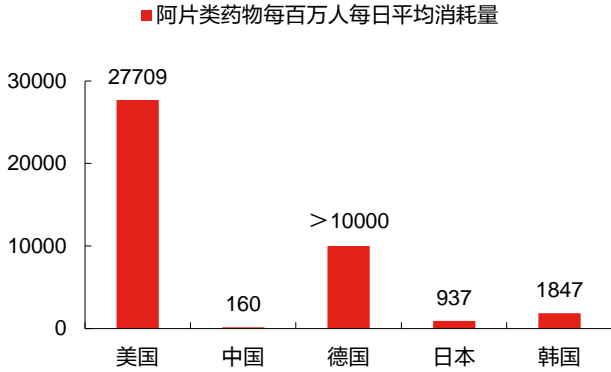
数据来源：BMJ (Bi-Cheng Liu 等)，东方证券研究所

2.2 NAV1.8 先人一步，剑指千亿市场

慢性疼痛是真正的、远未被满足的临床需求。慢性疼痛（持续超过 3 个月）影响全球超 30% 人群，患者人数超糖尿病、心血管和肿瘤病人之和。尽管有一些非阿片类镇痛药物上市，但许多慢性疼

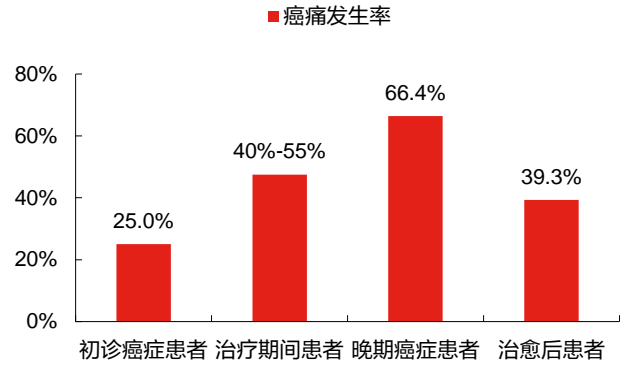
痛患者仍未能获得足够缓解，最终不得不转向阿片类药物，然而后者的成瘾性风险易导致过度使用。

图 20: 美国阿片类药物泛滥成灾，中国镇痛药物治疗不足



数据来源: INCB annual report (2024), 东方证券研究所
注: INCB 认为 200 以下为不足, 100 以下为严重不足, 中国若剔除用于治疗成瘾的美沙酮, 则镇痛阿片类药物每百万人每日平均消耗量仅 129

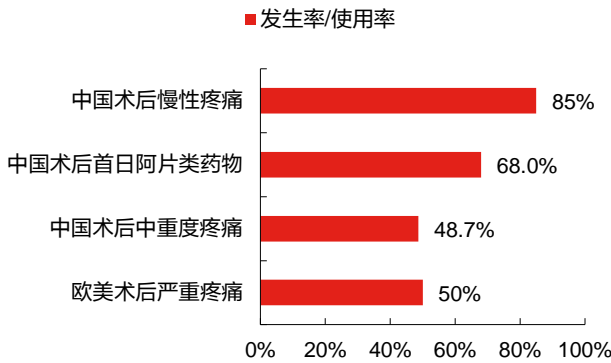
图 21: 癌痛流行病学形势极为严峻, 近半国内患者报告止痛药疗效不足或对疼痛管理不满意



数据来源: 癌痛管理中疼痛危象理念的形与管理方案专家建议, 东方证券研究所

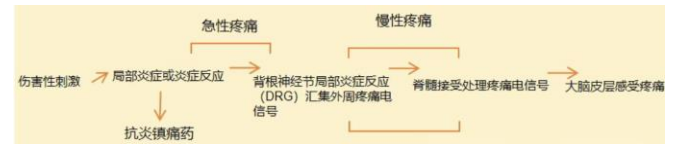
预计 2030 年中国镇痛药市场规模达 2000 亿元。据 Mordor intelligence 调查, 2021 年全球疼痛管理市场规模 794 亿美元, 预计到 2027 年将增长至 1207 亿美元 (CAGR 为 7.39%)。另外, 2023 年国内镇痛药市场规模达 1300 亿元 (同比+6%), 预计到 2030 年有望突破 2000 亿元。

图 22: 全球术后慢性疼痛发生率高达 85%



数据来源: vision 麻醉眼界, 东方证券研究所

图 23: 针对已知路径的干预无法避免术后高疼痛率



数据来源: vision 麻醉眼界, 东方证券研究所

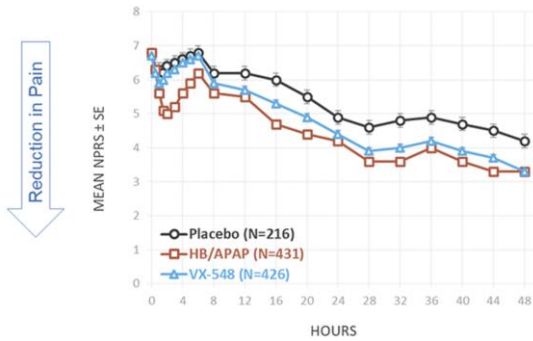
NAV1.8 带来非阿片镇痛曙光, 慢性疼痛未突破&术后急性疼痛起效慢。VX-548 于 2025 年获 FDA 批准上市, 实现了非阿片类镇痛新药研发的原发性突破, 证明了 NAV1.8 阻断剂作为镇痛靶点的可行性, 并且由于无阿片受体作用机制, 不作用于大脑, 成瘾风险低。

然而, VX-458 仅被批准用于急性疼痛的术后痛适应症, 慢性疼痛并未突破。此外, 其镇痛效果虽较氨酚氢可酮非劣效, 但起效速度更慢, 在术后 8 小时才首次显现。

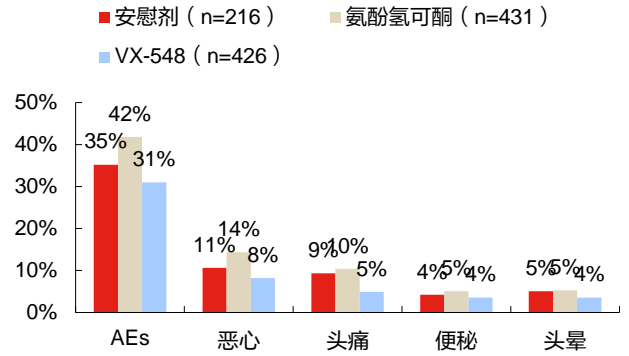
图 24: VX-548 较氨酚氢可酮非劣效, 但起效慢, 术后 8 小时才首次显现

图 25: 超千人 III 期临床证明 VX-548 安全性优于安慰剂

Mean NPRS Over Time in Phase 3 Study of Acute Pain Following Bunionectomy



数据来源：丁香园肿瘤时间，东方证券研究所
注：HB/APAP 指氨酚氢可酮，即氢可酮和对乙酰氨基酚复方药



数据来源：丁香园肿瘤时间，东方证券研究所

VX-993 遭遇滑铁卢之后，靶点创新空间仍巨大。VX-993 是 Vertex 宣称的第三代 NAV1.8 抑制剂，其于 25 年 8 月宣布 II 期临床失败：三个剂量组在主要疗效终点 SPID48h 上较安慰剂组差异无统计学意义，NAV1.8 靶点价值受到质疑。

但是，我们认为针对 NAV1.8 靶点研发仍有创新和提升空间，以下两点：

- 1) VX-993 疗效结果无统计意义但具有临床意义。**在镇痛类临床研究中，通常把较基线降低 2 分（NRS）或 14-17mm（VAS）或减少 30% 称为有效缓解，而 VX-993 的中剂量组和高剂量组较安慰剂的疗效差异具备一定临床意义。
- 2) VX-993 结果表明提高暴露量带来的临床获益有限。**VX-993 相比 VX-548 主要是暴露量得到改善，那为何二者在同样适应症中一胜一败？对比临床设计和数据，我们发现 VX-993 的疼痛模型强度提升明显。一是阳性组、试验组和对对照组 SPID48 评分明显下降；二是 VX-993 未采用膈窝阻滞，未合并阻滞的患者往往术后镇痛药物效果消退后迅速加重，可能是由于 NAV1.8 抑制剂起效慢，故镇痛效果无法覆盖疼痛强度。

表 9: VX-993 的 II 期模型疼痛强度较 VX548 有明显提升

	安慰剂组	阳性组	试验组
VX548 拇囊炎手术 III 期	70.6	120.1	99.9
VX993 拇囊炎手术 II 期	50.2	94.4	74.5; 71.5; 54

数据来源：Vertex 官网，猎药人俱乐部，东方证券研究所
注：本指标为 SPID48h，即 48 小时内疼痛强度差 (SPID) 的时间加权总和

下一代 NAV1.8 抑制剂格局未定，慢性疼痛才是重点。上述起效时间、药效强度问题表明 NAV1.8 这一赛道新药研发格局未定，同时为 NAV1.8 后续在慢性疼痛开发指明方向，如 VX-548 和 VX-993 的临床开发计划已转向糖尿病周围神经病理性疼痛（DPNP）这一常见慢性疼痛。

表 10: Vertex 在 NAV1.8 的研发布局转向慢性疼痛

药物	适应症	临床进展
VX-548	糖尿病周围神经病理性疼痛#1	III 期
	糖尿病周围神经病理性疼痛#2	III 期
VX-993	糖尿病周围神经病理性疼痛	II 期
NAV1.7 抑制剂	疼痛	临床前

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

NAV1.7+NAV1.8	疼痛	临床前
---------------	----	-----

数据来源：Vertex 官网，东方证券研究所

海思科布局新一代 NAV1.8 抑制剂，有望颠覆现状。早在 VX-548 阳性结果公开后，国内企业迅速布局第二代 NAV1.8 抑制剂。但是，海思科研发优势明显，有望赶超一众对手：

1) DPNP 有“knowhow”积累。国内进度领先的管线布局主要是基于 VX-548 的二代 NAV1.8 抑制剂结构，进行专利突破并快速推进术后急性镇痛临床。然而，NAV1.8 的研发已转向 DPNP，而海思科有克利加巴林的成功开发经验，有望超越竞争对手。

2) 临床推进速度更快。镇痛赛道药物的研发特点是“短平快”，海思科今年内会进入到 II/III 期临床，可能在临床推进上实现赶超。

表 11：NAV1.8 抑制剂全球在研管线竞争格局

药品名称	适应症	所属公司	全球最高研发进度
Suzetrigine (VX-548)	急性疼痛	Vertex	批准上市
HBW-004285	术后疼痛	海博为	临床 II/III 期
LTG-001	术后疼痛	Latigo	临床 II 期
VX-993	糖尿病周围神经痛/术后疼痛	Vertex	临床 II 期
JMKX000623	糖尿病周围神经痛	济民可信/济煜医药/奥利安	临床 II 期
HRS4800	术后疼痛	恒瑞医药	临床 II 期
VX-150	关节痛/疼痛/术后疼痛	Vertex	临床 II 期
JKN2306	急性疼痛	健康元	临床 I/II 期
KHN702	急性疼痛/术后疼痛	康弘药业	临床 I 期
LTG-305	疼痛	Latigo	临床 I 期
STC-004	术后疼痛/周围神经性疼痛	礼来/Siteone	临床 I 期
FZ008-145	疼痛	健康元/费米子科技	临床 I 期
PF-06305591	疼痛	辉瑞	临床 I 期
VX-973	疼痛	Vertex	临床 I 期
HSK55718 (静脉给药)	中重度急性疼痛	海思科	I 期
ALK2403	疼痛	艾立康	申请临床
Nav1.8 抑制剂	疼痛	阳光安津	临床前
HBW-004285	疼痛	海博为	临床前
Nav1.8 抑制剂	疼痛	四川大学	临床前
LTGO-33	疼痛	Latigo	临床前
HSK51155 (口服给药)	术后疼痛	海思科	临床前
Nav1.8 抑制剂	疼痛	格兰泰	临床前
Nav1.8 抑制剂	疼痛	恒瑞医药	临床前
Nav1.8 抑制剂	疼痛	汇伦医药	临床前
Nav1.8 抑制剂	疼痛	人福医药	临床前
Nav1.8 抑制剂	疼痛	默克	临床前
MSD-199	疼痛	默沙东	临床前
SCH 725737	疼痛	默沙东/先灵葆雅	临床前
VX-409	疼痛	Vertex/葛兰素史克	临床前

数据来源：Insight 数据库，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

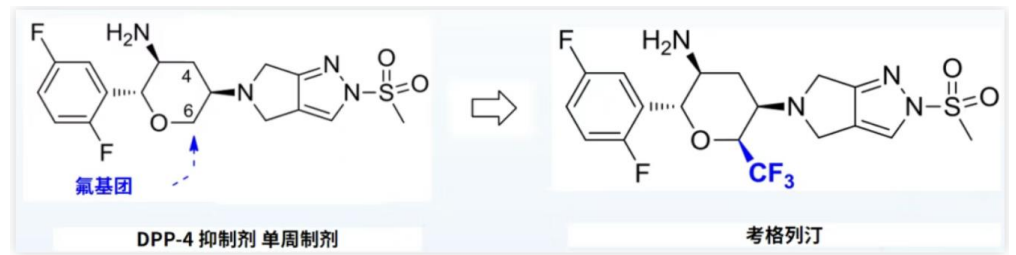
三、再启新程，多元管线出海接力

麻醉镇痛作为特色细分领域，市场容量有限，天花板明显。可以发现，公司围绕“代谢+自免+呼吸+肿瘤”四大领域布局了新一轮创新药的研发。

3.1 代谢：首个品种商业化，MASH 市场容量大

考格列汀：全球首个双周 DPP-4 抑制剂。口服降糖药中，DPP-4 抑制剂因其疗效明确、安全性良好而被广泛使用，然而多数药物需每日服药，患者用药依从性欠佳。考格列汀片是全球首个超长效 DPP-4 抑制剂，实现双周一次给药，有望显著提升便利性和依从性。

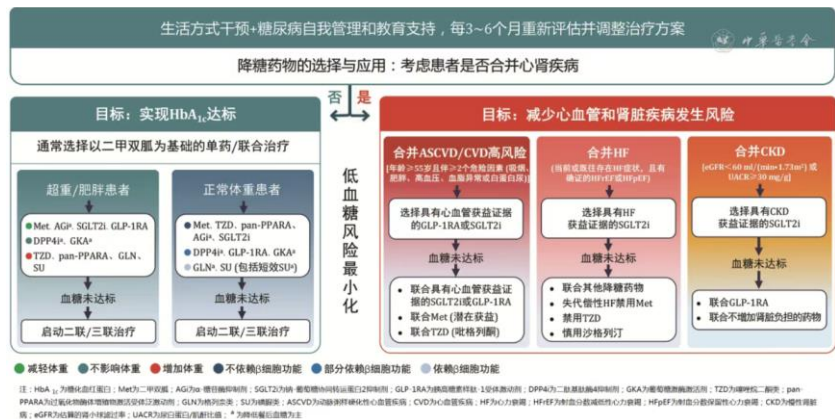
图 26：考格列汀创新分子结构：在 DPP-4 抑制剂单周制剂四氢吡喃环上 6 位引入三氟甲基



数据来源：医脉通内分泌科，东方证券研究所

DPP-4 抑制剂商业价值仍可观。在 2 型糖尿病庞大的慢病市场中，临床治疗手段日趋丰富，尤其 SGLT2-i、GLP-1RA 等新型降糖药物可带来心血管、肾脏等多元获益，因此市场普遍认为 DPP-4 抑制剂将受冲击，国内商业化价值有限，但我们认为其仍具备较大潜力，核心原因在于：

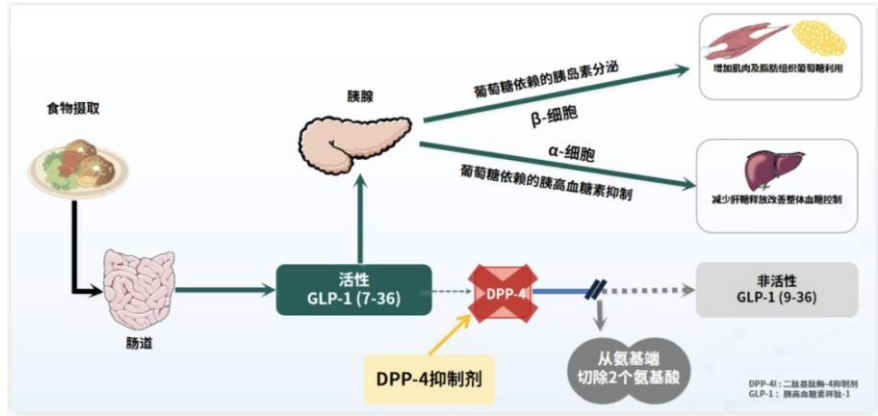
图 27：针对不同临床特征的 2 型糖尿病患者的口服降糖药治疗的简易流程



数据来源：成人 2 型糖尿病口服降糖药联合治疗专家共识（2025 版），东方证券研究所

1) DPP-4 抑制剂更适用于亚洲患者。亚洲患者 BMI 较低，主要驱动因素是 β 细胞功能障碍导致的胰岛素分泌不足。由于 DPP-4 抑制剂的作用机制是增强内源性 GLP-1 水平以刺激胰岛素分泌，故在胰岛素抵抗不严重的亚洲人群中展现出更好降糖效力；

图 28: DPP-4 抑制剂以葡萄糖浓度依赖的方式降低血糖，低血糖发生率低



数据来源：医脉通内分泌科，东方证券研究所

2) DPP-4 抑制剂更适合老年患者。首先，GLP-1RA 亮眼的减重数字背后，伴随瘦体重流失，对老年患者可能造成灾难性影响，直接引发跌倒、骨折，甚至丧失生活自理能力；其次，SGLT2i 主要通过抑制肾脏近端小管对葡萄糖与钠的重吸收实现降糖，易引发糖尿与尿钠排泄，进而增加脱水风险。

DPP-4 抑制剂不增加胃肠道反应、对体重呈中性影响且无低血糖风险，因此被《中国老年糖尿病指南（2024 版）》列为老年糖尿病患者的首选或一线用药。

表 12: 东西方 2 型糖尿病患者的病理机制及管理逻辑存在较大差异

比较维度	欧美模式 (USA/EU)	日本/东亚模式 (Japan)
患者体型	肥胖为主 (BMI > 30)	非肥胖/消瘦为主 (BMI < 25)
核心病理	胰岛素抵抗	β 细胞分泌缺陷
首选口服药	二甲双胍, SGLT2i	DPP-4i, 二甲双胍
治疗优先	减重、心血管死亡率降低	血糖平稳、避免低血糖、安全性
老龄化策略	激进干预 (心血管获益)	保守干预 (防跌倒、防衰弱)

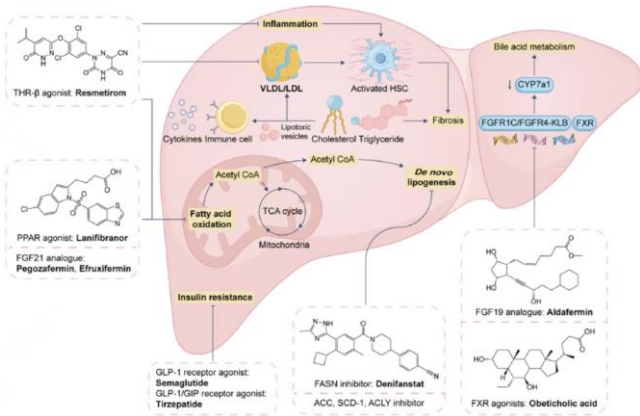
数据来源：新药全视角，东方证券研究所

THR-β：已获验证的百亿 MASH 赛道。代谢功能障碍相关性脂肪性肝炎 (MASH) 市场容量巨大，2023 年全球患病人数超 3.3 亿人，2025 年中国成人患病率高达 6.7%，但是药物干预手段极为有限，仅 THR-β 和 GLP-1 获批，后期临床产品主要是 FGF21。

Resmetirom 是全球首个获 FDA 批准的专门用于治疗伴有中度至重度肝纤维化的成人 MASH 药物，2025 年是首个上市完整年度，销售额近 10 亿美元同时渗透率仅 12%，彻底点燃 THR-β 赛道创新药研发热情。

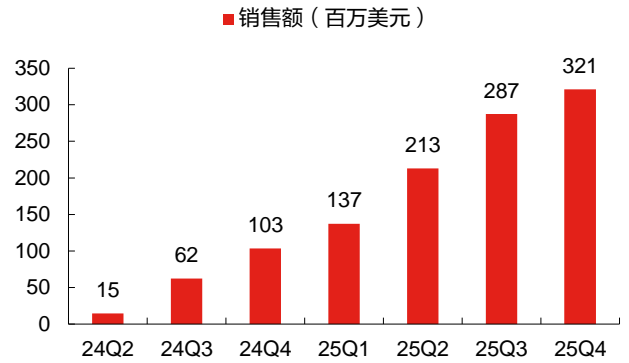
图 29: 诸多新型疗法在 MSASLD 治疗中展现潜力

图 30: Resmetirom 率先突破无药可治，展现百亿市场潜力



数据来源：《Journal of Medical Chemistry (JingWei Li 等)》，东方证券研究所

注：MASLD 指代谢功能障碍相关性脂肪性肝病，从单纯性脂肪变性到代谢功能障碍相关性脂肪性肝炎 (MASH)，并可能进展为晚期纤维化、肝硬化甚至肝癌



数据来源：Madrigal 2025Q4 业绩演示材料，东方证券研究所

HSK31679：全球第二、国内第一的下一代 THR-β 激动剂。 Resmetirom 的成功为未来 THR-β 激动剂开发提供了一个基础框架，但其疗效有限，只有 30% 的患者达到 MASH 缓解且纤维化没有恶化。HSK31679 是临床进度全球第二、国内首个纳入突破性疗法的 THR-β 激动剂，已经进入 III 期临床，进度全球领先。

表 13：THRβ 临床管线全球研发格局

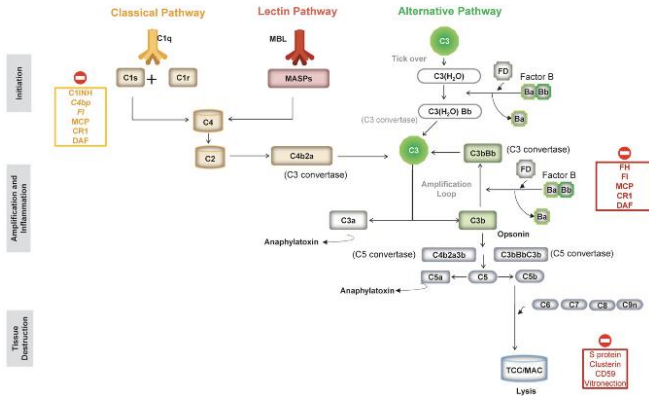
药物名称	适应症	所属公司	全球最高研发进度
Resmetirom	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	罗氏/Madrigal/VIA	批准上市
HSK31679	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	海思科	临床 III 期
ECC4703	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	诚益生物	临床 II 期
RJ4287	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	瑞捷医药/奥利墨斯	临床 II 期
HP515	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	海创药业	临床 II 期
CS060380	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	凯思凯迪	临床 II 期
ALG 055009	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	Aligos	临床 II 期
VK2809	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	Ligand/Metabasis/Viking	临床 II 期
HEC169584	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	东阳光药	临床 I 期
KPC000154	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	昆药集团	临床 I 期
ASC47	肥胖	歌礼制药/甘菜制药	临床 I 期
CS060304	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	凯思凯迪	临床 I 期
Kylo-0603	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	中国生物制药/甘宝利	临床 I 期

数据来源：Insight 数据库，东方证券研究所

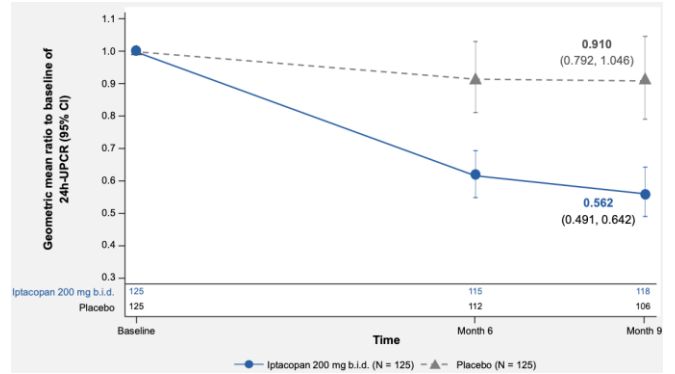
机制差异，疗效有望超越 Resmetirom。 IIa 期数据显示，HSK31679 160mg 组治疗 12 周可使肝脏脂肪含量降低 29.2%，近半数患者肝脏脂肪降幅超过 30%。此外，研究还显示其具备微生物群调节效应，这一差异化作用机制表现为在小鼠中改善脂肪性肝炎的效果优于 Resmetirom。

图 31：160mg 组治疗 12 周可使肝脏脂肪含量降低 29%

图 32：160mg 组治疗 12 周近半数患者脂肪降幅超 30%



数据来源：Frontiers in Immunology (David Kavanagh 等) ， 东方证券研究所



数据来源：The ISN World Congress of Nephrology 2024 (Vlado Perkovic 等) ， 东方证券研究所

注：b.i.d指每日两次，UPCR指尿蛋白 / 肌酐比值

HSK39297：上市在即，抢占进口替代先机。除伊普可洋外，已有三款国产 CFB 抑制剂国内申报上市，首发适应症相同且均已被纳入优先审评。HSK39297 凭借“覆盖初治+经治耐药”的双适应症布局，有望在竞争中抢占先机。

表 14：临床及以后阶段 CFB 药物全球研发格局

类型	靶点	药物名称	适应症	所属公司	全球最高研发进度
化药	CFB	伊普可洋	阵发性睡眠性血红蛋白尿症/IgA 肾病 /C3 肾小球病/非典型溶血性尿毒症综合征/蛋白尿	诺华	批准上市
化药	CFB	MY008211A	阵发性睡眠性血红蛋白尿症/使用 C5 单抗后仍有贫血”的 PNH 患者	启瑞药业/朗来科技/美悦生物	申请上市
化药	CFB	HSK39297	阵发性睡眠性血红蛋白尿症/使用 C5 单抗后仍有贫血”的 PNH 患者	海思科	申请上市
化药	CFB	立康可洋	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	恒瑞医药	申请上市
化药	CFB	NTQ5082	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	正大天晴	临床 III 期
ASO	CFB	Sefaxersen	IgA 肾病	Ionis/葛兰素史克/罗氏/基因泰克	临床 III 期
siRNA	CFB	BW-40202	阵发性睡眠性血红蛋白尿症/IgA 肾病	舶望制药	临床 II 期
siRNA	CFB	VSA012	C3 肾小球病/IgA 肾病/狼疮肾炎/膜增生性肾小球肾炎	维亚臻生物	临床 II 期
siRNA	CFB	ADX-038	年龄相关性黄斑变性/地图状萎缩/IgA 肾病/C3 肾小球病	ADARx	临床 II 期
化药	CFB	XH-S003	IgA 肾病/阵发性睡眠性血红蛋白尿症	复星医药/星浩溥博 /Infinity/Sitala Bio	临床 II 期
单抗	CFB	Ruxoprubart	阵发性睡眠性血红蛋白尿症/非典型溶血性尿毒症综合征/ANCA 相关性小血管炎 /IgA 肾病/皮炎	NovelMed	临床 II 期
基因治疗	C1s CFB	SAR446597	地图状萎缩	赛诺菲/健赞生物	临床 I/II 期
siRNA	CFB	ALN-CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	再生元/Alnylam	临床 I/II 期
siRNA	CFB	ARO-CFB	IgA 肾病	Arrowhead	临床 I/II 期

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

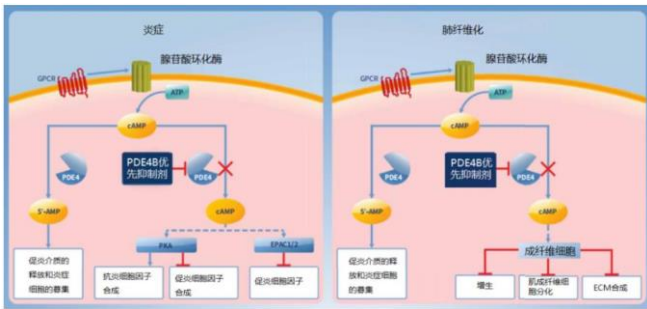
siRNA	CFB	SGB-3383	补体介导疾病/IgA 肾病/膜增生性肾小球肾炎/非典型溶血尿毒综合征/C3 肾小球病	圣因生物	临床 I 期
单抗	CFB	SAR443809	阵发性睡眠性血红蛋白尿症/肾脏病	赛诺菲	临床 I 期
siRNA	CFB	AZD6912	类风湿关节炎	阿斯利康	临床 I 期
化药	CFB	CMS-D017	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	康哲生物	批准临床

数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

PDE4B: 成熟靶点亚型再开发, 肺纤维化迎来新突破。全球获批上市的 PDE 靶向药物共 9 款, 主要集中在: 慢阻肺、特应性皮炎和银屑病。PDE4B 是 PDE4 亚型靶点, 较 PDE4 在安全性和疗效方面都更有优势。

目前, 临床在研的 PDE4B 共 5 款。其中, 那米司特进展最快, 随着 III 期临床成功其有望于 2026 年同时获批特发性肺纤维化 (IPF) 和进行性肺纤维化 (PPF) 两个适应症, 差异化适应症为 PDE4B 开辟了全新赛道。

图 37: PDE4B 避免抑制 PDE4A/D 的副作用, 且具有抗炎和抗纤维化双重作用



数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

图 38: 那米司特的 2 项关键 III 期临床结果获得成功

试验代号	FIBRONEER-IPF			FIBRONEER-ILD		
	特发性肺纤维化 (IPF)					
适应症	特发性肺纤维化 (IPF)			进行性肺纤维化 (PPF)		
分组	那米司特 9 mg	那米司特 18 mg	安慰剂	那米司特 9 mg	那米司特 18 mg	安慰剂
人数	392	392	393	393	391	392
FVC (52-week)	-138.6 mL	-114.7 mL	-183.5 mL	-84.6 mL	-98.6 mL	-165.8 mL
AE 停药	11.7%	14.0%	10.7%	8.1%	10.0%	10.2%
SAE	31%	30%	33%	31.8%	33.2%	35.2%

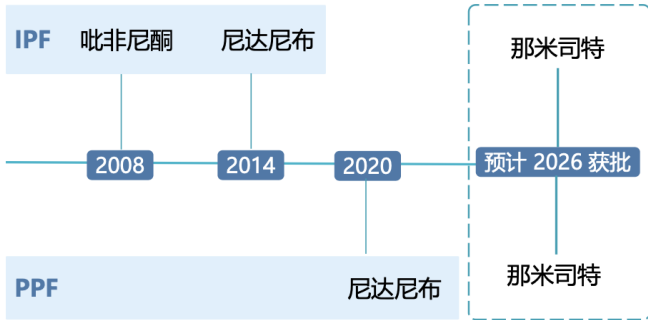
数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

IPF/PPF: 治疗格局佳, 市场空间大。IPF 获批上市药物仅有吡非尼酮和尼达尼布, 且近 10 年无新药获批; PPF 获批药物仅尼达尼布, 二者均存在显著未满足临床需求。

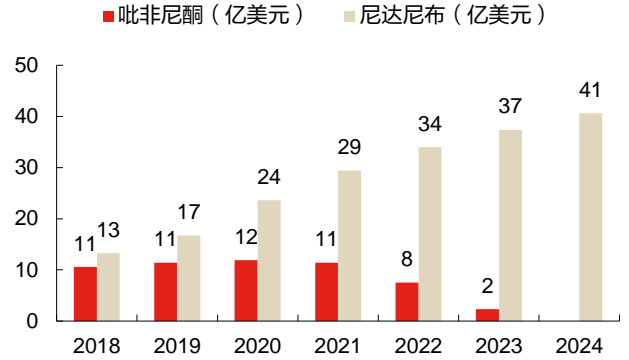
此外, 那米司特针对 PPF 侧重炎症早期干预, 尼达尼布聚焦纤维化进程抑制, PDE4B 与现有疗法形成互补, 赛道治疗格局优异。目前, 尼达尼布占据市场主导地位, 2024 年全球销售额高达 40 亿美元。

图 39: 十年罕有新药获批, 那米司特改变市场格局

图 40: 尼达尼布 2024 年销售额超 40 亿美元, IPF/PPF 市场空间潜力可观



数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所



数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

HSK44459: 全球第二 PDE4B, 进入 III 期临床。除那米司特外, HSK44459 是 PDE4B 在 IPF 和 PPF 人群中全球进展第二的产品, 已进入 III 期临床, 另外还有 4 个适应症同步推进。

表 15: PDE4B 抑制剂全球在研管线竞争格局

药物名称	适应症	所属公司	全球最高研发进度
那米司特	特发性肺纤维化/进行性肺纤维化	勃林格殷格翰	批准上市
HSK44459	特发性肺纤维化/进行性肺纤维化	海思科	临床 III 期
	白塞病/特应性皮炎/斑块状银屑病		临床 II 期
	IBD		IND 获批
Orismilast	斑块状银屑病/化脓性汗腺炎/特应性皮炎/溃疡性结肠炎/肥胖	利奥制药/信达生物/Union Therapeutics	临床 II 期
SYH2059	间质性肺疾病	翊石医药	临床 I 期
GT-2108	溃疡性结肠炎/狭窄或梗阻型克罗恩病	Giiant Pharma/Palisade Bio	临床 I 期
HW252001	特发性肺纤维化	人福医药	批准临床
SYH2059 (吸入粉雾剂)	/	翊石医药	申请临床
SN-2000	癫痫	Stream Neuroscience	临床前
PDE4B 抑制剂	肺动脉高压	白云山医药	临床前
PT-3902	Dravet 综合征	Stream Neuroscience	临床前
PDE4B/5A 抑制剂	肥胖/酒精性肝病/脂肪肝	University of Nebraska	临床前
PDE4B 抑制剂	炎症	Cerevel Therapeutics	临床前

数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

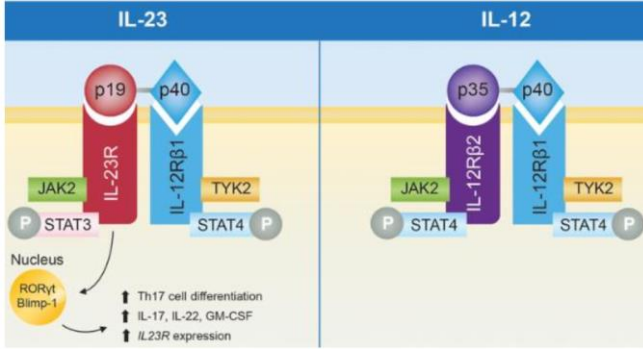
IL-23R 口服环肽: 两百亿美元赛道新星, 有望打破单抗垄断。IL-23 是自免领域重磅靶点, 全球已获批 6 款 IL-23 单抗。其中, 艾伯维利生奇珠单抗 (Skyrizi) 凭借长效优势, 在银屑病、炎症性肠病领域建立绝对领先地位, 2025 年全球销售 175.6 亿美元 (+49.9%), 根据公司指引 2026 年将突破 200 亿美元。

白介素受体 (IL-23R) 是 IL23 对应的受体靶点, 可开发为小分子或多肽。其中, Icotrokinra 作为全球首个 IL-23R 口服环肽, 具备“疗效对标、便捷给药”差异化优势, 有望突破生物制剂垄断。

图 41: IL-23R 相比 IL-23 在信号阻断、选择性、药物形式等方面具备优势

图 42: 首个口服 IL-23R 口服环肽 Icotrokinra 银屑病疗效达到 IL-23 单抗水平

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

产品	古塞奇尤单抗	匹康奇拜单抗	Icotrokinra
类型	IL-23单抗	IL-23单抗	IL-23口服肽
企业	强生	信达	强生
实验	VOYAGE 1	CLEAR-1	ICONIC-LEAD (n=426)
服药	注射	注射	BID
时间	24周	16周	24周
PASI 100	44%	41%	48%

数据来源: 博药, 东方证券研究所

海思科 IL-23R 全球第二, 大幅领先。全球来看, HSK47388 处于临床 II 期, 进度大幅领先同类管线。小鼠体内药代动力学研究数据显示, 该化合物口服生物利用度达 0.482%, 在体内外展现出优异的稳定性和口服给药可行性提供了有力支撑。

表 16: IL-23R 全球在研管线竞争格局

药物名称	适应症	所属公司	全球最高研发进度
伊可白滞素片 (Icotrokinra)	斑块状银屑病 (中重度) / 银屑病关节炎 / 克罗恩病 / 溃疡性结肠炎	Protagonist/强生/西安杨森	已获批
HSK47388/ HSK47388(1)	银屑病/溃疡性结肠炎	海思科	临床 II 期
IL-23R 抑制剂	银屑病	艾伯维/Nimble	临床前
IL23R 抑制剂	自身免疫性疾病	赛诺菲	临床前
IL23R 抑制剂	炎症性肠病/银屑病	Zealand	临床前
IL23R 抑制剂	炎症/自身免疫性疾病/肿瘤	豪森	临床前
IL-23R 拮抗剂	炎症性肠病/克罗恩病	赛诺菲	临床前
IL-23R 抑制剂	炎症性肠病/克罗恩病/溃疡性结肠炎/银屑病	Zealand	临床前
IL-23 拮抗剂	斑块状银屑病	Alcamena Stem Cell	临床前

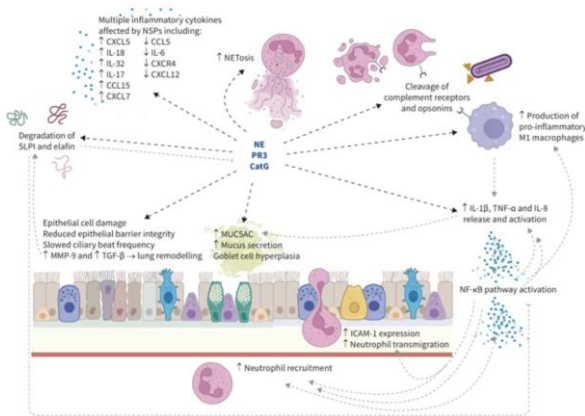
数据来源: Insight 数据库, 医药魔方, 药时代, 东方证券研究所

3.3 呼吸: DPP-1 即将 NDA, PDE3/4 弯道超车

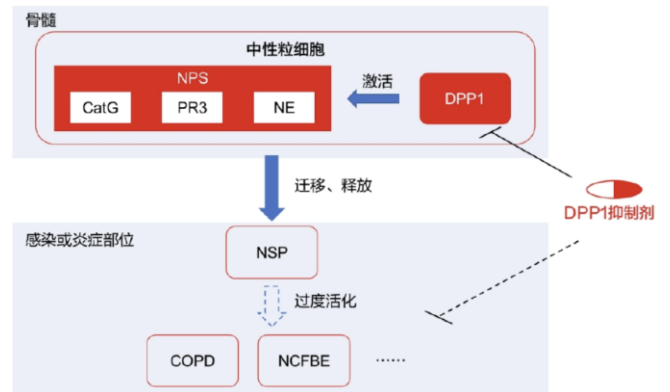
DPP-1 是中性粒细胞相关炎症疾病的潜在靶点。DPP-1 是一种半胱氨酸蛋白酶, 通过切割氨基末端的二肽结构来激活促炎性中性粒细胞丝氨酸蛋白酶 (Neutrophil Serine Proteases, NSPs) 家族。研究发现, 过度活化的 NSPs 与中性粒细胞相关炎症疾病导致的组织损伤相关, 包括: 慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 和非囊性纤维化支气管扩张 (NCFBE) 等。

图 43: NSPs 家族介导的炎症级联反应机制

图 44: DPP-1 激活 NSPs, 是治疗中性粒细胞相关炎症疾病的潜在靶点



数据来源：医药魔方，东方证券研究所



数据来源：Front Immunol, Respire Res, 东方证券研究所

Brensocatib 获批上市，解决 NCFBE 无药可用。NCFBE 是由感染和炎症引起的支气管异常和持久性扩张，其残酷性在于患者往往陷入一个难以打破的恶性循环：慢性咳嗽、痰液分泌过多、呼吸困难和呼吸道反复感染相互交织，导致疾病持续恶化。

更令人担忧的是，全球 NCFBE 患者已逾百万，但临床治疗只能依赖抗生素控制感染、使用支气管扩张剂缓解症状，这些“治标不治本”的权宜之计远远无法满足患者的迫切需求。

Brensocatib ASPEN 三期临床入组 1680 例 NCFBE 患者，对于主要终点 Pes（肺部恶化年发生率），10mg、25mg 剂量组相比于安慰剂组分别下降了 21.1%、19.4%。对于支气管扩张的患者来说，ASPEN 是一项里程碑式的胜利。

图 45：对于百年未有靶向药物问世的领域，Brensocatib 已经是突破性疗效

	Brensocatib 10 mg compared to placebo	Brensocatib 25 mg compared to placebo
Primary Endpoint		
Reduction in annualized rate of PEs	21.1% p = 0.0019*	19.4% p = 0.0046*
Secondary Endpoints		
Prolongation of time to first PE	18.7% p = 0.0100*	17.5% p = 0.0182*
Increase in odds of remaining exacerbation free over 52 weeks	41.2% p = 0.0059*	40.0% p = 0.0074*
Change from baseline in post-bronchodilator FEV1 at week 52	11 mL p = 0.3841	38 mL p = 0.0054*
Reduction in annualized rate of severe PEs	25.8% p = 0.1277	26.0% p = 0.1025
Change from baseline in the QoL-B Respiratory Score at week 52	2.0 points p = 0.0594	3.8 points p = 0.0004*

数据来源：Insmad 官网演示材料，东方证券研究所

图 46：Brensocatib 副作用发生率与安慰剂相当

	Brensocatib 10 mg n=562	Brensocatib 25 mg n=574	Placebo n=583
TEAEs and Treatment Discontinuations Were Comparable in Brensocatib and Placebo Arms			
Any TEAE, n (%)	452 (77.7)	440 (76.7)	448 (79.6)
Severe TEAE, n (%)	74 (12.7)	67 (11.7)	90 (16.0)
Serious TEAE, n (%)	101 (17.4)	97 (16.9)	108 (19.2)
TEAE leading to death, n (%)	3 (0.5)	4 (0.7)	7 (1.2)
TEAE leading to treatment discontinuation, n (%)	25 (4.3)	22 (3.8)	23 (4.1)
TEAEs of special interest*, n (%)			
Hyperkeratosis, n (%)	42 (7.2)	56 (9.8)	33 (6.4)
Hyperkeratosis, n (%)	8 (1.4)	17 (3.0)	4 (0.7)
Periodontal/gingival event, n (%)	8 (1.4)	12 (2.1)	15 (2.7)
Severe infection, n (%)	4 (0.7)	7 (1.2)	4 (0.7)
Pneumonia, n (%)	23 (4.0)	27 (4.7)	33 (5.9)

数据来源：Insmad 官网演示材料，东方证券研究所

HSK31858：全球领先且有望 BIC。Brensocatib 已经证明了 DPP-1 抑制剂的疗效，但这仅仅是序幕。HSK31858 在 II 期研究中取得了潜在 BIC（同类最佳）的积极结果，正推进 III 期临床，同时海外权益 BD 意大利凯西。除 NCFBE 外，未来还有有望在 COPD、哮喘等呼吸系统疾病中发挥作用。

表 17：HSK31858 的 II 期临床结果展现同类最佳潜力

药物	Brensocatib	BI 1291583	HSK31858
研究代号	WILLOW	AIRLEAF	SAVE-BE

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

入组人数	256	322	226
患者特征	一年内至少发生 2 次肺部恶化,16%长期接受大环内酯类抗生素治疗,56%接受吸入性类固醇治疗,33%中性粒细胞弹性蛋白酶水平 $\geq 20 \mu\text{g/mL}$	44%一年内至少发生 2 次肺部恶化,18%长期接受大环内酯类抗生素治疗,43%接受吸入性类固醇治疗	一年内至少发生 2 次肺部恶化,5%长期接受大环内酯类抗生素治疗,6%接受吸入性类固醇治疗,55%中性粒细胞弹性蛋白酶水平 $\geq 20 \mu\text{g/mL}$
试验方案	10mg/25mg,每日 1 次	1mg/2.5mg/5mg,每日 1 次	20mg/40mg,每日 1 次
对照方案	安慰剂	安慰剂	安慰剂
治疗期	24 周	48 周	24 周
肺部恶化率	0.88 vs 1.03 vs 1.37	/	1.00 vs 0.75 vs 1.88
HR	10mg: 0.64 ($p=0.041$)25mg: 0.75 ($p=0.167$)	2.5mg: 0.66 ($p>0.05$)5mg: 0.71 ($p>0.05$)	20mg: 0.52 ($p=0.0031$)40mg: 0.41 ($p=0.0002$)
首次肺部恶化时间	第一个四分位数:134 天 vs 96 天 vs 67 天	/	147 天 vs 146 天 vs 124 天
最常见的 AE	咳嗽、头痛、痰液增多、呼吸困难、疲劳和上呼吸道感染	支气管扩张、支气管扩张所致感染加重、咳嗽、头痛、COVID-19、鼻咽炎	上呼吸道感染、咳嗽、咯血、体重增加
AE 停药率	10.6% vs 7.4% vs 6.7%	3.8% vs 3.8% vs 4.7% vs 5.5%	0% vs 3% vs 3%
牙周病发生率	2.4%vs 7.4% vs 10.1%	7.5% vs 1.9% 2.8% vs 4.6%	4% vs 1% vs 4%
过度角化发生率	0% vs 3.7% vs 1.1%	0% vs 3.8% vs 3.7% vs 1.8%	/

数据来源: 医药魔方 NextPharma 数据库, 东方证券研究所

表 18: DPP1 抑制剂全球在研管线竞争格局

药物名称	适应症	所属公司	全球最高研发进度
Brensocaticib	非囊性纤维化支气管扩张	阿斯利康/Insmed	批准上市
verducatib	支气管扩张	勃林格殷格翰	临床 III 期
HSK31858	非囊性纤维化支气管扩张	海思科/凯西制药	临床 III 期
FXS7553	非囊性纤维化支气管扩张	复星医药/星浩彭博/Expedition	临床 II 期
RSS0343	非囊性纤维化支气管扩张	恒瑞医药/瑞石生物	临床 II 期
C10b	关节炎	安徽医科大学	临床前
INS1033	类风湿关节炎/炎症性肠病	Insmed	临床前
TG-4318	支气管扩张	太景生物/太景医药/健康元	临床前
DPP-1 抑制剂	支气管扩张	泰德制药	临床前
DPP1 抑制剂	暂无进度	壹迪生物	临床前
CTSC 抑制剂	非囊性纤维化支气管扩张	凯西制药	临床前
CTSC 抑制剂	自身炎症性疾病	阿斯泰来制药	临床前
MDI-0151	ANCA 相关性小血管炎	Alivexis Melodia	临床前
DPP1 抑制剂	暂无进度	明德新药	临床前

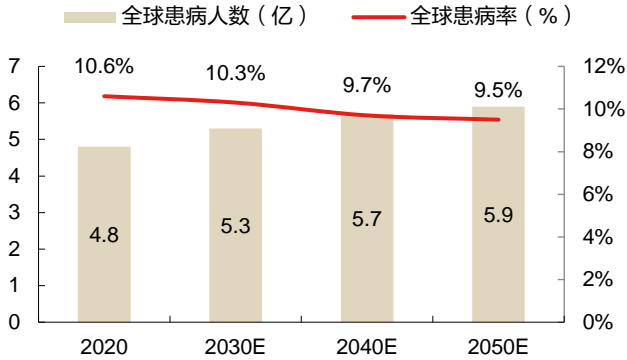
数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

COPD 有望诞生大药。COPD 是由气道或肺泡异常导致的异质性疾病, 核心特征为慢性呼吸道症状(呼吸困难、咳嗽、咳痰、急性加重)和持续性、进行性气流受限。2020 年, 全球约 4.8 亿人罹患 COPD(中国患者逾 1 亿), 中重度占 35%, 年致死超 300 万人。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

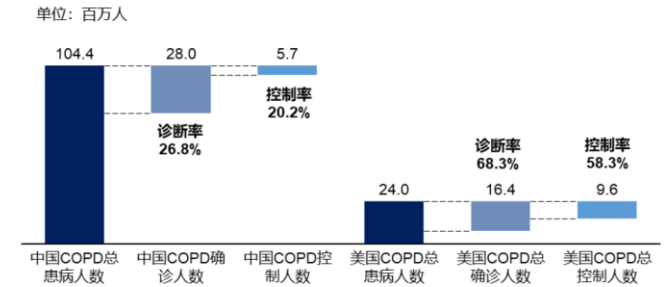
尽管长效 β_2 受体激动剂（LABA）、长效毒蕈碱拮抗剂（LAMA）及吸入性糖皮质激素（ICS）组成的联合疗法可缓解症状、减少急性加重，但是无法逆转肺功能下降或改变疾病自然进程、仅部分患者获益且依从性差，背后蕴藏着蓝海机遇。

图 47：老龄化导致全球 COPD 患病人数持续增加



数据来源：JAMA Network (Elroy Boers 等)，东方证券研究所

图 48：中国 COPD 诊断率和治疗率远低于美国



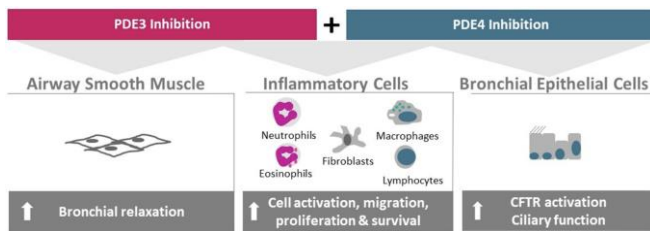
数据来源：怡和嘉业招股书，弗若斯特沙利文分析，东方证券研究所

PDE3/4 兼具支气管扩张与非甾体抗炎，备受 MNC 青睐。磷酸二酯酶（PDEs）是一类通过调节环核苷酸水平影响多种细胞功能的酶。PDE3 主要调控气道平滑肌中的环磷酸腺苷（cAMP）和环磷酸鸟苷（cGMP）浓度，PDE4 则通过调控 cAMP 水平，参与炎症细胞的激活。

抑制 PDE3 可导致气道平滑肌松弛（支气管扩张），而抑制 PDE4 则具有抗炎作用。因此，PDE3/4 抑制剂在抗炎和支气管扩张方面可产生协同或叠加效应。

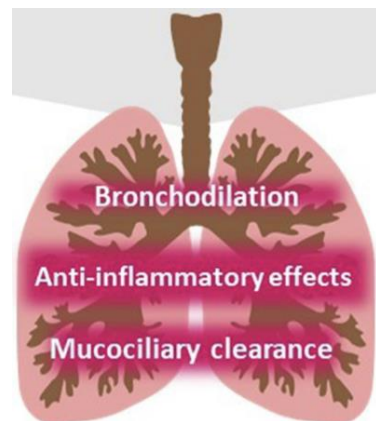
值得注意的是，PDE3/4 赛道已诞生两笔百亿美元交易，包括：默沙东收购 Verona Pharma（其核心资产正是 Ensifentrine）和 GSK 收购 HRS-9821 海外权益。

图 49：PDE3 和 PDE4 在气道平滑肌细胞、炎症细胞及支气管上皮细胞中均有表达



数据来源：International Journal of Chronic Obstructive Pulmonary Disease (James F Donohue 等)，东方证券研究所

图 50：对 PDE3/PDE4 的双重抑制可产生叠加或协同效应，从而增强支气管扩张、气道抗炎及黏液纤毛清除作用



数据来源：International Journal of Chronic Obstructive Pulmonary Disease (James F Donohue 等)，东方证券研究所

HSK39004：全球进展最快的 PDE3/4 粉雾剂。首先，HSK39004 吸入混悬液和吸入粉雾剂两种剂型分别进入临床 III 期和临床 II 期，位居全球前列，其中粉雾剂型进度全球第一；其次，作为小分子吸入制剂，患者依从性好、工艺壁垒高，未来竞争格局好。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

此外，HSK39004 已经成功 NEWCO 美国 AirNexis，考虑到公司在国内强大的商业化能力，以及合作伙伴背后的顶级资本和专业团队对海外临床和商业化的赋能，其价值将稳步兑现。

表 19: PDE3/4 抑制剂全球在研管线竞争格局

药物名称	剂型	适应症	所属公司	全球最高研发进度
恩塞芬汀 (Ensifentrine)	吸入用混悬液	慢性阻塞性肺疾病	默沙东/Verona/优锐医药	批准上市
TQC3721	吸入用混悬液	慢性阻塞性肺疾病	正大天晴	临床 III 期
HSK39004	吸入用混悬液+吸入用粉雾剂	慢性阻塞性肺疾病	海思科/AirNexis	临床 III/II 期
TQC3721	吸入粉雾剂	慢性阻塞性肺疾病	正大天晴	临床 II 期
HRS-9821	吸入用混悬液+吸入用粉雾剂	慢性阻塞性肺疾病	恒瑞医药/葛兰素史克	临床 I 期
PDE3/4 抑制剂	/	支气管疾病	方予健康	临床前
PDE3/4 抑制剂	/	哮喘	以岭药业	临床前

数据来源: Insight 数据库, 东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

海思科是一家综合型创新药公司，已有产品上市销售，同时存在诸多潜力在研新药，我们基于对公司管线国内商业化销售、BD 出海和临床开发进度的研判，对公司未来盈利预测作出如下假设：

- 1、公司 2026-2028 年收入分别为 59.0、71.4 和 88.9 亿元，收入高速增长的动能主要来自环泊酚、安瑞克芬、克利加巴林和考格列汀四款已上市创新药。与此同时，2027 年起 HSK39297 (CFB)、HSK31858 (DPP1) 等重磅新药在国内接力上市，开启新一轮成长；
- 2、公司 2026-2028 年毛利率分别为 76.9%、79.5%和 81.9%。毛利率的提升主要来自产品结构优化，即高毛利率的创新药收入占比持续提升；
- 3、公司 2026-2028 年销售费用率为 37.6%、38.8%和 40.0%，管理费用率为 9.5%、9.3%和 8.9%，研发费用率为 19.5%、20.3%和 20.3%。管理费用率下降主要系收入规模扩大带来的摊薄效应，销售费用率和研发费用率上升主要考虑到公司需加大投入支持产品销售和临床试验推进。

表 20: 盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
自主生产产品					
销售收入 (百万元)	2629.5	3278.7	4793.4	6036.7	7780.5
增长率		24.7%	46.2%	25.9%	28.9%
毛利率	80.6%	84.7%	86.2%	87.4%	88.3%
合作生产产品					
销售收入 (百万元)	943.1	1028.9	1028.9	1028.9	1028.9
增长率		9.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	56.5%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%
其他产品 (服务)					
销售收入 (百万元)	120.1	46.6	46.6	46.6	46.6
增长率		-61.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	56.8%	92.8%	92.8%	92.8%	92.8%
其他业务					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

销售收入 (百万元)	28.6	33.6	30.0	30.0	30.0
增长率		17.5%	-10.8%	0.0%	0.0%
毛利率	51.4%	49.7%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	3721.3	4387.8	5898.8	7142.2	8885.9
增长率		17.9%	34.4%	21.1%	24.4%
综合毛利率	71.5%	71.2%	76.9%	79.5%	81.9%

数据来源：公司数据，东方证券研究所

投资建议

公司存在诸多临床阶段潜力管线，我们对各管线开发进度的研判如下：

- 1、环泊酚有望于 26Q2 美国获批上市；
- 2、HSK39297 (CFB)、HL231 (LAMA+LABA) 有望于 2027 年国内获批上市，HSK31858 (DPP1)、HSK31679 (THR-β)、HSK44459 (PDE4B) 等 III 期管线有望自 28 年起接力上市，开启新一轮创新成长；
- 3、HSK39004 (吸入粉雾剂，PDE3/4)、HSK47388 (IL-23R) 和 HSK55718 (NAV1.8) 年内均有望推进至 III 期临床阶段；
- 4、此外，HSK42360 (BRAF) 等早研管线进展顺利，年内或将进入 II 期临床阶段。

考虑到公司创新药商业化快速放量，同时诸多高潜力创新药管线仍处于临床阶段，有望接力上市驱动业绩成长，长期增长动能强劲，因此采取 DCF 估值法，对应目标价为 70.11 元，首次给予“买入”评级。

表 21：估值假设参数

假设科目	结果
所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.76%
无杠杆影响的 β 系数	0.65
考虑杠杆因素的 β 系数	0.67
市场收益率 Rm	8.79%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	6.50%
债务比率 D/(D+E)	5.00%
债务利率 rd	3.50%
WACC	6.32%

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 51：目标价敏感性分析 (元)

FCFF目标价敏感性分析						
		永续增长率Gn(%)				
	70.11	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	4.32%	89.89	103.93	139.15	391.32	-103.37
	4.82%	80.46	89.67	108.97	175.07	-513.02
	5.32%	72.92	79.26	91.07	120.70	332.82
	5.82%	66.69	71.23	78.98	95.22	150.87
	6.32%	61.43	64.77	70.11	80.06	105.02
	6.82%	56.90	59.42	63.24	69.78	83.48
	7.32%	52.96	54.88	57.70	62.21	70.61
	7.82%	49.47	50.97	53.10	56.33	61.85
	8.32%	46.37	47.55	49.18	51.56	55.38

数据来源：东方证券研究所

风险提示

- 1、创新药研发失败风险：**如果在研管线临床数据读出不及预期，则会对公司估值水平及发展空间造成较大影响；
- 2、商业化不及预期风险：**如果已上市产品国内销售低预期，在研管线 BD 交易及交易后的海外临床和商业化进展不及预期，则会对公司估值水平及发展空间带来负面冲击；
- 3、市场竞争加剧风险：**同适应症、同靶点产品存在新药不断上市和市场竞争加剧的风险；
- 4、国内外政策风险：**创新药上市后医保谈判对价格和销量影响大，如果国内外医保政策变化，可能对公司产品商业化价值造成影响；
- 5、核心人员流失风险：**作为创新药公司，技术、管理和销售团队核心人员离开会对公司未来经营发展产生一定压力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,056	1,386	1,475	1,800	2,249	营业收入	3,721	4,388	5,899	7,142	8,886
应收票据、账款及款项融资	1,077	1,033	1,411	1,681	2,058	营业成本	1,062	1,265	1,360	1,462	1,610
预付账款	74	51	96	114	130	销售费用	1,362	1,643	2,219	2,773	3,550
存货	272	307	357	371	407	管理费用	401	446	559	664	791
其他	251	57	209	194	177	研发费用	624	804	1,149	1,452	1,800
流动资产合计	2,730	2,834	3,547	4,159	5,021	财务费用	14	8	76	74	67
长期股权投资	105	139	126	123	129	资产、信用减值损失	86	9	16	22	32
固定资产	895	834	872	925	975	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	7	1	53	76	85	投资净收益	117	(17)	144	257	144
无形资产	1,277	1,518	1,670	1,825	2,013	其他	218	73	96	112	110
其他	1,785	1,685	1,481	1,407	1,397	营业利润	507	267	760	1,064	1,291
非流动资产合计	4,069	4,177	4,202	4,355	4,599	营业外收入	2	8	6	5	5
资产总计	6,798	7,011	7,749	8,513	9,620	营业外支出	46	2	16	16	19
短期借款	243	80	296	154	125	利润总额	463	274	750	1,052	1,277
应付票据及应付账款	196	166	240	240	253	所得税	(3)	14	113	158	192
其他	1,130	1,321	1,225	1,237	1,274	净利润	466	260	638	895	1,086
流动负债合计	1,568	1,567	1,762	1,632	1,653	少数股东损益	71	(0)	32	45	54
长期借款	925	1,002	1,002	1,002	1,002	归属于母公司净利润	395	260	606	850	1,031
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.35	0.23	0.54	0.76	0.92
其他	103	154	10	10	10						
非流动负债合计	1,028	1,155	1,011	1,011	1,011	主要财务比率					
负债合计	2,596	2,723	2,773	2,643	2,664		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	(11)	(2)	30	75	129	成长能力					
实收资本 (或股本)	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120	营业收入	10.9%	17.9%	34.4%	21.1%	24.4%
资本公积	873	1,028	1,085	1,085	1,085	营业利润	61.8%	-47.3%	184.1%	40.0%	21.4%
留存收益	2,180	2,136	2,741	3,591	4,622	归属于母公司净利润	34.0%	-34.4%	133.3%	40.3%	21.3%
其他	41	6	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,202	4,288	4,976	5,871	6,956	毛利率	71.5%	71.2%	76.9%	79.5%	81.9%
负债和股东权益总计	6,798	7,011	7,749	8,513	9,620	净利率	10.6%	5.9%	10.3%	11.9%	11.6%
						ROE	9.4%	6.1%	13.1%	15.8%	16.3%
						ROIC	8.7%	4.2%	10.6%	12.9%	13.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	38.2%	38.8%	35.8%	31.0%	27.7%
净利润	466	260	638	895	1,086	净负债率	20.2%	13.6%	13.0%	2.9%	0.0%
折旧摊销	217	248	189	218	250	流动比率	1.74	1.81	2.01	2.55	3.04
财务费用	14	8	76	74	67	速动比率	1.57	1.61	1.81	2.32	2.78
投资损失	(117)	17	(144)	(257)	(144)	营运能力					
营运资金变动	(180)	90	(494)	(311)	(442)	应收账款周转率	4.5	5.1	5.4	4.9	5.0
其它	42	164	239	22	32	存货周转率	3.8	4.4	4.1	4.0	4.0
经营活动现金流	442	786	503	640	849	总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
资本支出	(533)	(266)	(429)	(445)	(497)	每股指标 (元)					
长期投资	(30)	(62)	51	(14)	(8)	每股收益	0.35	0.23	0.54	0.76	0.92
其他	261	172	(167)	365	176	每股经营现金流	0.39	0.70	0.45	0.57	0.76
投资活动现金流	(302)	(156)	(545)	(94)	(329)	每股净资产	3.76	3.83	4.42	5.18	6.10
债权融资	(32)	226	(66)	(6)	26	估值比率					
股权融资	34	156	57	0	0	市盈率	149.2	227.3	97.4	69.4	57.2
其他	(253)	(674)	140	(216)	(97)	市净率	14.0	13.8	11.9	10.2	8.6
筹资活动现金流	(251)	(292)	131	(222)	(71)	EV/EBITDA	80.2	113.3	57.8	43.7	36.8
汇率变动影响	5	(7)	-0	-0	-0	EV/EBIT	113.6	215.1	70.9	52.1	43.6
现金净增加额	(105)	331	88	325	449						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。