

医药

海思科：创新转型进入收获期，核心产品放量可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 11.2/5.37
总市值/流通(亿元) 532.86/255.4
12个月内最高/最低价 62.65/40.7 (元)

相关研究报告

<<聚焦创新,共赴新程——2026年医药行业投资策略>>--2025-01-04

证券分析师: 谭紫媚

电话: 0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190520090001

证券分析师: 张懿

电话: 021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100002

报告摘要

● 四款重磅产品构建核心增长引擎

环泊酚：静脉麻醉领头羊，美国上市打开新空间。环泊酚是海思科首个自主研发并获批上市的1类静脉麻醉创新药。2020年12月环泊酚在国内获批上市，2021年首次纳入国家医保目录，目前已有3个适应症纳入国家医保目录。2025年环泊酚继续在静脉麻醉药市场领域保持份额第一，全年销售额超过17亿元。

2025年7月环泊酚全麻诱导适应症的NDA申请获得FDA受理，近期已获得FDA批准上市，成为中国首个在海外获批上市的1类静脉麻醉创新药，进一步打开全球市场空间。

安瑞克芬：全球首个获批镇痛的外周κ受体激动剂。安瑞克芬是全球首个规避了传统阿片类药物的成瘾性，不纳入精麻管制的新型外周κ阿片受体激动剂类镇痛药物。2025年5月安瑞克芬获批腹部手术后镇痛适应症，同年9月获批慢性肾脏疾病相关中重度瘙痒适应症。2025年底通过医保谈判纳入国家医保目录，2026年开启医保首年放量，成为公司新的增长点。此外，术后疼痛适应症NDA已获CDE受理，未来有望覆盖更广阔的术后镇痛市场。

克利加巴林：中国首个获批成人DPNP的1类创新药。克利加巴林是第三代钙离子通道调节剂，克服了前两代药物滴定复杂、安全性不足等局限，在神经病理性疼痛治疗中展现快速起效、强效镇痛及良好安全性优势。2024年5月在国内获批糖尿病性周围神经病理性疼痛(DPNP)适应症，同年6月在国内获批带状疱疹后神经痛适应症。

考格列汀：全球首个超长效双周口服降糖药。考格列汀是全球首个双周超长效口服DPP-4抑制剂，2024年6月在国内获批用于2型糖尿病治疗。考格列汀每两周给药一次的超长效优势，显著提升了患者用药依从性，尤其适合老年糖尿病患者，已被《中国老年糖尿病指南(2024版)》列为一线用药。

● 多项对外授权开启价值兑现新通道

海思科国际化战略加速推进，近年来已达成多项对外授权交易，目前已成功实现TYK2、DPP-1、PDE3/4、Nav1.8等创新管线的对外授权。2026年1月，公司与美国AirNexis就HSK39004项目签订独占许可协议。2026

年4月，公司与艾伯维就 Nav1.8 抑制剂签署授权许可协议，获得 3000 万美元首付款及最高 7.15 亿美元里程碑付款。2026 年 6 月，公司与礼来签署总金额最高达 30.54 亿美元的研发合作协议，双方将在多个疾病领域的新药研发方面开展战略合作。

● 多元化管线布局打开长期成长空间

海思科已构建起覆盖代谢、自免、呼吸和肿瘤等多领域的多元化创新药管线，多个项目处于临床开发中后期，并有望迎来密集数据读出。

代谢疾病领域：HSK31679 是全球第二、国内首个纳入突破性疗法的 THR-β 激动剂，IIa 期研究显示 12 周治疗可降低肝脏脂肪含量 29.2%，目前已进入 III 期临床。

自身免疫领域：HSK39297 是国内首批申报上市的国产 CFB 抑制剂，用于治疗阵发性睡眠性血红蛋白尿症（PNH），已于 2025 年 12 月提交上市申请。HSK44459 为全球第二的 PDE4B 抑制剂，肺纤维化适应症已推进至 III 期。

呼吸疾病领域：HSK31858 是潜在同类最佳的 DPP-1 抑制剂，预计 2026 年进入海外 III 期。HSK39004 混悬液和粉雾剂型 II 期临床研究取得积极结果，其中粉雾剂为全球临床进度第一的 PDE3/4。

● 盈利预测与估值

公司四款已上市重磅创新药处于快速放量阶段，同时多元化管线国际化持续推进将进一步打开市场空间。我们预计公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 54.04/64.18/80.01 亿元，同比增速为 23.16%/18.77%/24.66%。归母净利润分别为 8.31/8.22/10.48 亿元，同比增速为 219.96%/-1.06%/27.48%。EPS 分别为 0.74/0.73/0.94 元，当前股价对应 PE 分别为 64 倍/65 倍/51 倍。

根据 DCF 估值模型，参考 10 年期国债收益率，医药板块平均收益率，假设 WACC=5.37%，永续增长率 3.00%，测算得出合理市值为 776.02 亿元，对应目标股价 69.29 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

创新药研发不及预期风险；新产品放量不及预期风险；医保支付政策调整带来的风险；地缘政治风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,388	5,404	6,418	8,001
营业收入增长率(%)	17.91%	23.16%	18.77%	24.66%
归母净利润（百万元）	260	831	822	1,048
净利润增长率(%)	-34.36%	219.96%	-1.06%	27.48%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.74	0.73	0.94
市盈率（PE）	205.28	64.16	64.85	50.87

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 创新转型进入全面收获期	6
(一) 持续加大研发投入推动创新转型	7
(二) 在研管线多领域全场景布局	8
二、 神经和代谢领域四大重磅产品放量可期	11
(一) 环泊酚—静脉麻醉领头羊美国获批上市	11
(二) 安瑞克芬—全球首个获批镇痛的外周 κ 受体激动剂	13
(三) 克利加巴林—中国首个获批成人 DPNP 的 1 类新药	15
(四) 考格列汀—全球首个超长效双周口服降糖药	18
三、 创新管线开启全球市场开发	22
(一) Nav1.8 抑制剂—差异化布局非阿片镇痛赛道	22
(二) PDE3/4 抑制剂—呼吸领域创新药取得突破	22
(三) DPP-1 抑制剂—抢占呼吸科新蓝海	23
四、 盈利预测及估值	25
(一) 盈利预测	25
(二) 投资建议：给予“买入”评级	26
五、 风险提示	27
1. 创新药研发不及预期风险	27
2. 新产品放量不及预期风险	27
3. 医保支付政策调整带来的风险	27
4. 地缘政治风险	27

图表目录

图表 1: 海思科发展里程碑	6
图表 2: 公司收入稳健增长并持续加大研发投入	7
图表 3: 公司历年归母净利润和扣非归母净利润	8
图表 4: 公司部分创新药管线进展情况（临床 II 期及以上）	9
图表 5: 主要静脉麻醉药物比较	11
图表 6: 近年来中国三大终端六大市场环泊酚注射液销售情况	12
图表 7: 阿片类镇痛药物比较	13
图表 8: 安瑞克芬与泰吉利定的头对头临床研究结果-有效性	14
图表 9: 安瑞克芬与泰吉利定的头对头临床研究结果-安全性	14
图表 10: 国外指南推荐治疗 DPNP 的常用药物	15
图表 11: 同类药物对电压门控钙通道 $\alpha_2\delta$ 亚基结合力 IC50	16
图表 12: 同类药物临床疗效比较	16
图表 13: 克利加巴林临床起效迅速且能持久缓解疼痛	17
图表 14: 全球成年（20-79 岁）糖尿病患者人数排名前十国家	18
图表 15: 考格列汀两项 III 期临床研究疗效数据	19
图表 16: 考格列汀临床研究疗效数据比较	20
图表 17: 考格列汀临床研究安全性数据	21
图表 18: PDE3/4 抑制剂全球竞争格局	23
图表 19: HSK31858 的 II 期临床研究疗效数据	24
图表 20: 核心创新药产品收入预测（百万元）	25
图表 21: 海思科 DCF 敏感性分析	26

一、创新转型进入全面收获期

深耕核心领域实现创新转型。海思科是一家集新药研发、生产制造、销售于一体的专业化医药集团，创立于2000年，并于2012年在深交所A股主板上市。公司主营业务为化学药制剂及原料药的研发、生产和销售，近年来聚焦于创新药的研发与商业化，深度布局麻醉镇痛、呼吸系统、自身免疫、代谢性疾病及肿瘤等核心治疗领域，已成功实现从仿制药到创新药的战略转型。

图表1：海思科发展里程碑

时间	里程碑事件
2000年	前身“成都博瑞医药科技开发有限公司”成立，专注新药研发
2004年	首个自主研发拳头产品“耐能转化糖注射液”取得新药证书
2005年	辽宁海思科制药有限公司成立，建立生产与中试基地
2007年	四川海思科成立，收购西藏康欣药业，集团化架构雏形初现
2009年	辽宁海思科第一个产品盐酸纳美芬注射液正式投产
2011年	甲磺酸多拉司琼注射液新药获批上市
2012年	海思科药业集团在深交所挂牌上市，引进美籍科学家邓炳初，组建创新药研发团队，正式启动创新转型
2013年	创新药研发团队被评为省“千人计划”创新团队
2014年	荣登《福布斯》中国最具潜力上市企业百强第3名
2016年	通过与Microbion、MaveriX和海创药业等合作布局全球创新药管线
2018年	自主研发1类新药 HSK3486（环泊酚）临床数据在国际麻醉年会发布
2020年	创新药“环泊酚注射液”获批上市，标志着公司进入创新药时代
2021年	环泊酚纳入国家医保目录；首个 PROTAC 药物 HSK29116 进入临床研究
2023年	与意大利 Chiesi 集团签署协议，实现创新药 HSK31858 海外授权
2024年	创新药思美宁®（首个国产 DPNP 新药）与倍长平®（双周超长效降糖药）获批，创新管线集中收获
2025年	全球首个高选择性外周 κ 阿片受体激动剂思舒静®（新型镇痛药安瑞克芬）获批上市
2026年	将 HSK39004 项目海外授权给 AirNexis；将 HSK55718 和 HSK51155 全球权益（除大中华区）授权给艾伯维（AbbVie）

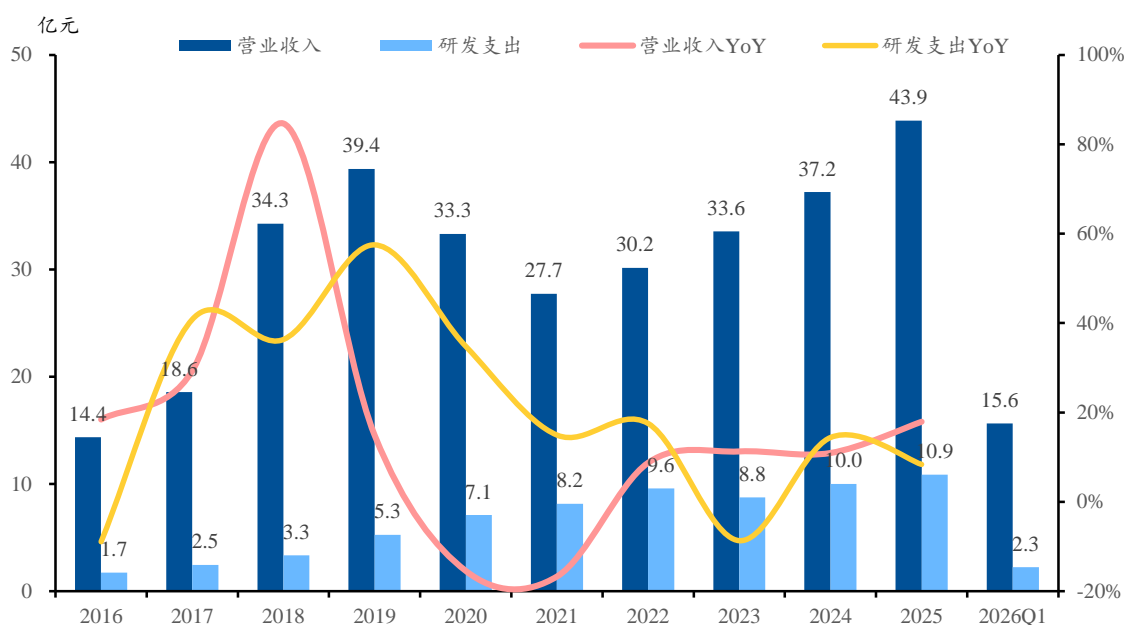
资料来源：海思科公司官网和年度报告，太平洋证券整理

多个重点品种布局优势细分领域。根据海思科2025年年报，公司现有40余个品种，重点覆盖麻醉镇痛、神经系统、内分泌系统等多个细分领域，主要产品包括近年来先后获批的4款1类创新药环泊酚注射液、苯磺酸克利加巴林胶囊、考格列汀片和安瑞克芬注射液。

(一)持续加大研发投入推动创新转型

创新产品促进公司收入稳健增长。近年来多款创新药先后上市，公司营收稳健增长。2021-2025 年营业收入 CAGR 为 12.2%，扣非归母净利润 CAGR 为 47.8%。公司 2025 年实现总营业收入 43.88 亿元，同比增长 17.91%；扣非归母净利润 1.67 亿元，同比增长 26.3%。

图表2：公司收入稳健增长并持续加大研发投入



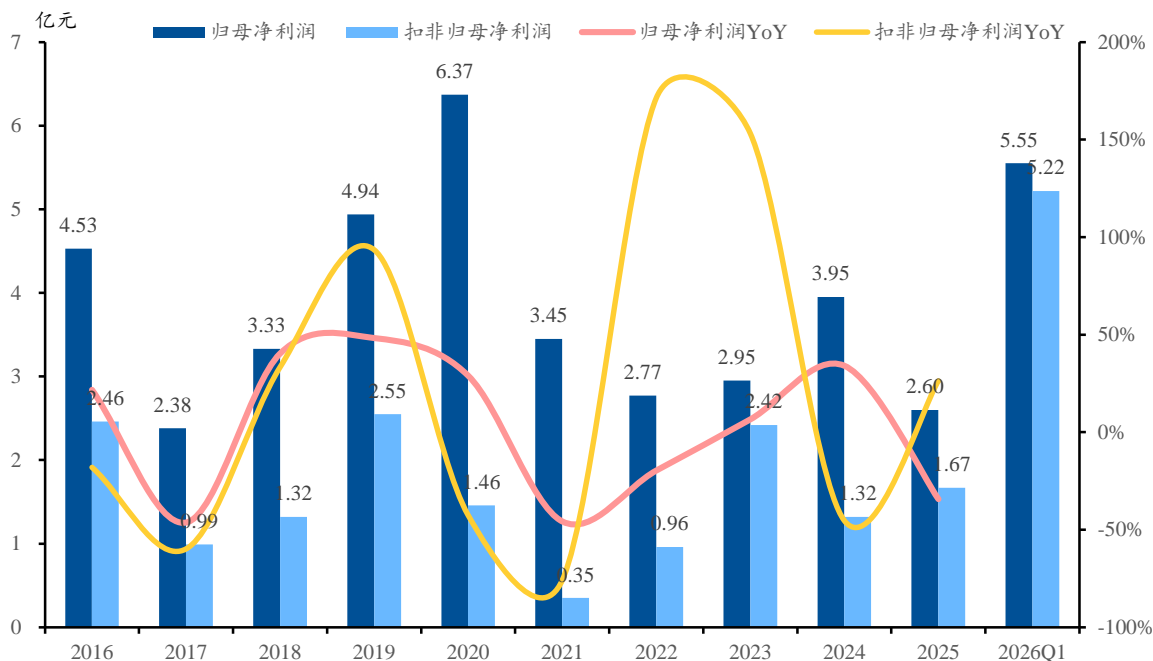
资料来源：Wind，太平洋证券整理

公司 2026Q1 实现营业收入 15.64 亿元，同比增长 75.33%，主要受益于 PDE3/4 抑制剂 HSK39004 项目对外授权收入的确认；扣非归母净利润 5.22 亿元，同比增长 936.28%。

加大研发投入搭建核心技术平台。公司近十年来持续加大核心技术平台相关的研发投入，2016-2025 年研发支出 CAGR 为 22.6%。2025 年公司研发投入总额约 10.8 亿元，同比增长 8.38%，占营收比重约 25%，其中研发费用 8.04 亿元，同比增长 28.87%。2026Q1 公司研发费用 2.25 亿元，同比增长 57.35%。

公司先后自主搭建了化合物筛选平台、新药评价平台、血脑屏障穿透技术平台、多肽类药物技术平台、靶向蛋白降解药物技术平台等核心技术平台，为创新管线可持续产出提供基础。

图表3：公司历年归母净利润和扣非归母净利润



资料来源：Wind，太平洋证券整理

(二)在研管线多领域全场景布局

多款创新药管线覆盖五大疾病领域。根据公司 2025 年年报，目前进入临床阶段的 1 类创新药产品已达 20 个，覆盖神经系统、呼吸系统、自免、代谢及抗肿瘤等多个领域，不断构建创新药业务新增长点。

(1) 神经系统领域：在神经领域，公司围绕麻醉镇静和镇痛全场景布局。麻醉镇静新药思舒宁®（环泊酚）已获批非气管插管镇静/麻醉、全麻诱导维持及 ICU 镇静，儿童适应症扩展已获批；术后镇痛新药思舒静®（安瑞克芬）是全球首个获批的外周 κ 阿片受体激动剂，已获批腹部术后轻中度疼痛和血透相关中重度瘙痒两项适应症，骨科术后镇痛 III 期顺利推进；神经痛新药思美宁®（克利加巴林）为国内首个获批的糖尿病周围神经病理性疼痛及带状疱疹后神经痛药物，中枢神经病理性疼痛 III 期已完成入组。

(2) 呼吸系统领域：HSK39004（COPD）吸入粉雾剂已纳入突破性治疗，并向 AirNexis 授权全球（除大中华区）权益，交易总额最高达 10.63 亿美元；HSK31858 支扩适应症的 III 期临床积极推进，HSK44459 特发性及进展性肺纤维化两项 III 期在研，并积极拓展白塞病、特应性皮炎

等自免适应症。

图表4：公司部分创新药管线进展情况（≥II期）

疾病领域	药物名称	靶点	适应症	II期临床	III期临床	NDA	上市
麻醉与镇静	环泊酚注射液	GABA _A	非气管插管手术/操作中的镇静和麻醉（中）				✓
			全身麻醉诱导和维持（中）				✓
			重症监护期间的镇静（中）				✓
			扩展儿童/青少年用药（中）				✓
			全麻诱导（美）				✓
术后镇痛	HSK21542(iv)	外周 KOR	腹部手术后的轻、中度疼痛（中）				✓
			慢性肾脏疾病相关的中度至重度瘙痒（中）				✓
			骨科手术术后镇痛（中）			✓	
神经痛	HSK16149	α _{2δ} -1 调节剂	成人糖尿病性周围神经病理性疼痛（中）				✓
			带状疱疹后神经痛（中）				✓
			中枢神经病理性疼痛（中）			✓	
呼吸系统	HSK31858	DPP-1	非囊性纤维化支气管扩张症（中）				✓
			支气管哮喘（中）			✓	
			慢性气道炎症性疾病气道黏液高分泌（中）			✓	
呼吸系统	HSK44459	PDE4B	特发性肺纤维化（中）				✓
			进展性肺纤维化（中）				✓
			白塞病（中）			✓	
			特应性皮炎（中）			✓	
呼吸系统	HSK39004	PDE3/4	银屑病（中）				✓
			慢性阻塞性肺疾病（中）			✓	
自身免疫	HSK39297	CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症（PNH）（中）				✓
			原发性 IgA 肾病（中）			✓	
			狼疮肾炎（中）			✓	
自身免疫	HSK47388	/	银屑病（中）				✓
			炎症性肠病（中）			✓	
慢性代谢	HSK7653	DPP-IV	2型糖尿病（中）				✓
慢性代谢	HSK31679	THR-β	成人原发性高胆固醇血症（中）				✓
			非酒精性脂肪性肝炎（中）				✓
肿瘤	HSK46575	/	前列腺癌（联合奥拉帕利等）（中）				✓

资料来源：公司2025年年报，太平洋证券整理

(3) 自免领域： HSK39297 针对初治 PNH 已提交上市申请并获优先审评，IgA 肾病适应症进入 III 期临床，且已纳入突破性治疗。

(4) 代谢领域：全球首个超长效双周口服降糖药倍长平®（考格列汀）已上市，HSK31679 用于 MASH 治疗获突破性疗法认定。

(5) 抗肿瘤领域：HSK42360、HSK46575、HSK47977、HSK41959 等多个分子处于 I 期临床，HSK46575 前列腺癌联合方案已启动 Ib/II 期，HSK42360 被纳入儿童抗肿瘤“星光计划”。

此外，公司还有多项早期临床资产同步快速推进：HSK55718（术后急性疼痛）已启动 I 期；HSK36357（神经痛/肌营养不良症）、HSK50042（呼吸/进展性肺纤维化）、HSK45030（肌营养不良症）均已获批临床并进入 I 期；HSK47388（银屑病/IBD）、HSK45019（IBD）等已开展 II 期或 I 期研究；HSK55879 在 2 型糖尿病及减重适应症上的 I 期研究也已启动。

二、神经和代谢领域四大重磅产品放量可期

(一)环泊酚—静脉麻醉领头羊美国获批上市

环泊酚在多个领域优于丙泊酚。环泊酚是海思科开发的全新具有自主知识产权的 1 类静脉麻醉药物，属于短效 GABAA 受体调节剂，与静脉麻醉常用药物丙泊酚相比，具有更优的药代动力学和药效学特性。

与丙泊酚相比，在手术室外麻醉领域：环泊酚具备烷基酚类优势且呼吸抑制发生率低，患者诊疗安全舒适；在手术室内麻醉领域：环泊酚具备烷基酚类优势且低血压发生率更少，BIS 曲线更稳定，使麻醉过程更平稳安全。在 ICU 领域：环泊酚可以快速达到镇静目标且循环稳定，具有更多临床获益的优势。

图表5：主要静脉麻醉药物比较

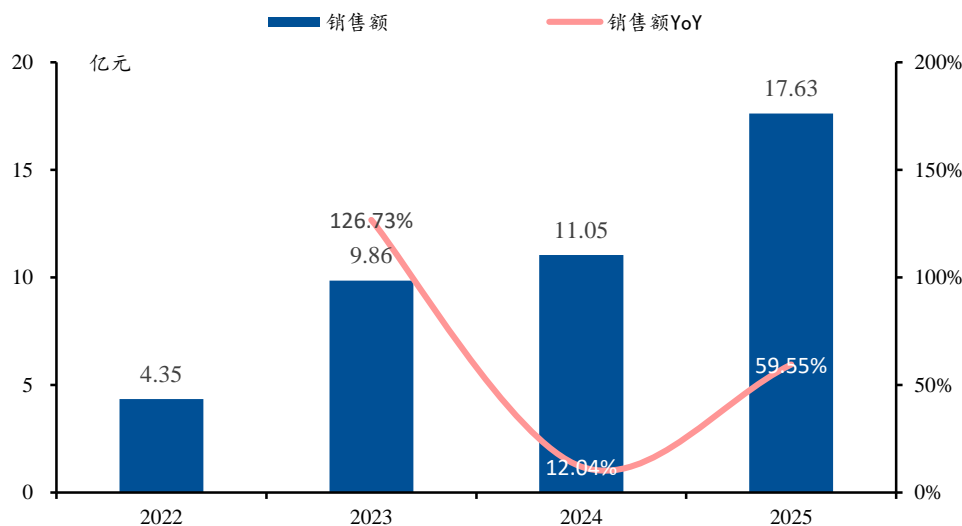
通用名	商品名	厂家	剂型	机制/靶点	核心优势/特点	上市时间
环泊酚	思舒宁®	海思科	注射剂 (乳剂)	GABAA 受体	安全性高、注射痛 少、效价高、即用型	2020 年
丙泊酚	得普利麻®	阿斯利康 (AstraZeneca)	注射剂 (乳剂)	GABAA 受体	临床应用广泛，国家 集采后价格低	1989 年美国上市 1994 年进入中国
瑞马唑仑	瑞倍宁®/ 锐马®	恒瑞医药/宜 昌人福	冻干注射 剂	GABAA 受体	循环更稳定，有特异 性拮抗剂	2019/2020 年
磷丙泊酚 二钠	磷丙芬®	宜昌人福	注射剂 (水剂)	GABAA 受体	水溶性前药，无脂肪 乳剂相关风险	2021 年

资料来源：国家药品监督管理局 (NMPA) 和国家医疗保障局，太平洋证券整理

环泊酚获得多个指南和共识推荐。环泊酚于 2020 年 12 月获批上市以来，已先后被纳入《(支)气管镜诊疗镇静麻醉专家共识 (2020 版)》、《中国消化内镜诊疗镇静/麻醉专家共识 (2020 版)》、《环泊酚临床应用指导意见 (2023 版)》、《日间手术麻醉指南 (2023 版)》、《老年患者手术室外麻醉/镇静专家共识 (2023 版)》、《诊疗性操作的镇静与麻醉方案指导意见 (2023 版)》、《神经重症患者镇痛镇静治疗专家共识 (2023 版)》、《成人重症患者镇痛镇静诊疗流程 (2023 版)》、《成人重症患者镇痛镇静数据元及定义专家共识 (2023 版)》和《重症后管理共识 (2023 版)》等 10 部麻醉领域专业指南和专家共识，并被“十四五”普通高等教育《麻醉学》2 部教材收录。

环泊酚近年来持续快速放量。2021年11月，环泊酚首次参与并通过第五批国家医保药品谈判，并于2023年11月再次通过国家医保谈判，3个获批适应症均纳入《国家医保药品目录（2023版）》，2025年医保续约成功。根据米内网数据，近年来环泊酚在国内市场快速放量，2024年在中国三大终端六大市场的销售额突破10亿元，2025年超过17亿元，同比增长约60%，增速进一步加快。

图表6：近年来中国三大终端六大市场环泊酚注射液销售情况



资料来源：米内网格局数据库，太平洋证券整理

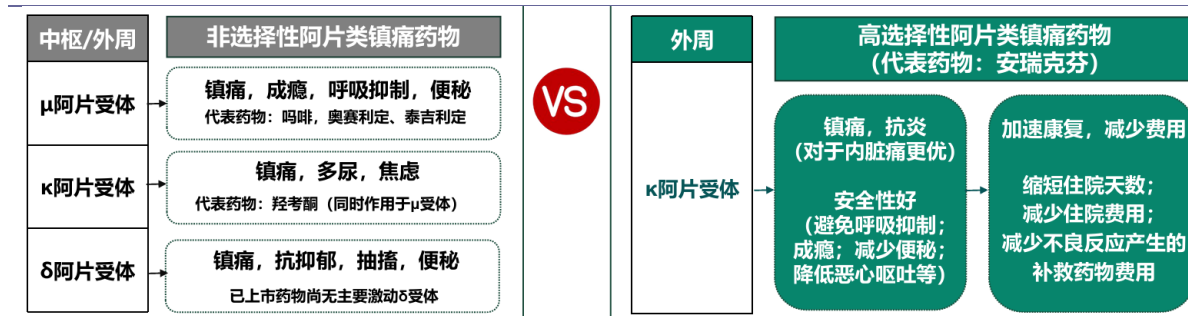
环泊酚市场空间有望继续快速提升。环泊酚已从大单品发展到静脉麻醉药治疗领域龙头，市场份额稳居第一，充分验证了其临床价值和公司的商业化能力。随着国内麻醉市场规模、手术量的稳健增长、对丙泊酚的持续替代以及在ICU镇静、无痛诊疗等场景中的渗透率不断提升，环泊酚国内销售额有望持续提升。

环泊酚美国获批上市，进一步打开海外市场空间。环泊酚于2021年获得FDA的IND申请批准，在美国直接进入关键III期临床试验。海外关键III期临床试验结果显示，环泊酚用于全身麻醉诱导起效迅速、术后苏醒快，且在血压稳定性、注射痛发生率等方面相比丙泊酚具有显著临床优势。环泊酚新药上市申请于2025年7月获得FDA受理，于2026年6月获得FDA批准上市，用于成人全身麻醉诱导，进一步打开海外市场空间。

(二)安瑞克芬—全球首个获批镇痛的外周 κ 受体激动剂

全球首个非管制类阿片类镇痛药物。安瑞克芬于 2025 年 5 月正式获批上市，是公司获批的第四个 1.1 类创新药，获批适应症为“治疗腹部手术后的轻、中度疼痛”。安瑞克芬作用机制独特，通过选择性激动外周 κ 阿片受体发挥镇痛作用，是全球首个获批镇痛适应症的未纳入精麻药品管理的阿片类镇痛药物。

图表7：阿片类镇痛药物比较



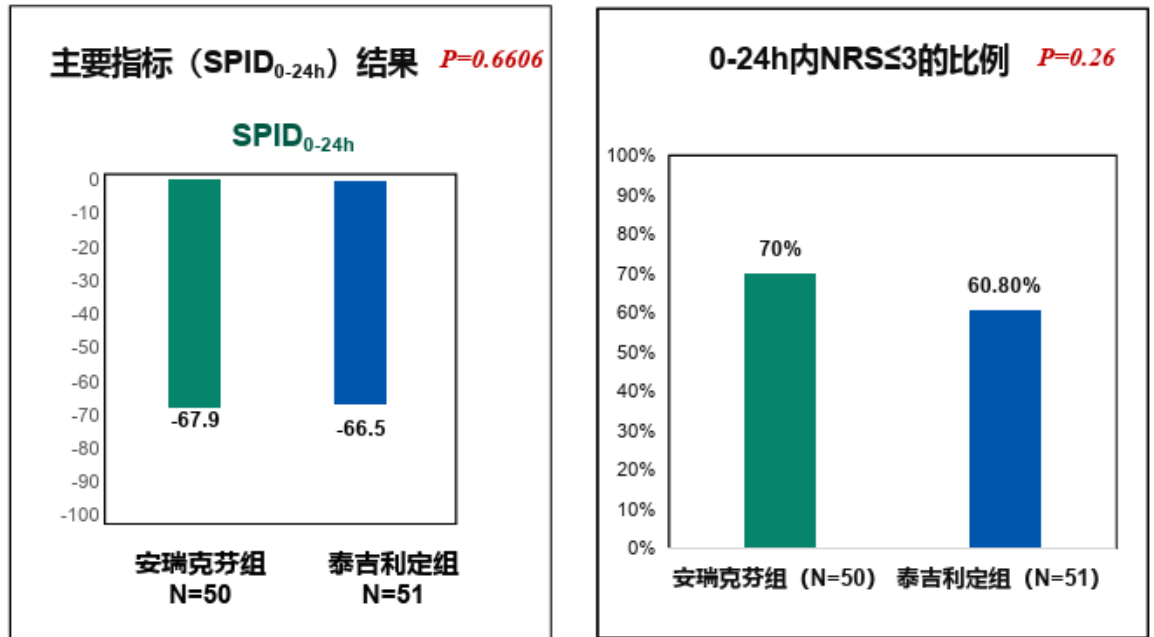
资料来源：国家医疗保障局公示材料，太平洋证券整理

安瑞克芬上市即获权威指南推荐。传统阿片类镇痛药物不良反应多且存在成瘾性，临床使用需要纳入精麻药品严格管理。安瑞克芬无呼吸抑制、无成瘾性，临床使用方便，可提高疼痛管理水平。中华医学会外科学分会、中华医学会麻醉学分会《腹部手术围手术期疼痛管理指南（2025版）》指出：①κ受体激动剂可有效缓解腹部手术后疼痛，在缓解内脏性疼痛方面较μ受体激动剂更具优势（推荐级别：强；证据等级：高）。②选择性κ受体激动剂在有效镇痛的同时可减少呼吸抑制、镇静等中枢神经系统不良反应（推荐级别：弱；证据等级：中）。③安瑞克芬是选择性外周κ受体激动剂，不易透过血脑屏障，呼吸抑制、镇静、成瘾等中枢不良反应发生率低。

安瑞克芬疗效相当且安全性更好。有效性方面，头对头临床研究结果显示，安瑞克芬和泰吉利定用于腹部手术后镇痛效果相当。安全性方面，与泰吉利定相比，安瑞克芬呼吸抑制发生率（0% vs 2%）、不良反应发生率、恶心呕吐发生率和止吐药用量均显著更低。

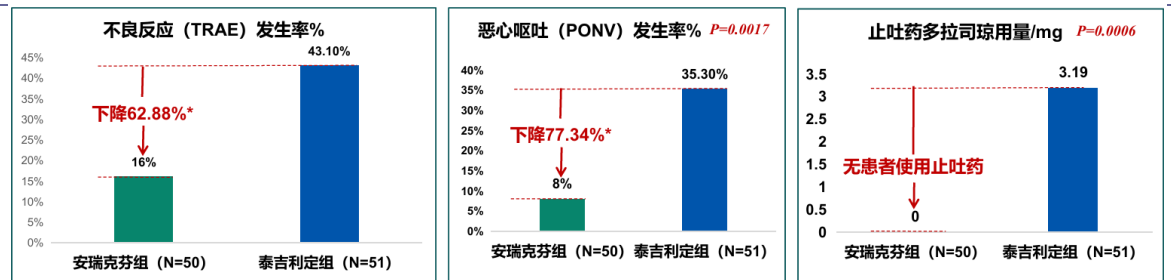
安瑞克芬可显著降低术后呕吐的发生率，主要临床机制为：1.作用于肠壁上迷走神经元，改变中枢系统对于胃肠刺激信号的调节；2.通过抑制 5-HT（5 羟色胺）的分泌达到减少恶心呕吐发生的作用。

图表8：安瑞克芬与泰吉利定的头对头临床研究结果-有效性



资料来源：国家医疗保障局公示材料，太平洋证券整理

图表9：安瑞克芬与泰吉利定的头对头临床研究结果-安全性



资料来源：国家医疗保障局公示材料，太平洋证券整理

安瑞克芬获批慢性肾病瘙痒新适应症。2025年9月，安瑞克芬在中国获批“用于治疗成人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。通过精准激动外周κ阿片受体，不穿透血脑屏障，无成瘾性，也无嗜睡、失眠、烦躁等中枢副作用。

在一项纳入545名患者的III期研究中，经过12周治疗，安瑞克芬组达到主要终点（瘙痒数字评分量表WI-NRS改善≥4分）的患者比例显著高于安慰剂组，证实其起效快、疗效确切、安全性好，且使用效果长期有效。

(三)克利加巴林—中国首个获批成人 DPNP 的 1 类新药

中国 DPNP 患者约 2000 万人。糖尿病性周围神经病理性疼痛（Diabetic Peripheral Neuropathic Pain, DPNP）是指由糖尿病或糖尿病前期导致的周围神经病理性疼痛，可表现为持续灼痛，间断刺痛、撕裂痛、电击痛、感觉迟钝、痛觉过敏等。根据国内外诊疗指南和相关文献数据测算，中国 DPNP 患者约 2000 万人。

常用药物普瑞巴林临床可及性有限。国内外指南推荐 DPNP 治疗药物主要为钙离子通道调节剂，常用药物包括普瑞巴林、加巴喷丁等。2004 年美国 FDA 批准普瑞巴林上市，用于带状疱疹后神经痛、纤维肌痛、DPNP 和 4 岁及以上患者癫痫部分发作的治疗。2010 年普瑞巴林获得中国批准进口，适应症为带状疱疹后神经痛、纤维肌痛。因在中国人群 III 期临床试验失败，普瑞巴林未在中国获批 DPNP 适应症。2026 年 4 月，普瑞巴林因存在被滥用风险被中国监管部门列为管制类药品，临床可及性进一步受限。

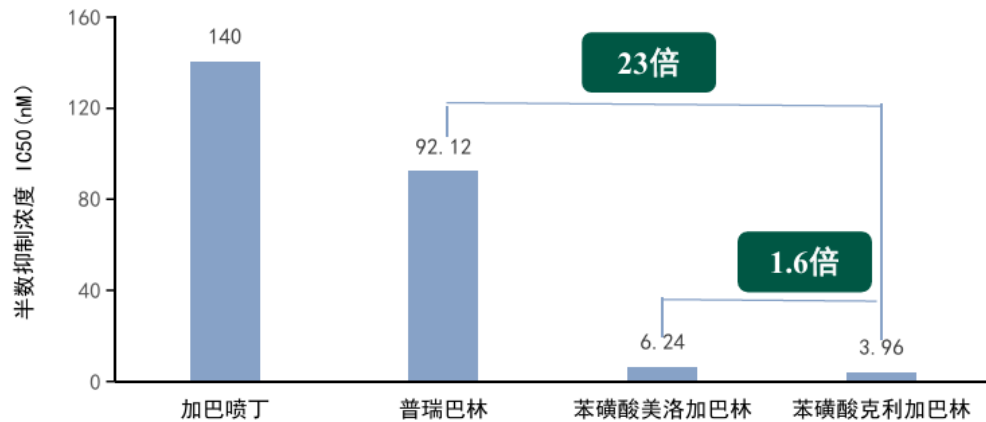
图表10：国外指南推荐治疗 DPNP 的常用药物

		AACE (2022) ¹²	AAN (2022) ³⁰	ADA (2017) ⁴	DC (2018) ⁸³	DDG (2021) ⁸⁴	IDF (2022) ⁴¹
Tricyclic antidepressants	Amitriptyline	I	I	NR	2	I	I
	Nortriptyline	I	I	I	-	I	I
SNRIs	Duloxetine	I	I	I	2	I	I
	Venlafaxine	I	I	I	2	-	I
Gabapentinoids	Pregabalin	I	I	I	I	I	I
	Gabapentin	I	I	I	2	I	I
Sodium channel blockers	Carbamazepine	-	I	-	-	-	-
	Oxcarbazepine	-	I	-	-	-	-
	Lamotrigine	-	I	-	-	-	-
	Valproate	-	2	-	I	-	-
	Lacosamide	-	I	-	-	-	-
SNRI/opioid dual mechanism agents	Tramadol	NR	NR	3	3	I	2
	Tapentadol	NR	NR	3	3	-	3
Opioids	NR	NR	3	3	2	3	
Capsaicin 8% patch	I	I	-	-	I	3	
Lidocaine 5% infusion	-	-	-	-	-	-	
α-Lipoic acid	-	NR	NR	-	I	3	

资料来源：《Painful Diabetic Peripheral Neuropathy: Practical Guidance and Challenges for Clinical Management》，太平洋证券整理

克利加巴林的活性约为普瑞巴林的 23 倍。克利加巴林作为第三代中枢神经系统钙离子通道调节剂，可与中枢神经系统电压敏感型钙离子通道 $\alpha 2\delta$ 受体结合，IC50 值为同类最低，对 $\alpha 2\delta$ 亚基靶点结合力在同类药物中最强，可有效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、抗癫痫和抗焦虑的作用。

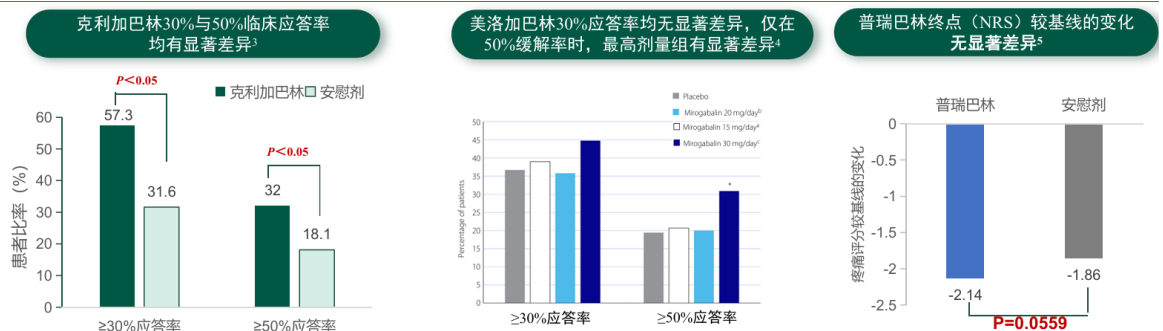
图表 11：同类药物对电压门控钙通道 $\alpha 2\delta$ 亚基结合力 IC50



资料来源：国家医疗保障局公示材料，太平洋证券整理

克利加巴林临床疗效更显著。克利加巴林在中国 DPNP 患者中的临床研究显示，临床有效率 57.3%，临床显效率 32.0%，远高于同机制药物美洛加巴林和普瑞巴林的临床有效率，以及临床显效率，临床疗效更显著。

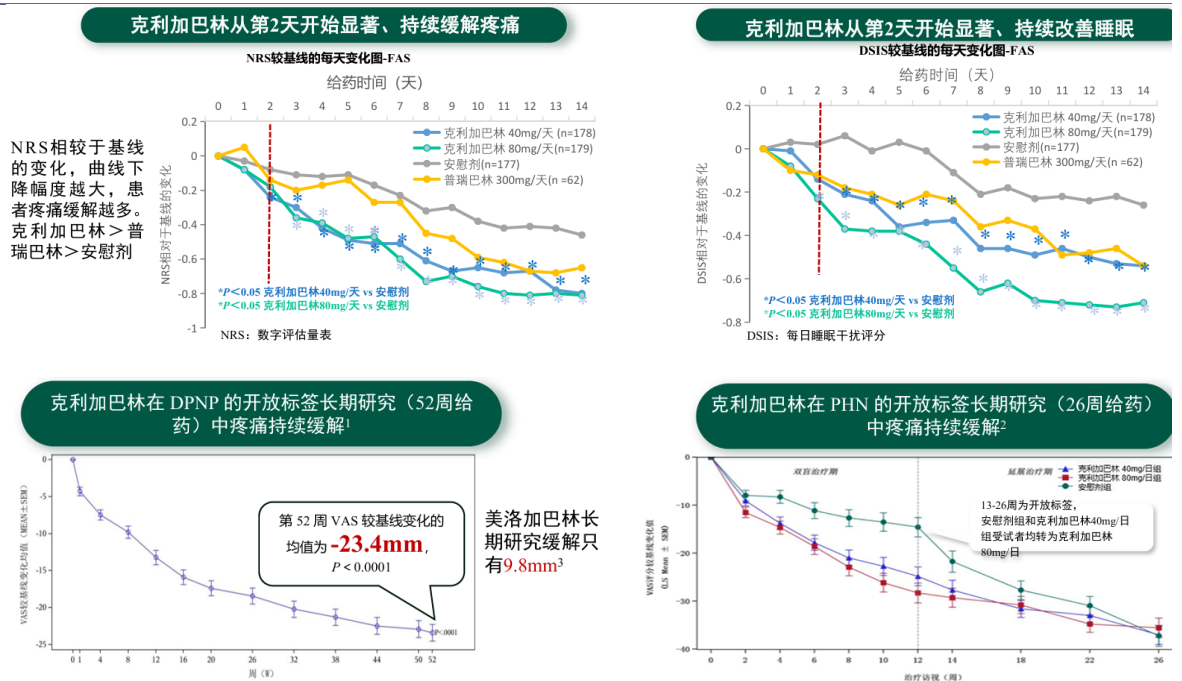
图表 12：同类药物临床疗效比较



资料来源：国家医疗保障局公示材料，太平洋证券整理

克利加巴林可快速缓解疼痛和改善睡眠。在克利加巴林治疗 DPNP 的注册III期研究中，克利加巴林 40mg/d 组相较于安慰剂在用药第 2 天即显著缓解 DPNP 患者疼痛，同时显著改善睡眠。此外，在糖尿病性周围神经病理性疼痛 (DPNP) 与带状疱疹后神经痛 (PHN) 的两项开放标签长期研究表明：克利加巴林疼痛缓解幅度大于美洛加巴林 (23.4mm vs 9.8mm)，能持续缓解患者疼痛，长期获益。

图表13：克利加巴林临床起效迅速且能持久缓解疼痛



资料来源：国家医疗保障局公示材料，太平洋证券整理

克利加巴林布局整个神经病理性疼痛领域。克利加巴林于 2024 年 5 月获批中国首个“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛” (DPNP) 适应症，填补了 DPNP 治疗领域空白；带状疱疹后神经痛适应症也于 2024 年 6 月获批。此外，克利加巴林还布局了中枢神经痛适应症，正在临床推进中，将进一步拓展到整个神经病理性疼痛领域。克利加巴林获得了 8 部指南共识推荐，并已纳入国家医保目录，随着不断推进入院以及更多适应症拓展，未来销售快速放量可期。

(四)考格列汀—全球首个超长效双周口服降糖药

中国糖尿病患者数量位居全球第一。根据国际糖尿病联盟（IDF）于 2025 年 4 月发布的最新全球糖尿病地图（IDF Diabetes Atlas）（第 11 版）数据，2024 年全球 20-79 岁成人糖尿病患者达 5.89 亿，预计到 2050 年，糖尿病患者总数将攀升至 8.53 亿。

2024 年 20-79 岁糖尿病患者总数前三的国家是中国（1.48 亿）、印度（8980 万）、美国（3850 万）。预计到 2050 年，中国糖尿病患者数量仍位居全球第一。

图表14：全球成年（20-79岁）糖尿病患者人数排名前十国家

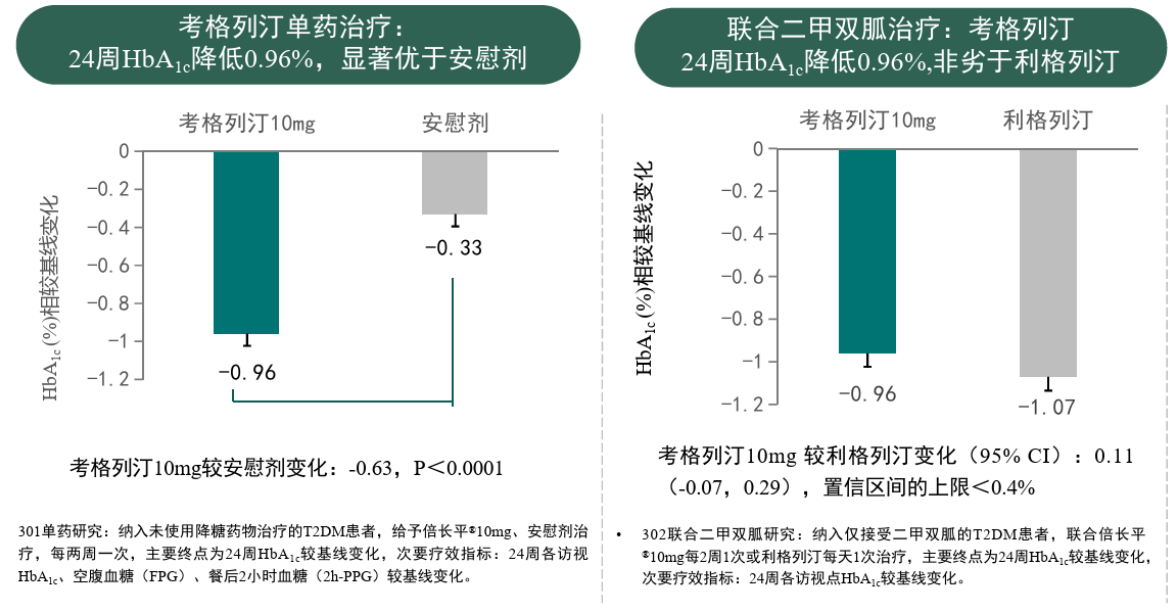
2024			2050		
Rank	Country or territory	Number of people with diabetes (millions)	Rank	Country or territory	Number of people with diabetes (millions)
1	China	148.0	1	China	168.3
2	India	89.8	2	India	156.7
3	United States of America	38.5	3	Pakistan	70.2
4	Pakistan	34.5	4	United States of America	43.0
5	Indonesia	20.4	5	Indonesia	28.6
6	Brazil	16.6	6	Egypt	24.7
7	Bangladesh	13.9	7	Brazil	24.0
8	Mexico	13.6	8	Bangladesh	23.1
9	Egypt	13.2	9	Mexico	19.9
10	Japan	10.8	10	Turkey	14.1

资料来源：《IDF Diabetes Atlas 11th Edition 2025 WEB》，太平洋证券整理

考格列汀是全球首个双周口服超长效 DPP-4 抑制剂。考格列汀于 2024 年 6 月获批上市，用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制，为全球首个双周口服超长效二肽基肽酶抑制剂（DPP-4i）。

考格列汀通过在 DPP-4i 单周制剂四氢吡喃环上 6 位引入三氟甲基，从而增强药物疗效、代谢稳定性，使其具有超长效，其长半衰期可达 131.5 小时，一次口服可保持两周内 DPP-4 酶抑制率在 80% 以上。

图表15：考格列汀两项 III 期临床研究疗效数据



资料来源：国家医疗保障局公示材料，太平洋证券整理

考格列汀单药疗效优于周制剂且降糖平稳。两项III期临床研究显示考格列汀单药治疗 24 周糖化血红蛋白(HbA_{1c})较基线最多降低 0.96%，二甲双胍治疗的基础上联合考格列汀 24 周 HbA_{1c}较基线最多降低 0.96%，降低幅度与日制剂利格列汀联合组疗效相当。

相较于饮食和运动干预后血糖控制不佳的单药治疗人群研究数据发现，考格列汀疗效优于单周制剂奥格列汀和曲格列汀。

图表16：考格列汀临床研究疗效数据比较

药品名称		考格列汀	奥格列汀 ¹	曲格列汀 ²
单药治疗 用药方案		24周 10mg q2w N=156	24周 25 mg qw N=165	24周 100mg qw N=101
HbA _{1c} (%)	基线	8.16	8.0	7.73
	较基线	-0.96	-0.49	-0.32
	较安慰剂	-0.63	-0.39	-0.56
HbA _{1c} 达标率	<7.0% 比例	44.2%	36.5%	29%
FPG (mmol/L)	较基线	-0.755	-0.7	-0.36
	较安慰剂	-0.876	-0.6	-0.05
2h-PPG (mmol/L)	较基线	-1.777	-1.4	-0.96
	较安慰剂	-1.752	-0.6	-0.83

资料来源：1. Inagaki N, et al. *Lancet Diabetes Endocrinol.* 2015 Mar;3(3):191-7., 2. Home P, et al. *Diabetes Res Clin Pract.* 2018 Apr;138:253-261., 太平洋证券整理

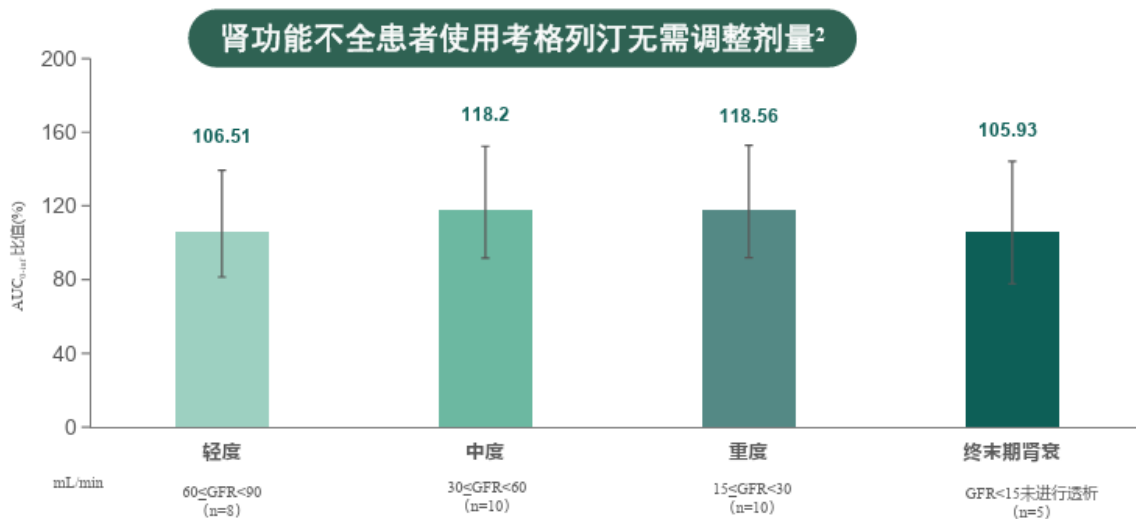
常用药物对肾功能不全患者使用剂量有限制。糖尿病治疗常用药物二甲双胍、SGLT2 抑制剂（恩格列净/达格列净/艾格列净/卡格列净）、噻唑烷二酮类（吡格列酮/罗格列酮）、磺脲类（格列本脲/格列吡嗪/格列美脲）、 α -糖苷酶抑制剂（阿卡波糖/米格列醇/伏格列波糖）均对肾功能不全患者使用剂量有明确限制或不推荐使用。

肾功能不全患者使用考格列汀无需调整剂量。DPP-4i 中利格列汀和替格列汀（日制剂）肾功能不全患者无需调整剂量；考格列汀是唯一肾功能不全患者无需调整剂量的长效口服制剂。

与肾功能正常的受试者相比，轻度、中度、重度肾功能不全和未进行透析的终末期肾功能衰竭患者血浆考格列汀的 AUC_{0-inf} 仅升高 6.51%、18.2%、18.56%和 5.93%，因此肾功能不全患

者使用考格列汀无需调整剂量。

图表17：考格列汀临床研究安全性数据



资料来源：国家医疗保障局公示材料，太平洋证券整理

考格列汀已纳入国家医保目录放量可期。考格列汀进入《国家基层糖尿病防治管理指南（2025版）》和《中国成人2型糖尿病口服降糖药联合治疗专家共识（2025版）》，并已纳入国家医保目录，随着不断推进入院以及更多适应症拓展，未来销售快速放量可期。

三、创新管线开启全球市场开发

海思科创新药研发管线已进入价值兑现期，多款具备全球 FIC/BIC 潜力的在研药物通过 BD 交易获得了国际认可。2026 年公司全球化战略从早期探索进入全面收获期，先后与 AirNexis、艾伯维和礼来等达成授权合作。

(一) Nav1.8 抑制剂—差异化布局非阿片镇痛赛道

Nav1.8 是非阿片类镇痛热门新靶点。2025 年 1 月，Vertex 的 Suzetrigine (VX-548) 获 FDA 批准上市，用于中重度急性疼痛，成为全球首个上市的 Nav1.8 抑制剂，提供了一种高效且无成瘾性的镇痛新方案。

HSK55718 和 HSK51155 稳步推进临床开发。HSK55718 和 HSK51155 是不同的选择性 Nav1.8 的阻断剂，通过选择性阻断特定钠离子通道作用，抑制痛觉神经的异常放电，从源头减少疼痛信号传递，拟开发疼痛相关适应症。其中，HSK55718 分子开发的是静脉给药剂型，目前在中国进行 I 期临床试验；HSK51155 分子开发的是口服剂型，目前处于临床前阶段。

HSK55718 和 HSK51155 海外权益授权给 MNC 艾伯维。2026 年 4 月，公司将其 Nav1.8 抑制剂项目(包括注射液 HSK55718 和口服剂型 HSK51155)的海外权益授权给 MNC 艾伯维(AbbVie)。交易包括 3000 万美元首付款，最高 7.15 亿美元的里程碑付款，以及最高高个位数的销售分成，总交易额最高达 7.45 亿美元。

(二) PDE3/4 抑制剂—呼吸领域创新药取得突破

HSK39004 临床研发进度国内领先。HSK39004 是一种 PDE3/4 的双重抑制剂，有吸入混悬液和吸入粉雾剂两种剂型，可通过抑制 PDE3 实现支气管扩张，抑制 PDE4 减少炎症因子释放，从而改善慢性阻塞性肺病 (COPD) 患者的气流受限与气道炎症。

医药魔方数据库显示，全球目前仅一款 PDE3/4 的双重抑制剂药物恩司芬群 Ensifentrine 于 2024 年获得 FDA 批准上市。除此之外，仅中国生物制药的 TQC3721 和海思科的 HSK39004 处于 III 期阶段。海思科 HSK39004 的吸入粉雾剂临床研发进展领跑全球同靶点同剂型品种。

图表18：PDE3/4 抑制剂全球竞争格局

药物名称	所属公司	剂型	适应症	全球最高研发进度
Ensifentrine	默沙东/Verona	吸入用混悬液	慢性阻塞性肺疾病	2024 年上市
HSK39004	海思科/AirNexis	吸入用混悬液	慢性阻塞性肺疾病	临床 III 期
HSK39004	海思科/AirNexis	吸入用粉雾剂	慢性阻塞性肺疾病	临床 III 期
TQC3721	中国生物制药	吸入用混悬液	慢性阻塞性肺疾病	临床 III 期
TQC3721	中国生物制药	吸入用粉雾剂	慢性阻塞性肺疾病	临床 II 期
HRS-9821	恒瑞医药/GSK	吸入用混悬液 吸入用粉雾剂	慢性阻塞性肺疾病	临床 I 期

资料来源：医药魔方数据库，各公司公告，太平洋证券整理

HSK39004 在国际化进程中取得重要突破。2026 年 1 月，公司就 HSK39004 项目与美国 AirNexis 达成协议，将该项目全球（除大中华区）开发、生产及商业化权利授权给对方，合作交易总额最高达 10.63 亿美元，含 1.08 亿美元首付款（包括 4,000 万美元现金及等值约 6,800 万美元的 AirNexis 公司 19.9% 股权）、9.55 亿美元里程碑付款，及上市后分成特许权使用费。

HSK39004 临床数据积极，已纳入突破性治疗品种。HSK39004 已经在无背景治疗和有背景治疗的 COPD 患者中完成了两项 II 期临床研究。临床结果显示均达到预设终点，连续给药 4 周后，HSK39004 吸入粉雾剂能够较安慰剂组显著改善肺功能，整体安全性和耐受性良好。2026 年 4 月，HSK39004 吸入粉雾剂被 NMPA 纳入《突破性治疗品种名单》。

(三) DPP-1 抑制剂—抢占呼吸科新蓝海

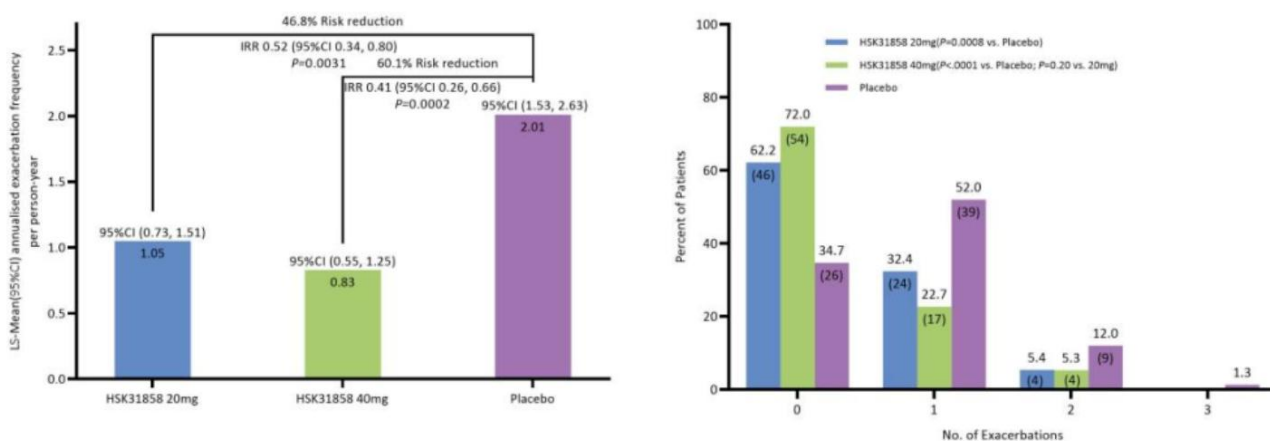
中国首个针对 DPP-1 靶点的口服抑制剂。HSK31858 是公司自主研发的一种口服、强效和高选择性的二肽基肽酶 1 (Dipeptidyl Peptidase 1, DPP-1) 小分子抑制剂，通过阻断中性粒细胞弹性蛋白酶 (NE) 等破坏性物质的激活，从源头扼制气道结构损伤与感染恶性循环。目前开展的临床研究主要用于治疗支气管扩张症及急性肺损伤/急性呼吸窘迫综合征引起的下呼吸道疾病。

HSK31858 海外权益与 Chiesi 达成授权。2023 年 11 月，公司将 HSK31858 的海外权益授权给意大利呼吸领域巨头 Chiesi 制药，公司获得首次付款 1,300 万美元，后期 Chiesi 将根据 HSK31858 开发阶段及商业化进展向公司支付里程碑付款。根据许可协议，公司有望获得最高合计 4.62 亿美元的价款，并获得实际年净销售额最高两位数的销售提成。

HSK31858 的 II 期临床研究成果积极。2025 年 3 月，国际呼吸领域及危重症医学领域顶级期刊《柳叶刀·呼吸医学》发表了首个靶向 DPP-1 抑制剂 HSK31858 的 II 期临床研究成果。

HSK31858 可显著降低支气管扩张症患者急性加重风险，其年化急性加重率：HSK31858 20mg 组 1.00 次/人年、HSK31858 40mg 组 0.75 次/人年（安慰剂组 1.88 次/人年），降幅分别达 46.8% 与 60.1%。无急性加重患者比例：HSK31858 20mg 组显著高于安慰剂组，HSK31858 40mg 组效果更优，无加重患者比例翻倍。

图表19：HSK31858 的 II 期临床研究疗效数据



资料来源：《Effects of the DPP-1 Inhibitor HSK31858 in adults with bronchiectasis in China (SAVE-BE): a phase 2, multicentre, double-blind, randomised, placebo-controlled trial》，太平洋证券整理

全球首个 DPP-1 抑制剂上市后快速放量。Insmed 公司的 DPP-1 抑制剂 Brensocatib 是该靶点的全球首个获批药物，已于 2025 年 8 月在美国获批用于治疗非囊性纤维化支气管扩张症(NCFB)。其上市后首个完整季度的销售额即达到 1.45 亿美元。

HSK31858 是全球第二个进入 III 期临床的 DPP-1 抑制剂。目前 HSK31858 片的“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内的 III 期临床研究按计划推进中，“支气管哮喘”和“慢性气道炎症性疾病气道黏液高分泌”两项适应症目前 II 期临床研究也在顺利推进中。

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

公司四款已上市创新药处于快速放量阶段，同时多元化管线国际化持续推进将进一步打开市场空间。我们预计公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 54.04/64.18/80.01 亿元，同比增速为 23.16%/18.77%/24.66%。归母净利润分别为 8.31/8.22/10.48 亿元，同比增速为 219.96%/-1.06%/27.48%。核心创新药产品收入测算如下：

图表20：核心创新药产品收入预测（百万元）

名称	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
环泊酚	12.14	20.80	22.00	26.50	30.00	34.00	38.00	42.00	45.00	48.00	47.00	45.00
YoY	42.8%	71.3%	5.8%	20.5%	13.2%	13.3%	11.8%	10.5%	7.1%	6.7%	-2.1%	-4.3%
安瑞克芬	0.00	0.80	3.50	7.50	13.00	20.00	28.00	35.00	38.00	40.00	40.00	37.00
YoY			337.5%	114.3%	73.3%	53.8%	40.0%	25.0%	8.6%	5.3%	0.0%	-7.5%
克利加巴林	0.25	1.50	4.00	7.00	11.00	16.00	18.50	20.50	20.50	20.50	20.50	20.00
YoY		500.0%	166.7%	75.0%	57.1%	45.5%	15.6%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.4%
考格列汀	0.20	0.80	2.00	3.50	5.00	6.50	8.00	9.00	10.00	10.00	10.00	9.50
YoY		300.0%	150.0%	75.0%	42.9%	30.0%	23.1%	12.5%	11.1%	0.0%	0.0%	-5.0%
合计	12.59	23.90	31.50	44.50	59.00	76.50	92.50	106.50	113.50	118.50	117.50	111.50
YoY	48.1%	89.8%	31.8%	41.3%	32.6%	29.7%	20.9%	15.1%	6.6%	4.4%	-0.8%	-5.1%

资料来源：携宁，太平洋证券整理

(二)投资建议：给予“买入”评级

根据 DCF 估值模型，参考 10 年期国债收益率，医药板块平均收益率，假设 WACC=5.37%，永续增长率 3.00%，测算得出合理市值为 776.02 亿元，对应目标股价 69.29 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表21：海思科 DCF 敏感性分析

目标股价（元）	69.29	WACC						
		3.87%	4.37%	4.87%	5.37%	5.87%	6.37%	6.87%
永续增长率	1.50%	77.68	63.70	53.88	46.60	41.00	36.55	32.94
	2.00%	95.36	74.76	61.34	51.92	44.94	39.56	35.29
	2.50%	125.95	91.73	71.97	59.09	50.05	43.35	38.19
	3.00%	191.71	121.10	88.26	69.29	56.94	48.26	41.82
	3.50%	435.27	184.23	116.46	84.95	66.74	54.88	46.54
	4.00%	-1,192.63	418.05	177.08	112.03	81.77	64.29	52.90
	4.50%	-237.15	-1,144.74	401.59	170.24	107.79	78.73	61.95

资料来源：携宁，太平洋证券整理

五、风险提示

1. 创新药研发不及预期风险

创新药研发具有较大不确定性，临床试验过程中影响因素较多，存在临床数据不及预期而研发失败的风险。

2. 新产品放量不及预期风险

新产品放量影响因素较多，包括产品竞争格局、销售团队建设等。神经系统、呼吸系统、肿瘤、自免和代谢领域可选疗法较多，销售竞争较激烈。

3. 医保支付政策调整带来的风险

近年来参加医保谈判的创新药产品逐渐增多，创新药医保价格谈判可能不及预期，医保支付政策可能根据医保基金结余情况进行调整带来的政策风险。

4. 地缘政治风险

当前国际关系错综复杂，大国间地缘政治与意识形态竞争加剧，创新药面临一定的地缘政治风险。

资产负债表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,056	1,386	2,229	2,954	3,725
应收和预付款项	992	1,018	1,343	1,576	1,953
存货	272	307	372	435	542
其他流动资产	411	123	209	239	276
流动资产合计	2,730	2,834	4,152	5,203	6,496
长期股权投资	105	139	139	139	139
投资性房地产	308	336	336	336	336
固定资产	895	834	746	659	571
在建工程	7	1	1	1	1
无形资产开发支出	2,380	2,469	2,305	2,094	1,884
长期待摊费用	4	6	6	6	6
其他非流动资产	3,101	3,226	4,514	5,558	6,847
资产总计	6,798	7,011	8,047	8,793	9,784
短期借款	243	80	80	80	80
应付和预收款项	201	171	243	277	342
长期借款	925	1,002	1,002	1,002	1,002
其他负债	1,228	1,471	1,823	1,916	2,063
负债合计	2,596	2,723	3,148	3,275	3,486
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
资本公积	954	1,085	1,085	1,085	1,085
留存收益	2,180	2,136	2,710	3,286	4,019
归母公司股东权益	4,213	4,290	4,857	5,432	6,165
少数股东权益	-11	-2	42	86	133
股东权益合计	4,202	4,288	4,899	5,518	6,298
负债和股东权益	6,798	7,011	8,047	8,793	9,784

现金流量表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	442	786	933	994	1,118
投资性现金流	-302	-156	-37	30	20
融资性现金流	-251	-292	-46	-299	-367
现金增加额	-105	331	843	725	771

利润表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,721	4,388	5,404	6,418	8,001
营业成本	1,062	1,265	1,459	1,733	2,160
营业税金及附加	49	59	73	86	107
销售费用	1,362	1,643	1,894	2,318	2,879
管理费用	401	446	486	622	763
财务费用	14	8	39	30	23
资产减值损失	-82	-12	0	0	0
投资收益	117	-17	30	43	36
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	507	267	913	904	1,140
其他非经营损益	-44	6	-14	-12	-10
利润总额	463	274	899	892	1,130
所得税	-3	14	24	26	37
净利润	466	260	875	866	1,094
少数股东损益	71	0	44	44	46
归母股东净利润	395	260	831	822	1,048

预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	71.46%	71.16%	73.00%	73.00%	73.00%
销售净利率	10.63%	5.92%	15.37%	12.80%	13.09%
销售收入增长率	10.92%	17.91%	23.16%	18.77%	24.66%
EBIT 增长率	11.40%	-28.58%	188.22%	-1.70%	25.07%
净利润增长率	34.00%	-34.36%	219.96%	-1.06%	27.48%
ROE	9.39%	6.05%	17.10%	15.13%	16.99%
ROA	6.93%	3.76%	11.62%	10.28%	11.78%
ROIC	7.51%	4.93%	12.78%	11.53%	13.07%
EPS(X)	0.35	0.23	0.74	0.73	0.94
PE(X)	134.75	205.28	64.16	64.85	50.87
PB(X)	12.65	12.42	10.97	9.81	8.64
PS(X)	14.32	12.14	9.86	8.30	6.66
EV/EBITDA(X)	53.62	95.37	42.87	42.84	35.61

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。