

化学制剂

海思科 (002653.SZ)

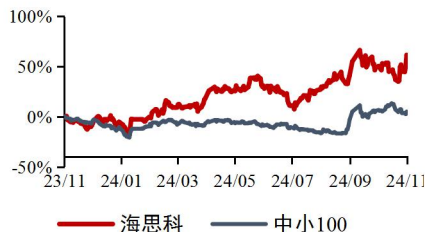
增持-A(首次)

环泊酚等创新药加速商业化，镇痛新药 HSK21542 即将上市

2024 年 11 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 11 月 28 日

收盘价 (元):	38.00
年内最高/最低 (元):	40.66/18.59
流通 A 股/总股本 (亿):	5.33/11.20
流通 A 股市值 (亿):	202.72
总市值 (亿):	425.57

基础数据：2024 年 9 月 30 日

基本每股收益 (元):	0.34
摊薄每股收益 (元):	0.34
每股净资产 (元):	3.75
净资产收益率 (%) :	10.81

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

事件描述

➢ 2024 年 10 月 30 日，公司发布 2024 年三季度报。2024 年公司前三季度营收 27.5 亿元 (+15.4%)，归母净利润 3.8 亿元 (+90.2%)，第三季度公司营收 10.6 亿元 (+5.0%)，归母净利润 2.2 亿元 (+72.8%)。

事件点评

➢ **新药销售、研发投入持续增长。**公司是布局肠外营养等仿制药和麻醉创新药等领域的药企。主要产品包括创新药环泊酚、克利加巴林、考格列汀，仿制药多拉司琼、磷脂酰胆碱等。2024 年前三季度，公司营收 27.5 亿元 (+15.4%)，销售费用 9.7 亿元 (+13.1%)，是推广上市创新药所致；研发费用 3.8 亿元 (+10.6%)，研发费用率 13.7%，系 HSK21542、HSK31858、HSK31679 处在 NDA、3 期、2 期，后期临床投入较大所致。

➢ **环泊酚拓展儿科和海外市场，克利加巴林受到指南推荐。**环泊酚手术全麻、镜检、ICU 三大适应症带动营收高速增长，至 2024 年 5 月份额占国内静脉麻醉 21.5%。环泊酚在推进儿科的国内 3 期临床，完成麻醉诱导的两项美国 III 期临床，在美国及欧洲开展第三项 III 期临床。克利加巴林显著缓解 DPNP 和 PHN 患者疼痛，使用无需滴定且起效快速，2 大适应症受到指南推荐，辅助镇痛、中枢神经痛、纤维肌痛适应症临床在研。

➢ **HSK21542 镇痛良好、降低不良反应，手术镇痛、肾病瘙痒适应症将上市。**外周 k 阿片受体镇痛药物 HSK21542 镇痛效果和曲马多相当，无中枢阿片类不良反应，显著降低不良反应，有望部分替代中枢阿片类镇痛药物。HSK21542 注射液腹部手术术后镇痛、慢性肾脏疾病瘙痒适应症已 NDA，术后恶心呕吐 7 月申报 IND；HSK21542 片慢性瘙痒适应症在临床 II 期。

➢ **HSK31858 支气管扩充症进入 3 期临床，后续拓展哮喘、慢阻肺。**呼吸新药 DPP-1 抑制剂 HSK31858 将开展国内非囊性纤维化支气管扩张症的三期临床，支气管哮喘、慢性阻塞性肺疾病适应症进入临床。2023 年 11 月 HSK31858 被授权给 Chiesi 集团 HSK31858 海外权益，最高可获得 4.6 亿美元的价款及销售提成，展现出良好的市场潜力。

投资建议

➢ 公司仿制药集采影响缓和，麻醉等创新药快速放量，2024 年 H1 麻醉产品收入 5.2 亿元，占比已达 30.7%，驱动整体业绩增长。公司主要创新药快速商业化，环泊酚拓展儿科人群及美国市场，克利加巴林、考格列汀有望进入医保放量，HSK21542 的 2 项适应症即将上市。预计公司 2024-2026 年营收为 39.5、48.0、58.3 亿元，同比 17.8%、21.4%、21.6%，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



归母净利润 4.3 亿元、5.7 亿元、7.5 亿元，同比+45.5%、33.4%、31.6%，PE 为 100.4\75.3\57.2，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示

- **行业政策风险：**医药行业是关系国计民生的重要行业，历来都是强政策监管行业。随着中国医疗卫生体制改革的不断深入和社会医疗保障支付体制的逐步完善，行业相关的监管政策将不断完善、调整，中国医疗卫生市场的政策环境可能面临重大变化。如公司不能及时调整经营策略以适应医疗卫生体制改革带来的市场规则和监管政策的变化，将对公司的经营产生不利影响。
- **市场竞争风险：**公司主要从事医药生产制造，目前国内仿制药产品品种较多，生产企业众多，竞争较为激烈。另外，随着国家推动医疗体制改革向纵深发展，带量采购、医保控费、二次议价、公立医院改革、取消政府定价等一系列措施，公司可能将在未来较长时间内面临较为激烈市场竞争的风险。若公司无法持续推出具有市场竞争力的新产品并保持产品的不断改进，或者无法投入更多的财务、人力资源进行销售、营销，从而导致市场份额与竞争力下降，进而对公司的业务、财务状况、经营业绩及前景产生不利影响。
- **新药研发风险：**药物研发具有研发投入大、技术难度高、试验周期长等特点，且容易受到不可预测因素的影响。为契合公司发展战略，公司需持续进行多领域、多剂型、多创新维度的药物研发以深化公司的业务布局，以保证公司不断有新产品推向临床进而推向市场。新药的成功研发并上市涉及多个环节的风险。
- **新药无法成功商业化的风险：**新药研发从临床前研究、临床试验报批到投产的研发周期长、环节多、投入大，易受到一些不确定性因素的影响。根据《药品注册管理办法》等法规的相关规定，新药注册一般需经过临床前基础工作、新药临床研究审批、新药生产审批等阶段。公司如在研项目最终未能通过新药注册审批，或者即便新药在获批上市后，无法获得医生、患者及其他人士足够的市场认可，未达到足够的可接受水平，公司的新药销售可能受到影响，进而影响到公司前期研发投入的回收和经济效益的实现。
- **公司经营规模扩大带来的管理风险：**随着公司主营业务的增长和经营规模的扩大，对公司在战略规划、组织架构、内部控制、运营管理、财务管理等方面有更高的要求。如果公司管理层不能持续有效地提升管理能力、优化管理体系，将导致公司管理体系不能完全适应公司业务规模的快速发展，对公司未来的经营和持续盈利能力造成不利影响。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,015	3,355	3,953	4,798	5,834
YoY(%)	8.7	11.3	17.8	21.4	21.6

净利润(百万元)	277	295	429	573	754
YoY(%)	-19.7	6.5	45.5	33.4	31.6
毛利率(%)	69.5	71.0	72.0	74.3	76.6
EPS(摊薄/元)	0.25	0.26	0.38	0.51	0.67
ROE(%)	12.5	7.1	11.1	14.1	15.5
P/E(倍)	155.7	146.1	100.4	75.3	57.2
P/B(倍)	14.2	10.3	9.7	8.9	8.0
净利率(%)	9.2	8.8	10.9	11.9	12.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2054	2641	2574	2895	3433
现金	775	1169	883	1008	1254
应收票据及应收账款	742	841	916	1126	1256
预付账款	73	57	96	90	136
存货	346	281	370	355	448
其他流动资产	117	293	310	317	339
非流动资产	3992	4012	4366	4770	5200
长期投资	185	132	132	132	132
固定资产	964	970	1051	1197	1387
无形资产	1940	2175	2453	2711	2951
其他非流动资产	904	734	730	729	729
资产总计	6046	6653	6940	7664	8633
流动负债	1489	1504	1203	1341	1537
短期借款	485	100	300	334	366
应付票据及应付账款	242	209	243	260	286
其他流动负债	761	1195	661	747	885
非流动负债	1424	978	1207	1297	1336
长期借款	1311	855	1084	1173	1212
其他非流动负债	113	124	124	124	124
负债合计	2913	2482	2411	2638	2872
少数股东权益	98	-9	62	198	339
股本	1076	1114	1120	1120	1120
资本公积	101	853	929	929	929
留存收益	1807	2210	2550	3033	3641
归属母公司股东权益	3036	4180	4467	4828	5422
负债和股东权益	6046	6653	6940	7664	8633

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	95	450	455	650	874
净利润	392	296	501	709	895
折旧摊销	180	216	216	250	294
财务费用	43	23	-11	-8	-17
投资损失	-228	61	-100	-120	-70
营运资金变动	-286	-357	-150	-181	-228
其他经营现金流	-7	212	-0	-0	-0
投资活动现金流	-540	-383	-470	-534	-654
筹资活动现金流	624	328	-272	-25	-5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.26	0.38	0.51	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.40	0.41	0.58	0.78
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.73	3.99	4.31	4.84

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3015	3355	3953	4798	5834
营业成本	919	972	1107	1232	1365
营业税金及附加	36	51	49	58	75
营业费用	1136	1200	1391	1679	2054
管理费用	328	321	395	480	595
研发费用	448	517	541	657	799
财务费用	43	23	-11	-8	-17
资产减值损失	-5	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	228	-61	100	120	70
营业利润	364	314	580	819	1033
营业外收入	7	1	5	6	5
营业外支出	5	13	10	10	10
利润总额	367	303	575	815	1029
所得税	-25	7	75	106	134
税后利润	392	296	501	709	895
少数股东损益	115	0	71	137	141
归属母公司净利润	277	295	429	573	754
EBITDA	639	546	805	1093	1349

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.7	11.3	17.8	21.4	21.6
营业利润(%)	-28.9	-14.0	85.1	41.1	26.1
归属于母公司净利润(%)	-19.7	6.5	45.5	33.4	31.6
获利能力					
毛利率(%)	69.5	71.0	72.0	74.3	76.6
净利率(%)	9.2	8.8	10.9	11.9	12.9
ROE(%)	12.5	7.1	11.1	14.1	15.5
ROIC(%)	9.4	5.3	8.2	10.8	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	48.2	37.3	34.7	34.4	33.3
流动比率	1.4	1.8	2.1	2.2	2.2
速动比率	1.1	1.5	1.7	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.7	4.2	4.5	4.7	4.9
应付账款周转率	3.4	4.3	4.9	4.9	5.0
估值比率					
P/E	155.7	146.1	100.4	75.3	57.2
P/B	14.2	10.3	9.7	8.9	8.0
EV/EBITDA	69.9	80.1	54.6	40.4	32.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

