

业绩持续向好，管线续航能力强劲

海思科 (002653.SZ)

核心观点

公司 2022 年全年营收 30.15 亿元，同比增长 8.73%，实现扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 171.42%。2023 年第一季度实现总营收 6.24 亿元，同比增长 10.97%；实现扣非归母净利润 0.26 亿元，同比增长 45.1%。公司凭借麻醉管线的兑现及续航，基础业务企稳，以及多领域创新药物的研发、销售、质量等方面突出的核心竞争优势，逐步走入经营发展正循环。

事件

近日，海思科 (002653.SZ) 发布 2022 年年报及 2023 年第一季度财报。公司 2022 年全年营收 30.15 亿元，同比增长 8.73%，实现扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 171.42%。2023 年第一季度实现总营收 6.24 亿元，同比增长 10.97%；实现扣非归母净利润 0.26 亿元，同比增长 45.1%。

简评

业绩符合预期，产品结构不断优化

公司 2022 年实现营业收入 30.15 亿元，同比增长 8.73%；实现归母净利润 2.77 亿元，同比下降 19.72%；实现扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 171.42%；公司营业收入实现扭转，符合我们的预期。2022 年公司业绩增长主要是环泊酚放量和多拉司琼销售额从 2021 年降价中复苏的驱动。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,773.31	3,015.29	3,740.07	4,507.90	5,381.81
YoY(%)	-16.71	8.73	24.04	20.53	19.39
净利润(百万元)	345.06	277.00	360.82	469.19	608.21
YoY(%)	-45.80	-19.72	30.26	30.04	29.63
毛利率(%)	65.98	69.51	70.00	70.50	71.00
净利率(%)	12.44	9.19	9.65	10.41	11.30
ROE(%)	12.14	9.12	10.96	12.94	14.98
EPS(摊薄/元)	0.31	0.25	0.32	0.42	0.55
P/E(倍)	85.40	106.38	81.67	62.81	48.45
P/B(倍)	10.37	9.71	8.95	8.13	7.26

资料来源: iFinD, 中信建投证券

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

SAC 编号:s1440520030001

SFC 编号:BPW879

发布日期: 2023 年 04 月 30 日

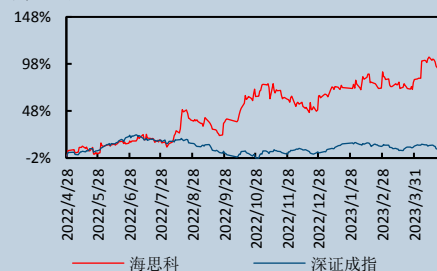
当前股价: 26.33 元

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
	12.04/9.83	10.96/9.17	89.42/77.09
12 月最高/最低价 (元)			28.18/13.92
总股本 (万股)			111,411.80
流通 A 股 (万股)			47,667.85
总市值 (亿元)			293.35
流通市值 (亿元)			125.51
近 3 月日均成交量 (万)			360.94
主要股东			
王俊民			35.86%

股价表现



相关研究报告

分季度看，公司 2022 年 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 5.62 亿元、6.85 亿元、8.49 亿元、9.19 亿元，同比增长率分别为-22.81%、25.04%、33.75%及 6.55%；公司 2022 年 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现归母净利润 0.26 亿元、0.44 亿元、0.33 亿元、1.74 亿元，同比增长率分别为-90.88%、32.15%、173.57%、148.65%。2022 年因为多拉司琼在产品分类管理的策略初具成效，叠加环泊酚放量，公司销售额在 2022 年上半年开始触底反弹后于下半年逐渐向好，推动公司业绩正向增长。

此外，公司 2023 年 Q1 营业收入达 6.24 亿元，同比增长 10.97%；实现归母净利润为 0.29 亿元，同比增长 9.72%，实现扣非归母净利润 0.26 亿元，同比增长 45.1%。公司 2023 年 Q1 业绩增长也反映出环泊酚销量持续增长和基础业务企稳的趋势。伴随着诊疗修复，2023 年公司业绩有望加速回升。

创新药环泊酚放量迅速，打开麻醉布局新篇章

环泊酚注射液是公司开发的中国首个具有自主知识产权的 1 类静脉麻醉药物，于 2020 年 12 月获批上市，并于 2021 年 11 月通过第五批国家医保药品谈判，正式纳入《国家医保药品目录（2021 版）》。主要适应症包括“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、重症监护期间的镇静”，和新增适应症“全身麻醉诱导和维持”、“重症监护期间的镇静”、“妇科门诊手术的镇静及麻醉”。与丙泊酚相比，环泊酚具有“两快四少”的临床优势，具体表现为起效快速，苏醒快速，更少用量、更少呼吸抑制、更少心血管不良事件、更少注射痛。

目前，公司环泊酚已经覆盖国内约 1300 家医院，2022 年环泊酚销售额超过 4 亿元。受环泊酚的推动，公司 2022 年麻醉类产品收益达到 4.37 亿元，同比增长 626.84%；毛利润达到 4.03 亿元，同比增长 604.63%。此外，公司通过探索更多环泊酚适应症尝试拓宽销售渠道和覆盖范围。其中，针对全麻诱导适应症在美国 III 期临床入组工作也在顺利推进中。考虑到 2023 年诊疗恢复的因素，医院手术量需求将会大幅上升，环泊酚明确 ICU 重症领域产品定位，建设重症专家体系，有望实现同比大幅增长，计划全年达成销售目标超 1000 万支。

独家品种仿制药优势明显，核心产品全面回归自营模式

甲磺酸多拉司琼注射液（立必复）是 2 岁及以上儿童和成人预防及治疗 CINV、PONV 的基础用药，为海思科的独家品种，2022 年国家医保乙类谈判产品，国谈续约后，取消了医保后缀，CINV 和 PONV 适应症均可报销。米内网数据显示，其市场份额从 2022 年 MS 相比 2021 年 MS 已提升 1%，相信后续市场份额将会进一步得到提升。此外，从 2022 年第一季度数据来看，多拉司琼在止吐领域的占有率达 10.02%，排名第 4；立必复在止吐领域产品排名中位列第 3，在司琼类产品中位列第 1。

多烯磷脂酰胆碱注射液主要用于各种类型的肝病，如药物性肝损伤、围手术期肝损伤、胆汁淤积性肝损伤和肝硬化的治疗，为国家医保乙类产品，获得 40 余个权威指南剂临床路径共同推荐。2022 年 H1 米内网数据显示，多烯磷脂酰胆碱注射液在注射用肝胆类疾病治疗药物市场份额 9.42%，产品排名第二。

在公司核心仿制药产品占优势的背景下，将甲磺酸多拉司琼和多烯磷脂酰胆碱由经销模式收回转换为全面自营的销售模式，给予公司在独家仿制药销售方面更多的主动权，进一步深度挖掘市场潜力。两种独家仿制药核心产品给予公司稳健后续增长力量，帮助公司实现平稳销售增长，为公司创新药研发上市提供稳定保障。

HSK7653、HSK16149 上市在即，多管线研发进展顺利

公司持续在多个领域布署新药研发管线，具有丰富管线储备。其中，公司长效降糖药物 HSK7653 和治疗神经痛药物 HSK16149 已经完成递交 NDA 申请，正在上市筹备中。同时，HSK16149 的“带状疱疹后神经痛”适应症正在进行临床 III 期临床试验、“辅助镇痛”临床 II 期临床试验，HSK21542 适应症“术后镇痛”和“慢性肾病瘙痒”临床 III 期研究正在顺利推进中。探索覆盖多适应症有助于帮助公司延伸市场覆盖范围，提升整体渗透率。

其他临床试验阶段药物包括呼吸药物（HSK31858）、心血管药物（HSK31679）、抗血栓药物（注射用 HSK36273）都处于国内 II 期临床阶段。肿瘤药物（HSK29116、HSK40118、HSK38008）国内 I 期临床正在顺利进行。此外，公司约有 30 个项目处于筛选阶段，涉及肿瘤、自身免疫系统、呼吸系统和眼科等治疗领域，并预计在 2023 年会多个项目进行 IND 申报。

财务分析：研发持续投入，费用控制良好

2023 年第一季度，公司销售费用 2.27 亿元，同比增长 14.84%，销售费用率 36.34%；管理费用 0.87 亿元，同比增长 20%，管理费用率 13.94%；研发费用 0.92 亿元，同比增长 6.51%，研发费用率 14.67%；财务费用 0.1 亿元，同比减少 15.11%，财务费用率 1.63%。

2022 年全年，公司销售费用 11.36 亿元，同比增长 16.37%，销售费用率 37.68%；管理费用 3.28 亿元，同比减少 6.84%，管理费用率 10.87%；研发费用 4.48 亿元，同比增长 3.16%，研发费用率 14.58%；财务费用 0.43 亿元，同比增长 84.62%，财务费用率 1.43%。

单从 2022 年 Q4 来看，销售费用 3.54 亿元，同比增长 21.04%，销售费用率 38.56%；管理费用 0.95 亿元，同比增长 1.73%，管理费用率 10.3%；研发费用 1.7 亿元，同比增长 13.2%，研发费用率 18.56%；财务费用 0.15 亿元，同比增长 54.44%，财务费用率 1.63%。

基于 2023 年第一季度和 2022 年公司财务情况，随着业务扩容和公司发展，销售费用、研发费用、和财务费用均有不同程度增加，2023 年第一季度管理费用相对 2022 年第一季度有所增加，但 2022 年全年的整体管理费用有所降低。此外，2022 年财务费用的增加主要系本期贷款增加及在建工程转固后专项借款利息费用化增加导致。

公司投资亮点及主要催化因素：

(1) 创新药方面：

- a) 环泊酚注射液持续放量，2023 年第一季度后随着诊疗恢复，手术量需求上升，环泊酚销量进一步增长。
- b) HSK7653 和 HSK16149 已经申报 NDA，商业化在即，其中 HSK16149 有望于 2023 年 H1 提交带状疱疹后慢性神经痛 NDA。
- c) HSK21542 正在临床 III 期推进中，有望 2023 年 H1 提交 NDA。
- d) BTK-PROTAC、THR β 等靶点今年有望进入 II 期。

(2) 仿制药方面：

多拉司琼、多烯磷脂酰胆碱注射液治疗优势显著。随着住院手术量的上升，肠外营养板块销售额将扭转疫情期间的低迷态势，取得较大增长。

(3) 国际化方面：

“海思科国际”在美国开展的麻醉药环泊酚（HSK3486）适应症麻醉诱导（IGA）的第一项美国 III 期临床试验已达到了预设主要终点开发，正在美国进行第二项 III 期临床试验，目前试验正在顺利推进中。公司计划今年在美国及欧洲同时开展 HSK3486 的第三项 III 期临床试验。2023 年继续稳步推进 HSK3486 及 HSK29116 的海外临床试验，争取创新药对外合作授权有所突破。

盈利预测及估值：

我们假设（1）公司创新药环泊酚注射液在 2023 年将持续放量；（2）公司仿制药销量随着诊疗恢复，医院手术量增多而恢复上升趋势；（3）假设公司麻醉药 HSK3486 在美国 III 期试验顺利推进，产品国际化刺激未来营收的进一步增长，同时提升国际认可度；（4）假设公司 NDA 申报药物 HSK7653、HSK16149 顺利获批，从而进一步丰富产品管线，扩大营收来源；由此预计公司 2022、2023、2024 年营业收入分别为 37.40、45.08、53.82 亿元，净利润分别为 3.61、4.69、6.08 亿元，对应增速分别为 30.26%、30.04%、29.63%，对应 PE 分别为 81.67 倍、62.81 倍、48.45 倍，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：公司新药 HSK7653 和 HSK16149 正在 NDA 审批阶段，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：公司 2022 年收入中，肠外营养类和麻醉类产品合计占比 35.77%，药物上市后在销售过程中会受到散点式疫情影响、竞争格局加剧、物流运力不足、生产产能不足等风险，存在 2023 年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、环泊酚医保续约价格不及预期等可能影响净利润水平，2023-2025 归母净利润可能低于 29% 的增速。手术修复不及预期，散点式诊疗停滞，麻醉新产品上市进度有限，可能影响麻醉线的销售增速，存在 2023-2025 收入增速低于 19% 的风险。

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

中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

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
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 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