下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 69.19 元

合理价值 74.66 元

前次评级 买入

海思科（002653.SZ）

创新药矩阵持续扩容，研发兑现与全球化加速推进

事件：公司于 2026 年 8 月 27 日公布半年报，2026H1 实现营业收入 30.96 亿元（yoy+54.71%），扣非归母净利润 7.52 亿元（yoy+324.18%）。（来源：公司 2026 年中报）

授权收入集中确认增厚业绩，药品销售保持稳健增长。2026H1 公司自主生产产品收入 17.84 亿元（yoy+18.41%），合作生产产品收入 5.16 亿元（yoy+9.30%），其他产品（服务）收入 7.79 亿元，主要受海外授权项目带来的技术服务收入增长驱动。受高毛利授权收入贡献影响，公司医药行业毛利率提升至 80.43%，同比提升 7.28%。销售费用 7.88 亿元（yoy+8.29%），研发投入 7.29 亿元（yoy+46.84%），公司持续加大创新研发投入。（来源：公司 2026 年中报）

创新药商业化、后期管线与国际化协同推进，未来增长动能持续强化。公司已形成思舒宁、思美宁、倍长平、思舒静及优可盼五款 1 类创新药的商业化矩阵，其中环泊酚持续巩固国内静脉麻醉市场领先地位并于 2026 年 5 月获 FDA 批准上市，思美宁“神经病理性疼痛”、思舒静“术后疼痛”等适应症持续拓展，优可盼于 2026 年 7 月获批 PNH，现有创新药有望通过新品放量及适应症扩围构筑业绩基本盘。此外，公司后期管线持续推进：COPD 药物 HSK39004 两种吸入剂型均已进入Ⅲ期，HSK31858 非囊性纤维化支气管扩张症处于Ⅲ期并计划推动哮喘等适应症进入Ⅲ期，HSK44459 特发性肺纤维化及进展性肺纤维化均处于Ⅲ期，HSK31679 亦已于 2026 年 6 月启动 MASHⅢ期，优可盼原发性 IgA 肾病适应症进入Ⅲ期，呼吸、自免及代谢领域有望逐步形成新的产品梯队。同时，公司创新资产的全球价值亦持续获得外部验证，2026H1 与 AirNexis、艾伯维、礼来及 Nuvectis 达成 4 笔合作，累计潜在交易金额超 60 亿美元。（来源：公司 2026 年中报）

盈利预测和投资建议。公司目前已建立起一系列具有差异化优势的创新产品梯队。预计 26-28 年 EPS 分别为 1.34、0.83、0.99 元/股。通过 DCF 法得到公司合理价值为 74.66 元/股，维持“买入”评级。

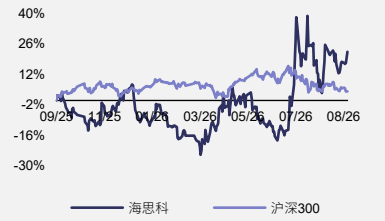
风险提示。药品审评风险，控费政策推进风险，研发进展不及预期，BD 合作收益兑现不及预期风险。

盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,721	4,388	**6,695**	6,597	7,836
增长率（%）	10.9%	17.9%	**52.6%**	-1.5%	18.8%
EBITDA	714	607	**1,985**	1,404	1,652
归母净利润	395	260	**1,534**	943	1,133
增长率（%）	34.0%	-34.4%	**490.9%**	-38.5%	20.1%
EPS（元/股）	**0.35**	**0.23**	**1.34**	**0.83**	**0.99**
市盈率（P/E）	94.2	221.4	**51.5**	83.7	69.7
ROE（%）	9.4%	6.1%	**23.6%**	13.4%	14.7%
EV/EBITDA	52.3	94.1	**38.7**	54.6	46.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



罗佳荣

SAC 执证号：S0260516090004
SFC CE No. BOR756
luojiarong@gf.com.cn

龙雪芳

SAC 执证号：S0260525060004
longxuefang@gf.com.cn

请注意，龙雪芳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

一、盈利预测和投资建议

公司 2026 年以来海外 BD 合作持续加速，相关收入确认显著增厚当期业绩，因此相比上篇报告，我们上调公司 2026 年 BD 收入及利润预测。2026H1 公司实现营业收入 30.96 亿元、归母净利润 8.51 亿元，其中 BD 相关收入 7.8 亿元，主要来自 HSK39004 与 AirNexis、HSK55718/HSK51155 与 AbbVie、HSK39297/HSK42360 与 Nuvectis 以及与礼来早期研发合作等项目。同时，2026 年 8 月公司进一步与 Sentivera 就一项临床前自免资产达成海外授权，首付款约 7,589 万美元，其中包括 4,000 万美元现金及等值约 3,589 万美元的 Sentivera 17.5%股权，最高 14.6 亿美元的额外里程碑付款、特许权使用费。与此同时，公司药品业务仍保持稳健增长，创新药收入占比提升亦有望带动经营效率改善。考虑到 BD 收入确认具有一定项目节点及会计确认时点的不确定性，后续年度则对新增 BD 收入保持相对审慎假设。

表 1：公司 2026-2035 年盈利预测

单位：百万元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
创新药收入	2,921	3,938	5,200	6,671	8,600	9,977	11,169	11,704	11,946	11,877
环泊酚	2,097	2,273	2,356	2,577	2,743	3,024	3,132	3,388	3,210	3,182
HSK7653	270	516	749	950	1,067	1,123	1,117	1,052	986	866
HSK16149	370	549	790	1,023	1,525	1,837	2,021	2,035	2,151	2,227
HSK21542	171	461	943	1,475	2,252	2,737	3,368	3,535	3,722	3,615
HSK31858	0	35	200	419	719	913	1,155	1,269	1,448	1,555
HSK39297	13	104	163	226	294	342	375	424	429	433
非创新药及 BD 收入	3,774	2,659	2,636	2,688	2,688	2,688	2,688	2,688	2,688	2,688
总收入	6,695	6,597	7,836	9,359	11,288	12,665	13,857	14,392	14,634	14,565

数据来源：广发证券发展研究中心

考虑到公司已上市创新药持续放量、部分核心产品仍处于临床开发阶段，我们采取风险调整 DCF 的方法对公司进行估值，维持上篇报告假设 WACC 为 7.05%，永续增长率为 3.0%，得到公司合理价值为 74.66 元/股。我们看好公司创新药持续放量及海外 BD 价值兑现，维持“买入”评级。

表 2：公司自由现金流预测

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT 合计	324	1671	1042	1253	2704	3767	4789	5273	5495	5563	5504
所得税税率	5%	6%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
息前税后利润(NOPLAT)	307	1,571	959	1,140	2,461	3,428	4,358	4,799	5,001	5,062	5,009
加：折旧与摊销	240	313	361	399	419	461	508	558	614	676	743
减：营运资金的增加	-52	284	-18	185	188	191	194	196	199	202	205
减：资本性投资	319	629	630	580	586	592	598	604	610	616	622
公司自由现金流量 FCFF	280	972	708	774	2,107	3,107	4,074	4,557	4,806	4,920	4,925

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：DCF 估值

指标	数值
WACC	7.05%
永续增长率	3.0%
26E-35E 自由现金流现值（百万元）	19,446
终值现值（百万元）	63,287
付息债务（2026E，百万元）	1,100
投资/非核心资产价值（2026E）	3,542
少数股东权益	-2
企业价值（百万元）	82,732
股票价值（百万元）	85,177
发行股数（百万股）	1,141
合理价值（元/股）	74.66

数据来源：广发证券发展研究中心

二、风险提示

（一）药品审评风险

当前医药改革大背景下，药品审评审批较往年已有明显提速，但不排除个别因素影响下部分新药申报和审批的速度低于预期。若部分产品审评延期或未通过，将对公司的业绩及经营产生不利影响。

（二）控费政策推进风险

带量采购初具成效，国家仍然会持续推动一系列政策，如药品集中采购常态化制度化、医保控费、支付方式调整、取消政府定价等，医药制造企业面临药品销售降价压力。

（三）研发进展不及预期

医药产品研发具有周期长、投入大、风险高等特点，公司可能面临无法成功或及时筛选候选药物的风险、临床实施进度或效果不及预期的风险等。

（四）BD 合作收益兑现不及预期风险

公司已与多家海外药企就创新药项目达成授权及研发合作，但相关首付款、里程碑付款及后续销售分成的实现仍取决于合作项目研发、注册审批及商业化进展，若后续开发进度或合作执行不及预期，可能影响相关收益兑现。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**2,730**	**2,834**	**5,301**	**5,207**	**5,341**
货币资金	1,056	1,386	3,307	3,201	3,108
应收及预付	992	1,018	1,288	1,278	1,465
存货	272	307	349	363	371
其他	411	123	356	364	397
非流动资产总额	**4,069**	**4,177**	**4,099**	**4,385**	**4,588**
长期股权投资	105	139	125	135	110
固定资产	895	834	897	953	1,000
在建工程	7	1	11	21	31
使用权资产	16	19	21	23	25
无形资产	1,277	1,518	2,156	2,204	2,172
其他	1,770	1,667	889	1,050	1,250
资产总额	**6,798**	**7,011**	**9,400**	**9,592**	**9,929**
流动负债总额	**1,568**	**1,567**	**1,968**	**1,755**	**1,556**
短期借款	243	80	300	250	200
应付及预收	217	183	313	315	326
其他	1,109	1,305	1,355	1,190	1,030
非流动负债总额	**1,028**	**1,155**	**944**	**784**	**680**
长期借款	925	1,002	800	650	550
应付债券	0	0	0	0	0
其他	103	154	144	134	130
负债总额	**2,596**	**2,723**	**2,911**	**2,538**	**2,236**
股本	1,120	1,120	1,141	1,141	1,141
其他	3,093	3,170	5,349	5,915	6,554
归母权益合计	4,213	4,290	6,490	7,056	7,695
少数股东权益	-11	-2	-2	-2	-2
负债和股东权益	**6,798**	**7,011**	**9,400**	**9,592**	**9,929**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**3,721**	**4,388**	**6,695**	**6,597**	**7,836**
营业成本	1,062	1,265	1,324	1,453	1,571
营业税金及附加	49	59	100	99	118
销售费用	1,362	1,643	1,875	2,177	2,742
管理费用	401	446	636	627	705
研发费用	624	804	1,239	1,319	1,567
财务费用	14	8	3	-15	-19
资产信用减值损失	-86	-9	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	117	-17	-20	-15	-10
营业利润	**507**	**267**	**1,639**	**1,032**	**1,252**
营业外收支	-44	6	-7	-7	-7
利润总额	463	274	1,632	1,025	1,245
所得税费用	-3	14	98	82	112
合并净利润	**466**	**260**	**1,534**	**943**	**1,133**
少数股东损益	71	0	0	0	0
归母净利润	**395**	**260**	**1,534**	**943**	**1,133**
EPS（元/股）	0.35	0.23	1.34	0.83	0.99

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**442**	**786**	**1,640**	**1,371**	**1,382**
合并净利润	466	260	1,534	943	1,133
折旧摊销	255	283	313	361	399
营运资金变动	-255	52	-284	18	-185
其他	0	0	-50	-5	-5
投资活动现金流净额	**-302**	**-156**	**-373**	**-656**	**-593**
资本性开支	-409	-319	-629	-630	-580
投资	11	151	254	-20	17
其他	97	11	1	-6	-30
融资活动现金流净额	**-251**	**-292**	**654**	**-821**	**-882**
股本融资	81	0	1,245	0	0
债权融资	86	39	30	-400	-350
股利分配与偿付利息	-422	-334	-651	-411	-481
其他	5	2	30	-10	-51
现金净增加额	**-105**	**331**	**1,921**	**-106**	**-93**
期初现金余额	**1,160**	**1,055**	**1,386**	**3,307**	**3,201**
期末现金余额	**1,055**	**1,386**	**3,307**	**3,201**	**3,108**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	10.9%	17.9%	52.6%	-1.5%	18.8%
营业利润增长率	61.8%	-47.3%	512.9%	-37.0%	21.3%
归母净利增长率	34.0%	-34.4%	490.9%	-38.5%	20.1%
获利能力					
毛利率	71.5%	71.2%	80.2%	78.0%	80.0%
净利率	12.5%	5.9%	22.9%	14.3%	14.5%
ROE	9.4%	6.1%	23.6%	13.4%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	38.8%	31.0%	26.5%	22.5%
有息负债率	17.2%	15.4%	11.7%	9.4%	7.6%
流动比率	1.7	1.8	2.7	3.0	3.4
利息保障倍数	12.1	10.0	44.3	30.5	44.3
营运能力					
应收账款周转率	4.5	5.1	6.0	6.0	6.2
存货周转率	3.9	4.1	3.8	4.0	4.2
应付账款周转率	5.4	7.6	5.5	6.0	6.5
每股指标					
每股收益	0.35	0.23	1.34	0.83	0.99
每股净资产	3.76	3.83	5.69	6.18	6.74
每股经营现金流	0.39	0.70	1.44	1.20	1.21
估值比率					
PE	94.2	221.4	51.5	83.7	69.7
PB	8.8	13.4	12.2	11.2	10.3
EV/EBITDA	52.3	94.1	38.7	54.6	46.4

下载日志已记录，仅供内部参考

广发医药行业研究小组

罗佳荣 ：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李桠桐 ：资深分析师，复旦大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王稼宸 ：资深分析师，悉尼科技大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

龙雪芳 ：资深分析师，南开大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

郑萌谋 ：研究员，北京协和医学院（清华大学医学部）硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



罗佳荣

SAC 执证号：S0260516090004
SFC CE No. BOR756
luojiarong@gf.com.cn



龙雪芳

SAC 执证号：S0260525060004
longxuefang@gf.com.cn

请注意，龙雪芳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：
郑萌谋 15756487997
zhengmengmou@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。