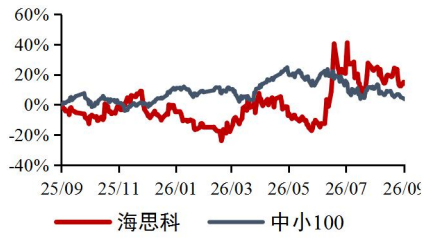
仅供内部参考，请务必阅读正文之后的免责声明

化学制剂　海思科（002653.SZ）　买入-B(首次)

麻醉龙头兑现出海成果，呼吸、代谢、肿瘤管线价值持续释放

2026 年 9 月 16 日　公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 9 月 15 日

收盘价（元/股）：	63.49
总股本（亿股）：	11.41
流通股本（亿股）：	5.37
流通市值（亿元）：	340.81

基础数据：2026 年 6 月 30 日

每股净资产（元/股）：	4.30
每股资本公积(元/股)：	1.01
每股未分配利润（元/股）：	1.95

资料来源：常闻

分析师：

邓周宇

执业登记编码：S0760524040002

邮箱：dengzhouyu@sxzq.com

魏赟

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

张智勇

执业登记编码：S0760525080003

邮箱：zhangzhiyong@sxzq.com

投资要点：

➢ **公司是聚焦麻醉镇痛、呼吸自免、代谢肿瘤的小分子创新药企。**环泊酚、克利加巴林、考格列汀、安瑞克芬四款创新药已纳入医保，思普可泮 2026 年 7 月国内获批上市。2025 年营收 43.88 亿元（+17.91%），扣非归母净利润 1.67 亿元（+26.33%），四款商业化创新药整体收入增速超 50%。2026 年国际化进入集中兑现期，搭建品种海外申报+单品 BD 授权+跨国药企早研合作三层出海体系。2026-2028 年，预计公司营收 61.7、69.0、85.0 亿元，归母净利润 10.4、9.8、13.0 亿元，对应 PE 为 70.3、74.9、56.4。DCF 测算股权价值 938.5 亿元，目标价 82.09 元，首次深度覆盖，上调评级，给予“买入-B”评级。

➢ **麻醉&神经驱动公司销售增长。**麻醉镇痛为公司基本盘，环泊酚国内市占率稳居首位，覆盖内镜、全麻、ICU 镇静全场景。第三代神经痛药物克利加巴林无需剂量滴定、镇痛起效更快，糖尿病周围神经痛、带状疱疹后神经痛已获批上市。外周κ受体激动剂安瑞克芬不透过血脑屏障，规避传统阿片成瘾、嗜睡副作用，腹部术后镇痛、透析瘙痒适应症已获批，骨科术后镇痛推进III期；镇痛管线 HSK55718（Nav1.8 抑制剂）Ⅰ期进行中，海外权益授权艾伯维。

➢ **呼吸&自免管线价值凸显。**呼吸方面，DPP-1 抑制剂 HSK31858 国内支气管扩张症III期推进，海外权益授权意大利凯西，美国 2026 年有望启动III期；COPD 双剂型吸入新药 HSK39004（PDE3/4 双重抑制剂）粉雾剂纳入突破性治疗品种，混悬液、粉雾剂同步开启III期，海外权益授予 AirNexis；PDE4B 抑制剂 HSK44459 完成特发性肺纤维化Ⅱ期。自免领域，思普可泮头对头优于依库珠单抗，同时覆盖初治、C5 单抗耐药两类 PNH 人群，IgA 肾病III期、狼疮肾炎Ⅱ期同步推进，2026 年 6 月大中华区以外全球权益出让 Nuvectis；口服 IL-23 多肽 HSK47388 稳步开展临床。

➢ **代谢&肿瘤管线数据亮眼。**THR-β 激动剂 HSK31679 为国内首个 NASH 突破性品种，Ⅱ期临床证实降脂、逆转肝纤维化效果优异；新一代脑穿透 BRAF 抑制剂 HSK42360 可规避传统药物耐药与皮肤毒性，Ⅰ期脑胶质瘤临床疗效优于标准方案，高级别胶质瘤 ORR42.1%、低级别 ORR50%，海外全球权益 2026 年 6 月授权 Nuvectis。

风险提示：行业政策风险、市场竞争风险、新药研发风险、新药无法成功商业化的风险、公司经营规模扩大带来的管理风险等。

财务数据与估值：

仅供内部参考，请勿外传

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,721	4,388	6,174	6,897	8,496
YoY(%)	10.9	17.9	40.7	11.7	23.2
净利润(百万元)	395	260	1,039	975	1,295
YoY(%)	34.0	-34.4	300.1	-6.2	32.8
毛利率(%)	71.5	71.2	78.4	78.5	80.0
EPS(摊薄/元)	0.35	0.23	0.91	0.85	1.13
ROE(%)	11.1	6.1	23.4	18.5	20.3
P/E(倍)	184.6	281.3	70.3	74.9	56.4
P/B(倍)	17.3	17.0	14.5	12.5	10.5
净利率(%)	10.6	5.9	16.8	14.1	15.2

资料来源：常闻，山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 公司是麻醉、呼吸、代谢等领域的小分子创新药企.....6

1.1 创新药研发体系搭建完善，麻醉、镇痛、内分泌、呼吸系统等领域创新药广泛布局.....6

1.2 创新药业务驱动公司重回增长，盈利能力稳步提升.....7

2. 麻醉&神经：环泊酚、克利加巴林加速商业化，安瑞克芬上市.....9

2.1 环泊酚：已成为份额第一的静脉麻醉药物，拓展儿科和海外市场进一步拉动增长.....9

2.2 克利加巴林（HSK16149）：克利加巴林比普瑞巴林起效更迅速，可快速持续缓解 DPNP、PHN 疼痛.....10

2.3 安瑞克芬（HSK21542）：镇痛、安全性良好，腹部手术术后镇痛上市，肾病瘙痒适应症将上市.....12

3. 呼吸&自免：管线多点突破，多款潜力品种价值持续兑现.....15

3.1 HSK31858:DPP-1 抑制剂管线抑制了全血 NE 活性，改善支气管扩张症临床结局.....15

3.2 思普可泮片(HSK39297):补体因子 B 抑制剂全面覆盖 PNH 初治与经治患者.....17

3.3 HSK39004:布局 PDE3/4 抑制剂 COPD 适应症混悬液、干粉吸入双剂型.....18

4. 代谢&肿瘤：管线价值持续释放，MASH、胶质瘤资产优势凸显.....20

4.1 考格列汀（HSK7653）：双周口服降糖新药 2024 年进入国家医保加速商业化.....20

4.2 HSK31679：国内首款突破性 THR-β 激动剂 HSK31679，显著改善肝纤维化且安全性可控.....21

4.3 HSK42360:新机制 BRAF 抑制剂颅内抗肿瘤优势凸显，胶质瘤早期临床数据亮眼.....23

5. 投资建议.....25

5.1 收入预测.....25

5.2 DCF 估值.....27

6. 风险提示.....28

图表目录

图 1： 海思科创新药管线进度情况.....6

图 2： 海思科营收变化情况.....8

仅供内部参考，请勿外传

图 3： 海思科扣非归母净利润变化情况.....8
图 4： 海思科毛利率和净利率变化情况.....9
图 5： 海思科期间费用率变化情况.....9
图 6： 海思科麻醉产品收入情况.....10
图 7： 海思科麻醉产品毛利润及毛利率变化情况.....10
图 8： Gabapentin 测定克利加巴林（HSK16149）和普瑞巴林与钙通道α2δ亚基的结合亲和力.....11
图 9： 中国公立医疗机构终端普瑞巴林胶囊销售情况（单位：万元）.....11
图 10： 克利加巴林（HSK16149）在 DPNP 的疼痛改善情况.....12
图 11： 克利加巴林（Crisugabalin）在 PHN 的疼痛改善情况.....12
图 12： 主要的阿片受体亚型作用.....13
图 13： 安瑞克芬的化学结构.....13
图 14： 腹部手术术后镇痛安瑞克芬（HSK21542）与曲马多镇痛效果比较.....14
图 15： 腹部手术术后镇痛安瑞克芬（HSK21542）与安慰剂给药安全性比较.....14
图 16： 安瑞克芬（HSK21542）血液透析患者后 WI-NRS 平均值相对于基线的变化趋势.....15
图 17： 安瑞克芬（HSK21542）血液透析患者后 Skindex-16 平均值相对于基线的变化趋势.....15
图 18： HSK31858 剂量梯队给药健康受试者.....16
图 19： HSK31858 剂量梯队给药全血 NE 活性抑制情况.....16
图 20： HSK31858 给药支气管扩张症首次恶化时间.....16
图 21： HSK31858 给药支气管扩张症 1 次或者多次恶化患者比例.....16
图 22： 思普可泮片(HSK39297)治疗既往未接受过补体抑制剂治疗的 PNH 的Ⅲ期临床.....18
图 23： 思普可泮片(HSK39297)治疗既往 C5 单抗治疗后仍贫血患者的Ⅲ期临床.....18
图 24： PDE3/4 抑制剂作用机制.....19
图 25： 考格列汀(HSK7653)治疗 24 周后 T2D 患者的 HbA1c 降幅.....21

仅供内部参考，请勿外传

图 26： 考格列汀(HSK7653)治疗 24 周后第 24 周时 HbA1c< 7.0%的 T2D 患者比例.....21

图 27： Resmetirom 给药 NASH、肝纤维化改善情况.....22

图 28： HSK42360 治疗胶质瘤的 I 期临床有效性数据.....24

图 29： HSK42360 治疗脑胶质瘤展现良好的低级别和高级别脑胶质瘤的抗肿瘤活性.....25

图 30： 风险调整后海思科公司创新药业务预测（亿元）.....27

图 31： 海思科 DCF 模型 FCFF 估值的股权价值及每股价值.....28

表 1： 海思科高管介绍.....7

表 2： PDE3/4 抑制剂 HSK39004 双剂型开发进度梳理表.....20

表 3： THR-β激动剂 HSK31679 治疗 NASH 的 2b 期临床 52 周核心组织学疗效.....23

表 4： THR-β激动剂 HSK31679 治疗 NASH 的 2b 期临床 52 周安全性.....23

表 5： 海思科主营业务收入预测.....26

表 6： 海思科 DCF 模型估值假设.....27

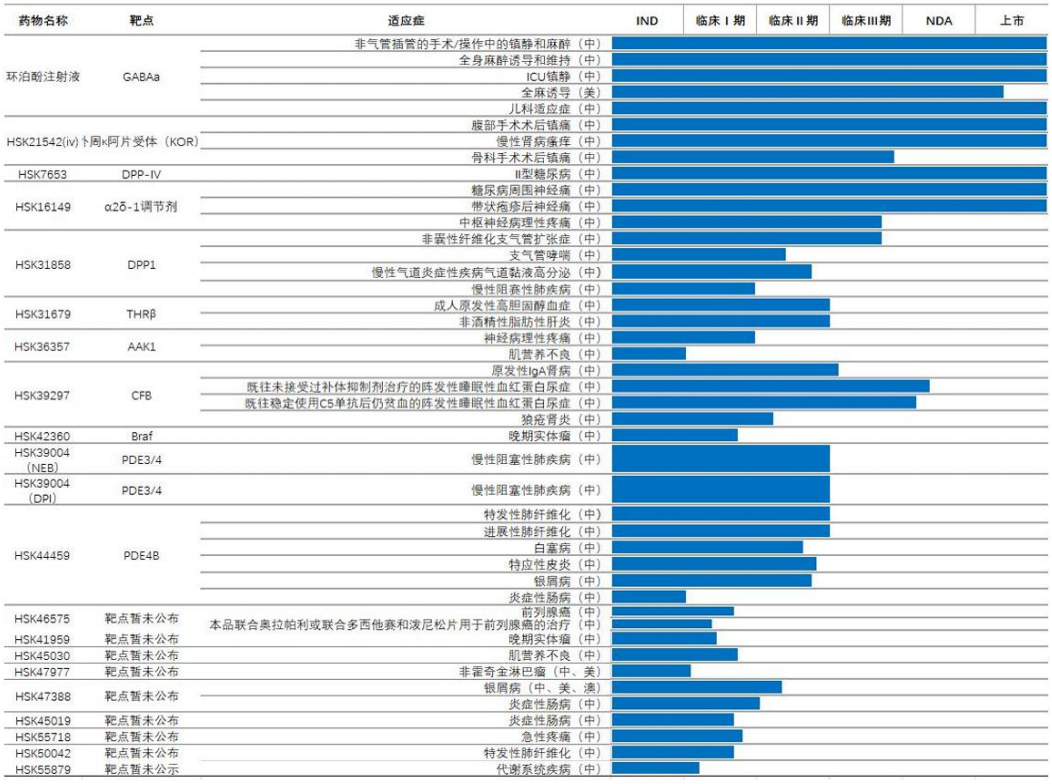
仅供内部参考，请勿外传

1. 公司是麻醉、呼吸、代谢等领域的小分子创新药企

1.1 创新药研发体系搭建完善，麻醉、镇痛、内分泌、呼吸系统等领域创新药广泛布局

海思科是一家集新药研发、生产、营销于一体的专业医药企业。截至 2025 年，公司已有 20 款 1 类新药进入临床。核心在研管线：HSK31858 片推进至非囊性纤维化支气管扩张症 III 期临床筹备；HSK31679 片完成高胆固醇血症 II 期，NASH 适应症 II 期已完成；思普可泮片（HSK39297）IgA 肾病适应症进行III期临床。已经上市的创新药方面，环泊酚覆盖多项国内麻醉镇静适应症，2026 年美国上市用于成人全身麻醉诱导；克利加巴林 DPNP、PHN 适应症 2024 年获批，中枢神经病理性疼痛 III 期完成入组；考格列汀 2024 年获批 2 型糖尿病适应症，两款药物纳入已经纳入国家医保。全球首款外周 κ 阿片受体激动剂安瑞克芬 2025 年 5 月获批腹部术后镇痛并纳入 2025 医保，同年 9 月慢性肾病相关瘙痒适应症获批，骨科术后镇痛适应症处于 III 期临床。思普可泮片 PNH 适应症已 2026 年 7 月上市。

图 1：海思科创新药管线进度情况



仅供内部参考，请勿外传

资料来源：公司 2025 年年报，山西证券研究所

公司高管医药行业经验丰富，通用研发平台、特定药物研发平台、核心研发团队搭建完善。公司董事长王俊民、总经理范秀莲在医药行业从业超过 20 年，拥有丰富的管理经验。公司已搭建起一套完整的从药物早期发现到商业化的全流程技术体系，研发中心现有人员 900 余人，硕士以上占比约 35%，其中新药化学部、生物团队等核心研发部门硕博比例高达 64%。

表 1：海思科高管介绍

姓名	职务	简介
王俊民	董事长	男，1968 年出生，中国国籍，有新加坡永久居留权，毕业于长江商学院，硕士学历。王俊民先生曾担任华西医科大学制药厂销售经理，2007 年 11 月至 2019 年 3 月历任海思科医药集团股份有限公司董事长、总经理，2019 年 3 月起任公司董事长。
严庞科	董事、总经理	男，1980 年出生，中国国籍，毕业于中国科学院上海药物研究所，博士学历。严庞科先生曾担任江苏恒瑞医药有限公司药理毒理部部长，临床前开发部总监。2014 年 2 月加盟海思科医药集团股份有限公司，历任公司董事、副总经理，2025 年 5 月起任公司董事、总经理。
王萌	副总经理兼董事会秘书	男，1985 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国药科大学，本科学历。王萌先生曾担任阿斯利康（中国）销售代表，爱尔康（中国）眼科产品有限公司销售代表，2011 年 2 月起加入公司，历任证券事务代表，现任公司副总经理兼董事会秘书。
段鹏	财务总监	男，1975 年出生，中国国籍，本科学历。在海思科医药集团股份有限公司历任审计主管、财务经理、财务副总监等职务，现任公司财务总监。
王瑞彬	副总经理	，男，1962 年出生，新加坡籍，毕业于新加坡国立大学，博士学历。王瑞彬先生曾担任康龙化成高级副总裁、诺华中国工厂负责人、GSK 技术服务总监、默克全球技术运营经理（固体制剂）等。2024 年 8 月加盟海思科医药集团股份有限公司。2025 年 5 月任公司副总经理。

资料来源：公司 2025 年年报，山西证券研究所

1.2 创新药业务驱动公司重回增长，盈利能力稳步提升

新药业务驱动公司重回增长。公司 2021 年营收下滑是独家仿制药多拉司琼受医保谈判降价、肠外营养产品临床受限、2021 年第五批仿制药集采等综合因素的影响。公司麻醉产品中 1 类创新药环泊酚 2021 年上市， 带动公司业绩重回增长轨道。公司营收从 2021 年的 27.7 亿元，提升到 2025 年的 43.88 亿元（同比+ 17.91%），CAGR 12.2%。2025 年营收 43.88 亿元（同比+ 17.91%），扣非归母净利润 1.67 亿元（同比+26.33%），四款创新药思舒宁、思舒静、思美宁

仅供内部参考，请勿外传

和倍长平销售收入占比超 50%。

自主品种海外申报+ NewCo 授权分润+跨国药企早期研发合作出海三箭齐发。（1）海外自主临床布局：环泊酚 FDA 审评上市；自免管线 HSK47388 澳洲完成 Ⅰ 期、美国 IND 获批，海外早期临床常态化推进。（2）单品海外授权：除 HSK39004、HSK31858 外，早年 TYK2 项目通过 NEWCO 模式出海，合作方临床推进顺利，五年左右完成了 1-3 期临床；2026 年 4 月与艾伯维达成 Nav1.8 镇痛管线授权，首付款 3000 万美元、里程碑最高 7.15 亿美元。2026 年 6 月，与美国 Nuvectis Pharma,Inc.（以下简称“Nuvectis”）于近日签订独占许可协议（以下简称“许可协议”），授予 Nuvectis 在除大中华区域以外的全球范围内开发、生产和商业化 HSK42360 项目（BRAF 抑制剂）的独家权利，以及思普可泮片(HSK39297)项目（CFB 抑制剂）的独家权利，公司将从 Nuvectis 获得 HSK42360 和思普可泮片项目的授权许可费（包括 4,000 万美元的首付款和近期里程碑付款及最高 14.21 亿美元的额外里程碑付款）以及销售提成。（3）里程碑礼来战略合作（2026 年 6 月公告）：依托自有小分子药物发现平台，承接礼来最多 5 个靶点早期研发，交易总潜在规模最高 30.54 亿美元，含 8700 万美元首付款、29.67 亿美元里程碑及销售提成；公司保留部分项目大中华区独家权益。

图 2：海思科营收变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：海思科扣非归母净利润变化情况



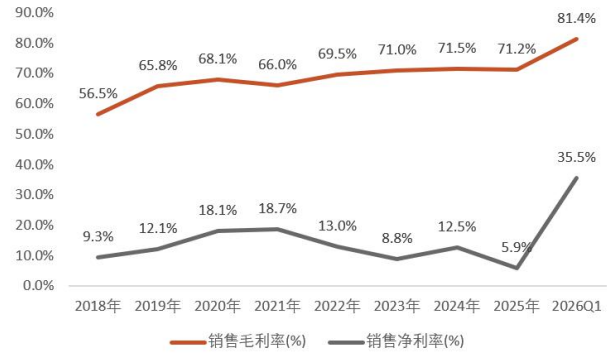
资料来源：Wind，山西证券研究所

公司毛利率稳步提升，研发费用率持续提升。2020 年 12 月环泊酚上市销售，2024 年克利加巴林、考格列汀上市，随着创新药的销售放量，公司毛利率稳步提升，毛利率从 2021 年的 66.0%提升到 2025 年的 71.2%。近年公司销售费用基本稳定，研发费用率稳步增长，研发费用

仅供内部参考，请勿外传

率从 2021 年的 15.7%提升到 2025 年的 18.3%。

图 4：海思科毛利率和净利率变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：海思科期间费用率变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 麻醉&神经：环泊酚、克利加巴林加速商业化，安瑞克芬上市

2.1 环泊酚：已成为份额第一的静脉麻醉药物，拓展儿科和海外市场进一步拉动增长

环泊酚已成为份额第一的静脉麻醉药物，拓展儿科和海外市场进一步拉动增长。环泊酚 2020 年 12 月国内获批，拥有内镜镇静、全麻诱导维持、ICU 镇静多项适应症。相比丙泊酚，它在保留同类药物优势的同时，呼吸抑制风险更低，循环影响更小，镇静起效迅速、BIS 曲线平稳，可减少术中低血压、低 BIS 等不良事件，安全性与患者舒适度更佳，现已被多项麻醉、内镜、重症相关指南共识推荐。公司麻醉业务 2021-2025 年收入高速增长是环泊酚快速放量所致，到 2024 年麻醉产品收入 12.3 亿元（+44.7%），2025H1 麻醉产品收入 7.96 亿元(+54%)。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，将全部适应症纳入《国家医保药品目录（2023 版）》，2024 年麻醉产品毛利率 90.4%（+0.5pct）。2025 年 H1，环泊酚已覆盖超 2,500 家医院，根据医药魔方医院数据，截止 2025 年 Q1，环泊酚在静脉麻醉市场份额已达 22.3%，超过丙泊酚、咪达唑仑、右美托咪定、瑞马唑仑等同类产品，持续保持市场份额第一的位置。国内方面，扩展儿童/青少年用药的补充申请已经获批；美国方面，“全麻诱导”适应症的 NDA 已经于 2026 年 FDA 获批。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：海思科麻醉产品收入情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：海思科麻醉产品毛利润及毛利率变化情况



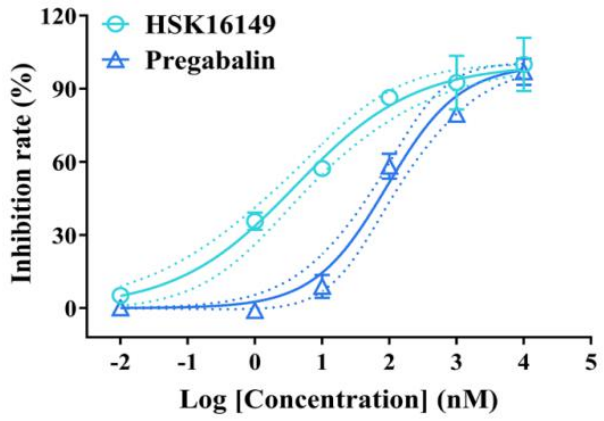
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 克利加巴林（HSK16149）：克利加巴林比普瑞巴林起效更迅速，可快速持续缓解 DPNP、PHN 疼痛

克利加巴林是无需滴定的第三代中枢神经系统钙离子通道调节剂，是一种α2δ-1 配体，新型高选择性口服 GABA 类似物。与普瑞巴林类似，克利加巴林与α2δ-1 的结合抑制了 Ca2+在 CNS 中的内流，从而减少了兴奋性神经递质的释放。它与α2δ-1 的结合亲和力高于普瑞巴林。HSK16149 具有全新的并三环笼状结构，相较于普瑞巴林的链状结构，增加了分子刚性，大幅提高了药理活性，生物利用度及中枢安全性。根据《Pharmacology Biochemistry and Behavior》期刊刊登的临床前研究显示，克利加巴林作为用于治疗神经病理性疼痛的第三代革命性的电压门控钙离子通道α2δ配体，在严格的啮齿类动物试验研究中，显示克利加巴林其滥用可能性很低：无自身给药现象，无咪达唑仑类药理反应，无奖赏效应等。该研究显示克利加巴林具有卓越的安全性，这为神经病理性疼痛治疗带来了新的安全性标准。

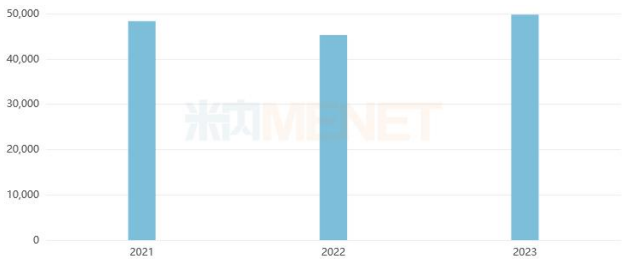
仅供内部参考，请勿外传

图 8：Gabapentin 测定克利加巴林（HSK16149）和普瑞巴林与钙通道 α 2 δ 亚基的结合亲和力



资料来源：海思精研，山西证券研究所

图 9：中国公立医疗机构终端普瑞巴林胶囊销售情况（单位：万元）

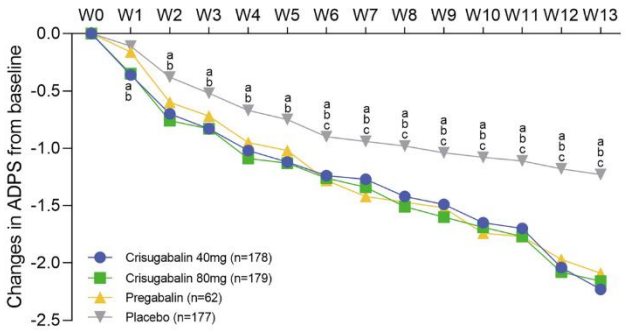


资料来源：米内网，山西证券研究所

苯磺酸克利加巴林相较普瑞巴林起效更快，国内 DPNP 适应症具备较大市场潜力。苯磺酸克利加巴林相较普瑞巴林起效更快，国内 DPNP 适应症市场潜力较大，该药 2024 年获批糖尿病周围神经病变痛（DPNP）、带状疱疹后神经痛（PHN）适应症，中枢神经病理性疼痛适应症 2026 年 NDA 获受理；临床数据显示克利加巴林 40mg / 天、80mg / 天首周即可产生镇痛效果并持续起效，第 13 周镇痛改善效果优于普瑞巴林，不良反应多为轻中度头晕、嗜睡，整体耐受性良好；当前 PHN 领域缺乏使用便捷的新型钙离子通道调节剂，现有一线药物操作繁琐、不良反应明显，钙离子通道调节剂为指南一线方案，其三期临床证实克利加巴林治疗 PHN 首周快速起效且疗效维持 12 周，40mg / 日、80mg / 日剂量镇痛效果显著优于安慰剂，长期用药安全性可控。

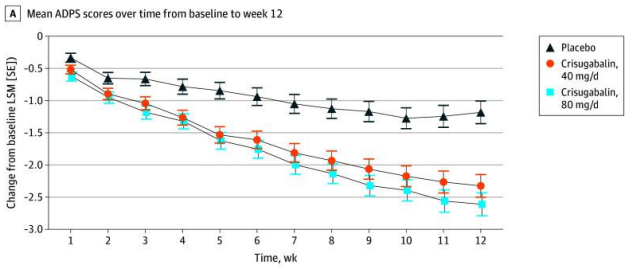
仅供内部参考，请勿外传

图 10：克利加巴林（HSK16149）在 DPNP 的疼痛改善情况



资料来源：Pain and Therapy《Rapid Onset of Pain Relief with Crisugabalin in Patients with Diabetic Peripheral Neuropathic Pain: Findings from a Multicenter, Randomized, Double-Blind, Controlled Study》，山西证券研究所（注：ADPS 为平均每日疼痛评分）

图 11：克利加巴林（Crisugabalin）在 PHN 的疼痛改善情况



资料来源：JAMA Dermatol《Efficacy and Safety of Crisugabalin (HSK16149) in Adults with Postherpetic Neuralgia : A Phase 3 Randomized Clinical Trial》，山西证券研究所

2.3 安瑞克芬（HSK21542）：镇痛、安全性良好，腹部手术术后镇痛上市，肾病瘙痒适应症将上市

κ-阿片受体药物可以治疗疼痛、成瘾和情感性疾病，公司高选择外周 k 受体激动剂安瑞克芬安全性大幅提升。κ- 阿片受体（KOR）是疼痛、成瘾及情感疾病极具潜力的治疗靶点，外周选择性 KOR 激动剂可仅作用于外周、减少入脑，规避传统中枢 KOR 激动剂副作用；安瑞克芬为全球首个高选择性外周 κ 阿片受体激动剂镇痛药，不易透过血脑屏障，兼具强效镇痛效果，能够避免呼吸抑制、镇静、成瘾等中枢不良反应，还可明显降低术后恶心呕吐风险，安全性实现大幅提升，有望重塑术后镇痛格局。

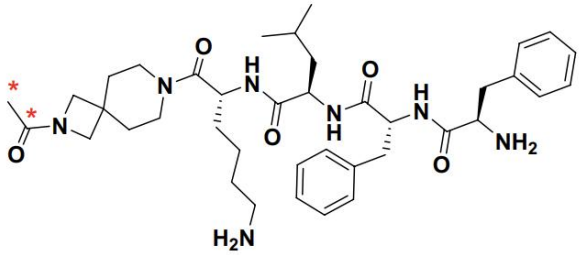
仅供内部参考，请勿外传

图 12：主要的阿片受体亚型作用



资料来源：海思精研，山西证券研究所

图 13：安瑞克芬的化学结构

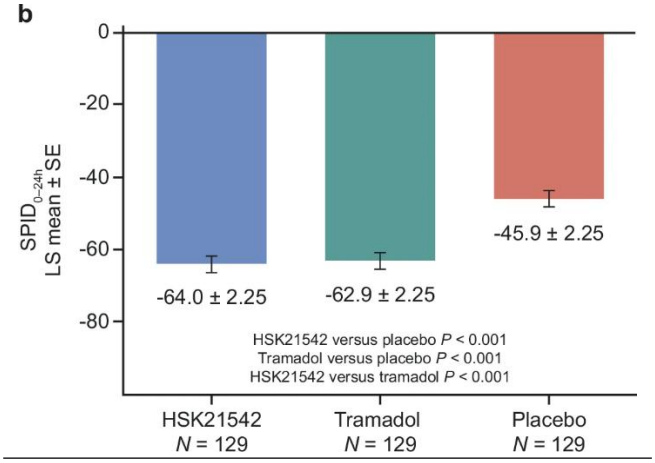


资料来源：海思精研，山西证券研究所

安瑞克芬术后镇痛效果良好，比曲马多呕吐恶心发生率更低，有希望部分替代中枢作用的阿片药物。HSK21542-303 研究纳入了 387 例腹部手术后发生中重度疼痛（NRS≥4 分）的患者，随机分为安瑞克芬 1.0 μg/kg 组、曲马多 50mg 组和安慰剂组。研究的主要终点是 24 小时内时间加权总疼痛强度差异（SPID0-24h），这一指标能够全面评估药物在术后 24 小时内的镇痛效果。安瑞克芬在 SPID0-24h 方面表现卓越，其均值为-64.0，显著优于安慰剂组的-45.9，P＜0.001，这意味着安瑞克芬能够为患者带来更显著的疼痛缓解。安瑞克芬在镇痛效果上非劣效于曲马多。在安全性方面，安瑞克芬组治疗相关不良事件（TRAEs）的发生率为 25.6%，大幅低于曲马多组 57.4%。安瑞克芬组的恶心、呕吐发生率较低，安瑞克芬组恶心的发生率为 7.8%，曲马多组 41.1%；呕吐发生率为 8.5%，曲马多组 37.2%。术后恶心呕吐极大影响了患者的手术效果及预后，可能导致并发症，甚至延误出院，增加医疗支出。安瑞克芬在发挥良好镇痛效果的同时，对于提升患者术后舒适度有重要意义。

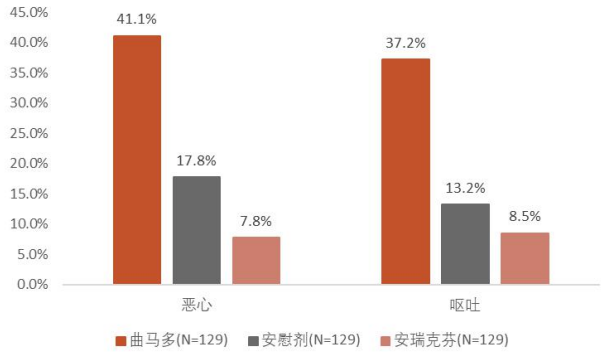
仅供内部参考，请勿外传

图 14：腹部手术术后镇痛安瑞克芬（HSK21542）与曲马多镇痛效果比较



资料来源：nature communications《HSK21542 in patients with postoperative pain: two phase 3, multicentre, double-blind, randomized, controlled trials》，山西证券研究所

图 15：腹部手术术后镇痛安瑞克芬（HSK21542）与安慰剂给药安全性比较

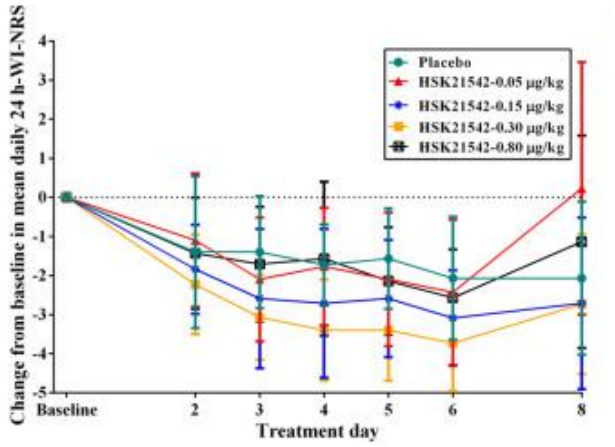


资料来源：nature communications《HSK21542 in patients with postoperative pain: two phase 3, multicentre, double-blind, randomized, controlled trials》，山西证券研究所

安瑞克芬肾病瘙痒适应症 2025 年获批上市，安瑞克芬是成为国内首个自研 CKD-aP 新药。血液透析患者的安瑞克芬在 0.05-0.80 μg/kg 的剂量范围内耐受性良好。安瑞克芬 0.3 μg/kg 对中度至重度瘙痒患者表现出有希望的疗效，需要进一步的 II 期试验。与安慰剂相比，安瑞克芬 0.30 μg/kg 组每周平均最严重瘙痒强度数字评定量表显著降低（p =0.046）。

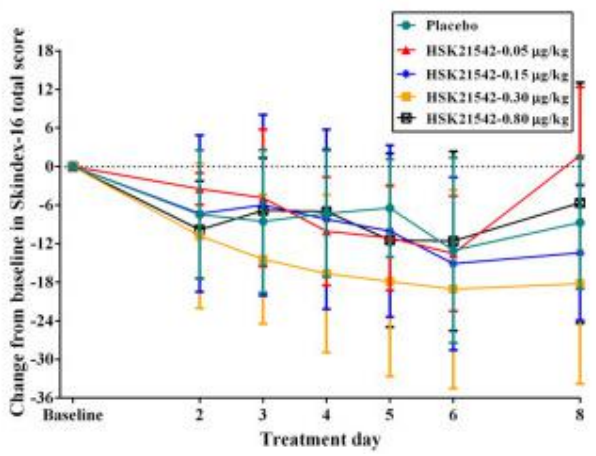
仅供内部参考，请勿外传

图 16：安瑞克芬（HSK21542）血液透析患者后 WI-NRS 平均值相对于基线的变化趋势



资料来源：Front Pharmacol《Safety and effectiveness of HSK21542 for hemodialysis patients: a multiple ascending dose study 》，山西证券研究所

图 17：安瑞克芬（HSK21542）血液透析患者后 Skindex-16 平均值相对于基线的变化趋势



资料来源：Front Pharmacol《Safety and effectiveness of HSK21542 for hemodialysis patients: a multiple ascending dose study 》，山西证券研究所

3. 呼吸&自免：管线多点突破，多款潜力品种价值持续兑现

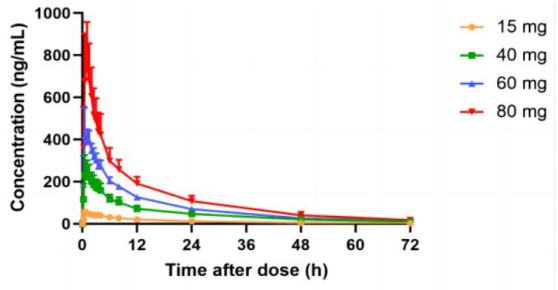
3.1 HSK31858:DPP-1 抑制剂管线抑制了全血 NE 活性，改善支气管扩张症临床结局

HSK31858 可显著降低支气管扩张症患者急性加重风险。HSK31858 是一种新型的口服、强效和高选择性的二肽基肽酶-1（DPP-1）抑制剂，用于治疗支气管扩张症。HSK31858 支气管扩充症正在 III 期临床入组，后续拓展哮喘、慢阻肺。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。呼吸新药 DPP-1 抑制剂 HSK31858 正在开展国内非囊性纤维化支气管扩张症的 III 期临床，支气管哮喘、慢性阻塞性肺疾病适应症进入临床。根据《海思科：投资者关系活动记录表 20250425》。支气管扩张症是国内高发、异质性显著的慢性气道炎症疾病，病程迁延、易反复急性加重，现有方案仅能缓解症状，缺乏稳定期预防加重药物；疾病核心机制是中性粒细胞过度活化释放弹

仅供内部参考，请勿外传

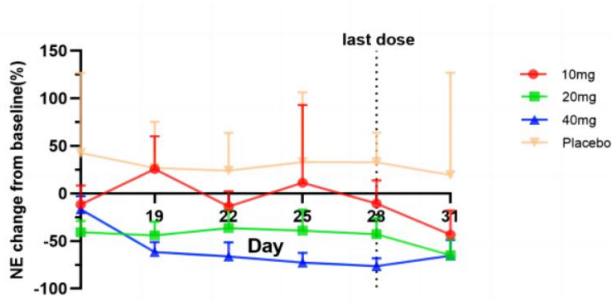
性蛋白酶，形成炎症恶性循环，DPP-1 是激活中性粒细胞丝氨酸蛋白酶的关键靶点，HSK31858 可高选择性强效抑制 DPP-1，从源头减少蛋白酶释放。其二期临床数据显示，20mg、40mg 剂量组年化急性加重率分别为 1.00 次/人年、0.75 次/人年，较安慰剂 1.88 次/人年分别下降 46.8%、60.1%，无急性加重患者比例明显提升，40mg 组获益更佳；两个剂量均显著降低急性加重频次，且不良事件发生率与安慰剂相近，安全性良好。

图 18：HSK31858 剂量梯队给药健康受试者



资料来源：The ERS Congress 2024《Safety, tolerability, pharmacokinetics(PK) and pharmacodynamics(PD) of HSK31858?a novel DPP-1 inhibitor in healthy volunteers?a phase I clinical trial》，山西证券研究所

图 19：HSK31858 剂量梯队给药全血 NE 活性抑制情况

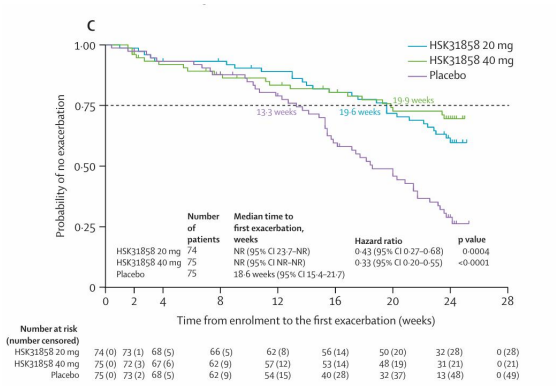


资料来源：The ERS Congress 2024《Safety, tolerability, pharmacokinetics(PK) and pharmacodynamics(PD) of HSK31858?a novel DPP-1 inhibitor in healthy volunteers?a phase I clinical trial》，山西证券研究所

图 20：HSK31858 给药支气管扩张症首次恶化时间

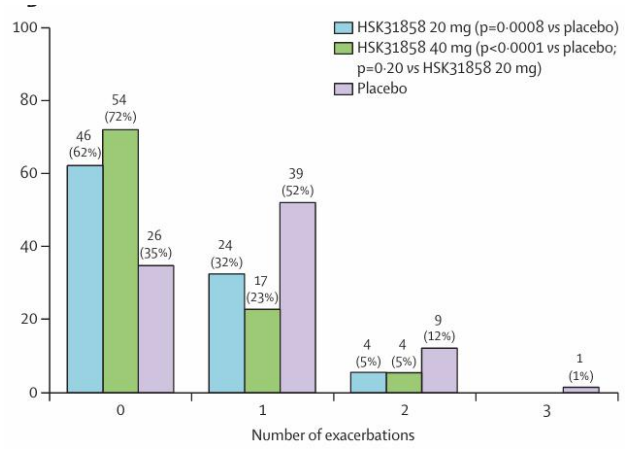
图 21：HSK31858 给药支气管扩张症 1 次或者多次

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：The Lancet Respiratory Medicine《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》，山西证券研究所

恶化患者比例



资料来源：The Lancet Respiratory Medicine《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》，山西证券研究所

3.2 思普可泮片(HSK39297):补体因子 B 抑制剂全面覆盖 PNH 初治与经治患者

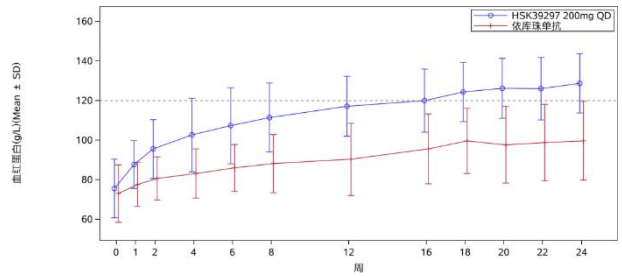
无论是用于 PNH 初治患者还是 C5 单抗治疗后仍存在贫血的 PNH 经治患者，每日一次口服使用思普可泮片均展现出显著的疗效和良好的安全性，将为 PNH 患者提供新的治疗选择。当前思普可泮片已 2026 年 7 月获批上市。2026 年 6 月，公司将补体因子 B 抑制剂思普可泮片的除大中华区域以外的全球权益授权给 Nuvectis，公司将获得首付款、里程碑、销售分成。

思普可泮片在两项 PNH 的III 期临床研究中表现亮眼。针对初治 PNH 患者开展的头对头试验纳入 73 例受试者，经 24 周治疗后，思普可泮片相较依库珠单抗可持续提升血红蛋白，第 18–24 周血红蛋白≥120g/L 患者占比显著更优，多数患者摆脱输血依赖，在溶血控制、网织红细胞下降、疲劳改善方面更具优势，不存在 C3 沉积介导的血管外溶血，不良事件发生率更低且不良反应多为轻中度，无减量、停药相关不良事件；针对 C5 单抗治疗后仍存在贫血的 PNH 患者的单臂 III 期研究显示，36 例受试者接受 24 周思普可泮片单药治疗后血红

仅供内部参考，请勿外传

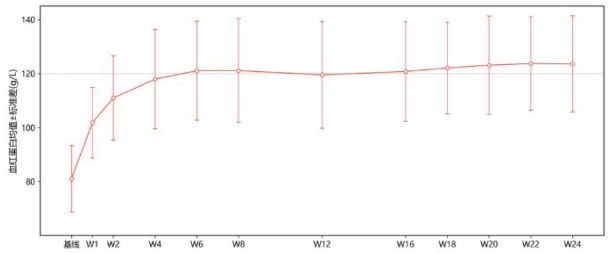
蛋白持续上升，达标患者比例超出预设阈值，大部分患者脱离输血依赖，药物可显著清除残留 C3 沉积、消除血管外溶血风险，同时改善疲劳症状，整体安全性良好，不良事件以轻中度为主，未发生致使剂量调整或试验终止的不良反应。

图 22：思普可泮片(HSK39297)治疗既往未接受过补体抑制剂治疗的 PNH 的III期临床



资料来源：海思精研公众号引用 EHA 2026 年会数据，山西证券研究所，注：海思精研为海思科医学与科研公众号

图 23：思普可泮片(HSK39297)治疗既往 C5 单抗治疗后仍贫血患者的III期临床



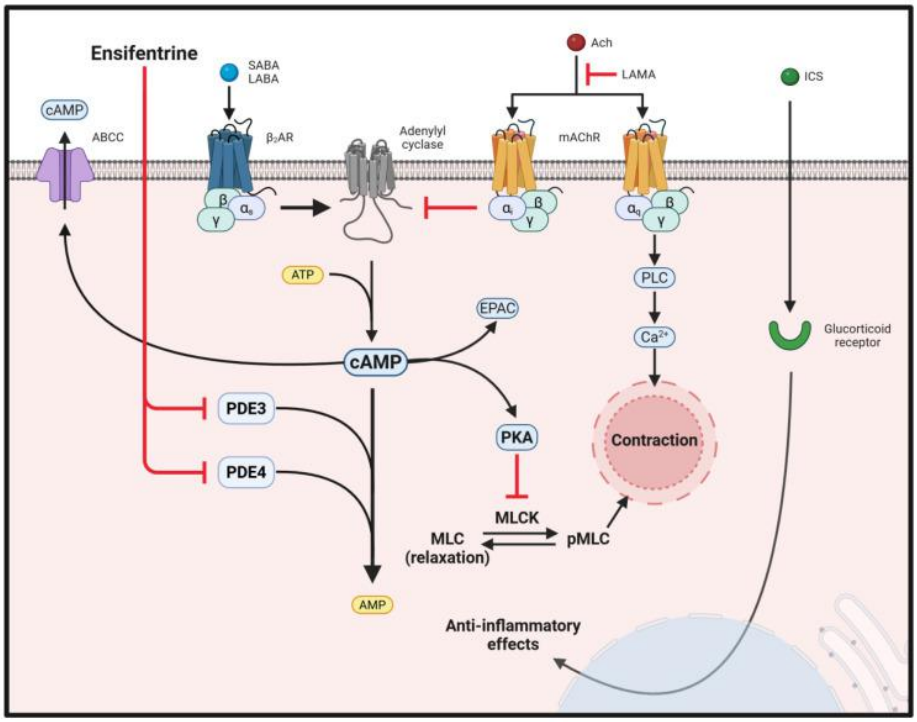
资料来源：海思精研公众号引用 EHA 2026 年会数据，山西证券研究所

3.3 HSK39004:布局 PDE3/4 抑制剂 COPD 适应症混悬液、干粉吸入双剂型

COPD 核心病理包含气道平滑肌持续收缩与气道慢性炎症、黏液高分泌两大问题，传统单靶点药物只能单一改善气流受限或控制炎症，难以同时干预两条通路；海思科的吸入型 PDE3/4 双重小分子抑制剂 HSK39004 经气道吸入可在局部形成高药物浓度，避免口服 PDE 抑制剂带来的胃肠道、精神系统全身副作用，其中抑制 PDE3 能够升高气道平滑肌 cAMP 水平、舒张支气管以改善气流受限，抑制 PDE4 可减少促炎因子释放、减少黏液分泌并延缓气道重塑，二者联用具备 1+1＞2 的协同效应，体外试验表明其抑制促炎因子、舒张平滑肌效果相比单靶点抑制剂提升明显。

仅供内部参考，请勿外传

图 24：PDE3/4 抑制剂作用机制



资料来源：cells《Advancing Obstructive Airway Disease Treatment: Dual PDE3/4 Inhibition as a Therapeutic Strategy》，山西证券研究所（注：Ensifentrine 为首款 FDA 获批的 PDE3/4 抑制剂）

2026 年海思科创新药 PDE3/4 抑制剂 HSK39004 吸入粉雾剂用于治疗“慢性阻塞性肺病（COPD）”适应症被 CDE 纳入《突破性治疗品种名单》。HSK39004 吸入粉雾剂在纳入突破性治疗后，有望在上市申报阶段获得优先审评资格，加速其上市。HSK39004 吸入粉雾剂已经在无背景治疗和有背景治疗的慢性阻塞性肺疾病患者中完成了两项 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。已与美国 AirNexis 签订海外合作开发协议，全球同步开发。HSK39004 上市有望为 COPD 患者带来全新的治疗选择。此外，除吸入粉雾剂外，HSK39004 混悬液也正处在临床 3 期开发阶段，覆盖更为广泛的 COPD 患者人群。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：PDE3/4 抑制剂 HSK39004 双剂型开发进度梳理表

剂型	给药方式	目标人群	临床阶段	核心监管利好
吸入粉雾剂	干粉吸入，快速给药	轻中度稳定期 COPD、门诊居家患者	III 期临床	纳入突破性治疗品种，申报阶段享受优先审评、沟通绿色通道
吸入混悬液	雾化吸入，配合呼吸机/氧疗	重度 COPD、住院急性加重期、老年低吸气流量患者	III 期临床	国内首个进入 III 期的国产吸入型 PDE3/4 双重抑制剂

资料来源：药品临床试验登记及信息公示平台，海思科 2025 年公司年报，山西证券研究所

4. 代谢&肿瘤：管线价值持续释放，MASH、胶质瘤资产优势凸显

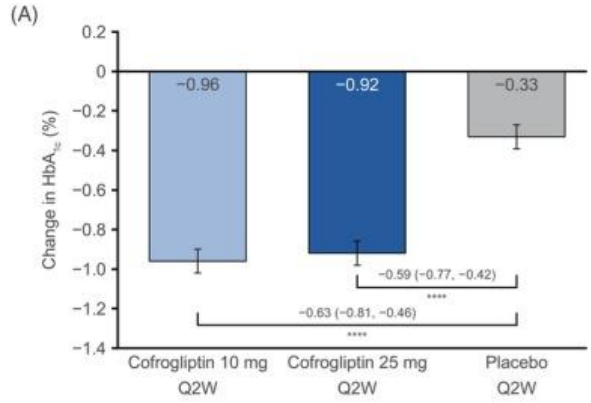
4.1 考格列汀（HSK7653）：双周口服降糖新药 2024 年进入国家医保加速商业化

双周口服降糖新药考格列汀（HSK7653）抑制 DPP-4 活性并增加血浆 GLP-1 水平和血清胰岛素水平，显著降低 HbA1c（糖化血红蛋白）水平。双周口服降糖新药考格列汀 2024 年进入国家医保，有望凭借更长效、更患者友好加速商业化，年销售规模迈入亿元梯队。持续治疗依从性对于有效控制血糖至关重要，低治疗依从率影响了近 50%的 T2D 患者，导致血糖控制不佳，并增加了糖尿病并发症、住院、医疗费用和死亡率的风险。一项系统评价发现，DPP-4 抑制剂的依从性优于磺脲类药物、噻唑烷二酮类药物和二甲双胍。DPP-4 抑制剂通常不会导致体重增加。与 T2D 患者每天一次相比，每周一次给药的治疗依从性更好。考格列汀耐受性良好，与安慰剂组相比，TEAE 和 ADR 的发生率未显著增加。

考格列汀显著抑制 DPP-4 活性并增加血浆 GLP-1 水平和血清胰岛素水平。当考格列汀血药浓度≥20.0ng/mL 时，所有受试者的 DPP-4 抑制率维持在>80.0%。10 和 25mg 剂量组与安慰剂组相比，HbA1c（糖化血红蛋白）水平保持下降趋势。III 期研究表明，24 周给药后，考格列汀显著降低 HbA1c 约 0.9%-1.0%。低血糖风险极低，胃肠道耐受性好。

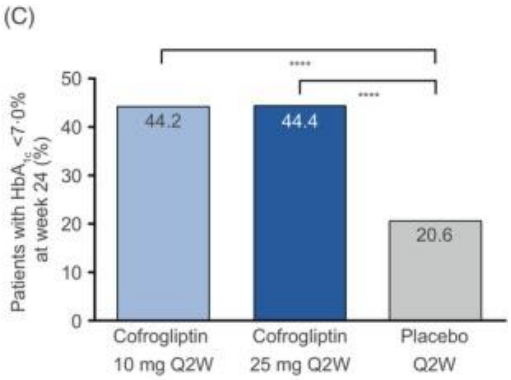
仅供内部参考，请勿外传

图 25：考格列汀(HSK7653)治疗 24 周后 T2D 患者的 HbA1c 降幅



资料来源：Diabetes Obes Metab《Efficacy and safety of cofrogliptin once every 2 weeks in Chinese patients with type 2 diabetes: A randomized, double‐blind, placebo‐controlled, phase 3 trial》，山西证券研究所

图 26：考格列汀(HSK7653)治疗 24 周后第 24 周时 HbA1c< 7.0%的 T2D 患者比例



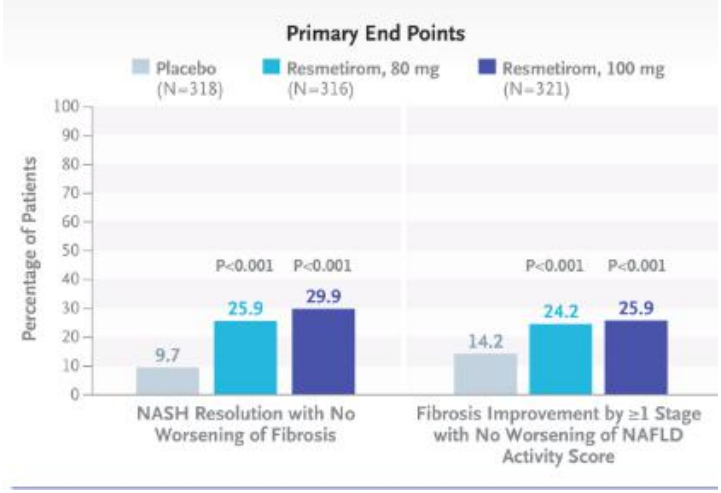
资料来源：Diabetes Obes Metab《Efficacy and safety of cofrogliptin once every 2 weeks in Chinese patients with type 2 diabetes: A randomized, double‐blind, placebo‐controlled, phase 3 trial》，山西证券研究所

4.2 HSK31679：国内首款突破性 THR-β 激动剂 HSK31679，显著改善肝纤维化且安全性可控

甲状腺激素受体β（THR-β）激动剂 MGL-3196（resmetirom）是第一个代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）口服药物，两种剂量的 resmetirom 在两个主要终点方面均优于安慰剂。THR-β 激动剂激活肝脏 THR-β，加速肝脏胆固醇、甘油三酯分解，抑制肝脏脂肪从头合成，同步降低血清 LDL、总胆固醇，并减少肝细胞脂质毒性、抑制肝内炎症因子释放，阻断肝星状细胞活化，延缓甚至逆转 F2/F3 中期肝纤维化。

仅供内部参考，请勿外传

图 27：Resmetirom 给药 NASH、肝纤维化改善情况



资料来源：NEJM《 A Phase 3,Randomized,Controlled Trial ofResmetiromin NASH with tiver Fibrosis》，山西证券研究所

HSK31679 为海思科自研口服高选择性甲状腺激素β（THR-β）激动剂，靶向肝脏特异性 THR-β 受体，几乎不激动心脏 THR-α，规避心动过速等心血管副作用，同步覆盖原发性高胆固醇血症、MASH（原 NASH）两大代谢适应症。2026 年 3 月 12 日，HSK31679（MASH 适应症）获 CDE 纳入突破性治疗品种，为国内首个获该认定的 THR-β 激动剂，上市阶段享受优先审评、沟通绿色通道。

HSK31679 是全球首款完整披露亚洲人群 52 周肝活检组织学终点的 THR-β 药物，同类获批药 Resmetirom 临床入组 90% 为欧美白人。MASH 的 IIb 期临床中（n=186），治疗 52 周，安慰剂组、HSK31679 片 80mg 组和 HSK31679 片 160mg 组分别有 10%、37.3% 和 30% 的患者实现 MASH 改善同时纤维化无恶化，两组对比均具有极显著统计学差异（p 均 ＜0.01），证实了 HSK31679 对 MASH 核心病理的明确改善作用。治疗 52 周，安慰剂组、HSK31679 片 80mg 组和 HSK31679 片 160mg 组分别有 5.0%、22.0%和 18.3% 的患者 MASH 改善同时肝组织纤维化改善 1 分及以上，两组对比均具有显著统计学差异。随着 IIb 期研究的成功，HSK31679 的研发进程将进一步加速，后续 III 期临床研究已在规划推进中。

仅供内部参考，请勿外传

表 3：THR-β激动剂 HSK31679 治疗 NASH 的 2b 期临床 52 周核心组织学疗效

疗效终点分组	安慰剂组	HSK31679 80mg	HSK31679 160mg
MASH 改善 + 纤维化无恶化	10.0%	37.3%	30.0%
MASH 改善 + 纤维化改善≥1 级	5.0%	22.0%	18.3%

资料来源：海思精研援引欧洲肝脏研究学会年会（EASL Congress 2026）数据，山西证券研究所

安全性数据显示，HSK31679 片 整体安全性良好，患者耐受性佳：安慰剂组、HSK31679 片 80mg 组和 HSK31679 片 160mg 组治疗相关不良事件发生率分别是 18%、15%和 34%和 22%；无药物相关的 3 级及以上严重不良事件；无药物相关的严重不良事件、治疗中断或死亡事件发生，仅胃肠道不良事件发生率略高于安慰剂组，且均为轻至中度，临床可控。

表 4：THR-β激动剂 HSK31679 治疗 NASH 的 2b 期临床 52 周安全性

Adverse events	Placebo (n=62)	HSK31679 80mg (n=61)	HSK31679 160mg (n=62)	Overall (n=185)
	45 (73%)	46 (75%)	48 (77%)	139 (75%)
Drug-related TEAE	11 (18%)	9 (15%)	21 (34%)	41 (22%)
Any serious adverse event*	3 (5%)	3 (5%)	4 (7%)	10 (5%)
Grade ≥3 TEAE	3 (5%)	3 (5%)	5 (8%)	11 (6%)
Drug-related Grade ≥3 TEAE	0 (0)	0 (0)	1 (2%)	1 (1%)
Adverse events leading to discontinuation	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0%)

资料来源：海思精研援引欧洲肝脏研究学会年会（EASL Congress 2026）数据，山西证券研究所

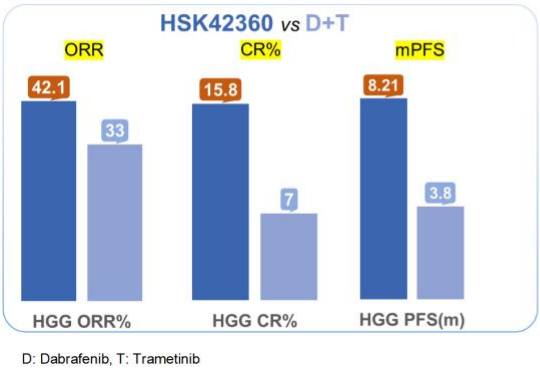
4.3 HSK42360:新机制 BRAF 抑制剂颅内抗肿瘤优势凸显，胶质瘤早期临床数据亮眼

HSK42360 为可穿透血脑屏障的新一代 BRAF 抑制剂，拥有全新作用机制，能够最大化外推 BRAF V600E 蛋白 αC - 螺旋、阻断 RAF 二聚体形成，从源头抑制 MAPK 通路反常激活，规避传统 BRAF 抑制剂常见皮肤毒性及获得性耐药；2026 年 6 月公司将该药大中华区以外全球权益授权 Nuvectis，可获取首付款、里程碑款项及销售分成。其首次人体临床

仅供内部参考，请勿外传

HSK42360-101 研究数据显示，截至 2025 年 12 月 23 日，23 例脑胶质瘤患者完成肿瘤评估，其中高级别胶质瘤 ORR 42.1%、DCR 89.5%，低级别胶质瘤 ORR 50.0%、DCR 75.0%。

图 28：HSK42360 治疗胶质瘤的 I 期临床有效性数据



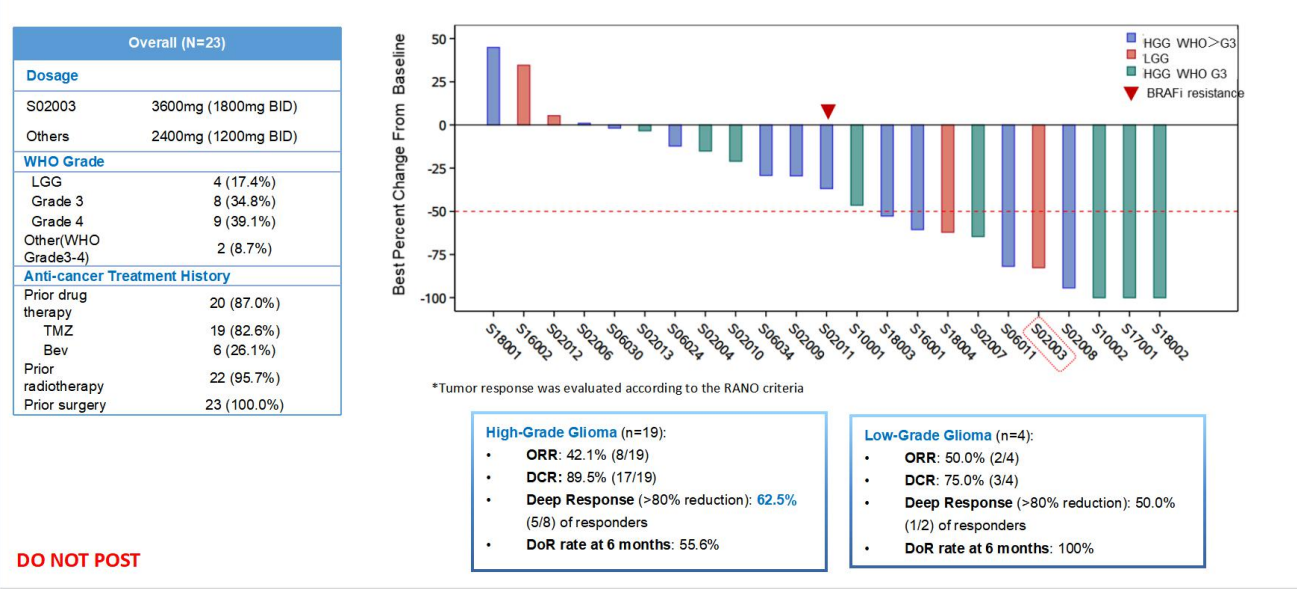
	HSK42360	D+T (ROAR)*	Chemo*
Population	Recurrent Glioma (HGG/LGG)		
ORR			
HGG	42.1%(20-67)	33%(20-49)**	~5%
HGG CR	3 (15.8%)	3 (7%)	-
LGG	50%(7-93)	50%(23-77)**	-
WHO 3 HGG	50%(16-84)	38%(14–68)	-
WHO 4 HGG	33.3%(7-70)	32%(17–51)	-
mPFS			
HGG	8.21m (4.14-NA)	3.8m (1.8-9.2)	< 3m
LGG	NR (NA-NA)	NR (7.4-NA)	-

资料来源：海思精研援引 AACR 2026 数据，山西证券研究所

在 HGG 患者中，与国外已获批胶质瘤适应症的达拉非尼联合曲美替尼疗法相比，HSK42360 单药不论从客观响应率（42.1% vs 33%）、CR 率（15.8% vs 7%）还是 mPFS（8.21 个月 vs3.8 个月）来看，都具有明显的优势，提示 **HSK42360 具有优于同靶点药物的脑透性和颅内抗肿瘤活性**。HSK42360 单药治疗耐受性良好，未观察到预期外的安全性信号。初步疗效数据表明，该药物在 BRAF V600 突变实体瘤（包括原发性中枢神经系统肿瘤，如胶质瘤）中具有良好的抗肿瘤活性。目前该研究仍在进行中，为脑胶质瘤靶向治疗带来了新的希望。

仅供内部参考，请勿外传

图 29：HSK42360 治疗脑胶质瘤展现良好的低级别和高级别脑胶质瘤的抗肿瘤活性



资料来源：海思精研援引 AACR 2026 数据，山西证券研究所

5. 投资建议

5.1 收入预测

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、安瑞克芬放量，思普可泮上市。预计公司 2026-2028 年营收预计公司营收 61.7、69.0、85.0 亿元。

假设：

（1）预测产品：在 II 期临床之前或尚未读出临床数据的创新药产品不纳入预测

（1）麻醉产品：麻醉业务核心产品环泊酚、安瑞克芬(HSK21542)销售收入处于增长态势，公司积极布局其他镇痛药物，预计 2026-2028 年公司麻醉产品业务收入增速约为 20.1%、36.6%、25.9%。

（3）肠外营养：公司以肠外营养仿制药起家，肠外营养产品仍能为公司贡献收入。我们预计 2026-2028 年肠外营养产品收入增速约为-10.00%、-3.00%、-3.00%。

（4）：其他适应症（其他制剂）：公司其他创新药糖尿病新药考格列汀、克利加巴林已经

仅供内部参考，请勿外传

进入医保，思普可泮 2026 年获批上市，正在快速放量，预计正在后期临床的 HSK31858 片（DPP-1 抑制剂，非囊性纤维化支气管）、THR-β 激动剂 HSK31679、PDE3/4 抑制剂 HSK39004 之后将会上市后开始产生销售收入。

表 5：海思科主营业务收入预测

单位：亿元	2025 年	2026E	2027E	2028E
营业总收入	43.9	61.7	69.0	85.0
同比	17.9%	40.7%	11.7%	23.2%
毛利率（%）	81.4%	78.4%	78.5%	80.0%
自产产品收入	33.7	40.2	53.2	68.9
同比	28.1%	19.5%	32.2%	29.6%
自产产品毛利率	80.2%	84.0%	85.4%	85.8%
麻醉产品收入	20.6	24.8	33.8	42.6
同比	67.2%	20.1%	36.6%	25.9%
麻醉产品毛利率（%）	90.0%	90.0%	90.0%	89.0%
肿瘤止吐收入	2.3	2.2	2.1	2.1
同比	-25.0%	-5.0%	-3.0%	-2.0%
肿瘤止吐毛利率	65.0%	87.0%	87.0%	86.0%
肠外营养收入	3.8	3.5	3.4	3.3
同比	-25.0%	-10.0%	-3.0%	-3.0%
肠外营养毛利率	55.0%	55.0%	54.0%	53.0%
其他适应症收入（其他制剂）	7.0	9.9	13.9	21.1
同比	20.0%	41.7%	41.2%	51.2%
其他适应症毛利率	70.1%	78.4%	81.7%	84.5%
合作产品相关收入	10.3	10.5	10.7	10.9
同比	9.1%	2.0%	2.0%	2.0%
合作产品毛利率	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%
BD 授权产品收入		9.5	3.5	3.5
同比			-63.0%	0.0%
毛利率		100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Wind，山西证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

图 30：风险调整后海思科公司创新药业务预测（亿元）

	2025年	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
风险调整后创新药销售收入	23.6	31.1	44.2	60.2	80.0	102.1	125.8	149.6	174.7	199.7	224.1	243.1
同比	83.9%	31.6%	42.5%	36.1%	32.8%	27.8%	23.1%	19.0%	16.8%	14.3%	12.2%	8.5%
环泊酚	20.0	21.8	28.1	33.4	38.8	43.5	47.5	51.2	54.7	57.9	60.7	63.0
环泊酚（国内）	17.0	21.3	25.5	29.3	33.1	36.5	39.4	42.1	44.7	46.9	48.8	50.2
环泊酚（国外）	0.0	0.5	2.6	4.0	5.7	7.0	8.1	9.1	10.1	11.0	11.9	12.7
安瑞克芬HSK21542（外周k阿片受体激动剂，手术术后镇痛、慢性肾脏疾病瘙痒）	0.6	3.0	5.7	9.2	13.2	18.0	22.9	27.8	32.5	36.3	39.9	42.7
HSK21542（术后镇痛）	0.6	2.5	4.5	6.8	8.8	11.1	13.3	15.3	17.4	19.7	22.0	23.6
HSK21542（慢性疼痛）	0.2	0.5	1.2	2.4	4.3	6.9	9.7	12.6	15.1	16.6	17.9	19.2
考格列汀片（HSK7653，DPP-4，2型糖尿病）	1.5	3.0	4.2	5.5	6.6	7.5	8.3	8.9	9.4	9.8	10.1	10.3
苯磺酸克利加巴林胶囊（HSK16149，α2δ-1调节剂）	1.5	3.0	5.2	8.7	12.7	17.0	21.5	24.8	27.3	29.4	31.2	32.6
克利加巴林（糖尿病后神经痛）	1.2	2.4	3.1	4.3	4.9	5.4	6.0	6.3	6.5	6.6	6.7	6.8
克利加巴林（带疱后神经痛）	0.3	0.6	1.2	2.0	2.6	3.1	3.6	3.9	4.1	4.3	4.4	4.4
中枢神经病理性疼痛			0.7	1.4	3.1	4.9	7.0	8.5	9.8	10.9	12.0	12.9
纤维肌痛			0.1	1.0	2.1	3.5	4.9	6.0	6.9	7.6	8.1	8.5
HSK31858片（DPP-1抑制剂，非囊性纤维化支气管）			0.2	0.9	2.7	5.4	9.2	13.8	19.3	25.1	30.1	33.1
THR-Beta（HSK31679，THR-β 激动剂）					0.5	1.3	3.1	5.3	8.5	12.8	17.9	23.2
思普可泮片(HSK39297):补体因子B抑制剂		0.3	0.9	2.5	5.1	8.1	9.7	10.7	11.7	12.6	13.5	14.3
PDE3/4抑制剂HSK39004					0.5	1.4	3.6	7.1	11.4	16.0	20.7	23.9

资料来源：Wind，山西证券研究所预测

5.2 DCF 估值

我们采用 DCF 估值方法，通过 Wind BETA 计算器计算得公司调整后 beta 为 0.99，无风险收益率假设为十年期国债收益率(1.76%)，市场预期收益率假设为 6.8%,有效税率假设为 10%,债务资本成本 Kd 假设为 5.87%，债务资本比重 Wd 假设为 27.90%，股权资本成本 Ke 假设为 6.77%，经计算得出加权平均资本成本 WACC 为 6.52%。DCF 测算股权价值 938.5 亿元，目标价 82.09 元，首次深度覆盖，给予“买入-B”评级。

表 6：海思科 DCF 模型估值假设

估值假设	数值
过渡期年数	11
过渡期增长率	18.83%
永续增长率 g	2.00%
贝塔值（β）	0.99
无风险利率 Rf（%）	1.76%
市场的预期收益率 Rm（%）	6.80%
有效税率 Tx（%）	10.00%
应付债券利率	5.00%
债务资本成本 Kd	5.87%
债务资本比重 Wd	27.90%
股权资本成本 Ke	6.77%
加权平均资本成本 WACC	6.52%

仅供内部参考，请勿外传

估值假设	数值
贴现系数(Ke)	0.94
贴现系数(WACC)	0.94

资料来源：常闻，山西证券研究所预测

图 31：海思科 DCF 模型 FCFF 估值的股权价值及每股价值

单位：百万元			2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
NOPLAT			1221.02	1136.45	1488.32	1934.78	2470.83	3158.06	3800.13	4582.83	5266.05	6052.04	6703.75
加：折旧摊销			245.16	258.79	273.02	289.04	306.29	324.66	343.40	362.27	381.15	399.67	327.08
减：经营性营运资本的增加			292.79	258.96	469.62	206.73	764.32	247.63	772.09	300.28	763.91	272.55	533.37
减：资本支出			-5.15	-71.87	-41.91	-108.87	18.84	-5.15	-71.87	-41.91	-108.87	-91.60	-105.46
公司自由现金流FCFF	构稽计算		1178.53	1208.14	1333.63	2125.97	1993.96	3240.24	3443.31	4666.73	4992.15	6270.76	6602.92
过渡期自由现金流			1569.86	1847.93	2175.26	2560.57	3014.14	3548.04	4176.52	4916.32	5787.16	6812.26	8019.94
FCFF预测期现值		3488.08											
FCFF过渡期现值		10150.82											
FCFF永续价值现值		79603.04											
企业价值	构稽计算	93241.93											
加：非核心资产		2536.53											
减：付息债务		1945.82											
减：少数股东权益		181.30											
股权价值	构稽计算	93651.34											
总股本		1140.89											
每股价值(元)	构稽计算	82.09											

资料来源：常闻，山西证券研究所预测

6. 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

仅供内部参考，请勿外传

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。



仅供内部参考，请勿外传

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2730	2834	3877	5084	6421
现金	1056	1386	1874	2812	3603
应收票据及应收账款	918	967	1278	1480	1788
预付账款	74	51	125	72	171
存货	272	307	434	586	672
其他流动资产	411	123	165	134	189
非流动资产	4069	4177	4171	4100	4058
长期投资	105	139	139	139	139
固定资产	895	834	848	811	815
无形资产	2380	2469	2409	2343	2271
其他非流动资产	689	735	775	806	832
资产总计	6798	7011	8048	9183	10479
流动负债	1568	1567	1461	1562	1699
短期借款	243	80	300	300	300
应付票据及应付账款	196	166	379	400	409
其他流动负债	1130	1321	783	862	990
非流动负债	**1028**	**1155**	**1355**	**1415**	**1265**
长期借款	925	1002	1201	1261	1111
其他非流动负债	103	154	154	154	154
负债合计	2596	2723	2816	2977	2964
少数股东权益	-11	-2	181	353	582
股本	1120	1120	1141	1141	1141
资本公积	954	1085	1085	1085	1085
留存收益	2180	2136	2967	3402	3981
归属母公司股东权益	4213	4290	5050	5854	6934
负债和股东权益	6798	7011	8048	9183	10479

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	442	786	1018	1083	1239
净利润	466	260	1222	1147	1523
折旧摊销	245	273	245	259	273
财务费用	14	8	-46	-64	-88
投资损失	-117	17	-110	0	0
营运资金变动	-255	52	-293	-259	-470
其他经营现金流	88	177	-0	-0	-0
投资活动现金流	-302	-156	-130	-187	-231
筹资活动现金流	-251	-292	-400	42	-217
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.23	0.91	0.85	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.69	0.89	0.95	1.09
每股净资产(最新摊薄)	3.69	3.76	4.43	5.13	6.08

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3721	4388	6174	6897	8496
营业成本	1062	1265	1334	1480	1698
营业税金及附加	49	59	82	95	114
营业费用	1362	1643	2037	2414	2991
管理费用	401	446	580	648	799
研发费用	624	804	926	1035	1274
财务费用	14	8	-46	-64	-88
资产减值损失	-86	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	117	-17	110	0	0
营业利润	507	267	1370	1289	1709
营业外收入	2	8	5	4	5
营业外支出	46	2	17	19	21
利润总额	463	274	1358	1274	1693
所得税	-3	14	136	127	169
税后利润	466	260	1222	1147	1523
少数股东损益	71	-0	183	172	228
归属母公司净利润	395	260	1039	975	1295
EBITDA	752	576	1602	1522	1927

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	10.9	17.9	40.7	11.7	23.2
营业利润(%)	61.8	-47.3	412.2	-5.8	32.5
归属于母公司净利润(%)	34.0	-34.4	300.1	-6.2	32.8
获利能力					
毛利率(%)	71.5	71.2	78.4	78.5	80.0
净利率(%)	10.6	5.9	16.8	14.1	15.2
ROE(%)	11.1	6.1	23.4	18.5	20.3
ROIC(%)	8.2	4.5	17.5	14.3	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	38.2	38.8	35.0	32.4	28.3
流动比率	1.7	1.8	2.7	3.3	3.8
速动比率	1.4	1.5	2.2	2.8	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.2	4.7	5.5	5.0	5.2
应付账款周转率	5.2	7.0	4.9	3.8	4.2
估值比率					
P/E	184.6	281.3	70.3	74.9	56.4
P/B	17.3	17.0	14.5	12.5	10.5
EV/EBITDA	98.1	128.1	45.7	47.8	37.4

资料来源：常闻、山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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。本报告清晰准确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。

仅供内部参考，请勿外传

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

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 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

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

