2024 年 08 月 19 日

环泊酚稳步放量，差异化创新药密集兑现

海思科(002653)

环泊酚适应症拓展稳步放量，海内外峰值有望达到 30 亿元+2 亿美元

环泊酚（HSK-3486）是丙泊酚的 me-better 产品，有效性方面效果相当且药物追加次数少，安全性方面注射痛、呼吸抑制发生率显著降低，临床有望替代丙泊酚。环泊酚消化内镜适应症于 2020 年 12 月获批，国内每年胃肠镜患者超过 6000 万人，并且全麻比例不断提高，我们预计未来消化内镜适应症销售收入有望达 10 亿元；麻醉诱导、维持、ICU 镇静等适应症也已获批，2021-2023 年销售额达~0.6/4.4/8.5 亿，24 年有望接近 15 亿元；长远看消化内镜适应症预计占比整体销售收入的 30-40%，我们预计环泊酚国内整体销售峰值将达 30 亿元。根据 2023 年报，美国麻醉诱导（IGA）适应症的 2 项 3 期临床已达到预设主要开发终点，我们预计 2025 年或将能够向 FDA 申报上市，根据美国丙泊酚用量估算环泊酚在美国市场空间有望达 2 亿美元。

对标潜力品种，多个创新药管线临近商业化

公司从 2012 年开始升级创新药研发、组建创新药团队，经过近 8 年的调整和沉淀，1 类创新药迎来密集兑现：

1）HSK16149 胶囊（神经痛药物，我们测算峰值有望达 20 亿元）已于 24 年 5 月和 6 月获批 DPNP 和 PHN，为国内首款获批 DPNP 的产品，对标普瑞巴林，广泛覆盖慢性神经痛人群，持续拓展周围神经痛、骨科围术期镇痛、中枢神经痛、纤维肌等适应症，有望实现慢性神经痛全覆盖；

2）HSK7653（全球首个超长效双周 DPP-4 降糖药，我们测算峰值有望达 6 亿元）于 2024 年 6 月获批上市；

3）HSK21542 注射液（k 阿片受体疼痛药，我们测算峰值有望达 30 亿元）镇痛对标地佐辛注射液，已于 2023 年 10 月递交 NDA；瘙痒适应症（对标盐酸纳呋拉啡 ）已于 2024 年 6 月纳入优先审评；片剂于 24 年 3 月进入临床 II 期；

4）HSK31858（DPP-1，我们测算峰值有望达 30 亿元），支气管扩张治疗创新方案紧跟全球 FIC，即将 III 期临床，为同靶点全球第二国内第一，对标 INSMED 的 Brensocatib 于 2024 年 5 月宣布三期数据达到主要终点，验证该靶点成药性；2023 年 11 月公司以最高 4.62 亿美元授权意大利 Chiesi，充分证明公司产品价值获国际市场认可；

5）搭建创新性 PROTAC 平台，3 款 PROTAC（AR-V7、EGFR、BTK）有望突破现有药物耐药性问题，均已进入 1 期临床。

盈利预测及投资建议

公司凭借肠外营养仿制药起家，经过十余年耕耘，创新管线率先在麻醉神经领域开花结果，当前集采影响基本缓和且持续有创新药新品加持，根据公司最新半年报情况，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收由 40.9、49.6、59.5 亿元调整为

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	35.88
最新收盘价：	30.24
股票代码：	002653
52 周最高价/最低价：	34.07/18.59
总市值(亿)	336.91
自由流通市值(亿)	149.67
自由流通股数(百万)	494.94

分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：程仲瑶
邮箱：chengzy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120001
联系电话：

相关研究

1.【华西医药】海思科(002653) 2023 年报&2024Q1 季报点评：业绩符合预期，新品上市稳步推进 2024.04.23

2.【华西医药】海思科(002653)半年报点评：业绩增速符合预期，创新药研发持续投入 2023.08.18

3.【华西医药】海思科（002653）年报及一季报点评：业绩符合预期，环泊酚快速放量 2023.04.24

40.9、49.1、60.6 亿元，对应增速分别为 22%、20%、24%；归母净利润由 4.1、5.6、8.6 亿元调整为 4.1、5.5、8.2 亿元，对应增速分别为 39%、34%、48%，EPS 从 0.37/0.50/0.77 元调整为 0.37/0.49/0.73 元，2024 年 8 月 16 日收盘价 30.24 元对应 PE 为 82/61/41 倍。看好公司产品上市后商业化运营能力，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新，采用自由现金流 DCF 折现估值方法，公司估值为 400 亿元，对应股价 35.88 元，继续维持“增持”评级。

风险提示

新品医保谈判失败或者降价幅度超预期、创新药国内外研发或注册申报进度低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,015	3,355	4,095	4,913	6,065
YoY（%）	8.7%	11.3%	22.1%	20.0%	23.5%
归母净利润(百万元)	277	295	410	551	817
YoY（%）	-19.7%	6.5%	39.0%	34.4%	48.1%
毛利率（%）	69.5%	71.0%	72.2%	74.7%	77.1%
每股收益（元）	0.26	0.27	0.37	0.49	0.73
ROE	9.1%	7.1%	9.2%	11.0%	14.0%
市盈率	116.31	112.00	82.15	61.10	41.26

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 仿制药阵痛将止，创新药陆续迎来收获 5
2. 研发高投入创新升级，自建专业学术销售团队 7
2.1. 多研发技术平台，推进成果转化 9
2.2. 自主研发与开放合作并重，稳步推进国际化进程 13
3. 环泊酚临床替代丙泊酚，四大适应症国内峰值有望 30 亿元 13
4. 2024 年已获批 2 款 1 类新药，公司进入创新收获期 18
4.1. 糖尿病周围神经痛 HSK16149 胶囊上市，峰值有望 20 亿元 18
4.2. k 阿片受体激动剂 HSK21542 注射液，峰值有望 30 亿元 22
4.3. 首款超长效剂型治疗 2 型糖尿病（DPP-4i）HSK7653（倍长平）获批 25
4.4. 治疗支气管扩张的药物 HSK31858 片（DPP1），2024H2 即将三期临床 30
5. 股权激励出台推动公司创新管线和业绩发展 32
6. 盈利预测及投资建议 33
7. 风险提示 34

图表目录

图 1 2016-2023 年公司营业收入情况（亿元） 5
图 2 2016-2023 年公司毛利率、归母净利率情况 5
图 3 2023A 公司营收构成（亿元） 6
图 4 2023A 公司毛利构成（亿元） 6
图 5 公司肠外营养产品终端销售情况（万元） 6
图 6 公司肠外营养产品在城市样本医院销售（亿元） 6
图 7 思复在城市样本医院终端销售情况（亿元） 7
图 8 多拉司琼在城市样本医院终端销售额（亿元） 7
图 9 2016-2023 公司研发费用&资本化率（亿元） 7
图 10 2016-2023 年公司研发人员数量 7
图 11 公司主要创新药管线研发进展（截至 2024H1） 9
图 12 部分临床在研的 PROTACs 10
图 13 海创药业研发管线 11
图 14 Arvinas 肿瘤免疫研发管线 12
图 15 PDC 结构 12
图 16 TYK2 产品里程碑事件明细 13
图 17 全麻&局麻药城市公立医院销售金额（亿元） 15
图 18 全麻药城市公立医院销售占比 15
图 19 公司环泊酚收入情况（亿元） 15
图 20 丙泊酚系列在城市公立医院终端销售额（亿元） 15
图 21 HSK-3486 化学结构式 16
图 22 普瑞巴林国内城市公立医院销售额（亿元） 20
图 23 辉瑞普瑞巴林全球销售额（百万美元） 20
图 24 思美宁与普瑞巴林临床对比 20
图 25 加巴喷丁系列国内城市公立医院销售额（亿元） 20
图 26 HSK16149 胶囊国内销售金额预测 21
图 27 地佐辛注射液样本城市公立医院销售（亿元） 24
图 28 2023 年地佐辛注射液在城市公立医院竞争格局 24
图 29 HSK21542 注射液国内销售金额预测 25
图 30 全球 2 型糖尿病流行病学情况比较 25
图 31 中国糖尿病发病率为 11.2%（WHO 标准） 26
图 32 2 型糖尿病患者降糖治疗路径 26
图 33 核心医院各类降糖药市场占比及增速表现 26
图 34 国内上市 DPP-4 抑制剂规格用量 27

图 35 国内上市二甲双胍固定复方制剂规格用量 27
图 36 国内已上市 DPP-4 抑制剂及仿制药竞争格局 27
图 37 HSK7653 发展历程 28
图 38 考格列汀的设计思路及创新结构 28
图 39 常用降糖药物半衰期比较（不含胰岛素、GLP 类药物） 28
图 40 不同剂量考格列汀两周一次给药，可有效维持对 DPP-4 的抑制作用 28
图 41 HSK7653 与安慰剂 24 周 HbA1c 较基线变化情况 29
图 42 单药治疗，第 24 周 HbA1c 较基线变化（%） 29
图 43 国内在研 DPP-4 超长抑制剂 29
图 44 HSK7653 国内销售金额预测 30
图 45 DPP-1 抑制剂作用机制 30
图 46 Brensocatib 临床试验 31
图 47 HSK31858 国内销售金额预测 32

表 1 2023A 公司制剂项目批件获取情况 8
表 2 海思科 PROTAC 药物研发进展梳理 10
表 3 环泊酚注射液适应症获批时间梳理 14
表 4 丙泊酚系列注射液部分集采中标价格梳理 14
表 5 环泊酚已纳入多个临床指南共识推荐 16
表 6 静脉全麻药参数比较 17
表 7 HSK-3486 环泊酚注射液国内销售金额预测 17
表 8 HSK16149 胶囊研发进展梳理 19
表 9 DPNP（糖痛）治疗药物推荐级别及推荐剂量 20
表 10 HSK21542 和同类产品研发进展梳理 22
表 11 阿片受体的分类（镇痛相关） 23
表 12 HSK31858 片研发进展梳理 31
表 13 公司股权激励计划解除限售条件 32
表 14 公司股权激励计划需摊销费用（万元） 33
表 15 海思科系列创新药管线销售预测 33
表 16 海思科财务预测及估值（百万元） 34
表 17 DCF 敏感性分析 34

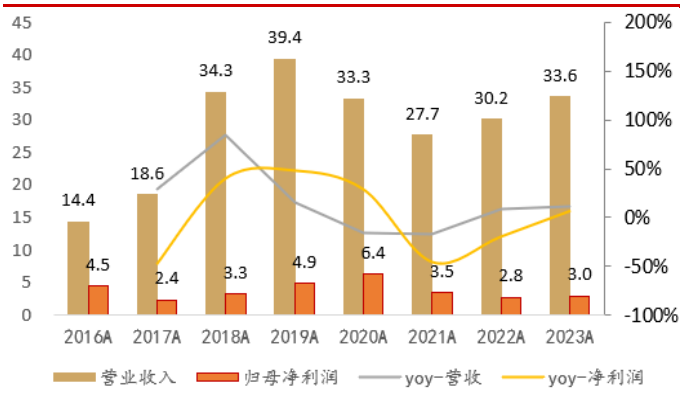
1.仿制药阵痛将止，创新药陆续迎来收获

海思科成立于 2005 年，于 2012 年在深圳中小板上市。公司拥有覆盖麻醉产品、肠外营养系、肿瘤止吐、肝胆消化、抗生素、心脑血管等多个细分领域的产品布局，现有 43 个品种多为国内首家或独家仿制，主要产品包括环泊酚注射液、甲磺酸多拉司琼注射液、多烯磷脂酰胆碱注射液、氟哌噻吨美利曲辛片、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠等。2012 年公司开始升级仿制药研发，针对成熟靶点进行 me-better 药物研发。公司研发聚焦围手术期、肿瘤、免疫、糖尿病及并发症等疾病领域，目前已经建立一系列自主知识产权药物管线，多个创新药项目正处于临床试验阶段。

仿制药集采风险释放，营收未来保持稳健增长。公司在辽宁、四川、西藏多地拥有符合 GMP 标准的现代化制药生产基地 5 个，共建立了三十余条生产线，实现了包含大容量注射剂（玻璃瓶和非 PVC 软袋）、小容量注射剂、冻干粉针剂、粉针剂、原料药等多种剂型现代化车间的生产布局。面对仿制药集中采购、以临床价值为参考的国家医保谈判的大环境，公司已有的仿制药业务下滑风险已经释放，进入重磅麻醉产品环泊酚进入医保后的销售放量预期。

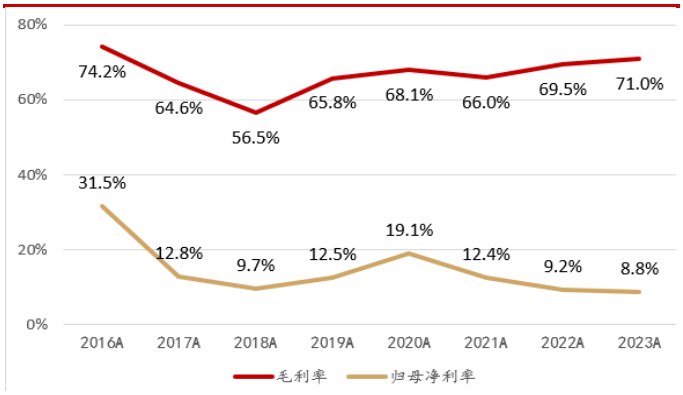
公司 2020-2021 年两个年度营收连续下滑，系独家仿制药多拉司琼（肿瘤止吐）2020 年医保谈判由 145 元降到 13.6 元（降幅 90%，1mL:12.5mg/支）、叠加近年来肠外营养产品临床受限、第五批仿制药集采（2021 年）的影响。而在创新药的投入方面，研发费用保持较快投入，公司净利润也下滑明显。受到仿制药集采影响公司销售费用率下降明显，毛利率随着重磅产品大幅降价的影响也明显下滑。由于环泊酚从 2021 年开始放量，2022 年起公司毛利率逐渐提高。

图 1 2016-2023 年公司营业收入情况（亿元）



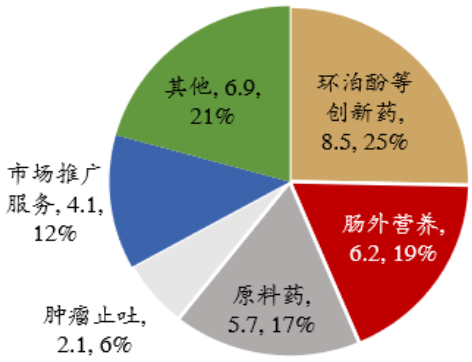
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 2016-2023 年公司毛利率、归母净利率情况



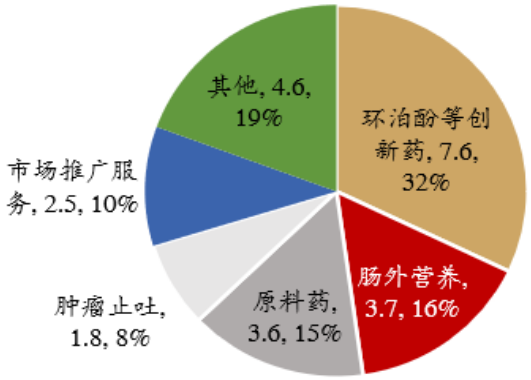
资料来源：wind，华西证券研究所

图 3 2023A 公司营收构成（亿元）



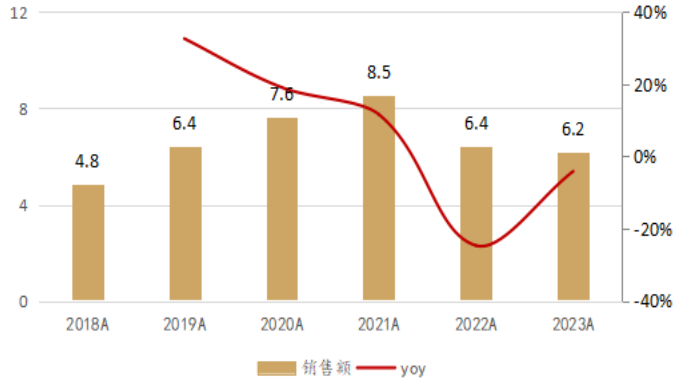
资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 2023A 公司毛利构成（亿元）



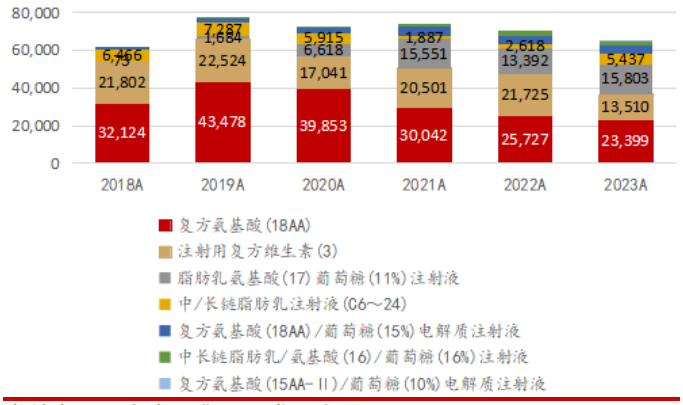
资料来源：wind，华西证券研究所

图 5 公司肠外营养产品终端销售情况（万元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

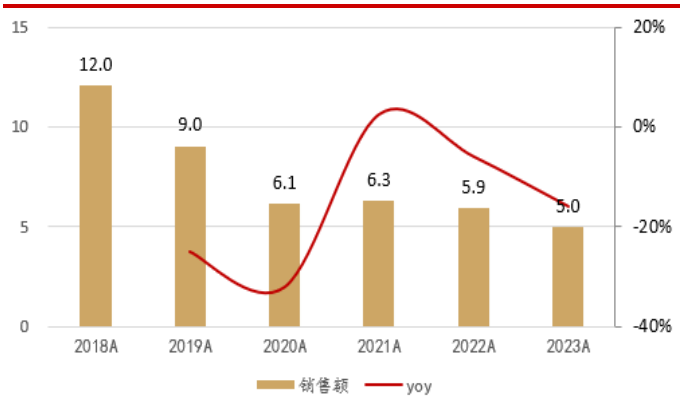
图 6 公司肠外营养产品在城市样本医院销售（亿元）



资料来源：米内，华西证券研究所

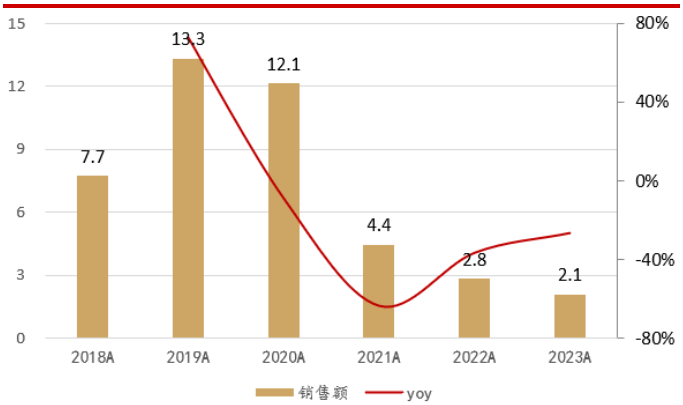
思复（多烯磷脂酰胆碱注射液）是公司独家产品，独特的肝细胞膜修复剂。截至 2024H1，思复已覆盖医院终端超 5,000 家。医药魔方 2024 年 5 月数据显示，思复在肝损伤治疗定义市场三大分子中，市场份额首次突破 20%。立必复（甲磺酸多拉司琼注射液）是公司独家产品，是 2 岁及以上儿童和成人预防及治疗 CINV、PONV 的基础用药，截至 2024H1，立必复已覆盖超过 1,100 家医院。CPA 2023 年末数据显示，立必复在 5-HT3 拮抗剂注射液品牌中销售金额排名第一，其市场份额达到 22.16%。

图 7 思复在城市样本医院终端销售情况（亿元）



资料来源：米内，华西证券研究所

图 8 多拉司琼在城市样本医院终端销售额（亿元）



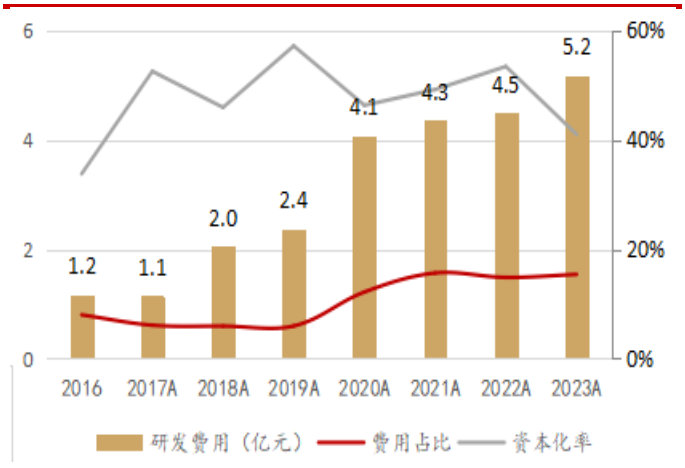
资料来源：米内，华西证券研究所

2.研发高投入创新升级，自建专业学术销售团队

研发高投入高产出，创新药管线丰富。公司从 2012 年开始升级创新药研发，开始组建创新药团队，研发投入也开始大幅增加。公司第一个 1.1 类新药 HSK-3486（环泊酚）于 2013 年开始研发，公司研发投入开始持续稳定增长的阶段，研发中心已形成了以国际团队、海归博士、重点院校硕、博优秀研究生为核心的科研团队。截止 2023 年底，公司研发中心有人员 800 余人，硕士以上占比约 40%，其中新药化学部、生物团队等核心研发部门硕博比例高达 63%。

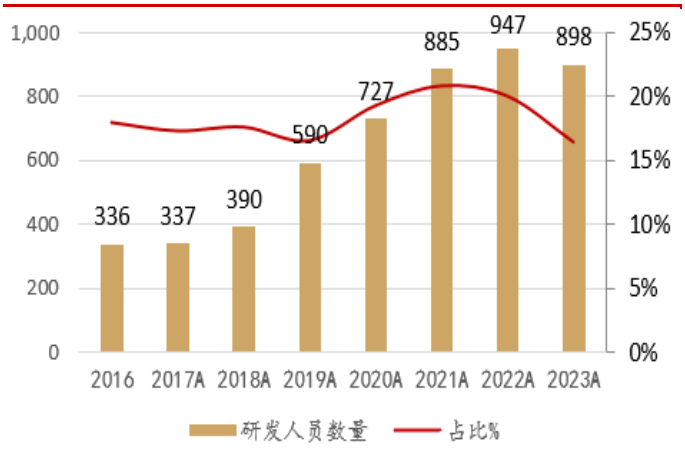
2021-2023 年公司研发投入分别为 8.5、9.6、8.8 亿元，研发费用金额分别为 4.3、4.5、5.2 亿元，接近 50%的研发资本化率。研发资本化率高系近几年陆续有创新药项目进入临床三期，且临床三期研发投入占整个研发投入周期比重较高。截至 2023 年，公司及其控股子公司拥有的发明专利或专利申请包括中国 876 件、美国 43 件，PCT 申请 190 件，已累计取得授权专利中国 212 件、美国 13 件。

图 9 2016-2023 公司研发费用&资本化率（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 2016-2023 年公司研发人员数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

截至 2023 年，公司在研制剂项目 46 个，其中创新药 24 个（含改良型 2 个），仿制药 20 个，主要涉及治疗领域有：消化道及代谢 16 个、神经系统 3 个、肿瘤系统 11 个、血液和造血器官 3 个、呼吸系统 10 个、皮肤病用药 1 个，其它系统 2 个；

2023 年内新增申报项目 13 个（均为制剂），其中临床申报 8 个、生产申报 5 个；取得批件 19 个，其中生产批件 6 个、临床批件 7 个、一致性评价批件 6 个。目前公司自主研发商业化产品及临床阶段候选 1 类新药共有 10 多个，筛选阶段项目 30 余项。

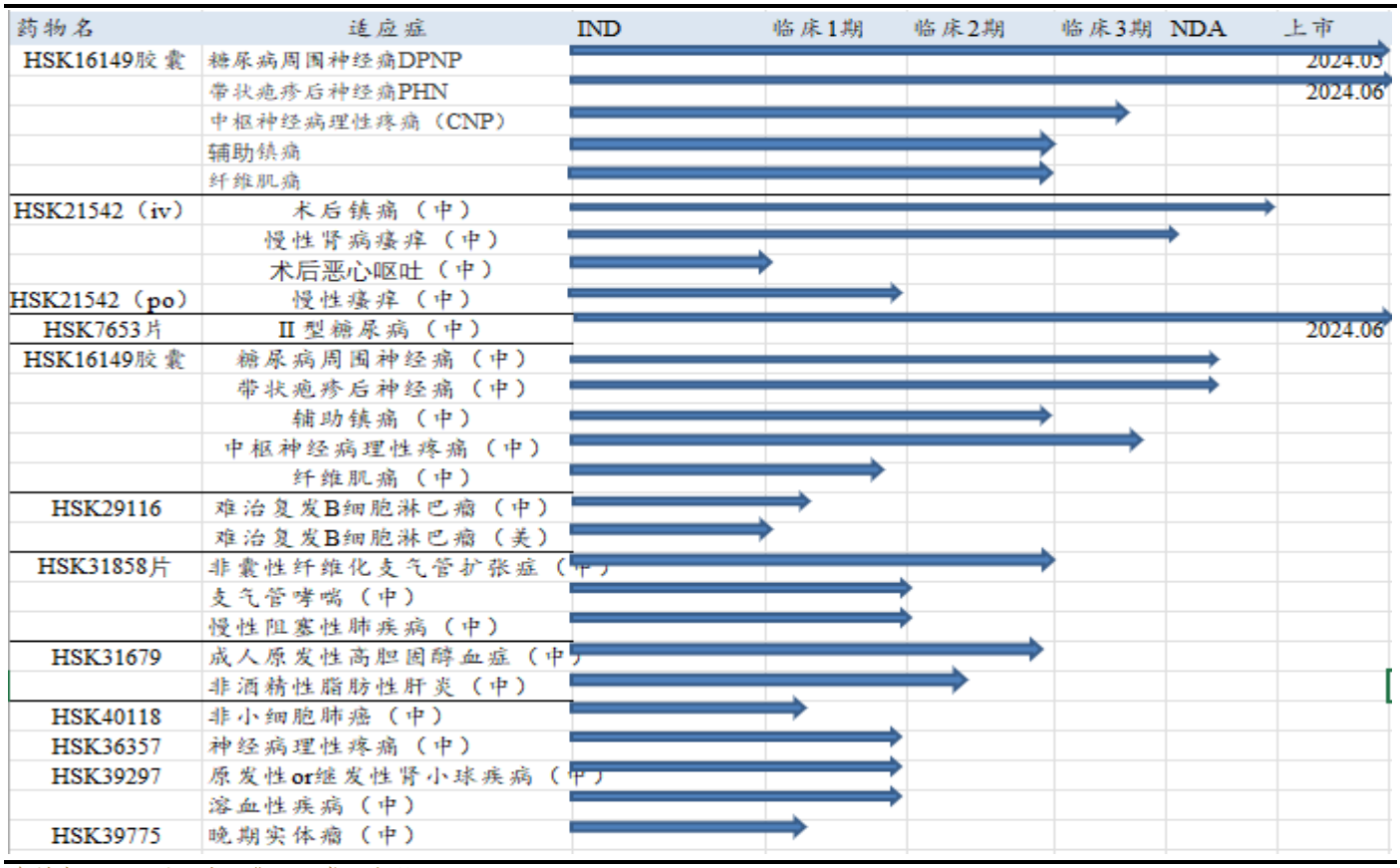
表 1 2023A 公司制剂项目批件获取情况

序号	项目编号	项目名称	类别	批件类型	批件时间
1	HEISCO-250	HSK40118 片	创新药	临床批件	2023.3
2	HEISCO-252	HSK38008 干混悬剂	创新药	临床批件	2023.4
3	HEISCO-243	HSK31679 片	创新药	临床批件	2023.6
4	HEISCO-254	HSK34890 片	创新药	临床批件	2023.8
5	HEISCO-239	HSK21542 片	创新药	临床批件	2023.9
6	HEISCO-257	HSK36357 胶囊	创新药	临床批件	2023.11
7	HEISCO-260	HSK39297 片	创新药	临床批件	2023.12
8	HEISCO-219	循畅特殊医学用途电解质配方食品	仿制药	生产批件	2023.4
9	HEISCO-220	循康特殊医学用途电解质配方食品	仿制药	生产批件	2023.4
10	HEISCO-97	润能特殊医学用途配方食品全营养配方	仿制药	生产批件	2023.5
11	HEISCO-160	利丙双卡因乳膏	仿制药	生产批件	2023.5
12	HEISCO-221	安能特殊医学用途全营养配方食品	仿制药	生产批件	2023.6
13	HEISCO-191	格列齐特缓释片	仿制药	生产批件	2023.12
14	HEISCO-81	复方氨基酸注射液（18AA-□）	仿制药	一致性批件	2023.2
15	HEISCO-57	注射用醋酸卡泊芬净	仿制药	一致性批件	2023.2
16	HEISCO-8	复方氨基酸注射液（18AA-□）	仿制药	一致性批件	2023.6
17	HEISCO-21	富马酸卢帕他定片	仿制药	一致性批件	2023.7
18	HEISCO-114	磺达肝癸钠注射液	仿制药	一致性批件	2023.7
19	HEISCO-44	中/长链脂肪乳注射液（C6～24）	仿制药	一致性批件	2023.12

资料来源：公司年报，华西证券研究所

经过近 8 年的调整和沉淀，公司步入创新药收获期。截至 2024H1，公司进入临床阶段的 1 类创新药产品有 16 个，环泊酚多个适应症陆续获批上市；长效降糖药物（HSK7653 片）于 2024 年 6 月正式获批上市；急慢性疼痛药物 HSK21542 注射液上市推进顺利，且瘙痒适应症已进入 3 期临床；神经痛药物 HSK16149（苯磺酸克利加巴林胶囊）于 24 年 5 月和 6 月分别获批成人糖尿病性周围神经病理性疼痛和带状疱疹后神经痛适应症；呼吸系统药物（HSK31858 片）“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内已完成临床□期研究，临床□期试验准备中；新增“支气管哮喘”和“慢性阻塞性肺疾病”两项适应症已于 2024 年 4 月获得临床试验批准通知书。新增的用于治疗慢性阻塞性肺疾病的 HSK39004 吸入混悬液和用于治疗间质性肺疾病的 HSK44459 片，均已获得临床试验批准通知书；慢性代谢性药物（HSK31679 片）“成人原发性高胆固醇血症”已完成临床□期研究，“非酒精性脂肪性肝炎”临床□期也在顺利推进中。

图 11 公司主要创新药管线研发进展（截至 2024H1）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.1.多研发技术平台，推进成果转化

海思科建立了强大的研发引擎，搭建了蛋白降解、多肽偶联药物(PDC)等全球先进的技术平台。

PROTAC 技术平台：传统的小分子药物通过结合于靶蛋白，调节其功能而达到治疗疾病的目的。抑制蛋白质功能可以从基因水平上（DNA 编辑技术）、转录水平上（siRNA 和 ASO）以及蛋白水平上（抑制剂和 TPD）实现。蛋白降解靶向嵌合体（Proteolysis targeting chimera，PROTAC）技术利用双功能小分子靶向降解目标蛋白（TPD），被认为是生物医药领域的革命性技术，可靶向不可成药靶点及解决小分子药物耐药性问题。PROTAC 技术诞生于 2001 年，已广泛被用于生物医药的基础研究及药物开发。由于分子量相对较大，解决药物的口服生物利用度及稳定性一直是 PROTAC 药物研发面临的挑战。

PROTAC 从概念提出到现在已有二十载，全球药企持续加码 PROTACs 药物。不仅包括辉瑞、艾伯维、赛诺菲等制药巨头，也包括一些新成立的专门开发 PROTACs 的公司如 Arvinas、C4Therapeutics 和 KymeraTherapeutics 等，目前有大约 20 个降解剂进入临床。但尚未有 PROTACs 药物获批上市，其中 Arvinas 的降解 ER 的 ARV-471 是进展最快的 PROTAC，处于临床 3 期，用于治疗 ER+/HER2-乳腺癌。

图 12 部分临床在研的 PROTACs

药物名称	研发公司	靶点	研发状态	适应症
ARV-471	Arvinas/辉瑞	ER	Phase 3	ER+/HER2-乳腺癌
ARV-110	Arvinas	AR	Phase 2	前列腺癌
ARV-766	Arvinas	AR	Phase 1	前列腺癌
CFT1946	C4 Therapeutics	BRAF-V600	Phase 1	V600突变肿瘤
CFT-8634	C4 Therapeutics	BRD9	Phase 1	滑膜肉瘤
CFT8919	C4 Therapeutics/贝达药业	EGFR L858R	Phase 1	NSCLC
KT-474	Kymera/赛诺菲	IRAK4	Phase 2	特应性皮炎、化脓性汗腺炎、类风湿性关节炎
KT-333	Kymera	STAT3	Phase 1	实体瘤
KT-253	Kymera	MDM2	Phase 1	血液/实体瘤
NX-2127	Nurix	BTK+IKZF	Phase 1	B细胞淋巴瘤
NX-5948	Nurix	BTK	Phase 1	B细胞淋巴瘤
NX-0479	Nurix/吉利德	IRAK4	IND	类风湿关节炎
CC-94676	BMS	AR	Phase 1	前列腺癌
ASP-3082	Astellas	KRAS G12D	Phase 1	血液肿瘤
ABBV-101	艾伯维	BTK	Phase 1	血液肿瘤
DT-2216	Dialectic	BCL2	Phase 1	血液/实体瘤
GT20029	开拓药业	AR	Phase 2	雄激素脱发
HRS-1358	恒瑞医药	ER	Phase 1	ER+乳腺癌
HRS-5041	恒瑞医药	AR	Phase 1	前列腺癌
BGB-16673	百济神州	BTK	Phase 1	B细胞淋巴瘤
AC-0682	冰洲石生物	ER	Phase 1	ER+乳腺癌
AC-0176	冰洲石生物	AR	Phase 1	前列腺癌
AC-0676	冰洲石生物	BTK	Phase 1	B细胞淋巴瘤
RNK05047	珃诺生物	BRD4	Phase 1	血液/实体瘤
HSK-29116	海思科	BTK	Phase 1	B细胞淋巴瘤
HSK40118	海思科	EGFR	Phase 1	NSCLC
CG001419	睿跃生物	NTRK	Phase 1	实体瘤
LT-002	领泰生物	IRAK4	Phase 1	特应性皮炎、化脓性汗腺炎、肿瘤
HP-518	海创药业	AR	Phase 1	前列腺癌
HP-568	海创药业	ER	临床前	ER+乳腺癌
HC-X029	海创药业	AR-sv	临床前	前列腺癌
HC-X035	海创药业	SHP2	临床前	KRAS突变肿瘤
HPB-143	多域生物	IRAK4	临床前	自身免疫疾病

资料来源：药智，华西证券研究所

海思科目前拥有 3 款在研的处于临床阶段的 PROTAC 药物：HSK29116（BTK 靶点）、HSK40118（EGFR 靶点）和 HSK38008（AR 靶点），均处于临床 1 期。

表 2 海思科 PROTAC 药物研发进展梳理

产品	临床题目	靶点	适应症	进度	时间
HSK29116 散	一项评价 HSK29116 在复发或难治性 B 细胞恶性肿瘤受试者中的初步安全性和有效性的、剂量扩展 I 期临床研究	BTK 靶点	复发或难治性 B 细胞恶性肿瘤	临床 I 期	2023 年 10 月
HSK40118 片	评价 HSK40118 片在 EGFR 突变的晚期非小细胞肺癌患者中的安全性、耐受性以及药代/药效动力学的 I 期临床研究	EGFR 靶点	晚期非小细胞肺癌	临床 I 期	2023 年 4 月

HSK38008 干混悬剂	评价 HSK38008 干混悬剂在转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）患者中的安全性、药代动力学及有效性的 I 期临床研究	AR 靶点	转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）	临床 I 期	2023 年 5 月

资料来源：药智数据（查询时间 20240820），华西证券研究所

另海创药业布局了 4 款针对肿瘤的 PROTAC 在研药物：HP518（AR 靶点，中国 I/II 期临床试验）、HP568（ER 靶点）、HC-X029（AR-sv 靶点）、HC-X035（SHP2 靶点）。目前已有雄激素受体（AR）PROTAC 分子进入临床 1/2 期试验阶段。

图 13 海创药业研发管线

治疗领域	药品	作用靶点	适应症	开发区域	临床前研究	IND申报	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	NDA
癌症	HC-1119	AR	阿比特龙/化疗后的转移性去势抵抗性前列腺癌	中国						
	HP518 (PROTAC)	AR	标准治疗失败的转移性去势抵抗性前列腺癌	澳大利亚						
				美国						
				中国						
			三阴乳腺癌	中国						
	HP568 (PROTAC)	ER	ER+乳腺癌	中国						
	HP537	CBP/p300	多发性骨髓瘤、急性髓性白血病、乳腺癌	中国						
	HP560	BET	骨髓纤维化、三阴乳腺癌、血液肿瘤、多发性骨髓瘤	中国						
代谢性疾病	HP501	URAT1	单药治疗-高尿酸血症/痛风	中国						
			联合XO抑制剂-高尿酸血症/痛风	中国						
			单药治疗-高尿酸血症/痛风	美国						
	HP515	THR β	非酒精性脂肪性肝炎	中国						

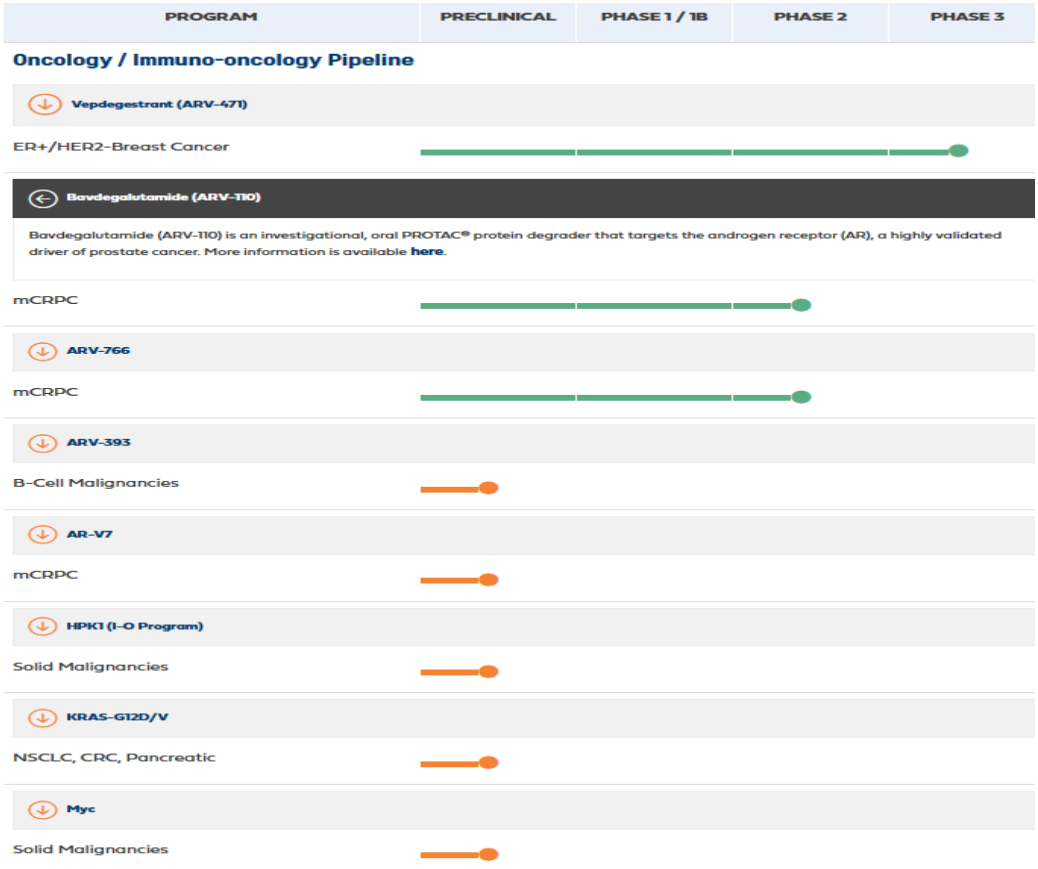
资料来源：公司官网（查询时间 20240820），华西证券研究所

Arvinas 是专注于 PROTACs 的头部公司，其有三款产品在临床中，包括临床 3 期的 ARV-471、临床 2 期的 ARV-110 和 ARV-766，除此之外，还有多款产品在临床前，如靶向 BCL6、AR-V7、HPK1 和 KRASG12D/V 的 PROTACs 等。

ARV-471 是由 Arvinas 原研的一款口服生物可利用的 PROTAC，旨在特异性靶向和降解 ER（雌激素受体），用于治疗早期和局部晚期或转移性 ER+/HER2-乳腺癌患者。2021 年 7 月，辉瑞以支付潜在高达 24 亿美元与 Arvinas 达成合作，共同开发和商业化 ARV-471。目前该三期临床计划入组 561 例晚期复发性乳腺癌患者，与氟维司群头对头对照。

根据动脉网报道，2024 年 4 月，诺华向 Arvinas 支付 1.5 亿美元预付款，以及可能高达 10.1 亿美元的开发、监管和商业里程碑以及分级特许权使用费。此次合作总额将高达 11.6 亿美元（约合 83.9 亿元），引进 Arvinas 公司临床阶段的 PROTAC 产品 ARV-766 以及以 AR-V7 为靶点的全球开发和商业化权利。ARV-766 以 AR 为靶点，针对转移性去势抵抗性前列腺癌，目前在临床二期阶段。公司在 2023 年的 ESMO 大会上披露了临床 1/2 期的数据，ARV-766 作为 Arvinas 的第二代 PROTAC 产品，其展示出积极的疗效及耐受性。基于该数据，Arvinas 宣布将于 24 年优先推动 ARV-766 的临床三期试验。

图 14 Arvinas 肿瘤免疫研发管线



资料来源：公司官网（查询日期 20240517），华西证券研究所

多肽偶联药物（PDC）技术平台：PDC 有望成为继小分子药物、单抗、ADC 药物之后新一代抗肿瘤药。与 ADC 药物相比，PDC 药物分子量更小（2~20KD），具有强力的肿瘤穿透性，能够快速地将药物递送到靶向细胞。其亲水性高，免疫原性较低，更广泛的细胞毒性药物可供选择。PDC 结构包括三个部分：归巢肽（homing peptide）、连接子（linker）以及有效载荷（payload）。

目前全球已上市 2 款 PDC 药物，即 Lutathera 和 Pepaxto。其中诺华的 Lutathera（核素偶联药物 RDC）从 2018 年上市至今，2023 年销售额增长至 6.05 亿美元（yoy+28%），目前已在美国、欧盟、法国、加拿大、中国台湾获批。根据药智数据，据不完全统计，全球在研 PDC 药物管线超过 40 款，处于临床研究阶段的产品超过 15 个。

图 15 PDC 结构

资料来源：公开资料，华西证券研究所

吸入制剂技术平台：公司建立了吸入粉雾剂/气雾剂/溶液的开发平台，以及粉雾剂生产车 间。国家发改委批复该平台为“国家 地方联合工程技术研究中心”，承担了

一项“重大新药创制”国家科技专项。涉及粉雾剂、气雾剂和吸入液体制剂等高壁垒吸入制剂；根据 2023 年报，公司目前有格隆溴铵粉吸入粉雾剂和马来酸茚达特罗格隆溴铵吸入粉雾剂，已获临床批件。

2.2.自主研发与开放合作并重，稳步推进国际化进程

自研产品 TYK2 实现早期出海，临床快速推进验证公司创新研发能力。2021 年 3 月，海思科将下属子公司 FT 集团 TYK2 产品的在研项目所属专利和权益以“首付 6000 万美元+1.2 亿美元里程碑”转让给 FL2021-001 公司（美国风投公司 Foresite Capital 创立，美国药企 Alumis 前身），实现早期创新出海突破。根据“美股之家” Alumis 作为一家临床阶段的生物制药公司，TYK2 作为核心管线助力公司完成 2.59 亿美元 C 轮融资，2024 年 6 月已在美股提交 IPO 申请。

根据“药明康德”公众号，Alumis 计划在 2024H2 推进 ESK-001 的三期临床，用于治疗中度至重度斑块型银屑病，预计海思科在 2024H2 将收到第二个里程碑付款。TYK2 作为一种介导免疫信号的非受体酪氨酸激酶，主要介导白细胞介素 IL-23、IL-12 和 I 型干扰素驱动的信号通路，但不介导其他激酶（如 IL-6、造血生长因子和 IL-2 家族）驱动的细胞因子应答。TYK2 信号参与多种免疫相关疾病的病理生理过程，如银屑病、狼疮和炎症性肠炎等，具有针对广泛适应症成药可能性。公司较早布局该领域，初显自主创新能力。

图 16 TYK2 产品里程碑事件明细

里程碑事件	里程碑款金额
首次二期临床试验中第 1 名患者首次服用 TYK2 产品	3,700 万美元
在中国以外地区首次三期临床试验中第 1 名患者首次服用 TYK2 产品或在美国或欧洲主要国家提交第一份药物上市批准申请（以较早者为准）	2,300 万美元
在美国或欧洲主要国家（以较早者为准）获得首次商业化批准	3,000 万美元
中国首次三期临床试验中第 1 名患者首次服用 TYK2 产品，或在中国提交第一份药物上市批准申请（以较早者为准）	1,000 万美元
在中国获得首次商业化批准。	2,000 万美元

资料来源：公司公告，华西证券研究所

积极引进进一步完善丰富公司肿瘤止吐领域产品线。2021 年 2 月，海思科与美国 Starton 公司签订合作协议，以 750 万美元的交易总对价引入后者在研药物奥氮平透皮贴剂 STAR-OLZ 在中国大陆区域开发、注册和商业化 STAR-OLZ 的独家权利。STAR-OLZ 是一种每周一次的透皮给药系统（TDS），拟用于治疗由化疗引起的恶心和呕吐（CINV）和 PARP 抑制剂引起的恶心和呕吐（PIINV）。多项随机对照研究表明，在 CINV 预防中，奥氮平在控制恶心方面优于 NK-1 受体拮抗剂，并在控制呕吐方面非劣于 NK-1 受体拮抗剂。NCCN 指南推荐将奥氮平用于 CINV，但当前的奥氮平标签中没有包含恶心和呕吐适应症。PARP 抑制剂是一种长期的癌症治疗剂，可导致 70%以上的患者恶心。目前没有药物获批用于 PIINV。STAR-OLZ 正在开发中，有望成为首个用于 PIINV 产品。

3.环泊酚临床替代丙泊酚，四大适应症国内峰值有望 30 亿元

环泊酚注射液（思舒宁）HSK-3486 由海思科药业研发的静脉麻醉乳状注射液，属于短效 GABAA 受体激动剂，通过作用于 GABAA 受体介导的氯离子通道，增加电流的传导，引起神经元的超极化。这种超极化引起了神经信号传递一致，降低了动作电位产生的成功率，从而抑制中枢神经系统，产生麻醉的作用。其于 2014 年 9 月开始 IND，2016 年 3 月获得临床批件，并于 2020 年首次获批上市适应症为消化道内镜检查中的镇静，第二个适应症全身麻醉诱导于 2021 年 2 月获批，其 2 个新适应症在 2023 年国家医保谈判中顺利进入医保。截止 2023 年末，思舒宁全部获批适应症均进入了国家医保目录，其挂网价为 83 元（20mL:50mg 规格）。

截止 2024H1，思舒宁已覆盖超过 2500 家医院。据医药魔方放大数据显示，截止 2024 年 5 月，环泊酚在静脉麻醉市场份额已达 21.51%，超过丙泊酚、咪唑、右美、瑞马等同类产品连续两个月跃居市场份额第一的位置。根据公司投关活动记录表：思舒宁 2024Q1 销售数量同比增幅达 30%+，且 2024 年销售目标约 1700 万支。

表 3 环泊酚注射液适应症获批时间梳理

	适应症	获批时间
1	消化道内镜检查中的镇静	2020 年 12 月
2	全身麻醉诱导	2021 年 2 月
3	支气管镜检查中的镇静	2021 年 12 月
4	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**	2022 年 3 月
5	ICU 重症监护期间的镇静	2022 年 7 月
6	妇科门诊手术的镇静及麻醉	2022 年 10 月

资料来源：药智数据（查询时间 20240820），华西证券研究所

丙泊酚系列产品，根据使用的增溶剂和助乳化剂的差异，可分为丙泊酚中/长链脂肪乳注射液和丙泊酚乳状注射液两类。据米内网数据，丙泊酚 2019 年在中国城市公立医院、县级公立医院终端销售额超过 55 亿元（包含丙泊酚中长链脂肪乳 19.43 亿元）。

丙泊酚系列产品集采后价格低于环泊酚产品。丙泊酚乳状注射液于 2023 年 11 月纳入全国第九批集采，平均降幅达 93.1%；此前丙泊酚乳状注射液被纳入《广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购》、《2021 赣粤豫鄂四省联盟药品带量采购》等地方集采。丙泊酚中/长链脂肪乳注射液含 10mL:0.1g、20mL:0.1g、20mL:0.2g、50mL:0.5g、100mL:1.0g 共 5 个规格，其中 20mL:0.2g 规格于 2021 年 1 月纳入全国第四批国家集采，其中四川科伦、扬子江、江苏盈科、原研费森尤斯卡比（报价分别 14.86 元、12.5 元、13.4 元、9.9 元）四家企业中标，降幅均接近 80%，德国贝朗医疗报价最高 15.5 元出局。其中低剂量规格如 10mL、20mL 常用于静脉麻醉诱导、维持或麻醉辅助用药；较高的剂量规格如 50mL 的产品常用于临床麻醉的维持。

表 4 丙泊酚系列注射液部分集采中标价格梳理

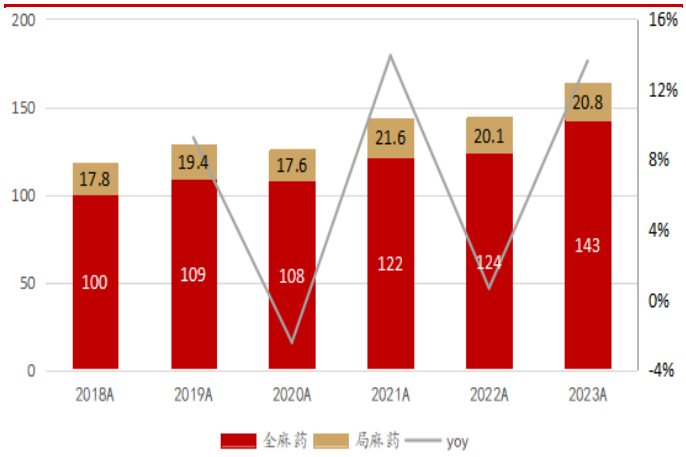
产品	规格	地区	价格（元/支）	厂家
丙泊酚乳状注射液（全国第九批集采）	10ml:0.1g	山东	3.15	四川国瑞药业
	20ml:0.2g	山东	5.94	西安力邦制药
	50ml:0.5g	山东	16.47	西安力邦制药

	50ml:0.5g	山东	29.04	费森尤斯
丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	10ml:0.1g	黑龙江	8.62	石家庄四药
	20ml:0.2g（全国第四批国采）	黑龙江	14.7	石家庄四药
	20ml:0.2g	黑龙江	8.2	西安力邦制药
	50ml:0.5g	黑龙江	16.53	西安力邦制药

资料来源：药智数据（查询时间 20240729），华西证券研究所

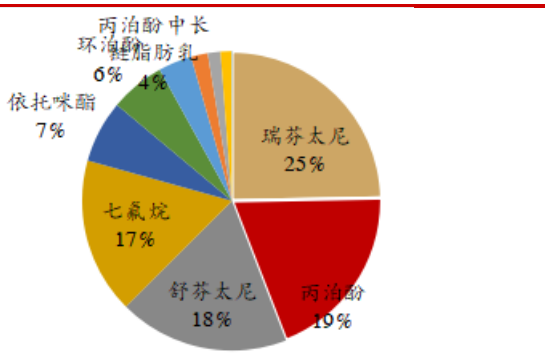
根据米内数据显示，2023 年我国全身麻醉药物市场规模约为 143 亿元，2018 年-2023 年销售 CAGR=7.4%，其中全身麻醉用药销售额排名靠前的品种有瑞芬太尼、丙泊酚、舒芬太尼、七氟烷、依托咪酯等，分别占比达 25%、19%、18%、17%和 7%。其中丙泊酚是麻醉镇静领域重要产品，2023 年丙泊酚和中长链丙泊酚注射液在全国公立医院端销售额为 27.8、5.2 亿元，合计占比 23%，仅次于芬太尼系列。

图 17 全麻&局麻药城市公立医院销售金额（亿元）



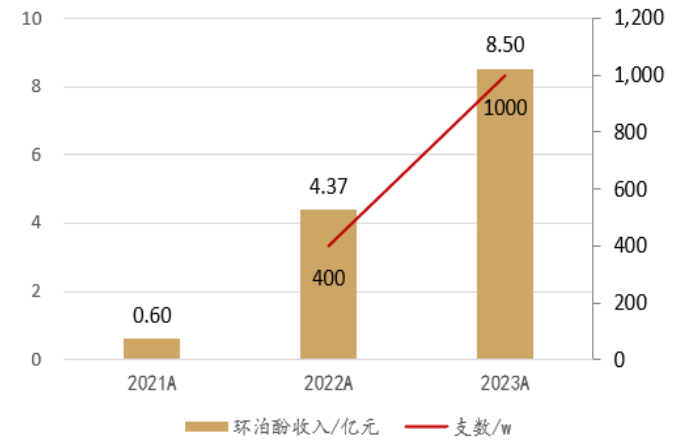
资料来源：米内数据，华西证券研究所

图 18 全麻药城市公立医院销售占比



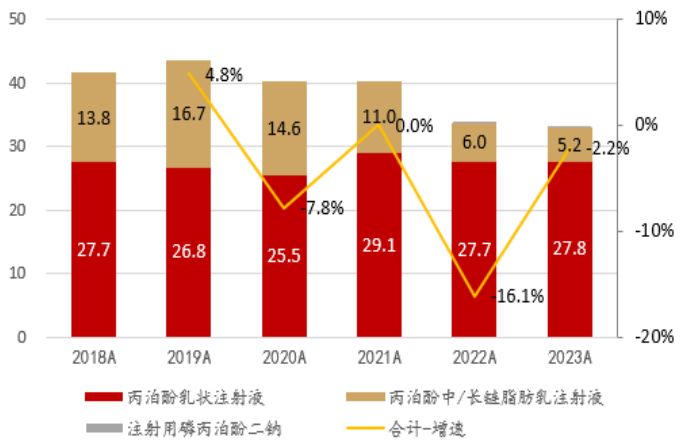
资料来源：米内数据，华西证券研究所

图 19 公司环泊酚收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 丙泊酚系列在城市公立医院终端销售额（亿元）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

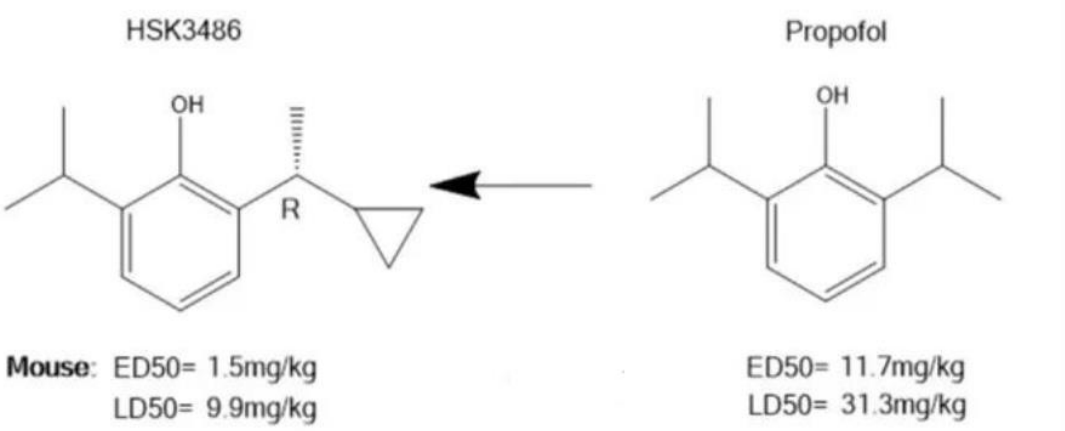
环泊酚注射液整体安全性耐受性良好，药效活性约为丙泊酚的 4-5 倍。环泊酚是丙泊酚的 me-better 产品，是 2.4 类改良型新药。根据药智数据，其化合物专利期于 2034 年 5 月到期，还有 10 年的保护期。环泊酚快速平稳起效，苏醒迅速且完全，注射痛发生率极低，对呼吸的影响优于丙泊酚，对心率和血压的影响不劣于丙泊酚，脂质输入量小于丙泊酚。根据公司公告，2022 年 8 月，环泊酚注射液第一项在美国人群成人择期手术中全身麻醉诱导的有效性和安全性的美国三期临床试验达到预设主要终点：有效性方面环泊酚的麻醉诱导成功率和丙泊酚相当，有效性非劣假设达到了统计显著性验证。且在此前提下注射痛环泊酚发生率显著低于丙泊酚，其中中度及严重（NRS 评分≥4）注射痛环泊酚试验组发生率为 6.0%，而丙泊酚试验组发生率为 61.4%，安全性更佳。根据 2023 年报：目前“海思科国际”在美国开展的麻醉药 HSK3486（环泊酚注射液）的 2 项三期临床试验均已完成，将在美国申报 NDA。

表 5 环泊酚已纳入多个临床指南共识推荐

	指南名
1	《环泊酚临床应用指导意见（2020 版）》
2	《（支）气管镜诊疗镇静麻醉专家共识（2020 版）》
3	《中国消化内镜诊疗镇静/麻醉专家共识（2020 版）》
4	《老年患者手术室外麻醉/镇静专家共识（2023 版）》
5	《诊疗性操作的镇静与麻醉方案指导意见(2023 版)》
6	《成人重症患者镇痛镇静诊疗流程（2023 版）》
7	《成人重症患者镇痛镇静数据元及定义专家共识（2023 版）》、
8	《重症后管理共识（2023 版）》

资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 21 HSK-3486 化学结构式



资料来源：J. Med. Chem. 2017, 60, 3606-3617，华西证券研究所

表 6 静脉全麻药参数比较

	环泊酚	丙泊酚	丙泊酚中长链	瑞马唑仑	磷丙泊酚钠
上市时间	2020 年	1989 年	2007 年	2020 年	2021 年
诱导成功时间	1.1min	1.1min	1.1min	1.5min	1.1 类
镇静深度	MOAA/S=1	MOAA/S=1	与丙泊酚相同	MOAA/S=3	较丙泊酚慢 30s
苏醒*	3.2min	1.8min(6.71min)	与丙泊酚相同	/(5.75min)	慢
催眠	无	有	有	有	无
肝肾影响	不明显	不明显	不明显	无	不明显
呼吸抑制	不明显	明显	明显	不明显	较轻
循环抑制	明显	明显	明显	不明显	不明显
蓄积	不明显	不明显	不明显	无	不明显
注射痛	不明显	明显	较丙泊酚减少	不明显	不明显
优势	呼吸影响小，极少注射痛	应用广泛，用药经验丰富	应用广泛，用药经验丰富，注射痛较少	无注射痛、循环较稳定、有逆转剂	无注射痛、无脂质输入、减少污染
劣势	循环与丙泊酚相当	呼吸循环抑制明显、注射痛多	呼吸循环抑制明显	起效略慢，镇静深度浅，恶心呕吐和苏醒后舒适度等不详	剂量高，起效慢，维持时间长且不易控制，长时间输注可能引起甲醛蓄积

数据来源：临床指南，华西证券研究所

胃肠镜全麻比例提升，进医保后快速放量，四大适应症国内+海外销售峰值为 30 亿元+2 亿美元。胃肠镜检查全麻由于诊疗过程时间简短、全麻操作较为简单，是 HSK-3486 学术推广较为容易的一个适应症。丙泊酚是胃肠镜指南推荐的麻醉镇静药物，临床用量 1.5-2.0mg/kg，成人患者一支 20mL 规格（20mL/200mg）的丙泊酚即可满足胃肠镜用量。由于丙泊酚专利期早已过期，国内市场仿制药较多，价格也参差不齐，丙泊酚注射液（20mL/200mg）价格约 30 元/支。环泊酚注射液 2021 年国家医保谈判价格由 286 元/支降为 83 元/支（5mL/50mg）（下滑 71%）。

预计 HSK-3486 国内销售峰值约 30 亿元。根据《2020 中国消化内镜技术普查》，2012-2019 年，我国开展消化内镜诊疗的医疗机构从 6128 家增长至 7470 家，CAGR=21.9%；2019 年全国共开展消化内镜诊疗 3873 万例。其中开展镇静(麻醉)消化内镜诊疗共 1720 万例，占消化内镜诊疗的 44.41%；我们假设 23 年后胃肠镜诊疗数保持每年约 4%增速，至 2034 年全麻比例逐步提升至 61%，丙泊酚使用率为 54%，假设 2034 年 HSK-3486 在胃肠镜对丙泊酚的替代率到 40%，则 HSK-3486 在胃肠镜适应症销售额到 2034 年将达 9.5 亿元。另根据公司投资者公开交流纪要，丙泊酚市场适应症分布情况：预计胃肠镜适应症销售收入约占 30-40%、麻醉诱导和维持占 50%、ICU 镇静占 10-20%，我们预计 HSK-3486 国内销售峰值约 30 亿元。

表 7 HSK-3486 环泊酚注射液国内销售金额预测

时间	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
胃肠镜人次/万	6000	6240	6490	6749	7019	7300	7592	7896	8132	8376	8544	8715
yoy		4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%

全麻比例	55%	56%	57%	58%	59%	59%	60%	60%	61%	61%	61%	61%
丙泊酚使用率	50%	51%	51%	52%	52%	53%	53%	54%	54%	54%	54%	54%
HSK-3486 环泊酚替代率	20%	30%	35%	39%	39%	39%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
HSK-3486 目标患者：万人	330	529	660	786	837	891	948	1009	1063	1095	1117	1139
HSK-3486 单次费用：元/1 支	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83
HSK-3486 胃肠镜销售额：亿元	2.7	4.4	5.5	6.5	6.9	7.4	7.9	8.4	8.8	9.1	9.3	9.5
	销售额分布：内镜（30-40%，2020 年 12 月）、麻醉诱导和维持（50%，2021 年 2 月）、ICU（10-20%，2022 年 7 月）											

数据来源：“2020 中国消化内镜技术普查”，华西证券研究所

预计环泊酚 HSK-3486 美国销售峰值约 2 亿美元。丙泊酚在美国主要用于麻醉诱导和维持、ICU 镇静，其使用量基本保持稳定或小幅增长，由于仿制药众多各规格的产品价格大约在 3-15 美元区间。由于全麻的普及率升高、手术量及诊疗的增长，我们预计丙泊酚继续保持快速增长的趋势。根据 Verified Market Reports 数据，2023 年丙泊酚注射液在美国市场销售额约 12.3 亿美元，且预期 2030 年增长到 25 亿美元，CAGR=10.6%；假设 HSK-3486 在美国定价 50 美元对标丙泊酚（3-15 美元），20%替代率，则有 2-3 亿美元销售额。

4. 2024 年已获批 2 款 1 类新药，公司进入创新收获期

4.1.糖尿病周围神经痛 HSK16149 胶囊上市，峰值有望 20 亿元

HSK16149 苯磺酸克利加巴林胶囊（思美宁）：γ-氨基丁酸（GABA）类似物，可与中枢神经系统中电压敏感型钙离子通道 **α2δ** 受体结合，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（NE）和 P 物质等兴奋性神经递质的释放，具有镇痛、抗癫痫和抗焦虑的活性。作为无需滴定的口服第三代中枢神经系统钙离子通道调节剂，于 2024 年 5 月国内获批，成为中国大陆首个获批糖尿病周围神经痛（DPNP）适应症的 1 类创新药。PHN（带状疱疹神经痛）适应症于 2024 年 6 月正式获批上市，确证性临床试验数据统计结果显示，HSK16149 在统计意义上达到主要疗效终点；安全性统计结果显示，其整体安全性均良好可控。“辅助镇痛”适应症于 2024 年 6 月递交了 EOP2 沟通交流申请，待 CDE 反馈；新增“中枢神经病理性疼痛”和“纤维肌痛”两项适应症均已获得临床试验批准通知书，其中“中枢神经病理性疼痛”已经启动Ⅲ期临床研究。

产品具有全新的并三环笼状结构，相较于普瑞巴林的链状结构来说具有很好的分子刚性，从而带来靶点亲和力和体内代谢稳定性更优的潜在优势。基于此，产品上市之初就获得了 3 部指南共识推荐，包括《国家基层糖尿病神经病变诊治指南（2024 版）》，推荐克利加巴林作为 DPNP 的有效初始治疗药物；《神经病理性疼痛评估与管理中国指南（2024 版）》，指出克利加巴林是靶点亲和力和体内代谢更稳定、使用更便利的药物；《带状疱疹后神经痛研究进展》特约综述，指出克利加巴林可以直接以有效剂量起始治疗，无需滴定，使用更便捷。

PHN 的发病率及患病率因疼痛持续时间和强度的定义不同而异，有统计分析数据显示 PHN 人群每年发病率为 3.9-42.0/10 万。疾病发病率及患病率均有随年龄增加而逐渐升高的趋势，60 岁+的带状疱疹患者约 65%会发生 PHN，70 岁+中则可达 75%。

我国尚缺乏相关研究数据，据估计我国约有 400 万的 PHN 患者。临床上推荐 PHN 一线治疗的药物均为钙离子通道调节剂普瑞巴林和加巴喷丁，但二者在临床使用中均需滴定给药（即需先服用小剂量一段时间，耐受后再逐步增加至治疗剂量），且存在疗效不佳、不良反应发生率高等多种不足。

表 8 HSK16149 胶囊研发进展梳理

序号	产品	适应症	进度	时间
1	HHSK16149 胶囊	糖尿病周围神经痛 DPNP	已上市	2024 年 5 月
2		带状疱疹后神经痛 PHN	已上市	2024 年 6 月
3		中枢神经病理性疼痛（CNP）	3 期临床（患者招募中）	2024 年 7 月
		骨科围手术期镇痛	2 期临床完成	2023 年 8 月
		纤维肌痛	获批临床	2024 年 4 月

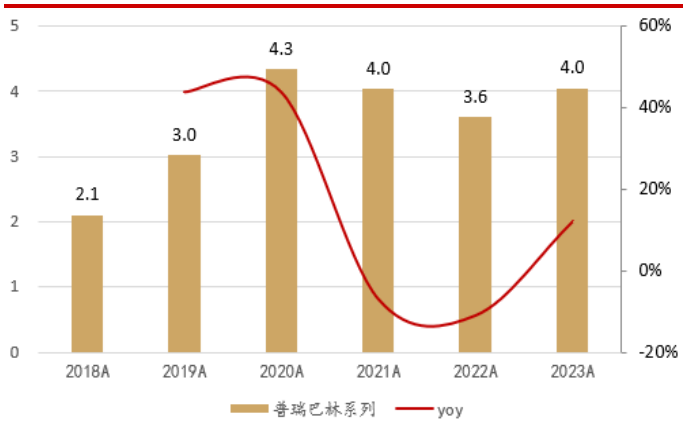
资料来源：药智数据（查询时间 20240820），华西证券研究所

在治疗中国 DPNP 人群的 2/3 期临床研究中，与安慰剂相比，经克利加巴林治疗的患者从第 1 周起疼痛减轻。治疗 13 周，在 40mg/d 和 80mg/d 两个剂量下，其能够显著降低 DPNP 患者的每日疼痛评分（ADPS）。在研究中，患者出现轻度至中度 TEAE，主要为头晕，无需额外治疗。该产品在发挥作用时无需滴定剂量，便于临床医生灵活使用，对患者来说服用也很方便。

普瑞巴林为 DPNP 主流用药，2014 年全球峰值破 51 亿美元。普瑞巴林是一种神经递质 γ-氨基丁酸（GABA）的类似物。2004 年获欧盟批准用于管理外周神经病性疼痛及用作部分癫痫发作治疗；同年在美国获批用于缓解糖尿病性外周神经病相关神经病性疼痛和带状疱疹后神经痛，2005 年又获批用于成年癫痫患者部分性发作辅助治疗，2007 年再获批用于治疗纤维肌痛，2012 年 FDA 又批准其用于治疗脊髓损伤相关性疼痛。2014 年达销售峰值接近 52 亿美元，随 2018 年 12 月原研辉瑞专利到期，大量仿制品种上市，2019 年降至 33.21 亿美元。

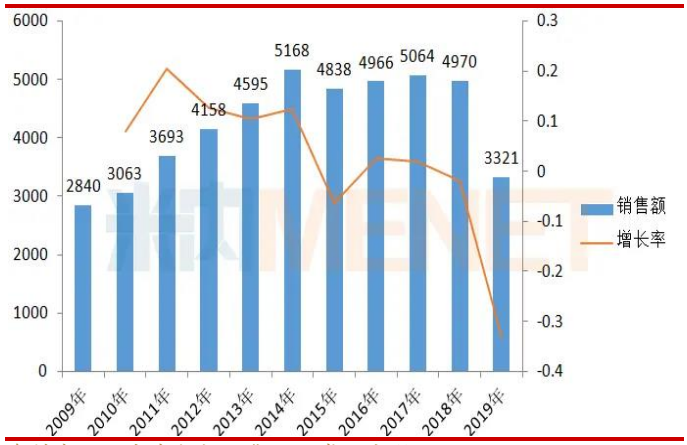
普瑞巴林系列在中国仅获批 2 个适应症（未获批 DPNP）且被纳入集采，销售规模约 5 亿元。辉瑞普瑞巴林于 2010 年在国内上市，被批准用于治疗带状疱疹后神经痛 PHN，2017 年起进入国家医保目录乙类，限制使用范围“限带状疱疹患者的神经疼痛二线治疗”，进入医保后该产品的销售额有了飞速的增长。2018 年 10 月纤维肌痛适应症获批，目前产品已纳入第四批集采，国内销售体量较小（2018-2022 年销量 CAGR=52.5%）

图 22 普瑞巴林国内城市公立医院销售额（亿元）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

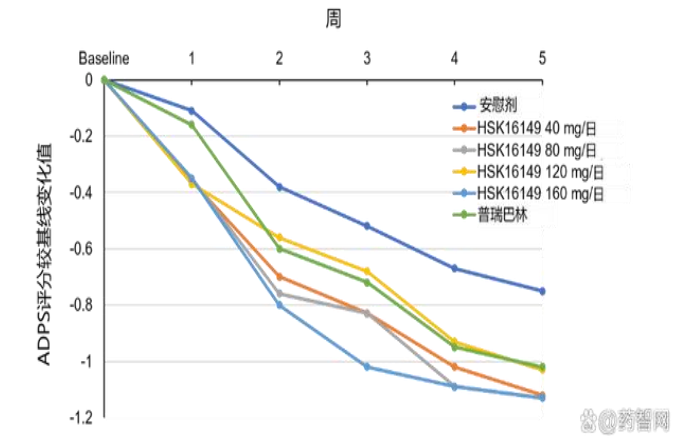
图 23 辉瑞普瑞巴林全球销售额（百万美元）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

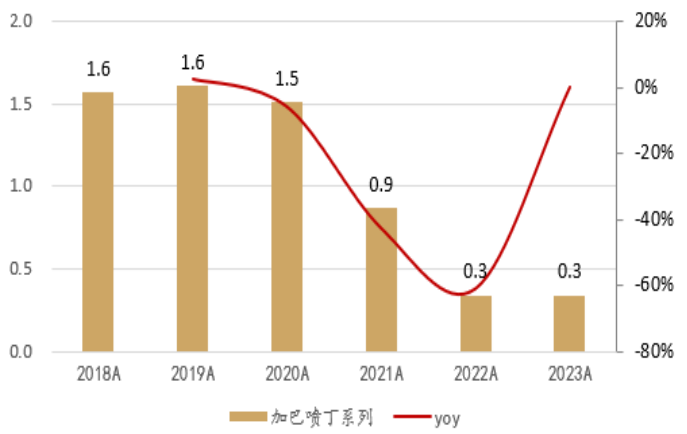
HSK16149（思美宁）治疗 DPNP 的临床 3 期数据显示，相比于普瑞巴林组，思美宁组受试者在接受 40mg、80mg 剂量的药物治疗后，疼痛评分呈现快速下降趋势。经过 5 周的治疗，疼痛评分也显示出优于普瑞巴林。

图 24 思美宁与普瑞巴林临床对比



资料来源：药智网，华西证券研究所

图 25 加巴喷丁系列国内城市公立医院销售额（亿元）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

目前一线治疗 DPNP 的药物主要包括：抗抑郁药（SNRIs 类+三环类抗抑郁药）、抗惊厥药（钙通道调节剂）；二线推荐药物含阿片类药物。对于 DPNP 病人，非药物治疗常与药物治疗相结合，包括：电刺激治疗、针灸治疗、近红外线治疗、低强度激光治疗等。

表 9 DPNP（糖痛）治疗药物推荐级别及推荐剂量

	药物种类	药物名称		初始治疗推荐剂量	最大推荐剂量
一线推荐药物	抗抑郁药	SNRIs 类	度洛西汀	30~60 mg/d	60 mg/d
		抑制 5-HT 和 NE 的再摄取	文拉法辛	37.5 mg/d	75~225 mg/d

		TCA 类	阿米替林	10~25 mg/d	25~150 mg/d
	抗惊厥药	普瑞巴林		25~75 mg，1~3 次/日	300~600 mg/d
		加巴喷丁		100~300 mg/d，1~3 次/日	900~1800 mg/d
二线推荐药物	阿片类药物	曲马多		50 mg，1 次/天 or 2 次/天	100~200 mg/d
		吗啡		10~15 mg 每 4 个小时或者按需给药	
局部治疗	辣椒碱霜剂（0.025%~0.25%）			每日运用多次直到疼痛感显著缓解	
	利多卡因 5%贴剂			辅助加巴喷丁治疗可以得到更好效果	

资料来源：糖尿病性周围神经病理性疼痛诊疗专家共识，华西证券研究所

销售数据核心假设：

1） **三大适应症国内销售峰值可达近 20 亿元**。根据《中国 2 型糖尿病防治指南（2020 年版）》数据显示，我国糖尿病患病率持续上升，2015-2017 年已达到 11.2%，我们预计 2030 年将超过 1.5 亿人。根据《糖尿病神经病变诊治专家共识（2021 年版）》数据显示，约有 50%的糖尿病患者会发生糖尿病周围神经病变，其中 50%的患者会出现 DPNP（糖痛），因此约 25%的糖尿病患者会出现 DPNP，由此可计算出我国 DPNP 患者达 3kw+人；

2） 参考原研辉瑞普瑞巴林胶囊 75mg 挂网价为 7.26 元/颗，假设患者每日服用 1 粒，每日 2 次，患者每月需花费 435 元（如剂量更高，花费更大）。我们假设思美宁年化治疗费用为 3000 元，后续降价至 1500 元，若 HSK16149 药物市占率能逐年上升至 13%，DPNP 适应症总体可达 14 亿元销售峰值。

3） 根据《带状疱疹后神经痛诊疗中国专家共识》，荟萃分析数据显示带状疱疹的年发病率约为 3-5‰，约 9%-34%的带状疱疹患者会发生 PHN，假设治疗率和 HSK16149 药物市占率分别逐年提升至 20%、20%；

4） 神经痛是常见的慢性疼痛，根据《神经病理性疼痛诊断与疗效评定中国量表》，神经病理性疼痛患病率约为 3.3-8.2%，资料显示我国目前神经病理性疼痛的患者约有 9000 万；其中神经病理性疼痛分为周围性和中枢性两种类型，假设中枢神经病理性疼痛（CNP）治疗率和 HSK16149 市占率分别逐年提升至 7%、14%；

图 26 HSK16149 胶囊国内销售金额预测

HSK16149苯磺酸克利加巴林胶囊	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
糖尿病后神经痛DPNP												
中国人口总数/w人	140364	140025	139664	139271	138847	138394	137910	137399	136862	136301	135720	135123
糖尿病患病率	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
中国糖尿病患者池（w人/年）	15721	15683	15642	15598	15551	15500	15446	15389	15329	15266	15201	15134
DPNP发病率（%）	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
治疗率	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	18.7%	18.9%	19.1%	19.3%
HSK16149市占率		0.50%	2.0%	4.0%	6.0%	7.7%	9.2%	10.5%	11.0%	11.5%	12.5%	13.0%
年化费用/元		4000	2000	2000	1800	1800	1800	1620	1620	1620	1458	1458
yoy			-50%	0%	-10%	0%	0%	-10%	0%	0%	-10%	0%
HSK16149糖尿病后神经痛市场规模（亿元）		1.2	2.5	5.1	7.1	9.4	11.5	12.1	12.8	13.4	13.2	13.8
带状疱疹后神经痛PHN												
中国人口总数/w人	140364	140025	139664	139271	138847	138394	137910	137399	136862	136301	135720	135123
带状疱疹患病率	0.30%	0.32%	0.34%	0.36%	0.38%	0.40%	0.42%	0.44%	0.46%	0.48%	0.50%	0.52%
带状疱疹患者数（w人/年）	421	448	475	501	528	554	579	605	630	654	679	703
带疱后神经痛PHN发病率（%）	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%
治疗率	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%	20.0%
HSK16149市占率		0.50%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%
年化费用/元		4000	2000	2000	1800	1800	1800	1620	1620	1620	1458	1458
HSK16149带状疱疹后神经痛市场规模（亿元）		0.0	0.06	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1
中枢神经病理性疼痛（CNP）												
中国人口总数/w人	140364	140025	139664	139271	138847	138394	137910	137399	136862	136301	135720	135123
中枢神经病理性疼痛患病率	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%
患者数（w人/年）	3369	3361	3352	3343	3332	3321	3310	3298	3285	3271	3257	3243
治疗率					5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
HSK16149市占率					0.50%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%
年化费用/元		4000	2000	2000	1800	1800	1800	1620	1620	1620	1458	1458
HSK16149中枢神经病理性疼痛（CNP）市场规模（亿元）					0.1	0.6	1.2	1.6	2.3	3.2	3.7	4.6
HSK16149胶囊收入测算/亿元		1.2	2.6	5.3	7.5	10.3	13.1	14.2	15.8	17.5	17.9	19.6

资料来源：中疾控，《带状疱疹后神经痛诊疗中国专家共识》等指南，华西证券研究所

4.2.k 阿片受体激动剂 HSK21542 注射液，峰值有望 30 亿元

HSK21542 注射液是公司自主研发强效外周 kappa 阿片受体的选择性激动剂，具有高选择性和亲和性，在 G 蛋白参与下协同调控钾离子流和钙离子流，通过阻断瘙痒信号传导并抑制背根神经节和末梢感觉神经的兴奋性，减少炎性因子以及神经递质的释放等，起到抑制瘙痒的作用。其不透过血脑屏障，在发挥外周镇痛、止痒药效的同时，能避免中枢阿片类药物相关副作用，如致幻、成瘾、呼吸抑制等。

腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA，目前在上市审评中；另一适应症——“慢性肾病瘙痒”已完成 PNDA 沟通交流会议，并于 2024 年 6 月纳入优先审评，新增“术后恶心呕吐”适应症已于 7 月申报 IND，目前正在审评中。HSK21542 片正在开展“慢性瘙痒”适应症的临床□期研究。

表 10 HSK21542 和同类产品研发进展梳理

序号		公司	适应症	进度	最新状态时间
1	HSK21542 注射液	海思科	腹部术后镇痛	NDA	2023 年 10 月
			慢性肾病瘙痒	临床三期	2024 年 6 月纳入优先审评
2	HSK21542 片	海思科	慢性瘙痒	临床二期	2024 年 3 月
3	SHR0410 注射液	恒瑞	腹腔镜术后疼痛	临床三期	2022 年 7 月
4	KL280006 注射液	科伦	急性疼痛	临床 2 期	2022 年 12 月完成
			尿毒症瘙痒	临床 2 期	2023 年 5 月（招募中）

资料来源：公司半年报，药智数据（查询时间 20240820），华西证券研究所

HSK-21542 是一款外周选择性 κ 阿片受体激动剂，它与吗啡、芬太尼等 μ 受体激动剂不同，μ 受体激动容易引起欣快感而导致成瘾；而 HSK-21542 作用外周不进入

中枢、不通过血脑屏障所以成瘾性风险低，也避免了中枢作用的副作用，呕吐、便秘等副反应发生率较低。

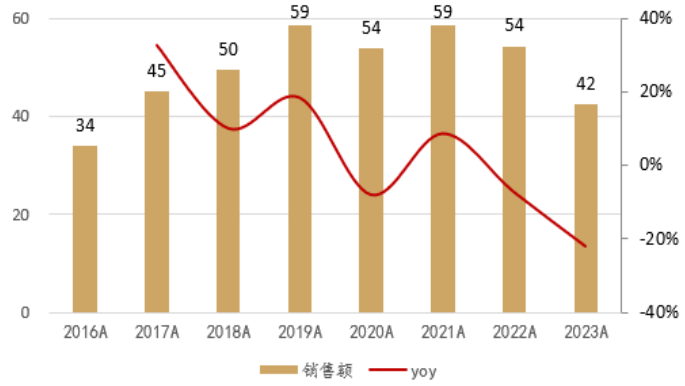
表 11 阿片受体的分类（镇痛相关）

受体	受体	部位	作用	相关药物
μ 受体	μ1，μ2 镇痛作用强，有呼吸抑制、成瘾等不良反应。	脑导水管周围灰质，内侧丘脑，杏仁核脊髓，脊髓胶质区周围	μ1:脊髓上镇痛 μ2:与副作用相关，呼吸抑制，较少胃肠蠕动，恶心呕吐，心率减慢，药物依赖性	吗啡、哌替啶、芬太尼类、羟考酮（内啡肽）、曲马多、丁丙诺啡等
kappa(κ)	κ1，κ2，κ3	脑脊髓周围	脊髓镇痛镇静和轻度呼吸抑制	纳布啡、喷他佐辛、布托啡诺、丁丙诺啡（强啡肽）、羟考酮
delta(δ)	δ1，δ2	脑	脊髓镇痛、平滑肌效应，缩瞳	内源性脑啡肽

资料来源：肿瘤时间，华西证券研究所

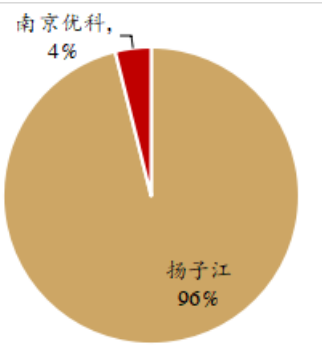
HSK-21542 注射液主要有两个适应症：1、术后镇痛，对标的是临床常见的纳布啡、地佐辛等 κ 受体阿片类镇痛药。2、瘙痒适应症，对标纳呋拉啡口崩片 Remitch（二类精神药，国内三生制药引进日本东丽，2023 年 9 月于中国获批），但 Remitch 能进中枢，中枢副作用不能避免，HSK-21542 不存在这些副作用。

图 27 地佐辛注射液样本城市公立医院销售（亿元）



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 28 2023 年地佐辛注射液在城市公立医院竞争格局



资料来源：米内网，华西证券研究所

销售预测核心假设：

1） 根据柳叶刀分析，中国大陆地区手术患者每年约 7000 万例，假设后续每年以 6%增速增长，其中中度至重度疼痛的患者比例为 48.7%，术后镇痛方案分析显示，63.7%的患者术后镇痛以阿片类镇痛药物为主，假设 k 阿片市占率和 HSK21542 市占率分别逐年提升至 30%、36%；

2） 根据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2012 年国内医保覆盖血液透析后，我国大陆地区接受血液透析治疗的患者人数从 24.8 万人快速增加至 2023 年的 91.7 万人，透析患者数量增长 3.7 倍，我们预计每年仍以 10%以上的速度增长。根据血液透析瘙痒症的发病机制及药物治疗（2024）显示，我国一项荟萃分析研究显示，成年透析患者 CKD-aP 平均患病率达 55%，其中药物治疗包括抗癫痫类药物（加巴喷丁和普瑞巴林）、阿片类受体激动剂/拮抗剂、抗组胺药等；

3） 假设瘙痒适应症于 2026 年正式获批，目前纳呋拉啡在中国 2.5μg*14 片挂网价是 1680 元，120 元/片，每天 1-2 片的费用在 120-240 元。假设患者每月用 6 支 HSK21542 注射液，持续用 3 个月，HSK21542 市占率提升至 15%；

4） 假设该产品 2025H1 获批上市，并预计于 2025H2 纳入国家医保目录，假设医保前 200 元/支，纳入医保后降价 50%，随后随着医保续约降价至 80 元，；2 类适应症合计销售峰值可达 30 亿元。

图 29 HSK21542 注射液国内销售金额预测

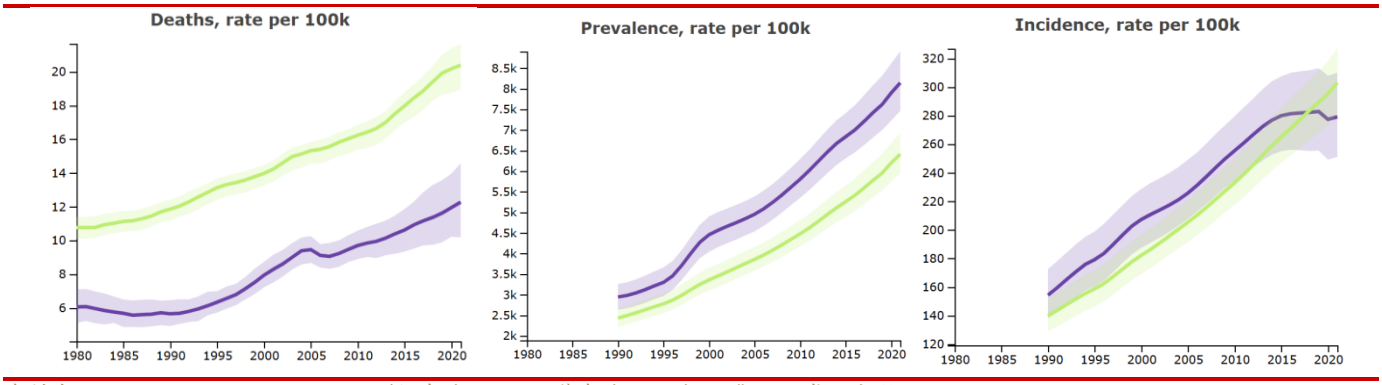
HSK21542注射液-峰值测算	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
术后镇痛												
全国手术量/w台	8272	8934	9604	10276	10944	11601	12297	13034	13817	14646	15524	16456
yoy	2%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
术后中重度疼痛患病率	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%
术后镇痛使用阿片类比例%	64%	64%	65%	65%	66%	66%	67%	67%	68%	68%	69%	69%
用药数量/支			6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
单价			200	100	100	100	100	80	80	80	80	80
价格变化				-50%	0.0%	0.0%	0.0%	-20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
k阿片市占率%		20%	21.0%	22.0%	23.0%	25.0%	27.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
HSK21542市占率			2.00%	9.0%	13.5%	18.0%	23.0%	29.0%	33.0%	36.0%	36.0%	36.0%
HSK21542糖尿病后神经痛市场规模（亿元）			1.5	3.9	6.5	10.1	14.9	17.9	21.7	25.3	27.0	28.8
yoy				154%	68%	55%	47%	20%	22%	16%	7%	7%
瘙痒												
血液透析患者例数/w人	92	96	100	103	108	112	116	121	126	131	136	142
yoy		4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
慢性瘙痒患病率	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
慢性瘙痒患者池（w人/年）	51	53	55	57	59	62	64	67	69	72	75	78
治疗率		50%	53.0%	56.0%	59.0%	62.0%	65.0%	68.0%	71.0%	74.0%	77.0%	80.0%
用药数量/支			18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
单价			200	100	100	100	100	80	80	80	80	80
价格变化				-50%	0.0%	0.0%	0.0%	-20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
HSK21542市占率				0.50%	3.0%	6.0%	9.0%	11.0%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
HSK21542瘙痒市场规模（亿元）				0.0	0.2	0.4	0.7	0.7	0.9	1.2	1.2	1.3
HSK21542注射液收入测算/亿元			1.5	3.9	6.7	10.5	15.6	18.6	22.6	26.4	28.3	30.2

资料来源：医脉通肾内频道、柳叶刀，华西证券研究所

4.3.首款超长效剂型治疗 2 型糖尿病（DPP-4i）HSK7653（倍长平）获批

据国际糖尿病联合会数据显示，截至 2021 年全球约 5.37 亿成年人患有糖尿病，我国糖尿病患者数居全球首位，约 1.139 亿成年人患有糖尿病，占全球糖尿病患者的 21.2%。患病人数预计将在 2025 年达到 1.5 亿，并于 2030 年达到 1.7 亿。其并发症是导致成人心脑血管事件、肾衰竭、失明和截肢的重要病因。2017 年中国与糖尿病相关的医疗保健费用已达 1100 亿美元。

图 30 全球 2 型糖尿病流行病学情况比较



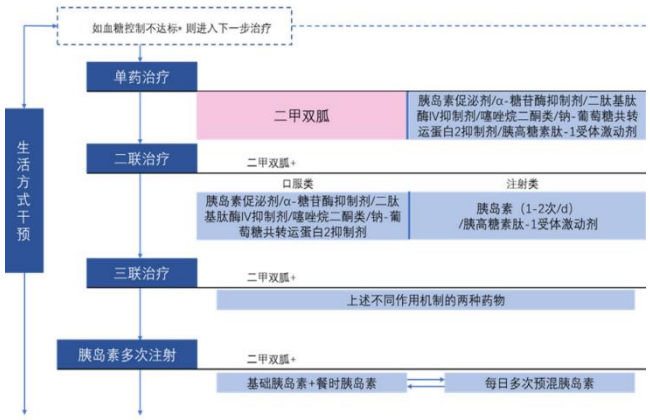
资料来源：Global Burden of Disease（绿色为 global，紫色为 china），华西证券研究所

图 31 中国糖尿病发病率为 11.2%（WHO 标准）

资料来源：医脉通，华西证券研究所

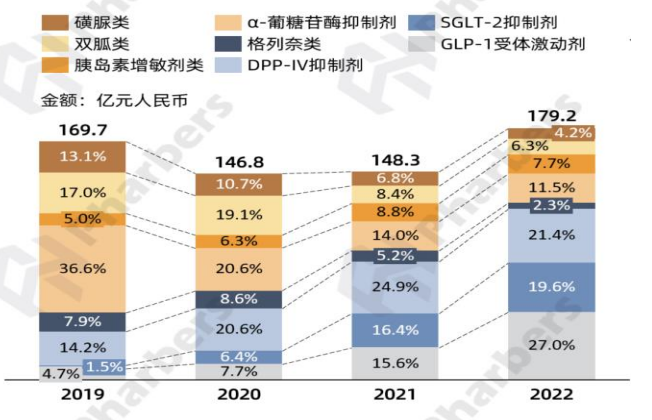
2 型糖尿病作为一种慢性代谢疾病，患者的主要表现为对胰岛素产生抵抗现象，导致胰岛素的功能不能得到充分的发挥。对于这些患者来说，单纯使用胰岛素不能很好地改善患者病情，因此他们需要其他类型的降糖药物来控制血糖水平。临床常用口服降糖药包括双胍类（如二甲双胍）、促胰岛素分泌剂（包括磺脲类和非磺脲类）、α-糖苷酶抑制剂（如阿卡波糖、伏格列波糖、米格列醇）、噻唑烷二酮类（TZD 如罗格列酮和吡格列酮）、二肽基肽酶 IV 抑制剂（DPP-4i 如西格列汀、沙格列汀等）、钠-葡萄糖共转运蛋白 2 抑制剂（SGLT2 如达格列净、恩格列净、卡格列净）以及胰高糖素样肽-1 受体激动剂（GLP-1RA）。

图 32 2 型糖尿病患者降糖治疗路径



资料来源：国家基层糖尿病防治管理指南，华西证券研究所

图 33 核心医院各类降糖药市场占比及增速表现



资料来源：法伯 MAX 核心医院市场数据，华西证券研究所

2 型糖尿病（T2DM）是一类需要终身管理的疾病，绝大部分患者需要长期接受降糖药物治疗，**迄今为止，国内口服降糖药物需每日 1~3 次口服，药物方案复杂直接影响治疗依从性，同时也加重患者治疗负担，临床亟需更简化的治疗方案。**超长效降糖药物可通过减少给药频率来提升治疗依从性，已成为糖尿病药物研发的一个重要方向。二甲双胍普遍被各大指南推荐用于 2 型糖尿病的一线治疗药物，但由于疾病的进行性，临床上需要进行联合治疗，以达到适当的血糖控制以及微血管和大血管并发症的风险管理。

二肽基肽酶-4（DPP-4）抑制剂主要通过抑制二肽基肽酶□（DPP-4）减少胰高糖素样肽 -1（GLP-1）在体内失活，提高内源性 GLP-1、葡萄糖依赖性促胰岛素多肽（GIP）的水平，改善胰岛 β 细胞功能紊乱，抑制胰岛 α 细胞分泌胰高血糖素，从而以葡萄糖浓度依赖方式促进胰岛素分泌，发挥降血糖作用，且不易诱发低血糖和增加体重。此类药物餐前餐后均可；副作用少，不易增加心血管事件的发生率。

目前国内已上市的 DPP-4i 均为日制剂，需每日 1 次、甚至 2 次给药。国际上已有 DPP-4i 单周制剂上市，例如奥格列汀和曲格列汀，为进一步研发超长效 DPP-4i 双周制剂提供了良好基础。

图 34 国内上市 DPP-4 抑制剂规格用量

药物	规格	用法用量
西格列汀	100mg	100mg/次qd po
沙格列汀	5mg	5mg/次qd po
维格列汀	50mg	50/次Bid po
利格列汀	5mg	5mg/次qd po
阿格列汀	25mg	25mg/次qd po
替格列汀	20mg	20mg/次qd po
奥格列汀(国内未上市)	12.5mg、25mg	12.5mg~25mg次，qw po
曲格列汀(国内未上市)	100mg	100mg次，qw po

资料来源：国际糖尿病 diabetes，华西证券研究所

图 35 国内上市二甲双胍固定复方制剂规格用量

药物	规格	用法用量
西格列汀/二甲双胍片	50mg/500mg 50mg/850mg	50mg/500mg/次Bid po 50mg/850mg/次Bid po
维格列汀/二甲双胍片	50mg/850mg	50mg/850mg/次Bid po
沙格列汀/二甲双胍缓释片	5mg/500mg 5mg/1000mg 2.5mg/1000mg	5mg/500mg/次qd po 5mg/1000mg/次qd po 2.5mg/1000mg/次qd po
利格列汀/二甲双胍片	2.5mg/850mg	2.5mg/850mg/次Bid po

资料来源：国际糖尿病 I diabetes，华西证券研究所

图 36 国内已上市 DPP-4 抑制剂及仿制药竞争格局

药品	国内上市企业数	进口上市企业数	最早上市企业	最早上市时间	最新上市企业	最新上市时间
西格列汀	11	1	默沙东制药	2009-09-29	乐普制药科技有限公司	2022-04-19
沙格列汀	5	2	百时美施贵宝制药	2011-05-05	齐鲁制药有限公司	2021-03-16
维格列汀	15	1	诺华制药	2011-08-15	康普药业股份有限公司	2022-05-25
西格列汀+二甲双胍	4	1	默沙东制药	2012-07-23	南京正大天晴制药有限	2021-12-31
阿格列汀	11	1	武田药品工业株式会社	2013-01-01	瑞阳制药股份有限公司	2021-06-16
利格列汀	4	1	勃林格殷格翰制药	2013-03-26	四川科伦药业股份有限	2022-01-30
二甲双胍+维格列汀	3	1	诺华制药	2014-12-09	南京优科制药有限公司	2022-05-25
利格列汀+二甲双胍	1	1	勃林格殷格翰制药	2017-03-22	勃林格殷格翰制药	2021-09-02
沙格列汀+二甲双胍	/	1	阿斯利康制药	2017-05-18	阿斯利康制药	2021-10-26
替格列汀	/	1	田边三菱制药株式会社	2021-08-03	田边三菱制药株式会社	2021-08-03
曲格列汀	1	/	四川科伦药业股份有限公司	2022-03-08	四川科伦药业股份有限	2022-03-08

资料来源：医药魔方，华西证券研究所

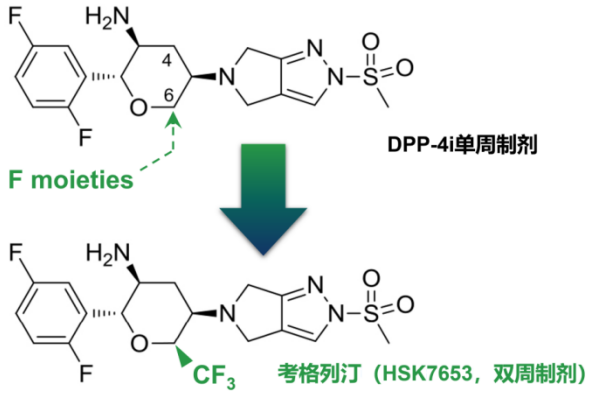
通过反复优化分子结构，HSK7653（倍长平）考格列汀不仅表现出强效的 DPP-4 抑制活性，同时带来 PK 性质上的大幅提升，可实现两周一次给药频率。HSK7653（倍长平）是公司自主研发的 1.1 类创新药，为全球首个双周口服超长效二肽基肽激酶抑制剂（DPP-4i），具有独立知识产权，产品于 2024 年 6 月 25 日获批上市。倍长平是通过在 DPP-4i 单周制剂四氢吡喃环上 6 位引入三氟甲基，从而增强药物疗效、代谢稳定性，使其具有超长疗效，其长半衰期可达 131.5 小时，一次口服可保持两周内 DPP-4 酶抑制率在 80%+。两项 3 期临床研究显示倍长平单药治疗 24 周糖化血红蛋白（HbA1c）较基线最多降低 0.96%，二甲双胍治疗的基础上联合倍长平 24 周 HbA1c 较基线最多降低 0.96%，与日制剂联合组疗效相当。针对肝肾功能不全患者不增加药物暴露，肝肾功能不全患者无需调整剂量。

图 37 HSK7653 发展历程

- 2012 年 10 月：长效 DPP Ⅳ 立项
- 2015 年 8 月：确定候选化合物 HSK7653
- 2016 年 10 月：临床前安全性有效性及药代研究完成
- 2016 年 12 月：申报 IND
- 2017 年 10 月：中国 Ⅰ 期临床试验
- 2019 年 12 月：中国 Ⅱa 临床试验
- 2020 年 12 月：中国 Ⅲ 期临床试验
- 2022 年 12 月：申请上市

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 38 考格列汀的设计思路及创新结构



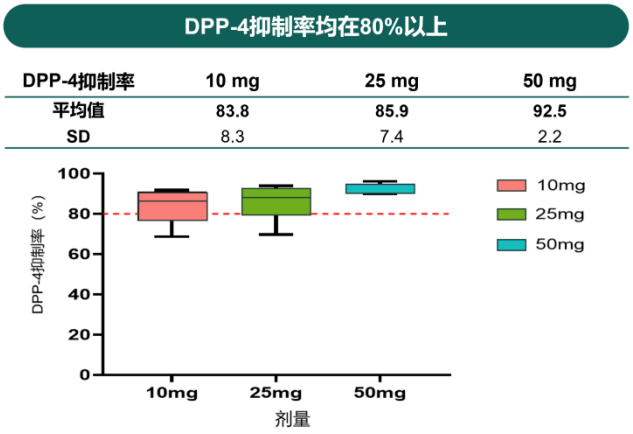
资料来源：国际糖尿病 diabetes，华西证券研究所

图 39 常用降糖药物半衰期比较（不含胰岛素、GLP 类药物）

类别	通用名	每片（支）剂量（mg）	剂量范围(mg/d)	作用时间（h）	半衰期
双胍类	二甲双胍	250、500、850	500～2000	5～6	1.5～
	二甲双胍缓释片	500	500～2000	8	6
磺脲类	格列本脲	2.5	2.5～15.0	16～24	10～
	格列吡嗪	2.5、5	2.5～30.0	8～12	2～
	格列吡嗪控释片	5	5.0～20.0	6～12（最大血药浓度）	2～
	格列齐特	80	80～320	10～20	6～
	格列齐特缓释片	30、60	30～120	—	12～
	格列喹酮	30	30～180	8	1
	格列美脲	1、2	1.0～8.0	24	5
格列奈类	瑞格列奈	0.5、1、2	1～16	4～6	1
	那格列奈	120	120～360	1.3	-
	米格列奈钙片	10	30～60	0.23～0.28（峰浓度时间）	1
α-糖苷酶抑制剂	阿卡波糖	50、100	100～300	—	-
	伏格列波糖	0.2	0.2～0.9	—	-
	米格列醇	50	100～300	—	-
噻唑烷二酮类	罗格列酮	4	4～8	—	3～
	吡格列酮	15、30	15～45	2（达峰时间）	3～
DPP-4i	西格列汀	100	100	24	12
	沙格列汀	5	5	24	2
	维格列汀	50	100	24	2
	利格列汀	5	5	1.5（达峰时间）	1
	阿格列汀	25	25	1～2（达峰时间）	2
SGLT-2i	达格列净	10	10	24	12
	恩格列净	10	10～25	1.3～3.0（达峰时间）	5.6～
	卡格列净	100、300	100～300	1～2（达峰时间）	10.6～

资料来源：国家基层糖尿病防治管理指南（2022），华西证券研究所

图 40 不同剂量考格列汀两周一次给药，可有效维持对 DPP-4 的抑制作用

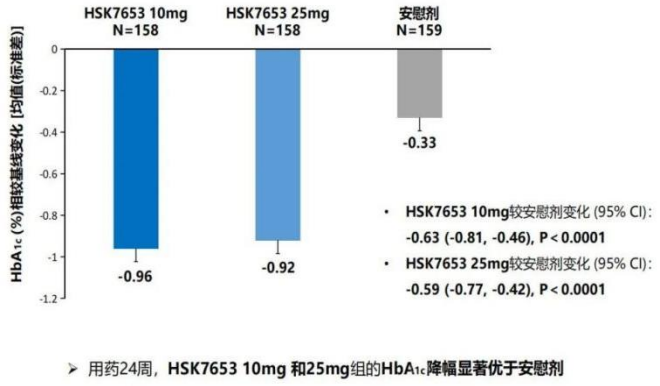


资料来源：公司公告，华西证券研究所

有效性方面，根据 2023 年 ADA 大会上公布的与安慰剂的对照试验结果，研究结果显示，与安慰剂相比，HSK7653 片（考格列汀）无论是 10mg 还是 25mg，HbA1c 降幅都非常显著。主要疗效指标：24 周 HbA1c 较基线变化方面，安慰剂 HbA1c 下降 0.33，HSK7653 10mg 和 25mg 组，HbA1c 降幅分别为 0.96 和 0.92，HSK7653 10mg 较安慰剂变化-0.63；HSK7653 25mg 较安慰剂变化-0.59（P 均＜0.0001），这样的降幅已经满足我国药监机构对新型降糖药上市的要求。

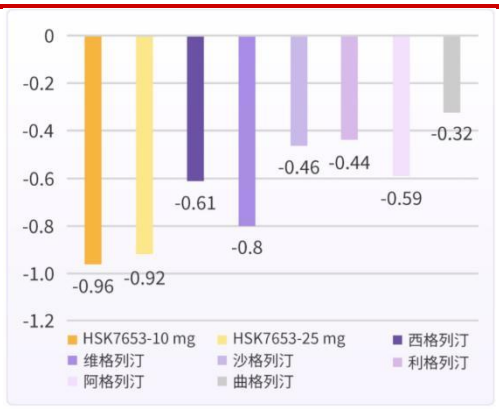
安全性方面，HSK7653 片安全性良好，无论是总体的不良反应，还是与药物相关的不良反应，在 HSK7653 片组和安慰剂组都得到平衡。为了验证 HSK7653 片的安全性，我们将试验时间延长至 52 周。在延长治疗期，所有受试者以 25mg 的高剂量治疗 28 周，仍未观察到更多的安全信号，提示 HSK7653 片（考格列汀）不但可以很好地改善 HbA1c，在安全性方面，也无额外的不良反应。

图 41 HSK7653 与安慰剂 24 周 HbA1c 较基线变化情况



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 42 单药治疗，第 24 周 HbA1c 较基线变化（%）



资料来源：国际糖尿病 idiabetes，华西证券研究所

公司深耕糖尿病领域，突出倍长平（HSK7653）“每两周服用一次”的优势特点，作为其与口服降糖药日制剂区隔的最显著优势，定位于差异市场，单药降低 HbA1c 幅度最高可达 0.63%（去除安慰剂效应后），与日制剂相当；内分泌领域通过创新药思美宁（HSK16149）、倍长平（HSK7653）和已上市高端仿制药斯考特®盐酸乙酰左卡尼汀的产品组合，推广糖尿病治疗从降糖到并发症管理的全程管理概念，利用产品组合优势快速在糖尿病市场建立品牌，占据市场份额。

图 43 国内在研 DPP-4 超长抑制剂

药物名称	企业名称	全球进度	国内进度	研究数据
曲格列汀	科伦药业	原研：已上市(日本武田制药，2015)	仿制药已上市(2022.03)	每周1次，使用100mg曲格列汀7天后，DPP-4活性的平均抑制率为77.4%,安慰剂组为2.4%; 经过24周的连续给药，结果显示糖化血红蛋白浓度(HBA1c)和空腹血糖浓度曲格列汀组和阿格列汀组均显示出非劣效性。
HSK7653	**海思科**	**Ⅲ**	**Ⅲ**	**每2周1次，10、25、50mg多次给药后，14 d后各剂量组抑制率均维持在80%以上。**
优格列汀	苑东生物	Ⅲ	Ⅲ	每周1次 给药后7天DPP-4抑制率均在80%以上; 与基线相比，优格列汀片200mg、300mg和400mg剂量组HbA1c值分别下降0.78%、0.52%及1.06%,空腹血糖值分别下降1.06mmol/L、1.59mmol/L及1.30mmol/L,餐后2h血糖值分别下降2.01mmol/L1.07mmol/L及2.27mmol/L。
博格列汀	百极地长制药	I	I	每周1次
奥格列汀	默沙东	已上市	获批临床	每周1次 具有与每日一次50mg剂量(日本的标准起始剂量)DPP-4抑制剂西格列汀(Januvir)同等的疗效和耐受性。

资料来源：医药魔方，华西证券研究所

销售预测核心假设：

1） 根据弗若斯特沙利文，中国的 2 型糖尿病患者数量占各类糖尿病总数的 95%，患者人数从 2014 年的 1.1 亿增长至 2018 年的 1.2 亿人，CAGR= 3.2%，预计将在 2023 年突破 1.4 亿，并于 2030 年达到 1.7 亿。糖尿病市场持续爬升，新型降糖药持续推动市场，其中诊断率、治疗率假设各 46%、49%，DPP-4 抑制剂市场占比 20%并逐年上升。

2）产品于 2024 年 6 月获批上市，我们预计将于 2024 年底通过国家医保谈判纳入新版目录。假设 HSK7653 医保前年费 3000 元，纳入医保后降价 50%，随后随着医保续约周期降价；预计 2028 年产品销售峰值可达约 6 亿元。

图 44 HSK7653 国内销售金额预测

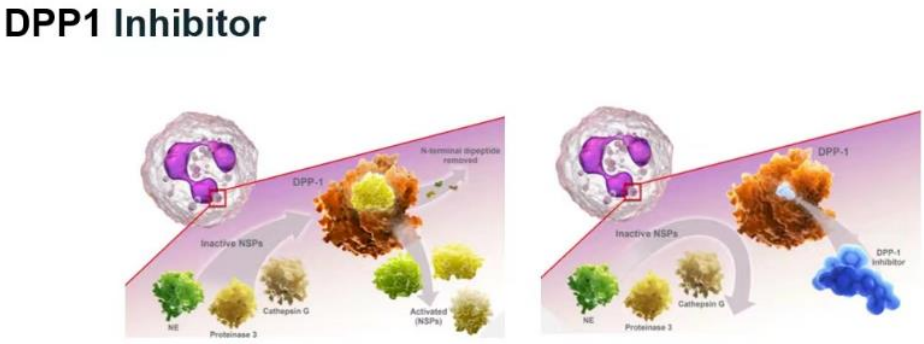
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
2型糖尿病发病人数（百万人）	145.8	149.5	153.1	156.8	160.5	164.1	167.7	171.4	175.2	179.0	183.0
诊断率	40%	42%	43%	45%	46%	48%	49%	51%	52%	54%	55%
治疗率	45%	46.0%	47.0%	48.0%	49.0%	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%	54.0%	55.0%
DPP-4抑制剂占比	20.0%	21.6%	22.7%	23.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	24.0%	24.0%
HSK7653 市占率	0.3%	2.2%	4.0%	5.0%	6.0%	5.4%	4.9%	4.4%	3.9%	3.7%	3.4%
每年治疗费用（元）	3000	1500	1500	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100
DPP4抑制剂收入测算（亿元）	0.5	2.0	4.2	4.4	6.0	5.8	5.6	5.4	5.2	5.1	5.0

资料来源：clinicaltrials，华西证券研究所

4.4.治疗支气管扩张的药物 HSK31858 片（DPP1），2024H2 即将三期临床

DPP1 抑制剂是一类可以特异性地结合并抑制 DPP1 活性的药物，可以通过减少非结构蛋白（NSPs）的活化，降低肺部炎症和损伤，从而改善支气管扩张症等炎症性肺病的病理过程，是治疗中性粒细胞相关疾病的潜在靶点。当人体感染病原体时，中性粒细胞会被激活，释放出大量的 DPP1 和蛋白酶，可以捕捉和消灭病原体，但也会破坏肺部的正常结构和功能，导致肺部的纤维化、气道阻塞、肺泡破裂等问题。DPP1 抑制剂具有很大的潜力和市场空间，尤其是对于那些目前还没有专门治疗药物的肺部疾病，如支气管扩张。其打破了传统的抗生素、黏液溶解剂、支气管扩张剂、抗炎药等治疗肺部疾病的模式，开辟了一条新的治疗途径，即通过抑制 DPP1 来调节中性粒细胞的活性，从而减轻肺部的炎症和损伤。

图 45 DPP-1 抑制剂作用机制



资料来源：新为公众号，华西证券研究所

HSK31858 片（DPP1）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（DPP1）小分子抑制剂，临床拟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。根据医药魔方数据，截至目前，全球尚未有同靶点药物获批上市，全球仅 3 款临床在研，其中 Insmed 的 brensocatib III 期临床结果于 2024 年 6 月公布，勃林格殷格翰的 BI1291583 与海科思的 HSK31858 处于 II 期临床

阶段。最早进入临床的由葛兰素史克开发的 GSK-2793660，在 2015 年因长期用药的安全性和一些生物指标未到达已经终止开发；

非囊性纤维化支气管扩张症（NCFBE）是一种严重的慢性肺病，由于感染、炎症和肺组织损伤的循环发生，支气管永久性扩张。该病特征是频繁的肺部恶化，需要抗生素治疗和/或住院治疗。疾病症状包括慢性咳嗽、痰液分泌过多、呼吸急促和反复呼吸道感染，这些都会使基础疾病恶化。NCFBE 在美国约影响 34-52 万患者。目前，在美国、欧洲、日本，还没有专门针对 NCFBE 的治疗方法

INSMED DPP1 抑制剂 Brensocatib 三期数据达到主要终点，成药性进一步验证。2024 年 5 月 28 日，Insmed 宣布 brensocatib（DPP1 抑制剂）非囊性纤维化支气管扩张症的三期（ASPEN 研究）积极顶线结果，计划在 2024Q4 向 FDA 提交 NDA，预计 2025 年中期在美国上市。数据显示，Brensocatib 10mg 和 25mg 与安慰剂相比，在主要终点及多个次要终点上显著改善，包括降低肺恶化年化率（-21.1%/19.4%）、延长首次恶化时间（+18.7%/17.5%）、52 周内无恶化发作的概率（+41.2%/40%）等方面。数据验证了 DPP1 抑制作为新的治疗机制，有潜力解决一系列中性粒细胞介导的疾病。

图 46 Brensocatib 临床试验

药品名称	NCT号	临床阶段	适应症	试验方案	启动时间	预计完成时间
Brensocatib 临床试验	NCT04594369	3期	非囊性纤维化支气管扩张症	药品：Brensocatib 10 毫克 药品：Brensocatib 25 毫克 药品：安慰剂	12月 1，2020	3月 22，2024
	NCT06013241	2期	慢性鼻窦炎	药品：Brensocatib 药品：安慰剂 药品：糠酸莫米松鼻喷雾剂 （MFNS）	10月 30，2023	9月 25，2025
	NCT05090904	2期	囊肿性纤维化	药品：Brensocatib 药品：安慰剂	11月 30, 2021	11月 1，2022

资料来源：clinicaltrials，华西证券研究所

海思科 DPP1 非囊性纤维化支气管扩张症（NCFBE）适应症国内已完成临床□期研究，临床□期试验准备中；新增“支气管哮喘”和“慢性阻塞性肺疾病”（COPD）两项适应症已于 2024 年 4 月获得临床试验批准通知书；2023 年 11 月，公司将 HSK31858 片（DPP1）在大中华区（包括港澳台）以外的权益有偿许可给 Chiesi。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，2023Q4 已确认首付款 1300 万美元。

表 12 HSK31858 片研发进展梳理

序号	临床题目	适应症	进度	时间
1	HSK31858 在非囊性纤维化支气管扩张患者的安全性和有效性研究	非囊性纤维化支气管扩张症	2 期完成	2023 年 9 月
2	HSK31858 在健康人体的药代动力学影响试验	非囊性纤维化支气管扩张症	1 期完成	2022 年 8 月
3	HSK31858 在健康人体的药代动力学影响试验	支气管哮喘和慢性阻塞性肺疾病（慢阻肺，COPD）	1 期批准	2024 年 4 月

资料来源：药智数据（查询时间 20240820），华西证券研究所

支气管哮喘是由多种细胞以及细胞组分参与的慢性气道炎症性疾病，根据 2015 年全球疾病负担研究[Global Burden of Disease（GBD）Study]的结果，全球哮喘患者达 3.58 亿，患病率较 1990 年增加了 12.6%。亚洲的成人哮喘患病率为 0.7%-11.9%（平均不超过 5%），近年来哮喘平均患病率也呈上升趋势。2012-2015 年，在中国

10 个省市进行的“中国肺健康研究”调查结果显示，我国 20 岁及以上人群的哮喘患病率为 4.2%，按照 2015 年的全国人口普查数据推算，我国 20 岁以上人群应该有 4,570 万哮喘患者。目前 HSK31858 片正在积极开拓该适应症，预期解决更多临床需求。

销售预测核心假设：

1） 根据《成人支气管扩张症的研究进展》，2013 年 40 岁以上居民支扩症患病率高达（1200/10 万）。我国尚缺乏大型流调数据，由于人口老龄化程度加重、生活水平改善和不良生活方式的负面影响，患病率仍可能被大大低估。

2） 对标相关产品假设 HSK31858 医保前年费 5 万元，纳入医保后降价 50%（对标妥布霉素吸入溶液，253 元/支（5mL:300mg），每日 2 次，每次 1 支，每周期：持续用药 28 天，然后停止用药；2.8 万元/疗程，医保乙类），随后随着医保续约周期降价；根据公开信息，目前产品管线处于 2 期，假设该产品 2028 年做完 3 期临床，2029 年获批上市，并预计于 2030 年纳入国家医保目录，预期峰值 30 亿元。

图 47 HSK31858 国内销售金额预测

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
全国人口数（万人）	140685	140404	140123	139843	139563	139284	139005	138727	138450	138173	137897
NCFB发病人数（万人）1200/10万	1692	1685	1681	1678	1675	1671	1668	1665	1661	1658	1655
DPP-1抑制剂占比						0.0%	0.2%	0.4%	0.8%	1.1%	1.1%
每年治疗费用（万元）						5.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
获批概率						70%	70%	70%	70%	70%	70%
DPP1抑制剂收入测算（亿元）						1.75	5.84	11.65	23.03	29.86	30.35

资料来源：clinicaltrials，华西证券研究所

5.股权激励出台推动公司创新管线和业绩发展

股权激励彰显公司信心，重点考核公司 IND 申请数和营收指标。2024 年 8 月，公司发布 2024 年度限制性股票激励计划（草案），拟以 14.10 元/股向激励对象授予限制性股票数量 580 万股，占总股本的 0.52%。激励对象共计 6 人，全部为公司或其控股子公司任职的核心业务技术骨干人员。限售期分别为自限制性股票授予登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月，按 30%、30%、40%解锁。从激励要求综合判断，2024 年营收不低于 36 亿元、2024-2025 年营收累计不低于 74 亿元、2024-2026 年营收累计不低于 115 亿元，且 2024 年申报并获得受理的药物 IND 申请不少于 3 个、2024-2025 年累积申报并获得受理的药物 IND 申请不少于 7 个、2024-2026 年累积申报并获得受理的药物 IND 申请不少于 11 个。公司激励计划的出台，有望推动公司创新管线和营收加速增长。

表 13 公司股权激励计划解除限售条件

考核年度	2024 年	2025 年	2026 年
营收	2024 年营收不低于 36 亿元	2024-2025 年营收累计不低于 74 亿元	2024-2026 年营收累计不低于 115 亿元
临床前项目	2024 年申报并获得受理的药物 IND 申请不少于 3 个	2024-2025 年累积申报并获得受理的药物 IND 申请不少于 7 个	2024-2026 年累积申报并获得受理的药物 IND 申请不少于 11 个

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 14 公司股权激励计划需摊销费用（万元）

首次授予的限制性股票数量（万股）	需摊销的总费用	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
580	8,114.20	705.83	4,234.96	2,148.46	1,024.95

数据来源：公司公告，华西证券研究所

6.盈利预测及投资建议

- **仿制药产品盈利预测：**公司目前占比最大的自产肠外营养系列板块业务随临床受限的影响，预计增速缓慢；原料药及专利板块增速趋于稳定；其他仿制药产品集采出清后保持较稳定增长。我们预计后续仿制药板块收入占比将逐渐降低；
- **创新药产品盈利预测：**未来增长的主要驱动力在麻醉药环泊酚和 2024 年获批的 2 个 1.1 类新药和 2025 年即将获批的 HSK21542，预计 2024 年国谈进医保后有望快速放量贡献业绩；环泊酚是小分子创新药，预计后续毛利率有 95%左右。

根据公司最新半年报情况和创新药新产品的上市节奏，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收由 40.9、49.6、59.5 亿元调整为 40.9、49.1、60.6 亿元，对应增速分别为 22%、20%、24%；归母净利润由 4.1、5.6、8.6 亿元调整为 4.1、5.5、8.2 亿元，对应增速分别为 39%、34%、48%，EPS 从 0.37/0.50/0.77 元调整为 0.37/0.49/0.73 元，2024 年 8 月 16 日收盘价 30.24 元对应 PE 为 82/61/41 倍。

表 15 海思科系列创新药管线销售预测

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
总营业收入预测/亿元	33.6	40.9	49.1	60.6	66.1	71.9	78.7	82.1	87.7	93.4	96.2	100.5
5款新药合计销售规模	8.7	16.7	24.4	35.2	41.8	51.7	61.0	66.3	72.7	78.9	81.6	85.8
HSK-3486环泊酚销售测算	8.7	14.9	18.3	21.8	23.2	24.9	26.5	27.9	28.9	29.8	30.4	31.0
HSK16149胶囊销售测算		1.2	2.6	5.3	7.5	10.3	13.1	14.2	15.8	17.5	17.9	19.6
HSK21542注射液销售测算			1.5	3.9	6.7	10.5	15.6	18.6	22.6	26.4	28.3	30.2
DPP4抑制剂销售测算		0.5	2.0	4.2	4.4	6.0	5.8	5.6	5.4	5.2	5.1	5.0
DPP1抑制剂销售测算							1.8	5.8	11.7	23.0	29.9	30.3
国内仿制药收入预期	25.1	24.3	24.7	25.5	24.3	20.2	17.7	15.8	15.0	14.5	14.6	14.7

资料来源：公司公告，华西证券研究所

估值假设：

1. 估值中不包含临床阶段尚在 II 期以前的早期管线；
2. 毛利率：假设随着公司产品陆续上市，自建管线逐步投产完备，公司创新药产品毛利率将逐步提升并稳定在 94%；假设公司管理运营团队及商业化队伍基本稳定，随产品扩充自然增长，研发、销售及管理费用率率随着产品的放量逐步下降；
3. DCF 估值指标：假设永续增长率 2%，贝塔值（β）系数为 1.29，无风险收益率选取十年期国债收益率为 2.3%，假设市场收益率为 7.5%，经计算 WACC 为 8.24%；

看好公司产品上市后商业化运营能力，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新，采用自由现金流 DCF 折现估值方法，公司估值为 400 亿元，对应股价 35.88 元，继续给予公司“增持”评级。

表 16 海思科财务预测及估值（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	409.07	502.38	641.32	924.94	1,261.02	1,727.01	2,223.89	2,624.41
所得税税率	*2.30%*	-1.36%	-1.05%	-0.59%	-0.87%	-0.81%	-0.80%	-0.81%
息前税后利润(NOPAT)	399.66	509.18	648.07	930.43	1,272.03	1,741.00	2,241.58	2,645.75
加：非现金调整	233.44	194.05	197.27	201.43	204.30	207.23	210.02	212.58
减：营运资金的增加	-206.32	340.41	214.42	256.83	141.80	167.57	178.16	95.01
减：资本性投资	-386.72	247.93	-148.03	-150.53	-144.65	-144.12	-144.35	-144.36
公司自由现金流量 FCFF	**452.70**	**610.75**	**482.88**	**724.51**	**1,189.88**	**1,636.55**	**2,129.09**	**2,618.95**

资料来源：wind，华西证券研究所

表 17 DCF 敏感性分析

		WACC						
	35.88	6.74%	7.24%	7.74%	8.24%	8.74%	9.24%	9.74%
r	0.50%	40.00	36.38	33.28	30.60	28.26	26.20	24.38
	1.00%	42.67	38.57	35.10	32.12	29.54	27.30	25.32
	1.50%	45.84	41.13	37.20	33.86	31.00	28.53	26.37
	2.00%	49.69	44.19	39.66	35.88	32.68	29.93	27.55
	2.50%	54.45	47.89	42.60	38.26	34.62	31.54	28.90
	3.00%	60.48	52.46	46.16	41.08	36.91	33.41	30.45
	3.50%	68.67	58.57	50.87	44.81	39.93	35.92	32.56

资料来源：WIND，华西证券研究所

7.风险提示

1、药品价格降低风险：受竞争、政策影响，产品价格和毛利率下降；

2、药品销售放量不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,355	4,095	4,913	6,065
YoY(%)	11.3%	22.1%	20.0%	23.5%
营业成本	972	1,139	1,241	1,387
营业税金及附加	51	54	67	83
销售费用	1,200	1,487	1,786	2,199
管理费用	321	431	504	620
财务费用	23	24	17	8
研发费用	517	625	825	995
资产减值损失	-10	-1	-1	-1
投资收益	-61	43	30	30
营业利润	314	483	630	923
营业外收支	-11	-5	-6	-6
利润总额	303	478	624	917
所得税	7	-6	-7	-5
净利润	296	485	631	922
归属于母公司净利润	295	410	551	817
YoY(%)	6.5%	39.0%	34.4%	48.1%
每股收益	0.27	0.37	0.49	0.73

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,169	1,671	2,163	2,782
预付款项	57	71	79	87
存货	281	360	394	433
其他流动资产	1,134	1,316	1,556	1,868
流动资产合计	2,641	3,418	4,192	5,169
长期股权投资	132	84	32	32
固定资产	970	968	941	912
无形资产	751	795	836	878
非流动资产合计	4,012	3,533	3,487	3,495
资产合计	6,653	6,950	7,679	8,664
短期借款	100	130	160	121
应付账款及票据	209	283	298	331
其他流动负债	1,195	1,055	1,108	1,177
流动负债合计	1,504	1,468	1,566	1,629
长期借款	855	855	855	855
其他长期负债	124	117	117	117
非流动负债合计	978	972	972	972
负债合计	2,482	2,440	2,538	2,601
股本	1,114	1,114	1,114	1,114
少数股东权益	-9	65	145	251
股东权益合计	4,171	4,510	5,141	6,063
负债和股东权益合计	6,653	6,950	7,679	8,664

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	296	484	630	920
折旧和摊销	222	193	197	201
营运资金变动	-164	-166	-214	-255
经营活动现金流	450	539	636	889
资本开支	-387	248	-148	-151
投资	0	-23	-10	-65
投资活动现金流	-383	304	-128	-186
股权募资	794	2	0	0
债务募资	-288	-144	30	-39
筹资活动现金流	328	-342	-16	-85
现金净流量	393	502	492	618

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	11.3%	22.0%	19.9%	23.3%
净利润增长率	6.5%	38.9%	34.4%	48.0%
盈利能力				
毛利率	71.0%	72.2%	74.7%	77.1%
净利润率	8.8%	10.0%	11.2%	13.5%
总资产收益率 ROA	4.4%	5.9%	7.2%	9.4%
净资产收益率 ROE	7.1%	9.2%	11.0%	14.0%
偿债能力				
流动比率	1.76	2.33	2.68	3.17
速动比率	**1.50**	**2.01**	**2.35**	**2.83**
现金比率	0.78	1.14	1.38	1.71
资产负债率	37.3%	35.1%	33.0%	30.0%
经营效率				
总资产周转率	0.53	0.60	0.67	0.74
每股指标（元）				
每股收益	0.27	0.37	0.49	0.73
每股净资产	3.75	3.99	4.48	5.21
每股经营现金流	0.40	0.48	0.57	0.80
每股股利	0.20	0.15	0.00	0.00
估值分析				
PE	112.00	82.21	61.18	41.35
PB	6.17	7.58	6.74	5.80

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.htmL

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。