

评级变动报告

海思科 002653.SZ



鉴于海思科创新药商业化提速及对外BD合作成果超预期落地，我们全面上调了公司2026-2028年的营收与归母净利润预测，并同步抬升了远期盈利与估值中枢。核心原因如下：

已上市创新药商业化提速与BD合作落地：2026年新增管线BD和研发合作项目带来约8亿元首付款，叠加环泊酚等创新药持续放量，我们将2026-2028年营收预测分别上调16%、11%、6%，归母净利润对应上调45%、16%、0%。

BD能力全面强化与管线价值重估：随着BD能力增强，海外空间进一步打开；叠加在研管线thr-β和PDE 3/4纳入突破性疗法，上市成功率大幅提升（25%至75%），显著增厚了远期收入与估值预期。

综合评估，当前公司估值处于合理区间。结合长期跟踪来看，海思科创新药研发实力扎实，商业化落地兑现能力优异。后续若持续落地BD合作、产出优质潜力新药，公司估值仍具备进一步上行空间，推荐关注。

公司基本信息



海思科是中国医药行业从仿制向创新转型的标杆企业之一。2005年，海思科成立，早期以首仿药快速抢占肝胆疾病、肠外营养等细分领域市场。2012年，公司深交所上市后，开始自建创新药团队进行创新转型。2020年，公司首个自主创新药环泊酚获批，正式进入创新药收获期。截至目前，公司已有4款自研创新药上市，此外仍有33个在研创新药项目。

公司深度评级

所属行业	医疗健康	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值 608.07亿（较上期+38.59%）
当前股价	49.21元	盈利趋势	★★★★☆	状态 合理估值（上行空间+10%）
总市值	551.11亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	71.80	护城河	★★★★☆	动态估值：价值 603.23亿（较上期+44.15%）
PB-MRQ	11.38			状态 合理估值（上行空间+9.5%）

公司盈利预测

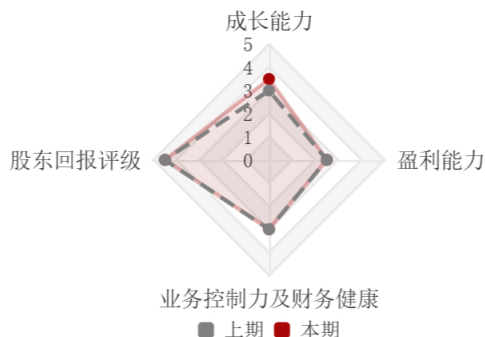
海思科	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	33.5	37.2	43.9	61.5	61.6	64.7	73.1	90.9
归母净利润(亿)	2.9	4.0	2.6	10.6	8.7	7.9	10.7	13.6
归母净利润增速(%)	5.3	36.0	-34.6	307.7	-17.4	-9.8	36.5	26.5
经营性净利润(亿)	3.5	3.9	2.7	10.7	8.9	8.0	10.9	13.7
经营性净利润增速(%)	49.8	9.5	-30.6	297.3	-17.2	-9.6	36.0	26.3
经营性归母净利润(亿)	3.5	3.3	2.7	10.7	8.9	8.0	10.9	13.7
经营性归母净利润增速(%)	111.5	-6.9	-18.2	297.3	-17.2	-9.6	36.0	26.3

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力提升0.5星级：上期星级3.0星，本期星级3.5星。

得益于环泊酚等已上市创新药商业化持续兑现，以及多项BD合作接连落地收获首付款，公司近期营收和业绩增速提升，推动成长能力整体提升。

估值评级

DDM估值上升+38.59%：上期 438.76亿，本期 608.07亿。动态估值上升+44.15%：上期 418.46亿，本期 603.23亿。

DDM估值提升38.6%，主要是我们对远期创新药业务的收入及价值进行了大幅上调：对BD海外估值计入、突破性疗法认定的预测做出调整。毛利率、各项费用率基本保持不变。

创新药：

BD海外估值计入：经过评估，我们将部分达成BD的管线的海外市场估值纳入预测模型。主要是因为2026年Q1的2个BD项目达成后，相关管线获得了海外市场的估值认可，提升了远期海外价值。

突破性疗法认定：经过评估，我们对部分在研管线的上市成功率做出了大幅上调（从25%提升至75%）。主要是因为thr-β和PDE3/4相继纳入突破性疗法，这不仅使上市节奏前移，更大幅提升了风险调整后峰值销售值，显著增厚了远期收入预期。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司当前核心业务包括创新药和仿制药，我们分业务进行盈利预测并估值，分业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：创新药

收入假设：

1) 已上市创新药：基于公式“峰值销售=我国患病人群基数×接受治疗率×药品潜在市占率×年用药费用×药品上市概率”我们对四个已上市药物进行峰值销售测算，预计环泊酚在2034年前后达到约28亿元峰值销售规模（中+美两地）、预计安克雷芬在2036年前后达到约19亿元峰值销售规模（中国）、预计克林加巴林在2036年前后达到约13亿元峰值销售规模（中国）、预计DPP4在2036年前后达到约5亿元峰值销售规模（中国）。加总后预计当前4款已上市药物在2034年前后达到超60亿元收入规模，随后收入随产品生命周期逐步衰减。

2) 在研创新药：基于同上峰值销售公式，我们对海思科5个在研核心管线的核心适应症进行峰值销售测算（需按上市概率调整风险系数），预计DPP1抑制剂在2038年前后达到约44亿元经风险调整后的峰值销售规模（中国+海外）、预计PDE4B在2036年前后达到约3亿元经风险调整后的峰值销售规模（中国）、预计PDE3/4在2037年前后达到约19亿元经风险调整后的峰值销售规模（中国）、预计THR-β在2040年前后达到约10亿元经风险调整后的峰值销售规模（中国）、预计CFB在2036年前后达到约4亿元经风险调整后的峰值销售规模（中国）。加总后预计目前临床2期及以后的在研创新药远期可贡献接近100亿的经风险调整后的收入规模。

盈利能力假设：

1) 毛利率：参考行业规律，假设创新药毛利率长期维持约90%。

2) 期间费用率：经壹评级预估，随着创新药商业化放量摊薄成本，假设未来5年创新药业务期间费用率从目前的近90%下降至75%，预计半显性期末年将逐步下降至约53%。

业务2：仿制药

收入假设：假设未来5年收入CAGR为1.8%，因部分药物中短期可能仍将受到集采和竞争加剧的扰动；半显性期内CAGR假设为2.7%，老龄化带动行业需求刚性增长，公司战略上仿制药业务以维稳为主。

盈利能力假设：

1) 毛利率：经壹评级预估，假设未来5年仿制药业务毛利率从目前的约60%下降至约56%，主因考虑到中短期内集采和竞争加剧的潜在扰动；预计半显性期将维持55%左右水平。

2) 期间费用率：假设仿制药业务期间费用率长期维持约45%。

公司整体业绩预测

海思科	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	33.5	37.2	43.9	61.5	61.6	64.7	73.1	90.9
归母净利润(亿)	2.9	4.0	2.6	10.6	8.7	7.9	10.7	13.6
归母净利润增速(%)	5.3	36.0	-34.6	307.7	-17.4	-9.8	36.5	26.5
经营性净利润(亿)	3.5	3.9	2.7	10.7	8.9	8.0	10.9	13.7
经营性净利润增速(%)	49.8	9.5	-30.6	297.3	-17.2	-9.6	36.0	26.3
经营性归母净利润(亿)	3.5	3.3	2.7	10.7	8.9	8.0	10.9	13.7
经营性归母净利润增速(%)	111.5	-6.9	-18.2	297.3	-17.2	-9.6	36.0	26.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

创新药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.5	12.3	18.9	36.0	36.3	39.0	46.4	63.1
收入增速(%)	94.4	45.0	53.5	90.2	1.1	7.3	18.9	36.2
经营性净利润(亿)	-1.8	-1.1	-1.1	7.1	5.4	4.6	7.4	9.9
经营性净利率(%)	-21.6	-8.8	-5.8	19.9	15.0	11.7	16.1	15.6
经营性净利润增速(%)	34.5	41.0	-0.5	754.4	-23.8	-16.3	63.6	32.5
仿制药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	25.1	24.9	25.0	25.5	25.2	25.7	26.8	27.8
收入增速(%)	-2.8	-0.6	0.3	2.1	-1.1	2.0	4.1	3.8
经营性净利润(亿)	5.4	5.0	3.8	3.6	3.4	3.4	3.4	3.9
经营性净利率(%)	21.5	19.9	15.1	13.9	13.5	13.4	12.8	14.0
经营性净利润增速(%)	4.0	-7.7	-23.8	-6.0	-4.0	1.1	-0.4	12.7

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
创新药	1.7%	中等-	较好	强	8.0%	24.75	36.3
仿制药	3.3%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	3.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
创新药(亿)	54.1	484.9	539.0	2.3	-	1.5	542.8
仿制药(亿)	16.5	40.8	57.4	3.0	-	-	60.4
公司整体测算(亿)	70.7	525.7	596.4	5.3	-	1.5	603.2

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
创新药(亿)	167.6	373.7	541.3	2.3	-	1.5	545.1
仿制药(亿)	36.7	23.2	59.9	3.0	-	-	63.0
公司整体测算(亿)	204.3	396.9	601.2	5.3	-	1.5	608.1

数据来源：壹评级

估值确定性



公司估值确定性中等。公司仿制药及创新药种类较多，院内院外均有销售，渠道相对分散，销售额等核心数据公司披露较少、可跟踪度较弱。此外部分核心药物尚处临床Ⅱ期、Ⅲ期，未来发展仍具有较大的不确定性，因此估值确定性中等。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。