海思科公司基本面介绍一页纸

展开版 | 2026-11-16

药物总览一：五项已上市创新药

截至2026-11-15。国内阶段依据2026中报、后续公告及Q3交流；已批与在研适应症分列，海外批准注明地区及标签。

药物	属于哪类药	主要适应症与本品阶段	竞争格局与关注点
环泊酚 HSK3486	静脉GABA-A作用麻醉药；主要用于麻醉和镇静。	中国已上市，覆盖全麻、操作镇静等多个标签；美国2026年5月批准成人全麻诱导。[J1]	同类主要参照丙泊酚，临床场景另有依托咪酯等既有药。商业竞争看医院准入、单院使用量、净价及美国实际标签扩展。
安瑞克芬 HSK21542	注射用外周κ阿片受体激动剂；镇痛/止痒药。	中国已批腹部术后轻中度疼痛、血透患者中重度肾病瘙痒；更广术后疼痛新增申请审评中。[J1]	同靶点difelikefalin/Korsuva美国已批血透瘙痒；术后镇痛则面对既有阿片、非甾体方案。两种适应症需分别估销量和疗程。[J9]
克利加巴林 HSK16149	口服钙通道α2δ-1调节剂；神经痛药。	中国已批糖尿病周围神经病理性疼痛、带状疱疹后神经痛；更广神经病理性疼痛申请受理/优先审评。[J1]	主要既有药为普瑞巴林、加巴喷丁；竞争影响换药率、持续用药天数和日均净收入。
考格列汀 HSK7653	口服超长效DPP-4抑制剂；降糖药，每两周一次。	中国已批成人2型糖尿病。属于慢病降糖，非减重适应症。[J1]	同靶点参照西格列汀等成熟DPP-4药（美国已上市）。长效便利性需要转化为处方与续方；其他降糖机制也争夺患者预算。[J10]
思普可泮 HSK39297	口服小分子补体因子B抑制剂。	中国2026年7月已批：既往未用补体抑制剂的成人PNH（阵发性睡眠性血红蛋白尿，一种罕见溶血病）。IgA肾病III期。[J1]	同靶点iptacopan/Fabhalta美国已批PNH及IgA肾病等；PNH还存在其他补体机制。需分别看罕见病准入、支付和肾病扩展。[J8]

表格来源：[J1] 公司中报；[J8] Fabhalta；[J9] Korsuva；[J10] Januvia。

药物总览二：后期管线与海外合作项目

药物	属于哪类药	主要适应症与本品阶段	竞争格局与关注点
HSK31858	口服DPP-1抑制剂；呼吸抗炎小分子。	非囊性纤维化支气管扩张症（长期气道扩张、反复咳痰感染）国内III期；另探索哮喘。海外由Chiesi推进。[J1]	同靶点brensocatib/Brinsupri美国2025年8月已批12岁及以上支扩。关注先发药商业化和本品注册节奏。[J2]
HSK39004	吸入PDE3/4双抑制剂；粉雾与雾化两种剂型。	慢阻肺长期维持治疗；国内两剂型均III期。大中华区外授权AirNexis。[J1]	同靶点ensifentrine/Ohtuvayre美国2024年已批成人COPD维持治疗。剂型、吸入装置和院内外准入是商业比较重点。[J3]
HSK44459	PDE4B抑制剂；口服片，另有乳膏开发。	特发性/进展性肺纤维化国内III期；自免和皮肤扩展以II期等早期为主。[J1]	同靶点nerandomilast/Jascayd美国2025年已批IPF和PPF。竞争已有上市产品，需看准入与实际治疗人群。[J4]
HSK31679	口服THRβ激动剂；肝脏代谢方向小分子。	MASH/NASH：脂肪肝伴炎症及肝损伤；国内III期于2026年6月启动。[J1]	同靶点resmetirom/Rezdiffra美国已批非肝硬化、F2-F3纤维化成人NASH。患者筛选和纤维化程度决定可及市场。[J5]
HSK47388	口服环肽IL-23R拮抗剂；属于肽类药物。	HSK47388（I）中重度斑块状银屑病III期11/11登记，拟390例、尚未招募；溃疡性结肠炎II期。[B6/J1]	同靶点口服肽icotrokinra/Icotyde美国2026年3月已批斑块状银屑病；肠病需另评估标签，不能套用银屑病批准。[J6]
HSK55718 / HSK51155	Nav1.8阻断剂；55718静脉给药，51155口服。	55718中重度急性疼痛国内II期；51155已获临床批件。两项目大中华区外授权AbbVie。[J1]	同靶点口服suzetrigine/Journavx美国2025年已批成人急性中重度疼痛；剂型不同，尚无慢性神经痛标签。[J7]
HSK42360	口服BRAF靶向药；肿瘤小分子。	BRAF V600突变晚期实体瘤；结直肠癌联合西妥昔单抗±化疗方案I/II期（26H1）。境外授权Nuvectis。[J1]	同靶点encorafenib联合西妥昔单抗及氟尿嘧啶化疗，美国2026年2月正式批准BRAF V600E转移性结直肠癌。需比较组合、线次和突变人群。[J12]

环泊酚、安瑞克芬、克利加巴林的30/10.6/4亿元峰值，分别由医院用量、分适应症销量和患者用药时长支撑。

呼吸、自免及Nav1.8海外同靶点药已有上市参照；海思科海外回报主要来自版税和股权，金额取决于市场份额、达峰时间及保留权益。

DPP-1用于本表呼吸抗炎方向，DPP-4用于降糖，二者不是同一药物类别。IPF/PPF指特发性/进展性肺纤维化；COPD指慢阻肺；MASH与旧称NASH在本表均指脂肪性肝炎研究方向。

表格来源：[J1] 公司中报；[J2] Brinsupri；[J3] Ohtuvayre；[J4] Jascayd；[J5] Rezdiffra；[J6] Icotyde；[J7] Journavx；[J12] Braftovi。 [B6] III期登记。

总述

环泊酚贡献国内销售基础，新上市药、后期管线和海外授权决定增量。利润高增长含BD贡献。高峰值框架估值约857亿元，按10月三项上市药量价假设调整后为654亿至676亿元，接近11月13日662亿元市值。估值上修取决于产品峰值及海外归属回报。

2026年前三季度收入49.70亿元（+50.61%）、归母净利13.76亿元（+314.01%）、扣非归母净利12.65亿元（+263.22%）；Q3收入18.75亿元、归母5.25亿元。研发费用9.11亿元，经营现金流净额10.51亿元，期末货币资金25.76亿元。同比为三季报追溯调整口径。[H1]

现金回报与权益边界

Sentivera、AirNexis等交易均包含现金与股权，合同总金额还含有条件里程碑。三季报货币资金改善同时受BD回款与定增影响；货币资金不等于净现金，未来研发与海外投入也会消耗资金。国内PS、海外授权回报和NewCo股权对应同一资产时，需要按权益边界拆开计算。[H1][H4][H6]

公司历史复盘

2000-2012：王俊民创立海思科，以麻醉、营养及消化等专科制剂建立医院渠道和现金流，2012年上市后持续投入创新药。

2020-2025：环泊酚国内获批并进入医保；考格列汀、克利加巴林、安瑞克芬相继商业化，公司从单一麻醉大单品转向多产品组合。

2026：环泊酚美国成人全麻诱导获批、思普可泮PNH上市；AirNexis、艾伯维、礼来等合作兑现研发平台价值。国内重点转向单院产出和新产品爬坡，海外重点转向伙伴执行和合同回报。

市场分歧一：利润高增长中，药品能接上多少BD

Q3交流预计全年药品收入50亿至55亿元、BD收入17亿至18亿元（不含礼来）。BD贡献营业收入及扣非利润，前三季度归母13.76亿元、扣非12.65亿元均含BD。期末约5.07亿元其他非流动金融资产来自BD股权对价。[H1][L-H]

看多方看重环泊酚放量、新药占比提升及合作回款；分歧在2027年BD增量不足时，药品利润能否接续。9月专家提供的环泊酚数据为进货指标，受渠道库存影响。

市场分歧二：环泊酚的美国价值能否迅速兑现

美国2026年5月获批**成人全身麻醉诱导**；中国已覆盖维持、镇静、ICU和儿科。国内峰值假设35亿至40亿元；海外5亿美元取决于商业伙伴、价格、医院准入和后续标签开发。[H2]

市场关注

经营数据截至2026Q3，管线与商业化进展截至11月15日；产品峰值为研究假设。

议题	当前信息	关注点 / 分歧
1. 口服环肽出海预期	HSK47388口服IL-23受体环肽为公司当前重点授权项目。银屑病III期11月11日登记，拟390例、尚未招募；UC仍在II期。截至11月15日尚未公告签约。	合作何时落地、现金首付、保留权益及海外开发投入。
2. 后续创新药管线接续	HSK31858（DPP1）、HSK39004（PDE3/4）及HSK44459（PDE4B）进入国内III期；思普可泮PNH已上市、IgAN在III期。2026年已签五笔主要合作。	国内新药能否接续收入和利润；BD体量相近时，能否有新管线继续出海，而非仅靠既有项目里程碑和跨期确认。
3. 主业业绩与产品峰值	前三季收入49.70亿元、归母13.76亿元，均含BD；Q3交流预计全年药品收入50亿至55亿元。环泊酚国内峰值量价基准30亿元、较高预期35亿至40亿元；安瑞克芬已批范围量价基准10.6亿元，高峰值情景40亿元。	药品利润增长、环泊酚单院用量及净价、安瑞克芬医院产出与术后扩围，能否支撑更高峰值。
4. 环泊酚商业化进度	国内持续放量。美国2026年5月获批成人全麻诱导，DEA列管已完成，商业伙伴仍在筛选；美国尚未获批维持、内镜或ICU镇静。	海外合作签约、渠道与医院准入、首发及销售节奏，以及扩大标签的开发安排。

来源：公司2026中报、三季报、Q3业绩交流及10月量价稿；HSK47388银屑病III期登记CTR20264257。

市场分歧三：既有BD兑现后，新管线能否持续出海

下表列2026年五笔已签合作；HSK31858/Chiesi为2023年授权。协议对价与收入确认时点分别列示。

时间 / 合作方	项目与授权范围	首付或近期对价：美元	后续回报：美元
1月 / AirNexis	HSK39004；大中华区外许可。	首付1.08亿：现金4,000万＋初始股权对价6,800万（19.9%）。	最高9.55亿里程碑；最高12%分层版税；另有再许可分成。[B1]
4月 / AbbVie	Nav1.8疼痛项目，涉及HSK55718、HSK51155；海外许可。	现金首付3,000万。	最高7.15亿开发、注册和商业化里程碑；分层销售提成。[B2]
5月签约、6月披露 / 礼来	最多五个小分子靶点；全球或大中华区外权利，部分项目保留中国权益。	最高8,700万首付及近期付款，按项目提名至候选化合物进度支付。	最高29.67亿后续里程碑；分层销售提成。[B3]
6月 / Nuvectis	HSK42360大中华区外；HSK39297大中华、东南亚及印度外。	首付及近期里程碑4,000万；协议生效以Nuvectis完成融资为条件。	最高14.21亿里程碑；最高两位数版税；前四笔里程碑股权对价≤40%。[B4]
8月 / Sentivera	未披露代号的早期自免口服小分子；大中华区外许可。	首付约7,589万：现金4,000万＋初始股权对价3,589万（17.5%）。	最高14.6亿里程碑；最高10%分层版税；另有再许可分成。[B5]

2026年已签四笔产品授权、一笔礼来平台合作，覆盖呼吸、疼痛、补体/肿瘤及早期自免。Q3交流预计全年BD收入17亿至18亿元（不含礼来）；仅据已签项目，初步预计2027年可确认至少1亿美元量级收入。[L-H]

即使后续BD体量与今年相近，新增出海管线能否接续，仍决定平台溢价。看多方看重今年密集签约所显示的产出能力；保守方关注可授权资产储备、现金首付及伙伴投入。既有项目里程碑和跨期确认支撑收入，新资产签约才能增加合作来源。

HSK47388口服IL-23受体环肽是当前潜在BD焦点。Q3交流中公司将其列为现阶段最重要的授权项目之一，并表示乐观。[L-H] 银屑病III期11月11日登记，拟390例、尚未招募；UC仍为II期。交易落地、现金首付、保留权益及海外开发安排决定回报。截至11月15日未见已签授权公告，估值未另加确定BD对价。[B6]

表格来源：[B1] AirNexis公告；[B2] AbbVie公告；[B3] 礼来公告；[B4] Nuvectis公告；[B5] Sentivera公告；[B6] III期登记。全年及2027年收入为Q3会议预计。[L-H]

产品峰值一：三项上市产品已有量价稿可核对

环泊酚，2030年国内30亿元。10月21日稿假设终端价60元/支，除以1.13并乘95%净实现率，得到厂家净价50.44元；乘约5,947万支约为30亿元。相较2024年约1,810万支，六年销量复合增长约22%。该方案同时假设较2024年公司均价低约25%，主要靠更多手术场景和单院用量对冲降价。[L-H]

安瑞克芬，2032年已批范围10.6亿元。腹部术后10.1亿元＝2,000家医院×500支/月×12×84.07元净价，另加血透瘙痒0.5亿元。净价假设来自终端163元降至100元、再扣税与5%价差；其他术后扩围2亿元另列。按每疗程3支计算，500支/月约为每院167例；按6支则约83例。公司5月公告披露的已批范围为腹部术后轻中度疼痛和血透相关瘙痒，广泛术后疼痛新增申请已受理。[H3][L-H]

克利加巴林，2032年4亿元。4,000家医院×每院100位年度去重患者×100天×厂家净收入10元/日＝4亿元。10月稿的2.4亿、4亿、6亿元情景，分别对应30万患者用80天、40万患者用100天、60万患者用100天；10元/日来自剂量结构和约75%净实现率假设。

产品峰值二：不同版本的取值差在哪里

产品	早期峰值表	较新量价稿 / 阶段与主要差异
环泊酚	国内35亿；海外5亿美元	国内30亿（2030）；35至40亿为另一专家潜力口径
安瑞克芬 HSK21542	国内40亿	已批范围10.6亿（2032）；其他术后2亿另列。40亿需更多医院、单院量或扩围
克利加巴林 HSK16149	国内30亿	4亿基准；按同净价和100天疗程，30亿约需300万年度患者、为40万基准的7.5倍
考格列汀 HSK7653	国内10亿	已上市；所读高峰值表未给绑定的患者与净价公式
HSK31858（DPP1）	国内30亿；海外20亿美元	国内支扩III期接近尾声为Q3交流口径；海外由Chiesi推进
思普可泮 HSK39297	国内50亿	PNH已上市、IgAN III期；高峰值需要更广适应症贡献，未见原稿分项患者公式
HSK39004（PDE3/4）	国内20亿；海外20亿美元	国内COPD III期；海外授权AirNexis，峰值表未给量价拆分
HSK31679（THRβ）	国内20亿	MASH III期；所读原峰值表未给达峰年和份额公式

单位：亿元人民币，美元另注。高峰值假设来自7月稿及10月28日延用框架；量价假设来自10月21日稿，适应症与达峰年份见表。

市场分歧四：海外终端销售与公司经济权益

HSK31858授权Chiesi大中华区外权益，合作方原公告披露首付、条件里程碑及销售版税结构，未披露具体费率。HSK39004授权AirNexis大中华区外权益，1.08亿美元首付款由**4,000万美元现金及价值6,800万美元的19.9%初始股权**组成，另有最高9.55亿美元里程碑、净销售额最高12%分层版税及再许可分成。[H4][H5]

早期表把环泊酚5亿美元、DPP1及PDE3/4各20亿美元加总为海外峰值45亿美元，按1倍终端峰值PS作简化权益估值。其成立需要版税、里程碑、股权及现金流年限共同支持。以PDE3/4海外峰值20亿美元演示，最高12%费率对应版税峰值2.4亿美元、约16.1亿元人民币；若给终端峰值1倍PS，则约134.3亿元，相当于约8.3倍这一最高费率下的税前峰值版税，尚未单独列成功率和达峰时间。

估值依据：先复算原表，再比较峰值口径

原峰值PS框架	公式	亿元人民币
国内上市基础四项	环泊酚35＋克利加巴林30＋考格列汀10＋安瑞克芬40＝115；×3PS	345.0
其他国内四项	DPP1 30＋思普可泮50＋PDE3/4 20＋THRβ 20＝120；×3PS×50%	180.0
海外三项	45亿美元×1PS×6.7152	302.2
传统仿制 / 合计	传统30；不另加季度BD、定增和NewCo股权	30.0 / 857.2

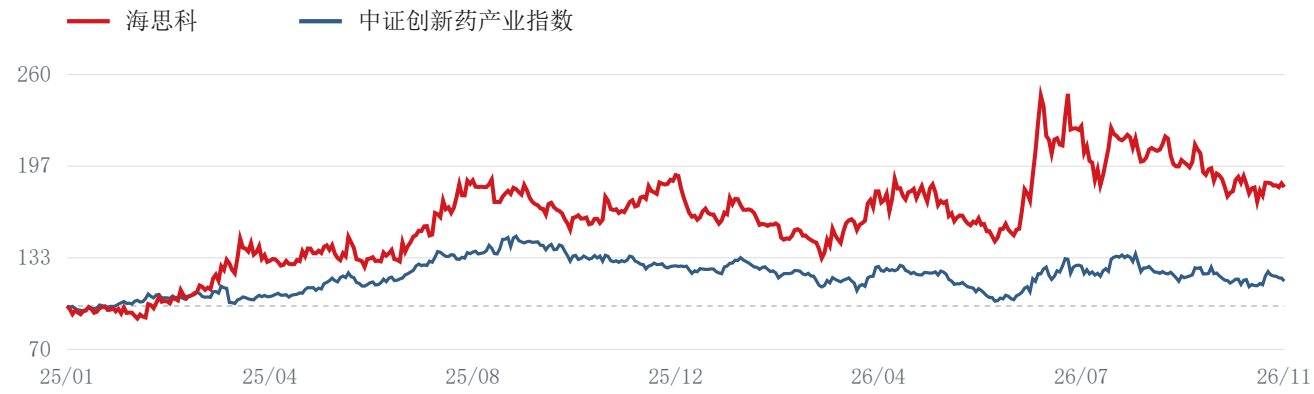
50%为综合金融风险权重；思普可泮已获批。原870亿元按汇率7计，改用6.7152后为857.2亿元、约75.1元/股，主要敏感项为安瑞克芬40亿元、克利加巴林30亿元峰值。

只改变列明条件的比较情景	总值：亿元	每股：元
原峰值表及原倍数；仅更新汇率	857.2	75.1
三项改用量价峰值30 / 10.6 / 4，其余不变；统一3倍PS	676.0	59.3
上述三项使用量价稿2.5倍PS；其余不变	653.7	57.3
统一3倍PS的量价情景，海外综合估值再折半	524.9	46.0

其他条件不变，三项峰值由105亿元降至44.6亿元，按3倍PS估值减少181.2亿元。若PS落在2030/2032达峰年，距2026约4/6年，按10%折现系数约0.68/0.56。上述为峰值桥接，尚无逐年DCF。

现价接近较审慎的上市药量价情景，仍包含呼吸、自免与海外合作价值。857亿元对应高峰值假设；估值上修需单院产出、后期注册或海外回报超出较审慎框架。

附：股价复盘与当前定价位置



日收盘归一化，2025-01-02=100；区间至2026-11-13；Wind金融数据服务。

2025年初至2026年11月13日，收盘价31.85→58.03元，最高收盘78.57元，较高点回落约26.1%。662亿元市值接近654亿至676亿元量价情景。图为Wind前复权日K及中证创新药产业指数。

主要风险

上市药峰值或净价低于假设；海外商业化或临床延期；DPP1、PDE3/4、PDE4B及自免后期结果变化；医保与医院议价；BD收入确认波动；多项目研发投入及资本化。

资料来源与口径

[H1] 海思科2026三季报：财务数据和BD相关资产

[H2] 公司环泊酚美国FDA获批公告（成人全麻诱导）

[H3] 公司5月12日：安瑞克芬术后疼痛新增申请；已批适应症

[H4] 公司HSK39004原授权公告p6：现金、股权和最高12%版税

[H5] Chiesi原始HSK31858许可公告（大中华区外）

[H6] 公司Sentivera交易：现金及股权对价、条件里程碑

[L-H] 本地：7月海思科深度p2；8/26及10/28业绩点评；9/29专家、Q3业绩会；10/21麻醉深度p22、25、38。

资料截至2026-11-15，行情截至2026-11-13。财务以三季报为准；行情、股本及指数来自Wind；汇率为CFETS 11月13日中间价。桥接比较保留了原稿未建立量价底稿的其他资产取值。