

人福医药 (600079.SH)

麻药龙头，拐点已现

核心观点:

- **宜昌人福是国内麻药龙头，强监管造就高壁垒细分行业。**麻药和第一类精神药物因药物自身性质，在国内乃至全球范围均属于强监管类药物。在当前国内的监管制度下，麻药成为“高壁垒”处方药细分行业。宜昌人福(上市公司目前持股 67%)是国内管制类麻药定点生产企业，拥有国内最全的以芬太尼系列、氢吗啡酮等为代表阿片类制剂和原料药；2019 年营业收入 40 亿元(YoY+27.5%)，净利润 11.3 亿元(YoY+41.3%)；在研管线立足麻药逐步拓展具有科室协同的精神药品，优化产品结构同时加深公司麻药护城河。
- **国内麻药需求还远未被满足，消耗量远低于周边地区。**麻药作为临床疼痛管理中刚需药物。目前在国内应用场景主要集中在手术中-围术期，正逐步向非手术镇痛(诊疗操作、癌痛等慢性疼痛)领域扩展，核心应用场景均存在较大的增长空间；从麻药消耗量角度，目前国内麻药消耗量远低于周边国家/地区。
- **归核战略持续推进，其他核心业务有望保持稳定。**公司 17 年开始实施的逐步退出医疗服务及非核心医药工、商业细分领域的“归核”战略持续推进。其他核心业务如葛店人福和新疆维药等细分特色领域有望保持稳定。宜昌人福创始人、董事长李杰新当选公司董事长，公司拟收购李杰等持有的宜昌人福 13% 股权，有望加快公司聚焦核心业务实现快速发展。
- **预计 19-21 年业绩分别为 0.65、0.74、0.96 元/股。**最新收盘价对应 20 年 PE 24 倍，参考可比公司估值，考虑公司归核战略稳步推进、宜昌人福的业务属性和行业地位，中长期有望保持较高的收入和利润增长，给予公司 2020 年 32 倍 PE，对应合理价值 23.79 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**归核战略推进不及预期，其他业务发展不及预期。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,446	18,634	20,742	21,326	23,854
增长率(%)	25.3	20.6	11.3	2.8	11.9
EBITDA(百万元)	2,180	2,494	2,379	2,565	2,988
归母净利润(百万元)	2,069	-2,358	875	1,007	1,293
增长率(%)	148.5	-214.0	137.1	15.1	28.5
EPS(元/股)	1.53	-1.74	0.65	0.74	0.96
市盈率(P/E)	11.67	—	27.58	23.97	18.65
市净率(P/B)	1.79	1.27	2.01	1.81	1.62
EV/EBITDA	13.80	8.53	13.31	11.64	9.56

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

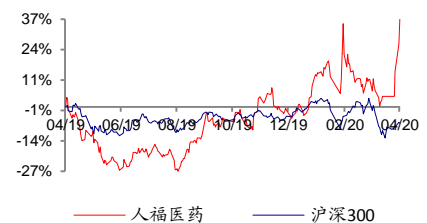
公司评级

公司评级	买入
当前价格	17.82 元
合理价值	23.79 元
报告日期	2020-04-09

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1353.70/1286.05
总市值/流通市值(亿元)	241.2/229.2
一年内最高/最低(元)	17.82/9.50
30 日日均成交量/成交额(百万)	15.18/233.37
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	21.14/45.83

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

李安飞 021-60750612

lianfei@gf.com.cn

目录索引

一、回归核心业务，迎来经营拐点.....	5
(一)营收持续增长，核心业务稳健发展.....	5
(二)“归核”战略持续推进，聚焦核心业务.....	7
(三)拟收购宜昌人福少数股权，提升核心资产持股比例.....	8
二、全国麻药龙头宜昌人福，特许经营造就高壁垒.....	9
(一)阿片类麻醉药品：鸦片之殇，强监管下的刚需处方药.....	9
(二)疼痛治疗需求释放，国内麻药空间广阔.....	14
(三)国内目前阿片类药物消耗量很低，与周边国家/地区存在很大差异.....	17
(四)宜昌人福产品结构升级，在研产品深筑麻药护城河.....	18
三、其他核心业务有望保持稳定.....	21
(一)生殖健康：葛店人福和乐福思集团.....	21
(二)民族特色药：新疆维药.....	22
(三)其他专科用药：武汉人福.....	23
(四)制剂国际化，广泛开拓海外市场.....	24
(五)医药商业：立足区域性商业网络，实现全产业链深度融合.....	25
四、盈利预测及估值.....	26
五、风险提示.....	28

图表索引

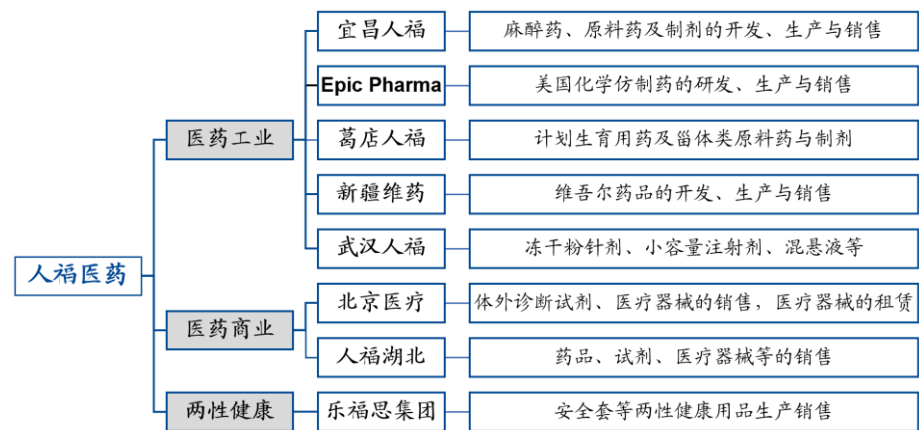
图 1: 人福医药主要业务结构	5
图 2: 人福医药股权结构图	5
图 3: 公司历年收入及增速	6
图 4: 公司历年归母净利润	6
图 5: 2018 年公司分行业收入构成	6
图 6: 2018 年公司分产品收入构成	6
图 7: 2018 年人福医药毛利结构	7
图 8: 2019H1 人福医药各子公司净利润(亿元)	7
图 9: 截至交易公告日宜昌人福股权结构	8
图 10: 国内管制药品分类	9
图 11: 美国管制药品分类	9
图 12: 国内样本医院麻药销售额及整体增长情况(百万元)	13
图 13: 宜昌人福占国内绝大部分麻药市场份额	14
图 14: 2003-2018 年我国手术量(百万人次)	15
图 15: 2003-2018 年我国每万人手术量	16
图 16: 1994-2007 年我国台湾地区每万人手术量	16
图 17: 我国癌症新发病例预测	16
图 18: 疼痛三(多)阶梯治疗	17
图 19: 每百万人 S-DDD 前 56 个国家或地区变迁	18
图 20: 东亚和东南亚国家或地区每百万人 S-DDD 变迁	18
图 21: 宜昌人福收入增速逐年递增	19
图 22: 净利润增速和净利率水平不断提升	19
图 23: 2019 年前三季度宜昌人福主要产品在样本医院销售额	19
图 24: 葛店人福控股子公司	21
图 25: 葛店人福历年营业收入及增速	22
图 26: 葛店人福历年净利润及增速	22
图 27: 乐福思集团历年营业收入及净利润	22
图 28: 新疆维药历年营业收入及增速	23
图 29: 新疆维药历年净利润及增速	23
图 30: 武汉人福历年营业收入及增速	24
图 31: 武汉人福历年净利润及增速	24
图 32: 人福医药国际化进程	24
图 33: Epic Pharma 历年营收及净利润情况	25
图 34: 人福医药商业布局	26
表 1: “归核化”战略实施以来人福医药出售的非核心资产	7
表 2: 宜昌人福公司高管简介(截止 2020 年 3 月)	8
表 3: 在我国生产使用的管制类药品	10

表 4: 我国《麻醉药品和精神药品管理条例》核心内容	10
表 5: 在我国使用的主要麻醉药物原料药	11
表 6: 国内主要阿片类药物	11
表 7: 美国 1990 年、2000 年、2010 年各年龄层每万人手术量(人次).....	15
表 8: 中国和美国疼痛门诊相关指标对比	17
表 9: 宜昌人福主要产品.....	18
表 10: 宜昌人福主要产品近年销量	20
表 11: 宜昌人福主要在研产品.....	20
表 12: 公司营业收入拆分和预测.....	26
表 13: 人福医药可比公司 PE 估值情况	28

一、回归核心业务，迎来经营拐点

人福医药成立于1993年，是湖北省医药工业龙头企业、中国医药工业百强、全国科技创新示范企业，在国内的神经系统用药、生育调节药、维吾尔药等多个制药工业细分领域建立了领导地位。公司核心产品包括阿片类药物枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液，以及咪达唑仑注射液、米非司酮制剂、熊去氧胆酸胶囊、祖卡木颗粒、硫酸新霉素原料药、黄体酮原料药等产品。

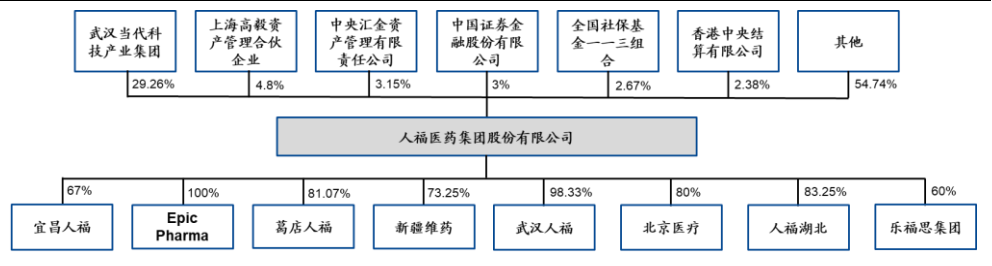
图1：人福医药主要业务结构



数据来源：公司 2018 年年报，广发证券发展研究中心

人福医药控股股东为武汉当代科技产业集团有限公司，持有公司 29.26% 股权。人福医药实控人为艾路明，持有当代科技 28.21% 股权。公司主要控股子公司有 8 家，覆盖医药工业、医药商业及两性健康三大领域。

图2：人福医药股权结构图

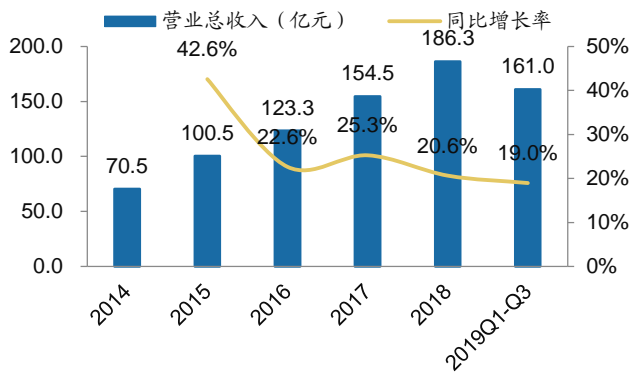


数据来源：2019 年三季报，广发证券发展研究中心

(一) 营收持续增长，核心业务稳健发展

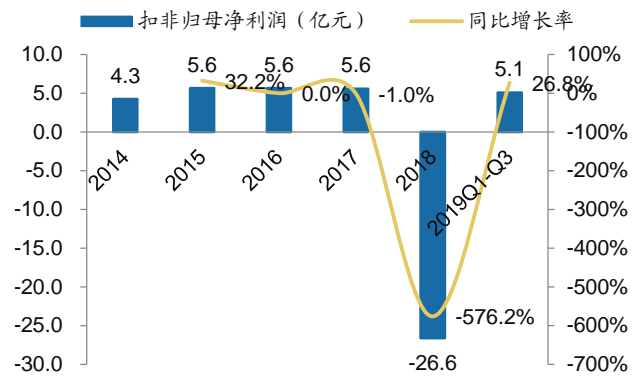
近年公司营业收入持续增长，过去五年的营业收入复合增长率为 25.4%；2019 年前三季度营收 161.0 亿元，同比增长 19.0%。2019 年前三季度公司扣非归母净利润 5.1 亿元，同比增长 26.8%。2018 年公司业绩亏损，主要与公司计提收购 Epic Pharma Re Holdco 等公司形成的商誉减值损失及无形资产减值损失共计 31.0 亿元有关。

图3: 公司历年收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

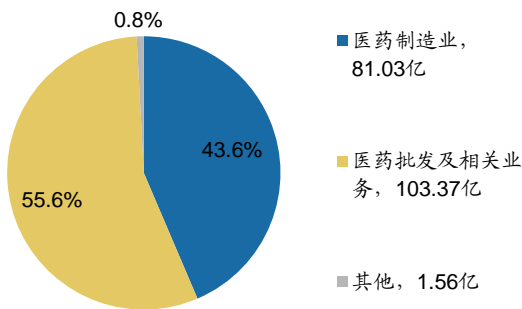
图4: 公司历年归母净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

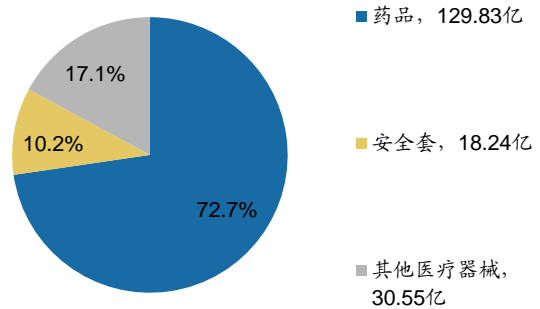
收入构成方面, 2018年, 医药制造业收入81.03亿元, 占营业收入的43.6%, 医药批发及相关业务收入103.37亿, 占营业收入的55.6%, 二者合计占公司总收入的99.2%。分产品来看, 2018年公司来自药品的收入为129.83亿元, 医疗器械收入48.79亿元, 其中来自安全套的收入为18.24亿, 占公司总营收的10.2%。

图5: 2018年公司分行业收入构成



数据来源: 公司 2018 年报, 广发证券发展研究中心

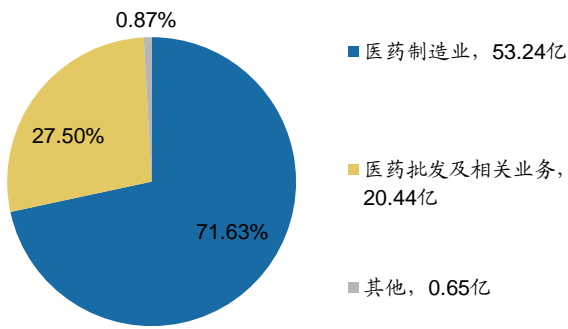
图6: 2018年公司分产品收入构成



数据来源: 公司 2018 年报, 广发证券发展研究中心

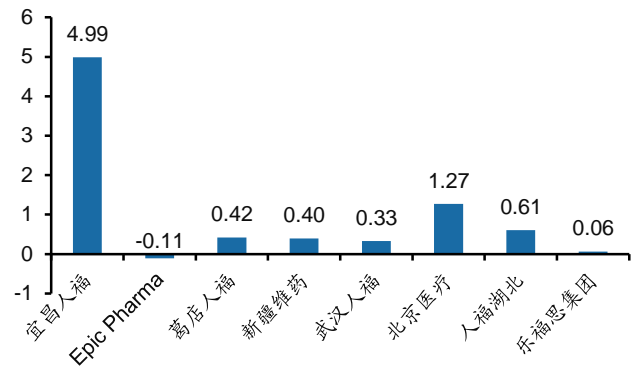
盈利方面, 公司毛利主要来自医药工业业务板块, 2018年贡献公司全部毛利的71.6%, 另外公司医药商业业务板块贡献的毛利占全部的27.5%。净利润方面, 2019年上半年公司净利润为5.63亿元(包含少数股东损益), 控股子公司中宜昌人福净利润为4.99亿元, 是上市公司净利润的最主要来源。

图7：2018年人福医药毛利结构



数据来源：公司2018年报，广发证券发展研究中心

图8：2019H1人福医药各子公司净利润(亿元)



数据来源：2019年半年报，广发证券发展研究中心

(二) “归核”战略持续推进，聚焦核心业务

公司于2017年开始实施“归核化”战略：以医药工业为主，医药商业为辅，聚焦麻药、两性健康用药、其他中枢神经系统用药、维吾尔民族药、皮肤外用药、呼吸系统用药等核心业务，以研发创新为先导，以特色仿制药为基础，提升竞争水平和盈利能力；同时坚决退出医疗服务等协同效应不明显或竞争能力不突出的细分领域，不断优化公司的业务结构与资产结构。

“归核化”战略实施以来，公司已先后出售所持有的成都昌华科技有限公司、武汉中原瑞德生物制品有限责任公司、武汉人福亿生健康管理有限责任公司等公司股权，逐步退出医疗服务及非核心医药工、商业细分领域，共计实现投资收益19.33亿元。接下来公司将继续加快非核心资产的处置，进一步提升对核心业务的聚焦。

表1：“归核化”战略实施以来人福医药出售的非核心资产

资产处置时点	处置子公司名称	股权出售比例	业务性质
2017.08	成都昌华科技有限责任公司	100%	医疗器械高分子材料，主要应用在麻醉科、胸科等
2017.09	北京人福军威医药技术开发有限公司	100%	信息咨询，劳务服务
2017.07	武汉中原瑞德生物制品有限责任公司	100%	生物制品、血液制品的研发、制造、销售
2017.12	绿之源健康产业(湖北)有限公司	100%	医药产品的研发及技术服务
2017.11	宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司	100%	研发、生产高端氨基酸系列原料和制剂
2017.12	建德市医药药材有限公司	70%	中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素制剂的批发
2017.07	临安市中医医疗集团管理有限公司	70%	对医药、医疗机构、健康产业、养生养老产业投资，健康咨询
2017.06	武汉人福长江医药投资有限公司	100%	对医药行业的投资
2017.05	武汉睿成股权投资管理有限公司	32%	管理或受托管理股权类投资并从事相关咨询服务业务
2018.04	武汉人福亿生健康管理有限责任公司	77%	医疗服务
2018.06	黄石大冶有色医院管理有限公司	69%	提供有关医院经营管理的咨询和技术服务；对医药、医疗机构投资
2018.06	武汉宏昇生殖健康中医医院有限公司	100%	中医(内、妇科)、内科、妇科、医学检验科、医学影像科
2018.12	武汉德丰永润实业有限公司	100%	茶具生产和加工，卫生用品、医疗器械二类(避孕套)的批发兼零售
2019	武汉珂美立德生物医药有限公司	100%	医疗器械的研发；相关产品的技术开发、技术转让及服务

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心。注：对于上述资产，公司均出售持有的全部股权

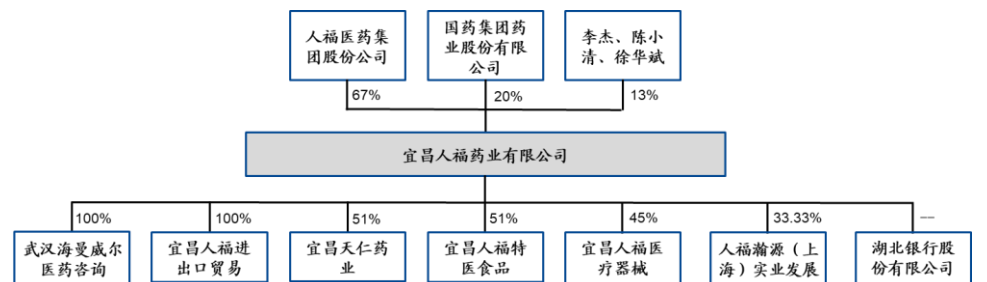
“归核化”战略的意义主要体现在三个方面：1) 聚焦发展核心业务能够进一步

凸显公司在细分领域的优势，大幅提升公司核心竞争力；2) 出售非核心资产为公司带来一定的现金流；3) 帮助公司降低资产负债率。公司在上一轮的发展阶段，利用财务杠杆进行了外延式的扩张，然而部分新增资产的盈利能力并未达到预期，与公司核心业务的协同能力也较差，使得公司的资产负债率保持在较高的水平，引发融资难度及成本增加、现金流受限等一系列财务风险，不利于公司长期发展。加快处理非核心资产能够帮助公司回收一部分资金，将资产负债率降低到适当的水平，提升公司资产的营运效率及抗风险能力。

(三)拟收购宜昌人福少数股权，提升核心资产持股比例

2020年3月20日，公司发布公告，上市公司拟通过发行股份及支付现金方式，向自然人李杰、陈小清、徐华斌购买其合计持有的宜昌人福13%股权。本次交易完成后，上市公司将持有宜昌人福80%股权，仍为宜昌人福的控股股东。截至本次收购公告日，人福医药持有宜昌人福67%的股权，为宜昌人福控股股东，同时国药集团持有宜昌人福20%股权，自然人李杰、陈小清、徐华斌合计持有的宜昌人福13%的股权。

图9：截至交易公告日宜昌人福股权结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

宜昌人福管理层经验丰富，均有多年医药公司工作管理经验。李杰自2001年8月起担任宜昌人福董事长，2020年4月起当选人福医药董事长；公司副董事长陈长清，为宜昌人福股东，国药集团党委书记、总经理。

表2：宜昌人福公司高管简介(截止2020年3月)

职务	姓名	工作经历
董事长	李杰	大学本科，正高级工程师；历任宜昌市化工医药局技术科科长，湖北宜药集团有限责任公司总经理，董事长，党委书记，2001年8月起任宜昌人福药业有限责任公司董事长，2003年5月起任人福医药董事，2006年9月起任人福医药总裁，2020年4月当选人福医药董事长
董事兼总经理	杜文涛	毕业于中南财经政法大学，硕士学历，美国中康州大学EMBA学历。1993年4月至1995年6月任深圳赛嘉电子有限公司总经理，1995年7月至2003年6月任武汉龙安集团有限责任公司副总经理，2003年7月起任人福医药集团股份公司副总裁
董事	徐华斌	执业药师，高级工程师。曾任宜昌民康药业有限公司董事长，总经理，湖北宜药集团有限责任公司总经理，宜昌人福药业有限责任公司总裁；2003年至今任人福医药集团股份公司副总裁，2014年至今在湖北人福康华药用辅料有限公司任董事
董事	王学海	企业管理博士，现任武汉当代科技投资有限公司监事、当代科技董事、武汉明诚金石科技有限公司董事、湖北省长江产业投资集团有限公司董事、湖北机场集团有限公司董事等

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、全国麻药龙头宜昌人福，特许经营造就高壁垒

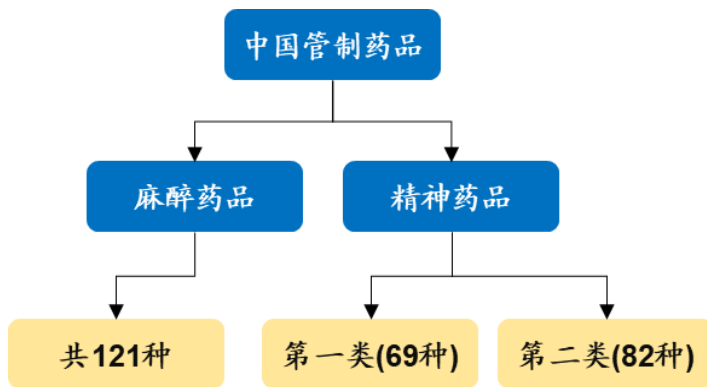
宜昌人福药业有限责任公司(宜昌人福)，成立于2001年，是国家麻醉药品定点研发生产企业。宜昌人福生产经营200多个品种品规的制剂及原料药，以多种阿片类麻醉药原料药和制剂为主，同时还生产销售瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、普复舒、倍泰、术能等产品。

(一)阿片类麻醉药品：鸦片之殇，强监管下的刚需处方药

麻醉(Narcotic)又称毒麻药，最早泛指能够导致人进入睡眠、昏迷或无知觉状态的药物，这类药物大部分为阿片类药物，如鸦片、海洛因、吗啡、杜冷丁，可待因、氢可酮等。随着医学的进步，发现这类药物具有很高的临床价值，在临床上主要用于镇痛或镇静，其中阿片类是镇痛药物中镇痛效果最强的药物。这类药物同时具备高临床价值的麻药和非医学应用的“毒品”，如何保证正常医疗需求的满足和防范滥用，成为全球各国对这类药品的监管难点；在“合理使用”和“滥用”之间，各个国家监管体系差异较大。

根据国际麻醉药管制委员会(INCB)最新发布的管制药品目录，包括130余种麻醉药物、140余种精神药物以及多种用于非法制造麻醉药品和精神药物的前体和化学品。我国在2005年颁布《麻醉药品和精神药品管理条例》并经过13年和16年两次修订；同时CFDA联合公安部等部门发布《麻醉药品品种目录》和《精神药品品种目录》，将INCB发布的管制类药物分别列入上述两部目录中，其中精神药品分为第一类和第二类。根据《麻醉药品和精神药品管理条例》，在我国麻醉药品和第一类精神药品适用同等级管控强度。

图10: 国内管制药品分类



数据来源: NMPA, 广发证券发展研究中心

图11: 美国管制药品分类

分类	滥用风险	医用	成瘾性	数量
I类	特别高	否	即使医用也存在安全隐患如海洛因	221
II类	高	是, 但严格限制	滥用会导致身体上和精神上成瘾	66
III类	中等	是, 但被限制	滥用药物可导致严重的精神成瘾或中度的身体成瘾	28
IV类	较低	是, 较广泛	滥用毒品可以导致中度的精神或身体上的成瘾	75
V类	低	是, 广泛	滥用毒品可能会导致轻微的精神或身体上的成瘾	12

数据来源: DEA, 广发证券发展研究中心

美国管制药品根据药物的安全性、成瘾性和滥用风险等指标分为五个等级，其中I级明确指明不可用于医疗情景，这类药物在中国的分类中多数在麻醉药品目录，比如醋美沙多、羟哌替啶等；II类属于严格限制医疗使用，大部分属于国内分类中的麻醉药品和I类精神药品，其中有部分药物在国内分类中属于第二类精神药品；在国内麻醉药分类中的药物在美国均属I类和II类管制药品，部分精神药品分类上有所差异。目前国内生产使用的麻醉药二十余种，均为阿片类药物。

表3: 在我国生产使用的管制类药品

分类	我国生产使用
麻醉药品	阿芬太尼、可卡因、罂粟浓缩物、二氢埃托啡、地芬诺酯、芬太尼、氢可酮、氢吗啡酮、美沙酮、吗啡、阿片、羟考酮、哌替啶、瑞芬太尼、舒芬太尼、蒂巴因、可待因、右丙氧芬、双氢可待因、乙基吗啡、福尔可定、布桂嗪、罂粟壳、替利定
第一类精神药品	苯丙胺、司可巴比妥、丁丙诺啡、羟丁酸、氯胺酮、艾司氯胺酮、马吲哚、三唑仑、莫达非尼
第二类精神药品	瑞马唑仑、佐匹克隆、扎来普隆、曲马多、氨酚氢可酮片、纳布啡及其注射剂、麦角胺咖啡因片、地佐辛及其注射剂、安钠咖、咖啡因、布托啡诺及其注射剂、丁丙诺啡透皮贴剂、唑吡坦、苯巴比妥、匹莫林、奥沙西泮、硝西泮、咪达唑仑、甲丙氨酯、劳拉西泮、氟西泮、艾司唑仑、地西泮、氯硝西泮、巴比妥、阿普唑仑、戊巴比妥、喷他佐辛、格鲁米特、异戊巴比妥

数据来源: NMPA, 广发证券发展研究中心

根据我国《麻醉药品和精神药品管理条例》，我国对麻醉药品和第一类精神药品采取从原材料种植到制剂使用全过程高强度监管。参与直接管辖的行政机关包括公安部、农业部、食药局、卫健委等。

表4: 我国《麻醉药品和精神药品管理条例》核心内容

生产经营环节	管制规则
研发	麻醉药品和第一类精神药品的临床试验，不得以健康人为受试对象。
生产	定点生产。食药局根据需求量制订年度生产计划；同时根据麻醉药品和精神药品的需求总量，确定麻醉药品和精神药品定点生产企业的数量和布局，并根据年度需求总量对数量和布局进行调整、公布；从事麻醉药品、第一类精神药品生产以及第二类精神药品原料药生产的企业，由食药局批准；从事第二类精神药品制剂生产的企业，由省级药监局批准； 麻醉药品和第一类精神药品主要品种原料药生产企业限定1-2家，制剂生产企业限定1-3家，其余不同等级药品均有所限制。
流通	特许经营。跨省、自治区、直辖市从事麻醉药品和第一类精神药品批发业务的企业，由食药局批准。目前总共有3家全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发企业，分别是国药、上药、重庆医药；麻醉药品和第一类精神药品不得零售。
使用	医疗机构应取得麻醉药品、第一类精神药品购用印鉴卡方可购买使用；麻醉药品和第一类精神药品采用红处方。镇痛用门诊一次处方量：注射剂≤3日量、控(缓)释剂≤15日量、其它剂型≤7日量
价格	麻醉药品和第一类精神药品由国家发展改革委制订最高出厂价格和最高零售价格管理(目前已移交医保局)
调整	上市销售但尚未列入目录的药品和其他物质或者第二类精神药品发生滥用，已经造成或者可能造成严重社会危害的，应当及时将该药品和该物质列入目录或者将该第二类精神药品调整为第一类精神药品。

数据来源: NMPA, 广发证券发展研究中心

在我国《麻醉药品和精神药品管理条例》等法律法规的监管下，麻药和第一类精神药品的原料药主品种生产企业被限定在1-2家，其中宜昌人福拥有大部分麻醉药的原料药生产批件。

表5: 在我国使用的主要麻醉药物原料药

序号	药物	制剂剂型	企业
1	乙基吗啡	片剂	青海制药
2	替利定	片剂、口服溶液	国药工业
3	双氢可待因	片剂、复方片剂	青海制药 Macfarlan Smith
4	芬太尼	注射液、透皮贴剂	宜昌人福 恩华药业
5	舒芬太尼	注射剂	宜昌人福
6	瑞芬太尼	注射剂	宜昌人福 国药工业
7	阿芬太尼	注射剂	宜昌人福
8	氢吗啡酮	注射剂	宜昌人福
9	氢可酮	片剂	国药工业
10	羟考酮	片剂、缓释片、注射剂	华素制药 Macfarlan Smith
11	哌替啶	片剂、注射剂	宜昌人福 青海制药
12	美沙酮	片剂、口服溶液	天津中央药业
13	吗啡	片剂、缓释片、舌下片、口服液、注射剂、复方注射剂	青海制药 Macfarlan Smith
14	阿扑吗啡	注射剂	青海制药厂
15	福尔可定	片剂、糖浆、口服液	宜昌人福 河北奥星
16	布桂嗪	片剂、注射剂	天药药业 好医生药业
17	阿片	粉、酊	青海制药 国药工业

数据来源: NMPA, 广发证券发展研究中心

目前国内生产使用的上述麻醉药原料药开发的制剂产品中, 同一制剂产品生产企业均被限制在1-3家之内; 结合原料药1-2家生产企业的限制, 同时拥有原料药和制剂的企业拥有相对很高的竞争优势, 部分产品获得近乎“垄断”地位。

表6: 国内主要阿片类药物

序号	通用名	药品	生产企业	适应症
1	替利定	盐酸替利定片	河北奥星	镇痛解痉。适用于慢性关节痛、恶性肿瘤疼痛、消化道痉挛疼痛、尿道及胆道疼痛、术后疼痛、矫形、外伤、妇科疾病、口腔疾病引起的疼痛、神经痛, 尤其用于三叉神经痛。
		盐酸替利定口服溶液	国药工业	适用于减轻中度或重度疼痛, 包括与肿瘤相关的慢性疼痛。
2	双氢可待因	氨酚双氢可待因片(第二类精神)	威海路坦制药 陕西九州制药 明龙制药	广泛用于多种疼痛治疗: 创伤性疼痛, 中度癌痛, 肌肉疼痛, 头痛, 牙痛, 痛经, 神经痛以及劳损、扭伤、鼻窦炎等引起的持续性疼痛; 还可用于各种剧烈咳嗽, 尤其是非炎性干咳以及感冒引起的头痛、发热和咳嗽症状
		酒石酸双氢可待因片	澳美制药厂 青海制药	中度以上疼痛缓解
3	芬太尼	枸橼酸芬太尼注射液	宜昌人福 国药工业 恩华药业	麻醉前、中、后镇痛与镇静
		芬太尼透皮贴剂	羚锐制药	中度到重度慢性疼痛以及只能依靠阿片样镇痛药治疗的难消除的疼痛

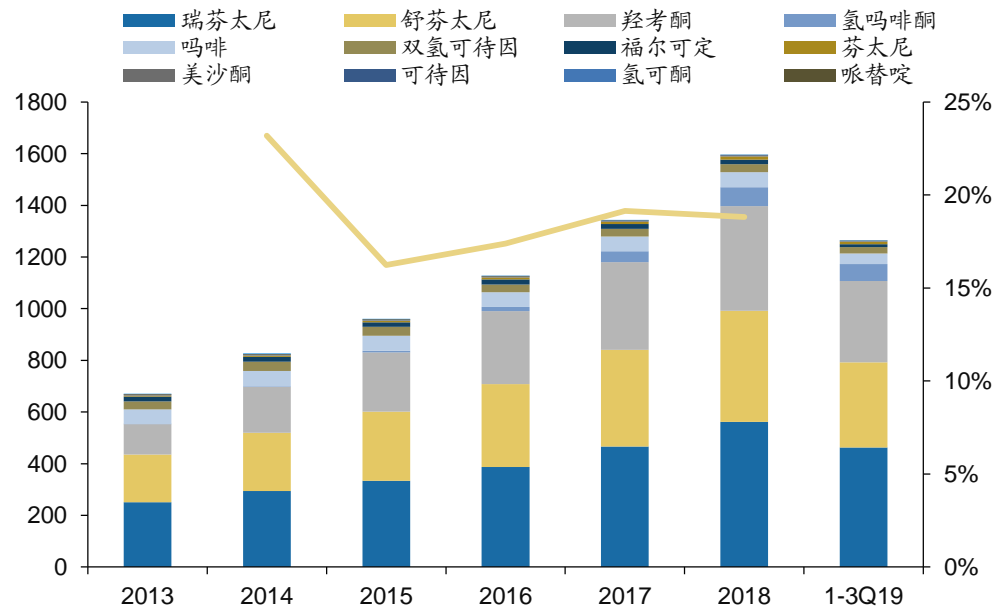
		常州四药		
		JANSSEN		
4	舒芬太尼	枸橼酸舒芬太尼注射液	宜昌人福 IDT	麻醉前、中、后镇痛
5	瑞芬太尼	注射用盐酸瑞芬太尼	宜昌人福 国药工业 恩华药业	麻醉前、中、后镇痛
6	阿芬太尼	盐酸阿芬太尼注射液	宜昌人福	麻醉前、中、后镇痛
7	氢吗啡酮	盐酸氢吗啡酮注射液	宜昌人福	需要更高剂量药物的阿片类药物耐受患者的中重度疼痛，术中辅助等
8	氢可酮	氨酚氢可酮片	国药工业	缓解中度到中重度疼痛
9	羟考酮	盐酸羟考酮片	华素制药 SpecGx LLC	缓解持续的中度到重度疼痛
		盐酸羟考酮胶囊		缓解持续的中度到重度疼痛
		盐酸羟考酮缓释片	NAPP	缓解持续的中度到重度疼痛
		盐酸羟考酮注射液		中度至重度急性疼痛，包括手术后引起的中度至重度疼痛，以及需要使用强阿片类药物治疗的重度疼痛。
10	哌替啶	盐酸哌替啶注射液	宜昌人福 青海制药 东北制药	各种剧痛，如创伤性疼痛、手术后疼痛、麻醉前用药，或局麻与静吸复合麻醉辅助用药等。
		盐酸哌替啶片	青海制药	用于各种剧痛，如创伤性疼痛、手术后疼痛等
11	美沙酮	盐酸美沙酮片	天津中央药业	慢性疼痛，多用于阿片类药物的戒毒治疗
		盐酸美沙酮口服溶液	天津中央药业 青海制药	
12	吗啡	盐酸吗啡缓释片	西南药业 萌蒂(中国) NAPP	晚期癌症病人镇痛
		硫酸吗啡片	青海制药 东北制药	其他镇痛药无效的急性锐痛，癌痛
		硫酸吗啡口服溶液	东北制药	急性锐痛，癌痛
		硫酸吗啡注射液	青海制药 东北制药	
		吗啡阿托品注射液	东北制药	麻醉前给药等
硫酸吗啡栓	马应龙	急性锐痛，癌痛		
13	阿扑吗啡	盐酸阿扑吗啡舌下片	天威制药 科益药业	男性勃起功能障碍

	盐酸阿扑吗啡注射液	东北制药	中枢性催吐，主要用于抢救意外中毒及不能洗胃的患者
14	福尔可定片	宜昌人福	剧烈干咳和中等度疼痛
	复方福尔可定糖浆	宜昌人福	急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作、呼吸道感染等引起的咳嗽、咳痰
	复方福尔可定口服溶液	立健药业 东方药业 澳美制药厂	呼吸道刺激所引起的咳嗽
		力生制药	
15	布桂嗪	哈药集团 东北制药	中等强度的镇痛药，适用于偏头痛、癌痛等
	盐酸布桂嗪注射液	东北制药 金耀药业	
16	阿片片	青海制药 西南药业	急性剧痛，偶用于腹泻、镇咳
	阿片酞	南京白敬宇 东北制药	

数据来源：NMPA，广发证券发展研究中心

根据南方所样本医院数据，2018年国内样本医院销售额近16亿元，2013至2018年复合增长18.9%，近年增速接近20%。主要产品为瑞芬太尼、舒芬太尼和羟考酮，其中羟考酮主要为进口缓释口服制剂羟考酮缓释片(商品名：奥施康定)。

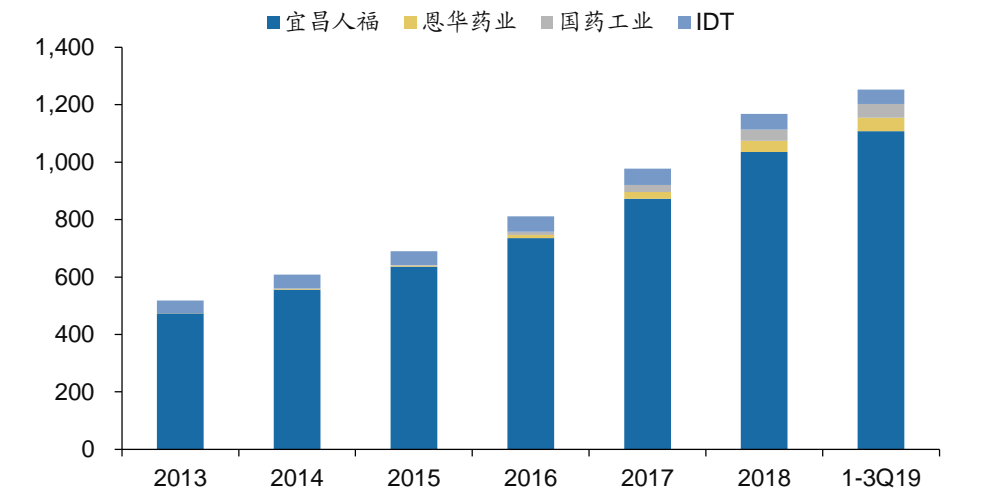
图12：国内样本医院麻药销售额及整体增长情况(百万元)



数据来源：南方所，广发证券发展研究中心

羟考酮缓释片(奥施康定)主要用于慢性疼痛的长期镇痛治疗，仅考虑手术和围术期麻药(芬太尼系列和氢吗啡酮)，目前宜昌人福占据绝大部分的国内市场。

图13: 宜昌人福占国内绝大部分麻药市场份额(百万元)



数据来源: 南方所, 广发证券发展研究中心

(二)疼痛治疗需求释放, 国内麻药空间广阔

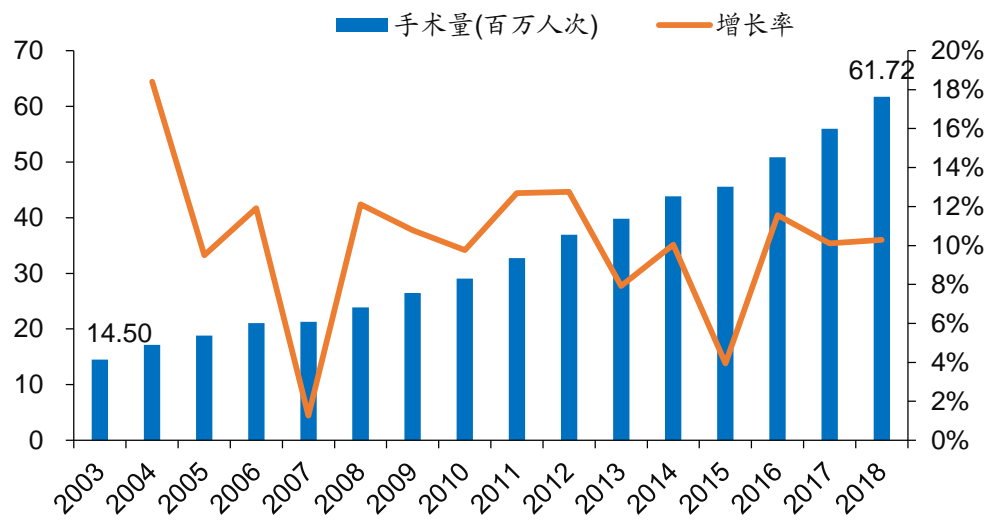
麻药制剂在国内的临床应用场景以手术和围术期等创伤性疼痛为核心, 逐步拓展至非创伤性疼痛治疗, 依次为晚期癌症患者的疼痛、其他急慢性疼痛。随着社会经济水平的提升, 对疼痛的忍受阈值降低, 除癌痛、急性疼痛等治疗需求外, 更多的疼痛治疗需求被释放; 医疗机构疼痛门诊(科室)的设立可间接反应这一需求的释放情况。

1.手术量稳定增长仍有较大增长空间, 围术期管理提升单台手术镇痛需求。

外科手术因其对机体的创伤性会造成一定程度的疼痛, 术中麻醉过程需要采用以阿片类药物为核心的镇痛药物组合, 该组合中芬太尼系列为核心, 配以弱阿片类、NSAIDs类、吸入麻醉药、镇静药物等辅助, 以减少阿片类药物的用量从而避免其带来的呼吸抑制、术后恶心呕吐等副作用。

外科手术是阿片类药物的首要医疗应用场景, 根据我国卫生统计年鉴披露的数据显示, 2003年我国全国医疗机构实施的手术量为1450万台, 到2018年, 该数据增长至6172万台, 年复合增长率10.14%, 近年增长速度一直维持在10%以上。同时, 外科手术镇痛需求从手术拓展至整个围术期, 镇痛时间延长。手术量的增长叠加镇痛时间延长, 外科手术对阿片类药物的需求增长超过单纯手术量的增长。

图14: 2003-2018年我国手术量(百万人次)



数据来源: 卫生统计年鉴, 广发证券发展研究中心

根据美国卫生统计局披露的数据, 从1990年-2020年, 美国18岁以下人群每年每万人手术量在1000人次左右, 18岁以上, 随着年龄增长, 每年每万人手术量递增, 18岁-64岁在600-800人次之间, 65岁-74岁超过1500人次, 75岁以上人群超过2000人次。

表7: 美国1990年、2000年、2010年各年龄层每万人手术量(人次)

	<18岁	18-44岁	45-64岁	65-74岁	75-84岁	>85岁
1990年	1006.4	749.3	924.2	1739.4	2332.9	2762.1
2000年	856.8	609.1	694.6	1559.8	2212.3	2700.5
2010年	900	627.6	756.7	1573	2247.8	2650.6

数据来源: 美国卫生统计局, 广发证券发展研究中心

根据我国台湾卫生福利院披露的统计数据, 1994年台湾地区每万人每年手术量接近600人次, 1999年达到734人次, 2017年达到879人次。根据我国卫生统计年鉴披露的数据, 我国大陆地区2018年每万人每年手术量仅442人次, 随着我国经济水平提升, 人口老龄化加剧, 我国每年手术量有望接近甚至超过我国台湾地区甚至美国的手术量水平, 存在较大增长空间。

图15: 2003-2018年我国每万人手术量

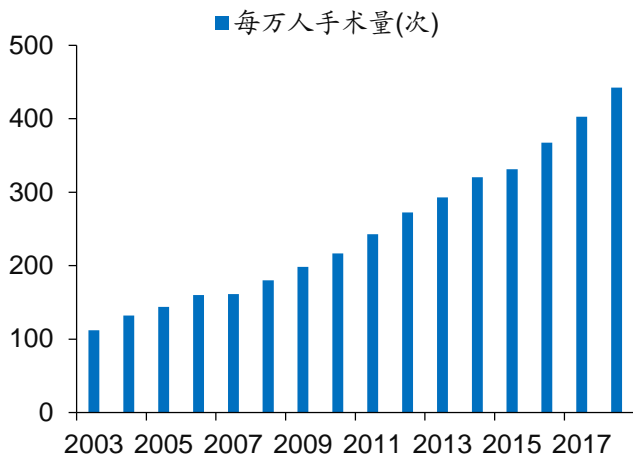
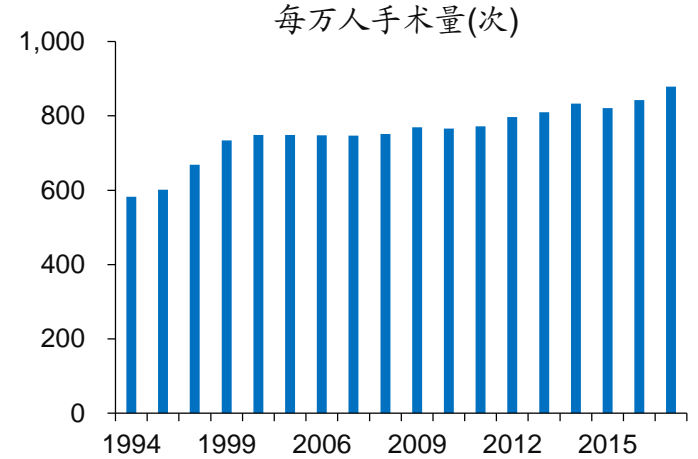


图16: 1994-2007年我国台湾地区每万人手术量



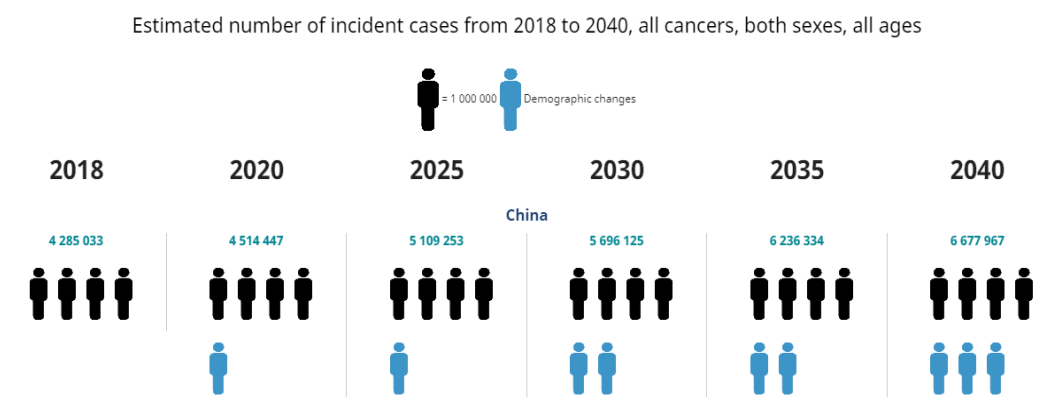
数据来源: 卫生统计年鉴, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

数据来源: 台湾卫生福利院, 广发证券发展研究中心

2.非手术镇痛需求逐步释放, 疼痛治疗应用场景逐步打开。手术镇痛是我国历史上阿片类麻药的主要需求。随着非手术的伴疼痛症状如癌症、关节炎等疾病的发病率逐步增长; 加上随着经济水平的发展, 人们对疼痛的忍受阈值降低, 非手术镇痛需求开始释放。从疼痛的严重程度, 急性疼痛、癌痛(早期癌痛、晚期癌痛)、其他慢性疼痛等逐步成为镇痛药物的应用场景。癌性疼痛是非创伤性疼痛中对阿片类药物需求的主要场景。

癌性疼痛主要是因肿瘤压迫或浸润周围组织器官产生的疼痛, 抑或因治疗和诊断程序引起的疼痛, 还可因皮肤、神经和其他激素失衡或免疫反应引起的变化所带来的不适。初诊癌症患者的疼痛发生率为25%, 晚期癌症患者的疼痛发生率约为60%-80%, 其中50%为中到重度疼痛, 1/3为重度疼痛甚至剧痛。癌痛发生率与肿瘤所在部位有关。根据WHO预测, 我国2018年新发癌症428.5万例, 预计2025年新发癌症511万例, 2030年570万例; 同时WHO估算我国5年现患癌症患者人数超过740万例。

图17: 我国癌症新发病例预测

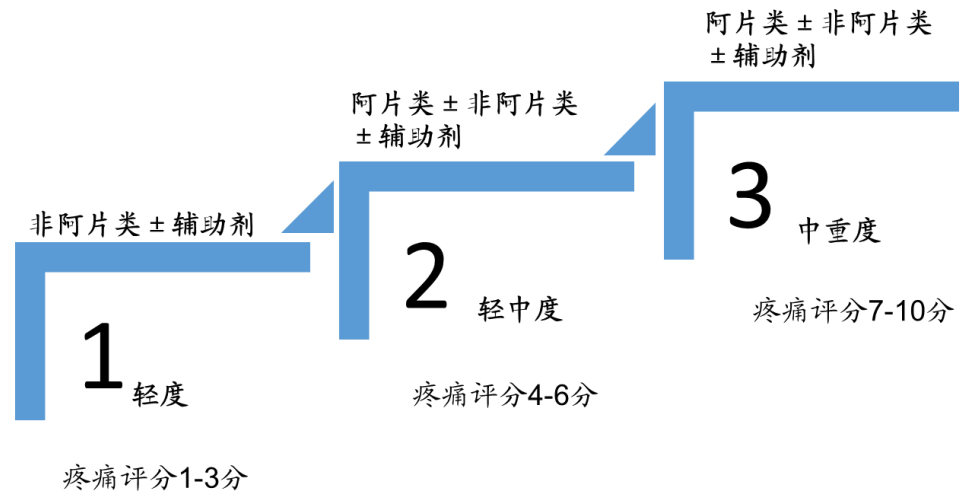


数据来源: WHO, 广发证券发展研究中心

1986年WHO推出癌痛三阶梯镇痛治疗策略, 对于轻微的疼痛采用OTC类镇痛药如阿司匹林等, 对于轻度至中度疼痛, 推荐单独使用弱阿片类药物, 或者联合使用OTC镇痛药; 对于中度到重度疼痛, 推荐强效或长效阿片类药物, 同时可联合其他疗法如针灸等; 药物无法缓解的情况下可采用神经阻滞或者毁损。常用镇痛药物

包括NSAIDs如阿司匹林、对乙酰氨基酚、布洛芬等，阿片类药物以及辅助药物包括抗惊厥药卡马西平、抗抑郁的曲唑酮、皮质激素等。

图18: 疼痛三(多)阶梯治疗



数据来源: WHO, 广发证券发展研究中心

根据中国疼痛医学大会调查数据显示,我国疼痛门诊从2007年的80万人次增长至2017年的749万人次,绝对量增长超过800%。每万人疼痛门诊大幅增长,从6人次增长至54人次;但是较2010年美国的320人次仍有不小差距。从2007年至2016年,我国提供疼痛治疗的专业医师(含兼职麻醉医师)也有较大的增长,但是相较美国仍然存在较大的差异。根据人福医药2018年年报,2018年麻醉药品实现销售收入28.71亿元,增长23.38%,其中非手术科室推广业务实现销售收入约4亿元,同比增长超过50%。

表8: 中国和美国疼痛门诊相关指标对比

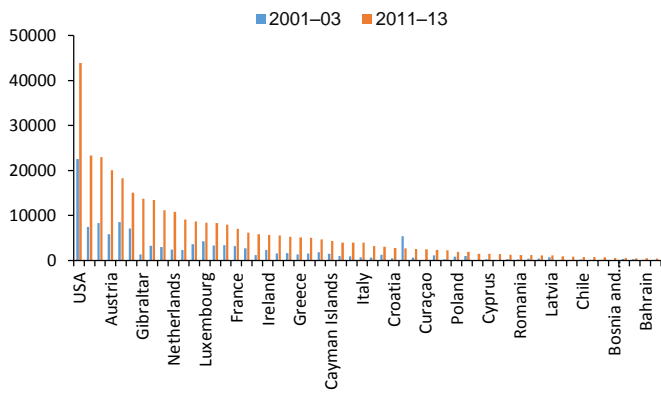
中国	疼痛门诊人(万人次)	疼痛科室数量	疼痛医师数量 (人,包括兼职麻醉 师)	每万人疼痛门诊人次	每万人疼痛科室数 量	每万人疼痛医 师数量
2007	80	50	1000	6	0.0004	0.008
2016	749	2000	20000	54	0.0145	0.145
美国	疼痛门诊人次 (万人次)	阿片类药物处方量增 速(相对于10年前)	专业疼痛医师数量(人)	疼痛治疗产品销售额(亿 美元)(含药品和器械)	每万人疼痛门诊人 次	每万人疼痛医 师数量
2002	--	--	8000	192	--	--
2010	1250	50%	8000	320	400	0.256

数据来源: CNKI, 广发证券发展研究中心

(三)国内目前阿片类药物消耗量很低,与周边国家/地区存在很大差异

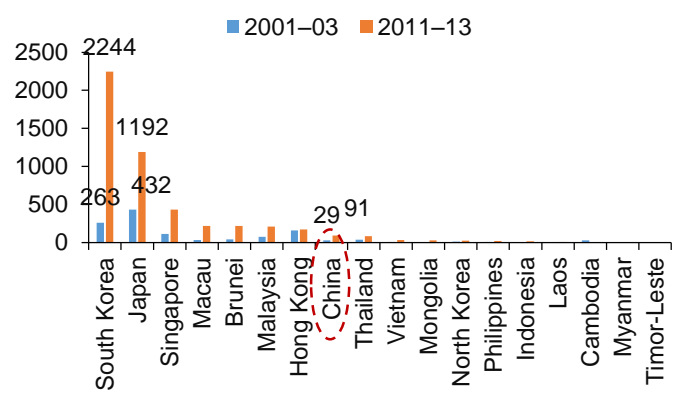
根据INCB发布的统计数据,与2001-2003年相比,2011-2013年,全球阿片类药物的医疗消耗量从14万统计限定日剂量(S-DDD)增长至36万S-DDD,增长了150%以上,其中大部分医疗消耗发生在美国、加拿大、西欧、澳大利亚等国家/地区。东亚和东南亚地区各国/地区的阿片类药物医疗消耗量也有不同程度的增长;韩国和日本分别从每百万人263 S-DDD和432 S-DDD增长至2244 S-DDD和1192 S-DDD;我国大陆地区也从每百万人29 S-DDD增长至91 S-DDD;但是我国大陆地区阿片类药物的人均医疗消耗量仅为韩国的4.1%、日本的7.6%、新加坡的20.9%;参考周边国家或地区的阿片类药物人均医疗消耗量,我国大陆地区仍有很大的提升空间。

图19: 每百万人S-DDD前56个国家或地区变迁



数据来源: INCB, 广发证券发展研究中心

图20: 东亚和东南亚国家或地区每百万人S-DDD变迁



数据来源: INCB, 广发证券发展研究中心

(四)宜昌人福产品结构升级, 在研产品深筑麻药护城河

人福医药旗下宜昌人福是国内麻药定点生产企业, 是国内麻药原料药和制剂产品种类最全的企业, 目前核心产品以芬太尼系列的芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、瑞芬太尼以及氢吗啡酮、哌替啶、福尔可定等麻药为主, 同时拥有纳布啡、咪达唑仑、等手术镇静镇痛相关二类精神类药品, 以及麻醉相关维库溴铵、氟马西尼、纳洛酮等; 此外还拥有左布比卡因、罗哌卡因等局部麻醉药品以及其他药品制剂等。目前整个产品线和在研产品以外科全麻手术镇痛场景为核心, 不断向围术期镇痛/镇静、临床操作镇静/镇痛、疼痛治疗(如癌痛姑息治疗)、ICU镇静/镇痛等场景相关产品拓展。

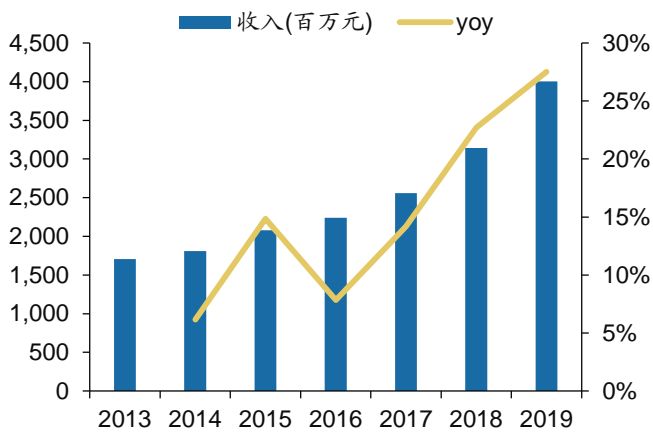
表9: 宜昌人福主要产品

类别	药品	上市时间	国内上市其他企业	医保/基药
麻药	盐酸哌替啶注射液	1981	青海制药厂、东北制药	基药
	枸橼酸芬太尼注射液	1981	国药工业、恩华药业	基药
	枸橼酸舒芬太尼注射液	2005	IDT	医保乙类
	盐酸阿芬太尼注射液	2020	无	--
	注射用盐酸瑞芬太尼	2003	恩华药业、国药工业	医保乙类
	盐酸氢吗啡酮注射液	2012	无	医保乙类
	磷酸可待因注射液	2002	东北制药	医保乙类
第二类精神药物	咪达唑仑注射液	2006	HEXAL、九旭药业、恩华药业	医保甲类
	盐酸纳布啡注射液	2013	无	医保乙类
全麻相关非镇痛为主的药物	注射用维库溴铵	2013	较多	医保甲类
	氟马西尼注射液	2011	较多	医保甲类
	盐酸右美托咪定注射液	2018	较多	医保乙类

数据来源: NMPA, 医保局, 卫健委, 广发证券发展研究中心

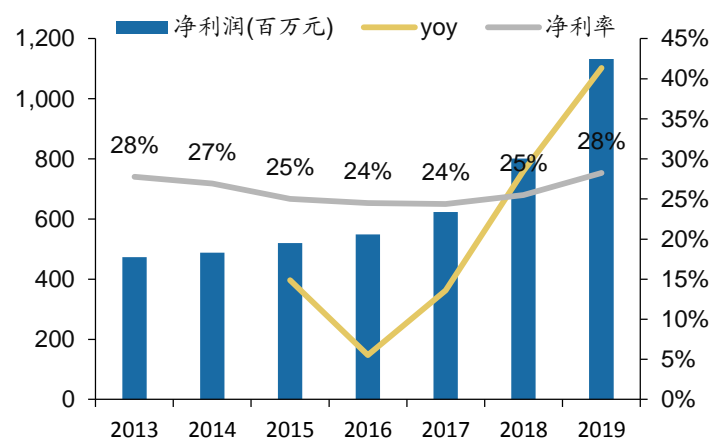
宜昌人福2019年收入40.05亿元, 同比增长27.5%, 2013-2019年年复合增长15.3%, 从2016年-2019年增速逐年提升; 2019年净利润11.32亿元, 同比增长41%, 净利率从2018年25%提升至28%。

图21: 宜昌人福收入增速逐年递增



数据来源: 公司年报, 国药股份年报, 广发证券发展研究中心

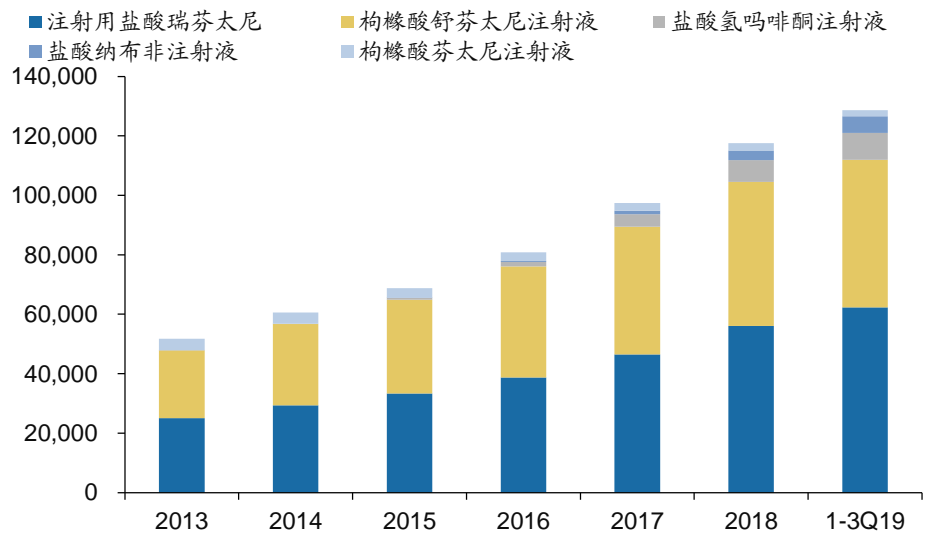
图22: 宜昌人福净利润增速和净利率水平不断提升



数据来源: 公司年报, 国药股份年报, 广发证券发展研究中心

根据南方所统计的样本医院数据, 宜昌人福目前的主要产品为瑞芬太尼和舒芬太尼, 上市较早的芬太尼占比较小, 新近上市的氢吗啡酮、纳布啡等正处于快速放量阶段, 阿芬太尼已与2020年初获批上市。新产品上市放量, 促进宜昌人福产品结构升级, 提升其整体盈利水平。

图23: 2019年前三季度宜昌人福主要产品在样本医院销售额(万元)



数据来源: 南方所, 广发证券发展研究中心

表10: 宜昌人福主要产品近年销量

制剂产品	2015	2016	2017	2018
枸橼酸芬太尼注射液(万支)	3,822.29	3,667.90	3,757.09	2,992.81
yoy		-4%	2%	-20%
枸橼酸舒芬太尼注射液(万支)	2,852.80	3,003.83	3,504.44	3,898.35
yoy		5%	17%	11%
注射用盐酸瑞芬太尼(万支)	1,088.86	1,155.12	1,328.39	1,692.09
yoy		6%	15%	27%
盐酸氢吗啡酮注射液(万支)	36.49	59.81	103.57	178.94
yoy	--	64%	73%	73%
盐酸纳布啡注射液(万支)	--	--	136.25	307.26
yoy	--	--	--	126%
咪达唑仑注射液(万支)	761.35	897.70	1,094.30	1,132.43
yoy		18%	22%	3%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

宜昌人福目前拥有多项以麻药-镇静为核心的在研产品, I类新药注射用磷丙泊酚二钠和注射用苯磺酸瑞马唑仑已在2018年底申报上市, 主要用于全麻、内镜诊疗镇静; 创新药M6G已完成I期临床, 多项麻药制剂如枸橼酸芬太尼口腔贴片、舒芬太尼透皮贴剂、盐酸羟吗啡酮片/缓释片/注射液和镇静药品如依托咪酯中/长链脂肪乳注射液等研发快速推进, 有望未来2-3年陆续获批上市。将丰富公司麻药产品线, 同时拓展公司镇痛-镇静产品护城河。

表11: 宜昌人福主要在研产品

在研产品	最近进展	开始时间	特点
注射用磷丙泊酚二钠	申报生产	2018-10-10	I类新药, 用于全麻诱导(镇静)
注射用苯磺酸瑞马唑仑	申报生产	2018-11-15	I类新药, 镇静剂, 起效快, 主要用于内镜诊疗、全麻诱导和维持
吗啡-6-葡萄糖苷酸注射液(M6G)	完成I期临床	2019/9/20	阿片类I新药, 用于中重度镇痛
丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	III期及BE完成	2020/1/9	镇静剂
布洛氢可酮片	BE完成	2019/9/17	阿片类和NSAID复方制剂, 用于缓解短期急性疼痛, 国内无产品上市
枸橼酸芬太尼口腔贴片	BE研究	2019/6/5	阿片类药物, 用于轻、中度癌痛, 国内无产品上市
依托咪酯中/长链脂肪乳注射液	BE研究	2020-01-0	镇静剂
舒芬太尼透皮贴剂	批准临床	2019-05-31	阿片类药物, 国内无产品上市
盐酸羟吗啡酮片	批准临床	2018-10-10	
盐酸羟吗啡酮缓释片	批准临床	2018-10-10	阿片类药物, 国内无产品上市
盐酸羟吗啡酮注射液	批准临床	2018-10-10	
盐酸氢吗啡酮缓释片	批准临床	2018-03-08	阿片类药物, 用于中重度疼痛, 国内无产品上市
盐酸他喷他多片	申报临床	2018-03-21	阿片类镇痛药(第一类精神药品), 用于中度至严重急性疼痛, 国内无产品上市
盐酸他喷他多缓释片	申报临床	2018-03-21	
异氟烷注射液	申报III临床	2018-06-21	全麻诱导
盐酸艾司氯胺酮注射液	申报临床	2020-02-26	第一类精神药品, 镇痛剂
氨酚羟考酮片	申报临床	2020-02-21	阿片类和NSAID复方制剂, 用于中、重度急/慢性疼痛, 无国产上市

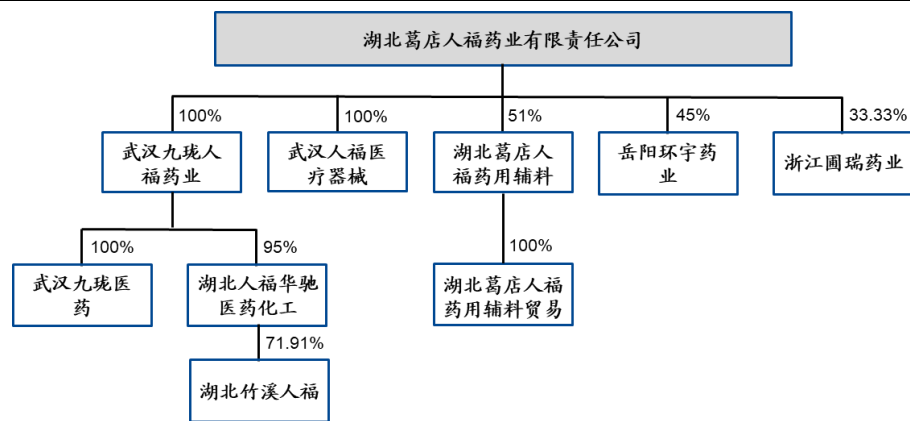
数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

三、其他核心业务有望保持稳定

(一) 生殖健康：葛店人福和乐福思集团

1. 葛店人福：生殖健康领域原料药制剂一体化企业。葛店人福是专业从事生育调节药物和甾体激素类原料药等产品的研发、生产与销售的国家重点高新技术企业，人福医药持有其81.07%的股权。**葛店人福涵盖生殖健康制剂及原料、辅料业务等领域：**1) 武汉九珣人福是葛店人福独资兴建的专业从事于生殖健康药物制剂的研发、生产和销售的新型现代化制药企业，拥有符合国际cGMP和中国最新GMP的标准的生产基地；2) 葛店人福药用辅料是葛店人福辅料业务的产业化平台，已取得62个药用辅料生产批文，另有20多个品种正在研发和申报中。公司的聚山梨酯系列、卡波姆系列等填补了国内空白；纤维素醚类独创工艺，生产环保，质量易控；同时，还拥有市面上最全的pH调节剂等药用辅料；3) 竹溪人福的竹溪生物科技产业园具有年产能600吨甾体激素原料药及医药中间体生产能力；4) 人福医疗为葛店人福的医疗器械子公司，武汉九珣医药为旗下的医药商业子公司。

图24：葛店人福控股子公司(2018年年报)

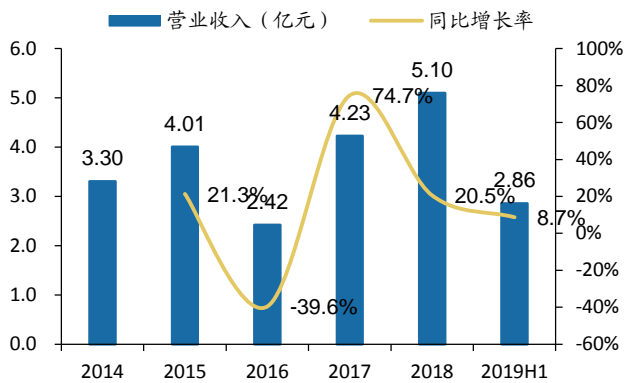


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司已在国内上市多种生殖健康领域制剂产品如(复方)米非司酮片、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊等系列生育调节药物，以及黄体酮、非那雄胺、醋酸环丙孕酮、布地奈德等原料药；公司拥有新型甾体激素原料药车间已通过美国FDA认。根据南方所2019年样本医院数据，葛店人福核心产品米非司酮片及米索前列醇片的市场占有率位居首位。

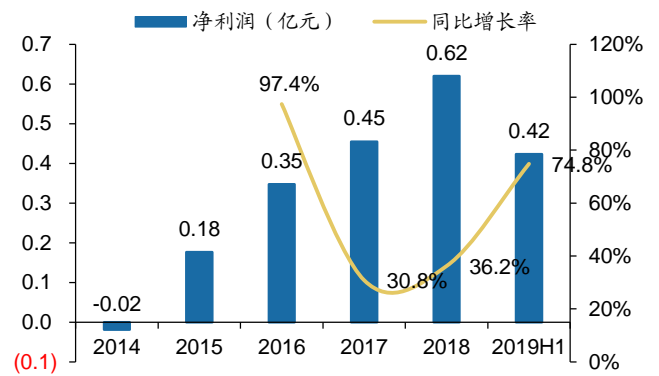
自2015年公司扭亏为盈后，公司积极控制生产成本、降低销售费用，净利润持续保持高增长态势。2017年、2018年及2019年上半年公司营业收入分别为4.23亿、5.10亿和2.86亿元，同比分别较上一年增长74.7%、20.5%和8.7%。2017年、2018年及2019年上半年公司净利润分别为0.45亿、0.62亿和0.42亿元，同比分别增长130.8%、136.2%和74.8%。

图25: 葛店人福历年营业收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图26: 葛店人福历年净利润及增速



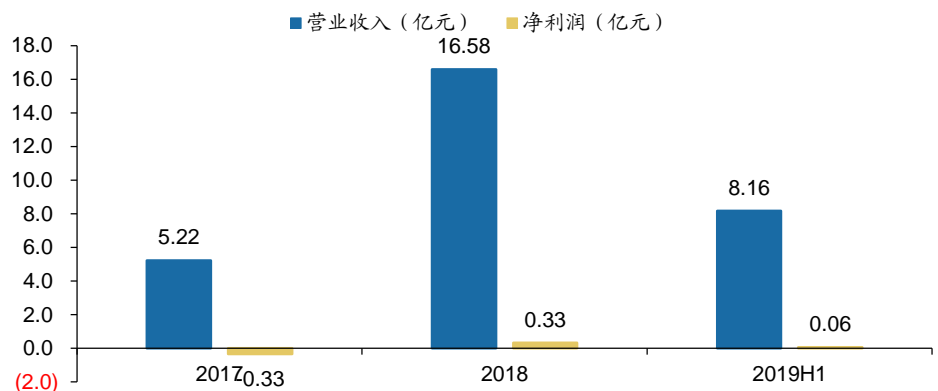
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2.乐福思: 全球生殖健康消费品生产商

乐福思集团是人福医药为收购原全球第二大安全套厂商、澳洲橡胶保护制品巨头Ansell Ltd.旗下全球两性健康业务(包括海外两性健康业务及国内杰士邦公司), 2017年与CITIC Capital Cupid Investment Limited在新加坡注册设立的控股子公司, 人福医药持有乐福思集团60%股权。目前公司在中国、美国、日本、澳洲、巴西、泰国等60多个国家运营Lifestyles、Jissbon(杰士邦)、ZERO、Manix、Unimil、Blowtex、SKYN等知名安全套品牌, 并设有研发中心, 与生产基地配合, 专注于研发生产两性健康产品。

2017年、2018年及2019年上半年公司营业收入分别为5.22亿、16.58亿和8.16亿元, 净利润分别为-0.33亿、0.33亿和0.06亿元。2019年因外币汇率及融资利率上升, 乐福思集团财务费用支出增加约1,000万元, 净利润较同期下滑61.8%。

图27: 乐福思集团历年营业收入及净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

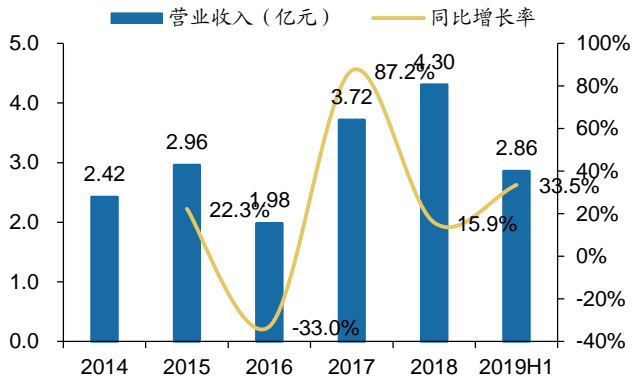
(二)民族特色药: 新疆维药

新疆维药在原新疆维吾尔药厂的基础上, 由人福医药和新疆维吾尔自治区维吾尔医医院于2001年共同投资创建, 人福医药目前持有其73.25%股权。新疆维药拥有百亩维药产业园基地, 拥有包括颗粒剂、胶囊剂、片剂、酏剂、搽剂、煎膏剂、糖浆剂、茶剂8个剂型、20多个维吾尔药制剂产品, 是目前在维药开发中投资最多、剂型最全的维吾尔药生产企业。

目前公司主要产品有祖卡木颗粒、寒喘祖帕颗粒、复方木尼孜其颗粒、通滞苏润江胶囊、养心达瓦依米西克蜜膏、石榴补血糖浆、护肝布祖热颗粒等。目前已有2个销售过亿的品种，分别为祖卡木颗粒及复方木尼孜其颗粒。祖卡木颗粒具有显著的抗炎、解热、镇痛以及止咳、平喘等作用，是首个销售过亿维药大品种；独家医保品种复方木尼孜其颗粒在皮肤科、妇科等领域得到广泛应用，并且木尼孜其汤药制剂在2011年就被纳入非物质文化遗产；2017年公司石榴补血糖浆、复方高滋斑片等5个产品进入国家医保目录。

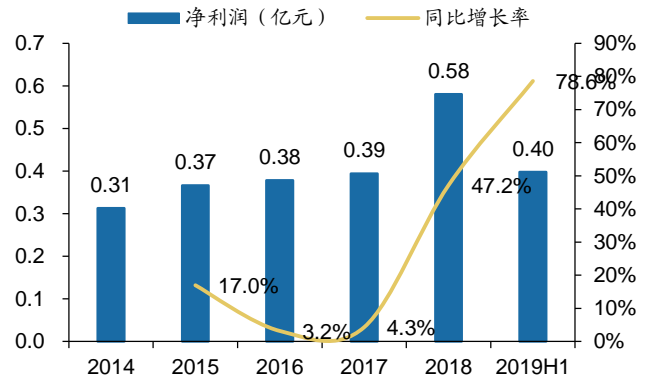
2017年、2018年及2019年上半年公司营业收入分别为3.72亿、4.30亿和2.86亿元，同比分别较上一年增长87.2%、15.9%和33.5%。2017年、2018年及2019年上半年公司净利润分别为0.39亿、0.58亿和0.40亿元，同比分别增长104.3%、147.2%和78.6%。

图28: 新疆维药历年营业收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图29: 新疆维药历年净利润及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

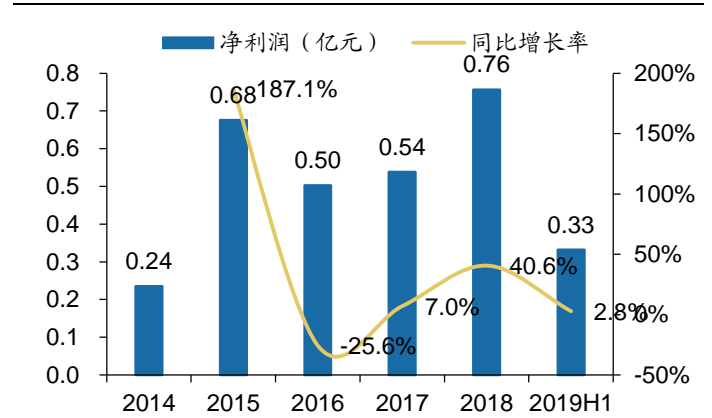
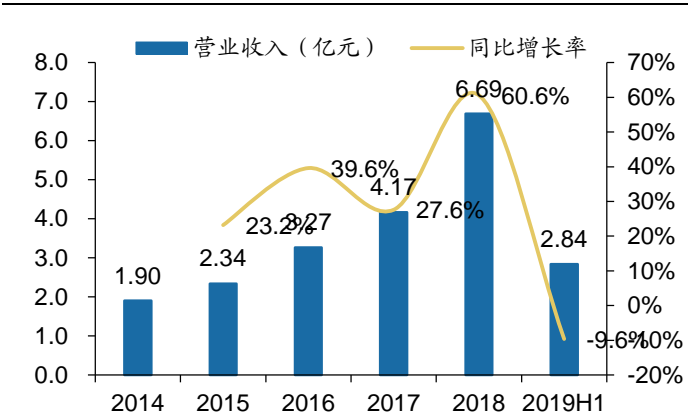
(三)其他专科用药: 武汉人福

武汉人福成立于1985年, 前身为扬子江生化制药厂, 是国家级高新技术企业。目前人福医药持有其98.33%股权, 宜昌人福持有其1.67%股权。武汉人福现有产品63个, 22个品种被列入国家医保目录, 其中列入甲类医保目录的有8个; 核心产品主要有奥卡西平片、注射用尿激酶、布洛芬混悬液、醋酸奥曲肽、小牛血去蛋白提取物注射剂、注射用多索茶碱、三维制霉素栓、泛昔洛韦颗粒、非那雄胺胶囊等。

2017年、2018年及2019年上半年公司营业收入分别为4.17亿、6.69亿和2.84亿元, 同比分别较上一年增长27.6%、60.6%和-9.6%。2017年、2018年及2019年上半年公司净利润分别为0.54亿、0.76亿和0.33亿元, 同比分别增长107.0%、140.6%和2.8%。

图30: 武汉人福历年营业收入及增速

图31: 武汉人福历年净利润及增速



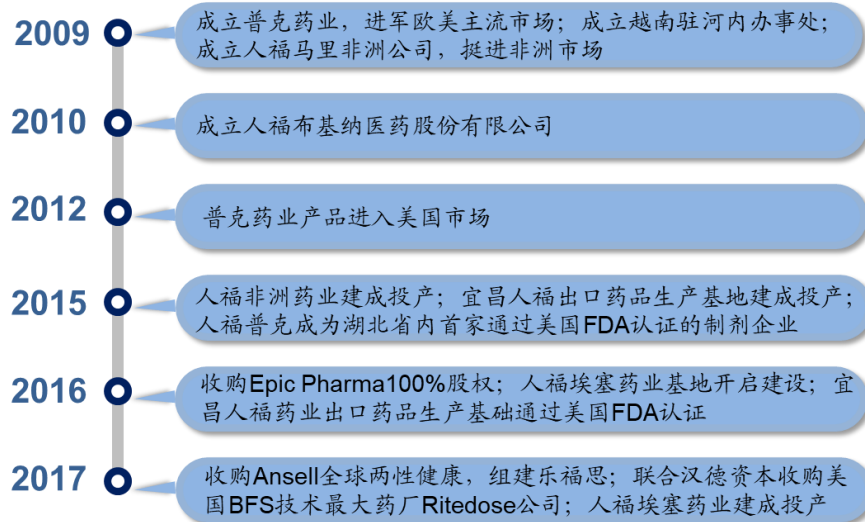
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(四) 制剂国际化, 广泛开拓海外市场

2009年, 人福医药与美国英士柏集团投资10亿元共建普克药业, 进军欧美市场, 开启人福医药国际化发展战略。公司面向全球医药市场进行产业布局, 海外业务现已覆盖了欧美成熟市场以及南美、东南亚、中亚、西非、东非等新兴市场。目前公司下属各子公司合计拥有70多个FDA 批准的ANDA文号, 在美国市场销售约400个品规的药品。

图32: 人福医药国际化进程



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

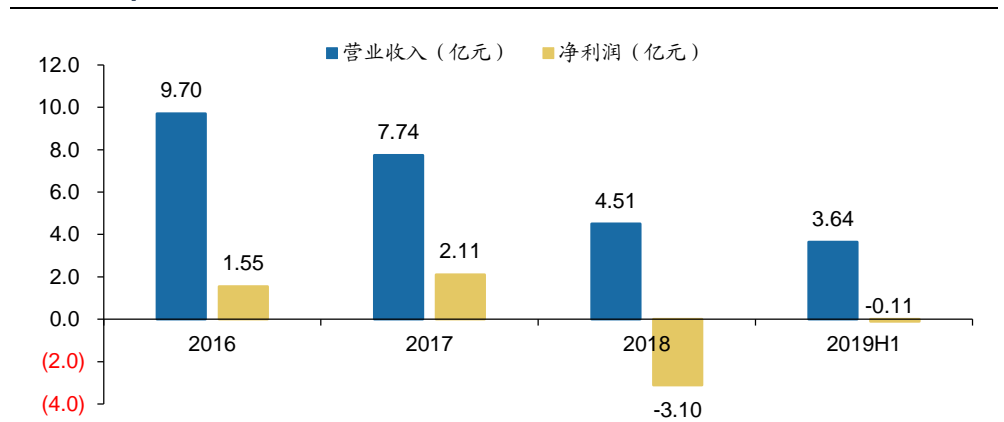
公司目前制剂国际化业务主要包含: 1)人福普克: 人福医药的软胶囊生产基地; 2)美国普克: 为人福普克提供美国FDA标准生产管理、医药产品研发、欧美市场销售网络开发等业务支持; 3)Epic Pharma: 美国仿制药企业, 目前生产经营200多个品规的化学仿制药; 4)非洲市场: 成立人福马里及人福布基纳医药公司。

人福普克为公司的软胶囊生产基地, 引进了美国、欧洲及韩国等国先进的软胶囊生产设备, 自动化程度较高。公司拥有多条软胶囊生产线, 年产能可达80亿粒软胶囊; 拥有多条包装线, 散包、瓶包和铝塑包全覆盖, 能够满足不同包装规格定制需求。公司于2015年至2019年连续三次通过美国FDA的现场审计。公司能够提

供高质量的软胶囊药品研发、代工服务和中美同步注册的产品。同时，公司还设有3个研发中心，拥有软胶囊药品全领域的研发能力，可开发水溶性、油溶性等多种性质药物成分，还具有高活性、激素类药品的开发能力。

Epic Pharma是美国仿制药企业，集研发、生产、销售为一体，具备管制类药品生产资质（美国DEA认证），人福医药持有其100%股权。公司目前生产经营200多个品规的化学仿制药，剂型包括片剂、硬胶囊和粉剂，其主要产品均为处方药，针对胆结石、疼痛、晕动症、高血压等适应症，在研产品主要集中在麻醉镇痛、神经、高血压等细分领域以及控缓释剂型。目前已上市的主要产品有：熊去氧胆酸胶囊、氯化钾粉、阿奇霉素干混悬剂、盐酸羟考酮速释片、舒林酸片、盐酸氯苯甲嗪、盐酸尼卡地平等。2017年、2018年及2019年上半年公司营业收入分别为7.74亿、4.51亿和3.64亿元，净利润分别为2.11亿、-3.10亿和-0.11亿元。

图33: Epic Pharma历年营收及净利润情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(五)医药商业：立足区域性商业网络，实现全产业链深度融合

公司医药商业板块主要立足于区域性商业网络，负责医药产品的配送、分销及相关业务。各子公司可分为省级公司和市级公司两个层级，省级公司为管理及采购平台，市级公司负责完善终端销售网络，承接省级公司业务，实现统购分销，向各级医疗机构提供药品器械、医疗设备、试剂耗材、健康产品、技术及管理服务。目前已建立了全国性的营销网络，在全国31个省(市)建立了办事处，服务于国内超过20,000家医疗机构。

目前，公司已完成湖北省销售网络布局，形成“1家省级平台公司+16家市级公司+N家市级特色经营公司”的商业格局，全面覆盖湖北省内各级各类医疗卫生机构，并正在四川省、河南省等地推广复制该业务模式。

图34: 人福医药商业布局



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测及估值

核心业务宜昌人福麻药行业需求快速释放, 以瑞芬太尼、舒芬太尼为核心, 新产品氢吗啡酮、纳布啡和阿芬太尼疼痛管理综合产品组合, 产品从手术-围术期到非手术科室推广(2018年非手术科室推广业务实现销售收入约4亿元, 同比增长超过50%)。宜昌人福创始人、董事长李杰当选上市公司董事长; 同时公司拟收购李杰等持有的宜昌人福少数股权, 麻药业务有望进一步强化, 归核战略有望加快落地步伐。

精麻药(主要为宜昌人福)2020年受新冠疫情影响, 预计全年收入增长8.5%, 毛利率85%, 2021-2022年预计收入增速分别为30%和25%, 毛利率分别为85.25%和85.5%。维药主要集中新疆区域市场, 疆外市场占比较小, 预计2019-2022年收入增速分别为13.00%、8.00%、10.00%、5.00%, 毛利率保持75%。生育调节药(葛店人福)2019-2022年收入增速分别为8.00%、0.00%、5.00%、5.00%, 毛利率分别为46.00%、45.00%、44.50%、44.00%。安全套(乐福思)2019-2022年收入增速分别为3.50%、2.00%、5.00%、5.00%, 毛利率分别为52.00%、52.50%、52.50%、52.50%。其他医药制造业和商业基本保持稳定。

我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为8.75、10.07、12.93亿元, 当前股价分别对应27.58x、23.97x、18.65xPE。从公司核心业务属性、行业地位及成长性, 选取三家可比公司, 长春高新为国内生长激素龙头企业, 天坛生物为国内血制品行业龙头之一, 丽珠集团为专科特色制剂和原料药企业。三者2020年PE均值为38倍, 考虑公司核心子公司宜昌人福的业务属性和行业地位, 中长期有望保持较高的收入和利润增长, 给予公司2020年32倍PE, 对应合理价值23.79元/股, 给予“买入”评级。

表12: 公司营业收入拆分和预测

人民币 百万元		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
主营业务	收入	12281.16	15400.96	18596.44	20695.96	21172.01	23787.07	26144.85
	yoy	--	25.4%	20.8%	11.3%	2.3%	12.4%	9.9%
	毛利率	36.7%	38.1%	40.0%	37.8%	38.8%	40.4%	42.3%
1.医药制造业	收入	5439.58	6798.74	8103.23	8962.35	9438.39	11127.29	12859.9
	yoy	--	25.0%	19.2%	10.6%	5.3%	17.9%	15.6%

	毛利率	66.4%	65.0%	65.7%	66.0%	66.7%	68.5%	70.2%
	收入	2452.3	2796.8	3578.13	4293.75	4658.72	6056.34	7570.42
1.1 精麻药	yoy	--	14.1%	27.9%	20.0%	8.5%	30.0%	25.0%
	毛利率	81.4%	81.8%	85.2%	85.0%	85.0%	85.3%	85.5%
	收入	379.72	419.86	507.62	548.23	548.23	575.64	604.42
1.2 生育调节药	yoy	--	10.6%	20.9%	8.0%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	45.8%	47.3%	46.1%	46.0%	45.0%	44.5%	44.0%
	收入	333.14	371.52	430.44	486.4	525.31	577.84	606.74
1.3 维药	yoy	--	11.5%	15.9%	13.0%	8.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	70.3%	73.2%	76.6%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
	收入	335	400	185	148	162.8	244.2	268.62
1.4 三峡制药	yoy	--	19.4%	-53.8%	-20.0%	10.0%	50.0%	10.0%
	毛利率	20.0%	25.0%	14.0%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	收入	124.78	656.92	1824.29	1888.14	1925.91	2022.2	2123.31
1.5 安全套	yoy	--	426.5%	177.7%	3.5%	2.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	25.6%	49.8%	57.1%	52.0%	52.5%	52.5%	52.5%
	收入	296.95	416.71	669.13	689.2	689.2	689.2	689.2
1.6 武汉人福	yoy	--	40.3%	60.6%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	46.1%	45.0%	45.0%	45.0%	44.6%	44.3%	44.0%
	收入	650	1005	653.25	653.25	672.85	706.49	741.81
1.7 制剂出口	yoy	--	54.6%	-35.0%	0.0%	3.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	68.0%	68.0%	45.0%	45.0%	46.0%	46.0%	46.0%
	收入	263.05	250.96	0	0	0	0	0
1.8 生物制品	yoy	--	-4.6%	--	--	--	--	--
	毛利率	51.1%	51.0%	--	--	--	--	--
	收入	604.64	480.98	255.37	255.37	255.37	255.37	255.37
1.9 其他医药产品	yoy	--	-20.5%	-46.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	65.3%	49.1%	19.6%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
	收入	6738.95	8422.02	10336.73	11577.14	11577.139	12503.31	13128.48
2.医药批发及相关业务	yoy	--	25.0%	22.7%	12.0%	0.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	12.8%	16.7%	19.8%	16.0%	16.0%	15.5%	15.0%
	收入	102.63	180.2	156.48	156.48	156.48	156.48	156.48
3.其他行业业务	yoy	--	75.6%	-13.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	33.1%	24.4%	41.3%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表13: 人福医药可比公司PE估值情况

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				PE			
				2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
长春高新	000661.SZ	生长激素龙头	1,111.5	1,006.5	1,775.0	2,832.00	3,748.00	29.58	50.96	39.25	29.66
天坛生物	600161.SH	血制品龙头	380.9	509.5	611.1	753.00	960.00	36.33	47.80	50.59	39.68
丽珠集团	000513.SZ	专科制剂	375.2	1,082.2	1,302.9	1,547.00	1,819.00	16.71	24.18	24.25	20.63

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

2017年公司开始归核化战略, 截止目前已剥离部分非核心资产, 该战略执行落地时间存在不确定性; 核心子公司宜昌人福贡献公司绝大部分利润, 除宜昌人福外, 其他业务发展的存在不及预期风险。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,953	17,052	18,069	17,934	19,360
货币资金	4,020	3,923	3,800	3,500	3,500
应收及预付	6,730	8,163	8,949	9,179	10,234
存货	2,643	3,222	3,606	3,617	3,894
其他流动资产	1,560	1,744	1,715	1,638	1,732
非流动资产	20,454	18,372	18,726	19,003	19,266
长期股权投资	3,179	2,728	2,728	2,728	2,728
固定资产	4,183	4,446	4,708	4,946	5,109
在建工程	1,157	1,401	1,251	1,151	1,051
无形资产	3,059	2,776	2,736	2,706	2,676
其他长期资产	8,875	7,022	7,303	7,473	7,703
资产总计	35,406	35,423	36,794	36,937	38,626
流动负债	13,042	16,416	16,169	14,772	14,767
短期借款	4,326	5,883	5,765	3,896	3,111
应付及预收	2,893	3,829	3,596	3,829	4,176
其他流动负债	5,822	6,705	6,808	7,047	7,480
非流动负债	5,758	4,735	4,735	4,485	3,985
长期借款	4,068	3,867	3,867	3,617	3,117
应付债券	997	0	0	0	0
其他非流动负债	693	868	868	868	868
负债合计	18,800	21,151	20,904	19,257	18,752
股本	1,354	1,354	1,354	1,354	1,354
资本公积	4,941	4,882	4,882	4,882	4,882
留存收益	5,282	2,621	3,808	5,103	6,659
归属母公司股东权益	13,524	10,837	12,025	13,319	14,875
少数股东权益	3,083	3,435	3,866	4,361	4,998
负债和股东权益	35,406	35,423	36,794	36,937	38,626

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,446	18,634	20,742	21,326	23,854
营业成本	9,564	11,194	12,903	13,073	14,212
营业税金及附加	142	145	162	166	186
销售费用	2,606	3,632	3,941	4,052	4,771
管理费用	1,088	1,257	1,307	1,312	1,431
研发费用	398	484	560	608	716
财务费用	568	676	445	384	316
资产减值损失	-136	3,225	0	0	0
公允价值变动收益	0	34	0	0	0
投资净收益	1,945	335	290	81	83
营业利润	3,029	-1,446	1,768	1,908	2,413
营业外收支	-82	-31	-73	-30	-30
利润总额	2,947	-1,477	1,695	1,878	2,383
所得税	628	484	390	376	453
净利润	2,318	-1,961	1,305	1,502	1,931
少数股东损益	250	397	431	496	637
归属母公司净利润	2,069	-2,358	875	1,007	1,293
EBITDA	2,180	2,494	2,379	2,565	2,988
EPS (元)	1.53	-1.74	0.65	0.74	0.96

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	93	603	844	2,601	2,006
净利润	2,318	-1,961	1,305	1,502	1,931
折旧摊销	533	574	510	450	450
营运资金变动	-1,410	-1,536	-1,269	306	-646
其它	-1,348	3,527	298	343	271
投资活动现金流	-4,194	-357	-394	-389	-397
资本支出	-1,722	-1,255	-584	-320	-280
投资变动	-2,490	925	-100	-150	-200
其他	17	-26	290	81	83
筹资活动现金流	5,068	-625	-573	-2,512	-1,609
银行借款	8,945	9,271	-118	-2,119	-1,285
股权融资	1,833	84	0	0	0
其他	-5,710	-9,979	-455	-394	-325
现金净增加额	892	-339	-123	-300	0
期初现金余额	2,715	3,607	3,923	3,800	3,500
期末现金余额	3,607	3,268	3,800	3,500	3,500

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	25.3	20.6	11.3	2.8	11.9
营业利润增长	142.4	-147.7	222.3	7.9	26.5
归母净利润增长	148.5	-214.0	137.1	15.1	28.5
获利能力					
毛利率	38.1	39.9	37.8	38.7	40.4
净利率	15.0	-10.5	6.3	7.0	8.1
ROE	15.3	-21.8	7.3	7.6	8.7
ROIC	4.9	9.9	5.3	6.3	7.4
偿债能力					
资产负债率	53.1	59.7	56.8	52.1	48.5
净负债比率	113.2	148.2	131.6	108.9	94.4
流动比率	1.15	1.04	1.12	1.21	1.31
速动比率	0.89	0.79	0.83	0.90	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.53	0.56	0.58	0.62
应收账款周转率	2.79	2.75	2.81	2.81	2.81
存货周转率	5.84	5.78	5.75	5.90	6.13
每股指标 (元)					
每股收益	1.53	-1.74	0.65	0.74	0.96
每股经营现金流	0.07	0.45	0.62	1.92	1.48
每股净资产	9.99	8.01	8.88	9.84	10.99
估值比率					
P/E	11.67	—	27.58	23.97	18.65
P/B	1.79	1.27	2.01	1.81	1.62
EV/EBITDA	13.80	8.53	13.31	11.64	9.56

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

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

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

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

重要声明

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

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

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

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

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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