

# 深度报告——《创新大牛市》公司篇之人福医药

## 麻药王者，历史拐点

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001

证券分析师：苑建 证券投资咨询执业证书编码：S1190117120042

2020年4月10日



# 概要

- 投资摘要：买入！  
.....
- 基本情况：国内麻醉药龙头  
.....
- 麻醉药：高壁垒，高景气，高盈利  
.....
- 宜昌人福：机制理顺，业绩提速  
.....
- 国际化：布局已成体系  
.....
- 两性健康：消费升级，集中度有望提升  
.....
- 其他特色用药：稳健发展  
.....
- 归核化：剥离非核心资产，突出核心主业优势  
.....
- 盈利预测与估值：两年翻倍空间  
.....

# 核心逻辑

- **麻药王者，历史大拐点！**近1年多以来，我们全市场唯一一家持续推荐人福医药，逻辑在于：18年/19年初以来的人福医药，可类比06-12年——麻药高增长（收入CAGR34%，利润CAGR49%）+聚焦医药主业+股价涨了10倍。18/19年宜昌人福收入增速23%/28%，利润增速28%/41%，预计19-22年收入端复合增速20%，利润端复合增速20%+，17年底开始实施“归核化”，剥离非核心医药资产，强化核心主业优势，我们判断公司未来2年市值有望翻倍。
- **“麻醉镇痛”向“大麻药”布局，业绩有望持续高增长。**多科室推广成效显著，17年新进医保品种纳布啡和氢吗啡酮高速放量，瑞芬新版医保取消限制并进入基药，销量增长有望加速。研发进入收获期，阿芬太尼20年初已获批，1类新药麻醉镇静药瑞马唑仑、磷丙泊酚预计20年陆续获批，公司将实现“大麻药”布局。预计未来三年收入端复合增速20%，研发和销售投入高峰期已过，预计利润端复合增速20%以上。
- **宜昌人福机制理顺，股权绑定利益各方。**人福医药收购宜昌人福管理层手中13%股权意义重大：1) 新管理层将进一步聚焦归核化，降低资产负债率，提升研发效率，坚持走国际化道路，丰富人次梯队，传递中长期发展信心；2) 我们判断“重组+募集配套”前后，短期EPS基本保持不变，中长期因为麻药占比提升，增厚EPS；3) 宜昌人福管理层实现换股，公司核心人物李杰将大幅增持上市公司股权，同时任公司董事长，深度绑定管理层利益，中长期稳健发展可期。
- **20年将是归核化落地大年，负债规模将下降，财务费用有望大幅降低。**17年以来坚定实施“归核化”战略，剥离非核心资产已经收回50亿以上现金，20年有望是归核化落地大年，预期收回20-30亿现金，后续计划出售资产若顺利出售，合计将收回现金百亿级别，此外资产重组募集配套资金不超过10亿，有望用于偿还部分贷款，中长期负债规模和财务费用将持续降低。
- **盈利预测与估值。**预计 20-22 年宜昌人福利润端复合增速 20%以上，20年开始负债规模有望降低，叠加利率下行是趋势，财务费用有望减少。考虑到增发和并表（按全年并表测算）影响，预计19-21年净利润分别为8.9/11.6/15.3亿元，20-21年同比增速31%/31%，19-21年EPS 0.65/0.71/0.93元，业绩对应20-21年PE 27X、20X，麻药利润占比95%，考虑公司麻药占全国80%份额的绝对龙头，优质赛道——高成长性、高盈利、高壁垒，分布估值法，给予20年、21年40倍、38倍PE，合理估值28元、35元，年内50%、一年80%空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**麻药降价；归核化力度和进展不及预期；归核化中途放弃转向继续投资并购；产品销售不及预期等风险。

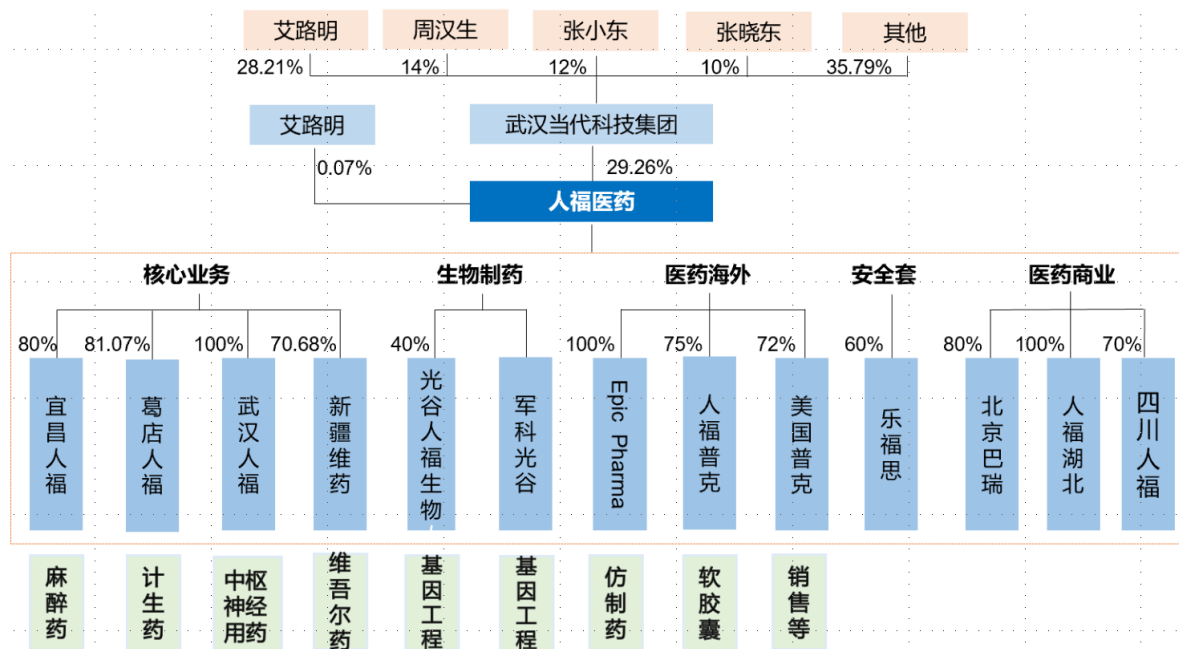
# 基本情况：国内麻醉药龙头

# 公司概况：麻药龙头，资产聚焦

人福医药成立于1993年，于1997年上市，为国内麻醉镇痛药龙头。17年“归核化”战略实施以来，聚焦麻醉药（宜昌人福）、医药工业（武汉人福、葛店人福、新疆维药）、国际化业务（美国仿制药、制剂出口）和两性健康（乐福思）四大板块。

当代集团持股29.26%，为公司大股东。

图表 1：人福医药股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

# 公司概况：麻药龙头，资产聚焦

**麻药板块：**高景气，业绩提速。核心主业，19年麻药收入40亿（+27.5%），净利润11.3亿（+41.3%），多科室推广+新品上市，业绩提速。

**国际化：**风险释放，稳步经营。18年Epic亏损计提全部商誉和无形资产减值，风险释放充分；普克18年开始盈利，制剂出口开始进入收获期，未来国际化业务稳步经营。

**安全套：**刚需需求，稳定增长。覆盖全球68个国家和地区，行业集中度有望提升，龙头受益。

**其他医药工业：**葛店人福稳定增长、新疆维药快速增长。

**商业板块：**控制发展，陆续剥离。

图表 2：2018年人福医药各项业务营收和利润情况（亿元）

子公司	业务	持股比例	收入	占比	净利润	占比	归母净利润	占比
宜昌人福	麻醉药	67%	31	17%	8	70%	5.4	122%
Epic	美国仿制药	100%	5	2%	-3.1	-27%	-3.1	/
乐福思	安全套	76%	17	9%	0.3	3%	0.2	5%
普克	仿制药	/	/	/	0.3	3%	/	/
葛店人福	计生药	81%	5	3%	0.6	5%	0.5	11%
新疆维药	民族药	73%	4	2%	0.6	5%	0.4	10%
武汉人福	中枢神经用药	99%	7	4%	0.8	7%	0.8	17%
巴瑞医疗	医疗器械销售	80%	13	7%	2.4	21%	1.9	43%
湖北人福	医药商业	100%	56	30%	1.2	11%	1.2	27%
其他	其他收入、费用		49	26%	0.4	3%	-2.9	/
<b>合计</b>			<b>186</b>	<b>100%</b>	<b>11.42</b>	<b>100%</b>	<b>4.41</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告（备注：净利润和归母净利润为剔除商誉减值后的扣非净利润）

# 公司概况：麻药龙头，资产聚焦

**归核化，突出核心主业优势。** 2017年公司开启“归核化”战略，陆续剥离非核心医药资产，聚焦核心医药主业，回笼现金，降低负债率，17年回收34亿现金，18年回收20亿现金。

- 2017年：回笼现金34亿，成都昌华科技（369万）、人福军威医药（1068万）、中原瑞德（23.6亿）、宜昌三峡普诺丁（3.5亿）、建德医药（2.5亿）、临安市中医医疗集团（1.1亿）、武汉人福长江医药投资（3.1亿）；
- 2018年：回笼20亿现金，中原瑞德（6.7亿）转让、医院资产、其他；
- 2020年-以后：预计回笼60-70亿现金，金融资产、省外商业、医院等；

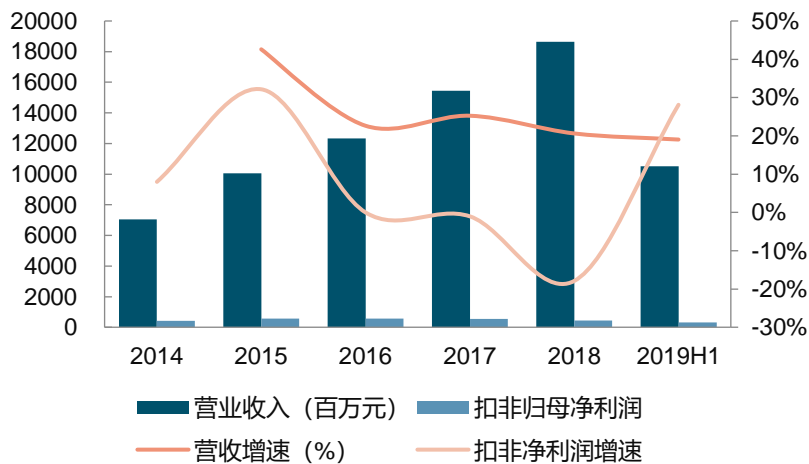
**聚焦核心主业，四个50亿发展目标：** 1) 麻药20年收入有望到50亿级别； 2) 其他医药工业（维药、甾体激素、中枢神经药物等）2-3年50亿收入规模； 3) 国际化&海外引进产品3-5年50亿收入规模； 4) 两性健康3-5年收入规模达到30-50亿。

# 业绩概况：麻药提速，国际化迎拐点

**核心主业麻药业务17年开始提速（17-19年宜昌人福利润增速分别为13.6%、28.5%、41.3%），19年国际化业务开始企稳向上，归核化顺利推进，我们判断公司将进入内生驱动的高质量发展时期。**

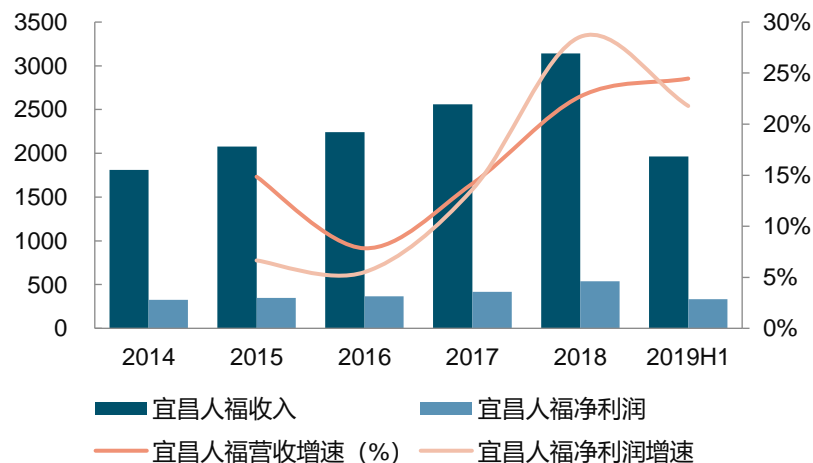
- **麻醉药业务提速：**多科室推广进入收获期，新进医保品种快速放量，18-19年利润增速分别为28.5%、41.3%，业绩明显加速，未来三年利润复合增速20%+；
- **国际化业务拐点明确：**18年普克（武汉普克+美国普克）扭亏为盈，epic商誉风险释放，19年扭亏，70多个ANDA药证（未来突破100个）将在epic销售，国际化业务发展更加稳健。

图表 3：2013-2019H1 营收&扣非净利润（百万元）



资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表 4：2014-2019H1 宜昌人福营收&净利润（百万元）



资料来源：wind，太平洋证券研究



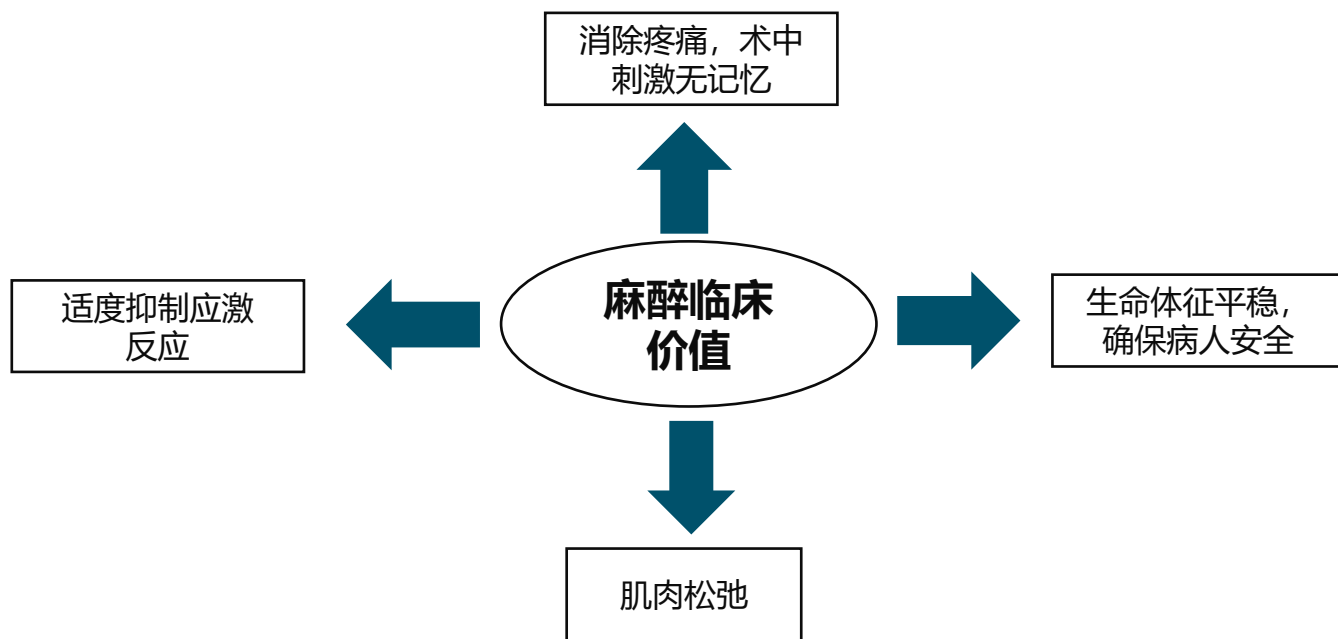
# ● 麻醉药：高壁垒，高景气，高盈利

# 麻醉学：临床必需学科，专业性极高

麻醉通过使用多种麻醉药和技术，使人体部分或者全部暂时失去知觉，从而提供镇痛、镇静、肌肉松弛以及抑制不良反射等必要的手术条件。

理想的麻醉状态是达到安全、无意识、无痛苦、无记忆的效果。

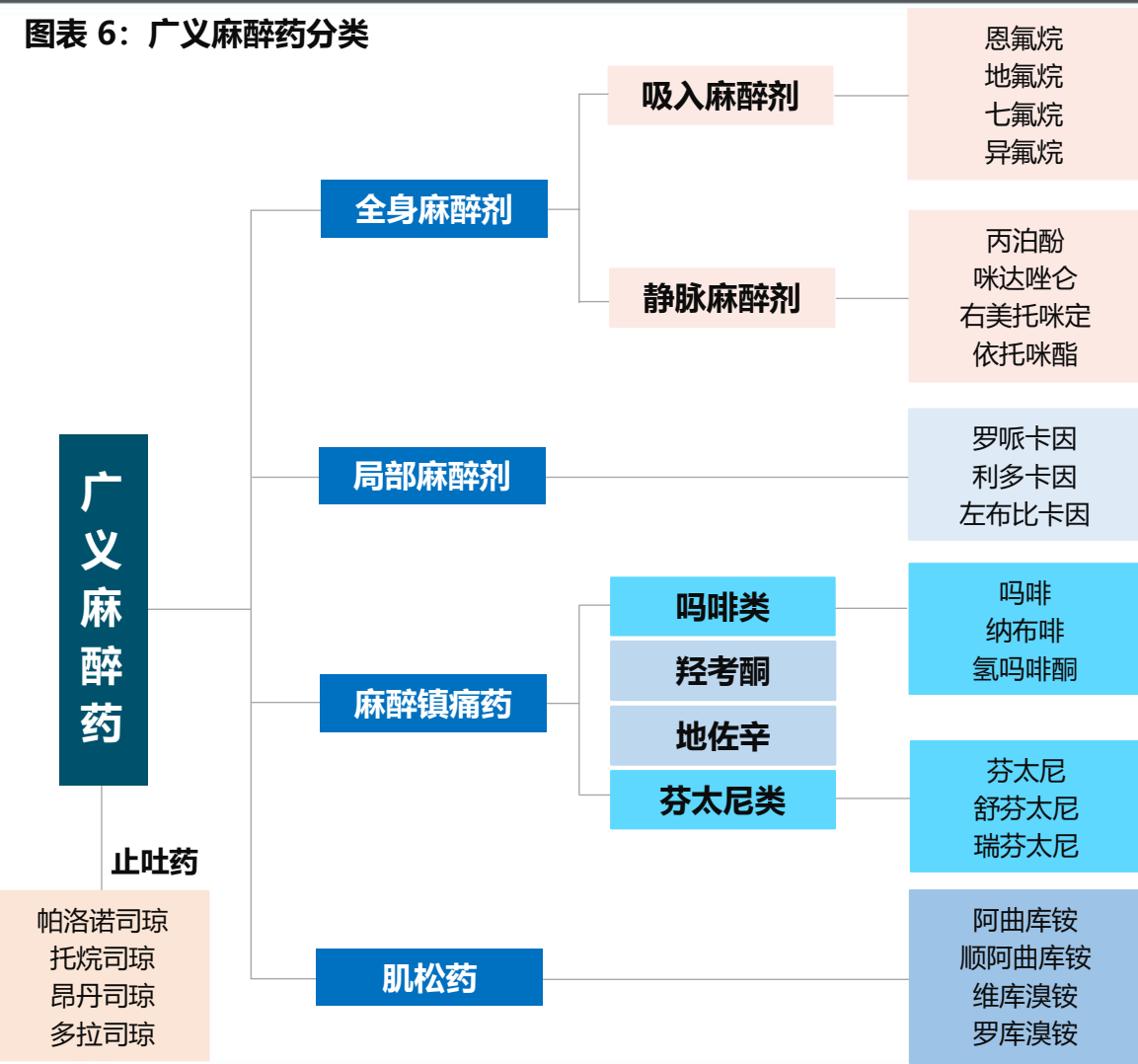
图表 5：麻醉临床意义



资料来源：太平洋证券整理

# 麻醉用药介绍

图表 6：广义麻醉药分类



- ◆ 广义的麻醉药包括麻醉剂（全麻、局麻）、麻醉镇痛药、肌松药和止吐药。
- ◆ 根据给药方式不同，全麻药分为静脉注射类麻醉药和吸入性麻醉药。
- ◆ 全身麻醉包括麻醉诱导、麻醉维持、麻醉苏醒和术后镇痛四个阶段。
- ◆ 全身麻醉讲究联合用药，使病人丧失意识；麻醉镇痛药消除疼痛，肌松药松弛肌肉，止呕药可止呕，其他非麻醉用药维持基础生命功能。

资料来源：太平洋证券整理

# 麻醉药市场：优质赛道，重磅品种

麻醉三要素包括**镇静**、**镇痛**和**肌松**，从对应的细分市场看，**静注麻醉镇静**（超百亿规模）和**麻醉镇痛药**（两百亿规模）占市场主导地位，其中**丙泊酚、右美托咪定、地佐辛、芬太尼系列**等为终端市场规模数十亿的大品种，**纳布啡、氢吗啡酮**等为快速放量的潜力品种。

麻醉药市场格局相对稳定，行业增长三大动力：1) 手术量增长；2) 多科室推广；3) 产品升级。

图表 7：麻醉用药细分领域主要品种、市场规模及生产企业

类别		金额 (18年样本医院)	作用	主要品种	市场特征	主要生产企业
麻醉 镇静	静注麻醉镇静	25.3 亿	麻醉镇静、催眠	丙泊酚、咪达唑仑、依托咪酯、右美托咪啶	市场规模大，竞争较为激烈，个别品种已纳入带量采购	阿斯利康、费森尤斯卡比、恒瑞、恩华、宜昌人福
	吸入性麻醉剂	7 亿		七氟烷、异氟烷、地氟烷	七氟烷为主，恒瑞占主导	丸石制药、恒瑞、百特
	局部麻醉剂	5.5 亿	局部麻醉	罗哌卡因、利多卡因	应用广泛、量大价低	阿斯利康、北京紫光
麻醉镇痛		39.2 亿	麻醉镇痛	地佐辛、芬太尼系列、吗啡、羟考酮、纳布啡、冷丁、曲马多	政策壁垒高，竞争格局好，控费降价压力小	扬子江、宜昌人福、巴德西安杨森
肌松药		10.5 亿	松弛骨骼肌、便于插管	罗库溴铵、维库溴铵、阿曲库铵、阿曲库铵	市场集中度高	恒瑞、仙琚制药

资料来源：PDB，药智网，太平洋证券研究院

# 国内格局：龙头差异化竞争

人福、恒瑞、扬子江和恩华差异化竞争，虽然部分产品有交叉，但我们认为未来麻药市场格局相对稳定。

图表 8：国内麻醉药企业核心产品及在研管线情况

上市公司	核心产品	样本医院销售额 (18年, 亿元)	市场份额	在研管线
人福医药 (宜昌人福)	瑞芬太尼	5	90%	磷丙泊酚报产在审评
	舒芬太尼	4.2	89%	瑞马唑仑报产在审评
	芬太尼	0.24	24%	异氟烷：临床3期
	氢吗啡酮	0.7	独家	M6G：临床1期
	阿芬太尼	2020年获批	独家	
恒瑞医药	右美托咪定	7	81%	M6G：临床3期
	顺阿曲库铵	5.32	72%	
	七氟烷	4.19	64%	
	布托啡诺	2.68	100%	
	地氟烷	/	/	
恩华药业	瑞马唑仑			
	咪达唑仑	1.46	92%	戊乙奎醚已完成现场检查
	依托咪酯	1.38	93%	羟考酮补充材料
	右美托咪定	1	12%	舒芬太尼补充材料
	丙泊酚	0.07	1%	地佐辛补充材料
扬子江	瑞芬太尼	0.1	3%	阿芬太尼已完成临床即将报产
	地佐辛	18.6	南京优科19年获批	
	右美托咪定	/	/	
	达克罗宁	1.08	100%	
仙琚制药	维库溴铵	/	/	
	罗库溴铵	0.89	64%	奥美克松钠：临床1期
现代制药	顺阿曲库铵	0.75	10%	
	瑞芬太尼	0.4	7%	右美托咪定报生产审评中
	可待因	/	/	咪达唑仑报生产审评中
	芬太尼	/	/	

资料来源：公司公告，PDB，太平洋证券研究院

# 麻醉镇痛：严格监管造成高壁垒

国家药监局  
严格准入，格局稳定

根据需求量制定  
年度生产计划

管制类药品  
价格体系相对稳定

国家对麻醉药品的生产、流通、销售各个环节都实施了严格的管制。

生产  
企业

限制生产主要品种原料药同品种企业数为1~2家  
限制主要品种单方制剂同品种企业数为1~3家  
限制含麻醉药品主要品种的复方制剂同品种(含不同规格)企业数为1~7家

一级流通

全国仅3家：  
国药股份 重庆医药 上海医药

二级流通

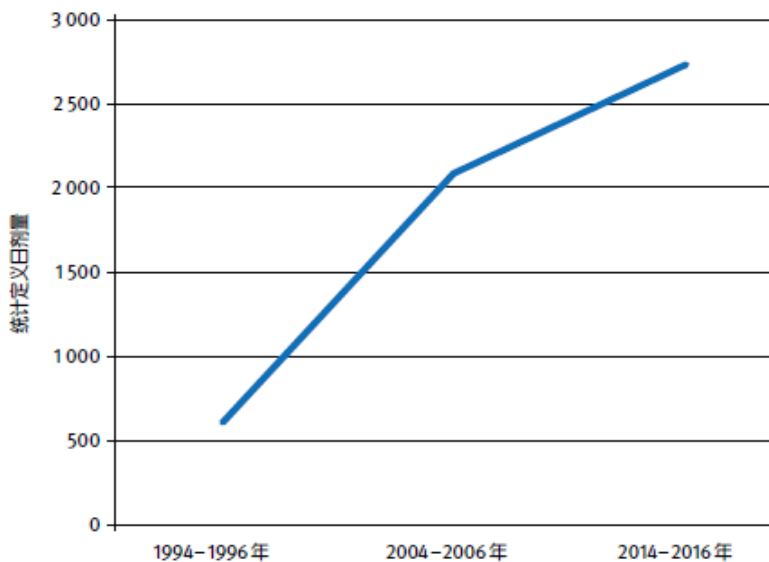
地方指定，全国有百余家，如：  
瑞康医药 华东医药等

# 麻醉镇痛：全球市场概况

2018年全球阿片类麻醉镇痛药物市场规模约250亿美金，行业增速4.8%左右。

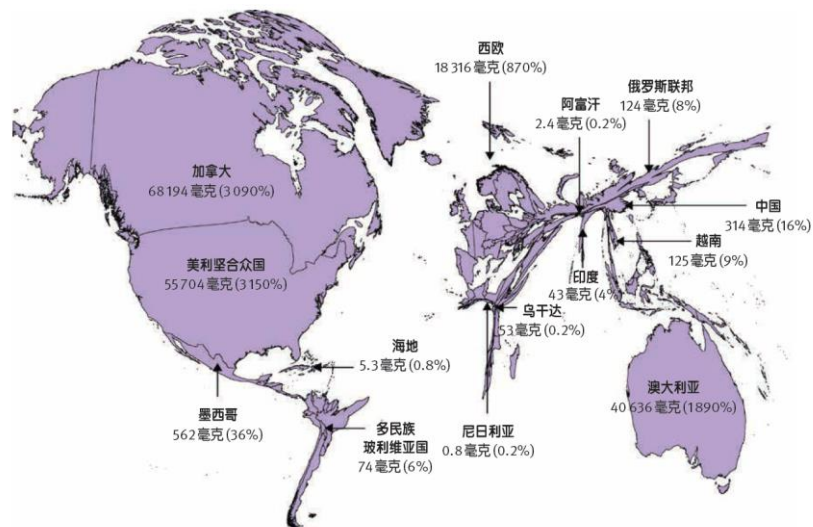
**全球人均用药量差异很大，中国仅为美国的0.5%。**北美和欧洲等发达国家人均用量显著高于发展中国家，加拿大、美国、澳大利亚和西欧百万人日用剂量6.82万毫克、5.57万毫克、4.06万毫克、1.83万毫克，而中国仅为314毫克，不足美国0.5%，未来随着老龄化和多科室推广，国内消费量将稳步提升。

图表 9：全球类阿片镇痛药消费量变化（百万人限定日剂量）



资料来源：INCB，太平洋证券研究院

图表 10：全球类阿片镇痛药消费量变化（百万人限定日剂量）



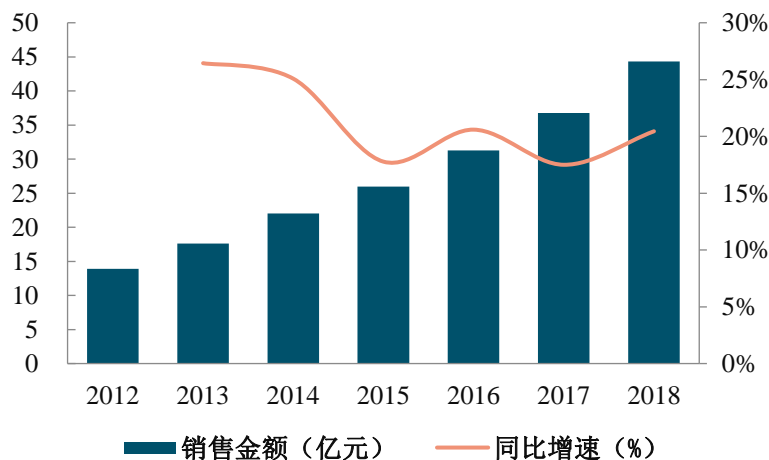
资料来源：INCB，太平洋证券研究院

# 麻醉镇痛：国内市场高景气

2018年国内样本医院销售额44亿元，预计终端市场200亿元左右，同比增速约20%。

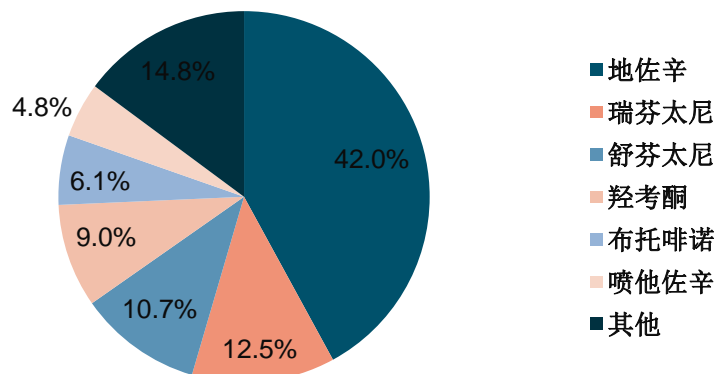
地佐辛、芬太尼系列和羟考酮占比约75%，为麻醉镇痛主要品种，其中地佐辛终端规模80-90亿元，占比42%；芬太尼系列（瑞芬、舒芬、芬太尼）终端规模50亿，占比约25%；羟考酮约18亿，占比约9%；此外纳布啡、氢吗啡酮等新进医保品种放量迅速，未来均有望成为收入规模超十亿品种。

图表 11：2012-2018年麻醉镇痛药市场快速增长



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

图表 12：国内麻醉镇痛药市场结构



资料来源：PDB，太平洋证券研究院



# 麻醉镇痛：三大品种主导市场

地佐辛、舒芬太尼、瑞芬太尼和羟考酮维持10%-20%增速，行业增长主要动力；  
17年新进医保品种氢吗啡酮和纳布啡进入快速放量阶段。

图表 13：国内麻醉镇痛药细分品种增速及生产企业

分类	麻醉镇痛药	15年增速	16年增速	17年增速	18年增速	CAGR	18年份额	主要生产企业
地佐辛	地佐辛	26.3%	27.0%	20.7%	14.0%	20.5%	42%	扬子江、南京优科19年获
芬太尼类	芬太尼	-0.7%	-11.49%	-2.9%	-4.55%	-6.4%	2.3%	强生（贴剂）、宜昌人福（注射剂）、河南润弘等（贴剂）等
	舒芬太尼	15.4%	16.5%	13.2%	12.3%	14%	10.7%	Impfstoffwerk Dessau-Tornau GmbH、宜昌人福
	瑞芬太尼	13.3%	16.9%	16.1%	19.6%	17.5%	12.5%	宜昌人福、现代制药、恩华药业
羟考酮	羟考酮	29.1%	20.4%	21.4%	17.7%	19.8%	9%	Napp Pharma（片剂为主）、华素制药
纳布啡	纳布啡	6752.6%	323.0%	175.4%	6752.6%	827.6%	0.7%	宜昌人福
吗啡类	吗啡	-2.1%	-2.4%	-4.4%	1.1%	-1.9%	1.4%	Napp Pharma（片剂）、萌蒂（片剂）、西南药业（片剂）、东北制药（注射剂）
	氢吗啡酮	297.3%	134.2%	170.9%	67.6%	119.9%	1.6%	宜昌人福
<b>麻醉镇痛药</b>		<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>19.5%</b>	<b>100%</b>	/

资料来源：PDB，太平洋证券研究院

# 麻醉镇痛：国内市场仍存巨大空间

- **人均用量低，未来提升空间大：**中国人均用量大幅低于世界平均水平，与美国、日本等发达国家差距更大。
- **未来高增速：**住院病人和手术量持续增加，以及在ICU、肿瘤等麻醉科以外多科室推广，预计未来三年维持15%-20%增速，预计2022年市场规模将突破350亿元。

图表 14：主要麻醉镇痛药中国与全球用量、美国用量平均水平对比

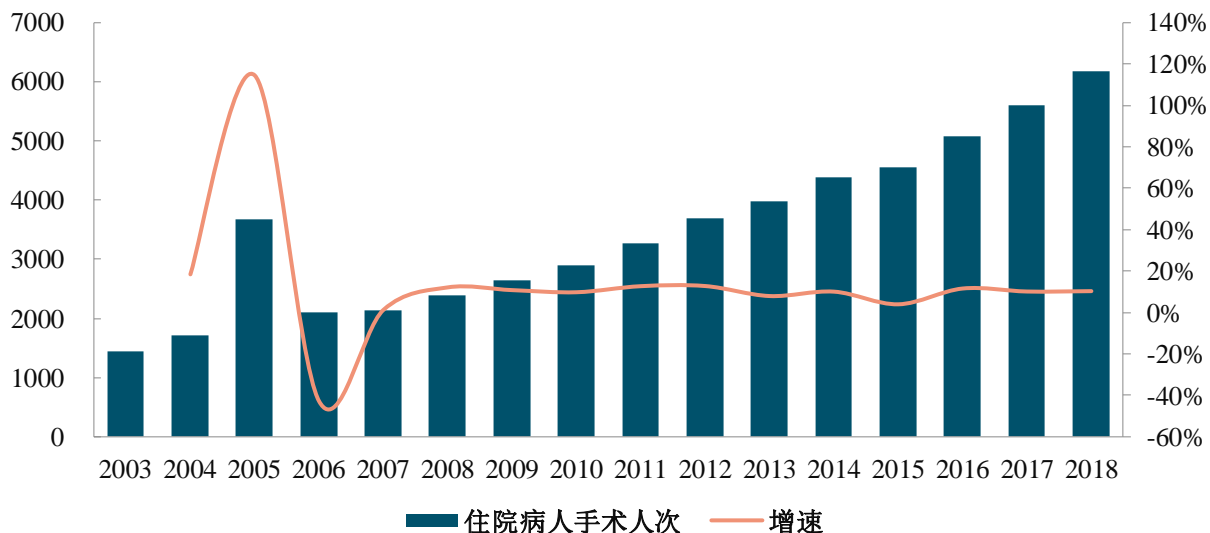
药品	中国	中国/全球	全球平均	美国	日本
可待因 (mg/人)	4.97	16%	31.95	35.30	9.03
吗啡 (mg/人)	1.24	22%	5.69	53.97	1.55
氢考酮 (mg/人)	0.001	0%	3.19	74.53	/
羟考酮 (mg/人)	0.07	1%	8.24	131.30	5.28
美沙酮 (mg/人)	0.90	21%	4.22	45.30	0.02
哌替啶 (mg/人)	0.41	55%	0.74	1.87	0.59
芬太尼 (μg/人)	5.12	3%	178.80	953.21	285.21
阿芬太尼 (μg/人)	0	0%	2.55	0.63	/
瑞芬太尼 (μg/人)	10.63	89%	11.89	3.48	42.26
舒芬太尼 (μg/人)	1.43	240%	0.59	0.73	/
芬太尼系列 (μg/)	17.18	9%	193.84	958.05	327.47

资料来源：INCB（国际麻醉药品管理局），太平洋证券研究院

# 麻醉镇痛：国内市场仍存巨大空间

- **手术量稳定增长**：根据2019年卫生统计年鉴统计，2018年中国住院病人手术量6171.58万人次，连续三年增速超10%。住院手术量的增长带动麻醉镇痛药物需求的增加；
- **基层拓展&镇痛观念改变**：1) 从上至下拓展，向县级和基层拓展；2) 镇痛观念转变，医生与患者镇痛意识的提高，特别是术后镇痛（镇痛泵）、小手术如无痛人流，其他科室如ICU（重症监护）、癌症镇痛的应用。

图表 15：我国住院病人手术量持续增加（万次）



资料来源：卫健委，太平洋证券研究院

# 麻醉镇静：超百亿市场，三大品种主导

14-17年国内麻醉镇静药复合增速为7.5%，呈现平稳增长态势，17年样本医院规模约25亿元，预计全国终端规模超百亿，其中丙泊酚、右美托咪定和七氟烷分别占比39%、23%、20%，为麻醉镇静领域三大主导品种。受带量采购影响，未来麻醉镇静市场增速预计趋缓，随着产品升级和手术量增加，预计行业仍将保持增长态势。

图表 16：国内麻醉镇静细分市场及增速（三大主导品种标灰）

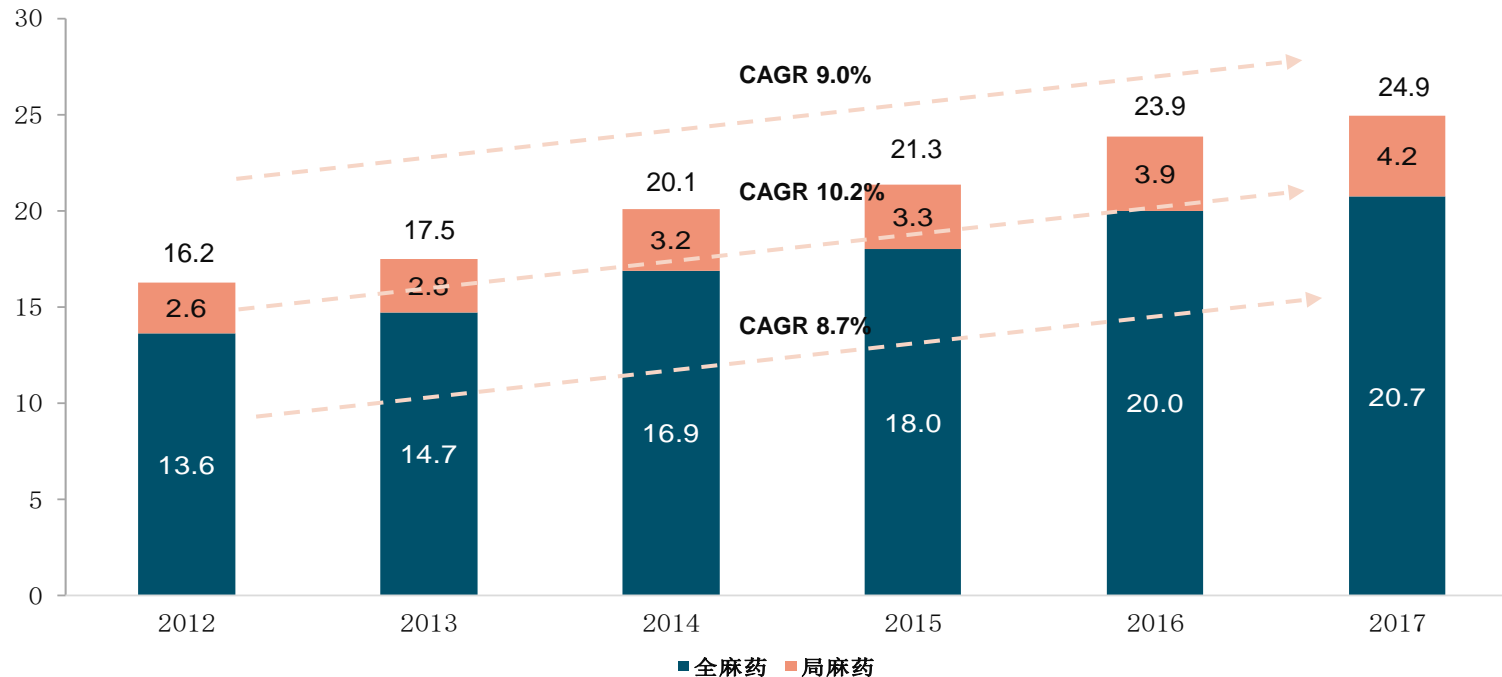
分类	麻醉剂	14年增速	15年增速	16年增速	17年增速	CAGR	17年份额	主要生产企业
静脉麻醉剂	丙泊酚	15%	3%	10%	5%	6%	39%	阿斯利康，费森尤斯
	咪达唑仑	14%	3%	8%	7%	6%	4%	恩华，人福
	依托咪酯	19%	15%	27%	18%	20%	4%	恩华，瑞士贝朗，恒瑞
	右美托咪定	59%	27%	39%	17%	27%	23%	恒瑞，恩华，扬子江，四川国瑞
吸入性麻醉剂	七氟烷	16%	13%	12%	-4%	7%	20%	恒瑞，丸石
	地氟烷	27%	59%	49%	136%	77%	1%	百特
局麻剂，内科注射用	罗哌卡因	15%	-3%	17%	-3%	3%	4%	阿斯利康，普德药业，齐鲁制药
局麻剂，表面性麻醉	利多卡因	12%	9%	36%	61%	34%	2%	厂家众多
	达克罗宁	20%	29%	21%	8%	19%	3%	扬子江
局麻剂，牙科注射用	阿替卡因	19%	11%	2%	10%	7%	0%	碧兰、马鞍山丰原
麻醉剂整体		<b>14.79%</b>	<b>6.25%</b>	<b>11.82%</b>	<b>4.63%</b>	<b>7.50%</b>	<b>100.00%</b>	

资料来源：PDB，太平洋证券研究院

# 麻醉镇静：全麻药为主，稳定增长

2017年国内样本医院销售额约24.9亿元，2012-2017年CAGR为9.0%，其中全麻剂20.7亿元，局麻剂4.2亿元。麻醉剂市场增长一方面主要来自手术量的稳定增长，另外来自产品的升级换代。局麻药用量虽大于全麻药，但因为价格低廉，市场规模不大。

图表 17：国内麻醉镇静药品市场规模及增速（亿元）

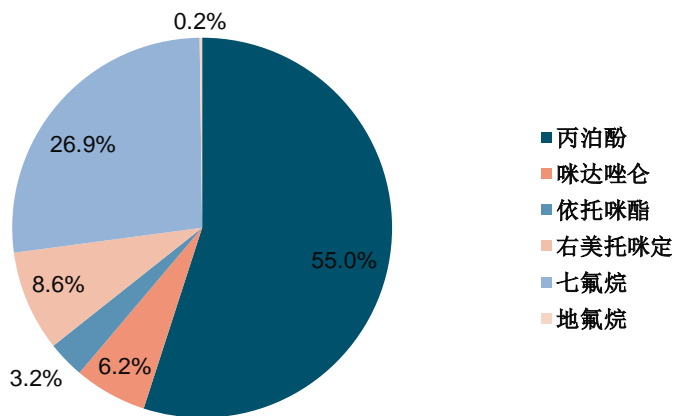


资料来源：PDB，太平洋证券研究院

# 麻醉镇静：全麻药市场格局

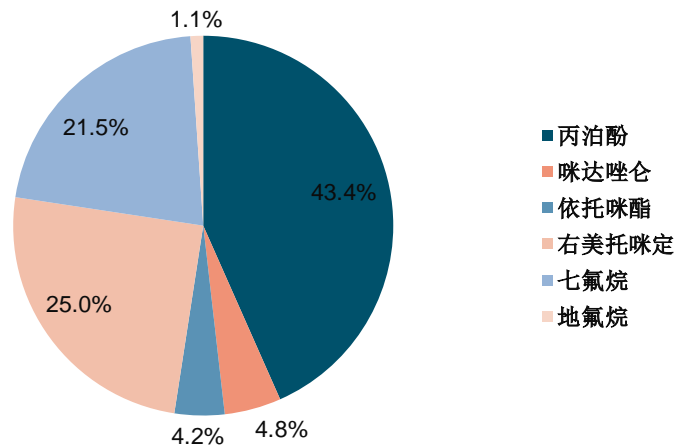
全国样本医院12年和17年麻醉镇静药物销售构成看，右美托咪定市占率从8.6%提升到25%，市场份额大幅提升，依托咪酯和地氟烷市场份额小幅提升，丙泊酚、咪达唑仑和七氟烷市场份额略有下降。

图表 18：2012年国内样本医院全麻药物市场格局



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

图表 19：2017年国内样本医院全麻药物市场格局



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

# 宜昌人福：机制理顺，业绩提速

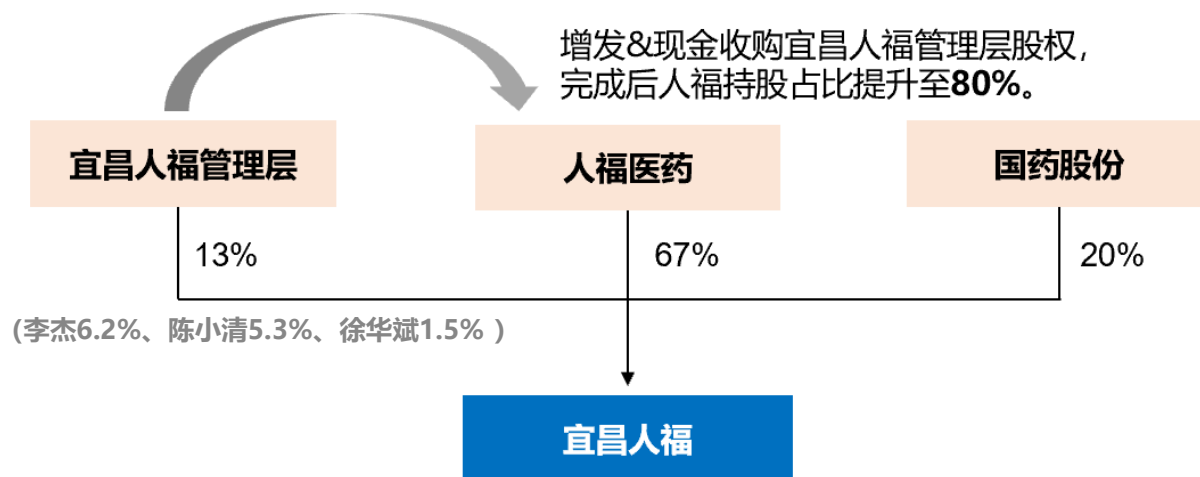
# 麻药龙头机制理顺，夯实中长期发展基础

**重组概况：**向宜昌人福管理层定增+配套融资（对大股东定增募集资金不超10亿元）购买宜昌人福管理层13%股权。

**管理层变更：**原人福医药总裁兼宜昌人福董事长李杰担任人福医药董事长，原人福医药副总裁、葛店人福董事长邓霞飞先生担任上市公司总裁。

**股权绑定利益各方：**换股后公司核心人物李杰将大幅增持人福股权，同时任公司董事长，理顺股权结构，深度绑定管理层利益；国药是麻药最大分销商，每年都有分红，利益高度一致。

图表 20：资产重组后人持股比例将提升至80%



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

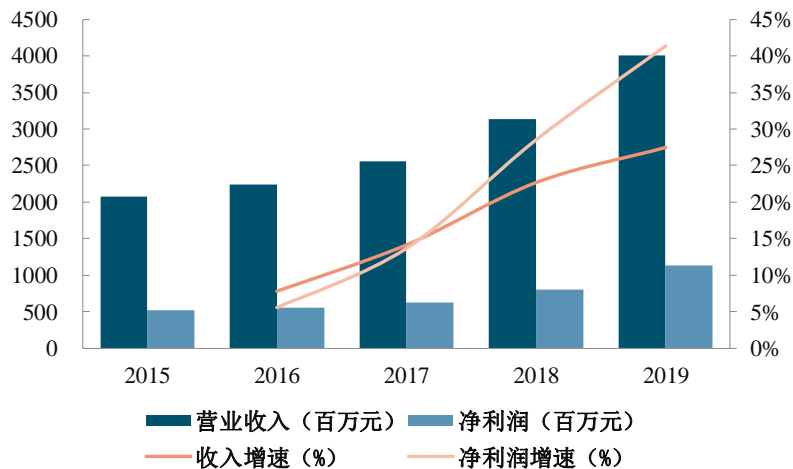


# 麻药王者，业绩提速

**宜昌人福业绩提速。**2015-2019年收入复合增速17.8%，利润复合增速21.5%，2019年收入40亿元，同比增速28.3%，净利润11.3亿元，同比增长41.3%，业绩提速明显，且利润端高于收入端增速。

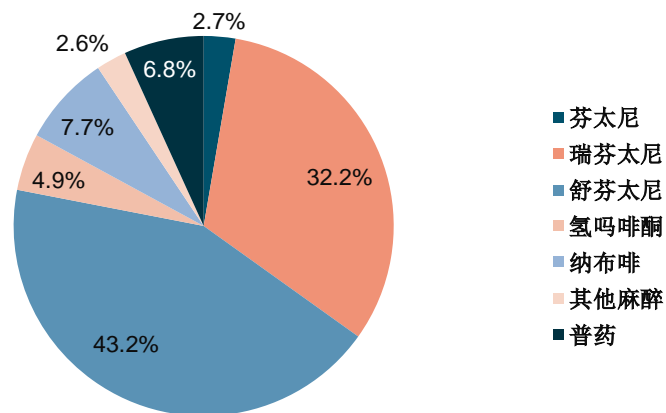
**收入构成：**舒芬、瑞芬合计占比超75%，逐步替代芬太尼，为收入主要来源，氢吗啡酮、纳布啡放量迅速，分别占比4.9%、7.7%，预计未来占比将稳步提升。

图表 21：2015-2019年宜昌人福营收及净利润



资料来源：公司年报，太平洋研究院（19年业绩国药股份年报披露）

图表 22：2018年宜昌人福收入构成



资料来源：公司年报，太平洋研究院

# 麻药王者，业绩提速

## 多科室推广&医保放量&新品陆续获批，麻药提速。

- 覆盖全国的麻药销售体系。从原来几百人到现在3000多人销售团队，销售团队已经发展成熟。多科室推广开拓ICU、肿瘤、疼痛、妇产等科室，持续提升单个医院使用量，18年非手术科增速超50%，远高于手术科增速23.4%；
- 渠道布局完善&研发进入收获期，销售费用率和研发费用率已过高峰期，利润端增长高于收入增速。
- 氢吗啡酮、纳布啡17年纳入国家医保后快速放量，18年收入增速分别为70%、120%，瑞芬太尼17年医保取消手术麻醉限制，18年纳入基药目录，18年增速28%；
- 新品陆续获批，实现“大麻药”布局，中长期发展韧劲十足。阿芬太尼20年Q1已获批，瑞马唑仑预计20年H1获批，磷丙泊酚预计20年H2获批，三个品种均为销售额十亿以上重磅品种。

# 芬太尼系列：临床最常用麻醉镇痛药物

**芬太尼系列：**镇痛效果是吗啡几十到上百倍，起效快、术后苏醒快以及副作用小，临床最常用麻醉镇痛药物。

**满足不同人群和不同场景临床需求：**芬太尼、阿芬太尼、舒芬太尼和瑞芬太尼由于价格和临床效果不同，适用于不同消费层次人群和不同科室。

图表 23：芬太尼家族麻醉镇痛药介绍

项目	芬太尼	瑞芬太尼	舒芬太尼	阿芬太尼
镇痛效能	70-100倍吗啡	100-130倍吗啡	1000倍吗啡	20-25倍吗啡
起效时间	1-2 min	30 s	1-3 min	30 s
峰效时间	3-4 min	1 min	5-6 min	1-2 min
作用时间	30 min	5-10 min	30 min	15 min
半衰期	> 100 min	3 min	30 min	50-55 min
价格（中标价）	4.7元（2ml:0.1 mg）	100元（1 mg）	87元（1ml:75 μg）	/
医保	国家医保甲类	国家基药	国家医保乙类	/
适应症	复合全身麻醉、神经安定镇痛麻醉、心血管“快通道”麻醉、门诊/日间手术麻醉（内窥镜检查、非住院手术麻醉）、术后镇痛等			
特点	反复多次注射蓄积作用，呼吸抑制	短效、速效，消除不受肝肾功能影响，适合肝肾功能不全者	心血管作用更为稳定，蓄积危险性降低，复苏时间短于芬太尼	起效时间比瑞芬长，比舒芬短，特别适合门诊手术
上市企业	宜昌人福、国药廊坊、恩华药业等	宜昌人福、国药廊坊、恩华药业	宜昌人福 IDT Biologika GmbH	宜昌人福（2020年）

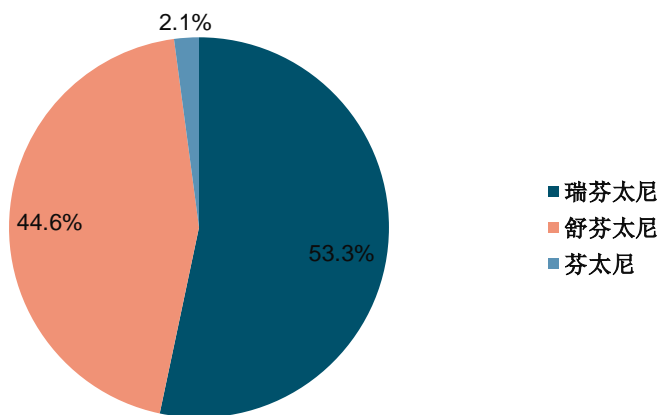
资料来源：医药库，太平洋证券研究院

# 芬太尼系列：有望持续稳健增长

早期瑞芬和舒芬的增长主要受益于对芬太尼的替代。芬太尼是最早上市的芬太尼类镇痛药，存在明显呼吸抑制作用，属于中低端麻醉镇痛药，主要在二级以下医院使用；

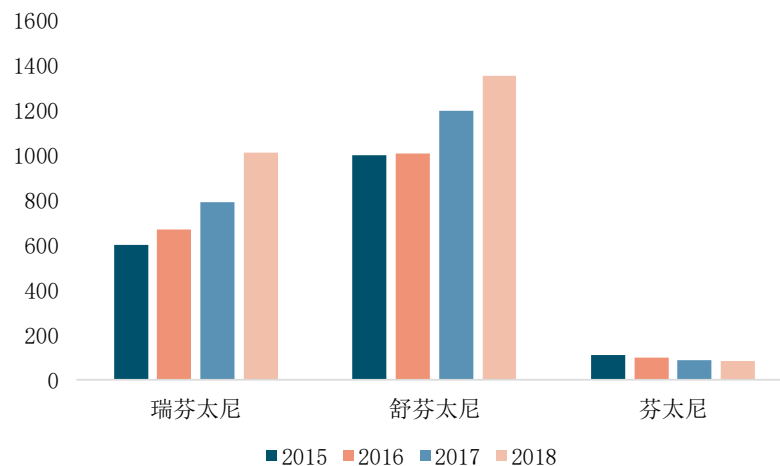
目前瑞芬和舒芬增长主要受益多科室推广，瑞芬医保取消手术麻醉限制并纳入18版基药目录，瑞芬和舒芬在手术麻醉以外科室快速成长。预计未来三年瑞芬太尼收入端复合增速15%左右，舒芬复合增速10%，芬太尼市场保持稳定。

图表 24：2019年国内样本医院芬太尼系列市场结构



资料来源：医药库，太平洋证券研究院

图表 25：瑞芬、舒芬已替代芬太尼成为主要麻醉镇痛药



资料来源：医药库，太平洋证券研究院

# 氢吗啡酮：非手术科室镇痛，替代吗啡

氢吗啡酮为独家品种，12年获批，主要在疼痛科和肿瘤科，2018年国内销售额1亿元左右；

未来市场主要替代吗啡。相比吗啡，镇痛效果好，副作用小，将逐步替代吗啡；主要在非手术科室进行镇痛推广（ICU、癌痛等），与芬太尼系列不构成竞争。

16年全球销售额约为2亿美元，美国用在癌痛病人上，难治癌症疼痛。国内企业在癌痛领域刚进入，推广需要改变以前口服用药习惯（中国是吗啡单剂量最高的国家，因为口服不好）。

图表 26：氢吗啡酮与吗啡和芬太尼对比

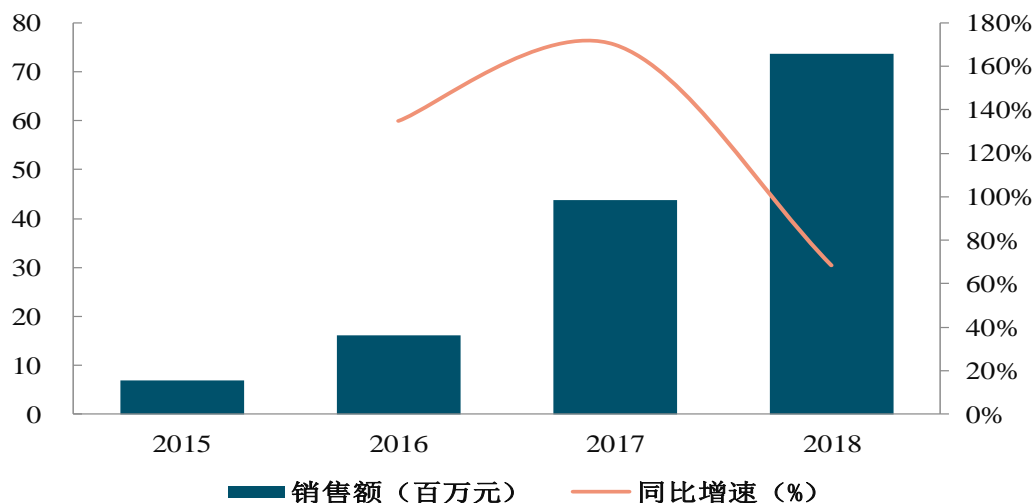
	吗啡	氢吗啡酮	芬太尼	综合评价
半衰期	2.9±0.5h	2.36±0.58h	1.2±0.78h	氢吗啡酮药效持续时间较长
与吗啡药效对比	1	8-10	100	氢吗啡酮镇痛效果高于吗啡，低于芬太尼
是否会引起组胺释放	是	否	否	组胺会导致患者低血压或者瘙痒，氢吗啡酮无此副作用
代谢物是否容易从肾脏排出	否	是	是	氢吗啡酮不会再体内积累，从而避免过量引起副作用
消除速度		慢	快	体内留存时间可达数小时，减少给药次数，改善病人体验
副作用	呼吸抑制，嗜睡，反胃，瘙痒，尿潴留比例均较高	呼吸抑制、嗜睡比例很低。反胃，瘙痒比例最低	呼吸抑制、嗜睡、尿潴留比例很低。反胃，瘙痒比例中等	副作用低于吗啡，改善尿潴留方面由于芬太尼
价格（元）	3.56元（10mg：1ml）	220元（10mg：10ml）	17.6元（0.5mg：10ml）	同等效力氢吗啡酮价格是吗啡6倍左右
成人剂量	2-10mg	0.2-1mg	25-100mg	

资料来源：太平洋证券整理

# 氢吗啡酮：非手术科室镇痛，替代吗啡

2018年氢吗啡酮样本医院销售额0.74亿元，同比增速约70%。同等效力的氢吗啡酮单价是吗啡6倍左右，换算销量比例，目前氢吗啡酮用量不到吗啡10%，未来氢吗啡酮市场仍存较大空间，预计未来氢吗啡酮销售额10亿元以上。

图表 27：2015-2018年国内样本医院吗啡销售额



资料来源：PDB，太平洋证券整理

# 纳布啡：对标地佐辛，市场潜力巨大

纳布啡为宜昌人福独家品种，13年获批，临床用于缓解各种疾病引起的中到重度疼痛，也可用于复合麻醉的辅助用药，17年纳入国家医保目录，2018年销售额2.4亿元（出厂口径）。

镇痛效果接近吗啡，但安全性高，为二类精神药品。纳布啡安全性高，相比吗啡等红处方药物，纳布啡和地佐辛白处方药品的适用范围广泛。

纳布啡内脏镇痛效果好，非常适合妇产科镇痛，在国外已经广泛用于术前镇痛和无痛分娩。

图表 28：纳布啡、地佐辛各指标对比

	地佐辛	纳布啡
生产企业	扬子江、南京优科	宜昌人福（独家）
获批时间	2009（扬子江）、2019（南京优科）	2013
适应症	用于急性疼痛的治疗，如术后中、重度疼痛，内脏绞痛，晚期癌痛。	用于急性疼痛的治疗，如术后中、重度疼痛，内脏绞痛，晚期癌痛。
镇痛效果	镇痛效果与吗啡类似，安全性高，成瘾性低，呼吸抑制低	镇痛效果接近吗啡，安全性高，成瘾性低，呼吸抑制极低，血流动力学稳定
管制类型	二类精神药品，白处方	二类精神药品，白处方
起效时间	15-30min	2-3min
持续时间	3-6h	3-6h
医保情况	15省医保	国家医保乙类（限复合麻醉）
价格/费用	140元（5mg），7-8支	86元（20mg），4支左右
18年销售额	80-100亿元（市场终端口径）	2.4亿元（出厂口径），市场终端4亿元

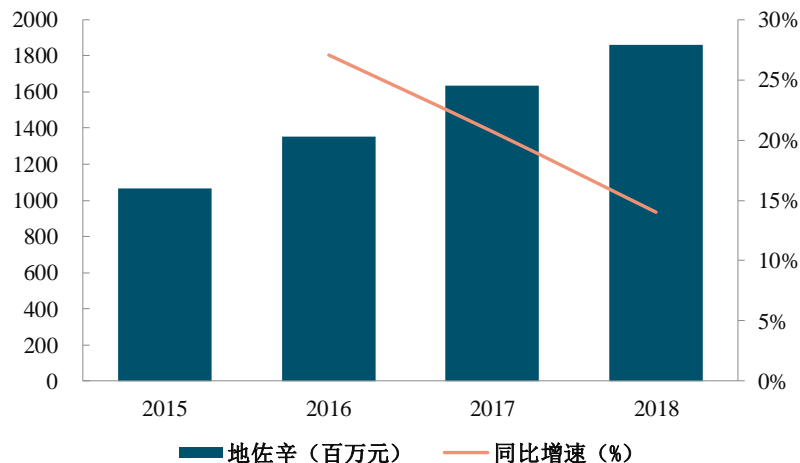
资料来源：医药库、太平洋证券整理

# 纳布啡：对标地佐辛，市场潜力巨大

地佐辛在2009年获批上市，进入到全国15个省市的医保，18年样本医院销售金额约18.6亿元，同比增速14%，终端市场规模80-90亿元，成为第一大麻醉镇痛药，远超更早上市的芬太尼系列。之前为扬子江独家品种，19年底南京优科获批。

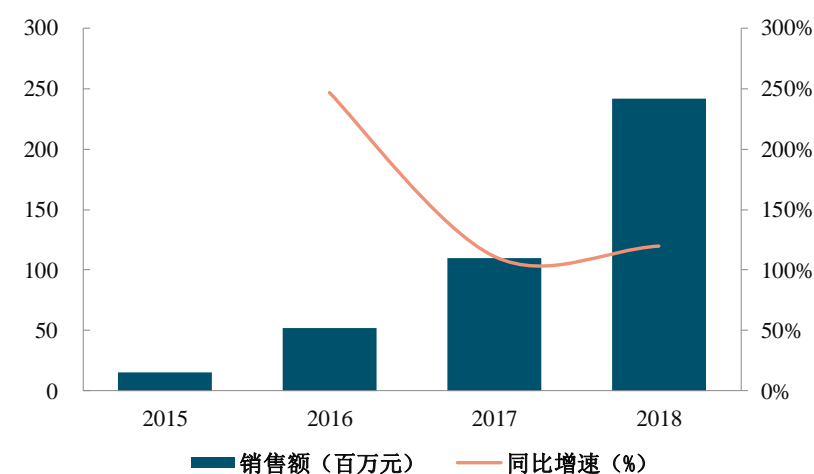
纳布啡17年纳入国家医保后放量迅速，18年销售额2.4亿元，同比翻倍以上增长（+120%）。2018年国内住院手术6172万人次，同比增长超10%，按照30%的渗透率，约1852万手术量用到纳布啡，假设单次手术使用1.5支，130元/次，则市场空间接近24亿元。地佐辛不在国家新版医保，预计2-3年内将逐步退出15省地方医保，宜昌人福纳布啡将充分替代受益。

图表 29：地佐辛样本医院销售额及增速



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

图表 30：宜昌人福纳布啡销售额及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

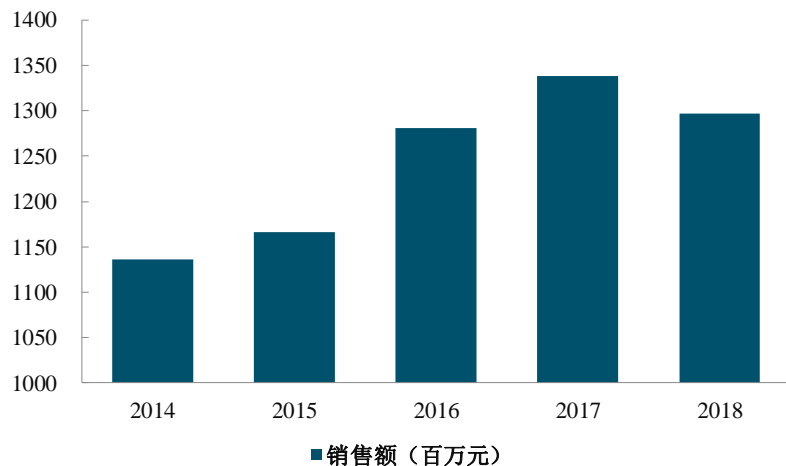


# 磷丙泊酚：10亿以上空间，替代丙泊酚

丙泊酚为国内最大静脉麻醉剂品种。2018年国内样本销售额约13亿元，放大后终端市场规模约50亿元。

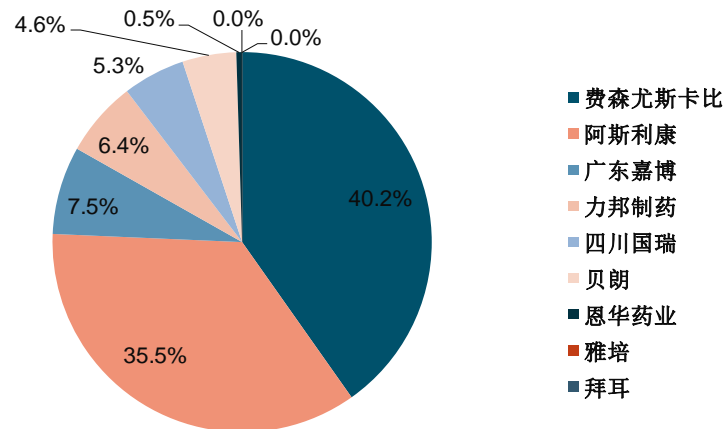
丙泊酚原研企业阿斯利康1986年研发上市，其专利早已经过期，但国内市场一直被阿斯利康、费森尤斯卡比等外资控制，合计占到75%市场份额。

图表 31：国内样本医院丙泊酚销售额



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

图表 32：2017年国内样本医院丙泊酚市场格局



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

# 磷丙泊酚：1类新药，有望部分替代丙泊酚

磷丙泊酚为丙泊酚前体，能在体内代谢产生丙泊酚，可有效解决丙泊酚蓄积毒性的问题，更安全、镇静效果更强。磷丙泊酚为宜昌人福研发的1类新药，18年10月报产，目前在审评阶段。

- 有效解决丙泊酚蓄积毒性的问题，更安全、镇静效果更强；
- 相比丙泊酚，使用磷丙泊酚的病人心率、血压更稳定；
- 丙泊酚为乳剂，磷丙泊酚为冻干，水溶性高，注射后无疼痛感。

磷丙泊酚原研企业是日本卫材，2008年12月于美国市场获批，后来销售不佳退市，主要和定位有关，国外磷丙泊酚定位是胃肠镜，而目前看胃肠镜方面与丙泊酚相比没有优势。

宜昌人福磷丙泊酚三期临床选择和丙泊酚的头对头试验，选择入组病人是全身麻醉下进行外科择期手术且需要气管插管的手术患者。假设获批后磷丙泊酚替代1/3丙泊酚市场，未来终端销售额超15亿元。

# 瑞马唑仑：结肠镜检查的超短效镇静/麻醉药

瑞马唑仑为超短效GABA<sub>A</sub>受体激动剂，临床用于结肠镜、胃镜诊疗和全麻诱导。

宜昌人福以300万欧元和后续销售分成从德国原研企业Paion获得中国区权益。截至2019年7月，全球共8个国家和地区加入Paion的苯磺酸瑞马唑仑全球开发，表明其安全性、稳定性等临床优势获得全球各大企业认可。此外，国内恒瑞结构改造的甲苯磺酸瑞马唑仑20年1月获批。

**结肠镜诊疗三期临床与丙泊酚头对头：**1) 临床疗效：瑞马唑仑与丙泊酚镇静成功率相当，达到充分镇静的时间更短，患者苏醒时间短并且术后恢复更快；2) 安全性：不良反应发生率更低。

图表 33：原研Paion苯磺酸瑞马唑仑获得全球范围开发



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

图表 34：宜昌人福瑞马唑仑三期临床安全性数据

不良反应发生率	瑞马唑仑	丙泊酚
血压影响	0.90%	1.70%
心率减慢	3.10%	7.50%
呼吸抑制	1.10%	6.70%
注射疼痛	2.20%	35%

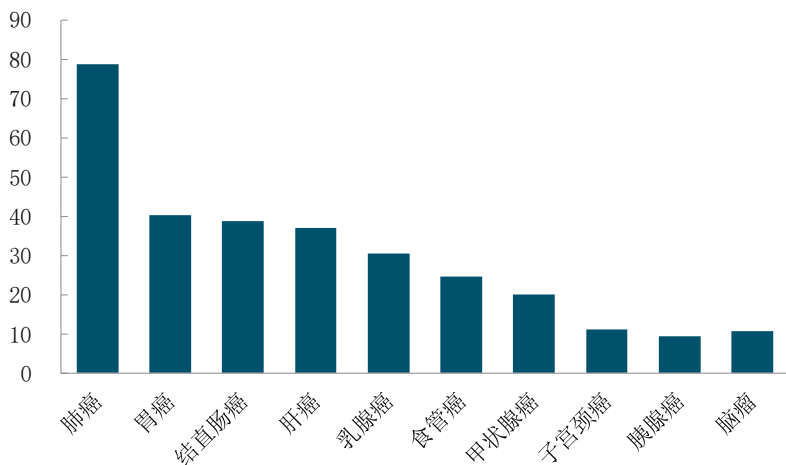
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

# 瑞马唑仑：销售额十亿级别重磅品种

结直肠癌是我国第三大高发肿瘤疾病，每年发病量39万例左右，其中内镜筛查是发现肠道肿瘤最有效的方法。《中国结直肠癌早筛查策略专家共识》（2018）建议将40-70岁人群作为结直肠癌早筛查对象，但是我国50岁以上人群接受肠镜检查的比例很低，不到美国1/4。

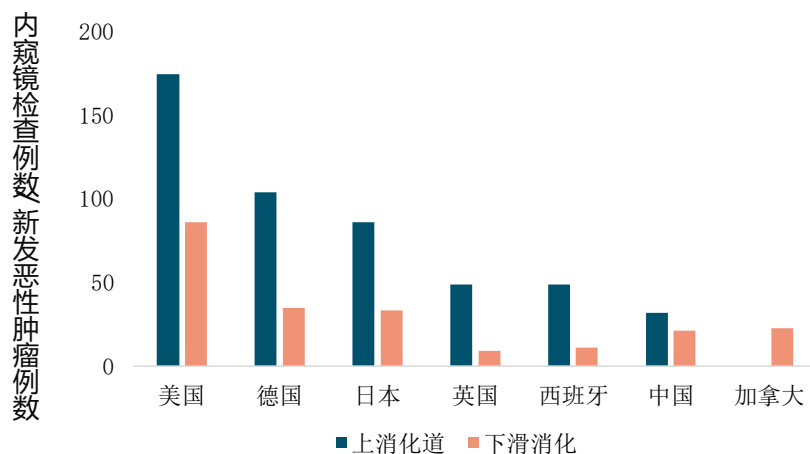
我国结直肠癌发病人数约39万例，假设检查人水平做到美国1/2，则每年约1650万检测量，当前恒瑞瑞马唑仑中标价266元/36mg，假设未来纳入国家医保后130元/支，市场规模超20亿元，预计宜昌人福产品销售规模10亿左右。

图表 35：中国前十大肿瘤疾病发病人数（万例）



资料来源：癌症统计报告，太平洋证券研究院

图表 36：全球各国肠镜检查水平对比



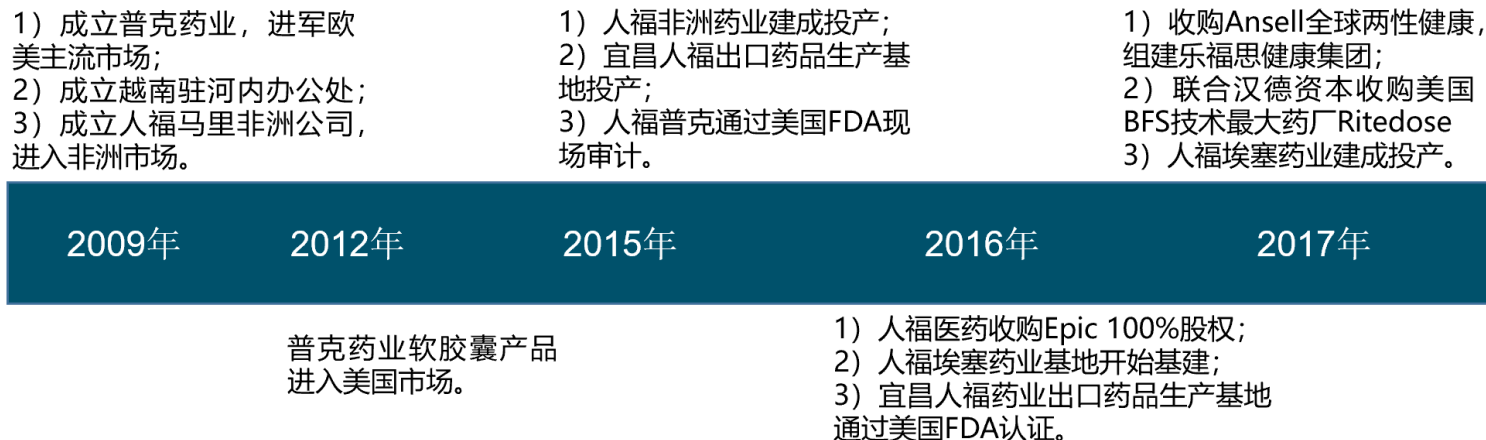
资料来源：产业信息网，太平洋证券研究院

# 国际化：布局已成体系

# 国际化：全球业务布局已成体系

人福医药早在2009年创建人福普克开始布局国际化业务，早期人福普克以代工为主，15年10月份普克生产线获美国FDA认证，后续宜昌人福出口海外、收购Epic等战略性布局，目前在美国、非洲和东南亚市场，公司拥有一套完整的研发生产销售产业链（美国普克负责ANDA申报、武汉普克软胶囊生产基地、宜昌人福固体制剂出口、Epic美国仿制药），全球业务布局已初步形成了体系。

图表 37：人福医药国际化业务发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

# 国际化：步入收获期，持续稳步经营

ANDA申报加速，产品已成梯队。美国普克成立早期以申报ANDA文号为主，国内企业负责加工生产，实现快速打入海外市场。

研发实力提升以及收购Epic后的整体极大提升了海外申报能力，2018年开始美国ANDA获批品种数量大幅提升，18年底公司拥有70多个药证，我们预计未来产品数量将突破100个，美国市场销售将统一到Epic。

18年Epic由于主打品种熊去氧胆酸降价导致亏损1000多万美金，已全部计提商誉和无形资产减值。目前价格稳定，预计19年Epic盈亏平衡或略有盈利。普克（美国+武汉）18年开始扭亏，步入收获期。未来随着ANDA种类不断丰富，未来国际化业务将持续稳定增长。

图表 38：近年来美国FDA批准上市的药物品种

时间	美国FDA获批品种
2015	盐酸美金刚片
2016	布洛芬软胶囊，收购美国Epic (18个ANDA)
2017	度他雄胺软胶囊
2018	萘普生钠软胶囊、氨酚氢可酮片、制霉菌外用散、安非他酮缓释片、氯化钾缓释片、氨酚羟考酮片、去甲文拉法辛缓释片、安非他酮缓释片、麦角钙化醇软胶囊、苯佐那酯软胶囊等10个ANDA
2019	丁螺环酮片、萘普生钠片、氯化钾缓释片等3个ANDA
2020	乙琥胺软胶囊

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



# 两性健康：消费升级，集中度有望提升

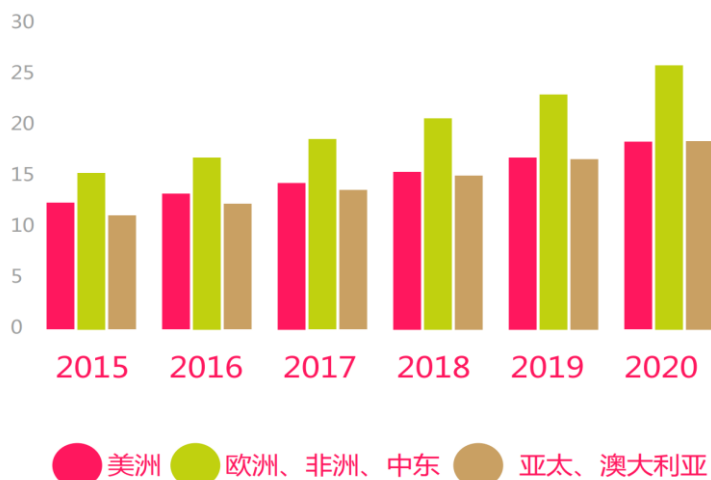


# 全球成人用品市场超160亿美金

**全球市场：**根据Technavio数据，2015年~2020年全球避孕套市场规模从43.6亿美元增至70.3亿美元，年复合增长率为10.03%。避孕套的销量从277.8亿只增至446.8亿只，复合增长率为9.97%。

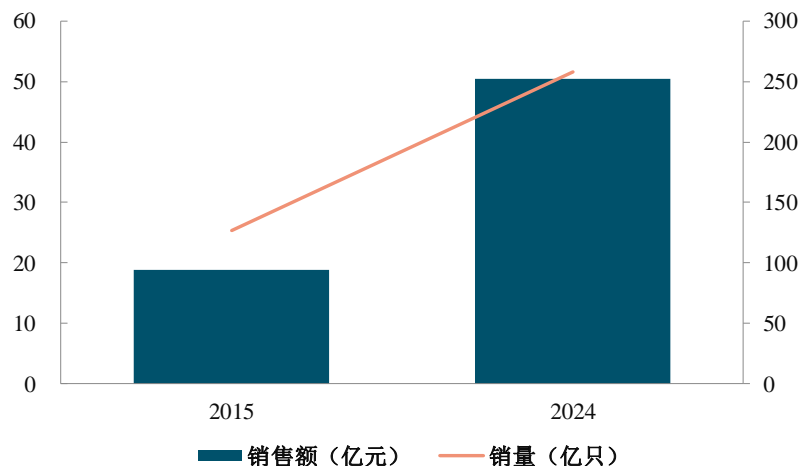
**国内市场：**根据Transparency数据，2015年国内安全套销量约127亿支，预计2024年销量达258亿支，市场规模从19亿元增加到50亿元，期间复合增速9%左右。

图表 39：全球各地区安全套销量情况



资料来源：Technavio，太平洋证券研究院

图表 40：2015年中国安全套市场及未来预测



资料来源：Transparency Market Research，太平洋证券研究院

# 杰士邦为国内销量前三品牌

目前乐福思集团主要在 60 多个国家运营Lifestyles、Jissbon (杰士邦)、Manix、Unimil、Blowtex、SKYN 等知名安全套品牌，全球市场份额近 20%，规模排名第二，仅次于杜蕾斯，为全球行业龙头企业。

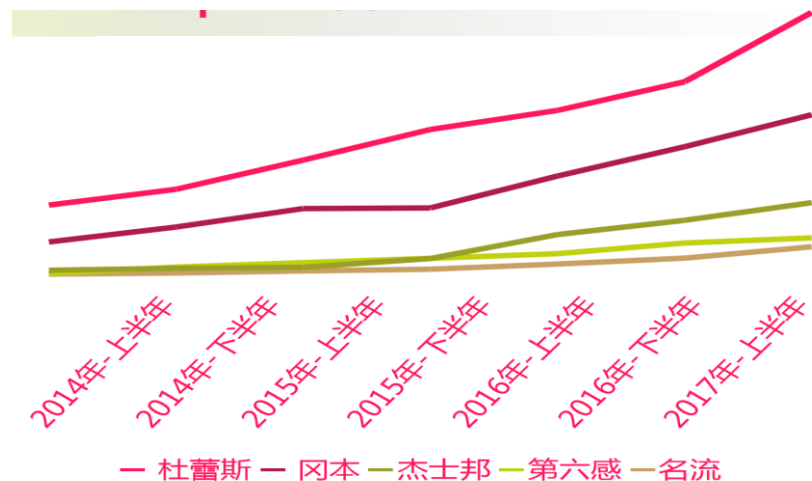
根据京东研究院发布报告，杰士邦国内销量前三品牌。

图表 41：2017年国内安全套销量品牌TOP10

排序	销售额
1	杜蕾斯 ( Durex )
2	冈本 ( OKAMOTO )
3	杰士邦
4	第六感
5	名流
6	尚牌 ( ELASUN )
7	大象
8	诺丝
9	倍力乐
10	007

资料来源：京东研究院，太平洋证券研究院

图表 42：安全套TOP5品牌销量指数

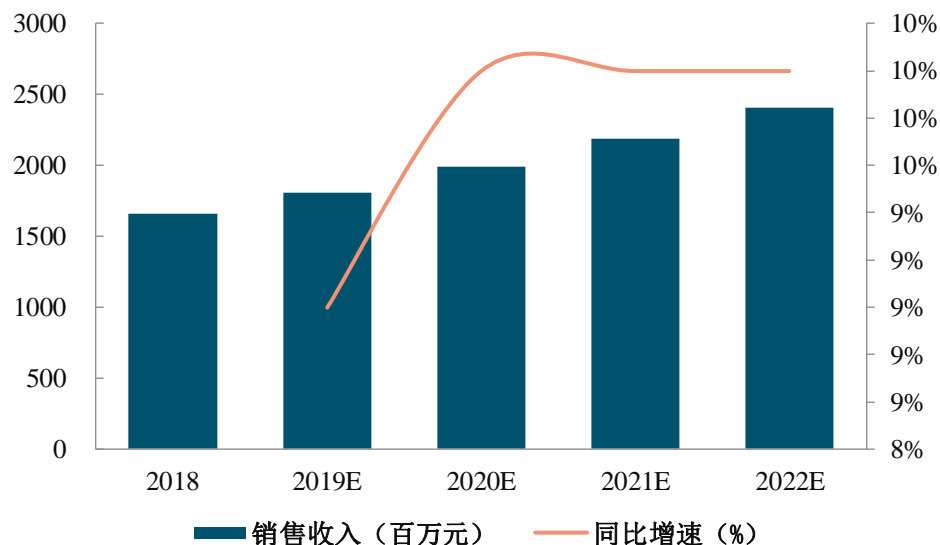


资料来源：京东研究院，太平洋证券研究院

# 杰士邦为国内销量前三品牌

公司两性健康业务整体稳健增长，预计收入端增速10%左右，经营性净利率接近10%，为公司提供现金流，但考虑到并购财务费用 and 无形资产摊销等，净利润贡献小几千万。收入结构看，国内外收入各占一半，利润贡献国内略高于海外。

图表 43：乐福思收入有望持续稳定增长



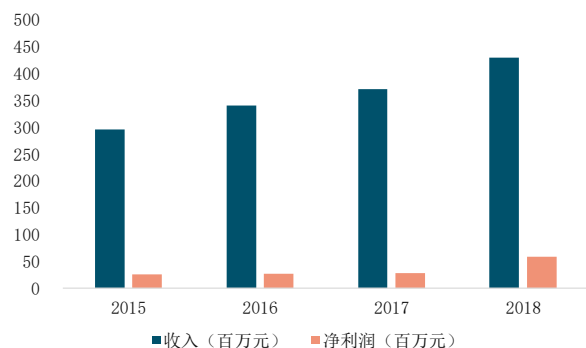
资料来源：公司公告，太平洋证券预测

# 其他特色用药：稳健发展

# 维药疆外拓展迅速，其他国内制药工业稳健增长

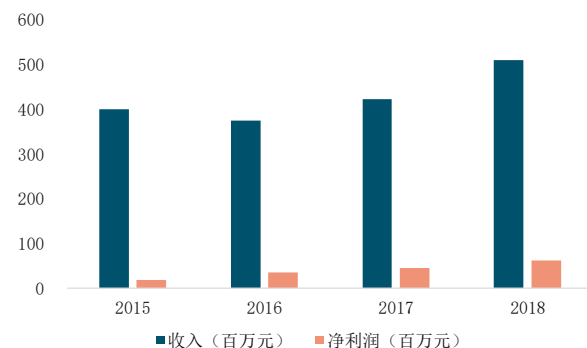
- 新疆维药是目前国内最大的维吾尔民族药生产企业，产品主要包括祖卡木颗粒、复方木尼孜其颗粒、通滞苏润江胶囊、石榴补血糖浆等。受益疆外市场大力拓展，2018年收入4.3亿元，其中疆外收入2.3亿元，首次超过疆内，带动公司实现快速发展。
- 葛店人福主业为计生用药及甾体类原料药与制剂，2018年收入超5亿元，净利润6200万元
- 武汉人福主要产品有奥卡西平片、布洛芬混悬液、注射用多索茶碱、注射用尿激酶、醋酸奥曲肽注射液等，2018年收入6.7亿元，净利润接近7600万元。

图表 44：2015-2018年新疆维药经营业绩



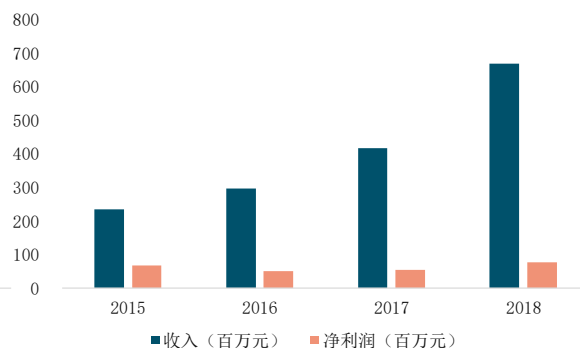
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 45：2015-2018年葛店人福经营业绩



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 46：2015-2018年武汉人福经营业绩



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



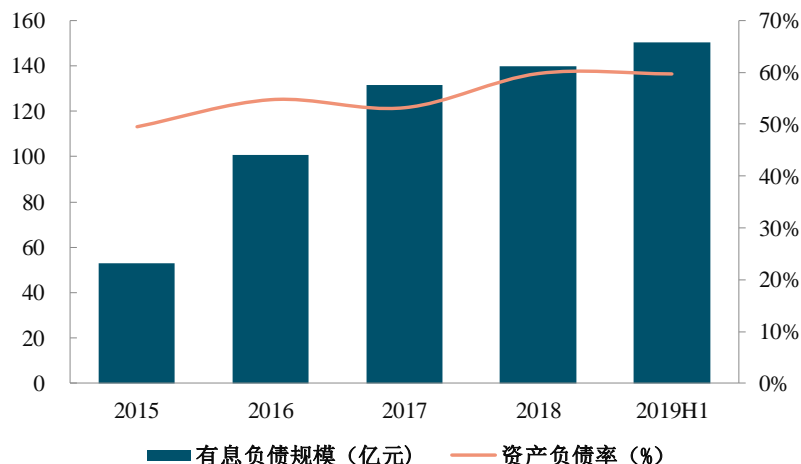
# 归核化：剥离非核心资产，突出核心主业优势

# 外延式扩张导致债务成本大幅提升

公司外延式并购导致负债规模和财务费用大幅增加，但部分新增资产的运营能力并没有达到预期，2019年公司资产负债率接近60%，有息负债规模140亿元左右，引发融资成本增加，现金流受限等问题，19年公司财务费用预计8亿元左右。

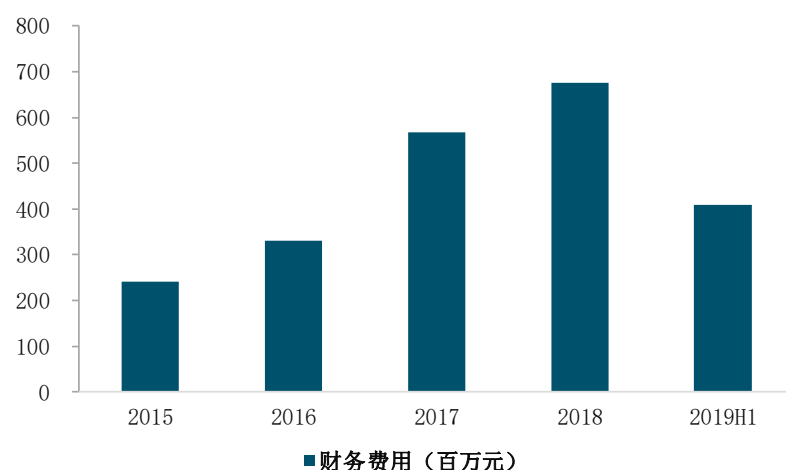
资产负债率降低到适当水平是公司目前重点工作。剥离非核心资产收回现金偿还债务，优化债务结构是降低负债率和财务费用的重要解决方法。

图表 47：2015-2019H1人福医药有息负债规模及负债率



资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表 48：2015-2019H1人福医药财务费用



资料来源：wind，太平洋证券研究院

# 剥离资产， 负债规模和财务费用有望降低

**归核化战略坚定执行。**2017年公司开启“归核化”战略，陆续剥离非核心医药资产，聚焦核心医药主业，回笼现金，降低负债率，17年回收34亿现金，18年回收15-20亿现金，估算19年将回收10亿以上现金。

**20年有望是归核化落地大年，非核心资产剥离有望回收100亿现金。**除去剥离资产落地项目外，多个非核心资产剥离处于资产评估审计或价格谈判中，有望在20年落地。短期商业会控制规模，主要考核现金流和净利润。长期看，非核心医药资产，包括商业、其他的金融资产也可能会择机出售。

图表 49：2017年以来陆续剥离的非核心资产

时间	子公司/资产名称	主营业务	转让价格
2017	成都昌华科技	医疗器械	369万
	北京人福军威医药	信息咨询,劳务服务	1068万
	中原瑞德	血制品	23.6亿
	宜昌三峡普诺丁生物	兽药、食品生产等	3.5亿
	建德市医药药材	药材批发	2.5亿
	临安市中医医疗集团	医药投资	1.1亿
	武汉人福长江医药投资	医药投资	3.1亿
2018	中原瑞德	血制品	6.7亿
	黄石大冶有色医院		
	武汉宏昇生殖健康中心	医疗服务	1.65亿
2019	武汉人福亿生健康		
	金融租赁	金融	~4.5亿
	钟祥人民医院	医疗服务	6.7亿
	河南人福	商业	~1.5亿

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



# 盈利预测与估值

# 盈利预测与估值说明

图表：人福医药各自板块业绩拆分（详细拆分可联系太平洋医药团队）

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
宜昌人福	收入	2242	2560	3141	4005	4823	5800	7017
	增速				28%	20%	20%	21%
Lifestyles Healthcare	收入		522	1658	1807	1988	2186	2405
	增速				9%	10%	10%	10%
Epic Pharma	收入	441	774	451	676	811	974	1168
	增速			-42%	50%	20%	20%	20%
人福普克	收入	240	263	356	480	600	780	1014
	增速		10%	35%	35%	25%	30%	30%
葛店人福	收入	375	423	510	555	589	648	712
	增速		13%	21%	9%	6%	10%	10%
新疆维药	收入	341	372	430	495	554	610	671
	增速		9%	16%	15%	12%	10%	10%
武汉人福	收入	297	417	669	636	636	699	769
	增速		40%	61%	-5%	0%	10%	10%
湖北人福	收入	3720	4681	5556	6667	7467	8437	9281
	增速	25%	26%	19%	20%	12%	13%	10%
巴瑞医疗	收入	1005	1157	1335	1368	1437	1509	1584
	增速		15%	15%	3%	5%	5%	5%
其他	收入	3466	4086	4529	5434	6249	7374	8702
	增速		18%	11%	20%	15%	18%	18%
合计	收入	12331	15446	18634	22124	25154	28983	33161
	增速		25%	21%	19%	14%	15%	14%
医药制造业	收入	5439	6799	8103	9721	11201	12862	14794
	毛利率	66.4%	65.0%	65.7%	66.2%	66.7%	67.2%	67.7%
医药批发	收入	6739	8422	10337	12170	13659	15415	17155
	毛利率	12.8%	16.7%	19.8%	20%	20%	20%	20%
其他	湖北人福	3720	4681	5556	6667	7467	8437	9281
其他	收入	78	136	156	196	245	306	382
其他	毛利率	33.1%	24.4%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%

资料来源：公司公告，太平洋证券预测

# 盈利预测与估值说明

**宜昌人福：**预计20-22年收入端复合增速20%，净利润端复合增速20%+，利润增速高于收入增速，考虑到高壁垒和高成长，给予20-22年40/38/35倍PE。

**乐福思：**预计20-22年收入端复合增速10%，未来有望香港上市，经营性净利率接近10%，但考虑到并购财务费用 and 无形资产摊销等，预计20-22年净利润0.28/0.37/0.47亿元，给予20-22年20倍PE。

**Epic Pharma：**新获批ANDA充实管线，预计20-22年收入端复合增速20%，净利润0.1/0.2/0.3亿元，保守给予10倍PE。

**美国普克：**预计未来3年收入增长35%、20%、20%复合增速30%，20-22年净利润0.37/0.44./0.53亿元，给予10倍PE。

**葛店人福：**预计未来3年收入端复合增速10%左右，20-22年净利润0.75/0.83/0.91亿元，给予15倍PE。

**新疆维药：**预计未来3收入端复合增速10%左右，20-22年净利润0.74/0.89/1.03亿元，给予15倍PE。

**武汉人福：**预计未来3收入端复合增速7%，20-22年净利润0.78/0.86/0.94亿元，给予15倍PE。

**湖北人福：**预计未来3收入端复合增速12%，20-22年净利润1.5/1.73/1.93亿元，给予12倍PE。

**巴瑞医疗：**预计未来3收入端复合增速5%，20-22年净利润2/2.1/2.2亿元，给予12倍PE。

**投资收益：**不考虑股权转让确认的投资收益，预计未来3年投资收益0.53亿元，主要是天风证券贡献，给予10倍PE。

**其他(母公司费用和其他子公司等)：**，19年财务费用有增加，资产剥离回笼现金偿还债务+利率下行是趋势，预计20年开始亏损额度有所下降。预计20-22年分别亏损6亿元、5.5亿元、5.5亿元，给予10倍PE。

**合理估值：**考虑换股和募集配套资金股本增加，预计增加20%左右，合计20-21年合理估值480亿元，560亿元，640亿元，相比目前300亿左右市值（考虑换股和募集配套资金股本增加），2年一倍以上空间。

# 风险提示

- 1) 产品降价风险;
- 2) 归核化力度和进展不及预期;
- 3) 归核化中途放弃转向继续投资并购;
- 4) 新品上市不及预期;
- 5) 产品销售不及预期等风险。

# 附表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3923	5500	3500	3500	营业收入	18634	22124	25154	29017
应收款项	8701	10330	11745	13549	营业成本	11194	13159	14830	16976
存货净额	3222	3757	4222	4836	营业税金及	145	173	196	227
其他流动资产	1206	1432	1629	1879	销售费用	3632	4313	4803	5540
<b>流动资产合计</b>	<b>17052</b>	<b>21019</b>	<b>21096</b>	<b>23764</b>	管理费用	1257	2327	2495	2872
固定资产	5847	9585	10057	10438	财务费用	676	823	765	697
无形资产及其他	2776	2683	2591	2498	投资收益	335	335	0	0
投资性房地产	7022	7022	7022	7022	资产减值及	(3191)	(110)	(40)	(40)
长期股权投资	2728	2728	2728	2728	其他收入	(319)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>35423</b>	<b>43037</b>	<b>43493</b>	<b>46449</b>	营业利润	(1446)	1555	2025	2665
短期借款及交易性金融负债	7608	11621	9463	8720	营业外净收	(31)	(31)	(31)	(31)
应付款项	3360	3918	4404	5044	<b>利润总额</b>	<b>(1477)</b>	<b>1524</b>	<b>1993</b>	<b>2634</b>
其他流动负债	5448	6706	7485	8597	所得税费用	484	229	299	395
<b>流动负债合计</b>	<b>16416</b>	<b>22245</b>	<b>21351</b>	<b>22361</b>	少数股东损	397	409	535	707
长期借款及应付债券	3867	4467	4267	4167	<b>归属于母公</b>	<b>(2358)</b>	<b>886</b>	<b>1159</b>	<b>1532</b>
其他长期负债	868	868	868	868					
<b>长期负债合计</b>	<b>4735</b>	<b>5335</b>	<b>5135</b>	<b>5035</b>	<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>21151</b>	<b>27580</b>	<b>26486</b>	<b>27396</b>	净利润	(2358)	886	1159	1532
少数股东权益	3435	4043	4839	5891	资产减值准	3088	(3225)	0	0
股东权益	10837	11413	12167	13162	折旧摊销	547	668	781	872
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35423</b>	<b>43037</b>	<b>43493</b>	<b>46449</b>	公允价值变	3191	110	40	40
					财务费用	676	823	765	697
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营运资本变	3574	(3799)	(813)	(916)
每股收益	-1.74	0.65	0.70	0.93	其它	(2498)	3833	796	1052
每股红利	0.85	0.23	0.25	0.33	<b>经营活动现</b>	<b>5543</b>	<b>(1526)</b>	<b>1964</b>	<b>2579</b>
每股净资产	8.01	8.43	7.39	7.99	资本开支	(803)	(1200)	(1200)	(1200)
ROIC	15%	7%	9%	10%	其它投资现	0	0	0	0
ROE	-22%	8%	10%	12%	<b>投资活动现</b>	<b>(352)</b>	<b>(1200)</b>	<b>(1200)</b>	<b>(1200)</b>
毛利率	40%	41%	41%	41%	权益性融资	84	0	0	0
EBIT Margin	13%	10%	11%	12%	负债净变化	(202)	600	(200)	(100)
EBITDA Margin	16%	13%	14%	15%	支付股利、	(1149)	(310)	(406)	(536)
收入增长	21%	19%	14%	15%	其它融资现	<b>(676)</b>	<b>4013</b>	<b>(2158)</b>	<b>(743)</b>
净利润增长率	-214%	-138%	31%	32%	<b>融资活动现</b>	<b>(5288)</b>	<b>4303</b>	<b>(2764)</b>	<b>(1379)</b>
资产负债率	69%	73%	72%	72%	<b>现金净变动</b>	<b>(97)</b>	<b>1577</b>	<b>(2000)</b>	<b>0</b>
息率	4.3%	1.2%	1.5%	2.0%	货币资金的	4020	3923	5500	3500
P/E	-11.3	29.9	27.9	21.1	货币资金的	3923	5500	3500	3500
P/B	2.4	2.3	2.7	2.5	企业自由现	6510	(2501)	1174	1648
EV/EBITDA	16.2	19.2	16.3	14.0	权益自由现	5632	1413	(1834)	212

资料来源：公司资料和太平洋证券预测

# 太平洋医药团队介绍

**杜佐远：**太平洋研究院院长助理，医药行业首席分析师，10年医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司&细分板块投资机会，伴随公司中长期成长。新财富医药生物行业最佳分析师核心成员，其中2011、2012年连续2年第一名。2019年水晶球公募榜单第四名。

**蔡明子：**太平洋医药行业分析师，4年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。2019年水晶球公募榜单第四名。

**苑建：**太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗、血制品等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。2019年水晶球公募榜单第四名。

**王斌：**太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。北京大学药物化学博士，曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药、政策等板块，研究深入扎实。2019年水晶球公募榜单第四名。

**李蕾：**太平洋医药行业分析师，1-2年医药行业研究经验。浙江大学管理学硕士，曾在私募基金任职1年，2019年10月加入太平洋证券，重点覆盖医疗器械、眼科、医美等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。2019年水晶球公募榜单第四名。

**云天洋：**太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士，2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务等板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协同组内成员开展工作。2019年水晶球公募榜单第四名。

# 太平洋证券销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zh afl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

# 投资评级说明

## 投资评级说明

### ■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### ■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



# 重要声明



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。