

人福医药 (600079.SH) 高质量内生增长的麻醉细分领域龙头

2021年01月18日

——公司首次覆盖报告
投资评级: 买入 (首次)
杜佐远 (分析师)
苑建 (分析师)

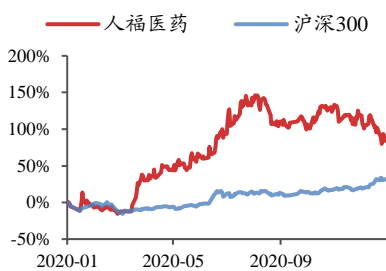
duzuoyuan@kysec.cn

yuanjian@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790520070009

日期	2021/1/18
当前股价(元)	28.39
一年最高最低(元)	39.54/12.90
总市值(亿元)	438.35
流通市值(亿元)	384.32
总股本(亿股)	15.44
流通股本(亿股)	13.54
近3个月换手率(%)	59.11

股价走势图


数据来源: 贝格数据

● 稀缺的不受政策扰动, 业绩持续快速增长的麻醉细分领域龙头。

公司上下思想高度统一, 新任管理层提出“盘活存量、布局未来、培养人才”的发展战略, 着眼当下又谋划未来。麻药业务坚持“研发创新+学术推广”双轮驱动稳固行业龙头地位; 国际化已成体系, 制剂出口进入收获期。归核化加速推进, 非核心资产坚决退出, 资产负债表有望加速改善, 人福医药步入内生驱动的高质量发展阶段。预计 2020-2022 年净利润分别为 11/15.5/19.5 亿元, 对应 EPS 0.71/1/1.27 元, 当前股价对应 PE 分别为 39.7/28.3/22.4 倍, 给予“买入”评级。

● “研发创新&学术推广”双轮驱动, 打造国内最强“大麻药”平台。

公司凭借麻醉镇痛(芬太尼系列、氢吗啡酮、纳布啡等)打造了国内最强麻醉用药研发平台和专业学术推广体系, 奠定了麻醉领域龙头地位; 同时积极向麻醉镇静领域拓展, 有望凭借 1 类新药瑞马唑仑和强大销售网络实现麻醉镇静领域超车; 此外与华西医院合作布局长效局麻创新药, 麻醉镇静领域公司有望完成从跟随到领跑的转变。预计宜昌人福 2019-2022 年收入端复合增速超 20%, 利润端复合增速超 25%。芬太尼系列受益多科室推广和手术量增加, 持续稳定增长, 纳布啡和氢吗啡酮在术后镇痛和麻醉镇痛领域渗透率快速提升, 新产品瑞马唑仑和阿芬太尼有望成为门诊检查和日间手术最佳的用药选择。

● 坚定执行归核聚焦战略, 非核心资产剥离有望加速。

2017 年提出归核聚焦以来已经合计回笼资金约 70 亿元, 其中 2020 年商业资产四川人福和非核心医药资产乐福思出售已落地, 预计 2021 年公司负债规模和财务费用有望大幅下降, 归核化战略成效开始显现; 我们认为新管理层上任有望加速推进归核进程, 后续宜昌妇幼、华泰保险、农商行等其他非核心资产也有望剥离, 资产负债表有望加速修复。

● 风险提示: 产品降价风险; 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; 新品上市不及预期; 产品销售不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,634	21,807	23,333	21,000	23,940
YOY(%)	20.6	17.0	7.0	-10.0	14.0
归母净利润(百万元)	-2,358	843	1,103	1,549	1,954
YOY(%)	-214.0	-135.7	30.9	40.4	26.1
毛利率(%)	39.9	39.5	41.5	44.0	44.6
净利率(%)	-12.7	3.9	4.7	7.4	8.2
ROE(%)	-13.7	9.7	11.6	11.3	12.3
EPS(摊薄/元)	-1.53	0.55	0.71	1.00	1.27
P/E(倍)	-18.6	52.0	39.7	28.3	22.4
P/B(倍)	5.0	4.5	4.1	3.3	2.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 高质量内生增长的麻醉细分领域龙头	4
1.1、 资产重组深度绑定管理层利益	4
1.2、 潜心研发，打造国内最强精麻药平台	5
1.3、 多科室推广&新品获批，业绩持续快速成长可期	7
1.3.1、 芬太尼系列：受益 ICU 等多科室推广和手术量增加，有望持续快速增长	7
1.3.2、 氢吗啡酮：非手术科室镇痛潜力品种，替代吗啡	8
1.3.3、 纳布啡：独家白处方麻醉镇痛药，市场空间超 20 亿	9
1.3.4、 苯磺酸瑞马唑仑：超短效麻醉镇静，市场前景广阔	10
1.3.5、 磷丙泊酚：全麻用 1 类新药，替代丙泊酚	11
2、 深耕专业化“学术推广”，组建强大麻醉销售队伍	12
3、 剥离非核心资产，归核聚焦核心主业	14
4、 盈利预测与投资建议	15
4.1 关键假设	15
4.2 盈利预测与估值	16
5、 风险提示	17
附： 财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 人福医药持股宜昌人福比例提升到 80%	4
图 2： 2016-2020H1 宜昌人福业绩持续快速增长	4
图 3： 麻醉镇痛类药物为宜昌人福营收主要来源	4
图 4： 瑞芬和舒芬已成为最主要芬太尼系列麻醉镇痛药	7
图 5： 瑞芬、舒芬保持持续增长态势（百万元）	7
图 6： 国内吗啡销售额整体呈下降趋势	9
图 7： 剔除疫情影响，氢吗啡酮销售呈现快速增长态势	9
图 8： 2020 年前三季度地佐辛销售额同比下滑 11%	10
图 9： 2020 年前三季度纳布啡销售额同比增加 35%	10
图 10： 原研 Paion 苯磺酸瑞马唑仑获得全球范围开发	10
图 11： 国内消化道肿瘤为较多发病肿瘤疾病（万例）	11
图 12： 国内胃肠镜检查远低于欧美发达国家（内镜检查数/新发恶性肿瘤例数）	11
图 13： 国内丙泊酚市场规模整体保持稳定增长	12
图 14： 外企主导国内丙泊酚用药市场	12
图 15： 2020 年宜昌人福采用线上和线下结合的学术推广模式	13
图 16： 2020 年线上研讨会成为主要的学术推广方式	13
图 17： 线下培训促进优质医疗资源下沉	13
图 18： 2020 年宜昌人福采用线上和线下结合的学术推广模式	14
图 19： 2015-2019 年有息负债规模持续增加	14
图 20： 2015-2019 年人福医药财务费用持续增加	14
表 1： 宜昌人福在售麻醉镇痛品种丰富	5
表 2： 宜昌人福麻醉镇痛在研产品丰富	5

表 3: 宜昌人福麻醉镇静管线逐步完善	6
表 4: 宜昌人福麻醉镇静类研发产品布局丰富	6
表 5: 芬太尼家族麻醉镇痛药介绍	7
表 6: 氢吗啡酮相比吗啡疗效和安全性上更具优势	8
表 7: 纳布啡、地佐辛各指标对比	9
表 8: 宜昌人福瑞马唑仑三期临床安全性数据	11
表 9: 2017 年以来陆续剥离的非核心资产	15
表 10: 医药上市公司估值情况: 人福医药为麻药龙头估值优势明显	16

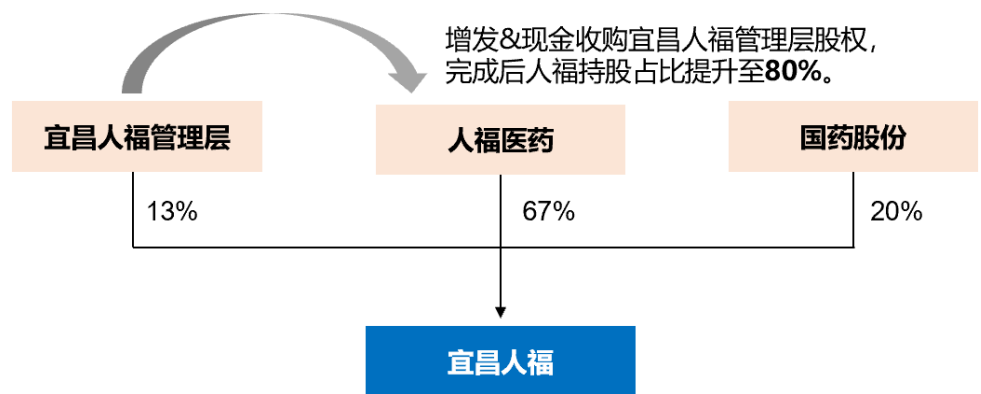
1、高质量内生增长的麻醉细分领域龙头

1.1、资产重组深度绑定管理层利益

人福医药向宜昌人福管理层定增+配套融资购买宜昌人福管理层 13% 股权。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。

目前重组后公司灵魂人物李杰持股比例约 6%（考虑配套融资后），同时任职公司董事长，理顺股权结构，深度绑定管理层利益；麻药最大分销商国药股份，持股宜昌人福 20%，利益高度一致。

图1：人福医药持股宜昌人福比例提升到 80%

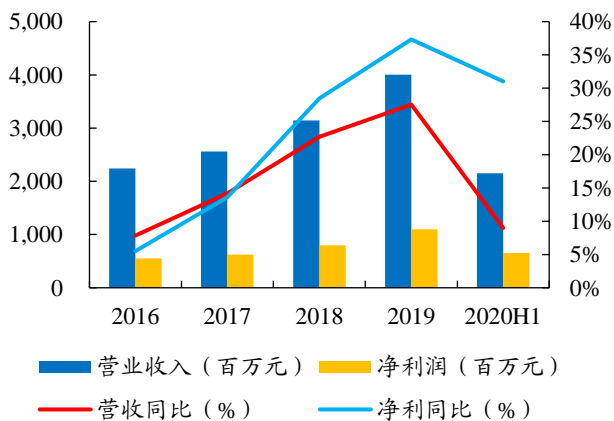


资料来源：公司公告、开源证券研究所

机制理顺，多科室推广，业绩有望持续快速增长。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。新冠疫情短期影响手术量，宜昌人福增速有减缓，预计 2021 年将恢复。

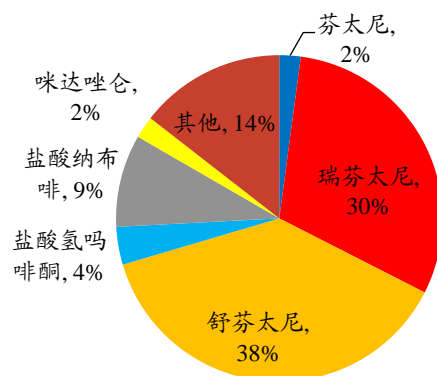
收入构成：舒芬、瑞芬合计占比 68%，逐步替代芬太尼，为收入主要来源，氢吗啡酮、纳布啡放量迅速，分别占比 4%、9%，预计未来占比将稳步提升。

图2：2016-2020H1 宜昌人福业绩持续快速增长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图3：麻醉镇痛类药物为宜昌人福营收主要来源



数据来源：公司年报、开源证券研究所

1.2、潜心研发，打造国内最强精麻药平台

宜昌人福为麻醉镇痛领域龙头，公司靠芬太尼赢得生存，靠瑞芬太尼、舒芬太尼获得发展，而氢吗啡酮和纳布啡 2017 年纳入国家医保后快速放量，为中期持续快速增长注入动力。

表1：宜昌人福在售麻醉镇痛品种丰富

药品名称	类别	医保	竞争格局
芬太尼	麻醉药品	国家医保甲类	宜昌人福、国药廊坊和恩华药业
舒芬太尼	麻醉药品	国家医保乙类	宜昌人福、荷兰 Eurocept, 恩华 2018 年报产在审评中
瑞芬太尼	麻醉药品	国家医保乙类	宜昌人福 (90.3%)、国药廊坊 (2.6%)、恩华药业 (7%)
阿芬太尼	麻醉药品	/	宜昌人福, 恩华药业 19 年底报产在审评中
氢吗啡酮	麻醉药品	国家医保乙类	注射剂仅宜昌人福一家;
纳布啡	二类精神药品	国家医保乙类	扬子江、国药集团审评审批中; 舜天医药赛纳布啡(长效纳布啡)临床阶段

资料来源：公司公告、PDB、药智网、开源证券研究所

研发创新是第一生产力，公司积极布局未来。麻醉镇痛领域，宜昌人福积极布局麻醉镇痛新药、缓释片以及透皮贴剂等高端制剂，其中羟考酮缓释片、吗啡-6-葡萄糖苷酸、舒芬太尼透皮贴等上市后有望成为销售额几个亿到十亿的大品种。

表2：宜昌人福麻醉镇痛在研产品丰富

药品名称	类别	医保	研发进展	市场现状
盐酸羟考酮缓释片	麻醉药品	国家医保乙类	2020 年 11 月国内启动与原研药奥施康定生物等效性研究	2019 年普渡 PDB 销售额 3.4 亿元，注射剂 1 亿元，胶囊剂 45.8 万元；北京华素制药片剂 43 万元
盐酸氢吗啡酮缓释片	麻醉药品	/	独家，2020 年 3 月获批临床	IQVIA 数据统计，2018.9-2019.9 全球销售金额 2.8 亿美金
吗啡-6-葡萄糖苷酸	麻醉药品	1 类新药	已经完成临床 1 期	/
盐酸羟吗啡酮注射液	麻醉药品	/	独家申报	/
盐酸羟吗啡酮片	麻醉药品	/	2019 年获批临床，国内尚未有产品在售	2018.5-2019.5 全球销售金额 1500 万美金
盐酸羟吗啡酮缓释片	麻醉药品	/	/	/
枸橼酸芬太尼口腔贴片	麻醉药品	/	临床阶段，恩华申报临床	/
盐酸哌替啶注射液	麻醉药品	国家医保甲类	报产审评审批中	2019 年 PDB 销售金额 162.5 万元
舒芬太尼透皮贴剂	麻醉药品	/	2019 年获批临床，2020 年 7 月开始临床 1 期，单臂试验	2019 年 PDB 太尼透皮贴剂型销售额 8000 万元
盐酸他喷他多片	一类精神药品	/	国内宜昌人福、华泰晨光等四家企业处于研发阶段	/
盐酸他喷他多缓释片	一类精神药品	/	国内宜昌人福、恩华等四家处于研发阶段	2017 年原研全球销售额 2.4 亿美金
复方盐酸丁丙诺啡舌下片	一类精神药品	/	/	2019 年 PDB 销售额 29.35 万元
布洛羟考酮片	二类精神药品	/	国内宜昌人福、九州制药、恩华药业等三家在研	/
布洛氢可酮片	二类精神药品	/	国内宜昌人福独家在研	/
氨酚氢可酮片	二类精神药品	/	宜昌人福等 4 家在研	2 家在售，2019 年 PDB 销售金额 191 万元

药品名称	类别	医保	研发进展	市场现状
氯胺羟考酮片	二类精神药品	国家医保乙类	2020年2月报产	2019年国内马克林罗PDB销售额1.3亿元

资料来源：公司公告、PDB、药智网、开源证券研究所

公司积极布局麻醉镇静领域，从“麻醉镇痛”向“镇痛+镇静”大麻药拓展，公司现有麻醉镇静品种包括瑞马唑仑、咪达唑仑、右美托咪定等。2020年7月，宜昌人福与全球同步的1类新药——注射用苯磺酸瑞马唑仑国内获批上市，打破了全球镇静药物领域将近30年无创新药上市的局面。

表3：宜昌人福麻醉镇静管线逐步完善

药品名称	类别	医保	竞争格局
咪达唑仑	二类精神药品	国家医保甲类	2019年PDB销售额1.9亿元，5家生产企业。宜昌人福市占率5.7%，恩华92.8%，江苏九旭药业1.6%
苯磺酸瑞马唑仑	二类精神药品	/	宜昌人福2020年7月获批结肠镜检查，恒瑞2020年1月和7月获批胃镜和结肠镜检查
右美托咪定	普通药品	国家医保乙类	2019年PDB销售金额10.2亿元。扬子江、现代制药2家企业通过一致性评价。宜昌人福、恩华药业、恒瑞医药等陆续获批一致性评价
罗哌卡因	普通药品	国家医保乙类	2019年PDB销售额约2亿元，国内企业10家以上，宜昌人福2019年样本医院销售额650万，市场份额3.37%
氟马西尼	普通药品	国家医保甲类	2019年PDB销售金额9000万元，国内企业10家左右，宜昌人福市场份额4.4%

资料来源：PDB、药智网、开源证券研究所

麻醉镇静研发管线丰富，其中1类新药磷丙泊酚报产在审评。此外，2020年6月，宜昌人福与四川大学华西医院签署“超长效局麻药”专利许可与合作开发技术合同。此次签约许可的两项专利：一种季铵盐类化合物及其制备方法与用途和一种季铵盐类化合物及其制备方法与用途，专利排他许可费用+合作开发合同金额为2.5亿。

表4：宜昌人福麻醉镇静类研发产品布局丰富

药品名称	类别	医保	研发进展	竞争格局
磷丙泊酚钠注射液	1类新药	/	报产在审评审批中	2019年国内丙泊酚PDB销售额15.3亿元；磷丙泊酚上市后替代丙泊酚用于麻醉镇静
丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	普通药品	国家医保乙类	2020年12月报产获受理	2019年国内丙泊酚PDB销售金额15.3亿元，中长链脂肪乳8.3亿元，国内四家在售，贝朗5.57%、费森尤斯78.95%、四川国瑞2.24%、广东嘉博13.24%。2020年底进入第四批国家集采名单，利好新进入者
依托咪酯	普通药品	国家医保乙类	2020年10月开展临床3期	2019年国内PDB销售金额1.7亿元，恩华(97.3%)、贝朗2.68%、恒瑞少量
盐酸艾司氯胺酮注射液	一类精神药品	国家医保谈判目录	2020年2月获批临床	国内已批准恒瑞、太原药业、山东方明等多家企业生产氯胺酮原料及注射液，尚无其他企业申报或生产艾司氯胺酮注射液。IMS数据库，2018年全球销售额约为1321万美元
异氟烷	普通药品	国家医保甲类	2020年10月启动三期临床	2019年国内PDB销售额5543万元，在售企业4家，鲁南贝特(45.5%)、河北一品(39.14%)、百特(11.52%)、山东科源(3.88%)

资料来源：PDB、药智网、开源证券研究所

1.3、多科室推广&新品获批，业绩持续快速成长可期

1.3.1、芬太尼系列：受益ICU等多科室推广和手术量增加，有望持续快速增长

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临床最常用麻醉镇痛药物。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，满足不同人群和不同场景临床需求。

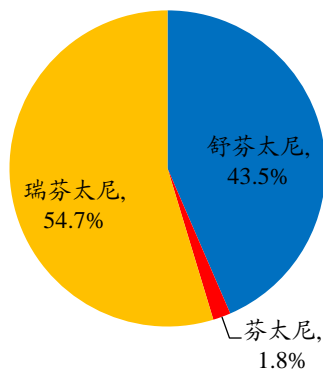
表5：芬太尼家族麻醉镇痛药介绍

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（出厂价）	3.15 元（2ml:0.1 mg）	67.4 元（1 mg）	37.17 元（50 μg）	59.22（1mg）
医保	国家医保甲类	国家医保乙类	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、恩华药业、国药青海	宜昌人福（2020 年）

资料来源：公司公告、药智网、开源证券研究所

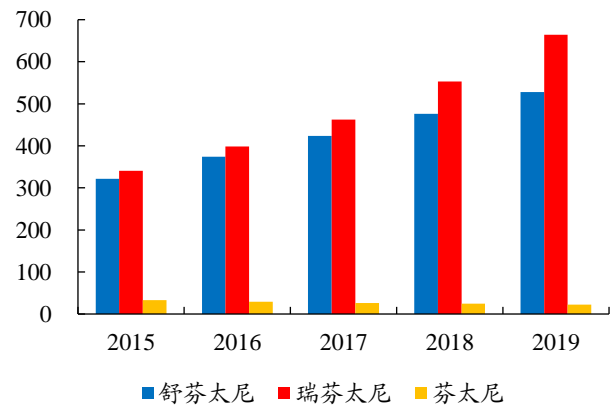
芬太尼是最早上市的芬太尼类镇痛药，存在明显呼吸抑制作用，属于中低端麻醉镇痛药，目前主要在二级以下医院使用。瑞芬和舒芬放量初期主要受益于对芬太尼的替代，目前增长主要受益多科室推广和手术量的增加。瑞芬医保取消手术麻醉限制并纳入 2018 版基药目录，瑞芬和舒芬在手术麻醉以外科室快速成长。

图4：瑞芬和舒芬已成为最主要芬太尼系列麻醉镇痛药



数据来源：PDB、开源证券研究所

图5：瑞芬、舒芬保持持续增长态势（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

1.3.2、氢吗啡酮：非手术科室镇痛潜力品种，替代吗啡

氢吗啡酮为宜昌人福独家品种，2012 年获批，主要在疼痛科和肿瘤科，与芬太尼系列不构成竞争。未来市场主要替代吗啡，相比吗啡，镇痛效果好，副作用小，有望逐步替代吗啡。2016 年氢吗啡酮全球销售额约 2 亿美元，美国主要用在难治癌症疼痛。国内癌痛病人主要以口服吗啡治疗，但容易引发便秘，对晚期癌症患者带来极大不便。氢吗啡酮为注射剂，无明显副作用，国内用在癌痛领域刚刚起步，有望逐步改变口服镇痛的观念。

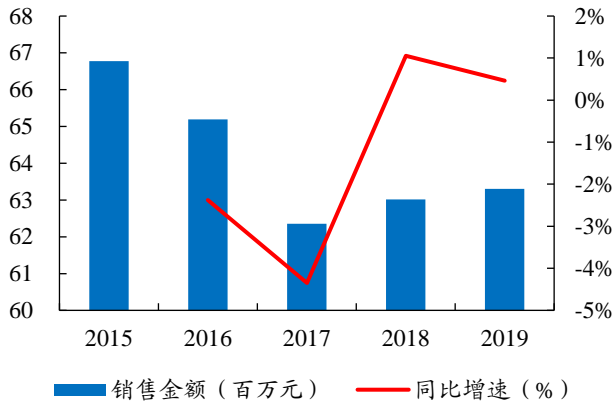
表6: 氢吗啡酮相比吗啡疗效和安全性上更具优势

	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 月 10 日	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	

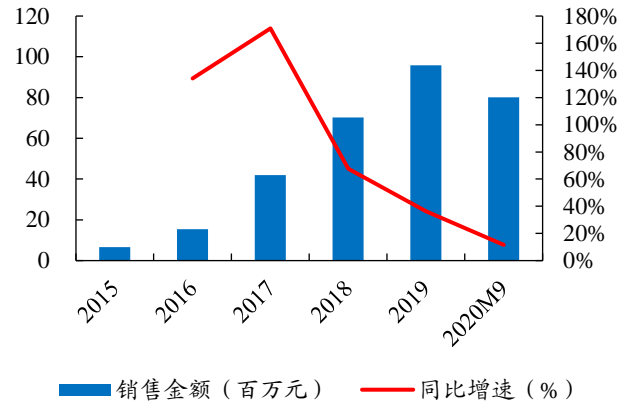
资料来源：药智网、开源证券研究所

2019年宜昌人福氢吗啡酮销售金额1.5亿元，同比增速52%，2017年进医保后快速放量。2020年新冠疫情影响销售，前三季度PDB样本医院销售额约8000万元，同比增速约12%，预计2021年氢吗啡酮有望重回高增长。

同等效力的氢吗啡酮单价是吗啡6倍左右，换算销量比例，目前氢吗啡酮用量仅为吗啡25%左右，且未来肿瘤镇痛理念的普及，氢吗啡酮市场存较大空间。

图6：国内吗啡销售额整体呈下降趋势


数据来源：PDB、开源证券研究所

图7：剔除疫情影响，氢吗啡酮销售呈现快速增长态势


数据来源：PDB、开源证券研究所

1.3.3、纳布啡：独家白处方麻醉镇痛药，市场空间超20亿

纳布啡为宜昌人福独家品种，2013年获批，临床用于缓解各种疾病引起的中重度疼痛，也可用于复合麻醉的辅助用药，2017年纳入国家医保目录，2019年销售额3.7亿元，同比增速76%。

白处方镇痛药市场空间大，纳布啡和布托啡诺最具市场潜力。纳布啡镇痛效果接近吗啡，且安全性高，为二类精神药品，其内脏镇痛效果好，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。

表7：纳布啡、地佐辛各指标对比

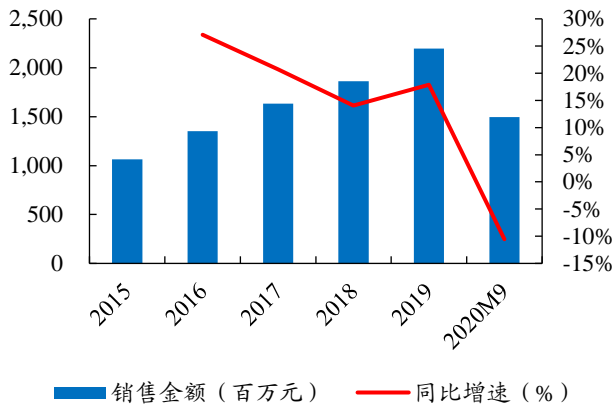
	地佐辛	纳布啡
生产企业	扬子江、南京优科	宜昌人福（独家）
获批时间	2009（扬子江）、2019（南京优科）	2013
适应症	用于急性疼痛的治疗，如术后中、重度疼痛，内脏绞痛，晚期癌痛。	用于急性疼痛的治疗，如术后中、重度疼痛，内脏绞痛，晚期癌痛。
镇痛效果	镇痛效果与吗啡类似，安全性高，成瘾性低，呼吸抑制低	镇痛效果接近吗啡，安全性高，成瘾性低，呼吸抑制极低，血流动力学稳定
管制类型	二类精神药品，白处方	二类精神药品，白处方
起效时间	15-30min	2-3min
持续时间	3-6h	3-6h
医保情况	15省医保	国家医保乙类（限复合麻醉）
价格/费用	140元（5mg），7-8支	86元（20mg），4支左右
PDB销售金额（2019）	22.0亿元	0.6亿元

资料来源：PDB、药智网、开源证券研究所

纳布啡2017年纳入国家医保后放量迅速，2018-2019年销售金额分别为2.1亿

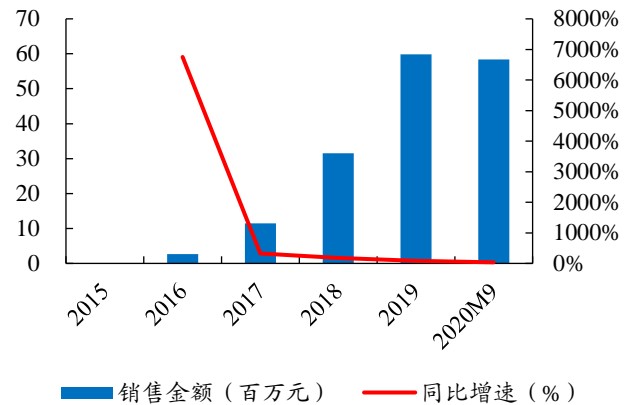
元、3.7 亿元，同比增速 90%、76%。2018 年国内住院手术 6172 万人次，同比增长超 10%，按照 30%的渗透率，约 1852 万手术量用到纳布啡，假设单次手术使用 1.5 支，130 元/次，则市场空间接近 24 亿元。地佐辛不在国家医保目录，根据现有医保政策，预计未来 2-3 年内将逐步退出 15 省地方医保，宜昌人福纳布啡有望受益。2020 年前三季度地佐辛和纳布啡同比增速分别为-11%、35%，新冠疫情影响下纳布啡仍然维持快速增长，预计 2021 年增速有望进一步提升。

图8：2020 年前三季度地佐辛销售额同比下滑 11%



数据来源：PDB、开源证券研究所

图9：2020 年前三季度纳布啡销售额同比增加 35%



数据来源：PDB、开源证券研究所

1.3.4、苯磺酸瑞马唑仑：超短效麻醉镇静，市场前景广阔

瑞马唑仑为超短效 GABA_A 受体激动剂，临床用于结肠镜、胃镜诊疗和全麻诱导。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：无明显心肺抑制，不良反应发生率更低。与同类产品咪达唑仑相比，瑞马唑仑具有起效快、苏醒快、代谢快、不良反应少等临床优势，未来在无痛诊疗镇静、全身麻醉、ICU 镇静以及局麻镇静等领域具有广阔的临床应用前景。

图10：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

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。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，目前中国、美国和日本等均已获批上市。此外，国内恒瑞结构改造的甲苯磺酸瑞马唑仑 2020 年 1 月获批。

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。《中国结直肠肿瘤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。

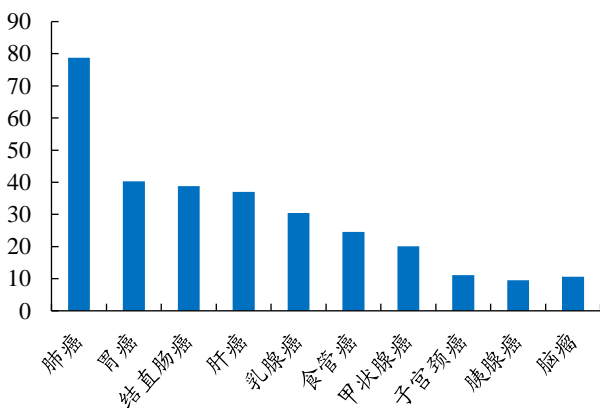
表8: 宜昌人福瑞马唑仑三期临床安全性数据

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%

数据来源：公司官网、开源证券研究所

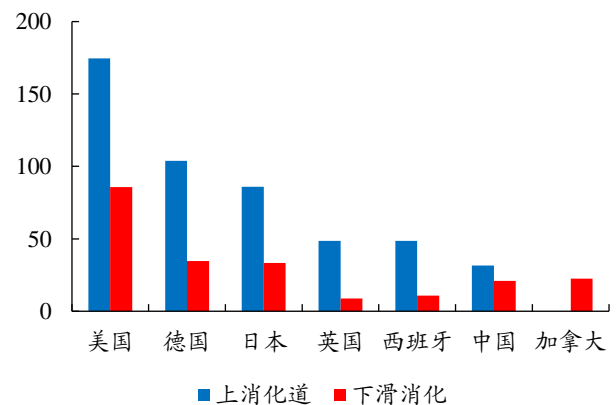
我国结直肠癌发病人数约 39 万例，假设检查人水平做到美国 1/2，则每年约 1650 万检测量，当前宜昌人福和恒瑞中标价分别为 160 元/25mg、266 元/36mg，假设未来纳入国家医保后宜昌人福产品价格 130 元/支，仅无痛结直肠镜检查市场规模超 20 亿元。

图11: 国内消化道肿瘤为较多发病肿瘤疾病 (万例)



数据来源：国家癌症中心、开源证券研究所

图12: 国内胃肠镜检查远低于欧美发达国家 (内镜检查数/新发恶性肿瘤例数)

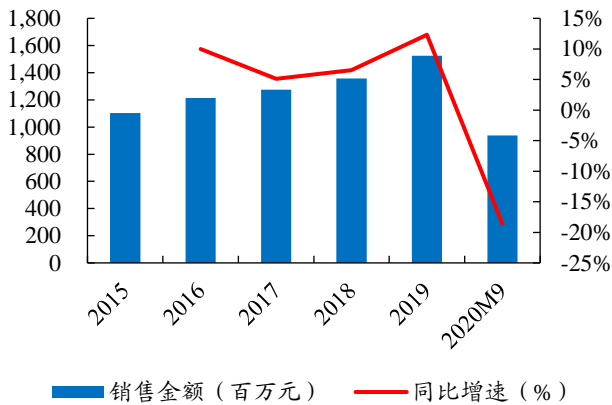


数据来源：产业信息网、开源证券研究所

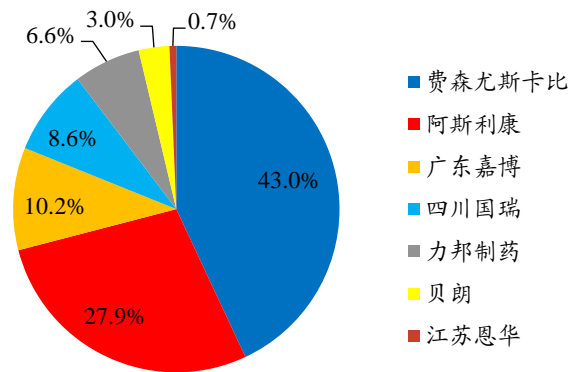
1.3.5、磷丙泊酚：全麻用 1 类新药，替代丙泊酚

丙泊酚为国内最大静脉麻醉剂品种。2019 年国内样本医院销售额约 15 亿元，放大后终端市场规模 50-60 亿元，2015-2019 年复合增速 8.4%，2020 年前三季度受新冠疫情影响，销售额同比下降 19%。2020 年底丙泊酚中长链脂肪乳被纳入第四批国家集采名单，未来丙泊酚新进入者或者其替代产品有望受益。

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13: 国内丙泊酚市场规模整体保持稳定增长


数据来源: PDB、开源证券研究所

图14: 外企主导国内丙泊酚用药市场


数据来源: PDB、开源证券研究所

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,2018年10月报产,目前在审评审批阶段。

- 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。

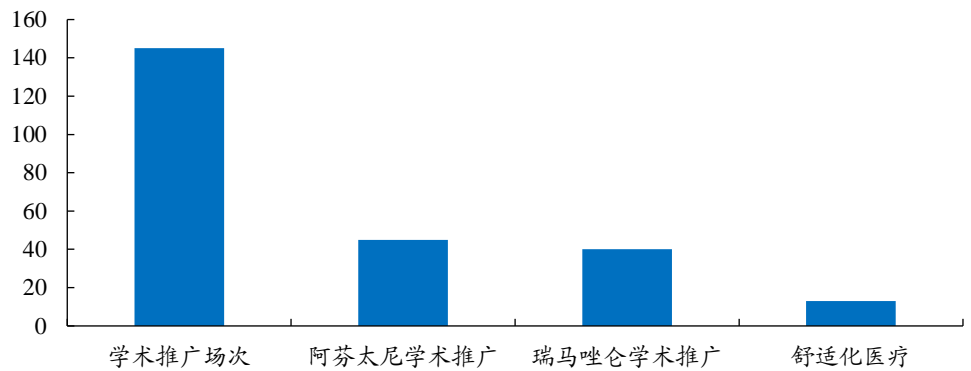
宜昌人福磷丙泊酚三期临床选择和丙泊酚的头对头试验,选择入组病人是全身麻醉下进行外科择期手术且需要气管插管的手术患者。假设获批后磷丙泊酚替代1/3丙泊酚市场,预计未来终端销售额15-20亿元。

2、深耕专业化“学术推广”,组建强大麻醉销售队伍

宜昌人福坚持专业化学术推广的销售策略,公司“学术推广”营销团队从1998年4个人,到2012年的1200人,再到2020年3000多人,且多科室推广的销售队伍人员持续扩充,是国内麻醉领域专业度最高、销售能力最强的企业之一。

公司利用国内外知名麻醉专家、学术带头人的影响,通过召开学术推广会、产品研讨会、主题类论坛和专场、针对青年医生的有病例讨论大赛、临床技能比赛、知识竞赛、培训班等丰富多样的活动,讲授临床应用知识等形式,努力提高基层麻醉医师的专业素质,不仅带动麻醉药销售持续快速增长,而且促进了国内医疗机构临床麻醉水平的提高。2020年宜昌人福采用线上和线下结合的学术推广模式。根据人福镇痛E线公开报道,2020年公司公众号有记载的学术活动约145场,其中线上交流近100场,其中阿芬太尼和瑞马唑仑学术推广场次分别为45场和40场,舒适化医疗主题的学术推广活动13场。

图15: 2020年宜昌人福采用线上和线下结合的学术推广模式



数据来源: 人福镇痛E线、开源证券研究所

2020年宜昌人福携手各培中心共开展麻醉与围术期医学科主任培训班7场, 加强各地医院与医院之间、医生与医生之间互动交流, 促进优质医疗资源下沉, 共同推进学科发展。

图16: 2020年线上研讨会成为主要的学术推广方式



资料来源: 人福镇痛E线

图17: 线下培训促进优质医疗资源下沉



资料来源: 人福镇痛E线

2017年9月，CRPC（癌症康复与姑息治疗）正式启动“难治性疼痛规范化诊疗示范基地”培训项目，截止2020年，已创建84家示范基地，406家联合体，项目覆盖30个省份，490家医院，共有8000余位医务工作者参与基地建设，通过多种形式提高难治性癌痛诊疗水平，使近万名难治性癌痛患者从中受益。

图18: 2020年宜昌人福采用线上和线下结合的学术推广模式

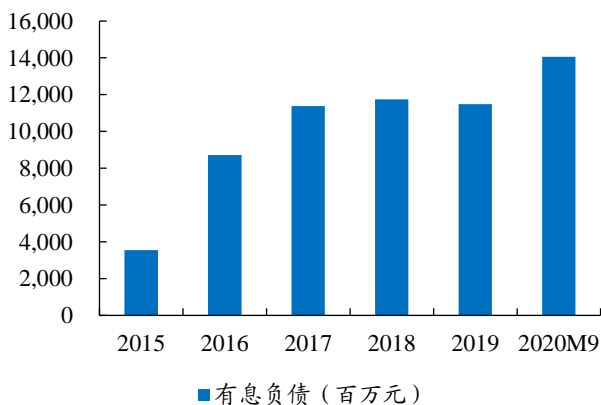


资料来源：人福镇痛E线

3、剥离非核心资产，归核聚焦核心主业

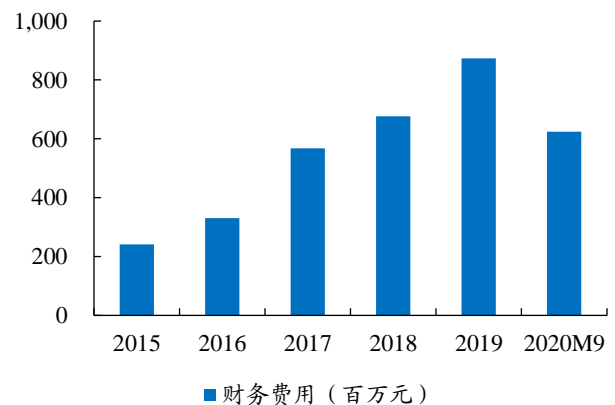
公司外延式并购导致负债规模和财务费用大幅增加，但部分新增资产的运营能力并没有达到预期，2019年公司资产负债率约61%，有息负债规模150亿元左右，引发融资成本增加，现金流受限等问题，2019年公司财务费用8.73亿元。降低负债率、优化债务结构是公司目前重点工作。剥离非核心资产收回现金偿还债务，优化债务结构是降低负债率和财务费用的重要解决方法。

图19: 2015-2019年有息负债规模持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20: 2015-2019年人福医药财务费用持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

归核化战略坚定执行，成效显著。2017年公司开启“归核化”战略，陆续剥离非核心医药资产，逐步退出竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域，持续优化业务、资本结构。公司陆续剥离了河南人福、四川人福等区域性医药商业资产，其中出

售四川人福 70% 股权，交易完成后收到 3.62 亿元股权转让款、收回子公司借款约 3 亿元并减少有息债务约 10 亿元；出售中原瑞德、北京玛诺、乐福思等非核心医药企业；剥离了钟祥人民医院、黄石人福医疗管理公司、宏晟中医院、乐雅口腔、亿生健康等医疗服务项目，累计回笼资金约 70 亿元。

归核化进程加速，2021 年有望成为资产剥离落地大年。人福医药新任管理层坚持“做医药健康领域细分市场领导者”的发展战略，乐福思等非核心资产加速剥离，我们认为 2021 年归核化进程有望持续加速推进，未来非核心医药资产，包括金融、医疗服务、亏损资产等有望择机出售，预计回笼资金 60-70 亿元。

表9：2017 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 万元
	北京人福军威医药	信息咨询, 劳务服务	1068 万元
	中原瑞德	血制品	23.6 亿元
	宜昌三峡普诺丁生物	兽药、食品生产等	3.5 亿元
	建德市医药药材	药材批发	2.5 亿元
	临安市中医医疗集团	医药投资	1.1 亿元
	武汉人福长江医药投资	医药投资	3.1 亿元
2018	中原瑞德	血制品	6.7 亿元
	黄石大冶有色医院		
	武汉宏昇生殖健康中心	医疗服务	1.65 亿元
2019	钟祥人民医院	医疗服务	6.7 亿元
	河南人福	商业	~1.5 亿元
2020	乐福思	两性健康	2 亿美金
	四川人福	商业	3.62 亿元
非 核 心 资 产	天风证券 (10.2%)	金融	~40 亿元
	金融租赁	金融	~4.5 亿元
	华泰保险 (2.52%)	金融	~10 亿元
	武汉农商行	金融	净资产 4 亿元+
	宜昌妇幼 (66%)	医疗服务	累计投资 2.3 亿元
	三峡制药 (66%)	亏损制药	净资产 1.8 亿元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

宜昌人福：多科室推广&瑞马和阿芬等新品上市，预计 2019-2022 年收入端复合增速 21%，净利润端复合增速 26%，利润增速高于收入增速。

Epic Pharma：新获批 ANDA 充实管线，预计 2019-2022 年收入端复合增速 20%，利润端复合增速 58%。

普克药业：软胶囊生产龙头企业，美国普克扭亏，武汉普克持续快速增长，预计 2019-2022 年收入端复合增速 23%，利润端复合增速 23%。

葛店人福、新疆维药和武汉人福：预计 2019-2022 年收入端复合增速 9%、7%、7%、7%，利润端复合增速 12%、10%、7%。

湖北人福、巴瑞医疗：商业控制发展规模，重点考核现金流，预计 2019-2022 年收入端复合增速 7%、-10%，利润端复合增速 11%、-23%。（2020 年新冠疫情导致 2020 年巴瑞业绩大幅下滑，预计 2021 年开始大幅好转）

其他(母公司费用和其他子公司等)：2019 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 2020 财务费用同比基本持平，2021 年开始财务费用有望大幅减少。

4.2 盈利预测与估值

人福医药为稀缺的不受政策扰动、业绩持续快速增长的麻醉领域龙头。宜昌人福麻药龙头地位稳固，管线布局丰富，且核心品种不受政策干扰，我们预计未来三年收入端复合增速超 20%，利润端复合增速超 25%。芬太尼系列受益多科室推广和量增加，持续稳定增长，纳布啡和氢吗啡酮在术后镇痛和麻醉镇痛领域渗透率快速提升，新产品瑞马唑仑和阿芬太尼有望成为门诊检查和日间手术最佳的用药选择。

坚定执行归核聚焦战略，非核心资产剥离加速推进。2020 年商业资产四川人福和非核心医药资产乐福思出售已落地，我们预计 2021 年公司负债规模和财务费用有望大幅下降；新管理层上任有望加速归核进程，后续宜昌妇幼、华泰保险、农商行等其他非核心资产也有望剥离，资产负债表有望加速修复。

考虑乐福思资产剥离带来的投资收益和宜昌人福 13%股权并表 2 个月，预计 2020-2022 年净利润分别为 11/15.5/19.5 亿元，对应 EPS 0.71/1/1.27 元，当前股价对应 PE 分别为 39.7/28.3/22.4 倍。

麻药龙头，迈入高质量内生驱动的持续增长阶段，业绩存超预期可能。公司上下思想高度统一，新任管理层提出“盘活存量、布局未来、培养人才”的发展战略，着眼当下又谋划未来，人福医药步入内生驱动的高质量发展阶段。估值上看，人福医药较医药企业平均水平具备较大优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10: 医药上市公司估值情况：人福医药为麻药龙头估值优势明显

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600276.SH	恒瑞医药	107.83	31.1%	23.2%	28.3%	25.3%	72.7	87.6	68.3	54.5
000661.SZ	长春高新	474.12	76.4%	67.2%	28.5%	25.3%	51.0	64.6	50.3	40.2
600161.SH	天坛生物	40.67	19.9%	8.9%	20.5%	26.8%	47.8	76.7	63.6	50.2
300558.SH	贝达药业	121.05	38.4%	89.4%	1.5%	34.9%	114.1	119.9	118.1	87.6
	A 股平均						71.4	87.2	75.1	58.1
600079.SH	人福医药	29.89	-136%	30.9%	40.4%	26.1%	21.71	39.7	28.3	22.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（除了人福医药外其余公司盈利预测为 Wind 一致预期，股价为 2021 年 1 月 18 日收盘价）

5、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：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17052	17263	20790	22452	25979
现金	3923	3438	7641	10268	13018
应收票据及应收账款	7250	7079	6254	5746	6224
其他应收款	1450	1245	1348	1452	1208
预付账款	913	876	885	865	908
存货	3222	3410	3449	2908	3408
其他流动资产	294	1214	1214	1214	1214
非流动资产	18372	17751	15019	13878	14172
长期投资	2728	2761	2795	2829	2863
固定资产	4446	5001	5290	4408	4923
无形资产	3067	2870	2692	2514	2336
其他非流动资产	8132	7118	4241	4127	4050
资产总计	35423	35013	35810	36330	40151
流动负债	16416	15824	15477	13817	15944
短期借款	5883	6919	6919	6919	6919
应付票据及应付账款	3360	3350	2717	2183	2640
其他流动负债	7173	5555	5841	4715	6386
非流动负债	4735	5192	4377	3563	2748
长期借款	3867	4073	3259	2444	1629
其他非流动负债	868	1119	1119	1119	1119
负债合计	21151	21016	19854	17379	18692
少数股东权益	3435	3845	4578	5148	5820
股本	1354	1354	1544	1633	1633
资本公积	4882	4899	4899	5810	5810
留存收益	2621	3452	5124	7098	9568
归属母公司股东权益	10837	10152	11378	13803	15638
负债和股东权益	35423	35013	35810	36330	40151

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	603	2038	3496	2542	5068
净利润	-1961	1351	1836	2119	2626
折旧摊销	574	604	513	538	571
财务费用	676	873	864	581	520
投资损失	-335	-299	-200	0	0
营运资金变动	-1536	-746	483	-695	1351
其他经营现金流	3186	254	0	0	0
投资活动现金流	-357	-53	2419	603	-865
资本支出	1318	810	-2604	-1175	260
长期投资	698	-85	-34	-34	-34
其他投资现金流	1659	671	-219	-606	-639
筹资活动现金流	-625	-2863	-1712	-519	-1453
短期借款	1557	1036	0	0	0
长期借款	-1199	207	-815	-815	-815
普通股增加	0	0	190	89	0
资本公积增加	-59	17	0	911	0
其他筹资现金流	-923	-4123	-1087	-704	-639
现金净增加额	-339	-836	4203	2627	2750

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18634	21807	23333	21000	23940
营业成本	11194	13188	13650	11760	13263
营业税金及附加	145	156	180	158	180
营业费用	3632	3997	4200	3786	4386
管理费用	1257	1344	1365	1155	1245
研发费用	484	591	686	790	883
财务费用	676	873	864	581	520
资产减值损失	3225	-71	250	50	80
其他收益	117	143	120	120	120
公允价值变动收益	34	-9	0	0	0
投资净收益	335	299	200	0	0
资产处置收益	48	-31	0	0	0
营业利润	-1446	1840	2458	2840	3503
营业外收入	27	29	26	26	26
营业外支出	58	89	69	78	74
利润总额	-1477	1779	2415	2788	3455
所得税	484	428	580	669	829
净利润	-1961	1351	1836	2119	2626
少数股东损益	397	509	732	570	672
归母净利润	-2358	843	1103	1549	1954
EBITDA	-410	2968	3302	3571	4163
EPS(元)	-1.53	0.55	0.71	1.00	1.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	20.6	17.0	7.0	-10.0	14.0
营业利润(%)	-147.7	227.3	33.6	15.5	23.3
归属于母公司净利润(%)	-214.0	-135.7	30.9	40.4	26.1
获利能力					
毛利率(%)	39.9	39.5	41.5	44.0	44.6
净利率(%)	-12.7	3.9	4.7	7.4	8.2
ROE(%)	-13.7	9.7	11.6	11.3	12.3
ROIC(%)	-5.7	7.9	9.3	9.4	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	59.7	60.0	55.4	47.8	46.6
净负债比率(%)	56.3	65.6	25.5	3.1	-14.1
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.6	1.6
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	2.8	3.0	3.5	3.5	4.0
应付账款周转率	3.7	3.9	4.5	4.8	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.53	0.55	0.71	1.00	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.32	2.26	1.65	3.28
每股净资产(最新摊薄)	5.73	6.25	6.92	8.49	9.68
估值比率					
P/E	-18.6	52.0	39.7	28.3	22.4
P/B	5.0	4.5	4.1	3.3	2.9
EV/EBITDA	-135.0	19.0	15.7	13.7	11.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn