

助眠需求日益增长，睡眠经济市场广阔

核心观点

- **国人睡眠质量下降，睡眠经济需求巨大。** 中国人睡眠问题大部分表现为睡眠不足，主要由工作压力和不良生活习惯导致。国人睡眠障碍比例高于世界平均水平，睡眠时长在全球范围内明显较短，主要是因为中国人多资源少，竞争激烈，“卷文化”流行。据估计，全国睡眠障碍患者超3亿，睡眠改善产品市场空间巨大。
- **睡眠问题日益严峻是社会发展趋势。** 社会现代化发展进程伴随着快节奏、强压力的生活状态，必然导致日益严峻的睡眠问题。大城市生活压力大，夜生活也比较丰富，本就容易催生睡眠问题。高歌猛进的城市化催生了一批大城市，大城市人口膨胀扩大了睡眠障碍的基本盘。虽然睡眠问题主力军目前还是压力大的中年人，但随着社会竞争日益激烈，睡眠问题已呈现出明显的年轻化趋势。
- **药物保健类助眠产品成长可期。** 中国人睡眠经济消费中药物保健类产品渗透率较低，占比仅约两成，随着消费升级仍有很大提升空间。长期失眠容易诱发其他疾病，必须及时进行药物治疗。部分失眠症状是由其他精神类疾病引起，甚至还涉及其他精神疾病的药物需求。药物保健类产品若经实验验证，疗效应当优于其他助眠手段。
- **治疗失眠药物长期增长良好。** 治疗失眠相关药物需求旺盛，除了部分不良反击较大的品种，销售额大都保持长期较快增长。不过部分品种近期受集采影响，销售额相对销量明显缩水。治疗失眠常用药物中，non-BZDs类药物增长基础最坚实，其销售额和销量均长期保持较快增长；大部分BZDs类药物销量增长有限，销售额增长主要依靠提价；新兴的褪黑素受体激动剂阿戈美拉汀势头最猛，近年来爆发性增长。
- **看好国产药物保健类助眠产品在竞争中的价格优势。** 大多数消费者更加青睐平价助眠产品，这可能是由于睡眠经济消费主力是生活压力较大的“上有老，下有小”的中年人。睡眠疾病相关药物大都是仿制药，国内厂商比原研厂商价格更低，若叠加集采则国内厂商成本优势更为明显。助眠保健品的国内品牌价格也比进口产品更低，且淘宝数据显示国产低价助眠保健品品牌销量也明显高于外国品牌。
- **投资建议：** 快节奏、强压力的现代社会生活将催生更广泛的睡眠障碍群体。随着睡眠障碍群体日益扩大，睡眠药物和保健品相关公司有望迎来市场红利，应当关注睡眠领域药物和保健品公司的投资机会。一方面，应当关注睡眠领域相关药物生产企业，着重关注不良反应较小的常用安眠药物 non-BZDs 等。另一方面，应当关注切入睡眠保健品的医药企业，尤其是涉足目前比较火热的褪黑素、GABA 等的布局。相关上市公司有恩华药业、华熙生物等。
- **风险提示：** 相关药品集采降价的风险、产品疗效不明被淘汰的风险、新品研发失败的风险等。

医药健康行业

推荐 维持评级

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

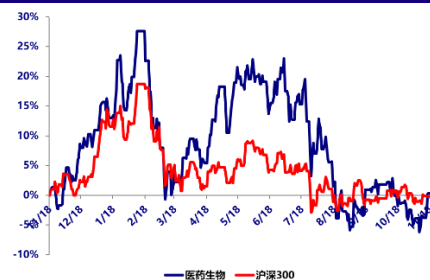
☎: 010-80927655

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

行业数据

2021.11.17



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

睡眠经济符合社会发展大势所趋，睡眠问题在高速发展的中国尤为严峻。快节奏、高压力的现代生活方式导致了日益庞大的睡眠障碍群体，消费升级大趋势下药物、保健品等助眠产品渗透率有望提升。睡眠问题日益严峻基于中国不断发展的假设，该假设也是社会主流预期。

随着大城市加速膨胀，社会分层日益明显，互联网放大社会焦虑，预计睡眠障碍人口占比将迅速提升。随着社会竞争环节前移，竞争烈度不断加剧，学生压力不断增大，预计睡眠问题将逐渐年轻化。

行业估值与投资建议:

近年来，化药板块受集采等医保控费压力的影响，大部分公司估值持续降低。但随着仿制药集采逐步正常化，以及创新药医保谈判降价幅度不及预期的传言，化药板块估值有望得到修复。投资方面应当精选个股，关注产品处于长坡厚雪赛道的公司，尤其是成长性良好但是估值遭到错杀公司的投资机会。

行业表现的催化剂:

任何集采降价幅度不及预期或者医保谈判降价幅度不及预期的消息，都将成为化药板块估值修复的催化剂。

主要风险因素:

相关药品集采降价的风险、产品疗效不明被淘汰的风险、新品研发失败的风险等。

目 录

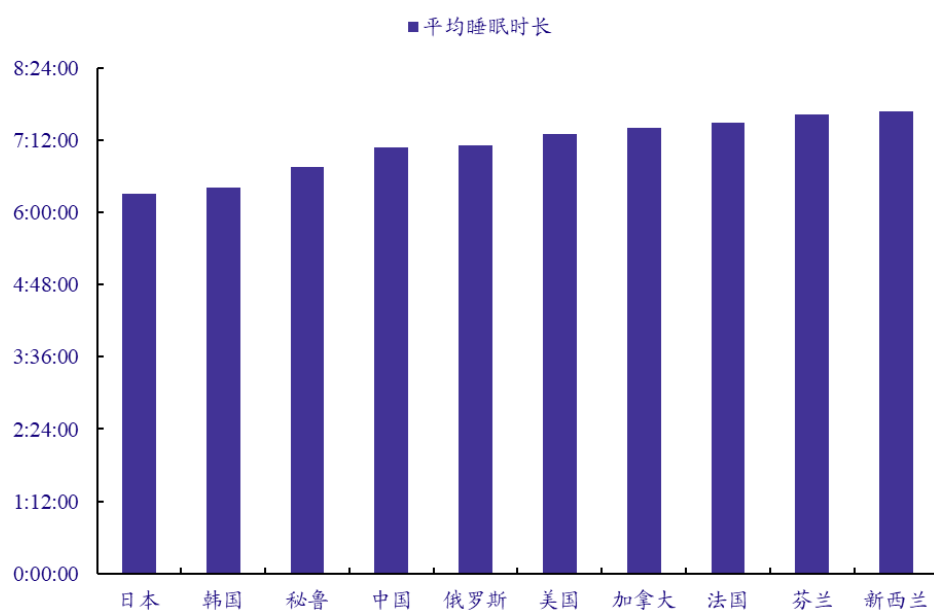
一、国人睡眠严重不足，社会现代化催生失眠人群	3
(一) 国人饱受睡眠问题影响，相关需求市场广阔	3
(二) 现代生活压力和不良生活习惯催生睡眠问题	4
(三) 大城市人口集聚扩大失眠基本盘	5
(四) 中青年受失眠影响最严重，睡眠问题逐步年轻化	6
(五) 随着社会现代化发展，睡眠问题将更加流行	7
二、睡眠经济市场广阔，药物保健产品潜力巨大	8
(一) 睡眠经济以家居硬件为主，药物保健产品渗透率较低	8
(二) 睡眠经济市场广阔，药物保健类产品成长可期	9
(三) 消费者更愿接受平民价格，国产保健品有价格优势	10
三、睡眠领域相关药品和保健品增长长期向好	13
(一) 医学上治疗失眠主要方式为心理治疗和药物治疗	13
(二) 除少数不良反应较大者，失眠相关药物大都较快增长	13
(三) 睡眠保健品市场初步发展，仍需培育消费习惯	21
(四) 睡眠保健品市场仍需规范，使用需要科学依据	21
四、建议关注睡眠药品和保健品相关公司的投资机会	23
(一) 睡眠问题日益严峻是社会发展大势所趋	23
(二) 关注睡眠药物和保健品相关公司的投资机会	23
五、重点推荐公司	24
(一) 恩华药业 (002262.SZ)：中枢神经药物领军企业.....	24
(二) 华熙生物 (688363.SH)：积极开辟助眠等功能性食品领域	25
六、风险提示	26

一、国人睡眠严重不足，社会现代化催生失眠人群

(一) 国人饱受睡眠问题影响，相关需求市场广阔

中国睡眠障碍人群基数大，睡眠问题形势严峻。卫生部调查显示，2018 年我国各类睡眠障碍患者约占总人口的 38%，高于世界 27% 的比例。央视财经栏目曾经在 2020 年报道过中国人睡眠障碍的问题。据该报道，全国有超 3 亿人存在睡眠障碍，其中，四分之三在晚上 11 点以后入睡，三分之一要熬到凌晨 1 点以后入睡，而在睡眠时长低于 6 小时的青少年儿童中，13 岁到 17 岁的孩子占比高达 89.5%。2020 上半年疫情导致的长时间居家，更加剧了这一状况，调查显示，虽然大部分人睡眠时间多了，但人们的睡眠时间整体延迟了 2 到 3 小时，对睡眠问题的搜索量也增长了 43%。《经济学人》的一项调查也显示东亚国家平均睡眠时长普遍低于欧美，这或许是因为东亚国家的“卷文化”更为流行。

图 1：部分国家平均睡眠时长



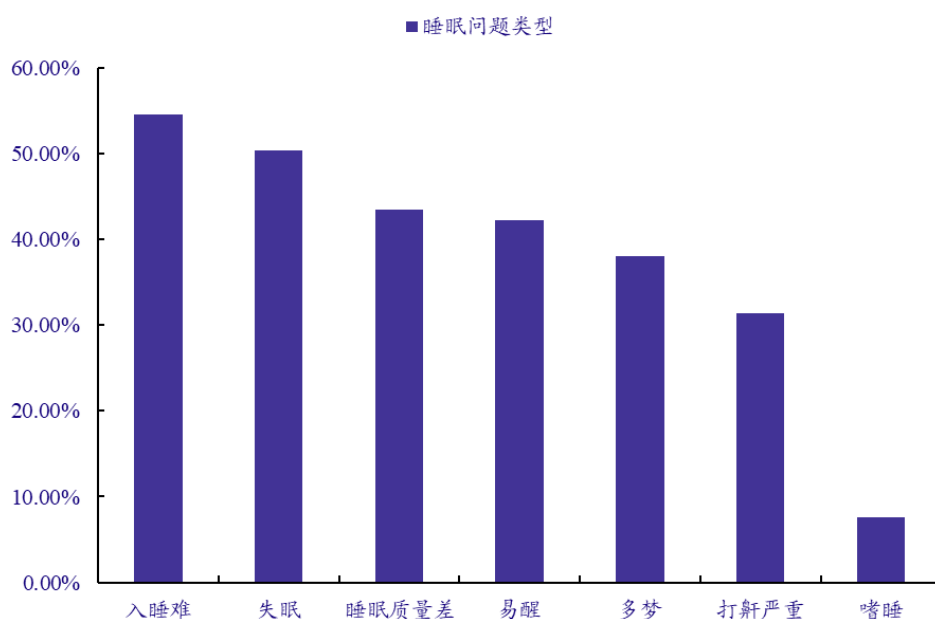
资料来源：经济学人《1843》，中国银河证券研究院

睡眠需求缺口巨大，相关保健品快速增长。央视财经栏目在去年的报道中预计 2020 年我国睡眠产业的市场规模将达到 4000 多亿元，2030 年将突破万亿元。据该报道，2020 年上半年，与睡眠相关的保健品销售也增长明显，2020 年前三季度褪黑素的销量同比增长了 57%。即使没有央视报道，以褪黑素为代表的网红助眠产品曝光率也持续提升，近年来“小红书”等带货平台也屡屡关注睡眠产品。不过和中国睡眠障碍的庞大人群相比，现存的睡眠产品远远不能满足国内需求，更多更新的助眠产品或服务仍在不断地孵化当中。

(二) 现代生活压力和不良生活习惯催生睡眠问题

国人睡眠问题主要是睡眠不足。睡眠问题既包括睡眠不足也包括嗜睡，具体到国人睡眠问题主要表现为睡眠不足。中国国民睡眠问题主要表现为入睡难、失眠、睡眠质量差和易醒等，均属于睡眠不足的范畴，受上述睡眠问题影响人群占比均超过 40%，而嗜睡问题仅占 7.62%。对于较为困扰中国国民的入睡难，数据显示，仅有 15.56% 的中国国民能够倒头就睡，过半国民需要 10-30 分钟才能入睡。因此，中国人睡眠问题产生的需求中，助眠需求相对旺盛，醒神需求相对较少。

图 2：2021 年中国睡眠问题类型

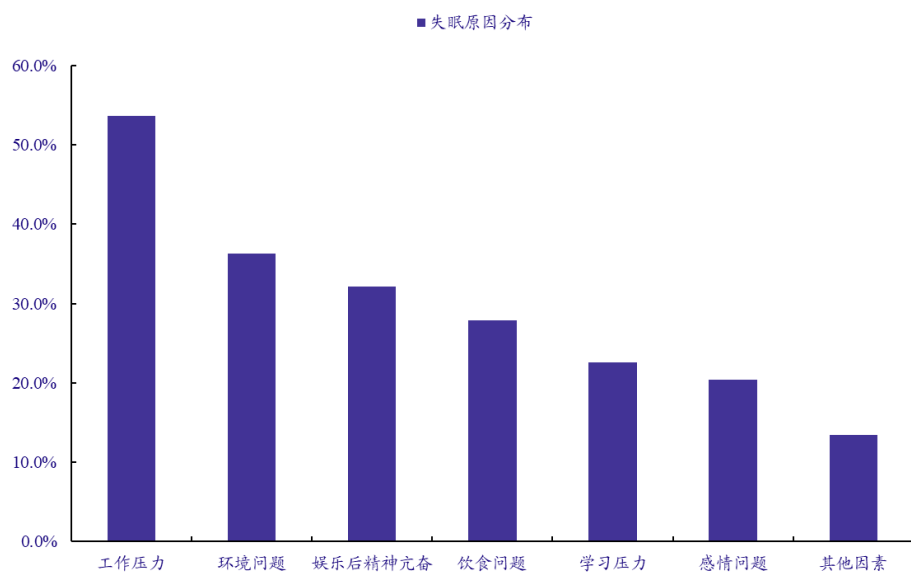


资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

影响睡眠因素众多，影响程度因人而异。影响睡眠质量的因素主要分为：生理因素（如心血管疾病、肝火旺、气血不足）、心理因素（如紧张、焦虑、抑郁或过于兴奋），环境因素（如睡眠空间、亮度、噪音、在不熟悉的环境入睡）、生活习惯（如引用浓茶或咖啡、熬夜、睡眠注视电子屏幕）等。另外，不同人群受不同因素影响睡眠质量的程度不一样，例如有的人在很喧闹的环境中也能呼呼大睡，而有的人睡觉时不能容忍一丝声响。睡眠受不同因素影响程度因人而异也意味着治疗失眠需求多样化，催生不同的产品或服务需求。

压力大和不良生活习惯为影响现代人睡眠质量主因。艾媒咨询针对网民的调查显示，从失眠原因调查结果来看，53.6% 网民因为工作压力大而失眠，紧接着影响因素依次是环境问题、娱乐后精神亢奋、饮食问题等。除了外因，不良生活习惯也会严重影响睡眠质量。艾媒咨询调查的数据显示，2021 年 80.88% 的中国居民在近半年有熬过夜，其中 43.09% 表示熬夜是主动选择，77.05% 表示熬夜频率在每周 1-4 次。由于生活与工作压力、手机和过量信息干扰等各种因素，一边养生一边熬夜这种矛盾现象成为了越来越多人们的选择，睡眠问题已成为现代化生活难以回避的一部分。

图 3: 2021 年中国网民失眠原因调查

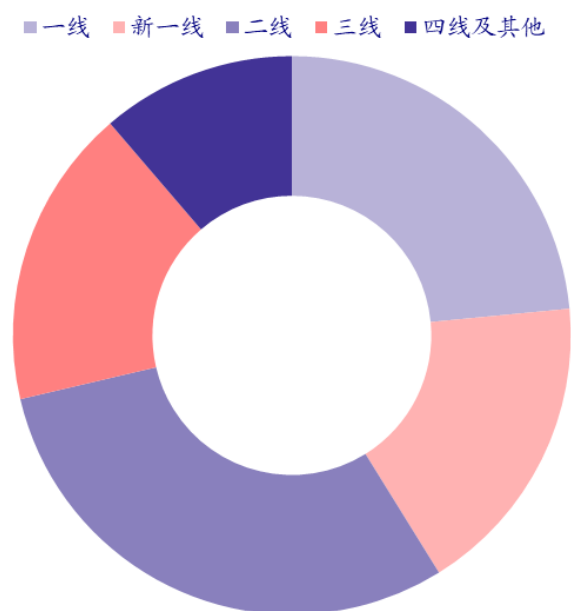


资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

(三) 大城市人口集聚扩大失眠基本盘

大城市快速发展扩大失眠基本盘。根据艾媒咨询按城市分类的统计数据, 中国失眠人口主要来自一二线城市。大城市人群更容易失眠应该是由更大的生活压力和更丰富的城市夜生活。我国城市化正在逐步建立起一批大城市, 人口向大城市集聚会导致整体更高的失眠比例。

图 4: 2021 年中国失眠人口在不同层级城市的分布

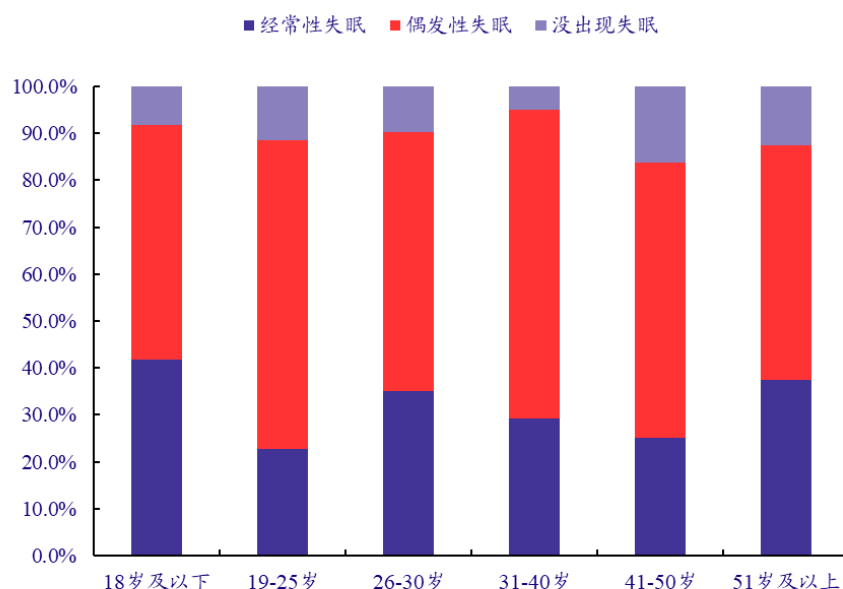


资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

(四) 中青年受失眠影响最严重，睡眠问题逐步年轻化

中年人没出现失眠人数比例最小，青少年受失眠影响次之。根据艾媒咨询对不同年龄段的网民调查，没有出现失眠问题占比最少的群体为 31-40 岁年龄段，该比例仅为 5.0%。中年人最受失眠困扰，应该主要是“上有老，下有小”的生活压力的影响。18 岁年龄段以下群体失眠问题也比较严峻，应该主要是受学习压力和不良生活习惯的双重影响。如果仅看经常性失眠人群占比，则呈现两极分化趋势，18 岁及以下和 51 岁及以上均饱受经常性失眠影响。考虑到老年人本身需要睡眠时间较少，应更重视经常性失眠对青少年群体的影响。

图 5: 2021 年中国不同年龄段网民失眠情况调查

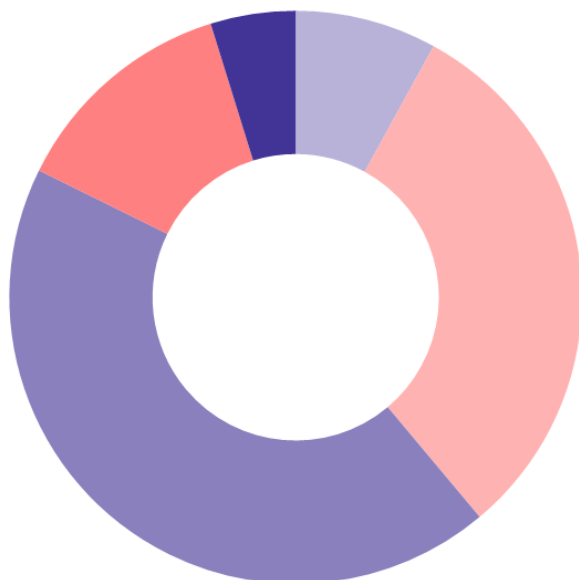


资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

睡眠问题呈年轻化趋势。根据艾媒咨询调查，失眠人群中占比最多的是 31-40 岁中年人，占比第二的是 22-30 岁的年轻人。对于工作的青年人而言，日益紧张的工作节奏导致“缺觉”已经成了生活常态。年轻人长时间的熬夜加班，导致睡眠问题逐渐恶化，从最开始的入睡困难逐步发展到整晚睡不着的重度失眠。还有部分年轻人更是主动熬夜，理由是工作时间已经很长，不熬夜就更没有闲暇时间。对于还在上学的青少年，学习压力导致越来越严重的睡眠不足问题。根据《中国国民心理健康发展报告(2019-2020)》，95.5%的小学生、90.8%的初中生和 84.1%的高中生睡眠时长未达标。一方面，青少年学生睡眠不足问题恶化。从 2019 至 2020 年，上学日睡眠超过 8 小时的比例从 47.4% 下滑至 46.4%，平均睡眠时长为从 8.1 小时下滑至 7.8 小时。另一方面，上学日睡眠时长随年级升高而呈现下降的趋势。相比十余年前，2020 年各个学段青少年的睡眠时长均呈现下降趋势，小学和初中阶段在上学日平均睡眠时长减少约 40 分钟，高一、高二减少 10 至 20 分钟；小学生周末平均睡眠时长减少约 12 至 25.2 分钟，初一、初二减少约 20 分钟，初三及高中阶段下滑更为严重，减少 40.2 至 51.3 分钟。

图 6: 2021 年中国不同年龄段网民失眠情况调查

■ 22岁及以下 ■ 22-30岁 ■ 31-40岁 ■ 41-50岁 ■ 51岁及以上



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

(五) 随着社会发展, 睡眠问题将更加流行

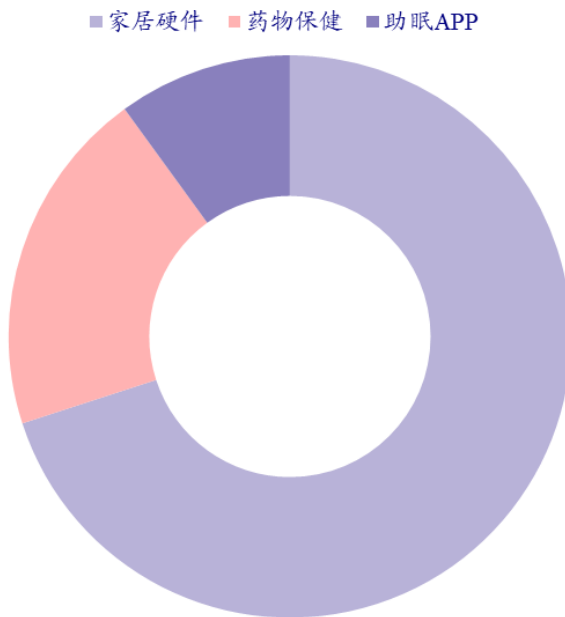
睡眠问题是“现代病”, 伴随经济发展和现代化将愈演愈烈。睡眠问题是现代社会的流行病, 伴随社会的现代化进程, 睡眠问题将影响更多的人群。首先, 现代社会节奏快, 时间紧张, 本身就导致不规律的作息; 其次, 现代社会处处攀比, 人们精神更加焦虑, 这种压力会导致更多的精神疾病; 最后, 年轻人纷纷涌向大城市, 大城市生活压力和夜生活等诱因导致睡眠问题更加年轻化, 睡眠障碍群体不断迎来增量。综上所述, 随着经济发展和现代化进程, 睡眠障碍群体将更为庞大, 睡眠产品市场是巨大的蓝海市场。

二、睡眠经济市场广阔，药物保健产品潜力巨大

（一）睡眠经济以家居硬件为主，药物保健产品渗透率较低

睡眠经济产品主要分为家居硬件、药物保健和助眠 APP 三类产品或服务模式。家居硬件除了传统的床上用品和家具外，比较流行的还有智能手环等“黑科技”硬件产品，主要通过面料、材质或黑科技改善消费者睡眠环境舒适度。药物保健消费主要分为药物和保健品，直接通过生理作用调节用户睡眠状态，例如现在比较火热的褪黑素相关产品。助眠 APP 是互联网时代的新生产物，本质上是互联网平台服务，通过播放声音、记录睡眠数据或帮助消费者形成良好睡眠习惯以促进入睡，主要包括声音助眠类、作息习惯类和监测记录类 APP。目前，睡眠经济仍以家居硬件消费为主，药物保健渗透率较低，未来仍有提升空间。根据头豹研究院的估算，家居硬件消费占睡眠经济约七成，药物保健消费占睡眠经济约两成，助眠 APP 消费占比仅约一成。

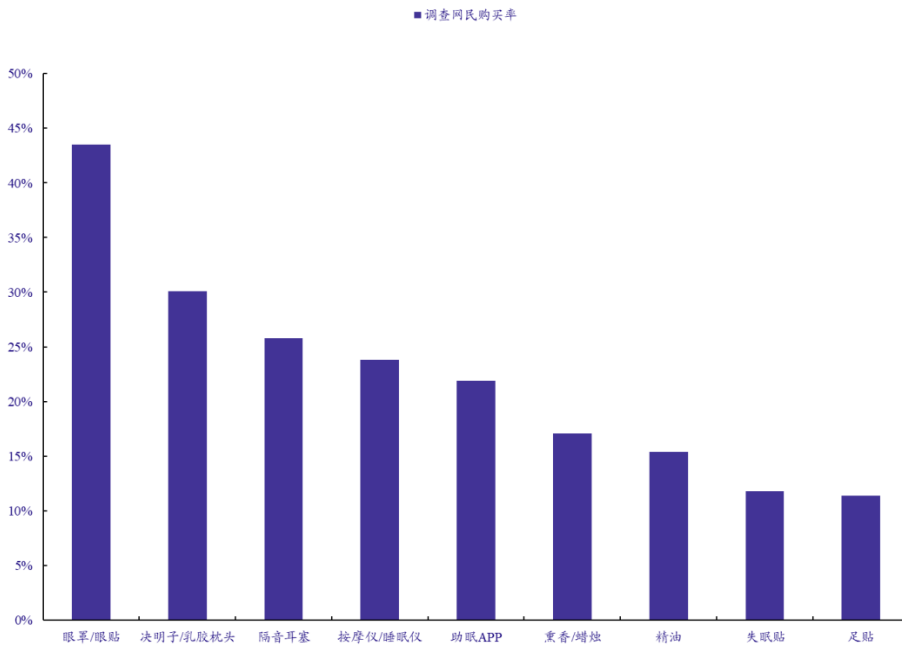
图 7：睡眠经济各板块占比



资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

从消费者购买的具体产品来看，目前消费者仍主要采用物理助眠方法，渗透率较高的主要是眼罩、眼贴、枕头和耳塞等家居用品。据艾媒咨询调查，2021 年购买助眠工具的中国网民中，43.5%网民购买眼罩或眼贴；30.1%网民购买决明子枕头或乳胶枕头；25.8%网民选择购买隔音耳塞。上述产品是科技含量较低的消费品，且各品牌同质化严重，市场竞争激烈，不利于诞生大品牌。消费者选择上述家居用品可能是因为其使用便捷，且使用周期较长，不像药物或保健品那样需要持续购买。但这种消费习惯也说明了中国消费者连续消费意愿不强，助眠产品开发 and 消费较为缺乏科技加持。若要进一步开拓睡眠经济市场，挖掘消费者的持续消费潜力，仍需培育中国消费者在睡眠领域重科技、重疗效、持续消费的习惯。

图 8: 2021 年中国网民助眠工具购买情况



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

三大助眠领域优缺点各不相同。传统家居硬件消费属性更强, 更易遭到同质化竞争; 电子智能硬件虽然黑科技属性较强, 但是要投入更多的研发成本。药物保健类产品只要经过实验认证, 其疗效一般比其他手段更好, 但是研发投入大且国家监管严格, 新药上市也需要较高的推广成本。助眠 APP 虽然推广成本比家居硬件和药品保健产品更低, 但是尚未找到合适的盈利模式, 且 APP 功能大多同质化, 开发和复制比较简单, 容易面临大型互联网平台的竞争, 发展前景最为不稳定。从发展前景看, 目前家居硬件中的电子智能硬件和药物保健类产品成长较快, 渗透率有望提升。

表 1: 三大助眠领域优劣势对比

产品分类	优势	劣势
家居硬件	结合新消费和新科技概念, 利润水平较高	消费产品容易面临同质化竞争, 科技产品研发投入大
药物保健	经过实验验证的产品效果明确	研发投入大, 监管严格
助眠 APP	用户易触达, 推广成本低	技术壁垒低, 易被复制, 服务同质化, 难以和大平台竞争

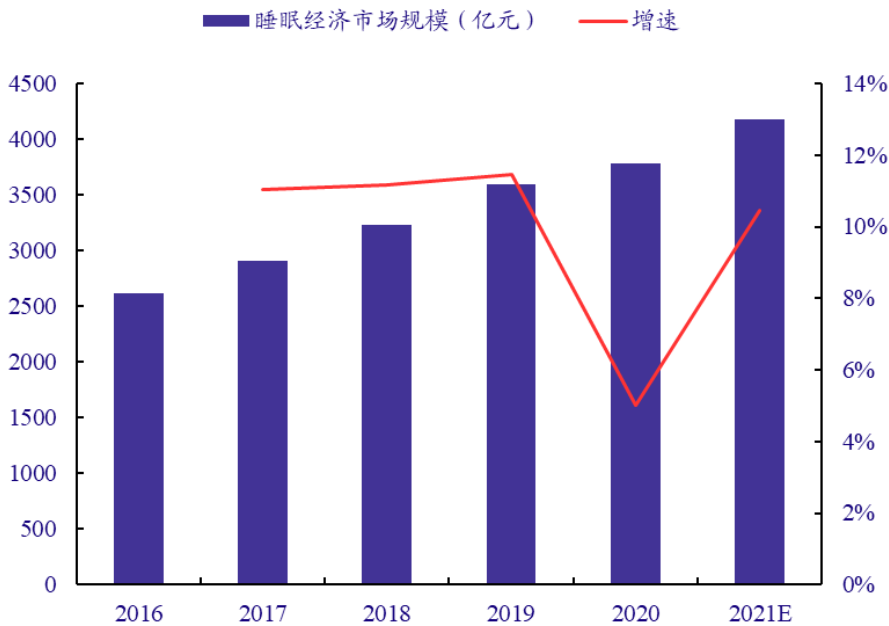
资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院整理

(二) 睡眠经济市场广阔, 药物保健类产品成长可期

睡眠经济规模庞大, 且总量稳步增长。2016-2020 年间, 中国睡眠经济整体市场规模已从 2616.3 亿元增长至 3778.6 亿元, 复合年化增长率约 9.6%, 市场总量常年稳步增长。分类来看, 家居硬件中的床上用品等消费产品竞争激烈已是红海市场, 只有近年来新兴的智能电子设备等科技属性较强的产品成长前景较好; 药物保健类产品虽然渗透率较低, 但其年平均增长率可达

15%，渗透率有望进一步提高；助眠 APP 虽然渗透率更低，但是由于其尚未探索出合适的盈利模式，且容易面临互联网大平台等头部玩家的竞争，目前成长前景仍然不稳定。综上所述，睡眠经济中药品保健类产品属于成长前景较为确定的蓝海市场，有望更多受益于国人日益庞大的睡眠需求。

图 9：睡眠经济市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

（三）消费者更愿接受平民价格，国产保健品有价格优势

消费者普遍更愿接受平民价格的睡眠保健品。据艾媒咨询调查显示，2021 年中国 44.5% 网民接受的助眠保健品价格低于 100 元；32.1% 网民接受的价格为 100-300 元；而 15.7% 网民能接受的价格在 300-500 元。对比之下，能接受 500 元以上助眠保健品的网民相对较少，仅为 7.7%。整体而言，消费者更倾向于平民价格区间的睡眠保健品。这种价格接受程度表明更便宜的国货和进口保健品竞争仍有一战之力。

相对于其它保健品，睡眠保健品价格通常较低。国产大多睡眠保健品单瓶零售价格低于 100 元。以淘宝上销售的褪黑素类产品为例，截至 2019 年 12 月，淘宝平台销量排名前五的褪黑素睡眠保健品零售价格均不超过 100 元，畅销单品分别为汤臣倍健褪黑素安瓶、黄金搭档褪黑素维生素 B 安瓶、活力达褪黑素安瓶、美国 Vitafusion 褪黑素安瓶、禾博士褪黑素维生素 B6 片，对应销量为 1.7 万、1.7 万、1.2 万、9991、8375 瓶。单瓶零售价格在 100 元以上且不超过 300 元的褪黑素睡眠保健产品销量较低，畅销单品有自然之宝褪黑素软糖安瓶、Vitafusion 褪黑素咀嚼软糖、康麦斯牌美康宁褪黑素片、美国康一生红宝石睡眠糖，上述单品销量均不超过 8000 瓶。至于 300 元以上的褪黑素产品，淘宝销量甚至低于 2000 瓶。上述数据表明对于主要成分相同的保健品，消费者更看重价格而非品牌，因此国产品牌睡眠保健品可以依靠价格优

势抢占更多市场。

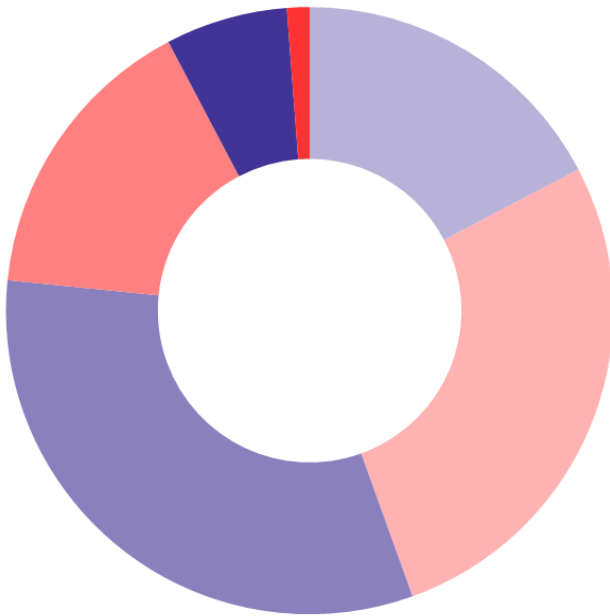
表 2: 按价格分类褪黑素类产品截至 2019 年 12 月淘宝销量

价格区间	代表品牌	淘宝销量
0-100 元	汤臣倍健褪黑素安瓶、黄金搭档褪黑素维生素 B 安瓶、活力达褪黑素安瓶、美国 Vitafusion 褪黑素安瓶、禾博士褪黑素维生素 B6 片	1.7 万、1.7 万、1.2 万、9991、8375 瓶
101-299 元	自然之宝褪黑素软糖安瓶、Vitafusion 褪黑素咀嚼软糖、康麦斯牌美康宁褪黑素片、美国康一生红宝石睡眠糖	销量均不超过 8000 瓶
300 元及以上	日本 Nene 冻龄安眠水素胶囊、美国纽安思安睡美白组合褪黑素	销量均不超过 2000 瓶

资料来源: 淘宝, 中国银河证券研究院整理

图 10: 2021 年网民对睡眠保健品价格接受度

■ 50元以下 ■ 50-100元 ■ 100-300元 ■ 300-500元 ■ 500-800元 ■ 800元及以上

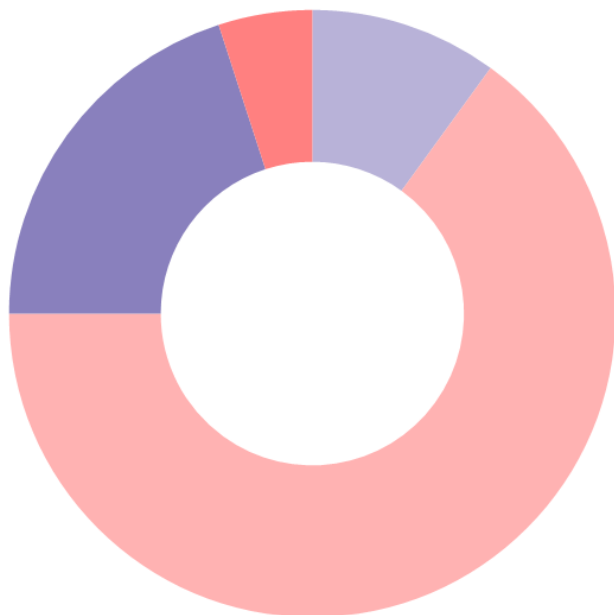


资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

睡眠保健品消费主体决定了国人购买睡眠保健品必定重视价格。 中年人是睡眠保健品消费主力, 消费者整体男性多于女性。按年龄划分, 睡眠保健品消费者主要集中于中年人, 其中 31-40 岁年龄段消费者占比约 65%, 41-60 岁消费者占比约 20%。中年人消费较多, 一方面是因为中年人压力大, 睡眠问题最为严重; 另一方面是中年人需要保持健康体魄以支持工作, 相比于其他年龄段更重视调理睡眠。按照性别划分, 睡眠保健品消费者男性较多, 占比约六成, 可能是因为男性工作压力更大导致失眠问题更为严重。中年男性上有老下有小, 普遍还有房贷等刚性支出, 虽然有一定收入但经济压力也大, 作为睡眠保健品的消费主力必定会偏好更加平民的价格。

图 11: 睡眠保健品消费者年龄分布

■ 18-30岁 ■ 31-40岁 ■ 41-64岁 ■ 65岁及以上



资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

三、睡眠领域相关药品和保健品增长长期向好

(一) 医学上治疗失眠主要方式为心理治疗和药物治疗

失眠往往不是孤立存在的，针对顽固性失眠必须进行治疗。单纯受压力、情绪、事件等暂时性因素影响的偶发性失眠，通过调节心情、改善作息规律或者营造良好环境等手段便可缓解，一般不用通过药物治疗；但是顽固性失眠往往有更深层次的原因，必须进行药物治疗。一方面，失眠可能是其他精神疾病的症状，针对这类失眠涉及其他精神疾病的药物治疗；另一方面，长期失眠容易导致心脑血管疾病、中枢神经疾病、消化系统疾病等其他疾病，如果不在失眠阶段就进行药物治疗，以后就可能要对其他疾病进行药物治疗。

根据《中国成人失眠诊断与治疗指南(2017版)》，失眠的干预方式主要包括心理治疗、药物治疗、物理治疗和中医治疗。心理治疗主要包括睡眠卫生教育和针对失眠的认知行为治疗(CBT-I)。应强调睡眠卫生教育的重要性，即在建立良好睡眠卫生习惯的基础上，开展其他治疗手段。CBT-I能够有效纠正失眠患者错误的睡眠认知与不恰当的行为因素，有利于消除心理生理性高觉醒，增强入睡驱动力，重建正确的睡眠觉醒认知模式，持续改善失眠患者的临床症状，且没有不良反应。药物治疗失眠的短期疗效已经被临床试验所证实，但是长期应用仍需承担药物不良反应、成瘾性等潜在风险。物理治疗如光照疗法、经颅磁刺激、生物反馈治疗、经颅微电流刺激疗法等，以及饮食疗法、芳香疗法、按摩、顺势疗法等，均缺乏令人信服的大样本对照研究，只能作为可选择的补充治疗方式。中医治疗失眠的历史悠久，但囿于特殊的个体化医学模式，难以用现代循证医学模式进行评估。

短期失眠患者应该积极寻找并消除可能的诱发因素，同时积极处置失眠症状。相当一部分的短期失眠患者首选自我调适，但是由于睡眠认知错误或者应对的行为方式不当，可能导致短期失眠转化成慢性失眠。短期失眠患者在无法完成 CBT-I 时应早期应用药物治疗。药物治疗能发挥良好的催眠效能，快速消除失眠症状，避免病程迁延。慢性失眠患者在建立良好睡眠卫生习惯的基础上，应当首选 CBT-I。药物治疗慢性失眠缺乏符合标准的长程临床对照研究。已经接受药物治疗的慢性失眠患者，除无法依从者之外，应当同时给予心理治疗，即使是那些已经长期服用镇静催眠药物的失眠患者亦是如此。

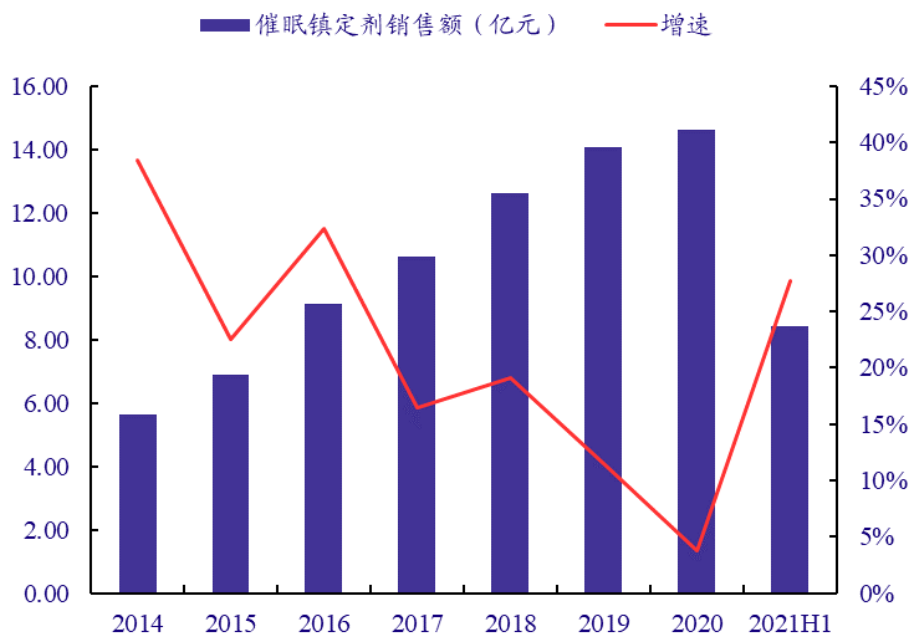
(二) 除少数不良反应较大者，失眠相关药物大都较快增长

临床实践中所应用的具有催眠作用的药物种类繁多。需要注意，部分药物说明书中的主要适应证并不适用于失眠的治疗，比如某些抗抑郁剂和镇静类抗精神病药物，但是这些药物具备治疗失眠的临床证据，可以参照推荐意见进行个体化的治疗。目前临床治疗失眠的药物，主要包括苯二氮卓受体激动剂(BZRAs)、褪黑素受体激动剂、食欲素受体拮抗剂和具有催眠效应的抗抑郁药物。处方药加巴喷丁、喹硫平、奥氮平治疗失眠的临床证据薄弱，不推荐作为失眠治疗的常规用药。抗组胺药物(如苯海拉明)、普通褪黑素以及缬草提取物等非处方药虽然具有催眠作用，但是现有的临床研究证据有限，不宜作为治疗普通成人失眠的常规用药。酒精(乙醇)不能用于治疗失眠。

若采用药物治疗失眠，则治疗方案选择依次是：①首选 non-BZDs，如唑吡坦、右佐匹克隆；②如首选药物无效或无法依从，更换为另一种短-中效的 BZRAs、褪黑素受体激动剂、食欲素受体拮抗剂；③添加具有镇静催眠作用的抗抑郁药物(如多塞平、曲唑酮、米氮平或帕罗

西汀等), 尤其适用于伴随焦虑和抑郁症状的失眠患者。治疗失眠的药物大多属于催眠镇定剂范畴, 该类药品常年保持较快增长, 从 2013 年至 2020 年销售额年化复合增速高达 20.08%。

图 12: 催眠镇定剂药物样本医院销售额



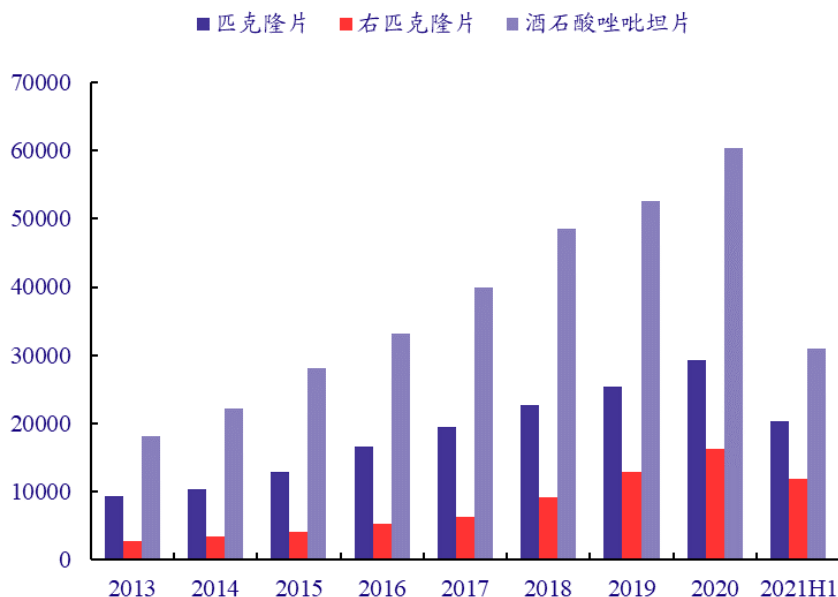
资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

1. BZRAs:

分为苯二氮草类药物(BZDs)和非苯二氮草类药物(non-BZDs)。BZDs 于 20 世纪 60 年代开始使用, 可非选择性激动 γ -氨基丁酸受体 A 上不同的 γ 亚基, 具有镇静、催眠、抗焦虑、肌肉松弛和抗惊厥的药理作用。20 世纪 80 年代以来, 以唑吡坦(zolpidem)和右佐匹克隆(eszopiclone)为代表的 non-BZDs 先后应用于失眠的临床治疗, 它们对 γ 氨基丁酸受体 A 上的 $\alpha 1$ 亚基选择性激动, 主要发挥催眠作用, 不良反应较 BZDs 轻, 已经逐步成为治疗失眠的临床常用药物。(1)non-BZDs: 唑吡坦、右佐匹克隆和佐匹克隆属于快速起效的催眠药物, 能够诱导睡眠始发, 治疗入睡困难和睡眠维持障碍。扎来普隆的半衰期较短, 仅适用于治疗入睡困难。虽然 non-BZDs 具有与 BZDs 类似的催眠疗效, 但是由于 non-BZDs 半衰期相对较短, 次日残余效应被最大限度地降低, 一般不产生日间困倦, 产生药物依赖的风险较传统 BZDs 低, 治疗失眠安全、有效, 无严重药物不良反应。近年来不同剂型的 non-BZDs, 如唑吡坦控释剂、含化剂和喷雾剂, 为临床需要提供更多的选择。需要注意, non-BZDs 有可能会在突然停药后发生一过性的失眠反弹。(2)BZDs: 美国 FDA 批准了 5 种 BZDs(艾司唑仑、氟西洋、夸西洋、替马西洋和三唑仑)用于治疗失眠, 其中三唑仑属于唯一的短半衰期催眠药物, 但是由于其成瘾性和逆行性遗忘发生率高, 已被我国列为一类精神药品管理。国内常用于治疗失眠的 BZDs 还包括阿普唑仑、劳拉西洋和地西洋。BZDs 药物可以改善失眠患者的入睡困难, 增加总睡眠时间, 不良反应包括日间困倦、头昏、肌张力减低、跌倒、认知功能减退等。持续使用 BZDs 后, 在停药时可能会出现戒断症状和反跳性失眠。对于有物质滥用史的失眠患者需要考虑到潜

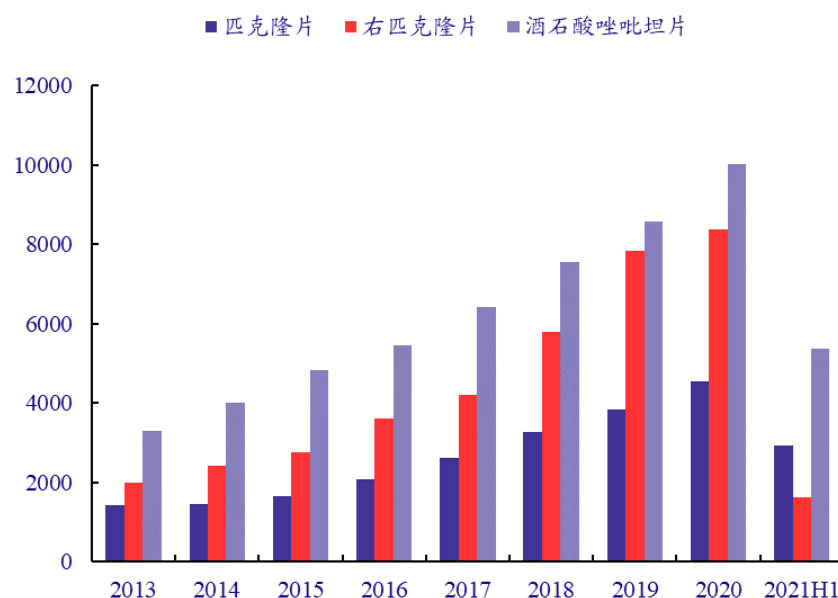
在的药物滥用风险。肝肾功能损害、重症肌无力、中重度阻塞性睡眠呼吸暂停综合征(OSA)以及重度通气功能障碍患者禁用 BZDs。

图 13: non-BZDs 药物样本医院销售量 (万片)



资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

图 14: non-BZDs 药物样本医院销售额 (万元)

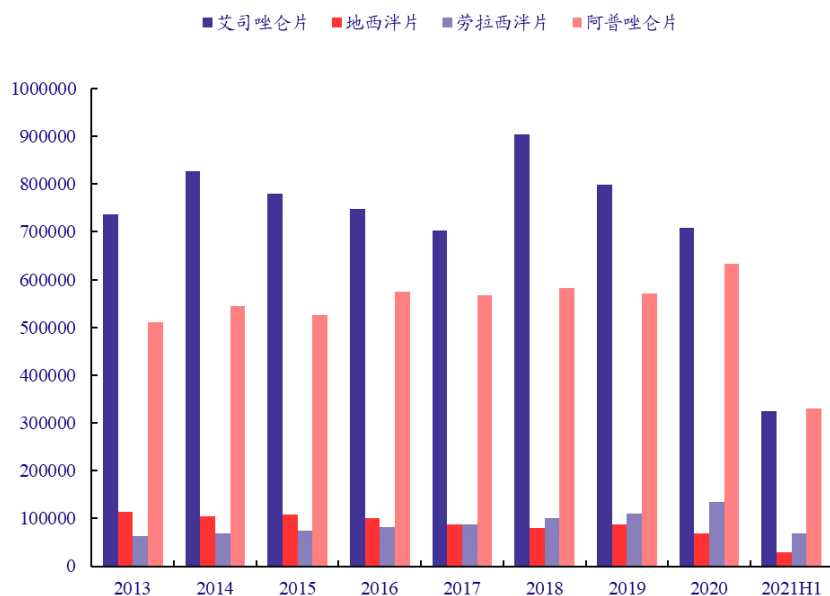


资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

非苯二氮草类药物增长前景良好。整体来看 non-BZDs 销量和销售额均保持较快增长。

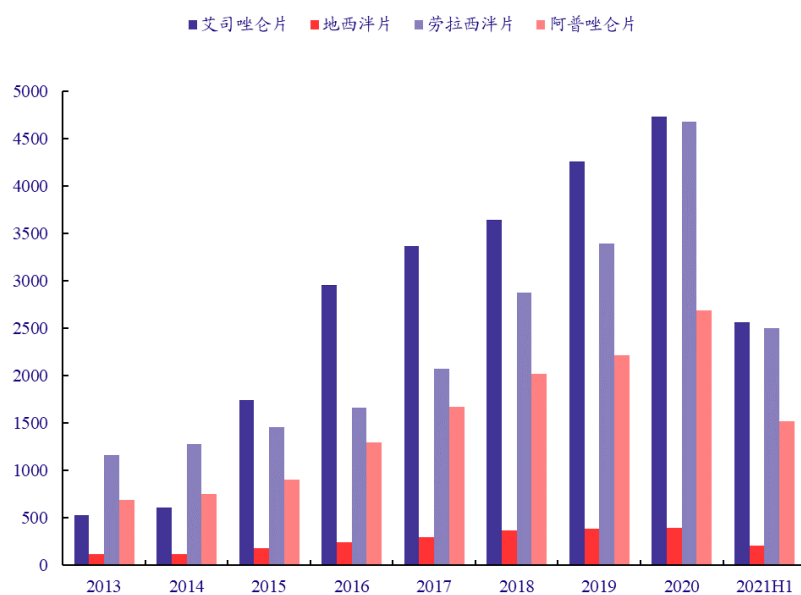
2013 至 2020 年，酒石酸唑吡坦片、右匹克隆片和匹克隆片销量年化复合增速分别为 18.71%、28.66%和 17.86%；销售额年化复合增速分别为 17.21%、22.77%和 18.13%。从 2020 年四季度起，右匹克隆片的销售额相比销售量严重缩水，主要是受最近的集采影响。

图 15: BZDs 药物样本医院销售量 (万片)



资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

图 16: BZDs 药物样本医院销售额 (万元)



资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

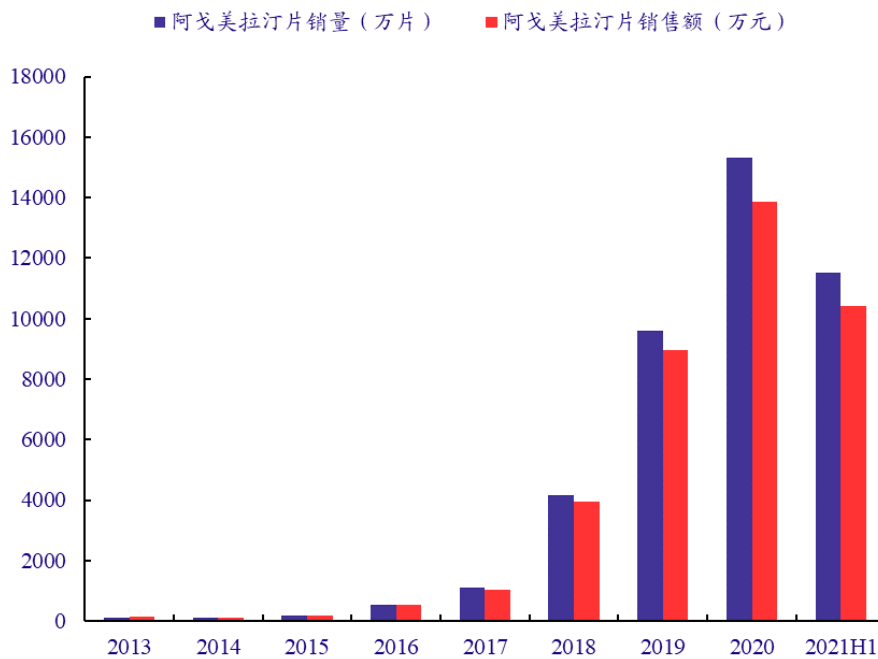
常用苯二氮草类药物销售额不断增长。除了三唑仑因不良反应即将被淘汰，其他几种常见的BZDs药物销售额均不断增长，但是其销售量大都增长乏力。除了劳拉西泮销售量增长不错，其他几种BZDs药物销售额的增长基本靠涨价驱动。

2. 褪黑素和褪黑素受体激动剂：

褪黑素参与调节睡眠觉醒周期，可以改善时差变化所致睡眠觉醒障碍、睡眠觉醒时相延迟障碍等昼夜节律失调性睡眠觉醒障碍，但使用普通褪黑素治疗失眠尚无一致性结论，故不推荐将普通褪黑素作为催眠药物使用。褪黑素受体激动剂雷美替胺(ramelteon)属于褪黑素 MT1 和 MT2 受体激动剂，能够缩短睡眠潜伏期、提高睡眠效率、增加总睡眠时间，可用于治疗以入睡困难为主诉的失眠以及昼夜节律失调性睡眠觉醒障碍。雷美替胺对于合并睡眠呼吸障碍的失眠患者安全有效，由于没有药物依赖性，也不会产生戒断症状，故已获准长期治疗失眠。阿戈美拉汀既是褪黑素受体激动剂也是 5-羟色胺 2C 受体拮抗剂，因此具有抗抑郁和催眠双重作用，能够改善抑郁障碍相关的失眠，缩短睡眠潜伏期，增加睡眠连续性。褪黑素受体激动剂可作为不能耐受前述催眠药物的患者和已经发生药物依赖患者的替代治疗。

国内使用较多的褪黑素受体激动剂是阿戈美拉汀，其销量和销售额均爆发性增长。从 2013 至 2020 年，阿戈美拉汀片销量年化复合增速为 100.61%，销售额年化复合增速为 92.18%。该药物即可治疗失眠也可治疗抑郁症，在国人精神状态越来越差的现代社会大有可为。

图 17：阿戈美拉汀片样本医院销量（万片）和销售额（万元）



资料来源：米内网，中国银河证券研究院

3. 食欲素受体拮抗剂：

食欲素又称下丘脑分泌素，具有促醒作用。针对食欲素双受体发挥抑制作用的拮抗剂苏沃雷生(suvorexant)，已获得美国食品药品监督管理局批准用于治疗成人失眠(入睡困难和睡眠维持障碍)。其发挥催眠作用的靶点不同于其他催眠药，现有研究数据显示其具有较好的临床

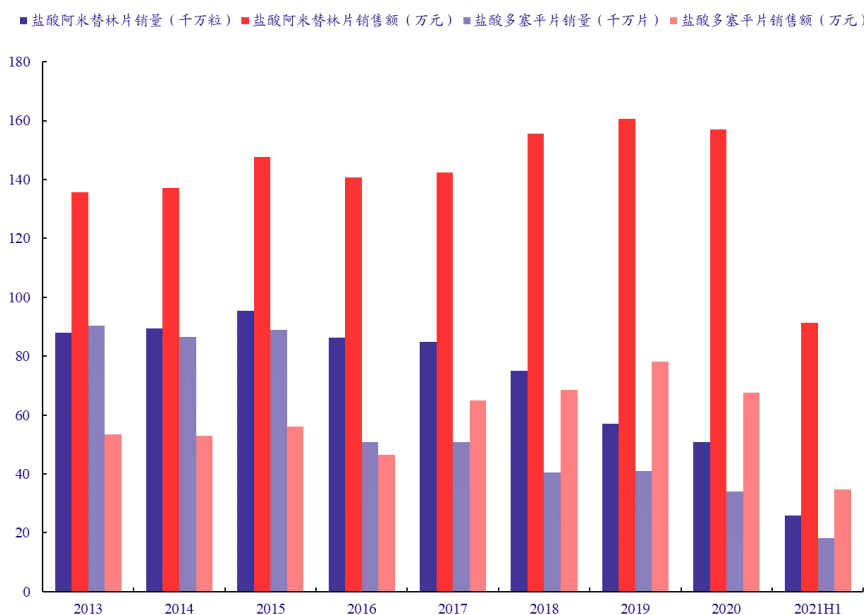
疗效和耐受性。不过该药物尚未在国内获批上市，这里不再赘述。

4. 抗抑郁药物:

部分抗抑郁药具有镇静作用，在失眠伴随抑郁、焦虑心境时应用较为有效。(1)三环类抗抑郁药物:小剂量的多塞平(3~6 mg/d)因有特定的抗组胺机制，可以改善成年和老年慢性失眠患者的睡眠状况，具有临床耐受性良好，无戒断效应的特点，近年已作为治疗失眠的推荐药物之一。阿米替林能够缩短入睡潜伏期、减少睡眠中觉醒、增加睡眠时间、提高睡眠效率，但其同时减少慢波睡眠和快速眼动睡眠，不良反应多(如抗胆碱能作用引起的口干、心率加快、排尿困难等)，因此，老年患者和心功能不全患者慎用，不作为治疗失眠的首选药物。(2)曲唑酮:小剂量曲唑酮(25~150 mg/d)具有镇静催眠效果，可改善入睡困难，增强睡眠连续性，可以用于治疗失眠和催眠药物停药后的失眠反弹。(3)米氮平:小剂量米氮平(3.75~15.00 mg/d)能缓解失眠症状，适合睡眠表浅和早醒的失眠患者。(4)选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂(SSRI):虽无明确催眠作用，但可以通过治疗抑郁和焦虑障碍而改善失眠症状。部分 SSRI 能够延长睡眠潜伏期，增加睡眠中的觉醒，减少睡眠时间和睡眠效率，减少慢波睡眠，多用于治疗共病抑郁症状的失眠患者; SSRI 可能增加周期性肢体运动，某些患者在服用时甚至可能加重其失眠症状。因此，一般建议 SSRI 在白天服用。(5)选择性 5-羟色胺和去甲肾上腺素再摄取抑制剂:包括文拉法辛和度洛西汀等可通过治疗抑郁和焦虑障碍而改善失眠症状，更适用于疼痛伴随失眠的患者，不足之处与 SSRI 相似。(6)抗抑郁药物与 BZRAs 联合应用:慢性失眠常与抑郁症状同时存在，部分 SSRI 与短效 BZRAs(如唑吡坦、右佐匹克隆)联用，可以快速缓解失眠症状，提高生活质量，同时协同改善抑郁和焦虑症状。

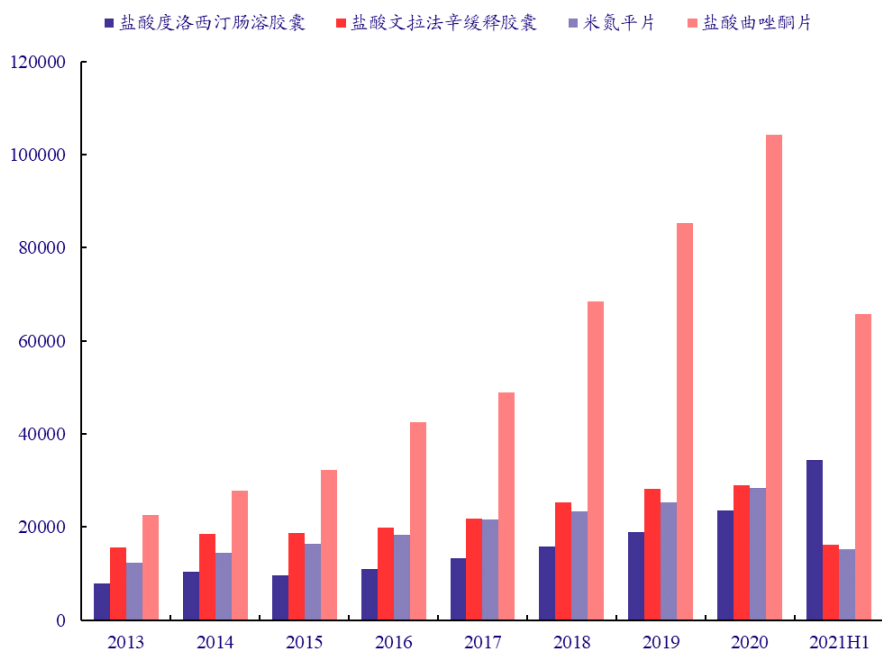
三环类抗抑郁药物因不良反应较多，且新生代抗抑郁药物兴起，一般不作为一线药物使用，已经很难增长。除三环类抗抑郁药物外，其余兼具镇定作用的抗抑郁药物均保持稳步增长。中国抑郁症群体日益庞大，即使不考虑治疗失眠的应用，上述抗抑郁症药物也有较好前景。

图 18: 具有镇定作用的三环类抗抑郁药物样本医院销量和销售额



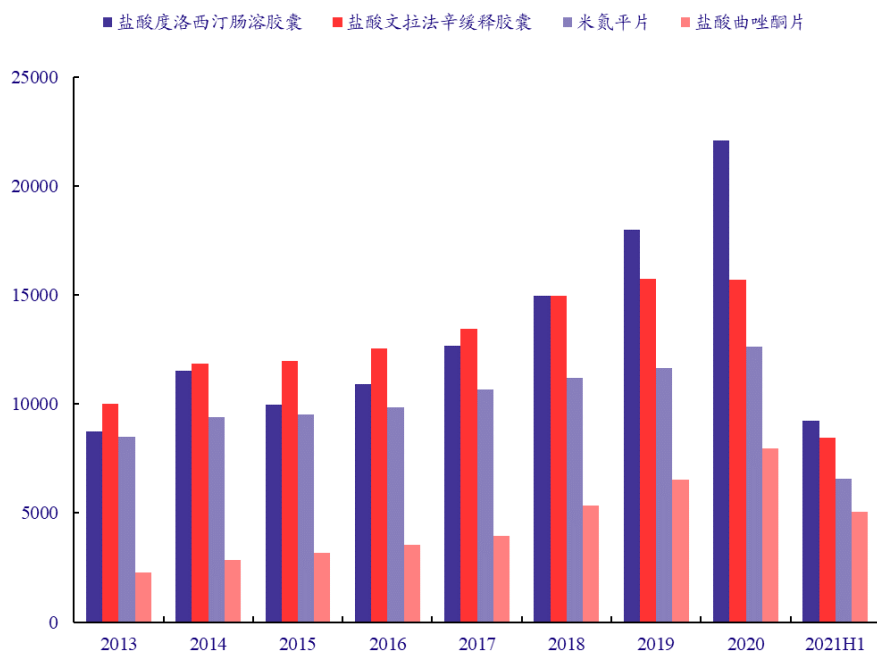
资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

图 19: 具有镇定作用的非三环类抗抑郁药物样本医院销量 (万粒/片)



资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

图 20: 具有镇定作用的非三环类抗抑郁药物样本医院销售额 (万元)



资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

大部分失眠常用药物都是仿制药, 在国内存在多家竞争对手, 易被纳入集中带量采购。常用的安眠药中只有右佐匹克隆已被纳入集采, 其他竞品较多的药物不排除以后被纳入集采的

可能。根据米内网样本医院药品销售数据，下表列示了常用安眠药的国产厂商。

表 3: 临床常用具有镇定催眠作用的药物

类别	通用名	主要适应症	国产厂商
非苯二氮䓬类	唑吡坦	入睡困难或睡眠维持障碍	湖南千金湘江药业、鲁南贝特制药、江苏豪森药业、陕西量子高科药业
	佐匹克隆	入睡困难或睡眠维持障碍	吉林金恒制药、齐鲁制药、广东华润顺峰药业、天津华津制药
	右佐匹克隆	入睡困难或睡眠维持障碍	江苏天士力帝益药业、成都康弘药业集团、上药中西制药
	扎来普隆	入睡困难	北京双鹭药业、江苏恩华药业、丝川禾邦阳光制药、蚌埠丰原涂山制药、天津太平洋制药、重庆康刻尔制药、海南全星制药、三门峡赛诺维制药
苯二氮䓬类	艾司唑仑	入睡困难或睡眠维持障碍	北京益民药业、北京中新药业、常州四药制药、华中药业、济南永宁制药、江苏吉贝尔药业、山东信谊制药、上药信谊药厂、石药欧意药业、新乡常乐制药、中瀚宁国国安邦宁药业
	氟西洋	入睡困难或睡眠维持障碍	上海信谊万象药业
	夸西洋	入睡困难或睡眠维持障碍	-
	替马西洋	入睡困难或睡眠维持障碍	-
	三唑仑	入睡困难	江苏恩华药业
	阿普唑仑	入睡困难或睡眠维持障碍	北京益民药业、湖南洞庭药业、江苏恩华药业、齐鲁制药、山东信谊制药、上药信谊药厂、天方药业、重庆青阳药业
	地西洋	入睡困难或睡眠维持障碍	北京益民药业、华中药业、济川药业集团、济南永宁制药、山东信谊制药、上药信谊药厂、天津力生制药、云鹏医药集团、济宁安康制药
褪黑素类	劳拉西洋	入睡困难或睡眠维持障碍	湖南洞庭药业
	褪黑素缓释片	入睡困难或睡眠维持障碍	-
	雷美替胺	入睡困难	-
具有催眠作用的抗抑郁药	阿戈美拉汀	抑郁症	江苏豪森药业集团
	多塞平	睡眠维持障碍	常州康普药业、南京白敬宇制药、仁和堂药业、上海青平药业、上海中西三维药业、上药信谊药厂、苏州弘森药业
	阿米替林	抑郁症	常州四药制药、湖南洞庭药业
	曲唑酮	抑郁症	常州华生制药、沈阳福宁药业、台湾海默尼药业
食欲素受体拮抗剂	米氮平	抑郁症	哈尔滨三联药业、华裕(无锡)制药、山西康宝生物
	苏沃雷生	入睡困难或睡眠维持障碍	-

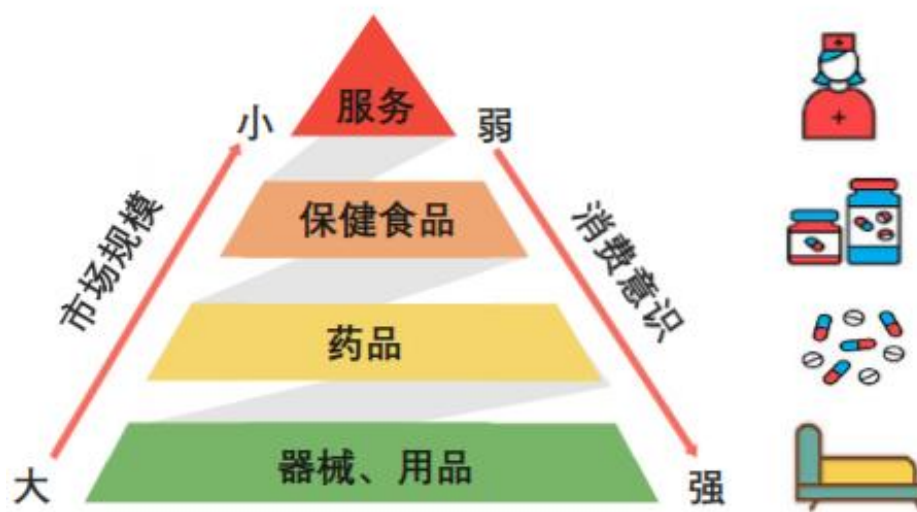
资料来源：中国成人睡眠诊疗指南（2017版）、米内网，中国银河证券研究院

（三）睡眠保健品市场初步发展，仍需培育消费习惯

睡眠保健品成分多样，国产品牌占主导地位。睡眠保健品有效成分主要有植物提取物、褪黑素和氨基酸等，其中常见的植物提取物来源有酸枣仁、缬草根和洋甘菊等，常见的氨基酸添加物有 GABA、5HTP 和 L-茶氨酸等。国内睡眠保健品知名品牌主要有汤臣倍健、脑白金、黄金搭档等。国产睡眠保健品品牌有效成分主要包含褪黑素睡眠保健品、草本睡眠保健品，相对于海外睡眠保健品品牌，国产保健食品品牌睡眠保健产品选择更丰富。此外，国产保健食品品牌对本土消费者了解程度高，易通过各类营销活动打开产品市场。海外保健品品牌则主要强调品质，定价相对更高，大多通过电商销售，在高收入群体中较受欢迎。

消费升级有望促进睡眠保健品发展。睡眠经济消费层次从低到高依次是器械用品、药品、保健品和服务四种消费类型，消费层次越高，消费意识越强，市场规模越小。睡眠经济在中国的发展水平依然较低，主要还是家居用品等低层次消费，保健品等较高层次睡眠消费渗透率依然很低。目前还是要培育消费者针对睡眠保健品的消费习惯，唤起消费意识，在消费升级大趋势下提升消费保健品的渗透率。

图 21：睡眠消费的不同层次

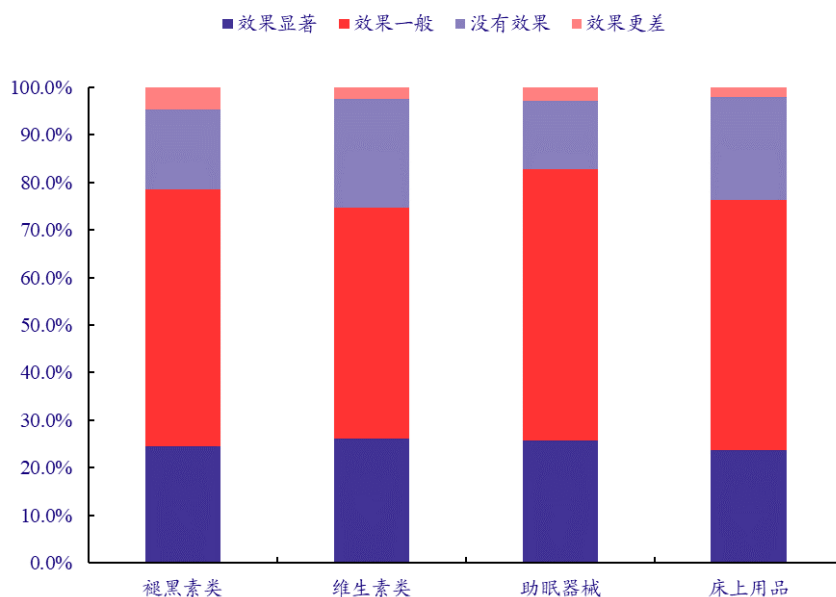


资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

（四）睡眠保健品市场仍需规范，使用需要科学依据

睡眠保健品使用经常缺乏科学建议。如前文所述，失眠成因非常复杂，甚至失眠是其他疾病的症状，因此改善睡眠应该对症下药，然而大部分保健品销售渠道根本不会给予科学的指导意见。消费者在缺乏科学依据的情况下乱用保健品，只会导致改善睡眠效果不佳，甚至延误病情。目前通过保健食品解决睡眠问题的方案效果不明显，如褪黑素及草本睡眠保健品在解决失眠问题方面效果不如安眠药显著，且无法根除导致失眠症状的病因，其功效受消费市场质疑。以褪黑素为例，根据艾媒咨询调查，仅有 24.5% 网民认为助眠效果显著，和其他手段比疗效并无显著优势。

图 22: 2021 年中国网民助眠产品效果感知对比



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

应当完善睡眠保健品使用的科学依据。一方面, 要大力培养睡眠问题人才, 在保健品销售时给予客户科学建议, 指导客户选择产品; 另一方面, 要积极验证睡眠保健品功效, 明确其有效性以及适用情形, 针对不同原因导致的睡眠障碍有针对性的开发睡眠保健品。只有在提高保健品疗效的同时提升消费者选择产品的科学意识, 才能有效提高消费者对睡眠保健品的满意度。

四、建议关注睡眠药品和保健品相关公司的投资机会

（一）睡眠问题日益严峻是社会发展趋势

睡眠问题是现代社会的流行病，与社会发展过程的伴生品，是现代人类生活难以剥离的副作用。在中国，睡眠问题更加严峻。一方面，中国人多资源少，竞争更为激烈，快节奏的工作和成本飙升的生活都促成了令人压抑的“卷文化”，为睡眠障碍乃至更多精神疾病提供了滋生的温床。另一方面，中国社会现代化程度飞速提升，超大城市的夜生活以及电子设备的普及让人更容易养成不良的夜间生活习惯，导致了更为顽固的睡眠问题。

社会压力和焦虑与日俱增，睡眠经济前景广阔一片蓝海。随着社会现代化程度提升，睡眠问题将更影响更广泛的群体。经济发展过程中，最普适的规律就是“自选择”模型下的分化：

（1）地区分化：人口向大城市单向流动，小城市和农村进一步空心化；（2）阶层分化：人以类聚导致阶级固化，社会阶层隔阂日益扩大。除去战争动乱等特殊时期，社会发展均导致各方面不断分化。从横向对比，大城市等发达地区远远甩开落后地区；从纵向对比，早来大城市的人财富积累远远甩开晚到大城市的人。尤其是家境普通的年轻人为了那一丝遥不可及的逆袭概率，只能被发展浪潮裹挟进无限膨胀的大城市，在日益逼仄的生存空间下勉强谋生。源源不断的年轻人作为社会的增量，在拥挤的大城市谋生竞争压力只会更大，在阶级固化大环境下只会更加焦虑，患有睡眠障碍或其他精神疾病的人群自然也越来越多，睡眠经济需求一片大好。

（二）关注睡眠药物和保健品相关公司的投资机会

药物和保健品消费在睡眠经济中有望占据更多份额。首先，对于顽固性失眠采用药物治疗是必要手段。长期失眠会进一步诱发其他疾病，部分患者失眠也是其他精神疾病的表征，必须进行药物干预治疗。其次，药物和部分保健品疗效有明确的实验证据，效果应该比其他助眠手段更好。最后，消费升级有望推动睡眠经济中药物保健类产品的渗透率。国人的睡眠消费水平仍处于较低的层次，仍聚焦于床垫、枕头为主的床上用品和眼罩、耳塞为主的简单器械，这也意味着药物和保健品渗透率仍有很大提升空间。

随着睡眠障碍群体日益扩大，睡眠药物和保健品相关公司有望迎来市场红利，应当关注睡眠领域药物和保健品公司的投资机会。一方面，应当关注睡眠领域相关药物生产企业，着重关注不良反应较小的常用安眠药物 non-BZDs 等。另一方面，应当关注切入睡眠保健品的医药企业，尤其是涉足目前比较火热的褪黑素、GABA 等的布局。

五、重点推荐公司

(一) 恩华药业 (002262.SZ)：中枢神经药物领军企业

公司是专注于中枢神经系统药物研发和生产的领军企业。公司是国家定点麻醉及精神药品生产基地，是国内重要的中枢神经系统药物的生产商和销售商。二十多年来，公司集中资源从事中枢神经药物的研发、生产、销售，拥有国内最丰富的产品线，形成了公司独特的核心竞争力。公司在中枢神经药物行业的细分领域麻醉、精神、神经均有重磅产品布局，近几年来陆续获批的有盐酸瑞芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸羟考酮注射液、盐酸戊乙奎醚注射液、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、盐酸阿芬太尼注射液等产品；未来一段时间将会陆续获批的会有 TRV-130 注射液、地佐辛注射液、依托咪酯乳状注射液、普瑞巴林胶囊、奥氮平片、枸橼酸芬太尼口腔黏膜贴片、盐酸他喷他多片、盐酸咪达唑仑口服溶液、NH600001、NH102 等一系列产品。

市场或高估精麻药品降价风险。公司当下估值处于历史水平低位，主要是因为市场担忧精麻药品下调国家定价和集采风险。公司产品大部分是国家管制的麻醉药品和第一类精神药品，这类精麻药品由国家直接定价，不参与集采。之前精麻药品定价权转交给医保局曾引起大家关于精麻药品大幅降价的猜测，但目前未见有此意向。此外，大部分国家管制精麻药品在国内的生产厂家有限，竞争对手少，政策壁垒高，很难通过竞争方式大幅降价。公司的二类精神药品部分品种已纳入集采，但是收入占比对公司影响有限。公司大部分药品条线都已延伸至原料药生产，具有更多成本优势。

公司所处赛道顺应节奏快、压力大的社会发展大趋势。公司产品集中于神经领域，大部分产品应用于麻醉、抑郁症、精神分裂症等领域，部分品种也可以直接治疗睡眠障碍。精神疾病领域属于典型的长坡厚雪赛道，因其与“节奏快、压力大”的社会发展大趋势相符，属于典型的蓝海赛道。

投资建议：我们看好公司未来的发展前景。首先，公司专注于精神类药物，中国精神类药物市场广阔，赛道长坡厚雪。其次，公司业绩增长具有韧性，持续研发新产品确保未来增长点。最后，市场或高估了公司产品降价的风险，导致公司当前估值偏低。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 8.81/10.80/13.14 亿元，对应 EPS 为 0.87/1.07/1.30 元，给予“推荐”评级。

风险提示：管制类精麻药品国家定价下调的风险、相关产品集采降价的风险、研发失败的风险等

表 4：恩华药业关键指标预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3361.30	4030.00	4780.50	5671.95
收入增长率	-18.99%	19.89%	18.62%	18.65%
归母净利润(百万元)	728.82	880.82	1079.51	1314.26
利润增速	9.88%	20.86%	22.56%	21.75%
毛利率	75.54%	76.41%	77.04%	77.65%
摊薄 EPS(元)	0.72	0.87	1.07	1.30

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 华熙生物 (688363.SH)：积极开辟助眠等功能性食品领域

公司是领先的生物发酵产品生产商。公司是全球知名的生物科技公司 and 生物活性材料公司，是集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台企业，微生物发酵生产透明质酸技术处于全球领先。公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，以及分析检测平台、配方工艺研发平台、合成生物学研发平台、应用机理研发平台在内的六大研发平台，建立了生物活性材料从原料到医疗终端产品、功能性护肤品、功能性食品的全产业链业务体系

公司生物活性产品主要涉及医药、医美及食品等领域。其中透明质酸包括医药级、化妆品级和食品级 200 多个规格的产品，广泛应用于药品、医疗器械、化妆品、功能性食品以及普通食品领域，并涉及宠物、计生、口腔等新领域。其他生物活性物产品包括 γ -氨基丁酸(GABA)、聚谷氨酸、依克多因、麦角硫因，小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等。公司自主研发生产透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品，医药类包括眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品；医美类包括软组织填充剂、医用皮肤保护剂等。

公司积极涉足助眠食品领域，有望打造新的爆款。公司积极推进生物活性物例如透明质酸、GABA 等在食品领域的应用，“黑零”品牌上半年推出新品包括透明质酸钠 GABA 软糖。公司重点围绕透明质酸饮品、口服美容食品、口服助眠食品系列开展功能性食品研发项目，在 GABA、益生菌等其他生物活性物食品领域也开展了研发工作，其中“GABA 对焦虑和失眠的改善研究”目前处于小试阶段。目前公司助眠食品业务刚刚起步，营收占比很小，但未来有望打造出新的爆款增长点。

投资建议：我们看好公司的发展前景。公司是全球生物医药及功效型护肤品行业龙头企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。首先，公司具有一定技术优势。公司依托微生物发酵和交联两大科技平台，实现四大技术突破，极大提高了透明质酸的产率、降本提效、增长规模。其次，公司拥有稳定的客户和渠道。在全球 40 多个国家和地区拥有稳定的经销渠道和用户，是多家国际性医药、化妆品、保健食品公司的战略合作伙伴，全球客户超过 2000 家，关系稳固、客户粘性高。最后，公司营销能力强，有望持续打造新爆款。公司打造了“润致”、“润百颜”、“夸迪”等众多爆款产品及大单品，结合学生信息表全渠道布局、KOL 深度绑定营销，产品竞争力进一步凸显。我们预计公司 2021-2023 年将有望实现营收 43.13/63.95/87.56 亿元，实现归母净利润 8.34/12.15/16.97 亿元，对应 EPS 为 1.74/2.53/3.53 元/股，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料大幅涨价的风险、行业竞争加剧的风险、医美行业被强监管的风险等

表 5：华熙生物关键指标预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2632.73	4313.18	6394.85	8756.30
收入增长率	39.63%	63.83%	48.26%	36.93%
归母净利润(百万元)	645.84	834.46	1214.87	1696.70
利润增速	10.29%	29.21%	45.59%	39.66%
毛利率	81.41%	80.08%	81.17%	82.24%
摊薄 EPS(元)	1.35	1.74	2.53	3.53

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

六、风险提示

相关药品集采降价的风险、产品疗效不明被淘汰的风险、新品研发失败的风险等

插图目录

图 1: 部分国家平均睡眠时长	3
图 2: 2021 年中国睡眠问题类型	4
图 3: 2021 年中国网民失眠原因调查	5
图 4: 2021 年中国失眠人口在不同层级城市的分布	5
图 5: 2021 年中国不同年龄段网民失眠情况调查	6
图 6: 2021 年中国不同年龄段网民失眠情况调查	7
图 7: 睡眠经济各板块占比	8
图 8: 2021 年中国网民助眠工具购买情况	9
图 9: 睡眠经济市场规模及增速	10
图 10: 2021 年网民对睡眠保健品价格接受度	11
图 11: 睡眠保健品消费者年龄分布	12
图 12: 催眠镇定剂药物样本医院销售额	14
图 13: non-BZDs 药物样本医院销售量 (万片)	15
图 14: non-BZDs 药物样本医院销售额 (万元)	15
图 15: BZDs 药物样本医院销售量 (万片)	16
图 16: BZDs 药物样本医院销售额 (万元)	16
图 17: 阿戈美拉汀片样本医院销量 (万片) 和销售额 (万元)	17
图 18: 具有镇定作用的三环类抗抑郁药物样本医院销量和销售额	18
图 19: 具有镇定作用的非三环类抗抑郁药物样本医院销量 (万粒/片)	19
图 20: 具有镇定作用的非三环类抗抑郁药物样本医院销售额 (万元)	19
图 21: 睡眠消费的不同层次	21
图 22: 2021 年中国网民助眠产品效果感知对比	22

表格目录

表 1: 三大助眠领域优劣势对比	9
表 2: 按价格分类褪黑素类产品截至 2019 年 12 月淘宝销量	11
表 3: 临床常用具有镇定催眠作用的药物	20
表 4: 恩华药业关键指标预测	24
表 5: 华熙生物关键指标预测	25

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@ChinaStock.com.cn