



买入（首次）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：26.58

证券分析师

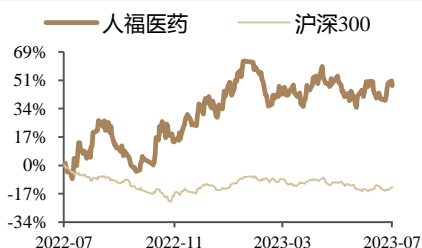
陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.64	-0.87	1.89
相对涨幅(%)	3.68	2.36	6.57

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

# 人福医药(600079.SH)：“归核聚焦”改善显著，麻醉龙头成长可期

## 投资要点

- 聚焦医药核心赛道，宜昌人福贡献绝大部分利润，归核化进程持续推进，公司资产结构和盈利能力不断优化。**2017年以前公司外延并购活动频繁，导致公司资产结构复杂且资产负债压力较大，具体表现为增收不增利、有息负债持续增加、商誉金额高等现象。2017年公司开始实施“归核聚焦”战略，核心医药公司总营收占比由2018年64%增至2022年91%，其中核心子公司宜昌人福22年营收为70亿元，占比达31%，净利润达20.8亿元，归母净利润占比达66.9%。人福医药通过剥离非核心资产和子公司，集中资源聚焦于麻醉管线等核心业务，近年来公司整体盈利能力和资产结构正逐步好转，2022年资产负债率降至50.2%。
- 手术量恢复叠加应用拓展，麻醉药品行业增速有望超预期。**根据PDB样本医院数据，我们预计2022年麻醉药品终端市场在300-400亿元之间。由于总体上麻药行业增幅与手术量增幅保持一致，随着手术量增加和麻醉药品应用拓展，2023年麻醉药物市场有望进一步扩容。(1)手术量恢复：2020年因疫情住院手术人次同比下降4%，为近5年来首次下滑，2021年手术量增幅回正同比增长20%，2022年由于疫情散发预计手术量有所下滑。由于2023年疫情影响基本消除，此前积压的手术需求有望在2023年得到释放，带动麻醉药品需求增加。(2)麻醉药品应用拓展：随着在癌痛、无痛分娩、医美和肠胃镜检查等非手术室麻醉的渗透率提升以及医患镇痛意识的提升，麻醉药品用量有望进一步扩大。目前在非手术室麻醉中我国无痛分娩率（即使北京也仅有30%）远低于美国85%的水平，此外我国癌痛治疗率却仅为10.8~11.8%也有较大提升空间，麻醉药品的应用拓展有望带来麻醉行业新增量。
- 镇痛镇静丰富产品线+深耕多科室推广，麻醉龙头地位稳固。**公司属于精麻行业绝对龙头，多款管制类精麻产品处于市占率第一位置。根据2022年PDB样本医院数据，公司瑞芬太尼市占率为86%，舒芬太尼市占率为97.6%，阿芬太尼市占率为99.96%，氢吗啡酮仅有人福医药为生产厂商。(1)精麻类药品管制严格，强者恒强：麻醉和精神药物受到国家严格管制，政策壁垒恒高，目前国内麻醉药品单方制剂生产企业限制为1-3家，由于管制麻药迭代速度较慢，竞争格局稳定，人福医药在管制类麻醉药物有望维持龙头地位。(2)镇静产品线不断丰富贡献增量：人福医药目前在麻醉镇痛药领域形成了以芬太尼系列产品为收入核心，氢吗啡酮和纳布啡双轮驱动的发展模式。近几年在麻醉镇静领域公司持续推出新品，瑞马唑仑和磷丙泊酚未来有望贡献业绩弹性。(3)加强多科室推广，营销团队推动公司发展：近几年宜昌人福受益于多科室推广和学术推广，麻醉药收入和非手术科室收入连续多年实现高速增长，2022年分别实现收入58亿元和15亿元，同比增长11%和27%，未来随着公司在ICU、腔镜科室的大力推广，收入有望持续增加。
- 盈利预测与估值。**我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为23.3亿元/26.7亿元/30.4亿元，同比-6.3%/+14.8%/+13.7%，对应当前股价PE 19/16/14倍。人福医药作为国内麻药龙头公司，在麻醉行业处于绝对领先地位，此外公司正处于“归核聚焦”的转型期，我们看好后续公司资产结构和盈利能力持续优化，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**集采降价的风险；行业政策变革风险；产品研发及上市不及预期的风险；产品销售不及预期的风险。

**股票数据**

总股本(百万股):	1,632.66
流通 A 股(百万股):	1,394.04
52 周内股价区间(元):	16.48-29.24
总市值(百万元):	43,396.04
总资产(百万元):	35,417.25
每股净资产(元):	9.64

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,549	22,338	24,712	26,838	28,991
(+/-)YOY(%)	-0.6%	8.7%	10.6%	8.6%	8.0%
净利润(百万元)	1,317	2,484	2,329	2,674	3,041
(+/-)YOY(%)	31.0%	88.6%	-6.3%	14.8%	13.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.81	1.52	1.43	1.64	1.86
毛利率(%)	42.7%	43.5%	44.0%	44.7%	45.4%
净资产收益率(%)	10.2%	16.5%	13.6%	13.5%	13.3%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 人福医药：麻醉行业龙头经营向好 .....	6
1.1. “聚焦、创新、国际化”三大战略助力人福长足发展 .....	6
1.2. 归母净利润高速增长，宜昌人福贡献绝大部分业绩 .....	7
1.3. 坚持研发与市场双轮驱动，产品管线持续丰富 .....	10
2. 麻精行业壁垒恒高，23 年行业或迎来高速增长期 .....	11
2.1. 麻精行业政策市场双重壁垒，强者恒强 .....	11
2.2. 国内麻醉药品市场稳定增长，“手术量恢复+应用拓展”带来行业增量 .....	13
3. 科室推广+新品放量，麻醉业务成长可期 .....	15
3.1. 公司管制类精麻药品先发优势明显，镇静产品线未来可期 .....	17
3.1.1. 芬太尼系列：最强效阿片类药物，瑞芬、舒芬增长较快 .....	18
3.1.2. 氢吗啡酮：升级版吗啡，具备较强增长潜力 .....	20
3.1.3. 纳布啡：地佐辛替代品空间大，纳入医保后快速放量 .....	21
3.2. 麻醉药品推陈出新，麻醉镇静产品贡献业绩新增量 .....	22
3.2.1. 苯磺酸瑞马唑仑：竞争格局良好，增速明显 .....	22
3.2.2. 磷丙泊酚（磷丙泊酚二钠）：丙泊酚替代品之一 .....	24
3.3. 深入多科室推广，强大销售团队带来麻醉业务新增量 .....	25
4. “归核聚焦”战略持续推进，资金结构不断优化 .....	26
5. 盈利预测和投资建议 .....	28
5.1. 盈利预测 .....	28
5.2. 可比公司估值 .....	29
6. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革 .....	6
图 2: 人福医药主要股东 (持股比大于 1%, 截至 2022 年报) .....	6
图 3: 2016-2022 年人福医药营业收入情况 (亿元) .....	7
图 4: 2016-2022 年人福医药归母净利润 (亿元) .....	7
图 5: 2015-2022 年公司毛利率及净利率.....	7
图 6: 2015-2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率 .....	7
图 7: 公司主营业务收入组成 (亿元) .....	8
图 8: 宜昌人福营业收入和增速 (亿元) .....	9
图 9: 宜昌人福净利润和增速 (亿元) .....	9
图 10: 主要医药工业子公司营业收入 (亿元) .....	10
图 11: 主要医药工业子公司净利润 (千万元) .....	10
图 12: 主要医药商业子公司营业收入 (亿元) .....	10
图 13: 主要医药商业子公司净利润 (千万元) .....	10
图 14: 2017-2022 年人福医药研发费用及研发费用率 .....	10
图 15: 公司研发人员数量 (人, %) .....	10
图 16: 麻醉药分类.....	12
图 17: 2010-2021 年我国住院病人手术量.....	14
图 18: 2015-2021 年中国 65 岁以上人口变化.....	14
图 19: 近几年我国非手术室麻醉占比不断提升 (千万人) .....	15
图 20: 癌症年新发病例数 (万人) 不断提高.....	15
图 21: 中国无痛分娩率与发达国家存在较大差距.....	15
图 22: 中国医美市场规模不断扩大 (百亿元) .....	15
图 23: 公司主要产品销量情况 (万支) .....	16
图 24: 芬太尼注射剂样本医院市场份额 (百万元) .....	18
图 25: 芬太尼透皮贴剂样本医院市场份额 (百万元) .....	18
图 26: 2022 年芬太尼系列产品市场占比 (百万元, %) .....	19
图 27: 2018-2022 年芬太尼系列产品销售情况 (千万元) .....	19
图 28: 舒芬太尼样本医院市场份额 (百万元) .....	20
图 29: 瑞芬太尼样本医院市场份额 (百万元) .....	20
图 30: 吗啡 PDB 市场规模.....	21
图 31: 氢吗啡酮样本医院市场规模.....	21
图 32: 地佐辛样本医院市场份额 (百万元, %) .....	22

图 33: 纳布啡样本医院市场份额 (百万元, %)	22
图 34: 瑞马唑仑样本医院市场规模 (百万元, %)	23
图 35: 2022 年恒瑞占据瑞马唑仑主要市场份额 (百万元)	23
图 36: 恒瑞瑞马唑仑安全性较高	24
图 37: 丙泊酚样本医院市场规模 (百万元, %)	25
图 38: 2017-2022 年宜昌人福麻醉药和非手术科室收入及增速	25
图 39: 2017-2022 年公司市场推广费	25
图 40: 2017-2022 年公司销售人员数量	25
图 41: 人福医药开展线上舒适化医疗发展高端论坛	26
图 42: 人福医药开展麻醉科主任培训班	26
图 43: 2010-2022 年人福医药资产负债率和长期资本负债率变化	27
表 1: 2022 年人福医药核心子公司收入及净利润	9
表 2: 公司部分在研管线	11
表 3: 我国精神麻醉类药物管制要求	12
表 4: 国家精麻管制类药物定价相关政策	13
表 5: 公司主要产品	15
表 6: 2019 年以来公司上市获批的部分新产品	16
表 7: 国内麻醉厂商重点品种竞争格局	17
表 8: 芬太尼类药物比较	19
表 9: 芬太尼类药物国内市场竞争格局	19
表 10: 氢吗啡酮和吗啡对比	20
表 11: 纳布啡和地佐辛药理学比较	21
表 12: 主要麻醉镇静药物对比	23
表 13: 丙泊酚和磷丙泊酚药代动力学和主要临床数据对比	24
表 14: 2017 年以来陆续剥离的非核心子公司/资产	26
表 15: 人福医药盈利预测	28
表 16: 可比公司估值	29

## 1. 人福医药：麻醉行业龙头经营向好

### 1.1. “聚焦、创新、国际化”三大战略助力人福长足发展

人福医药集团股份有限公司成立于1993年，公司于1997年在上海证券交易所上市，是湖北省医药工业龙头企业。发展至今人福医药坚持做医药细分市场的领导者，积极落实“归核聚焦”工作，通过剥离非核心子公司控制负债规模，集中资源发展核心领域业务。公司业务以医药工业为主，医药商业为辅，立足创新药和高端仿制药的开发，同时积极扩展海外业务，推动国际化业务进程。

人福医药30年的发展历史可以被大致分为4个阶段，即从第一阶段初创，第二阶段上市，第三阶段拓展到第四阶段归核。在拓展阶段，公司确定“医药细分市场领导者”的发展战略，形成了以医药产业为核心，同步环保、房地产、生殖健康和金融共五大产业共同发展的产业格局。在归核阶段，前期大规模的并购扩张和多元化、多渠道的运营拓展给公司带来了较大财务压力，使得公司出现了增收不增利、资产负债率升高等问题。2018年公司开展“归核化”发展战略，通过剥离清理非核心资产，归核聚焦于医药核心业务，集中资源发展麻醉神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔民族药等细分领域。

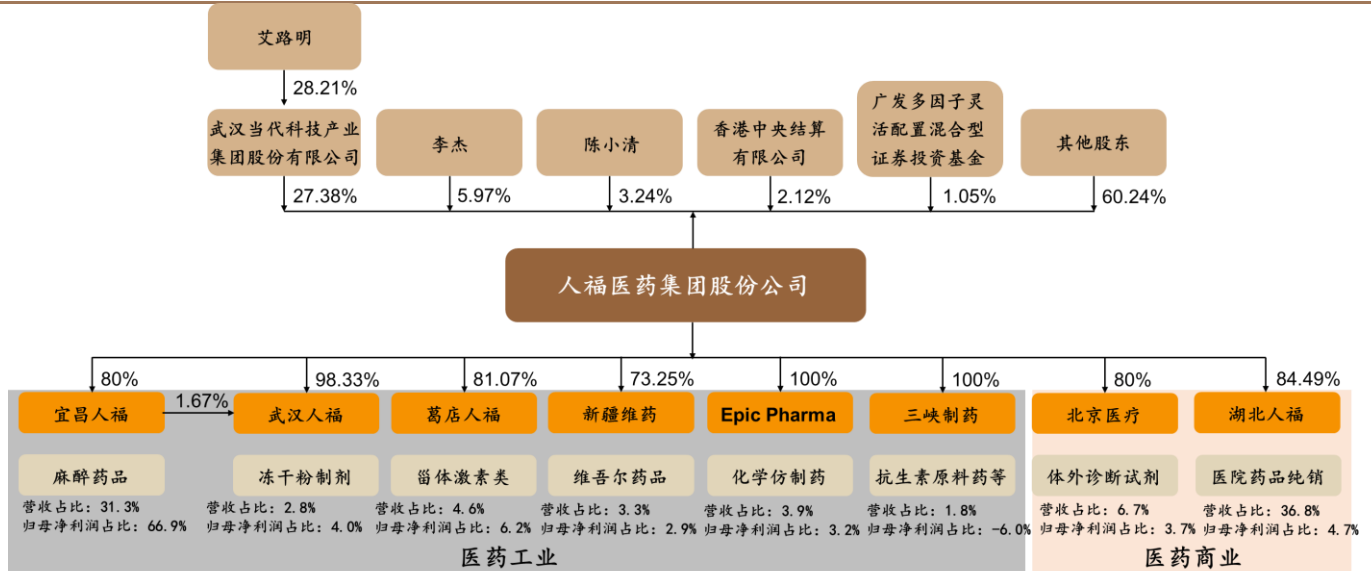
图1：公司股价复盘及发展历程



资料来源：公司官网，wind，德邦研究所绘制（2023年营收和归母净利润为2023年Q1数据）

公司股权结构集中，当代科技仍为公司大股东。武汉当代科技集团有限公司为人福医药集团第一大股东，现持股比例为27.38%（截止2023年7月数据），实际控制人为当代科技创始人董事艾路明先生，控股武汉当代科技产业集团股份有限公司28.21%。此外人福医药集团现任董事长李杰于2020年4月任职至今，持有公司5.97%股权。

图2：人福医药主要股东（持股比大于1%，截至2023年7月）



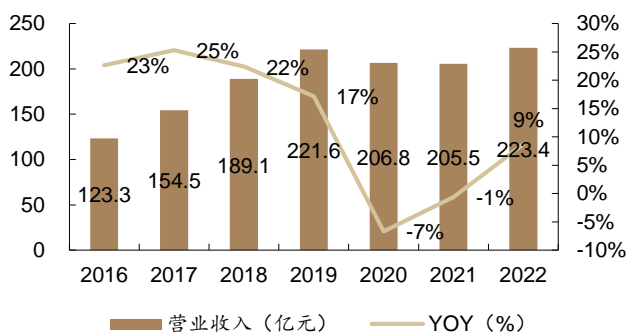
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所（各子公司营收及归母净利润占比数据为2022年报数据）

## 1.2. 归母净利润高速增长，宜昌人福贡献绝大部分业绩

连续4年营收超200亿，公司在疫情期间保持稳健发展。公司营收2019-2022年营收均超过200亿元，2020年后收入有所波动的主要原因是：1) 新冠疫情的持续影响；2) 公司陆续剥离非核心企业，2020年出售旗下乐福思、四川人福等公司股权。2022年公司营收达到223.4亿，较上年同期增长8.71%，尽管2022年疫情散发公司仍展示出良好的发展势头和业绩兑现能力。

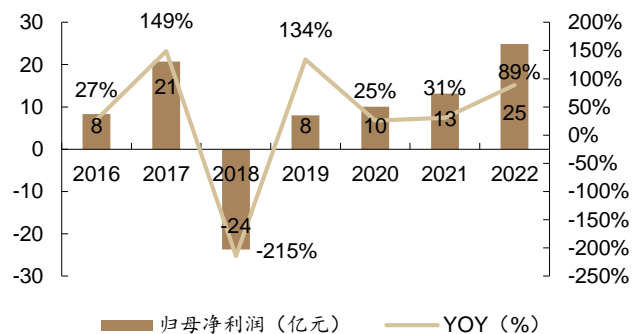
公司盈利能力持续增强，核心竞争力突出。2018年因海外子公司Epic Pharma重点产品熊去氧胆酸胶囊因市场供需和竞争格局发生变化，销售价格大幅下降，公司计提商誉减值损失和无形资产减值合计30.1亿元，归母净利润亏损24亿元。2019年公司通过加快新品上市、落实归核聚焦工作和优化调整业务架构，归母净利润转亏为盈，2019年开始归母净利润恢复增长，2019-2021年归母净利润增速分别为134%、25%和31%。2022年归母净利润达到24.84亿元，同比增长88.6%。

图3：2016-2022年人福医药营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图4：2016-2022年人福医药归母净利润（亿元）

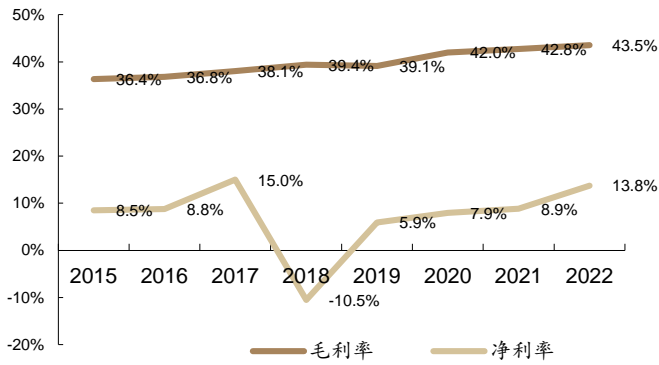


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

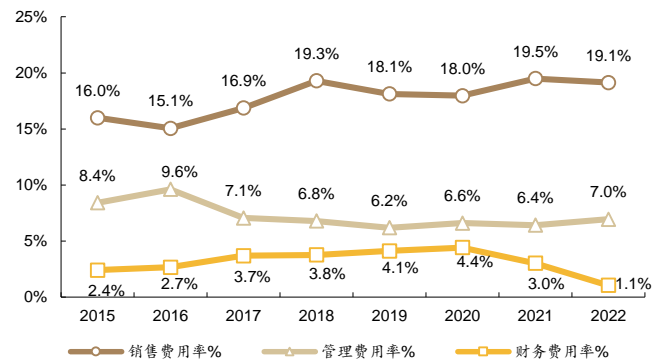
公司毛利率和净利率呈上升趋势，管理、销售费用率趋于稳定，财务费用率有所下降。2022年公司整体毛利率和净利率分别为43.5%和13.8%，同比上升0.5pct和4.9pct。费用率方面，2022年公司销售费用率达到19.1%，从2018年起管理费用率维持在6%-7%水平，2022年管理费用为7.0%。2022年财务费用率为1.1%。

图5：2015-2022年公司毛利率及净利率

图6：2015-2022年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率



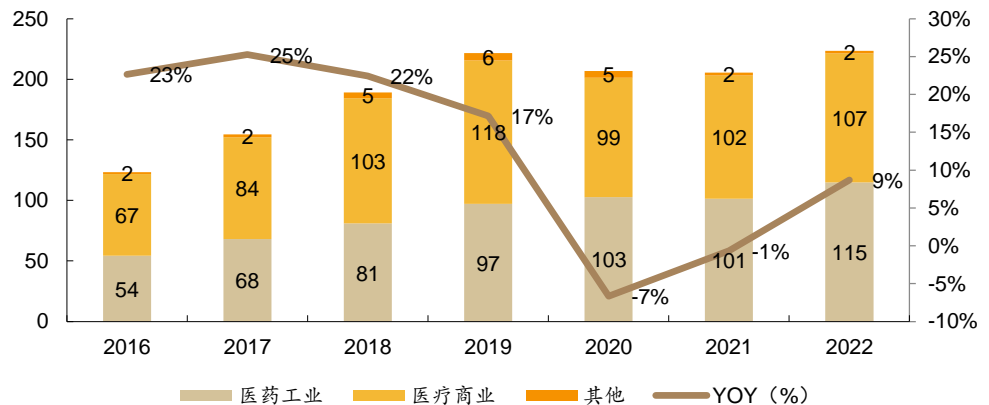
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

公司主营业务涵盖医药工业和医药商业两大板块。医药工业板块子公司涵盖神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔民族药等多个细分领域的药品研发创新和和市场体系建设工作,产品涵盖注射剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、丸剂、糖浆剂、膏剂等 20 多个剂型,500 余个品规。医药商业板块公司以“做医疗机构综合服务商”为目标,从事医药产品的配送、分销及相关业务,为上游药品生产企业提供医药物流和货款结算业务,为下游医疗机构提供医药产品及相关服务。2022 年医药工业和医药商业两大板块稳步增长,分别实现营业收入 114.81 和 106.58 亿元,分别同比增长 13.2%和 4.7%。

图 7: 公司主营业务收入组成 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

宜昌人福是公司的核心资产,贡献公司 66.92%归母净利润。人福医药核心子公司涵盖的主要细分行业包括神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔民族药、美国仿制药业务以及区域医药流通等。(1) 宜昌人福是公司核心子公司主要负责麻醉药、麻醉原料药及制剂开发生产销售工作。(2) Epic Pharma 是公司旗下出海子公司,负责仿制药的海外研产销。Epic Pharma 已获得美国 EDA 认证批准的管制类药品生产资格,2022 年生产 200 多个品规的化学仿制药,主要产品包括有熊去氧胆酸胶囊、氯化钾口服粉末剂、盐酸羟考酮速释片等。(3) 葛店人福是专业从事公司甾体激素类细分领域的子公司,承担甾体激素类原料药、中间体和制剂等产品的研产销一体企业。该公司主要产品为米非司酮片、米索前列醇片等药品,黄体酮、非那雄胺、布地奈德、度他雄胺等原料药及中间体。(4) 新疆维药专注于公司维吾尔药和民族药板块的研发生产,2022 年公司已拥有 20 个国家准字产品文号,包括 12 个全国独家品种和 4 个国家中药保护品种。主要产品有复方木尼孜其颗粒、祖卡木颗粒、寒喘祖帕颗粒等。(4) 武汉人福布局上游原料药供应端,2022 年拥有 61 个药品生产批文,包括奥卡西平片、注射用尿激酶等产品。(5) 三峡制药是一家研究、生产抗生素原料药、氨基酸大容量注射剂以及动物药制剂的国家高新技术企业,也是全球大型硫酸新霉素原料药供应商。(6) 北京医疗致力于体外诊断产品和生物试剂销售、生物医学转化、精准医疗检测和冷链物



流配送为一体的医疗服务企业，是罗氏诊断中国市场最大经销商之一，现已与京冀豫区域内 80 多家三级以上重点医院建立合作。(7) 湖北人福为集医院药品纯销、商业分销、医疗器械耗材销售和第三方物流服务业为一体的综合性医药商业公司。旗下有 30 多家控股子公司，覆盖湖北省各级医疗卫生机构。

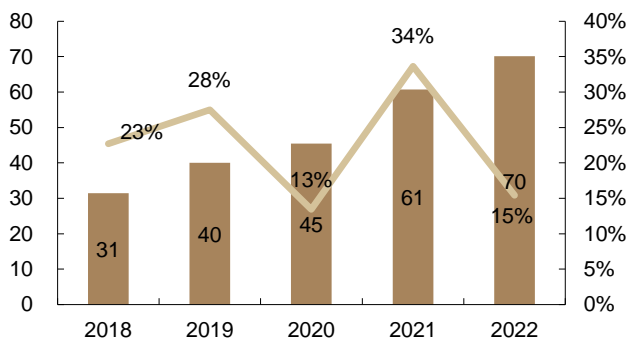
表 1：2022 年人福医药核心子公司收入及净利润

公司名称	业务性质	主要产品或服务	持股比例	营业收入 (亿元)	营收占比 %	同比增长 %	净利润 (亿元)	归母净利润占比 %	同比增长 %	
宜昌人福	医药工业	麻醉药、原料药及制剂的开发、生产与销售	80%	70.01	31.34%	15.43%	20.78	66.92%	11.73%	
Epic Pharma		美国化学仿制药的研发、生产与销售	100%	8.75	3.92%	-5.72%	0.80	3.22%	-23.85%	
葛店人福		甾体激素类原料药与制剂的研发、生产与销售	81.07%	10.16	4.55%	32.90%	1.91	6.24%	43.13%	
新疆维药		维吾尔药品的研发、生产与销售	73.25%	7.31	3.27%	14.61%	0.99	2.92%	20.63%	
武汉人福		冻干粉针剂、小容量注射剂、混悬液等的生产与销售	人福医药 (98.33%) 宜昌人福 (1.67%)		6.28	2.81%	-4.93%	1.0	4.02%	48.79%
三峡制药		抗生素原料药、氨基酸注射剂、动物药制剂的研发、生产与销售	100%	4.10	1.84%	17.15%	-1.50	-6.02%	6.32%	
北京医疗	医药商业	体外诊断试剂、医疗器械的销售，医疗器械的租赁	80%	15.04	6.73%	3.64%	1.14	3.66%	-15.71%	
湖北人福		药品、试剂、医疗器械等的销售	84.49%	82.17	36.78%	5.87%	1.17	4.71%	12.68%	

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

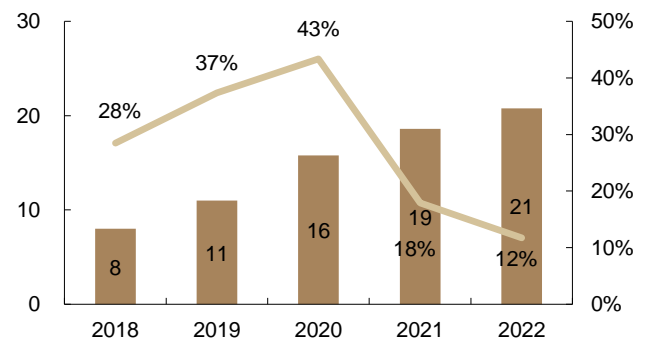
宜昌人福是公司的核心子公司，贡献公司主要利润。2022 年宜昌人福持续推进多科室临床应用渗透率，稳步提升销售规模和经济效益，全年实现营收 70.10 亿元，同比增长 15.43%；实现净利润 20.78 亿，同比增长 11.73%。宜昌人福是人福医药营收和归母净利润的主要贡献者，营收和归母净利润分别占比 31.3%和 66.92%。

图 8：宜昌人福营业收入和增速 (亿元)



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 9：宜昌人福净利润和增速 (亿元)

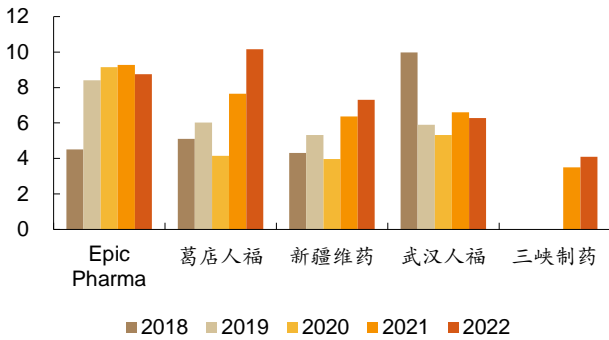


资料来源：公司年报，德邦研究所

其余医药工业子公司经营情况整体向好。因产品价格变动，2022 年 Epic Pharma 经营业绩有所下降，全年实现营业收入 8.75 亿 (YOY-5.70%)，实现净利润 0.80 亿元 (YOY-23.85%)。2022 年葛店人福持续加强原料药市场开拓，全年实现营业收入 10.16 亿 (YOY+32.90%)，净利润 1.91 亿 (YOY+43.13%)。2022 年公司合理安排维药生产计划，坚持市场拓展，子公司新疆维药实现营收 7.31 亿 (YOY+14.61%)，净利润 0.99 亿 (YOY+20.63%)。2022 年武汉人福营业收入和净利润分别为 6.28 亿 (YOY-4.93%) 和 1.0 亿元 (YOY+48.79%)。2022 年三

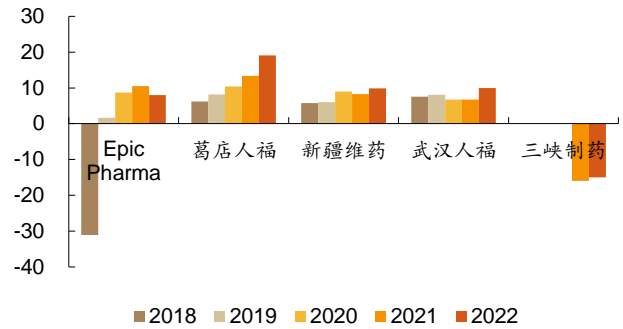
峡制药积极推进工艺改进,提高产能利用率,实现营业收入和净利润分别为 4.10 亿 (YOY+17.15%) 和-1.50 亿元 (YOY+6.32%)。

图 10: 主要医药工业子公司营业收入 (亿元)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

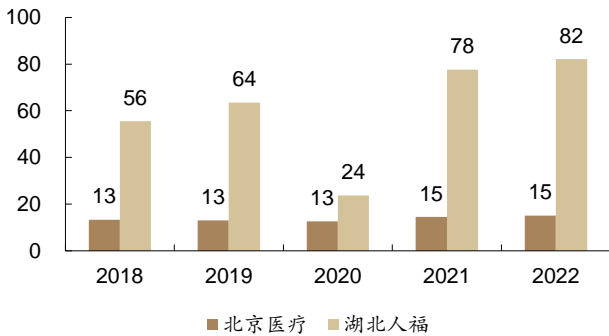
图 11: 主要医药工业子公司净利润 (千万元)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

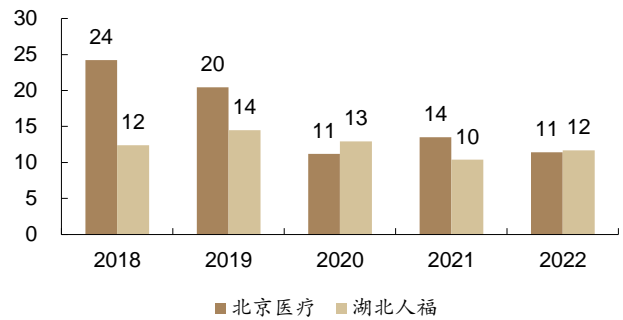
医药商业子公司中北京医疗营业收入达 15.04 亿元, 同比增加 3.65%, 净利润 1.14 亿元, 同比减少 15.92%。2022 年湖北人福经营较为稳定, 全年营收达到 82.17 亿元, 同比增长 5.87%, 占公司总营收的 36.78%, 实现净利润 1.17 亿元, 同比提高 12.68%。

图 12: 主要医药商业子公司营业收入 (亿元)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 13: 主要医药商业子公司净利润 (千万元)



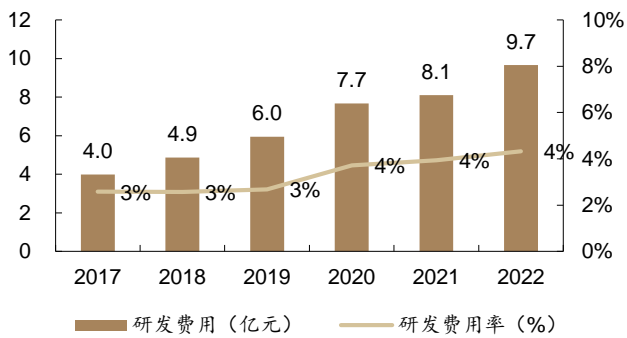
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

### 1.3. 坚持研发与市场双轮驱动, 产品管线持续丰富

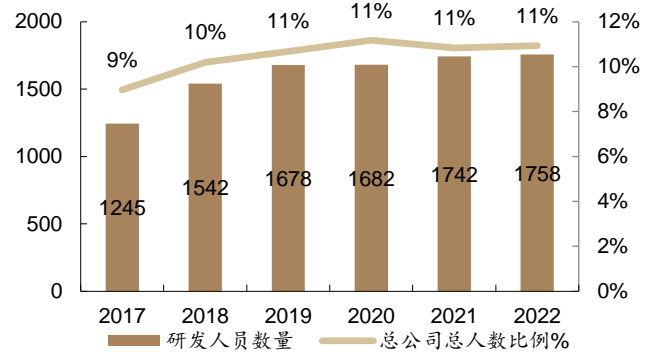
**研发投入和研发人员持续增加。**研发能力是医药企业的生命线, 在产品研发方面公司坚定创新驱动发展之路, 已在武汉、宜昌、新泽西、圣路易斯等多地设立研发中心。2022 年全年人福医药研发投入达到 11.3 亿元, 同比增长 6.9%, 占公司总营收达到 5.1%, 研发人员达到 1758 人, 占公司总人数的 10.94%, 其中博士研究生 196 人, 享受国务院特殊津贴专家 7 人。

图 14: 2017-2022 年人福医药研发费用及研发费用率

图 15: 公司研发人员数量 (人, %)



资料来源：公司年报，德邦研究所



资料来源：公司年报，德邦研究所

公司深耕医药行业，稳步推进创新药和仿制药项目。人福医药坚持研发创新，公司在研项目同时包含细分领域的创新型品种和高价值仿制药品种，截至2022年人福医药已有350个以上在研项目，其中包括30多个1类新药。在研新品重点布局在麻醉镇痛类领域，重点品种包括吗啡-6-葡萄糖苷酸注射液、YJJS-71、RF-20001等1类化药，相关产品未来有望成为公司的业绩增长动力。

表 2：公司部分在研管线

药物	注册分类	适应症及功能主治	研发/注册阶段
重组质粒-肝细胞生长因子注射液 (即 PUDK-HGF)	生物制品 1 类	用于肢体动脉闭塞症、肢体静息痛和缺血性溃疡等严重血管疾病	III 期临床
HWH340 (PARP 抑制剂)	化药 1 类	用于 BRCA 突变或缺失以及 PARP 酶过度表达的恶性实体瘤 (如卵巢癌、乳腺癌、肺癌等) 的单独用药或与放疗联合治疗	I 期临床
WXFL10230486 胶囊 (BTK 抑制剂)	化药 1.1 类	类风湿性关节炎治疗	I 期临床
HW021199 片	化药 1 类	适用于特发性肺纤维化的治疗	I 期临床
RFUS-144 注射液	化药 1 类	用于治疗疼痛和瘙痒	I 期临床
YJJS-71	化药 1 类	肌松	临床前阶段
RF-20001	化药 1 类	术后镇痛	临床前阶段
舒芬太尼透皮贴剂	化药 2.2 类	用于治疗中度到重度慢性疼痛	II 期临床
注射用 RF16001	化学药品 2.1 类、2.2 类	长效局部术后镇痛药物	I 期临床
氨酚羟考酮缓释片	化学药品 2.2 类	用于中至重度疼痛的临床试验	I 期临床
右美托咪定透皮贴剂 (II)	化药 2 类	改善围术期患者睡眠质量	I 期临床
盐酸右美托咪定鼻喷雾剂	化学药品 2.2 类、2.4 类	成人和儿童术前镇静	I 期临床
吗啡-6-葡萄糖苷酸注射液	化药 1 类	中度到重度疼痛的治疗	I 期临床
白热斯丸	中药 1.1 类	稳定期白癜风的治疗	II 期临床

资料来源：公司公告，公司年报，德邦研究所

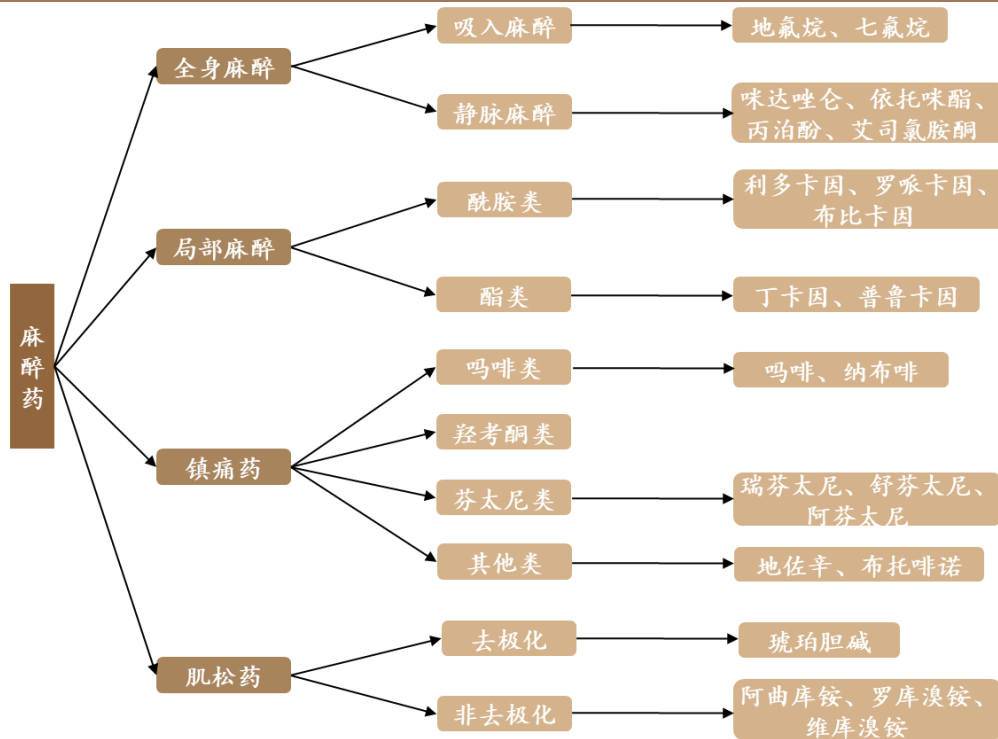
## 2. 麻醉行业壁垒恒高，23 年行业或迎来高速增长期

### 2.1. 麻醉行业政策市场双重壁垒，强者恒强

麻醉药物主要分为全身麻醉药和局部麻醉药。麻醉药品是指连续使用后易产生身体依赖性的药品，广义的麻醉药可分为局部麻醉药、全身麻醉药以及麻醉相关的镇痛药和肌松药等。(1) 全身麻醉简称全麻，是指麻醉药经呼吸道吸入静脉或肌肉注射进入体内，产生中枢神经系统的暂时抑制，临床表现为神志消失，全身痛觉消失、遗忘、反射抑制和骨骼肌松弛，对中枢神经系统抑制的程度与血液内药物浓度有关，并且可以控制和调节，这种抑制是完全可逆的，当药物被代谢或从体内排出后，患者的抑制及各种反射逐渐恢复。全麻根据给药方式分为吸入型全麻药和静脉注射全麻药。吸入全麻是指麻醉气体通过呼吸吸收入血，作用于大脑而产生的全身麻醉方法；静脉全麻是指将一种或多种药物通过静脉输液的方式入血，作用于大脑而产生的全身麻醉方法；静吸复合全麻是指联合应用多种静

麻醉药物和吸入麻醉药物是患者产生全身麻醉的方法。主要吸入型麻醉药包括地氟烷、七氟烷、异氟烷等，静脉麻醉药包括咪达唑仑、丙泊酚等。(2) 局部麻醉药是一类局部应用于神经末梢或神经干周围的药物，它们能暂时、完全和可逆性地阻断神经冲动的产生和传导，在意识清醒的条件下，使局部痛觉暂时消失。根据作用时效，分为短效的普鲁卡因、中效的利多卡因和长效的罗哌卡因。(3) 镇痛药则主要包括阿片类的药物，如芬太尼、舒芬太尼、瑞芬太尼等。(4) 肌肉松弛常用药物有顺式阿曲库胺、阿曲库铵、罗库溴铵等。

图 16：麻醉药分类



资料来源：有来医生，PSM 药盾公益微信公众号，德邦研究所

国务院药监局在《麻醉药品和精神药品管理条例》中明确了生产企业的数量和布局，具有较高的政策壁垒，市场参与竞争玩家有限。2020 年国内麻醉药品定点生产企业 32 家，其中可生产原料药的生产企业 16 家，可生产制剂的生产企业 25 家。精神药品定点生产企业 198 家，其中一类精神药品原料药生产企业 8 家，制剂生产企业 14 家；二类精神药品原料药的生产企业 47 家，制剂生产企业 158 家。

国内的管制药品仅有三类，分别为麻精药品、放射性核药和有毒药品，因涉及人体危害性和成瘾性，麻精药品的管制最为严格。麻醉药品和精神药品（两种药品合称麻精药品）有强烈的镇痛、镇静作用，是医疗手术上常用的药品，但不规范的连续使用和滥用容易产生身体或精神依赖性，从而造成个人和社会危害。精神药品根据人体对该药品的依赖性和危害性强弱程度，将其分为产生依赖性潜力强的一类精神药品和产生依赖性潜力弱的二类精神药品，国家对一类精神药品有更高的管制要求。我国对麻精药品从种植、生产研究、经营、使用至运输存储等一系列流程制定了严格的管制规定，生产企业要获得该类药品的生产许可要求十分严格。因为国内麻精药品竞争玩家有限，医生用药习惯容易受到先发药品影响，所以人福医药作为最早一批布局麻精药品的公司占据市场龙头地位。

表 3：我国精神麻醉类药品管制要求

		麻醉药品	一类精神药品	二类精神药品
管制品种数量		121	68	81
处方笺颜色		红处方	红处方	白处方
生产企业数量限制	原料药	1-2 个	1-5 个	1-5 个

(未取得药品批准文号的,不得生产麻醉药品和精神药品)	单方制剂	1~3 个	1~5 个	1~10 个
	复方制剂	1~7 个	-	-
国内主要批发企业	全国性定点批发企业	国药集团、上海医药、重庆医药		
	区域性定点批发企业	各地区医药商业龙头企业		
种植	种植企业由主管部门确定,其他单位和个人不得种植麻醉药品药用原植物			
研发	不得以健康认为受试对象		不得以健康人为受试对象	具备相关资质条件
销售	不得零售		不得零售	按处方销售

资料来源:国家市场监督管理总局,卫生部,德邦研究所

**麻醉药品和第一类精神药品,国家管控,价格体系较为稳定。**国家对于麻精药品生产公司数量和质量都有较高要求,所以带量采购等市场化竞价模式在该行业的适用性较低。多项国家集采和医保政策明确规定,执行政府定价的麻醉药品和一类精神药品支付标准以政府定价为准,具备一定“集采免疫”属性,目前纳入集采的产品丙泊酚、右美托咪啶等均在精麻药品目录之外。而人福医药旗下子公司宜昌人福的核心产品:芬太尼类、纳布啡、氢吗啡酮等集采降价的可能性较低,所以我们预计短时间内宜昌人福的营收和利润来源都不会受到集采政策推行的影响,继续保持稳健增长的状态。

**表 4: 国家精麻管制类药品定价相关政策**

政策名称	发布时间	发布机构	内容
建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见	2010.11.19	国务院	对基本药物中的麻醉药品、精神药品、免费治疗的传染病和寄生虫病用药、免疫规划用疫苗、计划生育药品及中药饮片, <b>仍按国家现有规定采购。</b>
国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见	2015.2.28	国务院	对麻醉药品、精神药品、防治传染病和寄生虫病的免费用药、国家免疫规划疫苗、计划生育药品及中药饮片, <b>按国家现行规定采购,确保公开透明</b>
麻醉药品和精神药品管理条例	2016.2.6	国家市场监督管理总局	麻醉药品和精神药品实行政府定价,在制定出厂和批发价格的基础上, <b>逐步实行全国统一零售价格。</b> 具体办法由国务院价格主管部门制定
中央定价目录(2020版)	2020.5.1	国家发改委	规定麻醉药品和第一类精神药品价格由 <b>国务院医疗保障部门定价</b>
《基本医疗保险用药管理暂行办法》	2020.9.1	国家医保局	建立《药品目录》准入与医保药品支付标准(以下简称支付标准)衔接机制。其中执行政府定价的麻醉药品和第一类精神药品, <b>支付标准按照政府定价确定。</b>
《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》	2022.6.29	国家医保局	<b>政府定价的麻精类药品,根据政府定价确定支付标准。</b>

资料来源:国家药品监督管理局,国家发改委,国务院,国家医保局,德邦研究所

## 2.2. 国内麻醉药品市场稳定增长,“手术量恢复+应用拓展”带来行业增量

**麻醉药品市场规模约 300-400 亿,镇痛药占据一半市场。**根据 PDB 样本医院数据显示,2022 年中国麻醉药物总销售规模达到 93 亿元(同比-8.85%),根据样本医院数据放大 3-4 倍,预计麻醉药品市场规模约 300-400 亿。其中镇痛药物占比最大(51 亿,同比-5.03%),仅地佐辛单品销售规模就达到 19.22 亿元,是镇痛药的第一大品种。2022 年镇痛药、全麻药、肌松药和局麻药样本医院市场规模分别为 51.1/29.1/6.5/6.5 亿元,占比 54.9%/31.2%/7.0%/7.0%。

**图 10: 麻醉镇痛药物 PDB 样本医院销售市场规模(亿元)**

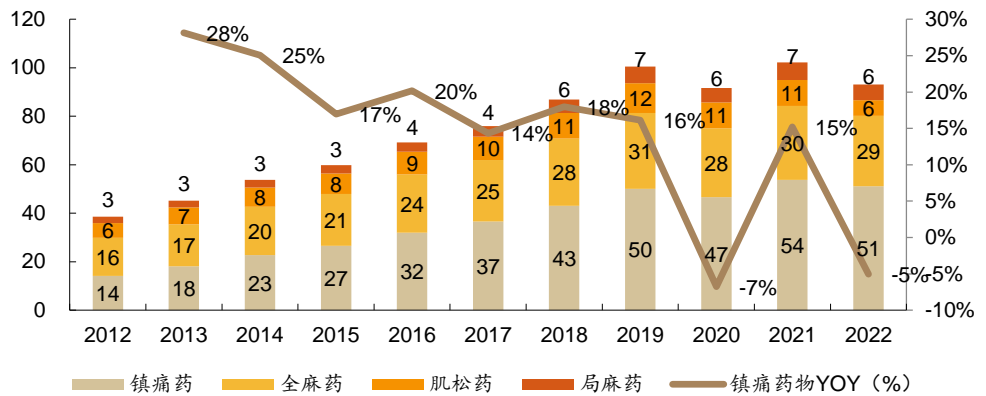


图 17: 2010-2021 年我国住院病人手术量

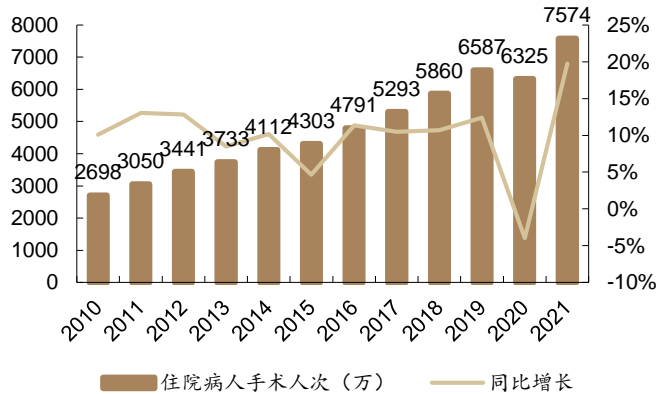
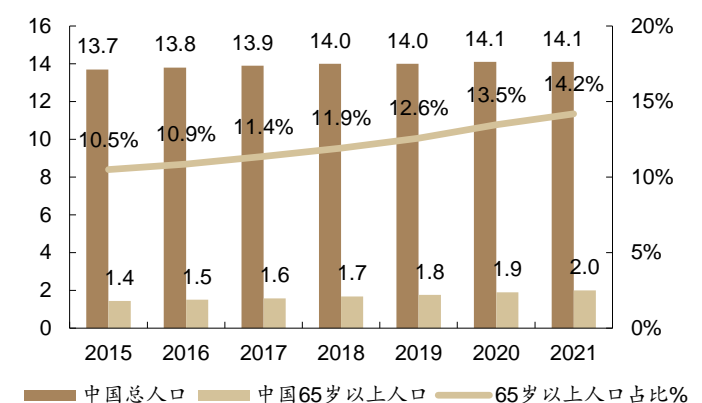


图 18: 2015-2021 年中国 65 岁以上人口变化



资料来源: PDB, 德邦研究所

前几年疫情因素一定程度影响手术开展, 2023 年国内手术量需求有望逐步恢复。受到新冠疫情的影响, 2020 年我国手术量出现近十年首次下滑, 2020 年住院手术量同比下滑 4%。随着疫情管控优化, 2020 年积压的手术量在 2021 年得到一定程度释放, 2021 年手术量有所恢复, 同比增长 20%。2022 年中国疫情散发, 但随着 2022 年底中国防疫政策逐步优化, 我们认为 2022 年积压的手术需求有望在 2023 年反弹, 手术量的恢复将直接带动麻药需求的提升。

老龄化逐年加剧, 老年疾病相关手术需求将加速增长。近 10 年来国内老龄化现象日趋严重, 2021 年我国 65 岁以上老年人口数量已超过 2 亿, 占比达到 14.2%。2015-2021 年老龄化程度年均增加 0.62%, 老龄化进展程度明显加快。由于老年人慢性疾病和基础性疾病高发, 相关手术需求量较大, 因而老龄化预计也将带动手术量需求增加。

资料来源: Wind, 国家卫健委, 《中国卫生健康统计年鉴》, 德邦研究所

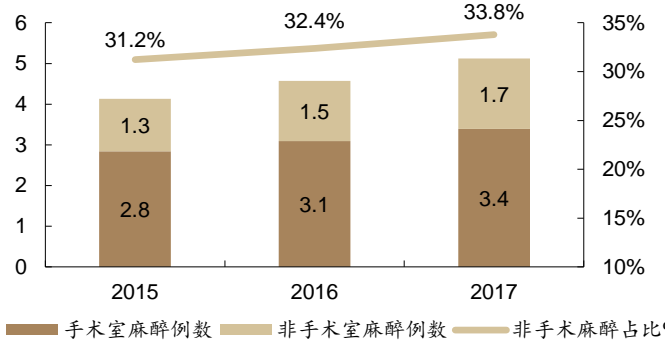
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

非手术室麻醉占比提升, 带来麻醉增量。非手术室麻醉主要指在手术室以外场所进行手术、诊断性检查或治疗的麻醉实施。主要应用场景包括癌痛镇痛、妇产科短小手术(无痛分娩、宫腔镜、人流等)、医美、肠胃镜检查等。随着非手术室麻醉的普及, 推进麻醉药应用场景不断扩展。2015-2017 年我国非手术室麻醉数量和占比不断提升, 2017 年非手术室麻醉例数达 1700 万, 占比 33.8%。

癌症人数逐年增多, 癌痛治疗将持续推动麻醉镇痛药需求。2020 年我国新发癌症人数达到 457 万, 位居世界新发癌症人数国家第一。癌痛是癌症患者最常见的非手术伴随症状之一, 卫生部调查结果显示我国癌痛发生率为 61.6%, 其中 50% 达到中度至重度疼痛, 30% 为难以忍受的重度疼痛, 但癌痛治疗率却仅为 10.8~11.8%。阿片类药物是中、重度癌痛治疗的首选药物, 虽然目前我国给癌痛患者提供阿片类药物和实施规范诊疗的医院比例都在逐年上升, 但是针对中重度患者的用药情况仍不理想。丁香园数据显示, 近 50% 中度癌痛患者和 25% 重度癌

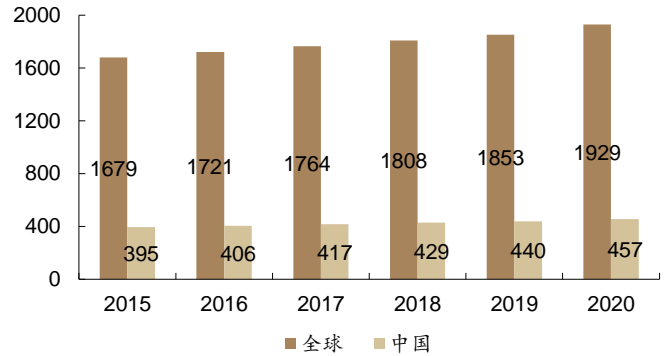
痛患者仍未被处方强阿片类药物，甚至存在部分未曾使用任何药物镇痛的患者。随着经济水平的发展和麻醉类药物适应症不断丰富，人们对镇痛和舒适化医疗接受度逐渐提高，麻醉镇痛药在非手术镇痛领域渗透率有望持续提升。

图 19：近几年我国非手术室麻醉占比不断提升（千万人）



资料来源：Zhang et al 《Anaesthesiology in China: A cross-sectional survey of the current status of anaesthesiology departments》，德邦研究所

图 20：癌症年新发病例数（万人）不断提高

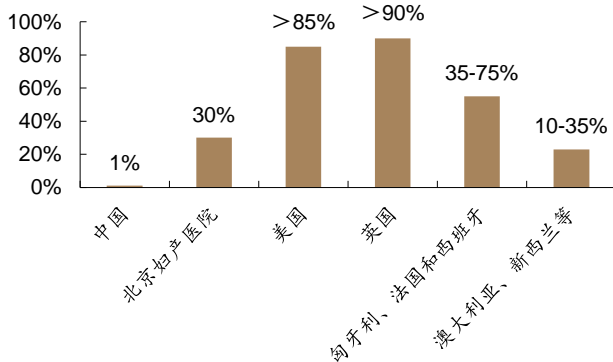


资料来源：沙利文咨询，IARC，德邦研究所

国内无痛分娩渗透率较低，分娩镇痛麻醉应用仍有较大市场潜力。无痛分娩是继自然顺产和剖宫产后出现的第三种分娩方式，既减缓了顺产的疼痛问题，又避免了剖宫产所带来的出血、肠粘连等并发症影响，是目前孕妇分娩的最佳选择之一。目前中国无痛分娩率不足 1%，即使在北京也才达到 30%，远低于美国（85%+）、英国（90%+）等发达国家。

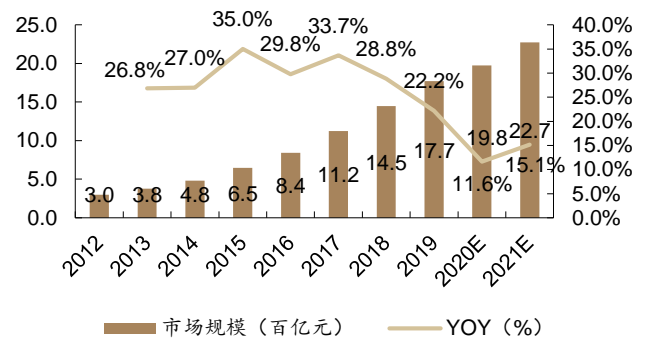
医美市场不断扩大，带动相关麻醉产品需求上涨。近年来随着经济水平的增长和对外在美的不断追求，中国医美市场不断扩大，2021 年医美市场达到 2 千亿规模，且市场渗透率还在不断提高。麻醉在医美领域的应用场景主要包括：激光美容、毛发移植、双眼皮手术、面部整形等。

图 21：中国无痛分娩率与发达国家存在较大差距



资料来源：王炼等《无痛分娩推广及运用的影响因素分析》，德邦研究所

图 22：中国医美市场规模不断扩大（百亿元）



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

### 3. 科室推广+新品放量，麻醉业务成长可期

人福医药产品线丰富，截至 2022 年公司共拥有 548 个药品生产批文，其中包括 36 个独家品规产品，134 个品规产品纳入国家基药目录，287 个产品被纳入国家医保目录，同时拥有 120 多个 ANDA 文号。产品线囊括神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔民族药等多个细分领域。目前人福医药多个重磅产品处于持续放量阶段，销量和销售额逐年增长。其中公司主要产品包括：

表 5：公司主要产品

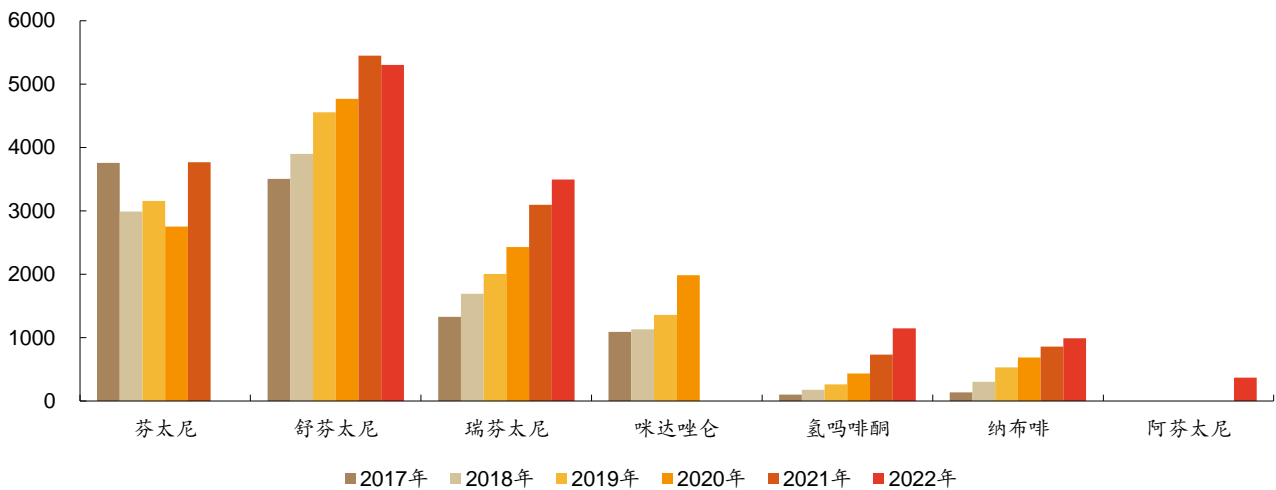
药（产）品名称	适应症/功能主治	是否处方药
枸橼酸舒芬太尼注射液	用于气管内插管，使用人工呼吸的全身麻醉	是
注射用盐酸瑞芬太尼	用于全麻诱导和全麻中维持镇痛	是

盐酸氢吗啡酮注射液	用于需使用阿片类药物镇痛的患者	是
盐酸纳布啡注射液	作为复合麻醉时诱导麻醉的辅助用药	是
盐酸阿芬太尼注射液	用于全身麻醉诱导和维持	是
米非司酮制剂	终止妊娠或用于预防妊娠的临床补救措施	是
复方木尼孜其颗粒	用于调节内分泌、增强免疫功能，治疗肝胆炎症、皮肤疾病、排除体内毒素等	是
注射用尿激酶	用于血栓栓塞性疾病的溶栓治疗	是
硫酸新霉素原料药	相关制剂产品用于动物的肠道疾病的防治，亦可用于人用皮肤、眼、鼻、耳的外用防治	否
黄体酮原料药	相关制剂产品用于先兆性流产、习惯性流产等闭经或闭经原因的反应性诊断等	否

资料来源：公司年报，德邦研究所（表格产品为占公司销售量、营业收入或净利润10%以上的产品，或者销售量、营业收入、净利润、毛利率排名前五的产品）

主要产品中，舒芬太尼和瑞芬太尼保持高速增长态势，2022 年销量分别达到 5302.23 万支和 3493.48 万支，2017-2022 年 CAGR 分别达到 8.6%和 21.3%。氢吗啡酮和纳布啡同样保持高速增长态势，2022 年销量分别达到 1148.04 和 993.05 万支，2017-2022 年 CAGR 分别达到 61.8%和 48.8%。

图 23：公司主要产品销量情况（万支）



资料来源：公司公告，德邦研究所

麻醉药品剂型和适应症不断丰富，公司聚焦镇静和镇痛产品开发。人福医药麻醉产品线布局逐渐完善，公司产品线由此前管制类镇痛药逐步向镇静药拓展。近几年人福医药新品开发也更加聚焦，主要围绕麻醉镇痛和镇静领域进行研发，相关产品进一步丰富了公司麻醉产品规格、剂型和适应症，进一步拓宽了麻醉药品应用场景。

表 6：2019 年以来公司上市获批的部分新产品

年份	药品名称	注册分类	适应症	规格	医药研发人员组成
2019	盐酸丁螺环酮片	ANDA	主要用于治疗广泛性焦虑症和其他焦虑性障碍	5mg、7.5mg、10mg、15mg、30mg	医药研发人员 1678 人，其中博士 185 人，外聘专家 36 人，享受国务院特殊津贴专家 7 人。
	茶普生钠片	ANDA	为镇痛类药物，用于暂时缓解轻微的疼痛，包括关节炎轻微疼痛、肌肉酸痛、背痛、月经抽筋、头痛、牙痛、普通感冒及暂时退热等	220mg	
	氯化钾缓释片	ANDA	治疗各种原因引起的低钾血症，如进食不足、呕吐、严重腹泻、应用排钾利尿药、低钾性家族周期性麻痹、长期应用糖皮质激素和补充高渗葡萄糖等	10mEq (750mg)、20mEq (1500mg)	
2020	盐酸阿芬太尼注射液	化药 3 类	用于全身麻醉诱导和维持	按 C21H32N6O3 计 2ml:1mg、按 C21H32N6O3 计 5ml:2.5mg、按	医药研发人员 1682 人，其中博士 191 人，享受国务院特殊津贴专家 8 人。



				C21H32N6O3 计 10ml:5mg/ml	
	欧米加-3-酸乙酯软胶囊	ANDA	主要和低脂饮食一起用于降低高甘油三酯血症	1gram	
	注射用苯磺酸瑞马唑仑	化药 1 类	用于结肠镜检查的 <b>镇静</b>	25mg	
2021	咪达唑仑口服溶液	化药 3 类	用于儿童诊断或治疗性操作前以及操作过程中的 <b>镇静/抗焦虑/遗忘</b> ；也可用于儿童术前 <b>镇静/抗焦虑/遗忘</b>	0.20% (10ml:20mg)	医药研发人员 1742 人，其中博士 195 人，享受国务院特殊津贴专家 7 人。
	氯化钾缓释片	化药 3 类	用于治疗 and 预防伴或不伴代谢性碱中毒的低钾血症	0.6g	
	注射用磷丙泊酚二钠	化药 1 类	静脉用 <b>全身麻醉剂</b> ，用于成人全身麻醉的诱导	0.5g	
2022	注射用绒促性素	化学药品	1) 青春期前隐睾症的诊断和治疗。2) 垂体功能低下所致的男性不育。3) 垂体促性腺激素功能不足所致的女性无排卵性不孕症。4) 用于体外受精以获取多个卵母细胞，需与绝经后促性腺激素联合应用。5) 女性黄体功能不全的治疗。6) 功能性子宫出血、妊娠早期先兆流产、习惯性流产。	1000 单位	医药研发人员 1758 人，其中博士 196 人，享受国务院特殊津贴专家 7 人。
	布洛芬软胶囊	化药 3 类	用于缓解 <b>轻至中度疼痛</b> 如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛、痛经。也用于普通感冒或流行性感冒引起的发热	0.2g	
	盐酸羟考酮缓释片	化药 4 类	可用于缓解持续的 <b>中度到重度疼痛</b>	40mg	
	丙泊酚中/长链脂肪乳注射剂	化药 4 类	是一种短效静脉用 <b>全身麻醉剂</b> ，可用于 1) 成人和 1 个月以上儿童的全身麻醉诱导和维持；2) 成人和 1 个月以上儿童诊断性操作和手术过程中的镇静，可单独使用也可与局部麻醉或区域麻醉联用；3) 16 岁以上重症监护患者辅助通气治疗时的镇静	20ml:0.2g	
	舒更葡糖钠注射剂	化药 4 类	是目前唯一的特异性、结合性氨基甾类 <b>肌松药拮抗剂</b> ，可快速、彻底、可靠地逆转不同深度的肌松，改善全麻手术患者预后。其适应症为 1) 在成人中拮抗罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞；2) 在儿童和青少年中，仅推荐本品用于常规拮抗罗库溴铵诱导的阻滞 (2~17 岁)	2ml: 200mg	

资料来源：公司公告，公司年报，德邦研究所（注：药品适应症及规格只展示当年获批的情况）

### 3.1. 公司管制类精麻药品先发优势明显，镇静产品线未来可期

**精麻药品市场竞争格局良好，管制类药品人福医药具备优势。**人福医药主营产品为麻醉药品、一类精神药品和少部分二类精神药品，其中芬太尼类、纳布啡、瑞马唑仑占据国内龙头地位，氢吗啡酮属于公司独家产品，其余核心产品竞争对手均不超过两家（主要竞争对手是恩华药业和国药集团），此外人福医药的大部分产品上市时间相较于其他竞品更早，具有一定先发优势。

**人福医药目前在管制类精麻药品市占率处于领先地位。**国内生产精麻药品的厂商主要包括人福医药、恩华药业、恒瑞医药、扬子江药业等，人福医药优势领域为管制类麻药，恒瑞医药和恩华分别在吸入类麻醉和非管制类麻醉药品具有一定优势。宜昌人福是人福医药主营麻精药物细分领域的子公司，宜昌人福在芬太尼类、纳布啡和氢吗啡酮等麻醉品种市占率明显领先。由于精麻药品具有较高管制壁垒，同时由于医生用药习惯药品具有一定先发优势，相关企业预计未来长期将处于寡头垄断地位。人福医药目前已形成以芬太尼系列产品为麻醉线收入基石，氢吗啡酮和纳布啡为业绩驱动力的较为完备的麻醉产品管线，瑞马唑仑和磷丙泊酚或有望成为未来业绩边际增量。

表 7：国内麻醉厂商重点品种竞争格局

企业	主要产品	2022 样本医院销售额 (亿元)	样本医院市场份额 (%)
宜昌人福	芬太尼 (注射剂)	0.16	97.15%
	舒芬太尼	5.05	97.58%
	瑞芬太尼	7.15	85.97%
	纳布啡	1.43	65.90%
	氢吗啡酮	2.01	100.00%
	咪达唑仑	0.14	5.51%
	瑞马唑仑	0.25	30.45%

恒瑞医药	顺阿曲库铵	0.62	40.10%
	七氟烷	4.26	62.59%
	右美托咪定	0.57	8.95%
	布托啡诺	4.06	100.00%
	瑞马唑仑	0.58	69.55%
恩华药业	依托咪酯	2.4	99.99%
	咪达唑仑	2.02	89.82%
	右美托咪定	0.09	1.36%
	瑞芬太尼	0.40	4.86%
	丙泊酚	0.14	1.60%
扬子江药业	地佐辛	18.20	94.65%
	右美托咪啉	5.49	86.91%
	达克罗宁	1.26	100.00%

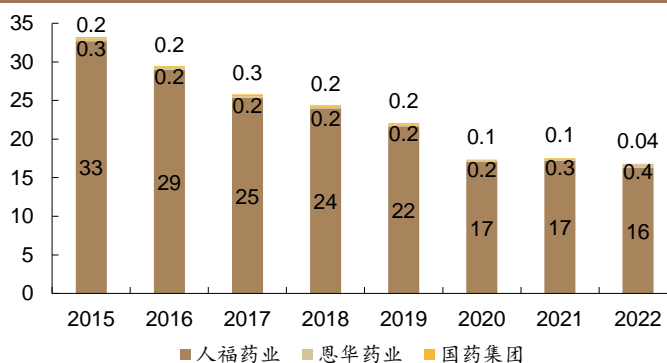
资料来源：PDB，德邦研究所

### 3.1.1. 芬太尼系列：最强效阿片类药物，瑞芬、舒芬增长较快

**最强效阿片类药物，芬太尼类药物占据麻醉镇痛市场重要地位。**阿片类药物是手术期最常见、应用最广泛的强效镇痛药物，在治疗急慢性疼痛中发挥重要作用。阿片类药物通过  $\mu$  型阿片受体  $\mu$ OR ( $\mu$  opioid receptor) 介导的 G 蛋白和阻遏素双重信号通路，激活下游抑制性  $G_{i/o}$  蛋白发挥镇痛和其他毒副作用，吗啡和芬太尼类（芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、瑞芬太尼）是最典型的两类阿片类药物。其中，芬太尼类是指人工合成的，药理作用与吗啡类似但镇痛镇静作用强于吗啡的一类药物，具有起效快、镇痛效果强、毒性低的优点，但与其他麻醉药共同使用时存在引发呼吸循环系统抑制、心动过缓和血压降低等副作用。

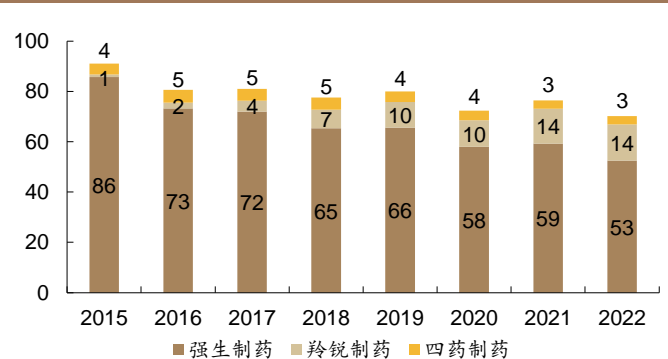
**“百倍吗啡”芬太尼上市后成为镇痛主要药品，近几年销售下滑严重。**芬太尼 1968 年获 FDA 批准于美国上市，该药物静脉注射后 1 分钟起效，4 分钟达到峰值，维持时间约为 30 分钟，镇痛作用约为吗啡的 100 倍，是目前复合全麻中最常用的药物。目前国内的芬太尼产品主要包括芬太尼注射剂（2022 年人福医药市占率 97.2%）和芬太尼透皮贴剂（2022 年强生 74.8%，羚锐制药 20.5%）。

图 24：芬太尼注射剂样本医院市场份额（百万元）



资料来源：PDB，德邦研究所

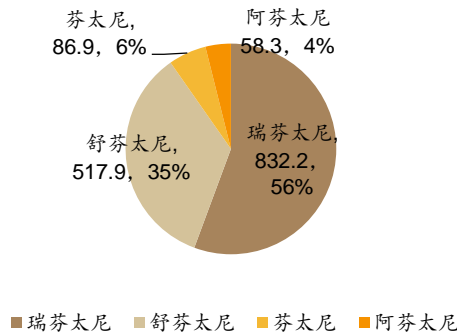
图 25：芬太尼透皮贴剂样本医院市场份额（百万元）



资料来源：PDB，德邦研究所

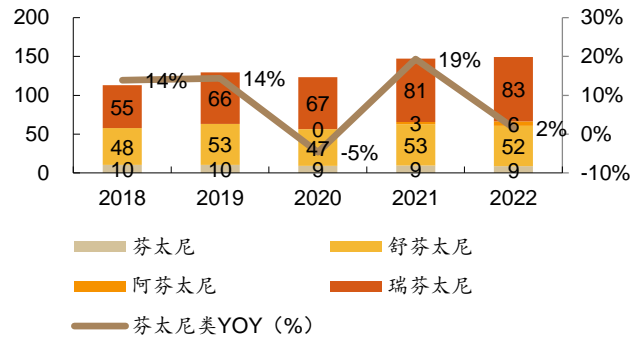
**舒芬太尼、瑞芬太尼逐渐代替芬太尼市场。**随着芬太尼衍生物的出现，相关药物在提高镇痛效果、缩短起效时间、减弱药物积蓄效应和毒副作用等方面具备一定优势，因而近年来芬太尼药物市场逐渐被其衍生物代替，市场份额不断下降。2022 年数据显示舒芬太尼和瑞芬太尼分别占据芬太尼系列市场份额 35% 和 56%，合计占比达 90%。

图 26: 2022 年芬太尼系列产品市场占比 (百万元, %)



资料来源: PDB, 德邦研究所

图 27: 2018-2022 年芬太尼系列产品销售情况 (千万元)



资料来源: PDB, 德邦研究所

(1) 舒芬太尼: 最强阿片类镇痛药, 占据芬太尼市场重要地位。舒芬太尼是芬太尼的 N-4 噻吩基衍生物, 其镇痛效果是芬太尼的 5~10 倍, 是目前镇痛效果最强的高选择性  $\mu$ OR 激动剂, 起效时间更短且持续时间更长, 因其对呼吸循环和心血管的抑制作用较轻, 适用于心血管麻醉。(2) 瑞芬太尼: 目前国内芬太尼占比最高的产品, 清除快速无蓄积。瑞芬太尼是芬太尼的哌啶衍生物, 故注射进体内后易被非特异性酯酶水解, 不经肝肾代谢, 清除速度快且无蓄积效应, 所以可用于肝肾功能不全患者的镇痛。(3) 阿芬太尼: 适用于短小手术的新产品。阿芬太尼在体内 pH=7.4 的生理条件下, pKa 为 6.8 的阿芬太尼 85% 呈现非解离形态, 而芬太尼仅有 9%, 故阿芬太尼通过血脑屏障效率高, 起效快。其镇痛效果偏低, 维持时间短, 故具有安全性高, 造成血压下降等毒副作用小等优点, 适用于短小手术和门诊手术。

表 8: 芬太尼类药物比较

	给药方式	起效时间	峰效应时间 /min	镇痛持续时间 min	Pka	镇痛效能	静脉等效量/g	镇痛用量	最低有效血浆浓度 ng/mL	中标价格 (元/支)	应用场景
芬太尼	静脉	1-2min	3.6	30	8.4	100	100	1~2g	0.2	4.2 (2ml:0.1mg)	广泛用于手术全程镇痛、癌痛镇痛
舒芬太尼	静脉	1-3min	5.6	30	8.0	1000	15	0.1~0.2g	0.02	106.01 (2ml:0.1mg)	手术全程镇静、分娩镇痛
阿芬太尼	静脉	30s	1.4	15	6.8	20~25	750	10~20g	2	79 (2ml:1mg)	小儿镇痛, 与镇静药联合用于门诊麻醉和机械通气全麻诱导
瑞芬太尼	静脉	30s	1.8	5~10	7.1	134	100	0.05~2g/(kg·min)	0.2	89.9 (1mg)	全麻诱导气管插管, 全麻维持, 术后镇痛, 分娩镇痛, 神经阻滞或区域麻醉辅助用药

资料来源: 章丽华《芬太尼及其衍生物的临床应用》, 药智网, 德邦研究所 (注: 中标价选取重庆地区 2021 年价格)

芬太尼类药物国内行政管制严格, 我们预计人福药业仍将处于行业垄断地位。芬太尼类药物具有强烈的成瘾性, 滥用后易产生依赖性, 我国在 1996 年就将芬太尼列入《麻醉药品品种目录》进行严格管制。国内芬太尼类药物市场格局明显, 主要竞争者为人福医药、恩华药业、羚锐制药、国药集团地和常州四药, 人福医药占据芬太尼药物市场的主导地位 (多个品种占比均超过 90%), 预计在未来人福医药将长期保持其领先地位。

表 9: 芬太尼类药物国内市场竞争格局

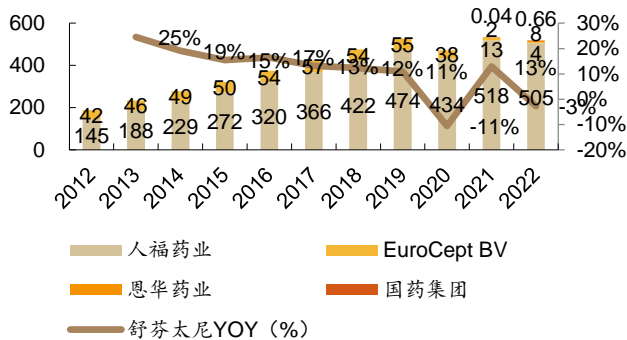
药品名称	2022 年样本医院销售额	2022 年样本医院市场份额	上市厂商数量
芬太尼	注射剂: 人福(1631 万), 恩华(44 万), 国药廊坊(4 万)	人福(97.2%), 恩华(2.6%), 国药廊坊(0.2%)	3
	透皮贴剂: 强生(5250 万), 羚悦(1435 万), 常州四药(329 万)	强生(74.8%), 羚悦(20.5%), 常州四药(4.7%)	
舒芬太尼	人福(50533 万), EuroCept(431 万), 恩华(756 万), 国药(66 万)	人福(97.6%), EuroCept(0.8%), 恩华(1.5%), 国药(0.1%)	4
阿芬太尼	人福(5828 万), 恩华(3 万)	人福(99.96%), 恩华(0.04%)	2

瑞芬太尼	人福(71541 万), 国药廊坊(7632 万), 恩华(4042 万)	人福(86%), 国药廊坊(9.2%), 恩华(4.9%)	3
------	---------------------------------------	-------------------------------	---

资料来源: PDB, 德邦研究所

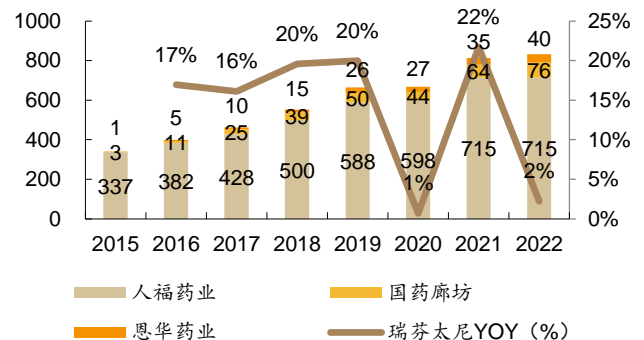
(1) 舒芬太尼: 2005 年人福医药舒芬太尼获得批准在国内上市, 与 Eurocept Pharmaceuticals 垄断舒芬太尼市场近 15 年。2020 年恩华药业和国药集团廊坊分公司相继获得国内上市批准, 加入市场竞争格局, 预计在未来该竞争局面将保持稳定。其中人福医药凭借先发和品牌优势始终占据国内舒芬太尼市场主要份额, 2021 年市占率达到 97.3%。(2) 瑞芬太尼: 近几年人福医药市占率维持在 80% 以上, 2021 年人福医药占据瑞芬太尼 87.9% 的市场份额, 主要竞争公司是国药廊坊(7.8%)和恩华药业(4.3%), 瑞芬太尼市场规模不断增长, 未来预计为人福医药带来的收益仍然可观。(3) 阿芬太尼: 2020 年 2 月人福医药成为国内首家获得盐酸阿芬太尼注射液注册批件的企业, 2021 年 11 月恩华药业获批。

图 28: 舒芬太尼样本医院市场份额 (百万元)



资料来源: PDB, 德邦研究所

图 29: 瑞芬太尼样本医院市场份额 (百万元)



资料来源: PDB, 德邦研究所

### 3.1.2. 氢吗啡酮: 升级版吗啡, 具备较强增长潜力

**升级版吗啡——氢吗啡酮: 起效快、毒副作用小。**氢吗啡酮是公司独家开发的国家三类新药, 适用于需要使用阿片类药物镇痛的患者, 公司产品于 2012 年获批上市。氢吗啡酮化学结构与吗啡相似, 通过将 C 环 6 位羟基氧化成酮基, 7、8 位双键还原, 提高了化合物的脂溶性和镇痛作用。氢吗啡酮主要作用于  $\mu$  阿片受体, 略微影响  $\delta$  受体, 对  $\kappa$  及  $\epsilon$  受体不起效。相较于吗啡, 氢吗啡酮的高脂溶性使得药物更易通过血脑屏障, 起效时间更短且镇痛效果更强 (5~10 倍)。氢吗啡酮作为升级版吗啡的另一个优点是代谢产物无活性、毒副作用更小。吗啡的代谢产物为 M3G (吗啡-3-葡糖苷酸) 和 M6G (吗啡-3-葡糖苷酸), 易引起肾损伤和呼吸抑制。而氢吗啡酮的代谢产物 H3G (氢吗啡酮-3-葡糖苷酸) 没有代谢活性且对器官无毒性作用, 安全性更好。

表 10: 氢吗啡酮和吗啡对比

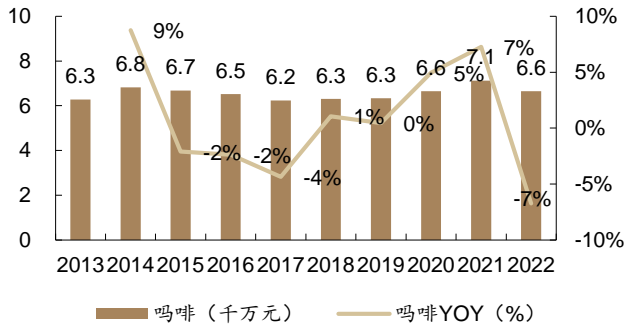
	吗啡	氢吗啡酮
适应症	适用于其他镇痛药无效的急性锐痛, 如严重创伤、战伤、烧伤、晚期癌症等疼痛; 心肌梗死而血压尚正常者; 心源性哮喘等。通常使用于麻醉和手术前给药, 可保持病人宁静进入嗜睡	主要减轻由外科、癌症、创伤(软组织和骨骼)、胆绞痛、心肌梗死、烧伤、肾绞痛导致的中度至重度疼痛
脂溶性	低	吗啡的 10 倍
起效时间 (min)	6	5
峰效应时间 (min)	25~30	10~20
消除半衰期 (min)	166	28
镇痛等效剂量	10mg	1.5mg
作用强度	1	5~10
医保类型	国家甲类	国家乙类
主要代谢产物	M3G、M6G	H3G

2022 年价格	3.72 元 (10mg: 1mL)	126.5 元 (10mg: 10mL)
市场格局	注射剂: 东北制药 (460 万), 青海制药 (10 万) 片剂: 西南药业 (2471 万), 萌蒂 (1725 万), Napp (800 万), 东北制药 (486 万), 青海制药 (111 万)	人福医药 (2 亿)

资料来源: 药品说明书, PDB, 米内网, 国家医保局, 人福镇痛 E 线公众号, 德邦研究所

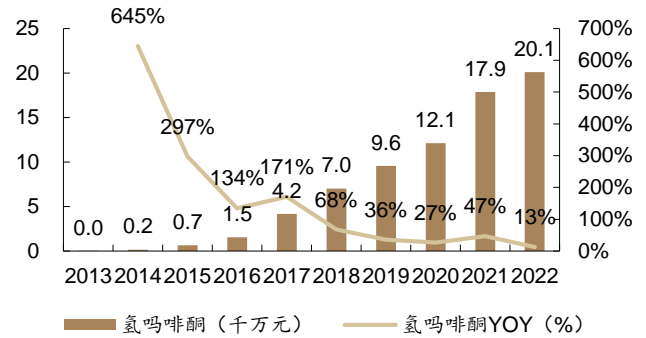
**氢吗啡酮仍处于高速放量期, 人福医药独占市场。**氢吗啡酮已有替代吗啡市场份额的一定趋势, 自 2012 年起吗啡市场销售额维持在 5-7 亿左右, 增长疲软, 而氢吗啡酮则处于高速放量期, 自 2013 年上市始终维持着 2 位数以上的年增长趋势, 2017 年纳入医保后持续放量, 2022 年样本医院市场规模超过 2 亿元, 目前氢吗啡酮仅有人福医药一家生产厂商, 预计人福医药仍将享受较长时间独占期。

图 30: 吗啡 PDB 市场规模



资料来源: PDB, 德邦研究所

图 31: 氢吗啡酮样本医院市场规模



资料来源: PDB, 德邦研究所

### 3.1.3. 纳布啡: 地佐辛替代品空间大, 纳入医保后快速放量

纳布啡是公司独立研发的二类精神药品, 属于新型半合成阿片受体激动拮抗药物, 能与  $\mu$ 、 $\kappa$  和  $\delta$  受体结合, 主要通过激动  $\kappa$  受体和部分拮抗  $\mu$  受体发挥镇痛药理作用, 不与  $\sigma$  受体结合。人福医药盐酸纳布啡注射液在 2013 年获批上市, 临床上纳布啡主要用于缓解中至重度疼痛和复合麻醉时的麻醉诱导。

**纳布啡镇痛效果和维持时长与吗啡相近, 但安全性更高。**纳布啡静脉给药后起效时间为 2~3min, 30min 达到最大效益峰值, 维持 3~6h, 与吗啡的药动学数据相近。肝脏是纳布啡的主要代谢场所, 纳布啡经过细胞色素酶 P4503A4 和 2C19 代谢, 代谢产物为 N-羟基酮环丁基甲基纳布啡与羟基化衍生物, 消除半衰期为 3~6h。纳布啡在副作用方面表现良好、安全性较高, 对呼吸抑制存在封顶效应(封顶剂量为 30mg, 药物说明书推荐最大注射剂量为 20mg), 小剂量几乎不影响血流动力学, 恶心呕吐发生率约为 5%。根据医学界资料, 因为纳布啡不会引起组胺释放而导致皮肤瘙痒, 所以有学者认为纳布啡可以作为治疗阿片类药物引起瘙痒的一线用药。

**纳布啡相较于地佐辛镇痛效果相近, 且具有起效时间和价格优势。**地佐辛是苯吗啡烷类衍生物, 对  $\kappa$  和  $\delta$  受体有激动作用, 对  $\mu$  受体兼具有激动、拮抗双重作用, 其镇痛效果与吗啡相近但成瘾性更弱, 属于二类精神药品。纳布啡和地佐辛的镇痛强度和安全性相近, 但纳布啡起效时间更快且价格更低, 具有竞争优势。

表 11: 纳布啡和地佐辛药理学比较

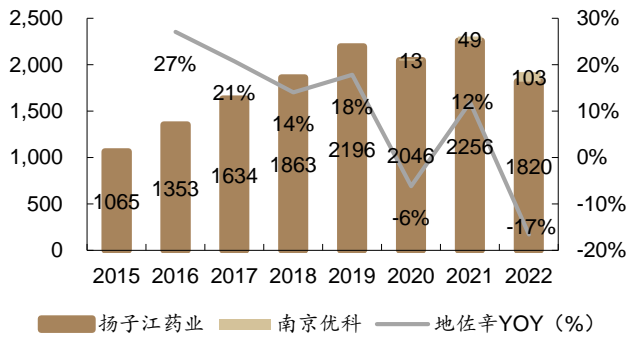
	地佐辛	纳布啡
起效时间	15-30min	2~3min
镇痛维持时间	3-6h	3-6h
代谢产物	1%为原型药, 其余为葡萄糖苷酸共轭物	N-羟基酮环丁基甲基纳布啡与羟基化衍生物, 无活性
呼吸抑制	最大剂量为 30-50mg, 超过此剂量镇痛作用增加不明显; 封顶效应 (0.3~0.4mg/kg) 时呼吸抑制效应最大	成人 30mg 达到封顶效应

血流学动力	治疗剂量对心脏功能、血压无明显影响	对血压、脉动脉压、心搏量无影响，心率与心脏负荷轻微下降
价格	184 元 (1ml:10mg)	68.7 元 (1ml:10mg)

资料来源：药品说明书，朱昌茂《纳布啡的药理学和临床应用进展》，医学界，德邦研究所（注：价格为米内网 2023 年数据）

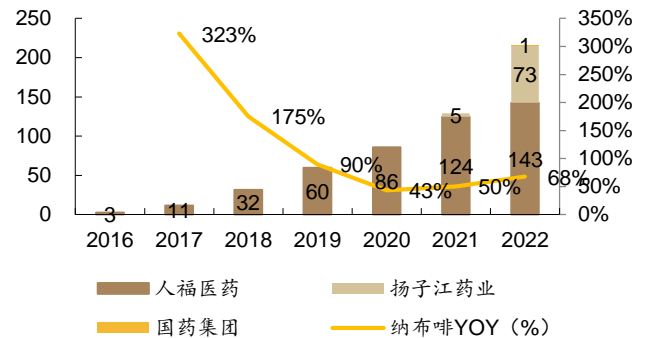
**地佐辛市场空间庞大，纳布啡具备较大增长潜力。**地佐辛是麻醉镇痛药中使用量和销售额最大的药品，2022 年样本医院销售额达到 19 亿元，扬子江药业占据主要市场份额（约 95%），由于地佐辛销售额基数大近年同比增速有所放缓甚至出现下降趋势。与之相较的纳布啡正处于高速增长期，近几年均保持 2 位数以上的增速，2022 年销售额超过 2 亿元，同比增长 68%，预计未来几年纳布啡仍将继续保持高增速。

图 32：地佐辛样本医院市场份额（百万元，%）



资料来源：PDB，德邦研究所

图 33：纳布啡样本医院市场份额（百万元，%）



资料来源：PDB，德邦研究所

**地佐辛逐渐退出地方医保，纳布啡纳入医保后有望保持高增速。**地佐辛适应症为需要阿片类镇痛治疗的各种疼痛，纳布啡用于中重度疼痛和复合麻醉辅助用于术前、术后、产科镇痛，二者在应用领域有较高重合。地佐辛在未来可能逐渐被其他药品替代，包括以下三点原因：1) 可能纳入国家重点监控药品管理目录：2021 年 9 月国家卫生健康委发布《国家重点监控合理用药药品目录调整工作规程》，对临床上使用不合理问题较多、使用金额异常偏高、对用药合理性影响较大的化学药品和生物制品纳入目录管理，地佐辛目前销售额较大有可能成为其中之一；2) 价格高昂且不纳入医保。在相同规格下（10mg）地佐辛价格为 184 元，纳布啡 68.7 元，吗啡 3.7 元，地佐辛价格远高于同类型药品。且地佐辛未被纳入国家医保，在部分省份的地方医保也即将/已到期（比如四川 2023 年 1 月 1 日到期并停止报销），而纳布啡属于国家乙类医保。

**人福医药有先发优势，扬子江、国药加入纳布啡竞争市场。**目前市场上人福医药仍然占据纳布啡销售额的绝对领先地位，扬子江药业和国药集团分别于 2021 年 11 月、2022 年 4 月获得纳布啡仿制药上市批准，加入纳布啡的市场竞争。我们认为人福医药具有先发优势，看好后续仍然能保持高速增长。

### 3.2. 麻醉药品推陈出新，麻醉镇静产品贡献业绩新增量

#### 3.2.1. 苯磺酸瑞马唑仑：竞争格局良好，增速明显

**镇静药临床使用仍有痛点，用药安全性是新药开发重点之一。**镇静药是指轻度抑制大脑皮质，从而减轻中枢神经兴奋性，消除躁动恢复安静情绪和意识清楚的药物。理想的麻醉镇静类药物要求具备呼吸循环抑制等毒副作用小、代谢产物不易积蓄、镇静效果好等特点，目前主要使用的临床药物包括丙泊酚、右美托咪啶、咪达唑仑和依托咪酯。现有药物在单独使用时各有优缺点仍然不能完全满足临床需要的镇静需求，目前的研究重点方向是镇痛药安全性和毒副作用。

瑞马唑仑具有毒副作用小、起效快的优势，作为新型麻醉镇静药物有望快速增长。瑞马唑仑具有典型的苯二氮卓类特征，通过与 GABAAR 结合使神经元细胞膜的氯离子通道开放频率增加，增加其通透性，氯离子顺浓度梯度差进入细胞内，导致细胞内膜电位增加而出现超极化，兴奋性下降，从而抑制神经元电活动，产生镇静作用。相较此前镇静类药物，瑞马唑仑具有起效快、失效快、长期使用后不易累积、较少引起心肺抑制等特点，更接近于理想的镇静药物，可安全地应用于无痛内镜检查和重症监护病房 (ICU) 的镇静，并有望运用于全身麻醉。

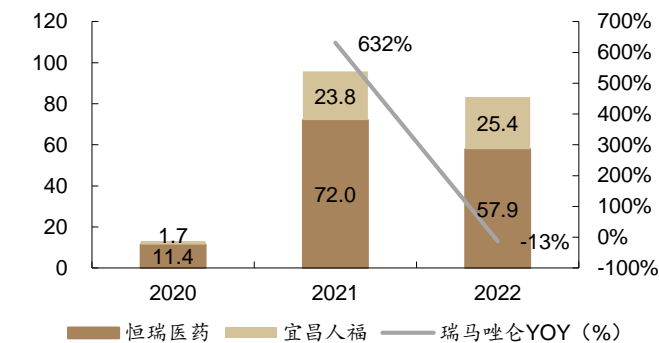
表 12：主要麻醉镇静药物对比

	诱导时间	苏醒时间	呼吸抑制发生率	低血压发生率	注射部位疼痛发生率	拮抗药物	不良反应
丙泊酚	非常快	快	++到+++	++到+++	++	无	由于药品污染引起的败血症、丙泊酚输注综合征 PRIS
咪达唑仑	快	缓慢且具有延迟性	+到++	+到++	0	氟马西尼	-
瑞马唑仑	非常快	快	+到++	0	0	氟马西尼	-
右美托咪定	>10min	慢	0到+	+到++	0	无	-
七氟烷 (吸入麻醉剂)	非常快	快	+到++	++	-	无	恶性高热

资料来源：Song et al. 《Review of remimazolam and sedatives in the intensive care unit》，德邦研究所

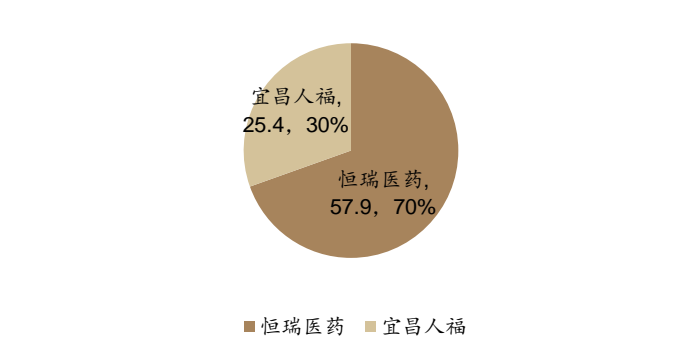
瑞马唑仑市场空间处于逐渐扩大态势，目前国内仅有恒瑞和人福两家瑞马唑仑获得批准上市，恒瑞甲苯磺酸瑞马唑仑于 2019 年 12 月获批，已获得胃镜检查镇静、结肠镜检查镇静和全身麻醉 3 个适应症获批；人福苯磺酸瑞马唑仑于 2020 年 7 月获批，至今获得结肠镜检查镇静和全身麻醉 2 个适应症获批。恒瑞拥有先发优势且适应症更多，根据 2022 年 PDB 样本医院数据显示，恒瑞医药占据 70% 瑞马唑仑市场份额。

图 34：瑞马唑仑样本医院市场规模 (百万元, %)



资料来源：PDB，德邦研究所

图 35：2022 年恒瑞占据瑞马唑仑主要市场份额 (百万元)



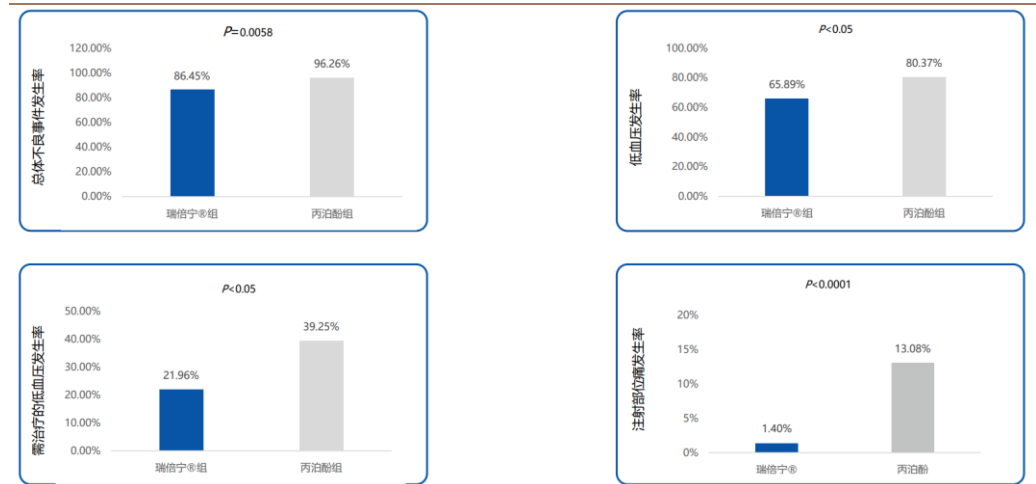
资料来源：PDB，德邦研究所

由于瑞马唑仑的游离碱不稳定，Paion 公司将其开发为瑞马唑仑的苯磺酸盐。2012 年，人福药业与 Paion 公司达成合作，获得瑞马唑仑在中国的开发权利。截止 2019 年 7 月，全球共 8 个国家和地区加入 Paion 公司的苯磺酸瑞马唑仑全球开发，其安全性和有效性等得到了国际一致认可。而甲苯磺酸瑞马唑仑是恒瑞医药在盐型筛选的过程中，在已有文献报道基础上充分考虑安全性，选择毒性更低甲苯磺酸成盐。该盐型具有更好的光学纯度和安全性，而且在水中可得到稳定的 I 晶型，降低成品中有机溶剂残留的风险，恒瑞医药也因上述特性获得了专利授权。

瑞马唑仑未来或将成为丙泊酚优效替代品。瑞马唑仑通过非特异性酯酶代谢，不影响肝肾功能，代谢迅速，还拥有特异性拮抗剂氟马西尼，安全性较高，同时还能避免丙泊酚导致的镇静过深、注射痛和脂质输注综合征。(1) 恒瑞注射用甲苯磺酸瑞马唑仑：III 期临床试验研究显示，对比丙泊酚注射液 (原研)，甲苯磺酸瑞马唑仑注射痛、低血压及需要治疗的低血压、总不良事件发生率显著低于丙泊酚注射液 (原研)，具有显著的安全性优势。(2) 人福瑞马唑仑：与丙泊酚中/长链脂肪乳注射液比较，人福瑞马唑仑对血压的影响小，对呼吸/循环抑制等不良反应显

著更低。

图 36: 恒瑞瑞马唑仑相较于丙泊酚安全性较高



资料来源: 国家医疗保障局, 德邦研究所 (注: 注射用甲磺酸瑞马唑仑 (瑞倍宁): 江苏恒瑞)

### 3.2.2. 磷丙泊酚 (磷丙泊酚二钠): 丙泊酚替代品之一

磷丙泊酚二钠是一种 GABAAR 激动剂, 在静脉注射后代谢产物为活性物质丙泊酚, 通过血脑屏障与 GABAAR 中  $\alpha 1$ 、 $\beta 2$ 、 $\gamma 3$  亚基结合抑制神经元活动, 从而达到短效全身麻醉的效果。人福医药独家研发的磷丙泊酚二钠在 2021 年 5 月以国家一类新药上市获得 NMPA 批准, 用于成人全身麻醉的诱导, 属于化学药品 1 类新药。

磷丙泊酚是水溶性的丙泊酚前体物质, 能够减少脂肪乳注射剂带来的副作用。磷丙泊酚二钠是丙泊酚的水溶性前体药物, 与市售的丙泊酚制剂不同, 该产品不需要脂肪乳作为载体, 在有效避免脂肪乳引起的诸如过敏、细菌污染及高脂血症等相关副作用的同时, 注射痛及呼吸相关不良事件发生率较丙泊酚更低, 循环更加平稳, 作用舒适, 安全可靠。宜昌人福药业在研发过程中发现, 国外产品的剂型存在着不合理之处, 经过大量的分析和数据研究, 研究团队最终将小针剂型改为冻干粉针剂型。与国外产品相比, 人福磷丙泊酚二钠剔除了制剂中风险更高的辅料, 更加安全, 稳定性。基于磷丙泊酚二钠的优势, 其未来在手术室内麻醉、监护下麻醉、ICU 镇静等领域具有较好的应用前景。

表 13: 丙泊酚和磷丙泊酚药代动力学和主要临床数据对比

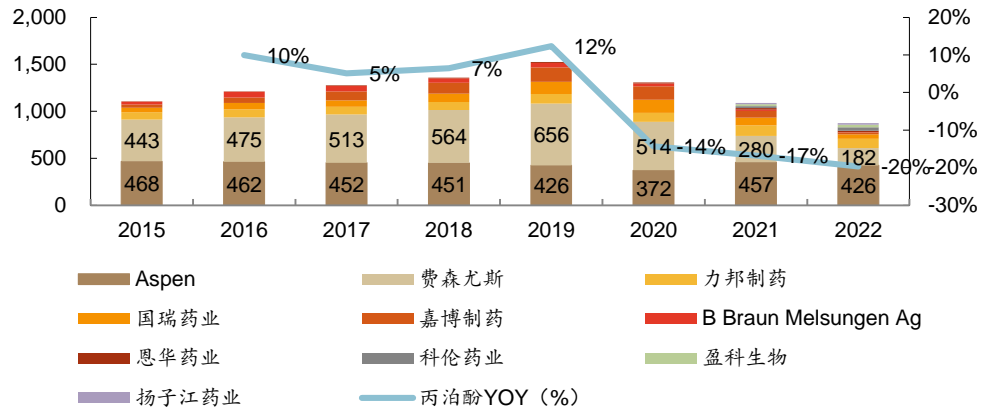
对比产品	药代动力学数据				主要临床数据			
	起效时间	达峰时间	持续时间	代谢	全麻诱导成功率	注射痛发生率	维持期单位时间用量	呼吸相关不良发生率
磷丙泊酚二钠	2.9±1.1min	4.8±1.5min	32.3±8.92min	肝脏、血管内皮	97.7%	9.2%	磷丙泊酚 3.78mg/kg/h+瑞芬太尼 0.116	呼吸抑制及呼吸暂停发生率 36.0%
丙泊酚	1.5±0.6min	2min	5-10min	肝脏	97.7%	30.1%	丙泊酚 5.38mg/kg/h+0.132	呼吸抑制及呼吸暂停发生率 70.8%

资料来源: 人福镇痛 E 线, 德邦研究所

丙泊酚占据麻醉药市场重要地位, 整体市场份额有被新药抢占趋势。2022 年丙泊酚样本医院市场规模接近 9 亿, 市场规模同比下降 19.7%。2022 年丙泊酚国内市场主要被外企占据 (前十大厂商市场份额中 Aspen 48.7%, 费森尤斯卡比 20.8%, 力邦 11.3%), 国瑞是丙泊酚国产企业的龙头企业, 占据 5.6% 市场份额。2021 年 2 月丙泊酚中长链脂肪乳中选第四批全国药品集中采购目录, 费森尤斯卡比、科伦药业、扬子江药业和江苏盈科 4 家公司中标。随着集采政策的实施以及新产品的陆续上市, 国内企业的市场占比预计将不断攀升。但由于近年来麻醉镇静新品不断上市, 相关产品凭借更好的镇静效果和更低的副作用, 比如海思科的环泊酚, 人福医药的磷丙泊酚以及人福和恒瑞的瑞马唑仑都是丙泊酚的有力竞争者, 后续有望持续抢占丙泊酚市场份额。



图 37: 丙泊酚样本医院市场规模 (百万元, %)

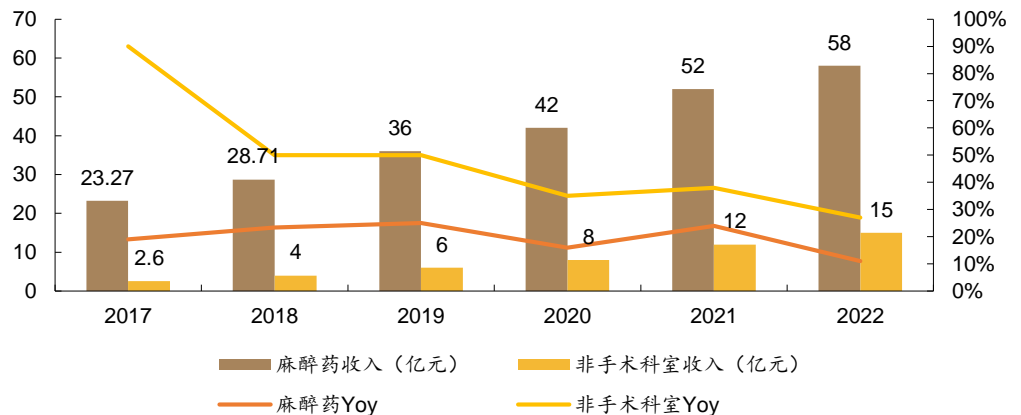


资料来源: PDB, 德邦研究所

### 3.3. 深入多科室推广, 强大销售团队带来麻醉业务新增量

公司麻醉业务连续多年保持两位数增长, 非手术科室收入增长更为迅速。2022 年人福医药持续推进多科室临床应用工作, 其中麻醉药品实现总收入约 58 亿元, 同比增长约 11%, 其中非手术科室实现收入 15 亿元, 同比增长约 27%, 非手术科室连续多年增速显著高于麻醉药整体收入增速, 未来将持续为麻醉业务贡献业绩增量弹性。

图 38: 2017-2022 年宜昌人福麻醉药和非手术科室收入及增速

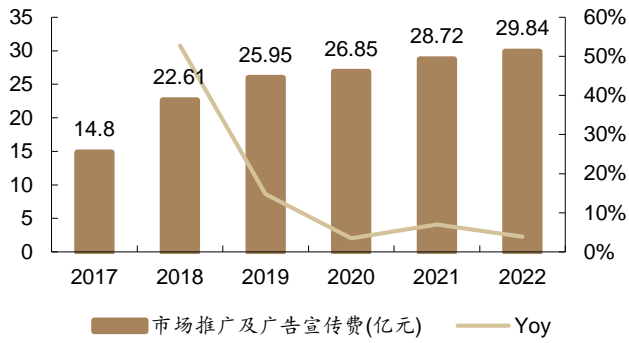


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

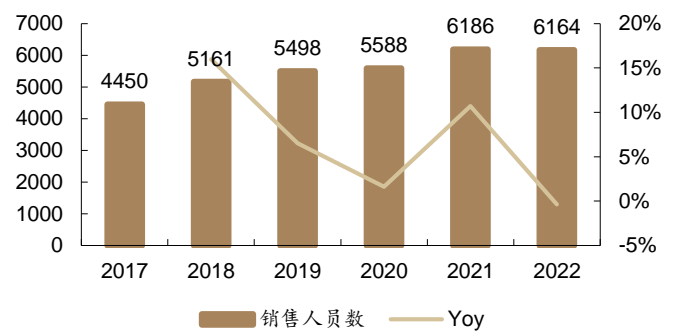
公司市场推广及广告宣传费和销售人员数不断增加, 公司麻醉销售团队日益壮大。近几年公司市场推广费和销售人员总体呈现稳步增长态势但是总体增幅有所放缓, 2022 年公司市场推广及广告宣传费达到 29.8 亿元 (同比+3.9%), 销售人员达到 6164 人 (同比-0.4%)。通过强大且成熟的销售团队, 公司麻醉产品销售在 ICU、疼痛科等多科室快速发力, 麻醉业务线呈现快速增长态势。

图 39: 2017-2022 年公司市场推广费

图 40: 2017-2022 年公司销售人员数量



资料来源：公司公告，德邦研究所



资料来源：公司公告，德邦研究所

积极深入学术推广，人福品牌获得医患持续认可。2022 年全年人福医药开展了形式多样的学术推广活动，开展的学术推广活动涵盖线上线下围手术期和非手术科室的丰富活动。2022 全年面对疫情散发，人福医药高度重视品牌推广和医患教育，(1) 针对患者积极开展产品和品牌教育，例如针对羟考酮新品人福医药开展了全国上市会进行产品宣讲。(2) 针对医生积极开展研讨会、培训班等学术会议，例如举办了如口腔麻醉与镇静镇痛论坛，麻醉医师论坛会议，无痛示范中心巡讲等形式多样的全国性论坛会议。

图 41：人福医药开展线上舒适化医疗发展高端论坛



资料来源：人福镇痛E线，德邦研究所

图 42：人福医药开展麻醉科主任培训班



资料来源：人福镇痛E线，德邦研究所

#### 4. “归核聚焦”战略持续推进，资金结构不断优化

过去业务拓展为公司资产负债和现金流带来压力，公司持续推进归核化进程，人福医药经营情况向好。此前公司涉及业务覆盖面极广，在主营医药领域中覆盖业务包括医药工业、医药商业、国际化业务等多个细分领域，医药工业又涵盖神经系统用药、维吾尔民族药、生育调节药、甾体激素类药和仿制药等多种药物，医药商业领域包括体外诊断试剂、医疗服务等领域。前期大规模的并购扩张和多元化、多渠道的运营拓展给公司带来较大财务压力，具体表现为公司增收不增利、资产负债率升高、有息负债持续增加、以及商誉金额高等问题。

2017 年公司围绕“优化结构，提质增效”的目标对现有细分领域进行归整，此后陆续对非优势领域资产进行出售和剥离，公司明确聚焦医药核心业务的目标。处置的子公司及资产主要涉及医疗器械、血液制品、非优势化药、两性消费、医疗服务和金融投资领域。通过剥离非核心资源，集中资源打造核心产品线，发展麻醉精神用药、民族药、生育调节药、甾体激素类药等优势且有前景的细分领域，持续巩固强化在核心业务上的竞争优势，公司逐渐形成以医药工业为主、医药商业为辅的良好发展态势。2022 年公司出售汉德人福、天风证券、百年康鑫、杭州福斯特等公司股权以及乐福思集团海外两性健康业务等资产，收回投资款约 39 亿元，实现投资收益约 8 亿元。

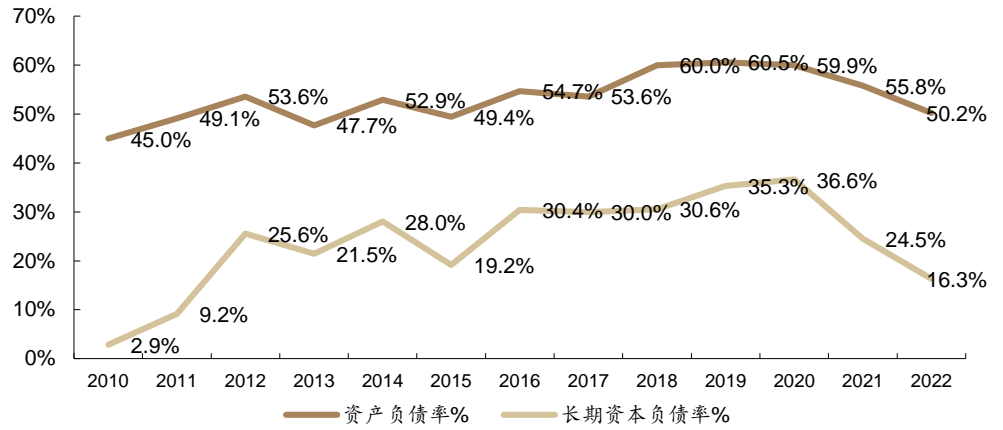
表 14：2017 年以来陆续剥离的非核心子公司/资产

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	信息咨询、劳务服务	1068 万元
	武汉中原瑞德生物	血制品	23.6 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
2018	武汉中原瑞德生物	血制品	1.0 亿美元
	黄石大冶有色医院	医疗服务	1.48 亿元
	武汉宏昇生殖健康中心		420 万元
	武汉人福亿生健康		1597 万元
武汉德丰永润实业	130 万元		
2019	钟祥人民医院	医疗服务	9.67 亿元
	河南人福医药	商业	1.45 亿元
	北京瑞洪成医疗科技	医疗器械	200 万元
	Eliteam Health SA	咨询服务	616 万元
	北京玛诺生物	体外诊断	4722 万元
	武汉珂美立德生物	医疗器械	1.89 亿元
	武汉人福乐雅口腔门诊部	医疗服务	110 万元
2020	四川人福	商业	3.45 亿元
	湖北人福药用辅料	辅料生产	487 万元
	武汉人福健康护理	医药产品	550 万元
	湖北人福般瑞佳		1100 万元
	湖北人福新文星		1650 万元
	武汉科福新药		1080 万元
	武汉贝乐美口腔	医疗服务	71 万元
	湖北福鑫科创信息	医疗系统开发	1678 万元
	Lifestyles Healthcare Pte.Ltd	两性健康	13.2 亿元
2021	华泰保险 (2.52%)	金融	~10 亿元
	上海健益兴禾创业投资中心 (有限合伙)	医药投资	5000 万元
	郑州人福博赛生物	医疗器械	586 万元
	武汉珈鸣智能科技	技术服务	3500 万元
	北京德诚堂中医门诊部	医疗服务	60 万元
2022	天风证券 (7.85%)	金融	~21 亿元
	AGIC-HUMANWELL BILE RIDGE(US)LIMITED (24.57%)	医药投资	1.75 亿美元
	素问中医门诊部 (武汉)	医疗服务	120 万元
	人福十堰普博医疗器械	医疗器械	600 万元

资料来源：公司公告，公司历年年报，德邦研究所

**归核化进程持续推进，公司资产负债率和资产结构逐步优化。**2010 年以来公司资产负债率和长期资本负债率呈不断上升趋势，资产负债率和长期资本负债率分别于 2019 年和 2020 年达到顶峰 (60.5%和 36.6%)。自 2017 年起公司开始实行“归核聚焦”战略后，非核心子公司及资产的转让带来大量现金回流，资产负债率自 2020 年开始有所下降，2022 年全年公司资产负债率已降至 50.2%，长期资本负债率降至 16.3%。表明公司目前偿债能力和举债能力逐步向好，资产流动性提高，公司的资产结构逐步好转，看好后续公司盈利能力的增强。

图 43：2010-2022 年人福医药资产负债率和长期资本负债率变化



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

## 5. 盈利预测和投资建议

### 5.1. 盈利预测

我们对人福医药核心子公司收入进行拆分，其中宜昌人福、Epic、葛店人福、新疆维药、武汉人福、三峡制药、北京医疗和湖北人福为主要收入贡献来源，我们预测：

(1) 医药工业板块：2023-2025 宜昌人福收入增幅分别为 14.2%/13.6%/13.1%，Epic Pharma 收入增幅分别为 10%/10%/10%，葛店人福收入增幅分别为 10%/10%/10%，新疆维药收入增幅分别为 15%/15%/10%，武汉人福收入增幅分别为 10%/8%/6%，三峡制药收入增幅分别为 10%/10%/10%。

(2) 医药商业板块：北京医疗收入增幅分别为 5%/5%/5%，湖北人福收入增幅分别为 6%/6%/5%。

表 15：人福医药盈利预测

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
人福医药收入拆分 (万元)	总收入	2068011.11	2054893.02	2233771.94	2471194	2683778	2899068
	Yoy	-5.17%	-0.63%	8.71%	10.63%	8.60%	8.02%
	毛利	867944.26	878466.77	972360.93	1087850.11	1199988.39	1315006.90
	毛利率	41.97%	42.75%	43.53%	44.02%	44.71%	45.36%
宜昌人福 (80%)	营业收入	481636	607301	700995	800289	909257	1028095
	增长率 (%)	20%	26.1%	15.4%	14.2%	13.6%	13.1%
	净利润	157741.75	185992.55	207801.36	238486	272777	308429
	净利润率	32.8%	30.6%	29.6%	30%	30%	30%
Epic Pharma (100%)	营业收入	85799	92809	87521	96273	105900	116490
	增长率 (%)	2.0%	8.2%	-5.7%	10%	10%	10%
	净利润	8715.79	10502.35	7997.66	9627	10590	11649
	净利润率	10.2%	11.3%	9.1%	10%	10%	10%
葛店人福 (81.07%)	营业收入	65833	76445	101592	111751	122926	135218
	增长率 (%)	9.2%	16.1%	32.9%	10%	10%	10%
	净利润	10384.62	13348.66	19105.58	22350	24585	27044
	净利润率	15.8%	17.5%	18.8%	20%	20%	20%

<b>新疆维药 (73.25%)</b>	营业收入	58897	63780	73124	84093	96707	106378
	增长率 (%)	10.6%	8.3%	14.7%	15%	15%	10%
	净利润	8977.67	8218.97	9914.25	11773	13539	14893
	净利润率	15.2%	12.9%	13.6%	14%	14%	14%
<b>武汉人福 (100%)</b>	营业收入	47707	66061	62824	69106	74635	79113
	增长率 (%)	-19.2%	38.5%	-4.9%	10%	8%	6%
	净利润	6740.05	6715.44	9991.4	11057	11942	12658
	净利润率	14.1%	10.2%	15.9%	16%	16%	16%
<b>三峡制药 (100%)</b>	营业收入	29770	34999	41040	45144	49659	54625
	增长率 (%)		17.6%	17.3%	10%	10%	10%
	净利润	-12,187.34	-15,961.17	-14951.98	-14951.98	-14951.98	-14951.98
<b>北京医疗 (80%)</b>	营业收入	105499	145114	150406	157926	165822	174113
	增长率 (%)	-19.3%	37.6%	3.6%	5%	5%	5%
	净利润	11190.81	13525.01	11372.29	12634	13266	13929
	净利润率	10.6%	9.3%	7.6%	8%	8%	8%
<b>湖北人福 (84.49%, 100%权益)</b>	营业收入	653742	776147	821701	871004	923264	969427
	增长率 (%)	2.9%	18.7%	5.9%	6%	6%	5%
	净利润	12933.12	10383.74	11700.62	17420	18465	19389
	净利润率	2.0%	1.3%	1.4%	2.00%	2.00%	2.00%
<b>其他收入</b>	营业收入	568,899.84	227,235.41	235,608.55	235609	235609	235609
	增长率 (%)	-28.2%	-60.1%	3.7%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所预测

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营收 247.1 亿元/268.4 亿元/289.9 亿元, 同比增长 10.6%/8.6%/8.0%, 实现归母净利润 23.3 亿元/26.7 亿元/30.4 亿元, 同比-6.3%/+14.8%/+13.7%。

## 5.2. 可比公司估值

我们选取同行业公司恩华医药、恒瑞医药和海思科作为可比公司, 2023-2025 年, 可比公司平均 PE 为 56/44/34 倍。考虑到人福医药作为麻醉药物的龙头地位, 以及未来业绩的高成长性, 持续改善的资金结构和盈利能力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 16: 可比公司估值

股票代码	公司名称	最新股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002262.SZ	恩华药业	29.45	1.09	1.36	1.72	27.02	21.65	17.12
600276.SH	恒瑞医药	48.85	0.72	0.89	1.15	67.85	54.89	42.48
002653.SZ	海思科	25.06	0.34	0.46	0.59	72.66	54.25	42.31
	平均值					55.84	43.60	33.97
600079.SH	人福医药	26.58	1.43	1.64	1.86	18.64	16.23	14.27

资料来源: Wind, 德邦研究所 (股价、海思科数据取自 2023 年 7 月 4 日 wind 一致性预期, 恒瑞医药、恩华药业为德邦研究所预测)

## 6. 风险提示

集采降价的风险;

行业政策变革风险；

产品研发及上市不及预期的风险；

产品销售不及预期的风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.54	1.43	1.64	1.86
每股净资产	9.21	10.48	12.11	13.98
每股经营现金流	1.50	0.65	2.02	1.23
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	15.51	18.64	16.23	14.27
P/B	2.59	2.54	2.19	1.90
P/S	1.94	1.76	1.62	1.50
EV/EBITDA	11.76	14.90	11.93	9.88
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.5%	44.0%	44.7%	45.4%
净利润率	13.7%	11.8%	12.4%	13.0%
净资产收益率	16.5%	13.6%	13.5%	13.3%
资产回报率	6.9%	6.1%	6.3%	6.7%
投资回报率	9.5%	9.3%	9.8%	10.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.7%	10.6%	8.6%	8.0%
EBIT 增长率	15.9%	6.5%	15.4%	14.3%
净利润增长率	88.6%	-6.3%	14.8%	13.7%
偿债能力指标				
资产负债率	50.2%	46.0%	43.6%	39.4%
流动比率	1.3	1.5	1.7	1.9
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.6
现金比率	0.3	0.4	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	115.1	113.0	113.3	113.5
存货周转天数	93.4	91.4	91.6	91.8
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	4.2	4.7	5.1	5.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,484	2,329	2,674	3,041
少数股东损益	587	582	656	737
非现金支出	761	0	0	0
非经营收益	-372	-321	-322	-319
营运资金变动	-1,019	-1,532	286	-1,453
经营活动现金流	2,441	1,057	3,294	2,006
资产	-3,016	0	0	0
投资	3,737	0	0	0
其他	505	321	322	319
投资活动现金流	1,227	321	322	319
债权募资	-1,021	-300	-326	-315
股权募资	24	0	0	0
其他	-3,247	-261	0	0
融资活动现金流	-4,245	-561	-326	-315
现金净流量	-529	817	3,290	2,011

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月4日  
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,338	24,712	26,838	28,991
营业成本	12,615	13,833	14,838	15,841
毛利率%	43.5%	44.0%	44.7%	45.4%
营业税金及附加	206	222	242	261
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	4,275	4,745	5,153	5,566
营业费用率%	19.1%	19.2%	19.2%	19.2%
管理费用	1,552	1,621	1,704	1,797
管理费用率%	6.9%	6.6%	6.3%	6.2%
研发费用	967	1,112	1,235	1,334
研发费用率%	4.3%	4.5%	4.6%	4.6%
EBIT	2,984	3,178	3,667	4,192
财务费用	237	247	268	290
财务费用率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-88	0	0	0
投资收益	836	321	322	319
营业利润	3,516	3,252	3,720	4,221
营业外收支	-90	0	0	0
利润总额	3,426	3,252	3,720	4,221
EBITDA	3,748	3,178	3,667	4,192
所得税	355	342	391	443
有效所得税率%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
少数股东损益	587	582	656	737
归属母公司所有者净利润	2,484	2,329	2,674	3,041

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,176	5,994	9,284	11,294
应收账款及应收票据	7,617	8,082	9,003	9,486
存货	3,421	3,602	3,947	4,133
其它流动资产	3,214	3,851	3,579	4,202
流动资产合计	19,428	21,528	25,813	29,115
长期股权投资	1,070	1,070	1,070	1,070
固定资产	5,265	5,265	5,265	5,265
在建工程	2,768	2,768	2,768	2,768
无形资产	1,950	1,950	1,950	1,950
非流动资产合计	16,595	16,595	16,595	16,595
资产总计	36,023	38,123	42,408	45,710
短期借款	6,589	6,289	5,963	5,648
应付票据及应付账款	3,449	3,012	3,927	3,527
预收账款	310	298	354	375
其它流动负债	4,795	4,995	5,303	5,523
流动负债合计	15,143	14,593	15,548	15,073
长期借款	1,853	1,853	1,853	1,853
其它长期负债	1,085	1,085	1,085	1,085
非流动负债合计	2,938	2,938	2,938	2,938
负债总计	18,081	17,531	18,486	18,011
实收资本	1,633	1,633	1,633	1,633
普通股股东权益	15,037	17,104	19,778	22,819
少数股东权益	2,905	3,487	4,143	4,880
负债和所有者权益合计	36,023	38,123	42,408	45,710

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。