

2023 年 09 月 12 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

黄金蓝海大品种横空出世，麻药龙头地位稳固

——人福医药（600079.SH）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：俞家宁 S1050523070002

yu.jn@cfsc.com.cn

分析师：胡博新 S1050522120002

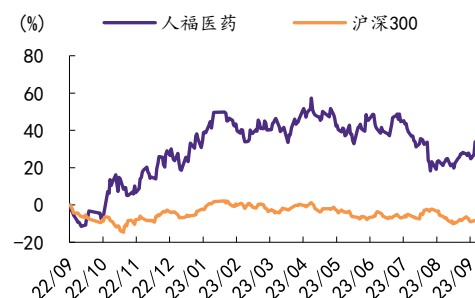
hubx@cfsc.com.cn

基本数据

2023-09-12

| | |
|-------------|-------------|
| 当前股价（元） | 24.09 |
| 总市值（亿元） | 393 |
| 总股本（百万股） | 1633 |
| 流通股本（百万股） | 1464 |
| 52 周价格范围（元） | 16.22-28.83 |
| 日均成交额（百万元） | 450.1 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《人福医药（600079）：核心业务业绩亮眼，丰富管线储备贡献长足增长动力》2023-08-30

黄金蓝海，基因疗法即将破局

重组质粒肝细胞生长因子注射液（pUDK-HGF）为公司子公司光谷人福（人福医药持股 81.3%）自主研发的一类生物药，预计有望于 2024 年上半年 NDA。pUDK-HGF 为基因治疗新药，通过向缺血部位注射肝细胞因子诱导新的血管生成，用于治疗严重下肢缺血疾病（CLI）。进展早期的 CLI 患者行动能力大幅下降，后期则面临截肢或死亡。CLI 的 5 年死亡率超过大多数癌症，且发病率随老年化逐渐增长，是威胁我国人民生活健康的重大问题。目前主流治疗手段包括药物和血运重建手术，无法实现彻底治愈，且存在诸多局限，因此大量医疗需求未被满足。据统计，目前我国外周动脉疾病（PAD）患者超 5000 万人，保守估计 CLI 患者超 500 万人。我们认为该治疗方法的诞生有望颠覆该领域的传统治疗手段，具备革命性意义。

麻药龙头，“多新品”+“多科室推广”打开长期成长空间

宜昌人福早期以芬太尼起家，不断推陈出新，陆续推出了瑞芬太尼和舒芬太尼两大衍生重磅品种，支持了公司中期发展做强。2020 年，公司推出阿芬太尼，与现有芬太尼产品线形成强力互补，进而形成国内最为完整的芬太尼系列产品线，增强了公司发展的中坚力量。同时，公司以芬太尼为基，与舒芬太尼和瑞芬太尼同期开发出氢吗啡酮、纳布啡、磷丙泊酚二钠、瑞马唑仑等重磅品种，补充现有麻药管线，极大增强了市场推广能力，确立了其在麻药市场的龙头地位。同时，宜昌人福拥有强大的销售网络，公司销售人员超 6000 人，保证了高效研发转化下产品的快速推出和市场推广。战略上，公司顺应行业发展趋势，在保证现有麻醉科室业务增长的基础上，展开多科室推广战略，包括 ICU、癌痛镇痛、妇产等，收效明显，进一步打开发展的天花板。行业角度，公司所处麻精药品行业，因其特殊性在上游原料、中游制剂、下游销售均受到非常严格的管制，是医药行业中的高壁垒行业，其核心品种未受集采等政策干扰。我们认为随着公司更多新品获批及多科室推广不断取得进展，公司业绩有望稳中有升。

归核化战略成效显著，聚焦主业

2017 年开始公司积极进行战略调整，通过实施“归核化战略”聚焦医药核心业务，逐步清理非核心业务和资产，择机

退出医药工业、医药商业及医疗服务版块中竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域，并不断优化公司的业务结构与资产结构。随着公司归核化战略的持续推进，公司的资本结构和费用支出有望得到进一步的优化，为公司制药板块主业长远发展奠定基础。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 243、273、302 亿元，EPS 分别为 1.40、1.63、1.86 元，当前股价对应 PE 分别为 17.2、14.8、12.9 倍。公司为国内麻药龙头，地位稳固，看好公司新品放量及归核化战略推进，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

新品上市不及预期、推广不及预期、产品降价、产品销售不及预期、归核化进展不及预期。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 22,338 | 24,283 | 27,251 | 30,195 |
| 增长率（%） | 8.7% | 8.7% | 12.2% | 10.8% |
| 归母净利润（百万元） | 2,484 | 2,286 | 2,658 | 3,041 |
| 增长率（%） | 88.6% | -8.0% | 16.3% | 14.4% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.52 | 1.40 | 1.63 | 1.86 |
| ROE（%） | 13.8% | 11.3% | 11.7% | 11.9% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

| | |
|--|----|
| 1、 黄金蓝海，下肢缺血突破性疗法诞生..... | 5 |
| 1.1、 广阔下肢缺血病市场空白，基因疗法即将破局 | 5 |
| 1.2、 严重下肢缺血症危害巨大，目前尚无治愈手段 | 5 |
| 1.3、 临床数据初步显示了 pUDK-HGF 优秀的有效性和安全性结果，具备巨大市场潜力..... | 8 |
| 2、 人福医药：麻醉药龙头奋楫启航..... | 10 |
| 2.1、 掌舵麻药三十载，多领域发力谱发展新篇 | 10 |
| 2.2、 股权结构稳定且集中，子公司定位清晰 | 11 |
| 2.3、 归核聚焦”成效显著，经营质量持续提高 | 11 |
| 3、 政策铸就高壁垒，麻药强者恒强..... | 15 |
| 3.1、 人口老龄化奠定麻醉药需求内生增长基础，麻醉科室外贡献需求第二增长曲线..... | 15 |
| 3.2、 强者恒强，政策铸就麻精行业高壁垒 | 17 |
| 4、 麻精药品龙头地位稳固，多科室+多新品打开长足成长空间..... | 19 |
| 4.1、 芬太尼系列地位稳固，阿芬太尼贡献增长新动力 | 19 |
| 4.2、 氢吗啡酮：手术科室外镇痛潜力品种 | 20 |
| 4.3、 纳布啡：白处方麻醉镇痛药，潜在空间大 | 21 |
| 4.4、 苯磺酸瑞马唑仑：超短效麻醉镇静药，前景广阔 | 22 |
| 4.5、 深耕专业化“学术推广”，组建强大麻醉销售队伍 | 23 |
| 4.6、 归核化战略成效显著，聚焦主业 | 24 |
| 5、 盈利预测评级..... | 25 |
| 6、 风险提示..... | 25 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1： CLI 患者对应 Rutherford 分级的 4-6 级或 Fontaine II-III 级..... | 5 |
| 图表 2： CLI 的 5 年死亡率远高于大部分癌症等危重疾病..... | 6 |
| 图表 3： CLI 的 5 年死亡率高于大多数常见癌症..... | 6 |
| 图表 4： 我国外周动脉疾病患病人数超 5000 万 | 6 |
| 图表 5： CLI 的治疗流程 | 7 |
| 图表 6： pUDK-HGF 通过促进分泌 HGF 蛋白促进血管再生..... | 7 |
| 图表 7： pUDK-HGF 二期临床纳入 240 例患者并按治疗剂量分组..... | 8 |
| 图表 8： pUDK-HGF 可明显缓解患者疼痛..... | 8 |
| 图表 9： pUDK-HGF 治疗可长期缓解疼痛..... | 8 |
| 图表 10： pUDK-HGF 相对安慰剂对溃疡面积改善明显..... | 9 |
| 图表 11： 合并数据分析显示 pUDK-HGF 对于静息痛和溃疡改善效果显著 | 9 |
| 图表 12： pUDK-HGF 未有明显不良反应事件..... | 9 |
| 图表 13： 公司发展历程与股价复盘 | 10 |
| 图表 14： 公司股权结构（截至 2023 年 8 月） | 11 |

| | |
|--|----|
| 图表 15: 2017-2023H1 营业总收入 | 12 |
| 图表 16: 2017-2023H1 归母净利润 | 12 |
| 图表 17: 2017-2023H1 不同业务模式营业总收入 | 12 |
| 图表 18: 2017-2023H1 不同业务模式毛利率 | 12 |
| 图表 19: 2017-2023H1 宜昌人福营业总收入与净利润 | 13 |
| 图表 20: 2017-2023H1 其他主要医药工业子公司营收 | 13 |
| 图表 21: 2017-2023H1 主要医药商业子公司营收 | 13 |
| 图表 22: 2017-2023H1 其他主要医药工业子公司净利润 | 14 |
| 图表 23: 2017-2023H1 主要医药商业子公司净利润 | 14 |
| 图表 24: 2013-2023H1 公司费用率 | 14 |
| 图表 25: 2017-2022 年公司研发费用 | 14 |
| 图表 26: 2002-2022 年中国总人口及 65 岁以上人口 | 15 |
| 图表 27: 2011-2021 年中国入院与住院病人手术人次数 | 16 |
| 图表 28: 2016-2021 年麻醉药物主要类别销售额 | 16 |
| 图表 29: 中国分娩镇痛率较西方发达国家仍有提升空间 | 17 |
| 图表 30: 各阶段癌症患者癌痛发生率普遍较高 | 17 |
| 图表 31: 麻醉镇痛药物主要类别 | 17 |
| 图表 32: 麻醉药品与精神药品管制情况 | 18 |
| 图表 33: 宜昌人福麻醉镇痛主要销售品种及其竞争格局 | 19 |
| 图表 34: 芬太尼系列产品对比 | 19 |
| 图表 35: 2023 年 Q1 芬太尼类产品销售额占比 | 20 |
| 图表 36: 2018-2023Q1 芬太尼类产品销售额 | 20 |
| 图表 37: 氢吗啡酮与吗啡对比 | 20 |
| 图表 38: 2023Q1 吗啡单方制剂厂商产品销售占比 | 21 |
| 图表 39: 2018-2023Q1 吗啡单方制剂与氢吗啡酮销售额 | 21 |
| 图表 40: 地佐辛与纳布啡对比 | 21 |
| 图表 41: 纳布啡增长快速 | 22 |
| 图表 42: 苯磺酸瑞马唑仑与丙泊酚临床数据对比 | 22 |
| 图表 43: 苯磺酸瑞马唑仑适应症获批进展 | 22 |
| 图表 44: 2017-2023H1 宜昌人福麻醉药与非手术室收入变化及增速 | 23 |
| 图表 45: 2017-2023H1 公司市场推广及广告宣传费用 | 23 |
| 图表 46: 2018-2023H1 公司销售人员数量 | 23 |
| 图表 47: 2017-2023H1 公司股权处置价格超过 1 亿元的子公司 | 24 |
| 图表 48: 2017-2023H1 公司财务费用 | 24 |
| 图表 49: 2017-2023H1 公司资产负债率 | 24 |

1、黄金蓝海，下肢缺血突破性疗法诞生

1.1、广阔下肢缺血病市场空白，基因疗法即将破局

重组质粒-肝细胞生长因子注射液（pUDK-HGF）为人福医药子公司光谷人福（人福医药持股 81.3%）自主研发的一类生物药，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的治疗。目前，该药物处在临床三期阶段，预计有望于年底或明年初揭盲。

下肢缺血性疾病，尤其进入到严重下肢缺血阶段，是血管外科的历史性难题，尚无有效治疗办法，传统方法仅能延缓病程进展。下肢缺血患者的大腿动脉多发生闭塞，从而导致下肢供血不足，进而导致疼痛、溃烂等一系列的并发症，最终走向截肢或死亡。pUDK-HGF 通过促进血管生成，激活患者侧枝循环，从而从根本上解决问题，我们认为该治疗方法的诞生有望颠覆该领域的传统治疗手段，具备革命性意义。

1.2、严重下肢缺血症危害巨大，目前尚无治愈手段

外周动脉疾病（Peripheral Artery Disease, PAD）中，下肢缺血性疾病在临床上最为常见，是由各种原因导致的下肢动脉狭窄或闭塞、血流灌注不足，从而导致下肢间歇性跛行、疼痛、溃疡或坏疽等缺血表现的一类疾病，主要病因包括动脉粥样硬化闭塞症（ASO）、糖尿病性动脉硬化闭塞症（DAO）和血栓闭塞性脉管炎（TAO）。

外周动脉疾病（PAD）终末期表现为重症下肢缺血（Critical Limb Ischemia, CLI），典型的临床表现为行走能力严重下降、静息痛（持续 2 周以上）、溃疡和坏疽，严重影响患者的生活质量，部分患者甚至只能截肢或面临死亡，其 5 年死亡率超过 50%，远高于大部分癌症等危重疾病。

图表 1：CLI 患者对应 Rutherford 分级的 4-6 级或 Fontaine II-III 级

| Fontaine | Rutherford | 客观指标 | 临床表现 |
|----------|------------|---|-----------------------------|
| 0 | 0 | 运动平板试验/加强试验结果正常 | 无症状，无明显血流动力学改变的闭塞性病变 |
| I | 1 | 可完成平板试验，试验后踝动脉压力在50mmHg以上，但较正常值至少低25mmHg | 轻度间歇性跛行 |
| | 2 | 症状位于1和3之间 | 中度间歇性跛行 |
| | 3 | 不能完成平板试验，试验后踝动脉压力在50mmHg以下 | 重度间歇性跛行 |
| II | 4 | 轻度，中度 | 足部以上，多有静息痛 |
| III | 5 | 静息踝动脉压力在60mmHg以下，踝或中足血流容积描记曲线平坦或几乎无搏动，趾动脉压在40mmHg以下 | 轻微组织缺失，难治性溃疡，局限性坏疽并伴有弥散足部缺血 |
| | 6 | 同5 | 中足以上水平主要组织缺失，无法挽救的足部功能丧失 |

资料来源：下肢动脉硬化闭塞症治疗指南，华鑫证券研究

图表 2: CLI 的 5 年死亡率远高于大部分癌症等危重疾病

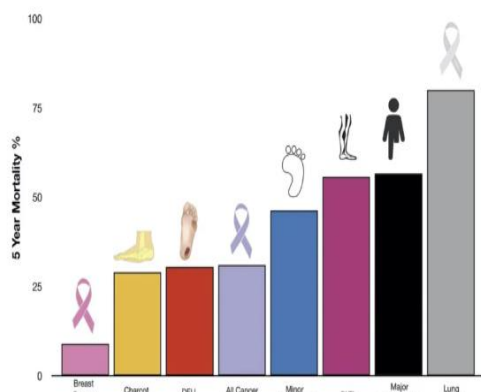
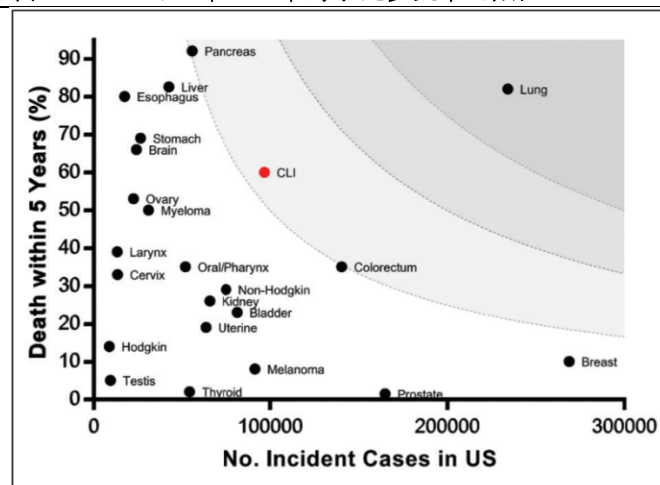


Fig. 1 Five Year Mortality of Diabetic Foot Complications and Cancer. Diabetic foot complications compared to cancer. DFU = diabetic foot ulcers [11] = 30.5%. Charcot = Charcot neuroarthropathy of the foot [14]. All Cancer = pooled 5 year survival of all cancers [11]. CLI = chronic limb threatening ischemia [28, 29]. Major Amputation = above foot amputation [20-22, 26, 27]. Minor Amputation = foot level amputation [17, 27]

资料来源: AMSTRONG DG, ET AL, 华鑫证券研究

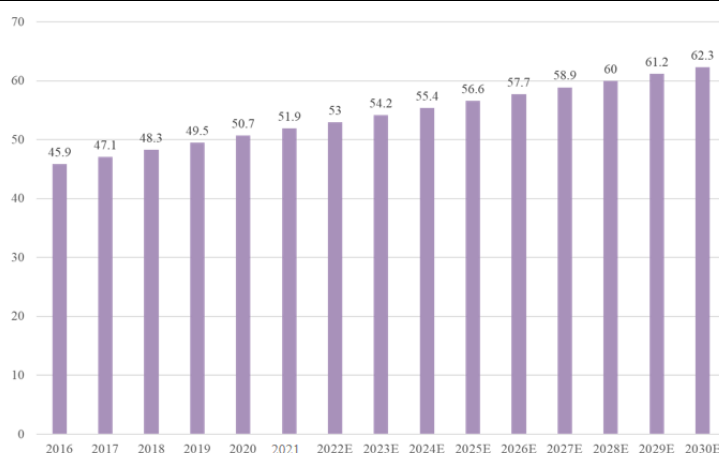
图表 3: CLI 的 5 年死亡率高于大多数常见癌症



资料来源: CRITICAL LIMB ISCHEMIA: A THREAT TO LIFE AND LIMB, 华鑫证券研究

我国 PAD 患者超 5000 万人, CLI 患者超 500 万人。随着人口老龄化, 高血压、高血脂、糖尿病及吸烟等风险因素的增长, PAD 患病风险将持续增加。根据弗若斯特沙利文数据, 2021 年我国 PAD 患者人数达到 5187 万人, 其中约 10-20% 的患者将进入到 CLI 阶段。

图表 4: 我国外周动脉疾病患病人数超 5000 万

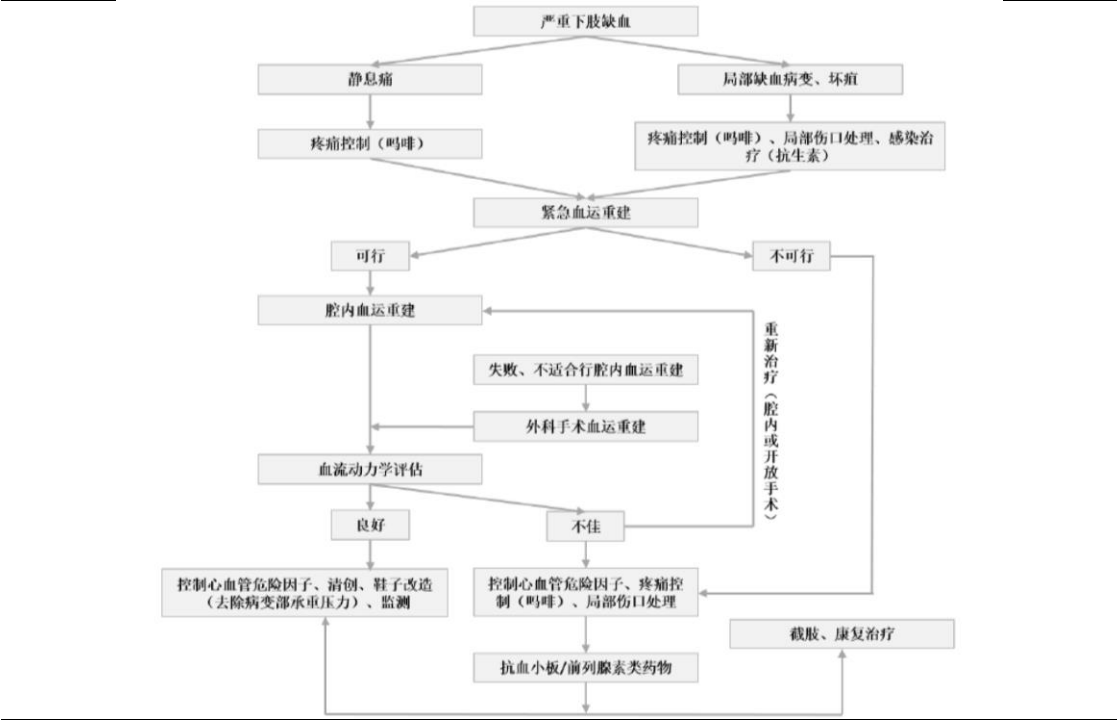


资料来源: 弗若斯特沙利文, 华鑫证券研究

药物治疗仅能延缓病情进展, 血运重建手术存在诸多限制。传统 CLI 的治疗方法包括药物治疗、血管腔内治疗、外科手术治疗。其中, 药物治疗 (如抗血小板和前列腺素类药物等) 仅能延缓病情进展, 并不能从根本上解决动脉硬化闭塞症血管的狭窄或闭塞。目前, 尚无可以彻底治愈 CLI 的药物, 通过血管腔内介入或外科手术进行血运重建是治疗 CLI 的最佳方案。根据《下肢动脉硬化闭塞症诊治指南》, 当技术可行时, 应对所有非截肢 CLI 患者进行血运重建。然而, 血运重建亦存在诸多限制, 高龄、合并疾病、下肢动脉远端流出道条件差、治疗部位再次狭窄或闭塞都可导致患者无法进行血运重建。

现有治疗手段效果不理想, 临床亟需针对 CLI 新疗法的开发。根据《外周动脉疾病管理跨大西洋学会间共识 (TASC II)》数据, CLI 患者首次接受治疗中, 约有 50% 为外科血管重建, 25% 为单纯药物保守治疗, 25% 为直接进行截肢; 而接受现有的这些治疗 1 年后的愈后情况不尽理想, CLI 治愈患者比例仅为 25%, CLI 持续进展比例为 20%, 截肢比例为 30%, 死亡比例为 25%。由此可见, 目前 CLI 治疗手段较为局限、治疗效果差、大量医疗需求未被满足, 更加有效且安全的治疗手段亟需实现突破。

图表 5：CLI 的治疗流程

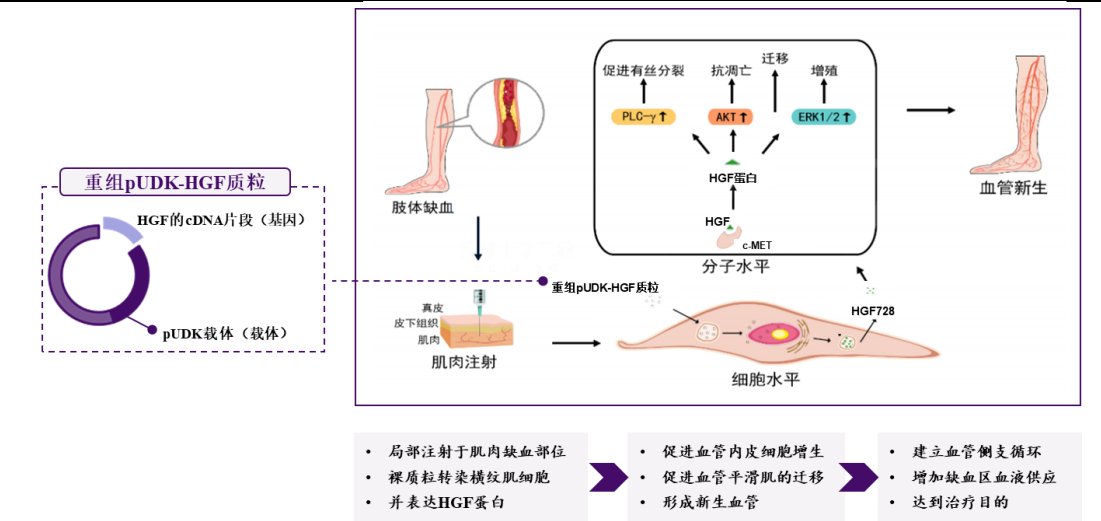


资料来源：下肢动脉硬化闭塞症诊治指南，华鑫证券研究

pUDK-HGF 全称重组质粒肝细胞生长因子注射液，主要用于治疗严重下肢缺血性疾病，包含静息痛和溃疡患者。pUDK-HGF 在患者缺血部位进行局部肌肉注射，通过质粒转染横纹肌细胞并持续表达和分泌具有促进血管生长作用的肝细胞生长因子 HGF 蛋白，促进新生血管再生，在缺血部位形成侧支循环，建立“分子搭桥”机制，增加缺血部位的血流供应。

CLI 的传统药物治疗仅能延缓下肢动脉闭塞的病程进展，通过血管腔内介入或外科手术进行血运重建为目前最有效的治疗手段。pUDK-HGF 通过促进血管再生，可以从“根本”上解决动脉硬化闭塞症血管的狭窄、闭塞，从而达到治疗下肢动脉缺血疾病，因此在疗效和持久性上相对药物具有明显优势。同时与传统的血管重建手术方式比，pUDK-HGF 在创伤性、操作便捷性、病人依从度、治疗费用等方面均具备优势。

图表 6：pUDK-HGF 通过促进分泌 HGF 蛋白促进血管再生



资料来源：EUR J VASC ENDOVASC SURG (2015) 50, 494–501，诺思兰德官网，华鑫证券研究

1.3、临床数据初步显示了 pUDK-HGF 优秀的有效性和安全性结果，具备巨大市场潜力

pUDK-HGF 的 II 期临床结果显示出优异的安全性和有效性，目前正在积极推进 III 期临床。pUDK-HGF 临床 II 期试验采用多中心、随机、平行、双盲、多剂量、安慰剂对照的临床试验设计，选择 Rutherford 分级为 4-6 级的 CLI 受试者，共 240 例，按 1:1:1:1 的比例，随机分成高、中、低剂量试验药组和安慰剂对照组，间隔 2 周，肌肉注射给药 3 次，于 D0、D14、D28、D60、D90 和 D180 进行访视，评价患者静息痛和溃疡面积的改善情况以此评价试验药物的安全性与有效性。

图表 7：pUDK-HGF 二期临床纳入 240 例患者并按治疗剂量分组

| 治疗分组 | 剂量(mg) | 注射剂（单次） | 用法用量 | | |
|------|--------|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | | | Day0 | Day14 | Day28 |
| 安慰剂 | 0 | 0.9% 0.5 mL 生理盐水 | 生理盐水（32） | 生理盐水（32） | 生理盐水（32） |
| 低剂量 | 4 | 0.25 mg/0.5 mL pUDK-HGF 0.9% 0.5 mL 生理盐水 | pUDK-HGF（16） 生理盐水（16） | pUDK-HGF（16） 生理盐水（16） | pUDK-HGF（16） 生理盐水（16） |
| 中剂量 | 6 | 0.25 mg/0.5 mL pUDK-HGF 0.9% 0.5 mL 生理盐水 | pUDK-HGF（24） 生理盐水（8） | pUDK-HGF（24） 生理盐水（8） | pUDK-HGF（24） 生理盐水（8） |
| 高剂量 | 8 | 0.25mg/0.5mL pUDK-HGF | pUDK-HGF（32） | pUDK-HGF（32） | pUDK-HGF（32） |

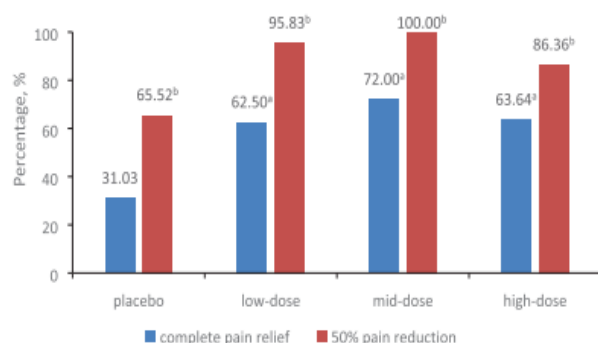
资料来源：HUMAN GENE THERAPY, VOLUME 32，华鑫证券研究

有效性：静息疼痛队列中 pUDK-HGF 展现了优秀的有效性，主要临床终点为第 180 天疼痛完全缓解。与安慰剂组 (31.03%, $p=0.0148$) 相比，pUDK-HGF 组患者在第 180 天达到主要终点完全疼痛缓解的比例显著更高 (高、中、低剂量组分别为 62.50%、72.00%、63.64%)。同时，pUDK-HGF 组缓解疼痛大于 50% 的数量均显著高于安慰剂组 (安慰剂组为 65.52%，高、中、低剂量组分别为 86.36%、100.00%、95.83%; $p=0.0168$)。

对三种剂量 pUDK-HGF 与安慰剂进行合并数据分析，结果显示在 180 天，接受 pUDK-HGF 治疗有相当高比例的患者疼痛实现完全缓解 (pUDK-HGF 组：71 例患者中有 47 例，66.20%；安慰剂组：29 例患者中有 9 例，31.03%， $p=0.0013$)。

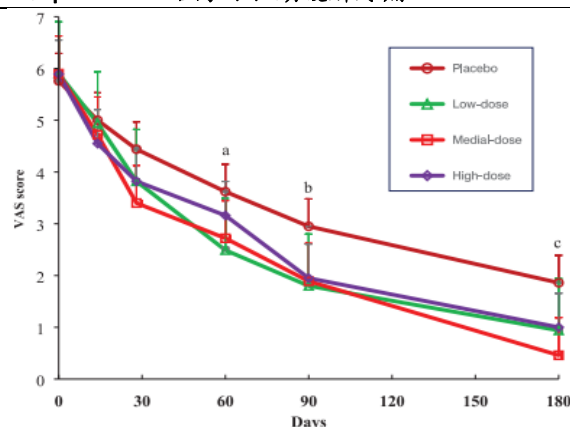
在溃疡患者队列中，pUDK-HGF 治疗也显示出溃疡完全愈合的显著改善 (pUDK-HGF 组：66 例患者中有 40 例，60.61%；安慰剂组：23 例患者中有 8 例，34.78%， $p=0.0324$)。

图表 8：pUDK-HGF 可明显缓解患者疼痛



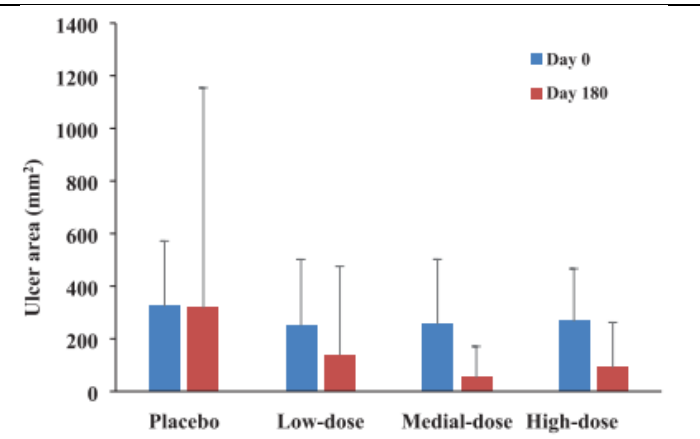
资料来源：HUMAN GENE THERAPY, VOLUME 32，华鑫证券研究

图表 9：pUDK-HGF 治疗可长期缓解疼痛



资料来源：HUMAN GENE THERAPY, VOLUME 32，华鑫证券研究

图表 10: pUDK-HGF 相对安慰剂对溃疡面积改善明显



资料来源: HUMAN GENE THERAPY, VOLUME 32, 华鑫证券研究

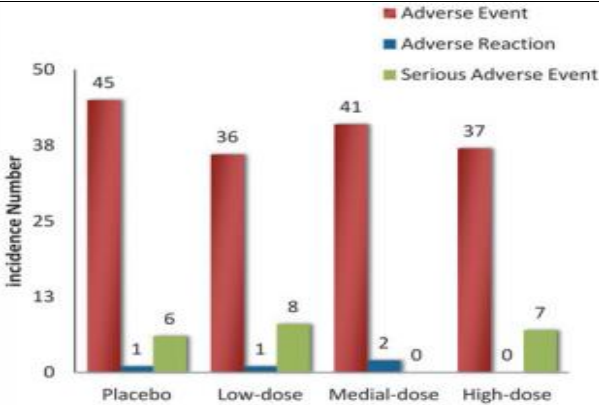
图表 11: 合并数据分析显示 pUDK-HGF 对于静息痛和溃疡改善效果显著

| | 安慰剂 | pUDK-HGF | P值 |
|-----------|--------------|---------------|--------|
| 完全疼痛缓解(%) | | | |
| 静息痛患者 | 9/29 (31.03) | 47/71 (66.20) | 0.0013 |
| 溃疡患者 | 3/23 (13.04) | 30/66 (45.45) | 0.0056 |
| 完全愈合(%) | | | |
| 溃疡患者 | 8/23 (34.78) | 40/66 (60.61) | 0.0324 |

资料来源: HUMAN GENE THERAPY, VOLUME 32, 华鑫证券研究

安全性: II 期数据结果显示 pUDK-HGF 具备良好的安全性和耐受性。在 6 个月的研究期间没有观察到意外的严重不良事件。安慰剂组和低、中、高剂量 pUDK-HGF 组的不良事件、严重不良事件和不良反应发生率无明显差异。

图表 12: pUDK-HGF 未有明显不良反应事件



资料来源: HUMAN GENE THERAPY, VOLUME 32, 华鑫证券研究

pUDK-HGF 具备巨大的开发价值:

- **优秀的有效性和安全性。**pUDK-HGF 在临床 II 试验已经显示出积极的有效性和安全性结果。
- **普及性好, 具备广泛渗透基础。**传统血运重建手术对于医生的技术要求较高, 手术的质量直接影响术后效果。pUDK-HGF 采用下肢缺血部位多点肌肉注射, 医护人员经过简单培训后即可完成给药, 所有给药流程均可在门诊完成。同时, 与传统的血管重建手术方式比, pUDK-HGF 在创伤性、操作便捷性、病人依从度、治疗费用等方面均具备优势。
- **治疗原理优秀, 改善而非延缓病情进展, 具备全阶段治疗潜力。**PAD 是一种进展性疾病, 采用药物或手术治疗的患者通常仅能保持数月数年的时间, 本身疾病仍未解决, 一大部分患者随着年龄增长或不良习惯长期积累最终将发展到 CLI 阶段, 面临截肢风险。因此, 如果早期能在帮助患者血管再生, 恢复血液循环, 对于患者预后效果将有重要提升。此外, pUDK-HGF 采用局部肌肉注射, 由于 HGF 蛋白的半衰期较短, 只能在给药部位局部表达 HGF, 不影响其他组织细胞, 安全性高, 理论上亦可以用作身体其他部位, 如心肌处注射, 用来治疗相关疾病, 潜在市场空间广阔。

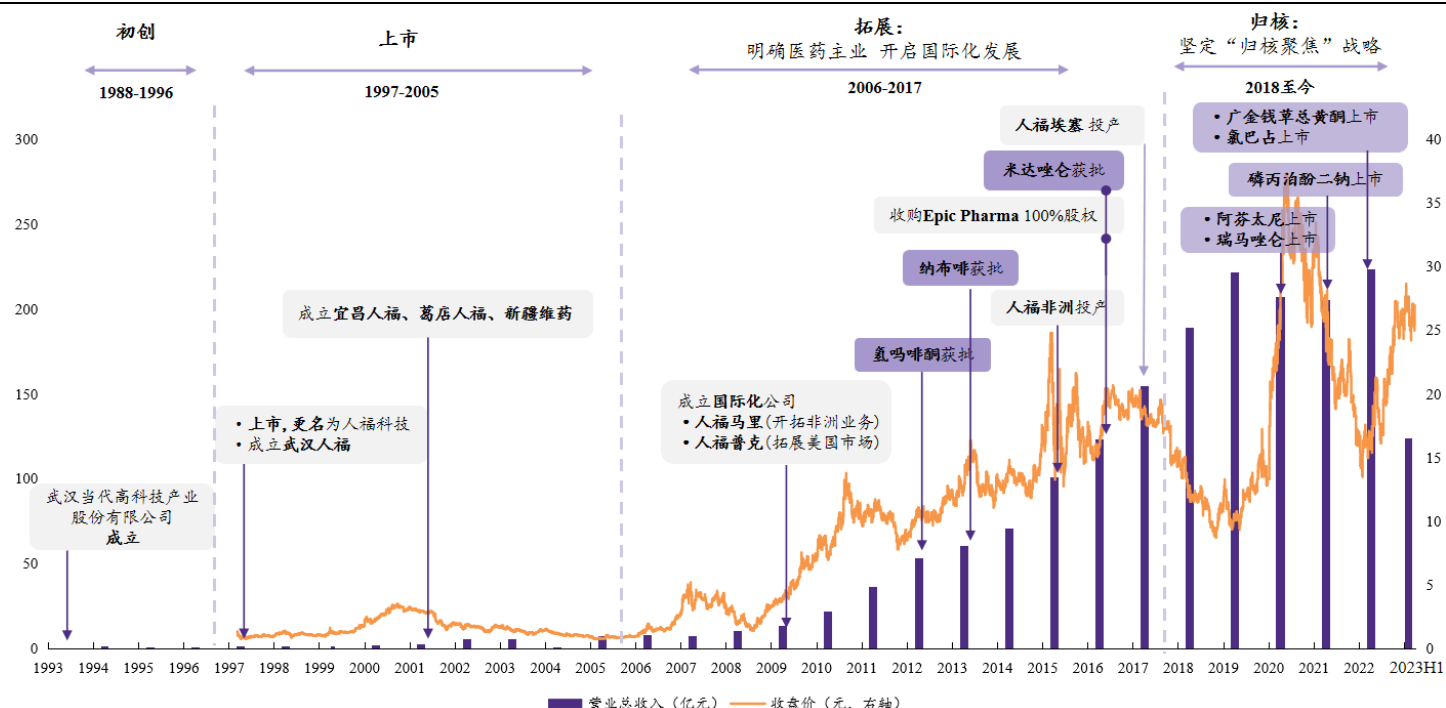
2、人福医药：麻醉药龙头奋楫启航

2.1、掌舵麻药三十载，多领域发力谱发展新篇

人福医药集团股份公司成立于 1993 年，于 1997 年在上海证券交易所上市。公司作为湖北省医药工业龙头企业，以“做医药细分市场领导者”战略为核，坚定落实“归核聚焦”工作，集中优势资源布局医药工业、医药商业两大业务，已在神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔民族药等细分领域形成领导地位。截至 2023 年 8 月，产品剂型涵盖注射剂、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；同时，公司还积极开展创新药、仿制药的研发，并持续开拓国际市场，丰富管线储备尽显长期增长活力。

自成立以来，公司历经初创、上市、拓展、归核四个时期。成立之初，凭借芬太尼系列、氢吗啡酮等核心管制类麻药产品的陆续获批，公司建立了麻醉药先发优势并逐步确立了行业龙头地位。此外，公司还培育了米非司酮系列制剂、黄体酮原料药等市占率领先的甾体激素类药物，以及复方木尼孜其颗粒、祖卡木颗粒等多个民族药特色品种。截至 2023 年中报，公司及下属子公司拥有 559 个药品生产批文，其中 37 个独家品规产品，共 139 个品规产品被纳入国家基药目录、282 个产品被纳入国家医保目录，同时还拥有 120 多个 FDA 批准的 ANDA 文号。2009 年起，公司正式开启国际化拓展进程，成立人福马里以开拓非洲业务，成立人福普克以拓展美国市场，截至 2023 年中报发布日，公司海外业务已覆盖欧美成熟市场以及南美、东南亚、中亚、西非、东非等新兴市场，国际化体系已初具规模。2018 年以来，公司坚定推行“归核聚焦”战略，通过加速剥离教育、地产等非核心资产，集中资源发展专业细分领域，建立以医药工业为主、医药商业为辅的发展模式，实现了公司债务结构的显著优化、经营质量的持续提高。

图表 13：公司发展历程与股价复盘



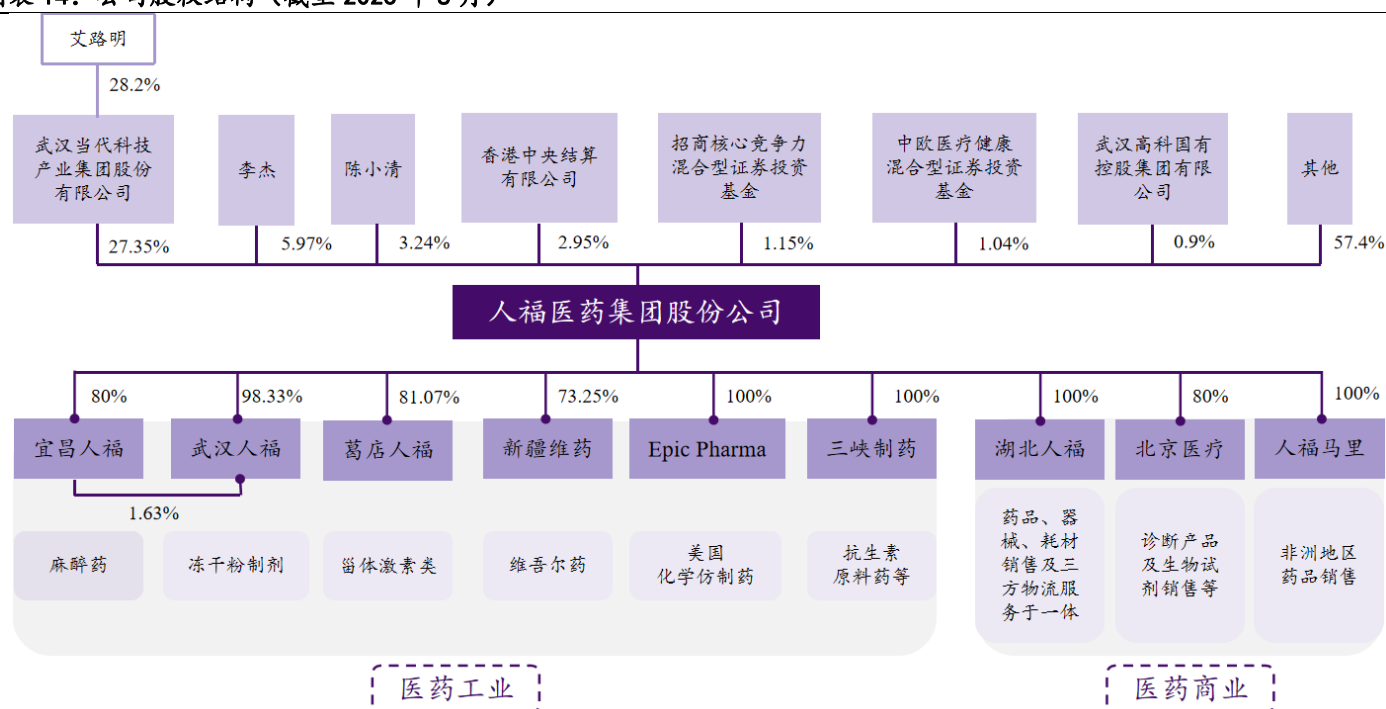
资料来源：公司官网，公司公告，WIND，华鑫证券研究

2.2、股权结构稳定且集中，子公司定位清晰

公司控股股东为武汉当代科技产业集团，实际控制人为艾路明。截至 2023 年 8 月，当代集团直接持有公司 27.4% 的股份，艾路明先生是当代集团的创始人之一，作为实控人直接和间接持有当代集团 28.2% 的股份。此外，人福医药董事长李杰先生持股人福医药 5.97% 的股份。

按业务模式划分，公司旗下子公司可分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业领域主要子公司包括宜昌人福、武汉人福、葛店人福、新疆维药、Epic Pharma、三峡制药等医药生产企业，主营业务分别为麻醉药/冻干粉制剂/甾体激素类药物/维吾尔民族药/化学仿制药/抗生素原料药等；医药商业领域主要子公司则是湖北人福、北京医疗和人福马里等，业务以药品销售为主，以设备、耗材、诊断试剂、医疗后勤服务为辅。

图表 14：公司股权结构（截至 2023 年 8 月）

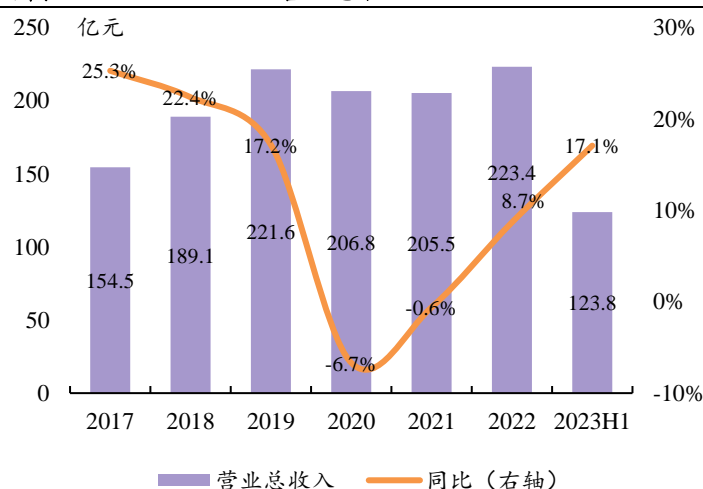


资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

2.3、“归核聚焦”成效显著，经营质量持续提高

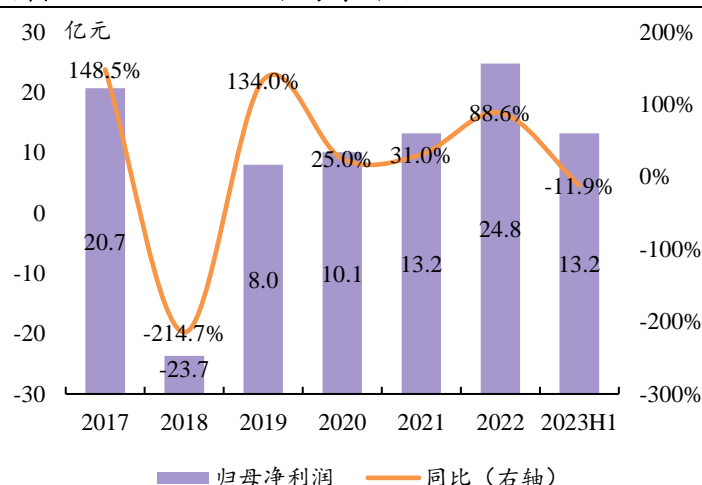
2023 年上半年公司营收同比增长 17.1%，业绩修复态势亮眼。2017-2022 年，公司营业总收入从 154.5 亿增至 223.4 亿元，复合增长率为 7.7%。其中 2020 年营收出现公司成立以来的首次下降，主要受新冠疫情以及乐福思、四川人福等非核心企业的剥离的影响。随着疫情影响出清，叠加“归核”战略下公司资产质量的提高，公司业绩兑付能力正加速修复。2023 年上半年，公司实现营收 123.8 亿元，同比增长 17.1%；实现归母净利润 13.2 亿元，同比下降 11.9%，主要系 2022 年上半年公司出售资产实现的非经常性损益高于 2023 年上半年所致。

图表 15：2017-2023H1 营业总收入



资料来源：WIND，华鑫证券研究

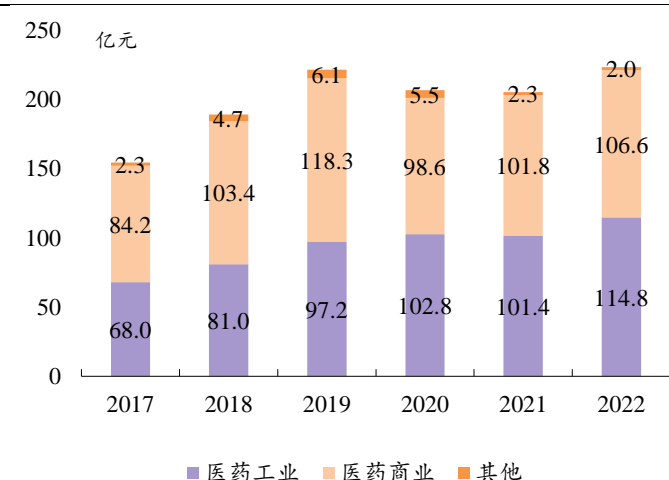
图表 16：2017-2023H1 归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

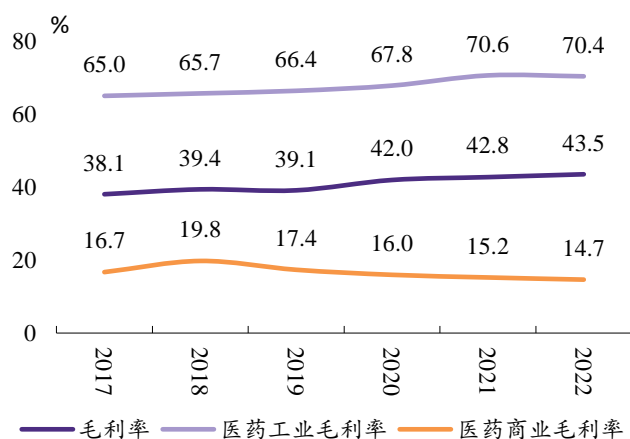
医药工业营收贡献持续增大，盈利能力提升显著。公司营收主要来自于医药工业、医药商业两大板块，2022 年分别创收 114.8 亿元、106.6 亿元，各自实现同比增长 13.2%、4.7%。医药工业是公司的重要业务板块，营收贡献持续扩大，2017-2022 年间，医药工业营收占比从 44.0%提升至 51.4%，医药工业毛利率从 65.0%提升至 70.4%，以发展医药工业为主、医药商业为辅的“归核聚焦”战略逐步实现落地。

图表 17：2017-2023H1 不同业务模式营业总收入



资料来源：WIND，华鑫证券研究

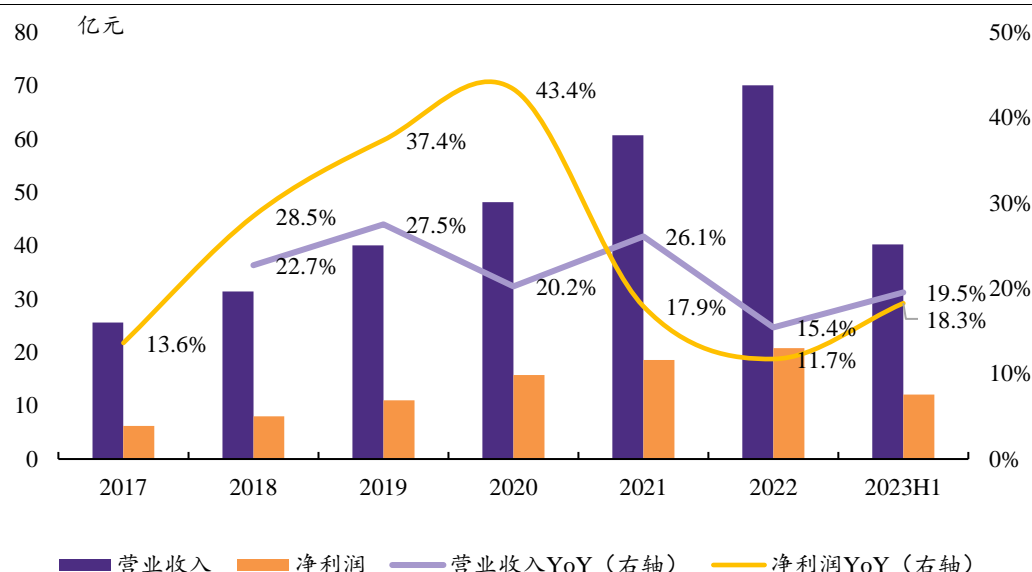
图表 18：2017-2023H1 不同业务模式毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

核心子公司宜昌人福业绩瞩目，2017-2022 年间净利润复合增速达 27.2%。2017-2022 年间，宜昌人福的营收复合增速、净利润复合增速分别为 22.3%和 27.2%。公司持续加大医院多科室市场投入，收效明显。2023 年上半年，宜昌人福实现营收 40.3 亿元，同比增长 19.5%，其中核心麻醉类产品贡献收入约 33.6 亿元，同比增长约 22%（非手术科室实现收入约 11 亿元，同比增长约 57%）；实现净利润 12.1 亿元，同比增长 18%。作为人福医药核心子公司，2023 年上半年，宜昌人福的营收贡献占比、净利润贡献占比分别为 32.5%和 71.7%。

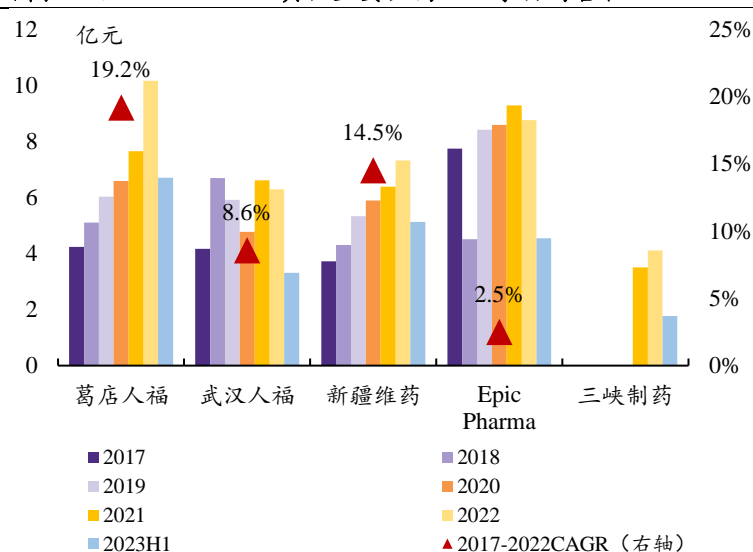
图表 19：2017-2023H1 宜昌人福营业总收入与净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

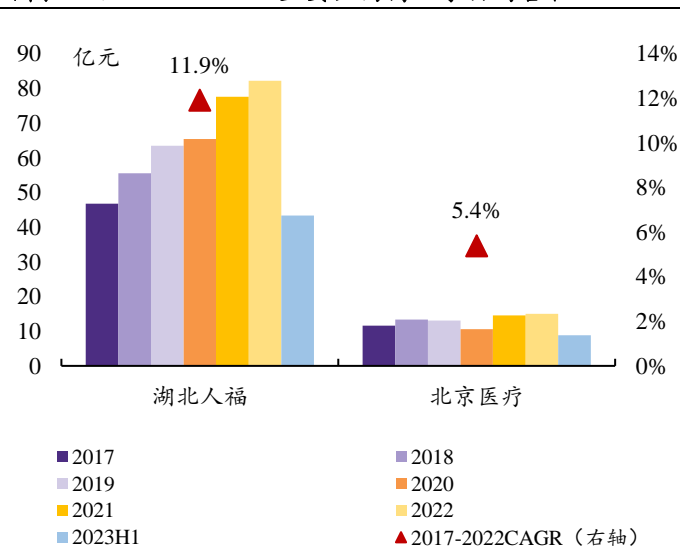
主要子公司经营持续向好，业绩快速增长。2017-2022 年间，葛店人福、武汉人福、新疆维药、Epic Pharma、湖北人福、北京医疗的营收年均复合增速分别达 19.2%/8.6%/14.5%/2.5%/11.9%/5.4%，净利润年均复合增速分别为 33.2%/13.2%/20.2%/-17.6%/-13.2%/4.4%。2023 年上半年，各医药工业公司持续着力培育重点品种，葛店人福积极拓展高端原辅料业务，新疆维药同时发力疆内疆外市场、市场覆盖率大幅提升，武汉人福发力布局上游原料药市场，各医药商业公司则积极探索业务新模式。2023 年上半年，葛店人福、武汉人福、新疆维药、Epic Pharma、三峡制药、湖北人福、北京医疗分别实现营收 6.7 亿元/3.3 亿元/5.1 亿元/4.5 亿元/1.8 亿元/43.3 亿元/8.8 亿元，分别同比增长 41.3%/5.1%/52.4%/18.3%/-4.7%/12.3%/28.3%，营收贡献占比分别为 5.4%/2.7%/4.1%/3.7%/1.4%/35.0%/7.1%。

图表 20：2017-2023H1 其他主要医药工业子公司营收



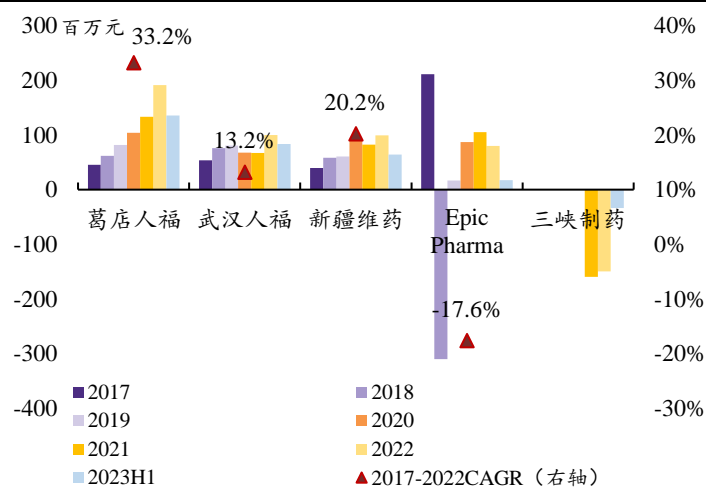
资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

图表 21：2017-2023H1 主要医药商业子公司营收



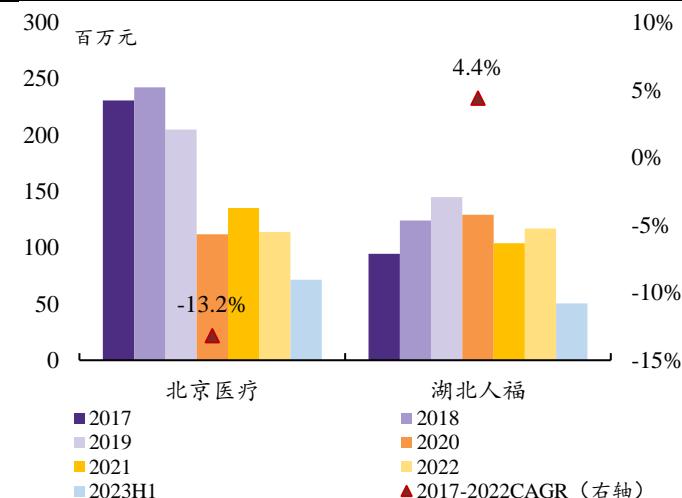
资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

图表 22： 2017-2023H1 其他主要医药工业子公司净利润



资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

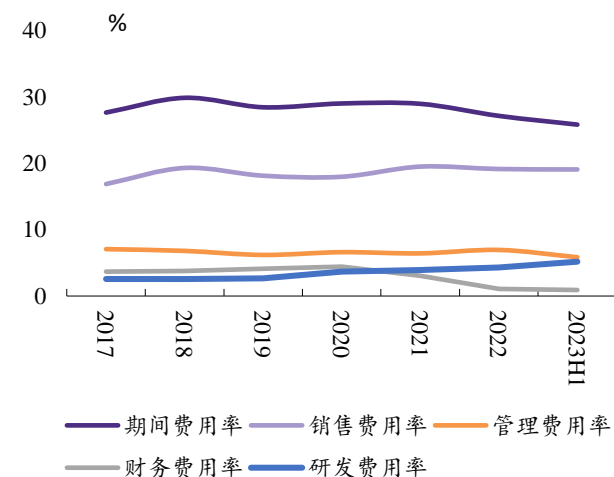
图表 23： 2017-2023H1 主要医药商业子公司净利润



资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

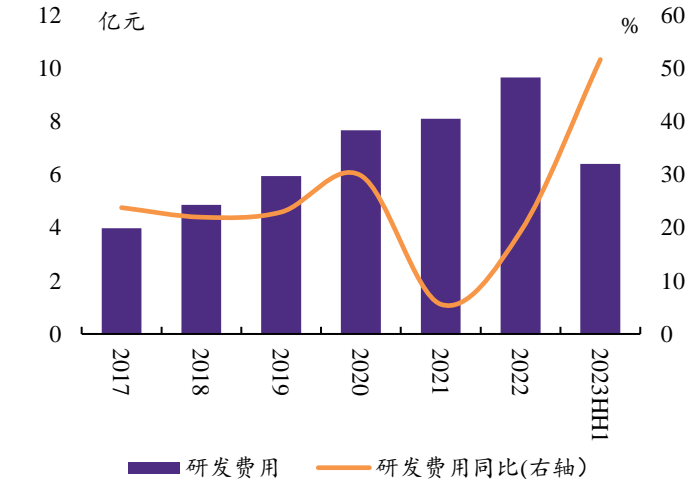
期间费用率总体稳定，研发投入持续增强。从 2017 年到 2023 年上半年，公司期间费用率从 27.6%降至 25.8%，总体较为平稳，其中，销售费用率从 16.9%增至 19.1%、管理费用率从 7.1%降至 5.8%、财务费用率从 3.7%降至 0.9%。公司持续加大研发投入，研发费用率从 2.6%增至 5.2%，2017-2022 年，公司研发费用从 4 亿元增至 9.7 亿元，年均复合增速达 19.4%；2023 年上半年，公司研发费用为 6.4 亿元，同比增速达 51.7%。

图表 24： 2013-2023H1 公司费用率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 25： 2017-2022 年公司研发费用



资料来源：WIND，华鑫证券研究

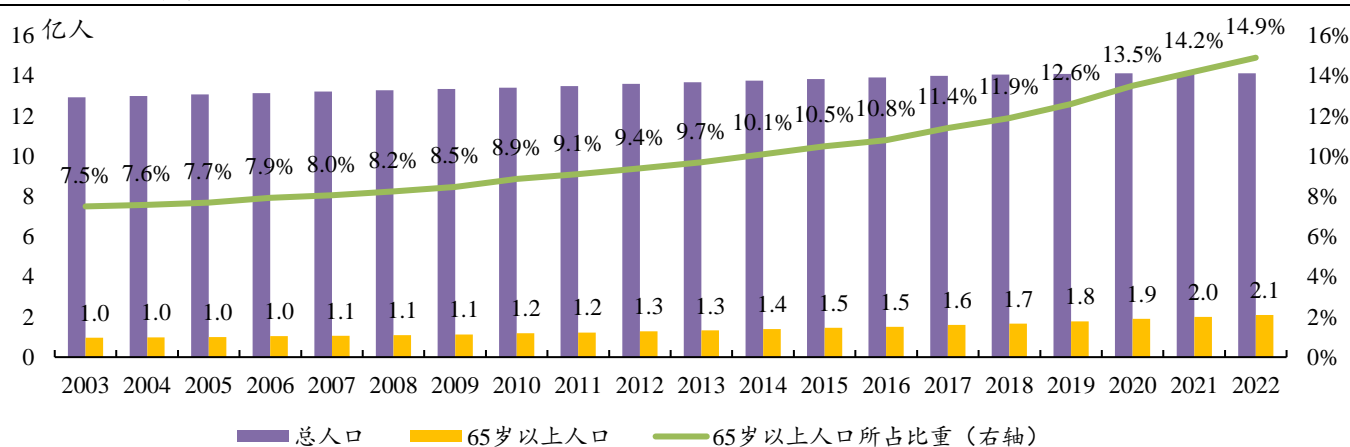
3、政策铸就高壁垒，麻药强者恒强

3.1、人口老龄化奠定麻醉药需求内生增长基础，麻醉科室外贡献需求第二增长曲线

我国老龄化总体呈现出规模大、增速快的特点。截至 2022 年，中国 65 岁以上老年人口达 2.1 亿人，占总人口的 14.9%；全球方面，根据联合国《世界人口展望 2022》，2022 年全球 65 岁以上人口数量约为 7.8 亿人，占总人口的 9.7%。2022 年，中国人口数占全球人口数的 18%，而 65 岁以上人口数占全球 65 岁以上人口数比重却高达 27%。同时，据卫健委预测，2035 年左右，我国 60 岁及以上老年人口将突破 4 亿，在总人口中的占比将超过 30%，进入重度老龄化阶段。此外，近十年来，我国老龄化程度明显加快，2003-2012 年我国 65 岁以上人口年均复合增速为 3.1%，2013-2022 年则升至 4.7%。

中国人口老龄化趋势加剧，奠定麻醉药潜在需求长期释放基础。伴随年龄的增长，老年人口整体健康水平随之下降。据《中国卫生健康统计年鉴》，2018 年中国居民两周患病率、两周就诊率和住院率分别为 32%、24%和 14%，而 65 岁及以上人口则分别为 58%、43%和 27%，显著高于人口平均水平。随着老龄化的加剧，我国老年健康服务资源规模将逐步扩大，医疗卫生服务体系日益完善，打开麻醉药潜在需求增长空间。

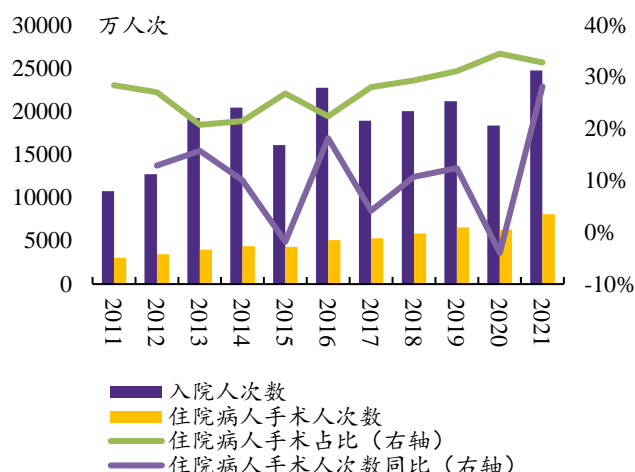
图表 26：2002-2022 年中国总人口及 65 岁以上人口



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

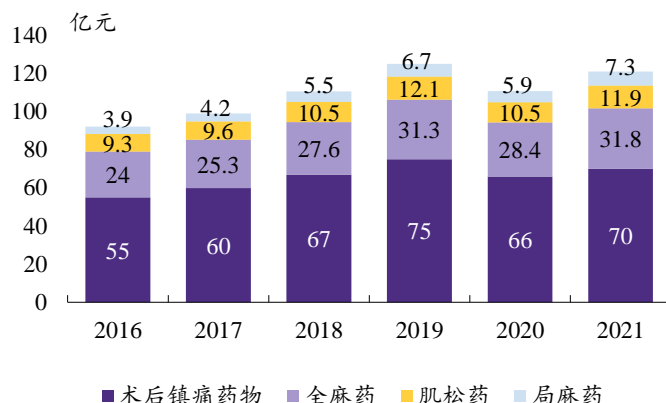
麻醉药品主要应用于临床外科手术场景，手术量的增加带动麻醉药品市场规模的同步提升。据《中国卫生健康统计年鉴》数据，2011-2021 年间，我国住院病人手术次数从 3050 万人次增至 8103 万人次，年均复合增长率为 10%；同时，住院病人手术占比也有所提升，从 2011 年的 28%增长到 2021 年的 33%。而作为临床外科手术的刚性需求，麻醉药市场规模也伴随手术量的逐年增加不断扩大，2016-2021 年间，麻醉药品市场规模则以 6%的年均复合增长率由 92.2 亿元增长至 121 亿元。2021 年，术后镇痛药、全麻药、肌松药、局麻药各占到麻醉药 58%/26%/10%/6%的市场份额。受新冠疫情短期扰动影响，2020 年手术量同比下滑 4%，但随着疫情影响的出清，2021 年，原本延后的手术需求集中释放，住院病人手术次数同比增速达 28%，已回归正常增长轨道。

图表 27：2011-2021 年中国入院与住院病人手术人次数



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华鑫证券研究

图表 28：2016-2021 年麻醉药物主要类别销售额



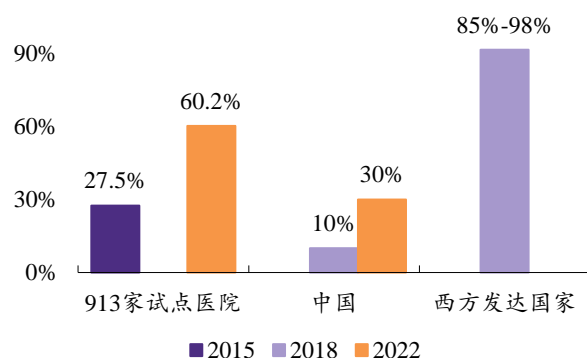
资料来源：PDB，华鑫证券研究

舒适化医疗普及度提高助力室外麻醉增长，多科室应用场景拓宽拉升麻药需求。手术室外麻醉主要指在中心手术室外对患者实施的麻醉/镇静操作，常见的应用场景包括妇产科短小手术（无痛分娩、宫腔镜、人流等）、癌痛镇痛、ICU、胃肠镜检查和治疗、口腔科门诊治疗、医美等。随着舒适化医疗观念的普及，手术室外麻醉涵盖的范围也在不断拓宽。

无痛分娩渗透率有望持续提升，政策发力成效亮眼。通过帮助产妇减轻 60%-90%以上的疼痛，分娩镇痛可以缓解疼痛、焦虑引起的过度通气、降低耗氧量和心脏负担，实现更舒适、有尊严的自然分娩。2018 年，国家卫健委发布《关于开展分娩镇痛试点工作的通知》，有力加快了无痛分娩的普及速度，2015-2022 年，913 家试点医院分娩镇痛率从 27.5%提升到 60.2%，全国整体的分娩镇痛普及率则从 2018 年的 10%左右升至 2022 年的 30%。相对于西方发达国家的 85%-98%的分娩镇痛率，我国分娩镇痛率仍有较大提升空间。分娩镇痛主要有药物和非药物两种形式，其中药物镇痛包括镇痛、镇静及吸入式麻醉药等方式，芬太尼、瑞芬太尼、咪唑安定等则为常用药物。

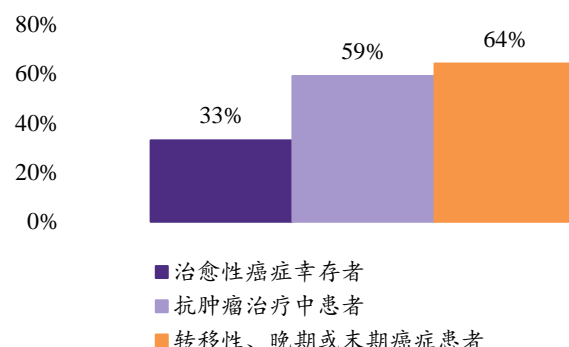
癌痛高发生率持续推动麻醉镇痛药需求。癌痛（即癌症相关疼痛）指肿瘤直接引起的疼痛或是特殊治疗带来的疼痛。癌痛发生率极高，根据丁香园数据，转移性、晚期或末期癌症患者的疼痛患病率达 64%。阿片类药物是轻、中、重度癌痛的治疗药物，其中，强阿片类药物是中、重度癌痛治疗的首选药物。但近 50%被评估为中度疼痛的癌症患者仍被处方非强阿片类药物，近 25%被评估为重度疼痛的癌症病人仍未被处方强阿片类药物，甚至还有部分中重度患者未曾使用任何药物镇痛。根据中国国家癌症中心的研究，自 2000 年以来，中国癌症新发和死亡人数逐渐增加，2022 年，中国新发癌症约 482 万例，321 万人因癌症而死亡。

图表 29：中国分娩镇痛率较西方发达国家仍有提升空间



资料来源：中国卫健委，中国日报，华鑫证券研究

图表 30：各阶段癌症患者癌痛发生率普遍较高



资料来源：丁香医生，华鑫证券研究

3.2、强者恒强，政策铸就麻精行业高壁垒

麻醉镇痛药物是一种作用于中枢神经系统，能解除或减轻疼痛并改变对疼痛的情绪反应的药物，按照药效可以分为麻醉药物（全麻和局麻）、肌松药、镇静催眠药、镇痛药物四类。

理想的麻醉药物除具有催眠效果外，还应具备镇痛、遗忘、肌肉松弛作用，同时还需具有良好的可控性、迅速起效、快速清醒、对循环和呼吸等重要生命脏器功能无抑制。然而，目前尚未诞生可以满足临床麻醉多元需求的单一麻醉药物。因此，在临床中往往需要多重药物的联合应用。其中，肌松药、镇静和镇痛药主要是麻醉药的辅助用药，在手术和治疗过程中需要配合使用。

图表 31：麻醉镇痛药物主要类别

| | | | |
|-----------|-------|---|--|
| 麻醉镇痛四大类药物 | 麻醉药 | 全麻药 | 能抑制中枢神经系统功能的药物，使意识、感觉和反射暂时消失，骨骼肌松弛，用于外科手术前麻醉。 |
| | | 局麻药 | 能在用药的局部可逆性地阻断神经冲动的产生和传导，在意识清醒的状态下，使局部痛觉暂时消失的药物。 |
| | 镇痛药 | 阿片类 | 是从罂粟中提取的生物碱及体内外的衍生物，与中枢特异性受体相互作用主要用于缓解中到重度疼痛，例如癌痛。 |
| | | 非阿片类 | 用于治疗轻度或中度疼痛，并且具备解热消炎的作用包括非甾体抗炎药。 |
| | 肌松药 | 麻醉手术中的必需辅助用药：主要用于麻醉诱导时，为气管插管的顺利进行提供良好的肌松条件，以及全麻时减少肌张力，消除手术中患者自主呼吸与机械通气的对抗，从而获得手术所需的肌肉松弛度。能有效减少全麻药用量，降低麻醉药的浓度。 | |
| | 镇静催眠药 | 1) 作为麻醉辅助用药，可以在麻醉前给药，起到术前减轻病人精神负担的效果； 2) 作为麻醉诱导剂，提高麻醉药的惊厥，减少麻醉药的用量； 3) 还可以用于术后镇静，缓解全麻药等残留导致的病人手术后躁动 | |

资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

我国通过计划生产总量、指定生产、流通企业、终端价格统筹等措施，对麻醉药品和精神药品产业链进行了十分严格的管控。由于麻醉药品和精神药品成瘾性的特殊性，国家对及上下游各环节均出台严格的管控政策，即对上游-原料、中游-制剂、下游-流通均设立

的管控细则。其中，又将麻醉药品和精神药品（精麻类药品）分为麻醉药品、第一类精神药品及第二类精神药品。麻醉药品和第一类精神药品管制最为严格，第二类精神药品管制相对较弱。

原料：相关药用原植物种植实行定点生产制度，其他单位和个人不得种植麻醉药品药用原植物。原植物种植企业由国务院药品监督管理部门和国务院农业主管部门共同确定，并根据年度种植计划种植。

制剂：麻醉药品和精神药品实行定点生产制度。国务院药品监督管理部门根据麻醉药品和精神药品的需求总量，确定定点生产企业的数量和布局，并根据年度需求总量对数量和布局进行调整、公布。除另有规定的外，任何单位、个人不得进行麻醉药品和精神药品的实验研究、生产、经营、使用、储存、运输等活动。经批准定点生产的麻醉药品、第一类精神药品和第二类精神药品原料药不得委托加工；第二类精神药品制剂可以委托加工。

流通：根据麻醉药品和精神药品管理条例规定，麻醉药品和第一类精神药品可以通过全国性批发企业或经所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准的地方批发企业流通。目前我国仅国药股份、上海医药和重庆医药三家具备全国性批发资质，所有麻醉镇痛产品都需要经过这三家企业的流转才能到终端机构。

价格：麻醉药品和第一类精神药品，实行政府定价，在制定出厂和批发价格的基础上，实行全国统一零售价格，由国家医保局定价，因此也具备“集采免疫”属性。

图表 32：麻醉药品与精神药品管制情况

| | | 麻醉药品 | 精神药品 | |
|--------|----------|---|------------------------------------|----------------|
| | | | 第一类精神药品 | 第二类精神药品 |
| 定义 | | 连续使用后易产生生理依赖性、能成瘾癖的药品。 | 直接作用于中枢神经系统，使之兴奋或抑制，连续使用能产生依赖性的药品。 | |
| 主要种类 | | 天然、半合成、合成的阿片类、可卡因、可待因类、大麻类、药用原植物及其制剂等。 | 兴奋剂、致幻剂、镇静催眠剂等。 | |
| 目录品种数量 | | 121 | 68 | 81 |
| 生产 | | 定点生产 | | |
| | 原料药厂家限制 | 1-2家 | 1-5家 | |
| | 单方制剂厂家限制 | 1-3家 | 1-5家 | 1-10家 |
| | 复方制剂厂家限制 | 1-7家 | - | - |
| 流通 | 步骤 | 定点生产企业→全国性批发企业→区域性批发企业→医疗机构 | | |
| | 企业数量 | 截至2022年：全国性批发企业包括国药集团、上海医药、重庆医药；麻醉药品和第一类精神药品定点区域性批发企业数量593家；从事第二类精神药品批发企业数量2502家，经营第二类精神药品零售连锁企业数量294家。 | | |
| 销售 | 销售方式 | 不得零售 | | 凭执业医师处方销售规定剂量 |
| | 销售价格 | 政府定价 | | |
| 处方 | 处方用纸 | 淡红色，处方右上角分别标注“麻”、“精一” | | 白色，处方右上角标注“精二” |
| | 处方用量 | 一般：注射剂处方为1次用量；其他剂型处方不得超过3日用量；控释制剂处方不得超过7日用量； 癌痛、慢性中、重度非癌痛患者：麻醉药品、第一类精神药品注射剂处方不得超过3日用量；其他剂型处方不得超过7日用量。 需特别加强管制的： 盐酸二氢埃托啡处方为1次用量，仅限于二级以上医院内使用；盐酸哌替啶处方为1次用量，仅限于医疗机构内使用。 | | |
| | 处方保存时间 | 麻醉药品处方至少保存3年，精神药品处方至少保存2年。 | | |
| | | 一般不得超过7日用量；对于某些特殊情况，处方用量可适当延长，但医师应当注明理由。 | | |

资料来源：《麻醉药品和精神药品管理条例》，《麻醉药品、精神药品处方管理规定》，C10在线，公司公告，华鑫证券研究

4、麻精药品龙头地位稳固，多科室+多新品 打开长足成长空间

公司麻精类药物的生产、销售主要由子公司宜昌人福承担。公司早期凭借芬太尼系列（芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼）获得发展，而后，通过氢吗啡酮、纳布啡等品种在近几年实现加速，迅速成长为国内麻醉镇痛行业龙头。同时，磷丙泊酚二钠、瑞马唑仑、阿芬太尼等品种的获批，也为中期快速增长持续灌注新动力。

图表 33：宜昌人福麻醉镇痛主要销售品种及其竞争格局

| 药品名称 | 类别 | 医保情况 | 竞争格局 |
|------|-----|------|---|
| 芬太尼 | 麻醉药 | 医保甲类 | Janssen-Cilag NV (58.6%) 宜昌人福 (19.5%) 羚锐制药 (17.5%) 四药制药 (3.9%) 恩华药业 (0.4%) 国药廊坊 (0.04%) |
| 舒芬太尼 | 麻醉药 | 医保乙类 | 宜昌人福 (97.2%) 恩华药业 (2.3%) EuroCept BV (0.4%) 国药廊坊 (0.1%) |
| 瑞芬太尼 | 麻醉药 | 医保乙类 | 宜昌人福 (88%) 国药廊坊 (7%) 恩华药业 (5%) |
| 阿芬太尼 | 麻醉药 | ---- | 宜昌人福 (99.4%) 恩华药业 (0.6%) |
| 氢吗啡酮 | 镇痛药 | 医保乙类 | 宜昌人福 (100%) |
| 纳布啡 | 镇痛药 | 医保乙类 | 宜昌人福 (63%) 扬子江药业 (36%) 国药集团 (1%) |

资料来源：PDB，国家药品医保目录，华鑫证券研究

4.1、芬太尼系列地位稳固，阿芬太尼贡献增长新动力

芬太尼为合成阿片类药物，广泛应用于临床镇痛领域，其镇痛强度是吗啡的几十到上百倍，具备起效快，对呼吸循环抑制轻等特点。宜昌人福拥有国内最全的芬太尼产品管线。除芬太尼外，公司在 03 年和 05 年先后上市了瑞芬太尼和舒芬太尼，同时于 2020 年成为阿芬太尼的国内首家上市公司。瑞芬太尼、舒芬太尼和阿芬太尼在临床上各具差异化优势，推广场景也各有侧重。

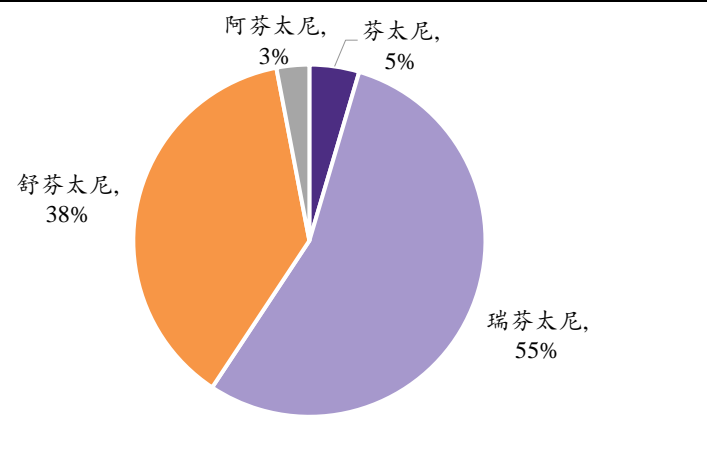
图表 34：芬太尼系列产品对比

| 项目 | 芬太尼 | 舒芬太尼 | 瑞芬太尼 | 阿芬太尼 |
|------|--------------------------------|---|-------------------------------|-------------------|
| 药理 | 合成阿片类药物，为μ受体激动药，是作用于脑和脊髓内的受体 | 强效的阿片类镇痛药，一种特异性μ-阿片受体激动剂，对μ-受体的亲和力比芬太尼强7~10倍。 | 合成阿片类药物，是短效μ阿片受体激动剂 | 选择性阿片受体激动剂 |
| 镇痛效能 | 吗啡的60-80倍 | 芬太尼的5-10倍 | 与芬太尼相当 | 芬太尼的3/4 |
| 起效时间 | 静注 1 min 肌注 7~8min | 5.6min起效 | 1min 达有效浓度 | 静注1min |
| 峰效时间 | 4min | | | 1.5-2min |
| 作用时间 | 静注 30-60min 肌注 1-2h | 静注1~2μg/kg 2h 静注2~8μg/kg 2-8h | 5-10min | 10 min |
| 半衰期 | 3.7h | 3h | 3-10min | 约为90min |
| 代谢位置 | 肝脏 | 肝脏和小肠 | 血管 | 肝脏 |
| 应用特点 | 短效镇痛药物，不宜作长期镇痛治疗药物，广泛应用于ICU镇痛。 | 镇痛作用强，起效快蓄积小、对呼吸抑制作用小。 | 超短效镇痛药，起效快，维持时间短、体内无蓄积，无肝肾损害。 | 速效强麻醉性镇痛药，适用于短小手术 |

资料来源：知网，丁香医生，静脉麻醉专家共识，华鑫证券研究

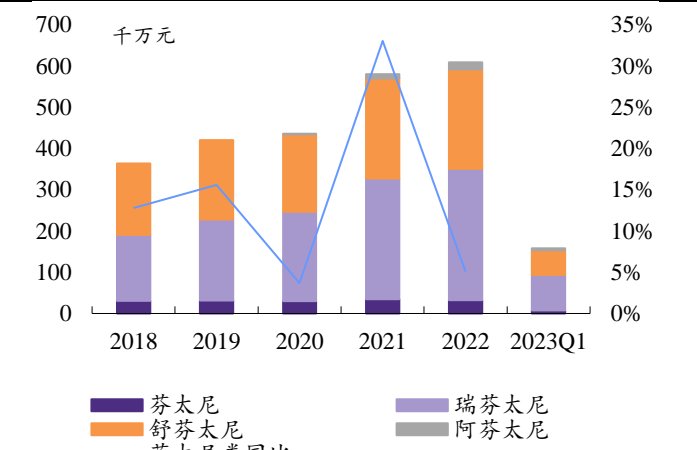
芬太尼是最早上市的芬太尼类镇痛药，存在呼吸抑制等副作用，逐步被瑞芬太尼和舒芬太尼替代。目前瑞芬太尼和舒芬太尼的增长主要受益多科室推广和手术量的增加。其中，瑞芬太尼受益于医保目录取消手术限制和基药目录准入，在麻醉科室外快速放量。同时，阿芬太尼的诞生有望与现有产品线形成差异化补充，其特质更适合日间手术及门诊诊疗，未来有望成为增长单品。

图表 35：2023 年 Q1 芬太尼类产品销售额占比



资料来源：PDB，华鑫证券研究

图表 36：2018-2023Q1 芬太尼类产品销售额



资料来源：PDB，华鑫证券研究

4.2、 氢吗啡酮：手术科室外镇痛潜力品种

氢吗啡酮是一种强效吗啡半合成衍生物，作用于中枢 μ 阿片受体，在国外广泛应用于各种中重度疼痛的治疗，如围术期疼痛、内镜诊疗、慢性疼痛包括癌痛的治疗等。其在起效时间、镇痛强度、副作用、成瘾率以及安全性等方面均优于吗啡，是替换吗啡的首选药物。氢吗啡酮作用强度是吗啡的 5-10 倍，镇痛作用维持时间 4-5 个小时，具有非常好的后遗镇痛作用，适合癌痛患者的长期镇痛，吗啡酮在美国主要用在难治癌症疼痛。根据其特质，公司也正积极进行其在疼痛肿瘤科室的学术推广和普及，有望逐步打开空间。

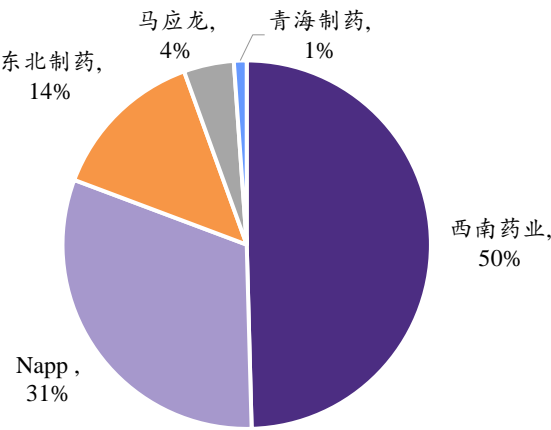
图表 37：氢吗啡酮与吗啡对比

| | 吗啡 | 氢吗啡酮 |
|-------|--|--------------------------------------|
| 作用机理 | 强阿片类药物，属于多受体激动剂，可激活 μ 、 δ 、 κ 及各亚型 | 纯阿片受体激动剂，作用于 μ 受体和部分 δ 受体 |
| 镇痛效果 | 氢吗啡酮镇痛效果为吗啡的5~10倍（1.5mg氢吗啡酮相当于10mg吗啡） | |
| 起效时间 | 片剂:15-30min;静注:<5min;皮下:~15min | 5min |
| 峰效时间 | 片剂: 0.5-1h; 缓释片: 2-3h; 静注:20min; 皮下:0-90min | 20min |
| 作用时间 | 片剂: 4-6h; 缓释片: 12h; 注射剂: 4-6h | 4-5h |
| 消除半衰期 | 片剂: 1.7-3h; 缓释片: 3.5-5h; 注射剂: 1.7-3h | 28min |
| 应用特点 | 天然的阿片生物碱，是阿片类药物的原型 | 安全性高于吗啡，不良反应少于吗啡 |
| 管制类别 | 麻醉药品 | 麻醉药品 |
| 医保情况 | 医保甲类 | 医保乙类 |
| 生产企业 | 西南药业（50%）、Napp Pharmaceuticals（31%）、东北制药（14%）、马应龙（4%）、青海制药（1%） | 宜昌人福（100%） |

资料来源：丁香园，中华医学杂志，知网，华鑫证券研究

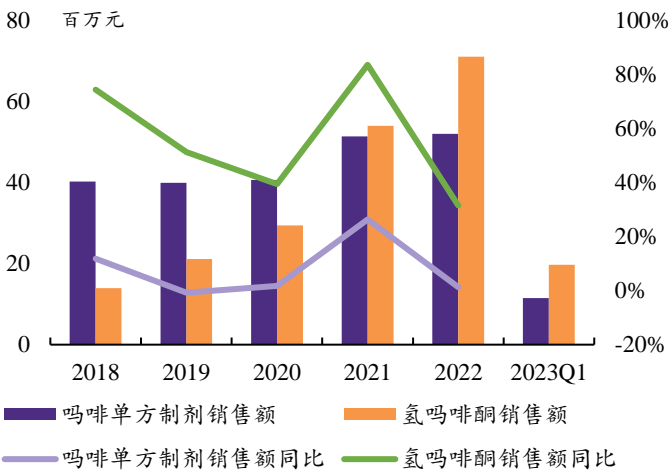
氢吗啡酮注射剂于 2012 年获批上市，2017 年进入国家医保乙类目录，为公司独家品种。在过去几年已经有赶超吗啡之势头。根据 PDB 样本医院销售数据，氢吗啡酮为注射剂，无明显副作用，于国内癌痛领域的应用刚刚起步，有望逐步改变口服镇痛的理念。同时公司还开发了氢吗啡酮注射液（预灌封）和氢吗啡酮缓释片两种剂型。氢吗啡酮注射液（预灌封）已于 2021 年 4 月获批，预灌封具有储存药物和注射两种作用，能够较好应用于急性疼痛的治疗。氢吗啡酮缓释片申报上市于 2022 年 7 月获得受理。

图表 38：2023Q1 吗啡单方制剂厂商产品销售占比



资料来源：PDB，华鑫证券研究

图表 39：2018-2023Q1 吗啡单方制剂与氢吗啡酮销售额



资料来源：PDB，华鑫证券研究

4.3、纳布啡：白处方麻醉镇痛药，潜在空间大

纳布啡是一种新型半合成阿片受体镇痛药，与其他阿片类药物相比，纳布啡的恶心呕吐、呼吸抑制、尿潴留等不良反应轻。与其他阿片受体激动-拮抗剂（如布托啡诺、地佐辛）相比，纳布啡半衰期更长，作用时间更久。纳布啡为宜昌人福独家品种，2013 年获批，2017 年纳入国家医保目录，用于缓解中至重度的疼痛，也可作为复合麻醉时的辅助用药，用于术前、术后镇痛和生产、分娩过程中的产科镇痛。

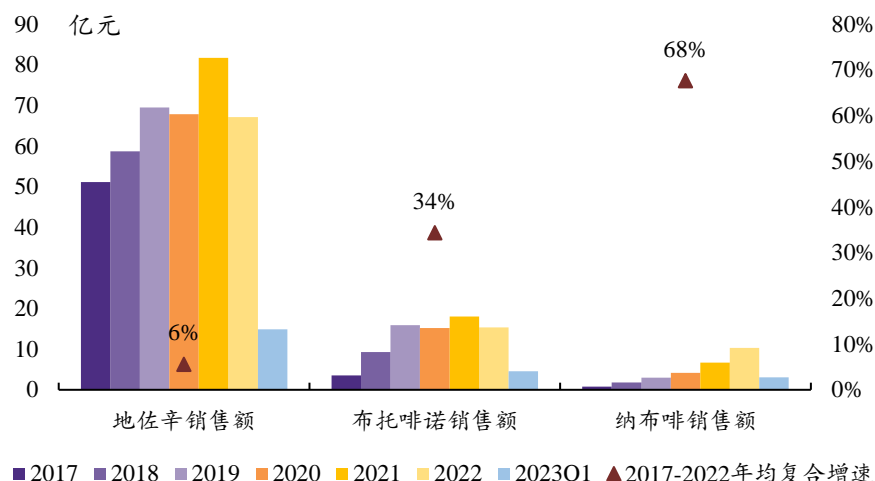
图表 40：地佐辛与纳布啡对比

| | 地佐辛 | 纳布啡 |
|-------|---|---|
| 作用机理 | 混合型阿片受体激动-拮抗剂，主要激动κ受体，受体主要分布于大脑、脑干和脊髓中，地佐辛激动上述部位的κ受体而产生中枢性镇痛效应和轻度镇静作用。 | 对κ受体呈完全激动作用，部分拮抗μ受体(μ ₂)，对δ受体活性极弱 |
| 镇痛效果 | 当量剂量镇痛作用为纳布啡>地佐辛 | |
| 起效时间 | 静注：<15min；肌注：<30min | 静注：2-3min；肌注/皮下：<15min |
| 峰效时间 | 肌注：10-90min | 30min |
| 作用时间 | 3-6h | 2-4h |
| 消除半衰期 | 2.4h | 3-6h |
| 应用特点 | 纳布啡对K受体完全激动，镇痛效果强镇痛起效快、镇痛时间久，对内脏痛更有效；对u受体具有部分拮抗作用，呼吸抑制和成瘾发生率低；对8阿片受体活性极弱，不产生烦躁、焦虑感。相对更适合同心血管、妇科、儿科手术患者。 | |
| 管制类别 | 精神药品 | 精神药品 |
| 医保情况 | ---- | 医保乙类 |
| 生产企业 | 扬子江药业（96%）、优科制药（4%） | 宜昌人福（62%）、扬子江集团（37%）、国药国瑞（1%） |

资料来源：PDB，华鑫证券研究

纳布啡 2017 年纳入国家医保后放量迅速，地佐辛未进入国家医保目录并且已全部退出地方医保目录。凭借临床数据和医保准入的优势，纳布啡已成为增长最快的麻醉镇痛白处方品种，纳布啡安全性高、成瘾性低，为二类精神药品，开具处方为白处方，因此相较于吗啡、芬太尼类等红处方药品，其潜在使用场景和市场空间也更大，有望快速增长。

图表 41：纳布啡增长快速



资料来源：PDB，华鑫证券研究

4.4、苯磺酸瑞马唑仑：超短效麻醉镇静药，前景广阔

苯磺酸瑞马唑仑，是一种新型的超短效 GABAA 受体激动剂，综合了丙泊酚和咪达唑仑的优势，具有起效迅速、苏醒快、对呼吸/循环抑制作用较低、有特异性拮抗剂等临床优势，主要用于结肠镜、胃镜诊疗和全麻诱导等。注射用苯磺酸瑞马唑仑是宜昌人福联合德国 Paion 共同开发的麻醉镇静 1.1 类新药，2020 年 7 月瑞马唑仑关于结肠镜检查的镇静适应症在国内获批。2022 年 3 月瑞马唑仑关于全身麻醉诱导和维持适应症获批，应用领域从腔镜科室拓展至手术科室，同时公司还申报了 ICU 镇静的适应症，目前正处在临床 II/III 期阶段，后续有望在多科室实现拓展。

从瑞马唑仑中国结肠镜诊疗 III 期临床数据来看，瑞马唑仑组镇静成功率非劣效于丙泊酚组，达到充分镇静时间、患者苏醒时间相当，但瑞马唑仑组患者整体状态恢复更快。同时，在给药过程中的瑞马唑仑药物不良事件反应发生率低，包括血压影响小（0.9% vs 1.7%）、心率减慢发生率低（3.1% vs 7.5%）、呼吸抑制发生率低（1.1% vs 6.7%）、注射痛发生率显著降低（2.2% vs 35%）。

图表 42：苯磺酸瑞马唑仑与丙泊酚临床数据对比

| 试验指标 | 苯磺酸瑞马唑仑 | 丙泊酚 |
|----------|--|------|
| 不良事件发生率 | | |
| 血压影响 | 0.9% | 1.7% |
| 心率减慢发生率低 | 3.1% | 7.5% |
| 呼吸抑制发生率 | 1.1% | 6.7% |
| 注射痛发生率 | 2.2% | 35% |
| 镇静效果 | 苯磺酸瑞马唑仑组镇静成功率相当，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。 | |

资料来源：湘雅麻醉与重症医学网，华鑫证券研究

图表 43：苯磺酸瑞马唑仑适应症获批进展

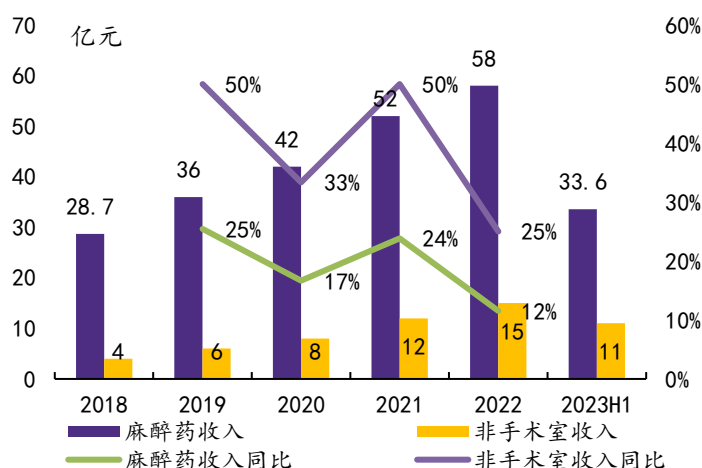
| 适应症 | 进展 | 获批时间 |
|-------------|----------|---------|
| 结肠镜检查的镇静 | 获批（NMPA） | 2020年7月 |
| 全身麻醉诱导与维持 | 获批（NMPA） | 2022年3月 |
| 用于支气管镜诊疗镇静 | 获批（NMPA） | 2022年8月 |
| ICU患者中的镇静治疗 | II/III期 | --- |

资料来源：公司公告，国家药监局，华鑫证券研究

4.5、深耕专业化“学术推广”，组建强大麻醉销售队伍

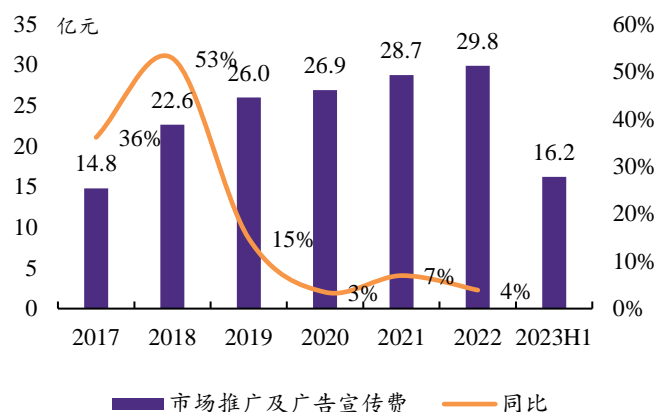
人福医药拥有强大的麻药销售团队，建立了非常成熟的销售和推广体系。2022 年，公司销售人员达到 6164 名，年推广费用达 29.8 亿，打通了渠道，未来多个新品都可以通过现有渠道释放，速度和力度很高。目前，公司多科室推广效果显著，2020 年疫情下非手术科室同比增速 35%，销售额达 8 亿元，未来成长空间巨大，有望超越手术科室。公司麻醉产品销售在 ICU、疼痛科等非手术科室快速发力，呈现追平手术室内需求之势。

图表 44：2017-2023H1 宜昌人福麻醉药与非手术室收入变化及增速



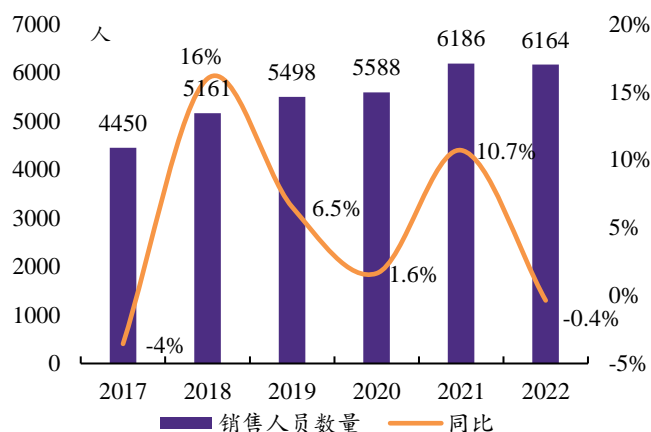
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 45：2017-2023H1 公司市场推广及广告宣传费用



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 46：2018-2023H1 公司销售人员数量



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

4.6、归核化战略成效显著，聚焦主业

2017 年开始公司积极进行战略调整，通过实施“归核化战略”聚焦医药核心业务，逐步清理非核心业务和资产，择机退出医药工业、医药商业及医疗服务版块中竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域，并不断优化公司的业务结构与资产结构。

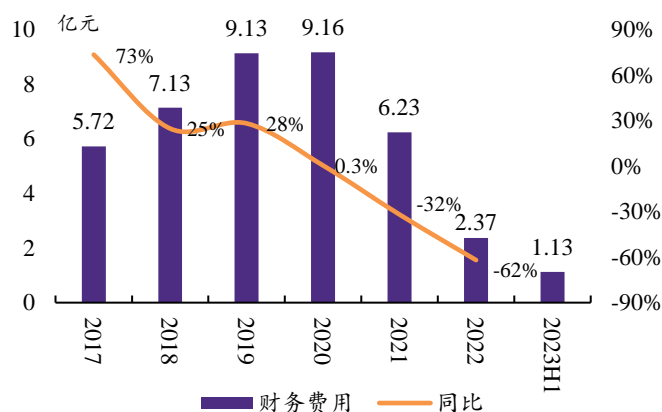
图表 47：2017-2023H1 公司股权处置价格超过 1 亿元的子公司

| 时间 | 处置子公司 | 主营业务 | 股权处置价格（亿元） |
|--------|-----------------------|-----------------|------------|
| 2017 | 武汉中原瑞德生物制品 | 生物医药 | 23.6 |
| | 宜昌三峡普诺丁生物制药 | 氨基酸原料 | 3.5 |
| | 武汉人福长江医药投资 | 金融投资 | 3.1 |
| | 建德市医药药材 | 医疗商业 | 2.5 |
| | 临安市中医医疗 | 医药经营管理咨询和技术服务 | 1.1 |
| 2018 | 黄石大冶有色医院 | 医药经营管理咨询和技术服务 | 1.5 |
| 2019 | 武汉珂美立德生物医药 | 生物医药 | 1.9 |
| | 河南人福医药 | 医疗商业 | 1.5 |
| 2020 | Lifestyles Healthcare | 医疗器械 | 13.2 |
| | 四川人福医药 | 眼科药物 | 3.4 |
| 2022 | 杭州福斯特药业 | 原料药与医药中间体的研发、生产 | 1.5 |
| | 河南百年康鑫药业 | 中成药 | 1.4 |
| 2023H1 | 宜昌妇幼医院 | 医疗服务 | 3.7 |

资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

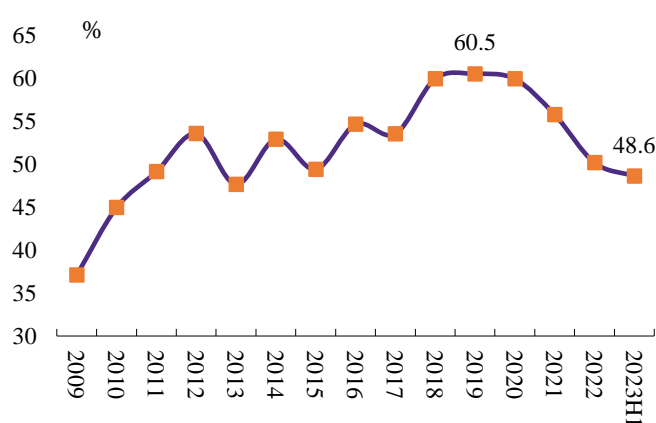
业务与资产结构持续优化，2018-2023H1 期间公司资产负债率下降约 11 个百分点。自 2018 年起，公司积极推进“归核聚焦”工作，一方面，清理出售非核心医药工商业、医疗服务、部分金融等领域的资产，财务费用持续下降，2022 年公司财务费用为 2.37 亿元，同比下降 62%；另一方面，严格把控负债规模。2019-2023 年公司资产负债率分别为：60%/60.5%/59.9%/55.8%/50.2%/48.6%，资产负债率逐年稳步下降。随着“归核”战略逐步落实，公司业务结构与资产结构将持续优化，赋能公司高质量内生增长。

图表 48：2017-2023H1 公司财务费用



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 49：2017-2023H1 公司资产负债率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、盈利预测评级

宜昌人福早期以芬太尼起家，不断推陈出新，陆续推出了瑞芬太尼和舒芬太尼两大衍生重磅品种，支持了公司中期发展做强。2020 年，公司推出阿芬太尼，与现有芬太尼产品线形成强力互补，进而形成国内最为完整的芬太尼系列产品线，增强了公司发展的中坚力量。同时，公司以芬太尼为基，与舒芬和瑞芬同期开发出氢吗啡酮、纳布啡、磷丙泊酚二钠、瑞马唑仑等重磅品种，补充现有麻药管线，极大增强了市场推广能力，确立了其在麻药市场的龙头地位。

同时，宜昌人福拥有强大的销售网络，公司销售人员超 6000 人，保证了强大研发下产品转化的快速推出和市场推广。

战略上，公司顺应行业发展趋势，在保证现有麻醉科室业务增长的基础上，展开多科室推广战略，包括 ICU、癌痛阵痛、妇产等，收效明显，进一步打开发展的天花板。

行业角度，公司所处麻精药品行业，因其特殊性在上游原料、中游制剂、下游销售均受到非常严格的管制，是医药行业中的高壁垒行业，其核心品种未受集采等政策干扰。我们认为随着公司更多新品获批及多科室推广不断取得进展，公司业绩有望稳中有升。

预测公司 2023-2025 年收入分别为 243、273、302 亿元，EPS 分别为 1.40、1.63、1.86 元，当前股价对应 PE 分别为 17.2、14.8、12.9 倍。公司为国内麻药龙头，地位稳固，看好公司新品放量及归核化战略推进，维持“买入”投资评级。

6、风险提示

- 1) 新品上市不及预期
- 2) 推广不及预期
- 3) 产品降价
- 4) 产品销售不及预期
- 5) 归核化进展不及预期

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产： | | | | | 营业收入 | 22,338 | 24,283 | 27,251 | 30,195 |
| 现金及现金等价物 | 5,176 | 7,023 | 8,889 | 11,145 | 营业成本 | 12,615 | 13,712 | 15,328 | 16,934 |
| 应收款 | 8,041 | 8,741 | 9,809 | 10,869 | 营业税金及附加 | 206 | 224 | 251 | 278 |
| 存货 | 3,421 | 3,779 | 4,224 | 4,667 | 销售费用 | 4,275 | 4,711 | 5,178 | 5,646 |
| 其他流动资产 | 2,790 | 2,951 | 3,196 | 3,439 | 管理费用 | 1,552 | 1,700 | 1,962 | 2,204 |
| 流动资产合计 | 19,428 | 22,493 | 26,119 | 30,120 | 财务费用 | 237 | 175 | 129 | 74 |
| 非流动资产： | | | | | 研发费用 | 967 | 1,051 | 1,180 | 1,307 |
| 金融类资产 | 946 | 946 | 946 | 946 | 费用合计 | 7,031 | 7,637 | 8,449 | 9,231 |
| 固定资产 | 5,265 | 6,560 | 6,781 | 6,592 | 资产减值损失 | -88 | -88 | -88 | -88 |
| 在建工程 | 2,742 | 1,097 | 439 | 176 | 公允价值变动 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 无形资产 | 1,950 | 1,853 | 1,755 | 1,662 | 投资收益 | 836 | 300 | 300 | 300 |
| 长期股权投资 | 1,070 | 1,070 | 1,070 | 1,070 | 营业利润 | 3,516 | 3,243 | 3,756 | 4,285 |
| 其他非流动资产 | 5,567 | 5,567 | 5,567 | 5,567 | 加：营业外收入 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 非流动资产合计 | 16,595 | 16,147 | 15,612 | 15,067 | 减：营业外支出 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 资产总计 | 36,023 | 38,640 | 41,731 | 45,187 | 利润总额 | 3,426 | 3,153 | 3,667 | 4,195 |
| 流动负债： | | | | | 所得税费用 | 355 | 326 | 380 | 434 |
| 短期借款 | 6,589 | 6,589 | 6,589 | 6,589 | 净利润 | 3,071 | 2,827 | 3,287 | 3,760 |
| 应付账款、票据 | 3,449 | 3,810 | 4,259 | 4,706 | 少数股东损益 | 587 | 540 | 628 | 719 |
| 其他流动负债 | 4,506 | 4,506 | 4,506 | 4,506 | 归母净利润 | 2,484 | 2,286 | 2,658 | 3,041 |
| 流动负债合计 | 15,143 | 15,556 | 16,085 | 16,610 | | | | | |
| 非流动负债： | | | | | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 1,853 | 1,853 | 1,853 | 1,853 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 1,085 | 1,085 | 1,085 | 1,085 | 营业收入增长率 | 8.7% | 8.7% | 12.2% | 10.8% |
| 非流动负债合计 | 2,938 | 2,938 | 2,938 | 2,938 | 归母净利润增长率 | 88.6% | -8.0% | 16.3% | 14.4% |
| 负债合计 | 18,081 | 18,494 | 19,023 | 19,548 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 43.5% | 43.5% | 43.8% | 43.9% |
| 股本 | 1,633 | 1,633 | 1,633 | 1,633 | 四项费用/营收 | 31.5% | 31.4% | 31.0% | 30.6% |
| 股东权益 | 17,942 | 20,146 | 22,708 | 25,639 | 净利率 | 13.7% | 11.6% | 12.1% | 12.5% |
| 负债和所有者权益 | 36,023 | 38,640 | 41,731 | 45,187 | ROE | 13.8% | 11.3% | 11.7% | 11.9% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债率 | 50.2% | 47.9% | 45.6% | 43.3% |
| 净利润 | 3071 | 2827 | 3287 | 3760 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 587 | 540 | 628 | 719 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 折旧摊销 | 723 | 449 | 530 | 540 | 应收账款周转率 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 公允价值变动 | 43 | 43 | 43 | 43 | 存货周转率 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 营运资金变动 | -1984 | -806 | -1230 | -1220 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 2441 | 3054 | 3258 | 3842 | EPS | 1.52 | 1.40 | 1.63 | 1.86 |
| 投资活动现金净流量 | 1227 | 351 | 437 | 452 | P/E | 15.8 | 17.2 | 14.8 | 12.9 |
| 筹资活动现金净流量 | -1822 | -623 | -725 | -829 | P/S | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| 现金流量净额 | 1,846 | 2,781 | 2,971 | 3,465 | P/B | 2.6 | 2.4 | 2.1 | 1.9 |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。