



麻醉药龙头壁垒稳固，打开 ICU 和镇静市场

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 归核战略成效初显，资产负债率相比 2018 年下降 5pp，创新和国际化顺利推进，瑞马唑仑等重磅新药上市放量，美国仿制药业务年销售额约 18 亿元；2) 手术室外麻醉渗透率提升推动百亿市场持续扩容，麻醉药品和一类精神药品的准入壁垒和集采免疫属性有助于公司维持龙头地位；3) 瑞马唑仑等新药安全性优势较为明显，有望替代数十亿镇静市场。
- **归核聚焦优化资产结构，坚定创新与国际化战略。** 公司坚定退出竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域，集中资源打造核心产品线，公司现共有在研项目 350 多个，其中一类新药 30 多个，坚持自主研发创新，培育长期竞争力，2023 年 Q1-Q3 研发费用约 10 亿元，同比增长 57.4%。海外业务现已覆盖了欧美成熟市场以及南美、东南亚、中亚、西非等新兴市场。公司各子公司已获得 120 多个美国仿制药产品 ANDA 批准文号，美国仿制药业务年销售额约 18 亿元。
- **手术室外麻醉推动百亿市场持续扩容，准入壁垒和集采免疫巩固龙头地位。** 2019 年我国公立医疗机构终端麻醉剂市场规模已超 160 亿元，以全身麻醉药为主。2021 年全麻市场宜昌人福市占率 33.4%，龙头地位稳固。我国无痛分娩、微创外科、内镜等领域渗透率正逐步提高，但与欧美发达国家仍有极大差距，手术室外麻醉渗透率的提高将推动麻醉药市场持续扩容。加之麻醉和精神药品的严格管制，具有集采免疫属性，新进入者壁垒高，有助于公司维持市场份额。
- **瑞马唑仑等镇静新药陆续放量，有望替代数十亿镇静市场。** 瑞马唑仑 2020 年获批上市并于 2021 年纳入国家医保目录，和丙泊酚有效性相近，但安全性更具优势，注射痛发生率显著低于丙泊酚，呼吸及心血管抑制作用相对较小。磷丙泊酚二钠则是丙泊酚的水溶性前体药物，不需要脂肪乳作为载体，有效避免脂肪乳引起的过敏、细菌污染及高脂血症等副作用的同时，注射痛及呼吸相关不良事件发生率较丙泊酚更低。随着新药快速放量，有望替代数十亿镇静市场。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年归母净利润分别 22.9 亿元、26.3 亿元、29.3 亿元。公司为麻醉药龙头，行业高壁垒叠加新药放量趋势，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 创新研发不及预期风险，销售不及预期风险，药品降价风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	22337.72	24790.72	27105.40	29731.85
增长率	8.71%	10.98%	9.34%	9.69%
归属母公司净利润 (百万元)	2484.11	2289.16	2630.47	2931.04
增长率	88.60%	-7.85%	14.91%	11.43%
每股收益 EPS (元)	1.52	1.40	1.61	1.80
净资产收益率 ROE	17.12%	13.68%	13.98%	13.58%
PE	15	17	14	13
PB	2.53	2.28	2.02	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.32
流通 A 股(亿股)	15.36
52 周内股价区间(元)	19.24-28.83
总市值(亿元)	380.01
总资产(亿元)	367.08
每股净资产(元)	10.25

相关研究

目 录

1 人福医药是我国麻醉药龙头企业	1
1.1 人福医药是我国麻醉药龙头企业，坚持创新与国际化战略.....	1
1.2 麻醉药收入占比逐渐提高，毛利率稳步增长.....	3
1.3 归核聚焦，剥离非核心资产，持续优化资产负债结构.....	4
2 手术室外麻醉推动百亿市场持续扩容，准入壁垒和集采免疫巩固龙头地位	5
2.1 160 亿麻醉剂市场，人福医药龙头地位稳固.....	5
2.2 无痛分娩、微创外科、内镜等领域渗透率逐步提高，推动麻醉药市场扩容.....	7
2.3 麻醉药品和精神药品实行定点生产制度，具有集采免疫属性，新进入者壁垒高.....	10
3 麻醉镇痛龙头地位稳固，新药进军镇静市场	10
3.1 阿片类药物是主要的镇痛药，人福多款主要镇痛药保持 80% 以上市占率.....	10
3.2 瑞马唑仑等镇静新药陆续放量，有望替代数十亿镇静市场.....	14
3.3 拓展多领域创新药，重组质粒-肝细胞生长因子注射液处于三期临床.....	19
4 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 相对估值.....	21
5 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司六大药物创新研发方向.....	2
图 4: 公司国际化布局.....	2
图 5: 公司 2017-2023Q3 营业收入及增速.....	3
图 6: 公司 2017-2023Q3 扣非归母净利润及增速.....	3
图 7: 公司 2017-2022 年主营业务结构情况.....	3
图 8: 公司 2017-2023Q3 毛利率和净利率情况.....	4
图 9: 公司 2017-2023Q3 四费率情况.....	4
图 10: 公司 2017-2023Q1-3 资产负债率.....	5
图 11: 公司 2017-2023 Q1-3 有息负债率.....	5
图 12: 麻醉药分类.....	5
图 13: 我国公立医疗机构终端麻醉剂市场规模及增速.....	6
图 14: 我国全麻药市场占比最大.....	6
图 15: 2015-2019 年重点省市公立医院终端麻醉剂销售格局.....	7
图 16: 2019-2021 年中国公立医疗机构全身麻醉剂销售格局.....	7
图 17: 我国 2017-2019 年手术室外麻醉占比.....	7
图 18: 我国 2018-2019 年麻醉门诊开展率.....	8
图 19: 我国 2018-2019 年分娩镇痛产妇应用率.....	8
图 20: 2019 年中美微创外科手术渗透率.....	9
图 21: 2022 年中美英三国无痛分娩占比.....	9
图 22: 中国和部分欧美发达国家胃镜开展率.....	9
图 23: 中国和部分欧美发达国家肠镜开展率.....	9
图 24: 2018-2020 年中国公立医疗机构终端阿片类止痛药销售额.....	11
图 25: 2014-2021 年瑞芬太尼样本医院销售情况 (万元).....	12
图 26: 2014-2021 年舒芬太尼样本医院销售情况 (万元).....	12
图 27: 2020-2021 年阿芬太尼样本医院销售情况 (万元).....	13
图 28: 2014-2021 年芬太尼样本医院销售情况 (万元).....	13
图 29: 2015-2021 年纳布啡样本医院销售情况 (万元).....	14
图 30: 2014-2021 年氢吗啡酮样本医院销售情况 (万元).....	14
图 31: 瑞马唑仑及其代谢产物化学结构.....	15
图 32: 瑞马唑仑样本医院销售格局 (万元).....	17
图 33: 磷丙泊酚二钠和丙泊酚的化学结构.....	18

表 目 录

表 1: 归核战略实施情况.....	4
表 2: 我国精麻药品部分管制要求.....	10
表 3: 阿片受体的分类.....	11
表 4: 芬太尼类麻醉镇痛药特点.....	11
表 5: 瑞马唑仑国内研发进度.....	16
表 6: 人福医药瑞马唑仑结肠镜诊疗镇静临床 II 期和 III 期试验数据.....	16
表 7: 人福医药瑞马唑仑全身麻醉诱导与维持临床 II 期和 III 期试验数据.....	17
表 8: 人福医药磷丙泊酚二钠临床 II 期和 III 期试验数据.....	19
表 9: 人福医药累计研发投入前 5 名及近期计划重点推进的在研项目.....	19
表 10: 分业务收入及毛利率.....	20
表 11: 可比公司估值.....	21
附表: 财务预测与估值.....	23

1 人福医药是我国麻醉药龙头企业

1.1 人福医药是我国麻醉药龙头企业，坚持创新与国际化战略

人福医药是我国麻醉药龙头企业。公司坚持“做医药细分市场领导者”的发展战略，连续 12 年入选国家工信部“中国医药工业百强榜”，入选“2021 中国制造业企业 500 强”。经过 20 多年的发展，公司现已在神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔民族药等细分领域形成领导或领先地位，近年来逐步拓展美国仿制药业务。主要子公司宜昌人福已经成为亚洲最大的麻醉药品研发生产企业、国内唯一生产芬太尼全系产品的制药企业。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

高管团队行业经验丰富，激励较充分。武汉当代科技产业集团股份有限公司为公司第一大股东，持股 27.35%，武汉当代科技创始人艾路明为实际控制人。高管团队均有持股，激励较为充分。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司坚持自主研发创新，持续加大研发投入，以充实产品储备，培育长期竞争力。一方面，公司持续聚焦产品线，夯实并增强既有细分市场领域的产品开发能力，在麻醉药、其他神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔民族药、皮肤外用药、呼吸系统用药等领域全面布局创新药及高端仿制药，持续巩固和提升在上述领域的核心竞争优势；另一方面，公司通过

医药研究院以及下属子公司宜昌人福、Epic Pharma、美国普克的海外研发团队，加快推进仿制药研发项目，通过进一步丰富产品管线，提高公司在美国仿制药行业的市场地位。

图 3：公司六大药物创新研究方向



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司坚持实施国际化战略，面向全球医药市场进行产业布局，海外业务现已覆盖了欧美成熟市场以及南美、东南亚、中亚、西非、东非等新兴市场。公司各子公司已获得 120 多个美国仿制药产品 ANDA 批准文号，美国仿制药业务年销售额约 18 亿元；武汉普克、宜昌人福、葛店人福、三峡制药、人福利康等子公司相继通过美国和欧盟的体系认证；新疆维药积极布局中亚市场，祖卡木颗粒等 6 个产品已在中亚国家注册销售；葛店人福原料药国际化布局稳步推进，米非司酮、度他雄胺在韩国、印度、巴西等国家成功注册；公司在非洲马里、埃塞俄比亚建设的药厂已投入运营，积极参与其所在国及周边国家政府招标采购，公司国际化体系已形成并初具规模。

图 4：公司国际化布局



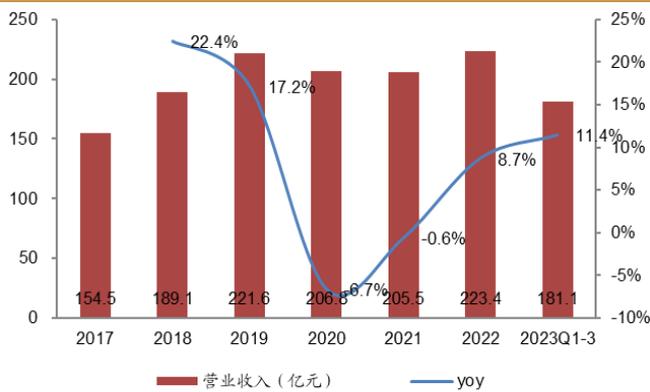
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 麻醉药收入占比逐渐提高，毛利率稳步增长

业绩增长强劲，扣非归母净利润稳步提高。2023Q1-3 公司实现营业收入 181.1 亿元，较上年同期增长 11.4%；2023 年 Q1-3 公司实现归属于上市公司股东的净利润 17.7 亿元，较上年同期下降 20.5%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 15 亿元，较上年同期增长 18.8%。

麻醉药营收保持快速增长，非手术科室增速亮眼。2023H1 麻醉药产品实现销售收入约 33.6 亿元，较上年同期增长约 22%，其中非手术科室实现销售收入约 11 亿元，较上年同期增长约 57%。

图 5：公司 2017-2023Q3 营业收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

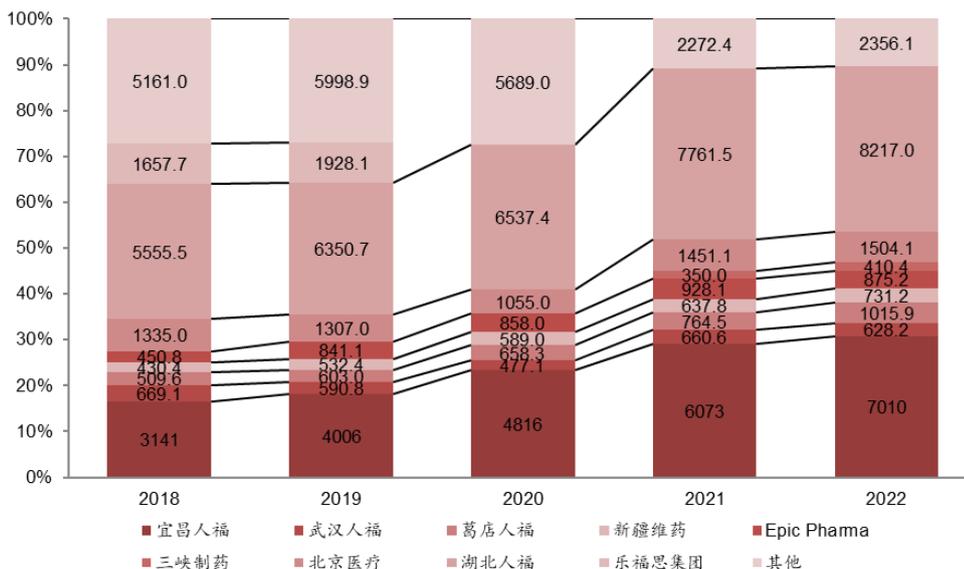
图 6：公司 2017-2023Q3 扣非归母净利润及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

随着公司“归核”战略的进行，麻醉药收入占比逐渐提高。主要负责麻醉药生产销售的子公司宜昌人福收入占比从 2018 年 17% 逐年提高至 2022 年 31.4%，主要从事药品和器械流通的子公司湖北人福和北京医疗收入占比从 2018 年 37% 逐年提高至 2022 年 43.5%。

图 7：公司 2017-2022 年主营业务结构情况

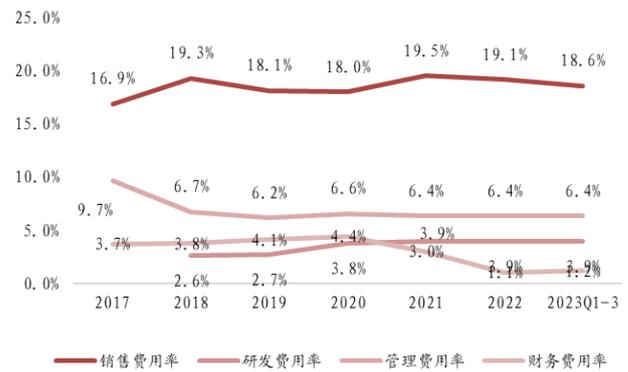


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司毛利率和净利率稳步提升，四费率整体管控良好。随着高毛利的麻醉药收入占比提升以及归核聚焦战略的深入推进，公司毛利率从2017年38.1%提高至2023Q1-3年45.9%，净利润近三年稳步恢复，2023 Q1-3已提升至12.6%。公司四费率整体管控良好，2017-2023Q3年稳定在30%-33%，研发费用率逐年提升，系公司加大研发投入力度，截至2022年末，公司共有在研项目350多个，其中一类新药30多个。为充实产品储备、培育长期竞争力，公司坚持自主研发创新，2023年Q1-Q3研发费用约10亿元，同比增长57.4%。

图 8：公司 2017-2023Q3 毛利率和净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：公司 2017-2023Q3 四费率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 归核聚焦，剥离非核心资产，持续优化资产负债结构

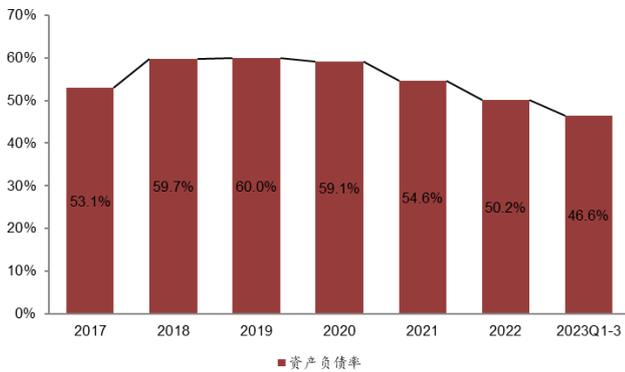
坚定落实“归核聚焦”工作，持续优化资产负债结构。公司坚定退出竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域，集中资源打造核心产品线，形成以医药工业为主、医药商业为辅的发展格局。2021年公司先后出售郑州人福博赛生物技术有限责任公司、上海安博生物医药股份有限公司、上海健益兴禾投资管理中心（有限合伙）等公司股权（或份额），并持续推进华泰保险集团股份有限公司等公司股权转让事宜，累计收回转让款项约5亿元。

表 1：归核战略实施情况

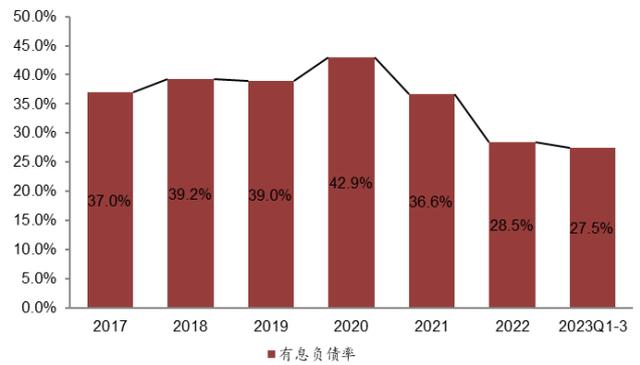
	2017	2018	2019	2020	2021
并表子公司数量	197	176	169	122	128
主要处置子公司	中原瑞德（血制品），普诺丁生物（兽药、食品生产），建德市医药药材（药材批发）等	黄石大冶有色医院、武汉宏昇生殖健康中医医院、武汉人福亿生健康等	钟祥市人民医院，河南人福（医药商业），乐雅口腔门诊等	乐思福（两性健康），四川人福（医药商业）等	博赛生物（MD），华泰保险等
资产负债率	53.1%	59.7%	60.0%	59.1%	54.6%

数据来源：公司公告, 西南证券整理

公司严格控制债务规模，积极优化债务结构。资产负债率由2018年的59.7%下降至2023Q1-3年的46.6%。有息负债率由2018年的39.4%下降至2023Q1-3的27.5%。

图 10: 公司 2017-2023Q1-3 资产负债率


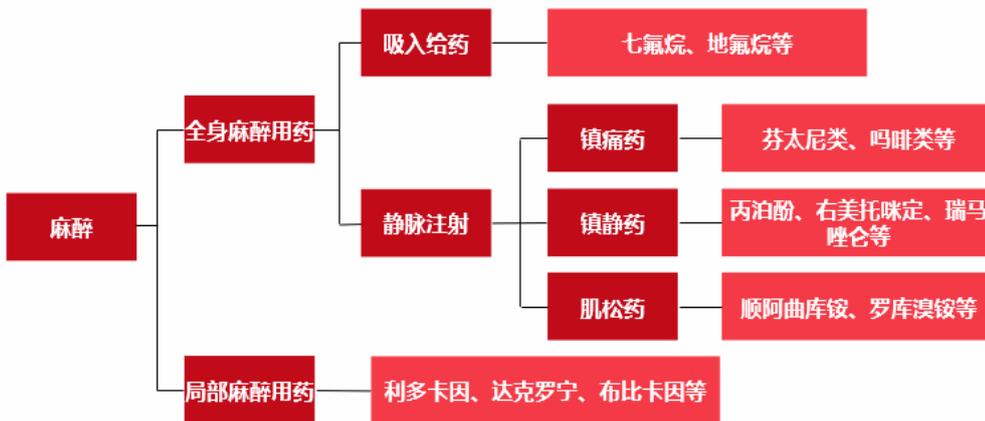
数据来源: wind, 西南证券整理

图 11: 公司 2017-2023 Q1-3 有息负债率


数据来源: wind, 西南证券整理

2 手术室外麻醉推动百亿市场持续扩容, 准入壁垒和集采免疫巩固龙头地位

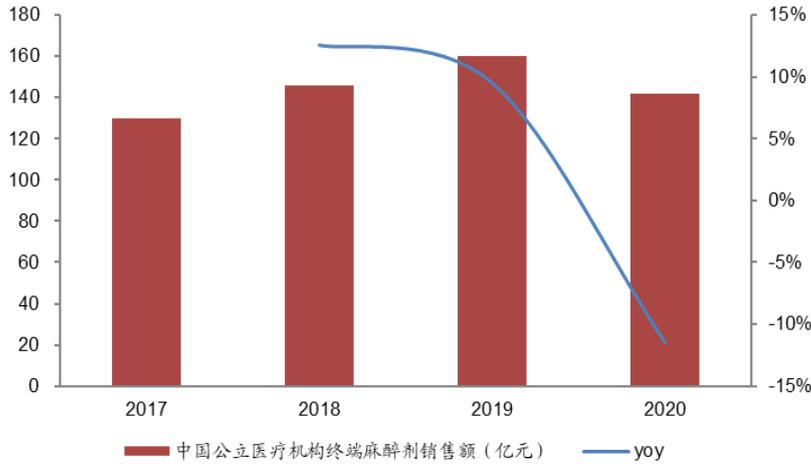
麻醉药是指能使整个机体或局部机体暂时可逆性地失去知觉及痛觉的药物。麻醉药兼具麻醉、镇痛、镇静作用, 在临床上常用于手术治疗。麻醉药分类较为复杂, 部分药品有严格的行政壁垒。麻醉镇痛药中大多属于国家管制麻醉, 麻醉镇静药中部分属于国家精神类管制。

图 12: 麻醉药分类


数据来源: 药理学, 西南证券整理

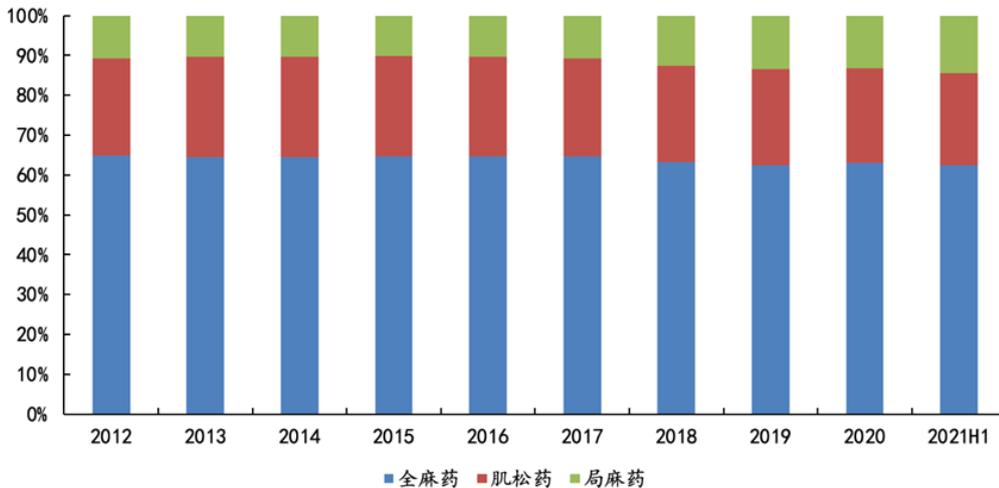
2.1 160 亿麻醉剂市场, 人福医药龙头地位稳固

根据米内网数据, 2021 年中国公立医疗机构终端、城市实体药店终端、网上药店终端麻醉剂合计市场规模首次突破 180 亿元。2019 年我国公立医疗机构终端麻醉剂市场规模就已超 160 亿元, 2020 上半年受疫情影响患者减少手术频次而有所下滑, 2021 年增速重回双位数, 随着疫情进入常态化防控阶段, 手术量增多有望进一步推高市场规模。

图 13：我国公立医疗机构终端麻醉剂市场规模及增速


数据来源：米内网，西南证券整理

全麻药市场占比最大。从各类麻醉药销售情况来看，2020年全身麻醉药销售占比63%，肌松药销售占比24%，局麻药销售占比13%。

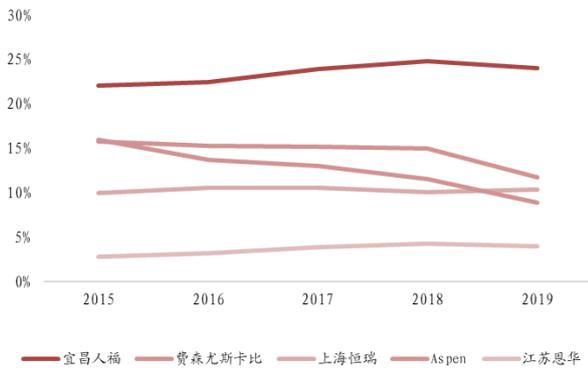
图 14：我国全麻药市场占比最大


数据来源：PDB，西南证券整理

麻醉剂研发及生产销售壁垒高，故国内市场集中度较高，宜昌人福为龙头企业。米内网数据显示，2019年重点省市公立医院终端麻醉剂厂家销售格局中，TOP5企业合计市场份额约60%，宜昌人福药业市占率最高，约24%。

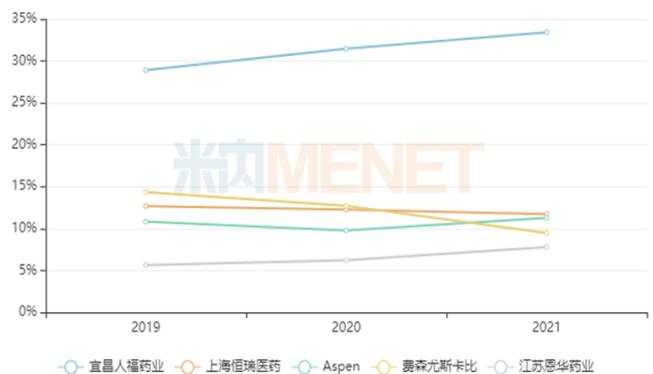
全身麻醉剂市场，宜昌人福市占率33.4%，龙头地位稳固。我国公立医疗机构终端2013年人福市占率22.73%，2020年突破30%，2021年提高至33.4%，与恩华药业、恒瑞医药占据约53%的市场份额。

图 15: 2015-2019 年重点省市公立医院终端麻醉剂销售格局



数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 16: 2019-2021 年中国公立医疗机构全身麻醉剂销售格局

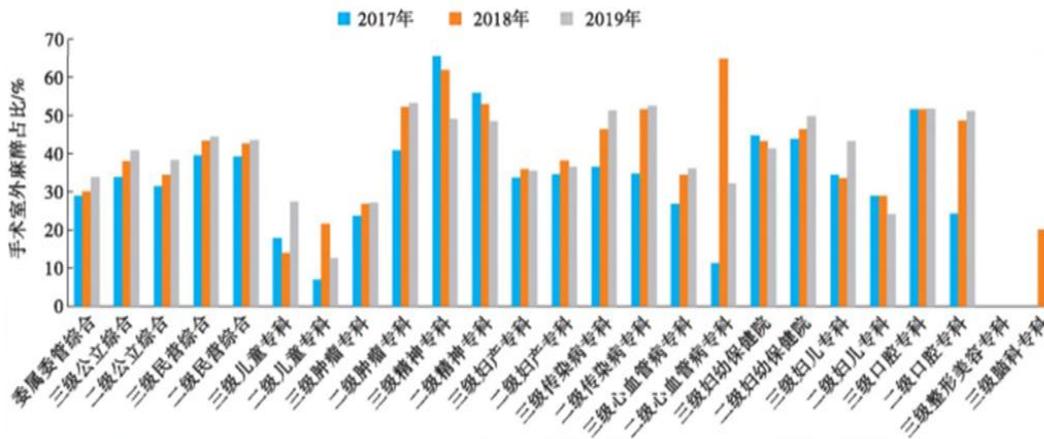


数据来源: 米内网, 西南证券整理

2.2 无痛分娩、微创外科、内镜等领域渗透率逐步提高, 推动麻醉药市场扩容

我国手术室外麻醉占比持续升高。根据国家卫健委麻醉专业质控中心报告, 2019 年与 2018 年数据相比, 各类综合医院手术室外麻醉占比持续升高, 同时表现为民营医院明显高于公立医院的趋势。

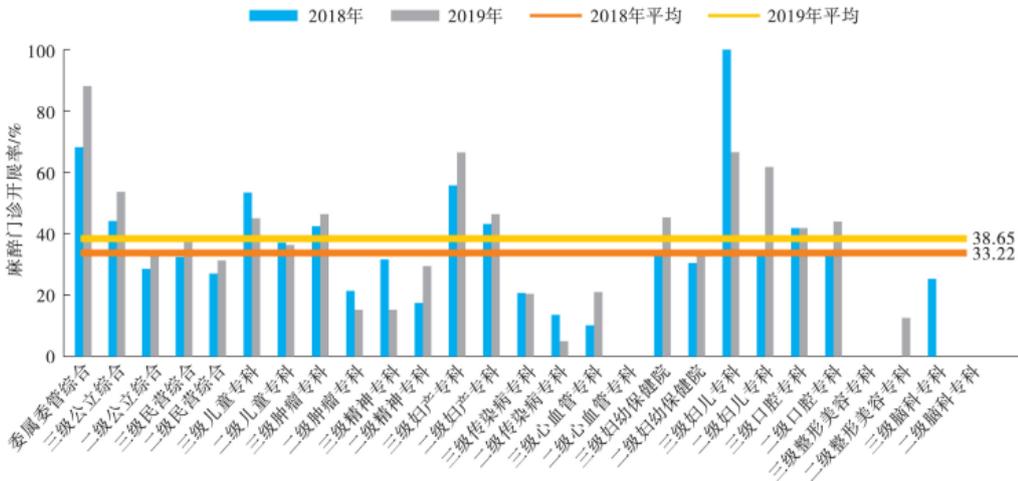
图 17: 我国 2017-2019 年手术室外麻醉占比



数据来源: 国家卫健委, 西南证券整理

我国麻醉门诊开展率提高。根据国家卫健委麻醉专业质控中心报告, 2019 年麻醉门诊开展率和麻醉护士配备率较 2018 年在综合医院均有所提高。

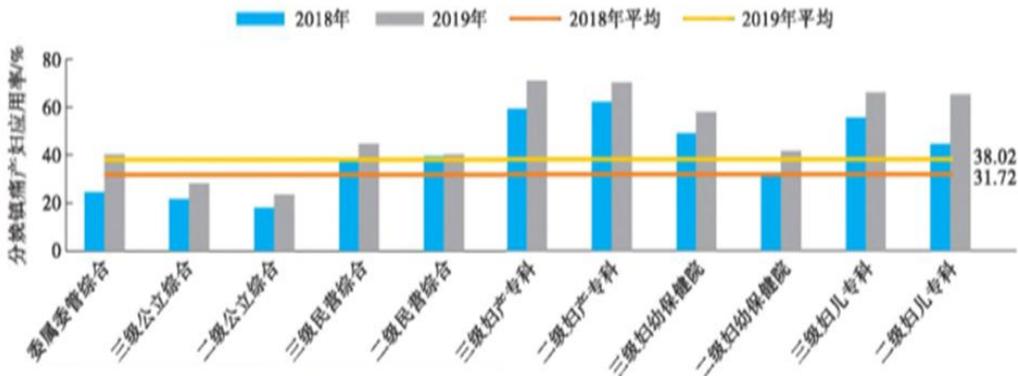
图 18：我国 2018-2019 年麻醉门诊开展率



数据来源：国家卫健委，西南证券整理

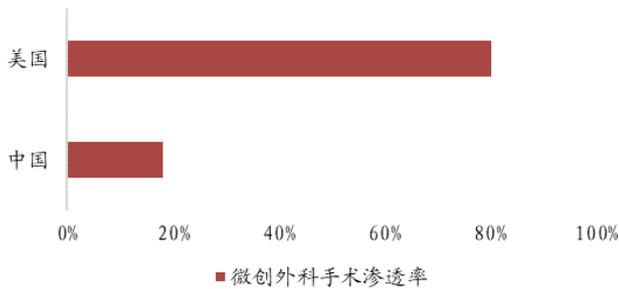
我国分娩镇痛应用率快速提升。根据国家卫健委麻醉专业质控中心报告,2019 年与 2018 年情况相比,除三级妇产专科医院的开展率略有下降外,其他各类综合医院与专科医院的医院开展率与产妇应用率均有所升高。按医院类型看,整体分布趋势仍为专科医院优于综合医院,民营医院优于公立医院,三级医院优于二级医院。

图 19：我国 2018-2019 年分娩镇痛产妇应用率

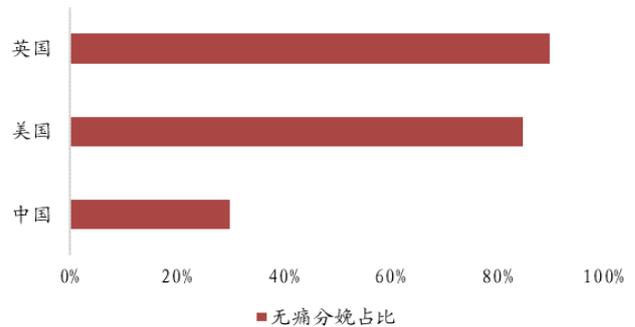


数据来源：国家卫健委，西南证券整理

截至 2019 年统计结果,中国微创外科手术渗透率约 18%,对比美国 80.1%的渗透率仍有较大发展空间。随着中国外科手术数量不断增加,医疗器械产品精密度越来越高,用 MIS 替代开放手术日益盛行以及采用 MIS 的可能性将不断提高。

图 20：2019 年中美微创外科手术渗透率


数据来源：康基医疗招股书，西南证券整理

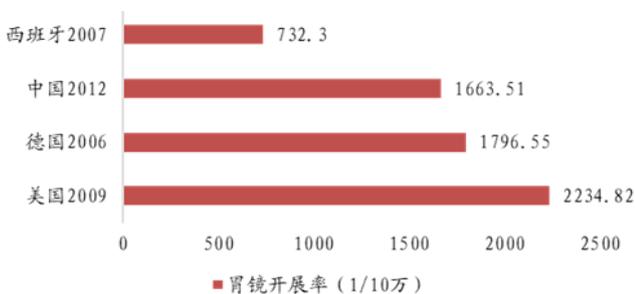
图 21：2022 年中美英三国无痛分娩占比


数据来源：医师报，中国日报，西南证券整理

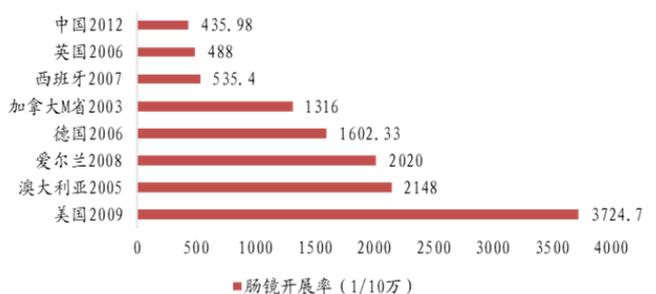
我国胃镜和肠镜开展率远低于欧美国家，有较大的提升空间。根据《中国消化内镜技术发展现状》，与部分发达国家每 10 万人胃镜开展率相比，中国 2012 年的开展水平仅与德国 2006 年相当，与美国相比差距较大。与部分发达国家每 10 万人肠镜开展率相比，中国 2012 年的开展水平较发达国家落后至少 6 年。

癌症早筛趋势持续促进胃肠镜开展率提升。在早癌筛查方面，国家已多次发布政策支持和行动计划，部分列举如下：

- 2015 年 9 月 9 日，国家卫计委等 16 部委印发《中国癌症防治三年行动计划（2015-2017 年）》提出“以……胃癌、食管癌、大肠癌……为重点，扩大癌症筛查和早诊早治覆盖面，重点地区、重点癌症早诊率达到 50%”。
- 2019 年 9 月 20 日，国家卫健委等十部委印发的《健康中国行动——癌症防治实施方案（2019—2022 年）》提出“2022 年，高发地区重点癌种早诊率达到 55% 以上”。
- 2021 年 10 月 15 日，国家卫健委发布《关于印发肿瘤诊疗质量提升行动计划的通知》提出“提高肿瘤早期识别能力和机会性筛查水平，促进早诊早治”。

图 22：中国和部分欧美发达国家胃镜开展率


数据来源：《中国消化内镜技术发展现状》，西南证券整理

图 23：中国和部分欧美发达国家肠镜开展率


数据来源：《中国消化内镜技术发展现状》，西南证券整理

2.3 麻醉药品和精神药品实行定点生产制度，具有集采免疫属性，新进入者壁垒高

根据《麻醉药品和精神药品管理条例》，国家对麻醉药品和精神药品实行定点生产制度，新进入者壁垒高。麻醉药品原料药同品种定点生产企业 1-2 家，单方制剂同品种生产企业 1-3 家，复方制剂同品种 1-7 家；精神药品原料药同品种定点生产企业 1-5 家，复方制剂同品种定点生产企业 1-7 家，第一类精神药品单方制剂同品种定点生产企业 1-5 家，第二类精神药品单方制剂同品种定点生产企业 1-10 家。

表 2：我国精麻药品部分管制要求

		麻醉药品	一类精神	二类精神
品种数量		123	53	79
我国可生产使用品种数量		24	9	31
厂家数量限制	原料药	1-2 家	1-5 家	1-5 家
	单方制剂	1-3 家	1-5 家	1-10 家
	复方制剂	1-7 家	1-7 家	1-7 家
价格		医保局规定最高出厂价和最高终端价	医保局规定最高出厂价和最高终端价	-
零售		不得零售	不得零售	-

数据来源：国务院，NMPA，医保局，西南证券整理

根据国务院办公厅发布的《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，麻醉药品、精神药品按国家现行规定采购，公司主要产品枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、盐酸氢吗啡酮注射液属于“麻醉药品和第一类精神药品”，不参与药品集中招标采购。

3 麻醉镇痛龙头地位稳固，新药进军镇静市场

3.1 阿片类药物是主要的镇痛药，人福多款主要镇痛药保持 80% 以上市占率

镇痛药主要作用于中枢或外周神经系统，大多受国家严格管制。镇痛药可以选择性抑制和缓解各种疼痛，减轻疼痛而致恐惧紧张和不安情绪疼痛的药物。因其具有成瘾性，在行政管理上列为“麻醉药品”对生产供应和使用上都有严格的管理和限制。管制壁垒有助于企业维持竞争格局。管制麻醉壁垒难以突破，竞争玩家有限，获得生产供应资格的企业可以长期维持其竞争格局和高利润率。

对手术患者来说，静脉注射阿片类药物是主要的镇痛方式。阿片受体激动剂主要有三类，其中 μ 受体激动剂镇痛作用强，但副作用明显，没有心脑血管保护效应， δ 受体激动剂对于炎症性疼痛具有较好的镇痛效应， κ 受体激动剂在具有较好的镇痛作用的同时，其不易透过血脑屏障，呼吸抑制作用较轻，很少引起肠胃活动，且躯体依耐性较低，能够较好的避免其他的阿片类药物的副作用。目前还没有选择性的 κ 受体激动剂，临床上能用的 κ 受体激动剂大部分为部分受体激动剂，如布托啡诺、喷他佐辛和纳布啡等等。

表 3: 阿片受体的分类

受体	受体	部位	作用	相关药物
mu(μ)	$\mu 1, \mu 2$	脑导水管周围灰质, 内侧丘脑, 杏仁核脊髓, 脊髓胶质区周围	$\mu 1$: 脊髓上镇痛 $\mu 2$: 呼吸抑制, 较少胃肠蠕动, 恶心呕吐, 心率减慢, 药物依赖性	吗啡, 哌替啶, 芬太尼类, 羟考酮 (内啡肽)
kappa(κ)	$\kappa 1, \kappa 2, \kappa 3$	脑脊髓周围	Spinal Analgesia 脊髓镇痛镇静和轻度呼吸抑制	喷他佐辛, 布托啡诺, 丁丙诺啡 (强啡肽) 羟考酮
delta(δ)	$\delta 1, \delta 2$	脑	Analgesia 镇痛 平滑肌效应, 缩瞳	(内源性脑啡肽)

数据来源: 百度文库, 西南证券整理

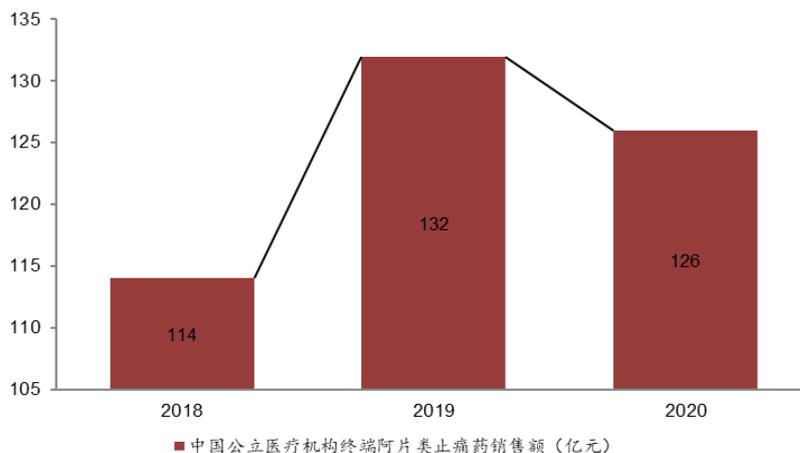
短效的阿片类药物如芬太尼及其衍生物主要在术中用来控制疼痛, 而作用时间相对较长的阿片类药物如吗啡、氢吗啡酮或哌替啶则通常用作术后镇痛。除了作用持续时间不同外, 考虑药物与不同的阿片类受体结合的程度以及随之产生的各种不良反应, 有助于为每一位患者及每一种情形选择合适的阿片类药物。

表 4: 芬太尼类麻醉镇痛药特点

	芬太尼	舒芬太尼	阿芬太尼	瑞芬太尼	吗啡	氢吗啡酮
(静注) 起效时间	1-2min	1-3min	30s	30s	5min	10-15min
峰效时间	3-4min	5-6min	1-2min	1min	20-30min	15-30min
作用时间	30min	30min	15min	5-10min	3-4h	2-3h
代谢产物	无活性	无活性	无活性	无活性	部分有活性	无活性
镇痛效能	100	1000	25	134	1	7-10
镇痛等效剂量*	0.1mg	0.01mg	0.75mg	0.1mg	10mg	1.5mg

数据来源: 吉林大学, AME, 西南证券整理

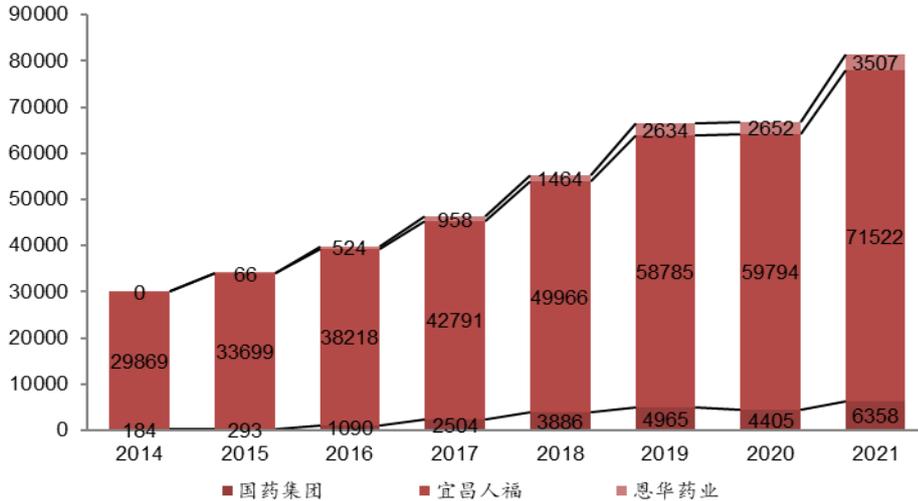
米内网数据显示, 2020 年中国公立医疗机构终端阿片类止痛药销售额超过 126 亿元。宜昌人福药业已经成为国家麻醉药品定点研发生产企业、亚洲最大的麻醉药品研发生产企业、国内唯一生产芬太尼全系产品的制药企业, 注射用盐酸瑞芬太尼、盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液、盐酸阿芬太尼注射液、咪达唑仑口服溶液、枸橼酸芬太尼注射液等 9 个品种均由人福药业首家/独家过评, 占据了国内麻醉镇痛市场超过 60% 的份额。

图 24: 2018-2020 年中国公立医疗机构终端阿片类止痛药销售额


数据来源: 米内网, 西南证券整理

瑞芬太尼样本医院销售额由 2014 年 3 亿元增长至 2021 年 8.1 亿元，人福医药市占率始终保持近 90%，龙头地位稳固。瑞芬太尼与芬太尼的效价强度相近，但作用时间更短（半衰期约为 4 min），通过血浆非特异性酯酶分解，长时间输注后或肝肾功能衰竭的患者也不会发生蓄积。

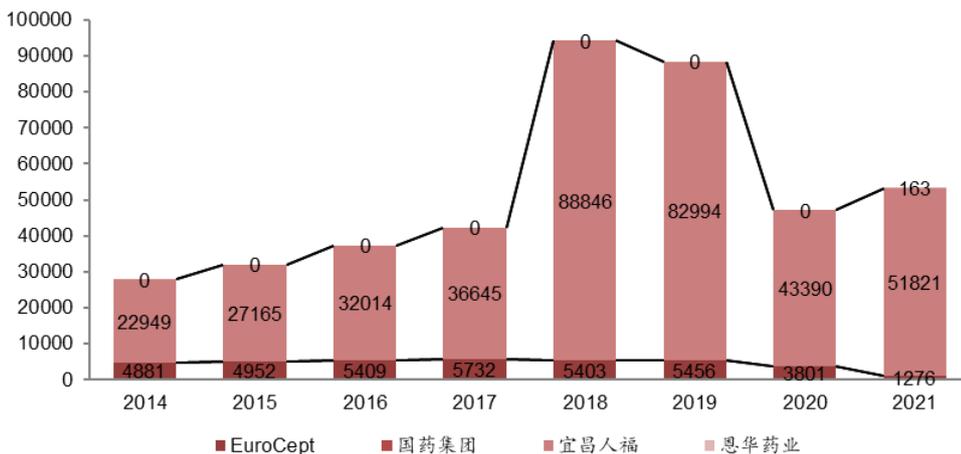
图 25：2014-2021 年瑞芬太尼样本医院销售情况（万元）



数据来源：PDB，西南证券整理

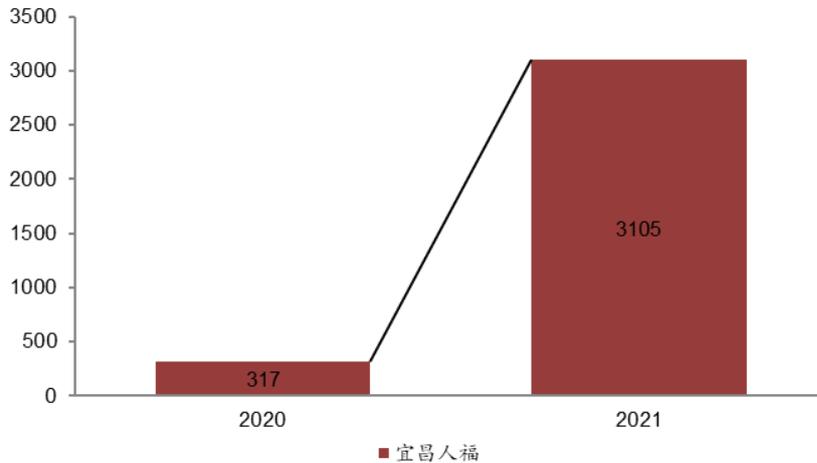
舒芬太尼样本医院销售额由 2014 年 2.8 亿元增长至 2021 年 5.3 亿元，人福医药市占率由 2014 年 82.5% 逐渐提高至 2021 年 98%，龙头地位逐渐加强。舒芬太尼的效价强度约为芬太尼的 5-10 倍。

图 26：2014-2021 年舒芬太尼样本医院销售情况（万元）



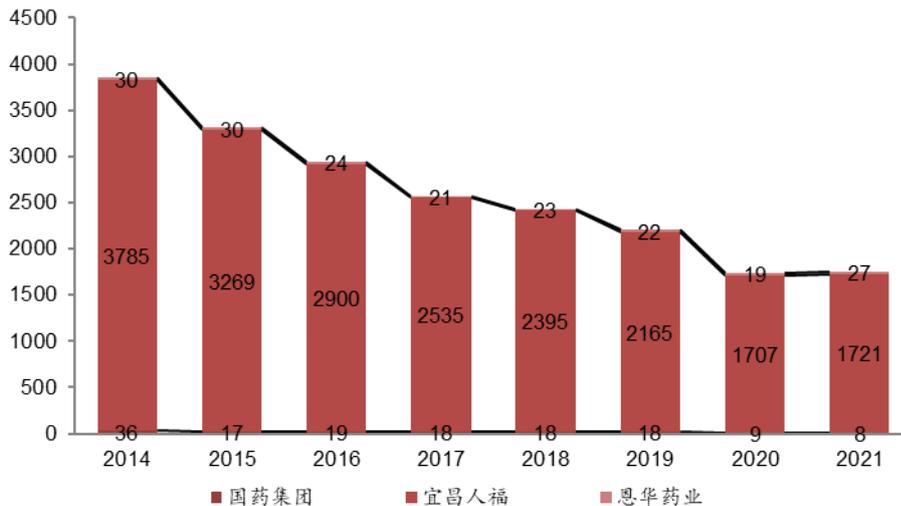
数据来源：PDB，西南证券整理

阿芬太尼样本医院销售额由 2020 年 318 万元增长至 2021 年 3104 万元，人福医药市占率 100%，拥有极好的竞争格局和先发优势。舒芬太尼和阿芬太尼都是芬太尼的类似物，与舒芬太尼和芬太尼相比，阿芬太尼是超短效阿片类药物，效价强度是芬太尼的 1/4，但较芬太尼起效时间快。

图 27：2020-2021 年阿芬太尼样本医院销售情况（万元）


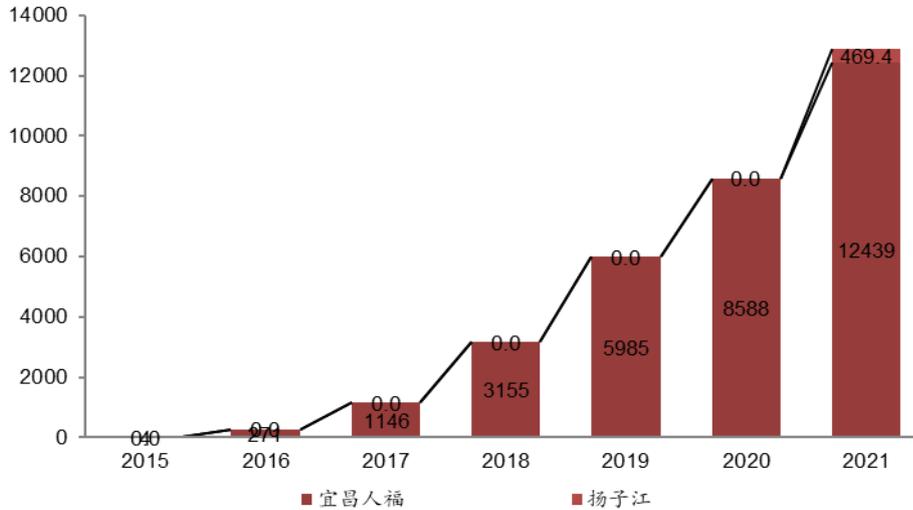
数据来源：PDB, 西南证券整理

芬太尼注射液样本医院销售额由 2014 年 3851 万元下降至 2021 年 1756 万元，人福医药市占率始终维持在 98% 左右，龙头地位稳固。芬太尼是快速起效的人工合成阿片类药物，其效价强度约为吗啡的 100 倍，具有低分子量和脂溶性的特点。

图 28：2014-2021 年芬太尼样本医院销售情况（万元）


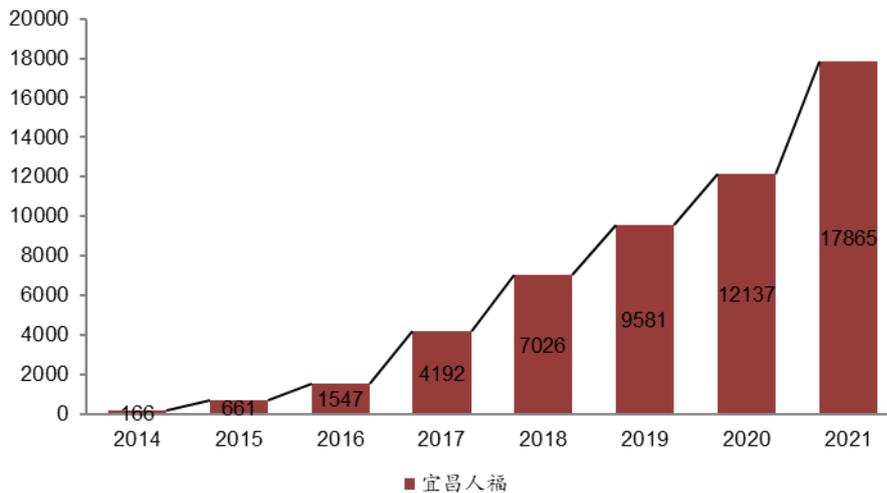
数据来源：PDB, 西南证券整理

纳布啡样本医院销售额由 2016 年 271 万元增长至 2021 年 1.3 亿元，人福医药市占率超 96%，龙头地位稳固。纳布啡是一种吗啡类中枢镇痛药，具有起效快，作用时间长等特点。它能与 μ 、 κ 和 δ 受体结合，激动 κ 受体，产生中枢镇痛、镇静作用。它部分拮抗 μ 受体，从而减轻了与激动 μ 受体相关的副作用，特别是关于呼吸抑制、恶心呕吐及瘙痒。

图 29：2015-2021 年纳布啡样本医院销售情况（万元）


数据来源：PDB，西南证券整理

氢吗啡酮样本医院销售额由 2014 年 166 万元增长至 2021 年 1.8 亿元，人福医药市占率为 100%，拥有极好的竞争格局和先发优势。氢吗啡酮是吗啡的衍生物，为部分合成阿片类镇痛药。主要作用于 μ 受体。根据丁香园资料，氢吗啡酮口服给药镇痛药效是吗啡的 4-8 倍，胃肠外途径给药镇痛药效是吗啡的 7 倍。其具有起效较吗啡快，持续时间短等特点。

图 30：2014-2021 年氢吗啡酮样本医院销售情况（万元）


数据来源：PDB，西南证券整理

3.2 瑞马唑仑等镇静新药陆续放量，有望替代数十亿镇静市场

3.2.1 瑞马唑仑

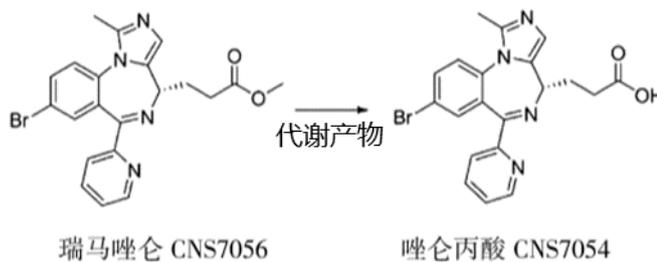
目前临床常用的麻醉镇静药包括丙泊酚、苯二氮草类（以咪达唑仑为代表）、 α 受体激动剂（以右美托咪啶为代表）等均有各自的缺点，单独应用尚不能完全满足临床操作的

镇静需求。咪达唑仑代谢产物仍具有活性，显著延长患者苏醒时间；丙泊酚在一些特殊患者中呼吸抑制、循环波动的发生率高。

瑞马唑仑是一种超短效 GABA_A 受体激动剂，代谢产物无活性。瑞马唑仑和咪达唑仑同属苯二氮草类药物，作用机制相同。苯二氮草类药物作用于 GABA_A 受体，增强含有 γ 亚基的 GABA_A 受体活性。由于细胞外氯离子浓度高于细胞内，氯离子顺浓度梯度差进入细胞内，细胞内膜电位增大而产生超极化，兴奋性下降，从而抑制神经元电活动，产生镇静作用。其化学结构综合了咪达唑仑（苯二氮草类）与瑞芬太尼（羧酸酯结构）二者的优点，在体内能够快速被组织酯酶代谢生成无活性代谢产物，从而使其镇静作用快速消退、镇静恢复时间短，并且主要经肾脏排泄。因此，该药物主要的临床优势包括：

- 起效快、代谢快、镇静恢复快；
- 时量相关半衰期不受输注时间影响，持续输注无蓄积；
- 可被特异性拮抗剂氟马西尼快速拮抗；
- 可固定剂量给药；
- 水溶性好，无注射痛；
- 对呼吸抑制、心血管抑制作用小。

图 31：瑞马唑仑及其代谢产物化学结构



数据来源：《瑞马唑仑临床研究进展》，西南证券整理

注射用苯磺酸瑞马唑仑是由宜昌人福联合德国 PAION 公司共同开发的新型苯二氮草类药物，具有水溶性和消除半衰期短的特点。由于瑞马唑仑的游离碱不稳定，需要成盐改善其理化特性，Paion 公司将其开发为瑞马唑仑的苯磺酸盐，苯磺酸盐有效性、安全性、稳定性最佳，在常温下即可储藏。人福医药 2012 年与 Paion 公司达成合作，获得瑞马唑仑在中国的开发权利。2022 年 1 月收购 PAION 公司持有的中国大陆和香港地区的苯磺酸瑞马唑仑的专利所有权。

宜昌人福于 2018 年 11 月首次向国家药品监督管理局提交注射用苯磺酸瑞马唑仑上市申请，并于 2020 年 7 月获批上市。首批适应症为“用于结肠镜检查的镇静”。2022 年 3 月获批新增适应症为“全身麻醉诱导与维持”。2022 年 7 月获批新增适应症为“支气管镜诊疗镇静”。ICU 镇静适应症正处于 II/III 期临床。

表 5：瑞马唑仑国内研发进度

药品名称	公司名称	适应症	研发进度	状态开始时间
苯磺酸 瑞马唑仑	人福医药	结肠镜诊疗镇静	NDA 获批	2020-07-20
		全身麻醉诱导和维持	NDA 获批	2022-03-11
		支气管镜诊疗镇静	NDA 获批	2022-07-22
		ICU 镇静	II / III 期临床	2021-09-18
甲磺酸 瑞马唑仑	恒瑞医药	胃镜诊疗过程中的麻醉	NDA 获批	2019-12-26
		结肠镜诊疗镇静	NDA 获批	2020-06-24
		全身麻醉	NDA 获批	2021-11-09
		支气管镜诊疗镇静	NDA 获批	2022-12-22
		局部麻醉辅助镇静	II 期临床	2021-05-07
		ICU 镇静	II 期临床	2021-07-13

数据来源：公司公告，西南证券整理

结肠镜检查镇静 II 期临床中，瑞马唑仑和丙泊酚有效性相近，但安全性更具优势。在 II 期试验 (RF-5) 中，瑞马唑仑初始剂量 7mg、追加剂量 2.5mg/次的用法在追加次数、镇静成功率、达到有效镇静的时间、离院时间等方面优于初始剂量 5mg 的趋势而与丙泊酚相似。丙泊酚组、瑞马唑仑 7mg 组和瑞马唑仑 5mg 组受试者的镇静成功率分别为 100%，98% 和 91.8%，组间比较差异均无统计学意义；丙泊酚组和瑞马唑仑 7mg 组使受试者达到充分镇静的时间比瑞马唑仑 5mg 组快；三组间最后一次给药结束至苏醒时间无统计学差异。瑞马唑仑 7mg 组不良反应发生率明显低于丙泊酚组 ($P < 0.05$)，注射痛发生率明显低于丙泊酚组 ($P < 0.05$)。三组均未发生严重不良事件和导致脱落的不良事件。

瑞马唑仑注射痛发生率显著低于丙泊酚，呼吸及心血管抑制作用相对较小。在 III 期试验 (RF-6) 中，瑞马唑仑 (初始剂量 7mg，追加剂量 2.5mg) 用于结肠镜检查镇静时的镇静效果与丙泊酚相当，苏醒时间快于丙泊酚，注射痛发生率显著低于丙泊酚，呼吸及心血管抑制作用相对较小。主要疗效终点镇静成功率方面，瑞马唑仑组 98.9%，丙泊酚组 99.2%，瑞马唑仑组非劣效于丙泊酚组。

表 6：人福医药瑞马唑仑结肠镜诊疗镇静临床 II 期和 III 期试验数据

适应症	临床阶段	分组	镇静成功率	诱导时间 (min)	不良反应	呼吸抑制发生率	血压下降发生率
结肠镜 诊疗	II 期试验 (RF-3)	0.075mg/kg+芬太尼	25%				
		0.1mg/kg+芬太尼	90%				
		0.15mg/kg+芬太尼	100%				
	II 期试验 (RF-5)	丙泊酚+芬太尼	100%		不良反应、注射痛发生率明显低于丙泊酚，均未发生严重不良事件	明显低于丙泊酚组	明显低于丙泊酚组
		瑞马唑仑 7mg+芬太尼	98%				
		瑞马唑仑 5mg+芬太尼	91.8%				
	III 期试验 (RF-6)	瑞马唑仑	98.9%	1.45	59.7%	1.1%	10.6%
丙泊酚中/长链脂肪乳		99.2%	1.24	80%	6.7%	29.2%	

数据来源：CDE，西南证券整理

全身麻醉诱导与维持Ⅲ期临床中，瑞马唑仑对循环系统的影响较小，血压和心率的不良反应低于丙泊酚，两者麻醉诱导和维持成功率无统计学差异。Ⅲ期试验结果显示，基于 FAS，瑞马唑仑组和丙泊酚组的麻醉诱导和维持成功率分别为 97.4% 和 97.7%，组间比较差异均无统计学意义。瑞马唑仑组开始给药至受试者意识丧失的时间（ 1.68 ± 0.532 vs 1.16 ± 0.381 分钟）、研究药物给药结束至受试者苏醒时间（ 17.53 ± 12.128 vs. 12.67 ± 6.818 分钟）、研究药物给药结束至受试者满足手术室标准的时间（ 24.5 ± 13.71 vs. 18.8 ± 7.91 分钟）、研究药物给药结束至拔管时间（ 14.3 ± 10.34 vs. 10.8 ± 5.74 分钟）相对较长，但均在临床可接受时间范围内。安全性方面，瑞马唑仑对循环系统的影响较小，血压和心率的不良反应低于丙泊酚。

整体来看，苯磺酸瑞马唑仑用于全身麻醉诱导和维持的不良反应信息来源于 498 例进行择期手术的患者，其中仅发生 1 例次 3 级不良反应，不良反应结局为痊愈，未发生 3 级以上的不良反应。

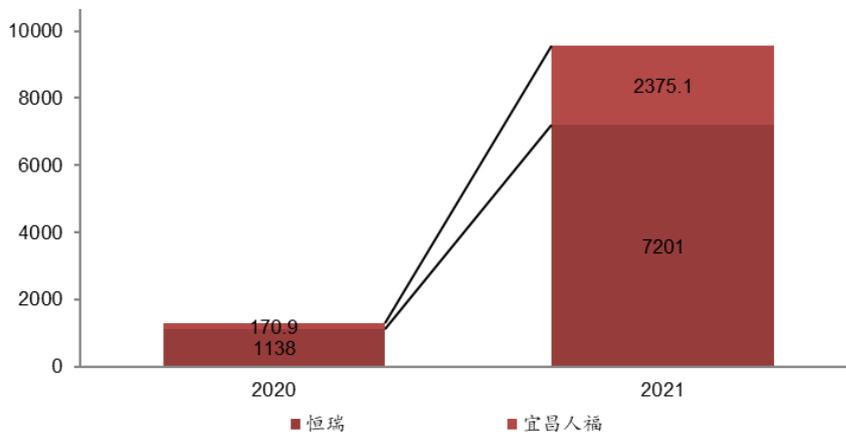
表 7：人福医药瑞马唑仑全身麻醉诱导与维持临床Ⅱ期和Ⅲ期试验数据

适应症	临床阶段	分组	麻醉诱导和维持成功率	开始给药至意识消失(中位)时间(min)	苏醒时间(min)	不良反应发生率
全身麻醉诱导与维持	Ⅱ期试验 (RF-4)	瑞马唑仑 6mg/kg/h 组	93.2%	2.6	24.7	各组均未发生 CTCAE \geq 3 级的不良事件和严重不良事件。瑞马唑仑两组总体不良反应发生率和不良反应类型与丙泊酚组相近，但 12mg/kg/h 组不良反应发生例次明显高于 6mg/kg/h 组和对照组。
		瑞马唑仑 12mg/kg/h 组	98.3%	1.7	21.35	
		丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	92.9%	1.2	14.4	
	Ⅲ期试验 (RF-7)	瑞马唑仑	97.4%	1.68 ± 0.532	17.53 ± 12.128	
		丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	97.7%	1.16 ± 0.381	12.67 ± 6.818	

数据来源：CDE，西南证券整理

人福医药和恒瑞医药瑞马唑仑均为 2021 年底纳入国家医保目录。2021 年人福医药瑞马唑仑样本医院销售额为 2375 万元，同比增长 12.9 倍，恒瑞瑞马唑仑为 7201 万元，同比增长约 5.3 倍。

图 32：瑞马唑仑样本医院销售格局（万元）



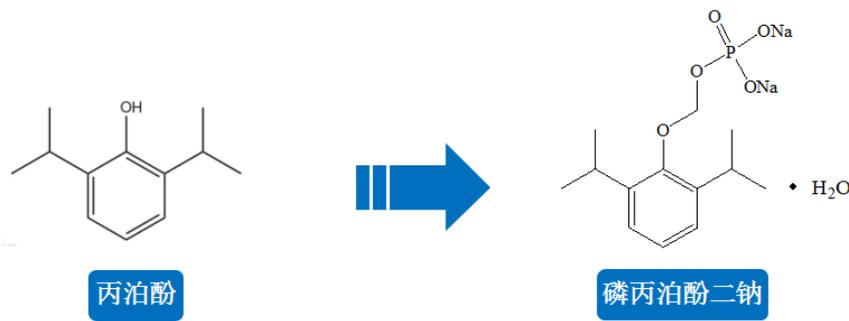
数据来源：PDB，西南证券整理

3.2.2 注射用磷丙泊酚二钠

注射用磷丙泊酚二钠（商标名：磷丙芬®）是丙泊酚的水溶性前体药物，不需要脂肪乳作为载体，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。丙泊酚是高脂溶性药物，制剂中需使用脂肪乳作为载体，导致丙泊酚在临床使用时会引起注射部位局部疼痛、高脂血症、增加肝脏负担以及细菌污染等诸多副作用。

磷丙泊酚二钠静脉注射进入体内后，经肝脏和血管内皮细胞中的碱性磷酸酶转换成丙泊酚。丙泊酚通过血脑屏障后，与 γ 氨基丁酸 A (GABAA) 受体 11 亚基结合，增加氯离子内流而产生超极化，使突触后神经元产生抑制效应；同时也抑制天冬氨酸谷氨酸受体的兴奋性，减少钙离子进入细胞内，抑制突触后神经元而产生镇静作用。

图 33：磷丙泊酚二钠和丙泊酚的化学结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

人福注射用磷丙泊酚二钠于 2008 年 1 月按化学药品原注册分类 1.1 类递交临床试验申请，于 2009 年 8 月获准进行 I 和 II 期临床试验，于 2014 年 12 月获准开展 III 期临床试验，2021 年 5 月获批上市，用于成人全身麻醉的诱导。

20mg/kg 注射用磷丙泊酚二钠进行全麻诱导的镇静效果与 2mg/kg 丙泊酚中/长链脂肪乳注射液相当，但起效略慢（1-2min），麻醉维持时间略长（约 1-2min）。主要疗效指标（给药后 5min 内 MOAA/S 达 4 级的成功率）结果显示，FAS 集中，试验组有 339 例受试者在给药后 5min 内 MOAA/S 达 4 级，成功率为 97.7%，对照组有 172 例受试者在给药后 5min 内 MOAA/S 达 4 级，成功率为 97.7%。FAS 集与 PPS 集分析结果趋势一致，根据预设非劣界值 5%，试验组给药后 5min 内 MOAA/S 达 4 级的成功率非劣效于对照组。

注射用磷丙泊酚二钠安全性有一定优势，水溶性特点缓解了丙泊酚脂肪乳所致的注射痛及脂代谢异常。在 5 项临床研究中共计 602 例接受注射用磷丙泊酚二钠的受试者（其中 135 例健康受试者和 467 例进行择期手术的患者）进行了安全性的评估，均未发生严重不良事件，无受试者因不良事件原因退出研究。接受注射用磷丙泊酚二钠的择期手术患者中不良反应严重程度多为轻中度，大部分不良反应无需使用药物治疗即可痊愈。在 II、III 期临床试验中，注射用磷丙泊酚二钠组血压降低和呼吸抑制的发生率分别为 11.56% 和 5.35%。

表 8：人福医药磷丙泊酚二钠临床 II 期和 III 期试验数据

适应症	临床阶段	分组	给药后 5min 内 MOAA/S 达 4 级成功率	MOAA/S 评分 达到 4 级时间	苏醒时间	不良事件
成人全身 麻醉诱导	II 期试验	20mg/kg 注射用磷 丙泊酚二钠	98.26%	试验组比对照 组长 96-97s	试验组苏醒时间较 对照组长约 5min	注射用磷丙泊酚二钠 组均未发生严重不良 事件，择期手术患者 中不良反应严重程度 多为轻中度，大部分 无需使用药物治疗即可 痊愈。
		2mg/kg 丙泊酚	100%			
	III 期试验 (RF-6)	20mg/kg 注射用磷 丙泊酚二钠	97.7%	试验组比对照 组长 1.38min	试验组苏醒时间较 对照组长约 1min	
		2mg/kg 丙泊酚	97.7%			

数据来源：CDE，西南证券整理

3.3 拓展多领域创新药，重组质粒-肝细胞生长因子注射液处于三期临床

截至 2022 年末，公司共有在研项目 350 多个，其中一类新药 30 多个。2023 年上半年，公司下属各子公司先后获批枸橼酸托法替布缓释片、加巴喷丁胶囊、注射用米卡芬净钠、地奈德乳膏、咪达唑仑注射液（增补规格）、非布司他片等新产品；一类中药白热斯丸进入 II 期临床试验，一类化药 RFUS-144 注射液获批在美国开展临床试验，三类化药普瑞巴林缓释片获批开展临床试验；三类化药盐酸艾司氯胺酮注射液、盐酸纳布啡注射液（新适应症）、注射用盐酸瑞芬太尼（新适应症）、注射用福沙匹坦双葡甲胺、帕拉米韦注射液等已申报生产，进入审评阶段。

表 9：人福医药累计研发投入前 5 名及近期计划重点推进的在研项目

研发项目（含一致性评价项目）	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种（如涉及）	研发（注册）所处阶段
重组质粒-肝细胞生长因子注射液	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	是	否	进行 III 期 临床试验
HWH340 片	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	是	否	进行 I 期 临床试验
WXFL10230486 胶囊	BTK 抑制剂	化药 1 类	类风湿性关节炎治疗	是	否	进行 I 期 临床试验
HW021199 片	HW021199 片	化药 1 类	适用于特发性肺纤维化的治疗	是	否	进行 I 期 临床试验
RFUS-144 注射液	RFUS-144 注射液	化药 1 类	用于治疗疼痛和瘙痒	是	否	进行 I 期 临床试验
YJJS-71	YJJS-71	化药 1 类	肌松	是	否	临床前 研究中
RF20001	RF20001	化药 1 类	术后镇痛	是	否	临床前 研究中
舒芬太尼透皮贴剂	舒芬太尼透皮贴剂	化药 2 类	用于治疗中度到重度慢性疼痛	是	否	进行 II 期

研发项目(含一致性评价项目)	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	研发(注册)所处阶段
						临床试验
注射用 RF16001	注射用 RF16001	化药 2 类	长效局部术后镇痛药物	是	否	进行 I 期临床试验
氨酚羟考酮缓释片	氨酚羟考酮缓释片	化药 2 类	用于中至重度神经疼痛镇痛	是	否	进行 I 期临床试验
盐酸他喷他多片 / 缓释片	盐酸他喷他多片 / 缓释片	化药 3 类	盐酸他喷他多片用于缓解 18 岁及以上成人患者的中至重度疼痛; 盐酸他喷他多缓释片用于需长期使用阿片类镇痛药物治疗的疼痛	是	否	普通片剂正在进行验证性临床试验, 缓释片正在进行生物等效性试验
枸橼酸芬太尼口腔贴片	枸橼酸芬太尼口腔贴片	化药 3 类	适用于治疗持续使用阿片类药物的癌性疼痛患者的爆发性疼痛	是	否	进行验证性临床试验
盐酸氢吗啡酮缓释片	盐酸氢吗啡酮缓释片	化药 3 类	适用于阿片类药物耐受的中度到重度患者的慢性疼痛治疗	是	否	申报生产审评中

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 疫情放开后医院手术量复苏, 带动麻醉药使用量增长, 假设 2023-2025 年宜昌人福销量同比增速分别为 16%、15%、15%, 价格稳定;

假设 2: 受益于政策支持和市场规模扩大, 疆内疆外市场同时发力, 假设 2023-2025 年新疆维药销量同比增速分别为 45%、15%、13%, 价格稳定;

假设 3: 持续提升产品建设、终端服务能力, 构建现代医药供应链体系, 加强精细化管理, 业绩有望保持稳定增长, 假设 2023-2025 年医药流通子公司湖北人福销售终端覆盖数量稳步增长, 单个终端平均销量同比增长均为 5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 10: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
宜昌人福	收入	7010.0	8131.5	9351.3	10754.0
	增速	15.4%	16.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
武汉人福	收入	628.2	659.7	692.6	727.3
	增速	-4.9%	5.0%	5.0%	5.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
葛店人福	毛利率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
	收入	1,015.9	1,320.7	1,650.9	2,063.6
	增速	32.9%	30.0%	25.0%	25.0%
新疆维药	毛利率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
	收入	731.2	1,060.3	1,219.3	1,377.9
	增速	14.7%	45.0%	15.0%	13.0%
Epic Pharma	毛利率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
	收入	875.2	1,050.3	1,207.8	1,376.9
	增速	-5.7%	20.0%	15.0%	14.0%
三峡制药	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
	收入	410.4	459.7	514.8	576.6
	增速	17.3%	12.0%	12.0%	12.0%
北京医疗	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	收入	1504.0	1729.6	1833.4	1925.0
	增速	3.6%	15.0%	6.0%	5.0%
湖北人福	毛利率	15.0%	14.0%	13.0%	13.0%
	收入	8217.0	8627.9	9059.2	9512.2
	增速	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	毛利率	40.0%	35.0%	30.0%	30.0%
	收入	1945.7	1751.2	1576.0	1418.4
	增速	1.2%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
合计	毛利率	45.1%	45.8%	46.4%	45.1%
	收入	22337.7	24790.7	27105.4	29731.8
	增速	8.7%	11.0%	9.3%	9.7%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取药品行业的三家相关公司，预计 2023 年三家公司平均 PE 为 21 倍，2024 年平均 PE 为 17 倍。公司为麻醉药龙头，行业壁垒稳固，有望通过销售策略和新产品逐步渗透 ICU 和镇静市场。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002262.SZ	恩华药业	23.80	0.89	1.1	1.36	1.71	27	22	18	14
688513.SH	苑东生物	52.91	2.05	2.12	2.61	3.29	26	25	20	16
002332.SZ	仙琚制药	10.34	0.76	0.69	0.84	1.04	14	15	12	10
平均值							22	21	17	13

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

创新研发不及预期风险，销售不及预期风险，药品降价风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22337.72	24790.72	27105.40	29731.85	净利润	3071.30	2739.16	3180.47	3491.04
营业成本	12615.14	13606.31	14703.65	15932.80	折旧与摊销	738.27	620.98	620.98	620.98
营业税金及附加	205.86	228.47	249.80	274.00	财务费用	236.94	40.00	40.00	40.00
销售费用	4274.71	4933.35	5448.19	6035.57	资产减值损失	-88.31	-40.00	-50.00	-50.00
管理费用	1552.27	1772.54	1924.48	2185.29	经营营运资本变动	-417.04	-703.76	-782.46	-763.85
财务费用	236.94	40.00	40.00	40.00	其他	-1100.09	-29.40	42.54	80.70
资产减值损失	-88.31	-40.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	2441.07	2626.98	3051.53	3418.88
投资收益	835.56	65.00	10.00	0.00	资本支出	-1456.20	-1123.00	-1056.00	-933.00
公允价值变动损益	43.42	0.00	0.00	0.00	其他	2682.99	65.00	10.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1226.79	-1058.00	-1046.00	-933.00
营业利润	3516.03	3243.43	3723.50	4099.24	短期借款	-309.83	-1816.05	-1276.23	-1657.14
其他非经营损益	-89.97	-66.27	-65.03	-93.29	长期借款	-946.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	3426.05	3177.16	3658.47	4005.96	股权融资	-446.44	0.00	0.00	0.00
所得税	354.75	438.00	478.00	514.92	支付股利	-244.72	-496.82	-457.83	-526.09
净利润	3071.30	2739.16	3180.47	3491.04	其他	-2297.05	-1953.27	-40.00	-40.00
少数股东损益	587.19	450.00	550.00	560.00	筹资活动现金流净额	-4244.94	-4266.14	-1774.06	-2223.23
归属母公司股东净利润	2484.11	2289.16	2630.47	2931.04	现金流量净额	-528.63	-2697.15	231.47	262.64
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5176.23	2479.07	2710.54	2973.18	成长能力				
应收和预付款项	8882.96	9516.83	10564.84	11541.53	销售收入增长率	8.71%	10.98%	9.34%	9.69%
存货	3420.69	3692.85	4014.08	4338.81	营业利润增长率	56.33%	-7.75%	14.80%	10.09%
其他流动资产	1948.04	1315.54	1350.07	1389.25	净利润增长率	68.92%	-10.81%	16.11%	9.77%
长期股权投资	1070.12	1070.12	1070.12	1070.12	EBITDA 增长率	26.61%	-13.07%	12.30%	8.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8007.64	7645.19	7282.73	6920.28	毛利率	43.53%	45.12%	45.75%	46.41%
无形资产和开发支出	3727.22	4595.39	5396.56	6074.73	三费率	27.15%	27.21%	27.35%	27.78%
其他非流动资产	3790.13	3786.43	3782.73	3779.03	净利率	13.75%	11.05%	11.73%	11.74%
资产总计	36023.02	34101.42	36171.68	38086.93	ROE	17.12%	13.68%	13.98%	13.58%
短期借款	6588.81	4772.76	3496.53	1839.39	ROA	8.53%	8.03%	8.79%	9.17%
应付和预收款项	4340.40	4358.60	4820.73	5247.02	ROIC	18.05%	14.04%	15.14%	15.69%
长期借款	1853.41	1853.41	1853.41	1853.41	EBITDA/销售收入	20.11%	15.75%	16.18%	16.01%
其他负债	5298.11	3089.87	3251.60	3432.75	营运能力				
负债合计	18080.74	14074.65	13422.27	12372.58	总资产周转率	0.63	0.71	0.77	0.80
股本	1632.72	1632.36	1632.36	1632.36	固定资产周转率	4.10	4.88	5.74	6.82
资本公积	5744.82	5745.18	5745.18	5745.18	应收账款周转率	3.06	3.11	3.12	3.10
留存收益	7684.06	9476.39	11649.03	14053.98	存货周转率	3.83	3.80	3.80	3.81
归属母公司股东权益	15036.99	16671.48	18844.12	21249.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.15%	—	—	—
少数股东权益	2905.29	3355.29	3905.29	4465.29	资本结构				
股东权益合计	17942.28	20026.77	22749.41	25714.35	资产负债率	50.19%	41.27%	37.11%	32.49%
负债和股东权益合计	36023.02	34101.42	36171.68	38086.93	带息债务/总负债	46.69%	47.08%	39.86%	29.85%
					流动比率	1.28	1.53	1.78	2.15
					速动比率	1.06	1.20	1.39	1.69
					股利支付率	9.85%	21.70%	17.40%	17.95%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	4491.24	3904.41	4384.48	4760.23	每股收益	1.52	1.40	1.61	1.80
PE	15.30	16.60	14.45	12.97	每股净资产	9.21	10.21	11.54	13.02
PB	2.53	2.28	2.02	1.79	每股经营现金	1.50	1.61	1.87	2.09
PS	1.70	1.53	1.40	1.28	每股股利	0.15	0.30	0.28	0.32
EV/EBITDA	8.53	9.59	8.20	7.15					
股息率	0.64%	1.31%	1.20%	1.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
