

恩华药业 (002262.SZ) 新需求助力精麻市场扩容，新产品驱动公司业绩增长

2023年12月26日

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2023/12/26
当前股价(元)	26.03
一年最高最低(元)	31.98/21.20
总市值(亿元)	262.28
流通市值(亿元)	229.52
总股本(亿股)	10.08
流通股本(亿股)	8.82
近3个月换手率(%)	61.54

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

● 新需求助力精麻市场扩容，新产品驱动公司业绩增长

恩华药业专注布局麻醉类、精神类和神经类等中枢神经系统药物。受益于手术量的恢复叠加麻醉药应用场景不断拓展，公司产品力月西、福尔利以及“羟瑞舒阿”持续放量。公司不断丰富精麻管线产品以增强科研实力，创新镇痛药 TRV130 于 2023 年 5 月上市，有望凭借显著疗效贡献新收入增量；仿制药地佐辛市场空间大且竞争格局良好，产品上市后市占率有望提升。基于稳定输出的存量品种和有待放量的增量产品，我们看好公司发展，预测 2023-2025 年归母净利润为 11.08/13.66/16.95 亿元，对应 EPS 为 1.10/1.36/1.68 元，当前股价对应 PE 分别为 23.1/18.7/15.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 新的临床场景不断增加，精麻行业有望持续扩容

精麻药品由于其特殊性受到政策保护，且我国对各种麻醉药品和精神药品的生产企业有严格限制，因此精麻药品市场竞争格局相对稳定。2015-2021 年中国住院病人手术人次逐步增加，2021 年增长至 7573.8 万人，中国公立医院手术收入达 1393.0 万元。随着疫情影响基本消除，我们认为此前积压的手术需求有望进一步恢复，从而直接带动麻药需求的提升。此外，医美、胃肠镜检查、无痛分娩和癌痛镇痛等应用场景不断扩展，麻醉市场规模有望进一步提升。

● 精麻药品稳步增长，增量品种“羟瑞舒阿”和 TRV130 有望持续放量

公司核心品种力月西和独家产品福尔利贡献稳定收入。据 PDB 样本院数据，2022 年力月西市占率为 89.74%。从增量品种看，镇痛管制类产品“羟瑞舒阿”的市占率有望随着公司加大入院推广力度而大幅提升；公司创新镇痛药 TRV130 具备较优镇痛效果且副作用低，在同类产品中具备先发优势，我们认为公司新品种后续有待持续放量。此外，公司传统集采品种收入逐年下降，集采影响落地。

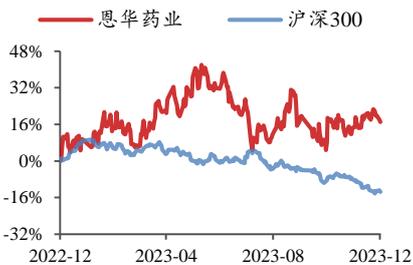
● **风险提示：**集采降价的风险；药品研发失败的风险；核心产品竞争加剧的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3935.7	4298.5	5155.3	6254.1	7643.2
YOY(%)	17.1	9.2	19.9	21.3	22.2
归母净利润(百万元)	797.78	900.93	1108.06	1366.32	1694.79
YOY(%)	9.46	12.93	22.99	23.31	24.04
毛利率(%)	77.2	76.3	76.1	76.4	76.7
净利率(%)	20.3	20.5	21.3	21.7	22.0
ROE(%)	16.3	15.8	16.9	17.6	18.2
EPS(摊薄/元)	0.79	0.89	1.10	1.36	1.68
P/E(倍)	32.0	28.4	23.1	18.7	15.1
P/B(倍)	5.2	4.5	3.9	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 恩华药业：仿创结合，深耕中枢神经系统药物	5
1.1、 公司股权结构清晰稳定，高管团队经验丰富	5
1.2、 业绩稳定增长，麻醉类业务收入占比高	7
2、 政策+用药需求双轮驱动，精麻行业有望持续扩容	9
2.1、 精麻行业受政策保护，行业壁垒高	9
2.2、 多应用场景持续丰富，“麻醉+镇痛”市场用药规模有望提升	10
2.2.1、 手术量恢复叠加新兴麻醉应用场景，麻醉市场持续扩容	10
2.2.2、 疼痛管理意识增强叠加疼痛场景持续丰富，镇痛药物市场不断扩增	13
2.3、 百万精神病人群，精神类药物市场空间较大	15
3、 精麻产品丰富全面，“地佐辛+TRV130”有望驱动业绩增长	16
3.1、 麻醉线产品全面完善，主力产品贡献稳定收入	17
3.1.1、 核心产品力月西：销售额稳步增长，产品壁垒有望进一步提升	18
3.1.2、 核心产品福尔利：市占率持续领先，应用场景不断丰富	19
3.1.3、 “羟瑞舒阿”：集采可能小，公司市占率有望提升	20
3.2、 仿创并重，新品“地佐辛+TRV130”有望贡献新增量	22
3.3、 集采影响基本落地，公司核心精麻产品集采风险小	27
3.4、 BD 团队：加强外部合作，推进国际化战略	28
4、 瞄准精准医疗，全面布局中枢神经系统业务	28
5、 盈利预测与投资建议	29
5.1、 关键假设	29
5.2、 盈利预测及估值	30
6、 风险提示	31
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1： 历时 40 余年发展，现已发展为科、工、贸一体化的医药企业	5
图 2： 公司股权结构稳定，子公司协同发展	6
图 3： 公司营业收入保持稳定	7
图 4： 公司归母净利润逐年增长	7
图 5： 公司医药工业板块为主要收入来源	8
图 6： 公司工业板块贡献主要毛利	8
图 7： 公司麻醉类业务收入占比不断提升	8
图 8： 麻醉类和精神类业务贡献公司主要毛利	8
图 9： 公司毛利率和净利率相对稳定	9
图 10： 麻醉类和精神类产品毛利率较高	9
图 11： 麻醉类药物类别明确，种类丰富	10
图 12： 麻醉阻断神经冲动传导进而抑制中枢神经系统	10
图 13： 全身麻醉药为主要麻醉药类型（2022 年全球）	11
图 14： 全身麻醉药为主要麻醉药类型（2022 年全国）	11
图 15： 中国全身麻醉剂市场规模逐年提升	11
图 16： 吸入式七氟烷占据最大全身麻醉药物市场份额	11

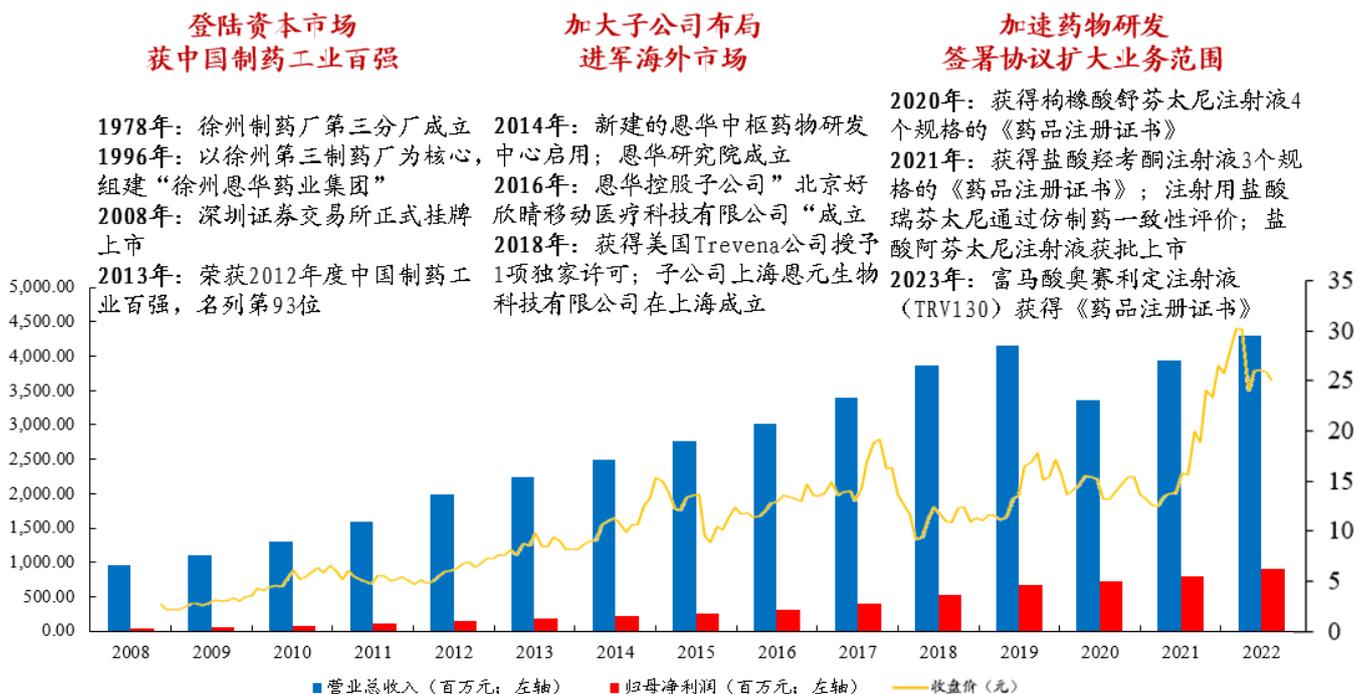
图 17: 中国住院病人手术人数呈增长趋势	12
图 18: 中国公立医院手术收入呈递增态势	12
图 19: 中国医疗美容手术市场服务量预计进一步扩大	12
图 20: 中国医疗美容手术市场规模有望进一步攀升	12
图 21: 手术室外麻醉占比提升有望拉动麻醉药物规模	13
图 22: 中国疼痛管理药物市场规模呈上升态势	13
图 23: 中国术后镇痛药物市场有望逐年提升	14
图 24: 阿片类药物为主要镇痛药物 (2022 年)	14
图 25: 无痛分娩产妇生育满意度和二胎意愿率显著提升	14
图 26: 中国无痛分娩率远低于发达国家	14
图 27: 中国肿瘤医院入院人数逐年增加	15
图 28: 中国精神病患者率持续提升	15
图 29: 中国精神病医院入院人数呈递增趋势	15
图 30: 精神类药物市场未来有望持续提升	16
图 31: 奥氮平为主要抗精神病药物 (2022 年)	16
图 32: 2016-2021 年公司咪达唑仑销售额稳健增长	18
图 33: 公司咪达唑仑位居国内主导地位 (2022 年)	18
图 34: 2016-2022 年国内样本医院咪达唑仑年复合增速为 8.2% (百万元)	18
图 35: 公司产品依托咪酯销售额增长态势良好	19
图 36: 2021 年依托咪酯样本医院销售额达峰值 (百万元)	20
图 37: 公司依托咪酯位居市场领先地位 (2022 年)	20
图 38: 样本医院羟考酮销售额维持高位 (百万元)	21
图 39: 外企占据羟考酮国内市场主导地位 (2022 年)	21
图 40: 样本医院瑞芬太尼销售额逐年递增 (百万元)	21
图 41: 宜昌人福占据瑞芬太尼市场主导 (2022 年)	21
图 42: 样本医院舒芬太尼销售额维持高位 (百万元)	22
图 43: 宜昌人福舒芬太尼市占率达 98% (2022 年)	22
图 44: 样本医院阿芬太尼销售额快速增长 (百万元)	22
图 45: 国内阿芬太尼市场竞争格局良好 (2022 年)	22
图 46: 公司持续加大研发投入	23
图 47: 公司研发人员数量逐年递增	23
图 48: TRV130 起效相较吗啡迅速, 疗效显著	25
图 49: TRV130 有望替代吗啡, 具有一定潜在空间	25
图 50: 院端地佐辛前期销售额逐步上升 (亿元)	27
图 51: 扬子江药业为院端地佐辛销售主力 (2022 年)	27
图 52: 公司传统集采产品收入逐年下降, 集采影响落地 (百万元)	28
图 53: “好心情”将数字化平台和临床技术结合, 为医患搭建在线服务和管理平台	29
表 1: 公司高管团队专业能力突出, 行业经验丰富	6
表 2: 精麻行业受政策保护, 行业壁垒高	9
表 3: 精麻行业格局稳定, 企业头部集中度高	10
表 4: 公司精麻产品线丰富全面	16
表 5: 目前仅有福安药业申请上市, 咪达唑仑集采风险低	19
表 6: 公司“羟瑞舒阿”目前市占率较低, 未来有望通过加速入院实现放量	20
表 7: 创新药管线不断丰富, 仿制药一致性评价有序进展	23

表 8: 公司 TRV130 与同机制药物相比具有先发优势.....	25
表 9: 国内外多篇指南与专家共识推荐地佐辛用于临床镇痛.....	26
表 10: 公司产品线中部分药品已进入集采名单.....	27
表 11: 公司重视国际 BD 业务.....	28
表 12: 恩元生物积极推进上市产品, 布局中枢神经系统的精准医疗.....	29
表 13: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健.....	30
表 14: 与可比公司相比, 公司估值较低.....	31

1、恩华药业：仿创结合，深耕中枢神经系统药物

恩华药业成立于1978年，历时40余年发展，现已成为科、工、贸一体化的医药企业。公司主要生产经营中枢神经系统用药，是国内唯一一家专注于中枢神经系统药物研发和生产的上市企业，主要类别包括麻醉类、精神类和神经类，努力打造国内重要的中枢神经系统药物的生产商和销售商。公司前身为徐州制药厂第三分厂，2008年在深圳证券交易所上市，先后获得原料药GMP等各项认证，不断丰富精麻管线产品以增强科研实力。同时，公司加大子公司布局扩大业务范围。2016年成立子公司“北京好欣晴”，主营互联网精神心理医疗服务，2018年成立子公司恩元生物，对标精准医疗领域完善业务布局。自2015年起，公司进军海外市场，持续完善国际化业务团队，与海外美国、以色列、比利时等多国药企展开广泛合作。作为中国医药百强企业，公司将不断在产品研发、生产和服务上不懈努力，继续扩大市场份额，在精神、麻醉等领域持续贡献业绩增量。

图1：历时40余年发展，现已发展为科、工、贸一体化的医药企业

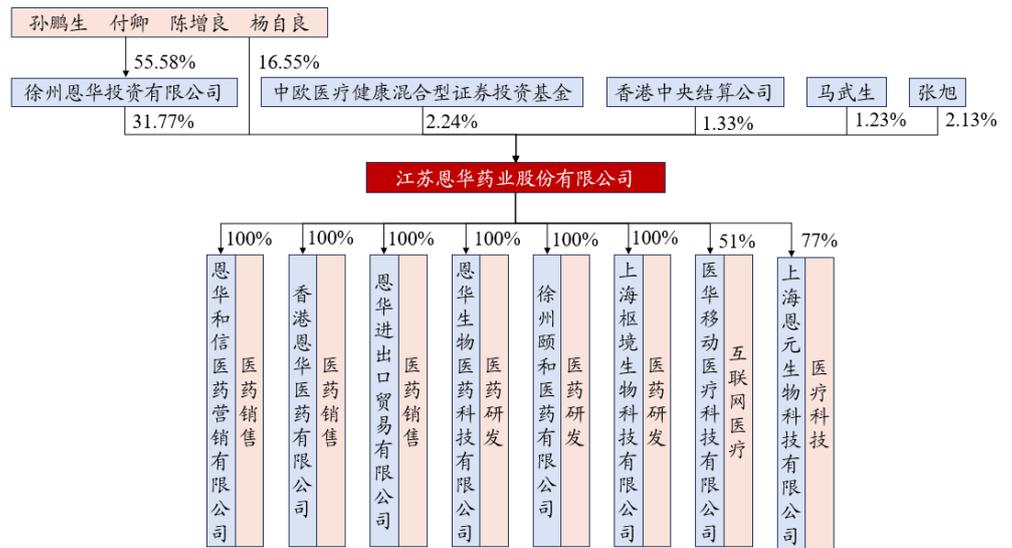


资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

1.1、公司股权结构清晰稳定，高管团队经验丰富

公司股权结构稳定，子公司协同发展。截至2023年前三季度，公司实际控制人为孙彭生、付卿、陈增良及杨自亮，四人通过恩华投资控制公司31.77%股权。2021年4月15日，四人续签了《一致行动协议》，四人以契约的形式成为一致行动人，有效期为三年。公司设立恩华和信医药、香港恩华医药、恩华进出口贸易等子公司布局销售业务；子公司恩华生物医药科技、徐州颐和医药、上海枢境生物科技主营医药研发相关工作；子公司医华移动医疗科技、上海恩元生物科技从事互联网医疗、医疗科技以完善业务布局，各子公司协同发展。

图2：公司股权结构稳定，子公司协同发展



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 注：数据截至 2023 年三季报

公司高管团队专业能力突出，行业经验丰富。董事长孙鹏生、副总经理付卿、陈增良、杨自亮为公司元老级人物，与公司共同发展成长多年，对其发展历程和战略有明确清晰的认知，管理层间具备良好的默契，有利于统筹规划公司事宜；总经理孙家权医学专业出身，海外留学背景，具备丰富的行业知识和管理经验；财务总监李岗生和董事会秘书段保州各自均在专业领域有较高的造诣。高管团队各尽其能，相互配合，共同为公司制定良好的发展方向和执行战略。

表1：公司高管团队专业能力突出，行业经验丰富

姓名	职位	简介
孙鹏生	董事长	1980年8月起历任徐州第三制药厂技术员、车间主任、厂长助理、副厂长、厂长；1999年3月起担任恩华集团总经理、董事长；现任本公司第四届董事会董事长，兼任江苏恩华赛德药业有限责任公司董事长，江苏恩华络康药物研发有限公司董事长，江苏远恒药业有限公司董事，中健永泰国际医药研究院（北京）有限公司执行董事，江苏省医药行业协会副会长。
孙家权	董事、总经理	1996年7月毕业于新疆农业大学动物医学专业；2005年获得美国圣约瑟夫大学EMBA硕士学位；2011年获得中欧国际工商学院EMBA硕士学位。曾任公司营销中心市场总监、总经理及公司副总经理、总经理等职务，现任本公司董事（兼总经理）、上海恩元生物科技有限公司执行董事、上海枢境生物科技有限公司执行董事、北京恩华移动医疗科技有限公司执行董事、苏州恩华生物医药科技有限公司执行董事、江苏恩华和信医药营销有限公司总经理。
付卿	董事、副总经理	1979年12月起担任空一军机要通信员；1983年5月起历任徐州第三制药厂工人、干事、科长、副厂长；1999年3月起历任恩华公司、恩华集团副总经理、党委副书记；现任本公司董事、副总经理，兼任江苏恩华赛德药业有限责任公司监事，徐州恩华医药化工贸易有限公司执行董事，徐州恩华进出口贸易有限公司执行董事，武汉工程大学董事。
陈增良	董事、副总经理	1983年7月起历任徐州第三制药厂会计、总会计师、副厂长；1999年3月起担任恩华公司、恩华集团副总经理；现任本公司董事、副总经理，兼任江苏恩华赛德药业有限责任公司、徐州恩华统一医药连锁销售有限公司、江苏远恒药业有限公司董事。
杨自亮	董事、副总经理	1982年8月起历任徐州第三制药厂技术员、主任、副厂长；1999年3月起担任恩华公司、恩华集团副总经理；现任本公司董事、副总经理，兼任江苏远恒药业有限公司董事，江苏恩华赛德药业有限责任公司监事，江苏恩华和信医药营销有限公司执行董事。
李岗生	财务总监	正高级会计师、注册会计师、注册税务师，徐州市首期高层次会计领军人才，现兼任中国矿业大学（校

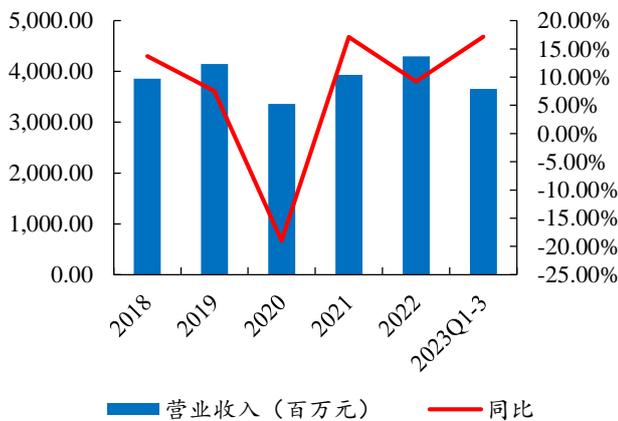
姓名	职位	简介
段保州	董事会秘书	外) 硕士研究生导师、江苏省会计高级职称评委专家库成员等。2010年4月—2018年5月期间任徐工集团工程机械股份有限公司财务部财务经理; 2018年5月—2020年12月期间, 任江苏天裕能源科技集团有限公司董事、副总裁; 2020年12月—2022年9月期间任徐州淮海国际陆港股权投资发展集团有限公司总经理助理兼财务负责人。 中国注册会计师、注册高级企业风险管理师、一级信用管理师, 2008年9月至今担任本公司董事会秘书兼副总经理。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩稳定增长，麻醉类业务收入占比高

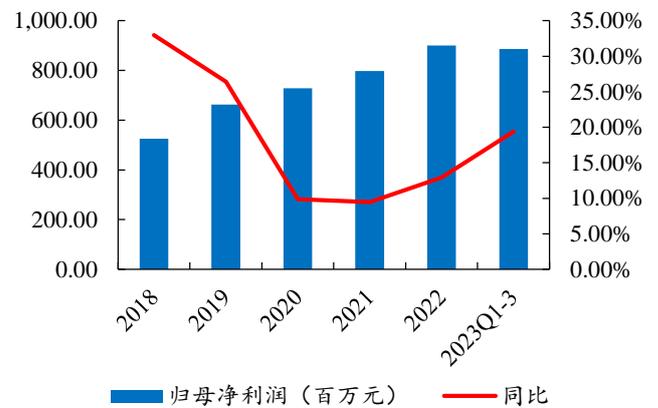
公司营业收入保持稳定，归母净利润逐年增长。公司 2018-2022 年业绩稳定增长，营业收入由 38.58 亿元增至 42.99 亿元，归母净利润由 5.25 亿元增至 9.01 亿元，2020 年受原控股子公司江苏恩华和润医药有限公司退出合并范围及新冠疫情共同影响，导致营收有所下滑，但公司归母净利润仍保持正增长。公司 2022 年实现营业收入 42.99 亿元，同比增长 9.22%，归母净利润 9.01 亿元，同比增长 12.93%；2023 年 Q1-3 实现营收 36.56 亿元，同比增长 17.17%，归母净利润达 8.86 亿元，同比增长 19.38%。我们认为，随着疫情影响消除以及公司精麻管线产品的不断丰富，未来公司业绩有望进一步增长。

图3: 公司营业收入保持稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

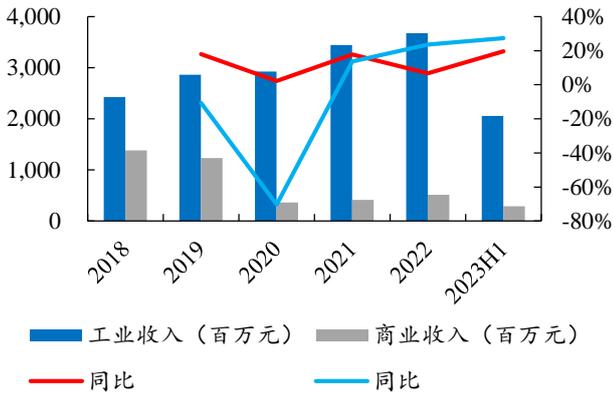
图4: 公司归母净利润逐年增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

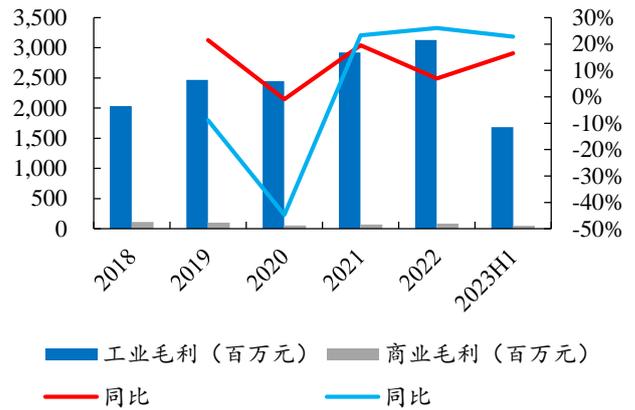
公司医药工业板块贡献主要收入和毛利，近5年工业板块占比不断扩大。公司工业板块为目前主要收入来源，2022 年工业板块实现营业收入 36.7 亿元，同比增长 6.8%；2023H1 工业板块实现营收 20.60 亿元，同比增长 19.72%。工业板块占比由 2018 年的 62.9% 增至 2023H1 的 85.8%。公司的医药商业板块以零售药店恩华连锁为主，2023 H1 新开门店 14 家，门店数量共计 142 家，2023H1 公司医药商业收入达 2.90 亿元，同比增长 27.25%。公司工业板块贡献主要毛利，2022 年公司工业板块实现毛利 31.3 亿元，同比增长 7.0%；2023H1 工业板块实现毛利 16.87 亿元，同比增长 16.56%，商业板块实现毛利 0.48 亿元，同比增长 22.74%。

图5：公司医药工业板块为主要收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

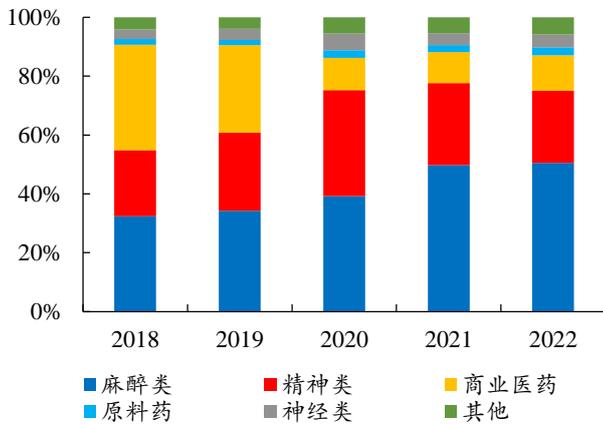
图6：公司工业板块贡献主要毛利



数据来源：Wind、开源证券研究所

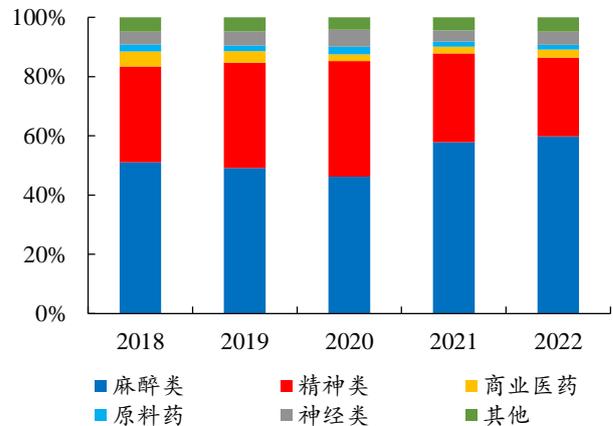
麻醉类业务占比不断提升，精神类业务占比稳定。麻醉类、精神类和神经类业务构成公司三大核心竞争力，2022年三大核心业务合计贡献79.4%的收入和90.9%的毛利。其中，公司麻醉类业务近5年占比不断增大，收入占比从2018年的32.5%增加至2022年的50.6%，毛利占比从2018年的51.1%增长至2022年的59.8%，收入和毛利占比均达到50%以上；精神类和神经类业务近5年占比相对稳定，2022年收入占比分别为24.5%和4.4%，毛利占比分别是26.7%和4.5%。

图7：公司麻醉类业务收入占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

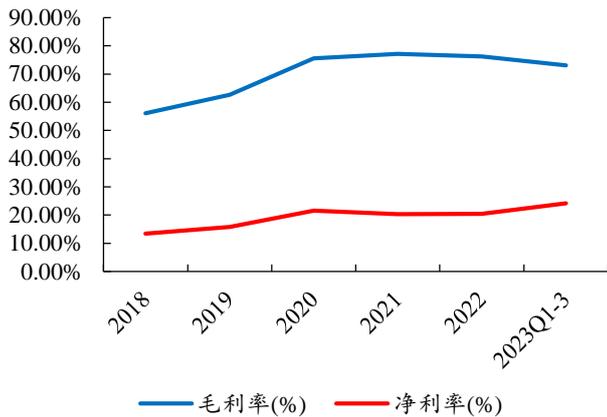
图8：麻醉类和神经类业务贡献公司主要毛利



数据来源：Wind、开源证券研究所

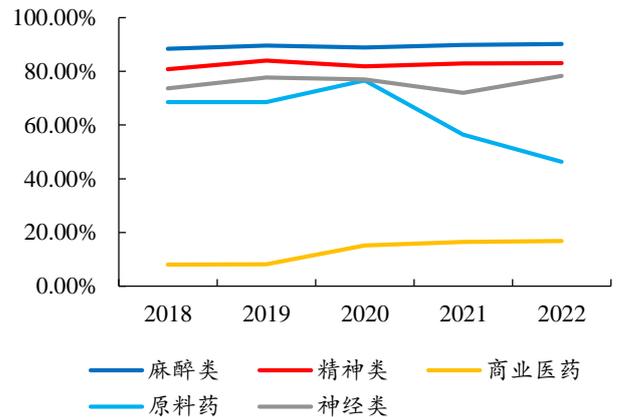
公司毛利率和净利率持续攀升，麻醉类和神经类产品毛利率较高。公司近5年毛利率和净利率不断提升，毛利率从2018年的56.15%上升至2022年的76.26%，净利率从2018年的13.46%提升至2022年的20.48%。其中，公司精麻类业务毛利率较高，2022年麻醉类产品和神经类产品毛利率分别为90.1%和83.1%；2022年公司原料药毛利率46.38%，同比下滑10.1pct。

图9：公司毛利率和净利率相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：麻醉类和精神类产品毛利率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、政策+用药需求双轮驱动，精麻行业有望持续扩容

2.1、精麻行业受政策保护，行业壁垒高

精麻药品由于其特殊性受到政策保护。麻醉药品和精神药品（包括第一、二类精神药品）简称精麻药品，是我国依法依规实行特殊管理的药品。精麻药品具有强镇痛镇静等作用的同时也易产生依赖性、成瘾性，是我国依法依规实行特殊管理的药品，在《麻醉药品和精神药品管理条例（2016 修订）》中明确提及国家对麻醉药品和精神药品实行定点生产制度、定点经营制度，尤其是麻醉药品和一类精神药品的生产经营受到国家严格管控，且由医保局定价，保障了领域内企业的稳定格局。

表2：精麻行业受政策保护，行业壁垒高

神经系统药物相关政策条例梳理	
类别	条例
种植、实验研究和生产	国家根据麻醉药品和精神药品的医疗、国家储备和企业生产所需原料的需要确定需求总量，对麻醉药品药用原植物的种植、麻醉药品和精神药品的生产实行总量控制
	麻醉药品药用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，其他单位和个人不得种植麻醉药品药用原植物
经营	国家对麻醉药品和精神药品实行定点生产制度
	国家对麻醉药品和精神药品实行定点经营制度
	国务院药品监督管理部门应当根据麻醉药品和第一类精神药品的需求总量，确定麻醉药品和第一类精神药品的定点批发企业布局，并应当根据年度需求总量对布局进行调整、公布
	药品经营企业不得经营麻醉药品原料药和第一类精神药品原料药。但是，供医疗、科学研究、教学使用的小包装的上述药品可以由国务院药品监督管理部门规定的药品批发企业经营
	全国性批发企业应当经国务院药品监督管理部门批准；区域性批发企业应当经所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准
	专门从事第二类精神药品批发业务的企业，应当经所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准。全国性批发企业和区域性批发企业可以从事第二类精神药品批发业务
经所在地设区的市级药品监督管理部门批准，实行统一进货、统一配送、统一管理的药品零售连锁企业可以从事第二类精神药品零售业务	
第二类精神药品零售企业应当凭执业医师出具的处方，按规定剂量销售第二类精神药品，并将处方保存 2	

年备查；禁止超剂量或者无处方销售第二类精神药品；不得向未成年人销售第二类精神药品

麻醉药品和第一类精神药品不得零售

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，逐步实行全国统一零售价格。具体办法由国务院价格主管部门制定（2020年5月1日起，《中央定价目录（2020年版）》开始施行，其中将“麻醉药品和第一类精神药品”定价部门由“价格主管部门”修改为“医疗保障部门”，定价转移国家医疗保障局

资料来源：《麻醉药品和精神药品管理条例（2016修订）》、开源证券研究所

精麻行业格局稳定，企业头部集中度高。从药物生产及流通企业来看，我国对各种麻醉药品和精神药品的生产企业有严格的限制，如麻醉药主要原料药的同种生产企业只允许1-2家，因此市场竞争格局相对稳定，新竞争者进入门槛较高。精麻行业较高的门槛有利于头部企业进一步扩大市场份额，巩固市场地位。

表3：精麻行业格局稳定，企业头部集中度高

神经系统药物批文数量管制情况			
类别	原料药	制剂-单方	制剂-复方
麻醉药品	1-2	1-3	1-7
精神一类	1-5	1-5	无限制
精神二类	1-5	1-10	无限制

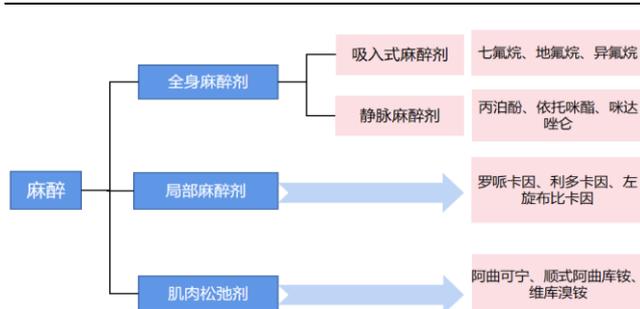
资料来源：药监局、华经产业研究院、开源证券研究所

2.2、多应用场景持续丰富，“麻醉+镇痛”市场用药规模有望提升

2.2.1、手术量恢复叠加新兴麻醉应用场景，麻醉市场持续扩容

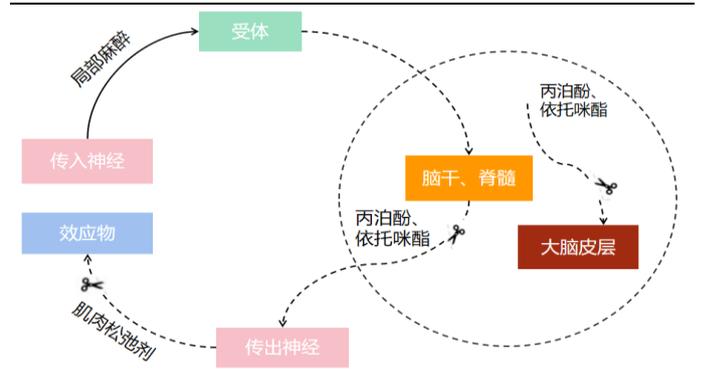
麻醉药物种类丰富，以全身麻醉剂为主。麻醉类药物一般分为全身麻醉剂、局部麻醉剂及肌肉松弛剂。全身麻醉剂在麻醉中发挥重要作用，其更安全或更舒适地让患者失去知觉，通常用于长时间手术或未经麻醉则引致剧烈痛楚的手术，指麻醉药经呼吸道吸入静脉或肌肉注射进入体内，产生中枢神经系统的暂时抑制，临床表现为神志消失，全身痛觉消失、遗忘、反射抑制和骨骼肌松弛。全麻根据给药方式分为吸入型和静脉注射全麻药；局部麻醉药是一类局部应用于神经末梢或神经干周围的药物，能暂时、完全和可逆性地阻断神经冲动的产生和传导，在意识清醒的条件下，使局部痛觉暂时消失。根据作用时效，分为短效的普鲁卡因、中效的利多卡因和长效的罗哌卡因；肌肉松弛常用药物有顺式阿曲库胺、阿曲库铵、罗库溴铵等。

图11：麻醉类药物类别明确，种类丰富



资料来源：Literature Review、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图12：麻醉阻断神经冲动传导进而抑制中枢神经系统



资料来源：Literature Review、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

全身麻醉药物是麻醉药物的最大市场。根据弗若斯特沙利文数据，2022年，全身麻醉剂在全球及中国麻醉剂市场份额分别为42.5%及73.5%。此外，局部麻醉剂和肌肉松弛剂在国内麻醉剂市场占比为11.20%和15.20%。

图13: 全身麻醉药为主要麻醉药类型 (2022年全球)

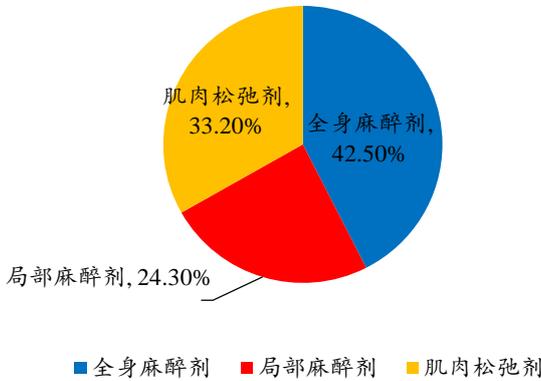
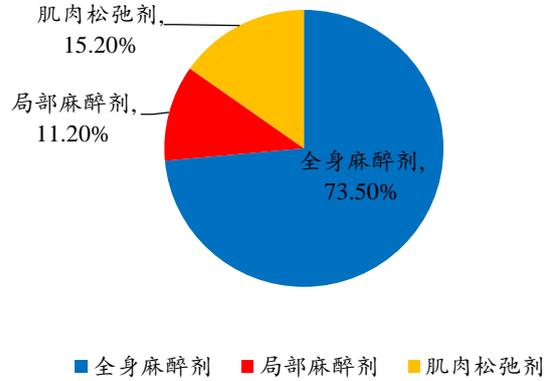


图14: 全身麻醉药为主要麻醉药类型 (2022年全国)



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

全身麻醉剂收入体量逐年增大, 麻醉市场持续扩容。根据弗若斯特沙利文数据, 2018年至2022年, 中国全身麻醉剂市场规模由88亿元上升至91亿元, 复合增长率达到0.8%, 预计2023-2030年中国全身麻醉剂市场规模将由95亿元上升至112亿元, 2023年至2030年的复合年增长率为2.4%。中国全身麻醉剂市场的主要市场参与者包括阿斯利康(AstraZeneca)、费森尤斯卡比(Fresenius Kabi)、江苏恒瑞、丸石以及恩华药业。在全身麻醉药物当中, 吸入式七氟烷占据最大市场份额, 占中国全身麻醉药物市场的27.0%。

图15: 中国全身麻醉剂市场规模逐年提升

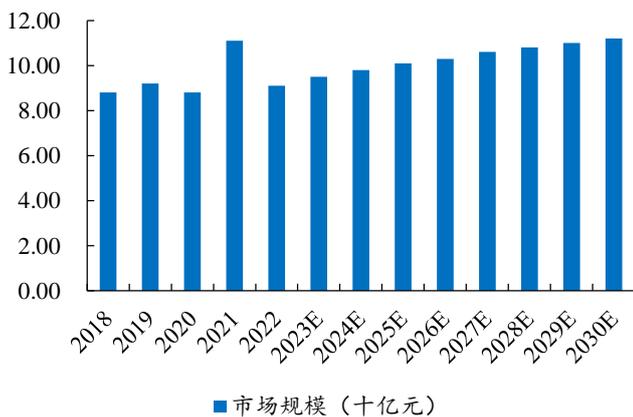
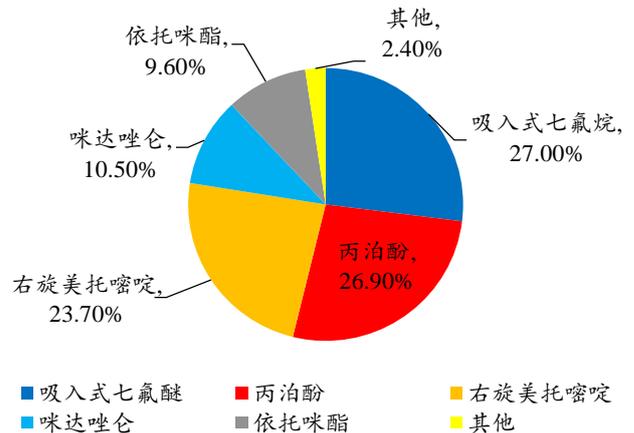


图16: 吸入式七氟烷占据最大全身麻醉药物市场份额



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

院内手术人次和收入逐年递增, 国内手术量需求有望进一步提升。2015-2021年中国住院病人手术人次和手术收入基本保持稳定增长的态势, 2020年受到新冠疫情的影响, 我国手术人次和手术收入出现下滑, 但2021年迅速恢复。据Wind数据, 2015年中国住院病人手术人次达4302.5万人次, 2021年增长至7573.8万人次, 2015-2021年复合增长率达9.9%。2015年中国公立医院手术收入达712.1万元, 2021年增长至1393.0万元, 2015-2021年复合增长率达到11.8%。随着疫情影响的逐步消失及人民对健康的关注度进一步提升, 我们认为此前积压的手术需求有望在2023年反

弹，手术人次和数量的恢复将直接带动麻药需求的提升。

图17：中国住院病人手术人数呈增长趋势

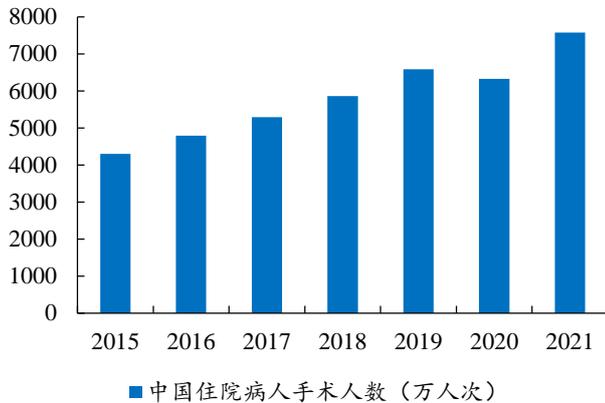
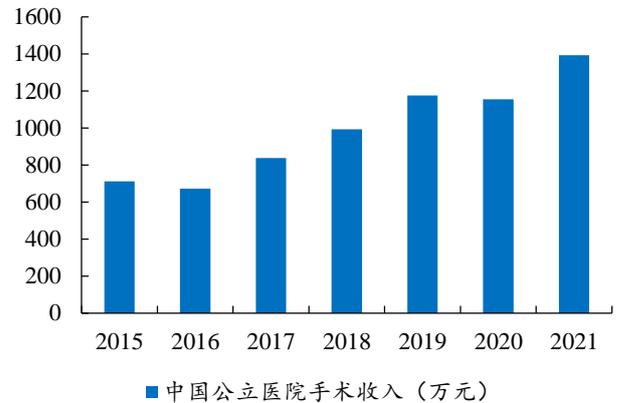


图18：中国公立医院手术收入呈递增态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

整形手术市场快速发展，有望推动麻醉药市场需求增长。近年来随着人均消费水平的提高，中国医疗美容手术市场服务量及市场规模持续扩大。根据弗若斯特沙利文数据，中国医疗美容手术市场服务量由2016年的370万人次增至2020年的530万人次，复合增长率达到9.4%。2020年受疫情影响市场规模略有回调，预计后续继续保持增长，2025年预计达到660万人次，2021-2025年复合增长率为4.2%。中国医疗美容手术市场规模从2016年的468亿元增长至2020年的658亿元，年复合增长率达8.9%，预计2025年国内市场规模达到1441亿元，2021-2025年复合增长率达到18.0%。

图19：中国医疗美容手术市场服务量预计进一步扩大

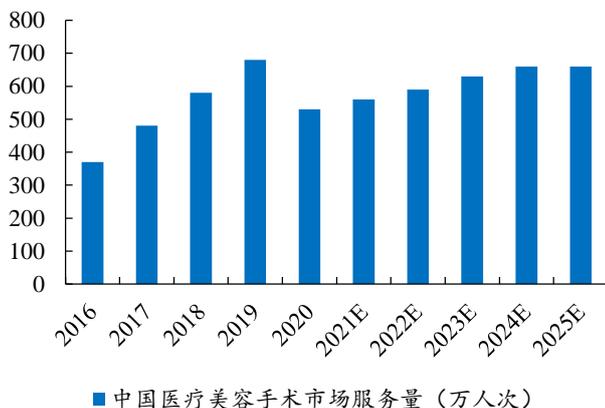
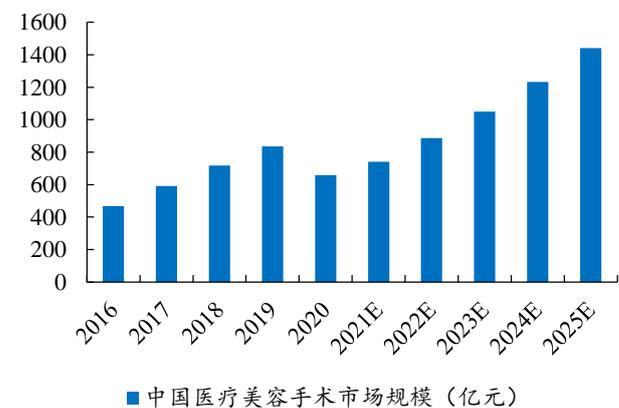


图20：中国医疗美容手术市场规模有望进一步攀升

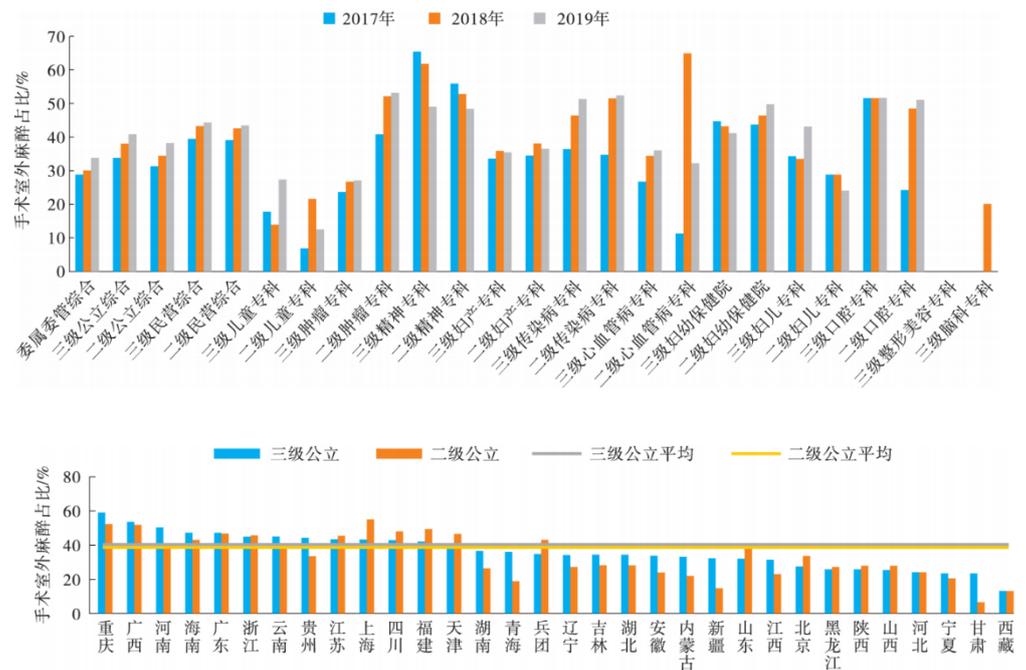


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

手术室外麻醉占比提升有望拉动麻醉药物规模。手术室外麻醉指由麻醉医生实施的不属于手术室和日间手术的各类型麻醉。手术室外麻醉主要涉及领域包括内镜检查、放射学检查、心导管检查和治疗等，涵盖领域不断扩充。手术室外麻醉占比持续增加，医院级别和医院所在地区一定程度影响手术室外麻醉占比。2019年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，三级公立医院高于二级公立医院平均。从地区分布上来看，各省公立医院间仍存在明显的地区差异。三级公立医院中占比最高的3个省份分别为：重庆，广西，广东。

图21：手术室外麻醉占比提升有望拉动麻醉药物规模

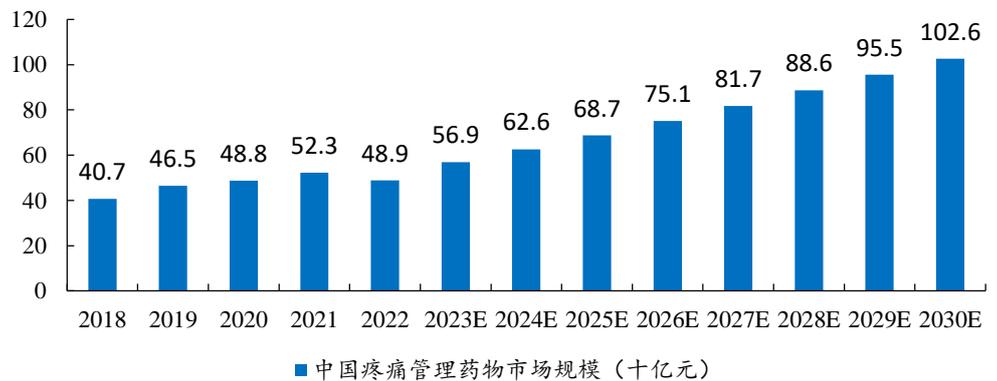


资料来源：国家卫健委《2020年度国家卫健委麻醉专业质控中心工作报告》

2.2.2、疼痛管理意识增强叠加疼痛场景持续丰富，镇痛药物市场不断扩增

病人疼痛管理意识加强，拓宽镇痛药物市场规模。随着病人疼痛管理意识的加强，镇痛药物市场规模逐年扩增。根据弗若斯特沙利文数据，从2018年至2022年，中国疼痛管理药物市场由407亿元增至489亿元，复合年增长率为4.7%。预计中国疼痛管理药物市场份额将在2026年及2030年分别达到751亿元及1026亿元，2022年至2026年的复合年增长率为11.3%，而2026年至2030年的复合年增长率则为8.1%。

图22：中国疼痛管理药物市场规模呈上升态势



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

术后镇痛药物市场规模有望进一步提升，阿片类药物占比最高。术后镇痛药物是普通外科术后疼痛管理的基石及常用方法，用于术后疼痛的镇痛药物主要包括局部麻醉剂、乙酰胺酚及非类固醇抗炎药(NSAID)及阿片类药物。根据弗若斯特沙利文数据，2018年至2022年，中国术后镇痛药物市场规模由132亿元轻微下跌至126亿

元，主要由于 COVID-19 的负面影响。受惠于不断增长的临床需求及市场推出的新药数目不断增长，预计中国术后镇痛药物市场规模从 2026 年及 2030 年分别达到 212 亿元及 306 亿元，2022 年至 2026 年的复合年增长率为 13.9%，而 2026 年至 2030 年的复合年增长率则为 9.6%。在各类术后镇痛药物中，阿片类药物占比最大，2022 年占比达到 45.90%，其次是 NSAID 及乙酰胺酚，占比达到 42.20%。

图23：中国术后镇痛药物市场有望逐年提升

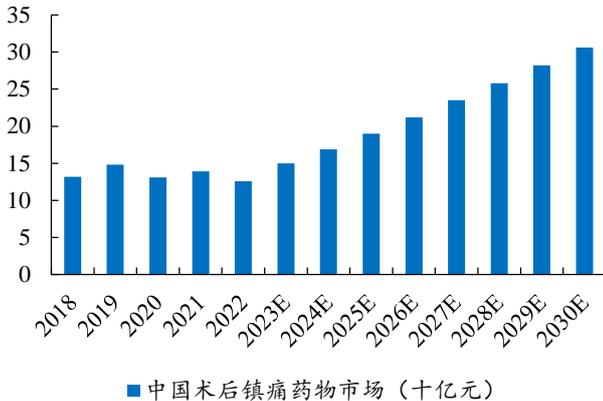
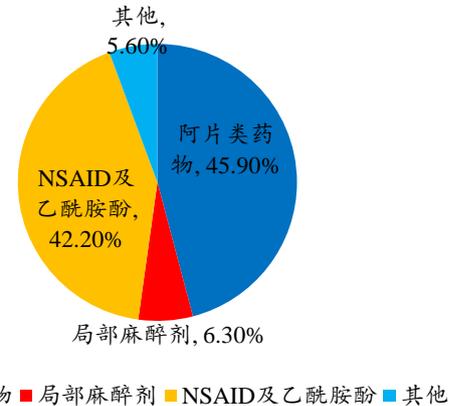


图24：阿片类药物为主要镇痛药物（2022年）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

无痛分娩受欢迎程度高但我国无痛分娩率远低于发达国家。近年来，虽然我国采取了一系列刺激生育的人口政策，但人口出生率仍持续走低。据国家统计局，2018 年的人口出生率为 10.94‰，2019 年的人口出生率为 10.48‰。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，作为缓解分娩疼痛最有效的方法。据周晓娟《分娩镇痛对初产妇分娩满意度及二胎意愿的影响》，无痛分娩产妇相较其他方式生产的产妇，其生育满意度及二胎的生育意愿均较高。根据王炼《无痛分娩推广及运用的影响因素分析》数据显示，中国无痛分娩率仅为 1%，在经济发达城市才达到 30%，远低于英美国家 85% 以上的无痛分娩率，我国无痛分娩市场有望进一步提升。

图25：无痛分娩产妇生育满意度和二胎意愿率显著提升

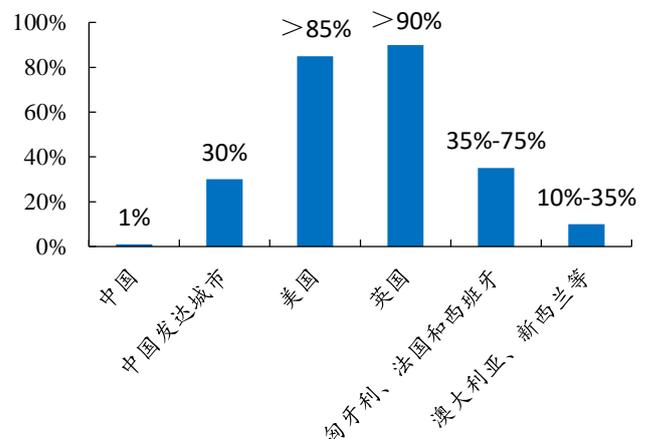
组别	非常满意	满意	比较满意	一般满意	不满意	满意度
观察组	38/63.33	10/16.67	5/8.33	5/8.33	2/3.33	96.67
对照组	21/35.00	5/8.33	14/23.33	10/16.67	10/16.67	83.33
χ^2	—	—	—	—	—	5.926
P	—	—	—	—	—	0.015

组别	有		没有		不确定		意愿率	
	分娩前	分娩后	分娩前	分娩后	分娩前	分娩后	分娩前	分娩后
观察组	15/25.00	17/28.33	32/53.33	35/58.33	13/21.67	8/13.33	25.00	28.33
对照组	14/23.33	5/8.33	30/50.00	40/66.67	16/26.67	15/25.00	23.33	8.33*
χ^2	—	—	—	—	—	—	0.045	8.015
P	—	—	—	—	—	—	0.831	0.005

注：与同组分娩前比较，* $P < 0.05$ 。

资料来源：《分娩镇痛对初产妇分娩满意度及二胎意愿的影响》周晓娟等

图26：中国无痛分娩率远低于发达国家

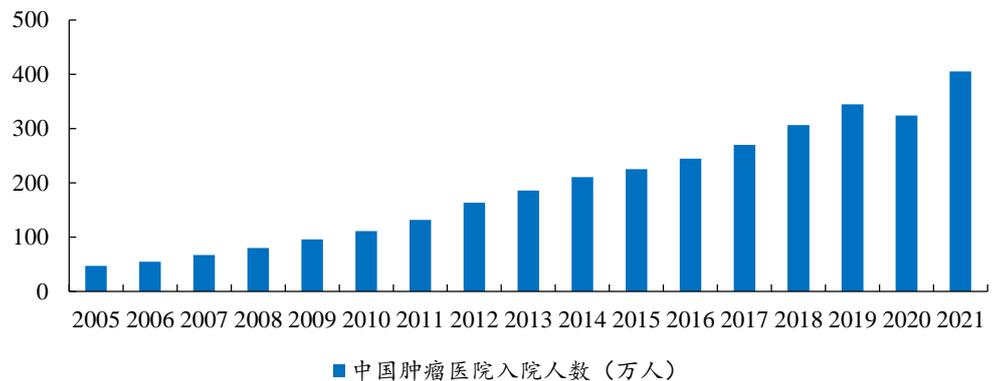


数据来源：《无痛分娩推广及运用的影响因素分析》王炼等、开源证券研究所

我国癌痛患者众多，目前癌痛控制情况仍不理想。据世界卫生组织报告，全球

癌症负担正在不断加重，2012 年约有 1400 万新发癌症病例和 820 万例癌症相关死亡。据《2012 中国肿瘤登记年报》统计，我国每分钟有 6 人被诊断为癌症，每天新增 8550 例癌症患者，每年新发癌症病例约 312 万例。据 Wind 数据，2021 年中国肿瘤医院入院患者人数达 404.9 万人，2005-2021 年肿瘤医院入院患者复合增长率达到 14.36%，且临床很多癌症患者尤其是中晚期癌症患者会伴有躯体疼痛。虽然目前给癌痛患者提供阿片类药物的比例有所上升，但是针对中重度患者的强阿片类药物使用情况仍然不理想，较高的癌痛发病率和较低的癌痛控制率对未来麻醉药物的需求提出了较高要求，加之医生和患者疼痛管理意识不断加强，我们预计未来麻醉药在癌痛治疗上的应用有望进一步增加。

图27：中国肿瘤医院入院人数逐年增加

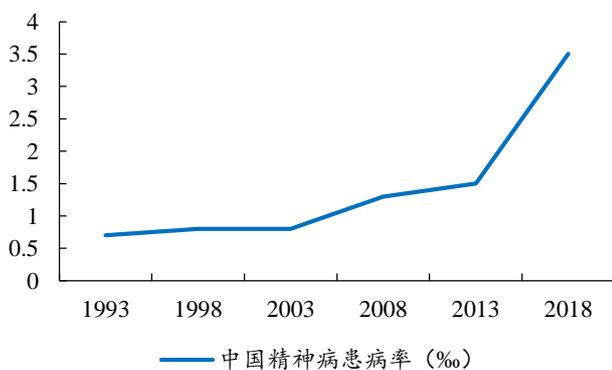


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、百万精神病人群，精神类药物市场空间较大

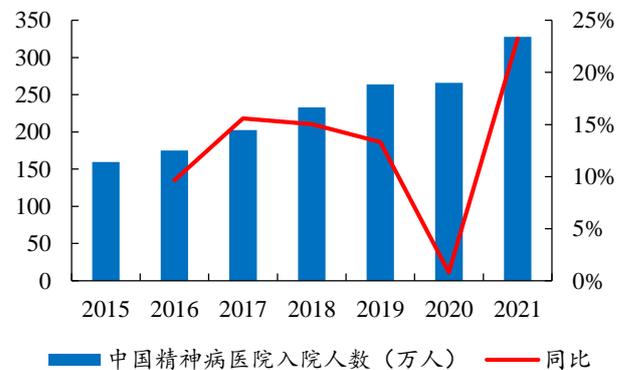
精神病患率持续提升，精神类药物市场前景广阔。随着社会各方面竞争压力不断加大，人们情绪得不到有效释放，致使 2013 年以来精神类疾病患病率呈显著上升趋势，患病率由 2013 年的 1.5% 增长至 2018 年的 3.5%，精神病医院入院人数也由 2015 年的 159.7 万人增长至 2021 年的 327.7 万人。精神类疾病危害较大，需要药物长期维持治疗，因此我们认为，随着精神类疾病患病人群的持续增长，精神类药物市场将进一步扩大。

图28：中国精神病患率持续提升



数据来源：中国卫生健康统计年鉴、Wind、开源证券研究所

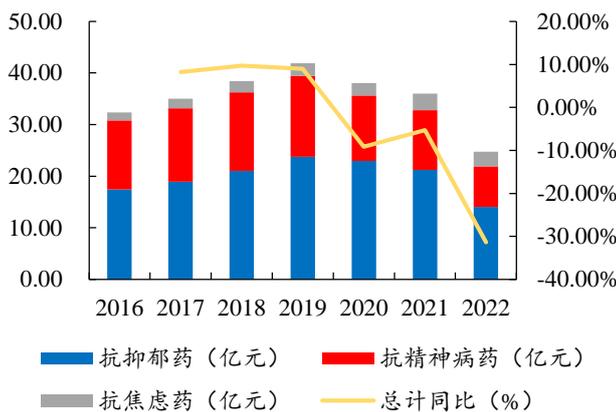
图29：中国精神病医院入院人数呈递增趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

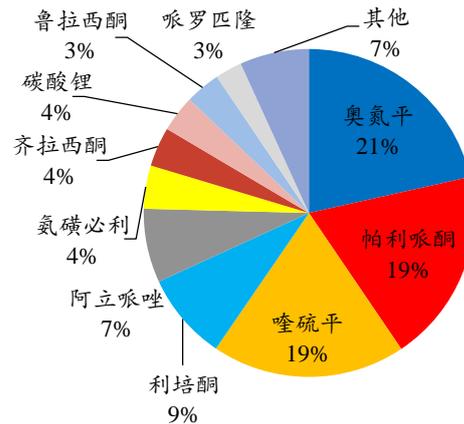
疫情恢复和集采出清，精神类药物规模有望加速提升。抗精神病药物、抗抑郁药物和抗焦虑药物为三大主要精神类药物，其中抗抑郁药物销售占比较大，2022年抗抑郁药占比达到56.83%。随着精神病患病率逐年提升，精神类药物市场逐步扩大，三大类精神类药物规模由2016年的32.4亿元增长至2019年的41.9亿元，其中抗精神病药物销售额由13.3亿元增长至15.6亿元。2019年-2022年期间，受疫情及集采相关政策的影响，精神类药物销售额有所下降，2022年三大类精神类药物销售额降至24.7亿元。随着疫情恢复和集采影响出清，我们认为精神类药物市场规模将持续扩大。2022年抗精神病药物中销售额占比最高的是奥氮平，占比达21%。

图30：精神类药物市场未来有望持续提升



数据来源：PDB、开源证券研究所

图31：奥氮平为主要抗精神病药物（2022年）



数据来源：PDB、开源证券研究所

3、精麻产品丰富全面，“地佐辛+TRV130”有望驱动业绩增长

公司拥有国内最丰富的中枢神经系统药物产品线，多款产品处于市场领导地位。截至2023H1，获批上市新药制剂产品57个，拥有8个独家上市品种，14个首家上市品种，25个产品销售市场占有率全国第一，共计10个亿元品种，产品线布局全面，主要分布于麻醉类、精神类和神经类三大制剂。力月西（咪达唑仑）和福尔利（依托咪酯）两个产品处于绝对的市场垄断地位。公司近年来开始布局镇痛领域管制类麻药，产品矩阵不断丰富，目前相关产品正处于快速放量阶段。

表4：公司精麻产品线丰富全面

产品分类	产品名称	主要适应症	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	竞争格局
麻醉类	力月西 (咪达唑仑注射液)	麻醉前给药、全麻诱导和维持、ICU病人镇静	是	是，医保甲类	处于领导地位
	福尔利 (依托咪酯乳状注射液)	全麻诱导，也可用于短时手术麻醉	否	是，医保乙类	处于领导地位
	锐纷 (注射用盐酸瑞芬太尼)	全麻诱导或全麻中维持镇痛	是	是，医保乙类	5年复合增长率最高
	芬特 (枸橼酸舒芬太尼注射液)	气管内插管，使用人工呼吸的全身麻醉，复合麻醉的镇痛，全身麻醉大手术的麻醉诱导和维持	否	是，医保乙类	2021年上市增长最快
	阿芬尼	作为麻醉性镇痛剂用于短时手术的镇	否	否	2022年第二家上市

	(盐酸阿芬太尼注射液)	痛麻醉及全身麻醉诱导和维持			
	恩利泽 (盐酸羟考酮注射液)	强效镇痛药，用于治疗中度至重度急性疼痛，包括手术后引起的中度至重度疼痛，及需要使用强阿片类药物治疗的重度疼痛	否	是，医保乙类	国内仿制药首家上市品牌
	必和 (氟马西尼注射液)	主要用于逆转苯二氮卓类药物盐酸戊乙奎醚注射液所致的中枢镇静作用	是	是，医保甲类	过评，处于领导地位
	郝尔宁 (盐酸戊乙奎醚注射液)	主要用于麻醉前给药以抑制唾液腺和气道腺体分泌，以及有机磷毒物（农药）中毒急救治疗和中毒后期或胆碱酯酶（ChE）老化后维持阿托品化	是	是，医保乙类	同类产品第三品牌
	思贝格 (盐酸齐拉西酮胶囊)	精神分裂症	否	是，医保乙类	处于领导地位
	思贝格 (注射用甲磺酸齐拉西酮)	适用于治疗精神分裂症患者急性激越症状	否	是，医保乙类	处于领导地位
	一舒 (盐酸丁螺环酮片)	各种焦虑症	是	是，医保甲类	处于领导地位
精神类	碳酸锂缓释片	主要用于治疗躁狂症，对躁狂和抑郁交替发作的双相情感性精神障碍有很好的治疗和预防复发作用，对反复发作的抑郁症也有预防发作作用；也用于治疗分裂-情感性精神病	否	是，医保乙类	独家，唯一缓释剂型
	维必朗 (氟氯平口腔崩解片)	适用于急性与慢性精神分裂症的各个亚型	否	是，医保乙类	处于领导地位
	阿普唑仑片	主要用于抗焦虑、紧张、激动，也可用于催眠或焦虑的辅助用药，也可作为抗惊恐药，并能缓解急性酒精戒断症状	是	是，医保甲类	处于领导地位
	优必罗 (盐酸度洛西汀肠溶片)	抑郁症；广泛性焦虑障碍；慢性肌肉骨骼疼痛	是	是，医保甲类	领导地位，已集采
	利鲁唑片	主要用于肌萎缩侧索硬化症患者的治疗，可延长存活期和/或推迟气管切开的时间	否	是，医保乙类	处于领先地位
神经类	氯硝西洋片	主要用于控制各型癫痫	是	是，医保甲类	处于领先地位
	迭力 (加巴喷丁胶囊)	主要用于成人疱疹后神经痛的治疗、癫痫辅助治疗	否	是，医保乙类	领导地位，已集采
	恩诺欣 (扎来普隆胶囊)	适用于入睡困难的失眠症的短期治疗	否	是，医保乙类	领导地位，增长最快

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、麻醉线产品全面完善，主力产品贡献稳定收入

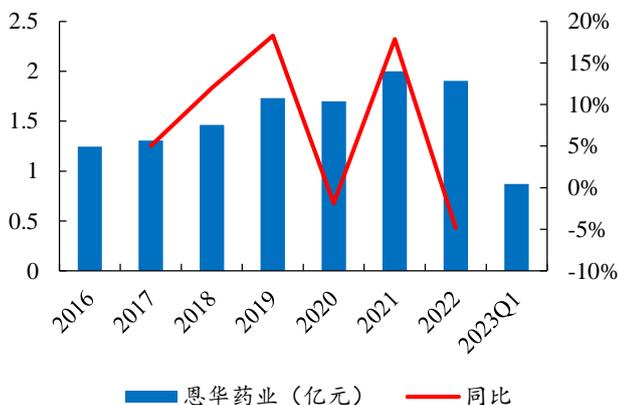
公司麻醉线布局完善，产品协同保证业绩稳健增长。核心产品力月西和福尔利

在国内市场位居领先地位，能够较稳定地贡献公司收入来源，其余麻醉产品“瑞羟舒阿”分别应用于不同麻醉场景，凭借较高地临床使用率助力公司业绩提升。公司麻醉线产品适用于手术不同阶段，产品间相互协同，且在部分产品受集采影响的情况下，其余产品具有可替代性，进而保证公司业绩稳健增长。

3.1.1、核心产品力月西：销售额稳步增长，产品壁垒有望进一步提升

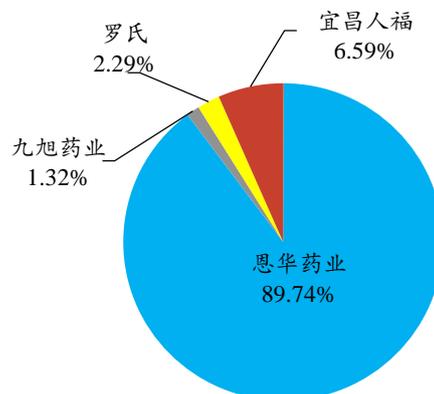
产品力月西（咪达唑仑）疗效显著，公司样本院 2021 年销售峰值达 2 亿。咪达唑仑为水溶性短半衰期的苯二氮革类药物，具有镇静、催眠、抗焦虑、中枢肌肉松弛等特性，主要适用于麻醉前给药、全麻醉诱导和维持、ICU 病人镇静等。咪达唑仑原研厂商为罗氏制药，公司仿制药力月西于 2002 年上市，2022 年底成为国内首家通过一致性评价的产品，并逐步替代原研药成为咪达唑仑市场的领导者，2022 年全年恩华药业的市占率达 89.74%，处于领先地位。据 PDB 数据，2022 年恩华药业咪达唑仑销售额达 1.90 亿元，同比下滑 4.84%。我们认为随着疫情影响全面消除和临床手术率逐步提升，产品力月西有望进一步提升。

图32：2016-2021 年公司产品咪达唑仑销售额稳健增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

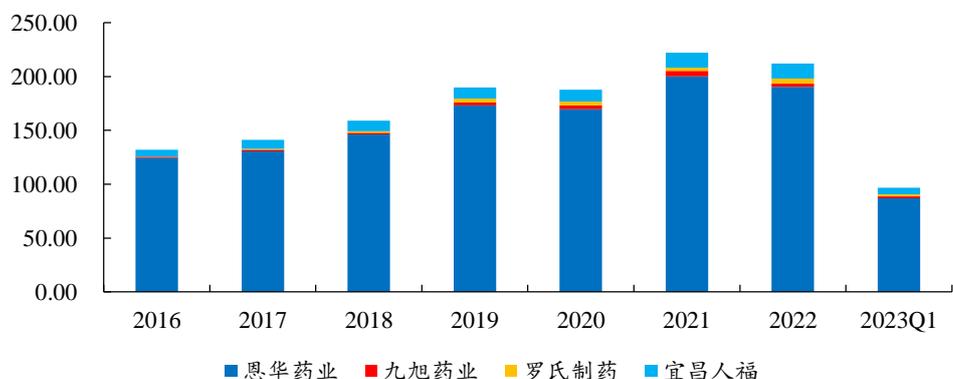
图33：公司咪达唑仑位居国内主导地位（2022 年）



数据来源：PDB、开源证券研究所

国内样本医院咪达唑仑年复合增速为 8.2%。据 PDB 数据显示，2016-2022 年国内样本医院咪达唑仑销售额由 1.32 亿元增长至 2.12 亿元，复合增长率达 8.2%，2023Q1 销售额达到 0.97 亿元。

图34：2016-2022 年国内样本医院咪达唑仑年复合增速为 8.2%（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

目前仅有福安药业申请上市，咪达唑仑集采风险低。从当前格局看，咪达唑仑仅有三家企业获批，目前咪达唑仑仅有福安药业处于申请上市阶段，而国家带量采购纳入的基本标准是五家企业获批，因此咪达唑仑短期集采风险低。

表5：目前仅有福安药业申请上市，咪达唑仑集采风险低

企业名称	新药/仿制药	申报类型	国产/进口	申请上市时间	企业进度
福安药业集团庆余堂制药有限公司	化药仿制药	仿制 4	国产	2022-08-12	上市申请中

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

力月西有望升为一类精神管制药品，产品壁垒或将进一步提高。目前国内一类精神药品有 68 种，根据《医疗机构麻醉药品、第一类精神药品管理规定》规定，一类精神药品的种植、经营、使用、储存、运输均受到严格管控，麻醉类药品实行总量控制。国家对一类精神药品的生产企业数量有严格限制，第一类精神药品的原料药和单方制剂定点生产企业不得超过 5 家。2005 年国家曾将三唑仑由第二类精神药品升级为第一类精神药品管理。因此我们认为，通过公司与医保局等部门积极洽谈，力月西有望升级为一类精神管制药品，新竞争者进入市场的可能性或将进一步减小，市场格局将更加稳定。

3.1.2、核心产品福尔利：市占率持续领先，应用场景不断丰富

福尔利（依托咪酯）：2022 年公司样本院销售额破 2 亿，成长空间有望进一步提升。依托咪酯是一种非巴比妥类催眠性静脉麻醉药，该药物诱导与苏醒均较快，对呼吸循环影响轻微，可轻微扩张冠脉，降低颅内压和维持脑灌注，被广泛应用于成人、6 个月以上婴幼儿、儿童和青少年的全麻诱导，也可用于短时手术麻醉。2016 年-2023Q1 临床依托咪酯的使用量总体稳步增长。根据 PDB 数据，2022 年公司依托咪酯的销售额达 2.14 亿元，同比下降 12.80%，我们认为主要受疫情波动影响。公司目前生产销售的中/长链依托咪酯为独家产品，其半衰期短、恢复迅速、可以减少对静脉的刺激，且不受集采相关影响。

图35：公司产品依托咪酯销售额增长态势良好



数据来源：PDB、开源证券研究所

国内依托咪酯销售额呈上升趋势，公司产品位居市场领先地位。据 PDB 数据，2016-2022 年国内样本医院依托咪酯销售额由 1.06 亿元上升至 2.14 亿元，年复合增长率为 12.4%，2023Q1 销售额达到 0.55 亿元。2022 年，公司依托咪酯市占率达到 99.99%，占据市场绝对主导地位。

目前公司正在研制依托咪酯的升级创新药 NH600001。该产品既保留了依托咪

酯麻醉起效快、苏醒迅速、安全窗大、对呼吸和循环系统影响小等优点，同时还能克服依托咪酯抑制肾上腺皮质功能的缺点，不良反应明显降低。此外，该创新药适应症可能由麻醉诱导拓展至麻醉维持和 ICU 镇静，获益人群及市场有望显著提升。

图36：2021年依托咪酯样本医院销售额达峰值（百万元）

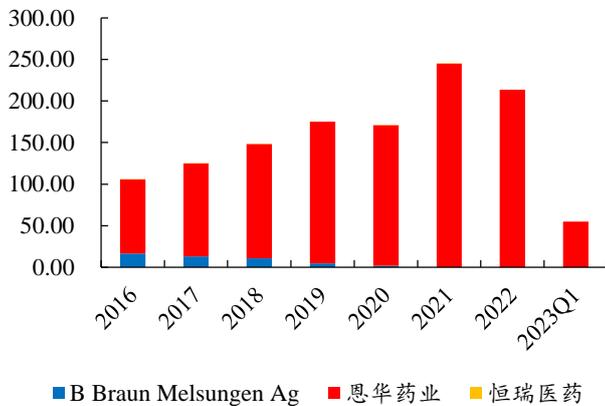
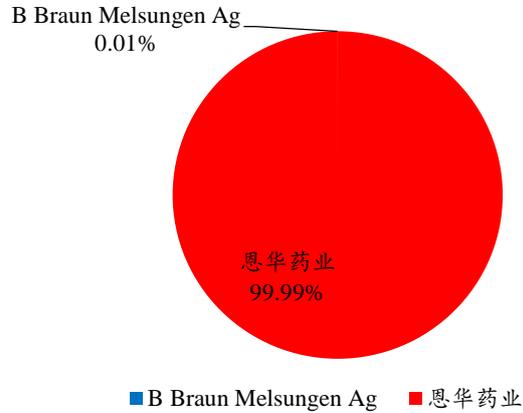


图37：公司依托咪酯位居市场领先地位（2022年）



数据来源：PDB、开源证券研究所

数据来源：PDB、开源证券研究所

3.1.3、“羟瑞舒阿”：集采可能小，公司市占率有望提升

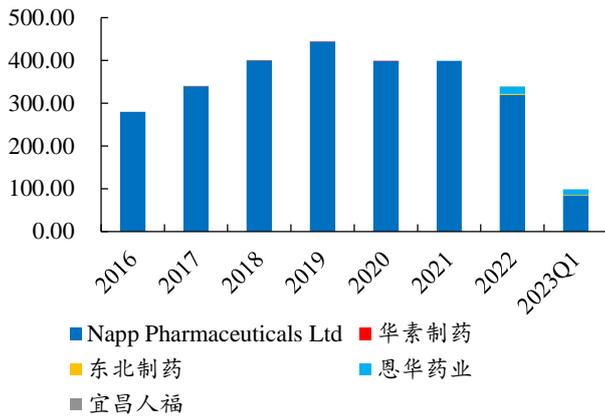
“羟瑞舒阿”市场空间大，行业壁垒高，公司市占率有望提升。“羟瑞舒阿”四大产品是公司新上市的麻醉药品，目前这四个产品市占率极低。未来随着镇痛市场规模进一步扩大，公司加强产品学术推广，加速产品进院，“羟瑞舒阿”市占率有望得到提升，“羟瑞舒阿”四种产品也有望成为公司未来业绩的重要增长点。此外，“羟瑞舒阿”属于管制类药品，行政壁垒较高，新进入的竞争较少，竞争格局较为稳定。

表6：公司“羟瑞舒阿”目前市占率较低，未来有望通过加速进院实现放量

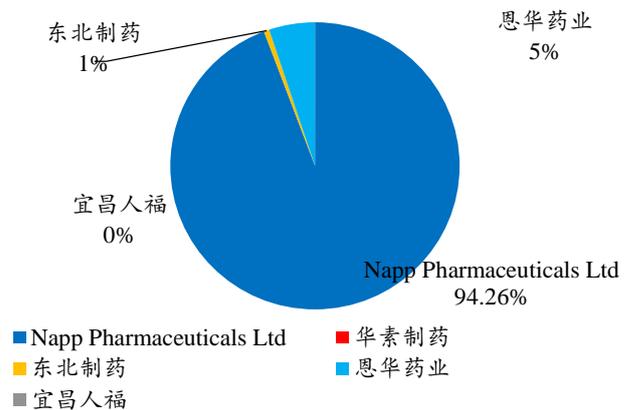
产品名称	公司产品上市时间	除公司外其他厂商	2022 公司产品销售额 (亿元)	2022 公司市占率 (%)	2022PDB 市场规模 (亿元)
羟考酮	2021 年 2 月	Napp Pharmaceuticals Ltd, 东北 制药, 人福医药	0.17	5.0%	3.39
瑞芬太尼	2014 年 10 月	人福医药, 国药集团	0.40	4.8%	8.31
舒芬太尼	2020 年 12 月	EuroCept BV, 国药集团, 人福 医药	0.08	1.6%	5.12
阿芬太尼	2021 年 11 月	人福医药	0.03 (百万元)	0.07%	0.44

资料来源：PDB、公司公告、开源证券研究所

羟考酮：外企主导，国产替代概率较大。羟考酮为强效镇痛药，用于治疗中度至重度急性疼痛，包括手术后引起的中度至重度疼痛，以及需要使用强阿片类药物治疗的疼痛。由于盐酸羟考酮注射液较少引起躁动，无呼吸抑制、躯体依赖或胃肠道蠕动抑制作用，因此被广泛应用于腹部外科手术，在作用于内脏器官疼痛方面有不可替代的优势。但受疫情影响，2020 年和 2022 年轻考酮销售额有所下降，2022 年轻考酮的样本医院销售额为 3.4 亿元，同比下降 15.12%。羟考酮原研药来自 Napp Pharmaceuticals Limited 公司，该公司目前在国内仍具有垄断地位，2022 年样本医院市场占有率达 94.3%，而恩华药业羟考酮注射液 2022 年市占率仅 5%。我们认为恩华药业有望凭借强大的销售团队加速市场推广。

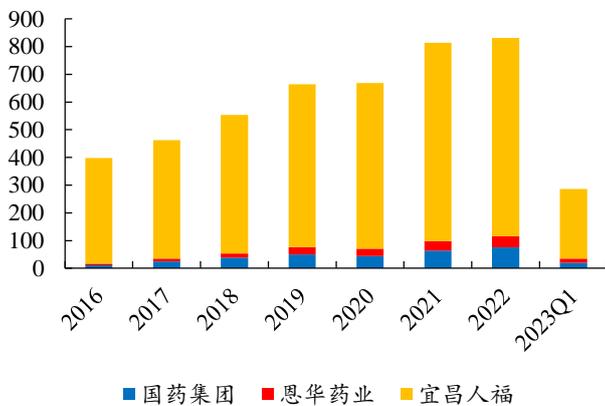
图38：样本医院羟考酮销售额维持高位（百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

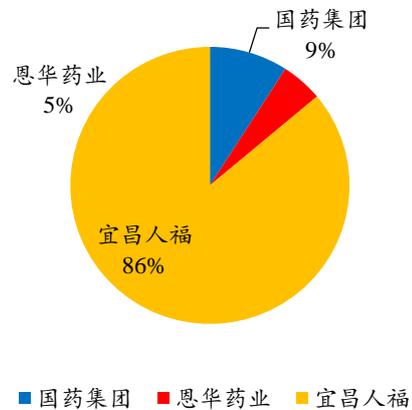
图39：外企占据羟考酮国内市场主导地位（2022年）


数据来源：PDB、开源证券研究所

瑞芬太尼：产品政策壁垒高，产品市场规模稳定增长。瑞芬太尼可用于全麻诱导或全麻中维持镇痛，具有缩短苏醒时间，减少住院时间，提高病床周转率的优势。瑞芬太尼市场规模连续多年保持稳定增长。据 PDB 数据，2022 年样本医院全年实现 8.3 亿元，同比增长 2.1%。由于镇痛市场需求较大，瑞芬太尼预计将持续放量。2022 年宜昌人福占据瑞芬太尼 86% 的样本医院市场份额，由于芬太尼类药物属于管制类药物，行政壁垒较高，竞争格局较为稳定。未来随着恩华药业加大市场推广力度，公司产品市占率和销售额有望提升。

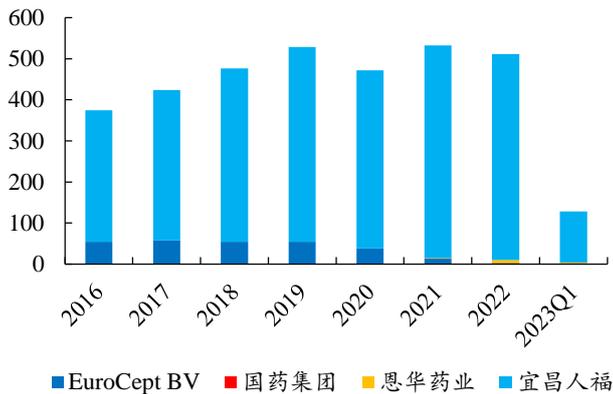
图40：样本医院瑞芬太尼销售额逐年递增（百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

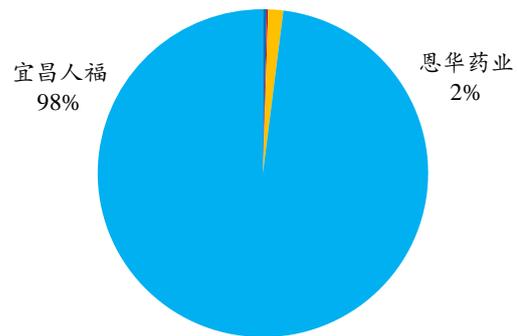
图41：宜昌人福占据瑞芬太尼市场主导（2022年）


数据来源：PDB、开源证券研究所

舒芬太尼：术后镇痛常用药物，竞争格局良好。舒芬太尼可用于气管内插管，人工呼吸的全身麻醉，复合麻醉的镇痛，全身麻醉大手术的麻醉诱导和维持，因其强效镇痛，起效快，作用时间久，副反应发生率低等优点，该产品已成为术后镇痛中常用药物。据 PDB 数据，2022 年舒芬太尼样本医院销售额达 5.1 亿元，同比下降 1.8%。舒芬太尼竞争格局良好，仅有国药、恩华、人福三家国产厂商。与瑞芬太尼相似，舒芬太尼也具有较高的政策壁垒，2022 年公司样本医院市占率达 2%。由于产品基数较低，未来公司产品市占率和销售额有望增长。

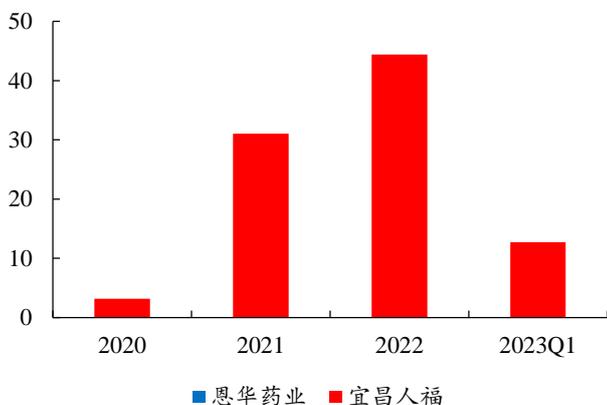
图42：样本医院舒芬太尼销售额维持高位（百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

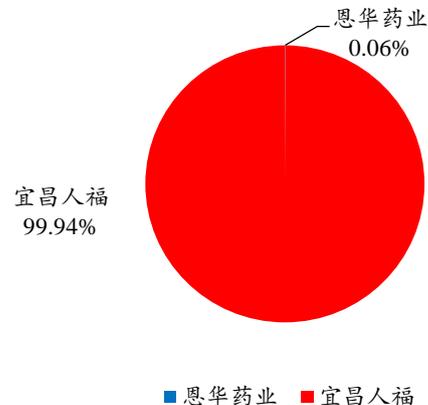
图43：宜昌人福舒芬太尼市占率达 98%（2022 年）


数据来源：PDB、开源证券研究所

阿芬太尼：2020 年来产品销售额快速增长，国内市场竞争格局良好。阿芬太尼为短效强镇痛药，相比于同类麻醉药，阿芬太尼的效价最低，起效最快，作用时间更短，其应用更倾向于短小操作、日间手术、保留自主呼吸以及门诊诊疗的麻醉。国产首款阿芬太尼于 2020 年上市，自上市起便保持高速增长。根据 PDB 数据，2022 年阿芬太尼样本医院销售额实现 4440 万元，同比增长 43.0%。目前国内阿芬太尼市场人福医药处于绝对领先地位，公司的阿芬太尼于 2021 年末上市销售，目前仍处于入院开发阶段，因此市场份额较少，2022 年样本医院市占率仅有 0.06%。未来随着恩华药业加强市场推广，公司阿芬太尼销售收入有望增长。

图44：样本医院阿芬太尼销售额快速增长（百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

图45：国内阿芬太尼市场竞争格局良好（2022 年）


数据来源：PDB、开源证券研究所

3.2、仿创并重，新品“地佐辛+TRV130”有望贡献新增量

公司创仿并重，不断加大对创新药物的研发投入。公司采用自主研发和合作研发相结合的模式，加快创新体系建设和项目进度。近年来公司研发费用持续增加，2023H1 投入科研经费约 2.82 亿元，比 2022 年同期增长了 35.09%，取得了显著的研发成果。截至 2022 年末，研发人员达 792 名。截至 2023H1，公司在研科研项目 80 多项，其中包括 25 个在研创新药项目。2023H1 公司申请发明专利 56 件，PCT 专利申请 2 件，申请软件著作权 1 项，获得授权发明专利 8 件，获得软件著作权 1 项。公司研发方向覆盖了全部中枢神经系统药物，包括精神类、神经类、麻醉镇痛类等领

域的药物，是国内中枢神经领域药物品种最多、品规最全的企业。公司设有企业院士工作站、国家博士后科研工作站、江苏省中枢神经药物研究重点实验室、江苏省麻醉与镇痛重点实验室、江苏省神经药物工程技术研究中心。我们认为随着公司创新产品的陆续上市，公司收入利润预计将持续提升。

图46：公司持续加大研发投入

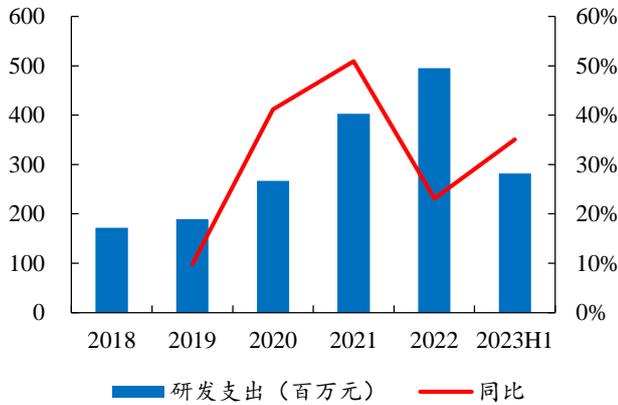
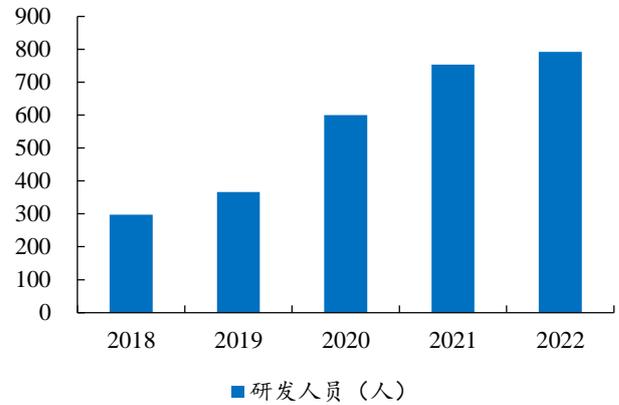


图47：公司研发人员数量逐年递增



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

创新药管线不断丰富，仿制药一致性评价有序开展。截至2023H1，在创新药研发方面，公司目前共有25个在研创新药项目，其中开展II期临床研究项目1个（NH600001乳状注射液），开展I期临床研究项目6个（NH112、NH102、NH130、Protollin鼻喷剂、NHL35700、YH1910-Z02），预计2023年下半年递交新药临床申请的项目3个，其余项目均处于早期研发阶段或研发保密阶段。在重点仿制药产品研发及一致性评价方面，富马酸奥赛利定注射液及依托咪酯中/长链脂肪乳注射液获批上市，其中富马酸奥赛利定注射液（TRV130）是与美国Trevena公司合作的新产品，在中国获化合物专利独占许可；在研仿制药项目43个，其中仿制药申报生产在审评项目6个（盐酸阿芬太尼注射液、地佐辛及注射液、普瑞巴林胶囊、氯硝西洋注射液、盐酸咪达唑仑口服溶液、拉考沙胺注射液）；2023年上半年已通过一致性评价项目2个（盐酸丁螺环酮片、盐酸戊乙奎醚注射液），开展一致性评价在研项目14个，其中在审评项目4个（注射用甲磺酸齐拉西酮、盐酸戊乙奎醚注射液、阿普唑仑片、枸橼酸芬太尼注射液）。我们认为，随着新上市产品逐步开始贡献收入，在研管线不断推进，公司业绩有望进一步增长。

表7：创新药管线不断丰富，仿制药一致性评价有序进展

在研管线汇总					
在研创新药项目					
序号	产品名称	领域	研发进展	创新类别	备注
1	NH600001 乳状注射液	静脉麻醉	临床2期	1类新药，自主创新	
2	NH112	精神分裂症	临床1期	1类新药，自主创新	
3	NHL35700	精神分裂症	临床1期	1类新药，国外引进	
4	NH102	抗抑郁	临床1期	1类新药，自主创新	
5	YH1910-Z02	抗抑郁	临床1期	2类改良型新药，自主创新	精麻管制
6	YH1910-Z01	抗抑郁	预计2023年下半年中国递交临床申请	2类改良型新药，自主创新	精麻管制
7	YH1907-Z01	抗抑郁	临床前研究	2类改良型新药，自主创新	精麻管制

在研管线汇总

8	Protollin 鼻喷剂	阿尔茨海默症	临床 1 期	1 类新药, 国外引进
9	NH130	帕金森病精神病	临床 1 期	1 类新药, 自主创新

在研仿制药项目

序号	产品名称	领域	研发进展	备注
1	盐酸咪达唑仑口服溶液	镇静	已申报生产, 在审评阶段	精麻管制
2	氯硝西洋注射液	抗癫痫	已申报生产, 在审评阶段	精麻管制
3	盐酸阿芬太尼注射液	麻醉镇痛	5ml:2.5mg 规格已申报生产, 在审评阶段	精麻管制
4	地佐辛及注射液	麻醉镇痛	已申报生产, 在审评阶段	精麻管制
5	普瑞巴林胶囊	抗癫痫	已申报生产, 在审评阶段	
6	拉考沙胺注射液	抗癫痫	已申报生产, 在审评阶段	
7	注射用盐酸瑞芬太尼	麻醉镇痛	增加临床适应症, 正在开展临床试验	精麻管制
8	盐酸他喷他多片	镇痛	正在开展临床试验	精麻管制
9	劳拉西洋注射液	镇静	正在开展临床试验	精麻管制
10	枸橼酸芬太尼口腔黏膜贴片	镇痛	已获批临床	精麻管制
11	右酮洛芬氨丁三醇注射液	镇痛	已获批临床	
12	普瑞巴林缓释片	镇痛	已获批临床	
13	氨磺必利注射液	麻醉辅助	已获批临床	
14	布立西坦注射液	抗癫痫	已获批临床	
15	咪达唑仑鼻用喷雾剂	抗癫痫	已获批临床	精麻管制

一致性评价性项目

序号	产品名称	领域	研发进展	备注
1	盐酸丁螺环酮片	抗焦虑	5mg 规格, 于 2023 年 04 月通过一致性评价	
2	盐酸戊乙奎醚注射液	麻醉辅助	1ml:1mg、2ml:2mg 规格, 于 2023 年 6 月通过一致性评价	
3	枸橼酸芬太尼注射液	麻醉镇痛	已申报, 在审评阶段	精麻管制
4	阿普唑仑片	抗焦虑	已申报, 在审评阶段	精麻管制
5	盐酸戊乙奎醚注射液	麻醉辅助	1ml:0.5mg 规格, 已申报, 在审评阶段	
6	注射用甲磺酸齐拉西酮	精神分裂症	已申报, 在审评阶段	

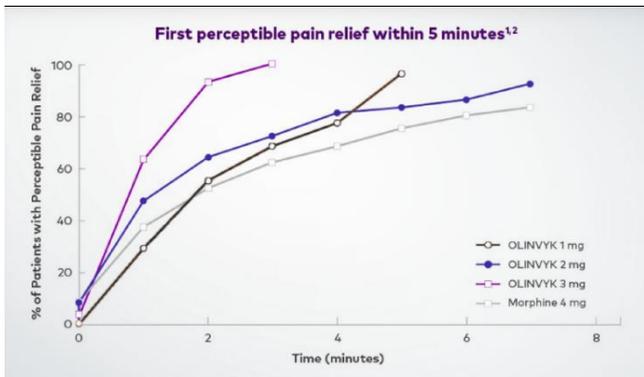
在研管线汇总

段

资料来源：公司公告、开源证券研究所

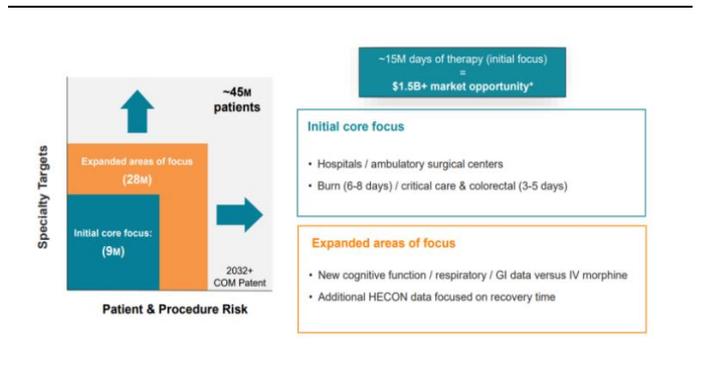
TRV130 起效迅速，竞争格局好。 TRV130 是由美国 Trevena 公司首创的新型小分子 G 蛋白偏向性 μ -阿片受体 (MOR) 激动剂，优先激活镇痛疗效信号通路的同时，能够减少引起不良反应信号通路的激活。公司以 250 万美元首付款+里程碑的方式于 2018 年与 Trevena 签订了 TRV130 (OLINVYK) 合作协议，取得了该产品在中国“授权适应症”的开发及销售，并具有自主知识产权，产品专利期较长。此产品于 2023 年 5 月获国家药监局批准上市，用于治疗需要静脉注射阿片类药物的成人急性疼痛，该药物也可作为替代疗法效果不佳时的选择。根据国内临床桥接研究数据显示，TRV130 中国患者安全性及药代动力学特征数据与全球研究数据一致，在中国人群中安全性和耐受性均良好；TRV130 与吗啡相比，镇痛效果相当，起效更快，恶心呕吐等不良反应发生率更低，与原研境外临床试验结论一致，在中国受试者人群中具有良好的获益/风险比。

图48: TRV130 起效相较吗啡迅速，疗效显著



资料来源：Trevena 官网

图49: TRV130 有望替代吗啡，具有一定潜在空间



资料来源：Trevena 官网

公司 TRV130 与同机制药物相比具有先发优势。 恒瑞的 SHR8554 与公司产品效果相类似，但 SHR8554 比 TRV130 上市进度晚一些，因此公司的 TRV130 具有一定的先发优势。此外，TRV130 覆盖的院端科室基本与公司先前涉及的麻醉科室重合，故公司推广 TRV130 时能够较为容易地获取资源渠道。我们预计公司产品 TRV130 上市后有望快速放量以贡献公司业绩。

表8: 公司 TRV130 与同机制药物相比具有先发优势

公司	产品名称	作用机制	适应症	上市申请受理时间	最新阶段
恒瑞医药	SHR8554	靶向 μ 阿片受体 (MOR) 的小分子药物，可激活 MOR 受体	用于治疗腹部手术后中重度疼痛	2022 年 7 月	2022 年 7 月上市申请获受理
恩华药业	TRV130	新型小分子 G 蛋白偏向性 μ -阿片受体 (MOR) 激动剂，优先激活镇痛疗效信号通路的同时，能够减少引起不良反应信号通路的激活	用于治疗成人患者严重到需要静脉注射阿片类药物的急性疼痛，也可作为替代疗法效果不佳时的选择	2022 年 1 月	2023 年 5 月获得 4 个规格的《药品注册证书》

资料来源：公司公告、恒瑞医药公告、开源证券研究所

地佐辛市场空间大，公司市占率有望提升。 地佐辛属于术后镇痛常用药物，是合成的阿片受体激动-拮抗药，其镇痛作用是由 μ 受体和 κ 受体介导，是 μ 受体部分激

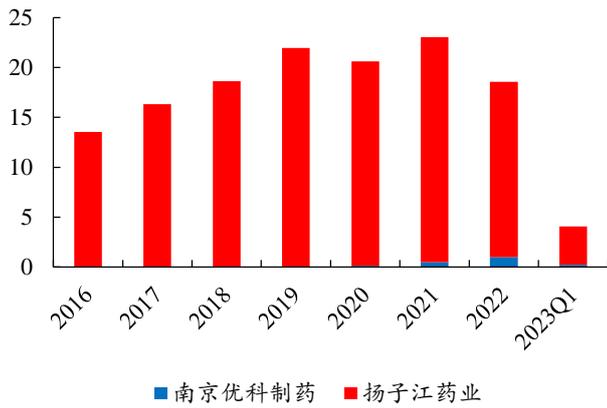
动药和κ受体部分激动药，此外，还有阿片受体以外的抑制去甲肾上腺素再吸收作用，可单独用于术后轻、中度疼痛的镇痛，也可与非甾体类抗炎药 (NSAIDs)、强效阿片类药物等复合用于术后重度疼痛的镇痛。该药还可作为外周神经阻滞、局部浸润麻醉镇痛不足的补救用药。由于地佐辛的依赖性低，在我国被列入二类精神药品。

表9：国内外多篇指南与专家共识推荐地佐辛用于临床镇痛

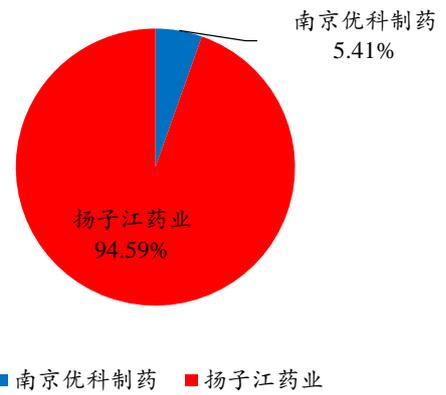
年份	指南	推荐内容
2013	《成人烧伤疼痛管理指南》	针对烧伤急性疼痛和烧伤术后疼痛的药物治疗，均可以在患者自控镇痛 (PCA) 泵中添加 10mg 地佐辛；针对床旁小型换药等短时的烧伤操作性疼痛，可以通过静脉滴注 5mg 地佐辛 +2mg 咪达唑仑来缓解疼痛
2014	《中国老年患者围术期麻醉管理指导意见 (续)》	由于辅助类阿片类镇痛药特别容易引起呼吸中枢抑制，导致老年患者呼吸频率减慢以及节奏紊乱，因此针对非全身麻醉方法的术中辅助镇痛，可以选择呼吸抑制作用较小的阿片类的地佐辛，但仍需监测呼吸中枢抑制效应
2016	《中国髌、膝关节置换术加速康复——围术期疼痛与睡眠管理专家共识》	针对关节置换术围术期疼痛管理的常用药物治疗方法，就提到以地佐辛为代表的阿片镇痛药物，主要通过作用于中枢或外周的阿片类受体发挥镇痛作用，可用于术后急慢性疼痛
2017	《成人手术后疼痛处理专家共识》	对于急性伤害性疼痛，10mg 地佐辛与 10mg 吗啡镇痛效果相当，因此地佐辛主要被用于手术后中度痛的治疗，或者作为多模式镇痛的组成部分用于重度疼痛治疗
2018	《中国成人 ICU 镇痛和镇静治疗指南》	地佐辛为 ICU 常用阿片类药物，推荐在镇静治疗的同时或之前给予镇痛治疗
2018	《成人术后急性疼痛 PCIA 治疗规范化管理建议》	地佐辛主要用于术后中度疼痛 (包括内脏痛) 的治疗，也可作为多种药物复合镇痛的组成部分用于重度疼痛治疗
2018	《NCCN 临床实践指南：成人癌痛》	对于中重度的癌痛患者，可采用阿片类药物与非甾体抗炎药的联合镇痛治疗
2019	《急性脊柱脊髓损伤围术期管理临床指南》	可选择阿片类药物，如地佐辛等，作为病理性神经疼痛的药物治疗方式
2019	《临床药师术后疼痛管理指引》	多模式镇痛为术后最常见镇痛方式，推荐地佐辛为多模式镇痛 PCA 的组成用药
2020	地佐辛临床镇痛专家共识	与吗啡的临床效应相似，但呼吸抑制等不良反应轻于吗啡，且有封顶效应 (0.3~0.4mg/kg 时呼吸抑制效应最大)

资料来源：药闻康策公众号、中华医学期刊网公众号、开源证券研究所

地佐辛：销售峰值超 20 亿，扬子江为主要布局厂家。据 PDB 数据，2016-2023Q1 地佐辛院端销售金额在前期逐步攀升，到 2021 年达到峰值 23.1 亿元，2022 年销售额为 18.57 亿元，同比下滑 19.46%。目前国内地佐辛仅有扬子江和南京优科两家企业布局销售。2022 年，扬子江的地佐辛产品市占率高达 94.59%，占据绝大市场份额。

图50：院端地佐辛前期销售额逐步上升（亿元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

图51：扬子江药业为院端地佐辛销售主力（2022年）


数据来源：PDB、开源证券研究所

3.3、集采影响基本落地，公司核心精麻产品集采风险小

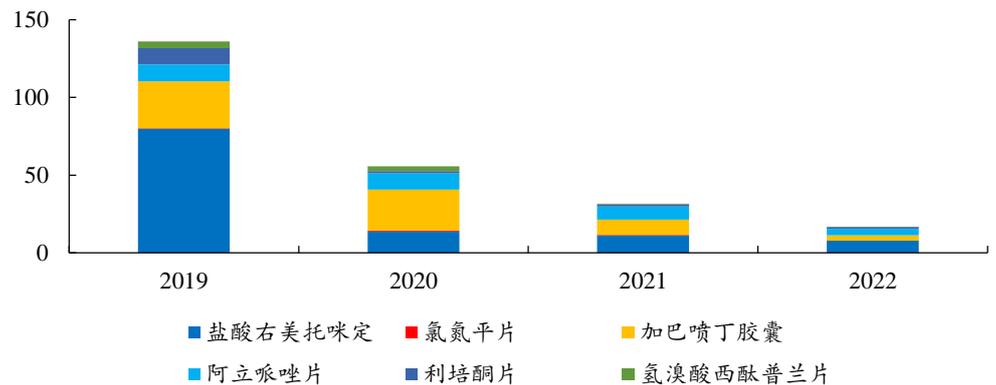
集采影响基本落地，公司核心精麻产品集采风险小。公司非集采产品以专业化学术推广的方式进行销售，通过自营团队开发医院终端并进行医患教育与学术推广；针对集采产品，在集采中标地区，公司保障临床供给，重点拓展民营医院等以及院外新零售市场，提升市场占有率。自首次“4+7”集采开始以来，公司产品目录中被集采的产品主要包括盐酸右美托咪定、阿立哌唑片、利培酮片、氯氮平片、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、氢溴酸西酞普兰片和加巴喷丁胶囊。在公司核心产品中，目前力月西属于精麻二类管制药物，集采风险较小；福尔利为长链依托咪酯，为公司独家剂型，基本无集采可能性；“羟瑞阿舒”也属于管制类精麻产品，集采风险同样较低。因此我们预计，公司主要产品销售额会持续稳步推进，助力公司业绩稳固提升。

表10：公司产品线中部分药品已进入集采名单

产品分类	产品名称	集采轮次	执行时间
麻醉类	盐酸右美托咪定	“4+7”集采	2019
	阿立哌唑片	第五批集采	2021.1
	利培酮片	“4+7”集采	2019
精神类	氯氮平片	“4+7”集采	2019
	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	第四批集采	2021.05
	氢溴酸西酞普兰片	第三批集采	2020.11
神经类	加巴喷丁胶囊	第四批集采	2021.05

资料来源：上海阳光医药采购网、开源证券研究所

公司传统集采产品收入逐年下降，集采影响落地。据 PDB 数据，2019-2022 年集采产品总体收入呈现逐年下降趋势，集采产品总收入（除去盐酸度洛西汀肠溶胶囊；PDB 未披露恩华药业盐酸度洛西汀肠溶胶囊 2019-2022 年销售数据）由 2019 年的 1.36 亿元下滑至 2022 年的 0.17 亿元。其中，集采品种中收入占比较大的盐酸右美托咪定 2022 年收入仅 782.8 万元，同比下滑 29.28%。随着公司集采产品对收入端带来的负面影响逐步落地，公司业绩有望进一步提升。

图52：公司传统集采产品收入逐年下降，集采影响落地（百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

3.4、BD 团队：加强外部合作，推进国际化战略

公司重视国际 BD 团队，不断加强外部合作。公司引进多项具有一定市场潜力的产品，重视国际 BD 业务，目前具有进展的 BD 项目共计四项，在新药研发、联合推广以及数字化转型等方面均有布局。未来随着公司业绩平稳推进，公司将进一步重视国际业务发展，打造强大的国际 BD 团队，推进国际化战略。

表11：公司重视国际 BD 业务

项目内容	项目时间	项目进展
公司从美国 Trevena 引进奥赛利定富马酸盐 (TRV-130) 注射液	2018 年 05 月	2023 年 5 月获批 4 个规格的《药品注册证书》，目前该产品已生产上市销售
公司从丹麦灵北公司引进治疗精神分裂症药物 Lu-AF35700	2021 年 11 月	2023 年 2 月，公司引进的治疗精神分裂症 1 类化学药品 NHL35700 片正式进入临床阶段
公司与天境生物合作开发用于治疗阿尔兹海默症的新药 Protollin	2019 年 04 月共同签署《技术信息排他许可协议》	目前在美国的 I 期临床试验进展顺利
公司与丹麦灵北制药公司在 Lundbeck 总部签署战略合作协议	2023 年 5 月	公司与 Lundbeck 承诺将依托双方各自发展优势，探讨新药研发、联合推广以及数字化转型等方面的合作

资料来源：公司公告、医药魔方公众号、公司公众号、开源证券研究所

4、瞄准精准医疗，全面布局中枢神经系统业务

凭借“政策推动+技术优势”，精神心理服务公司好欣晴业绩有望稳步上升。江苏好欣晴成立于 2015 年，作为国内最大的专注于精神心理服务在线平台公司，好欣晴积极布局互联网精神心理医疗服务领域，目前已推出“好心情”平台。截至 2023 年 6 月底，好欣晴平台注册医生超过 5 万名，每月服务患者人次超过 20 万人次。此外，2022 年国务院发布的“十四五”国民健康规划中，已明确将促进心理健康和提高精神卫生服务能力纳入“十四五”规划中，并将“好心情”列为《5G+心理健康》试点项目单位和平台。我们认为，在政策推动和技术优势下，好欣晴业绩有望稳步上升。

图53：“好心情”将数字化平台和临床技术结合，为医患搭建在线服务和管理平台



名医导航 >

资料来源：好心情官网、开源证券研究所

前瞻布局精准医疗，逐步优化恩元生物中枢系统业务。精准医疗相较传统医疗，能更精确更高效地治疗疾病，减少患者痛苦和不必要的经济损失。据前瞻经济学人预测，2024年国内精准医疗市场规模将达到1356亿元。公司立足于精神疾病的精准医疗，于2018年成立恩元生物，在疾病诊断、筛查及用药指导等方面为临床提供“一站式”精准诊疗服务。2019年，恩元生物与赛默飞世尔达成战略合作协议，共建“中枢神经疾病精准医学示范实验室”。恩元生物已获得ISO9001质量管理体系认证并启动ISO13485医疗器械专用质量管理体系认证。截至到2022年，恩元生物共申报7项发明专利（已授权3项），38项软件著作权（2022年度获得28项）。我们认为，公司前瞻布局精准医疗，有望实现业务快速增长。

表12：恩元生物积极推进上市产品，布局中枢神经系统的精准医疗

产品名称	产品用途	产品内容
臻慧选	通过遗传学分析，评估患者对精神科药物的潜在疗效和不良反应风险，为临床医生指定更加安全有效的用药方案提供参考，帮助患者第一时间选出合适药物、节省时间和治疗费用、提高药物疗效，同时减少药物不良反应的发生	抗抑郁药物、抗精神分裂症药物、抗焦虑药物/心境稳定剂一站式遗传学分析服务方案
臻智选	通过对病因不明的儿童发育障碍患者进行遗传学分析，为临床诊疗提供建议评估亲属或下一代的患病风险，为早期干预或生育指导提供参考	覆盖自闭症、多动症、智力障碍、整体发育迟缓等疑似病症
贝安臻	对癫痫患者进行遗传学分析，可帮助患者和医生明确病因及类型，指导医生指定合适的治疗方案，同时选择更加安全有效的药物，提高治疗效果。此外还可评估亲属或下一代的患病风险，为早期干预或生育指导提供参考	癫痫辅助诊疗全方位遗传学分析服务方案

资料来源：恩元生物官网、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

基于公司业务结构，我们对公司主要业务麻醉类、精神类、神经类、其他制剂、

原料药和医药商业进行如下假设：

(1) 麻醉类：麻醉业务线为公司核心收入来源，核心产品力月西和福尔利处于稳定增长态势，同时公司四大管制类麻药的市占率加速提升，预计 2023-2025 年公司麻醉类业务收入增速约为 26.00%、26.50%、27.00%，毛利率约为 90.00%、90.00%、90.00%。

(2) 精神类：我们预计 2023 年精神类产品集采影响基本出清，2023 受医药整体政策环境影响预计板块增速基本持平，2023-2025 年精神类产品收入增速约为 14.00%、14.50%、15.00%，毛利率维持在 82.00%、82.00%、82.00%。

(3) 神经类：神经类业务体量和基数较小，我们预计神经类产品 24 年和 25 年加速放量，2023-2025 年神经类产品收入增速分别为 0.00%、10.50%、11.00%，毛利率分别为 78.3%、78.3%、78.3%。

(4) 原料药：公司为精麻类企业中为数不多的生产原料药的厂家，我们预计 2023-2025 年原料药板块收入增速约为 20.00%、20.50%、21.00%，毛利率分别为 45.20%、45.20%、45.20%。

(5) 医药商业：公司医药商业板块以零售药店恩华连锁为主，受益于连锁药店数量稳定增加，我们预计 2023-2025 年商业板块收入增速约为 21.00%、22.00%、23.00%，毛利率维持在 16.50%、16.50%、16.50%。

5.2、盈利预测及估值

恩华药业专注布局麻醉类、精神类和神经类等中枢神经系统药物。受益于手术量的恢复叠加麻醉药应用拓展，公司产品力月西、福尔利以及“羟瑞舒阿”持续放量。同时，公司不断丰富精麻管线产品以增强科研实力。TRV130 镇痛产品有望凭借出色的疗效贡献收入；地佐辛市场空间大且竞争格局良好，产品上市后有望快速放量。此外，恩华药业成立子公司好欣晴和恩元生物，分别布局互联网精神心理医疗服务和精准医疗领域。基于稳定输出的存量品种和有待放量的增量产品，我们看好公司发展，预测 2023-2025 年归母净利润为 11.08/13.66/16.95 亿元，对应 EPS 为 1.10/1.36/1.68 元，当前股价对应 PE 分别为 23.1/18.7/15.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

恩华药业[002262.SZ] - (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,298.51	5,155.32	6,254.12	7,643.16
同比(%)	9.22%	19.93%	21.31%	22.21%
毛利率(%)	76.26%	76.10%	76.40%	76.67%
归属母公司股东的净利润	900.93	1108.06	1366.32	1694.79
同比(%)	12.93%	22.99%	23.31%	24.04%
按业务拆分				
1 麻醉类				
收入	2,174.17	2,739.45	3,465.41	4,401.07
同比(%)	10.99%	26.00%	26.50%	27.00%
毛利率(%)	90.13%	90.00%	90.00%	90.00%
业务收入比例(%)	50.58%	53.14%	55.41%	57.58%

恩华药业[002262.SZ] - (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
2 精神类				
收入	1052.50	1199.85	1373.83	1579.90
同比 (%)	-3.94%	14.00%	14.50%	15.00%
毛利率(%)	83.05%	82.00%	82.00%	82.00%
业务收入比例(%)	24.49%	23.27%	21.97%	20.67%
3 商业医药				
收入	516.23	624.64	762.06	937.33
同比 (%)	23.53%	21.00%	22.00%	23.00%
毛利率(%)	16.82%	16.50%	16.50%	16.50%
业务收入比例(%)	12.01%	12.12%	12.18%	12.26%
4 原料药				
收入	117.43	140.92	169.80	205.46
同比 (%)	25.13%	20.00%	20.50%	21.00%
毛利率(%)	46.38%	45.20%	45.20%	45.20%
业务收入比例(%)	2.73%	2.73%	2.72%	2.69%
5 神经类				
收入	186.78	186.78	206.39	229.10
同比 (%)	18.03%	0.00%	10.50%	11.00%
毛利率(%)	78.25%	78.30%	78.30%	78.30%
业务收入比例(%)	4.35%	3.62%	3.30%	3.00%

数据来源: Wind、开源证券研究所

基于公司整体规模和业务特点,我们选取四家布局仿创药物的公司作为可比公司,分别为恒瑞医药、人福医药、海思科和丽珠集团。我们看好公司在中枢神经系统产品和后续管线布局及竞争力,预计2023年PE为23.1,低于可比公司平均。

表14: 与可比公司相比,公司估值较低

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600276.SH	恒瑞医药	44.49	-13.8	18.8	20.9	21.8	62.9	61.1	50.6	41.5
600079.SH	人福医药	25.68	88.6	-10.1	24.6	13.9	15.7	18.1	14.5	12.8
002653.SZ	海思科	21.30	-19.7	9.1	31.1	32.8	86.4	78.6	59.9	45.1
000513.SZ	丽珠集团	34.91	7.5	10.7	13.4	15.2	15.9	15.3	13.5	11.7
	可比公司									
	平均		15.7	7.1	22.5	20.9	45.2	43.3	34.6	27.8
002262.SZ	恩华药业	26.66	12.9	23.0	23.3	24.0	28.4	23.1	18.7	15.1

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 除恩华药业、人福医药外,其余可比公司的盈利预测均来自 Wind 一致预测,收盘价截至2023年12月21日收盘

6、风险提示

集采降价的风险; 药品研发失败的风险; 核心产品竞争加剧的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4043	4650	5139	6307	7598
现金	1608	1532	2710	3660	4729
应收票据及应收账款	677	821	0	0	0
其他应收款	17	30	27	42	42
预付账款	20	63	37	85	64
存货	604	716	878	1032	1276
其他流动资产	1117	1488	1488	1488	1488
非流动资产	1654	1831	1951	2118	2359
长期投资	92	78	66	55	44
固定资产	1066	1145	1272	1445	1679
无形资产	167	224	245	262	285
其他非流动资产	328	384	369	356	352
资产总计	5697	6482	7090	8425	9958
流动负债	682	794	506	636	655
短期借款	38	30	30	30	30
应付票据及应付账款	267	256	0	0	0
其他流动负债	377	508	476	606	625
非流动负债	111	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	111	103	103	103	103
负债合计	793	897	609	739	758
少数股东权益	-17	-37	-47	-59	-76
股本	1008	1008	1008	1008	1008
资本公积	119	119	119	119	119
留存收益	3783	4482	5370	6451	7764
归属母公司股东权益	4921	5622	6529	7744	9275
负债和股东权益	5697	6482	7090	8425	9958

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	701	861	1538	1281	1477
净利润	798	880	1098	1355	1678
折旧摊销	115	128	126	151	177
财务费用	-10	-21	-72	-106	-139
投资损失	-36	-36	-35	-32	-35
营运资金变动	-252	-157	429	-74	-194
其他经营现金流	86	66	-8	-12	-9
投资活动现金流	-393	-689	-211	-286	-383
资本支出	206	328	258	329	429
长期投资	0	0	12	11	11
其他投资现金流	-186	-361	35	32	35
筹资活动现金流	-127	-241	-150	-45	-25
短期借款	0	-8	0	0	0
长期借款	0	0	-0	-0	-0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	70	0	0	0	0
其他筹资现金流	-197	-233	-150	-45	-25
现金净增加额	180	-68	1177	951	1069

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3936	4299	5155	6254	7643
营业成本	897	1020	1232	1476	1783
营业税金及附加	54	57	67	84	102
营业费用	1595	1655	1959	2377	2904
管理费用	148	193	232	281	344
研发费用	352	454	541	657	803
财务费用	-10	-21	-72	-106	-139
资产减值损失	-35	-16	0	0	0
其他收益	33	47	35	36	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	36	36	35	32	35
资产处置收益	-0	0	-0	-0	0
营业利润	926	1003	1274	1565	1928
营业外收入	3	3	2	2	2
营业外支出	13	16	10	12	13
利润总额	916	990	1265	1556	1918
所得税	118	110	167	201	240
净利润	798	880	1098	1355	1678
少数股东损益	0	-21	-10	-12	-17
归属母公司净利润	798	901	1108	1366	1695
EBITDA	985	1074	1330	1613	1970
EPS(元)	0.79	0.89	1.10	1.36	1.68

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.1	9.2	19.9	21.3	22.2
营业利润(%)	8.1	8.4	26.9	22.9	23.2
归属于母公司净利润(%)	9.5	12.9	23.0	23.3	24.0
获利能力					
毛利率(%)	77.2	76.3	76.1	76.4	76.7
净利率(%)	20.3	20.5	21.3	21.7	22.0
ROE(%)	16.3	15.8	16.9	17.6	18.2
ROIC(%)	15.0	14.7	15.8	16.3	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	13.9	13.8	8.6	8.8	7.6
净负债比率(%)	-30.2	-25.5	-40.4	-46.5	-50.4
流动比率	5.9	5.9	10.2	9.9	11.6
速动比率	5.0	4.9	8.3	8.1	9.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6.2	5.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.3	10.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.89	1.10	1.36	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.85	1.53	1.27	1.47
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.58	6.48	7.69	9.21
估值比率					
P/E	32.0	28.4	23.1	18.7	15.1
P/B	5.2	4.5	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	23.3	21.1	16.1	12.7	9.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

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

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn