

2024年11月16日

人福医药(600079.SH)

投资评级: 买入(首次)

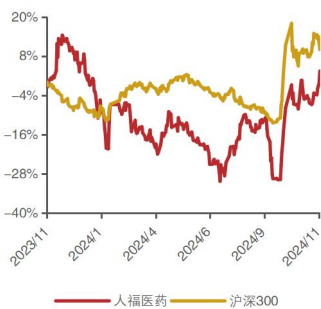
——股东重整临近, 有望迎来戴维斯双击

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
李强
SAC: S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2024年11月15日

收盘价(元)	23.50
一年内最高/最低(元)	27.36/15.68
总市值(百万元)	38,357.31
流通市值(百万元)	36,264.70
总股本(百万股)	1,632.23
资产负债率(%)	43.72
每股净资产(元/股)	10.95

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- **推进“归核化”战略, 有息负债规模持续减少, 资产负债率持续改善, 报表端净利率提升。**2017年开始公司实行“归核化”战略, 先后剥离各类非核心资产, 持续聚焦主业, 截至2024前三季度资产负债率为43.7%, 较前几年明显改善(最高到60%)。此外, 严控融资规模, 有息负债规模下降, 利息费用降低, 财务费用率从2019年的4.1%降至2023年的1.2%; 扣非净利率由2019年2.2%提升到2023年的7.4%, 报表端业绩明显改善, 扣非归母净利润从2017年的5.6亿增长至2023年的18.2亿, 复合增速为21.8%。
- **宜昌人福过去十年净利润复合增速超25%, 我们预计未来三年净利润复合增速有望到15%。**宜昌人福是公司最核心子公司, 为国内麻药领域龙头, 历史业绩表现亮眼, 收入由2012年的14.0亿增长到2023年的80.6亿元, 复合增速为17.2%, 净利润由2005年的0.27亿增长至2023年的24.29亿元(上市公司扣非净利润18.2亿元), 复合增速为28.4%。2023年宜昌人福麻醉药收入67亿元(同比+16%), 其中非手术麻醉收入20.4亿元(同比+36%), 手术麻醉收入47亿元(同比+9%), 非手术麻醉收入由2019年约6亿增长至2023年20.4亿, 复合增速35.8%。公司在非手术领域(ICU、癌痛、介入)持续发力, 麻醉产品线方面, 宜昌人福在镇痛领域市占率较高, 主力品种芬太尼系列如瑞芬太尼和舒芬太尼市场份额超90%, 其他镇痛药吗啡酮、纳布啡以及羟考酮缓释片等目前正在快速放量; 此外, 宜昌人福在镇静领域发力相对较晚, 但2020年以来上市了苯磺酸瑞马唑仑和磷丙泊酚二钠等新品种, 两款产品临床应用优势明显, 镇静领域未来增长有望加速, 我们预计以上品种有望带动宜昌人福收入端未来三年内保持10-15%增长区间, 考虑规模效应带来的净利率提升, 我们预计宜昌人福未来三年净利润复合增速或有望到15%以上。
- **研发费用率持续提升, 在研管线不断丰富, 成长共享奖金释放经营活力, 其他子公司稳健增长。**2023年公司研发费用14.6亿元, 研发费用率为5.96%(2019年为2.69%), 除了麻醉新品种外, 其他在研品种如治疗严重下肢缺血的重组质粒-肝细胞生长因子目前处于临床三期阶段, 该产品目标人群广阔, 临床上缺乏较好的治疗手段, 且研发竞争格局较好, 未来市场空间较大。其他品种如HWH340(PARP抑制剂)处于临床二期阶段, HWH486胶囊(BTK抑制剂)处于临床二期阶段; 此外还有两款1类中药创新药白热斯丸和复方薏解颗粒分别处于临床二期阶段。2023年, 公司推出成长共享奖金, 以扣非净利润增长为目标激励提管理人员及核心骨干, 持续释放企业经营活力。其他子公司方面, 葛店人福、新疆维药、北京医疗以及Epic Pharma等预计未来将保持稳健增长。
- **大股东破产重整按计划推进中。**2024年10月, 公司公告, 大股东当代科技破产重整已有6家重整投资人通过形式审查且已完成报名保证金缴纳, 合格报名重整投资人中含中央企业3家、地方大型国有企业3家, 破产重整将按照计划有序进行。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2024-2026年分别实现营业收入260.5、279.6、299.4亿元, 同比增长率分别为6.2%、7.3%、7.1%, 实现归母净利润分别为21.7、25.7、29.7亿元, 同比增长率分别为1.5%、18.4%、15.7%。当前股价对应的PE分别为18、15、13倍。我们选取恩华药业、海思科和恒瑞医药作为可比公司, 公司估值水平低于可比公司, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧的风险; 新产品市场推广不及预期的风险; 政策超预期的风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,338	24,525	26,045	27,955	29,940
同比增长率(%)	8.71%	9.79%	6.20%	7.33%	7.10%
归母净利润(百万元)	2,484	2,134	2,167	2,566	2,969
同比增长率(%)	88.60%	-14.07%	1.54%	18.40%	15.70%
每股收益(元/股)	1.52	1.31	1.33	1.57	1.82
ROE(%)	16.52%	12.52%	11.56%	12.36%	12.86%
市盈率(P/E)	15.44	17.97	17.70	14.95	12.92

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年分别实现营业收入 260.5、279.6、299.4 亿元，同比增长率分别为 6.2%、7.3%、7.1%，实现归母净利润分别为 21.7、25.7、29.7 亿元，同比增长率分别为 1.5%、18.4%、15.7%。当前股价对应的 PE 分别为 18、15、13 倍。我们选取恩华药业、海思科和恒瑞医药作为可比公司，公司估值水平低于可比公司，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 宜昌人福：手术量稳步增长，非手术科室渗透率快速提高，我们假设宜昌人福 2024–2026 年收入分别为 91.9/103.4/115.4 亿元，同比增长 14.0%/12.6%/11.6%；2) 葛店人福：我们假设 2024–2026 年收入分别为 13.5/15.1/16.6 亿元，同比增长 13%/12%/10%；3) 新疆维药：我们假设 2024–2026 年收入分别为 11.5/13.3/15.3 亿元，同比增长 15%/15%/15%；4) 北京医疗：我们假设 2024–2026 年收入分别为 19.2/21.2/23.3 亿元，同比增长 11%/10%/10%；5) Epic Pharma：我们假设 2024–2026 年收入分别为 12.7/15.0/17.2 亿元，同比增长 20%/18%/15%；

投资逻辑要点

推进“归核化”战略，有息负债规模持续减少，资产负债率持续改善，报表端净利率提升。2017 年开始公司实行“归核化”战略，先后剥离各类非核心资产，持续聚焦主业，截至 2024 前三季度资产负债率为 43.7%，较前几年明显改善（最高到 60%）。此外，严控融资规模，有息负债规模下降，利息费用降低，财务费用率从 2019 年的 4.1% 降至 2023 年的 1.2%；扣非净利率由 2019 年 2.2% 提升到 2023 年的 7.4%，报表端业绩明显改善，扣非归母净利润从 2017 年的 5.6 亿增长至 2023 年的 18.2 亿，复合增速为 21.8%。

宜昌人福在非手术领域（ICU、癌痛、介入）持续发力，麻醉产品线方面，宜昌人福在镇痛领域市占率较高，主力品种芬太尼系列如瑞芬太尼和舒芬太尼市场份额超 90%，其他镇痛药物氢吗啡酮、纳布啡以及羟考酮缓释片等目前正在快速放量；此外，宜昌人福在镇静领域发力相对较晚，但 2020 年以来上市了苯磺酸瑞马唑仑和磷丙泊酚二钠等新品种，两款产品临床应用优势明显，镇静领域未来增长有望加速，我们预计以上品种有望带动宜昌人福收入端未来三年内保持 10–15% 增长区间，考虑规模效应带来的净利率提升，我们预计宜昌人福未来三年净利润复合增速或有望到 15% 以上。

核心风险提示

市场竞争加剧的风险；新产品推广不及预期的风险；政策超预期的风险。

内容目录

1. “归核化”稳步推进，利润端持续释放	7
2. 麻醉高壁垒赛道，竞争格局良好	11
2.1. 老龄化+医疗舒适化，麻醉药市场潜力不断扩大	11
2.2. 精麻类产品政府高度管制，部分产品不可集采	13
2.3. 国内麻醉药市场规模约 300 亿元，镇痛类产品占比最大	14
3. 非手术科室快速增长，镇静新品潜力大	17
3.1. 芬太尼系列市占率高，非手术科室发力带动稳健增长	17
3.2. 氢吗啡酮和纳布啡正在发力，有望成为镇痛第二成长曲线	20
3.3. 镇静领域发展潜力大，瑞马唑仑和磷丙泊酚钠临床优势明显	22
4. 非麻醉在研管线持续丰富，核心子公司稳健增长	23
4.1. 严重下肢缺血在研新药兑现在即，该领域市场潜力较大	23
4.2. 其他重要子公司有望保持稳健增长	26
5. 盈利预测与评级	28
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 人福医药股价复盘情况	7
图表 2: 人福医药股权结构图 (截止 2024 年前三季度)	7
图表 3: 2014-2024Q1-3 公司资产负债率情况 (%)	8
图表 4: 2014-2024Q1-3 公司商誉情况 (亿元)	8
图表 5: 2004-2024Q1-3 公司营收情况 (亿元)	8
图表 6: 2004-2024Q1-3 公司扣非归母净利润情况 (亿元)	8
图表 7: 主要子公司收入情况 (亿元)	9
图表 8: 主要子公司净利润情况 (亿元)	9
图表 9: 2012-2024H1 宜昌人福营收及增速情况	9
图表 10: 2005-2024H1 宜昌人福净利润及增速情况	9
图表 11: 2014-2024Q1-3 人福医药盈利水平情况	10
图表 12: 2014-2024Q1-3 人福医药费用率情况	10
图表 13: 2017-2024H1 年公司研发费用情况	10
图表 14: 宜昌人福部分麻醉药在研情况一览	10
图表 15: 麻醉药分类情况	11
图表 16: 2006-2021 年中国住院病人手术情况	11
图表 17: 2011 年国际日间手术协会数据对比华西医院 (腹腔镜胆囊切除术)	12
图表 18: 2011 年国际日间手术协会数据对比华西医院 (腹股沟疝修补术)	12
图表 19: 中国癌痛管理麻醉药市场规模测算	12
图表 20: 2018-2023 年样本医院口服阿片类药物销售情况	13
图表 21: 2023 年样本医院口服阿片类药物市场格局	13
图表 22: 中国无痛内镜麻醉药市场规模测算	13
图表 23: 国内麻醉药管理制度	14
图表 24: 2018-2023 年样本医院麻醉药销售情况 (亿元, 分大类)	14
图表 25: 2023 年样本医院麻醉药市场格局情况 (大类)	14
图表 26: 国内已上市主要麻醉药产品情况	15
图表 27: 2013 年某三甲医院手术费用构成	16
图表 28: 国内已上市主要麻醉药中标价情况	16
图表 29: 不同镇痛药镇痛强度对比 (参考吗啡)	17

图表 30: 不同镇痛药物临床应用情况	17
图表 31: 2023 年国内整体麻醉镇痛镇静领域按公司分布市场份额情况 (亿元, 主要品种合计)	17
图表 32: 2023 年麻醉镇痛领域按公司分布市场份额情况 (亿元, 主要品种合计)	18
图表 33: 2023 年麻醉镇静领域按公司分布市场份额情况 (亿元, 主要品种合计)	18
图表 34: 人福医药主要麻醉产品情况	18
图表 35: 2018-2023 年样本医院镇痛类药品销售情况	19
图表 36: 2018-2023 年样本医院镇痛类药品市场份额情况	19
图表 37: 2018-2023 年样本医院舒芬太尼销售情况	20
图表 38: 2018-2023 年样本医院瑞芬太尼销售情况	20
图表 39: 2018-2023 年样本医院舒芬太尼市场份额	20
图表 40: 2018-2023 年样本医院瑞芬太尼市场份额	20
图表 41: 2018-2023 年人福医药氢吗啡酮样本医院销售额情况	21
图表 42: 2018-2023 年人福医药纳布啡样本医院销售额情况	21
图表 43: 2018-2023 年纳布啡样本医院销售格局情况	21
图表 44: 2018-2023 年样本医院镇静类药品销售情况	22
图表 45: 2018-2023 年样本医院镇静类药品市场份额情况	22
图表 46: 常用镇静药物时量半衰期对比	23
图表 47: 2018-2023 年丙泊酚与丙泊酚中长链样本医院销售情况 (亿元)	23
图表 48: 人福医药非麻醉药品在研情况	24
图表 49: 严重下肢缺血治疗流程	25
图表 50: PUDK-HGF 二期临床疼痛缓解率对比	25
图表 51: PUDK-HGF 二期临床溃疡面积改善对比	25
图表 52: 中国处于临床阶段的严重肢体缺血在研药物情况	25
图表 53: 2018-2024H1 新疆维药营收情况	26
图表 54: 2018-2024H1 新疆维药净利润情况	26
图表 55: 2018-2024H1 葛店人福营收情况	27
图表 56: 2018-2024H1 葛店人福净利润情况	27
图表 57: 2018-2024H1 Epic Pharma 营收情况	27
图表 58: 2018-2024H1 Epic Pharma 净利润情况	27
图表 59: 2018-2024H1 北京医疗营收情况	28
图表 60: 2018-2024H1 北京医疗净利润情况	28

图表 61: 人福医药收入拆分	28
图表 62: 可比公司估值表	29

1. “归核化”稳步推进，利润端持续释放

人福医药成立于1993年，1997年在上交所上市，公司以医药工业为主、医药商业为辅，经过多年的内生+外延式发展，目前业务已经实现医药中间体-原料药-药用辅料-药物制剂全产业链布局。此外，公司在海外已经开始布局，海外销售已经形成一定规模，已有80多个产品出口全球70多个国家和地区。

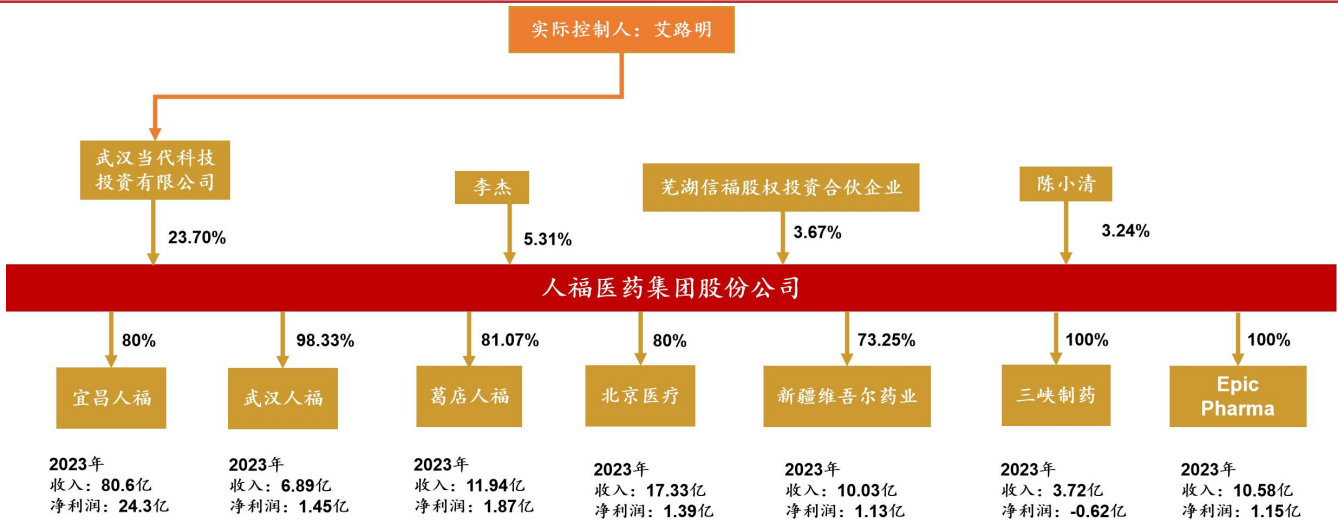
图表 1：人福医药股价复盘情况



资料来源：公司官网，公司公告，医药魔方，华源证券研究所

截止2024前三季度，公司控股股东当代科技持有上市公司23.7%股权，公司董事长李杰持有上市公司5.31%股权。核心子公司主要有宜昌人福（麻醉药为主）、葛店人福（甾体类生育调节药）、武汉人福（化药制剂）、新疆维药（中药民族药）、Epic Pharma（美国仿制药）、北京医疗（诊断试剂）等。

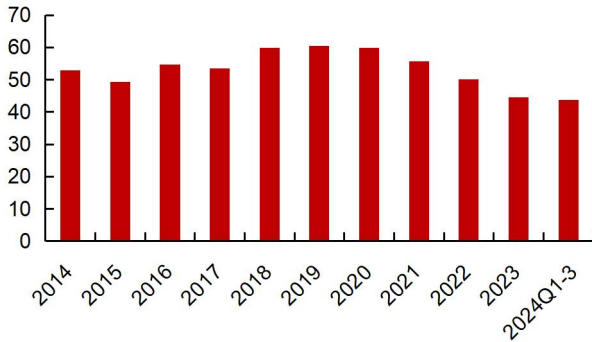
图表 2：人福医药股权结构图（截止2024年前三季度）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

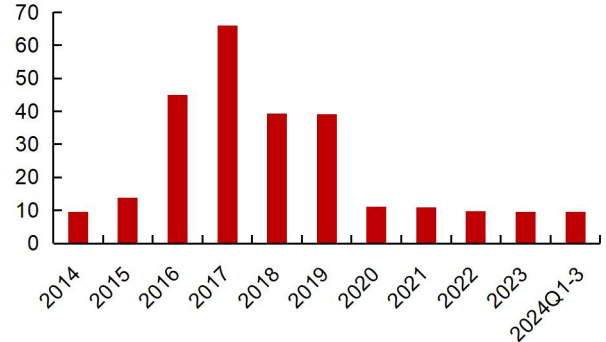
2017 年开始，公司实行“归核化”战略，先后剥离中原瑞德（血制品）、乐福思（两性用品）、四川人福等资产，并完成天风证券、华泰保险等金融类资产部分股权退出，聚焦核心业务，持续加强在中枢神经、生育调节、中药民族药等优势领域地位，截至 2024 年前三季度，公司资产负债率为 43.7%，较前几年明显改善。

图表 3：2014-2024Q1-3 公司资产负债率情况 (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

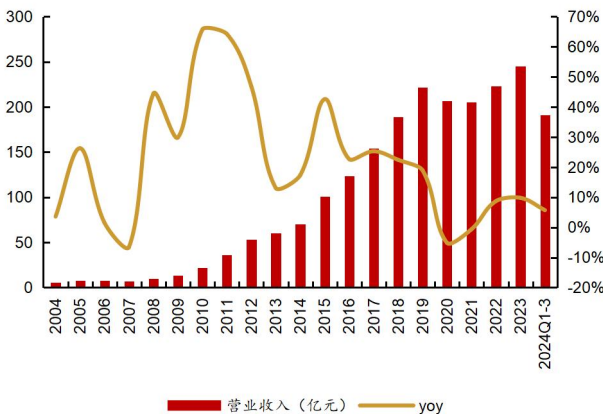
图表 4：2014-2024Q1-3 公司商誉情况 (亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

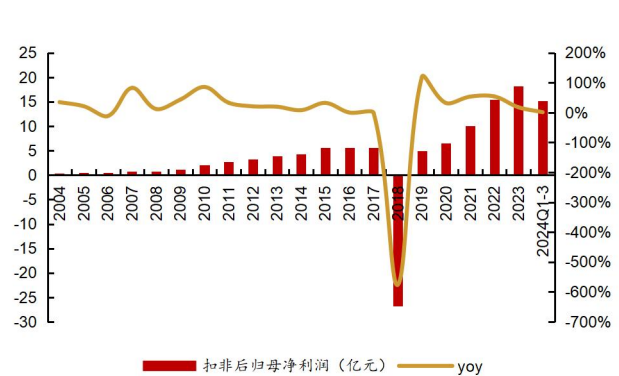
收入端方面，近年来除了 2020 年和 2021 年由于出售四川人福和乐福思资产，以及疫情影响，导致收入端出现下滑外，其他年份上市公司收入端均保持稳健增长态势。利润端方面，除了 2018 年，受子公司 Epic Pharma 计提商誉和无形资产减值 30.1 亿影响，其他年份利润端基本实现了正增长，尤其 2020-2022 年期间扣非净利润增长较为迅速，原因主要系：1) 2020 年收购核心子公司宜昌人福 13% 股权，以及宜昌人福近几年业绩表现亮眼；2) 严控融资规模，有息负债规模显著下降，利息费用大幅降低等。

图表 5：2004-2024Q1-3 公司营收情况 (亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

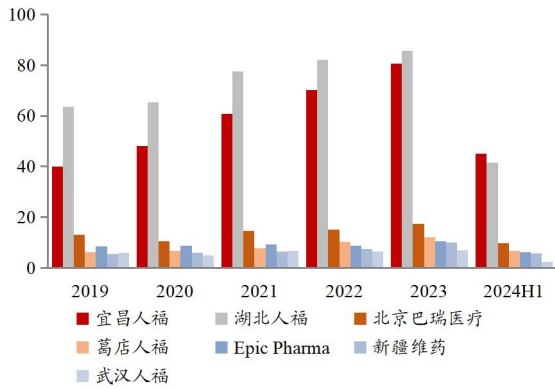
图表 6：2004-2024Q1-3 公司扣非归母净利润情况 (亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

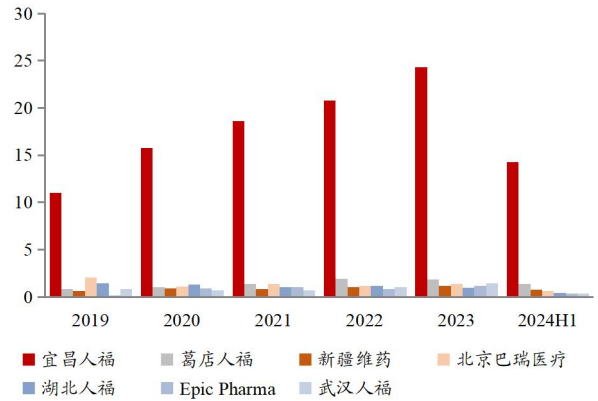
分子公司来看，宜昌人福 2023 年收入达到 80.6 亿元，湖北人福为 85.6 亿元，收入占比最大。净利润方面，宜昌人福 2023 年达到 24.29 亿元，葛店人福为 1.87 亿元，新疆维药为 1.13 亿元，北京医疗维 1.39 亿元，Epic Pharma 为 1.15 亿元，武汉人福为 1.45 亿元，湖北人福为 0.93 亿元。

图表 7：主要子公司收入情况（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：主要子公司净利润情况（亿元）

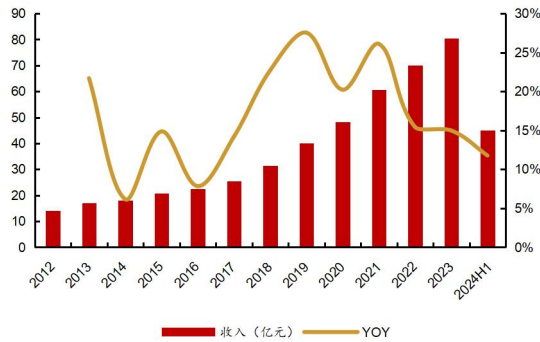


资料来源：Wind，华源证券研究所

宜昌人福为上市公司最核心子公司，利润贡献最多，主要从事麻醉药品的研发和销售，宜昌人福收入由 2012 年的 14.0 亿增长到 2023 年的 80.6 亿元，复合增速为 17.2%，净利润由 2005 年的 0.27 亿增长至 2023 年的 24.29 亿元，复合增速为 28.4%，业绩增长极为稳健。

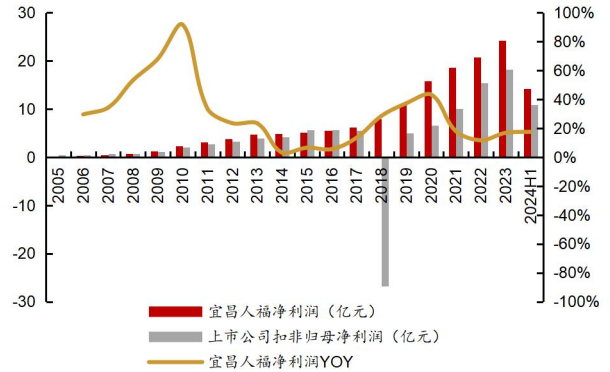
宜昌人福前身为湖北宜药集团，上市公司现任董事长李杰曾为宜药集团董事长，宜昌人福成立于 2001 年。2020 年，上市公司通过增发收购宜昌人福核心高管持有的宜昌人福 13% 股权(估值 24.06 亿元)，截止目前上市公司持有宜昌人福 80% 股权，国药股份持有剩余 20% 股权。

图表 9：2012-2024H1 宜昌人福营收及增速情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：2005-2024H1 宜昌人福净利润及增速情况

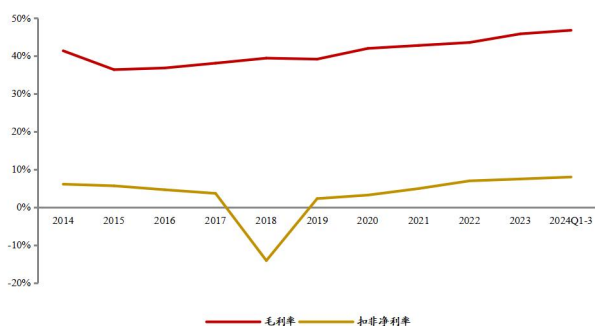


资料来源：Wind，华源证券研究所

费用率方面，近几年公司销售费用率较为稳定，2024 年前三季度销售费用率为 18.16%，管理费用率近几年略有提升，2024 年前三季度为 7.28%，研发费用率近几年提升较为明显，由 2017 年的 2.58% 提升到 2024 年前三季度的 5.71%。

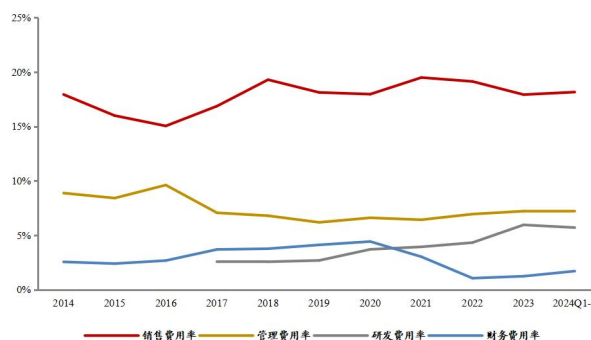
毛利率方面，随着宜昌人福收入占比持续提升，上市公司整体毛利率稳步提升，由 2017 年的 38.07% 提升到 2024 年前三季度的 46.76%，2024 年前三季度公司扣非净利率为 7.95%。

图表 11：2014-2024Q1-3 人福医药盈利水平情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

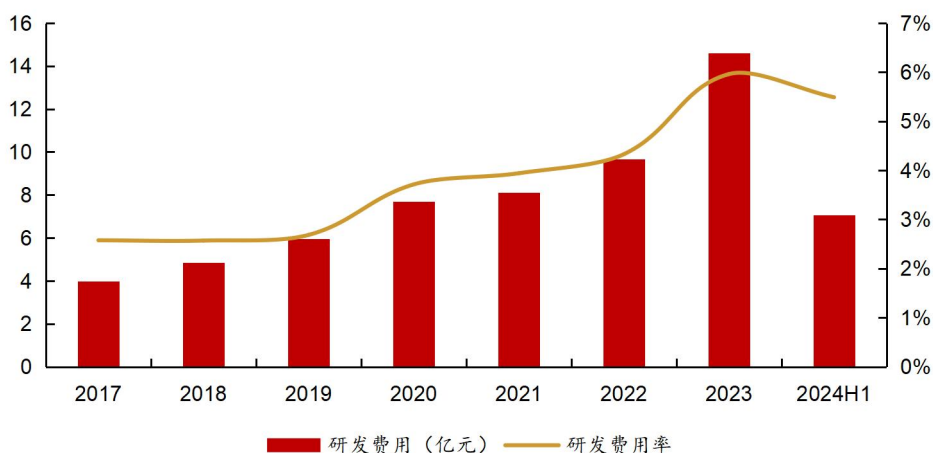
图表 12：2014-2024Q1-3 人福医药费用率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

研发方面，2023 年公司研发费用达到 14.6 亿元，研发费用率达到了 5.96%，2019 年研发费用率为 2.69%，提升较为明显，近几年的研发投入，使得公司麻醉产品线不断丰富，如 2020 年上市瑞马唑仑、阿芬太尼，2021 年上市的磷丙泊酚钠，此外公司目前还有较多麻醉类产品处于临床阶段。

图表 13：2017-2024H1 年公司研发费用情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：宜昌人福部分麻醉药在研情况一览

登记号	试验分期	试验状态	适应症	主试验药	剂型	首次公示日期
CTR20242858	Phase II	进行中(尚未招募)	术后疼痛	RF16001	注射剂(冻干)	2024-08-12
CTR20241381	BE	已完成	疼痛	丁丙诺啡	透皮贴剂	2024-04-24
CTR20241142	Phase II	进行中(招募中)	术后疼痛	RFUS-144	注射剂	2024-04-03
CTR20233870	Phase II	已完成	术后疼痛	RF16001	注射剂(冻干)	2023-12-01
CTR20233520	Phase I	进行中(招募中)	疼痛; 局部麻醉	LL-50	注射剂	2023-11-03
CTR20222769	Phase I	已完成	慢性疼痛; 疼痛; 急性疼痛	RFUS-144	注射剂	2022-10-25
CTR20211853	Phase III	已完成	全身麻醉	盐酸艾司氯胺酮	注射剂	2021-07-30
CTR20181531	BE	已完成	全身麻醉	依托咪酯	注射剂(乳剂)	2020-01-15
CTR20241381	BE	已完成	疼痛	丁丙诺啡	透皮贴剂	2024-04-24
CTR20240849	Phase I	进行中(招募中)	癌症疼痛	芬太尼	透皮贴剂	2024-03-18
CTR20231725	Phase II	进行中(招募中)	慢性疼痛	舒芬太尼	透皮贴剂	2023-06-15
CTR20231653	Phase II	已完成	围手术期疼痛	右美托咪定	透皮贴剂	2023-06-08

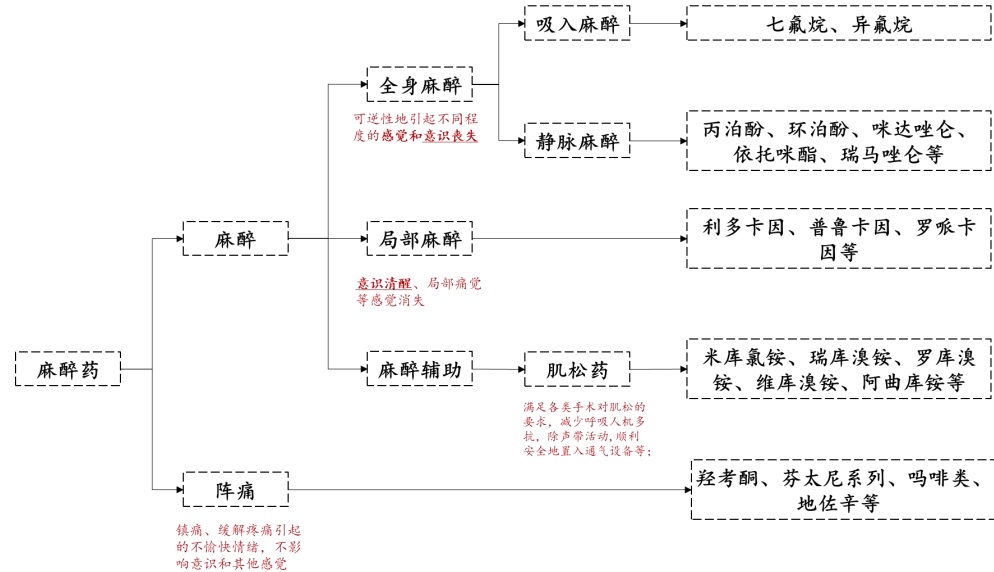
资料来源：医药魔方，华源证券研究所

2. 麻醉高壁垒赛道，竞争格局良好

2.1. 老龄化+医疗舒适化，麻醉药市场潜力不断扩大

麻醉是由药物或其他方法产生的一种中枢神经和（或）周围神经系统的可逆性功能抑制，这种抑制特点主要是感觉特别是痛觉的消失，使得外科手术得到高效、安全、舒适地进行，通常术中需要用到镇静、镇痛和肌松三类药物，这是临床公认的“全麻平衡三角”。

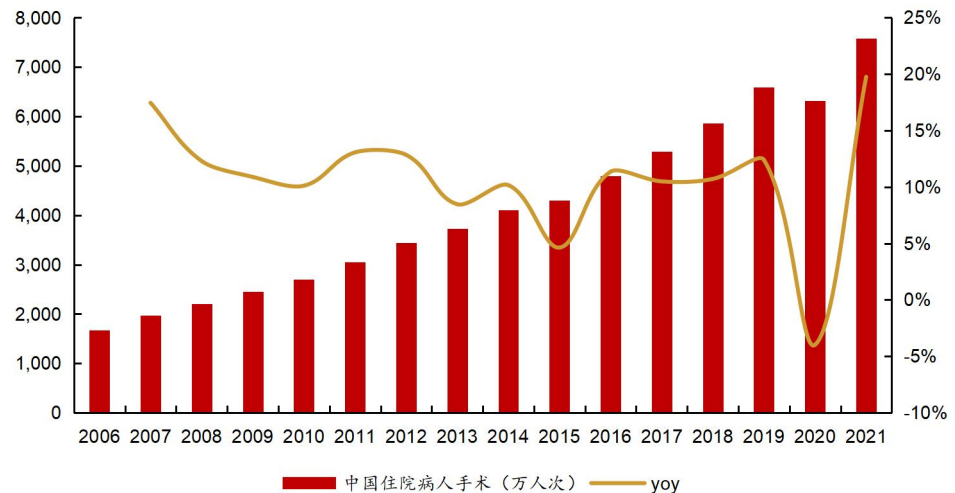
图表 15：麻醉药分类情况



资料来源：围术期医学论坛微信公众号，襄阳市中心医院手术麻醉科微信公众号，华源证券研究所

麻醉药早期应用于临床麻醉，市场规模与手术量呈正相关。根据国家卫健委统计，2021年国内住院病人手术量达到 7574 万人次，随着国内老龄化加剧，除了 2020 年受疫情影响手术量出现下滑之外，2016-2021 年国内住院病人手术量增速几乎都在 10% 以上，预计未来国内住院手术量也将保持稳健增长态势。

图表 16：2006-2021 年中国住院病人手术情况

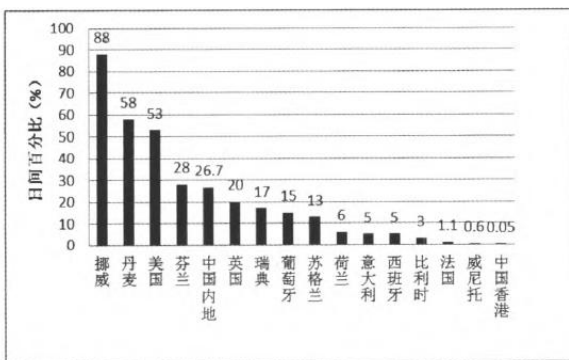


资料来源：卫健委，华源证券研究所

日间手术是指当日入院、手术，并于术后 24 小时内出院的手术（不含门诊手术），由于日间手术具有便捷、高效等优点，也可以实现优质医疗资源利用的最大化，目前国家正在积极推动，2021 年 6 月 4 日国务院办公厅《关于推动公立医院高质量发展的意见》中要求：**推进医疗服务模式创新，大力推行日间手术，提高日间手术占择期手术的比例。**

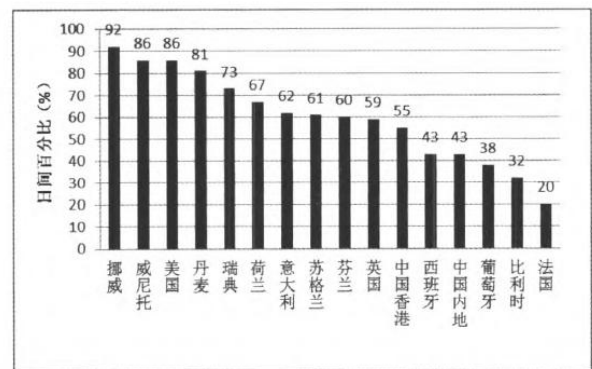
《实用医学杂志》文献显示，2022 年中国抽样调查 2400 余家医疗机构中日间手术占择期手术比例均值不超过 20%，而发达国家日间手术占择期手术的比例已超过 80%。考虑到日间收入可以显著提高床位周转率（考虑 DRGs 推进），未来有望带动整体手术量进一步增长。

图表 17：2011 年国际日间手术协会数据对比华西医院（腹腔镜胆囊切除术）



资料来源：《中外日间手术发展对比研究及展望》（白雪等），华源证券研究所

图表 18：2011 年国际日间手术协会数据对比华西医院（腹股沟疝修补术）



资料来源：《中外日间手术发展对比研究及展望》（白雪等），华源证券研究所

其次，随着居民生活水平提高，**舒适化医疗**成为新趋势。2018 年 8 月，国家卫健委发布《关于印发加强和完善麻醉医疗服务意见的通知》，要求拓展麻醉医疗服务领域，优化手术相关麻醉、加强手术室外麻醉与镇痛；2019 年，国家卫健委发布《第一批国家分娩镇痛试点医院名单的通知》，开展无痛分娩试点。此外，随着部分麻醉药被取消“限手术麻醉”，麻醉药品在癌痛管理、ICU、妇科、骨科、外科等领域应用逐渐得到推广。

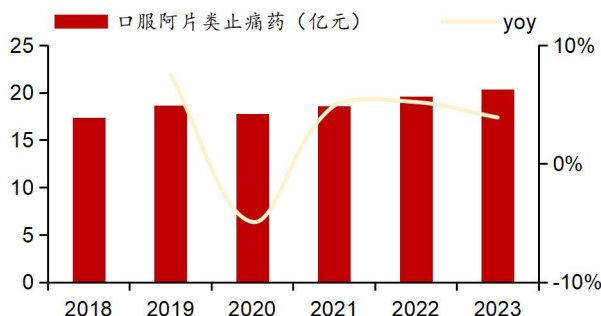
我们测算，在癌痛管理领域，麻药未来远期市场规模预计将超过 70 亿元，在无痛内镜领域市场规模远期预计将接近 25 亿元，再考虑在无痛分娩、ICU 镇痛、骨科等其他领域的应用，我们认为在手术室外的市场规模较大。

图表 19：中国癌痛管理麻醉药市场规模测算

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
用法用量：根据 WHO 癌痛三阶梯止痛原则，重度疼痛给予强阿片类加或非甾体抗炎药和辅助止痛药，如吗啡、羟考酮、芬太尼等。我们以羟考酮缓释片为例，假设每 12 小时一次（10mg 或 40mg），单片价格分别为 7.8 或 29.5 元/片，考虑中重度癌痛患者大部分为晚期患者，假设用药周期为 3 个月，假设对应费用约 3000 元。												
麻药费用（元）	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
中国癌症患者人数（万人）	1300	1365	1433	1505	1565	1628	1693	1744	1796	1850	1905	1962
YOY	—	5%	5%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
中重度癌痛患者比例	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
中重度癌痛人数（万人）	403	423	444	467	485	505	525	541	557	573	589	605
麻醉药渗透率	20%	23%	26%	28%	30%	32%	34%	36%	38%	40%	42%	44%
市场规模（亿元）	24.18	29.20	34.66	39.19	43.67	48.44	53.53	58.38	63.47	68.96	74.16	79.36

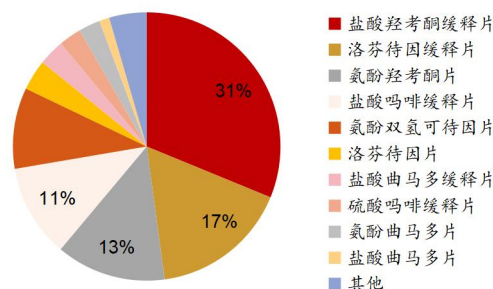
资料来源：国家癌症中心，《盐酸美沙酮片剂用于慢性癌症疼痛治疗中国专家共识》（中国麻醉药品协会），《重视癌痛综合管理，全面提升癌痛诊治水平》（郑晖等）等，华源证券研究所

图表 20：2018-2023 年样本医院口服阿片类药物销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 21：2023 年样本医院口服阿片类药物市场格局



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 22：中国无痛内镜麻醉药市场规模测算

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
用法用量：成人用量：1) 咪达唑仑：1~2 mg，1~2 min 内静脉给药，可每隔 2 min 重复给药 1 mg 滴定到理想的轻、中度镇静水平；2) 舒芬太尼：成人初始负荷剂量 5~10 μg，可每 2~5 min 追加 2~3 μg；直至达到理想的轻、中度镇静水平。假设消耗 1 支舒芬太尼 (10ug) 和 1 支咪达唑仑 (10mg)。												
麻药费用 (元)	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
中国消化内镜数量 (万例)	4000	4400	4840	5276	5698	6096	6462	6785	7057	7269	7487	7711
增长 yoy	--	10%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	3%	3%
无痛内镜占比	50%	55%	60%	62%	64%	68%	70%	72%	74%	76%	78%	80%
市场规模 (亿元)	8.0	9.7	11.6	13.1	14.6	16.6	18.1	19.5	20.9	22.1	23.4	24.7

资料来源：《中国消化内镜诊疗镇静/麻醉的专家共识 (2020)》(中华医学会麻醉学分会)，《消化内镜诊疗技术医疗质量控制指标 (2022 版)》(国家消化内镜专业质控中心专家委员会)，华源证券研究所

人福医药作为国内麻醉药龙头，在非手术科室的销售正在快速放量，2019 年公司非手术科室麻醉销售收入接近 6 亿元 (同比增长约 50%)，2023 年增长到 20.3 亿元 (同比增长约 39%)，2019-2023 年期间复合增速为 35.8%，2024 上半年，公司非手术科室麻醉销售收入为 12.86 亿元，同比增长约 18%。

2.2. 精麻类产品政府高度管制，部分产品不可集采

麻醉药易产生依赖性、成瘾性，国家对麻醉药实行总量控制，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制定年度生产计划。根据 2023 年颁发的《麻醉药品和精神药品实验研究管理规定 (征求意见稿)》，麻醉药品原料药和单方制剂生产企业数量不超过 3 家，复方制剂企业数量不超过 7 家，一类精神药品原料药和单方制剂生产企业数量不超过 5 家，一类精神药品原料药和单方制剂生产企业数量不超过 10 家。

麻醉药品和一类精神药品生产企业需要提前报备下一年度需求计划，并由国家药监局根据医疗需求和供应情况下达需用计划，国家相关部门可动态调整麻醉药品目录、精神药品目录。

根据《中央定价目录》，麻醉药品和第一类精神药品由国务院医疗保障部门统一定价。此外，根据国家药监局颁发的《关于印发医疗机构药品集中采购工作规范的通知》第四十九条，国家实行特殊管理的麻醉药品和第一类精神药品不纳入药品集中采购目录。第二类精神

药品、医疗放射药品、医疗毒性药品、原料药、中药材和中药饮片等药品可不纳入药品集中采购目录。

图表 23：国内麻醉药管理制度

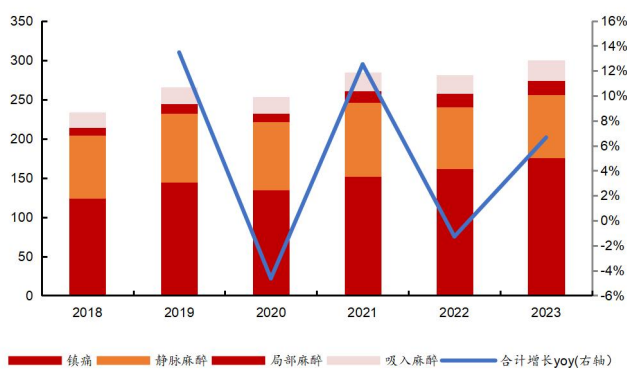
		麻醉药品	一类精神药品	二类精神药品
管制品种数量		123	70	97
处方笺颜色		红处方（主治医师任职资格、或按规定获得资格的执业医师才能开具）		白处方
处方区别		一次用量，麻醉药品控（缓）释制剂处方一次不超过七日用量，其他剂型的麻醉药品处方一次不超过三日用量		处方一次不超过七日用量
生产企业数量限制	原料药	不超过 3 家	不超过 5 家	不超过 10 家
	单方制剂	不超过 3 家	不超过 5 家	不超过 10 家
	复方制剂	不超过 7 家	无限制	无限制
生产计划		制剂生产企业应当于每年 10 月底前向所在地省、自治区、直辖市药监部门报送下一年度生产需求计划，国家药监局根据医疗需求和供应情况下达本年度需用计划		制剂生产企业根据市场需求拟定下一年度需用计划，于每年 11 月底前报所在地省、自治区、直辖市药品监督管理部门，省、自治区、直辖市药监部门签署备案意见

资料来源：国家药监局，华源证券研究所

2.3. 国内麻醉药市场规模约 300 亿元，镇痛类产品占比最大

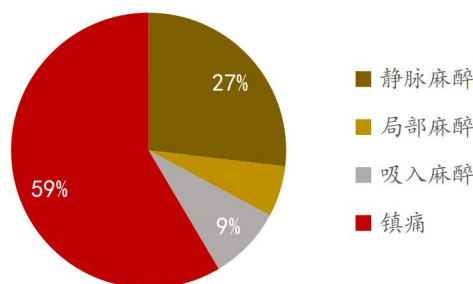
按照销售额来看，麻醉药市场主要以镇痛和静脉麻醉类产品市场占比最大，米内网数据显示，2023 年样本医院销售数据放大后，镇痛、麻醉（静脉/吸入）和局部麻醉药物市场规模接近 300 亿元（考虑样本医院放大，我们预计实际市场规模超 300 亿元），同比增长约 6.6%，其中镇痛类药物占比约 59%，静脉麻醉占比约 27%。

图表 24：2018-2023 年样本医院麻醉药销售情况（亿元，分大类）



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 25：2023 年样本医院麻醉药市场格局情况（大类）



资料来源：米内网，华源证券研究所

分产品领域来看，麻醉镇痛领域最大的产品分别是地佐辛、瑞芬太尼、舒芬太尼、布托啡诺、纳布啡等，由于镇痛药成瘾性风险相对更高，因此管控较为严格，也导致竞争格局较好，每个产品的上市厂家都相对较少。

麻醉镇静领域，最大的品种分别是丙泊酚、七氟烷、右美托咪定、咪达唑仑等品种，部分品种已经纳入集采或联盟采购，但如环泊酚、甲/苯磺酸瑞马唑仑等品种格局相对较好，目前处于放量阶段。

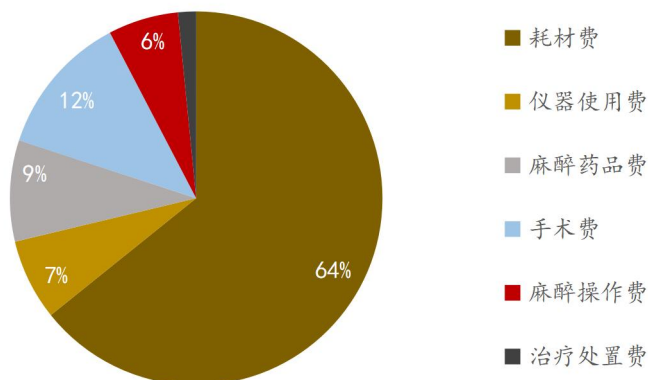
图表 26：国内已上市主要麻醉药产品情况

分类	产品	几类管制	2023 年样本医院销售额(亿元)	国家医保情况	是否集采	上市厂家数量	2023 年样本医院市场份额			
							人福	恩华	恒瑞	其他厂家份额
镇痛	地佐辛注射液	精神药品二类	42.3	否	否	2	--	--	--	扬子江 (96.1%)、南京优科制药 (3.9%)
	瑞芬太尼注射液	麻醉药品目录	35.3	是	否	3	89.0%	7.1%	--	国药工业 (3.8%)
	舒芬太尼注射液	麻醉药品目录	26.3	是	否	4	98.0%	1.6%	--	国药工业 (0.3%)、IDT (0.2%)
	布托啡诺注射液	精神药品二类	16.6	是	否	4	--	--	98.9%	福安药业 (0.6%)、国药瑞瑞药业 (0.5%)、苑东生物 (24.3 上市)
	纳布啡注射液	精神药品二类	9.3	是	否	4	57.1%	--	--	扬子江 (42.0%)、国药瑞瑞药业 (1.0%)、苑东生物 (24.2 上市)
	喷他佐辛注射液	精神药品二类	7.4	否	否	3	--	--	--	华润双鹤 (100%)、恒星制药 (23.11 上市)、福安药业 (24.4 上市)
	氢吗啡酮注射液	麻醉药品目录	6.9	是	否	1	100.0%	--	--	--
	羟考酮缓释片	精神药品一类	6.3	是	否	3	1.2%	--	--	NAPP(98.7%)、立方制药 (23.3 上市)
羟考酮注射液	麻醉药品目录	4.5	是	否	4	--	42.9%	--	NAPP(48.4%)、东北制药 (8.5%)、华素制药	
静脉麻醉	丙泊酚	--	27.8	是	国采第九批	13	--	1.8%	--	Aspen (51.8%)、费森尤斯卡比 (22.9%)
	右美托咪定注射剂	--	11.6	是	4+7 集采	28	0.2%	2.3%	13.7%	扬子江 (72.7%)、正大天晴 (2.8%)
	依托咪酯 (包括中/长链)	精神药品二类	9.6	是	联盟采购	6	0.0%	99.9%	--	贝朗 (0.1%，中链)
	咪达唑仑注射液	精神药品一类	8.9	是	否	9	14.1%	83.1%	--	九旭药业 (1.7%)、国药工业 (1.0%) 等
	环泊酚	--	8.5	是	否	1	--	--	--	海思科 (100%)
	丙泊酚中/长链	--	5.2	是	国采第四批	16	--	--	0.0%	费森尤斯卡比 (35.0%)、嘉博制药 (19.4%) 等
	艾司氯胺酮注射剂	--	2.6	是	否	3	--	--	100.0%	人福医药 (24.6 上市)、扬子江 (24.6 上市)
	罗哌卡因注射剂	--	2.1	是	国采第五批	19	1.1%	0.0%	4.2%	Aspen (52.8%)、石四药 (11.2%)、齐鲁 (10.7%) 等
吸入麻醉	甲苯磺酸瑞马唑仑	精神药品二类	2.1	是	否	1	--	--	100.0%	--
	苯磺酸瑞马唑仑	精神药品二类	1.1	是	否	1	100.0%	--	--	--
局部麻醉	七氟烷	--	24.0	是	否	9	--	--	60.0%	日本丸石制药 (22.2%)、鲁南贝特制药 (9.1%) 等
	地氟烷	--	2.0	是	否	2	--	--	25.1%	Baxter (74.9%)
	达克罗宁胶浆	--	5.5	是	否	1	--	--	--	扬子江 (100%)
局部麻醉	利多卡因注射液	--	4.2	是	国采第七批	较多	--	--	--	华鲁制药(28.0%)、湖南科伦 (15.4%) 等
	布比卡因注射液	--	1.6	是	联盟采购	9	--	--	--	禾丰制药 (33.8%)、朝晖药业 (24.0%) 等

资料来源：米内网，药智网，华源证券研究所

文献显示，通过对 2013 年某三甲医院 639 例住院手术费用分析，显示在手术医疗费用构成中，麻醉药品收费占总费用的 8.74%。考虑目前麻醉药品的最新中标价和用法用量情况，我们预估当前不同级别单台手术的麻醉药品费用在几百到上千元左右。

图表 27：2013 年某三甲医院手术费用构成



资料来源：《手术医疗收费结构比例分析及对策探讨》（唐丽华等），华源证券研究所

图表 28：国内已上市主要麻醉药中标价情况

分类	产品	最新中标价	用法用量
镇痛	地佐辛	扬子江：118 元（1ml:5mg）； 南京优科：118 元（1ml:5mg）、197.2 元（1ml: 10mg）	肌注：成人单剂量 5~20mg，每隔 3~6h 给药一次；静注：初剂量 5mg，后 2.5~10mg/2~4h
	瑞芬太尼	宜昌人福：89.9 元（1mg），137.11 元（2mg）； 恩华药业：130.25 元（2mg）	麻醉诱导：0.5~1ug/kg/min 单剂量注射，给药时间大于 60s；麻醉维持：异氟烷:0.05~2ug/kg/min/丙泊酚: 0.05~2ug/kg/min
	舒芬太尼	宜昌人福：21.41 元（2ml: 10ug），90.87 元（2ml: 100ug），54.55 元（1ml: 50ug）； 恩华药业：46.19 元（1ml: 50ug）； 国药：92.73 元（2ml: 100ug）	以舒芬太尼为主的全麻中，用药总量可为 8~30ug/kg，镇痛效果减弱时按 0.35~1.4ug/kg 体重追加维持剂量
	布托啡诺	成都苑东：43.17 元（1ml: 1mg），124.76 元（2ml: 4mg）；福安药业：43.17（1ml: 1mg），73.39（1ml: 2mg）； 恒瑞医药：36.52 元（1ml: 1mg）；105.21 元（2ml: 4mg）；	静脉注射量为 1mg，肌注剂量为 1~2mg。如需要，可 3~4 小时重复给药一次
	羟考酮缓释片	合肥立方：7.77 元（10mg）；宜昌人福：29.5 元（40mg）；萌蒂制药：7.95 元（10mg），32.4 元（40mg）	初始用药剂量一般为 10mg，每 12 小时服用一次
静脉麻醉	丙泊酚	Aspen：48.07 元（20ml: 0.2g），234.18 元（50ml: 1g），138.78 元（50ml: 500mg）； 费森尤斯卡比：14.4 元（20ml: 0.2g），29.04 元（50ml: 500mg），53.94 元（50ml: 1g）	全麻诱导：静脉给药每 10s 给药 40mg，剂量为 1.5~2.5mg/kg
	依托咪酯	恩华：33.59 元（10ml: 20mg）	成人按体重静脉注射 0.3mg/kg(范围 0.2~0.6mg/kg),于 30~60 秒内注完
	咪达唑仑	宜昌人福：5.4 元（2ml: 2mg），18.51 元（2ml: 10mg）； 江苏恩华：5.9 元（2ml: 2mg），11.9 元（1ml: 5mg），20.3 元（2ml: 10mg）；	麻醉前给药：0.05~0.075mg/kg；全麻诱导：5~10mg（0.1~0.15mg/kg）；
	环泊酚	海思科：83 元（20ml: 50mg）	成年人：推荐首次负荷剂量不超过 0.4 mg/kg，给药时间 30 秒。推荐每次追加剂量不超过 0.2 mg/kg，给药时间 10 秒，每次追加间隔≥2 分钟
	丙泊酚中/长链	嘉博制药：9.8 元（20ml: 200mg）；	麻醉诱导：每 10 秒约 20~40 mg，成人诱导剂量 1.5~2.5 mg/kg。麻醉维持：连续静脉输注时，常规剂量按体重计每小时 9~12 mg/kg。
	甲苯磺酸瑞马唑仑	恒瑞医药：42.5 元（25mg），56.19 元（36mg）	静脉推注，初始负荷给药剂量为 5mg；给药结束后，每间隔 1 分钟，可以根据需要追加 2.5mg/次，每 15 分钟时间段内追加不推荐超过 5 次。
	苯磺酸瑞马唑仑	宜昌人福：40.5 元（25mg），68.65 元（50mg）	推荐初始负荷剂量为 7mg，负荷剂量给药 1 分钟。在负荷剂量给药结束后，至少间隔 2 分钟后，可以根据需要追加 2.5mg/次，每 15 分钟时间段内追加不超过 5 次。

资料来源：药品说明书，药智网，华源证券研究所

麻醉药的临床应用特点也有所不同，在镇痛药物方面，如瑞芬太尼为超短效镇痛药，在作用持续时间和术后呼吸恢复方面占有优势，可缩短 ICU 停留和住院时间，在日间手术方面优势较为明显，也可用作手术前诱导；舒芬太尼镇痛效果强、但半衰期相对较长，主要用于术中维持，可广泛应用于心胸外科、神经外科、大腹部外科等复杂大手术，以及普通外科手

术、妇科、产科及门诊手术等。非阿片类镇痛药如布托啡诺副作用少、成瘾性弱，应用于多模式镇痛优势明显，应用场景也十分广泛。

镇静类药物方面，如咪达唑仑具有术后遗忘作用，镇静效果好，可适用于长时间镇静（包括ICU患者长期镇静），依托咪酯属于短效静脉麻醉药，一般7~14分钟即可迅速苏醒，主要用于麻醉诱导、有创检查、小手术麻醉等，丙泊酚起效迅速、快速清醒，适用于门诊患者胃、肠镜诊断性检查、人流等短小手术的麻醉。

图表 29：不同镇痛药镇痛强度对比（参考吗啡）

镇痛级别	药物	镇痛强度（对比吗啡）
强镇痛	舒芬太尼	1000
	瑞芬太尼	100-200
	芬太尼	100-200
	阿芬太尼	40-50
	氢吗啡酮	8-10
	布托啡诺	4-6
镇痛	美沙酮、羟考酮	1.5
	吗啡	1
	纳布啡	0.5-0.8
	喷他佐辛	0.3
弱镇痛	可待因	0.2
	杜冷丁	0.1
	烯丙左啡喃	0.07-0.1
	曲马多	0.05-0.07

资料来源：知时求进 GAMBLER 创新医学公众号，华源证券研究所

图表 30：不同镇痛药物临床应用情况

产品	起效时间	半衰期	优点	缺点
吗啡	5-10min	3-4h	镇咳；降低气管插管反应；适用于哮喘及支气管痉挛患者	呼吸抑制；镇痛作用个体差异大；致幻作用等
芬太尼	1-2min	2-4h	起效迅速且强效；单次应用作用时间短	致幻作用；大剂量用药停药后痛觉过敏等
瑞芬太尼	1-3min	3-10min	起效迅速且强效；单次应用作用时间短；相比芬太尼起效更迅速，适合快速滴定；苏醒更迅速	大剂量用药停药后痛觉过敏等
舒芬太尼	1-3min	约13h	起效迅速且强效；单次应用作用时间短；相比芬太尼起效更迅速，适合快速滴定；镇痛-镇静达标时间短	偶发局灶性中枢异常兴奋等
地佐辛	5-10min	2.2-2.8h	起效比吗啡快；围手术期疼痛替代治疗；呼吸抑制弱于吗啡	恶心发生率较高
纳布啡	2-3min	5h	用于术后镇痛和慢性疼痛；预防吗啡鞘内注射引起的瘙痒症；抑制寒战；呼吸抑制作用有限	镇痛、镇静作用有限
布托啡诺	3-5min	2-3h	药物滥用及成瘾现象较弱；肌肉注射起效迅速；呼吸抑制作用弱	仅供胃肠外使用；困倦、出汗、恶心及中枢刺激症状；增加心肺负荷
氢吗啡酮	5-10min	2-3h	起效时间比吗啡更短；在肾功能不全者中耐受性较吗啡更好	致幻作用；急性神经重症禁用
羟考酮	5min	3-5h	内脏痛镇痛效果强；不增加组胺释放；循环稳定；呼吸抑制低；胃肠道不良反应小	镇痛镇静效能低于芬太尼

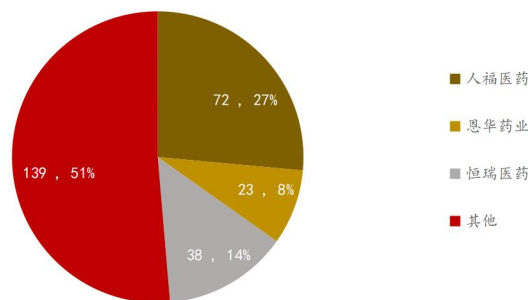
资料来源：丁香园用药指南公众号，河北恒泰医药公司微信公众号，《地佐辛临床镇痛专家共识（2020）》，《纳布啡在围手术期的应用》（余盼等），围术期医学论坛微信公众号，华源证券研究所

3. 非手术科室快速增长，镇静新品潜力大

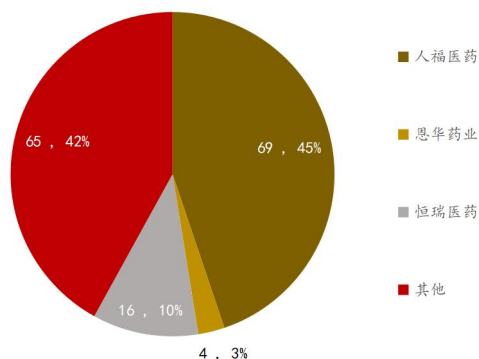
3.1. 芬太尼系列市占率高，非手术科室发力带动稳健增长

人福医药、恩华药业和恒瑞医药是国内传统老牌麻药企业，2023年三家公司在麻醉药领域市场份额合计接近50%，其中人福医药占比接近27%。分公司来看，其中人福医药在镇痛领域具有较大的市场份额，占比约45%，恒瑞占比约10%。恩华和恒瑞在镇静领域占比相对较高，分别约为16%和18%。其他麻醉药主要公司包括扬子江（地佐辛）、海思科（环泊酚）、华润双鹤、NAPP等。

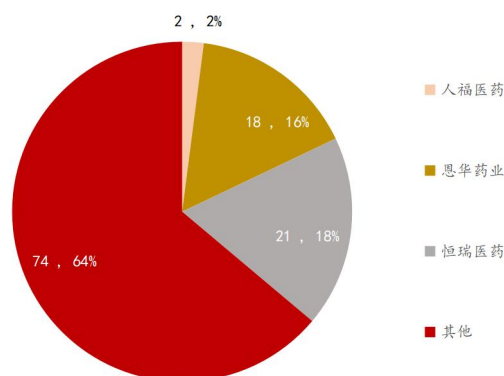
图表 31：2023 年国内整体麻醉镇痛镇静领域按公司分布市场份额情况(亿元, 主要品种合计)



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 32：2023 年麻醉镇痛领域按公司分布市场份额情况（亿元，主要品种合计）


资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 33：2023 年麻醉镇静领域按公司分布市场份额情况（亿元，主要品种合计）


资料来源：米内网，华源证券研究所

人福医药在镇痛领域是国内龙头，特别是在阿片类系列保持较高的市场份额，米内网数据显示，2023 年在样本医院中，人福医药的瑞芬太尼市场份额为 89.05%，舒芬太尼的市场份额为 98.0%，阿芬太尼的市场份额为 97.5%，氢吗啡酮为人福医药独家品种，纳布啡市场份额为 57.1%，羟考酮缓释片目前正在快速放量。在镇静领域，公司的咪达唑仑、瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠等增速较快，公司在镇静领域未来增长潜力较大。

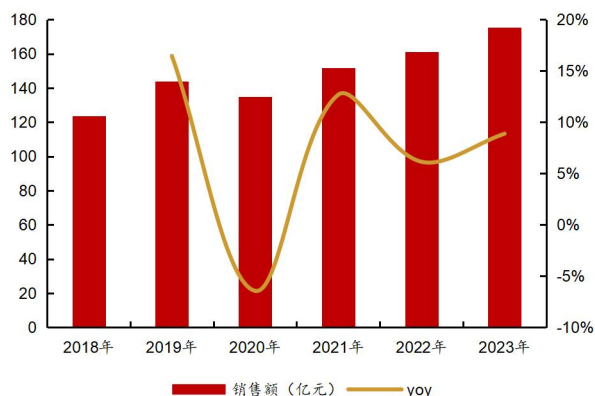
图表 34：人福医药主要麻醉产品情况

产品名称(商品名/通用名)	上市时间	分类	医保情况	2023 年市场规模 (亿元)	中国上市厂家数量	人福 2023 年市场份额
盐酸瑞芬太尼	2003	麻醉药品目录	是	35.2	3	89.05%
枸橼酸舒芬太尼	2005	麻醉药品目录	是	26.3	4	98.00%
咪达唑仑注射液	2006	精神药品一类	是	8.9	9	13.80%
盐酸氢吗啡酮注射液	2012	麻醉药品目录	是	6.9	1	100.00%
盐酸纳布啡注射液	2013	精神药品二类	是	9.3	4	57.10%
注射用苯磺酸瑞马唑仑	2020	精神药品二类	是	1.1	1	100.00%
盐酸阿芬太尼注射液	2020	麻醉药品目录	否	1.6	2	97.47%
注射用磷丙泊酚二钠	2021	--	否	较小	1	100.00%
咪达唑仑口服溶液	2021	精神药品二类	是	较小	2	100.00%
丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	2022	--	是	5.2	16	0.00%
盐酸羟考酮缓释片	2022	精神药品一类	否	6.3	3	1.20%

资料来源：米内网，公司公告，华源证券研究所

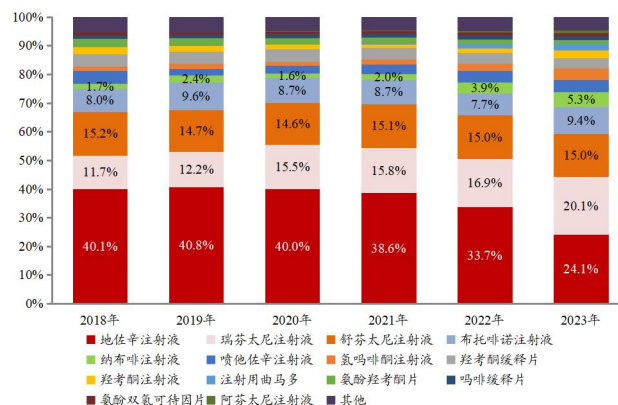
在国内麻醉镇痛药物领域，地佐辛目前市场份额依然排第一位，但近年来受移出地方医保目录以及被列入第二批国家重点监控目录影响，市场份额持续下滑，从 2018 年的 40.1% 下滑到 2023 年的 24.1%，期间瑞芬太尼市场份额提升明显，从 2018 年的 11.7% 提升到 2023 年的 20.1%。

图表 35：2018-2023 年样本医院镇痛类药品销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 36：2018-2023 年样本医院镇痛类药品市场份额情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

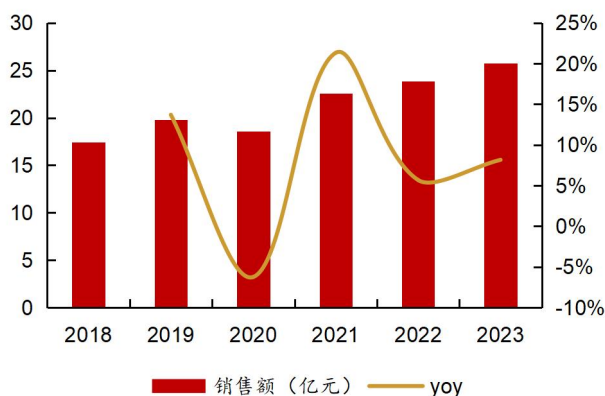
人福医药芬太尼系列产品较为齐全，米内网数据显示，瑞芬太尼和舒芬太尼是公司目前销售额最大的两个麻药品种，根据公司公告，其瑞芬太尼 2021 年、2022 年和 2023 年 1-9 月的销售分别为 18.5 亿元、21 亿元和 20 亿元；2023 年，公司的舒芬太尼销售额约为 18 亿元。

米内网数据显示，公司的瑞芬太尼在样本医院 2018-2023 年期间复合增速为 18.9%，舒芬太尼复合增速为 8.1%。公司的阿芬太尼由于上市时间较晚（2020 年），目前市场规模相对较小；芬太尼目前正在被其衍生物逐步替代，规模也相对较小。

瑞芬太尼目前国内获批厂家分别为：人福医药（2003 年）、国药集团（2012 年）和恩华药业（2014 年），舒芬太尼国产获批厂家分别为：人福医药（2005 年）、恩华药业（2020 年）、国药集团（2020 年），从市场格局来看，公司在芬太尼领域具有较强的市场地位，样本医院数据显示，2018-2023 年期间，公司在国内瑞芬太尼和舒芬太尼的市场份额基本上都超过 90%，处于市场领先地位。

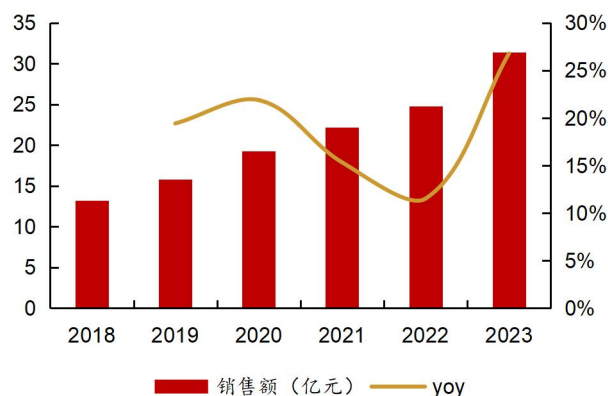
我们认为芬太尼系列为目前临床上最常使用的镇痛药物之一，未来预计将持续受益于手术量的稳健增长和非手术科室领域的持续拓展，人福医药在芬太尼领域市场竞争优势较为明显，未来预计将持续受益市场规模持续增长。

图表 37：2018-2023 年样本医院舒芬太尼销售情况



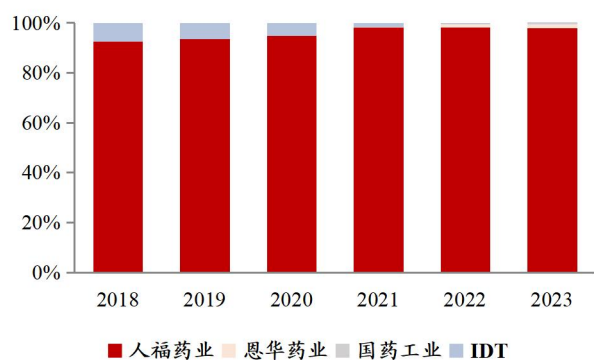
资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 38：2018-2023 年样本医院瑞芬太尼销售情况



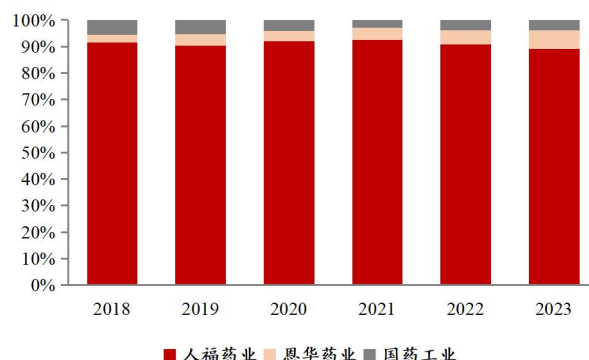
资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 39：2018-2023 年样本医院舒芬太尼市场份额



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 40：2018-2023 年样本医院瑞芬太尼市场份额



资料来源：米内网，华源证券研究所

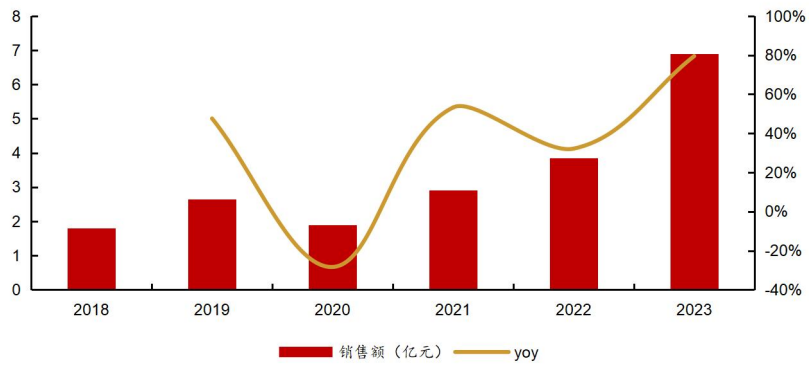
3.2. 氢吗啡酮和纳布啡正在发力，有望成为镇痛第二成长曲线

氢吗啡酮是一种半合成的阿片类受体激动剂，为吗啡的衍生物，静脉给药时峰值效应可出现在短至 10 分钟内，其镇痛作用是吗啡的 8-10 倍（口服给药时比吗啡强 4-8 倍），但半衰期比吗啡更短，与吗啡相比较少引起皮肤瘙痒、恶心、呕吐等不良反应，目前在很多场景正在逐步替代吗啡，氢吗啡酮目前已被广泛应用癌痛、急慢性疼痛等临床方面。

氢吗啡酮在国内推广时间较晚，目前国内仅人福医药的氢吗啡酮注射液于 2012 年获批上市，国药集团的氢吗啡酮注射液于 2024 年 1 月申报上市。此外，人福医药氢吗啡酮缓释片于 2023 年底获批上市。根据公司公告，2022 年氢吗啡酮注射液销售额约为 6.4 亿元，2023 年 1-9 月销售额约为 6 亿元。

考虑到氢吗啡酮在国内上市时间较晚，市场潜力还未完全打开，以及其较为明显的镇痛效果以及安全性优势，以及目前较好的竞争格局，同时考虑到氢吗啡酮缓释片未来在癌痛市场的应用潜力，我们认为人福医药的氢吗啡酮未来有望保持较快的增长态势。

图表 41：2018-2023 年人福医药氢吗啡酮样本医院销售额情况



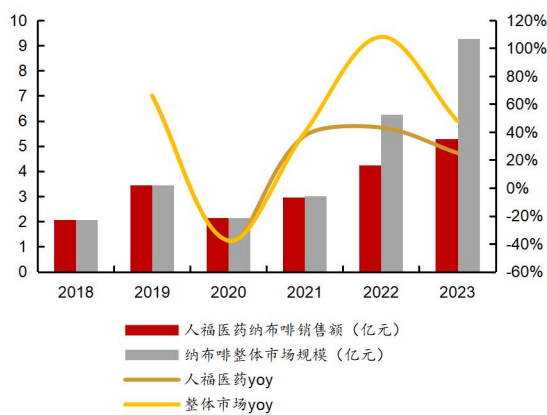
资料来源：米内网，华源证券研究所

纳布啡是一种结构与羟吗啡酮和纳洛酮相关的阿片类激动-拮抗药，主要激动 κ 受体，成瘾性较弱（白处方），镇痛强度与吗啡相似，但恶心呕吐、呼吸抑制、尿潴留等不良反应轻，纳布啡最显著优势是对呼吸和心血管功能影响小，不增加心脏负荷，不改变心率、血压，增加剂量不会导致呼吸抑制程度加重及持续时间延长，国外纳布啡在镇痛、麻醉等领域已经得到广泛应用。

人福医药的纳布啡 2013 年获批上市，扬子江 2021 年上市，国药国瑞药业 2022 年获批上市，苑东生物 2024 年获批上市，样本医院纳布啡市场规模从 2018 年的 2.1 亿元增长到 2023 年的 9.3 亿元，复合增速为 34.8%，其中人福医药的纳布啡从 2018 年的 2.1 亿元增长到 2023 年的 5.3 亿元，复合增速为 20.5%。

纳布啡安全性好、起效快（静脉给药 2~3 分钟起效），半衰期约 5 个小时，此外属于白处方，较为适合日间手术等场景使用，我们认为随着日间手术兴起，纳布啡未来应用场景较为广阔。

图表 42：2018-2023 年人福医药纳布啡样本医院销售额情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 43：2018-2023 年纳布啡样本医院销售格局情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

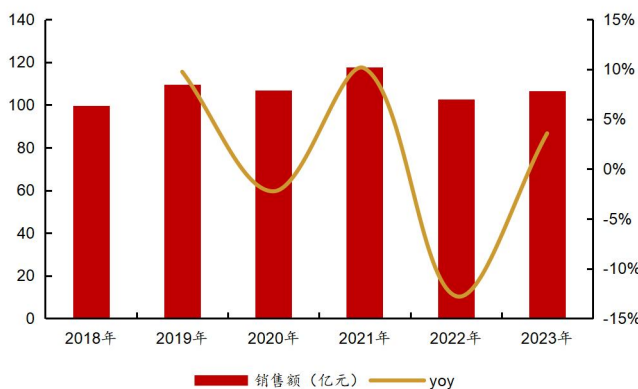
3.3. 镇静领域发展潜力大，瑞马唑仑和磷丙泊酚钠临床优势明显

在国内麻醉镇静领域（不考虑局麻），人福医药布局相对较晚，目前产品主要有咪达唑仑（2006年上市）/口服溶剂（2021年上市），近几年来，人福医药有两款新品种获批上市：苯磺酸瑞马唑仑（2020年）和磷丙泊酚二钠（2021年上市）。

近几年受集采影响，镇静领域市场格局发生了较大变化，也给其他新品种带来了机遇。从销售市场份额来看，右美托咪定注射液、丙泊酚中/长链和罗哌卡因受集采影响，近几年市场份额持续下滑，右美托咪定从2018年的24.9%下滑到2023年的10.9%，丙泊酚中/长链从2018年的13.9%下滑到2023年的4.9%，罗哌卡因从2018年的5.3%下滑到2023年的1.9%。

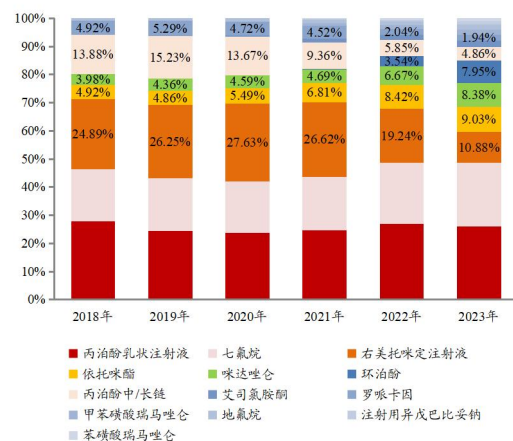
相对而言，依托咪酯、咪达唑仑和环泊酚市场份额近几年增长明显：依托咪酯从2018年的4.9%提升到2023年的9.0%，咪达唑仑从2018年的4.0%提升到2023年的8.4%，环泊酚从2021年的0.4%提升到2023年的8.0%。

图表 44：2018-2023 年样本医院镇静类药品销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 45：2018-2023 年样本医院镇静类药品市场份额情况



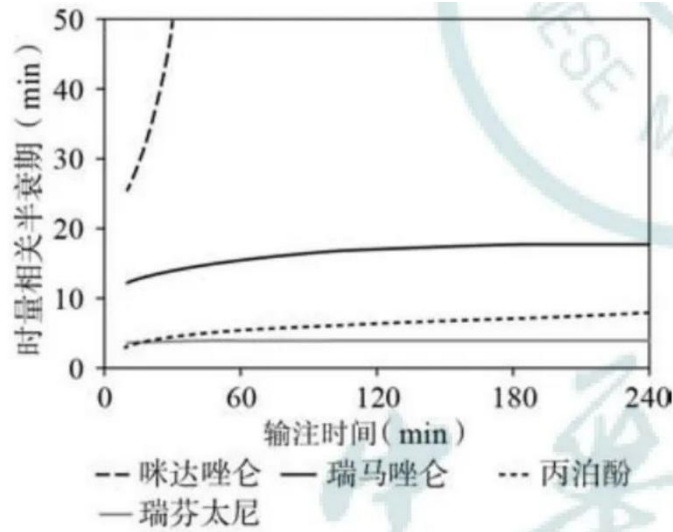
资料来源：米内网，华源证券研究所

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，为 1.1 类创新药，2022 年 1 月，公司全资子公司武汉人福创新药物研发中心有限公司收购 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；2024 年，公司通过收购 Paion AG 子公司获得苯磺酸瑞马唑仑中国区以外全球专利，以及对美国、日本、韩国、巴西等区域的授权协议。

瑞马唑仑为超短效镇静药物，是在咪达唑仑的苯二氮草母环上引入了可以代谢的丙酸甲酯侧链得到，瑞马唑仑起效快，单次给药后约 1-3min 起效，半衰期短为 $(0.75 \pm 0.15) h$ ，持续输注无蓄积，肝肾无负担，平稳可控，显著降低术中低血压发生率；苏醒快且恢复质量高，提高患者舒适度，是一款较为理想的镇静药，可广泛应用于全麻诱导与维持、无痛内镜、

ICU 镇静等领域。2022 年，公司的苯磺酸瑞马唑仑销售约为 1 亿元，2023 年 1-9 月销售约为 1.7 亿元。

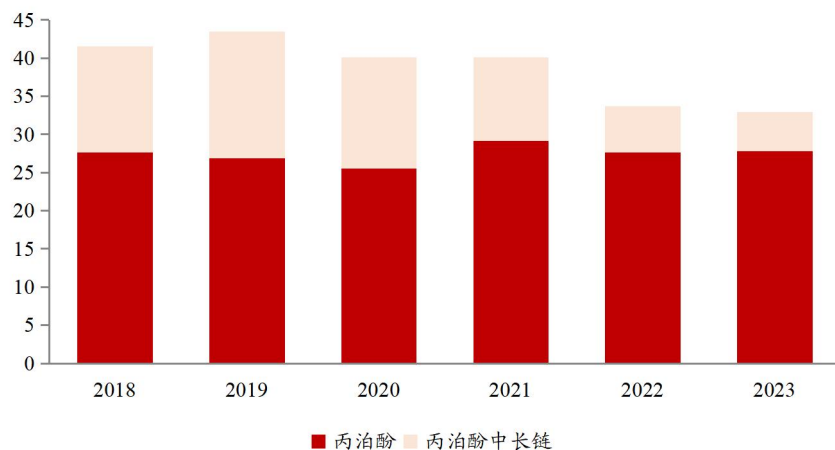
图表 46：常用镇静药物时量半衰期对比



资料来源：《苯磺酸瑞马唑仑临床应用指导意见》，华源证券研究所

磷丙泊酚二钠是丙泊酚的水溶性前体药物，相比丙泊酚，其可显著减轻了静脉注射疼痛，避免脂肪乳剂伴随的高脂血症、输注综合征、输注过程中细菌感染等问题；此外，其血药浓度更平稳，呼吸和循环抑制更轻微，同时作用时间更长，减少诱导后麻醉药物的追加次数和剂量。此外，丙泊酚以及丙泊酚中长链均已经被纳入国家集采，我们认为未来磷丙泊酚二钠市场潜力较大。

图表 47：2018-2023 年丙泊酚与丙泊酚中长链样本医院销售情况（亿元）



资料来源：米内网，华源证券研究所

4. 非麻醉在研管线持续丰富，核心子公司稳健增长

4.1. 严重下肢缺血在研新药兑现在即，该领域市场潜力较大

非麻醉药领域，公司目前也有多款创新药物处于临床各个阶段，如治疗严重下肢缺血的重组质粒-肝细胞生长因子注射液（PUDK-HGF）目前处于临床三期阶段，HWH340（PARP抑制剂）目前处于临床二期阶段，HWH486 胶囊（BTK 抑制剂）处于临床二期阶段；此外，还有两款 1 类中药创新药白热斯丸和复方薏苡颗粒分别处于临床二期阶段。

图表 48：人福医药非麻醉药品在研情况

药物名称	注册分类	适应症	研发阶段
重组质粒-肝细胞生长因子注射液 (PUDK-HGF)	生物制品 1 类	严重下肢缺血性疾病导致的肢体静息痛和/或缺血性溃疡	三期
HWH340 片 (即 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	二期
HWH486 胶囊 (BTK 抑制剂)	化药 1 类	用于慢性自发性荨麻疹	二期
HW021199 片	化药 1 类	用于特发性肺纤维化的治疗	二期
RFUS-144 注射液	化药 1 类	用于治疗疼痛和瘙痒	二期
白热斯丸	中药 1 类	用于稳定期白癜风的治疗	二期
复方薏苡颗粒	中药 1 类	用于痛风非急性期高尿酸血症湿浊瘀阻证	二期
HW060015 胶囊	中药 1 类	用于晚期实体瘤患者	一期
HW091077 片	化药 1 类	用于难治性慢性咳嗽患者	一期

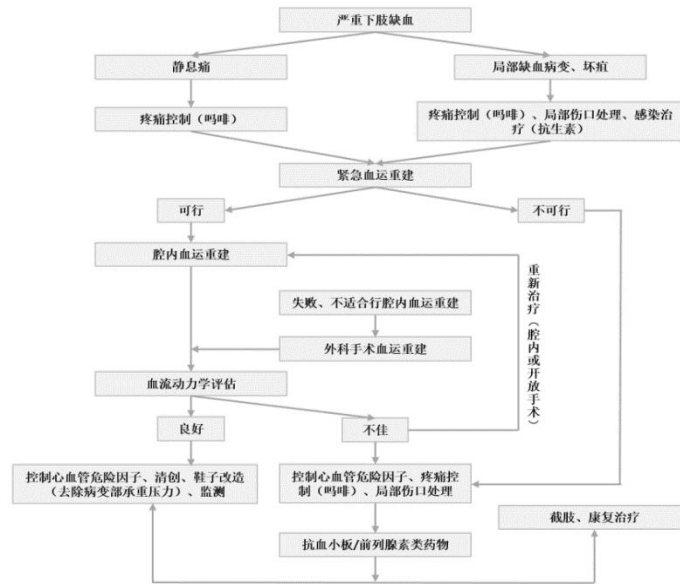
资料来源：公司公告，华源证券研究所

严重下肢缺血 (Critical limb ischemia, CLI) 是下肢外周动脉疾病 (Peripheral artery diseases, PAD) 进展至最为严重的缺血阶段，下肢动脉堵塞限制血液流动，临床表现为行走能力下降、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，部分患者甚至只能面临截肢或死亡。

根据国家心血管中心发布的《中国心血管健康与疾病报告 2023 概要》，推算目前中国 PAD 患者约 4530 万人，此外根据发表在《中国普外基础与临床杂志》文献显示，在 PAD 患者中约有 10% 患者最终可发展为 CLI，预计国内 CLI 人群在数百万量级，且随着人口老龄化以及高血压、高血脂和糖尿病等风险因素的增多，预计下肢缺血患病率正在逐渐上升。

CLI 目前尚无彻底治愈的药物，通过血管腔内介入或外科手术进行血运重建是目前治疗 CLI 的最佳治疗方案，但预计有 30% 患者由于高龄、合并疾病等原因不能耐受手术，其他治疗手段如药物治疗 (抗凝药物、血管扩张药物) 仅为对症治疗，此外截肢为最终治疗方式。

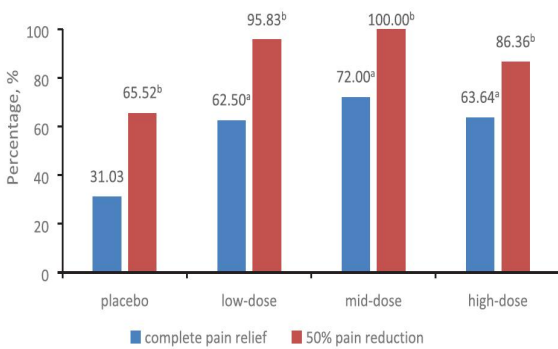
图表 49：严重下肢缺血治疗流程



资料来源：诺思兰德招股书，《下肢动脉硬化闭塞症诊治指南》，华源证券研究所

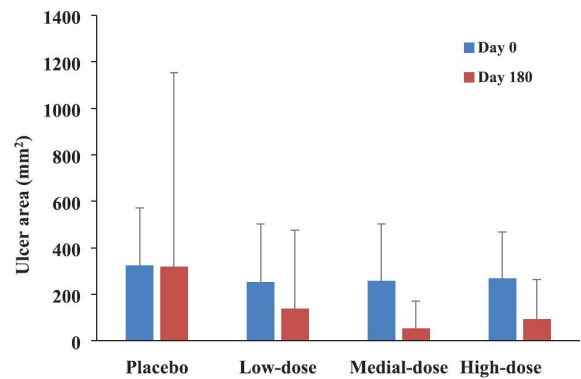
公司的重组质粒-肝细胞生长因子注射液（PUDK-HGF）为生物制品 1 类新药，其二期临床数据显示，治疗 180 天后（第 0/14/28 天解释治疗）对比安慰剂，不同剂量组疼痛完全缓解率达到 60-70%，安慰剂组约为 31%；在溃疡患者中，试验组的溃疡面积也显著改善。

图表 50：PUDK-HGF 二期临床疼痛缓解率对比



资料来源：《pUDK-HGF Gene Therapy to Relieve CLI Rest Pain and Ulcer: A Phase II, Double-Blind, Randomized Placebo-Controlled Trial》. Yongquan Gu, et al, 华源证券研究所

图表 51：PUDK-HGF 二期临床溃疡面积改善对比



资料来源：《pUDK-HGF Gene Therapy to Relieve CLI Rest Pain and Ulcer: A Phase II, Double-Blind, Randomized Placebo-Controlled Trial》. Yongquan Gu, et al, 华源证券研究所

国内针对严重肢体缺血的在研药物较少，诺思兰德目前进度较快，已经申报上市，人福医药的重组质粒-肝细胞生长因子目前处于临床三期阶段，呈诺再生医学的异体内皮祖细胞目前处于临床一期，其他为研究者发起的临床试验。

图表 52：中国处于临床阶段的严重肢体缺血在研药物情况

登记号	试验分期	试验状态	适应症	主试验药	申办方	首次公示日期
-----	------	------	-----	------	-----	--------

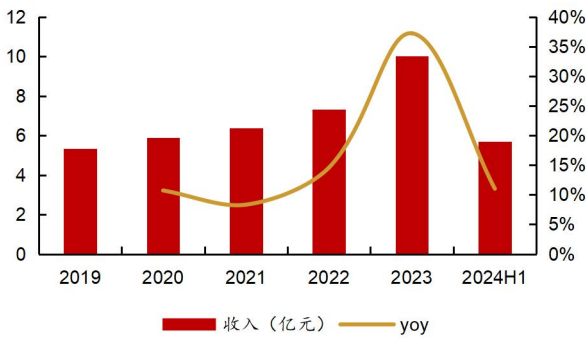
CTR20240196	Phase I	进行中(尚未招募)	严重肢体缺血	异体内皮祖细胞(EPCs)	呈诺再生医学科技(北京)有限公司	2024-02-04
CTR20221646	Phase III	已完成	严重肢体缺血	塞多明基	北京诺思兰德生物技术股份有限公司	2022-07-11
ChiCTR2100048104	other	受试者招募尚未开始	血栓闭塞性脉管炎严重肢体缺血; 血栓闭塞性脉管炎	银杏叶提取物(化药)	中国人民解放军总医院第一临床中心	2021-07-01
ChiCTR1800019401	other	受试者招募结束	严重肢体缺血; 血管疾病	自体纯化 CD34+细胞与外周血单个核细胞移植	复旦大学附属中山医院	2018-11-09
ChiCTR1800017462	Phase III	受试者招募正在进行	严重肢体缺血	重组质粒-肝细胞生长因子	武汉光谷人福生物医药有限公司	2018-07-31

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

4.2. 其他重要子公司有望保持稳健增长

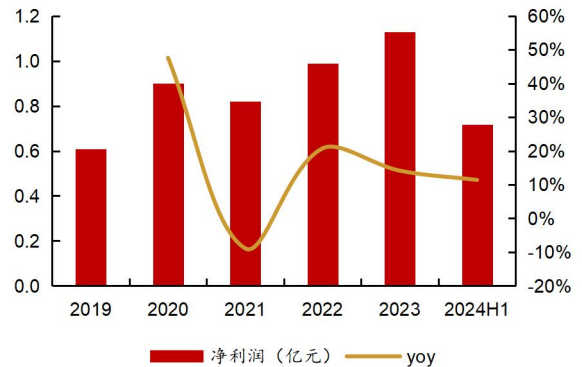
新疆维药是国内少数几家以民族药为主的制药企业之一，也是国内最大的维吾尔民族药研发生产企业，拥有复方木尼孜其颗粒、祖卡木颗粒、石榴补血糖浆、养心达瓦依米西克蜜膏等多个民族药特色品种。新疆维药积极布局中亚市场，祖卡木颗粒等 6 个产品已在中亚国家注册销售。近年来民族药受到重点扶持，2024 上半年公司营收达到 5.7 亿元，同比增长 11.0%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长约 11.39%。

图表 53：2018-2024H1 新疆维药营收情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

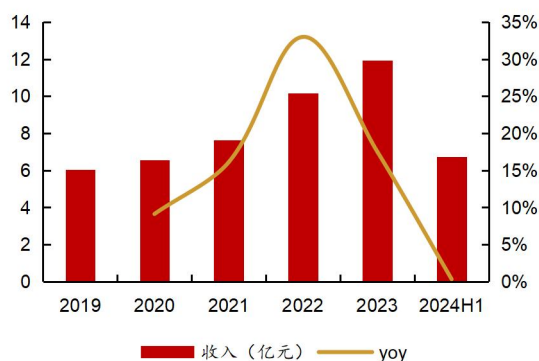
图表 54：2018-2024H1 新疆维药净利润情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

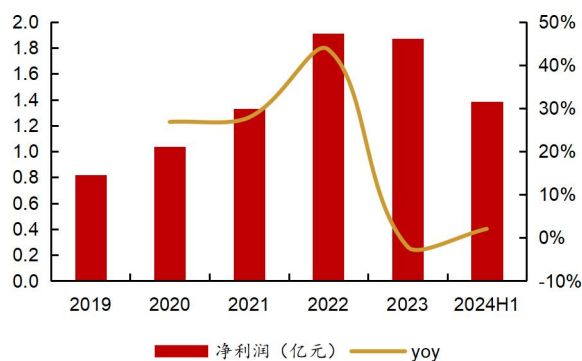
葛店人福专业从事甾体激素类中间体、原料药、制剂等产品，公司主要产品为（复方）米非司酮片、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊等药品，其中米非司酮系列制剂、黄体酮原料药等市场占有率位居行业前列。海外市场方面，原料药国际化布局稳步推进，米非司酮、度他雄胺等产品在韩国、印度、巴西等国家注册，左炔诺孕酮获得欧洲药典适用性证书。2024 上半年公司营收为 6.7 亿，同比增长约 0.34%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 2.1%。

图表 55: 2018-2024H1 葛店人福营收情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

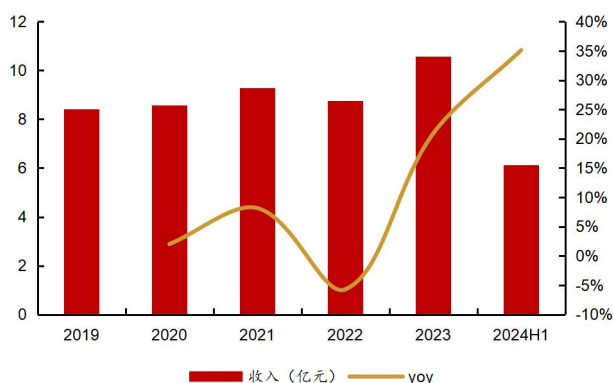
图表 56: 2018-2024H1 葛店人福净利润情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

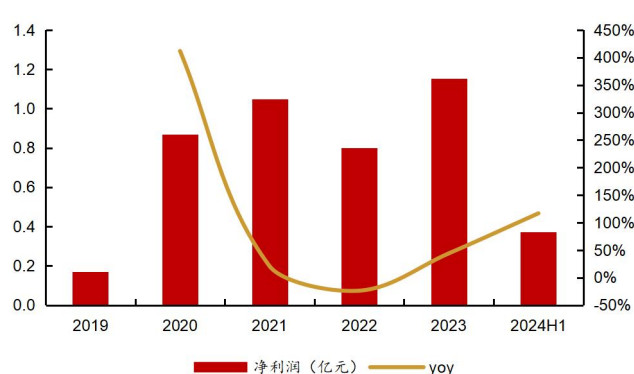
Epic Pharma 是一家美国仿制药企业, 具备管制类药品生产资质 (美国 DEA 认证), 目前生产经营 200 多个品规化学仿制药, 主要产品有熊去氧胆酸胶囊、氯化钾口服粉末剂、阿奇霉素干混悬剂、盐酸羟考酮速释片、舒林酸片、盐酸氯苯甲嗪、盐酸尼卡地平。近年来美国仿制药市场产品价格波动较大, EpicPharma 积极调整产品结构, 2024 上半年公司营收为 6.1 亿, 同比增长约 35.1%, 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比增长 116.8%。

图表 57: 2018-2024H1 Epic Pharma 营收情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

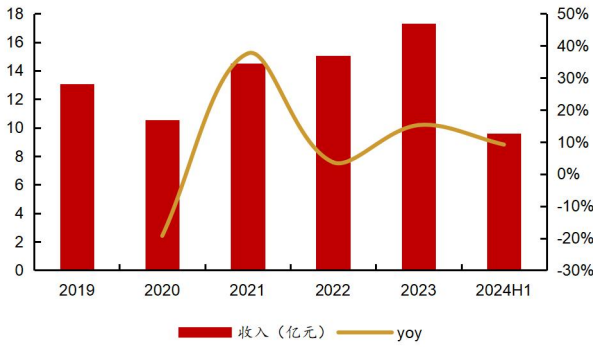
图表 58: 2018-2024H1 Epic Pharma 净利润情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

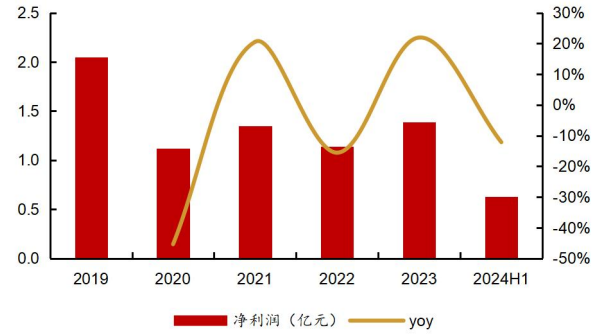
北京医疗从事诊断产品及生物试剂销售、生物医学转化、精准医疗检测和冷链物流配送, 现已与京津冀区域内 80 多家三级以上的重点医院建立合作, 目前也是全球诊断行业领导企业罗氏诊断中国市场最大的区域经销商之一, 主要经销罗氏生免诊断、分子诊断、组织病理和生命科学产品, 以及 ABSCIEX 质谱设备、illumina 高通量测序仪、ThermoFisher 过敏原检测产品等。2024 上半年公司营收为 9.6 亿, 同比增长约 9.2%, 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比下滑 12.1%。

图表 59: 2018-2024H1 北京医疗营收情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 60: 2018-2024H1 北京医疗净利润情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

核心假设:

1) 宜昌人福: 手术量稳步增长, 非手术科室渗透率快速他提高, 我们假设宜昌人福 2024-2026 年收入分别为 91.9/103.4/115.4 亿元, 同比增长 14.0%/12.6%/11.6%;

2) 葛店人福: 我们假设 2024-2026 年收入分别为 13.5/15.1/16.6 亿元, 同比增长 13%/12%/10%;

3) 新疆维药: 我们假设 2024-2026 年收入分别为 11.5/13.3/15.3 亿元, 同比增长 15%/15%/15%;

4) 北京医疗: 我们假设 2024-2026 年收入分别为 19.2/21.2/23.3 亿元, 同比增长 11%/10%/10%;

5) Epic Pharma: 我们假设 2024-2026 年收入分别为 12.7/15.0/17.2 亿元, 同比增长 20%/18%/15%;

图表 61: 人福医药收入拆分

(亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

营业收入	221.57	206.80	205.49	223.38	245.25	260.46	279.56	299.41
yoy		-6.67%	-0.63%	8.71%	9.79%	6.20%	7.33%	7.10%
宜昌人福								
收入	40.06	48.16	60.73	70.10	80.60	91.91	103.45	115.43
yoy		20.22%	26.10%	15.43%	14.98%	14.03%	12.56%	11.59%
净利润	11.00	15.77	18.60	20.78	24.29	28.49	32.38	36.36
yoy		43.36%	17.95%	11.72%	16.89%	17.30%	13.64%	12.30%
净利率	27.46%	32.75%	30.63%	29.64%	30.14%	31.00%	31.30%	31.50%
葛店人福药业								
收入	6.03	6.58	7.64	10.16	11.94	13.49	15.11	16.62
yoy		9.12%	16.11%	32.98%	17.52%	13%	12%	10%
净利润	0.82	1.04	1.33	1.91	1.87	2.43	2.57	2.66
yoy		26.83%	27.88%	43.61%	-2.09%	29.87%	5.78%	3.53%
净利率	13.60%	15.81%	17.41%	18.80%	15.66%	18.00%	17.00%	16.00%
新疆维药								
收入	5.32	5.89	6.38	7.31	10.03	11.53	13.26	15.25
yoy		10.71%	8.32%	14.58%	37.21%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	0.61	0.90	0.82	0.99	1.13	1.38	1.59	1.83
yoy		47.54%	-8.89%	20.73%	14.14%	22.49%	15.00%	15.00%
净利率	11.47%	15.28%	12.85%	13.54%	11.27%	12.00%	12.00%	12.00%
武汉人福								
收入	5.91	4.77	6.61	6.28	6.89	4.82	4.82	4.82
yoy		-19.29%	38.57%	-4.99%	9.71%	-30%	0%	0%
净利润	0.81	0.67	0.67	1.00	1.45	0.72	0.72	0.72
yoy		-17.28%	0.00%	49.25%	45.00%	-50.11%	0.00%	0.00%
净利率	13.71%	14.05%	10.14%	15.92%	21.04%	15.00%	15.00%	15.00%
北京巴瑞医疗								
收入	13.07	10.55	14.51	15.04	17.33	19.24	21.16	23.28
yoy		-19.28%	37.54%	3.65%	15.23%	11.00%	10.00%	10.00%
净利润	2.05	1.12	1.35	1.14	1.39	1.33	1.47	1.61
yoy		-45.37%	20.54%	-15.56%	21.93%	-4.00%	10.00%	10.00%
净利率	15.68%	10.62%	9.30%	7.58%	8.02%	7.00%	7.00%	7.00%
Epic Pharma								
收入	8.41	8.58	9.28	8.75	10.58	12.70	14.98	17.23
yoy		2.02%	8.16%	-5.71%	20.91%	20%	18%	15%
净利润	0.17	0.87	1.05	0.80	1.15	0.89	1.05	1.21
yoy		411.76%	20.69%	-23.81%	43.75%	-22.72%	18.00%	15.00%
净利率	2.02%	10.14%	11.31%	9.14%	10.87%	7.00%	7.00%	7.00%
湖北人福								
收入	63.51	65.37	77.61	82.17	85.63	85.63	85.63	85.63
yoy		2.93%	18.72%	5.88%	4.21%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	1.45	1.29	1.04	1.17	0.93	0.86	0.86	0.86
yoy		-11.03%	-19.38%	12.50%	-20.51%	-7.92%	0.00%	0.00%
净利率	2.28%	1.97%	1.34%	1.42%	1.09%	1.00%	1.00%	1.00%
其他子公司收入	79.26	56.90	22.73	23.57	22.25	21.14	21.14	21.14
yoy		-28.21%	-60.05%	3.70%	-5.60%	-5.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 260.5、279.6、299.4 亿元，同比增长率分别为 6.2%、7.3%、7.1%，实现归母净利润分别为 21.7、25.7、29.7 亿元，同比增长率分别为 1.5%、18.4%、15.7%。当前股价对应的 PE 分别为 18、15、13 倍。我们选取恩华药业、海思科和恒瑞医药作为可比公司，公司估值水平低于可比公司，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 62：可比公司估值表

代码	公司简称	市值 (亿元)				归母净利润 (亿元)			PE		
		2024/11/15	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002262.SZ	恩华药业	269.9	12.2	14.5	17.3	22.2	18.7	15.6			
002653.SZ	海思科	365.7	4.4	6.1	8.5	83.3	59.7	42.9			
600276.SH	恒瑞医药	3042.8	59.8	67.1	80.6	50.9	45.3	37.8			
	平均值					52.1	41.3	32.1			
600079.SH	人福医药	383.6	21.7	25.7	29.7	17.7	14.9	12.9			

资料来源：Wind，华源证券研究，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

6. 风险提示

1) 市场竞争加剧的风险，当前麻药厂家数量较多，未来或存在市场竞争加剧的可能性；

2) 新产品市场推广不及预期的风险, 新产品推广受较多因素影响, 未来或存在推广不及预期的风险;

3) 政策超预期的风险, 部分麻醉药为政府定价, 未来或存在政策超预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,105	4,788	6,387	8,935
应收票据及账款	9,560	9,764	10,480	11,224
预付账款	721	884	948	1,016
其他应收款	503	596	640	685
存货	3,619	3,734	3,954	4,198
其他流动资产	1,127	1,191	1,209	1,228
流动资产总计	19,635	20,956	23,618	27,285
长期股权投资	1,086	1,157	1,229	1,300
固定资产	8,652	8,232	7,859	7,516
在建工程	1,834	2,272	2,435	2,435
无形资产	1,915	1,810	1,707	1,596
长期待摊费用	35	117	100	100
其他非流动资产	3,048	3,102	3,007	2,910
非流动资产合计	16,569	16,690	16,336	15,859
资产总计	36,204	37,645	39,954	43,144
短期借款	6,713	6,713	6,713	6,713
应付票据及账款	3,213	2,882	2,812	2,984
其他流动负债	3,300	3,056	3,043	3,231
流动负债合计	13,226	12,651	12,567	12,929
长期借款	1,705	1,347	931	507
其他非流动负债	1,175	1,175	1,175	1,175
非流动负债合计	2,880	2,522	2,105	1,682
负债合计	16,106	15,173	14,672	14,610
股本	1,632	1,632	1,632	1,632
资本公积	5,674	5,674	5,674	5,674
留存收益	9,737	11,440	13,457	15,790
归属母公司权益	17,044	18,747	20,763	23,096
少数股东权益	3,055	3,725	4,519	5,437
股东权益合计	20,099	22,472	25,282	28,533
负债和股东权益合计	36,204	37,645	39,954	43,144

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	2,815	2,632	3,154	3,682
折旧与摊销	825	1,111	1,246	1,268
财务费用	305	350	328	300
投资损失	-207	-172	-172	-172
营运资金变动	-1,914	-1,212	-1,147	-757
其他经营现金流	143	106	245	245
经营性现金净流量	1,967	2,815	3,654	4,566
投资性现金净流量	-1,225	-959	-760	-658
筹资性现金净流量	-2,106	-1,173	-1,294	-1,360
现金流量净额	-1,347	683	1,599	2,548

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	24,525	26,045	27,955	29,940
营业成本	13,291	13,842	14,660	15,562
税金及附加	192	243	261	279
销售费用	4,398	4,792	5,116	5,389
管理费用	1,770	1,940	2,069	2,156
研发费用	1,462	1,667	1,691	1,796
财务费用	305	350	328	300
资产减值损失	-61	-79	-85	-91
信用减值损失	-147	-53	-57	-61
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	207	172	172	172
公允价值变动损益	137	0	0	0
资产处置收益	-1	-5	-5	-5
其他收益	206	150	150	150
营业利润	3,447	3,395	4,006	4,623
营业外收入	8	7	7	7
营业外支出	72	84	84	84
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,384	3,319	3,929	4,546
所得税	569	481	570	659
净利润	2,815	2,838	3,360	3,887
少数股东损益	681	670	794	918
归属母公司股东净利润	2,134	2,167	2,566	2,969
EPS(元)	1	1	2	2

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	9.79%	6.20%	7.33%	7.10%
营业利润增长率	-1.96%	-1.51%	17.99%	15.40%
归母净利润增长率	-14.07%	1.54%	18.40%	15.70%
经营现金流增长率	-19.41%	43.10%	29.80%	24.96%
盈利能力				
毛利率	45.81%	46.85%	47.56%	48.02%
净利率	11.48%	10.90%	12.02%	12.98%
ROE	12.52%	11.56%	12.36%	12.86%
ROA	5.90%	5.76%	6.42%	6.88%
ROIC	13.43%	12.70%	13.88%	15.20%
估值倍数				
P/E	17.97	17.70	14.95	12.92
P/S	1.56	1.47	1.37	1.28
P/B	2.25	2.05	1.85	1.66
股息率	1.96%	1.21%	1.43%	1.66%
EV/EBITDA	11	10	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。