

2024 年 12 月 12 日

## 恩华药业 (002262.SZ)

投资评级：买入（首次）

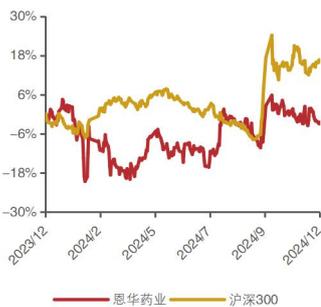
——麻醉产线持续丰富，长期业绩稳健增长可期

## 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 12 月 11 日

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 25.91       |
| 一年内最高/最低 (元) | 29.98/20.64 |
| 总市值 (百万元)    | 26,329.14   |
| 流通市值 (百万元)   | 22,847.24   |
| 总股本 (百万股)    | 1,016.18    |
| 资产负债率 (%)    | 12.61       |
| 每股净资产 (元/股)  | 7.02        |

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **管理层团队和治理稳定，长期业绩增长稳健，麻醉产品为公司目前最大看点。**公司从 2000 年改制以来，管理层一直较为稳定，过去 10 年（2013-2023 年），公司收入端复合增速为 8.5%，归母净利润复合增速为 19.4%，长期业绩增长稳健。2023 年，分收入来看，麻醉类占比 53.6%、精神类占比 21.7%；分毛利看，麻醉类占比 65.0%、精神类占比 22.9%，麻醉类产品目前为公司最大看点，我们预计也是未来最重要的业绩增长点。
- **麻醉产品线持续丰富，“羟瑞舒阿”新品快速放量，我们预计麻醉类未来三年有望保持 20% 以上增长。**公司为国内麻醉领域主要厂家之一，重点麻醉产品咪达唑仑和依托咪酯为公司早期品种，2010 年之后，公司在麻醉领域布局迎来一系列成果，右美托咪定、丙泊酚、瑞芬太尼、舒芬太尼、羟考酮、阿芬太尼、奥赛利定等麻醉新品种陆续上市，较大丰富了公司麻醉产品梯队，产品集群优势显现。2019-2023 年期间，公司麻醉产品线复合增长达到 17.4%，2024 上半年麻醉类产品收入增长 20.0%，表现较为亮眼，我们预计其中舒芬太尼、盐酸阿芬太尼、羟考酮等新产品增长将较为明显，再考虑“羟瑞舒阿”目前市场潜力还未完全打开，以及公司相对较小的市占率（芬太尼系列预计不到 10% 市场份额）。此外，市场推广方面，除了麻醉与重症领域，公司在术前焦虑、舒适化医疗、局麻镇静、癫痫、术后镇痛等高潜力市场持续发力，手术室外应用场景不断拓展，我们预计麻醉类收入未来三年有望保持 20% 以上增长。
- **研发投入持续加码，外延 BD 持续推进，中枢神经领域创新药在研梯队已经形成。**近几年公司研发支出占营收比例明显提升，2019 年占比为 4.6%，2023 年占比已达 12.2%，公司目前拥有在研项目 70 余个，其中在研创新药项目 20 余个：1) NH600001 乳状注射液：静脉麻醉，开展三期临床；2) YH1910-Z02（精麻管制）：抗抑郁，开展二期临床；3) NHL35700：精神分裂症，开展二期临床等，此外公司还有多款创新管线处于临床一期阶段，为公司长期发展打下基础。此外，公司积极加强外延 BD，如在精神神经领域，公司子公司与梯瓦（TEVA）达成合作，获得其安泰坦®（氟丁苯那嗪片）中国大陆权益，约定 2024-2028 年期间完成 20-25 亿元销售额。
- **发布股权激励，释放经营活力。**2024 年 6 月，公司发布股权激励方案，业绩考核要求为 2024-26 年净利润以 2023 年为基数，增长率分别不低于 15%/33%/56%。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 58.5、68.7、80.5 亿元，同比增长率分别为 16.0%、17.4%、17.2%，实现归母净利润分别为 12.1、14.4、17.1 亿元，同比增长率分别为 17.1%、18.6%、18.5%。当前股价对应的 PE 分别为 22、18、15 倍，我们选取人福医药、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，公司目前新品种正处于快速放量期，业绩增长稳健，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；市场空间测算偏差的风险。

## 盈利预测与估值（人民币）

|            | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 4,299  | 5,042  | 5,851  | 6,868  | 8,048  |
| 同比增长率（%）   | 9.22%  | 17.28% | 16.05% | 17.38% | 17.19% |
| 归母净利润（百万元） | 901    | 1,037  | 1,214  | 1,439  | 1,705  |
| 同比增长率（%）   | 12.93% | 15.09% | 17.05% | 18.57% | 18.49% |
| 每股收益（元/股）  | 0.89   | 1.02   | 1.19   | 1.42   | 1.68   |
| ROE（%）     | 16.02% | 16.12% | 16.56% | 17.15% | 17.67% |
| 市盈率（P/E）   | 29.22  | 25.39  | 21.69  | 18.30  | 15.44  |

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 58.5、68.7、80.5 亿元，同比增长率分别为 16.0%、17.4%、17.2%，实现归母净利润分别为 12.1、14.4、17.1 亿元，同比增长率分别为 17.1%、18.6%、18.5%。当前股价对应的 PE 分别为 22、18、15 倍。我们选取人福医药、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，公司目前新品种正处于快速放量期，业绩增长稳健，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

1) 麻醉类：咪达唑仑 2024 年 7 月执行红处方，下半年可能处方量略微受影响，但执行红处方后，其竞争格局和政策风险大幅改善，未来有望实现稳健增长，依托咪酯独家剂型快速放量中，“羟瑞舒阿”正在高速增长，我们假设 2024–2026 年公司麻醉类收入增速分别为 20.8%/23.3%/21.6%；

2) 精神类：我们判断集采短期影响较小，预计未来有望保持稳健增长，我们假设 2024–2026 年收入增速分别为 6.0%/5.9%/5.6%；

3) 神经类：考虑到氘丁苯那嗪的增量贡献，我们假设 2024–2026 年收入增速分别为 64.6%/40.5%/42.9%。

### 投资逻辑要点

2000 年改制之后，国资全部退出，公司产权归全体职工所有，公司实控人孙彭生、付卿、陈增良及杨自亮，都曾任徐州第三制药厂厂长或副厂长，为二十多年来带领恩华药业转型发展的关键人物，公司管理层和治理结构较为稳定。过去 10 年（2013–2023 年），公司收入端复合增速为 8.5%，归母净利润复合增速为 19.4%，长期业绩增长稳健。

公司在高壁垒麻药领域已经成为国内头部企业之一，2010 年之后公司在麻醉领域布局迎来一系列成果，右美托咪定、丙泊酚、瑞芬太尼、舒芬太尼、羟考酮、阿芬太尼、奥赛利定等麻醉新品种陆续上市，丰富了麻醉领域产品梯队。2019–2023 年期间，公司麻醉产品线复合增长达到 17.4%，表现亮眼，考虑“羟瑞舒阿”目前市场潜力还未完全打开，以及公司相对较小的市占率（芬太尼系列预计不到 10%市场份额）。此外，公司在术前焦虑、舒适化医疗、局麻镇静、癫痫、术后镇痛等高潜力市场持续发力，手术室外应用场景不断拓展，我们预计麻醉类收入未来三年有望保持 20%以上增长。

### 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；市场空间测算偏差的风险。

## 内容目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 1. 长期业绩稳健，公司管理层和治理结构稳定 .....                 | 6  |
| 2. 麻醉高壁垒赛道，竞争格局良好 .....                      | 9  |
| 2.1. 老龄化+医疗舒适化，麻醉药市场潜力不断扩大 .....             | 9  |
| 2.2. 精麻类产品政府高度管制，部分产品不可集采 .....              | 12 |
| 2.3. 国内麻醉药市场规模约 300 亿元，镇痛类产品占比最大 .....       | 13 |
| 3. 公司为国内麻醉领域主要厂家，新产品正快速放量 .....              | 16 |
| 3.1. “羟瑞舒阿”等新产品快速放量，带动麻醉类快速增长 .....          | 16 |
| 3.2. 咪达唑仑升级红处方长期受益，依托咪酯快速增长，镇静类产品竞争格局好 ..... | 19 |
| 4. 精神神经类产品短期集采风险小，新品种有望放量 .....              | 20 |
| 5. 盈利预测及估值 .....                             | 22 |
| 6. 风险提示 .....                                | 23 |

## 图表目录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 恩华药业股权结构图 (截至 2024 前三季度)                    | 6  |
| 图表 2: 恩华药业股价复盘情况                                  | 7  |
| 图表 3: 2015-2024Q1-3 公司营收及增速情况                     | 7  |
| 图表 4: 2015-2024Q1-3 公司归母净利润及增速情况                  | 7  |
| 图表 5: 2008-2024H1 公司研发支出情况                        | 8  |
| 图表 6: 公司创新药研发进展情况 (截止 2024 年上半年)                  | 8  |
| 图表 7: 2005-2024Q1-3 公司毛利率、销售费用率和净利率情况             | 9  |
| 图表 8: 2006-2024H1 麻醉、精神、神经类收入占比情况                 | 9  |
| 图表 9: 2006-2024H1 麻醉、精神、神经类等毛利率情况                 | 9  |
| 图表 10: 麻醉药分类情况                                    | 10 |
| 图表 11: 2006-2021 年中国住院病人手术情况                      | 10 |
| 图表 12: 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)          | 11 |
| 图表 13: 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)           | 11 |
| 图表 14: 中国癌痛管理麻醉药市场规模测算                            | 11 |
| 图表 15: 2018-2023 年样本医院口服阿片类药物销售情况                 | 12 |
| 图表 16: 2023 年样本医院口服阿片类药物市场格局                      | 12 |
| 图表 17: 中国无痛内镜麻醉药市场规模测算                            | 12 |
| 图表 18: 国内麻醉药管理制度                                  | 12 |
| 图表 19: 2018-2023 年样本医院麻醉药销售情况 (亿元, 分大类)           | 13 |
| 图表 20: 2023 年样本医院麻醉药市场格局情况 (大类)                   | 13 |
| 图表 21: 国内已上市主要麻醉药产品情况                             | 13 |
| 图表 22: 2013 年某三甲医院手术费用构成                          | 14 |
| 图表 23: 国内已上市主要麻醉药中标价情况                            | 14 |
| 图表 24: 不同镇痛药镇痛强度对比 (参考吗啡)                         | 15 |
| 图表 25: 不同镇痛药物临床应用情况                               | 15 |
| 图表 26: 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) | 16 |
| 图表 27: 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)       | 16 |
| 图表 28: 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)       | 16 |

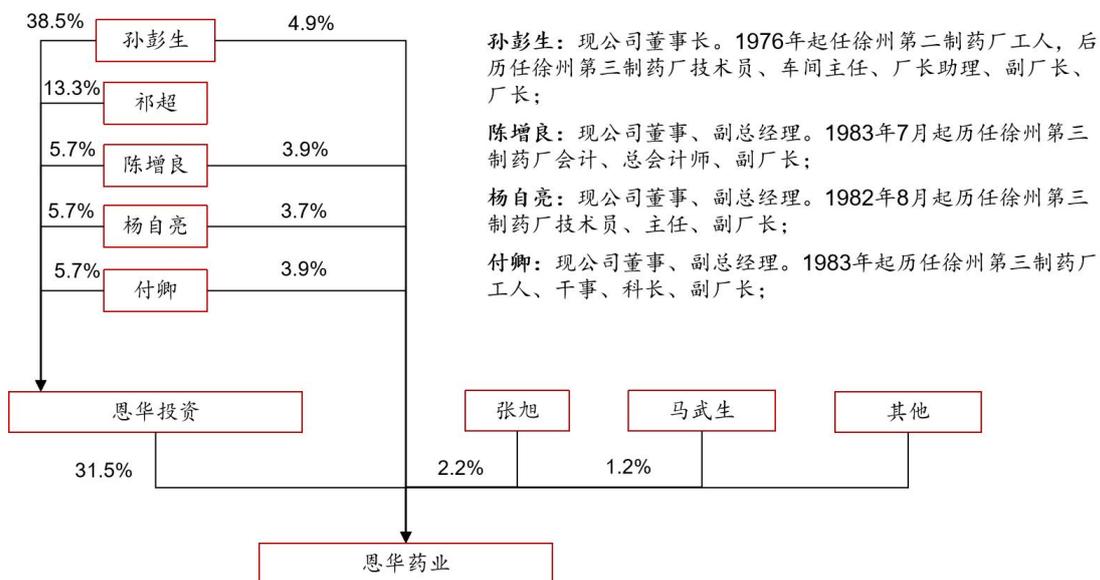
|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 29: 恩华药业主要麻醉产品情况 .....                        | 17 |
| 图表 30: 恩华药业麻醉药产品样本医院销售额情况 (亿元) .....             | 17 |
| 图表 31: 2018-2023 年样本医院镇痛类药品销售情况 .....            | 18 |
| 图表 32: 2018-2023 年样本医院镇痛类药品市场份额情况 .....          | 18 |
| 图表 33: 2018-2023 年恩华药业“羟瑞舒阿”样本医院销售额情况 (亿元) ..... | 18 |
| 图表 34: 奥赛利定矫形手术—拇囊炎切除术平均疼痛强度 VS 时间点 .....        | 19 |
| 图表 35: 奥赛利定整形手术—腹壁成形术平均疼痛强度 VS 时间点 .....         | 19 |
| 图表 36: 2018-2023 年样本医院镇静类药品销售情况 .....            | 20 |
| 图表 37: 2018-2023 年样本医院镇静类药品市场份额情况 .....          | 20 |
| 图表 38: 2018-2023 年恩华咪达唑仑样本医院销售情况 .....           | 20 |
| 图表 39: 2018-2023 年恩华依托咪酯样本医院销售情况 .....           | 20 |
| 图表 40: 恩华药业精神神经产品合计收入情况 (亿元) .....               | 21 |
| 图表 41: 恩华药业精神神经类主要产品情况一览 (部分) .....              | 21 |
| 图表 42: 恩华药业业务收入预测 (亿元) .....                     | 22 |
| 图表 43: 可比公司估值表 .....                             | 22 |

## 1. 长期业绩稳健，公司管理层和治理结构稳定

恩华药业始建于 1978 年，前身是徐州第三制药厂，2000 年之前为国资所有，早期业务为食品添加剂和驱虫药等。2000 年之后，徐州市经济体制改革委员会通过恩华药业的改制方案，最终实现全部国资退出，公司全体职工出资购买公司全部产权，2008 年在深圳证券交易所上市。

孙彭生、付卿、陈增良及杨自亮是公司实际控制人，2024 年 4 月 15 日，四人续签《一致行动协议》，有效期三年。其中孙彭生现为公司董事长，曾任徐州第三制药厂厂长，付卿、陈增良及杨自亮现任公司董事及副总经理，曾均任徐州第三制药厂副厂长。

图表 1：恩华药业股权结构图（截至 2024 前三季度）



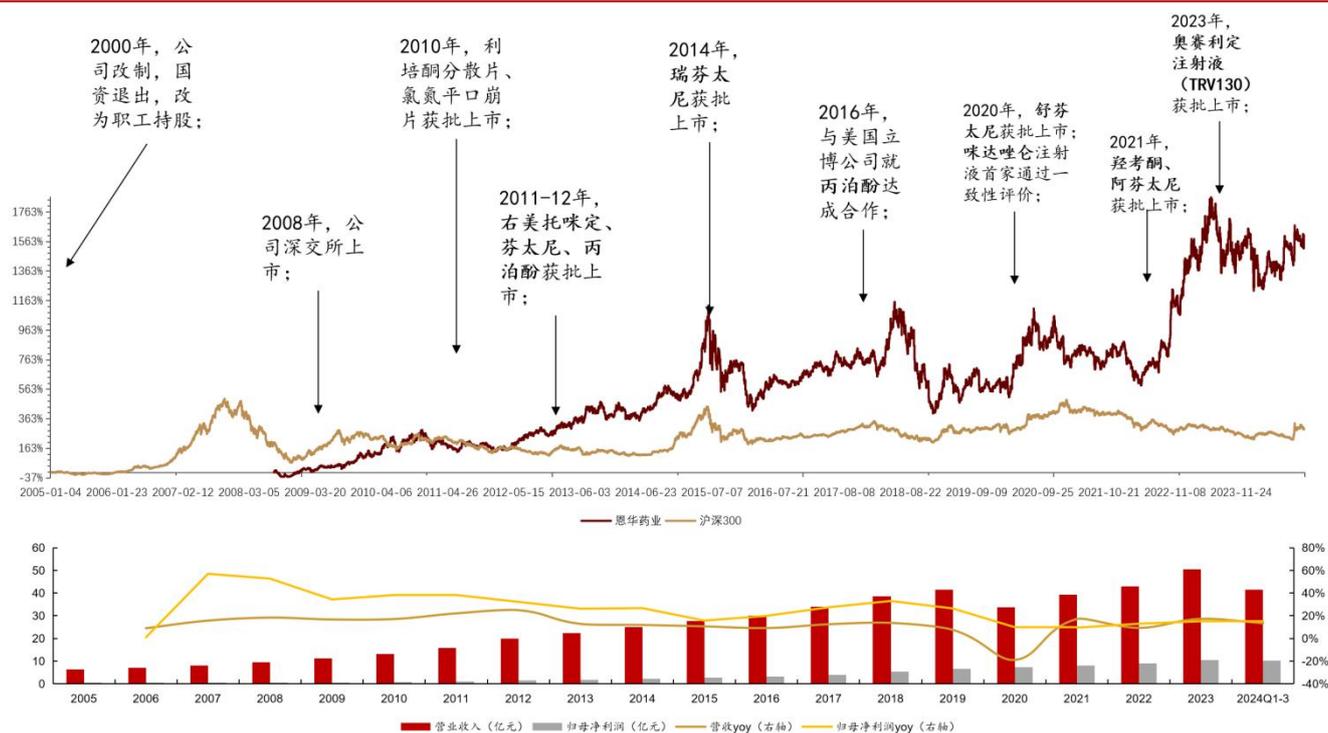
资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司业绩较为稳健，自 2008 年上市以来，利润端一直保持正增长，收入端除了 2020 年因子公司江苏恩华和润医药退出合并范围，以及新冠疫情影响出现下滑以外，其他年份均实现正增长，过去 10 年（2013–2023 年），公司收入端复合增速为 8.5%，归母净利润复合增速为 19.4%，长期业绩增长稳健。

2024 年前三季度，公司实现营收 41.5 亿元，同比增长 13.4%，实现归母净利润 10.2 亿元，同比增长 15.2%。2024 年 6 月公司发布股权激励方案，业绩考核要求为以 2023 年净利润为基数，2024–2026 年净利润增长率不低于 15%、33%、56%。

复盘公司发展历程，公司定位一直很清晰，从 2000 年改制以来就将中枢神经类药物作为公司的战略发展方向，公司重点麻醉产品咪达唑仑和依托咪酯均为公司早期麻醉品种，2010 年之后，公司在麻醉领域的布局迎来一系列成果，右美托咪定、丙泊酚、瑞芬太尼、舒芬太尼、羟考酮、阿芬太尼、奥赛利定等麻醉新品种陆续获批上市，公司目前在麻醉领域已经形成较为丰富的产品管线，规模优势已然显现，为公司长期发展打下基础。

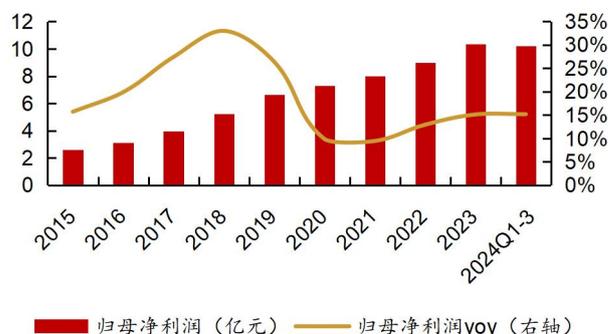
图表 2：恩华药业股价复盘情况



图表 3：2015-2024Q1-3 公司营收及增速情况

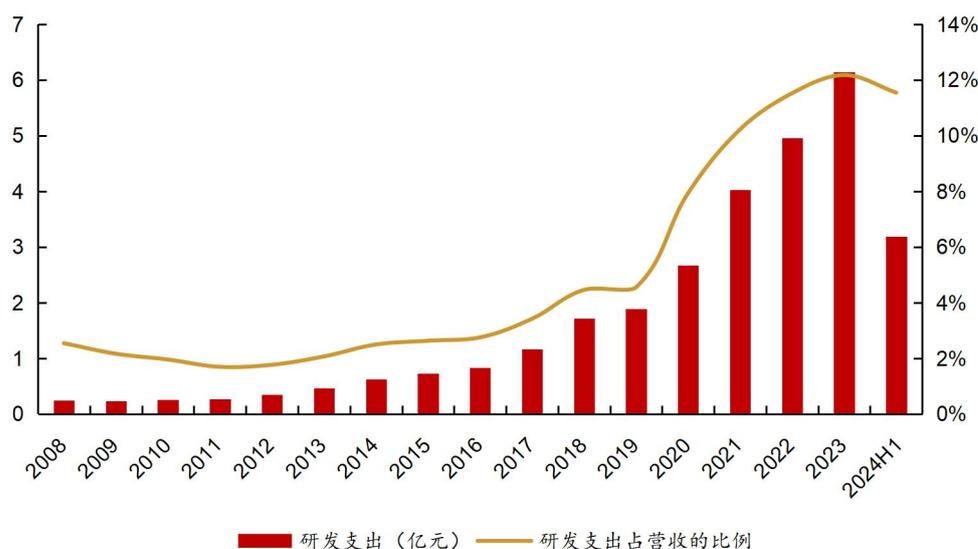


图表 4：2015-2024Q1-3 公司归母净利润及增速情况



研发方面，近几年公司研发支出占比明显提升，如 2017 年研发支出占当期营业收入的比例为 3.42%，到 2023 年占比已经提升至 12.18%，研发支出的快速增长，公司目前已经形成了较为丰富的创新药在研管线，截止 2024 上半年，公司拥有在研项目 70 余个，其中在研创新药项目 20 余个：1) NH600001 乳状注射液：静脉麻醉，开展三期临床；2) YH1910-Z02：抗抑郁，开展二期临床；3) NHL35700：精神分裂症，开展二期临床等，此外公司还有多款创新管线处于临床一期阶段。

图表 5：2008-2024H1 公司研发支出情况



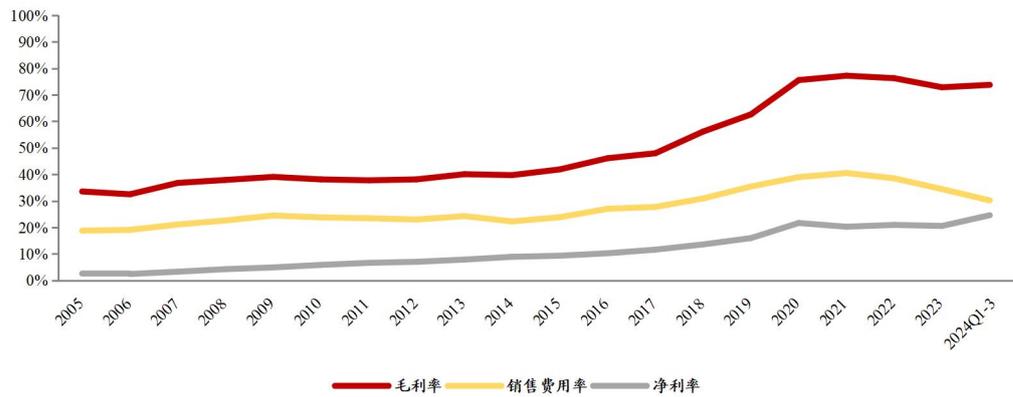
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：公司创新药研发进展情况（截止 2024 年上半年）

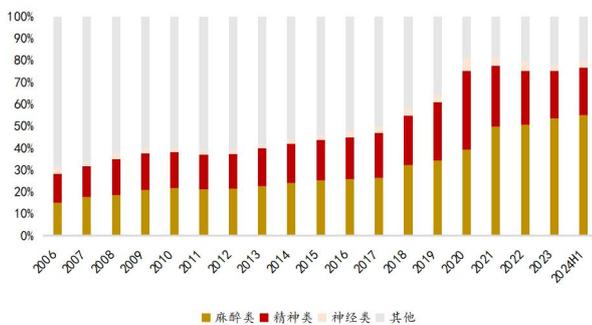
| 序号 | 产品名称           | 领域         | 研发进展                                   | 创新类别       | 备注   |
|----|----------------|------------|----------------------------------------|------------|------|
| 1  | NH102          | 抗抑郁        | 完成 I 期临床，准备开展 II 期临床                   | 1 类新药，自主创新 |      |
| 2  | YH1910-Z02     | 抗抑郁        | 开展 II 期临床                              | 2 类新药，自主创新 | 精麻管制 |
| 3  | YH1910-Z01     | 抗抑郁        | 开展 I 期临床                               | 2 类新药，自主创新 | 精麻管制 |
| 4  | NH103          | 抗抑郁        | 获临床批件                                  | 1 类新药，自主创新 |      |
| 5  | YH1907-Z01     | 抗抑郁        | 临床前研究                                  | 2 类新药，自主创新 | 精麻管制 |
| 6  | NH104          | 失眠及抑郁辅助治疗  | 临床前研究                                  | 1 类新药，自主创新 | 精麻管制 |
| 7  | NHL35700       | 精神分裂症      | 开展 II 期临床                              | 1 类新药，国外引进 |      |
| 8  | NH112          | 精神分裂症      | 开展 I 期临床                               | 1 类新药，自主创新 |      |
| 9  | NH300231 肠溶片   | 精神分裂症      | 开展 I 期临床                               | 1 类新药，自主创新 |      |
| 10 | NH140068       | 精神分裂症      | 已结束 PreIND 沟通交流，预计 2024 年下半年递交 IND 申请  | 1 类新药，自主创新 |      |
| 11 | M1/M4 正变构调节剂   | 精神分裂症      | 临床前研究                                  | 1 类新药，自主创新 |      |
| 12 | YH1501-Z03     | 精神分裂症      | 临床前研究                                  | 2 类新药，自主创新 |      |
| 13 | Protollin 鼻喷剂  | 阿尔茨海默症     | 开展 I 期临床                               | 1 类新药，国外引进 |      |
| 14 | NH130          | 帕金森病伴随精神症状 | 完成 I 期临床                               | 1 类新药，自主创新 |      |
| 15 | NH600001 乳状注射液 | 静脉麻醉       | 开展 III 期临床                             | 1 类新药，自主创新 |      |
| 16 | NH203          | 静脉麻醉       | 已提交 Pre-IND 申请                         | 1 类新药，自主创新 |      |
| 17 | NH160030       | 镇痛         | 已结束 Pre-IND 沟通交流，预计 2024 年下半年提交 IND 申请 | 1 类新药，自主创新 | 精麻管制 |
| 18 | NH530          | 镇痛         | 临床前研究                                  | 1 类新药，自主创新 | 精麻管制 |
| 19 | NH510          | 镇痛         | 临床前研究                                  | 2 类新药，自主创新 |      |
| 20 | YHJ2207-Z01    | 镇静、催眠、抗早醒  | 临床前研究                                  | 2 类新药，自主创新 | 精麻管制 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

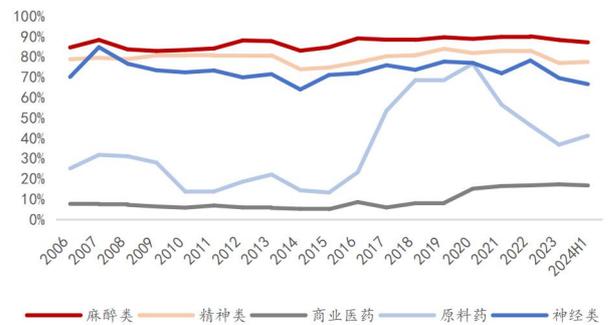
盈利水平方面，随着高毛利率的麻醉类和精神类产品收入占比不断提升，近几年公司整体毛利率提升明显，2024 年前三季度公司毛利率达到 73.8%；销售费用率方面，近几年下降趋势较为显著，2024 年前三季度销售费用率为 30.2%；随着毛利率提升、销售费用率控制，净利率方面几年内稳步增长，2024 前三季度净利率达到 24.6%。

**图表 7：2005-2024Q1-3 公司毛利率、销售费用率和净利率情况**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 8：2006-2024H1 麻醉、精神、神经类收入占比情况**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 9：2006-2024H1 麻醉、精神、神经类等毛利率情况**


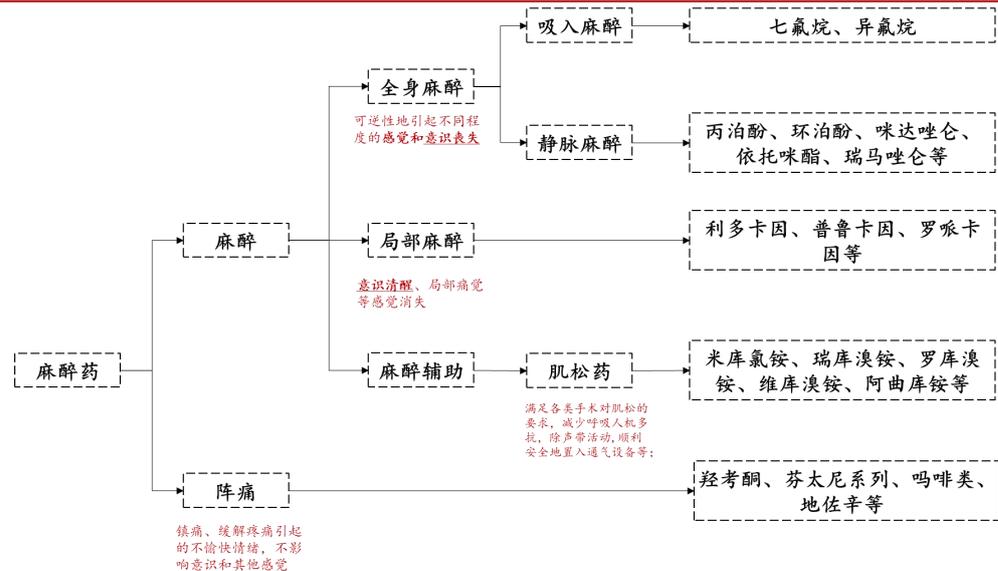
资料来源：Wind，华源证券研究所

## 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”。

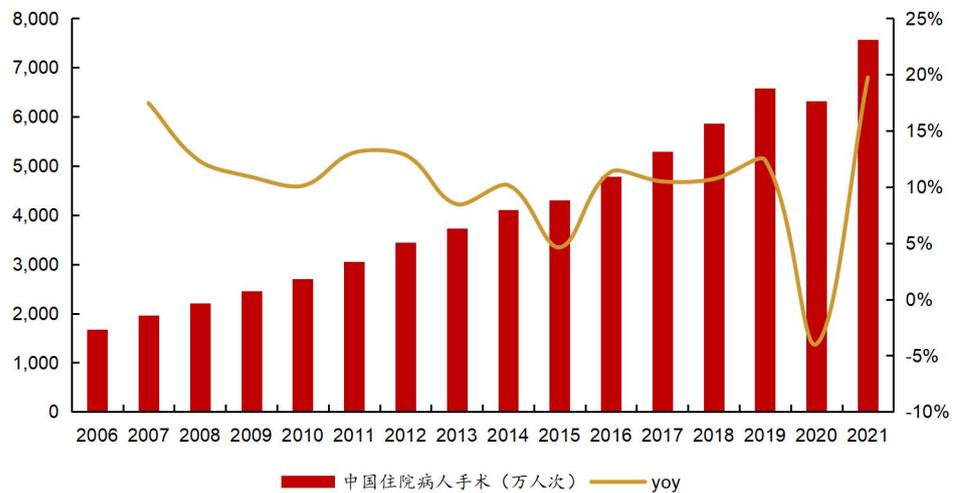
图表 10：麻醉药分类情况



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 11：2006-2021 年中国住院病人手术情况

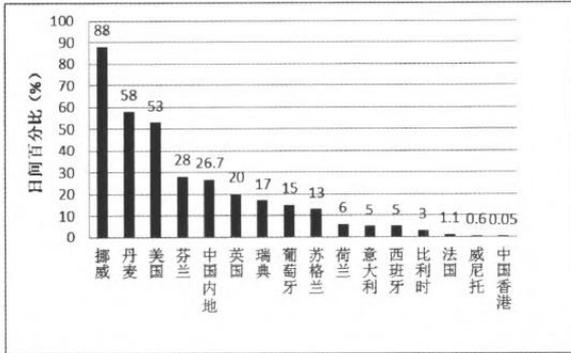


资料来源：卫健委，华源证券研究所

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。

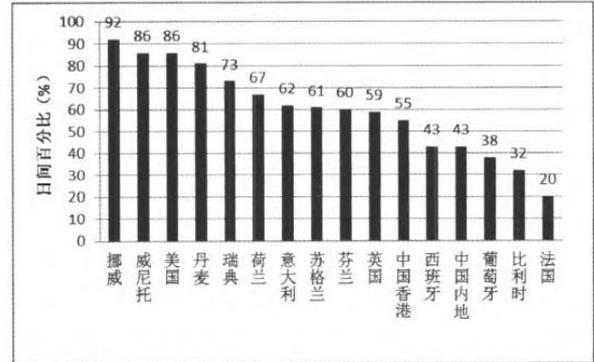
《实用医学杂志》文献显示，2022 年中国抽样调查 2400 余家医疗机构中日间手术占择期手术比例均值不超过 20%，而发达国家日间手术占择期手术的比例已超过 80%。考虑到日间收入可以显著提高床位周转率（考虑 DRGs 推进），未来有望带动整体手术量进一步增长。

图表 12：2011 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 13：2011 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。

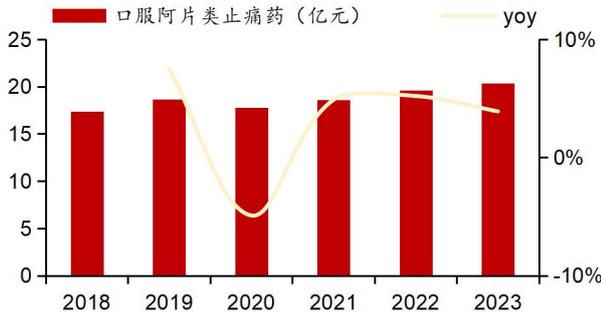
我们测算，在癌痛管理领域，麻药未来远期市场规模预计将超过 70 亿元，在无痛内镜领域市场规模远期预计将接近 25 亿元，再考虑在无痛分娩、ICU 镇痛、骨科等其他领域的应用，我们认为在手术室外的市场规模较大。

图表 14：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减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   | 588   | 603   |
| 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 |

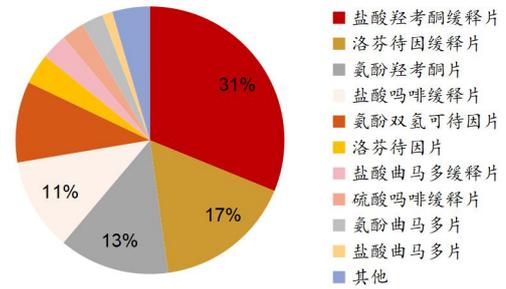
资料来源：国家癌症中心，《盐酸美沙酮片剂用于慢性癌症疼痛治疗中国专家共识》（中国麻醉药品协会），《重视癌痛综合管理，全面提升癌痛诊治水平》（郑晖等）等，华源证券研究所

图表 15：2018-2023 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 16：2023 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 17：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)。 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 麻醉费用 (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

## 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 18：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 |
|------|--------|--------|
|------|--------|--------|

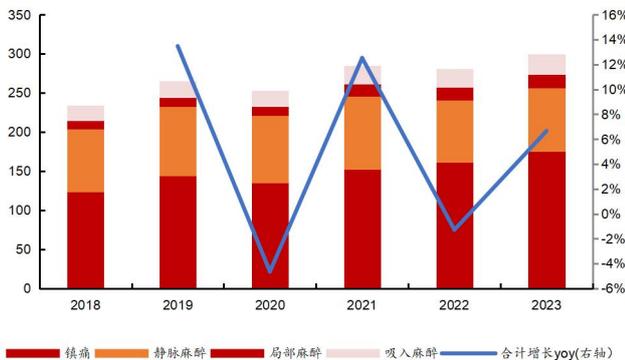
|          |                                                                           |         |                                                                            |
|----------|---------------------------------------------------------------------------|---------|----------------------------------------------------------------------------|
| 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                                                                    |
|          | 单方制剂                                                                      | 不超过 3 家 | 不超过 5 家                                                                    |
|          | 复方制剂                                                                      | 不超过 7 家 | 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

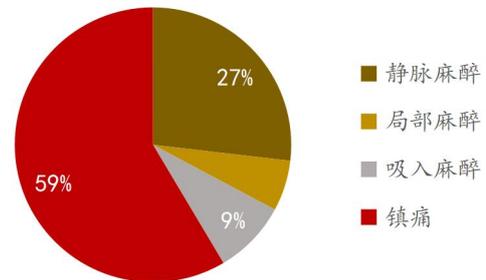
按照销售额来看，麻醉药市场主要以镇痛和静脉麻醉类产品市场占比最大，米内网数据显示，2023 年样本医院销售数据放大后，镇痛、麻醉（静脉/吸入）和局部麻醉药物市场规模接近 300 亿元（考虑样本医院放大，我们预计实际市场规模超 300 亿元），同比增长约 6.6%，其中镇痛类药物占比约 59%，静脉麻醉占比约 27%。

图表 19：2018–2023 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 20：2023 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 21：国内已上市主要麻醉药产品情况

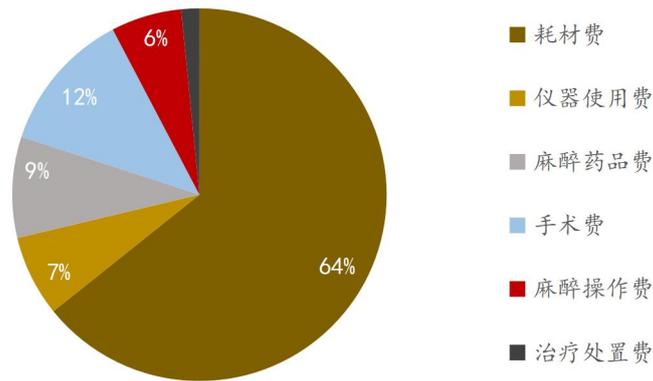
| 分类 | 产品      | 几类管制   | 2023 年样本医院销售额(亿元) | 国家医保情况 | 是否集采 | 上市厂家数量 | 2023 年样本医院市场份额 |      |    |                         |
|----|---------|--------|-------------------|--------|------|--------|----------------|------|----|-------------------------|
|    |         |        |                   |        |      |        | 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  | 35.3              | 是      | 否    | 3      | 89.0%          | 7.1% | -- | 国药工业（3.8%）              |

| 分类   | 产品            | 麻醉药品目录 | 最新中标价 | 是否 | 否      | 数量 | 98.0%  | 1.6%  | --     | 主要企业                                       |
|------|---------------|--------|-------|----|--------|----|--------|-------|--------|--------------------------------------------|
| 静脉麻醉 | 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               |
|      | 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%，中长链)                              |
| 局部麻醉 | 咪达唑仑注射剂       | 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     |
|      | 甲磺酸瑞马唑仑       | 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% | --    | --     | --                                         |
| 吸入麻醉 | 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 22：2013 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 23：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);<br>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)；<br>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 |
|    |      |                                                                  |                                                                                    |

|      |                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                    |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | 宜昌人福: 21.41 元 (2ml: 10ug), 90.87 元 (2ml: 100ug), 54.55 元 (1ml: 50ug);<br>舒芬太尼<br>恩华药业: 46.19 元 (1ml: 50ug);<br>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                                                                                                     |
|      | 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);<br>布托啡诺<br>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                                                                                                                        |
|      | 合璧立方: 7.77 元 (10mg); 宜昌人福: 29.5 元 (40mg); 萌蒂制药: 7.95 元 (10mg), 32.4 元 (40mg)<br>羟考酮缓释片                                                                     | 初始用药剂量一般为 10mg, 每 12 小时服用一次                                                                                                                                        |
|      | Aspen: 48.07 元 (20ml: 0.2g), 234.18 元 (50ml: 1g), 138.78 元 (50ml: 500mg);<br>丙泊酚<br>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                                                                                                                          |
|      | 恩华: 33.59 元 (10ml: 20mg)<br>依托咪酯<br>宜昌人福: 5.4 元 (2ml: 2mg), 18.51 元 (2ml: 10mg);                                                                           | 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                                                                                                                  |
|      | 江苏恩华: 5.9 元 (2ml: 2mg), 11.9 元 (1ml: 5mg), 20.3 元 (2ml: 10mg);<br>咪达唑仑                                                                                     | 麻醉前给药: 0.05~0.075mg/kg; 全麻诱导: 5~10mg (0.1~0.15mg/kg);                                                                                                              |
| 静脉麻醉 | 海思科: 83 元 (20ml: 50mg)<br>环泊酚                                                                                                                              | 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                                                                              |
|      | 嘉博制药: 9.8 元 (20ml: 200mg);<br>丙泊酚中/长链                                                                                                                      | 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。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。 |
|      | 恒瑞医药: 42.5 元 (25mg), 56.19 元 (36mg)<br>甲苯磺酸瑞马唑仑                                                                                                            | 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。                                                                         |
|      | 宜昌人福: 40.5 元 (25mg), 68.65 元 (50mg)<br>苯磺酸瑞马唑仑                                                                                                             |                                                                                                                                                                    |

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 24: 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 25: 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; 降低气管支气管反应; 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 | 偶发局灶性中程异常兴奋等                     |
| 地佐辛  | 5-10min | 2.2-2.8h | 起效比吗啡快; 因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; 预防吗啡类药注射引起的瘙痒症; 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     | 药物滥用及戒断现象较弱; 肌内注射起效迅速; 呼吸抑制作用弱                     | 仅保胃肠外使用; 困倦、出汗、恶心及中枢刺激症状; 增加心脏负荷 |
| 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                      |

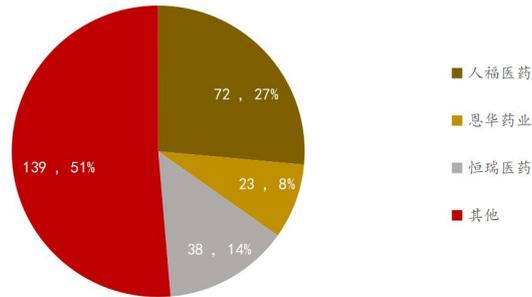
资料来源: 丁香园用药指南公众号, 河北恒泰医药公司微信公众号, 《地佐辛临床镇痛专家共识 (2020)》, 《纳布啡在围手术期的应用》(余盼等), 围术期医学论坛微信公众号, 华源证券研究所

### 3. 公司为国内麻醉领域主要厂家，新产品正快速放量

#### 3.1. “羟瑞舒阿”等新产品快速放量，带动麻醉类快速增长

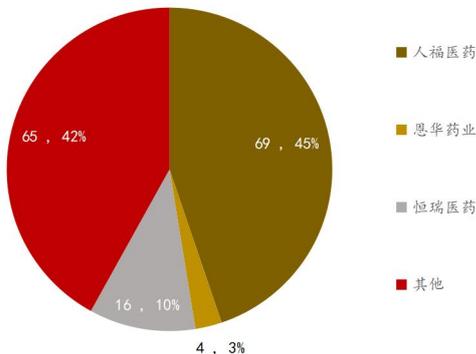
人福医药、恩华药业和恒瑞医药是国内传统老牌麻药企业，2023年三家公司在麻醉药领域市场份额合计接近50%，其中人福医药占比接近27%。分公司来看，其中人福医药在镇痛领域具有较大的市场份额，占比约45%，恒瑞占比约10%。恩华和恒瑞在镇静领域占比相对较高，分别约为16%和18%。其他麻醉药主要公司包括扬子江（地佐辛）、海思科（环泊酚）、华润双鹤、NAPP等。

图表 26：2023 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)



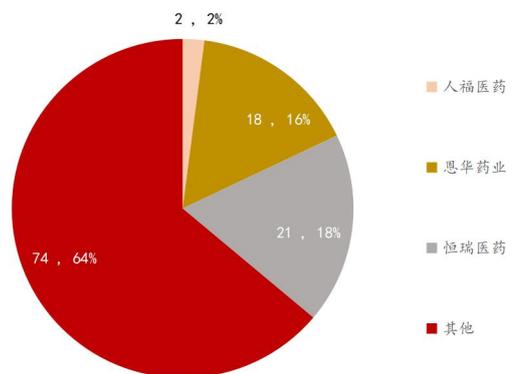
资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 27：2023 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 28：2023 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

麻醉产品线目前占恩华药业整体收入的比例最大，根据米内网数据显示，2023年恩华在麻醉领域最大的品种分别是咪达唑仑（样本医院 7.6 亿元）、依托咪酯（样本医院 9.6 亿元）、瑞芬太尼（样本医院 2.5 亿元）、羟考酮注射液（样本医院 1.9 亿元），舒芬太尼和阿芬太尼由于上市时间相对较晚，目前收入体量相对较小，但增长较快。

**图表 29：恩华药业主要麻醉产品情况**

| 产品名称(商品名/通用名)   | 上市时间  | 分类     | 是否纳入国家基药 | 医保情况    | 2023年行业市场规模(亿元) | 中国上市厂家数量 | 恩华药业2023年市场份额 | 备注                  |
|-----------------|-------|--------|----------|---------|-----------------|----------|---------------|---------------------|
| 力月西(咪达唑仑注射液)    | 1998年 | 精神药品一类 | 是        | 是, 医保甲类 | 8.9             | 9        | 83.1%         | 市场地位领先, 已升为红处方      |
| 福尔利(依托咪酯乳状注射液)  | 2002年 | 精神药品二类 | 否        | 是, 医保乙类 | 9.6             | 6        | 99.9%         | 市场地位领先              |
| 锐纷(注射用盐酸瑞芬太尼)   | 2014年 | 麻醉药品目录 | 是        | 是, 医保乙类 | 35.3            | 3        | 7.1%          | 目前份额较低, 增长潜力大       |
| 芬特(枸橼酸舒芬太尼注射液)  | 2020年 | 麻醉药品目录 | 否        | 是, 医保乙类 | 26.3            | 4        | 1.6%          | 目前份额较低, 新产品, 增长潜力较大 |
| 阿芬尼(盐酸阿芬太尼注射液)  | 2021年 | 麻醉药品目录 | 否        | 否       | 1.6             | 2        | 2.6%          | 新产品, 增长潜力大          |
| 恩利泽(盐酸羟考酮注射液)   | 2021年 | 麻醉药品目录 | 否        | 是, 医保乙类 | 6.3             | 4        | 42.9%         | 市场地位领先, 增长潜力大       |
| 欧立罗(富马酸奥赛利定注射液) | 2023年 | 麻醉药品目录 | 否        | 是, 医保乙类 | —               | 1        | 100.0%        | 独家创新品种, 增长潜力较大      |

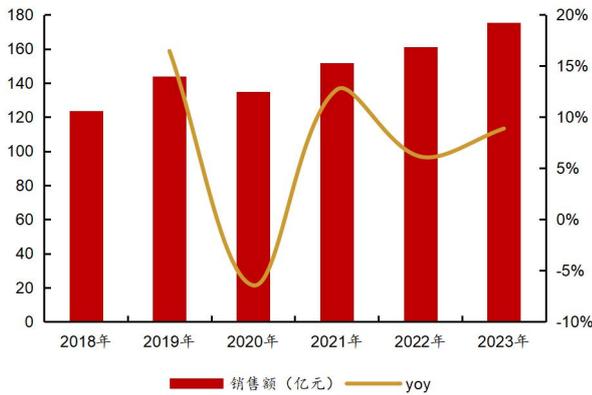
资料来源：米内网，公司公告，华源证券研究所

**图表 30：恩华药业麻醉药产品样本医院销售额情况（亿元）**


资料来源：米内网，华源证券研究所

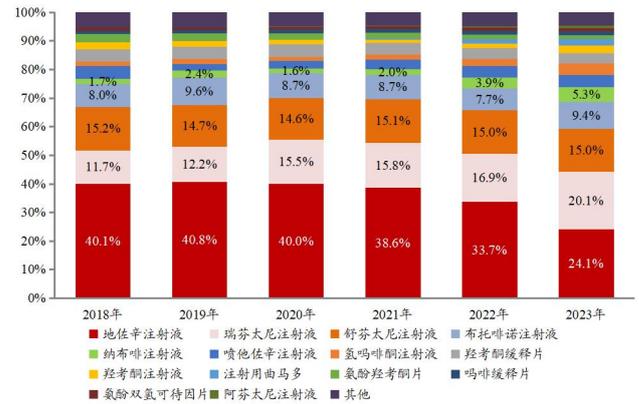
国内麻醉镇痛药物领域，地佐辛目前市场份额依然排第一位，但近年来受移出地方医保目录以及被列入第二批国家重点监控目录影响，市场份额持续下滑，从2018年的40.1%下滑到2023年的24.1%，期间瑞芬太尼市场份额提升明显，从2018年的11.7%提升到2023年的20.1%。

图表 31：2018-2023 年样本医院镇痛类药物销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

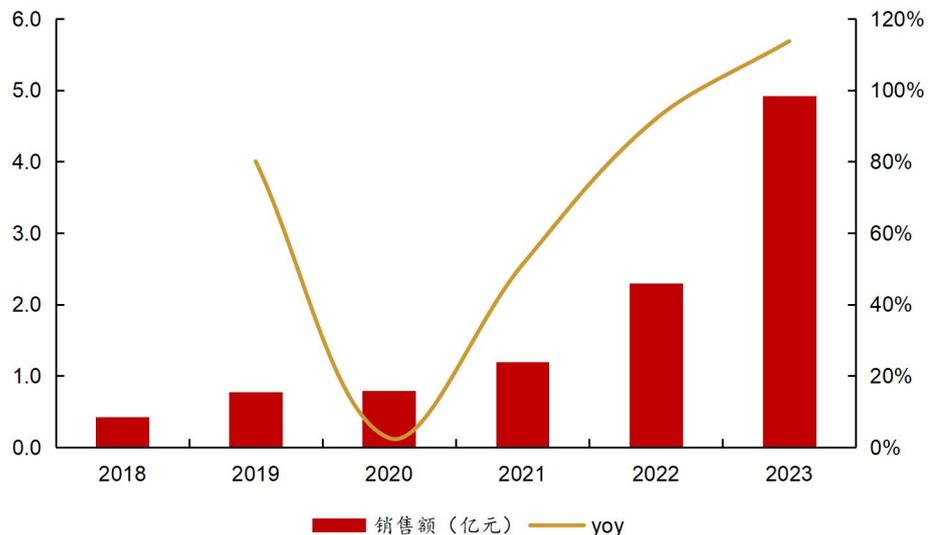
图表 32：2018-2023 年样本医院镇痛类药物市场份额情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

“羟瑞舒阿”四个品种是恩华药业目前麻醉镇痛领域增长最快的几个品种，如上文所述，除了羟考酮注射液市场份额相对较高之外，瑞芬太尼、舒芬太尼和阿芬太尼市场份额相对较小，且除了瑞芬太尼（2014 年上市），其他三个品种都是 2020-21 年期间获批上市，再考虑阿片类药物市场空间较大，我们认为“羟瑞舒阿”放量将受益于：1）市场销售结构变化带来的增量；2）整体市场稳步增长以及市场份额的提升，未来有望带动恩华麻醉产品线保持快速增长态势。

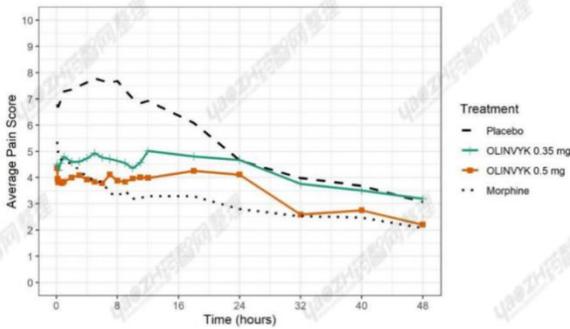
图表 33：2018-2023 年恩华药业“羟瑞舒阿”样本医院销售额情况 (亿元)



资料来源：米内网，华源证券研究所

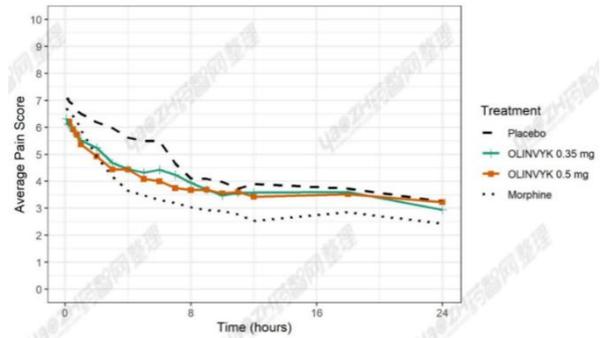
奥赛利定最早由 Trevena 公司研发，于 2020 年 8 月 7 日获得 FDA 批准上市，是数十年来 FDA 批准的第 1 个用于静脉注射阿片类药物，也是 FDA 批准的第 1 种新型 G 蛋白偏向性  $\mu$  阿片受体激动剂，适用于成年人中至重度急性疼痛管理。

图表 34：奥赛利定矫形手术—拇囊炎切除术平均疼痛强度 VS 时间点



资料来源：奥赛利定说明书，华源证券研究所

图表 35：奥赛利定整形手术—腹壁成形术平均疼痛强度 VS 时间点



资料来源：奥赛利定说明书，华源证券研究所

恶心、呕吐、便秘等不良反应 ( opioid- related adverse event, ORAE ) 一直是麻醉临床关注的点，有研究显示，阿片类药物 ORAE 发生率高达 10.6%。奥赛利定由于其独特作用机制，可在有效镇痛的同时减少呼吸道不良事件、胃肠道障碍等不良反应，是成年人中至重度急性疼痛治疗新选择，同时由于其独特的作用机制有望成为无痛诊疗和非围手术期镇痛的新选择。

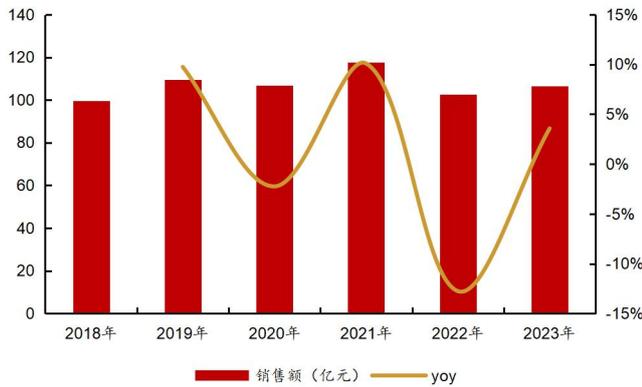
2018 年恩华药业与 Trevena 公司就奥赛利定达成合作，合作条款为：1) 恩华获得在中国开展“授权适应症”的独家许可开发与销售权利；2) 首付款 250 万美元，开发里程碑款不超过 600 万美元，商业里程碑款为净销售额达 1-2 亿美元以上区间支付累计不超过 600 万美元，每个目标的付款范围为 200-400 万美元；3) 奥赛利定上市后，恩华将按照约定的净销售分成比例支付提成。2023 年 5 月，奥赛利定在中国获批上市，2023 年奥赛利定通过谈判被纳入国家医保目录。

### 3.2. 咪达唑仑升级红处方长期受益，依托咪酯快速增长，镇静类产品竞争格局好

在国内麻醉镇静领域，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 4.9% 下滑到 2023 年的 1.9%。

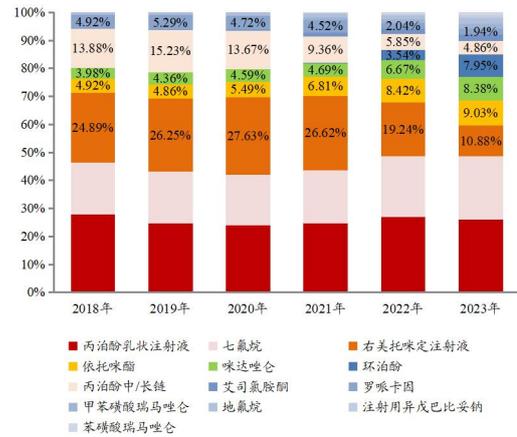
相对而言，依托咪酯、咪达唑仑和环泊酚市场份额近几年增长明显：依托咪酯从 2018 年的 4.9% 提升到 2023 年的 9.0%，咪达唑仑从 2018 年的 4.0% 提升到 2023 年的 8.4%，环泊酚从 2021 年的 0.4% 提升到 2023 年的 8.0%。

图表 36：2018-2023 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 37：2018-2023 年样本医院镇静类药品市场份额情况

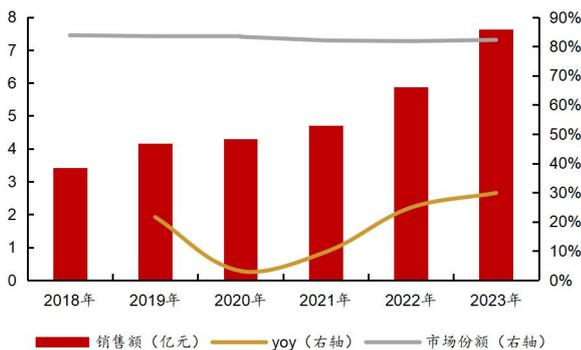


资料来源：米内网，华源证券研究所

恩华药业的依托咪酯和咪达唑仑市场份额大幅领先，依托咪酯目前为精神二类产品，但公司的依托咪酯为独家长链剂型，其他为中/长链剂型，格局较好，依托咪酯应用场景与丙泊酚较为相似，考虑丙泊酚已经被集采，我们认为依托咪酯未来有望保持较快增长态势。咪达唑仑注射剂方面，已于 2024 年 7 月 1 日，正式执行调整为精神一类药品，无集采风险，考虑到咪达唑仑临床上应用大部分与重症相关，我们认为本次咪达唑仑升级红处方影响相对有限，且升红后不可集采，长期逻辑确定性较强。

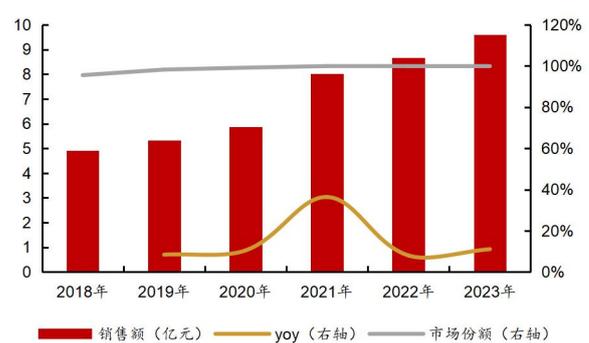
整体来看，公司的依托咪酯和咪达唑仑竞争格局较好，随着整体手术量增长以及公司不断拓展手术科室以外应用场景，未来有望保持稳健增长态势。

图表 38：2018-2023 年恩华咪达唑仑样本医院销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 39：2018-2023 年恩华依托咪酯样本医院销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

## 4. 精神神经类产品短期集采风险小，新品种有望放量

在公司精神神经板块，在 2021 年出现下滑之后，近几年收入已经企稳，2024 上半年精神神经产品实现收入合计 6.75 亿元，同比增长 8.2%。从产品梯队情况来看，根据米内网数据，公司精神神经领域单个产品销售收入体量不大，预计最大的品种收入在 1-2 亿元之内，且如齐拉西酮胶囊、阿普唑仑和阿立哌唑等销售靠前的品种均已经被纳入集采，未被纳入集采的如丁螺环酮片、碳酸锂缓释片市场竞争格局也相对较好，我们判断短期纳入集采的可能性相对较小。

图表 40：恩华药业精神神经产品合计收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 41：恩华药业精神神经类主要产品情况一览（部分）

| 产品           | 是否集采  | 上市厂家数量 | 是否国家医保 | 2023 年样本医院销售额 (亿元) |
|--------------|-------|--------|--------|--------------------|
| 丁螺环酮片        | 否     | 3      | 是      | 1.46               |
| 齐拉西酮胶囊       | 联盟集采  | 3      | 是      | 0.90               |
| 齐拉西酮注射剂 (冻干) | 否     | 2      | 是      | 0.32               |
| 碳酸锂缓释片       | 否     | 1      | 是      | 1.19               |
| 氯硝西泮         | 否     | 10     | 是      | 0.78               |
| 度洛西汀肠溶片      | 否     | 2      | 是      | 0.58               |
| 阿普唑仑         | 联盟集采  | 57     | 是      | 0.56               |
| 阿立哌唑片剂       | 国采第五批 | 10     | 是      | 0.42               |

资料来源：米内网，医药魔方，华源证券研究所

2024 年 2 月，公司全资子公司恩华和信与 TEVA 签署了安泰坦（氘丁苯那嗪片）产品独家商业化许可和合作协议，协议期限自 2024 年 2 至 2029 年 2 月，恩华和信获得 TEVA 安泰坦于中国大陆的独家商业化权益。

安泰坦系 FDA2017 年批准的囊泡单胺转运蛋白 2 (VMAT2) 抑制剂，于 2020 年获得中国国家药监局批准，用于治疗成人与亨廷顿病 (HD) 有关的舞蹈病及迟发性运动障碍 (TD)，并于当年通过国家医保谈判进入医保目录。根据协议约定，恩华和信将在 2024-2028 年期间完成 TEVA 许可产品总计约 20-25 亿元的销售额。

## 5. 盈利预测及估值

核心假设：

1) 麻醉类：咪达唑仑 2024 年 7 月执行红处方，下半年可能处方量略微受影响，但执行红处方后，其竞争格局和政策风险有望大幅改善，未来有望实现稳健增长，依托咪酯独家剂型快速放量中，“羟瑞舒阿”正在高速增长，我们假设 2024–2026 年公司麻醉类收入增速分别为 20.8%/23.3%/21.6%；

2) 精神类：我们判断集采短期影响较小，预计未来有望保持稳健增长，我们假设 2024–2026 年收入增速分别为 6.0%/5.9%/5.6%；

3) 神经类：考虑到氘丁苯那嗪的增量贡献，我们假设 2024–2026 年收入增速分别为 64.6%/40.5%/42.9%。

图表 42：恩华药业业务收入预测（亿元）

|      | 2021   | 2022  | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 39.36  | 42.99 | 50.42  | 58.51  | 68.68  | 80.48  |
| yoy  | 17.09% | 9.22% | 17.29% | 16.05% | 17.38% | 17.19% |
| 麻醉类  | 19.59  | 21.74 | 27.02  | 32.64  | 40.24  | 48.94  |
| yoy  | 48.4%  | 11.0% | 24.3%  | 20.8%  | 23.3%  | 21.6%  |
| 毛利率  | 89.9%  | 90.1% | 88.3%  | 87.0%  | 87.1%  | 87.2%  |
| 精神类  | 10.96  | 10.53 | 10.92  | 11.58  | 12.25  | 12.95  |
| yoy  | -9.6%  | -3.9% | 3.7%   | 6.0%   | 5.9%   | 5.6%   |
| 毛利率  | 82.9%  | 83.1% | 77.0%  | 77.5%  | 77.6%  | 77.7%  |
| 神经类  | 1.58   | 1.87  | 1.27   | 2.08   | 2.93   | 4.19   |
| yoy  | -15.4% | 18.1% | -32.2% | 64.6%  | 40.5%  | 42.9%  |
| 毛利率  | 71.9%  | 78.3% | 69.6%  | 66.6%  | 67.0%  | 67.5%  |
| 商业医药 | 4.18   | 5.16  | 7.09   | 7.79   | 8.57   | 9.43   |
| yoy  | 13.7%  | 23.5% | 37.3%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 毛利率  | 16.5%  | 16.8% | 17.3%  | 16.8%  | 16.8%  | 16.8%  |
| 原料药  | 0.94   | 1.17  | 1.46   | 1.75   | 2.01   | 2.31   |
| yoy  | 5.7%   | 25.0% | 24.0%  | 20.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 毛利率  | 56.5%  | 46.4% | 36.8%  | 38.0%  | 38.0%  | 38.0%  |
| 其他合计 | 2.11   | 2.51  | 2.67   | 2.67   | 2.67   | 2.67   |
| 毛利率  | 63.5%  | 62.4% | 67.5%  | 67.5%  | 67.5%  | 67.5%  |

资料来源：Wind，华源证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年分别实现营业收入 58.5、68.7、80.5 亿元，同比增长率分别为 16.0%、17.4%、17.2%，实现归母净利润分别为 12.1、14.4、17.1 亿元，同比增长率分别为 17.1%、18.6%、18.5%。当前股价对应的 PE 分别为 22、18、15 倍。我们选取人福医药、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 43：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    |  |  |
|----|------|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|--|--|
|    |      | 2024/12/12 | 2024E | 2025E | 2026E     | 2024E | 2025E | 2026E |  |  |
|    |      |            |       |       |           |       |       |       |  |  |

|           |      |        |      |      |      |      |      |      |
|-----------|------|--------|------|------|------|------|------|------|
| 600079.SH | 人福医药 | 411.6  | 23.7 | 27.0 | 29.4 | 17.3 | 15.3 | 14.0 |
| 002653.SZ | 海思科  | 390.3  | 4.4  | 6.1  | 8.4  | 89.1 | 64.1 | 46.2 |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 3071.5 | 59.8 | 67.2 | 80.4 | 51.4 | 45.7 | 38.2 |
|           | 平均值  |        |      |      |      | 52.6 | 41.7 | 32.8 |
| 002262.SZ | 恩华药业 | 263.3  | 12.1 | 14.4 | 17.1 | 21.7 | 18.3 | 15.4 |

资料来源: Wind, 华源证券研究, 人福医药为华源证券研究所预测, 其他可比公司盈利预测均为 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, 管制类麻醉药品为政府定价, 未来或存在价格下降的可能性;
- 4) 市场空间测算偏差的风险, 报告中的市场空间测算基于一定假设条件, 若实际情况与假设存在较大偏差, 存在不及预期的风险。

**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             | 2,159        | 2,902        | 3,782        | 4,817         |
| 应收票据及账款          | 1,054        | 1,147        | 1,347        | 1,578         |
| 预付账款             | 37           | 53           | 62           | 73            |
| 其他应收款            | 22           | 31           | 36           | 42            |
| 存货               | 629          | 973          | 1,115        | 1,280         |
| 其他流动资产           | 1,354        | 1,356        | 1,359        | 1,363         |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>5,255</b> | <b>6,461</b> | <b>7,702</b> | <b>9,154</b>  |
| 长期股权投资           | 73           | 78           | 83           | 88            |
| 固定资产             | 1,202        | 1,152        | 1,135        | 1,109         |
| 在建工程             | 294          | 292          | 250          | 208           |
| 无形资产             | 190          | 222          | 288          | 348           |
| 长期待摊费用           | 42           | 21           | 0            | 0             |
| 其他非流动资产          | 272          | 288          | 264          | 240           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,074</b> | <b>2,054</b> | <b>2,020</b> | <b>1,993</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>7,328</b> | <b>8,515</b> | <b>9,721</b> | <b>11,147</b> |
| 短期借款             | 55           | 55           | 55           | 55            |
| 应付票据及账款          | 277          | 398          | 456          | 524           |
| 其他流动负债           | 482          | 663          | 762          | 876           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>814</b>   | <b>1,116</b> | <b>1,273</b> | <b>1,455</b>  |
| 长期借款             | 36           | 36           | 36           | 36            |
| 其他非流动负债          | 68           | 68           | 68           | 68            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>104</b>   | <b>104</b>   | <b>104</b>   | <b>104</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>918</b>   | <b>1,220</b> | <b>1,377</b> | <b>1,560</b>  |
| 股本               | 1,008        | 1,016        | 1,016        | 1,016         |
| 资本公积             | 103          | 94           | 94           | 94            |
| 留存收益             | 5,324        | 6,219        | 7,280        | 8,538         |
| 归属母公司权益          | 6,434        | 7,329        | 8,391        | 9,649         |
| 少数股东权益           | -24          | -34          | -46          | -61           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>6,410</b> | <b>7,295</b> | <b>8,344</b> | <b>9,588</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>7,328</b> | <b>8,515</b> | <b>9,721</b> | <b>11,147</b> |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 税后经营利润          | 1,034        | 1,140        | 1,363        | 1,627        |
| 折旧与摊销           | 175          | 185          | 199          | 192          |
| 财务费用            | -19          | -5           | -8           | -11          |
| 投资损失            | -51          | -41          | -41          | -41          |
| 营运资金变动          | -179         | -162         | -203         | -235         |
| 其他经营现金流         | 48           | 72           | 72           | 72           |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>1,008</b> | <b>1,189</b> | <b>1,383</b> | <b>1,604</b> |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-293</b>  | <b>-132</b>  | <b>-132</b>  | <b>-132</b>  |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-210</b>  | <b>-314</b>  | <b>-370</b>  | <b>-437</b>  |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>505</b>   | <b>743</b>   | <b>881</b>   | <b>1,035</b> |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度        | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b> | <b>5,042</b> | <b>5,851</b> | <b>6,868</b> | <b>8,048</b> |
| <b>营业成本</b> | <b>1,370</b> | <b>1,591</b> | <b>1,824</b> | <b>2,094</b> |
| 税金及附加       | 68           | 79           | 93           | 109          |
| 销售费用        | 1,737        | 1,989        | 2,342        | 2,752        |
| 管理费用        | 207          | 240          | 285          | 338          |
| 研发费用        | 549          | 614          | 728          | 853          |
| 财务费用        | -19          | -5           | -8           | -11          |
| 资产减值损失      | -33          | -38          | -44          | -52          |
| 信用减值损失      | -15          | -11          | -13          | -15          |
| 其他经营损益      | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益        | 51           | 41           | 41           | 41           |
| 公允价值变动损益    | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 资产处置收益      | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他收益        | 50           | 43           | 43           | 43           |
| <b>营业利润</b> | <b>1,182</b> | <b>1,377</b> | <b>1,630</b> | <b>1,930</b> |
| 营业外收入       | 7            | 4            | 4            | 4            |
| 营业外支出       | 20           | 17           | 17           | 17           |
| 其他非经营损益     | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b> | <b>1,169</b> | <b>1,365</b> | <b>1,618</b> | <b>1,917</b> |
| 所得税         | 134          | 161          | 191          | 226          |
| <b>净利润</b>  | <b>1,034</b> | <b>1,203</b> | <b>1,427</b> | <b>1,691</b> |
| 少数股东损益      | -3           | -10          | -12          | -14          |
| 归属母公司股东净利润  | 1,037        | 1,214        | 1,439        | 1,705        |
| EPS(元)      | 1            | 1            | 1            | 2            |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |
| 营收增长率       | 17.28% | 16.05% | 17.38% | 17.19% |
| 营业利润增长率     | 17.83% | 16.46% | 18.41% | 18.35% |
| 归母净利润增长率    | 15.09% | 17.05% | 18.57% | 18.49% |
| 经营现金流增长率    | 17.10% | 17.90% | 16.34% | 15.95% |
| <b>盈利能力</b> |        |        |        |        |
| 毛利率         | 72.83% | 72.80% | 73.44% | 73.98% |
| 净利率         | 20.51% | 20.57% | 20.78% | 21.01% |
| ROE         | 16.12% | 16.56% | 17.15% | 17.67% |
| ROA         | 14.15% | 14.25% | 14.80% | 15.30% |
| ROIC        | 32.53% | 34.85% | 38.72% | 42.65% |
| <b>估值倍数</b> |        |        |        |        |
| P/E         | 25.39  | 21.69  | 18.30  | 15.44  |
| P/S         | 5.22   | 4.50   | 3.83   | 3.27   |
| P/B         | 4.09   | 3.59   | 3.14   | 2.73   |
| 股息率         | 1.22%  | 1.21%  | 1.43%  | 1.70%  |
| EV/EBITDA   | 18     | 15     | 12     | 10     |

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。