

人福医药（600079.SH）

公司治理持续改善，估值修复未来可期

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22,338	24,525	25,835	27,053	28,802
增长率 yoy（%）	8.7	9.8	5.3	4.7	6.5
归母净利润（百万元）	2,484	2,134	2,163	2,598	3,032
增长率 yoy（%）	88.6	-14.1	1.3	20.1	16.7
ROE（%）	17.1	14.0	12.8	13.6	14.3
EPS 最新摊薄（元）	1.52	1.31	1.33	1.59	1.86
P/E（倍）	14.3	16.6	16.4	13.6	11.7
P/B（倍）	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

麻醉药行业供给端壁垒高，行业需求大。麻醉药属于战略物资、民生工程、特殊药品，管制严格，先发优势明显，供给端具有很高的壁垒。需求端看，随着国内老龄化进程加深，手术量有望保持稳健增长，进而促进麻醉药需求的增长。同时癌症疼痛、ICU 等新领域的扩张，带来新的增长机会，我们看好麻醉药品的长期发展前景。

公司或迎国资入驻，治理改善预期强。2025 年 1 月 16 日公司公告称，招商局拟通过 118 亿元控制 23.7% 的表决权。若股权变更顺利完成，招商局有望锁定控股股东地位。我们认为招商局入驻后，公司有望进一步归核聚焦，释放利润；进一步资源整合，赋能人福医药进一步发展，特别是在出海上，招商局遍布全球的港口运营与当地国政府建立了深厚的联系，对人福的出海业务有很大的帮助，有望助力公司从中国麻醉龙头走向世界麻醉龙头。

投资建议：公司深度布局麻醉药品行业，产品矩阵丰富，龙头地位稳固。麻醉药品行业具有高进入壁垒、强战略属性等特点，从而构筑深厚护城河。随着老年化加剧，以及政策刺激，麻醉药品需求有望稳定增长。若后续大股东变更，公司治理水平有望进一步优化。因此，我们看好公司未来发展，市场估值有望获得持续修复，预计 2024-2026 年实现归母净利润 21.63/25.98/30.32 亿元，对应当前股价的预测 PE 为 16/14/12 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

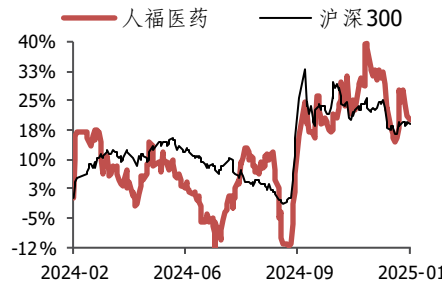
风险提示：产品降价风险、大股东变更不及预期、新品上市不及预期、产品销售不及预期

增持（首次评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 27 日收盘价（元）	21.73
总市值（百万元）	35,468.27
流通市值（百万元）	33,533.27
总股本（百万股）	1,632.23
流通股本（百万股）	1,543.18
近 3 月日均成交额（百万元）	482.84

股价走势



作者

分析师 吴明华

执业证书编号：S1070525010002

邮箱：wuminghua@cgws.com

分析师 陈玥桦

执业证书编号：S1070524090003

邮箱：chenyuehua@cgws.com

相关研究

内容目录

1. 麻醉药品：供给端高壁垒的医药核心资产.....	3
2. 或迎国资入驻，经营治理迈入新阶段.....	5
3. 盈利预测与估值.....	7
3.1 收入预测.....	7
3.2 投资建议.....	7
风险提示	8

图表目录

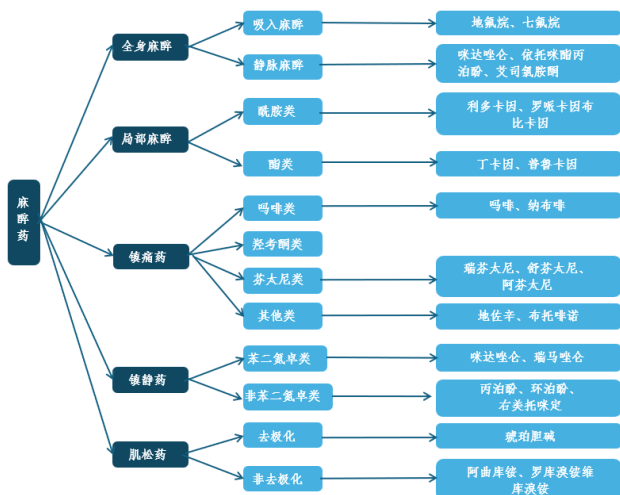
图表 1: 麻醉药分类.....	3
图表 2: 麻醉药与麻醉药品的对比.....	3
图表 3: 我国精麻类药品管理情况.....	4
图表 4: 我国精麻类药品定价相关政策.....	4
图表 5: 人福医药股权结构.....	5
图表 6: 人福医药营业收入.....	5
图表 7: 人福医药归母净利润.....	5
图表 8: 2024H1 人福医药来自参控股公司的收入结构.....	6
图表 9: 2024H1 人福医药来自参控股公司的净利率情况.....	6
图表 10: 宜昌人福收入.....	6
图表 11: 宜昌人福净利润.....	6
图表 12: 人福医药收入利润预测（单位：亿元）.....	7

1. 麻醉药品：供给端高壁垒的医药核心资产

麻醉药品监管严格，麻醉药部分已经集采：麻醉药品（Narcotic Drugs）指连续使用易产生生理依赖性，能成瘾癖药品；麻醉药俗称麻药（Anesthetic），是指能使整个机体或机体局部暂时、可逆性失去知觉及痛觉的药物。麻醉药中如丙泊酚、右美托咪定已经纳入集采。

麻醉药是指能使整个机体或机体局部暂时、可逆性失去知觉及痛觉的药物，广义的麻醉药可分为局部麻醉药、全身麻醉药以及麻醉相关的镇痛药和肌松药等。1）全身麻醉药根据给药方式的不同，全麻药分为吸入性麻醉药和静脉麻醉药两类。静脉全麻药以咪达唑仑、丙泊酚、依托咪酯为代表，吸入麻醉药以七氟烷为代表；2）局部麻醉药分为酰胺类和酯类两种。酰胺类局麻药多用于椎管内麻醉和各类神经阻滞麻醉，如外科、产科手术，酯类局麻药主要用于皮肤黏膜的表面麻醉；3）镇痛药常用药物包括阿片类药物、NSAIDs等；4）肌松药可分为去极化和非去极化药物。

图表1：麻醉药分类



资料来源：有来医生，长城证券产业金融研究院

图表2：麻醉药与麻醉药品的对比

	麻醉药品	麻醉药
定义	指连续使用后易产生生理依赖性，能成瘾癖的药品。包括：阿片类、可卡因类、大麻类、合成麻醉药及卫生部指定的其他易成瘾癖的药品、药用原植物及其制剂。	俗称“麻药”，指能使整个机体或机体局部暂时、可逆性失去知觉及痛觉的药物。
成瘾性	具备人体对其产生依赖的潜力，尤其是精神依赖，长期使用有 成瘾性 。	使用后对人体有麻醉作用，但 不成瘾，不产生依赖性 。
药理作用	与中枢特异性受体相互作用，在止痛过程中，意识不消失，产生的是 精神麻醉 。	作用于神经系统，阻断各种神经冲动的传导，使痛觉及知觉暂时消失而感觉不到痛，产生的是 神经麻醉 。
成分来源	主要是从罂粟、大麻或可卡因等中提取出来的 生物碱 ，如吗啡、可待因等；以及 人工合成麻醉性镇痛药 哌替啶、美沙酮和芬太尼等。	大都属人工合成类，如乙醚、普鲁卡因、丁卡因、利多卡因和氯乙烷等。
临床应用	缓解疼痛和产生欣快感 ，用于创伤、晚期癌症等剧痛、无痰干咳和心源性哮喘等疾患的治疗。	主要用于 外科手术的麻醉 ，分为全身麻醉药和局部麻醉药两种。
药品管理	属国家管制药品，有麻醉药品专用标志。	在管理上无特殊要求，一般归属化学药品，无标识。

资料来源：PSM药盾公益，长城证券产业金融研究院

精麻药品管制严格，行业壁垒高，根据国务院《麻醉药品和精神药品管理条例》，分为管制麻醉药品、一类精神药品、二类精神药品（简称精麻药品）。由于精麻药品可能产生依赖性和成瘾性，因而国家对精麻药品的种植、实验研究和生产都有非常严格的管制要求。

精麻类药物定点生产经营，行政管理决定精麻行业具有一定寡头垄断属性：目前麻醉药品生产企业主要有人福医药、恩华药业和国药集团，全国一级批发企业仅有国药集团、上海医药和重庆医药。由于国家强管制，麻醉药品具有很强的先发优势，医生产生用药习惯后被其他产品替代概率较低。

图表3: 我国精麻类药品管理情况

	麻醉药品	一类精神药品	二类精神药品
处方笺颜色	红处方	红处方	白处方
原料药生产企业数量	1~3	1~5	1~10
单方制剂生产企业数量	1~3	1~5	1~10
复方制剂生产企业数量	1~7	—	—
全国性定点批发企业	国药集团、上海医药、重庆医药		
种植	种植企业由主管部门确定，其他单位和个人不得种植麻醉药品药用原植物		
研发	不得以健康人为受试对象	不得以健康人为受试对象	具备相关资质条件
销售	不得零售	不得零售	按处方销售

资料来源: 国家卫健委, 国家药监局, 国家市场监督管理总局, 长城证券产业金融研究院

麻醉药品和第一类精神药品实行政府指导价, 国家参与管控, 价格体系较为稳定。目前国家出台多项政策说明麻醉药品和第一类精神药品由政府指导价, 集采风险较低。麻醉药品和第一类精神药品是唯一纳入中央定价目录的药品, 具有很强的特殊性。

图表4: 我国精麻类药品定价相关政策

施行时间	政策名称	发布机构	内容
2010.07.07	关于印发医疗机构药品集中采购工作规范的通知	国家药监局等	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
2016.02.06	麻醉药品和精神药品管理条例	国家药监局	麻醉药品和精神药品实行政府定价, 在制定出厂和批发价格的基础上, 逐步实行全国统一零售价格。具体办法由国务院价格主管部门制定
2020.05.01	中央定价目录(2020版)	国家发改委	规定麻醉药品和第一类精神药品价格由国务院医疗保障部门定价
2020.09.01	基本医疗保险用药管理暂行办法	国家医保局	执行政府定价的麻醉药品和第一类精神药品, 支付标准按照政府定价确定
2022.06.29	《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》	国家医保局	政府定价的麻精类药品, 根据政府定价确定支付标准
2024.12.13	中华人民共和国国务院令(第797号)	国务院	麻醉药品和第一类精神药品实行政府指导价, 具体办法由国务院医疗保障主管部门制定

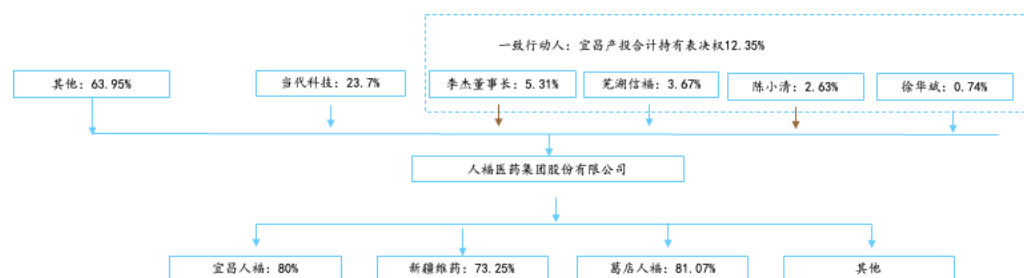
资料来源: 国家药监局, 国家发改委, 国家医保局, 国务院, 长城证券产业金融研究院

我们认为麻醉药属于战略物资、民生工程、特殊药品, 管制严格, 先发优势明显, 供给端具有很高的壁垒。需求端随着国内老龄化进程加深, 手术量增加, 以及癌症疼痛、ICU等新领域的扩张, 具有很好的发展前景。

2. 或迎国资入驻，经营治理迈入新阶段

公司或将面临控股股东变更，企业发展进入新阶段。2025 年 1 月 16 日公司发布《关于控股股东签署重整投资协议的公告》，招商局拟通过 118 亿元控制 23.7% 的表决权。若股权变更顺利完成，招商局有望锁定控股股东地位。宜昌产投（宜昌市国资委）合计持有表决权 12.35%，为第二大表决权股东。我们认为若后续招商局能够入驻，公司有望进一步归核聚焦，释放利润；有望进一步资源整合，赋能人福医药进一步发展，特别是在出海上，招商局遍布全球的港口运营与当地国政府建立了深厚的联系，对人福的出海业务有很大的帮助，有望助力公司从亚洲麻醉龙头走向世界麻醉龙头。

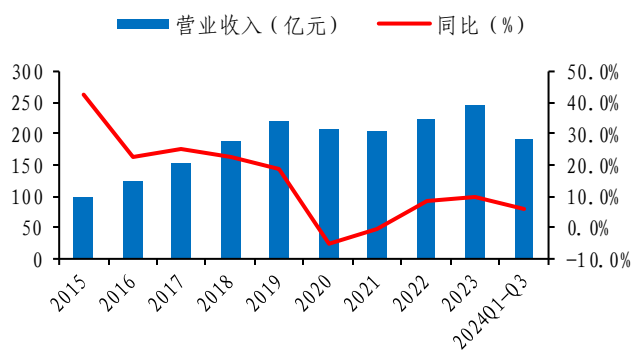
图表5: 人福医药股权结构



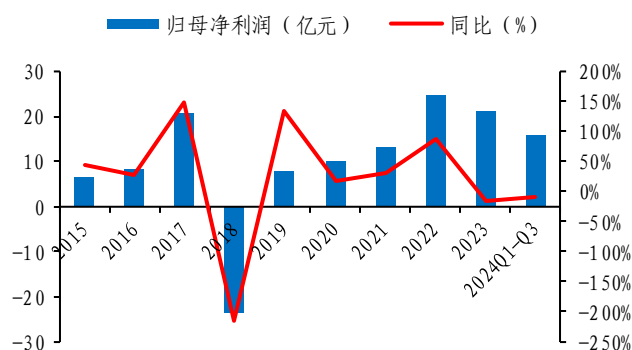
资料来源: Wind, 《人福医药:关于持股 5%以上股东权益变动超过 1%的提示性公告 (2024-12-12)》, 长城证券产业金融研究院

整体业绩保持稳健增长，规模优势逐步扩大。麻醉药行业壁垒高、逆周期属性强，手术、非手术市场需求保持稳定增长。公司作为行业头部企业，近些年收入保持增长。2023 年收入 245.25 亿元，同比增长 9.8%；2015-2023 年平均年复合增长率为 11.8%。2023 年归母净利润为 21.34 亿元，同比下滑 14%；2015-2023 年平均年复合增长率为 15.9%。

图表6: 人福医药营业收入



图表7: 人福医药归母净利润

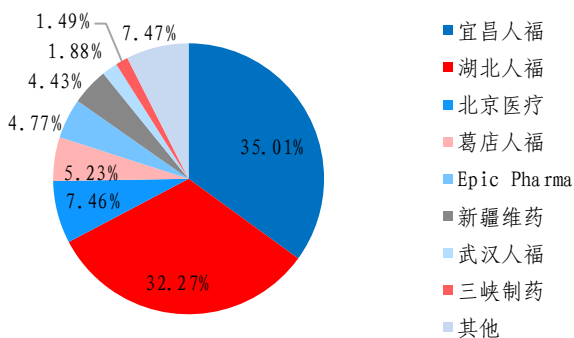


资料来源: Wind, 人福医药 2015-2023 年报、2024 三季报, 长城证券产业金融研究院

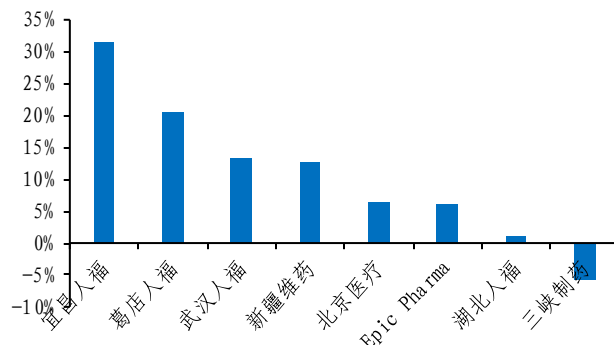
资料来源: Wind, 人福医药 2015-2023 年报、2024 三季报, 长城证券产业金融研究院

宜昌人福是核心经营主体，收入增长快于公司整体。2024H1 宜昌人福收入占公司总收入的 35%，湖北人福、北京医疗、葛店人福收入占比分别为 32.3%、7.5%、5.2%。利润端看，宜昌人福、葛店人福净利率较高，2024H1 分别为 31.7%、20.6%。

图表 8: 2024H1 人福医药来自参控股公司的收入结构



图表 9: 2024H1 人福医药来自参控股公司的净利率情况

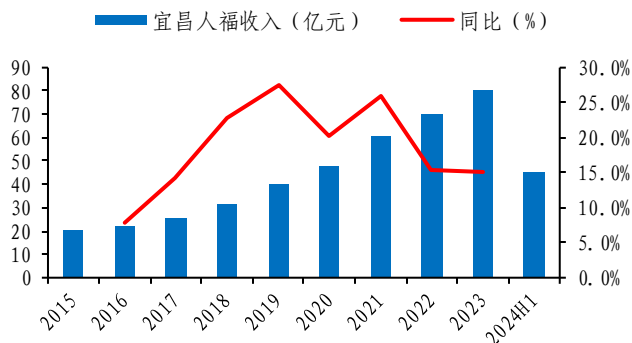


资料来源: 人福医药 2024 半年报, 长城证券产业金融研究院

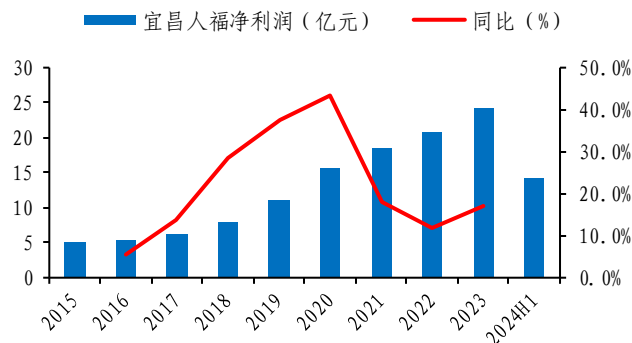
资料来源: 人福医药 2024 半年报, 长城证券产业金融研究院

宜昌人福主要负责公司麻醉药品的研发、生产和商业化，是国家麻醉药品定点研发生产企业、国家高新技术企业。目前其生产经营 200 多个品种品规的药品，包括枸橼酸芬太尼、盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼、盐酸阿芬太尼、盐酸氢吗啡酮、盐酸纳布啡、苯磺酸瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠、咪达唑仑等产品的原料及制剂。除麻醉镇痛镇静类药品外，还生产瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、术能等名牌产品，在业内享有较高的知名度和良好的信誉。2024 年宜昌人福持续推进多科室临床应用工作，销售规模和经营效益稳步提升，2024H1 实现收入 45.02 亿元，同比增长 11.8%，2015-2023 年年复合增长率为 18.5%；净利润 14.25 亿元，同比增长 17.6%，2015-2023 年年复合增长率为 21.2%。

图表 10: 宜昌人福收入



图表 11: 宜昌人福净利润



资料来源: 人福医药 2015-2023 年报, 2024 半年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 人福医药 2015-2023 年报, 2024 半年报, 长城证券产业金融研究院

3. 盈利预测与估值

3.1 收入预测

我们分别对参控股公司进行收入和利润预测，其中宜昌人福为公司核心业务，规模稳步扩张，市场份额稳固。未来宜昌人福收入和利润有望受益于新产品持续迭代，保持稳健增长，预计 2024-2026 年收入为 93.06/106.09/120.51 亿元。我们认为公司将对宜昌人福的持股比例将保持稳定，预计人福医药 2024-2026 年收入 258.35/270.53/288.02 亿元。

图表 12: 人福医药收入利润预测 (单位: 亿元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	223.38	245.25	258.35	270.53	288.02
同比增长率	8.71%	9.79%	5.34%	4.72%	6.46%
其中: 宜昌人福	70.10	80.60	93.06	106.09	120.51
同比增长率	15.43%	14.97%	15.47%	13.99%	13.60%
归母净利润	24.84	21.34	21.63	25.98	30.32
同比增长率	88.60%	-14.07%	1.34%	20.13%	16.70%
毛利率	43.53%	45.81%	44.90%	45.70%	46.24%
净利率	13.75%	11.48%	10.96%	12.36%	13.74%

资料来源: Wind, 人福医药 2022-2023 年报, 长城证券产业金融研究院

3.2 投资建议

公司深度布局麻醉药品行业，产品矩阵丰富，龙头地位稳固。麻醉品行业具有高进入壁垒、强战略属性等特点，从而构筑深厚护城河。随着老年化加剧，以及政策刺激，麻醉药品需求有望稳定增长。大股东变更后，公司治理水平有望进一步优化。因此，我们看好公司未来发展前景，市场估值有望持续修复，预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 21.63/25.98/30.32 亿元，对应当前股价的预测 PE 为 16/14/12 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

产品降价风险、大股东变更不及预期、新品上市不及预期、产品销售不及预期

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19428	19635	21006	21224	25642
现金	5176	4105	5172	4861	7905
应收票据及应收账款	7617	8210	8463	8996	9591
其他应收款	424	503	473	549	539
预付账款	842	721	926	799	1037
存货	3421	3619	3921	3860	4341
其他流动资产	1948	2477	2052	2159	2229
非流动资产	16595	16569	18189	18670	18994
长期股权投资	1070	1086	1269	1385	1534
固定资产	5265	8592	9208	9801	10408
无形资产	2753	2584	2306	2051	1976
其他非流动资产	7507	4308	5406	5434	5076
资产总计	36023	36204	39195	39894	44636
流动负债	15143	13226	14520	12994	15137
短期借款	6589	6713	6733	6678	6708
应付票据及应付账款	3449	3213	3922	3441	4320
其他流动负债	5105	3300	3864	2875	4109
非流动负债	2938	2880	2496	2241	1923
长期借款	1853	1666	1430	1121	790
其他非流动负债	1085	1214	1066	1120	1133
负债合计	18081	16106	17016	15235	17060
少数股东权益	2905	3055	3724	4470	5395
股本	1633	1632	1632	1632	1632
资本公积	5745	5674	5674	5674	5674
留存收益	7684	9847	11546	13553	15927
归属母公司股东权益	15037	17044	18456	20189	22182
负债和股东权益	36023	36204	39195	39894	44636

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2441	1967	5037	2145	5419
净利润	3071	2815	2832	3345	3957
折旧摊销	738	802	745	824	894
财务费用	237	305	249	226	161
投资损失	-836	-207	-232	-205	-218
营运资金变动	-1125	-1914	1516	-2007	725
其他经营现金流	355	166	-73	-37	-101
投资活动现金流	1227	-1225	-2093	-1034	-907
资本支出	3113	1958	1171	1111	1458
长期投资	3451	560	-184	-115	-149
其他投资现金流	890	174	-738	192	700
筹资活动现金流	-4245	-2106	-1877	-1422	-1468
短期借款	-310	124	20	-55	30
长期借款	-1422	-188	-235	-310	-331
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-446	-71	0	0	0
其他筹资现金流	-2067	-1971	-1662	-1057	-1166
现金净增加额	-529	-1347	1068	-311	3044

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22338	24525	25835	27053	28802
营业成本	12615	13291	14235	14690	15483
营业税金及附加	206	192	129	135	144
销售费用	4275	4398	4779	4870	5040
管理费用	1552	1770	1938	1975	2031
研发费用	967	1462	1602	1620	1728
财务费用	237	305	249	226	161
资产和信用减值损失	2	-209	0	0	0
其他收益	188	206	215	203	208
公允价值变动收益	43	137	63	81	94
投资净收益	836	207	232	205	218
资产处置收益	-39	-1	-5	-15	-7
营业利润	3516	3447	3408	4011	4728
营业外收入	5	8	7	7	7
营业外支出	95	72	84	84	80
利润总额	3426	3384	3332	3935	4655
所得税	355	569	500	590	698
净利润	3071	2815	2832	3345	3957
少数股东损益	587	681	669	746	925
归属母公司净利润	2484	2134	2163	2598	3032
EBITDA	4498	4481	4279	4939	5691
EPS (元/股)	1.52	1.31	1.33	1.59	1.86

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	8.71	9.79	5.34	4.72	6.46
营业利润 (%)	56.3	-2.0	-1.1	17.7	17.9
归属母公司净利润 (%)	88.60	-14.07	1.34	20.13	16.70
获利能力					
毛利率 (%)	43.53	45.81	44.90	45.70	46.24
净利率 (%)	13.75	11.48	10.96	12.36	13.74
ROE (%)	17.1	14.0	12.8	13.6	14.3
ROIC (%)	13.0	11.3	10.9	12.0	13.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.2	44.5	43.4	38.2	38.2
净负债比率 (%)	31.5	29.7	18.1	16.2	2.5
流动比率	1.3	1.5	1.4	1.6	1.7
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	5.2	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	1.31	1.33	1.59	1.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.50	1.21	3.09	1.31	3.32
每股净资产 (最新摊薄)	9.21	10.44	11.31	12.37	13.59
估值比率					
P/E	14.3	16.6	16.4	13.6	11.7
P/B	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.6	9.7	9.9	8.7	7.1

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686