

人福医药 (600079.SH)

创新崛起，未来可期

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24,525	25,435	27,871	29,715	32,346
增长率 yoy (%)	9.8	3.7	9.6	6.6	8.9
归母净利润 (百万元)	2,134	1,330	2,309	2,597	2,913
增长率 yoy (%)	-14.1	-37.7	73.7	12.5	12.2
ROE (%)	14.0	8.6	12.9	13.3	13.5
EPS 最新摊薄 (元)	1.31	0.81	1.41	1.59	1.78
P/E (倍)	16.9	27.2	15.7	13.9	12.4
P/B (倍)	2.1	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

一类创新药研发进入集中产出期，平台化体系加速成型。人福医药加快一类创新药布局，涵盖化药、中药、生物制品三大类型，靶点聚焦肿瘤、镇痛、自身免疫等高价值领域。2024 年年报和公告显示，公司共有在研一类新药 20 项，已有 9 项进入临床 II 期，其中重组质粒-肝细胞生长因子注射液静息痛适应症进入注册申报阶段，标志创新药迈入产出期。公司已建立以武汉、宜昌为核心的创新药平台体系，覆盖早研、临床与注册环节，平台化能力逐步完善。

创新药兑现可期，估值体系有望重构。创新药的逐步推进预计将推动公司估值体系的重构。当前，公司估值主要依赖于麻醉药等传统业务，而一类创新药板块的潜在价值尚未充分体现在估值中。随着重组质粒-肝细胞生长因子注射液、RFUS-144 等产品接近商业化阶段，逐步显现的临床成果和在研管线的潜力将带来更高的市场认可。中期来看，公司积极布局前沿靶点，这些新药的商业化进程和临床价值将逐步反映在公司整体估值中，推动公司估值重构。

投资建议：公司一类创新药布局聚焦肿瘤、镇痛、自身免疫等高临床价值领域，差异化策略明确，研发投入持续加码，平台体系逐步完善。目前已有多个核心管线进入 II 期及注册阶段，创新药板块正进入加速推进与初步兑现期。结合中期产品落地预期与业绩成长空间，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 23.09/25.97/29.13 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 16/14/12 倍，我们给予“买入”评级。

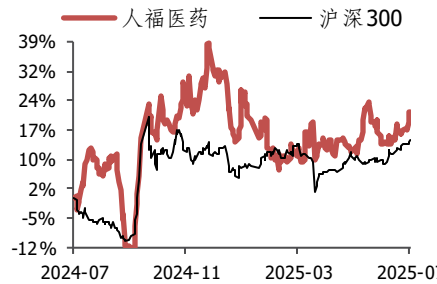
风险提示：创新药临床失败风险；行业政策风险；产品销售不及预期；核心项目商业化节奏不及预期。

买入 (上调评级)

股票信息

行业	医药
2025 年 7 月 18 日收盘价 (元)	22.15
总市值 (百万元)	36,153.81
流通市值 (百万元)	34,181.41
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)	332.70

股价走势



作者

分析师 吴明华

执业证书编号: S1070525010002

邮箱: wuminghua@cgws.com

相关研究

- 《麻醉药行业应用领域广、潜在空间大，龙头企业大有可为》 2025-03-04
- 《公司治理持续改善，估值修复未来可期》 2025-02-07

内容目录

1. 创新药投入持续加大，研发管线快速推进.....	3
1.1 研发管线持续推进，覆盖多个疾病领域.....	3
1.2 核心品种持续投入，具备中期兑现基础.....	4
2. 创新药有望助力公司估值重构.....	6
风险提示.....	6

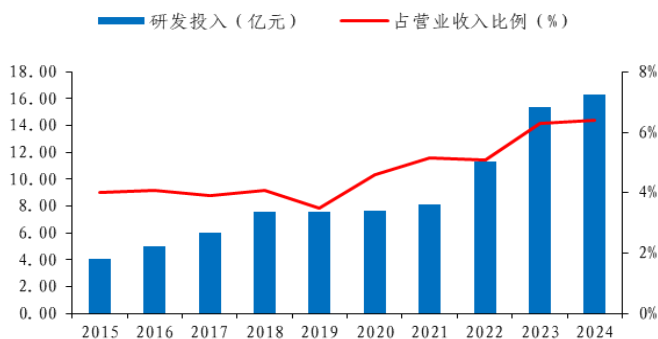
图表目录

图表 1: 2015-2024 年人福医药研发投入持续增长.....	3
图表 2: 2015-2024 年人福医药研发人员数量变化.....	3
图表 3: 人福医药在研一类新药临床进度总览.....	4
图表 4: 人福医药重点创新品种靶点机制与商业化潜力.....	5

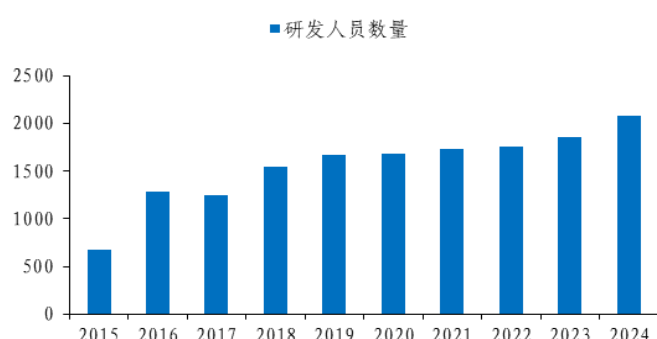
1. 创新药投入持续加大，研发管线快速推进

近年来，公司持续加大对创新药方向的研发投入。研发投入由 4.04 亿元增长至 16.30 亿元，十年累计投入已超 89 亿元，研发投入占营收比重提升至 6.41%，创历史新高；同期研发人员数量自 2015 年的 671 人增至 2024 年的 2083 人，十年复合增长率达 13.4%。2024 年公司研发支出同比增长 5.7%，多个在研项目年度投入超千万元体现公司在创新药板块的资源倾斜趋势。此外，公司已在武汉、宜昌等地构建起多中心研发体系，依托旗下研发平台及地方子公司，打通了基础研究、临床转化与产业化之间的关键环节，持续提升自主创新能力。公司还与多家高校、科研院所及产业研究机构建立了紧密的产学研合作关系，推动前沿技术成果加速转化落地。整体研发能力已覆盖从靶点发现到注册申报的完整链条，为创新药项目的高效推进提供了有力支撑。

图表1: 2015-2024 年人福医药研发投入持续增长



图表2: 2015-2024 年人福医药研发人员数量变化



资料来源: 人福医药 2015-2024 年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 人福医药 2015-2024 年报, 长城证券产业金融研究院

1.1 研发管线持续推进，覆盖多个疾病领域

公司创新药管线持续扩容，已进入以多产品并行推进为特征的集中开发阶段。根据公司公告和 24 年年报，目前公司共有 20 项一类创新药研项目，涵盖化学药 1 类、生物制品 1 类和中药 1 类三条技术路径，靶点布局从传统靶点延伸至新兴 FIC 靶点，覆盖多种疾病机制与治疗模式。其中已有 9 项产品推进至临床 II 期，其中 1 项产品——重组质粒-肝细胞生长因子注射液——溃疡适应症进入临床 III 期，静息痛适应症进入注册申报阶段，整体管线推进节奏明显加快，形成从早研到注册的较为完整梯度结构。

从适应症分布来看，公司重点聚焦于肿瘤、疼痛、自身免疫、纤维化等高临床价值赛道，相关疾病普遍存在明确的未满足治疗需求，市场潜力可观。如 ENPP2 靶点药物面向的特发性肺纤维化 (IPF)、外周 KOR 靶点药物所针对的外周性疼痛，均为尚缺有效治疗方案的重点领域。同时，公司在镇痛方向持续深耕，储备多个机制差异化项目，体现其在优势领域的持续强化与延伸。结合持续增长的研发投入与前期平台能力建设，公司管线具备较强的转化基础与中期兑现潜力。

图表3: 人福医药在研一类新药临床进度总览

药品名称	注册分类	靶点	临床前	IND	临床I期	临床II期	临床III期	上市申请
PUDK-HGF	生物制品1类	c-Met	静息痛申请上市/溃疡临床III期					
HWH340片	化药1类	PARP1	前列腺癌					
HWH486胶囊	化药1类	BTK	荨麻疹					
HW021199片	化药1类	ENPP2	肺纤维化					
RFUS-144注射液	化药1类	外周KOR	术后镇痛临床II期; 止痒临床I期					
HZ-J001乳膏	化药1类		非节段型白癜风II期; 特异性皮炎I期					
白热斯丸	中药1类		白癜风					
复方薏苡颗粒	中药1类		高尿酸血症					
玉蚕颗粒	中药1类		糖尿病蛋白尿					
LL-50注射液	化药1类	钠通道	麻醉; 镇痛					
HW060015胶囊	化药1类	PTGER4	晚期实体瘤					
HW09107片	化药1类	P2X3	咳嗽					
RFUS-250	化药1类	OPR	镇痛; 止痒					
HW071021片	化药1类	SOS1	晚期实体瘤					
HW211026软膏	化药1类		光化性角化病					
HW231019片	化药1类	VGSC	术后镇痛					
HWS116注射液	生物制品1类	Sigma-1	晚期实体瘤					
HW201877胶囊	化药1类	15-PGDH	炎症性肠病					
RFUS-949片	化药1类	FGFR2b	神经痛					
YJJS-71	化药1类	nAChR	肌松					

资料来源: 人福医药 2024 年年报, 人福医药公告, 长城证券产业金融研究院

1.2 核心品种持续投入, 具备中期兑现基础

在公司现有一类创新药中, 多个品种已展现出良好的临床进展节奏、差异化定位及明确的商业化预期, 具备中期内兑现价值的基础。公司在核心产品上持续加大资源配置, 体现管理层对其变现潜力的高度信心。重点品种包括:

重组质粒-肝细胞生长因子注射液 (c-Met 靶点): 为公司首个进入注册申报阶段的 1 类创新治疗用生物制品, 主要用于放射性损伤相关的静息痛及溃疡治疗, 靶点明确、适应症稀缺, 静息痛适应症已完成 III 期临床并提交注册, 具备首发商业化落地预期。

RFUS-144 注射液 (KOR 靶点): 为外周 κ 阿片受体 (KOR) 激动剂, 术后镇痛处于临床 II 期, 急性慢性镇痛和瘙痒处于临床 I 期。KOR 作为新兴的治疗靶点, 相较于传统的阿片类药物, 在非中枢作用、低成瘾性和副作用更少方面具有显著优势。国内竞争格局方面, 海思科的安瑞克芬注射液已获批上市, 恒瑞医药处于临床 III 期, 科伦博泰和诺和晟泰处于临床 II 期。随着行业关注度提升, 该领域竞争正逐步加剧。RFUS-144 作为公司疼痛管线中进展最靠前的在研产品之一, 具备明确的靶点机制与临床价值, 未来有望为公司在镇痛治疗领域提供新的突破口。

HW021199 片 (ENPP2 抑制剂): 适应症为特发性肺纤维化 (IPF)。ENPP2 为 First in Class 新靶点, 全球最高研发阶段为临床 II 期。国内有海思科、恒瑞、恒诺康处于临床 I 期, 公司 II 期推进节奏全球领先, 具备差异化竞争优势和中期兑现基础。

HW231019 片 (电压门控型钠通道抑制剂): 该产品主要通过作用于外周感觉神经元中表达的钠通道, 阻断疼痛信号的传导, 实现非阿片类镇痛效果。在电压门控型钠通道 (VGSC) 家族中, 部分亚型在疼痛感知中具有高度选择性, 是当前术后及慢性疼痛治疗的重要研发方向。HW231019 片定位于术后镇痛, 于 2025 年 4 月进入临床 I 期, 是公司在中重度镇痛领域的重要创新布局之一。项目具备差异化机制基础, 有望在非成瘾类镇痛治疗中形成技术突破, 进一步强化公司在精神麻醉类药物领域的产品梯队。

LL-50 注射液 (钠通道阻滞剂): 为公司在局部麻醉方向的重要储备品种, 由四川大学华西医院开发, 具备超长效局麻特性, 药效持续时间显著优于传统局麻药。产品于 2024 年完成临床 I 期, 公司支付 2.5 亿元获得专利独家授权, 并与华西医院、第四军医大学联合承担“重大新药创制专项”。适应症覆盖术中局麻、术后镇痛、分娩镇痛等多场景, 具备明确的临床需求基础与首发转化潜力。

图表 4: 人福医药重点创新品种靶点机制与商业化潜力

药品名称	靶点	成药亮点与商业化逻辑
重组 HGF 注射液	c-Met	首个注册申报项目, 适应症稀缺, 研发支出已资本化, 具备率先落地潜力
RFUS-144 注射液	外周 KOR	针对外周 KOR 靶点, 具备非中枢作用、低成瘾性和副作用少的优势。术后镇痛处于临床 II 期, 急慢性镇痛和瘙痒处于临床 I 期, 未来有望为公司在镇痛治疗领域带来突破
HW021199 片	ENPP2	ENPP2 为 FIC 潜力靶点, 肺纤维化适应症国内处于竞争初期、公司 II 期进展领先, 全球尚无同类药物上市
HW231019 片	VGSC	定位术后镇痛, 机制聚焦电压门控钠通道阻滞, 具备镇痛效果强、成瘾性低等特点。国际机制验证已明确, 国内仍处早期竞争阶段
LL-50 注射液	钠通道	华西研发“超长效局麻药”, 药效 > 50 小时, I 期入组完成, 政产学研共研支撑, 具备 First-in-China 潜力

资料来源: 人福医药公告, 药渡网, 药融云数据库, 长城证券产业金融研究院

2. 创新药有望助力公司估值重构

目前公司整体估值仍主要基于传统业务板块，核心来自麻醉类原料药与制剂、一致性评价品种及部分特色仿制药。尽管公司在麻醉药领域具有稳定的现金流与较高市场份额，但该板块发展节奏相对平稳，现有估值未能充分反映公司在创新药领域持续投入与多管线推进所释放的潜在价值。

近年来公司在创新药方向持续加大资源投入，已有多个产品进入II期及注册申报阶段，标志其创新药板块正逐步迈入兑现周期。重组质粒-肝细胞生长因子注射液作为首个注册申报品种，RFUS-144、HW021199 等核心项目进展稳健。同时，公司也在外周 KOR、电压门控钠离子通道等新机制方向积极布局，相关产品推进有望拓展治疗覆盖深度，进一步强化公司在精神麻醉类药物领域的长期竞争力。

随着上述项目持续推进、价值逐步显现，创新药板块有望成为公司未来增长的重要驱动，同时有望为估值提升提供新增量支撑。

风险提示

创新药临床失败风险；行业政策风险；产品销售不及预期；核心项目商业化节奏不及预期。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19635	19858	22083	23437	26623
现金	4105	3915	4290	6050	6317
应收票据及应收账款	8210	9271	9874	10068	11358
其他应收款	503	283	578	340	660
预付账款	721	408	829	490	946
存货	3619	3566	4232	4099	4981
其他流动资产	2477	2415	2280	2391	2362
非流动资产	16569	16650	17813	17859	18481
长期股权投资	1086	1074	1113	1161	1209
固定资产	8592	9322	9751	10216	10802
无形资产	2584	2618	2376	2317	2145
其他非流动资产	4308	3636	4574	4165	4325
资产总计	36204	36508	39897	41297	45104
流动负债	13226	13340	14420	13434	14545
短期借款	6713	7150	7867	6893	6953
应付票据及应付账款	3213	3084	3739	3769	4563
其他流动负债	3300	3106	2815	2771	3029
非流动负债	2880	2475	2192	1982	1781
长期借款	1666	1192	1026	787	566
其他非流动负债	1214	1284	1166	1195	1215
负债合计	16106	15815	16613	15416	16326
少数股东权益	3055	3069	3753	4577	5499
股本	1632	1632	1632	1632	1632
资本公积	5674	5684	5684	5684	5684
留存收益	9847	10181	11977	14029	16331
归属母公司股东权益	17044	17624	19531	21304	23279
负债和股东权益	36204	36508	39897	41297	45104

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1967	2164	2895	4592	2914
净利润	2815	1778	2993	3421	3836
折旧摊销	802	1019	885	978	1061
财务费用	305	351	267	207	146
投资损失	-207	-133	-350	-391	-270
营运资金变动	-1914	-1444	-1062	297	-1963
其他经营现金流	166	593	162	81	105
投资活动现金流	-1225	-742	-1568	-526	-1327
资本支出	1958	1021	1379	1457	1524
长期投资	560	49	-39	-48	-48
其他投资现金流	174	230	-150	979	245
筹资活动现金流	-2106	-1498	-2002	-1256	-1321
短期借款	124	437	717	-974	60
长期借款	-188	-474	-165	-239	-221
普通股增加	-0.35	-0.14	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-71	10	0	0	0
其他筹资现金流	-1971	-1471	-2554	-43	-1160
现金净增加额	-1347	-100	-675	2810	266

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24525	25435	27871	29715	32346
营业成本	13291	14103	15306	16352	17823
营业税金及附加	192	178	244	244	257
销售费用	4398	4631	5017	5349	5661
管理费用	1770	1932	2090	2169	2280
研发费用	1462	1471	1728	1783	1941
财务费用	305	351	267	207	146
资产和信用减值损失	-209	-677	-240	-200	-200
其他收益	206	188	194	196	193
公允价值变动收益	137	113	98	116	109
投资净收益	207	133	350	391	270
资产处置收益	-1	-4	-15	-7	-9
营业利润	3447	2522	3605	4107	4601
营业外收入	8	9	8	8	9
营业外支出	72	109	92	91	97
利润总额	3384	2423	3521	4025	4513
所得税	569	644	528	604	677
净利润	2815	1778	2993	3421	3836
少数股东损益	681	449	684	824	923
归属母公司净利润	2134	1330	2309	2597	2913
EBITDA	4481	3742	4625	5187	5716
EPS (元/股)	1.31	0.81	1.41	1.59	1.78

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	9.79	3.71	9.57	6.62	8.86
营业利润 (%)	-2.0	-26.8	43.0	13.9	12.0
归属母公司净利润 (%)	-14.07	-37.70	73.67	12.46	12.18
获利能力					
毛利率 (%)	45.81	44.55	45.08	44.97	44.90
净利率 (%)	11.48	6.99	10.74	11.51	11.86
ROE (%)	14.0	8.6	12.9	13.3	13.5
ROIC (%)	11.3	7.2	10.9	12.0	12.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.5	43.3	41.6	37.3	36.2
净负债比率 (%)	29.7	29.4	24.1	10.3	7.8
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.1	2.9	2.9	3.0	3.1
应付账款周转率	4.8	5.1	5.1	5.0	4.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.31	0.81	1.41	1.59	1.78
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.21	1.33	1.77	2.81	1.79
每股净资产 (最新摊薄)	10.44	10.80	11.89	12.92	14.07
估值比率					
P/E	16.9	27.2	15.7	13.9	12.4
P/B	2.1	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.9	11.8	9.6	8.2	7.5

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：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031

传真：86-10-88366686