



# 恩华药业 (002262.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 自研新药报产迎破局，创新步入收获期

### 投资逻辑

**精麻龙头再起航，高壁垒产品助增长。**(1) 历久弥新，公司历年总营收及归母净利润均保持稳健增长，过去十年（2014A-2024A）公司总营收 GAGR 约为 8.6%，归母净利润 CAGR 约为 17.8%。以下三方面的优势保证了公司历史业绩稳健发展：治理结构清晰；主业聚焦；精麻龙头行业地位稳固。(2) 继往开来，公司未来业绩有望呈现更大韧性：①集采扰动小，公司“红处方”药品受国家严格管制，因此政策壁垒高、集采风险小；而精神/神经管线中暂未被集采单品收入规模小、占比不大，潜在边际扰动有限；②麻醉增长快，羟/瑞/舒/阿/欧/咪及 TRV130 等渗透不断提升、销售增长强劲，保障中期发展；③仿创结合，新剂型激活老产品、“合作+自研”开辟创新新增长曲线，助力长期发展。

**创新，麻醉 1 类新药叩关 NDA，CNS 管线有望陆续兑现。**(1) 自研麻醉 1 类新药 NH600001 于 25 年 8 月递交 NDA（上市申请），该药有望成为 2019 年后全球第六款上市的麻醉创新药。迭代的 1 类新药有望接力依托咪酯，打开更高的商业化空间。(2) 公司 CNS（中枢神经）管线可对标海外大单品，相关分子市场空间广。抗抑郁，公司 YH1910-Z02/01、NH102 分别完成 II 期及正推进 II 期临床，海外同类竞品为强生的 SPRAVATO，该药 2024 年销售已超 10 亿美金；抗精分，公司 NHL35700 即将进入 III 期临床，海外同类竞品为利培酮及卢美哌隆，其中强生对卢美哌隆全球销售峰值指引达 50 亿美金，在此背景下，NHL35700 后续商业化表现值得期待。

**存量，麻醉行业稳健增长，精神板块添新品。**(1) 公司的红处方麻醉药品价格体系稳定，该板块增长主要取决于手术需求量释放。但与市场认为手术总量以及麻醉需求年均增长 10% 的观点不同，我们根据国家卫健委披露的数据进一步拆分了手术结构，并观察到：更复杂且对麻醉需求更大的三四级手术、以及周转更快的微创手术占比不断提升，进一步推动手术量及麻醉行业实现超市场预期的 13%-15% 左右增速。(2) 精神板块，2024 年公司获氯丁苯那嗪片中国独家商业代理权，该新品将为精神板块添加增长新动能。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 2025/26/27 年归母净利润为 13.23/15.46/19.07 亿元，对应 PE 为 21.05X、16.31X、14.61X。我们选取麻醉代表药企进行可比参考，叠加考虑到公司创新药管线陆续兑现，给予公司 2025 年 28XPE，每股目标价约 36.47 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

管制类精麻药品降价风险、麻醉药品不当使用和医疗事故风险、新品销售不及预期风险、研发不及预期风险。

### 医药组

分析师：甘坛焕 (执业 S1130525060003)

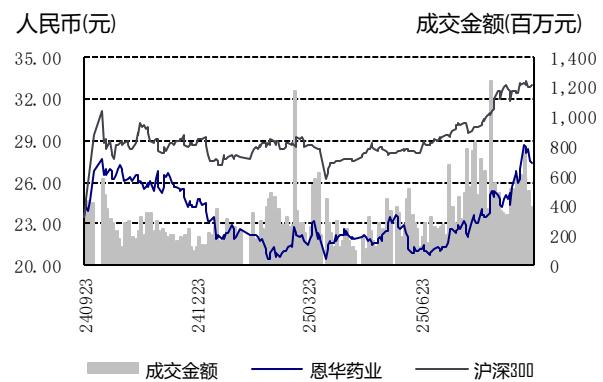
gantanhuang@ gjzq.com.cn

联系人：刘创

liuchuang@ gjzq.com.cn

市价 (人民币): 27.42 元

目标价 (人民币): 36.47 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,042	5,698	6,376	7,357	8,649
营业收入增长率	17.28%	13.01%	11.91%	15.39%	17.56%
归母净利润(百万元)	1,037	1,144	1,323	1,546	1,907
归母净利润增长率	15.09%	10.28%	15.70%	16.86%	23.30%
摊薄每股收益(元)	1.029	1.125	1.303	1.522	1.877
每股经营性现金流净额	1.00	0.90	1.16	1.71	2.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.12%	15.66%	15.86%	16.31%	17.40%
P/E	26.35	21.64	21.05	18.01	14.61
P/B	4.25	3.39	3.34	2.94	2.54

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

精麻龙头再起航，创新产品驱动增长.....	4
深耕中枢神经系统用药，兼具精麻“研产销”一体化优势.....	4
历久弥新，精麻龙头韧性发展.....	4
继往开来，创新兑现彰显活力.....	7
创新增量：NH600001 报产拉开创新序幕，CNS 新管线有望陆续兑现.....	11
首创自研新药递交 NDA，公司创新战略迈出关键一步 .....	11
对标海外 CNS 大单品，公司新药领航国内抗抑郁及抗精分的治疗变革.....	14
麻醉存量：高壁垒红处方麻醉药快速放量，镇痛新品 TRV130 增长可期.....	17
麻醉镇痛市场持续扩容，羟/瑞/舒/阿/欧/咪销售快速提升.....	17
TRV-130 为急性疼痛突破性疗法，改善成瘾性、同类阿片受体激动剂潜在最佳.....	20
CNS 存量：神经板块添新品，精神板块创新布局精分及抗抑郁.....	21
神经板块引入代理氯丁苯那噪片，与公司中枢神经板块资源产生协同性.....	21
盈利预测与投资建议.....	23
盈利预测.....	23
投资建议.....	24
风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1：公司在中枢神经领域积累悠久历史，是其在该赛道构建核心壁垒关键.....	4
图表 2：上市以来公司往年总营收基本保持双位数增长 .....	4
图表 3：上市以来公司归母净利润逐年攀升 .....	4
图表 4：公司治理结构清晰，股权结构长期保持稳定 .....	5
图表 5：公司医药工业收入占比稳定在 85%左右.....	5
图表 6：工业收入占比提升带动整体毛利率维持高水平 .....	5
图表 7：2025 年中麻醉板块在总收入比重超 50%.....	6
图表 8：公司麻醉产品维持较高水平 .....	6
图表 9：公司是国内少数稀缺麻醉药企之一 .....	6
图表 10：公司核心药品均处于领先地位 .....	7
图表 11：公司 2024 年股权激励计划彰显发展信心 .....	7
图表 12：公司麻醉板块中主力产品竞争对手少 .....	8
图表 13：我国合法的精麻药品品种受到严格控制，且上游生产企业数量也受严格限制 .....	8
图表 14：公司神经板块主力药品虽然竞争对手多，但总体销售规模不大 .....	8
图表 15：近些年公司密集获批多款麻醉新品 .....	9



图表 16: 新品上市推高麻醉销售增速 .....	9
图表 17: 公司研发费用率逐年攀升, 支撑创新战略 .....	9
图表 18: “自研+license-in”多渠道丰富药品管线, 梯队品种储备充足 .....	10
图表 19: 公司储备众多高端仿制剂型 .....	10
图表 20: 麻醉新药开发难度大, 2019 年后全球仅仅 6 款新药 NDA 或批准上市 .....	12
图表 21: 公司独占长链依托咪酯市场, 2023 年终端销售额超 10 亿元 .....	13
图表 22: 环泊酚通过纳入医保实现以价换量 .....	13
图表 23: 海思科麻醉板块因环泊酚快速放量而节节攀升 .....	13
图表 24: 国内 ICU 资源扩容将带动该应用场景的麻醉需求放量 .....	14
图表 25: 全球当年新增 CNS 研发管线节节攀升 .....	14
图表 26: 中美创新药企领航 CNS 领域药品创新 .....	14
图表 27: 全球 CNS 领域投融资维持高水平 .....	15
图表 28: 近些年 MNC 加大 CNS 领域 BD 布局 .....	15
图表 29: 公司已有多款抗抑郁产品进入 II 期临床 .....	15
图表 30: SPRAVATO 三项适应症获 FDA 批准、成药性强 .....	16
图表 31: 强生 SPRAVATO 于 24 年销售额超 10 亿美元 .....	16
图表 32: 瞄准第 2/3 代抗精分药物, 公司梯队布局创新管线 .....	16
图表 33: 卢美哌隆在抗精分市场渗透快速提升 .....	17
图表 34: 精麻药品由政府指导定价, 价格体系相对稳定 .....	17
图表 35: 麻醉需求覆盖整个围手术期 .....	18
图表 36: 2016-2022 年全国三级医院整体手术总量经测算的 CAGR 约为 10.8% .....	18
图表 37: 手术级别共分四级, 其中四级手术难度最大 .....	18
图表 38: 2016-2022 年全国三级医院四级手术量经测算的 CAGR 约为 13.5% .....	19
图表 39: 截至 2022 年全国三级医院四级手术量占比达 67% .....	19
图表 40: 微创手术加快周转率, 提升手术总量 .....	19
图表 41: 2016-2022 年全国三级医院微创手术量经测算的 CAGR 约为 15.7% .....	19
图表 42: 截至 2022 年全国三级医院微创手术量占比达 68% .....	19
图表 43: 吗啡与富马酸奥赛利定的信号通路对比 .....	20
图表 44: 首剂之后又使用紧急止痛药的患者累计比例 .....	21
图表 45: TRV-130 先发优势明显 .....	21
图表 46: 氟丁苯那嗪片为亨廷顿病的一线治疗药物 .....	22
图表 47: 2024 年氟丁苯那嗪片全球销售约 17 亿美元, 保持双位数强劲增长 .....	23
图表 48: 公司收入预测 .....	24
图表 49: 公司 PE 可比估值 .....	24

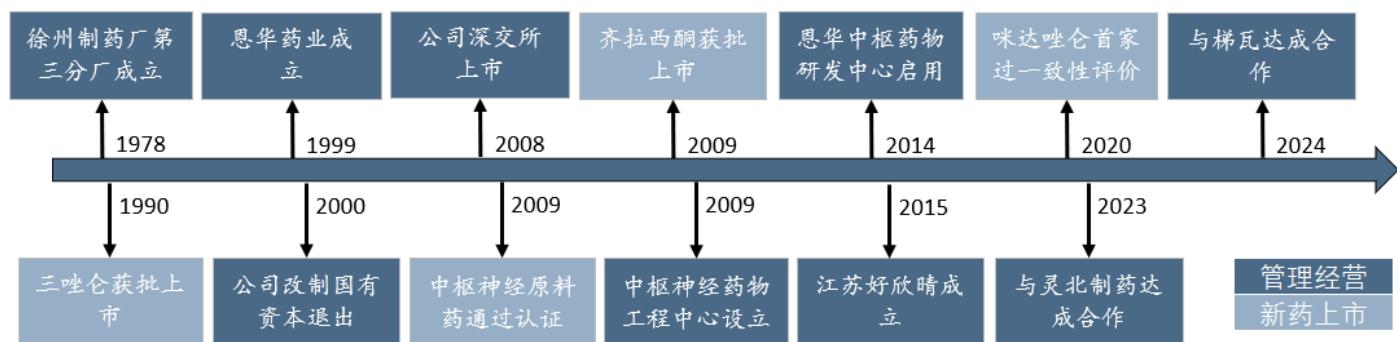


## 精麻龙头再起航，创新产品驱动增长

深耕中枢神经系统用药，兼具精麻“研产销”一体化优势

公司成立于1978年，后于1999年和2000年进行了两次国有股份改制，2008年公司在深圳证券交易所上市。公司是国家精神麻醉类药品定点生产单位，主要生产经营中枢神经系统用药，涉及麻醉类、精神类和神经类等药品的研发、生产和销售。

图表1：公司在中枢神经领域积累悠久历史，是其在该赛道构建核心壁垒关键

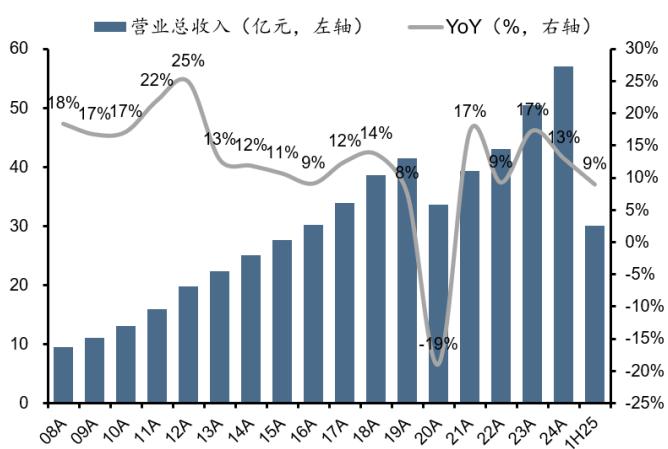


来源：公司官网，国金证券研究所

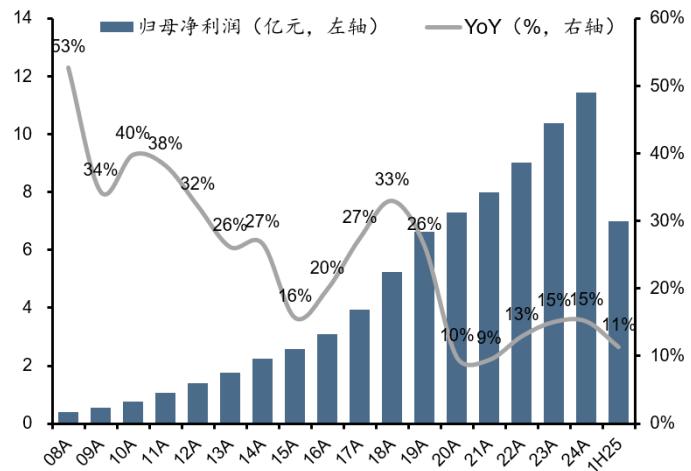
### 历久弥新，精麻龙头韧性发展

回顾历史业绩，公司历年总营收及归母净利润均保持稳健增长，过去十年（2014A-2024A）公司总营收CAGR约为8.6%，归母净利润CAGR约为17.8%。我们认为以下四方面的优势保证了公司历史业绩兼具稳健与韧性：①治理结构清晰；②核心业务聚焦；③行业地位稳固；④创新持续兑现。

图表2：上市以来公司往年总营收基本保持双位数增长



图表3：上市以来公司归母净利润逐年攀升



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

■ 治理结构清晰：公司前身为徐州第三制药厂，改制之后成立恩华股份有限公司。公司实控人孙彭生（董事长）、付卿（董事、副总经理）、陈增良（董事、副总经理）及杨自亮（董事、副总经理）直接和间接控制本公司47.94%的股份，是本公司的实际控制人。公司核心管理层均有基层管理经历、且经验丰富，治理结构长期保持稳定。

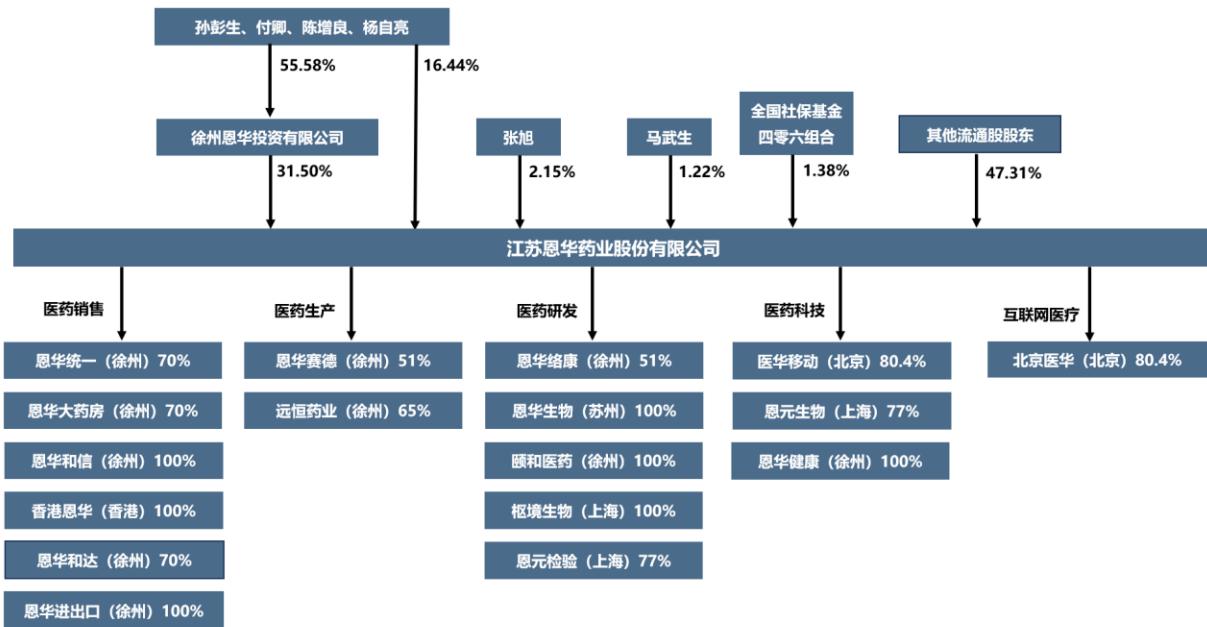
■ 其中董事长孙彭生自1980年8月起历任徐州第三制药厂技术员、车间主任、厂长助理、副厂长、厂长；1999年3月起担任恩华集团总经理、董事长；现任公司第六届董事会董事长，兼任恩华赛德药业、恩华络康药物研发、江苏远恒药业等公司董事。

■ 其他核心管理层在公司也均有长期的从业经历：①付卿自1983年5月起历任徐



州第三制药厂工人、干事、科长、副厂长；1999年3月起历任恩华公司、恩华集团副总经理、党委副书记；现任本公司董事、副总经理；②陈增良自1983年7月起历任徐州第三制药厂会计、总会计师、副厂长；1999年3月起担任恩华公司、恩华集团副总经理；现任本公司董事、副总经理；③杨自亮自1982年8月起历任徐州第三制药厂技术员、主任、副厂长；1999年3月起担任恩华公司、恩华集团副总经理；现任本公司董事、副总经理。

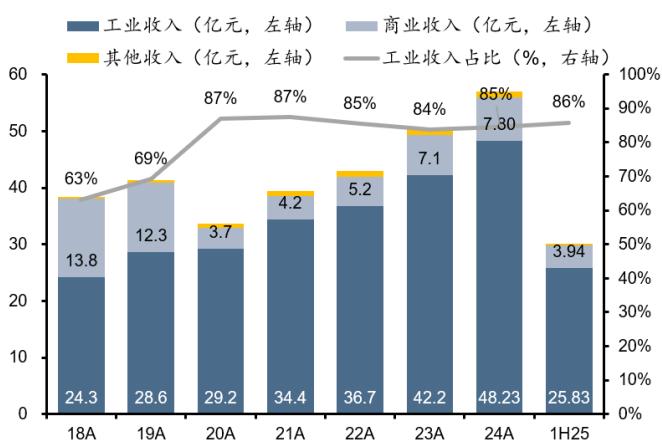
图表4：公司治理结构清晰，股权结构长期保持稳定



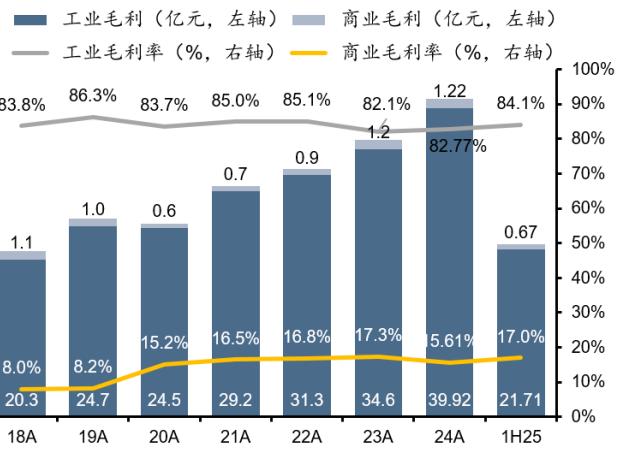
来源：公司公告，国金证券研究所

- 核心业务聚焦：聚焦医药制造发展，麻醉收入贡献不断提升。2020年以前公司秉持“工业+商业”两条腿走路的经营策略，但随着“4+7”国家集采、两票制等行业政策相继出台，医药商业领域中的灵活性和利润空间被不断压缩。在此背景之下，公司调整资源向医药制造与创新研发倾斜、提高经营绩效。
- 医药制造营收占比提升，毛利贡献结构优化。自2020年剥离医药商业中的部分重要资产后，当年公司工业制造板块营收占总营收的比例上升至87%，后持续稳定在85%左右。截至2025年上半年，公司工业贡献的收入占比达86.0%，公司整体的毛利率维持在75.24%的较高水平。

图表5：公司医药工业收入占比稳定在85%左右



图表6：工业收入占比提升带动整体毛利率维持高水平



来源：iFinD，国金证券研究所

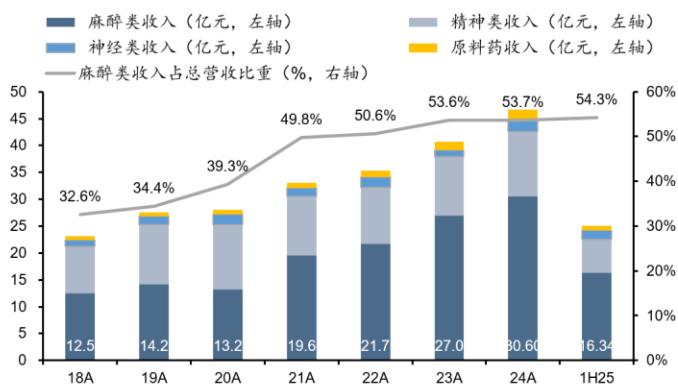
来源：iFinD，国金证券研究所

聚焦麻醉业务，毛利率保持高水平。公司的医药工业由麻醉药品、精神药品、神

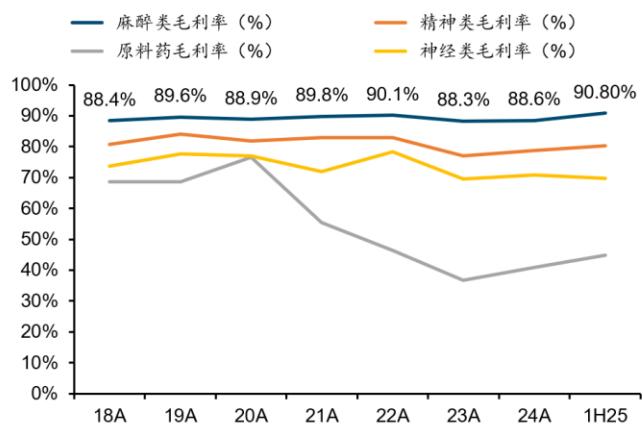


经药品以及原料药四大板块组成，而前些年工业板块中部分药品面临集采风险，导致如神经和精神板块的收入、毛利率经历较大波动。但受到集采影响相对较少的麻醉板块却一直维持较高毛利率，叠加近些年公司医药工业产品结构改善、麻醉收入占比不断提升，因此公司能够顺利穿越集采周期，保持收入和毛利的稳健增长。

图表7：2025年中麻醉板块在总收入比重超50%



图表8：公司麻醉产品维持较高水平

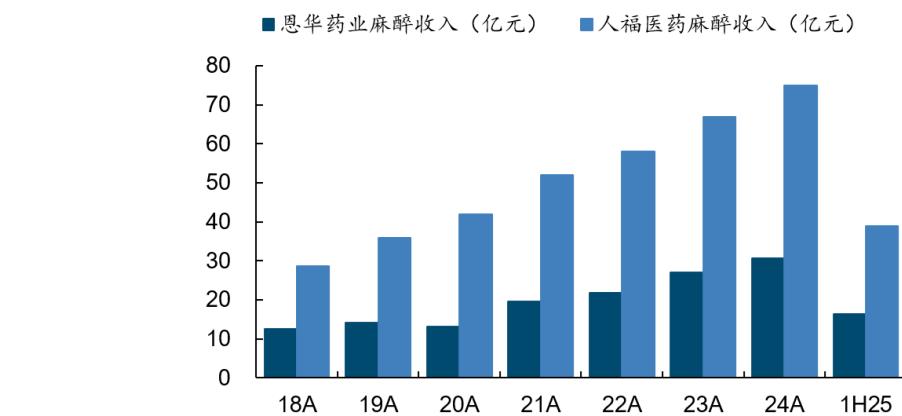


来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

- 行业地位稳固：公司为国内医药行业中唯一一家专注于中枢神经药物细分市场的上市企业，是国内知名的麻醉与精神药品定点生产基地，药品涵盖麻醉镇痛类、精神类和神经类等药物。
- ◆ 公司是国内麻醉龙头，其麻醉布局是：由麻醉镇静起家，近些年逐渐向麻醉镇痛延伸布局。因此，公司麻醉管线中既有成熟的麻醉镇静药品，如咪达唑仑、依托咪酯等；又有新上市且销售增速很快的麻醉镇痛类药品，如羟考酮、瑞芬太尼、舒芬太尼以及阿芬太尼。

图表9：公司是国内少数稀缺麻醉药企之一



来源：iFinD，国金证券研究所

- ◆ 公司在精麻领域的领先行业地位主要由两方面的因素保障：①长久深耕精麻细分赛道、具备先发优势，其对中枢神经药品的研发、生产积累了丰富的经验，同时在精麻药品的销售中也沉淀了广泛的资源；②部分精麻药品具备高壁垒特性、竞争格局好，尤其是部分具备红处方资质的麻醉镇静和麻醉镇痛药品，其定价、生产、经营都受到国家严格管制，因此麻醉行业特性决定参与企业数量少、行业地位高。



图表10：公司核心药品均处于领先地位

分类	产品		适应症	纳入基药目录	纳入医保目录	产品地位
	通用名	商品名				
麻醉类	咪达唑仑注射液	力月西	全麻醉诱导和维持；ICU镇静	是	是，医保甲类	处于领先地位
	依托咪酯乳状注射液	福尔利	短时麻醉；全麻诱导	否	是，医保乙类	处于领先地位
	注射用盐酸瑞芬太尼	锐纷	全麻诱导和维持	是	是，医保乙类	5年复合增长率最高
	枸橼酸舒芬太尼注射液	芬特	大手术中的全麻诱导和维持	否	是，医保乙类	同类产品市场份额第二
	盐酸阿芬太尼注射液	阿芬尼	全麻诱导和维持	否	否	2022年第二家上市
	盐酸羟考酮注射液	恩利泽	治疗术后中重度急性疼痛	否	是，医保乙类	同类产品市场份额第一
	富马酸奥赛利定注射液	欧立罗	治疗严重急性疼痛；替代其他疗法	否	是，医保乙类	在中国获化合物专利独占许可
精神类	盐酸齐拉西酮胶囊	思贝格	抗精神分裂症	否	是，医保乙类	处于领先地位
	注射用甲磺酸齐拉西酮	思贝格	抗精神分裂症	否	是，医保乙类	处于领先地位
	盐酸丁螺环酮片	一舒	抗焦虑症	是	是，医保甲类	处于领先地位
	碳酸锂缓释片	-	抗狂躁症；抗抑郁症；抗精神分裂	否	是，医保乙类	独家，唯一缓释剂型
	氯氮平口腔崩解片	维必朗	抗急性或慢性精神分裂症	否	是，医保乙类	处于领先地位
	阿普唑仑片	-	抗焦虑	是	是，医保甲类	处于领先地位
神经类	盐酸度洛西汀肠溶片	优必罗	抗抑郁症	是	是，医保甲类	处于领先地位
	利鲁唑片	-	抗肌萎缩侧索硬化症	否	是，医保乙类	处于领先地位
	氯硝西洋片	-	抗癫痫	是	是，医保甲类	处于领先地位
	加巴喷丁胶囊	迭力	治疗成人疱疹后神经痛；抗癫痫	否	是，医保乙类	处于领先地位
	扎来普隆胶囊	恩诺欣	治疗短期失眠	否	是，医保乙类	处于领先地位，增长最快

来源：公司公告，国金证券研究所

## 继往开来，创新兑现彰显活力

展望未来发展，我们认为公司虽然前期受到集采扰动，但未来业绩将呈现更大韧性：2024年6月，公司发布《2024年限制性股票激励计划》，本次激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量（约为876.16万股）占股本总额的0.8696%，授予价格为11.51元/股，所涉及的标的股票来源为公司向激励对象定向发行A股普通股股票。按照该激励计划，第一/二/三个解除限售期的业绩考核目标分别：2024/2025/2026年净利润增长率不低于2023年的15%/33%/56%，此激励计划充分彰显公司发展信心。

我们认为，公司的长期发展将受益于以下三重逻辑：①集采出清，目前公司麻醉管线受严格管制、集采风险小，而精神/神经管线中未被集采的单品收入规模小、占比不大；②新品高增，羟/瑞/舒/阿/欧/咪（羟考酮、瑞芬太尼、舒芬太尼和阿芬太尼）及TRV130等渗透不断提升、销售增长强劲，保障公司中短期发展；③仿创结合，新剂型激活老产品活力、“合作+自研”开辟创新增长曲线，保障公司中长期发展。

图表11：公司2024年股权激励计划彰显发展信心

解除限售期	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起12-24个月	30%	以2023年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于15%。
第二个解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起24-36个月	30%	以2023年净利润为基数，2025年净利润增长率不低于33%。
第三个解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起36-48个月	40%	以2023年净利润为基数，2026年净利润增长率不低于56%。

来源：公司公告，国金证券研究所

注：净利润指扣非归母净利润且剔除股份支付影响；未满足业绩考核目标的，所有激励对象的限制性股票均不得解除限售，并由公司回购注销。

■ 集采出清：通过对公司存量药品竞争格局的分析，我们发现，公司体内竞争格局较差的存量药品已陆续纳入集采，而剩余的存量药品则整体竞争格局好、并达不到国采所要求的竞价标准（同款药品的布局企业在5/7家及以上）。与此同时，公司体内销售规模较大的单品均为受到国家严格管制的红处方药品，这类药品集采风险相对极小。

◆ 公司前期麻醉板块中部分竞争格局较差的麻醉镇静品种（如丙泊酚乳状注射液、盐酸右美托咪定）以及麻醉拮抗剂氟马西尼已纳入国采，剩余的且销售体量较大的麻醉品种多为红处方药品，受到国家严格管制，因此集采风险极小。

◆ 根据国家药品监督管理局公布的《麻醉药品和精神药品品种目录》，公司麻醉板块中布局的众多主力产品多为麻醉药品和精神药品，其中麻醉药品和第一类精神药品统称为红处方、第二类精神药品等称为白处方，而国家对红处方药品进行严格监管。



2024年4月30日公布、7月1日起施行的《国家药监局、公安部、国家卫生健康委关于调整精神药品目录的公告》第二条规定：“将咪达唑仑原料药和注射剂由第二类精神药品调整为第一类精神药品，其他咪达唑仑单方制剂仍为第二类精神药品。我们认为，咪达唑仑注射液的由白处方升为红处方，将有助于巩固竞争格局，有利于延长公司咪达唑仑注射液的产品生命周期。

图表12：公司麻醉板块中主力产品竞争对手少

分类	主力产品名称	管制级别	布局企业	是否集采
麻醉类 (2024年销售额30.60亿)	咪达唑仑注射液	第一类精神药品	恩华药业、宜昌人福、福安药业、九旭药业、国药廊坊	否
	依托咪酯乳状注射液	第二类精神药品	恩华药业	广东联盟集采
	注射用盐酸瑞芬太尼	麻醉药品	恩华药业、宜昌人福、国药廊坊	否
	枸橼酸舒芬太尼注射液	麻醉药品	恩华药业、宜昌人福、国药廊坊	否
	盐酸阿芬太尼注射液	麻醉药品	恩华药业、宜昌人福	否
	盐酸羟考酮注射液	麻醉药品	恩华药业、东北制药、华素制药、Napp	否
	富马酸奥赛利定注射液	麻醉药品	恩华药业	否
	盐酸戊乙奎醚注射液	普药	恩华药业、奥鸿药业、旭东海普药业、华森制药、天台山制药、远大医学、奥鸿药业	否

来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

由于精麻药品可能使患者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、分销、定价都有非常严格的规定。其中国家有关部门规定麻醉药品的单方制剂布局企业仅为1-3家；第一类精神药品的单方制剂布局企业仅为1-5家

图表13：我国合法的精麻药品品种受到严格控制，且上游生产企业数量也受严格限制

精麻种类	管制产品数量	处方笺颜色	原料药	单方制剂	复方制剂
麻醉药品	123	红处方	1-3家	1-3家	1-7家
精神药品	70	红处方	1-5家		
第二类精神药品	92	白处方	1-10家		无限制

来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

同样在公司精神和神经板块中未被集采的存量品种之间，部分药品虽然竞争对手较多，但总体销售规模有限、占比较小。我们认为，即使这类药品后续面临集采风险，但对公司的整体边际影响则相对可控。

图表14：公司神经板块主力药品虽然竞争对手多，但总体销售规模不大

分类	主力产品名称	管制级别	布局企业	是否集采
精神类 (2024年销售额12.02亿)	盐酸齐拉西酮胶囊	普药	恩华药业、Viatis Pharma GmbH	否
	注射用甲磺酸齐拉西酮	普药	恩华药业、正大天晴、Viatis Specialty LLC	否
	盐酸丁螺环酮片	普药	恩华药业、北大医药、华素药业、Unichem Laboratories Limited	否
	碳酸锂缓释片	普药	恩华药业	否
	氯氮平口腔崩解片	普药	恩华药业、洞庭药业、益民药业	否
	阿普唑仑片	普药	恩华药业、宜昌人福、哈药六厂、上药信谊、华东医药、齐鲁制药等50+企业	否
神经类 (2024年销售额2.21亿)	盐酸度洛西汀肠溶片	普药	恩华药业、上药中西制药	否
	利鲁唑片	普药	恩华药业、贝特制药、万特制药、赛诺菲	否
	氯硝西泮片	普药	恩华药业、洞庭药业、瀚晖制药、上药信谊、海王福药、永宁制药、福元药业	否
	加巴喷丁胶囊	普药	恩华药业、恒瑞医药、武汉人福、永太药业、四环制药、石药欧意、双鹭药业	否
	扎来普隆胶囊	普药	恩华药业、华生制药、太平洋制药、双鹭药业、西南药业、润泽制药、二叶制药、全威制药、扬子江药业、阳光制药、舒邦药业	否

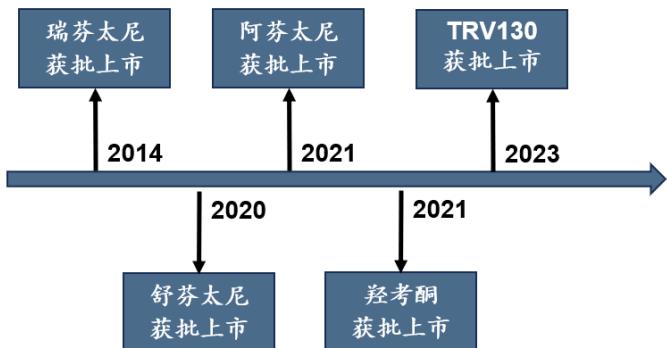
来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

■ 新品高增：公司近年获批的麻醉系列新品（羟考酮、瑞芬太尼、舒芬太尼、富马酸奥赛利定注射液以及阿芬太尼等）实现了快速增长，推动公司麻醉板块收入高增，即使在前几年全球公共卫生事件导致我国手术量受到扰动背景下，公司麻醉板块收入依



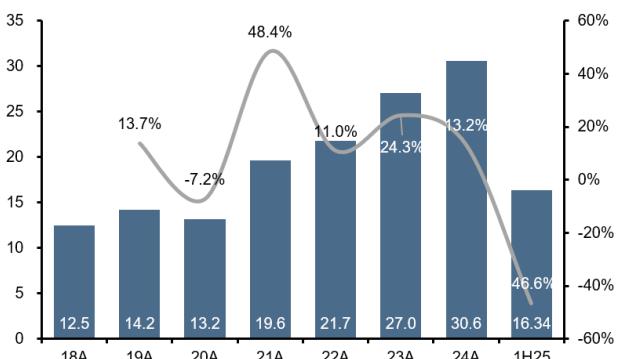
依旧保持双位数增长，2020-2024 年 CAGR 约为 23%。

图表15：近些年公司密集获批多款麻醉新品



图表16：新品上市推高麻醉销售增速

■ 麻醉类收入（亿元，左轴） YOY (%)，右轴

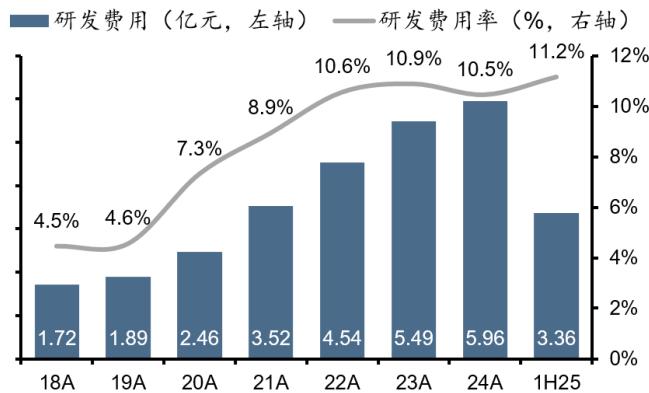


来源：公司官网，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

- 仿创结合：公司主要从事中枢神经药物的研发，实施了仿创结合的策略，不断加大对创新药物的研发投入。2025年上半年公司投入的研发费用达 3.36 亿元，同比增长 11.36%，研发费用率维持在 11.2% 的高水平。截至 2025 年年中，强劲研发费用支撑公司在研项目达 70 余个，其中：在研创新药项目 17 余个，仿制药重点在研项目 48 个。

图表17：公司研发费用率逐年攀升，支撑创新战略



来源：iFinD，国金证券研究所

- 创新：公司的创新项目采用“自研+合作”双轮驱动战略。近 3 年公司获批创新药临床批件 9 项，在中枢神经领域数量全国第一。其中 I 类创新药 NH600001 乳状注射液已递交上市申请，用于麻醉诱导和短时手术麻醉。NH600001 为是依托咪酯的升级产品，而依托咪酯则是公司的传统优势镇静药品，此前在 2022 年公司的依托咪酯被纳入广东联盟集采，价格降幅为 11%。虽然上一轮集采到期后不排除续标降价风险，但随着 I 类创新药 NH600001 的后续上市，有望帮助依托咪酯迭代形成新的价格体系。

- 梯队品种储备充足。另外公司创新管线还包含完成 II 期临床研究项目 2 项 (NHL35700 片、YH1910-Z02 注射液)；开展 II 期临床研究项目 2 项 (NH102 片、YH1910-Z01 鼻喷剂)；开展 I 期临床研究项目 6 项 (NH130 片、NH104 片、Protollin 鼻喷剂、NH160030 片、NH140068 片、NH280105 胶囊)。



图表18：“自研+license-in”多渠道丰富药品管线，梯队品种储备充足

序号	产品名称	领域	研发进展			创新类别	开发方式	备注
			Ph I	Ph II	Ph III			
1	NH600001乳状注射液静脉麻醉					1类新药	自主创新	精麻管制
2	NHL35700	精神分裂症				1类新药	国外引进	
3	YH1910-Z02	抗抑郁				2类新药	自主创新	精麻管制
4	NH102	抗抑郁				1类新药	自主创新	
5	NH130	帕金森病伴精神症状				1类新药	自主创新	
6	YH1910-Z01	抗抑郁				2类新药	自主创新	精麻管制
7	NH160030	麻醉镇痛				1类新药	自主创新	精麻管制
8	Protollin鼻喷剂	阿尔茨海默症				1类新药	国外引进	

来源：公司公告，国金证券研究所

注：数据截至 2025 年 06 月 30 日；以上仅展示公司进入临床的创新项目

仿制改良：公司通过仿制改良的策略快速开发部分高端制剂型，布局思路如下：①拓展已有制剂的适应症，如瑞芬太尼除了已有的全麻诱导与维持的适应症外，该药新适应症也已申报生产，在审评阶段；②开发纳米胶束、混悬型注射剂、脉冲延释片、鼻喷剂（使药物快速透过血脑屏障）等新的药物剂型，达到提高药物疗效、降低不良反应、延长有效作用时间的目的，如咪达唑仑鼻用喷雾剂等的布局；③采用新型物理/化学屏障技术、激动剂/拮抗剂复方技术等，研发防滥用制剂，解决患者依从性差、成瘾和滥用等问题。如盐酸羟考酮等阿片类药物等的布局。

图表19：公司储备众多高端仿制剂型

序号	产品名称	领域	研发进展	备注
1	氢溴酸伏硫西汀片	抑郁症	于 2025 年 1 月获批生产	
2	盐酸他喷他多片	镇痛	已申报生产，在审评阶段	精麻管制
3	盐酸羟考酮缓释片（防滥用）	镇痛	已申报生产，在审评阶段	精麻管制
4	右酮洛芬氨丁三醇注射液	镇痛	已申报生产，在审评阶段	
5	地佐辛注射液	镇痛	已申报生产，在审评阶段	
6	布瑞哌唑片	精神分裂症	已申报生产，在审评阶段	精麻管制
7	YHM2208 - Z01	镇痛	待申报	精麻管制
8	盐酸左米那普仑缓释胶囊	抑郁症	临床研究	
9	右美沙芬安非他酮缓释片	抑郁症	临床研究	
10	劳拉西洋注射液	术前镇静	临床研究	精麻管制
11	YH1908 - Z01	精神分裂症	临床研究	
12	盐酸卡利拉嗪胶囊	精神分裂症	临床研究	
13	枸橼酸芬太尼口腔黏膜贴片	镇痛	已获临床试验通知书	精麻管制
14	盐酸他喷他多缓释片（防滥用）	镇痛	已获临床试验通知书	精麻管制
15	盐酸他喷他多口服溶液	镇痛	已获临床试验通知书	精麻管制
16	咪达唑仑鼻用喷雾剂	癫痫	已获临床试验通知书	精麻管制
17	拉米地坦片	偏头痛	已获临床试验通知书	
18	盐酸维洛沙泰缓释胶囊	注意力缺陷与多动障碍	已获临床试验通知书	
19	盐酸羟考酮注射液（新增儿童适应症）	镇痛	申报临床	精麻管制
20	YH2308 - Z01	精神分裂症、成人双相情感障碍	临床前研究	
21	YH2112 - Z01	精神分裂症	临床前研究	
22	YH2305 - Z01	精神分裂症	临床前研究	
23	YH2409 - Z01	精神分裂症	临床前研究	
24	YH2212 - Z01	精神分裂症	临床前研究	
25	YH2103 - Z01	神经痛	临床前研究	
26	YH2407 - Z01	精神分裂症、双向情感障碍	临床前研究	
27	YH2408 - Z01	精神分裂症、双相情感障碍	临床前研究	
28	YH1501 - Z02	精神分裂症	临床前研究	
29	YH2203 - Z01	癫痫	临床前研究	
30	YHJ2413 - Z01	癫痫	临床前研究	
31	YH2403 - Z01	抑郁症	临床前研究	精麻管制

来源：公司公告，国金证券研究所



## 创新增量：NH600001 报产拉开创新序幕，CNS 新管线有望陆续兑现

### 首创自研新药递交 NDA，公司创新战略迈出关键一步

从零到一实现自研创新的重大突破。2025年8月20日据CDE官网显示，公司的NH600001以1类创新药的身份向中国药品评审中心(CDE)递交上市申请(受理编号:CXHS2500099)，该药有望成为全球范围内、自2019年以来第六款获批上市的镇静新药。化药1类静脉麻醉药NH600001顺利完成III期临床并递交上市申请，使得公司实现了自研新药从零到一的重大突破，进一步拉开了公司仿转创的新序幕。

- **研发实力强：**麻醉新药开发门槛高、成药难度大。如下图所示，复盘麻醉类药物的开发历史，我们发现，麻醉类药物的迭代速度较慢、新药开发难度大，部分麻醉新药的上市时间甚至可追溯到二十世纪上半叶。进入二十一世纪也仅有7款麻醉类创新药物获批上市，其中5款为2019年后上市：恒瑞医药的甲苯磺酸瑞马唑仑(2019)、人福医药的瑞马唑仑(2020)、环泊酚(2020)、无水硫酸钠(2021)以及人福医药的磷丙泊酚(2021)分别以创新药形式获批上市。因此，麻醉新药开发难度极大，是医药研发领域的“硬骨头”：
  - ◆ 极高的安全性门槛与极窄的治疗窗口，限制麻醉新药开发。麻醉及镇静需可控地、可逆地抑制中枢神经系统功能，在此过程中：相关药物治疗窗口窄：①有效剂量和致命剂量（如导致呼吸心跳停止）之间的范围通常更小，因此，任何新药都必须比现有药物在这个较窄的用药窗口上有显著改善、才能充分显现麻醉新药竞争力。②理想的麻醉药需要同时具备镇静催眠、镇痛、和肌肉松弛三种效果，临床实践中往往需要联合用药。因此，在麻醉新药研发过程中需要与其他类别药物实现平衡与协同。
  - ◆ 麻醉药品机制复杂，存在作用靶点不清难题。麻醉药物的作用机制复杂多样，涉及多个神经递质和受体系统，麻醉新药开发过程中涉及的任何一个靶点都可能引发一系列连锁反应，导致存在难以预测所有副作用。
  - ◆ 涉及严格的双重监管与政策控制。麻醉镇静药品多数为各国严格监管的特殊药品。因此除了要通过常规的药物审批外，这类药物还要接受禁毒部门的严格监管。这涉及生产、运输、储存、使用等每个环节的额外管控，大大增加了药企在麻醉新药的研发和未来商业化过程中的复杂度。
- 综上，麻醉新药开发壁垒高，给企业带来的难度大。但凭借在中枢神经(CNS)领域长期积累的研发经验，公司顺利推进了NH600001完成III期临床并递交上市申请，体现公司在CNS领域强劲的创新实力，也为公司后续CNS的新药研发拉开序幕。



图表20：麻醉新药开发难度大，2019年后全球仅有6款新药NDA或批准上市

药品成分	靶点	适应症	研发机构	项目全球最高状态	时间
磷丙泊酚	GABRB	镇静	人福医药	批准上市	2021-05-19
无水硫酸钠	-	镇静	武田药品	批准上市	2021-01-22
环泊酚	GABR	镇静	海思科	批准上市	2020-12-11
瑞马唑仑	GABR	镇静	葛兰素史克/人福医药	批准上市	2020-01-23
甲苯磺酸瑞马唑仑	GABR	镇静	恒瑞医药	批准上市	2019-12-26
磷丙泊酚	GABRB	镇静	卫材药业	批准上市(已撤市)	2008-12-08
舒更葡糖	-	肌松	默沙东	批准上市	2008-07-25
右美托咪定	ADRA2	镇静	辉瑞	批准上市	1999-12-17
罗哌卡因	Sodium channel	局麻	阿斯利康	批准上市	1996-09-24
瑞芬太尼	OPR	镇痛	葛兰素史克	批准上市	1996-07-12
苯磺顺阿曲库铵	AChR	肌松	艾伯维	批准上市	1995-12-15
罗库溴铵	AChR   CHRM2   CHRNA2   HTR3A	肌松	默沙东	批准上市	1994-03-17
七氟烷	GABR   GLRA1   GRIA1   GRIN	镇静	雅培制药	批准上市	1992-12-22
地氟烷	-	镇静	百特制药	批准上市	1992-09-18
米库氯铵	CHRN	肌松	葛兰素史克	批准上市	1992-01-22
哌库溴铵	CHRN	肌松	吉瑞大药厂	批准上市	1990-06-26
丙泊酚	GABR   SCN2A   SCN4A	镇静	阿斯利康	批准上市	1989-10-02
阿芬太尼	OPR	镇痛	强生制药	批准上市	1986-12-29
咪达唑仑	GABRA	镇静	罗氏制药	批准上市	1985-12-20
舒芬太尼	OPR	镇痛	爱克龙药业	批准上市	1984-05-04
维库溴铵	CHRN	肌松	欧加农制药	批准上市	1984-04-30
三唑仑	GABRA	镇静	辉瑞制药	批准上市	1982-11-15
依托咪酯	ADR   GABR	镇静	雅培制药	批准上市	1982-09-07
异氟烷	GABR	镇静	百特制药	批准上市	1979-12-18
劳拉西泮	GABRA	镇静	辉瑞制药	批准上市	1977-09-30
艾司唑仑	GABRA	镇静	辉瑞制药	批准上市	1975-12-01
泮库溴铵	CHRN	肌松	默克制药	批准上市	1972-10-24
氯胺酮	GRIN	镇静	第一三共	批准上市	1970-02-01
奥布卡因	Sodium channel	局麻	参天制药	批准上市	1966-07-01
丙胺卡因	Sodium channel	局麻	阿斯利康	批准上市	1965-11-18
地西泮	-	镇静	优时比制药	批准上市	1962-01-01
美索比妥	GABRA1	镇静	礼来制药	批准上市	1960-06-27
奥昔卡因	-	局麻	辉瑞制药	批准上市	1960-01-01
羟嗪	HRH1	镇静	辉瑞制药	批准上市	1956-04-12
氯普鲁卡因	VGSC	局麻	费森尤斯卡比	批准上市	1955-03-11
氯化琥珀胆碱	CHRN	镇静	诺华制药	批准上市	1952-08-20
利多卡因	Sodium channel	局麻	阿斯利康	批准上市	1948-11-19
利多卡因+肾上腺素	ADR   Sodium channel	局麻	费森尤斯卡比	批准上市	1948-11-19
吗啡	DOR   KOR   MOR	镇痛	武田药品	批准上市	1948-03-01
异戊巴比妥	-	镇静	礼来制药	批准上市	1923-01-01
NH600001	GABR	镇静	恩华药业	申请上市	2025-08-20
甲氧依托咪酯	GABA-Cl channel	镇静	复星医药/奥鸿药业/力思特	临床III期	2023-09-27
BLI4900	-	镇静	BRAINTREE LABS	临床III期	2020-06-22

来源：insight，国金证券研究所

■ **商业前景广：** NH600001 为依托咪酯创新迭代升级产品，目前国内尚无同类型产品上市。据公司官方公众号显示，该药的临床结果表明，NH600001 镇静/麻醉疗效确切，有效剂量低于依托咪酯，起效快、苏醒迅速，在保留了依托咪酯在血流动力学稳定性与对呼吸影响小等优势基础上，显著降低了肌阵挛发生率，并基本消除了对肾上腺皮质功能的抑制风险，具有明显的临床优势，尤其是中老年患者和心血管疾病患者的手术安全，具有重要的临床价值。该产品预计将在 2026 年获批上市、并形成商业化放量。我们认为该药上市后商业化前景广阔：

在长链依托咪酯的销售优势基础上，公司 NH600001 可实现协同与迭代：长链依托咪酯注射剂临床常用于全麻诱导，也可用于短时手术麻醉、麻醉辅助等，目前已纳入全国医保乙类药目录。据米内网数据显示，近年来该药在中国公立医疗机构终端销售额不断攀升，2023 年超 11 亿元，同比增长 11.46%；2024 上半年已超 6 亿元，同比增长 11.53%，且目前由公司独占该产品市场。我们认为，凭借迭代放量逻辑，未来 NH600001 上市之后，公司可凭借长链依托咪酯的销售经验及渠道优势，能够快速实现 NH600001 的商业化放量。



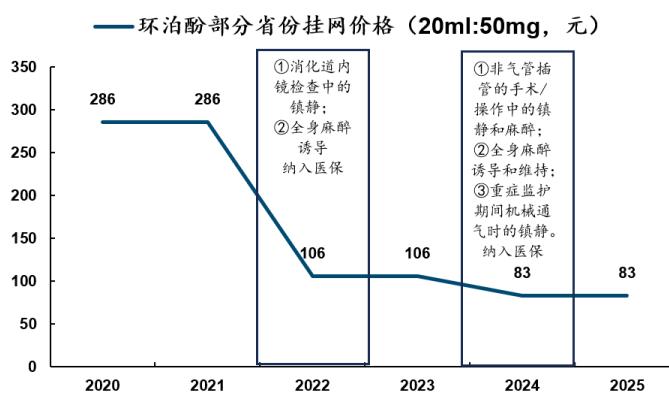
图表21：公司独占长链依托咪酯市场，2023年终端销售额超10亿元

长链依托咪酯厂商(3家)	中长链依托咪酯厂商(9家)
恩华药业、上药九旭、恒瑞医药	扬子江、恩华药业、康禾生物、远大医学、药友制药、石家庄四药、本溪恒康制药、宜昌人福、国瑞药业

来源：NMPA 官网，国金证券研究所

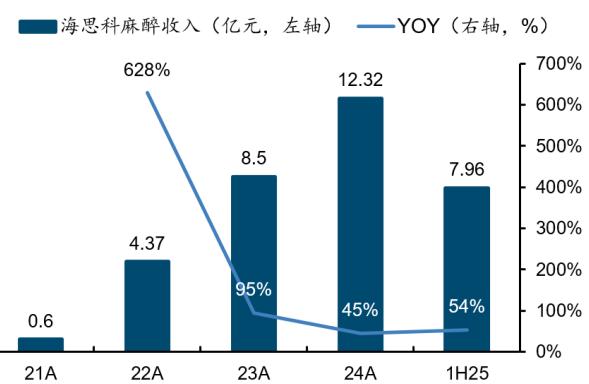
- ✚ 强强联合，公司“镇痛-镇静”创新药有望实现协同闭环：NH600001 上市后将与公司的 TRV130 产品（富马酸奥赛利定注射液，商品名欧立罗，2023 年获批上市）形成“镇痛-镇静”产品协同闭环，进一步丰富公司在中枢神经领域的产品体系，巩固麻醉领域优势。
- ✚ 1 类新药有望形成全新价格体系：凭借疗效及安全性改善，我们预计 NH600001 将跳出长链依托咪酯的价格体系，并形成与 1 类创新药身份相匹配的价格体系。据 insight 数据显示，海思科的环泊酚首次进入医保之后定价水平维持在 100 元/支左右，而目前公司长链依托咪酯单支价格约为 33 元左右，若参考环泊酚的进入医保之后的价格水平，未来 1 类创新药 NH600001 凭借优异的疗效及安全性，其价格水平较长链依托咪酯单价有望实现 3 倍左右的提高，并进一步传导至销售额的增长。

图表22：环泊酚通过纳入医保实现以价换量



来源：insight，国金证券研究所

图表23：海思科麻醉板块因环泊酚快速放量而节节攀升

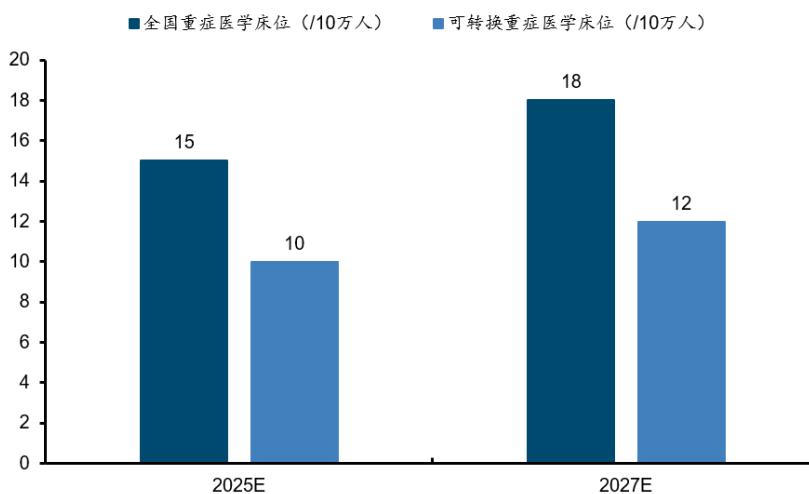


来源：iFinD，国金证券研究所

- ✚ 适应症拓展，覆盖目标患者人群有望实现增长：据药物临床试验登记平台显示，NH600001 已经完成两项临床研究，对应适应症分别为：①麻醉诱导和短时手术麻醉；②麻醉维持、重症加强治疗（ICU）患者的镇静；而目前公司存量品种长链依托咪酯获批适应症仅为成人、6 个月以上婴幼儿、儿童和青少年的全身麻醉诱导，仅对应 NH600001 的①适应症。因此，未来 NH600001 双适应症获批，将进一步拓宽该产品覆盖的目标患者人群，尤其是打开该分子在 ICU 患者的镇静需求。据卫健委等多部委联合发布的《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》显示，国家有关部门将重点推进重症医学医疗资源有效扩容。



图表24：国内ICU资源扩容将带动该应用场景的麻醉需求放量



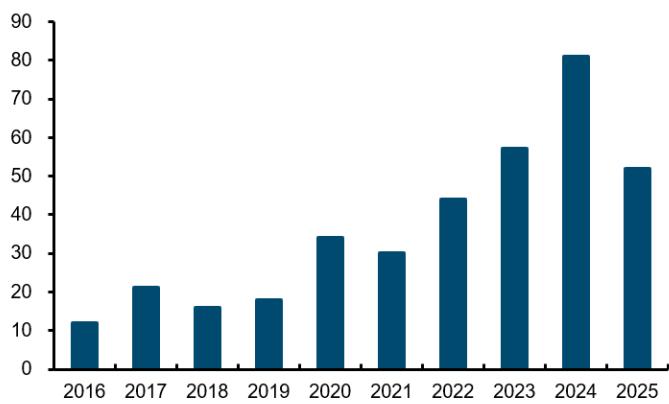
来源：《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》，国金证券研究所

### 对标海外CNS大单品，公司新药领航国内抗抑郁及抗精神分裂症治疗变革

在全球范围内，中枢神经系统（CNS）药物研发正处于前所未有的火热阶段，已然成为医药领域最受瞩目的赛道之一。随着社会的发展和人口老龄化的加剧，CNS疾病，如阿尔茨海默症、帕金森病、抑郁症、精神分裂症等的发病率逐年攀升，给患者家庭和社会带来沉重负担，这也为CNS药物研发提供了强大的需求驱动力。

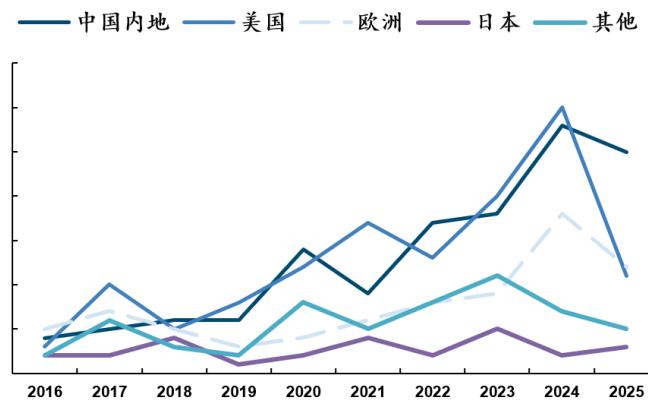
图表25：全球当年新增CNS研发管线节节攀升

图表26：中美创新药企领航CNS领域药品创新



来源：insight，国金证券研究所

注：数据截至2025年9月16日



来源：insight，国金证券研究所

注：数据截至2025年9月16日

- 在研发投入上，大量资源持续涌入CNS药物研发领域。众多大型药企（MNC），如艾伯维、百时美施贵宝、礼来等，不仅纷纷加大内部研发力度，还通过一系列高额收购、合作交易来布局CNS管线：1) 2023年12月，百时美施贵宝宣布以140亿美元收购神经疾病药物公司Karuna Therapeutics（将精神分裂症新药KarXT收入囊中），该笔交易造就2023年度规模第二大的药企并购案。2) 2023年，艾伯维也投入87亿美元收购Cerevel，押注CNS领域。



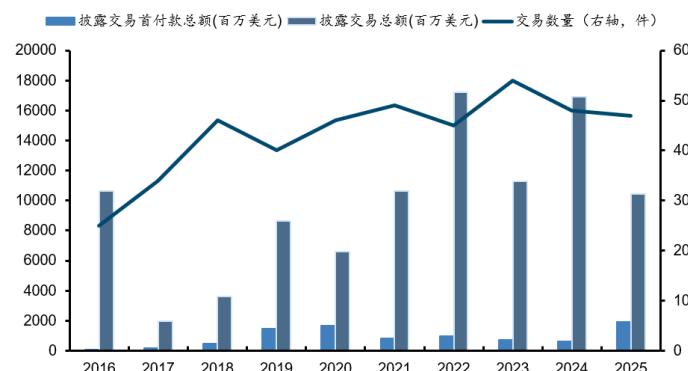
图表27：全球 CNS 领域投融资维持高水平



来源: insight, 国金证券研究所

注: 数据截至 2025 年 9 月 16 日

图表28：近些年 MNC 加大 CNS 领域 BD 布局



来源: insight, 国金证券研究所

注: 数据截至 2025 年 9 月 16 日

注: 数据截至 2025 年 9 月 16 日

我国精神障碍患者数量多，未被满足临床需求庞大。《柳叶刀》一项最新研究指出，中国大约 1.73 亿人有精神疾病，包括焦虑、抑郁和强迫症等，其中 1.58 亿人从未接受过专业治疗。其中根据柳叶刀精神病学横断面流行病学研究，按中国精神障碍的患病率计算，截至 2022 年我国精神分裂症患者约为 688 万。另外据世卫组织数据显示，中国约有 5400 万人患有不同程度的抑郁症，约 4100 万人患有焦虑症，与此同时，按照《健康中国(2019-2030)》的目标，到 2030 年至少 80% (到 2022 年至少 30%) 的抑郁症患者能够获得治疗。

■ **抗抑郁：**全球抗抑郁新药布局加速。2022 年 8 月，60 多年来全球首个采用新机制的抗抑郁口服药 Auvelity (氢溴酸右美沙芬和盐酸安非他酮复方缓释片) 在美国获批上市，打破了抗抑郁老药市场格局。2023 年 8 月，首个也是唯一一个用于成人产后抑郁症 (PPD) 口服治疗药物 Zurzuvae (Zuranolone) 在美国获批上市，拓宽了抑郁症治疗患者人群。2025 年 1 月，强生宣布以总交易额约为 146 亿美元收购 Intra-Cellular Therapies，该公司核心产品为 5-羟色胺 2A (5-HT2A) 受体拮抗剂和多巴胺受体 D2 调节剂 Caplyta (卢美哌隆, Lumateperone)，Caplyta 已获 FDA 批准用于治疗成人精神分裂症，以及与双相 I 型或 II 型障碍相关的抑郁发作。2025 年 8 月，艾伯维以高达 12 亿美元的价格收购 Gilgamesh Pharmaceuticals 旗下的抗抑郁药物 bretislolin，该药物目前处于临床 II 期。

■ 公司目前已有三款治疗抑郁症的创新药进入 II 期临床，其中包括与氯胺酮相关的两款不同剂型的创新药 YH1910-Z02、YH1910-Z01。海外，强生类似机制药物 (SPRAVATO) 已经获批上市、并取得商业化成功。

图表29：公司已有多款抗抑郁产品进入 II 期临床

创新产品	通用名	靶点	开发阶段
YH1910-Z02注射液	盐酸 (R) 氯胺酮注射液	AMPAR/CHRM/GRIN	完成 II 期临床
YH1910-Z01鼻喷剂	R-氯胺酮	AMPAR/CHRM/GRIN	II 期临床
NH102片	-	HTR2A/SLC6A3	II 期临床

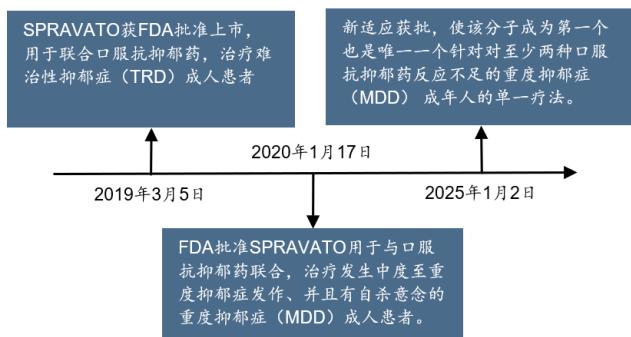
来源: insight, 国金证券研究所

■ 抗抑郁 SPRAVATO 展现较好疗效。围绕 SPRAVATO 针对至少两种口服抗抑郁药反应不足的重度抑郁症 (MDD)，强生推进随机、双盲、多中心、安慰剂对照 III 期研究并取得积极结果，其中单独使用 SPRAVATO 显示蒙哥马利-阿斯伯格抑郁量表 (MADRS) 总分与安慰剂相比有快速和优越的改善。在事后分析中，SPRAVATO 在第 28 天显示所有 10 个 MADRS 项目的数值都有改善。另外，在第 4 周，服用安慰剂的患者中有 7.6% 和服用 SPRAVATO 的患者中有 22.5% 达到缓解 (MADRS 总分 ≤ 12)。

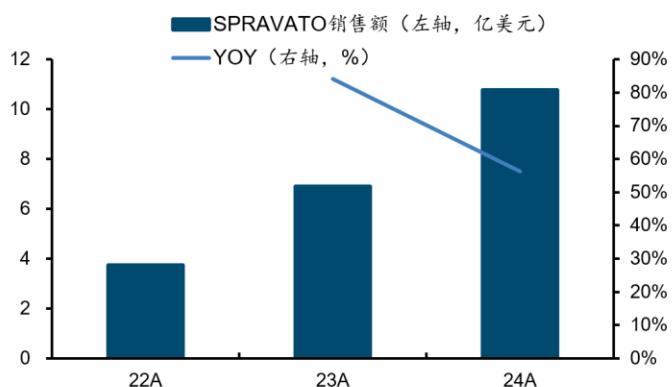
■ 对标 SPRAVATO，公司的 YH1910-Z02/01 成药性强、商业空间广。如下图所示，截至目前，SPRAVATO 的三项适应症已经获 FDA 批准，该分子的成药性已经获得充分验证，且自 2022 年上市以来，强生的 SPRAVATO 的销售额节节攀升，2024 年全年销售额已超过 10 亿美金。据此，我们认为公司的同机制药物 YH1910-Z02/01 未来的开发及商业化也值得期待。



图表30: SPRAVATO 三项适应症获 FDA 批准、成药性强



图表31：强生 SPRAVATO 于 24 年销售额超 10 亿美元



来源: J&amp;J 官网, insight, 国金证券研究所

来源: insight, 国金证券研究所

**抗精分:** 精分患者人数庞大、且难治。精神分裂症是一种高致残、易复发的慢性疾病。患者主要临床表现为阳性症状（幻觉、妄想、言语混乱等）和阴性症状（情感迟钝、社交退缩、意志消沉等）。全球患者人数约 2400 万，中国超 800 万，其中我国精分患者治疗中断率达 75%，出院后 1 年内复发率 77%。

**治疗格局:** 自 20 世纪 50 年代以来，抗精神病药首次进入临床，目前抗精分类药物已经发展了三代：①第一代抗精神病药包括氯丙嗪、舒必利（sulpiride）、奋乃静（perphenazine）等。这类药物通过拮抗中枢神经系统内的多巴胺 D2 受体以改善症状。对于改善部分患者的阳性症状有效且安全，但在其他维度的精神症状群治疗不佳，也无法改善认知功能，其研发在 20 世纪 80 年代后逐步终止。②20 世纪 90 年代，抗精神病药进入相对蓬勃的发展阶段，第 2 代非典型抗精神病药陆续问世。相较于第 1 代药物，第 2 代的受体作用更广，从而在一定程度上改善阴性症状和认知障碍，同时降低 EPS（锥体外系反应）。常见的第 2 代抗精神病药物包括氯氮平（clozapine）、奥氮平（olanzapine）、利培酮（risperidone）等。③阿立哌唑（ariprazole）、布瑞哌唑（brexpiprazole）、卡利拉嗪（cariprazine）等因其独特的机制被认定为第 3 代抗精神病药物。第 2 代、第 3 代抗精神病药的不良反应有所减少，预防复发的效果略强于第 1 代，但部分药物更易引起代谢功能异常。目前，第 2 代、第 3 代药物已发展成为主流药物。

图表32: 瞄准第 2/3 代抗精分药物，公司梯队布局创新管线

创新产品	靶点	开发阶段	对标产品
NHL35700	ADRA/DRD/HTR	III	利培酮
NH300231	DRD2/HTR2A/SLC6A4	I	卢美哌隆
NH140068	DRD/HTR/TAAR	I	-

来源: 公司公告, insight, 国金证券研究所

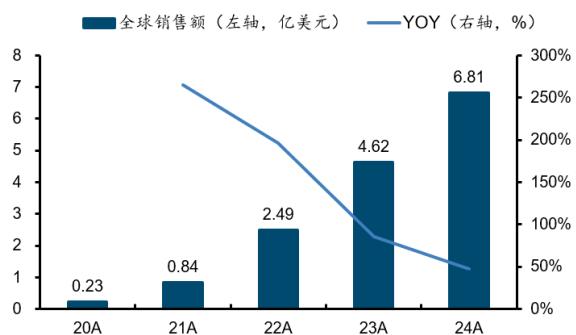
注: ADRA: Alpha adrenergic receptor,  $\alpha$  肾上腺素能受体; DRD: Dopamine receptor, 多巴胺受体; HTR: 5-hydroxytryptamine receptor, 5-羟色胺受体; SLC6A4: solute carrier family 6 member 4, 溶质载体家族; TAAR: Trace amine receptor, 微量胺受体

**NHL35700** 是灵北公司（Lundbeck）开发的一款口服小分子药物，拟治疗难治性精神分裂症，该药品可靶向多巴胺受体、血清素受体和肾上腺素受体，对多巴胺 D1 受体的亲和力高于 D2 受体，其药理学机制有望减少锥体外系反应、高泌乳素血症等副作用的发生率。2021 年 11 月，公司与灵北达成合作，获得 NHL35700 在大中华区的独家权益。目前 NHL35700 治疗精神分裂症完成 II 期临床、将进入 III 期临床。

**NH300231** 肠溶片，这是公司自研的一款 5-HT2A 受体拮抗剂和多巴胺受体调节剂，且对 5-HT2A 受体的拮抗活性明显高于多巴胺 D2 受体，同时能够抑制 5-羟色胺转运体活性，该分子有望对标海外精分重磅单品卢美哌隆。卢美哌隆（Caplyta）由 Intra-Cellular 研发，该分子于 2019 年获 FDA 批准用于治疗成人精神分裂症，如下图，2024 年全年销售额超过 6 亿美金。强生于 2025 年 1 月收购 Intra-Cellular 获得卢美哌隆开发及商业化权力，据强生官网预测，该分子未来十年的销售峰值可达 50 亿美金。



图表33：卢美哌隆在抗精分市场渗透快速提升



来源：insight，国金证券研究所

## 麻醉存量：高壁垒红处方麻醉药快速放量，镇痛新品 TRV130 增长可期

### 麻醉镇痛市场持续扩容，羟/瑞/舒/阿/欧/咪销售快速提升

公司的麻醉新品羟/瑞/舒/阿/欧/咪均为红处方麻醉镇痛药，由于麻醉镇痛药品较大的潜在成瘾性，因此这类药品受国家严格管制，其重要的特征是合法的药品数量、合法生产的药企数量、定价、经营分销等都需要国家有关部门严格监管，因此在药品价格体系稳定的前提下，麻醉镇痛市场的扩容动力更多受益于需求量的抬升。

- 价：**麻醉药品和精神药品实行政府指导价。麻醉药品和第一类精神药品仍暂时由国家有关部门实行最高出厂价格和最高零售价格管理。且自2020年5月1日起，随着新版《中央定价目录》施行，麻醉药品和第一类精神药品的定价部门由“国务院价格主管部门”修改为“国家医疗保障局”。我们认为，政府对管制类麻醉药品的指导定价管理使得管制类麻醉药品的价格体系较为稳定。

图表34：精麻药品由政府指导定价，价格体系相对稳定

政策名称	发布时间	发布机构	内容
国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见	2015年2月	国务院	对麻醉药品、精神药品、防治传染病和等生虫病的免货用药品、国家免疫规划疫苗、计划生育药品及中药饮片，按国家现行规定采购，确保公开透明
麻醉药品和精神药品管理条例	2016年2月	国家市场监督管理总局	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
中央定价目录(2020版)	2020年3月	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
基本医疗保险用药管理暂行办法	2020年7月	国家医保局	建立《药品目录》准入与医保药品支付标准衔接机制。其中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
关于建立新上市化学药品首发价格形成机制，鼓励高质量创新的通知	2024年2月	国家医保局	除麻醉药品和第一类精神药品外，药品价格依法实行市场调节，由医药企业自主制定

来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

- 量：**我国麻醉药品的需求放量与手术量密切相关。我们认为，伴随着人口老龄化的趋势，每年我国手术量呈现刚性增长。从手术总量来看，过去我国手术量每年以10%左右的增速增长；从手术结构来看，更为复杂且对麻醉需求更大的三四级手术、以及周转更快的微创手术占比不断提升。因此，以上两大因素均带动我国麻醉药品需求量不断攀升，并进一步推动我国麻醉市场、尤其是价格稳定的红处方麻醉药品的市场规模不断扩容。
- 应用场景：**手术室内麻醉需求涵盖整个围手术期，一般分为了：术前麻醉诱导、术中麻醉维持、术后麻醉镇痛，其中术前多涉及麻醉镇静（主要作用：催眠患者使其遗忘部分记忆），术后多涉及麻醉镇痛（主要作用：使患者不对疼痛做出反应），而术中则多为麻醉镇静和镇痛的复合用药。因此，手术作为麻醉的基础应用场景，手术量的变化紧密影响着麻醉药品的需求放量。



图表35：麻醉需求覆盖整个围手术期

围手术期	目的	药物
术前麻醉	术前不应常规给予长效镇静和阿片类药物，这会延迟术后苏醒，应谨慎给予短效镇静药物和镇痛或者抗胆碱药物，以达到术前安定镇静、抗焦虑、镇痛和解除平滑肌痉挛和迷走神经反射的目的	地西洋、咪达唑仑、苯巴比、普瑞巴林、加巴喷丁、阿托品、东莨菪碱、长托宁
术中麻醉	麻醉药物的选择应以手术结束后患者能够快速苏醒、无药物残留效应和快速气管拔管为原则。因此，短效镇静药、短效阿片类镇痛药及肌松药为全身麻醉用药的首选	静脉麻醉药（丙泊酚、依托咪脂等）、吸入麻醉药（七氟烷、地氟烷等）、麻醉镇痛（瑞芬太尼、舒芬太尼等）、肌松药（罗库溴铵、顺式阿曲库铵等）
术后镇痛	主要应对手术后即刻发生的急性疼痛，包括躯体痛和内脏痛等	阿片类（吗啡、羟考酮、氢吗啡酮、舒芬太尼、氢可酮、芬太尼、布托啡诺、地佐辛等）、曲马多、氟比洛芬酯、酮咯酸等

来源：梅斯医学，中国加速康复外科临床实践指南，成人手术后疼痛处理专家共识，国金证券研究所

- 手术总量分析：以我国手术量相对充足的三级医院为例，据国家卫健委统计数据显示，虽然受全球公共卫生事件扰动，但在我国人口老龄化的趋势下，三级医院的手术量还是在处于增长区间，其中 2016–2022 年全国三级医院整体手术总量经测算的 CAGR 约为 10.8%，因此受益于手术总量的增长、为我国麻醉行业的增长提供刚需动力。

图表36：2016–2022 年全国三级医院整体手术总量经测算的 CAGR 约为 10.8%



来源：国家卫健委，国金证券研究所

- 手术结构分析维度一：据 2022 年国家卫健委发布的《医疗机构手术分级管理办法》，该管理办法根据手术风险程度、难易程度、资源消耗程度和伦理风险，对手术进行分级、合计四个等级，其中四级手术难度最大、过程最为复杂、时间也相对更长。

图表37：手术级别共分四级，其中四级手术难度最大

手术分级	分级标准
一级手术	风险较低、过程简单、技术难度低的手术
二级手术	有一定风险、过程复杂程度一般、有一定技术难度的手术
三级手术	风险较高、过程较复杂、难度较大、资源消耗较多的手术
四级手术	风险高、过程复杂、难度大、资源消耗多或涉及重大伦理风险的手术

来源：国家卫健委，国金证券研究所

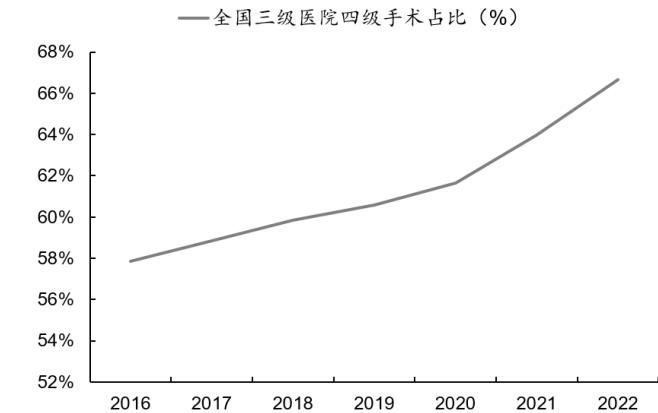
- 由于手术复杂、且持续时间长，包括麻醉药品等资源消耗多，因此，随着四级手术占比的提升，麻醉需求将呈现出高于手术总量的增速。据国家卫健委数据显示，其中 2016–2022 年全国三级医院四级手术量经测算的 CAGR 约为 13.5%，截至 2022 年全国三级医院四级手术占比达到 67%，未来还有进一步提升空间。



**图表38：2016-2022年全国三级医院四级手术量经测算的CAGR约为13.5%**



**图表39：截至2022年全国三级医院四级手术量占比达67%**



来源：国家卫健委，国金证券研究所

来源：国家卫健委，国金证券研究所

手术结构分析维度二：微创外科手术发展使外科手术周转加快，手术量提升带动麻醉药物需求增长。相较于传统开放式手术，微创外科手术创口更小、出血更少、疼痛感轻、恢复更快、住院时间更短。微创外科手术一方面对于患者来说的接受度更高，另一方面能够加快医院的手术周转效率、并提升手术总量。

**图表40：微创手术加快周转率，提升手术总量**

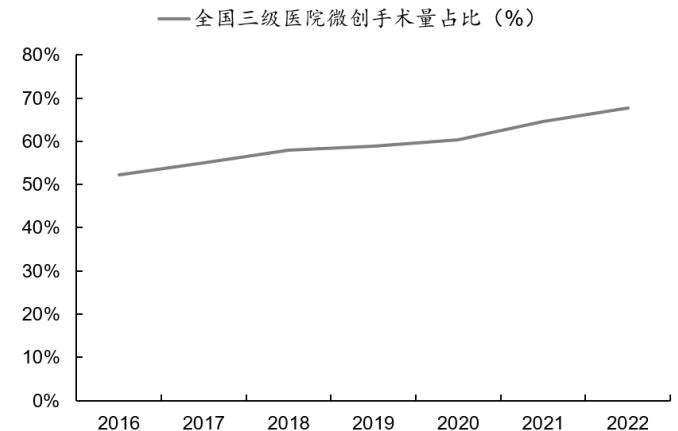
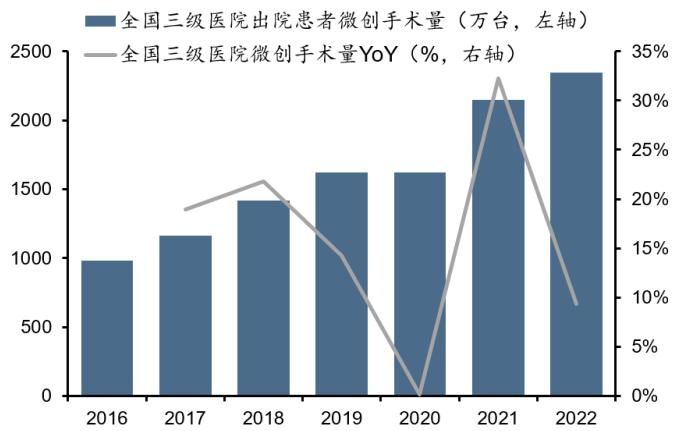
微创外科手术		传统开放式手术
创口	切口小至0.5-1.5cm，较小的疤痕	切口可长至超过10cm，影响美观度
出血	手术过程基本无出血	大面积组织切割造成大量出血
疼痛感	手术采取静脉麻醉，患者疼痛感小	术后切口部位常伴有疼痛、酸胀、麻木感
恢复	对脏器造成的损伤及干扰较小，较少感染，同时大大缩减术后恢复时间	切口附近肌肉、血管和相应神经被损伤，可能伴有某些组织感染并发症，恢复时间较长
住院时间	一般一周以内，住院费用较低	一般在一至两周，住院费率较高

来源：观研报告网，国金证券研究所

据国家卫健委数据显示，其中2016-2022年全国三级医院微创手术量经测算的CAGR约为15.7%，截至2022年全国三级医院微创手术占比达到68%。

**图表41：2016-2022年全国三级医院微创手术量经测算的CAGR约为15.7%**

**图表42：截至2022年全国三级医院微创手术量占比达68%**



来源：国家卫健委，国金证券研究所

来源：国家卫健委，国金证券研究所



综上，在管制类麻醉药品羟/瑞/舒/阿/欧/咪维持稳定的价格体系的基础上，我们认为随着手术总量和手术结构的改善，麻醉行业扩容将带动公司羟/瑞/舒/阿/欧/咪保持双位数的较高增速。而从市占率水平分析，相较于竞争对手，我们依然可以看到公司羟/瑞/舒/阿/欧/咪市场份额的不断提升。

### TRV-130 为急性疼痛突破性疗法，改善成瘾性、同类阿片受体激动剂潜在最佳

TRV-130（富马酸奥赛利定，靶点 MOR）是一款 G 蛋白偏向性  $\mu$ -阿片受体激动剂，由公司通过 license-in 从 Trevena 引进。该药于 2020 年 8 月 7 日获得美国药品监督管理局（FDA）批准上市。目前该药已经在国内获批上市，主要用于治疗成人患者严重到需要静脉注射阿片类药物的急性疼痛，也可作为替代疗法效果不佳时的选择。

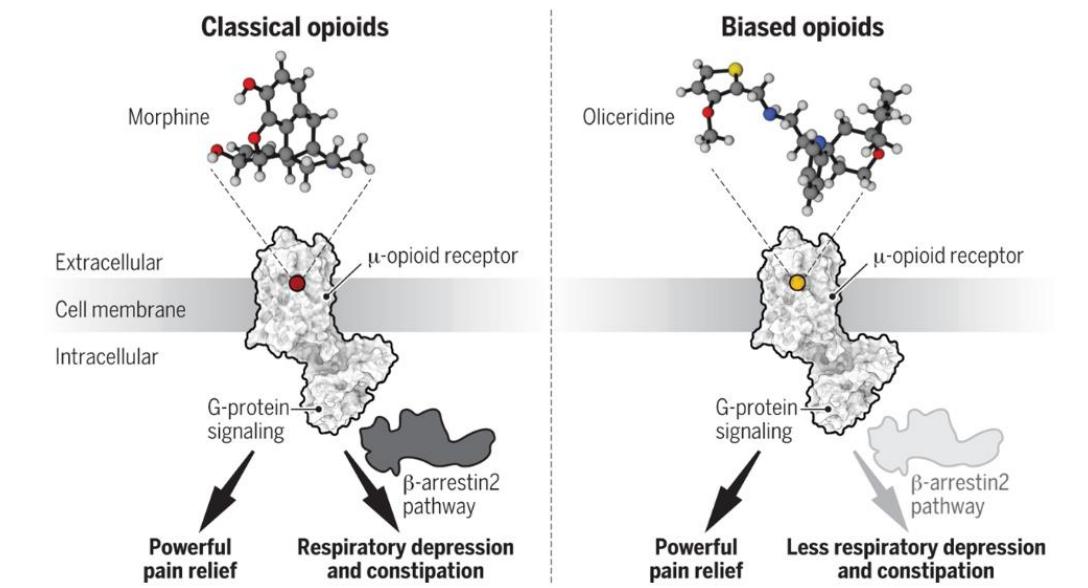
■ **产品力：**在临床实践中，阿片类药物为患者镇痛治疗的金标准，而目前阿片类镇痛药物主要分为两种：①平衡性阿片类激动剂，兼具有 G 蛋白和  $\beta$ -arrestin 双向信号活性，成瘾性等副作用相对较大；②G 蛋白偏向性  $\mu$ -阿片受体激动剂，副作用相对较小。而 TRV-130 属于后者，并能够在一定程度上解决传统阿片镇痛药物的各类副作用痛点。

■ 研究发现，传统阿片类药物激活  $\mu$  阿片受体产生的镇痛效应主要通过 G 蛋白依赖型通路介导，而胃肠功能紊乱、呼吸抑制等副作用则由  $\beta$ -arrestin2 依赖型通路介导。以 TRV-130 为代表的 G 蛋白偏向性  $\mu$ -阿片受体激动剂在激活下游抑制性 Gi/o 蛋白的同时不激活  $\beta$ -arrestin2 依赖型通路，减少副作用的产生。

图表43：吗啡与富马酸奥赛利定的信号通路对比

### Bias toward breathing

A new generation of opioids aims to stall the signaling that is thought to shut down the lungs during overdoses.

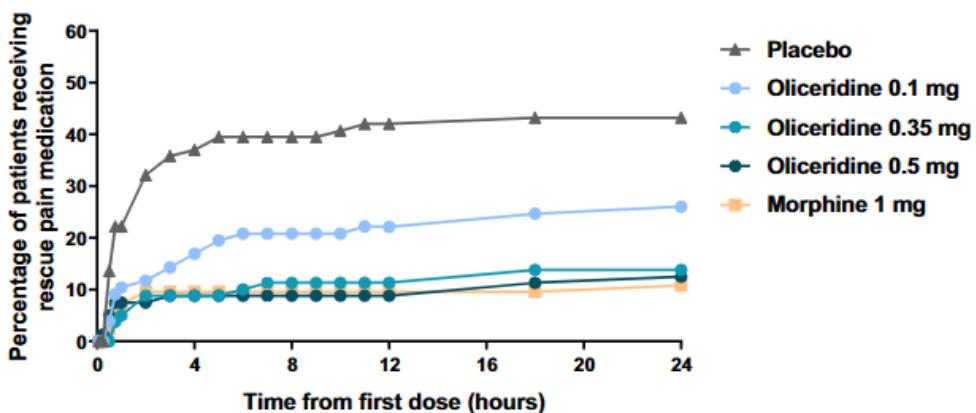


来源：Science，国金证券研究所

■ TRV-130 的低剂量是减少成瘾的关键。在一项关于富马酸奥赛利定的随机、安慰剂和主动对照的Ⅲ期临床研究数据显示，0.35mg 和 0.5mg 剂量的富马酸奥赛利定与 1mg 的吗啡在麻醉镇痛的有效持续性相当。因此富马酸奥赛利定能以更小的剂量实现麻醉镇痛效果，在一定程度上减少耐药性和成瘾戒断症状。



图表44：首剂之后又使用紧急止痛药的患者累计比例



来源：Pain Pract, 国金证券研究所

■ **竞争格局：**TRV-130 是首款全新偏向性  $\mu$ -阿片受体激动剂、具备先发优势，TRV-130 已于 2023 年 4 月份获得国家药品监督管理局的上市批准，并于当年 12 月纳入国家医保药品目录。恒瑞的类似机制药物富马酸泰吉利定注射液（SHR8554）则于 2024 年 1 月获批上市、适应症为腹部手术后中重度疼痛，并于当年 11 月纳入国家医保目录；2023 年 12 月，富马酸泰吉利定注射液用于治疗骨科手术后中重度疼痛的上市许可申请已获国家药监局受理。另外几款类似机制药物均处于开发早期阶段，因此 TRV-130 竞争格局相对较好。

图表45：TRV-130 先发优势明显

公司	药品	适应症	开发阶段				
			I 期	II 期	III 期	NDA	获批上市
恩华药业	TRV-130	急性疼痛					
恒瑞医药	富马酸泰吉利定	腹部手术后中重度疼痛 骨科手术后中重度疼痛					
绿叶制药	LY03014	术后镇痛					
Trevena	RV734	阿片类药物使用障碍					
扬子江药业	YZJ-4729	急性疼痛					

来源：Trevena 官网，绿叶制药官网，医药魔方，国金证券研究所

创新迭代，片剂有望拓展 TRV130 注射液应用场景。据 2025 年半年报显示，目前公司创新药管线中有一款 NH160030 产品（片剂，临床 I 期），据 insight 数据显示，NH160030 的靶点为 MOR (TRV130 靶点一致)，且该创新药由公司自主研发并申请专利（专利编号：CN118420633A，专利申请日：2024 年 1 月 30 日），据从相关专利书披露显示，NH160030 是一款能作用于 G 蛋白途径、副作用更小、活性更高，有效治疗  $\mu$ -阿片受体激动剂介导相关疾病的分子，与 TRV130 分子设计机制高度一致。因此，我们认为 NH160030 可能是 TRV-130 的片剂分子，基于 TRV130 较低的成瘾性优势、极佳的镇痛效果、以及未来 NH160030 的片剂所带来的便利性优势，我们预计 NH160030 上市后能够极大拓展应用场景，尤其是在患者空间巨大的“癌痛镇痛”领域拥有广阔的商业化前景。

## CNS 存量：神经板块添新品，精神板块创新布局精分及抗抑郁

神经板块引入代理氘丁苯那嗪片，与公司中枢神经板块资源产生协同性

公司于 2024 年 2 月 22 日与 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，由公司的营销子公司恩华和信代理安泰坦在中国大陆的独家商业化权益，并进行推广及销售活动。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 亿元人民币的销售额，而公司则能获得对应的推广服务费。

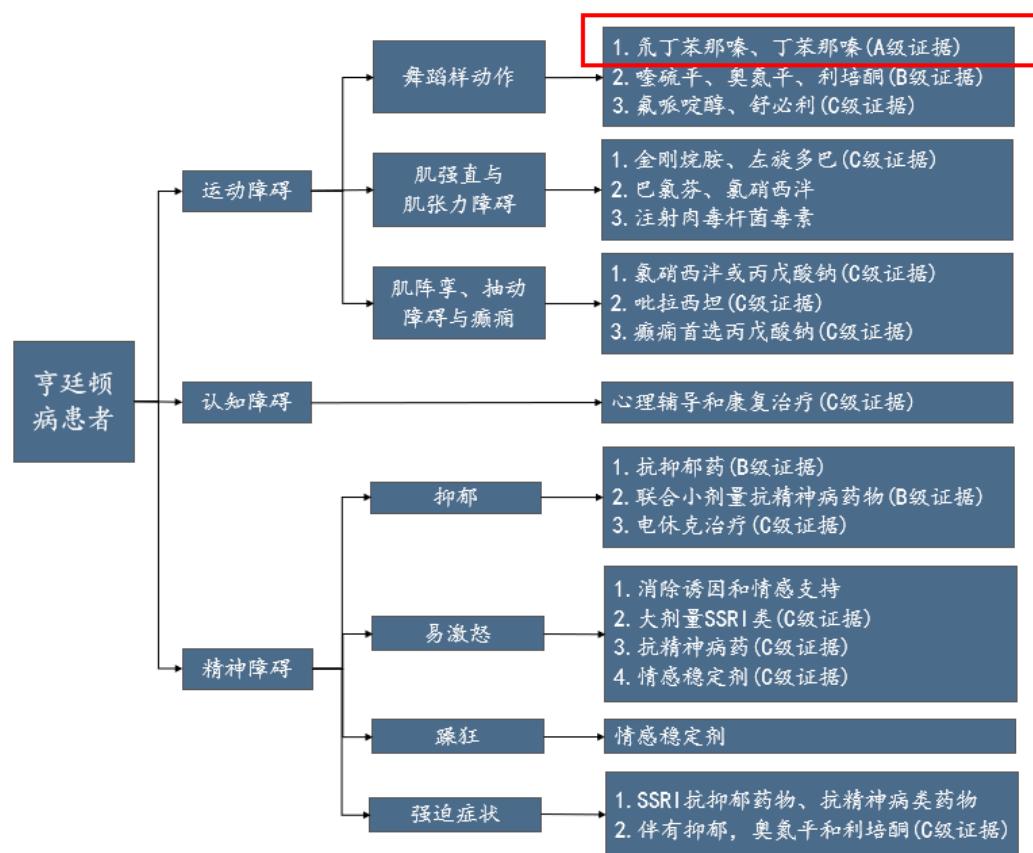
- 为获得氘丁苯那嗪片的中国销售代理权，恩华和信将向 TEVA 支付 3000 万美元的许可费：①首付款为 1000 万美元。②年度许可费，恩华和信还应于 2024-2028 年期间向 TEVA 支付总额为 2000 万美元的许可费。
- 氘丁苯那嗪片是一款囊泡单胺转运蛋白 2 (VMAT2) 抑制剂，于 2017 年获得 FDA 批准上市，且于 2020 年获得 NMPA 批准上市，用于治疗成人与亨廷顿病 (HD) 有关的舞蹈



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。

- ✚ 亨廷顿病 (HD) 有关的舞蹈病及迟发性运动障碍 (TD) 均属于严重的神经系统疾病，HD 一般由遗传因素导致，主要临床表现为逐渐进展的舞蹈样动作、认知障碍和精神行为异常；TD 通常是由长期使用某些药物（如抗精神病药物）引起的一种药物副作用，临床表现为不自主的、有节律的刻板式运动，如舌或口唇周围的轻微震颤或蠕动。
- ✚ 治疗格局：《中国亨廷顿病诊治指南 2023》显示，丁苯那嗪是治疗舞蹈样动作的一线治疗药物 (A 级证据)。氘丁苯那嗪是丁苯那嗪的氘化产物，亦是治疗舞蹈样动作的一线治疗药物 (A 级证据)，且该药的不良反应比丁苯那嗪及抗精神病类药物少。

图表46：氘丁苯那嗪片为亨廷顿病的一线治疗药物

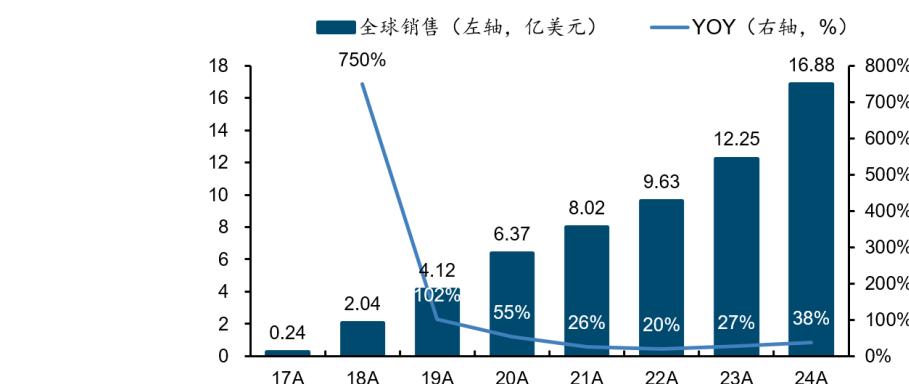


来源：《中国亨廷顿病诊治指南 2023》，国金证券研究所

- ✚ 近年来，我国多项研究结果显示，精神分裂症患者的迟发性运动障碍患病率为 36.0%-46.5%，高于全球水平 (25.3%)。于此同时不论是 HD 还是 TD 患者都呈现出病程长的特征，患者往往需要长期、甚至终身用药。由于公司在神经领域深耕多年、并积累了广泛的渠道资源，因此公司代理氘丁苯那嗪片销售有望能够极大发挥协同效应。



图表47: 2024年氯丁苯那嗪片全球销售约17亿美元,保持双位数强劲增长



来源: insight, 国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 麻醉板块: 麻醉镇静药品品种达唑仑(红处方)、依托咪酯(独家制剂型)价格体系逐步稳定、有望实现稳健增长; 高壁垒麻醉镇痛类药物“羟瑞舒阿”以及新品TRV-130市场渗透提升大, 有望实现快速增长。与此同时, 受到2024年咪达唑仑升为红处方、2025年依托咪酯地方集采续约的影响, 我们预计公司麻醉板块收入预计会有小幅波动, 但是相关影响有望在2025年下半年逐步出清, 尤其是在2027年公司1类麻醉新药NH600001上市之后、商业化加速放量, 使得公司麻醉板块收入增长显著。且由于产品收入结构优化(高壁垒高毛利的红处方产品收入占比提升), 我们预计公司毛利率将呈现上升趋势。我们假设2025-2027年公司麻醉板块收入增速分别为10.7%/18.1%/19.6%、毛利率分别为89.98%/90.00%/90.42%。
- 精神板块: 由于精神板块药物竞争格局好, 因此预计该板块后续较少受到集采影响、并实现稳健增长、毛利率保持相对稳定水平, 且随着2027年公司精神类创新药上市放量, 我们预计该板块2027年收入将实现加速。我们假设2025-2027年公司精神板块收入增速分别为6.8%/5.4%/11.8%、毛利率分别为79.07%/78.68%/78.17%。
- 神经板块: 神经板块前期规模较小, 但在2024年2月公司引入氯丁苯那嗪、并于2024年下半年正式销售放量, 预计该新品将与公司中枢神经资源实现协同优势、快速放量。我们假设2025-2027年公司精神板块收入增速分别为85.5%/52.9%/34.6%、毛利率分别为68.29%/68.10%/68.01%。
- 三费假设: ①销售费用率: 公司深耕中枢神经领域、并已在中枢神经药品销售积累了众多资源, 新品如TRV-130、氯丁苯那嗪等均能够与公司已有的销售能力产生较好协同。因此, 我们预计公司在维持销售费用率稳定的情况下实现新品推广, 我们假设2025-2027年销售费用率分别为35.0%/34.3%/32.5%。②公司管理费用率长期保持稳定, 我们假设2025-2027年管理费用率分别为4.7%/4.9%/4.9%。③研发支出支持公司推进仿创结合战略, 其中有数十款1/2类创新药正推进临床, 我们假设2025-2027年研发费用率分别为10.9%/11.5%/12.0%。
- 我们预计公司今年有望达成股权激励目标。公司今年股权激励目标是按照2025年净利润(还原股份支付之后)相比2023年增长不低于33%。由于2025年上半年股份支付0.32亿元, 我们假设2025年全年公司股份支付达0.64亿元, 因此经过股份支付还原后, 我们预计公司今年有望达成股权激励目标。



图表48：公司收入预测

单位：亿元	18A	19A	20A	21A	22A	23A	24A	25E	26E	27E
营业收入（亿元）	38.58	41.49	33.61	39.36	42.99	50.42	56.98	63.76	73.57	86.49
YOY(%)	7.55% -18.99%	17.09%	9.22%	17.28%	13.02%	11.9%	15.4%	17.6%		
毛利	21.66	25.98	25.39	30.39	32.79	36.73	41.91	47.04	54.71	64.83
毛利率	56.14%	62.62%	75.55%	77.21%	76.27%	72.85%	73.55%	73.78%	74.36%	74.96%
<b>麻醉类</b>										
营业收入	12.52	14.23	13.20	19.59	21.74	27.02	30.60	33.86	40.00	47.85
YOY(%)	13.68% -7.24%	48.42%	10.97%	24.30%	13.24%	10.7%	18.1%	19.6%		
毛利	11.06	12.75	11.73	17.60	19.59	23.87	27.10	29.76	35.00	41.65
毛利率	88.38%	89.63%	88.88%	89.85%	90.13%	88.32%	88.56%	89.98%	90.00%	90.42%
<b>精神类</b>										
营业收入	8.67	11.01	12.12	10.96	10.52	10.92	12.08	12.90	13.60	15.20
YOY(%)	27.04% 10.03%	-9.56%	-3.99%	3.80%	10.62%	6.8%	5.4%	11.8%		
毛利	7.00	9.25	9.92	9.09	8.74	8.41	9.53	10.20	10.70	12.10
毛利率	80.77%	83.99%	81.88%	82.92%	83.04%	76.98%	78.89%	79.07%	78.68%	79.61%
<b>神经类</b>										
营业收入	1.27	1.59	1.87	1.58	1.86	1.47	2.21	4.10	6.27	8.44
YOY(%)	25.51% 17.56%	-15.44%	17.75%	-21.11%	50.34%	85.5%	52.9%	34.6%		
毛利	0.93	1.24	1.44	1.14	1.46	1.08	1.56	2.80	4.27	5.74
毛利率	73.65%	77.69%	77.03%	71.94%	78.19%	73.80%	70.59%	68.29%	68.10%	68.01%
<b>原料药</b>										
营业收入	0.74	0.73	0.89	0.94	1.17	1.46	1.82	2.00	2.30	2.60
YOY(%)	-2.41% 22.19%	5.65%	25.12%	23.97%	25.02%	9.9%	15.0%	13.0%		
毛利	0.51	0.50	0.68	0.53	0.54	0.54	0.74	0.88	1.04	1.24
毛利率	68.55%	68.60%	76.69%	56.48%	46.38%	36.83%	40.66%	44.00%	45.22%	47.69%
<b>商业医药</b>										
营业收入	13.81	12.34	3.68	4.18	5.16	7.09	7.80	8.20	8.50	8.90
YOY(%)	-10.67% -70.20%	13.66%	23.53%	37.25%	10.09%	5.1%	3.7%	4.7%		
毛利	1.11	1.01	0.56	0.69	0.87	1.23	1.22	1.50	1.60	1.60
毛利率	8.04%	8.20%	15.20%	16.49%	16.82%	17.32%	15.64%	18.29%	18.82%	17.98%
<b>其他</b>										
营业收入	1.57	1.60	1.86	2.11	2.52	2.46	2.47	2.70	2.90	3.50
YOY(%)	1.54% 16.61%	13.29%	19.71%	-2.52%	0.36%	9.3%	7.4%	20.7%		
毛利	1.04	1.23	1.06	1.34	1.58	1.60	1.76	1.90	2.10	2.50
毛利率	66.33%	77.27%	56.93%	63.63%	62.76%	65.16%	71.26%	70.37%	72.41%	71.43%

来源：iFinD，国金证券研究所

### 投资建议

我们预计公司存量业务在2025/26/27年有望实现营业收入63.76/73.57/86.49亿元，同比增长11.91%/15.39%/17.56%；归母净利润为13.23亿/15.46亿/19.07亿元，对应EPS为1.30/1.52/1.88元，对应PE为21.05X、18.01X、14.61X。我们选取麻醉领域代表药企人福医药、恒瑞医药、苑东生物作为可比公司进行参考，叠加考虑到公司创新药管线陆续兑现，给予公司2025年28XPE，每股目标价约36.47元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49：公司PE可比估值

证券代码	公司	市值（亿元） (25-09-22)	归母净利润（亿元）						PE						
			22A	23A	24A	25E	26E	27E	22A	23A	24A	25E	26E	27E	
600079.SH	人福医药	350.11	24.84	21.34	13.30	22.27	25.54	29.02	15.70	19.01	26.33	15.72	13.71	12.06	
600276.SH	恒瑞医药	4,744.90	39.06	43.02	63.37	81.70	93.32	108.50	62.92	67.06	74.88	58.08	50.85	43.73	
688513.SH	苑东生物	105.02	2.47	2.27	2.38	2.74	3.26	3.91	29.64	33.80	44.08	38.36	32.25	26.86	
	平均值											48.43	37.39	32.27	27.55
002262.SZ	恩华药业	278.53	9.03	10.31	11.44	13.23	15.46	19.07	27.46	26.35	24.36	21.05	18.01	14.61	

来源：iFinD，国金证券研究所



## 风险提示

**管制类精麻药品行政降价风险。**公司的部分精麻产品属于红处方、并由我国政府部门管制定价。回顾过往，我国精麻产品整体价格体系稳定。虽然我们认为，红处方精麻产品达不到集采要求的竞价企业数量标准，但近些年我国医保控费压力渐增，因此不排除麻醉行业后续存在行政降价的可能。

**不当使用和医疗事故风险。**手术过程中，麻醉药品需要医生精准用药，过量使用容易导致呼吸抑制、用量不足则会导致患者过早苏醒，因此存在麻醉药品使用不当导致的医疗事故风险。

**销售不及预期风险。**众多新品如羟/瑞/舒/阿/欧/咪、TRV130 以及氯丁苯那嗪片在公司成熟的销售团队推动下快速放量，但精麻产品销售受到政府管制、手术量等众多因素影响，存在产品放量不及预期的风险。

**研发不及预期风险。**公司坚持仿创结合的战略，由并通过引进、自研和仿制等多种途径开发新产品，目前公司有多款产品正处于临床试验阶段，但研发周期长、风险较大，因此需要注意相关不确定性。



## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	货币资金	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	4,299	5,042	5,698	6,376	7,357	8,649	应收账款	1,532	2,159	1,416	1,917	2,731	3,947
增长率		17.3%	13.0%	11.9%	15.4%	17.6%	存货	874	1,076	1,518	1,697	1,797	1,946
主营业务成本	-1,020	-1,370	-1,507	-1,672	-1,886	-2,166	其他流动资产	716	629	661	664	646	653
%销售收入	23.7%	27.2%	26.4%	26.2%	25.6%	25.0%	流动资产	1,528	1,391	2,463	2,562	2,767	2,977
毛利	3,278	3,672	4,191	4,704	5,471	6,483	%总资产	71.7%	71.7%	71.8%	73.0%	74.9%	77.9%
%销售收入	76.3%	72.8%	73.6%	73.8%	74.4%	75.0%	长期投资	171	157	177	172	162	157
营业税金及附加	-57	-68	-75	-83	-96	-112	固定资产	1,237	1,435	1,547	1,590	1,695	1,703
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	19.1%	19.6%	18.3%	17.0%	16.0%	13.9%
销售费用	-1,655	-1,737	-1,985	-2,232	-2,520	-2,811	无形资产	243	318	496	609	651	682
%销售收入	38.5%	34.5%	34.8%	35.0%	34.3%	32.5%	非流动资产	1,831	2,074	2,380	2,530	2,665	2,696
管理费用	-193	-207	-259	-300	-360	-424	%总资产	28.3%	28.3%	28.2%	27.0%	25.1%	22.1%
%销售收入	4.5%	4.1%	4.5%	4.7%	4.9%	4.9%	资产总计	6,482	7,328	8,440	9,370	10,605	12,219
研发费用	-454	-549	-596	-695	-846	-1,038	短期借款	51	76	35	20	20	20
%销售收入	10.6%	10.9%	10.5%	10.9%	11.5%	12.0%	应付账款	528	547	803	713	780	864
息税前利润(EBIT)	919	1,110	1,277	1,395	1,649	2,098	其他流动负债	215	191	228	227	264	322
%销售收入	21.4%	22.0%	22.4%	21.9%	22.4%	24.3%	流动负债	794	814	1,066	960	1,065	1,206
财务费用	21	19	17	14	24	39	长期贷款	0	0	0	0	0	0
%销售收入	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	其他长期负债	103	104	100	98	94	93
资产减值损失	-20	-48	-74	-10	-15	-10	负债	897	918	1,166	1,058	1,159	1,299
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	5,622	6,434	7,300	8,341	9,478	10,954
投资收益	36	51	66	60	50	10	其中：股本	1,008	1,008	1,016	1,024	1,024	1,024
%税前利润	3.7%	4.4%	5.1%	4.0%	2.9%	0.5%	未分配利润	3,978	4,813	5,630	6,564	7,700	9,177
营业利润	1,003	1,182	1,337	1,514	1,768	2,178	少数股东权益	-37	-24	-27	-29	-32	-34
营业利润率	23.3%	23.5%	23.5%	23.7%	24.0%	25.2%	负债股东权益合计	6,482	7,328	8,440	9,370	10,605	12,219
营业外收支	-14	-14	-40	-13	-14	-14	比率分析						
税前利润	990	1,169	1,297	1,501	1,754	2,164		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	23.0%	23.2%	22.8%	23.5%	23.8%	25.0%	每股指标						
所得税	-110	-134	-156	-180	-211	-260	每股收益	0.894	1.029	1.125	1.303	1.522	1.877
所得税率	11.1%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	5.580	6.386	7.184	8.211	9.330	10.784
净利润	880	1,034	1,141	1,321	1,544	1,904	每股经营现金净流	0.855	1.001	0.902	1.161	1.713	2.086
少数股东损益	-21	-3	-3	-3	-3	-3	每股股利	0.200	0.320	0.360	0.380	0.400	0.420
归属子母公司的净利润	901	1,037	1,144	1,323	1,546	1,907	回报率						
净利率	21.0%	20.6%	20.1%	20.8%	21.0%	22.0%	净资产收益率	16.02%	16.12%	15.66%	15.86%	16.31%	17.40%
现金流量表 (人民币百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	总资产收益率	13.90%	14.15%	13.55%	14.12%	14.58%	15.60%
净利润	880	1,034	1,141	1,321	1,544	1,904	投入资本收益率	14.49%	15.14%	15.37%	14.73%	15.33%	16.88%
少数股东损益	-21	-3	-3	-3	-3	-3	增长率						
非现金支出	174	223	308	189	225	249	主营业务收入增长率	9.22%	17.28%	13.01%	11.91%	15.39%	17.56%
非经营收益	-36	-71	-60	-46	-35	4	EBIT增长率	3.29%	20.82%	14.99%	9.26%	18.22%	27.22%
营运资金变动	-157	-179	-472	-276	21	-21	净利润增长率	12.93%	15.09%	10.28%	15.70%	16.86%	23.30%
经营活动现金净流	861	1,008	916	1,189	1,754	2,136	总资产增长率	13.77%	13.06%	15.17%	11.02%	13.18%	15.22%
资本开支	-328	-373	-449	-347	-369	-289	资产管理能力						
投资	0	0	0	-105	-205	-205	应收账款周转天数	63.6	67.2	80.9	95.0	87.0	80.0
其他	-361	79	-962	60	50	10	存货周转天数	236.2	179.2	156.3	145.0	125.0	110.0
投资活动现金净流	-689	-293	-1,411	-392	-524	-484	应付账款周转天数	84.0	58.9	61.1	62.0	62.0	62.0
股权募资	0	0	99	107	0	0	固定资产周转天数	97.3	82.6	79.3	73.9	70.3	59.7
债权募资	-8	25	-40	-2	0	0	偿债能力						
其他	-233	-235	-360	-391	-411	-431	净负债/股东权益	-52.52%	-53.32%	-51.61%	-52.58%	-56.99%	-62.27%
筹资活动现金净流	-241	-210	-301	-285	-411	-431	EBIT利息保障倍数	-44.2	-57.6	-74.5	-102.8	-69.0	-53.3
现金净流量	-68	505	-796	511	820	1,221	资产负债率	13.84%	12.53%	13.82%	11.30%	10.93%	10.63%

来源：公司年报、国金证券研究所



## 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	7	8	27
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	1.20	1.00

来源：聚源数据

## 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

## 最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

## 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



扫码获取更多服务

公司深度研究

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】**  
**国金证券研究服务**

**【公众号】**  
**国金证券研究**