



人福医药 (600079.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

麻醉行业壁垒突出，公司重回增长赛道

投资逻辑

多代际布局麻醉产品，手术室外推广前景可期。①公司的核心子公司宜昌人福为国内麻醉龙头，主营多为管制类麻醉药品，产品壁垒高、竞争格局好。②宜昌人福早期产品以芬太尼系类为主，典型应用场景为手术室内的麻醉镇痛，手术室内麻醉需求呈现刚需特性，据中国卫生健康统计年鉴显示，2012年至2021年我国住院病人手术人次 CAGR 约为 9.13%。目前宜昌人福已经多梯队布局麻醉产品，品种逐渐由麻醉镇痛向麻醉镇静拓展，应用场景也由手术室内逐渐向需求更具弹性的手术室外拓展：第一梯队芬太尼系列，高壁垒、成熟品种行稳致远，其中瑞芬太尼在 ICU 镇痛、舒芬太尼在无痛分娩、阿芬太尼在内镜检查以及日间手术上均具有较大潜在空间；第二梯队氢吗啡酮、纳布啡，癌痛、日间手术应用前景广阔；第三梯队瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠，镇静领域长坡厚雪、1 类新药未来可期。③公司非手术室内麻醉收入贡献逐年递增。2023 年宜昌人福麻醉收入达 67 亿元，同比增长 15.5%，其中手术室外麻醉收入超过 20 亿元，占麻醉总收入的比重超过 30%。1H24 公司麻醉收入约 37.4 亿，同比增长 11.2%，其中手术室外麻醉收入约 12.86 亿，同比增长 18%，占麻醉总收入的比重超约为 34%。

Epic、新疆维药、葛店人福多元化发展，研发创新培育长期竞争力。

①Epic 多元产品分散风险，管制类药品生产资质稀缺；新疆维药疆内外市场覆盖率大幅提升，产品营收首次过十亿；葛店人福高端原辅料业务持续拓展，国际化布局稳步推进。②2023 年公司研发费用约为 14.62 亿元，同比增长 51.21%，占医药工业收入比率首次超过 10%、达到 11.2%。公司目前共有在研项目 500 多个，其中一类新药 30 多个，全面布局创新药及高端仿制药。③下肢缺血性疾病存在加大为满足需求，包括公司的创新疗法重组质粒-肝细胞生长因子在内，目前仅有两款同类产品进入三期，因此公司产品具备先发优势。

归核战略持续推进，成长共享奖金激励长期发展。①2018 年开始持续推进归核战略，“瘦身”方向主要为医疗服务资产的出售以及金融类资产总量的降低。②公司推出“成长共享奖金”以激励员工对应竞争格局变化挑战、以及强化核心业务竞争优势，助力公司长期发展。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2024/25/26 年净利润为 23.24 亿/26.67 亿/30.56 亿元，对应 EPS 为 1.42/1.63/1.87 元，对应 PE 为 14.00X、12.20X、10.65X。参考精麻行业可比公司平均 PE 值，我们给予公司 2024 年 17XPE，目标价 24.14 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

大股东减持风险、手术室外麻醉推广不及预期、新药放量不及预期、归核进度不及预期、不当使用和医疗事故风险、股东经营管理风险。

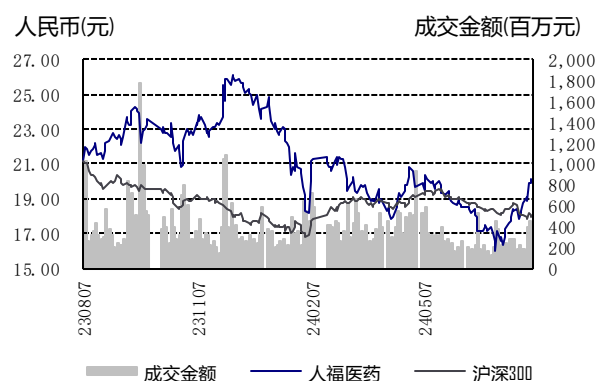
医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.10 元

目标价 (人民币)：24.14 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,338	24,525	26,531	28,776	31,200
营业收入增长率	8.71%	9.79%	8.18%	8.46%	8.42%
归母净利润(百万元)	2,484	2,134	2,324	2,667	3,056
归母净利润增长率	88.60%	-14.07%	8.86%	14.77%	14.58%
摊薄每股收益(元)	1.521	1.308	1.424	1.634	1.872
每股经营性现金流净额	1.50	1.21	1.66	2.30	2.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.52%	12.52%	12.64%	13.28%	13.79%
P/E	15.70	19.01	14.12	12.30	10.74
P/B	2.59	2.38	1.78	1.63	1.48

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

人福医药：归核聚焦，做好医药细分市场领导者	5
公司发展历史悠久，业务持续性强	5
公司股权结构与高管层保持稳定，成长共享奖金激励持续发展	5
医药工业为主占比持续提升，各子公司定位清晰	7
“归核聚焦”推动资产负债结构优化，研发支出助力创新驱动未来	9
宜昌人福：多代际布局麻醉产品，手术室外推广前景可期	10
管制类麻醉药品的“原料+制剂”一体化优势凸显	10
管制类麻醉药品具备较高管制壁垒、以及较好的竞争格局	11
手术室内麻醉药需求呈现刚性，手术室外弹性需求提高天花板	12
第一梯队：芬太尼系列，高壁垒、成熟品种表现稳健	12
第二梯队：氢吗啡酮癌痛应用前景广，纳布啡下沉市场潜力大	16
第三梯队：瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠，镇静领域长坡厚雪、新药未来可期	18
多元业务稳健发展，海外增长潜力强劲	19
Epic：多元产品分散风险，具备稀缺的管制类药品生产资质	19
新疆维药：疆内外市场覆盖率大幅提升，产品营收首次过十亿	20
葛店人福：高端原辅料业务持续拓展，国际化布局稳步推进	21
创新加码：研发创新培育长期竞争力，下肢缺血性疾病迎重磅单品	22
在研管线丰富，储备多达 30 个一类新药	22
下肢缺血性疾病存在较大未满足需求，重组质粒-肝细胞生长因子具备先发优势	22
盈利预测与投资建议	24
盈利预测	24
投资建议及估值	25
风险提示	25
附录	26

图表目录

图表 1：公司发展历史悠久，业务持续性强	5
图表 2：截至 2023 年末及 2024 年第二季度末公司股权结构	6
图表 3：2023 年公司拟向非独立董事及高级管理人员发放的成长共享奖金	6
图表 4：公司历年分红方案	7
图表 5：公司医药工业、商业收入拆分	7
图表 6：公司医药工业、商业毛利率拆分	7
图表 7：人福医药各子公司定位清晰	8



图表 8: 公司各子公司收入贡献情况(2023 年)	8
图表 9: 各子公司利润贡献情况(2023 年)	8
图表 10: 公司海内外业务营收情况	9
图表 11: 公司海内外业务毛利率情况	9
图表 12: 公司历年收入情况	9
图表 13: 公司海内外业务净利润情况	9
图表 14: 公司销售费用和管理费用情况	10
图表 15: 公司研发费用情况	10
图表 16: 宜昌人福收入情况	10
图表 17: 宜昌人福净利润情况	10
图表 18: 宜昌人福主要麻醉产品	10
图表 19: 精麻药品数量受到严格管制	11
图表 20: 麻醉药品和精神药品定点生产企业数量	11
图表 21: 宜昌人福麻醉产品收入	12
图表 22: 宜昌人福手术室内及手术室外麻醉收入拆分	12
图表 23: 芬太尼系列产品对比	12
图表 24: 芬太尼系列产品达峰时间 (min)	13
图表 25: 中国住院病人手术人次数及变动率	13
图表 26: 瑞芬太尼缩短停药后的机械通气时间	14
图表 27: 2020-2022 年 3 年间我国增加 8 万余张床位	14
图表 28: 2021 年 OECD 29 国 ICU 床位数 (每十万人)	15
图表 29: 两组产妇各时间点视觉模拟评分量表 (VAS) 评分趋势	15
图表 30: 无痛分娩麻醉方案	16
图表 31: 阿芬太尼与苯磺酸瑞马唑仑成为内镜检查麻醉的黄金搭档	16
图表 32: 癌痛三阶梯止痛法	17
图表 33: 癌痛治疗药物选择	17
图表 34: 宜昌人福盐酸氢吗啡酮缓释片在不同溶剂中的提取率	18
图表 35: 苯磺酸瑞马唑仑 VS. 丙泊酚	19
图表 36: 常见镇静药物 PK-PD 的比较	19
图表 37: Epic 收入情况	20
图表 38: Epic 净利润情况	20
图表 39: 新疆维药收入情况	20
图表 40: 新疆维药净利润情况	20
图表 41: 新疆维药主要产品	21
图表 42: 葛店人福收入情况	21



图表 43: 葛店人福净利润情况.....	21
图表 44: 公司主要研发项目.....	22
图表 45: 严重下肢缺血性疾病.....	23
图表 46: 严重下肢缺血性疾病治疗手段.....	24
图表 47: 重组质粒-肝细胞生长因子作用机制.....	24
图表 48: 各子公司收入与利润情况.....	25
图表 49: 可比公司估值比较（截至 2024 年 7 月 31 日）.....	25
图表 50: 公司股东武汉当代科技的四次被动减持情况.....	26
图表 51: 2017-2023 年公司主要处置的非核心资产.....	27
图表 52: 公司子公司情况（一）.....	28
图表 53: 公司子公司情况（二）.....	29
图表 54: 公司子公司情况（三）.....	30



人福医药：归核聚焦，做好医药细分市场领导者

公司发展历史悠久，业务持续性强

人福医药成立于1993年，于1997年在上海证券交易所上市。公司在麻醉药品、甾体激素类药物、维吾尔民族药等多个细分领域建立领先地位，连续14年入选国家工信部“中国医药工业百强榜”。公司于2018年开始启动“归核”战略，朝“做医药细分市场领导者”的方向发展，并通过“聚焦、创新、国际化”三大发展路径，逐步成为具有全球竞争力的医药企业。

图表1：公司发展历史悠久，业务持续性强



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

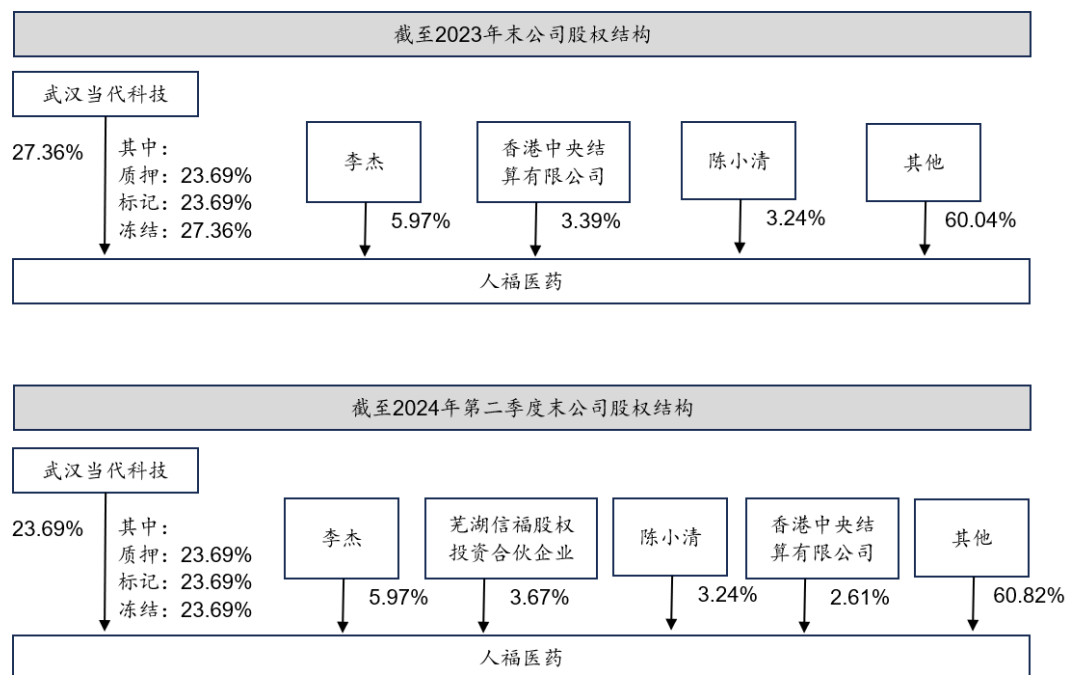
注：公司股价涨跌幅，以1997/06/06上市价为基数，数据截至2024/07/31

公司股权结构与高管层保持稳定，成长共享奖金激励持续发展

- 截至2024年第二季度末，公司控股股东武汉当代科技直接持有公司23.69%的股份，其中武汉当代科技实控人为艾路明。
- 截至2023年12月31日，当代科技对公司的持股数量约为4.47亿股，持股比例为27.36%，其中约5983万股于2023年11月29日被司法拍卖并于2024年1月12日办理完成非交易过户登记。截至2024年第二季度末，当代科技对公司的持股数量减至约3.87亿股，持股比例为23.69%，目前全部处于质押、冻结状态。



图2：截至 2023 年末及 2024 年第二季度末公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 管理层稳定，保证公司平稳运行。主要高管在公司内具有长期工作经验，其中公司第二大股东为李杰先生，其于 2001 年 8 月至今任核心子公司宜昌人福党委书记、董事长，2003 年 5 月至今任人福医药董事，2006 年 9 月至 2020 年 4 月任人福医药总裁，2020 年 4 月至今任人福医药党委书记、董事长，李杰先生长期掌握公司发展战略，保证公司长期平稳运行。
- 成长共享奖金激励充分，助力公司稳健发展。为应对医药行业政策改革带来的行业竞争格局变化挑战、以及强化核心业务竞争优势，自 2023 年开始公司基于业绩成长情况以及员工工作职责，设立并发放“成长共享奖金”。未来随着“成长共享奖金”项目持续推进，一方面将充分调动核心骨干积极性和创造性，另一方面也助力公司稳健发展。

图3：2023 年公司拟向非独立董事及高级管理人员发放的成长共享奖金

高管	主要工作经历	成长共享奖金 (万元)
李杰	2001年8月至今任宜昌人福党委书记、董事长，2003年5月至今任公司董事，2006年9月至2020年4月任公司总裁，2020年4月至今任公司党委书记、董事长。	270
邓霞飞	1998年3月至2020年4月任公司副总裁，2000年8月至今任公司董事，2001年2月至今任葛店人福董事长，2020年4月至今任公司总裁。	473
张小东	1997年1月至今任公司董事。	80
周汉生	2017年4月至今任公司董事。	80
王学海	2006年9月至2020年4月任公司董事长，2003年5月至今任公司董事。	80
杜文涛	2003年10月至今任公司副总裁，2014年4月至今任宜昌人福总裁、董事。	215
吴亚君	2004年3月至今任公司副总裁、财务总监。	60
李前伦	2013年5月至今任公司副总裁、董事会秘书。	60
李莉娥	2008年11月至今任公司总工程师，2012年10月至今任宜昌人福副总裁，2020年4月至今任公司副总裁。	195
张红杰	2012年4月至今任湖北人福董事长，2020年4月至今任公司副总裁。	346
尹强	2016年9月至今任新疆维药董事长，2020年4月至今任公司副总裁。	460
于群	2013年8月至今任宜昌人福口服固体制剂厂总经理，2014年4月至今任宜昌人福副总裁，2020年10月至今任公司副总裁，兼任参股公司乐福思健康产业股份公司董事。	195
合计		2514

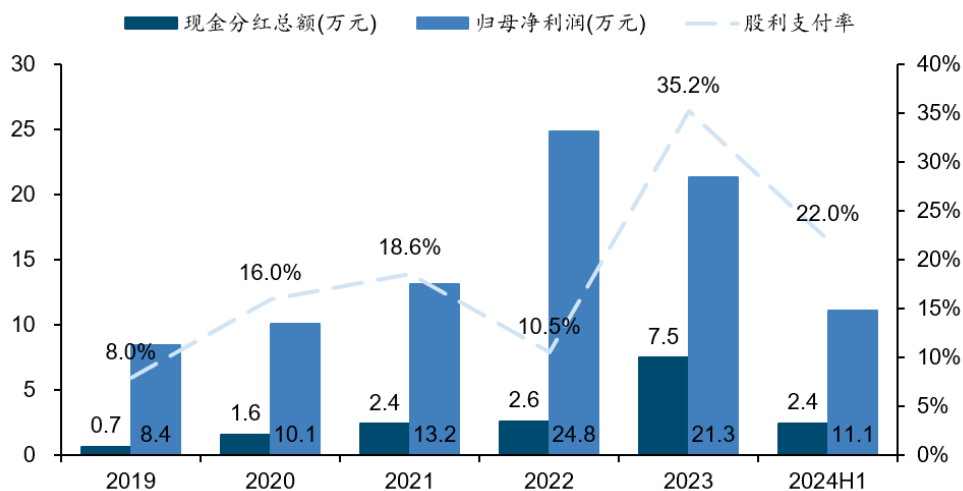
来源：公司公告，国金证券研究所

- 实施积极利润分配政策，高股息增强投资者回报。公司于 2023 年实施权益分派



方案：每股派发现金红利 0.46 元（含税），共计派发现金红利 7.51 亿元，股利支付率约为 35%。于此同时，公司与 2024 年 7 月 27 日披露关于 2024 年半年度利润分配预案的公告：每股派发现金红利 0.15 元，股利支付率约为 22%。预计该次分红亦为公司首次实施的中期分红，有利于增强投资者回报。

图表4：公司历年分红方案



来源：iFind，国金证券研究所

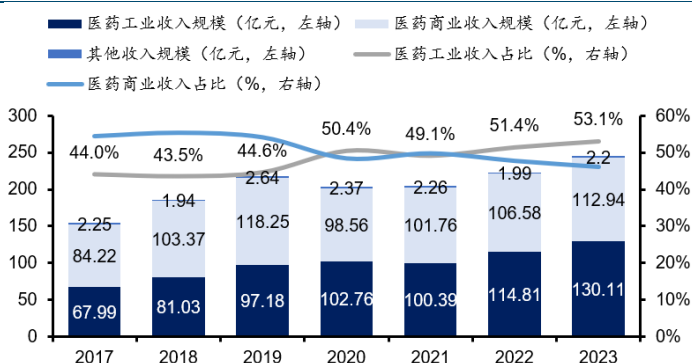
注：数据截至 2024 年 7 月 27 日，2024 年分红计划暂为中期分红计划

医药工业为主占比持续提升，各子公司定位清晰

公司以医药工业为主、医药商业为辅，推动实现全产业链一体化。一方面，公司医药工业板块实现“医药中间体-原料药-药用辅料-药物制剂”的全产业链、全剂型生产能力；另一方面，医药商业板块坚持“医疗服务综合供应商”定位，布局区域商业网络。

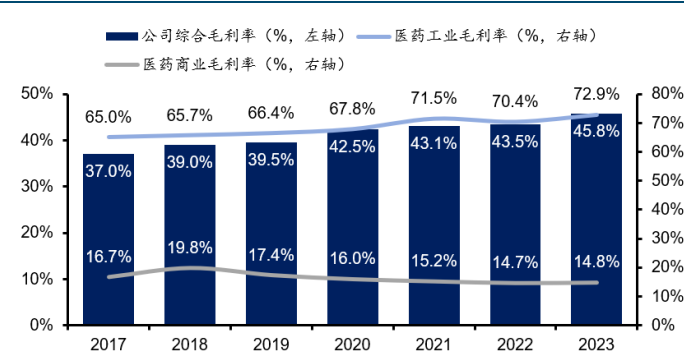
- 近些年随着公司“以医药工业为主、医药商业为辅”，高毛利的工业板块收入占比持续提升，从 2017 年的 44.0% 提升至 2023 年的 53.1%，而公司工业板块毛利率一直稳定在 65% 以上的较高水平、且近些年呈现上升趋势，由 2017 年的 65.0% 提升至 2023 年的 72.9%，较 2022 年上升了 2.5pct。在医药工业板块收入占比持续提升的背景下，2023 年公司整体毛利率达到 45.8%，较 2022 年上升了 2.3pct。

图表5：公司医药工业、商业收入拆分



来源：iFind，国金证券研究所

图表6：公司医药工业、商业毛利率拆分



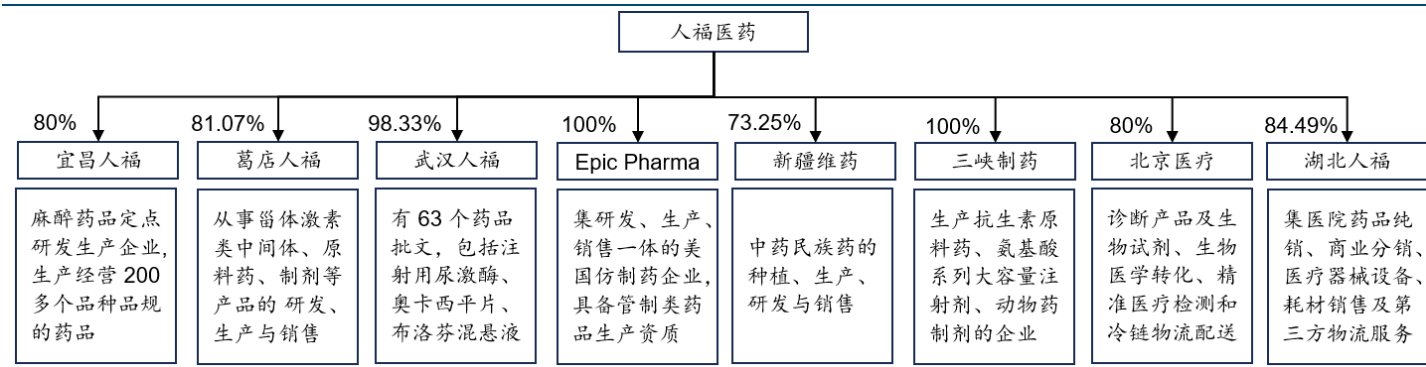
来源：iFind，国金证券研究所

工业板块：①核心子公司宜昌人福布局高壁垒的麻醉药产品等，2023 年麻醉药产品实现销售收入约 67 亿元，同比增长约 16%；②葛店人福同步推进高端甾体激素等原辅料业务发展和制剂类产品销售；③新疆维药大幅提升自身产品在新疆内外的市场覆盖，2023 年经营规模首次突破 10 亿元；④武汉人福推进人尿源蛋白产品全产业链建设。

商业板块：⑤湖北人福持续提升产品建设能力，构建智能高效的医药物流供应链体系，全面提升运营效率；⑥北京医疗坚持在京冀豫区域拓展诊断市场业务，并着手布局冷链物流及供应链延伸服务。



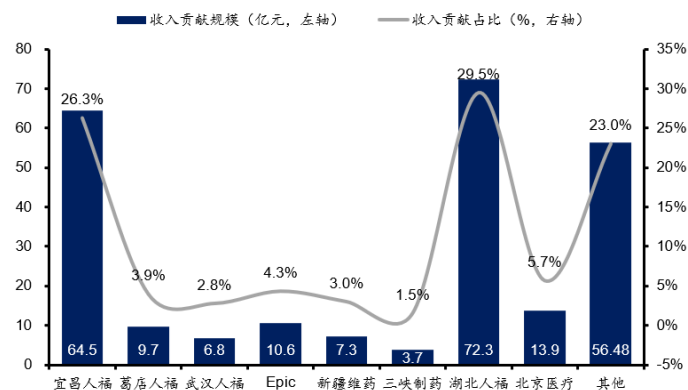
图表7：人福医药各子公司定位清晰



来源：公司公告，国金证券研究所

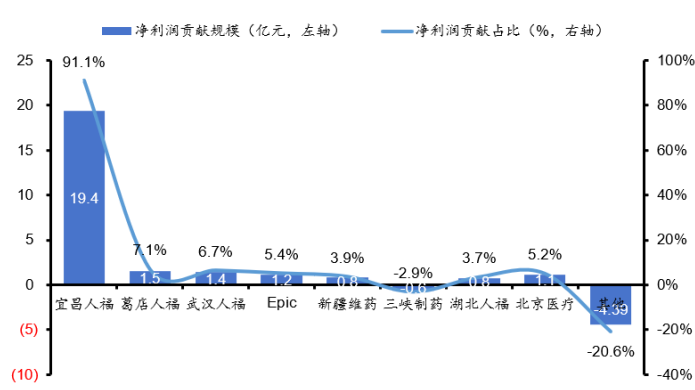
- 从收入和净利润拆分来看，子公司宜昌人福均贡献较大份额。据公司 2023 年报披露，公司核心子公司宜昌人福当年收入贡献份额为 26.3%，净利润贡献份额为 91.1%，成为公司核心业务板块。工业板块，Epic、新疆维药、葛店人福三家子公司收入和净利润贡献也均在前列，且尤其是 Epic 未来还有较大拓展空间：①美国的仿制药市场空间大、且本土仿制药出现短缺现象，为中国仿制药企业出海提供广阔前景；②Epic 有管制类药品生产资质、具备政策壁垒保护，使未来上市的管制产品能够维持较好竞争格局。

图表8：公司各子公司收入贡献情况(2023 年)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：各子公司利润贡献情况(2023 年)

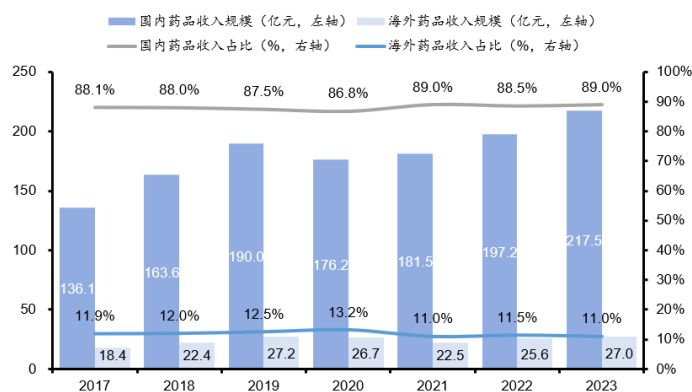


来源：公司公告，国金证券研究所

- 稳步推进国际化，出海可期。公司国际化战略瞄准“全球研发、注册、生产、销售的医药全价值链能力”目标，已有 80 多个产品出口全球 70 多个国家和地区。据公司 2023 年报披露，Epic、武汉普克、美国普克、宜昌人福等子公司持续拓展国际业务，其中美国仿制药业务当年收入约 20.30 亿元，同比增长约 14%；人福非洲、人福马里、人福埃塞等子公司在非洲市场当年收入约 2.73 亿元，同比增长约 36%。
- 公司海外收入稳步增长，2017 年开始公司海外业务收入 CAGR 约为 6.6%，至 2023 年的 27 亿元。其中美国仿制药产品收入贡献绝大份额，2020/2021/2022/2023 年收入分别约为 13/15/18/20.3 亿元，CAGR 约为 16%。
- 公司于 2020 年末出售乐福思集团 40% 股权，该公司在全球范围从事两性健康业务的研究、生产、销售，自 2021 年起公司不再将其纳入合并报表范围，导致当年国外业务毛利率发生较大变动。未来随着子公司 Epic 的管制产品开发上市，公司海外毛利率还有进一步提升空间。

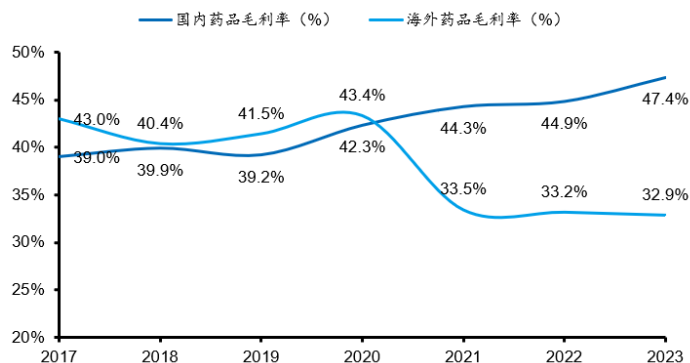


图表10：公司海内外业务营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：公司海内外业务毛利率情况

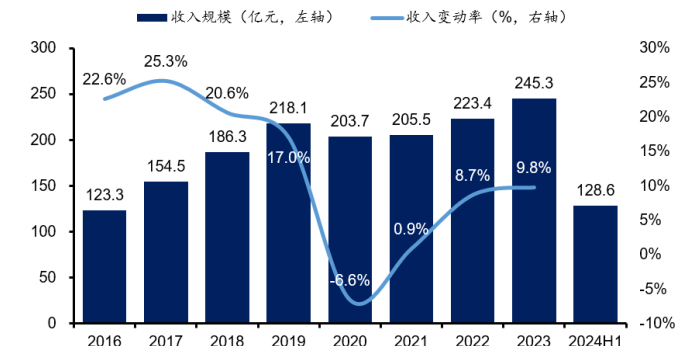


来源：公司公告，国金证券研究所

“归核聚焦”推动资产负债结构优化，研发支出助力创新驱动未来

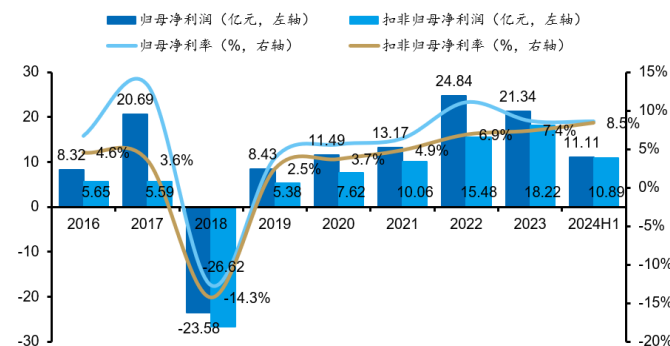
- 公司于 2018 年开始启动“归核聚焦”战略，“瘦身”方向主要为医疗服务资产的出售以及金融类资产总量的降低。随着“归核聚焦”工作的稳步推进，一方面有利于公司进一步集中资源专注于优质、核心业务的经营和拓展；另一方面也有利于公司严格控制债务规模，持续优化债务结构。
- 随着“归核聚焦”战略的深入推进，公司扣非归母净利润率水平不断提升。2018 年全资子公司 Epic Pharma 主要产品熊去氧胆酸胶囊价格大幅下降，当年实现净亏损约为 1 亿元，同比减少 3.12 亿元，另外公司还为此计提约 31 亿元的无形资产损失，造成当年归母净利润下滑，目前该风险已经充分释放。截至 2023 年末，公司扣非归母净利润率上升至 7.4%。

图表12：公司历年收入情况



来源：iFind，国金证券研究所

图表13：公司海内外业务净利润情况

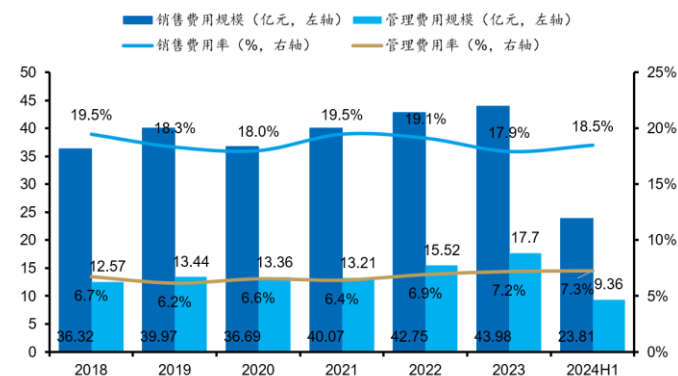


来源：iFind，国金证券研究所

- 销售费用率保持平稳，管理费用率小幅上升。近些年公司销售费用率基本维持在 18.0%-19.5% 区间，总体保持稳定。2023 年公司管理费用约为 17.7 亿元，同比增长 14.03%，主要因去年三季度启动的“成长共享奖金”导致管理费用上升所致；2024 年上半年季度管理费用约为 9.36 亿元，主要系 2024 年度“成长共享奖金”首次开始分摊至每个季度导致的前两个季度管理费用同比上升。
- 研发费用占医药工业收入比重持续上升，助力创新驱动未来。2023 年公司研发费用约为 14.62 亿元，同比增长 51.21%，占医药工业收入比率首次超过 10%、达到 11.2%。公司目前已在武汉、宜昌、新泽西、圣路易斯等地设立研发中心，汇集医药研发人员 1857 人，公司共有在研项目 500 多个，其中一类新药 30 多个。

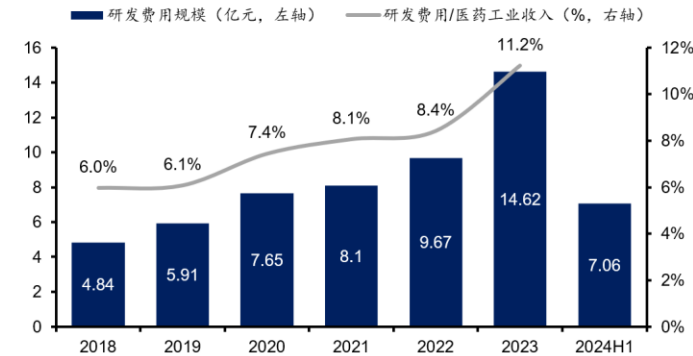


图表14：公司销售费用和管理费用情况



来源：iFinD，国金证券研究所

图表15：公司研发费用情况

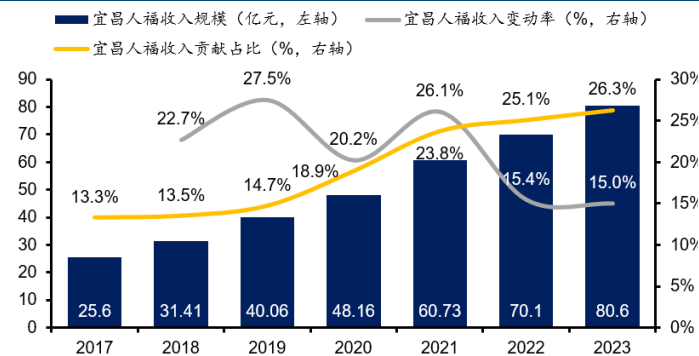


来源：iFinD，国金证券研究所

宜昌人福：多代际布局麻醉产品，手术室外推广前景可期

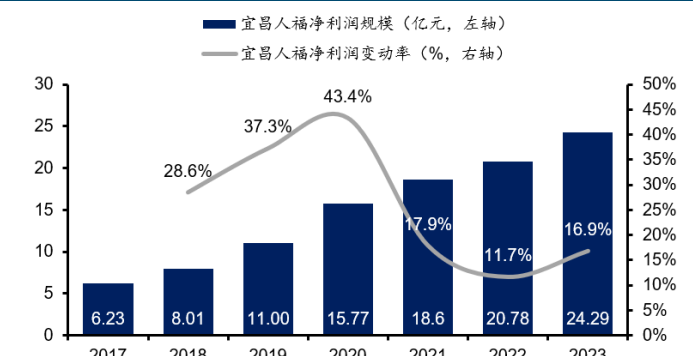
公司核心子公司宜昌人福药业（公司持股 80%）成立于 2001 年 8 月，其是国家麻醉药品定点研发生产企业。2023 年宜昌人福营收约为 80.6 亿元，同比增长 15%；净利润约为 24.29 亿元，同比增长 16.9%。宜昌人福对母公司贡献收入占比自 2017 年的 13.3% 增长至 2023 年的 26.3%，实现翻倍增长；2023 年宜昌人福贡献利润为 19.43 亿，占公司总净利润 21.34 亿的 91%。因此宜昌人福成为公司的核心资产之一。

图表16：宜昌人福收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表17：宜昌人福净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 宜昌人福经营的主要产品包括芬太尼系列、氢吗啡酮、羟考酮等产品，这些产品皆为国家管制类药品，具有极强的专业性和较高的行业壁垒，同时宜昌人福具备长期积累形成的经营优势，近些年宜昌人福还陆续开发出了两款一类镇静新药，进一步体现宜昌人福较强的研发能力。

管制类麻醉药品的“原料+制剂”一体化优势凸显

- 宜昌人福在管制类麻醉药品及精神药品具备“原料+制剂”一体化优势。例如宜昌人福有生产全系列芬太尼原料的资质，因此宜昌人福芬太尼系列产品生产较少受到外部原料供应的干扰。与此同时，管制类的麻醉和精神药品的制剂和原料生产厂商数量有限，政策壁垒将维持较好竞争格局。

图表18：宜昌人福主要麻醉产品

麻醉分类	产品名称	管制类别	制剂布局企业	原料药布局企业
麻醉镇痛	瑞芬太尼	管制麻醉药品	宜昌人福、恩华药业、国药廊坊	宜昌人福、国药廊坊
	舒芬太尼	管制麻醉药品	宜昌人福、恩华药业、国药廊坊	宜昌人福、恩华药业
	阿芬太尼	管制麻醉药品	宜昌人福、恩华药业	宜昌人福、恩华药业
	氢吗啡酮	管制麻醉药品	宜昌人福	宜昌人福
	纳布啡	二类精神药品	宜昌人福、国药国瑞、扬子江药业、苑东生物	宜昌人福、扬子江、国药国瑞、赛诺菲
麻醉镇静	羟考酮	管制麻醉药品	宜昌人福、北京华素、东北制药、合肥立方、恩华药业、NAPP	北京华素、甘肃普瑞、Macfarlan
	瑞马唑仑	二类精神药品	宜昌人福、恒瑞医药	宜昌人福、恒瑞医药
	丙泊酚二钠	类同普通药品	宜昌人福	宜昌人福
	咪达唑仑	一类精神药品	宜昌人福、恩华药业、福安药业、国药廊坊、江苏九旭	宜昌人福、恩华药业、上药九旭、国药廊坊、福安药业

来源：国家药品监督管理局，国家药品评审中心，国金证券研究所



管制类麻醉药品具备较高管制壁垒、以及较好的竞争格局

我国精麻药品受严格管制，国务院颁布的《麻醉药品和精神药品管理条例》对精麻药品划分：管制麻醉药品、一类精神药品、二类精神药品。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管制要求。

- 麻醉药品及第一类精神药品相关管制严格。2013 版《麻醉药品和精神药品品种目录》规定 123 种麻醉药品、70 种第一类精神药品以及 92 种第二类精神药品，其中 2024 年 5 月国家刚将咪达唑仑由第二类精神药品升级为第一类精神药品。

图表 19：精麻药品数量受到严格管制

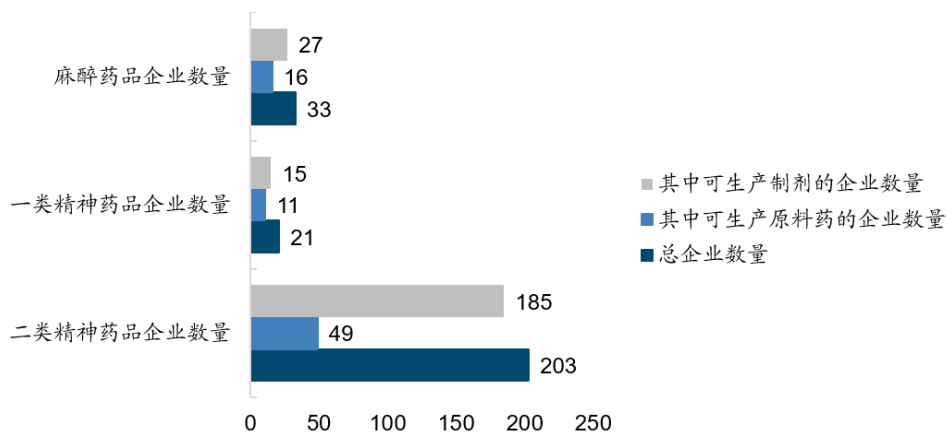
精麻种类	管制产品数量	处方笺颜色	原料药	单方制剂	复方制剂
麻醉药品	123	红处方	1-3家	1-3家	1-7家
精神药品	第一类精神药品	70	红处方	1-5家	无限制
	第二类精神药品	92	白处方	1-10家	

来源：国家药品监督管理局（NMPA），国金证券研究所 注：原料药及制剂生产厂家数量依据 2023 年 11 月 NMPA 最新发布的《麻醉药品和精神药品实验研究管理规定（征求意见稿）》

- 生产：国家对精麻产品采用定点生产管理，导致形成较高进入壁垒。《麻醉药品和精神药品管理条例》中规定，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，确定麻醉药品和精神药品定点生产企业的数量和布局，并根据年度需求总量对数量和布局进行调整、公布。严格的生产企业数量限制为精麻行业竖起较高进入壁垒，同时也保证供应格局的稳定。

截至 2022 年底，全国麻醉药品定点生产企业共有 33 家，其中可生产原料药的定点生产企业 16 家，可生产制剂的定点企业 27 家。而精神药品定点生产企业 219 家，第一类精神药品定点生产企业数量为 21 家，第二类神药品定点生产企业数量为 203 家。

图表 20：麻醉药品和精神药品定点生产企业数量



来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

- 经营：全国性、区域性批发企业经营精麻药品时同样受严格管制。麻醉药品和第一类精神药品由定点生产企业流向全国性批发企业或区域性批发企业，前者可经营精麻药品的全国性跨区域的流通、分销业务，而后者仅负责本区域内的精麻药品的流通、分销。其中具备全国分销资质的批发企业主要有三家：国药股份、上海医药和重庆医药；而区域性的分销企业资质主要由各地的药品监督管理部门审核批准。
- 定价：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”。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。

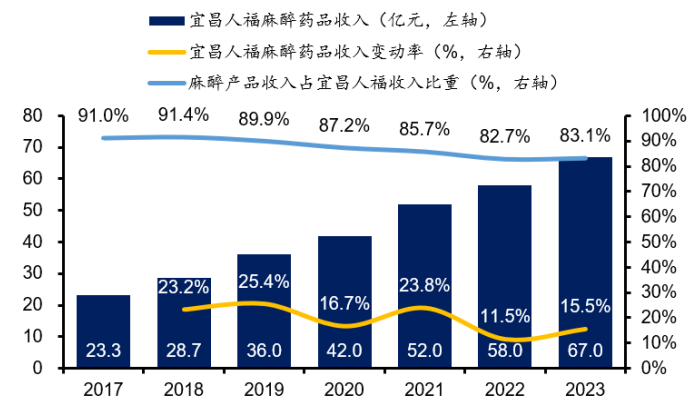


手术室内麻醉药需求呈现刚性，手术室外弹性需求提高天花板

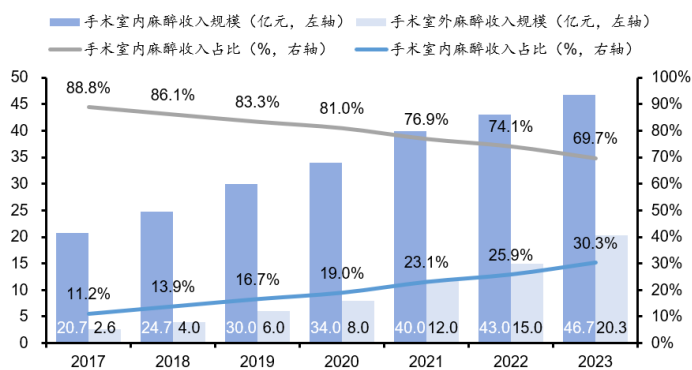
- 麻醉药品为宜昌人福主要业务板块之一，其中非手术室内麻醉收入贡献逐年递增。2023 年宜昌人福麻醉收入达 67 亿元，同比增长 15.5%，占宜昌人福收入比重达 83.1%，另有 16.9% 的收入由其他普药贡献。对宜昌人福麻醉收入拆分发现，近些年手术室外麻醉收入占比不断提升，2023 年手术室外麻醉相关收入超过 20 亿元，占麻醉总收入的比重超过 30%。
- ✚ 针对不同应用场景构建“细分化”营销体系。宜昌人福在维持手术室内麻醉销售基本盘的同时，继续推进麻醉多科室临床应用与销售拓展工作，手术室外麻醉镇痛/镇静的典型场景包括：ICU 麻醉需求、癌痛麻醉需求、腔镜检查麻醉需求、无痛分娩麻醉需求等。宜昌人福针对不同的麻醉应用场景建立了专业而差异化的销售团队，分别负责麻精类药品不同应用场景的销售和普药的市场开拓工作。

图表21：宜昌人福麻醉产品收入

图表22：宜昌人福手术室内及手术室外麻醉收入拆分



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

第一梯队：芬太尼系列，高壁垒、成熟品种表现稳健

宜昌人福具备全系芬太尼产品布局：2003 年瑞芬太尼上市、2005 年舒芬太尼上市、2020 年阿芬太尼上市。以上芬太尼系列产品虽然上市时间久，但属于管制类麻醉药品，较高政策壁垒极大延长产品生命周期，且因宜昌人福在芬太尼系列的布局具有先发优势，所以相关产品市占率都在 80% 以上。

- 虽同属于芬太尼系列，但不同芬太尼衍生药品具备差异化特性，为后续的多样化使用场景开拓奠定基础。

图表23：芬太尼系列产品对比

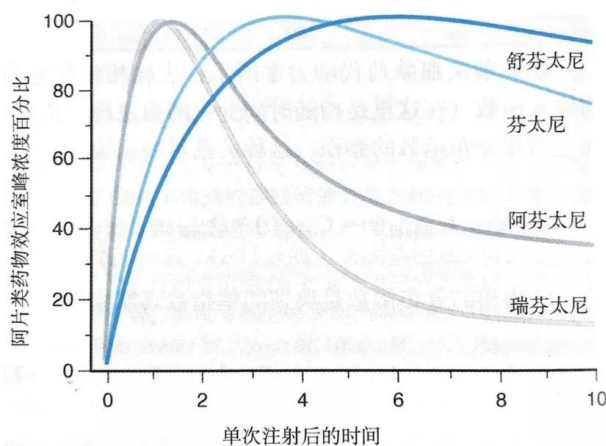
药品	首次上市时间	强度	单次剂量 (μg/kg)	达峰时间 (min)	半衰期	痛觉过敏
芬太尼	1960	1	50~70	3.6	3.7h	+
舒芬太尼	1974	12	0.2~0.7	5.6	5.6h	+
阿芬太尼	1976	0.25	10	1.4	40~60min	-
瑞芬太尼	1990	1.2	0.5	1.2	6min	++

来源：中华疼痛学杂志，国金证券研究所

- ✚ 达峰时间：瑞芬太尼 ≤ 阿芬太尼 ≤ 芬太尼 ≤ 舒芬太尼，因此在快速诱导时（ICU、日间手术、腔镜检查等）首选瑞芬太尼或阿芬太尼，这是因为其效应室浓度峰值与气管插管时间相一致；而使用非去极化肌松药进行慢诱导时（无痛分娩等），则应当选择起效稍慢的阿片类药物，以求与肌松药的峰效应相一致，因此以芬太尼或舒芬太尼诱导为宜。



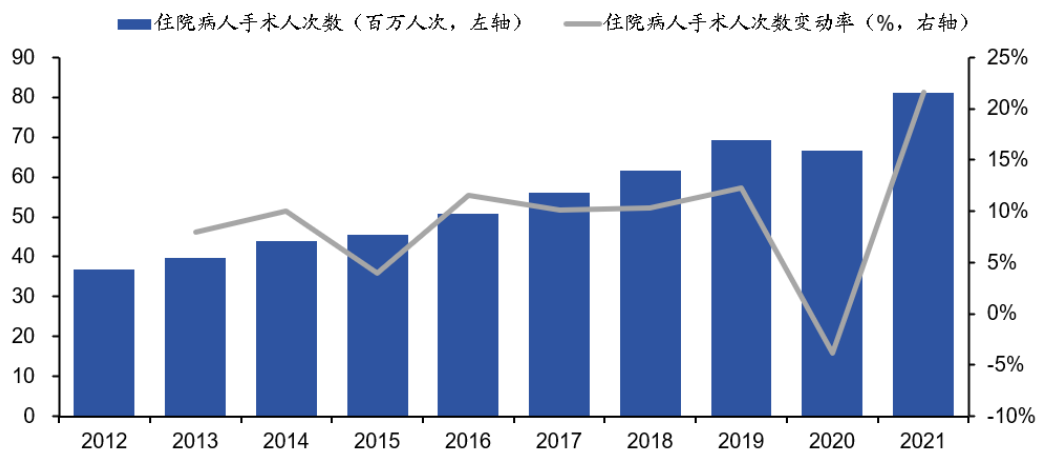
图表24：芬太尼系列产品达峰时间（min）



来源：米勒麻醉学，国金证券研究所

- 手术室内是麻醉的典型应用场景。芬太尼系列是围手术期麻醉镇痛的主要治疗药物，而手术室内麻醉的终端需求与手术例数密切相关。据中国卫生健康统计年鉴显示，2012年至2021年我国住院病人手术人次CAGR约为9.13%，手术量刚需带动麻醉药物销售稳步提升。

图表25：中国住院病人手术人次及变动率

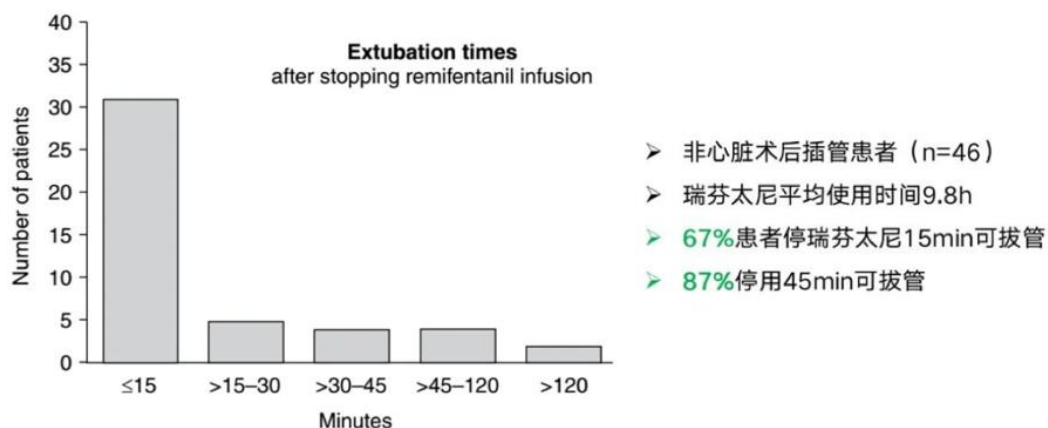


来源：中国卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

- 手术室外麻醉的兴起与“舒适医疗”理念密切相关，主要目的是消除患者主观痛苦、不适以及恐惧感，提高患者接受度。目前手术室内外麻醉已经逐步拓宽至ICU麻醉、癌痛等慢性疼痛的治疗、无痛分娩、内镜镜检查等应用场景。依据《2020年度国家卫健委麻醉专业质控中心工作报告》显示，自2018年开始，我国各类综合医院手术室外麻醉占比持续提高。
- 瑞芬太尼：瑞芬太尼是一种 μ 阿片类受体激动剂，宜昌人福的瑞芬太尼的适应症“全麻诱导和全麻中维持镇痛”于2003年获国家药品监督管理局（NMPA）批准上市，该药的第二个适应症“重症监护患者机械通气时的镇痛”后于2024年2月获NMPA批准上市。据公司公告披露：2022年度宜昌人福注射用盐酸瑞芬太尼的销售额约为人民币21亿元，2023年1-9月销售额约为人民币20亿元。
- 机械通气是ICU中常用生命支持技术，ICU中行机械通气的患者常处于强烈应激之中。而瑞芬太尼在ICU中的应用能够较好的解决以上痛点是基于：①瑞芬太尼可改善呼吸模式，减少呼吸急促或浅呼吸患者的吸气肌力，但不影响氧合或镇静；②瑞芬太尼缩短停药后的机械通气时间；③瑞芬太尼可预防呼吸机相关性肺炎（VAP）发生；④瑞芬太尼可减少机械通气时间、住院时间；⑤瑞芬太尼具备独特酯键结构，可由非特异性酯酶水解，不受肝肾功能影响。



图表26：瑞芬太尼缩短停药后的机械通气时间

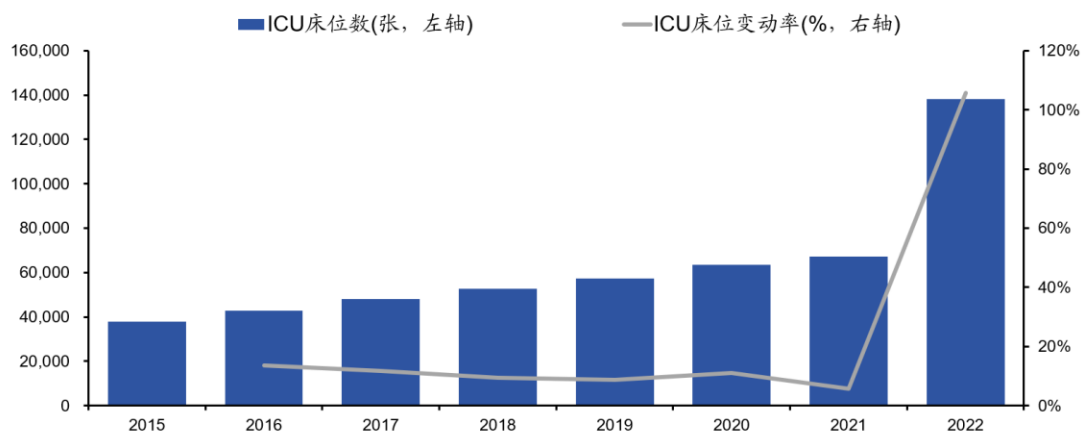


来源：Anaesthesist，国金证券研究所

✚ ICU 床位增长带动麻醉需求扩容。据相关文献《我国医院卫生资源短期配置情况预测》显示，2021 年中国每 10 万常住人口综合 ICU 床位数为 4.37 张，即便是医疗资源最丰富的北京、上海，每 10 万人口也仅拥有 6.25 张和 6.14 张 ICU 床位，因此当时我国的 ICU 床位资源比较紧缺。但 2020-2023 年的公共卫生事件的加速我国 ICU 的建设。

✚ 据《2020 中国卫生健康统计年鉴》的数据，截至 2019 年末，全国重症医学科床位数 5.7 万张，而全国医疗卫生机构的总床位数为 880.7 万张，ICU 床位占比不足 1%。但截至 2022 年 12 月，国家卫健委在新闻发布会上透露，全国 ICU 床位总数是增加到了 13.81 万张，其中三级医疗机构的 ICU 床位数是 10.65 万张，3 年间增加了 8 万余张。

图表27：2020-2022 年 3 年间我国增加 8 万余张床位

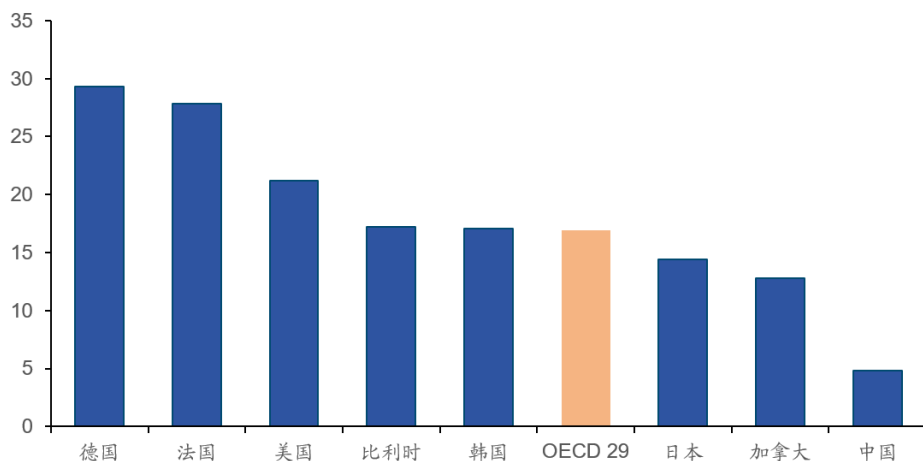


来源：中国卫生统计年鉴，中国卫健委，国金证券研究所

✚ 相较于国外，我国每十万人 ICU 床位数依旧处于较低的水平。据 OECD 数据显示，截至 2021 年，每十万人的 ICU 床位数中，德国为 29.3 张、美国为 21.2 张、日本为 14.4 张，而 OECD 的 29 国的每十万人平均 ICU 床位数为 16.9 张，而中国同期每十万人 ICU 床位数为 4.8 张，即使到 2022 年也仅达到 9.9 张，因此与其他发达国家相比，我国 ICU 床位数量还有加大差距。因此，随着我国 ICU 床位的持续推进建设，ICU 麻醉的需求也将随之不断提升。



图表28：2021年OECD 29国ICU床位数（每十万人）

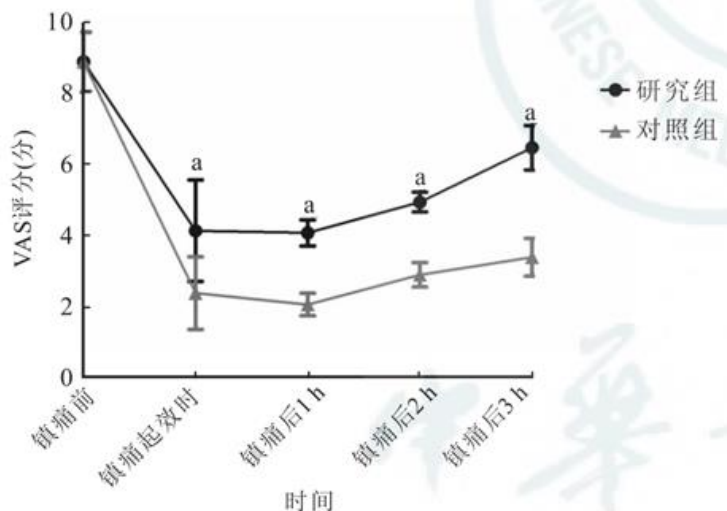


来源：OECD，卫健委，国金证券研究所

随着宜昌人福的瑞芬太尼的“重症监护患者机械通气时的镇痛”适应症上市的正式获批，叠加我国ICU加速建设，预计瑞芬太尼将在ICU的麻醉镇痛与镇静需求增长中迎来第二增长曲线。

- 舒芬太尼：近些年舒芬太尼除了“用于气管内插管，使用人工呼吸的全身麻醉”适应症外，该药在“无痛分娩”中的应用也逐渐变得广泛。分娩时产生的疼痛最高可达12级，而舒芬太尼的强特异性的优势使得该药能够与阿片受体具有较强结合力，据相关文献显示：舒芬太尼对 μ 受体的亲和力比芬太尼强7~10倍，镇痛效果为芬太尼的5~10倍。

图表29：两组产妇各时间点视觉模拟评分量表（VAS）评分趋势



来源：中华医学会，国金证券研究所

注：研究组采用瑞芬太尼，对照组采用舒芬太尼，VAS用于度量患者疼痛程度

腰麻-硬膜外联合阻滞（combined spinal-epidural analgesia, CSEA）被认为是较理想的分娩镇痛方法，CSEA时最常用的药物是舒芬太尼与罗哌卡因，多数常用两药的混合液。

据《2020年度国家卫健委麻醉专业质控中心工作报告》显示，截至2019年我国有84%的医院开展无痛分娩手术，而开展分娩镇痛的医院中平均有38%的自然分娩产妇接受分娩镇痛，相较于在美国约85%、加拿大约86%、英国约98%的无痛分娩率，我国的分娩镇痛率仍处于较低水平。未来随着产妇对无痛分娩认知转变所带来的无痛分娩率提升，舒芬太尼在无痛分娩中的需求会有较大提升空间。



图表30：无痛分娩麻醉方案

	硬膜外分娩镇痛	蛛网膜下腔—硬膜外联合阻滞麻醉（CSE）	单次蛛网膜下腔阻滞麻醉
操作	穿刺并放置硬膜外导管或采用针内针穿刺技术。阻断从下脊柱神经到大脑的疼痛信号	CSE先单独穿刺注射脊麻药物，然后另行穿刺并放置硬膜外导管或采用针内针穿刺技术。	单次蛛网膜下腔阻滞（脊麻）用于分娩镇痛可以为立即发生的分娩缓解疼痛
镇痛效果	持续镇痛	快速镇痛+持续镇痛	快速镇痛
穿刺时间	长	更长	短
优点	便于从镇痛转变为麻醉手术	便于从镇痛转变为麻醉手术	不便从镇痛转变为麻醉手术
缺点	无	低血压/胎儿心动过缓风险高	低血压/胎儿心动过缓风险高
麻醉方案	局麻+镇痛：布比卡因/罗哌卡因+舒芬太尼/芬太尼		

来源：世界麻醉医生学会联盟（WFSA），国金证券研究所

- 阿芬太尼：1976年阿芬太尼在英国合成，主要作用于 μ 阿片受体，为短效镇痛药，镇痛强度为吗啡的15倍。单次静脉注射起效时间为0.75min，效应室浓度约1.4min达到峰值，维持10~15min。阿芬太尼与芬太尼相比，起效比芬太尼快4倍，作用时间为芬太尼的1/3。目前阿芬太尼成为日间手术及内窥镜检查等门诊诊疗的麻醉主要选择。
- ✚ 日间手术：2003年国际日间手术学会（IAAS）将日间手术定义为患者在同一个工作日内完成的入院、手术或操作和出院过程，不包括在治疗室或门诊进行的手术或操作。瑞芬太尼和丙泊酚是最为常用的术中维持药物，此类药物起效快、代谢快、作用时间短，但常引发术后呛咳和严重的疼痛。而阿芬太尼脂溶性低于瑞芬太尼，亦可以迅速通过血脑屏障并进入脑组织。阿芬太尼应用于日间手术全身麻醉能减少呛咳、术中血流动力学更平稳，有较高的临床应用价值。
- ✚ 内镜检查：首先，支气管镜检查过程中患者常常发生呛咳，阿芬太尼与其他镇静剂一起使用可产生镇痛、缓解呛咳和镇静的协同作用。其次，目前许多国家采用丙泊酚联合阿片类药物作为内镜检查的首选麻醉方案，但氧饱和度降低和低血压仍然是丙泊酚的主要问题。而苯磺酸瑞马唑仑作为一种新型短效苯二氮革类药物，与阿芬太尼成为内镜检查中麻醉的“黄金搭档”，疗效与安全性显著由于阿芬太尼与其他镇静药物组合。

图表31：阿芬太尼与苯磺酸瑞马唑仑成为内镜检查麻醉的黄金搭档

组合	苯磺酸瑞马唑仑-阿芬太尼	丙泊酚-阿芬太尼
人数	250	255
低氧血症的比例	9.60%	15.70%
因缺氧需行气道干预的比	9.60%	15.70%
发生低血压比例	17.60%	35.20%
心动过缓比例	6.00%	11.40%
注射痛比例	0.00%	21.20%
腹痛比例	12.00%	21.70%

来源：Journal of Clinical Anesthesia，国金证券研究所

- ✚ 据《2021国家消化内镜诊疗服务与质量安全报告》显示，在我国3714家被调查的样本医院中，2020年共完成消化内镜诊疗2649.91万例次，其中镇静麻醉消化内镜诊疗1271.36万例次，麻醉消化内镜开展率约为47.98%，而在德国约82%的胃镜检查是在镇静/麻醉下进行的，在美国约98%的结肠镜检查是在镇静/麻醉下进行的，因此未来我国的内镜无痛诊疗率依旧有较大提升空间。

第二梯队：氢吗啡酮癌痛应用前景广，纳布啡下沉市场潜力大

- 慢性疼痛患者基数庞大，其中癌痛群体镇痛需求增长更快。据人民日报报道，全球慢性疼痛的患病率约为38%，中国慢性疼痛患者超过3亿人，且每年以2000万的速度增长。疼痛已成为继心脑血管疾病、肿瘤之后的第三大健康问题。慢性疼痛具体可以分为颈肩疼痛、慢性术后疼痛、带状疱疹后神经痛、糖尿病神经病变疼痛、三叉神经痛、腰腿疼痛、肌筋膜痛、关节痛和癌症疼痛等，其中癌痛患者群体的镇痛需求快速增长。
- ✚ 我国癌症患者数量持续增长，而癌症的高发意味着术后镇痛的市场规模提高。据世界卫生组织（WHO）最新发布的统计数据显示，2020年中国新发癌症457万人，占全球23.7%。



- 癌痛疼痛强度偏高，三阶梯疼痛强度需对症治疗。一般对患者疼痛的数字评估可分为 0-10，其中轻度疼痛（1-3），中度疼痛（4-6），重度疼痛（7-10）。而从疼痛强度分布来看，癌痛的强度普遍偏高，初诊癌症患者的疼痛发病率在 25%左右，而晚期癌症患者的疼痛发病率高达 60%-80%，其中 1/3 的患者为重度疼痛。目前针对轻/中/重度癌痛的分级治疗，主要参照 WHO 的三阶梯止痛法。
- 慢性疼痛持续时间长，口服剂型能给患者带来较大的便利性。我国上市的阿片类药物中多数都为注射剂型，但由于慢性疼痛持续时间长，注射剂型针对患者的便利性并不是很好，因此具备口服剂型的羟考酮和氢吗啡酮、以及具备透皮贴剂型的芬太尼就成为了癌痛等慢性疼痛患者的首选药物。

图表 32：癌痛三阶梯止痛法

阶段	患者分级	药物分级	主要药物	注意事项
第一阶梯	轻度癌性疼痛患者	非阿片类镇痛药	非甾体类抗炎药和对乙酰氨基酚等，同时可配合一些辅助用药	辅助镇痛药常用于辅助治疗神经病理性疼痛、骨痛和内脏痛。主要包括抗惊厥类药物、抗抑郁类药物、皮质激素、N-甲基-D天冬氨酸受体（NMDA）拮抗剂和局部麻醉药
第二阶梯	中度癌性疼痛患者	弱阿片类镇痛药	可待因，一般建议与第一阶梯药物合用，因为两类药物作用机制不同，二者合用可增强镇痛效果	用药剂量达到一定水平以上时，再增加用药剂量并不能增强其止痛效果，而药物毒性反应将明显增加
第三阶梯	中度或重度癌性疼痛	强阿片类镇痛药	吗啡、羟考酮、芬太尼系类等	缓释类阿片用于持续性疼痛，即时释放类阿片用于突发性疼痛

来源：WHO，《癌症疼痛诊疗规范（2018 版）》，国金证券研究所

- 氢吗啡酮：阿片类药物是中重度癌痛治疗的基础用药，相比目前国内常用的口服长效控缓释药物盐酸/硫酸吗啡缓释片和盐酸羟考酮缓释片，盐酸氢吗啡酮缓释片临床药理优势明显，其口服镇痛效力约为吗啡的 5-10 倍，持续镇痛 24 小时，一天一次服药，患者用药依从性更高、镇痛强度更大。

图表 33：癌痛治疗药物选择

药物名称	盐酸氢吗啡酮缓释片	盐酸羟考酮缓释片	硫酸/盐酸吗啡缓释片
作用受体	μ	μ、K	μ、K、δ
镇痛强度	5(5-10)	1.5-2	1
治疗指数	232	310-455	70-90
起效时间(min)	360-480	45-60	60
达峰时间(h)	13-16	3	2-3
持续作用时间(h)	18-24	12	12
消除半衰期(h)	11(8-15)	4.5	2-4
生物利用度(%)	22-26	60-87	20-40
血浆蛋白结合(%)	<30	45	30-35
主要代谢途径	葡萄糖醛酸结合	CYP3A4;CYP2D6	葡萄糖醛酸结合
主要代谢产物	H3G	去甲羟考酮、羟吗啡酮	M3G、M6G

来源：人福镇痛 E 线，国金证券研究所 注：H3G: 氢吗啡酮-3-葡萄糖苷酸；M3G: 吗啡-3-葡萄糖苷酸；M6G: 吗啡-6-葡萄糖苷酸

- 宜昌人福的氢吗啡酮注射液于 2015 年获批上市，据公司公告披露：2022 年度宜昌人福盐酸氢吗啡酮注射液的销售额约为 6.4 亿元，2023 年 1-9 月销售额约为 6 亿元。2024 年 1 月 9 日宜昌人福氢吗啡酮缓释片获批上市，适用于治疗成人重度疼痛，目前国内尚无同剂型的同类产品获批上市。
- 宜昌人福氢吗啡酮缓释片采用独特的口服渗透泵缓释系统（OROS, Osmotic Release Oral System），由坚硬的外壳包裹药物，无法通过咬碎接触到药物，受体内酸、碱环境和其他药物的影响小，而以渗透压作为释药动力，血药浓度变化小，镇痛作用持久。因为释药口细小和悬液的黏度高，很难用针头或口吸的方法达到滥用的目的，增加了用药安全性。宜昌人福氢吗啡酮缓释片剂型的上市将帮助公司进一步开拓癌痛镇痛市场。



图表 34：宜昌人福盐酸氢吗啡酮缓释片在不同溶剂中的提取率

提取溶剂	样品状态	室温提取率	煮沸提取率
水	未破坏片剂	0.40%	0.50%
	破坏后碎片及粉末	24.20%	26.80%
0.2%小苏打水	未破坏片剂	0.50%	0.80%
	破坏后碎片及粉末	24.20%	31.90%
40%乙醇溶液	未破坏片剂	0.00%	1.10%
	破坏后碎片及粉末	12.80%	23.20%
食用醋	未破坏片剂	0.40%	0.50%
	破坏后碎片及粉末	25.80%	35.90%

来源：人福镇痛 E 线，国金证券研究所

- 纳布啡：纳布啡是阿片受体的激动-拮抗混合型镇痛药，可与 μ 、 κ 和 δ 受体结合，主要对 κ 受体呈完全激动作用，对 μ 受体呈部分拮抗作用，其中 κ 受体激动剂就同 μ 受体和 δ 受体激动剂一样具有强镇痛作用，但与 μ 受体激动剂不同的是， κ 受体激动剂不会诱导过度兴奋/成瘾、呼吸抑制或胃肠道功能抑制，因此虽然纳布啡具有镇痛疗效，但该药属于白处方。
- ✚ 纳布啡可经静脉输注、肌肉、皮下或鞘内注射等方式给药，静脉给药 2~3min 起效，皮下、肌肉注射 15min 内起效，30min 达峰作用。血浆消除半衰期为 5h，作用持续时间为 3~6h。肝脏是唯一代谢场所，主要经肠道清除，小部分经肾脏清除。其代谢产物无活性。
- ✚ 呼吸抑制弱：所有作用于 μ 受体的阿片类药物均可通过对人体脑干呼吸中枢的直接作用产生剂量依赖性的呼吸抑制。而纳布啡激动 κ 受体，部分拮抗 μ 受体，表现出有封顶效应的呼吸抑制，即超过一定剂量，呼吸抑制作用将不再加重，且不会导致严重的后果。
- ✚ 宜昌人福的纳布啡注于 2013 年获批上市，2021 年通过一致性评价，适应症为“复合麻醉时的麻醉诱导”，2023 年 11 月又新增获批“术后镇痛”适应症，另外在 2022 年 9 月宜昌人福获批纳布啡用于“ICU 镇痛”的临床试验。据米内网数据显示，2022 年度盐酸纳布啡注射液在我国城市、县级及乡镇三大终端公立医院的销售额约为人民币 8 亿元。纳布啡的白处方地位叠加较好的安全性使得该药在日间手术以及下沉市场中使用较为广泛。

第三梯队：瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠，镇静领域长坡厚雪、新药未来可期

宜昌人福由麻醉镇痛药品起家、后向麻醉镇静延伸，包括咪达唑仑等镇静药物的开发。近些年宜昌人福开发出两款镇静新药：分别是 2020 年获批上市的苯磺酸瑞马唑仑和 2021 年获批上市的磷丙泊酚二钠。

- 苯磺酸瑞马唑仑：该药为新型苯二氮革类药物，为超短效 GABA_A 受体激动剂。目前有两项适应症获批上市，“非气管插管的手术/操作中的镇静和麻醉”于 2020 年获批上市、并纳入 2021 年医保目录；②“全身麻醉诱导与维持”于 2022 年获批上市、并纳入 2022 年医保目录。另外，该药用于“重症监护（ICU）期间镇静”适应症目前处于 III 期临床，预计该适应症即将获批上市。
- ✚ 苯磺酸瑞马唑仑起效迅速、不易积蓄，安全性更佳。目前用于临床麻醉诱导与维持的静脉镇静药物主要有丙泊酚和咪达唑仑，这两种镇静剂在疗效和安全性方面都有改善的空间。①咪达唑仑为水溶性苯二氮革类药物，在中枢神经系统中分布迅速，但其较长的半衰期易导致神经系统恢复延迟。而苯磺酸瑞马唑仑消除半衰期较短，且能被氟马西尼迅速逆转。因此，苯磺酸瑞马唑仑与阿芬太尼搭配在内窥镜中实现快速推广；②与丙泊酚相比，瑞马唑仑不易引起心血管抑制、呼吸抑制和注射疼痛。



图表35：苯磺酸瑞马唑仑 VS. 丙泊酚

对比指标	甲磺酸瑞马唑仑	丙泊酚
	作为镇静药物用于结肠镜检查	
III期临床	初始负荷剂量为7mg，追加给药剂量为2.5mg/次（每15分钟内给药次数不超过5次）	初始负荷剂量为1.5 mg/kg，追加给药剂量为0.5mg/kg/次（每15分钟内给药次数不超过5次）
镇静成功率	98.90%	99.20%
起效时间	1.45 min	1.24 min
完全苏醒的中位时间	7.6min	7.4min
满足离院标准的中位时间	18.4min	20.0 min
血压下降发生率	10.60%	29.20%
呼吸抑制发生率	1.10%	6.70%
	作为镇静药物用于全身麻醉诱导与维持	
	麻醉诱导期输注速率为6 mg/kg/h，给药时间≤180s，追加给药输注速率为12mg/kg/h（追加给药时间≤60s），维持期起始给药速率为1 mg/kg/h	诱导期输注速率为120mg/kg/h，给药时间为60-75s，维持期起始给药速率为4mg/kg/h，根据患者反应在4-12mg/kg/h范围内调整给药速率
III期临床		
镇静成功率	97.40%	97.70%
患者意识丧失中位时间	1.6min	1.1min
完全苏醒中位时间	15.0min	12.0min
	作为镇静药物用于支气管镜诊疗	
	初始负荷剂量为0.2mg/kg，给药时间≤1min，追加给药剂量为0.1mg/kg/次，给药间隔需≥1min	初始负荷剂量为2mg/kg，给药时间≤1min，追加给药剂量为0.75mg/kg/次，给药间隔需≥1min
III期临床		
镇静成功率	99.40%	99.40%
患者意识丧失中位时间	62.0s	49.5s
完全苏醒中位时间	17.6min	12.8min

来源：苯磺酸瑞马唑仑说明书，国金证券研究所

- 磷丙泊酚二钠：该药是中国首款水溶性丙泊酚前体药物，其进入体内后主要通过内皮细胞表面的碱性磷酸酶转换成丙泊酚发挥作用，作用机制与丙泊酚一致，通过增强GABA受体介导的氯离子内流以及抑制NMDA受体介导的钙离子内流而产生镇静或麻醉作用。目前获批上市的适应症为“成人全身麻醉的诱导”，另外该药用于“成人重症监护患者的镇静”、“成人全身麻醉的诱导和维持”两大适应症于2024年3月获批临床试验。

磷丙泊酚二钠作为丙泊酚前体药物，不含脂肪乳且易溶。较丙泊酚而言，磷丙泊酚二钠具有作用持续时间长，注射痛、呼吸和循环系统等相关不良事件发生率低。

图表36：常见镇静药物PK-PD的比较

参数	丙泊酚	丙泊酚 (磷丙泊酚二钠代谢)	环泊酚	咪达唑仑	瑞马唑仑
t _{1/2z} (h)	0.7	7.9	2.1	2~6	0.7
睫毛反射消失时间	9~51 s	3 min	NA	3~5 min	1~3 min
BIS值<60持续时间(min)	2.1	29.1	6	NA	NA

来源：磷丙泊酚二钠临床应用指导意见，国金证券研究所

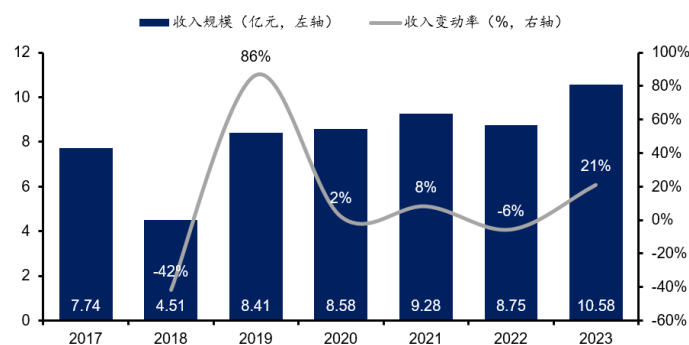
多元业务稳健发展，海外增长潜力强劲

Epic：多元产品分散风险，具备稀缺的管制类药品生产资质

Epic Pharma（公司持有其100%股权）是一家集研发、生产、销售为一体的美国仿制药企业，具备管制类药品生产资质（美国DEA认证）。该公司目前生产经营200多个品规的化学仿制药，主要产品有熊去氧胆酸胶囊、氯化钾口服粉末剂、阿奇霉素干混悬剂、盐酸羟考酮速释片、舒林酸片、盐酸氯苯甲嗪、盐酸尼卡地平。2023年Epic实现营业收入10.58亿元，同比增长20.92%，实现净利润1.15亿元，同比增长44.03%。

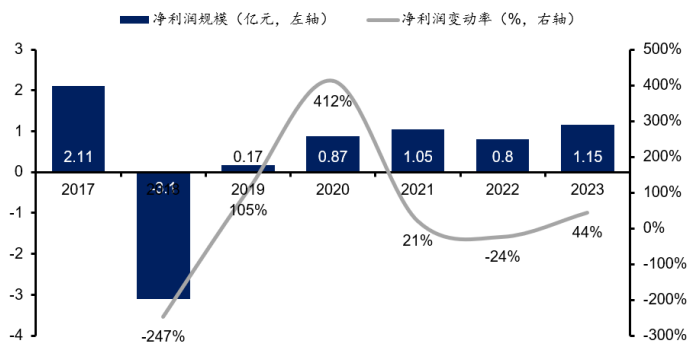


图表37: Epic 收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表38: Epic 净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016-2018 年：公司为实施国际化战略，加快推进海外药品研发注册和商业渠道拓展，2016 年以 5.5 亿美元收购 Epic 及附属企业。Epic 当时合计拥有近 20 个美国 FDA 出具的 ANDA 文号，约 400 个品规的药品在美国市场销售，主要产品包括主要产品有熊去氧胆酸胶囊、盐酸羟考酮速释片、舒林酸片、盐酸氯苯甲胺、盐酸尼卡地平等，其中熊去氧胆酸胶囊为 Epic 核心产品。但在 2018 年因熊去氧胆酸胶囊竞争格局发生变化导致该产品价格大幅下降，当年 Epic 实现净亏损 1.01 亿元，同比减少 3.12 亿元，导致公司对 Epic 计提相关商誉减值损失以及无形资产减值损失合计 30.11 亿元。

- 2019 年以来：产品批文多元化分散风险，管制类药品生产资质优化竞争格局

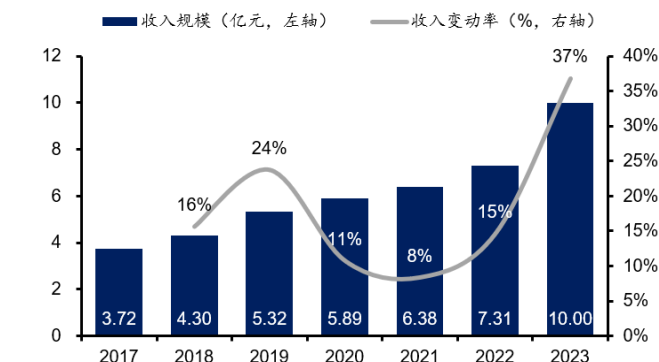
中期增长点：近些年 Epic 通过购买的眼科用药、注射剂型药品等美国 ANDA 文号并完成变更登记，Epic 目前持有近 200 个美国 FDA 批准的 ANDA 文号，生产经营约 200 个品规的化学仿制药，实现仿制药品种多元化。公司不断挖掘产品潜力，加快新产品上市，优化产品结构和盈利能力，分散单一仿制药品种因在美价格变化对公司所带来的冲击。

长期增长点：Epic 具备管制类药品生产资质（美国缉毒局配额制度，DEA 认证），为后续高壁垒、竞争格局优的品种上市奠定基础。由 DEA 认证的“管制类药品生产资质”与国内《麻醉药品和精神药品管理条例》类似，DEA 为管制类药品设定了三个配额：总生产配额（APQ）、制造配额（MQ）和采购配额（PQ），通过设置管制政策来限定管制类药品制造和销售厂家数量，达到总量控制的目的的同时客观上优化了产品的竞争格局。

新疆维药：疆内外市场覆盖率大幅提升，产品营收首次过十亿

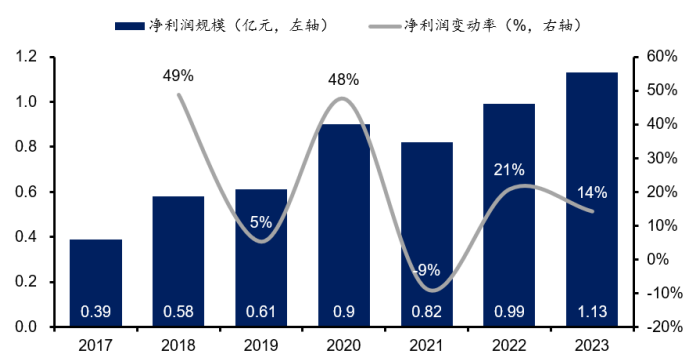
新疆维药（公司持有其 73.25% 股权）致力于中药民族药的种植、生产、研发与销售，新疆维药目前拥有 20 个国药准字产品，其中有 12 个全国独家品种，4 个国家中药保护品种；12 个品种被列入国家医保目录，全部 20 个品种均列入新疆维吾尔自治区地方医保目录。近些年新疆维药市场覆盖率大幅提升，以疆内为基础向疆外拓展，如新疆维药积极布局中亚市场，祖卡木颗粒等 6 个产品已在中亚国家注册销售。2023 年实现营收约 10 亿元，同比增长 37.17%，实现净利润 1.13 亿元，同比增长 13.57%。

图表39: 新疆维药收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表40: 新疆维药净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所



- 新疆维药主要产品有复方木尼孜其颗粒、祖卡木颗粒、寒喘祖帕颗粒、石榴补血糖浆、养心达瓦依米西克蜜膏、通滞苏润江胶囊、护肝布祖热颗粒等，以上主要产品多为公司全国独家产品以及均被纳入国家医保目录，为疆内外市场开拓奠定基础。

图表41：新疆维药主要产品

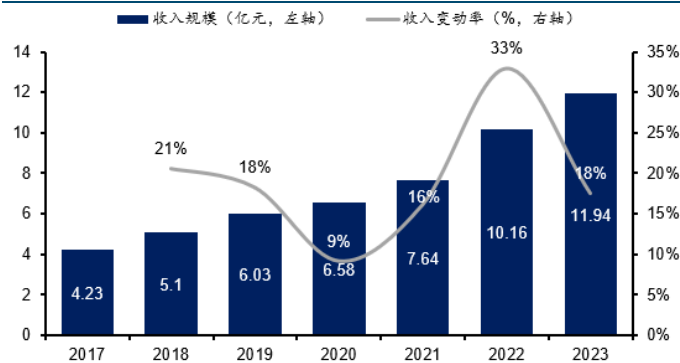
剂型	产品	适应症	备注
颗粒剂	祖卡木颗粒	调节异常气质，清热，发汗，通窍。用于感冒咳嗽，发热无汗，咽喉肿痛，鼻塞流涕。	国家医保产品、国家基药产品、国家中药保护品种
	寒喘祖帕颗粒	镇咳，化痰，温肺止喘。用于急性感冒，寒性乃痰来所致的咳嗽及异常粘液质性哮喘。	国家医保产品、国家基药产品
	复方木尼孜其颗粒	调节异常体液及气质，为四种体液的成熟剂。	全国独家品种、国家医保产品
	益心巴迪然吉布亚颗粒	补益心脑、利尿、止喘；用于神疲失眠，心烦气喘，神经衰弱。	国家医保产品
	护肝布祖热颗粒	补益肝胃，散气止痛，利胆，利水。用于肝寒，胃痛脾阻肋痛及关节痛。	国家医保产品、全国独家产品
煎膏剂	清热卡森颗粒	清肝利胆，健胃消食，利尿消肿；用于湿热黄疸，胃痛食少，水肿尿少。	国家医保产品
	养心达瓦依米西克蜜膏	增强支配器官的功能，健胃安神。用于心胸作痛，心悸，胃虚，视弱及神经衰弱。	全国独家产品、国家医保产品
	玫瑰花糖膏	舒心爽神，健胃止痛；用于肝郁津滞引起的胁闷腹胀，胃痛，心烦，健忘，便秘，食少。	全国独家产品、OTC乙类产品
	强身罗菠甫赛河里蜜膏	温补脑、肾，填补精液。用于性欲不振，精少肢软，腰酸形瘦，神经衰弱等。	全国独家产品
	通滞苏润江胶囊	开通阻滞，消肿止痛。用于关节骨痛，风湿病，类风湿性关节炎，坐骨神经痛。	国家医保产品
胶囊剂	玛木然止泻胶囊	清除败血，降解异常胆液质过盛，止泻；用于腹痛泻痢，呕恶，泄泻不良。	国家医保产品、全国独家产品
糖浆剂	炎消迪娜儿糖浆	利尿，消肿，降热，止痛。用于各种肝炎，胆囊炎，尿路感染等。	国家医保产品
	石榴补血糖浆	功用于异常胆液质偏盛引起的贫血，心悸，气短，焦虑，头晕等；中医：补气血。用于气血虚引起的气短，头晕，心悸，健忘等。	国家医保产品、全国独家产品、OTC甲类产品
片剂	复方高滋斑片	用于异常黑胆质心悸、失眠、头晕、头痛、神经衰弱、高血压等。	国家医保产品、全国独家产品
	通滞埃提勒菲力沙那片	开通阻滞、通便之痛。用于热性头痛、便秘、瘙痒及关节疼痛等。	全国独家产品、OTC甲类产品
	温肾苏拉甫片	温肾除湿；用于早泄，遗精，遗尿症等。	
	除障则海甫片	清除异常黑胆质及胆液质，除障明目。用于白内障。	OTC甲类产品
酏剂	复方斯亚旦生发酏	育发、固发、润发。用于秃发、斑秃、脂溢性脱发及其它不明原因的脱发。	全国独家产品、OTC乙类、中药保护品种
擦剂	复方斯亚旦生发油	温服生发，止痒去屑。用于秃发、斑秃、头皮瘙痒等。	全国独家产品、OTC乙类产品、中药保护品种
茶剂	散寒药茶	调解寒性气质，养胃，助食，爽神。用于湿寒所致的消化不良，关节骨痛，腰腿痛，头痛神疲等。	全国独家品种、OTC乙类产品

来源：新疆维药官网，国金证券研究所

葛店人福：高端原辅料业务持续拓展，国际化布局稳步推进

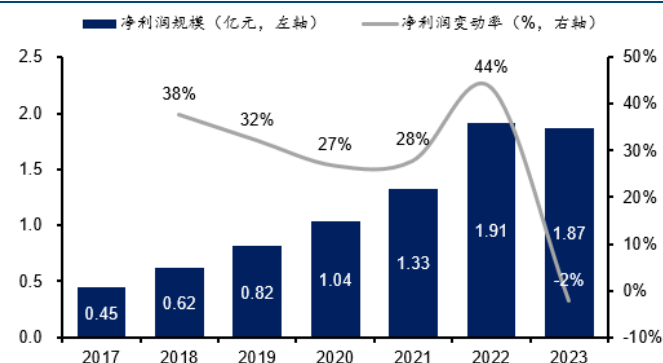
葛店人福（公司持有其 81.07%股权）专业从事甾体激素类中间体、原料药、制剂等产品的研发、生产与销售。该公司主要产品为（复方）米非司酮片（全国独家品种）、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊等药品，以及黄体酮、非那雄胺、醋酸环丙孕酮、布地奈德、奥卡西平、去氢表雄酮、度他雄胺等原料药及中间体。葛店人福米非司酮系列制剂、黄体酮原料药等甾体激素类药物的市场占有率位居行业前列，并持续拓展高端原辅料业务。另外葛店人福原料药国际化布局稳步推进，米非司酮、度他雄胺等产品在韩国、印度、巴西等国家注册，左炔诺孕酮获得欧洲药典适用性证书。2023 年公司实现收入 11.94 亿元，同比增长 17.57%，净利润 1.87 亿元。

图表42：葛店人福收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表43：葛店人福净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所



创新加码：研发创新培育长期竞争力，下肢缺血性疾病迎重磅单品

在研管线丰富，储备多达 30 个一类新药

在成熟产品提供稳定现金流的基础上，公司坚持自主创新研发，提前布局未来新增长点。截至 2023 年末，公司已在武汉、宜昌、新泽西、圣路易斯等地设立研发中心，其中医药研发人员 1857 人，共有在研项目 500 多个，一类新药 30 多个，主要围绕在麻醉药、其他神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔民族药、皮肤外用、呼吸系统用药等领域全面布局创新药及高端仿制药。

图表 44：公司主要研发项目

研发项目	药品名称	注册分类	适应症	研发(注册)阶段
重组质粒-肝细胞生长因子注射液(即 PUDK-HGF)	PUDK-HGF	生物制品 1 类	严重下肢缺血性疾病导致的肢体静息痛和/或缺血性溃疡	进行 III 期临床试验
注射用苯磺酸瑞马唑仑新增适应症	注射用苯磺酸瑞马唑仑	化药 1 类	用于重症监护(ICU)期间镇静	进行 III 期临床试验
HWH340 片及原料药(即 PARP 抑制剂)	PARP 抑制剂	化药 1 类	用于 BRCA 突变或缺失以及 PARP 酶过度表达的恶性实体瘤(如卵巢癌、乳腺癌、肺癌等)的单独用药或与放化疗联合治疗	进行 II 期临床试验
HWH486 胶囊及原料药(即 BTK 抑制剂)	BTK 抑制剂	化药 1 类	用于慢性自发性荨麻疹	进行 II 期临床试验
HW021199 片及原料药	HW021199 片	化药 1 类	用于特发性肺纤维化的治疗	进行 II 期临床试验
RFUS-144 原料及制剂	RFUS-144 注射液	化药 1 类	用于治疗疼痛和瘙痒	进行 II 期临床试验
白热斯丸	白热斯丸	中药 1 类	用于稳定期白癜风的治疗	进行 II 期临床试验
复方萆薢颗粒	复方萆薢颗粒	中药 1 类	用于痛风非急性期高尿酸血症湿浊瘀阻证	进行 II 期临床试验
LL-50 制剂及原料药	LL-50 注射液	化药 1 类	用于外科手术麻醉和急性疼痛控制	进行 I 期临床试验
HW060015 胶囊及原料药	HW060015 胶囊	化药 1 类	用于晚期实体瘤患者	进行 I 期临床试验
HW091077 片及原料药	HW091077 片	化药 1 类	用于难治性慢性咳嗽患者	进行 I 期临床试验
YJJS-71 制剂及原料药	YJJS-71	化药 1 类	新型骨骼肌松弛药物	临床前研究中
注射用 RF16001	注射用 RF16001	化药 2 类	用于术后镇痛	进行 II 期临床试验
舒芬太尼透皮贴剂	舒芬太尼透皮贴剂	化药 2 类	用于治疗中度到重度慢性疼痛	进行 II 期临床试验
氯酚羟考酮缓释片	氯酚羟考酮缓释片	化药 2 类	用于中至重度神经疼痛镇痛	进行 I 期临床试验
盐酸他喷他多制剂及原料药	盐酸他喷他多制剂	化药 3 类	用于缓解 18 岁及以上成人患者的中至重度疼痛；用于需长期使用阿片类药物治疗的疼痛	片剂：申报生产审评中；缓释片：进行生物等效性试验
枸橼酸芬太尼口腔贴片	枸橼酸芬太尼口腔贴片	化药 3 类	用于治疗持续使用阿片类药物的癌性疼痛患者的爆发性疼痛	进行 III 期临床试验
溴甲纳曲酮制剂及原料药	溴甲纳曲酮制剂	化药 3 类	用于治疗成人慢性非癌性疼痛患者阿片类药物引起的便秘(OIC)	进行生物等效性试验

来源：公司公告，国金证券研究所

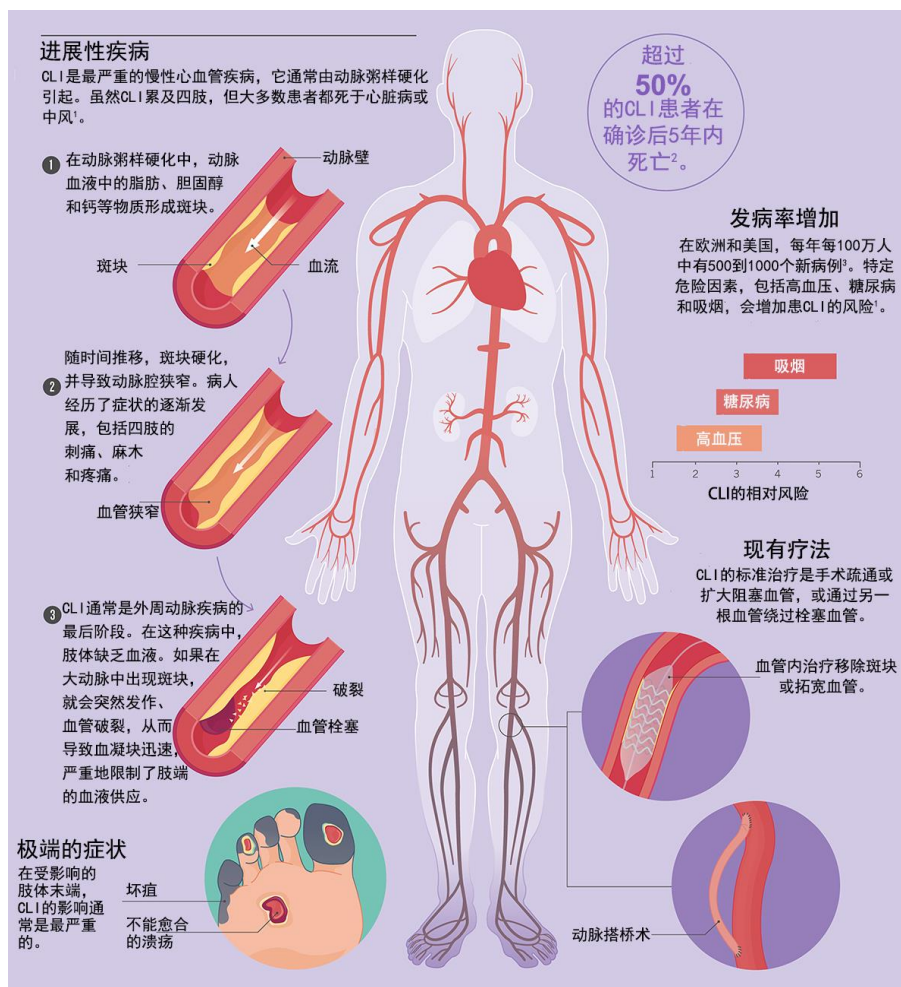
下肢缺血性疾病存在较大未满足需求，重组质粒-肝细胞生长因子具备先发优势

由公司子公司光谷人福（截至 2023 年末，公司直接持股 38%、间接持股 2%）参与研发的 1 类生物新药重组质粒-肝细胞生长因子注射液能有效促进血管生成，其适应症为：用于严重下肢缺血性疾病导致的肢体静息痛和/或缺血性溃疡，2017 年该药获得国家食品药品监督管理局批准进入 III 期临床。

- PUDK-HGF 是以表达质粒为载体、肝细胞生长因子为治疗基因的一种生物制品，该药属于基因治疗。基因治疗（Gene therapy）是指将外源（正常或野生型）基因导入靶细胞，以纠正或补充因基因缺陷和异常所引起的疾病，从而达到治疗疾病目的的技术方法。狭义上是指采用具有正常功能的基因置换或增补患者体内具有缺陷的基因，从而实现疾病治疗的目的；广义上是指将某些遗传物质转移至患者体内，使其在体内表达，从而达到疾病治疗的目的的新技术方法。
- 目前布局重组质粒-肝细胞生长因子的企业除了公司，主要还有诺思兰德开发的重组人肝细胞生长因子裸质粒注射液，该药也目前处于 III 期临床，主要用于治疗下肢缺血性疾病（缺血性溃疡和静息痛）。
- 在外周动脉疾病（Peripheral artery diseases, PAD）中，下肢缺血性疾病在临床上最为常见，是由各种原因导致的下肢动脉狭窄或闭塞、血流灌注不足，从而导致下肢间歇性跛行、疼痛、溃疡或坏疽等缺血表现的一类疾病。严重下肢缺血性疾病（CLI）是下肢 PAD 进展至最为严重的缺血阶段，在临床症状上主要以腿部和脚部静息痛、溃疡及坏疽为主，随疾病的进展，感染、溃疡和坏疽逐渐恶化，严重者需要进行截肢，给患者和社会造成极大的负担。



图表45：严重下肢缺血性疾病



来源：Nature, LifeOmic, 国金证券研究所

致病因：传统的心血管风险因素（如吸烟、高血压、糖尿病和血脂异常等）和人口老龄化是全球 PAD 患病的驱动因素，PAD 具体可以分为三类：①动脉硬化闭塞症（ASO），动脉硬化造成的下肢供血动脉内膜增厚、管腔狭窄以及闭塞，肢体血液供应不足；②糖尿病性下肢缺血（DAO），糖尿病患者同时合并下肢动脉闭塞，但由于血管钙化严重及侧枝血管形成较差，症状与体征可能更严重；③血栓闭塞性脉管炎（TAO），慢性、非动脉粥样硬化性、节段性、闭塞性、炎性的血管疾病。

患病率：据中国疾病预防控制中心数据显示，中国≥35 岁人群外周动脉疾病患病率为 6.6%，按后者估算，全国约有 4530 万外周动脉疾病患者，我国外周动脉疾病患者人数众多。据 Nature 数据显示：在欧洲和美国，每年每 100 万人中有 500-1000 例 CLI 新病例，即发病率约为 0.05%-0.10%，其中约 50% 的患者在确诊五年之后死亡。未来随着，我国老龄化以及心血管疾病的高发，严重下肢缺血性疾病的患病率还有进一步升高趋势。

治疗手段：据《下肢动脉硬化闭塞症诊治指南》显示，针对严重下肢缺血性疾病的的治疗方式主要有三种，分别为药物治疗、腔内治疗和手术治疗。虽然外科手术能够很好治疗部分患者，但是依旧有部分患者（多达 30% 的 CLI 患者）无法接受外科治疗，要么是因为受影响的血管被严重钙化，要么是患者有其它疾病不能接受外科手术。但现有针对 CLI 的治疗的传统药物均为缓解疾病症状、减缓疾病进展，而尚无针对 CLI 疾病病因的治疗药物。

据诺思兰德招股说明书显示，《外周动脉疾病管理跨大西洋学会间共识（TASC II）》中预测，CLI 患者首次接受治疗中，约有 50% 为外科血管重建，25% 为单纯药物保守治疗，25% 为直接进行截肢；而接受现有的这些治疗 1 年后的愈后情况不尽理想，CLI 治愈患者比例仅为 25%，CLI 持续进展比例为 20%，截肢比例为 30%。



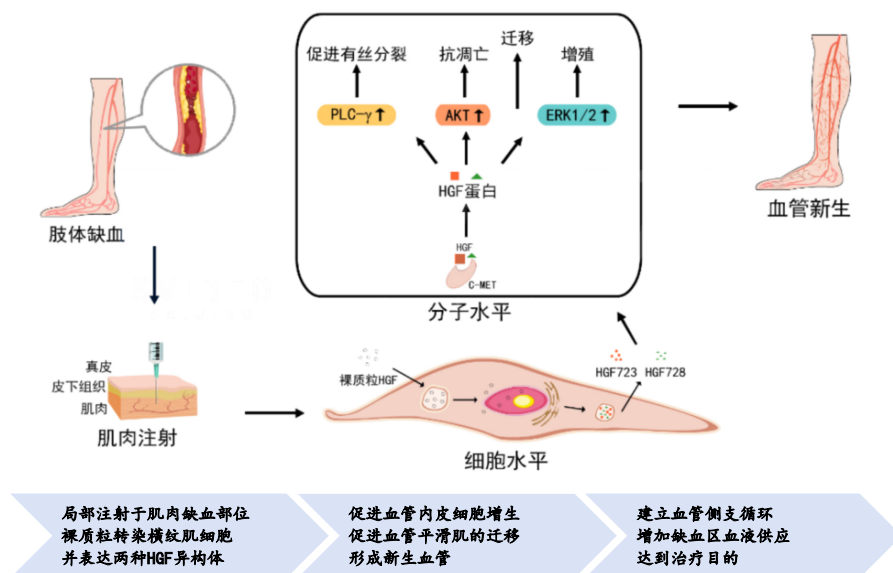
图表46：严重下肢缺血性疾病治疗手段

治疗方式	具体治疗手段	备注
药物治疗	抗血小板药物(阿司匹林、氯吡格雷和西洛他唑等)可以预防心血管及其他部位动脉硬化闭塞症的进展。	以缓解静息痛、促进溃疡愈合，和辅助截肢为目的。
	前列腺素类药物(如前列地尔注射液或贝前列素钠)可以有效减轻静息痛、促进溃疡愈合，其中伊洛前列素可有效降低截肢率。	
血运重建	从乙酰氨基酚等非甾体类抗炎药开始到阿片类药物，实现患者止痛。	创伤小、并发症发生率低以及近期疗效好，但远期通畅率较低。
	经皮球囊扩张成形术(PTA)、支架植入、斑块切除术、激光成形术、切割球囊、药物球囊、冷冻球囊以及用药物溶栓治疗或血栓切除等。	
手术治疗	选择重建血管或者截肢手术。	开放性旁路手术。

来源：下肢动脉硬化闭塞症诊治指南，国金证券研究所

- 在缺血部位的局部肌肉注射重组质粒-肝细胞生长因子，质粒转染横纹肌细胞并持续表达和分泌具有血管生长作用的肝细胞生长因子 HGF 蛋白，促进新生血管再生，在缺血部位形成侧支循环，建立“分子搭桥”机制，增加缺血部位的血流供应，以达到治疗缺血性疾病的目的，预计该药能够给相关患者带来更多治疗希望。

图表47：重组质粒-肝细胞生长因子作用机制



来源：诺思兰德招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

假设 1：宜昌人福，一方面其麻醉产品受政策壁垒保护、竞争格局稳定，另一方面麻醉产品需求受手术量支撑、呈现一定程度的刚需特征。去年上半年受 ICU 和手术量恢复性增长使其麻醉收入形成高基数态势，但去年下半年手术量出现一定程度下滑。24 年预计手术量会在去年下半年基础上有一定程度的恢复。中长期来看，非手术室麻醉需求更具弹性且增长空间大，叠加宜昌人福阿芬太尼、苯磺酸瑞马唑仑以及磷丙泊酚二钠等新品逐渐放量，我们预计宜昌人福未来三年收入增速约为 18%、15%、15%。

假设 2：Epic，原先核心产品熊去氧胆酸胶囊价格波动影响完全出清，随着 Epic 通过购买获得的约 100 个美国 ANDA 文号产品陆续上市放量，多元化产品将为公司增长注入新动力。我们预计宜昌人福未来三年收入增速约为 30%、20%、18%。

假设 3：新疆维药，产品在疆内疆外市场同时发力，市场覆盖率大幅提升，我们预计新疆维药未来三年收入增速约为 15%、13%、13%。

假设 4：葛店人福，同步推进高端原辅料业务发展和制剂类产品销售，经营业绩稳步增长，我们预计葛店人福未来三年收入增速约为 3%、4%、5%。

假设 5：①销售费用，公司业务模式成熟，销售团队完善，因此整体销售费用率保持稳定



于 18.0%-19.5% 的区间；②管理费用，去年开始公司设立“成长共享奖金”激励计划，管理费用适当提升，费用率预计保持在 7.0%-7.5% 的区间；③研发费用，公司陆续平衡创新药项目和高端仿制药项目，我们预计研发费用率将保持在 6%-7% 的区间。

假设 6：随着公司高毛利的麻醉产品收入占比持续提升，以及其他业务板块制造工艺的持续优化，我们预计公司毛利率将逐年稳步提升，24-26 年毛利率有望达 46.9%/47.8%/48.5%。

图表 48：各子公司收入与利润情况

主要子公司	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
宜昌人福	收入（亿元）	25.60	31.41	40.06	48.16	60.73	70.10	80.60	93.45	106.70
	收入增速（%）		22.7%	27.5%	20.2%	26.1%	15.4%	15.0%	15.9%	14.2%
	净利润（亿元）	6.23	8.01	11.00	15.77	18.60	20.78	24.29	28.66	32.93
	净利润增速（%）		28.6%	37.3%	43.4%	17.9%	11.7%	16.9%	18.0%	14.9%
葛店人福	收入（亿元）	4.23	5.10	6.03	6.58	7.64	10.16	11.94	12.30	12.79
	收入增速（%）		20.6%	18.2%	9.1%	16.1%	33.0%	17.5%	3.0%	4.0%
	净利润（亿元）	0.45	0.62	0.82	1.04	1.33	1.91	1.87	2.00	2.16
	净利润增速（%）		37.8%	32.3%	26.8%	27.9%	43.6%	-2.1%	7.2%	8.0%
武汉人福	收入（亿元）	4.17	6.69	5.91	4.77	6.61	6.28	6.89	4.82	5.06
	收入增速（%）		60.4%	-11.7%	-19.3%	38.6%	-5.0%	9.7%	-30.0%	5.0%
	净利润（亿元）	0.54	0.76	0.81	0.67	0.67	1.00	1.45	0.73	0.77
	净利润增速（%）		40.7%	6.6%	-17.3%	0.0%	49.3%	45.0%	-50.0%	6.0%
Epic	收入（亿元）	7.74	4.51	8.41	8.58	9.28	8.75	10.58	13.75	16.50
	收入增速（%）		-41.7%	86.5%	2.0%	8.2%	-5.7%	20.9%	30.0%	20.0%
	净利润（亿元）	2.11	-3.10	0.17	0.87	1.05	0.80	1.15	1.84	2.48
	净利润增速（%）		-246.9%	105.5%	411.8%	20.7%	-23.8%	43.8%	60.0%	35.0%
新疆维药	收入（亿元）	3.72	4.30	5.32	5.89	6.38	7.31	10.00	11.50	13.00
	收入增速（%）		15.6%	23.7%	10.7%	8.3%	14.6%	36.8%	15.0%	13.0%
	净利润（亿元）	0.39	0.58	0.61	0.90	0.82	0.99	1.13	1.28	1.43
	净利润增速（%）		48.7%	5.2%	47.5%	-8.9%	20.7%	14.1%	13.0%	12.0%
三峡制药	收入（亿元）					3.50	4.10	3.72	4.13	4.50
	收入增速（%）						17.1%	-9.3%	11.0%	9.0%
	净利润（亿元）					-1.60	-1.50	-0.62	-0.25	0.24
	净利润增速（%）						6.3%	58.7%	59.7%	196.0%
湖北人福	收入（亿元）	46.81	55.56	63.51	65.37	77.61	82.17	85.63	88.20	91.29
	收入增速（%）		18.7%	14.3%	2.9%	18.7%	5.9%	4.2%	3.0%	3.5%
	净利润（亿元）	0.94	1.24	1.15	1.29	1.04	1.17	0.93	0.98	1.06
	净利润增速（%）		31.9%	-7.3%	12.2%	-19.4%	12.5%	-20.5%	5.5%	8.0%
北京医疗	收入（亿元）	11.57	13.35	13.07	10.55	14.51	15.04	17.33	19.93	21.92
	收入增速（%）		15.4%	-2.1%	-19.3%	37.5%	3.7%	15.2%	15.0%	10.0%
	净利润（亿元）	2.31	2.42	2.05	1.12	1.35	1.14	1.39	1.25	1.31
	净利润增速（%）		4.8%	-15.3%	-45.4%	20.5%	-15.6%	21.9%	-10.0%	5.0%

来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

投资建议及估值

我们认为麻醉板块营收将是公司增长亮点，尤其是手术室外麻醉弹性放量带来较高增长空间。公司其他板块营收也将迎来不同程度的复苏与增长。参考精麻行业可比公司平均 PE 值，给予公司 2024 年 17XPE，目标价 24.14 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49：可比公司估值比较（截至 2024 年 7 月 31 日）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600519.SH	恩华药业	26.39	0.89	1.03	1.22	1.47	1.77	27.46	26.35	21.70	18.05	14.97
688513.SH	苑东生物	32.01	2.05	1.89	2.28	2.82	3.40	29.64	33.80	20.00	16.13	13.26
600420.SH	国药现代	12.53	0.54	0.52	0.80	0.93	1.08	14.89	18.98	13.73	11.79	9.61
平均值								24.00	26.38	18.48	15.32	12.61
600079.SH	人福医药	20.10	1.52	1.31	1.42	1.63	1.87	15.70	19.01	14.12	12.30	10.74

来源：iFinD，国金证券研究所

风险提示

大股东减持风险。公司于 2024 年 7 月 27 日发布公告，公司董事长李杰因 2020 年发行股



份购买资产形成纳税义务，存在缴纳个人所得税的资金需求，计划自披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内，将减持占公司总股本 0.74% 的股票。

手术室外麻醉推广不及预期。目前手术室外麻醉渗透率并不高，一方面受制于专业麻醉医生数量，另一方也受制于患者的意识尚未充分转变，可能导致手术室外麻醉推广可能不及预期。

新药放量不及预期。目前众多麻醉用药上市时间较早，因此麻醉医生对这类麻醉药形成了固定使用习惯，这对麻醉新药的推广形成了一定的难度。

归核进度不及预期。近些年公司持续推进归核战略，将部分非核心业务剥离，目前依旧存在部分非核心资产有待处置。若相关归核战略进度不及预期将对公司的资产负债结构、利息费用和利润都造成压力。

不当使用和医疗事故风险。未来随着管制类麻醉药品的应用场景拓宽，如若出现不当使用事件，将导致部分麻醉药物的使用限制更加严格。

股东经营管理风险。公司控股股东武汉当代科技直接持有公司 23.69% 的股份，目前武汉当代科技正处于债务纠纷之中，且其持有的公司全部股份均处于质押及冻结状态。

附录

截至 2024 年第二季度末，公司控股股东武汉当代科技直接持有公司 23.69% 的股份，其中武汉当代科技实控人为艾路明。武汉当代科技自 2022 年 3 月开始因融资融券业务违约被强制平仓和借款合同纠纷被法院强制执行发生而被动减持公司股份，前后操作共计四次，累计被动减持公司股份 6.01%。目前武汉科技剩余 23.69% 的公司股份全部处于质押及冻结状态。

图表 50：公司股东武汉当代科技的四次被动减持情况

变动期间	股份性质	变动方式	减持比例	减持后股权占比
2022年3月29日至2022年4月12日	无限售流通股	大宗交易/ 集中竞价	1.32%	28.39%
2022年4月13日至2023年6月30日			1.01%	27.38%
2023年6月30日至2023年7月4日			0.03%	27.35%
2024年1月11日至2024年1月12日	无限售流通股/ 限售流通股	司法拍卖	3.66%	23.69%

来源：公司公告，国金证券研究所


图表51：2017-2023 年公司主要处置的非核心资产

时间	子公司名称	股权处置价款 (百万元)	股权处置 比例 (%)	主营
2017	成都昌华科技有限责任公司	3.69	100.00	生产：医疗器械第一类、第二类；灭菌加工；药物研发及技术转让
	北京人福军威医药技术开发有限公司	10.68	100.00	信息咨询、劳务服务
	武汉中原瑞德生物制品有限责任公司	2364.27	80.00	生物制品、血液制品的研发、制造、销售
	绿之源健康产业（湖北）有限公司	0.10	100.00	医药产品的研发及技术服务
	宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司	350.00	100.00	氨基酸系列产品、饲料添加剂系列产品生产、销售；房屋租赁服务；物业管理服
	建德市医药药材有限公司	245.00	70.00	中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素制剂的批发
	临安市中医医疗集团管理有限公司	106.10	70.00	对医药、医疗机构、健康产业投资
	武汉人福长江医药投资有限公司	310.00	100.00	对医药行业的投资
2018	武汉睿成股权投资管理有限公司	1.60	32.00	项目投资；管理或受托管理股权类投资并从事相关咨询服务业务
	武汉人福亿生健康管理有限公司	15.97	76.67	健康咨询
	黄石大冶有色医院管理有限公司	147.60	68.78	提供有关医院经营管理的咨询和技术服务；对医药、医疗机构投资；健康咨询
	武汉宏昇生殖健康中医医院有限公司	4.20	100.00	中医（内、妇科）、内科、妇科、医学检验科、医学影像科
	武汉德丰永润实业有限公司	1.30	100.00	茶具生产和加工，卫生用品、医疗器械二类（避孕套）的批发兼零售
2019	河南人福医药有限公司	145.00	100.00	药品销售
	北京瑞洪成医疗科技有限公司	2.00	100.00	技术推广服务；销售医疗器械、电子产品、计算机软件及辅助设备；医疗器械租
	Eliteam Health SA	6.16	100.00	咨询服务
	北京玛诺生物制药股份有限公司	47.22	33.00	生产体外诊断试剂
	武汉珂美立德生物医药有限公司	189.18	100.00	医疗器械的研发；相关产品的技术开发、技术转让及服务
2020	武汉人福乐雅口腔门诊部有限公司	1.10	100.00	口腔科、医学检验科、医学影像科（X线诊断专业）；企业管理咨询服务；健康
				管理咨询服务（不含诊疗）
	湖北人福药用辅料股份有限公司	4.87	51.00	空心胶囊的生产、销售
	武汉人福健康护理产业有限公司	5.50	51.00	医药产品研究与研究、销售
	湖北人福殷瑞佳医药有限公司	11.00	55.00	医药技术开发、医药新产品的研发及技术咨询、药品批发
	湖北人福新文星医药有限公司	16.50	55.00	医药产品研发；中成药、中药材、中药饮片、化学原料药、化学药制剂、抗生素
				制剂、抗生素原料药、生化药品、生物制品（含冷藏冷冻药品）批发
	四川人福医药有限公司	344.81	70.00	销售：生化药品、生物制品（不含预防性生物制品）、化学原料药、中成药、化
				学药制剂、抗生素制剂
	湖北福鑫科创信息技术有限公司	16.78	80.00	医疗系统的研发与销售；网络工程与网络设备的销售
2021	武汉贝乐美口腔有限责任公司	0.71	46.90	口腔科；医学影像科（X线诊断专业）
	武汉科福新药有限责任	10.81	41.05	医药新产品、新技术的研发、技术咨询、技术转让；一类医疗器械、医药中间体
				（不含危险品）、化工产品（不含危险品）的研发及销售
	Lifestyles Healthcare Pte. Ltd.	1315.64	40.00	安全套等两性健康用品生产销售
	郑州博赛生物技术股份有限公司	5.86	68.24	I类、III类医疗器械的生产；II类医疗器械、化工产品的销售；从事货物和技术进
2022				出口业务
	武汉好医家科技有限公司	0.00	60.00	计算机软硬件的技术开发、技术转让、技术服务、批发兼零售；弱电工程的设计
	武汉珈鸣智能科技发展有限公司	35.00	100.00	、安装；综合网络布线；信息系统集成服务；健康咨询（不含诊疗）
	北京德诚堂中医门诊部有限公司	0.60	80.00	计算机信息技术、电子产品、机械设备的开发、技术咨询、技术服务
2023				医学检验科；临床体液、血液专业/中医科；皮肤科专业；肛肠科专业；针灸科
				专业；销售化妆品、日用品
	杭州福斯特药业有限公司	150.00	70.00	开发、研究、生产、销售；医药中间体产品，原料药
	素问中医门诊部（武汉）有限责任公司	1.20	60.00	门诊部服务
2023	河南百年康鑫药业有限公司	135.67	100.00	中药制剂、中成药、西药制剂的生产与销售
	人福十堰普博医疗器械有限公司	6.00	60.00	医疗器械销售、安装、维修及技术服务
	宜昌妇幼医院管理有限公司	367.17	66.00	提供有关医院经营管理的咨询和技术服务；对医药、医疗机构投资
	武汉睿成创业投资管理有限公司	2.04	17.50	项目投资；管理或受托管理股权类投资并从事相关咨询服务业务

来源：公司公告，国金证券研究所

资料截至：2023 年 12 月 30 日


图表52：公司子公司情况（一）

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例(%)	
				直接	间接
1	宜昌三峡制药有限公司	中国湖北	药品、食品添加剂生产、研究；经营进出口业务	100.00	
2	宜昌弘宜生化科技有限公司	中国湖北	兽药、兽药原料及饲料添加剂的研发、销售及进出口		100.00
3	宜昌三峡欣美药业有限公司	中国湖北	原料药、兽药原料及兽用制剂、饲料、饲料添加剂、食品添加剂、生物制品、氨基酸系列产品、药品、化工原料、试剂及产品（不含危险爆炸化学品及国家限制经营的品种）、中药材的研发及销售		100.00
4	三峡制药（湖北宜昌猇亭）有限公司	中国湖北	药品生产、兽药生产、药品委托生产、饲料添加剂生产、药品批发、药品零售、药品进出口、兽药经营、药品互联网信息服务		100.00
5	宜昌人福药业有限责任公司	中国湖北	医药制造销售	80.00	
6	宜昌市文泰医药科技有限公司	中国湖北	货物进出口贸易、技术进出口贸易、代理进出口贸易		100.00
7	Humanwell Pharmaceutical US, Inc.	美国	药品研发		100.00
8	宜昌人福特医食品有限公司	中国湖北	特殊医学用途配方食品和医用营养品研发、生产、销售		100.00
9	宜昌天仁药业有限责任公司	中国湖北	原料药制造、销售；化工产品销售；经营和代理各类商品及技术的进出口业务；经营进料加工和“三来一补”业务		62.39
10	武汉海曼威尔医药咨询有限责任公司	中国湖北	医药科技的技术开发		100.00
11	宜昌人福医疗器械有限责任公司	中国湖北	医疗器械、生物制品、医疗设备的销售		60.00
12	宜昌瑞臻医药科技有限公司	中国湖北	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广等		100.00
13	宜昌振中医药科技有限公司	中国湖北	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广、会议及展览服务等		100.00
14	武汉利柏药业有限责任公司	中国湖北	药品、食品、保健食品销售，医疗器械生产和经营		100.00
15	人福美信贸易（湖北）有限公司	中国湖北	药品进出口；进出口代理；货物进出口；技术进出口；第三类医疗器械经营		100.00
16	宜昌天睿生物医药有限责任公司	中国湖北	药品委托生产、药品生产、检验检测服务、药品进出口		100.00
17	海南天振生物科技有限责任公司	中国海南	药品进出口		100.00
18	北京赛斯维德生物科技有限公司	中国北京	医疗器械租赁；医疗器械销售；医疗器械生产；		100.00
19	武汉人福药业有限责任公司	中国湖北	医药制造销售	98.33	1.67
20	江苏尤里卡生物科技有限公司	中国江苏	医药中间体(不含危险品)的研制、生产和销售；苗木种植及销售		89.00
21	河南省尤里卡生物科技有限公司	中国河南	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广等		60.00
22	湖北葛店人福药业有限责任公司	中国湖北	医药制造销售	81.07	
23	武汉人福医疗器械有限责任公司	中国湖北	II类、III类医疗器械批发、零售；销售本企业生产所需原辅材料、仪器仪表、机械设备等		100.00
24	武汉九瑞人福药业有限责任公司	中国湖北	药品开发及技术研究，医药中间体及化工产品的生产及销售		100.00
25	湖北人福华溪医药化工有限责任公司	中国湖北	医药中间体及化工产品的生产和销售		95.00
26	湖北竹溪人福药业有限责任公司	中国湖北	原料药、医药中间体及化工产品、植物提取物的生产和销售		100.00
27	湖北佐伊医药工贸有限公司	中国湖北	生物工程、中药材、医药辅料、医疗器械、医药原材料、保健品的研发及技术服务		100.00
28	武汉九瑞医药有限责任公司	中国湖北	销售生物工程、中药材、中药制剂、植物药及原料、医用辅料，进出口业务		100.00
29	湖北葛店人福药用辅料有限责任公司	中国湖北	经营本企业生产所需要的原辅材料、化学仪器仪表、机械设备等	40.00	40.00
30	湖北葛店人福药用辅料贸易有限责任公司	中国湖北	生产、销售药用辅料		100.00
31	黄冈人福药业有限责任公司	中国湖北	药品生产与销售；药品的开发及技术研究		100.00
32	武汉康乐药业股份有限公司	中国湖北	中成药品、滋补保健药品、药酒及西药制剂制造	99.77	0.23
33	新疆维吾尔药业有限责任公司	中国新疆	医药制造销售	73.25	
34	新疆西帕中药材有限公司	中国新疆	药品生产、委托生产、批发、零售、互联网信息服务、主要农作物种子生产、经营、食用菌菌种生产、食用菌菌种经营、林木种子生产经营、草种生产经营、食用菌菌种质量检验、转基因农作物种子生产		51.00
35	海南西帕生物科技有限公司	中国海南	药品进出口		100.00
36	西帕大药房（湖北）有限公司	中国湖北	药品零售及批发		100.00
37	乌鲁木齐拉依姆别克生物技术有限公司	中国新疆	实验室设备，无尘室设备，过滤器材的销售；生物技术研究		100.00
38	XINJIANG SHIFOARM	乌兹别克斯坦共和国	生产和批发/零售药品；进出口业务、经纪业务、中介服务和代理服务		51.00
39	人福普克药业（武汉）有限公司	中国湖北	生物工程、中药制剂、医药原材料、医疗器械的研发及技术服务	100.00	
40	人福普克药业（海南）有限公司	中国海南	药品进出口		100.00
41	Puracap Pharmaceutical LLC	美国	药品销售	100.00	
42	恩施天瀚生物科技有限公司	中国湖北	生物药品的研究与开发		100.00
43	湖北人福成田药业有限公司	中国湖北	散剂、原料药及医药中间体的生产、销售		100.00
44	武汉人福益民医药有限公司	中国湖北	医药销售	85.00	
45	武汉人福医药有限公司	中国湖北	生物与医药产品研究、开发、销售	100.00	
46	湖北人福诊断技术有限公司	中国湖北	医学诊断技术的研发、技术咨询、技术服务		100.00
47	湖北人福医药集团有限公司	中国湖北	药品销售		100.00
48	人福医药宜昌有限公司	中国湖北	药品、医疗器械批发；农产品收购、销售		80.00
49	人福展康（宜昌）医疗器械有限公司	中国湖北	医疗器械批发		55.00
50	人福医药钟祥有限公司	中国湖北	中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素制剂的批发		70.00
51	钟祥市净林医疗服务有限公司	中国湖北	医疗后勤服务		100.00
52	人福医药十堰有限公司	中国湖北	中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素制剂的批发		51.00
53	人福医药恩施有限公司	中国湖北	药品销售		51.00
54	人福欣仪医学检验恩施有限公司	中国湖北	临床化学检验；细胞分子遗传检验；农副产品质谱检验		100.00
55	人福医药襄阳有限公司	中国湖北	药品销售		63.00

来源：公司公告，国金证券研究所

资料截至：2023年12月30日



图表53：公司子公司情况（二）

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例(%)	
				直接	间接
56	人福医药荆州有限公司	中国湖北	药品销售		55.00
57	人福医药黄石有限公司	中国湖北	批发中药材、中药饮片、中成药；销售医疗器械		55.00
58	湖北人福桦升国际贸易有限公司	中国湖北	自营和代理货物及技术进出口		55.00
59	湖北人福医疗科技有限公司	中国湖北	III类医疗器械批发；I、II类医疗器械批发兼零售；医疗器械的技术咨询、技术服务		100.00
60	湖北人福医药贸易有限公司	中国湖北	II、III类医疗器械的批发；药品批发		55.00
61	湖北人福长江医药有限公司	中国湖北	中成药、中药饮片、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品、III类医疗器械批发；I、II类医疗器械批发兼零售		55.00
62	武汉人福医疗管理有限公司	中国湖北	对医疗卫生事业、医疗项目、医药项目进行投资管理		51.00
63	湖北人福康博瑞医药有限公司	中国湖北	中成药、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品、蛋白同化制剂、肽类激素、II类、III类医疗器械的批发		51.00
64	湖北人福医疗器械有限公司	中国湖北	医疗器械的技术开发及销售		100.00
65	人福医药荆门有限公司	中国湖北	药品销售		55.00
66	人福医药大悟有限公司	中国湖北	药品、医疗器械批发		70.00
67	湖北人福欣星医药有限公司	中国湖北	中成药、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品、蛋白同化制剂、肽类激素（含冷藏冷冻药品）销售		55.00
68	人福医药孝感有限公司	中国湖北	一、二、三类医疗器械研发、销售、维修		60.00
69	人福医药咸宁有限公司	中国湖北	中药材、中成药、中药饮片、化学原料药、化学药制剂、抗生素原料药、抗生素制剂、生化药品、蛋白同化制剂、肽类激素、生物制品(含冷藏冷冻药品)、医疗器械III类批发		85.00
70	人福医药天门有限公司	中国湖北	中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品、蛋白同化制剂、肽类激素（含冷藏冷冻药品）销售		60.00
71	湖北人福医疗服务有限公司	中国湖北	被服洗涤服务；医用织物洗涤、租赁及销售；医疗用品的消毒灭菌服务；物联网技术开发；医用、日用针纺织品消毒技术研发		99.00
72	人福医疗后勤服务汉川有限公司	中国湖北	被服洗涤服务；医用织物洗涤、租赁及销售；医疗用品的消毒灭菌服务；物联网技术开发；纺织品洗涤服务；物业管理		100.00
73	湖北人福盈创医疗器械有限公司	中国湖北	III类医疗器械批发		60.00
74	人福医药随州有限公司	中国湖北	医药批发		70.00
75	湖北人福汉源医药有限公司	中国湖北	医药批发		60.00
76	湖北人福御灵医疗科技有限公司	中国湖北	药品、食品的批发兼零售及网上销售		100.00
77	人福康泰仙桃商贸有限公司	中国湖北	医疗器械一、二、三类销售；无纺布制品销售		100.00
78	武汉人福康诚医药有限公司	中国湖北	西药、中药批发		100.00
79	湖北人福诺生药业有限责任公司	中国湖北	药品销售		100.00
80	湖北人福天之久基药有限公司	中国湖北	药品、食品的批发，医疗器械销售		55.00
81	人福医药黄冈有限公司	中国湖北	销售药品及医疗器械		70.00
82	湖北人福创福医药有限公司	中国湖北	药品零售；药品互联网信息服务；食品销售；第三类医疗器械经营；食品互联网销售		60.00
83	宜昌创福大药房有限公司	中国湖北	药品零售；药品互联网信息服务；食品销售；食品互联网销售；第三类医疗器械经营；医疗器械互联网信息服务		100.00
84	宜昌爱福大药房有限公司	中国湖北	药品零售；药品互联网信息服务；食品互联网销售；食品销售；第三类医疗器械经营；医疗器械互联网信息服务		100.00
85	湖北人福药房连锁有限公司	中国湖北	药品经营、食品经营；II类、III类医疗器械的经营与销售	30.00	70.00
86	湖北鑫祥林医药有限公司	中国湖北	食品销售；药品批发；第三类医疗器械经营；药品互联网信息服务；医疗器械互联网信息服务；药品零售；食品互联网销售		55.00
87	宜昌市人福药房有限公司	中国湖北	第三类医疗器械经营；食品经营（仅销售预包装食品）；婴幼儿配方乳粉销售；保健食品销售；消毒器械销售		100.00
88	武汉人福利康药业有限公司	中国湖北	药品的研发与生产		100.00
89	上海天固投资合伙企业（有限合伙）	中国上海	实业投资、投资管理、企业管理服务投资咨询、企业管理咨询（以上咨询均除经纪）	99.95	0.05
90	武汉元全商贸有限责任公司	中国湖北	食品销售；第一类医疗器械销售；第二类医疗器械销售；机械销售；日用口罩（非医用）销售；卫生用品和一次性使用医疗用品销售；互联网销售（除销售需要许可的商品）；农副产品销售；宠物食品及用品批发；宠物食品及用品零售；；广告设计、代理；广告发布；广告制作；会议及展览服务；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）；装卸搬运；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广。		100.00
91	北京巴瑞医疗器械有限公司	中国北京	销售医疗器械	80.00	
92	北京人福医疗器械有限公司	中国北京	销售医疗用品（一类）；医疗器械租赁；技术服务		100.00
93	北京维瑞和医疗科技有限公司	中国北京	技术推广服务；技术开发；技术咨询；技术转让；发布广告；软件开发；贸易咨询		100.00
94	河北人福十方医疗器械有限公司	中国河北	I类医疗器械、II类医疗器械、III类医疗器械、消毒用品（不含易燃易爆及危险化学品）、预包装食品、家用电器、化妆品及卫生用品、体育用品及器材、计算机、软件及辅助设备批发、零售；自有住房租赁服务；文化会展服务；医疗仪器设备及器械专业修理；计算机网络技术开发、技术推广服务		51.00
95	河北库德医疗器械科技有限公司	中国河北	科技推广和应用服务		100.00
96	人福医药集团医疗用品有限公司	中国湖北	医药、医疗器械、生物技术的开发、研制、技术服务	100.00	
97	武汉天润健康产品有限公司	中国湖北	健康产品零售兼批发	100.00	
98	湖北煦润商贸有限公司	中国湖北	国内贸易		100.00
99	湖北人福网络科技有限公司	中国湖北	仓储物流		100.00
100	广州贝龙环保热力设备股份有限公司	中国广东	通用设备制造业	73.66	

来源：公司公告，国金证券研究所

资料截至：2023年12月30日


图表54：公司子公司情况（三）

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例(%)	
				直接	间接
101	十堰绿之源健康产业有限公司	中国湖北	医药产品的研发和技术服务；食品、保健食品、生物制品与饮料的研究与技术开发；医疗器械、健身器材、卫生用品的研究与技术开发；健康产业管理	100.00	
102	杭州诺嘉医疗设备有限公司	中国浙江	医疗器械批发、零售	80.00	
103	杭州加尔铁进出口有限公司	中国浙江	进出口		100.00
104	人福大成（武汉）投资管理有限公司	中国湖北	对项目的投资；管理或受托管理股权类投资并从事相关咨询服务业务	100.00	
105	武汉光谷人福生物医药创业投资基金中心（有限合伙）	中国湖北	生物与新医药相关领域和其他领域的股权投资	38.00	2.00
106	仁赋投资（上海）有限公司	中国上海	实业投资，投资管理，投资咨询；医药科技领域内的技术开发	70.00	
107	Humanwell Pharma Mali S.A.	非洲马里	药品开发、销售		100.00
108	Humanwell Pharma Tchad S.A.	非洲乍得	药品开发、销售		100.00
109	Humanwell Pharma Burkina S.A.	非洲布基纳法索	药品开发、销售		100.00
110	Humanwell Pharma Niger S.A.	非洲尼日尔共和国	药品开发、销售		100.00
111	Humanwell Pharma Afrique S.A.	非洲马里	药品及食品的研发、生产、销售及进出口业务		100.00
112	Humanwell Healthcare International Limited	爱尔兰	投资管理	100.00	
113	Humanwell Healthcare USA, LLC	美国	投资管理		100.00
114	Epic ReHoldco ,LLC	美国	房屋租赁		100.00
115	Epic Pharma ,LLC	美国	医药制造、药品研发		100.00
116	Humanwell Healthcare HongKong Company Limited	中国香港	投资管理		100.00
117	Humanwell Cgcoc Investment Company Limited	中国香港	项目投资	100.00	
118	Humanwell Pharmaceutical Ethiopia PLC	埃塞俄比亚	药品及食品的研发、生产、销售及进出口业务	10.00	90.00
119	武汉人福医疗集团有限公司	中国湖北	对医疗行业的投资与管理；医用设备的研发与生产	100.00	
120	人福钟祥医疗管理有限公司	中国湖北	医疗卫生事业投资管理，医疗项目投资管理，医院管理咨询，医疗信息咨询服务		100.00
121	喜吉包装材料（湖北）有限公司	中国湖北	化妆品包装材料、食品包装材料、药用包装材料、化工及日化产品包装材料的生产及销售		51.00
122	宜昌仁济母婴健康管理服务有限公司	中国湖北	产妇产后康复护理服务、婴儿护理（以上不含诊疗服务）；婴幼儿早教服务		55.00
123	钟祥人福中医院管理有限公司	中国湖北	提供有关医院经营管理、资讯和技术服务		65.74
124	湖北生物医药产业技术研究院有限公司	中国湖北	医药、保健食品、化妆品、兽药及中间体、新工艺的技术咨询及技术服务；非药品类标准品、对照品的自产产品销售	100.00	
125	RFSW Investment Pte.Ltd	新加坡	控股公司	100.00	
126	RFSW Holding Pte. LTD	新加坡	投资管理	100.00	
127	Humanwell Healthcare Europe Holding GmbH	德国	投资管理		100.00
128	Platin 2438. GmbH	德国	药品的研发，生产，销售		100.00
129	武汉人福创新药物研发中心有限公司	中国湖北	药物研发、技术咨询、技术服务；医学研究与试验发展	100.00	
130	北京健特瑞诚医疗科技有限公司	中国北京	技术服务、技术开发、技术咨询、技术转让、技术推广；销售医疗器械Ⅰ类、Ⅱ类、代理进出口；第三类医疗器械经营。	80.00	
131	武汉光谷人福生物医药有限公司	中国湖北	药品研究及生产；化工产品（化学危险品除外）的研发、批发兼零售及技术开发、技术转让、技术服务；对医药行业的投资	81.30	
132	金科瑞达（武汉）科技投资有限公司	中国湖北	医疗健康科技领域内的技术咨询、技术开发；企业管理咨询；药品及保健食品的研发	100.00	
133	绿之源健康产业（湖北）有限公司	中国湖北	房屋租赁；企业管理咨询		100.00
134	人福湖北食品产业有限公司	中国湖北	食品研发、生产、销售；		60.00
135	武汉泽丰长江医药投资有限公司	中国湖北	对医药行业的投资	100.00	
136	宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司	中国湖北	氨基酸系列产品、饲料添加剂系列产品生产、销售；房屋租赁服务；物业管理服务		100.00
137	北京海泰联合医药科技发展有限公司	中国北京	研究、开发医药技术；医药技术转让、医药技术服务、医药技术咨询		100.00
138	天津海泰医药科技发展有限公司	中国天津	研究、开发医药技术；医药技术转让、医药技术服务、医药技术咨询		100.00
139	武汉爱博企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	中国湖北	企业管理咨询		69.20
140	智盈新成（武汉）股权投资管理有限公司	中国湖北	管理或受托管理股权类投资并从事相关咨询服务业务	49.00	
141	武汉光谷人福鑫成生物医药产业投资基金中心（有限合伙）	中国湖北	非证券类股权投资活动及相关的咨询服务业务		51.00
142	湖北朗德医疗科技有限公司	中国湖北	医疗器械生产、销售；生物化工产品技术研发；专用化学产品制造、销售		45.00
143	朗德医疗科技（武汉）有限责任公司	中国湖北	医疗器械、生物制品、医疗设备的技术开发		100.00

来源：公司公告，国金证券研究所

资料截至：2023 年 12 月 30 日


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	20,549	22,338	24,525	26,531	28,776	31,200
增长率		8.7%	9.8%	8.2%	8.5%	8.4%
主营业务成本	-11,765	-12,615	-13,291	-14,088	-15,021	-16,068
%销售收入	57.3%	56.5%	54.2%	53.1%	52.2%	51.5%
毛利	8,784	9,723	11,234	12,443	13,755	15,132
%销售收入	42.7%	43.5%	45.8%	46.9%	47.8%	48.5%
营业税金及附加	-225	-206	-192	-212	-230	-250
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-4,007	-4,275	-4,398	-4,829	-5,352	-5,928
%销售收入	19.5%	19.1%	17.9%	18.2%	18.6%	19.0%
管理费用	-1,321	-1,552	-1,770	-1,947	-2,118	-2,296
%销售收入	6.4%	6.9%	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%
研发费用	-810	-967	-1,462	-1,539	-1,784	-1,966
%销售收入	3.9%	4.3%	6.0%	5.8%	6.2%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	2,422	2,723	3,412	3,916	4,270	4,692
%销售收入	11.8%	12.2%	13.9%	14.8%	14.8%	15.0%
财务费用	-623	-237	-305	-314	-330	-327
%销售收入	3.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-140	2	-209	-10	-15	-10
公允价值变动收益	8	43	137	20	30	20
投资收益	306	836	207	80	150	200
%税前利润	14.1%	24.4%	6.1%	2.2%	3.7%	4.4%
营业利润	2,249	3,516	3,447	3,691	4,111	4,585
营业利润率	10.9%	15.7%	14.1%	13.9%	14.3%	14.7%
营业外收支	-76	-90	-63	-60	-60	-60
税前利润	2,173	3,426	3,384	3,631	4,051	4,525
利润率	10.6%	15.3%	13.8%	13.7%	14.1%	14.5%
所得税	-355	-355	-569	-617	-689	-769
所得税率	16.3%	10.4%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	1,818	3,071	2,815	3,014	3,362	3,756
少数股东损益	501	587	681	690	695	700
归属于母公司的净利润	1,317	2,484	2,134	2,324	2,667	3,056
净利率	6.4%	11.1%	8.7%	8.8%	9.3%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,818	3,071	2,815	3,014	3,362	3,756
少数股东损益	501	587	681	690	695	700
非现金支出	835	761	1,034	964	1,157	1,362
非经营收益	241	-372	-11	287	222	181
营运资金变动	-716	-1,019	-1,871	-1,551	-982	-1,232
经营活动现金净流	2,179	2,441	1,967	2,713	3,758	4,067
资本开支	-1,619	-3,016	-1,913	-2,099	-2,016	-2,971
投资	221	3,737	595	45	40	20
其他	-23	505	93	40	130	180
投资活动现金净流	-1,420	1,227	-1,225	-2,014	-1,846	-2,771
股权募资	990	24	8	3	0	0
债权募资	-699	-1,021	-669	1,401	-196	445
其他	-1,206	-3,247	-1,445	-1,306	-1,326	-1,329
筹资活动现金净流	-914	-4,245	-2,106	98	-1,522	-884
现金净流量	-180	-529	-1,347	797	390	412

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,166	5,176	4,105	4,902	5,292	5,704
应收款项	8,087	8,698	10,063	11,242	12,292	13,447
存货	3,127	3,421	3,619	3,783	4,115	4,490
其他流动资产	1,770	2,133	1,848	1,849	2,013	2,168
流动资产	18,149	19,428	19,635	21,775	23,713	25,809
%总资产	51.3%	53.9%	54.2%	55.3%	56.3%	56.4%
长期投资	6,086	3,109	2,036	2,021	1,986	1,966
固定资产	6,809	8,033	10,426	11,363	12,019	13,374
%总资产	19.2%	22.3%	28.8%	28.8%	28.5%	29.2%
无形资产	3,783	3,764	3,567	3,711	3,856	4,044
非流动资产	17,256	16,595	16,569	17,636	18,420	19,968
%总资产	48.7%	46.1%	45.8%	44.7%	43.7%	43.6%
资产总计	35,406	36,023	36,204	39,411	42,133	45,777
短期借款	9,629	8,344	7,616	8,901	8,673	9,056
应付款项	4,558	5,239	4,393	4,216	4,708	5,052
其他流动负债	1,368	1,559	1,217	1,266	1,318	1,417
流动负债	15,556	15,143	13,226	14,382	14,699	15,525
长期贷款	2,800	1,853	1,666	1,711	1,721	1,751
其他长期负债	1,398	1,085	1,214	1,184	1,195	1,207
负债	19,754	18,081	16,106	17,276	17,615	18,483
普通股股东权益	12,948	15,037	17,044	18,390	20,078	22,154
其中：股本	1,633	1,633	1,632	1,632	1,632	1,632
未分配利润	5,096	7,288	9,357	10,702	12,389	14,466
少数股东权益	2,704	2,905	3,055	3,745	4,440	5,140
负债股东权益合计	35,406	36,023	36,204	39,411	42,133	45,777

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.807	1.521	1.308	1.424	1.634	1.872
每股净资产	7.929	9.210	10.441	11.267	12.301	13.573
每股经营现金净流	1.334	1.495	1.205	1.662	2.302	2.492
每股股利	0.150	0.160	0.460	0.600	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	10.17%	16.52%	12.52%	12.64%	13.28%	13.79%
总资产收益率	3.72%	6.90%	5.90%	5.90%	6.33%	6.68%
投入资本收益率	7.03%	8.55%	9.54%	9.81%	10.04%	10.12%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.63%	8.71%	9.79%	8.18%	8.46%	8.42%
EBIT 增长率	-9.83%	12.44%	25.32%	14.76%	9.05%	9.88%
净利润增长率	30.96%	88.60%	-14.07%	8.86%	14.77%	14.58%
总资产增长率	9.20%	1.74%	0.50%	8.86%	6.90%	8.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	112.3	116.7	116.4	130.0	132.0	134.0
存货周转天数	89.7	94.7	96.7	98.0	100.0	102.0
应付账款周转天数	59.2	70.7	75.9	70.0	71.0	71.0
固定资产周转天数	99.9	86.0	127.9	133.8	135.5	139.7
偿债能力						
净负债/股东权益	43.47%	22.65%	21.06%	21.43%	16.75%	14.94%
EBIT 利息保障倍数	3.9	11.5	11.2	12.5	12.9	14.3
资产负债率	55.79%	50.19%	44.49%	43.83%	41.81%	40.38%

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	3	8	13	14	22
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.07	1.07	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。



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人员的不同设想、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