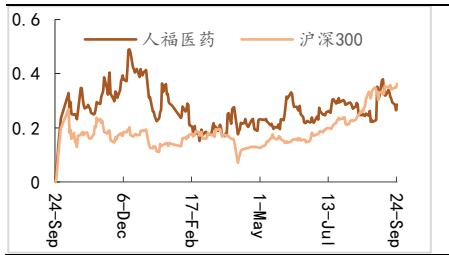


评级： 买入

核心观点

王斌
 医药行业首席分析师
 SAC 执业编号: S0110522030002
 wangbin3@sczq.com.cn
 电话: 010-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	21.48
一年内最高/最低价 (元)	25.58/15.60
市盈率 (当前)	25.53
市净率 (当前)	1.91
总股本 (亿股)	16.32
总市值 (亿元)	350.60

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 人福医药: 核心子公司经营稳健, 公司治理结构持续优化
- 人福医药: 麻醉产品稳健增长, 经营质量持续改善
- 人福医药 (600079.SH): 政策风险得到释放, 长期业绩增长动力充足

- **实控人变更完成, 公司迎来发展新契机。**公司持续推进“归核聚焦”战略, 公司资产质量得到优化, 资产负债率、有息负债规模和利息费用显著下降。2025 年 7 月, 公司公告控股股东变更为招商生科, 实际控制人变更为招商局集团有限公司, 公司将迎来新的发展契机。
- **宜昌人福: 麻醉药品行业壁垒优势显著, 手术量增长、多科室推广和新品种放量等助推业绩平稳增长。**麻醉药品行业具有较强的进入壁垒和较好的竞争格局。长期看, 我们认为核心子公司宜昌人福的业绩依然有较大增长潜力, 原因包括: 1. 老龄化趋势下, 手术量依然有持续增长的潜力; 2. 麻醉药品的多科室推广; 3. 肿瘤镇痛产品梯队逐步成熟; 4. 新品种有望持续快速放量。
- **研发体系完善, 创新成果有望逐步兑现。**公司创新药管线全面覆盖生物药、化药和中药创新药, 在巩固麻醉药等既有细分优势的同时, 逐步向呼吸、肿瘤和自免等领域拓展。创新药管线中, pUDK-HGF 已经申报上市, 治疗 IPF 的 HW021199 片目前处于临床 II 期, 2025 年以来公司共有 5 款 1 类新药首次在国内获批临床, 我们认为公司创新成果有望逐步兑现。
- **盈利预测与评级。**我们预计 2025 年至 2027 年, 公司营业收入分别为 256.74 亿元、273.20 亿元和 290.37 亿元, 同比增速分别为 0.9%、6.4% 和 6.3%; 归母净利润分别为 19.35 亿元、23.60 亿元和 28.44 亿元, 以 9 月 24 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 18.1、14.9 和 12.3 倍。目前公司市值对应 2025 年利润的 PE 低于可比公司平均值, 但在业绩增速方面, 与可比公司相比, 2025 年至 2027 年公司利润复合增速高于可比公司平均值。目前公司已经完成控股股东和实控人变更, 预计公司治理结构将得到优化, 招商局也有望从创新发展、资本支持和国际化布局等角度进行全方面赋能。另一方面, 公司研发体系完善, 创新成果将逐步进入兑现期。综合上述因素, 我们认为公司估值具有向上提升的潜力, 将公司评级由“增持”上调为“买入”。
- **风险提示:** 麻醉药品医保支付价格调整; 已上市新药品放量速度低于预期; 创新药研发/市场风险等; 手术量增速波动。

盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营收 (亿元)	254.35	256.74	273.20	290.37
营收增速 (%)	3.7%	0.9%	6.4%	6.3%
归母净利润 (亿元)	13.3	19.35	23.6	28.44
归母净利润增速 (%)	-37.7%	45.5%	22.0%	20.5%
EPS (元/股)	0.81	1.19	1.45	1.74
PE	26.4	18.1	14.9	12.3

资料来源: wind, 首创证券

目录

1 实控人变更完成，公司迎来发展新契机.....	1
2 宜昌人福：麻醉药品行业壁垒优势显著，手术量增长、多科室推广和新品种放量等因素助推业绩平稳增长...3	3
2.1 行业具有较高进入壁垒，麻醉药品持续稳健增长.....	3
2.2 国内手术量依然具有增长潜力，ICU、消化内镜等科室推广成果显著.....	6
2.3 肿瘤镇痛产品梯队逐步成熟，具备打造大单品的潜力.....	9
2.4 苯磺酸瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠等新品种有望持续快速放量.....	11
3 研发体系完善，创新成果有望逐步兑现.....	13
4 其他重点子公司经营特色突出.....	16
4.1 新疆维药：国内民族药龙头企业，看好长期增长潜力.....	16
4.2 葛店人福：甾体激素原料药及制剂产品布局丰富，产能释放和制剂新品种有望助推业绩增长.....	16
5 估值与盈利预测.....	18
6 风险提示.....	21

插图目录

图 1 人福医药近年来有息负债规模和利息费用变化.....	1
图 2 人福医药近年来资产负债率变化.....	1
图 3 人福医药近年来收入变化.....	3
图 4 人福医药近年来利润变化.....	3
图 5 宜昌人福的舒芬太尼近年来销售量情况.....	4
图 6 宜昌人福的瑞芬太尼近年来销售量情况.....	4
图 7 宜昌人福的氢吗啡酮近年来销售量情况.....	5
图 8 宜昌人福的纳布啡近年来销售量情况.....	5
图 9 近年来宜昌人福麻醉药分科室销售情况.....	6
图 10 近年来宜昌人福麻醉药销售整体情况.....	6
图 11 宜昌人福近年来收入变化情况.....	6
图 12 宜昌人福近年来利润变化情况.....	6
图 13 我国近年来住院病人手术量情况.....	7
图 14 我国医院重症医学科床位数.....	8
图 15 我国医院重症医学科床位数占比.....	8
图 16 人福医药阿芬太尼终端销售情况（单位：万元）.....	8
图 17 人福医药注射用苯磺酸瑞马唑仑终端销售情况（单位：万元）.....	8
图 18 盐酸羟考酮缓释片在医疗终端销售情况.....	10
图 19 Duragesic 销售金额情况.....	11
图 20 芬太尼透皮贴国内销售情况.....	11
图 21 磷丙泊酚二钠主要疗效指标.....	11
图 22 磷丙泊酚二钠注射痛发生率低.....	11
图 23 丙泊酚乳状注射液销售情况.....	12
图 24 丙泊酚中长链脂肪乳销售情况.....	12
图 25 苯磺酸瑞马唑仑销售情况.....	12
图 26 咪达唑仑注射液销售情况.....	12
图 27 静息痛临床研究中，在不同剂量下，pUDK-HGF 组疼痛完全缓解患者和疼痛程度减轻 50%患者的比例	

.....	14
图 28 静息痛临床研究中，不同剂量下，pUDK-HGF 组和安慰剂组的 VAS 评分情况.....	14
图 29 中国外周动脉疾病患病人数.....	15
图 30 中国 IPF 患者人数.....	15
图 31 近年来新疆维药收入情况.....	16
图 32 近年来新疆维药利润情况.....	16
图 33 近年来葛店人福收入情况.....	17
图 34 近年来葛店人福利润情况.....	17
图 35 近年来公司黄体酮原料药销售量情况.....	17

表格目录

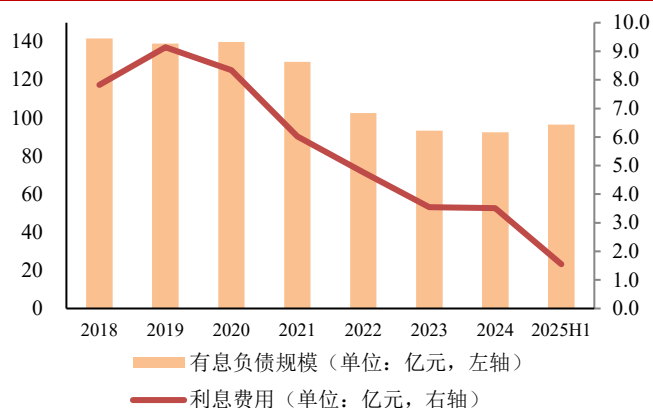
表 1 人福医药历年“归核化”战略进展情况.....	1
表 2 目前人福医药旗下主要子公司基本情况.....	2
表 3 临床常用麻醉药品及分类.....	4
表 4 宜昌人福主要产品基本情况.....	5
表 5 重症患者常用阿片类镇痛药物特点.....	7
表 6 癌症疼痛三阶梯治疗.....	9
表 7 公司癌症疼痛治疗药物管线.....	9
表 8 公司创新药研发管线基本情况.....	13
表 9 2025 年以来获批临床的创新药.....	14
表 10 近年来葛店人福获批的甾体激素类制剂.....	18
表 11 人福医药收入和毛利预测(单位：百万元).....	19
表 12 人福医药及可比公司的预期利润和估值情况.....	20

1 实控人变更完成，公司迎来发展新契机

人福医药成立于 1993 年，公司坚持“做医药细分市场领导者”的发展战略，目前已经在神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔药等细分领域形成领导或领先地位。公司以医药工业为主、医药商业为辅，并稳步推进国际化战略。目前，医药工业已经实现“医药中间体-原料药-药用辅料-药物制剂”的全产业链生产能力；医药商业坚持“医疗服务综合供应商”定位，布局商业网络，实现区域全覆盖；国际化形成了全球研发、注册、生产、销售的医药全价值链能力，已有 80 多个产品出口全球 70 多个国家和地区。

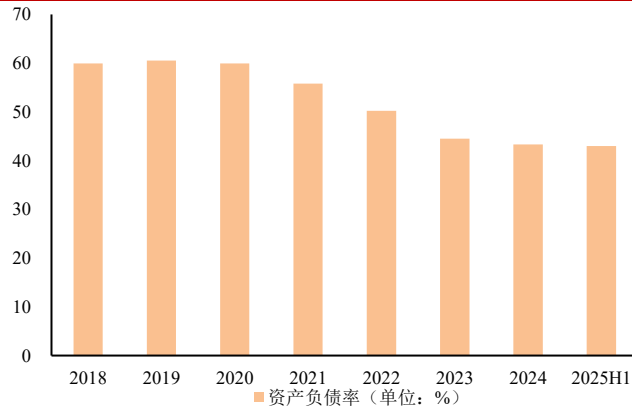
2018 年以来，公司坚持实施“归核化”战略，逐步退出血制品、医疗服务和金融等领域，持续清理竞争优势不明显或协同性较弱的资产。随着“归核化”战略逐步落地，公司资产质量得到优化，资产负债率、有息负债规模和利息费用总体呈现下降趋势。

图 1 人福医药近年来有息负债规模和利息费用变化



资料来源：wind，首创证券

图 2 人福医药近年来资产负债率变化



资料来源：wind，首创证券

表 1 人福医药历年“归核化”战略进展情况

时间	措施
2018 年	出售黄石大冶有色医院管理有限公司、武汉宏昇生殖健康中医医院有限公司、武汉人福亿生健康管理公司等公司股权；出售武汉中原瑞德生物制品有限责任公司剩余 20% 股权。出售资产累计金额约 8.35 亿元，共计实现投资收益约 3.16 亿元。
2019 年	出售所持有的河南人福医药有限公司 100% 股权、武汉珂美立德生物医药有限公司 100% 股权、武汉人福乐雅口腔门诊部有限公司 70% 股权、北京玛诺生物制药股份有限公司 33% 股权以及钟祥市人民医院新院区不动产等资产。累计收回资产转让款约 9 亿元，出售资产相关收益约 2 亿元。
2020 年	出售所持有的乐福思集团、四川人福等公司股权，累计收回股权转让款约 19 亿元，实现投资收益约 2.45 亿元，其他非核心资产的清理出售工作也在按计划推进；同时，公司实施完成了发行股份购买核心子公司宜昌人福 13% 股权的重组项目，使公司持有宜昌人福股权比例由 67% 增至 80%，进一步增强了公司的资产质量和持续盈利能力。
2021 年	出售郑州人福博赛生物技术有限责任公司、上海安博生物医药股份有限公司、上海健益兴禾投资管理中心（有限合伙）等公司股权（或份额），并持续推进华泰保险集团股份有限公司等公司股权转让事宜，累计收回转让款项约 5 亿元。
2022 年	出售汉德人福、天风证券、百年康鑫、杭州福斯特等公司股权以及乐福思集团海外两性健康业务等资产，收回投资款约 39 亿元，实现投资收益约 8 亿元。
2023 年	出售宜昌妇幼医院管理有限公司 66% 股权、华泰保险集团股份有限公司 2.5247% 股权等资产以及产业投资基金退出投资项目，基本完成医疗服务资产的出售工作并大幅降低金融类资产总量。
2024 年	完成武汉康乐药业股份有限公司、湖北人福成田药业有限公司等公司股权的出售工作，并继续清理竞争优势不明

显或协同性较弱的资产。

2025 年上半年 积极推进宜昌仁济母婴健康管理有限公司、人福医药集团医疗用品有限公司、杭州诺嘉医疗设备有限公司等公司股权的出售工作，并继续清理竞争优势不明显或协同性较弱的资产。

资料来源：公司公告，首创证券

目前公司旗下多家核心子公司，聚焦于医药工业、医药商业和医药国际化等多个领域。其中核心子公司包括宜昌人福（麻醉药品）、葛店人福（甾体激素类药物）、新疆维药（民族药）、Epic Pharma（美国仿制药）等。

表 2 目前人福医药旗下主要子公司基本情况

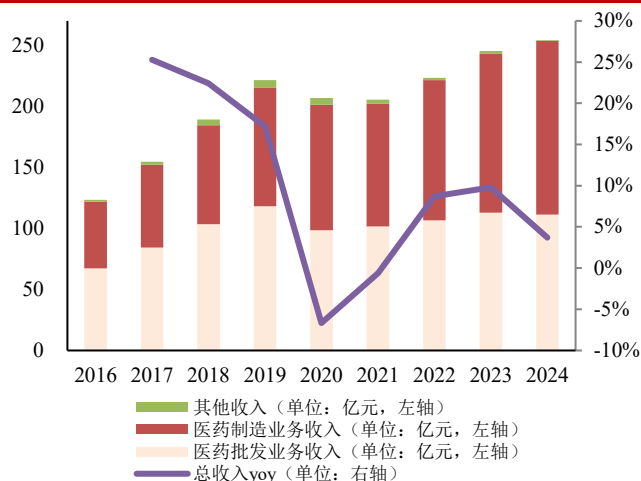
子公司名称	持股比例情况	主营业务
宜昌人福	80%	麻醉药品定点研发生产企业，产品包括麻醉药品、高端控缓释制剂、基本药物、原料药、特医食品、医疗器械等。
葛店人福	81.07%	产品主要涵盖甾体激素类、中枢神类、抗病毒类，公司是全球甾体原料药核心制造商之一，黄体酮、非那雄胺、奥卡西平等产品是全球主要生产商和供应商之一。
武汉人福	上市公司持有 98.33% 股权，宜昌人福持有 1.67% 股权。	产品包括生化制药及中枢神经系统用药
新疆维药	73.25%	集种植、研发、生产和销售于一体的维药龙头企业，拥有 20 个国家药准字产品，其中 2 个国家基本药物目录品种、4 个中药保护品种、12 个国家医保品种、12 个全国独家品种。
人福普克	100%	口服软胶囊制剂生产基地，能够提供高质量的软胶囊药品研发和生产服务及中美同步注册的产品。
三峡制药	100%	产品包括抗生素原料药、氨基酸系列大容量注射剂、动物药制剂等
湖北人福	89.66%	业务涵盖医院药品纯销、商业分销、医疗设备、医用耗材、诊断试剂及第三方医药物流服务等。
北京医疗	80%	主要经销罗氏生免诊断、分子诊断、组织病理和生命科学产品等。
Epic Pharma	100%	集研发、生产、销售为一体的美国仿制药企业，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。

资料来源：公司公告，公司网站，首创证券（持股比例情况截至时间为 2025 年中报）

2016 年至 2024 年，公司总收入从 123.31 亿元增长至 254.35 亿元，其中医药制造业收入从 54.50 亿元增长至 142.46 亿元，CAGR 为 12.79%。医药工业核心子公司宜昌人福的收入从 22.42 亿元增长至 87.02 亿元，CAGR 为 18.48%。利润方面，2018 年由于计提 Epic Pharma 商誉减值损失以及无形资产减值损失合计 30.11 亿元导致当年利润大幅下滑；2024 年由于计提信用减值损失 2.83 亿元、计提资产减值损失 3.94 亿元，导致当年利润出现下滑。核心子公司宜昌人福业绩表现平稳，2024 年收入 87.02 亿元(+7.97%)，净利润为 27.03 亿元 (+11.30%)。

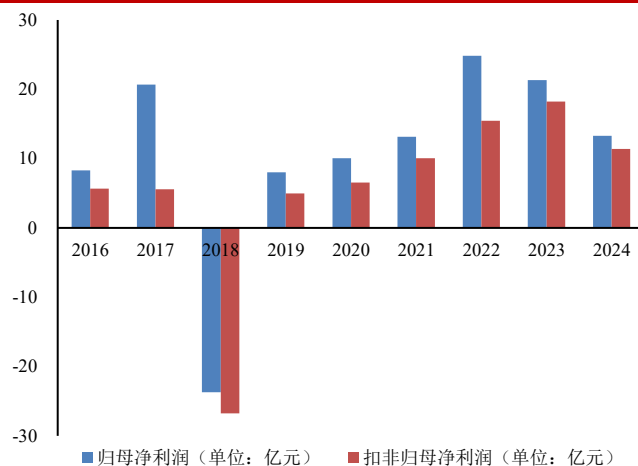
2025 年上半年，公司实现营业收入 120.64 亿元 (-6.20%)，但公司通过优化业务结构、精细化管理、薪酬体系优化和降低融资成本等方式，实现归属于上市公司股东的净利润 11.55 亿元(+3.92%)，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 11.30 亿元 (+3.81%)。

图 3 人福医药近年来收入变化



资料来源: wind, 首创证券

图 4 人福医药近年来利润变化



资料来源: wind, 首创证券

公司原控股股东当代科技因不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力，进入重整流程。根据《武汉当代科技产业集团股份有限公司重整计划》，重整投资人招商局创新科技（集团）有限公司设立的招商生命科技（武汉）有限公司（以下简称“招商生科”）参与当代科技重整，投资总额为 118 亿元，重整计划实施完成后，招商生科将合计控制公司 3.87 亿股股份、占公司总股本的 23.70%。2025 年 4 月 30 日至 2025 年 6 月 11 日，招商生科累计增持公司 A 股股份 1632.22 万股，累计增持比例占公司总股本的 1.00%。

截至 2025 年 7 月 30 日，招商生科通过直接持有、通过其控制的有限合伙企业间接持有和接受信托计划表决权委托方式与一致行动人武汉高科国有控股集团有限公司合计控制公司 4.34 亿股普通股表决权，占公司总股本的 26.62%。招商生科已完成对公司董事会改组等程序，并已对公司形成控制，公司控股股东变更为招商生科，实际控制人变更为招商局集团有限公司。近期招商生科继续在二级市场以集中竞价方式增持公司股票，截至 2025 年 8 月 29 日，招商生科及一致行动人合计控制上市公司股份已经提升至 27.14%。

我们认为，在实际控制人完成变更后，公司治理结构得到显著优化，未来实际控制人也有望从创新发展、资本支持和国际化布局等角度对公司进行全方面赋能，公司将迎来新的发展契机。

2 宜昌人福：麻醉药品行业壁垒优势显著，手术量增长、多科室推广和新品种放量等因素助推业绩平稳增长

2.1 行业具有较高进入壁垒，麻醉药品持续稳健增长

麻醉可分为全身麻醉、局部麻醉等。任何可能引起疼痛的手术和检查均需要进行麻醉，如外科（包括普通外科、腹部、神经、矫形、心胸、血管、泌尿、小儿等外科）、妇

科、产科、耳鼻喉科、眼科、口腔科等各种大、中、小手术及胃肠镜检查治疗、纤维支气管镜检查、人流、分娩和介入治疗等。麻醉还广泛用于重症监护、急救复苏、疼痛治疗等领域。根据作用特点，麻醉药品可分为全身麻醉用药、局部麻醉用药、肌松用药、镇痛与镇静药。

表 3 临床常用麻醉药品及分类

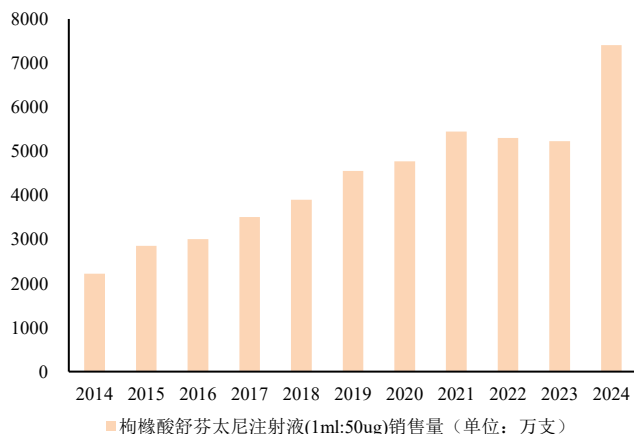
分类	药物	类型
全身麻醉	七氟烷、地氟烷、丙泊酚、环泊酚、磷丙泊酚、艾司氯胺酮等。	艾司氯胺酮为一类精神药品
局部麻醉	利多卡因、布比卡因、罗哌卡因等	——
肌松药	顺阿曲库铵、罗库溴铵、维库溴铵。	——
镇痛药	吗啡烷衍生物（布托啡诺、纳布啡）、阿片碱类（瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼等）、天然阿片生物碱类（羟考酮、氢吗啡酮、吗啡等）等。	布托啡诺、瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮、氢吗啡酮、吗啡为管制麻醉药品。
镇静药	咪达唑仑、瑞马唑仑、艾司唑仑、右美托咪定等。	咪达唑仑为一类精神药品、瑞马唑仑和艾司唑仑为二类精神药品。

资料来源：摩熵医药，首创证券

根据《麻醉药品和精神药品管理条例（2024 年修订版）》中的内容，国家对麻醉药品和精神药品实行定点生产制度，国务院药品监督管理部门应当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。原国家食药监局规定，麻醉药品主要品种原料药同品种定点生产企业 1-2 家，麻醉药品主要品种单方制剂同品种（含不同规格）定点生产企业 1-3 家，含麻醉药品主要品种的复方制剂同品种（含不同规格）定点生产企业 1-7 家；精神药品原料药同品种定点生产企业 1-5 家，第一类精神药品单方制剂同品种（含不同规格）定点生产企业 1-5 家，第二类精神药品单方制剂同品种（含不同规格）定点生产企业 1-10 家。可以看出，麻醉药品行业具有较强的进入壁垒和较好的竞争格局。

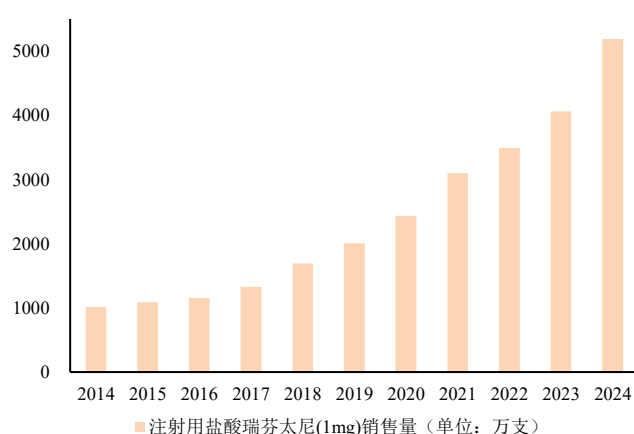
宜昌人福是国家麻醉药品定点研发生产企业，麻醉药品品种和品规齐全，已上市药品包括枸橼酸芬太尼、盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼、盐酸阿芬太尼、盐酸氢吗啡酮、盐酸纳布啡、苯磺酸瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠、咪达唑仑等。其中舒芬太尼、瑞芬太尼和氢吗啡酮等管制类麻醉药品近年来销售量持续增长。

图 5 宜昌人福的舒芬太尼近年来销售量情况



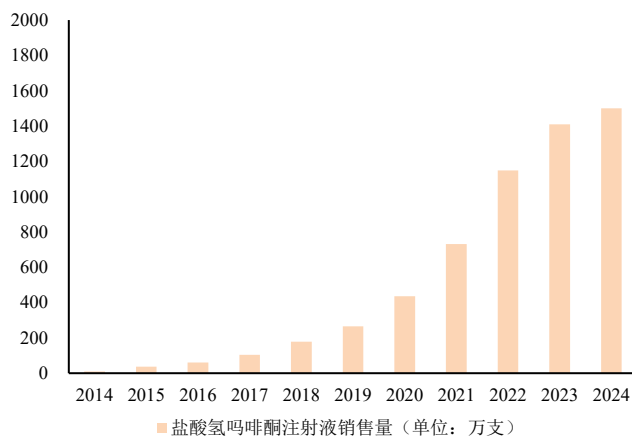
资料来源：wind，首创证券

图 6 宜昌人福的瑞芬太尼近年来销售量情况



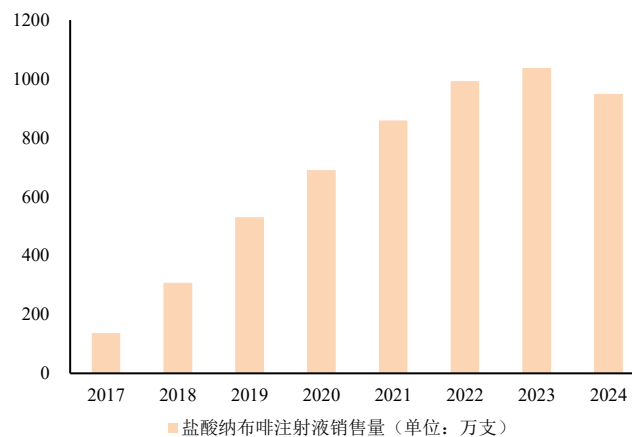
资料来源：wind，首创证券

图 7 宜昌人福的氢吗啡酮近年来销售量情况



资料来源: wind, 首创证券

图 8 宜昌人福的纳布啡近年来销售量情况



资料来源: wind, 首创证券

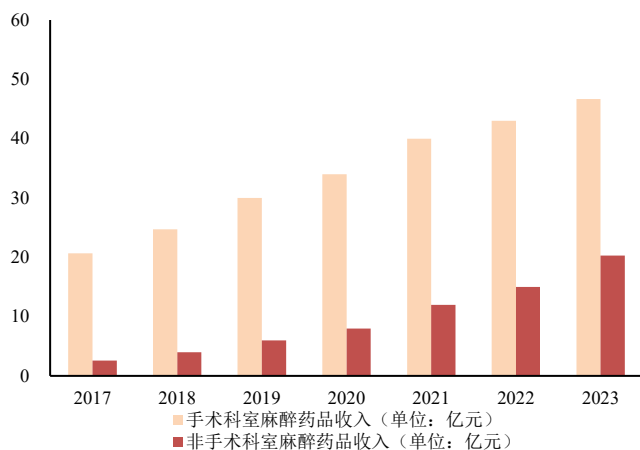
表 4 宜昌人福主要产品基本情况

产品	适应症	竞争格局	分类
枸橼酸舒芬太尼注射液	作为复合麻醉的镇痛用药; 作为全身麻醉大手术的麻醉诱导和维持用药。	宜昌人福、恩华药业、国药工业。	麻醉药品
注射用盐酸瑞芬太尼	全麻诱导和全麻中维持镇痛; 重症监护患者机械通气时的镇痛。	宜昌人福、恩华药业、国药工业。	
盐酸氢吗啡酮注射液	用于需使用阿片类药物镇痛的患者。	宜昌人福	
盐酸阿芬太尼注射液	作为麻醉性镇痛剂用于全身麻醉诱导和维持。	宜昌人福、恩华药业。	
盐酸纳布啡注射液	作为镇痛药用于复合麻醉时的麻醉诱导; 术后镇痛。	宜昌人福、苑东生物、国药国瑞、扬子江药业。	第二类精神药品
注射用苯磺酸瑞马唑仑	作为镇静药物用于非气管插管的手术/操作中的镇静和麻醉; 全身麻醉诱导与维持。	宜昌人福	——

资料来源: 公司公告, 摩熵医药数据, NMPA, 首创证券

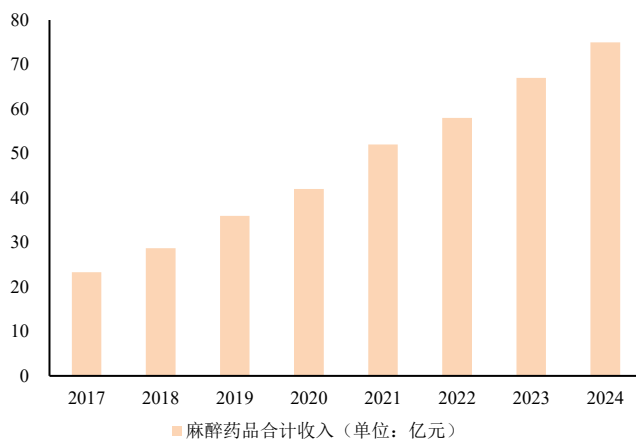
2017年至2023年,宜昌人福的麻醉药品收入从23.27亿元增长至约67亿元,CAGR约为19.27%,同期手术科室销售收入从20.67亿元增长至46.7亿元,CAGR约为14.55%,超过同期手术量增长。我们认为主要是由于公司销售渠道覆盖渗透率提升、氢吗啡酮和纳布啡等低基数品种放量。非手术科室销售收入从2.6亿元增长至20.3亿元,CAGR约为40.85%,我们认为主要是由于ICU、内镜检查和肿瘤镇痛等领域需求持续增长。2025年上半年,在医保支付政策结构性调整的背景下,宜昌人福的神经系统用药实现营业收入约39亿元,较上年同期增长约4%,其中注射用盐酸瑞芬太尼、注射用苯磺酸瑞马唑仑、盐酸羟考酮缓释片等产品的销售额较上年同期增长超过10%。

图 9 近年来宜昌人福麻醉药分科室销售情况



资料来源：公司公告，首创证券（公司未披露2024年麻醉药品分科室收入）

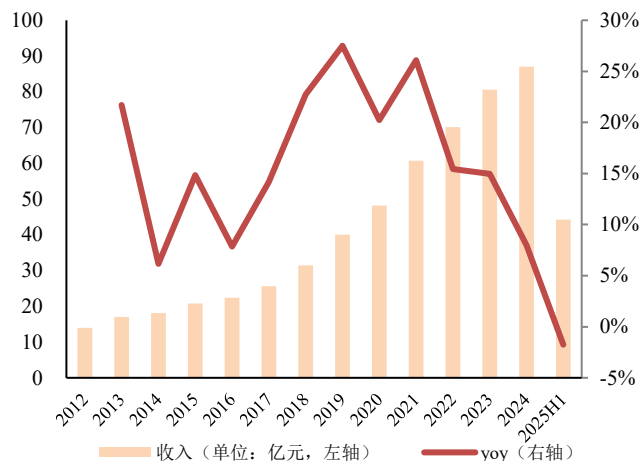
图 10 近年来宜昌人福麻醉药销售整体情况



资料来源：公司公告，首创证券（公司未披露麻醉药品销售精确数据，图表数据为公告中披露的近似数据）

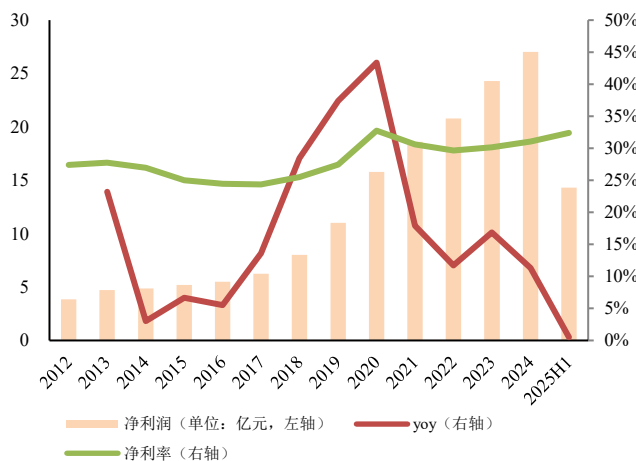
受益于麻醉药品收入的持续增长，宜昌人福近年来收入和利润均保持平稳增长态势。随着收入体量增长，规模效应体现，近年来宜昌人福的净利率持续处于较高水平。

图 11 宜昌人福近年来收入变化情况



资料来源：wind，首创证券

图 12 宜昌人福近年来利润变化情况



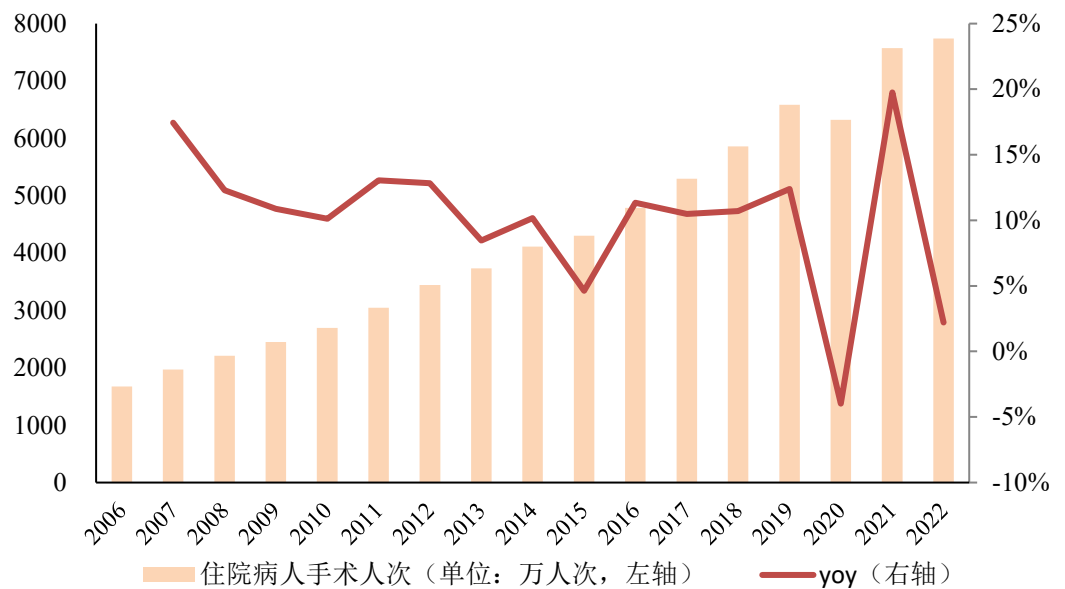
资料来源：wind，首创证券

2.2 国内手术量依然具有增长潜力，ICU、消化内镜等科室推广成果显著

根据国家卫健委统计，2022年我国住院病人手术人次达到7740.66万，除2020年受疫情影响外，多年来手术量均保持同比增长。根据IQVIA统计，2023年全年手术量预估较2022年增长约9%，约8000余万人次；2024年全年手术量预估较2023年增长约12%（除产科手术），约9000余万人次，延续了平稳增长趋势。

根据《老年患者围手术期多模式镇痛低阿片方案中国专家共识（2021版）》中的数据，我国年龄≥65岁老年患者接受外科手术的比例占全部手术患者的1/4甚至1/3，而美国年龄≥65岁的老年患者占全部手术患者比例则高达50%以上（2005年统计数据），我们认为，随着我国老龄化趋势延续，国内手术量依然有持续增长的潜力。宜昌人福麻醉药品主要用于手术术中/术后等阶段麻醉诱导和镇痛，长期看其需求量仍将持续增长。

图 13 我国近年来住院病人手术量情况



资料来源: wind, 首创证券

除了手术科室之外,麻醉药品在ICU、无痛胃肠镜检查等领域的应用也在逐步拓展。重症患者遭遇疼痛的比例很高,安静时中重度疼痛的发生率为33%-51%,接受各种操作治疗时疼痛的发生率以及严重程度进一步增加。疼痛可引起严重负面效应,如心肺损伤、免疫抑制等,需要积极控制,目前阿片类药物是首选的镇痛药物。

表 5 重症患者常用阿片类镇痛药物特点

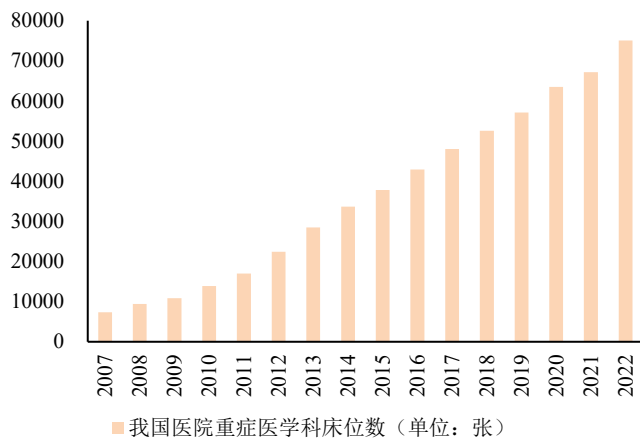
药物	起效时间	半衰期	负荷剂量	维持剂量	注意事项
吗啡	5-10min	3-4h	2-4 mg	2-30 mg/h	剂量蓄积可造成肝肾功能损伤;可引起组织胺释放。
布托啡诺	1-2min	4.7-5.8h	5-10 mg	10-20 µg/min	有肝肾损伤的患者应减少初始剂量,随后的剂量依据患者反应调整;该药会增加肺血管阻力,增加心脏负担。
芬太尼	1-2min	2-4h	0.35-0.5 µg/kg	0.7-10 µg/ (kg•h)	剂量蓄积可造成肝功能损伤;不释放组胺;较之吗啡,更少出现低血压。
瑞芬太尼	1-3min	3-10min	0.5-1 µg/kg, iv (>1 min)	0.02-0.15 µg/ (kg•min)	对肝肾功能无损害;若实际体质量>130%理想体质量,使用理想体质量计算用量。
舒芬太尼	1-3min	13 h	0.2-0.5 µg/kg	0.2~0.3 µg/ (kg•h)	剂量个体差异性较大,需个体化给药;该药分布半衰期短,代谢半衰期长,长期使用可能增加机械通气时间。

资料来源: 谢剑锋, 罗云, 桑岭, 等. 中国成人重症患者镇痛管理专家共识[J/OL]. 中华重症医学电子杂志, 2023, 9(2): 1-18, 首创证券

近年来我国重症医学科床位数和床位数占比持续增长,截至2022年末我国重症医学科床位数超过7.5万张,为5.31万张/10万人。2024年国家卫健委联合多部门制定了《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》,到2025年末,全国重症医学床位达到15张/10万人,可转换重症医学床位达到10张/10万人,到2027年末,全国重症医学床

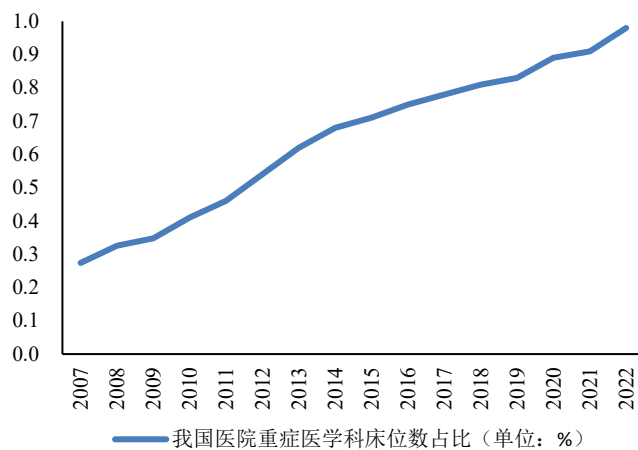
位达到 18 张/10 万人，可转换重症医学床位达到 12 张/10 万人。我们认为随着重症医学医疗资源逐步下沉和覆盖面拓展，麻醉药品在 ICU 镇痛领域的需求将持续释放。

图 14 我国医院重症医学科床位数



■ 我国医院重症医学科床位数 (单位: 张)

图 15 我国医院重症医学科床位数占比



— 我国医院重症医学科床位数占比 (单位: %)

资料来源: wind, 首创证券

资料来源: wind, 首创证券

2023 年我国各类内镜检查总量约 8000 万次，上报数据为 4000 多万次。根据行业专家预测，约有 3 亿人需做胃镜检查，近 1 亿人需做肠镜检查，消化道内镜潜在检查需求仍有待释放。

消化内镜检查是诊断胃癌和结直肠癌的金标准，提升检查率对于胃癌、结直肠癌的早期筛查具有重要意义。无痛消化内镜可通过应用镇静药物和镇痛药物，让患者处于镇静或浅麻醉状态，舒适地度过检查期，并在检查完毕后迅速恢复。无痛消化内镜的优势主要表现为以下几个方面：1. 便于筛查早期病变；2. 提高复诊依从性；3. 患者的舒适度和满意度更高。在无痛内镜检查中，采用新型镇静药物可使患者对检查的耐受度和舒适度明显提高，从而让更多患者愿意接受早癌筛查，有利于进一步提高消化道早癌的检出率。

图 16 人福医药阿芬太尼终端销售情况 (单位: 万元)



资料来源: 米内网, 首创证券

图 17 人福医药注射用苯磺酸瑞马唑仑终端销售情况 (单位: 万元)



资料来源: 米内网, 首创证券

目前公司的瑞芬太尼、纳布啡、阿芬太尼、苯磺酸瑞马唑仑均已被用于无痛内镜检

查。全身麻醉最广泛的使用为丙泊酚联合芬太尼类镇痛药；但丙泊酚存在呼吸、循环抑制、注射痛，芬太尼类镇痛药存在呼吸抑制，恶心呕吐，呛咳、痛敏等临床安全性问题。在公司麻醉药品产品线中，阿芬太尼起效快，苏醒快速，安全性高，成为舒适化诊疗的全新选择。苯磺酸瑞马唑仑适应症包括结肠镜检查等，起效快、恢复快且恢复质量高，呼吸/循环抑制等不良反应显著低于丙泊酚；避免丙泊酚导致的镇静过深、注射痛和脂质输注综合征。根据米内网样本医院数据，近年来公司的阿芬太尼和苯磺酸瑞马唑仑销售收入持续增长。我们认为随着无痛消化内镜检查量提升，相关品种销售额仍有提升潜力。

2.3 肿瘤镇痛产品梯队逐步成熟，具备打造大单品的潜力

根据国家癌症中心的统计，2022 年我国恶性肿瘤新发病例为 482.47 万，总死亡人数 257.42 万，全癌种的发病率在 0-34 岁年龄组相对较低，从 35-39 岁年龄组开始显著增加，在 80-84 岁年龄组达到峰值，预计随着老龄化趋势延续，每年我国恶性肿瘤新发病例数量仍将提升。在癌症患者中，特别是晚期患者，疼痛发生率处于较高水平，初诊癌症患者的疼痛发生率约为 25%，而晚期癌症患者的疼痛发生率可达 60%-80%，其中 1/3 的患者为重度疼痛，癌症镇痛的临床需求具有较大空间。

癌痛应当采用综合治疗的原则，根据患者的病情和身体状况，应用恰当的止痛治疗手段，根据世界卫生组织（WHO）发布的《癌痛三阶梯止痛治疗指南》，止痛治疗的五项基本原则为“按阶梯用药、口服给药、按时用药、个体化给药、注意具体细节”。

表 6 癌症疼痛三阶梯治疗

分类	药物类型	代表性药物
轻度/第一阶梯	非甾体抗炎药±辅助性药物	阿司匹林、布洛芬、对乙酰氨基酚、塞来昔布等。
中度/第二阶梯	弱阿片类药物±非阿片类镇痛药±辅助性药物	可待因、曲马多
重度/第三阶梯	强阿片类药物±非阿片类镇痛药±辅助性药物	吗啡、羟考酮、芬太尼

资料来源：丁香园，首创证券

针对癌症疼痛的治疗，公司进行了全方面的药品布局，覆盖了口服常缓释、外用等多种剂型，能够满足癌症疼痛患者在院内、居家等各诊疗场景的需求。目前已经有盐酸羟考酮缓释片、盐酸氢吗啡酮缓释片等多个产品获批上市，舒芬太尼透皮贴剂等外用制剂处于不同研究阶段。

表 7 公司癌症疼痛治疗药物管线

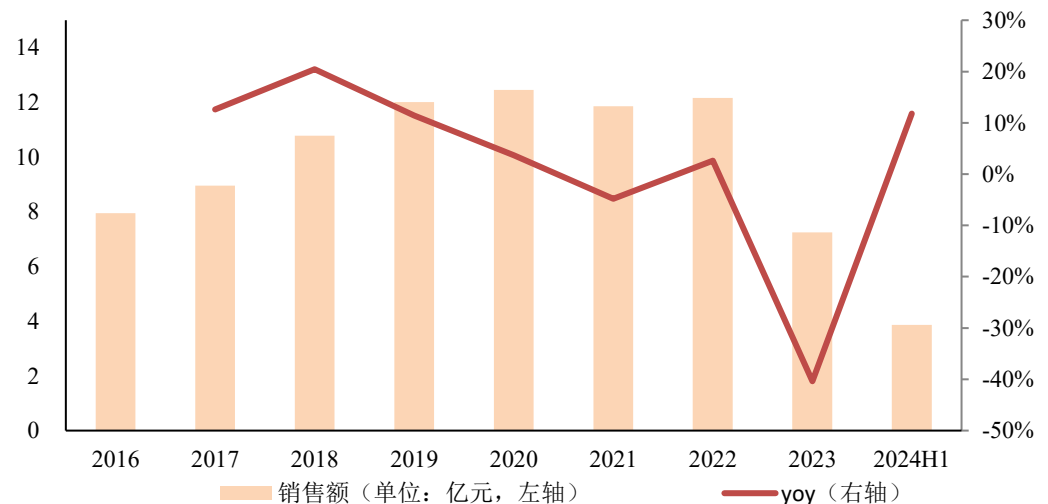
药物	适应症	获批时间	竞争格局
盐酸羟考酮缓释片（40mg）	缓解持续的中度到重度疼痛	2022 年 9 月	宜昌人福、立方制药、Purdue Pharmaceuticals、BARD PHARMACEUTICALS、西南药业。
盐酸羟考酮缓释片（10mg）			
盐酸氢吗啡酮缓释片	治疗成人重度疼痛	2024 年 1 月	宜昌人福独家
盐酸他喷他多片	治疗成人患者需要使用阿片类药物治疗且替代治疗不能充分缓解的急性疼痛。	2025 年 2 月	宜昌人福独家
盐酸羟考酮片	缓解中度至重度癌症疼痛	2025 年 7 月	宜昌人福、北京华素
氨酚羟考酮片	严重程度足以需要使用阿片类镇痛剂且缺乏其他替代治疗的中、重度疼痛的治疗。	2024 年 1 月	宜昌人福、江苏华泰晨光药业、SpecGx LLC。
氨酚羟考酮缓释片	用于中至重度神经疼痛镇痛。	临床 III 期	——

舒芬太尼透皮贴剂	用于治疗中度到重度慢性疼痛。	临床 II 期	——
枸橼酸芬太尼口腔贴片	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。	申报上市	——
盐酸他喷他多缓释片	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镇痛药物治疗的疼痛。	生物等效性试验	——

资料来源：公司公告，摩熵医药数据库，首创证券

盐酸羟考酮原研厂家为普渡制药，最早于 2003 年在英国上市，我国在 2004 年 11 月批准进口了萌蒂制药/Napp 制药（普渡制药关联公司）的盐酸羟考酮缓释片（商品名：奥施康定），2021 年 6 月，国家药监局又批准了普渡制药的第二代防滥用版本的盐酸羟考酮缓释片。2022 年 9 月，宜昌人福的羟考酮缓释片获批上市，是国内首次采用物理化学屏障技术实现口服阿片类药物防滥用效果的缓释制剂。从 2023 年医院终端市场的企业竞争格局来看，原研 Napp Pharmaceuticals 占据主要市场份额，达 98.80%；宜昌人福药业排名第二，占比 1.09%，其 2024 年上半年销售额增速达到 90.89%。根据公司 2024 年年报，羟考酮缓释片在 2024 年全年依然保持快速增长。

图 18 盐酸羟考酮缓释片在医疗终端销售情况

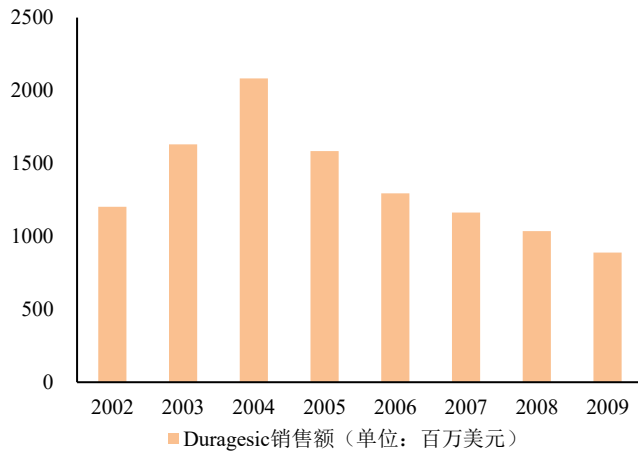


资料来源：摩熵医药，首创证券

除了口服和注射剂型外，芬太尼类外用剂型也被广泛应用于癌症患者镇痛。强生公司的芬太尼透皮贴剂（Duragesic）于 1990 年被美国 FDA 批准上市，该药物疗效确切，毒副作用小，作为治疗癌痛的药物在临床上得到较普遍应用，在 WHO 提出癌痛三级止痛方案中，芬太尼透皮贴剂被作为为首选药物。该药物上市后销售额持续增长，2004 年达到 20.83 亿美元的销售峰值。2004 年起由于专利到期，陆续在美国等市场失去保护，仿制药上市后对其销售形成负面冲击，2005 年起 Duragesic 的销售额开始下滑。2023 年国内芬太尼透皮贴市场规模仅为 2 亿元左右，已获批的厂家包括原研强生、羚锐制药和常州四药，市场开发仍不充分。

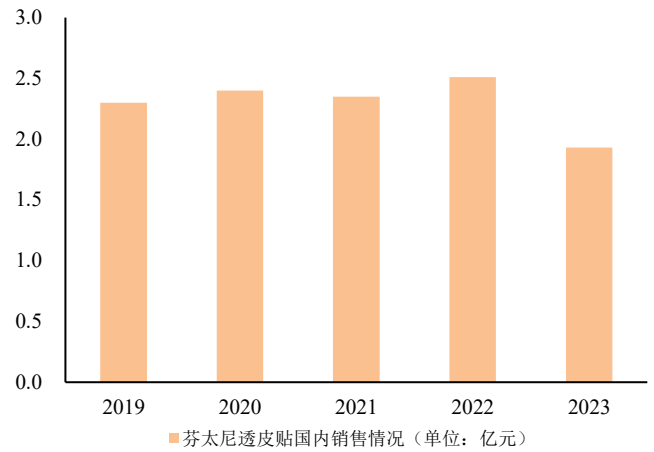
我们认为，凭借公司完善的销售体系和广泛的医疗机构覆盖度，受益于国内癌症镇痛需求的释放，以羟考酮缓释片为代表的口服镇痛药物销售额有望持续增长，芬太尼类外用剂型陆续获批后也具有较好的增长潜力。

图 19 Duragesic 销售金额情况



资料来源: 强生年报, 首创证券

图 20 芬太尼透皮贴国内销售情况

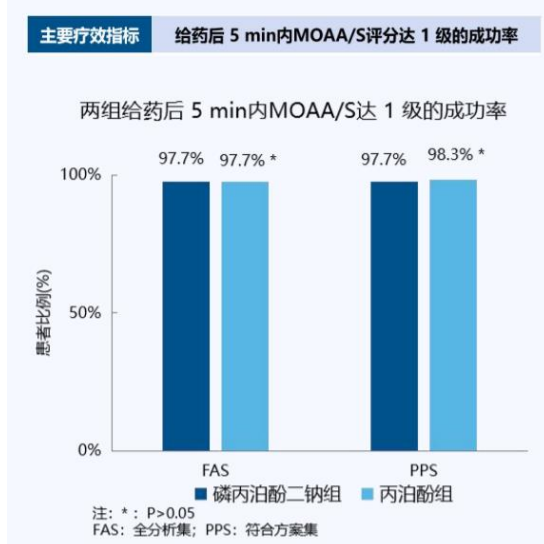


资料来源: 摩嫡医药, 首创证券

2.4 苯磺酸瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠等新品种有望持续快速放量

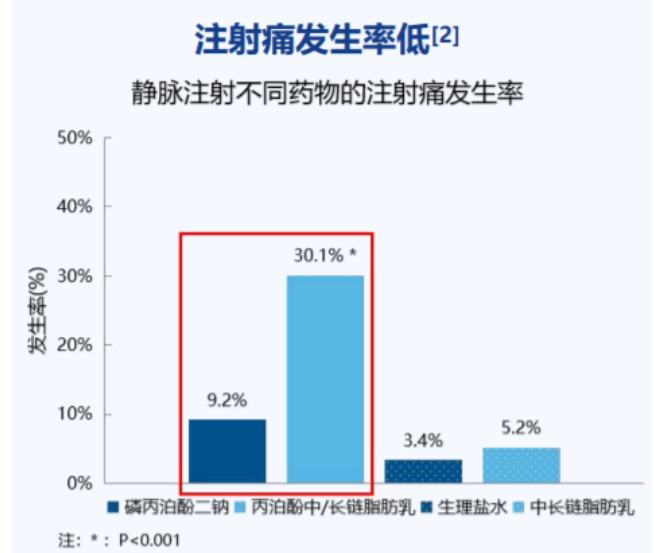
2021 年 5 月宜昌人福的注射用磷丙泊酚二钠获批上市, 该药物是一种新型短效静脉全身麻醉药, 在体内被代谢成活性物质丙泊酚后产生麻醉作用, 适应症为成人全身麻醉的诱导。由于磷丙泊酚二钠是丙泊酚的前体药物, 在人体内能够缓慢释放, 在麻醉维持阶段可以保持循环系统稳定。磷丙泊酚二钠是唯一的水溶性的丙泊酚类制剂, 完全避免乳剂不良反应, 注射痛的发生率显著低于丙泊酚。磷丙泊酚二钠镇静的成功率与丙泊酚相比无显著差异, 镇静效果非劣效, 但注射痛发生率显著降低, 具有一定的临床价值优势。

图 21 磷丙泊酚二钠主要疗效指标



资料来源: 国家医保局, 首创证券

图 22 磷丙泊酚二钠注射痛发生率低

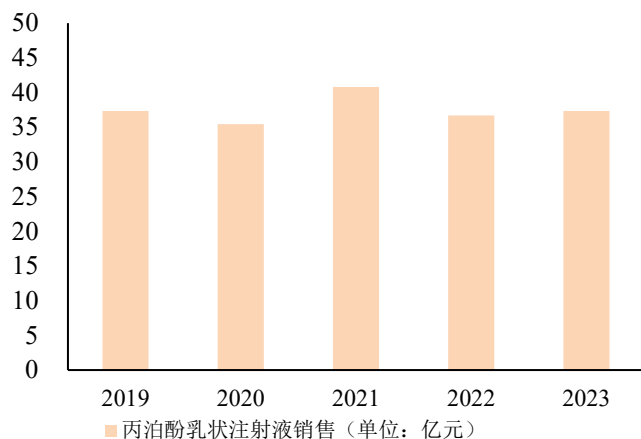


资料来源: 国家医保局, 首创证券

目前丙泊酚乳状注射液和丙泊酚中长链脂肪乳是临床常用的静脉麻醉药。其中丙泊酚已被纳入第九批国家集中采购(2023 年 11 月), 共有 6 家企业中选, 平均降幅为 76.63%,

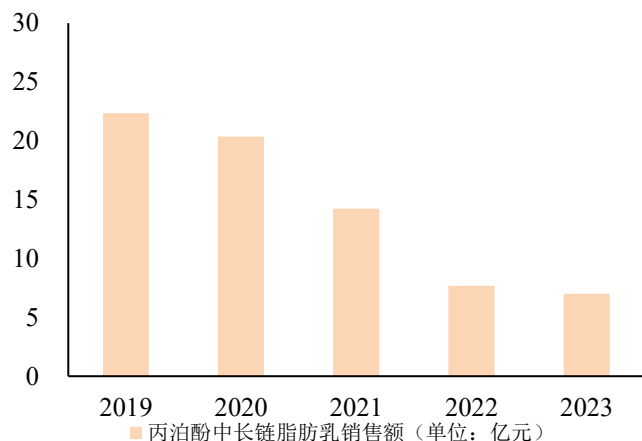
集采前市场规模在 35-40 亿元。丙泊酚中长链脂肪乳已被纳入第四批国家集中采购(2021 年 2 月),集采前市场规模超过 20 亿元。宜昌人福的注射用磷丙泊酚二钠于 2024 年通过谈判纳入国家医保,我们认为注射用磷丙泊酚二钠与丙泊酚相比具有一定临床价值优势,未来有望替代部分丙泊酚存量市场份额。

图 23 丙泊酚乳状注射液销售情况



资料来源: 摩嫡医药, 首创证券

图 24 丙泊酚中长链脂肪乳销售情况

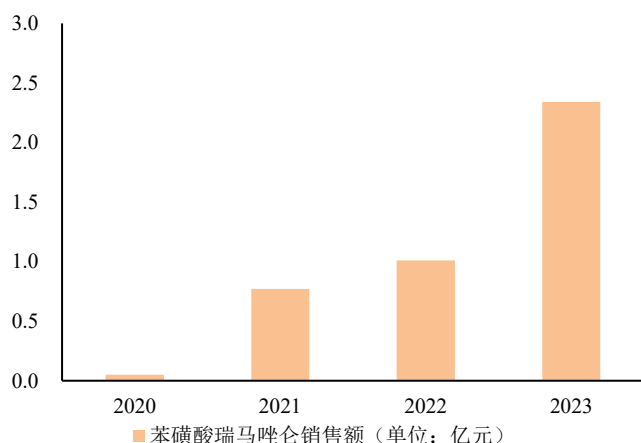


资料来源: 摩嫡医药, 首创证券

注射用苯磺酸瑞马唑仑为新型苯二氮草类药物,为超短效 GABA_A 受体激动剂,属于麻醉镇静用药。2020 年 7 月,注射用苯磺酸瑞马唑仑以结肠镜检查的镇静适应症在国内获批上市,2022 年 3 月、2022 年 7 月先后获批适应症“全身麻醉诱导与维持”和“支气管镜诊疗镇静”适应症。目前注射用苯磺酸瑞马唑仑已进入国家医保目录,医保支付适应症范围包括:1、结肠镜检查;2、全身麻醉诱导与维持。

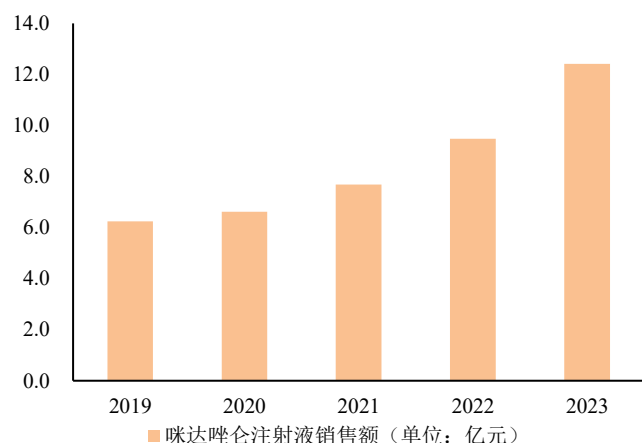
瑞马唑仑具有起效快、代谢快、持续输注半衰期短且恒定、不良反应发生率低等特点。用于诊疗性操作镇静时,瑞马唑仑的镇静效能高于咪达唑仑,但低于丙泊酚。与咪达唑仑相比,瑞马唑仑低血压发生率更低;与丙泊酚相比,瑞马唑仑低血压和低氧血症的发生率更低。2023 年发表于《中华麻醉学杂志》上的《苯磺酸瑞马唑仑临床应用指导意见》中,苯磺酸瑞马唑仑被推荐用于:1.消化内镜检查的镇静或麻醉;2.支气管镜检查的镇静或麻醉;3.全身麻醉的诱导和维持;4.医疗美容手术;5.口腔门诊治疗镇静;6.ICU 镇静;7.妇科门诊手术等。

图 25 苯磺酸瑞马唑仑销售情况



资料来源: 摩嫡医药, 首创证券

图 26 咪达唑仑注射液销售情况



资料来源: 摩嫡医药, 首创证券

2020 年上市后，苯磺酸瑞马唑仑销售额快速增长，2023 年在样本医院销售额已经超过 2 亿元，2024 年苯磺酸瑞马唑仑销售量同比增长 51.44%（按 25mg 规格折算）。同为用于麻醉镇静的苯二氮草类药物，2023 年咪达唑仑注射液在样本医院销售额已经突破 12 亿元。我们认为，凭借安全性优势，同时叠加多科室多适应症的持续推广，苯磺酸瑞马唑仑的销售额依然具有较大的增长潜力。

3 研发体系完善，创新成果有望逐步兑现

公司拥有完善的创新药研发体系，已在武汉、宜昌、新泽西、圣路易斯等地设立研发中心，创新药管线全面覆盖生物药、化药和中药创新药。研发策略方面，公司一方面持续增强在麻醉药、其他神经系统用药、甾体激素类药物、维吾尔药等既有细分市场领域的产品开发能力，持续巩固和提升在上述领域的核心竞争优势；另一方面，逐步向呼吸系统用药、抗肿瘤药物、自身免疫性疾病等目前未被满足的临床需求领域进行拓展，构建差异化研发布局，加速突破性创新药物的临床转化。

表 8 公司创新药研发管线基本情况

药物	适应症	进度
重组质粒-肝细胞生长因子注射液	静息痛	申报生产
	溃疡	临床 III 期
HWH340 片	BRCA 突变或缺失以及 PARP 酶过度表达的恶性实体瘤。	临床 II 期
HWH486 胶囊	慢性自发性荨麻疹	临床 II 期
HW021199 片	特发性肺纤维化	临床 II 期
RFUS-144 注射液	镇痛	临床 II 期
	止痒	临床 I 期
白热斯丸	稳定期白癜风	临床 II 期
复方薏苡颗粒	痛风非急性期高尿酸血症湿浊瘀阻证	临床 II 期
玉蚕颗粒	脾肾气虚、湿瘀阻络证糖尿病肾脏疾病蛋白尿的治疗。	临床 II 期
LL-50 注射液	外科手术麻醉和急性疼痛控制	临床 I 期
HW060015 胶囊	晚期实体瘤	临床 I 期
HW091077 片	难治性慢性咳嗽患者	临床 I 期
RFUS-250	瘙痒症和急慢性疼痛	临床 I 期
HW071021 片	晚期实体瘤	临床 I 期
HW211026 软膏	光化性角化病	临床 I 期

资料来源：公司公告，首创证券（研发进度截至 2024 年年报披露）

2025 年以来公司共有 5 款 1 类新药首次在国内获批临床，其中包括 4 个化学创新药，1 个生物创新药；适应症方面，有 3 个创新药用于疼痛，1 个适应症为实体瘤，1 个适应症为炎症性肠病。

表 9 2025 年以来获批临床的创新药

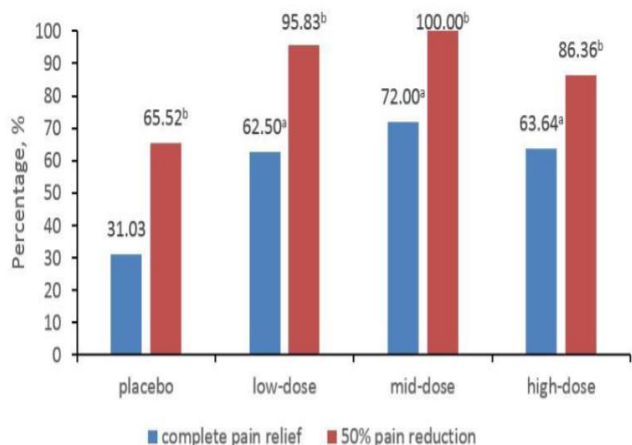
药物	靶点	药物类型	注册分类	适应症	审评结论时间
CXJM-66 注射液	ENaC	化药	1	麻醉,急性疼痛	2025 年 2 月 26 日
HW201877 胶囊	HPGD	化药	1	炎症性肠病	2025 年 3 月 6 日
HW231019 片	Sodium channel	化药	1	急性疼痛	2025 年 3 月 10 日
HWS116 注射液	FGFR2b	单抗	1	实体瘤	2025 年 4 月 17 日
RFUS-949 片	SIGMARI	化药	1	慢性/急性疼痛	2025 年 5 月 28 日

资料来源：丁香园，首创证券

公司创新药管线中，目前进展最快的是重组质粒-肝细胞生长因子注射液（pUDK-HGF）。该药物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，能有效促进血管生成，主要用于肢体动脉闭塞症、肢体静息痛和缺血性溃疡等严重血管疾病的治疗。2024 年 12 月，重组质粒-肝细胞生长因子注射液（pUDK-HGF）以治疗严重下肢缺血性疾病导致的肢体静息痛适应症申报上市，目前已完成生产现场核查及临床现场核查。

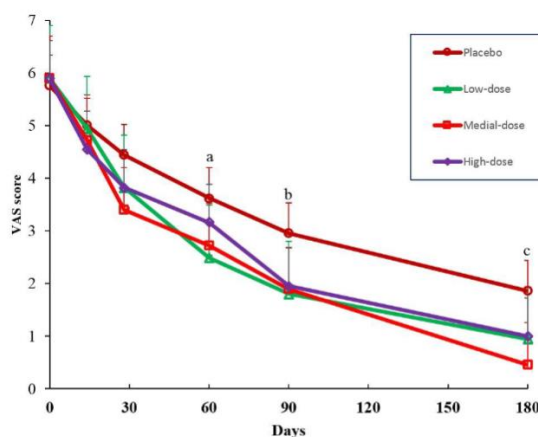
根据发表于《Human Gene Therapy》的文献数据，在静息疼痛临床研究队列中，接受 pUDK-HGF 注射后，在第 180 天疼痛完全缓解的患者比例显著高于安慰剂组（ $p = 0.0148$ ）；与安慰剂组相比，疼痛程度减轻 50% 以上的患者比例也有显著差异（ $p = 0.0168$ ）。在溃疡组患者中，溃疡完全愈合和溃疡 50% 愈合的患者百分比上，pUDK-HGF 组也呈现出优于安慰剂组的趋势。静息性疼痛患者在注射 pUDK-HGF 后，VAS 评分降低，在第 60、90、180 天，用药组和安慰剂组之间的差异有统计学意义。

图 27 静息痛临床研究中，在不同剂量下，pUDK-HGF 组疼痛完全缓解患者和疼痛程度减轻 50% 患者的比例



资料来源：《Human Gene Therapy》，首创证券

图 28 静息痛临床研究中，不同剂量下，pUDK-HGF 组和安慰剂组的 VAS 评分情况

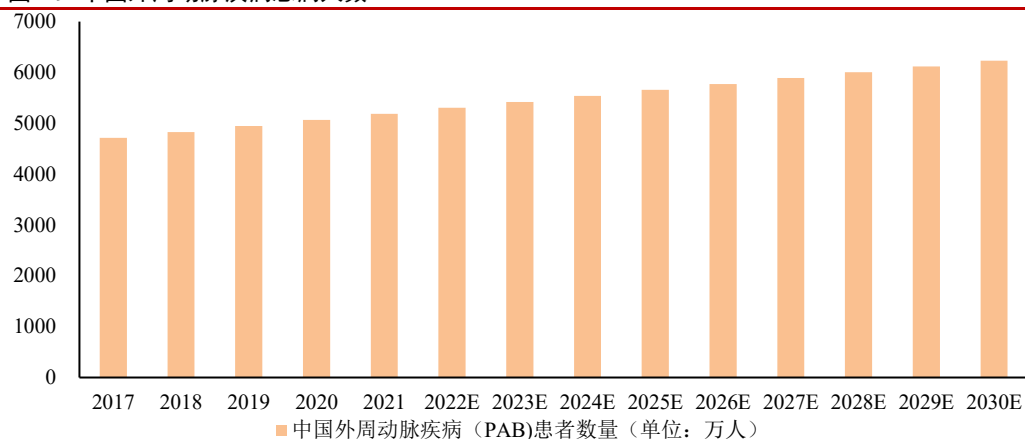


资料来源：《Human Gene Therapy》，首创证券

根据弗若斯特沙利文数据，预计到 2025 年中国外周动脉疾病（Peripheral artery disease, PAD）患者数量将达到 5656.26 万人，并随着老龄化进展仍将逐年增长。CLI 是下肢 PAD 进展至最为严重的缺血阶段，根据学术文献推测，PAD 患者中约有 10% 发展至 CLI，预计 2025 年中国 CLI 患者数量为 566 万人。目前临床用于 CLI 的药物主要用于控制疾病危险因素和疾病症状，如抗血小板和抗凝药物、降压药、降糖药等，尚无 CLI 的有效治愈药物。目前国内在研的同类产品仅有诺思兰德的塞多明基注射液，该药物已

经以溃疡适应症于2024年7月提交注册上市申请。我们认为 CLI 领域存在大量未被满足的临床需求，重组质粒-肝细胞生长因子注射液具有广阔的市场前景。

图 29 中国外周动脉疾病患病人数

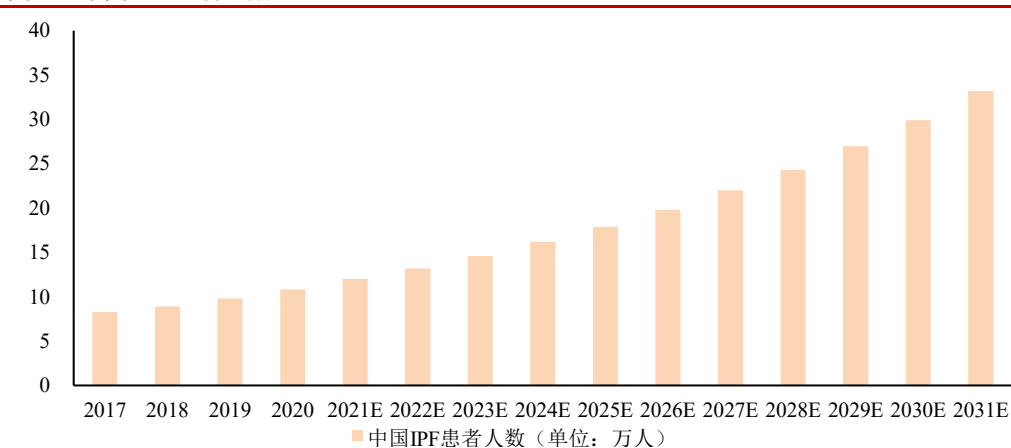


资料来源：诺思兰德公告，弗若斯特沙利文，首创证券

HW021199 片适用于特发性肺纤维化 (IPF) 的治疗，该药物于 2021 年 5 月获批临床，2023 年 8 月进入临床 II 期研究。

特发性肺纤维化 (IPF) 是一种病因不明的慢性进行性肺间质纤维化疾病，以呼吸困难和肺功能进行性恶化为特征，IPF 患者因肺结构破坏和慢性炎症，易并发肺癌、肺动脉高压、肺气肿等严重疾病，患者确诊后的中位生存期仅 3-5 年，5 年生存率约为 20%。目前在全球范围内，仅有尼达尼布和吡非尼酮两种药物批准用于治疗特发性肺纤维化疾病，但吡非尼酮需要滴定给药，每天需要服药 3 次，尼达尼布每天需要服药 2 次，且恶心、腹泻等消化道不良反应频发导致部分患者用药中断，用药依从性弱，且疗效有限。此外尼达尼布和吡非尼酮限于延缓用力呼气肺活量下降速率，只起到减缓疾病进展和改善预后的作用，无法完全阻止疾病进展。2023 年在国内公立医疗机构市场中，吡非尼酮和尼达尼布合计销售额超过 9 亿元，同比增速为 57.06%，根据北京康蒂尼药业招股书中的数据，预计到 2025 年，中国 IPF 患者人数将达到 17.9 万人，2031 年将达到 33.2 万人。根据 Newport 数据库统计，2022 年 3 月至 2023 年 3 月尼达尼布与吡非尼酮全球销售额分别约为 37 亿美元和 10 亿美元。

图 30 中国 IPF 患者人数



资料来源：北京康蒂尼招股书，首创证券

我们认为，由于已获批的 IPF 药物在疗效、安全性和用药依从性等方面仍具有提升空间，因此新型 IPF 创新药具有较强的临床需求，HW021199 若成功获批，将具有较大的市场潜力。

4 其他重点子公司经营特色突出

4.1 新疆维药：国内民族药龙头企业，看好长期增长潜力

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，是国家高新技术企业。目前拥有 20 个国家药准字产品，包括 2 个国家基本药物目录品种，12 个全国独家医保品种，4 个国家中药保护品种，全部 20 个品种均列入新疆维吾尔自治区地方医保目录。

图 31 近年来新疆维药收入情况

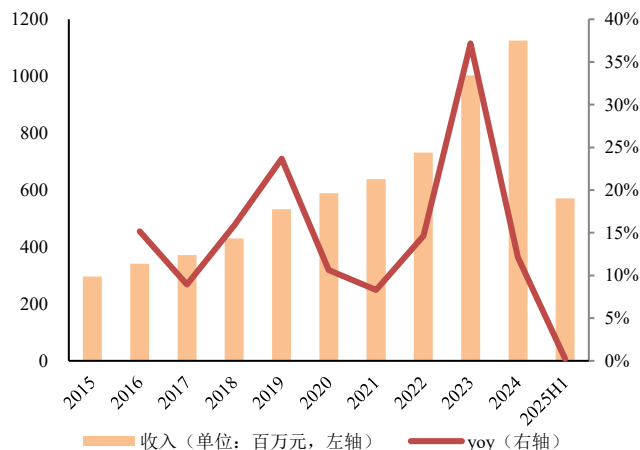
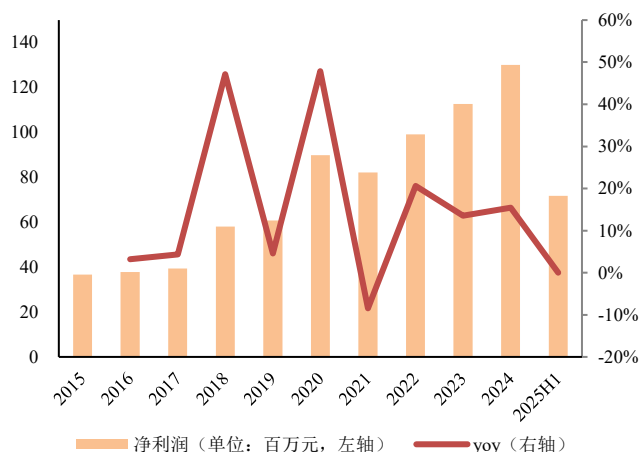


图 32 近年来新疆维药利润情况



资料来源: wind, 首创证券

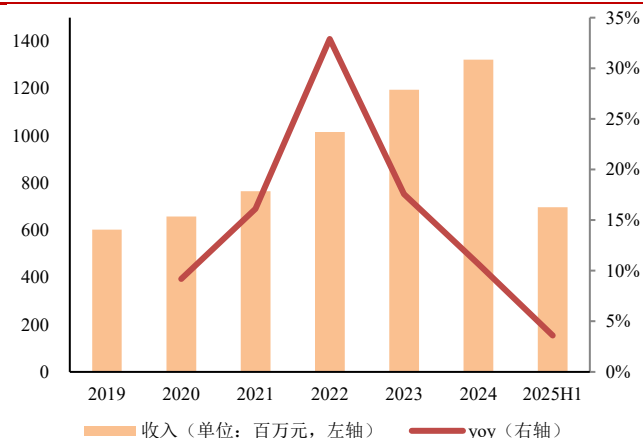
资料来源: wind, 首创证券

米内网数据显示，2024 年上半年在国内公立医疗机构市场，新疆维药的祖卡木颗粒市占率为 2.01%，在同类产品中排名第 9，已经具备一定的品牌影响力和市场美誉度。我们认为随着疆外市场的拓展，公司收入和利润仍具有较好的增长潜力。

4.2 葛店人福：甾体激素原料药及制剂产品布局丰富，产能释放和制剂新品种有望助推业绩增长

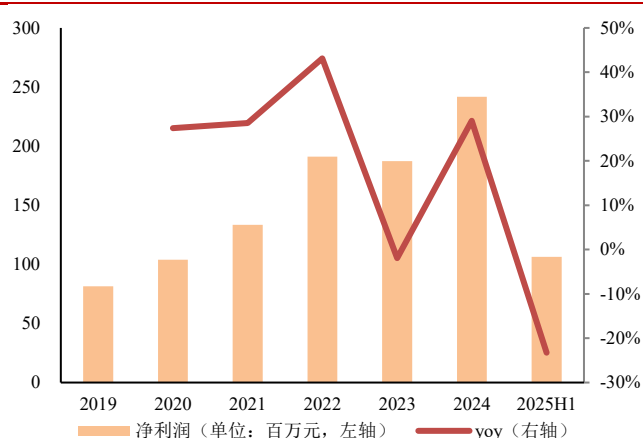
葛店人福(公司持有其 81.07% 股权)是专业从事甾体激素类中间体、原料药、制剂等产品的研发、生产与销售的国家高新技术企业。该公司主要产品为(复方)米非司酮片、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊等药品，以及黄体酮、非那雄胺、醋酸环丙孕酮、布地奈德、奥卡西平、去氢表雄酮、度他雄胺等原料药及中间体。近年来通过原料药、制剂等业务持续拓展，葛店人福业绩呈现出稳步提升态势。

图 33 近年来葛店人福收入情况



资料来源: wind, 首创证券

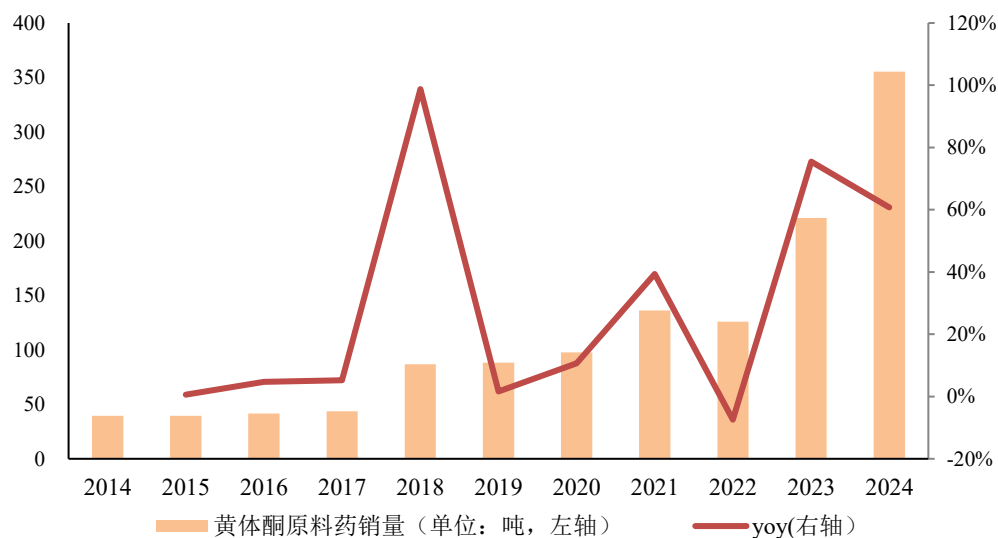
图 34 近年来葛店人福利润情况



资料来源: wind, 首创证券

2021年7月公司公告，葛店人福设立全资子公司黄冈人福，并投资建设国际高端新型特色原料药产业化生产基地。2024年葛店人福持续拓展甾体激素原料药业务，黄冈人福新生产线建成投产，实现工艺改进和技术升级，产能得到充分释放，重点产品黄体酮原料药实现快速增长。

图 35 近年来公司黄体酮原料药销售量情况



资料来源: 公司公告, 首创证券

葛店人福子公司九珑人福近年有屈螺酮炔雌醇片、地诺孕素片等多款甾体激素类制剂获批，相关产品竞争格局较好并具有一定的市场容量，有望为该公司制剂业务提供新的业绩增量。

表 10 近年来葛店人福获批的甾体激素类制剂

药品	公告时间	适应症	市场规模	其他主要生产企业
屈螺酮炔雌醇片	2025 年 8 月	避孕	2024 年国内市场规模约为 3.2 亿元	Bayer Australia Ltd
甲泼尼龙片	2025 年 5 月	风湿性疾病、 胶原疾病等	2024 年国内市场规模约为 2 亿元	Pfizer Italia s.r.l、津药和平、 鲁抗医药等。
地诺孕素片	2024 年 11 月	子宫内膜异位 症	2023 年国内市场规模约为 4.3 亿元	Jenapharm GmbH & Co. KG、 上海汇伦江苏药业等。
黄体酮胶囊	2025 年 5 月	治疗由黄体酮 缺乏引起的机 能障碍等	2024 年国内市场规模约为 3.72 亿元	Besins Healthcare S.A.、浙江 爱生药业、浙江医药等。

资料来源：公司公告，首创证券

5 估值与盈利预测

医药制造业业务核心假设：

1.宜昌人福受益于手术量自然增长，麻醉药品在 ICU、内镜检查等科室放量，肿瘤肿瘤镇痛产品梯队逐步成熟，我们预计 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为 5.77%、8.73%和 8.55%。

2.通过整合美国市场业务，2024 年 Epic Pharma 积极整合全集团美国市场业务实现收入快速增长，考虑到美国仿制药市场竞争较为激烈，我们预计 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为 11%、10%和 9%。

3.武汉普克主营软胶囊类制剂，近年来有多个新品种在中国和美国获批，同时考虑到外部市场环境波动，我们预计 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为 0%、11%和 10%。

4.2025 年上半年，葛店人福高效推进向新生产基地的转产运营，保持稳健发展。受益于产能释放和制剂新品种放量，我们预计葛店人福 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为 5%、11%和 10%。

5.随着疆外市场拓展，我们预计新疆维药 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为 5%、10%和 10%。

6.由于集采降价影响，2025 年武汉人福业绩出现下滑。随着降价因素消除，同时公司聚焦特色品种，盘活存量资源，我们预计武汉人福 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为-8%、3%和 3%。

7.随着下游兽用药、宠物用药需求量增长，我们预计三峡制药 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为 15%、8%和 7%。

随着高毛利麻醉用药收入增加，各子公司经营效率提升，预计毛利率逐步改善，预计 2025 年至 2027 年医药制造业毛利率分别为 69.19%、70.19%和 71.19%。

医药商业业务核心假设：

1.2025 年上半年由于应对医保控费，湖北人福调整产品结构，收入有所下滑，后续经营效率有望逐步改善，我们预计 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为-5%、3%和 3%。

2.北京医疗主要经营罗氏诊断试剂等产品，受体外诊断试剂集采影响，2025 年上半年收入出现下滑，但公司积极深化业务布局与区域拓展，强化产业链协同合作，不断提

升运营效率与服务质量，预计经营趋势有望逐步改善。我们预计 2025 年至 2027 年收入同比增速分别为-8%、3%和 3%。

随着湖北人福完成产品结构调整，北京医疗经营效率改善，预计毛利率基本稳定，2025 年至 2027 年分别为 14.00%、14.10%和 14.12%。

表 11 人福医药收入和毛利预测(单位：百万元)

项目	2024	2025E	2026E	2027E
一、医药制造业及主要公司				
1.1、宜昌人福	8702	9204	10007	10863
收入	7.97%	5.77%	8.73%	8.55%
yoy				
1.2、Epic Pharma	1353	1502	1652	1800
收入	27.83%	11.00%	10.00%	9.00%
yoy				
1.3、武汉普克				
收入	713	713	791	870
yoy	19.80%	0.00%	11.00%	10.00%
1.4、葛店人福				
收入	1322	1388	1540	1695
yoy	10.66%	5.00%	11.00%	10.00%
1.5、新疆维药				
收入	1125	1181	1299	1429
yoy	12.12%	5.00%	10.00%	10.00%
1.6、武汉人福				
收入	433	398	410	423
yoy	-37.18%	-8.00%	3.00%	3.00%
1.7、三峡制药				
收入	459	527	570	609
yoy	23.36%	15.00%	8.00%	7.00%
医药制造业合计：				
收入	14246	15044	16390	17800
yoy	9.49%	5.60%	8.95%	8.60%
毛利率	68.19%	69.19%	70.19%	71.19%
毛利	9714	10409	11504	12672
成本	8702	9204	10007	10863
二、医药商业及主要子公司				
2.1 湖北人福				
收入	8229	7818	8052	8294
yoy	-3.90%	-5.00%	3.00%	3.00%
2.2 北京医疗				

收入	1975	1817	1871	1928
yoy	13.98%	-8.00%	3.00%	3.00%
医药商业合计:				
收入	11140	10581	10880	11187
yoy	-1.36%	-5.02%	2.83%	2.83%
毛利率	14.26%	14.00%	14.10%	14.12%
毛利	1589	1481	1534	1580
成本	9552	9099	9346	9608
三、公司整体合计				
收入	25435	25674	27320	29037
yoy	3.71%	0.94%	6.41%	6.29%
毛利率	44.55%	46.43%	47.83%	49.18%
毛利	11332	11919	13068	14281
成本	14103	13754	14252	14756

资料来源: 公司公告, 首创证券

我们预计 2025 年至 2027 年, 公司营业收入分别为 256.74 亿元、273.20 亿元和 290.37 亿元, 同比增速分别为 0.9%、6.4%和 6.3%; 归母净利润分别为 19.35 亿元、23.60 亿元和 28.44 亿元, 以 9 月 24 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 18.1、14.9 和 12.3 倍。

表 12 人福医药及可比公司的预期利润和估值情况

公司	归属于上市公司股东的净利润 (单位: 亿元)			利润 CAGR	PE (单位: 倍)			市值 (单位: 亿元)
	2025E	2026E	2027E		2025	2026	2027	
恒瑞医药	80.59	92.09	106.63	15.03%	58.06	50.81	43.88	4679
华东医药	39.99	45.61	51.23	13.18%	18.64	16.34	14.55	745
科伦药业	27.10	31.21	35.69	14.76%	22.41	19.46	17.01	607
复星医药	33.24	38.66	44.16	15.26%	23.34	20.07	17.57	776
信立泰	6.90	8.05	9.41	16.78%	97.33	83.42	71.37	672
恩华药业	13.13	15.31	17.75	16.27%	22.37	19.19	16.55	294
平均				15.21%	40.36	34.88	30.15	
人福医药	19.35	23.60	28.44	21.23%	18.12	14.86	12.33	351

资料来源: wind, 首创证券 (可比公司利润为 wind 一致预期, 市值和 PE 根据 2025 年 9 月 24 日收盘后数据计算)

我们选取恒瑞医药、华东医药、科伦药业和复星医药等大型综合性制药企业以及恩华药业、信立泰等在精麻、心脑血管等领域具有领先优势的专科类制药企业作为可比公司。目前公司市值对应 2025 年利润的 PE 低于可比公司平均值, 但在业绩增速方面, 与可比公司相比, 2025 年至 2027 年公司利润复合增速高于可比公司平均值。目前公司已经完成了控股股东和实控人的变更, 我们认为有助于改善公司治理结构, 此外新的实控人也有望从创新发展、资本支持和国际化布局等角度对公司进行全方面赋能, 公司将迎来新的发展契机。另一方面, 公司研发体系完善, 创新成果将逐步进入兑现期。综合上

述因素,我们认为公司估值具有向上提升的潜力,将公司评级由“增持”上调为“买入”。

6 风险提示

1.目前麻醉药品价格及第一类精神药品实行政府指导价,具体办法由国务院医疗保障主管部门(国家医保局)制定。若对麻醉药品等的医保支付进行下调,可能会对公司利润造成一定负面影响。

2.公司近年来陆续有多个新药品获批上市,新药品可能会由于市场竞争加剧、未能及时进入医保等因素,导致销售额不及预期。

3.公司目前有多个在研创新药,可能会出现临床研究失败、获批后销售额不及预期等风险。

4.医保控费等行业政策影响,导致手术量增速出现波动。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,858	22,958	26,417	29,749	经营活动现金流	2,164	3,833	3,950	4,522
现金	3,915	7,149	10,135	13,007	净利润	1,330	1,935	2,360	2,844
应收账款	9,198	9,172	9,489	9,797	折旧摊销	1,019	968	1,001	975
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	337	299	255	235
预付账款	408	413	428	443	投资损失	-144	-150	-140	-130
存货	3,566	3,432	3,414	3,387	营运资金变动	-829	306	-221	-201
其他	2,698	2,704	2,854	3,015	其它	3	-41	29	-3
非流动资产	16,650	15,667	15,218	14,565	投资活动现金流	-742	951	-145	-770
长期投资	1,074	1,074	1,074	1,074	资本支出	-1,163	-1,061	-533	-304
固定资产	9,322	9,922	9,809	9,578	长期投资	11	0	0	0
无形资产	1,959	1,551	1,396	1,256	其他	1,993	410	2,012	388
其他	2,694	1,616	1,613	1,609	筹资活动现金流	-1,498	-1,550	-819	-880
资产总计	36,508	38,625	41,635	44,314	短期借款	436	-250	-150	-100
流动负债	13,340	12,878	13,673	13,613	长期借款	-516	-761	-400	-400
短期借款	7,150	6,900	6,750	6,650	其他	-46	432	838	791
应付账款	2,802	2,751	2,993	3,246	现金净增加额	-76	3234	2985	2872
其他	941	1,032	1,825	1,806					
非流动负债	2,475	2,131	1,843	1,588	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
长期借款	1,192	892	592	342	成长能力				
其他	1,283	1,239	1,251	1,246	营业收入	3.7%	0.9%	6.4%	6.3%
负债合计	15,815	15,009	15,516	15,201	营业利润	-26.8%	30.1%	22.8%	20.0%
少数股东权益	3,069	4,934	5,600	6,402	归属母公司净利润	-37.7%	45.5%	22.0%	20.5%
归属母公司股东权益	17,624	18,682	20,519	22,711	获利能力				
负债和股东权益	36,508	38,625	41,635	44,314	毛利率	44.6%	46.4%	47.8%	49.2%
					净利率	7.0%	9.5%	11.1%	12.6%
					ROE	6.4%	8.2%	9.0%	9.8%
					ROIC	10.2%	11.4%	12.6%	13.9%
利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
营业收入	25,435	25,674	27,320	29,037	资产负债率	43.3%	38.9%	37.3%	34.3%
营业成本	14,103	13,754	14,252	14,756	净负债比率	50.7%	39.9%	34.0%	28.8%
营业税金及附加	178	257	273	290	流动比率	1.5	1.8	1.9	2.2
营业费用	4,631	4,801	5,081	5,372	速动比率	1.2	1.5	1.7	1.9
研发费用	1,471	1,540	1,639	1,742	营运能力				
管理费用	1,932	1,797	1,776	1,742	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
财务费用	351	299	255	235	应收账款周转率	2.9	2.8	2.9	3.0
资产减值损失	-394	-90	-100	-120	应付账款周转率	5.1	5.0	5.0	4.7
公允价值变动收益	113	50	50	40	每股指标(元)				
投资净收益	133	100	90	90	每股收益	0.8	1.2	1.4	1.7
营业利润	2,522	3,280	4,029	4,834	每股经营现金	1.3	2.3	2.4	2.8
营业外收入	10	10	10	10	每股净资产	10.8	11.4	12.6	13.9
营业外支出	109	109	109	109	估值比率				
利润总额	2,423	3,181	3,930	4,735	P/E	26.37	18.12	14.86	12.33
所得税	645	732	904	1,089	P/B	1.99	1.88	1.71	1.54
净利润	1,778	2,449	3,026	3,646					
少数股东损益	449	514	666	802					
归属母公司净利润	1,330	1,935	2,360	2,844					
EBITDA	3,731	4,449	5,186	5,946					
EPS (元)	0.81	1.19	1.45	1.74					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于2019年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第5名，公募榜单第4名；于2020年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第3名，公募榜单第2名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现