

人福医药（600079）

芬太尼龙头，归核聚焦持续推进，增长动能充足

买入（首次）

2024 年 08 月 13 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 张坤

执业证书：S0600524050001

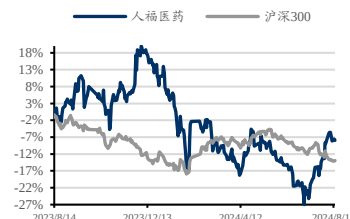
zhangk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	22338	24525	26288	28673	31152
同比（%）	8.71	9.79	7.19	9.07	8.64
归母净利润（百万元）	2484	2134	2224	2652	3080
同比（%）	88.60	(14.07)	4.18	19.27	16.11
EPS-最新摊薄（元/股）	1.52	1.31	1.36	1.62	1.89
P/E（现价&最新摊薄）	13.17	15.33	14.71	12.33	10.62

投资要点

- **麻醉药生命周期长，壁垒高，市场持续扩容：**麻醉药品种类繁多，2023 年总市场规模超过 250 亿元，由于具有药物成瘾、保命等行业特殊性，各国政府从多个维度进行严格全面把控，使得麻醉药品生命周期长，行业进入壁垒较高。麻药的市场规模未来有望稳步增长，主要由于：①随着老龄化加剧及医疗事业发展，每年自然手术人次有望保持稳健增长（2015-2021 中国住院手术人次 CAGR 达 10%）；②随着镇痛观念普及，群众对舒适医疗追求，腔镜、分娩等手术室外麻醉药应用场景逐步拓宽；③2020 年以来多款麻醉新药上市，价格优于传统麻药，有望带来市场扩容。
- **宜昌人福：奠定公司基本盘，麻药龙头高增长：**宜昌人福为公司核心子公司，2023 年贡献 33% 的收入与 91% 的归母净利润，宜昌人福增长逻辑主要体现在：①芬太尼系列龙头，2023 年市占率超过 90%，同时非手术科室持续高增长，2017-2023 年 CAGR 达 41%，随着适应症增加与科室开拓，未来随行业稳健增长；②中国市场麻药渗透率与剂型丰富度均有较大提升空间，公司持续加码口服剂型研发与疼痛管理等应用场景拓展，带来新增量；③氢吗啡酮与纳布啡市场规模正处于快速增长阶段，竞争格局好，同时公司持续推动氢吗啡酮在疼痛肿瘤科室的学术推广和普及，仍有较大的市场开发空间；④公司新药苯磺酸瑞马唑仑与磷丙泊酚二钠安全性均优于丙泊酚，同时瑞马唑仑 ICU 镇静适应症处于 III 期临床中，新品增加，持续完善“大麻药”布局。
- **创新管线有望兑现，其他子公司稳健发展：**光谷人福 pUDK-HGF 已完成 III 期临床，严重下肢缺血性疾病目前尚无有效疗法，根据 II 期临床数据在静息痛缓解与溃疡面积改善方面 pUDK-HGF 均显著优于对照组，有望如期上市，瞄准千亿市场。其他子公司葛店人福、新疆维药等稳健增长，同时公司持续推进国际化，稳健发展。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 262.9/286.7/311.5 亿元，归母净利润分别为 22.24/26.52/30.80 亿元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 15×/12×/11×。我们认为公司作为高壁垒麻醉药行业的龙头，当前位置被低估，随着公司其他麻醉药与镇静药逐步放量以及多科室拓展，业绩有望持续兑现。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**集采降价风险；政策波动风险；产品研发与业务拓展不及预期；控股股东经营管理风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.10
一年最低/最高价	15.68/27.36
市净率(倍)	1.90
流通 A 股市值(百万元)	30,890.99
总市值(百万元)	32,808.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.59
资产负债率(% ,LF)	44.54
总股本(百万股)	1,632.26
流通 A 股(百万股)	1,536.87

相关研究

- 《人福医药(600079)：人福医药研究报告》
2015-05-08
- 《人福医药(600079)：人福医药调研报告——14 年恢复，15 年起步》
2014-01-27

内容目录

1. 老牌麻药龙头，“归核化”经营持续向好	4
2. 宜昌人福：奠定公司基本盘，麻药龙头持续高增长	7
2.1. 麻醉药生命周期长，壁垒高，多重因素推动市场持续扩容	7
2.1.1. 麻醉药种类繁多，2023 年总市场规模超 250 亿元	7
2.1.2. 精麻药生命周期长，行业壁垒高	9
2.1.3. 多重因素推动精麻药市场持续增长	10
2.1.3.1. 老龄化加剧，手术人次提升	10
2.1.3.2. 镇痛观念普及，手术室外麻醉带来增量空间	11
2.1.3.3. 新药有望量价齐升为市场扩容	12
2.2. 宜昌人福“大麻药布局”日趋完善，新老产品接力，有望持续放量	14
2.2.1. 增长逻辑一：芬太尼系列龙头，非手术科室持续高增长	14
2.2.2. 增长逻辑二：剂型持续丰富，癌痛等市场存在较大潜力	15
2.2.3. 增长逻辑三：氢吗啡酮/纳布啡等持续放量	16
2.2.4. 增长逻辑四：麻醉镇静创新产品持续放量	17
3. 创新管线有望兑现，其他子公司稳健发展	18
3.1. 光谷人福：pUDK-HGF 创新有望兑现，潜在千亿市场	18
3.2. 葛店人福：专注甾体激素，原料国际化逐步推进	20
3.3. 新疆维药：专注维吾尔民族药，政策扶持、疆外拓展、出海助增长	20
3.4. 以 Epic Pharma 为代表，稳步推进国际化发展战略	20
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1:	人福医药发展历程与股价走势（公司上市以来涨跌幅%）	4
图 2:	人福医药股权构架与子公司（股权与各子公司业绩占比为 2023 年报数据）	5
图 3:	人福医药营收及增速（亿元）	5
图 4:	人福医药业务结构	5
图 5:	人福医药归母/扣非归母净利润（亿元）	6
图 6:	宜昌人福营收/净利润及增速（亿元）	6
图 7:	人福医药毛利率与净利率	7
图 8:	人福医药各项费用率	7
图 9:	麻醉方法分类	7
图 10:	各类麻醉药物作用机制	7
图 11:	中国每年住院手术人次及增速（万人次）	11
图 12:	麻醉科执业医师人数、增速及占比（万人）	11
图 13:	中国无痛分娩应用率	11
图 14:	中国手术室外麻醉占比	12
图 15:	部分国家胃镜开展率（1/10 万）	12
图 16:	部分国家肠镜开展率（1/10 万）	12
图 17:	人福医药麻药手术科室与非手术科室营收及增速（亿元）	15
图 18:	全球用于疼痛管理的阿片类药物的平均可得性	16
图 19:	盐酸氢吗啡酮注射液市场规模与增速（亿元）	17
图 20:	盐酸纳布啡注射液市场规模与增速（亿元）	17
图 21:	瑞马唑仑 III 期临床数据	17
图 22:	苯磺酸瑞马唑仑销售额（亿元）	17
图 23:	磷丙泊酚二钠部分临床数据	18
图 24:	中国 PAD 患者数量（万人）	19
图 25:	pUDK-HGF 治疗机理	19
图 26:	静息痛组 180 天疼痛完全缓解与 50%缓解比率	19
图 27:	对照组与实验组溃疡面积改善对比	19
图 28:	葛店人福业绩与增速（亿元）	20
图 29:	新疆维药业绩与增速（亿元）	20
图 30:	Epic Pharma 业绩与增速（亿元）	21
图 31:	人福医药海外营收与增速（亿元）	21
图 32:	人福医药业务拆分（百万元）	22
图 33:	可比公司估值	23
表 1:	人福医药“归核化”战略成果	6
表 2:	麻药分类与市场规模	8
表 3:	部分麻醉与镇痛药品上市时间	9
表 4:	麻醉药品与精神药品管理规范	10
表 5:	部分已上市与在研麻醉新药	12
表 6:	宜昌人福主要麻醉药品	14

1. 老牌麻药龙头，“归核化”经营持续向好

三十年老牌药企，多领域领导者。人福医药集团股份公司成立于1993年，于1997年在上海证券交易所上市，是湖北省医药工业龙头企业、中国医药工业30强、国家技术创新示范企业、中国医药企业制剂国际化先导企业，已在国内的麻醉药品、甾体激素类药物、维吾尔民族药等多个细分领域建立了领导或领先地位。公司先后经历初创、上市、拓展、归核四个阶段，宜昌人福、葛店人福、新疆维药等核心子公司于2001年先后成立；2006-2017年拓展阶段公司明确医药主业，开启国际化发展，开拓非洲、美国市场，收购美国仿制药公司Epic Pharma 100%股权；2018年公司开始实施“归核化”战略，清理出售非核心医药工商业资产、医疗服务资产、部分金融资产等，不断优化公司业务与资产结构。同时宜昌人福已成为亚洲最大麻醉药品研发生产基地和国内唯一芬太尼全系生产企业。

图1：人福医药发展历程与股价走势（公司上市以来涨跌幅%）



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

子公司众多，宜昌人福为核心资产。公司控股股东为武汉当代科技产业集团股份有限公司，截至2023年持有公司27.36%股权，武汉当代实控人为艾路明先生（持有武汉当代28.2%股权）；公司董事长李杰先生持有公司5.97%股权。人福医药子公司较多，其中主要包括医药工业的宜昌人福、葛店人福、新疆维药、Epic Pharma、武汉人福与医药商业的北京医疗与湖北人福。其中2023年宜昌人福贡献了上市公司总营收的33%与归母净利润的91%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/287031012103006143>