

增持 (维持)

恩华药业 (002262)

业务规模持续提升，新品上市迎来广阔成长空间

2023年03月15日

市场数据

市场数据日期 2023-03-14

收盘价(元)	26.03
总股本(亿股)	10.08
流通股本(亿股)	8.82
净资产(亿元)	54.38
总资产(亿元)	62.46
每股净资产(元)	5.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

投资要点

- **政策壁垒带来精麻赛道良好竞争格局，需求增长推动行业稳健增长；疫情管控政策放松有望进一步推动用药需求增长：**国家对麻醉药品和精神药品实行严格的生产和流通管制，国家严格的管控政策决定了管制麻醉类药品与精神类药品的较好的竞争格局。麻醉药品的传统应用场景主要包括住院手术、疼痛治疗，目前也已经广泛应用于无痛内镜检查、门诊手术等。整体来看，2012-2021年麻醉药品复合增长率为12.3%，未来随着疫情管控政策放松推动，手术人次预计将呈复苏态势，医院诊疗量与住院手术量的增长将直接带动麻醉药物需求的增加，行业预计会重回高速增长轨道。
- **TRV130 临床数据优秀，市场空间广阔，有望成为麻醉镇痛领域又一重磅产品：**公司拥有 TRV130 大中华区开发和商业化的独家权益，已于 2022 年 1 月正式递交 TRV130 的上市申请，目前处于 NDA 审核阶段。TRV130 属于精麻管制药品，主要适用于术后镇痛、预防性镇痛及舒适化医疗；三期临床数据显示 TRV130 与吗啡镇痛作用相当，同时相比吗啡，TRV130 的呼吸抑制、呕吐等副作用更轻；据测算在 TRV130 渗透率 15% 时，其销售峰值或将达到 18.0-25.2 亿元，上市之后预计将驱动公司业绩稳健增长。
- **盈利预测与估值：**公司目前主要从事中枢神经类药物的研发、生产和销售，为国内医药行业中为数不多专注于中枢神经药物细分市场的上市企业。未来随着公司新上市的瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮的销售市占率提升，以及重磅品种 TRV130、地佐辛的获批上市并放量销售，预计将对公司今后的业绩提升产生积极的影响。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.89、1.08、1.35 元，对应 2022 年 3 月 14 日的股价 PE 分别为 29.2、24.1、19.3 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**药品获批进度低于预期的风险、相关药品集采降价的风险、药品研发创新的风险

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3936	4297	5172	6244
同比增长	17.1%	9.2%	20.4%	20.7%
归母净利润(百万元)	798	899	1089	1357
同比增长	9.5%	12.7%	21.1%	24.7%
毛利率	77.2%	76.3%	76.6%	77.4%
ROE	16.2%	16.1%	16.7%	17.7%
每股收益(元)	0.79	0.89	1.08	1.35
市盈率	32.7	29.2	24.1	19.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目录

1、恩华药业：专注中枢神经系统药物，产品梯队日益丰富巩固公司市场领先地位	- 4 -
1.1、深耕医药行业四十余载，专注中枢神经系统药物	- 4 -
1.2、产品组合日益丰富，主要产品占据领先市场份额	- 5 -
1.3、公司精麻产品持续发力，历史业绩稳定增长	- 7 -
2、政策壁垒带来精麻赛道良好竞争格局，需求增长推动行业稳健增长；集采对业绩压制基本消除，近期获批产品放量有望驱动公司业绩加速增长	- 9 -
2.1、精麻赛道政策壁垒高、竞争格局良好，市场需求增长推动行业稳步发展	- 9 -
2.2、短期集采影响基本消除；核心产品集采风险较小	- 13 -
2.3、近期获批产品市场空间大，产品放量有望驱动业绩加速增长	- 13 -
3、在研管线丰富，创新品种收获在即；疫情管控放松有望进一步提升公司业绩弹性	- 14 -
3.1、创仿分设，创仿并重；在研管线丰富	- 14 -
3.2、TRV130临床数据优秀，有望成为麻醉镇痛领域又一重磅产品	- 15 -
3.3、疫情管控放松预计将推动麻醉及辅助用药需求增长	- 17 -
4、盈利预测和估值	- 19 -
5、风险提示	- 20 -

图表目录

图 1、公司发展历程	- 4 -
图 2、公司股权结构图	- 5 -
图 3、公司营业总收入和归母净利润（亿元）	- 8 -
图 4、公司毛利率与净利率	- 8 -
图 5、2017-2021 公司各类别收入占比情况	- 8 -
图 6、2017-2021 公司各类别毛利占比情况	- 8 -
图 7、麻醉围术期用药图	- 11 -
图 8、全国住院手术人次变化趋势	- 11 -
图 9、各类型麻醉药品历年销售额及总体同比增长	- 12 -
图 10、我国精神疾病发病情况	- 12 -
图 11、我国精神科门诊诊疗和住院情况	- 12 -
图 12、2019-2022Q1 公司产品集采金额占比情况	- 13 -
图 13、舒芬太尼样本医院销售额（亿元）	- 14 -
图 14、瑞芬太尼样本医院销售额（亿元）	- 14 -
图 15、TRV130 镇痛效果	- 15 -
图 16、TRV130 呼吸安全事件发生率	- 15 -
图 17、国内医保单月支出及同比数据	- 17 -
图 18、国内 PDB 样本医院按治疗大类分用药量季度同比数据	- 18 -
表 1、公司主要产品情况	- 6 -
表 2、公司主要产品市场竞争情况	- 7 -
表 3、公司各类产品历年销售额（单位：万元）情况	- 8 -
表 4、麻醉药品和精神药品的管制情况	- 9 -
表 5、管制药品生产经营的企业数量情况	- 10 -
表 6、麻醉的分类及用药需求	- 10 -
表 7、公司创新药研发管线	- 14 -
表 8、TRV130 同类产品比较与销售峰值测算	- 16 -

表 9、公司审批中主要品种市场规模情况	- 16 -
表 10、2017-2021 年芬太尼系列和羟考酮销售额变化情况	- 18 -
表 11、2021-2024E 主要财务指标	- 19 -
表 12、可比公司估值指标	- 20 -

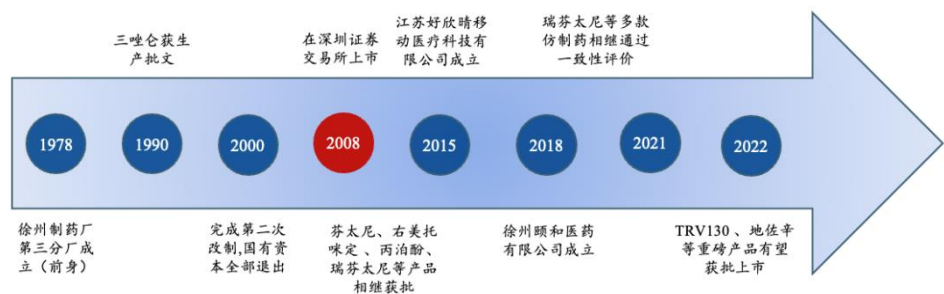
报告正文

1、恩华药业：专注中枢神经系统药物，产品梯队日益丰富巩固公司市场领先地位

1.1、深耕医药行业四十余载，专注中枢神经系统药物

专注中枢神经类药物，研发管线丰富。恩华药业始建于 1978 年，前身为徐州第三制药厂，经过系列改制和重组，发展为国内优秀的重要的中枢神经药物生产基地和研发服务企业，同时也是国内医药行业中为数不多专注于中枢神经药物细分市场的上市企业。恩华药业主要从事中枢神经类药物的研发、生产和销售，战略定位于中枢神经药物领域市场，主要产品为麻醉类、精神类和神经类药物，包括依托咪酯、咪达唑仑、瑞芬太尼、利培酮、度洛西汀、阿立哌唑、加巴喷丁等。近期公司舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮等产品相继获批给公司提供较强驱动力。同时公司大力研发创新药，在麻醉和精神疾病领域有丰富的研发管线，公司 TRV-130 与地佐辛产品预计将于 2023 年初上市，上市之后将给公司业绩带来增量。

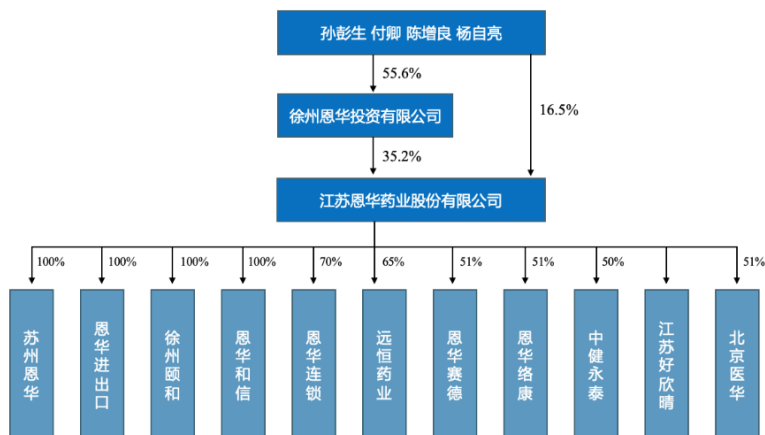
图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

股权结构稳定，实控人管理经验丰富。公司实际控制人孙彭生、付卿、陈增良及杨自亮合计持有徐州恩华投资有限公司 55.58% 的股权，直接持有公司 16.52% 的股权，直接和间接控制恩华药业 51.67% 的股份。公司董事长孙彭生自 1980 年起任徐州第三制药厂技术员、车间主任、厂长，1999 年任恩华集团总经理、董事长，具有丰富的企业管理经验。孙彭生、付卿、陈增良及杨自亮为一致行动人，2021 年 4 月 15 日，四人续签了《一致行动协议》，有效期为三年。

图 2、公司股权结构图



资料来源：公司 22 年中报，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理，信息截至 2022 年 6 月 30 日。

1.2、产品组合日益丰富，主要产品占据领先市场份额

近三十年来，公司集中资源从事中枢神经药物的研发、生产、销售，拥有国内最丰富的产品线，形成了公司独特的核心竞争力。公司在中枢神经药物行业的精神、神经、麻醉镇痛细分领域均有重磅产品布局，目前公司产品类别主要为麻醉类（咪达唑仑、依托咪酯、丙泊酚、瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮等），精神类（利培酮、度洛西汀、阿立哌唑等），神经类（加巴喷丁等）。公司部分产品的产量、销售量、销售额和市场占有率连续多年同行业排名领先。PDB 数据显示，2021 年公司麻醉类制剂依托咪酯乳状注射液、咪达唑仑注射液、氟马西尼注射液市场占有率分别达到 100%、92%、38%；精神类制剂盐酸丁螺环酮片、碳酸锂缓释片、阿普唑仑片市场占有率分别达到 87%、100%、51%；神经类制剂氯硝西洋片、利鲁唑片、加巴喷丁胶囊市场占有率分别达到 88%、29%、57%。

近年来公司获批的产品包括盐酸戊乙奎醚注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸阿芬太尼注射液、盐酸羟考酮注射液、盐酸度洛西汀肠溶胶囊等。同时公司注重市场潜力大、研发壁垒高及有政策壁垒的新产品开发，在研重点创新药项目包括奥赛利定富马酸盐（TRV-130）注射液、NH600001 乳状注射液、Protollin 鼻喷剂、CY150112 片、NH102 盐酸盐片、NHL35700 等。随着这些产品的陆续获批和上市销售，将进一步巩固公司在中枢神经药物领域的国内领先地位。

表 1、公司主要产品情况

产品领域	主要产品名称	产品用途
麻醉类药物	依托咪酯注射液、咪达唑仑注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、丙泊酚乳状注射液	主要用于全麻诱导/麻醉维持，用于 ICU 机械通气或需要镇静的患者
	盐酸右美托咪定注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、枸橼酸芬太尼注射液	主要用于麻醉镇痛/镇静，作为辅助药物，使麻醉诱导平稳，减少插管反应
	盐酸纳洛酮注射液	主要用于拮抗阿片类药物所致的呼吸抑制
	氟马西尼注射液	主要用于逆转苯二氮卓类药物所致的中枢镇静作用
	盐酸羟考酮注射液	主要用于治疗中度至重度急性疼痛
	盐酸戊乙奎醚注射液	主要用于麻醉前抑制唾液腺和气管腺体分泌
	甲磺酸罗哌卡因注射液	主要用于外科手术麻醉和急性疼痛控制
精神类药物	盐酸丁螺环酮片、阿普唑仑片	主要用于治疗焦虑症
	盐酸齐拉西酮胶囊、注射用甲磺酸齐拉西酮、阿立哌唑片、舒必利片、氯氮平口腔崩解片、利培酮片、氯氮平片、五氟利多片	用于治疗急性和慢性精神分裂症以及其它各种精神病性状态的明显的阳性症状（如幻觉、妄想、思维紊乱、敌视、怀疑）和明显的阴性症状（如反应迟钝、情绪淡漠及社交淡漠、少语）
	盐酸度洛西汀肠溶片、盐酸氯米帕明片、氢溴酸西酞普兰片	主要用于治疗抑郁症，有效改善躯体疼痛症状
	碳酸锂缓释片	主要治疗躁狂症，也用于治疗分裂-情感性精神病
神经类药物	盐酸硫必利片	用于治疗舞蹈症、抽动-秽语综合征及老年性精神运动障碍
	马来酸咪达唑仑片、扎来普隆胶囊、硝西泮片	主要用于失眠症的短期治疗，治疗入睡困难、失眠多梦、夜间容易惊醒、睡眠时间短等
	氯硝西泮片、卡马西平片	主要用于治疗癫痫
	加巴喷丁胶囊	主要用于治疗疱疹感染后神经痛和癫痫
	利鲁唑片	主要用于延长肌萎缩侧索硬化（ALS）患者的生命或延长其发展至需要机械通气支持的时间
其他类药物	三唑仑片	主要用于镇静、催眠
	盐酸多沙普仑注射液	主要用于治疗呼吸衰竭
	茶普生缓释胶囊	用于治疗缓解轻至中度疼痛
	西咪替丁片	用于治疗十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎、应激性溃疡及卓-艾氏（Zollinger-Ellison）综合征
	非诺贝特片	用于治疗成人饮食控制疗法效果不理想的高脂血症
	银杏叶片	用于治疗淤血阻络所致的胸痹心痛，中风，半身不遂，舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：红色为已进入集采名单产品

表 2、公司主要产品市场竞争情况

疾病领域	商品名	国内上市厂家数（通过一致性评的厂家数）	2021 年中国样本医院销售额（万元）	2021 年公司样本医院销售额（万元）	医保情况	集采情况	2021 年中国样本医院销售占比前三企业
麻醉类	依托咪酯注射液	2 (0)	24,491	24,491	乙类		恩华药业 100%
	咪达唑仑注射液	8 (3)	21,406	19,590	甲类		恩华药业 92%，宜昌人福 6%，江苏九旭 2%
	氟马西尼注射液	18 (4)	9,575	3,659	甲类		恩华药业 38%，海南灵康 16%，浙江奥托康 11%
	注射用盐酸瑞芬太尼	3 (2)	81,387	3,507	乙类		宜昌人福 88%，国药集团 8%，恩华药业 4%
	丙泊酚乳状注射液	10 (4)	80,025	1,571	甲类		爱施健 57%，费森尤斯卡比 17%，西安力邦 14%
精神类	盐酸右美托咪定注射液	19 (18)	109,130	1,107	乙类	4+7、4+7 扩面（扬子江药业独家）	扬子江药业 93%，恒瑞医药 5%，恩华药业 1%
	盐酸丁螺环酮片	3 (0)	3,565	3,094	甲类		恩华药业 87%，北大医药 13%
	碳酸锂缓释片	1 (0)	2,772	2,772	乙类		恩华药业 100%
	阿普唑仑片	57 (1)	3,145	1,608	甲类		恩华药业 51%，山东信谊 18%，北京益民 11%
	盐酸齐拉西酮胶囊	2 (0)	2,434	1,400	乙类		恩华药业 58%，辉瑞 42%
神经类	盐酸度洛西汀肠溶片	2 (1)	6,834	3,102	乙类	第四批（东阳光、青岛百洋、上药、重庆药友、石药）	上海上药 55%，恩华药业 45%
	氯硝西洋片	10 (1)	2,960	2,608	甲类		恩华药业 88%，上海上药 7%，湖南洞庭 4%
	利鲁唑片	5 (0)	4,782	1,408	乙类		赛诺菲 60%，恩华药业 29%，鲁南贝特 8%
	加巴喷丁胶囊	7 (6)	1,750	996	乙类	第四批（恩华药业、恒瑞医药）	恩华药业 57%，恒瑞医药 43%

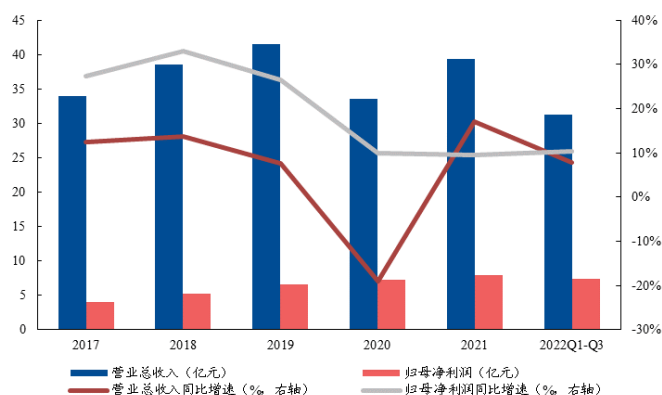
资料来源：医药魔方，PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、公司精麻产品持续发力，历史业绩稳定增长

精麻产品持续发力，历史业绩稳健增长。2017 年至 2022Q1-Q3，公司实现营业总收入 33.94 亿元（同比+12%，下同）、38.58 亿元（+14%）、41.49 亿元（+8%）、33.61 亿元（-19%）、39.36 亿元（+17%）及 31.20 亿元（+8%）；实现归母净利润 3.95 亿元（+27%）、5.25 亿元（+33%）、6.63 亿元（+26%）、7.29 亿元（+10%）、7.98 亿元（+9%）、7.42 亿元（+10%）。2017-2021 年，公司营业收入和归母净利润均实现了稳定增长，2017-2021 年公司营业收入复合增长率为 3.77%，归母净利润复合增长率为 19.22%。公司营业收入中麻醉类和精神类制剂收入占比持续上升，麻醉类制剂占比由 2017 年的 26.49% 增长到 2021 年的 49.77%；精神类制剂占比由 2017 年的 20.72% 增长到 2021 年的 27.84%；2021 年公司麻醉类和精神类制剂收入合计占比为 77.61%。公司商业医药类收入则逐年下降，由 2017 年的 43.77% 下降到 2021 年的 10.62%。从毛利来看，麻醉板块一直贡献着最大的毛利，2017 年-2020 年麻醉类产品的毛利率均在 50% 左右，2021 年达到了 57.93%；2017 年-2021 年精神类产品的毛利率均保持在 30% 左右；商业医药的毛利率由

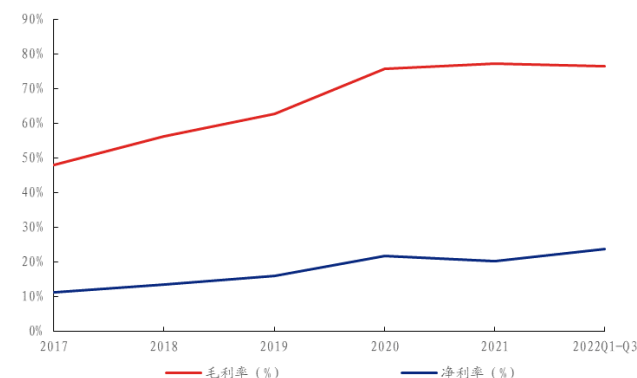
2017年的5.45%降低到2021年的2.27%。

图 3、公司营业总收入和归母净利润（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司毛利率与净利率



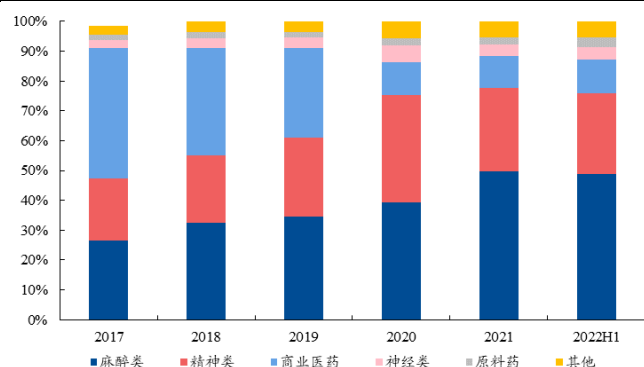
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司各类产品历年销售额（单位：万元）情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
麻醉类	89,554	125,179	142,299	131,993	195,894
精神类	70,047	86,671	110,110	121,155	109,572
商业医药	147,980	138,111	123,368	36,768	41,790
神经类	9,477	12,683	15,919	18,714	15,825
原料药	6,119	7,450	7,270	8,884	9,385
其他	14,872	13,727	14,304	18,617	21,100
合计	338,051	383,821	413,269	336,130	393,566

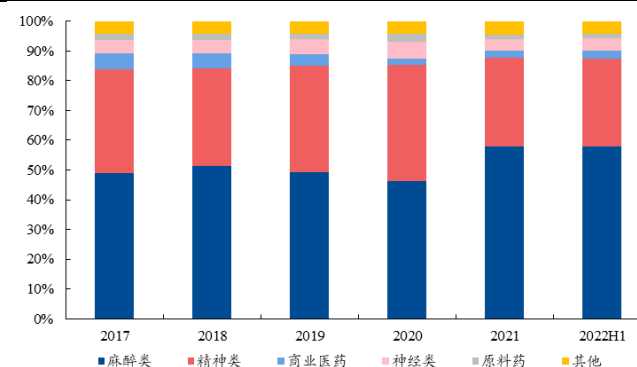
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2017-2022H1 公司各类别收入占比情况



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2017-2022H1 公司各类别毛利占比情况



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2、政策壁垒带来精麻赛道良好竞争格局，需求增长推动行业稳健增长；集采对业绩压制基本消除，近期获批产品放量有望驱动公司业绩加速增长

2.1、精麻赛道政策壁垒高、竞争格局良好，市场需求增长推动行业稳步发展

严格政策监管，高筑行业护城河。麻醉药品和精神药品是指列入麻醉药品和精神药品目录的药品和其他物质，该目录由国务院药品监督管理部门会同国务院公安部门、国务院卫生主管部门制定、调整并公布；精神药品根据对人体产生依赖性和危害人体健康的程度划分为第一类和第二类。精麻药品具有明显的两重性，一方面有很强的镇痛镇静等作用，是临床诊疗必不可少的药品；另一方面不规范地连续使用易产生依赖性、成瘾性，若流入非法渠道则会造成严重社会危害甚至违法犯罪，因此国家对麻醉药品和精神药品实行严格的生产和流通管制。一方面国家会根据麻醉药品和精神药品的医疗、国家储备和企业生产所需原料的需要确定需求总量，对麻醉药品和精神药品的生产实行总量控制。另一方面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制定年度生产计划，确定麻醉药品和精神药品定点生产企业的数量和布局。国家的管控政策决定了管制麻醉类药品与精神类药品的较好的竞争格局，相关企业具有明显的竞争优势。

表 4、麻醉药品和精神药品的管制情况

	麻醉药品	第一类精神药品	第二类精神药品
生产	按需进行总量控制，实行定点生产制度	按需进行总量控制，实行定点生产制度	按需进行总量控制，实行定点生产制度
流通	全国性批发企业仅有国药股份、上海医药和重庆医药 3 家，区域性批发企业由各地指定	全国性批发企业仅有国药股份、上海医药和重庆医药 3 家，区域性批发企业由各地指定	流通企业包括全国性和区域性批发企业，还有专门从事第二类精神药品批发业务的企业
销售	不得零售	不得零售	可以在从事第二类精神药品零售的药品零售连锁企业进行销售
定价	由医保局制定最高出厂价格和最高零售价格	由医保局制定最高出厂价格和最高零售价格	同一般药物
品种数量（个）	121	68	81
我国可生产使用品种数量（个）	23 个：可卡因、罂粟浓缩物、二氢埃托啡、地芬诺酯、 芬太尼 、氢可酮、氢吗啡酮、美沙酮、吗啡、阿片、 羟考酮 、哌替啶、 瑞芬太尼 、 舒芬太尼 、 阿芬太尼 、蒂巴因、可待因、右丙氧芬、双氢可待因、乙基吗啡、福尔可定、布桂嗪、罂粟壳	7 个：哌醋甲酯、司可巴比妥、丁丙诺啡、 γ -羟丁酸、氯胺酮、马吲哚、 三唑仑	29 个：异戊巴比妥、格鲁米特、喷他佐辛、戊巴比妥、 阿普唑仑 、巴比妥、 氯硝西泮 、地西泮、艾司唑仑、氟西泮、劳拉西泮、甲丙氨酯、 咪达唑仑 、 硝西泮 、纳布啡、奥沙西泮、匹莫林、苯巴比妥、唑吡坦、丁丙诺啡透皮贴剂、布托啡诺及其注射剂、咖啡因、安钠咖、地佐辛及其注射剂、麦角胺咖啡因片、氨酚氢可酮片、曲马多、 扎来普隆 、瑞马唑仑

资料来源：《麻醉药品和精神药品管理条例》，兴业证券经济与金融研究院整理

注：加粗为恩华已有产品，截至 2022 年 12 月 31 日

表 5、管制药品生产经营的企业数量情况

分类	品种种类	定点生产企业家数
麻醉药品	主要品种原料药	1-2 家
	主要品种单方制剂（含不同规格）	1-3 家
	含麻醉药品主要品种的复方制剂（含不同规格）	1-7 家
精神类药品	原料药	1-5 家
	第一类精神药品单方制剂（含不同规格）	1-5 家
	第二类精神药品单方制剂（含不同规格）	1-10 家

资料来源：《麻醉药品和精神药品管理条例》，兴业证券经济与金融研究院整理

静脉麻醉优势较大，布局麻醉镇痛进一步提升公司在麻醉领域竞争力。临床上麻醉主要分为全身麻醉和局部麻醉，全身麻醉主要用药包括吸入性麻醉药、静脉麻醉药、肌肉松弛药和麻醉性镇痛药，其中麻醉性镇痛药的政策壁垒高，竞争格局好，控费降价压力小。由于各种全麻药单独应用都不理想，目前全身麻醉多采用复合麻醉的方式，即用两种以上的麻醉药物及其他辅助药物达到完善的术中、术后的镇痛及满意的外科手术条件，故麻醉镇痛药与其他领域的全麻药不存在竞争关系。国内主要生产麻醉药品的企业包括人福医药、恩华药业、恒瑞医药、扬子江药业、仙琚药业等，各公司产品管线侧重点略有不同，在不同领域的细分品种保持着各自的优势地位。公司当前在静脉麻醉领域的优势较大，2021 年依托咪酯乳状注射液、咪达唑仑注射液市场占有率均超过 90%（PDB 数据）；同时公司麻醉镇痛领域的药品瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮等于近期相继获批，这些产品的陆续放量将驱动公司稳健向上，也进一步提升公司在麻醉领域的竞争力和影响力。

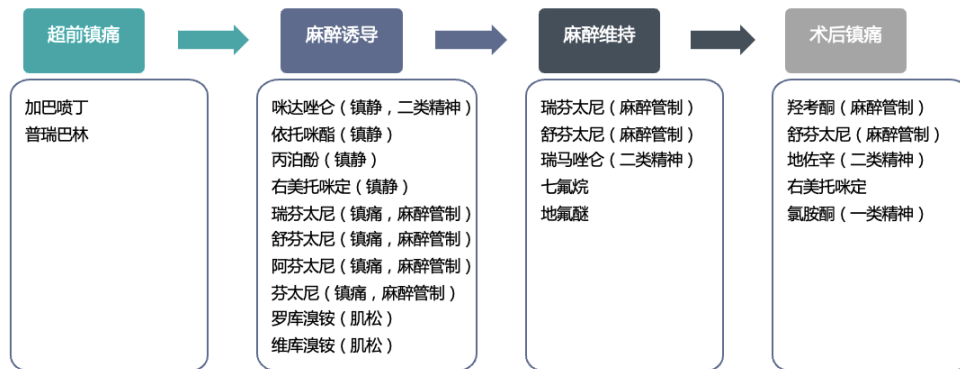
表 6、麻醉的分类及用药需求

	分类	给药方式	药物作用	常用药品代表	主要厂家	市场特征
全身麻醉	吸入麻醉药	吸入	经呼吸道进入人体产生麻醉作用，多用于全身麻醉的诱导和维持	乙醚、氧化亚氮、氟烷、异氟烷、七氟烷、地氟烷	恒瑞医药	七氟烷为主，恒瑞占主导
	静脉麻醉药	静脉给药	通过血液循环作用于中枢神经系统而产生全身麻醉	氯胺酮、依托咪酯、丙泊酚、咪达唑仑、右美托咪定	人福医药 恩华药业 恒瑞医药	市场规模大，竞争较为激烈，个别品种已纳入带量采购
	肌肉松弛药	静脉给药	阻断神经肌肉传导功能，使骨骼肌松弛	琥珀胆碱、维库溴铵、罗库溴铵、顺式阿曲库铵	恒瑞医药 上药东英 仙琚制药	市场集中度高
	麻醉性镇痛药	静脉给药	绝大部分与阿片类受体结合阻断脑、脊髓内痛觉传导	地佐辛、吗啡、芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、氢吗啡酮	人福医药 扬子江药业 恩华药业	政策壁垒高，竞争格局好控费降价压力小
局部麻醉	局部麻醉药	浸润、局部注射、椎管内注射	暂时阻断某些周围神经的冲动传导产生局部麻醉作用	普鲁卡因、丁卡因、利多卡因、布比卡因、罗哌卡因	恒瑞医药 齐鲁制药	应用广泛、量大价低

资料来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

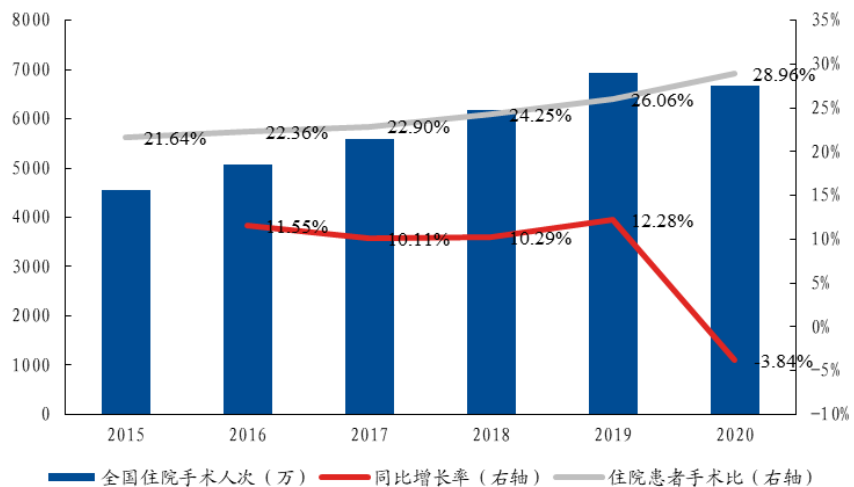
图 7、麻醉围术期用药图



资料来源：麻醉药理学，兴业证券经济与金融研究院整理；注：仅列出各细分领域主要产品

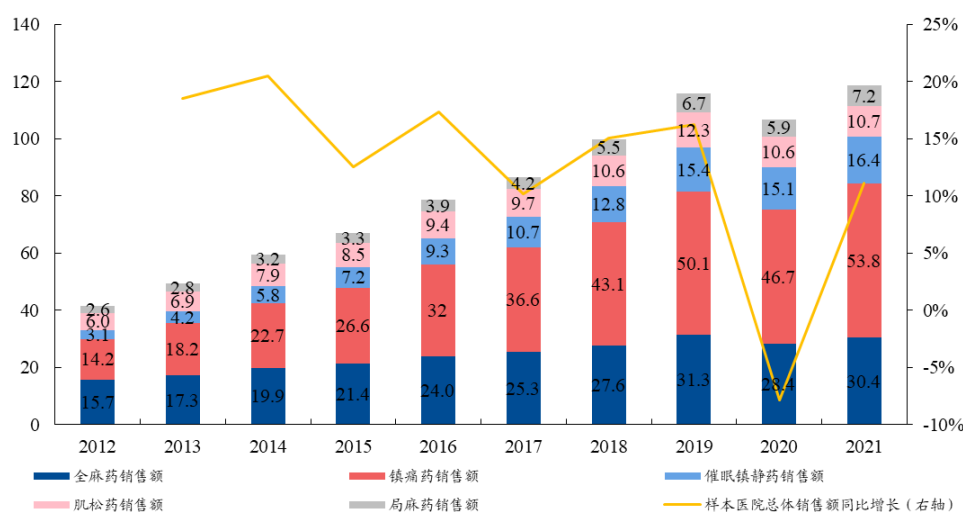
手术量提升和舒适化治疗需求推动麻醉药品销售额高速增长。麻醉药品的传统应用场景主要包括住院手术、疼痛治疗，目前也已经广泛应用于无痛内镜检查、门诊手术等。我国住院手术人次从 2015 年的 4556 万人次增长到 2019 年的 6930 万，CAGR 为 11.06%。2015 年至 2020 年，入院患者中手术人数占比持续上升。预计未来疫情影响逐渐减小后，入院人次回升，住院手术人次还会有明显的提升。同时近年来无痛胃镜、无痛结肠镜快速发展，已经应用于胃癌、结直肠癌高危人群的内镜检查。结肠镜检查能有效诊断早期结直肠癌和癌前病变，使结直肠癌的死亡率降低 53%；随着未来国民健康意识和体检思想的提升，舒适度高、结果精准的无痛检查市场会进一步提升。整体来看，2012-2021 年 PDB 样本医院麻醉药品销售额复合增长率为 12.3%，随着疫情管控政策放松的促进以及居民舒适化医疗需求的进一步提高，行业预计会重归高增长轨道。

图 8、全国住院手术人次变化趋势



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，兴业证券经济与金融研究院整理

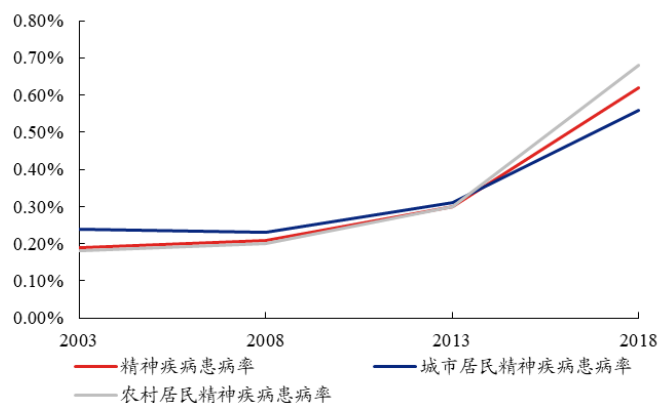
图 9、各类型麻醉药品历年销售额（亿元）及总体同比增长



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

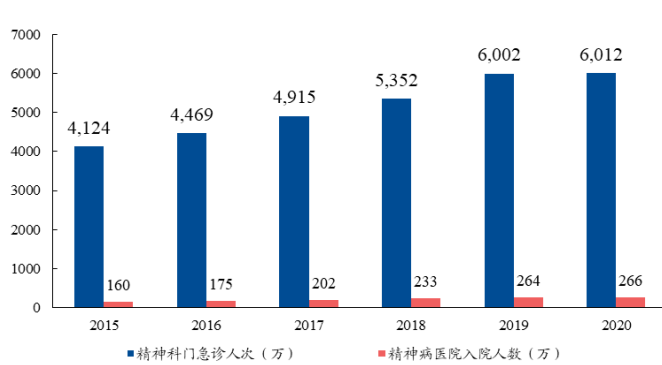
精神障碍患病率增加促进精神类药物需求增长。根据《中国卫生健康统计年鉴》，2003 年我国精神疾病的患病率为 0.19%。这 20 年来，随着我国社会经济水平快速发展，家庭结构和生活方式变化巨大，影响人们身心健康的多种因素持续存在，精神疾病患病率明显提升，到 2018 年，精神障碍的患病率已提升至 0.62%。根据最新的全国性精神卫生调查结果，中国 18 岁以上的人群中，患精神性障碍的总体终身患病率 16.6%。目前，心境障碍、焦虑障碍等常见的精神障碍患者有增加趋势，精神分裂症等严重精神障碍患者救治问题尚未全面解决，精神障碍疾病负担日显严重，精神卫生问题是我国重要的公共卫生问题。精神科门诊的就诊人次从 2015 年的 4124 万人次增长至 2020 年的 6012 万人次，未来随着精神障碍患病人数的增加，将会促进精神类药物需求的增长。

图 10、我国精神疾病发病情况



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、我国精神科门诊诊疗和住院情况



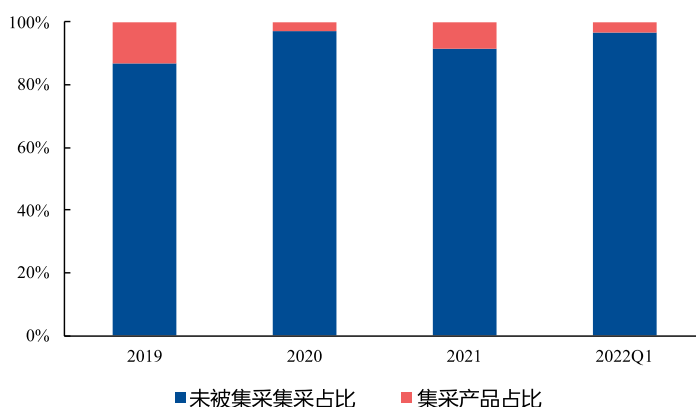
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、短期集采影响基本消除；核心产品集采风险较小

公司历史被集采产品包括麻醉类药物：盐酸右美托咪定注射液；精神类药物：阿立哌唑片、利培酮片、氯氮平片、盐酸度洛西汀肠溶片、氢溴酸西酞普兰片；神经类药物：加巴喷丁胶囊。由于管制类精麻产品获准生产的企业不多，加上国家管控措施严格，管制类精麻产品历史上从未被集采；另一方面目前我国麻醉药品、第一类精神药品由国家发展改革委实行最高出厂价格和最高零售价格管理，因此相关产品集采和降价风险较小。随着集采逐渐步入深水区，公司余下品种被集采风险相对较小，第七批集采公司没有品种涉及。据测算，2019年-2022Q1，公司产品集采金额占比分别为13%、3%、8%、3%，预计未来集采对公司业绩影响基本消除。

公司的核心麻醉类产品之一依托咪酯注射液是独家剂型，目前没有集采风险。同时公司正在就另外一个核心产品咪达唑仑（目前属于第二类精神药品）积极与医保局等部门洽谈，申请将管制类别变更为第一类精神药品，若申请成功将进一步降低集采风险。2015年，国家食品药品监督管理局曾将三唑仑由第二类精神药品列入第一类精神药品管理，因此预计咪达唑仑预计也有较高可能性实现由第二类精神药品列入第一类精神药品管理。

图 12、2019-2022Q1 公司产品集采金额占比情况



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

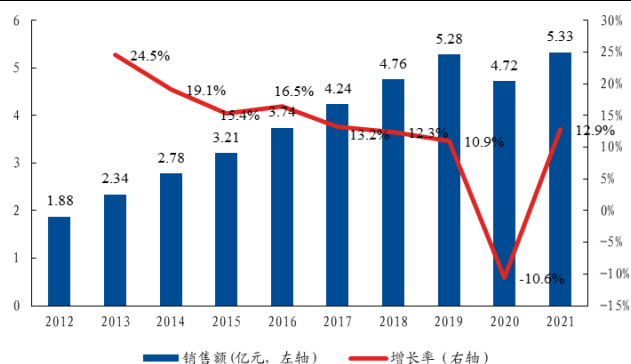
2.3、近期获批产品市场空间大，产品放量有望驱动业绩加速增长

公司在中枢神经药物行业的细分领域精神、神经、麻醉镇痛均有重磅产品布局，近年来陆续获批的新产品有盐酸戊乙奎醚注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸阿芬太尼注射液、盐酸羟考酮注射液、盐酸度洛西汀肠溶胶囊等。其中舒芬太尼、瑞芬太尼、阿芬太尼、羟考酮均为管制麻醉药品，政策壁垒高，行业竞争格局好。舒芬太尼、瑞芬太尼、阿芬太尼、羟考酮 2021 年样本医院销售额分别为 5.33 亿元、8.1 亿元、0.31 亿元、0.91 亿元，2021 年公司舒芬太尼、瑞芬太尼、羟考酮的市占率分别为 0.31%、4.31%、1.13%，未来增长空间大。同时公司未来几年也将重点加强新上市的瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮的推广力度，加快

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

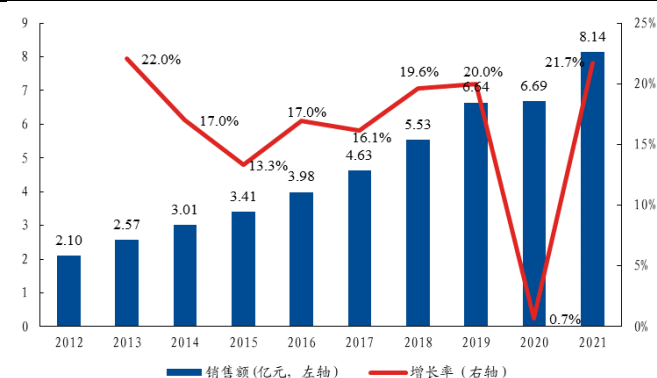
产品市场准入，快速形成规模销售。

图 13、舒芬太尼样本医院销售额（亿元）



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、瑞芬太尼样本医院销售额（亿元）



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

3、在研管线丰富，创新品种收获在即；疫情管控放松有望进一步提升公司业绩弹性

3.1、创仿分设，创仿并重；在研管线丰富

公司持续加大研发投入，加快创新药物研发，推进重点仿制药产品的研发及一致性评价。2021 年度，公司投入科研经费 4.02 亿元，比上年度增长了 50.89%，取得了显著的研发成果。在产品研发方面，公司在研科研项目 70 多项，其中开展一致性评价项目 16 个，仿制药重点在研项目 38 个，在研创新药项目 20 多项。在创新药研发方面，其中开展 I 期临床研究项目 4 个（CY150112 片、NH102 盐酸盐片、NH600001 乳状注射液、Protollin 鼻喷剂），提交 IND 申报资料项目 1 个（NH300094 片），提交 Pre-IND 资料在审评项目 4 个（NH103 草酸盐片、NH130 枸橼酸盐片、盐酸（R）氯胺酮注射液、NHL35700 片），其余项目均处于申报临床前系统药理学及毒理学研究或临床前候选药物研究阶段。在重点仿制药产品研发及一致性评价方面，一致性评价在审评项目 3 个（氟马西尼注射液、咪达唑仑注射液（10ml:50mg）、盐酸丁螺环酮片（5mg））；获得仿制药生产批件 1 个（盐酸咪达唑仑口服溶液（118ml:236mg）），仿制药在审评项目 3 个（地佐辛及注射液、依托咪酯乳状注射液、奥氮平片）。

表 7、公司创新药研发管线

产品名称	领域	研发进展	创新类别	备注
奥赛利定富马酸盐（TRV-130）注射液	麻醉镇痛	已申报生产，在评审阶段	具有化合物专利国内独家授权保护的新产品	精麻管制
DP-VPA 片	抗癫痫	临床 1 期已完成	1 类新药，国外引进	
NH600001 乳状注射液	静脉麻醉	临床 1 期	1 类新药，自主创新	
Protollin 鼻喷剂	阿尔茨海默症	美国临床 1 期	1 类新药，国外引进	
CY150112 片	精神分裂症	临床 1 期	1 类新药，自主创新	
NH102 盐酸盐片	抗抑郁	临床 1 期	1 类新药，自主创新	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

NH300094 片	精神分裂症	已申报 IND, 在评审阶段	1 类新药, 自主创新	
NH130 枸橼酸盐片	帕金森病精神症状	已递交 Pre-IND 资料	1 类新药, 自主创新	
NH103 草酸盐片	抗抑郁	已递交 Pre-IND 资料	1 类新药, 自主创新	
NHL35700 片	精神分裂症	已提交 Pre-IND, 待审评沟通会	1 类新药, 国外引进	
NH300231	精神分裂症	预计 2022 年中国递交临床申请	1 类新药, 自主创新	
NH110	帕金森	预计 2023 年中国递交临床申请	1 类新药, 自主创新	
NH140068 片	抗抑郁	预计 2023 年中国递交临床申请	1 类新药, 自主创新	
NH160	镇痛	预计 2023 年中国递交临床申请	1 类新药, 自主创新	精麻管制
NH510	镇痛	预计 2023 年中国递交临床申请	2 类新药, 自主创新	
盐酸 (R) 氯胺酮注射液	抗抑郁	已递交 Pre-IND 资料	2 类新药, 自主创新	精麻管制
盐酸 (R) 氯胺酮鼻用喷雾剂	抗抑郁	在研阶段	2 类新药, 自主创新	精麻管制
盐酸氯胺酮鼻用喷雾剂	抗抑郁	在研阶段	2 类新药, 自主创新	精麻管制

资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

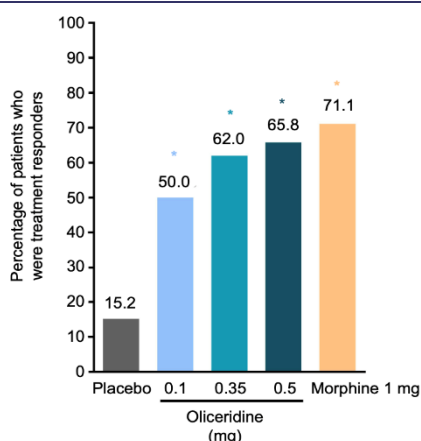
3.2、TRV130 临床数据优秀, 有望成为麻醉镇痛领域又一重磅产品

奥赛利定富马酸盐注射液 (TRV130) 为公司自美国 Trevena 引进的 μ 阿片受体激动剂, 其已于 2020 年在美国获批上市, 用于治疗需要静脉注射阿片类药物的成人患者的中度至重度急性疼痛。公司拥有 TRV130 大中华区开发和商业化的独家权益, 已于 2022 年 1 月正式递交 TRV-130 的上市申请, 目前处于 NDA 审核阶段。 μ 阿片受体激动剂因镇痛效果良好, 已有上百年临床应用历史, 知名的 μ 阿片受体激动剂有吗啡、芬太尼等, 但其副作用较大, 包括呼吸抑制、成瘾、恶心呕吐、便秘。TRV130 属于精麻管制药品, 主要适用于术后镇痛、预防性镇痛及舒适化医疗, 三期临床数据显示剂量为 0.1mg、0.35mg、0.5mg 的 TRV-130 与 1mg 吗啡相比治疗缓解率分别为 50.0%、62.0%、65.8%、71.1%, 其镇痛作用与吗啡相当, 同时呼吸抑制副作用更低, 治疗后使用止吐药患者比例更低。

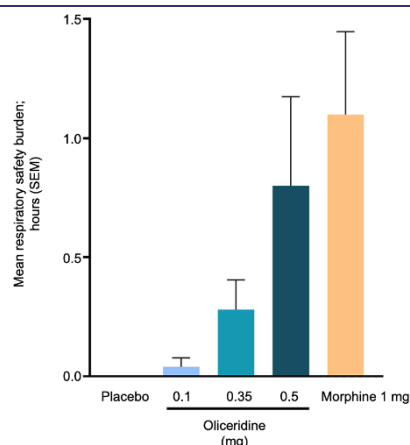
目前国内临床销量较多的阿片类镇痛药包括舒芬太尼、瑞芬太尼和地佐辛等, 2021 年这三个产品国内市场规模总和在 100 亿元左右, 市场空间广阔。据测算, TRV-130 渗透率达 15% 时, 销售峰值将达到 18.0-25.2 亿元 (仅考虑手术镇痛, 未考虑其他应用场景)。TRV130 未来获批上市后将丰富公司在麻醉领域的产品管线, 有利于提升公司的核心竞争力, 对公司今后的业绩提升产生积极的影响。另外公司重点仿制药在审评项目地佐辛注射液的预计上市也将推动公司业绩增长, 地佐辛属于二类精神药品, 是麻醉领域的最大单品, 2021 年样本医院销售额达到 23.1 亿元, 目前地佐辛生产厂家仅有扬子江药业和南京优科制药, 竞争格局较好。

图 15、TRV130 镇痛效果

图 16、TRV130 呼吸安全事件发生率



资料来源：TRV130 三期临床研究（APOLLO-1），兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：TRV130 三期临床研究（APOLLO-1），兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、TRV130 同类产品比较与销售峰值测算

产品名称	2021 样本医院销售额 (万元)	数量 (万支)	均价 (元/支)	医保情况
注射用盐酸瑞芬太尼	81,387	847	96 (1mg)	乙类
枸橼酸舒芬太尼注射液	53,264	974	55 (1ml, 50μg)	乙类
地佐辛注射液	230,567	1,727	133 (1ml, 5mg)	
TRV130 销售峰值测算				
假设人均价格 (元)	150	170	190	210
手术量	8,000 万台 (2021 年水平)			
渗透率	15%			
对应 TRV130 销售峰值 (亿元)	18.0	20.4	22.8	25.2

资料来源：PDB，《中国卫生健康统计年鉴》，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、公司审批中主要品种市场规模情况

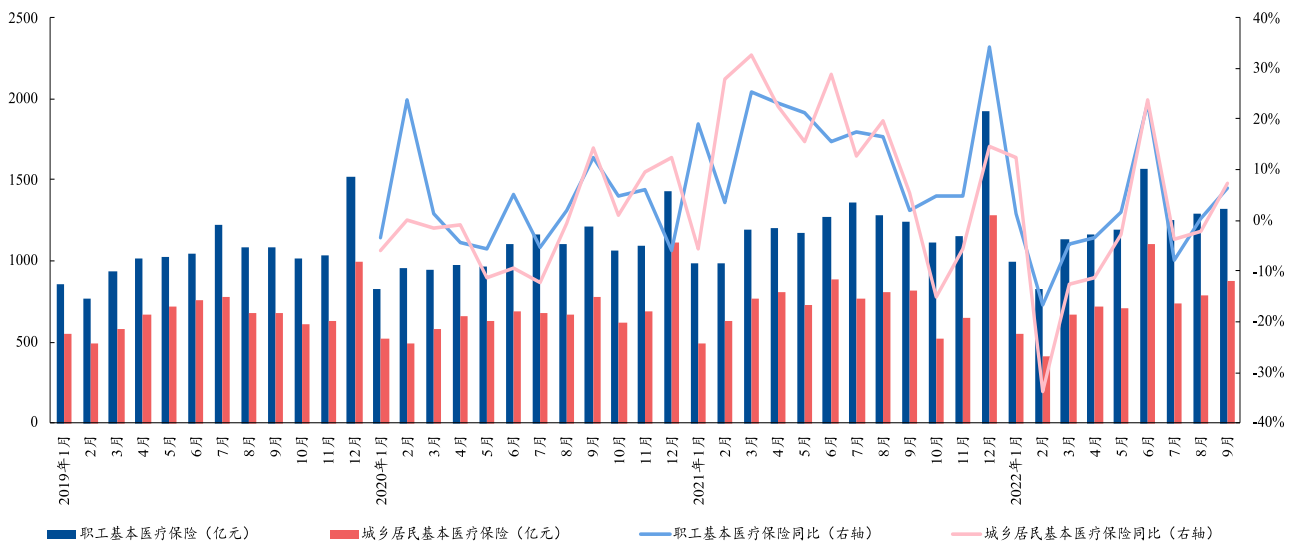
审批中品种	市场规模 (2021, 万元)	获批厂家 (通过一致性评价数)	备注
奥氮平片	30,689	15 (13)	第一批国采
地佐辛注射液	23,0567	2 (0)	未集采, 第二类精神药品
依托咪酯中长链乳状注射液	1	1 (0)	未集采
TRV130	-	-	未集采, 合作的创新药

资料来源：公司年报，PDB，医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、疫情管控放松预计将推动麻醉及辅助用药需求增长

国内手术量复苏预计将推动麻醉药物需求的增加。麻醉精神药物受严格管制，行业壁垒高，竞争格局较好。根据国家卫健委发布的《中国卫生健康统计年鉴》，我国住院手术人次从2015年的4556万人次增长到2019年的6930万，CAGR为11.06%；2020年新冠疫情突发，医疗机构正常诊疗秩序受到影响，住院手术人次同比下降3.85%。若用医保支出间接反映医院诊疗量情况，则诊疗量与疫情整体呈负相关，即疫情得到有效控制后，通常诊疗量也会有所提升。而从2019-2021年医保享受待遇人次与住院率来看，2021年诊疗量仍未恢复到疫情前水平。另外根据国内PDB样本医院用药量季度变化情况，整体而言，疫情对院内用药产生了不同程度的负向影响，处方要求更为严格且更为刚需的药品，受疫情影响相对较小；而部分疾病控制对药物依赖相对较低弹性的品类受疫情影响较大，但随着疫情有所好转，则表现出了相对较强的需求复苏。麻醉药及其辅助用药的使用情况也可间接反映手术量季度间的变动情况，整体也受到了疫情较大的冲击，但需求复苏相对也更为及时且显著。未来随着疫情管控政策放松推动，手术人次将呈复苏态势，医院诊疗量与住院手术量的增长将直接带动麻醉药物需求的增加，行业预计会重回高速增长轨道。

图 17、国内医保单月支出及同比数据



资料来源：国家医疗保障局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、国内 PDB 样本医院按治疗大类分用药量季度同比数据

品类	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
精神障碍用药	-5.96%	0.18%	8.00%	5.16%	18.82%	10.42%	2.69%	7.59%
心血管系统用药	-7.76%	-4.55%	0.57%	0.38%	13.21%	5.97%	1.47%	4.26%
内分泌及代谢调节用药	-8.16%	-0.79%	0.57%	3.31%	20.00%	12.09%	8.94%	8.10%
抗肿瘤药	-15.56%	-2.78%	2.55%	5.58%	22.48%	6.94%	-0.41%	-2.39%
免疫调节剂	-17.94%	-11.01%	-7.26%	-6.80%	11.02%	6.18%	-1.00%	2.36%
神经系统用药	-18.17%	-7.48%	-1.35%	-0.88%	20.47%	8.31%	0.30%	3.33%
泌尿系统用药	-21.00%	-7.36%	-2.29%	1.97%	27.64%	12.83%	7.30%	6.46%
血液和造血系统用药	-23.76%	-13.38%	-6.01%	-2.35%	26.30%	17.43%	6.51%	5.90%
杂类	-23.94%	-9.97%	-1.20%	-3.71%	29.41%	13.17%	-1.59%	10.78%
骨骼与肌肉用药	-24.84%	-13.59%	-7.07%	-7.52%	19.72%	5.83%	-1.58%	-0.47%
消化系统用药	-26.25%	-11.54%	-5.10%	-3.51%	33.00%	15.45%	2.25%	4.80%
抗感染药	-26.52%	-30.63%	-15.36%	-13.47%	6.89%	26.15%	6.89%	7.63%
其它用药	-27.53%	-7.00%	7.03%	4.33%	59.01%	16.15%	0.87%	-3.03%
呼吸系统药物	-32.14%	-49.49%	-27.03%	-20.11%	-4.30%	50.60%	9.15%	9.85%
感觉器官用药	-32.37%	-8.95%	6.02%	5.36%	53.89%	22.59%	3.73%	10.88%
生殖系统用药及性激素	-33.51%	-21.54%	-3.79%	-0.24%	45.46%	28.06%	-0.75%	3.43%
皮肤科用药	-34.48%	-14.51%	-2.12%	0.22%	51.26%	22.54%	3.03%	-2.18%
抗变态反应药物	-37.57%	-30.51%	-16.65%	-11.52%	41.75%	33.31%	14.39%	12.08%
妇科用药	-37.66%	-29.61%	-14.34%	-6.37%	34.10%	23.25%	-3.56%	-3.31%
麻醉药及其辅助用药	-39.84%	-14.57%	3.43%	3.39%	70.84%	27.64%	7.49%	9.74%
中药	-41.12%	-42.06%	-56.33%	-47.79%	-13.02%	-15.75%	3.52%	-64.93%
补气补血类用药	-63.73%	-40.02%	-48.93%	-36.05%	23.89%	-13.47%	-3.97%	-12.34%
儿科用药	-89.66%	-74.34%	-62.94%	-76.56%	52.30%	15.70%	24.84%	69.16%

资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

全球主要阿片类镇痛药物 21 年销售额好转态势明显。世界上 90% 的阿片类镇痛药消耗集中在北美和一些欧洲国家，中国人均用量较少。近年来，我国阿片类镇痛药的总体销量有较为显著的增长，在麻醉镇痛领域的使用呈现相对好的趋势，但在慢性疼痛治疗领域的使用仍然严重不足，未来仍有较大增长空间。根据国际麻醉品管制局的技术报告，芬太尼系列和羟考酮是全球阿片类药物的主要消费品种（占比 80% 以上）。从全球维度看芬太尼系列，2019 年由于美国控制中国出口芬太尼系列和中国主动加强管制芬太尼系列等因素的影响，销售额同比-9.3%；2020 年的销售额同比-1.4%；2021 年芬太尼系列出现明显复苏，销售额同比+7.2%，恢复同比正增长。另一方面羟考酮 2020 年的销售额（同比-6.4%）与前几年相比降幅不大，但 2021 年销售额降幅明显缩窄（同比-3.9%），是 2012-2021 降幅最低的年份。未来全球阿片类镇痛药物销售额的恢复与中国阿片类镇痛药物使用率的提升将给公司的瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮、TRV130、地佐辛等重要产品带来较大市场空间。

表 10、2017-2021 年芬太尼系列和羟考酮销售额变化情况

销售额（百万美元）及同比增速	2017	2018	2019	2020	2021
阿芬太尼 (alfentanil)	13.6	14.2	13.4	16.8	28.5
	13.3%	4.4%	-5.6%	25.4%	69.6%
瑞芬太尼 (remifentanil)	352.8	380.9	391.1	442.0	553.9
	9.5%	8.0%	2.7%	13.0%	25.3%
舒芬太尼 (sufentanil)	197.0	219.4	224.2	244.3	318.0
	15.1%	11.4%	2.2%	9.0%	30.2%
芬太尼 (fentanyl)	2000.4	1780.4	1543.2	1438.9	1396.1
	-14.9%	-11.0%	-13.3%	-6.8%	-3.0%
总和	2563.8	2394.9	2171.9	2142.0	2296.5
	-10.3%	-6.6%	-9.3%	-1.4%	7.2%
羟考酮 (oxycodone)	4012.3	3550.5	3130.7	2929.2	2814.5
	-13.0%	-11.5%	-11.8%	-6.4%	-3.9%

资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4、盈利预测和估值

公司目前主要从事中枢神经类药物的研发、生产和销售，为国内医药行业中为数不多专注于中枢神经药物细分市场的上市企业。公司部分产品如依托咪酯、咪达唑仑等的产量、销售量、销售额和市场占有率连续多年同行业排名领先。同时公司加大研发投入，实施了创仿分设、创仿并重的策略，加快创新药物研发，推进重点仿制药产品的研发及一致性评价。未来随着公司新上市的瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮的销售市占率提升，以及重磅品种 TRV130、地佐辛的获批上市并放量销售，预计将对公司今后的业绩提升产生积极的影响。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.89、1.08、1.35 元，对应 2022 年 3 月 13 日的股价 PE 分别为 29.2、24.1、19.3 倍，给予“增持”评级。

表 11、2021-2024E 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3936	4297	5172	6244
同比增长	17.1%	9.2%	20.4%	20.7%
归母净利润(百万元)	798	899	1089	1357
同比增长	9.5%	12.7%	21.1%	24.7%
毛利率	77.2%	76.3%	76.6%	77.4%
ROE	16.2%	16.1%	16.7%	17.7%
每股收益(元)	0.79	0.89	1.08	1.35
市盈率	32.7	29.2	24.1	19.3

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、可比公司估值指标

公司名称	代码	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
人福医药	600079.SH	431.5	1.54	1.39	1.65	17.18	19.06	16.04
恒瑞医药	600276.SH	2,646.0	0.66	0.76	0.92	62.72	54.40	45.23
海思科	002653.SZ	268.9	0.30	0.41	0.58	81.04	58.33	41.38
平均值							53.65	43.93
恩华药业	002262.SZ	262.3	0.89	1.08	1.35	29.17	24.09	19.32

资料来源: Wind 一致预期, 兴业证券经济与金融研究院整理; *市值数据截至 2023 年 3 月 14 日收盘

5、风险提示

● 药品获批进度低于预期的风险

随着国家监管法规、注册法规的日益严格, 药品获批及仿制药品一致性评价存在失败的风险。公司 TRV-130、地佐辛等主要产品存在获批进度低于预期的风险, 将影响未来几年的营收。

● 相关药品集采降价的风险

药品集中带量采购等政策措施的变化, 为整个医药行业的发展带来重大影响, 使公司面临行业政策变化带来的风险。公司部分产品属于非管制类药品, 非管制类药品不具备政策壁垒, 未来有进一步集采降价的风险。

● 药品研发创新的风险

医药行业创新具有投入大、周期长、高风险的特点, 产品从研发到上市需要耗费 10 年甚至更多的时间, 公司新药研发项目存在失败的风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4043	4832	5898	7177
货币资金	1608	2882	3394	4352
交易性金融资产	1058	655	850	855
应收票据及应收账款	677	687	873	1042
预付款项	20	23	27	32
存货	604	485	675	804
其他	76	100	79	93
非流动资产	1654	1420	1379	1320
长期股权投资	92	51	61	68
固定资产	1066	1003	936	866
在建工程	17	9	4	2
无形资产	96	86	75	65
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	9	8	8	8
其他	374	264	296	311
资产总计	5697	6252	7277	8497
流动负债	682	602	689	752
短期借款	38	38	38	38
应付票据及应付账款	267	197.55	278.94	340.10
其他	377	367	372	374
非流动负债	111	87	89	96
长期借款	0	0	0	0
其他	111	87	89	95
负债合计	793	689	778	848
股本	1008	1008	1008	1008
资本公积	119	119	119	119
未分配利润	3366	3990	4835	5866
少数股东权益	-17	-20	-22	-25
股东权益合计	4904	5563	6499	7649
负债及权益合计	5697	6252	7277	8497

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	798	899	1089	1357
折旧和摊销	115	79	80	80
资产减值准备	43	31	5	-3
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	-88	-125	-156
投资损失	-36	0	0	0
少数股东损益	0	-3	-2	-2
营运资金的变动	-252	-12	-292	-246
经营活动产生现金流量	701	919	749	1030
投资活动产生现金流量	-393	517	-219	-22
融资活动产生现金流量	-127	-162	-17	-50
现金净变动	180	1274	512	959
现金的期初余额	1392	1608	2882	3394
现金的期末余额	1572	2882	3394	4352

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3936	4297	5172	6244
营业成本	897	1020	1209	1413
税金及附加	54	59	71	85
销售费用	1595	1590	1965	2391
管理费用	148	197	233	275
研发费用	352	441	520	625
财务费用	-10	-88	-125	-156
其他收益	33	0	0	0
投资收益	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-9	-6	-8
资产减值损失	-35	-22	-27	-28
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	926	1047	1267	1574
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	13	9	9	10
利润总额	916	1040	1260	1566
所得税	118	145	173	212
净利润	798	896	1087	1355
少数股东损益	0	-3	-2	-2
归属母公司净利润	798	899	1089	1357
EPS(元)	0.79	0.89	1.08	1.35

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	17.1%	9.2%	20.4%	20.7%
营业利润增长率	8.1%	13.0%	21.1%	24.2%
归母净利润增长率	9.5%	12.7%	21.1%	24.7%
盈利能力				
毛利率	77.2%	76.3%	76.6%	77.4%
归母净利率	20.3%	20.9%	21.0%	21.7%
ROE	16.2%	16.1%	16.7%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	13.9%	11.0%	10.7%	10.0%
流动比率	5.93	8.02	8.55	9.54
速动比率	5.04	7.22	7.58	8.47
营运能力				
资产周转率	75.4%	71.9%	76.5%	79.2%
应收账款周转率	602.6%	615.3%	635.2%	630.5%
存货周转率	170.2%	184.8%	205.4%	188.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.79	0.89	1.08	1.35
每股经营现金	0.70	0.91	0.74	1.02
每股净资产	4.88	5.54	6.47	7.62
估值比率(倍)				
PE	32.9	29.2	24.1	19.3
PB	5.3	4.7	4.0	3.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn