

# 人福医药 (600079.SH)

## 业绩低于预期，研发和销售投入不断提高

### 核心观点：

● **中报收入 20% 增长，扣非后归母净利润同比增长 59%，业绩低于预期**

2017 年上半年，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润各 68.62 亿元、3.76 亿元、3.57 亿元，分别同比增长 20.07%、下降 11.98% 和增长 58.60%。其中剔除去年同期出售深圳新鹏和收购 Epic Pharma 公司的影响后归母净利润和扣非后归母净利润分别增长 8.53% 和 16.15%，基本保持稳定增长。

二季度单季公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润各 35.32 亿元、1.78 亿元、1.62 亿元，分别同比增长 16.45%、-31.07% 和 91.83%，环比增速为 6.09%、-9.87%、-16.94%。

● **毛利率提高，销售费用和研发费用同比增长 30% 和 53%，主要是自建自营销售队伍和创新研发**

上半年，公司毛利率为 38.64%，同比上升 2.73pct，销售（11.07 亿元，+30%）、管理（6.59 亿元，+18%）、财务（2.15 亿元，+49%）费用率分别为 16.13%、9.60%、3.14%，其中销售费用增长 30%，主要是公司扩大营销及合并报表所致。研发费用为 3.24 亿元，较上年同期增长 52.75%，主要系公司坚持自主创新，研发投入持续增加所致。

● **各子公司业绩均保持稳定增长，宜昌人福和巴瑞增速在 10% 左右**

2017 年上半年，子公司宜昌人福营收 12.84 亿元，净利润 3.12 亿元，同比增长 16.71% 和 8.92%，利润增速稍低主要是研发和制剂出口投入加大；北京医疗营业收入 5.28 亿元，净利润 1.16 亿元，同比增长 14.38% 和 11.67%。

参股公司方面，天风证券收益 2821 万元，较上年同期减少 48.66%。

● **盈利预测与投资评级**

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.71 元/0.87/1.10 元，最新收盘价对应 PE 为 26/21/17 倍，公司未来坚持细分行业领导者的发展战略，继续给予“买入”评级。

● **风险提示**

新药研发存在风险；制剂出口低于预期。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,053.98	12,330.95	14,917.61	17,797.16	21,308.02
增长率(%)	42.58%	22.65%	20.98%	19.30%	19.73%
EBITDA(百万元)	1,398.04	1,828.01	2,164.49	2,587.15	3,146.38
净利润(百万元)	653.82	832.40	916.03	1,118.85	1,420.07
增长率(%)	44.72%	27.31%	10.05%	22.14%	26.92%
EPS (元/股)	0.508	0.647	0.712	0.870	1.104
市盈率 (P/E)	43.78	30.82	25.68	21.02	16.56
市净率 (P/B)	3.64	2.98	2.47	2.21	1.95
EV/EBITDA	21.46	16.59	13.05	10.82	8.73

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

18.29 元

前次评级

买入

报告日期

2017-09-04

### 相对市场表现



分析师：罗佳荣 S0260516090004

021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

分析师：冯鹏 S0260516090002

010-59136673

fengpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

人福医药 (600079.SH)：BTK 2017-06-15

抑制剂获得药物临床试验批件

人福医药 (600079.SH)：拟 2017-06-13

3.52 亿美金出售中原瑞德

80% 股权

人福医药 (600079.SH)：拟 2017-05-31

收购 Ansell 全球两性健康业务，打造公司海外资本平台

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	9324	11606	11852	13709	15894
货币资金	2411	3209	2500	2500	2500
应收及预付	5190	6200	7038	8403	10057
存货	1722	2197	2314	2806	3337
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	8827	14822	14881	15118	15297
长期股权投资	1135	1342	1342	1342	1342
固定资产	4075	4754	5216	5702	6139
在建工程	576	470	314	182	39
无形资产	2265	6395	7150	7031	6918
其他长期资产	776	1860	860	860	860
<b>资产总计</b>	18151	26428	26733	28827	31191
<b>流动负债</b>	7102	10060	7251	7893	8414
短期借款	2003	3228	942	989	467
应付及预收	3329	3901	4509	5404	6447
其他流动负债	1770	2931	1800	1500	1500
<b>非流动负债</b>	1868	4385	6311	6311	6311
长期借款	951	2991	4991	4991	4991
应付债券	600	995	995	995	995
其他非流动负债	317	398	324	324	324
<b>负债合计</b>	8970	14445	13562	14204	14725
股本	1286	1286	1286	1286	1286
资本公积	3872	3908	3908	3908	3908
留存收益	2711	3415	4331	5450	6870
归属母公司股东权	7870	8610	9526	10644	12065
少数股东权益	1301	1941	2214	2547	2970
<b>负债和股东权益</b>	18151	26428	26733	28827	31191

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	10054	12331	14918	17797	21308
营业成本	6400	7795	9444	11353	13539
营业税金及附加	63	100	95	114	136
销售费用	1609	1856	2312	2670	3196
管理费用	847	1186	1432	1673	1960
财务费用	242	330	261	273	265
资产减值损失	52	55	50	10	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	142	239	0	0	0
<b>营业利润</b>	984	1249	1322	1705	2199
营业外收入	107	148	200	150	150
营业外支出	19	32	20	20	20
<b>利润总额</b>	1072	1365	1502	1835	2329
所得税	219	285	314	383	486
<b>净利润</b>	853	1080	1189	1452	1843
少数股东损益	199	248	273	333	423
<b>归属母公司净利润</b>	654	832	916	1119	1420
EBITDA	1398	1828	2164	2587	3146
EPS (元)	0.51	0.65	0.71	0.87	1.10

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	311	526	737	1242	1517
净利润	853	1080	1189	1452	1843
折旧摊销	262	433	531	599	670
营运资金变动	-914	-1129	-1162	-972	-1153
其它	110	143	179	163	157
<b>投资活动现金流</b>	-2193	-5654	-449	-706	-720
资本支出	-828	-1237	-449	-706	-720
投资变动	-1370	-4483	0	0	0
其他	5	66	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2645	5789	-997	-536	-797
银行借款	3859	9595	-286	47	-522
股权融资	2573	243	0	0	0
其他	294	-605	-273	-283	-175
<b>现金净增加额</b>	764	662	-709	0	0
期初现金余额	1480	2411	3209	2500	2500
期末现金余额	2244	3073	2500	2500	2500

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	42.6	22.6	21.0	19.3	19.7
营业利润增长	23.8	26.9	5.9	28.9	29.0
归属母公司净利润增长	44.7	27.3	10.0	22.1	26.9
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	36.3	36.8	36.7	36.2	36.5
净利率	8.5	8.8	8.0	8.2	8.6
ROE	8.3	9.7	9.6	10.5	11.8
ROIC	10.1	8.5	9.1	10.2	11.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.4	57.8	53.6	51.8	49.5
净负债比率	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3
流动比率	1.31	1.15	1.63	1.74	1.89
速动比率	1.01	0.87	1.21	1.27	1.36
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.55	0.56	0.64	0.71
应收账款周转率	3.20	2.96	2.96	2.96	2.96
存货周转率	4.30	3.98	4.08	4.05	4.06
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.51	0.65	0.71	0.87	1.10
每股经营现金流	0.24	0.41	0.57	0.97	1.18
每股净资产	6.12	6.69	7.41	8.28	9.38
<b>估值比率</b>					
P/E	43.8	30.8	25.7	21.0	16.6
P/B	3.6	3.0	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	21.5	16.6	13.1	10.8	8.7

## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。  
冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。  
马 帅：分析师，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。  
蔡 强：分析师，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。