2025 年 07 月 29 日

证券研究报告•公司动态跟踪报告

人福医药（600079）医药生物

当前价：22.09 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

集采反内卷来临，看好估值修复

投资要点

- **事件：**7 月 24 日，国新办新闻发布会上，国家医疗保障局副局长施子海在回应记者提问时表示，近期第十一批集采工作已经启动，国家医保局研究优化具体规则，在中选规则方面，优化价差的计算“锚点”，不再简单的以最低报价作为参考，同时，对于报价最低的中选企业，要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价。

- **央企入主，管理层完成换届。**2024 年 9 月，原控股股东当代科技因无力偿债被申请重整，其持有的公司股份被司法轮候冻结。2025 年 1 月，招商局集团全资控股的招商创科以 118 亿元获得人福医药 23.7%股权，多位高管人员相继重组完成换届，招商局集团入主有望为公司发展带来新动力。

- **25Q1 利润端回暖，看好集采反内卷带来的价值重估。**2024 年公司实现营收 254 亿元（+3.7%），归母净利润 13.3 亿元（-37.7%），利润端承压主要因公司营销体系建设、物业资产转固、汇率变动等导致费用增加，以及进行大额计提信用减值损失。25Q1 实现营收 61 亿元（-3.6%），归母净利润 5.4 亿元（+11%），25Q1 利润端显著回暖。2025 年 7 月 24 日，医保局提出集采反内卷策略，优化集采中选规则。公司商业化产品如维库溴铵、吡拉西坦等均在第十一批国采公示的 55 种药品目录中，有望受益于药品反内卷。

- **研发管线进展顺利。**2024 年子公司获批约 20 个新产品，包括神经系统药物新产品如注射用盐酸瑞芬太尼（增加适应症）、盐酸羟考酮缓释片（新增规格）、氨酚羟考酮片、盐酸氢吗啡酮缓释片等。治疗用生物制品 1 类新药重组质粒-肝细胞生长因子注射液、化学药品 3 类首仿药枸橼酸芬太尼口腔贴片进入申报注册上市审评阶段，中药 1 类新药复方薏薜颗粒进入Ⅱ期临床试验；中药 1 类玉蚕颗粒和化药 1 类注射用 RFUS-250、HW071021 片、HW211026 软膏等研发项目获批临床。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年归母净利润分别 21.5 亿元、24.1 亿元、26.7 亿元。公司为麻醉药龙头，药品集采反内卷叠加新药放量趋势，建议继续关注。

- **风险提示：**在研管线研发进展或不及预期；海外上市进度或不及预期；集采政策不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	25435.48	27377.50	29424.80	31676.10
增长率	3.71%	7.64%	7.48%	7.65%
归属母公司净利润（百万元）	1329.74	2148.42	2406.62	2667.14
增长率	-37.70%	61.57%	12.02%	10.83%
每股收益 EPS（元）	0.81	1.32	1.47	1.63
净资产收益率 ROE	8.59%	11.35%	11.63%	11.46%
PE	27	17	15	14
PB	2.05	1.86	1.69	1.53

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

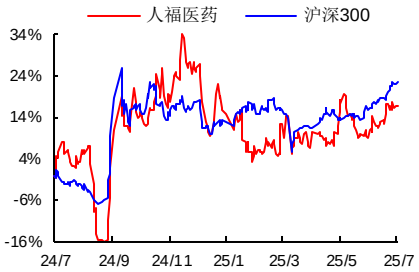
邮箱：duxy@swsc.com.cn

联系人：雷瑞

电话：021-68416017

邮箱：leir@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.32
流通 A 股(亿股)	15.43
52 周内股价区间(元)	16.06-25.26
总市值(亿元)	360.56
总资产(亿元)	371.67
每股净资产(元)	11.11

相关研究

1. 人福医药（600079）：麻醉药稳健增长，归核聚焦持续推进 (2024-07-31)

关键假设：

假设 1：医院手术量复苏，带动麻醉药使用量增长，假设 2025-2027 年宜昌人福销量同比增速分别为 7.5%、7%、7%，价格稳定；

假设 2：受益于政策支持和市场规模扩大，疆内疆外市场同时发力，假设 2025-2027 年新疆维药销量同比增速分别为 15%、13%、13%，价格稳定；

假设 3：持续提升产品建设、终端服务能力，构建现代医药供应链体系，加强精细化管理，业绩有望保持稳定增长，假设 2025-2027 年医药流通子公司湖北人福销售终端覆盖数量稳步增长，单个终端平均销量同比增长均为 5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
宜昌人福	收入	8702	9354	10009	10710
	增速	8.0%	7.5%	7.0%	7.0%
武汉人福	收入	433	450	473	496
	增速	-37.2%	4.0%	5.0%	5.0%
葛店人福	收入	1322	1454	1599	1759
	增速	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
新疆维药	收入	1125	1293	1461	1651
	增速	12.1%	15.0%	13.0%	13.0%
Epic Pharma	收入	1353	1623	1948	2338
	增速	27.8%	20.0%	20.0%	20.0%
三峡制药	收入	459	550	633	728
	增速	23.4%	20.0%	15.0%	15.0%
北京医疗	收入	1975	2172	2390	2629
	增速	14.0%	10.0%	10.0%	10.0%
湖北人福	收入	8229	8640	9072	9526
	增速	-3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	收入	1839	1839	1839	1839
	增速	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	25435	27377	29425	31676
	增速	3.7%	7.6%	7.5%	7.7%
	毛利率	44.6%	44.9%	45.3%	45.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	25435.48	27377.50	29424.80	31676.10
营业成本	14103.26	15077.66	16106.57	17231.28
营业税金及附加	178.31	191.92	206.28	222.06
销售费用	4630.57	4927.95	5296.46	5701.70
管理费用	1932.47	1998.56	2059.74	2217.33
财务费用	350.70	328.53	294.25	316.76
资产减值损失	-393.86	-40.00	-50.00	-50.00
投资收益	133.09	65.00	10.00	0.00
公允价值变动损益	112.72	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2522.03	3339.98	3853.15	4244.80
其他非经营损益	-99.20	-66.30	-63.55	-91.50
利润总额	2422.83	3273.68	3789.59	4153.30
所得税	644.49	675.26	832.98	926.16
净利润	1778.34	2598.42	2956.62	3227.14
少数股东损益	448.60	450.00	550.00	560.00
归属母公司股东净利润	1329.74	2148.42	2406.62	2667.14

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1778.34	2598.42	2956.62	3227.14
折旧与摊销	1019.44	882.61	882.61	882.61
财务费用	350.70	328.53	294.25	316.76
资产减值损失	-393.86	-40.00	-50.00	-50.00
经营营运资本变动	-708.10	579.70	-784.87	-850.30
其他	117.74	-117.07	-5.85	45.94
经营活动现金流净额	2164.27	4232.20	3292.76	3572.16
资本支出	-71.60	-1123.00	-1056.00	-933.00
其他	-670.42	115.00	60.00	50.00
投资活动现金流净额	-742.03	-1008.00	-996.00	-883.00
短期借款	436.58	-2149.57	0.00	0.00
长期借款	-473.82	0.00	0.00	0.00
股权融资	10.13	0.00	0.00	0.00
支付股利	-995.66	-265.95	-429.68	-481.32
其他	-475.23	-1315.57	-294.25	-316.76
筹资活动现金流净额	-1498.00	-3731.09	-723.93	-798.08
现金流量净额	-99.62	-506.89	1572.83	1891.07

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3915.04	3408.15	4980.98	6872.05
应收和预付款项	9962.13	10577.18	11360.22	12272.06
存货	3566.40	3822.52	4115.38	4386.80
其他流动资产	2414.80	1298.75	1318.50	1340.23
长期股权投资	1074.12	1074.12	1074.12	1074.12
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	10585.25	9999.21	9413.18	8827.14
无形资产和开发支出	3347.47	4176.51	4938.54	5577.58
其他非流动资产	1643.12	1640.50	1637.89	1635.27
资产总计	36508.32	35996.94	38838.81	41985.25
短期借款	7149.57	5000.00	5000.00	5000.00
应付和预收款项	3764.70	4314.53	4540.20	4843.26
长期借款	1191.69	1191.69	1191.69	1191.69
其他负债	3709.30	2591.62	2680.88	2778.45
负债合计	15815.26	13097.84	13412.77	13813.40
股本	1632.23	1632.23	1632.23	1632.23
资本公积	5684.30	5684.30	5684.30	5684.30
留存收益	10180.86	12063.34	14040.27	16226.09
归属母公司股东权益	17623.82	19379.86	21356.79	23542.61
少数股东权益	3069.24	3519.24	4069.24	4629.24
股东权益合计	20693.06	22899.10	25426.03	28171.85
负债和股东权益合计	36508.32	35996.94	38838.81	41985.25

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
销售收入增长率	3.71%	7.64%	7.48%	7.65%
营业利润增长率	-26.84%	32.43%	15.36%	10.16%
净利润增长率	-36.83%	46.11%	13.78%	9.15%
EBITDA 增长率	-14.53%	16.93%	10.52%	8.23%
获利能力				
毛利率	44.55%	44.93%	45.26%	45.60%
三费率	27.18%	26.50%	26.00%	26.00%
净利率	6.99%	9.49%	10.05%	10.19%
ROE	8.59%	11.35%	11.63%	11.46%
ROA	4.87%	7.22%	7.61%	7.69%
ROIC	8.60%	11.77%	12.80%	13.43%
EBITDA/销售收入	15.30%	16.62%	17.09%	17.19%
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.76	0.79	0.78
固定资产周转率	2.84	3.03	3.49	4.03
应收账款周转率	2.85	2.83	2.88	2.87
存货周转率	3.89	4.04	4.04	4.04
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.92%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	43.32%	36.39%	34.53%	32.90%
带息债务/总负债	52.74%	47.27%	46.16%	44.82%
流动比率	1.49	1.80	1.99	2.19
速动比率	1.22	1.44	1.61	1.81
股利支付率	74.88%	12.38%	17.85%	18.05%
每股指标				
每股收益	0.81	1.32	1.47	1.63
每股净资产	10.80	11.87	13.08	14.42
每股经营现金	1.33	2.59	2.02	2.19
每股股利	0.61	0.16	0.26	0.29

业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	3892.17	4551.13	5030.01	5444.17
PE	27.11	16.78	14.98	13.52
PB	2.05	1.86	1.69	1.53
PS	1.42	1.32	1.23	1.14
EV/EBITDA	9.94	7.95	6.88	6.01
股息率	2.76%	0.74%	1.19%	1.33%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn