



买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：22.78

证券分析师

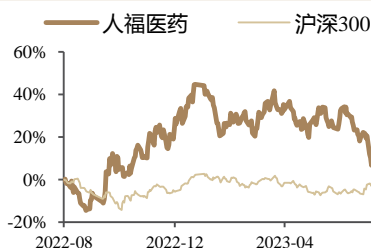
陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.25	-8.81	-10.42
相对涨幅(%)	-2.18	-6.17	-6.74

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《人福医药(600079.SH)：“归核聚焦”改善显著，麻醉龙头成长可期》，2023.7.5

# 人福医药 (600079.SH): 23H1 业绩表现亮眼，海外市场打开成长空间

投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年半年报，2023H1 人福医药实现营收 123.8 亿元 (+17.1%)，归母净利润 13.2 亿元 (-11.9%)，扣非净利润 10.7 亿元 (+27.3%)。单 Q2 季度，实现营收 61.6 亿元 (+14.2%)，归母净利润 6.6 亿元 (+11.9%)，扣非净利润 5.6 亿元 (+5.9%)。
- 宜昌人福高速增长，麻醉药品刚需属性奠定中长期成长基础。**宜昌人福持续推进多科室临床应用，2023H1 宜昌人福实现收入 40.3 亿元 (+19.6%)，净利润 12.1 亿元 (+18.3%)，其中麻醉药收入约 33.6 亿元 (+约 22%)，非手术科室实现销售收入约 11 亿元 (+约 57%)。短期来看，医药反腐可能会导致医药行业短期承压，手术量或呈现一定波动，但麻醉药具有一定刚需属性，叠加宜昌人福作为行业龙头，公司产品的中长期增长动力充足。此外宜昌人福积极拓展产品管线，除麻醉产品外，公司还有瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、枢能等名牌产品，以及 23H1 盐酸安非他酮缓释片 (SR 型) (新适应症) 获批美国 ANDA、注射用盐酸瑞芬太尼印度获批上市，综合看来我们认为有望保证公司业绩稳定增长。
- 核心工业子公司快速发展，国际化业务打开成长空间。**(1) 从医药工业子公司来看，公司品种持续丰富，核心子公司业绩持续高增长。1) 葛店人福，立足现有米非司酮、米索前列醇等产品持续拓展高端原辅料业务，23H1 葛店人福实现收入 6.7 亿元 (+41.3%)，净利润 1.36 亿元 (+36.0%)；2) 新疆维药，依托现有 20 个国药准字文号产品，23H1 疆内疆外市场同时发力，市场覆盖率大幅提升，实现收入 5.1 亿元 (+52.4%)，净利润 0.64 亿元 (+72.1%)；3) 武汉人福，依托现有 63 个生产药品批文，23H1 积极应对医药行业政策影响，同时布局上游原料药业务，实现收入 3.3 亿元 (+5.1%)，净利润 0.83 亿元 (+71.3%)；4) 三峡制药，作为全球大型硫酸新霉素原料药供应商，23H1 持续通过工艺改进，优化产品结构和控制生产成本，亏损进一步改善，实现收入 1.8 亿元 (-4.7%)，净利润-0.34 亿元 (同比持平)；5) Epic Pharma，具有美国 DEA 认证，生产经营超 200 个化学仿制药，23H1 磷酸奥司他韦干混悬剂获批美国 ANDA，受市场行情影响以及产品结构变化，公司整体毛利率下降，实现收入 4.5 亿元 (+18.3%)，净利润 0.17 亿元 (-67.3%)。(2) 医药商业子公司稳定增长：1) 北京医疗，与京津冀区域内 80 多家三级以上的重点医院建立合作，是罗氏诊断国内市场最大的区域经销商之一，23H1 实现收入 8.8 亿元 (+28.3%)，净利润 0.7 亿元 (+23.8%)；2) 湖北人福，下辖 30 多家控股子公司，形成“1 家省级

平台公司+15家市级公司+N家市级特色经营公司”的业务格局，全面覆盖湖北全省各级医疗机构，23H1实现收入43.3亿元(+12.3%)，净利润0.5亿元，同比持平。(3)在国际化业务方面，Epic Pharma、武汉普克、美国普克、宜昌人福等子公司持续拓展国际业务，公司美国仿制药业务实现销售收入约9.52亿元(+约20%)；人福非洲、人福马里、人福埃塞等子公司加强资源整合联动，在非洲市场实现销售收入约1.45亿元(+约56%)。

- 持续推进“归核聚焦”，资产结构和盈利能力有望加强：**近年来公司严格控制融资规模，持续优化资产结构，提升经营能力。1) **资产结构：**23H1出售宜昌妇幼医院66%股权，实现投资收益约4900万元，目前基本完成医疗服务资产的清理工作；2) **费用管控：**23H1销售费用率19.1%，管理费用率5.8%，财务费用率0.9%，费用端占比合理，管控稳定；3) **负债情况：**23H1利息费用较上年同期减少约9000万元，公司资产负债率由期初的50.2%降至末的48.6%，偿债风险进一步下降。
- 盈利预测及投资建议。**我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为23.3/26.7/30.4亿元，同比-6.3%/+14.8%/+13.7%，对应当前股价PE 16/14/12倍。人福医药作为国内麻药龙头公司，在麻醉行业处于领先地位，考虑到麻醉用药的刚需属性+工业子公司的快速发展+国际化业务的持续推进，维持“买入”评级。
- 风险提示：**集采降价的风险；行业政策变革风险；产品研发及上市不及预期的风险；产品销售不及预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	1,632.66	营业收入(百万元)	20,549	22,338	24,712	26,838	28,991
流通A股(百万股):	1,457.91	(+/-)YOY(%)	-0.6%	8.7%	10.6%	8.6%	8.0%
52周内股价区间(元):	17.28-29.24	净利润(百万元)	1,317	2,484	2,329	2,674	3,041
总市值(百万元):	37,191.94	(+/-)YOY(%)	31.0%	88.6%	-6.3%	14.8%	13.7%
总资产(百万元):	36,916.12	全面摊薄EPS(元)	0.81	1.52	1.43	1.64	1.86
每股净资产(元):	9.93	毛利率(%)	42.7%	43.5%	44.0%	44.7%	45.4%
资料来源:公司公告		净资产收益率(%)	10.2%	16.5%	13.6%	13.5%	13.3%

资料来源:公司年报(2021-2022),德邦研究所  
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.54	1.43	1.64	1.86
每股净资产	9.21	10.48	12.11	13.98
每股经营现金流	1.50	0.81	2.18	1.40
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	15.51	15.97	13.91	12.23
P/B	2.59	2.17	1.88	1.63
P/S	1.67	1.51	1.39	1.28
EV/EBITDA	11.76	11.88	9.41	7.71
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.5%	44.0%	44.7%	45.4%
净利润率	13.7%	11.8%	12.4%	13.0%
净资产收益率	16.5%	13.6%	13.5%	13.3%
资产回报率	6.9%	6.1%	6.3%	6.7%
投资回报率	9.5%	9.3%	9.8%	10.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.7%	10.6%	8.6%	8.0%
EBIT 增长率	15.9%	6.5%	15.4%	14.3%
净利润增长率	88.6%	-6.3%	14.8%	13.7%
偿债能力指标				
资产负债率	50.2%	46.0%	43.6%	39.4%
流动比率	1.3	1.5	1.7	2.0
速动比率	1.0	1.2	1.4	1.6
现金比率	0.3	0.4	0.6	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	115.1	113.0	113.3	113.5
存货周转天数	93.4	91.4	91.6	91.8
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	4.2	4.7	5.2	5.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,484	2,329	2,674	3,041
少数股东损益	587	582	656	737
非现金支出	761	265	270	275
非经营收益	-372	-321	-322	-319
营运资金变动	-1,019	-1,532	286	-1,453
经营活动现金流	2,441	1,323	3,564	2,281
资产	-3,016	-20	-20	-20
投资	3,737	0	0	0
其他	505	321	322	319
投资活动现金流	1,227	301	302	299
债权募资	-1,021	-300	-326	-315
股权募资	24	0	0	0
其他	-3,247	-261	0	0
融资活动现金流	-4,245	-561	-326	-315
现金净流量	-529	1,063	3,541	2,265

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 25 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,338	24,712	26,838	28,991
营业成本	12,615	13,833	14,838	15,841
毛利率%	43.5%	44.0%	44.7%	45.4%
营业税金及附加	206	222	242	261
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	4,275	4,745	5,153	5,566
营业费用率%	19.1%	19.2%	19.2%	19.2%
管理费用	1,552	1,621	1,704	1,797
管理费用率%	6.9%	6.6%	6.3%	6.2%
研发费用	967	1,112	1,235	1,334
研发费用率%	4.3%	4.5%	4.6%	4.6%
EBIT	2,984	3,178	3,667	4,192
财务费用	237	247	268	290
财务费用率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-88	0	0	0
投资收益	836	321	322	319
营业利润	3,516	3,252	3,720	4,221
营业外收支	-90	0	0	0
利润总额	3,426	3,252	3,720	4,221
EBITDA	3,748	3,444	3,937	4,467
所得税	355	342	391	443
有效所得税率%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
少数股东损益	587	582	656	737
归属母公司所有者净利润	2,484	2,329	2,674	3,041

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,176	6,239	9,780	12,045
应收账款及应收票据	7,617	8,082	9,003	9,486
存货	3,421	3,602	3,947	4,133
其它流动资产	3,214	3,851	3,579	4,202
流动资产合计	19,428	21,774	26,309	29,866
长期股权投资	1,070	1,070	1,070	1,070
固定资产	5,265	5,221	5,155	5,067
在建工程	2,768	2,546	2,343	2,155
无形资产	1,950	1,970	1,990	2,010
非流动资产合计	16,595	16,350	16,099	15,844
资产总计	36,023	38,123	42,408	45,710
短期借款	6,589	6,289	5,963	5,648
应付票据及应付账款	3,449	3,012	3,927	3,527
预收账款	310	298	354	375
其它流动负债	4,795	4,995	5,303	5,523
流动负债合计	15,143	14,593	15,548	15,073
长期借款	1,853	1,853	1,853	1,853
其它长期负债	1,085	1,085	1,085	1,085
非流动负债合计	2,938	2,938	2,938	2,938
负债总计	18,081	17,531	18,486	18,011
实收资本	1,633	1,633	1,633	1,633
普通股股东权益	15,037	17,104	19,778	22,819
少数股东权益	2,905	3,487	4,143	4,880
负债和所有者权益合计	36,023	38,123	42,408	45,710

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。