

人福医药 (600079)

公司研究/简评报告

业绩基本符合预期，国际化稳步推进

简评报告/医药

2017 年 08 月 30 日

一、事件概述

2017 年上半年营收、归母净利润、扣非净利润为 68.62 亿、3.76 亿、3.57 亿，同比增长 20.07%、-11.98%、58.60%，EPS 为 0.26 元，基本符合预期。销售费用、管理费用、财务费用分别为 11.07 亿、6.59 亿、2.15 亿，同比增长 29.88%、11.79%、48.67%。

二、分析与判断

➤ 并购增大利润波动，主营业务稳定增长

归母净利润下滑 11.98%，主因收购 Epic Pharma 相关费用 0.82 亿计入经常性损益；扣非净利润增长 58.60%，主因出售新鹏生物收益 1.63 亿元计入非经常性损益；剔除上述影响，归母与扣非净利润同比增长 8.53%和 16.15%。主营业务方面，宜昌人福加强麻醉药推广力度，麻醉线营收 11.57 亿，同比增长 22%；新疆维药营收 1.75 亿，其中疆外业务 0.77 亿，同比增长 48%；北京医疗继续加大渠道下沉力度，营收、净利润为 5.28 亿、1.16 亿，同比增长 14.38%、11.67%。

➤ 费用增长合理

销售费用增长 29.88%，费用率 16.13%，比去年同期提高 1.22pp，主因营销规模扩大及并表范围增加；财务费用涨幅较高，系期间多种有息债务增加所致。公司加大研发力度，研发费用 3.24 亿，同比增长 52.75%。

➤ 有效布局研发与海外市场，调整资产结构有利于长期发展

1) 研发进度稳定，BTK 抑制剂、重组人鼠嵌合抗人-EGFR 单抗、富马酸沃诺拉赞、盐酸苏右旋喉甲酯缓释胶囊等取得临床批件，吗啡-6-葡萄糖苷酸申请临床获受理；2) 国际化稳步施行，加巴喷丁 ANDA 获 FDA 批准，普克与 Epic Pharma 营收 1.31 亿、3.62 亿，布洛芬与加巴喷丁推广进行中，完成 RiteDose 收购，全面进行市场、技术等方面的布局；3) 优化资产结构，剥离低效资产，出售中原瑞德 80%和三峡普诺丁 100%股权，投资收益约 21 亿、3.5 亿，预计贡献净利润约 15.7 亿、2.6 亿。

三、盈利预测与投资建议

通过加大渠道下沉和营销建设，公司主营业务稳定增长，且通过剥离低效资产提高了运营效率，研发和海外布局也进展顺利。预计 17-19 年 EPS 2.04、0.95、1.20 元；对应 PE 为 9X、20X 和 15X，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

药品降价风险；研发进程不及预期；汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	12,331	14,867	18,201	22,127
增长率 (%)	22.6%	20.6%	22.4%	21.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	832	2,619	1,224	1,545
增长率 (%)	27.3%	214.6%	-53.2%	26.2%
每股收益 (元)	0.65	2.04	0.95	1.20
PE (现价)	28.7	9.1	19.5	15.5
PB	2.4	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

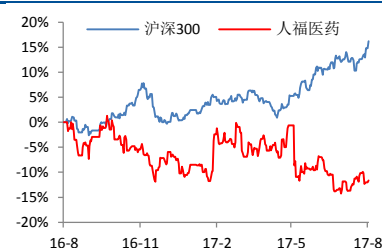
谨慎推荐 首次评级

合理估值： 20.90—23.75 元

交易数据 2017-8-29

收盘价 (元)	18.59
近 12 个月最高/最低	21.37/18.08
总股本 (百万股)	1,286
流通股本 (百万股)	1,058
流通股比例 (%)	82.23
总市值 (亿元)	239
流通市值 (亿元)	197

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： 010-85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：蔡明子

执业证号： S0100116010026

电话： 021-60876731

邮箱： caimingzi@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,331	14,867	18,201	22,127
营业成本	7,795	9,114	11,088	13,442
营业税金及附加	100	121	148	180
销售费用	1,856	2,434	2,979	3,622
管理费用	1,186	1,430	1,750	2,128
EBIT	1,685	4,172	2,235	2,755
财务费用	330	269	186	168
资产减值损失	55	48	0	0
投资收益	56	0	0	0
营业利润	1,010	1,453	2,049	2,587
营业外收支	356	2,450	0	0
利润总额	1,365	3,903	2,049	2,587
所得税	285	976	512	647
净利润	1,080	2,927	1,537	1,940
归属于母公司净利润	832	2,619	1,224	1,545
EBITDA	2,118	5,043	3,107	3,597

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2505	1640	2239	3210
应收账款及票据	4859	5526	7187	8268
预付款项	627	699	914	1042
存货	2197	2318	3175	3485
其他流动资产	714	1008	1101	1463
流动资产合计	10902	11191	14615	17467
长期股权投资	1342	1342	1342	1342
固定资产	4696	4544	3911	3278
无形资产	1725	1630	1420	1210
非流动资产合计	14783	13864	12992	12150
资产合计	25685	25055	27607	29616
短期借款	3228	0	0	0
应付账款及票据	2610	2716	3763	4092
其他流动负债	3855	3806	3955	3923
流动负债合计	9693	6522	7718	8015
长期借款	3987	3987	3987	3987
其他长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	4009	4009	4009	4009
负债合计	13702	10532	11728	12024
股本	1286	1286	1286	1286
少数股东权益	1941	2250	2562	2957
股东权益合计	11983	14524	15880	17592
负债和股东权益合计	25685	25055	27607	29616

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	22.6%	20.6%	22.4%	21.6%
EBIT 增长率	31.3%	147.6%	-46.4%	23.3%
净利润增长率	27.3%	214.6%	-53.2%	26.2%
盈利能力				
毛利率	36.8%	38.7%	39.1%	39.3%
净利润率	8.8%	19.7%	8.4%	8.8%
总资产收益率 ROA	6.6%	16.7%	8.1%	9.3%
净资产收益率 ROE	8.3%	21.3%	9.2%	10.6%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.7	1.9	2.2
速动比率	0.9	1.4	1.5	1.7
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.5
资产负债率	53.3%	42.0%	42.5%	40.6%
经营效率				
应收账款周转天数	143.8	135.7	144.1	136.4
存货周转天数	102.9	92.8	104.5	94.6
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	2.0	1.0	1.2
每股净资产	7.8	9.5	10.4	11.4
每股经营现金流	0.4	0.9	0.8	1.1
每股股利	0.1	0.3	0.1	0.2
估值分析				
PE	28.7	9.1	19.5	15.5
PB	2.4	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.3	5.6	9.0	7.6
股息收益率	15.4%	14.7%	14.7%	14.7%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,080	2,927	1,537	1,940
折旧和摊销	433	872	872	842
营运资金变动	(1,129)	(1,097)	(1,630)	(1,583)
经营活动现金流	537	1,181	965	1,367
资本开支	127	12	52	45
投资	(52)	(1)	(3)	(3)
投资活动现金流	(5,654)	1,838	0	0
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(418)	0	0	0
筹资活动现金流	5,826	(3,883)	(367)	(396)
现金净流量	673	(864)	598	971

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国内贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

蔡明子，研究助理，澳门科技大学金融硕士，2015年9月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。