



2018-08-31

公司研究报告

买入/首次

人福医药(600079)

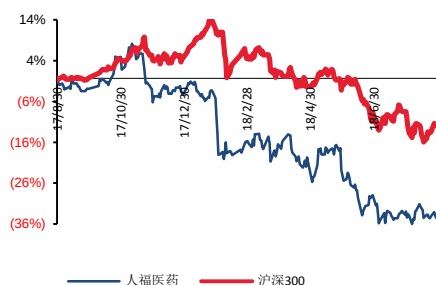
目标价: 16.42

昨收盘: 12.01

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

麻药王者，历史拐点！

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,354/1,286
总市值/流通(百万元)	16,258/15,445
12 个月最高/最低(元)	20.18/11.74

相关研究报告：

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：公司近日发布 2018 年中报，实现营业收入 88.38 亿元，同比增速 28.8%，归母净利润 5.02 亿元，同比增 33.5%，扣非后归母净利润 2.55 亿元，同比增速-28.6%，EPS 为 0.34 元。

■ 点评：

国内医药工业稳健增长，Epic 业绩下滑导致国外业务短期低点。公司上半年净利润 5.02 亿元(+33.5%)，扣非后归母净利润 2.55 亿元(-28.6%)，主要原因 Epic Pharma 核心品种熊去氧胆酸胶囊降价，净利润同比下滑 91%，同时利率上升导致财务费用同比增长 42.9%。**分板块看，1) 医药工业：**受益于多科室推广，宜昌人福收入 15.79 亿(+23%)，净利润 4.1 亿(+32%)；Epic Pharma 收入 2.45 亿(-32%)，净利润 844 万元(-91%)，同比大幅下滑原因是主要品种熊去氧胆酸胶囊价格下降；美国普克和武汉普克通过业务结构调整上半年首次扭亏，并逐步向好；葛店人福收入 2.63 亿元(+26%)，净利润 2422 万元(+39%)；新疆维药收入(+22%)，净利润(+6%)；武汉人福收入 3.14 亿元(+100%)，净利润 3200 万元(+73%)；**2) 医药商业：**巴瑞医疗收入 6.22 亿元(+18%)，净利润 1.25 亿元(+9%)，湖北人福收入 23.87 亿元(+19%)，净利润 5500 万元(+45%)；**3) 两性健康：**乐福思收入 7.52 亿元，净利润 1529 万元。

多科室推广&医保放量&新品获批在即，麻药业务开始提速。宜昌人福上半年收入 15.79 亿元(+23%)，净利润 4.1 亿元(+31%)，预计全年收入突破 30 亿元，预计 2020 年收入接近 50 亿元，净利润 13 亿元，预计未来 3 年收入端超过 20%增长，净利润端 25%-30%增长。预计 18 年开始利润增速快于收入增速，源于研发投入和制剂出口最大的投入期已过。**业绩持续高增长：**1) 销售团队不断壮大，从原来的几百人到现在 3000 多人销售团队，多科室推广开拓 ICU、肿瘤、疼痛、妇产等科室，持续提升单个医院使用量；2) 氢吗啡酮、纳布啡 17 年纳入国家医保后快速放量，18H1 收入端均实现翻倍以上增长，瑞芬太尼 17 年医保目录取消手术麻醉限制，上半年收入增速 26%；3) 在研重磅品种磷丙泊酚、瑞马唑仑预计 18 年完成临床 3 期申报生产，19-20 年有望获批上市，阿芬太尼报生产已纳入优先审评，预计 19 年获批。**随着新品纳入医保，和逐步获批，宜昌人福将实现“大麻药布局”（麻醉镇痛+镇静），麻药业务有望提速。**

市值已充分反应悲观预期，18 年将是业绩低点，麻药提速+归核化，19 年业绩有望开始反转，首次覆盖，买入评级。未来三年麻药提速至 25%-30% 增长（预计 18-20 年麻药权益净利润 5.4/7/8.8 亿元），预计 18 年开始大幅剥离非医药主业+亏损资产，1-2 年大幅回笼超 30 亿元现金降低财务费用，麻药核心业务价值体现！不考虑出售子公司带来的投资收益&可能的 epic 计提减值（减值预期已反应在股价），预计 18-20 年净利润 6 亿/8.54 亿/11.46 亿，对应 PE27/19/14 倍，19 年起业绩明显提速。通过分部估值法，18-20 年合理估值 222 亿元，277 亿元，327 亿元，相比目前市值，2 年一倍空间，建议中线投资者积极买入。

风险提示：归核化力度和进展不及预期；归核化中途放弃转向继续投资并购；新品上市不及预期；产品销售不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15446	19518	22879	26718
(+/-%)	25%	26%	17%	17%
净利润(百万元)	2069	599	854	1146
(+/-%)	149%	-71%	43%	34%
摊薄每股收益(元)	1.53	0.44	0.63	0.85
市盈率(PE)		27	19	14

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

盈利预测及估值说明

宜昌人福：预计未来 3 年收入端超过 20% 增长，净利润端 25%-30% 增长。预计 18 年开始利润增速快于收入增速，源于研发投入和制剂出口最大的投入期已过。考虑大麻药高壁垒和高成长，给予 18-20 年 35/33/30 倍 PE。

乐福思：预计 18-20 年收入分别为 18 亿、20.7 亿、23.8 亿元，中期有望香港上市，经营性净利率接近 10%，但考虑到并购财务费用和无形资产摊销等，预计 18-20 年净利润 0.44/0.74/1.10 亿元，给予 18-20 年 20 倍 PE。

Epic Pharma：受熊去氧胆酸胶囊大幅降价影响，预计 18 年为收入和利润低点，不考虑新获批 ANDA 影响，预计未来 3 年收入稳定在 5.4 亿元左右，净利润 0.21 亿元，保守给予 10 倍 PE。

美国普克：预计美国普克和武汉普克今年盈亏平衡，预计未来 3 年收入增长 35%、20%、20%，保守估计利润端盈亏平衡，给予 10 倍 PE。

葛店人福：预计未来 3 年收入端增速 20%、10%、10%，利润端增速 30%、15%、15%，给予 15 倍 PE。

新疆维药：预计未来 3 年收入端增速 20%、15%、15%，利润端增速稳定在 5% 左右，给予 15 倍 PE。

武汉人福：预计未来 3 年收入端增速 80%、15%、15%，利润端增速 50%、15%、15%，给予 15 倍 PE。

湖北人福：预计未来 3 年收入端增速 18%、16%、15%，利润端增速 30%、23%、20%，给予 15 倍 PE。

巴瑞医疗：预计未来 3 年收入端增速 13%、10%、10%，利润端增速保持 8%，给予 15 倍 PE。

投资收益：不考虑股权转让确认的投资收益，预计未来 3 年投资收益 0.53 亿元，主要是天风证券贡献，给予 10 倍 PE。

其他(母公司费用和其他子公司等)：17 年亏损 4.55 亿元，预计 18 年财务费用仍增加，但随着 18 年开始资产剥离回笼现金+剥离亏损资产，预计 19 年开始亏损额度有所下降。预计 18-20 年分别亏损 5.20 亿元、5.00 亿元、4.80 亿元，给予 10 倍 PE。

合理估值：合计 18-20 年合理估值 222 亿元，277 亿元，327 亿元，相比目前市值，2 年一倍空间。

图表：人福医药盈利预测与业绩拆分

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
宜昌人福	收入	2079	2242	2560	3179	3932	4906
	增速	15%	8%	14%	24%	24%	25%
	其中：						
	芬太尼	110	99	89	85	80	76
	yoy	-8%	-10%	-10%	-5%	-5%	-5%
	瑞芬太尼	600	669	790	972	1147	1330
	yoy	7%	12%	18%	23%	18%	16%
	舒芬太尼	1000	1008	1200	1380	1587	1825
	yoy	19%	1%	19%	15%	15%	15%
	盐酸氢吗啡酮	10	40	90	162	259	389
	yoy		300%	125%	80%	60%	50%
	盐酸纳布啡	15	52	110	253	455	706
	yoy		247%	100%	130%	80%	55%
	咪达唑仑	60	68	75	81	87	94
	yoy		13%	10%	8%	8%	8%
	阿芬太尼					20	50
	磷丙泊酚钠						50
	瑞马唑仑						30
	其他	284	305	205	247	296	355
	净利润	520	549	623	810	1037	1307
	增速	7%	6%	14%	30%	28%	26%
	归属于母公司净利润	348	368	418	543	695	876
	占比	53.3%	44.2%	20.2%	90.7%	81.4%	76.4%
Lifestyles Healthcare	收入			522	1800	2070	2381
	增速					15%	15%
	经营性净利润			36	150	180	216
	并购财务费用（税后）				-60	-60	-60
	无形资产摊销等（税后）				-47	-47	-47
	净利润			-33	44	74	110
	增速					15%	15%
	归属于母公司净利润			-20	26	44	66
Epic Pharma	收入		441	774	542	542	542
	增速				-30%	0%	0%
	净利润		155	211	21	21	21
	增速				-90%	0%	0%
	归属于母公司净利润		155	211	21	21	21
美国普克(PURACAP)	收入	200	240	263	356	427	512
	增速	184%	20%	10%	35%	20%	20%
	净利润	-60	-50	-83	0	0	0
	归属于母公司净利润	-31	-36	-60	0	0	0
葛店人福	收入	401	375	423	507	558	614
	增速	21%	-6%	13%	20%	10%	10%
	净利润	18	35	45	59	68	76
	增速	-1052%	97%	31%	30%	15%	12%
	归属于母公司净利润	14	28	37	48	55	62
新疆维药	收入	296	341	372	446	513	590
	增速	22%	15%	9%	20%	15%	15%
	净利润	37	38	39	41	43	46
	增速	17%	3%	4%	5%	5%	5%
	归属于母公司净利润	26	27	28	29	31	32
武汉人福	收入	234	297	417	750	863	992
	增速	23%	27%	40%	80%	15%	15%
	净利润	68	50	54	81	93	107
	增速	187%	-26%	7%	50%	15%	15%
	归属于母公司净利润	68	50	54	81	93	107

血制品	收入	184	204	191	0	0	0
	增速	31%	11%	-6%			
	净利润	42	66	60	0	0	0
	增速	-5%	58%	-9%			
	归属于母公司净利润	42	66	60	0	0	0
湖北人福	收入	2976	3720	4681	5523	6407	7368
	增速	45%	25%	26%	18%	16%	15%
	净利润	60	74	94	123	151	181
	增速	45%	25%	27%	30%	23%	20%
	归属于母公司净利润	60	74	94	123	151	181
巴瑞医疗	收入	852	1005	1157	1308	1438	1582
	增速	11%	18%	15%	13%	10%	10%
	净利润	191	212	231	249	269	291
	增速	14%	11%	9%	8%	8%	8%
	归属于母公司净利润	153	170	185	199	215	232
房地产	收入	0	0	0			
	增速						
	净利润						
	增速						
	归属于母公司净利润						
投资收益		142	239	1945	53	53	53
	1) 成本法核算的长期股权投资收益	0	0	0	0	0	0
	2) 权益法核算的长期股权投资收益	107	56	35	35	35	35
	其中: 美国普克(PURACAP)	—	—	—	—	—	—
	3) 处置长期股权投资产生的投资收益	23	157	1617	0	0	0
	4) 当代国际花园项目投资收益	0	0	0	0	0	0
	5) 可供出售金融资产等取得的投资收益	11	13	18	18	18	18
	6) 丧失控制权后, 剩余股权按公允价值重新计量产生的损益		-5	274	0	0	0
	7) 其他	0	18	1	0	0	0
	贡献母公司净利润	133	193	1467	48	48	48
其他(母公司费用和其他子公司等)	收入	2833	3466	4086	5108	6129	7232
	增速	96%	22%	18%	25%	20%	18%
	净利润	-154	-242	-391	-446	-416	-386
	少数股东权益	55	71	64	74	84	94
	归属于母公司净利润	-209	-313	-455	-520	-500	-480
	增速	12%	10%	46%	14%	-4%	-4%
合计	收入	10054	12331	15446	19518	22879	26718
	增速	43%	23%	25%	26%	17%	17%
	净利润	853	1080	2318	1036	1394	1805
	少数股东权益	199	248	250	437	540	660
	归属于母公司净利润	654	832	2069	599	854	1146
	增速	45%	27%	149%	-71%	43%	34%
	EPS	0.48	0.61	1.53	0.44	0.63	0.85
其中: 医药业务归属于母公司净利润		680	747	1006	1070	1305	1577
	增速	20%	10%	35%	6%	22%	21%
	EPS	0.50	0.55	0.74	0.79	0.96	1.17
	增速	20%	10%	35%	6%	22%	21%
	合理估值				222	277	327

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

注: 盈利预测暂不考虑剥离资产的投资收益和Epic可能的资产减值。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。