



医疗保健 制药、生物科技与生命科学

2019-05-06

公司点评报告

买入/维持

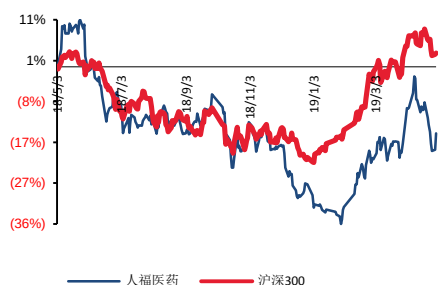
人福医药 (600079)

目标价: 17.72

昨收盘: 11.75

核心主业持续高增长，历史拐点显现

■ 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)	15,906/15,111
12 个月最高/最低(元)	15.53/8.89

相关研究报告:

人福医药 (600079) 《靴子落地，新的起点》--2019/01/30

人福医药 (600079) 《中美联合打击芬太尼非法制贩，公司基本面无影响》--2018/12/03

人福医药 (600079) 《业绩符合预期，管理+财务费用明显改善》--2018/10/30

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

证券分析师：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：18 年报和 19Q1 季报：1) 18 年收入 186.3 亿元，同比+20.6%，归母净利润-23.6 亿元，同比-214.0%，经营性现金流净额 6 亿元；2) 19Q1 收入 52.6 亿元，同比+18.6%，归母净利润 1.7 亿元，同比-2.7%，扣非后归母净利润 1.6 亿元，同比+2.5%，符合预期。董事长王学海先生、董事兼总裁李杰先生完成增持计划，合计超 5000 万元。

点评：

业绩符合预期，核心主业持续高增长。18 年公司收入和净利润增速分别为 20.6%、-214%，扣除商誉减值影响后的扣非净利润增速-21.2%，**主要原因：**1) Epic 主要品种熊去氧胆酸胶囊大幅降价导致净利润同比减少 3.1 亿元（不考虑无形资产减值损失）；2) 利率上升导致 18 年利息同比增加 1.8 亿元。**19Q1 收入和净利润增速分别为 18.6%和 -2.7%，扣非后净利润增速 2.5%，收入增速显著高于利润增速原因：**

1) 利率增加导致利息同比增加 2700 万；2) 研发费用同比增加 4000 万；3) Epic 19Q1 亏损 950 万元 VS18Q1 盈利 2000 万元，环比大幅减亏，预计全年有望盈亏平衡。**19Q1 重要子公司业绩拆分：**1) 宜昌人福收入约 10 亿，净利润约 3 亿，收入和利润增幅均在 20%以上；2) Epic 收入 1.7 亿，增速约 20%，亏损 950 万元，同比大幅下降，环比大幅改善；3) 葛店人福收入 1.37 亿，增幅 20%+，2000 万净利润，增速 50%+；4) 新疆维药收入 1.52 亿，净利润 2000 万，同比+20%，5) 武汉人福收入 1.33 亿，净利润 1000 万+，收入和利润均同比下滑 20%左右，主要原因是尿激酶原料供应不足，目前武汉人福正积极解决；6) 北京巴瑞收入 3 亿元，净利润 7000 多万，收入和利润增速均 10%以上；7) 湖北人福收入 15 亿元，净利润 2000 万，增速 15%以上；8) 乐福斯收入 3.67 亿，净利润 150 万。我们认为随着核心主业持续高增长，非核心业务剥离回笼现金，加上 18 年下半年基数低，业绩增速有望快速提升。

回购股份用于股权激励，彰显管理层对公司中长期发展信心。公司计划以自有资金 5-10 亿元在二级市场回购股份，回购价格不超过 14.29 元/股，按照回购金额上限 10 亿元、回购价格 14.29 元/股测算，预计回购股份占总股本的 5.17%；此次激励对象包括管理层、研发和销售员工等，激励范围广、力度大。我们认为回购进行股权激励彰显管理层对公司中长期发展信心，同时将公司发展与员工利益深度绑定，激发员工动力，利于公司中长期持续发展。

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

福预计 19 年收入增速超 20%，预计 2020 年收入接近 50 亿元，净利润达 13 亿元，未来 3 年收入端有望持续 20%以上增长，利润端 25%-30%增长，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，预计 19 年氢吗啡酮收入增速 60%，纳布啡收入增速 80%，瑞芬太尼 17 年医保目录取消手术麻醉限制，全年收入增速 20%左右；3) 在研重磅品种磷丙泊酚、瑞马唑仑申报生产，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。

麻药提速+归核化，19 年业绩将反转。未来三年麻药提速至 25%-30% 增长（预计 19-21 年麻药权益净利润 6.9/8.7/10.8 亿元），18 年资产出售金额约 8.4 亿元，19 年继续归核化，有望收回 30 亿现金，降低财务费用。不考虑 19-21 年出售子公司带来的投资收益，预计 19-21 年净利润 7.9/10.8/14 亿元，对应 19-21 年 PE20/15/11 倍，19 年起业绩明显提速。通过分部估值法，20 年合理市值 270 亿元（20 年 PE25 倍），一年 70%空间，维持“买入”评级。

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：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18634	21915	25676	40600
(+/-%)	21%	18%	17%	58%
净利润(百万元)	-2358	792	1077	1400
(+/-%)	-214%	-134%	36%	30%
摊薄每股收益(元)	-1.74	0.59	0.80	1.03
市盈率(PE)	-6.74	20	15	11

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

图表：人福医药业绩拆分与盈利预测

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
宜昌人福	收入	2242	2560	3141	3857	4729	10033
	增速						
		8%	14%	23%	23%	23%	112%
	其中：						
	芬太尼	99	89	85	80	76	149
	yoy	-10%	-10%	-5%	-5%	-5%	95%
	瑞芬太尼	669	790	1011	1213	1408	3040
	yoy	12%	18%	28%	20%	16%	116%
	舒芬太尼	1008	1200	1356	1519	1671	3508
	yoy	1%	19%	13%	12%	10%	110%
	盐酸氢吗啡酮	40	90	153	245	367	918
	yoy	300%	125%	70%	60%	50%	150%
	盐酸纳布啡	52	110	242	436	675	1722
	yoy	247%	100%	120%	80%	55%	155%
	咪达唑仑	68	75	81	87	94	197
	yoy	13%	10%	8%	8%	8%	108%
	阿芬太尼				20	50	50
	磷丙泊酚钠					50	50
	瑞马唑仑					30	30
	其他	305	205	214	256	307	369
Lifestyles Healthcare	净利润	549	623	801	1025	1292	1615
	增速	6%	14%	28%	28%	26%	25%
	归属于母公司净利润	368	418	537	687	865	1082
	占比	44.2%	20.2%	-22.8%	86.7%	80.3%	77.3%
	收入		522	1658	1906	2192	2521
Epic Pharma	增速				15%	15%	15%
	经营性净利润		36	139	167	200	240
	并购财务费用（税后）			-60	-60	-60	-60
	无形资产摊销等（税后）				-47	-47	-47
	净利润		-33	33	60	94	134
人福普克	增速				85%	55%	43%
	归属于母公司净利润		-20	20	36	56	80
	收入	441	774	451	541	649	779
	增速			-42%	20%	20%	20%
	净利润	155	211	-310	0	10	20
人福维克	增速			-90%	0%	0%	100%
	归属于母公司净利润	155	211	-310	0	10	20
	收入	240	263	356	480	648	875
	增速	20%	10%	35%	35%	35%	35%
	净利润	-50	-83	28	34	41	49
葛店人福	归属于母公司净利润	-36	-60	27	32	39	46
	收入	375	423	510	586	656	722
	增速	-6%	13%	21%	15%	12%	10%
	净利润	35	45	62	81	97	106
	增速	97%	31%	36%	30%	20%	10%
新疆维药	归属于母公司净利润	28	37	50	65	78	86
	收入	341	372	430	495	554	610
	增速	15%	9%	16%	15%	12%	10%
	净利润	38	39	58	67	73	79
	增速	3%	4%	47%	15%	10%	8%
武汉人福	归属于母公司净利润	27	28	41	47	52	56
	收入	297	417	669	703	808	929
	增速	27%	40%	61%	5%	15%	15%
	净利润	50	54	76	76	87	100
	增速	-26%	7%	41%	0%	15%	15%
武汉人福	归属于母公司净利润	50	54	76	76	87	100

血制品	收入	204	191	0	0	0	0
	增速	11%	-6%				
	净利润	66	60	0	0	0	0
	增速	58%	-9%				
	归属于母公司净利润	66	60	0	0	0	0
湖北人福	收入	3720	4681	5556	6444	7411	8375
	增速	25%	26%	19%	16%	15%	13%
	净利润	74	94	124	153	183	211
	增速	25%	27%	31%	23%	20%	15%
	归属于母公司净利润	74	94	124	153	183	211
巴瑞医疗	收入	1005	1157	1335	1468	1615	1777
	增速	18%	15%	15%	10%	10%	10%
	净利润	212	231	242	254	267	280
	增速	11%	9%	5%	5%	5%	5%
	归属于母公司净利润	170	185	194	204	214	224
房地产	收入	0	0				
	增速						
	净利润						
	增速						
	归属于母公司净利润						
投资收益		239	1945	335	45	45	46
	1) 成本法核算的长期股权投资收益	0	0	0	0	0	1
	2) 权益法核算的长期股权投资收益	56	35	9	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	157	1617	316	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	13	18	10	10	10	10
	6) 丧失控制权后, 剩余股权按公允价值重新计量产生的利得	-5	274	0	0	0	0
	7) 其他	18	1	0	0	0	0
	贡献母公司净利润	193	1467	254	43	43	44
其他(母公司费用和其他子公司等)	收入	3466	4086	4529	5434	6412	13979
	增速	22%	18%	11%	20%	18%	118%
	净利润	-242	-391	-3329	-450	-440	-430
	少数股东权益	71	64	90	100	110	120
	归属于母公司净利润	-313	-455	-3419	-550	-550	-550
	增速	10%	46%	651%	-84%	0%	0%
合计	收入	12331	15446	18634	21915	25676	40600
	增速	23%	25%	21%	18%	17%	58%
	净利润	1080	2318	-1961	1346	1750	2211
	少数股东权益	248	250	397	553	672	812
	归属于母公司净利润	832	2069	-2358	792	1077	1400
	增速	27%	149%	-214%	-134%	36%	30%
	EPS	0.61	1.53	-1.74	0.59	0.80	1.03
其中: 医药业务归属于母公司净利润		747	747	1006	758	1300	1585
	增速	10%	35%	-25%	72%	22%	20%
	EPS	0.55	0.74	0.56	0.96	1.17	1.41
	增速	10%	35%	-25%	72%	22%	20%
	目前 PE				20	15	11
	合理估值				234	274	323

数据来源: 公司资料, 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

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。