



医疗保健 制药、生物科技与生命科学

2019-09-09

公司点评报告

买入/维持

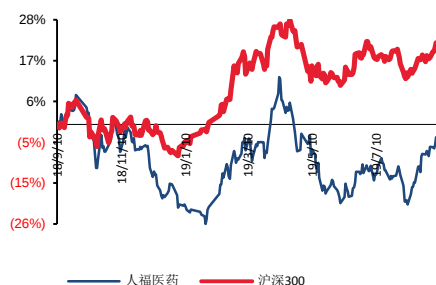
人福医药(600079)

目标价: 17.72

昨收盘: 11.90

核心主业稳健增长，经营性现金流大幅改善

■ 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)	16,109/15,304
12 个月最高/最低(元)	13.55/8.89

相关研究报告:

人福医药 (600079)《核心主业持续高增长，历史拐点显现》--2019/05/05

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贩制，公司基本面无影响》--2018/12/03

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：19 年半年报：收入 105.2 亿元，同比+19.1%，归母净利润 3.4 亿元，同比下滑 32.9%，扣非后归母净利润 3.3 亿元，同比增长 28.1%，经营性现金流净额 5.2 亿元，同比增加 246.1%，业绩符合预期。

点评：

业绩符合预期，核心主业持续稳健增长。19H1 收入和净利润增速分别为 19.1%、-32.9%，扣非净利润增速 28.1%；净利润同比下滑主要是去年同期出售非核心资产，非经常性损益 2.5 亿元；扣非净利润增速 28.1%，主要是管理费用和销售费用率同比下降，利率增加导致财务费用较去年同期增加 1 个亿；经营性现金流净额同比增加 246.1%，主要是公司通过银行票据支付采购款减缓现金流出，同时收回已剥离公司的部分往来款所致。**19H1 重要子公司业绩拆分：**1) 宜昌人福收入约 19.6 亿，净利润约 5 亿，收入和利润增幅均在 20%以上；2) Epic 收入 3.6 亿，增速 48.5%，亏损 1100 万元，环比持续改善，预计全年盈亏平衡；3) 葛店人福收入 2.9 亿，增幅 8.7%，4200 万净利润，增速 74.9%；4) 新疆维药收入 2.9 亿，净利润 4000 万，同比增速 78.6%；5) 武汉人福收入 2.8 亿，净利润 3300 万元，收入大幅下滑，净利润与去年同期基本持平；6) 北京巴瑞收入 6.4 亿元，净利润 1.3 亿元，收入和净利润与去年同期基本持平；7) 湖北人福收入 32.5 亿元，净利润 6100 万元，利润增速 10.2%；8) 乐福思收入 8.2 亿，净利润 584 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，下半年业绩有望加速。国家政策导向降低实体企业融资成本，利率下行是未来趋势，公司有望受益。

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/利润增速超 20%，未来三年利润端增速有望保持 20%-25%之间：1) 销售团队不断壮大，从原来的几百人到现在 3000 多人，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，年底有望获批。**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。未来三年麻药持续高增长（预计 19-21 年麻药权益净利润 6.6/8.1/10 亿元），18 年资产出售金额约 8.4 亿元，19 年继续归核化，降低负债率，叠加利率下行是未来趋势，公司财务费用有望降低。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 7.2/9.7/12.6 亿元，对应 19-21 年 PE22/16/13 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 PE28 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	21975	25598	36163
(+/-%)	20.6%	17.9%	16.5%	41.3%
净利润(百万元)	-2358	722	970	1260
(+/-%)	-214%	-131%	34%	30%
摊薄每股收益(元)	-1.74	0.53	0.72	0.93
市盈率(PE)	-7	22	16	13

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

		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
宜昌人福	收入	2079	2242	2560	3141	3857	4729	5838
	增速	15%	8%	14%	23%	23%	23%	23%
	其中：							
	芬太尼	110	99	89	85	80	76	149
	yoy	-8%	-10%	-10%	-5%	-5%	-5%	95%
	瑞芬太尼	600	669	790	1011	1213	1408	1591
	yoy	7%	12%	18%	28%	20%	16%	13%
	舒芬太尼	1000	1008	1200	1356	1519	1671	1804
	yoy	19%	1%	19%	13%	12%	10%	8%
	盐酸氢吗啡酮	10	40	90	153	245	367	514
	yoy		300%	125%	70%	60%	50%	40%
	盐酸纳布啡	15	52	110	242	436	675	979
	yoy		247%	100%	120%	80%	55%	45%
	咪达唑仑	60	68	75	81	87	94	102
	yoy		13%	10%	8%	8%	8%	8%
	阿芬太尼					20	50	100
	磷丙泊酚钠						50	150
	瑞马唑仑						30	80
	其他	284	305	205	214	256	307	369
	净利润	520	549	623	801	977	1202	1502
	增速	7%	6%	14%	28%	22%	23%	25%
	归属于母公司净利润	348	368	418	537	655	805	1007
	占比	53.3%	44.2%	20.2%	-22.8%	90.7%	83.0%	79.9%
Lifestyles Healthcare	收入			522	1658	1807	1988	2186
	增速					9%	10%	10%
	经营性净利润			36	139	139	146	153
	并购财务费用（税后）				-60	-77	-60	-60
	无形资产摊销等（税后）				-47	-47	-47	-47
	净利润			-33	33	16	40	47
	增速					-52%	153%	18%
	归属于母公司净利润			-20	20	9	24	28
Epic Pharma	收入		441	774	451	676	811	974
	增速				-42%	50%	20%	20%
	净利润		155	211	-310	0	10	20
	增速				-90%	0%	0%	100%
	归属于母公司净利润		155	211	-310	0	10	20
人福普克	收入	200	240	263	356	480	648	875
	增速	184%	20%	10%	35%	35%	35%	35%
	净利润	-60	-50	-83	28	34	41	49
	归属于母公司净利润	-31	-36	-60	27	32	39	46
葛店人福	收入	401	375	423	510	555	611	672
	增速	21%	-6%	13%	21%	9%	10%	10%
	净利润	18	35	45	62	81	97	106
	增速	-1052%	97%	31%	36%	30%	20%	10%
	归属于母公司净利润	14	28	37	50	65	78	86
新疆维药	收入	296	341	372	430	495	554	610
	增速	22%	15%	9%	16%	15%	12%	10%
	净利润	37	38	39	58	84	109	131

	增速	17%	3%	4%	47%	45%	30%	20%
	归属于母公司净利润	26	27	28	41	62	77	93
武汉人福	收入	234	297	417	669	636	699	769
	增速	23%	27%	40%	61%	-5%	10%	10%
	净利润	68	50	54	76	76	83	92
	增速	187%	-26%	7%	41%	0%	10%	10%
	归属于母公司净利润	68	50	54	76	76	83	92
血制品	收入	184	204	191	0	0	0	0
	增速	31%	11%	-6%				
	净利润	42	66	60	0	0	0	0
	增速	-5%	58%	-9%				
	归属于母公司净利润	42	66	60	0	0	0	0
湖北人福	收入	2976	3720	4681	5556	6667	7667	8663
	增速	45%	25%	26%	19%	20%	15%	13%
	净利润	60	74	94	124	137	157	181
	增速	45%	25%	27%	31%	10%	15%	15%
	归属于母公司净利润	60	74	94	124	137	157	181
巴瑞医疗	收入	852	1005	1157	1335	1368	1478	1596
	增速	11%	18%	15%	15%	3%	8%	8%
	净利润	191	212	231	242	242	254	267
	增速	14%	11%	9%	5%	0%	5%	5%
	归属于母公司净利润	153	170	185	194	194	204	214
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	335	45	45	46
	1) 成本法核算的长期股权投资收益	0	0	0	0	0	0	1
	2) 权益法核算的长期股权投资收益	107	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	23	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	0
	5) 可供出售金融资产等取得的投资收益	11	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	0	18	1	0	0	0	0
	贡献母公司净利润	133	193	1467	254	43	43	44
其他(母公司费用和其他子公司等)	收入	2833	3466	4086	4529	5434	6412	13979
	增速	96%	22%	18%	11%	20%	18%	118%
	净利润	-154	-242	-391	-3329	-450	-440	-430
	少数股东权益	55	71	64	90	100	110	120
	归属于母公司净利润	-209	-313	-455	-3419	-550	-550	-550
	增速	12%	10%	46%	651%	-84%	0%	0%
合计	收入	10054	12331	15446	18634	21975	25598	36163
	增速	43%	23%	25%	21%	18%	16%	41%
	净利润	853	1080	2318	-1961	1242	1599	2012
	少数股东权益	199	248	250	397	520	629	752
	归属于母公司净利润	654	832	2069	-2358	722	970	1260

	增速	45%	27%	149%	-214%	-131%	34%	30%
	EPS	0.48	0.61	1.53	-1.74	0.53	0.72	0.93
其中：医药业务归属于母公司净利润		680	747	1006	758	1229	1477	1766
	增速	20%	10%	35%	-25%	62%	20%	20%
	EPS	0.50	0.55	0.74	0.56	0.91	1.09	1.30
	增速	20%	10%	35%	-25%	62%	20%	20%
	目前 PE				-7	22	16	13
	合理估值					231	274	293

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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	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。