



医疗保健 制药、生物科技与生命科学

2020-04-30

公司点评报告

买入/维持

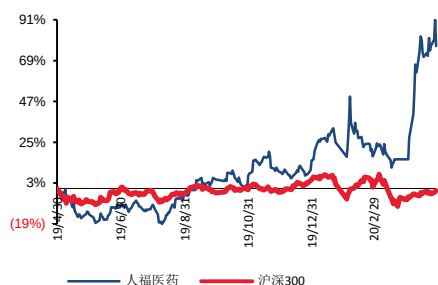
人福医药(600079)

目标价: 28

昨收盘: 20.77

业绩符合预期，经营质量大幅提升

■ 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)	28,116/26,711
12个月最高/最低(元)	22.43/9.50

相关研究报告:

人福医药(600079)《太平洋证券-人福医药-深度报告:麻药王者,历史拐点-20200410》--2020/04/10
人福医药(600079)《核心资产重组,夯实中长期发展基础》--2020/04/03

人福医药(600079)《业绩符合预期,核心主业稳健增长》--2019/10/30

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: S1190519080005

事件: 1) 19年业绩: 收入 218 亿元, 同比增速 17%, 净利润 8.4 亿元(18 年计提商誉减值导致亏损 23.6 亿元), 扣非后归母净利润 5.4 亿元(18 年扣非净利润-26.6 亿元), 经营性现金流净额 20.4 亿元, 同比增加 238%, 经营性现金流大幅度改善。**2) 20 一季报:** 收入 45.74 亿元, 同比下滑 13.1%, 净利润 1.37 亿元, 同比下滑 20.9%, 扣非后净利润 1.37 亿元, 同比下滑 16.3%, 新冠肺炎疫情导致业绩小幅下降, 预计二季度开始将逐步恢复。

点评:

麻药提速, 整体经营质量大幅提升。2019 年收入 218 亿元, 净利润 8.4 亿元, 经营性现金流净额超 20 亿元, 公司整体经营质量大幅提升。20 年一季度整体经营受到新冠肺炎疫情影响, 收入下滑 13.1%, 净利润下滑 20.9%。19 年各子公司情况: **1) 麻药提速:** 宜昌人福收入 40 亿元(+28%), 净利润 11 亿元(+37%), 主要原因多科室推广效果显现, 叠加销售和研发投入已过高峰期, 利润增速高于收入增速。阿芬太尼 20 年初获批, 瑞马唑仑、磷丙泊酚预计 20 年陆续获批, 我们判断未来三年宜昌人福利润端复合增速 20%以上。**2) 国内特色制药稳健发展:** 葛店人福收入 6 亿元(+18%), 净利润 0.82 亿元(+32%), 新疆维药收入 5.3 亿元(+24%), 净利润 0.61 亿元(+5%), 武汉人福收入 5.9 亿元(-12%), 净利润 0.81 亿元(+7%); **3) 国际化扭亏为盈:** EPIC 经营状况大幅改善, 19 年收入 8.4 亿元(+87%), 净利润 1652 万元, 实现扭亏为盈, 20 年一季度收入 2.2 亿元, 净利润 2175 万元, 大幅改善;**4) 两性健康稳步发展:** 收入 19.3 亿元(+16%), 净利润 4544 万元(+39%)。**20 年一季度各子公司经营业绩:** 宜昌人福净利润 3.2 亿元, 较去年 3.1 亿略有增长, 葛店人福净利润 2166 万元, 新疆维药净利润 2259 万元, 武汉人福 796 万元, 湖北人福净利润 3160 万元, 四川人福净利润 986 万元, 巴瑞医疗净利润 1458 万元。

理顺治理结构, 聚焦核心优质资产, 夯实中长期发展基础。人福医药收购宜昌人福管理层 13%股权意义重大: 1) 新管理层将进一步聚焦归核化, 降低资产负债率, 提升研发效率, 坚持走国际化道路, 丰富人才梯队, 传递中长期发展信心; 2) 我们判断“重组+募集配套”前后, 短期 EPS 基本保持不变, 中长期因为麻药占比提升, 增厚 EPS; 3) 宜昌人福管理层实现换股, 公司核心人物李杰将大幅增持上市公司股

权，同时担任公司董事长，理顺股权结构，深度绑定管理层利益，未来中长期稳健发展可期。

多科室推广&医保放量&新品获批，麻药业务提速。宜昌人福 19 年收入增速 28%/利润增速超 37%，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，瑞芬太尼 17 年医保目录取消手术麻醉限制，18 年纳入国家基药目录，持续快速增长；3) 阿芬太尼 20 年初获批，瑞马唑仑、磷丙泊酚 20 年有望陆续获批上市。**多科室推广叠加新品获批，宜昌人福将实现“大麻醉布局”（麻醉镇痛+镇静），麻药业务提速。**

盈利预测与估值。考虑到增发和并表（按全年并表测算）影响，预计 20-22 年净利润分别为 11.7/15.4/19.7 亿元，20-22 年同比增速 39%/32%/28%，20-22 年 EPS 0.71/0.94/1.20 元，业绩对应 20-22 年 PE 29X/22X/17X，麻药利润占比 95%，考虑公司麻药占全国 80% 份额的绝对龙头，优质赛道——高成长性、高盈利、高壁垒，分布估值法，给予 20 年、21 年 40 倍、38 倍 PE，合理估值 28 元、36 元，年内 40%、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：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,807	24,906	28,668	32,793
(+/-%)	17.0%	14.2%	15.1%	14.4%
净利润(百万元)	843	1171	1540	1969
(+/-%)	-135.7%	39.0%	31.5%	27.9%
摊薄每股收益(元)	0.62	0.71	0.94	1.20
市盈率(PE)	33.4	29.2	22.2	17.4

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

尾页报表输出

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E	
现金及现金等价物	3438	5500	3638	3746	营业收入	21807	24906	28668	32793
应收款项	7079	8086	9307	10646	营业成本	13188	14908	17025	19257
存货净额	3410	3977	4532	5116	营业税金及附加	156	178	205	234
其他流动资产	2741	3131	3604	4123	销售费用	3997	4566	5141	5880
流动资产合计	17263	21286	21673	24224	管理费用	1344	2523	2777	3174
固定资产	0	874	1558	2190	财务费用	873	784	689	654
无形资产及其他	2463	2381	2299	2217	投资收益	299	299	0	0
投资性房地产	12526	12526	12526	12526	资产减值及公允价值变动	61	(110)	(40)	(40)
长期股权投资	2761	2761	2761	2761	其他收入	(768)	0	0	0
资产总计	35013	39829	40818	43918	营业利润	1840	2137	2792	3553
短期借款及交易性金融负债	7889	9491	8000	8000	营业外净收支	(61)	(61)	(61)	(61)
应付款项	3350	3906	4451	5025	利润总额	1779	2076	2731	3492
其他流动负债	4585	5586	6328	7175	所得税费用	428	311	410	524
流动负债合计	15824	18982	18779	20200	少数股东损益	509	594	781	999
长期借款及应付债券	4073	4673	4473	4373	归属于母公司净利润	843	1171	1540	1969
其他长期负债	1119	1119	1119	1119					
长期负债合计	5192	5792	5592	5492	现金流量表 (百万元)				
负债合计	21016	24774	24371	25692	净利润	843	1171	1540	1969
少数股东权益	3845	4142	4533	5032	资产减值准备	(3007)	(218)	0	0
股东权益	10152	10913	11914	13194	折旧摊销	578	115	159	210
负债和股东权益总计	35013	39829	40818	43918	公允价值变动损失	(61)	110	40	40
					财务费用	873	784	689	654
关键财务与估值指标					营运资本变动	(9237)	(623)	(962)	(1020)
2019	2020E	2021E	2022E		其它	2868	515	391	499
每股收益	0.62	0.71	0.94	1.20	经营活动现金流	(8016)	1070	1167	1698
每股红利	0.79	0.25	0.33	0.42	资本开支	8357	(800)	(800)	(800)
每股净资产	7.50	6.62	7.23	8.01	其它投资现金流	(593)	0	0	0
ROIC	11%	10%	12%	14%	投资活动现金流	7730	(800)	(800)	(800)
ROE	8%	11%	13%	15%	权益性融资	100	0	0	0
毛利率	40%	40%	41%	41%	负债净变化	207	600	(200)	(100)
EBIT Margin	14%	11%	12%	13%	支付股利、利息	(1072)	(410)	(539)	(689)
EBITDA Margin	17%	11%	13%	14%	其它融资现金流	1432	1601	(1491)	0
收入增长	17%	14%	15%	14%	融资活动现金流	(198)	1792	(2230)	(789)
净利润增长率	-136%	39%	32%	28%	现金净变动	(484)	2062	(1862)	109
资产负债率	71%	73%	71%	70%	货币资金的期初余额	3923	3438	5500	3638
息率	3.8%	1.5%	1.9%	2.5%	货币资金的期末余额	3438	5500	3638	3746
P/E	33.4	29.2	22.2	17.4	企业自由现金流	2068	1014	1389	1999
P/B	2.8	3.1	2.9	2.6	权益自由现金流	3707	2549	(887)	1343
EV/EBITDA	13.3	20.7	15.9	13.4					

资料来源：公司资料和太平洋证券预测

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	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@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。