

人福医药 (600079.SH) 股权激励落地，激发中长期发展动力

2021年07月14日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

苑建 (分析师)

蔡明子 (分析师)

yuanjian@kysec.cn

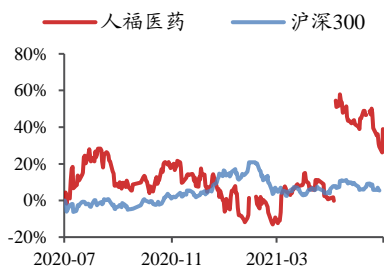
caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070009

证书编号: S0790520070001

日期	2021/7/13
当前股价(元)	26.16
一年最高最低(元)	39.54/23.58
总市值(亿元)	427.21
流通市值(亿元)	354.13
总股本(亿股)	16.33
流通股本(亿股)	13.54
近3个月换手率(%)	57.31

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-高质量内生增长的麻醉细分领域龙头》-2021.1.19

● 股权激励深度绑定核心员工利益，激发中长期发展动力

公司拟授予 946 名激励对象(董事、高管、核心技术/业务人员)限制性股票 2353.9 万股, 约占总股本比例 1.44%, 其中首次授予 2236.9 万股, 授予价格为 13.25 元/股, 授予日起满 12 个月后分三期解除限售, 解除限售的比例分别为 40%、30%、30%。业绩考核目标 2021-2023 年扣非净利润同比增速不低于 30%、25%、26%。同时对激励对象个人层面进行考核。我们认为公司上下利益深度绑定(宜昌人福管理层换股+大股东增发+管理层激励), 激发中长期发展动力, 维持 2021-2023 年净利润 15.5/19.4/24.9 亿元预测, EPS 分别为 0.95/1.19/1.52 元, 对应 PE 27.5 倍/22 倍/17.2 倍, 稀缺的高景气细分赛道龙头, 且不受政策扰动, 维持“买入”评级。

● “大麻药布局”+“多科室推广”，中长期宜昌人福快速增长可期

产品线方面, 2020-2021 年瑞马唑仑、阿芬太尼和磷丙泊酚三大重磅品种陆续获批, 实现麻醉镇痛和镇静“大麻药”最强产品矩阵: 麻醉镇痛红白处方(4 大芬太尼产品+氢吗啡酮+纳布啡), 麻醉镇静仿创结合(瑞马唑仑+磷丙泊酚+右美托咪定+咪达唑仑), 长缓释口服麻醉镇痛和长效局麻药。销售渠道上, 多科室推广效果显著, 2020 年疫情下非手术科室同比增速 35%, 销售额达 8 亿元, 未来成长空间巨大, 有望超越手术科室。

● 归核持续推进，资产负债表有望加速修复

2020 年出售四川人福、乐福思集团等非核心资产用于偿还债务, 2021Q1 有息负债规模降到 130 亿左右(2020Q3 有息负债 150 亿), 财务费用 1.4 亿元, 较 2020 年同期 1.9 亿元下降 26.3%。后续的金融资产、医院等非核心资产出售有望陆续落地, 回笼资金用于偿还债务, 2021 年有息负债率有望降到 50%(当前 55%), 财务费用有望显著降低。

● **风险提示:** 核心品种降价风险, 归核化进度低预期, 研发低预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,807	20,369	21,419	24,359	27,606
YOY(%)	17.0	-6.6	5.2	13.7	13.3
归母净利润(百万元)	843	1,149	1,551	1,942	2,490
YOY(%)	-135.7	36.3	35.0	25.2	28.2
毛利率(%)	39.5	42.4	43.0	43.7	44.7
净利率(%)	3.9	5.6	7.2	8.0	9.0
ROE(%)	9.7	13.3	13.9	15.0	16.2
EPS(摊薄/元)	0.52	0.70	0.95	1.19	1.52
P/E(倍)	50.7	37.2	27.5	22.0	17.2
P/B(倍)	4.4	4.0	3.5	3.1	2.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17263	16973	18732	21444	20271
现金	3438	5366	4938	5603	6902
应收票据及应收账款	7079	5953	6287	7633	6170
其他应收款	1245	843	1537	1711	1356
预付账款	876	674	943	1087	958
存货	3410	2622	3513	3894	3370
其他流动资产	1214	1515	1515	1515	1515
非流动资产	17751	14654	16038	17596	19118
长期投资	2761	4045	5328	6611	7894
固定资产	5001	5332	5300	5691	6084
无形资产	2870	1843	1702	1561	1420
其他非流动资产	7118	3434	3708	3733	3720
资产总计	35013	31627	34770	39039	39389
流动负债	15824	12911	15066	17887	16024
短期借款	6919	7282	7282	11386	7947
应付票据及应付账款	3350	2311	3115	2595	2953
其他流动负债	5555	3318	4668	3906	5124
非流动负债	5192	5779	4764	3750	2736
长期借款	4073	5072	4057	3043	2029
其他非流动负债	1119	707	707	707	707
负债合计	21016	18690	19830	21637	18760
少数股东权益	3845	2173	2690	3337	4167
股本	1354	1544	1633	1633	1633
资本公积	4899	5245	5245	5245	5245
留存收益	3452	4511	6414	8813	11827
归属母公司股东权益	10152	10764	12250	14066	16462
负债和股东权益	35013	31627	34770	39039	39389

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2038	1989	3068	484	8632
净利润	1351	1724	2068	2590	3319
折旧摊销	604	673	530	577	646
财务费用	873	870	652	646	620
投资损失	-299	-353	0	0	0
营运资金变动	-746	-1202	-181	-3329	4047
其他经营现金流	254	276	0	0	0
投资活动现金流	-53	272	-1914	-2135	-2168
资本支出	810	1076	52	275	239
长期投资	-85	-547	-1283	-1283	-1283
其他投资现金流	671	801	-3145	-3144	-3212
筹资活动现金流	-2863	393	-1583	-1787	-1727
短期借款	1036	363	0	0	0
长期借款	207	998	-1014	-1014	-1014
普通股增加	0	190	89	0	0
资本公积增加	17	346	0	0	0
其他筹资现金流	-4123	-1505	-657	-773	-713
现金净增加额	-836	2548	-428	-3439	4737

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21807	20369	21419	24359	27606
营业成本	13188	11730	12209	13704	15255
营业税金及附加	156	140	152	171	194
营业费用	3997	3669	3855	4385	4969
管理费用	1344	1336	1178	1340	1436
研发费用	591	765	836	920	1012
财务费用	873	870	652	646	620
资产减值损失	-71	-40	0	0	0
其他收益	143	196	150	150	150
公允价值变动收益	-9	10	0	0	0
投资净收益	299	353	0	0	0
资产处置收益	-31	-5	0	0	0
营业利润	1840	2174	2687	3343	4271
营业外收入	29	10	10	10	10
营业外支出	89	72	79	75	79
利润总额	1779	2111	2618	3278	4202
所得税	428	387	550	688	882
净利润	1351	1724	2068	2590	3319
少数股东损益	509	576	517	647	830
归母净利润	843	1149	1551	1942	2490
EBITDA	2968	3399	3585	4380	5329
EPS(元)	0.52	0.70	0.95	1.19	1.52

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	17.0	-6.6	5.2	13.7	13.3
营业利润(%)	227.3	18.1	23.6	24.4	27.8
归属于母公司净利润(%)	-135.7	36.3	35.0	25.2	28.2
获利能力					
毛利率(%)	39.5	42.4	43.0	43.7	44.7
净利率(%)	3.9	5.6	7.2	8.0	9.0
ROE(%)	9.7	13.3	13.9	15.0	16.2
ROIC(%)	7.9	9.1	9.6	10.0	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	60.0	59.1	57.0	55.4	47.6
净负债比率(%)	65.6	64.8	53.5	59.9	22.5
流动比率	1.1	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.0	3.1	3.5	3.5	4.0
应付账款周转率	3.9	4.1	4.5	4.8	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.70	0.95	1.19	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	1.22	1.88	0.30	5.29
每股净资产(最新摊薄)	5.91	6.59	7.45	8.56	10.03
估值比率					
P/E	50.7	37.2	27.5	22.0	17.2
P/B	4.4	4.0	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA	18.6	15.5	14.7	12.7	9.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn