

2023年08月30日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

核心业务业绩亮眼，丰富管线储备贡献长足增长动力

—人福医药（600079.SH）公司事件点评报告 买入(首次) 事件

分析师：俞家宁 S1050523070002
yujn@cfsc.com.cn
分析师：胡博新 S1050522120002
hubx@cfsc.com.cn

基本数据

2023-08-29

| | |
|------------|-------------|
| 当前股价（元） | 23.18 |
| 总市值（亿元） | 378 |
| 总股本（百万股） | 1633 |
| 流通股本（百万股） | 1458 |
| 52周价格范围（元） | 16.22-28.83 |
| 日均成交额（百万元） | 456.53 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

人福医药发布 2023 年半年度公告：2023 年上半年，实现营收 123.8 亿元，同比增长 17.1%；归母净利润 13.2 亿元，同比下降 11.9%；扣非归母净利润为 10.7 亿元，同比增长 27.3%。

投资要点

■ 核心业务加速放量，子公司经营持续向好

2023 年上半年，核心子公司宜昌人福实现营收 40.3 亿元，同比增长 19.6%；实现净利润 12.1 亿元，同比增长 18.3%。上半年，公司加大医院端多科室市场投入，收效明显。其中，核心麻醉类产品贡献收入 33.6 亿元，同比增长 22%（非手术科室实现收入约 11 亿元，同比增长 57%）。公司诸多子公司定位清晰，报告期内均实现快速增长。其中，葛店人福、武汉人福、新疆维药、北京医疗分别实现净利润 1.4 亿元/0.8 亿元/0.6 亿元/0.7 亿元，分别同比增长 36.0%/71.3%/72.1%/23.8%。

■ 海外产品注册稳步推进，国际市场持续开拓

公司加速开拓海外市场，积极推进国际市场的产品注册。报告期内，盐酸安非他酮缓释片（SR 型）（新适应症）和磷酸奥司他韦干混悬剂获得美国 ANDA 文号，注射用盐酸瑞芬太尼在印度获批上市。2023 年上半年，公司美国仿制药业务实现销售收入约 9.52 亿元，同比增长约 20%。非洲市场方面，公司实现销售收入约 1.45 亿元，同比增长约 56%。海外布局初见成效。

■ 研发投入久久为功，丰富管线赋能业绩长期增长

公司立足核心优势领域，持续完善产品管线，报告期内新增授权专利 80 项。2023 年上半年公司多个新产品获批，包括枸橼酸托法替布缓释片、加巴喷丁胶囊、注射用米卡芬净钠、地奈德乳膏、咪达唑仑注射液（增补规格）、非布司他片等；一类中药白热斯丸进入 II 期临床试验；一类化药 RFUS-144 注射液获批在美国开展临床试验；三类化药普瑞巴林缓释片获批开展临床试验。同时，三类化药盐酸艾司氯胺酮注射液、盐酸纳布啡注射液（新适应症）等产品均进入审评阶段。公司研发管线持续丰富，随着研发成果陆续形成商

业化落地，盈利能力有望持续提升。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 246、273、302 亿元，EPS 分别为 1.38、1.65、1.85 元，当前股价对应 PE 分别为 16.8、14.0、12.6 倍。公司是国内麻药龙头企业，具备丰富研发管线储备，看好后续新品放量，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

市场竞争风险，市场推广不及预期，新品研发不及预期，行业政策及政府监管风险。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入（百万元） | 22,338 | 24,600 | 27,300 | 30,200 |
| 增长率（%） | 8.7% | 10.1% | 11.0% | 10.6% |
| 归母净利润（百万元） | 2,484 | 2,249 | 2,702 | 3,014 |
| 增长率（%） | 88.6% | -9.5% | 20.1% | 11.6% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.52 | 1.38 | 1.65 | 1.85 |
| ROE（%） | 13.8% | 11.2% | 11.9% | 11.7% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 5,176 | 6,855 | 8,874 | 11,171 |
| 应收款 | 8,041 | 8,855 | 9,827 | 10,870 |
| 存货 | 3,421 | 3,867 | 4,238 | 4,672 |
| 其他流动资产 | 2,790 | 2,977 | 3,200 | 3,440 |
| 流动资产合计 | 19,428 | 22,554 | 26,139 | 30,153 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 946 | 946 | 946 | 946 |
| 固定资产 | 5,265 | 6,560 | 6,781 | 6,592 |
| 在建工程 | 2,742 | 1,097 | 439 | 176 |
| 无形资产 | 1,950 | 1,853 | 1,755 | 1,662 |
| 长期股权投资 | 1,070 | 1,070 | 1,070 | 1,070 |
| 其他非流动资产 | 5,567 | 5,567 | 5,567 | 5,567 |
| 非流动资产合计 | 16,595 | 16,147 | 15,612 | 15,067 |
| 资产总计 | 36,023 | 38,701 | 41,750 | 45,220 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 6,589 | 6,589 | 6,589 | 6,589 |
| 应付账款、票据 | 3,449 | 3,899 | 4,273 | 4,711 |
| 其他流动负债 | 4,506 | 4,506 | 4,506 | 4,506 |
| 流动负债合计 | 15,143 | 15,654 | 16,100 | 16,615 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 1,853 | 1,853 | 1,853 | 1,853 |
| 其他非流动负债 | 1,085 | 1,085 | 1,085 | 1,085 |
| 非流动负债合计 | 2,938 | 2,938 | 2,938 | 2,938 |
| 负债合计 | 18,081 | 18,592 | 19,038 | 19,553 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 1,633 | 1,633 | 1,633 | 1,633 |
| 股东权益 | 17,942 | 20,109 | 22,713 | 25,667 |
| 负债和所有者权益 | 36,023 | 38,701 | 41,750 | 45,220 |

| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 3071 | 2780 | 3340 | 3726 |
| 少数股东权益 | 587 | 532 | 639 | 712 |
| 折旧摊销 | 723 | 449 | 530 | 540 |
| 公允价值变动 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 营运资金变动 | -1984 | -937 | -1119 | -1202 |
| 经营活动现金净流量 | 2441 | 2867 | 3433 | 3820 |
| 投资活动现金净流量 | 1227 | 351 | 437 | 452 |
| 筹资活动现金净流量 | -1989 | -613 | -737 | -772 |
| 现金流量净额 | 1,679 | 2,605 | 3,133 | 3,500 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 22,338 | 24,600 | 27,300 | 30,200 |
| 营业成本 | 12,615 | 14,036 | 15,377 | 16,952 |
| 营业税金及附加 | 206 | 227 | 252 | 278 |
| 销售费用 | 4,275 | 4,895 | 5,242 | 5,738 |
| 管理费用 | 1,552 | 1,722 | 1,938 | 2,174 |
| 财务费用 | 237 | 155 | 98 | 34 |
| 研发费用 | 967 | 1,107 | 1,310 | 1,510 |
| 费用合计 | 7,031 | 7,879 | 8,589 | 9,456 |
| 资产减值损失 | -88 | -88 | -88 | -88 |
| 公允价值变动 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 投资收益 | 836 | 500 | 500 | 500 |
| 营业利润 | 3,516 | 3,191 | 3,816 | 4,246 |
| 加:营业外收入 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 减:营业外支出 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 利润总额 | 3,426 | 3,101 | 3,726 | 4,156 |
| 所得税费用 | 355 | 321 | 386 | 430 |
| 净利润 | 3,071 | 2,780 | 3,340 | 3,726 |
| 少数股东损益 | 587 | 532 | 639 | 712 |
| 归母净利润 | 2,484 | 2,249 | 2,702 | 3,014 |

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 8.7% | 10.1% | 11.0% | 10.6% |
| 归母净利润增长率 | 88.6% | -9.5% | 20.1% | 11.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 43.5% | 42.9% | 43.7% | 43.9% |
| 四项费用/营收 | 31.5% | 32.0% | 31.5% | 31.3% |
| 净利率 | 13.7% | 11.3% | 12.2% | 12.3% |
| ROE | 13.8% | 11.2% | 11.9% | 11.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 50.2% | 48.0% | 45.6% | 43.2% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 存货周转率 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 1.52 | 1.38 | 1.65 | 1.85 |
| P/E | 15.2 | 16.8 | 14.0 | 12.6 |
| P/S | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| P/B | 2.5 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。