

麻醉药保持快速增长，归核聚焦成效明显

投资要点

- **业绩总结：**公司 2023 年度实现营业收入 245.25 亿元（+9.79%），实现归母净利润 21.34 亿元（-14.07%），主要系上年同期公司出售资产实现的非经常性损益高于本报告期所致；扣非归母净利润 18.22 亿元（+17.72%）。
- **宜昌人福保持快速增长，麻药龙头壁垒显著。**宜昌人福继续推进多科室临床应用工作，报告期内麻醉药产品实现销售收入约 67 亿元，较上年同期增长约 16%，其中非手术科室实现销售收入约 20.3 亿元（+39%）；宜昌人福的芬太尼系列、氢吗啡酮等产品为国家管制类药品，具有极强的专业性和较高的行业壁垒以及长期积累形成的经营优势。
- **各子公司稳健增长，积极布局海外市场。（1）医药工业：1）葛店人福**同步推进高端原辅料业务发展和制剂类产品销售，米非司酮制剂、黄体酮原料药销售量增长较快；**2）新疆维药**在疆内疆外市场同发力，受益于呼吸用药需求增加，祖卡木颗粒销量增长较快，经营规模首次突破 10 亿元；**3）武汉人福**积极应对医药行业政策影响，推进人尿源蛋白产品全产业链建设。（2）医药商业：**1）湖北人福**持续提升产品建设能力、终端服务能力，积极构建智能高效的医药物流供应链体系；**2）北京医疗**坚持业务及区域拓展，在京冀豫区域拓展诊断市场业务，并布局冷链物流及供应链延伸服务。（3）国际化：Epic Pharma、武汉普克、美国普克、宜昌人福等子公司持续拓展国际业务，公司美国仿制药销售收入约 20.3 亿元（+14%）；人福非洲、人福马里、人福埃塞等子公司加强资源整合联动，充分发挥本土化生产优势，在非洲市场销售收入约 2.73 亿元（+36%）。
- **坚持自主研发创新，持续加大研发投入。**子公司先后获批盐酸纳布啡注射液（新增适应症和规格）、咪达唑仑注射液（新规格）、对乙酰氨基酚甘露醇注射液、罗库溴铵注射液、注射用米卡芬净钠、枸橼酸托法替布缓释片、非布司他片、加巴喷丁胶囊、乙磺酸尼达尼布软胶囊、地奈德乳膏等十多个新产品；一类化药 HW021199、HWH486 和一类中药白热斯丸进入 II 期临床，一类化药 LL-50、HW060015、HW091077、二类化药 HZ-J001 乳膏、三类化药普瑞巴林缓释片、吸入用雷芬那辛溶液等获批临床；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）、注射用盐酸瑞芬太尼（新适应症）、注射用福沙匹坦双葡甲胺、帕拉米韦注射液、盐酸阿比多尔片等已申报生产。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年归母净利润分别 25.4 亿元、29.6 亿元、35 亿元。公司为麻醉药龙头，行业高壁垒叠加新药放量趋势，维持“持有”评级。
- **风险提示：**在研管线研发进展不及预期；产品海外上市进度不及预期；未来上市产品不能进入医保的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24524.74	26775.18	29254.60	32029.33
增长率	9.79%	9.18%	9.26%	9.48%
归属母公司净利润（百万元）	2134.48	2535.36	2963.67	3496.44
增长率	-14.07%	18.78%	16.89%	17.98%
每股收益 EPS（元）	1.31	1.55	1.82	2.14
净资产收益率 ROE	14.01%	13.16%	13.68%	13.92%
PE	15	12	11	9
PB	1.86	1.65	1.46	1.29

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.32
流通 A 股(亿股)	15.36
52 周内股价区间(元)	18.71-28.83
总市值(亿元)	315.86
总资产(亿元)	362.04
每股净资产(元)	10.44

相关研究

1. 人福医药（600079）：麻醉药龙头壁垒稳固，打开 ICU 和镇静市场（2023-11-15）

关键假设：

假设 1：疫情放开后医院手术量复苏，带动麻醉药使用量增长，假设 2024-2026 年宜昌人福销量同比增速分别为 15%、15%、15%，价格稳定；

假设 2：受益于政策支持和市场规模扩大，疆内疆外市场同时发力，假设 2024-2026 年新疆维药销量同比增速分别为 20%、15%、13%，价格稳定；

假设 3：持续提升产品建设、终端服务能力，构建现代医药供应链体系，加强精细化管理，业绩有望保持稳定增长，假设 2024-2026 年医药流通子公司湖北人福销售终端覆盖数量稳步增长，单个终端平均销量同比增长均为 5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
宜昌人福	收入	8059.6	9268.5	10658.8	12257.6
	增速	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
武汉人福	收入	689.1	723.6	759.8	797.8
	增速	9.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
葛店人福	收入	1,194.4	1,433.3	1,691.3	1,978.8
	增速	17.6%	20.0%	18.0%	17.0%
	毛利率	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%
新疆维药	收入	1,003.0	1,203.6	1,384.2	1,564.1
	增速	37.2%	20.0%	15.0%	13.0%
	毛利率	79.0%	79.0%	79.0%	79.0%
Epic Pharma	收入	1,058.3	1,217.0	1,387.4	1,581.6
	增速	20.9%	15.0%	14.0%	14.0%
	毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
三峡制药	收入	371.8	416.4	466.4	522.3
	增速	-9.4%	12.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
北京医疗	收入	1732.7	1853.9	1965.2	2063.4
	增速	15.0%	7.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
湖北人福	收入	8563.3	8991.4	9441.0	9913.1
	增速	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	15.0%	13.0%	11.0%	11.0%
其他	收入	1,852.57	1,667.31	1,500.58	1,350.52
	增速	-4.79%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	40.00%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	24524.7	26775.2	29254.6	32029.3
	增速	9.8%	9.2%	9.3%	9.5%
	毛利率	45.8%	45.7%	46.4%	47.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24524.74	26775.18	29254.60	32029.33	净利润	2815.27	2985.36	3513.67	4056.44
营业成本	13290.99	14528.37	15667.64	16720.80	折旧与摊销	802.18	804.26	804.26	804.26
营业税金及附加	191.75	209.34	228.73	250.42	财务费用	304.52	40.00	40.00	40.00
销售费用	4397.80	5355.04	5880.18	6501.95	资产减值损失	-61.41	-40.00	-50.00	-50.00
管理费用	1770.06	2034.91	2164.84	2402.20	经营营运资本变动	-2490.69	149.91	-800.95	-977.88
财务费用	304.52	40.00	40.00	40.00	其他	597.38	-10.24	55.64	77.33
资产减值损失	-61.41	-40.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	1967.25	3929.29	3562.63	3950.15
投资收益	206.79	65.00	10.00	0.00	资本支出	-2581.38	-1123.00	-1056.00	-933.00
公允价值变动损益	136.85	0.00	0.00	0.00	其他	1356.66	65.00	10.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1224.72	-1058.00	-1046.00	-933.00
营业利润	3447.17	3561.51	4180.05	4862.85	短期借款	124.19	-2950.53	-1721.62	-1017.86
其他非经营损益	-63.35	-66.84	-65.04	-92.53	长期借款	-187.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	3383.83	3494.67	4115.02	4770.32	股权融资	-71.14	0.00	0.00	0.00
所得税	568.56	509.31	601.35	713.88	支付股利	0.00	-426.90	-507.07	-592.73
净利润	2815.27	2985.36	3513.67	4056.44	其他	-1970.71	-921.26	-40.00	-40.00
少数股东损益	680.78	450.00	550.00	560.00	筹资活动现金流净额	-2105.57	-4298.69	-2268.69	-1650.59
归属母公司股东净利润	2134.48	2535.36	2963.67	3496.44	现金流量净额	-1346.74	-1427.40	247.94	1366.56
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4104.91	2677.52	2925.46	4292.02	成长能力				
应收和预付款项	9434.31	10426.42	11345.01	12398.34	销售收入增长率	9.79%	9.18%	9.26%	9.48%
存货	3618.94	3943.97	4264.07	4547.87	营业利润增长率	-1.96%	3.32%	17.37%	16.33%
其他流动资产	2476.86	1134.71	1153.11	1173.71	净利润增长率	-8.34%	6.04%	17.70%	15.45%
长期股权投资	1085.61	1085.61	1085.61	1085.61	EBITDA 增长率	1.39%	-3.25%	14.04%	13.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10424.76	9891.73	9358.69	8825.66	毛利率	45.81%	45.74%	46.44%	47.80%
无形资产和开发支出	3532.05	4387.28	5175.51	5840.74	三费率	26.39%	27.75%	27.64%	27.92%
其他非流动资产	1526.85	1523.38	1519.92	1516.46	净利率	11.48%	11.15%	12.01%	12.66%
资产总计	36204.30	35070.61	36827.40	39680.42	ROE	14.01%	13.16%	13.68%	13.92%
短期借款	6713.00	3762.47	2040.86	1023.00	ROA	7.78%	8.51%	9.54%	10.22%
应付和预收款项	3962.93	4411.49	4778.39	5088.59	ROIC	14.30%	12.61%	14.28%	15.69%
长期借款	1665.51	1665.51	1665.51	1665.51	EBITDA/销售收入	18.57%	16.45%	17.17%	17.82%
其他负债	3764.25	2552.07	2656.97	2753.94	营运能力				
负债合计	16105.69	12391.54	11141.72	10531.04	总资产周转率	0.68	0.75	0.81	0.84
股本	1632.36	1632.36	1632.36	1632.36	固定资产周转率	3.54	3.22	3.75	4.41
资本公积	5674.03	5674.03	5674.03	5674.03	应收账款周转率	3.06	3.07	3.06	3.06
留存收益	9846.78	11955.24	14411.84	17315.54	存货周转率	3.76	3.84	3.81	3.79
归属母公司股东权益	17043.60	19174.07	21630.67	24534.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.42%	—	—	—
少数股东权益	3055.01	3505.01	4055.01	4615.01	资本结构				
股东权益合计	20098.61	22679.08	25685.68	29149.38	资产负债率	44.49%	35.33%	30.25%	26.54%
负债和股东权益合计	36204.30	35070.61	36827.40	39680.42	带息债务/总负债	52.02%	43.80%	33.27%	25.53%
					流动比率	1.48	1.91	2.38	2.93
					速动比率	1.21	1.50	1.87	2.33
					股利支付率	0.00%	16.84%	17.11%	16.95%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	4553.87	4405.77	5024.32	5707.12	每股收益	1.31	1.55	1.82	2.14
PE	14.84	12.50	10.69	9.06	每股净资产	10.44	11.75	13.25	15.03
PB	1.86	1.65	1.46	1.29	每股经营现金	1.21	2.41	2.18	2.42
PS	1.29	1.18	1.08	0.99	每股股利	0.00	0.26	0.31	0.36
EV/EBITDA	7.56	7.26	5.98	4.85					
股息率	0.00%	1.35%	1.60%	1.87%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn