

化学制剂

人福医药 (600079.SH)

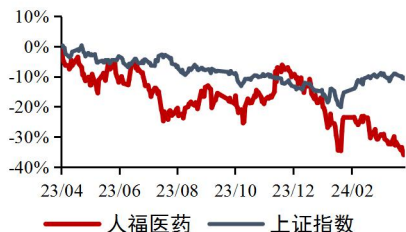
买入-B(首次)

“新品种、新科室、新剂型”三因素叠加，麻醉龙头前景可期

2024年4月15日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年4月12日

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元):      | 18.44       |
| 年内最高/最低(元):  | 28.92/17.85 |
| 流通A股/总股本(亿): | 15.36/16.32 |
| 流通A股市值(亿):   | 283.29      |
| 总市值(亿):      | 301.01      |

基础数据：2023年12月31日

|           |       |
|-----------|-------|
| 基本每股收益:   | 1.32  |
| 摊薄每股收益:   | 1.32  |
| 每股净资产(元): | 12.31 |
| 净资产收益率:   | 14.01 |

资料来源：最闻

分析师:

魏贇

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

事件描述

➢ 2023年3月29日，公司发布2023年年报。23年公司营入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；实现归母扣除非净利润18.22亿元(+17.72%)。

事件点评

➢ 归核聚焦制药主业，仿创结合加速出海。公司是神经系统、甾体激素类、维吾尔民族药等领域的龙头药企。23年医药制造收入130.11亿元(+13.33%)，医药批发及相关业务收入112.94亿元(+5.96%)。随着公司剥离地产等非药业务，负债大幅降低，23年负债率44.49%(-5.70pct)。制药主业盈利优势逐步显现，23年毛利率45.81%(+2.28pct)，扣非净利率7.43%(+0.5pct)。公司海外仿制药拓展已见成效，23年海外仿制药收入约20.30亿元(+14%)，已获得100多个FDA批准的ANDA文号，稳步推进国际化发展战略。

➢ 子公司特色品种格局良好，核心业务稳步增长。各子公司特色药品市占位居前列，重点药品增长持续带动业绩。宜昌人福瑞芬太尼、氢吗啡酮等麻醉药推广顺利，带动业绩稳健增长，23年收入80.6亿元(+15%)。葛店人福米非司酮制剂、黄体酮原料药等甾体激素类药物位居行业前列，23年11.9亿元(+18%)。新疆维药拥有复方木尼孜其颗粒、祖卡木颗粒等民族药特色品种，市场覆盖率提升带动业绩高速增长，23年收入10.0亿(+37%)。

➢ 宜昌人福多科室扩张驱动业绩，麻醉新品种+大麻醉布局打开市场。老龄化及麻醉诊疗舒适化趋势下，ICU、肿瘤科，腔镜等科室院内麻醉用药需求旺盛。2023年子公司宜昌人福麻醉药收入约67亿元(+16%)，非手术科室收入20.3亿元(+39%)。各科室广泛应用的芬太尼类、氢吗啡酮、纳布啡、阿芬太尼等品种仍有增长潜力。随着瑞马唑仑、羟考酮、罗库溴铵等十多个新产品上市，麻醉产品从院内麻醉镇痛扩展到口服癌痛镇痛、镇静、肌松等领域，公司持续受益于大麻醉市场扩容与新药上市带来的增长红利。

投资建议

➢ 建议：舒适化诊疗加速推广，麻醉药多科室放量驱动业绩。瑞芬太尼、氢吗啡酮增量空间大，麻醉新药阿芬太尼、瑞玛唑仑放量迅速。预计公司2024-2026年营收分别为268.87\293.02\317.72亿元，同比9.6%\9.0%\8.4%。归母净利润24.79\28.54\32.47亿元，同比16.1%\15.1%\13.8%。对应公司4月12日收盘价18.44元，2024-2026年PE分别为12.1\10.5\9.3，首次覆盖，给予“买入-B”评级。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



### 风险提示

- **麻醉药品壁垒减弱的风险。**麻醉药品的政策管制高于其他药物，若后续管理方式变动，不能排除集采的风险。
- **新药推广不及预期。**人福医药的有镇痛、镇静药物药物有优势，医生对传统麻醉药已有非常好的使用基础和习惯，推广进度存在不及预期的风险。
- **新药研发风险。**医药行业属于技术主导型行业，具有技术进步快、产品更新换代快的特点，药品开发投入大、周期长、环节多，对企业的产品基础、研发技术、研发投入、人才储备要求非常高，不能保障在药品开发上及时投入足够的资金、人力、物力，或发生技术泄密事件，将严重影响公司研发项目的推进。随着新药获批难度的加大和疾病复杂程度的提高，新药研发的难度增加，新药审批要求更加严格，相关政策发生较大改变，新药研发可能面临开发进度缓慢或上市后收益不及预期的风险，进而影响公司的业务开展和盈利能力。
- **汇率波动风险。**近年来公司面向全球医药市场进行产业布局，海外业务现已覆盖了欧美成熟市场以及南美、东南亚、中亚、西非、东非等新兴市场，因此人民币对外币，尤其是对美元汇率的波动会对公司的产品价格、采购成本和汇兑损益等产生较大的影响。
- **大股东股权冻结、处置、变更等带来的风险等。**公司控股股东当代科技所负数额较大债务，其持有公司股份已全部被冻结或标记，目前不会导致公司控制权发生变更，如后续相应股份涉及处置，可能会导致公司股权结构发生变动，带来相应风险。

### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 22,338 | 24,525 | 26,887 | 29,302 | 31,772 |
| YoY(%)    | 8.7    | 9.8    | 9.6    | 9.0    | 8.4    |
| 净利润(百万元)  | 2,484  | 2,134  | 2,479  | 2,854  | 3,247  |
| YoY(%)    | 88.6   | -14.1  | 16.1   | 15.1   | 13.8   |
| 毛利率(%)    | 43.5   | 45.8   | 46.2   | 46.7   | 47.0   |
| EPS(摊薄/元) | 1.52   | 1.31   | 1.52   | 1.75   | 1.99   |
| ROE(%)    | 17.1   | 14.0   | 13.7   | 13.7   | 13.5   |
| P/E(倍)    | 12.1   | 14.1   | 12.1   | 10.5   | 9.3    |
| P/B(倍)    | 2.0    | 1.8    | 1.5    | 1.4    | 1.2    |
| 净利率(%)    | 11.1   | 8.7    | 9.2    | 9.7    | 10.2   |

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 19428 | 19635 | 26430 | 27806 | 30491 |
| 现金             | 5176  | 4105  | 9350  | 10185 | 11065 |
| 应收票据及应收账款      | 7617  | 8210  | 9441  | 9441  | 10858 |
| 预付账款           | 842   | 721   | 793   | 873   | 960   |
| 存货             | 3421  | 3619  | 3856  | 4235  | 4525  |
| 其他流动资产         | 2372  | 2980  | 2990  | 3071  | 3083  |
| <b>非流动资产</b>   | 16595 | 16569 | 16432 | 16404 | 16503 |
| 长期投资           | 1070  | 1086  | 1121  | 1157  | 1192  |
| 固定资产           | 5265  | 8592  | 8930  | 9186  | 9382  |
| 无形资产           | 2753  | 2584  | 2392  | 2229  | 2090  |
| 其他非流动资产        | 7507  | 4308  | 3989  | 3833  | 3839  |
| <b>资产总计</b>    | 36023 | 36204 | 42862 | 44211 | 46994 |
| <b>流动负债</b>    | 15143 | 13226 | 17033 | 15211 | 14322 |
| 短期借款           | 6589  | 6713  | 10377 | 8972  | 7391  |
| 应付票据及应付账款      | 3449  | 3213  | 3148  | 3148  | 3148  |
| 其他流动负债         | 5105  | 3300  | 3508  | 3091  | 3782  |
| <b>非流动负债</b>   | 2938  | 2880  | 2552  | 2231  | 1910  |
| 长期借款           | 1853  | 1666  | 1337  | 1017  | 695   |
| 其他非流动负债        | 1085  | 1214  | 1214  | 1214  | 1214  |
| <b>负债合计</b>    | 18081 | 16106 | 19585 | 17442 | 16231 |
| 少数股东权益         | 2905  | 3055  | 3754  | 4559  | 5475  |
| 股本             | 1633  | 1632  | 1632  | 1632  | 1632  |
| 资本公积           | 5745  | 5674  | 5674  | 5674  | 5674  |
| 留存收益           | 7684  | 9847  | 12644 | 15864 | 19526 |
| 归属母公司股东权益      | 15037 | 17044 | 19523 | 22209 | 25288 |
| <b>负债和股东权益</b> | 36023 | 36204 | 42862 | 44211 | 46994 |

### 现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | 2441  | 1967  | 3292  | 3678  | 3951  |
| 净利润             | 3071  | 2815  | 3178  | 3659  | 4162  |
| 折旧摊销            | 738   | 802   | 857   | 936   | 999   |
| 财务费用            | 237   | 305   | 298   | 259   | 126   |
| 投资损失            | -836  | -207  | -120  | -120  | -120  |
| 营运资金变动          | -1125 | -1914 | -838  | -961  | -1118 |
| 其他经营现金流         | 355   | 166   | -84   | -95   | -98   |
| <b>投资活动现金流</b>  | 1227  | -1225 | -516  | -694  | -879  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -4245 | -2106 | -1195 | -743  | -611  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.52  | 1.31  | 1.52  | 1.75  | 1.99  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.50  | 1.21  | 2.02  | 2.25  | 2.42  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 9.21  | 10.44 | 11.96 | 13.61 | 15.49 |

### 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 22338 | 24525 | 26887 | 29302 | 31772 |
| 营业成本            | 12615 | 13291 | 14468 | 15611 | 16845 |
| 营业税金及附加         | 206   | 192   | 237   | 250   | 270   |
| 营业费用            | 4275  | 4398  | 4813  | 5216  | 5624  |
| 管理费用            | 1552  | 1770  | 1922  | 2080  | 2240  |
| 研发费用            | 967   | 1462  | 1613  | 1787  | 1970  |
| 财务费用            | 237   | 305   | 298   | 259   | 126   |
| 资产减值损失          | 2     | -209  | -127  | -133  | -144  |
| 公允价值变动收益        | 43    | 137   | 84    | 95    | 98    |
| 投资净收益           | 836   | 207   | 120   | 120   | 120   |
| <b>营业利润</b>     | 3516  | 3447  | 3813  | 4380  | 4973  |
| 营业外收入           | 5     | 8     | 8     | 7     | 7     |
| 营业外支出           | 95    | 72    | 81    | 83    | 83    |
| <b>利润总额</b>     | 3426  | 3384  | 3739  | 4305  | 4897  |
| 所得税             | 355   | 569   | 561   | 646   | 735   |
| <b>税后利润</b>     | 3071  | 2815  | 3178  | 3659  | 4162  |
| 少数股东损益          | 587   | 681   | 699   | 805   | 916   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2484  | 2134  | 2479  | 2854  | 3247  |
| EBITDA          | 4531  | 4580  | 4962  | 5573  | 6102  |

### 主要财务比率

| 会计年度         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 8.7   | 9.8   | 9.6   | 9.0   | 8.4   |
| 营业利润(%)      | 56.3  | -2.0  | 10.6  | 14.9  | 13.5  |
| 归属于母公司净利润(%) | 88.6  | -14.1 | 16.1  | 15.1  | 13.8  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 43.5  | 45.8  | 46.2  | 46.7  | 47.0  |
| 净利率(%)       | 11.1  | 8.7   | 9.2   | 9.7   | 10.2  |
| ROE(%)       | 17.1  | 14.0  | 13.7  | 13.7  | 13.5  |
| ROIC(%)      | 13.1  | 11.6  | 10.8  | 11.8  | 12.6  |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 50.2  | 44.5  | 45.7  | 39.5  | 34.5  |
| 流动比率         | 1.3   | 1.5   | 1.6   | 1.8   | 2.1   |
| 速动比率         | 0.9   | 1.0   | 1.2   | 1.4   | 1.6   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率      | 3.1   | 3.1   | 3.0   | 3.1   | 3.1   |
| 应付账款周转率      | 4.1   | 4.0   | 4.5   | 5.0   | 5.4   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 12.1  | 14.1  | 12.1  | 10.5  | 9.3   |
| P/B          | 2.0   | 1.8   | 1.5   | 1.4   | 1.2   |
| EV/EBITDA    | 8.3   | 8.3   | 7.3   | 6.2   | 5.4   |

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

