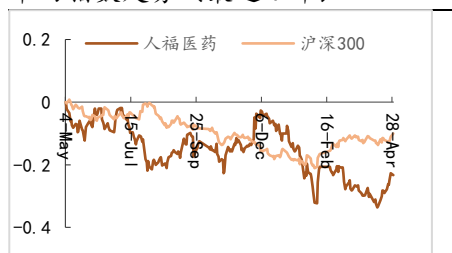


评级： 增持

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	21.19
一年内最高/最低价 (元)	28.12/17.85
市盈率 (当前)	17.69
市净率 (当前)	1.98
总股本 (亿股)	16.32
总市值 (亿元)	345.90

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 人福医药 (600079.SH): 政策风险得到释放, 长期业绩增长动力充足
- 人福医药 (600079.SH) 点评: 业绩符合预期, 麻醉药收入增速有望迎来提升
- 人福医药 (600079.SH): 主业利润快速增长, 归核化持续推进

核心观点

- 事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入为 245.25 亿元 (+9.79%), 归母净利润为 21.34 亿元 (-14.07%), 扣非归母净利润为 18.22 亿元 (+17.72%)。2024 年 1 季度, 公司实现营业收入 63.67 亿元 (+2.28%), 归母净利润为 4.86 亿元 (-26.89%), 扣非归母净利润为 4.64 亿元 (-8.68%)。
- 麻醉产品整体稳健增长, 非手术科室亮点突出。**2023 年公司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, 较上年同期增长约 39%。我们认为手术科室收入增长主要得益于疫情后手术量的恢复, 非手术科室的快速增长主要受益于麻醉药在内镜、ICU 和肿瘤镇痛等领域的拓展。我们认为随着盐酸羟考酮缓释片、盐酸氢吗啡酮缓释片和氨酚羟考酮片等品种获批上市, 肿瘤镇痛有望成为麻醉药业务新的增长点。
- 核心子公司业绩表现稳健, 经营趋势继续向好。**2023 年, 宜昌人福实现营业收入 80.60 亿元(+14.97%), 净利润 24.29 亿元 (+16.88%); 我们认为随着麻醉药多科室推广的加强, 出口制剂和精神类药品持续放量, 宜昌人福业绩有望继续保持稳健增长。Epic Pharma 经营出现明显改善, 2023 年实现营业收入 10.58 亿元(+20.92%), 净利润 1.15 亿元(+44.03)。新疆维药实现营业收入 10.03 亿元 (+37.17%), 净利润 1.13 亿元 (+13.57%), 我们认为收入端快速增长主要得益于疆外市场拓展和疫情后产品需求恢复。三峡制药实现营业收入 3.72 亿元 (-9.41%), 实现净利润-6218.43 万元, 较上年同期减亏 8733.55 万元, 我们认为通过工艺改进以及控制生产成本, 三峡制药盈利能力仍有改善空间。
- “归核聚焦”继续推进, 经营质量持续改善。**2023 年, 公司出售宜昌妇幼医院管理有限公司 66% 股权、华泰保险集团股份有限公司 2.5247% 股权等资产以及产业投资基金退出投资项目, 基本完成医疗服务资产的出售工作并大幅降低金融类资产总量。同时公司严格控制债务规模, 持续优化债务结构, 资产负债率由 2023 年初的 50.19% 降至 2023 年末的 44.49%。随着“归核聚焦”工作推进, 我们认为公司经营质量仍有提升空间。
- 盈利预测和估值。**我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 263.27 亿元、283.39 亿元和 304.41 亿元, 同比增速分别为 7.3%、7.6% 和 7.4%; 归母净利润分别为 21.82 亿元、26.10 亿元和 30.25 亿元, 同比增速分别为 2.3%、19.6% 和 15.9%, 以 4 月 29 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 15.8 倍、13.3 倍和 11.4 倍。2024 年 1 季度公司利润出现下滑, 我们预

计主要是由于非经常性损益减少；部分子公司由于业绩基数和行业政策影响，短期增速出现波动等因素影响，但核心子公司宜昌人福仍保持稳健增长，继续维持“增持”评级。

- **风险提示：**行业政策扰动，麻醉药销售低于预期；子公司经营出现波动。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	245.25	263.27	283.39	304.41
营收增速(%)	9.8%	7.3%	7.6%	7.4%
归母净利润(亿元)	21.34	21.82	26.10	30.25
归母净利润增速(%)	-14.1%	2.3%	19.6%	15.9%
EPS(元/股)	1.31	1.34	1.60	1.85
PE	16.2	15.8	13.3	11.4

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,635	26,383	29,147	34,166	经营活动现金流	1,967	4,739	3,578	3,755
现金	4,105	8,288	10,512	13,745	净利润	2,134	2,183	2,610	3,025
应收账款	8,114	8,614	9,272	9,960	折旧摊销	802	966	895	832
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	323	234	220	190
预付账款	721	829	874	910	投资损失	-216	-52	-52	-52
存货	3,619	5,530	5,059	5,975	营运资金变动	-1,779	730	-1,044	-1,384
其他	2,980	3,043	3,332	3,467	其它	21	-49	31	26
非流动资产	16,569	15,863	15,733	15,667	投资活动现金流	-1,225	-260	-441	221
长期投资	1,086	1,086	1,086	1,086	资本支出	-3,203	-257	-406	-384
固定资产	8,592	8,035	7,528	7,066	长期投资	-15	0	0	0
无形资产	1,915	1,723	1,551	1,396	其他	154	1,993	-3	-35
其他	2,779	2,755	3,084	3,434	筹资活动现金流	-2,106	-296	-913	-743
资产总计	36,204	42,246	44,880	49,833	短期借款	124	-200	-200	-200
流动负债	13,225	14,321	13,859	14,329	长期借款	-1,040	-200	-200	-200
短期借款	6,713	6,513	6,313	6,113	其他	-529	1,435	689	1,188
应付账款	2,717	2,769	2,895	3,016	现金净增加额	-1363	4183	2224	3234
其他	1,033	1,168	1,308	1,452	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债	2,880	2,569	2,419	2,261	成长能力				
长期借款	1,666	1,466	1,266	1,066	营业收入	9.8%	7.3%	7.6%	7.4%
其他	1,214	1,103	1,153	1,195	营业利润	-2.0%	-0.7%	21.2%	17.5%
负债合计	16,105	16,890	16,278	16,590	归属母公司净利润	-14.1%	2.3%	19.6%	15.9%
少数股东权益	3,055	4,699	5,616	6,735	获利能力				
归属母公司股东权益	17,044	20,657	22,986	26,508	毛利率	45.8%	47.4%	48.9%	50.5%
负债和股东权益	36,204	42,246	44,880	49,833	净利率	11.5%	11.1%	12.4%	13.6%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	10.6%	8.6%	9.1%	9.1%
营业收入	24,525	26,327	28,339	30,441	ROIC	12.5%	11.2%	12.3%	12.8%
营业成本	13,291	13,843	14,473	15,081	偿债能力				
营业税金及附加	192	211	227	251	资产负债率	44.5%	40.0%	36.3%	33.3%
营业费用	4,398	4,739	5,243	5,784	净负债比率	52.2%	39.4%	33.7%	27.9%
研发费用	1,462	1,580	1,700	1,826	流动比率	1.5	1.8	2.1	2.4
管理费用	1,770	2,238	2,267	2,374	速动比率	1.2	1.5	1.7	2.0
财务费用	305	234	220	190	营运能力				
资产减值损失	-61	-60	-60	-60	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
公允价值变动收益	137	2	2	2	应收账款周转率	3.1	3.1	3.2	3.2
投资净收益	207	50	50	50	应付账款周转率	4.8	5.0	5.1	5.1
营业利润	3,447	3,424	4,150	4,875	每股指标(元)				
营业外收入	9	9	9	9	每股收益	1.3	1.3	1.6	1.9
营业外支出	72	9	9	9	每股经营现金	1.4	2.9	2.2	2.3
利润总额	3,384	3,424	4,150	4,875	每股净资产	10.4	12.7	14.1	16.2
所得税	569	514	623	731	估值比率				
净利润	2,815	2,910	3,527	4,144	P/E	16.21	15.85	13.25	11.43
少数股东损益	681	728	917	1,119	P/B	2.03	1.67	1.50	1.30
归属母公司净利润	2,134	2,182	2,610	3,025					
EBITDA	4,491	4,623	5,265	5,897					
EPS (元)	1.31	1.34	1.60	1.85					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创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。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准		
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现