

人福医药 (600079.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

麻醉业务发展平稳，大股东增持股份彰显信心 业绩简评

2025 年 4 月 28 日，公司公告，2024 年全年营收 254.35 亿元，同比增长 3.71%；归母/扣非净利润 13.30/11.39 亿元，同比下降 37.70%/37.50%。2025 年一季度，公司营收 61.37 亿元，同比下降 3.61%；归母/扣非净利润 5.40/5.31 亿元，同比增长 11.09%/14.35%。

点评

麻醉业务稳健增长，25 年计划实现营收超 270 亿。（1）公司核心业务板块宜昌人福持续推进多科室临床应用工作，2024 年神经系统用药实现营业收入约 75 亿元，较上年同期增长约 11%，其中注射用苯磺酸瑞马唑仑、盐酸羟考酮缓释片等近年来新上市产品实现较快增长。

（2）2025 年，公司将坚定“做医药细分市场领导者”的发展战略，围绕核心产品线，计划实现营业收入 270 亿元以上，产品综合毛利率 45%以上；持续优化公司资产负债结构，合理控制各项费用支出。**研发费用保持稳定，效率提升、创新管线加速兑现。**（1）2024 年全年公司研发费用约 14.71 亿元，占医药工业收入比重约 10.36%，高水平研发费用支撑公司高效推行仿创结合战略：目前公司共有在研项目 500 多个，其中 1、2 类创新药项目 60 多个，丰富管线支撑公司长期发展。（2）创新管线加速兑现，2024 年公司先后获批近 20 个新产品，包括神经系统药物新产品如注射用盐酸瑞芬太尼（增加适应症）、盐酸羟考酮缓释片（新增规格）、氨酚羟考酮片、盐酸氢吗啡酮缓释片、盐酸艾司氯胺酮注射液、依托咪酯中/长链脂肪乳注射液等。

控股股东债务重整顺利推进，招商生科再增持公司股份、彰显发展信心。（1）大股东重整引入国资注入新活力。招商生科将通过直接及间接持股和接受表决权委托，合计控制公司占总股本的 23.70%的表决权，并将因此有可能成为公司实质新的第一大股东与控股股东，招商局集团有限公司也将因此有可能成为公司实际控制人。（2）招商生科再增持彰显信心。2025 年 4 月 28 日公司公告，公司大股东招商生科将在未来 6 个月内再增持公司股份，占总股本 0.5%-1%，公司再获大股东增持彰显发展信心。

盈利预测、估值与评级

考虑到 2024 年资产减值情况及未来业务发展，我们适当下调营收及利润增速，预计公司 2025/26/27 年营收 272/292/314 亿元，同比增长 6.9%/7.3%/7.6%；归母净利润 23/27/31 亿元，同比增长 70%/19%/17%。维持“买入”评级。

风险提示

大股东重整风险、手术室外麻醉推广不及预期风险、新归核进度不及预期风险、麻醉药不当使用和医疗事故风险、股东经营管理风险。

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人：刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：20.16 元

相关报告：

1.《大股东债务重整加速，麻醉龙头将迎估值修复》，2024.10.30

2.《人福医药深度研究：麻醉行业壁垒突出，公司重回增长赛道》，2024.8.6



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,525	25,435	27,200	29,200	31,420
营业收入增长率	9.79%	3.71%	6.94%	7.35%	7.60%
归母净利润(百万元)	2,134	1,330	2,261	2,682	3,128
归母净利润增长率	-14.07%	-37.70%	70.00%	18.65%	16.62%
摊薄每股收益(元)	1.308	0.815	1.385	1.643	1.916
每股经营性现金流净额	1.21	1.33	1.13	2.15	2.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.52%	7.55%	11.85%	12.81%	13.46%
P/E	19.01	28.70	14.56	12.27	10.52
P/B	2.38	2.17	1.73	1.57	1.42

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	22,338	24,525	25,435	27,200	29,200	31,420
增长率	9.8%	3.7%	6.9%	7.4%	7.6%	
主营业务成本	-12,615	-13,291	-14,103	-14,878	-15,885	-17,030
%销售收入	56.5%	54.2%	55.4%	54.7%	54.4%	54.2%
毛利	9,723	11,234	11,332	12,322	13,315	14,390
%销售收入	43.5%	45.8%	44.6%	45.3%	45.6%	45.8%
营业税金及附加	-206	-192	-178	-190	-204	-220
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-4,275	-4,398	-4,631	-4,926	-5,279	-5,668
%销售收入	19.1%	17.9%	18.2%	18.1%	18.1%	18.0%
管理费用	-1,552	-1,770	-1,932	-1,964	-2,091	-2,231
%销售收入	6.9%	7.2%	7.6%	7.2%	7.2%	7.1%
研发费用	-967	-1,462	-1,471	-1,578	-1,694	-1,822
%销售收入	4.3%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	2,723	3,412	3,120	3,664	4,047	4,449
%销售收入	12.2%	13.9%	12.3%	13.5%	13.9%	14.2%
财务费用	-237	-305	-351	-347	-290	-246
%销售收入	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.0%	0.8%
资产减值损失	2	-209	-677	-10	-15	-10
公允价值变动收益	43	137	113	20	30	20
投资收益	836	207	133	80	150	200
%税前利润	24.4%	6.1%	5.5%	2.4%	3.9%	4.6%
营业利润	3,516	3,447	2,522	3,406	3,927	4,423
营业利润率	15.7%	14.1%	9.9%	12.5%	13.4%	14.1%
营业外收支	-90	-63	-99	-60	-60	-60
税前利润	3,426	3,384	2,423	3,346	3,867	4,363
利润率	15.3%	13.8%	9.5%	12.3%	13.2%	13.9%
所得税	-355	-569	-644	-636	-735	-785
所得税率	10.4%	16.8%	26.6%	19.0%	19.0%	18.0%
净利润	3,071	2,815	1,778	2,711	3,132	3,578
少数股东损益	587	681	449	450	450	450
归属于母公司的净利润	2,484	2,134	1,330	2,261	2,682	3,128
净利率	11.1%	8.7%	5.2%	8.3%	9.2%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,071	2,815	1,778	2,711	3,132	3,578
少数股东损益	587	681	449	450	450	450
非现金支出	761	1,034	1,720	947	1,061	1,166
非经营收益	-372	-11	97	256	191	106
营运资金变动	-1,019	-1,871	-1,431	-2,064	-882	-688
经营活动现金净流	2,441	1,967	2,164	1,849	3,503	4,162
资本开支	-3,016	-1,913	-985	-1,361	-1,216	-1,671
投资	3,737	595	217	45	40	-50
其他	505	93	26	40	130	180
投资活动现金净流	1,227	-1,225	-742	-1,276	-1,046	-1,541
股权募资	24	8	18	0	0	0
债权募资	-1,021	-669	-92	828	-1,036	-1,214
其他	-3,247	-1,445	-1,424	-1,133	-1,131	-1,091
筹资活动现金净流	-4,245	-2,106	-1,498	-305	-2,168	-2,305
现金净流量	-529	-1,347	-100	268	289	317

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,176	4,105	3,915	4,183	4,472	4,789
应收款项	8,698	10,063	10,684	12,987	14,043	14,845
存货	3,421	3,619	3,566	3,465	3,699	3,966
其他流动资产	2,133	1,848	1,693	1,786	1,838	1,885
流动资产	19,428	19,635	19,858	22,421	24,053	25,484
%总资产	53.9%	54.2%	54.4%	56.9%	58.5%	59.2%
长期投资	3,109	2,036	2,153	2,138	2,103	2,153
固定资产	8,033	10,426	10,589	10,746	10,701	10,953
%总资产	22.3%	28.8%	29.0%	27.3%	26.0%	25.4%
无形资产	3,764	3,567	3,374	3,527	3,672	3,859
非流动资产	16,595	16,569	16,650	16,990	17,069	17,583
%总资产	46.1%	45.8%	45.6%	43.1%	41.5%	40.8%
资产总计	36,023	36,204	36,508	39,411	41,122	43,067
短期借款	8,344	7,616	8,010	8,738	7,673	6,400
应付款项	5,239	4,393	4,267	4,420	4,780	5,125
其他流动负债	1,559	1,217	1,063	1,220	1,301	1,373
流动负债	15,143	13,226	13,340	14,378	13,755	12,898
长期贷款	1,853	1,666	1,192	1,237	1,247	1,277
其他长期负债	1,085	1,214	1,284	1,210	1,218	1,228
负债	18,081	16,106	15,815	16,824	16,219	15,402
普通股股东权益	15,037	17,044	17,624	19,068	20,934	23,246
其中：股本	1,633	1,632	1,632	1,632	1,632	1,632
未分配利润	7,288	9,357	9,588	11,033	12,899	15,211
少数股东权益	2,905	3,055	3,069	3,519	3,969	4,419
负债股东权益合计	36,023	36,204	36,508	39,411	41,122	43,067

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.521	1.308	0.815	1.385	1.643	1.916
每股净资产	9.210	10.441	10.797	11.682	12.826	14.242
每股经营现金净流	1.495	1.205	1.326	1.133	2.146	2.550
每股股利	0.160	0.460	0.450	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	16.52%	12.52%	7.55%	11.85%	12.81%	13.46%
总资产收益率	6.90%	5.90%	3.64%	5.74%	6.52%	7.26%
投入资本收益率	8.55%	9.54%	7.56%	9.01%	9.59%	10.21%
增长率						
主营业务收入增长率	8.71%	9.79%	3.71%	6.94%	7.35%	7.60%
EBIT 增长率	12.44%	25.32%	-8.55%	17.42%	10.46%	9.93%
净利润增长率	88.60%	-14.07%	-37.70%	70.00%	18.65%	16.62%
总资产增长率	1.74%	0.50%	0.84%	7.95%	4.34%	4.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	116.7	116.4	124.2	150.0	152.0	150.0
存货周转天数	94.7	96.7	93.0	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	70.7	75.9	71.4	70.0	71.0	71.0
固定资产周转天数	86.0	127.9	133.8	129.9	124.2	117.2
偿债能力						
净负债/股东权益	22.65%	21.06%	20.52%	20.95%	13.48%	6.39%
EBIT 利息保障倍数	11.5	11.2	8.9	10.6	13.9	18.1
资产负债率	50.19%	44.49%	43.32%	42.69%	39.44%	35.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	3	3	23
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.40	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-08-06	买入	20.55	24.14~24.14
2	2024-10-30	买入	21.79	N/A

来源：国金证券研究所

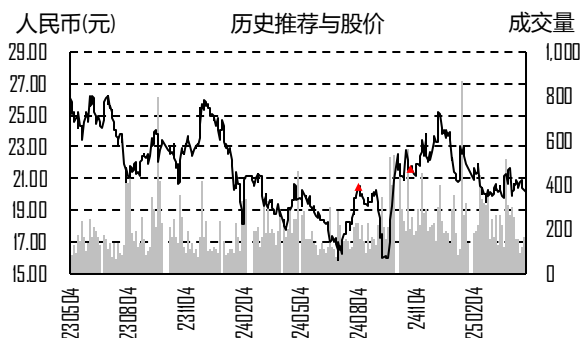
市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806