

投资评级 优于大市 首次覆盖

资产出售收到银保监会批复，人福医药轻装上阵

股票数据

12月05日收盘价(元)	22.29
52周股价波动(元)	13.15-25.50
总股本/流通A股(百万股)	1633/1457
总市值/流通市值(百万元)	36393/32485

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.4	27.2	22.1
相对涨幅(%)	9.6	23.4	23.8

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- **公司近期公告, 接华泰保险通知, 华泰保险收到中国银保监会《关于华泰保险集团股份有限公司变更股东的批复》, 同意安达北美洲受让人福医药持有的华泰保险约 1.02 亿股股份。**公司与安达北美洲于 2021 年 11 月 19 日签署《股份转让协议》, 向其转让公司持有的华泰保险 2.5247% 股份, 转让价格约为人民币 10.26 亿元。近日, 受让后, 人福医药不再持有华泰保险股份。
- **公司发布前三季度业绩报告, 保持稳健增长。**公司前三季度营收 161.9 亿元 (同比增长 8.93%), 归母净利润 22.8 亿元 (同比增长 108.10%), 扣非归母净利润 12.7 亿元 (同比增长 40.03%); 其中 2022 年单 Q3 营收 56.53 亿元 (同比增长 8.88%), 归母净利润 6.83 亿元 (同比增长 58.18%), 扣非归母净利润 3.86 亿元 (同比增长 33.99%)。
- **公司 2022 单 Q3 毛利率 43.38% (同比降低 1.81 pct)。**公司 2022 单 Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 18.81% (同比降低 0.53 pct)、6.02% (同比提高 0.1 pct)、3.75% (同比降低 0.30pct)、0.65% (同比降低 1.69 pct)。
- **前三季度公司汇兑收益增加约 1.69 亿元; 出售 AGIC-HUMANWELL BLUE RIDGE (US) LIMITED、天风证券等公司股权取得投资收益, 以及收回控股股东资金占用利息, 形成非经常性损益约 10.36 亿元。**
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 22-24 年 EPS 分别为 1.55、1.40、1.61 元, 归母净利润增速分别为 82.3%、-10.0%、15.2%, 参考可比公司估值, 考虑公司所处行业的高景气度和领先地位, 我们给予公司 2023 年 18-23 倍 PE, 对应合理价值区间 25.13-32.11 元, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 1) 公司剥离非核心资产不达预期 2) 有息负债过多带来财务风险 3) 疫情恢复不达预期。

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@htsec.com

证书: S0850513110005

分析师: 孟陆

Tel: 86 10 56760096

Email: ml13172@htsec.com

证书: S0850522070002

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	20369	20441	22095	24820	26877
(+/-)YoY(%)	-6.6%	0.4%	8.1%	12.3%	8.3%
净利润(百万元)	1149	1390	2533	2279	2626
(+/-)YoY(%)	36.3%	21.0%	82.3%	-10.0%	15.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.70	0.85	1.55	1.40	1.61
毛利率(%)	42.4%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
净资产收益率(%)	10.7%	10.6%	15.3%	12.0%	12.2%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

我们对人福医药收入拆分及主要预测如下:

- 1) 我们认为宜昌人福竞争力较强,参考过往业务增速,考虑2022年疫情影响医疗服务端较大,给予2022-2024年17%-23%同比增速。
- 2) 我们认为Epic Pharma趋于稳定,给予2022-2024年10%-12%同比增速。
- 3) 我们认为葛店人福行业增速受到疫情影响,参考过往业务增速,给予2022-2024年9%-12%同比增速。
- 4) 我们认为新疆维药未来发展前景较好,给予2022-2024年15%-20%同比增速。
- 5) 我们认为武汉人福过往业绩波动较大,给予2022-2024年0%-15%同比增速。
- 6) 我们认为人福湖北经营较为稳定,考虑疫情影响和未来可能的集采影响,给予2022-2024年0%-5%同比增速。
- 7) 综上,我们对人福医药总体收入预期给予2022-2024年8%-15%同比增速。

表1 人福医药收入拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
宜昌人福(亿元)	60.70	71.48	87.88	104.03
Epic Pharma(亿元)	9.28	10.39	11.64	12.81
葛店人福(亿元)	7.64	8.53	9.54	10.43
新疆维药(亿元)	6.38	7.65	9.18	10.56
武汉人福(亿元)	6.61	7.41	7.95	8.14
北京巴瑞(亿元)	14.51	15.67	18.02	19.83
人福湖北(亿元)	77.61	80.72	83.95	83.95
其他(亿元)	18.17	19.08	20.03	19.03
合计(亿元)	204.41	220.95	248.20	268.77

表2 可比公司估值表

股票代码	可比公司	收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率(倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600276.SH	恒瑞医药	39.88	0.71	0.68	0.78	0.93	56	59	51	43
002262.SZ	恩华药业	18.88	0.79	0.91	1.10	1.34	24	21	17	14
	平均		0.75	0.79	0.94	1.14	40	40	34	28

注:收盘价为2022年12月5日价格, EPS为wind一致预期
 资料来源:wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	20441	22095	24820	26877
每股收益	0.85	1.55	1.40	1.61	营业成本	11646	12594	14148	15320
每股净资产	8.05	10.16	11.59	13.24	毛利率%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
每股经营现金流	1.24	-0.30	1.09	1.66	营业税金及附加	219	199	199	215
每股股利	0.00	0.04	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	4002	4419	4716	4972
P/E	26.19	14.37	15.97	13.86	营业费用率%	19.6%	20.0%	19.0%	18.5%
P/B	2.77	2.19	1.92	1.68	管理费用	1299	1436	1539	1666
P/S	1.78	1.65	1.47	1.35	管理费用率%	6.4%	6.5%	6.2%	6.2%
EV/EBITDA	13.68	11.63	12.67	11.08	EBIT	2557	3636	3267	3602
股息率%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	财务费用	578	542	483	394
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.8%	2.5%	1.9%	1.5%
毛利率	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%	资产减值损失	-52	-66	-52	-52
净利润率	6.8%	11.5%	9.2%	9.8%	投资收益	307	1326	199	161
净资产收益率	10.6%	15.3%	12.0%	12.2%	营业利润	2272	3576	3175	3656
资产回报率	4.0%	7.0%	6.0%	6.4%	营业外收支	-73	-70	-20	-20
投资回报率	7.6%	9.9%	8.5%	8.6%	利润总额	2199	3506	3155	3636
盈利增长 (%)					EBITDA	3221	3759	3394	3727
营业收入增长率	0.4%	8.1%	12.3%	8.3%	所得税	354	561	505	582
EBIT 增长率	-5.1%	42.2%	-10.1%	10.2%	有效所得税率%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	21.0%	82.3%	-10.0%	15.2%	少数股东损益	456	412	371	428
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1390	2533	2279	2626
资产负债率	54.6%	45.8%	41.2%	37.9%					
流动比率	1.21	1.67	1.95	2.13	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.96	1.30	1.51	1.66	货币资金	5100	4000	3602	5069
现金比率	0.35	0.36	0.35	0.47	应收账款及应收票据	6806	7420	8523	9276
经营效率指标					存货	3095	3347	3759	4071
应收账款周转天数	120.47	120.47	120.47	120.47	其它流动资产	2923	3981	4313	4418
存货周转天数	96.99	96.99	96.99	96.99	流动资产合计	17923	18747	20198	22835
总资产周转率	0.59	0.61	0.66	0.66	长期股权投资	4314	4314	4314	4314
固定资产周转率	3.88	3.99	4.24	4.38	固定资产	5262	5540	5849	6142
					在建工程	1178	1178	1178	1178
					无形资产	1619	1529	1440	1350
					非流动资产合计	16578	17251	17600	17939
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	34501	35998	37798	40773
净利润	1390	2533	2279	2626	短期借款	6851	4600	3500	3800
少数股东损益	456	412	371	428	应付票据及应付账款	2645	2732	2992	3114
非现金支出	865	189	179	177	预收账款	314	340	382	413
非经营收益	231	-433	539	516	其它流动负债	4956	3569	3460	3403
营运资金变动	-923	-3198	-1596	-1043	流动负债合计	14766	11241	10333	10730
经营活动现金流	2019	-497	1772	2704	长期借款	2695	2895	2895	2895
资产	-1617	-377	-362	-344	其它长期负债	1390	2353	2353	1821
投资	405	-492	-194	-166	非流动负债合计	4086	5248	5248	4716
其他	-32	1326	197	160	负债总计	18852	16489	15582	15446
投资活动现金流	-1244	457	-359	-351	实收资本	1633	1633	1633	1633
债权募资	-800	-1088	-1100	-232	归属于母公司所有者权益	13147	16594	18930	21613
股权募资	990	911	0	0	少数股东权益	2503	2915	3286	3714
其他	-1115	-882	-711	-654	负债和所有者权益合计	34501	35998	37798	40773
融资活动现金流	-924	-1060	-1811	-886					
现金净流量	-174	-1100	-398	1467					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
孟陆 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,百普赛斯,诺唯赞,诺禾致源,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,泰格医药,万孚生物,康华生物,康希诺,智飞生物,老百姓,新天药业,爱博医疗,牙博士医疗,百克生物,通策医疗,恒瑞医药

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。