

人福医药分析报告

一、公司介绍

1.1 旗下业务介绍

人福医药，本质上与复星医药一样，属于“类医药投资公司”，旗下各分公司在不少细分领域都有较强实力。比如在麻醉药，生育调节药，维吾尔族药等领域都有领导优势。

单位：万元 币种：人民币

公司名称	业务性质	主要产品或服务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
宜昌人福	医药	麻醉药、原料药及制剂的开发、生产与销售	29,352.70	255,117.67	148,391.40	98,738.28	25,154.26
葛店人福	医药	计划生育用药及甾体类原料药与制剂的研发、生产与销售	12,825.50	67,487.95	20,700.13	20,715.23	687.51
中原瑞德	医药	生物制品、血液制品的研发、制造与销售	25,517.27	63,086.39	38,301.01	9,359.42	2,396.28
新疆维药	医药	维吾尔药品的开发、生产与销售	2,000.00	33,407.77	13,948.74	13,104.35	1,374.51
武汉人福	医药	冻干粉针剂、小容量注射剂、混悬液等的生产与销售	13,059.00	30,183.05	19,803.20	11,236.91	1,174.68
北京医疗	医药	体外诊断试剂、医疗器械的销售，医疗器械的租赁	1,000.00	75,038.99	57,125.56	39,561.29	9,005.53

(2015 年上半年各子公司营收情况)

单位：万元 币种：人民币

公司名称	业务性质	主要产品或服务	注册资本	总资产	净资产	净利润
宜昌人福药业有限责任公司	医药	麻醉药、原料药及制剂的开发、生产与销售	29,352.70	202,828.35	99,868.96	25,390.24
湖北葛店人福药业有限责任公司	医药	计划生育用药及甾体类原料药与制剂的研发、生产与销售	12,825.50	56,141.13	20,827.74	629.72
武汉中原瑞德生物制品有限公司	医药	生物制品、血液制品的研发、制造与销售	25,517.27	56,722.22	33,692.58	2,223.96
新疆维吾尔药业有限责任公司	医药	维吾尔药品的开发、生产与销售	2,000.00	29,155.59	10,773.76	1,398.07
武汉人福药业有限责任公司	医药	冻干粉针剂、小容量注射剂、混悬液等的生产与销售	13,059.00	27,394.24	17,362.50	1,088.06
北京巴瑞医疗器械有限公司	医药	体外诊断试剂、医疗器械的销售，医疗器械的租赁	1,000.00	70,258.24	53,415.13	8,923.31

宜昌人福（公司持有其67%股权）是国家麻醉药品定点研发生产企业、国家重点高新技术企业。该公司生产经营200多个品种品规的制剂及原料药，包括枸橼酸芬太尼原料及制剂、国家二类新药盐酸瑞芬太尼原料及制剂、国家三类新药枸橼酸舒芬太尼原料及制剂、国家三类新药盐酸氢吗啡酮原料及制剂、国家三类新药盐酸纳布啡原料及制剂和二类精神药品咪达唑仑原料及制剂。除麻醉类药品外，该公司还生产瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、普复舒、倍泰等名牌产品，在业内享有较高的知名度和良好的信誉。

宜昌人福点评（麻醉药）：麻醉药业务主要在持股 67%的宜昌人福，三大主要品种芬太尼、瑞芬太尼和舒芬太尼市场占有率（12 年数据）分别为 32.54%、100%、71.86%。公司在麻醉药业务方面，具有非常好的利基。不过随着恩华的芬太尼和国药廊坊的瑞芬获批，人福的芬太尼系列品种面临更加激烈的市场竞争，并且麻醉降价预期仍然存在，政策环境也不算好。但公司在该领域的研发较好，12 年获批了盐酸氢吗啡酮，13 年拿到了纳布啡的批文，未来还可能收获阿芬太尼、磷丙泊酚、异氟烷乳化剂几个重磅品种。同时，该业务销售人员 1200 多人，范围也从麻醉科慢慢扩展到 ICU、肿瘤等科室。

总体看宜昌人福还是块非常优异的资产，也是其亮点！

葛店人福（公司持有其81.07%股权）是专业从事生育调节药物和甾体激素类原料药及制剂的研发、生产与销售的国家重点高新技术企业，其复方米非司酮片产业化项目已被国家发改委列入国家高新技术产业化示范工程。该公司主要产品为米非司酮片（胶囊）、复方米非司酮片、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊、非那雄胺、黄体酮、醋酸环丙孕酮、布地奈德等产品。经过十余年的发展，该公司已建立了现代制药企业标准化的生产管理系统和质量保证体系，部分原料药已取得 CEP（欧洲药典适应性证书）证书。

葛店人福点评（计生药）：葛店人福14年的利润规模-185万（2014年葛店人福重点产品米非司酮片、复方米非司酮片等不能在零售药店销售，2014年度经营业绩受到影响，该公司当期实现营业收入33,022.76万元，较上年同期减少6,547.21万元，同比减少16.55%；实现净利润-185.40万元，较上年同期减少3,930.56万元，同比下降104.95%），葛店人福主要产品包括米非司酮和左炔诺孕酮等紧急避孕药物。其实产品线相对还是有一定壁垒性的，紧急避孕药物的企业相对比较少，做的最好的是紫竹，主要产品就是大家耳熟能详的毓婷系列-左炔诺孕酮。其次，欧加农的妈富隆-去氧孕烯炔雌醇也是畅销品种。第二梯队就是东药、仙琚、葛店人福等企业，其中葛店人福的复方米非司酮是独家品种，所以，如果未来葛店人福在OTC领域经营好了还是有不错前景的。

中原瑞德（公司持有其100%股权）是专业从事血液制品的研发、生产与销售的高新技术企业，目前拥有3家浆站，主要产品为人血白蛋白、人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等6个品种、12个规格的产品。

中原瑞德点评（血制品）：中原瑞德 14 年规模大约 1.4 亿收入、4400 万净利润，基本符合 80 吨采浆量的实际收入-利润数据。未来看，如果不能继续新增加浆站，

中原瑞德估计就维持这样的一个规模水平了。所以，未来血制品业务更多的会充当现金牛的特点。且该领域，随着血站的继续受控，也是很强的利基产品。

新疆维药（公司持有其70.125%股权）致力于维吾尔药的现代化和民族医药文化的传播和发展，是国家重点高新技术企业。目前公司拥有20个国药准字号产品文号，其中有12个全国独家品种，4个国家中药保护品种；7个品种被列入国家医保目录，14个品种被列入新疆维吾尔自治区地方医保目录。新疆维药主要产品有祖卡木颗粒、寒喘祖帕颗粒、复方木尼孜其颗粒、通滞苏润江胶囊、养心达瓦依米西克蜜膏、炎肖迪娜儿糖浆等。

新疆维药（民族药）：新疆维药现在的规模大约在 2.4 亿多的收入、3231 万利润，主要产品为祖卡木颗粒、通滞苏润江胶囊、复方木尼孜其颗粒等，鉴于国家基本药物目录对民族药的支持力度，譬如说祖卡木颗粒进入 12 版基药目录。相对看好维药未来的发展的，虽然不指望一下达到多大规模，但是有自身的壁垒和特色，维持不错的增速就不错！

武汉人福（公司持有其98.33%股权，控股子公司宜昌人福持有其1.67%股权）是国家级高新技术企业。该公司于2012年9月完成搬迁改造工作并通过新版GMP认证，目前拥有生产批件62个，21个品种被列入国家医保目录，其中列入甲类医保目录的品种有7个，主要产品有奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液、布洛芬混悬液、注射用多索茶碱、注射用尿激酶等。

武汉人福：武汉人福 2014 年达到 1.9 亿的收入和 2354 万的净利润，现阶段武汉人福应该是主推奥卡西平、小牛血去蛋白提取物、布洛芬混悬液等几个品种。

（1）奥卡西平：奥卡西平作为市场份额仅次于丙戊酸钠的抗癫痫药物，国内只有华素和武汉人福有批文，按道理来说应该是竞争环境相对不错的品种，但是看了一下市场份额，这个品种的市场基本被诺华的曲莱占据，估计是原研以及剂型的原因。武汉人福也在申报奥卡西平的口服混悬液剂型，如果获批的话，估计未来武汉人福的奥卡西平能够慢慢做起来。另外，抗癫痫药物现在市场规模虽然不是非常大，但是就国外情况看，精神类药物的空间还是比较大的，国内伴随治疗渗透率的提高，相信市场规模也在逐渐扩大。所以，个人还是看好武汉人福的奥卡西平这个品种的，不一定爆发性增长，但是有一定壁垒，能够逐渐放量就不错！



(2) 小牛血去蛋白提取物：小牛血是几个非常上量的脑保护剂之一；这个品种做的最好的是复星旗下奥鸿的奥德金，估计奔着 10 亿出厂规模去了，这其中奥德金类独家的因素，也有脑保护剂上量快的原因。其实武汉人福的小牛血获批时间也很早，估计是由于销售力的原因没有推起来，但感觉最近几年武汉人福也在慢慢发力，所以未来看应该还会慢慢放量的！

(3) 布洛芬混悬液：布洛芬作为解热镇痛品种，在国内的剂型非常多，包括胶囊、颗粒、缓释、糖浆、栓剂、口片、混悬液等等，基本除了针剂以为所有的剂型都全和了！而印象中做的最出名的是强生的布洛芬混悬液-美林。武汉人福的布洛芬混悬液-迪尔诺就是类似的小儿解热退烧品种，而且这个剂型的产品国内批文数量并不算多，大约只有 7、8 家左右，所以武汉人福做好了还是有一定机会的！

北京医疗（公司持有其 80% 股权）是全球诊断行业领导企业罗氏集团全资子公司罗氏诊断产品（上海）有限公司在中国市场最大的产品经销商，该公司致力于北京医疗市场的商业布局，现已与北京地区 49 家三级甲等及以上的重点医院建立合作，经销的主要产品有罗氏的生化免疫诊断产品、分子诊断产品、应用科学系列产品和组织病理系列产品。

北京医疗（诊断试剂）：国内上市企业大部分多是搞国产诊断试剂+进口仪器代理的业务，像巴瑞这样纯作为罗氏代理的上市企业好像还没有，不管怎么说巴瑞 14 年 7.7 亿的收入和接近 1.7 亿的净利润、25% 的净利润率应该说还是不错的。现在看，以 10 倍 PE 左右收购净利润 1.5 亿的诊断试剂代理企业还算是个合算的买卖！（以上点评主要参考医药投资专业人士的点评）

总体评价：人福医药在麻醉药、血站、维药、精神药、计生药、和诊断等领域都有很好的产品和核心竞争力。是一家很有实力的医药公司。

1.2 历史财务数据

人福医药[600079.SH]-财务摘要

	2015-09-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
报告期	三季报	年报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
□ 利润表摘要				
营业收入	693,186.29	705,162.80	601,021.14	531,709.30
同比(%)	37.46	17.33	13.04	46.82
营业成本	435,390.76	413,751.50	351,485.58	319,892.20
营业利润	72,257.58	79,486.09	74,344.53	63,112.67
同比(%)	24.18	6.92	17.80	27.45
利润总额	74,925.23	82,149.25	76,994.81	69,584.12
同比(%)	24.96	6.69	10.65	37.65
净利润	59,421.94	63,573.23	60,125.02	56,334.08
归属母公司股东的净利润	44,124.21	45,177.10	41,778.01	40,599.08
同比(%)	34.59	8.14	2.90	35.17
非经常性损益	2,980.58	2,454.86	2,225.53	7,499.47
扣非后归属母公司股东的净利润	41,143.64	42,722.24	39,552.48	33,099.61
同比(%)	29.84	8.01	19.50	20.82
研发费用		33,375.58	23,036.73	21,217.47
EBIT		<u>93,823.46</u>	<u>89,287.75</u>	<u>71,408.62</u>
EBITDA		<u>110,884.80</u>	<u>102,350.07</u>	<u>80,409.40</u>

而从近几年的财务数据上看，公司的营收和利润都保持了较为优秀的增长。但增长速度与同行相比，并不出色。主要是 13 年之前，公司从事地产业务，之后进行剥离，拖累了公司的利润增长。

而在研发方面，我们看到人福医药的研发投入一直较高。而人福的研发，不像恒瑞等药企那样成系列化，基本上分散在研究院以及各个子公司并且合作研发比较多。所以，在 CDE 看不到太多以人福名义申报的品种，但实际上人福经常会不声不响的出点不错的品种，譬如之前获批的盐酸氢吗啡酮，以及进入二期的一类新药重组质粒-干细胞生

长因子。总的来说，人福在研发方面花的钱，还是对得起现在的业务规模的。

1.3 近期财务数据

(一) 主要会计数据

单位：元 币种：人民币

主要会计数据	本报告期 (1-6月)	上年同期	本报告期比上年 同期增减(%)
营业收入	4,475,380,912.75	3,314,503,237.13	35.02
归属于上市公司股东的净利润	299,946,399.17	228,822,853.16	31.08
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	286,322,928.02	217,700,097.25	31.52
经营活动产生的现金流量净额	105,562,716.29	416,960,891.10	-74.68
	本报告期末	上年度末	本报告期末比上年 度末增减(%)
归属于上市公司股东的净资产	7,605,578,875.41	4,722,851,562.75	61.04
总资产	15,506,202,286.83	12,167,131,112.54	27.44

(2015 年上半年财报)

项目	年初至报告期末 (1-9 月)	上年初至上年报告期末 (1-9 月)	增减幅度
营业收入	6,931,862,904.58	5,042,953,957.22	37.46%
营业成本	4,353,907,551.16	2,947,131,509.21	47.73%
资产减值损失	40,775,677.80	20,110,780.38	102.76%
投资收益	110,186,577.48	16,421,527.49	570.99%
营业外收入	35,880,003.69	25,702,401.92	39.60%

(2015 年三季度报告)

2015 年营收高增长，主要是子公司营收增长以及合并报表所致（期内，新增股权投资较多，子公司报表纳入合并报表，实质都是医药生产和销售）。

（下表为 2015 年新增投资和设立的子公司）

湖北人福华驰医药化工有限责任公司	医药中间体及化工产品、植物提取物的生产和销售	95.00	单方增资
建德市医药药材有限公司	药品销售	70.00	
湖北穆兰同大科技有限公司	精细化工产品、生物制品、保健用品的研制、开发、生产、销售	50.00	
郑州人福博赛生物技术有限责任公司	医疗器械销售	50.00	
乌鲁木齐齐诚兴众康生物制品有限公司	药品销售	70.00	
湖北人福医药贸易有限公司	药品销售	55.00	
湖北人福长江医药贸易有限公司	药品销售	55.00	
湖北人福康博瑞医药有限公司	药品销售	51.00	
湖北人福泽惠医疗器械有限公司	药品销售	55.00	
人福湖北食品产业有限公司	食品生产销售	80.00	
湖北人福药房连锁有限公司	药品零售	100.00	
湖北福鑫科创信息技术有限公司	医院信息系统的研发与销售	100.00	
人福睿成（武汉）投资管理有限公司	项目投资、股权类投资	100.00	
人福钟祥医疗管理有限公司	医疗卫生事业的投资管理	100.00	注资
人福医药湖北有限公司	药品销售	100.00	
老河口市人福医疗管理有限公司	医疗卫生事业的投资管理	100.00	注资

二、股权事项

2.1 定向增发

公司15年4月，公司向控股股东当代科技、汇添富基金管理的汇添富-优势医药企业定增计划1号和定增计划2号资产管理计划、兴业全球基金管理的兴全定增45号特定多客户资产管理计划、自然人王学海（公司董事长）、自然人李杰（公司总裁）发行1.14亿股，总金额25.5亿，发行价22.32元/股。

7月份公司10送10，折合发行价11.16元/股。

2.2 员工持股计划

公司第一期员工持股计划，购买 2914 万股公司股票，金额 4.74 亿，

成交价 16.26，持股占比 2.27%，锁定期 12 个月。

其中，员工出资 2.5 亿（含公司高管 7 人），配比资金 2.5 亿，由大股东提供担保。

2.3 大股东质押

大股东当代科技持有公司股份 24.49%，质押了全部股份。

2.4 子公司在新三板上市

2015 年 8 月，公司辅料公司——湖北人福药用辅料股份有限公司，在新三板上市。

2.5 收购三峡制药

三峡制药最大的品种是硫酸新霉素，占有全球市场 60% 的份额，另外氨基酸的新生产线预计近期投产，赖氨酸、精氨酸等公司也希望能够做到全球最大份额。

综合评价：公司在股权层面，动作频频，可以说公司很擅长在资本市场运作，股价动力也相对较强（主要是大股东质押和员工持股计划）！

三、估值

目前，人福医药的市值为 240 亿，市净率在 3 倍，市盈率在 41 倍。估值在医药股中属于中等。

其中，对人福医药的利润规模估算如下：宜昌人福、葛店人福、新疆维药、中原瑞德、北京医疗、武汉人福六个子公司的权益利润是 5.5 亿。且后期公司增长点较多（比如出口业务扭亏、医疗服务业务高增长等）。

四、催化剂

4.1 业绩高增长和介入医疗服务领域

宜昌人福、葛店人福、新疆维药、中原瑞德、北京医疗、武汉人福六个子公司的营收和利润会保持稳定增长，而过去一直拖累公司利润的国际化业务，经过 5 年的亏损，预计 2016 年能实现盈利，且今年该业务已实现大幅度减亏。

浆站目前采浆量 80 吨，而 2016 年将达到 120，也将提高盈利。

同时，公司开始介入医疗服务领域。目前已收购了宜昌妇幼保健院和大冶有色医院、老河口医院、钟祥医院的部分股权，且准备在 2015 年介入湖北省内 40 家医院的药房托管，计划实现 40 亿营收和 5000 万利润（目前公司的年营收也就是 70 亿左右的水平）。

此外，公司准备在湖北省内布局 10 家左右妇幼保健院，且在此基础上发展月子中心和生殖健康等业务，也将直接贡献利润。

4.2 催化剂

概念众多：介入医疗服务，收购医院，药房托管，月子中心，生殖健康业务等；旗下情趣产品公司；

子公司上市：天风证券正准备上市；

所持对象名称	最初投资金额 (元)	期初持股比例 (%)	期末持股比例 (%)	期末账面价值 (元)	报告期损益 (元)	报告期所有者权益变动 (元)	会计核算科目	股份来源
汉口银行股份有限公司	5,150,000.00	0.27	0.27	5,150,000.00	615,000.00	0.00	长期股权投资	购买
湖北银行股份有限公司	10,000,000.00	1.82	1.82	10,000,000.00	0.00	0.00	长期股权投资	购买
天风证券股份有限公司	728,109,649.36	16.52	11.22	972,193,425.80	80,628,298.73	94,258,614.50	长期股权投资	购买、增资
武汉江夏民生村镇银行	4,000,000.00	5.00	5.00	4,000,000.00	0.00	0.00	长期股权投资	出资

五、总体评价

人福医药总体评价：公司优势明显，在相当多领域具有核心竞争力和行业高壁垒；估值不贵；后期高成长可期，且概念众多；同时，上市公司具有很强的股价动力！一旦价格跌回 16 左右，就可以逐步介入。