

肠外维生素产品矩阵布局完善，渠道共享 或可加速新品铺货

买入|维持

——卫信康(603676.SH)事件点评

事件：

卫信康于2022年9月5日晚发布公告：全资子公司内蒙古白医制药股份有限公司收到国家药品监督管理局核准签发的注射用多种维生素(13)(10/3)《药品注册证书》，为13种维生素组成的复方制剂，为静脉用胃肠外营养药品，适用于接受肠外营养的成人和11岁及以上儿童维生素缺乏的预防。

● 注射用多种维生素(13)国内仅两家供应商，竞争格局优

该品种原研为Sandoz Inc.的Infuvite Adult，目前尚未进口到中国。目前国内已批准的同类13种维生素注射剂产品仅有广州汉光药业和内蒙白医，未见其他厂家申报该品种，竞争格局良好。

● 注射用多种维生素(13)配方升级，有望成临床推荐品种

据米内网，2021年多种维生素注射剂销售金额合计约39.7亿元，包括注射用多种维生素(12)、注射用复方三维B(II)、注射用脂溶性维生素(II)、注射用水溶性维生素等多款产品，其中注射用多种维生素(13)于2020年末上市首款产品，份额较少。据我们此前深度报告，多维(12)占比约36%，是维生素中最大的品种，而多维(13)比多维(12)多出微量元素K，微量元素K缺乏可以引起凝血因子合成障碍和功能异常。据《维生素制剂临床应用专家共识》，FDA自2003年即将维生素K添加入成人肠外营养需求推荐建议，尤其是危重患者，其凝血-纤溶系统的激发使维生素K大量消耗而造成缺乏或如有出血倾向和凝血缺陷的肝病患者等；新生儿和儿科患者则应同时补充包括微量元素K在内的13种维生素。

● 肠外维生素产品矩阵布局完善，或可共用现有渠道加速新品铺货

公司肠外营养维生素注射剂领域目前在售注射用多种维生素(12)和小儿多种维生素注射液(13)，此次成人维生素升级品种注射用多种维生素(13)(10/3)的获批，公司在肠外营养维生素领域产品矩阵已布局齐全；同时，注射用多种维生素(12)目标医疗机构与注射用多种维生素(13)一致，预计现有渠道共享，或可更快速实现新品注射用多种维生素(13)的铺货。

● 投资建议与盈利预测

注射用多种维生素(12)、多种微量元素注射液和小儿多种维生素注射液(13)的快速放量，叠加2022年下半年疫情防控经验和防疫工具包的不断丰富，预计疫情影响将更为受控，公司相应的销售和推广工作的逐渐恢复和进一步推进；小儿复方氨基酸注射液(19AA-1)挂网准入工作的积极推进，预计今年可能开始产生业绩贡献；注射用多种维生素(13)(10/3)的获批，维生素产品矩阵齐全。预计公司2022-2024年营业收入14.29/20.10/27.39亿，增速分别为38.26%/40.55%/36.25%；归母净利润1.58/2.22/3.13亿，增速分别为64.96%/40.55%/40.93%；EPS为0.36/0.51/0.72元/股，对应PE为33.57/23.88/16.95。维持“买入”评级。

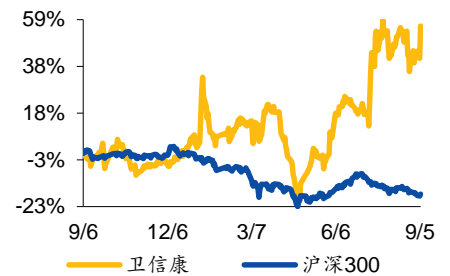
● 风险提示

研发不确定性风险；核心医保产品降价风险；渠道拓展不确定性风险等。

基本数据

52周最高/最低价(元):	13.64 / 6.89
A股流通股(百万股):	428.45
A股总股本(百万股):	435.23
流通市值(百万元):	5741.26
总市值(百万元):	5832.14

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-卫信康(603676.SH)首次覆盖报告：进入高速增长期的肠外营养用药先行者》
2022.07.14

《国元证券公司研究-卫信康(603676.SH)2022年半年度报告点评：核心产品持续快速增长，期待疫后渠道进一步开拓》
2022.08.25

报告作者

分析师 马云涛
执业证书编号 S0020522080001
电话 021-51097188
邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

联系人 朱仕平
电话 021-51097188
邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	715.67	1033.62	1429.10	2010.02	2738.72
收入同比(%)	-3.41	44.43	38.26	40.65	36.25
归母净利润(百万元)	58.42	95.91	158.22	222.38	313.40
归母净利润同比(%)	4.93	64.16	64.96	40.55	40.93
ROE(%)	5.94	8.99	13.44	17.19	21.56
每股收益(元)	0.13	0.22	0.36	0.51	0.72
市盈率(P/E)	90.90	55.37	33.57	23.88	16.95

资料来源：Wind，天软科技，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	894.95	1009.16	1214.03	1413.00	1640.34
现金	219.52	243.77	286.99	307.20	305.06
应收账款	228.78	192.31	364.45	487.83	649.86
其他应收款	1.08	1.22	2.11	2.78	3.78
预付账款	62.65	78.00	107.32	143.90	191.91
存货	21.68	22.68	30.74	42.81	56.15
其他流动资产	361.25	471.17	422.42	428.48	433.58
非流动资产	465.11	486.41	496.25	546.86	643.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	294.88	316.24	287.19	305.85	367.62
无形资产	17.98	12.83	11.80	10.21	7.88
其他非流动资产	152.25	157.35	197.26	230.80	267.82
资产总计	1360.06	1495.57	1710.28	1959.86	2283.66
流动负债	368.85	419.26	524.85	657.46	821.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	267.63	244.63	383.96	511.19	670.57
其他流动负债	101.22	174.63	140.89	146.27	151.12
非流动负债	8.00	9.05	8.22	8.46	8.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.00	9.05	8.22	8.46	8.48
负债合计	376.85	428.31	533.07	665.91	830.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	423.00	435.92	435.92	435.92	435.92
资本公积	256.83	318.64	318.64	318.64	318.64
留存收益	289.61	346.51	434.96	554.51	716.24
归属母公司股东权益	983.21	1067.26	1177.21	1293.94	1453.49
负债和股东权益	1360.06	1495.57	1710.28	1959.86	2283.66

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	133.70	170.69	38.89	196.66	269.17
净利润	58.42	95.91	158.22	222.38	313.40
折旧摊销	32.83	33.67	29.04	31.34	38.23
财务费用	0.19	0.09	-10.79	-12.11	-12.48
投资损失	-13.49	-11.32	-12.55	-12.30	-12.22
营运资金变动	52.45	19.66	-112.28	-50.25	-70.42
其他经营现金流	3.30	32.68	-12.75	17.60	12.66
投资活动现金流	-54.82	-152.71	46.58	-84.98	-129.70
资本支出	54.35	55.60	0.00	50.00	100.00
长期投资	28.50	-1.59	-1.86	0.93	-0.46
其他投资现金流	28.02	-98.70	44.72	-34.05	-30.16
筹资活动现金流	-19.04	6.27	-42.26	-91.48	-141.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	12.92	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	61.81	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-19.04	-68.45	-42.26	-91.48	-141.61
现金净增加额	59.84	24.25	43.21	20.21	-2.14

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	715.67	1033.62	1429.10	2010.02	2738.72
营业成本	384.12	500.40	649.84	889.79	1185.42
营业税金及附加	8.68	11.94	16.57	23.46	31.84
营业费用	191.26	275.51	382.75	537.28	732.19
管理费用	71.21	114.08	147.87	211.27	288.77
研发费用	23.20	38.02	80.03	120.60	164.32
财务费用	0.19	0.09	-10.79	-12.11	-12.48
资产减值损失	-1.00	-5.14	-2.99	-3.37	-3.54
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.49	11.32	12.55	12.30	12.22
营业利润	59.28	102.28	177.09	253.47	361.73
营业外收入	11.18	14.23	12.73	12.97	13.10
营业外支出	0.84	2.28	1.52	1.66	1.72
利润总额	69.62	114.23	188.29	264.77	373.10
所得税	11.20	18.32	30.07	42.39	59.70
净利润	58.42	95.91	158.22	222.38	313.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	58.42	95.91	158.22	222.38	313.40
EBITDA	92.30	136.04	195.34	272.70	387.47
EPS (元)	0.14	0.22	0.36	0.51	0.72

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.41	44.43	38.26	40.65	36.25
营业利润(%)	7.36	72.53	73.13	43.13	42.71
归属母公司净利润(%)	4.93	64.16	64.96	40.55	40.93
获利能力					
毛利率(%)	46.33	51.59	54.53	55.73	56.72
净利率(%)	8.16	9.28	11.07	11.06	11.44
ROE(%)	5.94	8.99	13.44	17.19	21.56
ROIC(%)	14.25	29.16	35.67	41.46	45.23
偿债能力					
资产负债率(%)	27.71	28.64	31.17	33.98	36.35
净负债比率(%)	0.00	0.58	0.23	0.22	0.19
流动比率	2.43	2.41	2.31	2.15	2.00
速动比率	2.36	2.35	2.25	2.08	1.92
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.72	0.89	1.10	1.29
应收账款周转率	2.91	4.62	4.86	4.47	4.56
应付账款周转率	1.43	1.95	2.07	1.99	2.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.22	0.36	0.51	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.39	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.45	2.70	2.97	3.33
估值比率					
P/E	90.90	55.37	33.57	23.88	16.95
P/B	5.40	4.98	4.51	4.10	3.65
EV/EBITDA	49.03	33.27	23.17	16.60	11.68

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188