

评级： 买入

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)	16.21
一年内最高/最低价 (元)	18.30/6.36
市盈率 (当前)	114.57
市净率 (当前)	5.85
总股本 (亿股)	4.35
总市值 (亿元)	70.54

资料来源: 聚源数据

相关研究

.
. .

核心观点

- **事件:** 公司发布 2022 年业绩预告, 预计 2022 年归母净利润为 1.63 亿元到 1.87 亿元, 同比增长 70%到 95%。扣非归母净利润为 1.44 亿元到 1.61 亿元, 同比增幅 78%到 98%。营业收入 13.44 亿元到 14.47 亿元, 同比 30%到 40%。
- **4 季度受疫情影响收入增长放缓, 2023 年有望回归正常增长。**按照业绩预告中位数计算, 2022 年 4 季度收入为 3.29 亿元 (+16.67%), 增速与前 3 季度相比有所放缓, 我们认为主要是由于疫情导致医疗机构手术量下滑, 公司的肠外营养药物作为围手术期用药, 终端需求受到一定影响。随着疫情高峰过后医疗机构诊疗秩序恢复正常, 我们认为公司收入也将回归较快增长水平。核心产品注射用多种维生素 (12) 自 2020 年底调整进入国家医保目录后, 增加了山东、辽宁等十余个省市地区的医保覆盖, 保持快速增长态势 (报表确认为市场服务收入)。根据公司 2021 年报和 2022 年半年报, 截至 2021 年末和 2022 年 2 季度末, 注射用多种维生素 (12) 覆盖医院数量分别超过 1600 家、2000 家, 我们认为随着覆盖医院数量增加, 注射用多种维生素 (12) 仍将保持稳健增长势头。
- **二线品种高速增长, 肠外营养产品梯队持续丰富。**公司多个二线品种保持高速增长态势。根据公司 2022 年半年报, 截至 2022 年 2 季度末, 多种微量元素注射液已完成 26 个省级行政区域的中标/挂网, 覆盖医院超过 150 家, 销售收入 8384 万元 (+302%), 多种微量元素注射液经过 2022 年一个完整年度的医院开发和学术推广, 预计 2023 年将呈现快速增长态势。2022 年公司有小儿复方氨基酸注射液 (19AA-I)、复方氨基酸注射液 (20AA) 和注射用多种维生素 (13) (10/3) 3 个新品种获批上市, 产品梯队持续丰富, 有望成为后续新的业绩增长点。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 14.08、19.50 和 24.97 亿元, 同比增速分别为 39.1%、41.3%和 30.3%; 归母净利润分别为 1.75、2.66 和 3.54 亿元, 同比增速分别为 83.1%、51.5%和 33.2%, 以 1 月 20 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 40.2、26.6 和 19.9 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复影响产品销售; 核心品种纳入全国/地方集采, 降价幅度超预期。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	10.34	14.08	19.50	24.97
营收增速 (%)	44.4%	36.3%	38.5%	28.0%
净利润 (亿元)	0.96	1.75	2.66	3.54
净利润增速 (%)	64.2%	83.1%	51.5%	33.2%
EPS (元/股)	0.22	0.40	0.61	0.81
PE	73.7	40.2	26.6	19.9

资料来源: Wind, 首創證券

表 1 公司核心产品基本情况

产品	适应症	医保情况	市场规模/竞争格局/产品情况	获批时间
注射用多种维生素 (12)	根据成人及 11 岁以上儿童每日摄取维生素的需求量, 适用于当口服营养禁忌、不能或不足, 需要通过注射补充维生素的患者。	全国医保乙类	卫信康、Baxter S.A.2 家。公司产品注射用多种维生素(12)长期占有 80% 以上的市场份额。	2009 年
小儿多种维生素注射液 (13)	适用于接受肠外营养的 11 周岁以下患者维生素缺乏的预防。	2023 年初通过谈判进入医保	独家	2018 年
多种微量元素注射液	微量元素补充剂, 适用于需肠外营养的患者。	全国医保乙类	卫信康、LABORATOIRE AGUETTANT 2 家。多种微量元素注射剂(含多种微量元素注射液、多种微量元素注射液(II)) 2021 年市场终端销售额为 14.03 亿元, 近三年复合增速达到 21%。	2020 年
复方电解质注射液 (V)	含多种电解质的注射剂, 适用于成人, 可作为水、电解质的补充源和碱化剂。	无	独家	2019 年
复方电解质注射液 (II)	含多种电解质的注射剂, 适用于治疗伴随或预期出现酸中毒的等渗性脱水, 补充细胞外液的丢失。	无	卫信康、红日药业、吉林四长和贝朗。	2019 年
小儿复方氨基酸注射液 (19AA-I)	多种氨基酸组成的复方制剂, 为静脉用胃肠外营养输液, 适用于婴幼儿(包括低体重儿)及小儿的肠外营养支持。该产品可防止氮流失和体重下降, 并可纠正负氮平衡。	全国医保乙类	卫信康、华润双鹤、广东彼迪药业、山东齐都药业 4 家公司。米内网数据显示, 2021 年儿童复方氨基酸在我国公立医院终端市场销售金额 6.8 亿元, 其中, 小儿复方氨基酸注射液(19AA-I)销售金额约 2.7 亿元, 小儿复方氨基酸注射液(18AA-I)销售金额约 3.8 亿元, 小儿复方氨基酸注射液(18AA-II)销售金额约 0.3 亿元。	2022 年
复方氨基酸注射液 (20AA)	多种氨基酸组成的复方制剂, 为静脉用胃肠外营养输液, 适用于严重肝功能不全和即将或者已经发展为肝性脑病患者, 为其肠外营养提供氨基酸。	全国医保乙类	卫信康、辰欣药业、海思科、四长制药、湖北一半天、德国贝朗 6 家。根据米内网数据统计, 2021 年度复方氨基酸注射液(20AA)销售金额合计约 1.81 亿元。	2022 年
注射用多种维生素 (13) (10/3)	静脉用胃肠外营养药品, 本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。	无	卫信康、广州汉光 2 家。根据米内网数据统计, 2021 年度多种维生素注射剂销售金额合计约 39.70 亿元。	2022 年

资料来源: 公司公告、国家医保局、NMPA、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)				
	2021	2021E	2022E	2023E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,009	1,400	1,782	2,041	经营活动现金流	171	7	216	230
现金	244	668	926	1,076	净利润	96	176	266	354
应收账款	192	317	351	449	折旧摊销	34	31	31	31
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	0	-23	-24	-24
预付账款	78	95	103	108	投资损失	-11	-10	-10	-10
存货	23	29	34	40	营运资金变动	50	-138	-53	-133
其他	472	277	348	343	其它	3	-29	5	11
非流动资产	487	468	495	729	投资活动现金流	-153	188	-128	-257
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-31	-61	-61	-266
固定资产	316	329	330	337	长期投资	0	0	0	0
无形资产	13	10	8	7	其他	-122	249	-67	9
其他	158	109	107	105	筹资活动现金流	6	229	170	177
资产总计	1,496	1,868	2,277	2,770	短期借款	2	0	0	0
流动负债	420	665	837	1,006	长期借款	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-9	273	237	266
应付账款	245	237	237	224	现金净增加额	24	424	259	150
其他	128	128	128	128	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
非流动负债	9	8	8	8	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	44.4%	36.3%	38.5%	28.0%
其他	9	8	8	8	营业利润	72.5%	93.7%	54.2%	34.3%
负债合计	429	673	845	1,014	归属母公司净利润	64.2%	83.1%	51.5%	33.2%
少数股东权益	0	1	2	2	获利能力				
归属母公司股东权益	1,067	1,194	1,430	1,754	毛利率	51.6%	51.9%	59.6%	64.1%
负债和股东权益	1,496	1,868	2,277	2,770	净利率	9.3%	12.5%	13.7%	14.2%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	ROE	9.0%	14.7%	18.6%	20.2%
营业收入	1,034	1,408	1,950	2,497	ROIC	16.3%	14.1%	17.8%	18.5%
营业成本	500	678	788	898	偿债能力				
营业税金及附加	12	16	22	29	资产负债率	28.6%	24.0%	21.2%	18.2%
营业费用	276	351	595	849	净负债比率	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
研发费用	38	54	74	95	流动比率	2.4	2.1	2.1	2.0
管理费用	114	155	209	260	速动比率	2.3	2.1	2.1	2.0
财务费用	0	-23	-24	-24	营运能力				
资产减值损失	-5	-3	-3	-3	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	4.9	5.5	5.8	6.2
投资净收益	11	10	10	10	应付账款周转率	2.0	2.8	3.3	3.9
营业利润	102	198	305	410	每股指标(元)				
营业外收入	14	14	15	15	每股收益	0.22	0.40	0.61	0.81
营业外支出	2	2	2	2	每股经营现金	0.39	0.02	0.50	0.53
利润总额	114	210	318	423	每股净资产	2.45	2.74	3.29	4.03
所得税	18	34	51	68	估值比率				
净利润	96	176	267	355	P/E	73.67	40.24	26.57	19.95
少数股东损益	0	1	1	1	P/B	6.62	5.92	4.94	4.03
归属母公司净利润	96	175	266	354					
EBITDA	148	218	325	430					
EPS (元)	0.22	0.40	0.61	0.81					

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