

卫信康(603676)

报告日期: 2023年07月19日

肠外营养新产品周期启航

——卫信康深度报告

投资要点

□ 公司是聚焦围手术期肠外营养用药的领先企业，产品竞争格局好、管线持续拓展带来业绩持续快速增长。我们认为，2021年以来，随着公司核心产品注射用12种复合维生素进入医保放量、重点医院覆盖加速、销售渠道调整进入尾声，公司整体营运效率明显提升。在新产品陆续上市销售、小儿多种维生素注射液（13）调入医保目录影响下，我们认为2023-2025年公司的盈利能力和营运效率仍在提升的轨道，我们预计2022-2025年公司收入CAGR有望达到24.9%、归母净利润CAGR有望达到35.0%，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 行业：160+亿市场容量，用药升级趋势明显

①现有市场空间：160+亿元市场容量。根据Wind医药库样本医院销售情况

（注：此数据来自于Wind医药库，为部分医院样本销售额，下同），2022年氨基酸类、维生素类、复合微量元素类市场容量约为71.9亿元、70.3亿元和18.8亿元（假设放大3倍），肠外营养相关注射剂总市场容量约161亿元；②品种结构：“全合一”类占比提升，产品升级仍有空间。针对氨基酸类产品，2013年以来“全合一”类产品（即综合配制碳水化合物、氨基酸、脂肪乳、维生素、微量元素、电解质和水等营养要素的产品）销售额占比明显提升（从2013年的27.5%提升至2022年的37.2%，2020年一度占比提升至48.4%），我们认为行业增长驱动来自于围手术期用药在独特药物经济学优势下产品结构升级。

□ 成长分析：医保增量、新品种支撑

我们认为，2023-2025年是核心品种陆续进入医保放量、新品种获批上市窗口期，正在逐渐从单一品种依赖向多品种贡献增长过渡，我们预计公司2023-2025年收入CAGR有望达到24.9%。

①存量品种：医保增量、医院覆盖提升。具体看核心品种增长驱动：

注射用12种复合维生素（2019年6月上市、2021年3月医保支付）：市占率优势、竞争格局较好（2022年样本医院未放大销售额之和约5亿元，其中普德产品占比82.9%），有望受益于进入医保后医院覆盖提升。

小儿多种维生素注射液（13）（2018年4月上市、2023年3月医保支付）：看好调入医保后的放量潜力。

多种微量元素注射液（2020年3月上市）：竞争格局相对较好，中短期仍在放量阶段。

复方电解质注射液（V）（2019年4月上市）：双缓冲系统、更适合心功能不全患者及糖尿病患者，期待医保谈判进展及医院覆盖度提升。

②增量品种：复方氨基酸市占率提升、复合维生素品种升级。具体看核心品种：

复方氨基酸注射液（20AA）（2022年10月上市）：肝病适用型氨基酸注射液，有望贡献增量。

小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）（2022年5月上市）：竞争格局相对较好，增长有望来自于市占率提升。

注射用多种维生素（13）（10/3）（2022年8月上市）：升级产品，有望衔接增长。

□ 总结：竞争壁垒源于复方制剂平台+差异化品种迭代

从立项角度看，公司聚焦于围手术期肠外营养相关产品，销售产品多为竞争格局相对较好（体现为申报企业相对较少）、广义竞品相对复杂（体现为含量/成分微调即能构成临床应用场景改变），我们认为这种产品战略的竞争壁垒来自于①大

投资评级：增持(首次)

分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师：毛雅婷
执业证书号：S1230522090002
maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥13.03
总市值(百万元)	5,670.15
总股本(百万股)	435.16

股票走势图



相关报告

复方制剂工艺平台（原辅料配伍及优化等）、②细分市场立项（针对差异化适应症人群的品种选择等）、③精细化销售渠道管理（需要兼顾市场教育+终端下沉）。我们看好公司老产品进入医保、新产品陆续上市贡献的增长弹性，中期维度看，我们期待公司在肠外营养、医美等新产品的布局和突破。

□ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.56、0.77 和 1.00 元/股，2023 年 7 月 18 日收盘价对应公司 2023 年 PE 为 23 倍，低于可比公司平均值。我们认为，公司产品聚焦于围手术期肠外营养差异化领域，2023-2025 年是核心品种陆续进入医保放量、新品种获批上市窗口期，正在逐渐从单一品种依赖向多品种贡献增长过渡；从行业角度看，肠外营养非“辅助用药”，在缩短住院时间、降低炎症反应等具有独特的药物经济学价值，随着围手术期肠外营养产品渗透率提升，公司产品医院覆盖率有望同步提升。综合考虑到公司的产品战略和增长阶段，我们看好公司在 2023-2025 年的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

重点产品集采价格大幅下降或流标风险；产品申报或临床进度不及预期风险；新生儿数量下降风险；医药监管政策变化风险；样本医院数据不代表总体的风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,399	1,764	2,219	2,725
(+/-) (%)	35.31%	26.13%	25.80%	22.79%
归母净利润	177	242	334	436
(+/-) (%)	84.50%	36.72%	37.97%	30.47%
每股收益(元)	0.41	0.56	0.77	1.00
P/E	32.04	23.44	16.99	13.02

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 卫信康：肠外营养新产品周期启航	5
2 增长逻辑：围手术期品种梯队初成	6
2.1 行业：160+亿市场容量，用药升级趋势明显	7
2.2 成长分析：医保增量、新品种支撑	8
2.2.1 存量品种：医保增量、医院覆盖提升	8
2.2.2 增量品种：复方氨基酸市占率提升、复合维生素品种升级	10
2.3 总结：竞争壁垒源于复方制剂平台+差异化品种迭代	12
3 盈利预测与投资建议	13
3.1 盈利预测	13
3.2 估值	14
3.3 投资建议	14
4 风险提示	14

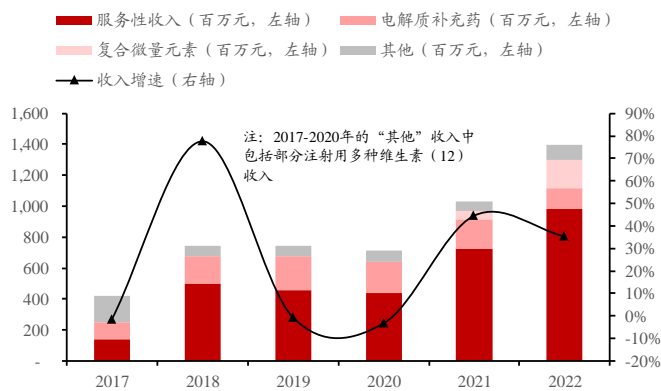
图表目录

图 1: 卫信康收入构成及增速.....	5
图 2: 卫信康应收账款周转率及 ROE 变化: 2020 年拐点向上	5
图 3: 销售净利率: 卫信康销售净利率 2019 年以来持续提升	5
图 4: 销售费用率: 卫信康低于行业平均销售费用率	5
图 5: 估算公司 2022 年主要产品收入构成	7
图 6: 估算公司 2023-2025 年收入增量的品种构成 (百万元)	7
图 7: 氨基酸类肠外营养注射剂样本医院销售结构(未放大)	7
图 8: 维生素类肠外营养注射剂样本医院销售结构(未放大)	7
图 9: 样本医院复方维生素销售额构成变化(未放大)	8
图 10: 样本医院复方维生素销售企业占比变化(未放大)	8
图 11: 样本医院小儿复方维生素销售额构成变化(未放大).....	9
图 12: 样本医院小儿复方维生素销售企业占比变化	9
图 13: 样本医院多种微量元素注射液销售额构成变化(未放大)	9
图 14: 样本医院多种微量元素注射液销售企业占比变化(未放大)	9
图 15: 样本医院电解质注射液销售额构成变化(未放大)	10
图 16: 样本医院电解质注射液销售企业占比变化(未放大)	10
图 17: 样本医院复方氨基酸注射液 (肝病适用) 销售额(未放大)	11
图 18: 复方氨基酸注射液 (肝病适用) 厂商销售额占比(未放大)	11
图 19: 样本医院小儿复方氨基酸注射液销售额构成(未放大)	11
图 20: 样本医院小儿复方氨基酸注射液销售企业占比(未放大)	11
表 1: 公司主要产品构成及增长驱动 (注: 样本医院销售额均未放大)	6
表 2: 公司部分业务拆分及收入预测 (单位: 百万元)	13
表 3: 可比公司估值情况.....	14
表附录: 三大报表预测值.....	15

1 卫信康：肠外营养新产品周期启航

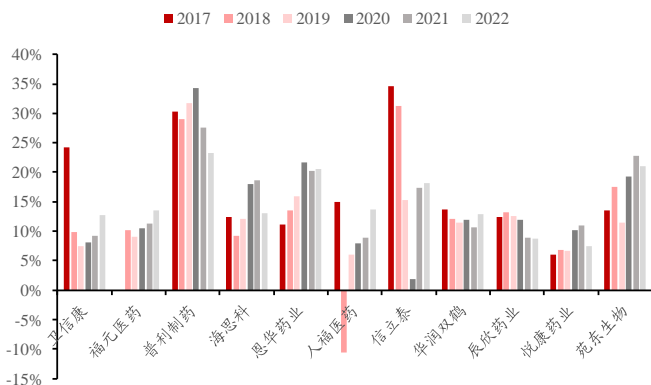
新产品周期下，公司的盈利能力和营运效率仍在提升轨道。复盘公司成长及商业模式变化路径，可以简单分成三个阶段：2018年全国全面推行两票制前，公司通过区域代理商获得营业收入；2018年全国全面推行两票制后至2020年，公司重点产品通过向合作生产商收取专利/技术使用费、商标/品牌使用费用以及市场管理和推广服务费用等形式获得收入和利润（体现为2018-2020年公司服务性收入占比60-70%），在此期间公司销售渠道调整、市场推广投入增加，应收账款周转率和ROE持续下降；2021年起，随着核心产品注射用12种复合维生素进入医保放量、重点产品医院覆盖加速、销售渠道调整进入尾声，公司整体营运效率明显提升，新产品周期影响下收入和利润进入加速增长轨道。我们认为，相比于可比仿制药公司，卫信康产品立项更聚焦于特色赛道（围手术期肠外营养产品）、产品结构受国家集采影响小（可比公司多经历了集采影响下销售团队调整、销售费用率下降的过程），在独特的新产品周期下，2023-2025年公司的盈利能力和营运效率仍在提升的轨道，我们预计2022-2025年公司收入CAGR有望达到24.9%、归母净利润CAGR有望达到35.0%。

图1：卫信康收入构成及增速



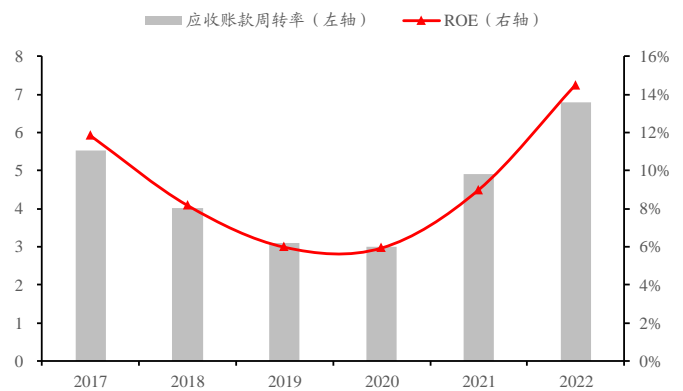
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图3：销售净利率：卫信康销售净利率2019年以来持续提升



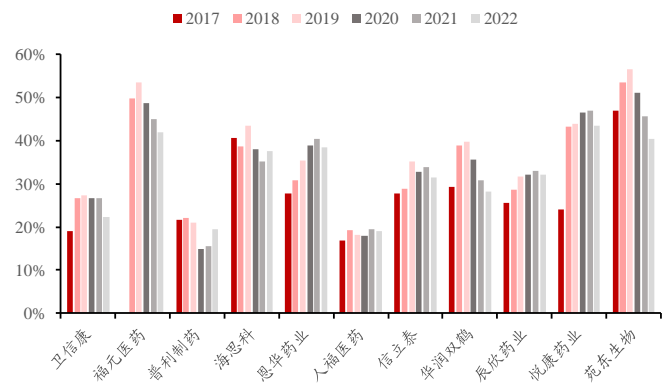
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：卫信康应收账款周转率及ROE变化：2020年拐点向上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：销售费用率：卫信康低于行业平均销售费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 增长逻辑：围手术期品种梯队初成

从公司已上市和在研品种看，公司产品战略聚焦于围手术期肠外营养用药，涵盖维生素类、复合微量元素、电解质类产品；2022年以来氨基酸类注射剂陆续上市，进一步完善了公司在差异化赛道的品种布局。

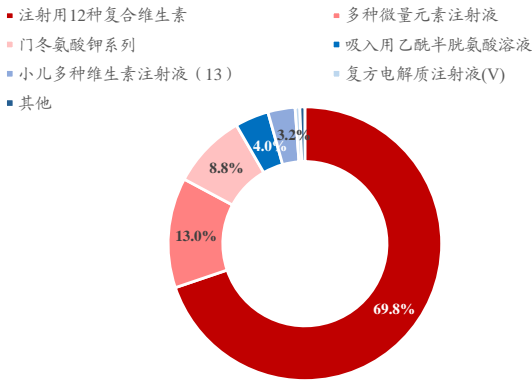
表1：公司主要产品构成及增长驱动（注：样本医院销售额均未放大）

类型	药品名称	2022年样本医院销售额(万元)	通过一致性评价厂家	2022年卫信康销售市占率	2022年原研销售市占率	公司2023-2024年销增长逻辑	适应症
维生素类	注射用12种复合维生素	49,720	-	82.9%	17.1%	2020年医保调入，医院覆盖度提升	本品为静脉补充维生素用药。适用于经胃肠道营养摄取不足者
	注射用多种维生素(13)	-	-	-	-	新产品推广	适用于接受肠外营养的成人及11周岁以上儿童维生素缺乏的预防
	小儿多种维生素注射液(13)	3,458	-	-	0.0%	2023年3月新进入医保增量	本品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。
复合微量元素	多种微量元素注射液	44,789	-	18.5%	81.5%	医院覆盖度提升	本品为肠外营养的添加剂。
复方氨基酸	复方氨基酸注射液(20AA)	3,887	1	0.0%	0.0%	新产品推广	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的肠外营养以提供氨基酸。
	小儿复方氨基酸注射液(19AA-I)	8,563	2	0.0%	0.0%	新产品推广	本品为静脉用胃肠外营养输液，可用于以下几个方面： 1、早产儿、低体重儿及各种病因所致不能经口摄入蛋白质或摄入量不足的新生儿。 2、各种创伤：如烧伤、外伤及手术后等高代谢状态的小儿。 3、各种不能经口摄食或摄食不足的急、慢性营养不良的小儿，如坏死性小肠结肠炎、急性坏死性胰腺炎、化疗药物反应等。
	小儿复方氨基酸注射液(20AA)	-	-	-	-	暂未上市，上市后可有望成为新产品	
电解质类	复方电解质注射液(V)	-	-	-	-	医院覆盖度提升	本品适用于成人，可作为水、电解质的补充源和碱化剂
	复方电解质注射液(II)	6,861	2	0.0%	91.3%	行业需求增长	本品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。 电解质补充药。 用于各种原因引起的低钾血症，可在出现下列症状或情况下，使用本品进行补钾：合并使用降压利尿剂、肾上腺皮质激素、强心苷、胰岛素，或者某些抗生素时；低钾型周期性四肢麻痹；心脏疾病情况下的低血钾状态；严重呕吐、腹泻、钾离子摄取不足或手术后。
	门冬氨酸钾注射液	18,691	-	39.2%	0.0%	行业需求增长	电解质补充药。用于低钾血症，低钾及洋地黄中毒引起的心律失常，病毒性肝炎，肝硬化和肝性脑病的治疗。
	门冬氨酸钾镁注射液	1,107	-	4.9%	72.9%	行业需求增长	电解质补充药。可用于低血钾症，洋地黄中毒引起的心律失常（主要是室性心律失常）以及心肌炎后遗症、充血性心力衰竭、心肌梗塞的辅助治疗。
其他	注射用门冬氨酸钾镁	1,241	-	1.4%	0.0%	行业需求增长	治疗浓稠粘液分泌物过多的呼吸道疾病如：急性支气管炎、慢性支气管炎及其病情恶化者、肺气肿、粘稠物阻塞症以及支气管扩张症。
	吸入用乙酰半胱氨酸溶液	58,578	6	-	56.5%	行业需求增长	

资料来源：Wind医药库，公司年报，药品说明书，公司官网，浙商证券研究所

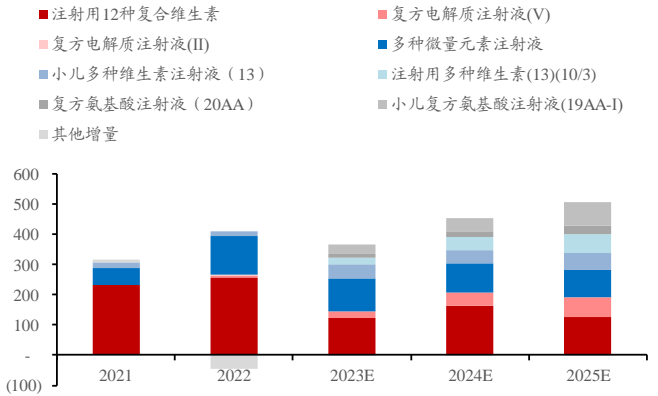
注：注射用12种复合维生素的卫信康市占率估算合并了注射用多种维生素（12）的样本医院销售额。

图5: 估算公司 2022 年主要产品收入构成



资料来源: 公司年报, Wind 医药库, 浙商证券研究所

图6: 估算公司 2023-2025 年收入增量的品种构成 (百万元)

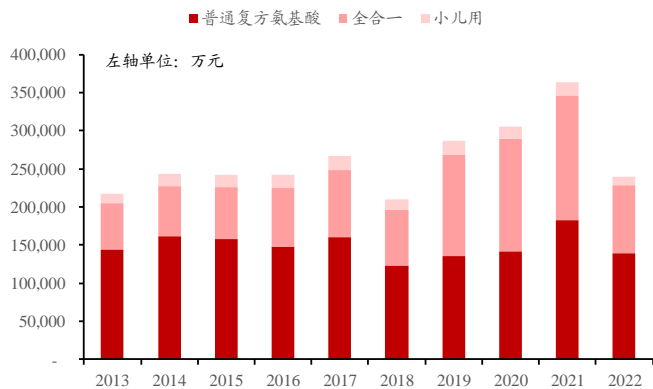


资料来源: 公司年报, Wind 医药库, 浙商证券研究所

2.1 行业: 160+亿市场容量, 用药升级趋势明显

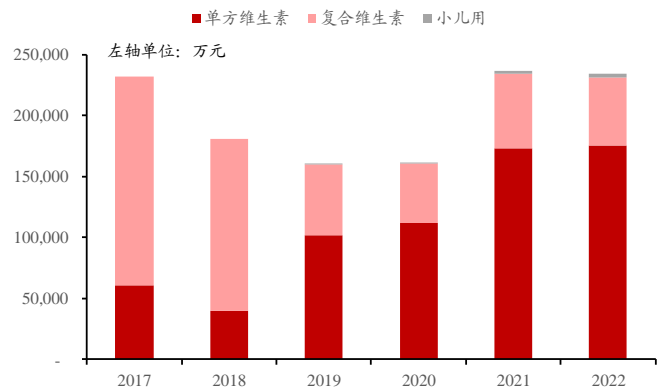
围手术期用药升级, 160+亿市场仍有增长空间。①**现有市场空间: 160+亿元市场容量。**根据 Wind 医药库样本医院销售情况, 2022 年氨基酸类注射剂销售额约 24 亿元、维生素类注射剂销售额约 23.4 亿元、复合微量元素类注射剂 6.3 亿元, 考虑到此类注射剂多在医院端销售, 假设样本医院放大 3 倍, 对应 2022 年三种注射剂市场容量分别为 71.9 亿元、70.3 亿元和 18.8 亿元, 肠外营养相关注射剂总市场容量约 161 亿元; 部分产品可能在基层医院销售占比较高, 进而可能导致实际销售额高于此处的估算。②**品种结构: “全合一”类占比提升, 产品升级仍有空间。**针对氨基酸类产品, 2013 年以来“全合一”类产品(即综合配制碳水化合物、氨基酸、脂肪乳、维生素、微量元素、电解质和水等营养要素的产品)销售额占比明显提升(从 2013 年的 27.5% 提升至 2022 年的 37.2%, 2020 年一季度占比提升至 48.4%); 针对维生素类产品, 复方类占比有所下降, 在复方类产品结构内部, 注射用多种维生素(12)占比提升、注射用脂溶性维生素(II)等产品占比下降。③**行业增长驱动: 围手术期用药升级, 有独特药物经济学优势。**根据《中国成人患者肠外肠内营养临床应用指南(2023 版)》, “2017 年的一项系统评价分析了对于住院患者营养支持治疗的成本效益情况, 纳入分析的 16 项研究结果均证明营养支持治疗可节省医疗成本, 如其中一项涉及 116 万例患者的大样本, 回顾性研究证明在营养支持治疗上每投入 1 美元, 可节省 52.63 美元的医疗投入”; 肠外营养适用领域包括肠功能衰竭、短肠综合征、肠缺血、高流量瘘及腹腔间隔室综合征等患者, 可改善晚期肿瘤患者的营养不良状态。我们认为, 从中国消化道疾病和晚期肿瘤患者数看, 肠外营养产品仍有较大推广空间。

图7: 氨基酸类肠外营养注射剂样本医院销售结构(未放大)



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

图8: 维生素类肠外营养注射剂样本医院销售结构(未放大)



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

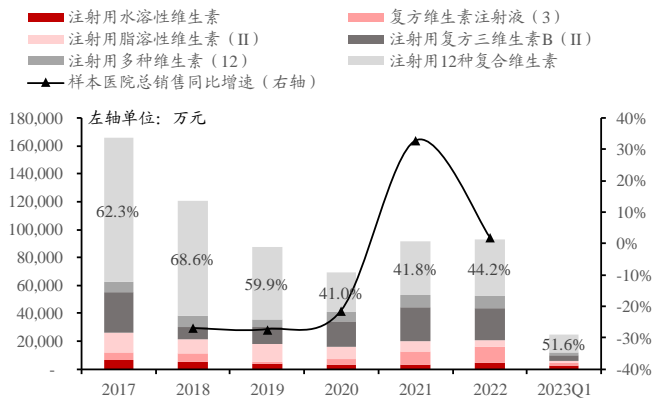
2.2 成长分析：医保增量、新品种支撑

我们认为，2023-2025年是核心品种陆续进入医保后放量、新品种获批上市窗口期，正在逐渐从单一品种依赖向多品种贡献增长过渡，我们预计公司2023-2025年收入CAGR有望达到24.9%。

2.2.1 存量品种：医保增量、医院覆盖提升

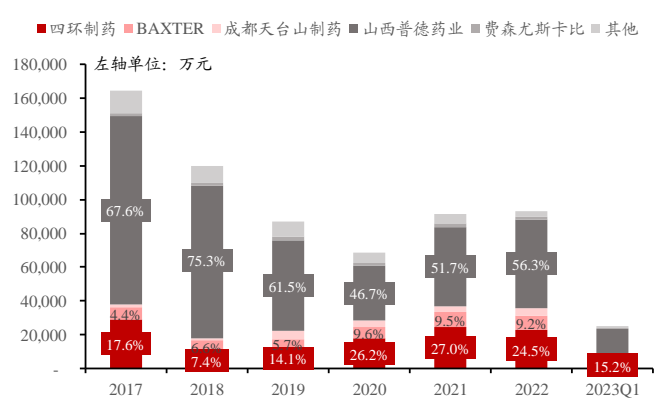
注射用12种复合维生素：市占率优势、竞争格局较好，受益于进入医保后医院覆盖提升。根据公司公告，2020年该产品调入国家医保，2021年起公司加速该产品在全国省份准入和医院覆盖。从销售额看，2022年注射用12种复合维生素（山西普德）、注射用多种维生素（12）（百特）样本医院总销售额约5亿元（未放大），其中普德产品占比82.9%；2023Q1两个产品样本医院销售额之和为1.5亿元（未放大）、普德产品占比84%。从潜在竞争对手看，注射用多种维生素（12）除了百特外，仅山东鲁盛制药于2022年8月以4类药申报。我们认为在中短期维度看，该产品有望维持较好的竞争格局，医院覆盖率提升下有望实现较好增速，但考虑到注射用多种维生素(13)等产品的潜在竞争及2023年5月河南省联盟集采等的潜在影响，我们预计中长期看该产品收入增速放缓至10%左右。

图9：样本医院复方维生素销售额构成变化(未放大)



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

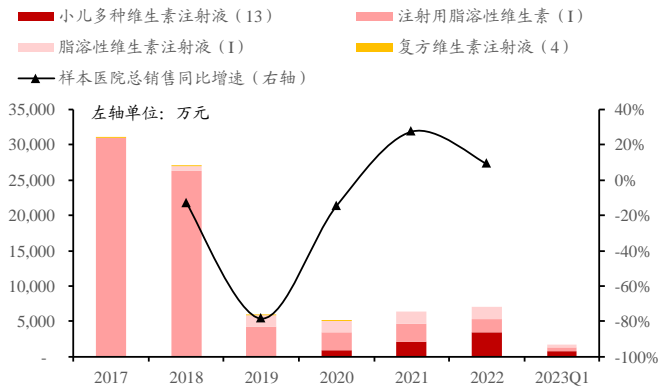
图10：样本医院复方维生素销售企业占比变化(未放大)



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

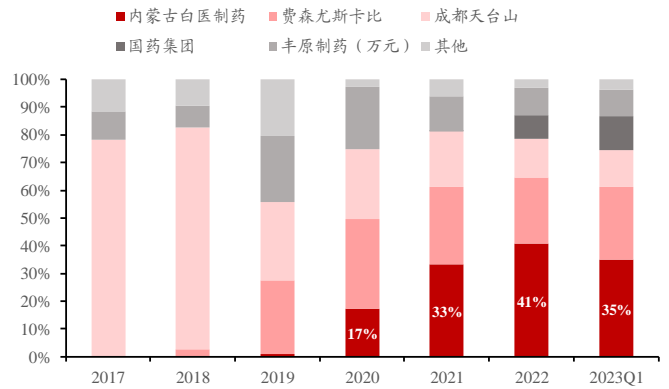
小儿多种维生素注射液（13）：看好调入医保后的放量潜力。根据国家医保局官网，内蒙古白医制药（即卫信康）的小儿多种维生素注射液（13）“中国大陆首次上市时间为2018年4月。目前大陆地区无同通用名药品上市，中国大陆是本品首个全球上市国家”。从使用领域看，“本品适用于11周岁以下患儿肠外营养维生素的补充，如危重症患儿、早产儿、围手术期患儿、血液肿瘤患儿等静脉全维生素的补充。大陆地区发病率0.76%，年发病患者总数150余万人（治疗率大概50%）”。从使用效果看，此产品的优势是“临床应用根据体重区间仅3个剂量，配制方便且均满足相关医学指南要求”，“可弥补本品上市前临床上用脂溶性维生素注射剂和注射用水溶性维生素按体重换算多达10个剂量、配制繁琐易污染且剂量均不符合相关医学指南和监管部门意见，不能满足临床上小儿特殊生理需求的短板”。该产品2023年3月正式以医保支付，我们看好该产品的市场推广空间及对公司的增长支撑。

图11: 样本医院小儿复方维生素销售额构成变化(未放大)



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

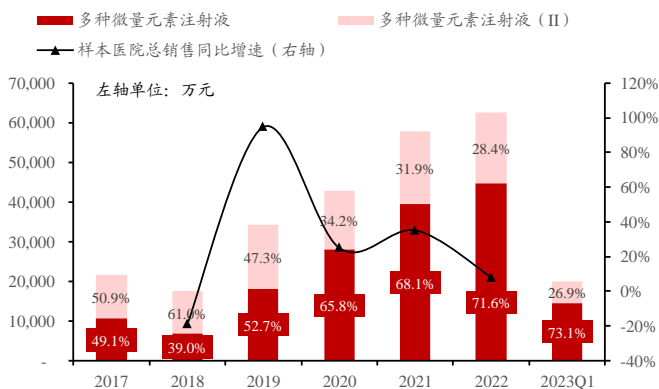
图12: 样本医院小儿复方维生素销售企业占比变化



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

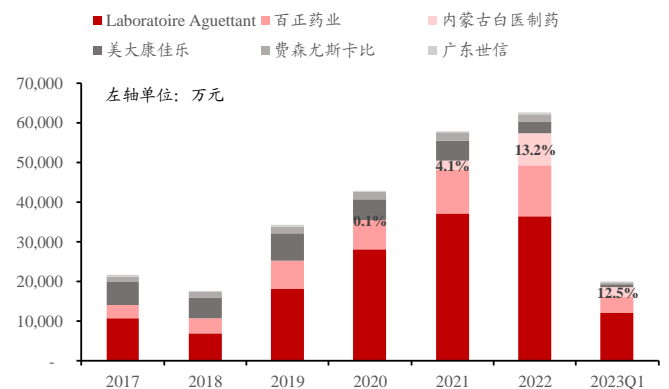
多种微量元素注射液: 竞争格局相对较好, 中短期仍在放量阶段。 参考几种多种微量元素注射液(含I、II和III)的说明书, 我们认为几款产品的差异体现在微量元素的含量、辅料、规格等。根据 Wind 样本医院数据, 2022 年多种微量元素注射液(含多种微量元素注射液和多种微量元素注射液 II) 样本医院销售额约 6.3 亿元(未放大)、同比增长 8.1%, 其中多种微量元素注射液销售额占比 70% 以上, 内蒙古白医制药(即卫信康)销售市占率 18.5%。从应用场景看, 根据《多种微量元素注射液临床应用中国专家共识(2021)》, 多种微量元素注射液主要用于危重症及中重度烧伤、围手术期等场景, 针对肿瘤患者、老年患者、透析、肠痿、短肠综合征等场景也可使用(但推荐强度为“弱”), 使用场景相对较多, 具有一定的学术推广空间。从潜在竞争对手看, 根据 Wind 医药库, 2019 年以来除了卫信康、费森尤斯卡比和 Laboratoire 以外, 仅百正药业在 2021 年 10 月申报了多种微量元素注射液(I)、世信药业在 2019 年 4 月申报了多种微量元素注射液(II), 而卫信康在该领域的品种梯队最完整(2020 年 10 月获批多种微量元素注射液、2022 年 6 月申报了多种微量元素注射液 I、2022 年 11 月申报了多种微量元素注射液 III), 我们预计该产品在中短期内的竞争格局相对较好。综合考虑地方集采(如广东省联盟等)影响、学术推广空间、竞品影响等因素, 我们预计 2023-2025 年该产品仍在医院渗透提升期, 后续增速逐步放缓。

图13: 样本医院多种微量元素注射液销售额构成变化(未放大)



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

图14: 样本医院多种微量元素注射液销售企业占比变化(未放大)



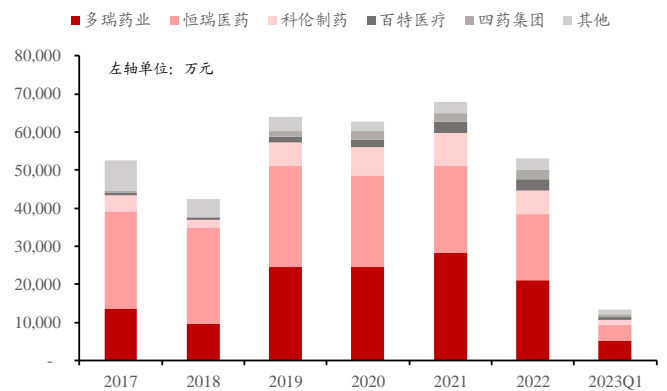
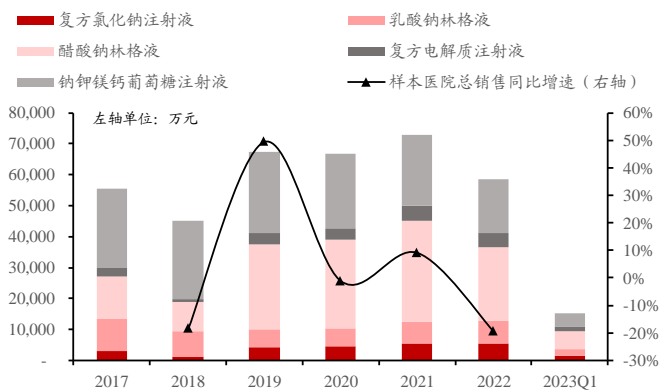
资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

复方电解质注射液: 双缓冲系统、更适合心功能不全患者及糖尿病患者, 期待医保谈判推进及医院覆盖度提升。 根据《外科病人围手术期液体治疗专家共识(2015)》, 液体治疗是围手术期治疗的重要组成部分, 可以分为晶体液(生理盐水、乳酸林格液、复方电解

质等)、胶体溶液(括羟乙基淀粉(HES)、明胶、右旋糖酐、白蛋白等)等,根据 Wind 医药库数据,2022 年重点品种样本医院总销售额约 5.9 亿元(未放大,具体品种见图 15 和图 16)、同比下降 19.4%。根据公司公告,公司复方电解质注射液(V)和复方电解质注射液(II)于 2019 年 4 月和 12 月获批上市,从样本医院销售情况看,我们发现公司两个品种市占率相对较低。根据国家医保局公示的内蒙古白医的申报材料,相对于其他产品,公司复方电解质注射液(V)优点体现为:①含有碳酸氢盐和磷酸盐双缓冲系统,抗酸缓冲性好,且葡萄糖酸钠和醋酸钠在体内代谢较快,几乎无蓄积,因此不会引起酸中毒;②以醋酸根和葡萄糖酸根取代乳酸根,可避免乳酸在肝脏内转变为葡萄糖而引起的血糖升高,从而提高了糖尿病患者用药的安全性;③所含离子种类和浓度与血浆相似,血液相容性高;④不含钙,可提高与其它药物配伍的安全性。考虑到两个复方电解质注射液产品暂未进入医保,期待公司该产品医院覆盖率提升下带动业绩增长。

图 15: 样本医院电解质注射液重点品种销售额构成变化(未放大)

图 16: 样本医院电解质注射液重点品种销售企业占比(未放大)



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

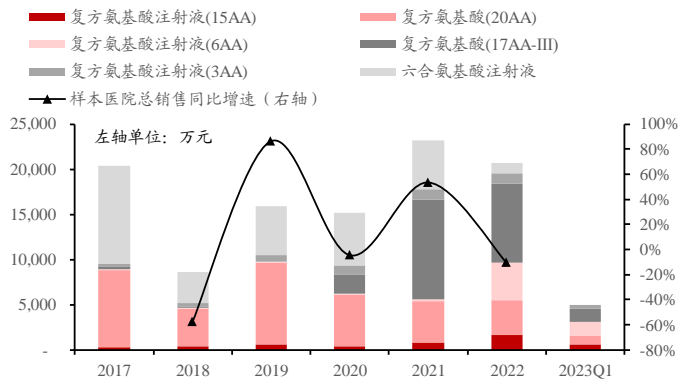
资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

注: 重点品种与图 15 一致, 包括复方氯化钠注射液、乳酸钠林格液、醋酸钠林格液、复方电解质注射液、钠钾镁钙葡萄糖注射液等

2.2.2 增量品种: 复方氨基酸市占率提升、复合维生素品种升级

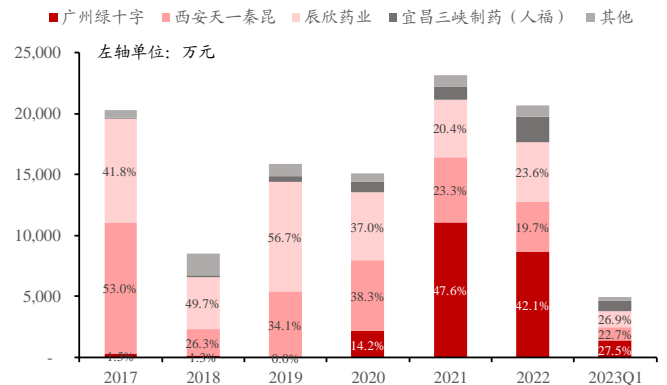
复方氨基酸注射液(20AA): 肝病适用型氨基酸注射液, 有望贡献增量。我国已上市的复方氨基酸注射液品种繁多, 根据《复方氨基酸注射液临床应用专家共识》, 复方氨基酸注射液可以分为平衡型、肝病适用型、肾病适用型、儿童专用等。公司 2022 年 10 月上市了复方氨基酸注射液(20AA), 2017 年医保明确了“限有明确的肝硬化、重症肝炎和肝昏迷诊断证据的患者”。①市场空间看, 根据 Jia Xiao 等 2019 年 7 月发表于 *J Hepatol.* 的文章分析, 2009-2017 年中国因为肝病住院的人群中 15-20% 为肝硬化及肝纤维化, 相当于 700 万(或 0.5%) 的中国人口患有肝硬化; 根据药品说明书估算, 假设每人每天注射 1 瓶、单价取已进入医保的 4 个产品的平均(2022 年平均为 60.9 元/瓶), 我们认为该产品有一定市场开拓空间。②竞争格局看, 2022 年样本医院复方氨基酸注射液(15AA)、复方氨基酸注射液(3AA)和复方氨基酸注射液(20AA)销售量占比相当(分别为 25.5%、22.6%、22.5%); 从审评上市情况看, 复方氨基酸注射液(20AA)还有海思科(已上市销售但暂未过评)、湖北一半天、费森尤斯卡比、科伦药业等公司申报, 从竞品销售、申报公司情况, 我们预计该产品的上市销售有望贡献增长增量。

图17: 样本医院复方氨基酸注射液(肝病适用)销售额(未放大)



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

图18: 复方氨基酸注射液(肝病适用)厂商销售额占比(未放大)

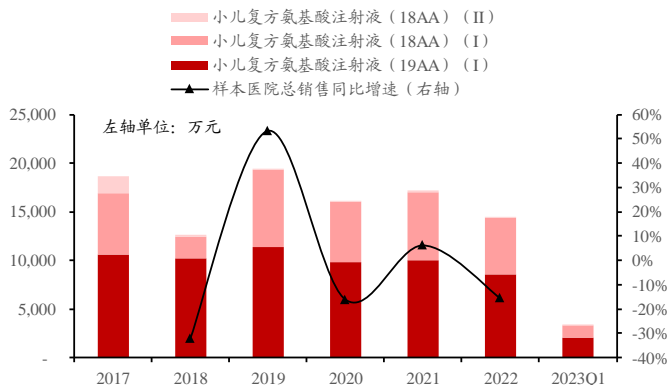


资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

小儿复方氨基酸注射液(19AA-I): 竞争格局相对较好, 看好市占率提升带来的增长。

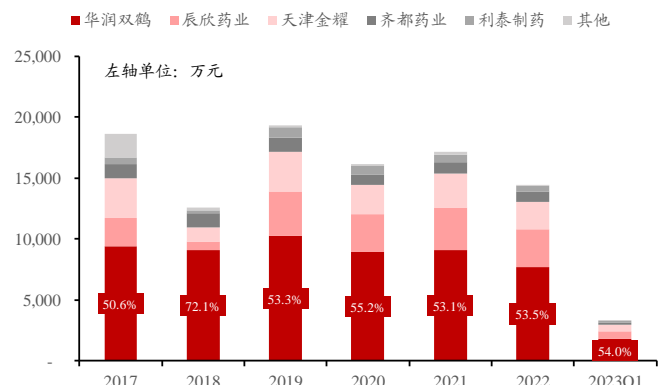
根据《复方氨基酸注射液临床应用专家共识》，儿童专用的复方氨基酸注射液主要有三种且均在2017年已进入全国医保，适应症主要集中于早产儿、患病新生儿（先天性消化道畸形及获得性消化道疾病）。①市场空间看，根据Wind医药库统计，2022年三个小儿复方氨基酸注射液样本医院销售额之和为1.4亿元（未放大）、同比下降15.7%。理论市场空间看，以早产儿估算，根据国家统计局统计，2022年全国出生人口956万人；根据2021年发表于《中国新生儿科杂志》的综述估算，中国早产儿发生率逐渐上升至7-10%，以此估算2022年中国早产儿约67-96万人。以2022年三个产品样本医院销售平均价（约19.8元/瓶）和说明书用法用量估算（每日每公斤体重用20-35ml或遵医嘱、假设平均体重2.5kg）估算，我们预计渗透率提升空间有限。②竞争格局看，根据Wind医药库销售额数据，2022年小儿复方氨基酸注射液(19AA-I)在三个产品中销售额占比59.2%，其中华润双鹤销售市占率90.3%；从审评情况看，除了卫信康、华润双鹤（小儿复方氨基酸注射液(19AA-I)均已过评）外，仅上海长征富民金山制药在2018年11月提交了小儿复方氨基酸注射液(18AA-II)的补充申请，我们预计小儿复方氨基酸系列产品竞争格局相对较好，公司的销售额增长有望来自于市占率提升。

图19: 样本医院小儿复方氨基酸注射液销售额构成(未放大)



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

图20: 样本医院小儿复方氨基酸注射液销售企业占比(未放大)



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

注射用多种维生素(13)(10/3): 升级产品, 有望衔接增长。根据公司公告, 2022年8月该产品上市, 相比于注射用多种维生素(12)等产品, 该产品新增维生素 K1 含量, 根据《注射用多种维生素(13)临床应用专家共识》, 新增维生素 K1 的优点包括: ①血药浓度波动小, 更符合肝脏对维生素 K 的持续需求, 以支持凝血因子的产生; ②可对机体多种器官功能起到促进作用; ③使患者免于静脉、肌内或皮下注射维生素 K1 的不适及可能出现的不良反应, 增加患者依从性且节省药房配制和护理时间。我们认为, 该产品作为复合维生素注射液的升级产品, 上市后有望衔接增长。

2.3 总结: 竞争壁垒源于复方制剂平台+差异化品种迭代

从立项角度看, 公司聚焦于围手术期肠外营养相关产品, 销售产品多为竞争格局相对较好(体现为申报企业相对较少)、广义竞品相对复杂(体现为含量/成分微调即能构成临床应用场景改变), 我们认为这种产品战略的竞争壁垒来自于①大复方制剂工艺平台(原辅料配伍及优化等)、②细分市场立项(针对差异化适应症人群的品种选择等)、③精细化销售渠道管理(需要兼顾市场教育+终端下沉)。我们看好公司老产品进入医保、新产品陆续上市贡献的增长弹性, 中期维度看, 我们期待公司在肠外营养、医美等新产品的布局 and 突破。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

综合上文的分析，我们结合不同品种对公司进行盈利预测：

- 注射用 12 种复合维生素：收入体现在公司与山西普德的服务性收入中，我们参考公司年报公告的注射用多种维生素（12）医疗机构采购量及中标价上下限估算收入，2023 年采购价参考药融云统计的 2023 年 1-6 月药品中标价平均数，假设价格基本稳定；销售量上，我们假设 2023-2025 年公司该产品销售量同比增长 10-15%。
- 多种微量元素注射液：根据公司年报，2022 年该品种收入占比 13%左右，医疗机构的合计实际采购量约 95 万支、中标价为 219-260 元/支；展望 2023-2025 年，我们假设该品种的单价有所下降（2023 年销售价参考药融云统计的 2023 年 1-6 月的中标平均价）、销售量市占率提升，对应 2022-2025 年该品种收入 CAGR 约 38%。
- 小儿多种维生素注射液（13）：考虑到该品种于 2023 年 3 月正式以医保支付，我们假设该品种 2023 年销售量大幅增加、销售价格稳定，2025 年收入占比提升至 6.9%。
- 复方电解质注射液(V)：考虑到该品种相对较大的市场空间及公司该产品的独特优势（详见上文分析），我们假设 2023-2025 年该品种销售量大幅增加、销售价格有所下降，2025 年收入占比提升至 5.1%。

在这样的分析下，我们预计公司 2022-2025 年收 CAGR 约为 24.9%，收入增长结构由 2021 年主要依赖注射用 12 种复合维生素（估算该品种收入增量占总收入增量的 73.1%）到多品种驱动，估算 2025 年注射用 12 种复合维生素收入增量占总增量的 25%、多种微量元素注射液收入增量占比 18%、小儿复方氨基酸注射液(19AA-I)收入增量占比 15.2%、复方电解质注射液(V)收入增量 13.1%。毛利率看，由于毛利率相对较低的服务性收入（即注射用 12 种复合维生素）占比下降，2023-2025 年公司整体毛利率持续提升；净利率看，我们假设随着公司销售品种增加，销售费用率有所增加；随着公司在医美等领域多品种布局，我们预计公司的研发费用率相对稳定、研发费用绝对额有所增长，在这样的假设下，我们预计 2023-2025 年公司的净利率有所提升。

表2：公司部分业务拆分及收入预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
服务性收入					
收入	726	983	1,106	1,271	1,397
YOY	64.3%	35.5%	12.5%	14.9%	9.9%
毛利率	35.7%	36.7%	36.2%	36.5%	36.3%
总收入占比	70.2%	70.3%	62.7%	57.3%	51.3%
电解质补充药					
收入	191	156	199	265	265
YOY	-3.3%	-30.5%	17.6%	27.5%	33.3%
毛利率	92.8%	90.6%	90%	90%	90%
总收入占比	18.5%	9.5%	8.9%	9.0%	9.7%
复合微量元素					
收入	55	182	291	387	478
YOY		232.2%	60.0%	33.0%	23.5%
毛利率	93.8%	94.7%	94.2%	94.5%	94.4%
总收入占比	5.3%	13.0%	16.5%	17.5%	17.6%
其他					
收入	62	101	210	362	583
YOY	246.7%	62.4%	109.0%	71.8%	61.4%

毛利率	73.1%	81.8%	81.8%	82.8%	83.8%
总收入占比	6.0%	7.2%	11.9%	16.3%	21.4%
其中：小儿多种维生素注射液（13）	30	45	90	135	189
注射用多种维生素（13）（10/3）			21	63	126
复方氨基酸注射液（20AA）			13	31	59
小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）			31	77	154

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3.2 估值

综合上述分析，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.56、0.77 和 1.00 元/股，2023 年 7 月 18 日收盘价对应公司 2023 年 PE 为 23 倍，低于可比公司平均。可比公司选择上，我们选择了同样有肠外营养产品销售的海思科、华润双鹤，及国内仿制药销售为主的福元医药和普利制药。

表3：可比公司估值情况

代码	重点公司	现价		EPS			TTM	PE			评级
		2023-7-17	2022A	2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E	
002653.SZ	海思科	22.2	0.25	0.33	0.44	0.56	88.5	67.0	50.6	39.6	无评级
601089.SH	福元医药	16.1	0.91	1.03	1.20	1.39	1.39	15.6	13.4	11.6	增持
600062.SH	华润双鹤	16.7	1.12	1.28	1.45	1.61	14.5	13.1	11.6	10.4	无评级
300630.SZ	普利制药	19.3	0.96	1.12	1.34	1.59	1.59	17.2	14.4	12.1	增持
	平均						26.5	28.2	22.5	18.4	
603676.SH	卫信康	13.0	0.41	0.56	0.77	1.00	17.5	23.4	17.0	13.0	增持

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：福元医药、普利制药 2023-2025 年 EPS 来自于浙商医药团队估计，其他公司 EPS 来自于 Wind 一致预期

3.3 投资建议

我们认为，公司产品聚焦于围手术期肠外营养差异化领域，2023-2025 年是核心品种陆续进入医保放量、新品种获批上市窗口期，正在逐渐从单一品种依赖向多品种贡献增长过渡；从行业角度看，肠外营养非“辅助用药”，在缩短住院时间、降低炎症反应等具有独特的药物经济学价值，随着围手术期肠外营养产品渗透率提升，公司产品医院覆盖率有望同步提升。综合考虑到公司的产品战略和增长阶段，我们看好公司在 2023-2025 年的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

4 风险提示

重点产品集采价格大幅下降或流标风险：公司多个产品是首家过评且市场竞争格局相对较好，但地方集采联盟（如河南联盟、广东联盟等）可能对公司产品的销售节奏和销售价格产生不利影响。

产品申报或临床进度不及预期风险：根据公司年报，公司多个品种处于上市申报阶段，如果相关品种申报进度不及预期，可能导致公司错过部分市场机遇，进而影响销售收入和利润增长。

新生儿数量下降风险：公司有多个针对儿童的肠外营养产品，如果新生儿数量持续下降，可能对公司部分品种的市场销售带来不利影响。

医药监管政策变化风险：肠外营养产品多为注射剂，其生产、运输、销售等受到较严格的医药监管政策影响，如果相关政策变化，可能对公司的生产经营带来不利影响。

样本医院数据不代表总体的风险：报告中多处数据采用 Wind 医药库样本医院数据，该数据可能存在统计范围有限、放大后失真等风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,139	1,326	1,714	2,195
现金	519	653	961	1,356
交易性金融资产	287	287	287	287
应收账款	219	272	341	419
其它应收款	2	2	3	4
预付账款	72	78	91	104
存货	33	30	26	22
其他	7	3	3	3
非流动资产	526	567	601	640
金融资产类	71	71	71	71
长期投资	0	0	0	0
固定资产	308	346	376	408
无形资产	24	19	14	9
在建工程	17	22	31	43
其他	105	108	108	108
资产总计	1,665	1,893	2,315	2,835
流动负债	412	495	583	667
短期借款	0	0	0	0
应付款项	237	280	329	375
预收账款	0	0	0	0
其他	175	214	254	293
非流动负债	32	33	33	33
长期借款	0	0	0	0
其他	32	33	33	33
负债合计	444	528	616	701
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,221	1,365	1,699	2,134
负债和股东权益	1,665	1,893	2,315	2,835

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	246	275	348	448
净利润	177	242	334	436
折旧摊销	43	42	46	51
财务费用	0	0	0	0
投资损失	(16)	(18)	(18)	(16)
营运资金变动	36	20	(3)	(13)
其它	6	(12)	(11)	(9)
投资活动现金流	105	(44)	(40)	(54)
资本支出	(77)	(59)	(58)	(70)
长期投资	0	0	0	0
其他	183	15	18	16
筹资活动现金流	(76)	(97)	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(76)	(97)	0	0
现金净增加额	276	134	308	394

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,399	1,764	2,219	2,725
营业成本	663	776	911	1,038
营业税金及附加	15	19	24	30
营业费用	312	411	540	704
管理费用	172	212	266	327
研发费用	72	93	118	144
财务费用	(3)	0	0	0
资产减值损失	(23)	(8)	(10)	(10)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	16	18	18	16
其他经营收益	3	4	4	5
营业利润	163	264	371	492
营业外收支	20	21	22	20
利润总额	182	285	393	512
所得税	5	43	59	77
净利润	177	242	334	436
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	177	242	334	436
EBITDA	211	327	439	563
EPS (最新摊薄)	0.41	0.56	0.77	1.00

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	35.31%	26.13%	25.80%	22.79%
营业利润	58.97%	62.14%	40.62%	32.82%
归属母公司净利润	84.50%	36.72%	37.97%	30.47%
获利能力				
毛利率	52.60%	55.98%	58.92%	61.90%
净利率	12.65%	13.72%	15.04%	15.98%
ROE	14.50%	17.73%	19.65%	20.41%
ROIC	13.27%	17.63%	19.57%	20.34%
偿债能力				
资产负债率	26.68%	27.90%	26.62%	24.72%
净负债比率	36.39%	38.69%	36.28%	32.83%
流动比率	2.77	2.68	2.94	3.29
速动比率	2.50	2.45	2.73	3.09
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.99	1.05	1.06
应收账款周转率	6.80	7.23	7.33	7.26
应付账款周转率	2.75	3.00	2.99	2.95
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.56	0.77	1.00
每股经营现金	0.57	0.63	0.80	1.03
每股净资产	2.80	3.14	3.90	4.90
估值比率				
P/E	32.04	23.44	16.99	13.02
P/B	4.65	4.15	3.34	2.66
EV/EBITDA	30.44	15.38	10.75	7.67

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>