

进入高速成长期的肠外营养用药先行者

——卫信康 (603676.SH) 深度报告

报告要点：

- **老龄化、不良生活习惯等致临床营养不良高企，肠外营养支持未来空间广阔**

据动脉网，国内住院病人营养不良发生率为 30%~55%，在一些重症病人中营养不良的发生率可高达 80%。我国只有 31% 的营养不良的患者得到了营养治疗，在重度营养不良的患者中，50% 以上未得到营养治疗。据三奇生物数据显示，我国有 71% 的患者在住院期间没有得到应有的营养治疗，在得到营养治疗的 29% 患者里面，有一半以上的营养治疗不规范。临床肠外营养支持治疗未来空间广阔。

- **多个核心产品国内或国产独家致国家集采免疫，竞争格局佳**

核心产品竞争格局如下：注射用多种维生素 (12)、多种微量元素注射液 (40mL) 是国产独家品种；小儿多种维生素注射液 (13)、复方电解质注射液 (V) 是国内独家品种；小儿复方氨基酸注射液 (19AA-I) 是国内首家通过一致性评价企业。以上产品竞争格局良好，短期无集采风险。多种维生素注射剂 (13)、小儿微量元素类、小儿复方氨基酸注射液 (20AA) 等丰富在研管线完善公司产品矩阵，保障公司长期发展。

- **医保加持+医疗机构快速覆盖，公司核心产品加速放量可期**

成人产品目标医院 5000 家，儿科科室拓展空间广阔。截至 2021 年，注射用多种维生素 (12) 已完成 29 个省级行政区域的中标/挂网，新增 16 个医保覆盖区域；覆盖医院数量已超过 1600 家，目标医院覆盖率 36%。多种微量元素注射液 (40mL) 已完成 23 个省级行政区域的中标/挂网，覆盖医院超过 100 家，2022Q1 覆盖医院数量增加近 50%。小儿多种维生素注射液 (13) 已完成 26 个省级行政区域的中标/挂网，覆盖医院近百家。渠道拓展空间依然巨大。

- **投资建议与盈利预测**

注射用多种维生素 (12) 新进医保目录、多种微量元素注射液和小儿复方氨基酸注射液的优效替代、小儿多种维生素注射液 (13) 填补市场空白，公司业绩将迎来高速增长期，我们预计公司 2022-2024 年营业收入 14.2/18.9/24.7 亿，增速分别为 37.5%/32.9%/30.6%；归母净利润 1.46/2.03/2.81 亿，增速分别为 51.8%/39.8%/38.3%；EPS 为 0.33/0.47/0.65 元/股，对应 PE 为 31.7/22.7/16.5。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示**

研发不确定性；核心医保产品降价；行业竞争加剧；渠道拓展不确定性等。

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	1421.61	1889.83	2467.52
收入同比(%)	-3.41	44.43	37.54	32.94	30.57
归母净利润(百万元)	58.42	95.91	145.46	203.05	280.78
归母净利润同比(%)	4.93	64.16	51.66	39.60	38.28
ROE(%)	5.94	8.99	12.49	15.99	19.91
每股收益(元)	0.13	0.22	0.33	0.47	0.64
市盈率(P/E)	79.03	48.14	31.74	22.74	16.45

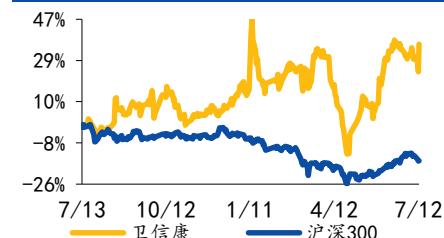
资料来源：Wind, 天软科技, 国元证券研究所

买入|首次推荐

基本数据

52周最高/最低价(元):	11.66 / 6.89
A股流通股(百万股):	428.45
A股总股本(百万股):	435.92
流通市值(百万元):	4537.31
总市值(百万元):	4616.38

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	徐恺
执业证书编号	S002052105003
电话	021-51097188
邮箱	xucai@gyzq.com.cn

目 录

1. 肠外营养用药全领域布局的先行者	4
1.1 品类布局完善、产品渐丰富的肠外营养专家	4
1.2 注射用多种维生素 (12) 加速渗透, 重磅新品快速放量	6
2. 临床营养不良高企, 肠外营养支持空间广阔	8
3. 独家刚需品种格局佳, 医保加持促放量	10
3.1 注射用多种维生素 (12): 国产独家、医保品种焕发新生机	10
3.2 微量元素补充剂领域: 国产独家、医保品种构建公司第二增长曲线	12
3.3 小儿多种维生素注射液 (13), 填补儿童肠外营养维生素静脉用药空缺 ..	14
3.4 儿童肠外营养再添氨基酸产品, 品类扩充加速	17
4. 在研产品储备丰富, 成人+儿童肠外营养用药全领域布局	18
5. 盈利预测	19
5.1 公司收入拆分	19
5.2 可比公司估值比较	20
6. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 产品矩阵——成人及儿童肠外营养用药全领域布局	4
图 3: 公司股权结构 (截至 2022.03.31)	5
图 4: 营业收入及增长情况 (百万元, %)	7
图 5: 扣非归母净利润及增长情况 (百万元, %)	7
图 6: 2021 年公司收入结构 (%)	7
图 7: 2021 年公司毛利结构 (%)	7
图 8: 历年毛利率 (%)	8
图 9: 历年费用率 (%)	8
图 10: 我国 60 岁及以上人口数量及占比统计 (万人, %)	8
图 11: 我国历年二级及以上医院住院人数 (万人)	8
图 12: 静脉复合维生素总销售额(亿元, %)	10
图 13: 多种维生素(12)销售额(亿元, %)	10
图 14: 注射用多种维生素 (12) 占比逐渐提升	11
图 15: 2021H1 注射用多种维生素 (12) 竞争格局 (%)	11
图 16: 医疗机构覆盖提升空间大	12
图 17: 多种微量元素注射液临床应用中国专家共识 (2021)	13
图 18: 多种微量元素注射剂销售额(亿元, %)	13
图 19: 多种微量元素注射液占比逐年提升 (%)	13
图 20: 公司产品符合国内外多个指南推荐	16
图 21: 2021 年国内儿童复方氨基酸市场规模	18
图 22: 公司在研产品储备丰富 (截至 2022 年 5 月底)	19

表 1: 公司高级管理人员	6
表 2: 欧洲 26 所医院的 5000 名患者营养状况调查结果	9
表 3: 预期营养不良的二级及以上医疗机构住院患者接受营养治疗人数(万人, %)	9
表 4: 国内注射用多种维生素 (12) 审批状态	11
表 5: 注射用多种维生素 (12) 市场规模测算	12
表 6: 国家多政策鼓励儿童用药发展	15
表 7: 小儿多种维生素注射液 (13) 市场规模测算	17
表 8: 小儿复方氨基酸注射液在审品种	17
表 9: 卫信康收入拆分 (百万元, %)	20
表 10: 可比公司估值对比	21

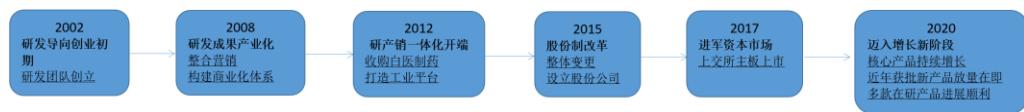
1. 肠外营养用药全领域布局的先行者

1.1 品类布局完善、产品渐丰富的肠外营养专家

西藏卫信康医药成立于 2006 年，经过多年的发展，已发展壮大成为一家拥有 11 家分子公司，业务涵盖产品及技术研发、药品生产制造及销售为一体的综合性高科技医药产业集团，并于 2017 年在上交所主板上市（证券代码 603676）。

卫信康秉承“责任、分享、公信、创新”的企业精神，专注于肠外营养用药领域，以临床需求为导向，立足于研发创新，坚持仿创结合，充分挖掘未被满足的临床需求，选择市场空间大、技术门槛较高的品种开展研发，营销渠道上不断深耕细作，目前核心产品已沉淀形成一定的行业优势地位和市场影响力。

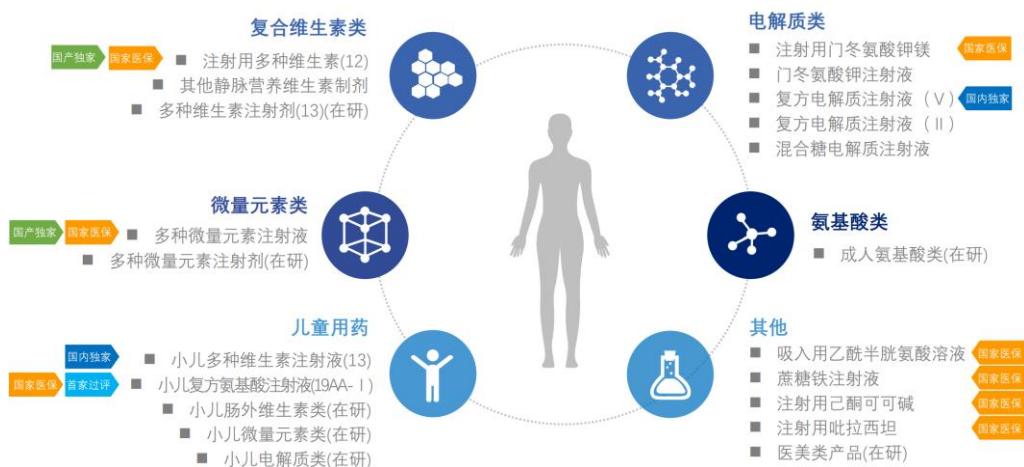
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

多品类国产独家且（或）医保品种率先布局。公司主导产品包括国产独家、国家医保目录（乙类）品种注射用多种维生素（12）；国内首仿、国产独家生产品种的多种微量元素注射液、小儿多种维生素注射液（13）、复方电解质注射液（V），已初步形成维生素、微量元素、电解质、氨基酸的产品矩阵，有助于发挥协同效应、共同发力。

图 2：产品矩阵——成人及儿童肠外营养用药全领域布局



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司的实际控制人为张勇。公司董事长、总经理张勇直接持有本公司 12.25% 的股权，通过西藏卫信康和天津京卫信康分别控制 47.08% 和 7.74% 的股权；其妻子钟丽娟直接持有公司 8.26% 的股权。综上，董事长、总经理张勇合计直接与间接控制 61.5% 的股权。子公司方面，内蒙古白医制药主要从事药品的研发、生产及销售；西藏中卫诚康药业和洋浦京泰药业主要从事药品销售；北京京卫信康科技、北京藏卫信康研发、

北京京卫众智、北京中卫康和江苏中卫康医药研发主要从事药品研发。

图 3：公司股权结构（截至 2022.03.31）



资料来源：wind，国元证券研究所

核心高管深耕医药行业二十余年，拥有丰富的制药技术和行业经验。董事长、总经理张勇和董事、副总经理刘烽、副总经理翁自忠均在制药公司担任过技术人员，具有深厚的产业技术背景，为公司技术的发展和方向提供了保障。公司还引进了法律背景、财务管理背景、中药师背景的高级人才作为独立董事，全方位地强化了公司的实力。

表 1：公司高级管理人员

姓名	职位	履历
张勇	董事长、总经理	1972 年生, EMBA, 沈阳药科大学药物制剂专业。2002 年至 2013 年, 任北京京卫信康医药科技发展有限公司执行董事、总经理; 2013 年至 2015 年, 任卫信康有限执行董事、总经理; 2015 年起, 任公司董事长、总经理。
刘烽	董事、副总经理	1973 年生, EMBA, 浙江大学高分子化工专业。曾任北京海泽润医药项目总监。2003 年至今任职于卫信康及其子公司; 2015 年起, 任公司董事、副总经理。
翁自忠	副总经理	1964 年生, 本科。曾就职江苏淮阴中药厂、江苏华阳制药副总经理、南京星银药业副厂长、香港积华生物江苏积大制药副总经理、上海迪赛诺集团子公司常务副总经理、总经理、党支部书记。2013 年至今, 任内蒙古白医制药总经理; 2015 年起, 任公司副总经理。
陈士恭	董事、副总经理	1973 年生, 博士, 经济师, 企业管理高级策划师。曾任京工集团雷蒙服装公司人力资源总监。2008 年至今, 任北京中卫康人力资源总监; 2015 年至 2018 年, 任公司监事。2018 年起, 任公司副总经理, 2021 年起任公司董事。
周小兵	副总经理	1976 年生, 本科, 高级经济师。曾任西藏藏药集团财务总监、西藏诺迪康药业财务总监; 2018 年至 2020 年, 任公司财务总监; 2020 年至今任公司副总经理。
郑艳霞	财务总监	1979 年生, 硕士, 高级会计师、税务师。曾任北京北陆药业财务部经理、子公司财务总监; 2019 年 9 月至今, 历任公司财务副总监、财务总监。
于海波	董秘	1979 年生, 药学专业, 曾任诺氏制药(吉林)总裁秘书处副主任、锦州奥鸿药业运营经理; 2008 年至 2015 年, 在卫信康及其子公司任商务部经理、投资发展部经理、证券事务部经理等职务, 2015 年至 2021 年 5 月, 任卫信康证券事务代表、证券事务总监, 2021 年 6 月至今任公司董事会秘书、证券事务代表。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 注射用多种维生素(12) 加速渗透，重磅新品快速放量

重磅产品逐渐丰富，业绩迎来高增长。2018 年全国范围内逐步全面推行两票制致低价转高开，导致公司营收大幅增长但利润却下滑；近年辅助用药等相关政策也对肠外营养用药进行了规范，行业及公司受到一定程度的影响。随着注射用多种维生素(12)进入国家医保快速放量、多种微量元素注射液(40ml)的获批和进医保、小儿多种维生素注射液(13)的获批等多个重磅产品连续迎来利好，公司迎来高速增长。

图 4: 营业收入及增长情况 (百万元, %)

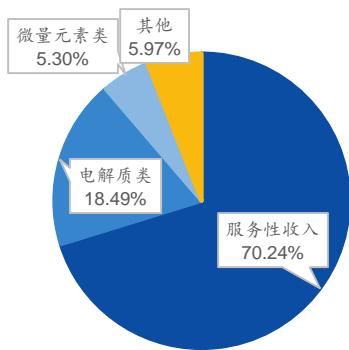

资料来源: wind, 国元证券研究所

图 5: 扣非归母净利润及增长情况 (百万元, %)

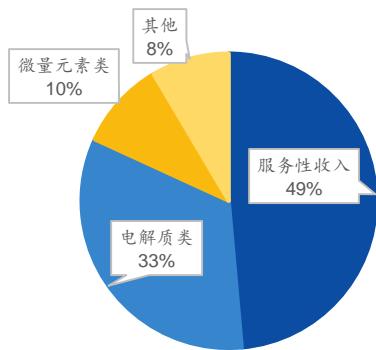

资料来源: wind, 国元证券研究所

公司收入中服务性收入和电解质类合计占比近 90%，毛利构成中占比超 10%的有服务性收入、电解质类和微量元素类业务，服务性收入板块是公司核心的业绩来源。

公司服务性收入板块主要由注射用多种维生素 (12) 贡献；电解质类板块主要由门冬氨酸钾注射液贡献；微量元素类板块目前仅由多种微量元素注射液 (40mL) 贡献；其他业务板块主要是小儿多种维生素注射液 (13)、乙酰半胱氨酸贡献。

图 6: 2021 年公司收入结构 (%)


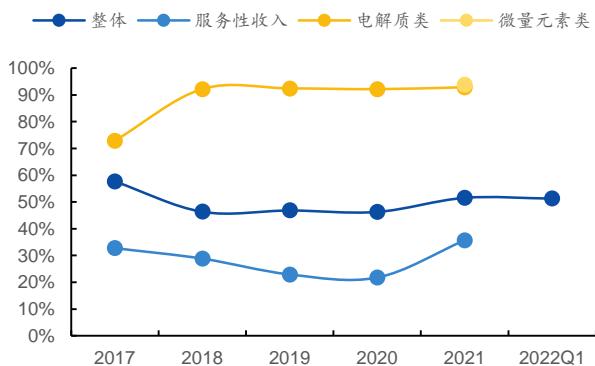
资料来源: wind, 国元证券研究所

图 7: 2021 年公司毛利结构 (%)


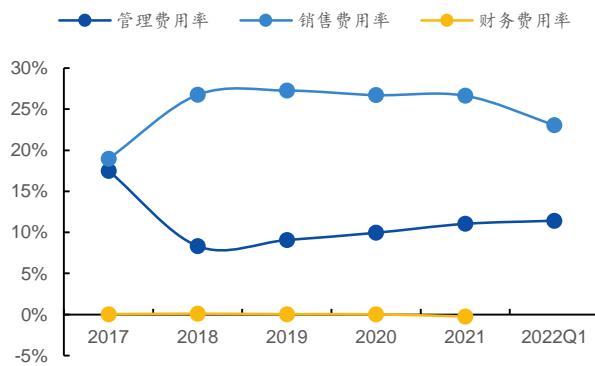
资料来源: wind, 国元证券研究所

公司整体盈利水平呈现提升趋势，主要由于：服务性收入板块的注射用多种维生素 (12) 2020 年新进医保加速放量、规模化效应提升；多种微量元素注射液 (40mL) 和小儿复合多种维生素 (13) 等高毛利率新产品的快速放量。

管理费用增长一方面由于公司规模扩大、人员增加，一方面是公司实施了股权激励形成费用。为促进销售增长，市场投入和激励销售人员费用增加，但由于公司收入增长更快，规模化效应使得销售费用率下降。公司现金较为充裕，无有息负债。

图 8: 历年毛利率 (%)


资料来源: wind, 国元证券研究所

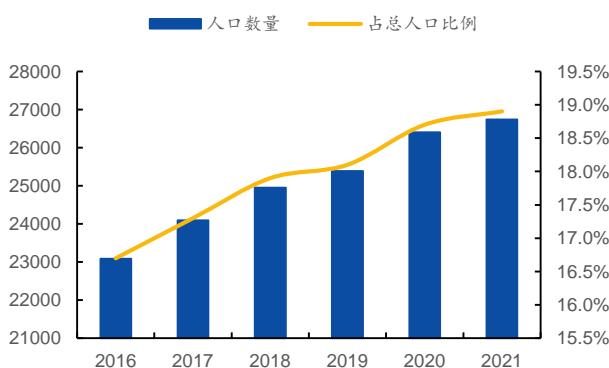
图 9: 历年费用率 (%)


资料来源: wind, 国元证券研究所

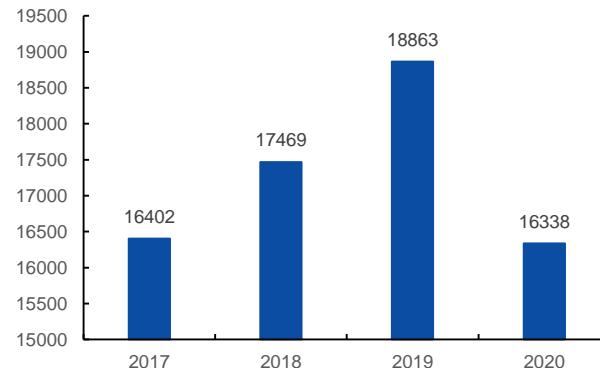
2. 临床营养不良高企，肠外营养支持空间广阔

随着我国人口老龄化、城镇化进程加快，以及不良生活方式（吸烟、熬夜、缺乏活动、不良饮食习惯等）影响，我国慢病患者基数还在不断增长，高龄、部分急、慢性疾病都容易引发不同程度的营养不良。

除疾病本身可能导致营养不良（营养不足）外，围手术期、危重症、肿瘤放化疗、肝病、各种慢性消耗性疾病等也可导致肠功能障碍或衰竭，患者更容易面临营养风险或加重原有的营养不足。我国住院成人患者的营养不良绝大多数都属于疾病相关营养不良。

图 10: 我国 60 岁及以上人口数量及占比统计 (万人, %)


资料来源: 中商产业研究院, 国元证券研究所

图 11: 我国历年二级及以上医院住院人数 (万人)


资料来源: 卫健委, 国元证券研究所

营养不良病人术后易有感染、肺功能障碍、胃肠吻合口易破裂成瘘、伤口愈合不良等并发症，增加患者的住院时间和死亡率。全欧洲进行的一项包含 26 所医院涵盖 5000 名患者的多中心临床调查结果显示，营养良好的病人死亡率、住院时间、并发症发生率都有大大降低。据北京世纪坛医院胃肠外科主任、临床营养科主任石汉平，营养不良的死亡率非常高，高达 20%。因此，各类疾病患者的营养支持已成为临幊上的一

一个重要治疗手段。

表 2：欧洲 26 所医院的 5000 名患者营养状况调查结果

组别	病死率 (%)	住院时间 (d)	并发症发生率 (%)
营养良好组	4.7	10.2±11.7	16.8
营养不良组	12.4	16.7±24.5	27.0

资料来源：动脉网，国元证券研究所

据动脉网，国内住院病人营养不良发生率为 30%~55%，在一些重症病人中营养不良的发生率可高达 80%。

据公开资料，我国三甲医院住院的肿瘤患者中重度营养不良的发生率为 58%，加上轻度营养不良，总的发生率达 80%。我国肿瘤患者营养不良发生率高，但是治疗率低。只有 31% 的营养不良的患者得到了营养治疗，2/3 的患者没有得到营养治疗，在重度营养不良的患者中，50% 以上未得到营养治疗。

据三奇生物数据显示，我国有 71% 的患者在住院期间没有得到应有的营养治疗，在得到营养治疗的 29% 患者里面，有一半以上的营养治疗是不规范的。

营养不良诊断和治疗不足的现象比较普遍，一项法国的胃肠癌患者的横断面多中心研究发现营养不良发生率为 52%。43% 的严重程度分类是错误的，大部分患者处于严重的营养不良状态，但并没有得到任何的营养治疗支持。

依据以上数据，我们假设营养不良的住院病人治疗率分别为 10%、30% 和 50%，可以发现，住院患者营养不良治疗市场需求巨大。

表 3：预期营养不良的二级及以上医疗机构住院患者接受营养治疗人数 (万人, %)

2020 年住院患者 (万人)	16338		
营养不良率 (%)	30~55%		
营养不良患者 (万人)	4901.4~8985.9		
治疗渗透率 (%)	10%	30%	50%
治疗人数 (万人)	490.1~898.6	1470.4~2695.8	2450.7~4493.0

资料来源：卫健委，动脉网，国元证券研究所

胃肠道外营养是临床最常用的营养支持途径，目的是使病人在无法正常进食的状况下提供包括氨基酸、脂肪、碳水化合物、维生素、微量元素、电解质在内的营养素，以抑制分解代谢、促进合成代谢并维持结构蛋白的功能，使体重增加并促进创伤愈合，具有安全、有效、方便、快捷的特点，是为疾病引起的营养不良、围手术期、危重患者以及器官移植患者提供营养支持的首选途径。相较于肠内营养，肠外营养具有摄取营养高效、患者依从性好、医护难度小等特点，肠外营养已被公认为 20 世纪医学科学的重大进展之一。

3. 独家刚需品种格局佳，医保加持促放量

3.1 注射用多种维生素 (12): 国产独家、医保品种焕发新生机

注射用多种维生素 (12) 系《维生素制剂临床应用专家共识》附录“肠外营养液中多种维生素规范化配制指导原则”推荐产品。公司核心产品注射用多种维生素(12)(商品名“卫美佳”)是根据成人及 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(营养不良、吸收不良、胃肠外营养……)，需要通过注射补充维生素的患者，主要应用于普外科、ICU、消化科、肿瘤科、老年科/神经内科、烧伤科等科室。相比其它产品，公司产品成分、含量合理，符合国际肠外营养指南要求，临床配制一步到位，克服临床用药配制复杂的痛点。

根据公司公告，成人静脉复合维生素产品 2021 年终端销售额 42.89 亿元，同比增长 13%，多种维生素 (12) 注射剂市场终端销售额 15.23 亿元，同比增长 26.27%。

图 12: 静脉复合维生素总销售额(亿元, %)

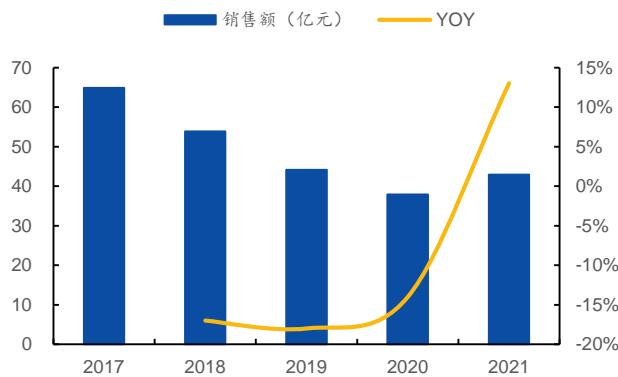
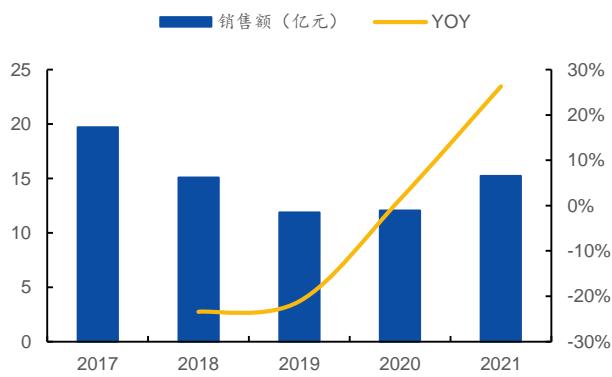


图 13: 多种维生素(12)销售额(亿元, %)

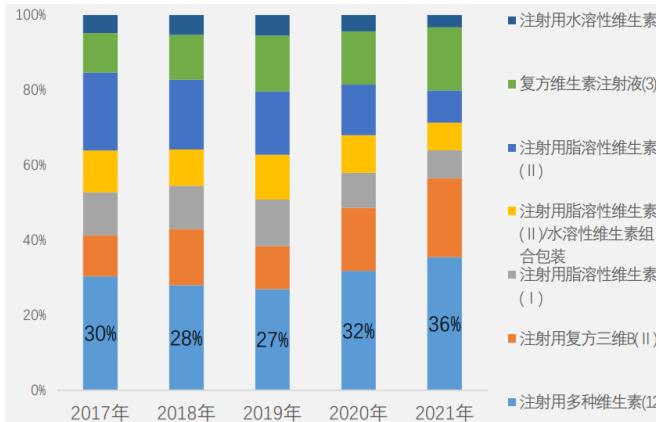


资料来源：公司公告，国元证券研究所

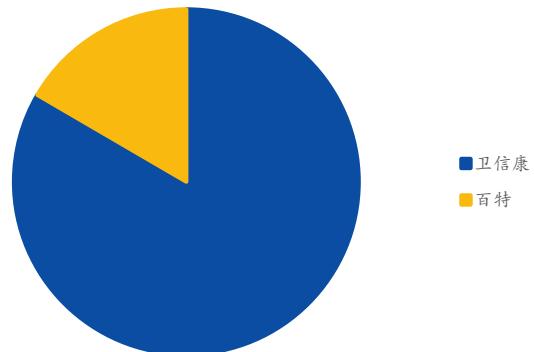
资料来源：公司公告，国元证券研究所

注射用多种维生素 (12) 是替代传统脂维、水维的优质品种。目前国内已上市的、适用于成人的静脉复合维生素产品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。需要实施营养支持的患者，一般脂溶性维生素、水溶性维生素需要同时补充，以保证维生素的摄入平衡。注射用多种维生素 (12) 上市之前，在提供静脉维生素营养支持时是水维+脂维同时使用，但是混合之后的比例与指南推荐标准有一定差异。公司产品注射用多种维生素 (12) 是一支同时包括 3 种脂溶性维生素和 9 种水溶性维生素，配方合理、配置方便、使用方便、降低污染风险，属于传统脂维、水维的升级替代品种。

注射用多种维生素(12)市占率逐步提升。近年来多种维生素 (12) 注射剂份额占比稳步提升，至 2021 年占成人静脉复合维生素规模近 36%，替代趋势明显。多种维生素 (12) 注射剂细分市场中，2021 年上半年公司在我国城市、县级、社区及乡镇三大终端公立医疗机构的销售额市场占有率为 83.4%，多年来均保持在 80% 以上的市场份额，龙头地位稳固。

图 14: 注射用多种维生素 (12) 占比逐渐提升


资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 15: 2021H1 注射用多种维生素 (12) 竞争格局 (%)


资料来源：公司公告，国元证券研究所

注射用多种维生素 (12) 为国产独家、国家医保目录 (乙类) 品种。据咸达数据，目前进入注射用多种维生素 (12) 市场的厂家只有两家，即卫信康与美国百特公司的施尼维他，此外有一家企业自 2014 年起处于审评审批中状态。

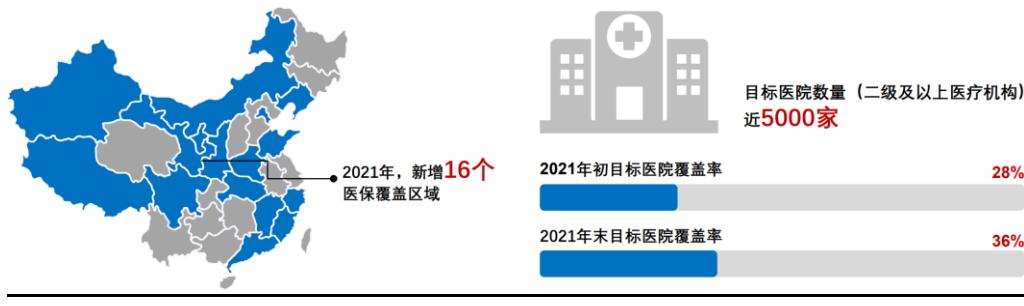
表 4: 国内注射用多种维生素 (12) 审批状态

受理号	承办日期	申请类型	注册分类	申请企业	审批结果
CYHS1300784	2014.06.20	仿制	6 类	南京优科制药	不批准
CYHS1700492	2018.12.19	仿制	4 类	华北制药股份	/
CYHS1400454	2014.06.06	仿制	6 类	重庆药友制药	在审评审批中
CYHS1101691 川	2012.05.09	仿制	6 类	成都天台山制药	不批准
CYHS0506861	2005.10.25	仿制	6 类	山西普德药业	批准上市

资料来源：咸达数据，国元证券研究所

产品技术壁垒高，仿制困难。注射用多种维生素 (12) 由 12 种维生素（包括 3 种脂溶性维生素和 9 种水溶性维生素）组成，最大的特点是脂溶性维生素和水溶性维生素可溶于同一容器中，在保存的同时可保持其在最终制剂中的可注射特性，属于大处方制剂，各成分溶解性质不同，并多对氧、温度、光等敏感，抗氧化剂和增溶剂的选择是其中两个关键的技术问题，且部分原料需要自行开发，需同时研发和申报多个高难度的原辅料，申报时间长，在研制、申报过程中形成一定的研发门槛；另外生产制备工艺、较高的质控标准导致生产和检验控制复杂，且对生产设备有严格的要求，具有较高的生产壁垒，国内仅公司掌握该产品的大批量生产技术。注射用多种维生素 (12) 公司有三个原料药专利，一个制剂专利。且已取得主要原料药及制剂的制备方法专利。

医疗机构覆盖范围提升空间大。公司的注射用多种维生素 (12) 于 2021 年已完成 29 个省级行政区域的中标/挂网，新增 16 个医保覆盖区域；二级及以上医疗机构目标覆盖近 5000 家，截至 2021 年末，覆盖医院数量已超过 1,600 家，目标医院覆盖率 36%。随着市场覆盖的持续增加，该产品市场预期良好。

图 16：医疗机构覆盖提升空间大


资料来源：公司公告，国元证券研究所

依据卫健委，2018 年我国二级及以上医院住院人数 17469 万人，儿童出院人数达 1701 万人；据动脉网，国内住院病人营养不良发生率为 30%~55%；依据卫健委，二级以上医院平均住院日加权为 9.3 日；依据公司注射用多种维生素 (12) 说明书，用量为 1 支/日，严重烧伤等情况可加量至 2-3 倍；我们假设国内成人住院病人营养不良率为 40%；依据咸达数据，卫信康中标价为 83.63 元/支。

表 5：注射用多种维生素 (12) 市场规模测算

二级及以上医疗机构成人住院患者 (万人)	15768		
营养不良率 (%)	40%		
营养不良患者 (万人)	6307.2		
治疗渗透率	10%	30%	50%
治疗人数 (万人)	630.7	1892.2	3153.6
平均住院日 (日)	9.3		
用药剂量 (支/天)	1		
总需求 (万支)	5865.7	17597.1	29328.5
单价 (元/支)	83.63		
市场空间 (亿元)	49.1	147.2	245.3

资料来源：动脉网，卫健委，咸达数据，公司官网，国元证券研究所

3.2 微量元素补充剂领域：国产独家、医保品种构建公司第二增长曲线

公司产品获《多种微量元素注射液临床应用中国专家共识 (2021)》背书。多种微量元素注射液 (40mL) (商品名“卫衡素”)，为微量元素补充剂，含有 10 种微量元素，适用于需肠外营养的成人患者，尤其是普外科、ICU、肿瘤科/放射科、神外科、心胸外科、烧伤科等患者的肠外营养治疗。《多种微量元素注射液临床应用中国专家共识 (2021)》已成功发布，专家共识中明确指出多种微量元素注射液是临床肠外营养治疗必需用药，随着诊疗观念的提升，以及医生认知于重点从宏量元素到微量元素的转变和提升，市场增长空间广阔，将有力推动多种微量元素在临床中的普及和应用。

图 17：多种微量元素注射液临床应用中国专家共识（2021）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

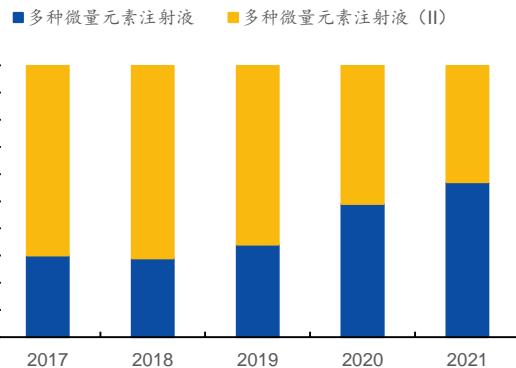
多种微量元素注射液（40mL）是同类产品的优秀替代品种。根据公司公告，多种微量元素注射剂 2021 年市场销售额为 14.03 亿元，近三年复合增速达到 21%，整体高于化药市场增速。适用于成人的多种微量元素注射剂包括多种微量元素注射液和多种微量元素注射液（II）。多种微量元素注射液（40mL）含有 10 种微量元素，而多种微量元素注射液（II）含 9 种微量元素。相比于多种微量元素注射液（II），公司多种微量元素注射液（40mL）配方更优化，更好保护脏器、降低风险、促进疾病痊愈，更符合实际诊疗需求；制剂革新，安全性及便捷性显著提高，更便于临床实际的应用，未来替代空间较大。

图 18：多种微量元素注射剂销售额(亿元, %)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 19：多种微量元素注射液占比逐年提升 (%)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

国产独家格局优，参考注射用维生素适用范围，未来想象空间大。多种微量元素注射液（40mL）为国内首仿、国产独家生产、国家医保目录（乙类）品种，目前只有法国进口原研药和公司的卫衡素两款产品，未有其他厂家申报注册。根据公司公告，2021 年半年度，多种微量元素注射液市场终端销售额约 14 亿，同比增长 56.2%；同期公司实现收入 5,479.06 万元，同比增长 1596%，在我国城市、县级、社区及乡镇三大终端公立医疗机构的销售额市场占有率为 6.6%。由于多种微量元素与维生素同样为营养治疗必备用品，且互不冲突、互为补充，参考注射用维生素用量，未来想象空间大。

医疗机构快速覆盖，多种微量元素注射液(40mL)有望加速放量。截至2021年底，已完成23个省级行政区域的中标/挂网，目标医院数量约5000家。截至2021年底覆盖超过100家，2022年第一季度覆盖医院数量增加近50%。随着公司产品渠道的加速打开和行业诊疗观念的改善，公司产品有望加速放量。

3.3 小儿多种维生素注射液(13)，填补儿童肠外营养维生素静脉用药空缺

国家多政策鼓励儿童用药发展连续发布，保障儿童用药发展。近年来，我国儿童健康产业发展积极向好、儿童用药保障力度不断加大，但由于我国儿童用药研究起步晚、基础薄弱，儿童专用药品相对短缺的问题仍然存在。有数据表明，目前国内市场上90%以上的药品无儿童剂型，儿童专用药品不到2%。国家政府部门出台了一系列政策，鼓励儿童用药的研发和生产；2021年5月31日发布的“三胎”政策，在一定程度上也将带动儿童药市场容量的上升。2021年，在政策鼓励和创新型企业的努力下，儿童药研发和审评审批出现了明显增快的势头。除药品研发政策支持之外，基本药物目录调整和2021版医保目录调整中，都明确提出重点将儿童用药优先纳入调整范围，将进一步激发企业的研发热情，千亿儿童用药市场将迎来前所未有的发展机遇。

表 6：国家多政策鼓励儿童用药发展

时间	发布部门	文件名称	相关重点内容
2021	卫健委	《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》	首次新增“儿童药品目录”
	国务院	《中国儿童发展纲要（2021-2030）》	鼓励儿童用药研发生产，加快儿童用药申报审批工作
	国家药监局	《中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）》	明确鼓励儿童用药品的研制和创新，对儿童用药品予以优先审评审批。对首个批准上市的儿童专用新品种、试剂和规格以及增加儿童适应症或者用法用量，给予最长不超过 12 个月的市场独占期
		《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》	针对儿童用改良型新药的临床研究提出建议，适用于儿童用化学药品改良型新药
2020	国家药监局	《儿科用药临床药理学研究技术指导原则》	阐述生物类似药临床药理学研究的具体内容及相关要求，提出生物类似药注册申报时除常规申报资料外还需提供的临床药理学研究数据和相关资料要求
2019	全国人民代表大会常务委员会	中华人民共和国主席令第三十一号《药品管理法》	将促进公众健康落实到需求紧迫的儿童用药领域，对儿童用药品进行优先审评审批
2017	国家食药监局	《关于鼓励药品医疗器械创新保护创新者权益的相关政策》	特别提出对既属于创新药又属于罕见病用药、儿童专用药，给予 10 年数据保护期；属于改良型新药的罕见病用药、儿童专用药，给予三年数据保护期
2016	国家卫生计生委、工信部、国家药监局	《首次鼓励研发申报儿童药品清单》	清单包含 32 种适合儿童使用的专用药品药物
	国务院办公厅	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	将解决儿童用药品可及性问题明确为主要任务之一
	国家药监局	《关于临床急需儿童用药申请优先审评审批品种评定基本原则及首批优先审评品种的公告》	公布第一批优先审评的儿童用药品种目录，半年后公布第二批目录
2015	国家卫生计生委办公厅	《关于进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作的通知》	对医疗机构的儿童用药品配备进一步扶持
	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	提及加快儿童创新药的审评审批，作为文件部署的十项任务之一
2014	国家卫生计生委、国家发改委、工信部、人力资源社会保障局、食药局、国家中医药管理局	《关于保障儿童用药的若干意见》	我国近年第一个关于解决儿童用药品问题的综合性指导文件
2013	国家食药监局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》	鼓励儿童用药品研发，加快儿童用药品审评
2011	国务院	《中国儿童发展纲要》（2011-2020）	首次提及儿童用药品可及性问题，并设定十年目标，将儿童用药问题上升至国家宏观层面

资料来源：火石创造、国务院、CDE、卫健委，国元证券研究所

国内独家的高标准小儿静脉注射维生素“卫优佳”获多个指南推荐。小儿多种维生素注射液(13)(商品名“卫优佳”),用于接受肠外营养的11周岁以下患者维生素缺乏使用,尤其是新生儿/NICU、危重症、儿外及儿童肿瘤/血液患儿,目前暂未进入基药、医保,国内首仿、国产独家生产品种,目前暂无其他厂家申报注册,属于公司独家开拓市场的阶段。

该产品是儿童专用的全组分静脉维生素制剂,符合CDE和FDA中美双标准处方推荐,符合国内外多个指南推荐,公司也已与儿童肠外营养领域专家共同探索,于2021年在《临床儿科杂志》成功发布《小儿肠外营养指南:维生素》。

图 20: 公司产品符合国内外多个指南推荐



资料来源:公司公告,国元证券研究所

公司产品有效填补国内市场空白,具有显著的剂量和临床应用优势。小儿多种维生素注射液(13)符合儿童的肠外营养维生素需求,是国内独家产品;以往临上是用水维和脂维进行组合来补充,按照儿童的体重计算用药剂量,给药剂量与权威指南推荐有差异。基于最新指南推荐意见:对于早产儿、足月新生儿和儿童,小儿多种维生素注射液(13)的剂量最符合指南的推荐剂量,具有显著的剂量和临床应用优势,系儿童静脉维生素的标准选择。

市场快速开拓中,产品放量在即。小儿多种维生素注射液(13)已完成26个省级行政区域的中标/挂网,覆盖医院近百家;销售聚焦重点儿科医院、重点科室。2021年,该产品实现销售收入2,965.10万元,同比增长158%。考虑到该产品在临床应用中的优势和刚需性,结合公司在复合维生素市场积累的经验,以及未来随着三胎及国家对儿童用药利好政策的强化,市场前景可观。

依据卫健委,2018年我国儿童出院人数达1701万人;依据前瞻经济学人,儿童医院平均住院日为6.6天;依据咸达数据,小儿多种维生素注射液(13)中标价为196元/支;营养不良率参考前述注射用多种维生素(12)空间测算的假设:

表 7：小儿多种维生素注射液（13）市场规模测算

儿童住院患者（万人）	1701		
营养不良率（%）	40%		
营养不良患者（万人）	680.4		
治疗渗透率	10%	30%	50%
治疗人数（万人）	68.0	204.1	340.2
平均住院日（日）	6.6		
用药剂量（支/天）	1		
总需求（万支）	449.1	1347.2	2245.3
单价（元/支）	196		
市场空间（亿元）	8.8	26.4	44.0

资料来源：前瞻经济学人，卫健委，咸达数据，公司官网，国元证券研究所

3.4 儿童肠外营养再添氨基酸产品，品类扩充加速

小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）是首家通过一致性评价企业，享受优先挂网政策利好。小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）为多种氨基酸组成的复方制剂，为静脉用营养支持药品，适用于婴幼儿（包括低出生体重儿）及小儿的营养支持。本品的原研制剂为美国贝朗公司开发的 TrophAmine®，目前 TrophAmine®尚未在中国进行申报注册，公司已于 2022 年 5 月获批，是小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）首家通过一致性评价的企业，该产品为 2021 年国家医保目录（乙类）产品。

依据咸达数据，目前国内有产品上市的企业有广东彼迪、内蒙古白医、山东齐都和华润双鹤，其中广东彼迪未见全国范围内的中标情况。公司产品是国内首家通过一致性评价的产品，根据相关政策，通过一致性评价的产品将优先挂网，有利于加快产品上市前的市场准入进度。

表 8：小儿复方氨基酸注射液在审品种

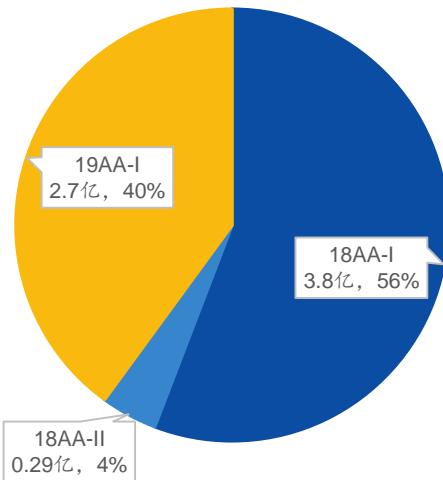
受理号	承办日期	申请类型	药品名称	申请企业	审批结果
CYHB2151125	2021-12-29	补充申请	小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）	华润双鹤	/
CYHS2101053	2021-04-10	仿制	小儿复方氨基酸注射液（20AA）	内蒙古白医	/
CYHS2101052	2021-04-10	仿制	小儿复方氨基酸注射液（20AA）	内蒙古白医	/

资料来源：CDE，国元证券研究所

公司产品以质量领先平替同种产品，以疗效升级替代老产品。根据公司公告，2021 年数据显示，儿童复方氨基酸市场包括小儿复方氨基酸注射液（18AA-I），小儿复方氨基酸注射液（18AA-II）及小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）3 个品类，中国公立医院（含城市公立医院、县级公立医院）终端合计市场销售金额 6.8 亿元。小儿复方

氨基酸注射液(19AA-I)作为小儿复方氨基酸注射液(18AA-I)的升级替代品种，已被临床所认可，未来发展前景广阔。且公司也已布局小儿复方氨基酸注射液(20AA)，产品线有望进一步丰富，竞争优势趋于放大。

图 21：2021 年国内儿童复方氨基酸市场规模



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 在研产品储备丰富，成人+儿童肠外营养用药全领域布局

公司将继续专注围手术期用药，深化静脉维生素、静脉微量元素、静脉电解质、静脉氨基酸、静脉补铁剂等领域的市场地位；深耕儿童用药，助力早产儿、低体重患儿、危重病患儿补充生命必需营养；将积极探索与国内外科研机构的合作模式，有效指引研发未来重心及方向，加速研发进程、增强产品竞争力、拓展研发国际化，提升公司品牌价值，致力于成为差异化细分赛道领导者。

公司在研产品储备丰富，逐渐完善成人及儿童肠外营养用药的全领域布局。小儿氨基酸于2022年5月正式获批，预告公司产品线正式进军氨基酸品类。公司在研产品丰富，已逐渐进入收获期，随着多家下属公司生产B证的获批，公司自有产品将逐渐发力。从在研管线看，公司未来将形成维生素、微量元素、电解质、氨基酸的肠外营养赛道成人+小儿系列产品全覆盖。截至2022年3月底，公司自主研发累计取得14项发明专利，2015年以来取得17项新药证书、9个药品12个注册批件。

图 22：公司在研产品储备丰富（截至 2022 年 5 月底）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

5. 盈利预测

5.1 公司收入拆分

关键假设：

- 1.服务性收入：随着医保医院覆盖范围的扩大和单医院用量的提升，预计注射用多种维生素 (12) 将持续放量，预计 2022-2024 年板块增速分别为 35%、30%、27%；
- 2.电解质类：由于注射用门冬氨酸钾于 2021 年被各地陆续剔除省级医保，相关销售收入将呈下滑趋势；复方电解质注射液 (V)、复方电解质注射液 (II)、门冬氨酸钾镁注射液及混合糖电解质注射液的逐渐放量将对注射用门冬氨酸钾的下滑进行填补。预计 2022-2024 年板块平稳发展；
- 3.微量元素类：公司多种微量元素注射液 (40ML) 于 2020 年上市的新品，是国产独家产品，医保的加持使得公司产品实现进口替代加速，预计板块 2022-2024 年增速分别为 200%、85%、55%；
- 4.其他：新产品小儿多种维生素注射液 (13) 有效填补市场空白、小儿复方氨基酸注射液 (19AA-I) 的获批一致性评价具备优先挂网政策利好，预计板块 2022-2024 年增速分别为 40%、40%、55%。

表 9：卫信康收入拆分（百万元，%）

收入拆分	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	715.67	1033.62	1421.61	1889.83	2467.52
增长率 (%)	-3.4%	44.4%	37.5%	32.9%	30.6%
归母净利润	58.42	95.91	145.60	203.48	281.48
增长率 (%)	4.9%	64.2%	51.8%	39.8%	38.3%
毛利率 (%)	46.3%	51.6%	52.4%	53.2%	54.1%
服务性收入	441.63	725.77	979.79	1273.73	1617.64
增长率 (%)		64.3%	35.0%	30.0%	27.0%
电解质类	197.59	191.04	191.04	191.04	191.04
增长率 (%)		-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
微量元素类	3.23	54.79	164.37	304.09	471.34
增长率 (%)		1596.0%	200.0%	85.0%	55.0%
其他	73.13	61.72	86.41	120.97	187.50
增长率 (%)		-15.6%	40.0%	40.0%	55.0%

资料来源：公司公告，天软科技，国元证券研究所

注射用多种维生素（12）新进医保目录、多种微量元素注射液（40ML）和小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）的优效替代、小儿多种维生素注射液（13）填补市场空白，公司业绩将迎来高速增长期，我们预计公司 2022-2024 年营业收入 14.2/18.9/24.7 亿，增速分别为 37.5%/32.9%/30.6%；归母净利润 1.46/2.03/2.81 亿，增速分别为 51.8%/39.8%/38.3%；EPS 为 0.33/0.47/0.65 元/股，对应 PE 为 31.7/22.7/16.5。首次覆盖，给予“买入”评级。

5.2 可比公司估值比较

公司主要产品为注射用多种维生素（12）、多种微量元素注射液（40ML）、小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）、小儿多种维生素注射液（13）和注射用门冬氨酸钾镁等肠外营养用药，属于稀缺高难度仿制药。海思科的脂溶性维生素注射剂与公司构成直接竞争；赛隆药业、灵康药业、易明医药、西藏药业均与公司部分产品分别构成直接竞争，且可比公司也均以仿制药为主，因此选取以上公司为可比公司。

公司 2022-2024 年 PE 相比可比公司平均估值没有显著性差异，鉴于公司产品优质的竞争格局、核心品种医保的加持和可待拓展的渠道空间，我们认为公司具备高速增长的基础，当前公司估值具备配置价值，首次推荐，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002653.SZ	海思科	16.09	173.07	0.31	0.49	0.69	51.36	32.86	23.45
603669.SH	灵康药业	6.81	49.12	0.23	0.42		29.76	16.37	
600211.SH	西藏药业	39.27	97.37	3.04	4.00	4.64	12.93	9.82	8.47
平均值								31.35	19.69
603676.SH	卫信康	10.59	46.16	0.33	0.47	0.65	31.74	22.74	16.45

资料来源：wind，国元证券研究所

6. 风险提示

- 1、新产品研发失败风险：考虑到新产品研发具有不确定性，且有失败的风险，未来持续推出具有竞争力的产品具有不确定性；
- 2、核心医保产品降价：注射用多种维生素(12)、注射用门冬氨酸钾镁、多种微量元素注射液等多个产品属于医保目录产品，尤其是注射用多种维生素(12)是公司最大的业绩来源，医保降价将对公司业绩产生不利影响；
- 3、行业竞争加剧：由于行业空间广阔，竞争格局好，不排除其他公司加大肠外营养用药的投入，从而加剧行业竞争；
- 4、渠道拓展不确定性：公司产品是处方药，依赖医院渠道销售，医院渠道的开拓难度较大，存在较多不确定性。

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	894.95	1009.16	1280.53	1525.93	1836.96
现金	219.52	243.77	349.69	450.78	577.46
应收账款	228.78	192.31	362.54	458.66	585.50
其他应收款	1.08	1.22	2.10	2.61	3.41
预付账款	62.65	78.00	111.76	142.88	183.36
存货	21.68	22.68	32.01	42.51	53.65
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	431.56	405.85	372.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	294.88	316.24	287.19	258.15	229.10
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	132.57	137.49	135.41
资产总计	1360.06	1495.57	1712.09	1931.78	2209.35
流动负债	368.85	419.26	539.42	653.17	790.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	267.63	244.63	399.85	507.60	640.70
其他流动负债	101.22	174.63	139.58	145.58	149.91
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	547.64	661.63	799.09
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	422.20	530.72	673.01
归属母公司股东权益	983.21	1067.26	1164.45	1270.15	1410.26
负债和股东权益	1360.06	1495.57	1712.09	1931.78	2209.35

现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	133.70	170.69	55.73	183.90	239.10
净利润	58.42	95.91	145.46	203.05	280.78
折旧摊销	32.83	33.67	30.89	30.95	30.96
财务费用	0.19	0.09	-12.09	-16.38	-21.09
投资损失	-13.49	-11.32	-12.55	-12.30	-12.22
营运资金变动	52.45	19.66	-97.93	-31.46	-47.36
其他经营现金流	3.30	32.68	1.94	10.04	8.02
投资活动现金流	-54.82	-152.71	91.15	-3.90	7.40
资本支出	54.35	55.60	0.00	0.00	0.00
长期投资	28.50	-1.59	-8.90	3.83	-0.43
其他投资现金流	28.02	-98.70	82.25	-0.07	6.96
筹资活动现金流	-19.04	6.27	-40.96	-78.91	-119.82
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	-40.96	-78.91	-119.82
现金净增加额	59.84	24.25	105.92	101.09	126.68

利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	715.67	1033.62	1421.61	1889.83	2467.52
营业成本	384.12	500.40	676.73	883.53	1132.62
营业税金及附加	8.68	11.94	16.49	22.06	28.69
营业费用	191.26	275.51	380.74	505.15	659.69
管理费用	71.21	114.08	162.35	212.61	271.43
研发费用	23.20	38.02	49.76	66.14	86.36
财务费用	0.19	0.09	-12.09	-16.38	-21.09
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	161.90	230.46	322.90
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	173.10	241.76	334.27
所得税	11.20	18.32	27.64	38.71	53.49
净利润	58.42	95.91	145.46	203.05	280.78
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	145.46	203.05	280.78
EBITDA	92.30	136.04	180.70	245.03	332.76
EPS (元)	0.14	0.22	0.33	0.47	0.64

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	37.54	32.94	30.57
营业利润(%)	7.36	72.53	58.28	42.34	40.11
归属母公司净利润(%)	4.93	64.16	51.66	39.60	38.28
盈利能力					
毛利率(%)	46.33	51.59	52.40	53.25	54.10
净利率(%)	8.16	9.28	10.23	10.74	11.38
ROE(%)	5.94	8.99	12.49	15.99	19.91
ROIC(%)	14.25	29.16	37.07	53.95	74.67
偿债能力					
资产负债率(%)	27.71	28.64	31.99	34.25	36.17
净负债比率(%)	0.00	0.58	0.23	0.22	0.19
流动比率	2.43	2.41	2.37	2.34	2.32
速动比率	2.36	2.35	2.31	2.26	2.25
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.72	0.89	1.04	1.19
应收账款周转率	2.91	4.62	4.85	4.37	4.47
应付账款周转率	1.43	1.95	2.10	1.95	1.97
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.22	0.33	0.47	0.64
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	2.67	2.91	3.23
估值比率					
P/E	79.03	48.14	31.74	22.74	16.45
P/B	4.70	4.33	3.97	3.64	3.27
EV/EBITDA	41.61	28.23	21.26	15.68	11.54

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，本报告清晰准确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	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16
A座国元证券	楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188