

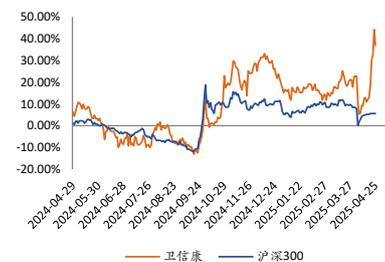
多维 12 规模效应显现，多款潜力品种有望迎来快速增长

相关研究：

1.《卫信康首次覆盖：肠外营养领域优势显著，多产品矩阵驱动增长恢复》
2025.2.26

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	17.02	19.80	31.21
绝对收益	13.65	18.61	36.86

注：相对收益与沪深300相比

分析师：张德燕

证书编号：S0500521120003

Tel: (8621) 50295326

Email: zhangdy @xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

事件：

公司发布 2024 年度及 2025 年一季度报告。根据 2024 年公司年报，2024 年实现营业收入 13.00 亿元，同比下降 1.69%；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 15.02%；扣非归母净利润 2.01 亿元，同比增长 22.86%。收入符合预期，归母净利润略低于我们预期（之前归母净利润预期为 2.78 亿元）。根据 2025 年一季度报告，2025 年一季度公司实现营业收入 2.96 亿元，同比下降 6.93%；归母净利润 0.85 亿元，同比下降 10.93%；扣非归母净利润 0.74 亿元，同比增长 31.10%。

核心要点：

□ 注射用多种维生素（12）规模效率显现，毛利率提升 9.21 个百分点

◆ 核心品种注射用多种维生素（12）多地集采中选，销售量快速增长，2024 年医疗机构合计实际采购量为 2,154.71 万支，同比增长 41.1%，因价格有所下降，以价换量收入实现正增长，服务性收入 9.77 亿元，同比增长 1.8%，销量快速上升后规模效应开始显现，毛利率提升 9.21 个百分点至 46.19%。

□ 多款潜力品种有望迎来快速增长

◆ 多种微量元素多地联盟集采中选结果开始执行，有望开启新增长：2024 年该产品实现销售收入 1.18 亿元，同比下降 9.05%，主要受集采降价及部分地方集采未中选影响，预计 2025 年随着京津冀“3+N”11 省区、河北、江苏及昆明等地集采中标开始执行，板块有望恢复增长。

◆ 小儿多维 13 有望保持快速增长：2024 年该产品实现销售收入 6,969.76 万元，同比增长 53.16%。该品种竞争格局良好，为国内首仿、国内独家品种，国内尚无同类儿童专用全组分静脉维生素制剂。同时 2024 年 11 月，该药品成功续约纳入新版医保目录，目前已完成 31 个省级行政区域的准入，预计该品种有望保持较快增长。

□ 投资建议

公司深耕技术壁垒较高，竞争格局良好的肠外营养领域，建立了显著品牌优势和先发优势。近几年，公司积极应对政策变化，核心品种多维 12、复合微量产品经历短暂调整后有望恢复增长，同时公司加大研发投入，优化、丰厚产品矩阵，着力打造第二成长曲线，随着产品陆续上市，步入产品收获期，为公司持续业绩增长注入多元动力。我们预计 2025-2027 年收入分别为 13.91、16.47 和 19.50 亿元，同比增速分别为 6.9%、18.4%和 18.4%，归母净利润为 2.83、3.49 和 4.42 亿元，同比增速分别为 15.0%、23.2%和 26.9%，EPS 分别为 0.65、0.80 和 1.02 元。当前股价对应 PE 分别为 17.54、14.24 和 11.22 倍。维持“增持”评级。

□ 风险提示

集采政策风险；仿制药市场竞争风险；产品放量低于预期风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1300	1391	1647	1950
同比	-1.7%	6.9%	18.4%	18.4%
归属母公司净利润	246	283	349	442
同比	15.0%	15.0%	23.2%	26.9%
毛利率	54.2%	56.7%	58.7%	60.6%
ROE	17.8%	17.5%	18.9%	20.6%
每股收益(元)	0.57	0.65	0.80	1.02
P/E	20.17	17.54	14.24	11.22
P/B	3.58	3.06	2.70	2.31

资料来源：天软科技、湘财证券研究所；单位：百万元

附表 卫信康公司财务报表以及相应指标

资产负债表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1315	1492	1801	2158
货币资金	216	454	705	1019
应收账款	172	135	166	199
其他应收款	2	4	4	5
预付账款	71	60	75	81
存货	42	48	51	59
其他流动资产	812	790	801	796
非流动资产	538	517	485	457
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	333	300	268	235
在建工程	38	38	38	38
无形资产	17	13	1	-6
其他非流动资产	151	166	178	190
资产总计	1854	2009	2286	2614
流动负债	427	351	404	424
短期借款	0	0	0	0
应付账款	270	241	272	307
其他流动负债	158	110	132	117
非流动负债	41	38	40	40
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	41	38	40	40
负债合计	468	389	444	464
归属母公司股东权益	1385	1620	1842	2150
股本	435	435	435	435
资本公积	348	348	348	348
留存收益	631	836	1058	1366
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益	1854	2009	2286	2614
现金流量表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	373	269	363	428
净利润	246	283	349	442
资产减值准备	25	4	-2	2
折旧摊销	55	42	42	42
财务费用	0	-7	-9	-9
投资损失	-17	-15	-16	-16
营运资金变动	49	-32	3	-28
其他经营现金流	15	-6	-5	-6
投资活动现金流	-210	16	3	12
资本支出	58	0	0	0
长期投资	-3	1	-1	0
其他投资现金流	-155	17	3	12
筹资活动现金流	-217	-47	-115	-127
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-218	-47	-115	-127
现金净增加额	-54	238	251	314

利润表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1300	1391	1647	1950
营业成本	595	602	680	768
税金及附加	13	15	17	20
销售费用	210	222	263	314
管理费用	137	125	165	195
研发费用	116	125	148	175
财务费用	-3	-7	-9	-9
信用减值损失	0	-1	-1	-1
资产减值损失	-25	-25	-25	-25
公允价值变动收益	3	7	5	6
投资收益	17	15	16	16
营业利润	281	315	382	487
营业外收入	2	0	10	10
营业外支出	6	1	5	5
利润总额	277	315	387	492
所得税	30	31	39	49
净利润	246	283	349	442
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	246	283	349	442
EBITDA	333	350	416	520
EPS (元)	0.57	0.65	0.80	1.02
主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1.7%	6.9%	18.4%	18.4%
营业利润	60.5%	12.2%	21.4%	27.2%
归属母公司净利润	15.0%	15.0%	23.2%	26.9%
获利能力				
毛利率	54.2%	56.7%	58.7%	60.6%
净利率	18.9%	20.4%	21.2%	22.7%
ROE	82.3%	91.6%	128.7%	170.7%
偿债能力				
资产负债率	25.3%	19.4%	19.4%	17.7%
流动比率	3.08	4.26	4.46	5.09
速动比率	2.98	4.12	4.33	4.95
利息保障倍数	1237.61	-	-	-
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.72	0.77	0.80
应收账款周转率	7.20	8.94	10.73	10.52
存货周转率	14.69	13.36	13.69	13.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.65	0.80	1.02
每股经营现金流	0.86	0.62	0.83	0.98
每股净资产	3.18	3.72	4.23	4.94
估值比率				
P/E	20.17	17.54	14.24	11.22
P/B	3.58	3.06	2.70	2.31
EV/EBITDA	11.62	11.05	9.30	7.44

资料来源：天软科技、湘财证券研究所；单位：百万元

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。