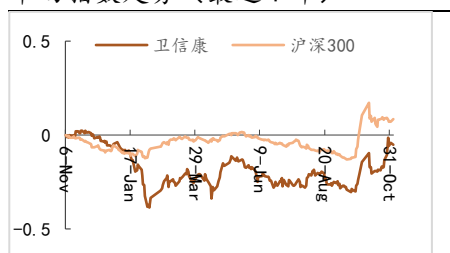


评级： 买入

核心观点

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)	10.04
一年内最高/最低价 (元)	11.04/6.01
市盈率 (当前)	17.69
市净率 (当前)	2.95
总股本 (亿股)	4.35
总市值 (亿元)	43.69

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 卫信康 (603676.SH) 点评: 利润率逐步提升, 新品种快速放量
- 卫信康 (603676.SH) 点评: 业绩符合预期, 中长期增长动力充足

● **事件:** 公司发布 2024 年 3 季报, 前 3 季度实现营业收入 9.94 亿元 (-6.30%), 归属于上市公司股东的净利润 2.43 亿元 (+15.71%), 归属于上市公司股东的扣非净利润为 1.97 亿元 (+15.84%); 其中第 3 季度实现营业收入 3.61 亿元 (+15.83%), 归属于上市公司股东的净利润 7981 万元 (+4.68%), 归属于上市公司股东的扣非净利润为 8092 万元 (+109.39%)。

● **集采影响逐步消化, 注射用多种维生素 (12) 仍有较大市场潜力。** 2023 年 9 月, 公司核心产品注射用多种维生素 (12) 在河南十九省联盟集中带量采购中独家中选, 由于集采后中标价下滑, 该产品销售收入 (公司报表确认为服务性收入) 在 2023 年下半年同比和环比均出现下降, 2024 年上半年公司服务性收入环比出现改善, 我们认为主要是由于集采后市场覆盖面提升, 在集采区域内销售量有一定增长, 同时受益于配送费、市场投入等费用下降, 预计该产品盈利能力依然保持在较好水平。截至 2024 年中报, 河南十九省联盟集中带量采购、浙江第四批药品集中带量采购, 共有 17 个省 (区、兵团) 正式执行中选结果。从历史上看, 注射用多种维生素 (12) 在 2020 年被直接纳入全国医保目录后, 2021 年起销售量迎来快速增长; 我们认为由于集采后价格下降, 注射用多种维生素 (12) 有望加速替代传统脂维、水维类产品, 叠加集采后市场覆盖面增加和医院准入难度下降, 预计该产品销售量有望迎来新一轮增长。

● **二线品种梯队丰富, 持续增长可期。** 其他产品方面, 多种微量元素受部分地方集采未中选影响, 上半年出现下滑, 但由于已经在京津冀“3+N”联盟集采中中标, 我们认为该产品在消化集采价格降幅后有望恢复较快增长。小儿多种维生素注射液 (13) 在 2023 年进入医保目录后进入放量期, 2024 年上半年实现收入 3275 万元 (+47.29%), 有望延续快速增长势头。此外公司近年来获批了多个维生素类、氨基酸类和电解质类新产品, 竞争格局好, 同时也具有较好的市场潜力, 预计将成为公司业绩增长的新动力。

● **盈利能力持续提升, 业绩拐点明确。** 2024 年以来, 公司各季度收入呈现持续改善态势, 3 季度扣非利润/收入和扣非利润金额达到近年来新高, 业绩拐点明确。我们认为主要是得益于集采后产品销售费用的下降和新产品放量后固定费用摊薄带来的利润率提升。随着公司收入体量的增长, 我们认为公司利润率仍有改善空间。

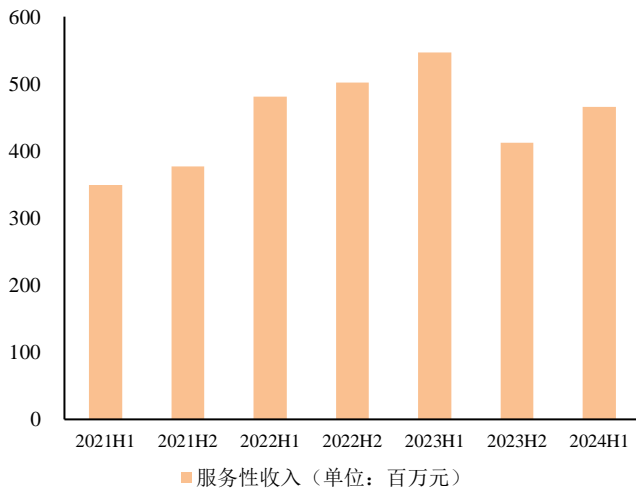
- **盈利预测和估值。**根据公司经营情况，我们对盈利预测进行调整，预计2024年至2026年公司营业收入分别为13.77亿元、16.62亿元和19.51亿元，同比增速分别为4.1%、20.7%和17.4%；归母净利润分别为2.51亿元、3.14亿元和3.88亿元，同比增速为17.4%、24.9%和23.8%，以11月4日收盘价计算，对应PE分别为17.4、13.9和11.2倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采品种销量低于预期，后续续约价格降幅超预期；新产品放量速度低于预期；研发进度低于预期。

#### 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	13.23	13.77	16.62	19.51
营收增速(%)	-5.4%	4.1%	20.7%	17.4%
归母净利润(亿元)	2.14	2.51	3.14	3.88
归母净利润增速(%)	20.9%	17.4%	24.9%	23.8%
EPS(元/股)	0.49	0.58	0.72	0.89
PE	20.4	17.4	13.9	11.2

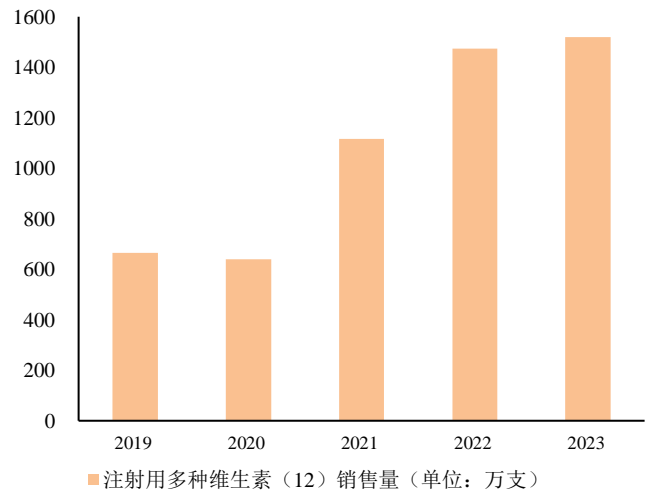
资料来源: Wind, 首创证券

图 1 公司近年来服务性收入情况



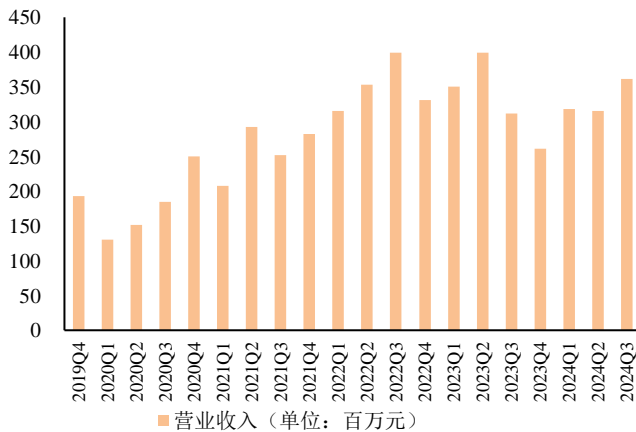
资料来源: Wind, 首创证券

图 2 近年来注射用多种维生素(12)销售量情况



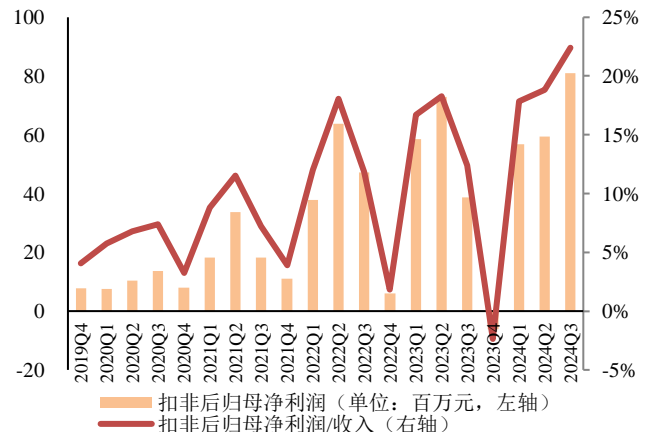
资料来源: Wind, 首创证券

图 3 公司近年来各季度收入情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 4 公司近年各季度利润及利润率情况



资料来源: Wind, 首创证券

表 1 公司主要产品基本情况

产品	医保情况	竞争格局	集采情况
注射用多种维生素(12)	医保乙类, 2023 版国家医保目录中, 该产品的医保支付范围限制解除。	山西普德、FAREVA PAU2 家获批; 海思科申报生产。	2023 年 9 月, 注射用多种维生素(12)在河南十九省联盟集中带量采购中独家中选
多种微量元素注射液	医保乙类	内蒙古白医制药、LABORATOIRE AGUETTANT 获批	2024 年 2 月天津牵头的“京津冀 3+N”集采中, 公司的多种微量元素注射液中选。
小儿多种维生素注射液(13)	2023 年通过谈判进入医保	内蒙古白医制药独家获批	—

资料来源: 摩嫡医药, 公司公告, CDE, 首创证券

表 2 公司近年来新获批产品基本情况

产品	获批时间	竞争格局	市场情况
小儿复方氨基酸注射液 (19AA-I)	2022 年 5 月获批	内蒙古白医制药等合计 4 家获批; 科伦药业等合计 3 家申报生产。	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。
复方氨基酸注射液 (20AA)	2022 年 10 月获批	内蒙古白医制药等合计 4 家获批	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。
注射用多种维生素 (13) (10/3)	2022 年 9 月获批	除公司产品外, 已批准的同类 13 种维生素注射剂产品有广州汉光药业股份有限公司的注射用多种维生素 (13); 山东鲁盛制药有限公司的多种维生素注射液 (13) 申报生产。	根据米内网数据, 2023 年 1-6 月成人复合维生素注射剂销售金额合计约 24.03 亿元。
多种维生素注射液 (13) (10/3)	2023 年 10 月获批		
复方电解质注射液 (V)	2024 年 10 月通过一致性评价	内蒙古白医制药等合计 2 家获批; 河北天成药业、石四药共 2 家申报生产。	根据米内网数据统计, 2024 年 1-6 月复方电解质注射剂 (含复方电解质注射液、复方电解质注射液 (II)、复方电解质注射液 (V)) 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金额约为 1.74 亿元。
多种微量元素注射液 (I)	2024 年 5 月获批	内蒙古白医制药等合计 2 家获批; 广东星昊药业共 2 家申报生产。	根据米内网数据统计, 2023 年 1-12 月多种微量元素注射液 (I) 销售金额合计约 22,492 万元, 同比增长 19.74%。
多种微量元素注射液 (III)	2024 年 7 月获批	内蒙古白医制药等合计 2 家获批	根据米内网数据, 2023 年度成人多种微量元素注射剂 (包括多种微量元素注射液、多种微量元素注射液 (II)) 销售金额合计约 17.14 亿元, 同比增长 8.88%。

资料来源: 公司公告, CDE, 摩熵医药, 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)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,200	1,762	2,100	2,564	经营活动现金流	241	331	342	364
现金	269	595	846	1,164	净利润	214	251	314	388
应收账款	179	178	203	224	折旧摊销	45	42	47	50
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	0	-4	-4	-4
预付账款	78	87	95	102	投资损失	-13	-14	-14	-15
存货	38	242	243	310	营运资金变动	11	25	-3	-65
其他	636	660	713	764	其它	-16	29	3	9
非流动资产	577	597	797	971	投资活动现金流	-389	-111	-160	-160
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-77	-81	-231	-210
固定资产	337	379	416	449	长期投资	0	0	0	0
无形资产	35	32	29	26	其他	159	-312	-30	71
其他	190	171	187	201	筹资活动现金流	-102	106	69	114
资产总计	1,777	2,359	2,897	3,535	短期借款	0	0	0	0
流动负债	395	930	813	701	长期借款	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-6	230	200	291
应付账款	229	229	271	312	现金净增加额	-251	326	251	318
其他	103	103	103	103					
非流动负债	42	59	80	100	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	42	59	80	100	营业收入	-5.4%	4.1%	20.7%	17.4%
负债合计	437	989	893	801	营业利润	7.6%	44.4%	28.0%	26.1%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	20.9%	17.4%	24.9%	23.8%
归属母公司股东权益	1,340	1,370	2,004	2,734	获利能力				
负债和股东权益	1,777	2,359	2,897	3,535	毛利率	50.8%	53.7%	56.0%	57.9%
					净利率	16.2%	18.2%	18.9%	19.9%
					ROE	16.0%	18.3%	15.7%	14.2%
					ROIC	17.4%	19.0%	18.4%	17.8%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	1,323	1,377	1,662	1,951	资产负债率	24.6%	41.9%	30.8%	22.7%
营业成本	651	637	732	822	净负债比率	3.4%	4.6%	4.2%	3.8%
营业税金及附加	14	15	18	21	流动比率	3.0	1.9	2.6	3.7
营业费用	255	240	316	390	速动比率	2.9	1.6	2.3	3.2
研发费用	113	110	130	148	营运能力				
管理费用	148	145	166	185	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
财务费用	-4	-4	-4	-4	应收账款周转率	6.6	7.7	8.7	9.1
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	应付账款周转率	2.8	2.8	2.9	2.8
公允价值变动收益	12	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	13	14	14	15	每股收益	0.5	0.6	0.7	0.9
营业利润	175	253	323	408	每股经营现金	0.6	0.8	0.8	0.8
营业外收入	42	42	43	42	每股净资产	3.1	3.1	4.6	6.3
营业外支出	1	9	9	9	估值比率				
利润总额	216	286	357	441	P/E	20.41	17.38	13.92	11.25
所得税	2	35	43	53	P/B	3.26	3.19	2.18	1.60
净利润	214	251	314	388					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	214	251	314	388					
EBITDA	256	324	399	488					
EPS (元)	0.49	0.58	0.72	0.89					

## 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

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
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