

卫信康（603676）深度研究报告

**国产肠外营养龙头，经营发展迎新周期**

- ❖ **卫信康为国内肠外营养用药领先企业。**卫信康成立于2006年，深耕肠外营养赛道，在复合维生素、静脉微量元素、静脉电解质等领域具备显著优势，核心产品注射用多种维生素（12）常年保持较高市占率。近年来，公司持续加大研发投入，坚持仿创结合，以自研+合作+整合方式，多措并举丰富研发布局。除持续完善复合维生素、微量元素类的产品种类外，公司同时还在拓展氨基酸等新方向，开发儿童肠外营养用药，加快各细分领域新产品上市。
- ❖ **集采落地，成人十二维迎新轮景气周期。**目前国内共两款在售成人十二维产品，根据医药魔方数据，卫信康的成人十二维常年来一直保持约80%左右的市场份额，为国内成人十二维龙头。尽管在国内做到了较高市占率，但2017-2020年两票制调整对其销售有较大影响，同时长年以来成人十二维仅有地方医保身份，2020年底才正式进入国家医保，准入后又遇到了三年的疫情扰动。整体来看，我们认为公司的成人十二维在国内的临床推广和渗透并不充分，当下依然有非常广阔的市场空间。  
当下时点，2023年河南十九省联盟集采全面落地，尽管价格降幅超50%，但20个省份的集采身份是其加快医院准入和放量的极佳契机；其次，由于集采后联盟区域市场投入大幅减少，产品成本下降幅度远超价格降幅，带动产品毛利率大幅提升。2024年上半年在部分省份尚未执标的情况下，公司成人十二维的销量增长近20%，毛利率相较23年提升7.6%，服务性收益也已恢复增长，预计这一趋势将随着集采结果全面执行后得到进一步强化，从而带动成人十二维进入新一轮经营质量更高的景气周期。根据测算，我们预计2024年全年服务性收入能够重回增长通道，而收益方面则有望实现超30%的增长。
- ❖ **新品拓展用药方案，覆盖肠外营养百亿潜在市场。**2023年中国肠外营养用药市场规模约142.7亿元，肠外营养作为一套完整用药治疗方案，是复合维生素、微量元素、电解质、氨基酸等一系列产品的组合，产品间具有较强的协同效应。经过多年研发积淀，卫信康已打造出包含复合维生素、多种微量元素、复方电解质、复方氨基酸在内的肠外营养用药产品梯队，能够为国内成人、儿童患者提供较为全面的肠外营养支持方案。而依托公司在复合维生素领域较高市场地位和强有力的销售渠道，我们认为，公司在多种微量元素、复方电解质、复方氨基酸等领域也有望培育出诸如成人十二维一样的大品种，使得收入更加多元化并推动公司业绩持续增长。
- ❖ **投资建议：**卫信康为国内肠外营养用药领域领先企业，核心产品成人十二维已进入新一轮高质量增长的景气周期，新品儿童十三维、多微具备较好放量潜力，短期有望迎来业绩反转；同时公司持续丰富产品管线，未来有望从复合维生素单一产品龙头成长为肠外营养领域用药全方案供应商，中长期亦具备较好成长性。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为2.83、3.48和4.32亿元，同比增长32.4%、22.9%和24.2%，当前股价对应PE分别为16、13、10倍。根据可比公司估值，我们给予公司2025年20倍PE，对应股价16.0元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**集采执行力度加大；产品竞争格局恶化；医保控费力度加大。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	1,323	1,376	1,712	2,154
同比增速(%)	-5.4%	4.0%	24.4%	25.8%
归母净利润(百万)	214	283	348	432
同比增速(%)	20.9%	32.4%	22.9%	24.2%
每股盈利(元)	0.49	0.65	0.80	0.99
市盈率(倍)	21	16	13	10
市净率(倍)	3.4	3.0	2.7	2.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年11月28日收盘价

**强推**（首次）

目标价：16.0元

当前价：10.4元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：朱珂琛

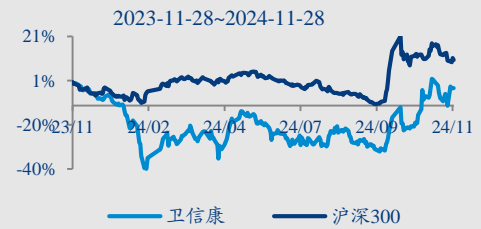
邮箱：zhukechen@hcyjs.com

执业编号：S0360524070007

公司基本数据

总股本(万股)	43,516.15
已上市流通股(万股)	43,516.15
总市值(亿元)	45.08
流通市值(亿元)	45.08
资产负债率(%)	23.34
每股净资产(元)	3.41
12个月内最高/最低价	11.13/6.72

市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 报告亮点

我们认为，卫信康是国内专注肠外营养赛道的特色企业，尽管目前公司收入、利润和市值等指标还都相对较小，但凭借公司在肠外营养领域深耕十余年的销售积淀以及持续的研发投入，我们认为卫信康具备从复合维生素单一产品龙头成长为肠外营养领域用药全方案供应商的潜力，未来业绩亦具备较好的成长性。

### 投资逻辑

**核心产品成人十二维迎来新一轮景气周期。**尽管在 2023 年河南十九省联盟集采中降价超 50%，但集采则恰恰有助于加快其在医院的准入和放量，并且考虑到集采区域明显的市场成本优化，集采后成人十二维毛利率快速提升，整体收益端将会有更好表现，带动成人十二维进入新一轮景气周期。

**儿童十三维和多微等新品目前也存在较好放量机会。**1) 儿童十三维受反腐扰动，2023 年医院准入和采购工作不佳，当前，儿童十三维准入工作已全面恢复，且考虑实际放量情况，2024 年底续约触发降价的可能性较小，产品有望在下一轮医保周期取得更为亮眼的表现；2) 多微尽管短期销售承压，但展望 2024 和 2025 年，随着各联盟集采工作的推进，多微仍有多个明确的潜在集采机会，均表现为纯增量。

**中长期维度公司也有望完成向肠外营养用药全方案供应商的转变。**经过多年研发投入，卫信康能够为国内成人、儿童患者提供较为全面的肠外营养支持方案。依托在复合维生素领域较高的市场地位和强有力的销售渠道，我们认为公司在微量元素、复方电解质、复方氨基酸等领域也有望培育出诸如成人十二维一样的大品种，实现收入多元化并推动业绩持续增长。

### 关键假设、估值与盈利预测

卫信康为国内肠外营养用药领域领先企业，核心产品成人十二维已进入新一轮高质量增长的景气周期，新品儿童十三维、多微具备较好放量潜力，短期有望迎来业绩反转；同时公司持续丰富产品管线，未来有望从复合维生素单一产品龙头成长为肠外营养领域用药全方案供应商，中长期亦具备较好成长性。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.83、3.48 和 4.32 亿元，同比增长 32.4%、22.9%和 24.2%，当前股价对应 PE 分别为 16、13、10 倍。根据可比公司估值，我们给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应股价 16.0 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

# 目 录

一、前言：为什么当下时点我们看好卫信康.....	6
二、卫信康为国内肠外营养用药领先企业.....	7
（一）聚焦肠外营养，研产销一体化布局.....	7
（二）股权结构稳定，子公司业务分工明确.....	7
（三）集采、反腐扰动出清，业绩重回增长.....	8
（四）持续加大研发投入，丰富肠外营养用药产品布局.....	8
三、集采落地，成人十二维迎新一轮景气周期.....	9
（一）卫信康为国内成人十二维龙头.....	9
1、复合维生素是肠外营养必不可少用药方案.....	9
2、成人十二维占据复合维生素市场半壁江山.....	10
3、为什么卫信康能成为国内成人十二维龙头.....	11
（二）成人十二维距市场天花板仍有较远距离.....	12
1、进入国家医保和基药时间较晚.....	12
2、两票制导致产品销售模式调整.....	13
3、疫情对产品临床应用也有影响.....	14
（三）联盟集采落地，产品有望重回高速增长通道.....	14
四、新品拓展用药方案，覆盖肠外营养百亿潜在市场.....	16
（一）复合维生素类：小儿十三维医保快速放量，成人十三维竞争格局优异.....	16
1、小儿十三维：国内独家，医保准入后快速放量.....	16
2、成人十三维：国内唯一全组分维生素注射剂.....	17
（二）多种微量元素：多微目前拥有多个潜在集采放量机会.....	18
（三）复方电解质类：电解质 II、V 稳步开展市场拓展.....	20
（四）复方氨基酸类：进军氨基酸领域，产品管线丰富.....	21
五、盈利预测与投资建议.....	22
（一）基本假设.....	22
（二）盈利预测.....	23
六、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1 卫信康产品竞争格局及收入增长分析 .....	6
图表 2 公司发展历程 .....	7
图表 3 公司股权结构 .....	7
图表 4 公司财务数据及股价复盘 .....	8
图表 5 卫信康产品矩阵 .....	9
图表 6 13 种维生素成人肠外使用处方剂量推荐（每日） .....	10
图表 7 中国复合维生素市场规模（单位：亿元） .....	10
图表 8 中国复合维生素市场结构 .....	10
图表 9 公司收入结构 .....	11
图表 10 中国成人十二维竞争格局 .....	11
图表 11 中国注射用多种维生素（12）研发格局 .....	11
图表 12 卫信康成人十二维 2021 年新增医保覆盖区域 .....	13
图表 13 卫信康成人十二维医院覆盖情况（家） .....	13
图表 14 两票制前后成人十二维合作模式 .....	13
图表 15 卫信康成人十二维销售收入 .....	14
图表 16 卫信康成人十二维毛利润及毛利率 .....	14
图表 17 国内医疗机构诊疗情况（万人次） .....	14
图表 18 我国住院病人手术量 .....	14
图表 19 卫信康成人十二维的销量预测（万支） .....	15
图表 20 集采区域单支产品服务性收益测算 .....	15
图表 21 成人十二维集采前后销售测算 .....	15
图表 22 中国肠外营养用药市场规模 .....	16
图表 23 2023 年中国肠外营养用药市场结构(亿元，%) .....	16
图表 24 卫信康小儿十三维销售额及增速 .....	17
图表 25 卫信康小儿十三维医院覆盖情况 .....	17
图表 26 中国十三种复合维生素注射液研发格局 .....	17
图表 27 中国多种微量元素市场概览 .....	18
图表 28 中国多种微量元素市场规模及增速 .....	19
图表 29 中国多种微量元素市场结构 .....	19
图表 30 卫信康多微销售情况 .....	19
图表 31 中国多微市场格局 .....	19
图表 32 卫信康复方电解质相关产品格局 .....	20
图表 33 卫信康复方氨基酸相关产品格局 .....	21

图表 34 卫信康收入拆分 .....	23
图表 35 可比公司估值 .....	24

## 一、前言：为什么当下时点我们看好卫信康

卫信康是国内专注肠外营养赛道的特色企业，尽管目前公司收入、利润和市值等指标还都相对较小，但凭借公司在肠外营养领域深耕十余年的销售积淀以及持续的研发投入，我们认为卫信康具备从复合维生素单一产品龙头成长为肠外营养领域用药全方案供应商的潜力，未来业绩亦具备较好的成长性。

当下时点，我们看好卫信康主要基于：

**首先，核心产品成人十二维迎来新一轮景气周期。**我们认为，市场目前对成人十二维存在较大的认知偏差，尽管在 2023 年河南十九省联盟集采中降价超 50%，但作为一款准入门槛仅四年的产品，成人十二维在国内的推广和渗透空间还非常大，而集采则恰恰有助于加快其在医院的准入和放量，并且考虑到集采区域明显的市场成本优化，集采后成人十二维毛利率快速提升，整体收益端将会有更好表现。2024 年上半年在部分集采省份尚未执标的情况下，成人十二维的销量增长近 20%，毛利率提升 7.6%，服务性收益也已恢复增长，预计这一趋势将随着集采结果全面执行后得到进一步强化，从而带动成人十二维进入新一轮经营质量更高的景气周期。

**其次，儿童十三维和多微等新品目前也存在较好放量机会。**除成人十二维外，公司 2018、2020 年先后获批儿童十三维和多种微量元素两款潜力新品。儿童十三维 2023 年完成医保准入，但受下半年反腐扰动，医院准入和采购工作不佳；多微又因集采丢标失去了多个核心市场，因此 2023 年两款产品销售均不及预期。当前，儿童十三维准入工作已全面恢复，且考虑实际放量情况，2024 年底续约触发降价的可能性较小，产品有望在下一轮医保周期取得更为亮眼的表现；多微尽管短期销售承压，但展望 2024 和 2025 年，随着各联盟集采工作的推进，多微仍有多个明确的潜在集采机会，均表现为纯增量。

**最后，中长期维度公司也有望完成向肠外营养用药全方案供应商的转变。**肠外营养作为一套完整治疗方案，是复合维生素、多种微量元素、复方氨基酸等一系列产品的组合，产品之间具有较强的协同效应。经过多年研发投入，卫信康已打造出包含复合维生素、多种微量元素、复方电解质、复方氨基酸在内的肠外营养用药产品梯队，能够为国内成人、儿童患者提供较为全面的肠外营养支持方案。依托在复合维生素领域极高的市场地位和强有力的销售渠道，我们认为公司在微量元素、复方电解质、复方氨基酸等领域也有望培育出诸如成人十二维一样的大品种，实现收入多元化并推动业绩持续增长。

图表 1 卫信康产品竞争格局及收入增长分析

产品	品种	上市年份	医保状态	卫信康市场地位	收入增量（百万元）				收入贡献百分比	
					2023	2024E	2025E	2026E	2025E	2026E
复合维生素	成人十二维	2009	乙类	进口一家，国产两家	-24.6	26.1	185.0	210.4	55%	48%
	儿童十三维	2018	乙类	国内独家	0.1	28.7	39.3	87.4	12%	20%
	成人十三维	2023	自费	无进口，国产两家（独家过评）	0.0	0.4	1.5	1.2	0%	0%
多种微量元素	多微	2019	乙类	进口一家，国产独家	-52.0	-0.7	50.5	89.9	15%	20%
	多微I	2024	乙类	无进口，国产两家			31.0	15.5	9%	4%
	多微III	2024	乙类	进口一家，国产独家			10.0	5.0	3%	1%
复方电解质	电解质V	2019	自费	国产两家+两家申报	26.4	6.5	13.4	22.1	4%	5%
	电解质II	2019	自费	国产八家+三家申报	3.0	2.0	2.0	2.0	1%	0%
	门冬氨酸钾	2015	自费	国产七家+六家申报	-51.5	-10.9	-3.1	0.0	-1%	0%
复方氨基酸	小儿19AA-1	2022	乙类	国产五家+四家申报	2.6	6.1	7.0	6.3	2%	1%
	复方20AA	2022	乙类	国产五家（独家过评）	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%
其他					20.1	-5.1	-0.6	2.6	0%	1%
收入增量合计（百万元）					-75.9	53.2	336.0	442.4		
收入合计（百万元）					1323.1	1376.3	1712.3	2154.7		
yoy					-5.4%	4.0%	24.4%	25.8%		

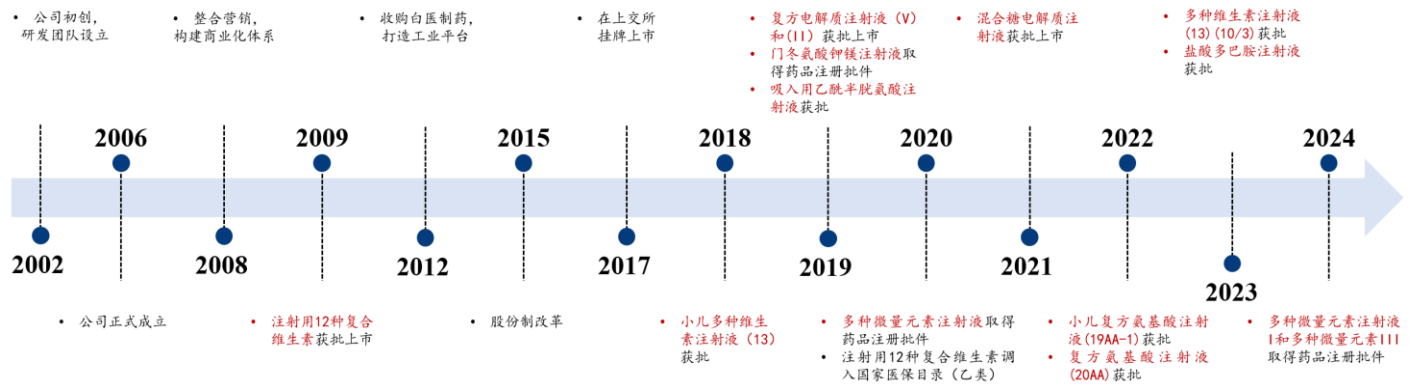
资料来源：公司公告，医药魔方，华创证券预测

## 二、卫信康为国内肠外营养用药领先企业

### （一）聚焦肠外营养，研产销一体化布局

卫信康正式成立于 2006 年，业务最早可追溯至 2002 年，早年公司专注于药品研发，通过业务合作和技术转让实现研发成果的产业化，并通过区域经销模式构建覆盖全国的销售网络。2012 年公司收购内蒙古白医制药，打造工业平台，成为研产销一体化开端。2015 年公司进行股份制改革，2017 年于上交所挂牌上市。公司深耕肠外营养用药领域，在复合维生素类、静脉微量元素类、静脉电解质类等领域具备显著优势，核心产品注射用多种维生素（12）（简称成人十二维）在国内常年保持较高市占率。

图表 2 公司发展历程



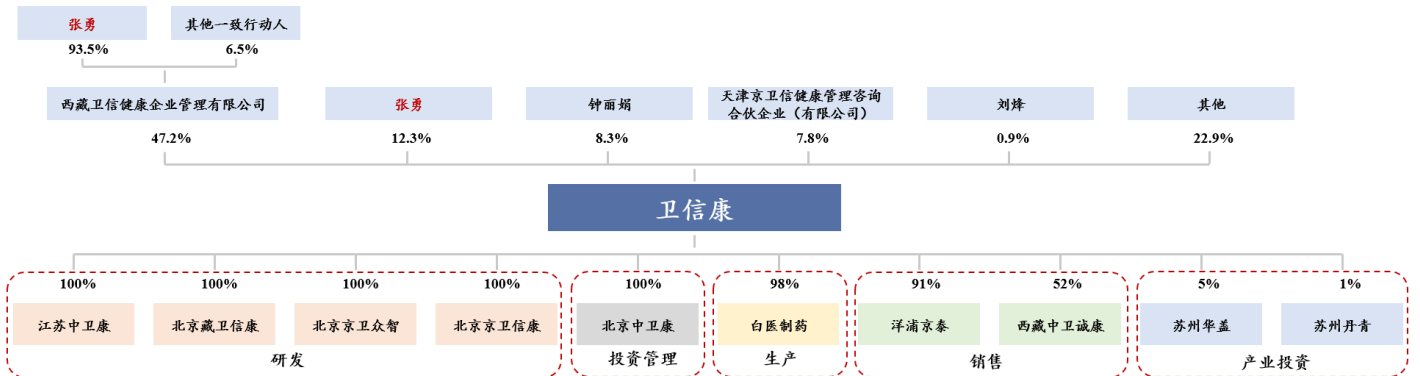
资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

### （二）股权结构稳定，子公司业务分工明确

公司具有较为稳定的股权结构，截至 2024 年三季报，董事长、总经理张勇其与一致行动人直接或间接持有公司 69.3% 股权，为公司实际控制人，天津京卫信康为员工持股平台，持有 7.8% 股份。

公司子公司具有较为明确的职责分工，其中江苏中卫康、北京藏卫信康、北京京卫众智、北京京卫信康主要承担产品研发工作，2012 年收购的内蒙古白医制药主要负责生产工作，西藏中卫诚康为主要的销售子公司。

图表 3 公司股权结构



资料来源：公司官网，公司公告，华创证券（股权结构截至 2024/11/26）

### （三）集采、反腐扰动出清，业绩重回增长

复盘公司自上市以来的股价和业绩表现，我们发现，公司共经历三轮产品周期以及相应的业绩波动，并且当下随着各种负面扰动的出清，业绩已进入新一轮增长周期：

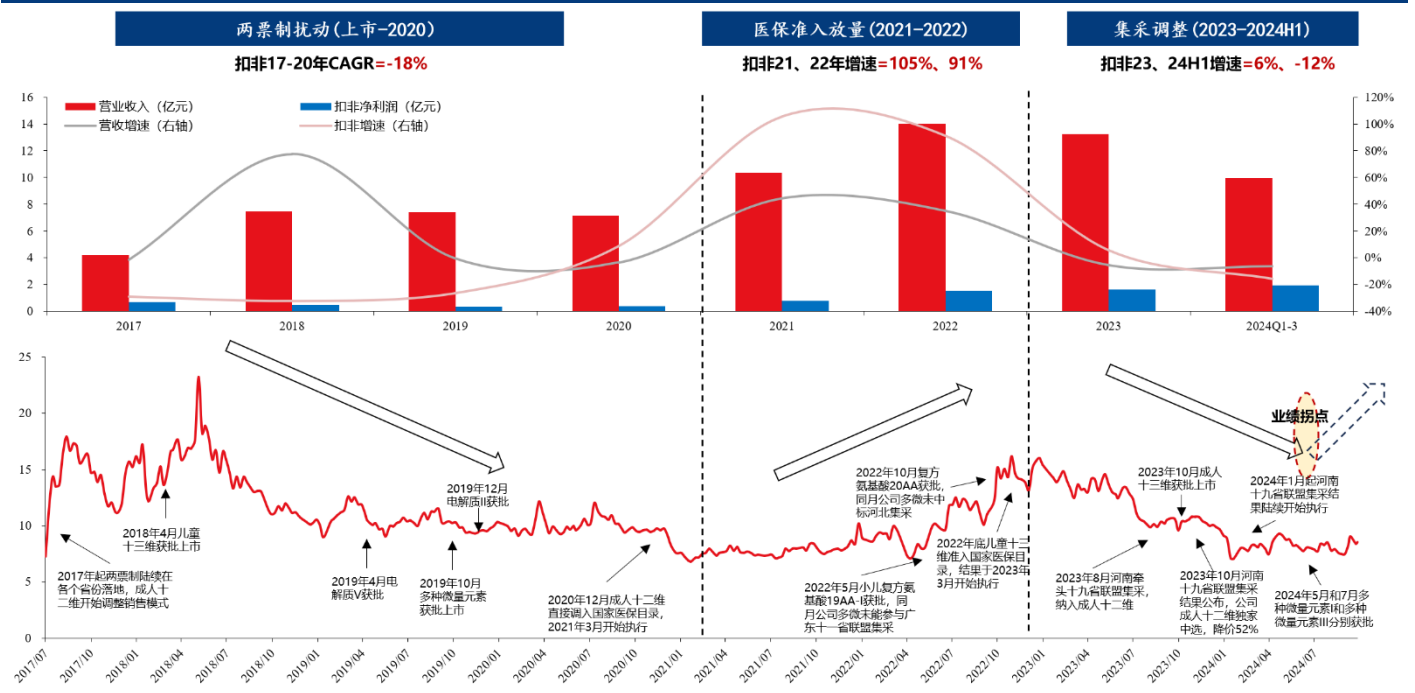
第一阶段，2017年两票制在各省份陆续推行，核心产品成人十二维由于销售模式的调整，产品销售出现波动，同时儿童十三维、多种微量元素等潜力新品尚未开始放量，因而公司业绩和股价也经历多年镇痛，2017-2020年扣非净利润 CAGR 为-18%；

第二阶段，成人十二维于 2020 年底被直接调入国家医保目录乙类，2021 年随着医院覆盖数量快速增加，销售收入也实现较好增长。此外，儿童十三维和多种微量元素经历两到三年的市场铺垫也开始起量，公司 2021 和 2022 年的业绩表现较为亮眼，扣非净利润增速分别达 105%和 91%；

第三阶段，2023 年上半年的高增长态势再次被集采打断，成人十二维于 2023 年 8 月纳入河南十九省联盟集采，多微在广东联盟和河北集采中丢标，加之反腐背景下，部分医院新品准入工作受阻，影响了儿童十三维的推广放量，多因素叠加使得公司业绩和股价再次承压。2023 年公司营业收入 13.2 亿元，同比下滑 5.4%，扣非净利润为 1.6 亿元，同比增长 5.8%（主要为 2023 年下半年业绩表现不佳）；2024H1 在同期基数相对较高的情况下，实现营业收入 6.3 亿元，同比下滑 15.5%，扣非净利润 1.16 亿元，同比下滑 11.7%。

随着成人十二维集采逐步执行，2024Q3 收入 3.6 亿元，同比增长 15.8%，扣非 8092 万元，在同期低基数背景下，同比增长 109.4%，实现较好恢复性增长。在产品进入良好的经营周期后，我们预计未来业绩仍将保持较好的增长态势。

图表 4 公司财务数据及股价复盘



资料来源：公司官网，公司公告，华创证券（股价截至 2024/11/22）

### （四）持续加大研发投入，丰富肠外营养用药产品布局

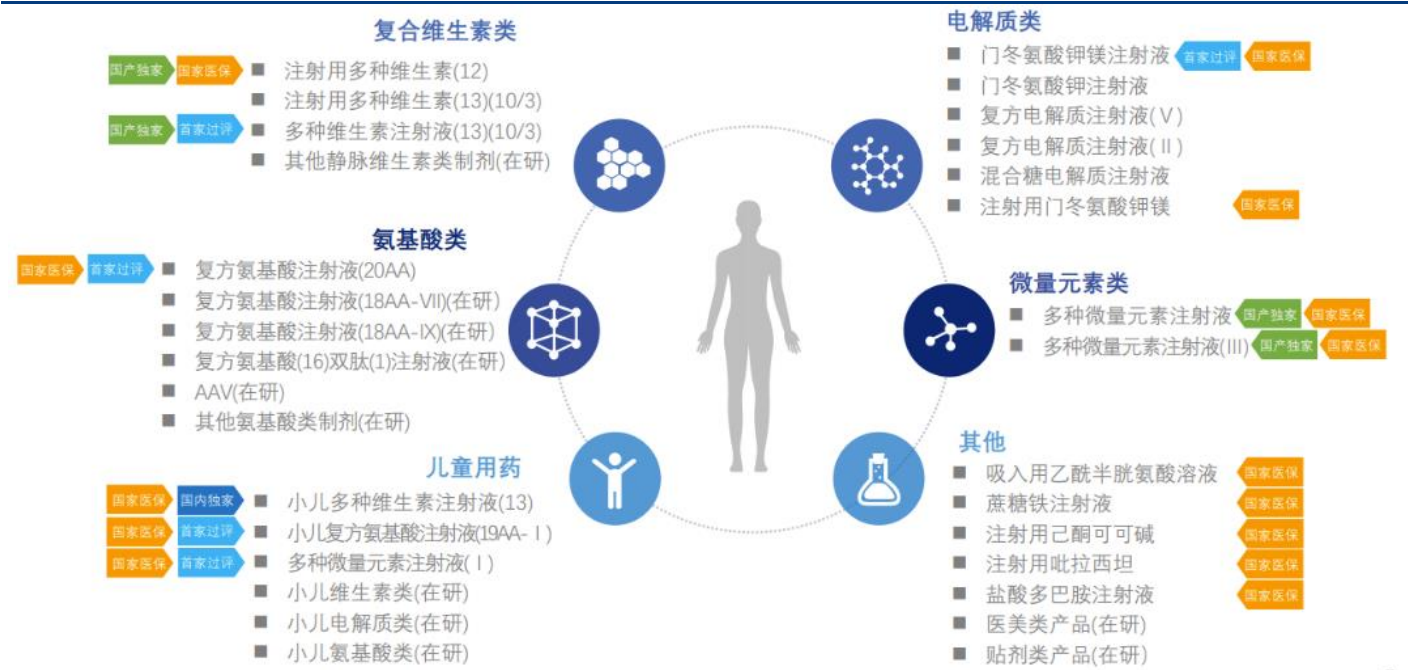
肠外营养是指经静脉为无法经胃肠道摄取营养物质或摄取的营养物不能满足自身代谢需要



的患者提供包括氨基酸、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。因而，患者一旦启动肠外营养治疗，往往是多品类产品的联合使用。

近年来，公司持续加大研发投入，坚持仿创结合，以自研+合作+整合方式，多措并举丰富研发布局。除持续完善复合维生素、微量元素类的产品种类外，公司同时还在拓展氨基酸等新方向，开发儿童肠外营养用药，加快各细分领域新产品上市。

图表 5 卫信康产品矩阵



资料来源：公司公告，华创证券

### 三、集采落地，成人十二维迎新一轮景气周期

#### (一) 卫信康为国内成人十二维龙头

##### 1、复合维生素是肠外营养必不可少用药方案

复合维生素主要用于肠胃疾病、围手术期、危重疾病、烧伤、肝病等患者的临床支持，根据 2022 版《注射用多种维生素（13）临床应用专家共识》，所有需要营养治疗的患者在开始实施营养治疗时，即应合理、全面补充维生素，以满足机体对维生素的需求。然而，临床上单独补充某一种维生素、水溶性维生素或脂溶性维生素均无法满足全面补充维生素及患者机体代谢的需求。因此，肠外营养制剂方案中一般需要同时补充脂溶性维生素、水溶性维生素，以保证维生素的摄入平衡。

临床上用于肠外营养支持的复合维生素制剂包括水溶性维生素、脂溶性维生素（I）、脂溶性维生素（II）、注射用脂溶性维生素/注射用水溶性维生素组合包装（如注射用复方三维 B）、注射用多种维生素（12）（即成人十二维）、注射用多种维生素（13）（包括成人十三维和儿童十三维）等。十二维同时包含脂溶性维生素 A、D、E 和 9 种水溶性维生素，十三维在十二维的基础上增加了维生素 K。

图表 6 13种维生素成人肠外使用处方剂量推荐 (每日)

维生素	美国医学营养学组 1975年推荐处方	美国 FDA 2000年指南	CDE 成人 2010-06-07	2022 ESPEN 指南: 微量营养素推荐
维生素 A (视黄醇)	3300U	3300U	3300U	800~1100 μgRE (2664~3663U)
维生素 D (维生素 D2 或 D3)	200U	200U	200U	至少 200U
维生素 E (α-生育酚)	10U	10U	10U	至少 9mg α-生育酚
维生素 K (叶绿醌)	无	150 μg	150 μg	150 μg
维生素 C (抗坏血酸)	100mg	200mg	200mg	100~200mg
维生素 B1 (硫胺素)	3mg	6mg	6.0mg	至少提供 2.5mg
维生素 B2 (核黄素)	3.6mg	3.6mg	3.6mg	3.6~5mg
维生素 B3 (烟酸)	40mg	40mg	40mg	40mg
维生素 B6 (吡哆醇)	4mg	6mg	6mg	4~6mg
维生素 B9 (叶酸)	400 μg	600 μg	600 μg	400~600 μg
维生素 B12 (钴胺素)	5 μg	5 μg	5 μg	至少 5 μg
维生素 B5 (泛酸)	15mg	15mg	15mg	至少 15mg
维生素 B7 (生物素)	60 μg	60 μg	60 μg	60 μg

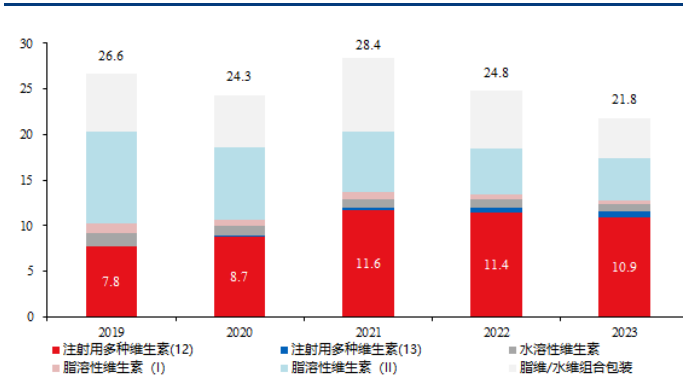
资料来源: 中国抗癌协会肿瘤营养专业委员会《注射用多种维生素(13)临床应用专家共识》, 华创证券 (注: 蓝色为脂溶性维生素, 灰色为水溶性维生素)

## 2、成人十二维占据复合维生素市场半壁江山

在成人十二维、十三维等复合注射液上市之前, 临床上一般通过将脂溶性维生素和水溶性维生素两瓶配伍使用, 但是实际操作过程中容易出现混合比例与指南推荐标准有差异的问题, 非无菌环境下配置也容易造成交叉污染。而成人十二维的质量、效果更好, 配置和使用方便, 减少人工配置可能出现的交叉污染和混合比例差异等问题, 安全性更高, 属于升级产品。

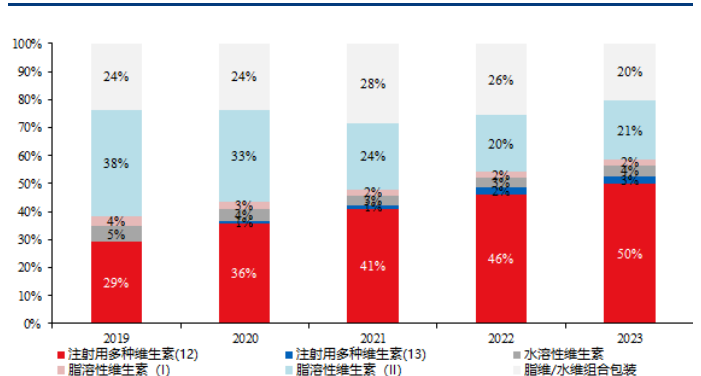
根据医药魔方数据, 2023 年中国静脉用复合维生素市场规模约 21.8 亿元, 其中最大的品种为成人十二维, 2023 年销售额为 10.9 亿元, 且在复合维生素整体市场中的份额逐步提升, 2023 年销售额已达到整体市场的 50%, 成人十三维和儿童十三维市场刚刚起步, 销售额还比较小。

图表 7 中国复合维生素市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 医药魔方, 华创证券

图表 8 中国复合维生素市场结构

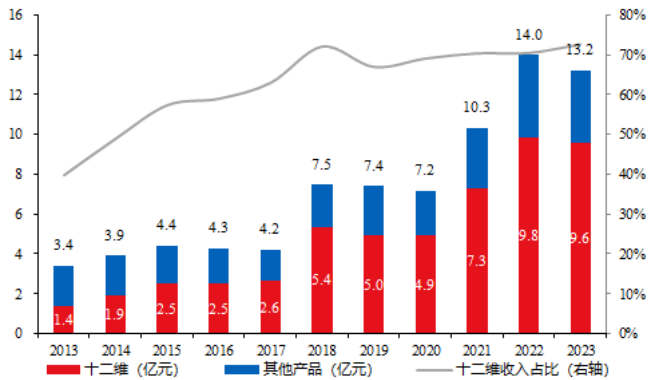


资料来源: 医药魔方, 华创证券

### 3、为什么卫信康能成为国内成人十二维龙头

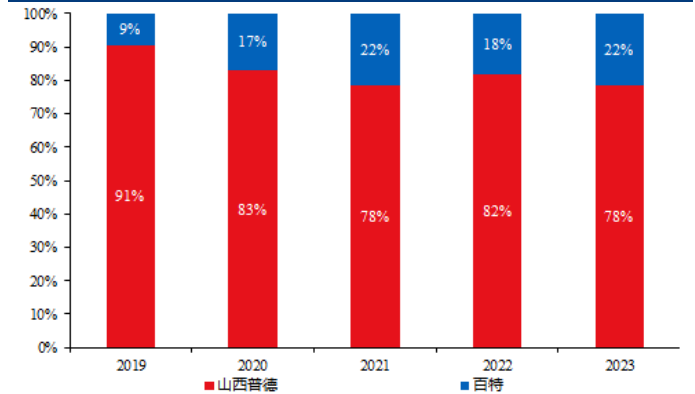
2023年公司收入13.23亿元，其中服务性收入约9.59亿元（基本都来自成人十二维，根据中康数据，卫信康与普德合作的蔗糖铁销售收入已不足1000万），占比约72%，为公司收入最主要构成部分。市场格局方面，根据中康数据，目前国内共有两家在售成人十二维产品，分别为美国百特和卫信康，百特的成人十二维（商品名：施尼维他）于2002年在中国上市，卫信康的成人十二维（商品名：卫美佳）2009年获批。根据医药魔方数据，卫美佳近年来一直保持约80%左右的市场份额，为国内成人十二维龙头。

图表9 公司收入结构



资料来源：Wind，华创证券

图表10 中国成人十二维竞争格局



资料来源：医药魔方，华创证券（注：成人十二维为卫信康与山西普德合作产品）

除原研百特和首仿卫信康两家产品上市外，后续山东鲁盛于2024年10月获批，海思科申报上市，其余20余家企业的上市申请均被驳回或主动撤回上市申请，国内成人十二维的竞争格局极佳。我们认为，卫信康能够成为国内成人十二维龙头的原因主要基于：

**第一，产品具有较高的研发壁垒。**复合维生素制剂不同于一般注射剂产品，其大多属于大复方制剂，十二维是由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，组分众多，产品申报过程中需同时研发和申报多个高难度的原辅料，申报周期长，早年很多原料药和辅料在国内没有，存在一定的研发门槛。

**第二，产品生产工艺复杂。**复合维生素制剂各成分溶解性质不同，并多对氧、温度、光等敏感，对于原辅料内控、助溶剂、产品工艺过程控制、生产设备等都有严格的要求，工艺较为复杂。例如，在突破提高脂溶性维生素的溶解性技术上，原研百特采用甘氨酸/磷脂混合胶束溶解脂溶性维生素，卫信康则是开发出胆盐-磷脂增溶技术使脂溶性维生素溶解性提升，实现水溶性、脂溶性维生素一瓶混装的过程。

**第三，先发优势奠定市场地位。**在百特十二维上市之际，当时中国肠外营养领域只有国际化头部公司的部分产品进入中国市场，肠外营养治疗观念尚未充分开发。卫信康十二维获批后，积极开展市场教育和推广，奠定了在国内肠外营养的市场地位。

图表11 中国注射用多种维生素（12）研发格局

企业	研发状态	状态开始年份	备注
百特	获批上市	2002	
卫信康	获批上市	2009	正在申请一致性评价
山东鲁盛	获批上市	2024	
海思科	申请上市	2024	

民生药业	主动撤回上市申请	2006	
江苏万邦	主动撤回上市申请	2006	
北方制药	主动撤回上市申请	2007	
只楚药业	主动撤回上市申请	2007	
美大康佳乐	驳回上市申请	2008	
重庆药友	驳回上市申请	2008	
诺迪康生物	驳回上市申请	2008	
海灵制药	驳回上市申请	2008	
联邦制药	驳回上市申请	2008	
哈三联	驳回上市申请	2008	
皇隆制药	驳回上市申请	2008	
同源药业	驳回上市申请	2008	
通惠制药	主动撤回上市申请	2008	
景峰医药	驳回上市申请	2008	
莱美药业	主动撤回上市申请	2008	
杭康药业	驳回上市申请	2008	
华北制药	驳回上市申请	2008、2019	
成都天台山	驳回上市申请	2009	
丰泓药业	驳回上市申请	2009	
优科制药	驳回上市申请	2017	
天津汉瑞	驳回上市申请	2017	

资料来源：医药魔方，华创证券

## （二）成人十二维距市场天花板仍有较远距离

尽管卫信康的成人十二维在国内做到了较高市占率，但 2017-2020 年两票制调整对其销售有较大影响，同时长年以来成人十二维仅有地方医保身份，2020 年底才正式进入国家医保，准入医保后又遇到了三年的疫情扰动。整体来看，我们认为公司的成人十二维在国内的临床推广和渗透并不充分，当下依然有非常广阔的成长空间。

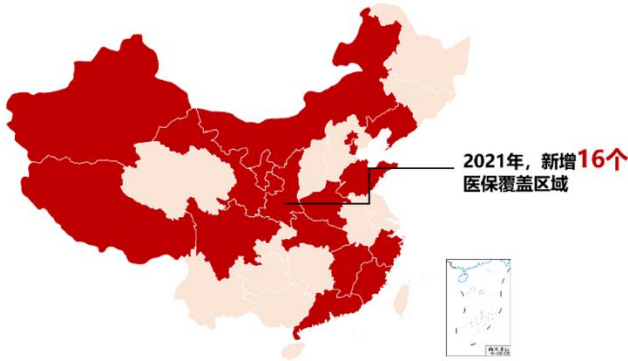
### 1、进入国家医保和基药时间较晚

卫信康的成人十二维 2009 年获批上市，但 2019 年才进入基药目录，准入国家医保目录则是到了 2021 年。在此之前，十二维一直保持部分省份地方医保状态。考虑到各地招标周期节奏差异以及地方医保目录的频繁调整，成人十二维在全国整体医院覆盖仍处于较低水平。

成人十二维于 2020 年 12 月被直接调入国家医保目录乙类，2021 年 3 月结果正式执行，产品新增加了山东、辽宁、北京、河南等十余个省市地区的医保覆盖。调入国家医保后，公司采取扩容、挖潜并行策略，营销团队强化销售渠道建设，加大学术推广力度，在原

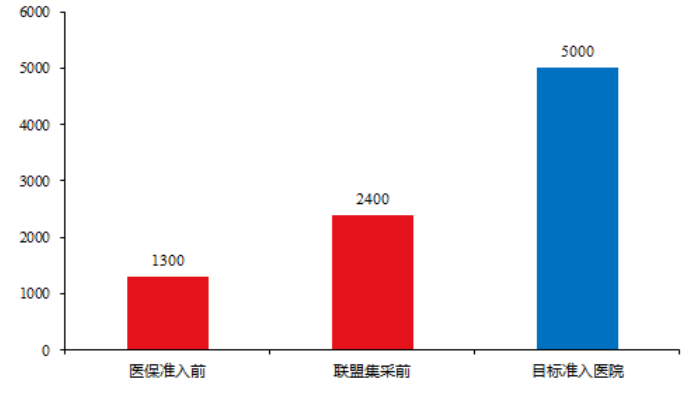
有覆盖医院约 1300 家的基础上，积极加快医院推广，根据 2023 年中报，在河南联盟集采前公司已覆盖约 2400 家医院，且主要为二级及以上医院。而公司对成人十二维规划的目标医院约 5000 家，目前仍有较多医院覆盖工作需要进行。

图表 12 卫信康成人十二维 2021 年新增医保覆盖区域



资料来源：公司 2022 年报宣传材料，华创证券

图表 13 卫信康成人十二维医院覆盖情况（家）



资料来源：公司公告，华创证券

## 2、两票制导致产品销售模式调整

两票制前，公司成人十二维采用了与普德药业合作的模式，即由普德药业在公司的技术支持下申请成人十二维的生产批件并进行生产，公司从普德药业购入成品，并经区域代理商销售给终端流通企业，公司实际上承担了成人十二维的全国独家总代工作。

但两票制使得产品从生产企业到流通企业只能开一次发票，公司无法再与普德药业保持原有购销关系。因此，十二维的销售配送工作转为由普德药业承担，公司通过收取专利/技术使用费、商标/品牌使用费以及市场管理及推广服务费用（注：三者统称市场服务，确认为服务性收入和服务性收益）的形式来获取相关收益。

图表 14 两票制前后成人十二维合作模式

项目	非“两票制”实施地区	“两票制”实施地区
流通形式	普德药业 → 卫信康 → 第三方经销商 → 配送企业 → 医疗机构	普德药业 → 配送企业 → 医疗机构
产业链分工及利益分配	卫信康 负责产品的研发和销售环节（包括品牌管理、市场管理、市场推广等），拥有合作产品完整的知识产权，获取研发和销售环节利益	普德药业 按公司的订单生产并销售给公司或公司指定企业，获取生产环节利益
	普德药业	
利益实现形式	卫信康 合作产品的销售收入，扣减向普德药业支付的合作产品采购成本	向普德药业收取的专利/技术使用收入、商标/品牌使用收入和市场管理及推广服务收入等，扣减向专业服务机构支付的区域市场推广服务成本
	普德药业 向卫信康销售合作产品的收入，扣减原材料采购成本及其它生产成本	合作产品的销售收入，扣减原材料采购成本及其它生产成本，扣减向卫信康支付的知识产权使用费用及市场管理和推广服务费用

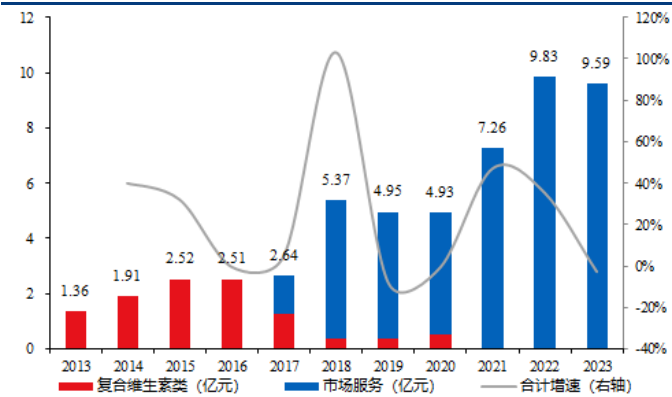
资料来源：公司招股说明书，华创证券

在此过程中，公司对应销售模式也在做调整，原先由经销商承担的推广业务内容需由公司组织开展，并承担相应产品覆盖至终端的市场推广费用。同时，新开展的客户调整、遴选衔接工作对业务也造成了一定影响。

在各省两票制逐步实施期间，公司成人十二维的业绩贡献并不理想，2019、2020 年服务

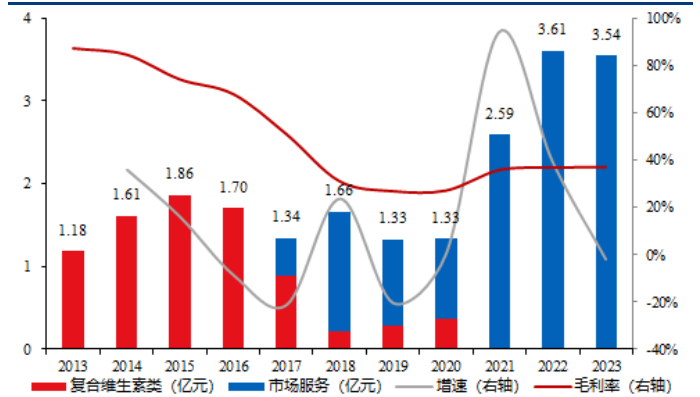
性收入持续下滑（2018 年收入的高增长主要系收入口径调整，两票制实施区域增多，市场服务确认增加），2020 年成人十二维的毛利润贡献仍未回到 2017 年两票制前的水平。

图表 15 卫信康成人十二维销售收入



资料来源：公司公告，华创证券（注：2017-2020 年在未实施两票制的地区仍采取从普德药业直接购销的模式，收入确认到复合维生素类，在已实施两票制的区域收入则确认为服务性收入）

图表 16 卫信康成人十二维毛利润及毛利率

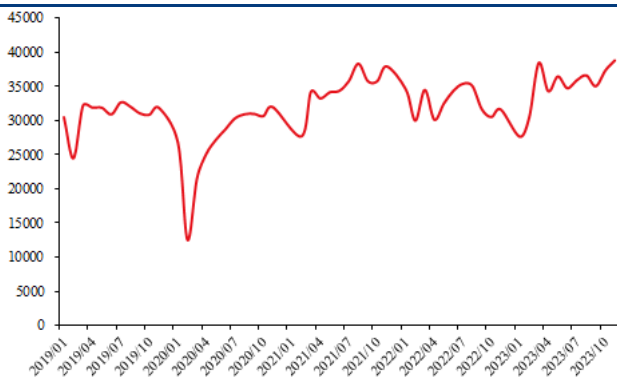


资料来源：公司公告，华创证券

### 3、疫情对产品临床应用也有影响

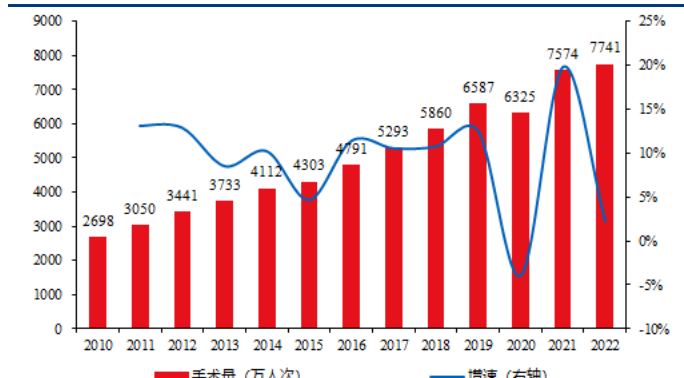
肠外营养产品多用于围手术期、危重疾病、烧伤等场景，因而临床应用情况与手术量和诊疗水平密切相关。自 2020 年开始，由于全国各地疫情散发，院内门诊和手术活动受到影响，2020 年部分择期手术推迟，医院手术量大幅下滑；2021 年国内疫情得到较好管控，2021 年国内医院手术量实现较好恢复。但 2022 年各地疫情防控压力进一步增大，2022 年中国的诊疗人次和手术量也受到了影响。

图表 17 国内医疗机构诊疗情况（万人次）



资料来源：Wind，华创证券

图表 18 我国住院病人手术量



资料来源：Wind，华创证券

### （三）联盟集采落地，产品有望重回高增长通道

在成人十二维的产品生命周期中，两个较为重要的节点分别为 2020 年底国家医保目录的调入以及 2023 年的河南十九省联盟集采。前者加快了成人十二维的医院准入进程，2021 和 2022 年实现快速放量，而后者则是当下推动成人十二维实现以价换量、提质增效的关键。

2023 年 8 月河南牵头启动十九省联盟集采，纳入成人十二维，集采结果于 10 月公布，卫信康成人十二维独家中选，产品中标价格由 83.63 元/支降至 40.12 元/支（5ml 规格），

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/576044243224011004>