

业绩符合预期，FibroScan 进入高成长阶段

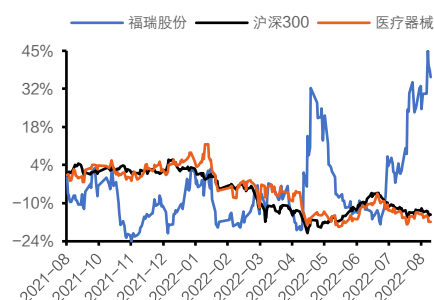
■ 证券研究报告

投资评级：买入(维持)

基本数据 2022-08-26

| | |
|----------|-------|
| 收盘价(元) | 19.55 |
| 流通股本(亿股) | 2.30 |
| 每股净资产(元) | 5.75 |
| 总股本(亿股) | 2.63 |

最近 12 月市场表现



分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001
 zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

- 《FibroScan 无创诊断成为 AACE 推荐首选》 2022-07-13
- 《复方鳖甲软肝片进入高速成长期》 2022-01-17

核心观点

- ▶ **事件：**近日，公司发布 2022 年中报，营业收入 4.49 亿元 (+15.92%)，归母净利润 3255 万元 (-22.93%)，扣非净利润 3315 万元 (-13.46%)。还原股份摊销费用 1673 万元后，实际经营业绩 4988 万元 (+23.67%)。
- ▶ **业绩符合预期，上半年是投入时，下半年效益将显现。**公司年初时增加员工数量较多，加之疫情与汇兑等影响，上半年增速略慢。公司药品业务整体实现营收 1.58 亿元 (+11.26%)，其中来自电商渠道的收入同比增长 38.83%；器械实现营收 3832 万欧元(+27.65%)，实现净利润 605 万欧元(+37.27%)，增速新上一个大台阶。此前，器械从 2017 年的 4.94 亿元到 2021 年的 5.46 亿元，四年 CAGR 仅为 2.53%。今年二季度末 FibroScan 进入美国内分泌诊疗指南后，临床和医技科室将加速配置 FibroScan，将迎来新一轮高成长。
- ▶ **FibroScan 的质变是从检测纤维化到增加了脂肪肝定量 (CAP 值) 功能。**早期 FibroScan 主要用于肝纤维化检查，而增加了 CAP 功能后，标志其在脂肪肝诊断领域的重大突破。在 CAP 功能引入之前，FibroScan 主要应用于肝病科，进入肝病科就诊的一般已经是问题很严重的肝病了，比如严重病毒性肝炎、肝硬化与腹水、急性酒精肝与肝癌等，这部分人群很大部分是前期脂肪肝慢慢进展而来的。肝病科室数量不到内分泌科 10% 的科室，应用受限。内分泌科主要治疗糖尿病与肥胖 (全球 100 个成年人中，就有 20~30 个脂肪肝患者；肥胖症患者的脂肪肝患病率，高达 60%~90%)，糖尿病与肥胖也紧密相关，所以脂肪肝患者初始主要就诊科室是内分泌科，而不是肝病科。FibroScan 的脂肪定量与纤维化诊断，是最接近于金标准肝穿刺的方法，而其经济廉价性使诊断费用仅为核磁方法的五分之一左右，适合临床科室普及。**FibroScan 将大大提高内分泌科对脂肪肝的认知程度，与治疗药物一起创造一个新的大蓝海医疗细分赛道。**
- ▶ **我们认为 FibroScan 已经进入高成长阶段，未来三年将成为美欧内分泌科的标配工具，如果期间有新药研发成功将加速这个过程的实现。**FibroScan 在美欧日韩等发达国家，具有垄断地位。第一，瞬时弹性成像方法学专利受到保护；第二，Echosens 也是一个医疗数据公司，只有具有海量的临床数据，才能使得算法越来越接近于患者真实情况，这是其他公司设备不具备的。所以，美国内分泌医师学会 (AACE) 和美国肝病研究学会 (AASLD) 联合发布的《非酒精性脂肪性肝病在初级保健和内分泌临床环境中诊断和管理的临床实践指南》，强调了 FibroScan 解决方案在非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 患者全程管理中的重要作用。**注意，是 Echosens 公司的 FibroScan，而不是瞬时弹性成像方法学进入了指南。**
- ▶ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 11.50/14.38/17.68 亿元，分别同比 28%/25%/23%；归母净利润分别为 1.53/2.52/3.49 亿元，分别同比 60.17%/64.70%/38.70%；EPS 分别为

0.58/0.96/1.33 元，对应 PE 分别为 34/20/15 倍，维持“买入”的投资评级。

- **风险提示：**FibroScan 海外销售不及预期、NASH 用药研发风险导致的间接影响、复方鳖甲软肝片销售不及预期、疫情发展的不确定性风险等。

盈利预测：

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 808 | 898 | 1150 | 1438 | 1768 |
| 收入增长率（%） | -2.91 | 11.26 | 28.00 | 25.00 | 23.00 |
| 归母净利润（百万元） | 62 | 95 | 153 | 252 | 349 |
| 净利润增长率（%） | 42.69 | 54.22 | 60.17 | 64.70 | 38.70 |
| EPS（元/股） | 0.24 | 0.37 | 0.58 | 0.96 | 1.33 |
| PE | 33.79 | 39.99 | 33.63 | 20.42 | 14.72 |
| ROE（%） | 4.58 | 6.28 | 9.14 | 13.09 | 15.36 |
| PB | 1.59 | 2.54 | 3.07 | 2.67 | 2.26 |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 808 | 898 | 1150 | 1438 | 1768 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 223 | 239 | 306 | 383 | 471 | 营业收入增长率 | -3% | 11% | 28% | 25% | 23% |
| 营业税费 | 11 | 12 | 0 | 0 | 0 | 营业利润增长率 | -6% | 58% | 32% | 53% | 32% |
| 销售费用 | 206 | 237 | 297 | 331 | 389 | 净利润增长率 | 43% | 54% | 60% | 65% | 39% |
| 管理费用 | 155 | 169 | 219 | 259 | 301 | EBITDA 增长率 | 9% | 11% | 5% | 53% | 32% |
| 研发费用 | 66 | 65 | 81 | 86 | 106 | EBIT 增长率 | -1% | 19% | 48% | 53% | 32% |
| 财务费用 | 13 | -19 | 0 | 0 | 0 | NOPLAT 增长率 | -1% | 18% | 51% | 53% | 32% |
| 资产减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资资本增长率 | 4% | 10% | 8% | 15% | 17% |
| 加:公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净资产增长率 | 4% | 12% | 11% | 15% | 17% |
| 投资和汇兑收益 | -2 | 6 | 0 | 0 | 0 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | 120 | 189 | 248 | 379 | 502 | 毛利率 | 72% | 73% | 73% | 73% | 73% |
| 加:营业外净收支 | -6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润率 | 15% | 21% | 22% | 26% | 28% |
| 利润总额 | 114 | 189 | 248 | 379 | 502 | 净利润率 | 11% | 16% | 17% | 21% | 23% |
| 减:所得税 | 24 | 41 | 50 | 76 | 100 | EBITDA/营业收入 | 26% | 26% | 22% | 26% | 28% |
| 净利润 | 62 | 95 | 153 | 252 | 349 | EBIT/营业收入 | 17% | 19% | 22% | 26% | 28% |
| 资产负债表 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 468 | 473 | 355 | 520 | 762 | 固定资产周转天数 | 40 | 58 | 45 | 36 | 29 |
| 交易性金融资产 | 48 | 146 | 146 | 146 | 146 | 流动营业资本周转天数 | 152 | 178 | 227 | 216 | 209 |
| 应收帐款 | 278 | 336 | 378 | 473 | 581 | 流动资产周转天数 | 441 | 464 | 344 | 352 | 369 |
| 应收票据 | 10 | 30 | 0 | 0 | 0 | 应收帐款周转天数 | 126 | 137 | 120 | 120 | 120 |
| 预付帐款 | 13 | 24 | 24 | 31 | 38 | 存货周转天数 | 171 | 153 | 169 | 169 | 169 |
| 存货 | 105 | 100 | 142 | 177 | 218 | 总资产周转天数 | 1035 | 1026 | 782 | 703 | 654 |
| 其他流动资产 | 45 | 29 | 29 | 29 | 29 | 投资资本周转天数 | 788 | 778 | 658 | 603 | 573 |
| 可供出售金融资产 | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | | | | | | ROE | 5% | 6% | 9% | 13% | 15% |
| 长期股权投资 | 79 | 62 | 62 | 62 | 62 | ROA | 3% | 4% | 6% | 9% | 11% |
| 投资性房地产 | 37 | 36 | 36 | 36 | 36 | ROIC | 6% | 7% | 10% | 13% | 14% |
| 固定资产 | 89 | 142 | 142 | 142 | 142 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 236 | 182 | 182 | 182 | 182 | 销售费用率 | 26% | 26% | 26% | 23% | 22% |
| 无形资产 | 432 | 417 | 417 | 417 | 417 | 管理费用率 | 19% | 19% | 19% | 18% | 17% |
| 其他非流动资产 | 1 | 5 | 5 | 5 | 5 | 财务费用率 | 2% | -2% | 0% | 0% | 0% |
| 资产总额 | 2291 | 2525 | 2465 | 2768 | 3170 | 三费/营业收入 | 46% | 43% | 45% | 41% | 39% |
| 短期债务 | 60 | 40 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 52 | 61 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 29% | 28% | 19% | 17% | 15% |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债权益比 | 42% | 40% | 23% | 20% | 17% |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 4.20 | 4.18 | 72.44 | 92.73 | 119.57 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 3.69 | 3.73 | 61.31 | 78.82 | 102.47 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利息保障倍数 | 43.85 | 72.14 | — | — | — |
| 负债总额 | 675 | 719 | 461 | 461 | 461 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 263 | 286 | 332 | 383 | 436 | DPS(元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 263 | 263 | 263 | 263 | 263 | 分红比率 | | | | | |
| 留存收益 | 547 | 642 | 795 | 1047 | 1396 | 股息收益率 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 股东权益 | 1616 | 1806 | 2004 | 2308 | 2709 | 业绩和估值指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金流量表 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | EPS(元) | 0.24 | 0.37 | 0.58 | 0.96 | 1.33 |
| 净利润 | 90 | 148 | 199 | 303 | 402 | BVPS(元) | 5.14 | 5.78 | 6.36 | 7.32 | 8.64 |
| 加:折旧和摊销 | 71 | 68 | 0 | 0 | 0 | PE(X) | 33.79 | 39.99 | 33.63 | 20.42 | 14.72 |
| 资产减值准备 | 5 | 9 | 0 | 0 | 0 | PB(X) | 1.59 | 2.54 | 3.07 | 2.67 | 2.26 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/FCF | | | | | |
| 财务费用 | 3 | 2 | 0 | 0 | 0 | P/S | 2.66 | 4.30 | 4.47 | 3.58 | 2.91 |
| 投资收益 | 2 | -6 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 8.53 | 14.84 | 19.56 | 12.37 | 8.86 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 46 | 52 | 52 | CAGR(%) | | | | | |
| 营运资金的变动 | 28 | -38 | -277 | -138 | -159 | PEG | 0.79 | 0.74 | 0.56 | 0.32 | 0.38 |
| 经营活动产生现金流量 | 200 | 208 | -78 | 165 | 242 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -32 | -183 | 0 | 0 | 0 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 1 | 8 | -40 | 0 | 0 | | | | | | |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通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本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。