


## 随着 NAFLD 药物全球上市, Echosens 业绩有望持续超预期

 证券研究报告

 **投资评级:买入(维持)**

基本数据	2023-04-27
收盘价(元)	29.50
流通股本(亿股)	2.31
每股净资产(元)	5.95
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

- 《非酒精性脂肪性肝病(NAFLD)迎来行业历史性时刻》 2022-12-20
- 《业绩符合预期, FibroScan 开始兑现高成长》 2022-10-28
- 《业绩符合预期, FibroScan 进入高成长阶段》 2022-08-28

### 核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营收 10.09 亿元 (+12.27%)、归母净利润 0.98 亿元 (+2.52%)、扣非归母净利润 1.00 亿元 (+8.62%); 23Q1 实现营收 2.42 亿元 (+15.75%)、归母净利润 0.13 亿元 (+50.42%)、扣非归母净利润 0.18 亿元 (+107.88%)。
- ❖ **经营性业绩好于表观业绩, FibroScan 增长超预期:** 2022 年与 2023 一季度股权激励摊销费用分别为 2,486、406 万元; 2022、2023Q1 实际经营性业绩分别为 1.25 亿元, 0.22 亿元。一季度是公司业绩占比较小的季度, 2021-2022 年一季度占比全年利润比重分别为 12.6%、8.8%。2022 年 Echosens 收入 8642 万欧元(+21.75%), 由于欧元贬值等因素, 净利润基本与 2021 年持平。2023Q1, Echosens 净利润 4624 万元, 归母 2317 万元(50.11%的权益), 同比增长 268%, Echosens 业绩超出市场预期。
- ❖ **FibroScan 的商业模式正在从设备销售为主转向按诊疗分成和设备销售并重的模式:** 美欧诊所多而小, 适合投放设备按诊疗人次收入分成模式, 大医院等人流量大, 内分泌等科室更合适设备销售模式。2022 年公司推出了主要针对基层医疗机构临床需求、采用按次收费模式的设备 FibroScan GO, 并已在美国和法国上市推广。公司积极开展与国际大型药企的合作, 助力药物临床试验及提供相关综合解决方案; 与诺和诺德建立合作关系, 推进 NASH 的早期诊断, 并提高患者、医疗提供者以及其它利益相关方对该疾病的认知。公司推动全球肝病及相关领域临床实践指南的更新: 基于 FibroScan 大量循证医学证据, 报告期内美国内分泌医师学会、美国肝病研究学会、英国肝病学会、美国心脏协会、美国胃肠病学会等各大权威机构, 相继在其最新发布 NAFLD 相关国际指南中一致推荐 FibroScan 作为 NAFLD 无创评估和管理的重要工具。公司将进一步推动 FibroScan 用于普通人群的常规筛查和诊断, 推动 FibroScan 成为全球 NASH 无创诊断领域的金标准。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 13.54/19.58/28.64 亿元, 归母净利润 1.84/2.92/4.35 亿元。对应 PE 分别为 42.17/26.58/17.83 倍, 维持“买入”评级。
- ❖ **风险提示:** FibroScan 销售及分成模式扩展不及预期; 复方鳖甲软肝片销售不及预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	898	1009	1354	1958	2864
收入增长率(%)	11.26	12.27	34.27	44.54	46.31
归母净利润(百万元)	95	98	184	292	435
净利润增长率(%)	54.22	2.52	88.03	58.66	49.05
EPS(元/股)	0.37	0.37	0.70	1.11	1.65
PE	39.99	65.65	42.17	26.58	17.83
ROE(%)	6.28	6.33	10.64	14.44	17.72
PB	2.54	4.16	4.49	3.84	3.16

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**财务报表及指标预测**

资产负债表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>898.48</b>	<b>1008.77</b>	<b>1354.49</b>	<b>1957.74</b>	<b>2864.43</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	239.14	267.67	325.08	450.28	658.82	营业收入增长率	11.3%	12.3%	34.3%	44.5%	46.3%
营业税费	12.50	10.86	14.22	20.56	30.08	营业利润增长率	57.7%	2.1%	84.8%	61.0%	51.3%
销售费用	237.13	280.57	338.62	469.86	658.82	净利润增长率	54.2%	2.5%	88.0%	58.7%	49.1%
管理费用	168.56	193.92	230.26	313.24	458.31	EBITDA 增长率	11.5%	8.1%	73.4%	49.9%	45.0%
研发费用	64.79	70.82	88.04	127.25	186.19	EBIT 增长率	19.2%	6.5%	100.8%	60.9%	51.3%
财务费用	-18.69	-11.72	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	17.8%	3.2%	101.2%	60.9%	51.3%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	9.8%	-1.7%	14.4%	20.2%	25.5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	11.8%	1.1%	14.8%	20.8%	26.0%
投资和汇兑收益	5.74	4.12	0.00	0.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>188.75</b>	<b>192.67</b>	<b>356.09</b>	<b>573.42</b>	<b>867.63</b>	毛利率	73.4%	73.5%	76.0%	77.0%	77.0%
加:营业外净收支	0.39	-1.05	0.00	0.00	0.00	营业利润率	21.0%	19.1%	26.3%	29.3%	30.3%
<b>利润总额</b>	<b>189.14</b>	<b>191.63</b>	<b>356.09</b>	<b>573.42</b>	<b>867.63</b>	净利率	16.5%	14.4%	20.0%	22.3%	23.0%
减:所得税	41.10	46.25	85.46	137.62	208.23	EBITDA/营业收入	26.3%	25.3%	32.6%	33.8%	33.5%
<b>净利润</b>	<b>95.47</b>	<b>97.87</b>	<b>184.03</b>	<b>291.99</b>	<b>435.21</b>	EBIT/营业收入	18.7%	17.7%	26.5%	29.5%	30.5%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
货币资金	472.72	479.21	583.24	753.37	1052.91	固定资产周转天数	58	54	46	35	26
交易性金融资产	145.80	136.20	136.20	136.20	136.20	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>178</b>	<b>187</b>	<b>181</b>	<b>173</b>	<b>163</b>
应收账款	336.05	425.25	552.99	860.93	1207.83	流动资产周转天数	464	445	418	392	374
应收票据	29.50	31.24	44.01	64.76	94.38	应收帐款周转天数	123	136	130	130	130
预付帐款	23.62	24.70	29.26	40.53	59.29	存货周转天数	154	133	140	140	140
存货	100.49	97.40	155.44	194.78	317.63	总资产周转天数	965	901	715	576	482
其他流动资产	28.86	27.59	27.59	27.59	27.59	投资资本周转天数	778	681	580	482	414
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	6.3%	6.3%	10.6%	14.4%	17.7%
长期股权投资	62.39	60.68	60.68	60.68	60.68	ROA	3.8%	3.9%	6.4%	8.6%	10.2%
投资性房地产	35.52	34.23	34.23	34.23	34.23	ROIC	6.9%	7.2%	12.7%	17.0%	20.4%
固定资产	142.20	148.18	169.88	189.59	207.29	费用率					
在建工程	182.15	186.68	186.68	186.68	186.68	销售费用率	26.4%	27.8%	25.0%	24.0%	23.0%
无形资产	416.78	417.96	417.96	417.96	417.96	管理费用率	18.8%	19.2%	17.0%	16.0%	16.0%
其他非流动资产	5.19	20.74	20.74	20.74	20.74	财务费用率	-2.1%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>2524.64</b>	<b>2522.74</b>	<b>2854.43</b>	<b>3414.11</b>	<b>4259.10</b>	三费/营业收入	43.1%	45.9%	42.0%	40.0%	39.0%
短期债务	40.00	1.16	1.16	1.16	1.16	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	61.12	72.41	90.13	135.01	194.40	资产负债率	28.5%	27.6%	26.6%	25.8%	25.1%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	39.8%	38.2%	36.2%	34.8%	33.4%
其他流动负债	0.15	0.41	0.41	0.41	0.41	流动比率	4.18	5.20	5.21	4.98	4.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.62	4.56	4.49	4.36	4.17
其他非流动负债	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	72.14	112.78	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>718.97</b>	<b>696.94</b>	<b>757.99</b>	<b>881.87</b>	<b>1067.46</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>286.11</b>	<b>280.41</b>	<b>367.01</b>	<b>510.83</b>	<b>735.02</b>	DPS(元)	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	263.05	263.05	263.05	263.05	263.05	分红比率					
留存收益	642.22	740.09	924.12	1216.10	1651.31	股息收益率	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>1805.68</b>	<b>1825.80</b>	<b>2096.44</b>	<b>2532.24</b>	<b>3191.64</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	95.47	97.87	184.03	291.99	435.21	EPS(元)	0.37	0.37	0.70	1.11	1.65
加:折旧和摊销	68.22	76.31	83.30	85.30	87.30	BVPS(元)	5.78	5.87	6.57	7.68	9.34
资产减值准备	8.95	6.58	0.00	0.00	0.00	PE(X)	40.0	65.7	42.2	26.6	17.8
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB(X)	2.5	4.2	4.5	3.8	3.2
财务费用	2.33	1.58	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
投资收益	-5.74	-4.12	0.00	0.00	0.00	P/S	4.3	6.4	5.7	4.0	2.7
少数股东损益	52.57	47.50	86.60	143.81	224.20	EV/EBITDA	14.8	23.5	16.4	10.7	7.0
营运资金的变动	-23.51	-31.26	-154.90	-255.96	-352.16	CAGR(%)					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>222.55</b>	<b>189.46</b>	<b>201.74</b>	<b>269.05</b>	<b>400.27</b>	PEG	0.7	26.1	0.5	0.5	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-182.56</b>	<b>-68.45</b>	<b>-97.71</b>	<b>-98.92</b>	<b>-100.73</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-6.65</b>	<b>-126.54</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	REP					

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。