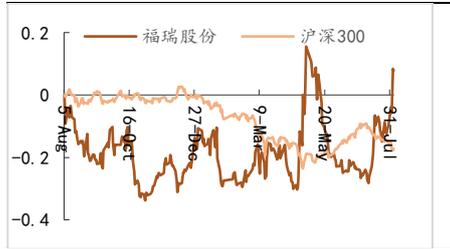


评级： 买入

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)	17.74
一年内最高/最低价 (元)	19.65/9.94
市盈率 (当前)	50.97
市净率 (当前)	3.06
总股本 (亿股)	2.63
总市值 (亿元)	46.67

资料来源: 聚源数据

相关研究

.

- **全球 NASH 创新药进入突破期，FibroScan 前景广阔。**子公司 Echosens 具有较好的成长性，2012-2019 年收入 GAGR 为 19.24%，2020 年受疫情冲击业绩有所下滑，2021 年欧美地区业务受疫情的影响逐步降低，收入已经超过疫情前水平。Echosens 的核心产品 FibroScan 系列诊断设备被多家权威机构列入肝病检测指南或作为官方推荐的肝脏弹性检测设备，临床价值得到广泛认可。2022 年以来，全球 NASH 药物研究领域迎来多项重要进展，我们认为随着 NASH 药物研发的进展和后续商业化，药企研发患者筛查、用药效果监测等需求都将持续增加，目前公司已经与全球 NASH 药物研发企业如辉瑞、诺和诺德等建立起了广泛的合作，我们认为 FibroScan 有望进入快速放量阶段。
- **复方鳖甲软肝片销售模式成功切换，药品板块盈利能力有望逐步提升。**公司在 2019 年着手调整复方鳖甲软肝片的销售模式，从过去以公立医院销售渠道为主调整为以零售渠道为主，定价更加自主且利润率更高。我们认为随着复方鳖甲软肝片院外渠道销售占比提升，未来公司药品板块盈利能力还将进一步增强。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 11.43、14.86 和 18.74 亿元，同比增速分别为 27.3%、30.0%和 26.1%；归母净利润分别为 1.52、2.51 和 3.19 亿元，同比增速分别为 59.6%、64.8%和 27.4%，以 8 月 5 日收盘价计算，对应 PE 分别为 32.3、19.6 和 15.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响药品和医疗器械正常销售；NASH 药物研发失败，导致 FibroScan 的需求低于预期。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	8.98	11.43	14.86	18.74
营收增速 (%)	11.3%	27.3%	30.0%	26.1%
净利润 (亿元)	0.95	1.52	2.51	3.19
净利润增速 (%)	54.2%	59.6%	64.8%	27.4%
EPS (元/股)	0.36	0.58	0.95	1.22
PE	51.6	32.3	19.6	15.4

资料来源: Wind, 首创证券

1. 全球 NASH 创新药研发进入突破期，FibroScan 需求有望持续提升

公司于 2011 年收购了法国 Echosens 公司，2015 年 4 月引进 3 名战略投资者进行增资扩股，目前公司对法国 Echosens 的股权比例 50.13%。2021 年 3 月公司对 Echosens 及其控股子公司实施了员工股权激励，有利于其长期稳健发展。

Echosens 公司主要产品为 FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器，还包括评估慢性肝病的血检分析工具 FibroMeter 系列和辅助 FibroScan 的数据管理软件 FibroView。FibroScan 利用瞬时弹性成像技术(transient elastography)，通过检测肝组织硬度评估肝纤维化分期。

Echosens 于 2001 年在法国成立，2007 年进入中国市场，2015 年 Echosens（中国）工厂和研发中心在深圳正式成立，已经有多款产品在国内获得注册。目前 FibroScan 系列仪器全球装机量超过 5000 台，中国装机量近 500 余台，全球发表关于 FibroScan 的临床文献超过 1000 篇，每年超过 300 万患者检测量，临床研究受试者数量超过 40 万。目前 FibroScan 系列诊断仪器已经有多种机型在欧洲、美国和中国上市，提供诊断、筛查和健康管理等一系列服务，能够满足大中型医院、诊疗中心和基层医疗机构等不同层次的需求。

表 1 Echosens 公司已上市产品基本情况

产品	注册地	基本情况
FibroScan PRO	中国	专为大中型医院的专科/诊疗中心设计，它们需要进行大量检查及管理复杂/晚期病例。完整的无创解决方案，用于综合的肝病评估，内嵌超声引导选项，可预先定位肝脏位置。通过 LSM by VCTE™和 CAP™*技术支持来评估肝纤维化和肝脂肪变性。
FibroScan Q	中国	专为医院和诊所设计，配有特色轻型台车，可在各科室轮流使用，嵌入式电池设计，支持床边检查。
FibroScan HANDY	中国	便携式无创肝病管理解决方案，是基层医疗中心筛查和多站点配置的理想选择。
FibroScan 530 Compact	欧洲、美国、中国	配有可选台车、15 英寸交互式触摸屏显示器和耐用的人体工程学设计，是任何即时医疗场所的完美肝脏评估解决方案。
FibroScan Mini+ 430	欧洲	移动无创肝病管理解决方案，适合多站点配置，用于多中心共享和远程肝病患者管理。
FibroScan 530 Compact	欧洲、美国、中国	便携式无创高效肝病管理解决方案。
FibroScan Mini 430	欧洲	为多中心共享和远程肝脏患者提供健康管理。
FibroScan Expert 630	欧洲、美国、中国	能够提供完全无创的晚期肝病评估解决方案，可以对晚期慢性肝病和门脉高压患者进行风险分层。
FibroScan GO	欧洲	可用于高危患者筛查并进行早期干预，提供诊断、病人分层、疾病进展监测数据，是预测病程的有力工具。

资料来源：公司公告，首创证券

疫情之前 Echosens 的收入基本保持增长态势，2012-2019 年公司收入 GAGR 为

19.24%。2015年起公司开始在美国市场组建自营团队，销售模式从代理向自营切换，导致当年收入有所下降，2016年美国市场实现销售收入2098万欧元，较上年同比增长235%，整体收入重新回到增长轨道。2020年由于受到欧美疫情的巨大冲击，Echosens销售收入和利润均有所下降，但国内地区实现收入598万欧元，同比增长32.95%，国产化进程实现重大突破。2021年由于海外地区特别是欧美地区受疫情的影响逐步降低，Echosens业绩出现恢复性增长，收入已经超过疫情前水平。目前Echosens公司的FibroScan业务北美地区收入占比约50%，欧洲地区收入占比约30%，中国地区收入占比约10%，其他地区收入占比约10%。

利润方面，Echosens的净利率在2017-2018年波动较大，主要是由于：(1)研发支出，公司在2017、2018年对于新产品、国产化设备等研发投入较大；(2)汇率，主要体现在2017年，欧元对美元升值，公司法国子公司收入大部分为美元收入，因此其以美元计价的业务产生较大汇兑损失；(3)全球税务政策的影响；(4)IPO费用的确认。2019年利润率回归正常水平，2020年受疫情影响收入出现下滑，但人员工资、研发投入等各项费用仍需要保持正常支出，导致利润下滑。2021年随着收入恢复，净利率重新回到正常水平。我们认为净利率的多种扰动因素已经逐步消除，未来Echosens盈利能力有望稳中有升。

图1 Echosens 历年收入和净利润情况

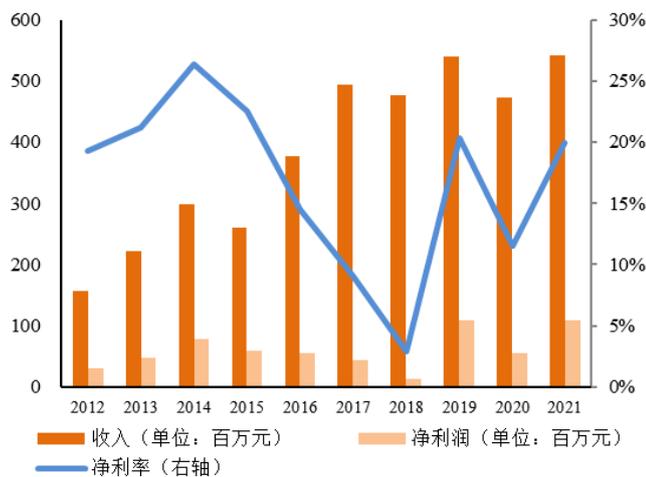
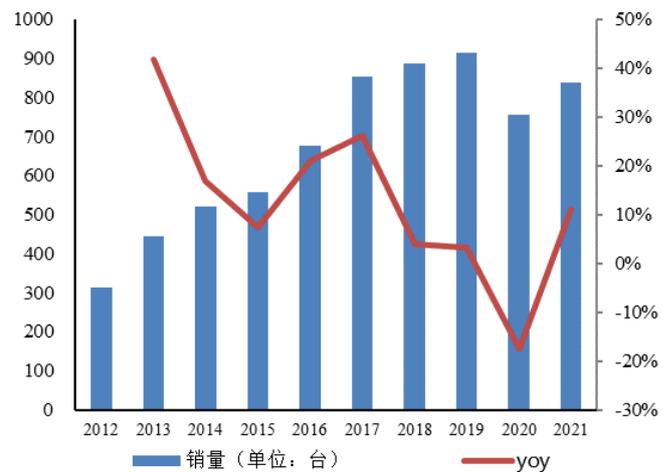


图2 Echosens 销售量情况



资料来源：公司公告，首创证券

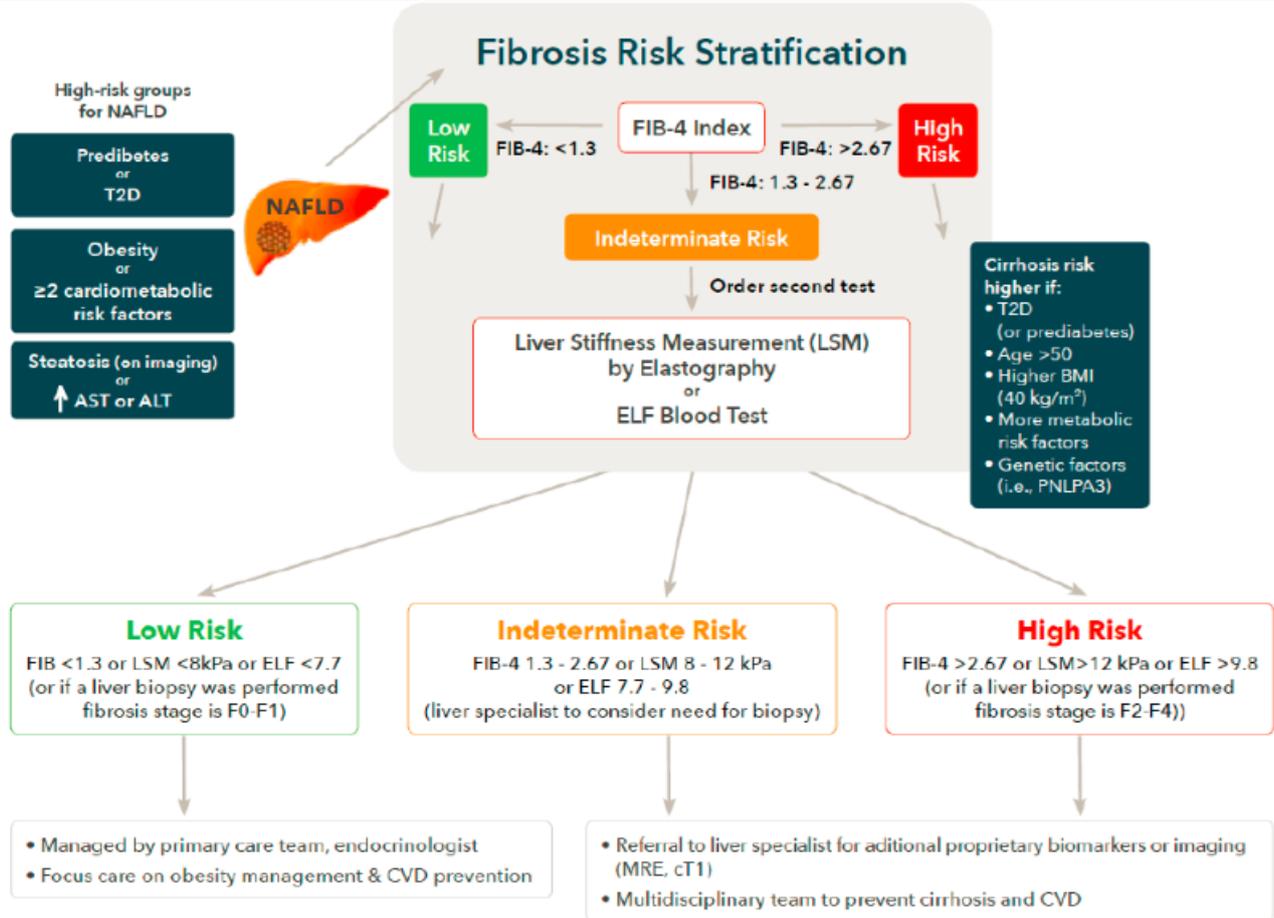
资料来源：公司公告，首创证券

FibroScan 系列诊断设备已被世界卫生组织 (WHO)、欧洲肝病学会 (EASL)、亚太肝病研究学会 (APASL)、美国肝病研究学会 (AASLD) 等多家权威机构列入肝病检测指南或作为官方推荐的肝脏弹性检测设备。2022年5月最新的《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》由美国内分泌医师学会 (AACE) 和美国肝病研究学会 (AASLD) 联合发布，在初级保健和临床中对非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 患者的早期诊断和管理有了重大进展，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。指南中明确提出：(1) FIB-4 分数评估后风险不确定或 FIB-4 分数较高的“风险”人群，应当利用基于振动控制瞬时弹性成像的肝脏硬度测量 (LSM by VCTE™) 进一步检查；(2) VCTE™ 技术在一次测量中可同时利用肝脏硬度 (LSM by VCTE™) 和受控衰减参数 (CAP™) 两项指征，分别进行肝脏纤维化和肝脏脂肪变的风险分层而更

受欢迎；(3) LSM by VCTE™是经过最佳验证的用于识别进展性肝脏疾病和预测肝脏相关预后的手段。

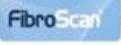
非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 是 NAFLD 的进展期，由于 NASH 早期症状少，发病隐匿性强，据统计有 90% 以上的患者未得到确诊。NASH 的诊断方法包括肝脏活检、影像学方法，其中肝脏活检属于侵入性检测手段，不适于大规模筛查普查，因此影像学检查是目前诊断 NASH 常用的方法，其中腹部超声已作为拟诊脂肪肝的首选方法。腹部超声检查可大致判断肝内脂肪浸润程度及其在肝内的分布类型，但腹部超声检查对肝内脂肪浸润程度的判断仍不够精确，且难以识别肝内炎症和纤维化程度。FibroScan 系列设备利用瞬时弹性成像技术通过检测受控衰减参数 (controlled attenuation parameter, CAP) 可无创定量诊断脂肪肝，通过检测肝硬度测定值 (liver stiffness measurement, LSM) 可无创检测定量检测肝纤维化程度，与其他检测方法相比，FibroScan 检测具有非创伤性、快速、检测肝组织体积大等优势。

图 3 指南推荐的患者管理路径图：NAFLD 的肝硬化预防



资料来源：《Endocrine Practice》，首创证券

图 4 肝纤维化与脂肪肝的诊断检测方法比较

	优势	局限
 肝活检	“金标准” 明确诊断、衡量炎症活动度、纤维化程度的重要依据	创伤性、有并发症、不易为患者所接受，不能重复进行，通常肝穿取材只占肝脏的1/50000，存在抽样误差
 瞬时弹性成像	无创、无痛、快速、重复性好，不受操作者影响，取材面积是肝穿的100倍	腹水患者、孕妇、炎症
 血清学 (肝纤四项)		单项血清学的敏感性和特异性均差，测定方法复杂
 FibroTest	对显著肝纤维化诊断价值明显优于传统血清指标	对于轻微肝纤维化阳性预测率低
 B超	价格便宜，无创	B超依赖于操作者的水平，且无法明确纤维化的程度，对早期的纤维化不敏感
 CT, MRI	对占位性病变更能很好识别	价格昂贵，不适合常规检查

资料来源：靖江市人民医院网站，首创证券

目前全球 NAFLD 患病率约为 25%，而 NAFLD 患者中约 20% 为非酒精性脂肪性肝炎 (NASH)，这部分人群最终进展为肝硬化和肝细胞癌的风险更高，目前 NASH 全球患者人数达到 1.15 亿人。根据一项流行病学研究结果显示，2016 年，中国 NAFLD 的总病例估计数为 2.43 亿，其中非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 为 3261 万例。但是到目前为止，尚未有 NASH 治疗药物获得美国 FDA、欧洲 EMA 的批准，因此 NASH 的治疗存在大量未被满足的临床需求。

NASH 药物主要针对代谢异常、炎症、纤维化 3 个环节，其中代谢类又分为脂质代谢、糖代谢和胆酸代谢相关靶点。目前在研的纠正脂质代谢异常药物包括乙酰辅酶 A 羧化酶 (ACC) 抑制剂、硬脂酰辅酶 A 去饱和酶-1 (SCD1) 抑制剂、脂肪酰合成酶 (FASN) 抑制剂、过氧化物酶体增殖受体 (PPAR) — α/δ 激动剂、甲状腺激素 β 受体 (THR β) 激动剂等。影响糖代谢相关靶点的药物包括 PPAR α/δ 激动剂、胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 等。胆酸类似药物主要为法尼酯 X (FXR) 受体激动剂，FGF-19 类似物也可以胆酸对 FXR 起调节作用。半乳糖凝集素-3 (Galectin-3) 抑制剂、赖氨酰氧化酶样分子-2 (LOXL2) 抑制剂、成纤维细胞生长因子-21 (FGF21) 类似物属于抗纤维化制剂。

表 2 全球已进入临床 III 期 NASH 治疗药物进展情况

药物	企业	作用机制	进展	临床试验名称/登记号	入组患者人数&持续时间	入组标准
Obeticholic acid	Intercept	FXR agonist	已完成临床 III 期中期分析，临床数据良好，计划重新提交 NDA。	REGENERATE (NCT02548351) REVERSE (NCT03439254)	2480 人&18 个月 919 人&12 个月	纤维化 NASH 代偿性肝硬化 NASH
Resmetirom	Madrigal	THR β agonist	已公布 3b 期 MAESTRO-NAFLD-1 试验数据，达到主要和关键次要终点。	MAESTRO-NASH (NCT03900429) MAESTRO-NAFLD1 (NCT04197479)	2000 人&52 周 700 人&52 周	非肝硬化伴纤维化 NASH (F2- F3) NAFLD/NASH

Lanifibranor	Inventiva	Pan-PPAR agonist	进行中	NATiv3 (NCT04849728)	2000 人&72 周	非肝硬化伴纤维化 NASH (F2-F3)
Aramchol	Galmed	SCD1 inhibitor	进行中	ARMOR (NCT04104321)	2000 人&72 周	非肝硬化伴纤维化 NASH (F2-F3)
Semaglutide	Novo Nordisk	GLP-1 agonist	进行中	ESSENCE(NCT04822181)	1200 人&72 周	非肝硬化伴纤维化 NASH (F2-F3)
Belapectin	Galectin	Galectin 3 inhibitor	进行中	NAVIGATE (NCT04365868)	1010 人&78 周	无食管静脉曲张的 NASH 肝硬化及门脉高压
Oltipraz	PharmaKing	AMPK activators	进行中	NCT04142749	144 人&24 周	无肝硬化 NAFLD
Cenicriviroc	Allergan	CCR2/5 antagonists	已终止	AURORA (NCT03028740)	1779 人&12 个月	纤维化 NASH
Elafibranor	GENFIT	PPAR α / σ agonist	已终止	RESOLVE-IT (NCT02704403)	2157 人&72 周	纤维化 NASH
Selonsertib	gilead	ASK1 inhibitor	已终止	STELLAR-3 (NCT03053050) STELLAR-4 (NCT03053063)	808 人&48 周 883 人&48 周	桥接纤维化 NASH 代偿性肝硬化 NASH

资料来源:《Acta Pharmacologica Sinica》、Clinicaltrials, 首创证券

表 3 全球已进入临床 II 期 NASH 联合用药方案进展情况

药物/药物组合	企业	作用机制	进展	临床试验名称	入组患者人数&持续时间	主要临床终点
Tropifexor plus Licogliflozin	Novartis	FXR agonist & SGLTs inhibitor	已完成	ELIVATE (NCT04065841)	380 人& NASH 纤维化 (F2/3), 48 weeks	至少有一个阶段的纤维化改善且无 NASH 恶化
Tropifexor plus Cenicriviroc	Novartis& Abbvie	FXR agonist & CCR2/5 antagonist	已完成	TANDEM (NCT03517540)	193 人& NASH 纤维化 (F2/3), 48 weeks	不良事件和严重不良事件的发生
Tropifexor plus LYS006	Novartis	FXR agonist & leukotriene A4 hydrolase inhibitor	已终止	NEXSCOT (NCT04147195)	250 人& NASH with T2D, 21 weeks	TEAEs & SAEs
MET409 plus Empagliflozin	Metacrine &Boehringer Ingelheim	FXR agonist & Sodium-glucose cotransporter 2inhibitors (SGLT2i)	进行中	NCT04702490	120 人&NASH with T2D, 12 - 16 weeks	不良事件发生率
Pioglitazone plus Empagliflozin	Takeda&Boehringer Ingelheim	Thiazolidinediones (TZD) & SGLT2i	进行中	NCT03646292	60 人& NASH with T2D, 6 months	MRI-PDFF 检测肝脂肪变化
Obeticholic acid plus Atorvastatin	Intercept&Pfizer	FXR agonist & HMG CoA reductase inhibitor	已完成	CONTROL (NCT02633956)	84 人& NASH 纤维化 (F1 - F4), 16 weeks	LDL 浓度和粒径
PF-06865571 plus PF-05221304	Pfizer	DGAT2 inhibitor & ACCinhibitor	已完成	NCT03776175	99 人& NAFLD, 6 weeks	通过 MRI-PDFF 测量的肝脂肪与基线相比的变化百分比
PF-06865571 plus PF-05221304	Pfizer	DGAT2 inhibitor & ACC inhibitor	进行中	NCT04399538	180 人& NAFLD, 6 weeks	通过 MRI-PDFF 测量的肝脂肪与基线相比的变化百分比

PF-06865571 plus PF-05221304	Pfizer	DGAT2 inhibitor & ACC inhibitor	进行中	MIRNA (NCT04321031)	450 人& NASH 纤维化 (F2/3),	通过 1>/=或两者同时改 NASH, 而不加重纤维化或改善纤维化
Semaglutide + Cilofexor + Firsocostat	Novo Nordisk& Gilead	GLP1 receptor agonist & FXR agonist & ACC inhibitor	已完成	NCT03987074	109 人& NASH 纤维化 (F2/3),	TEAEs
Semaglutide + (Cilofexor or/and Firsocostat)	Novo Nordisk& Gilead	GLP1 receptor agonist & FXR agonist & ACC inhibitor	进行中	NCT04971785	440 人&participants, NASH 代偿性肝硬化 (F4), 72 weeks	1.至少有一个阶段的纤维化改善, 而没有 NASH 的恶化。 2.NASH 缓解率
Selonsertib + Firsocostat + Cilofexor	Gilead	ASK1 inhibitor & ACC inhibitor & FXR agonist	已完成	ATLAS (NCT03449446)	395 人&, NASH 桥接纤维化或代偿性肝硬化 (F3/4), 48 weeks	TEAEs&至少一个阶段的纤维化改善而不恶化 NASH
Selonsertib + Firsocostat, Cilofexor, Fenofibrate or Vascepa	Gilead	ASK1 inhibitor & ACC inhibitor & FXR agonist & PPAR- α activator & icosapent ethyl	已完成	NCT02781584	220 人&, NASH 纤维化 (F2/3), 12 weeks	TEAEs
Elobixibat + Cholestyramine	Albireo	Ileal bile acid transporter (IBAT) inhibitor & bile acid sequestrant	已完成	NCT04235205	100 人&NASH 纤维化 (F1 - F3),	血清 LDL-C 的绝对变化
Vitamin E + Omega-3 fatty acid	DSM	Antioxidant	进行中	PUVENAFLD (NCT04198805)	200 人&NAFLD,6 months	肝脏脂肪含量相对于基线水平的变化
Vitamin E + Saraglitazar + Lifestyle Changes	Asian Institute of Gastroenterology	Antioxidant & PPAR α / γ agonist	进行中	NCT04193982	250 人& NAFLD/NASH, 6 months	纤维化等级的变化
NNC0194 0499 + Semaglutide + NNC0174 0833	Novo Nordisk	GLP1 receptor agonist & islet amyloid polypeptide (IAPP) analogue	进行中	NCT05016882	672 人&NASH 纤维化 (F2 - F4),	肝纤维化改善, NASH 无恶化
Probiotics and Glutamine, Quercetin, Vitamin E, Curcumin, Silybin, Pectin	Mativa-Tech SA	Complex	进行中	ICAN (NCT04781933)	60 人& NASH 纤维化 (F2/3),	NASH 缓解, 纤维化无恶化

资料来源:《Acta Pharmacologica Sinica》、Clinicaltrials, 首創證券

2022 年以来, 全球 NASH 药物研究领域迎来多项重要进展。2022 年 7 月, Intercept Pharmaceuticals 宣布奥贝胆酸 (Ocaliva, obeticholic acid, OCA) 在 REGENERATE 关键临床 3 期试验取得新的中期分析积极结果, 计划以此结果再次向 FDA 提交 NDA 申请, 根据公司公告, 已经在 7 月底与 FDA 进行了预备提交会议 (pre-submission meeting), 并计划于 2022 年底正式提交 NDA 申请, 若临床结果符合预期, 按照审批时间 1 年计算, 2024 年有望迎来首个 NASH 创新药上市。Madrigal Pharmaceuticals 的 Resmetirom 与 2022 年 1 月披露了临床 III 期安全性数据, 并计划于 2022 年 4 季度披露临床 III 期顶线数据 (Topline Data)。辉瑞的组合疗法 ervogastat/clesacostat(PF-06865571/ PF-05221304)也在 2022 年 5 月获得 FDA 快速通道资格。

表 4 全球在研 NASH 药物在 2022 年以来的重要进展及未来潜在重要进展

公司	药物	临床结果或后续进展预期	披露时间
Intercept Pharmaceuticals	奥贝胆酸	ITT 人群中的中期分析结果显示，在随机分配每天服用 1 次 25 毫克 OCA 的病患中，有 22.4% 达到试验主要终点，亦即在第 18 个月时，其纤维化程度至少改善一个阶段且 NASH 情况没有恶化。与此同时，只有 9.6% 的安慰剂组病患达成这一指标 ($p < 0.0001$)。	2022 年 7 月
辉瑞	ervogastat/clesacostat	获得 FDA 快速通道资格	2022 年 5 月
Madrigal Pharmaceuticals	resmetirom	试验达到了安全性主要终点：相比安慰剂，52 周的研究中，resmetirom 在 80 mg 和 100 mg（均每日一次给药）的剂量水平下均安全且耐受良好。	2022 年 1 月
Inventiva	Lanifibran	2021Q3 启动了关键临床 III 期研究，预计 2023 年上半年完成末例患者首次访视，预计 2024 年下半年公布结果。两项重要的临床 II 期研究预计于 2022 年下半年和 2023 年下半年披露结果。	——

资料来源：相关公司公告，首创证券

我们认为，随着 NASH 药物研发的进展和后续商业化，对于 FibroScan 的需求将持续增加，主要包括：（1）药企研发方面的需求，NASH 新药的研发过程中，FibroScan 为全球通用的临床评价标准，制药企业需要购买 FibroScan 支持 NASH 新药临床试验疗效评估，未来 NASH 新药上市后，也会有长期的药效评价的需求，从历年年报之中可以看出，公司与全球 NASH 药物研发企业建立起了广泛的合作。2022 年 6 月，Echosens 与诺和诺德宣布开展合作，共同推进非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 的早期诊断，将合作开展更多针对 NASH 的临床验证项目，生成真实世界数据，促进非侵入性诊断检测技术的应用，并一同努力增加公众对疾病、早期诊断及疾病管理重要性的认知；（2）由于 NASH 发病隐匿性强，在治疗药物获批上市后，相应的患者筛查、用药效果监测等需要也会同步提升。

表 5 公司历年重要客户情况

年份	客户	采购金额
2016 年	Intercept Pharmaceuticals	2540 万元
2017 年	PFIZER INC	3273 万元
2019 年	PFIZER INC	3145 万元
2020 年	PFIZER INC	4072 万元
2021 年	BOEHRINGER INGELHEIM INTERNATIONAL	1371 万元

资料来源：公司公告，首创证券

2. 复方鳖甲软肝片销售模式成功切换，盈利能力有望逐步提升

公司药品板块的核心产品复方鳖甲软肝片，主要原材料为鳖甲、防风、冬虫夏草等多味中药材。复方鳖甲软肝片具有软坚散结，化痰解毒，益气养血的疗效，用于治疗慢性肝炎肝纤维化以及早期肝硬化。

此前复方鳖甲软肝片以公立医院销售为主，定价较低（中标价约为 1.3-1.4 元/片），一方面不能体现出产品的临床价值，另一方面由于医院招标价较为刚性，而近年来主要原材料冬虫夏草价格存在一定波动性，给产品的毛利率带来不利影响。为了应对市场环境的和原材料价格上涨带来的成本压力，公司在 2019 年着手调整复方鳖甲软肝片的销售模式，从过去以公立医院销售渠道为主、受制于药品招标价格的模式逐渐向以零售渠道为主的、药品自主定价的模式转变。2020 年公司成功实现了软肝片的销售模式战略调整，用金装软肝片替代了老软肝片在院外渠道的销售，同时开辟了京东、健客等电商销售渠道，实现了向自主定价销售转变。2021 年公司药品毛利率进一步提升，销售模式转型成效进一步显现。

通过测算公司药品销售均价，可以看出自 2020 年起价格进入上升通道，我们认为这体现出方鳖甲软肝片院外渠道销售占比提升。目前院外渠道销售均价约为 3.3 元/片，与医院渠道中标价相比大幅提升，金装软肝片的毛利率约为 70%，老软肝片的毛利率约为 40%。我们认为随着复方鳖甲软肝片院外渠道销售占比提升，未来公司药品板块盈利能力还将进一步增强。

图 5 公司药品收入和毛利率情况

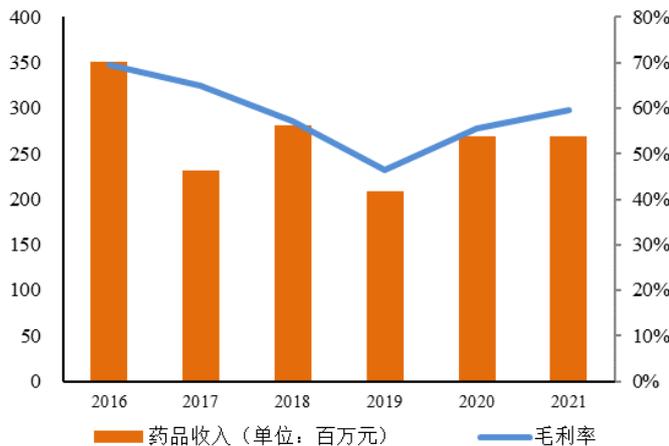
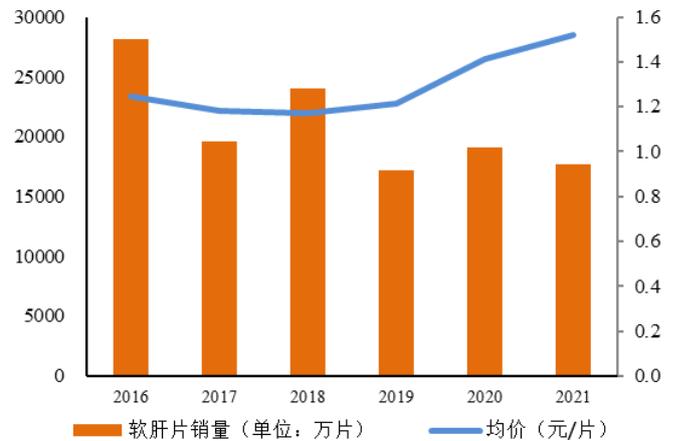


图 6 公司软肝片销量和均价情况



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

公司在儿科健康消费领域也积极进行探索。2020 年 1 月，公司与华西二院共同合作成立了福瑞仁济，2020 年 7 月在成都开设了首家直营店成都高新儿童卓越门诊部有限公司，2021 年又顺利开设了成都武侯儿童卓越门诊部、成都高新新川儿童卓越门诊部两家门店。未来医疗服务业务有望成为公司业绩新的增长点。

2021 年 7 月，公司实施了员工持股计划。员工持股计划考核年度为 2021-2023 三个会计年度，每个会计年度考核一次。对各考核年度的净利润累计值进行考核，根据利润指标完成情况确定员工持股在公司层面归属比例。只有当公司净利润大于或等于目标净利润，股票才能够全部解锁。2021 年公司层面业绩考核指标即 2021 年净利润目标值已达成，我们认为在 FibroScan 放量和复方鳖甲软肝片盈利能力提升等多重利好因素带动

下，公司有较大概率完成业绩目标。

表 6 员工持股计划对于公司层面的业绩考核

归属安排	对应考核年度	该考核年度使用的利润累计值	目标净利润	触发净利润
第一批	2021 年	2021 年净利润	1.0 亿元	0.8 亿元
第二批	2022 年	2021 年和 2022 年净利润累计值	2.5 亿元	2.0 亿元
第三批	2023 年	2021-2023 年净利润累计值	5.0 亿元	4.0 亿元

资料来源：公司公告，首创证券（净利润指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，且扣除各期股份支付的影响）

3. 盈利预测与估值

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 11.43、14.86 和 18.74 亿元，同比增速分别为 27.3%、30.0%和 26.1%；归母净利润分别为 1.52、2.51 和 3.19 亿元，同比增速分别为 59.6%、64.8%和 27.4%，以 8 月 5 日收盘价计算，对应 PE 分别为 32.3、19.6 和 15.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

疫情影响药品和医疗器械正常销售；NASH 药物研发失败，导致 FibroScan 的需求低于预期。

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)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,143	1,229	1,510	1,900	经营活动现金流	208	397	346	224
现金	473	796	956	1,048	净利润	95	152	251	320
应收账款	336	159	206	472	折旧摊销	55	67	65	63
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2	-7	-15	-16
预付账款	24	2	20	22	投资损失	-6	-7	-7	-7
存货	100	123	149	171	营运资金变动	-12	162	-83	-346
其他	180	125	150	147	其它	21	-45	12	53
非流动资产	1,382	1,658	1,904	2,109	投资活动现金流	-183	-243	-326	-254
长期投资	62	62	62	62	资本支出	-39	-323	-322	-272
固定资产	142	160	176	188	长期投资	17	0	0	0
无形资产	417	375	338	304	其他	-161	80	-4	18
其他	542	561	547	544	筹资活动现金流	8	169	140	122
资产总计	2,525	2,887	3,414	4,009	短期借款	-18	-10	-10	-10
流动负债	273	361	561	753	长期借款	2	0	0	0
短期借款	40	30	20	10	其他	-4	248	262	275
应付账款	61	70	86	97	现金净增加额	33	323	161	92
其他	0	0	0	0					
非流动负债	446	447	445	446	主要财务比率	2021	2022E	203E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	446	447	445	446	营业收入	11.3%	27.3%	30.0%	26.1%
负债合计	719	808	1,006	1,199	营业利润	57.7%	53.7%	64.9%	33.6%
少数股东权益	286	361	485	642	归属母公司净利润	54.2%	59.6%	64.8%	27.4%
归属母公司股东权益	1,520	1,718	1,923	2,168	获利能力				
负债和股东权益	2,525	2,887	3,414	4,009	毛利率	73.4%	75.9%	77.5%	79.1%
					净利率	16.5%	19.9%	25.2%	25.5%
					ROE	5.3%	7.3%	10.4%	11.4%
					ROIC	10.2%	13.3%	17.8%	19.4%
					偿债能力				
					资产负债率	28.5%	24.0%	23.4%	20.8%
					净负债比率	27.7%	23.6%	19.9%	16.7%
					流动比率	4.2	3.4	2.7	2.5
					速动比率	3.8	3.1	2.4	2.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
					应收账款周转率	2.9	4.6	8.2	5.5
					应付账款周转率	4.2	4.2	4.3	4.3
					每股指标(元)				
					每股收益	0.36	0.58	0.95	1.22
					每股经营现金	0.68	1.51	1.32	0.85
					每股净资产	5.78	5.63	6.41	7.34
					估值比率				
					P/E	51.61	32.34	19.62	15.40
					P/B	3.24	3.33	2.92	2.55
利润表 (百万元)									
	2021	2022E	2023E	2024E					
营业收入	898	1,143	1,486	1,874					
营业成本	239	276	335	391					
营业税金及附加	12	17	21	27					
营业费用	237	286	342	431					
研发费用	65	80	104	131					
管理费用	169	206	227	277					
财务费用	-19	-7	-15	-16					
资产减值损失	0	1	1	1					
公允价值变动收益	0	1	1	1					
投资净收益	6	6	6	6					
营业利润	189	290	478	639					
营业外收入	0	1	1	1					
营业外支出	0	0	0	30					
利润总额	189	291	479	610					
所得税	41	64	104	133					
净利润	148	227	375	477					
少数股东损益	53	75	124	158					
归属母公司净利润	95	152	251	319					
EBITDA	225	350	529	656					
EPS (元)	0.27	0.26	0.44	0.56					

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	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
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	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	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
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	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