



NASH 新药催化在即，业绩长期空间有望打开

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年收入 10.1 亿元(+12.3%)，归母净利润 1 亿元(+2.5%)；2023Q1 收入 2.4 亿元(+15.8%)，归母净利润 0.1 亿元(+50.4%)，2023Q1 收入和利润的增长由于医疗器械业务的持续拓展。
- **NASH 新药上市在即，有望带动肝纤维化检测需求再扩容。**公司主要诊断产品为 FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器，以及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。2022 年，公司器械业务线收入 6.1 亿元(+12.5%)，业绩的攀升源于按次收费设备 FibroScan Go 的推广、NASH 早期诊断以及疾病认知的提升、AASLD、AAACE 等临床实践指南的推荐等。随着 NASH 新药研发进展的推进，如 Intercept 的奥贝胆酸 PDUFA 日期为 6 月 22 日，MGL-3196 有望于 2023Q2 递交上市申请，后续药物的上市有望带动肝纤维化检测需求再扩容。
- **商销、电商渠道收入攀升，药品业务自主定价迎来新发展。**2022 年公司药品板块收入 3.6 亿元，其中自有药品 2.9 亿元(+9.3%)，独家产品复方鳖甲软肝片是国家药监局批准的首个抗肝纤维化药品。2022 年公司凭借产品优势、品牌优势和渠道优势，通过“药品+器械+服务”业务协同发展，将将处方药销售、健康管理服务及保险支付进行良性结合，加强“线上+线下”渠道融合，在维持巩固原有公立医院销售渠道的基础上，继续拓展向以零售渠道为主的、药品自主定价的销售模式转型，2022 年来自商销、电商渠道的收入同比增长达 44%。
- **医疗服务板块收入提升，在儿科医疗健康管理和肝病慢病管理持续发力。**2022 年公司医疗服务业务板块收入 0.3 亿元(+74%)。公司大力挖掘儿科医疗健康管理业务的潜力，目前已在成都开设三家门诊部直营店，2022 年总服务人次达 8.5 万人。在肝病慢病管理业务方面，公司在全国范围内协助医院建设全程管理中心，通过线上、线下联合为医院提供肝病学科的建设、肝病患者的慢病管理等。
- **盈利预测：**不考虑股权激励摊销的影响，预计公司 2023~2025 年归母净利润为 1.9、3.1、4.7 亿元，对应 PE 为 38、24、16 倍。
- **风险提示：**竞争风险、原材料价格上涨风险、药品院外拓展或不及预期、NASH 药物进展或不及预期、海外疫情复发风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1008.77	1361.83	1770.38	2478.54
增长率	12.27%	35.00%	30.00%	40.00%
归属母公司净利润(百万元)	97.87	193.70	313.73	470.48
增长率	2.52%	97.92%	61.96%	49.96%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.74	1.19	1.79
净资产收益率 ROE	7.96%	10.98%	14.55%	17.74%
PE	76	38	24	16
PB	4.81	4.02	3.50	2.94

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：汤泰萌
执业证号：S1250522120001
电话：021-68416017
邮箱：ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.63
流通 A 股(亿股)	2.31
52 周内股价区间(元)	11.79-34.47
总市值(亿元)	74.21
总资产(亿元)	25.13
每股净资产(元)	5.81

相关研究

1. 福瑞股份（300049）：业绩符合预期，22Q3 同比高增长（2022-10-30）
2. 福瑞股份（300049）：业绩略超预期，仪器业务迎来催化（2022-08-29）
3. 福瑞股份（300049）：业绩符合预期，下半年有望提速（2022-08-02）
4. 福瑞股份（300049）：NASH 药物进展催化，肝纤维检测设备长期空间有望打开（2022-07-12）

盈利预测

关键假设：

1) 器械板块：NASH 药物落地在即，后续上市有望带动肝纤维化检测需求再扩容。假设 2023-2025 年 Fibroscan 检测设备销量分别同比增长 46%、33%、50%。

2) 药物板块：复方鳖甲软肝片竞争格局稳定，有望通过新零售渠道实现销量快速增长。假设 2023-2025 年公司药品销量分别同比增长 10%、15%、15%。

表 1：公司收入预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
仪器	收入	6.1	9	12	18
	增速	12.5%	46%	33%	50%
药品	收入	3.6	4	4.6	5.3
	增速	9.3%	10%	15%	15%
其他	收入	0.3	0.6	1.1	1.5
	增速	74.1%	100%	83%	40%
合计	收入	10	13.6	17.7	24.8
	增速	12.3%	35%	30%	40%

数据来源：wind, 西南证券

相对估值

可比公司方面，我们选取主营业务肝病中药龙头片仔癀、中药企业东阿阿胶和太极集团；可比公司 2023-2025 年万得一致预期 PE 分别为 54/41/34。我们预计公司 2023-2025 年的 PE 分别为 38/24/16，参考可比公司 2023 年的平均估值 46 倍 PE。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	证券名称	股价	EPS（元）			PE（倍）		
		（元）	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600129.SH	太极集团	54.86	1.14	1.58	2.12	47.97	34.81	25.88
600436.SH	片仔癀	273.8	4.92	5.89	6.9	55.69	46.52	39.7
000423.SZ	东阿阿胶	52.8	1.52	1.83	2.21	34.62	28.82	23.87
平均值						46.1	36.7	29.8
300049.SZ	福瑞股份	28.21	0.74	1.19	1.79	38	24	16

数据来源：Wind, 西南证券整理, 截止 2023 年 5 月 5 日收盘价

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1008.77	1361.83	1770.38	2478.54	净利润	145.37	238.70	363.73	525.48
营业成本	267.67	386.91	484.10	652.19	折旧与摊销	61.91	77.73	77.73	77.73
营业税金及附加	10.86	16.84	21.40	29.65	财务费用	-11.72	-5.00	-5.00	-5.00
销售费用	280.57	339.10	424.66	616.54	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	193.92	247.85	301.14	421.01	经营营运资本变动	-78.07	-102.00	-166.51	-289.62
财务费用	-11.72	-5.00	-5.00	-5.00	其他	71.97	15.34	9.99	20.98
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	189.46	224.77	279.94	329.57
投资收益	4.12	0.00	0.00	0.00	资本支出	-18.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-50.36	0.22	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-68.45	0.22	0.00	0.00
营业利润	192.67	298.38	454.66	656.86	短期借款	-38.84	-1.16	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.05	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	191.63	298.38	454.66	656.86	股权融资	32.29	0.00	0.00	0.00
所得税	46.25	59.68	90.93	131.37	支付股利	0.00	-19.57	-38.74	-62.75
净利润	145.37	238.70	363.73	525.48	其他	-119.99	122.23	5.00	5.00
少数股东损益	47.50	45.00	50.00	55.00	筹资活动现金流净额	-126.54	101.50	-33.74	-57.75
归属母公司股东净利润	97.87	193.70	313.73	470.48	现金流量净额	6.49	326.49	246.20	271.83
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	479.21	805.70	1051.90	1323.73	成长能力				
应收和预付款项	489.81	625.78	822.53	1153.46	销售收入增长率	12.27%	35.00%	30.00%	40.00%
存货	97.40	136.77	174.15	234.98	营业利润增长率	2.08%	54.86%	52.38%	44.47%
其他流动资产	164.01	173.45	184.63	204.00	净利润增长率	-1.80%	64.20%	52.38%	44.47%
长期股权投资	60.68	60.68	60.68	60.68	EBITDA 增长率	7.96%	52.81%	42.11%	38.34%
投资性房地产	34.23	34.23	34.23	34.23	获利能力				
固定资产和在建工程	334.86	321.82	308.77	295.72	毛利率	73.47%	71.59%	72.66%	73.69%
无形资产和开发支出	553.85	490.55	427.25	363.95	三费率	45.88%	42.73%	40.71%	41.66%
其他非流动资产	308.68	307.29	305.91	304.52	净利率	14.41%	17.53%	20.55%	21.20%
资产总计	2522.74	2956.27	3370.05	3975.27	ROE	7.96%	10.98%	14.55%	17.74%
短期借款	1.16	0.00	0.00	0.00	ROA	5.76%	8.07%	10.79%	13.22%
应付和预收款项	181.27	263.58	337.88	455.29	ROIC	15.46%	24.50%	34.55%	42.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.07%	27.25%	29.79%	29.44%
其他负债	514.50	517.84	532.33	557.41	营运能力				
负债合计	696.94	781.42	870.21	1012.70	总资产周转率	0.40	0.50	0.56	0.67
股本	263.05	263.05	263.05	263.05	固定资产周转率	6.95	9.61	13.77	21.45
资本公积	672.17	672.17	672.17	672.17	应收账款周转率	2.48	2.65	2.67	2.73
留存收益	740.09	914.22	1189.20	1596.94	存货周转率	2.61	3.25	3.05	3.15
归属母公司股东权益	1545.39	1849.44	2124.43	2532.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.39%	—	—	—
少数股东权益	280.41	325.41	375.41	430.41	资本结构				
股东权益合计	1825.80	2174.85	2499.84	2962.57	资产负债率	27.63%	26.43%	25.82%	25.47%
负债和股东权益合计	2522.74	2956.27	3370.05	3975.27	带息债务/总负债	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.20	5.42	5.45	5.28
					速动比率	4.78	5.00	5.02	4.85
					股利支付率	0.00%	10.11%	12.35%	13.34%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	242.86	371.11	527.39	729.59	每股收益	0.37	0.74	1.19	1.79
PE	75.96	38.38	23.70	15.80	每股净资产	5.87	7.03	8.08	9.63
PB	4.81	4.02	3.50	2.94	每股经营现金	0.72	0.85	1.06	1.25
PS	7.37	5.46	4.20	3.00	每股股利	0.00	0.07	0.15	0.24
EV/EBITDA	26.50	16.42	11.09	7.64					
股息率	0.00%	0.26%	0.52%	0.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn