

2021年08月06日

证券研究报告·公司研究报告

福瑞股份 (300049) 医药生物

买入 (首次)

当前价: 14.93 元

目标价: 20.50 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 肝病诊疗龙头，器械+药品+服务三发驱动

### 投资要点

- 推荐逻辑：**我国是肝病大国，慢性肝病诊断和治疗的市场空间巨大。公司为我国肝病诊疗龙头企业，器械+药品+服务三发驱动业绩迎来拐点。1) 公司的 Fibroscan 肝纤维化诊断设备为全球首创，已成为临床肝纤维化无创即时检测首选设备；2) 公司独家产品复方鳖甲软肝片为肝纤维化临床指南推荐用药，十余年来市场份额稳定在 25% 左右，系抗肝纤维化第一大中成药；3) 公司基于儿科医疗健康管理和肝病慢病管理成功拓展服务业务的盈利模式。根据公司预告 2021H1 归母净利润为 3503~3960 万元，同比增长 130%~160%，业绩加速增长。未来公司 Fibroscan 进一步实现国产化，同时伴随 NASH 创新药上市带动全球诊断需求；复方鳖甲软肝片进入院外渠道，提升定价自主权，将推动业绩加速增长。公司股权激励考核目标为 2021~2023 净利润为 1、1.5、2.5 亿元，高速增长彰显管理层信心。
- 器械：肝纤维化无创检测仪器龙头，Fibroscan 国产化推进。**公司于 2011 年收购法国 Echosens 公司，布局肝纤维化诊断仪器，后者作为全球瞬时弹性成像技术开创者已经成为肝纤维化无创检测仪器龙头。Fibroscan 相比金标准肝活检具备无创、诊断性能高、易于学习、费用便宜等优点，目前已经成为肝纤维化无创诊断的首选方法，得到 WHO、EASL、AASLD 等国际组织和欧美国家权威指南推荐。目前国外为独家品种，国内竞争者较少，凭借丰富的临床和学术证据，Fibroscan 全球销量和收入稳健上升，2019 年全球销量 914 台，收入 5.4 亿元，2012-2019 年间复合年增长率为 19.2%。1) **国内市场看**，近年来公司大力推进 Fibroscan 国产化，做收入、降成本、增利润，2020 年 Fibroscan 国内销售收入 598 万欧元，同比增长 32.95%，我们测算未来 Fibroscan 国内市场有望做到近 10 亿元的潜力。2) **国外市场看**，目前 NASH 领域的创新药物研发火热，辉瑞公司的候选 NASH 药物在临床研发阶段即使用 Fibroscan 作为诊断方法，未来随着 NASH 创新药物的获批上市，肝纤维化诊断需求有望迎来爆发式增长。
- 药品：抗肝纤维化用药龙头，院外销售迎来第二波增长。**目前临床上缺乏有效的抗肝纤维化化药或生物药，公司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，经过二十年的市场验证，已成为抗肝纤维化第一大用药，其销售额多年稳居抗肝纤维化中成药领域第一，市场份额达 25%。历史上虫草采购价格波动曾对软肝片毛利率产生较大影响，但近年来虫草价格处于稳定下行周期，软肝片毛利率有望维持稳定。目前中国每年约有 700 万肝硬化患者，假设抗肝纤维化中药渗透率为 10%，公司市占率 25%，则软肝片市场空间在 10 亿元以上。随着公司逐渐开拓院外市场，2020 年成功实现了向自主定价销售转变，未来有望迎来第二波增长。
- 服务：儿科诊所复制扩张，肝病慢病管理增强药品板块竞争力。**公司持续布局医疗服务赛道，其中：1) **儿科诊所**的运营主体为公司与华西医院合资设立的四川福瑞仁济健康管理有限公司，公司持股 51%，旗下已开设三个儿科诊所，主要提供儿童保健服务包，其中较早成立的成都高新儿童卓越门诊部 2021 年以来月收入达到 100 多万，利润率 20% 左右，是一个多年探索后形成的可复制扩张的模板，预计未来在成都将开 10 家店，并且依靠和其他地区的标杆医院合作有

### 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

联系人：周章庆

电话：021-68416017

邮箱：zzq@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)	2.30
52 周内股价区间(元)	6.91-19.26
总市值(亿元)	39.27
总资产(亿元)	22.65
每股净资产(元)	5.14

### 相关研究

望实现异地扩张；2) 肝病慢病管理业务基于福瑞互联网医院，已经拓展知识付费和服务付费的内容，为庞大肝病患者提供慢病管理服务，将增强药品板块竞争力。

- **盈利预测与投资建议：**收入重回增长轨道叠加盈利能力提升，不考虑激励摊销费用，预计公司 2021~2023 年归母净利润为 1.1、1.6、2.5 亿元，对应 PE 37、24、16 倍。参考可比公司 2021 年的平均估值 50 倍 PE，目标价 20.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**竞争风险、原材料价格上涨风险、药品院外拓展不及预期、FibroScan 国产化不及预期、海外疫情复发风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	807.53	980.55	1181.39	1425.73
增长率	-2.91%	21.43%	20.48%	20.68%
归属母公司净利润（百万元）	61.91	107.22	161.68	252.03
增长率	42.69%	73.20%	50.80%	55.88%
每股收益 EPS（元）	0.24	0.41	0.61	0.96
净资产收益率 ROE	5.59%	7.69%	9.81%	12.80%
PE	63	37	24	16
PB	2.90	2.64	2.41	2.12

数据来源：Wind，西南证券



## 目 录

<b>1 福瑞股份：肝病全产业链龙头</b>	<b>1</b>
<b>2 器械+药品+服务三发驱动业绩增长</b>	<b>4</b>
2.1 器械：肝纤维化无创检测仪器龙头，Fibroscan 国产化推进	6
2.2 药品：抗肝纤维化用药龙头，院外销售迎来第二波增长	11
2.3 服务：儿科诊所复制扩张，肝病慢病管理增强药品板块竞争力	12
<b>3 盈利预测与估值</b>	<b>15</b>
3.1 收入预测	15
3.2 相对估值	16
<b>4 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司历年营业收入.....	3
图 4: 公司历年净利润.....	3
图 5: 公司历年收入结构.....	4
图 6: 公司历年盈利能力.....	4
图 7: 公司历年费用率.....	4
图 8: 坏死性炎症开启肝纤维化, 进一步演变成肝硬化.....	5
图 9: 肝脏损伤的阶段.....	5
图 10: Echosens 发展历程.....	6
图 11: Fibroscan 历年销量.....	8
图 12: Fibroscan 历年销售收入.....	8
图 13: 辉瑞公司 NASH 药物管线.....	10
图 14: 公司自营药品销售额.....	12
图 15: 公司复方鳖甲软肝片金装提价拓展院外.....	12
图 16: 公司药品业务毛利率.....	12
图 17: 冬虫夏草价格变化.....	12
图 18: 我国每年新生儿数量 (万人).....	13
图 19: 全国人均可支配收入 (元).....	13
图 20: 我国儿科医生数量 (万人).....	13
图 21: 我国儿科医生需求量测算 (万人).....	13
图 22: 和华西医院成立儿童卓越门诊部.....	14
图 23: 华西儿童卓越门诊销售的儿童保健服务包.....	14
图 24: 爱肝一生官网.....	15

## 表 目 录

表 1: 公司 2021 年股权激励计划 .....	2
表 2: 公司主要业务及产品情况 .....	3
表 3: 全球主要国家/地区肝病发病率 .....	5
表 4: 公司收购 Echosens 历程 .....	6
表 5: 肝纤维化不同检测方法的对比 .....	7
表 6: 国内肝纤维化检测设备对比 .....	8
表 7: NASH 创新药物研究进展 .....	9
表 8: PF-06865571 和 PF-06835919 早期临床试验结果 .....	10
表 9: 抗肝纤维化中成药对比 .....	11
表 10: 公司收入预测 .....	15
表 11: 可比公司估值对比 .....	16
附表: 财务预测与估值 .....	17

# 1 福瑞股份：肝病全产业链龙头

内蒙古福瑞医疗科技股份有限公司成立于 1998 年，2010 年在创业板上市。公司总部位于北京，各子公司分布于欧洲、美国、香港，形成了以北京为总部，巴黎为研发基地，业务遍及全球的战略布局。公司整合肝病治疗药品、创新诊断设备、慢病管理体系以及互助医疗保险等优势资源，充分发挥公司在肝病领域的整体优势，为肝病以及其它慢性疾病患者提供全面的解决方案，搭建全流程、高质量、个性化的医疗服务和管理平台。

## 公司发展主要分为四个阶段：

第一阶段：1998-2007，处于发展前期，公司以研制、销售肝纤维化治疗药品为主；

第二阶段：2007-2013 年，公司引进了无创诊断仪 FibroScan，业务拓展到医疗器械领域，逐步建立了以肝纤维化诊断支持服务为导向，以无创诊断标准和服务型营销体系为驱动，以肝纤维化治疗药品为基础的专业化业务体系；

第三阶段：2013-2019 年，公司推动建立肝纤维化全球共识，以肝纤维化的诊断、治疗和患者服务为核心，提供肝病全面解决方案，向肝病诊疗领域综合服务提供商的角色转型；

第四阶段：2019 年至今，公司加速推进向医疗服务领域转型，制定了“整合全球资源，助力健康中国战略，为公众提供全方位全周期安全有效便捷的医疗服务”的战略目标。公司与四川大学附属华西第二医院合作建立“华西妇儿联盟”，构建新型妇女儿童健康管理培训和分级诊疗体系；与全国范围内的医院合作，共同开展肝病慢病管理服务；公司调整药品销售战略，以金装软肝片开辟京东等电商销售渠道；同时大力推进 Fibroscan 国产化战略，Fibroscan 国内销售增长有望加速。

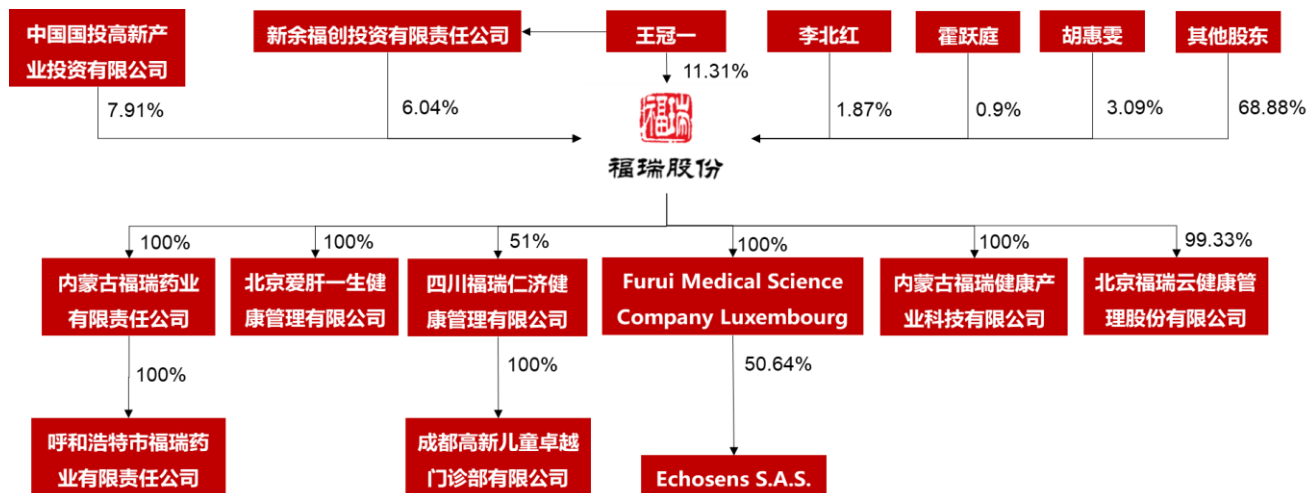
图 1：公司发展历程

时间	事件
1998年11月	北京福麦特技术发展有限责任公司在兼并集宁制药厂后组建成立内蒙古福瑞制药有限公司。
2001年12月	公司改组为内蒙古福瑞中蒙药科技股份有限公司。
2002年7月	内蒙古福瑞药业有限责任公司及福瑞大药房连锁有限责任公司分别通过国家药监局GSP认证
2006年6月	国家发改委高技术产业化项目“复方软肝片高技术产业化示范工程项目”完成并通过国家验收。
2007年10月	引进肝纤维化无创诊断仪FibroScan。
2010年1月	公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市，股票代码300049。
2011年6月	公司根据法国爱科森提出的股权转让要约，以2000万欧元的价格收购该公司的100%股权。
2012年6月	公司更名为内蒙古福瑞医疗科技股份有限公司。
2013年1月	国内首家“爱肝一生健康管理中心”在四川省成都市成都中医药大学附属医院正式挂牌成立。
2015年4月	法国爱科森引入战略投资者，获取8254万欧元现金，用于研发、并购和O2O慢性肝病管理等医疗。
2015年5月	基于移动端的“爱肝一生”APP（医生/患者端）上线，成为O2O慢性肝病管理战略的重要一环。
2016年2月	Echosens（中国）工厂暨深圳市回波医疗器械有限公司开业庆典于深圳正式启动。
2018年9月	与华西二院、众惠相互共同推出“华西妇儿联盟家庭医生互助计划”。
2018年12月	国产化设备FibroScan PRO获得了国家药品监督管理局颁发的《中华人民共和国医疗器械许可证》，公司实现了公司医疗器械产品国产化
2019年7月	FibroScan HANDY、FibroScan Q取得了国家药品监督管理局颁发的《中华人民共和国医疗器械许可证》。
2020年2月	公司获得互联网医院运营牌照。
2020年	公司复制“华西妇儿联盟”的模式，与重庆医科大学附属儿童医院、浙江大学医院附属儿童医院、复旦大学附属儿科医院等医疗机构在专项培训、资格认证、质量控制、专题科研、产品开发等方面开展专项合作。公司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，形成了可复制的盈利模式。
2021年	在成都注册成立了成都武侯儿童卓越门诊部有限公司、成都高新新川儿童卓越门诊部有限公司。

数据来源：公司官网，公司历年年报，西南证券整理

公司股权结构清晰，董事长王冠一为实际控制人。截至 2021 年 4 月 28 日，公司总股本数为 2.63 亿股，董事长王冠一直接持有公司 11.31% 的股权，通过新余福创间接持有公司 6.04% 的股权，为公司控股股东、实际控制人。福瑞股份直接持有子公司内蒙古福瑞健康、北京爱肝一生、内蒙古福瑞药业，通过全资子公司 Furui Medical Science Company Luxembourg 控制法国埃克森公司 50.64% 股权布局器械，通过直接持有四川福瑞仁济健康管理有限公司 51% 股权布局儿科诊所。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

股权激励高增速考核目标彰显公司管理层信心。公司拟对 70 名高级及中层管理人员授予 672 万股公司股份，占公司总股本的 2.55%。本次股权激励考核目标对应 2021-2023 年扣非归母净利润分别为 1 亿元、1.5 亿元、2.5 亿元。2020 年公司扣非归母净利润为 6816 万元，如公司达到业绩考核目标，则 2021 年公司归母净利润增长率为 46.7%。充分显示了管理层对公司业绩实现高增长的信心。

表 1：公司 2021 年股权激励计划

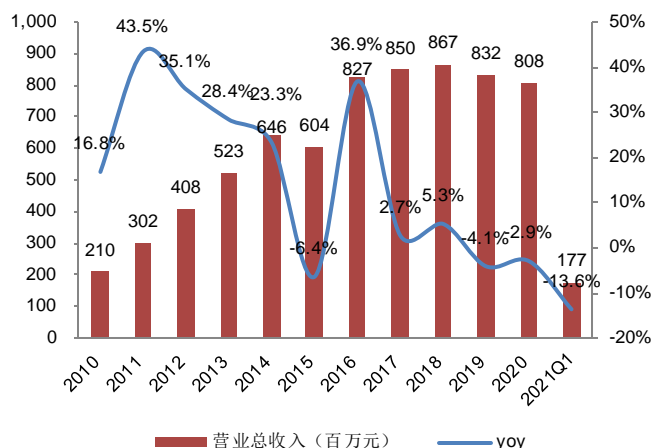
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
业绩考核目标-扣非归母净利润	1 亿元	1.5 亿元	2.5 亿元	-
股权支付费用	1147.22 万元	2163.33 万元	1042.33 万元	367.11 万元

数据来源：Wind，西南证券整理

2017 年以来销售收入稳定，盈利恢复快速增长。2010-2016 年，公司销售收入从 2.1 亿元增长至 8.3 亿元，期间年复合增长率为 25.6%，主要受 Fibroscan 的销售放量带动；近年来公司收入趋于稳定，2020 年公司实现收入 8.1 亿元，2017-2020 年收入年复合增长率为 -1.7%。公司净利润自 2010 年以来波动幅度较大，近年来公司利润恢复正增长，2020 年实现归母净利润 6191 万元，2018-2020 年复合增长率为 32.2%。预计未来随着公司药品院外渠道销售及器械国产化战略推进，公司有望实现业绩高速增长。

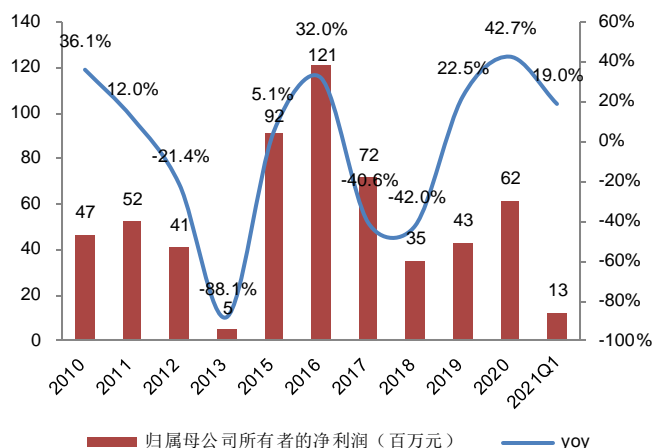


图 3：公司历年营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司历年净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

公司收入主要来源为药品和仪器收入。公司主要业务分为药品、器械和服务，药品方面主要是复方鳖甲软肝片和一部分代理产品；器械方面主要是 FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器；服务方面主要包括儿科医疗健康管理和肝病慢病管理业务。

表 2：公司主要业务及产品情况

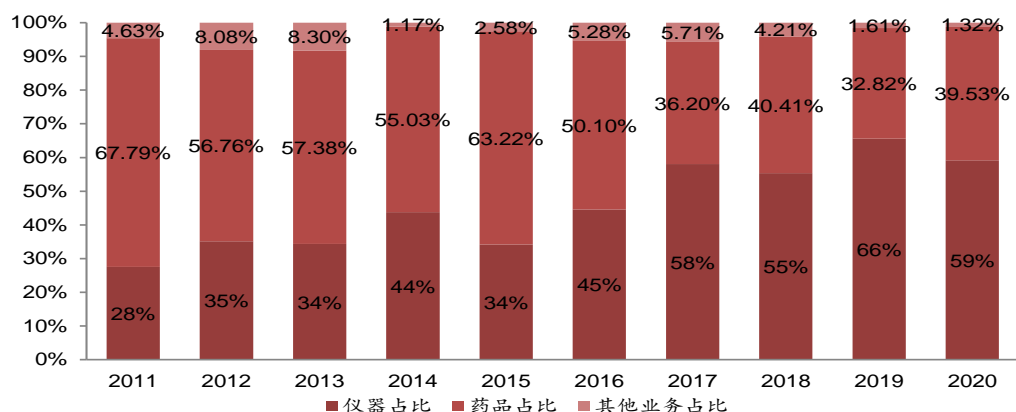
类别	产品/服务	主要优势介绍
药品	复方鳖甲软肝片	国家药监局批准的首个抗肝纤维化药物，经过二十年的市场验证，已经成为抗肝纤维化第一品牌用药，具有广泛的市场知名度。
诊断设备	FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器	全球首个应用瞬时弹性成像技术量化肝脏硬度，并经临床验证的无创即时检测设备，获得了欧盟 CE、美国 FDA 和中国 CFDA 等认证。
医疗服务	儿科医疗健康管理	与四川大学附属华西第二医院合作建立“华西妇儿联盟”，构建以医疗质量同质化为核心、基于“互联网+”的“互助支付+儿科分级诊疗”的新型妇女儿童健康管理培训和分级诊疗体系。
	肝病慢病管理业务	与医院合作，利用公司在肝病领域二十余年的丰富经验和资源，发挥自身在诊断设备、治疗药品、医学信息技术、患者服务等方面的优势，共同开展肝病慢病管理服务。

数据来源：公司年报、西南证券整理

从收入结构看，仪器销售占比逐渐提升。从 2010 至 2020 年，仪器收入占总收入的比例从 27.58% 提升至 59.15%。仪器收入占比的增加主要来源于 FibroScan 系列产品销售在国内市场的大幅增长。2015 年公司做出了 FibroScan 国产化的战略决策，2019 年做出了支援 Echosens 中国的战术部署，加大科技研发创新的力度，接连推出了国产化设备 FibroScanPRO、FibroScanHANDY、FibroScanQ，逐步满足不同层次的主体需求。基于此，2020 年度器械业务在中国地区的优势凸显，实现销售收入 598 万欧元，同比增长 32.95%。



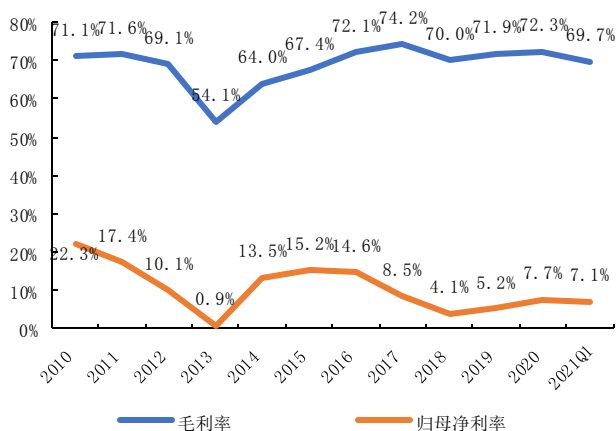
图 5：公司历年收入结构



数据来源：Wind, 西南证券整理

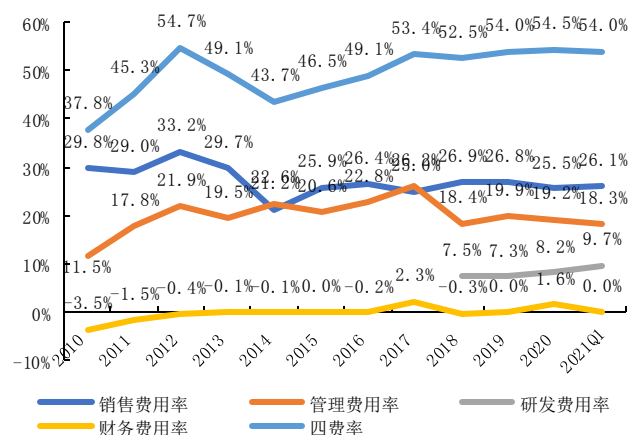
公司盈利能力有所提升，整体费用率保持稳定。公司业务历史毛利率波动较大，2010-2013 年，软肝片原材料成本处于上行周期，导致公司整体毛利率从 71.1% 下降至 64.1%；2013 年以后原材料价格有所回调。2020 年公司整体毛利率为 72.35%，预计未来随着公司药品业务的议价权增加，器械业务的平均成本下降。公司毛利率有望提高。近年来公司总费用率从 2017 年的 53.4% 微增至 2020 年的 54.4%，整体费用率保持稳定。

图 6：公司历年盈利能力



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：公司历年费用率



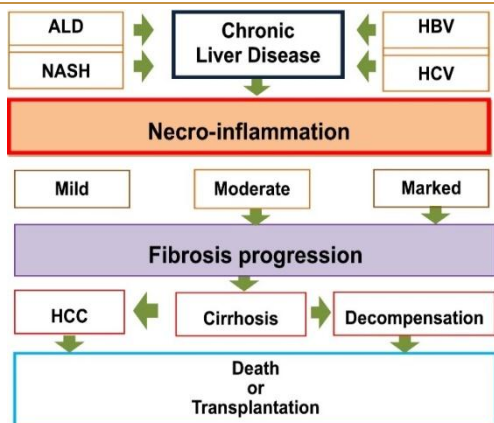
数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 器械+药品+服务三发驱动业绩增长

慢性肝病是容易被忽视的全球重大的健康问题。肝脏是人体的毒素过滤器和维生素储存库，是人体重要的器官。慢性肝病（Chronic liver diseases, CLD）包括肝炎病毒、乙醇、药物与毒物、寄生虫、代谢和遗传、胆汁淤积、免疫异常等病因所致的病程超过半年的各种肝病。根据《Liver International》杂志的论文统计，当前全球 CLD 患者 8.4 亿人，每年导致的死亡人数 200 万人，与糖尿病（4.2 亿患者，每年死亡 160 万）、肺病（6.5 亿患者，每年死亡 617 万）和心血管疾病（5.4 亿患者，每年死亡 1770 万）相比，慢性肝病已成为容易被忽视的全球重大的健康问题。

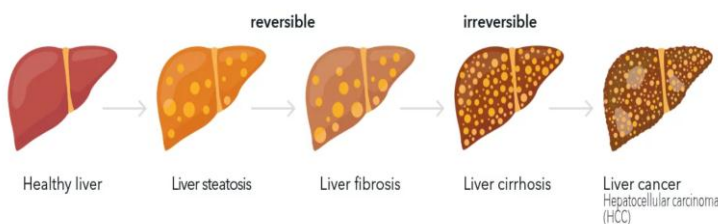
从可逆到不可逆，慢性肝病宜早诊早治。病毒性肝炎（乙肝 HBV 和丙肝 HCV 为主）和非病毒性肝炎（酒精肝 ALD 和非酒精脂肪肝 NASH）是导致慢性肝病的重要根源。从慢性肝病的发展历程看，肝纤维化是对肝脏坏死性炎症损伤的修复反应，是各种慢性肝病向肝硬化发展的重要环节。肝纤维化是可逆的，及早治疗（病因治疗为主）能够改善肝纤维化的症状，而肝硬化是不可逆的，基本上只能延缓肝硬化的进展，如放任肝硬化的发展，则后期容易出现失代偿或者肝癌。

图 8：坏死性炎症开启肝纤维化，进一步演变成肝硬化



数据来源：LiverInternational, 西南证券整理

图 9：肝脏损伤的阶段



数据来源：Echogens 官网, 西南证券整理

中国慢性肝病高发，预计潜在人群超过 3 亿人。全球看，慢性肝病的类型以非酒精性脂肪肝（NAFLD）和（ALD）为主，国内则具有庞大的乙肝患者，流行病学略有不同。从患病率看，国内 NAFLD、ALD、乙肝、丙肝患者数量合计超过 3 亿人，庞大的慢性肝病人群基数导致国内肝硬化和肝癌患者数量和发病率远远超过全球平均水平，因此国内慢性病的诊断和治疗更加紧迫。

表 3：全球主要国家/地区肝病发病率

主要肝病	中国		美国		欧洲		日本	
	患病人数 (万例)	患病率	患病人数 (万例)	患病率	患病人数 (万例)	患病率	患病人数 (万例)	患病率
非酒精性脂肪肝 NAFLD	17300-31000	12.5%-22.4%	7600	24.13%	12000	23.71%	3200	25.00%
酒精性脂肪肝 ALD	6200	4.50%	1900	6.20%	3100	6.00%	200-300	1.56%-2.34%
乙肝 HBV	9000	6.52%	220	0.71%	450	0.90%	150	1.17%
丙肝 HCV	1000	0.72%	350	1.13%	600	1.10%	200	1.56%
肝硬化	700	0.51%	63.3	0.27%	50	0.10%	40-50	0.31%-0.39%
肝癌*	46	0.03%	3.9	0.01%	3	<0.01%	4.1	<0.01%

数据来源：Journal of Hepatology, 西南证券整理。\*注：肝癌数据为年新增人数，即发病率，其余慢性肝病以患病率统计

公司业务布局肝病全产业链，已建立核心竞争优势。福瑞股份一直致力于肝病领域的全流程管理，深耕肝纤维化、肝硬化诊治领域多年，集药品生产与销售、仪器研发与销售、医疗服务业务为一体，从上游肝病诊断仪器，肝病治疗药品生产，药品代理及配送服务，到下游肝病患者管理、互助保险、肝病大数据，打通了筛查诊断、治疗干预、风险评估、健康管理的全生命周期，为肝病患者提供了专业、全面的解决方案，形成了较为完整的肝病诊疗全产业链的战略资源布局优势。此外，公司还具备产品市场地位和品牌优势、研发及技术领先优势、全球战略布局优势和人才专业优势。

## 2.1 器械：肝纤维化无创检测仪器龙头，FibroScan 国产化推进

收购法国 Echosens 公司，布局肝纤维化诊断仪器。公司自 2006 年从法国 Echosens 公司引进 FibroScan 超声诊断仪，成为该设备在中国境内（不含香港和台湾）独家代理商。FibroScan 创新性地通过定量检测肝脏硬度和脂肪变，实现了肝纤维化的无创监测，已成为肝脏穿刺检查的主要替代产品。为进一步巩固公司在无创肝纤维化检测领域的业务地位，消除产品代理合作终止的风险，公司于 2011 年 7 月完成了对 Echosens 公司的收购。公司以 IPO 超募资金 2000 万欧元收购 Echosens 100% 股权。收购完成后，Echosens 成为公司全资控股子公司，2012 年引进战略投资者，增资转让后公司持有 Echosens 51% 的股权。

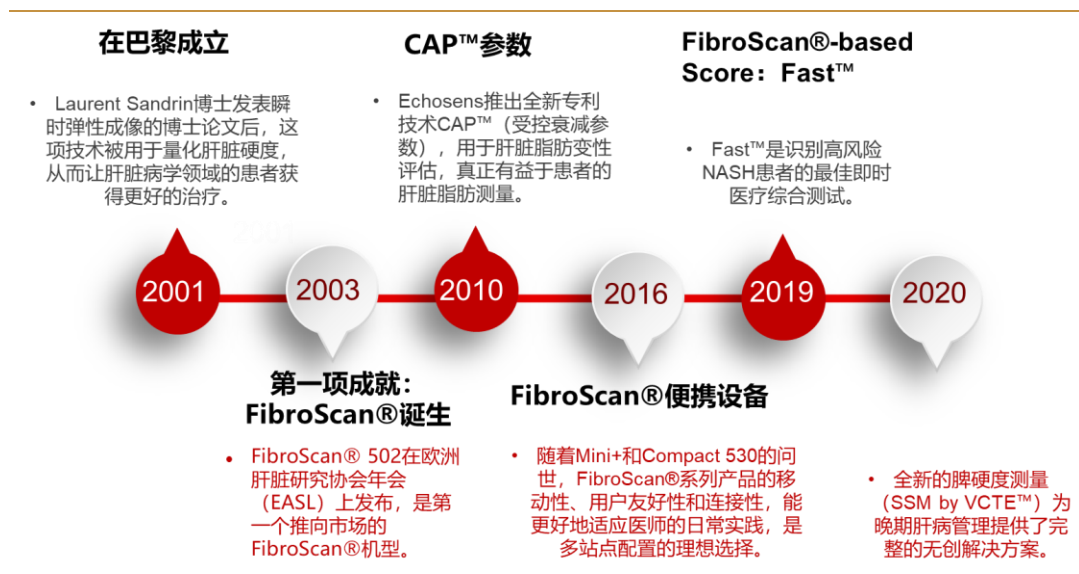
表 4：公司收购 Echosens 历程

时间	合作事件
2006 年	引进 Echosens 的 FibroScan 超声诊断仪
2007 年	公司与 Echosens 签订了《分销协议》
2009 年	公司与 Echosens 签订了《分销协议之补充协议》
2011 年 2 月	公司与 Echosens 签署《股票出售及购买协议》
2011 年 3 月	公布收购方案及交易价格，估值 2000 万欧元
2011 年 7 月	完成对 Echosens 公司的收购
2012 年	为 Echosens 引入战略投资者凯辉基金、奥博资本及卢森堡阳光国际，投前估值 1.4 亿欧元，增资转让完成后公司持有 Echosens 51% 的股份

数据来源：公司招股说明书、西南证券整理

开创瞬时弹性成像技术，Echosens 已经成为肝纤维化无创检测仪器龙头。法国 Echosens SA 公司成立于 2001 年 6 月 20 日，主要生产肝脏弹性检测设备 FibroScan。其创始人 Laurent Sandrin 于攻读博士学位期间研发了瞬时弹性成像（VCTE）技术，VCTE 技术是 FibroScan 产品的核心技术，Echosens 持有该技术相关的多个专利族，专利权覆盖全球主要市场。

图 10：Echosens 发展历程



数据来源：Wind, 西南证券整理

与肝活检相比，Fibroscan 具备较多竞争优势，有望成为肝纤维化无创检测的首选。目前，肝活组织检查（简称肝活检）仍然是肝纤维化诊断的“金标准”，但因为是有创检查，存在一些并发症和风险，费用也较高（约 1100 元/次）。考虑到大规模的肝病筛查，肝活检的可行性较低，近年来一些无创肝纤维化方法由于具备较好的前景逐渐得到关注，其中瞬时弹性成像（TE）具有超声无创、诊断性能高、易于学习、费用便宜（约 100~150 元/次）等优点，逐渐成为肝活检的替代方案，未来随着大规模肝纤维化程度筛查的需求提升，Fibroscan 有望成为肝纤维化无创检测的首选。

**表 5：肝纤维化不同检测方法的对比**

诊断方法	方法学原理介绍	优点	缺点
肝活检	在右侧肋骨笼附近切一个小切口，并插入针头以获取肝组织的微小样本，以准确判断肝组织内炎症活动度、结构改变及纤维化程度，并根据需要增加免疫组织化学染色或病毒抗原或核酸原位杂交检测	操作简单，可以发现别的检查不能观察到的一些病变	1.属于创伤性检查，少数病例可能会发生并发症，如疼痛、出血、感染甚至死亡，所以不易被患者接受 2.费用较高 3.取样误差
瞬时弹性成像 (TE)	通过测定肝脏的弹性评估肝纤维化程度。利用特殊探头震动产生一个瞬时低频脉冲激励，使肝组织产生瞬间位移和剪切波，跟踪并采集剪切波可获得组织弹性模量，通过肝脏硬度测定评估肝纤维化程度	1.肝硬化诊断性能高 (AUROC>0.9) 2.易于学习，且质量标准已经确定 3.费用较低	1.不能区分纤维化的中间阶段 2.急性肝炎，肝淤血和过度饮酒等会导致假阳性
血液生物化学指标	通过血液相关指标如血小板 (platelet)、 $\gamma$ -谷氨酰转肽酶 ( $\gamma$ -glutamyl transferase) 和白蛋白 (albumin) 建立肝纤维化预测模型	1.无创，无需穿刺 2.经济性好 3.能在门诊场所进行	1.无创诊断模型只能减少约 30% -40% 的肝活检需要 2.诊断模型大多来自慢性乙型肝炎，且只对无纤维化或有极重度纤维化的患者有价值，对中间程度肝纤维化和其他原因所致的肝纤维化分期的预测不尽人意
超声	通过肝脏表面和边缘形态、肝包膜厚度、肝实质回声、肝右叶最大斜径、门静脉主干和左右支内径、脾长径和厚度、脾静脉内径和门静脉每分钟血流量、胆囊壁厚度等指标参数用于评估肝纤维化程度	1.无创、重复性高 2.有助于诊断肝硬化和发现肝占位	1.实用性欠佳：标准纷繁复杂、机器型号、医师主观判断有差别 2.对早期肝纤维化的诊断及分期尚无可靠指导意义
磁共振弹性成像 (MRE)	在 MR 技术基础上再加入应变声波（波长）检测系统，从而将组织弹性程度和 MR 图像相结合	1.诊断准确性不受患者年龄、性别、肥胖和肝脏炎症活动程度的影响 2.不受采集声窗和检查路径的限制，可扫描整个肝脏，对其进行全面评估，避免了抽样误差 3.相对不受患者腹水和肥胖等因素的影响，对操作者依赖性也较低 4.可添加其他 MR I 技术对腹部脏器进行全方位、一站式检查	1.实施需要配备额外的硬件，检查相对耗时，检查费用也较超声高 2.尚未有统一的不同病因肝纤维化 MRE 的肝弹性值
肝静脉压力梯度 (HVPG)	HVPG 是肝静脉楔压和肝静脉自由压之间的差值，反映了门静脉与腔静脉之间的压力差，间接反映门静脉压力	能够反映肝脏整体结构和功能的改变，避免了肝活检的取样误差，可作为肝活检的有效补充	1.对操作技术水平有一定要求 2.属于创伤性检查，窦前性等不同部位性质病变对其测定有影响

数据来源：《肝纤维化诊断及治疗共识》、西南证券整理

**Fibroscan 国内外竞争格局良好。**目前凭借不断的创新研发升级以及专利保护，海外市场以 TE 技术开发的肝纤维化诊断仪器基本只有 Echosens 一家。国内市场有海斯凯尔的 Fibrotouch 和一体医疗的 HepaTest，目前从国内招标价看，Fibroscan 和 Fibrotouch 和 Hepatest 的终端定价较为接近，基本为 100~200 万。公司一直致力于知识产权的保护工作，2018 年 4 月，公司控股的弹性测量体系弹性推动公司起诉无锡海斯凯尔医学技术有限公司专利侵权案，德国杜塞尔多夫地区高级法院做出公司胜诉的终审判决，同月无锡海斯凯尔医学技术有限公司诉法国爱科森医疗科技有限公司、上海回波医疗器械技术有限公司侵害其实用新型专利权案，原告无锡海斯凯尔医学技术有限公司向上海知识产权法院提出撤诉申请。

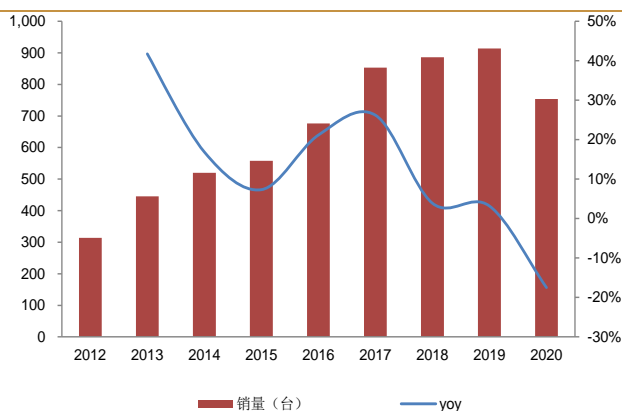
表 6：国内肝纤维化检测设备对比

厂商	Fibroscan	HepaTest	FibroTouch
基本原理	肝脏硬度值：是利用声波传导速率与组织硬度相关的原理来评估肝脏的硬度值	与 Fibroscan 相近	与 Fibroscan 相近
技术专利	原创技术，全球专利布局最全面	涉及专利侵权	可能涉及专利侵权
生产企业	Ecosens/福瑞股份	一体医疗/中珠医疗	无锡海斯凯尔
主要产品型号	Fibroscan、Fibroscan 402（便携式型号）、Fibroscan 502 Touch（新一代高端型号，改善操作界面及 workflow）	-	Max 系列、Plus 系列、Mini 系列等
市场准入	美国、欧洲、日本、中国等全球主要市场	欧洲、中国	欧洲、中国
脂肪肝检测	FibroScan-CAP 型号可检测	不可检测	不可检测
中国上市时间	2012 年国家局批准	2012 年国家局批准	2012 年江苏局批准
注册证编号	国食药监械(进)字 2012 第 3234834 号	国食药监械(准)字 2012 第 3231585 号	苏食药监械(准)字 2012 第 2230290 号

数据来源：公司官网、公司招股书、药智网、CMDE、西南证券整理

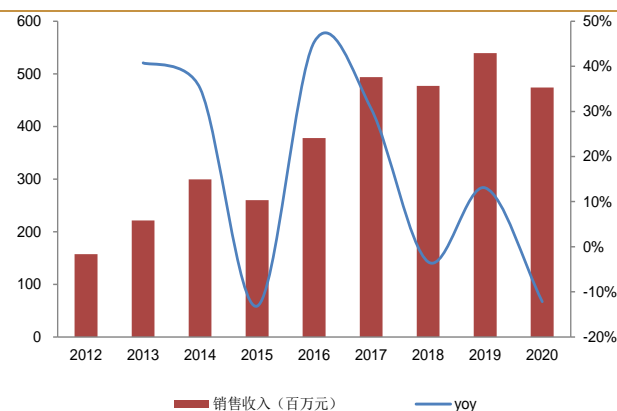
**Fibroscan 全球销量和收入稳健上升，疫情后海外销售将逐步好转。**受益于在全球市场中良好的竞争地位，2012 年至 2019 年间公司 Fibroscan 设备全球销量持续稳健增长，2019 年全球 Fibroscan 销量 914 台，同比增长 3.2%，实现销售收入 5.4 亿元，同比增长 13.1%，2012-2019 年间复合年增长率为 19.2%。2020 年受到疫情冲击，Fibroscan 销量及收入有所下滑，预计 2021 年开始随着疫情常态化和疫苗接种率的提升，海外终端销售将逐渐好转。

图 11：Fibroscan 历年销量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：Fibroscan 历年销售收入



数据来源：Wind，西南证券整理



从国内看,预计 Fibroscan 销售潜力有望超 10 亿元,国产化战略推进拉动新一轮增长。公司自 2015 年推动 Fibroscan 国产化战略,接连推出 FibroScan PRO、FibroScan HANDY、FibroScan Q 等国产化型号。假设国内每家三级医院和二级医院分别平均需要配置 2 和 1 台肝纤维化诊断设备,则国内存量设备需求约 1.5 万台,假设医院平均 5 年更换周期,则每年需求量 3000 台,假设 Fibroscan 市场份额 50%,单台出厂价 60 万元,则 Fibroscan 市场空间约 9 亿元,考虑到社区筛查也需要配备肝纤维化诊断设备,未来下沉市场是公司重要的主攻方向,我们预计 Fibroscan 国内市场潜力超过 10 亿元。2020 年 Fibroscan 国内销售额为 598 万欧元,未来提升空间巨大。

从全球看, NASH 的新药研发火热, 后续上市有望带动肝纤维化检测需求再扩容。海外 NASH 患者众多,但目前国内外市场上获批用于治疗 NASH 的有效药物较少,治疗手段的不足抑制了诊断需求。近年来全球药企加大 NASH 药物研发布局,多款 NASH 在研药物持续推进临床试验,应用前景良好。未来随着相关药物的获批上市,有望刺激肝纤维化检测需求扩容,带动诊断类设备的销售。

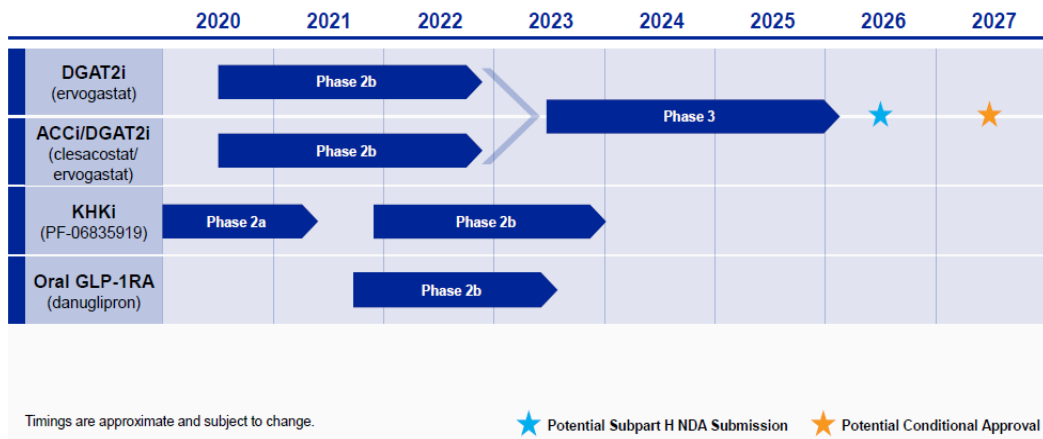
表 7: NASH 创新药物研究进展

通用名	靶点	公司	临床进展	研究结果
Selonsertib (GS-4997)	ASK1	Gilead 公司	III 期临床失败	II 期临床研究结果显示该药可降低细胞凋亡过程中的生物标志物,改善 NASH 患者 2-3 期的纤维化状况。
Elafibranor (GFT-505)	PPAR- $\alpha/\delta$	Genfit 公司	III 期临床	II 期临床试验显示, elafibranor 可以改善 NASH 状况,缓解脂肪性肝炎,有明显的肝保护作用和良好的耐受性。
Cenicriviroc	CCR2/5	Takeda	III 期临床	II 期临床结果显示 cenicriviroc 可以快速阻断 CCR2 和 CCR5, 150 毫克 cenicriviroc 可以用于治疗轻中度肝损伤。
Sorafenib	VEGFR-2、PDGF- $\beta$	拜耳	III 期临床	可明显改善肝损伤和 NASH 导致的肝纤维化,促进血管生成。
BMS-986036	FGF-21	百时美施贵宝公司	III 期临床	II 期临床(NCT02413372)研究表明 BMS-986036 可以改善 NASH、脂肪变性、肝损伤和纤维化状况,但受试者出现轻微不良反应,如腹泻、恶心、排便频繁,未发生严重不良反应。
PF-06835919	KHK	辉瑞	II 期临床	-
PF-06865571	DGAT2	辉瑞	II 期临床	-
GS-0976	ACC	Gilead 公司	II 期临床	可以使肝脏纤维化标志物 TIMP-1 明显降低,但未能改变 NASH 患者的肝硬度。
Emricasan	pan-caspase	Conatus 制药公司	II 期临床失败	emricasan 可以改善重度肝硬化患者的肝功能,且安全性耐受性良好,不良反应出现情况与安慰剂组相似。
pentoxifylline	TNF- $\alpha$	US Pharm Holdings	II 期临床	可以通过抑制 TNF- $\alpha$ 基因转录降低炎症状态,减少氧化应激,改善 NASH 患者肝纤维化程度,但是对酒精性肝炎患者无明显作用。
VBV-376	Cathepsin B	ViroBay 公司	I 期临床	VBV-376 可以明显减轻纤维化状况,但预防治疗效果更佳。

数据来源:药渡、西南证券整理

辉瑞使用 Fibroscan 评估旗下 NASH 在研药物早期临床试验入组患者的肝脏脂肪含量。辉瑞公司管线中数款 NASH 药物的机制侧重于降低肝脏脂肪堆积，在早期临床试验中使用了 Fibroscan 测量患者的脂肪变程度，以筛选入组患者、监测疾病进展并评估药物治疗效果。

图 13：辉瑞公司 NASH 药物管线



数据来源：辉瑞公司官网，西南证券整理

辉瑞两款 NASH 药物进展较为积极，预计上市后有望直接带动 Fibroscan 的销售。Ervogastat (PF-06865571) 是一种 DGAT2 抑制剂，其单药治疗 NASH 的 I 期临床试验中使用了 Fibroscan 进行诊断监测，试验结果表明其可显著降低患者的肝脏脂肪水平，此外 Ervogastat 很好地抑制了辉瑞另一款 NASH 在研药物 Clesacostat 在单药治疗时造成的血清总甘油三酯升高，联合使用从而减小患者发生高脂血症的风险。PF-06835919 是一款 KHK 抑制剂，其 II 期临床试验于 2019 年完成。该试验患者入组标准包括经 Fibroscan 检测的 CAP 值在 260dB/m 以上。入组患者在试验开始前、试验开始中及后续随访阶段还需要使用 Fibroscan 进行共计 8 次检查，以监测肝脏的硬化及脂肪变程度。

表 8：PF-06865571 和 PF-06835919 早期临床试验结果

PF-06865571 治疗 NASH 的 I 期临床试验			
	Placebo	PF-06865571, 50 mg	PF-06865571, 300 mg
给药频率	每日两次	每日两次	每日两次
纳入分析试验人数	15	15	15
主要临床终点： 平均全肝脂肪变化比例	-10.94%	-32.62%	-41.14%
90%置信区间	(-16.65 to -4.83)	(-37.02 to -27.90)	(-44.91 to -37.12)
PF-06835919 治疗 NASH 的 IIa 期临床试验			
	安慰剂	PF-06835919, 75 mg	PF-06835919, 300 mg
给药频率	每日一次	每日一次	每日一次
纳入分析试验人数	17	17	13
主要临床终点： 平均 WLF 变动百分比	-7.97%	2.84%	-25.43%

数据来源：Clinicaltrials.gov，西南证券整理



## 2.2 药品：抗肝纤维化用药龙头，院外销售迎来第二波增长

目前肝纤维化无疗效明确的化药和生物药，部分中成药具有抗肝纤维化作用。针对肝纤维化患者，目前缺乏有效的针对性药物，临床上的主要治疗思路为治疗引起肝纤维化的基础疾病，如抑制清楚乙肝、丙肝病毒、非酒精性脂肪性肝病等，从而阻止或逆转肝纤维化。但是大部分进展至肝硬化阶段的患者其肝纤维化已经无法逆转，因此需要有效的抗肝纤维化药物。目前部分中成药已在临床上用于治疗肝纤维化，如复方鳖甲软肝片、安络化纤丸、扶正化瘀胶囊、络舒肝等。

复方鳖甲软肝片为公司独家产品，为肝纤维化临床指南推荐药物。复方鳖甲软肝片专门用于抗肝纤维化治疗，主要原料为鳖甲、防风、冬虫夏草等多味中药材。复方鳖甲软肝片一直为肝纤维化中西医结合诊疗指南推荐药物，为目前第一大抗肝纤维化药物。我们预计目前抗肝纤维化药物市场份额约 10 亿元左右，公司的复方鳖甲软肝片市场份额约 25%，市场格局多年保持稳定。

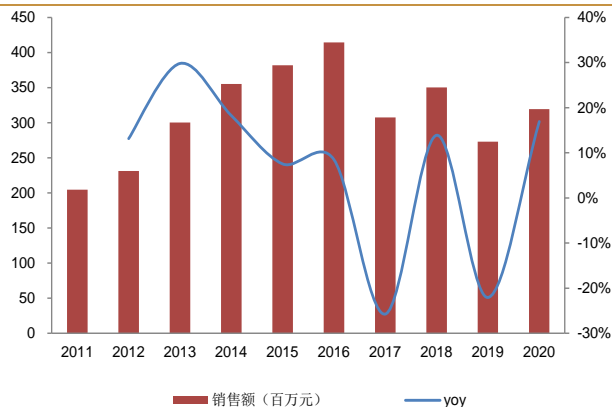
表 9：抗肝纤维化中成药对比

	复方鳖甲软肝片	安络化纤丸	扶正化瘀胶囊	和络舒肝胶囊
生产企业	福瑞股份	森隆药业	上海黄海	威海东宝等
上市时间	1999	2001	2006	1998
2008 年市场份额	26.1%	13.7%	13.3%	10.4%
规格及服用量	一次 4 片，一日 3 次， 6 个月为一疗程	1 袋/次，一日 3 次， 3 个月为一疗程	3-5 粒/次，一日 3 次， 24 周为一疗程	5 粒/次，一日三次
医院中标价	69 元/盒(48 片装)	70 元/盒(10 袋装)	48 元/盒(60 粒装,0.3g/片)	21 元/盒(40 粒装)
京东零售价	120 元/盒(36 片装)	66 元/盒(10 袋装)	48 元/盒(60 粒装,0.3g/片)	48 元/盒(40 粒装)
按中标价测算 年治疗费用(元/年)	6296	7665	3504	2874
按京东价测算 年治疗费用(元/年)	14600(金装)	7227	3504	6570

数据来源：药智网，公司年报，西南证券整理

**2020 年公司药品收入逆势增长，金装提价拓展院外市场。**公司药品 2020 年销售收入 3.2 亿元，在疫情期间医院诊疗减少的背景下逆势增长，其中自有药品 2.7 亿元，以复方鳖甲软肝片为主，流通药品 5000 万元。2019 年来，公司为了应对公立医院药品集中采购带来的价格下行压力和原材料价格上涨带来的成本增长压力，开始调整软肝片的销售模式，从过去以公立医院销售渠道为主的模式转变为院外销售、自主定价的模式。2020 年度，公司成功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。**院外金装提价明显，从院内均价 1.44 元/片提升到 3.33 元/片（京东 APP 零售价）**，未来随着较高价格的金装产品在院外渠道的销售放量，公司复方鳖甲软肝片销售收入有望持续增长。

图 14：公司自营药品销售额



数据来源：Wind，西南证券整理

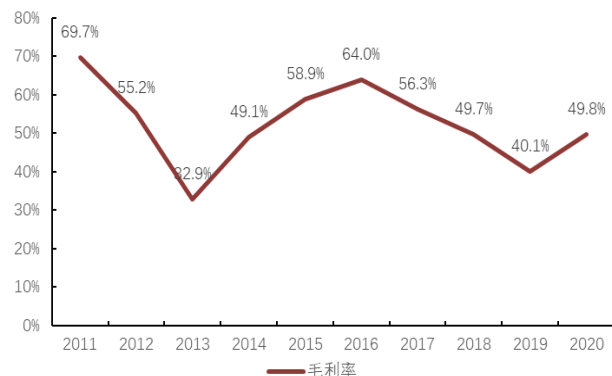
图 15：公司复方鳖甲软肝片金装提价拓展院外



数据来源：京东 APP，西南证券整理

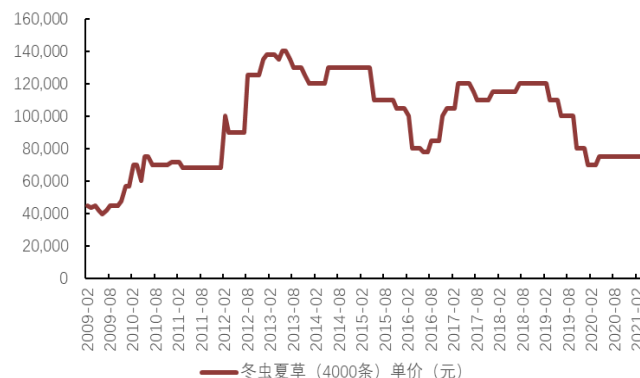
虫草价格变动影响毛利率，2020 年药品毛利率企稳回升。复方鳖甲软肝片毛利率受到药物原材料主要原料为鳖甲、防风、天然冬虫夏草等多味中药材。虫草等药材产量受到土壤、温度、湿度、日照等自然因素的影响，历史上看虫草价格的波动能够解释药品的毛利率变动。2010-2013 年以及 2016~2018 年，虫草药材的价格上涨对公司毛利率产生较大影响，2019 年以来虫草价格有所回落，公司毛利率企稳回升。

图 16：公司药品业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：冬虫夏草价格变化



数据来源：Wind，西南证券整理

复方鳖甲软肝片长期有望贡献超 10 亿元。目前中国每年约有 700 万肝硬化患者，假设抗肝纤维化中药在肝硬化患者群体的治疗渗透率为 10%，公司市占率 25%，复方鳖甲软肝片年治疗费用按院内价格算 6296 元，按照上述假设计算，则复方鳖甲软肝片市场空间约 11 亿元。

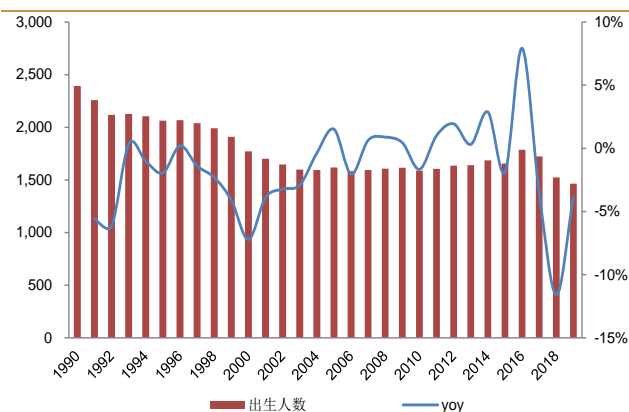
鼓励中医药出海，未来海外市场值得期待。近年来，我国大力鼓励中医药出海，相继发布《中国的中医药》白皮书、《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020 年）》，向全球宣传中药发展成果。受益于政策支持，具有明确临床疗效的中成药有望探索海外市场。公司的复方鳖甲软肝片上市销售多年，临床效果明确，有望在海外市场实现销售。

## 2.3 服务：儿科诊所复制扩张，肝病慢病管理增强药品板块竞争力

布局医疗服务多年，盈利模式开展走通。公司医疗服务方面布局始于 2014 年，早期转型已肝病服务为主，如“肝爱一生健康管理中心”，随着后期和华西医院合作布局儿科，经多年探索，服务板块的复制扩张逻辑和盈利模式逐渐走通，以儿科诊所为核心的服务业务将逐渐贡献业绩。

儿科医疗服务需求日益增长。虽然近年来我国新出生人口数量有下降的压力，但随着我国经济水平的发展，人均可支配收入提高，以及社会养育意识的变化，精细化养育越来越得到家长的关注，因此催生高质量儿科医疗服务需求日益增长。

图 18：我国每年新生儿数量（万人）



数据来源：Wind，西南证券整理

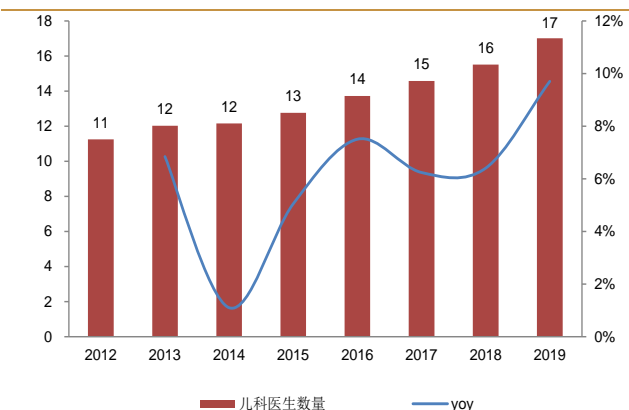
图 19：全国人均可支配收入（元）



数据来源：Wind，西南证券整理

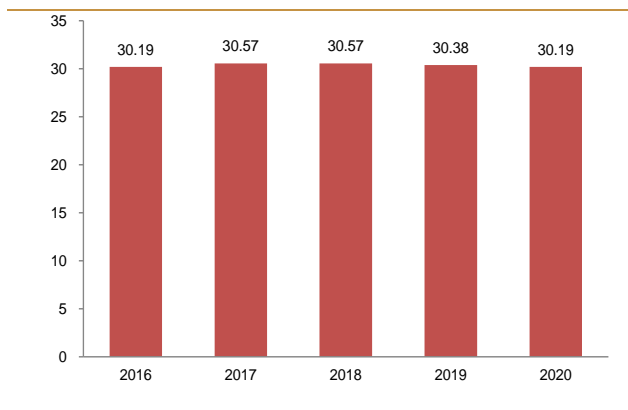
儿科医生数量不足，儿科医疗服务供给不足。由于我国儿科医生专业招生较少，儿科医生在医患沟通方面面临更多困难，且儿科医生科研、职位晋升和收入等方面受到一定制约，因此我国儿科医生数量存在较大缺口。根据中国卫生统计年鉴，预计 2019 年我国儿科医生约 17 万名。根据测算，2020 年我国儿科医生需求量约 30 万人，存在较大的缺口。

图 20：我国儿科医生数量（万人）



数据来源：中国卫生统计年鉴，西南证券整理

图 21：我国儿科医生需求量测算（万人）



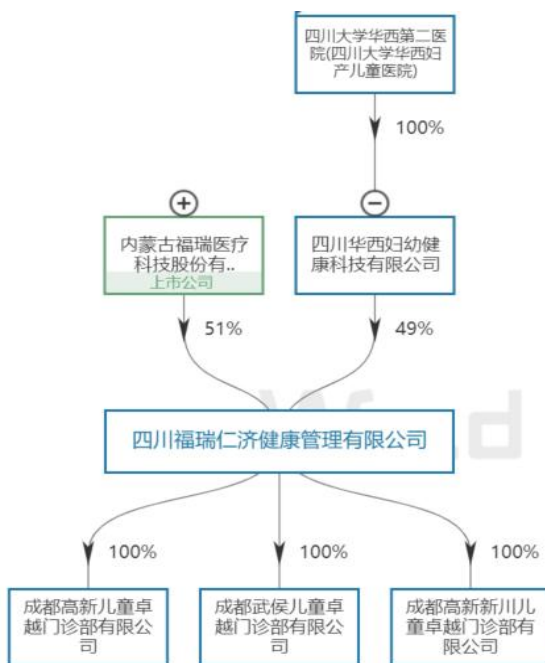
数据来源：《中国卫生政策》，西南证券整理

国家出台政策鼓励支持社会办儿童专科医疗服务机构。2016 年卫计委等五部委印发《关于加强儿童医疗卫生服务改革与发展意见》，鼓励社会力量举办儿童专科医疗机构。通过简化审批程序，缩短审批时限，优化审批流程加速民营儿童专科医院加速发展。同时鼓励公立医院儿科医生开展多点执业，支持配套补贴、税收减免、医保报销等相关政策。2017 年国务院印发《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，积极支持社会力量深入

专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势。

**儿科诊所盈利模式走通，未来复制扩张可期。**公司与四川大学附属华西第二医院合作建立的“华西妇儿联盟”，构建以医疗质量同质化为核心、辐射四川地区的、基于“互联网+”的“互助支付+儿科分级诊疗”的新型妇女儿童健康管理培训和分级诊疗体系。2020年9月份，公司与华西医院合资设立四川福瑞仁济健康管理有限公司，公司持股51%，旗下已开设3个儿科诊所，主要提供儿童保健服务包，包括新生儿定期检查生长发育的重要指标，收费模式主要以套餐形式，4500~7800元/套餐不等，平均价约5000多元，2021年以来每个月100多万的收入，利润率20%左右，是一个多年探索后形成的可复制扩张的模板，预计未来在成都将开10家店，并且依靠和其他地区的标杆医院合作有望实现异地扩张。

图 22：和华西医院成立儿童卓越门诊部



数据来源：wind，西南证券整理

图 23：华西儿童卓越门诊销售的儿童保健服务包



数据来源：小程序，西南证券整理

**立足肝病诊疗产品业务优势，拓展肝病慢病管理医疗服务。**公司在全国范围内与医院合作，利用公司在肝病领域的丰富经验和资源，发挥自身在诊断设备、治疗药品、医学信息技术、患者服务等方面的优势，共同开展肝病慢病管理服务。

**肝病管理业务增强药品板块竞争力。**公司通过爱肝一生线上PC端与移动端的医患管理系统与线下健康管理中心相结合，运用互联网、大数据、智能终端技术手段，加强线下就诊、线上随诊互动以及创新医疗服务的融合体验。同时爱肝一生积极推动优质医疗县域扶持，打造区域诊疗中心，构建智慧肝病医联体，助力肝病分级诊疗。该项目自2013年启动以来收到超过110家医院的申请，覆盖全国20多个省市。肝病管理业务目前对公司的作用主要体现在对药品板块竞争力的增强。

图 24：爱肝一生官网



数据来源：西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 收入预测

#### 关键假设：

1) 器械板块：国外方面，主要市场渐次脱离疫情影响，设备销售推广逐步恢复，假设 2021-2023 年 Fibroscan 检测设备海外销量分别同比增长 10%、20%、20%；国内方面，肝纤维化诊断设备渗透率提升空间大，假设 2021-2023 年 Fibroscan 销量分别同比增长 30%、30%、30%。

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 2021-2023 年公司自有药品销量分别同比增长 40%、20%、20%；流通药品销量增速分别为 10%、10%、10%。

表 10：公司收入预测

单位：百万元		2020E	2021E	2022E	2023E
仪器	收入	478	535	648	785
	增速	-12.4%	12.0%	21.1%	21.2%
	毛利率	87.6%	88.0%	88.0%	88.0%
药品	收入	319	432	513	609
	增速	16.9%	35.3%	18.7%	18.8%
	毛利率	49.8%	59.3%	59.7%	60.1%
其他	收入	11	14	21	31
	增速	-20.8%	30.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	62.5%	65.0%	70.0%	75.0%
合计	收入	808	981	1181	1426
	增速	-2.9%	21.4%	20.5%	20.7%



单位：百万元		2020E	2021E	2022E	2023E
	毛利率	72.3%	75.0%	75.4%	75.8%

数据来源：wind，西南证券

综上，不考虑股权激励费用摊销，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.1/1.6/2.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.41/0.61/0.96 元。

## 3.2 相对估值

可比公司方面，我们选取主营业务横跨医疗器械和药品的乐普医疗、肝病中药龙头片仔癀和中药企业东阿阿胶；可比公司 2021-2023 年万得一致预期 PE 分别为 54/41/34 倍。我们预计公司 2021-2023 年的 PE 分别为 37/24/16 倍，参考可比公司 2021 年的平均估值 50 倍 PE，目标价 20.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值对比

证券代码	证券名称	股价	EPS (元)			PE (倍)		
		(元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300003.SZ	乐普医疗	26.05	1.40	1.61	1.95	19	16	13
600436.SH	片仔癀	376.01	3.43	4.23	5.16	110	89	73
000423.SZ	东阿阿胶	30.53	0.94	1.59	2.14	33	19	14
平均值						54	41	34
300049.SZ	福瑞股份	14.93	0.41	0.61	0.96	37	24	16

数据来源：Wind，西南证券整理，截止 2021 年 8 月 5 日收盘价

## 4 风险提示

- 1) 竞争风险
- 2) 原材料价格上涨风险
- 3) 药品院外拓展不及预期
- 4) FibroScan 国产化不及预期
- 5) 海外疫情复发风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	807.53	980.55	1181.39	1425.73	净利润	90.27	137.22	191.68	282.03
营业成本	223.30	244.86	290.59	345.14	折旧与摊销	70.89	68.27	68.27	68.27
营业税金及附加	11.39	14.23	16.90	20.44	财务费用	12.53	0.00	0.00	0.00
销售费用	206.12	267.95	321.54	353.69	资产减值损失	-3.35	-10.00	-5.00	0.00
管理费用	155.35	186.42	205.07	235.83	经营营运资本变动	6.09	-90.14	-70.92	-99.28
财务费用	12.53	0.00	0.00	0.00	其他	23.72	7.30	-0.29	3.10
资产减值损失	-3.35	-10.00	-5.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>200.15</b>	<b>112.64</b>	<b>183.74</b>	<b>254.11</b>
投资收益	-1.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-177.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	145.43	0.22	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-32.07</b>	<b>0.22</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>119.72</b>	<b>171.52</b>	<b>239.60</b>	<b>352.54</b>	短期借款	20.13	-60.13	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.73	0.00	0.00	0.00	长期借款	-6.75	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>113.99</b>	<b>171.52</b>	<b>239.60</b>	<b>352.54</b>	股权融资	-7.35	0.00	0.00	0.00
所得税	23.72	34.30	47.92	70.51	支付股利	0.00	-12.38	-21.44	-32.34
净利润	90.27	137.22	191.68	282.03	其他	-4.63	31.10	0.00	0.00
少数股东损益	28.36	30.00	30.00	30.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1.40</b>	<b>-41.41</b>	<b>-21.44</b>	<b>-32.34</b>
归属母公司股东净利润	61.91	107.22	161.68	252.03	<b>现金流量净额</b>	<b>168.83</b>	<b>71.46</b>	<b>162.29</b>	<b>221.77</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	467.90	539.36	701.65	923.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	309.89	403.97	476.98	574.15	销售收入增长率	-2.91%	21.43%	20.48%	20.68%
存货	104.66	118.44	147.21	172.13	营业利润增长率	-5.83%	43.27%	39.69%	47.13%
其他流动资产	92.97	102.34	113.47	127.01	净利润增长率	-9.84%	52.01%	39.69%	47.13%
长期股权投资	79.06	79.06	79.06	79.06	EBITDA 增长率	13.94%	18.04%	28.39%	36.68%
投资性房地产	36.81	36.81	36.81	36.81	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	325.25	315.98	306.71	297.44	毛利率	72.35%	75.03%	75.40%	75.79%
无形资产和开发支出	567.75	508.88	450.02	391.15	三费率	46.31%	46.34%	44.58%	41.35%
其他非流动资产	306.23	306.10	305.97	305.84	净利率	11.18%	13.99%	16.23%	19.78%
<b>资产总计</b>	<b>2290.53</b>	<b>2410.94</b>	<b>2617.88</b>	<b>2907.02</b>	ROE	5.59%	7.69%	9.81%	12.80%
短期借款	60.13	0.00	0.00	0.00	ROA	3.94%	5.69%	7.32%	9.70%
应付和预收款项	123.09	145.58	175.01	205.77	ROIC	12.93%	16.09%	21.59%	30.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.16%	24.45%	26.06%	29.51%
其他负债	491.80	481.78	489.05	497.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>675.02</b>	<b>627.35</b>	<b>664.06</b>	<b>703.50</b>	总资产周转率	0.36	0.42	0.47	0.52
股本	263.05	263.05	263.05	263.05	固定资产周转率	8.88	11.56	15.64	21.52
资本公积	652.37	652.37	652.37	652.37	应收账款周转率	2.77	3.11	3.06	3.08
留存收益	546.85	641.69	781.93	1001.62	存货周转率	1.89	2.04	2.11	2.11
归属母公司股东权益	1352.03	1490.10	1630.34	1850.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.80%	—	—	—
少数股东权益	263.49	293.49	323.49	353.49	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1615.51</b>	<b>1783.59</b>	<b>1953.83</b>	<b>2203.52</b>	资产负债率	29.47%	26.02%	25.37%	24.20%
负债和股东权益合计	2290.53	2410.94	2617.88	2907.02	带息债务/总负债	8.91%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.20	6.31	6.51	6.89
					速动比率	3.75	5.67	5.84	6.23
					股利支付率	0.00%	11.55%	13.26%	12.83%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>每股指标</b>				
EBITDA	203.15	239.79	307.87	420.80	每股收益	0.24	0.41	0.61	0.96
PE	63.44	36.63	24.29	15.58	每股净资产	5.14	5.66	6.20	7.03
PB	2.90	2.64	2.41	2.12	每股经营现金	0.76	0.43	0.70	0.97
PS	4.86	4.01	3.32	2.75	每股股利	0.00	0.05	0.08	0.12
EV/EBITDA	15.10	12.20	8.97	6.04					
股息率	0.00%	0.32%	0.55%	0.82%					

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

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

## 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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 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

## 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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn