



Fibro 保持高增速，股权激励彰显信心

投资要点

- 事件:** 公司发布 2023 年报及 2024 一季报，2023 年收入 11.5 亿元 (+14.4%)，归母净利润 1.0 亿元 (+3.8%)。2024Q1 收入 3.2 亿元 (+33.4%)，归母净利润 0.4 亿元 (+228.6%)。
- Fibro 器械板块表现亮眼。** 分产品看，2023 年公司药品收入 2.8 亿元 (-20.8%)，药品业务逐渐转向以学术为主导的销售模式，2024Q1 药品收入出现显著增长；器械收入 8.3 亿元 (+35.4%)，医疗服务收入 0.4 亿元 (+6.8%)。器械板块中，设备一次性收入 5.0 亿元，按次收费和租赁模式 3.3 亿元，两种模式收入占比约 6: 4。
- FibroGo 按次收费+MASH 新药上市刺激肝纤维化检测需求扩容。** 全球肝纤维化检测需求有望扩容，主要因：1) 按次收费的商业模式降低了医疗机构设备购置成本是使用门槛，满足了基层的医疗需求。截至 2023 年报，按次收费模式产品 FibroScan GO 已实现装机 275 台。2) MASH 首款新药 Resmetirom 获批上市，礼来 GLP-1 类药物 tirzepatide 在治疗 MASH 的 2 期积极结果将刺激肝纤维化检测需求再扩容。
- 股权激励计划彰显公司发展信心。** 公司发布 2024 年股票激励计划（草案修订稿），拟向激励对象授予约 350 万股，占总股本 1.3%。业绩层面考核目标为 2024~2026 年扣非归母净利润不低于 2/3/4 亿元。
- 盈利预测:** 我们预计 2024-2026 年营收为 15/21/27 亿元，归母净利润为 2/3/4 亿元，对应 PE 为 64/42/31 倍。
- 风险提示:** 原材料价格上涨风险、药品院外拓展或不及预期、MASH 药物进展或不及预期、海外按次收费模式拓展不及预期风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1153.73 | 1549.48 | 2111.07 | 2748.33 |
| 增长率 | 14.37% | 34.30% | 36.24% | 30.19% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 101.56 | 212.43 | 319.90 | 437.91 |
| 增长率 | 3.77% | 109.16% | 50.59% | 36.89% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.39 | 0.81 | 1.22 | 1.66 |
| 净资产收益率 ROE | 9.59% | 12.39% | 15.22% | 17.34% |
| PE | 133 | 64 | 42 | 31 |
| PB | 8.76 | 7.31 | 6.36 | 5.41 |

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: duxy@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) | 2.34 |
| 52 周内股价区间(元) | 20.79-56.8 |
| 总市值(亿元) | 135.47 |
| 总资产(亿元) | 26.84 |
| 每股净资产(元) | 5.96 |

相关研究

- 福瑞股份 (300049): 业绩符合预期, Fibro 系列即将迎来收获期 (2023-10-30)
- 福瑞股份 (300049): 业绩符合预期, 设备及技术收入持续攀升 (2023-08-31)
- 福瑞股份 (300049): NASH 新药催化在即, 业绩长期空间有望打开 (2023-05-08)

关键假设：

公司主营业务包括仪器与设备、药品、药品流通和其他 4 个部分：

1) 仪器与设备业务：仪器与设备业务主要收入来自法国子公司 Echosens 的 Fibro 肝纤维化检测系列仪器，公司将持续加强 Fibro 系列产品销售推广。受 FibroGo 按次收费+MASH 新药上市等多重因素影响，肝纤维化诊断市场即将迎来快速扩容期。我们预计 2024-2026 年营收同比增速分别为 41%/42%/34%，考虑到 FibroGo 按次收费商业模式的加入，预计 2024-2026 年毛利率为 90%。

2) 药品业务：2023 年公司调整药品业务销售模式，从以市场为主导转型为学术主导，2024Q1 转型后销售模式已初显成效。预计 2024-2026 年药品业务收入加速，增速分别为 18%/18%/18%，毛利率将逐渐恢复 2022 年以前水平，假设毛利率分别为 47.6%/48.1%/48.6%。

3) 医疗服务：医疗服务业务占比较低，随着市场学术教育加强，我们预计 2024-2026 年营收同比增速分别为 15%，毛利率为 20%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 业务收入拆分如下表：

表 1：拆分业务收入及毛利率

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|
| 合计 | | | | |
| 营业收入 | 1,154 | 1,549 | 2,111 | 2,748 |
| yoy | 14.4% | 34.3% | 36.2% | 30.2% |
| 营业成本 | 291 | 327 | 411 | 508 |
| 毛利率 | 74.7% | 78.9% | 80.5% | 81.5% |
| 仪器与设备 | | | | |
| 业务收入 | 832 | 1171 | 1666 | 2225 |
| yoy | 35.4% | 40.8% | 42.3% | 33.5% |
| 成本 | 85 | 117 | 167 | 222 |
| 毛利率 | 89.8% | 90.0% | 90.0% | 90.0% |
| 药品 | | | | |
| 业务收入 | 285 | 335 | 395 | 467 |
| yoy | -20.7% | 17.7% | 17.9% | 18.0% |
| 成本 | 176 | 176 | 205 | 240 |
| 毛利率 | 38.3% | 47.6% | 48.1% | 48.6% |
| 医疗服务 | | | | |
| 业务收入 | 37 | 43 | 49 | 57 |
| yoy | 10.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 成本 | 31 | 34 | 39 | 45 |
| 毛利率 | 17.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 1153.73 | 1549.48 | 2111.07 | 2748.33 | 净利润 | 177.11 | 274.43 | 389.90 | 523.91 |
| 营业成本 | 291.39 | 327.10 | 411.23 | 507.80 | 折旧与摊销 | 76.50 | 49.63 | 49.63 | 49.63 |
| 营业税金及附加 | 10.48 | 16.19 | 21.21 | 27.54 | 财务费用 | -6.11 | -5.00 | -5.00 | -5.00 |
| 销售费用 | 321.45 | 464.84 | 633.32 | 824.50 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 206.11 | 309.90 | 422.21 | 549.67 | 经营营运资本变动 | 30.33 | -191.29 | -201.45 | -236.21 |
| 财务费用 | -6.11 | -5.00 | -5.00 | -5.00 | 其他 | 27.05 | -20.67 | -19.55 | -12.16 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 304.89 | 107.09 | 213.53 | 320.16 |
| 投资收益 | 2.53 | 20.00 | 15.00 | 15.00 | 资本支出 | -51.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -99.03 | 20.22 | 15.00 | 15.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -150.43 | 20.22 | 15.00 | 15.00 |
| 营业利润 | 253.13 | 363.48 | 516.43 | 693.92 | 短期借款 | -1.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -17.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 235.40 | 363.48 | 516.43 | 693.92 | 股权融资 | -15.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 58.29 | 89.05 | 126.52 | 170.01 | 支付股利 | -52.61 | -20.31 | -42.49 | -63.98 |
| 净利润 | 177.11 | 274.43 | 389.90 | 523.91 | 其他 | -68.15 | 103.28 | 5.00 | 5.00 |
| 少数股东损益 | 75.55 | 62.00 | 70.00 | 86.00 | 筹资活动现金流净额 | -137.14 | 82.96 | -37.49 | -58.98 |
| 归属母公司股东净利润 | 101.56 | 212.43 | 319.90 | 437.91 | 现金流量净额 | 30.38 | 210.27 | 191.05 | 276.18 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 509.59 | 719.86 | 910.90 | 1187.08 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 512.93 | 727.62 | 967.53 | 1253.10 | 销售收入增长率 | 14.37% | 34.30% | 36.24% | 30.19% |
| 存货 | 100.37 | 114.22 | 150.27 | 183.47 | 营业利润增长率 | 31.38% | 43.59% | 42.08% | 34.37% |
| 其他流动资产 | 131.95 | 144.63 | 162.94 | 183.72 | 净利润增长率 | 21.83% | 54.94% | 42.08% | 34.37% |
| 长期股权投资 | 110.93 | 110.93 | 110.93 | 110.93 | EBITDA 增长率 | 33.21% | 26.15% | 37.48% | 31.64% |
| 投资性房地产 | 33.49 | 33.49 | 33.49 | 33.49 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 347.12 | 340.14 | 333.15 | 326.17 | 毛利率 | 74.74% | 78.89% | 80.52% | 81.52% |
| 无形资产和开发支出 | 577.90 | 535.91 | 493.92 | 451.93 | 三费率 | 45.20% | 49.68% | 49.76% | 49.82% |
| 其他非流动资产 | 323.18 | 322.53 | 321.89 | 321.24 | 净利率 | 15.35% | 17.71% | 18.47% | 19.06% |
| 资产总计 | 2647.47 | 3049.34 | 3485.03 | 4051.13 | ROE | 9.59% | 12.39% | 15.22% | 17.34% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 6.69% | 9.00% | 11.19% | 12.93% |
| 应付和预收款项 | 203.01 | 244.53 | 309.94 | 389.88 | ROIC | 20.12% | 26.97% | 32.14% | 36.32% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 28.04% | 26.34% | 26.58% | 26.87% |
| 其他负债 | 597.08 | 590.60 | 613.46 | 639.70 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 800.09 | 835.13 | 923.40 | 1029.58 | 总资产周转率 | 0.45 | 0.54 | 0.65 | 0.73 |
| 股本 | 263.05 | 263.05 | 263.05 | 263.05 | 固定资产周转率 | 7.61 | 10.21 | 14.59 | 19.95 |
| 资本公积 | 656.94 | 656.94 | 656.94 | 656.94 | 应收账款周转率 | 2.68 | 2.88 | 2.84 | 2.81 |
| 留存收益 | 740.04 | 932.16 | 1209.58 | 1583.50 | 存货周转率 | 2.76 | 2.86 | 3.01 | 2.98 |
| 归属母公司股东权益 | 1547.32 | 1852.15 | 2129.57 | 2503.50 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 103.80% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 300.06 | 362.06 | 432.06 | 518.06 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1847.38 | 2214.21 | 2561.63 | 3021.55 | 资产负债率 | 30.22% | 27.39% | 26.50% | 25.41% |
| 负债和股东权益合计 | 2647.47 | 3049.34 | 3485.03 | 4051.13 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 4.21 | 5.12 | 5.20 | 5.32 |
| | | | | | 速动比率 | 3.87 | 4.78 | 4.84 | 4.97 |
| | | | | | 股利支付率 | 51.80% | 9.56% | 13.28% | 14.61% |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 323.52 | 408.11 | 561.05 | 738.54 | 每股收益 | 0.39 | 0.81 | 1.22 | 1.66 |
| PE | 133.39 | 63.77 | 42.35 | 30.94 | 每股净资产 | 5.88 | 7.04 | 8.10 | 9.52 |
| PB | 8.76 | 7.31 | 6.36 | 5.41 | 每股经营现金 | 1.16 | 0.41 | 0.81 | 1.22 |
| PS | 11.74 | 8.74 | 6.42 | 4.93 | 每股股利 | 0.20 | 0.08 | 0.16 | 0.24 |
| EV/EBITDA | 38.76 | 30.18 | 21.61 | 16.04 | | | | | |
| 股息率 | 0.39% | 0.15% | 0.31% | 0.47% | | | | | |

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
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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旻 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| 上海 | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 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 |
| 北京 | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 高级销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@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 |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| 广深 | 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 |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
