

2022年08月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

福瑞股份(300049): NASH新药研发持续推进, 带动检测设备需求扩容

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 傅鸿浩
执业证书编号: S1050521120004
邮箱: fuhh@cfsc.com.cn

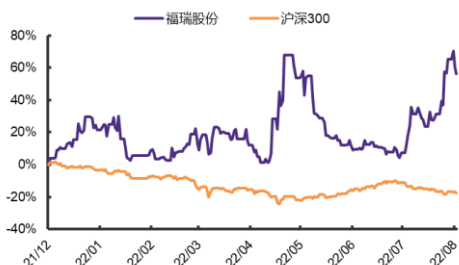
联系人: 俞家宁
执业证书编号: S1050122040006
邮箱: yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2022-08-10

当前股价(元)	17.70
总市值(亿元)	46.6
总股本(百万股)	263.1
流通股本(百万股)	230.4
52周价格范围(元)	9.94-19.88
日均成交额(百万元)	180.5

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

■ NASH新药研发持续推进, 检测设备迎来广阔市场

Echosens核心产品为FibroScan系列检测设备及相关软件, 用于检测肝脏硬度程度、脾脏硬度程度和肝脏脂肪含量, 被WHO等多家国际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。FibroScan几乎参与NASH新药研发每个重要环节, 包括患者早期入组筛查, 患者治疗进程状态检测、药品效果评估、后续治疗跟踪等, 未来众多NASH药物上市将带动设备在真实世界中的使用。同年6月, 美国内分泌协会将FibroScan作为推荐设备纳入内分泌领域诊疗指南。此前, FibroScan主要在肝脏相关协会指南中被推荐, 多被应用于肝病相关科室。基层医疗机构内分泌科作为肝病患者的第一站拥有庞大的患者流量, FibroScan对于肝病相关检测在过去的20年已经得到充分证实, 此次进入内分泌科室指南将确立其作为肝病无创筛查的首选位置, 巨量市场空间已经打开。我们认为自2022年以来, FibroScan迎来诸多重要利好, 发展的加速上升通道已经打开。

■ 软肝片院外销售切换成功, 盈利能力有望持续提升

公司核心药品复方鳖甲软肝片主要用于肝纤维化及早期肝硬化的治疗, 是目前“抗病毒+抗纤维化”双抗治疗的主流推荐联合用药选择, 经过20年的市场销售、及国家“十二五”等重要研究项目验证, 药效获得患者和业界的广泛认可。公司看准时机于2020年切入院外市场, 并取得成效, 药品毛利率得到大幅提升, 我们认为未来随着院外零售市场占比不断提高, 公司盈利将进一步得到提升。

■ 儿童医院可复制模式成型, 慢病管理系统协同效应显现

公司积极探索儿童诊疗领域, 目前共有3家儿童门诊医院在营。公司儿童门诊业务是与当地知名儿童医院合作, 提供知名医院专家看诊、转诊绿色通道等服务。公司已经掌握较为成熟的业务复制模式, 未来随着相关布局的深入, 有望成为公司业绩增长的另一个推动力。此外, 公司基于自身优势资

源，提供“诊疗+治疗+管理”的一体化服务，提高患者治疗和慢病管理效果，同时增加客户粘性，打造“福瑞肝病专业解决方案”品牌。

■ 盈利预测

预测公司2022-2024年收入分别为10.93、14.12、18.25亿元，EPS分别为0.49、0.93、1.38元，当前股价对应PE分别为36.5、19.1、12.8倍，看好公司检测设备需求扩容、软肝片盈利能力提升、医疗服务盈利可复制性，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

NASH药物研发失败、疫情影响药品及器械销售、中成药原材料价格大幅上涨、儿童医院进展不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	898	1,093	1,412	1,825
增长率（%）	11.3%	21.6%	29.2%	29.3%
归母净利润（百万元）	95	128	244	364
增长率（%）	54.2%	33.8%	90.8%	49.5%
摊薄每股收益（元）	0.36	0.49	0.93	1.38
ROE（%）	5.3%	6.5%	10.6%	13.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、复方鳖甲软肝片完成院外销售切换，盈利水平有望持续提升.....	4
2、NASH新药研发持续推进，带动检测设备需求扩容.....	5
3、儿童医院可复制模式成型，慢病管理系统协同效应显现.....	9
4、盈利预测.....	9
5、风险提示.....	9

图表目录

图表1：公司药品收入受益于院外市场增量实现增长	4
图表2：院外市场带动药品毛利率快速提升	4
图表3：Echosens收入、利润增长有望实现加速	5
图表4：Echosens产品盈利能力持续提升	5
图表5：FibroScan基于VCTE和CAP两项核心专利技术从而实现对于肝脏组织硬度的精准检测.....	6
图表6：FibroScan具有无创、快速、准确等优势	6
图表7：全球范围内处于临床III期的NASH新药现有8种	7
图表8：ACCE推荐高风险人群使用VCTE技术进行检查	8

1、复方鳖甲软肝片完成院外销售切换，盈利水平有望持续提升

福瑞医疗科技股份有限公司成立于1998年，于2010年在创业板上市，公司以肝病领域为中心，专注于提供疾病诊断、药物治疗、慢病管理的专业医疗服务。

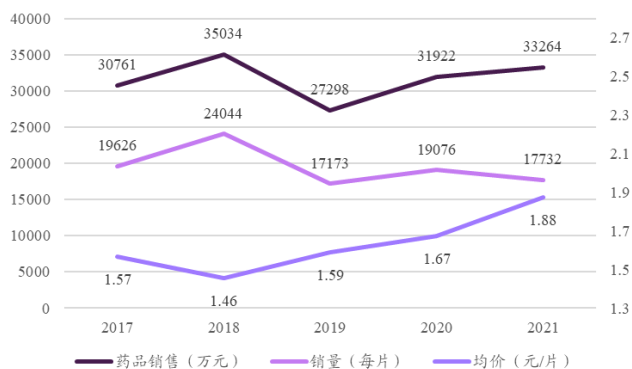
公司业务主要有三大板块，1) 自有药品与流通药品。其中，自有药品主要是公司独家中药品种复方鳖甲软肝片，用于肝纤维化及早期肝硬化的治疗；流通药品为子公司的药品流通相关业务；2) 诊断设备，为法国子公司Echosens的肝纤维化与肝硬化检测设备；3) 医疗服务，为儿童医院及肝病健康管理相关业务。2021年，公司实现收入8.98亿元，同比增长11.26%；归母净利润0.95亿元，同比增长54.22%。其中，医疗器械业务收入为5.46亿元，占比60.75%；药品收入为3.33亿元，占比37.02%；医疗服务等业务收入为0.2亿元，占比2.23%。公司药品收入均来自国内，设备大部分收入来自国外。

公司核心药品复方鳖甲软肝片主要用于肝纤维化及早期肝硬化的治疗，于1999年获准上市，是国家自然医保基金的重点项目。公司复方鳖甲软肝片是国内首个采取多中心、大样本量的中医药逆转肝纤维化研究，填补了中医药对肝纤维化肝硬化循证医学研究的相关空白，结果显示与其他抗病毒类药物联合服用，阻断、逆转肝纤维化的效果提升明显，确立了复方鳖甲软肝片中医药辨证论治方案阻断、逆转乙型肝炎相关肝纤维化的临床疗效，已经成为目前“抗病毒+抗纤维化”双抗治疗的主流推荐联合用药选择。

过去复方鳖甲软肝片以院内销售为主，药品单价受医院招标限制近年来出现下滑，目前中标均价在1.3元-1.4元/片，且公司软肝片产品主要原材料包括冬虫夏草等名贵中药材，成本较高，因此毛利率受到限制。公司于2020年开始在院外市场发力，推出金装软肝片用于零售渠道销售，并在电商、互联网、自营平台等渠道布局。目前金装软肝片销售在3.3元/片，相较院内价格提高约2.5倍，毛利率得到大幅提升，由30%提升至60%以上。

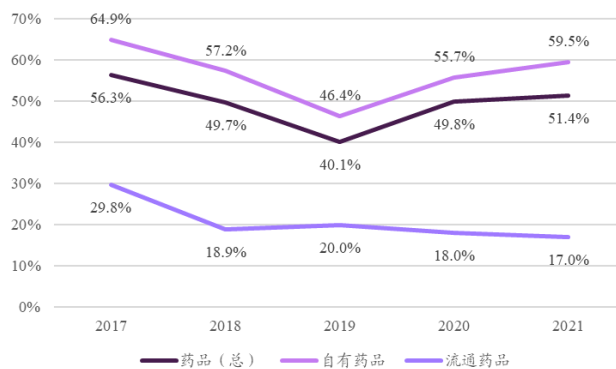
院外市场切换取得显著效果。自2020年起受均价提升带动，公司药品收入增长快于销量增长；毛利率摆脱2019年冬虫夏草涨价干扰，同时受益于院外市场增量，实现大幅提升。我们认为未来随着院外零售市场占比不断提高，公司盈利将得到进一步提升。

图表 1：公司药品收入受益于院外市场增量实现增长



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：院外市场带动药品毛利率快速提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、NASH新药研发持续推进，带动检测设备需求扩容

公司于2011年全资收购法国Echosens公司，于2015年引进战略投资者增资扩股，现共持有其50.13%股份。2021年3月，公司对Echosens及其控股子公司实施员工股权激励，助力长期发展。

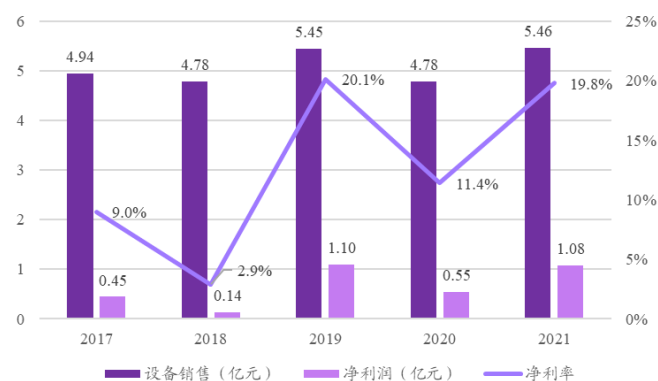
Echosens于2001年成立于法国巴黎，其核心产品为FibroScan系列检测设备及相关软件，用于检测肝脏硬度程度、脾脏硬度程度和肝脏脂肪含量，基于其核心技术的仪器是目前全球唯一可实现对肝脏硬度及脂肪变进行无创定量检测的设备，已被世界卫生组织（WHO）、欧洲肝病学会（EASL）、亚太肝病研究学会（APASL）、美国肝病研究学会（AASLD）等多家权威机构列入肝病检测指南或作为官方推荐的肝脏弹性检测设备。

历史上公司检测设备销售增长稳定，其中2011-2019年收入CAGR为23.26%。2020年收入下滑主要系公司主要收入来自欧美国家，2020年受全球新冠疫情影响较大；其中美国、欧洲、亚太、中国的销售占比分别约50%、30%、10%、10%。2021年，公司业务恢复，收入实现约15%的增长，回归正常增速水平。公司2022年上半年销售数据积极，预计全年增长有望加速。

公司近年来利润波动较大，受多方面因素干扰。2017年、2018年利润水平下滑，主要原因是：1) 公司新产品研发投入加大；2) 税务、IPO相关费用支出；3) 2017年美元对欧元汇率上升较多，法国子公司的美元计价资产发生汇兑损失等因素所致。2020年公司收入受疫情影响出现下滑，但人员、研发费用支出正常，影响利润，2021年已恢复正常水平。

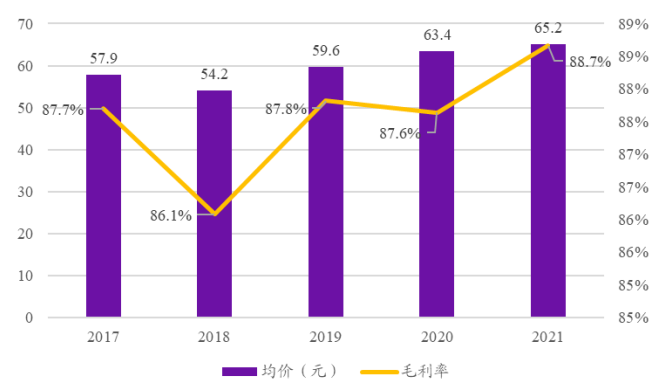
公司收入和利润受多元因素干扰产生波动，但产品均价和毛利率稳中有升，产品力得到充分认可。我们认为公司已经逐步从诸多干扰中恢复，未来盈利水平有望持续提升，将充分反映公司产品的竞争力。

图表 3: Echosens 收入、利润增长有望实现加速



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 4: Echosens 产品盈利能力持续提升

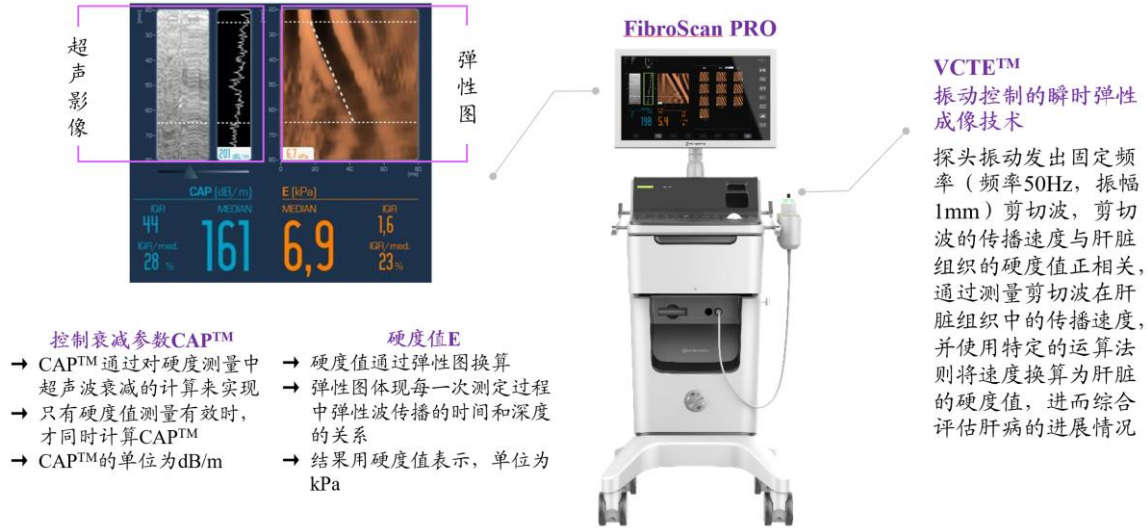


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

FibroScan的产品力源自其两大核心专利技术，即振动控制瞬时弹性成像技术（VCTE）和受控衰减参数技术（CAP）。VCTE技术基于剪切波的传播速度与肝脏组织的硬度值正相关，通过测量剪切波在肝脏组织中的传播速度，并使用特定的运算法则将速度换算为肝脏的硬度值，进而综合评估肝病的进展情况。而CAP则是通过计算超声波振

幅在肝脏内的衰减程度来量化肝脏的脂肪变数值。

图 5: FibroScan 基于 VCTE 和 CAP 两项核心专利技术从而实现对于肝脏组织硬度的精准检测



资料来源: Echosens 官网, 华鑫证券研究

目前肝纤维化的检测方法主要包括肝活检（金标准）、VCTE、血清学、B超、CT、MRI。肝活检虽然准确度最高但具有以下缺点：1) 需局部麻醉并开刀，有创同时伴有并发症风险；2) 局部取材不能反映患者整体肝脏情况；3) 后续病情及治疗进展检测需要重复开刀，患者依从性差；4) 结果依赖医生主观判断，影响病理诊断的准确性。而相对于传统B超、MRI核磁等其他无创检测方法，FibroScan在检测费用、检测速度、检测精准度上具有优势。

图 6: FibroScan 具有无创、快速、准确等优势

	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，存在取样误差
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	对显著肝纤维化的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: 江苏省靖江人民医院, 华鑫证券研究

FibroScan采用的瞬时弹性成像技术能够检测肝脏硬度值与组织学纤维化程度以及肝脂肪变程度，进而可监测慢性肝病患者的肝纤维化进展程度，因此除医疗机构检测用途之外，也被各大NASH（非酒精性脂肪肝炎）药物研发企业采购以用于药品研发中的进展监测，验证在研药物的临床效果。目前进展较快的头部NASH药物研发企业均为公司客户如Intercept、Akeru、Madrigal，同时也包括辉瑞、吉利德、诺和诺德等国际制药巨头。

NASH患者基数巨大，大量临床治疗需求尚未被满足。非酒精性脂肪性肝病(NAFLD)是世界上发病率最高的慢性肝脏疾病，全球患病率约为25%，其中约10-20%进展为NASH。临床上，单纯性肝脂肪变性大多为良性，很少引起肝脏相关并发症，但肝脂肪变性合并代谢异常易引起并发症和合并症，且代谢异常又与非酒精性脂肪性肝炎(NASH)的发生密切相关，因此当前相关药物研发主要聚焦于NASH。根据流行病学数据，美国NASH患者人数约为1500-3000万，中国约有5000万NASH患者，而目前尚未有药物或治疗方案被FDA批准用于NASH的治疗，大量临床治疗需求尚未被满足。

全球范围内处于临床III期的NASH新药现有8种(另有2种已终止III期临床试验)，临床II期(包括临床I/II期)60余种，临床I期60种。我国NASH新药目前临床试验注册21项，最高在研状态为临床II期，包括拓臻生物的TERN-101、君圣泰法尼醇X受体(FXR)激动剂HTD1801，众生药业新型磷酸二酯酶抑制剂ZSP-1601。

2022年全球多项NASH药物取得重要进展，上市前景乐观。2022年1月31日，Madrigal Pharmaceuticals公布了其MAESTRO-NAFLD-1的III期试验topline数据，安全、耐受性、有效性指标结果积极；其MAESTRO-NASH研究包含约900例患者52周肝穿结果的topline数据预计将在2022年第三季度发布。2022年5月26日，FDA授予辉瑞(Pfizer) 研究性组合疗法Ervogastat/Clesacostat用于治疗非酒精性脂肪性肝炎(NASH)合并肝纤维化的快速通道资格。2022年7月8日，Intercept公司的奥贝胆酸NASH适应症关键临床3期试验的新中期分析结果积极，公司计划再次提交NDA。

图表 7：全球范围内处于临床III期的 NASH 新药现有 8 种

药物	研发公司	作用机理	NASH适应症临床进展	临床实验说明
Obeticholic acid(奥贝胆酸)	Intercept Pharmaceuticals Inc	FXR	III期	观察Lanifibranor在NASH合并肝纤维化2/3级患者中的疗效，主要终点为NASH进程延缓或逆转和肝纤维化改善，次要终点为肝脏NASH组织学特征改善，肝功能指标、糖脂代谢血清学指标改善
Lanifibranor(IVA377)	Inventiva Pharma	PPAR	III期	观察Lanifibranor在NASH合并肝纤维化2/3级患者中的疗效，主要终点为NASH进程延缓或逆转和肝纤维化改善，次要终点为肝脏NASH组织学特征改善，肝功能指标、糖脂代谢血清学指标改善
MSDC-0602K	Cirius Therapeutics	MPC	III期	观察MSDC-0602K在NASH合并T2DM患者中血糖控制和心血管风险
Aramchol(花生四烯基酰胺基胆酸)	Galmed Pharmaceuticals	SCD1	III期	评估Aramchol 300 mg, 2次/天, 治疗72或120个星期后, 在NASH患者中的安全性、疗效以及治疗动力学, 主要终点是肝脏NASH和纤维化的改善程度
Resmetirom(MGL-3196)	Madrigal Pharmaceuticals	THRβ	III期	观察Resmetirom治疗NASH合并肝纤维化患者52个星期的疗效, 主要终点是经活检证实NASH改善且至少NAS评分下降2分, 不伴有纤维化的恶化; 次要终点是纤维化分级下降至少1级且不伴有NASH的恶化与LDL水平升高
Semaglutide(司美格鲁肽)	Novo Nordisk	GLP-1R	III期	主要终点是脂肪型肝炎的改善且不伴有肝纤维化的恶化, 或肝纤维化的改善且不伴有肝炎的恶化, 或首次出现复合终点的时间(0-240个星期); 次要终点是NASH组织学、糖脂代谢血清学指标和体质量改善
Belapectin(GR-MD-02)	Galectin Therapeutics	Gal-3	III期	预防NASH肝硬化食管静脉曲张的有效性和安全性的IIB/III期临床试验(NAVIGATE)
Cenicriviroc	Takeda/Tobira Therapeutics	CCR2/CCR5	III期已结束	旨在评估Cenicriviroc在NASH合并肝纤维化的患者中的疗效和安全性, 目前该试验已结束, 但相关结果尚未公布
Elafibranor(GFT505)	Genfit	PPAR	终止	Elafibranor针对NASH适应证的临床试验已终止, 其治疗原发性胆汁性肝硬化的III期临床试验正在进行中
Selonsertib(GS-4997)	Gilead	ASK1	终止	Selonsertib针对NASH适应证的临床试验已终止, 其以糖尿病肾病为适应证的III期临床试验正在进行中

资料来源: Clinicaltrials, 华鑫证券研究

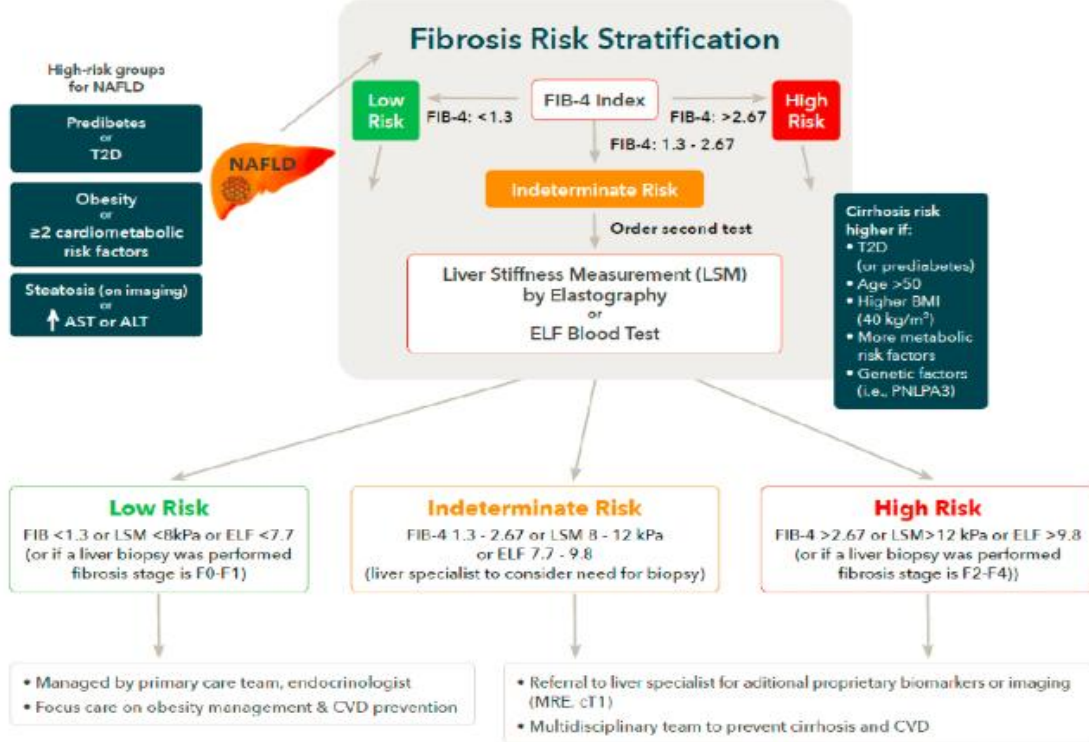
Echosens与诺和诺德达成合作共同推广FibroScan在NASH患者中的应用。2022年6月，Echosens宣布与诺和诺德达成长期合作，双方将致力于NASH患者无创检测与筛查的普及和教育推广，促进非侵入性检测技术标准的优化与应用，共同推进FibroScan成为全球NASH检测领域检测的标准之一。短期，FibroScan将作为重要的NASH患者筛查手段，

助力诺和诺德在全球临床研发临床入组工作。中期，基于诺和诺德全球4000人的患者，积累更多真实数据。长期，FibroScan作为病人用药后的效果观测手段及日常跟踪手段，对设备的功能进行升级和完善，使FibroScan在NASH患者检测中更加精准，同时共同推进FibroScan作为NASH药物推广与检测的重要检测和跟踪手段。

FibroScan获美国内分泌协会推荐，激发基层医疗机构巨量潜在需求。2022年6月美国内分泌医师学会（AACE）和美国肝病研究学会（AASLD）联合发布的最新《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》中明确推荐VCTE技术用于肝纤维化和肝硬化的相关检测：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”应该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，分别进行肝纤维化和肝脏脂肪的风险分层；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。

我们认为自2022年以来，FibroScan迎来诸多重要利好，至此将打开发展的加速上升通道。原因如下：1) 众多NASH药物进展积极，药品上市将刺激设备采购需求。在NASH药物研发过程中，FibroScan几乎参与药品研发每个重要环节，包括患者早期入组筛查，患者治疗进程状态检测、药品效果评估、后续治疗跟踪等。作为药企研发的必备品之一，未来真实世界治疗同样将作为不可或缺的一环，参与到患者的筛查、药效监测等环节；2) AACE对于FibroScan的推荐将极大地推动FibroScan在美国基层医疗机构的使用。此前，FibroScan主要在肝脏相关协会指南中被推荐，多被应用于肝病相关科室，但美国仅大型医疗机构才有肝病的专科科室。基层医疗机构内分泌科作为肝病患者的院内的第一站拥有庞大的患者流量，FibroScan对于肝病相关检测在过去的20年已经得到充分证实，此次进入内分泌科指南将确立其作为肝病无创筛查的首选位置，巨量市场空间已经打开。

图表 8：AACE 推荐高风险人群使用 VCTE 技术进行检查



资料来源：AACE，华鑫证券研究

3、 儿童医院可复制模式成型，慢病管理系统协同效应显现

公司积极探索儿童诊疗领域。目前共有3家儿童门诊医院在营。2020年开设了首家直营店成都高新儿童卓越门诊部后，于2021年又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。公司儿童门诊业务是与当地知名儿童医院如重庆医科大学附属儿童医院、浙江大学医学院附属儿童医院、复旦大学附属儿科医院、四川大学附属华西第二医院等合作，借以优质儿童医院资源打造“家门口的儿科名医”的诊疗模式，提升基层儿童医院的能力水平。公司门诊可为患者提供知名医院专家看诊、转诊绿色通道等服务。目前公司首家儿童门诊部盈利情况良好，预计儿童医院业务全年将开始盈利。公司已经掌握较为成熟的业务复制模式，未来随着相关布局的深入，有望成为公司业绩增长的另一个推动力。

公司于2013年开展爱肝一生健康管理计划，通过与全国优秀的综合医院肝病科室和肝病医院合作，为慢性乙型肝炎、非酒精性脂肪性肝病患者制订科学的、规范化、个性化管理方案。项目团队由医院、医护人员、医生助手组成的，旨在为患者提供完整的就诊、咨询、复诊、用药提醒、健康生活指导等全流程健康管理服务。公司基于自身优势资源，提供“诊疗+治疗+管理”的一体化服务，提高患者治疗和慢病管理效果，同时增加客户粘性，打造“福瑞肝病专业解决方案”品牌。

4、 盈利预测

预测公司2022-2024年收入分别为10.93、14.12、18.25亿元，EPS分别为0.49、0.93、1.38元，当前股价对应PE分别为36.5、19.1、12.8倍，看好公司检测设备需求扩容、软肝片盈利能力提升、医疗服务盈利可复制性，给予“推荐”投资评级。

5、 风险提示

NASH药物研发失败、疫情影响药品及器械销售、中成药原材料价格大幅上涨、儿童医院进展不及预期。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	898	1,093	1,412	1,825
现金及现金等价物	473	572	771	1,083	营业成本	239	288	363	465
应收款	371	452	583	754	营业税金及附加	12	15	20	25
存货	100	128	161	206	销售费用	237	270	299	365
其他流动资产	199	210	228	253	管理费用	169	186	198	197
流动资产合计	1,143	1,361	1,744	2,295	财务费用	-19	-14	-20	-29
非流动资产:					研发费用	65	71	75	86
金融类资产	146	146	146	146	费用合计	452	513	552	619
固定资产	142	242	270	269	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	182	73	29	12	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	417	396	375	355	投资收益	6	6	6	6
长期股权投资	62	62	62	62	营业利润	189	253	483	721
其他非流动资产	578	578	578	578	加: 营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,382	1,351	1,314	1,277	减: 营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2,525	2,712	3,058	3,572	利润总额	189	253	483	722
流动负债:					所得税费用	41	55	105	157
短期借款	40	40	40	40	净利润	148	198	378	565
应付账款、票据	61	78	98	125	少数股东损益	53	70	134	201
其他流动负债	167	167	167	167	归母净利润	95	128	244	364
流动负债合计	273	291	313	343					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	446	446	446	446	营业收入增长率	11.3%	21.6%	29.2%	29.3%
非流动负债合计	446	446	446	446	归母净利润增长率	54.2%	33.8%	90.8%	49.5%
负债合计	719	737	759	789	盈利能力				
所有者权益					毛利率	73.4%	73.6%	74.3%	74.5%
股本	263	263	263	263	四项费用/营收	50.3%	46.9%	39.1%	33.9%
股东权益	1,806	1,975	2,299	2,783	净利率	16.5%	18.1%	26.8%	31.0%
负债和所有者权益	2,525	2,712	3,058	3,572	ROE	5.3%	6.5%	10.6%	13.1%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	28.5%	27.2%	24.8%	22.1%
净利润	148	198	378	565	营运能力				
少数股东权益	53	70	134	201	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
折旧摊销	54	30	36	37	应收账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
营运资金变动	-46	-101	-162	-210	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	208	198	387	592	EPS	0.36	0.49	0.93	1.38
投资活动现金净流量	-183	9	16	18	P/E	48.8	36.5	19.1	12.8
筹资活动现金净流量	73	-28	-54	-81	P/S	5.2	4.3	3.3	2.6
现金流量净额	99	179	349	529	P/B	3.1	2.9	2.6	2.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

10

■ 医药组简介

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加盟华鑫证券研究所

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。