

福瑞股份 (300049.SZ)

Fibroscan 仪器持续放量, NASH 治疗药物开发打开成长空间

买入

核心观点

事件: 公司发布 2023 年半年度业绩预告, 23H1 归母净利润为 4101-4752 万元, 同比增长 26%-46%, 扣非归母净利润 4321-4972 万元, 同比增长 30-50%。

上半年业绩高增长, 医疗器械业务持续增长。以中值来看, 23H1 归母净利润增速为 0.44 亿元 (+36%), 扣非归母净利润 0.46 亿元 (+40%), 基本符合市场预期。分季度看, 按中值测算, 23Q2 单季度归母净利润 0.31 亿元 (+30.8%), 扣非归母净利润 0.28 亿元 (+15.8%)。上半年公司业绩变动的主要原因系法国子公司业务持续拓展, 从而医疗器械业务的销售收入与利润较上年同期实现增长。根据公司历史上的季度分布水平, 以及上半年药品渠道降库存, 23H1 占比偏低, 预计下半年随着药品增速回归和器械持续增长, 全年增长有望维持高水平。

Fibroscan 仪器持续放量, NASH 治疗药物开发打开成长空间。公司的 Fibroscan 为全球首创仪器, 凭借优势有望成为肝纤维化和 NASH 无创诊断的首选设备, 其收入从 2011 年的 0.83 亿元增长至 2022 年的 6.1 亿元, 复合增速 19.9%。2022 年 5 月份, 美国临床内分泌学协会新的临床实践指南 (AASLD) 更新强调了在内分泌科室做 NAFLD/NASH 筛查、诊断和管理的必要性, 加强了 FibroScan® 解决方案在整个患者护理过程中管理 NAFLD 患者的使用, 带动仪器业务在海外有加速放量。NASH 发病原因较为复杂, 但过去由于无治疗药物上市, 相关检测及早筛需求受到压制, 我们预计随着 NASH 药物开发逐渐进入收获期, 其中 Madrigal 的 resmetirom 进展较快, GLP-1 亦彰显治疗 NASH 的潜力, 未来有望打开仪器的成长空间。

独家中成药院外放量带动业绩改善, 医疗服务业务亦在探索。2022 年公司自有药品收入 2.9 亿元 (+9.3%), 主要为独家产品复方鳖甲软肝片, 是肝纤维化临床指南推荐用药, 历史上由于成本上涨以及院内定价过低导致盈利能力受限, 随着受益于国家对中药行业的支持和公司院外市场的开拓, 有望形成业绩拉动; 此外, 基于儿科医疗健康管理和肝病慢病管理的医疗服务业务亦在探索新的增长点。

投资建议: 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.76、2.5、3.5 亿元, 同比增长 79.9%、42.2%、39.8%。参考可比公司, 给予公司 2024 年 30-35 倍 PE, 对应每股股价区间为 28.56-33.32 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: NASH 药物开发不及预期、药品院外拓展不及预期、汇率风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	898	1,009	1,274	1,681	2,217
(+/-%)	11.3%	12.3%	26.3%	31.9%	31.9%
净利润(百万元)	95	98	176	250	350
(+/-%)	54.2%	2.5%	79.9%	42.2%	39.8%
每股收益(元)	0.36	0.37	0.67	0.95	1.33
EBIT Margin	19.6%	18.3%	21.3%	22.7%	23.9%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	6.3%	10.5%	13.7%	17.4%
市盈率 (PE)	62.7	61.2	34.0	23.9	17.1
EV/EBITDA	29.2	27.5	21.8	15.8	11.8
市净率 (PB)	3.94	3.88	3.57	3.28	2.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师: 张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
证券分析师: 陈益凌 021-60933167 chenchenyiling@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980519010002

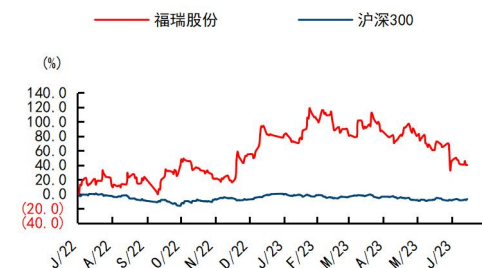
证券分析师: 周章庆

zhouzhangqing@guosen.com.cn
 S0980523040002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	28.56 - 33.32 元
收盘价	21.95 元
总市值/流通市值	5774/5064 百万元
52 周最高价/最低价	35.57/13.60 元
近 3 个月日均成交额	133.41 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

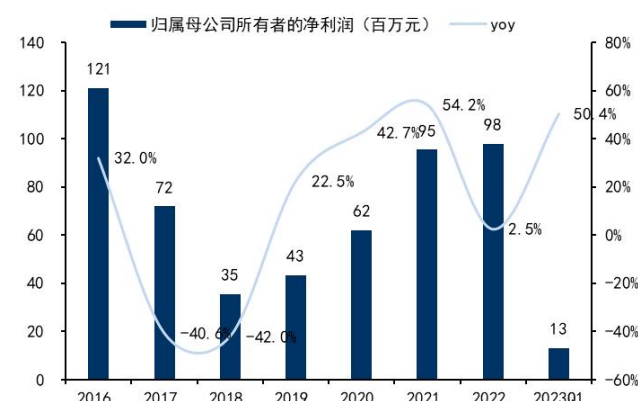
近年来收入稳健增长，盈利复苏业绩快速增长。2022 全年公司收入为 10.09 亿元（+12.3%），2017-2022 年复合增速为 3.5%，营收保持稳健。2022 年归母净利润 0.98 亿元（+2.5%），在 2017-2018 年业绩承压之后，2019 年后盈利开始恢复，2018-2022 年复合增速为 28.9%。单季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 2.09/2.40/2.70/2.90 亿元（+18.3%/+13.9%/+26.8%/-2.8%），22Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润分别为 0.09/0.24/0.28/0.37 亿元（-31.2%/-19.4%/+77.0%/-0.5%），疫情和股份支付费用影响下增速有所波动。2023 年第一季度公司收入 2.42 亿元（+15.7%），归母净利润 0.13 亿元（+50.5%）。

图1：福瑞股份营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：福瑞股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：福瑞股份单季度收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：福瑞股份单季度归母净利润及增速

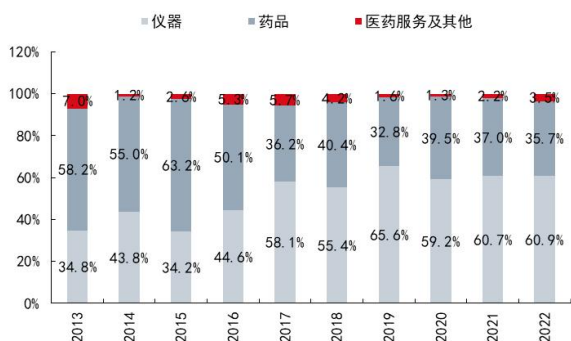


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

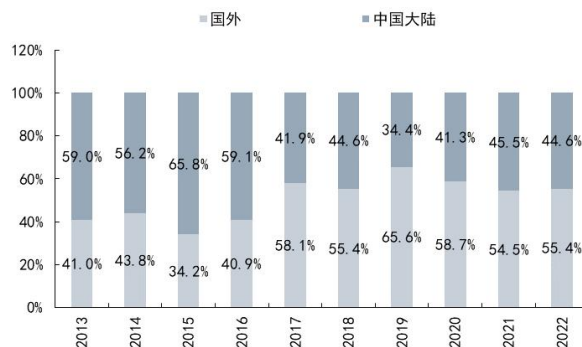
器械收入占比超过 6 成，境外收入占比总体呈现提速态势。分产品看，公司收入主要分为药品、器械和服务三个板块，2017 年前药品为主要收入来源，药物收入占比保持在 50%以上，自 2017 年开始器械业务收入占据绝对主体地位，2022 年仪器收入 6.14 亿元（+12.5%），占收入比重 60.9%。分区域看，由于器械业务主要在海外销售，所以国外收入占比同样在 2017 年超过 50%，2022 年境外收入 5.59 亿元（+14.2%），占收入比重 55.4%，境内收入 4.50 亿元（+9.9%）。

图5：公司历年收入产品构成

图6：公司历年收入区域构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

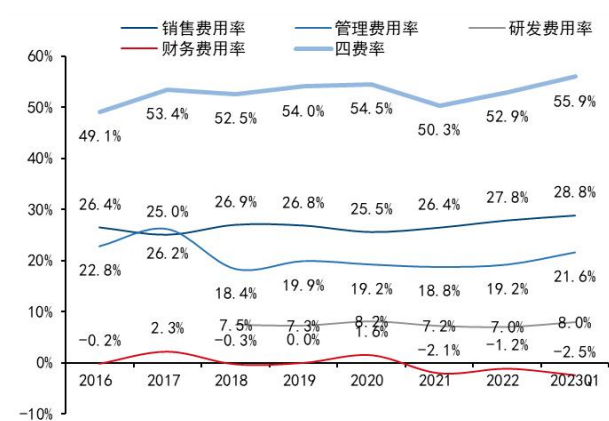


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

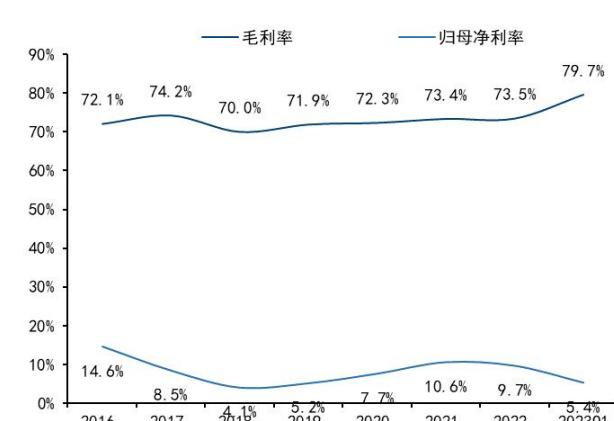
公司盈利能力有所提升，期间费用率维持相对稳定。公司毛利率稳中有升，从2016年的72.1%提升到2022年的73.5%，23Q1进一步提升至79.7%。从费用率看，2022年四费率52.9%（+2.4pp），从2017年以来相对稳定，其中销售费用率增加1.4pp至27.8%，管理费用率增加0.4pp至19.2%，财务费用率增加0.9pp，研发费用率7%，维持稳定。

图7：福瑞股份期间费用变化情况

图8：福瑞股份盈利能力变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

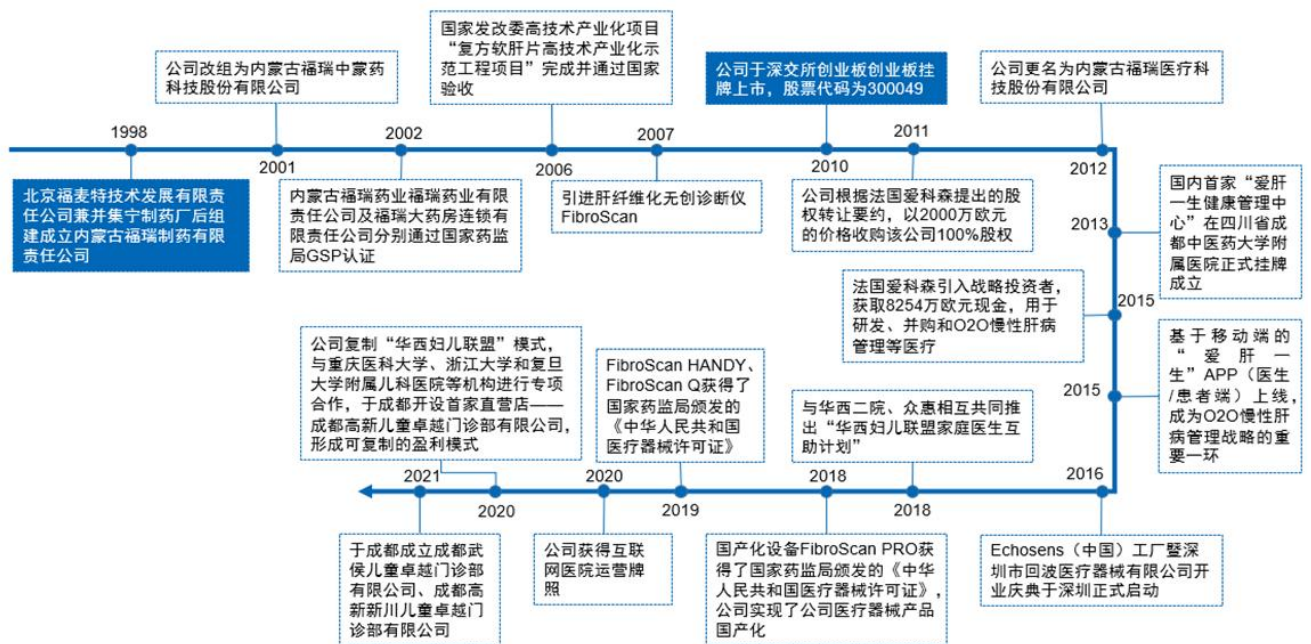


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

福瑞股份是肝病诊疗龙头

福瑞股份为国内肝病诊疗龙头。公司成立于1998年，是专注于肝病医疗的国产龙头企业。公司的管理总部设于北京，各子公司分布于法国、西班牙、德国、美国、中国香港等国家地区及重要省会城市。公司于2010年在深交所创业板上市，股票代码300049。公司先后投资、收购了法国Echosens SA、Median SA、Theraclion SA、众惠财产相互保险社等企业。形成了以北京为管理中心、内蒙古为制药基地、法国巴黎为研发前沿、成都为医疗服务基地的战略布局。

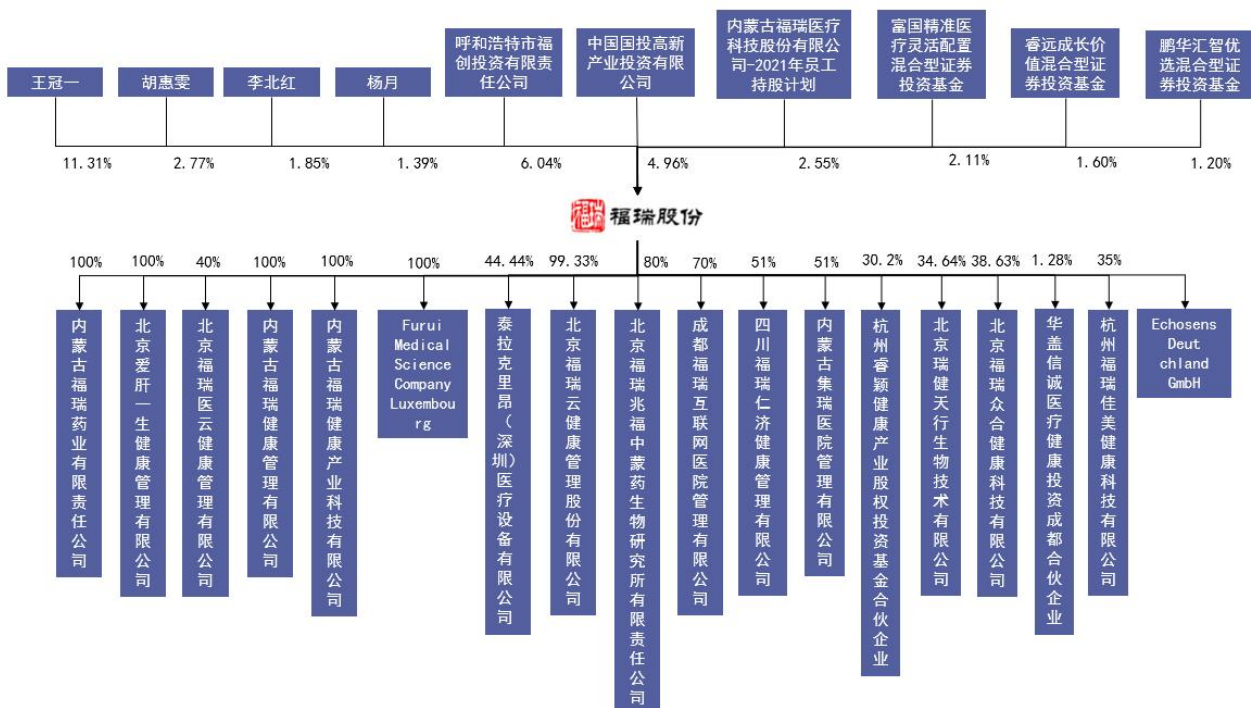
图9：福瑞股份发展历程



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司股权结构较为分散。实际控制人、董事长王冠一直持有公司 11.31% 的股权，通过新余福创间接持有公司 6.04% 的股权。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、青海福瑞商贸 100% 股权，通过子公司 Furui Medical Science Company Luxembourg 控制法国埃克森公司 50.64% 股权。

图10：福瑞股份股权结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

深耕肝病诊疗领域，业务自复方软肝片等药物延伸至医疗器械和服务。公司目前下设制药、医疗器械、管理式医疗和儿童健康四大板块。

图11：福瑞股份产品管线



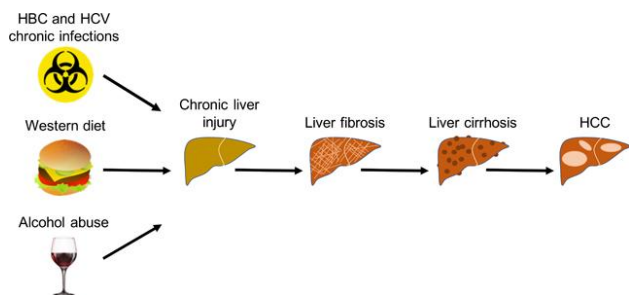
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

NASH 新药进展有望驱动器械市场扩容

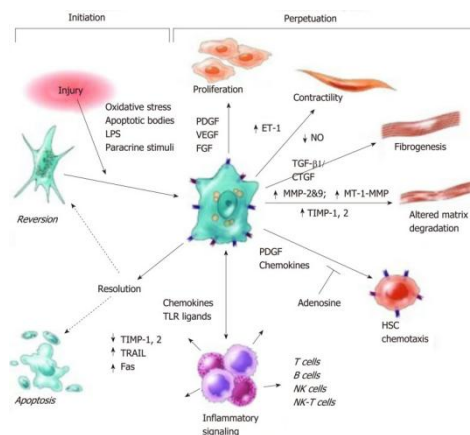
纤维化是肝病由可逆发展到不可逆的关键环节，早诊早治方为上策。慢性肝病主要由病毒性肝炎（乙肝 HBV 和丙肝 HCV 为主）和非病毒性肝炎（酒精肝 ALD 和非酒精脂肪肝 NASH）引起，其发病过程一般由肝炎逐渐发展为肝纤维化，最终导致肝硬化到肝癌。肝纤维化是肝脏对急性或慢性肝病的普遍应对机制，静止期肝星状细胞的激活通路存在于多种肝病发生机制，所以多种肝病均可导致肝纤维化，进而发展为肝硬化和肝癌。肝硬化几乎是不可逆转的，肝纤维化组织学上是可逆的，若对肝硬化不加以干预，患者易走向失代偿或肝癌。

图12：肝病发展过程

图13：肝星状细胞激活过程



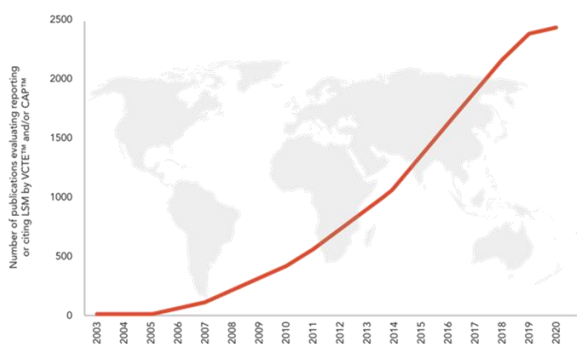
资料来源：Pubmed、国信证券经济研究所整理



资料来源：Pubmed、国信证券经济研究所整理

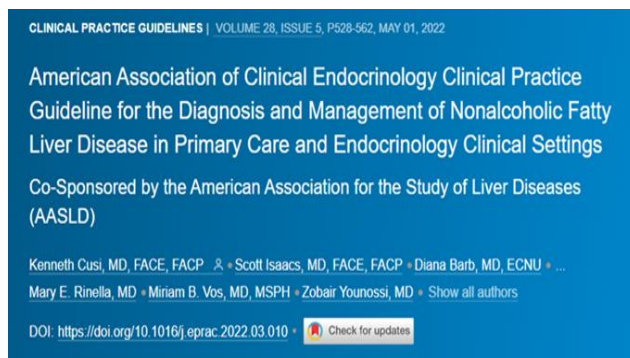
搭载瞬时弹性成像(TE)技术，FibroScan 有望成为无创肝纤维化诊断首选。肝活检是肝纤维化诊断的“金标准”，但其局限性被日益重视，包括：①有创，约 0.3% 患者肝穿刺后发生严重并发症；②存在取样误差；③结果判读有赖于医生水平和选定标准。近年来，随着大量文献研究支撑，瞬时弹性成像技术以快速、无创、可定量及重复性好等优点获得了临床试验的广泛认可。在中国《非酒精性脂肪性肝病防治指南（2018 更新版）》明确提到，基于 FibroScan 的振动控制瞬时弹性成像（VCTE）检测的肝脏弹性值（LSM）对 NAFLD 患者肝纤维化的诊断效率优于 NFS、APRI、FIB-4 等预测模型，有助于区分无 / 轻度肝纤维化（F0，F1）与进展期肝纤维化（F3，F4）。2022 年 5 月份，美国临床内分泌学协会新的临床实践指南（AASLD）更新，新指南包括 34 项基于证据的临床实践建议，用于 NAFLD 和/或 NASH 成人和儿童的筛查、诊断和管理，加强了 FibroScan® 解决方案在整个患者护理过程中管理 NAFLD 患者的使用。

图 14：瞬时弹性成像的研究文献数量



资料来源：Echosens 官网、国信证券经济研究所整理

图 15：美国临床内分泌学协会 AASLD 的指南更新

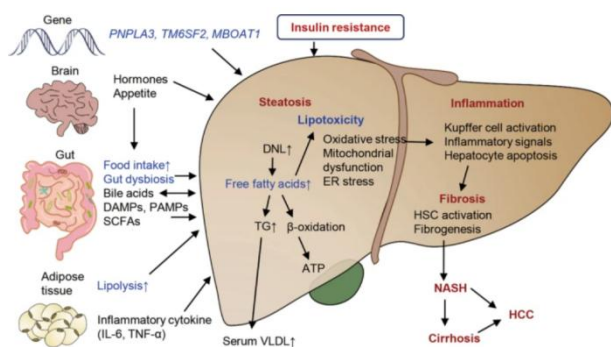


资料来源：AASLD、国信证券经济研究所整理

NASH 发病机制复杂，众多靶点药物处于开发状态。非酒精性脂肪性肝炎(NASH)是非酒精性脂肪性肝病(NAFLD)向肝硬化和肝细胞癌发展的过渡形式。NASH 的病理过程较为复杂，但病变关键是脂质液滴在肝脏中异常累积，产生脂毒性脂质，引发肝脏细胞坏死性凋亡，肝星状细胞被激活，进而导致肝纤维化。NASH 药物开发的潜在靶点包括 GLP1、FXR 和 ACC 等，旨在通过抑制脂肪酸合成，脂毒性和代谢

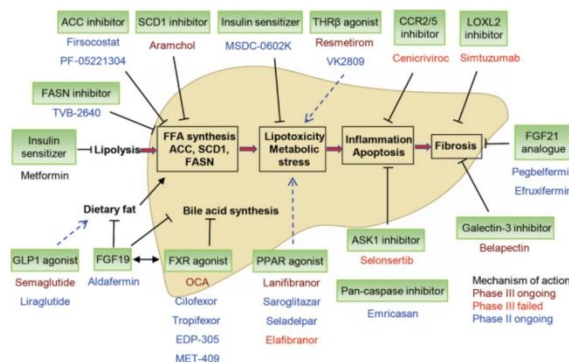
应激，炎症和细胞凋亡以及纤维化，阻止、暂停或逆转纤维化。

图16: NASH 发病机制



资料来源: Acta Pharmacologica Sinica、国信证券经济研究所整理

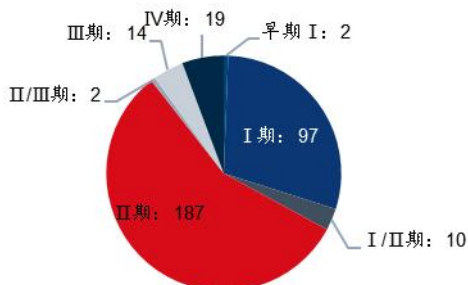
图17: NASH 药物干预的潜在分子靶点



资料来源: Acta Pharmacologica Sinica、国信证券经济研究所整理

NASH 患者数量庞大，但目前仍无针对性药品获批上市，限制了 NASH 检测需求的释放。 NASH 为 NAFLD 中较为严重的一类，多发于中年超肥胖个体，NAFLD 在全球范围内的发病率为 32.4%，其中 NASH 患者占比为 21%-25%，未来随着肥胖人群增加，NASH 患者数量仍会持续上升。当前 NASH 药物研发多处于临床 I、II 期，仍无针对性疗法获批上市，此现状限制了当前 NASH 检测和筛查需求的释放。

图18: NASH 药物研发情况



资料来源: Clinicaltrials.gov、国信证券经济研究所整理

图19: 全球 NAFLD/NASH 药物市场规模



资料来源: Acta Pharmacologica Sinica、国信证券经济研究所整理

NASH 药物新进展有望拉动 FibroScan 销售。 根据 Frost & Sullivan 预测，全球 NAFLD/NASH 药物市场规模将有望于 2030 年达 322 亿美元，市场空间广阔，且近期 Madrigal 向 FDA 提出 Resmetirom 上市申请，得益于 FDA 授予的“突破性疗法认证”，上市审批周期缩短至 130 天，Resmetirom 有望成为 NASH 领域第一个获批药物，此外部分临床亦彰显 GLP-1 在治疗 NASH 的潜力。我们认为，NASH 目前虽无治疗药品上市，但相关临床已进入收获期，随着部分 NASH 新药上市，有望拉动 NASH 检测和筛查的需求，有望带动 Fibroscan 的放量。

表1: 全球 III 期 NASH 在研药物

NCT 号	药物名称	靶点	分子类型	作用机制	企业
NCT00576667	Rimonabant	CB1	小分子	代谢类	Sanofi

NCT00678587	Eltrombopag	TP0-RA	小分子		GlaxoSmithKline
NCT01754714	SAMe		氨基酸		Abbott
NCT02548351	Obeticholic Acid	FXR	小分子	代谢类	Intercept Pharmaceuticals
NCT02704403	Elafibranor	PPAR	小分子	代谢类	Genfit
NCT03028740	Cenicriviroc	CCR2/CCR5	小分子	抗炎症	Tobira Therapeutics, Inc.
NCT03053050	SEL	ASK1	小分子	抗炎症	Gilead Sciences
NCT03970031	MSDC-0602K	线粒体	小分子	代谢类	Cirius Therapeutics, Inc.
NCT04104321	Aramchol	SCD-1	小分子	代谢类	Galmed Research and Development, Ltd.
NCT04142749	Oltipraz	AMPK	小分子	代谢类	PharmaKing
NCT04237116	Bsecukinumab	IL-17A	抗体	抗纤维化	Novartis Pharmaceuticals
NCT04365868	belapectin	Galectin-3	小分子	多肽	Galectin Therapeutics Inc.
NCT04822181	Semaglutide	GLP-1R	多肽	代谢类	Novo Nordisk A/S
NCT04849728	IYA337	PPAR	小分子	代谢类	Inventiva Pharma
NCT05364931	Cotadutide	GLP-1R/GCGR	多肽	代谢类	AstraZeneca
NCT05500222	Resmetirom	THR-β	小分子	代谢类	Madrigal Pharmaceuticals, Inc.

资料来源: Clinicaltrials.gov, 肽研社, 国信证券经济研究所整理

药院外拓展改善盈利空间

复方鳖甲软肝片拓展院外市场改善盈利空间。为应对院内潜在控费政策、成本压力等市场环境变化,公司自2019年起整合互联网医院、药店、保险资源,向院外零售渠道倾斜更多销售资源。2020年公司完成药品销售模式的战略调整,推出针对院外渠道的金装软肝片,成功打开京东、健客等电商平台销路。由于院外自主定价能力得到提高,京东零售价为3.37元/片,较院内中标价高近2元/片,盈利水平大幅改善。公司自有药品2022年销售收入2.9亿元(+9.3%),2022年商销和电商渠道的自有药品销售额增速为44%,实现了疫情期间医院诊疗减少的背景下的逆势增长。目前公司在公立医院和零售药店都稳居肝病中成药TOP5品牌,具备较强的市场口碑。

图20: 公司自有药品销售额



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 肝病中成药 TOP5 品牌

排名	公立医院	零售药店
1	舒肝宁注射液	片仔癀
2	肝爽颗粒	护肝片
3	复方鳖甲软肝片	护肝片
4	安络化纤丸	复方鳖甲软肝片
5	八宝丹胶囊	扶正化癥胶囊

资料来源: 米内网, 国信证券经济研究所整理。

盈利预测

假设：

1) **器械**：为公司核心业务，主要在国外和国内销售 Fibroscan 仪器，得益于指南更新和 NASH 药物即将上市带来的催化，预计 2023-2025 年器械业务国外收入增速 35%、35%、35%，国内增速分别为 30%、30%、30%，根据前述假设预计器械整体收入增速分别为 34.5%、34.5%、34.5%，毛利率稳定在 88%。

2) **药品**：主要为复方鳖甲软肝片，随着院外市场开拓，预计收入有望提速，其中 2023 年一季度由于渠道去库存到时短期增速承压，预计 2023 年药品增速为 10%，2024-2025 年药品业务增速分别为 24.1%、23.2%，预计 2023-2025 毛利率分别为 52.7%、55.2%、57.7%。

3) **其他业务**：收入体量较小，未来增长主要得益于儿科诊所的扩展，预计 2023-2025 收入增速分别为 50%、50%、50%，随着规模效应盈利能力提升，预计 2023-2025 年毛利率为 35%、40%、45%。

表2：福瑞股份拆分及预测（单位：百万元）

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
器械	收入	546	614	826	1111	1495
	yoy	14.3%	12.5%	34.5%	34.5%	34.5%
	毛利率	88.7%	88.6%	88.0%	88.0%	88.0%
药品	收入	333	360	396	491	605
	yoy	4.2%	8.1%	10.0%	24.1%	23.2%
	毛利率	51.4%	53.4%	52.7%	55.2%	57.7%
其他	收入	20	35	52	78	118
	yoy	88.3%	74.1%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	22.5%	13.1%	35.0%	40.0%	45.0%
合计	收入	898	1009	1274	1681	2217
	yoy	11.3%	12.3%	26.3%	31.9%	31.9%
	毛利率	73.4%	73.5%	74.9%	76.2%	77.4%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理预测

综上，预计公司 2023-2025 年收入 12.7、16.8、22.2 亿元，同比增速

+26.3%、+31.9%、+31.9%，毛利率分别为 74.9%、76.2%、77.4%。

未来 3 年业绩预测

1) **销售费用假设**：考虑到 2024 年 NASH 药物上市，公司 Fibroscan 的潜在需求增加，公司有望加大推广，预计 2023-2025 年销售费用增速分别为 20%、35%、35%。

2) **管理费用假设**：考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，预计 2023-2025 年管理费用增速分别为 15%、30%、30%。

3) **研发费用假设**：公司的研发主要布局 Fibroscan 的技术迭代、相关业务延伸和研发人员薪酬的支出，预计 2023-2025 年研发费用增速分别为 30%、30%、30%。

表3：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	898	1009	1274	1681	2217
营业成本	239	268	320	400	500
销售费用	237	281	337	455	614
管理费用	169	194	240	307	394
研发费用	65	71	92	120	156
财务费用	(19)	(12)	(11)	(11)	(10)
营业利润	189	193	289	401	550
利润总额	189	192	289	401	550
归母净利润	95	98	176	250	350
EPS（元/股）	0.36	0.37	0.67	0.95	1.33
ROE	6%	6%	10%	14%	17%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述，预计公司 2023–2025 年归母净利润为 1.76 亿元、2.5 亿元、3.5 亿元，同比增长 79.9%、42.2%、39.8%。

盈利预测情景分析

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	898	1,009	1,301	1,757	2,374
(+/-%)	11.3%	12.3%	28.9%	35.1%	35.1%
净利润(百万元)	95	98	270	384	542
(+/-%)	54.2%	2.5%	175.6%	42.5%	40.9%
摊薄 EPS	0.36	0.37	1.03	1.46	2.06
中性预测					
营业收入(百万元)	898	1,009	1,274	1,681	2,217
(+/-%)	11.3%	12.3%	26.3%	31.9%	31.9%
净利润(百万元)	95	98	176	250	350
(+/-%)	54.2%	2.5%	79.9%	42.2%	39.8%
摊薄 EPS(元)	0.36	0.37	0.67	0.95	1.33
悲观预测					
营业收入(百万元)	898	1,009	1,247	1,606	2,067
(+/-%)	11.3%	12.3%	23.7%	28.7%	28.7%
净利润(百万元)	95	98	90	131	185
(+/-%)	54.2%	2.5%	-8.1%	46.2%	41.0%
摊薄 EPS	0.36	0.37	0.34	0.50	0.70
总股本（百万股）	263	263	263	263	263

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：每股 30–35 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	-2.91%	11.26%	12.27%	26.29%	31.92%	31.93%	25.00%	25.00%	25.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

营业成本/营业收入	27.65%	26.62%	26.53%	25.13%	23.82%	22.56%	22.56%	22.56%	22.56%	22.56%	22.56%	22.56%
管理费用/营业收入	14.43%	14.77%	15.35%	17.50%	17.25%	17.00%	16.83%	16.66%	16.49%	16.33%	16.16%	15.84%
研发费用/营业收入	8.15%	7.21%	7.02%	7.23%	7.12%	7.02%	6.95%	6.88%	6.81%	6.74%	6.67%	6.54%
销售费用/销售收入	25.52%	26.39%	27.81%	26.43%	27.04%	27.67%	27.40%	27.12%	26.85%	26.58%	26.32%	25.79%
营业税及附加/营业收入	1.41%	1.39%	1.08%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
所得税税率	20.81%	21.73%	24.14%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	6.07%	22.19%	72.97%	25.00%	40.05%	46.01%	37.02%	41.03%	41.35%	39.80%	40.73%	40.38%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	20.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.01%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.94
公司股价（元）	22.77	Ke	9.05%
发行在外股数（百万）	263	E/(D+E)	99.23%
股票市值（E，百万元）	5990	D/(D+E)	0.77%
债务总额（D，百万元）	47	WACC	9.01%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司每股价值区间为 30-35 元。

表7：澳华内镜 FCFF 估值结果

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	271.4	381.1	529.9	680.9	873.1	1,117.4	1,312.5	1,540.4	1,806.3	2,116.6	
所得税税率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	217.1	304.9	423.9	544.7	698.4	894.0	1,050.0	1,232.3	1,445.1	1,693.3	
折旧与摊销	39.9	52.6	61.8	72.8	85.8	101.4	120.2	142.7	169.7	202.2	
营运资金的净变动	(66.0)	(141.0)	(206.8)	(185.3)	(254.2)	(321.8)	(233.3)	(278.4)	(320.7)	(368.1)	
资本性投资	(109.9)	(131.7)	(157.9)	(189.2)	(226.9)	(272.1)	(326.3)	(391.3)	(469.4)	(563.1)	
FCFF	81.1	84.8	121.1	243.0	303.1	401.5	610.7	705.3	824.7	964.3	14,024.6
PV(FCFF)	74.4	71.3	93.5	172.1	196.9	239.2	333.8	353.6	379.3	406.8	5,916.9
核心企业价值	8,237.8										
减：净债务	(215.8)										
股票价值	8,453.5										
每股价值	32.14										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
永续增长率变化		8.0%	8.5%	9.01%	9.5%	10.0%
	3.0%	45.08	40.18	36.13	32.73	29.83
	2.5%	41.76	37.53	33.98	30.96	28.36

	2.0%	39.00	35.29	32.14	29.42	27.07
	1.5%	36.66	33.37	30.54	28.08	25.93
	1.0%	34.66	31.70	29.14	26.89	24.92

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：每股 28.56–33.32 元

公司所处的肝病诊疗赛道竞争格局较好，我们选择同为肝病治疗赛道的片仔癀，以及超声诊断公司样生医疗、迈瑞医疗作为可比公司。根据 Wind 一致性预期，可比公司 2023–2025 年平均 PE 分别为 38、31、25 倍，公司的 PE 为 34、24、17 倍，考虑到公司未来几年较高的增速，以及较低的 PEG 水平，我们给予公司 2024 年 30–35 倍 PE，合理股价区间为 28.56–33.32 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600436.SH	片仔癀	286.24	1,727	4.10	5.19	6.39	7.85	69.8	55.1	44.8	36.5	23.5%	2.4	无
688358.SH	样生医疗	45.65	51	0.94	1.55	1.97	2.48	48.6	29.5	23.1	18.4	8.3%	1.1	无
300760.SZ	迈瑞医疗	294.71	3,573	7.94	9.59	11.57	13.96	37.1	30.7	25.5	21.1	32.6%	1.5	买入
300049.SZ	福瑞股份	22.77	60	0.37	0.67	0.95	1.33	61.2	34.0	23.9	17.1	6.4%	0.8	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：福瑞股份为本报告预期，其他为 wind 一致性预期，日期为 20230711

投资建议

综合上述 2 个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在每股 28.56–33.32 元之间，相对于公司目前股价有 25.4%–46.3%溢价空间。考虑公司竞争格局和较好的成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 28.56–33.32 元/股之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- ◆ 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

- ◆ 相对估值方面：我们选取了片仔癀、祥生医疗、迈瑞医疗的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，考虑公司竞争格局和较好的成长性，最终给予公司 24 年 30-35 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们根据分部假设，预计公司未来 3 年收入增长+26.3%、+31.9%、+31.9%，可能存在对公司产品销量及价格预计乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们根据分部假设，预计公司未来 3 年毛利分别为 74.9%、76.2%、77.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年销售费用增速分别为 20%、35%、35%，考虑公司 NASH 药物上市后，未来 2 年销售推广费用有望增加，有可能出现销售费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年管理费用增速分别为 15%、30%、30%，考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，有可能出现管理费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年研发费用增速分别为 30%、30%、30%，考虑公司的 Fibroscan 的技术迭代，有可能出现研发费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。

宏观经济和外部环境变化带来的风险

国际形势复杂严峻，各国疫后恢复不稳定不均衡，大国冲突和地缘政治问题频发，由此衍生而来的各类风险不可忽视。国内经济又持续面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，经济运行风险不断积累。

主要原材料价格波动的风险

公司主要业务制药的原材料包括天然冬虫夏草、鳖甲、三七等，这些药材供给可能受温度、阳光和降雨等自然因素影响而波动，进而传导至药材市场，影响公司采购及成本。其中冬虫夏草是公司主导药品复方鳖甲软肝片的主要原材料，占生产成本比重较高，采购价格受市场供需关系影响较大，仍存在波动风险，从而导致公司产品毛利率波动的风险。

新业务发展不及预期的风险

公司致力于开拓医疗服务业务，构建了以互联网医院为载体，以儿童健康管理业务、肝病慢病管理业务为主体的管理式医疗业务。但医疗服务与国计民生的基本盘密切相关，前期培育需要较长时间，受国家政策影响较大。从目前的收入结构来看，医疗服务贡献占比较小，占收入比重不超过 10%，公司仍存在医疗服务业务发展不及预期的风险。

行业竞争及行业政策的风险

为规范和促进医疗行业发展，国家先后出台并落实了医药分开、医生多点执业、分级诊疗、带量采购、互联网医院等政策，行业压力与机遇并存，更多企业进入

肝病市场，现有企业为巩固市场地位也会加强产品研发和市场投入，对公司持续提升市场竞争力与适应行业政策提出了新的挑战。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	473	479	549	518	479	营业收入	898	1009	1274	1681	2217
应收款项	371	465	527	722	964	营业成本	239	268	320	400	500
存货净额	100	97	137	159	196	营业税金及附加	12	11	14	18	24
其他流动资产	52	52	77	96	125	销售费用	237	281	337	455	614
流动资产合计	1143	1230	1427	1631	1901	管理费用	169	194	240	307	394
固定资产	324	335	421	515	627	研发费用	65	71	92	120	156
无形资产及其他	417	418	402	387	371	财务费用	(19)	(12)	(11)	(11)	(10)
投资性房地产	578	479	479	479	479	投资收益	6	4	6	8	10
长期股权投资	62	61	56	48	44	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	2525	2523	2785	3060	3422	其他收入	(77)	(79)	(92)	(120)	(156)
短期借款及交易性金融负债	54	14	47	38	63	营业利润	189	193	289	401	550
应付款项	61	72	82	103	130	营业外净收支	0	(1)	0	0	0
其他流动负债	158	151	198	265	333	利润总额	189	192	289	401	550
流动负债合计	273	237	327	406	526	所得税费用	41	46	58	80	110
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	53	48	55	70	90
其他长期负债	446	460	463	469	477	归属于母公司净利润	95	98	176	250	350
长期负债合计	446	460	463	469	477	现金流量表（百万元）					
负债合计	719	697	790	876	1003	净利润	95	98	176	250	350
少数股东权益	286	280	317	357	402	资产减值准备	(3)	0	0	0	0
股东权益	1520	1545	1677	1828	2017	折旧摊销	54	58	40	53	62
负债和股东权益总计	2525	2523	2785	3060	3422	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(19)	(12)	(11)	(11)	(10)
每股收益	0.36	0.37	0.67	0.95	1.33	营运资本变动	(106)	27	(66)	(141)	(207)
每股红利	0.08	0.27	0.17	0.38	0.61	其它	44	13	36	40	45
每股净资产	5.78	5.87	6.38	6.95	7.67	经营活动现金流	85	196	186	202	250
ROIC	11.25%	10.86%	14%	17%	21%	资本开支	0	(29)	(110)	(132)	(158)
ROE	6.28%	6.33%	10%	14%	17%	其它投资现金流	(98)	10	0	0	0
毛利率	73%	73%	75%	76%	77%	投资活动现金流	(81)	(18)	(105)	(124)	(153)
EBIT Margin	20%	18%	21%	23%	24%	权益性融资	(29)	5	0	0	0
EBITDA Margin	26%	24%	24%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	11%	12%	26%	32%	32%	支付股利、利息	(21)	(71)	(44)	(100)	(161)
净利润增长率	54%	3%	80%	42%	40%	其它融资现金流	72	(33)	33	(8)	25
资产负债率	40%	39%	40%	40%	41%	融资活动现金流	1	(171)	(11)	(109)	(136)
股息率	0.4%	1.2%	0.7%	1.7%	2.7%	现金净变动	5	6	70	(31)	(39)
P/E	62.7	61.2	34.0	23.9	17.1	货币资金的期初余额	468	473	479	549	518
P/B	3.9	3.9	3.6	3.3	3.0	货币资金的期末余额	473	479	549	518	479
EV/EBITDA	29.2	27.5	21.8	15.8	11.8	企业自由现金流	0	196	81	85	121
						权益自由现金流	0	163	123	85	154

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032