

2024年06月03日

福瑞股份 (300049.SZ)

—— 专注肝病领域，FibroScan GO 开启新增长曲线

买入 (首次覆盖)

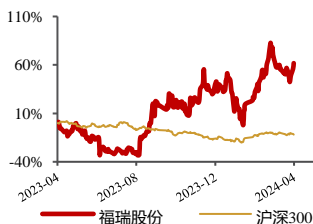
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **投资逻辑:** 公司在肝病诊疗领域深耕二十多年,拥有全球首创并经临床验证的肝纤维化无创检测仪器 FibroScan。随着全球 NASH 新药研发不断突破, NASH 早期诊断需求有望迎来快速增长。FibroScan 作为无创肝纤维化检测仪器,全球广泛使用,学术地位高,领导者地位稳固。看好 FibroScan GO 按次收费模式持续兑现,已装机数百台,预计将加速投放,开启公司新一轮成长曲线。
- **首个 NASH 新药获批,多款药物处于临床后期, NASH 检测需求有望快速增长。** NAFLD 已成为全球第一大慢性肝病,全球 NAFLD 总体患病率约为 25%,其中约 20%可能发展为 NASH。NASH 药物研发历经 40 余年,此前一直无药可治。2024 年 3 月 14 日, Madrigal 的 Resmetirom 成为首款获 FDA 批准上市的 NASH 新药,同时多款 NASH 在研药物早期临床数据表现出色,未来有望陆续公布临床后期积极数据并报产。随着全球 NASH 新药研发持续取得突破性进展,我们预计 NASH 筛查和诊断需求有望迎来快速增长。
- **学术指南推荐,临床广泛认可, FibroScan 无创诊断领导者地位稳固。** 1) FibroScan 是全球首创的肝纤维化无创检测仪器,作为第一个经过临床验证用于肝脏硬度定量测量的设备,在全世界范围内广泛使用,每年诊断患者上千万人次。2) FibroScan 学术地位高,被欧洲肝病学会、美国肝病学会等多个全球权威机构列入 180 篇指南推荐,已发表的同行评审文献超过 4200 篇。3) FibroScan 拥有全球专利布局,并基于长期积累的临床数据不断提升算法处理能力,市场地位持续稳固。4) 相较于血液检测和肝穿刺, FibroScan 具有无创、易于操作、即时诊断和更经济等优势,有望成为 NAFLD 高风险人群乃至全人群的常规筛查和诊断标准。
- **按次收费商业模式持续兑现, FibroScan GO 打开公司成长天花板。** 2022 年, Echosens 推出了按次收费模式的 FibroScan GO,以拓展在基层医院及非肝病科室的应用,截至 2023 年底, FibroScan GO 已在欧美地区累计实现装机 275 台。我们认为随着公司与跨国药企的合作关系不断深化,共同推进 NASH 的早期诊断, GO 的投放速度将进一步加快。
- **药品业务稳健。** 2023 年,核心产品复方鳖甲软肝片实现销量 1.4 亿片,同比下滑 23%, 2024 年公司将加大学术推广力度,有望实现恢复性增长。
- **盈利预测与估值:** 我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.04 亿元、3.12 亿元、4.53 亿元,增速分别为 101%、53%、45%,当前股价对应的 PE 分别为 67x、44x、30x,选取三诺生物、迈瑞医疗、澳华内镜作为可比公司,考虑到 NASH 检测需求增长潜力大,公司是全球肝病无创诊断龙头企业,按次收费产品 FibroScan GO 打开新增长曲线,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧风险; Fibroscan GO 投放不及预期风险; NASH 药物研发进展不及预期风险; 主要原材料价格波动的风险。

股票数据: 2024年6月3日

收盘价(元)	52.33
一年内最高/最低(元)	57.50/28.73
总市值(亿元)	138

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	1,009	1,154	1,541	2,072	2,835
同比增长率(%)	12.27%	14.37%	33.59%	34.44%	36.83%
毛利率(%)	73.5%	74.7%	80.4%	84.1%	87.4%
归母净利润(百万元人民币)	98	102	204	312	453
同比增长率(%)	2.5%	3.8%	101.1%	52.7%	45.2%
每股收益(元人民币/股)	0.37	0.39	0.78	1.19	1.72
ROE(%)	6.3%	6.6%	11.8%	15.3%	18.2%
市盈率	141	136	67	44	30

投资案件

投资评级与估值

公司为全球肝病无创诊断龙头企业,按次收费产品 FibroScan GO 开启新增长曲线。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.04 亿元、3.12 亿元、4.53 亿元,增速分别为 101%、53%、45%,当前股价对应的 PE 分别为 67x、44x、30x,首次覆盖,给予“买入”评级。

关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 15.4/20.7/28.4 亿元,同比增长 33.6%/34.4%/36.8%,关键假设如下:

1. 仪器:预计 2024-2026 年收入增速为 40%/42%/44%,基于:

i) 公司积极推动 FibroScan 设备销售业务,加快全球医疗机构对 FibroScan 设备的采购进程,预计设备销量将实现快速增长;

ii) 公司与跨国药企合作推动 NASLD/NASH 的早期诊断,随着 FibroScan GO 设备投放速度的加快和检测量的提升,预计设备按次分成收入将加速增长;

iii) 公司加大拓展 NASH 药物研发客户,随着 NASH 相关临床试验的持续增加,公司设备租赁收入有望维持较快增长。

2. 药品:预计 2024-2026 年收入增速为 17%/9%/7%。随着院内销售环境改善以及公司学术推广力度的加大,预计软肝片销售额有望实现恢复性增长。

3. 医疗服务:预计 2024-2026 年收入增速为 15%/15%/15%。预计医疗服务板块保持平稳增长,盈利能力有望提升。

投资逻辑要点

公司在肝病诊疗领域深耕二十多年,拥有全球首创并经临床验证的肝纤维化无创检测仪器 FibroScan。随着全球 NASH 新药研发不断突破,NASH 早期诊断需求有望迎来快速增长。FibroScan 作为无创肝纤维化检测仪器,全球广泛使用,学术地位高,领导者地位稳固。看好 FibroScan GO 按次收费模式持续兑现,已装机数百台,预计将加速投放,开启公司新一轮成长曲线。

核心风险提示

行业竞争加剧风险; Fibroscan GO 投放不及预期风险; NASH 药物研发进展不及预期风险; 主要原材料价格波动的风险。

目录

1. 福瑞股份：全球肝纤维化无创诊断龙头，国际化进程加快	5
2. FibroScan：NASH 新药研发持续突破，FibroScan GO 放量可期	7
3. 复方鳖甲软肝片：学术营销驱动稳健增长	12
4. 盈利预测及估值	13

图表目录

图 1: 公司收入及增速	6
图 2: 公司归母净利润及增速	6
图 3: 公司收入拆分 (按产品)	6
图 4: 公司毛利率及净利率	6
图 5: 慢性肝病演变历程	7
图 6: Fibroscan 产品矩阵	8
图 7: 非酒精性脂肪性肝病诊断路径	9
图 8: Echosens 全球专利布局 (截至 2024 年 5 月)	10
图 9: FibroScan 销量及增速	11
图 10: FibroScan 不同销售模式收入占比 (2023 年)	11
图 11: 公司自有药品收入及同比	12
图 12: 复方鳖甲软肝片销量及中标均价	12
表 1: 公司主营业务情况	5
表 2: 2024 年公司股权激励计划 (草案修订稿) 目标	6
表 3: 目前主流的慢性肝病诊断技术比较	8
表 4: 部分处于临床 II/III 期的 NASH 在研药物	10
表 5: 2024-2026 年福瑞股份收入预测 (百万元)	13
表 6: 可比公司估值情况	15
表 7: 福瑞股份合并利润表 (百万元)	15
表 8: 福瑞股份合并资产负债表 (百万元)	16
表 9: 福瑞股份合并现金流量表 (百万元)	17

1. 福瑞股份：全球肝纤维化无创诊断龙头，国际化进程加快

公司已专注于肝病诊疗领域二十余年。福瑞股份成立于 1998 年，2010 年在深交所创业板上市。公司是全球第一家以“肝纤维化诊断治疗”为核心业务的公司，经过二十余年的发展，公司已成为集药品生产与销售、器械研发与销售和肝病、儿科医疗服务为一体的管理式医疗服务集团。

业务国际化，重点布局欧美发达国家市场。公司管理总部设于北京，并先后投资、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。未来公司将重点统筹规划美国和欧洲等国际市场，国际化进程不断加快。

公司主要业务分为器械、药品和医疗服务。仪器方面，公司主要产品为法国控股子公司 Echosens 旗下的 FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器；药品方面，公司主要产品为复方鳖甲软肝片；医疗服务方面主要包含肝病慢病管理和儿科医疗健康管理。

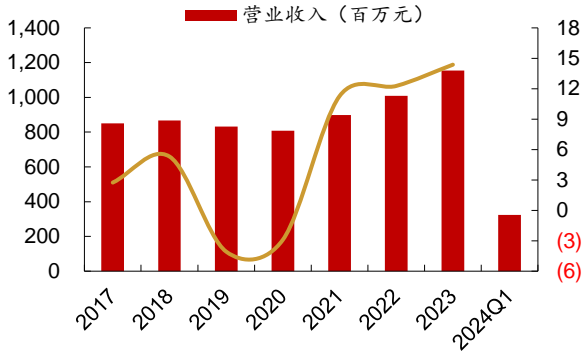
表 1：公司主营业务情况

主要业务	2023 年收入 (亿元)	主要产品/服务	业务看点
仪器	8.32	FibroScan 系列 肝纤维化诊断仪器	FibroScan 是第一个经过临床验证用于肝脏硬度定量测量的设备，FibroScan 设备于 2003 年获得欧盟 CE 认证，2008 年获得 CFDA 注册批准，2013 年获得美国 FDA 认证，已在全球范围内配置使用，每年诊断患者上千万人次。
药品	2.85	复方鳖甲软肝片	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，是国家专利产品，属于国家医保目录中的处方药，经过二十多年的市场验证，受到中华医学会肝病学会、中华医学会感染病学分会、中华医学会消化病学分会等 11 家学会及 14 部指南权威推荐，是临床“软肝”首选用药。
医疗服务	0.37	肝病慢病管理业务 儿科医疗健康管理	公司“爱肝一生”项目在全国范围内协助医院建设全程管理中心，提供诊前、诊中、诊后相结合的肝病慢病管理服务，助力提高疾病治疗率与患者治疗依从性，降低肝硬化及肝癌发生率，实现“医保、医生、患者”三方共赢。 公司与四川大学华西第二医院等国内众多知名儿童医院共同打造了儿童医疗专科联盟-华西妇儿联盟、重儿联盟、浙儿联盟，积极促进优质儿科医疗资源下沉、提升基层儿科医疗服务能力。同时，公司已在成都地区开设了三家盈利性儿童门诊部直营店。

资料来源：公司公告，华源证券研究

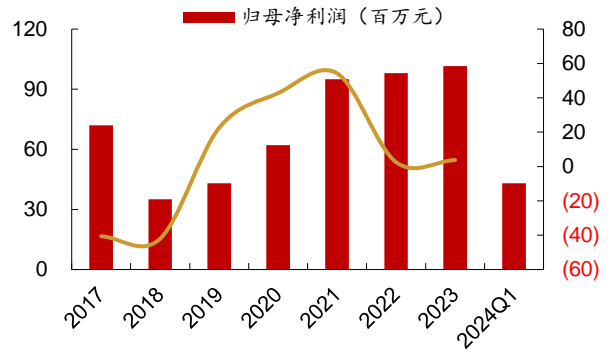
公司近年来营收与利润增长稳健。2023 年公司实现营业总收入 11.54 亿元，同比增长 14.37%；实现归母净利润 1.02 亿元，同比增长 3.75%。2019-2020 年，公司收入端略有下滑，主因复方鳖甲软肝片销售模式调整及仪器海外业务受到疫情影响；2021 年-2023 年，公司主营业务实现较快增长，收入及归母净利润三年 CAGR 分别为 13%和 18%。近年来公司毛利率与净利率水平稳中有升，2023 年公司毛利率达 77%，净利率达 15%。

图 1：公司收入及增速



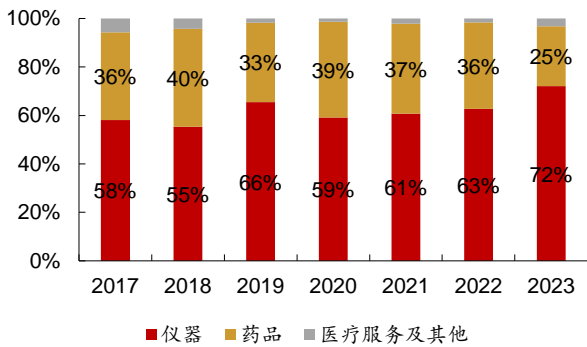
资料来源：Wind，华源证券研究

图 2：公司归母净利润及增速



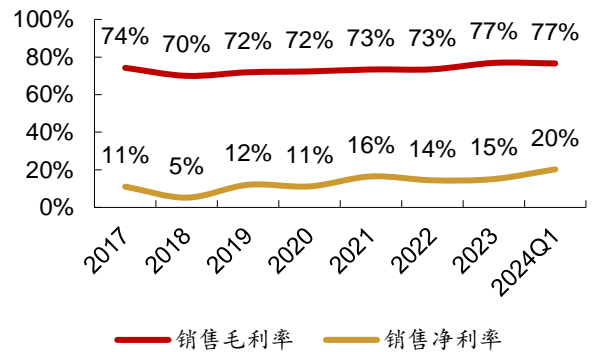
资料来源：Wind，华源证券研究

图 3：公司收入拆分（按产品）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 4：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，华源证券研究

新一轮股权激励计划发布，彰显公司发展信心。 2024 年 4 月，公司发布《2024 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》，拟以 18.09 元/股向不超过 109 人（含董事、高级管理人员和核心业务技术骨干人员）授予限制性股票数量 350 万股，占授予前公司股本总额的 1.33%。公司层面考核要求 2024-2026 年净利润分别不低于 2 亿、3 亿、4 亿。激励计划有望激发核心团队积极性，彰显公司业绩高增长信心。

表 2：2024 年公司股权激励计划（草案修订稿）目标

解除限售安排	解除限售条件
第一个解除限售期	2024 年净利润不低于 2 亿元；
第二个解除限售期	2025 年净利润不低于 3 亿元；
第三个解除限售期	2026 年净利润不低于 4 亿元。

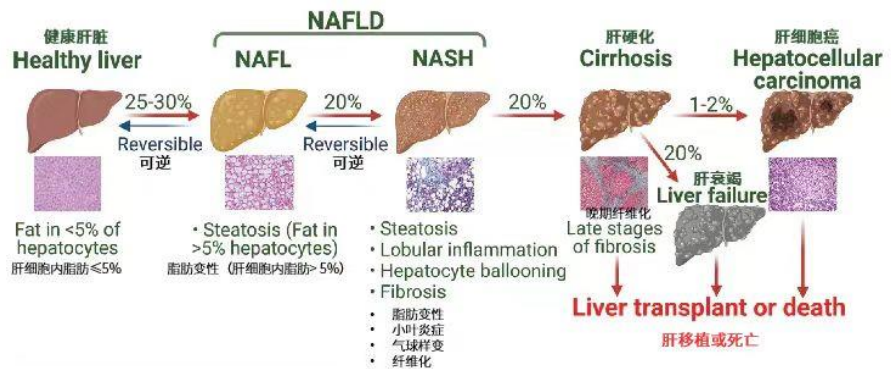
资料来源：Wind，华源证券研究

2. FibroScan：NASH 新药研发持续突破，FibroScan GO 放量可期

法国子公司 Echosens 成立于 2001 年，并于 2011 年被福瑞收购。Echosens 的主要产品为 FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器。此外，公司还提供慢性肝病血检分析工具 FibroMeter 系列和辅助 FibroScan 的数据管理软件 FibroView。

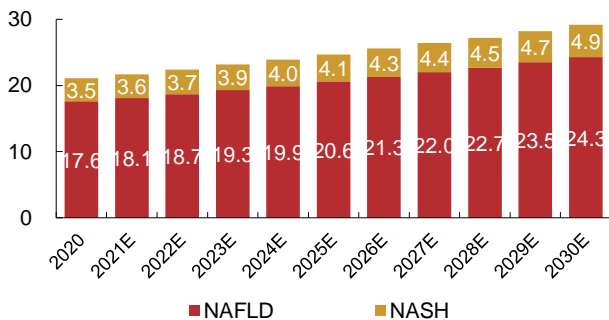
NAFLD 现已成为全球第一大慢性肝病。慢性肝病是由病毒感染、肥胖、酗酒等因素引起的，导致肝逐步受损进而发展为肝炎、脂肪肝和肝纤维化，最终可能发展为肝硬化和肝癌。慢性肝病主要包括乙型肝炎、丙型肝炎、非酒精性脂肪性肝病(non-alcoholic fatty liver disease, NAFLD)和酒精相关性肝病。据弗若斯特沙利文报告，2020 年全球 NAFLD 患者数量达到 17.6 亿，而全球 NASH 患病数量 2020 年约为 3.5 亿人，预计 2030 年将达到 4.9 亿人。全球 NAFLD 总体患病率约为 25%，NAFLD 患者中约有 20% 患有 NASH。由于 NAFLD 与肥胖、2 型糖尿病、代谢综合征关系密切，预计 NAFLD 和 NASH 患病率未来将继续增高。

图 5：慢性肝病演变历程



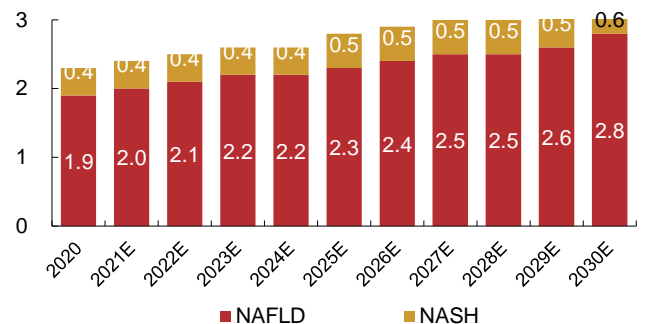
资料来源：Echosens 公众号，华源证券研究

图 2:全球 NAFLD/NASH 患病人数预测(亿人)



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

图 3:中国 NAFLD/NASH 患病人数预测(亿人)

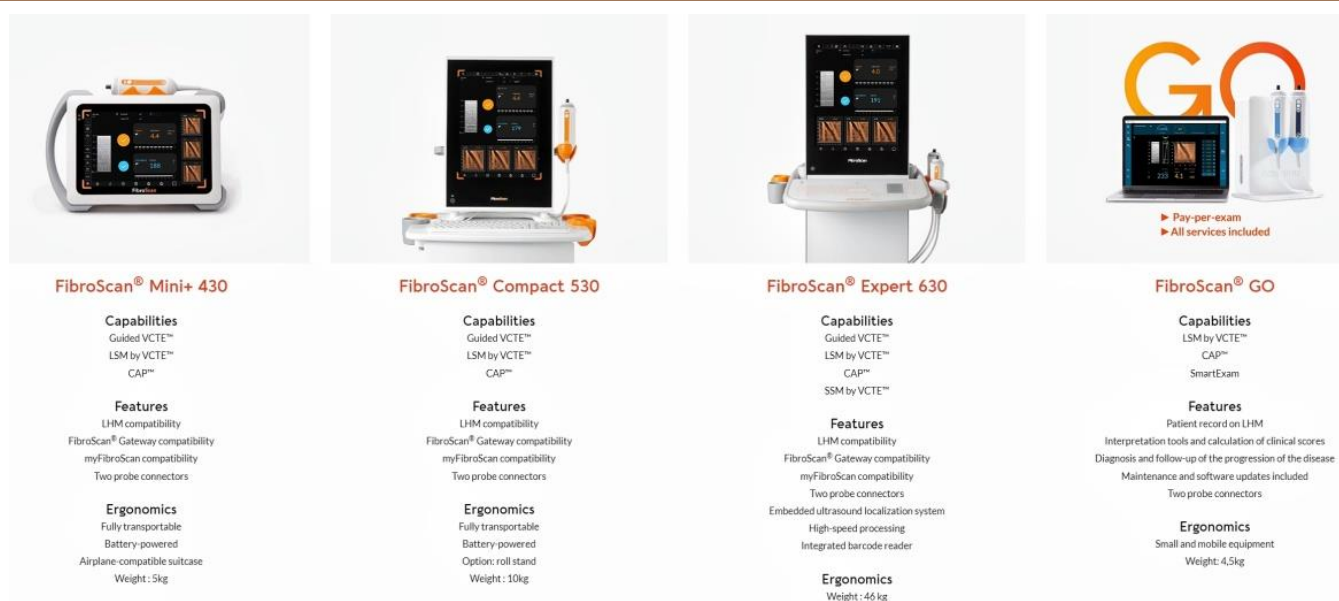


资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

FibroScan 产品矩阵完善，临床优势显著。FibroScan 系列拥有 FibroScan 530、FibroScan 430、FibroScan 630 及 FibroScan GO 等多款产品，该系列产品是全球首创的肝纤维化无创检测仪器，作为第一个经过临床验证用于肝脏硬度定量测量的设备，先后于 2003 年/2008 年/2013 年获得欧盟/中国/美国认证，每年诊断患者上千万人次。

FibroScan 基于其原创的专利技术: VCTE™ 振动控制瞬时弹性成像技术及 CAP™ 受控衰减参数技术，包含三大功能即肝脏硬度测量 (LSM)、脾脏硬度测量 (SSM)、CAP 测量分别用于评估肝脏纤维化、门静脉高压、肝脏脂肪变。相较于血液检测和肝穿刺两种诊断技术，FibroScan 具有无创、容易使用、即时诊断、更经济等临床优势，能够满足慢性肝病大规模筛查市场与日俱增的需求。

图 6: Fibroscan 产品矩阵



资料来源: Echosens 官网, 华源证券研究

表 3: 目前主流的慢性肝病诊断技术比较

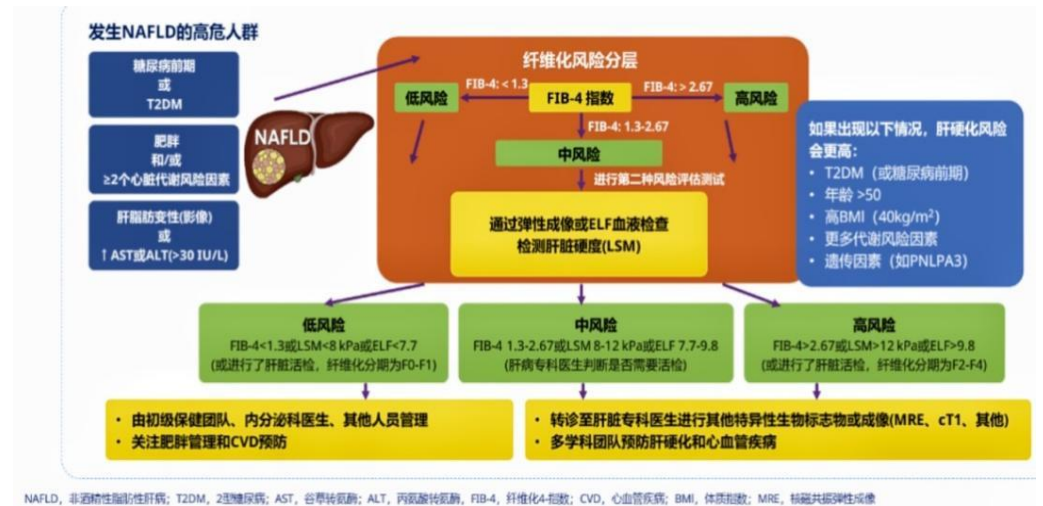
比较维度	VCTE 仪器	血液检查	肝穿刺
准确性	严重肝纤维化: 75%-80%; 严重脂肪肝: 75%-85%	严重肝纤维化: 65%-70%; 严重脂肪肝: 肝: 小于 60%	严重肝纤维化: 73%-85%; 严重脂肪肝: 75%-90%
并发症发病率及死亡率	0	极低	死亡率 0.01%-0.1%, 住院率 1%-5%
患者接受度	高	高	低
是否容易重复进行(与定期体检和后期跟进治疗有关)	操作简单且可重复, 医生护士均可检查	实验室检测, 需要护士及检验科人员进行	有创检测, 需要肝脏科医生和数名护士进行

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

全球众多权威指南推荐, 公司占领学术高地。FibroScan 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)、

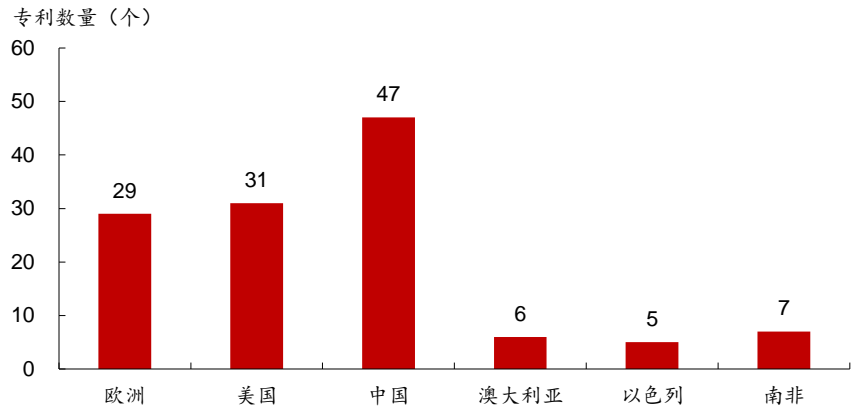
美国临床内分泌医师学会（AACE）等多个全球权威机构列入肝病检测指南或作为官方推荐的肝脏弹性检测设备，获得超过 4200 篇同行评审文献和 180 篇国际指南推荐。例如，根据《2022 年 AACE 临床实践指南：非酒精性脂肪性肝病的诊断和治疗》，在 NASLD 诊断路径中，对于结果为中高风险的纤维化-4 指数的患者，应使用 VCTE™瞬时弹性成像技术测量肝脏硬度，以此来排除肝纤维化；2024 年 WHO 针对乙肝患者发布的最新指南推荐使用 FibroScan 作为无创检验及诊断工具。

图 7：非酒精性脂肪性肝病诊断路径



资料来源：《2022 AACE 临床实践指南：非酒精性脂肪性肝病的诊断和治疗》，诺和诺德医学资讯，华源证券研究

通过全球专利保护和数据算法持续升级，构建 FibroScan 技术壁垒。 Echosens 创始人 Laurent Sandrin 博士是 VCTE 技术发明者，公司长期重视研发创新，在研发成果上，Echosens 目前拥有 100 多项专利、25 个专利族，专利涵盖 FibroScan 的主要销售市场（美国、法国、德国、意大利、西班牙、英国），前瞻性专利布局为公司构建了较高的技术壁垒。同时，公司在积累了二十多年的临床验证数据的基础上，持续不断地提升信号处理有关的算法能力，在产品准确性和品牌影响力方面都具备强大的竞争优势，不断夯实公司在 NASH 诊断领域的领先地位。

图 8: Echosens 全球专利布局 (截至 2024 年 5 月)


资料来源: Echosens 官网, 华源证券研究

首个 NASH 新药获批, 多款药物处于临床后期, 无创检测需求有望快速增长。 NASH 药物研发已有 40 年历史, 此前一直无药可治。2024 年 3 月 14 日, FDA 批准了 Madrigal Pharmaceuticals 的 Rezdiffra (resmetirom) 用于治疗伴有中度至晚期肝纤维化的成人非酒精性脂肪性肝炎, 这是 FDA 批准的全球首款治疗 NASH 新药, 具有重要里程碑意义。

同时, 全球多款 NASH 药物已处于临床 III 期阶段, 其中包括 Akeru 的 FGF21 类似物 Efruxifermin 和 Inventiva/中国生物制药的 PPAR 激动剂 Lanifibranor 等。GLP-1 类药物也纷纷进军 NASH 领域, 其中全球重磅药物诺和诺德的司美格鲁肽已开展 NASH 临床 III 期, 预计 2024H2 发布临床 III 期中期试验数据。随着未来更多 NASH 药物读出积极临床数据及注册上市, 我们认为临床使用 FibroScan 对 NASH 高危人群进行早期筛查和药物治疗跟踪的需求将越发明确, NASH 无创检测需求有望迎来快速增长。

表 4: 部分处于临床 II/III 期的 NASH 在研药物

药企	药物名称	靶点	临床阶段	入组人数	临床完成时间
Inventiva/中国生物制药	Lanifibranor	PPAR	III 期	1000	2026/9/30
Akeru	Efruxifermin	FGF21 类似物	III 期	1000	2027/3
诺和诺德	司美格鲁肽	GLP-1R	III 期	1200	2029/4/25
礼来	替尔泊肽	GLP-1R/GIPR	II 期 (已完成)	196	2024/1/10
勃林格殷格翰	Survodutide	GLP-1R/GCGR	II 期	160	2026/3/9

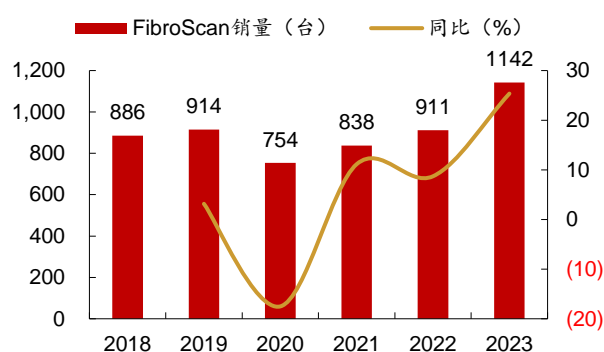
资料来源: 医药魔方, 华源证券研究

设备按次收费商业模式跑通, 打开 Echosens 未来成长天花板。 2022 年以前, Echosens 主要开展 FibroScan 设备销售业务, 面向大型医疗机构以及在做 NASH 相关临床试验的药企等客户, 2023 年实现设备销量 1142 台, 同比增长 25%。**2022 年, Echosens 开创性得推出了按次收费模式的 FibroScan GO, 体积小、更符合基层医院及诊所的临床需求;** 2023 年公司推出国内版本的按次收费设备 FibroScan BOX。公司加快推进 FibroScan

GO 的终端使用，截至 2023 年底，FibroScan GO 在欧美地区已累计实现装机 275 台，单次检测分成收入达到 30-60 欧元。

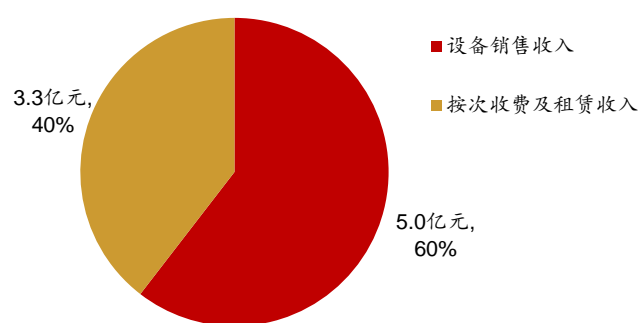
考虑到公司与诺和诺德在内的多家大型跨国药企均建立了合作关系，且 90% 以上的 NASH 药物临床试验使用了 FibroScan，我们预计随着公司未来引入新的战略投资者及更多药企战略合作伙伴，共同推进 NASH 的早期诊断，GO 投放速度有望进一步加快。公司在 2023 年 9 月投资者交流大会上给出了 Echosens 23-27 年收入五年复合增速达 40% 的目标指引，彰显 NASH 行业催化不断的背景之下公司对 GO 按次收费模式驱动增长的强大信心。

图 9: FibroScan 销量及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 10: FibroScan 不同销售模式收入占比 (2023 年)



资料来源：公司公告，华源证券研究

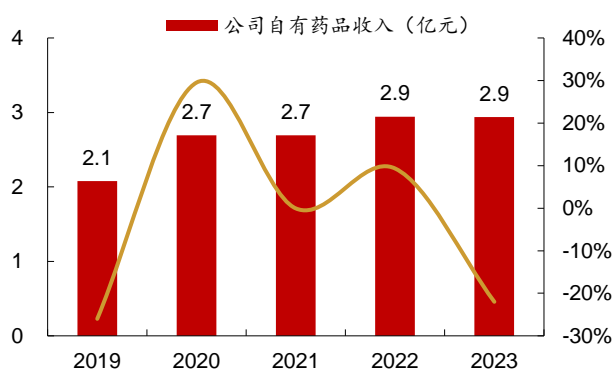
3. 复方鳖甲软肝片：学术营销驱动稳健增长

公司主要药品为复方鳖甲软肝片，国家医保乙类处方药，是药监局批准的首个抗肝纤维化药物，具体用途为：软坚散结，具有化瘀解毒、益气养血的功效，适用于治疗慢性肝炎、肝纤维化以及早期肝硬化。

临床软肝首选药物。多种抗纤维化中药方剂可用于肝纤维化患者，如复方鳖甲软肝片、安络化纤丸、扶正化瘀片。复方鳖甲软肝片经过二十多年的市场验证，得到了中华医学会肝病学会、中华医学会感染病学分会及 14 部指南的权威推荐，是临床治疗“软肝”时的首选药物。

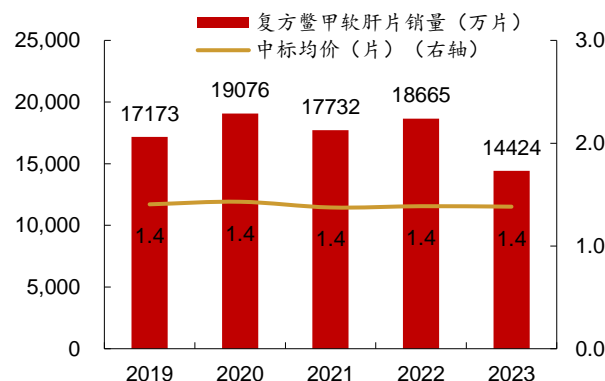
学术营销带动恢复性增长。近年来，复方鳖甲软肝片的中标价格稳定在 1.4 元/片左右，日费用 16.6 元。在外部医疗环境的不利影响下，2023 年复方鳖甲软肝片实现销量 1.4 亿片，同比下滑 23%。随着公司推广部建立医学形象，加大学术推广力度，我们预计该药品在未来将实现恢复性增长。

图 11：公司自有药品收入及同比



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 12：复方鳖甲软肝片销量及中标均价



资料来源：公司公告、米内网，华源证券研究

4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 15.4/20.7/28.4 亿元，同比增长 33.6%/34.4%/36.8%，关键假设如下：

1. 仪器：预计 2024-2026 年收入增速为 40%/42%/44%，基于：
 - i) 公司积极推动 FibroScan 设备销售业务，加快全球医疗机构对 FibroScan 设备的采购进程，预计设备销量将实现快速增长；
 - ii) 公司与跨国药企合作推动 NASLD/NASH 的早期诊断，随着 FibroScan GO 设备投放速度的加快和检测量的提升，预计设备按次分成收入将加速增长；
 - iii) 公司加大拓展 NASH 药物研发客户，随着 NASH 相关临床试验的持续增加，公司设备租赁收入有望维持较快增长。
2. 药品：预计 2024-2026 年收入增速为 17%/9%/7%。随着院内销售环境改善及公司学术推广力度的加大，预计软肝片销售额有望实现恢复性增长。
3. 医疗服务：预计 2024-2026 年收入增速为 15%/15%/15%。预计医疗服务板块将保持平稳增长，盈利能力有望提升。

表 5：2024-2026 年福瑞股份收入预测（百万元）

		2023	2024E	2025E	2026E
	总收入	1,154	1,541	2,072	2,835
	YOY (%)	14.4%	33.6%	34.4%	36.8%
	毛利率	74.7%	80.4%	84.1%	87.4%
仪器	收入	832	1,166	1,661	2,390
	YOY (%)	35.4%	40.2%	42.4%	43.9%
	毛利率	89.8%	91%	92%	92%
药品	收入	284.9	332.2	361.8	388.8
	YOY (%)	-20.8%	16.6%	8.9%	7.4%
	毛利率	38%	51.7%	52.4%	52.9%
医疗服务	收入	37.23	42.81	49.24	56.62
	YOY (%)	7%	15%	15%	15%
	毛利率	17.0%	18%	20%	22%

资料来源：Wind，华源证券研究

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.04 亿元、3.12 亿元、4.53 亿元，增速分别为 101%、53%、45%，当前股价对应的 PE 分别为 67x、44x、30x。我们选取三诺生物（国内血糖检测龙头）、迈瑞医疗（国内医疗器械龙头企业）、澳华内镜（国内软镜龙头）作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别 41X/29X/22X。基于公司全球肝病无

创诊断领导者地位及按次收费产品 FibroScan GO 开启业绩新增长曲线，我们给予公司一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE		
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300298.SZ	三诺生物	155	284	441	551	671	35	28	23
300760.SZ	迈瑞医疗	3596	11,582	13,950	16,758	20,045	26	21	18
688212.SH	澳华内镜	68	58	112	179	279	61	38	25
可比公司平均估值							41	29	22
300049.SZ	福瑞股份	138	102	204	312	453	67	44	30

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除福瑞股份外，可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/06/03

风险提示：

行业竞争加剧风险：未来更多的企业或将进入肝病诊疗市场，同时现有的企业也会加大市场投入和产品研发力度，若将来出现技术更加先进的肝纤维化检测产品，公司产品将面临竞争加剧、需求下滑的风险；

Fibroscan GO 投放不及预期风险：如果 Fibroscan GO 的投放进度及安装使用情况不及预期，可能会对公司的设备按次付费收入产生不利影响；

NASH 药物研发进展不及预期风险：如果多款 NASH 治疗药物的临床试验结果及上市进度不如预期，可能会影响大型跨国药企和生物技术公司与公司合作推广 Fibroscan 筛查的意愿，从而对公司设备相关收入产生不利影响；

主要原材料价格波动风险：冬虫夏草是公司核心药品复方鳖甲软肝片的主要原材料，占生产成本比重较高，其采购价格受市场供需关系影响较大，未来冬虫夏草的价格仍存在波动风险，可能导致公司产品毛利率波动的风险。

表 7：福瑞股份合并利润表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,154	1,541	2,072	2,835
营业成本	291	302	330	356
毛利率%	74.7%	80.4%	84.1%	87.4%
营业税金及附加	10	14	19	26
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	321	416	549	766
营业费用率%	27.9%	27.0%	26.5%	27.0%
管理费用	206	266	347	468
管理费用率%	17.9%	17.3%	16.8%	16.5%
研发费用	82	69	104	170
研发费用率%	7.1%	4.5%	5.0%	6.0%
EBIT	245	474	723	1,050
财务费用	-6	0	0	0
财务费用率%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	253	474	723	1,050
营业外收支	-18	0	0	0
利润总额	235	474	723	1,050
EBITDA	336	551	811	1,148
所得税	58	117	179	260
有效所得税率%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
少数股东损益	76	152	232	337
归属母公司所有者净利润	102	204	312	453

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 8：福瑞股份合并资产负债表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	510	647	1,210	1,734
应收账款及应收票据	458	600	830	1,107
存货	100	114	225	200
其它流动资产	187	192	305	322
流动资产合计	1,255	1,553	2,570	3,363
长期股权投资	111	111	111	111
固定资产	155	170	175	181
在建工程	192	197	202	207
无形资产	442	442	432	412
非流动资产合计	1,393	1,408	1,339	1,298
资产总计	2,647	2,961	3,909	4,661
短期借款	0	5	15	33
应付票据及应付账款	80	81	164	145
预收账款	5	7	19	22
其它流动负债	213	224	513	516
流动负债合计	298	317	711	716
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	502	467	477	434
非流动负债合计	502	467	477	434
负债总计	800	784	1,188	1,150
实收资本	263	263	263	263
普通股股东权益	1,547	1,725	2,037	2,490
少数股东权益	300	452	684	1,021
负债和所有者权益合计	2,647	2,961	3,909	4,661

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 9：福瑞股份合并现金流量表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	102	204	312	453
少数股东损益	76	152	232	337
非现金支出	87	77	88	99
非经营收益	1	-13	0	0
营运资金变动	40	-133	-68	-277
经营活动现金流	305	288	564	612
资产	-186	-102	-94	-96
投资	-6	6	71	31
其他	42	-2	3	3
投资活动现金流	-150	-98	-20	-63
债权募资	4	-20	17	18
股权募资	4	3	0	0
其他	-145	-31	3	-43
融资活动现金流	-137	-47	20	-25
现金净流量	30	138	563	524

资料来源：Wind，华源证券研究预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数