

2024年09月17日

买入 (维持)

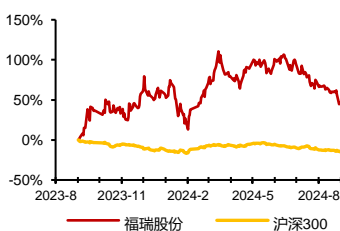
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

福瑞股份 (300049.SZ)

——业绩符合预期，FibroScanGo 按次收费模式逐步兑现

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024 上半年实现营业收入 6.43 亿元, 同比增长 22.53%, 归母净利润 7536 万元, 同比增长 71.99%, 扣非归母净利润 7446 万元, 同比增长 59.30%, 业绩符合预期。二季度单季实现收入 3.2 亿元, 同比增长 13.24%, 归母净利润 3264 万元, 同比增长 5.93%, 扣非归母净利润 3317 万元, 同比增长 16.42%。
- **器械收入稳健增长。** 24H1 器械收入 5491 万欧元 (同比+9.78%), 其中设备销售收入 2950 万欧元 (同比-4%), 占比 54%; 按次收费、租赁及其他收入 2541 万欧元 (同比+31%), 占比从 23 年的 40% 提升至 46%。Echosens 公司实现净利润 948 万欧元。FibroScan 学术地位领先, 已被欧洲肝病学会、美国肝病学会等多个权威机构列入指南推荐, 随着全球 MASH 新药持续取得突破性进展, 公司积极推动相关临床实践指南的更新。2024 年 3 月, FDA 首款批准的治疗 MASH 新药 Rezdiffra 将 FibroScan 检测写进说明书; 2024 年世界卫生组织 (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。
- **FibroScanGo 按次收费模式有望逐步兑现。** 公司积极拓展按次收费产品 FibroScanGo/Box 在初级保健领域及非肝脏领域的应用, 截至 24M6, FibroScanGo/Box 在全球累计安装近 500 台, 相比 23 年底的 275 台增长显著。我们预计 Go/Box 投放数量的增加, 按次收费产品收入占比有望进一步提升, 基于: 1) 不断拓展应用场景, 推动 FibroScanGo/Box 用于普通人群的常规筛查和诊断; 2) 与国际大型药企的合作关系不断深化, FibroScan 在 MASH 药物研发过程中用于患者的入组初筛、临床疗效评估等, 推动 FibroScan 成为全球 MAFLD/MASH 诊断领域的金标准。
- **药品业务实现恢复性增长。** 24H1 药品收入 1.97 亿元 (同比+52.32%), 我们预计主要得益于复方鳖甲软肝片收入的快速增长, 基于: 1) 院内, 公司利用自身品牌和渠道优势, 在维持原有公立医院渠道的基础上, 通过开展大量真实世界课题研究, 以学术推广助力销售; 2) 院外, 以金装产品整合健康管理增值服务, 突出院外产品形象定位, 加大在药店、电商平台、互联网医院等零售渠道的开发力度。
- **盈利预测与估值。** 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.08/3.04/4.28 亿元, 增速分别为 105%/46%/41%, 当前股价对应 PE 分别为 48X、33X、23X。公司为肝病无创诊断龙头企业, NASH 早期诊断需求广阔, FibroScan GO 按次收费模式有望逐步兑现, 维持“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; MASH 药物研发进展不及预期风险; 主要原材料价格波动的风险。

股价数据: 2024年09月13日

收盘价 (元)	36.51
年内最高/最低 (元)	56.80/26.98
总市值 (亿元)	97

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,009	1,154	1,541	2,052	2,748
同比增长率 (%)	12.27%	14.37%	33.59%	33.13%	33.90%
毛利率 (%)	73.5%	74.7%	80.4%	83.9%	87.0%
归母净利润 (百万元)	98	102	208	304	428
同比增长率 (%)	2.5%	3.8%	104.5%	46.2%	40.8%
每股收益 (元/股)	0.37	0.39	0.79	1.15	1.63
ROE (%)	6.3%	6.6%	12.0%	14.9%	17.4%
市盈率	99	96	47	32	23

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	510	653	1,209	1,711
应收账款及应收票据	458	600	822	1,073
存货	100	114	225	200
其它流动资产	187	192	304	320
流动资产合计	1,255	1,559	2,560	3,304
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	2,967	3,899	4,601
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	21
其它流动负债	213	224	512	510
流动负债合计	298	317	709	709
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	1,186	1,143
实收资本	263	263	263	263
普通股股东权益	1,547	1,728	2,032	2,460
少数股东权益	300	455	680	999
负债和所有者权益合计	2,647	2,967	3,899	4,601

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	102	208	304	428
少数股东损益	76	154	226	318
非现金支出	87	77	88	99
非经营收益	1	-10	3	3
营运资金变动	40	-133	-61	-254
经营活动现金流	305	296	559	594
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	-33	0	-46
融资活动现金流	-137	-50	17	-28
现金净流量	30	143	555	503

资料来源: Wind, 华源证券研究预测

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,154	1,541	2,052	2,748
营业成本	291	302	330	356
毛利率%	74.7%	80.4%	83.9%	87.0%
营业税金及附加	10	14	19	25
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	321	416	558	769
营业费用率%	27.9%	27.0%	27.2%	28.0%
管理费用	206	266	349	462
管理费用率%	17.9%	17.3%	17.0%	16.8%
研发费用	82	69	103	165
研发费用率%	7.1%	4.5%	5.0%	6.0%
EBIT	245	474	694	970
财务费用	-6	-8	-10	-21
财务费用率%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.8%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	253	481	704	991
营业外收支	-18	0	0	0
利润总额	235	481	704	991
EBITDA	336	551	781	1,069
所得税	58	119	174	245
有效所得税率%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
少数股东损益	76	154	226	318
归属母公司所有者净利润	102	208	304	428

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 lirui xue@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