

公司研究

药品增长迅速，器械业务投入加大

——福瑞股份（300049.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，其中：2024 年实现营业收入 13.49 亿元（YOY+16.93%），实现归母净利润 1.13 亿元（YOY+11.54%）；2025 年 Q1 实现营业收入 3.30 亿元（YOY+2.35%），实现归母净利润 0.29 亿元（YOY-32.97%），业绩低于我们此前预期。

点评：

药品收入增长迅速，毛利率改善显著：24 年公司药品板块实现收入 3.82 亿元，同比增长 34.2%，其中自有药品业务实现收入 2.83 亿元，同比增长 44.3%，主要得益于商销渠道与电商平台收入大幅增长，同比增幅分别达 87.44%和 145.37%。2024 年药品业务毛利率同比提升 9.46pp 至 47.7%，同时库存消化明显，库存量同比下降 16.4%，表明公司的“产品+服务”双轮驱动模式对药品销售起到显著提升作用。

器械收入增长稳健，按次收费模式逐步放量：24 年公司器械业务实现营业收入 9.23 亿元（YOY+10.98%），其中设备销售实现收入 5.11 亿元（YOY+1.59%），按次收费、租赁及其他收入 4.12 亿元（YOY+25.23%）。按次收费模式的产品 FibroScan Go 和 box 已在全球累计实现安装 651 台，成为器械业务新的收入增长点。

25Q1 各项费用投入加大，拖累短期净利润：25Q1 公司营业收入实现增长，但归母净利润同比下滑，主要受：1) 器械业务加大开拓力度，销售和管理费用增加导致净利润下降 131.61 万欧元；2) 计提股权激励费用 722.07 万元，综合导致净利润下降 250.54 万元；3) 汇兑损失 857.24 万元。剔除股权激励费用及汇兑损失的影响后归母净利润 4,334.68 万元，同比增长 1.47%。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司进一步加强销售投入，以及投放产品节奏低于我们此前预期，我们下调 25-26 年归母净利润预测为 1.79/2.53 亿元（分别下调 44.2%/44.6%），新增 27 年归母净利润预测为 3.28 亿元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 45/32/24 倍。公司是 MASH 无创筛查龙头企业，产品销售覆盖欧洲、亚洲、北美等地区主要国家，当前股价已大幅回调，维持“增持”评级。

风险提示：MASH 药物销售推广不及预期；MASH 诊断产品竞争加剧；公司销售不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,154	1,349	1,734	2,140	2,581
营业收入增长率	14.37%	16.93%	28.54%	23.42%	20.61%
净利润（百万元）	102	113	179	253	328
净利润增长率	3.77%	11.54%	58.37%	41.19%	29.39%
EPS（元）	0.39	0.43	0.67	0.95	1.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.56%	6.48%	9.31%	11.62%	13.07%
P/E	78	71	45	32	24
P/B	5.1	4.6	4.1	3.7	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30。23-24 年总股本分别为 2.63/2.66 亿股。

增持（维持）

当前价：30.00 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

021-52523837

yesa@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.66
总市值(亿元):	79.91
一年最低/最高(元):	26.61/56.77
近 3 月换手率:	134.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.49	-6.33	-47.59
绝对	-8.84	-6.98	-44.51

资料来源：Wind

相关研报

股权激励费用影响表观利润，静待 MASH 治疗药物推广——福瑞股份（300049.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-27）
器械业务高速增长，净利率有望逐步提升——福瑞股份（300049.SZ）2023 年年报及 2024 年一季报点评（2024-05-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,154	1,349	1,734	2,140	2,581
营业成本	291	349	411	484	556
折旧和摊销	67	72	83	87	93
税金及附加	10	8	17	21	26
销售费用	321	344	451	544	645
管理费用	206	241	312	368	444
研发费用	82	99	121	150	181
财务费用	-6	-23	-14	-14	-17
投资收益	3	-23	-23	-23	-23
营业利润	253	278	411	554	704
利润总额	235	271	407	551	701
所得税	58	75	102	138	175
净利润	177	196	305	413	526
少数股东损益	76	83	126	160	198
归属母公司净利润	102	113	179	253	328
EPS(元)	0.39	0.43	0.67	0.95	1.23

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	305	221	367	389	509
净利润	102	113	179	253	328
折旧摊销	67	72	83	87	93
净营运资金增加	40	172	190	293	302
其他	96	-136	-85	-244	-213
投资活动产生现金流	-150	-306	-261	-242	-242
净资本支出	-186	-214	-219	-219	-219
长期投资变化	111	44	0	0	0
其他资产变化	-75	-137	-42	-23	-23
融资活动现金流	-137	139	108	36	-37
股本变化	0	3	0	0	0
债务净变化	1	7	75	1	-76
无息负债变化	103	124	65	91	95
净现金流	30	50	213	183	230

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	74.7%	74.1%	76.3%	77.4%	78.4%
EBITDA 率	27.6%	29.2%	29.1%	30.9%	31.9%
EBIT 率	21.0%	23.6%	24.3%	26.8%	28.3%
税前净利润率	20.4%	20.1%	23.5%	25.7%	27.2%
归母净利润率	8.8%	8.4%	10.3%	11.8%	12.7%
ROA	6.7%	6.4%	8.7%	10.3%	11.5%
ROE (摊薄)	6.6%	6.5%	9.3%	11.6%	13.1%
经营性 ROIC	12.0%	12.7%	14.7%	16.7%	18.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	30%	30%	31%	29%	26%
流动比率	4.21	4.12	3.65	3.83	4.57
速动比率	3.87	3.74	3.36	3.54	4.27
归母权益/有息债务	107.18	82.53	20.08	22.40	118.45
有形资产/有息债务	139.58	105.45	28.42	33.67	182.30

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,647	3,059	3,504	4,010	4,554
货币资金	510	567	780	963	1,194
交易性金融资产	94	158	158	158	158
应收账款	434	526	572	716	863
应收票据	23	30	35	43	52
其他应收款 (合计)	13	12	17	21	26
存货	100	141	144	160	167
其他流动资产	38	49	49	49	49
流动资产合计	1,255	1,524	1,804	2,167	2,574
其他权益工具	100	87	87	87	87
长期股权投资	111	44	44	44	44
固定资产	155	124	257	389	519
在建工程	192	294	336	367	390
无形资产	442	558	502	452	407
商誉	136	205	205	205	205
其他非流动资产	99	1	20	20	20
非流动资产合计	1,393	1,535	1,700	1,842	1,980
总负债	800	931	1,071	1,163	1,182
短期借款	0	0	75	76	0
应付账款	80	108	115	136	156
应付票据	0	7	0	0	0
预收账款	5	5	7	9	10
其他流动负债	0	0	4	8	12
流动负债合计	298	370	494	567	563
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	404	434	453	473	495
非流动负债合计	502	561	576	597	619
股东权益	1,847	2,128	2,433	2,846	3,372
股本	263	266	266	266	266
公积金	734	920	938	963	973
未分配利润	663	769	930	1,158	1,476
归属母公司权益	1,547	1,748	1,927	2,180	2,508
少数股东权益	300	380	506	666	864

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	27.86%	25.47%	26.00%	25.40%	25.00%
管理费用率	17.86%	17.84%	18.00%	17.20%	17.20%
财务费用率	-0.53%	-1.74%	-0.80%	-0.67%	-0.68%
研发费用率	7.15%	7.37%	7.00%	7.00%	7.00%
所得税率	25%	28%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.16	0.83	1.38	1.46	1.91
每股净资产	5.88	6.56	7.24	8.19	9.42
每股销售收入	4.39	5.06	6.51	8.03	9.69

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	78	71	45	32	24
PB	5.1	4.6	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA	26.7	21.9	17.5	13.8	11.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP