

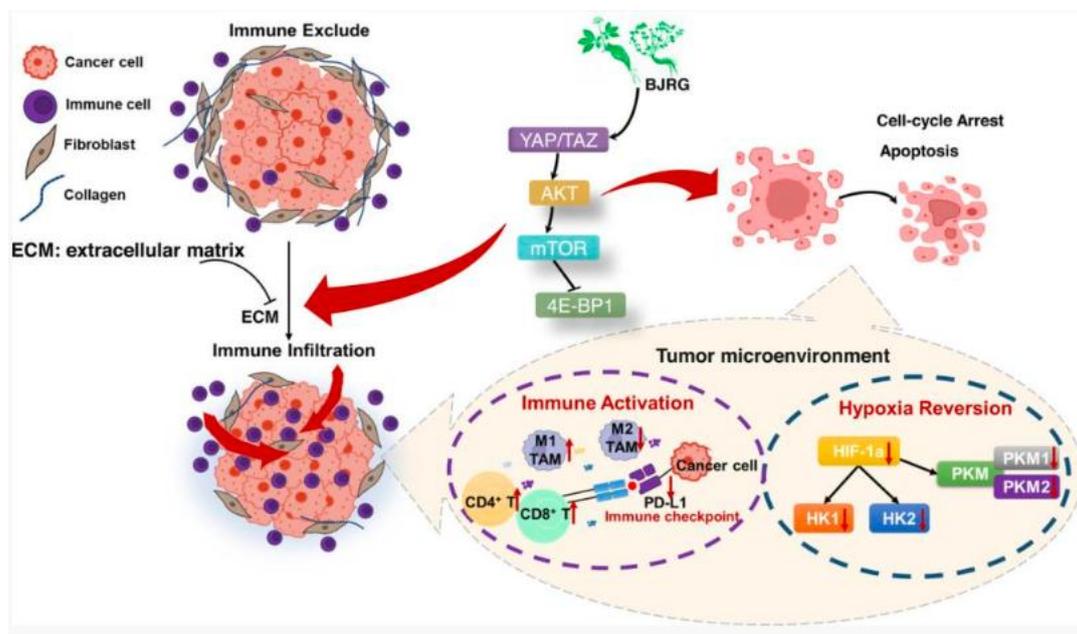
技术是买来的，增长是等来的，福瑞股份：“躺赢”巨头、创新侏儒！

导语：最大的创新是销售模式。

作者：市值风云 App：观韬

6月中旬，福瑞股份（300049.SZ）在其官网公布了首都医科大学中医药学院宋鑫华/王如伯团队在国际知名期刊《Phytomedicine》发表的一项研究，首次系统揭示了其核心产品复方鳖甲软肝片抗肝内胆管癌的双重作用机制。

该研究表明，复方鳖甲软肝片不仅能直接抑制肿瘤细胞增殖、诱导其凋亡，还能通过靶向肿瘤相关成纤维细胞，重塑肿瘤微环境，间接发挥抗肿瘤作用。



肝内胆管癌是仅次于肝细胞肝癌的第二大肝癌，目前缺乏有效的治疗手段，患者生存期短、复发率高。复方鳖甲软肝片还是第一个被批准治疗肝纤维化的中成药。

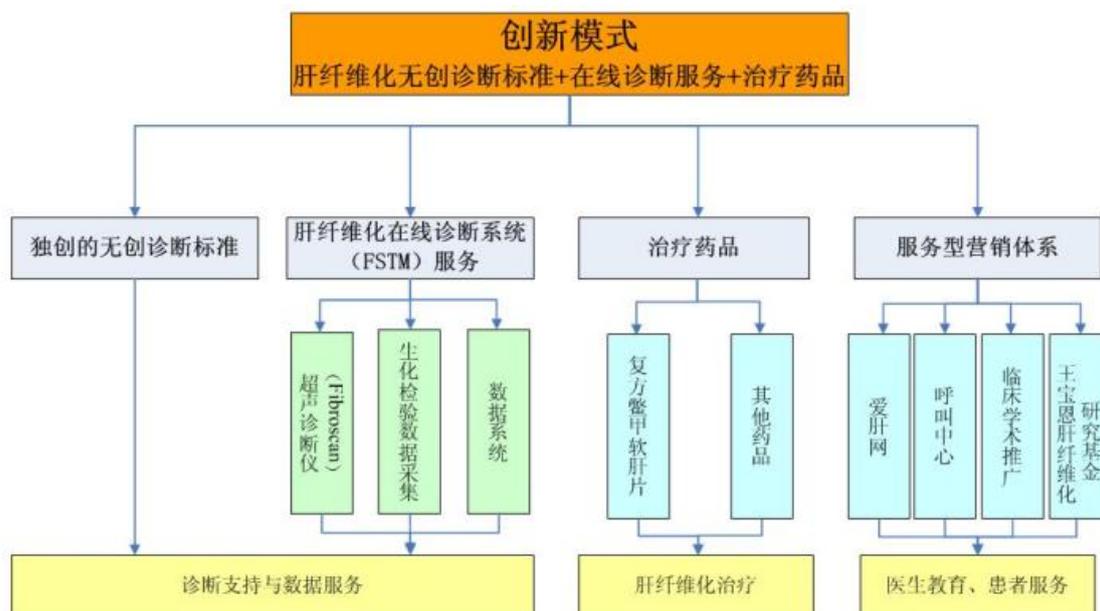
根据国家“十二五”、“十三五”重大专项课题历时9年的研究，联合复方鳖甲软肝

片“双抗治疗”较抗病毒单药治疗，不仅能够显著逆转慢性乙型肝炎肝纤维化肝硬化，还能明显降低肝癌和乙肝相关死亡率。

怎么样，老铁，动心了没？

一、主卖软肝片一款药

福瑞股份 1998 年在内蒙古乌兰察布成立，2010 年 1 月在深交所上市，自成立起就从事肝病的诊断、服务和药品治疗。



(公司招股书)

2024 年年报显示，公司收入主要来自药品和设备及技术两大块，药品收入占比约在 3 成，设备及技术约在 7 成，当年总营收 13.49 亿，同比增长 16.93%，超 6 成收入来自境外。

单位：元

	2024 年		2023 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	1,349,015,180.45	100%	1,153,733,886.38	100%	16.93%
分行业					
医药生物	1,349,015,180.45	100.00%	1,153,733,886.38	100.00%	16.93%
分产品					
设备及技术	918,143,838.20	68.06%	831,607,278.76	72.08%	10.41%
药品	382,367,931.14	28.34%	284,896,830.88	24.69%	34.21%
医疗服务及其他	48,503,411.11	3.60%	37,229,776.74	3.23%	30.28%
分地区					
境内	495,340,811.86	36.72%	395,722,877.40	34.30%	25.17%
境外	853,674,368.59	63.28%	758,011,008.98	65.70%	12.62%

(来源：2024 年年报)

福瑞股份主要药品就是开头提到的复方鳖甲软肝片，用于治疗慢性肝炎肝硬化以及早期肝硬化。

复方鳖甲软肝片是全球第一个专业治疗肝纤维化的药品，国家专利产品、国家二级中药独家保护品种，也是国家药监局批准的首个抗肝纤维化药物，属于国家医保目录中的处方药。

在年报中，福瑞股份表示，软肝片经过二十年多的市场验证，已成为抗肝纤维化第一品牌用药，具有广泛市场知名度。

2010 年上市时，福瑞股份招股书记载的其他抗肝纤维化的中药品种中，还有安络化纤丸、扶正化瘀胶囊、和络舒肝三种，福瑞股份是其中目前为止唯一上市的企业。

参考西南证券 2024 年的研报数据，复方鳖甲软肝片、安络化纤丸、扶正化瘀胶囊 2021 年在公立医院的销售额都在 2 亿上下，**历时十年之后，复方鳖甲软肝片虽仍排在第一，但领先优势并不明显。**

2021年城市公立医院中成药销售额TOP20 (消化系统疾病用药)					
排名	产品名称	企业简称	2021年销售额(万元)	独家品种	国家基药目录
1	舒肝宁注射液	贵州瑞和制药	80246	是	否
2	迈之灵片	德国礼达	71096	是	否
3	康复新液	四川好医生攀西药业	66611	否	否
4	康复新液	湖南科伦制药	35049	否	否
5	健胃消食口服液	济川药业集团	31189	是	否
6	胃苏颗粒	扬子江江苏制药	30376	是	09版本、12版本、
7	萆铃胃痛颗粒	扬子江江苏制药	28731	是	18版本
8	肝爽颗粒	保定天浩制药	23752	是	否
9	八宝丹胶囊	厦门中药	23735	是	否
10	复方鳖甲软肝片	内蒙古福瑞医疗	23062	是	否
11	安络化纤丸	森隆药业	22089	是	否
12	康复新液	内蒙古京新药业	19408	否	否
13	扶正化瘀片	上海黄海制药	17577	是	18版本
14	当飞利肝宁胶囊	四川美大康药业	16013	是	否
15	扶正化瘀胶囊	上海黄海制药	15237	是	18版本

西南证券《基药目录专题报告：关注基药目录品种前瞻》

另一方面，福瑞医药 2021 年年报的药品业务营收 3.33 亿，其中自有药品销售收入 2.69 亿，数据也基本吻合。

单位：元

	2021 年		2020 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	898,483,228.69	100%	807,532,608.20	100%	11.26%
分行业					
医疗行业	898,483,228.69	100.00%	807,532,608.20	100.00%	11.26%
分产品					
自有药品	269,256,248.90	29.97%	269,401,140.43	33.36%	-0.05%
流通药品	63,387,938.65	7.05%	49,823,197.37	6.17%	27.23%
设备及技术	545,814,988.92	60.75%	477,680,262.89	59.15%	14.26%
医疗服务及其他	20,024,052.22	2.23%	10,628,007.51	1.32%	88.41%

(2021 年年报)

拉长时间轴来看，过去十年，福瑞股份药品业务收入总营收基本维持在 3.5 亿左右，几乎没有明显的增长。虽然自有药品业务 2024 年营收 2.83 亿，同比增长 44.31%，但主要跟 2023 年营收大幅下滑，基数低有关。



(注: 部分年份自有药品未披露营收)

药品业务的整体毛利率在 50%上下, 比较稳定, 自有药品毛利率更高一些, 60%左右, 这意味着药品业务面临的最主要矛盾就是增长的问题。



数据显示, 国内肝内胆管癌年发病人数 4-6 万人, 年药物治疗费用在 30 万元左右。在肝内胆管癌领域的研究新发现, 会成为公司药品业务增长的新动能吗?

二、全球肝脏无创诊断龙头, 90%药企使用 FS 方案

福瑞股份销售的主要医疗器械是 FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器，以及评估慢性肝病的血检分析工具 FibroMeter 系列和辅助 FibroScan 的数据管理软件 FibroView。



(公司官网)

FibroScan 系列产品是全球首个应用瞬时弹性成像技术量化肝脏硬度，并经临床验证的无创即时检测设备，较传统肝穿刺检测，具有分级准确、无创伤、费用低的优势，产品已获得欧盟 CE、美国 FDA 和中国 NMPA 等多国认证。

FibroScan 已成为脂肪肝患者长期临床管理的重要工具，世界卫生组织、欧洲肝病学会、亚太肝病研究学会、美国肝病研究学会等权威机构均将 FibroScan 列入肝病检测指南或官方推荐的肝脏弹性检测设备。

各权威机构在其最新发布的 MAFLD (非酒精性脂肪性肝病) 国际指南中，一致推荐 FibroScan 作为 MAFLD 无创评估和管理的重要工具；

2024 年 3 月, FDA 首款批准的治疗 MASH (非酒精性脂肪性肝炎) 的新药 Rezdiffra (瑞治法)，将 FibroScan 检测写进说明书；

2024 年世界卫生组织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；

临床研究方面，使用 FibroScan 发表的临床研究文献数量超过 5200 篇，获得了 200 多个肝病权威指南和共识推荐。

千言万语汇成一句话，无论是在全球肝病临床科研还是疾病治疗领域，福瑞股份 FibroScan 系列产品都堪称行业翘楚，代表了全球肝病无创诊断的金标准，在 MASH 药物的研发过程中，有超过 90% 的药企使用 FS 解决方案。

对比药品业务，福瑞股份的器械（设备及技术）业务不仅营收规模更大，毛利率更高，增长也更亮眼，2015 年以来年复合增长率 18%。



(来源: choice 数据; 制图: 市值风云 APP)

2023 年器械业务营业 8.32 亿，同比增长 35%，2024 年 9.18 亿，同比增长 10%。

近两年增长极为亮眼主要是 2023 年推出针对基层医疗机构临床需求、采用按次收费模式的设备 FibroScan GO 和 Fibroscan BOX。

数据显示，2023 年设备销售收入 5.03 亿，2024 年设备销售收入 5.11 亿，跟之前

整个板块收入都在 5 亿上下并无不同

而 2023 年按次收费、租赁及其他收入 3.29 亿，2024 年 4.12 亿元，是仪器业务营收增长的主要驱动力。

有一说一，如果不是销售模式创新，福瑞股份的设备及技术业务收入增长不会这么亮眼。

2023 年底，采取按次收费模式的产品 FibroScan Go，已在北美、西欧地区（包括法国、德国、西班牙、英国、意大利等）累计实现安装 275 台。2024 年底，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。

根据公司接受调研时回复，在北美地区，每台 FibroScan Go 设备成本约 1 万欧元，检测一次收费 40 美金，完成 250 次检测可回本。

在接受调研时，福瑞股份还表示，2025 年总的设备安装目标是 4000 台，其中 FibroScan Go 和 BOX 的总体目标是 2400 台，差不多是 2024 年底总装机量的 4 倍。设备的销售目标是 1600 台，在 2024 年基础上增长 23%。

一、2025 年的经营目标？

总目标：2025 年，公司设备安装目标设定为 4000 台。公司设备销售目标设定为 1600 台；**产品策略：**大医院：针对欧美等发达国家的大医院市场，主推 630 专家级产品，由于其技术先进、性能卓越，预计单价将有所提升，从而带动整体销售收入的增加；社区与基层：在社区和基层医疗机构中，首选推广 G0 系列设备，其操作简便、性价比高，适合广泛普及。同时，根据市场需求，适时推广小设备如 530 机型，以满足不同层次的客户需求。**2025 年，G0 和 BOX 的投放目标设定为整体 2400 台，**较 2024 年设备销售与投放总量有显著增长，旨在通过加大投放力度，进一步拓展市场份额。

(来源：投资者关系活动记录表-20250123)

三、最大想象空间是减肥药

除了非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 诊疗市场，福瑞股份留给市场最大的想象空间是在减肥药领域。

近年来，以 GLP-1、GIP、胰淀素为靶点的单靶点、双靶点乃至多靶点降糖药层出不穷，并在减重、代谢和治疗非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 等多种代谢疾病领域展现出优秀的疾病治疗潜力。

但相关药物在临床试验阶段，需要 FibroScan 代表的无创即时检测设备，进行持续的肝脏检测以记录评估药效，获批上市后，开药及后续跟踪治疗阶段也同样需要持续检测。

例如，司美格鲁肽在 NASH 二期临床中，已全部使用 Fibroscan 验证患者肝脏脂

肪含量变化。而随着越来越多的减肥药上市，Fibroscan 也会成为它们肝脏检测设备的首选项。

另一方面，减肥药的广阔前景，也将肝脏检测设备的应用场景，从肝病科扩散至消化科、内分泌科、初级保健和社区管理等领域，带动其在相关应用场景渗透率的持续提升。

八、减重门诊设备配置情况

减重门诊存在较好机遇，国家重视且患病人群众多，卫健委要求各县设立减重门诊，这提升了公众对脂肪肝疾病的认知。医疗机构的减重门诊需要更科学精准的方法和指标管理患者，通过早期发现潜在患者，间接带动非酒精性脂肪肝设备的配置和后续治疗需求，形成业务增量机会。

四、先天命门：缺乏创新能力

看完上面的分析，相比大家会跟风云君有一样的疑问，福瑞股份的复方鳖甲软肝片和 FibroScan 系列产品都是行业响当当的存在，为什么这么多年一直原地踏步，没开发出新的产品呢？

原因很简单，因为这两个产品都是买来的。

复方鳖甲软肝片（软肝片）是 302 医院 30 年科技攻关的成果，福瑞股份 1998 年成立就跟 302 医院建立了合作关系，并在 1999 年初以 2000 万拿下软肝片的新药证书和生产工艺及流程。

软肝片是 302 医院经过近 30 年科技攻关及临床应用研制开发，经国家药监局批准生产的用于预防、阻断和治疗肝纤维化及早期肝硬化的国家级新药，目前已经覆盖了 90% 以上的肝病专科医院和全国各大医院。报告期发行人软肝片的销售收入情况如下：

发行人与 302 医院的合作始于 1998 年。1999 年初，302 医院将“复方鳖甲软肝片”新药证书及生产工艺及流程等专有技术作价 2,000 万元转让给发行人，并对生产过程提供技术指导和支持。

② 药品购销

302 医院是“复方鳖甲软肝片”新药的原研单位，该院对复方鳖甲软肝片的原理、疗效非常了解并充分认可，因此该院也是发行人最大的单一客户，最近三年一期，复方鳖甲软肝片在 302 医院的销售收入约占当期全部销售收入的 9%-15%。

而看一看福瑞股份上市前的股权结构大概能明白，为什么它能从 302 医院拿下软肝片的新药证书及专利。不过，中国高新投资虽是第一大股东，但福瑞股份的实控人一直是王冠一，且中国高新投资自解禁就一路减持，目前持股仅 1.94%。

本次拟发行不超过 1,900 万股社会公众股，发行前后公司的股本结构如下：

股东名称	发行前		发行后	
	股数	比例 (%)	股数	比例 (%)
中国高新投资 (SS)	13,897,766	25.27	11,997,766	16.21%
北京福麦特	8,938,248	16.25	8,938,248	12.08%
王冠一	7,391,325	13.44	7,391,325	9.99%
鄂尔多斯资产管理	7,166,416	13.03	7,166,416	9.68%
福创投资	4,700,000	8.55	4,700,000	6.35%
李北红	4,082,394	7.42	4,082,394	5.52%
霍跃庭	2,053,482	3.73	2,053,482	2.77%
王俊峰	1,928,040	3.51	1,928,040	2.61%
杨晋斌	1,545,053	2.81	1,545,053	2.09%
邓凯	1,413,179	2.57	1,413,179	1.91%
娄宇航	659,413	1.20	659,413	0.89%
朔飞	659,413	1.20	659,413	0.89%
张博	471,045	0.86	471,045	0.64%
田红卫	94,226	0.17	94,226	0.13%
全国社会保障基金理事会			1,900,000	2.57%
社会公众股			19,000,000	25.68%
股份总数	55,000,000	100.00%	74,000,000	100.00%

【注 1】：SS 指国有股。

(福瑞股份招股书)

福瑞股份最早只是 FibroScan 中国境内独家分销商，FibroScan 由法国 Echosens 公司发明生产，福瑞股份在硬件基础上，研发出肝纤维化在线诊断系统 FSTM，同各大医院进行合作。

公司致力于“建设具有福瑞特色的专业服务”发展战略，从2006年开始，引进了FibroScan超声诊断仪，成为该设备在中国境内（不含香港和台湾）的独家分销商。FibroScan是由法国Echosens公司发明并生产，是目前世界上最新的一种科技创新产品。FibroScan使用简单而可靠，可减少肝病患者检测痛苦并对肝脏的纤维化程度做出更准确的检测，结合肝纤维化无创诊断标准，较传统的肝穿刺检测法有着分级准确、无创伤痛苦的优势，可大幅降低患者的检查费用。

在运用FibroScan的策略上，公司不是着眼于在国内销售该种医疗器械，而是将该设备与生化检测技术相结合，并综合利用数据分析技术、信息技术和网络技术，形成独有的肝纤维化在线诊断系统FSTM，并以FSTM系统与各大医院进行合作，将先进的肝纤维化无创诊断技术在临床上应用，解决传统肝穿刺检查方式面临的难题，打破抗肝纤维化市场的最重要瓶颈，促进肝纤维化市场的迅速发展。

(福瑞股份招股书)

2011年,福瑞股份耗资 1.84 亿拿下法国 Echosens 公司 100%股权,获得 Fibroscan 的核心技术, 1.38 亿商誉也自此成为公司账面商誉的主要组成部分。

报告期内，公司使用超募资金2000万欧元等值的人民币收购了法国Echosens公司100%股权。

单位：万元

交易对方或最终控制方	被收购或置入资产	购买日	交易价格	所确认的商誉金额	自购买日起至报告期末为公司贡献的净利润(适用于非同一控制下的企业合并)	本年初至本期末为公司贡献的净利润(适用于非同一控制下的企业合并)	是否为关联交易(如果是说明定价原则)	定价原则说明	所涉及的资产产权是否已全部过户	所涉及的债权债务是否已全部转移
法国 Echosens 公司原46名股东	法国 Echosens 公司100% 股权	2011年06月29日	18,413.37	13,846.71	522.24	522.24	否	协商定价	是	是

不过，福瑞股份是真有眼光，2015年，3家境外战投机构宣布以1.4亿欧元投前估值，共计取得 Echosens 公司约 49%股权，从 2000 万欧到 1.4 亿，增值率高达 600%。

目前，福瑞股份持有 Echosens 公司 50.09%股权，仍处于绝对控股地位。此外，Echosens 二股东 Astorg 自 2024 年开始寻求退出，现阶段尚未有实质进展。

1. 请介绍公司未来的重点工作。

答：□提升 FibroScan 在国内外的市场占有率，加大按次收费模式下的便携式设备的铺设力度。□帮助 Echosens 公司少数股东法国的股权投资基金 Astorg 进行股权退出事宜，期待引入具备优势数据、市场、管理、战略资源的，与公司目标一致的，能产生协同效应的合作伙伴，抓住行业发展的契机，利用好自身优势，实现财务数据、业务数据的快速增长，从而实现公司价值。

(来源：投资者关系活动记录表-20240229)

24、二股东转让方案什么时候完成？

尊敬的投资人您好！公司将按照《深圳证券交易所创业板股票上市规则》及相关规定履行相关审议程序及信息披露义务，具体情况请以公司公告为准。感谢您的关注！

(投资者关系管理信息 20250509)

基于先天缺陷，这么多年来，福瑞股份的研发投入主要用于 FibroScan 系列产品，既不研发新药，也不研发新医疗器械。研发投入占收入比重基本就在 10%左右，只考虑费用化部分，只有 7%左右。

4、研发投入

√ 适用 □ 不适用

公司一直以来高度重视对产品研发的投入和自身研发综合实力的提升。报告期内，公司继续加大研发投入，2015年公司研发投入5,657.56万元，占营业收入的9.45%。公司的研发投入主要用入法国ECHOSENS肝病诊断技术的研发。同时，继续在Fibroscan产品线上做延伸开发，增加新功能、新产品。

近三年公司研发投入金额及占营业收入的比例

	2015年	2014年	2013年
研发人员数量（人）	79	47	42
研发人员数量占比	13.64%	10.27%	9.11%
研发投入金额（元）	57,083,519.72	38,644,874.08	45,015,859.90
研发投入占营业收入比例	9.45%	5.99%	8.60%
研发支出资本化的金额（元）	11,683,988.60	12,212,396.48	8,309,163.86
资本化研发支出占研发投入的比例	20.47%	31.60%	18.46%
资本化研发支出占当期净利润的比重	12.29%	14.00%	454.67%

(2015年年报)

4、研发投入

☑ 适用 □ 不适用

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
Fibroscan 升级及研发	研发适合不同层次需求的产品品种，扩展 FibroScan 在医疗领域	持续开发中	增加新功能、新产品	推动 Fibroscan 产品在全球作为肝病健康管理工具进一步被推广

近三年公司研发投入金额及占营业收入的比例

	2024年	2023年	2022年
研发投入金额（元）	148,061,567.26	126,155,994.57	103,105,162.84
研发投入占营业收入比例	10.98%	10.93%	10.17%
研发支出资本化的金额（元）	48,575,233.76	43,687,991.47	32,289,705.26
资本化研发支出占研发投入的比例	32.81%	34.63%	31.49%
资本化研发支出占当期净利润的比重	24.80%	24.67%	22.21%

(2025年年报)

再对比下研发费用同管理和销售费用的开支情况，福瑞股份研发投入强度一目了然。



(制图：市值风云 APP)

不过，换一个角度来看，这也属于福瑞股份比较自知之明的一点，它很清楚自己的核心产品是怎么来的，既没有不切实际的拼命做研发，也没有四处疯狂并购，反倒每年都还能赚钱。

不过，赚到钱福瑞股份也不怎么分红，2018 年以来只有 2022 年分红 5000 多万。



(制图：市值风云 APP)

福瑞股份整体毛利率很高，但管理费用和销售费用开支也不低，2024 年总收入 13.49 亿，净利润 1.96 亿。由于持有的是 Echosens 公司 50.09% 股权，归母净利润只有 1.13 亿，归母净利率 8.4%。

虽然福瑞股份的软肝片和 Fibroscan 都是行业响当当的存在，但由于这两款产品都建立在拿来主义基础上，每年研发投入也不高，在风云君看来，福瑞股份能做的只能是等。

等研究团队发现软肝片的新疗效，等下游创新药企在 MASH、减肥药领域取得新突破，等需求从肝病科扩散至消化科、内分泌科、初级保健和社区管理。

在风云君看来，公司近年来最大的创新就是按次收费和以租代售的销售模式。

2025年4月,福瑞股份公告,拟收购成都福瑞汇医院管理有限公司(以下简称“福瑞汇”)96%的股权。福瑞汇主要从事慢性肝病管理赋能为主的基层医疗服务,收购设定的条件之一就是2025年入组患者达5.68万人且药物治疗持续180天。

第二条:本次重组的启动条件

各方同意,本次重组的启动条件为标的公司2025年度实现扣除非经常性损益后的净利润(“扣非净利润”)不低于1000万元或标的公司2025年管理入组患者达到5.68万人且药物治疗持续180天。

(来源:公司公告20250422)

此外,公司在年报中还表示,2025年力争推进福瑞健康科技园竣工。你们看,公司宁愿下场开医院,用自己的药和仪器诊断治疗肝病,甚至投资20亿建科技园,也不愿研发新产品,这说明公司对自己的能力圈层认知也是比较到位的。

3、推进科技园项目落地,设立领先肝病数据中心

2025年,公司将全力推进福瑞健康科技园项目的顺利竣工。该项目占地约1500亩,总投资约20亿元,将设立20万平的轻医疗中心和千亩中草药种植公园,旨在打造集研发、医疗、康养休闲度假为一体的综合性医疗康养产业集群。

此外,项目还将设立中欧肝健康学术论坛永久会址,促进国际学术交流与合作。作为公司历史上最大规模的投资项目,福瑞健康科技园将推动区域经济高质量发展,为乌兰察布市增添新的产业名片。项目建成后,福瑞健康科技园还将设立全球领先的肝病数据中心,进一步巩固公司在肝病领域的领先地位。

(2025年年报)