

福瑞股份（300049.SZ）

MASH 新药上市进程加快，看好诊断设备持续放量

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,154	1,349	1,727	2,457	3,629
增长率 yoy（%）	14.4	16.9	28.0	42.3	47.7
归母净利润（百万元）	102	113	188	290	462
增长率 yoy（%）	3.8	11.5	65.8	54.4	59.4
ROE（%）	9.6	9.2	12.7	16.9	21.1
EPS 最新摊薄（元）	0.38	0.43	0.71	1.09	1.74
P/E（倍）	98.7	88.5	53.4	34.6	21.7
P/B（倍）	6.5	5.7	5.2	4.5	3.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

预计 2030 年 MASH 药物市场规模将超 300 亿美元。代谢功能障碍相关脂肪变性肝病（MAFLD）是一类肝脏中多余脂肪堆积（非酒精摄入）导致的疾病。随着疾病进展，肝脏产生炎症，导致不同程度纤维化或瘢痕的产生，进入代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）。而长期处于 MASH 状态可能导致肝硬化，死亡风险显著上升。据弗若斯特沙利文报告预计，MASH 药物市场规模到 2030 年将增长至 322 亿美元。

MASH 新药项目进程加快，诊断设备需求前景可期。2024 年 3 月，全球首个获美国食品药品监督管理局（FDA）批准的 MASH 药物 Resmetirom 上市，上万名患者使用该款药物。2025 年 4 月 30 日，诺和诺德宣布 FDA 已接受补充新药申请（sNDA），并授予 Wegovy 的 MASH 适应症优先审评权。诺和诺德指出无创检测（NIT）在支持筛查有患 MASH 风险的人群方面很有价值；NIT 包括振动控制瞬时弹性成像（VCTE）等。Madrigal 对代偿期 MASH 肝硬化患者的药物试验也是通过振动控制瞬时弹性成像（VCTE）测量。基于此，我们推断随着 MASH 新药在全球范围内陆续获批上市，以 VCTE 为代表的肝脏状况诊断设备作为 MASH 患者筛查和临床检测的有效手段有望迎来爆发式需求增长。

公司拳头产品 FibroScan 系列无创检测设备获得全球多家权威机构认证。公司主要诊断产品为 FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器，该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，获得了欧盟 CE、美国 FDA 和中国 NMPA 等认证。FibroScan 已被欧洲肝病学会（EASL）、亚太肝病研究学会（APASL）、美国肝病研究学会（AASLD）等多家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。现阶段，公司持续深化与国际头部药企的战略协同合作，相关药企包括诺和诺德、马德里加尔制药公司等。我们认为，FibroScan 产品的品牌影响力将持续扩大，继而推动公司业绩迈上新台阶。

买入（首次评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 7 月 10 日收盘价（元）	37.65
总市值（百万元）	10,028.31
流通市值（百万元）	8,791.85
总股本（百万股）	266.36
流通股本（百万股）	233.52
近 3 月日均成交额（百万元）	190.88

股价走势



作者

分析师 吴明华

执业证书编号：S1070525010002

邮箱：wuminghua@cgs.com

相关研究

投资建议：我们基于以下三个方面：1）MASH 药物市场规模广阔；2）随着 MASH 新药在全球范围内陆续获批上市，MASH 的筛查和检测需求有望引来爆发式增长；3）公司拳头产品 FibroScan 系列无创检测设备获得全球多家权威机构认证和推荐，看好公司产品的全球化布局以及未来的成长性，预计公司 2025-2027 年有望实现归母净利润 1.88/2.90/4.62 亿元，对应当前股价的预测 PE 为 53.4/34.6/21.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场需求不及预期风险、地缘政治风险、汇率风险、相关药物研发进展不及预期。

内容目录

全球医药巨头争相布局 MASH 药物蓝海市场，“卖水人”前景可期	4
MASH 药物市场规模广阔	4
首个 MASH 药物获 FDA 批准，全球医药巨头争相布局	5
MASH 诊断需求有望迎来爆发式增长	6
拳头产品 Fibroscan 顺势而为，助力公司营收迈上新台阶	6
FibroScan 获得全球多家权威机构认证	6
一次性卖断、按次收费、租赁多模式推进	6
投资建议	7
风险提示	8

图表目录

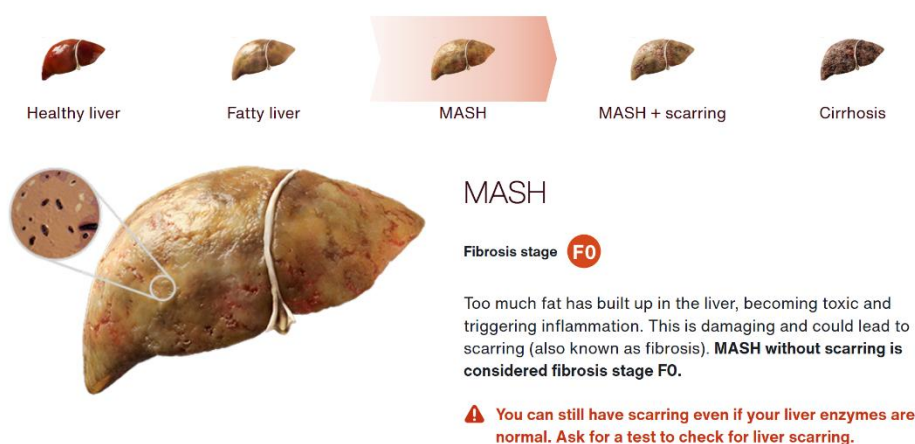
图表 1: 肝病演变进程及 MASH 介绍	4
图表 2: 全球在研 MAFLD/MASH 热门靶点及代表管线	5

全球医药巨头争相布局 MASH 药物蓝海市场，“卖水人”前景可期

MASH 药物市场规模广阔

代谢功能障碍相关脂肪变性肝病（MAFLD）是一类肝脏中多余脂肪堆积（非酒精摄入）导致的疾病。脂肪在正常肝脏堆积超过 5% 的时候，形成非酒精性脂肪肝。随着疾病进展，肝脏产生炎症，导致不同程度纤维化或瘢痕的产生，进入代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）。代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH），以前称为非酒精性脂肪性肝炎（NASH），是一种严重的肝脏疾病，可发展为肝硬化、肝衰竭、需要肝移植和过早死亡。

图表 1: 肝病演变进程及 MASH 介绍



资料来源: Madrigal Pharmaceuticals, Inc., 长城证券产业金融研究院

MASH 患者按照纤维化进展的不同阶段被划分为以下几类：F0（无纤维化）占比 10%-15%，F1（轻度纤维化）占比 30%-35%，F2（中度纤维化）：占比 20%-25%，F3（重度纤维化）占比 15%-20%，F4C（代偿性肝硬化）占比 10%-15%，F4D（失代偿性肝硬化）占比 5%。

一旦患者进展为中度至晚期肝纤维化的 MASH（与 F2 至 F3 期纤维化一致），不良肝脏结局的风险就会急剧增加：与没有纤维化的患者相比，这些患者的肝脏相关死亡风险高 10-17 倍。与无纤维化的患者相比，进展为肝硬化（F4）的患者面临的肝脏相关死亡风险高 42 倍，这凸显了在肝硬化并发症发生之前治疗 MASH 的必要性。MASH 是肝脏相关死亡的主要原因，也是全球医疗保健系统负担日益增加的主要原因。

MAFLD 在全球范围内的患病率高达 30%，而在 MAFLD 患者中，约 5.27% 的人群进一步发展为 MASH。据全球肝脏研究所预计，2030 年全球将有 3.57 亿人的生活受到 MASH 影响。而由 MASH 治疗带来的全球药物市场规模，据弗若斯特沙利文报告数据显示，预计将在 2030 年增长至 322 亿美元。

首个 MASH 药物获 FDA 批准，全球医药巨头争相布局

2024 年 3 月，全球首个获 FDA 批准的 MASH 药物 Resmetirom 上市。据 Madrigal Pharmaceuticals 2024 年财报数据显示，Resmetirom 2024 年第四季度的销售额为 1.03 亿美元，全年累计 1.801 亿美元，截至 2024 年底已有 11,800 名患者使用该款药物。Resmetirom 作为全球首个获批 MASH 药物交出了不错的答卷。我们认为 Resmetirom 的 FDA 批准是具有里程碑意义的，它不仅填补了该领域 40 多年的空白，还引起各大医药巨头争相布局，推动 MASH 各类新药项目进展。

通过查询智慧芽全球新药情报库，统计到截止 2025 年 7 月全球在研适应症包含 MASH 的药物有 655 个；相关研究靶点达百个；研究机构超过 500 家，其中以美国、中国、韩国最多，分别有 244 个、176 个、82 个；已经以其他适应症获批上市的药物有 35 个。

图表2: 全球在研 MAFLD/MASH 热门靶点及代表管线

靶点	代表药物	类型	研发机构	海外阶段-时间	中国阶段-时间
THR-β	resmetirom	小分子	Madrigal	上市 (US) -2024-03-14	临床前
	VK2809	小分子	Viking	II 期-2020-03-31	临床前
	TERN-501	小分子	TERNS	II 期-2022-06-13	临床前
	ASC41	小分子	歌礼制药	I 期-2021-04-15	II 期-2022-07-18
	HSK31679	小分子	海思科	临床前	II 期-2023-11-09
	ALG-009	小分子	Aligos	II 期-2024-04-02	临床前
FGF21	Efruxifermin	融合蛋白	Akero	III 期-2023-12-08	临床前
	Pegozafermin	FGF21 类似物	89bio	III 期-2024-03-19	临床前
	BOS-580	FGF21 类似物	Boston Pharmaceuticals	II 期-2025-04-09	临床前
	AP025	融合蛋白	正大天晴/安源医药	临床前	II 期-2024-08-26
	NN9499	FGF21 类似物	诺和诺德	II 期-2024-05-10	I 期-2023-01-18
GLP-1R	司美格鲁肽	GLP-1R 激动剂	诺和诺德	NDA-2025-04-30	III 期-2021-07-27
	替尔泊肽	GLP-1R/GIPR 激动剂	礼来	II 期-2019-11-18	临床前
	玛仕度肽	GLP-1R/GCGR 激动剂	信达/礼来	临床前	III 期-2025-03-14
	Survodutide	GLP-1R/GCGR 激动剂	Boehringer	III 期-2024-10-09	III 期--2024-12-27
FXR	MET409	小分子	Metacrine	II 期-2021-01-11	临床前
	cilofexor+firsocostat	复方	吉利德	II 期-2021-10-08	临床前
	HPG1860	小分子	雅创医药	II 期-2022-04-20	I 期-2021-11-18
	TERN-101	小分子	Terns Pharmaceuticals	II 期-2022-06-13	临床前
	PXL007	小分子	Poxel/Enyo Pharma	II 期-2025-04-23	临床前
PPAR	Lanifibranor	小分子	正大天晴/Invebtiva	III 期-2021-04-19	III 期--2023-09-11

资料来源: 医药魔方, 长城证券产业金融研究院

MASH 在研药物中进度最快的是诺和诺德的司美格鲁肽。2025 年 4 月 30 日发表在《新英格兰医学杂志》上的 ESSENCE III 期临床试验数据显示，司美格鲁肽在 72 周时对 MASH 成人患者有显著改善。

同期，诺和诺德宣布美国食品药品监督管理局已接受补充新药申请 (sNDA)，并授

予 Wegovy（司美格鲁肽）注射液 2.4 mg 的优先审评权。我们预计未来将会有更多的 MASH 新药在全球各地获批上市，而 MASH 诊断设备公司作为“卖水人”将深度受益。

MASH 诊断需求有望迎来爆发式增长

MASH 常见的诊断方式包括实验室血液检查、影像学检查以及在某些情况下进行的肝活检。肝活检是诊断 MASH 的“金标准”，但这一方法侵入性强，存在如因样本采集不足导致的取样错误、样本的错误处置、观察者的差异等风险，并不适用于所有患者，因此不适合进行大规模的筛查。

临床上更倾向于使用无创的生物标志物和影像学方法来评估肝脏健康。与基于血液相比，影像学方法，如通过振动控制瞬时弹性成像（VCTE）或磁共振弹性成像（MRE）进行肝脏硬度测量（LSM），在测量纤维化方面产生更高的准确性。

诺和诺德也在报告中指出无创检测（NIT）在支持筛查有患 MASH 风险的人群方面很有价值，并可能解决早期 MASH 检测问题。Madrigal 对代偿期 MASH 肝硬化患者的药物试验以及诺和诺德司美格鲁肽 ESSENCE III 期临床试验中均是采用振动控制瞬时弹性成像（VCTE）结果对患者病情进行评估。基于此，我们推断随着 MASH 新药在全球范围内陆续获批上市，以振动控制瞬时弹性成像（VCTE）为代表的无创肝脏诊断设备作为 MASH 患者筛查和临床检测的有效手段有望迎来需求爆发式增长。

拳头产品 Fibroscan 顺势而为，助力公司营收迈上新台阶

FibroScan 获得全球多家权威机构认证

公司主要诊断产品为 FibroScan 系列肝纤维化诊断仪器，该系列产品是全球首个应用瞬时弹性成像技术（VCTE）量化肝脏硬度，并经临床验证的无创即时检测设备，先后获得了欧盟 CE、美国 FDA 和中国 NMPA 等认证。

2024 年 9 月，美国肝病研究学会（AASLD）更新实践指南，推荐使用 FibroScan 筛选 MASH 新药治疗目标人群并评估疗效。此外，FibroScan 也已被欧洲肝病学会（EASL）、亚太肝病研究学会（APASL）等多家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。

根据公司公告，公司已深度与国际头部药企进行战略协同合作，组建跨部门药企合作专班，围绕 MASH 早期筛查与疗效评估，提高患者、医务工作者及其他方对该疾病的认知。目前合作药企包括诺和诺德、马德里加尔制药公司等。我们认为 Fibroscan 凭借先发优势和多方权威认证，有望在 MASH 患者筛查和临床检测市场中站稳头部位置

一次性卖断、按次收费、租赁多模式推进

公司在 Fibroscan 系列产品的销售中，采用了一次性卖断、按次收费、租赁三种商业模式。

“一次性卖断”主要针对欧美等发达国家的大医院市场，主推 630 专家级产品，公司 2025 年销售目标设定为 1600 台，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。

公司采取按次收费模式的产品 **FibroScan Go** 和 **Box** 主要选择在社区和基层医疗机构中推广，与国内知名体检机构爱康国宾的合作也将采用该模式；**Go** 和 **Box** 全年投放目标设定为整体 2400 台，对比 24 年的数据（全球累计实现安装 651 台）有显著增长，将进一步提高公司营收。

租赁设备的方式主要运用在与中国人寿、平安的合作中，通过第三方健康管理公司操作。我们认为 **FibroScan** 针对不同市场采取不同商业模式的方式，不仅高效灵活，还有利于公司深耕国内、外市场、提升品牌影响力，最终助力营收迈上新台阶。

投资建议

我们基于以下三个方面：1）**MASH** 药物市场规模广阔；2）随着 **MASH** 新药在全球范围内陆续获批上市，**MASH** 的筛查和检测需求有望引来爆发式增长；3）公司拳头产品 **FibroScan** 系列无创检测设备获得全球多家权威机构认证和推荐，看好公司产品的全球化布局以及未来的成长性，预计公司 2025-2027 年有望实现归母净利润 1.88/2.90/4.62 亿元，对应当前股价的预测 PE 为 53.4/34.6/21.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

市场需求不及预期风险、地缘政治风险、汇率风险、相关药物研发进展不及预期。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1255	1524	1834	2579	3646
现金	510	567	726	1032	1525
应收票据及应收账款	458	555	705	1028	1450
其他应收款	13	12	20	25	41
预付账款	43	42	67	88	140
存货	100	141	150	236	308
其他流动资产	132	206	167	169	181
非流动资产	1393	1535	1509	1474	1416
长期股权投资	111	44	52	57	59
固定资产	155	124	166	190	189
无形资产	442	558	530	505	485
其他非流动资产	684	809	760	722	683
资产总计	2647	3059	3343	4053	5062
流动负债	298	370	396	596	816
短期借款	0	0	14	93	135
应付票据及应付账款	80	115	131	205	287
其他流动负债	218	255	251	298	394
非流动负债	502	561	510	526	533
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	502	561	510	526	533
负债合计	800	931	906	1122	1349
少数股东权益	300	380	501	705	1025
股本	263	266	266	266	266
资本公积	657	840	840	840	840
留存收益	740	849	1158	1652	2434
归属母公司股东权益	1547	1748	1935	2225	2688
负债和股东权益	2647	3059	3343	4053	5062

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	305	221	254	263	492
净利润	177	196	309	494	782
折旧摊销	76	76	79	92	104
财务费用	-6	-23	1	-14	-20
投资损失	-3	23	6	9	11
营运资金变动	40	-126	-147	-319	-385
其他经营现金流	20	76	6	-1	0
投资活动现金流	-150	-306	-38	-63	-67
资本支出	189	219	6	55	55
长期投资	-7	-120	-8	-4	-2
其他投资现金流	46	33	-24	-4	-10
筹资活动现金流	-137	139	-70	29	26
短期借款	-1	0	14	79	42
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	3	0	0	0
资本公积增加	-15	183	0	0	0
其他筹资现金流	-121	-48	-85	-50	-16
现金净增加额	30	50	145	228	451

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1154	1349	1727	2457	3629
营业成本	291	349	436	598	871
营业税金及附加	10	8	17	22	31
销售费用	321	344	432	609	896
管理费用	206	241	294	393	544
研发费用	82	99	121	172	254
财务费用	-6	-23	1	-14	-20
资产和信用减值损失	3	-31	0	0	0
其他收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	-23	-6	-9	-11
资产处置收益	-1	0	-1	-1	-1
营业利润	253	278	420	667	1041
营业外收入	0	1	2	1	1
营业外支出	18	8	10	12	10
利润总额	235	271	412	656	1032
所得税	58	75	103	161	250
净利润	177	196	309	494	782
少数股东损益	76	83	121	204	320
归属母公司净利润	102	113	188	290	462
EBITDA	303	333	497	750	1132
EPS (元/股)	0.38	0.43	0.71	1.09	1.74

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	14.37	16.93	28.02	42.28	47.69
营业利润 (%)	31.4	9.8	51.2	58.7	56.1
归属母公司净利润 (%)	3.75	11.54	65.77	54.44	59.40
获利能力					
毛利率 (%)	74.74	74.13	74.75	75.65	76.00
净利率 (%)	15.35	14.52	17.87	20.12	21.55
ROE (%)	9.6	9.2	12.7	16.9	21.1
ROIC (%)	8.5	8.2	13.0	17.8	23.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.2	30.4	27.1	27.7	26.6
净负债比率 (%)	-2.2	-2.3	-10.5	-16.1	-24.7
流动比率	4.2	4.1	4.6	4.3	4.5
速动比率	3.6	3.5	4.0	3.7	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8
应收账款周转率	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
应付账款周转率	3.8	3.7	3.6	3.7	3.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.43	0.71	1.09	1.74
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.14	0.83	0.95	0.99	1.85
每股净资产 (最新摊薄)	5.81	6.56	7.27	8.36	10.09
估值比率					
P/E	98.7	88.5	53.4	34.6	21.7
P/B	6.5	5.7	5.2	4.5	3.7
EV/EBITDA	33.6	30.6	20.4	13.5	8.8

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686