


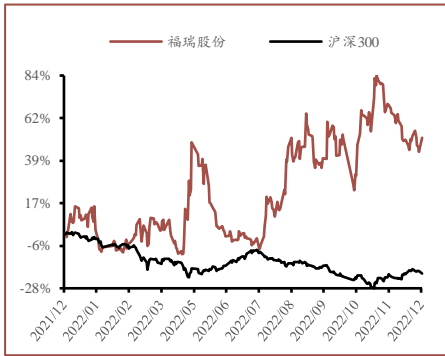
# 非酒精性脂肪性肝病(NAFLD)迎来行业历史性时刻

 证券研究报告

 **投资评级:买入(维持)**

| 基本数据     | 2022-12-19 |
|----------|------------|
| 收盘价(元)   | 19.30      |
| 流通股本(亿股) | 2.31       |
| 每股净资产(元) | 5.88       |
| 总股本(亿股)  | 2.63       |

最近 12 月市场表现



**分析师** 张文录  
 SAC 证书编号: S0160517100001  
 zhangwenlu@ctsec.com

**联系人** 华挺  
 huating@ctsec.com

## 相关报告

1. 《业绩符合预期, FibroScan 开始兑现高成长》 2022-10-28

## 核心观点

- ❖ **事件:** 美股 Madrigal(MDGL,NASDAQ)昨晚上涨 268%, 市值达到了 40 亿美金。Madrigal 宣布了治疗 NAFLD 新药 Resmetirom 的第一个注册性 III 期 MAESTRO-NASH 的活检临床试验结果。
- ❖ **Resmetirom 达到了肝脏组织学和代谢指标双终点, 同时安全性良好。**

试验主要分析评估 955 名经活检证实伴有纤维化的 NASH 患者在 52 周时的组织学反应。100mg 组 30% 达到 NAFLD 活动评分 (NAS) 减少  $\geq 2$  分且纤维化无恶化 ( $p < 0.0001$ ), 26% 达到纤维化减少 2 级且 NAS 没有恶化 ( $p < 0.0001$ ); 显著优于安慰剂组 10% 与 14%。同时, Resmetirom 实现了多个次要终点, 包括肝酶 (ALT、AST 和 GGT) 相对于基线的统计学显著降低。与安慰剂相比, Resmetirom 治疗组观察到动脉粥样化脂质和脂蛋白、纤维化生物标志物和成像测试 (MRI-PDFF、FibroScan 肝脏硬度测量和 CAP) 的减少, 其中 LDL-C 24 周的降低程度达到了 16% ( $p < 0.0001$ )。安全性结果优秀: Resmetirom 在 100 mg 剂量下是安全且耐受性良好的, 严重不良事件 (SAE) 发生率和安慰剂组相似, 分别为 12.7% 和 12.1%。据此, Resmetirom 申请 NASH 适用证的 NDA, 有望成为 FDA 批准的第一款 NASH 药物。同时, 由于 Resmetirom 出色的有效性和安全性数据, Madrigal 继续开展其他三个 III 期临床, 覆盖 NAFLD 其他适用证, 包括人群基础更为庞大的重度脂肪肝适用证等。

- ❖ **对福瑞股份的影响: 将从设备估值逻辑切换到按流量收费的估值方式**

FibroScan 有两种重要商业模式: 第一种销售仪器设备+维保, 适合大中型医院临床用; 第二种, 社区与诊所等免费投放, 按照诊断流量收费。第二种商业模式按流量收费的高速增长, 依赖于脂肪肝与纤维化用药的获批。如有获批, 保险预计将体检筛查与药物共同纳入保险。根据 evaluate Pharm 预测, 全球 NASH 用药市场将达到 400 亿美金, 假设体检占比 10% 将达到 40 亿美金市场。预计按照 FDA 审评进度, Resmetirom 有望于 2024H1 上市, 成为 NAFLD 领域美欧第一个新药。在上市前半年预计将逐步进入高危人群 (肥胖、高血脂、高血压和糖尿病) 筛查的快速增长期, 有望直接体现到福瑞的业绩上。Resmetirom 上市预期, 将是改变公司估值逻辑的重要事件, 从设备估值逻辑切换到流量收费的估值方式上。

- ❖ **盈利预测与投资评级:** 暂不考虑新药上市影响, 我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 11.50/14.38/17.68 亿元, 分别同比增长 28%/25%/23%; 归母净利润分别为 1.53/2.52/3.49 亿元, 分别同比增长 60.17%/64.70%/38.70%; EPS 分别为 0.58/0.96/1.33 元, 对应 PE 分别为 33/20/15 倍, 维持“买入”的投资评级。
- ❖ **风险提示:** FibroScan 销售不及预期、NAFLD 用药研发风险导致的间接影响、复方鳖甲软肝片销售不及预期等。

盈利预测：

|             | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元)  | 808   | 898   | 1150  | 1438  | 1768  |
| 收入增长率 (%)   | -2.91 | 11.26 | 28.00 | 25.00 | 23.00 |
| 归母净利润 (百万元) | 62    | 95    | 153   | 252   | 349   |
| 净利润增长率 (%)  | 42.69 | 54.22 | 60.17 | 64.70 | 38.70 |
| EPS (元/股)   | 0.24  | 0.37  | 0.58  | 0.96  | 1.33  |
| PE          | 33.79 | 39.99 | 33.20 | 20.16 | 14.53 |
| ROE (%)     | 4.58  | 6.28  | 9.14  | 13.09 | 15.36 |
| PB          | 1.59  | 2.54  | 3.04  | 2.64  | 2.23  |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

| 利润表(百万元)          | 2020A          | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务指标              | 2020A        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>807.53</b>  | <b>898.48</b>  | <b>1150.06</b> | <b>1437.57</b> | <b>1768.21</b> | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 223.30         | 239.14         | 306.10         | 382.62         | 470.63         | 营业收入增长率           | -2.9%        | 11.3%        | 28.0%        | 25.0%        | 23.0%        |
| 营业税费              | 11.39          | 12.50          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 营业利润增长率           | -5.8%        | 57.7%        | 31.5%        | 52.8%        | 32.3%        |
| 销售费用              | 206.12         | 237.13         | 296.72         | 330.64         | 389.01         | 净利润增长率            | 42.7%        | 54.2%        | 60.2%        | 64.7%        | 38.7%        |
| 管理费用              | 155.35         | 168.56         | 218.51         | 258.76         | 300.60         | EBITDA 增长率        | 9.2%         | 11.5%        | 5.2%         | 52.8%        | 32.3%        |
| 研发费用              | 65.82          | 64.79          | 80.50          | 86.25          | 106.09         | EBIT 增长率          | -1.4%        | 19.2%        | 48.0%        | 52.8%        | 32.3%        |
| 财务费用              | 12.53          | -18.69         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | NOPLAT 增长率        | -1.3%        | 17.8%        | 51.2%        | 52.8%        | 32.3%        |
| 资产减值损失            | -3.35          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 投资资本增长率           | 4.4%         | 9.8%         | 8.3%         | 14.6%        | 16.9%        |
| <b>加:公允价值变动收益</b> | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>净资产增长率</b>     | <b>4.1%</b>  | <b>11.8%</b> | <b>11.0%</b> | <b>15.1%</b> | <b>17.4%</b> |
| 投资和汇兑收益           | -1.60          | 5.74           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| <b>营业利润</b>       | <b>119.72</b>  | <b>188.75</b>  | <b>248.23</b>  | <b>379.29</b>  | <b>501.89</b>  | 毛利率               | 72.3%        | 73.4%        | 73.4%        | 73.4%        | 73.4%        |
| 加:营业外净收支          | -5.73          | 0.39           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 营业利润率             | 14.8%        | 21.0%        | 21.6%        | 26.4%        | 28.4%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>113.99</b>  | <b>189.14</b>  | <b>248.23</b>  | <b>379.29</b>  | <b>501.89</b>  | 净利率               | 11.2%        | 16.5%        | 17.3%        | 21.1%        | 22.7%        |
| 减:所得税             | 23.72          | 41.10          | 49.65          | 75.86          | 100.38         | EBITDA/营业收入       | 26.2%        | 26.3%        | 21.6%        | 26.4%        | 28.4%        |
| <b>净利润</b>        | <b>61.91</b>   | <b>95.47</b>   | <b>152.91</b>  | <b>251.85</b>  | <b>349.32</b>  | EBIT/营业收入         | 17.4%        | 18.7%        | 21.6%        | 26.4%        | 28.4%        |
| <b>资产负债表(百万元)</b> | <b>2020A</b>   | <b>2021A</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>   | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 467.90         | 472.72         | 354.62         | 519.61         | 761.92         | 固定资产周转天数          | 40           | 58           | 45           | 36           | 29           |
| 交易性金融资产           | 48.00          | 145.80         | 145.80         | 145.80         | 145.80         | <b>流动营业资本周转天数</b> | <b>152</b>   | <b>178</b>   | <b>227</b>   | <b>216</b>   | <b>209</b>   |
| 应收账款              | 277.67         | 336.05         | 378.10         | 472.63         | 581.33         | 流动资产周转天数          | 441          | 464          | 344          | 352          | 369          |
| 应收票据              | 10.19          | 29.50          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 应收帐款周转天数          | 126          | 137          | 120          | 120          | 120          |
| 预付帐款              | 13.20          | 23.62          | 24.49          | 30.61          | 37.65          | 存货周转天数            | 171          | 153          | 169          | 169          | 169          |
| 存货                | 104.66         | 100.49         | 141.73         | 177.16         | 217.91         | 总资产周转天数           | 1035         | 1026         | 782          | 703          | 654          |
| 其他流动资产            | 44.75          | 28.86          | 28.86          | 28.86          | 28.86          | 投资资本周转天数          | 788          | 778          | 658          | 603          | 573          |
| 可供出售金融资产          |                |                |                |                |                | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 持有至到期投资           |                |                |                |                |                | ROE               | 4.6%         | 6.3%         | 9.1%         | 13.1%        | 15.4%        |
| 长期股权投资            | 79.06          | 62.39          | 62.39          | 62.39          | 62.39          | ROA               | 2.7%         | 3.8%         | 6.2%         | 9.1%         | 11.0%        |
| 投资性房地产            | 36.81          | 35.52          | 35.52          | 35.52          | 35.52          | ROIC              | 6.4%         | 6.9%         | 9.6%         | 12.8%        | 14.5%        |
| 固定资产              | 89.42          | 142.20         | 142.20         | 142.20         | 142.20         | 费用率               |              |              |              |              |              |
| 在建工程              | 235.83         | 182.15         | 182.15         | 182.15         | 182.15         | 销售费用率             | 25.5%        | 26.4%        | 25.8%        | 23.0%        | 22.0%        |
| 无形资产              | 431.86         | 416.78         | 416.78         | 416.78         | 416.78         | 管理费用率             | 19.2%        | 18.8%        | 19.0%        | 18.0%        | 17.0%        |
| 其他非流动资产           | 1.28           | 5.19           | 5.19           | 5.19           | 5.19           | 财务费用率             | 1.6%         | -2.1%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>2290.53</b> | <b>2524.64</b> | <b>2464.93</b> | <b>2768.36</b> | <b>3169.88</b> | 三费/营业收入           | 46.3%        | 43.1%        | 44.8%        | 41.0%        | 39.0%        |
| 短期债务              | 60.13          | 40.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付帐款              | 51.99          | 61.12          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资产负债率             | 29.5%        | 28.5%        | 18.7%        | 16.6%        | 14.5%        |
| 应付票据              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 负权益比              | 41.8%        | 39.8%        | 23.0%        | 20.0%        | 17.0%        |
| 其他流动负债            | 0.12           | 0.15           | 0.15           | 0.15           | 0.15           | 流动比率              | 4.20         | 4.18         | 72.44        | 92.73        | 119.57       |
| 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 速动比率              | 3.69         | 3.73         | 61.31        | 78.82        | 102.47       |
| 其他非流动负债           | 0.10           | 0.07           | 0.07           | 0.07           | 0.07           | 利息保障倍数            | 43.85        | 72.14        | —            | —            | —            |
| <b>负债总额</b>       | <b>675.02</b>  | <b>718.97</b>  | <b>460.67</b>  | <b>460.67</b>  | <b>460.67</b>  | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>263.49</b>  | <b>286.11</b>  | <b>331.79</b>  | <b>383.37</b>  | <b>435.57</b>  | DPS(元)            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 股本                | 263.05         | 263.05         | 263.05         | 263.05         | 263.05         | 分红比率              |              |              |              |              |              |
| 留存收益              | 546.85         | 642.22         | 795.12         | 1046.97        | 1396.29        | 股息收益率             | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>1615.51</b> | <b>1805.68</b> | <b>2004.26</b> | <b>2307.69</b> | <b>2709.21</b> | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2020A</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2020A</b>   | <b>2021A</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>   | EPS(元)            | 0.24         | 0.37         | 0.58         | 0.96         | 1.33         |
| 净利润               | 90.27          | 148.04         | 198.58         | 303.43         | 401.51         | BVPS(元)           | 5.14         | 5.78         | 6.36         | 7.32         | 8.64         |
| 加:折旧和摊销           | 70.89          | 68.22          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | PE(X)             | 33.8         | 40.0         | 33.2         | 20.2         | 14.5         |
| 资产减值准备            | 5.18           | 8.95           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | PB(X)             | 1.6          | 2.5          | 3.0          | 2.6          | 2.2          |
| 公允价值变动损失          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | P/FCF             |              |              |              |              |              |
| 财务费用              | 3.21           | 2.33           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | P/S               | 2.7          | 4.3          | 4.4          | 3.5          | 2.9          |
| 投资收益              | 1.60           | -5.74          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EV/EBITDA         | 8.5          | 14.8         | 19.3         | 12.2         | 8.7          |
| 少数股东损益            | 0.00           | 0.00           | 45.67          | 51.58          | 52.20          | CAGR(%)           |              |              |              |              |              |
| 营运资金的变动           | 27.73          | -37.76         | -276.69        | -138.44        | -159.21        | PEG               | 0.8          | 0.7          | 0.6          | 0.3          | 0.4          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>200.15</b>  | <b>208.31</b>  | <b>-78.10</b>  | <b>164.99</b>  | <b>242.30</b>  | ROIC/WACC         |              |              |              |              |              |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-32.07</b>  | <b>-182.56</b> | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    | REP               |              |              |              |              |              |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>1.40</b>    | <b>7.59</b>    | <b>-40.00</b>  | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    |                   |              |              |              |              |              |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。