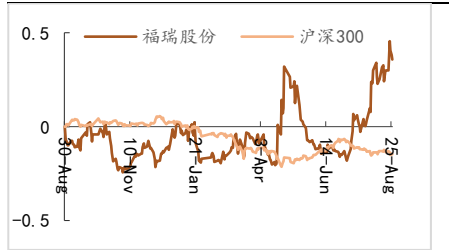


评级： 买入

王斌
医药行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	19.55
一年内最高/最低价 (元)	21.96/9.94
市盈率 (当前)	59.95
市净率 (当前)	3.40
总股本 (亿股)	2.63
总市值 (亿元)	51.43

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 福瑞股份 (300049): NASH 创新药研发进入突破期, 检测设备需求有望持续提升

核心观点

- 事件:** 公司发布 2022 年半年报, 实现营业收入 4.49 亿元(+15.92%), 归母净利润为 3255 万元 (-22.93%), 扣非后归母净利润为 3315 万元 (-13.46%)。剔除由于实施员工持股计划本期摊销股份支付费用 1673.40 万元的影响后, 较上年同期增长 23.67%。
- 复方鳖甲软肝片平稳增长, 销售模式逐步转换。** 2022 年上半年公司药品业务整体实现营业收入 1.58 亿元, 较上年同期增长 11.26%, 其中来自电商渠道的收入同比增长 38.83%。公司自有药品 (主要是复方鳖甲软肝片) 收入 1.18 亿元 (+7.58%), 在维持原有公立医院销售渠道稳定的基础上, 公司凭借品牌优势、产品优势和渠道优势, 通过“药品+器械+服务”业务协同发展, 将处方药销售、健康管理服务及保险支付进行良性结合, 加强“线上+线下”渠道融合, 继续推进自有药品向以零售渠道为主的、药品自主定价的销售模式转型。我们预计复方鳖甲软肝片收入将保持平稳增长, 盈利能力将逐步提升。
- FibroScan 持续放量, 与 big pharma 合作持续深入, 全球 NASH 创新药研发即将迎来重要进展。** 2022 年上半年公司设备与技术业务 (主要是 FibroScan) 实现营业收入 2.73 亿元 (+15.47%), 与去年同期相比, 人民币对欧元持续升值, 导致表观收入和利润增速偏低。以欧元计价, 器械业务整体实现营业收入 3832.38 万欧元 (+27.65%), 实现净利润 605.20 万欧元 (+37.27%)。2022 年 6 月, 法国子公司 Echosens 与诺和诺德建立“提升非酒精性脂肪性肝炎(NASH)认知并推进早期诊断”的合作伙伴关系, 双方将合作开展更多针对 NASH 的临床验证项目, 生成真实世界数据, 促进非侵入性诊断检测技术的应用。2022 年 7 月, Intercept Pharmaceuticals 宣布奥贝胆酸 (Ocaliva, obeticholic acid, OCA) 在关键临床 III 期试验取得新的中期分析积极结果, 计划以此结果再次向 FDA 提交 NDA 申请, 根据公司公告, 已经在 7 月底与 FDA 进行了预备提交会议 (pre-submission meeting), 并计划于 2022 年底正式提交 NDA 申请; Madrigal Pharmaceuticals 于 2022 年 1 月披露了 Resmetirom 的临床 III 期安全性数据, 并计划于 2022 年 4 季度披露临床 III 期顶线数据 (Topline Data)。全球 NASH 创新药研发即将迎来重要进展, 若未来有 NASH 创新药获批上市, 将显著提升 FibroScan 市场天花板。
- 盈利预测与估值:** 我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 11.43、14.86 和 18.74 亿元, 同比增速分别为 27.3%、30.0%和 26.1%; 归母净利润分别为 1.52、2.51 和 3.19 亿元, 同比增速分别为 59.6%、64.8%和

27.4%，以 8 月 26 日收盘价计算，对应 PE 分别为 33.8、20.5 和 16.1 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**疫情影响药品和医疗器械正常销售；NASH 药物研发失败，导致 FibroScan 的需求低于预期。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收（亿元）	8.98	11.43	14.86	18.74
营收增速（%）	11.3%	27.3%	30.0%	26.1%
净利润（亿元）	0.95	1.52	2.51	3.19
净利润增速（%）	54.2%	59.6%	64.8%	27.4%
EPS(元/股)	0.36	0.58	0.95	1.22
PE	53.9	33.8	20.5	16.1

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,143	1,087	1,368	1,758	经营活动现金流	208	397	346	224
现金	473	654	814	906	净利润	95	152	251	320
应收账款	336	159	206	472	折旧摊销	55	67	65	63
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2	-7	-15	-16
预付账款	24	2	20	22	投资损失	-6	-7	-7	-7
存货	100	123	149	171	营运资金变动	-12	162	-83	-346
其他	180	125	150	147	其它	21	-45	12	53
非流动资产	1,382	1,658	1,904	2,109	投资活动现金流	-183	-243	-326	-254
长期投资	62	62	62	62	资本支出	-39	-323	-322	-272
固定资产	142	160	176	188	长期投资	17	0	0	0
无形资产	417	375	338	304	其他	-161	80	-4	18
其他	542	561	547	544	筹资活动现金流	8	27	140	122
资产总计	2,525	2,745	3,272	3,867	短期借款	-18	-10	-10	-10
流动负债	273	455	655	847	长期借款	2	0	0	0
短期借款	40	30	20	10	其他	-4	106	262	275
应付账款	61	70	86	97	现金净增加额	33	181	161	92
其他	0	0	0	0					
非流动负债	446	447	445	446	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	446	447	445	446	营业收入	11.3%	27.3%	30.0%	26.1%
负债合计	719	902	1,100	1,293	营业利润	57.7%	53.7%	64.9%	33.6%
少数股东权益	286	361	485	642	归属母公司净利润	54.2%	59.6%	64.8%	27.4%
归属母公司股东权益	1,520	1,482	1,687	1,932	获利能力				
负债和股东权益	2,525	2,745	3,272	3,867	毛利率	73.4%	75.9%	77.5%	79.1%
					净利率	16.5%	19.9%	25.2%	25.5%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	ROE	5.3%	8.3%	11.6%	12.4%
营业收入	898	1,143	1,486	1,874	ROIC	10.2%	14.3%	18.8%	20.3%
营业成本	239	276	335	391	偿债能力				
营业税金及附加	12	17	21	27	资产负债率	28.5%	25.2%	24.4%	21.6%
营业费用	237	286	342	431	净负债比率	27.7%	26.6%	22.0%	18.3%
研发费用	65	80	104	131	流动比率	4.2	2.4	2.1	2.1
管理费用	169	206	227	277	速动比率	3.8	2.1	1.9	1.9
财务费用	-19	-7	-15	-16	营运能力				
资产减值损失	0	1	1	1	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
公允价值变动收益	0	1	1	1	应收账款周转率	2.9	4.6	8.2	5.5
投资净收益	6	6	6	6	应付账款周转率	4.2	4.2	4.3	4.3
营业利润	189	290	478	639	每股指标(元)				
营业外收入	0	1	1	1	每股收益	0.36	0.58	0.95	1.22
营业外支出	0	0	0	30	每股经营现金	0.68	1.51	1.32	0.85
利润总额	189	291	479	610	每股净资产	5.78	5.63	6.41	7.34
所得税	41	64	104	133	估值比率				
净利润	148	227	375	477	P/E	53.78	33.75	20.48	16.08
少数股东损益	53	75	124	158	P/B	3.38	3.47	3.05	2.66
归属母公司净利润	95	152	251	319					
EBITDA	225	350	529	656					
EPS (元)	0.36	0.58	0.95	1.22					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现