

福瑞股份 (300049.SZ) ——2024 年中报点评

2024 上半年归母净利润增长 72%，药品业务增速亮眼

优于大市

核心观点

药品业务增速亮眼，设备及技术业务表现稳健。2024 上半年公司实现营收 6.43 亿元 (+22.53%)，归母净利润 0.75 亿元 (+71.99%)，扣非归母净利润 0.74 亿元 (+59.30%)。其中 24Q2 单季营收 3.20 亿元 (+13.24%)，归母净利润 0.33 亿元 (+5.93%)，扣非归母净利润 0.33 亿元 (+16.42%)。分产品来看，2024H1 公司药品收入 1.97 亿元 (+52.32%)，设备及技术收入 4.24 亿元 (+12.84%)，医疗服务收入 0.15 亿元 (-1.65%)。设备及技术收入稳健增长，FibroScan 持续装机。药品收入增长明显，主要系：1) 公司在维持原有推广渠道基础上迈向学术导向的销售模式。2) 金装产品院外发力，持续拓宽药店、电商平台以及互联网医院等零售渠道。

毛利率受收入结构影响略有下降，费用率明显改善。2024H1 公司毛利率 76.30% (-1.90pp)，毛利率略有下滑，主要系收入结构变化，毛利率相对较低的药品业务占比提升所致。费用方面，销售费用率 26.78% (-3.31pp)，管理费用率 17.99% (-3.05pp)，研发费用率 7.81% (+0.73pp)，财务费用率 -1.62% (-2.38pp)，四费率 50.96% (-8.01pp)，费用率明显改善。归母净利率 11.73% (+3.37pp)，盈利能力有所提升。

按次收费模式收入占比持续提升，MASH 新药有望催化潜在市场需求。2024H1 公司器械收入 5490.66 万欧元 (+9.78%)，其中设备销售收入占比 53.73%，按次收费、租赁及其他收入占比 46.27% (+7.52pp)。按次收费模式占比持续提升，截至 2024H1 末，公司在全球已累计安装近 500 台按次收费产品 FibroScanGo/Box。MASH 治疗领域首个药物 Resmetirom 已获批上市，2024 年 3 月，FDA 首款批准的治疗 MASH 的新药 Rezdiffra 将 FibroScan 检测写进说明书，随着更多 MASH 药物上市和推广，有望进一步催化 FibroScan 检测的需求。

投资建议：考虑 FibroScan 按次收费模式在国内推广尚处于早期，下调盈利预测，预计 2024-2026 年营收 15.5/20.8/26.4 亿元 (原为 16.1/22.0/28.0 亿元)，同比增速 35%/34%/27%，归母净利润 2.0/3.0/4.0 亿元 (原为 2.0/3.0/4.1 亿元)，同比增速 95%/51%/34%，当前股价对应 PE=50/33/25x，维持“优于大市”评级。

风险提示：设备销售不及预期；药品院外拓展不及预期；竞争风险；汇率风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,009	1,154	1,553	2,078	2,642
(+/-%)	12.3%	14.4%	34.6%	33.8%	27.2%
净利润(百万元)	98	102	198	298	401
(+/-%)	2.5%	3.8%	94.9%	50.6%	34.4%
每股收益(元)	0.37	0.39	0.74	1.12	1.51
EBIT Margin	18.3%	21.0%	27.2%	29.4%	31.2%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	6.6%	12.4%	18.5%	24.9%
市盈率 (PE)	99.4	95.8	49.7	33.0	24.6
EV/EBITDA	42.9	34.1	24.0	17.1	13.4
市净率 (PB)	6.30	6.29	6.17	6.11	6.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌珑
021-60375487 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	37.00 元
总市值/流通市值	9843/8640 百万元
52 周最高价/最低价	57.50/28.60 元
近 3 个月日均成交额	167.05 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《福瑞股份 (300049.SZ) -2024 年一季度归母净利润增长 229%，器械业务表现优秀》——2024-05-09
- 《福瑞股份 (300049.SZ) ——2023 年三季度点评：三季度业绩有所波动，FibroScan Go 装机持续增长》——2023-10-30
- 《福瑞股份 (300049.SZ) -Fibroscan 仪器持续放量，MASH 治疗药物开发打开成长空间》——2023-07-13

药品业务增速亮眼，设备及技术业务表现稳健。2024 上半年公司实现营收 6.43 亿元（+22.53%），归母净利润 0.75 亿元（+71.99%），扣非归母净利润 0.74 亿元（+59.30%）。其中 24Q2 单季营收 3.20 亿元（+13.24%），归母净利润 0.33 亿元（+5.93%），扣非归母净利润 0.33 亿元（+16.42%）。分产品来看，2024H1 公司药品收入 1.97 亿元（+52.32%），设备及技术收入 4.24 亿元（+12.84%），医疗服务收入 0.15 亿元（-1.65%）。设备及技术收入稳健增长，FibroScan 持续装机。药品收入增长明显，主要系：1) 公司在维持原有推广渠道基础上迈向学术导向的销售模式。2) 金装产品院外发力，持续拓宽药店、电商平台以及互联网医院等零售渠道。

图1：福瑞股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：福瑞股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：福瑞股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



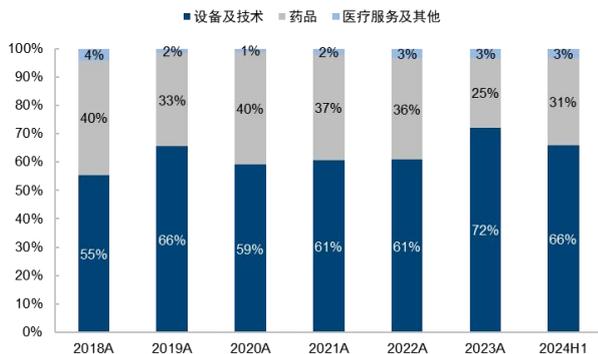
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：福瑞股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 福瑞股份收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

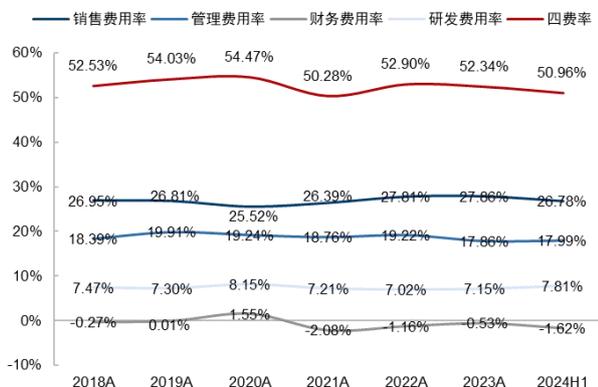
图6: 福瑞股份设备及技术业务收入情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

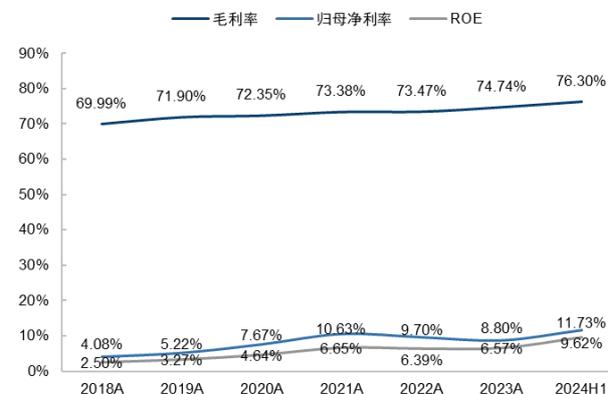
毛利率受收入结构影响略有下降, 费用率明显改善。2024H1 公司毛利率 76.30% (-1.90pp), 毛利率略有下滑, 主要系收入结构变化, 毛利率相对较低的药品业务占比提升所致。费用方面, 销售费用率 26.78% (-3.31pp), 管理费用率 17.99% (-3.05pp), 研发费用率 7.81% (+0.73pp), 财务费用率-1.62% (-2.38pp), 四费率 50.96% (-8.01pp), 费用率明显改善。归母净利率 11.73% (+3.37pp), 盈利能力有所提升。

图7: 福瑞股份费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 福瑞股份利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

按次收费模式收入占比持续提升, MASH 新药有望催化潜在市场需求。2024H1 公司器械收入 5490.66 万欧元 (+9.78%), 其中设备销售收入占比 53.73%, 按次收费、租赁及其他收入占比 46.27% (+7.52pp)。按次收费模式占比持续提升, 截至 2024H1 末, 公司在全球已累计安装近 500 台按次收费产品 FibroScanGo/Box。MASH 治疗领域首个药物 Resmetirom 已获批上市, 2024 年 3 月, FDA 首款批准的治疗 MASH 的新药 Rezdiffra 将 FibroScan 检测写进说明书, 随着更多 MASH 药物上市和推广, 有望进一步催化 FibroScan 检测的需求。

投资建议: 考虑 FibroScan 按次收费模式在国内推广尚处于早期, 下调盈利预测, 预计 2024-2026 年营收 15.5/20.8/26.4 亿元 (原为 16.1/22.0/28.0 亿元), 同比增速 35%/34%/27%, 归母净利润 2.0/3.0/4.0 亿元 (原为 2.0/3.0/4.1 亿元), 同比增速 95%/51%/34%, 当前股价对应 PE=50/33/25x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/9/12 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	
300049.SZ	福瑞股份	37.00	98	0.39	0.74	1.12	1.51	96.92	49.74	33.02	24.57	6.56%	0.86	优于大市
300685.SZ	艾德生物	19.09	76	0.66	0.80	0.99	1.21	33.51	23.85	19.36	15.78	15.35%	1.05	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	479	510	735	617	678	营业收入	1009	1154	1553	2078	2642
应收款项	465	470	664	897	1116	营业成本	268	291	356	432	521
存货净额	97	100	134	152	182	营业税金及附加	11	10	14	19	24
其他流动资产	52	80	93	126	167	销售费用	281	321	396	530	674
流动资产合计	1230	1255	1720	1886	2238	管理费用	194	206	274	360	440
固定资产	335	347	535	722	918	研发费用	71	82	109	125	159
无形资产及其他	418	442	424	407	389	财务费用	(12)	(6)	8	10	13
投资性房地产	479	493	493	493	493	投资收益	4	3	0	0	0
长期股权投资	61	111	111	111	111	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	2523	2647	3283	3619	4148	其他收入	(79)	(80)	(91)	(107)	(141)
短期借款及交易性金融负债	14	14	500	701	1098	营业利润	193	253	414	619	829
应付款项	72	80	95	114	137	营业外净收支	(1)	(18)	(18)	(20)	(20)
其他流动负债	151	204	248	312	401	利润总额	192	235	396	599	809
流动负债合计	237	298	842	1127	1635	所得税费用	46	58	95	144	194
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	48	76	103	157	215
其他长期负债	460	502	521	547	575	归属于母公司净利润	98	102	198	298	401
长期负债合计	460	502	521	547	575	现金流量表 (百万元)					
负债合计	697	800	1364	1674	2211	净利润	98	102	198	298	401
少数股东权益	280	300	325	334	331	资产减值准备	0	(3)	(6)	(3)	(4)
股东权益	1545	1547	1594	1612	1607	折旧摊销	58	67	44	63	78
负债和股东权益总计	2523	2647	3283	3619	4148	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(12)	(6)	8	10	13
每股收益	0.37	0.39	0.74	1.12	1.51	营运资本变动	27	50	(168)	(179)	(153)
每股红利	0.27	0.52	0.57	1.06	1.53	其它	13	(22)	31	12	1
每股净资产	5.87	5.88	5.99	6.06	6.04	经营活动现金流	196	193	99	191	322
ROIC	10.86%	13.27%	17%	21%	24%	资本开支	0	(33)	(208)	(229)	(252)
ROE	6.33%	6.56%	12%	18%	25%	其它投资现金流	10	42	0	0	0
毛利率	73%	75%	77%	79%	80%	投资活动现金流	11	(42)	(208)	(229)	(252)
EBIT Margin	18%	21%	27%	29%	31%	权益性融资	12	4	0	0	0
EBITDA Margin	24%	27%	30%	32%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	14%	35%	34%	27%	支付股利、利息	(71)	(136)	(151)	(281)	(406)
净利润增长率	3%	4%	95%	51%	34%	其它融资现金流	(70)	146	486	201	397
资产负债率	39%	42%	51%	55%	61%	融资活动现金流	(201)	(121)	335	(80)	(8)
股息率	0.7%	1.4%	1.5%	2.9%	4.2%	现金净变动	6	30	226	(119)	62
P/E	99.4	95.8	49.7	33.0	24.6	货币资金的期初余额	473	479	510	735	617
P/B	6.3	6.3	6.2	6.1	6.1	货币资金的期末余额	479	510	735	617	678
EV/EBITDA	42.9	34.1	24.0	17.1	13.4	企业自由现金流	0	265	(11)	119	299
						权益自由现金流	0	412	478	312	678

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032