

2024 年 11 月 08 日

福瑞股份 (300049.SZ)

投资评级：买入（维持）

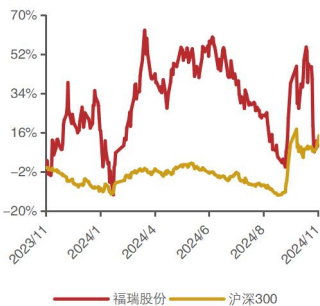
——股权激励费用扰动 Q3 利润，FibroScan 放量可期

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 11 月 07 日

收盘价 (元)	38.83
一年内最高/最低 (元)	57.50/28.73
总市值 (百万元)	10,329.99
流通市值 (百万元)	9,066.86
总股本 (百万股)	266.03
资产负债率 (%)	31.78
每股净资产 (元/股)	6.03

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 事件：**公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 21.42%，归母净利润 1.02 亿元，同比增长 39.42%，扣非归母净利润 9689 万元，同比增长 21.98%，业绩符合预期。单三季度实现收入 3.37 亿元，同比增长 19.37%，归母净利润 2664 万元，同比下降 9.22%，扣非归母净利润 2243 万元，同比下降 31.38%。费用率方面，2024Q3，销售费用率为 26.63%，同比下降 2.26pct；管理费用率 25.54%，同比提升 6.58pct，主要系分摊股权激励成本；研发费用率 6.71%，同比下降 0.27pct，财务费用率 1.66%，同比提升 3.84pct。
- 营收稳健增长，股权激励费用影响 Q3 表现利润。**24Q3 公司营业收入实现同比增长 19%，预计器械板块与药品板块收入均实现较快增长；归母净利润同比下降 9%，主要是由于 24Q1-3 公司摊销股权激励费用 2451 万元，其中 Q3 股权激励费用达 1663 万元。若排除激励费用影响，24Q3 归母净利润为 4327 万元，同比增长 47%。
- NASH 诊断需求有望快速增长，FibroScanGo 放量可期。**1、**药品端：**1) 2024 年 3 月 Madrigal 公司的 Rezdiffra 成为首款获 FDA 批准上市的 NASH 新药，24Q2/24Q3 Rezdiffra 销售额分别达到 1460 万美元和 6218 万美元，收入表现强劲；2) 多款 NASH 在研药物处于临床 III 期，其中诺和诺德的重磅药物司美格鲁肽预计将于 24Q4 公布临床 III 期中期试验数据，并于 25H1 在美国和欧盟提交上市申请，将进一步打开 NASH 药物市场空间。2、**检测端：**随着全球 NASH 新药研发不断取得突破，FibroScan 有望受益 NASH 早期诊断需求的迅速增长，我们预计随着 FibroScan Go/Box 投放数量的增加以及在初级保健及体检等场景的不断拓展，公司按次收费产品收入将实现加速增长；同时，随着公司与全球布局 NASH 药物研发的跨国药企的合作关系加深，公司设备订单有望保持稳健增长。
- 药品业务实现恢复性增长。**药品上半年收入 1.97 亿元（同比+52.32%），我们预计 Q3 复方鳖甲软肝片销售将继续保持上半年的增长势头，得益于公司持续加大院内学术推广力度以及院外金装产品渠道开发。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.66 亿元、2.90 亿元、4.07 亿元，同比增长 64%、75%、40%，当前股价对应 PE 分别为 62X、36X、25X。考虑到公司为肝病无创诊断龙头企业，NASH 早期诊断市场广阔，FibroScan GO 按次收费模式有望逐步兑现，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品销售不及预期风险，竞争加剧风险，药物研发进展不及预期风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,009	1,154	1,441	2,088	2,857
同比增长率 (%)	12.27%	14.37%	24.90%	44.88%	36.85%
归母净利润 (百万元)	98	102	166	290	407
同比增长率 (%)	2.52%	3.77%	63.62%	74.79%	40.29%
每股收益 (元/股)	0.37	0.38	0.62	1.09	1.53
ROE (%)	6.33%	6.56%	9.87%	15.11%	18.06%
市盈率 (P/E)	105.55	101.71	62.16	35.56	25.35

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	510	502	431	449
应收票据及账款	458	603	874	1,196
预付账款	43	42	61	84
其他应收款	13	12	18	25
存货	100	113	131	152
其他流动资产	132	139	159	182
流动资产总计	1,255	1,411	1,674	2,087
长期股权投资	111	106	111	116
固定资产	211	280	376	425
在建工程	192	163	133	183
无形资产	442	486	523	647
长期待摊费用	6	8	5	8
其他非流动资产	430	422	514	507
非流动资产合计	1,393	1,465	1,663	1,886
资产总计	2,647	2,876	3,337	3,973
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	80	80	93	108
其他流动负债	218	213	252	301
流动负债合计	298	293	345	408
长期借款	45	45	45	45
其他非流动负债	457	457	457	457
非流动负债合计	502	502	502	502
负债合计	800	795	847	910
股本	263	266	266	266
资本公积	657	654	654	654
留存收益	627	764	1,002	1,337
归属母公司权益	1,547	1,684	1,922	2,257
少数股东权益	300	397	568	806
股东权益合计	1,847	2,081	2,490	3,063
负债和股东权益合计	2,647	2,876	3,337	3,973

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	177	265	454	640
折旧与摊销	90	133	167	197
财务费用	-6	0	1	1
投资损失	-3	-4	-4	-4
营运资金变动	40	-170	-281	-333
其他经营现金流	7	0	1	1
经营性现金净流量	305	225	338	502
投资性现金净流量	-150	-203	-355	-410
筹资性现金净流量	-137	-30	-53	-74
现金流量净额	30	-8	-70	18

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,154	1,441	2,088	2,857
营业成本	291	301	347	403
税金及附加	10	16	23	32
销售费用	321	389	585	857
管理费用	206	317	428	543
研发费用	82	65	100	171
财务费用	-6	0	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	3	-7	-10	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3	4	4	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-2	-2	-2
其他收益	0	0	0	0
营业利润	253	348	596	839
营业外收入	0	2	12	12
营业外支出	18	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	235	345	603	845
所得税	58	81	142	199
净利润	177	264	461	646
少数股东损益	76	97	170	239
归属母公司股东净利润	102	166	290	407
EPS(元)	0	1	1	2

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	14.37%	24.90%	44.88%	36.85%
营业利润增长率	-100.00%	37.54%	71.18%	40.73%
归母净利润增长率	3.77%	63.62%	74.79%	40.29%
经营现金流增长率	60.92%	-26.12%	49.89%	48.64%
盈利能力				
毛利率	74.74%	79.14%	83.36%	85.90%
净利率	15.35%	18.29%	22.07%	22.62%
ROE	6.56%	9.87%	15.11%	18.06%
ROA	3.84%	5.78%	8.71%	10.26%
ROIC	14.46%	20.85%	29.29%	30.55%
估值倍数				
P/E	101.71	62.16	35.56	25.35
P/S	8.95	7.17	4.95	3.62
P/B	6.68	6.14	5.37	4.58
股息率	0.00%	0.29%	0.50%	0.71%
EV/EBITDA	35	21	14	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。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。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。