

分析师： 叶颂涛 (8627)65799535 yest@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

福瑞股份：新股分析

事件描述

福瑞股份将于 2010 年 1 月 7 日在深交所创业板发行。

事件评论

团队

1.稳定性

公司管理团队稳定。团队核心王冠一先生为公司主要创始人。

2、灵活性和可控性

作为一个中小型民营企业，福瑞股份应对环境变化具有较强的灵活性。主导产品复方鳖甲软肝片目前市场份额大，公司管理团队拥有公司主营业务相关领域管理经验，专注于公司主营业务的开发、生产和营销服务管理，公司发展具有一定的可控性。

3.经营自主权

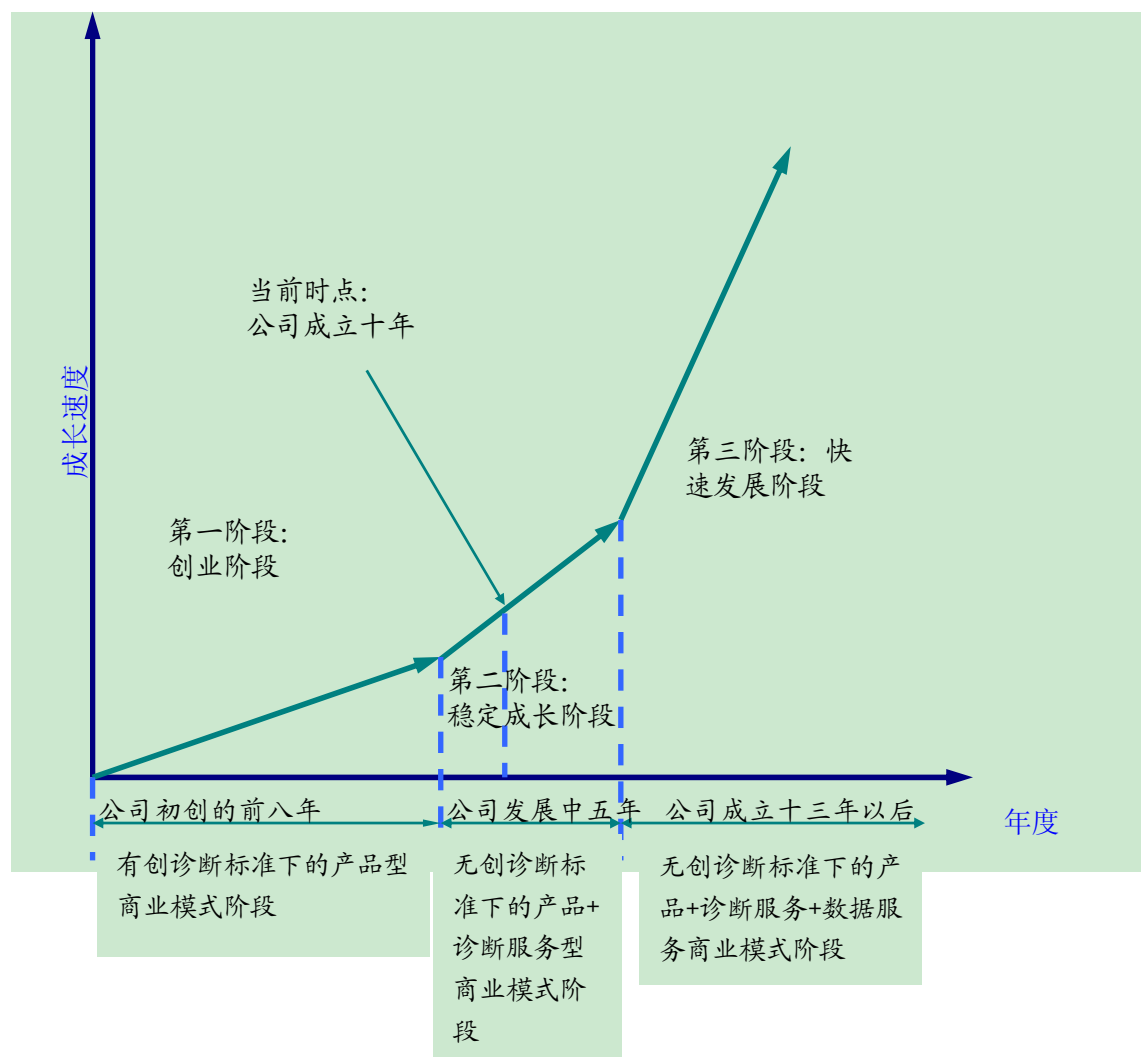
公司管理团队具自主经营权。

战略

1.战略清晰性

公司对未来发展战略清晰。

图 1：公司发展模式及成长路线图



资料来源：上市公司

公司运营十年，目前正处于商业模式创新的第二个阶段，即生产销售抗肝纤维化药品+提供无创诊断服务阶段。在提供肝纤维化无创诊断服务方面，公司与医疗机构合作建立肝纤维化无创诊断中心，推广无创诊断技术，合作分享收益、数据、知识。

2. 战略可行性

公司战略可行。首先，公司主营产品复方鳖甲软肝片是全球第一个专业治疗肝纤维化的药品，上市十年来销售额一直处于抗肝纤维化类药品第一，市场份额 20% 以上。其次，公司引进法国 Echosens 的超声诊断仪（FibroScan），较传统的肝穿刺检测法有着分级准确、无创伤痛苦的优势，并可降低患者的检查费用，具有市场潜力。最后，公司正在建立肝纤维化在线诊断系统（FSTM）数据建模技术，系统结合 FibroScan 和生化检查的优点，采用多个生化指标，并利用 FibroScan 图像与数值并行的特点，利用计算机自学习的数学模型，来优化组合成一个针对肝纤维化诊断和检测的系统。

3. 是否执行战略

公司本次募集资金将全部用于以下两个项目：1、生产基地技术改造项目，建成后预计将新增 2.8 亿片复方鳖甲软肝片的年生产能力，较目前 1.2 亿片的生产能力增长约 2.33 倍。2、肝纤维化在线诊断系统（FSTM）项目。

实际控制人

1.稳定性

实际控制人稳定，本次发行前，实际控制人王冠一先生能够控制的公司股份占公司总股本的 35.95%，是本公司的实际控制人。

2.利益冲突

公司成立后，除担任公司董事长外，王冠一先生及其控制的其它企业在生产经营方面与本公司无任何关联关系。

3.支持能力

王冠一先生长期从事管理工作，在公司战略部署、经营模式创新等方面可提供直接支持。

低方差业务

一、复方鳖甲软肝片

1、市场容量

公司自设立以来一直专注于肝病领域，以提供肝纤维化诊断治疗产品和服务为主营业务，复方鳖甲软肝片为公司目前主要产品。

2008 年我国整个药物市场销售额为 4,826 亿元，其中肝病用药市场规模为 125.6 亿元，占比 2.6%。2001-2008 年，我国肝病用药市场销售额年复合增长率为 12.3%，其中肝病中药年复合增长率为 14.2%，比肝病西药高出约两个百分点。2008 年抗肝纤维化中药销售额为 5.71 亿元。

2、竞争格局

鉴于抗肝纤维化市场具有良好的市场成长性，最近几年应用于该领域的治疗品种增多，至 2008 年，明确定位于抗肝纤维化领域的中药主要有 5 种，分别是：复方鳖甲软肝片、安络化纤丸、扶正化瘀胶囊、复方牛胎肝提取物片以及和络舒肝。

公司主导产品复方鳖甲软肝片 2008 年销售额 1.49 亿元（含税），市场份额 26.1%，是专业抗肝纤维化中成药市场上唯一销售额过亿的产品，处于市场第一品牌的领先地位。

3、竞争优势

第一，品牌优势。复方鳖甲软肝片是全球第一个专业治疗肝纤维化的药品，疗效显著，拥有十年市场经验，具有广泛市场知名度，在全国约 550 家医院销售。

第二，行业进入门槛高。公司具有一定的政策壁垒优势。复方鳖甲软肝片主要成分为冬虫夏草和鳖甲，为名贵药材，国家对采用名贵动植物药材作为原材料的中药产品审批、管理较为严格，其他企业进入难度较大，具有一定的政策壁垒优势。

第三，专利保护，公司主导产品复方鳖甲软肝片为独家保护的国家二级中药保护品种，保护期限截止至 2010 年 6 月 16 日。该产品及其制备方法已于 2003 年 6 月 25 日批准为发明专利，专利保护期限为自专利申请日 2003 年 4 月 18 日起 20 年。

第四，无创诊断标准下的产品+诊断服务型商业模式。该模式将使公司业务门槛增高，并有利于主营业务协同发展。

第五，学术推广方式。公司在各地建立办事处开展各种学术推广活动，增加人们对肝硬化方面的了解。

当然，公司目前产品还较单一、原料价格昂贵且不稳定也存在一定的风险。

4、经营成果

公司主营业务收入持续增长。2004 年，复方鳖甲软肝片的销售额为 6972 万元(含税)，2008 年，销售额为 1.49 亿元，近五年年复合增长率为 20.9%，增长速度居该类别药物之首。

表 1：复方鳖甲软肝片历年销售收入（百万元）

项目	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
含税销售收入	21	37	53.4	59.9	69.7	87.6	121.6	134.2	149.02
市占率（%）	23.3	27.2	31.7	27.6	24.4	23.8	25.1	25.5	26.1
市占率排名	1	1	1	1	1	1	1	1	1

资料来源：上市公司

二、肝纤维化无创诊断技术支持业务

超声诊断仪（FibroScan）是法国 Echosens 公司发明并生产的一种新型的肝纤维化无创检测仪器，公司引进该检测设备，与医院合作进行肝纤维化检测服务。FibroScan 为全球首个通过量化的肝脏硬度数值来诊断和监测肝纤维化完全无创的即时检测设备。

肝纤维化在线无创诊断技术支持服务是公司在 2007 年开发的服务性业务，前期以投入为主。2009 年上半年，该项业务获得技术服务费收入 11,713.00 元，占当期总收入的 0.014%，该项业务刚起步，占总收入比例小，且没有产生利润。截至 2009 年 9 月 30 日，技术支持业务共获得服务费收入 51.42 万元（未经审计），尚未产生利润。

肝纤维化无创诊断可促进复方鳖甲软肝片的销售量；通过和医院合作，可以获得服务收入，促进公司利润增长。无创诊断服务收入是公司未来三年快速成长的盈利增长点之一。

高方差业务

肝纤维化在线诊断系统（FSTM）支持服务

肝纤维化在线诊断系统（FSTM）是公司集成创新产品，其建模技术是公司原始创新技术。

FSTM 是公司拟利用肝纤维化检测设备 FibroScan 和肝纤维化血清检测手段，通过大量的临床研究，形成在国内具有广泛认可度和临床基础的肝纤维化无创诊断标准。在此基础上结合先进的物理技术、生物化学技术、数理统计技术、计算机网络技术深度挖掘肝纤维化临床诊断数据，研发出具有实用价值的模型，通过模型分析，可以服务于医院、患者、医学研究、医药研发。

申购建议

公司拟发行 1900 万股，占发行后总股本的比例为 25.68%，发行后总股本为 7400 万股。福瑞股份的发展特点为：在抗肝纤维化细分领域用一个产品取得突破，再以独家代销进口仪器的方式拓宽业务范围，然后努力实现两者的捆绑以取得垄断地位和附加价值。对投资而言，我们认为复方鳖甲软肝片为公司提供了现金流和安全边际，而肝纤维化在线诊断系统（FSTM）提供了估值弹性。根据公司的规划，FSTM 系统将在 2010 年和 2011 年大力推广，假设该

业务进展顺利，我们预计公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.5 元和 0.72 元。目前创业板医药股发行价 2010 年市盈率一般为 40 倍左右，故其发行价 28.98 元基本符合当前的市场情况，可以网上参与申购。投资该公司的主要风险在于：业务过于集中、主导产品价格可能受政策调整、FSTM 系统推广效果低于预期等。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	141.26	166.68	250.03	300.03	货币资金	48.59	50.00	50.00	50.00
营业成本	48.36	54.42	81.23	97.49	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	92.90	112.26	168.80	202.54	应收账款	63.87	75.62	113.44	136.12
% 营业收入	65.76%	67.35%	67.51%	67.51%	存货	11.11	14.16	21.24	25.48
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	0.77	6.67	10.00	12.00
销售费用	39.66	50.01	75.01	90.01	流动资产合计	124.34	146.45	194.67	223.61
% 营业收入	28.07%	30.00%	30.00%	30.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18.82	19.50	30.09	33.78	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.32%	11.70%	12.04%	11.26%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	4.01	1.48	2.50	3.17	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.84%	0.89%	1.00%	1.06%	固定资产合计	30.77	41.02	57.30	58.81
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	14.42	12.62	10.82	9.02
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-0.01	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	30.41	41.28	61.20	75.58	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	21.53%	24.77%	24.48%	25.19%	资产总计	223.10	253.66	316.36	345.01
营业外收支	-3.82	0.00	0.00	0.00	短期贷款	43.00	58.19	88.74	88.01
利润总额	29.80	43.08	63.00	77.38	应付款项	7.26	8.49	12.74	15.29
% 营业收入	21.10%	25.85%	25.20%	25.79%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	4.29	6.46	9.45	11.61	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	25.51	36.62	53.55	65.78	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	20.52	23.67	35.50	42.60
的净利润	25.82	36.62	53.55	65.78	流动负债合计	70.78	90.35	136.99	145.90
少数股东损益	-0.31	0.00	0.00	0.00	长期借款	4.80	4.80	4.80	4.80
EPS (元/股)	0.35	0.49	0.72	0.89	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	36.47	24.85	26.93	52.78	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益					负债合计	75.58	95.15	141.79	150.70
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司				
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益	139.51	150.50	166.56	186.30
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0.01	0.01	0.01	0.01
固定资产投资	-4.34	-13.00	-20.00	-6.00	股东权益	139.52	150.51	166.57	186.31
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	负债及股东权益	215.10	245.66	308.36	337.01
投资活动现金流净额	-4.34	-13.00	-20.00	-6.00	基本指标	2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.35	0.49	0.72	0.89
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	BVPS	1.89	2.03	2.25	2.52
银行贷款增加 (减少)	-2.15	15.19	30.55	-0.74	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	0	0	0	0	PEG				

其他	-0.27	0.00	0.00	0.00	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-16.90	-10.45	-6.93	-46.78	EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净流量	15.23	1.41	0.00	0.00	ROE	18.51%	24.33%	32.15%	35.31%

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，先后供职人民银行武汉市分行、华夏证券武汉分公司、长江证券研究部，目前从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 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。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。