



上市公司新股研究报告

医药与健康护理—中药

询价价格：28.98 元

瑞福股份（300049）

2010 年 1 月 7 日

划时代肝纤维化干预者，中西医结合新典范

合理估值区间： 32.00-35.20 元

医药行业分析师：江维娜
jiangwn@htsec.com
021-63410898

消费组首席分析师：丁频
dingp@htsec.com
021-23219405

公司此次拟发行不超过 1900 万股，发行后总股本不超过 7400 万股。此次募集资金投向为生产基地技术改造项目
和肝纤维化在线诊断系统（FTSM）项目。FTSM 项目的前台管理系统开发已经完成，临床试验基本完成，超声诊断仪临床注册证已经取得。

表 1 募集资金投资项目

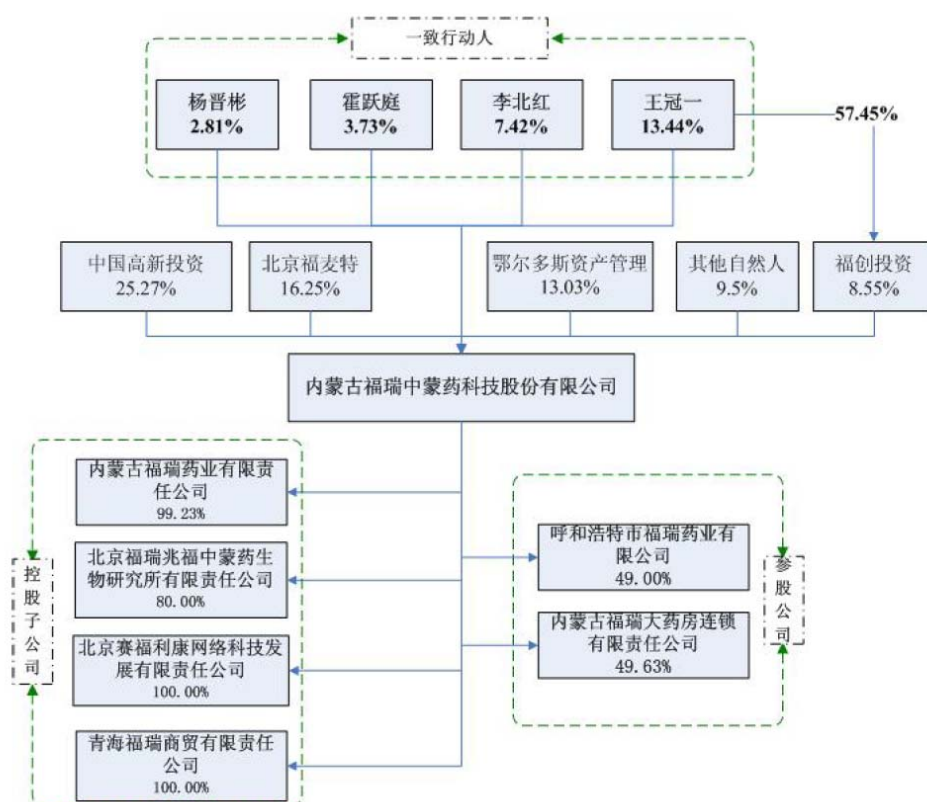
序号	项目名称	投资总额（万元）
1	生产基地技术改造项目	6129.00
2	肝纤维化在线诊断系统（FTSM）	6500.00
合计		10029.00

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

1. 管理层持股体制灵活

本次发行前，王冠一先生直接持有公司 13.44%的股份，并通过福创投资间接持有公司 8.55%的股份，合计持有公司 21.99%的股份，加上李北红等一致行动人，王冠一先生发行前合计控制公司总股本的 35.95%，是公司的实际控制人。

图 1 公司组织架构



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2. 公司所处行业简介

2.1 肝纤维化治疗意义重大，市场容量巨大

由于公司所处行业在医药行业中较为细分，为肝纤维化治疗，因此有必要在报告中再简单介绍一下肝纤维化及其病程转归。

肝纤维化是许多慢性肝病（病毒性肝炎、酒精性肝病、脂肪肝）的共同病理过程，是肝脏对许多慢性损伤的一种修复过程，体内胶原纤维的合成和降解互相作用的结果。各种肝病在治疗过程中甚至病愈都不可避免的发生一定程度的肝纤维化。肝纤维化如果不加以治疗，进一步发展可以形成肝硬化。

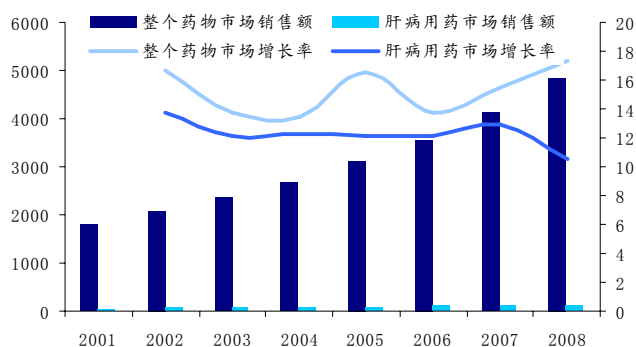
肝硬化是由一种或者多种原因引起的慢性、进行性、弥漫性肝病，其病理特征为广泛的肝细胞变坏和坏死，纤维组织弥漫性增生，并有再生小结形成，正常肝小叶结构和血管解剖的破坏，导致肝脏逐渐变形、纤维化变硬而成肝硬化。

从病程的进展来看，肝纤维化是慢性肝病重要的病理特征，也是肝硬化发生的前奏和必经中间环节，即慢性肝炎（酒精肝、脂肪肝、病毒性肝炎）→肝纤维化→肝硬化→肝癌，肝硬化后死亡率极高，根据统计肝硬化患者住院后一年的死亡率约为 34%，且 30 年未变。相对于可逆的肝纤维化，肝硬化这一病程为不可逆，因此在肝纤维化时期给予患者治疗是唯一阻断该疾病进展并同时降低致死率的方法也是关键之所在。由于中国是乙肝的高发区，相对于庞大的人口基数，肝纤维化的市场容量巨大。

2.2 抗肝纤维化中成药市场前景广阔

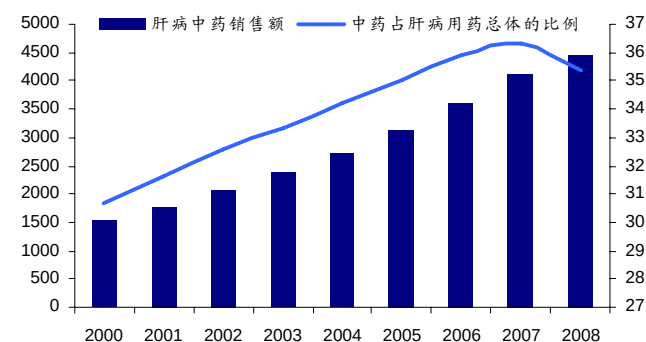
我国肝病市场正在不断扩容，同时有药物种类不断细化和中药占比不断升高的特点。08 年我国整个肝病用药市场按销售额统计达到 125.6 亿元，其中中药 44.5 亿元，虽然中药绝对额仍然较小，然而中药占整个肝病用药的市场销售额比例正在逐步提高，由 2000 年的 30.7%增长到了 2008 年的 35.4%。

图 2 我国肝病市场快速增长 (亿元, %)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

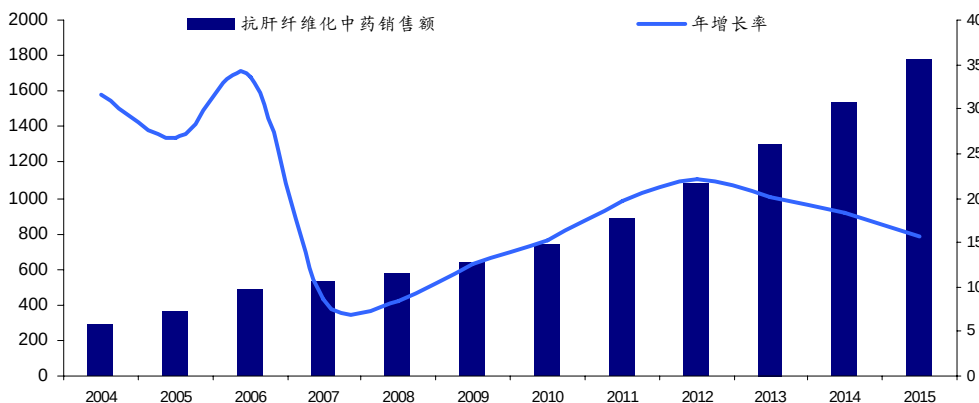
图 3 肝病用药市场中药发展迅速 (百万元, %)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

抗肝纤维化中成药市场前景广阔。随着居民消费水平的提高、健康观念的变化、新医改的实施、肝纤维化诊断技术的提升,以及抗肝纤维化中药在此领域所具有的独特优势,肝纤维化诊治市场的巨大潜在需求将得以逐步释放。预计今后七年的年复合增长率为 18.5%。

图 4 2004-2015 年我国抗肝纤维化中药市场销售额及增长走势预测 (百万元, %)

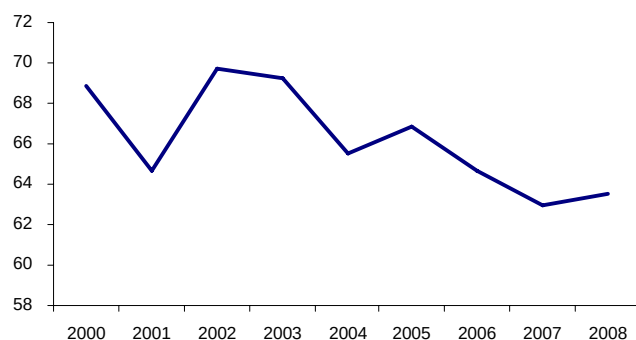


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2.3 抗肝纤维化中药市场逐渐向专业化药品集中

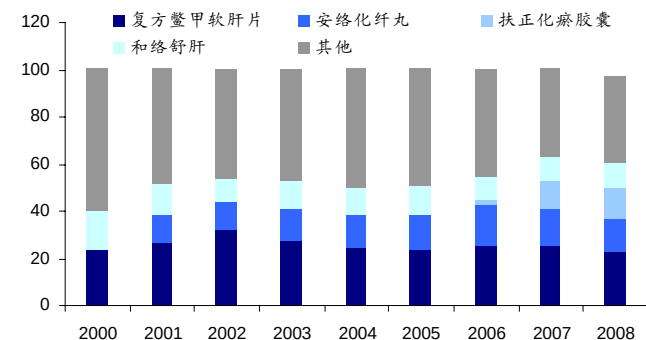
2000 年-2008 年，我国抗肝纤维化中药市场前四个品牌的市场份额之和每年均保持在 63%-70%之间，市场集中度较高，抗肝纤维化中药市场由少数几个优势品牌所掌控，对于新产品而言，进入该类别市场会有较高的壁垒。目前，在抗肝纤维化中药市场上，市场排名前四位的药品为：复方鳖甲软肝片、安络化纤丸、扶正化癥胶囊、和络舒肝。其主要的市场份额情况如下图：

图 5 2000-2008 年我国抗肝纤维化中药前四个品牌市场份额之和 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 6 2000-2008 年我国抗肝纤维化中药主要品牌市场份额比较 (%)

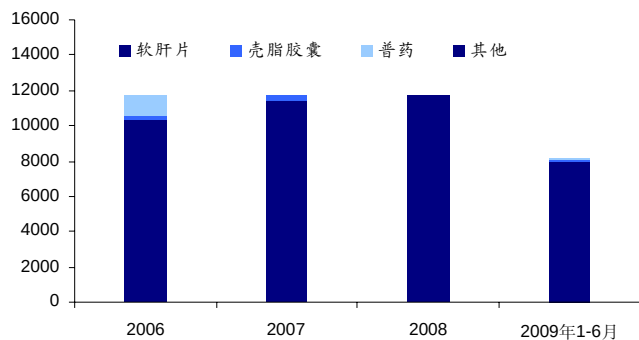


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3. 抗肝纤维化领域：仪器诊断+服务提供+药品生产销售

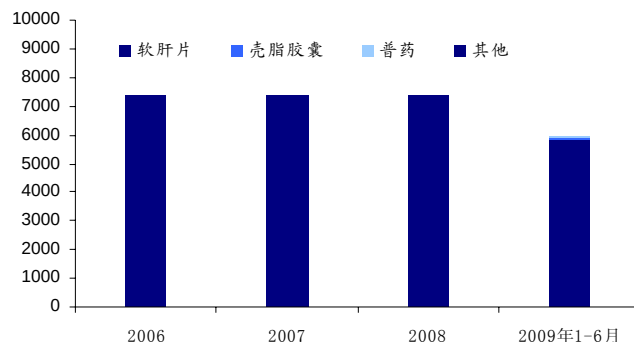
公司目前的主要业务为复方鳖甲软肝片、壳脂胶囊的生产、销售、Fibroscan 的销售和 FTSM 服务提供。由下图可见，09 年 1-6 月公司复方鳖甲软肝片的销售收入在主营业务收入中占比超过 96%，而毛利占比超过了 97%，因此复方鳖甲软肝片是公司主要的收入和利润来源，现金奶牛产品。

图 7 2006 年以来公司主营业务收入结构(万元)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

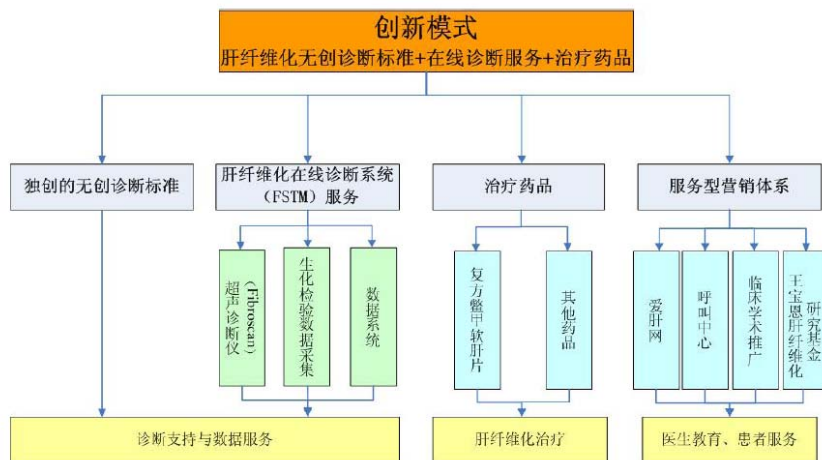
图 8 2006 年以来公司主营业务毛利结构(万元)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司的业务模式较为创新，在肝纤维化领域基本实现了上下游一体化，业务涉及到肝纤维化诊断及其标准制定、治疗型药品生产、销售以及服务型营销体系。公司的发展战略为“专业服务于肝病领域，以抗肝纤维化为核心，建设具有福瑞特色的专业服务体系”。

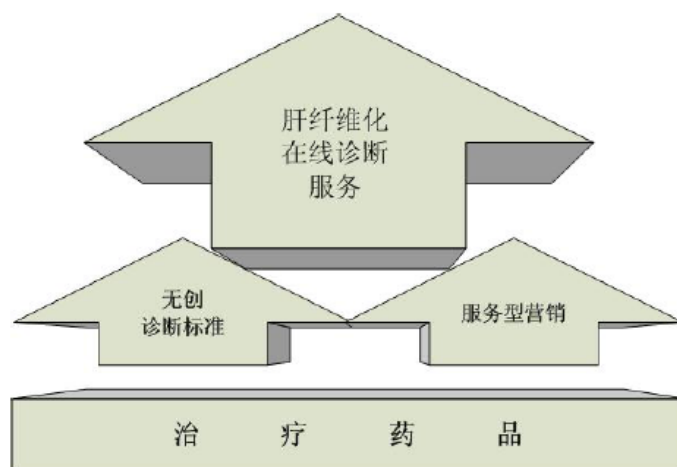
图 9 公司业务结构



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

为打造具有福瑞特色的专业服务体系，公司自 2007 年起逐步建立了以肝纤维化诊断支持服务为导向，以无创诊断标准和服务营销体系为驱动，以肝纤维化治疗药物为基础的专业化业务体系。公司的业务层次如下图所示：

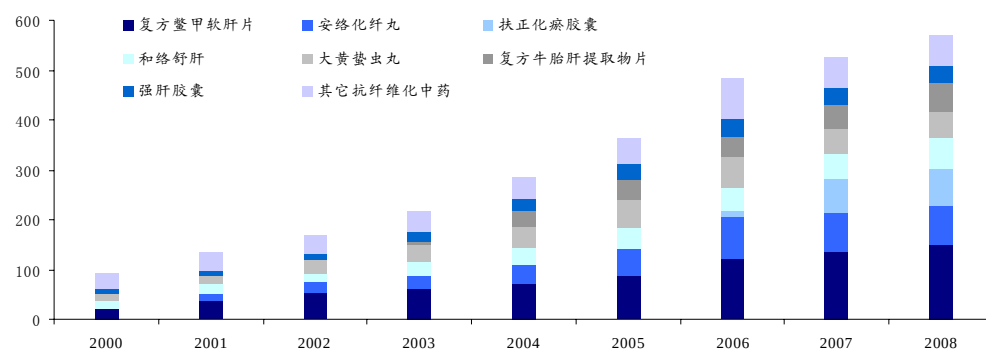
图 10 公司业务层次



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

复方鳖甲软肝片—增值服务提升公司产品市场竞争力。该产品是 302 医院经过近 30 年研发，用于预防、阻断和治疗肝纤维化及早期肝硬化的国家三类新药，由鳖甲、赤芍、当归、三七、冬虫夏草等 11 味中药组成的方剂，目前已经覆盖了 90% 以上的肝病专科和全国各大医院。公司产品的中药保护期截止日是 2010 年 6 月 16 日，公司正在申请延长该产品的保护期，降低该产品被仿制的风险。此外，公司对该产品还采取了专利保护措施，专利保护期限为自申请日 2003 年 4 月 18 日起 20 年。复方鳖甲软肝片是该领域中唯一销售额过亿的领导品牌，市场份额 26.1%，处于市场第一，近五年复合增长率为 20.9%，增长速度居该类别药物之首。目前该产品产能利用率超过 100%，随着募投资金项目的进展，产能瓶颈将得到完全解决，我们认为随着市场的进一步推广，该产品未来收入将有大幅增长。

图 11 我国主要抗肝纤维化中药品种销售情况（百万元）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

目前市场上主要竞争对手产品包括安络化纤丸、复方牛胎肝提取物片、扶正化瘀胶囊、和络舒肝胶囊等，由于中医肝病不同症型分类，因此可能产生因为不同治疗机理而产生的不同配伍的药物，因此单从药物配方上来说无法确定哪种药物更加具有治疗上的优势。简单从日最高治疗费用上来说，公司产品价格并不是最高，但也并非具有决定性优势。然而，我们认为由于公司的产品销售伴随有 FTSM 系统的整体治疗情况评估，相较于其他竞争对手提供了增值服务，因此在营销上有相当强的优势。

表 2 主要竞争对手情况

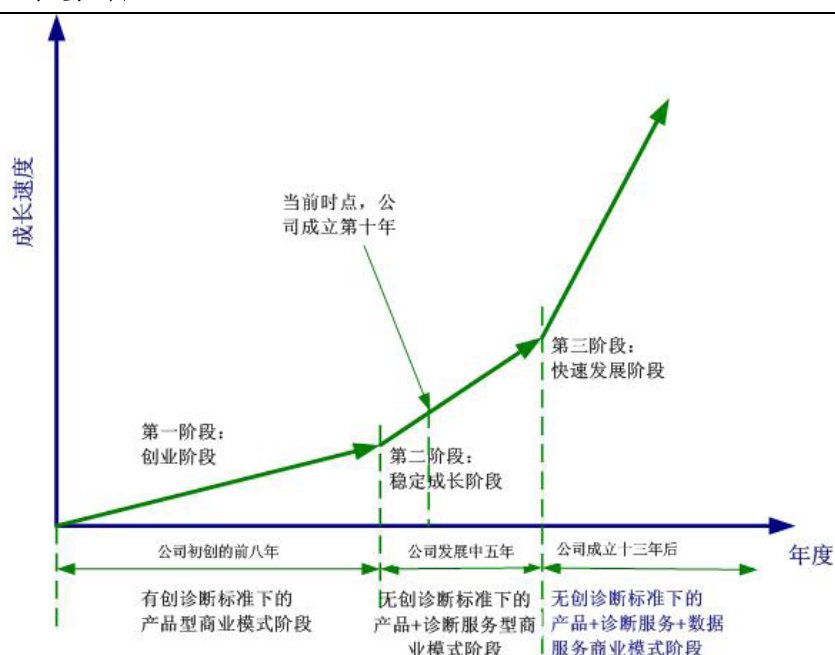
产品	生产企业	主要成分	日最高治疗费用
安络化纤丸	森隆药业有限公司	地黄、三七、牛黄、水蛭、地龙等 14 味药	28.8 元
复方牛胎肝提取物片	黑龙江江世药业有限公司	牛胎肝提取物	31.7 元
扶正化瘀胶囊	上海黄浦制药有限公司	丹参、发酵虫草菌粉	19.5 元
和络舒肝胶囊	威海东宝制药有限公司等六家企业	白术、白芍、三棱、香附（制）等二十余味中药	11.33 元
强肝胶囊	石家庄东方药业有限公司等 34 家企业	丹参、黄芪、当归、白芍、郁金、党参、黄精等 16 种中药	7 元
大黄蛰虫丸	河南百年康鑫药业有限公司等二十多家厂家生产	大黄、土鳖虫（炒）、水蛭（制）、虻虫（去翅足、炒）、蛰蛰（炒）	5.94 元

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

Fibroscan—全球唯一测量肝脏硬度仪器，缺乏实际竞争对手。Fibroscan 是全球首个通过量化肝脏硬度数值进行诊断和监测的无创即时检测设备，是市场上唯一能够诊断和监测肝纤维化的无创设备，其所使用的技术使得无痛测量组织弹性成为可能。仪器主要通过探头振动轴发出低频率低振幅（50Hz，2mm）弹性波，弹性波进入体内在组织中传播，与此同时探头上的超声换能器进行连续的超声采集以跟踪弹性波的传播并测量其速度，弹性波的传播速度与组织的硬度密切相关。因此通过测量弹性波的传播速度，并使用特定的运算法将速率转变为硬度值，由此评估肝纤维化的程度。公司的 FTSM 系统在全球范围内的主要竞争对手为法国 Biopredictive 公司研发的 Fibromax 肝纤维化诊断系统，虽然该系统与公司代理的 Fibroscan 都是用于评估肝纤维化的指标，然而公司代理产品主要用于检测肝脏弹性这一物理特性，而竞争对手主要用于检测肝脏血清学的生化指标，因此两者实际在检查结果上可以形成协同效应，完善对于肝纤维化的整体评估，并非形成竞争关系。

FTSM（肝纤维化在线诊断系统）—提供增值服务，未来将形成又一收入来源。肝纤维化在线诊断系统是公司利用世界最新肝纤维化检测设备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，创造性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。如下图所示，公司处于商业模式创新的第二个阶段。

图 12 公司发展阶段



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司目前按照医院肝纤维化诊断收入的 50%到 80%收取技术服务费,技术服务的内容包括 FSTM 数据分析和无创诊断标准使用、FibroScan 探头校验、FibroScan 检测服务、技术培训、数据维护服务等,随着肝纤维化理论及肝纤维化无创诊断标准的普及推广,公司将通过 FSTM 系统建立全球最大、最准确、最具有权威性的肝纤维化临床数据库,在此数据库上不断地挖掘和创新业务,形成新的利润增长点,从而建立肝纤维化数据挖掘创新业务、具有福瑞特色的专业服务业务和提供肝纤维化治疗产品业务的综合平台。

目前使用公司软肝片的医院约为 550 家,其中肝病门诊量在 3 万人次以上的约有 100 家,肝病门诊量在 6 万人次以上的约有 40 家。这 40 家医院将是 FSTM 系统的重点推广对象,年度总肝病就诊量预计能达到 240 万人次。公司预计在两年内达到 120 万人次的检查数量,按此推算,FSTM 项目实施后有望形成继复方鳖甲软肝片之后的又一收入增长点。截至 2009 年 10 月 20 日,公司已与烟台市传染病医院、淮安市第四人民医院、302 医院、北京佑安医院、常州市第三人民医院、青岛市传染病医院签订了合作协议。目前,FibroScan 检查收费标准已获得内蒙古、重庆、吉林等省市的物价批文。

壳脂胶囊:公司肝病系列中未来又一业绩增长亮点。该药由甲壳辅以制何首乌、茵陈、丹参、牛膝等 5 味中药材提取、分离有效成分精制而成,具有既降脂又保肝的双重功效。其一方面抑制肠道对脂质的吸收,另一方面能够促进肝脏的脂质代谢,同时具有一定的降低转氨酶、保护肝脏的作用。甲壳的主要成分是壳聚糖是一种化学结构与纤维类似的高分子多糖,壳聚糖的主要功能为吸附脂肪胆固醇等,减少人体吸收,同时也可减缓高血压及糖尿病症状,增加细胞免疫功能。由于目前公司面临产能瓶颈,因此壳脂胶囊的产能一定程度上受到了挤占让位于复方鳖甲软肝片,09 年 1-6 月,壳脂胶囊的销售收入同比下降了 22.63%,未来随着募投资金项目的逐步建成,壳脂胶囊的产能挤占问题将完全得到解决,且由于该产品与复方鳖甲软肝片同属肝病治疗药物,销售渠道一致,未来有可能成为公司另一业绩增长亮点。

4. 公司的业务亮点

节省社会医疗成本。公司业务主要涉及肝纤维化的治疗,由于国内乙肝患者众多,其中很大一部分将从肝纤维化进展到肝硬化这一不可逆的病程,无论是发展成慢性失代偿性肝硬化还是并发肝癌都将消耗大量社会医疗资本,而公司的肝纤维化治疗是目前唯一可以阻断这一病程进展的方法,因此很大程度上节约了社会的医疗成本。

市场先入占有率第一,国内肝纤维化无创诊断先驱。公司目前的业务主要涉及肝纤维化,是全球第一个以抗肝纤维化诊断治疗为核心业务的公司。公司在该领域已经耕耘近十年,是该细分行业中无可厚非的领导者,品牌优势较为牢固。肝穿刺是肝纤维化的传统方式,但由于该诊断方法为有创,且费用较高,因此在药品治疗后评估上给药品的进一步推广设置了障碍。公司在使用 Fibroscan 进行无创诊断及治疗后评估后,有效提高了患者对于参与治疗后评估的依从性,从而对于公司产品的销售形成了巨大的促进作用。

全球范围内首建乙肝抗纤维化药物评价系统。公司与 Echosens 公司签订了《分销协议》及《分销协议之补充协议》后公司成为了 Fibroscan 在中国境内(不含香港和台湾)的独家分销商。2008 年 8 月 19 日,国家药监局批准 Fibroscan 用于临床诊断,因此公司利用 Fibroscan 作为终端,建设了 FSTM,获得并积累了第一手资料,并且自建了药物评价系统。目前公司已经对 600 例肝病患者进行了 Fibroscan 检测与肝穿刺对照试验,通过临床试验数据,建立了数据模型,形成了初步的无创诊断分级标准。根据公司与肝基会签订的《Fibroscan 无创评价慢性乙型肝炎肝纤维化及肝硬化程度的项目合作协议》,公司享有该项目所产生的全部原始数据的所有权,并且独享该项目利用 Fibroscan 形成的研究成果的全部知识产权。中国是乙肝发病率最高的国家之一,乙肝所导致的肝纤维化占国内肝纤维化的绝大部分。由于肝纤维化在国内为新兴治疗领域,治疗药物品种较少,相应治疗评价缺乏。国外发达国家缺乏乙肝患者,因此发达国家丙肝等导致的肝纤维化治疗评价不能被国内所全盘接受。公司是全球唯一自建乙肝肝纤维化治疗评估系统,并拥有数据库,可以进行在线诊断的机构。

中西医结合新典范。公司所制造的药物复方鳖甲软肝片是中医用于治疗活血消癥的代表性药物,04 年和 09 年都入选了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》活血消癥类药物。而 Fibroscan 是用于检测西医肝纤维化程度的仪器,公司首次将该仪器引入到评估中药疗效的领域中,具有非常重要的意义,区别于目前所有现存的其他中医西化、中药现代化,可谓是中西医结合的新典范。

5. 盈利预测、估值

假设:

1. 公司符合国家关于西部大开发有关税收优惠政策之规定,从 2005 年至 2010 年公司减按 15%的企业所得税税率缴纳企业所得税。公司表示在优惠政策 2011 年到期后,将向税务主管部门申请继续享受 15%优惠税率。假

设公司 2011-2012 税率继续保持 15% 不变。

2. 公司肝纤维化在线无创诊断技术支持服务目前处于起步阶段, 09 年上半年实现技术服务费收入 1.17 万元, 占当期总收入的 0.014%, 因此暂不考虑未来该项收入带来的业绩增长, 然而我们将跟踪该项技术服务的收入增长并及时调整盈利预测。
3. 假设复方鳖甲软肝片销售价格维持稳定。
4. 公司目前正在完成人工虫草菌丝替代天然冬虫夏草生产新复方鳖甲软肝片的药学研究和药理毒理研究工作, 目前已经进入临床试验阶段, 完成后有望降低该药制造成本, 由于临床试验尚需要较长时间, 因此暂不考虑复方鳖甲软肝片的成本变动可能, 假设毛利率基本维持稳定。
5. 募投资金新建产能建设之前, 公司主要产品复方鳖甲软肝片已经产能利用率超过 100% 并挤占了壳脂胶囊的产能。假设壳脂胶囊的生产和销售未来三年仍然在较低水平上维持, 销售收入没有明显变化。
6. 暂不考虑公司有其他新药推出。
7. 由于公司的销售模式为学术营销, 客户群较为稳定, 考虑到学术推广费用在销售费用中占比较大, 未来销售费用率有逐步下降的趋势; 而收益于募集资金到位公司财务费用率下降明显; 假设管理费用率基本维持不变。

根据我们的盈利预测公司 09 年实现每股收益 0.49 元 (考虑发行后摊薄因素), 初步预测 2010-2011 年公司全面摊薄 EPS 分别为: 0.82 元、1.05 元, 由于公司走中西医结合道路, 专注于肝纤维化治疗领域这一细分行业, 将国外的成熟设备引入国内, 并且将其使用领域扩展更新并与中药治疗评估结合在一起, 理念独特。按照 10 年 40 倍的市盈率, 我们认为公司的合理价格在 32 元左右。

表 3 公司主要产品的预测

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
复方鳖甲软肝片							
销售收入 (百万元)	103.91	114.67	127.37	171.95	223.53	286.12	360.00
增长率 (%)		10.36	11.07	35.00	30.00	28.00	26.00
毛利率 (%)	77.47	72.10	67.30	73.00	72.50	72.50	72.50
FTSM							
销售收入 (百万元)					10.00	50.00	100.00
增长率 (%)						400.00	100.00
毛利率 (%)					45.00	45.00	45.00

资料来源: 海通证券研究所

6. 风险提示:

产品结构过于单一的风险。公司主要产品为复方鳖甲软肝片, 该产品 06-09 年的收入分别占到公司合并销售收入的 87.79%、93.66%、92.85% 和 96.12%, 呈现明显的逐年提升的趋势, 因此业务结构相对单一, 该产品的销售收入将直接影响公司的收入水平。

产品降价风险。公司主导产品复方鳖甲软肝片属于国家基本医疗保障用药范畴, 未来如果国家价格主管机关对于软肝片制定的指导价格低于目前最高零售价, 公司产品销售价格将面临降价的风险。

成本上升风险。冬虫夏草在公司产品中占成本的 75% 左右, 公司对冬虫夏草的需求量较大, 且冬虫夏草的保质期为 3 年左右, 虽然公司已经采购了大量的冬虫夏草, 然而冬虫夏草的价格上升仍然对于公司有较大影响。

产能扩张风险。公司生产基地技术改造项目建成后, 将新增 2.8 亿片复方鳖甲软肝片的产能, 较目前 1.2 亿片的产能增长约 3.33 倍, 公司产品未来销售规模增长受抗肝纤维化中成药市场需求增长制约, 且与市场竞争状态有关, 因此产能扩张存在一定风险。

市场份额降低风险。公司主导产品复方鳖甲软肝片上市时间已达 10 年, 进入成长期, 如果公司投入不够不采取措施进行深度市场开发, 未来存在市场份额下降的风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：科华生物、达安基因、东阿阿胶、千金药业、天士力、丽珠集团、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。