

湘财证券研究所
医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8710

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

朱毅

Tel:021-68634510-8683

E-Mail:zy2831@xcsc.com

目标价：	37.86 元
当前股价：	31.40 元
评价调整：	首次

基本信息

上证综指	3022.18
总股本	74,000,000
流通股本	15,200,000
EPS(09)	0.4651
PE(09)	67.51

相关报告

湘财证券_新股询价报告_福瑞股份(300049)：内在外在双轮驱动抗纤维化龙头腾飞，建议询价区间 28.5-31.5 元

投资要点：目标价 37.86 元，首次给予“增持”评级

2009 年公司实现营业收入 1.80 亿元，同比增长 27.41%，实现归属于上市公司股东的净利润 3442 万元，同比增长 33.32%，按照当前股本计算摊薄后每股收益为 0.47 元，业绩基本符合我们在新股报告中的预期。分配预案为每 10 股派发现金股利人民币 3 元（含税）。

q 主导产品步入加速增长阶段，高毛利率有望维持。公司营业收入的增长主要来源于主导产品软肝片的加速增长。2009 年软肝片一改 2008 年的颓势，销售额同比增长 29%，说明公司以肝纤维化无创诊断系统为依托突破抗肝纤维化市场的诊断瓶颈已初见成效。随着抗肝纤维化市场的逐步扩容，公司的软肝片已步入加速增长阶段。而且 2009 年软肝片的主要原料冬虫夏草价格回落，导致毛利率大幅攀升，公司趁机大量囤货，未来软肝片的高毛利率有望得到维持。

q 诊断服务业务扬帆起航，有望实现名利双收。2009 年公司建立了 6 个肝纤维化无创诊断中心，初步实现诊断仪器 FibroScan 的销售收入和技术服务费收入。考虑到软肝片已覆盖国内 500 多家医院，相应的肝纤维化无创诊断的需求同样十分巨大。公司计划建设覆盖超过 300 家的肝纤维化无创诊断中心网络，不仅可以获取可观的技术服务费收益，还将通过服务与医患直接沟通，打造抗肝纤维化的领军品牌，从而推动产业升级和产品销售，实现名利双收。

q 募投项目突破产能瓶颈，保证业绩可持续增长。2009 年公司实现软肝片销售 1.36 亿片，产能利用率达到了 113%。目前，软肝片募投项目在建，有望在 2010 年下半年投产，设计产能将从原有的 1.2 亿片提高至 4 亿片，从而有效突破产能瓶颈，保证业绩的可持续增长。同时，为保证软肝片生产而在 2009 年大幅减产的壳脂胶囊将重新释放产能，从而进一步增强公司的盈利能力。

q 盈利预测及投资评级

我们预测福瑞股份 2010-2011 年每股摊薄收益为 0.80 元和 1.25 元。我们看好市场扩容和品牌价值对公司业绩增长带来的双重推动作用，给予公司 2010 年 EPS 45 倍市盈率，首次给予“买入”的投资评级。6 个月目标价 37.86 元。

q 风险提示：主导产品单一的风险；FSTM 系统的技术风险；募投项目带来的营销风险；FibroScan 分销权改变的风险。

盈利预测

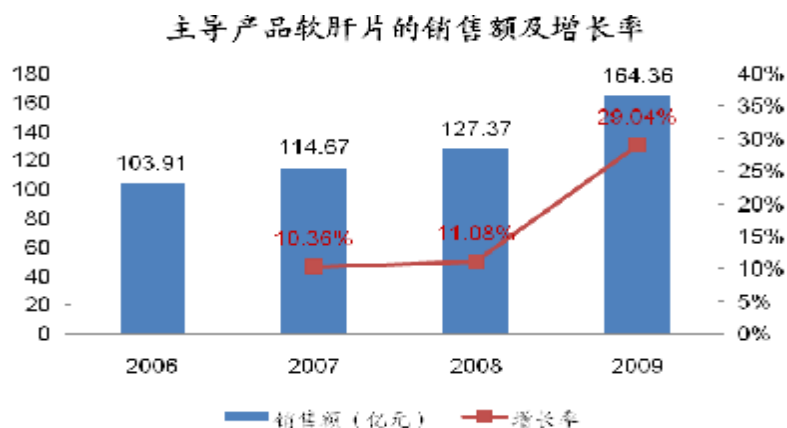
单位：百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	126.41	141.26	179.98	287.49	466.39
营业收入增长率	3.97%	11.74%	27.42%	59.74%	62.22%
归属母公司净利润	22.48	25.82	34.42	59.55	92.60
净利润增长率	-0.58%	14.86%	33.27%	73.03%	55.48%
EPS（摊薄）	0.3	0.35	0.47	0.80	1.25

数据来源：湘财证券研究所预测

主导产品步入加速增长阶段，高毛利率有望维持

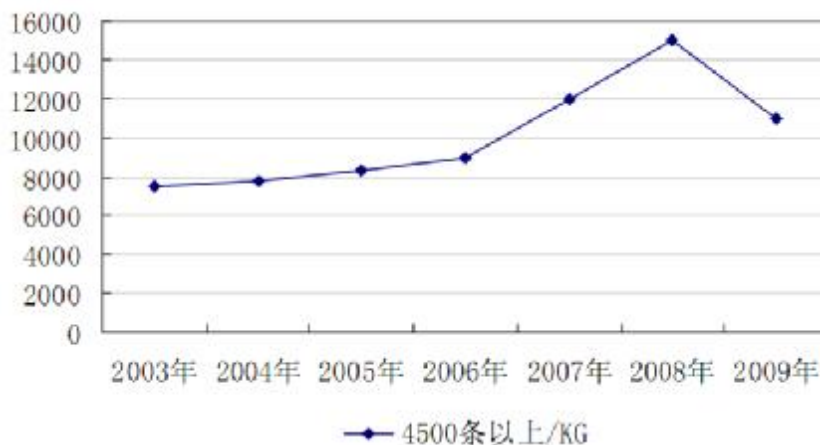
公司营业收入的增长主要来源于主导产品软肝片的加速增长。2009 年软肝片实现销售收入 1.64 亿元，一改 2008 年的颓势，销售额同比增长 29%，说明公司以肝纤维化无创诊断系统为依托突破抗肝纤维化市场的诊断瓶颈已初见成效。随着抗肝纤维化市场大扩容的到来，公司的软肝片已步入加速增长阶段。而且 2009 年软肝片主要原料冬虫夏草价格回落，软肝片毛利率提升明显，由 2008 年的 67.30% 上升至 74.71%，为此公司趁机大量囤货，基本锁定了未来两年的成本水平，软肝片的高毛利率有望得到维持。

图 1 福瑞股份主导产品软肝片增速回升



数据来源：公司年报，湘财证券研究所

图 2 2009 年冬虫夏草价格回落明显（元/公斤）



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

诊断服务业务扬帆起航，有望实现名利双收

2009 年公司建立了 6 个肝纤维化无创诊断中心，初步实现诊断仪器 FibroScan 的销售收入和技术服务费收入，为以肝纤维化在线诊断系统 FSTM 系统为核心的诊断服务业务的推广奠定的基础。随着诊断服务业务的开拓，公司不仅可以获取可观的技术服务费收益，还将通过服务与医患直接沟通，打造抗肝纤维化的领军品牌，从

而推动产业升级和产品销售，实现名利双收。

首先，FSTM 项目将带来可观收益。目前，公司已经利用 FSTM 系统在全国 6 家医院建立肝纤维化无创诊断中心，根据协议将按照医院肝纤维化诊断收入的 50%-80% 收取技术服务费。按照医院肝纤维化无创诊断 120 元/人次的收费标准，公司有望获得 60-96 元/人次的诊断服务收入。考虑到软肝片已覆盖国内 500 多家医院，相应的肝纤维化无创诊断的需求同样十分巨大，公司计划在两年内选择 60 家肝病门诊量较大的医院建立肝纤维化无创诊断中心，共配备 100 套 FSTM 系统，随后将进一步利用超募资金打造覆盖超过 300 家的肝纤维化无创诊断中心网络。按照瑞金医院无创诊断中心目前每天 50-60/人次的检查量，项目全部完成后将实现年收入在 1 亿元以上。同时，FSTM 系统的推广，将快速释放抗肝纤维化的治疗需求，促进软肝片等公司产品的销售。

其次，FSTM 项目将进一步巩固公司抗肝纤维化第一品牌的地位。公司诊断支持服务业务的基础是公司独创的无创诊断标准。公司共耗时 2 年多时间，针对 600 例肝穿刺的临床试验，筛选了肝穿刺、FibroScan 和 39 个生化指标的数据，通过肝纤维化的数据模型分析，最终选取了 FibroScan 和 5 个关键生化指标创建肝纤维化无创诊断标准。公司 600 例肝穿刺的临床试验在全球来说也是史无前例的，考虑到大规模的肝穿刺组织样本的获取存在较大难度，我们认为公司肝纤维化无创诊断标准具有较强的不可复制性。因此，随着公司无创诊断支持服务业务在全国范围内开展，众多肝纤维化患者及其医生将依赖于公司的无创诊断系统，他们对于公司作为抗肝纤维化诊疗第一品牌的认可度将大大提升，有利于公司整个诊断和药品业务的不断开拓。

募投项目突破产能瓶颈，保证业绩可持续增长

2009 年公司实现软肝片销售 1.36 亿片，产能利用率达到了 113%，面临产能的限制。目前，软肝片募投项目在建，建设期为 9 个月，将在 2010 年下半年投产，设计产能将从原有的 1.2 亿片提高至 4 亿片，届时将有效突破产能瓶颈，保证业绩的可持续增长。

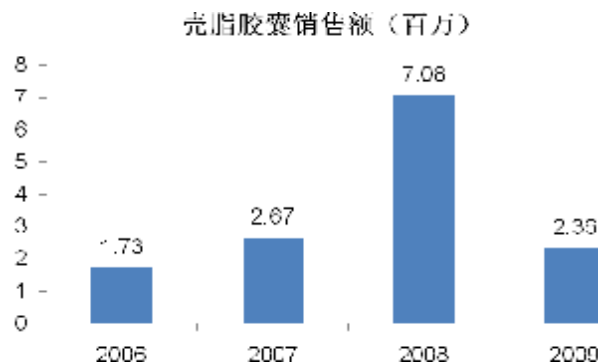
表 1 募投项目基本情况及其盈利分析

项目名称	投资额 /百万	建设期	效益预测		
			年均销售 收入/百万	年均净利润 率	投资回收期 (税后)/年
生产基地技术改造项目（软肝片）	61.29	9 个月	278.48	17.73%	2.58
肝纤维化在线诊断系统（FSTM）项目	65.00	2 年	72.00	37.50%	4.67
合计	126.29	-	350.48	-	-

数据来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

同时，为保证软肝片生产而在 2009 年大幅减产的壳脂胶囊将重新释放产能，从而进一步增强公司的盈利能力。

图 3 2009 年公司壳脂胶囊大幅减产



数据来源：公司年报，湘财证券研究所

盈利预测及投资评级

主要假设：

1. 盈利方面：

- q 核心产品软肝片有望在市场大扩容和服务型营销的双重推动下实现高速增长；
- q 软肝片价格保持稳步上升，且由于虫草成本被锁定，毛利率在 2010 年将保持稳定，随后将随虫草价格上涨而稳步下降；
- q 随着软肝片新增产能在 2010 年 10 月投产，壳脂胶囊将恢复至原有产能；
- q FSTM 系统将在两年内推广至 60 家医院 100 套系统，诊断服务收入大幅提升；

2. 费用及赋税方面：

- q 销售毛利率随着 FSTM 系统的推广而保持高位
- q 公司内控良好，管理毛利率稳步下降；
- q 财务费用率将随着募投资金的到位而有所下降，随着逐步上升；
- q 公司优惠税率到期后通过申请高新技术企业有望维持 15% 的优惠税率。

根据以上假设，我们对公司未来盈利预测如下：

表 2 分业务收入和毛利预测（百万元）

产品分类	项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
复方鳖甲软肝片	收入	114.67	127.37	164.36	217.14	301.59
	毛利率	72.10%	67.30%	74.41%	74.41%	70.00%
	毛利	82.68	85.72	122.30	161.57	211.11
壳脂胶囊	收入	2.67	7.08	2.36	9.33	28.32
	毛利率	90.81%	88.75%	89.69%	89.69%	89.69%
	毛利	2.42	6.28	2.24	8.37	25.40
FibroScan	收入	0	0	4.39	43.93	106.90
	毛利率	-	-	64.01%	64.01%	64.01%

	毛利	0	0	2.81	28.12	68.43
	收入	0	0	0.73	7.35	17.87
技术服务费	毛利率	-	-	51.79%	60.00%	65.00%
	毛利	0	0	0.38	4.41	11.62
	收入	9.06	6.80	8.12	9.75	11.70
其他	毛利率	57.53%	52.69%	50.90%	50.90%	50.90%
	毛利	5.21	3.58	4.14	4.96	5.95
营业收入		126.4	141.25	179.98	287.49	466.39
增长率		3.96%	11.75%	27.42%	59.74%	62.22%
毛利率		71.45%	67.67%	73.27%	77.29%	75.59%
毛利		90.32	95.59	131.87	207.43	322.51

数据来源：湘财证券研究所预测

表 3 盈利预测表

单位：百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	126.41	141.26	179.98	287.49	466.39
营业收入增长率	3.97%	11.74%	27.42%	59.74%	62.22%
归属母公司净利润	22.48	25.82	34.42	62.26	96.80
净利润增长率	-0.58%	14.86%	33.27%	80.90%	55.48%
EPS（摊薄）	0.3	0.35	0.47	0.84	1.31

数据来源：湘财证券研究所预测

我们预测福瑞股份 2010-2011 年每股摊薄收益为 0.80 元和 1.25 元。我们看好市场扩容和品牌价值对公司业绩增长带来的双重推动作用。我们选取 2010 年公司 EPS 作为估值基准。我们参考了福瑞股份同类中药上市公司的 2010 年预测市盈率，得到其平均值为 41.17 倍。考虑到公司的高增长性，我们给予公司一定的溢价空间，按照 2010 年业绩 45 倍的 PE 计算，首次给予公司“买入”的投资评级。6 个月目标价 37.86 元。

表 4 福瑞股份同类上市公司的市盈率情况

证券代码	证券简称	市盈率	
		TTM	2010E
002107.SZ	沃华医药	67.81	39.08
002118.SZ	紫鑫药业	52.28	42.66
300049.SZ	福瑞股份	64.30	41.46
600422.SH	昆明制药	76.36	42.23
600572.SH	康恩贝	46.94	32.66
300006.SZ	莱美药业	64.42	48.95
平均		62.02	41.17

注：采用的是 2010 年 2 月 24 日的收盘价

数据来源：Wind，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。