

拱东医疗(605369)

报告日期: 2022年08月22日

## 看好产能释放、品类升级下的增长潜力

### ——拱东医疗 2022 年中报点评

#### 投资要点

2022H1 公司在新冠疫情扰动下收入结构调整、净利润率有所下降，我们预计 2022H2 在新厂区产能释放、下游需求恢复性增长的背景下，公司非新冠业务收入占比有望提升。在公司从标品到定制、从单一耗材到多品类拓展（IVD 配套耗材、生物实验耗材、药包材等）、从国内客户到全球供应链升级的背景下，我们看好公司增长的持续性。

#### □ 财务表现：收入端较高速增长

8月22日，公司发布2022上半年度业绩公告，收入7.99亿元，同比增长38.7%，对应2022Q2收入约4.51亿元，同比增长43.6%；归母净利润2.11亿，同比增长18.9%，对应2022Q2归母净利润约1.16亿元，同比增长18.4%。我们认为，公司2022H1的收入和利润增速符合我们的预期。

#### □ 成长性分析：新冠扰动常规业务拓展，预计 2022H2 结构改善

**分业务来看：**境内直销端：2022H1收入约3.0亿元，同比增加15.5%，占总营收比约为37.5%，主要分为①医疗端业务：收入约0.4亿元，同比增长107.3%，我们认为与市场开拓加强以及病毒采样管为主的防疫产品销售明显增长有关；②IVD配套业务：收入约2.3亿元，同比增长5.3%，增速有所放缓，我们认为可能和2021Q2新冠相关的高基数和疫情影响2022H1的该IVD终端销售量等有关；③药企业务：收入约0.2亿元，同比增长18.7%，我们认为增速和下游客户放量受到疫情扰动影响（根据公司中报，“近些年该板块的主要收入主要来自于2个客户，本期其中1个客户受新冠影响特别大”），随着主要客户正常商业化放量，我们预计该业务有望明显增长。

境内经销端：2022H1收入约2.8亿元，同比增加119.1%，占总营收比约为35.0%，我们预计可能来自于医用隔离面罩、病毒采样管等防疫抗疫产品销售贡献。

境外销售：2022H1收入约2.1亿元，同比增加14.4%，占总营收比约为26.1%，主要分为OEM/ODM业务和自主品牌业务，其中OEM/ODM同比增加37.2%，自主品牌同比降低55.7%。我们认为，2022H1公司自主品牌销售额下降与疫情影响海运和国际需求有关。展望2022年后半年，我们预计①运输和终端销售改善下非新冠收入占比有望提升、②新厂区产能释放+客户拓展合作/新SKU推进下常规业务增长有望季度环比改善，我们根据公司专用设备创收情况推算，预计2022-2024年有望实现稳健持续的增长。

#### □ 盈利能力分析：毛利率有所下降，预计 2022H2 有所回升

从利润端看，2022H1毛利率为42.4%，同比下降约5.6pct；2022H1净利率为26.4%，同比下降约4.4pct。我们认为，主要受2022Q2运输成本增加及新冠相关产品销售价格下降影响。

从费用端看，2022H1研发费用约0.4亿元，研发费用率为5.1%，同比上升约0.6pct，我们认为，主要源于公司定制类业务扩大及细胞培养类耗材的开发。2022H1销售费用率为3.9%，同比下降约0.5pct；管理费用率为4.5%，同比下降约1.1pct。

我们认为，2022H1公司毛利率和净利润率受到新冠业务扰动相对较大，我们预计随着2022H2收入结构改善、产能释放下规模效应有望加强，整体净利润率有望相对稳定。

#### 投资评级：增持(维持)

分析师：孙建  
 执业证书号：S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理：毛雅婷  
 maoyating@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥131.00
总市值(百万元)	14,754.15
总股本(百万股)	112.63

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《拱东医疗深度报告：品类扩张的医疗耗材供应商》  
 2022.06.02

### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.56、4.56 和 5.86 元/股，2022 年 8 月 22 日收盘价对应公司 2022 年 PE 为 37 倍。我们认为，公司基于在模具、注塑、分子改性等领域的技术积累，从真空采血耗材向多应用领域（如 IVD、生物实验、药包材等）、从标品转向定制，逐步提升产品附加值、打开增长空间，考虑到公司在多个领域的客户基础及产品培育阶段，我们看好公司 2022-2024 年增长的持续性，维持“增持”评级。

### □ 风险提示

新产品推进速度不及预期的风险、上游原材料价格快速上涨的风险、贸易摩擦的风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1194	1491	1864	2379
(+/-) (%)	43.95%	24.83%	25.01%	27.66%
归母净利润	311	401	513	660
(+/-) (%)	37.68%	28.95%	27.97%	28.56%
每股收益(元)	2.76	3.56	4.56	5.86
P/E	47.43	36.79	28.75	22.36

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1132	1325	1799	2445
现金	718	829	1216	1742
交易性金融资产	90	90	90	90
应收账款	198	249	299	369
其它应收款	0	7	9	12
预付账款	4	6	8	10
存货	115	137	169	215
其他	7	6	7	7
<b>非流动资产</b>	558	845	965	1080
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	299	568	680	787
无形资产	81	92	94	97
在建工程	174	183	188	192
其他	4	2	3	3
<b>资产总计</b>	1690	2170	2764	3525
<b>流动负债</b>	291	344	424	524
短期借款	0	0	0	0
应付款项	143	161	199	253
预收账款	54	67	84	107
其他	94	116	140	164
<b>非流动负债</b>	11	6	7	8
长期借款	0	0	0	0
其他	11	6	7	8
<b>负债合计</b>	302	350	431	532
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1388	1820	2333	2993
<b>负债和股东权益</b>	1690	2170	2764	3525

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1194	1491	1864	2379
营业成本	665	807	997	1264
营业税金及附加	8	7	9	12
营业费用	57	75	93	119
管理费用	63	75	93	119
研发费用	58	67	84	107
财务费用	(10)	(8)	(10)	(15)
资产减值损失	10	12	15	20
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	5	3	3	3
其他经营收益	11	6	9	7
<b>营业利润</b>	360	465	594	764
营业外收支	1	0	1	0
<b>利润总额</b>	361	465	595	764
所得税	50	64	81	105
<b>净利润</b>	311	401	513	660
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	311	401	513	660
EBITDA	375	481	619	791
EPS (最新摊薄)	2.76	3.56	4.56	5.86

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	43.95%	24.83%	25.01%	27.66%
营业利润	36.64%	29.15%	27.87%	28.62%
归属母公司净利润	37.68%	28.95%	27.97%	28.56%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.36%	45.88%	46.52%	46.86%
净利率	26.04%	26.90%	27.53%	27.73%
ROE	23.96%	25.00%	24.71%	24.77%
ROIC	21.94%	21.67%	21.61%	21.61%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.86%	16.13%	15.58%	15.09%
净负债比率	0.19%	0.06%	0.06%	0.06%
流动比率	3.89	3.85	4.25	4.67
速动比率	3.49	3.45	3.85	4.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.78	0.77	0.76	0.76
应收账款周转率	6.85	6.62	6.54	6.60
应付账款周转率	6.22	5.29	5.53	5.59
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.76	3.56	4.56	5.86
每股经营现金	3.31	3.40	4.68	5.89
每股净资产	12.33	16.16	20.72	26.58
<b>估值比率</b>				
P/E	47.43	36.79	28.75	22.36
P/B	10.63	8.11	6.32	4.93
EV/EBITDA	40.87	28.73	21.73	16.34

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	373	383	527	663
净利润	311	401	513	660
折旧摊销	22	24	34	41
财务费用	(10)	(8)	(10)	(15)
投资损失	(5)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	85	(19)	10	6
其它	(29)	(13)	(17)	(25)
<b>投资活动现金流</b>	(317)	(311)	(150)	(152)
资本支出	(229)	(300)	(150)	(150)
长期投资	0	0	0	0
其他	(88)	(11)	(0)	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	(113)	38	10	15
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(113)	38	10	15
<b>现金净增加额</b>	(57)	110	387	526

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>