

收入快速增长, 打造四大领域一体化供应平台

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年实现收入 54.7 亿元 (+30.5%), 归母净利润 8.5 亿元 (+2.3%), 扣非归母净利润 7.8 亿元 (+2.6%); 2023Q1 实现收入 14.2 亿元 (+15%), 归母净利润 2.3 亿元 (+9.3%), 扣非归母净利润 2.3 亿元 (+13.9%)。
- **收入端快速增长, 毛利率短期承压。** 2022 年公司注射剂单机及系统实现收入 22.7 亿元 (+64.2%), 生物工程单机及系统实现收入 11.2 亿元 (+23.9%), 净化设备与工程实现收入 5.9 亿元 (+6.8%), 医疗装备与耗材实现收入 3.6 亿元 (-28%), 食品工程设备实现收入 2.8 亿元 (+40.4%), 检查包装单机及系统实现收入 2.6 亿元 (+37.3%)。海外业务实现收入 10.5 亿元, 收入占比为 19.2% (-5.6pp)。2022 年公司毛利率为 39.1%, 同比-7.1pp, 2023Q1 毛利率为 38.5%, 同比-1.8pp。毛利率下降主要与公司海外收入占比有所降低以及生物工程板块毛利率变化等因素有关。费用率方面, 2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 4.7%、8.6%、6.1%, 分别同比+0.1pp、-0.3pp、-0.7pp。全年归母净利率 15.5%, 同比-4.2pp。预计随着海外市场以及生物药客户的采购需求恢复增长, 公司利润率有望企稳回升。
- **持续扩充产品品类, 打造平台型一体化供应商。** 公司业务覆盖生物工艺、制剂、工程整体解决方案、食品工程四大板块。面对行业发展机遇, 公司提出“M+E+C(AI)”策略, 旨在为客户提供设备+耗材+工程一体化的智能解决方案, 提供量身定制的一站式服务, 打造平台型一体化供应商。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 10.7 亿元、13.1 亿元、15.8 亿元, 对应动态 PE 分别为 16 倍、13 倍、11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游客户需求不达预期的风险; 行业竞争加剧的风险; 公司新产品研发不达预期的风险。

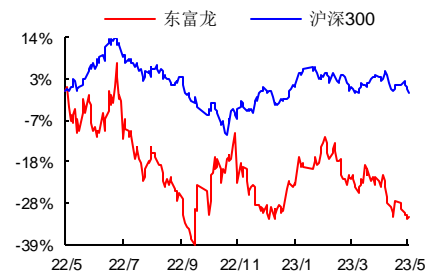
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5469.43	6675.65	8028.91	9654.73
增长率	30.46%	22.05%	20.27%	20.25%
归属母公司净利润(百万元)	846.57	1067.27	1308.34	1582.08
增长率	2.27%	26.07%	22.59%	20.92%
每股收益EPS(元)	1.12	1.41	1.73	2.09
净资产收益率ROE	11.81%	13.24%	14.42%	15.39%
PE	21	16	13	11
PB	2.29	2.09	1.86	1.64

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.56
流通 A 股(亿股)	4.34
52 周内股价区间(元)	20.85-36.69
总市值(亿元)	175.43
总资产(亿元)	101.46
每股净资产(元)	7.27

相关研究

1. 东富龙(300171): 疫后业务逐步复苏, 看好全年业绩增长 (2022-10-30)
2. 东富龙(300171): 疫情影响逐步消除, 上半年业绩略超预期 (2022-08-30)

盈利预测与估值

关键假设

假设 1: 假设公司注射剂单机及系统 2023-2025 年销售收入分别同比增长 19%、18%、17%，毛利率保持稳定；

假设 2: 假设公司生物工程单机及系统 2023-2025 年销售收入分别同比增长 25%、25%、30%；

假设 3: 一次性袋 2022 年客户需求有所波动, 假设其销量 2023-2025 年分别增长 175%、40%、15%，CGT 设备销售收入分别同比增长 30%、30%、30%。

表 1: 东富龙收入及毛利分析

单位 (亿元)		2022	2023E	2024E	2025E
注射剂单机及系统	收入	22.7	27	31.9	37.3
	增速	64.2%	19%	18%	17%
	毛利率	43.2%	43%	43%	43%
生物工程单机及系统	收入	11.2	14	17.6	22.8
	增速	23.8%	25%	25%	30%
	毛利率	35.2%	50%	52%	52%
医疗器械	收入	3.6	5.5	7.2	8.9
	增速	-27.9%	51.8%	31.3%	23.7%
	毛利率	59.8%	70%	72%	73%
净化工程与设备	收入	5.9	7.1	8.4	9.8
	增速	6.6%	20%	18%	16%
	毛利率	16%	17%	17%	17%
检查包装单机及系统	收入	2.6	3.2	3.8	4.5
	增速	37%	20%	20%	20%
	毛利率	54.6%	55%	55%	55%
食品设备	收入	2.8	3.4	4	4.8
	增速	40.4%	20%	20%	20%
	毛利率	24.3%	43%	43%	43%
其他业务汇总	收入	6.3	7.2	8.3	9.5
	增速	33%	14.3%	14.4%	15%
	毛利率	36%	34%	34%	34%
合计	收入	54.7	66.8	80.3	96.5
	增速	30.5%	22.1%	20.3%	20.3%
	毛利率	39.1%	40.8%	41.8%	42.2%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2023-2025 年归母净利润分别为 10.7 亿元、13.1 亿元、15.8 亿元，对应动态 PE 分别为 16 倍、13 倍、11 倍。

综合考虑业务范围，选取了制药装备行业 3 家上市公司作为估值参考，其中东富龙、楚天科技为行业龙头，制药装备业务收入体量国内领先；新华医疗、泰林生物制药装备收入体量较小。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	23E	24E	21A	22E	22A	23E
300358.SZ	楚天科技	87	15	0.99	1.24	1.52	1.83	15	12	10	8
600587.SH	新华医疗	153	33	1.22	1.54	1.92	2.30	27	21	17	14
300831.SZ	泰林生物	42	13	0.96	0.93	1.27	1.63	14	14	10	8
平均值								19	16	12	10
300171.SZ	东富龙	175	23	1.12	1.41	1.73	2.09	21	16	13	11

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 16 倍，行业平均值为 16 倍，与行业平均估值水平相同。东富龙产品结构更为丰富，生物制药业务占比较高，海外市场拓展历史较长，因此我们看好公司的长期业绩增长，给予 2023 年 20 倍估值，对应目标价 28.20 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5469.43	6675.65	8028.91	9654.73	净利润	903.04	1107.12	1355.79	1639.46
营业成本	3333.81	3951.99	4712.17	5611.33	折旧与摊销	68.63	119.88	119.88	119.88
营业税金及附加	32.42	30.04	36.13	43.45	财务费用	-52.70	13.35	16.06	19.31
销售费用	258.82	280.38	345.24	424.81	资产减值损失	-67.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	471.26	1201.62	1445.20	1766.81	经营营运资本变动	-1350.90	1194.29	-86.77	-244.02
财务费用	-52.70	13.35	16.06	19.31	其他	746.92	-81.76	126.07	68.59
资产减值损失	-67.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	247.15	2352.87	1531.02	1603.21
投资收益	8.70	5.00	5.00	5.00	资本支出	-700.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	22.93	22.93	22.93	22.93	其他	593.37	27.93	27.93	27.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-106.70	27.93	27.93	27.93
营业利润	999.23	1226.21	1502.03	1816.95	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.18	2.75	2.95	2.92	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1002.41	1228.96	1504.99	1819.87	股权融资	2466.95	1.05	0.00	0.00
所得税	99.37	121.83	149.20	180.41	支付股利	-245.05	-250.61	-315.95	-387.32
净利润	903.04	1107.12	1355.79	1639.46	其他	-127.48	-156.85	-16.06	-19.31
少数股东损益	56.47	39.86	47.45	57.38	筹资活动现金流净额	2094.42	-406.41	-332.01	-406.62
归属母公司股东净利润	846.57	1067.27	1308.34	1582.08	现金流量净额	2255.45	1974.39	1226.94	1224.51
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4710.07	6684.46	7911.40	9135.91	成长能力				
应收和预付款项	1518.24	1800.75	2144.10	2606.33	销售收入增长率	30.46%	22.05%	20.27%	20.25%
存货	3899.31	4828.98	5757.54	6931.86	营业利润增长率	-1.69%	22.71%	22.49%	20.97%
其他流动资产	1136.67	828.75	939.45	1072.43	净利润增长率	1.90%	22.60%	22.46%	20.92%
长期股权投资	145.69	145.69	145.69	145.69	EBITDA 增长率	-3.62%	33.91%	20.49%	19.42%
投资性房地产	18.00	18.00	18.00	18.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1112.48	1003.71	894.95	786.18	毛利率	39.05%	40.80%	41.31%	41.88%
无形资产和开发支出	429.20	421.58	413.95	406.32	三费率	12.38%	22.40%	22.50%	22.90%
其他非流动资产	407.29	403.81	400.33	396.84	净利率	16.51%	16.58%	16.89%	16.98%
资产总计	13376.96	16135.74	18625.41	21499.57	ROE	11.81%	13.24%	14.42%	15.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.75%	6.86%	7.28%	7.63%
应付和预收款项	1186.91	7300.47	8685.63	10231.16	ROIC	51.63%	53.22%	90.81%	104.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.56%	20.36%	20.40%	20.26%
其他负债	4546.03	472.92	537.59	614.08	营运能力				
负债合计	5732.94	7773.39	9223.21	10845.24	总资产周转率	0.47	0.45	0.46	0.48
股本	755.42	755.52	755.52	755.52	固定资产周转率	9.32	8.70	12.20	17.57
资本公积	3472.69	3473.63	3473.63	3473.63	应收账款周转率	4.11	3.85	3.92	3.89
留存收益	3075.23	3891.88	4884.27	6079.03	存货周转率	0.91	0.89	0.88	0.88
归属母公司股东权益	7442.56	8121.04	9113.43	10308.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.06%	—	—	—
少数股东权益	201.46	241.31	288.77	346.15	资本结构				
股东权益合计	7644.02	8362.35	9402.19	10654.34	资产负债率	42.86%	48.17%	49.52%	50.44%
负债和股东权益合计	13376.96	16135.74	18625.41	21499.57	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.01	1.85	1.84	1.84
					速动比率	1.32	1.22	1.21	1.20
					股利支付率	28.95%	23.48%	24.15%	24.48%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1015.16	1359.43	1637.97	1956.13	每股收益	1.12	1.41	1.73	2.09
PE	20.64	16.37	13.36	11.05	每股净资产	10.12	11.07	12.44	14.10
PB	2.29	2.09	1.86	1.64	每股经营现金	0.33	3.11	2.03	2.12
PS	3.20	2.62	2.18	1.81	每股股利	0.32	0.33	0.42	0.51
EV/EBITDA	11.88	7.42	5.41	3.90					
股息率	1.40%	1.43%	1.81%	2.22%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn