

东富龙 (300171.SZ) --22 年报及 23 年一季报点评

营收保持稳定增长，注射剂业务优势持续

买入

核心观点

营收增长稳健，利润端增速慢于收入端。2022 年公司实现营收 54.69 亿元 (+30.46%)，归母净利润 8.47 亿元 (+2.27%)，扣非归母净利润 7.80 亿元 (+2.56%)；2022Q4 营收 16.52 亿元 (+26.12%)，归母净利润 2.42 亿元 (-10.20%)，扣非归母净利润 2.13 亿元 (-14.56%)；2023Q1 营收 14.23 亿元 (+14.99%)，归母净利润 2.31 亿元 (+9.26%)，扣非归母净利润 2.25 亿元 (+13.85%)。2022 年及 2023Q1 公司营收实现较好增长，利润端增速慢于收入端。

毛利率、净利率有所下滑。公司 2022 年及 2023Q1 毛利率为 39.05% (-7.06pp)、38.45% (-1.83pp)，净利率为 15.48% (-4.27pp)、16.24% (-0.85pp)，利润端承压，主要系：1) 国际供应链紧张，原材料价格上涨；2) 公司在研发、管理、销售、制造、服务各环节同步进行人员补强和储备，用工成本及各类费用相应增加；3) 受外部环境影响，海外产品交付有延迟，高毛利的国际业务占比下滑拉低整体毛利率。

核心业务注射剂单机及系统表现亮眼。2022 年除医疗装备与耗材营收下滑，其余 8 大业务营收均实现增长，其中注射剂单机及系统表现亮眼，实现收入 22.68 亿元，同比增长 64.19%，营收占比超四成，作为公司的核心优势业务，有望带动前端生物工程板块客户的拓展，并为公司进军国际市场提供具备竞争力的产品。

短期海外业务占比下滑，长期国际化步履不停。2022 年公司海外业务营收 10.49 亿元 (+0.93%)，占总营收 19.18% (-5.61pp)，受外部环境影响，海外业务交付有所延迟，营收占比有所下滑。公司坚定推进国际化战略，自 1999 年开始产品海外出口，并陆续设立海外子公司加强本土化营销及服务，海外客户数量和覆盖地区逐步扩大，长期来看，国际业务占比有望不断提升，并带动公司毛利率稳步向好。

风险提示：疫情反复，新增订单不及预期，供应链风险，研发失败风险

投资建议：注射剂板块表现亮眼，国际化战略持续推进，维持“买入”。

公司营收实现良好增长，利润端增速放缓，考虑成本端压力，下调 2023/2024 年盈利预测、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 10.61/13.47/16.93 亿元，同比增速 25.36%/26.95%/25.63%，当前股价对应 PE =17/14/11x。随着外部环境趋稳，国际化战略持续深化，有望带动公司稳步向好发展，维持“买入”。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,192 | 5,469 | 6,684 | 8,185 | 9,992 |
| (+/-%) | 54.8% | 30.5% | 22.2% | 22.5% | 22.1% |
| 净利润(百万元) | 828 | 847 | 1061 | 1347 | 1693 |
| (+/-%) | 78.6% | 2.3% | 25.4% | 27.0% | 25.6% |
| 每股收益(元) | 1.32 | 1.12 | 1.40 | 1.78 | 2.24 |
| EBIT Margin | 25.4% | 19.0% | 19.6% | 20.1% | 20.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 19.2% | 11.4% | 12.9% | 14.5% | 16.1% |
| 市盈率 (PE) | 18.1 | 21.3 | 17.0 | 13.4 | 10.7 |
| EV/EBITDA | 18.3 | 21.6 | 18.7 | 15.4 | 13.1 |
| 市净率 (PB) | 3.47 | 2.42 | 2.19 | 1.95 | 1.72 |

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 医疗器械

证券分析师：张佳博

证券分析师：陈益凌

021-60933167

zhangjiabo@guosen.com.cn chenyingling@guosen.com.cn

S0980523050001

S0980519010002

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

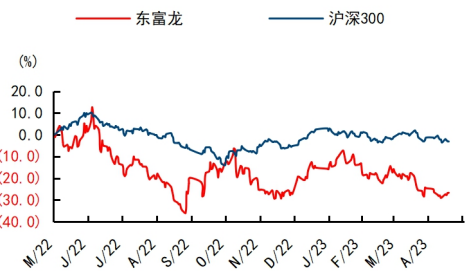
pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 23.89 元 |
| 总市值/流通市值 | 18049/10376 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 37.88/20.83 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 125.37 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

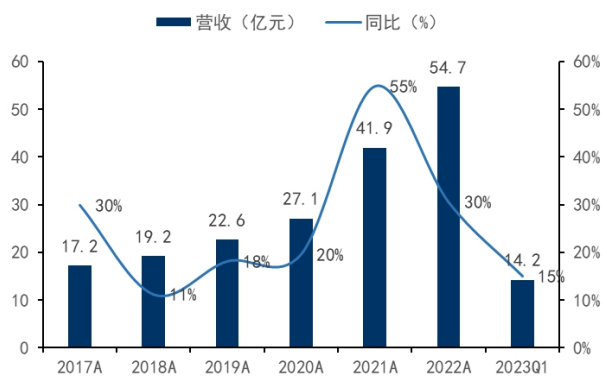
《东富龙 (300171.SZ) --2022 年三季报点评-单三季度营收同比增长 29.6%，持续推进国际化&多元化布局》——2022-11-02
《东富龙 (300171.SZ) -业绩稳健，国际化布局成效显著》——2022-09-08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

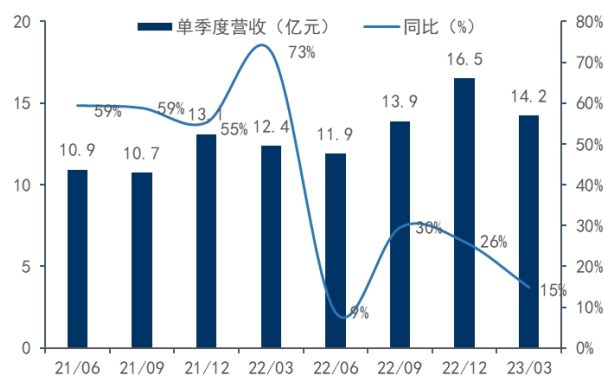
营收增长稳健，利润端增速慢于收入端。2022 年公司实现营收 54.69 亿元 (+30.46%)，归母净利润 8.47 亿元 (+2.27%)，扣非归母净利润 7.80 亿元 (+2.56%)；2022Q4 营收 16.52 亿元 (+26.12%)，归母净利润 2.42 亿元 (-10.20%)，扣非归母净利润 2.13 亿元 (-14.56%)；2023Q1 营收 14.23 亿元 (+14.99%)，归母净利润 2.31 亿元 (+9.26%)，扣非归母净利润 2.25 亿元 (+13.85%)。2022 年及 2023Q1 公司营收实现较好增长，利润端增速慢于收入端。

图1：东富龙营业收入及增速（单位：亿元、%）



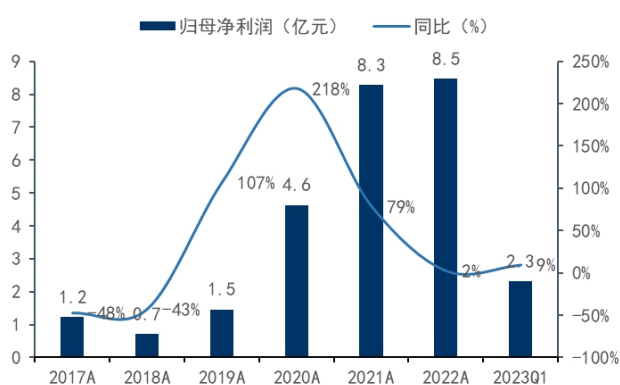
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东富龙单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



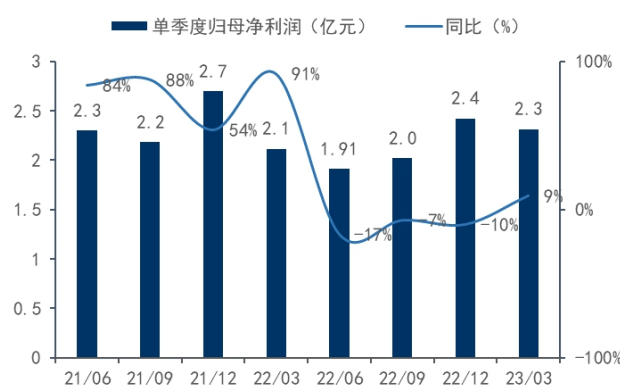
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东富龙归母净利润及增速（单位：亿元、%）



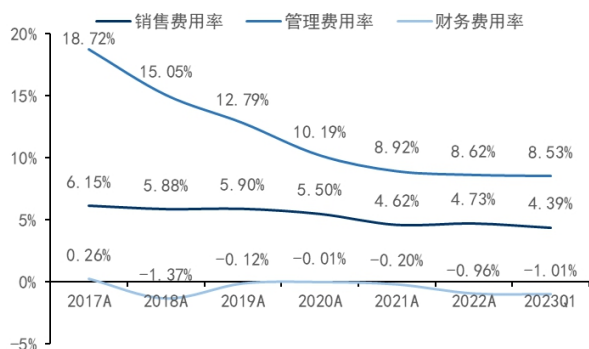
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：东富龙单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

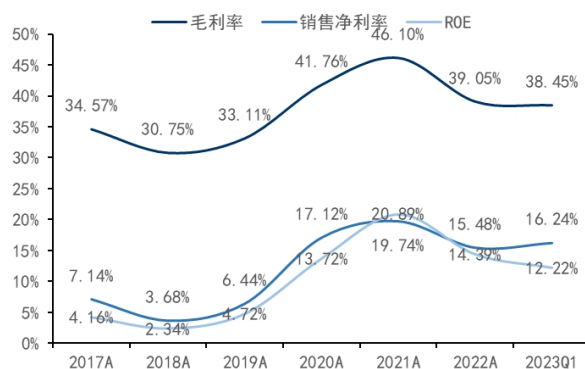


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率、净利率有所下滑。公司 2022 年及 2023Q1 毛利率为 39.05% (-7.06pp)、38.45% (-1.83pp)，净利率为 15.48% (-4.27pp)、16.24% (-0.85pp)，利润端承压，主要系：1) 国际供应链紧张，原材料价格上涨；2) 公司在研发、管理、销售、制造、服务各环节同步进行人员补强和储备，用工成本及各类费用相应增加；3) 受外部环境影响，海外产品交付有延迟，高毛利的国际业务占比下滑拉低整体毛利率。

图5: 东富龙三费情况 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 东富龙利润率情况 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

核心业务注射剂单机及系统表现亮眼。2022 年公司各业务营收分别为: 注射剂单机及系统 22.68 亿元 (+64.19%), 生物工程单机及系统 11.23 亿元 (+23.85%), 净化工程及设备 5.94 亿元 (+6.78%), 医疗装备与耗材 3.60 亿元 (-27.98%), 检查包装单机及系统 2.63 亿元 (+37.25%), 售后服务与配件 2.38 亿元 (+38.69%), 原料药单机及系统 2.10 亿元 (+22.99%), 食品工程设备 2.80 亿元 (+40.43%), 口服固体单机及系统 1.30 亿元 (+17.17%)。除医疗装备与耗材营收下滑, 其余 8 大业务营收均实现增长, 其中注射剂单机及系统营收增速亮眼, 占比超四成, 作为公司的核心优势业务, 有望带动前端生物工程板块客户的拓展, 并为公司进军国际市场提供具备竞争力的产品。

表 1: 东富龙 2022 年各业务营收及毛利率情况

| | 营收(亿元) | 营收同比 | 营收占比 | 毛利率 |
|-----------|--------|---------|---------|--------|
| 注射剂单机及系统 | 22.68 | 64.19% | 41.47% | 43.22% |
| 生物工程单机及系统 | 11.23 | 23.85% | 20.53% | 35.15% |
| 净化工程及设备 | 5.94 | 6.78% | 10.87% | 15.99% |
| 医疗装备与耗材 | 3.60 | -27.98% | 6.58% | 59.76% |
| 检查包装单机及系统 | 2.63 | 37.25% | 4.82% | 54.63% |
| 售后服务与配件 | 2.38 | 38.69% | 4.35% | 54.59% |
| 原料药单机及系统 | 2.10 | 22.99% | 3.83% | 27.01% |
| 食品工程设备 | 2.80 | 40.43% | 5.13% | 24.33% |
| 口服固体单机及系统 | 1.30 | 17.17% | 2.37% | 39.38% |
| 其他业务 | 0.03 | -17.55% | 0.06% | 28.66% |
| 总计 | 54.69 | 30.46% | 100.00% | 39.05% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

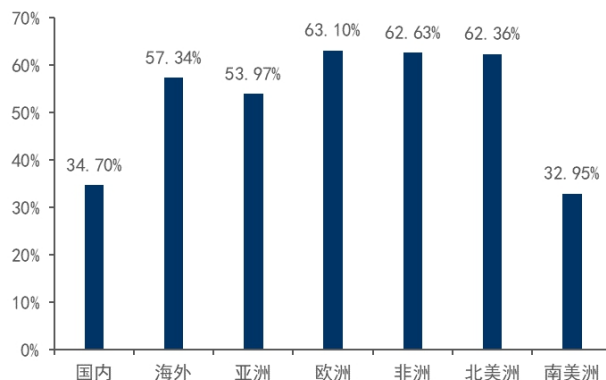
短期海外业务占比下滑, 长期国际化步履不停。2022 年公司海外业务营收 10.49 亿元 (+0.93%), 占总营收 19.18% (-5.61pp), 受外部环境影响, 海外业务交付有所延迟, 营收占比有所下滑。公司坚定推进国际化战略, 自 1999 年开始产品海外出口, 并陆续设立海外子公司加强本土化营销及服务, 海外客户数量和覆盖地区逐步扩大, 长期来看, 国际业务占比有望不断提升, 并带动公司毛利率稳步向好。

图7: 东富龙海外业务营收及占比情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 东富龙国内业务、海外各地区业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：注射剂板块表现亮眼，国际化战略持续推进，维持“买入”。公司营收实现良好增长，利润端增速放缓，考虑成本端压力，下调2023/2024年盈利预测、新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润10.61/13.47/16.93亿元，同比增速25.36%/26.95%/25.63%，当前股价对应PE=17/14/11x。随着外部环境趋稳，国际化战略持续深化，有望带动公司稳步向好发展，维持“买入”。

表2: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 2022/5/18 股价 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE 22A | PEG 23E | 投资评级 |
|-----------|------|-----------------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|------|
| | | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | | | |
| 300171.SZ | 东富龙 | 23.89 | 180 | 1.34 | 1.40 | 1.78 | 2.24 | 17.81 | 17.01 | 13.40 | 10.66 | 11.37% | 0.65 | 买入 |
| 300358.SZ | 楚天科技 | 15.07 | 87 | 0.99 | 1.19 | 1.43 | 1.66 | 14.95 | 12.70 | 10.51 | 9.09 | 13.47% | 0.67 | 买入 |
| 600587.SH | 新华医疗 | 33.79 | 158 | 1.23 | 1.54 | 1.92 | 2.30 | 17.56 | 21.96 | 17.64 | 14.72 | 9.32% | 0.51 | 无评级 |
| 300813.SZ | 泰林生物 | 28.37 | 31 | 0.96 | 0.93 | 1.27 | 1.63 | 48.48 | 30.37 | 22.39 | 17.43 | 12.31% | 1.14 | 无评级 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 新华医疗、泰林生物盈利预测为wind一致预期

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 2451 | 4710 | 8150 | 9376 | 11148 | 营业收入 | 4192 | 5469 | 6684 | 8185 | 9992 |
| 应收款项 | 904 | 1352 | 1560 | 1799 | 2059 | 营业成本 | 2260 | 3334 | 4064 | 4934 | 5986 |
| 存货净额 | 3198 | 3899 | 3800 | 3928 | 3962 | 营业税金及附加 | 17 | 32 | 30 | 33 | 40 |
| 其他流动资产 | 546 | 1020 | 1071 | 1302 | 1685 | 销售费用 | 194 | 259 | 307 | 377 | 460 |
| 流动资产合计 | 8469 | 11264 | 14864 | 16687 | 19136 | 管理费用 | 374 | 471 | 579 | 699 | 851 |
| 固定资产 | 539 | 1112 | 1627 | 2206 | 2791 | 研发费用 | 285 | 333 | 408 | 499 | 610 |
| 无形资产及其他 | 154 | 283 | 272 | 260 | 249 | 财务费用 | (8) | (53) | (26) | (43) | (63) |
| 投资性房地产 | 485 | 572 | 572 | 572 | 572 | 投资收益 | (2) | 9 | 2 | 3 | 5 |
| 长期股权投资 | 93 | 146 | 146 | 146 | 146 | 资产减值及公允价值变动 | 95 | 91 | (11) | (14) | (23) |
| 资产总计 | 9740 | 13377 | 17481 | 19871 | 22894 | 其他收入 | (432) | (526) | (434) | (542) | (648) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 6 | 4 | 500 | 300 | 200 | 营业利润 | 1016 | 999 | 1286 | 1632 | 2051 |
| 应付款项 | 911 | 940 | 2714 | 3011 | 3328 | 营业外净收支 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 4277 | 4652 | 5576 | 6734 | 8163 | 利润总额 | 1020 | 1002 | 1286 | 1632 | 2051 |
| 流动负债合计 | 5194 | 5596 | 8790 | 10046 | 11691 | 所得税费用 | 133 | 99 | 152 | 193 | 242 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 58 | 56 | 73 | 92 | 116 |
| 其他长期负债 | 67 | 137 | 187 | 237 | 287 | 归属于母公司净利润 | 828 | 847 | 1061 | 1347 | 1693 |
| 长期负债合计 | 67 | 137 | 187 | 237 | 287 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 5262 | 5733 | 8977 | 10282 | 11977 | 净利润 | 828 | 847 | 1061 | 1347 | 1693 |
| 少数股东权益 | 156 | 201 | 257 | 326 | 412 | 资产减值准备 | (34) | 138 | 141 | 98 | 115 |
| 股东权益 | 4322 | 7443 | 8247 | 9262 | 10505 | 折旧摊销 | 43 | 60 | 142 | 199 | 254 |
| 负债和股东权益总计 | 9740 | 13377 | 17481 | 19871 | 22894 | 公允价值变动损失 | (95) | (91) | 11 | 14 | 23 |
| | | | | | | 财务费用 | (8) | (53) | (26) | (43) | (63) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | 175 | (1099) | 2729 | 1006 | 1233 |
| 每股收益 | 1.32 | 1.12 | 1.40 | 1.78 | 2.24 | 其它 | 82 | (99) | (86) | (28) | (29) |
| 每股红利 | 0.25 | 0.35 | 0.34 | 0.44 | 0.60 | 经营活动现金流 | 999 | (245) | 3999 | 2636 | 3288 |
| 每股净资产 | 6.88 | 9.85 | 10.92 | 12.26 | 13.90 | 资本开支 | 0 | (853) | (798) | (878) | (966) |
| ROIC | 35% | 19% | 18% | 26% | 32% | 其它投资现金流 | (38) | 1086 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 19% | 11% | 13% | 15% | 16% | 投资活动现金流 | (38) | 180 | (798) | (878) | (966) |
| 毛利率 | 46% | 39% | 39% | 40% | 40% | 权益性融资 | (28) | 2499 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 25% | 19% | 20% | 20% | 20% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 26% | 20% | 22% | 23% | 23% | 支付股利、利息 | (156) | (262) | (257) | (332) | (450) |
| 收入增长 | 55% | 30% | 22% | 22% | 22% | 其它融资现金流 | 65 | 347 | 496 | (200) | (100) |
| 净利润增长率 | 79% | 2% | 25% | 27% | 26% | 融资活动现金流 | (275) | 2323 | 239 | (532) | (550) |
| 资产负债率 | 56% | 44% | 53% | 53% | 54% | 现金净变动 | 686 | 2259 | 3440 | 1226 | 1772 |
| 股息率 | 0.9% | 1.5% | 1.4% | 1.8% | 2.5% | 货币资金的期初余额 | 1765 | 2451 | 4710 | 8150 | 9376 |
| P/E | 18.1 | 21.3 | 17.0 | 13.4 | 10.7 | 货币资金的期末余额 | 2451 | 4710 | 8150 | 9376 | 11148 |
| P/B | 3.5 | 2.4 | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 企业自由现金流 | 0 | (955) | 3226 | 1777 | 2325 |
| EV/EBITDA | 18.3 | 21.6 | 18.7 | 15.4 | 13.1 | 权益自由现金流 | 0 | (608) | 3853 | 1754 | 2441 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032