

东富龙 (300171.SZ) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2023年04月28日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 24.66

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qizq.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

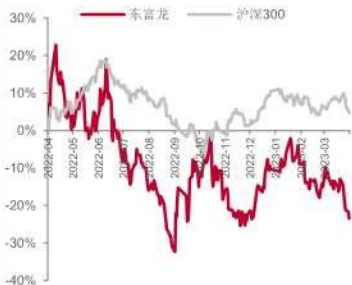
联系人: 张楠

Email: zhangnan@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	756
流通股本(百万股)	242
市价(元)	24.66
市值(百万元)	18,631
流通市值(百万元)	5,970

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 东富龙(300171)-2022Q3 点评: Q3 订单交付节奏向好, 开启新一轮产能扩张-增持 -(中泰证券_祝嘉琦_谢木青_张楠)-20221028

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4192.42	5469.43	6698.09	8248.50	10178.76
增长率 yoy%	54.83%	30.46%	22.46%	23.15%	23.40%
净利润(百万元)	827.78	846.57	1038.50	1283.89	1585.23
增长率 yoy%	78.59%	2.27%	22.67%	23.63%	23.47%
每股收益(元)	1.32	1.12	1.37	1.70	2.10
每股现金流量	3.90	6.24	7.82	7.98	8.94
净资产收益率	18%	11%	13%	14%	15%
P/E	18.72	22.00	17.94	14.51	11.75
PEG	0.24	9.69	0.79	0.61	0.50
P/B	3.59	2.50	2.31	2.07	1.83

备注: 数据截止 2023.4.27

投资要点

- **事件: 2023年4月26日, 公司发布2022年报和2023一季报。2022年公司实现营业收入54.69亿元, 同比增长30.46%; 归母净利润8.47亿元, 同比增长2.27%; 扣非净利润7.80亿元, 同比增长2.56%。2023Q1实现营业收入14.23亿元, 同比增长14.99%; 归母净利润2.31亿元, 同比增长9.26%; 扣非净利润2.25亿元, 同比增长13.85%。**
- **非新冠业务实现高增, 看好全年订单恢复。**22年收入实现高增, 由于原材料价格上升、高毛利的海外业务减少导致毛利率下滑, 利润增速慢于收入增速。分季度来看, 22Q4实现营收16.52亿元(+26.12%)、归母净利润2.42亿元(-10.20%)。2023Q1实现营业收入14.23亿元(+14.99%)、归母净利润2.31亿元(+9.26%)、扣非净利润2.25亿元(+13.85%), 由于去年同期包含部分高毛利的新冠业务, 剔除新冠业务后, 我们预计常规业务收入利润将实现高增。
- **三费率有所下滑, 合同负债保持高增。**22年公司销售费用2.59亿元(+33.54%), 销售费率4.73%(+0.11pp), 销售人员增加、市场推广增加所致。管理费用4.71亿元(+26.07%), 管理费率8.62%(-0.30pp), 费率保持稳定。研发费用3.33亿元(+16.99%), 研发费率6.09%(-0.70pp)。财务费用-0.53亿元(-111.68%), 财务费率-0.96%(-0.76pp), 利息收入增加。2022年公司存货余额38.99亿元(+21.94%), 占资产比重29.15%(-3.68pp)。应收账款及票据13.13亿元(+46.75%), 占收入比重24.00%(+2.66pp)。2022年公司合同负债41.21亿元(+10.48%), 保持高增长趋势; 固定资产8.21亿元(+132.78%)。
- **扩产优势设备, 积极开拓海外。**22年10月公司定增获批, 积极扩产后端优势装备冻干机等设备产能, 同时切入CGT、耗材等新兴业务, 进一步奠定产业化基础。22年公司海外收入占比19.18%(-5.61pp), 22Q2开始疫情封控、22Q4放开后大规模感染等导致海外订单签订、交付执行等延迟或暂缓, 海外占比有所下滑, 但中长期来看, 公司积极开拓全球尤其是欧美高端市场, 进一步打开市场空间。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计2023-2025年公司营业收入为66.98、82.49、101.79亿元(2023-24年调整前值为69.36、86.34亿元), 同比增长22.46%、23.15%、23.40%; 归母净利润分别为10.21、12.40、15.38亿元(2023-24年调整前值为13.12、16.48亿元), 同比增长22.67%、23.63%、23.47%。考虑到公司是少有的装备耗材一体化龙头, 国产替代空间广阔, 叠加海外业务进一步打开市场空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品放量不及预期, 产品出口不及预期, 产能扩张不及预期, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险, 行业规模测算偏差风险。

内容目录

22 年收入高增，23Q1 维持良好趋势.....	- 3 -
非新冠业务实现高增，看好全年订单恢复.....	- 3 -
三费费率有所下滑，合同负债保持高增.....	- 4 -
扩产优势设备，积极开拓海外.....	- 6 -
风险提示.....	- 6 -

图表目录

图表 1: 东富龙主要财务指标变化 (单位: 百万元, %)	- 3 -
图表 2: 东富龙分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %)	- 3 -
图表 3: 东富龙分季度收入情况 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 4: 东富龙分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 5: 东富龙盈利水平 (单位: %)	- 5 -
图表 6: 东富龙期间费用率情况 (单位: %)	- 5 -
图表 7: 东富龙存货占资产比重 (单位: %)	- 5 -
图表 8: 东富龙应收账款及票据情况 (单位: %)	- 5 -
图表 9: 东富龙合同负债/预收账款情况 (单位: 百万元, %)	- 5 -
图表 10: 东富龙固定资产情况 (单位: 百万元, %)	- 5 -
图表 9: 东富龙分业务收入情况 (单位: 百万元)	- 6 -
图表 10: 东富龙分地区收入情况 (单位: 百万元)	- 6 -
图表 16: 东富龙财务模型预测	- 7 -

22 年收入高增，23Q1 维持良好趋势

非新冠业务实现高增，看好全年订单恢复

- 2022 年公司实现营业收入 54.69 亿元，同比增长 30.46%；归母净利润 8.47 亿元，同比增长 2.27%；扣非净利润 7.80 亿元，同比增长 2.56%。
- 分季度来看，22Q4 实现营收 16.52 亿元 (+26.12%)、归母净利润 2.42 亿元 (-10.20%)，高毛利板块销售占比降低导致业务整体毛利率下滑明显，利润出现下滑。

2023Q1 实现营业收入 14.23 亿元，同比增长 14.99%；归母净利润 2.31 亿元，同比增长 9.26%；扣非净利润 2.25 亿元，同比增长 13.85%。由于去年同期包含部分高毛利的新冠业务，剔除新冠业务后，我们预计常规业务收入利润将实现高增。

图表 1：东富龙主要财务指标变化（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：东富龙分季度财务指标变化（单位：百万元，%）

项目	2019-3Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	543.94	503.39	685.53	675.29	843.48	716.61	1,093.11	1,072.57	1,310.13	1,237.35	1,189.60	1,390.09	1,652.39	1,422.86
营收同比增长	-34.96%	-28.68%	-19.77%	24.15%	6.20%	42.36%	59.45%	58.83%	55.32%	72.67%	8.83%	29.60%	26.12%	14.99%
营收环比增长	-36.34%	-36.62%	36.18%	-1.49%	24.91%	-15.04%	52.54%	-1.88%	22.15%	-5.56%	-3.86%	16.85%	18.87%	-13.89%
营业成本	390.93	323.07	428.99	408.60	416.35	404.10	589.08	575.90	690.53	738.96	664.43	865.00	1,065.42	875.77
毛利率	28%	36%	37%	39%	51%	44%	46%	46%	47%	40%	44%	38%	36%	38%
销售费用	35.64	36.33	29.45	33.39	49.62	34.44	48.35	46.04	64.97	49.97	59.50	62.61	86.74	62.45
管理费用	70.09	65.96	57.90	69.02	83.06	85.98	86.38	112.99	88.47	105.02	109.05	145.22	111.97	121.41
研发费用	20.66	31.30	33.24	30.59	61.01	39.11	59.84	67.34	118.21	83.58	67.82	81.02	100.43	79.33
财务费用	-1.73	0.14	-3.17	2.13	0.52	2.61	-5.40	0.10	-5.80	-1.43	13.15	-13.98	-50.44	-14.30
营业利润	30.07	53.82	157.47	141.09	196.44	142.43	301.59	272.28	300.15	252.46	234.94	236.72	275.11	274.41
利润总额	29.13	53.59	156.70	140.96	198.32	143.06	303.94	272.25	300.30	252.90	234.70	237.57	277.24	274.33
所得税	6.19	10.07	15.76	22.34	20.00	21.40	42.94	47.12	21.94	31.58	29.45	27.10	11.24	30.99
归母净利润	22.40	47.15	124.94	116.10	175.31	110.46	229.82	217.90	269.60	211.46	191.19	201.81	242.11	231.05
归母净利润同比增长	-85.67%	-64.14%	-22.95%	418.30%	105.79%	134.27%	83.94%	87.68%	53.78%	91.44%	-16.81%	-7.38%	-10.20%	9.26%
归母净利率	4%	9%	18%	17.19%	21%	15%	21%	20%	21%	17%	16%	15%	15%	16%
扣非归母净利润	10.59	28.16	107.66	102.98	157.15	101.03	205.11	204.46	249.61	197.80	173.49	195.07	213.28	225.20
扣非归母净利润同比	-93.24%	-78.48%	-33.58%	872.43%	156.07%	258.77%	90.52%	98.54%	58.84%	95.78%	-15.42%	-4.59%	-14.56%	13.85%

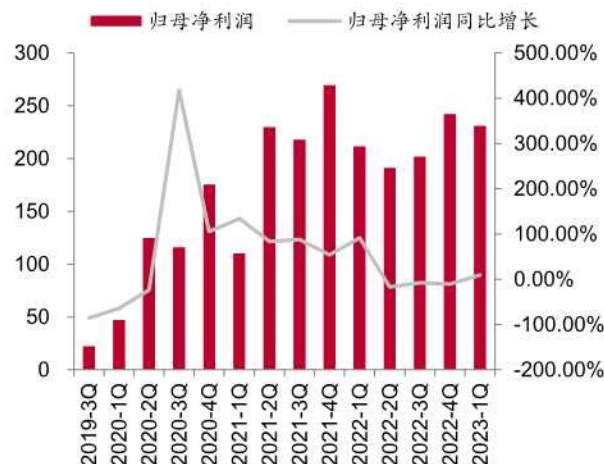
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 东富龙分季度收入情况 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

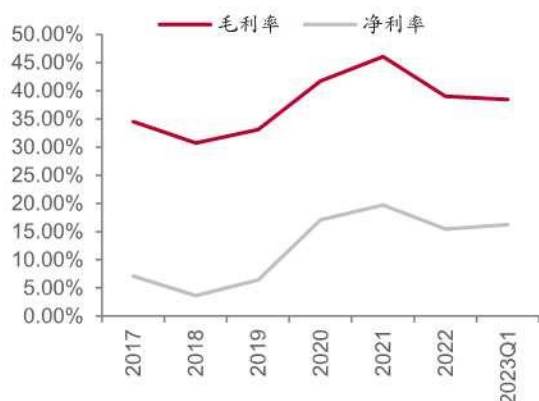
图表 4: 东富龙分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %)



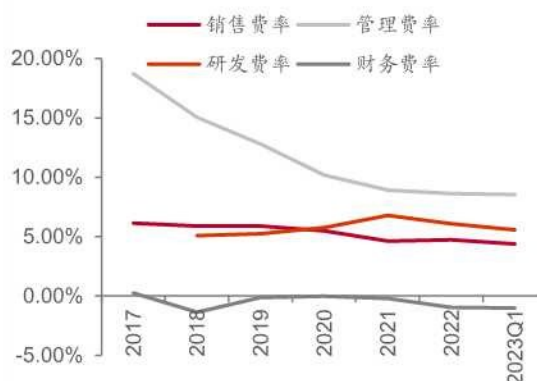
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

三费率有所下滑, 合同负债保持高增

- 2022 年公司毛利率 39.05 (-7.06pp), 净利率 15.48% (-4.27pp), 高毛利板块占比下降导致毛利率下滑明显。22 年公司销售费用 2.59 亿元 (+33.54%), 销售费率 4.73% (+0.11pp), 销售人员增加、市场推广增加所致。管理费用 4.71 亿元 (+26.07%), 管理费率 8.62% (-0.30pp), 费率保持稳定。研发费用 3.33 亿元 (+16.99%), 研发费率 6.09% (-0.70pp)。财务费用费用-0.53 亿元 (-111.68%), 财务费率-0.96% (-0.76pp), 利息收入增加。
- 2022 年公司存货余额 38.99 亿元 (+21.94%), 占资产比重 29.15% (-3.68pp)。应收账款及票据 13.13 亿元 (+46.75%), 占收入比重 24.00% (+2.66pp)。
- 2022 年公司合同负债 41.21 亿元 (+10.48%), 保持高增长趋势; 固定资产 8.21 亿元 (+132.78%)。

图表 5: 东富龙盈利水平 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 东富龙期间费用率情况 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 东富龙存货占资产比重 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 东富龙应收账款及票据情况 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 东富龙合同负债/预收账款情况 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

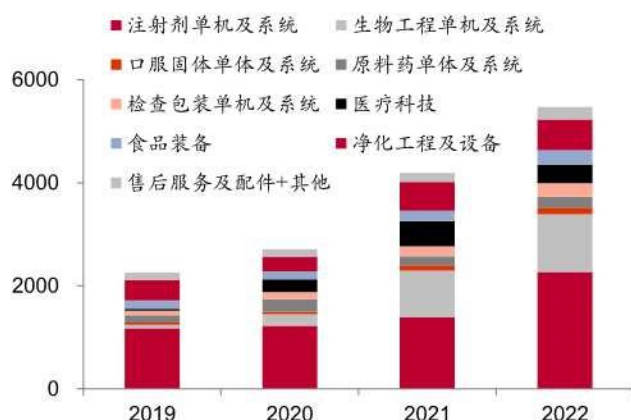
图表 10: 东富龙固定资产情况 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

扩产优势设备，积极开拓海外

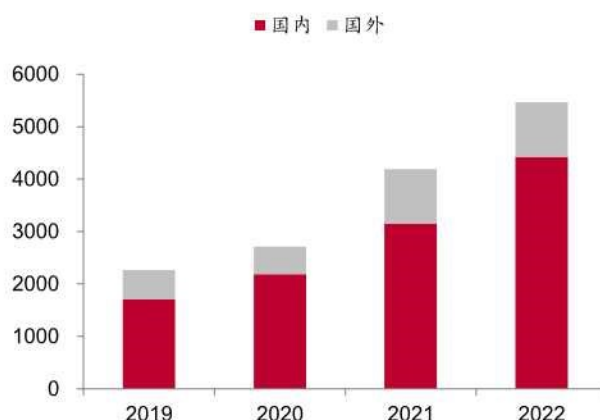
- 22年公司注射剂、生物工程等板块分别占收入的41.47% (+8.52pp)、20.53% (-1.10pp)，22年10月公司定增获批，积极扩产后端优势装备冻干机等设备产能，同时切入CGT、耗材等新兴业务，进一步奠定产业化基础。
- 22年公司海外收入占比19.18% (-5.61pp)，22Q2开始疫情封控、22Q4放开后大规模感染等导致海外订单签订、交付执行等延迟或暂缓，海外占比有所下滑，但中长期来看，公司积极开拓全球尤其是欧美高端市场，进一步打开市场空间。

图表 11: 东富龙分业务收入情况 (单位: 百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 东富龙分地区收入情况 (单位: 百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **产品放量不及预期。**公司生物工程及耗材产品的局部已基本完成，但产品能力与进口企业还有一定的差距，如果客户认可进度不及预期，可能影响公司相关产品的放量预期。
- **产品出口不及预期。**公司目前海外渠道拓展顺利，海外销售额持续增加，渠道拓展不是一蹴而就，可能出现阶段性的缓滞，产品销售也不是线性增加，可能出现出口业务阶段性不及预期。
- **产能扩张不及预期。**公司定增方案针对注射剂、检查包装、CGT等领域进行扩产，但可能因为疫情影响耽搁厂房建设从而影响产能扩张。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**报告部分公开资料可能有所变化而导致更新不及时，从而使得部分判断出现偏差。
- **行业规模测算偏差风险。**报告中对产品市场规模的测算是基于一定假设及前提进行的测算，存在与实际情况偏差的风险。

图表 13: 东富龙财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,710	5,763	5,854	6,486	营业收入	5,469	6,698	8,248	10,179
应收票据	52	51	79	122	营业成本	3,334	4,057	4,973	6,107
应收账款	1,261	1,589	1,914	2,352	税金及附加	32	30	37	49
预付账款	166	253	333	413	销售费用	259	328	404	509
存货	3,899	4,727	5,985	7,561	管理费用	471	603	742	947
合同资产	321	360	464	560	研发费用	333	408	502	619
其他流动资产	1,176	1,082	1,404	1,808	财务费用	-53	-4	-6	-5
流动资产合计	11,264	13,465	15,569	18,742	信用减值损失	-110	-77	-94	-94
其他长期投资	28	30	33	36	资产减值损失	-68	-53	-54	-58
长期股权投资	146	146	146	146	公允价值变动收益	23	41	40	35
固定资产	821	1,088	1,436	1,697	投资收益	9	2	3	5
在建工程	291	291	301	311	其他收益	53	53	53	53
无形资产	283	326	388	451	营业利润	999	1,243	1,544	1,893
其他非流动资产	544	472	491	510	营业外收入	6	6	6	6
非流动资产合计	2,113	2,353	2,795	3,151	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	13,377	15,818	18,364	21,893	利润总额	1,002	1,246	1,547	1,896
短期借款	0	0	0	0	所得税	99	147	179	210
应付票据	0	2	1	1	净利润	903	1,099	1,368	1,686
应付账款	940	1,286	1,638	2,033	少数股东损益	56	61	84	101
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	847	1,038	1,284	1,585
合同负债	4,121	5,504	6,497	8,191	NOPLAT	856	1,095	1,362	1,681
其他应付款	45	45	45	45	EPS (摊薄)	1.12	1.37	1.70	2.10
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	486	597	751	908	主要财务比率				
流动负债合计	5,596	7,438	8,936	11,182	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	30.5%	22.5%	23.1%	23.4%
其他非流动负债	137	78	85	92	EBIT增长率	-6.1%	30.8%	24.1%	22.7%
非流动负债合计	137	78	85	92	归母公司净利润增长率	2.3%	22.7%	23.6%	23.5%
负债合计	5,733	7,516	9,021	11,274	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,443	8,047	9,008	10,191	毛利率	39.0%	39.4%	39.7%	40.0%
少数股东权益	201	255	335	428	净利率	16.5%	16.4%	16.6%	16.6%
所有者权益合计	7,644	8,302	9,343	10,619	ROE	11.1%	12.5%	13.7%	14.9%
负债和股东权益	13,377	15,818	18,364	21,893	ROIC	13.2%	15.7%	17.0%	18.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	42.9%	47.5%	49.1%	51.5%
					债务权益比	1.8%	1.0%	1.0%	0.9%
					流动比率	2.0	1.8	1.7	1.7
					速动比率	1.3	1.2	1.1	1.0
					营运能力				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营活动现金流	272	1,834	843	1,444	应收账款周转天数	68	77	76	75
现金收益	919	1,213	1,509	1,867	应付账款周转天数	100	99	106	108
存货影响	-702	-828	-1,258	-1,576	存货周转天数	383	383	388	399
经营性应收影响	-309	-361	-379	-503	每股指标 (元)				
经营性应付影响	4	348	350	396	每股收益	1.12	1.37	1.70	2.10
其他影响	360	1,462	621	1,261	每股经营现金流	0.36	2.43	1.12	1.91
投资活动现金流	-107	-431	-599	-553	每股净资产	9.85	10.65	11.92	13.49
资本支出	-771	-429	-568	-519	估值比率				
股权投资	-53	0	0	0	P/E	22	18	15	12
其他长期资产变化	717	-2	-31	-34	P/B	3	2	2	2
融资活动现金流	2,094	-350	-153	-259	EV/EBITDA	10	7	6	5
借款增加	-1	0	0	0					
股利及利息支付	-262	-342	-429	-535					
股东融资	2,499	1	1	1					
其他影响	-142	-9	275	275					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。