

# 东富龙 (300171.SZ)

## 国产制药设备领跑者，产品多元化和全球化迈入收获期

东富龙是国产制药设备龙头，业绩触底后强劲回升。公司深耕制药设备领域近30载，产品广泛应用于注射剂、固体制剂、化学原料药、生物工程、食品等领域。已有超过1万台(套)设备及系统服务于全球40多个国家和地区约2500家制药企业，是专注于为全球制药企业提供制药工艺、核心装备、系统工程解决方案的综合化制药装备服务商。2020年公司实现营业收入/归母净利润27.08亿元/4.63亿元，同比增长19.6%/217.9%。2020年东富龙收入约占制药专用设备行业总收入约13%，是国产制药设备行业的佼佼者。

**制药设备行业竞争格局优化，下游固定资产投资加速驱动景气度上行。**2011-2015年受益于新版GMP推行，下游制药企业设备加速升级更新换代驱动行业进入高景气阶段。新版GMP认证结束后，2016-2018年，国内制药设备行业需求减少，竞争趋于激烈，制药设备行业总收入、总利润和利润率均出现不同程度下滑。鼓励新药研发、一致性评价及带量采购等政策推动制药企业药品品种和产能持续扩大，自2019年起医药制造业固定资产投资呈显著加速趋势，驱动行业进入新一轮景气周期。2020年制药专用设备制造行业总收入为197.87亿元(+14.6%)，达到近20年来最高水平；总利润约12.75亿元(+145.7%)，利润率为6.4%，回升态势明显。

**预收账款创历史新高，多产品线发力+国际化深耕，业绩有望持续释放。**2021Q1公司合同负债约23.4亿元，先行指标彰显业绩高增潜力。多产品线多点开花，2020年，注射剂单机及系统占比约45%（2011年约95%），医疗设备及耗材/原料药设备/生物工程装备占比分别为9.0%/8.8%/8.3%，多元化布局赋能长期成长。国际化加深进一步打开长期成长空间，疫情期与疫苗相关的生物工程设备出口需求大幅增长，为海外高端客户群突破创造良好契机。目前海外收入占比约20%-25%，产品渗透率提升可期。长期看，公司多产品线全面放量+全球化推进将驱动业绩持续高增长。

**盈利预测与估值：**我们预计公司2021-2023年实现归母净利润为6.52亿元、8.24亿元、10.44亿元，分别同比增长40.7%、26.4%、26.7%，当前股价对应PE分别为28x、22x、17x。若剔除股权激励费用摊销影响，则2021-2023年实现归母净利润7.04亿元、8.56亿元、10.58亿元，分别同比增长52.0%、21.6%、23.6%。我们选用PE估值法对公司进行估值，给予12个月内目标市值288.4-329.6亿元，对应目标价为45.90-52.46元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响海外订单发货交付不及预期；新产品销售推广不及预期；原材料涨价及供应不足风险；进口替代不及预期等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,264	2,708	4,241	4,882	5,673
增长率 yoy (%)	18.1	19.6	56.6	15.1	16.2
归母净利润(百万元)	146	463	652	824	1,044
增长率 yoy (%)	107.0	217.9	40.7	26.4	26.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.23	0.74	1.04	1.31	1.66
净资产收益率(%)	4.6	13.0	16.7	17.6	18.0
P/E(倍)	123.7	38.9	27.7	21.9	17.3
P/B(倍)	5.7	5.0	4.4	3.7	3.1

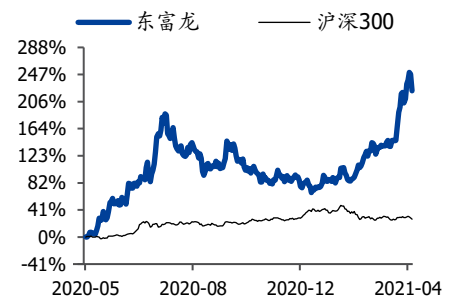
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年5月7日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	专用设备
5月7日收盘价(元)	28.71
总市值(百万元)	18,039.56
总股本(百万股)	628.34
其中自由流通股(%)	68.10
30日日均成交量(百万股)	10.82

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 杨芳

邮箱：yangfang@gszq.com

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4455	5859	8950	9548	10807	<b>营业收入</b>	2264	2708	4241	4882	5673
现金	734	1765	2843	3675	4493	营业成本	1514	1577	2318	2673	3136
应收票据及应收账款	543	627	1217	1286	1481	营业税金及附加	10	9	21	24	27
其他应收款	3	6	7	8	10	营业费用	134	149	246	268	312
预付账款	67	100	161	140	210	管理费用	290	276	598	650	713
存货	1536	1685	3046	2764	2939	研发费用	119	156	246	283	318
其他流动资产	1573	1675	1675	1675	1675	财务费用	-3	0	-19	-49	-57
<b>非流动资产</b>	754	721	970	1006	1052	资产减值损失	-56	-50	-2	-20	-67
长期投资	94	93	85	80	74	其他收益	25	36	0	0	0
固定资产	357	329	602	661	728	公允价值变动收益	47	47	24	29	37
无形资产	90	86	69	53	36	投资净收益	-4	0	10	9	4
其他非流动资产	213	213	214	214	213	资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	5209	6580	9920	10555	11859	<b>营业利润</b>	187	549	866	1090	1331
<b>流动负债</b>	1912	2830	5594	5389	5651	营业外收入	1	3	1	1	2
短期借款	0	0	293	0	0	营业外支出	2	3	2	3	2
应付票据及应付账款	408	497	836	2728	757	<b>利润总额</b>	186	550	864	1089	1331
其他流动负债	1504	2333	4465	2661	4894	所得税	36	68	150	188	221
<b>非流动负债</b>	54	56	56	56	56	<b>净利润</b>	150	481	715	901	1109
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	18	63	77	66
其他非流动负债	54	56	56	56	56	<b>归属母公司净利润</b>	146	463	652	824	1044
<b>负债合计</b>	1966	2886	5649	5444	5706	EBITDA	212	543	855	1070	1289
少数股东权益	90	90	153	230	296	EPS (元/股)	0.23	0.74	1.04	1.31	1.66
股本	628	628	628	628	628						
资本公积	1128	1117	1117	1117	1117						
留存收益	1352	1780	2269	2884	3651						
归属母公司股东权益	3152	3603	4117	4880	5856						
<b>负债和股东权益</b>	5209	6580	9920	10555	11859						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	446	1116	1171	1205	913
净利润	150	481	715	901	1109
折旧摊销	48	46	51	70	81
财务费用	-3	0	-19	-49	-57
投资损失	4	0	-10	-9	-4
营运资金变动	217	551	457	321	-179
其他经营现金流	30	38	-24	-29	-37
<b>投资活动现金流</b>	-167	38	-266	-68	-85
资本支出	14	27	256	42	51
长期投资	-247	57	8	5	6
其他投资现金流	-400	122	-2	-21	-29
<b>筹资活动现金流</b>	-25	-106	-120	-13	-10
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-95	-120	-13	-10
<b>现金净增加额</b>	255	1036	785	1125	818

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	18.1	19.6	56.6	15.1	16.2
营业利润 (%)	66.1	193.6	57.7	26.0	22.1
归属母公司净利润 (%)	107.0	217.9	40.7	26.4	26.7
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	33.1	41.8	45.3	45.3	44.7
净利率 (%)	6.4	17.1	15.4	16.9	18.4
ROE (%)	4.6	13.0	16.7	17.6	18.0
ROIC (%)	4.1	12.0	15.0	16.9	17.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	37.7	43.9	57.0	51.6	48.1
净负债比率 (%)	-21.6	-47.0	-59.1	-71.4	-72.6
流动比率	2.3	2.1	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.3	1.0	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.7	4.6	4.6	3.9	4.1
应付账款周转率	3.7	3.5	3.5	1.5	1.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.74	1.04	1.31	1.66
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.71	1.78	1.86	1.92	1.45
每股净资产 (最新摊薄)	5.02	5.73	6.55	7.77	9.32
<b>估值比率</b>					
P/E	123.7	38.9	27.7	21.9	17.3
P/B	5.7	5.0	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	75.7	27.7	16.8	12.4	9.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价

## 内容目录

东富龙：国产制药设备龙头，业绩触底后强劲回升 .....	5
从药机向“药机+医疗+食品”加速拓展产品线 .....	5
业绩触底反弹可持续，多元化布局静待花开 .....	7
制药设备行业竞争格局优化，下游固定资产投资加速驱动景气度上行 .....	9
多产品线发力+国际化深耕，业绩有望持续释放 .....	11
21Q1 合同负债超 23 亿元，先行指标彰显业绩高增潜力 .....	11
多元布局赋能长期成长，生物系统工程系统放量可期 .....	11
国际化拓展深入，进一步打开长期成长空间 .....	14
盈利预测与估值 .....	17
关键假设 .....	17
盈利预测与估值 .....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 公司发展大事记 .....	5
图表 2: 公司在不同发展阶段核心业务和主要驱动力各异 .....	6
图表 3: 公司业务范围涵盖制药设备、医疗技术与科技、食品工程三大板块 .....	6
图表 4: 公司股权结构图 .....	7
图表 5: 2011-2021Q1 公司营业收入及同比增速 .....	7
图表 6: 2011-2021Q1 公司归母净利润及同比增速 .....	7
图表 7: 2011 年公司冻干机及系统营收占比高达 95% .....	8
图表 8: 2020 年公司多产品线多点开花 .....	8
图表 9: 2011-2021Q1 公司毛利率和净利率变化情况 .....	8
图表 10: 2011-2021Q1 公司期间费用率变化情况 .....	8
图表 11: 1998-2020 年制药专用设备制造行业销售收入及同比增速 .....	9
图表 12: 1998-2020 年制药专用设备制造行业利润及同比增速 .....	9
图表 13: 1998-2020 年制药专用设备制造行业毛利率和净利率变化情况 .....	9
图表 14: 1998-2020 年制药专用设备制造企业平均营收和利润变化情况 .....	9
图表 15: 医药制造业固定资产投资完成额同比增速 .....	10
图表 16: 2008-2020 年制药专用设备制造行业出口交货值及同比增速 .....	10
图表 17: 2008-2020 年制药专用设备制造行业出口交货值占总营收比例 .....	10
图表 18: 公司订单式生产流程图 .....	11
图表 19: 2021Q1 公司预收账款高达 23.4 亿元 .....	11
图表 20: 2021Q1 公司存货高达 19.1 亿元 .....	11
图表 21: 2011-2020 年公司营业收入分产品线拆分情况 .....	12
图表 22: 2011-2020 年公司分产品线毛利率情况 .....	12
图表 23: 2015-2030E 全球及中国生物药市场规模 .....	12
图表 24: 2014-2030E 全球及中国疫苗市场规模 .....	12
图表 25: 公司生物系统工程系统供应产品举例 .....	13
图表 26: 中国的 CMO/CDMO 行业正处于成长期 .....	13

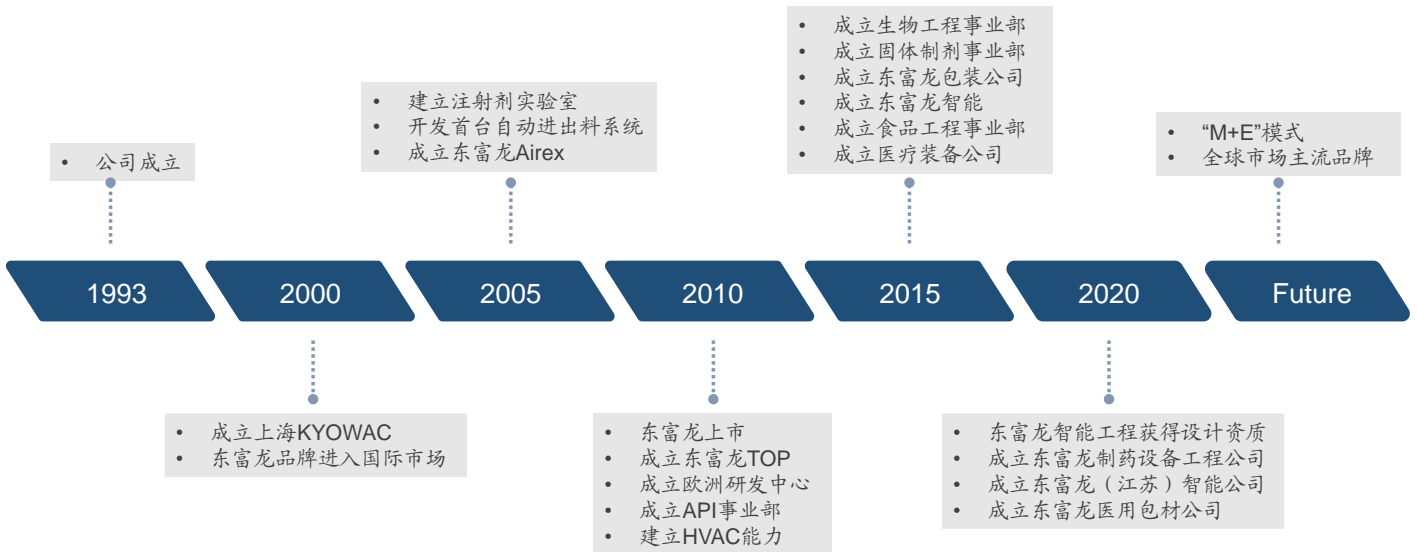
图表 27: 国内 CMO/CDMO 全球市场份额占比 .....	13
图表 28: 2012-2019 年中国原料药出口金额和出口量 (含医药中间体) .....	14
图表 29: 我国原料药出口市场占比 (2018 V.S. 2019) .....	14
图表 30: 公司原料药设备系统供应产品举例.....	14
图表 31: 公司已在海外多个国家或地区设立子公司或办事处 .....	15
图表 32: 公司与海外多家知名企业已建立业务合作关系 .....	15
图表 33: 2011-2020 年公司海内外收入情况.....	16
图表 34: 2011-2020 年公司海内外收入占比情况 .....	16
图表 35: 2011-2020 年公司海外收入在各大洲分布情况 .....	16
图表 36: 2011-2019 年公司海外毛利率高于国内 .....	16
图表 37: 2011-2023E 公司营业收入按板块拆分.....	18
图表 38: 2012-2021 年国内主要医药设备企业 PE 变化情况.....	19
图表 39: 2012-2021 年国内主要医药设备企业 PB 变化情况.....	19

## 东富龙：国产制药设备龙头，业绩触底后强劲回升

### 从药机向“药机+医疗+食品”加速拓展产品线

东富龙成立于1993年，于2011年登陆深交所创业板，是专注于为全球制药企业提供制药工艺、核心装备、系统工程解决方案的综合化制药装备服务商。公司产品广泛应用于注射剂、固体制剂、化学原料药、生物工程、中药、医疗、食品等领域，截至目前，已拥有超过9000多台无菌注射剂的关键制药设备，600多套无菌药品制造系统服务于全球40多个国家和地区约2500家制药企业。

图表1：公司发展大事记



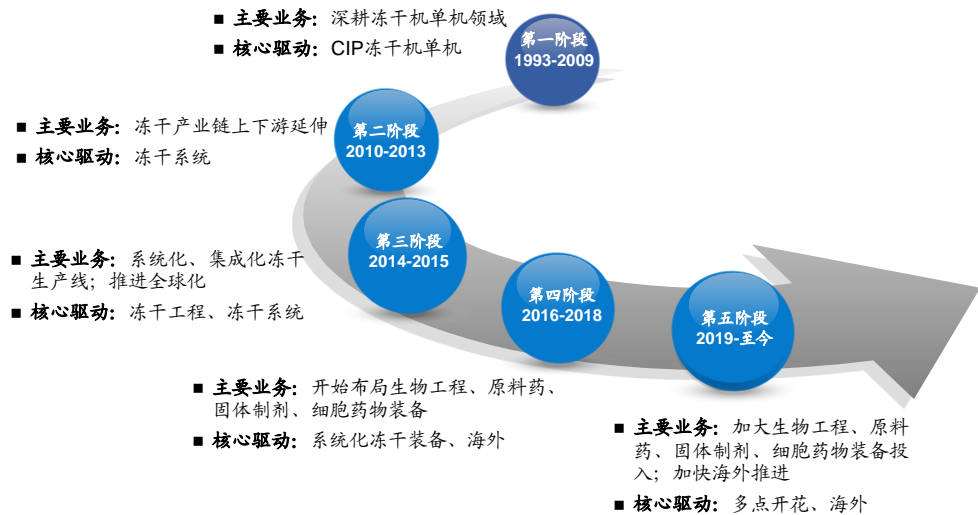
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

制药设备行业具有专业性强、细分领域多、各子领域成长空间具有一定局限性的特点。公司在各个发展阶段专注的业务重点及业绩增长驱动力各异，长期看，向制药设备领域横向拓展和全球化是公司保持稳健增长的必由之路。

- 1) 第一阶段（1993-2009年）：公司潜心钻研冻干机单机技术及应用，CIP冻干机是业绩增长的核心引擎。
- 2) 第二阶段（2010-2013年）：公司乘GMP改版的东风，巩固加强行业领导地位，向冻干机产业链上下游延伸，推出自动进出料系统、隔离器、洗烘罐等产品，同时稳步推进国际化进程。冻干机系统和冻干机单机是该发展阶段业绩增长的核心驱动。
- 3) 第三阶段（2014-2015年）：公司专注于重点发展冻干系统工程，拓展海外市场并开始向制药设备产业链横向延伸。冻干系统工程、冻干系统和海外业务突破是业绩增长的关键。
- 4) 第四阶段（2016-2018年）：新版GMP认证结束，制药设备市场需求趋缓，同时行业竞争加剧，价格战导致公司盈利水平呈下行趋势。公司加快布局生物工程设备、原料药设备、医疗设备和耗材、固体口服制剂设备等多产品线谋求长期成长。
- 5) 第五阶段（2019-至今）：制药设备行业盈利能力触底反弹，医药研发热潮驱动下游医药制造业固定资产投资加快，制药设备行业迎来新一轮景气周期。公司多产品线多点开花，加速推进“系统化、自动化、智能化”，多业务并重发展及海外业务放量是业绩增长的强大驱动。



图表 2: 公司在不同发展阶段核心业务和主要驱动力各异



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

以冻干机系统为核心产业支点, 持续丰富产品布局, 目前业务涵盖制药设备、医疗技术与科技、食品工程三大板块。公司以无菌冻干机起家, 已由单一的无菌注射剂企业逐渐成长为多条腿走路, 供应核心制药设备的全球性、综合性制造装备服务商。制药设备板块下设生物工程、注射剂、原料药、固体口服制剂等多个事业部; 医疗技术和科技产品线主要围绕细胞装备进行布局, 旨在研发相关下游药企所需的部分耗材产品; 依托于在制药设备领域积累的深厚经验, 公司切入食品设备领域, 填补国内市场空白。

图表 3: 公司业务范围涵盖制药设备、医疗技术与科技、食品工程三大板块

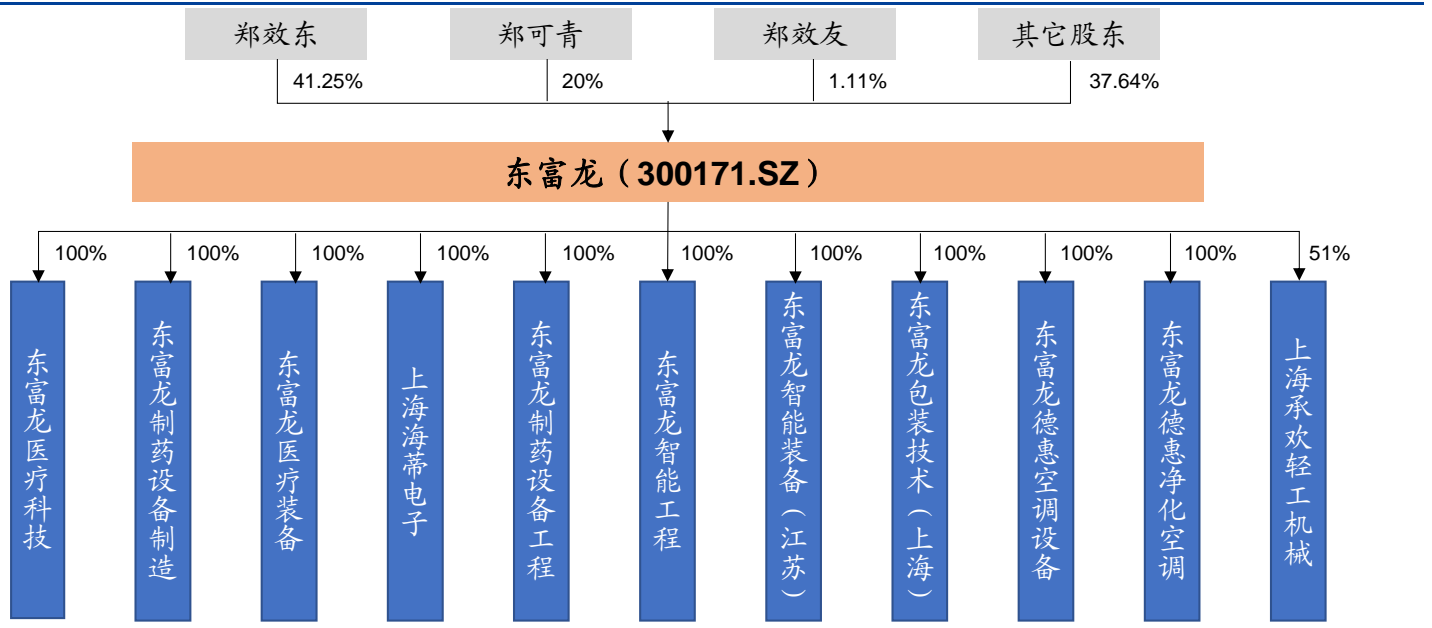
Tofflon Phama 制药领域					Tofflon Medical 医疗领域		Tofflon Food 食品工程
生物工程	注射剂	原料药	固体制剂	检查包装	细胞药物	精准医疗	食品工程
培养/发酵 冻融 层析、超滤 生物配液 灭活	配制系统 灌装 (西林/安瓿/BFS/PFS) 冻干系统 隔离系统	精干包 三合一 大发酵 中药	称配 制粒 干燥 总混 物料转运 WIPSIP	灯检 检漏 装箱/装箱 电子监管码 码珠	医疗装备 医用包材 耗材	典范医疗 伯豪生物 上海建中	高附加值食品装备 食品发酵
智能工程			工程设计、项目管理、验证				
信息化			LIMS、MES、WMS、CVS				
净化工程		净化设备、机电安装、制水系统、洁净管道、自控					
药物制造科学				Medical Manufacturing Science			

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

公司股权结构稳定, 实控人持股比例较集中。董事长郑效东直接持有公司 41.25% 的股权, 是公司的实际控制人, 其女儿郑可青持有公司 20% 的股权, 郑效东和郑可青为一致行动人, 合计持有公司 61.25% 的股权。郑效东的兄弟郑效友持有公司 1.11% 的股权, 剩余股东持股比例均在 1% 以下。

公司下辖多个子公司, 职能各有侧重。通过新设或者并购方式公司持续向冻干机产业链上下游延伸, 同时向制药设备领域横向拓展, 不断丰富产品品类, 突破单一细分领域成长空间的局限性, 为长期业绩增长赋能。

图表4: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 业绩触底反弹可持续，多元化布局静待花开

因行业政策、行业竞争及公司产品经营等多因素影响，东富龙业绩呈现阶段性增长特点。目前制药设备行业已进入新一轮景气周期，公司多产品线布局初见成效，放量在即，我们认为公司多产品线未来将全面开花，成长属性大于周期属性，业绩有望保持稳健增长。

- 1) 2011-2015年，受益于新版GMP认证推行，制药设备行业需求旺盛，公司营收端和利润端均保持稳健增长。营收从2011年的6.49亿元增长至2015年的15.56亿元，CAGR为24.4%；归母净利润从2011年2.17亿元增长至2015年的3.87亿元，CAGR为15.5%。
- 2) 2016-2018年，受新版GMP认证结束后制药设备行业需求下降，竞争加剧，公司营收端增长趋缓，利润端呈下行趋势。2016年公司营收首次出现负增长，同比下滑14.6%；行业价格战导致利润端持续调整，同时公司加大新产品研发投入力度，费用端增长明显，利润从2016年的2.35亿元下滑至2018年的7000万元。
- 3) 2019-至今，制药设备行业触底回升，产品需求保持稳健增长，公司多元化布局逐步迎来业绩释放期。2019年、2020年营业收入分别为22.64亿元、27.08亿元，同比增长19.6%；利润分别为1.46亿元、4.63亿元，同比增长217.9%。

图表5: 2011-2021Q1 公司营业收入及同比增速



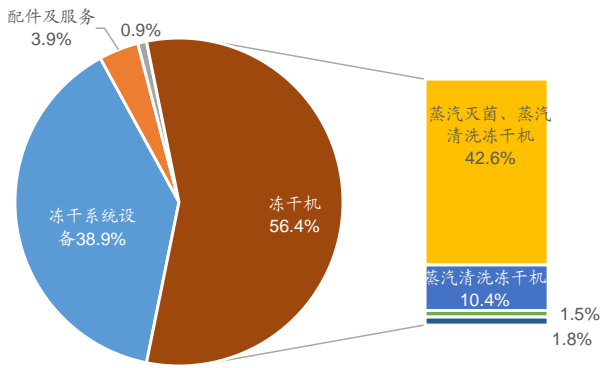
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2011-2021Q1 公司归母净利润及同比增速



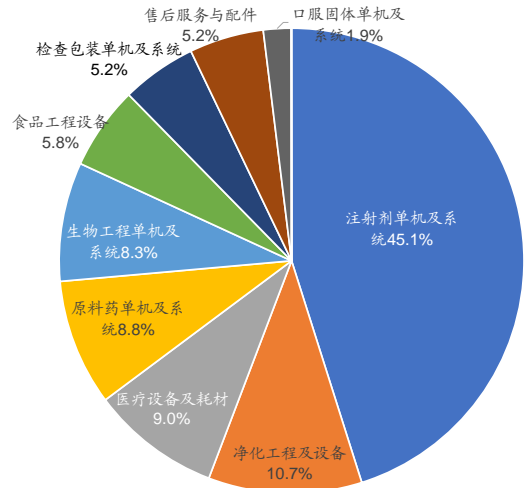
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2011 年公司冻干机及系统营收占比高达 95%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2020 年公司多产品线多点开花



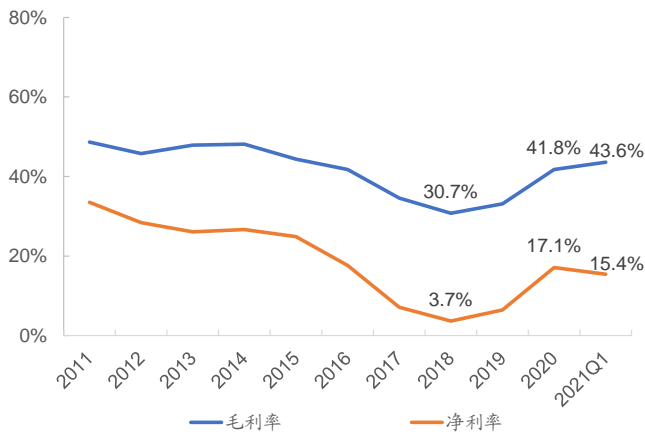
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司毛利率和净利率在 2018 年触底后强劲反弹, 盈利能力向好; 销售和研发费用率保持稳定, 管理费用率逐步改善。

1) 2011-2018 年期间, 毛利率持续下行主要与行业竞争加剧, 公司业务向冻干产业链上下游纵向延伸和制药设备板块横向拓展导致研发及管理费用投入加大有关。2018 年公司毛利率约 30.7%、净利率仅 3.7%, 两大盈利指标均已触底。

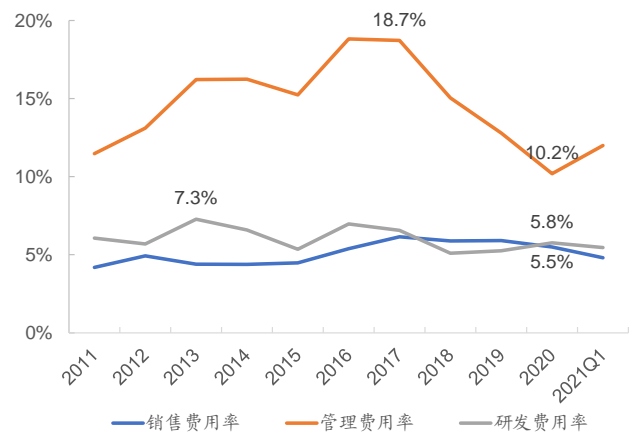
2) 2019 年-至今, 公司毛利率和净利率持续提升, 毛利率已恢复至 40%+, 净利率恢复至 15%-20%水平, 盈利能力得以快速回升的主要原因是制药设备行业竞争格局优化, 公司多条新产品线盈利能力高于传统产品, 拉动毛利率和净利率提升。我们预计随着新产品逐步放量, 公司盈利能力或将持续提升。

图表 9: 2011-2021Q1 公司毛利率和净利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2011-2021Q1 公司期间费用率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

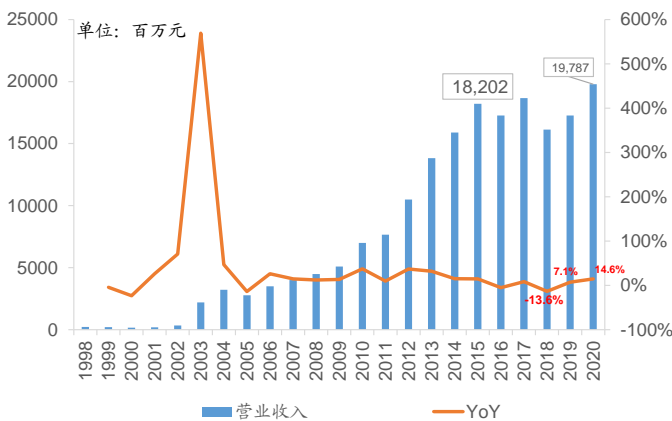


## 制药设备行业竞争格局优化，下游固定资产投资加速驱动景气度上行

制药设备行业具有专业性强，细分领域多的特点。制药设备是指用于药品生产、检查、包装等工艺用途的机械设备，药品种类和属性的多样性决定了其生产工艺的多样性，而生产工艺的多样性决定了制药装备种类的多样性。根据行业标准可将制药装备分为制剂装备、原料药装备、药用粉碎机械、饮片机械、制药用水设备、药品包装机械、药物检测设备、其他制药机械及设备等八大类产品。

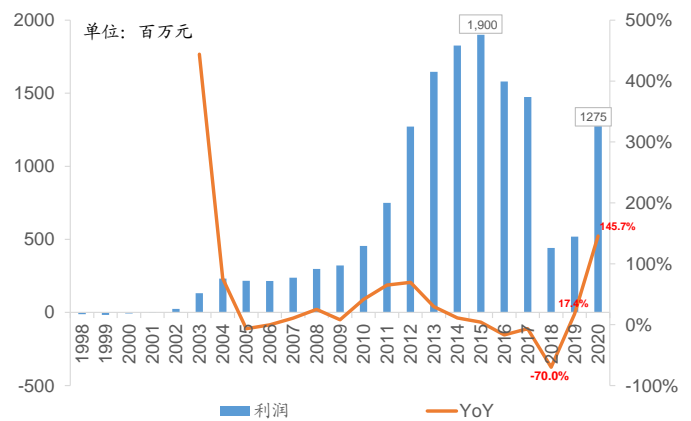
制药设备行业景气度触底迎来改善，目前已开启新一轮增长周期。2011-2015年因新版GMP认证推行，要求制药企业强化生产过程的动态监测，大幅提高无菌生产标准，下游制药企业设备加速升级更新换代驱动行业进入高景气阶段。2015年后因GMP认证高峰结束后制药企业需求减少，行业竞争趋于激烈，制药设备行业总收入、总利润和利润率均出现不同程度下滑，2018年触底，2019年迎来反弹回升。根据国家统计局数据，2020年制药专用设备制造行业总收入为197.87亿元，同比增长14.6%，达到近20年来最高水平；总利润约12.75亿元，同比增长145.7%，利润率为6.4%，回升态势明显，表明行业已经走出低谷，迎来新一轮景气期。

图表 11: 1998-2020 年制药专用设备制造行业销售收入及同比增速



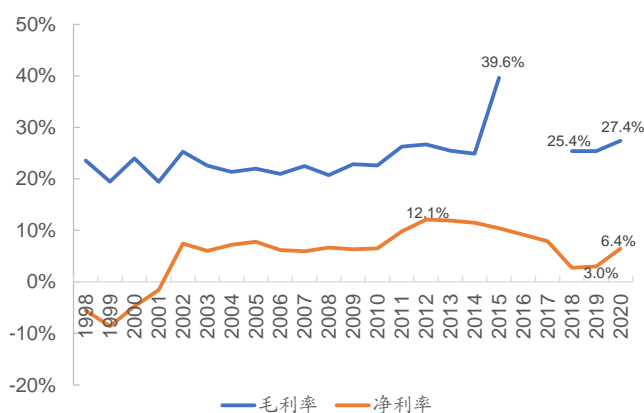
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 12: 1998-2020 年制药专用设备制造行业利润及同比增速



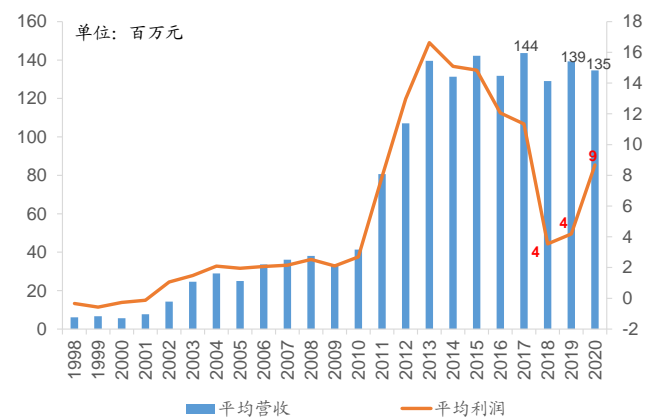
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 13: 1998-2020 年制药专用设备制造行业毛利率和净利率变化情况



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所。注：2016 和 2017 年成本总额数据未公布，故 2016 和 2017 年毛利率暂无法直接计算。

图表 14: 1998-2020 年制药专用设备制造企业平均营收和利润变化情况

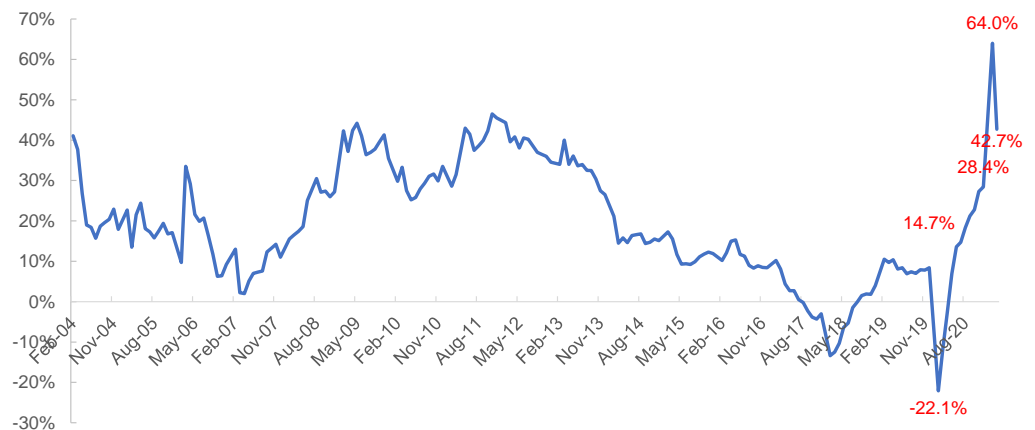


资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

我们认为在鼓励新药研发、带量采购常态化、一致性评价等背景下，药品的品种将不断增加，制药企业产能将持续扩大，带动制药装备市场需求增长，固定资产投资加速驱动行业进入新一轮景气周期。

自2019年起医药制造业固定资产投资呈显著加速趋势。2019年全年医药制造业固定资产投资完成额每月均实现7%-10%同比增长；2020年2-4月因疫情影响，制药业固定资产投资完成额分别同比下降22%、12%、3%，随着国内疫情得到有效控制下降幅度逐月减少，5月即转为正增长。2020年下半年医药制造业固定资产投资加速，月固定资产投资完成额同比增速提升明显，2020年12月达到28.4%。2021年2-3月，医药制造业固定资产投资完成额同比增速分别高达64%、43%，下游制药企业固定资产投资加大带动上游制药设备需求增加，行业迎来新一轮景气周期。

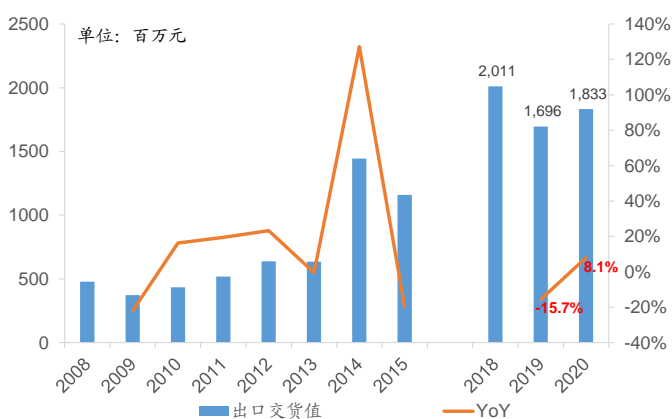
图表 15：医药制造业固定资产投资完成额同比增速



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

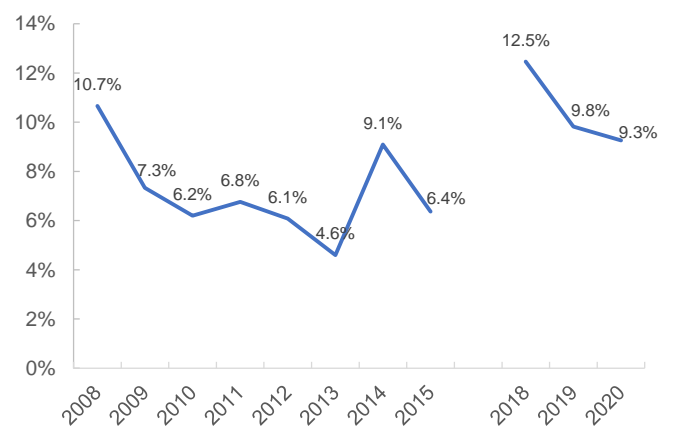
国产制药设备出口前景向好，出口规模将持续增加，预计行业景气度仍将持续。随着国产制药设备企业产品性能及供给能力提升，我国制药设备在国际市场上的竞争力显著增强，出口呈现较好增长趋势。2018年我国制药专用设备出口交货值达到20.11亿元，创历史新高，2019年出口交货值为16.96亿元，较2018年有所回落，2020年又恢复稳健增长。

图表 16：2008-2020 年制药专用设备制造行业出口交货值及同比增速



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所。注：2016 和 2017 年出口交货值数据未公布。

图表 17：2008-2020 年制药专用设备制造行业出口交货值占总营收比例



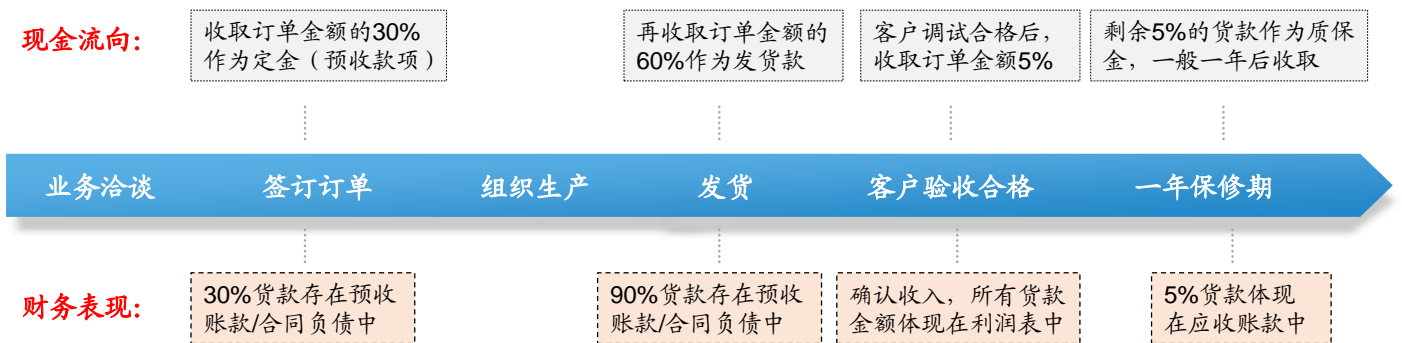
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所。注：2016 和 2017 年出口交货值数据未公布。

## 多产品线发力+国际化深耕，业绩有望持续释放

### 21Q1 合同负债超 23 亿元，先行指标彰显业绩高增潜力

预收账款（合同负债）是公司经营的晴雨表，与营收呈高度相关，是收入的先行指标。公司采取订单式销售，签署销售合同后收取约 30% 货款作为定金，故预收款情况是公司未来年度经营情况的晴雨表，与公司营收呈强烈正相关。

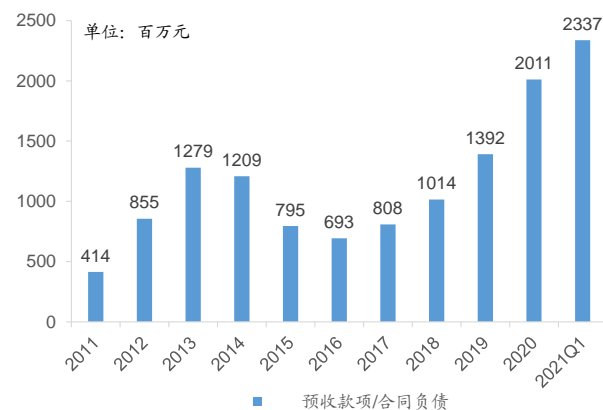
图表 18: 公司订单式生产流程图



资料来源：公司公告，公司资料总结，国盛证券研究所

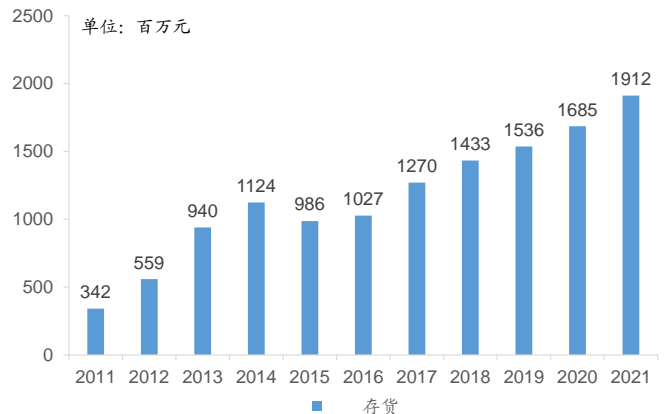
近年公司预收账款与存货均保持快速增长，表明未来几年业绩放量态势明确。2021Q1 公司合同负债高达 23.4 亿元，创下历史峰值，较年初增长 3.3 亿元；存货高达 19.1 亿元，较年初增长 2.4 亿元。预收账款和存货的快速增长表明公司在手订单情况良好，未来业绩有望逐步释放。

图表 19: 2021Q1 公司预收账款高达 23.4 亿元



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 20: 2021Q1 公司存货高达 19.1 亿元



资料来源：Wind，国盛证券研究所

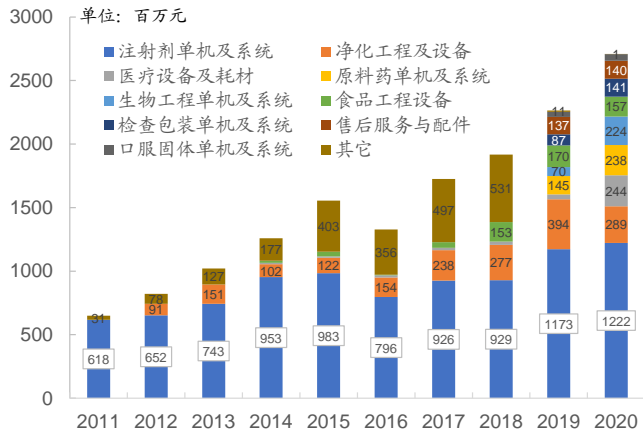
### 多元布局赋能长期成长，生物工程系统放量可期

传统注射剂单机及系统业务保持稳健增长，多个新品种多点开花，放量显著。公司已由传统的单一注射剂设备拓展至原料药设备、医疗设备与耗材、生物工程系统、食品设备等多个新领域，逐步转型成为综合性制药装备系统解决方案服务商，多产品线布局迈入收获期。分产品线看，2020 年，注射剂单机及系统实现收入 12.2 亿元，占比 45.1%，是业绩增长的核心驱动；净化工程与设备营收 2.9 亿元，占比 10.7%；医疗设备及耗材营收 2.43 亿元，占比 9.0%；原料药单机及系统营收约 2.38 亿，占比 8.8%；生物工程

单机及系统实现营收 2.24 亿元，占比 8.3%。公司多产品线拓展进入快速放量期，预计新业务将持续贡献业绩增量，多元化布局空间大。

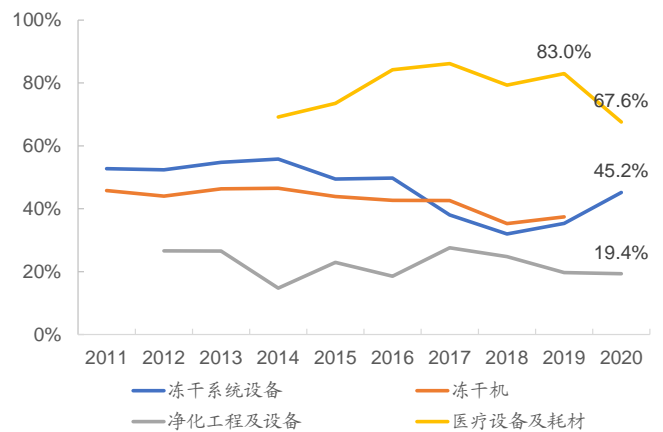
新产品如生物工程系统、医疗设备及耗材等业务毛利率高于注射剂单机及系统，公司盈利能力预计将持续提升。根据公司公告，医疗设备及耗材毛利率高达 70%-85%，远高于注射剂单机及系统毛利率，公司未来将加码耗材领域研发创新，预计该产品线营收占比将提升。随着多条产品线全面开花，公司利润率有望持续改善。

图表 21: 2011-2020 年公司营业收入分产品线拆分情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 2011-2020 年公司分产品线毛利率情况

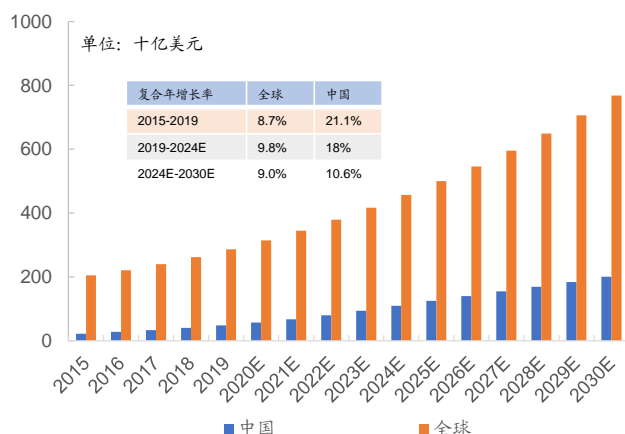


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

制药设备行业的需求集中于制药行业，其发展情况和制药行业的发展速度、市场容量密切相关。受益于市场需求增长、技术进步、政策推动等因素，全球及中国生物药市场景气度高，且中国生物药市场增速快于全球，呈现高速增长态势。下游生物药行业快速扩容，各大创新药企加大固定资产投资，倒逼上游生物制药设备企业加速产品创新，制药设备需求旺盛，市场规模有望持续增长。目前，全国已有多款已上市生物类似药和生物创新药，多个品种处于临床研发中，市场潜力巨大。

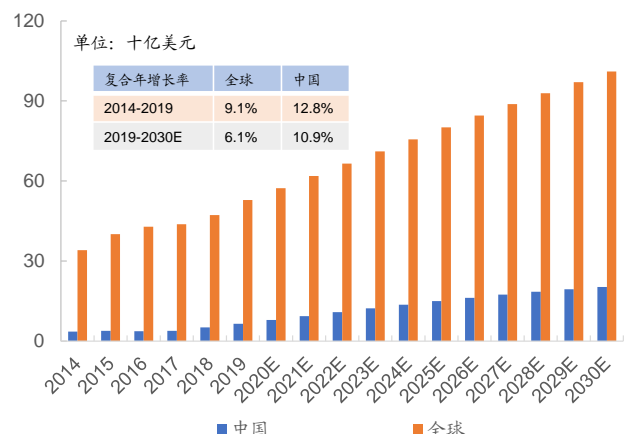
预计生物工程板块未来将成为公司收入增长的主要来源之一。东富龙从 2014 年开始布局生物制药设备产品线，于 2018 年产品线逐步补齐，目前可为生物药研发生产企业提供发酵罐、生物配液系统、灭活系统、冻融系统、分离纯化系统等系统化解决方案。2019 年生物制药装备板块开始放量，实现收入近 7000 万元，2020 年实现销售收入 2.24 亿元，同比增长 222%，标志着生物工程设备细分领域进入产品快速放量期。

图表 23: 2015-2030E 全球及中国生物药市场规模



资料来源: 荣昌生物招股书, 国盛证券研究所

图表 24: 2014-2030E 全球及中国疫苗市场规模



资料来源: 康希诺招股书, 国盛证券研究所



图表 25: 公司生物工程系统供应产品举例



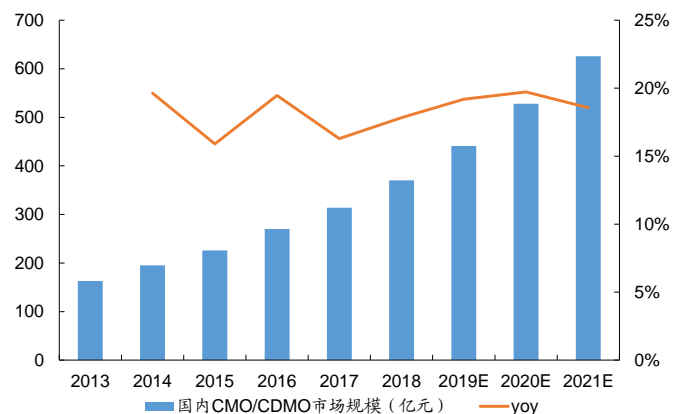
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

我国 CMO/CDMO 行业正处于成长期, 医药研发生产外包率提升利好制药设备龙头市占率提高。

中国的 CMO/CDMO 行业正处于成长期, 目前规模较小, 但增长迅速, 潜力巨大。根据前瞻产业研究院报告统计预测, 2018 年我国 CMO/CDMO 市场规模约为 370 亿元, 预计到 2021 年, 有望增长到 626 亿元左右, 2018-2021 三年 CAGR 为 19%。国内 CMO/CDMO 产业仅占 10% 的全球市场份额, 渗透率仍有较大提升空间。

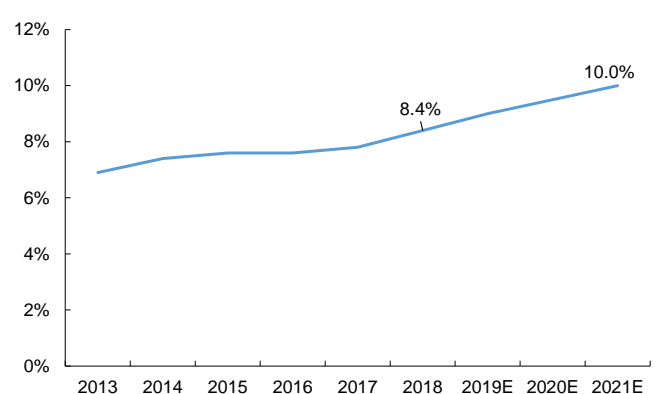
东富龙紧抓时代发展机遇, 成立生物药 CDMO 事业部积极与国内 CDMO 企业寻求业务合作, 通过与知名企业建立标杆案例, 加快产品推广应用。疫情期间国外生物制药设备制造及进口受限, 公司通过试用等方式与国内多家生物药企和 CDMO 企业建立合作关系, 初期以单机产品为切入, 随着产品性能提升和国内外应用案例增加, 公司将提供更多系统化整体解决方案, 目前客户开拓稳步进行。随着全球 CMO/CDMO 产业向中国转移, 我们预计公司制药设备市场需求将持续提升。

图表 26: 中国的 CMO/CDMO 行业正处于成长期



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 27: 国内 CMO/CDMO 全球市场份额占比



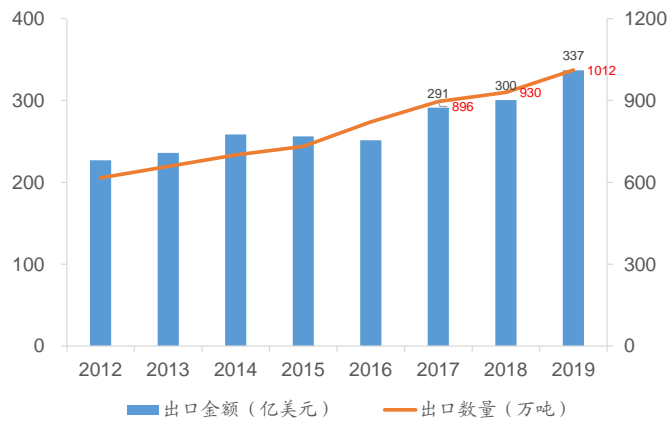
资料来源: 南方所, 国盛证券研究所

中国原料药出口金额和出口数量保持稳定增长, 渗透率具备提升空间。根据中国产业信息网数据显示, 我国原料药产能约占全球 28%, 位居世界第一, 其中约 65% 的国产原料药用于出口。原料药出口金额从 2012 年的 227 亿美元增长至 2019 年的 337 亿美元,



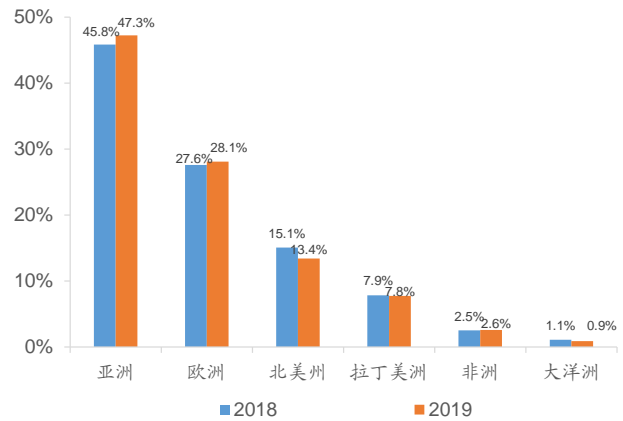
CAGR为5.8%;出口数量从2012年的616吨增加至2019年的1012吨,CAGR为7.3%。我国原料药出口前景向好,预期出口规模将步入稳健增长轨道。  
**东富龙原料药设备产品线开始发力,逐步贡献业绩增量。**公司成立专门的原料药事业部为原料药生产企业提供中药提取、生物发酵、化学合成和无菌原料药精干包整体解决方案等。2019年、2020年公司原料药单机及系统分别实现销售收入1.45亿元、2.38亿元,同比增长近65%,占营收比重分别为6.4%、8.8%,提升显著。我们预计公司原料药设备已迈入放量期,未来占比有望继续提升。

图表 28: 2012-2019 年中国原料药出口金额和出口量 (含医药中间体)



资料来源: 中国医药保健品进出口商会, 国盛证券研究所

图表 29: 我国原料药出口市场占比 (2018 V.S. 2019)



资料来源: 中国医药保健品进出口商会, 国盛证券研究所

图表 30: 公司原料药设备系统供应产品举例



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 国际化拓展深入, 进一步打开长期成长空间

东富龙实行“国内+海外”并重, 两条腿走路战略, 产品销往全球 40 多个国家和地区约 2500 家制药企业。公司高度重视国际市场, 在成立后不久便开始布局海外业务, 目前已在美国、俄罗斯、印度、意大利等国家设立子公司或代表处, 并与日本等国外制药设备企业开展深度合作。随着国际化稳步推进, 公司将持续深耕本地化区域化市场, 在全球范围内建立研发中心和运营中心, 预计未来海外业务收入将成为业绩增长的重要引擎。

图表 31: 公司已在海外多个国家或地区设立子公司或办事处



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

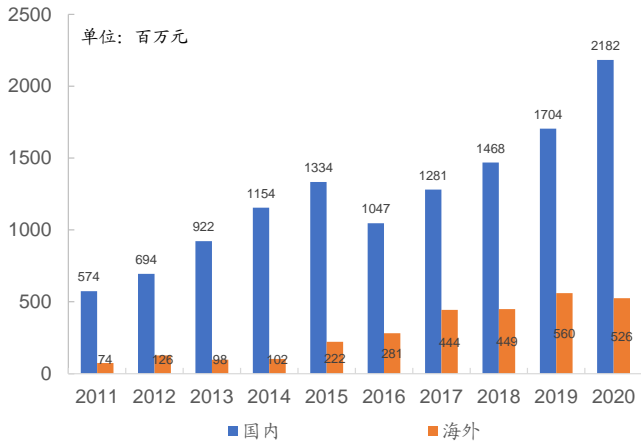
图表 32: 公司与海外多家知名企业已建立业务合作关系



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

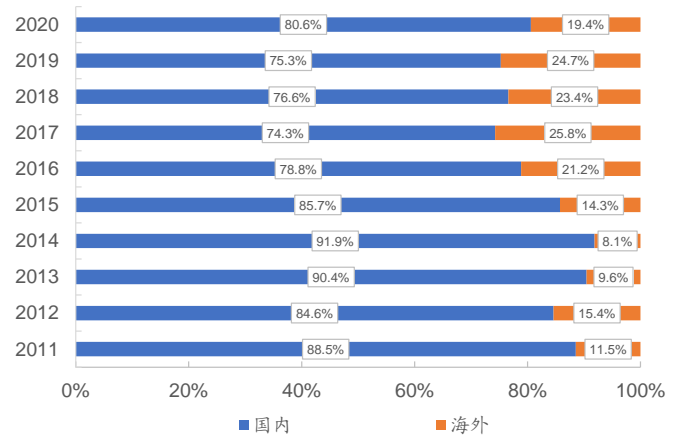
海外高端客户群体持续突破, 预计海外业务占比将提升。目前海外收入占比约 20%-25%, 海外市场产品渗透率具备较大提升潜力。2020 年海外收入占比约 19.4%, 较 2019 年的 24.7% 下降约 5ppt, 主要原因是 2020 年初, 国内疫情导致产品出口受阻, 对国外产品交付产生不利影响。此外, 疫情期间, 公司凭借良好的产品质量、稳定的工艺性能和及时的交付能力, 生物工程系统设备销往海外多家知名药企, 短期带来订单和收入增加, 长期看产品知名度进一步提升可为后续产品销售奠定良好的基础, 海外市场高增长可期。海外业务毛利率高于国内, 未来随着海外业务收入占比增加, 预计公司盈利水平有望进一步提升。

图表 33: 2011-2020 年公司海内外收入情况



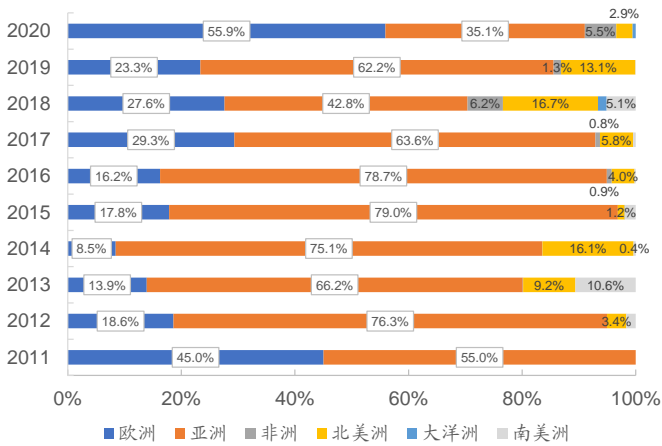
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 2011-2020 年公司海内外收入占比情况



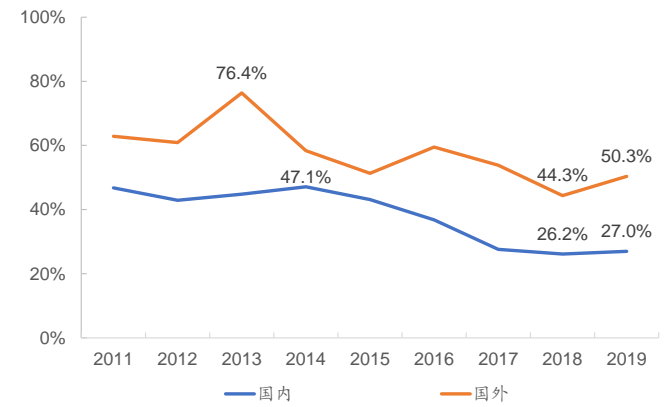
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 2011-2020 年公司海外收入在各大洲分布情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 2011-2019 年公司海外毛利率高于国内



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 盈利预测与估值

### 关键假设

制药设备行业已进入新一轮景气周期，利润率触底反弹。2012-2015年因新版GMP认证推行，制药设备行业需求持续增长，需求驱动行业进入高景气阶段。2015年后因GMP认证高峰结束后需求减少，行业竞争趋于激烈，制药设备行业总收入、总利润和利润率均出现不同程度下滑，2018年触底，2019年迎来反弹回升。2020年制药专用设备制造行业总收入为197.87亿元，同比增长14.6%，达到近20年来最高水平；总利润约12.75亿元，同比增长145.7%，利润率为6.4%，回升态势明显，表明行业已经走出低谷，迎来新一轮景气期。

公司是国产制药装备龙头。我们粗略估算，公司2020年收入约占制药专用设备行业总收入13%左右，且盈利能力显著领跑行业。

公司业绩触底强劲回升，产品多元化和国际化迈入收获期。2018年公司归母净利润仅7000万元，创上市以来最低，2019年多产品线布局初显成效，逐步放量。2019年、2020年营收分别为22.64亿元、27.08亿元，同比增长19.6%；归母净利润分别为1.46亿元、4.63亿元，同比增长217.9%。

综上，基于国内制药设备行业进入景气周期，行业竞争格局优化，公司作为国产制药设备龙头，多条产品线多点开花，迈入业绩释放期。此外，新冠疫苗研发制造相关设备快速销往海外多个国家，促进全球化布局深入推进，打开长期成长空间。我们结合行业发展趋势和公司经营情况，对公司各业务板块进行了拆分：

注射剂单机及系统：是公司传统核心业务之一，可为制药企业提供制水与配液系统、冻干系统、水针系统、隔离器系统、分装及检查包装系统等。2018-2020年该产品线收入占比分别为49%、52%、45%。我们假设公司该业务板块2021-2023年收入同比增速分别为15%、4%、8%，预计2021-2023年毛利率分别为48%、47%、46%。

净化工程及设备：主要向客户提供净化空调、制药用水系统、净化工程等全套解决方案。2018-2020年该产品线收入占比分别为14%、17%、11%。我们假设2021-2023年公司该业务板块收入同比增速分别为30%、15%、15%，毛利率分别为19%、19%、18%。

医疗设备及耗材：主要产品包括GMP细胞药物制备全站、蜂巢培养系统、全自动液氮存储管理系统等。2018-2020年该产品线收入占比分别为1%、2%、9%。我们假设2021-2023年公司该业务板块收入同比增速分别为35%、30%、30%，毛利率分别为80%、78%、78%。

原料药单机及系统：该业务板块主要提供中药提取、生物发酵、化学合成和无菌原料药精干包整体解决方案等。2019、2020年该产品线收入占比分别为6%、9%。我们假设2021-2023年公司该业务板块收入同比增速分别为40%、30%、30%，毛利率分别为40%、43%、45%。

生物工程单机及系统：主要为生物制药客户提供从核心工艺制备、上下游工艺系统集成、生物配液解决方案。2019、2020年该产品线收入占比分别为3%、8%。假设2021-2023年该板块收入同比增速分别为400%、8%、2%（预测依据是近两年与新冠疫苗相关的设备市场需求大增，后续需求会放缓，常规生物工程业务会逐步放量），毛利率分别为48%、49%、47%。



图表 37: 2011-2023E 公司营业收入按板块拆分

(除特殊说明外均为人民币百万元)

	Historical										Projected		
	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	649	822	1,021	1,259	1,556	1,328	1,725	1,917	2,264	2,708	4,241	4,882	5,673
YoY		26.7%	24.2%	23.3%	23.6%	-14.6%	29.9%	11.1%	18.1%	19.6%	56.6%	15.1%	16.2%
成本	333	446	532	653	865	773	1,129	1,327	1,514	1,577	2,318	2,673	3,136
YoY		33.7%	19.5%	22.7%	32.5%	-10.6%	45.9%	17.6%	14.1%	4.1%	47.0%	15.3%	17.4%
毛利额	316	376	489	606	690	555	596	589	750	1,131	1,923	2,209	2,536
毛利率	48.66%	45.79%	47.88%	48.12%	44.38%	41.77%	34.57%	30.75%	33.11%	41.76%	45.34%	45.25%	44.71%
<b>注射剂单机及系统</b>													
收入	618	652	743	953	983	796	926	929	1,173	1,222	1,405	1,461	1,578
YoY		5.6%	13.9%	28.2%	3.2%	-19.0%	16.4%	0.3%	26.2%	4.2%	15.0%	4.0%	8.0%
占总收入比例	95.2%	79.4%	72.8%	75.7%	63.2%	59.9%	53.7%	48.5%	51.8%	45.1%	33.1%	29.9%	27.8%
成本	317	338	355	450	510	416	566	625	723	669	730	774	852
<b>净化工程及设备</b>													
收入		91	151	102	122	154	238	277	394	289	376	432	497
YoY			65.2%	-32.7%	19.8%	26.6%	54.5%	16.3%	41.8%	-26.5%	30.0%	15.0%	15.0%
占总收入比例		11.1%	14.8%	8.1%	7.8%	11.6%	13.8%	14.5%	17.4%	10.7%	8.9%	8.9%	8.8%
成本		67	111	87	94	126	173	209	316	233	305	352	406
<b>医疗设备及耗材</b>													
收入				11	11	16	19	26	38	244	329	428	556
YoY					-0.9%	43.3%	17.4%	40.9%	44.4%	538.6%	35.0%	30.0%	30.0%
占总收入比例				0.9%	0.7%	1.2%	1.1%	1.4%	1.7%	9.0%	7.8%	8.8%	9.8%
成本				3.47	2.96	2.52	2.60	5.46	6.13	79.03	66	94	122
<b>原料药单机及系统</b>													
收入									145	238	333	433	563
YoY										64.6%	40.0%	30.0%	30.0%
占总收入比例										6.4%	8.8%	7.9%	8.9%
成本									108	150	200	247	310
<b>生物工程单机及系统</b>													
收入									70	224	1,119	1,209	1,233
YoY										220.0%	400.0%	8.0%	2.0%
占总收入比例										3.1%	8.3%	26.4%	24.8%
成本									52	123	582	622	653
<b>食品工程设备</b>													
收入				16	37	5	44	153	170	157	235	341	478
YoY					130.4%	-85.7%	747.5%	243.8%	11.4%	-7.9%	50.0%	45.0%	40.0%
占总收入比例				1.3%	2.4%	0.4%	2.6%	8.0%	7.5%	5.8%	5.5%	7.0%	8.4%
成本				15	26	5	33	118	125	110	165	232	320
<b>检查包装单机及系统</b>													
收入									87	141	198	267	361
YoY										62.5%	40.0%	35.0%	35.0%
占总收入比例										3.8%	5.2%	4.7%	6.4%
成本									70	105	139	187	245
<b>口服固体单机及系统</b>													
收入									39	52	63	81	110
YoY										32.9%	20.0%	30.0%	35.0%
占总收入比例										1.7%	1.9%	1.7%	1.9%
成本									31	37	41	49	64
<b>售后服务及配件</b>													
收入	25	33	50	39	51	62	87	94	137	140	182	228	297
YoY		28.3%	52.0%	-21.4%	31.5%	21.9%	38.8%	8.9%	45.2%	2.4%	30.0%	25.0%	30.0%
占总收入比例	3.9%	4.0%	4.9%	3.1%	3.3%	4.7%	5.0%	4.9%	6.1%	5.2%	4.3%	4.7%	5.2%
成本	13	17	26	20	24	29	46	52	74	70	91	114	163

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年分别实现营业收入 42.41 亿元、48.82 亿元、56.73 亿元, 分别同比增长 56.6%、15.1%、16.2%; 预计实现归母净利润为 6.52 亿元、8.24 亿元、10.44 亿元, 分别同比增长 40.7%、26.4%、26.7%, 当前股价对应 PE 分别为 28x、22x、17x。公司 2021-2023 年股权激励费用预计分别摊销 6791 万元、3970 万元、1567 万元, 若剔除股权激励费用摊销影响, 则公司 2021-2023 年实现归母净利润 7.04 亿元、8.56 亿元、10.58 亿元, 分别同比增长 52.0%、21.6%、23.6%。

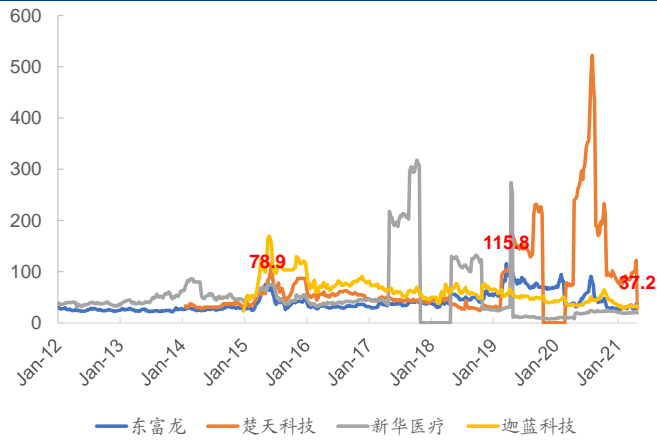
我们选用 PE 估值法对公司进行估值:

- 1) 东富龙自上市以来, PE 最大值 116x 产生于 2019 年 3 月, 在 2011-2015 年制药设备行业高景气期间, 公司 PE 最大值为 79x, 平均 PE 为 32x;
  - 2) 参考可比公司楚天科技、新华医疗和迦蓝科技 PE 变化趋势, 东富龙历史 PE 水平较低, 公司多产品布局已迈入收获期, 长期成长空间较充足, 投资价值需被重估;
- 综上, 考虑到制药装备行业盈利能力触底回升, 公司多产品线逐步全面开花, 海外客户



持续突破，我们给与公司一定估值溢价。给予公司对应 2022 年净利润 35-40x PE，对应 12 个月内目标市值为 288.4-329.6 亿元，对应目标价为 45.90-52.46 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38: 2012-2021 年国内主要医药设备企业 PE 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 2012-2021 年国内主要医药设备企业 PB 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**疫情影响海外订单发货交付不及预期:** 公司产品销往海外 40 多个国家和地区，海外收入是公司业绩增长的重要来源之一。目前海外疫情仍维持高位，若海外疫情持续蔓延导致海运超期或停运，或将影响公司海外订单不能按时交付，将对收入确认产生不良影响。

**新产品销售推广不及预期:** 公司产品线持续丰富，医疗设备与耗材、原料药设备、生物工程设备及食品工程设备等逐步买入放量期，是业绩增长的驱动力之一。若新产品客户开拓及市场推广不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

**原材料涨价及供应不足风险:** 公司部分核心原材料需从海外企业进口，海外疫情持续可能导致当地企业生产销售及出口节奏放缓，或将引发公司原材料涨价及断供风险，进而影响销售毛利率和订单交付。

**进口替代不及预期:** 国产制药装备在化药等中低端市场已经基本实现进口替代，在生物工程装备、细胞药物和原料药装备等高端市场进口替代还在逐步推进中，若进口产品长期牢牢占领高端市场，进口替代缓慢，将会影响公司新产品的市场开拓及放量。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com