



## 制药机械龙头，业绩迎来拐点

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 制药企业开始新一轮固定资产投资，下游制药机械行业增长提速，同比增速回到15%以上；2) 国内生物药迎来爆发，生物药企业产能建设有望加速，新冠疫苗产能拓展为市场带来超过百亿增量空间，制药机械行业有望充分受益；3) 公司有望充分受益行业发展，盈利能力快速提升，其中ROE有望从2020年的13%提升到2021年的16%，业绩有望迎来拐点。
- 我国医药制造业开启新一轮固定资产投资，下游制药机械行业有望充分受益。** 我国医药制造业第二轮GMP从2011年开始，制药企业固定资产投资加大，2011-2015年总资产增速保持在15%，2016年开始，医药制造业固定资产整体增速逐步下滑，2019年开始迎来反转，从2019年的7.2%逐步上升到2021年2月的12.8%，预计上行趋势仍在持续。我国制药机械行业销售额在2015年达到顶峰后逐步下行，2018年为161亿元，进入2019年，销售额开始逐步提升，2020年行业销售额达到197亿元，同比增长14.6%，重新进入快速增长阶段。
- 生物药行业迎来爆发，新冠疫苗产能拓展带来增量。** 我国生物药市场规模正处于快速增长阶段，其中生物类似药2020年已经达到64亿元，2030年有望达到590亿元，同时生物药企业固定资产投资加快，有望进一步带动制药机械行业快速发展。我国在研新冠疫苗较多，预计新冠疫苗年产能有望达到百亿剂量，假设每条产线年产能在5000万剂量，考虑到部分将用到老产能，则预计新冠疫苗新增产线将达到150条，一条产线对应设备价值在8000万元-1亿元，预计制药设备市场增量将达到120-150亿元。
- 东富龙行业龙头，有望受益行业率先发展，国际化值得期待。** 预收款是公司业绩的先行指标，2017年开始，预收款项触底回升，2021Q1预收款已经达到23亿元，预收款项的快速回升也预示着公司经营和业绩有望迎来拐点。公司不断布局新领域，其中生物工程单机及系统、医疗装备和耗材成为新的增长点，同时，公司加速海外市场布局，公司在成本和供货周期上相比海外企业有显著优势，国际市场有望打开公司成长空间。
- 估值与投资建议。** 公司研发布局位于行业前列，生物工程设备持续加速布局，同时国际化快速推进，长期发展空间较大，公司理应享受估值溢价，给予公司2021年45倍市盈率，对应目标价为47.70元，首次覆盖，给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2707.69	3850.89	4812.53	5762.02
增长率	19.60%	42.22%	24.97%	19.73%
归属母公司净利润(百万元)	463.49	666.58	882.98	1096.84
增长率	217.86%	43.82%	32.46%	24.22%
每股收益EPS(元)	0.74	1.06	1.41	1.75
净资产收益率ROE	13.03%	16.59%	18.74%	19.76%
PE	52	36	27	22
PB	6.47	5.73	4.89	4.15

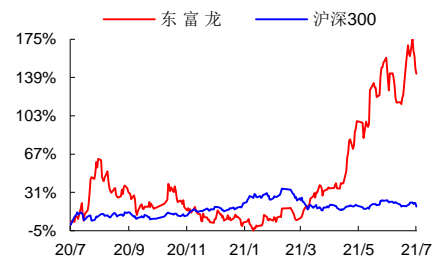
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 马云涛  
执业证号: S1250520090001  
电话: 021-68416017  
邮箱: myt@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)	6.28
流通A股(亿股)	4.28
52周内股价区间(元)	14.93-43.09
总市值(亿元)	238.89
总资产(亿元)	70.94
每股净资产(元)	5.92

### 相关研究

## 投资要件

### 关键假设

假设 1: 冻干机系统业务是公司的核心业务, 公司是行业龙头, 有望充分受益行业发展, 假设 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 20%、15%和 15%。随着收入端的快速增长, 规模效应逐步凸显, 盈利能力有望持续提升, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 47%、47%和 47%。

假设 2: 净化工程及设备是公司的第二大业务, 预计未来仍然有望保持稳健增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年实现收入增速分别为 15%、15%和 15%, 毛利率有望继续保持平稳, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别为 19.4%、19.4%和 19.4%。

假设 3: 生物工程单机及系统是公司发展速度最快的业务, 受益于新冠疫苗产能拓展以及生物药爆发, 有望实现快速增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年实现收入增速分别为 200%、50%和 30%, 毛利率有望继续保持在较高水平, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别为 35%、35%和 35%。

假设 4: 医疗装备和耗材是公司发展速度最快的业务, 主要布局在新技术药物领域, 有望实现快速增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年实现收入增速分别为 150%、50%和 30%, 毛利率有望持续提升, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别为 70%、73%和 75%。

### 我们区别于市场的观点

市场认为制药机械行业增长缓慢, 竞争格局较差, 公司虽然是行业龙头, 但业绩增长仍然缓慢。我们认为经过 2011 年的新版 GMP 认证之后, 下游制药企业进入新一轮的固定资产投资周期, 此外, 国内生物药迎来爆发, 企业固定资产投资速度加快, 有望带动上游制药机械行业迎来快速增长。公司作为行业龙头, 研发生产实力位于首位, 有望充分受益行业发展, 迎来快速增长。

### 股价上涨的催化因素

公司订单情况超预期, 公司盈利能力提升超预期。

### 估值和目标价格

公司是我国制药机械行业龙头, 受益于下游制药行业快速发展, 业绩迎来拐点。公司研发布局位于行业前列, 生物工程设备持续加速布局, 同时国际化快速推进, 长期发展空间较大, 公司理应享受估值溢价, 给予公司 2021 年 45 倍市盈率, 对应目标价为 47.70 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 投资风险

公司订单不及预期风险, 行业竞争加剧风险, 制药行业固定资产投资不及预期风险, 汇率风险及海外项目运营风险。

## 目 录

<b>1 东富龙：国内制药机械龙头，业绩有望迎来拐点</b> .....	<b>1</b>
1.1 国内制药机械龙头，长期稳健经营发展 .....	1
1.2 业绩迎来拐点，盈利能力持续提升 .....	2
<b>2 制药企业开启新一轮固定资产投资，制药机械行业有望迎来高增长</b> .....	<b>3</b>
2.1 制药企业开启新一轮固定资产投资，制药机械行业迎来拐点.....	3
2.2 生物药爆发，国内制药企业有望迎来新一轮投资周期.....	6
2.3 新冠疫苗新建产能带来短期较大市场增量 .....	7
<b>3 东富龙行业龙头，有望受益行业率先发展</b> .....	<b>8</b>
3.1 盈利能力快速提升，业绩有望迎来拐点 .....	8
3.2 持续布局新领域，进军国际市场有望打开成长空间.....	10
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>12</b>
4.1 盈利预测 .....	12
4.2 绝对估值 .....	14
4.3 相对估值 .....	15
<b>5 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图 目 录

图 1: 东富龙发展历史 .....	1
图 2: 东富龙股权结构 .....	1
图 3: 营业收入及增速 (亿元) .....	2
图 4: 归母净利润及增速 .....	2
图 5: 公司营业收入构成情况 .....	2
图 6: 公司不同板块毛利率情况 .....	2
图 7: 公司整体毛利率和净利率情况 .....	3
图 8: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率 .....	3
图 9: 医药制造业资产增速开始上行 .....	4
图 10: 制药专用设备行业销售收入及增速 .....	4
图 11: 制药专用设备行业销售收入及增速 .....	5
图 12: 制药专用设备制造企业数量 .....	5
图 13: 制药专用设备制造行业竞争格局 .....	6
图 14: 我国生物类似药市场规模及增速 .....	6
图 15: 生物药企业固定资产增速加快 .....	7
图 16: 部分企业新冠疫苗产能规划 .....	7
图 17: 新冠疫苗生产设备规模测算 .....	7
图 18: 东富龙业务领域 .....	8
图 19: 制药专用设备制造行业企业收入对比 (2020) .....	8
图 20: 制药专用设备制造行业企业毛利率对比 (2020) .....	8
图 21: 近几年公司预收款快速增长 .....	9
图 22: 楚天科技预收款快速增长 .....	9
图 23: 公司在新领域设备加速布局 .....	10
图 24: 公司研发投入情况 .....	10
图 25: 公司研发人员及占比 .....	10
图 26: 东富龙产品研发方向紧随行业发展趋势 .....	11
图 27: 东富龙产品研发领域广阔 .....	11
图 28: 东富龙海外收入持续增长 .....	12
图 29: 楚天科技海外收入持续增长 .....	12

## 表 目 录

表 1: 东富龙营业收入拆分 (亿元) .....	13
表 2: 绝对估值假设条件 .....	14
表 3: FCFE 估值结果 .....	14
表 4: FCFE 估值敏感性分析 .....	15
表 5: 可比公司估值 .....	15
附表: 财务预测与估值 .....	16

# 1 东富龙：国内制药机械龙头，业绩有望迎来拐点

## 1.1 国内制药机械龙头，长期稳健经营发展

上海东富龙科技股份有限公司成立于1993年，并于2011年实现上市，公司是为全球制药企业提供制药工艺、核心装备、系统工程整体解决方案的综合化制药装备服务商，产品应用于注射剂、固体制剂、化学原料药、生物工程、中药、医疗和食品的各领域，目前已经有超过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多个国家和地区的近2500家制药企业。

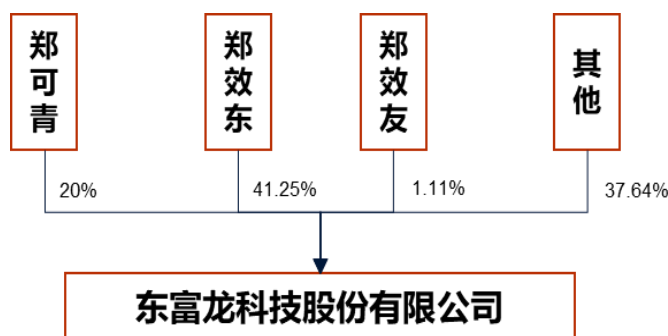
图 1：东富龙发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司第一大股东是董事长兼总经理郑效东先生，也是公司的实际控制人，第二大股东郑可青女士（郑效东女儿）持有公司20%股份，是郑效东先生的一致行动人。

图 2：东富龙股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 业绩迎来拐点，盈利能力持续提升

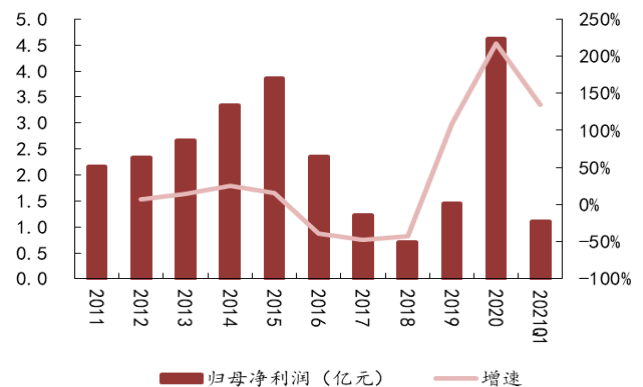
2011年开始，受益于新版GMP推行，公司营业收入快速增长，从2011年的6.5亿元增长到2015年的15.6亿元，归母净利润也从2011年的2.2亿元增长到2015年的3.9亿元，随后新版GMP认证带动的药企固定资产投资接近尾声，2016年开始公司收入负增长，利润端也快速下滑，盈利能力持续下降，2018年收入为19.2亿元，归母净利润仅为0.7亿元，进入2019年，公司业绩迎来反转，2020年实现收入27亿元，归母净利润2.9亿元，同比增长达到375%；2021Q1实现收入7.2亿元，同比增长42.4%，实现归母净利润1.1亿元，同比增长134.3%，业绩继续加速增长。

图3：营业收入及增速（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

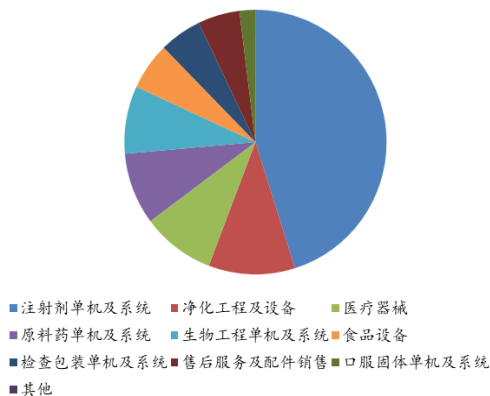
图4：归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

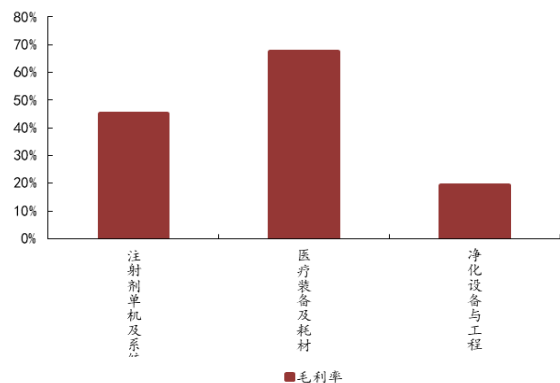
公司主营业务为包括冻干机、冻干系统设备、食品设备、净化工程及设备等多个板块，其中冻干系统设备和冻干机是公司最主要的业务，营收占比接近50%。另外，公司近两年新发展的业务生物工程单机及系统占比在2020年有较大提升。从毛利率来看，公司冻干机和冻干系统设备毛利率近两年持续提升，2020年超过40%，2020年医疗器械毛利率接近70%。

图5：公司营业收入构成情况



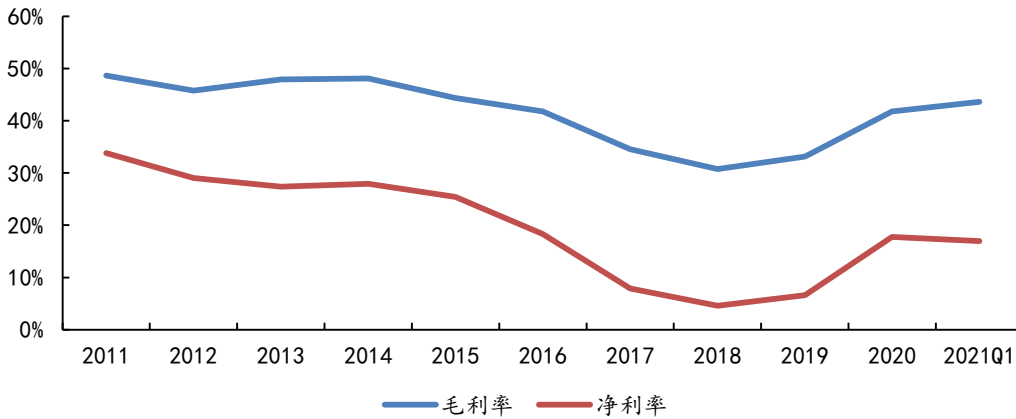
数据来源：Wind，西南证券整理

图6：公司不同板块毛利率情况



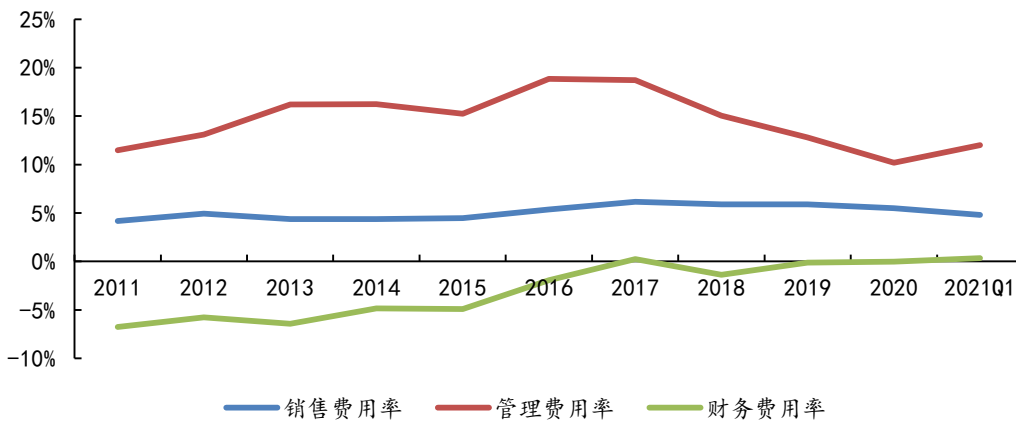
数据来源：Wind，西南证券整理

公司整体毛利率和净利率从2016年开始下滑，毛利率在2018年下降到30.8%，净利率下降到4.6%，进入2019年，盈利能力迎来反转，处于持续上升的过程，2020年毛利率和净利率分别达到41.8%和17.8%，预计未来仍有一定提升空间。

**图 7：公司整体毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

公司销售费用率从 2017 年的 6.2% 逐步下降到 2020 年的 5.5%，管理费用率从 2016 年的 18.8% 下降到 2020 年的 10.2%，与扣除研发费用以及规模效应提升有关；2020 年公司财务费用率为 -0.01%，财务费用率近几年整体保持平稳。

**图 8：公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率**


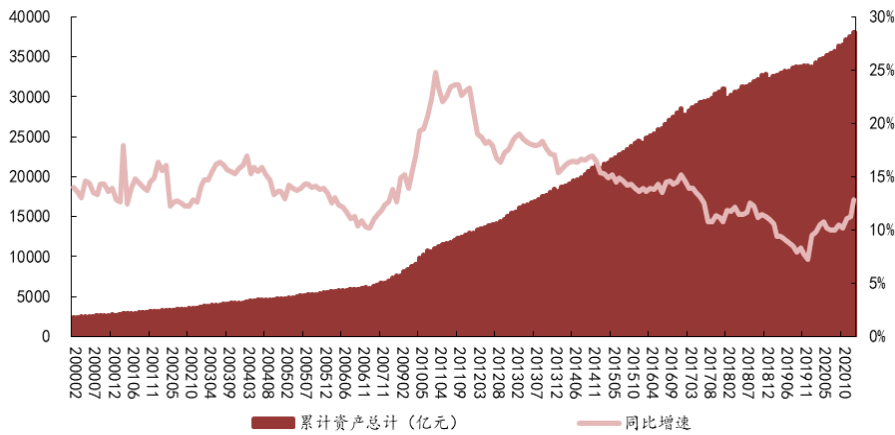
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 制药企业开启新一轮固定资产投资，制药机械行业有望迎来高增长

### 2.1 制药企业开启新一轮固定资产投资，制药机械行业迎来拐点

我国医药制造业资产增速开始上行。从 2000 年开始，我国医药制造业经历过两轮 GMP 认证，第二轮 GMP 从 2011 年开始，制药企业固定资产投资加大，2011-2015 年总资产增速保持在 15% 左右，2016 年开始，医药制造业固定资产整体增速逐步下滑，一直到 2019 年底，已经从之前的 15% 下降到最低的 7.2%，进入到 2020 年，资产整体增速持续上行，从 2019 年最低的 7.2% 逐步上升到 2021 年 2 月的 12.8%，预计上行趋势仍在持续。

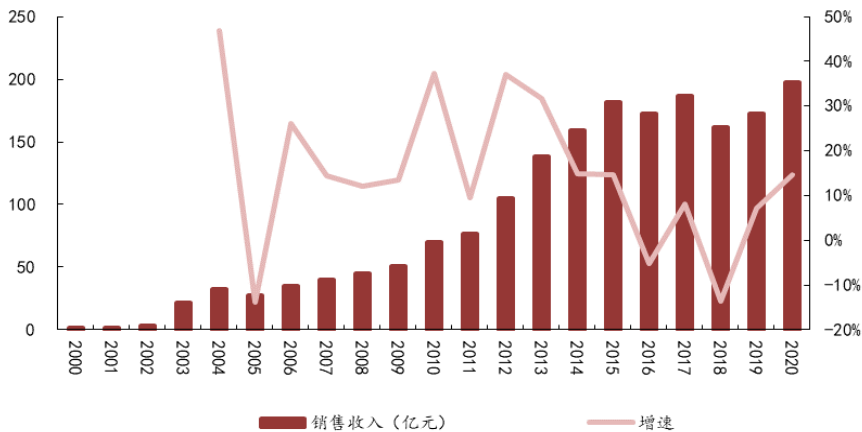
图 9：医药制造业资产增速开始上行



数据来源：Wind，西南证券整理

从行业整体销售情况来看，2010 年开始，受益于新版 GMP 认证，下游制药企业加大固定资产投资，带动上游的制药设备行业迎来快速发展，行业增速超过 30%，2014 年开始，制药企业固定资产投资逐步接近尾声，制药设备行业增速逐步下行，销售额在 2015 年达到顶峰后逐步下行，2018 年为 161 亿元，进入 2019 年，销售额开始逐步提升，2020 年行业销售额达到 197 亿元，同比增长 14.6%。

图 10：制药专用设备行业销售收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

我国制药机械行业起步于 20 世纪 90 年代，2004 年的第一轮 GMP 认证对行业发展起到较大促进作用，2011 年开始的第二轮 GMP 认证再次推动行业快速发展。目前随着我国制药机械行业整体实力的增加，制药机械朝向自动化、智能化发展，产品逐步升级。



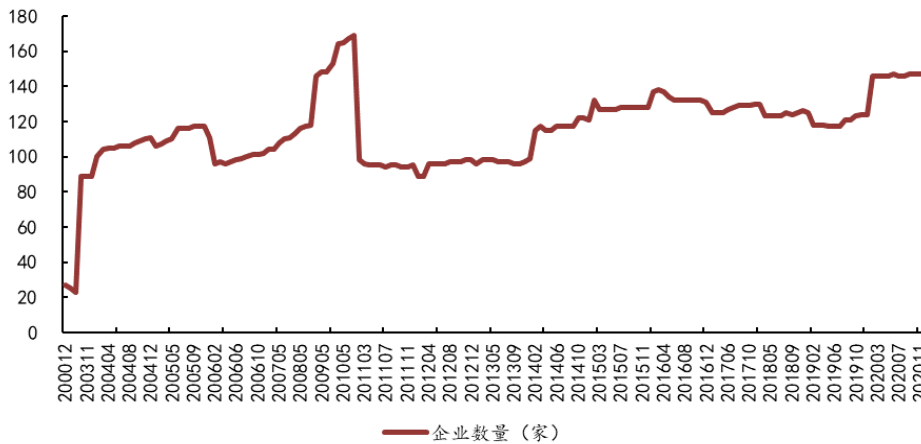
图 11: 制药专用设备行业销售收入及增速



数据来源: 脉动网, 西南证券整理

我国制药专用设备制造企业数量逐年增多,从2000年的27家增长到2020年的147家,从趋势来看,2016年开始,行业进入下行周期,企业家数也逐年下行,进入到2019年年底,企业数量再次开始增加,达到目前的147家。

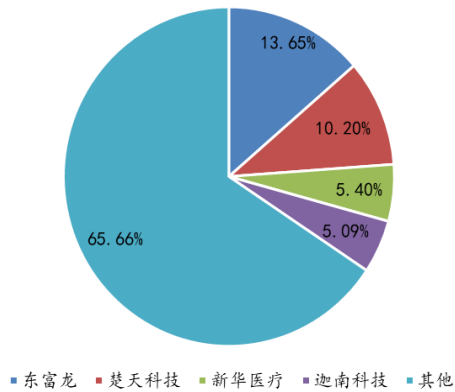
图 12: 制药专用设备制造企业数量



数据来源: Wind, 西南证券整理

目前我国制药专用设备制造行业竞争格局较为分散,龙头企业东富龙市占率为13.7%,其次楚天科技市占率为10.2%,新华医疗市占率为5.4%,迦南科技市占率为5%,剩余市场份额被其余企业占据,整体来看,我国制药专用设备制造行业竞争格局仍然较为分散,未来仍有一定提升空间。

图 13: 制药专用设备制造行业竞争格局

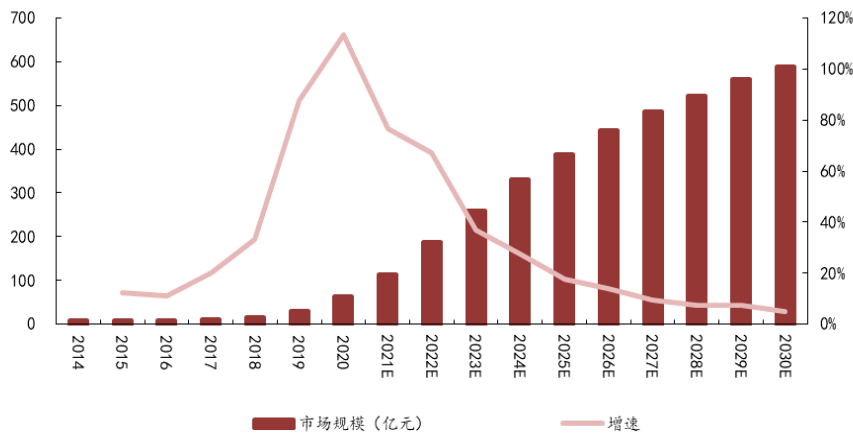


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2.2 生物药爆发，国内制药企业有望迎来新一轮投资周期

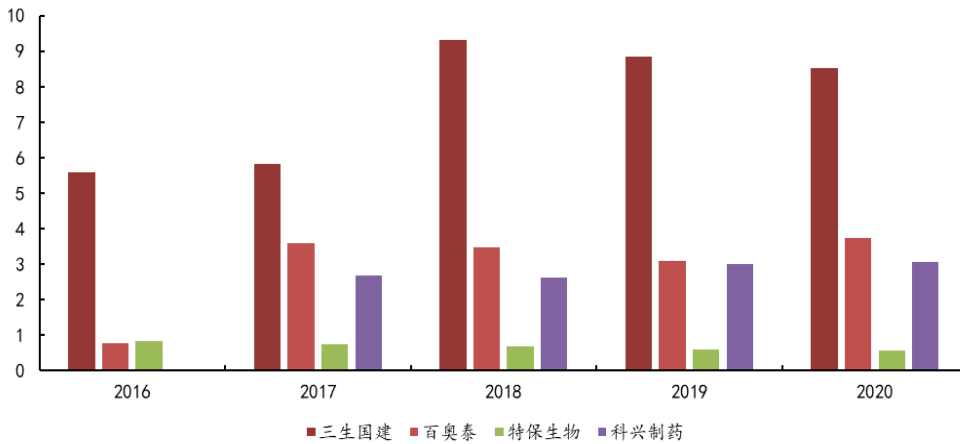
我国生物类似药市场规模正处于快速增长阶段。随着越来越多生物类似药获批，市场规模增速将呈现持续增长的趋势，根据弗若斯特沙利文报告，2014 年我国生物类似药市场规模达为 8 亿元，2020 年已经达到 64 亿元，2030 年有望达到 590 亿元。

图 14: 我国生物类似药市场规模及增速



数据来源: 百奥泰招股说明书, 西南证券整理

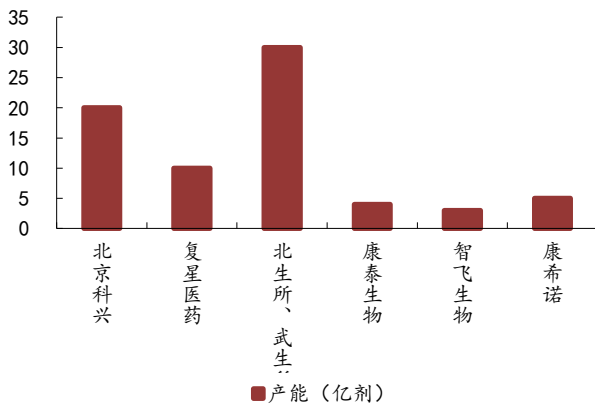
从部分生物药企业固定资产投资情况来看，近几年均处于快速增长的态势。生物药生产难度相对较高，从国际情况来看，生物药企业普遍偏向自建生产产能，目前国内生物药产业处于爆发阶段，小型生物药企业数量快速增加，生物药持续加速上市，生物药企业固定资产投资需求快速增加，也从一定程度带动我国制剂机械行业发展。

**图 15: 生物药企业固定资产增速加快**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2.3 新冠疫苗新建产能带来短期较大市场增量

目前我国在研新冠疫苗较多, 预计新冠疫苗年产能有望达到百亿剂量, 假设每条产线年产能可在 5000 万剂量, 考虑到部分将用到老产能, 则预计新冠疫苗新增产线将达到 150 条, 一条产线对应设备价值在 8000 万元-1 亿元左右, 则预计制药设备市场增量将达到 120-150 亿。随着国内制药机械企业研发实力的增强, 产品水平已经可以替代进口产品, 同时, 价格又有较大优势, 发货周期也远远短于海外企业, 预计未来有望率先受益。

**图 16: 部分企业新冠疫苗产能规划**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 17: 新冠疫苗生产设备规模测算**

总产能	100亿剂
单个产线产能	5000万剂
产线	200条
新建产线	150条
单条产线设备价值	1亿元
设备市场规模	150亿元

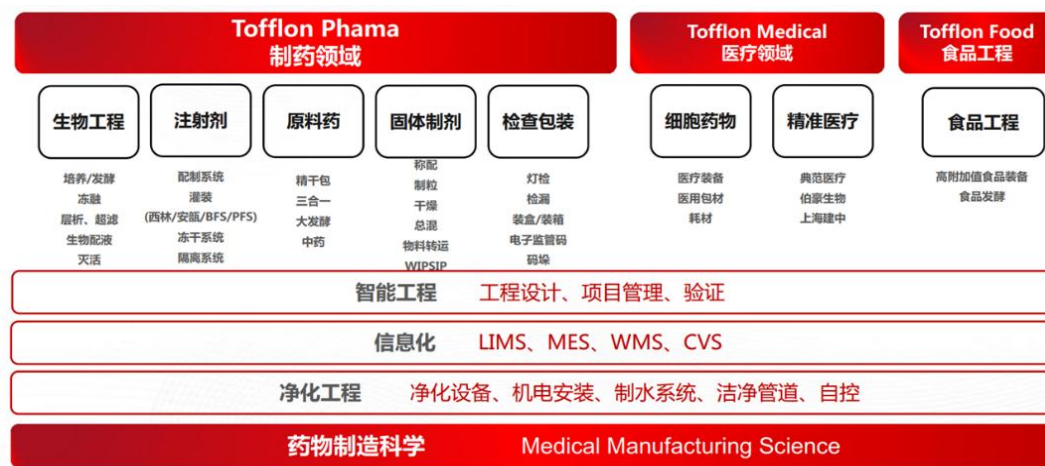
数据来源: 中国知网, 西南证券整理

### 3 东富龙行业龙头，有望受益行业率先发展

#### 3.1 盈利能力快速提升，业绩有望迎来拐点

公司主要产品分为三个板块，分别为制药装备板块、医疗技术与科技板块和食品装备工程板块，其中制药装备板块主要产品有冻干机、无菌隔离装置、自动进出料装置、灌装联动线、全自动配液系统、智能灯检机、生物发酵罐及反应器、生物分离纯化及超滤系统、口服固体制剂的制粒线、多功能流化床及物料周转系统等，广泛应用于生物制品、疫苗、血制品、抗生素、化学药品、诊断制剂、保健品、兽药、中药西制等药物制造领域，是公司最核心的业务板块。

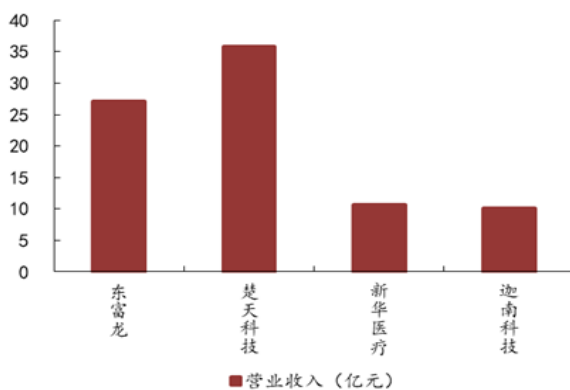
图 18：东富龙业务领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

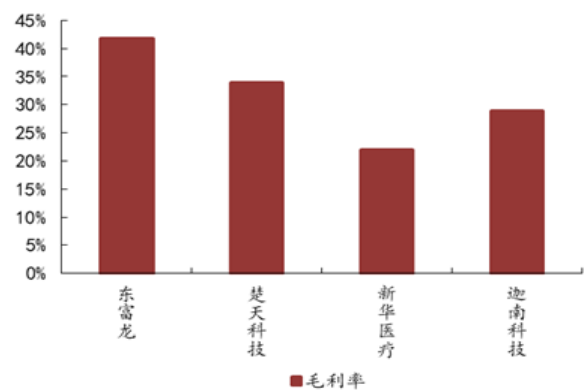
同行业对比来看，公司目前已经成为国内龙头制药专用设备制造企业，2020 年收入超过 25 亿元，收入体量（国内收入）居于行业首位，楚天科技居于第二位，其次是新华医疗和迦南科技。从盈利能力来看，楚天科技 2020 年毛利率超过 40%，也处于行业领先水平。

图 19：制药专用设备制造行业企业收入对比（2020）



数据来源：Wind，西南证券整理

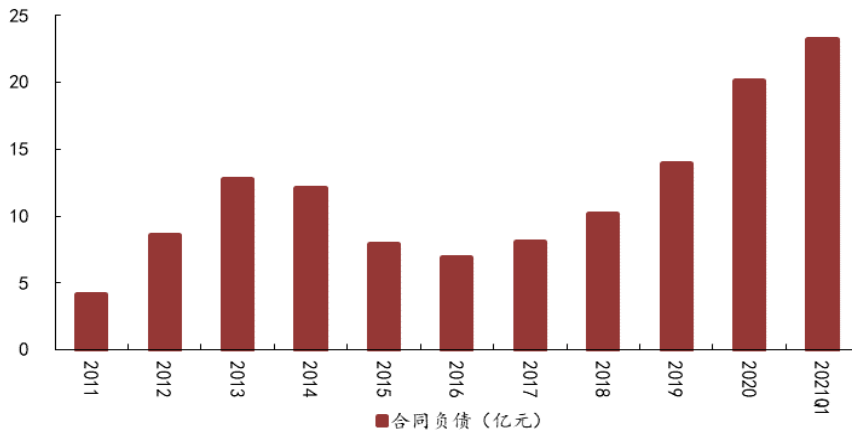
图 20：制药专用设备制造行业企业毛利率对比（2020）



数据来源：Wind，西南证券整理

预收款是公司业绩的先行指标，2011-2013年，东富龙预收款项快速增加，业绩也迎来高速增长，2014年开始，预收款项持续下降，2016年降低至6.9亿元，2017年开始，预收款项触底回升，2020年预收款达到20亿元，2021Q1达到23亿元，预收款项的快速回升也预示着公司经营和业绩有望迎来拐点。

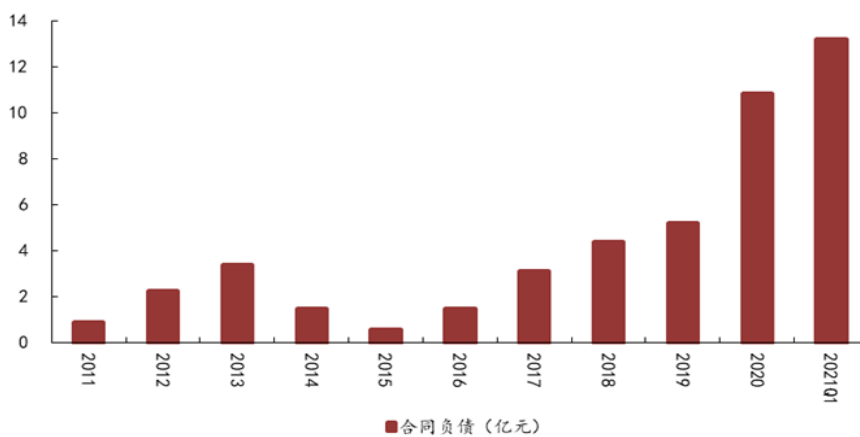
图 21：近几年公司预收款快速增长



数据来源：Wind，西南证券整理

从同类公司楚天科技的预收款情况来看，也和东富龙有相类似的趋势，2015年开始，预收款（合同负债）迎来快速增长，2020年，预收款（合同负债）已经达到8亿元，预收款项的快速回升也预示着公司经营和业绩有望迎来拐点，业绩也相应开始进入快速增长阶段。

图 22：楚天科技预收款快速增长



数据来源：Wind，西南证券整理

### 3.2 持续布局新领域，进军国际市场有望打开成长空间

目前公司加速在新领域设备布局，其中在细胞治疗、生物样本、消毒灭菌方面已具备整体解决方案能力，2020 年公司的医疗装备及耗材板块收入超过 2 个亿，同比增长超过 500%，公司的生物工程单机及系统板块收入超过 2 个亿，同比增长超过 200%。

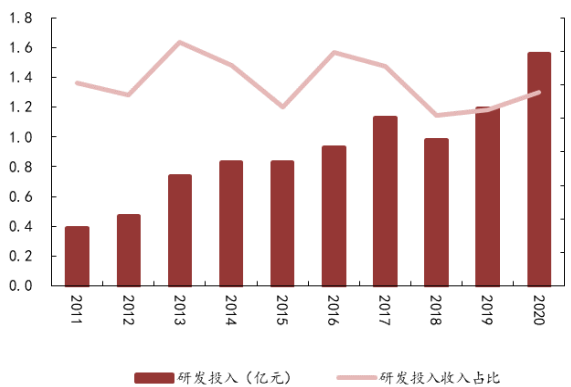
图 23：公司在新领域设备加速布局



数据来源：Wind，西南证券整理

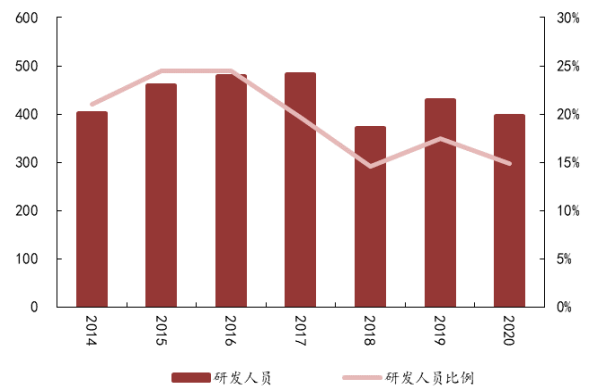
近几年，公司研发投入持续加大，研发投入从 2011 年的 0.4 亿元增长到 2020 年的 1.6 亿元，研发投入占收入比重也提升到 5% 以上。公司研发人员也在快速扩充，2020 年接近 400 人，占总员工人数比例接近 20%。

图 24：公司研发投入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

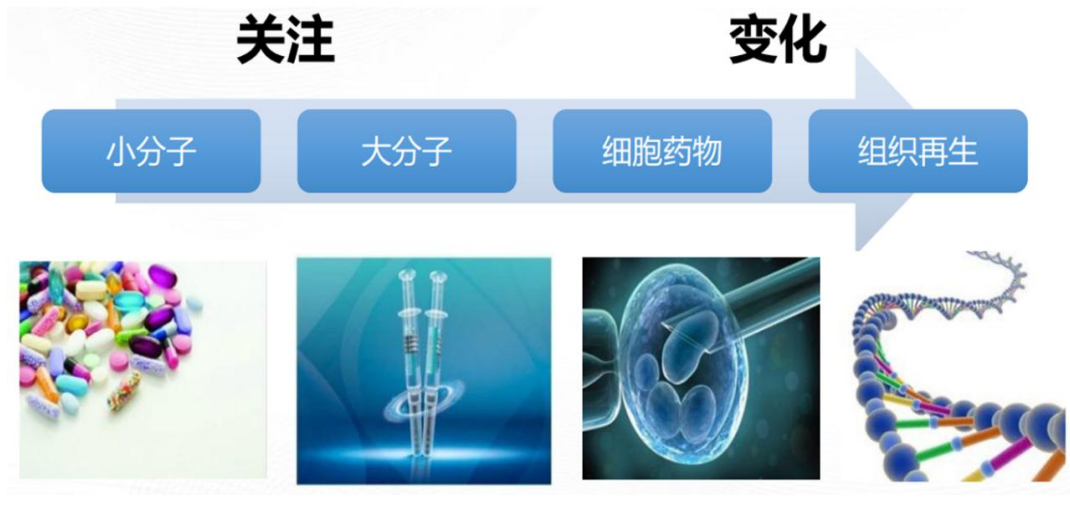
图 25：公司研发人员及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

整体来看，目前药物研发的方向从之前的小分子药物为主逐步发展到开始以生物大分子药物为主，预计未来细胞和基因治疗药物将得到广泛的应用，市场空间广阔，此外，组织再生等业有望成为更加远期的发展方向。公司的制药设备紧跟医药行业发展趋势，布局长远，行业领先，长期发展动力充足。

图 26: 东富龙产品研发方向紧随行业发展趋势



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

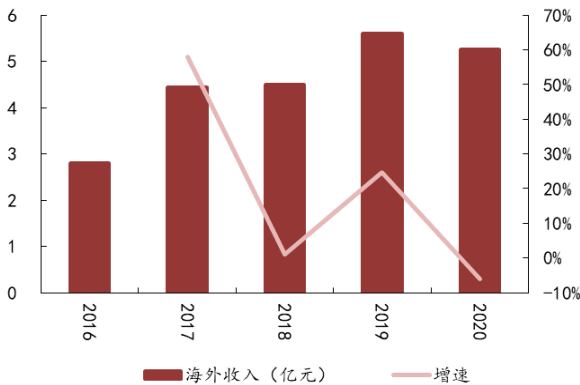
一直围绕“系统化、国际化、数字化”的发展战略, 在无菌注射剂、生物工程、原料药、口服固体等制药装备领域, 围绕药品的生产工艺及发展方向, 研发具有前瞻性及具备自主知识产权的创新产品, 提升研发效率加大创新力度, 为全球医药客户提供具有竞争力和品牌影响力的整体系统解决方案, 同时, 公司在细胞制备、食品装备等领域, 持续投入研发与技术合作, 完善产业布局, 丰富产品种类, 预计未来随着公司产品种类的丰富以及新产品的不断推出, 业绩有望持续快速增长。

图 27: 东富龙产品研发领域广阔

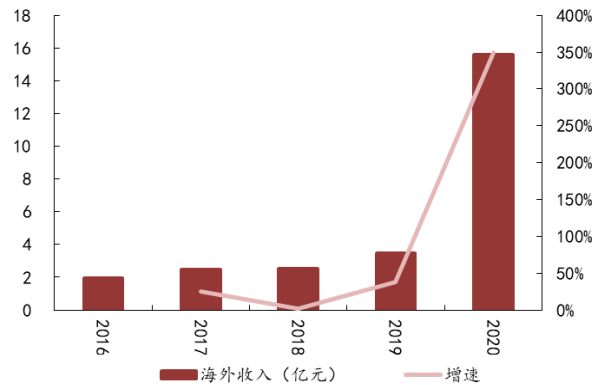


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

近几年, 随着公司产品竞争力的逐步增强, 加之明显的成本优势, 公司持续发力海外市场, 海外市场收入持续增长, 从 2016 年的 2.81 亿元增长到 2020 年的 5.26 亿元, 同时, 2020 年的全球疫情也为公司的产品出口起到一定的促进加速作用。对比同类公司楚天科技, 楚天科技海外收入也在快速增长, 其中 2020 年增长较大, 与公司收购的德国 Ramaco 公司并表有关。整体来看, 全球化发展是我国制药机械企业未来的重要方向。

**图 28: 东富龙海外收入持续增长**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 29: 楚天科技海外收入持续增长**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 注射剂单机及系统是公司的核心业务, 公司是行业龙头, 有望充分受益行业发展, 假设 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 20%、15%和 15%。随着收入端的快速增长, 规模效应逐步凸显, 盈利能力有望持续提升, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 47%、47%和 47%。

假设 2: 净化设备与工程是公司的第二大业务, 预计未来仍然有望保持稳健增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年实现收入增速分别为 15%、15%和 15%, 毛利率有望继续保持平稳, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别为 19.4%、19.4%和 19.4%。

假设 3: 生物工程单机及系统是公司发展速度最快的业务, 受益于新冠疫苗产能拓展以及生物药爆发, 有望实现快速增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年实现收入增速分别为 200%、50%和 30%, 毛利率有望继续保持在较高水平, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别为 35%、35%和 35%。

假设 4: 医疗装备及耗材是公司发展速度最快的业务, 主要布局在新技术药物领域, 有望实现快速增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年实现收入增速分别为 150%、50%和 30%, 毛利率有望继续提升, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别为 70%、73%和 75%。

假设 5: 公司的其他板块收入维持稳健增长, 2021-2023 年收入端保持 5%-20%的增长, 毛利率仍然维持平稳。



表 1: 东富龙营业收入拆分 (亿元)

业务板块		2020A	2021E	2022E	2023E
注射剂单机及系统	收入	12.22	14.66	16.86	19.39
	增速	4.17%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本	6.69	7.77	8.93	10.27
	毛利	5.52	6.89	7.92	9.11
	毛利率	45.20%	47.00%	47.00%	47.00%
生物工程单机及系统	收入	2.24	6.71	10.07	13.09
	增速	220.02%	200.00%	50.00%	30.00%
	成本	1.45	4.36	6.55	8.51
	毛利	0.78	2.35	3.53	4.58
	毛利率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
医疗装备及耗材	收入	2.44	6.09	9.14	11.88
	增速	538.72%	150.00%	50.00%	30.00%
	成本	0.79	1.83	2.47	2.97
	毛利	1.65	4.26	6.67	8.91
	毛利率	67.57%	70.00%	73.00%	75.00%
净化设备与工程	收入	2.89	3.33	3.83	4.40
	增速	-26.50%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	2.33	2.68	3.08	3.55
	毛利	0.56	0.64	0.74	0.85
	毛利率	19.36%	19.36%	19.36%	19.36%
原料药单机及系统	收入	2.38	2.38	2.38	2.38
	增速	64.59%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	1.67	1.67	1.67	1.67
	毛利	0.71	0.71	0.71	0.71
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务汇总	收入	4.91	5.34	5.85	6.48
	增速	10.41%	8.62%	9.66%	10.76%
	成本	2.83	3.10	3.39	3.76
	毛利	2.08	2.24	2.46	2.72
	毛利率	42.37%	42.00%	42.00%	42.00%
合计	总营业收入	27.08	38.51	48.12	57.62
	增长率	19.60%	42.22%	24.97%	19.73%
	总营业成本	15.77	21.41	26.09	30.73
	毛利	11.31	17.10	22.03	26.89
	毛利率	41.76%	44.41%	45.78%	46.67%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 38.5 亿元、38.1 亿元和 57.6 亿元，归母净利润分别为 6.7 亿元、8.8 亿元和 11 亿元，EPS 分别为 1.06 元、1.41 元和 1.75 元，对应 PE 分别为 36 倍、27 倍和 22 倍。

## 4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2) 无杠杆  $\beta$  系数为 0.62；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 2：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	6
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	3.5%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	15%
$\beta$ 系数	0.62
债务资本成本 Kd	5%
债务资本比重 Wd	1.26%
股权资本成本 Ke	8.16%
WACC	8.11%

数据来源：西南证券

表 3：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	17712.00
净债务价值	-1102.04
股票价值	18814.04
每股价值	29.94

数据来源：西南证券

**表 4: FCFF 估值敏感性分析**

WACC \ 永续增长率	6.51%	7.01%	7.51%	8.01%	8.51%	9.01%	9.51%
2.0%	37.05	32.75	29.24	26.33	23.89	21.80	20.00
2.5%	40.94	35.75	31.61	28.23	25.44	23.08	21.07
3.0%	45.94	39.50	34.50	29.94	27.27	24.57	22.30
3.5%	52.61	44.32	38.11	33.30	29.46	26.34	23.74
4.0%	61.94	50.74	42.75	36.78	32.15	28.46	25.45

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 29.94 元。

### 4.3 相对估值

我们选取了行业中与东富龙业务最为相近的楚天科技, 2020 年楚天科技的 PE 为 29 倍, 2021 年 PE 为 25 倍。公司是我国制药机械行业龙头, 受益于下游制药行业快速发展, 业绩迎来拐点。公司研发布局位于行业前列, 生物工程设备持续加速布局, 同时国际化快速推进, 长期发展空间较大, 公司理应享受估值溢价, 给予公司 2021 年 45 倍市盈率, 对应目标价为 47.70 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 5: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300358.SZ	楚天科技	17.29	0.38	0.68	0.87	1.05	29	25	20	16
平均值							29	25	20	16

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

公司订单不及预期风险, 行业竞争加剧风险, 制药行业固定资产投资不及预期风险, 汇率风险及海外项目运营风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2707.69	3850.89	4812.53	5762.02	净利润	481.39	691.48	915.00	1136.62
营业成本	1577.00	2140.53	2609.39	3072.85	折旧与摊销	46.21	61.47	65.19	68.96
营业税金及附加	9.22	17.33	21.66	25.93	财务费用	-0.38	0.00	0.00	0.00
销售费用	148.79	223.35	274.31	322.67	资产减值损失	-49.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	275.95	731.67	914.38	1094.78	经营营运资本变动	475.36	-2434.64	-532.62	-533.59
财务费用	-0.38	0.00	0.00	0.00	其他	163.17	-61.84	-48.98	-51.84
资产减值损失	-49.93	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1115.81</b>	<b>-1743.53</b>	<b>398.59</b>	<b>620.16</b>
投资收益	-0.33	5.00	5.00	5.00	资本支出	27.90	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	46.98	46.98	46.98	46.98	其他	9.90	51.98	51.98	51.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>37.80</b>	<b>11.98</b>	<b>11.98</b>	<b>11.98</b>
<b>营业利润</b>	<b>548.82</b>	<b>789.99</b>	<b>1044.77</b>	<b>1297.76</b>	短期借款	0.00	568.48	-113.34	-270.85
其他非经营损益	0.75	-0.58	-0.18	-0.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>549.56</b>	<b>789.41</b>	<b>1044.59</b>	<b>1297.60</b>	股权融资	-10.32	0.00	0.00	0.00
所得税	68.18	97.93	129.59	160.98	支付股利	-43.98	-139.81	-201.07	-266.34
净利润	481.39	691.48	915.00	1136.62	其他	-51.37	-77.47	0.00	0.00
少数股东损益	17.89	24.89	32.03	39.78	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-105.67</b>	<b>351.20</b>	<b>-314.41</b>	<b>-537.19</b>
归属母公司股东净利润	463.49	666.58	882.98	1096.84	<b>现金流量净额</b>	<b>1035.55</b>	<b>-1380.35</b>	<b>96.16</b>	<b>94.95</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1765.44	385.09	481.25	576.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	733.27	1063.21	1311.00	1565.96	销售收入增长率	19.60%	42.22%	24.97%	19.73%
存货	1685.16	2318.02	2833.35	3345.57	营业利润增长率	193.55%	43.94%	32.25%	24.21%
其他流动资产	1674.77	1361.39	1368.99	1376.49	净利润增长率	221.36%	43.64%	32.33%	24.22%
长期股权投资	92.57	92.57	92.57	92.57	EBITDA 增长率	156.30%	43.19%	30.36%	23.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	331.69	314.15	292.89	267.85	毛利率	41.76%	44.41%	45.78%	46.67%
无形资产和开发支出	157.61	154.25	150.89	147.53	三费率	15.67%	24.80%	24.70%	24.60%
其他非流动资产	139.30	138.74	138.17	137.61	净利率	17.78%	17.96%	19.01%	19.73%
<b>资产总计</b>	<b>6579.82</b>	<b>5827.42</b>	<b>6669.11</b>	<b>7509.77</b>	ROE	13.03%	16.59%	18.74%	19.76%
短期借款	0.00	568.48	455.14	184.29	ROA	7.32%	11.87%	13.72%	15.14%
应付和预收款项	622.13	767.95	950.56	1133.97	ROIC	54.55%	36.21%	26.29%	27.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.96%	22.11%	23.06%	23.72%
其他负债	2263.76	322.85	381.34	439.16	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2885.88</b>	<b>1659.28</b>	<b>1787.04</b>	<b>1757.42</b>	总资产周转率	0.46	0.62	0.77	0.81
股本	628.34	628.34	628.34	628.34	固定资产周转率	7.89	12.04	16.06	20.86
资本公积	1117.43	1117.43	1117.43	1117.43	应收账款周转率	4.63	4.94	4.63	4.57
留存收益	1780.23	2307.00	2988.91	3819.41	存货周转率	0.95	1.04	0.99	0.98
归属母公司股东权益	3603.47	4052.77	4734.68	5565.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.36%	—	—	—
少数股东权益	90.47	115.36	147.39	187.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3693.94</b>	<b>4168.13</b>	<b>4882.07</b>	<b>5752.35</b>	资产负债率	43.86%	28.47%	26.80%	23.40%
负债和股东权益合计	6579.82	5827.42	6669.11	7509.77	带息债务/总负债	0.00%	34.26%	25.47%	10.49%
					流动比率	2.07	3.20	3.46	4.03
					速动比率	1.47	1.75	1.83	2.07
					股利支付率	9.49%	20.97%	22.77%	24.28%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.74	1.06	1.41	1.75
					每股净资产	5.88	6.63	7.77	9.15
					每股经营现金	1.78	-2.77	0.63	0.99
					每股股利	0.07	0.22	0.32	0.42
业绩和估值指标									
EBITDA	594.65	851.46	1109.96	1366.73					
PE	51.54	35.84	27.06	21.78					
PB	6.47	5.73	4.89	4.15					
PS	8.82	6.20	4.96	4.15					
EV/EBITDA	34.74	26.55	20.18	16.12					
股息率	0.18%	0.59%	0.84%	1.11%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 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

## 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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷毓	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn