

# 东富龙 (300171.SZ)

## 业绩稳健，国际化布局成效显著

**买入**

### 核心观点

**承压上海疫情，单二季度归母净利润有所下滑。**2022H1 公司实现营收 24.27 亿元 (+34.11%)，归母净利润 4.03 亿元 (+18.33%)，高基数下收入、利润仍保持较高增速。公司总部位于上海，3 月中旬开始，上海新冠疫情导致销售、生产制造、物流、采购等遭遇巨大挑战，单二季度业绩放缓明显，实现营收 11.90 亿元 (+8.83%)，归母净利润 1.91 亿元 (-16.81%)，扣非归母净利润 3.71 亿元 (+21.28%)。利润率方面，2022H1 公司毛利率 42.17% (-2.95 p.p.)，净利率 17.58% (-3.57 p.p.)，主要系原材料价格上涨及疫情产品占比减少。

**各业务板块稳定增长。**分业务板块考量，2022H1 公司收入贡献前三的板块分别为注射剂单机及系统 10.85 亿元 (+64.7%)，生物工程单机及系统 4.87 亿 (+21.8%)，净化工程及设备 2.23 亿 (-17.5%)。重点板块注射剂、生物工程保持中高速增长。

**境外收入增速亮眼。**分地区考量，2022H1 公司境外业务收入占比 25.7%，实现营收 6.25 亿元 (+39.46%)，在高基数下收入同比保持快速增长；境外业务毛利率为 50.1%，盈利能力高于境内业务。公司持续进行国际化布局，从仅提供部件加工服务转变为提供成套装备服务，我们看好公司境外业务增长潜力。

**坚持内生外延，制药/医疗/食品全面布局。**内生：加大研发投入，2022H1 研发费用 1.51 亿元，同比增长 57.8%；拟定增不超过 32 亿元用于产能扩张及发展 CGT 业务。外延：报告期末长期股权投资和商誉增加，增加对杭州赛普、四星联合、浙江东之恒、江苏辉河的投资。

**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：**上海疫情影响短期业绩，多元布局奠定长期发展，维持“买入”评级。公司 2022Q2 业绩承压上海疫情，随着疫情影响消退，2022H2 收入和利润有望恢复较高增速。借助疫情带来的切入契机，公司完善业务布局，并成功深度切入国内外高端客户，上调 2022-2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 9.94/12.83/16.23 亿元(2022-2023 年原值 7.77/9.76 亿元)，同比增速 20.1/29.1/26.5%；当前股价对应 PE=17/13/10x。公司持续推动国际化进程，通过内生外延全面布局制药/医疗/食品三大板块，驶入发展快车道，维持“买入”评级。

### 公司研究 · 财报点评

#### 医药生物 · 医疗器械

**证券分析师：彭思宇**

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

**证券分析师：陈益凌**

021-60933167

chenyingling@guosen.com.cn

S0980519010002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.47 元
总市值/流通市值	16173/11054 百万元
52 周最高价/最低价	57.50/24.72 元
近 3 个月日均成交额	210.76 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

 《国信证券-制药装备行业深度：替代正当时，龙头最受益》  
 --2021-08-16

### 盈利预测和财务指标

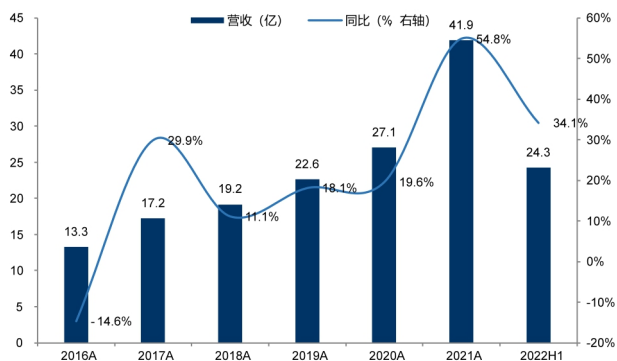
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,708	4,192	5,511	6,839	8,313
(+/-%)	19.6%	54.8%	31.4%	24.1%	21.5%
净利润(百万元)	463	828	994	1,283	1,623
(+/-%)	217.9%	78.6%	20.1%	29.1%	26.5%
每股收益(元)	0.74	1.32	1.58	2.04	2.58
EBIT Margin	20.0%	25.4%	22.3%	23.1%	24.1%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	19.2%	19.4%	20.9%	21.8%
市盈率 (PE)	35.8	20.1	16.7	12.9	10.2
EV/EBITDA	33.3	19.8	18.5	14.9	12.4
市净率 (PB)	4.61	3.84	3.25	2.70	2.23

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

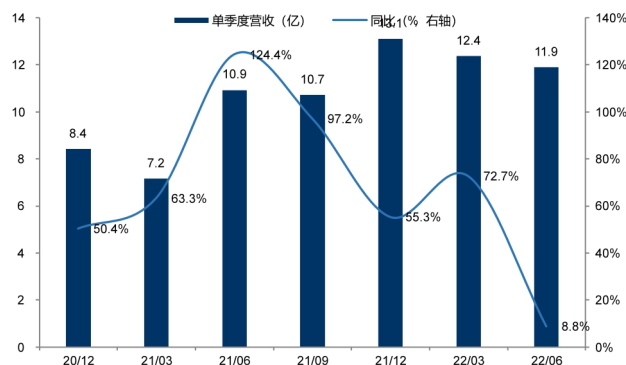
承压上海疫情，单二季度归母净利润有所下滑。2022H1 公司实现营收 24.27 亿元 (+34.11%)，归母净利润 4.03 亿元 (+18.33%)，高基数下收入、利润仍保持较高增速。公司总部位于上海，3 月中旬开始，上海新冠疫情导致销售、生产制造、物流、采购等遭遇巨大挑战，单二季度业绩放缓明显，实现营收 11.90 亿元 (+8.83%)，归母净利润 1.91 亿元 (-16.81%)，扣非归母净利润 3.71 亿元 (+21.28%)。利润率方面，2022H1 公司毛利率 42.17% (-2.95 p.p.)，净利率 17.58% (-3.57 p.p.)，主要系原材料价格上涨及疫情产品占比减少。

图1：东富龙收入及增速（亿元、%）



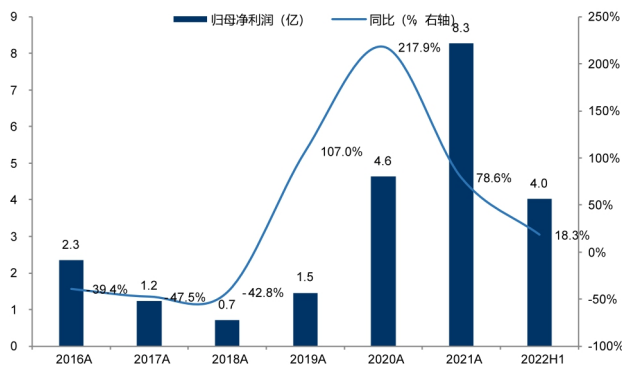
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东富龙单季收入及增速（亿元、%）



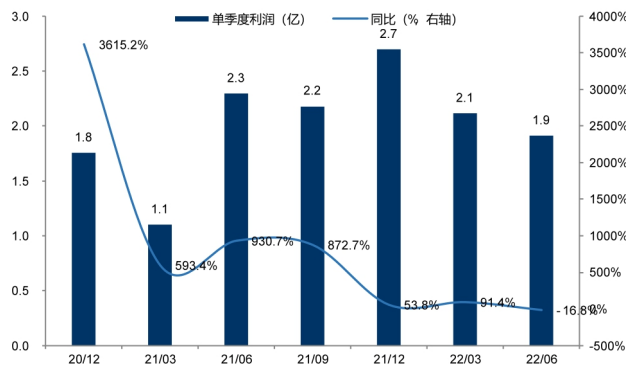
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东富龙归母净利润及增速（亿元、%）



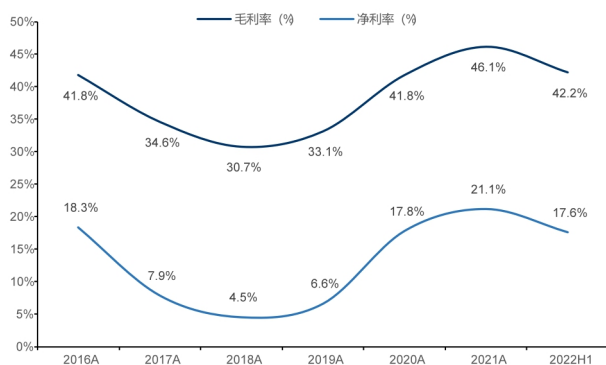
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：东富龙单季归母净利润及增速（亿元、%）



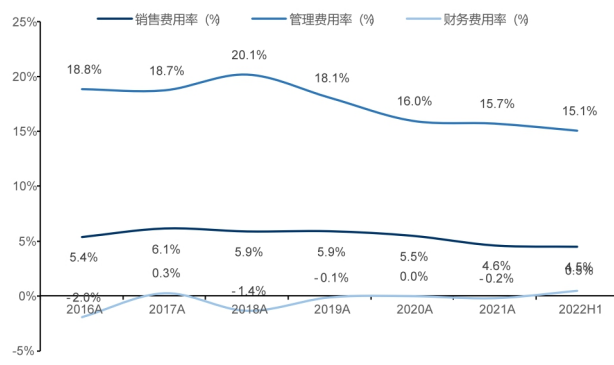
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 东富龙毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 东富龙三费情况 (%)

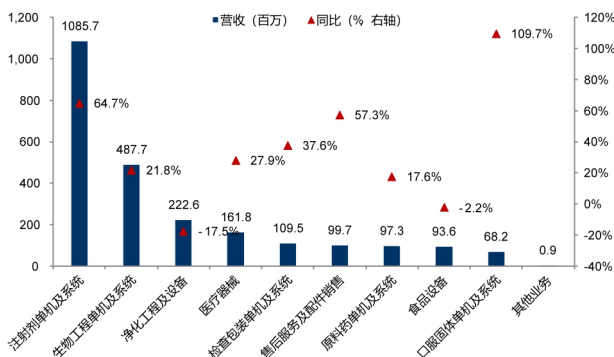


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**各业务板块稳定增长。**分业务板块考量，2022H1 公司收入贡献前三的板块分别为注射剂单机及系统 10.85 亿元(+64.7%)，生物工程单机及系统 4.87 亿(+21.8%)，净化工程及设备 2.23 亿(-17.5%)。重点板块注射剂、生物工程保持中高速增长。

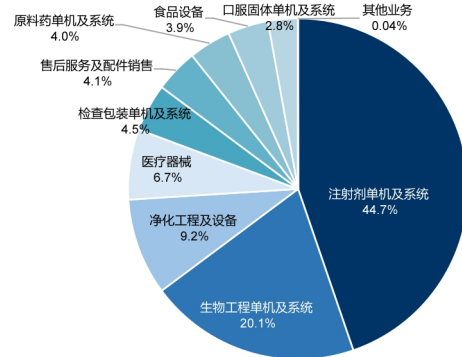
**境外收入增速亮眼。**分地区考量，2022H1 公司境外业务收入占比 25.7%，实现营收 6.25 亿元(+39.46%)，在高基数下收入同比保持快速增长；境外业务毛利率为 50.1%，盈利能力高于境内业务。公司持续进行国际化布局，从仅提供部件加工服务转变为提供成套装备服务，我们看好公司境外业务增长潜力。

图7: 东富龙各版块 2022H1 收入情况 (百万元, %)



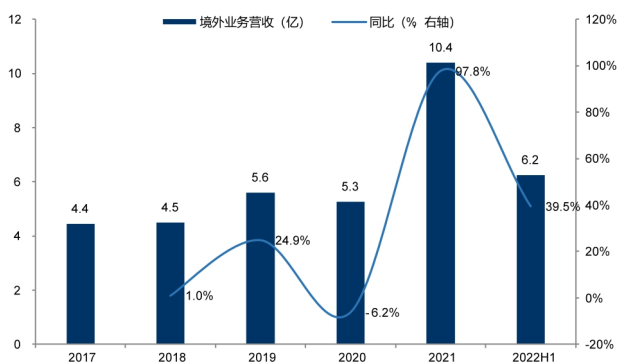
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 东富龙各版块 2022H1 收入贡献 (%)



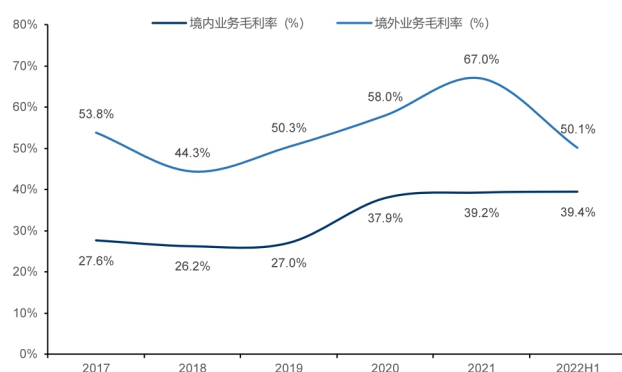
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：东富龙境外收入及增速（亿元，%）



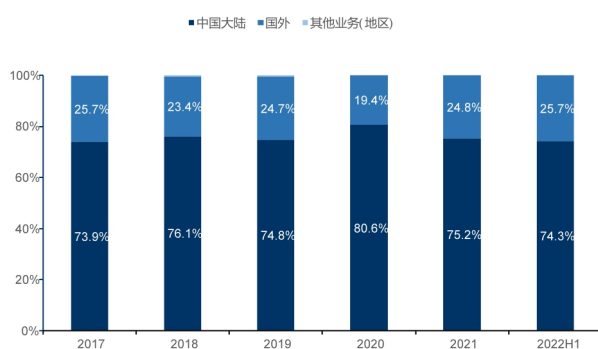
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：东富龙境内外毛利率水平（%）



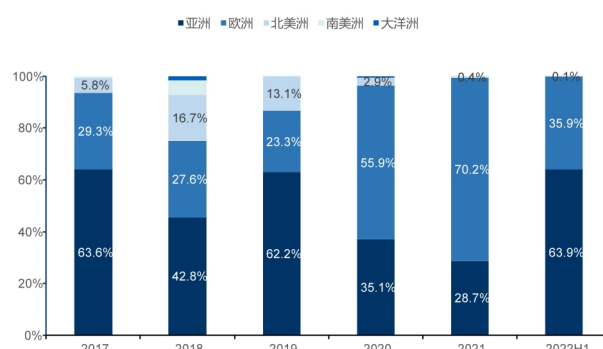
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：东富龙分地区收入结构（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

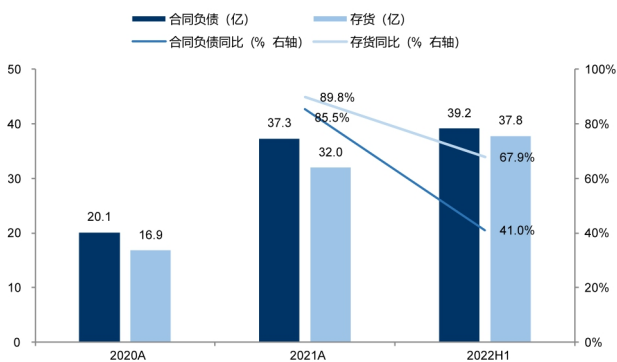
图12：东富龙境外收入结构（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

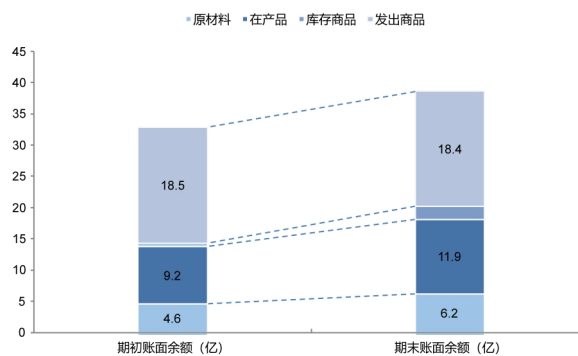
**在手订单充足，全年业绩确定性高。**2022Q2 末公司合同负债为 39.15 亿元，同比增长 41.0%，环比基本持平、继续保持高位，反映公司在手订单充足，提供全年业绩保障；存货为 37.77 亿元，同比增长 67.9%，环比增长 6.7%，其中原材料和在产品金额较 2022H1 期初均有上涨，发出商品期末账面余额为 18.4 亿元、与期初基本持平。

图13：东富龙合同负债、存货及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

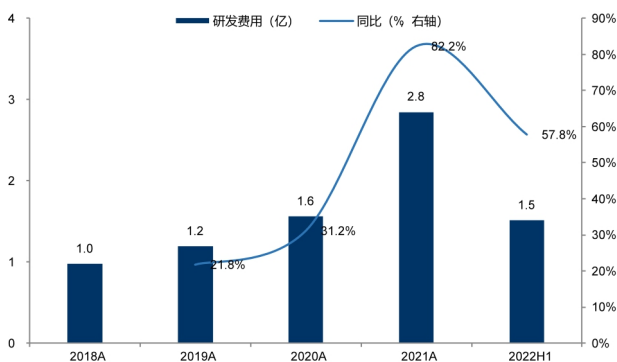
图14：东富龙 2022H1 期初和期末存货结构（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

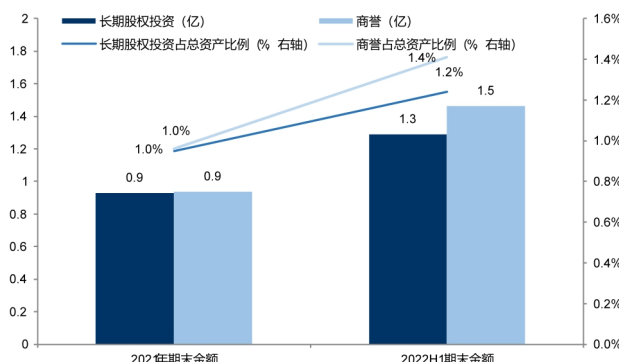
**坚持内生外延，制药/医疗/食品全面布局。**内生：加大研发投入，2022H1 研发费用 1.51 亿元，同比增长 57.8%；拟定增不超过 32 亿元用于产能扩张及发展 CGT 业务。外延：报告期末长期股权投资和商誉增加，增加对杭州赛普、四星联合、浙江东之恒、江苏辉河的投资。

图 15: 东富龙研发费用情况 (亿元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 东富龙长期股权投资和商誉情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 报告期内新增对外股权投资情况

企业	业务性质	期间变动	持股比例
杭州赛普	生物基材料技术研发; 新型膜材料制造; 新型膜材料销售	新增投资比例	31%
江苏辉河	食品包装设备的生产、销售	收购	51%
四星联合	药用辅料及包装材料	新增投资	20%
浙江东之恒	工程和技术研究和试验发展	新增投资	49%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 定增募投资金投资项目规划

项目名称	总投资额 (亿元)	拟以募集资金投入金额 (亿元)	内容	募投资项目规划产能	对应产品 2021 年产量	所属业务板块及业务类别
生物制药装备产业试制中心项目	7.63	5.30	生物制药装备产业试制中心整体建设及复杂制剂核心装备产线建设	年产 157 套配液系统	配液系统产量为 93 套	制药装备板块的注射剂单机及系统类别
江苏生物医药装备产业化基地项目	10.95	9.90	生产冻干机系统、后道灯检和包装线等符合 GMP 要求的制药装备	年产冻干机 379 台、自动机械 37 台、分离器 1,933 台、灯检机 280 台、包装线 518 台	冻干机产量为 475 台、自动机械 111 台、分离器 472 台、灯检机 83 台、包装线及系统类别、灯检机和包装线属于检查包装单机及系统类别	制药装备板块, 其中冻干机、自动机械、分离器属于注射剂单机及系统类别
浙江东富龙生物技术有限公司生命科学产业化基地项目	13.04	12.50	为细胞和基因治疗新型生物药提供符合 GMP 要求的设备、培养基类、包材类及液体分离类产品	年产细胞制备全站、细胞扩增系统、液氮存储系统、干式复苏仪等仪器设备 1,350 台套、包材 1,200 万个、干扩增系统 224 台、蜂巢培养培养基 70,000 包、液体培养基 19,000 升、过滤器 43,000 片	细胞制备全站 28 台、细胞培养系统 14 套	医疗技术与科技板块的医疗装备及耗材类别
补充营运资金	4.30	4.30	用于补充公司营运资金	-	-	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 上海疫情影响短期业绩, 多元布局奠定长期发展, 维持“买入”评级。**公司 2022Q2 业绩承压上海疫情, 随着疫情影响消退, 2022H2 收入和利润有望恢复较高增速。借助疫情带来的切入契机, 公司完善业务布局, 并成功深度切入国

内外高端客户，上调 2022-2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 9.94/12.83/16.23 亿元（2022-2023 年原值 7.77/9.76 亿元），同比增速 20.1/29.1/26.5%；当前股价对应 PE=17/13/10x。公司持续推动国际化进程，通过内生外延全面布局制药/医疗/食品三大板块，驶入发展快车道，维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (22/09/07)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
300171	东富龙	25.47	162	1.32	1.58	2.04	2.58	19.33	16.10	12.47	9.86	20.89	0.64	买入
300358	楚天科技	17.28	99	1.01	1.20	1.46	1.76	17.09	14.40	11.84	9.82	17.71	0.71	买入
600587	新华医疗	21.47	88	1.37	1.50	1.76	2.06	15.67	14.30	12.23	10.44	11.97	0.99	无
300813	泰林生物	32.30	27	1.22	1.38	1.88	2.44	26.48	23.46	17.22	13.26	13.49	0.91	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

\*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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1765	2451	3965	4312	4869	营业收入	2708	4192	5511	6839	8313
应收款项	633	904	1269	1550	1863	营业成本	1577	2260	3131	3795	4509
存货净额	1685	3198	3658	4586	5621	营业税金及附加	9	17	22	27	33
其他流动资产	444	546	744	979	1132	销售费用	149	194	253	328	407
<b>流动资产合计</b>	<b>5859</b>	<b>8469</b>	<b>11005</b>	<b>12795</b>	<b>14854</b>	管理费用	276	374	464	574	696
固定资产	332	539	966	1574	2407	研发费用	156	285	413	533	665
无形资产及其他	86	154	148	142	135	财务费用	(0)	(8)	22	14	17
投资性房地产	211	485	485	485	485	投资收益	(0)	(2)	6	1	1
长期股权投资	93	93	93	93	93	资产减值及公允价值变动	97	95	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6580</b>	<b>9740</b>	<b>12697</b>	<b>15089</b>	<b>17974</b>	其他收入	(245)	(432)	(407)	(527)	(659)
短期借款及交易性金融负债	0	6	500	300	200	营业利润	549	1016	1217	1575	1992
应付款项	497	911	932	1121	1323	营业外净收支	1	3	(1)	4	4
其他流动负债	2333	4277	5808	7048	8376	<b>利润总额</b>	<b>550</b>	<b>1020</b>	<b>1215</b>	<b>1579</b>	<b>1997</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2830</b>	<b>5194</b>	<b>7240</b>	<b>8469</b>	<b>9898</b>	所得税费用	68	133	152	205	260
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	18	58	70	90	114
其他长期负债	56	67	117	167	217	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>463</b>	<b>828</b>	<b>994</b>	<b>1283</b>	<b>1623</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>56</b>	<b>67</b>	<b>117</b>	<b>167</b>	<b>217</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2886</b>	<b>5262</b>	<b>7357</b>	<b>8637</b>	<b>10116</b>	净利润	463	828	994	1283	1623
少数股东权益	90	156	222	308	417	资产减值准备	(6)	(34)	58	54	81
股东权益	3603	4322	5117	6144	7442	折旧摊销	44	43	66	108	160
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6580</b>	<b>9740</b>	<b>12697</b>	<b>15089</b>	<b>17974</b>	公允价值变动损失	(97)	(95)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(0)	(8)	22	14	17
每股收益	0.74	1.32	1.58	2.04	2.58	营运资本变动	486	175	637	89	158
每股红利	0.17	0.25	0.32	0.41	0.52	其它	19	82	8	32	28
每股净资产	5.73	6.88	8.14	9.78	11.84	<b>经营活动现金流</b>	<b>911</b>	<b>999</b>	<b>1763</b>	<b>1566</b>	<b>2049</b>
ROIC	23.82%	35.42%	33%	35%	33%	资本开支	0	(304)	(545)	(763)	(1068)
ROE	12.86%	19.15%	19%	21%	22%	其它投资现金流	57	(38)	0	0	0
毛利率	42%	46%	43%	45%	46%	<b>投资活动现金流</b>	<b>59</b>	<b>(343)</b>	<b>(545)</b>	<b>(763)</b>	<b>(1068)</b>
EBIT Margin	20%	25%	22%	23%	24%	权益性融资	(12)	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	26%	23%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	20%	55%	31%	24%	22%	支付股利、利息	(106)	(156)	(199)	(257)	(325)
净利润增长率	218%	79%	20%	29%	26%	其它融资现金流	285	341	494	(200)	(100)
资产负债率	45%	56%	60%	59%	59%	<b>融资活动现金流</b>	<b>61</b>	<b>30</b>	<b>296</b>	<b>(457)</b>	<b>(425)</b>
股息率	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	2.0%	<b>现金净变动</b>	<b>1031</b>	<b>686</b>	<b>1514</b>	<b>347</b>	<b>557</b>
P/E	35.8	20.1	16.7	12.9	10.2	货币资金的期初余额	734	1765	2451	3965	4312
P/B	4.6	3.8	3.2	2.7	2.2	货币资金的期末余额	1765	2451	3965	4312	4869
EV/EBITDA	33.3	19.8	18.5	14.9	12.4	企业自由现金流	0	838	1232	810	992
						权益自由现金流	0	1180	1786	685	982

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