

东富龙（300171.SZ）——2023 年中报点评

收入端增长稳健，制剂事业部、食品事业部增速亮眼

买入

核心观点

收入端稳健，毛利率同比下滑。2023 年上半年公司实现营收 29.51 亿元（同比+21.58%），归母净利润 4.26 亿元（同比+5.82%），扣非归母净利润 3.93 亿元（同比+5.72%）。其中，2023Q2 营收 15.28 亿元（同比+28.43%），归母净利润 1.95 亿元（同比+2.01%），扣非归母净利润 1.67 亿元（同比+3.56%）。2023 年上半年毛利率同比下降 4.12 个百分点，主要是竞争加剧导致价格下降，叠加海外布局处于前期投入阶段。受毛利率下降影响，利润端增速不及收入端。

分板块业绩：制剂事业部、食品事业部表现亮眼。2023 年上半年，公司基于产品的功能划分制剂、生物工艺、工程、食品四大事业部。制剂事业部：受益于检测包装单机及系统等业务的高速发展，2023 年上半年保持稳健增长，实现收入 15.81 亿元（同比+26.63%）。生物工艺事业部：2023 年上半年实现收入 8.00 亿元（同比+7.18%），其中，原料药单机及系统业务高增长，生物工程、生命科学业务增长承压。工程事业部、食品事业部：2023 年上半年分别实现收入 2.65 亿元（同比+11.77%）、1.49 亿元（同比+59.49%）。

海外收入阶段性下滑，但长期发展趋势不变。2023 年上半年公司海外业务营收 5.81 亿元（同比-6.93%），占总营收 19.70%。由于海外市场交付过程中产品复杂度较高，整体交付周期较长，已交付订单的收入确认、售后的技术支撑尚处于完善阶段，叠加 2022 年同期的高基数，2023 年上半年海外收入略有下滑。随着公司海外布局的逐步完善，我们认为其有望为公司发展注入新动能。

投资建议：海外市场空间广阔，维持“买入”评级。2023 年上半年公司收入端稳健，制剂事业部、食品事业部增速亮眼。考虑到竞争加剧导致的毛利率下降、行业景气度下行等因素，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 8.99/10.33/12.16 亿元（原值 10.61/13.47/16.93 亿元），同比增速+6.2%/+14.9%/+17.7%，随着前期投入布局的完成，技术创新驱动国际化，海外收入占比有望提升，为公司提供新引擎。

风险提示：海外竞争风险，供应链恢复不及预期，研发失败风险。

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	6,589	7,770	9,067
(+/-%)	54.8%	30.5%	20.5%	17.9%	16.7%
净利润(百万元)	828	847	899	1033	1216
(+/-%)	78.6%	2.3%	6.2%	14.9%	17.7%
每股收益(元)	1.32	1.12	1.18	1.36	1.60
EBIT Margin	25.4%	19.0%	16.2%	16.2%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	19.2%	11.4%	11.1%	11.6%	12.4%
市盈率 (PE)	14.8	17.4	16.5	14.3	12.2
EV/EBITDA	15.8	18.6	18.5	16.0	13.9
市净率 (PB)	2.83	1.98	1.82	1.66	1.51

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

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：彭思宇 **证券分析师：张佳博**
 0755-81982723 021-60375487
 pengsiyu@guosen.com.cn zhangjiabo@guosen.com.cn
 S0980521060003 S0980523050001

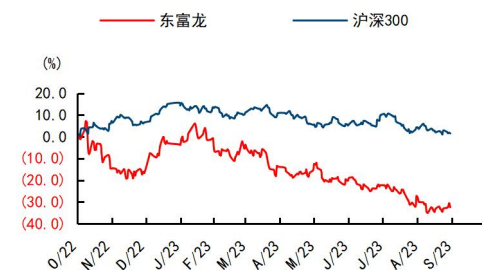
证券分析师：陈益凌

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 18.97 元
 总市值/流通市值 14431/10595 百万元
 52 周最高价/最低价 30.99/18.05 元
 近 3 个月日均成交额 84.62 百万元

市场走势



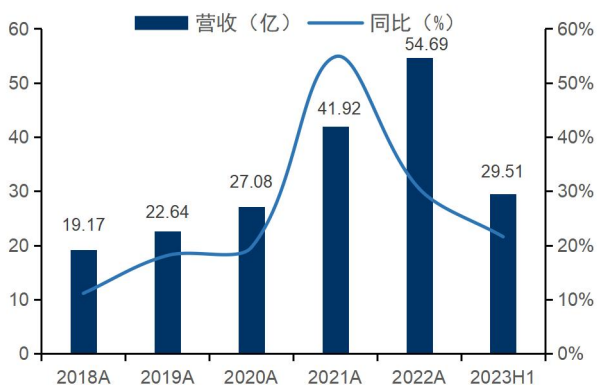
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《东富龙（300171.SZ）——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》——2023-05-19
 《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，国际化布局成效显现》——2022-09-08

收入端增长符合预期。2023 年上半年公司实现营收 29.51 亿元（同比+21.58%），归母净利润 4.26 亿元（同比+5.82%），扣非归母净利润 3.93 亿元（同比+5.72%）。其中，2023Q2 营收 15.28 亿元（同比+28.43%），归母净利润 1.95 亿元（同比+2.01%），扣非归母净利润 1.67 亿元（同比+3.56%）。

图1：东富龙营业收入及增速（单位：亿元、%）



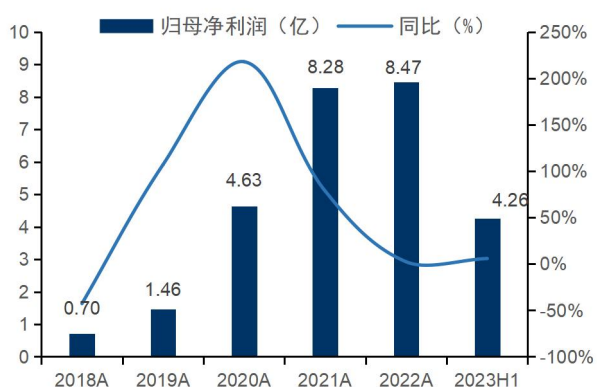
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：东富龙单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



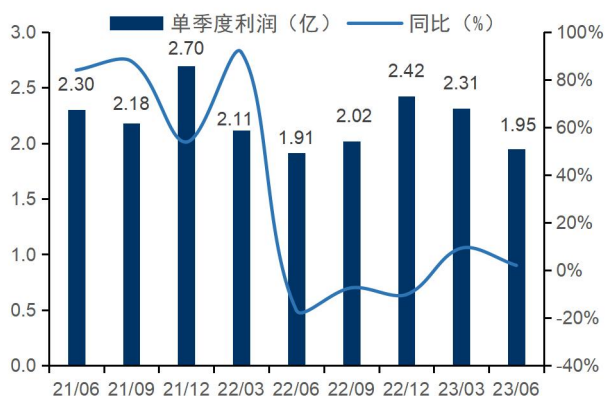
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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

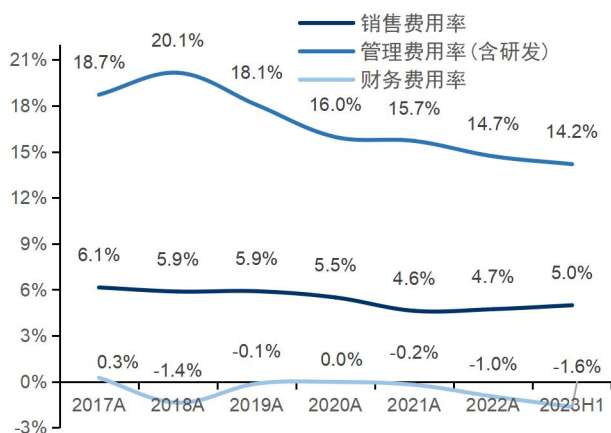
图4：东富龙单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

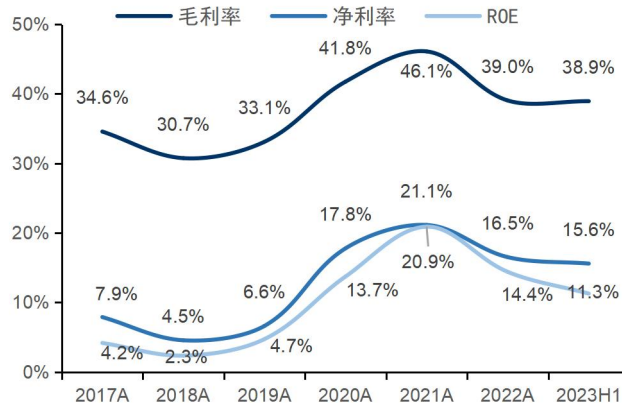
毛利率同比下滑。毛利率 2023 年上半年同比下降 4.12 个百分点，主要是竞争加剧导致价格下降，叠加海外布局处于前期投入阶段。销售费用上升趋势明显，主要体现在新产品的专业展会增多以及海外市场的人员配置加强。受毛利率下降影响，利润端增速不及收入端。

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

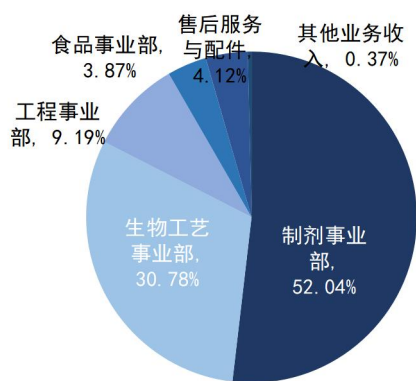
图6：东富龙利润率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

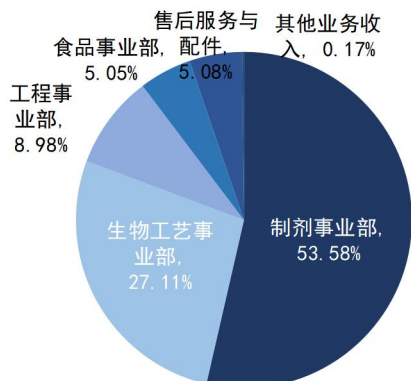
分板块业绩：制剂事业部、食品事业部等表现亮眼。公司基于产品的功能划分制剂、生物工艺、工程、食品四大事业部，2023 年上半年各事业部毛利率分别为 41.68%、40.26%、20.85%、25.06%。**制剂事业部：**包括注射剂、口服固体制剂等传统业务，23 年上半年注射剂单机及系统业务增长稳健，检查包装单机及系统等业务的高速发展，2023H1 制剂事业部较快增长，实现收入 15.81 亿元（同比+26.63%）。**生物工艺事业部：**包括生物医疗相关业务，2023 年上半年实现收入 8.00 亿元（同比+7.18%），其中，原料药单机及系统业务高增长，生物工程、生命科学业务增长承压。**工程事业部：**包括制药智能信息工程和净化工程与水技术，因偏重于工厂，整体毛利率较低，2023 年上半年实现收入 2.65 亿元（同比+11.77%）。**食品事业部：**为正在孵化的新事业部，目前营收占比较小，2023 年上半年实现收入 1.49 亿元（同比+59.49%）。

图7：东富龙 2022H1 分板块营收占比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

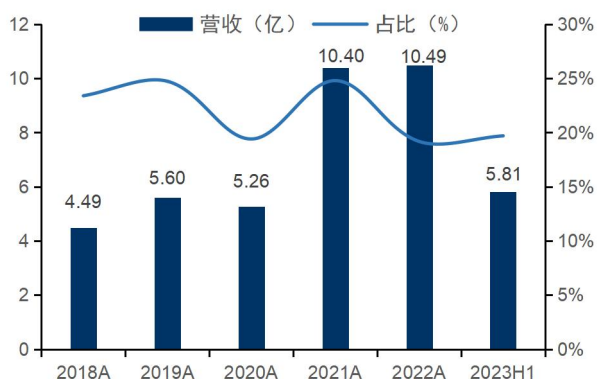
图8：东富龙 2023H1 分板块营收占比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

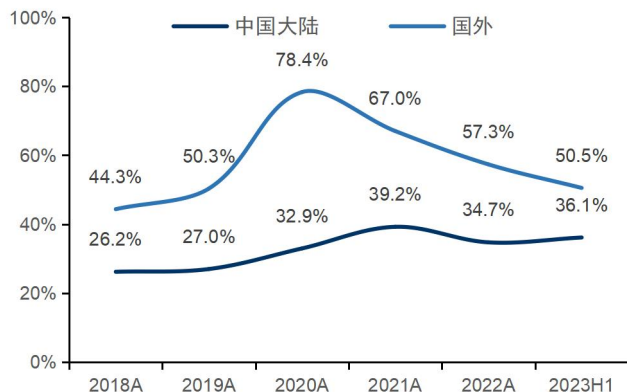
海外收入阶段性下滑，但长期发展趋势不变。2023 年上半年公司海外业务营收 5.81 亿元（同比-6.93%），占总营收 19.70%。由于海外市场交付过程中产品复杂度较高，整体交付周期较长，已交付订单的收入确认、售后的技术支撑尚处于完善阶段，叠加 2022 年同期的高基数，2023 年上半年海外收入略有下滑。随着公司海外布局的逐步完善，我们认为其有望为公司发展注入新动能。

图9: 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10: 东富龙国内业务、海外业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 海外市场空间广阔, 维持“买入”评级。2023年上半年公司收入端稳健, 制剂事业部、食品事业部增速亮眼。考虑到竞争加剧导致的毛利率下降、行业景气度下行等因素, 下调公司盈利预测, 预计2023-2025年归母净利润8.99/10.33/12.16亿元(原值10.61/13.47/16.93亿元), 同比增速+6.2%/+14.9%/+17.7%, 随着前期投入布局的完成, 技术创新驱动国际化, 海外收入占比有望提升, 为公司提供新引擎。

风险提示: 海外竞争风险, 供应链恢复不及预期, 研发失败风险。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
		2023/09/27		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)	
300171	东富龙	19.48	148	1.11	1.18	1.36	1.60	17.5	16.5	14.3	12.2	14.4	1.3	买入
600587	新华医疗	25.97	121	1.08	1.59	1.97	2.38	24.1	16.3	13.2	10.9	9.8	0.5	无
300813	泰林生物	25.40	28	0.73	0.93	1.26	1.62	34.6	27.3	20.1	15.7	13.9	0.9	无
300358	楚天科技	12.69	75	0.96	0.97	1.14	1.35	13.2	13.1	11.1	9.4	14.5	1.1	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 新华医疗、泰林生物为Wind一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2451	4710	5690	6015	6548	营业收入	4192	5469	6589	7770	9067
应收款项	904	1352	1715	1959	2211	营业成本	2260	3334	4226	4985	5791
存货净额	3198	3899	4530	5043	5526	营业税金及附加	17	32	39	46	54
其他流动资产	546	1020	1056	1236	1529	销售费用	194	259	349	412	481
流动资产合计	8469	11264	13274	14534	16096	管理费用	374	471	571	664	773
固定资产	539	1112	1627	2206	2791	研发费用	285	333	349	404	462
无形资产及其他	154	283	272	260	249	财务费用	(8)	(53)	(86)	(64)	(45)
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	15891	17718	19853	其他收入	(432)	(526)	(376)	(447)	(501)
短期借款及交易性金融负债	6	4	500	300	200	营业利润	1016	999	1104	1269	1494
应付款项	911	940	1019	1168	1320	营业外净收支	3	3	0	0	0
其他流动负债	4277	4652	5812	6809	7888	利润总额	1020	1002	1104	1269	1494
流动负债合计	5194	5596	7332	8277	9408	所得税费用	133	99	144	165	194
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	58	56	62	71	83
其他长期负债	67	137	187	237	287	归属于母公司净利润	828	847	899	1033	1216
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	7518	8513	9695	净利润	828	847	899	1033	1216
少数股东权益	156	201	248	302	363	资产减值准备	(34)	138	141	98	115
股东权益	4322	7443	8124	8903	9796	折旧摊销	43	60	142	199	254
负债和股东权益总计	9740	13377	15891	17718	19853	公允价值变动损失	(95)	(91)	11	14	23
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(8)	(53)	(86)	(64)	(45)
每股收益	1.32	1.12	1.18	1.36	1.60	营运资本变动	175	(1099)	401	358	368
每股红利	0.25	0.35	0.29	0.33	0.43	其它	82	(99)	(94)	(45)	(53)
每股净资产	6.88	9.85	10.68	11.70	12.88	经营活动现金流	999	(245)	1500	1657	1923
ROIC	35%	19%	13%	14%	15%	资本开支	0	(853)	(798)	(878)	(966)
ROE	19%	11%	11%	12%	12%	其它投资现金流	(38)	1086	0	0	0
毛利率	46%	39%	36%	36%	36%	投资活动现金流	(38)	180	(798)	(878)	(966)
EBIT Margin	25%	19%	16%	16%	17%	权益性融资	(28)	2499	0	0	0
EBITDA Margin	26%	20%	18%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	55%	30%	20%	18%	17%	支付股利、利息	(156)	(262)	(217)	(255)	(323)
净利润增长率	79%	2%	6%	15%	18%	其它融资现金流	65	347	496	(200)	(100)
资产负债率	56%	44%	49%	50%	51%	融资活动现金流	(275)	2323	278	(455)	(423)
息率	1.1%	1.8%	1.5%	1.7%	2.2%	现金净变动	686	2259	980	324	533
P/E	14.8	17.4	16.5	14.3	12.2	货币资金的期初余额	1765	2451	4710	5690	6015
P/B	2.8	2.0	1.8	1.7	1.5	货币资金的期末余额	2451	4710	5690	6015	6548
EV/EBITDA	15.8	18.6	18.5	16.0	13.9	企业自由现金流	0	(955)	672	774	966
						权益自由现金流	0	(608)	1271	686	993

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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