

2024年06月02日

## 拱东医疗 (605369.SH)

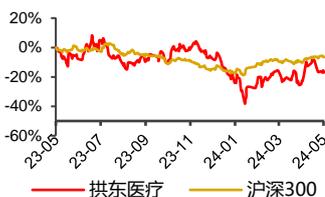
买入 (首次覆盖)

—— 医用高分子供应商，业绩将重回快速增长

## 证券分析师

刘闯  
S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- **专注医用高分子耗材近 40 年，全球化产业链重要环节。**拱东医疗成立于 1985 年，聚焦医用高分子耗材的研发、生产、销售。目前形成以实验检测、真空采血系统、体液采集、药品包装、医用护理等 5 类产品为核心，产品质量、生产体系得到 McKesson、Medline、IDEXX 等全球知名医药企业认可，随着国内外产能逐步释放，有望在医用、生命科学、动物领域等耗材的全球化产业链中扮演更为重要角色。
- **收购美国 TPI 公司，全球产能布局更进一步。**2022 年，公司通过技改升级，真空采血管和药包材产量分别提高 22.5%和 14.7%，并持续通过并购、竞拍土地、合作共建等方式扩大产能。2023 年，公司以 4500 万美元对美国子公司 Gd Medical 进行增资，收购 Trademark Plastics Inc. (简称“TPI 公司”)的核心资产，主营产品与拱东原有业务协同性强，渠道端进行重要补充，境外产能布局初现，对于长期美国本土市场推广提供有力支持，并为公司成为医用高分子全球化核心供应商打下基础。
- **封闭 IVD 合作持续突破，药包材拓展业务范围。**公司 2023 年实验室检测和体液采集类业务收入分别为 3.47 亿和 1.50 亿，相较 2019 年同比增长分别达到 57.59%和 154.04%，核心品种快速增长，并有望随着核心大客户性能验证突破、境外客户库存压力缓解等催化，驱动产线持续增长。药包材业务不断丰富公司产品类型，拓展业务边际，向眼科耗材、减肥用药耗材等进行持续探索，产线预计保持高速增长。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 14.01、18.22、23.69 亿元，增速分别为 43.66%、30.05%、30.01%；2024-2026 年归母净利润分别为 2.65、3.53、4.64 亿元，增速分别为 143.00%、33.18%、31.39%。当前股价对应的 PE 分别为 21x、15x、12x，选取同为低值耗材行业的维力医疗、杰特生物、采纳股份作为可比公司，基于公司在医用高分子耗材精耕细作，产品力得到下游用户认可，各项合作持续深化，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**产能释放不及预期、国内政策风险、境外业务拓展不及预期风险。

股票数据:	2024年5月31日
收盘价(元)	48.48
一年内最高/最低(元)	63.57/34.08
总市值(亿元)	55

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	1468.68	975.08	1400.84	1821.82	2368.55
同比增长率(%)	22.98%	-33.61%	43.66%	30.05%	30.01%
毛利率(%)	39.50%	32.65%	37.00%	38.00%	40.00%
归母净利润(百万元人民币)	326.05	109.13	265.17	353.15	463.99
同比增长率(%)	4.84%	-66.53%	143.00%	33.18%	31.39%
每股收益(元人民币/股)	2.90	0.97	2.35	3.14	4.12
ROE(%)	20.48%	6.66%	14.69%	17.43%	20.03%
市盈率	17	50	21	15	12

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.65、3.53、4.64 亿元，增速分别为 143.00%、33.18%、31.39%。当前股价对应的 PE 分别为 21x、15x、12x。

选取同为低值耗材行业的维力医疗、杰特生物、采纳股份作为可比公司，基于公司在医用高分子耗材精耕细作，产品力得到下游用户认可，各项合作持续深化首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

1) 实验检测类：公司与下游 IVD 厂家合作进入不同阶段，耗材订单或将有序释放，核心产线恢复高速增长。假设公司 2024-2026 年实验检测类收入分别为 6.24、8.86、12.59 亿元，同比增速分别为 80.00%、42.00%、42.00%；

2) 真空采血系统：阶段性事件影响结束，真空采血系统常规品类增速与院内诊疗增长相关，公司医疗机构业务渠道稳定，逐步形成品牌力效应。假设公司 2024-2026 年真空采血系统收入分别为 3.29、3.72、4.16 亿元，同比增速分别为 15.00%、13.00%、12.00%；

3) 体液采集类：境内外经销库存经过调整，预计恢复至合理水平，常规需求稳定，与院内诊疗增长相关较强。假设公司 2024-2026 年体液采集类收入分别为 1.80、2.08、2.32 亿元，同比增速分别为 20.00%、15.00%、12.00%；

4) 药品包装类：与下游药企磨合逐步成熟，并持续拓展品类，探索眼科耗材等高附加值类产品，有望带动产线高速增长。假设公司 2024-2026 年药品包装类收入分别为 1.07、1.55、2.17 亿元，同比增速分别为 80.00%、45.00%、40.00%。

### 投资逻辑要点

拱东医疗深耕医用高分子产品，通过近 40 年的打磨，形成实验检测、真空采血系统、体液采集、药品包装、医用护理等 5 类产品，产品力和品牌得到国内外客户认可，与 McKesson、Medline、IDEXX 等全球头部医药企业合作，逐步成为医用高分子全球化核心供应商。

随着国内外产品库存回落至合理水平，常规业务推广恢复正轨，公司领先性加大国内外产能布局，为各类项目合作推进，提供有力硬件支持。随着产品结构优化，实验检测等核心品种恢复快速增长，公司盈利能力有望持续提升。

### 核心风险提示

产能释放不及预期、国内政策风险、境外业务拓展不及预期风险。

## 目录

---

1. 拱东医疗：专注医用耗材的全球化供应商 .....	5
2. 医用高分子耗材应用广阔，深耕客户互为赋能 .....	8
2.1 封闭 IVD 核心供应商进入放量期 .....	10
2.2 药包材创新品类景气度高 .....	11
3. 盈利预测及估值 .....	12

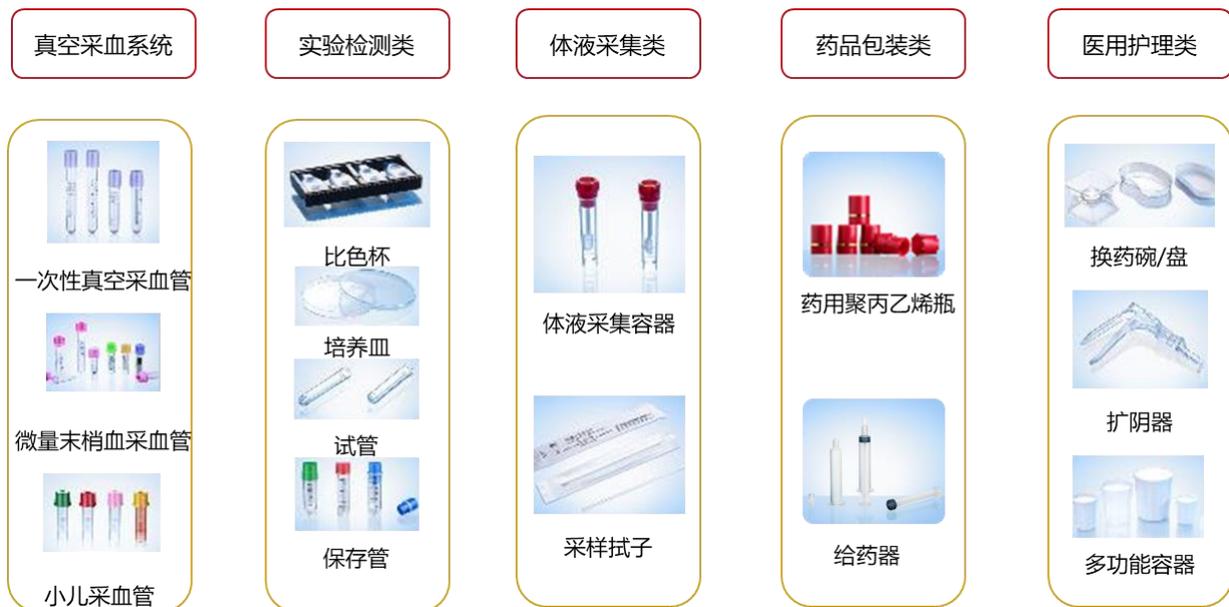
## 图表目录

图表 1: 公司主要产品 .....	5
图表 2: 2016-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%) .....	6
图表 3: 2016-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%) .....	6
图表 4: 2016-2023 年公司主营业务构成 (百万元) .....	6
图表 5: 2016-2023 年公司海外收入 (百万元) 及海外增速(%) .....	7
图表 6: 2016-2024Q1 年公司毛利率及净利率变化(%) .....	7
图表 7: 2016-2024Q1 年公司费用率变化(%) .....	7
图表 8: 公司产能变化情况 .....	8
图表 9: 2016-2022 年国内医用低值耗材市场容量 (亿元) .....	8
图表 10: 2020 年国内医用低值耗材细分产品占比 .....	8
图表 11: 公司部分国内外合作用户 .....	9
图表 12: 公司部分模具 .....	9
图表 13: 2018-2028 年全球 IVD 市场容量 (亿美元) .....	10
图表 14: 2022 年全球 IVD 竞争格局 .....	10
图表 15: 2019-2022 年公司封闭 IVD 业务收入(百万元) .....	10
图表 16: 药品包装材料分类 .....	11
图表 17: 2018-2024 年国内药包材市场规模 (亿元) .....	12
图表 18: 2021 年国内药包材市场结构分布 .....	12
图表 19: 2016-2023 年公司药包材业务收入(百万元) .....	12
图表 20: 2024-2026 年拱东医疗收入预测 (百万元) .....	13
图表 21: 可比公司估值情况 .....	14
图表 22: 拱东医疗合并利润表 (百万元) .....	15
图表 23: 拱东医疗合并现金流量表 (百万元) .....	15
图表 24: 拱东医疗合并资产负债表 (百万元) .....	15

## 1. 拱东医疗：专注医用耗材的全球化供应商

1985 年，拱东医疗在模具之乡浙江台州黄岩县成立，近 40 年专注于医用高分子耗材的研发、生产、销售。目前形成以实验检测、真空采血系统、体液采集、药品包装、医用护理等 5 类产品为核心，自主品牌、代理、头部客户贴牌三种模式协同发展。随着国内外产能逐步释放，有望在医用、生命科学、动物领域耗材的全球化产业链中扮演更为重要角色。

图表 1：公司主要产品



资料来源：拱东医疗官网，华源证券研究

2023 年公司收入 9.75 亿元，同比下滑约 34%，主要因下游客户“去库存”周期影响，订单同期下滑等因素所致，2024Q1 收入 2.72 亿元，同比增长 20%，基数问题逐步消除，国内外主营业务回归正轨。

2023 年归母净利润为 1.09 亿，同比下滑约 67%，公司景贤路 88 号厂区折旧、管理费用增加、新品及拓展客户提高销售费用，使得利润端承压，2024Q1 归母净利润 0.45 亿元，同比增长 56.02%，收入、费用端改善，美国子公司 Trademark Plastic Inc.(下文简称 TPI)经营向好，为主要原因。

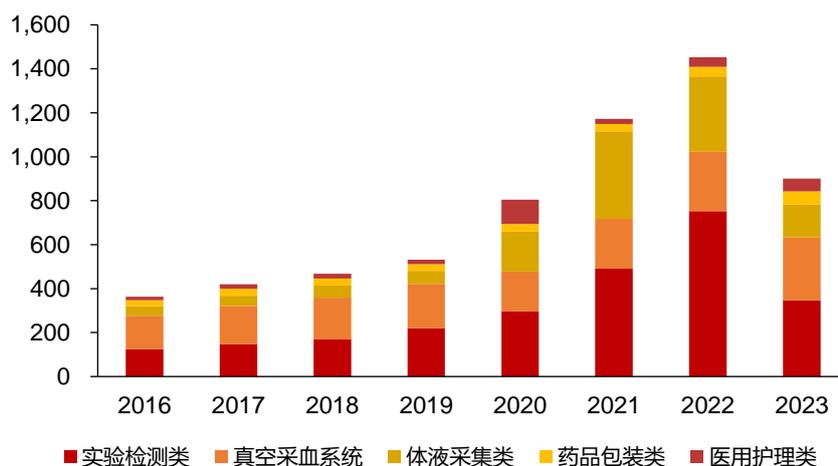
**图表 2：2016-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%)**


资料来源：ifind，华源证券研究

**图表 3：2016-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)**


资料来源：ifind，华源证券研究

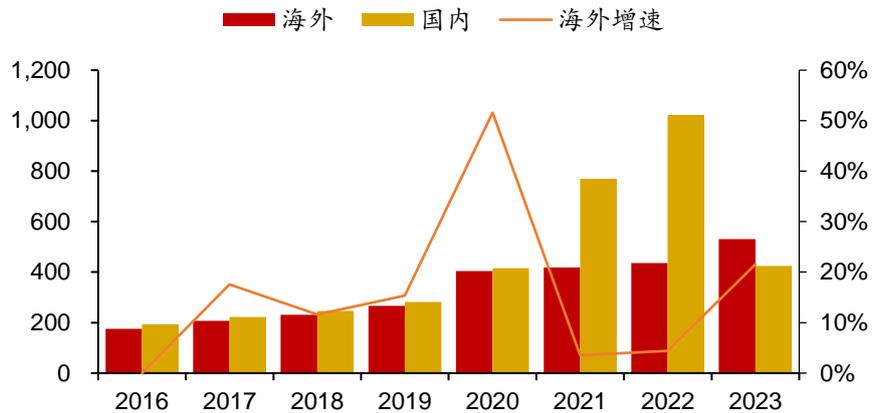
2023 年，公司核心业务实验检测、真空采血系统和体液采集类，受基数和订单周期影响，表现承压，而药包材、医用护理业务等种子业务，单品相继突破，增速分别 39%和 34%，长期有望多品类均衡发展。

**图表 4：2016-2023 年公司主营业务构成 (百万元)**


资料来源：ifind，华源证券研究

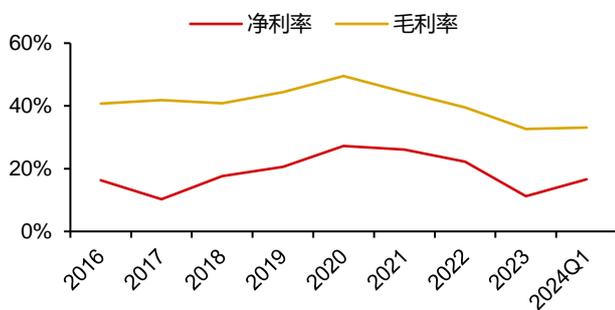
公司与 McKesson、Medline、IDEXX、Cardinal 等国际知名客户合作，通过全球性企业销售网络实现更多境外触点，同时与外贸商合作，持续打造品牌知名度。公司产品销往欧洲、美洲、非洲等 100 多个国家和地区，2022 年收购境外子公司 TPI，产品、渠道端全面加强，发挥协同效应，区域竞争力提升，有望成为头部客户突破的关键因素。

2023 年实现境外收入 5.31 亿元，同比增长接近 22%，收入规模创历史新高的同时，在压力中实现亮眼增长。

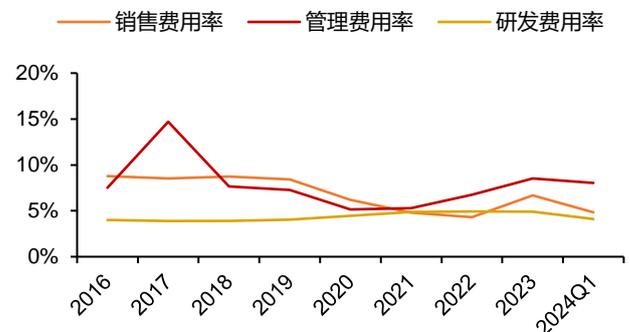
**图表 5: 2016-2023 年公司海外收入(百万元)及海外增速(%)**


资料来源: ifind, 华源证券研究

2016-2022, 公司整体毛利率基本维持在 40%左右, 因实验检测、体液采集类产品结构调整, 2023 年产线毛利率下滑, 进而影响公司整体毛利率。新产品、新客户的拓展, 以及 TPI 的整合, 提高了 2023 年销售费率、管理费率, 使得同期净利率处于相对低值。

**图表 6: 2016-2024Q1 公司毛利率及净利率变化(%)**


资料来源: ifind, 华源证券研究

**图表 7: 2016-2024Q1 年公司费用率变化(%)**


资料来源: ifind, 华源证券研究

公司 2020 年 IPO 募集项目, 于 2022 年陆续投产, 提升了真空采血管、医用耗材及包材的生产能力。2020-2024 年, 公司先后通过旧厂区技术改造、升级, 收购境内外资产, 与下游核心伙伴合作共建等方式, 进一步提高产能, 增强各品类市场竞争力。

**图表 8：公司产能变化情况**

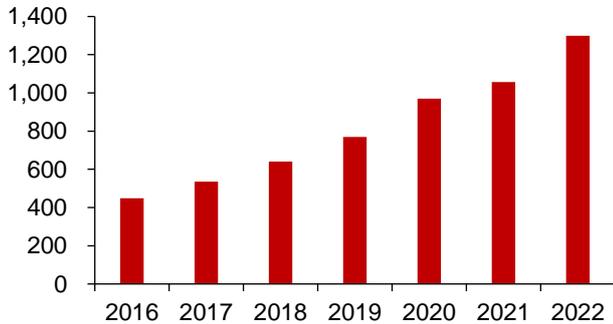
时间	项目	产能
2020 年	真空采血管产能扩建	6.2 亿
2020 年	医用耗材及包材产能扩建	10000 吨
2022 年	旧厂区技术改造、升级	真空采血系统产量提升 22.51%，医用耗材及包材产量提升 14.69%
2023 年	收购美国 TPI	-
2023 年	竞拍土地使用权	-
2024 年	郑州拱东医疗器械有限公司	-

资料来源：公司公告，华源证券研究

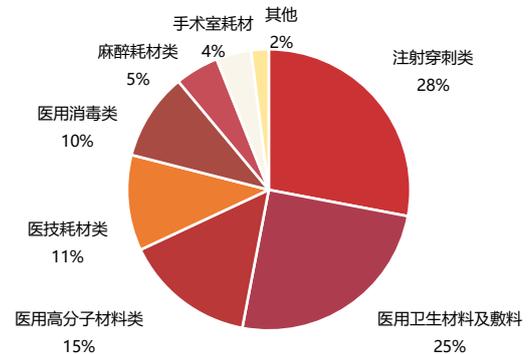
## 2. 医用高分子耗材应用广阔，深耕客户互为赋能

医用低值耗材临床应用范围较广，中国医疗器械蓝皮书数据显示，2022 年国内低值耗材市场规模达到 1,300 亿元，同比增长 23%。

按产品类型划分，注射穿刺类、医用卫生材料及敷料、医用高分子材料类分列前三，其中医用高分子材料占比约 15%。

**图表 9：2016-2022 国内医用低值耗材市场容量（亿元）**


资料来源：中国医疗器械蓝皮书，前瞻产业研究院，华源证券研究

**图表 10：2020 年国内医用低值耗材细分产品占比**


资料来源：中国医疗器械蓝皮书，华经产业研究院，华源证券研究整理

医用高分子耗材，可以用于检测反应容器、实验室耗材、眼科耗材、牙科耗材、药品包装等场景，上游耗材厂家，根据中游各类器械、生命科学、药品公司的需求，提供通用/定制服务，从模具开发，到批量成品生产。

经过近 40 年积累，拱东在行业内优势明显：

**头部公司合作成熟，品牌力形成护城河。**公司和 McKesson、Medline、Idexx、Thermo Fisher、安图生物等国内外知名厂家长期合作，订单稳定，各领域头部厂家的背书，使得公司品牌力持续提升，生产体系也在全球头部厂家成熟供应链中不断被打磨完善。

图表 11: 公司部分国内外合作用户

	美国生命科学产品和仪器供应商
	全球最大私人医疗用品制造商和分销商
	全球科学服务领域领导者
	全球动物医疗领导者
	北美第一大医药批发商
	全球牙科器械龙头
	国内化学发光和微生物诊断龙头
	全球性综合医疗服务提供商与产品生产商

资料来源：公司公告，华源证券研究

**具备模具一体化能力，底层技术基础扎实。**不同领域客户产品需求多样，定制化开发耗材，对于模具的开发能力要求较高。拱东具备较强的模具研发、设计、制造能力，能向合作客户提供先进的产品设计方案，融入客户产品开发各环节，实现从方案—模具—成品耗材的全链条服务。

图表 12: 公司部分模具



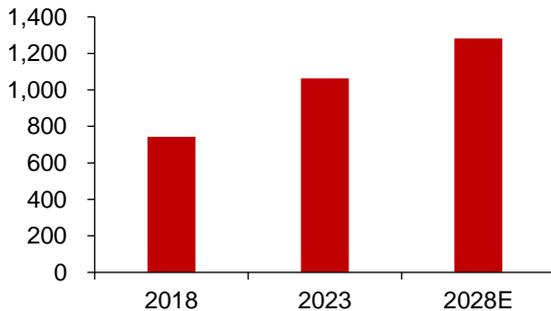
资料来源：拱东医疗官网，华源证券研究

**政策、应用溯源要求高，客户封闭粘性强。**《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》、《关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》、《体外诊断试剂注册与备案管理办法》，明确体外诊断试剂核心原料、原料药、药用辅料等变更，需要对体系进行审计，保证成品使用效果，政策层面加强了上游供应商与应用厂家的粘性。

## 2.1 封闭 IVD 核心供应商进入放量期

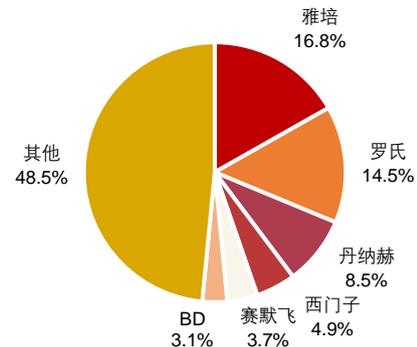
全球体外诊断市场发展处于成熟阶段，其市场空间从 2018 年的 743 亿美元增长至 2023 年的 1063 亿美元，年复合增速为 7.41%。2023-2028 年市场空间年复合增速为 3.83%。2022 年雅培、罗氏在全球竞争力较强，占比分别为 16.8%和 14.5%，其次为丹纳赫、西门子、赛默飞、BD 等。

图表 13: 2018-2028 年全球 IVD 市场容量 (亿美元)



资料来源: Kalorama, 华源证券研究

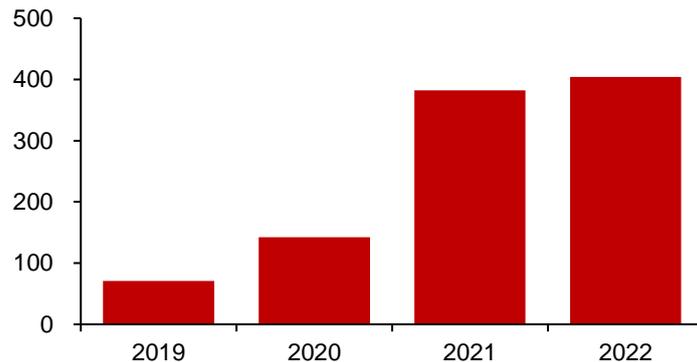
图表 14: 2022 年全球 IVD 竞争格局



资料来源: Kalorama, 各公司年报, 华源证券研究

公司 2016 年开始拓展封闭 IVD 业务，先后与 Idexx、安图生物等国内外人用、动物用 IVD 厂家形成深度合作，产品得到合作伙伴高度认可。2022 年封闭 IVD 业务收入为 4.04 亿元，2019-2022 年收入复合增长率达到 78.69%。

图表 15: 2019-2022 年公司封闭 IVD 业务收入(百万元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

随着 IVD 集采的落地，国内竞争格局有望进一步集中，头部客户的深度绑定，或将促进订单规模增长；进口企业本地化持续进行，产业链本地化解决方案也将提上日程，拱东作为国内头部供应商，有望争取进入更多 IVD 全球企业供应商名单，带动产线快速增长。

## 2.2 药包材创新品类景气度高

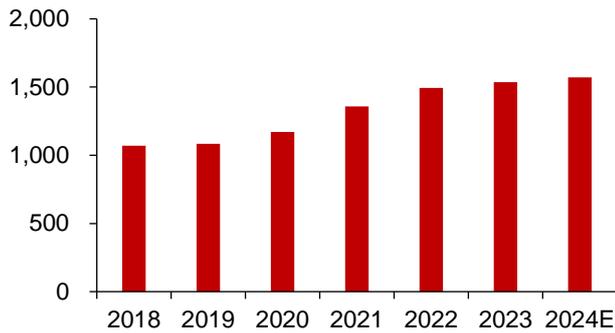
药品包装类通过不同材料和容器，对药物制剂的半成品或成品进行分装，形成稳定储存、运输、使用的形式。按材料类型分类，包括塑料、玻璃、金属、复合材料等；按使用方式分类，可以分成 I、II、III 类，其中 I 类直接接触药品并进行使用。

**图表 16：药品包装材料分类**

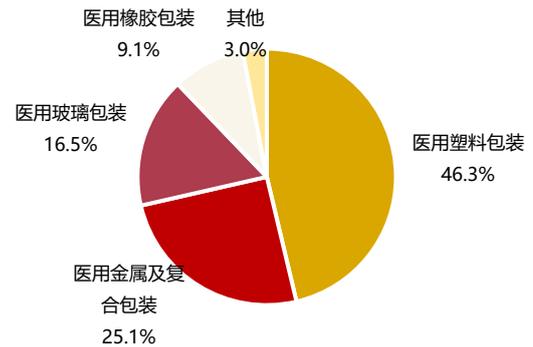
药品包装材料	制造材料分类	塑料材料	聚丙烯 PP 聚氯乙烯 PVC 聚苯乙烯 PS 聚对苯二甲酸乙二醇 PET 聚乙烯 PE
		玻璃材料	玻璃安瓿 玻璃瓶
		金属材料	钢制 铝箔
		纸质材料	医用纸袋 医药纸盒
		复合材料	纸塑复合材料 塑铝包装
	软包装材料	塑料薄膜 铝塑薄膜 玛瑙玻璃材料 其他材料	
	使用方式分类		I 类药包材 II 类药包材 III 类药包材

资料来源：智研咨询，华源证券研究

2024 年国内药包材市场规模有望达到 1570 亿元，2018-2024 年复合增长率 6.59%，其中医用塑料包装是最主要的材料，占比达到 46.3%，其次分别为医用金属及复合包装、医用玻璃包装。

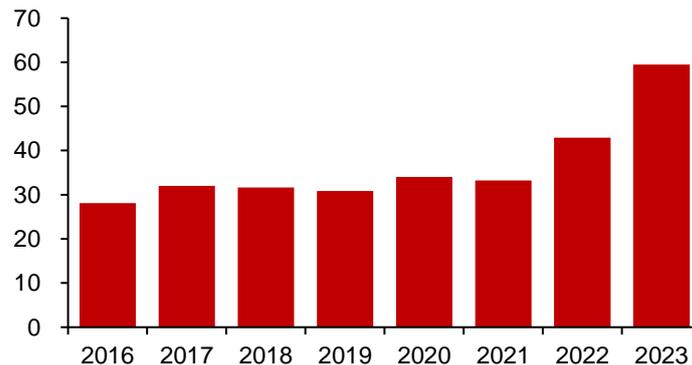
**图表 17: 2018-2024 年国内药包材市场规模 (亿元)**


资料来源: 中商情报网, 华源证券研究

**图表 18: 2021 年国内药包材市场结构分布**


资料来源: 华经产业研究院, 华源证券研究

拱东医疗于 2016 年开始正式布局药包材业务, 预灌封阴道给药器和高密度聚乙烯瓶进入成熟期, 同时在研项目品类较多, 包括一次性使用口服喂药器的开发、眼科配套耗材等。2022 年起, 随着单品与下游药品企业磨合成熟, 产线进入快速增长阶段, 2022-2023 年产线收入分别达到 0.43、0.60 亿元,

**图表 19: 2016-2023 年公司药包材业务收入(百万元)**


资料来源: 公司公告, 华源证券研究

药包材业务不断丰富公司产品类型, 拓展业务边际, 随着公司进一步向眼科耗材、减肥用药耗材等品种进行持续探索, 产线有望实现高速增长。

### 3. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 14.01/18.22/23.69 亿元, 同比增长 43.66%/30.05%/30.01%, 关键假设如下:

1) 实验检测类: 公司与下游 IVD 厂家合作进入不同阶段, 耗材订单或将有序释放, 核心产线恢复高速增长。假设公司 2024-2026 年实验检测类收入分别为 6.24、8.86、12.59 亿元, 同比增速分别为 80.00%、42.00%、42.00%;

2) 真空采血系统: 阶段性事件影响结束, 真空采血系统常规品类增速与院内诊疗增长

相关，公司医疗机构业务渠道稳定，逐步形成品牌力效应。假设公司 2024-2026 年真空采血系统收入分别为 3.29、3.72、4.16 亿元，同比增速分别为 15.00%、13.00%、12.00%；

3) 体液采集类：境内外经销库存经过调整，预计恢复至合理水平，常规需求稳定，与院内诊疗增长相关较强。假设公司 2024-2026 年体液采集类收入分别为 1.80、2.08、2.32 亿元，同比增速分别为 20.00%、15.00%、12.00%；

4) 药品包装类：与下游药企磨合逐步成熟，并持续拓展品类，探索眼科耗材等高附加值类产品，有望带动产线高速增长。假设公司 2024-2026 年药品包装类收入分别为 1.07、1.55、2.17 亿元，同比增速分别为 80.00%、45.00%、40.00%。

**图表 20：2024-2026 年拱东医疗收入预测（百万元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营收合计</b>	1468.68	975.08	1400.84	1821.81	2368.54
yoy	22.98%	-33.61%	43.66%	30.05%	30.01%
毛利率	39.50%	32.65%	37.00%	38.00%	40.00%
<b>实验检测类</b>	752.57	346.78	624.20	886.37	1258.64
yoy	53.20%	-53.92%	80.00%	42.00%	42.00%
毛利率	40.46%	26.99%	37.00%	45.00%	45.00%
<b>真空采血系统</b>	270.44	286.15	329.07	371.85	416.47
yoy	19.62%	5.81%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利率	39.06%	44.59%	44.00%	44.00%	43.00%
<b>体液采集类</b>	342.78	150.39	180.47	207.54	232.44
yoy	-13.95%	-56.13%	20.00%	15.00%	12.00%
毛利率	44.19%	25.33%	30.00%	32.00%	32.00%
<b>药品包装类</b>	42.90	59.51	107.12	155.32	217.45
yoy	29.11%	38.74%	80.00%	45.00%	40.00%
毛利率	12.85%	17.72%	30.00%	32.00%	32.00%
<b>医用护理类</b>	43.53	58.50	93.60	131.04	170.35
yoy	80.62%	34.39%	60.00%	40.00%	30.00%
毛利率	16.48%	19.71%	21.00%	21.00%	22.00%
<b>其他</b>	16.46	73.75	66.38	69.69	73.18
yoy	-22.43%	348.06%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	56.22%	46.39%	50.00%	53.00%	53.00%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.65、3.53、4.64 亿元，增速分别为 143.00%、33.18%、31.39%。当前股价对应的 PE 分别为 21x、15x、12x。选取同为低值耗材行业的维力医疗、杰特生物、采纳股份作为可比公司，基于公司在医用高分子耗材精耕细作，产品力得到下游用户认可，各项合作持续深化，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 21：可比公司估值情况**

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603309.SH	维力医疗	34.80	0.83	1.04	1.30	14.39	11.45	9.12
688026.SH	杰特生物	16.24	0.40	0.51	0.65	29.00	22.56	17.85
301122.SZ	采纳股份	27.33	1.26	1.73	1.12	17.79	12.92	19.95
	平均值		0.83	1.09	1.02	20.39	15.64	15.64
605369.SH	拱东医疗	54.60	2.35	3.14	4.12	20.59	15.46	11.77

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除拱东医疗外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2024/5/31；

#### 风险提示：

- 1) 产能释放不及预期：公司产能利用率与订单密切相关，订单不确定性使得产能存在利用率不及预期风险；
- 2) 国内政策风险：国内带量采购政策，对于采血管等占比较高的业务，存在影响价格的可能，可能会导致销售不及预期；
- 3) 境外业务拓展不及预期风险：境外地缘政治具有不确定性，对于公司境外客户的产品验证、产能建设、订单周期均可能产生影响，导致境外业务拓展不及预期。

**图表 22：拱东医疗合并利润表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,468.68</b>	<b>975.08</b>	<b>1,400.84</b>	<b>1,821.82</b>	<b>2,368.55</b>
营业成本	888.56	656.69	882.53	1,129.53	1,421.13
营业税金及附加	12.89	11.01	12.39	16.11	20.94
销售费用	63.36	65.15	67.82	90.02	140.01
管理费用	99.12	83.05	73.09	94.51	134.71
研发费用	72.35	47.81	67.66	93.64	121.74
财务费用	-44.39	-4.10	-0.86	-2.44	-4.04
资产减值损失	-7.07	-7.33	-7.74	-10.06	-17.76
公允价值变动收益	-1.21	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.83	4.74	4.26	4.26	4.26
<b>营业利润</b>	<b>371.83</b>	<b>119.72</b>	<b>299.62</b>	<b>398.96</b>	<b>524.10</b>
营业外净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>370.67</b>	<b>119.23</b>	<b>299.40</b>	<b>398.74</b>	<b>523.88</b>
所得税	44.62	10.10	34.23	45.59	59.89
<b>净利润</b>	<b>326.05</b>	<b>109.13</b>	<b>265.17</b>	<b>353.15</b>	<b>463.99</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>326.05</b>	<b>109.13</b>	<b>265.17</b>	<b>353.15</b>	<b>463.99</b>

资料来源：ifind，华源证券研究

**图表 23：拱东医疗合并现金流量表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	326.05	109.13	265.17	353.15	463.99
折旧摊销	41.23	85.72	160.64	161.82	159.37
财务费用	-44.39	-4.10	-0.86	-2.44	-4.04
营运资金变动	-88.22	-19.67	54.74	-42.65	-58.86
其它	47.46	20.82	7.55	7.55	7.55
<b>经营活动现金流</b>	<b>282.75</b>	<b>185.39</b>	<b>474.14</b>	<b>464.32</b>	<b>554.92</b>
资本支出	170.07	119.01	11.24	3.75	4.69
长期投资	49.21	-275.75	0.00	0.00	0.00
其他	-42.24	-2.67	3.38	3.38	3.38
<b>投资活动现金流</b>	<b>-163.10</b>	<b>-397.43</b>	<b>-7.86</b>	<b>-0.37</b>	<b>-1.31</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-0.36	31.46	-7.88	-7.66	-7.28
普通股增加	0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	20.89	2.30	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-175.68	-129.55	-98.08	-129.33	-169.09
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-155.13</b>	<b>-95.80</b>	<b>-105.97</b>	<b>-136.99</b>	<b>-176.38</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-4.59</b>	<b>-305.56</b>	<b>360.31</b>	<b>326.96</b>	<b>377.23</b>

资料来源：ifind，华源证券研究

**图表 24：拱东医疗合并资产负债表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	753.23	447.68	807.99	1,134.95	1,512.18
应收账款+票据	248.50	239.18	273.56	355.77	462.53
预付账款	7.32	11.68	9.34	12.15	15.80

存货	120.97	125.32	146.89	188.00	236.53
其他	2.23	3.75	2.51	3.26	4.24
<b>流动资产合计</b>	<b>1,133.59</b>	<b>829.46</b>	<b>1,241.75</b>	<b>1,696.04</b>	<b>2,233.76</b>
长期股权投资	37.35	43.58	45.75	47.93	50.11
固定资产	581.73	651.46	522.52	394.29	266.87
在建工程	28.34	11.24	16.86	13.12	7.97
无形资产	79.20	104.26	82.15	60.04	37.94
其他非流动资产	7.28	229.72	229.72	229.72	229.72
<b>非流动资产合计</b>	<b>733.90</b>	<b>1,048.22</b>	<b>900.99</b>	<b>745.10</b>	<b>592.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,867.49</b>	<b>1,877.69</b>	<b>2,142.75</b>	<b>2,441.14</b>	<b>2,826.36</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	147.61	80.22	148.33	189.84	238.86
其他	115.28	112.23	150.84	194.00	246.63
<b>流动负债合计</b>	<b>262.89</b>	<b>192.46</b>	<b>299.17</b>	<b>383.84</b>	<b>485.49</b>
长期带息负债	147.61	80.22	148.33	189.84	238.86
其他	115.28	112.23	150.84	194.00	246.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.41</b>	<b>46.69</b>	<b>38.81</b>	<b>31.15</b>	<b>23.86</b>
<b>负债合计</b>	<b>275.30</b>	<b>239.15</b>	<b>337.98</b>	<b>414.99</b>	<b>509.35</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	112.63	112.62	112.62	112.62	112.62
资本公积	756.31	758.61	758.61	758.61	758.61
留存收益	723.26	767.32	933.54	1,154.92	1,445.78
<b>股东权益合计</b>	<b>1,592.19</b>	<b>1,638.54</b>	<b>1,804.77</b>	<b>2,026.15</b>	<b>2,317.01</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,867.49</b>	<b>1,877.69</b>	<b>2,142.75</b>	<b>2,441.14</b>	<b>2,826.36</b>

资料来源: ifind, 华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yang yang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数