

拱东医疗（605369.SH）——2024 年年报点评

技术创新+产能释放，全球化战略成效突显

优于大市

核心观点

库存影响消退, 2024 年业绩恢复性高增长。2024 年全年公司实现营收 11.15 亿元 (+14.37%)，归母净利润 1.72 亿元 (+57.28%)，扣非归母净利润 1.68 亿元 (+56.18%)，销售毛利率 32.79% (+0.14pp)，销售净利率 15.39% (+4.2pp)。

境外市场：全球化布局打开增长空间。2024 年公司境外业务表现亮眼，实现营收 6.76 亿元 (+27.41%)，占公司营收比重提升至 60.63%，境外业务毛利率 31.53% (+4.72pp)。美国子公司 TPI 经过整合后经营大幅改善，营收同比增长 41.37%，成为海外增长核心引擎，并有望依托 TPI 的属地化生产布局对冲关税风险。2024 年 7 月，公司以自有资金 1,000 万美元对 TPI 进行增资，主要用于增加运营资金和扩大经营规模，进一步深化属地化供应链能力。

境内市场：集采价格承压，结构性调整应对增速放缓。2024 年公司国内业务营收 4.38 亿元 (+3.00%)，增速显著低于海外业务，主营毛利下滑至 34.54% (-4.11pp)。真空采血管、细胞培养皿等品类中标集采后价格承压，凭借成本优势实现以价换量。公司加速向中高值耗材领域延伸，渠道端通过经销商网络下沉至中西部县级市场。

研发创新、智能化布局及高标准质量体系共同构建公司长期竞争力。2024 年公司研发费用 0.53 亿元 (+10.93%)，逐步打破外资企业在部分耗材领域的垄断，加速向高附加值创新产品升级。GMP 车间管理等多项认证，已经取得 31 项国内医疗器械备案，且部分产品通过 FDA510(k) 和 CE 认证。完善的质量管理体系确保公司产品在大批量生产智能制造方面，通过 AI 驱动的自动化生产线优化生产流程，提升生产效率和产品一致性。截至 2024 年底，公司已通过 ISO13485 过程中质量稳定可靠，为全球市场的深化布局提供坚实保障。

风险提示：竞争加剧风险；地缘政治风险；原料价格波动；价格风险。

投资建议：全球化战略成效突显，维持“优于大市”评级。

基于公司较高的美国收入占比及中美关税政策的不确定性，下调公司 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 1.61/1.89/2.14 亿元（2025-2026 年原值 2.50/3.03 亿元），同比 -6.2%/+17.1%/+13.7%，当前股价对应 PE=24.7/21.1/18.5x。

盈利预测和财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 975 | 1,115 | 1,347 | 1,537 | 1,718 |
| (+/-%) | -33.6% | 14.4% | 20.8% | 14.1% | 11.8% |
| 净利润(百万元) | 109 | 172 | 161 | 189 | 214 |
| (+/-%) | -66.5% | 57.3% | -6.2% | 17.1% | 13.7% |
| 每股收益(元) | 0.97 | 1.09 | 1.02 | 1.20 | 1.36 |
| EBIT Margin | 11.4% | 14.2% | 11.7% | 11.3% | 11.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 6.7% | 10.1% | 9.1% | 10.2% | 11.1% |
| 市盈率 (PE) | 26.0 | 23.1 | 24.7 | 21.1 | 18.5 |
| EV/EBITDA | 16.4 | 16.7 | 18.8 | 17.6 | 16.4 |
| 市净率 (PB) | 1.73 | 2.33 | 2.24 | 2.16 | 2.05 |

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

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 25.20 元 |
| 总市值/流通市值 | 3971/3971 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 54.46/22.89 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 25.59 百万元 |

市场走势



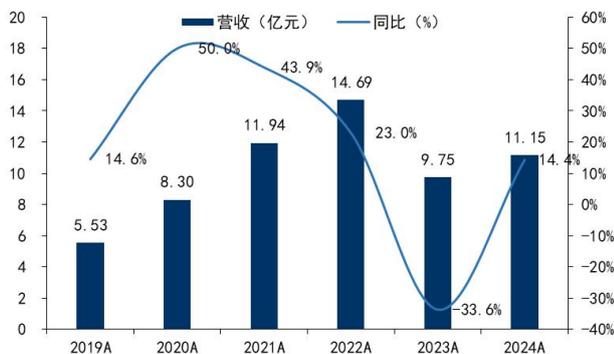
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《拱东医疗(605369.SH)——2024 年半年报点评-客户拓展顺利, 2024 年二季度业绩增长强劲》——2024-09-02

《拱东医疗(605369.SH)——2023 年年报暨 2024 年一季报点评-2023 年业绩短期承压, 国际化步伐加速》——2024-05-21

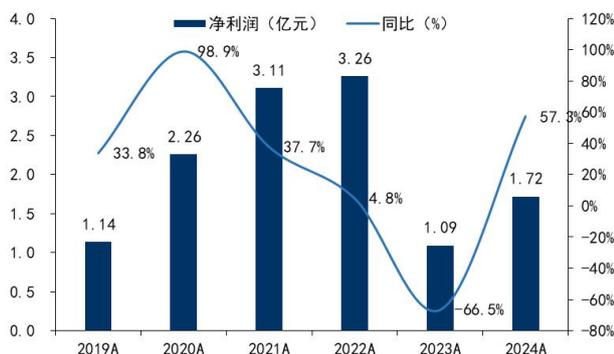
库存影响消退，2024 年业绩恢复性高增长。2024 年全年公司实现营收 11.15 亿元（+14.37%），归母净利润 1.72 亿元（+57.28%），扣非归母净利润 1.68 亿元（+56.18%），销售毛利率 32.79%（+0.14pp），销售净利率 15.39%（+4.2pp）。2024 年公司业绩取得增长的主要原因为：（1）全球化布局的深化；（2）大客户定制业务放量；（3）成本管控与效率优化。

图1：拱东医疗营业收入及增速（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：拱东医疗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：拱东医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）


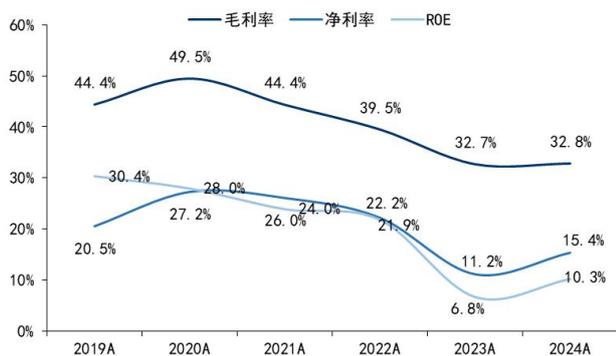
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：拱东医疗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

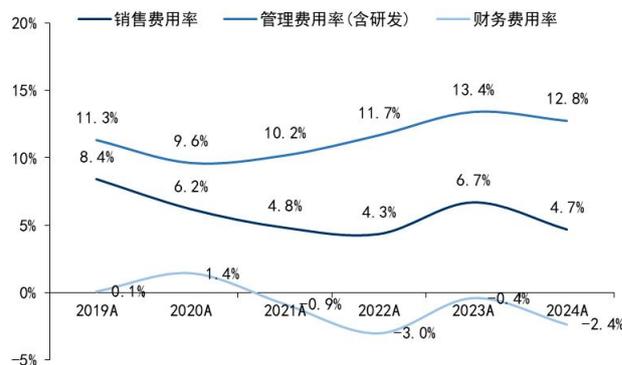
2024 年盈利性指标回升，各项费用管控良好。2024 年销售毛利率 32.79%（+0.14pp），销售净利率 15.38%（+4.19pp），ROE 为 10.26%（+3.50pp）。销售费用率 4.66%（-2.02pp），主要系业务招待费等减少；管理费用率（含研发）12.76%（-0.66pp），得益于收入增长快于费用增长；财务费用率-2.37%（-1.95pp），主要系利息收入及汇兑收益增加；三项费用率合计 15.05%。

图5: 拱东医疗毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

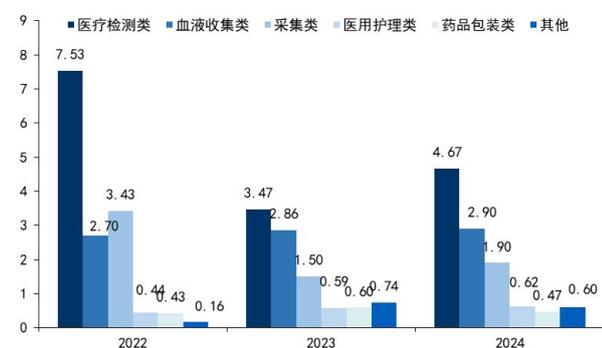
图6: 拱东医疗三项费用率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

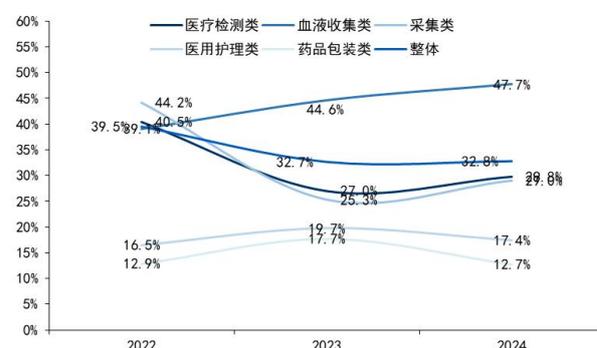
分业务看, 医疗检测业务、采集类业务增幅明显, 药品包装类业务收入下滑。公司 2024 年全年医疗检测类业务收入 4.67 亿元 (+34.65%), 毛利率 29.79% (+2.80pp); 血液收集类业务收入 2.90 亿元 (+1.36%), 毛利率 47.71% (+3.12pp); 采集类业务收入 1.90 亿元 (+26.42%), 毛利率 29.02% (+3.69pp); 医用护理类业务收入 0.62 亿元 (+5.48%), 毛利率 17.42% (-2.29pp); 药品包装类业务收入 0.47 亿元 (-21.52%), 毛利率 12.74% (-4.98pp); 其他业务收入 0.60 亿元 (-18.92%)。

图7: 拱东医疗各板块收入 (单位: 亿元)



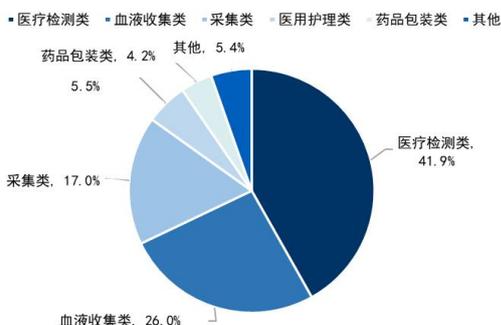
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 拱东医疗各板块毛利率 (单位: %)



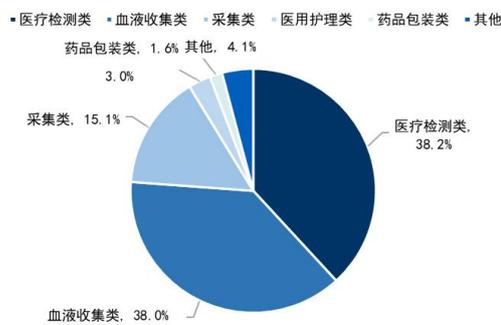
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 拱东医疗 2024 年各板块收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 拱东医疗 2024 年各板块毛利占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

境外市场：全球化布局打开增长空间。2024 年公司境外业务表现亮眼，实现营收 6.76 亿元（+27.41%），占公司营收比重提升至 60.63%，境外业务毛利率 31.53%（+4.72pp）。美国子公司 TPI 经过整合后经营大幅改善，营收同比增长 41.37%，成为海外增长核心引擎，并有望依托 TPI 的属地化生产布局对冲关税风险。2024 年 7 月，公司以自有资金 1,000 万美元对 TPI 进行增资，主要用于增加运营资金和扩大经营规模，进一步深化属地化供应链能力。

境内市场：集采价格承压，结构性调整应对增速放缓。2024 年公司国内业务营收 4.38 亿元（+3.00%），增速显著低于海外业务，主营毛利下滑至 34.54%（-4.11pp）。真空采血管、细胞培养皿等品类中标集采后价格承压，凭借成本优势实现以价换量。公司加速向中高值耗材领域延伸，渠道端通过经销商网络下沉至中西部县级市场。

图11：拱东医疗分地区收入（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12：拱东医疗 2024 年分地区收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

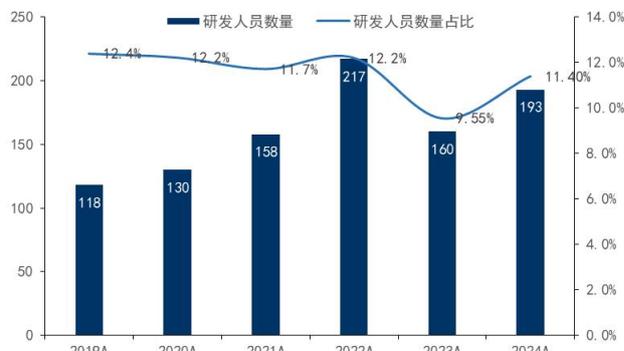
研发创新、智能化布局及高标准质量体系共同构建公司长期竞争力。2024 年公司研发费用 0.53 亿元（+10.93%），逐步打破外资企业在部分耗材领域的垄断，加速向高附加值创新产品升级。GMP 车间管理等多项认证，已经取得 31 项国内医疗器械备案，且部分产品通过 FDA510（k）和 CE 认证。完善的质量管理体系确保公司产品在大批量生产智能制造方面，通过 AI 驱动的自动化生产线优化生产流程，提升生产效率和产品一致性。截至 2024 年底，公司已通过 ISO13485 过程中质量稳定可靠，为全球市场的深化布局提供坚实保障。

图13：拱东医疗研发费用及研发费用率（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14：拱东医疗研发人员数量及占比（单位：人、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：竞争加剧风险；地缘政治风险；原料价格波动；价格风险。

投资建议：全球化战略成效突显，维持“优于大市”评级。

基于公司较高的美国收入占比及中美关税政策的不确定性，下调公司 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 1.61/1.89/2.14 亿元（2025-2026 年原值 2.50/3.03 亿元），同比 -6.2%/+17.1%/+13.7%，当前股价对应 PE=24.7/21.1/18.5x。

表1：可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 2024/4/25 | 总市值 亿元 | 归母净利润 | | | | PE | | | ROE | | PEG | 投资评级 |
|--------|------|-----------------|-----------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | | | | 24A | 25E | 26E | 27E | 24A | 25E | 26E | 27E | 24A | 25E | |
| 605369 | 拱东医疗 | 25.20 | 39.71 | 1.72 | 1.61 | 1.89 | 2.14 | 23.14 | 24.66 | 21.06 | 15.82 | 10.26 | 0.62 | 优于大市 |
| 300151 | 昌红科技 | 13.32 | 70.93 | 1.02 | 1.83 | 2.57 | -- | 69.56 | 38.78 | 27.61 | -- | 6.23 | 0.69 | 无 |
| 603309 | 维力医疗 | 11.61 | 34.00 | 2.19 | 2.85 | 3.47 | -- | 15.50 | 11.91 | 9.81 | -- | 11.85 | 0.72 | 无 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：昌红科技、维力医疗为 Wind 一致预测

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 448 | 303 | 318 | 400 | 621 | 营业收入 | 975 | 1115 | 1347 | 1537 | 1718 |
| 应收款项 | 226 | 265 | 284 | 348 | 387 | 营业成本 | 657 | 749 | 943 | 1088 | 1217 |
| 存货净额 | 125 | 144 | 167 | 209 | 232 | 营业税金及附加 | 11 | 13 | 16 | 18 | 20 |
| 其他流动资产 | 28 | 12 | 24 | 29 | 27 | 销售费用 | 65 | 52 | 61 | 69 | 75 |
| 流动资产合计 | 829 | 865 | 934 | 1127 | 1407 | 管理费用 | 83 | 89 | 106 | 120 | 132 |
| 固定资产 | 631 | 626 | 734 | 813 | 879 | 研发费用 | 48 | 53 | 63 | 70 | 77 |
| 无形资产及其他 | 104 | 155 | 149 | 143 | 137 | 财务费用 | (4) | (26) | (32) | (36) | (41) |
| 投资性房地产 | 269 | 257 | 257 | 257 | 257 | 投资收益 | 7 | 7 | 4 | 6 | 6 |
| 长期股权投资 | 44 | 48 | 64 | 72 | 82 | 资产减值及公允价值变动 | (7) | 0 | (14) | (5) | (4) |
| 资产总计 | 1878 | 1951 | 2138 | 2413 | 2762 | 其他收入 | (43) | (54) | (63) | (70) | (77) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 4 | 13 | 35 | 8 | 9 | 营业利润 | 120 | 192 | 180 | 211 | 240 |
| 应付款项 | 80 | 70 | 121 | 128 | 140 | 营业外净收支 | (0) | (3) | (2) | (2) | (2) |
| 其他流动负债 | 108 | 100 | 134 | 342 | 574 | 利润总额 | 119 | 189 | 179 | 209 | 238 |
| 流动负债合计 | 192 | 183 | 291 | 478 | 723 | 所得税费用 | 10 | 17 | 18 | 21 | 24 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 其他长期负债 | 47 | 51 | 64 | 82 | 93 | 归属于母公司净利润 | 109 | 172 | 161 | 189 | 214 |
| 长期负债合计 | 47 | 51 | 64 | 82 | 93 | 现金流量表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 负债合计 | 239 | 234 | 355 | 560 | 816 | 净利润 | 109 | 172 | 161 | 189 | 214 |
| 少数股东权益 | 0 | 10 | 10 | 10 | 10 | 资产减值准备 | (3) | (3) | 1 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1639 | 1707 | 1773 | 1843 | 1936 | 折旧摊销 | 76 | 94 | 73 | 84 | 94 |
| 负债和股东权益总计 | 1878 | 1951 | 2138 | 2413 | 2762 | 公允价值变动损失 | 7 | (0) | 14 | 5 | 4 |
| | | | | | | 财务费用 | (4) | (26) | (32) | (36) | (41) |
| 关键财务与估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 营运资本变动 | (303) | (49) | 47 | 121 | 197 |
| 每股收益 | 0.97 | 1.09 | 1.02 | 1.20 | 1.36 | 其它 | 3 | 3 | (1) | (0) | (0) |
| 每股红利 | 0.80 | 0.52 | 0.60 | 0.75 | 0.77 | 经营活动现金流 | (110) | 216 | 294 | 398 | 509 |
| 每股净资产 | 14.55 | 10.83 | 11.25 | 11.69 | 12.29 | 资本开支 | 0 | (78) | (190) | (161) | (158) |
| ROIC | 7% | 11% | 11% | 12% | 14% | 其它投资现金流 | (3) | (137) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 7% | 10% | 9% | 10% | 11% | 投资活动现金流 | (10) | (219) | (206) | (170) | (167) |
| 毛利率 | 33% | 33% | 30% | 29% | 29% | 权益性融资 | 2 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 11% | 14% | 12% | 11% | 11% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 19% | 23% | 17% | 17% | 17% | 支付股利、利息 | (90) | (81) | (95) | (119) | (121) |
| 收入增长 | -34% | 14% | 21% | 14% | 12% | 其它融资现金流 | (8) | 10 | 22 | (27) | 1 |
| 净利润增长率 | -67% | 57% | -6% | 17% | 14% | 融资活动现金流 | (186) | (142) | (73) | (146) | (120) |
| 资产负债率 | 13% | 13% | 17% | 24% | 30% | 现金净变动 | (306) | (144) | 15 | 81 | 222 |
| 息率 | 2.3% | 2.0% | 2.4% | 3.0% | 3.1% | 货币资金的期初余额 | 753 | 448 | 303 | 318 | 400 |
| P/E | 26.0 | 23.1 | 24.7 | 21.1 | 18.5 | 货币资金的期末余额 | 448 | 303 | 318 | 400 | 621 |
| P/B | 1.7 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 企业自由现金流 | 0 | 112 | 72 | 199 | 311 |
| EV/EBITDA | 16.4 | 16.7 | 18.8 | 17.6 | 16.4 | 权益自由现金流 | 0 | 121 | 100 | 179 | 323 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 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