



打造四大领域一体化平台，把握制药装备国产化机遇 ——东富龙（000915.SZ）投资价值分析报告

核心观点

● 受下游医药行业高速发展，制药设备行业的景气度不断提升

国内医药行业的快速发展，带动制药装备市场规模稳步增长。根据灼识咨询的数据，中国制药装备市场规模从 2015 年的 299 亿元增长至 2020 年的 538 亿元，期间年复合增长率达 12.47%，预计 2025 年将达到 875 亿元，2020 年至 2025 年复合增长率约为 10.22%。

● 国内制药装备竞争格局较分散，龙头企业将受益于行业集中度提升

经过 30 年的发展，公司已发展成为国内行业领先的龙头企业，积累了丰富的制药工程工艺、核心装备制造技术及工程设计案例，已有超过 10,000 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，3,000 多家企业。根据灼识咨询数据，当前国内制药装备行业市场集中度低，随着供给端改革的进一步推进，低附加值、技术落后、规模较小的企业将在这个过程中逐步退出行业竞争，龙头企业也将获得新的增长空间。

● 国产化替代打开成长空间，四大领域一体化布局抢占市场

我国高端制药装备的关键技术还依赖进口，“卡脖子”的关键技术研发攻克深受国家鼓励。疫情推动了制药装备进口替代与切入海外市场。公司不断拓展产品品类，面对行业发展机遇，提出“M+E+C(AI)”策略全品类布局，打造四大领域一体化，提供量身定制从进料到成药的“交钥匙工程”一站式服务。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 66.47 亿元、80.15 亿元、96.55 亿元，YOY 分别为 21.54%、20.57%、20.46%；EPS 分别为 1.42 元/股、1.71 元/股、2.07 元/股，YOY 分别为 26.82%、20.35%、20.98%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 29 元/股，给予公司“强烈推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

行业内竞争加剧、技术研发失败风险、外延式并购风险、下游减少资本投入风险等。

● 核心业绩数据预测

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	54.69	66.47	80.15	96.55
YOY	30.46%	21.54%	20.57%	20.46%
归母净利润（亿元）	8.47	10.74	12.92	15.63
YOY	2.27%	26.82%	20.35%	20.98%
EPS（元）	1.12	1.42	1.71	2.07
ROE	11.37%	12.61%	13.17%	13.75%
P/E	21.09	16.63	13.82	11.42

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

强烈推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

医药生物行业组

SFC:AAK004

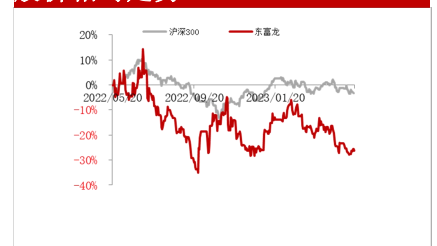
Email:research@waton.com

主要数据

2023.5.23

收盘价（元）	24.19
一年中最低/最高价（元）	20.83/37.88
总市值（亿元）	182.76
ROE	14.39%
PE（TTM）	21.10

股价相对走势





内容目录

1. 公司所属行业现状与发展分析	4
1.1. 制药设备概况	4
1.2. 制药装备行业发展历程与发展趋势	6
2. 公司主要经营情况分析	10
2.1. 公司主营业务及产品介绍	14
2.2. 公司核心竞争力	15
2.3. 公司与可比公司比较分析	16
2.4. 盈利预测	20
3. 业绩预测	21
4. 公司估值分析	22
4.1. P/E 模型估值	22
4.2. PEG 模型	23
4.3. DCF 模型	23
5. 公司未来六个月内投资建议	24
5.1. 公司股价催化剂分析	24
5.2. 公司六个月内的目标价	24
6. 公司投资评级	25
7. 风险提示	25



图表目录

图表 1：制药装备分类.....	4
图表 2：制药装备产业链.....	5
图表 3：2015 年至 2025 年中国制药装备市场规模.....	7
图表 4：2015 年至 2025 年全球制药装备市场规模.....	8
图表 5：中国与全球制药装备市场规模复合增长率对比.....	8
图表 6：2020 年中国制药装备市场份额分布.....	9
图表 7：2015 年至 2020 年中国制药装备市场规模占全球比例.....	10
图表 8：东富龙发展历程.....	11
图表 9：2018 年至 2022 年东富龙营业总收入与归母净利润.....	12
图表 10：2020 年至 2022 年公司各业务占总收入比.....	13
图表 11：2020 年至 2022 年公司各业务收入对比.....	13
图表 12：东富龙部分合作客户.....	16
图表 13：2018 年至 2022 年销售毛利率与可比公司对比（%）.....	17
图表 14：2018 年至 2022 年销售净利率与可比公司对比（%）.....	17
图表 15：2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比（%）.....	18
图表 16：2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比（%）.....	18
图表 17：2018 年至 2022 年财务费用率与可比公司对比（%）.....	19
图表 18：2018 年至 2022 年应收账款周转率与可比公司对比（次）.....	19
图表 19：东富龙盈利预测.....	21
图表 20：东富龙 P/E（TTM）.....	22
图表 21：可比公司 P/E(TTM).....	22
图表 22：可比公司 PE（倍）估值表.....	23
图表 23：DCF 模型预测.....	23

1. 公司所属行业现状与发展分析

1.1. 制药设备概况

制药设备是指用于药品生产、检测、包装等工艺用途的机械设备，根据制药设备产品的基本属性进行分类，可将其归为八大类产品，包括原料药机械及设备、制剂机械、药用粉碎机械、饮片机械、制药用水设备、药品包装机械、药用检测设备以及其他制药机械和设备。其中，在化学药与生物药制备过程中，原料药设备和制剂机械是最为核心的两类制药装备，不同产品和剂型需要对应不同的设备和生产线，包括细胞培养箱、生物反应器、层析柱、超滤膜、冻干机、隔离箱等复杂设备和集成系统。制药设备的多样性特征源于其所涉及的药品种类和属性的多样性，这使得医药生产工艺呈现出多样性。

图表 1：制药装备分类



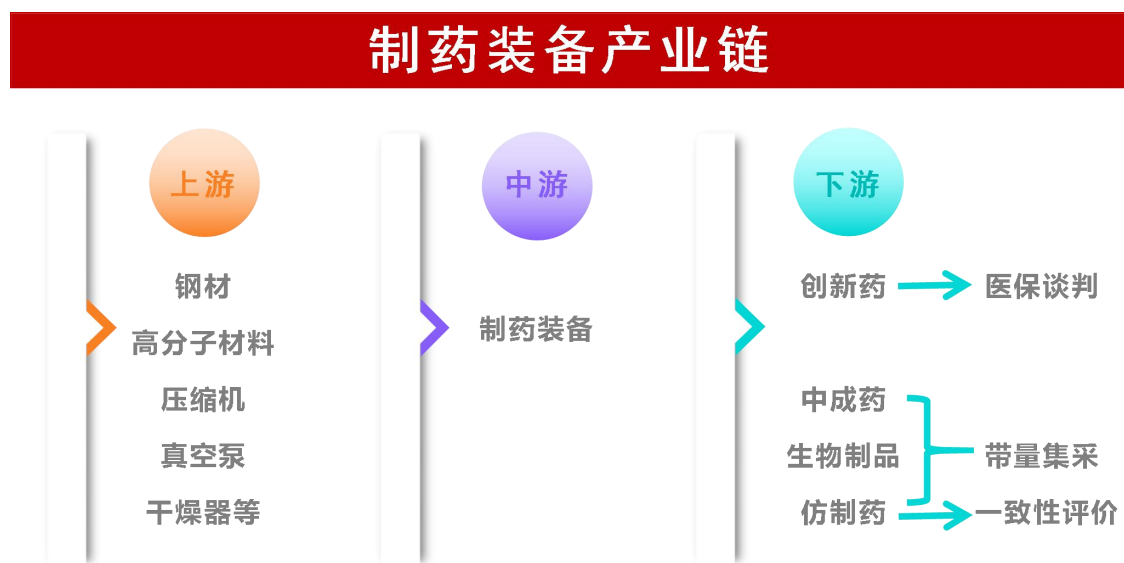
资料来源：中商情报网，华通证券研究部

制药设备是我国医药产业发展的基础 作为现代医药制造体系中重要组成部分之一，制药装备行业的产业链上游包括生产设备所用的钢材、零部件、高分子材料等，下游的主要应用领域包括制药企业（生物药、中医药、化学药）、科研机构 and 高等院校的实验室等。制药装备

应用范围广泛，无论是化学药物、中药还是生物制品的制造厂家，都必须依靠制药装备来生产药品。在整个医药制造产业中处于较为上游地位，其对国家医药行业发展起着至关重要的作用。

制药装备处于行业较上游地位，几乎不受下游集采等政策压力的影响，受国家鼓励支持 国家医保控费使下游医药产业面临压力，竞争激烈的仿制药最早面临政策压力。由于“一致性评价”带来的成本压力，仿制药制造企业本就面临困难。此外，国家开展的《4+7 城市药品集中采购》试点工作也将仿制药列为优先采购范围之一。带量采购工作已经覆盖了仿制药、生物制品和中成药等医药领域，这使得药品和器械生产商的利润普遍受到了压力，创新药同样受到医保谈判议价的压力。制药装备处于行业较上游的地位，几乎也不受下游医药集采等政策的压力。制药装备的客户是制药公司，虽不受医保控费政策的限制，并且制药装备的总需求相对稳定，不会因少数药品或疾病需求而变化。但国产制药装备制造业存在着产品同质化严重、创新能力弱、缺乏核心技术等问题，决定其能否在整个制药装备行业中具有较强竞争力的是创新技术水平和市场规模。目前，我国高端制药装备的一些关键技术还依赖进口，国外“卡脖子”的关键技术攻克深受国家鼓励。为推动制药装备行业发展与变革，政府先后出台多项有关智能制造的政策。如《“十四五”医药工业发展规划》中指出在推进医药制造能力体系升级进程中，应深入开展智能制造、绿色制造、质量提升等，提升药品医疗器械全生命周期质量管理水平与产品品质，促进医药工业朝着高端化、智能化、绿色化的方向迈进。

图表 2：制药装备产业链



资料来源：公开资料整理，华通证券研究部



1.2. 制药装备行业发展历程与发展趋势

制药装备行业起步阶段 我国制药装备行业自 20 世纪 70 年代起步发展,随着我国制药工业的进步,一些小型药机厂应运而生,主要为制药行业提供简易的设备和零配件。到 80 年代中期,国内仅 30 多家制药装备生产企业,其产品品种相对较少。到 90 年代中期,我国已有 400 多家制药装备生产企业,生产的制药装备规格达到了 1,100 多种,但由于企业普遍规模较小,且技术力量薄弱,产品附加值并不高,发展较缓慢。

制药装备行业第一次快速发展阶段 直至 1998 年,国家药品监督管理局成立,《药品生产质量管理规范(1998 年修订)》开始实施,要求在 2004 年 6 月 30 日之前,所有药品制剂和原料药生产必须符合 GMP 要求,并获得认证证书。这一强制性的要求,对制药企业的生产设备 & 环境提出了严格的要求,同时也为制药装备行业提供了加速发展的契机。为了满足制药工艺、制药工程及药品 GMP 认证的要求,制药装备企业开始研制和开发新产品,使技术水平、产品质量以及产品品种规格等方面的水平显著提升,制药企业也进行了生产设备和环境的改造。自 2004 年第一次强制性 GMP 认证结束后,制药装备行业的整体需求有所下降,一些研发投入较少、不重视技术进步的企业面临着更大的生存压力。而对于研发实力较强、注重新技术开发和积累的企业,凭借产品性能更高、功能更为丰富等优势,使其在行业内获得了较大的发展空间,市场占有率也不断提高,从而提高了制药装备行业整体的市场集中度。

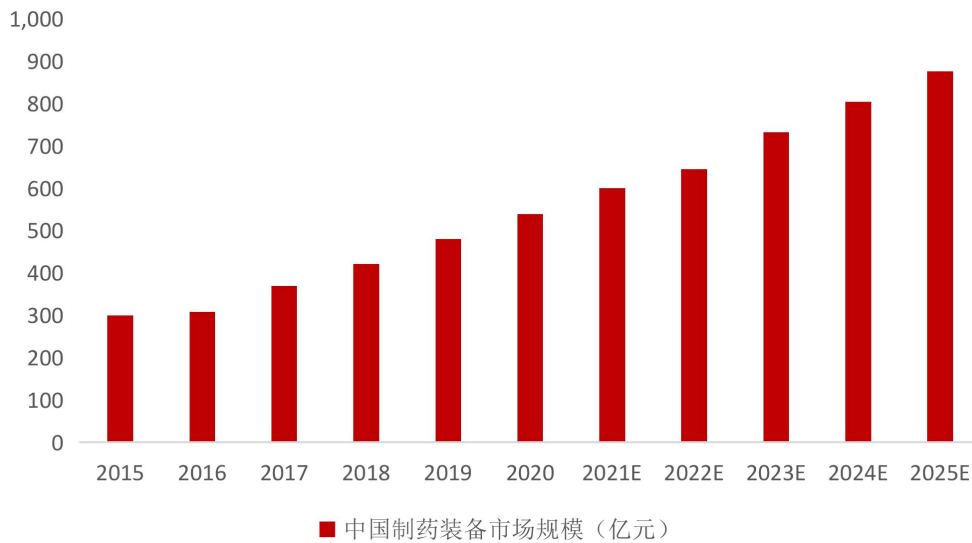
制药装备行业第二次快速发展阶段 2010 年新版 GMP 的颁布促使国内制药企业进行第二次 GMP 改造。新的 GMP 主要突出了制药行业中无菌药品、药品安全保障措施以及质量管理等方面的重要性。要求无菌药品如血制品、疫苗和注射剂的生产改造于 2013 年底完成,而其他类别的生产改造则在 2015 年底完成。这次新版 GMP 为制药装备行业又迎来一波发展红利,国内对高技术含量制药设备的需求再次高涨。同时反映出,未来制药装备行业发展的趋势,即随着制药企业对于装备的要求不断提高,更新周期缩短,装备普遍朝着自动化、智能化方向发展。此时,在前期的发展阶段中,积累了技术与研发优势的企业通过内外部扩张和上下游整合,不断提高市场占有率,将行业集中度进一步提升。

制药装备行业迎来成长性转变,向高端化、国产化突破 近年来,国家陆续出台了許多新政策和举措,如《关于推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》、《关于支持医药产业发展若干措施的通知》、《产业结构调整指导目录(2019 年本)》、《“十三五”生物产业发展规划内容》、《“十四五”医药工业发展规划》、《中国制造 2025》等政策的颁布为制药装备行业朝着高端化、智能化、绿色化的方向迈进提供了有力的支持,加速药品审批、推进

仿制药一致性评价、实施“4+7”带量采购、发布新版基药目录和调整医保目录等举措的实施，给我国医药产业带来了重大变革，使国内医药产业得到快速发展，从而带动制药机械设备需求量增加，也为制药装备行业带来了新的挑战和发展机遇。我们认为，制药装备行业有着广阔的潜在空间，加上政策驱动，有望在高端化与国产化方面实现双重突破。

全球范围内药品需求不断增长带动制药装备市场规模稳步增长，且中国制药装备市场规模增长速度明显高于全球平均水平。根据灼识咨询的数据显示，中国制药装备市场规模从 2015 年的 299 亿元增长至 2020 年的 538 亿元，期间年复合增长率达 12.47%，预计到 2025 年将达到 875 亿元，2020 年至 2025 年复合增长率约为 10.22%；全球制药装备行业市场规模从 2015 年的约 1,467 亿元增长至 2020 年 2,385 亿元，期间年复合增长率达 10.21%，预计 2025 年将达到 3,357 亿元，2020 年至 2025 年复合增长率约为 8.32%。

图表 3：2015 年至 2025 年中国制药装备市场规模



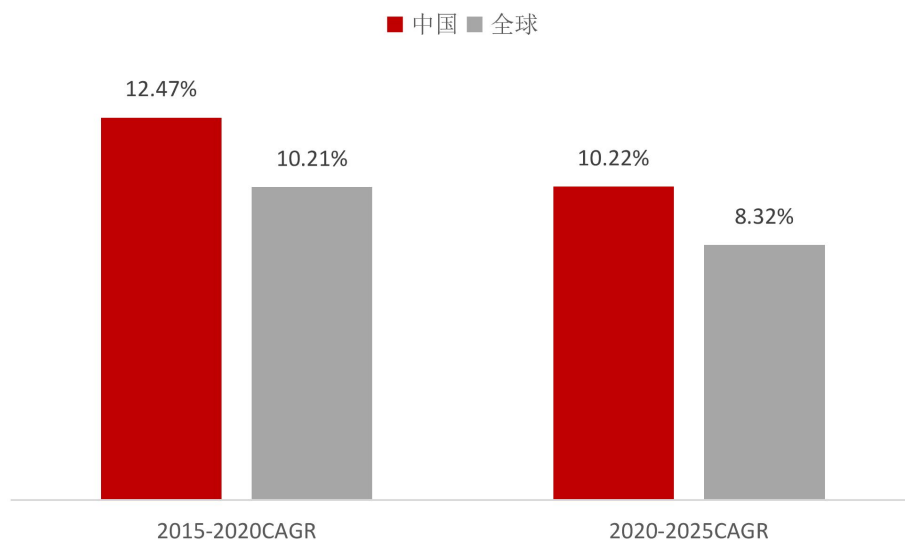
资料来源：灼识咨询，华通证券研究部

图表 4：2015 年至 2025 年全球制药装备市场规模



资料来源：灼识咨询，华通证券研究部

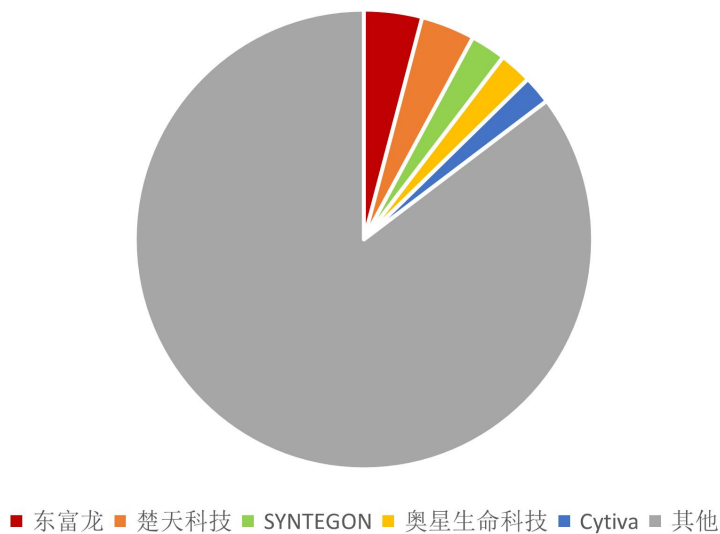
图表 5：中国与全球制药装备市场规模复合增长率对比



资料来源：灼识咨询，华通证券研究部

国内制药装备竞争格局较分散，行业集中度提升有利龙头企业增长 全球制药装备行业的格局是由少数具有话语权的头部企业主导的，这些企业凭借先进的技术和理念引领着行业的发展。占有国际竞争优势的制药装备供应商主要分布在欧盟国家，如德国、意大利等。如 SARTORIUS、SYNTEGON、B+S、IMA 和 GLATT 等公司。这些企业凭借其先进的技术优势、精良的加工装备和先进的管理理念，长期占据高端产品市场的主导地位。国内制药装备的竞争格局比较分散，且在高端市场上的占有份额较少。据灼识咨询数据显示，2020 年中国制药装备厂商东富龙、楚天科技、SYNTEGON、奥星生命科技和 Cytiva，市场份额分别为 4.1%、3.8%、2.5%、2.3%和 2.0%。当前制药装备行业市场集中度低，随着供给端改革的进一步推进，低附加值、技术落后、规模较小的企业将在这个过程中逐步退出行业竞争，同时也为龙头企业提供了许多并购机会，有助于龙头企业扩大规模并进一步完善产业链。随着中小企业市场份额的逐步减少，行业集中度将进一步向行业龙头企业提升。

图表 6：2020 年中国制药装备市场份额分布

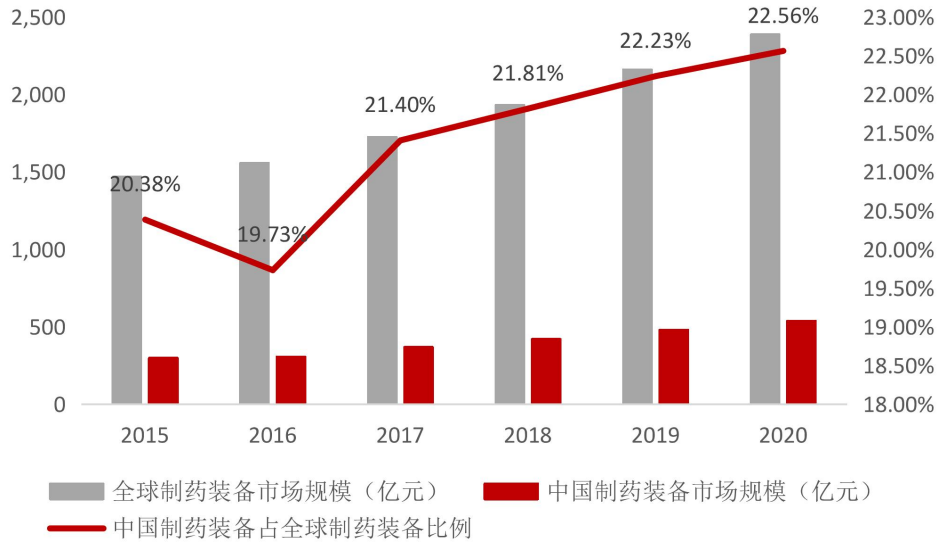


资料来源：灼识咨询，华通证券研究部

疫情推动进口替代与切入海外市场 2020 年新冠疫情的暴发，再次展示了国产制药装备企业的实力。国内企业通过设备性能卓越、快速交付和及时售后服务等优势，成功抓住了本次制药装备进口替代的巨大机遇。主要原因在于，欧美厂商缺乏在短时间内交付高强度商品的能力，另外，国际物流受疫情影响缓慢，导致产品的输入受到限制。过去进口替代缓慢的制药设备在本轮疫情后，实现快速替代，同时，国产制药设备切入国际产业链远销海外，在海外

市场得到了越来越多的认可和市场份额的提升。2015 年中国制药装备占全球制药装备市场规模比例约 20.38%，到 2020 年，已达到 22.56%，上升了 2.18 个百分点。在地缘政治因素、国产水平的提升等因素影响下，国产装备厂商正在不断加强出口业务，并持续致力于增强其国际市场份额，这使得中国制药装备在国际市场上的份额有望稳步提升。

图表 7：2015 年至 2020 年中国制药装备市场规模占全球比例

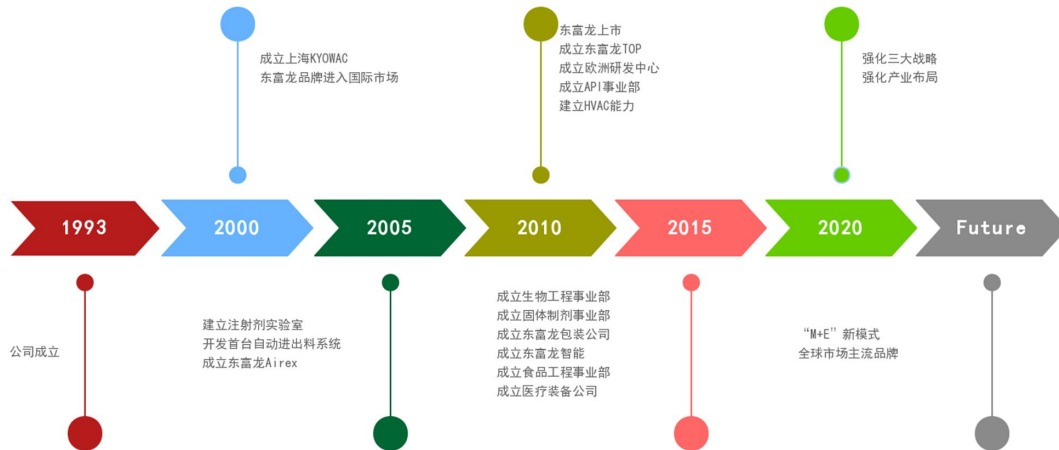


资料来源：灼识咨询，华通证券研究部

2. 公司主要经营情况分析

东富龙（股票代码 300171.SZ）成立于 1993 年，并于 2011 年创业板上市，公司总部位于上海，是一家为全球药物制造、食品制造提供工艺研究、核心装备、耗材、系统工程整体解决方案的综合性服务商。经过 30 年的发展，公司积累了丰富的制药工程工艺、核心装备制造技术及工程设计案例，已有超过 10,000 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，3,000 多家企业。

图表 8：东富龙发展历程



资料来源：公司官网，华通证券研究部

公司发展大致分为 4 个阶段：

第一阶段：公司以冻干机业务起家，上市前一直以冻干机为核心，开发配套产品。

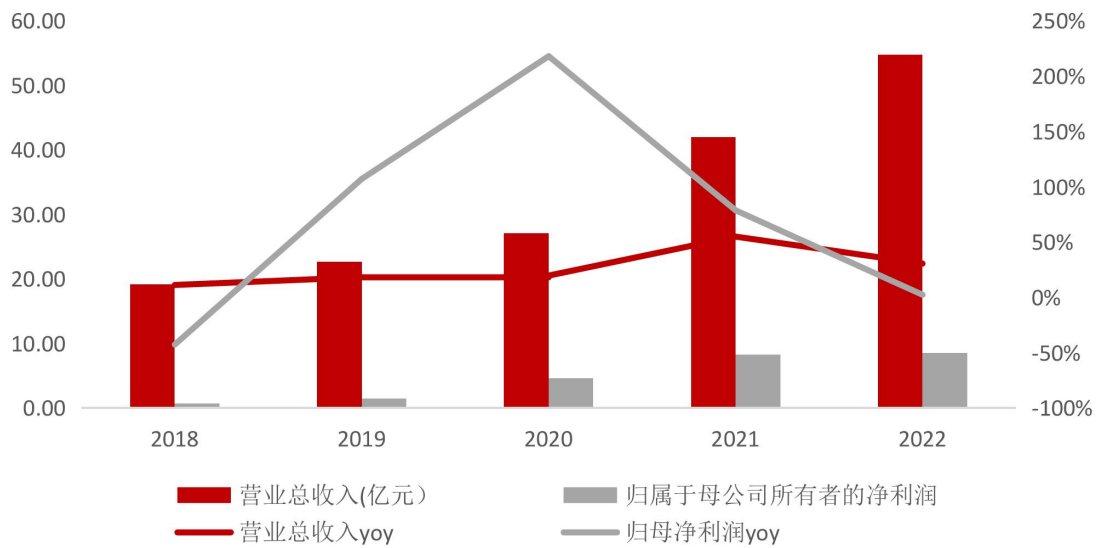
第二阶段：2011 年至 2015 年，受益于新版 GMP 认证带来的行业红利，公司推出无菌灌封联动线，全力打造冻干系统整体解决方案，于 2015 年成功交付首个冻干系统“交钥匙工程”项目，在此期间公司得到快速发展。2011 年至 2015 年营业收入复合增长率 24.43%，归母净利润复合增长率为 15.56%。

第三阶段：2015 年至 2018 年，制药企业在 GMP 改造结束后，大幅减少了对装备的投资，行业进入了调整期。公司营业收入增速放缓，期间复合增长率 7.2%。为了应对行业景气下行的形势，公司加快了生物工程、耗材、CGT、食品、固体制剂、医疗装备等方面的前瞻性布局，但由于转型投入加大，造成公司净利润有所下降，期间复合增长率-43.45%。

第四阶段：2018 年至今，受益于前期前瞻性布局，不断扩大布局领域和产品线，使公司各板块实现交替增长，布局 CGT 为之后发展奠定了基石，在行业景气度提升的情况下实现了快速增长。根据公司公告，公司 2021 年和 2022 年营业收入分别为人民币 41.92 亿元、54.69 亿元，同比增长分别为 54.83%和 30.46%。2018 年至 2022 年公司业绩稳步增长，营业总收入从 19.17 亿元增长至 2022 年 54.69 亿元，期间复合增长率达 29.96%，归母净利润由 2018 年的 0.7 亿元增长至 2022 年的 8.47 亿元，复合增长率达 86.51%。从药品研发、小试、中试，再到工程

放大、装备设计，以及药品生产过程中的项目管理、质量控制和验证体系，打造制药企业从进料到成药的“交钥匙工程”，从“系统方案服务商”成长为“智慧药厂的交付者”，公司持续推进产品多元化布局以及国际化战略，并提出 M+E+C(AI)策略。其中“M”即“Machinery”——设备，“E”即“Engineering”——工程，“C”即“Consumable”——耗材，“AI”——数智化。意为客户提供设备+耗材+工程一体化的智能解决方案，提供量身定制的一站式服务，打造平台型一体化供应商。

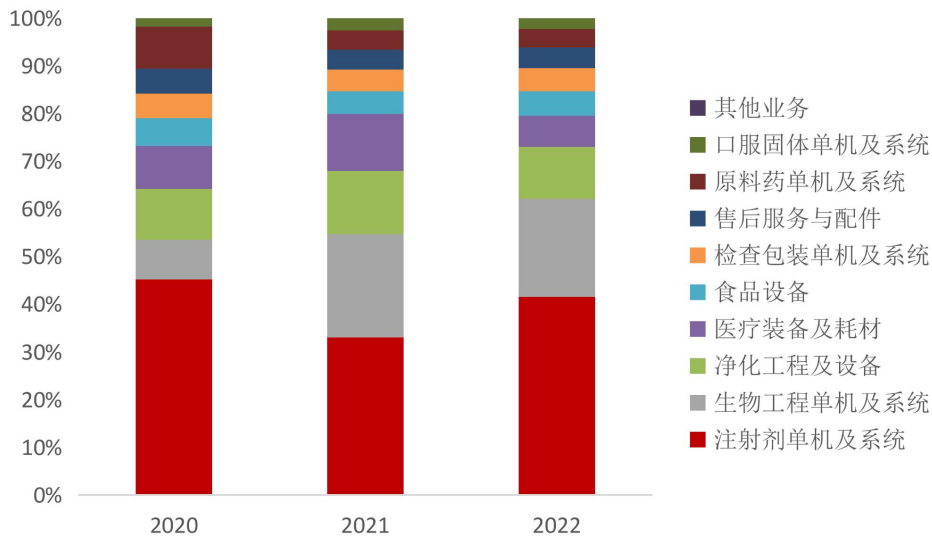
图表 9：2018 年至 2022 年东富龙营业总收入与归母净利润



资料来源：公司公告，华通证券研究部

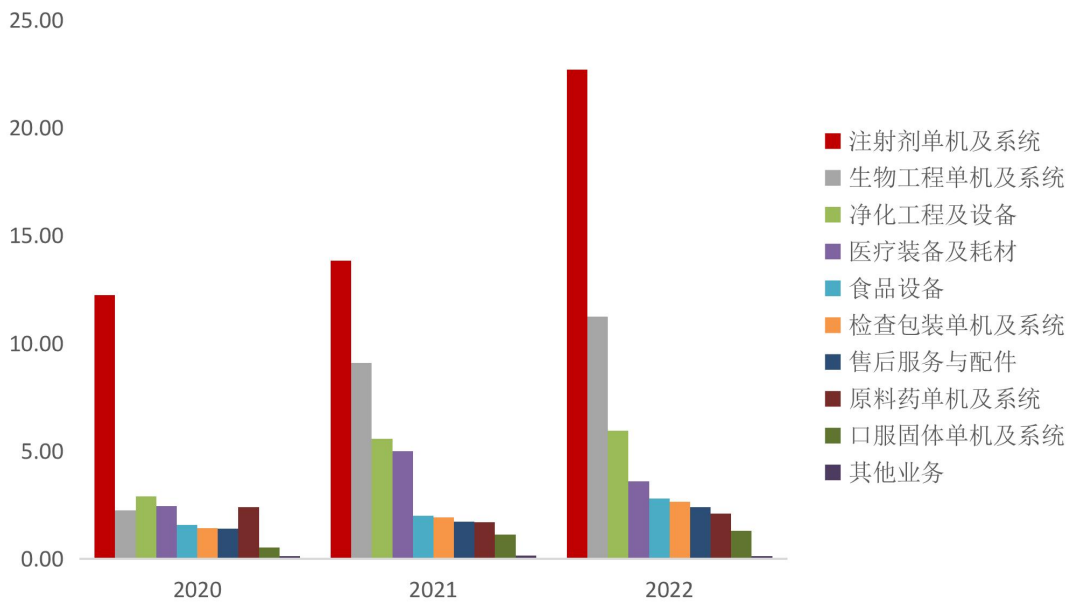
公司产品线丰富 2014 年之前，公司主要业务为冻干机相关的业务，冻干机及相关营业收入占公司总收入 3/4 左右。2015 年后，公司逐步调整发展战略，拓宽业务多元化布局，使公司产品线逐渐丰富，其生产的产品广泛应用于注射剂、固体制剂、化学原料药、生物工程、中药、医疗、食品等领域。近三年，公司注射剂单机及系统和生物工程单机及系统合计占公司总收入一半以上，分别为 54.40%、54.58%、62.00%。其中，生物工程单机及系统 2020 年占公司营业总收入的 8.27%，2021 年、2022 年该板块发展较快，分别占公司总收入的 21.64%、20.53%。

图表 10：2020 年至 2022 年公司各业务占总收入比



资料来源：公司公告，华通证券研究部

图表 11：2020 年至 2022 年公司各业务收入对比



资料来源：公司公告，华通证券研究部

2.1. 公司主营业务及产品介绍

公司业务板块主要分为四大板块，分别是生物工艺板块、制剂板块、工程整体解决方案板块、食品装备工程板块。

1、生物工艺板块

该板块专注于提供各种设备、仪器和耗材，以满足小分子药物的化学原料药和中药提取原料药、大分子药物的生物原液，以及细胞基因治疗药物的制备等应用场景中的需求。其业务涵盖了从研发到制造再至销售全产业链，主要产品有合成系统、发酵系统、精干包系统、中药提取系统等；不锈钢生物反应器、分离纯化系统、生物配液系统、冻融系统、连续灭活系统等；摇摆式反应器、一次性反应系统、连续灌流系统、一次性细胞分选处理系统、一次性灌装系统、细胞冻存系统、一次性反应袋、配液袋、储液袋、培养基、层析填料等。目前，该领域的相关产品已被广泛运用于生物制品、疫苗、血制品、抗生素、化学药品、诊断制剂、保健品、兽药、中药等药物制造领域。

2、制剂板块

该板块专注于为下游客户提供多样化的药品剂型，包括注射剂和口服固体制剂的制备，以及最终成品药物的检查和包装等应用场景所需的各种设备和仪器。主要产品有配液系统、冻干机及冻干系统、无菌灌装联动线（西林瓶水针、冻干粉针、粉末分装、预灌封、玻璃安瓿、卡式瓶、口服液等产品的灌装）、无菌隔离系统、吹灌封（BFS）系统等；固体制剂制备系统（制粒机、流化床、挤出滚圆机、物料周转系统等）；智能化检查包装系统（灯检机、检漏机、贴标机、制托入托、装盒机、装箱机、码垛机等）

3、工程整体解决方案板块

东富龙不仅为下游客户提供满足其不同应用场景的设备、仪器和耗材，还致力于为客户提供全面解决方案，实现一站式服务。提供符合美国 FDA、欧盟 GMP、中国 GMP、澳大利亚 TGA、世界卫生组织 WHO 等相关法规/标准的合规性咨询、验证和 PQS 体系建立服务，帮助客户实现并维持整个产品生命周期内的 GMP 合规性。提供设计（概念设计、基本设计、详细设计）、机电安装、空调净化系统、以及制药用水系统等交钥匙工程。提供 MES、WMS、QMS、LIMS、SCADA 等各类信息化系统软件等一站式整体解决方案。



4、食品工程板块

公司控股子公司上海承欢轻工机械有限公司为果蔬深加工产品、乳制品、饮料、酒饮类产品、生物发酵类产品、农牧产品、保健品、调味品、食品添加剂等领域提供包括工艺技术研发、工程设计、设备制造、工程安装、培训服务在内的装备及交钥匙工程服务。主要产品有打浆机、榨汁机、大型无菌储罐、全自动发酵罐、全自动 UHT 杀菌机、多功能套管式杀菌机、全自动微生物发酵系统、全自动米酒机、蒸馏釜、BIB 无菌灌装系统、全自动 CIP 系统、全自动卸垛机、码垛机等。

2.2. 公司核心竞争力

1、领先的研发技术优势

公司重视研发和技术积累，拥有强大的研发能力和技术成果转化能力，建立了多个工艺试制中心和技术研发中心，采取自主研发和合作研发等方式来提升自己的技术实力，成功研发多种核心装备。目前，已经掌握了制药装备领域的核心技术，并研发出一系列具有自主知识产权的先进工艺装备。已拥有超过 10,000 台无菌注射剂的关键制药设备，600 多套无菌药品制造系统，能满足科研、中试及商业化生产各阶段的需求。

2、全球布局销售、技术网络

公司采用直销模式销售产品，分别组建境内外销售团队和技术团队，并在国内和国际重要市场设立销售和服务网点，采取与推广商合作方式来开拓境外市场、服务境外客户。售后服务对于制药装备这种非标定制化产品来说至关重要。公司凭借销售和技术服务网点遍布全球，建立了全面且及时的售后服务体系，可为客户提供全方位、优质的服务，根据客户现有设备情况为其提供全面、快捷的技术支持、升级方案和现场调试维修等服务。

图表 12：东富龙部分合作客户



资料来源：公司官网，华通证券研究部

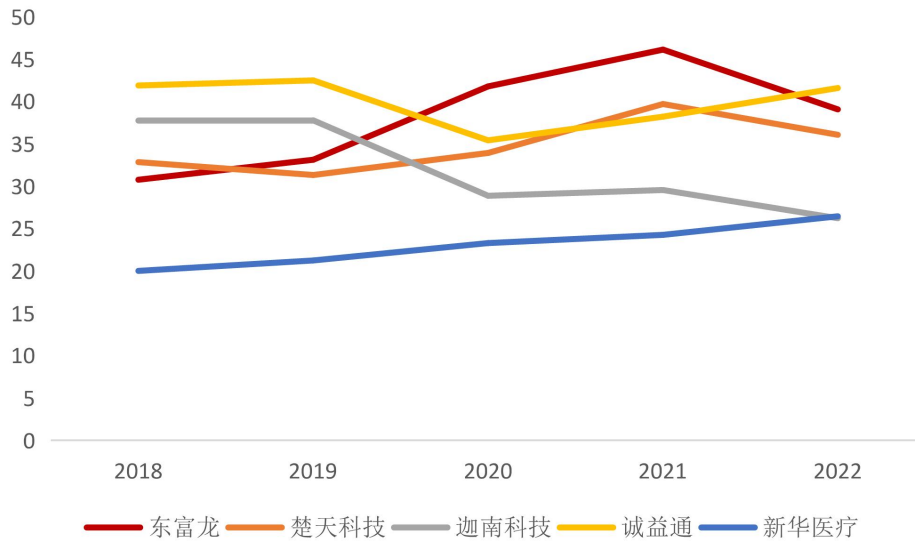
3、行业领先的品牌力

公司在国内的制药装备市场份额处于行业前列，在国内市场拥有较强影响力，是行业内为数不多掌握核心技术的企业之一，也是国内能与国际知名制药装备厂商进行竞争的少数厂商之一。经过 30 年的发展，公司积累了丰富的制药工程工艺、核心装备制造技术及工程设计案例，已有超过 10,000 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，3,000 多家企业，在行业内具有一定的知名度和品牌影响力。

2.3. 公司与可比公司比较分析

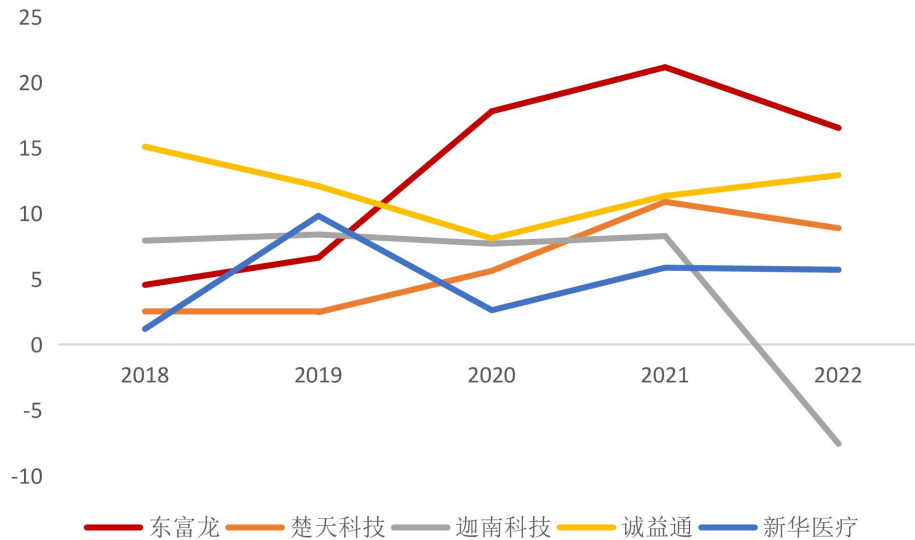
2018 年至 2022 年东富龙毛利率分别为 30.75%、33.11%、41.76%、46.1%、39.05%。公司毛利率近三年增长明显，处于行业较领先地位。2018 年至 2022 年销售净利率分别为 4.55%、6.62%、17.78%、21.14%、16.51%。由于公司期间费用管控能力较强，销售净利率显著领先行业其他可比公司，具有较强的盈利能力。

图表 13:2018 年至 2022 年销售毛利率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

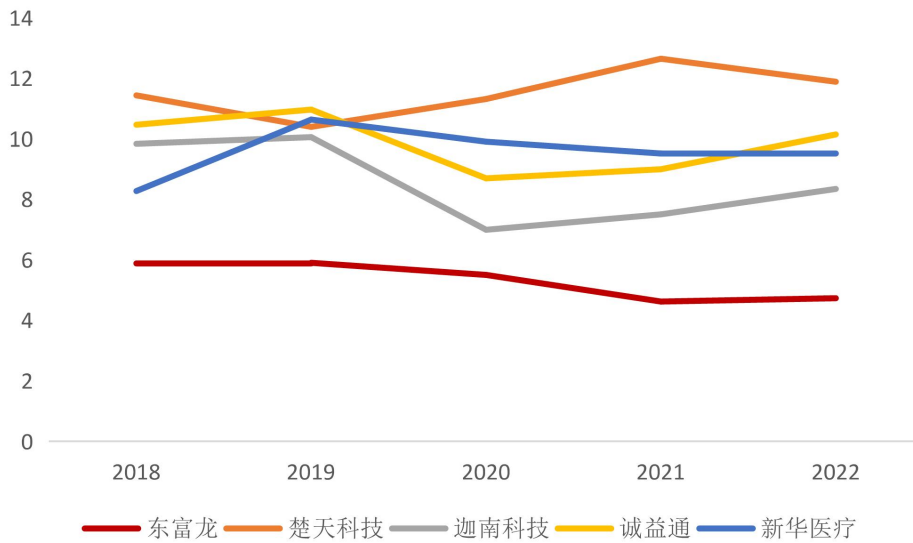
图表 14：2018 年至 2022 年销售净利率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2018 年至 2022 年东富龙销售费用率分别为 5.88%、5.9%、5.5%、4.62%、4.73%。公司销售费用率一直保持行业内可比公司中的最低位置，且还呈现出逐年下降趋势。这与公司在行业内已具有较强的市场影响力密切相关，公司产品和服务获得了众多客户的认可，积累了较高的品牌知名度，与同行业的其他可比公司相比具有明显优势。

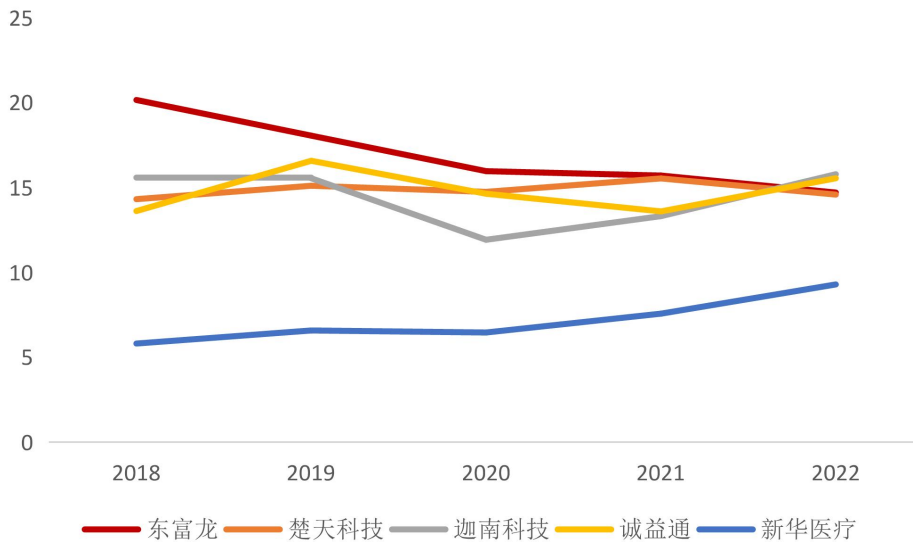
图表 15: 2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比 (%)



资料来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部

2018 年至 2022 年东富龙管理费用率分别为 20.15%、18.05%、15.96%、15.7%、14.7%。过去 2018 年至 2021 年间, 公司管理费用率一直处于行业高位, 但 2022 年开始已有所下降, 2022 年, 管理费用率已在可比公司中处于中等位置, 低于迦南科技与诚益通。

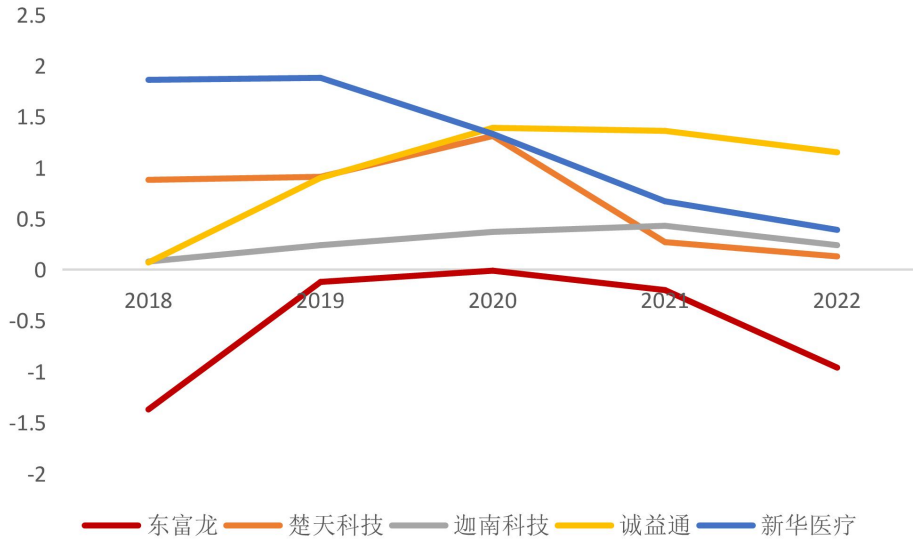
图表 16: 2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比 (%)



资料来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部

2018 年至 2022 年东富龙财务费用率分别为 -1.37%、-0.12%、-0.01%、-0.2%、-0.96%。财务费用率为负值表明财务费用低, 公司银行存款形成的利息收入高于债务所付利息支出, 公司财务风险很小, 同样也表明公司具有较强的偿债能力。

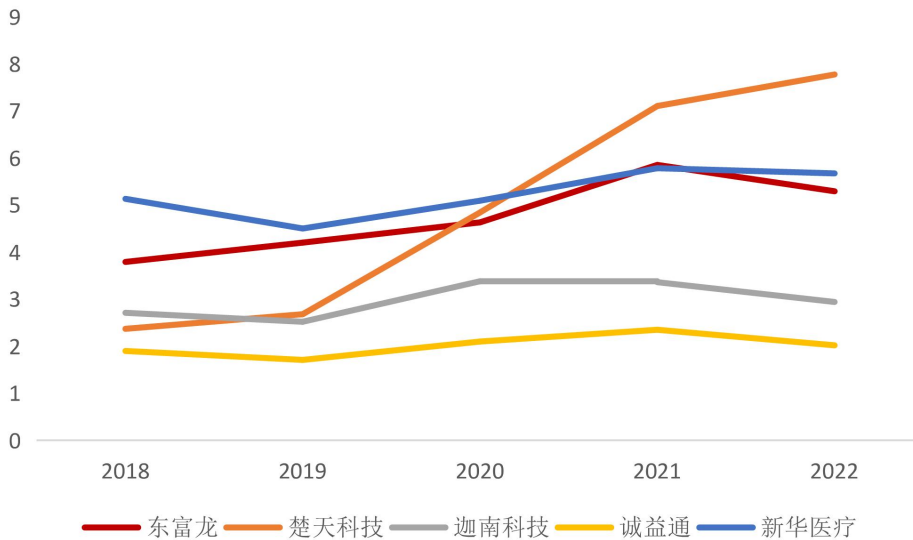
图表 17：2018 年至 2022 年财务费用率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2018 年至 2022 年东富龙应收账款周转率分别为 3.79、4.20、4.63、5.85、5.29。应收账款周转率处于行业中位水平。

图表 18：2018 年至 2022 年应收账款周转率与可比公司对比 (次)



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部



2.4. 盈利预测

结合上文分析、公司发展战略规划与市场发展趋势等，我们对公司主要业务进行如下预测（公司业绩详细数据请见下表）：

- 1) 注射剂单机及系统：该板块在经过疫情期的高速增长后，预计 2023 年至 2025 年增速有所下降，但仍将维持稳定增长，增速分别为 20%、18%、18%。出口订单比重有望逐步增加，毛利率有所提升维持在 45%。
- 2) 生物工程单机及系统：该板块受生物医药行业高景气发展影响，我们预计将保持 25% 的增长速度，毛利率保持稳定。
- 3) 净化工程及设备：经过 2021 年高基数后，2022 年增速变缓，我们预计 2023 年至 2025 年维持 20%、18%、16% 的增速，毛利率维持在 16% 水平。
- 4) 医疗装备及耗材：该板块在 2021 年经过高速增长后，2022 年出现滞涨，基于下游 CGT 产业高景气，公司率先实现国产细胞产品放量，我们预计 2023 年至 2025 年将保持 20% 增速增长，毛利率维持在 60%。
- 5) 食品设备：公司提供一站式服务，覆盖从原料处理到产品灌装以及后续的包装，我们预计，该板块基于公司过硬的加工设备、工艺技术、优质的合作资源，将维持稳步增长。

图表 19：东富龙盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计		54.69	66.47	80.15	96.55
YOY		30.46%	21.54%	20.57%	20.46%
毛利率		39.05%	39.65%	39.55%	39.49%
注射剂单机及系统	销售收入	22.68	27.22	32.12	37.90
	YOY	64.19%	20.00%	18.00%	18.00%
	毛利率	43.22%	45.00%	45.00%	45.00%
生物工程单机及系统	销售收入	11.23	14.04	17.55	21.93
	YOY	23.85%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	35.15%	35.00%	35.00%	35.00%
净化工程及设备	销售收入	5.94	7.13	8.42	9.76
	YOY	6.78%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利率	15.99%	16.00%	16.00%	16.00%
医疗装备及耗材	销售收入	3.60	4.32	5.18	6.22
	YOY	-27.98%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	59.76%	60.00%	60.00%	60.00%
食品设备	销售收入	2.80	3.64	4.74	6.16
	YOY	40.43%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	24.33%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入	8.44	10.13	12.15	14.58
	YOY	30.13%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	45.32%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：公司公告，华通证券研究部

3. 业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，我们预测公司研发费用率维持在 6.5% 水平，管理费用率、销售费用率保持 2022 年水平，分别为 8.62% 和 4.73%。

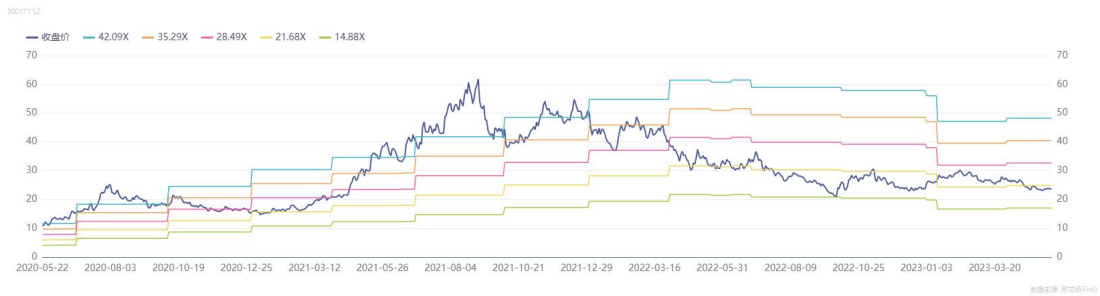
综上，预测 2023 年至 2025 年公司归母净利润分别为 10.74 亿元、12.92 亿元、15.63 亿元，同比增长为 26.82%、20.35%、20.98%；摊薄 EPS 分别为 1.42 元/股、1.71 元/股、2.07 元/股（公司预测期间详细财务报表和主要指标资料请见本报告正文末附表）。

4. 公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

2023年5月23日东富龙 P/E (TTM) 为 21.10，距离近 36 个月以来的最高点 60.32，已经大幅回撤 65.02%。

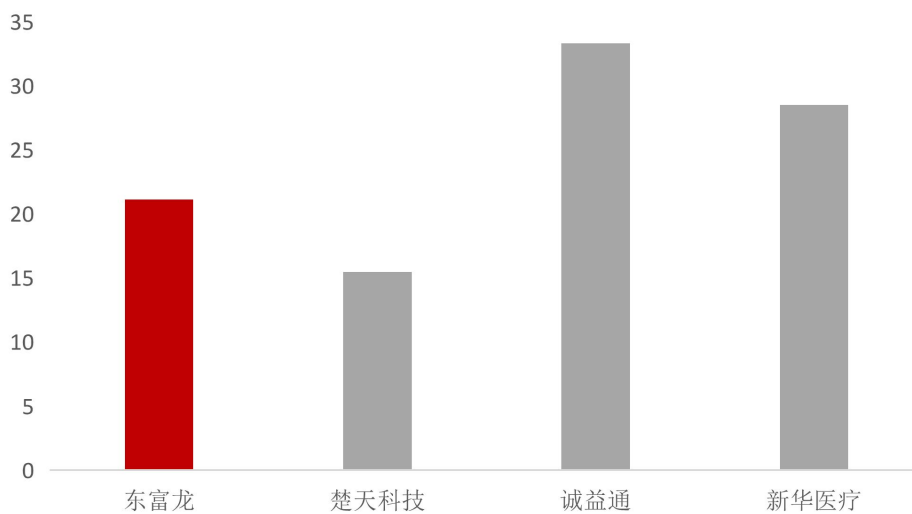
图表 20：东富龙 P/E (TTM)



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

2023年5月23日东富龙 P/E (TTM) 为 21.10，从同期可比公司 P/E (TTM) 上看，公司目前估值处于较低水平（注：相关指标计算以 2023 年 5 月 23 日 A 股收盘价为基准）。

图表 21：可比公司 P/E(TTM)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部



我们预计公司 2023 年至 2025 年对应的 EPS 分别为 1.42 元/股、1.71 元/股、2.07 元/股，对应的 PE 分别为 17 倍、14 倍、11 倍，我们选取可比公司楚天科技、诚益通、新华医疗进行估值比较，可比公司 2023 年至 2025 年的平均估值分别为 20 倍、15 倍、12 倍 PE，东富龙 PE 估值水平低于行业可比公司平均水平（注：相关指标计算以 2023 年 5 月 23 日 A 股收盘价为基准）。

图表 22：可比公司 PE（倍）估值表

代码	证券简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300896	楚天科技	15.38	0.99	1.27	1.52	1.82	15.59	12.12	10.15	8.46
603605	诚益通	15.76	0.46	0.61	0.81	1.05	34.52	25.92	19.56	14.99
688366	新华医疗	34.87	1.23	1.54	1.91	2.29	32.39	22.66	18.20	15.18
行业均值							27.50	20.23	15.97	12.88

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

4.2. PEG 模型

根据 2023 年至 2025 年业绩预测，计算得到 2023 年 PEG 为 0.83，小于 1，存在较高安全边际。

4.3. DCF 模型

我们以预测的 2023 年至 2025 年 EPS 分别为 1.42 元/股、1.71 元/股、2.07 元/股为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 29.57 元/股。

图表 23：DCF 模型预测

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	9.00%	2.50%	4.34	25.21	29.55
组合二	9.00%	3.00%	4.34	27.44	31.78
组合三	9.00%	3.50%	4.34	30.08	34.42
组合四	10.00%	2.50%	4.26	21.25	25.51
组合五	10.00%	3.00%	4.26	22.88	27.14
组合六	10.00%	3.50%	4.26	24.76	29.02
平均					29.57

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

估值说明：

- (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率；



- (2) DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；
- (3) 预测期间为 2023 年至 2025 年，永续期自 2026 年开始；
- (4) 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

5. 公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

受下游医药行业高速发展，制药设备行业的景气度不断提升 国内医药行业的快速发展，带动制药装备市场规模稳步增长。根据灼识咨询的数据，中国制药装备市场规模从 2015 年的 299 亿元增长至 2020 年的 538 亿元，期间年复合增长率达 12.47%，预计 2025 年将达到 875 亿元，2020 年至 2025 年复合增长率约为 10.22%。

国内制药装备竞争格局较分散，龙头企业将受益于行业集中度提升 经过 30 年的发展，公司已发展成为国内行业领先的龙头企业，积累了丰富的制药工程工艺、核心装备制造技术及工程设计案例，已有超过 10,000 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，3,000 多家企业。根据灼识咨询数据，当前国内制药装备行业市场集中度低，随着供给端改革的进一步推进，低附加值、技术落后、规模较小的企业将在这个过程中逐步退出行业竞争，龙头企业也将获得新的增长空间。

国产化替代打开成长空间，四大领域一体化布局抢占市场 我国高端制药装备的关键技术还依赖进口，“卡脖子”的关键技术研发攻克深受国家鼓励。疫情推动了制药装备进口替代与切入海外市场。公司不断拓展产品品类，面对行业发展机遇，提出“M+E+C (AI)”策略全品类布局，打造四大领域一体化，提供量身定制从进料到成药的“交钥匙工程”一站式服务。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 29 元/股，对应 2023 年 P/E 为 20X。以 2023 年 5 月 23 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标仍有 19% 的上涨空间。



6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**强烈推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%—15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上
基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

7. 风险提示

行业内竞争加剧：国内制药装备行业正在面临加速变革，提高了行业集中度的同时，也将导致行业内竞争更加激烈，可能造成公司盈利能力降低。

技术研发失败风险：开发新产品和改进工艺的技术研发具有一定的探索性和不确定性。创新度越高，风险越大。新产品研发成功后，其未来是否能够实现量产并顺利投入市场实现盈利，存在着不确定性。

外延式并购风险：公司积极进行外延并购发展来促进业务发展的同时，也将面临并购风险和子公司管理风险的上升。

下游减少资本投入风险：宏观经济影响可能造成下游制药企业资本开支减少，将导致制药装备采购量减少。



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。