

**评级：买入（维持）**

市场价格：147.87

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email：xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人：于佳喜

Email：yujx@r.qlzq.com.cn

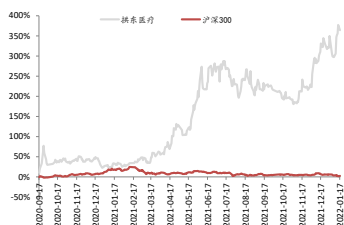
**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	552.98	829.65	1,104.20	1,436.72	1,877.02
增长率 yoy%	14.59%	50.03%	33.09%	30.11%	30.65%
净利润（百万元）	113.59	225.88	315.07	405.94	507.62
增长率 yoy%	33.75%	98.86%	39.48%	28.84%	25.05%
每股收益（元）	1.89	2.82	2.81	3.62	4.53
每股现金流量	1.09	2.15	3.27	3.67	4.52
净资产收益率	28%	19%	20%	21%	21%
P/E	78.11	52.37	52.56	40.80	32.63
PEG	2.31	0.53	1.33	1.41	1.30
P/B	21.89	9.79	10.76	8.61	6.90

备注：股价信息截止至 2022 年 1 月 17 日

**基本状况**

总股本(百万股)	113
流通股本(百万股)	28
市价(元)	147.87
市值(百万元)	16,651
流通市值(百万元)	4,140

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1、拱东医疗（605369.SH）：深耕高分子医疗耗材领域，IVD 定制耗材进入加速放量阶段
- 2、拱东医疗（605369.SH）：2021 年股票激励计划草案发布，彰显中长期发展信心
- 3、拱东医疗（605369.SH）：业绩略超预期，定制化 IVD 耗材带动高增长

**投资要点**

- **事件：2022 年 1 月 17 日，公司发布 2021 年年度业绩预告，2021 年公司实现归母净利润 3.15 亿元左右，同比增长大约 39%；扣非归母净利润 3.02 亿元，同比增长 40%，整体实现快速增长。相关非经常性损益主要系上半年产生的土地销售收入及全年政府补助。**
- **厂区搬迁负面影响下 Q4 业绩仍然保持良好增长势头。**我们预计 2021 年四季度公司实现净利润大约 6305 万元，同比下降大约 5.77%；扣非归母净利润大约 6430 万元，同比增长大约 0.94%。公司四季度因募投厂区搬迁、设备调试、旧厂房装修改造等负面因素影响，产能受限导致同比增长放缓，叠加四季度搬迁费用、股权激励费用计提等影响，仍能保持着相对良好的增速，下游订单需求持续旺盛，扣非归母净利润实现良性增长。
- **常规业务逐渐回归常态化，新冠抗原检测相关耗材订单显著提升。**1、**常规业务方面**，公司募投厂区搬迁进展顺利，生产车间已经开始试产试单，目前进展十分顺利，业务逐渐进入常态化，预计 22 年一季度开始正式产能爬坡。2、**新冠业务方面**，公司疫情相关的产品包括病毒防护面罩、病毒采样管等直接受益产品以及分子诊断、抗原诊断使用的 IVD 耗材（如咽拭子、反应管等塑料产品）。21 年四季度国内疫情反复扰动，浙江宁波等地新冠疫情相继爆发，耗材产品需求显著提升；同时国内新冠抗原自检测试剂盒四季度相继获得 FDA、CE 认证，相关 IVD 耗材采购量有所加大，新冠业务有所提升。
- **外资 IVD 龙头合作推进+细胞培养耗材落地，22 年有望持续保持高速增长。**1、**IVD 耗材方面**，公司多年来凭借高性价比产品优势，通过 ODM/OEM 业务模式已经进入 Thermo Fisher、Corning、IDEXX 等全球顶尖塑料耗材企业的供应链，产品性能获得行业头部客户的高度认可。目前公司正积极与 IVD 行业海外龙头洽谈交流，未来有望落地实质性合作，进一步打开成长空间。2、**科研耗材方面**，公司在此前已有细菌培养皿、吸管等生命科学相关耗材，但因产能紧张、产品线不齐全等原因未大范围生产销售，目前公司已经完成细胞培养耗材产品的开发，生命科学系列耗材已经补齐，募投厂区也准备了充足的产能，我们预计 22 年开始生命科学相关耗材有望迎来快速增长。
- **盈利预测与投资建议：**根据业绩预告数据，我们微调盈利预测，预计 2021-2023 年公司收入 11.04、14.37、18.77 亿元（调整前 10.04、12.95、16.90 亿元），同比增长 33.09%、30.11%、30.65%，归母净利润 3.15、4.06、5.08 亿元（调整前 3.03、4.01、5.04 亿元），同比增长 39.48%、28.84%、25.05%，对应 EPS 为 2.81、3.62、4.53。考虑到公司是国内稀缺的定制 IVD 行业龙头，未来三年有望持续快速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**新产品研发风险，政策变化风险，市场竞争加剧风险，销售增长测算不及预期风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

## 风险提示

- **新产品研发风险：**医用耗材行业对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此在新产品研发的过程中，可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。
- **政策变化风险：**医用耗材行业受国家的严格管控，在持续深入的医改背景下，两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响，从而产生业绩波动。
- **市场竞争加剧风险：**公司主要产品为医用耗材，近两年国内企业在技术上持续突破，已开始逐步实现进口替代，未来可能出现市场竞争进一步加剧的风险。
- **销售增长测算不及预期风险：**报告中关于公司医用耗材的销售测算均基于特定的假设条件，可能出现假设和实际出现偏差造成预测不及预期的风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 拱东医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	773	1,227	1,566	2,130	营业收入	830	1,104	1,437	1,877
应收票据	0	0	0	0	营业成本	419	583	760	1,007
应收账款	151	193	240	309	税金及附加	6	8	11	14
预付账款	5	9	11	15	销售费用	51	44	57	75
存货	67	85	109	148	管理费用	43	68	90	100
合同资产	0	0	0	0	研发费用	37	45	57	77
其他流动资产	51	53	51	50	财务费用	12	-3	-3	-3
流动资产合计	1,047	1,567	1,977	2,652	信用减值损失	-3	0	0	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	-3
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	-3
固定资产	106	109	112	115	投资收益	2	3	3	-2
在建工程	139	139	139	139	其他收益	3	3	3	0
无形资产	82	79	76	74	营业利润	263	365	470	593
其他非流动资产	2	2	2	1	营业外收入	1	1	2	0
非流动资产合计	329	329	329	329	营业外支出	2	0	0	3
资产合计	1,376	1,896	2,306	2,981	利润总额	262	366	472	590
短期借款	0	0	0	0	所得税	36	51	66	82
应付票据	0	0	0	0	净利润	226	315	406	508
应付账款	70	175	230	308	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	24	31	37	归属母公司净利润	226	315	406	508
合同负债	31	10	17	27	NOPLAT	236	313	404	505
其他应付款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	2.82	2.81	3.62	4.53
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	63	94	121	143					
流动负债合计	164	303	399	515					
长期借款	0	50	-20	60					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	4	4	4	4					
非流动负债合计	4	54	-16	64					
负债合计	168	357	383	579					
归属母公司所有者权益	1,208	1,539	1,923	2,402					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,208	1,539	1,923	2,402					
负债和股东权益	1,376	1,896	2,306	2,981					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	242	368	413	509
现金收益	257	337	428	530
存货影响	-24	-17	-24	-40
经营性应收影响	-33	-45	-50	-69
经营性应付影响	-31	129	62	84
其他影响	74	-35	-3	4
投资活动现金流	-149	-15	-15	-15
资本支出	-93	-25	-25	-25
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-56	10	10	10
融资活动现金流	577	101	-59	70
借款增加	0	50	-70	80
股利及利息支付	0	-23	-29	-36
股东融资	606	0	0	0
其他影响	-29	74	40	26

主要财务比率				
会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	50.0%	33.1%	30.1%	30.6%
EBIT增长率	107.2%	32.5%	29.1%	25.2%
归母公司净利润增长率	98.9%	39.5%	28.8%	25.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	49.5%	47.2%	47.1%	46.4%
净利率	27.2%	28.5%	28.3%	27.0%
ROE	18.7%	20.5%	21.1%	21.1%
ROIC	22.3%	21.9%	23.3%	22.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	12.2%	18.8%	16.6%	19.5%
债务权益比	0.4%	3.5%	-0.8%	2.7%
流动比率	6.4	5.2	5.0	5.1
速动比率	6.0	4.9	4.7	4.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	57	56	54	53
应付账款周转天数	65	76	96	96
存货周转天数	47	47	46	46
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.82	2.81	3.62	4.53
每股经营现金流	2.15	3.27	3.67	4.52
每股净资产	10.73	13.67	17.08	21.33
<b>估值比率</b>				
P/E	52	53	41	33
P/B	10	11	9	7
EV/EBITDA	64	48	38	31

来源: 中泰证券研究所

**■ 投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。