

中小市值主题精选系列之康德莱调研简报

——康德莱（603987）：医用穿刺器械行业龙头企业

2017 年 02 月 20 日

推荐/首次

康德莱

报告摘要：

国内医用穿刺器械龙头企业。公司主要从事医用穿刺器械的研发、生产和销售，主要产品为医用穿刺针和医用穿刺器。公司产品线囊括了传统的注射针，静脉留置针，胰岛素注射针，各类花式针等各类穿刺针型。同时，产业链焊管制造，针管制造，成品制造等全产业链覆盖。

市场份额国内第一。据统计，国内穿刺产品市场容量近 380 亿元，增速保持在 10% 左右。公司产品按销量计已经占国内近 1/4 的市场份额，位居国内第一，并与日本，美国等全球巨头直面竞争。

收入平稳，毛利率提升。公司产品已经在国内市场占据第一，由于行业属性，已过快速增长期，近年来收入增长在个位数。然而，公司不断提升产品质量和档次，积极提高花式针等高毛利产品的比重，近年来毛利率不断提升。我们认为，随着公司龙头地位进一步巩固，产品升级会不断持续。

风险：产品创新乏力

盈利预测和估值：我们预计公司 16-18 年 EPS0.51, 0.56 和 0.62 元，对应目前 PE58, 52 和 47 倍，首次给予推荐评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	982.79	1,061.4	1,167.5	1,284.3	1,412.7
		1	5	1	4
增长率（%）	5.46%	8.00%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润（百万元）	64.48	94.55	106.62	118.11	130.44
增长率（%）	12.76%	10.78%	12.76%	10.78%	10.44%
净资产收益率（%）	10.37%	13.09%	12.31%	12.20%	12.08%
每股收益（元）	0.41	0.60	0.51	0.56	0.62
PE	71.51	48.87	57.83	52.20	47.27
PB	7.43	6.40	7.12	6.37	5.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

虞瑞捷

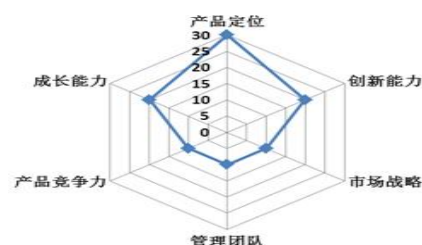
010-66555181

yurj@dxzq.net.cn

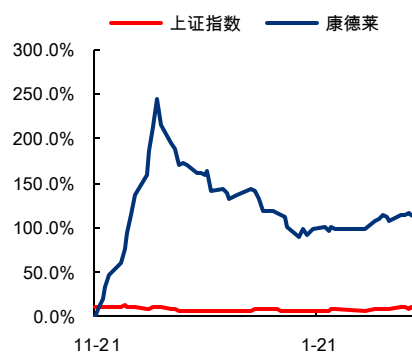
执业证书编号：

S148051604000

六位评价体系之服务业、制造业图



52 周 股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1.国内医用穿刺器械龙头企业	3
2.产业成熟，增速平稳.....	7
3.国内市占率第一.....	9
4 风险.....	10
5 盈利预测和估值.....	10

表格目录

表 1: 公司产品分布	4
表 2: 公司盈利预测表.....	11

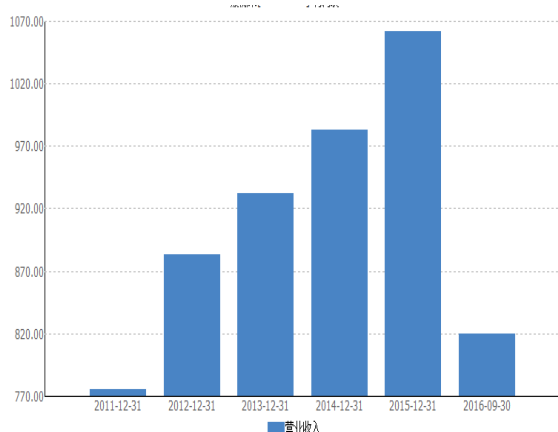
插图目录

图 1:公司股权结构	3
------------------	---

1.国内医用穿刺器械龙头企业

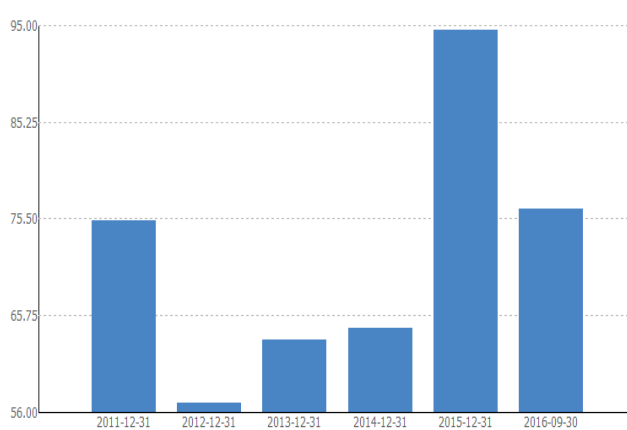
公司主要从事医用穿刺器械的研发、生产和销售，主要产品为医用穿刺针和医用穿刺器。作为国内医用穿刺针制造技术的领先企业，公司也是国内少数拥有医用穿刺器械完整产业链的生产企业之一。

图 1: 公司收入（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2: 公司净利润（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

公司创始人张宪淼先生拥有近 30 年医疗器械生产制造经验，同时担任中国医疗器械行业协会副会长、中国医疗器械行业协会医用高分子制品分会理事长、上海医疗器械行业协会副会长等职务。目前，董事长及其一致行动人实际持股 34.8%。

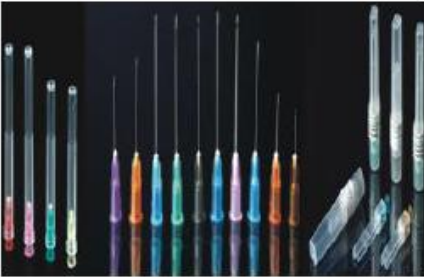
图 1: 公司股权结构

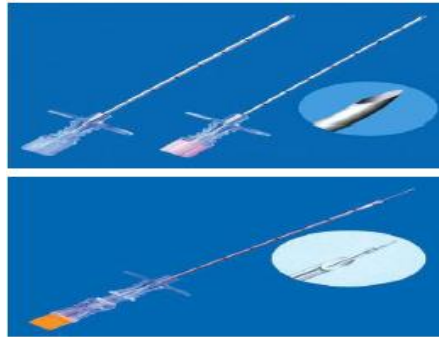


资料来源：公司公告 东兴证券研究所

公司产品丰富，经过多年发展，产品线覆盖了传统的针管，注射针到胰岛素针，花式针的高毛利产品。并且，实现了产业链从焊管制造到穿刺针成品的全产业链覆盖。

表 1: 公司产品分布

	名称	用途	分类
	针管	半成品用于生产成品针	
	注射针	注射针用于与注射器或输液器配套，或者抽取药液时使用	
	静脉输液针	静脉输液针用于与注射器或输液器配套，适用于对人体静脉进行注射药（血）液。	产品分为单翼静脉输液针、双翼静脉输液针和安全静脉输液针。
	静脉留置针	静脉留置针是静脉输液针的升级产品，优点是可以长期（≥24小时）留置在静脉中。	产品分为封闭式静脉留置针、笔杆式留置针、蝶翼式留置针、安全静脉留置针。



麻醉针

麻醉针适用于各种麻醉方法进行穿刺、注射药物用。

产品分为腰椎麻醉针、神经阻滞针、硬膜外麻醉针、联合麻醉针、扁桃体麻醉针等。



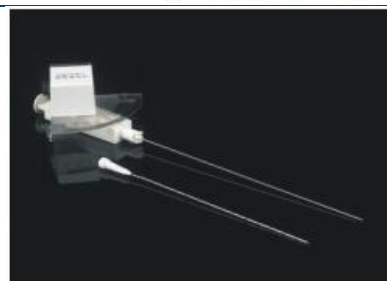
采血针

采血针适用于向人体采集血样。



胰岛素笔针

用于糖尿病患者配合使用预填充有胰岛素药液的胰岛素笔进行胰岛素注射。



花色针

胸腔针：胸腔针适用于向埋置在患者皮下的装置输、注药液用。

活检针：活检针适用于肾脏、肝脏、肺、乳腺、甲状腺、前列腺、胰腺、体表等多种器官实体肿瘤和不明肿瘤等的活组织取样、吸取细胞、注射药液等用。



酒精针：酒精针主要用于注入酒精。



注射器

注射器适用于皮下、皮内、肌肉、静脉等注射或抽吸药液。



胰岛素注射器

一次性使用胰岛素注射器适用于抽吸胰岛素后向人体注射用。



输液器

输液器适用于静脉输送药液用

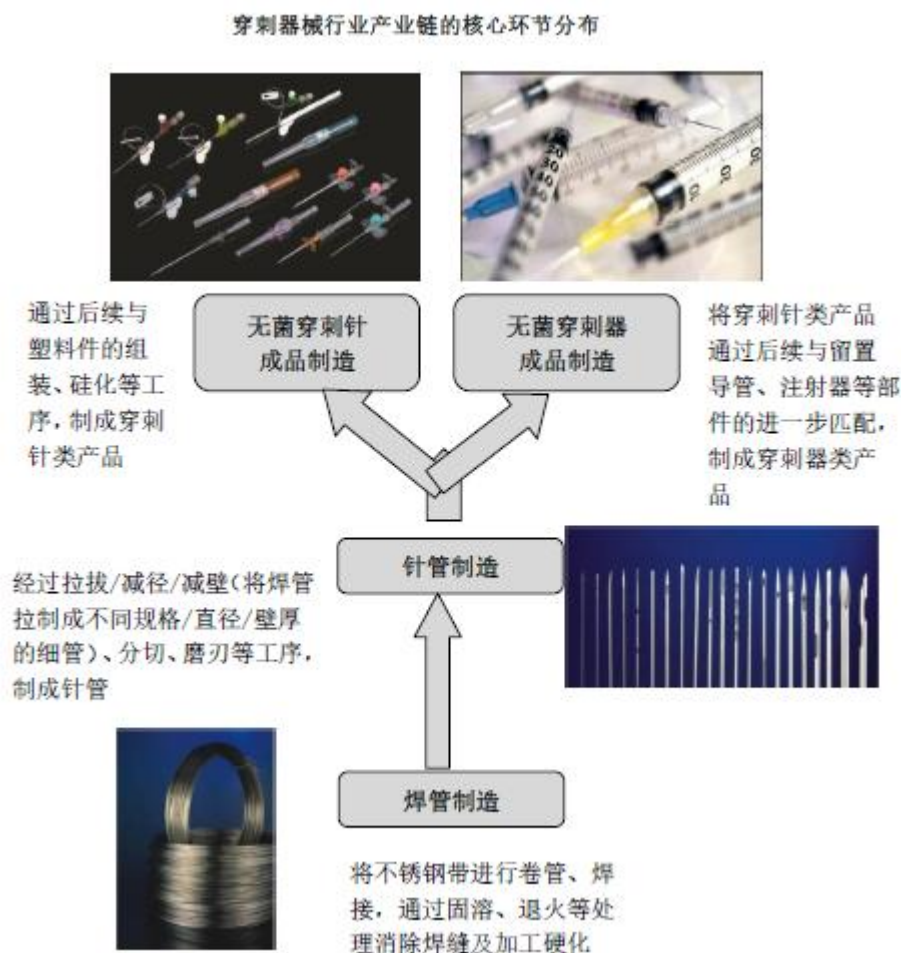


输血器

输血器适用于静脉输送血液用。

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 4:公司产业链布局

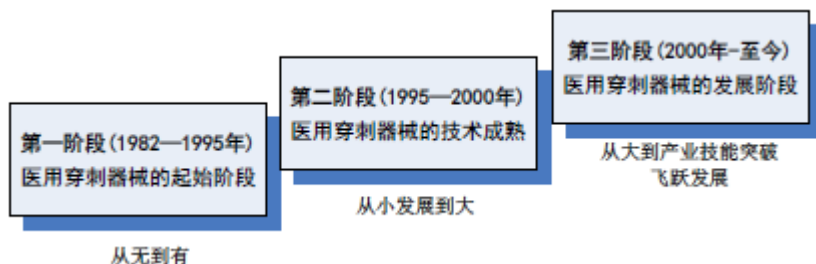


资料来源：公司公告 东兴证券研究所

医用穿刺器械产业链主要包括医用针管焊接及热处理、针管成型及后处理、针管配套及穿刺器组装等关键制造环节，不同的产业链环节竞争程度不同。

2.产业成熟，增速平稳

图 5:穿刺设备发展历程



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

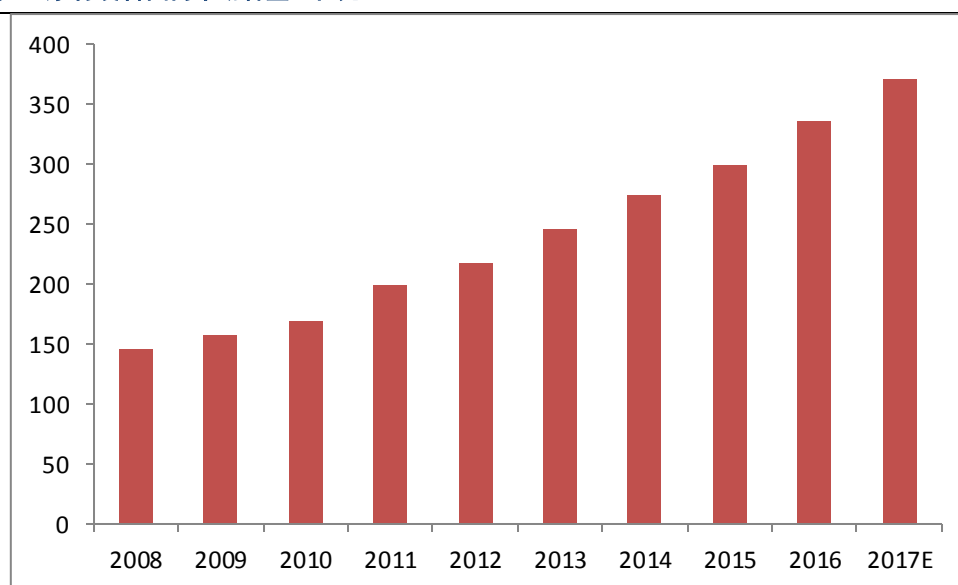
第一阶段：中国医用穿刺器械的起始阶段，一次性医用穿刺器械产品开始出现。1988 年上海甲肝爆发事件，使人们逐渐认识到交叉感染的危害，一次性使用概念被逐渐接受。一次性医用穿刺器械全面投向市场并得到广泛使用。

第二阶段：在第一阶段创立和开发各种医用穿刺器械的技术基础上，逐步从小发展到大，基本形成独立产业分支，例如穿刺针系列、穿刺器系列、医用高分子管袋包系列等分支。

第三阶段：对医用穿刺器械产业可持续发展，在业内又有了进一步的思考与实践。无论是产品开发、还是产业发展，整个行业都趋向于合理走势，涌现出一批行业骨干企业，出现了良好的行业发展环境，促进了行业的健康发展。

据统计，在使用频次最高的 20 种医疗器械中，属于穿刺器械的有 7 种，使用频率的总和达到近 2/3，其中注射器和输液器是使用最频繁的医疗器械，使用频率分别为 41.4%和 14.8%。随着就诊和住院人数的快速增长，居民接受输注治疗、疫苗接种、诊断检查以及专科诊疗频次的增加，穿刺器械作为治疗领域中使用最广泛、消耗量最大的医疗器械，其需求保持增长。据预计，2017 年中国医用穿刺器械市场的规模从 12 年的 218 亿元人民币增长到了 372 亿元人民币，复合年均增长率为 10%以上。

图 6：穿刺设备国内市场容量（亿元）



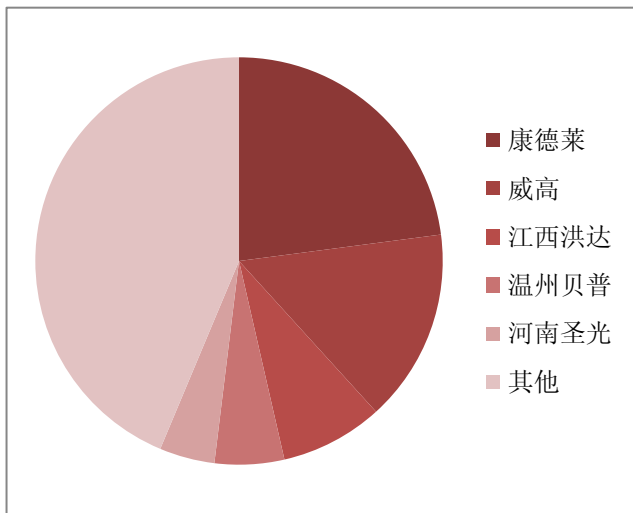
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

3.国内市占率第一

目前我国医用穿刺器械行业内生产厂家超过 400 家，但其中 90%以上是中小企业，具备规模化的大中型企业不足 10%。绝大多数中小企业由于自身市场与生产规模较小，外购穿刺针与自制穿刺器件经组装后出售。在年产能超过 1 亿支无菌产品的 30 余家大中型企业中，国内约 10 家一线厂家的无菌产品年产能超过 10 亿支，但这些厂家大部分仍需全部或部分外购穿刺针，行业内具有完整产业链生产能力的企业数量较少。

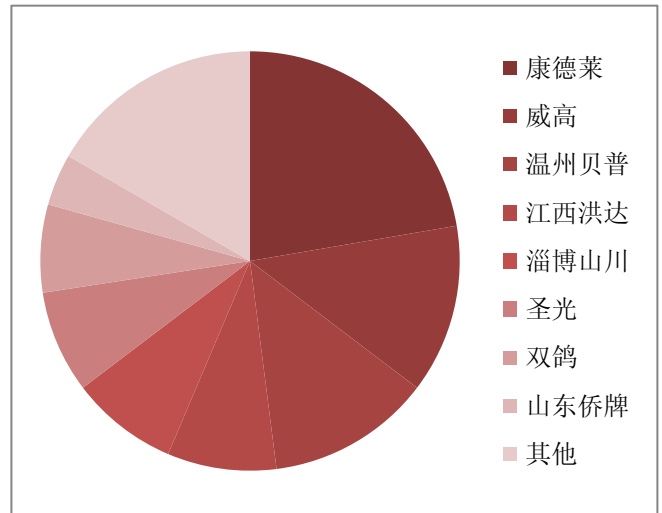
公司在医用穿刺针生产行业中占有领先地位，具有较大且稳定的市场份额。据统计，公司生产的穿刺针类产品的国内市场份额和总产量均为全国第一位。

图 7：公司产品销量份额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

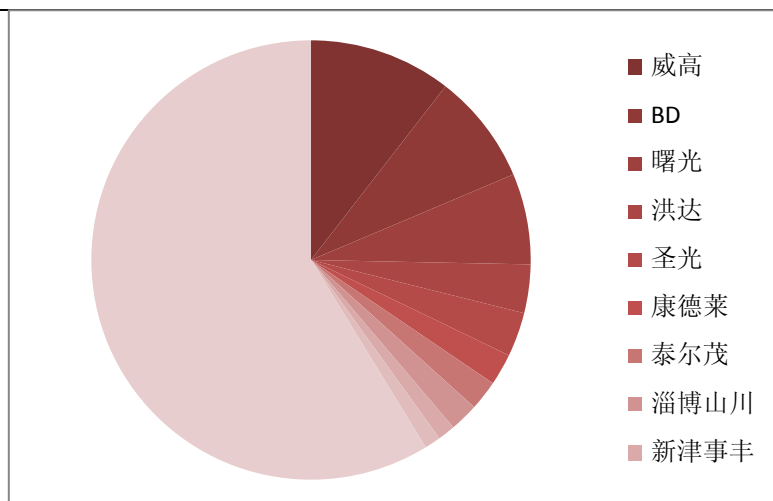
图 8：公司产品销售额份额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

医用穿刺器市场竞争相对激烈，由于其单位价值相对穿刺针较高，因而其市场规模相对较大。公司的康德莱品牌医用穿刺器械终端产品的国内市场份额为 2.3%，为全国第六位。

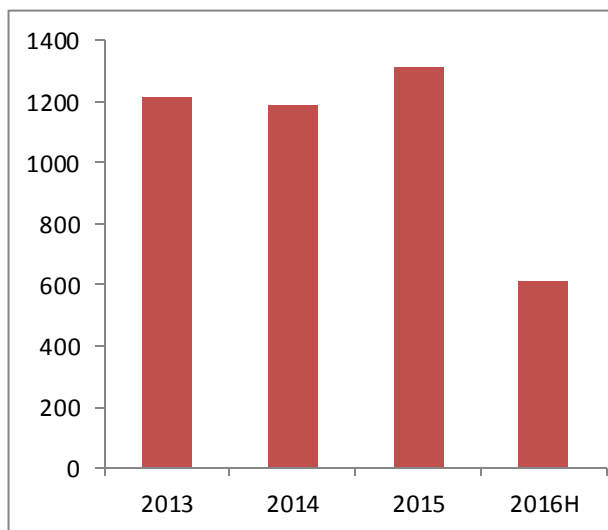
图 9：终端产品销售份额



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

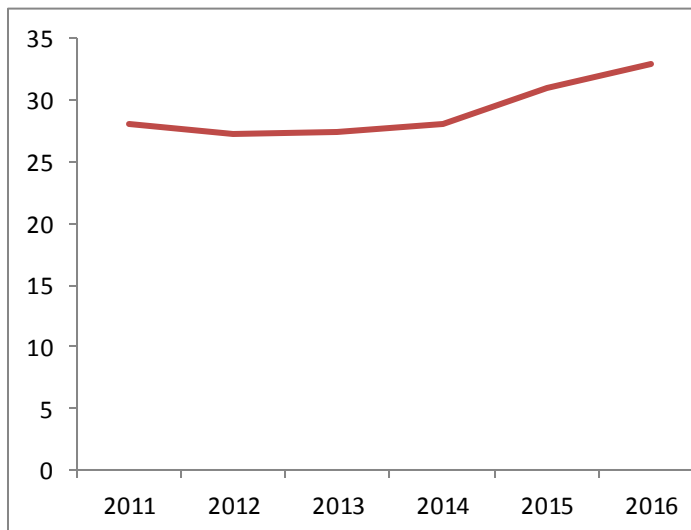
近年来，公司产品比较稳定，而毛利率稳步上升，表明公司产品结构逐步向高端发展。我们认为，随着穿刺类产品日益成熟，公司未来的发展将来自于高毛利产品的放量。

图 10：公司收入增长平稳



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11：公司毛利率不断提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

4 风险

产品创新乏力

5 盈利预测和估值

我们预计公司 16-18 年 EPS0.51, 0.56 和 0.62 元，对应目前 PE58, 52 和 47 倍，首次给予推荐评级。

表 2：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	544	597	2494	4209	5864	营业收入	983	1061	1168	1284	1413
货币资金	153	170	2030	3690	5286	营业成本	707	734	782	873	961
应收账款	186	201	221	243	267	营业税金及附加	5	7	8	9	10
其他应收款	21	18	19	21	23	营业费用	55	68	93	103	113
预付款项	6	2	2	2	2	管理费用	120	124	140	154	170
存货	158	187	214	239	263	财务费用	22	8	7	-5	-5
其他流动资产	5	6	7	14	22	资产减值损失	1.89	1.18	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	705	761	1062	1113	1106	公允价值变动收益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.17	0.37	0.00	0.00	0.00
固定资产	518.73	551.32	869.84	928.00	927.17	营业利润	77	120	137	150	165
无形资产	66	65	58	52	45	营业外收入	9.38	11.20	11.00	11.00	11.00
其他非流动资产	3	2	0	0	0	营业外支出	1.32	1.14	1.00	1.00	1.00
资产总计	1249	1358	3556	5323	6970	利润总额	85	130	147	160	175
流动负债合计	492	443	972	989	1006	所得税	12	19	22	24	26
短期借款	296	269	0	0	0	净利润	73	111	125	136	148
应付账款	114	99	107	120	132	少数股东损益	8	17	18	18	18
预收款项	14	15	15	15	15	归属母公司净利润	64	95	107	118	130
一年内到期的非	1	1	0	0	0	EBITDA	222	253	268	293	317
非流动负债合计	85	118	1612	3242	4742	EPS (元)	0.41	0.60	0.51	0.56	0.62
长期借款	73	105	1605	3105	4605	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	577	561	2584	4231	5748	成长能力					
少数股东权益	50	75	93	111	129	营业收入增长	5.46%	8.00%	10.00%	10.00%	10.00%
实收资本 (或股	158	158	210	210	210	营业利润增长	53.41%	55.99%	13.76%	9.90%	9.67%
资本公积	196	200	200	200	200	归属于母公司净利润	12.76%	10.78%	12.76%	10.78%	10.44%
未分配利润	250	334	391	455	525	获利能力					
归属母公司股东	622	722	866	968	1080	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	1249	1358	3543	5310	6957	净利率 (%)	7.38%	10.50%	10.67%	10.60%	10.51%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润 (%)	5.16%	6.96%	3.00%	2.22%	1.87%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	10.37%	13.09%	12.31%	12.20%	12.08%
经营活动现金流	125	147	901	371	260	偿债能力					
净利润	73	111	125	136	148	资产负债率 (%)	46%	41%	73%	80%	83%
折旧摊销	123.24	124.58	0.00	148.29	157.29	流动比率	1.11	1.35	2.57	4.25	5.83
财务费用	22	8	7	-5	-5	速动比率	0.78	0.92	2.35	4.01	5.57
应收账款减少	0	0	-20	-22	-24	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.81	0.48	0.29	0.23
投资活动现金流	-103	-103	-308	-200	-150	应收账款周转率	6	5	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.79	9.96	11.33	11.33	11.25
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	5	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.41	0.60	0.51	0.56	0.62
筹资活动现金流	11	-25	1267	1488	1487	每股净现金流 (最新	0.21	0.12	8.84	7.89	7.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.94	4.58	4.12	4.60	5.14
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	0	0	53	0	0	P/E	71.51	48.87	57.83	52.20	47.27
资本公积增加	87	4	0	0	0	P/B	7.43	6.40	7.12	6.37	5.71
现金净增加额	33	20	1860	1660	1596	EV/EBITDA	21.82	19.11	21.43	19.02	17.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

虞瑞捷

多年化工行业和中小市值研究经验，2011，2012，2014，2015 年新财富团队成员。2016 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。