

公司研究

经营性现金流大增，扩产加速业绩有望明显提速

——康德莱（603987.SH）2020 年报点评

买入（维持）

当前价：21.71 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

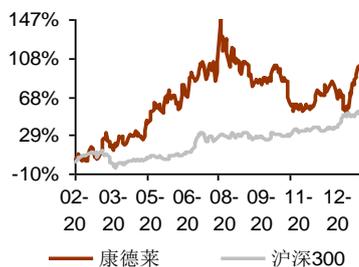
021-52523676

huangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.42
总市值(亿元):	95.87
一年最低/最高(元):	10.30/23.55
近3月换手率:	157.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.20	45.94	51.80
绝对	3.34	46.02	89.16

资料来源：Wind

相关研报

汇兑损益等费用短期影响较大，实际内生持续提速——康德莱（603987.SH）2020 年三季报点评（2020-10-28）

内生恢复外延高增，穿刺输注龙头加速前进——康德莱（603987.SH）2020 年半年报点评（2020-08-19）

并购瓯文贡献度高，多因素驱动业绩快速恢复——康德莱（603987.SH）2020 年一季报点评（2020-04-27）

要点

事件：

公司公布 2020 年报，2020 年度实现营业收入 26.45 亿元（+45.60% YOY）；归母净利润 2.03 亿元（+19.20% YOY）；扣非归母净利润 1.85 亿元（+18.66% YOY）；实现 EPS 为 0.46 元。业绩符合市场预期。

点评：

扣除一次性费用及子公司并表因素，2020 年康德莱主体利润增速高达 44%，远超市场预期。2020 年公司一次性费用增加较多，其中汇兑损失较 2019 年增加 2200 万元，股权激励费用新增 1700 万元。2019 年三季度末公司完成对广西瓯文并表，因此 2020Q4 该并表增厚因素已经消除，表观收入利润增速略有回落。若扣除瓯文及另一重要子公司康德莱医械的贡献，2020 年康德莱主体公司预估实现净利润约 1.63 亿元，同比增长 16.36%，若加回约 3900 万元一次性费用影响，母公司净利润将突破 2 亿元，同比增幅超过 44%，远超此前市场预期。公司在核心生产基地一季度受到疫情影响停产的情况下仍实现了全年业绩明显提速。

经营性现金流大增，毛利率持续提升，公司盈利能力提高。2020 年度公司经营性现金流净额为 4.03 亿元，同比增长 57.3%，净现比高达 1.99，经营质量显著提升。经营性现金流大增同海外贸易账期收短，内销市场议价能力提升有较大关系。报告期内公司毛利率同比提升 0.7pp 至 38.58%，其中公司核心产品如注射器、成品针等毛利率均有不同程度上升。费用率方面，由于渠道商广西瓯文并表，销售费用率较 2019 年上升 1.42pp 至 11.48%。管理费用/财务费用/研发费用率则保持相对稳定。

固定资产投资加速，业绩提速具有持续性。截至 2020 年末，公司固定资产总额 9.96 亿元，较上年同期增加 8.11%，主要是生产规模扩大的配套基建以及技改后设备的升级改造。但在建工程总额达到 9217.11 万元，较上年同期增加 362.99%。2020 年公司向子公司浙江康德莱增资 2 亿元，并新购置 2.22 万平方米土地，着力发展医用穿刺器械产业规模，进一步提升核心竞争力。同期公布的 2021 年重大固定资产投资计划的公告显示，公司预计 2021 年度重大固定资产投资金额共计人民币 6.96 亿元，主要用于多个基地扩产，主要扩产产品包括但不限于留置针、美容包、胰岛素针和小规格注射器等，加速扩产将支撑公司业绩持续提速。

2021 年将成为康德莱转折年，多维度促成戴维斯双击。随着新冠疫苗全面接种，康德莱 2021 年小规格注射器订单激增，且产能已提前做好布局。康德莱出口资质健全，海外渠道强大。新冠疫苗订单有望在 2021 年为康德莱贡献亿元以上的利润，新增产能投放速度快且不影响原有其他产品。叠加今年留置针集采收入确认增加、美容针上市、胰岛素针等消费单品收入贡献度提升，我们认为 2021 年起康德莱将正式步入戴维斯双击阶段，未来可期。

盈利预测、估值与评级：公司为医疗穿刺输注器械龙头，考虑到公司固定资产投资大增，小规格注射器有望贡献可观收入，美容针和胰岛素针等消费产品逐步放量，调高 2021~2022 年 EPS 为 0.79 元（上调 3.9%）/0.93 元（上调 3.3%），新增 2023 年 EPS 为 1.15 元，现价对应 2021~23 年 PE 为 28/23/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放延期；集采价格大幅下降；美容针推广不达预期等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,817	2,645	3,358	4,010	4,738
营业收入增长率	25.30%	45.60%	26.93%	19.44%	18.14%
净利润（百万元）	170	203	347	411	507
净利润增长率	15.64%	19.20%	71.31%	18.29%	23.42%
EPS（元）	0.39	0.46	0.79	0.93	1.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.60%	11.51%	16.47%	17.12%	18.36%
P/E	56	47	28	23	19
P/B	6.0	5.4	4.5	4.0	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,817	2,645	3,358	4,010	4,738
营业成本	1,129	1,625	1,979	2,346	2,728
折旧和摊销	8	112	81	106	130
税金及附加	16	22	27	32	38
销售费用	183	304	381	449	528
管理费用	142	194	246	293	344
研发费用	89	124	158	188	222
财务费用	-4	10	27	51	70
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	282	380	559	679	847
利润总额	289	390	573	695	863
所得税	40	64	94	114	141
净利润	249	326	479	581	722
少数股东损益	78	124	132	170	215
归属母公司净利润	170	203	347	411	507
EPS(按最新股本计)	0.39	0.46	0.79	0.93	1.15

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	256	403	401	555	727
净利润	170	203	347	411	507
折旧摊销	85	112	81	106	130
净营运资金增加	778	239	539	499	547
其他	-777	150	-566	-461	-457
投资活动产生现金流	-656	-207	-793	-593	-591
净资本支出	-217	-331	-779	-590	-590
长期投资变化	2	2	0	0	0
其他资产变化	-440	122	-14	-3	-1
融资活动现金流	740	-20	832	364	227
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	258	92	850	534	441
无息负债变化	268	126	153	124	149
净现金流	347	167	440	326	364

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	37.9%	38.6%	41.0%	41.5%	42.4%
EBITDA 率	19.8%	19.8%	20.2%	21.1%	22.2%
EBIT 率	14.9%	15.2%	17.8%	18.4%	19.4%
税前净利润率	15.9%	14.7%	17.1%	17.3%	18.2%
归母净利润率	9.4%	7.7%	10.3%	10.2%	10.7%
ROA	6.6%	7.7%	8.4%	8.5%	9.0%
ROE (摊薄)	10.6%	11.5%	16.5%	17.1%	18.4%
经营性 ROIC	7.9%	9.7%	10.6%	10.8%	11.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	28%	30%	40%	43%	44%
流动比率	2.66	2.17	1.53	1.40	1.37
速动比率	2.30	1.82	1.30	1.19	1.16
归母权益/有息债务	3.48	3.18	1.50	1.24	1.16
有形资产/有息债务	7.31	6.84	3.69	3.21	3.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,770	4,258	5,740	6,859	8,026
货币资金	1,076	1,239	1,679	2,005	2,369
交易性金融资产	32	43	44	48	50
应收帐款	569	678	860	1,018	1,201
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	28	32	50	60	71
存货	319	411	495	586	682
其他流动资产	296	71	92	112	133
流动资产合计	2,376	2,544	3,306	3,931	4,625
其他权益工具	6	10	10	10	10
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	922	996	1,306	1,552	1,802
在建工程	20	92	328	433	512
无形资产	179	248	332	414	495
商誉	171	171	171	171	171
其他非流动资产	43	75	89	89	89
非流动资产合计	1,394	1,713	2,434	2,928	3,402
总负债	1,072	1,291	2,294	2,952	3,542
短期借款	441	540	1,384	1,912	2,347
应付账款	191	264	323	382	445
应付票据	65	74	99	117	136
预收账款	29	0	0	0	0
其他流动负债	0	6	6	6	6
流动负债合计	894	1,174	2,158	2,807	3,388
长期借款	20	0	5	10	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	30	31	32	33
非流动负债合计	178	117	136	145	155
股东权益	2,697	2,967	3,446	3,907	4,484
股本	442	442	442	442	442
公积金	651	676	710	752	802
未分配利润	552	682	995	1,244	1,556
归属母公司权益	1,605	1,761	2,109	2,400	2,762
少数股东权益	1,092	1,206	1,338	1,508	1,723

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.06%	11.48%	11.35%	11.20%	11.15%
管理费用率	7.81%	7.32%	7.32%	7.30%	7.26%
财务费用率	-0.21%	0.39%	0.81%	1.27%	1.47%
研发费用率	4.91%	4.70%	4.70%	4.68%	4.68%
所得税率	14%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.00	0.27	0.33	0.41
每股经营现金流	0.58	0.91	0.91	1.26	1.65
每股净资产	3.63	3.99	4.78	5.43	6.25
每股销售收入	4.11	5.99	7.60	9.08	10.73

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	56	47	28	23	19
PB	6.0	5.4	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	33.9	24.4	20.1	17.1	14.6
股息率	0.7%	0.0%	1.2%	1.5%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------