

2021年10月26日

Q3 营收增速稍缓，自动化投入叠加产品结构调整驱动毛利率提升

康德莱 (603987)

► Q3 营收增速稍缓，自动化投入叠加产品结构调整驱动毛利率提升

公司发布 2021 年三季度业绩报告，2021Q1-Q3 实现营业收入 22.14 亿元 (+13.62%)，归母净利润 2.13 亿元 (+40.00%)，扣非归母净利 2.02 亿元 (+44.18%)，其中 Q3 实现营收 7.92 亿元 (+7.64%)，归母净利润 0.86 亿元 (+48.84%)，营收增速稍缓，我们认为主要受海运不通畅以及子公司广西瓯文、康德莱医械表现欠佳影响，四季度有望好转；2021Q1-Q3 实现毛利率 39.59%，同比增加 1.34PP，主要受公司自动化技改投入以及安全类、预灌装类等高毛利产品增速较快影响。

► 留置针集采续标获市场验证，医美针放量可期

公司留置针在质量非劣情况下凭借价格优势，已中标十余个省市集采项目，且山东、辽宁等绝大部分地区实现续标，充分说明公司留置针等产品在临床应用上的可靠性；胰岛素针国内市场“线上+线下”布局，凭借产品优越性、临床技术优势及用户体验快速扩增；美容针以 III 类注册证获批，庞大需求下填补国内合规市场空白，首年销量预计可达 800-1000 万支，水光针、植发针预期明年上市，预期在前期渠道布局下放量迅速。

► 盈利预测

考虑公司由于海运问题收入确认延迟以及子公司影响，我们下调公司 2021-2023 年盈利预测，营业收入从 32.04/38.21/45.54 亿元调整至 30.97/37.10/44.14 亿元；归母净利润分别为 3.04/3.80/4.79 亿元调整至 3.02/3.75/4.68 亿元，EPS 从 0.69/0.86/1.08 元/股调整至 0.68/0.85/1.06 元/股，对应 2021 年 10 月 26 日 19.74 元的收盘价，PE 分别为 29X、23X、19X，维持“增持”评级。

风险提示

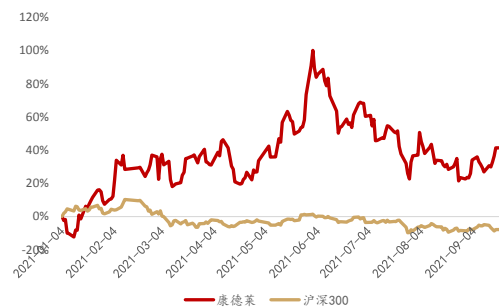
新品放量不及预期风险；产品研发风险；行业竞争加剧风险；核心技术人员流失风险；产品责任风险；汇率波动风险

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,817	2,645	3,097	3,710	4,414
YoY (%)	25.3%	45.6%	17.1%	19.8%	19.0%
归母净利润 (百万元)	170	203	302	375	468
YoY (%)	15.6%	19.2%	49.2%	24.0%	24.8%
毛利率 (%)	37.9%	38.6%	38.9%	39.3%	39.9%
每股收益 (元)	0.39	0.46	0.68	0.85	1.06

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	19.74
股票代码:	603987
总市值(亿)	87
自由流通市值(亿)	86
自由流通股数(百万)	262



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SACNO: SAC NO: S1120519110002

助理分析师: 陈晨

邮箱: chenchen3@hx168.com.cn

<i>ROE</i>	<i>10.6%</i>	<i>11.5%</i>	<i>14.7%</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.7%</i>
<i>市盈率</i>	<i>50.62</i>	<i>42.91</i>	<i>28.82</i>	<i>23.24</i>	<i>18.62</i>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,645	3,097	3,710	4,414	净利润	326	438	540	669
YoY(%)	45.6%	17.1%	19.8%	19.0%	折旧和摊销	136	478	544	658
营业成本	1,625	1,891	2,251	2,653	营运资金变动	-96	-284	-151	-161
营业税金及附加	22	24	29	34	经营活动现金流	403	633	924	1,156
销售费用	304	338	408	477	资本开支	-331	-250	-390	-590
管理费用	194	217	256	305	投资	108	-10	-10	-5
财务费用	10	6	3	6	投资活动现金流	-207	-257	-396	-591
研发费用	124	149	174	216	股权募资	14	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	91	-460	20	20
投资收益	1	3	4	4	筹资活动现金流	-20	-475	15	15
营业利润	380	497	611	759	现金净流量	167	-98	543	580
营业外收支	10	10	10	10					
利润总额	390	507	621	769	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	64	68	81	101	成长能力 (%)				
净利润	326	438	540	669	营业收入增长率	45.6%	17.1%	19.8%	19.0%
归属于母公司净利润	203	302	375	468	净利润增长率	19.2%	49.2%	24.0%	24.8%
YoY(%)	19.2%	49.2%	24.0%	24.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.46	0.68	0.85	1.06	毛利率	38.6%	38.9%	39.3%	39.9%
					净利率	12.3%	14.2%	14.5%	15.1%
					总资产收益率 ROA	4.8%	7.2%	7.4%	7.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净资产收益率 ROE	11.5%	14.7%	14.6%	14.7%
货币资金	1,239	1,141	1,684	2,264	偿债能力 (%)				
预付款项	64	66	79	93	流动比率	2.17	3.88	4.19	4.39
存货	411	492	573	654	速动比率	1.76	3.08	3.42	3.65
其他流动资产	830	1,032	1,224	1,439	现金比率	1.06	1.62	1.98	2.23
流动资产合计	2,544	2,731	3,561	4,450	资产负债率	30.3%	19.4%	19.2%	18.8%
长期股权投资	2	2	2	2	经营效率 (%)				
固定资产	996	698	604	616	总资产周转率	0.62	0.73	0.74	0.73
无形资产	248	293	338	383	每股指标 (元)				
非流动资产合计	1,713	1,495	1,481	1,573	每股收益	0.46	0.68	0.85	1.06
资产合计	4,258	4,226	5,042	6,023	每股净资产	3.99	4.67	5.82	7.22
短期借款	540	80	100	120	每股经营现金流	0.91	1.43	2.09	2.62
应付账款及票据	338	368	450	545	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	295	257	300	348	估值分析				
流动负债合计	1,174	705	850	1,013	PE	42.91	28.82	23.24	18.62
长期借款	0	0	0	0	PB	3.93	4.22	3.39	2.74
其他长期负债	117	117	117	117					
非流动负债合计	117	117	117	117					
负债合计	1,291	821	967	1,130					
股本	442	442	442	442					
少数股东权益	1,206	1,341	1,506	1,707					
股东权益合计	2,967	3,405	4,075	4,893					
负债和股东权益合计	4,258	4,226	5,042	6,023					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

陈晨：西交大制药工程/经济学学士，山大税务硕士，曾就职于渤海证券，2021年8月加入华西证券，主要负责医疗器械领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。