

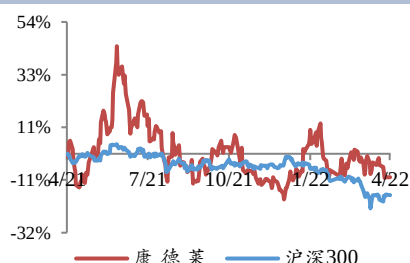
国产注射穿刺龙头企业，产品升级加速成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-04-06

收盘价（元） **19.38**
近 12 个月最高/最低（元） **30.92/17.40**
总股本（百万股） **442**
流通股本（百万股） **438**
流通股比例（%） **99.18**
总市值（亿元） **86**
流通市值（亿元） **85**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@haza.com

相关报告

主要观点：

● 注射穿刺类器械终端应用场景丰富，市场需求量大，CAGR19%。

注射穿刺器械应用领域广泛，市场需求量大，2020 年国内市场规模约 272 亿元，近五年复合增速达 19%。未来受终端应用场景拓展，行业增速仍能维持在较高水平。（1）传统临床使用类，受人口老龄化下诊疗需求驱动和临床诊疗术式升级，临床用注射穿刺类需求稳定增长；（2）生物制剂快速发展，自我给药的注射穿刺需求大增，如传统以胰岛素为代表的慢性用药，用药人群仍有较大的渗透空间；（3）医美、高价疫苗等偏消费医疗属性的需求催化，新生注射穿刺类器械需求增加。

● 公司是注射穿刺领域的龙头企业，产品升级，海外市场逐渐成为亮点

公司是注射穿刺领域的龙头企业，产品升级，安全系列的产品不断上市（如安全注射器、安全注射针、安全采血针、安全胰岛素笔针等），海外市场逐渐成为亮点。公司海外市场产品从普耗类的输液器、一次性注射器，扩展到安全型产品，从以简单的 OEM 模式拓展到 ODM 模式，海外市场的毛利率水平也显著提升，从 2021 年的 13.94%提升到 2020 年的 36.64%。

● 公司以外贸促内贸，消费属性的胰岛素笔针、美容针均有望成为大单品

公司国内产品注册速度晚于海外市场，如安全型胰岛素笔针已获 CE 认证，医美钝针也早在法国实现销售。目前医美钝针已经获得 NMPA 批准，安全型胰岛素笔针预计也将在国内获批，消费属性强的胰岛素笔针、美容针均有望成为大单品。公司胰岛素笔针与可孚医疗进行线上合作，销量线上第一。中国胰岛素使用群体潜力大，预计配套笔针年需求量超 200 亿支，胰岛素带量采购等政策也有望加速胰岛素在患者中的渗透，预计公司胰岛素配套笔针 2025 年预计实现销售收入 2.5 亿元，2021-2025 年复合增速约 40%。公司美容针是公司医美事业部的拳头产品，该产品也是国内目前唯一经 NMPA 批准、含一次性使用钝末端注射针的注射包类产品。国内目前医美用户规模庞大，2022 年预计超 2,000 万人，注射类项目尤其高频，对美容针的需求量有望接近亿级，我们预计单就医美用钝针，也将会是 5 亿元收入级别的大单品。

● 投资建议

我们预计公司 2021-2024 收入有望分别实现 30.97 亿元、38.71 亿元、47.18 亿元和 57.24 亿元，同比增长分别约 17.05%、25.03%、

21.88%和 21.33%，考虑到公司高毛利率产品占比逐渐提升，公司整体的毛利率和净利率水平也会逐年提长，我们预计公司 2021-2024 年归母净利润分别实现 2.91 亿元、3.92 亿元、4.90 亿元和 6.10 亿元，同比增长分别约 43.7%、34.6%、24.8%和 24.6%。2021-2023 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.84 元和 1.05 元，对应 PE 估值分别为 31x、23x 和 18x。鉴于公司产品不断升级，海外市场拓展顺利，国内基本盘稳固，首次覆盖，买入评级。

● 风险提示

新产品推出不及预期。

低值耗材集采风险。

中美贸易关系风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2645	3097	3871	4718
收入同比 (%)	45.6%	17.1%	25.0%	21.9%
归属母公司净利润	203	291	392	490
净利润同比 (%)	19.2%	43.7%	34.6%	24.8%
毛利率 (%)	38.6%	39.6%	40.5%	40.9%
ROE (%)	11.5%	14.0%	15.9%	16.6%
每股收益 (元)	0.46	0.63	0.84	1.05
P/E	34.11	30.93	22.98	18.41
P/B	3.93	4.34	3.65	3.05
EV/EBITDA	0.00	13.10	10.36	8.92

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司深耕注射穿刺领域，龙头地位稳固	6
1.1 三十年行业深耕，奠定行业龙头地位	6
1.2 业务保持稳健增长，盈利能力不断提升	7
2 注射穿刺：终端应用场景丰富，驱动行业增长	10
2.1 注射穿刺器械市场规模稳定增长，CAGR 约 19%	10
2.2 人口老龄化背景下，诊疗需求驱动传统注射穿刺器械增长	12
2.3 生物药快速发展，自我给药注射穿刺需求大增	13
2.4 医美等消费医疗场景，催生注射穿刺器械新需求	15
3 老牌企业，产品升级和成本优势巩固护城河	17
3.1 产品升级，安全类穿刺器械带动利润率提升	17
3.2 受益于带量采购，留置针等普通耗材市占率有望提升	19
3.3 胰岛素注射笔针、美容针成为大单品潜力大	22
3.4 规模效应大，一体化制造成本优势显著	24
4 公司盈利预测与估值	25
4.1 公司业绩拆分与估值对比	25
4.2 投资建议：穿刺器械龙头，产能扩张+产品升级，盈利能力改善，首次覆盖	28
风险提示：	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 康德莱发展历程	6
图表 2 公司股权结构 (截至 2021 年 9 月 30 日)	7
图表 3 公司主要产品情况	8
图表 4 公司收入构成-按产品种类 (单位: 亿元)	8
图表 5 公司毛利率水平-按产品种类 (单位: %)	8
图表 6 公司收入构成-按品牌模式 (单位: 亿元)	9
图表 7 公司毛利率结构-按销售地区 (单位: %)	9
图表 8 公司 2015-2021Q1-3 收入和利润 (亿元)	10
图表 9 公司销售毛利率和净利率情况	10
图表 10 常见注射穿刺类器械	10
图表 11 中国低值耗材市场结构 (2020 年)	11
图表 12 中国注射穿刺器械市场规模 (单位: 亿元)	11
图表 13 注射穿刺器械进出口金额	11
图表 14 国内注射穿刺器械厂商市场竞争格局 (2020 年)	11
图表 15 我国参保职工平均每年诊疗次数	12
图表 16 2021 年中国注射器需求量约 350 亿支	12
图表 17 我国 PCI 手术数量 (万例)	13
图表 18 我国 IVF 取卵周期数 (万个)	13
图表 19 126 款商业化生物药的给药方式结构	14
图表 20 预灌装产品图元 (恒瑞医药的硫酸非格司亭)	14
图表 21 全球生物药市场规模预计	14
图表 22 中国生物药市场规模预计	14
图表 23 胰岛素注射器种类	15
图表 24 中国注射类医美市场规模 (亿元)	16
图表 25 中国注射类医美器械市场规模 (亿元)	16
图表 26 我国批准的疫苗注射器注册证	16
图表 27 注射器发展历程	17
图表 28 公司研发费用投入规模 (亿元)	18
图表 29 安全型产品价格高于普通产品 (留置针为例)	18
图表 30 公司海外市场收入及增长情况	19
图表 31 公司海外市场毛利率情况	19
图表 32 青海省留置针带量采购中标企业情况	19
图表 33 我国留置针市场规模情况 (亿元)	20
图表 34 2019 年留置针国内市场竞争格局 (按销量)	20
图表 35 康德莱留置针带量采购中标情况 (省级集采)	20
图表 36 公司输液器收入及增长情况	21
图表 37 公司输液器产品的毛利率情况 (%)	21
图表 38 康德莱部分输液器中标/挂网价格	21

图表 39 中国一次性输液器产量 (亿支)	22
图表 40 康德莱输液器产销量情况 (万支)	22
图表 41 康德莱部分特种输液器中标情况	22
图表 42 公司胰岛素注射类产品	23
图表 43 公司胰岛素收入规模预计 (国内市场)	23
图表 44 康德莱固定资产及在建工程变化情况	25
图表 45 康德莱四大制造基地	25
图表 46 公司固定资产增长情况	25
图表 47 公司固定资产增长情况	25
图表 48 收入拆分及预测 (单位: 亿元)	27
图表 49 可比公司估值情况	28

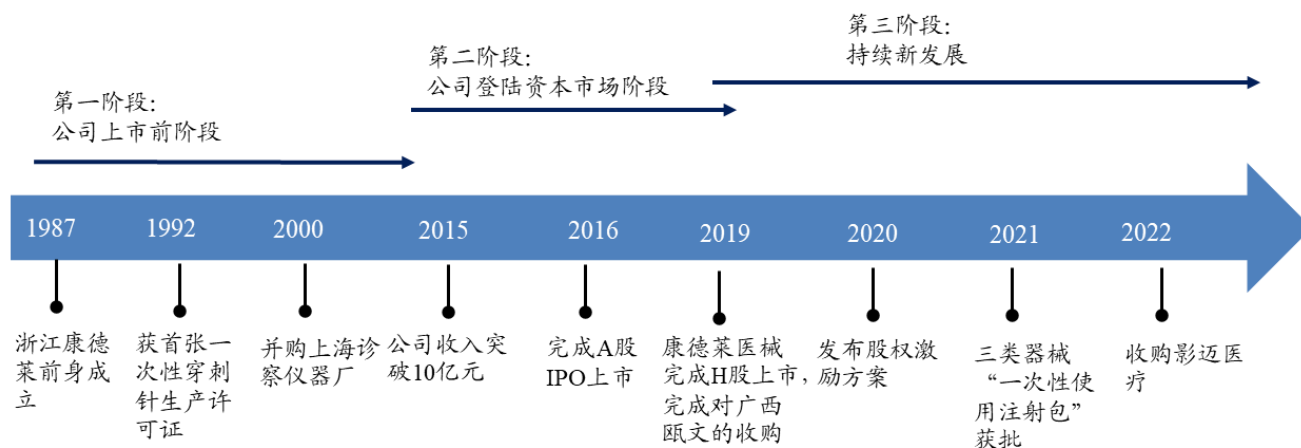
1 公司深耕注射穿刺领域，龙头地位稳固

1.1 三十年行业深耕，奠定行业龙头地位

上海康德莱企业发展集团股份有限公司（以下简称“公司”或“康德莱”）是一家成立于 1998 年，但最早可追溯于 1987 年的老牌子注射穿刺类医疗器械公司。公司经过 30 多年的发展，已经成为国内穿刺轮注领域的龙头企业，是国内少数拥有医用穿刺器械完整产业链的企业之一，多次参与主持行业标准的起草（如注射器、注射针、一次性使用麻醉针、活组织检查针、静脉留置针等）。公司也连续多年被上海评为“制造业企业 100 强”、“上海名牌产品”、“上海市著名商标”等称号。

历史沿革：公司过去发展历程可以简单分为三个阶段：（1）2015 年之前，公司自 1987 年在温州永中医械塑料厂开始，到 2015 年公司收入突破 10 亿元，28 年里多次产品实现国内零突破；（2）2016-2019 年，公司登陆资本市场，2016 年公司顺利在 A 股实现 IPO，2019 年分拆子公司康德莱医械在 H 股实现 IPO；（3）2020 年起公司进入新的发展阶段，2020 年公司发布了上市以来的第一次股权激励方案。

图表 1 康德莱发展历程

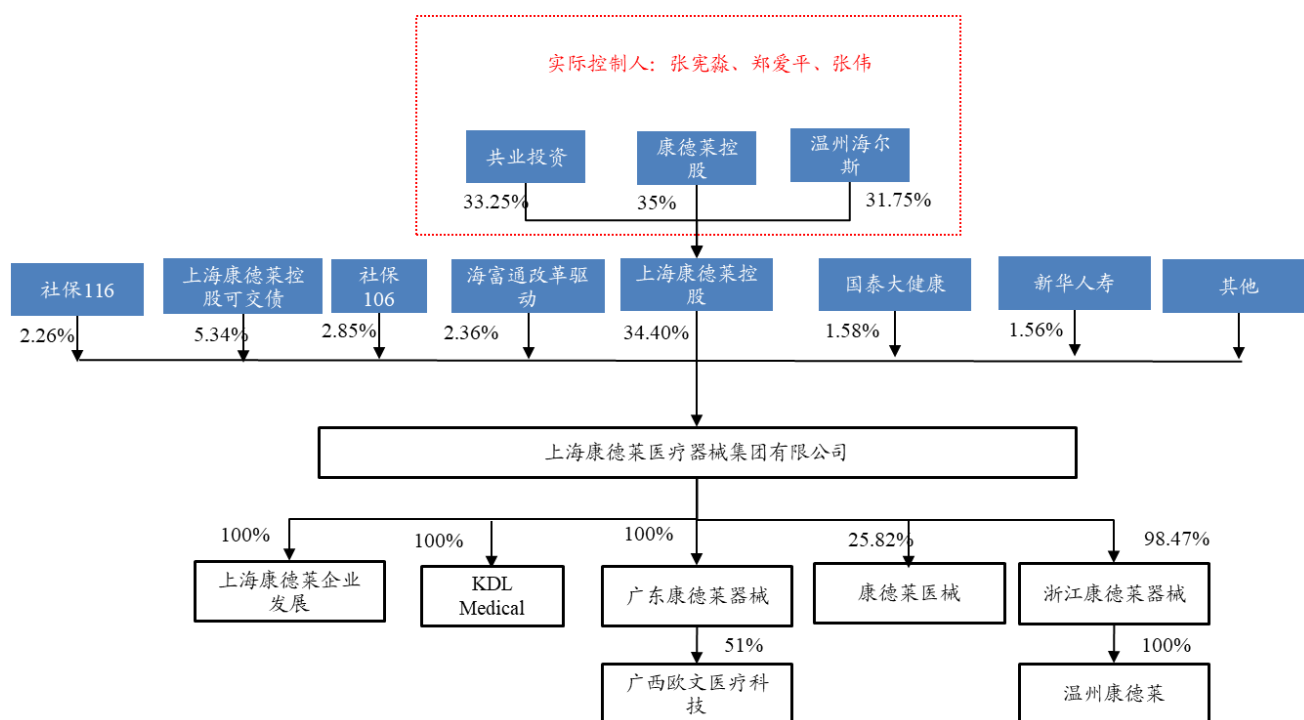


资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

股权结构：公司第一大股东为上海康德莱控股，截至 2021 年 9 月 30 日，直接持有公司股份 34.40%，公司实际控制人为张宪淼、郑爱平和张伟三人，三人通过持有共业投资、康德莱控股和温州海尔斯间接控制上市公司。张宪淼先生和郑爱平女士为夫妻关系，张伟先生为张宪淼和郑爱平夫妇的儿子。

公司旗下子公司众多，全资子公司主要包括广东康德莱器械、上海康德莱企业发展集团有限公司、浙江康德莱医疗器械等，重要的控股公司包括上海康德莱医疗器械（25.82%）和广西欧文集团（51%）。上海康德莱医疗器械公司主要负责介入板块，独立运营，公司及其他子公司则着重于注射穿刺类的产品。

图表 2 公司股权结构 (截至 2021 年 9 月 30 日)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

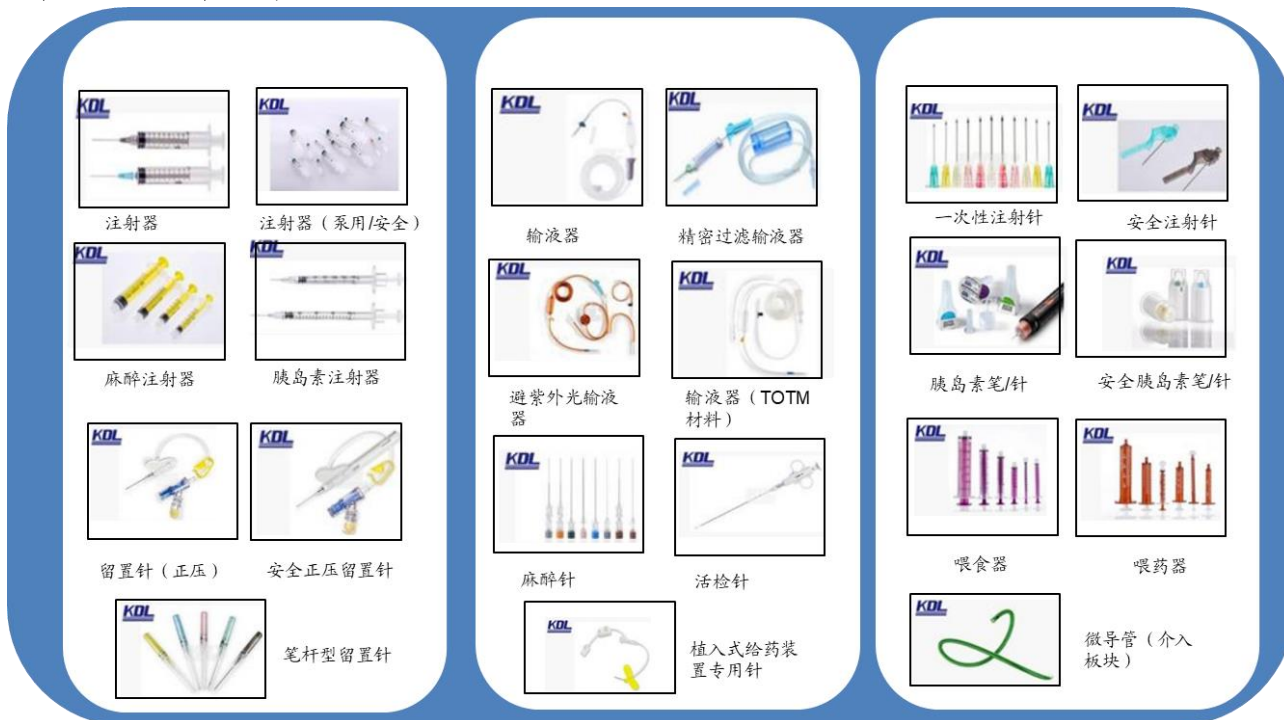
股权激励: 2020 年公司发布了上市后的首次股权激励计划。2020 年 3 月发布的股票激励计划 (草案), 于 2020 年 6 月向符合条件的 90 名激励对象授予 519.00 万股限制性股票, 激励计划在 2020-2022 年年度对公司的业绩指标进行考核, 以 2019 年净利润为基数, 2020-2022 年归母净利润增长率不低于 15%、35% 和 60%。

1.2 业务保持稳健增长, 盈利能力不断提升

产品布局: 公司从业三十多年, 公司主要产品有注射器系列、注射针系列、采血针系列、胰岛素笔针系列、输液输血器系列、喂食喂药器械、静脉留置针系列、花色针系列、介入器械系列, 产品丰富。其中, 介入器械系列产品主要是子公司康德莱医械 (H 股, 1501.HK) 团队实际运营。另外, 公司 2019 年完成了对广西欧文集团的收购, 广西欧文集团主业为在广西省境内及部分外省市进行医疗器械全品配送服务、现代医药物流延伸服务、IVD 集约化服务等全面解决方案。

截至 2021 年 6 月 30 日, 公司及子公司共拥有 118 张注册证, 2021 年上半年共有 8 个产品完成首次注册, 15 个产品完成延续注册。截至 2021 年 6 月 30 日, 公司及子公司共拥有境内专利 384 项, 其中发明专利 64 项、实用新型专利 315 项、外观专利 5 项。此外, 还拥有 2 项境外专利。

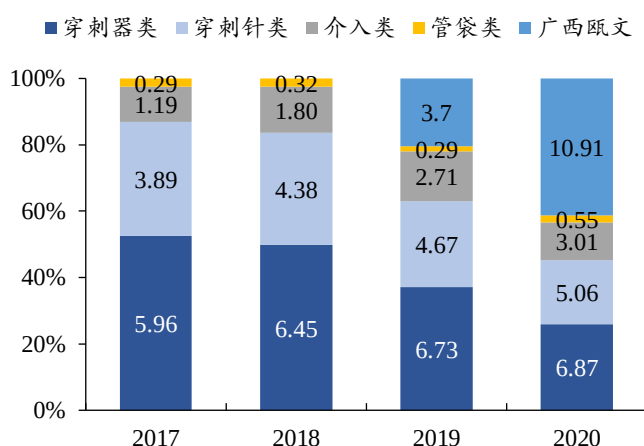
图表 3 公司主要产品情况



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

收入结构: 公司 2020 年实现营业总收入 26.45 亿元, 同比增速 45.60%, 其中并购的广西欧文贡献收入约 10.90 亿元, 穿刺器收入 6.87 亿元 (+2.04%), 穿刺针 5.06 亿元 (+8.29%), 介入类 3.01 亿元 (+11.04%), 管袋类 0.55 亿元 (+91.13%)。2021 年前三季度, 公司总收入实现 22.14 亿元, 同比增长约 13.62%, 归母净利润 2.13 亿元, 同比增长约 40.00%。

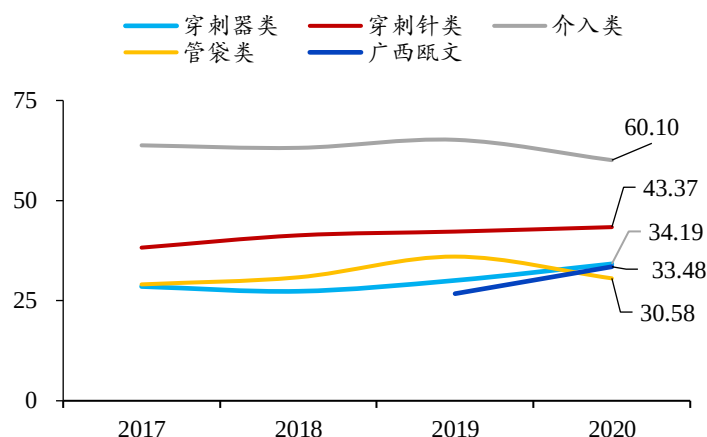
图表 4 公司收入构成-按产品种类 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 结合公司 2019 年和 2020 年年报测算, 把骨科、手术、IVD、中医、医疗设备、消毒、其他各项的收入加总放在了广西欧文下

图表 5 公司毛利率水平-按产品种类 (单位: %)



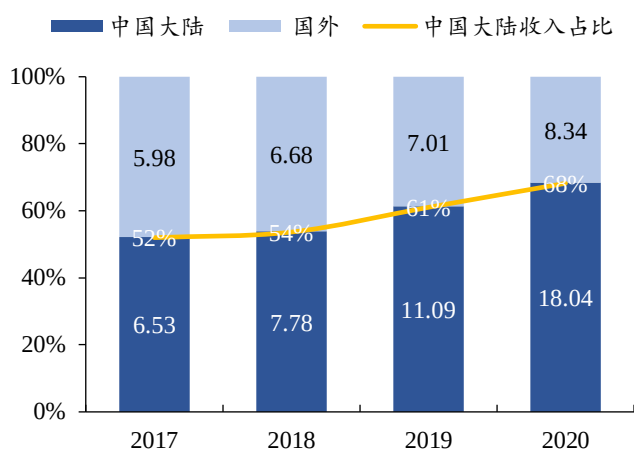
资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 2020 年广西欧文毛利率则根据其各细分品类收入占比及毛利率水平测算得出

国内销售占比逐年提升。公司在销售模式上，在国内市场以响应各级政府医保机构集中带量采购投标，“代理经销+配送+供应链第三方服务”的市场营销销售模式，加快渠道建设及终端业务拓展。公司通过资源整合投资并购，已在华东、华南、华北、华中、西南，上海、天津、北京、广东、广西、江苏、浙江、四川、湖南、江西等建立区域渠道和配送服务机构，推进“代理经销+配送+供应链第三方服务”的营销模式。2020年公司国内市场收入18.04亿元，占公司营业总收入比例约68%。

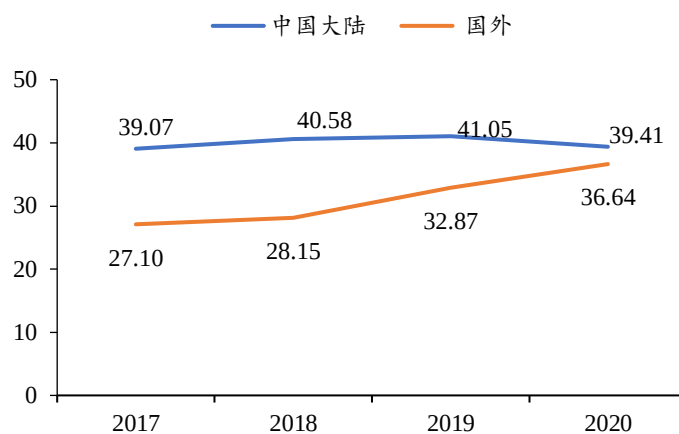
公司国际市场营销主要为自主品牌营销和项目合作模式，销售方式分为委托出口和自营出口。委托出口指公司将产品销售给国内贸易公司，再由贸易公司出口到国外。自营出口指公司直接将产品出口到国外，该方式下的业务主要采用美元结算。2020年，公司国外市场收入约8.34亿元，占公司营业总收入比约32%，其中自营出口收入约6.46亿元，占公司国外收入的77%。

图表 6 公司收入构成-按品牌模式 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

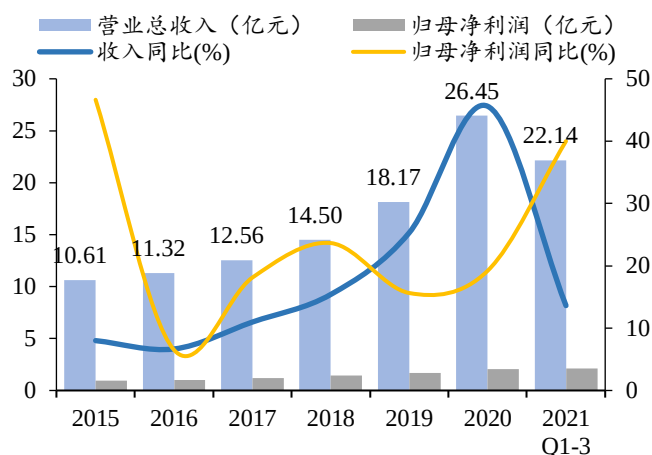
图表 7 公司毛利率结构-按销售地区 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

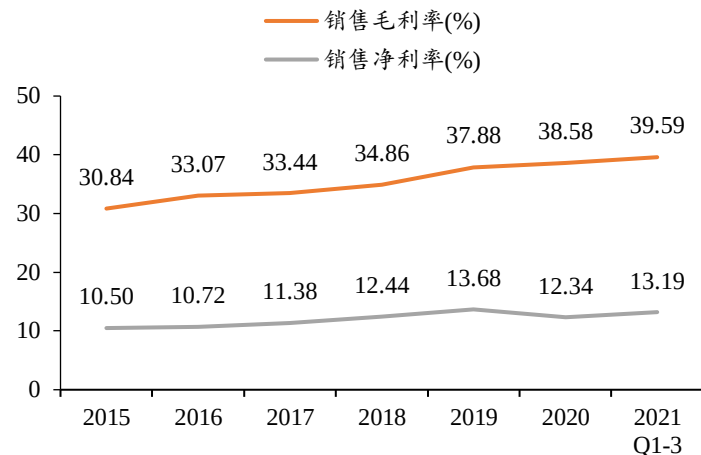
盈利能力:公司2016年在A股上市，总收入自2015年的10.61亿元增长到2020年的26.45亿元，归母净利润从2015年的0.95亿元增长到2020年的2.03亿元，收入和归母净利润保持同步速度增长。销售毛利率方面，受益于公司不断推出新产品，安全型、高毛利的产品快速增长，公司利润率水平整体保持上升态势。

图表 8 公司 2015-2021Q1-3 收入和利润 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司销售毛利率和净利率情况



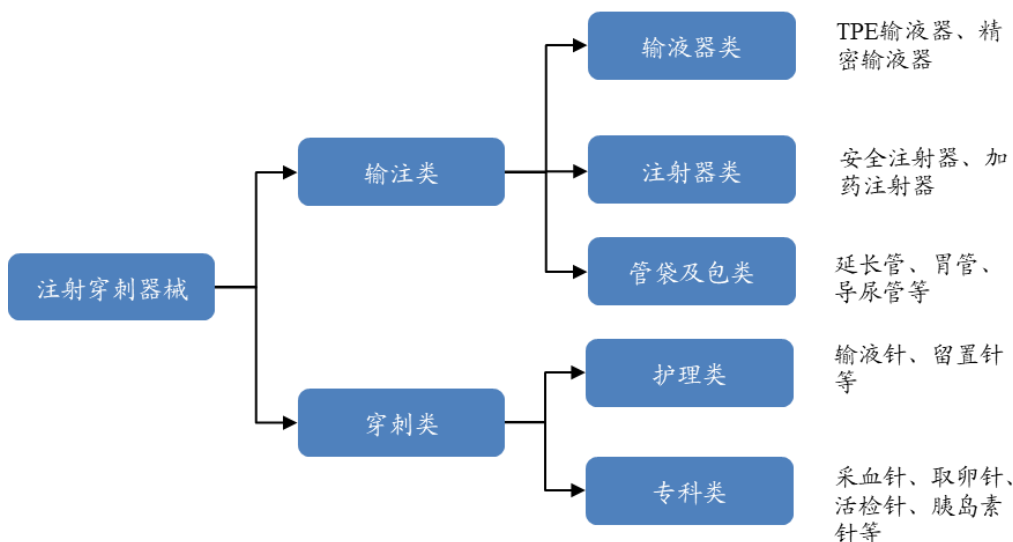
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 注射穿刺: 终端应用场景丰富, 驱动行业增长

2.1 注射穿刺器械市场规模稳定增长, CAGR 约 19%

注射穿刺类需求量大, 应用广泛。常见的注射穿刺类器械包括一次性使用无菌注射器及其胶塞、一次性使用无菌注射针、一次性静脉输液针、一次性使用光纤针、静脉留置针、一次性配药用注射针、穿刺针等, 每个品类单价不高, 在临床中使用广泛、消耗量大。

图表 10 常见注射穿刺类器械



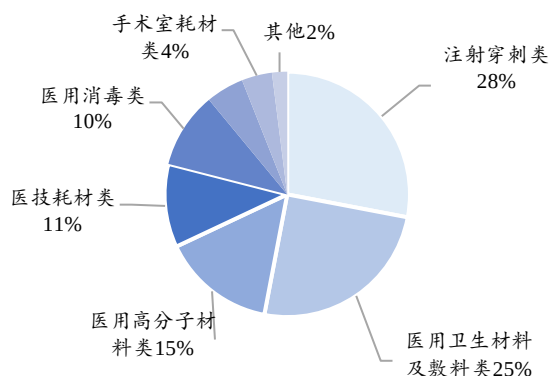
资料来源: 招股说明书, 前瞻研究院, 华安证券研究所

就注射穿刺器械产业来说, 产业链上游是 PVC 材料、医用聚丙烯、焊管制造等原材料提供商, 产业链中游是注射穿刺器械制造商, 下游是医院、体检机构、疾控中心、社区卫生中心、美容院、家庭等终端使用机构或个人。从终端的应用场景区分,

可以分为传统注射穿刺类（输液、采血等传统应用）、新型临床应用注射穿刺类（如微创手术、高端活检针、取卵针、穿刺针、麻醉针等）和消费型注射穿刺类（胰岛素给药器械、医疗美容针、植发针等）。

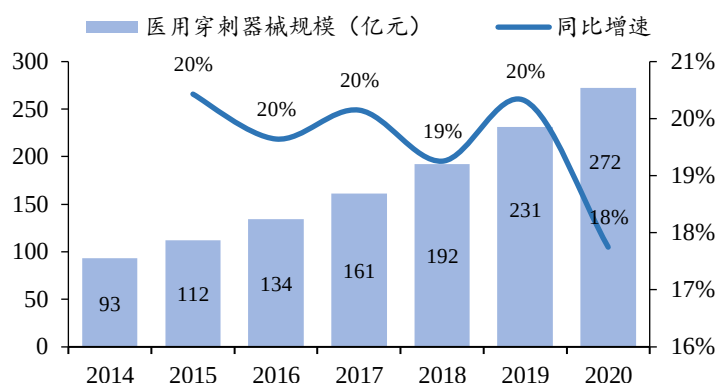
注射穿刺耗材是低值耗材中的一大类，根据医械汇发布的《中国医疗器械蓝皮书（2021版）》，2018-2020年，我国低值医用耗材市场规模分别为641亿元、770亿元和970亿元，其中注射穿刺类在低值医用耗材市场中占比最大，市场份额高达28%，规模约272亿元，2015-2020年的年复合增速约19%，展望未来居民诊断人次持续增加，新型的临床应用及消费级应用场景增多，持续驱动注射穿刺类耗材需求增长。

图表 11 中国低值耗材市场结构（2020 年）



资料来源：医械汇，华安证券研究所

图表 12 中国注射穿刺器械市场规模（单位：亿元）

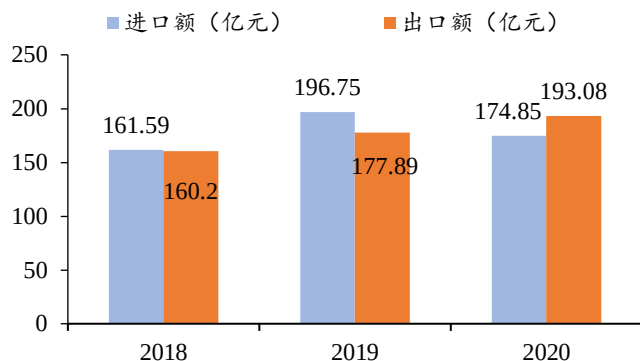


资料来源：医械汇，华安证券研究所

进出口方面，注射穿刺器械进出口金额相差不大，进口产品定位高端，虽然数量少，但是产品价格昂贵，所以总额较高。根据海关总署统计，2020年中国注射穿刺器械进口额为174.85亿元，进口金额有所减少。

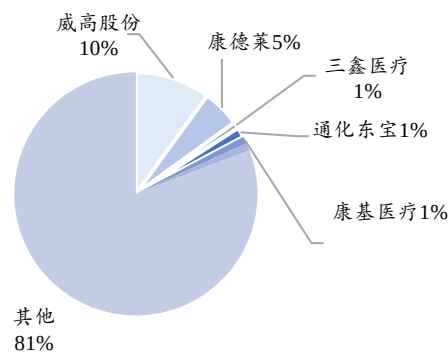
我国医用穿刺器械行业中多数中小企业自身生产规模较小，外购穿刺针与自制穿刺器件经组装后出售。国内一线厂家也仍需全部或部分外购穿刺针，行业内具有完整产业链生产能力的企业数量较少。国内市场份额较高的厂商主要有威高股份和康德莱。

图表 13 注射穿刺器械进出口金额



资料来源：海关总署，华经产业信息网，华安证券研究所

图表 14 国内注射穿刺器械厂商市场竞争格局（2020 年）



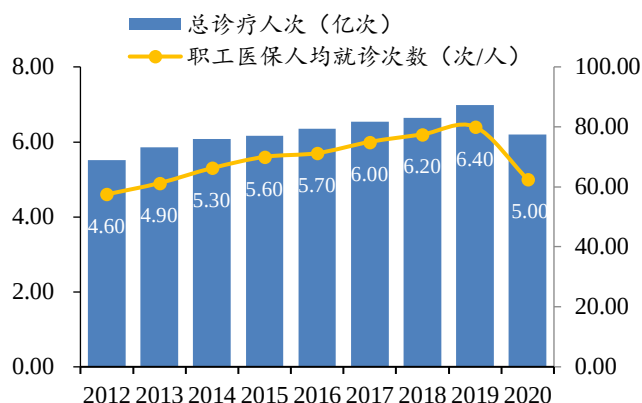
资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

2.2 人口老龄化背景下，诊疗需求驱动传统注射穿刺器械增长

人口老龄化加重、医疗诊疗人次增加，临床对注射穿刺类耗材的需求越来越大。根据 2020 年第七次最新人口普查，我国人口平均年龄增长到 38.8 岁，60 岁以上人口比例达到 23.81%，未来老龄化程度进一步加深，居民就诊需求持续提升。我国各类医疗卫生机构诊疗人次数自 2012 年的 68.88 亿人次增加至 2019 年的 87.20 亿人次，年复合增长率约 3.43%。根据我国医保局统计，除 2020 年受新冠疫情影响，我国参保职工人均每年就诊次数也在稳定增长，2019 年人均就诊将达到 6.40 次。

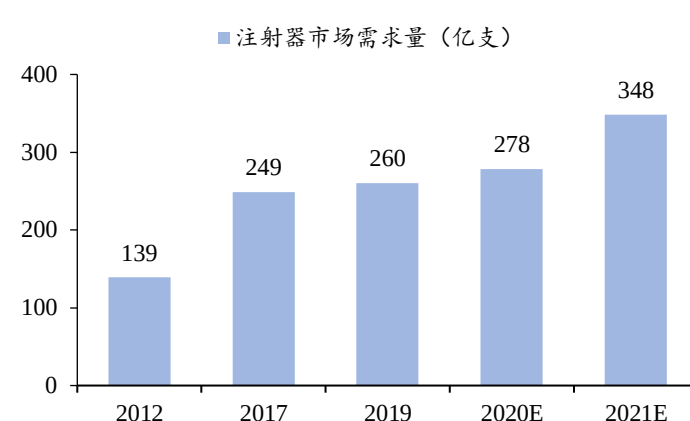
根据我国国家卫生部统计，超出 50% 的门诊患者需要进行输注治疗，住院患者则 100% 需要进行输注治疗，这也将持续带动对输注穿刺类器械的需求。根据弗若斯特沙里文，2013-2017 年注射器需求量复合增速达到 12.36%。

图表 15 我国参保职工平均每年诊疗次数



资料来源：医保局，华安证券研究所

图表 16 2021 年中国注射器需求量约 350 亿支



资料来源：弗若斯特沙里文，前瞻研究院，华安证券研究所

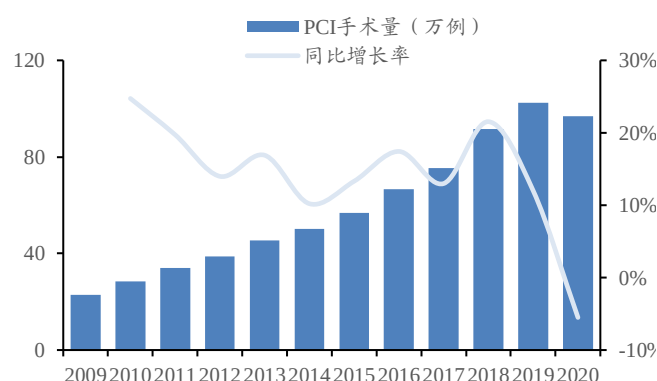
临床诊疗升级，更多微创手术替代传统手术，穿刺器械承担建立通道的重要作用。临床对穿刺器械的需求不再仅限于输注、诊断，介入穿刺器械包括穿刺针、穿刺导引导管等，价格也显著高于注射针。

(1) 介入手术：穿刺类器械通常由针套和针芯组成，有的带闭塞器，针头锋利、切缘光滑、粗细适中，既有普通的单臂穿刺针、套管穿刺针，在血管介入类手术中使用广泛，如 PCI 手术、神经介入中的脑动脉瘤栓塞术等，也有如特殊的房间隔穿刺针，在电生理心脏射频消融术等手术中广泛应用。

(2) 病理诊断穿刺手术：组织活检是确认疾病的重要手段，根据病灶位置，穿刺针可以使用的部位有肺、乳腺、肝脏、肾、子宫、骨髓、淋巴结等。

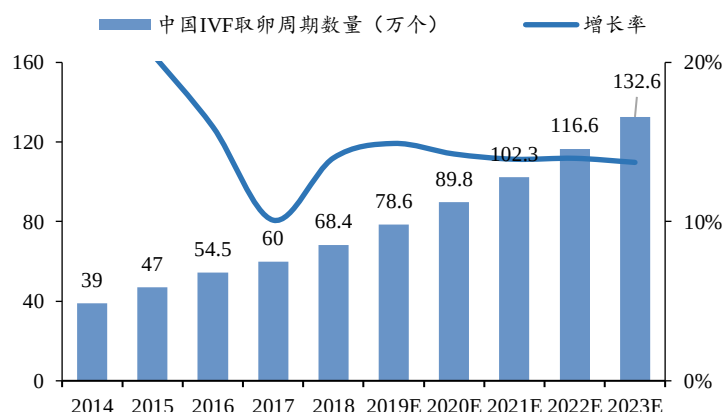
(3) 辅助生殖手术：辅助生殖业务包括生殖取卵或减卵、到卵、取精、胚胎移植等，一次性辅助生殖用针、羊水穿刺针也均属于穿刺类器械。

图表 17 我国 PCI 手术数量 (万例)



资料来源: CCIF, 华安证券研究所

图表 18 我国 IVF 取卵周期数 (万个)



资料来源: 锦欣生殖招股说明书, 华安证券研究所

2.3 生物药快速发展, 自我给药注射穿刺需求大增

除了在医疗卫生机构, 注射穿刺器械应用广泛外, 近些年, 随着生物制药的快速发展, 更多需注射使用的生物制药上市, 注射穿刺器械的家用使用需求也在增加。

预灌装注射器: 实现皮下注射自我给药, 使用方便

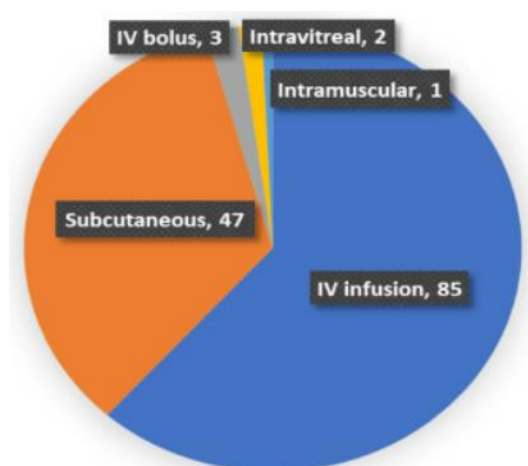
生物药包括多肽、蛋白质、抗体、聚糖与核酸药物等, 一般为大分子药, 分子量大, 蛋白质结构复杂, 无法像小分子化药一样制成口服制剂, 而且如血脑屏障、血眼屏障障碍也使得药物在研发过程中考虑给药方式创新。给药方式的重要性也在不断提升, 改良给药方式可以使得给药更精确作用靶点, 患者服用方便性改善也会提升对药物的接受度、忠诚度。

目前从已经商业化的生物药给药方式来看, 通常采用静脉注射和皮下注射。根据发表于 2021 年的一篇对 1986 年和 2021 年 2 月期间全球批准的 126 种可商购的生物药综述, 其中 85 款药通过静脉注射 (intravenous infusion), 47 款药通过皮下注射 (subcutaneous)。皮下注射 (SC) 生物治疗药物已经成为许多疾病领域静脉给药的有价值的替代方案。

根据弗若斯特沙里文, 全球生物药市场规模, 预计 2023 年将达到 4,021 亿美元, 其中中国市场将达到 6,412 亿元。生物药的蓬勃发展, 将带动对注射器的需求持续增长。生物药的注射, 既包括在家中注射 (自我注射), 也包括在医院里注射。通常药物的包装要求也会随着时间而变化, 一种新药刚开始会以西林瓶形式投放市场, 一段时间后, 可能会转向更为方便的预灌装注射器包装, 甚至是自动注射笔和可穿戴注射装置等。

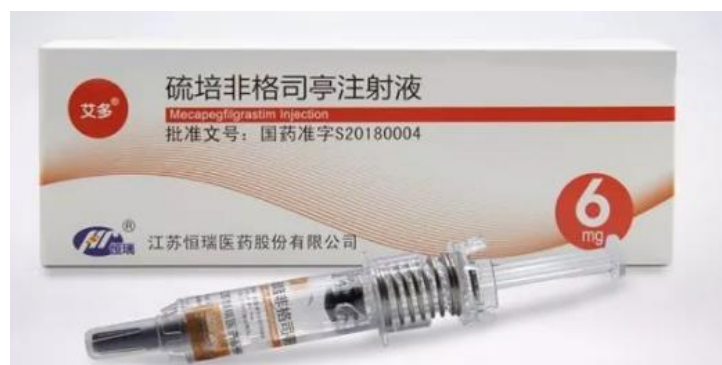
预灌装注射器 (PFS) 近些年在生物药的注射使用上越来越多, 如艾伯维的阿达木单抗、赛诺菲的阿利西尤单抗等。我国 2019 年医保谈判准入的阿达木单抗注射液、雷珠单抗注射液、利拉鲁肽注射液等药品都有预灌装包装。PFS 是患者在自己家中自行注射药物的最常用的给药方法, 易于使用, 并且能确保准确剂量, 不浪费药, 使用过程中能避免被针刺到, 是需要定期自我给药患者的理想选择。

图表 19 126 款商业化生物药的给药方式结构



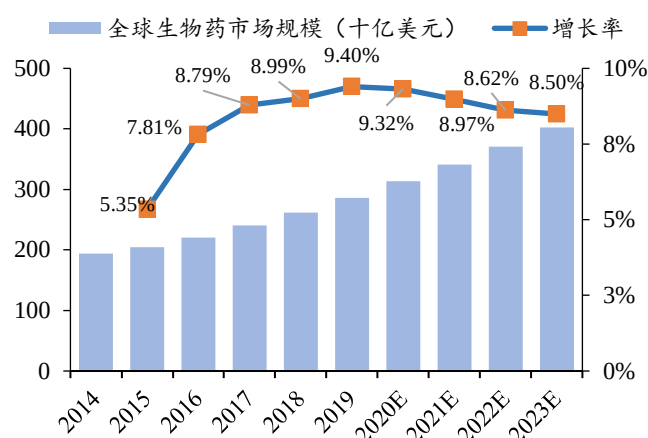
资料来源：A review of Formulations of Commercially Available Antibodies (2021)，华安证券研究所

图表 20 预灌装产品图元（恒瑞医药的硫培非格司亭）



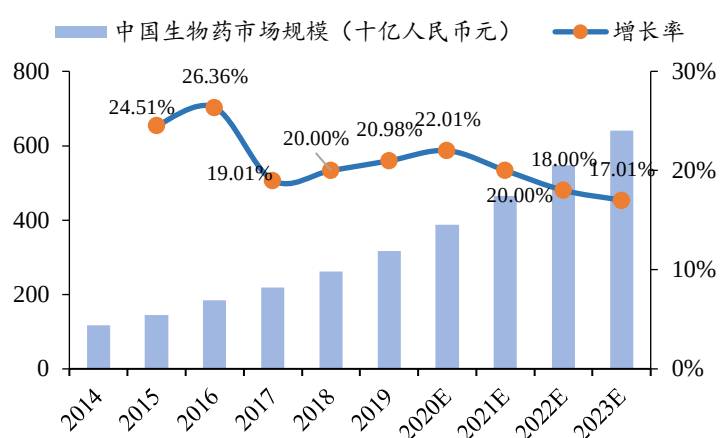
资料来源：生物帮，华安证券研究所

图表 21 全球生物药市场规模预计



资料来源：佛若斯特沙利文，创业帮，华安证券研究所

图表 22 中国生物药市场规模预计



资料来源：佛若斯特沙利文，创业帮，华安证券研究所

胰岛素注射器：慢性病用药的典范，单品空间大

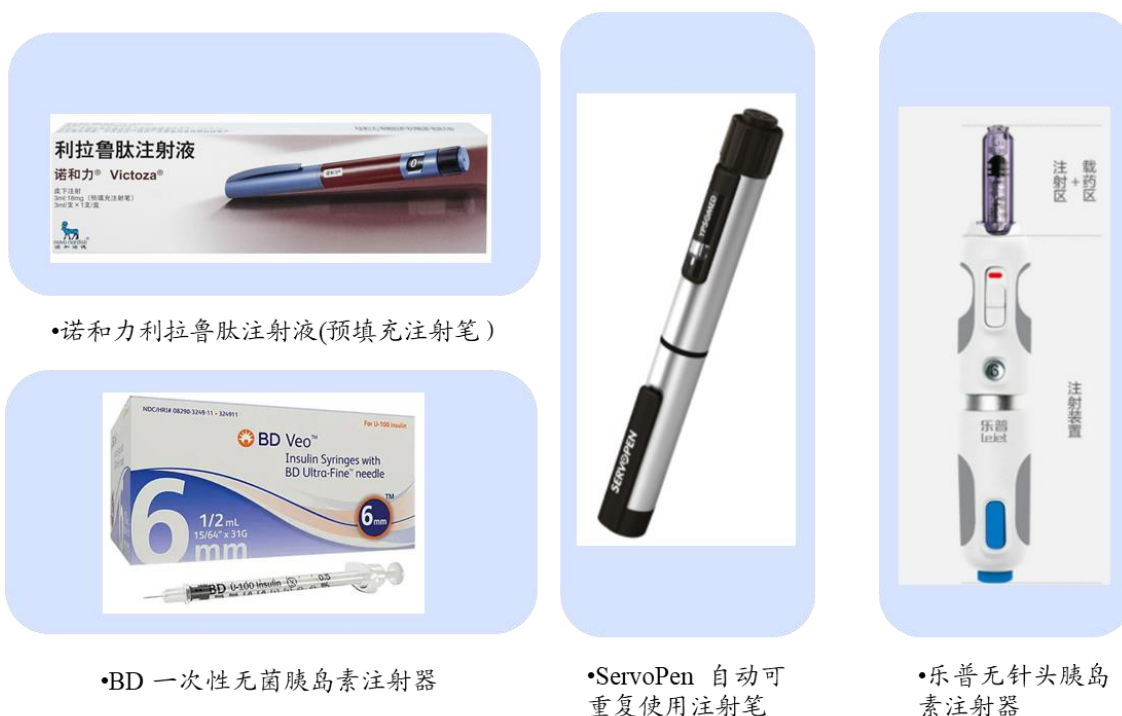
从生物药的适应症看，近些年快速发展的除了肿瘤领域，糖尿病等慢性病的治疗方法也在不断迭代。胰岛素是世界上应用最广泛的自我给药生物药物之一，通常不同胰岛素厂家的注射器也不能混用。

目前，胰岛素注射器种类包括：普通的胰岛素注射器、胰岛素注射笔和无针胰岛素注射器。普通胰岛素注射器按照一次性使用标准设计制造，为塑料制品，针头锐利，刻度清晰。

胰岛素注射笔分为胰岛素预充注射笔和笔芯可更换胰岛素注射笔。胰岛素预充注射笔也为一次性产品，注射完连笔一起丢弃。笔芯可更换胰岛素注射笔的笔身可反复使用，但其针头是一次性的，用完需替换新的笔芯及针头。

无针注射器是通过高压使胰岛素以“液体针”的形式穿透皮肤表层，渗入皮下组织，完成注射，疼痛轻，剂量准确。由于去掉物理针头，可减轻患者的心理压力和精神负担，但价格较高。

图表 23 胰岛素注射器种类



资料来源：中国食品网，JD APP，华安证券研究所

注射笔与传统注射器相比更安全、更方便，控制剂量更精确，广泛应用于糖尿病患者的胰岛素治疗、矮小症患者的生长激素治疗等领域。目前国际注射笔制剂市场主要被丹麦诺和诺德公司、法国赛诺菲公司和美国礼来公司占据，三家公司也是全球 TOP3 的胰岛素系列产品供应商，占据了全球约 70% 的胰岛素市场。其中，作为全球最大的诺和诺德公司年均生产和销售约 7-8 亿支胰岛素笔。胰岛素市场也催化了较大的第三方的胰岛素笔供应商，包括 BD (美国)、Ypsomed (瑞士)、Haselmeier (瑞士) 和 Owen Mumford (英国)。

注射笔进入中国时间还比较短，但随着巨大的中国胰岛素市场的开发，注射笔逐渐被中国胰岛素及生长激素药企所采用，本土注射笔生厂商逐渐在国内及国际市场上崭露头角，包括甘李药业等。中国约有 1.2 亿的糖尿病患者，治疗率还很低。2021 年，国家医保局组织对胰岛素带量集中采购，胰岛素集采需求量约 2 亿支，胰岛素价格降幅 50-70%，价格的大幅下降，预计将惠及更基层的患者群体，整体的治疗率和控制率也会逐渐向发达国家靠近，对胰岛素注射笔的需求也装进一步提升。

2.4 医美等消费医疗场景，催生注射穿刺器械新需求

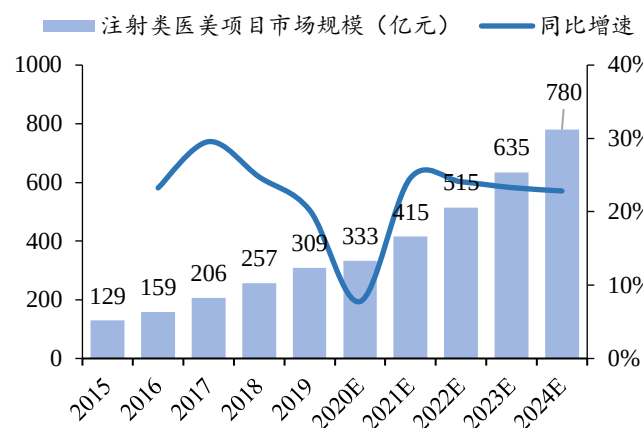
美容注射：注射类轻医美项目带动对注射类医美器械需求大增

根据新氧医美行业白皮书预测，2020 年注射类轻医美市场规模预计超 300 亿元，2015-2019 年复合增速超过 24%。根据 Frost & Sullivan 数据，2015-2019 年医美注射类终端市场规模复合增速为 24.4%，2020 年达到 333 亿元，在轻医美业务占比约四成，主要包括玻尿酸类、肉毒素类以及胶原蛋白填充剂类注射。

根据亿渡数据，2016-2020 年，中国合规医美器械市场规模从 47.5 亿元增长至

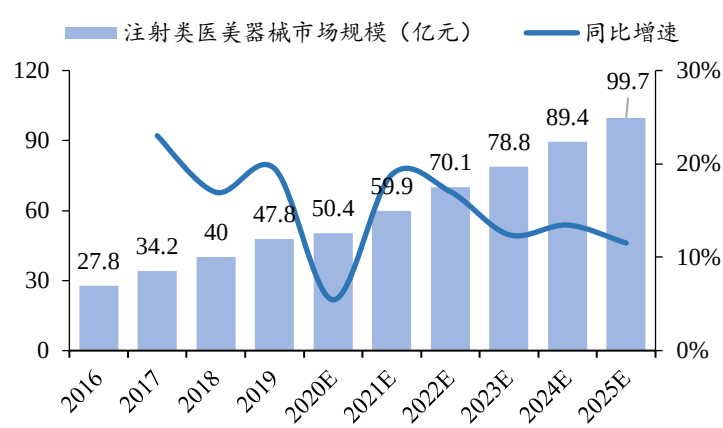
81.8 亿元，呈现稳步增长态势。其中注射类医美器械，2016-2020 年，在“轻医美”项目受欢迎程度不断推动下，注射类医美器械市场规模由 28 亿元增长至 50 亿元，预计“少女针”、“童颜针”等 2020 年前后获批的新型医美器械，市场占比将稳步提高，2025 年将进一步达到 100 亿元，2021-2025 年复合增长率达约 15%。

图表 24 中国注射类医美市场规模 (亿元)



资料来源：新氧医美白皮书，Frost & Sullivan，华安证券研究所

图表 25 中国注射类医美器械市场规模 (亿元)



资料来源：亿渡数据，华安证券研究所

注射类美容针主要包括锐针和钝针，钝针是在锐针的基础上改良而来，相较于锐针斜角形的针头损伤血管、神经风险大大减少，血管栓塞发生率大幅下降。在临床应用上，锐针和钝针结合使用，可兼顾使用安全和效果。新氧数据研究院数据显示，2021 年医美用户数已经达到 1,873 万人，注射项目通常需要持续多次注射，每个用户医美消费平均每次使用美容针数量约 3-5 支，仅美容针的市场需求量约 5,000 万支。

疫苗注射：HPV 等高价疫苗、新冠疫苗等大品种注射需求持续增加

我国的疫苗以免疫规划苗为主，二类苗的渗透率不高。随着国内企业国产重磅二价苗品种的上市，如 13 价肺炎、HPV 疫苗（二价、九价）、带状疱疹疫苗等，居民对疫苗预防作用的认识程度加深，疫苗接种积极性也会提升。而且未来新的疫苗，如 RSV 疫苗、肿瘤治疗疫苗也会不断推出，疫苗接种量会持续增长。

目前全球仍自在新冠疫情的大背景下，疫苗是防疫的重要屏障，对居民接种疫苗的教育也较疫情前更充分。全球范围内不同区域的疫苗接种率差异也比较大，新冠疫苗本身就还有很大的接种需求。

从接种所需的注射穿刺器械来说，除了普通的疫苗注射器、一次性无菌注射器外，预灌封注射器包装也在增加，如康泰生物旗下的四联苗、万泰生物的二价 HPV 疫苗（部分省份包装），这些都将驱动注射穿刺器械市场增长。

图表 26 我国批准的疫苗注射器注册证

序号	注册证编码	注册人名称	产品名称	规格
1	国械注准 20153142386	江西三鑫医疗科技股份有限公司	一次性使用无菌自毁型固定剂量疫苗注射器 带针	0.1 mL、0.3 mL、0.5 mL、1 mL
2	国械注准 20173140840	江西三鑫医疗科技股份有限公司	一次性使用回缩自毁式疫苗注射器 带针	

3	国械注准 20173150840	江西三鑫医疗科技股份有限公司	一次性使用回缩自毁式疫苗注射器带针	
4	国械注准 20153141054	河南曙光汇知康生物科技股份有限公司	一次性使用无菌自毁型固定剂量疫苗注射器带针	0.1mL、0.3mL、0.5mL 和 1mL
5	国械注准 20163141637	广东海鸥医疗器械股份有限公司	一次性使用无菌自毁型固定剂量疫苗注射器带针	
6	国械注准 20153141758	圣光医用制品股份有限公司	一次性使用无菌自毁型固定剂量疫苗注射器带针	0.1ml、0.2ml、0.3ml、0.4ml、0.5ml、1ml
7	国械注准 20173150989	安徽天康医疗科技股份有限公司	一次性使用无菌自毁型固定剂量疫苗注射器带针	0.1ml、0.2ml、0.3ml、0.4ml、0.5ml

资料来源：NMPA，华安证券研究所

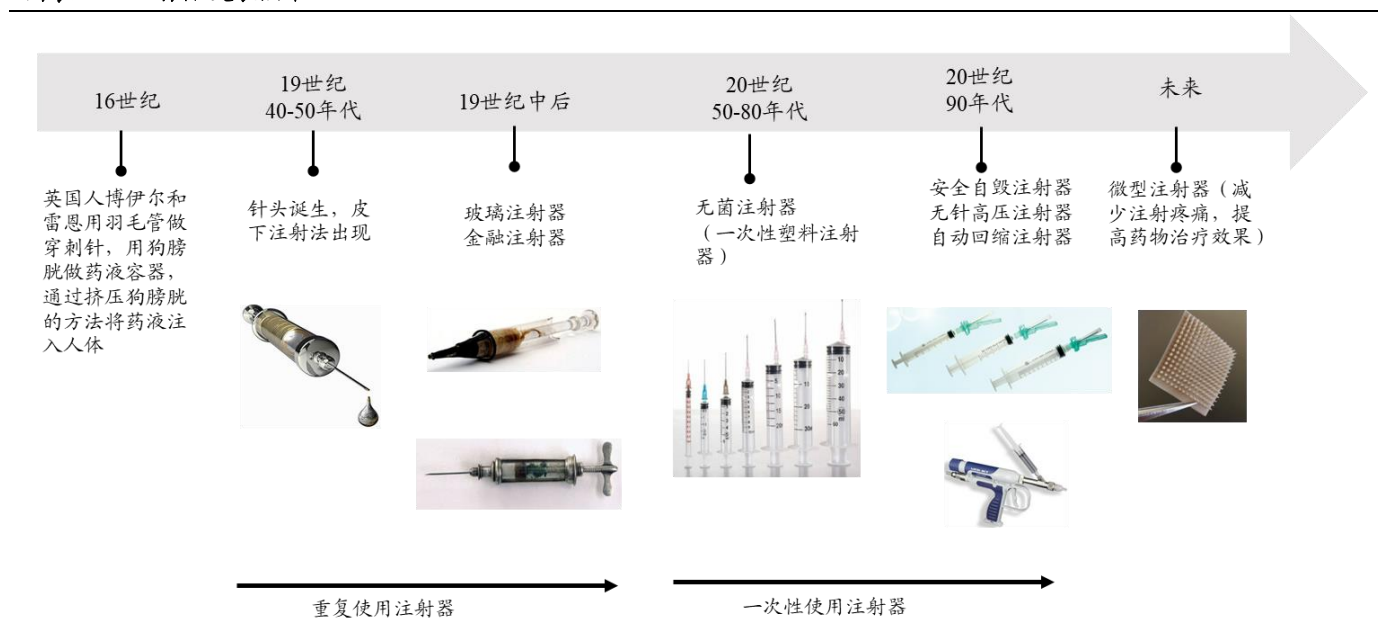
3 老牌企业，产品升级和成本优势巩固护城河

3.1 产品升级，安全类穿刺器械带动利润率提升

产品升级，向更安全、更智能化发展。从低值耗材类产品的升级趋势看，主要是围绕制造材料、工艺制造、工艺设计方面，对患者更友好，对医护人员更友好，减少使用过程中的不适感（如病人注射时剧烈的疼痛感、医护人员推动吃力），加速病人恢复（减少药的浪费，提高药物使用效率），减少医护人员的职业暴露和感染（如被针刺伤、接触被 HIV 病毒感染患者等），降低医院的感染风险等。

以注射器为例，从有现代注射器意义的 16 世纪起，到目前也经过了几个世纪的更迭，从简单的重复使用的玻璃/金属注射器，发展到一次性塑料注射器，再发展到安全式注射器、无针注射器等（如无针胰岛素注射器），注射器持续沿着更有利于病人、医护的方向优化。一些可穿戴设备，也与给药方式相结合，更智能化，如胰岛素泵类的可穿戴智能产品，帮助患者养成习惯，科学控糖。

图表 27 注射器发展历程



资料来源：BBC 新闻，华安证券研究所

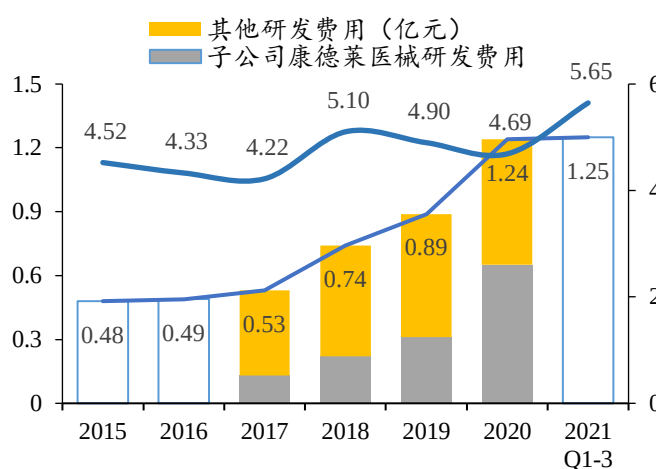
欧美国家,推行安全注射穿刺的理念较我国更早一些。根据 360 Market Updates 发布的“Global Safety Syringes Market Insights, Forecast to 2025”, 2018 年全球安全注射器市场价值为 78 亿美元,到 2025 年底将达到 296 亿美元,2019-2025 年复合年增长率为 21%。北美持续主导全球市场,完善的医疗保健基础设施、大量的针头损伤以及对疾病预防意识的提高是推动北美安全注射器市场的主要因素。

公司研发投入增加,安全型产品数量增加。公司自 2016 年上市,上市后公司在医用穿刺针系列,重点开发安全式留置针、安全注射针、安全采血针、安全输液针、回血型采血针及特殊用途花色针等;医用穿刺器系列,重点开发安全类注射器、特殊功能输液器、预充式导管冲洗器、泵用输液器、泵用注射器、便携式输注泵等。

截至 2021 年,公司累计对安全针系列、无针加药系列、医美系列、专科注射器、采血检验系列、胰岛素针器系列、介入系列等产品进行了开发,对活检针、冲洗针、牙科针、安全留置针、采血针等产品进行升级迭代。一次性使用美容注射包、一次性使用可见回血型采血针、一次性使用注射笔用针头、新款输液针型安全留置针、全自动活检针、玻璃材质非无菌采血管等产品已完成临床试验并提交注册申报资料,其中一次性使用注射包(美容包)产品在 2021 年 10 月拿到产品注册证。

在价格上,安全型产品也较普通产品价格更高,例如安徽蚌埠市医保局在对留置针招标时,对不同类型的留置针也做了限价指导,其中密闭式防刺伤类价格显著高于普通型留置针。

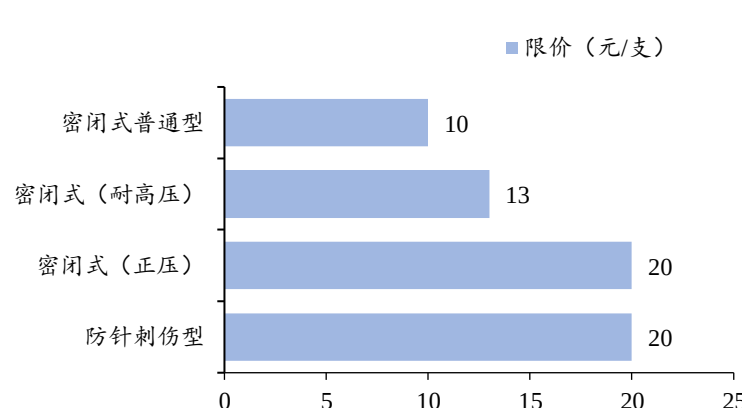
图表 28 公司研发费用投入规模(亿元)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

注: 2015、2016 和 2021Q1-3 没有细分数据

图表 29 安全型产品价格高于普通产品(留置针为例)

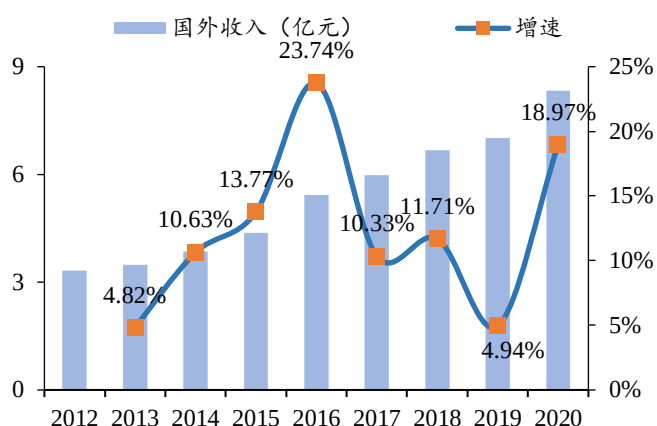


资料来源: 蚌埠市医保局, 华安证券研究所

新产品导入海外市场顺利,带动利润率提升。公司海外收入一直占比在 30-40% 之间,早期以 OEM 产品为主,产品种类以普耗类的注射器和输液器为主,客户主要是一些国外的大型经销商/配送商,毛利率水平较低。近些年随着公司安全注射系列产品、营养喂食系列、预灌封注射类产品在国外客户中的导入,且公司从 OEM 逐渐切换到 ODM 的加工模式,毛利率水平较前些年有显著提升。

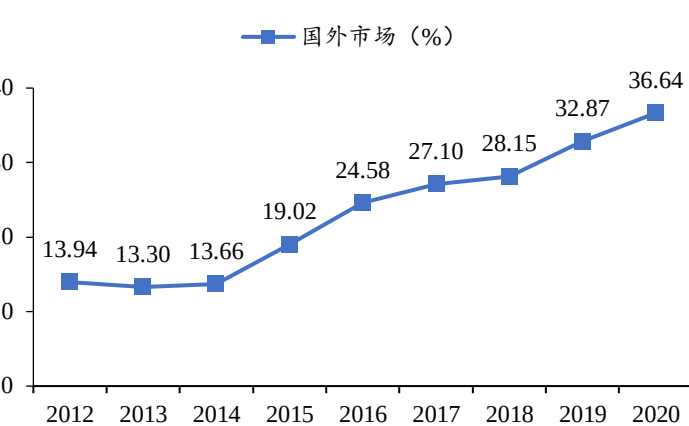
市场分布看,公司海外市场是以欧美市场为主,未来公司广西颐文基地建成后,广西颐文将向东盟辐射,进行市场延伸拓展。

图表 30 公司海外市场收入及增长情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 31 公司海外市场毛利率情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

3.2 受益于带量采购，留置针等普通耗材市占率有望提升

根据国家医用耗材集中带量采购和使用实施方案，医用耗材（包括低值耗材和高值耗材）的采购形式主要分为三种：（1）国家层面组织对医用耗材的集采中带量采购，如 PCI 支架；（2）省级或跨省级联盟层面的集中带量采购，主要针对将医疗机构临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、竞争较为充分、同质化水平较高的医用耗材，如对人工晶体、关节植入物等；（3）动态挂网采购，针对未带量采购的医用耗材（含检验试剂）及新批准上市的医用耗材实行动态挂网采购。

目前针对一次性注射器、留置针类的低类耗材，自 2019 年 5 月起，全国范围主要是在省级层面开展带量采购，包括青海、河北、河南、陕西、福建等在省级层面带量采购，以及山西、山东、江苏、重庆、安徽等省份在地市级范围内开展了带量采购。

留置针：省级带量集采中标价 3-11 元不等，公司市场份额有望翻倍提升

公司留置针 2018 年和 2019 年分别销售量约 2,081 万支和 2,256.52 万支，贡献收入分别为 6373.19 万元和 7602.78 万元，平均出厂价分别为 3.06 元/支和 3.37 元/支。2019 年 8 月后，公司中标多数省份开展的留置针带量采购，带量采购分组，不区分进口和国产，根据留置针种类分密封型和开放型两个大类分组，再在这个基础上按是否含塑化剂（DEHP）分组，而且在这个基础也还有普通型、安全型、带接头（正压或恒压）之分。

留置针这个产品自 1962 年由德国贝朗公司发明后，产品从开放式发展到密闭式，从普通型发展到安全防刺伤型，接头也从无接头到有接头并带肝素帽的密闭留置针。公司产品主要集中在密闭型静脉留置针（不含 DEHP）类型。

图表 32 青海省留置针带量采购中标企业情况

序号	产品名称	分类	规格	中选企业	价格 (元/支)
1	动脉留置针		各种规格	贝朗医疗（上海）	11
2	开放型静脉留置针	不含 DEHP（安全型）	16G、18G、20G、22G、24G、26G	河南驼人贝斯特	4.86

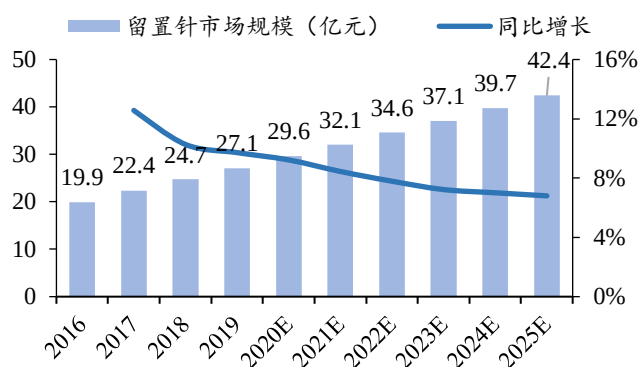
4	开放型静脉留置针	含 DEHP (安全型)	各种规格	山东威高集团	7.5
5	开放型静脉留置针	含 DEHP (普通型)	各种规格	山东新华安得医疗	2.5
3	开放型静脉留置针	不含 DEHP (普通型)	各种规格	山东新华安得医疗	2.5
9	密闭型静脉留置针	含 DEHP (普通型)	各种规格	苏州林华医疗	3.7
8	密闭型静脉留置针	含 DEHP (安全型)	各种规格	苏州林华医疗	5.6
7	密闭型静脉留置针	不含 DEHP (普通型)	各种规格	浙江康德莱医疗	3.19
6	密闭型静脉留置针	不含 DEHP (安全型)	各种规格	浙江康德莱医疗	4.76

资料来源：青海省医保局，华安证券研究所

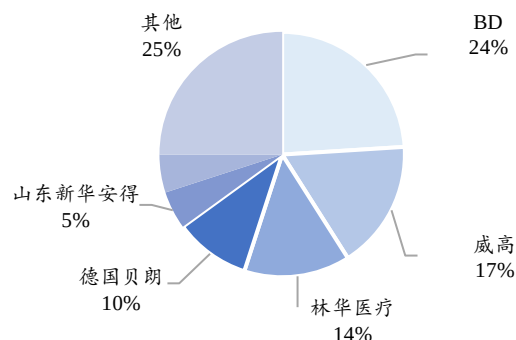
注：留置针最高降幅 88.3%，最低降幅 68.3%，平均降幅 78.9%

根据林华医疗招股书披露，2018 年我国住院病人留置针产品年使用量约为 3.55 亿支，按公司 2018 年销量 2,081 万支来计算，公司销量的市场占有率接近 6%。中国医药物资协会统计，2016-2019 年，中国留置针市场规模由 19.9 亿元增长至 27.1 亿元，预计 2025 年的市场规模将达到 42.4 亿元，年复合增长率达 7.75%，从金额来计算，公司的 2019 年销量额 7602.78 万元，公司市场占有率接近 3%。

图表 33 我国留置针市场规模情况 (亿元)



图表 34 2019 年留置针国内市场竞争格局 (按销量)



资料来源：中国医药物资协会、中关村玖泰药物临床试验技术创新联盟，百合医疗招股书，华安证券研究所

资料来源：百合医疗招股书，华安证券研究所

截至 2021 年 12 月，全国层面留置针带量采购中，公司多数省份中标，帮助公司快速拓展进原来没有销售的空间省份（如招标的河南、陕西、青海等省份），公司也会跟随中标情况而扩大产能。根据中标情况，全国留置针主要中标企业有 10 家左右，公司的排位在第 5 到 10 名，部分省份能排在前三顺位，考虑带量采购对中标企业销售的保障，预计公司留置针的市场份额会较 2018-2019 年显著提升。

图表 35 康德莱留置针带量采购中标情况 (省级集采)

省/直辖市	城市/地区	涉及产品	开始时间	康德莱是否中标
重庆市	渝琼滇黔宁桂新新疆兵团	静脉留置针	2021 年 12 月	是
陕西省	全省	静脉留置针	2021 年 1 月	是
河北省	全省	静脉留置针	2021 年 6 月	是
河南省	全省	静脉留置针	2020 年 12 月	是
青海省	全省	静脉留置针	2020 年 9 月	是

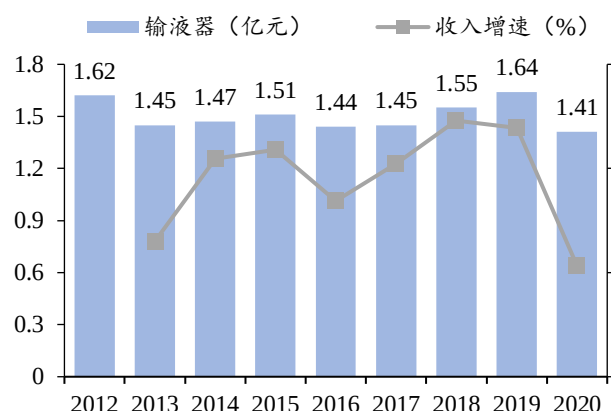
福建省	全省	静脉留置针	2020年7月	是
-----	----	-------	---------	---

资料来源：各省医保局，华安证券研究所

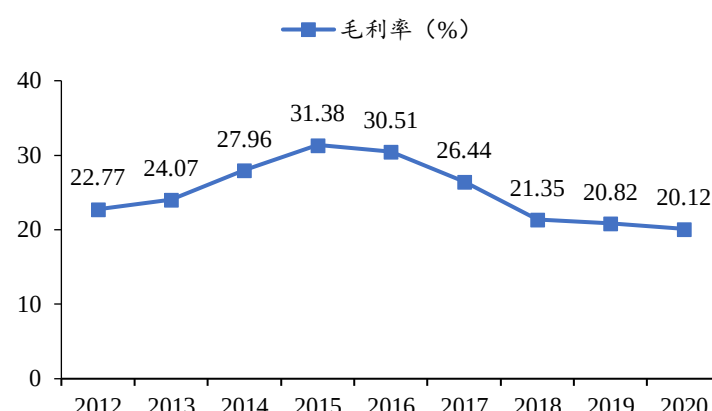
输液器：从公司产品收入披露口径来看，公司穿刺器主要包括输液器和注射器，输液器收入近 10 年来一直较为稳定，2012 年的收入 1.62 亿元，2020 年的收入约 1.41 亿元，毛利率水平先升后降，目前维持在 20% 左右。

图表 36 公司输液器收入及增长情况

图表 37 公司输液器产品的毛利率情况 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所



资料来源：wind，华安证券研究所

输液器可以按功能分为普通输液器和特种输液器。特种输液器主要包括精量调节、精密过滤、避光等特性的输液器。从公司在全国各省挂网/中标的输液器产品的价格来看，特种输液器的价格要显著高于普通的一次性使用输液器，如一次性使用流量设定微调式输液器（带针）在湖南省和陕西省的参考价约为 35 元/支，一次性使用精密过滤输液器（带针）在陕西省的参考价为 22.25 元/包。特种输液器较普通输液器，能够提高药液利用，有利患者康复。例如在输液全过程中，不必密切关注药液瓶内的液位，能让药液瓶内的药液充分输完。

图表 38 康德莱部分输液器中标/挂网价格

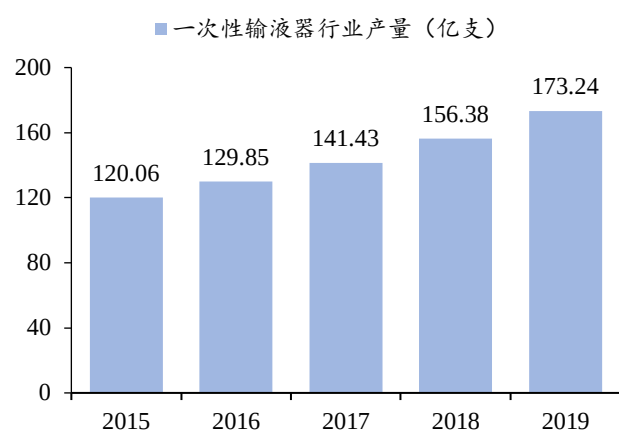
产品名称	规格	型号	单位	中标省份	价格(元)
一次性使用静脉输液针			1 包	陕西省	0.98
一次性使用静脉输液针	0.36mm、0.45mm、0.4mm、0.55mm、0.5mm、0.6mm、0.7mm、0.8mm、0.9mm、1.1mm、1.2mm	保护式单翼	1 包	湖南省	0.64
一次性使用输液器带针	双钢针、注塑滴斗、带针	进气式	1 支/包	江苏省	0.94
一次性使用流量设定微调式输液器带针	普通型(输液针有单翼、双翼、无翼，规格有:0.4、0.45、0.5、0.55、0.6、0.7、0.8、0.9、1.1、1.2)	普通型	1 支/包	陕西省	35
一次性使用输血器带针	TS001	TS001	1 支/包	陕西省	2.4
一次性使用精密过滤输液器带针	FIV01-3，配套输液针有单翼、双翼、无翼，规格有:0.4、0.45、0.5、0.55、0.6、0.7、0.8、0.9、1.1、1.2mm	FIV01-3	1 包	陕西省	22.25
一次性使用避光输液器带针	普通型(PG)，配套输液针有单翼、双翼、无翼，输液针有:0.4、0.45、0.5、0.55、0.6、0.7、0.8、0.9、1.1、1.2mm，针管长度有:15、20、25、28mm	普通型(PG)	1 支/包	陕西省	13.5

一次性使用流量设定微 调式输液器带针	普通型(输液针有单翼、双翼、无翼,规格有: 0.4、0.45、0.5、0.55、0.6、0.7、0.8、0.9、1.1、 1.2)	普通型	1 支	湖南省	35
-----------------------	---	-----	-----	-----	----

资料来源: 萝卜投资医药数据库, 华安证券研究所

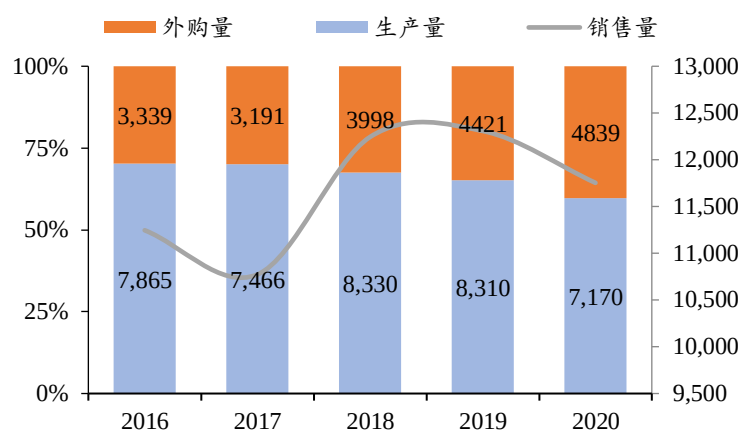
根据中国市场研究网统计, 预计 2019 年我国一次性输液器生产量达到了 173.24 亿支, 占全球市场份额的 35.42%, 但市场上大部分产品为普通输液器, 特种输液器的占比仍不高。公司输液器的产能, 2016 年公司 IPO 时披露, 输液器的产能约 7070 万支 (2014 年), 近些年输液器产能相对稳定, 而且国内普通输液器价格与国外存在倒挂, 公司也有较多输液器产能是供出口使用。

图表 39 中国一次性输液器产量 (亿支)



资料来源: 中国市场研究网, 华安证券研究所

图表 40 康德莱输液器产销量情况 (万支)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

公司特种输液器产能预计在 1000 万支, 规格较全, 包括一次性使用精密过滤输液器带针、一次性使用避光输液器带针、一次性使用流量设定微调式输液器带针、一次性使用精密过滤输液器(TPE 输液器)等。2019 年来, 部分省市也对特种输液器进行带量采购, 公司特种输液器中标能够保障公司输液板块收入稳定。

图表 41 康德莱部分特种输液器中标情况

区域	采购产品类型	采购量 (万支)	公司是否中标	预估中标量
辽阳市输液器带量采购	精密输液器和避光输液器	180.13	是	50 万支
青岛、淄博、烟台、潍坊、威海五市	精密输液器和避光输液器	961.52	是	300 万支

资料来源: 各地医保局, 华安证券研究所

3.3 胰岛素注射笔针、美容针成为大单品潜力大

胰岛素注射笔针未来 5 年有望维持 40% 复合增速。公司胰岛素注射系列的产品主要有胰岛素注射器、胰岛素笔针和安全胰岛素笔针 (未在 NMPA 拿证, CE 认证)。公司 2019 年胰岛素注射笔针销售约 1.08 亿支, 实现收入约 0.23 亿元。公司线上和可孚医疗合作销售, 线下进入广东中医药大学深圳医院等三甲医院, 线上和线下结合, 共同促进产品渗透率提升。目前公司胰岛素笔针线上销量第一, 超过 BD, 线下也仅次于 BD。

图表 42 公司胰岛素注射类产品



资料来源：京东商城，华安证券研究所

公司安全胰岛素笔针，2017 年 1 月取得了国家知识产权局核发的《实用新型专利证书》（证书号第 5862862 号），专利号为 ZL201620508723.7。公司安全型胰岛素笔针采用透明保护壳设计，使用后自动激活安全回缩装置向前滑出，覆盖住裸露的针头，从而避免刺伤和交叉感染风险。安全胰岛素笔针拥有更加安全高效的使用体验，销售价格也较普通的胰岛素笔针更高（差 10 倍甚至更高），公司安全型胰岛素笔针未来国内市场推出有望在中高端客户中进行推广渗透，进一步扩大公司收入。考虑国内市场，预计随着公司产能的逐渐提升，2025 年预计实现销售收入 2.5 亿元，2021-2025 年复合增速约 40%。

图表 43 公司胰岛素收入规模预计（国内市场）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国糖尿病人数（亿人）	1.16	1.29	1.41	1.51	1.58	1.63	1.68
yoy		11.21%	9.30%	7%	5%	3%	3%
中国糖尿病患者治疗率	49%	49%	55%	60%	62%	63%	64%
中国糖尿病患者胰岛素使用率	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
胰岛素针使用次数/天	2	2	2	2	2	2	2
全国胰岛素针使用量（亿支）	119	137	168	196	212	222	232
yoy		15.13%	22.63%	16.67%	8.16%	4.72%	4.50%
公司胰岛素销售量市占率	0.91%	1.30%	1.65%	1.93%	2.24%	2.60%	2.97%
公司胰岛素针产能（万支）	20,000	30,000	40,000	50,000	60,000	70,000	80,000
yoy		50.00%	33.33%	25.00%	20.00%	16.67%	14.29%
产能利用率（国内市场）		59.16%	69.24%	75.55%	79.24%	82.42%	86.15%
公司胰岛素针销售数量（万支）	10,792	17,749	27,695	37,775	47,542	57,691	68,922
yoy		64.46%	56.04%	36.40%	25.86%	21.35%	19.47%
销售单价(元/支)	0.21	0.25	0.30	0.32	0.33	0.35	0.36
yoy	17.56%	20.00%	6.67%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
胰岛素针销售额（万元）	2,295	4,437	8,309	11,899	15,725	20,035	25,133
yoy		93.34%	87.24%	43.22%	32.15%	27.41%	25.44%

资料来源：IDF，华安证券研究所

医美板块国内外产品代差明显，公司先发优势大。公司近几年也重点发力医美

板块，公司 2022 年 1 月独家投资医美上游企业美械宝医美平台科技有限公司。“美械宝”是医美上游企业，位于成都天府国际生物城，是高新区重点培育的创新型企业，旗下二类医疗器械的胶原蛋白产品 Onlyfun 维壹美“嘭嘭胶原”与国内美莱、朗姿、爱思特、华韩、八大处等 300 余家大型医美机构形成合作，服务网络覆盖全国 20 余个省市自治区。

产品布局上，公司一次性注射包（美容用）已经于 2021 年 10 月获批，在研或在审批产品还包括植发针、植发笔、小微针等，下游应用场景广泛，注射填充类、植发类都是年轻人的“新刚需”场景。公司美容针（美容钝针）在欧洲市场上市多年，如法国市场，产品已经迭代到第三代产品，公司的美容钝针也是国内第一个获批的三类器械，用于在真皮组织注射修饰透明质酸钠凝胶产品以进行面部填充的产品。在目前市场规模菌医美器械使用规范的背景下，公司先发优势大。公司也会针对这些产品做迭代和拓展，形成一系列产品组合。单就医美用钝针，我们预计也将会是 5 亿元收入级别的大单品。

除了人用医疗器械，公司也有发力宠物用穿刺市场。2021 年 11 月 29 日康德莱公告称，因上海康德莱企业发展集团股份有限公司经营发展需要，需增加宠物类医疗器械的经营范围。

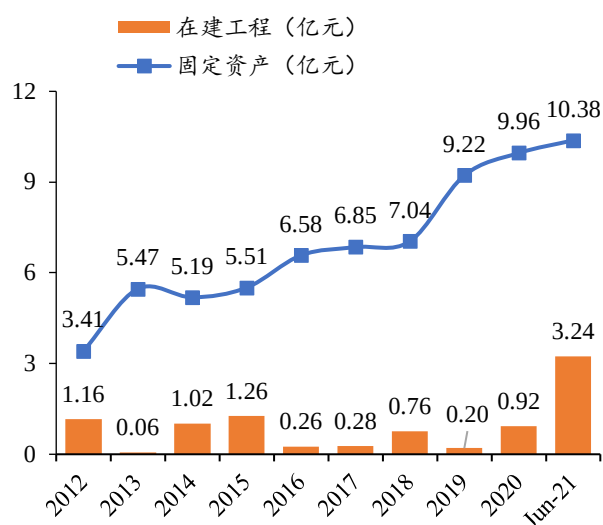
根据《2020 年宠物行业白皮书》，我国 2020 年城镇宠物猫狗数量合计约达 10,084 万只，养宠人数达 6,294 万人，较 2019 年新增 174 万人。宠物疫苗注射，宠物犬每年需注射一针犬五联和一针狂犬病疫苗，宠物猫每年需注射一针猫三联和一针狂犬病疫苗，狂犬病疫苗的渗透率还不到 50%，整体仍有较大增长空间。

3.4 规模效应大，一体化制造成本优势显著

公司拥有一体化制造优势。公司作为国内拥有完整医用穿刺器械产业链的综合性企业，产业链生产环节涵盖从不锈钢焊管制造到医用穿刺器械装配、包装、灭菌等各个环节。通过穿刺针核心环节建立起技术优势，生产的针管不仅完全可供自用，还能向其他医用穿刺器械生产商提供针管、成品针等针类产品，在针类产品的市场上形成了稳固的市场份额和市场地位。

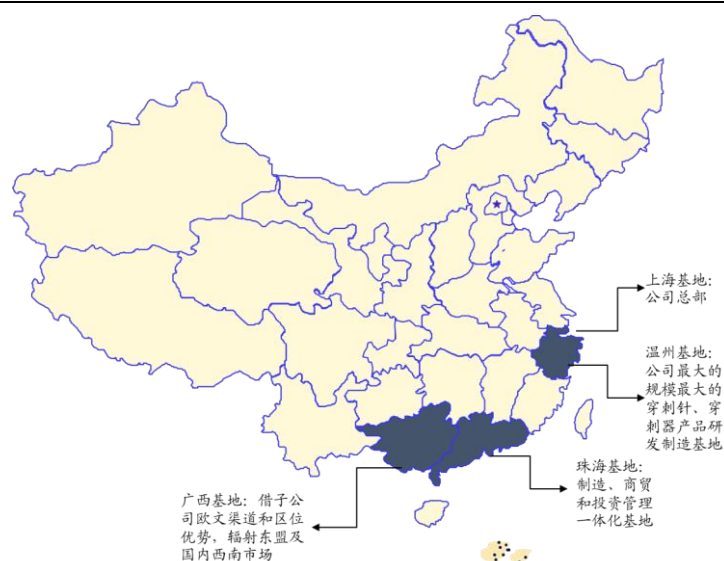
公司依靠在穿刺针领域的优势地位，采取“以针带器”的方式，向产业链下游穿刺器延伸，进行模具开发制造、穿刺器械生产等。公司在上海、温州、珠海、广西设立四大制造基地，形成生产经营规模化效应，通过持续投入自动化设备，提高产品品质，实现针器一体化发展，形成低成本竞争优势。

图表 44 康德莱固定资产及在建工程变化情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 45 康德莱四大制造基地



资料来源: WIND, 华安证券研究所

公司产能大, 规模优势大。2020 年公司年产穿刺类约 140 亿支, 其中自身配套使用约 88.6 亿支, 对外销售 51.1 亿支, 国内产能超 10 亿支的公司数量约 10 家, 多数厂家的产能在 1 亿支以下。公司的自动化率较高, 公司持续投入智能自动化设备 (如留置针组装机等专项设备), 提高生产效能, 而且穿刺针类生产线不同品种之间的柔性生产也有空间, 可以根据市场情况做切换。

图表 46 公司穿刺针类产品生产情况

	主要产品	单位	生产量	外购量	其中自用量	销售量
2020	穿刺针类	万支	1,396,481	37421	885,955	510,978
2019	穿刺针类	万支	1,279,709	36939	796,496	502,827
2018	穿刺针类	万支	1,373,224	21534	787,400	609,323
2017	穿刺针	万支	1,306,081	17971	699,856	619,662

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 47 公司注射器类产品生产情况

	主要产品	单位	生产量	外购量	销售量	库存量
2020	注射器类	万支	182,607	14850	189,439	32,661
2019	注射器类	万支	151,534	17436	166,813	24,745
2018	注射器类	万支	171,442	21947	149,884	21,941
2017	注射器类	万支	129,455	24267	150,665	21,552

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4 公司盈利预测与估值

4.1 公司业绩拆分与估值对比

公司主要收入按市场划分主要是国内市场和海外市场, 从产品各类来看主要是

穿刺器（输液器、注射器）和穿刺针（成品针、散针），介入类（经营主体为 H 股公司康德莱医械，公司持股 25.82%）以及收购的广西欧文四大类，增长最快的是海外市场（主要是安全系列、喂食系列驱动）、胰岛素注射笔针、美容针和留置针以及子公司经营的介入板块。

收入预测：

（1）注射器：公司大部分左右是普通的一次性注射器，剩下主要是安全注射器、营养喂食器、一次性加药注射器、胰岛素注射器，我们预计公司注射器整体增速保持在 25-30%；

（2）输液器：公司输液器产能基本稳定，而且主要是普通输液器，部分省份有中标特种注射器，整体增速我们预计维持在 10-15%之间。

（3）成品针：公司实验室耗材目前产品品类相对较少，公司也还做更多品类的增加，我们预计公司跟随大客户 Thermo Fisher 和 Neogen 的订单增长而增长，未来 3 年收入增长率有望保持在 25-30%。

（4）散针、针管：公司每年都有较多的散针出售，但数量在下降，且随着公司自身使用针量增加，这部分业务增量空间有限，我们预计未来 3 年收入增速在 5%以内。

（5）介入板块：公司子公司为经营主体，介入板块伴随微创手术在外科领域的广泛渗透而保持高速增长，我们预计介入板块未来 21-24 年保持 30-35%增速增长。

（6）管袋类：公司近几年新推出用于临床病人所使用的一次性使用集尿袋、延长管、输液袋等医疗产品，目前基数也小，我们预计未来 3 年仍能维持 30-50%的调整增长。

（7）广西欧文：广西欧文是一家经营多品类医疗器械的，偏医疗器械流通属性的公司，目前也正在建新的产能，我们预计近几年其原有业务增速维持在 15-20%。

综上，我们预计公司 2021-2024 收入有望分别实现 30.97 亿元、38.71 亿元、47.18 亿元和 57.24 亿元，同比增长分别约 17.05%、25.03%、21.88%和 21.33%，考虑到公司高毛利率产品占比逐渐提升，公司整体的毛利率和净利率水平也会逐年提升，我们预计公司 2021-2024 年归母净利润分别实现 2.91 亿元、3.92 亿元、4.90 亿元和 6.10 亿元，同比增长分别约 43.7%、34.6%、24.8%和 24.6%。

图表 48 收入拆分及预测 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业总收入	18.17	26.45	30.96	38.71	47.18	57.24
yoy		45.57%	17.06%	25.03%	21.88%	21.33%
毛利率 (%)	37.88	38.58	39.60	40.51	40.90	41.24
穿刺针类	4.67	5.06	6.07	8.11	9.50	11.16
yoy		8.35%	19.87%	33.71%	17.19%	17.42%
毛利率	42.26	43.37	44.29	44.03	43.85	43.61
散针、针管	0.67	0.68	0.75	0.76	0.77	0.77
yoy		1.49%	10.00%	1.50%	1.00%	1.00%
毛利率	25.13	24.83	25.00	25.00	25.00	25.00
成品针	4.01	4.38	5.32	7.35	8.74	10.39
yoy		9.23%	21.41%	38.24%	18.87%	18.86%
毛利率	45.12	46.23	47.00	46.00	45.50	45.00
一次性注射针	0.79	0.87	0.96	1.05	1.16	1.27
yoy		10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
一次性采血针	0.84	0.97	1.11	1.28	1.47	1.69
yoy		15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
一次性胰岛素笔针	0.23	0.44	0.83	1.19	1.57	2.00
yoy		91.30%	88.64%	43.37%	31.93%	27.39%
一次性留置针	0.76	0.84	0.96	1.15	1.40	1.70
yoy		10.00%	15.00%	20.00%	21.00%	22.00%
美容针				1.00	1.30	1.69
yoy					30.00%	30.00%
其他类针	1.39	1.27	1.46	1.68	1.85	2.03
yoy		10.00%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%
穿刺器类	6.73	6.87	9.51	12.02	14.79	18.12
yoy		2.08%	38.38%	26.42%	23.02%	22.59%
毛利率	30.06	34.19	35.20	36.50	37.64	38.74
注射器	5.10	5.46	8.03	10.43	13.04	16.17
yoy		7.06%	47.00%	30.00%	25.00%	24.00%
毛利率	33.03	37.83	38.00	39.00	40.00	41.00
输液器	1.64	1.41	1.48	1.58	1.74	1.95
yoy		-14.02%	5.00%	7.00%	10.00%	12.00%
毛利率	20.82	20.12	20.00	20.00	20.00	20.00
介入板块	2.71	3.01	3.91	5.09	6.51	8.14
yoy		11.07%	30.00%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率	65.18	60.10	60.00	60.00	60.00	60.00
管袋类	0.29	0.55	0.88	1.32	1.78	2.32
yoy		89.66%	60%	50.00%	35.00%	30.00%
毛利率 (%)	36.01	30.58	30.00	30.00	30.00	30.00
广西欧文	3.70	10.91	10.53	12.11	14.53	17.43

yoy			-3.50%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	26.75	33.48	34.00	35.00	35.00	35.00
其他业务收入	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
按地区						
中国市场	11.09	18.04	20.12	24.62	29.56	35.22
yoy		62.67%	11.54%	22.35%	20.09%	19.14%
毛利率	41.05	39.41	40.47	41.37	41.44	41.39
海外市场	7.01	8.34	10.84	14.09	17.62	22.02
yoy		18.97%	30.00%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	32.87	36.64	38.00	39.00	40.00	41.00

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

可比公司估值

公司可比公司有采纳股份、三鑫医疗、三诺生物、山东药玻、威高股份等公司, 以及与康德莱业务关系相关的可孚医疗、爱美客等公司。截至 2022 年 3 月 30 日, 可比公司 2022 年 PE 平均水平约为 27 倍, 公司对应约 23 倍, 低于可比公司的平均水平。

图表 49 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润 (亿元)				PE		
			20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E
三鑫医疗*	300453.SZ	43.86	1.16	1.56	2.06	2.52	28.11	21.29	17.40
采纳股份*	301122.SZ	64.53	1.37	1.31	2.08	3.08	49.26	31.02	20.95
三诺生物	300298.SZ	105.33	1.87	3.51	4.62	5.72	30.01	22.80	18.41
山东药玻	600529.SH	155.29	5.64	6.62	8.53	10.67	23.46	18.20	14.55
威高股份	1066.HK	395.36	20.3	22.45	N/A	N/A	17.61	N/A	N/A
维力医疗	603309.SH	43.13	1.53	1.21	1.69	2.32	35.65	25.52	18.59
爱美客	300896.SZ	1,052.18	9.58	14.66	21.21	28.98	71.77	49.61	36.31
可孚医疗	301087.SZ	98.81	4.24	4.27	5.65	7.3	23.14	17.49	13.54
平均水平							34.88	26.56	19.97
康德莱*	603987.SH	85.58	2.03	2.91	3.92	4.9	31.79	23.48	18.81

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: **选取 2022 年 4 月 6 日收盘市值水平, 标*号公司归母净利润取自华安证券研究报告, 其他可比公司数据均取 WIND 一致预测 (180 天)

4.2 投资建议: 穿刺器械龙头, 产能扩张+产品升级, 盈利能力改善, 首次覆盖

注射穿刺器械应用领域广泛, 终端场景丰富, 市场需求量大。注射穿刺器械应用领域广泛, 市场需求量大, 2020 年国内市场规模约 272 亿元, 近五年复合增速达 19%。未来受终端应用场景拓展, 行业增速仍能维持在较高水平。(1) 传统临床使用类, 受人口老龄化下诊疗需求驱动和临床诊疗术式升级, 临床用注射穿刺类需求稳定增长;(2) 生物制剂快速发展, 自我给药的注射穿刺需求大增, 如传统以胰岛

素为代表的慢性用药，用药人群仍有较大的渗透空间；（3）医美、高价疫苗等偏消费医疗属性的需求催化，新生注射穿刺类器械需求增加。

公司是注射穿刺领域的龙头企业，产品升级，海外市场逐渐成为亮点。公司是注射穿刺领域的龙头企业，产品升级，安全系列的产品不断上市（如安全注射器、安全注射针、安全采血针、安全胰岛素笔针等），海外市场逐渐成为亮点。公司海外市场产品从普耗类的输液器、一次性注射器，扩展到安全型产品，从以简单的 OEM 模式拓展到 ODM 模式，海外市场的毛利率水平从的盈利水平也显著提升，从 2021 年的 13.94% 提升到 2020 年的 36.64%。

公司消费属性的胰岛素笔针、美容针均有望成为大单品。公司国内产品注册速度晚于海外市场，如安全型胰岛素笔针已获 CE 认证，医美钝针也早在法国实现销售。目前医美钝针已经获得 NMPA 批准，安全型胰岛素笔针预计也将在国内获批，消费属性强的胰岛素笔针、美容针均有望成为大单品。公司胰岛素笔针与可孚医疗进行线上合作，销量线上第一。中国胰岛素使用群体潜力大，预计配套笔针年需求量超 200 亿支，胰岛素带量采购等政策也有望加速胰岛素在患者中的渗透，预计公司胰岛素配套笔针 2025 年预计实现销售收入 2.5 亿元，2021-2025 年复合增速约 40%。公司美容针是公司医美事业部的拳头产品，该产品也是国内目前唯一经 NMPA 批准、含一次性使用钝末端注射针的注射包类产品。国内目前医美用户规模庞大，2022 年预计超 2,000 万人，注射类项目尤其高频，对美容针的需求量有望接近亿级，我们预计单就医美用钝针，也将会是 5 亿元收入级别的大单品。

我们预计公司 2021-2024 收入有望分别实现 30.97 亿元、38.71 亿元、47.18 亿元和 57.24 亿元，同比增长分别约 17.05%、25.03%、21.88% 和 21.33%，考虑到公司高毛利率产品占比逐渐提升，公司整体的毛利率和净利率水平也会逐年提长，我们预计公司 2021-2024 年归母净利润分别实现 2.91 亿元、3.92 亿元、4.90 亿元和 6.10 亿元，同比增长分别约 43.7%、34.6%、24.8% 和 24.6%。2021-2023 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.84 元和 1.05 元，对应 PE 估值分别为 31x、23x 和 18x。鉴于公司产品不断升级，海外市场拓展顺利，国内基本盘稳固，首次覆盖，买入评级。

风险提示：

- **新产品推出不及预期。**公司新产品注册上市不及预期，公司的经营业绩出现剧烈波动风险。
- **低值耗材集采风险。**公司普耗类产品更大范围内集采，价格超预期降价风险。
- **中美贸易关系风险。**公司海外市场，欧美市场为主，若国际经济、政治环境动荡，公司的经营也会受到重大影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E					
流动资产	2544	2571	2965	3590					
现金	1239	1084	1016	1337					
应收账款	678	747	1046	1207					
其他应收款	32	47	55	66					
预付账款	64	64	92	105					
存货	411	492	613	727					
其他流动资产	121	137	143	148					
非流动资产	1713	2203	2523	2724					
长期投资	2	3	3	3					
固定资产	996	1379	1539	1595					
无形资产	248	331	418	498					
其他非流动资产	467	490	562	628					
资产总计	4258	4774	5488	6314					
流动负债	1174	1267	1451	1625					
短期借款	540	540	540	540					
应付账款	264	291	374	447					
其他流动负债	370	436	537	638					
非流动负债	117	117	117	117					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	117	117	117	117					
负债合计	1291	1384	1568	1741					
少数股东权益	1206	1313	1451	1614					
股本	442	465	465	465					
资本公积	599	599	599	599					
留存收益	721	1012	1404	1894					
归属母公司股东权	1761	2076	2469	2958					
负债和股东权益	4258	4774	5488	6314					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	403	508	465	721					
净利润	203	291	392	490					
折旧摊销	136	184	196	183					
财务费用	31	16	16	16					
投资损失	-1	0	0	0					
营运资金变动	-96	-89	-278	-131					
其他经营现金流	429	486	808	784					
投资活动现金流	-207	-671	-516	-385					
资本支出	-331	-667	-512	-380					
长期投资	108	-4	-4	-5					
其他投资现金流	17	0	0	0					
筹资活动现金流	-20	7	-16	-16					
短期借款	99	0	0	0					
长期借款	-20	0	0	0					
普通股增加	0	24	0	0					
资本公积增加	18	0	0	0					
其他筹资现金流	-117	-16	-16	-16					
现金净增加额	167	-156	-67	321					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
营业收入	2645	3097	3871	4718					
营业成本	1625	1871	2303	2788					
营业税金及附加	22	25	31	38					
销售费用	304	356	445	557					
管理费用	194	226	275	330					
财务费用	10	-2	0	1					
资产减值损失	-2	0	0	0					
公允价值变动收益	-3	0	0	0					
投资净收益	1	0	0	0					
营业利润	380	467	624	768					
营业外收入	16	0	0	0					
营业外支出	6	0	0	0					
利润总额	390	470	624	768					
所得税	64	70	94	115					
净利润	326	399	530	653					
少数股东损益	124	108	138	163					
归属母公司净利润	203	291	392	490					
EBITDA	538	649	820	952					
EPS（元）	0.46	0.63	0.84	1.05					

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	45.6%	17.1%	25.0%	21.9%
营业利润	34.8%	22.8%	33.5%	23.2%
归属于母公司净利	19.2%	43.7%	34.6%	24.8%
获利能力				
毛利率（%）	38.6%	39.6%	40.5%	40.9%
净利率（%）	7.7%	9.4%	10.1%	10.4%
ROE（%）	11.5%	14.0%	15.9%	16.6%
ROIC（%）	9.5%	10.0%	11.8%	12.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	30.3%	29.0%	28.6%	27.6%
净负债比率（%）	43.5%	40.8%	40.0%	38.1%
流动比率	2.17	2.03	2.04	2.21
速动比率	1.76	1.59	1.56	1.70
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.65	0.71	0.75
应收账款周转率	3.90	4.15	3.70	3.91
应付账款周转率	6.16	6.42	6.16	6.24
每股指标（元）				
每股收益	0.46	0.63	0.84	1.05
每股经营现金流	0.91	1.09	1.00	1.55
每股净资产	3.99	4.46	5.31	6.36
估值比率				
P/E	34.11	30.93	22.98	18.41
P/B	3.93	4.34	3.65	3.05
EV/EBITDA	0.00	13.10	10.36	8.92

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李婵，研究助理，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。