

## 康德莱 (603987)

# 2021 年年报点评：主营业务持续增长，海外业绩表现亮眼

买入（维持）

2022 年 04 月 21 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

研究助理 汪澜

执业证书：S0600120070013

wangl@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 3,097 | 3,777 | 4,501 | 5,339 |
| 同比               | 17%   | 22%   | 19%   | 19%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 291   | 396   | 513   | 649   |
| 同比               | 44%   | 36%   | 30%   | 27%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.66  | 0.90  | 1.16  | 1.47  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 25.43 | 18.70 | 14.44 | 11.41 |

### 投资要点

■ **事件：**2021 年公司实现营业收入 31.0 亿元，同比增长 17.07%；实现归母净利润 2.9 亿元，同比增长 43.71%；实现扣非后归母净利润 2.6 亿元，同比增长 39.23%。

■ **主营业务快速增长，海内外业绩齐增：**2021 年，受益于公司前期产能释放、集采中标、疫苗注射市场需求的快速增长以及海内外疫情反复带动需求扩张等多方面因素的影响下，公司主营业务实现了高速增长，公司收入达四亿元以上的产品中：成品针、注射器、介入类分别实现营业收入 5.6 亿元、8.2 亿元、4.6 亿元，同比分别增长 28.35%、49.93%、51.40%。此外，公司产品的品质得到世界知名医疗器械公司的认可，并与其形成了长期、稳定的项目开发 and 供销合作关系，公司产品在国际市场获取订单快速上升。分地区看，公司国内市场实现收入 20.5 亿元，同比增长 13.39%；国际市场实现收入 10.4 亿元，同比增长 37.59%。

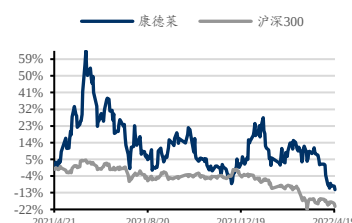
■ **多地集采中标，加速渗透空白市场：**2021 年我国医疗器械集采持续推进，公司留置针与功能型输液器等纳入医疗耗材集采目录，并在河北、山东等多地集采中中标，不仅加速公司集采产品在空白市场的渗透，扩大公司产品在当地的市场份额，也在一定程度上促进公司其他产品进入当地市场。此外，在未来我国糖尿病治疗意识逐步提高的背景下，胰岛素针渗透率有望快速上升，公司胰岛素针不断迭代优化，新一代安全胰岛素针在拥有更高性能的同时极具性价比，有望实现国产替代，加速抢占市场份额。

■ **研发进一步加码，带动公司新产品不断推向市场：**2021 年，公司研发费用为 1.7 亿元，同比增长 33.15%；研发费用率为 5.34%，较 2020 年增长 0.64pp。通过持续的研发投入，公司产品不断迭代升级，研发的新产品陆续上市，一次性使用美容包完成国内注册，并启动上市销售；一次性使用安全注射针、一次性使用安全注射器等产品完成 510K 注册提交等；2021 年公司共有 14 个产品完成首次注册，26 个产品完成延续注册。未来医美器械类、安全注射类、介入类产品的不断上市，将进一步拓宽公司产品线，为公司增厚利润。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持 2022/2023 年归母净利润预测为 3.96/5.13 亿元，预测 2024 年归母净利润为 6.49 亿元，当前市值对应 PE 分别为 19/14/11 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新品推广不及预期；汇兑损失；集采政策执行超预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 16.78       |
| 一年最低/最高价      | 16.78/30.92 |
| 市净率(倍)        | 3.57        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,349.04    |
| 总市值(百万元)      | 7,409.53    |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 4.70   |
| 资产负债率(%)    | 31.63  |
| 总股本(百万股)    | 441.57 |
| 流通 A 股(百万股) | 437.96 |

### 相关研究

《康德莱(603987)：2021 年业绩快报及 2022Q1 业绩预告点评：产品线持续拓展，穿刺龙头成长空间广阔》

2022-03-30

《康德莱(603987)：2021 年中报点评：业绩符合我们预期，长期发展基础牢固》

2021-08-26

《康德莱(603987)：深耕穿刺领域，2020 年开启新一轮成长》

2021-06-29

## 康德莱三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表(百万元)        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>2,630</b> | <b>3,331</b> | <b>4,283</b> | <b>5,475</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>3,097</b> | <b>3,777</b> | <b>4,501</b> | <b>5,339</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,012        | 1,597        | 2,215        | 3,023        | 营业成本(含金融类)      | 1,908        | 2,274        | 2,712        | 3,232        |
| 经营性应收款项          | 978          | 1,087        | 1,302        | 1,545        | 税金及附加           | 22           | 26           | 32           | 37           |
| 存货               | 553          | 573          | 684          | 815          | 销售费用            | 310          | 359          | 405          | 454          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 238          | 290          | 347          | 395          |
| 其他流动资产           | 87           | 74           | 82           | 92           | 研发费用            | 165          | 189          | 225          | 267          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,328</b> | <b>2,287</b> | <b>2,219</b> | <b>2,130</b> | 财务费用            | 11           | 28           | 19           | 9            |
| 长期股权投资           | 3            | 3            | 3            | 3            | 加:其他收益          | 18           | 20           | 30           | 50           |
| 固定资产及使用权资产       | 1,137        | 1,339        | 1,417        | 1,434        | 投资净收益           | 9            | 9            | 15           | 20           |
| 在建工程             | 446          | 223          | 112          | 56           | 公允价值变动          | 22           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 307          | 287          | 252          | 202          | 减值损失            | -13          | -13          | 5            | 6            |
| 商誉               | 169          | 169          | 169          | 169          | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 33           | 33           | 33           | 33           | <b>营业利润</b>     | <b>478</b>   | <b>627</b>   | <b>812</b>   | <b>1,020</b> |
| 其他非流动资产          | 233          | 233          | 233          | 233          | 营业外净收支          | 6            | 12           | 20           | 30           |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,958</b> | <b>5,618</b> | <b>6,502</b> | <b>7,605</b> | <b>利润总额</b>     | <b>484</b>   | <b>638</b>   | <b>832</b>   | <b>1,050</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,417</b> | <b>1,514</b> | <b>1,680</b> | <b>1,877</b> | 减:所得税           | 65           | 85           | 111          | 140          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 643          | 643          | 643          | 643          | <b>净利润</b>      | <b>419</b>   | <b>553</b>   | <b>721</b>   | <b>910</b>   |
| 经营性应付款项          | 417          | 473          | 565          | 673          | 减:少数股东损益        | 128          | 157          | 208          | 261          |
| 合同负债             | 78           | 61           | 73           | 87           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>291</b>   | <b>396</b>   | <b>513</b>   | <b>649</b>   |
| 其他流动负债           | 279          | 337          | 399          | 474          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.66         | 0.90         | 1.16         | 1.47         |
| 非流动负债            | 151          | 151          | 151          | 151          | EBIT            | 454          | 638          | 781          | 954          |
| 长期借款             | 36           | 36           | 36           | 36           | EBITDA          | 608          | 680          | 849          | 1,043        |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 38.38        | 39.79        | 39.75        | 39.47        |
| 租赁负债             | 19           | 19           | 19           | 19           | 归母净利率(%)        | 9.41         | 10.49        | 11.40        | 12.16        |
| 其他非流动负债          | 96           | 96           | 96           | 96           | 收入增长率(%)        | 17.07        | 21.94        | 19.18        | 18.62        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,568</b> | <b>1,665</b> | <b>1,831</b> | <b>2,028</b> | 归母净利润增长率(%)     | 43.71        | 35.95        | 29.50        | 26.56        |
| 归属母公司股东权益        | 2,077        | 2,483        | 2,993        | 3,638        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 1,313        | 1,470        | 1,678        | 1,939        |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>3,390</b> | <b>3,952</b> | <b>4,670</b> | <b>5,577</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>4,958</b> | <b>5,618</b> | <b>6,502</b> | <b>7,605</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标      | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 409   | 597   | 615   | 789   | 每股净资产(元)       | 4.70  | 5.62  | 6.78  | 8.24  |
| 投资活动现金流    | -728  | 20    | 35    | 50    | 最新发行在外股份(百万股)  | 442   | 442   | 442   | 442   |
| 筹资活动现金流    | 96    | -31   | -31   | -31   | ROIC(%)        | 10.32 | 12.66 | 13.51 | 14.20 |
| 现金净增加额     | -224  | 585   | 618   | 808   | ROE-摊薄(%)      | 14.03 | 15.96 | 17.14 | 17.85 |
| 折旧和摊销      | 155   | 41    | 68    | 89    | 资产负债率(%)       | 31.63 | 29.64 | 28.17 | 26.67 |
| 资本开支       | -653  | 12    | 20    | 30    | P/E(现价&最新股本摊薄) | 25.43 | 18.70 | 14.44 | 11.41 |
| 营运资本变动     | -172  | -92   | -220  | -249  | P/B(现价)        | 3.57  | 2.98  | 2.48  | 2.04  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

