

公司研究

持续高速增长，新品助力发展

——康德莱（603987.SH）2021 年年报&2022 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2021 年年报，营业收入 30.97 亿元，同比增长 17.07%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 43.71%，扣非归母净利润 2.57 亿元，同比增长 39.23%；公司发布 2022 年一季报，营业收入 8.67 亿元，同比增长 28.81%，归母净利润 0.71 亿元，同比增长 55.67%，扣非后归母净利润 0.62 亿元，同比增长 39.99%。业绩符合市场预期。同时拟每 10 股派现 2 元(含税)。

点评：业绩高速增长，新产品陆续上市。公司 2021 年归母净利润同比增长 43.71%，2022 年一季度归母净利润同比增长 55.67%，实现高速发展。受全球疫苗注射需求的影响，公司 2021 年注射器类产品营收增长 49.93%；介入类产品营收增速 51.4%，为公司业绩提供增量。此外，公司进入新品上市周期。公司在 2021 年 10 月成为国内首个拿到三类医疗器械美容针注册证的企业。除此之外，公司在安全类产品和消费级产品上加速研发获批上市进程，预计安全胰岛素针、安全留置针、水光针、小微针、取卵针、植发针等产品会在今年下半年陆续获批拿证，更加完善公司产品矩阵，开拓新的增量市场。

销售费用率持续改善，盈利能力逐渐增强。公司 2021 年销售费用率为 10.01%，较 2020 年同期下降 1.47pct，22 年一季度进一步下降至 8.97%，相较 2021 年同期下降了 2.87pct。我们认为一方面是因为留置针的集采帮助公司打开部分空白市场，另一方面是因为海外市场的占比提升，海外客户的粘性较强，销售费用率通常较低于国内市场。费用率降低使得净利率提升，2021 年公司净利率 13.54%，较 2020 年提升 1.20pct，22 年 Q1 净利率为 11.94%，相较 2021 年同期上升了 1.96pct。随着今年更多的高毛利率新品陆续上市，公司的盈利能力将持续提高。

疫情影响有限，扛起社会责任。3 月以来上海地区疫情蔓延，公司作为国内穿刺行业龙头，成为上海地区医疗物资保障单位，公司在上海市内的生产与物流活动在政府的帮助下依然有序进行，为上海市的医疗物资保供做出贡献，扛起社会责任。同时公司的温州、广西、珠海工厂扛起内贸业务需求，最大限度降低了疫情对公司的影响，因此我们认为二季度能延续一季度的增长态势。

盈利预测、估值与评级：公司为医疗穿刺输注器械龙头，考虑疫情对于公司的影响，略调低 2022~2023 年归母净利润为 3.91 亿元（原 3.94 亿元，下调 0.77%）/4.87 亿元（原 4.94 亿元，下调 1.42%），新增 2024 年归母净利润预测为 6.06 亿元，现价对应 2022~24 年 PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放延期；美容针放量不及预期；新品上市不及预期；留置针集采不及预期；疫情影响。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,645	3,097	3,820	4,539	5,380
营业收入增长率	45.60%	17.07%	23.34%	18.83%	18.53%
净利润(百万元)	203	291	391	487	606
净利润增长率	19.20%	43.71%	34.08%	24.62%	24.53%
EPS(元)	0.46	0.66	0.88	1.10	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.51%	14.03%	16.42%	17.80%	19.08%
P/E	29	20	15	12	10
P/B	3.4	2.9	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-26

买入（维持）

当前价：13.51 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	4.42
总市值(亿元)	59.66
一年最低/最高(元)	13.43/31.93
近 3 月换手率	57.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-24.80	-12.85	-2.94
绝对	-33.58	-32.55	-28.40

资料来源：Wind

相关研报

一次性损益对利润稍有抑制，业绩迅增期初露端倪——康德莱（603987.SH）2021 年一季报点评（2021-04-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,645	3,097	3,820	4,539	5,380
营业成本	1,625	1,908	2,266	2,662	3,092
折旧和摊销	112	126	85	115	143
税金及附加	22	22	31	36	43
销售费用	304	310	435	508	603
管理费用	194	238	294	331	390
研发费用	124	165	202	204	252
财务费用	10	11	27	58	78
投资收益	1	9	1	1	1
营业利润	380	478	611	769	966
利润总额	390	484	625	785	982
所得税	64	65	102	128	161
净利润	326	419	523	657	821
少数股东损益	124	128	132	170	215
归属母公司净利润	203	291	391	487	606
EPS(元)	0.46	0.66	0.88	1.10	1.37

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	403	409	572	628	814
净利润	203	291	391	487	606
折旧摊销	112	126	85	115	143
净营运资金增加	239	433	421	551	636
其他	-150	-441	-325	-524	-571
投资活动产生现金流	-207	-728	-734	-593	-591
净资本支出	-331	-653	-760	-590	-590
长期投资变化	2	3	0	0	0
其他资产变化	122	-78	26	-3	-1
融资活动现金流	-20	96	1,066	324	197
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	92	125	1,146	512	439
无息负债变化	126	152	114	133	164
净现金流	167	-224	904	360	421

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	38.6%	38.4%	40.7%	41.4%	42.5%
EBITDA 率	19.8%	19.7%	18.6%	21.0%	22.1%
EBIT 率	15.2%	15.3%	16.4%	18.5%	19.5%
税前净利润率	14.7%	15.6%	16.4%	17.3%	18.3%
归母净利润率	7.7%	9.4%	10.2%	10.7%	11.3%
ROA	7.7%	8.5%	7.9%	8.4%	9.0%
ROE (摊薄)	11.5%	14.0%	16.4%	17.8%	19.1%
经营性 ROIC	9.7%	9.2%	9.5%	10.7%	11.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	30%	32%	43%	44%	45%
流动比率	2.17	1.86	1.41	1.34	1.35
速动比率	1.82	1.47	1.19	1.14	1.14
归母权益/有息债务	3.18	3.06	1.30	1.17	1.15
有形资产/有息债务	6.84	6.50	3.31	3.05	2.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,258	4,958	6,652	7,823	9,083
货币资金	1,239	1,006	1,910	2,269	2,690
交易性金融资产	43	6	44	48	50
应收账款	678	899	978	1,152	1,364
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	32	59	57	68	81
存货	411	553	566	665	773
其他流动资产	71	34	56	77	103
流动资产合计	2,544	2,630	3,709	4,395	5,193
其他权益工具	10	12	12	12	12
长期股权投资	2	3	3	3	3
固定资产	996	1,107	1,502	1,807	2,095
在建工程	92	446	593	632	662
无形资产	248	307	390	471	551
商誉	171	169	169	169	169
其他非流动资产	75	74	88	88	88
非流动资产合计	1,713	2,328	2,942	3,428	3,890
总负债	1,291	1,568	2,828	3,472	4,075
短期借款	540	629	1,770	2,275	2,707
应付账款	264	328	369	434	504
应付票据	74	89	113	133	155
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6	10	10	10	10
流动负债合计	1,174	1,417	2,632	3,268	3,860
长期借款	0	36	41	46	51
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	55	55	56	57
非流动负债合计	117	151	196	205	215
股东权益	2,967	3,390	3,824	4,351	5,008
股本	442	442	442	442	442
公积金	676	700	739	788	835
未分配利润	682	964	1,227	1,534	1,930
归属母公司权益	1,761	2,077	2,380	2,736	3,178
少数股东权益	1,206	1,313	1,445	1,615	1,830

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	11.48%	10.01%	11.40%	11.20%	11.20%
管理费用率	7.32%	7.69%	7.70%	7.30%	7.25%
财务费用率	0.39%	0.37%	0.71%	1.27%	1.46%
研发费用率	4.70%	5.34%	5.30%	4.50%	4.68%
所得税率	16%	13%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.20	0.30	0.37	0.47
每股经营现金流	0.91	0.93	1.30	1.42	1.84
每股净资产	3.99	4.70	5.39	6.20	7.20
每股销售收入	5.99	7.01	8.65	10.28	12.18

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	29	20	15	12	10
PB	3.4	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	17.4	16.3	15.0	12.0	10.4
股息率	0.0%	1.5%	2.2%	2.8%	3.4%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE