

2023年04月24日

## 持续强化技术研发优势，立足主业深入多元产业发展

### 康德莱 (603987)

#### 事件概述

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告，2022 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 31.19/3.12/2.92 亿元，同比增长 0.70%/6.97%/13.39%，实现毛利率/净利率分别为 33.68%/12.00%，同比下降 4.7/1.54pp，2023 年一季度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 6.87/0.85/0.82 亿元，同比增长-20.82%/20.08%/31.22%。

#### ▶借助集采提升品牌竞争力，立足主业深入多元产业投资

公司主营产品留置针、功能型输液器等产品已经纳入医疗耗材集采目录，并在重庆八省联盟、广东 19 省市联盟等省市联盟的招标过程中取得良好的成绩；国际市场通过客户途径也积极参与政府采购项目投标，在部分市场取得了突破；中标的产品不但增加了相关区域的市场份额，同时通过集采供应渠道带动了公司其他产品的销售，进一步扩大提升了公司品牌的影响力和覆盖率；此外公司深入推进医疗多元产业的投资建设，通过产业外延投资与自主创新，布局发展医美产业、有源器械+无源耗材产业、标本采集产业，2022 年公司标本采集类、穿刺护理类、穿刺介入类销售规模分别为 4.88、19.43、1.59 亿元，同比增长 84.4%、-0.48%、-62.29%，新增医美类业务 0.64 亿元，多元化业务协同发展。

#### ▶持续强化技术研发优势，打开成长空间

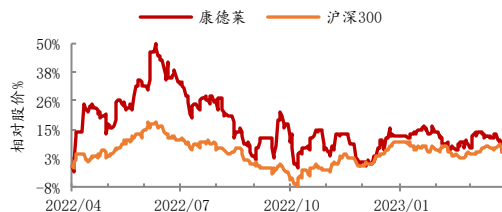
2022 年公司研发投入总计 1.35 亿元，研发费用率约 4.31%，共有 13 项发明专利、37 项实用新型专利和 2 项外观专利获得授权，公司及子公司共有 19 个产品完成首次注册或备案，9 个产品完成延续注册，截至 2022 年底拥有 128 张注册证，对活检针、冲洗针、牙科针、安全留置针、采血针等产品进行了升级迭代，一次性使用泵用注射器、新款输液针型安全留置针、安全采血针、全自动活检针等产品已完成临床试验并提交注册申报资料，一次性使用可见回血型采血针、一次性使用注射笔用针头已获得注册证，通过持续研发投入为公司创新发展提供长久动力。

#### ▶投资建议

考虑国内外形式变化及康德莱医械脱表影响，我们下调 2023-2024 年盈利预测，2023-2024 年营业收入从 35.93/41.61 亿元下调至 34.38/39.55 亿元，新增 2025 年营业收入 44.99 亿元，分别同比增长 10.2%/15.0%/13.8%，2023-2024 年归母净利润从 4.44/5.36 亿元下调至 3.91/4.70

#### 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：	14.05
股票代码：	603987
52 周最高价/最低价：	20.88/12.89
总市值(亿)	62.04
自由流通市值(亿)	61.75
自由流通股数(百万)	439.51



#### 分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002  
联系电话：

#### 分析师：陈晨

邮箱：chenchen3@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120521080004  
联系电话：

#### 相关研究

- 【华西医药】康德莱：同口径常规业务增长稳健，净利润率维持历史中高位水平  
2022.10.27
- 【华西医药】康德莱 (603987) 点评报告：Q1 业绩高增长，基本盘坚实基础上各业务稳步发展  
2022.03.30
- 【华西医药】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  
2021.10.27

亿元，新增 2025 年归母净利润 5.51 亿元，分别同比增长 25.3%/20.3%/17.3%，2023-2024 年 EPS 从 1.01/1.21 元下调至 0.88/1.06 元，新增 2025 年 EPS 为 1.25 元，对应 2023 年 4 月 24 日 14.05 元/股的收盘价，PE 分别为 16/13/11X，维持“增持”评级。

### 风险提示

国际形势扰动风险，客户拓展或订单不及预期风险，新品获批及销售推进不及预期，汇率波动风险，产品质量控制风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,097	3,119	3,438	3,955	4,499
YoY (%)	17.1%	0.7%	10.2%	15.0%	13.8%
归母净利润(百万元)	291	312	391	470	551
YoY (%)	43.7%	7.0%	25.3%	20.3%	17.3%
毛利率 (%)	38.4%	33.7%	32.8%	33.3%	33.8%
每股收益 (元)	0.66	0.71	0.88	1.06	1.25
ROE	14.0%	14.0%	14.9%	14.6%	14.1%
市盈率	21.29	19.79	15.88	13.20	11.26

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,119	3,438	3,955	4,499	净利润	374	460	553	648
YoY (%)	0.7%	10.2%	15.0%	13.8%	折旧和摊销	164	565	630	744
营业成本	2,068	2,311	2,637	2,980	营运资金变动	-88	-159	-120	-113
营业税金及附加	24	21	24	27	经营活动现金流	462	834	1,014	1,223
销售费用	309	327	376	427	资本开支	-296	-255	-396	-596
管理费用	211	220	257	292	投资	-50	-10	-10	-5
财务费用	18	20	12	13	投资活动现金流	-973	-218	-352	-540
研发费用	123	136	156	177	股权募资	36	0	0	0
资产减值损失	-31	0	0	0	债务募资	72	-613	20	20
投资收益	42	47	54	61	筹资活动现金流	-132	-634	12	11
营业利润	399	486	586	688	现金净流量	-644	-18	674	695
营业外收支	0	5	4	4					
利润总额	399	491	590	692	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	25	31	37	44	<b>成长能力</b>				
净利润	374	460	553	648	营业收入增长率	0.7%	10.2%	15.0%	13.8%
归属于母公司净利润	312	391	470	551	净利润增长率	7.0%	25.3%	20.3%	17.3%
YoY (%)	7.0%	25.3%	20.3%	17.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.71	0.88	1.06	1.25	毛利率	33.7%	32.8%	33.3%	33.8%
					净利率	12.0%	13.4%	14.0%	14.4%
					总资产收益率 ROA	7.5%	9.8%	9.8%	9.6%
					净资产收益率 ROE	14.0%	14.9%	14.6%	14.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	420	401	1,075	1,770	流动比率	1.36	2.51	3.10	3.53
预付款项	59	81	92	104	速动比率	<b>0.99</b>	<b>1.71</b>	<b>2.32</b>	<b>2.79</b>
存货	475	601	672	735	现金比率	0.29	0.47	1.09	1.56
其他流动资产	1,022	1,058	1,222	1,389	资产负债率	38.4%	24.8%	23.4%	22.0%
流动资产合计	1,976	2,142	3,061	3,998	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	400	400	400	400	总资产周转率	0.75	0.86	0.82	0.78
固定资产	1,153	769	588	514	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	241	286	331	376	每股收益	0.71	0.88	1.06	1.25
非流动资产合计	2,161	1,857	1,756	1,762	每股净资产	5.05	5.94	7.30	8.88
资产合计	4,137	3,998	4,817	5,760	每股经营现金流	1.05	1.89	2.30	2.77
短期借款	693	80	100	120	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	410	449	527	612	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	348	323	361	400	PE	19.79	15.88	13.20	11.26
流动负债合计	1,451	852	988	1,132	PB	2.73	2.37	1.93	1.58
长期借款	41	41	41	41					
其他长期负债	97	97	97	97					
非流动负债合计	138	138	138	138					
负债合计	1,588	990	1,126	1,270					
股本	442	442	442	442					
少数股东权益	318	387	470	567					
股东权益合计	2,549	3,009	3,692	4,490					
负债和股东权益合计	4,137	3,998	4,817	5,760					

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、经济学复合背景，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在最新状态。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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。