

2022年10月27日

同口径常规业务增长稳健，净利润率维持历史中高位水平

康德莱 (603987)

事件概述

公司发布2022年第三季度报告，前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为23.98/2.56/2.30亿元，同比增长8.34%/20.24%/13.63%，其中单三季度实现营收/归母净利润分别为7.59/0.81亿元，同比下降4.18%/5.81%，我们预计主要系康德莱医械脱表以及新冠相关产品过渡影响，常规业务增长稳健。

▶ 剔除医械并表同口径下，单三季度营收增速约11%

由于重大资产重组，康德莱医械自6月份开始不再纳入公司合并报表范围，单三季度扣非归母净利润同比下滑-30.77%，参考康德莱医械去年4.65亿元营收规模，假设对应三季度1.1亿元，则剔除医械并表同口径下公司三季度营业收入同比增长约11%，同时考虑去年二季度由于海运影响导致外贸订单发货延迟，单三季度外销基数相对较高，同时小规格注射器在后疫情时期与常规注射器产生结构性比例变动，整体来看公司常规业务表现较稳健。

▶ 费用率精简控制，净利润率为历史中高位水平

前三季度公司毛利率为33.92%，同比下降5.67pp，主要系会计准则调整以及毛利率较高的介入业务剥离影响，三费比率同比下降2.93pp至15.73%，研发费用率略下1.67pp至3.98%，综合作用下净利率同比提升0.11pp至13.30%，维持历史中高位水平。

▶ 投资建议

考虑国内外形式变化及医械脱表影响，我们下调2022-2023年盈利预测，2022-2023年营业收入从38.57/45.02亿元下调至33.16/35.93亿元，新增2024年预期营收41.61亿元，2022-2024年营收分别同比增长7.1%/8.3%/15.8%，归母净利润从3.90/4.84亿元下调至3.66/4.44亿元，新增2024年预期归母净利润5.36亿元，2022-2024年归母净利润分别同比增长25.5%/21.4%/20.8%，随着净利润预期调整，预计2022-2023年EPS从0.88/1.10元/股下调至0.83/1.01元/股，新增2024年EPS为1.21元/股，对应2022年10月26日15.47元/股的收盘价，PE分别为19/15/13X，维持“增持”评级。

风险提示

疫情影响超预期，新品获批及放量不及预期，国际形势变动及汇率波动风险，核心技术人员流失风险，销售不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,645	3,097	3,316	3,593	4,161
YoY (%)	45.6%	17.1%	7.1%	8.3%	15.8%
归母净利润(百万元)	203	291	366	444	536
YoY (%)	19.2%	43.7%	25.5%	21.4%	20.8%

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:	15.47
股票代码:	603987
总市值(亿)	68
自由流通市值(亿)	46
自由流通股数(百万)	296



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SACNO: S1120519110002

分析师: 陈晨

邮箱: chenchen3@hx168.com.cn

毛利率 (%)	37.4%	38.4%	38.5%	38.6%	38.7%
每股收益 (元)	0.46	0.66	0.83	1.01	1.21
ROE	11.5%	14.0%	15.0%	14.7%	14.5%
市盈率	33.63	23.44	18.68	15.39	12.74

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,097	3,316	3,593	4,161	净利润	419	460	522	654
YoY (%)	17.1%	7.1%	8.3%	15.8%	折旧和摊销	155	544	610	723
营业成本	1,908	2,039	2,206	2,551	营运资金变动	-172	-110	-56	-125
营业税金及附加	22	26	28	33	经营活动现金流	409	882	1,037	1,209
销售费用	310	365	390	445	资本开支	-653	-250	-390	-590
管理费用	238	235	248	283	投资	-63	-10	-10	-5
财务费用	11	13	6	7	投资活动现金流	-728	-240	-364	-553
研发费用	165	159	169	204	股权募资	79	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	108	-549	20	20
投资收益	9	20	36	42	筹资活动现金流	96	-568	13	12
营业利润	478	521	599	709	现金净流量	-224	74	685	667
营业外收支	6	10	10	10	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	484	531	609	719	成长能力 (%)				
所得税	65	71	87	65	营业收入增长率	17.1%	7.1%	8.3%	15.8%
净利润	419	460	522	654	净利润增长率	43.7%	25.5%	21.4%	20.8%
归属于母公司净利润	291	366	444	536	盈利能力 (%)				
YoY (%)	43.7%	25.5%	21.4%	20.8%	毛利率	38.4%	38.5%	38.6%	38.7%
每股收益	0.66	0.83	1.01	1.21	净利率	13.5%	13.9%	14.5%	15.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	5.9%	7.7%	8.1%	8.3%
货币资金	1,006	1,080	1,766	2,433	净资产收益率 ROE	14.0%	15.0%	14.7%	14.5%
预付款项	69	71	77	89	偿债能力 (%)				
存货	553	531	562	629	流动比率	1.86	3.59	4.21	4.53
其他流动资产	1,002	1,031	1,123	1,297	速动比率	1.42	2.79	3.44	3.79
流动资产合计	2,630	2,713	3,528	4,448	现金比率	0.71	1.43	2.10	2.48
长期股权投资	3	3	3	3	资产负债率	31.6%	19.1%	18.0%	17.6%
固定资产	1,107	744	584	531	经营效率 (%)				
无形资产	307	352	397	442	总资产周转率	0.62	0.70	0.65	0.65
非流动资产合计	2,328	2,044	1,965	1,992	每股指标 (元)				
资产合计	4,958	4,757	5,492	6,440	每股收益	0.66	0.83	1.01	1.21
短期借款	629	80	100	120	每股净资产	4.70	5.53	6.83	8.39
应付账款及票据	417	397	441	524	每股经营现金流	0.93	2.00	2.35	2.74
其他流动负债	370	279	298	338	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,417	756	839	982	估值分析				
长期借款	36	36	36	36	PE	23.44	18.68	15.39	12.74
其他长期负债	116	116	116	116	PB	4.62	2.80	2.26	1.84
非流动负债合计	151	151	151	151					
负债合计	1,568	907	990	1,134					
股本	442	442	442	442					
少数股东权益	1,313	1,407	1,485	1,603					
股东权益合计	3,390	3,850	4,502	5,306					
负债和股东权益合计	4,958	4,757	5,492	6,440					

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。