

康德莱医械 (1501 HK)

打造心脑血管介入器械综合平台

- 在急性心肌梗死 (AMI) 发病率上升和 PCI 普及率上升的推动下，预计 2018-23E 中国冠脉介入设备和 PCI 支援设备市场将分别录得 12.9%/ 13.3% 的复合年增长率。根据弗若斯特沙利文 (F&S) 的数据，2018 年中国的 PCI 手术量达到 90 万，并将在 2018-23E 年录得 14% 年复合增长率。F&S 估计，在冠脉介入耗材/PCI 支援器械市场中，进口品牌 2018 年分别占据 89%/ 87% 的市场份额。我们预计，由于国产品牌技术不断进步以及产品性价比较高，国内品牌未来将持续获得市场份额。康德莱医械在 2018 年国内冠脉介入耗材市场中排名第二，市场份额为 1.8%，在中国 PCI 支援器械市场中排名第一，市场份额为 3.1%。
- 产品组合多样化进入新介入器械领域。康德莱医械的产品组合涵盖 PCI 手术整个过程的支援耗材，例如球囊扩张压力泵、导管鞘套装、血管造影导管、动脉压迫止血带等。在 2016-18 财年，其收入复合年增长率为 38%，净利润复合年增长率为 31%。目前康德莱医械已将其产品组合从心血管，扩展到神经领域、消化道和妇科疾病的介入器械中。截至 2019 年 9 月 16 日，公司管线上有 16 款器械产品。重磅产品包括取栓导管、可降解鼻窦/胆道支架和主动脉介入瓣膜，这些产品的市场竞争格局良好，有望在 2022-24E 陆续推出。
- 预计 18-21 财年收入/净利润的复合年增长率为 41.3%/ 49.5%。我们预计 19/20/21 财年总收入将分别增长 48%/ 42%/ 45% 至 2.89 亿/4.18 亿/5.73 亿人民币，主要靠现有产品强劲增长和新产品推出带动。我们预计 19/20/21 财年净利润将分别增长 61%/ 56%/ 33% 至 9,400 万/1.46 亿/ 1.94 亿人民币，19/20/21 财年的归母净利润率将提高至 32%/ 35%/ 34%，归因于即将推出的高利润产品和额外的利息收入。
- 首次给予“买入”评级，目标价 39.5 港元。鉴于康德莱医械现金流强劲以及管线重磅产品较多，我们使用现金流折现模型 (DCF) 进行估值，基于 8 年 DCF 模型 (WACC: 10.42%，终值增长率: 3%) 得出目标价 39.5 港元。
- 催化剂：业绩好于预期；风险：产品上市延迟。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万人民币)	138	203	289	418	573
同比增长 (%)	29	48	42	45	37
净利润 (百万人民币)	41	58	94	146	194
EPS (人民币)	N/A	N/A	0.56	0.88	1.17
EPS 变动 (%)	N/A	N/A	N/A	56	33
市盈率 (x)	N/A	N/A	49	31	24
市帐率 (x)	N/A	N/A	4	4	3
股息率 (%)	3	0	1	1	1
权益收益率 (%)	23	20	11	11	14
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$39.5
潜在升幅	+27.2%
当前股价	HK\$31.05

中国医药行业

葛晶晶

(852) 3761 8778
amyge@cmbi.com.hk

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	5,154
3 月平均流通量(百万港元)	N/A
52 周内股价高/低 (港元)	35.10/25.25
总股本 (百万)	46

资料来源：彭博

股东结构

康德莱 (603987 CH)	25.82%
宁波怀格	15.18%
管理层及独立投资人	31.29%
流通 H 股	27.71%

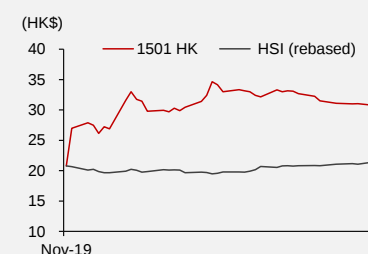
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.8%	-9%
3-月	N/A	N/A
6-月	N/A	N/A

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

网页：www.kdl-int.com

财务报表

利润表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	138	203	289	418	573
介入器械	110	177	262	391	545
医疗标准件	23	21	20	20	21
其他	5	6	6	7	7
存货成本	(60)	(85)	(112)	(157)	(208)
毛利	78	118	177	261	366
其他收入	0	6	10	10	10
分销成本	(9)	(18)	(23)	(42)	(54)
管理费用	(11)	(21)	(36)	(42)	(56)
研发费用	(13)	(22)	(30)	(46)	(60)
经营利润	45	64	98	141	205
减值亏损/拨回	0	0	0	0	0
净财务成本	3	2	3	16	15
税前利润	48	66	100	158	220
所得税	(7)	(8)	(13)	(20)	(27)
净利润	41	58	88	138	192
非控股权益	0	0	6	8	2
归母净利润	41	58	94	146	194

现金流量表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	48	66	100	158	220
折旧和摊销	7	9	11	7	24
经营资本变动	(8)	2	(50)	(31)	(36)
租赁利息	0	(2)	(2)	(2)	(2)
所得税	(8)	(9)	(13)	(20)	(27)
经营现金流	39	66	46	111	178
资本开支	(10)	(33)	(90)	(150)	(200)
收购子公司	0	(1)	0	0	0
其他投资活动	49	100	136	261	378
投资现金流	39	66	46	111	178
股份发行	0	190	787	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
已收非控股股东注资	0	(1)	0	0	0
股息	0	(67)	(33)	(51)	(68)
融资现金流	0	122	755	(51)	(68)
汇率变动	(3)	3	0	0	0
净现金变动	82	149	716	(71)	(73)
年初现金及现金等价物	64	147	298	1014	943
年末现金及现金等价物	144	298	1,014	943	870

资产负债表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	43	134	211	338	499
物业、厂房及设备	38	60	139	269	433
使用资产权	0	58	55	52	49
租赁预付款	0	10	10	10	10
无形资产	0	1	1	1	1
其他非流动资产	5	6	8	6	6
流动资产	190	348	1,103	1,069	1,039
存货	29	39	46	65	85
应收贸易款	11	7	40	58	80
其他流动资产	2	3	3	3	3
现金和现金等价物	147	298	1,014	943	870
流动负债	27	40	30	36	42
应付贸易账款	18	24	14	20	26
合约负债	7	12	12	12	12
租赁负债	0	3	3	3	3
递延收入	0	0	0	0	0
即期税款	1	1	1	1	1
非流动负债	5	61	61	61	61
租赁负债	0	57	57	57	57
递延收入	5	3	3	3	3
净资产	200	381	1,224	1,311	1,435
少数股东权益	0	9	3	(5)	(7)
股东权益	200	372	1,220	1,315	1,442

主要比率

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
介入器械	80	87	91	93	95
医疗标准件	17	10	7	5	4
其他	3	3	2	2	1
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	57	58	61	62	64
折旧摊销息税前利润率	38	37	41	39	43
息税前利润率	35	33	37	38	38
净利润率	30	29	32	35	34
有效税率	15	12	13	13	13
资产负债比率					
流动比率 (x)	7	9	37	30	25
平均应收账款周转天数	91	50	50	50	50
平均应付账款周转天数	43	43	45	45	45
净负债/总权益 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	23	20	11	11	14
资产回报率	20	16	10	10	13
每股数据					
每股盈利(人民币)	N/A	N/A	0.56	0.88	1.17
每股股息(人民币)	N/A	N/A	0.20	0.31	0.41
每股账面值(人民币)	N/A	N/A	7.37	7.89	8.64

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市 : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

招银国际或其附属公司在过去 12 个月内与本报告所涵盖的发行人有投资银行业务关系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。