

凯利泰 (300326.SZ) 医疗器械与用品行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

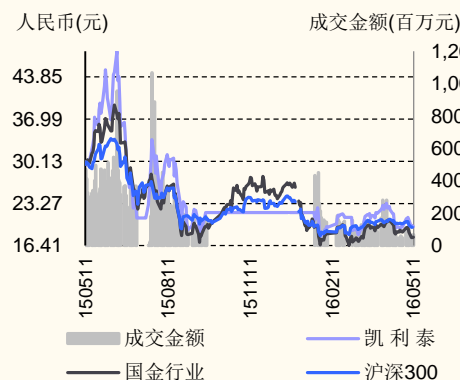
市场价格(人民币): 19.51元

KMC 椎体后凸成形系统获准在日本上市

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	306.43
总市值(百万元)	6,870.36
年内股价最高最低(元)	48.01/17.85
沪深 300 指数	3069.11



相关报告

1. 《凯利泰年报、季报点评: 内生外延拉动增长, 看好公司平台化布局-...》, 2016.5.3
2. 《战略升级, 心血管大数据平台+骨科互联网闭环; 凯利泰公司点评》, 2015.6.15
3. 《业绩高增长, 骨科和心血管耗材稀缺标的; 凯利泰公司点评》, 2015.6.11

孙笑悦 联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.353	0.343	0.486	0.587	0.666
每股净资产(元)	5.93	3.32	3.80	4.39	5.05
每股经营性现金流(元)	0.41	0.32	0.70	0.58	0.70
市盈率(倍)	69.74	63.63	40.12	33.21	29.27
行业优化市盈率(倍)	61.82	109.20	83.04	83.04	83.04
净利润增长率(%)	-2.84%	93.87%	41.78%	20.81%	13.45%
净资产收益率(%)	5.96%	10.33%	12.78%	13.37%	13.17%
总股本(百万股)	176.07	352.15	352.15	352.15	352.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公告 KMC 椎体后凸成形系统获准在日本市场销售; 公司完成对艾迪尔、易生科技 100% 的控股; 公司明日起部分限售股可上市流通。

点评

- 公司的 KMC 椎体后凸成形系统相继通过美国、日本认证: 公司的 KMC 椎体后凸成形系统曾于 2012 年 9 月经美国 FDA 批准, 获得 510(k) 注册证, 使得成为国内首家获得椎体后凸成形器械 510(k) 批准的厂家。此次获得日本厚生劳务省的批准, 是中国本土医疗器械企业首次申报同类产品取得日本认证, 且日本国内竞品只有美敦力的产品, 市场空间广阔。公司的主营产品先后获得美国、日本认证, 进一步彰显了凯利泰在国内椎体强化市场的领导地位。
- 公司已完成对艾迪尔、易生科技 100% 的控股收购: 公司将原由宁波鼎亮翔股权投资中心持有的艾迪尔剩余 20% 的股权过户至公司, 将易生科技剩余 43% 的股权过户至公司, 目前艾迪尔、易生科技已全部成为公司的全资子公司。
- 公司在 2012 年上市之初, 专注于骨科介入领域的椎体成形微创介入手术系统, 产品主要用于因骨质疏松导致的椎体压缩性骨折的临床微创手术治疗, 包括经皮椎体成形(PVP)手术系统和经皮球囊扩张椎体后凸成形(PKP)手术系统; 公司 2013 年 7 月通过收购易生科技 29.7% 的股权进入心血管介入器械领域, 其自主研发的“爱立 Tivoli 药物洗脱冠脉支架系统”拥有多项核心自主知识产权, 且公司于 2015 年 2 月进一步收购易生科技 27% 的股权, 实现了对易生科技的控股; 2013 年 11 月, 公司通过收购艾迪尔 80% 的股权, 将骨科产品拓展至创伤产品和骨科手术器械领域; 2015 年 10 月公司拟参股经纬医疗, 进入骨科关节领域; 此前, 2013 年初, 公司通过代理低温等离子射频消融产品进入运动医学领域。
- 至此, 公司完成了对艾迪尔、易生科技 100% 的股权收购, 同时公司产品线已经由原有的脊柱微创领域扩展到骨科创伤、骨科脊柱、运动医学、心血管等领域, 是国内领先的多领域高值医疗器械领域龙头公司。

- **公司部分限售股近日可上市流通：**公司本次解除限售股份的数量为 21,21 万股，占公司总股本的 6%，上市流通日期为 2016 年 5 月 12 日。公司股东 Ultra Tempo Limited 的实际控制人为公司董事长秦杰，上海欣诚意投资有限公司的实际控制人是公司总经理袁征，永星兴业有限公司的实际控制人是公司董事汪立。

投资建议

- 公司是国内大骨科和心血管耗材领域的稀缺标的，未来在心血管和骨科垂直闭环领域新模式的探索、甚至在产业链的延伸拓展方面值得关注。看好公司的整体布局，不考虑外延并购，预计公司 2016-2018 年净利润为 1.71 亿、2.07 亿、2.34 亿，对应 EPS 为 0.49 元、0.59 元、0.67 元，“买入”评级。

风险提示

- 限售股解禁的流动性风险；产品竞争加剧导致毛利率下降的风险；新产品研发风险；并购整合风险；项目投资风险；股权分散的风险。

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	127	222	463	546	626	716
增长率		75.5%	108.2%	17.9%	14.7%	14.3%
主营业务成本	-32	-84	-125	-154	-176	-206
%销售收入	25.5%	37.7%	26.9%	28.2%	28.1%	28.7%
毛利	94	139	338	392	450	511
%销售收入	74.5%	62.3%	73.1%	71.8%	71.9%	71.3%
营业税金及附加	-1	-2	-5	-6	-7	-8
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-20	-34	-79	-93	-108	-122
%销售收入	15.8%	15.3%	17.1%	17.1%	17.2%	17.0%
管理费用	-24	-38	-94	-109	-132	-145
%销售收入	18.7%	17.2%	20.3%	20.0%	21.0%	20.2%
息税前利润 (EBIT)	50	65	160	184	204	236
%销售收入	39.2%	29.0%	34.6%	33.6%	32.6%	33.0%
财务费用	9	-4	-13	-4	5	5
%销售收入	-6.8%	2.0%	2.8%	0.8%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-1	3	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	11	31	20	20	20
%税前利润	10.0%	14.0%	18.0%	9.6%	8.4%	7.4%
营业利润	64	74	167	199	229	261
营业利润率	50.8%	33.4%	36.1%	36.5%	36.5%	36.4%
营业外收支	9	3	6	10	10	10
税前利润	74	78	173	209	239	271
利润率	58.1%	34.9%	37.4%	38.3%	38.1%	37.8%
所得税	-10	-11	-23	-28	-32	-36
所得税率	13.0%	13.8%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	64	67	150	181	207	234
少数股东损益	0	5	29	10	0	0
归属于母公司的净利润	64	62	121	171	207	234
净利率	50.6%	28.0%	26.1%	31.3%	33.0%	32.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	64	67	150	181	207	234
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	6	33	35	53	71
非经营收益	-8	-3	-19	-16	-19	-19
营运资金变动	-29	1	-53	45	-35	-41
经营活动现金净流	33	71	111	245	205	245
资本开支	-38	-64	-100	442	-244	-245
投资	-140	-155	-228	-1	0	0
其他	-44	36	-20	20	20	20
投资活动现金净流	-222	-183	-348	461	-224	-225
股权募资	0	163	2	0	0	0
债权募资	70	49	153	-131	0	0
其他	0	-28	-30	-15	-11	-11
筹资活动现金净流	70	184	126	-145	-11	-11
现金净流量	-119	73	-111	560	-30	9

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	248	321	210	770	741	750
应收款项	53	158	286	262	300	343
存货	16	46	67	70	80	93
其他流动资产	57	16	22	14	16	19
流动资产	373	541	585	1,116	1,137	1,205
%总资产	61.1%	41.2%	34.5%	63.7%	57.6%	54.1%
长期投资	146	156	68	69	68	68
固定资产	73	215	283	500	698	877
%总资产	11.9%	16.4%	16.7%	28.5%	35.3%	39.4%
无形资产	16	393	714	66	70	74
非流动资产	238	771	1,111	636	837	1,021
%总资产	38.9%	58.8%	65.5%	36.3%	42.4%	45.9%
资产总计	611	1,313	1,696	1,753	1,974	2,226
短期借款	0	49	117	0	0	0
应付款项	10	59	50	59	68	78
其他流动负债	19	26	35	41	47	55
流动负债	28	134	202	100	115	133
长期贷款	70	70	155	155	155	155
其他长期负债	4	13	23	0	0	0
负债	102	218	379	255	270	288
普通股股东权益	509	1,044	1,168	1,339	1,546	1,780
少数股东权益	0	51	149	159	159	159
负债股东权益合计	611	1,313	1,696	1,753	1,974	2,226

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.833	0.353	0.343	0.486	0.587	0.666
每股净资产	6.621	5.930	3.316	3.802	4.389	5.055
每股经营现金净流	0.430	0.406	0.316	0.695	0.582	0.696
每股股利	0.260	0.090	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.58%	5.96%	10.33%	12.78%	13.37%	13.17%
总资产收益率	10.48%	4.74%	7.11%	9.76%	10.47%	10.53%
投入资本收益率	7.47%	4.57%	8.67%	9.62%	9.49%	9.76%
增长率						
主营业务收入增长率	24.57%	75.52%	108.17%	17.94%	14.74%	14.34%
EBIT增长率	6.84%	29.85%	148.11%	14.70%	11.02%	15.86%
净利润增长率	15.36%	-2.84%	93.87%	41.78%	20.81%	13.45%
总资产增长率	29.92%	114.84%	29.19%	3.36%	12.65%	12.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.4	146.2	162.7	162.7	162.7	162.7
存货周转天数	154.0	136.1	165.7	165.7	165.7	165.7
应付账款周转天数	36.2	50.5	59.4	59.4	59.4	59.4
固定资产周转天数	114.5	222.4	222.0	299.0	346.6	369.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.99%	-18.46%	4.73%	-41.09%	-34.37%	-30.69%
EBIT利息保障倍数	-5.8	14.8	12.4	41.4	-41.6	-50.3
资产负债率	16.70%	16.57%	22.36%	14.55%	13.68%	12.92%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-11	买入	82.38	N/A
2	2015-06-15	买入	89.30	N/A
3	2016-05-03	买入	19.49	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD