

# 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

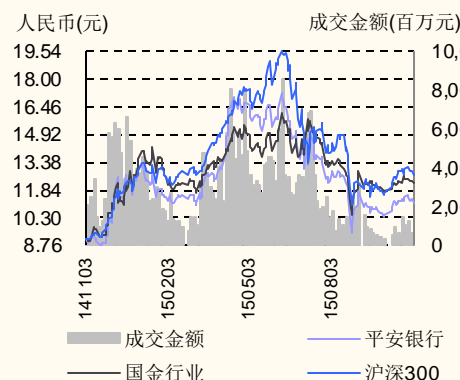
市场价格 (人民币)：9.17 元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 与核心经销商合作拉动传统业务增长，积极探索国际化与新产品研发

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	640.13
总市值(百万元)	6,555.82
年内股价最高最低(元)	25.63/7.98
沪深 300 指数	3842.71



### 相关报告

1. 《半年报预增 40%-60%，内生稳健、外延添彩-凯利泰公司点评》，2017.7.10
2. 《年报业绩略超预期，当前估值提供投资买点-凯利泰公司点评》，2017.4.26
3. 《产品布局与渠道整合相得益彰-凯利泰公司深度研究》，2016.12.16

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号：S1130517050002  
(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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.343	0.222	0.316	0.371	0.429
每股净资产(元)	3.32	2.57	2.49	2.46	2.49
每股经营性现金流(元)	0.31	0.18	-1.74	2.01	0.62
市盈率(倍)	63.63	50.05	28.98	24.73	21.40
行业优化市盈率(倍)	29.20	29.20	29.20	29.20	29.20
净利润增长率(%)	93.87%	31.66%	42.42%	17.20%	15.58%
净资产收益率(%)	10.33%	8.64%	12.72%	15.08%	17.23%
总股本(百万股)	352.15	714.90	714.92	714.92	714.92

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 业绩简评

- 公司上半年实现营业收入 3.66 亿，同比增长 39%；实现归属母公司净利润 9502 万，同比增 44%；扣非后归母净利润 9245 万，同比增长 56%；稀释每股收益 0.13 元，同比增长 30%。

### 经营分析

- **1. 公司内生增长稳健，绑定核心经销商：**
  - 椎体成形微创介入手术系统产品增长快速，上半年实现销售收入 1.04 亿，同比增长 21%；骨科创伤医疗器械产品本报告期实现销售收入 8,3290 万，同比增长 2%；药物洗脱冠脉支架产品本报告期实现销售收入 6,421 万，同比下降-19%。
  - 公司主要产品包括椎体扩张球囊导管产品、骨科创伤产品、心血管支架等高值耗材，由于高值耗材销售渠道需要通过医生植入患者体内，和其他医药/医疗器械产品的推广相比，对销售渠道的要求更高，成熟产品仍能保持良好的增速，这和公司最近一年在产品渠道下沉方面做出的努力密不可分。公司加快销售渠道公司（凯利泰贸易及其子公司）的建设，在江苏、湖北试点成立控股子公司江苏润志泰医疗科技有限公司、凯利泰瑞特医疗科技（湖北）有限公司，通过和公司核心经销商建立合资公司的形式，形成紧密合作关系，利用上市公司的资本优势，推广多元化的医疗器械配送服务平台。
  - 各业务板块毛利率较为稳定（见图表 1）。
- **2. 外延并购加码主业增长，渠道收购表现良好协同效应：**
  - 公司同期并表因素包括艾迪尔和易生科技的少数股东权益并表、宁波深策的新增并表因素。
  - 公司在心血管领域与近 100 家代理商保持长期稳定的合作关系，产品覆盖近 350 家医院，且覆盖国内手术量领先的诸多医院。公司今年 2 月份并表宁波深策心血管渠道商。报告期内深策胜博实现营业收入 1.1 亿元，净利润 2,371 万。
  - 公司继续加强在医疗器械流通领域的布局，公司通过易生科技完成对深策胜博公司 100% 股权的收购，公司又通过溢价增资方式取得润志泰、湖北瑞特两家公司各 51% 的股权，通过该些医疗器械流通领域的布局，扩展并完善公

司的产业链覆盖，整合公司与核心代理商的资源优势，实现良好的协同效应。继续使公司渠道下沉，为公司其他新产品的市场投放创造先决条件，进一步提升公司在医疗器械销售领域的市场占有率和市场影响力。

- **3. 当前产品通过再注册与子公司共享渠道，且公司在研产品线丰富：**
- **骨科领域：**由于母公司产品渠道集中在三级医院，艾迪尔产品线在二级医院，今年一季度以来，通过将艾迪尔的产品线在母公司做注册、母公司的球囊产品也做了在艾迪尔公司的注册，凯利泰完善了骨科领域母公司和艾迪尔的产品线和渠道共享。
- **心血管领域：**生物可降解支架方面，公司目前正在进行随机对照试验，国内当前正在进行可降解支架研发的内资企业包括乐普、威高、微创、易生。公司虽然不是国内第一家上市的第三代心血管支架厂商，但由于新产品上市后市场还需要一定的时间适应，所以，公司目前在抓紧渠道方面的部署，争取在市场布局方面赶超竞争对手。另外，可降解支架面市后会对现有支架格局产生冲击，未参与其中的其他厂商面临被洗牌的命运。心血管支架的国产企业份额将会提升。
- **后续产品布局：**公司关联方和并购基金后续产品线丰富，涉及到心血管领域、消化、泌尿、五官科、运动医学、肿瘤等领域。后续产品线布局丰富。
- 我们认为，高值耗材领域的产品营销特点，一是通过新产品替代老产品获得产品线升级和技术优势，以获得产品价格提升和新产品销售放量；二是通过巩固渠道优势或新开发渠道，使产品下沉，获得销量的提升。凯利泰在这两个方面都体现了较强的竞争优势，在高值耗材新产品的布局方面走在市场前列、在老产品渠道下沉方面符合国家分级诊疗的思路。
- **4. 加速国际化：**
- 凯利泰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，成为国内首家获得椎体后凸成形器械 510(k) 批准的厂家。2016 年 5 月，凯利泰椎体后凸成形系统获得日本厚生劳动省的批准，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。公司的主营产品先后获得美国、日本认证，彰显了凯利泰在国内椎体强化市场的领导地位。
- 公司与意大利公司 TECRES S.P.A 合资设立的上海意久泰医疗科技有限公司业务筹备工作正常开展，引入意大利公司 TECRES S.P.A 的先进产品及技术，共同研发市场新产品。这一举措对于建立完善骨水泥等骨科内植物材料产品线有着极为重要的作用，有利于拓展公司在医疗器械领域的战略布局和技术积淀的加深，为公司未来在 PKP 领域内建立完善生物填充材料的相关产品线奠定基础。
- **5. 持续投入研发：**
- 上半年公司研发投入 2,617 万元，占营业收入比重的 7%。
- 公司多项新产品研发项目已经进入产品设计、设计、临床试验或申请注册阶段，其中主要包括骨科（脊柱、创伤）领域的脊柱固定器、脊柱前路钉板系统、椎间融合器（PEEK）、金属锁定接骨板钉系统、胸骨固定器系统、金属交锁髓内钉等产品和运动医学领域的带线锚钉、医用内窥镜摄像系统、医用冷光源等产品。
- 在目前现有研发团队的基础上，公司计划通过自主研发、境内外合作、投资并购的方式积极布局运动医学、关节、生物型材料、可降解支架等产品领域，进一步完善骨科、心血管、运动医学产品线。同时，通过并购基金的投资孵化，逐步介入呼吸科、五官科、消化泌尿科等产品领域（公司已有产品、在研产品、关联方产品涉及领域见图表 2）。

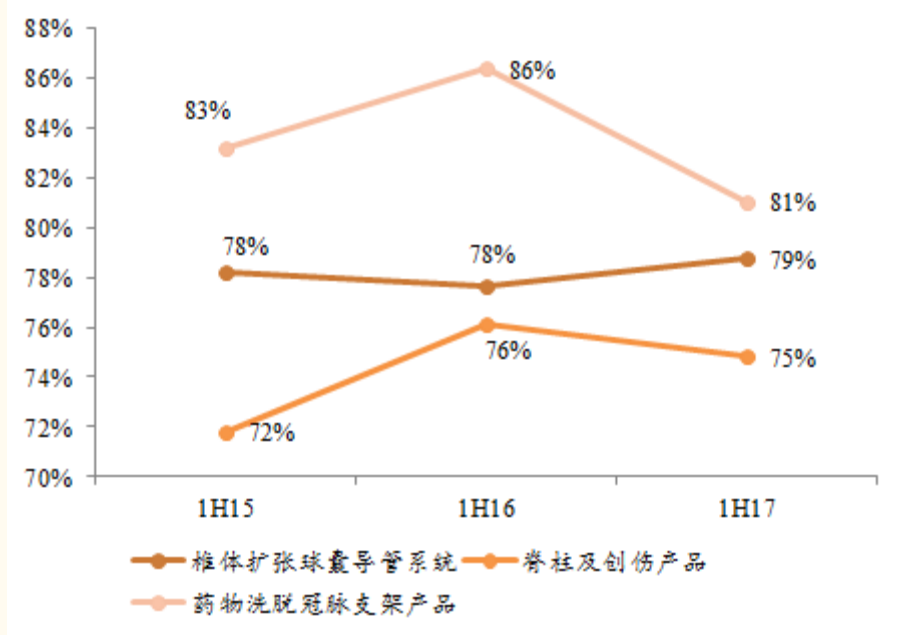
#### 盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年净利润分别 2.3 亿、2.7 亿、3.1 亿，当前公司股价对应 2017 年 P/E 估值 27x，在历史低位，从器械板块当前横向对比和子板块的稀缺性角度推荐，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 降价风险；并购整合风险；解禁风险。

图表 1：凯利泰 2015-2017 上半年度各版块毛利率(%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司已有产品、在研产品、关联方产品涉及领域



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	222	463	551	1,044	1,166	1,299
增长率		108.2%	18.9%	89.6%	11.7%	11.4%
主营业务成本	-84	-125	-135	-358	-395	-433
%销售收入	37.7%	26.9%	24.5%	34.3%	33.9%	33.3%
毛利	139	338	416	686	771	867
%销售收入	62.3%	73.1%	75.5%	65.7%	66.1%	66.7%
营业税金及附加	-2	-5	-7	-14	-15	-17
%销售收入	0.8%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-34	-79	-98	-186	-203	-226
%销售收入	15.3%	17.1%	17.8%	17.8%	17.4%	17.4%
管理费用	-38	-94	-106	-196	-219	-244
%销售收入	17.2%	20.3%	19.3%	18.8%	18.8%	18.8%
息税前利润 (EBIT)	65	160	205	290	334	379
%销售收入	29.0%	34.6%	37.2%	27.8%	28.6%	29.2%
财务费用	-4	-13	-12	-30	-33	-30
%销售收入	2.0%	2.8%	2.1%	2.9%	2.8%	2.3%
资产减值损失	3	-11	-12	-6	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	31	-1	5	5	5
%税前利润	14.0%	18.0%	n.a	1.8%	1.6%	1.4%
营业利润	74	167	181	259	305	353
营业利润率	33.4%	36.1%	32.8%	24.8%	26.1%	27.2%
营业外收支	3	6	13	13	13	13
税前利润	78	173	194	272	318	367
利润率	34.9%	37.4%	35.2%	26.1%	27.3%	28.2%
所得税	-11	-23	-29	-40	-47	-54
所得税率	13.8%	13.5%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	67	150	165	232	271	312
少数股东损益	5	29	6	6	6	6
归属于母公司的净利润	62	121	159	226	265	306
净利率	28.0%	26.1%	28.8%	21.7%	22.7%	23.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	67	150	165	232	271	312
少数股东损益	5	29	6	6	6	6
非现金支出	6	32	39	31	27	28
非经营收益	-3	-19	13	-1,180	1,148	108
营运资金变动	1	-53	-90	-326	-10	-5
经营活动现金净流	71	110	128	-1,242	1,436	443
资本开支	-64	-100	-39	766	-103	72
投资	-155	-228	-156	-1	0	0
其他	36	-20	-4	5	5	5
投资活动现金净流	-183	-348	-199	770	-98	77
股权募资	163	2	361	0	0	0
债权募资	49	153	-4	632	-508	15
其他	-28	-30	-33	-324	-330	-335
筹资活动现金净流	184	126	324	308	-838	-320
现金净流量	73	-112	253	-165	500	200

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	321	210	465	300	800	1,000
应收款项	158	286	363	621	694	773
存货	46	67	84	200	221	242
其他流动资产	16	22	42	85	20	21
流动资产	541	585	954	1,207	1,735	2,037
%总资产	41.2%	34.5%	43.0%	41.9%	72.9%	80.9%
长期投资	156	68	96	97	96	96
固定资产	215	283	302	302	387	295
%总资产	16.4%	16.7%	13.6%	10.5%	16.3%	11.7%
无形资产	393	714	722	76	81	87
非流动资产	771	1,111	1,263	1,676	643	480
%总资产	58.8%	65.5%	57.0%	58.1%	27.1%	19.1%
资产总计	1,313	1,696	2,217	2,882	2,378	2,517
短期借款	49	117	160	816	308	322
应付款项	59	50	42	100	111	122
其他流动负债	26	35	32	70	78	164
流动负债	134	202	234	986	497	608
长期贷款	70	155	108	108	108	109
其他长期负债	13	23	33	0	0	0
负债	218	379	376	1,095	605	718
普通股股东权益	1,044	1,168	1,839	1,779	1,758	1,779
少数股东权益	51	149	2	8	14	20
负债股东权益合计	1,313	1,696	2,217	2,882	2,378	2,517

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.353	0.343	0.222	0.316	0.371	0.429
每股净资产	5.930	3.316	2.572	2.489	2.459	2.488
每股经营现金净流	0.405	0.313	0.179	-1.738	2.009	0.620
每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	5.96%	10.33%	8.64%	12.72%	15.08%	17.23%
总资产收益率	4.74%	7.11%	7.16%	7.85%	11.15%	12.17%
投入资本收益率	4.57%	8.67%	8.23%	9.12%	12.99%	14.50%
增长率						
主营业务收入增长率	75.52%	108.17%	18.95%	89.62%	11.70%	11.42%
EBIT 增长率	29.85%	148.11%	27.73%	41.82%	15.00%	13.73%
净利润增长率	-2.84%	93.87%	31.66%	42.42%	17.20%	15.58%
总资产增长率	114.84%	29.19%	30.73%	30.02%	-17.49%	5.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	146.2	162.7	200.6	200.6	200.6	200.6
存货周转天数	136.1	165.7	204.3	204.3	204.3	204.3
应付账款周转天数	50.5	59.4	58.5	58.5	58.5	58.5
固定资产周转天数	222.4	222.0	199.5	101.0	86.4	73.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.46%	4.73%	-10.72%	34.92%	-21.63%	-31.60%
EBIT 利息保障倍数	14.8	12.4	17.6	9.6	10.1	12.5
资产负债率	16.57%	22.36%	16.94%	37.98%	25.46%	28.51%

**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	1	1	1
增持	0	0	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.67</b>

来源：朝阳永续

**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

单击此处输入文字。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-05-03	买入	19.49	N/A
2	2016-05-11	买入	19.51	N/A
3	2016-08-01	买入	23.69	N/A
4	2016-08-26	买入	23.80	N/A
5	2016-12-16	买入	11.00	15.00~15.00
6	2017-04-26	买入	9.80	N/A
7	2017-07-10	买入	9.13	N/A

来源：国金证券研究所

**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