

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

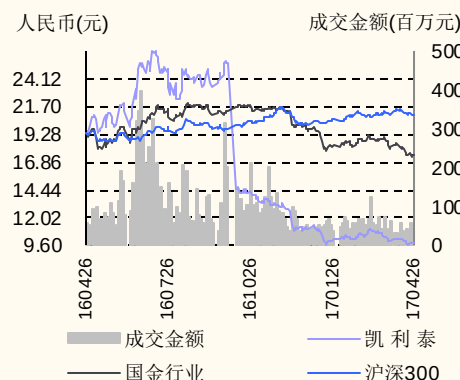
市场价格 (人民币)：9.80 元

年报业绩略超预期，当前估值提供投资买点

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)	582.39
总市值 (百万元)	7,005.30
年内股价最高最低 (元)	26.52/9.60
沪深 300 指数	3445.18



相关报告

1. 《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
2. 《业绩增长符合预期，高值医疗器械龙头公司布局平台化发展-凯利泰...》，2016.8.26
3. 《与 TECRES 公司成立合资公司，丰富骨科器械产品线-凯利泰公...》，2016.8.1
4. 《KMC 椎体后凸成形系统获准在日本上市-凯利泰公司点评》，2016.5.11
5. 《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

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.343	0.222	0.265	0.321	0.375
每股净资产 (元)	3.32	2.57	2.81	3.10	3.44
每股经营性现金流 (元)	0.31	0.18	0.37	0.30	0.40
市盈率 (倍)	63.63	50.05	37.28	30.69	26.30
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%	19.05%	21.47%	16.69%
净资产收益率 (%)	10.33%	8.64%	9.42%	10.37%	10.89%
总股本 (百万股)	352.15	714.90	714.90	714.90	714.90

来源：公司年报、国金证券研究所

经营情况

- 公司 2016 年实现营业收入 5.5 亿，同比增长 19%；归属上市公司股东净利润 1.59 亿，同比增长 32%；扣非后净利润 1.48 亿，同比增长 64%；经营活动现金流净额 1.3 亿，同比增长 17%，业绩略超此前预期。
- 公司 2017 年一季度实现营业收入 1.55 亿，同比增长 39%；归属上市公司股东净利润 3827 万，同比增长 52%；扣非后归属上市公司净利润 3792 万，同比增长 67%。

经营分析

- 1. 2016 年营收增长略超预期，毛利率同比提高、净利率提升：
- 2016 年公司实现营业收入 19% 的增长，其中易生科技的药物洗脱支架同比增长 33%，母公司椎体成形微创介入手术系统同比增长 14%，艾迪尔脊柱及创伤产品同比增长 16%；代理产品收入同比下降。收入端整体增长略超此前预期。
- 公司毛利率整体提高了 2.4 个百分点，其中医疗器械部分，主要由于冠脉支架的毛利率同比提升了 1.8 个百分点，收入提速、占比提高导致。
- 期间费用较同期略降、毛利率提高，带来公司净利率同比提高 2.7 个百分点。
- 由于此前艾迪尔、易生科技收入端已 100% 并表，我们估算公司去年内生增长在 20% 左右；估计今年一季度内生增长超过 20%。
- 2. 子公司全部并表，销售渠道整合带来公司整体竞争实力提升：母公司巩固现有椎体成形微创介入手术系统的市场领先地位，通过加快 KMC 液压骨水泥输送系统、可弯曲椎体成形器等新产品的招标投放，加强营销网络建设；
- 以脊柱产品为切入点，开展和全资子公司艾迪尔销售渠道合作，提升母公司和艾迪尔各自在脊柱产品领域的竞争力；
- 在原有销售团队基础上引入优秀销售人员开拓市场招标工作，进一步加强易生产品的市场推广力度，提升心血管支架的市场占有率；
- 通过并购整合，当前公司在骨科领域与 1000 多个经销商合作，覆盖 2000 多家医院。
- 在心血管领域，公司与近 100 家代理商保持长期合作，产品覆盖 350 家医院。
- 2016 年易生科技以 3.9 亿人民币收购宁波深策 100% 股权（目标公司承诺

2017 年~2021 年扣非后归属母公司净利润不低于 4,000 万、4,200 万、4,410 万、4,631 万、4,863 万), 交易完成后将进一步丰富公司渠道, 提高市场占有率。

- 我们判断高值耗材销售渠道的整合是行业大势所趋, 公司考虑进一步有计划的整合部分代理商, 使公司能够最大程度的与重要代理商分享未来行业的发展, 也为公司其他新产品的市场投放创造先决条件。积极关注公司在渠道建设、渠道整合方面的工作。
- **3. 内生外延并举丰富公司产品线:** 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。

盈利预测

- 不考虑宁波深策并表, 我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 1.89 亿、2.3 亿、2.68 亿, 考虑并表因素, 净利润分别为 2.3 亿、2.7 亿、3.1 亿, 当前公司股价对应 2017 年 P/E 估值 30x, 回落到历史低位, 从器械行业具备整合能力投资标的的稀缺性角度推荐, 维持“买入”评级。

风险提示

- 降价风险; 研发风险; 并购整合风险等。

附录：三张财务报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	222	463	551	644	745	858
增长率		108.2%	18.9%	17.0%	15.7%	15.2%
主营业务成本	-84	-125	-135	-158	-185	-212
% 销售收入	37.7%	26.9%	24.5%	24.6%	24.8%	24.7%
毛利	139	338	416	486	560	646
% 销售收入	62.3%	73.1%	75.5%	75.4%	75.2%	75.3%
营业税金及附加	-2	-5	-7	-8	-10	-11
% 销售收入	0.8%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-34	-79	-98	-117	-134	-155
% 销售收入	15.3%	17.1%	17.8%	18.1%	18.0%	18.0%
管理费用	-38	-94	-106	-147	-164	-189
% 销售收入	17.2%	20.3%	19.3%	22.8%	22.0%	22.0%
息税前利润（EBIT）	65	160	205	214	252	292
% 销售收入	29.0%	34.6%	37.2%	33.2%	33.8%	34.0%
财务费用	-4	-13	-12	-2	4	5
% 销售收入	2.0%	2.8%	2.1%	0.3%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	3	-11	-12	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	31	-1	10	10	15
% 税前利润	14.0%	18.0%	n.a	4.4%	3.6%	4.7%
营业利润	74	167	181	219	266	311
营业利润率	33.4%	36.1%	32.8%	33.9%	35.7%	36.2%
营业外收支	3	6	13	10	10	10
税前利润	78	173	194	229	276	321
利润率	34.9%	37.4%	35.2%	35.5%	37.0%	37.4%
所得税	-11	-23	-29	-33	-40	-47
所得税率	13.8%	13.5%	14.8%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	67	150	165	195	236	274
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	189	230	268
净利率	28.0%	26.1%	28.8%	29.4%	30.8%	31.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	67	150	165	195	236	274
非现金支出	6	32	39	63	85	99
非经营收益	-3	-19	13	-9	-12	-17
营运资金变动	1	-53	-90	18	-97	-69
经营活动现金净流	71	110	128	268	211	286
资本开支	-64	-100	-39	-156	91	-509
投资	-155	-228	-156	-12	0	0
其他	36	-20	-4	10	10	15
投资活动现金净流	-183	-348	-199	-158	101	-494
股权募资	163	2	361	0	0	0
债权募资	49	153	-4	-113	0	1
其他	-28	-30	-33	-33	-29	-29
筹资活动现金净流	184	126	324	-146	-29	-28
现金净流量	73	-112	253	-36	284	-236

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	321	210	465	429	713	477
应收款项	158	286	363	383	444	511
存货	46	67	84	88	104	119
其他流动资产	16	22	42	89	45	46
流动资产	541	585	954	990	1,305	1,153
% 总资产	41.2%	34.5%	43.0%	41.8%	51.8%	41.3%
长期投资	156	68	96	107	107	107
固定资产	215	283	302	1,063	899	1,322
% 总资产	16.4%	16.7%	13.6%	44.8%	35.7%	47.4%
无形资产	393	714	722	68	66	64
非流动资产	771	1,111	1,263	1,381	1,215	1,636
% 总资产	58.8%	65.5%	57.0%	58.2%	48.2%	58.7%
资产总计	1,313	1,696	2,217	2,370	2,520	2,789
短期借款	49	117	160	46	46	46
应付款项	59	50	42	50	58	67
其他流动负债	26	35	32	116	44	50
流动负债	134	202	234	213	148	164
长期贷款	70	155	108	108	108	109
其他长期负债	13	23	33	33	33	33
负债	218	379	376	355	290	306
普通股股东权益	1,044	1,168	1,839	2,006	2,215	2,461
少数股东权益	51	149	2	9	15	21
负债股东权益合计	1,313	1,696	2,217	2,370	2,520	2,789

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.353	0.343	0.222	0.265	0.321	0.375
每股净资产	5.930	3.316	2.572	2.807	3.098	3.443
每股经营现金净流	0.405	0.313	0.179	0.375	0.295	0.400
每股股利	0.090	0.050	0.030	0.030	0.030	0.030
回报率						
净资产收益率	5.96%	10.33%	8.64%	9.42%	10.37%	10.89%
总资产收益率	4.74%	7.11%	7.16%	7.98%	9.11%	9.61%
投入资本收益率	4.57%	8.67%	8.23%	8.40%	9.01%	9.42%
增长率						
主营业务收入增长率	75.52%	108.17%	18.95%	16.97%	15.72%	15.18%
EBIT增长率	29.85%	148.11%	27.73%	4.64%	17.86%	15.63%
净利润增长率	-2.84%	93.87%	31.66%	19.05%	21.47%	16.69%
总资产增长率	114.84%	29.19%	30.73%	6.92%	6.31%	10.67%
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	596.1	430.1	548.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.46%	4.73%	-10.72%	-13.61%	-25.02%	-12.94%
EBIT利息保障倍数	14.8	12.4	17.6	108.6	-58.6	-61.2
资产负债率	16.57%	22.36%	16.94%	14.98%	11.52%	10.98%

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	3
增持	0	0	1	2	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	1.67

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
4	2016-05-11	买入	19.51	N/A
5	2016-08-01	买入	23.69	N/A
6	2016-08-26	买入	23.80	N/A
7	2016-12-16	买入	11.00	15.00~15.00

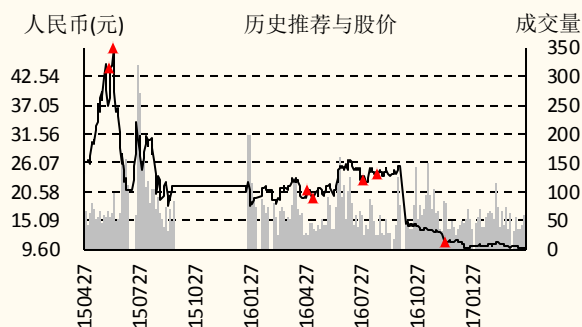
来源：国金证券研究所

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为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