

2019年04月14日

证券研究报告·公司研究报告

凯利泰(300326) 医药生物

买入(首次)

当前价: 11.09元

目标价: 13.76元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

推出股份回购计划，骨科微创平台潜力大

投资要点

- 推荐逻辑：**核心业务脊柱成形术加速增长；涌金系入主成第一大股东，公司治理机构得以改善；出售易生科技剥离心血管业务，收购美国 Elliquance 公司进一步增强公司在骨科微创领域的竞争力。
- 回购股份将用于股权激励方案或员工持股计划，彰显公司发展信心：**公司拟以 8000 万至 1.5 亿元自有资金或自筹资金回购公司股份，回购价格不高于 12.0 元/股，按照上限价格计算，此次回购股份数量占公司总股份的 0.92%-1.73%，回购股份将全部用于实施股权激励计划或员工持股计划，公司已于 3 月 14 日首次进行了股份回购。我们认为，公司此次回购股份不仅体现了管理层对公司内在价值的肯定，同时也对未来发展前景充满了信心。
- 涌金系入主成第一大股东，公司治理结构改善：**2018 年公司引入了战略投资者涌金投资，以 8.9 元/股的价格受让原股东 7% 的股权，目前涌金系合计持有公司 9.7% 的股权，是公司第一大股东。公司股权长期较为分散，管理层持股比例较低，一定程度上影响了公司的经营以及市场对公司长期稳定的发展的信心，涌金系的入主后，股权结构得以改善，公司将成为管理层为主导的决策模式，经营效率有望提升。此外，涌金系作为长期战略投资者，在医药领域有丰富的产业资源和经验，将对公司的战略布局、业务结构优化以及资源整合等多方面产生积极影响，公司 2018 年先后剥离易生科技和收购美国 Elliquance 公司体现了涌金系入主后给公司带来的显著改变。
- 剥离非核心资产，聚焦骨科微创平台：**公司 2018 年出售易生科技全部股权，剥离了心血管业务，并收购了美国 Elliquance 公司，获得手术能量平台及高值耗材研发平台，业务进一步聚焦骨科微创领域。Elliquance 产品可用于治疗椎间盘突出症和疼痛性椎间盘突出，也可运用于骨科、脊柱和疼痛管理等领域，具有广阔的发展空间。Elliquance 的并购拓展了公司在骨科微创领域的业务布局，进一步增强公司在骨科领域的竞争力。同时，Elliquance 公司的外科能量平台可进一步拓展至其他微创治疗领域，将进一步拓展公司发展空间。
- 盈利预测与评级。**我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.65 元、0.43 元和 0.55 元，对应当前股价估值分别为 17 倍、26 倍和 20 倍，目标价为 13.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**核心产品大幅降价风险；并购整合效果或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	802.27	939.70	1157.84	1412.04
增长率	45.71%	17.13%	23.21%	21.96%
归属母公司净利润(百万元)	194.98	468.77	306.59	399.09
增长率	22.75%	140.42%	-34.60%	30.17%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.65	0.43	0.55
净资产收益率 ROE	9.50%	18.81%	11.17%	12.83%
PE	41	17	26	20
PB	3.91	3.20	2.90	2.56

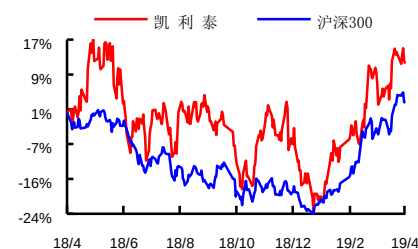
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.20
流通 A 股(亿股)	6.45
52 周内股价区间(元)	7.56-11.69
总市值(亿元)	79.80
总资产(亿元)	32.24
每股净资产(元)	3.05

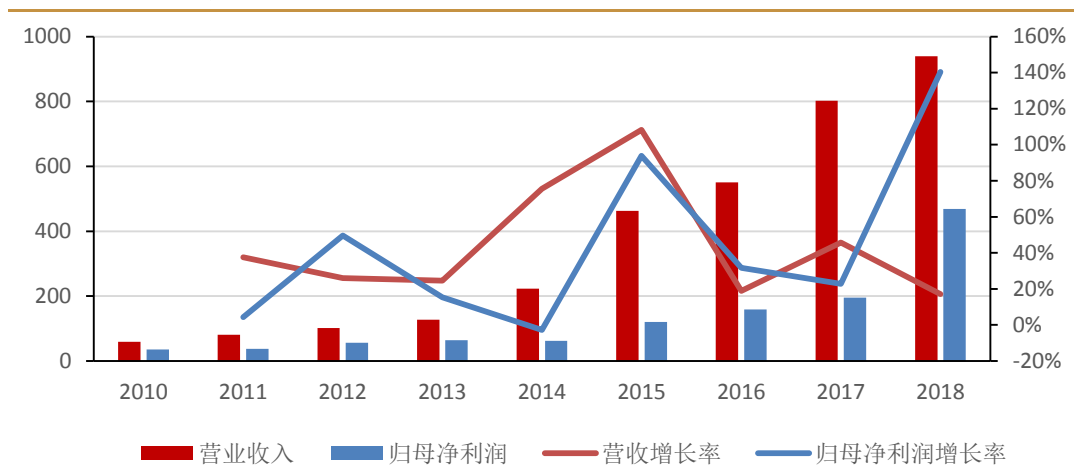
相关研究

1 公司概况

公司成立以来主要从事椎体成形微创介入手术系统的研发、生产和销售，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，产品包括经皮椎体成形（PVP）手术系统和经皮球囊扩张椎体后凸成形（PKP）手术系统。通过外延并购先后收购了艾迪尔、宁波深策、美国 Elliquance 公司等，业务范围拓展至骨科耗材、手术能量平台及高值耗材、医疗器械流通等领域，目前公司已经从一家从事单一椎体成形手术系统产品的生产企业逐步发展成为多细分领域内专业生产高值耗材的多元化平台企业。

2010 年至 2018 年，公司依靠自主增长和外延并购方式，营收规模由 0.6 亿增长至 9.4 亿元，年均复合增速高达 41.4%，归母净利润由 0.4 亿元增长至 4.9 亿元，2018 年受出售资产影响，归母净利润大幅增长。2010—2017 年归母净利润年均复合增速为 27.5%。

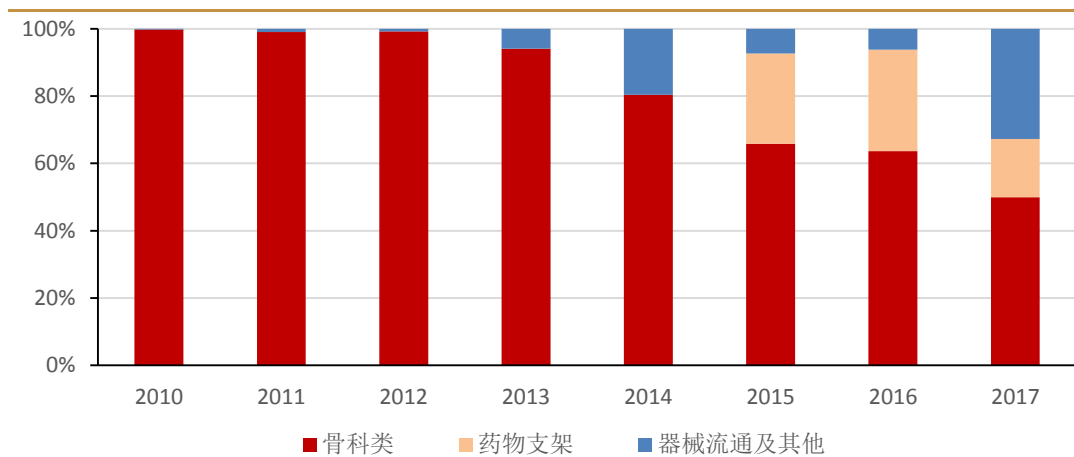
图 1：2010-2018 年公司营业收入和归母净利润及增速（百万元）



数据来源：wind，西南证券整理

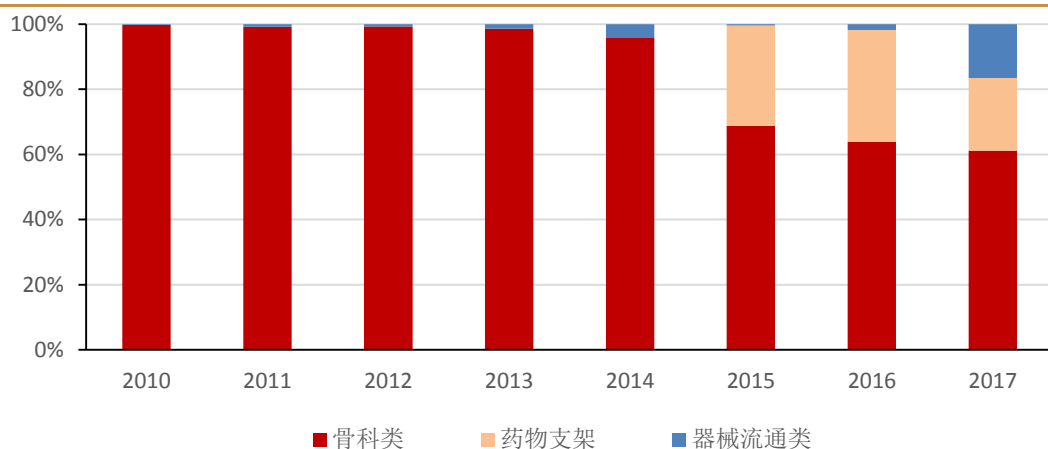
公司收入主要来源于骨科类、药物支架及器械流通类，其中骨科类产品 2017 年收入占比为 50.0%，药物支架收入占比 17.3%，器械流通业务及其他占比 32.7%。毛利方面，2017 年骨科类毛利占比 61.2%，药物支架占比 22.3%，器械流通业务及其他占比 16.6%。

图 2：2010-2018 年公司产品收入结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：2010-2017 年公司毛利占比



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：骨科类预计 2018-2020 年收入增速分别为 31.8%、28.3%、27.0%，毛利率分别为 77.5%、77.8%、77.2%；

假设 2：器械流通业务预计 2018-2020 年收入增速分别为 20.0%、10.0%、10.0%，毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

假设 3：Elliquence 公司预计 2019-2020 年收入分别为 1.3 亿元、1.6 亿元，毛利率分别为 85.0%、85.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：主要业务收入及毛利率

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	802.27	939.70	1157.84	1412.04
yoy	45.71%	17.130%	23.21%	21.96%
毛利率	62.63%	61.06%	64.33%	65.31%
骨科类	400.77	528.15	677.84	860.97
yoy	14.33%	31.78%	28.34%	27.02%
毛利率	76.68%	77.50%	77.81%	77.15%
器械流通	259.75	311.70	342.87	377.16
yoy	698.55%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	31.13%	30%	30%	30%
Elliquence 公司			127.00	158.92
yoy				25%
毛利率			85%	85%

数据来源：公司公告，西南证券

我们选择迈瑞医疗和大博医疗作为可比公司，2019 年可比公司平均估值为 32 倍。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.65 元、0.43 元和 0.55 元，对应当前股价估值分别为 17 倍、26 倍和 20 倍。参考可比公司估值，我们给予公司 2019 年 32 倍估值，对应目标价 13.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)		PE		
			2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300760.SZ	迈瑞医疗	1572	4546.1	5579.3	42.3	34.6	28.2
002901.SZ	大博医疗	140	482.6	611.0	36.2	28.9	22.9
平均					39.3	31.8	25.5

数据来源：wind，西南证券整理。注：wind 一致预期截止 2019-4-12

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	802.27	939.70	1157.84	1412.04	净利润	193.99	468.97	306.89	399.49
营业成本	299.77	365.96	413.01	489.79	折旧与摊销	34.34	53.75	55.50	56.97
营业税金及附加	8.95	11.07	13.66	16.50	财务费用	15.02	22.55	11.58	7.06
销售费用	134.13	187.94	214.20	254.17	资产减值损失	13.39	15.00	15.00	15.00
管理费用	110.74	150.35	162.10	197.69	经营营运资本变动	-235.35	-126.12	-198.61	-210.49
财务费用	15.02	22.55	11.58	7.06	其他	125.54	-310.74	-26.94	-27.91
资产减值损失	13.39	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	146.93	123.43	163.43	240.11
投资收益	1.36	307.00	10.00	12.00	资本支出	-382.73	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	87.28	307.00	10.00	12.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-295.45	297.00	0.00	2.00
营业利润	231.82	493.82	338.29	443.84	短期借款	78.29	58.66	-150.00	0.00
其他非经营损益	0.73	14.00	16.50	18.00	长期借款	-46.46	220.00	-200.00	-50.00
利润总额	232.55	507.82	354.79	461.84	股权融资	12.15	3.74	0.00	0.00
所得税	38.56	38.85	47.90	62.35	支付股利	-17.87	-21.94	-52.75	-34.50
净利润	193.99	468.97	306.89	399.49	其他	-15.27	-114.65	-11.58	-7.06
少数股东损益	-0.99	0.21	0.31	0.40	筹资活动现金流净额	10.84	145.81	-414.32	-91.56
归属母公司股东净利润	194.98	468.77	306.59	399.09	现金流量净额	-137.98	566.24	-250.89	150.56
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	327.24	893.48	642.59	793.14	成长能力				
应收和预付款项	508.17	613.67	767.75	928.35	销售收入增长率	45.71%	17.13%	23.21%	21.96%
存货	115.34	129.55	149.59	180.05	营业利润增长率	28.41%	113.02%	-31.50%	31.20%
其他流动资产	194.27	224.04	276.05	336.65	净利润增长率	17.48%	141.75%	-34.56%	30.17%
长期股权投资	43.01	43.01	43.01	43.01	EBITDA 增长率	26.43%	102.76%	-28.90%	25.28%
投资性房地产	30.59	30.59	30.59	30.59	获利能力				
固定资产和在建工程	287.72	251.95	214.45	175.47	毛利率	62.63%	61.06%	64.33%	65.31%
无形资产和开发支出	1107.89	1100.76	1093.62	1086.49	三费率	32.40%	38.40%	33.50%	32.50%
其他非流动资产	80.29	79.43	78.58	77.73	净利率	24.18%	49.91%	26.51%	28.29%
资产总计	2694.52	3366.48	3296.22	3651.48	ROE	9.50%	18.81%	11.17%	12.83%
短期借款	191.34	250.00	100.00	100.00	ROA	7.20%	13.93%	9.31%	10.94%
应付和预收款项	117.10	145.59	166.82	199.97	ROIC	11.92%	23.39%	13.94%	16.56%
长期借款	61.95	281.95	81.95	31.95	EBITDA/销售收入	35.05%	60.67%	35.01%	35.97%
其他负债	282.50	195.37	199.73	206.84	营运能力				
负债合计	652.88	872.90	548.50	538.76	总资产周转率	0.33	0.31	0.35	0.41
股本	715.85	719.59	719.59	719.59	固定资产周转率	2.83	3.75	5.30	7.73
资本公积	706.51	706.51	706.51	706.51	应收账款周转率	2.10	1.96	1.94	1.93
留存收益	605.55	1052.38	1306.22	1670.81	存货周转率	2.70	2.86	2.76	2.82
归属母公司股东权益	2026.74	2478.48	2732.32	3096.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.90%	—	—	—
少数股东权益	14.89	15.10	15.41	15.81	资本结构				
股东权益合计	2041.64	2493.58	2747.73	3112.72	资产负债率	24.23%	25.93%	16.64%	14.75%
负债和股东权益合计	2694.52	3366.48	3296.22	3651.48	带息债务/总负债	38.80%	60.94%	33.17%	24.49%
					流动比率	2.67	4.33	6.02	6.48
					速动比率	2.40	4.03	5.53	5.96
					股利支付率	9.17%	4.68%	17.20%	8.64%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.65	0.43	0.55
					每股净资产	2.84	3.47	3.82	4.33
					每股经营现金	0.20	0.17	0.23	0.33
					每股股利	0.02	0.03	0.07	0.05
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	281.18	570.13	405.37	507.86					
PE	40.93	17.02	26.03	20.00					
PB	3.91	3.20	2.90	2.56					
PS	9.95	8.49	6.89	5.65					
EV/EBITDA	27.72	13.08	18.15	14.09					
股息率	0.22%	0.27%	0.66%	0.43%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn