

聚焦大骨科领域，战略布局稀缺性突出

投资要点

- **投资逻辑:** 2018 年管理层实现重组，业务聚焦大骨科领域，未来战略发展清晰。PVP/PKP 于 2017 年后加速增长，由原来 15% 左右提升至 30% 以上。国内脊柱微创治疗渗透率有 3-4 倍提升空间，Elliquance 有望借助公司平台加速打开市场。脊柱微创+运动医学布局稀缺性突出，未来三年公司内生业务有望实现年均近 30% 增长，当前估值显著低估。
- **Elliquance 产品空间广阔，脊柱微创技术稀缺性突出。** 2017 年国内腰间盘突出出院人数高达 73 万人，较 2016 年增长 13%，治疗需求旺盛，椎间孔镜技术作为治疗腰间盘突出的新术式，受到医生广泛认可，2018 年国内手术量约 10 万台，潜在市场有 5 倍提升空间。鉴于公司长期专注于脊柱微创领域，拥有丰富的学术推广经验+渠道+医院资源，Elliquance 产品有望借助公司平台加速打开市场。凯利泰作为国内椎体成形术的先驱，最早以三级医院起家，通过学术推广打开市场空间，在脊柱微创领域具有极强的稀缺性，收购 Elliquance 将进一步加强公司在骨科微创领域的竞争力，助力公司长期稳健增长。
- **PKP/PVP 业务加速增长，艾迪尔有望恢复行业约 15% 的平均增速。** 椎体成形术经过长期的学术推广，近几年由三级医院向县级医院下沉趋势显著，PVP/PKP 产品于 2017 年后呈加速增长趋势，由原来 15% 左右的增长提升至 30% 以上，亦是佐证了行业加速发展趋势。另外，艾迪尔经过 2017、2018 年调整后，2018 年下半年已逐步恢复增长，预计随着公司持续的整合改善，艾迪尔有望恢复行业约 15% 的平均增长水平。
- **高增长低估值，脊柱微创+运动医学布局前景广阔。** 2018 年公司核心业务呈加速增长趋势，业务聚焦大骨科领域后，预计未来三年内内生业务年均增长有望保持 30% 左右。公司脊柱微创+运动医学布局均处于国内领先地位，其中运动医学有望借助公司丰富的产业资源抢占行业发展先机，为公司长远发展奠定基础。整体来看，我们认为公司未来几年战略布局十分清晰，业绩将进入稳健增长阶段，参考骨科领域同行，公司当前估值显著低估。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.9 亿、3.9 亿和 4.9 亿元。考虑到公司经营层面改善，业务布局前景广阔，参考可比公司，给予公司 2019 年 35 倍 PE，对应目标价 14.35 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 核心产品或大幅降价、Elliquance 整合或不及预期、商誉减值风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	930.91	1208.10	1487.03	1815.91
增长率	16.03%	29.78%	23.09%	22.12%
归属母公司净利润 (百万元)	462.57	293.88	385.10	493.42
增长率	137.24%	-36.47%	31.04%	28.13%
每股收益 EPS (元)	0.64	0.41	0.53	0.68
净资产收益率 ROE	18.40%	11.60%	13.92%	15.92%
PE	16	26	20	15
PB	3.02	3.00	2.74	2.44

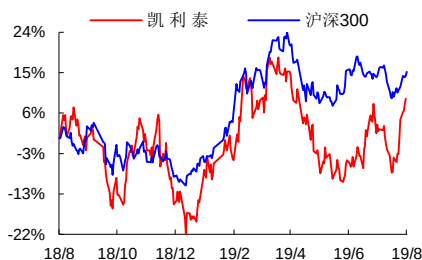
数据来源: Wind, 西南证券

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: 刘闯
 执业证号: S1250519060002
 电话: 021-58352031
 邮箱: liuch@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)	7.22
流通 A 股(亿股)	7.05
52 周内股价区间(元)	7.56-11.45
总市值(亿元)	75.56
总资产(亿元)	35.92
每股净资产(元)	3.58

相关研究

1. 凯利泰 (300326): 核心产品快速放量，骨科微创平台潜力大 (2019-04-24)
2. 凯利泰 (300326): 推出股份回购计划，骨科微创平台潜力大 (2019-04-14)

目 录

1 外延并购打造大骨科平台，业绩步入快速发展期	1
1.1 业务聚焦大骨科领域，微创治疗布局大有前景	1
1.2 收入结构持续多元化，业绩进入稳健增长阶段	2
2 Elliquance 聚焦微创治疗领域，有望借助公司平台加速放量	4
3 PKP/PVP 业务加速增长，艾迪尔增长趋势恢复	8
3.1 公司是国内椎体成形术的先驱，基层拓展带动行业加速增长	8
3.2 艾迪尔：二十年技术沉淀，经营拐点确立	10
4 布局运动医学领域，未来前景可期	12
5 盈利预测与估值	13
5.1 盈利预测	13
5.2 估值	13
6 风险提示	14
7 附录	15
7.1 腰椎间盘突出疾病人群大，微创治疗优势显著	15
7.2 椎体骨折潜在患者人群庞大，PKP/PVP 治疗临床效果突出	17

图 目 录

图 1: 公司上市以后主要发展历程	1
图 2: 公司业务聚焦大骨科领域	1
图 3: 公司股权结构及集团构成	2
图 4: 公司 2010 年以来营业收入及增速	3
图 5: 公司 2010 年以来利润及增速 (百万元)	3
图 6: 公司主营业务收入结构持续丰富 (百万元)	3
图 7: 公司 2018 年主营业务收入结构	3
图 8: 公司主要产品毛利率变化情况	4
图 9: 公司销售费用率和管理费用率变化情况	4
图 10: Elliquance 公司部分产品图示	4
图 11: Elliquance 收入和利润情况 (百万元)	5
图 12: 国内腰间盘疾病出院人数 (千人)	5
图 13: 中国脊柱内镜微创手术渗透率有近 3-4 倍的提升空间	6
图 14: Elliquance 脊柱治疗产品和凯利泰 PVP/PVP 产品协同性强	6
图 15: 美国脊柱微创手术占整体脊柱外科手术的比例快速提升	7
图 16: Elliquance 产品治疗领域拓展广泛	7
图 17: 公司 PVP/ PKP 产品历史收入增长情况	8
图 18: 国内骨质疏松人数出院人数 (千人)	8
图 19: 中国 60 周岁及以上人口数量 (百万人)	9
图 20: 中国椎体压缩骨折新发病人数预测 (万/年)	9
图 21: 美国 PKP/ PVP 手术量及结构占比 (万例)	10
图 22: 艾迪尔主要产品构成	10
图 23: 创伤类植入物市场规模 (亿元)	11
图 24: 脊柱类植入物市场规模 (亿元)	11
图 25: 艾迪尔历年收入情况	11
图 26: 艾迪尔历年净利润情况	11
图 27: 公司多款运动医学产品获批	12
图 28: 国内关节类植入物市场规模 (百万元)	12
图 29: 腰椎间盘突出症示意图	15
图 30: 腰椎间盘突出症治疗方法	15
图 31: 椎间孔镜技术治疗示意图	16
图 32: 骨质疏松症常见临床表现	17
图 33: 骨质疏松性骨折类型	17
图 34: 骨质疏松性骨折示意图	18
图 35: PKP 手术示意图	19

目 录

表 1：公司当前主要管理层结构	2
表 2：中国椎体成形微创手术渗透率较美国差距显著	9
表 3：主营业务收入及毛利率（百万元）	13
表 4：可比公司估值	14
表 5：经皮椎间孔镜椎间盘切除术 VS 其他术式	16
表 6：椎体骨折治疗方式对比	18
表 7：PKP 和 PVP 治疗方式对比	18
附表：财务预测与估值	20

1 外延并购打造大骨科平台，业绩步入快速发展期

1.1 业务聚焦大骨科领域，微创治疗布局大有前景

公司成立于2005年，2012年6月登陆创业板，随后通过一系列外延并购，公司业务得到快速拓展。2018年公司管理层实现重组，剥离易生科技，收购美国Elliquance，战略进一步聚焦骨科医疗器械领域，推动公司加速实现大骨科领域的全面布局。

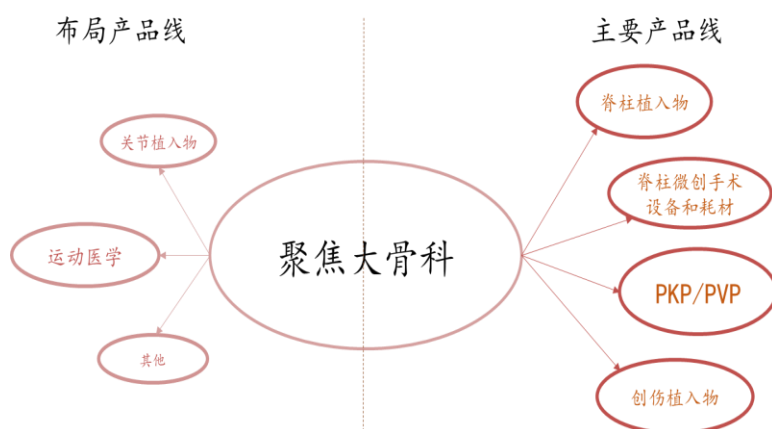
图1：公司上市以后主要发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司围绕大骨科领域，目前已形成了脊柱微创类、骨科植入物以及运动医学等多领域布局，战略发展清晰，未来成长空间广阔。

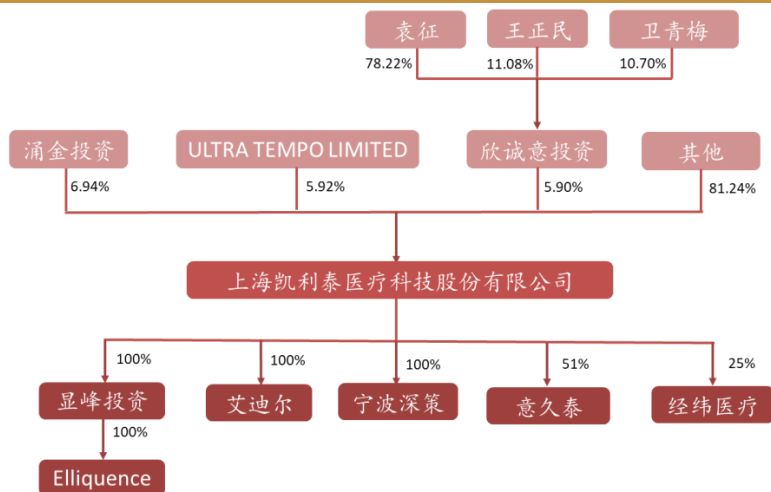
图2：公司业务聚焦大骨科领域



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年涌金投资通过股权协议转让方式获得公司 6.96% 的股权，成为公司第一个大股东，另外 ULTRA TEMPO LIMITED 持有公司 6.5% 的股权，董事长袁征、副总经理王正民和卫青梅共同控制的欣诚意投资持有公司 5.93% 的股权。

图 3：公司股权结构及集团构成



数据来源：公司公告，西南证券整理（截止到 2019-03-31）

公司目前无实际控制人，涌金投资 2018 年受让了除董事长袁征之外其他主要创始人的股份，成为公司第一大股东，打造了以总经理袁征为核心的管理团队，在公司经营决策方面有很大改善，对 Elliquence 的并购以及剥离易生科技等大运作也体现了新管理层在决策效率方面的大幅改善。

表 1：公司当前主要管理层结构

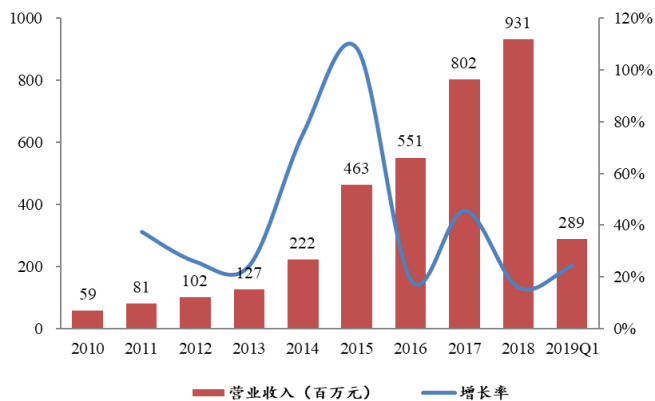
姓名	职务	主要职责	背景
袁征	董事长、总经理	负责公司总体战略发展	生物学学士，曾任职中国预防医学科学院上海寄生虫病研究所、上海摩尔生物技术有限公司总经理。2005 年联合创立凯利泰。
王正民	副总经理	负责产品的临床推广、市场及营销管理	临床医学本科学历，2007 年进入公司。
卫青梅	副总经理	负责临床试验、产品注册等	本科学历，2005 年进入公司
丁魁	副总经理、董事会秘书	负责投资并购等工作	2003-2005 年就职于云南国际信托投资有限公司资产管理部，2005-2012 年就职于国金证券股份有限公司投资银行部，2012 年进入公司。

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 收入结构持续多元化，业绩进入稳健增长阶段

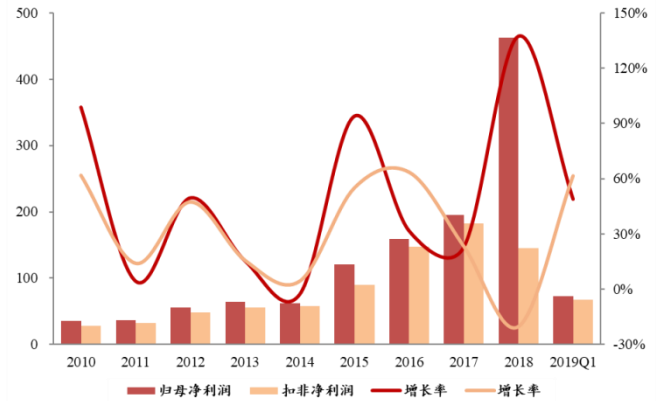
公司业绩状况：公司借助内生和外延，业绩实现了快速增长，2018 年收入规模达到 9.3 亿元，归母净利润为 4.6 亿元，其中出售易生科技对当期利润贡献较大，若剔除易生科技整体影响、非经常性损益以及中介费用的影响，2018 年实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 44.1%，2019Q1 归母净利润和扣非净利润分别实现了 48.9% 和 61.7% 的快速增长，公司将迈入正常的持续增长趋势。

图 4：公司 2010 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2010 年以来利润及增速（百万元）

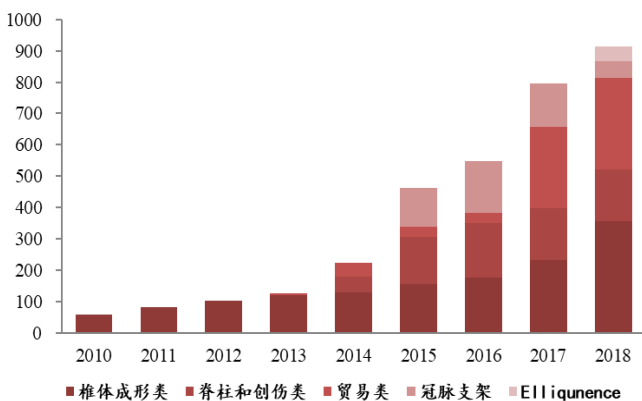


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：2010 年公司收入主要来源于椎体成形类产品，2014 年公司收购艾迪尔后，脊柱和创伤类产品成为另一大核心收入来源，2015 年控股易生科技，2017 年收购宁波深策，2018 年收购美国 Elliquance，公司收入结构日益丰富，呈现多元化发展。

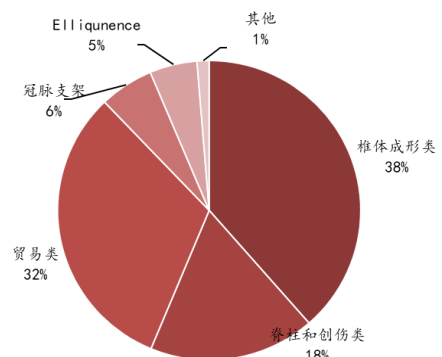
2018 年收入结构中，椎体成形类产品占比约 38%，脊柱和创伤类占比 18% 左右，贸易类业务占比 32%，Elliquance 收入占比 5% 左右。我们预计，剥离易生科技后，公司将进一步聚焦骨科领域，椎体成形类、脊柱和创伤类、Elliquance 将成为公司核心收入来源。

图 6：公司主营业务收入结构持续丰富（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

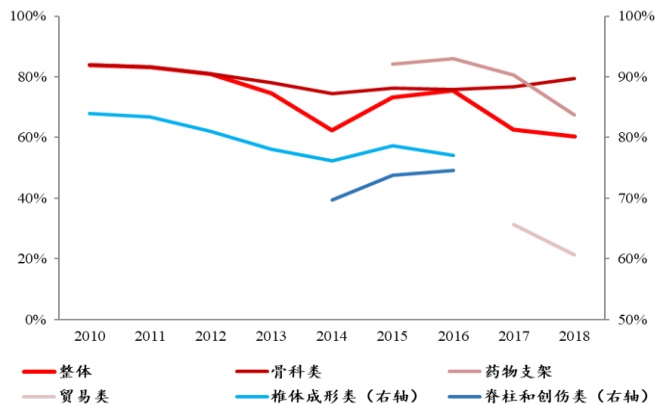
图 7：公司 2018 年主营业务收入结构



数据来源：Wind，西南证券整理

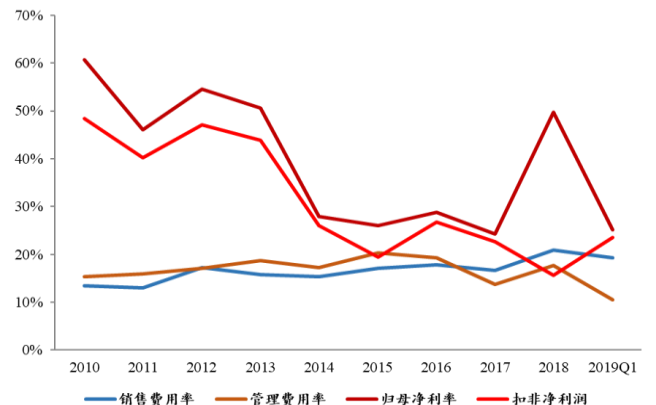
盈利能力：公司核心业务骨科类（主要是椎体成形类、脊柱和创伤类产品）毛利率经过前期下滑后，2017 年开始小幅回升，公司产品整体毛利率受并购等因素影响，波动较大。我们预计，随着公司主营业务进一步聚焦，公司毛利率有望稳中有升。

图 8：公司主要产品毛利率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：椎体成形类和脊柱创伤类产品 2017 年统一于骨科类产品）

图 9：公司销售费用率和管理费用率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 Elliquance 聚焦微创治疗领域，有望借助公司平台加速放量

Elliquance 成立于 1999 年，是一家专注于脊柱微创治疗领域的公司，主要从事手术能量平台及高值耗材的研发、生产和销售，产品可用于治疗椎间盘突出症和疼痛性椎间盘突出等，同时可广泛运用于骨科、脊柱、神经外科、整形外科和疼痛管理等领域。

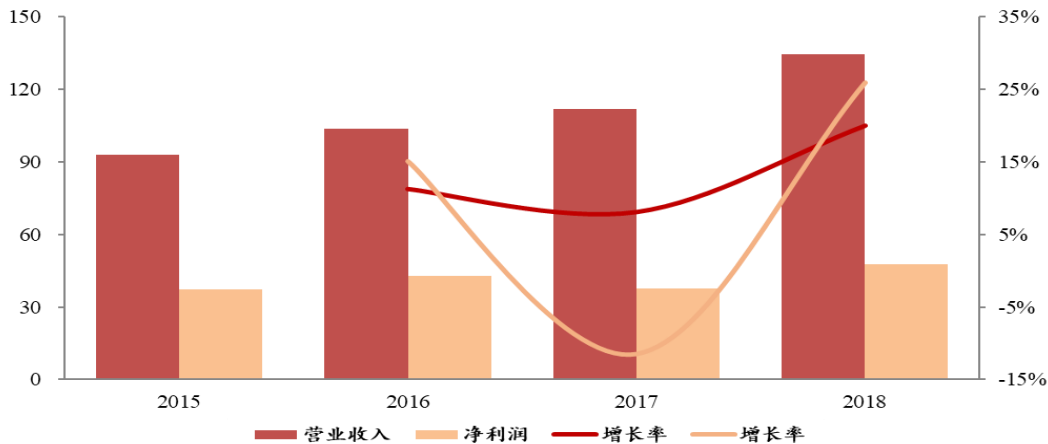
图 10：Elliquance 公司部分产品图示



数据来源：Elliquance 官网，西南证券整理

公司产品销往北美洲、亚洲、欧洲、南美洲和非洲等地区。2015 年至 2018 年，公司收入端由 9310 万元增长至约 1.3 亿元，净利润由 3710 万增长至约 0.5 亿元。其中，2017 年收入增速放缓、净利润有所下滑，预计主要系公司战略调整部分业务所致，2018 年业绩恢复快速增长趋势。

图 11: Elliquence 收入和利润情况 (百万元)

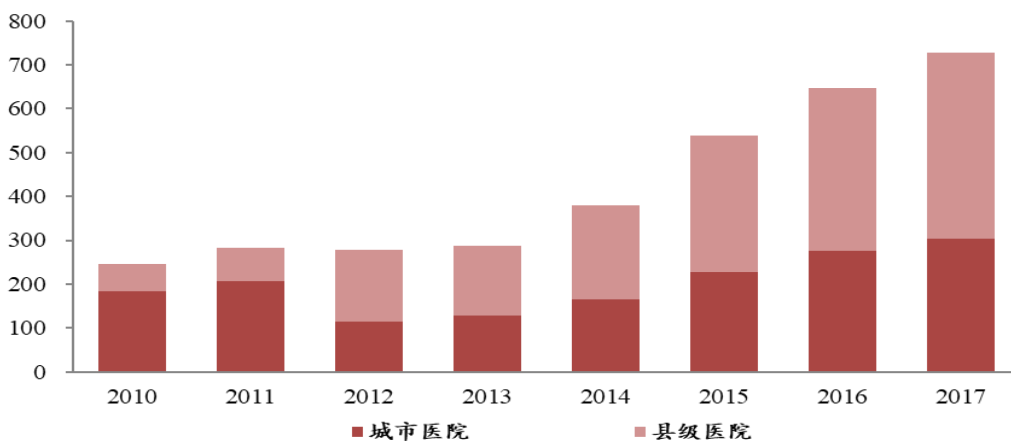


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (Elliquence 收入为美元, 按照美元: 人民币=7:1 换算成人民币)

中国作为 Elliquence 最大的单一市场, 2018 年销售占比近 50%, 且保持较为稳定的增长速度, 考虑到中国脊柱患病疾病基数庞大, 我们预计, Elliquence 产品在中国市场有继续保持快速增长。

卫健委数据显示, 腰椎间盘突出疾病患者出院人数近几年快速增长, 2017 年出院人数高达 73 万人, 增长率为 12.7%, 其中县级医院的出院人数占比持续提升, 一定程度上反映了腰间盘突出治疗需求的快速提升, 尤其是基层患者的需求更为旺盛。

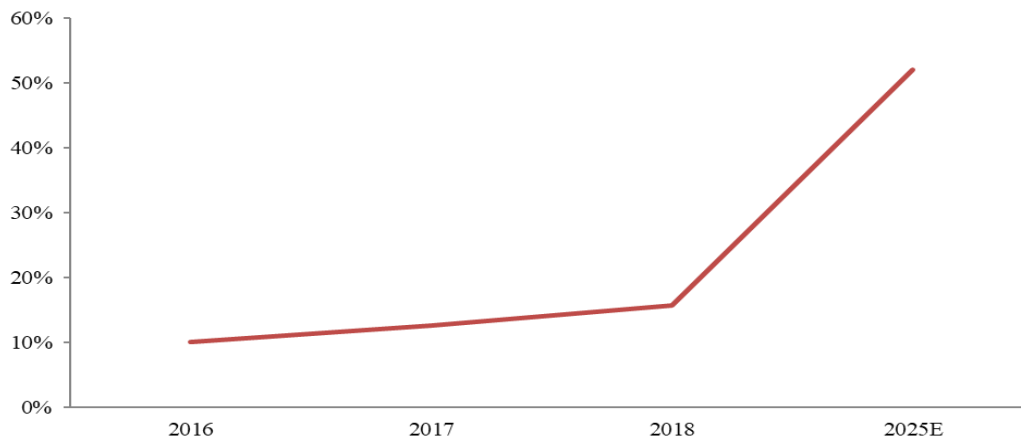
图 12: 国内腰间盘突出疾病出院人数 (千人)



数据来源: 卫健委, 西南证券整理

相关文献显示, 2016 年中国脊柱内镜微创手术占整个脊柱手术的比例仅约 10%, 预计 2018 年渗透率接近 15%, 参考美国的发展趋势, 我们预计 2025 年中国脊柱内镜微创手术占比将超过 50%, 较目前有 3-4 倍的提升空间。

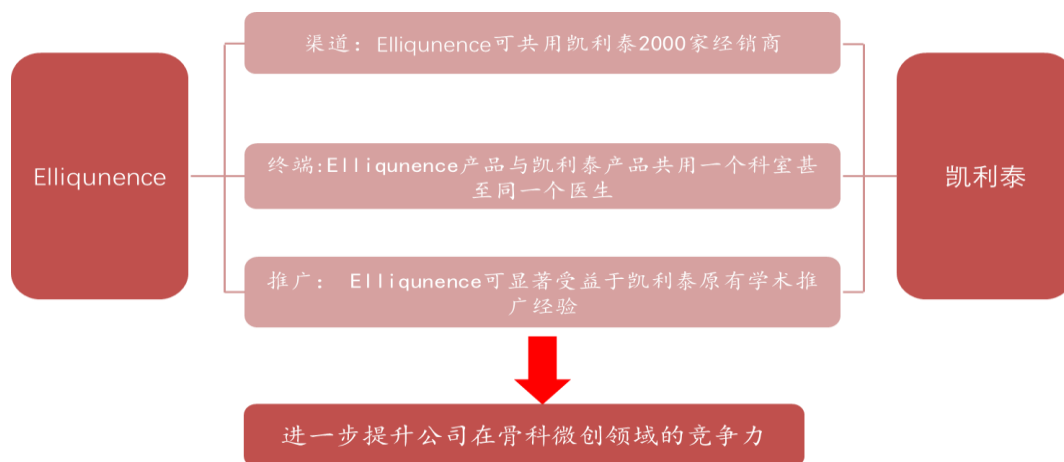
图 13: 中国脊柱内镜微创手术渗透率有近 3-4 倍的提升空间



数据来源: Journal of Spine, 西南证券整理

Elliquence 公司的脊柱微创治疗产品与凯利泰的 PKP/PVP 产品均是应用于脊柱外科领域, 且属于脊柱微创手术中较具代表性的两种术式, 在销售渠道、学术推广、临床科室等多个方面具有较强的重合性。我们预计, Elliquence 脊柱治疗产品有望借助凯利泰多年打造的平台, 加速打开国内市场空间。另外, 考虑到 Elliquence 和凯利泰均是国内脊柱微创细分领域的领导者, 两者合并将进一步加强公司在骨科微创治疗领域的竞争力。

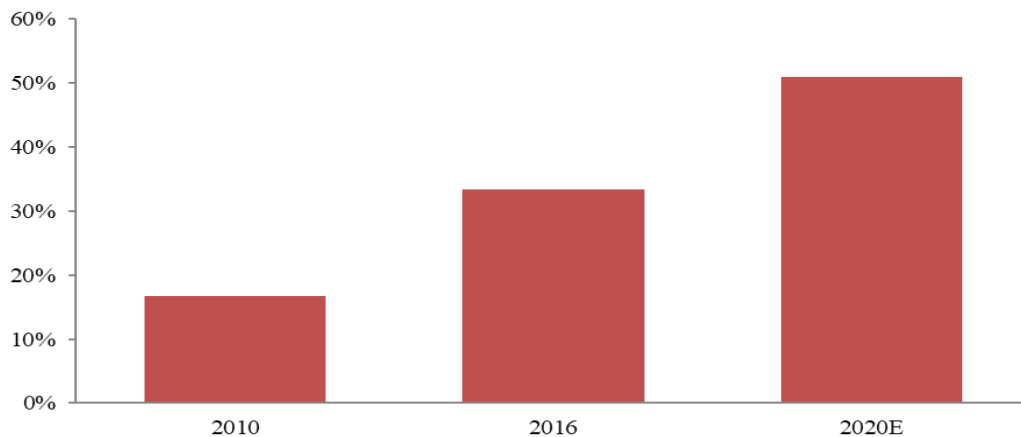
图 14: Elliquence 脊柱治疗产品和凯利泰 PVP/PVP 产品协同性强



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

美国市场作为 Elliquence 另一个重要市场, 未来发展前景亦是十分广阔。2010 年美国脊柱微创手术占整体脊柱外科手术的比例仅为 1/6 左右, 2016 年已提升至 1/3, 增长十分迅速, 2020 年占比将超过 50%, 预计还将进一步提升。Elliquence 作为美国脊柱微创手术领域的领先企业, 2017 年获得医保支持后实现了加速增长, 体现了广阔的市场前景。

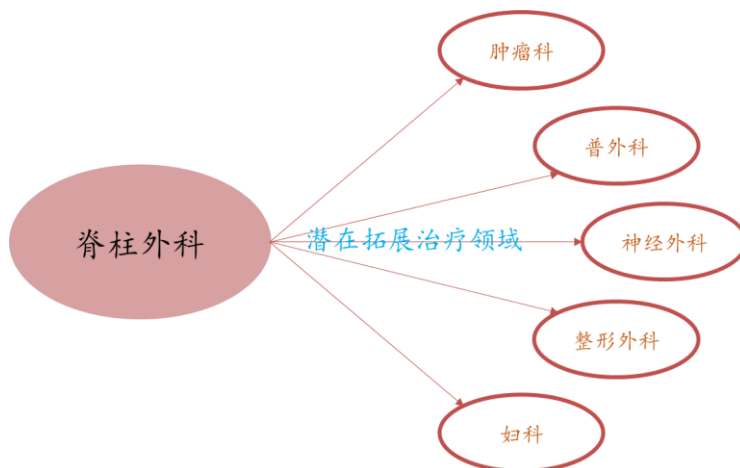
图 15: 美国脊柱微创手术占整体脊柱外科手术的比例快速提升



数据来源: spinejournal, 西南证券整理

此外, Elliquence 还拥有跨科室多平台产品的技术储备, 临床领域范围不断拓展, 尤其是产品在中国的应用目前仅局限在骨科领域, 有望借助凯利泰在中国市场的资源, 持续开拓更为广阔的市场。对于凯利泰而言, 通过收购 Elliquence, 取得了跨科室、多应用的手术能量平台技术, 并结合公司目前的产业布局, 将进一步打开公司未来发展空间。

图 16: Elliquence 产品治疗领域拓展广泛



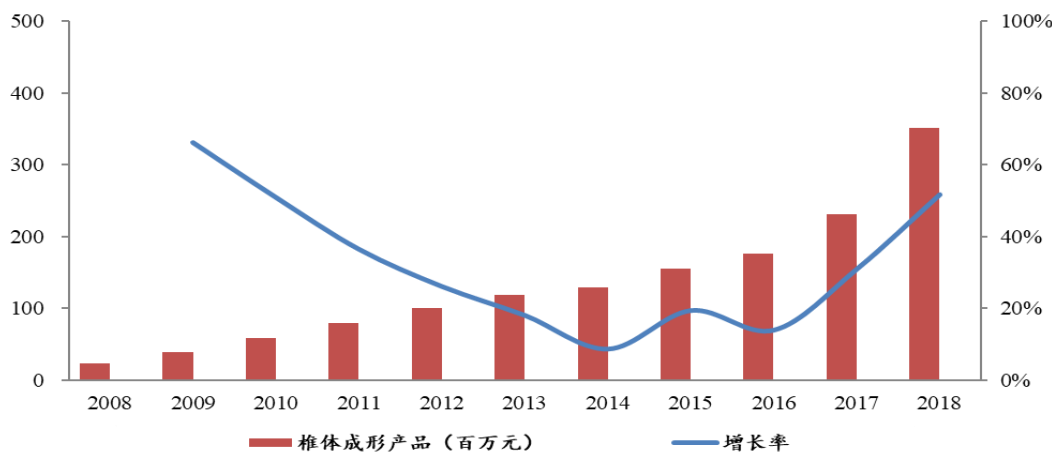
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 PKP/PVP 业务加速增长，艾迪尔增长趋势恢复

3.1 公司是国内椎体成形术的先驱，基层拓展带动行业加速增长

2002 年我国开始出现 PVP 手术治疗椎体压缩性骨折的病例报道，以凯利泰为代表的国内企业与 2006 年前后推出国产椎体成形微创产品，显著降低了产品价格，推动了国内 PVP/PKP 手术的快速推广。

图 17：公司 PVP/PKP 产品历史收入增长情况

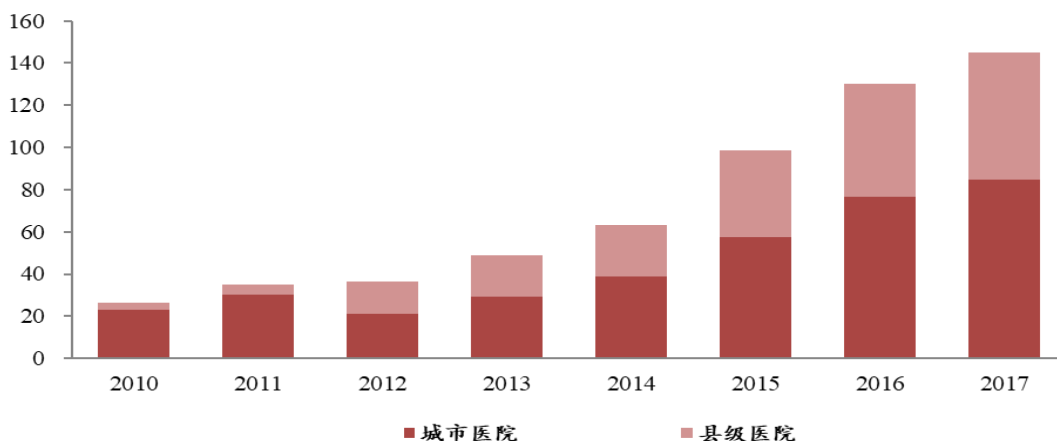


数据来源：公司公告，西南证券整理

2008 年至 2012 年公司 PVP/PKP 产品收入实现了快速增长，2013 年-2016 年收入增速步入波动调整阶段，2017 年后又开始呈现加速增长趋势，我们预计主要因为经过市场的持续推广，PVP/PKP 手术治疗方式开始向基层医院渗透，推动了行业的加速增长。

行业层面来看，骨质疏松作为椎体压缩性骨折的主要原因，近几年出院人数持续快速增长，可一定程度上反映骨质疏松患者人数的增长以及对骨质疏松疾病的重视程度持续提升。县级医院的出院人数占比也呈显著提升趋势，体现了基层市场强劲的增长潜力。

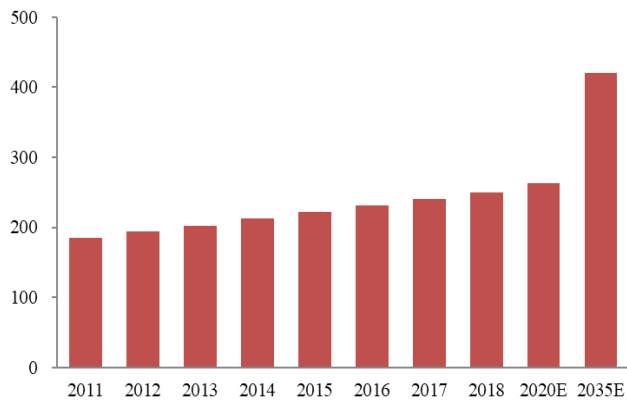
图 18：国内骨质疏松人数出院人数（千人）



数据来源：卫健委，西南证券整理

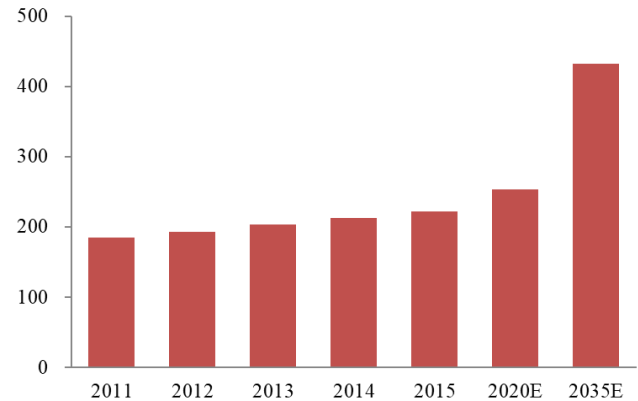
长期来看，中国老龄化持续加重，2018 年 60 周岁及以上人口达 2.5 亿，预计 2035 年将超 4 亿。老年人作为椎体骨折的高发人群，椎体骨折患者将伴随老年人口增长而持续增加，预计 2025 年中国椎体压缩骨折新发病人数将超过 300 万，2035 年将超过 400 万。

图 19：中国 60 周岁及以上人口数量（百万人）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 20：中国椎体压缩骨折新发病人数预测（万/年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

市场空间方面，美国每年新发椎体骨折发病人数近 50 万，每年 PKP/PVP 手术使用量约 20 万例，2015 年中国新发人数超过 200 万，但每年手术使用量仅为 30 万例左右，渗透率远低于美国。我们预计，2025 年我国新发椎体骨折人数将超 300 万，随着治疗技术的持续下层，PKP/PVP 的手术量将持续快速增长，较目前手术量有 4 倍提升空间。

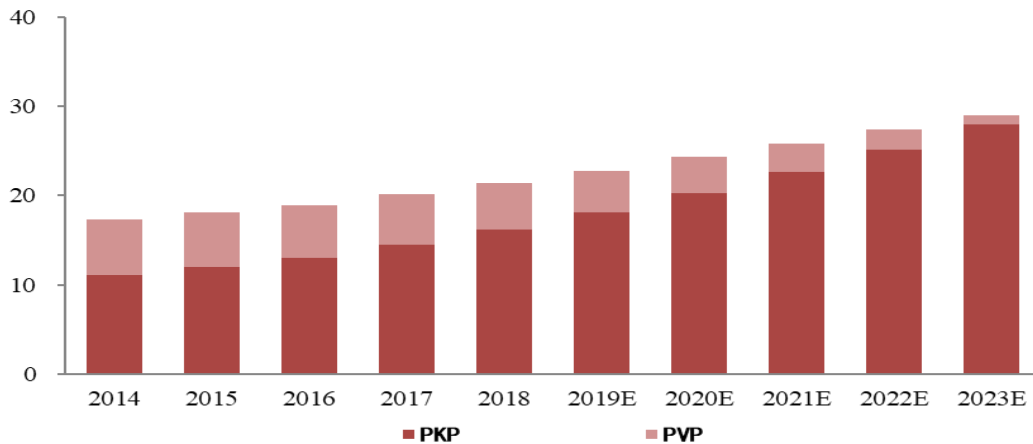
表 2：中国椎体成形微创手术渗透率较美国差距显著

	每年新发椎体骨折发病数 (人)	每年椎体成形微创手术使用量 (套)
美国	约 50 万	约 20 万
中国	2025 年超 300 万	若达到美国渗透率，年手术用量将超过 120 万，相比于 2018 年约 30 万台手术，有 4 倍提升空间

数据来源：公司公告，西南证券整理

另外，从 PKP/PVP 手术结构方面看，由于 PKP 手术较 PVP 手术复杂且价格高出一倍以上（可见附录），导致我国目前仍以 PVP 手术为主，预计 PKP 占比不超过 40%。考虑到 2018 年美国 PKP 手术占比接近 80%，预计还将进一步提升，我们认为随着患者支付能力的持续提升以及医生手术水平的提升，我国 PKP 手术量占比仍有一倍提升空间。

图 21: 美国 PKP/PVP 手术量及结构占比 (万例)



数据来源: GlobalData, 西南证券整理

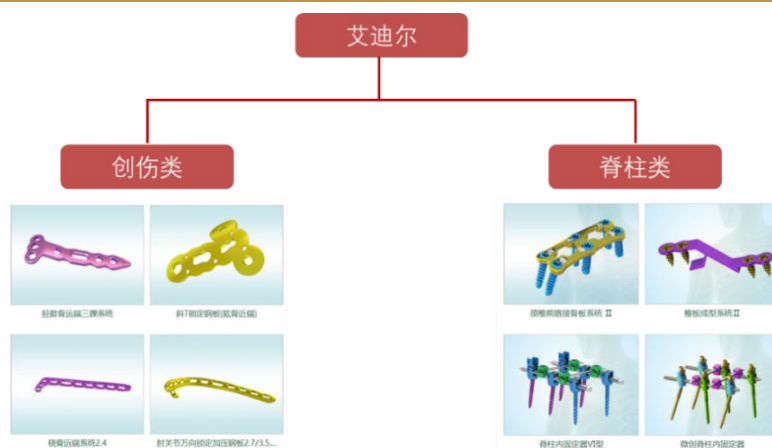
公司作为国内脊柱微创治疗领域的领军企业, 2012 年上市时, 合作经销商仅为 100 多家, 覆盖医院仅 500 家二级及以上医院, 2018 年在脊柱微创领域已覆盖 2000 多家医院, 合作经销商已近千家, 市场竞争优势持续提升, 将显著受益于行业的快速发展。

3.2 艾迪尔: 二十年技术沉淀, 经营拐点确立

艾迪尔成立于 1996 年, 主要深耕骨科医疗器械领域, 经过二十余年的发展, 目前已成为国内领先的骨科企业, 2014 年成为凯利泰的子公司。

艾迪尔产品主要聚焦创伤类和脊柱类植入物等, 产品线十分丰富, 具体产品包括脊柱内固定系列、交锁髓内钉系列、锁定钢板系列、解剖型接骨板、金属接骨板、金属接骨螺钉、椎体融合器等。

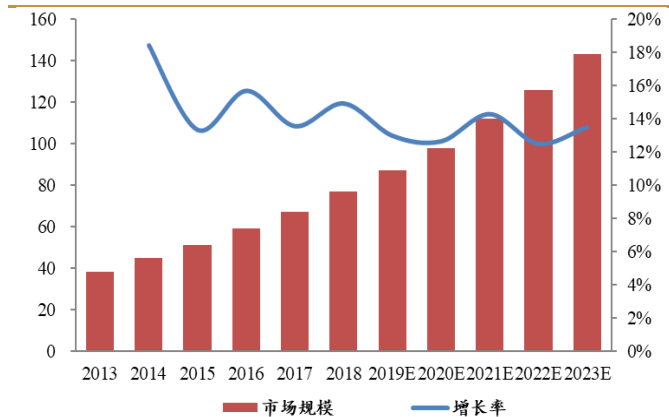
图 22: 艾迪尔主要产品构成



数据来源: 艾迪尔官网, 西南证券整理

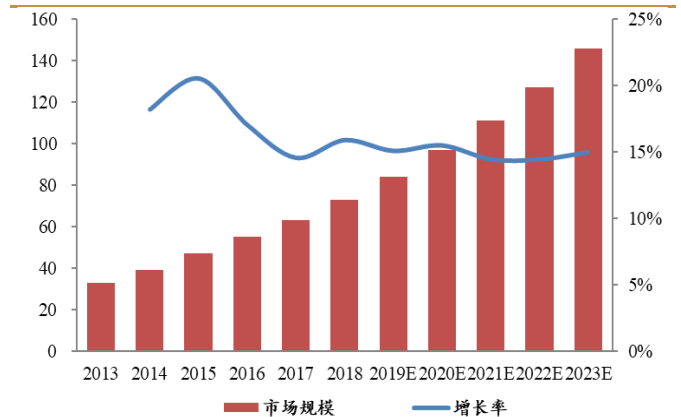
2013 年至 2018 年我国创伤类植入耗材市场由 38 亿增长至 77 亿元，年均复合增长率为 14.8%，预计未来五年将继续维持 13% 左右的年均增长。2013 年至 2018 年，我国脊柱类植入耗材市场由 33 亿增长至 73 亿元，年均复合增长率为 17.4%，预计未来五年将继续维持 15% 左右的年均增长。

图 23：创伤类植入物市场规模（亿元）



数据来源：三友医疗招股说明书，西南证券整理

图 24：脊柱类植入物市场规模（亿元）



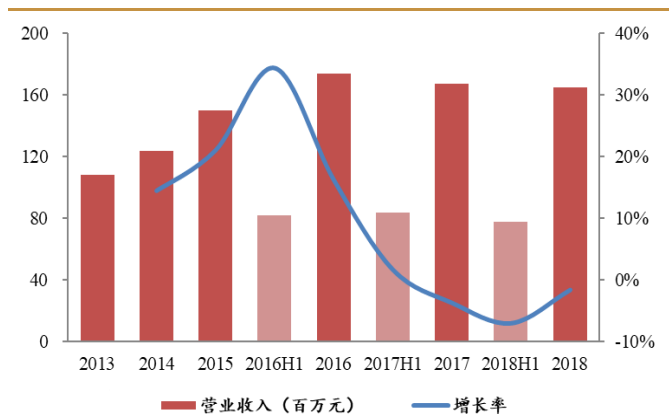
数据来源：三友医疗招股说明书，西南证券整理

2014 年艾迪尔并入公司后，业务保持快速增长，2013 年至 2018 年，艾迪尔营业收入由 1.1 亿元增长至 1.6 亿元，年均复合增长率为 8.8%，净利润由 0.5 亿元增长至 0.7 亿元，年均复合增长率为 7%。

分阶段看，2013 年至 2016 年公司营业收入由 1.1 亿元增长至 1.7 亿元，年均复合增长率为 17.2%，净利润由 0.5 亿元增长至 0.8 亿元，年均复合增长率为 14%。2016 年公司完成业绩承诺后，2017 年业绩有所下滑，但是经过内部的持续整合，2018 年下半年已开始恢复增长。

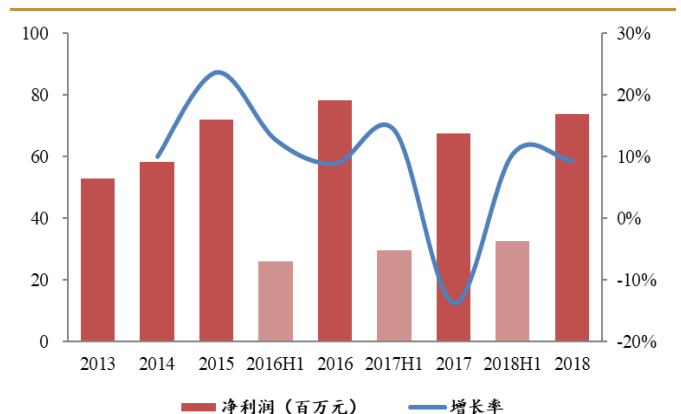
我们预计，随着公司新管理层通过对艾迪尔的管理、研发、销售等多方面的优化调整，艾迪尔未来有望恢复至行业 15% 左右的平均增长速度。

图 25：艾迪尔历年收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：艾迪尔历年净利润情况

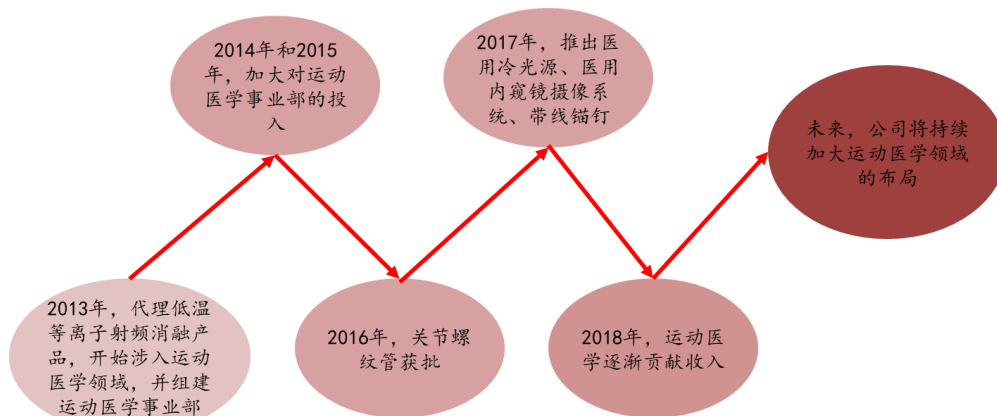


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 布局运动医学领域，未来前景可期

2013 年公司通过代理低温等离子射频消融产品，开始涉入运动医学领域，并组建了运动医学事业部，开始重点布局运动医学产品线研发，2014 年、2015 年公司持续加大对运动医学的投入，并于 2016 年后进入产品收获期，多款产品陆续获批，其中 2017 年底获批的带线锚钉是国内第一张内资注册证。运动医学作为公司重点布局的领域，公司未来将持续加大投入，为公司长期发展储备增长动力。

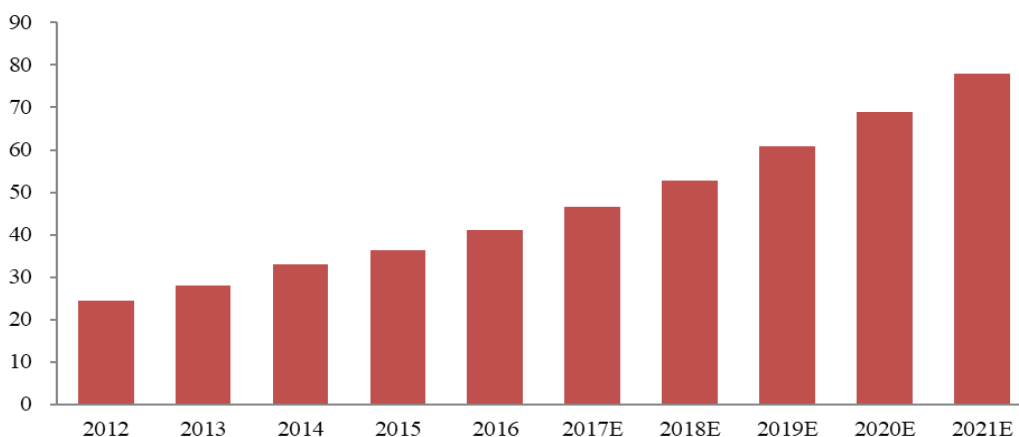
图 27：公司多款运动医学产品获批



数据来源：公司公告，西南证券整理

另外，公司投资参股的天津经纬正在申请多项关节微创产品注册证，膝关节假体已于 2018 年获得 III 类注册证，有望通过与凯利泰合作实现放量，同时也将对凯利泰产品线形成补充，将助力公司在骨科治疗领域实现关节类、创伤类和脊柱类三大产品线。

图 28：国内关节类植入物市场规模（百万元）



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：骨科类业务预计 2019-2021 年销量增长 54.7%、29.4%、27%，平均单价维持稳定，毛利率分别为 81.4%、81.4%和 81.4%。

假设 2：贸易类业务预计 2019-2021 年销量增长 5%、5%、5%，平均单价维持稳定，毛利率分别为 20%、20%和 20%。

表 3：主营业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
骨科类	收入	577.0	892.4	1154.9	1466.5
	增速	44.0%	54.7%	29.4%	27.0%
	成本	119.1	165.7	215.2	273.4
	毛利率	79.3%	81.4%	81.4%	81.4%
贸易类	收入	294.0	308.7	324.2	340.4
	增速	13.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	231.7	247.0	259.3	272.3
	毛利率	21%	20%	20%	20%
合计	收入	930.9	1208.1	1487.0	1815.9
	增速	16.0%	29.8%	23.1%	22.1%
	成本	368.7	413.9	475.9	547.2
	毛利率	60.4%	65.7%	68.0%	69.9%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 12.1 亿、14.9 亿和 18.2 亿元，归母净利润分别为 2.9、3.9 和 4.9 亿元，EPS 分别为 0.41、0.53 和 0.68 元，对应 PE 分别为 26、20 和 15 倍。

5.2 估值

我们选取了医疗器械行业中与凯利泰业务相近的三家公司大博医疗、乐普医疗和健帆生物作为对比，2019 年三家公司的平均 PE 为 38 倍。考虑到公司有部分代理业务，参考可比公司，给予公司 2019 年 35 倍 PE，对应市值 103 亿元，对应目标价 14.35 元。我们看好公司未来成为大骨科领域的领军企业，后续发展空间大，维持“买入”评级。

表 4: 可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002901.SZ	大博医疗	160	0.92	1.15	1.44	1.81	43	35	28	22
300003.SZ	乐普医疗	442	0.68	0.95	1.25	1.65	37	27	20	16
300529.SZ	健帆生物	283	0.96	1.31	1.73	2.24	71	53	40	31
平均值							50	38	29	23

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

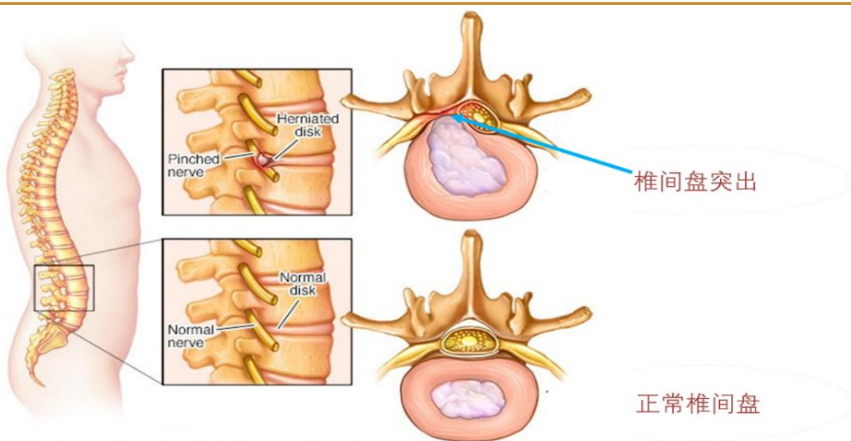
PKP/PVP 产品价格或大幅下降、Elliquence 整合或不及预期、宁波深策商誉减值风险。

7 附录

7.1 腰椎间盘突出疾病人群大，微创治疗优势显著

腰椎间盘突出症是指纤维环断裂及髓核突出使腰椎间盘突出组织局限性移位而压迫邻近的韧带和神经根导致腰痛及下肢疼痛，常见症状包括下腰痛及背痛、坐骨神经痛、马尾神经受压症状、肌肉萎缩、间歇性跛行、肢体麻木或发凉等，严重影响患者劳动力和生活质量。

图 29：腰椎间盘突出症示意图

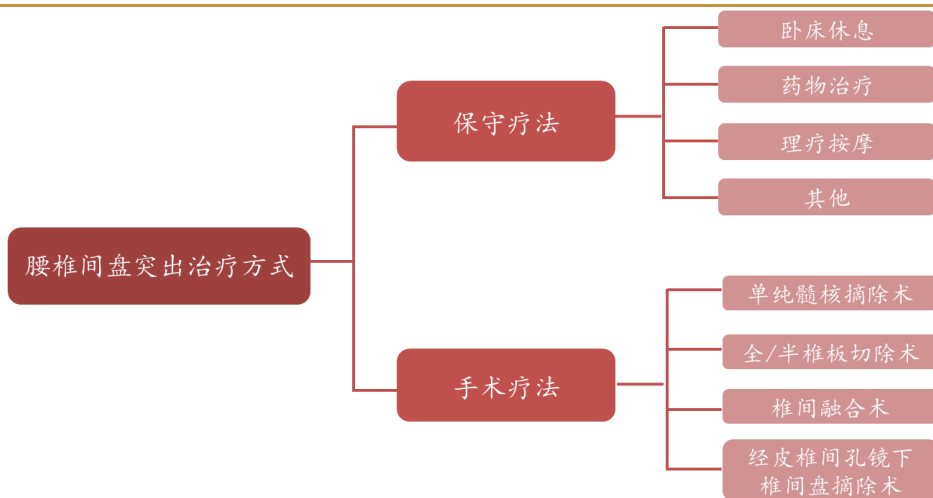


数据来源：梅奥医学中心，西南证券整理

全球约 70% 的成人在一生中的某一时期发生过腰腿痛，复发率为 60%-85%，其中 35% 的患者可能发展为腰椎间盘突出症。随着居民健康意识以及经济水平的提升，腰间盘突出就医人群持续增长。

腰间盘突出治疗方式包括：1) 保守疗法如卧床休息、药物治疗、理疗按摩等；2) 手术治疗如单纯髓核摘除术、半椎板切除术、全椎板切除术椎间融合术以及经皮椎间孔镜下椎间盘摘除术等。

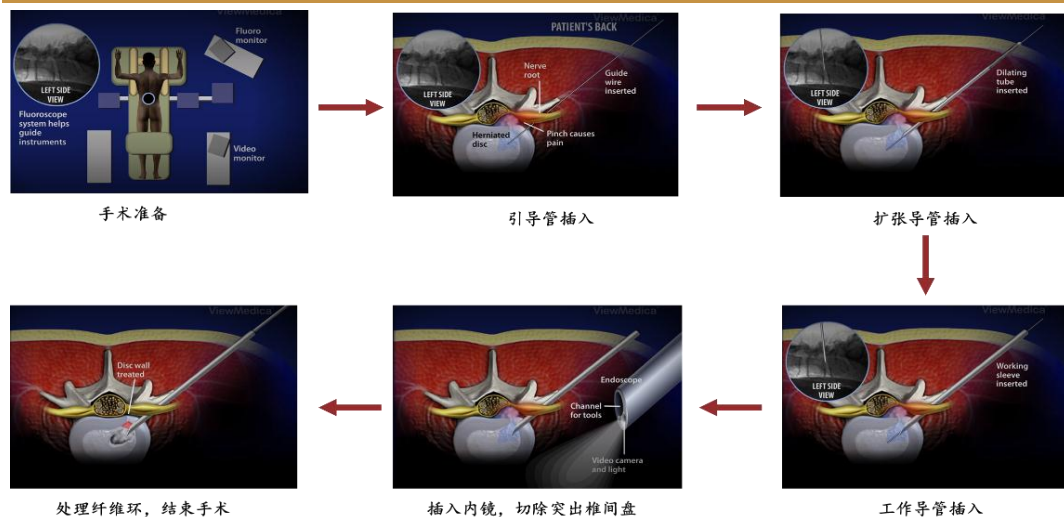
图 30：腰椎间盘突出症治疗方法



数据来源：知网，西南证券整理

1998 年美国医生在椎间盘切吸术基础上首次提出 YESS 技术，标志着经皮椎间孔镜技术诞生，2002 年德国医生在 YESS 技术基础上提出 TESSYS 技术，通过扩大椎间孔进行治疗，椎间孔技术趋于成熟。目前，椎间孔技术已成为北美医学基金会推荐项目，在欧美已逐渐替代开放式手术。

图 31：椎间孔镜技术治疗示意图



数据来源：LAMIS Institute，西南证券整理

相比其他术式，椎间孔镜技术具有显著的治疗优势：1) 适应症广，能处理几乎所有类型椎间盘突出症病例；2) 创伤小，手术创口仅 8-12mm，无需破坏椎旁肌、韧带、无需咬除椎板，不影响脊柱稳定性；3) 多角度双极射频电极直接消融髓核、修整破裂的纤维环；4) 能清楚观察到椎管和神经，但不会对其造成干扰，因此不会在后方重要结构处形成瘢痕，不影响失败后的补救手术；5) 安全性高，局麻下完成手术，能与病人互动，不伤及神经和血管，术中出血极少，视野清晰，大大降低误操作的风险；6) 术后护理简单，恢复时间短。

表 5：经皮椎间孔镜椎间盘切除术 VS 其他术式

	开放式手术	显微内窥镜间盘切除	经皮椎间孔镜椎间盘切除术
麻醉方式	全身麻醉	局部麻醉	局部麻醉
手术方法	自病变椎间盘上方和下方的骨质上剥离肌肉组织，暴露椎体和椎间盘区域；切开椎板，经椎间板间隙入路进入硬膜外腔行椎间盘切除术。	内镜微创手术，经一系列扩张导管建立手术通道，经椎间板间隙入路进入硬膜外腔行椎间盘切除术。	内镜微创手术，从患者身体侧方或侧后方利用导管经椎间孔入路，内窥镜下观察和切除突出或脱垂的髓核。
手术视野和操作空间	视野有限，手术操作空间较充足	手术视野更大更清晰，手术操作空间受限	手术视野更大更清晰，手术操作空间受限
创伤	手术切口较大，3cm 左右	手术切口较小，出血少	切口较小 8-12mm
住院时间（天）	3±1	3±2	2±1
术后腰背痛 JOA 评分	24.2±0.9	24.1±1.0	23.9±1.3
术后腰背痛 JOA 评分缓解率	73.3±5.1%	72.9±4.7%	71.0±5.9%
术后腰背痛 VAS 评分	1.4±0.7	1.6±0.4	0.9±0.7，略优于其他两种手术
术后功能障碍 ODI 评分	23±9	24±11	19±6

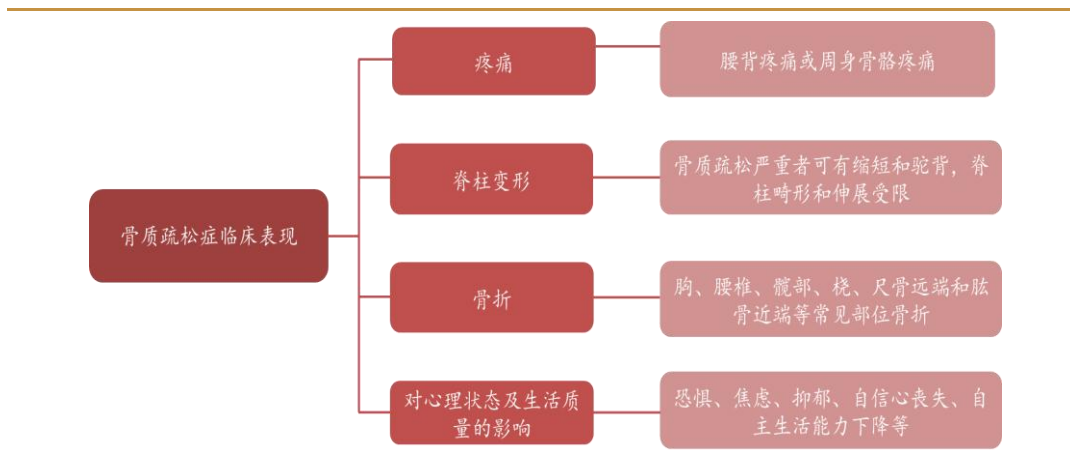
	开放式手术	显微内窥镜间盘切除	经皮椎间孔镜椎间盘切除术
术后腿痛 VAS 评分	1.4±0.7	1.1±0.3	1.2±0.5
并发症率	7.2%	9.5%	8.3%
复发率	0	3.4%	5.5%，略高于开放手术，接近 MED

数据来源: JOURNAL OF NEUROSURGERY-SPINE, 西南证券整理

7.2 椎体骨折潜在患者人群庞大，PKP/PVP 治疗临床效果突出

骨质疏松症是一种以骨量下降，骨组织微结构退变，致使骨的脆性增加，骨力学性能下降，易于发生骨折的全身性进行性发展的骨代谢疾病。骨质疏松症会导致疼痛、脊柱变形、骨折并会对心理状态及生活质量产生较大影响。

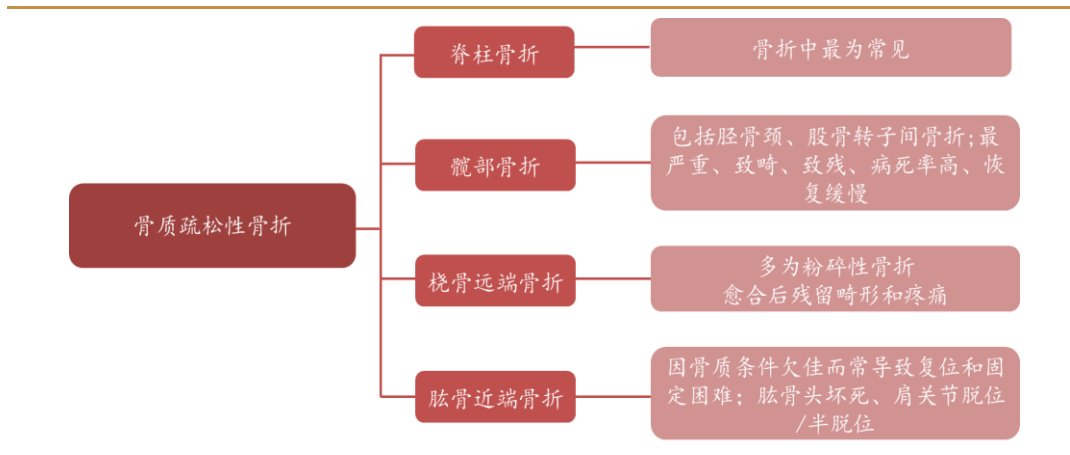
图 32：骨质疏松症常见临床表现



数据来源: 原发性骨质疏松症诊疗指南, 西南证券整理

骨质疏松性骨折作为骨质疏松常见的病症，主要包括脊柱压缩性骨折、髌部骨折、桡骨远端骨折以及肱骨近端骨折，其中脊柱压缩性骨折最为常见。

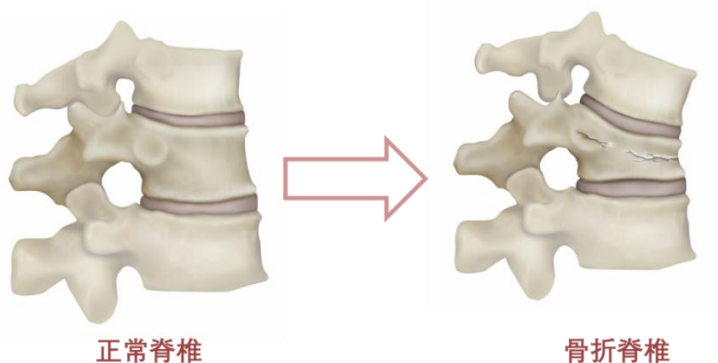
图 33：骨质疏松性骨折类型



数据来源: 骨质疏松性骨折诊疗指南, 西南证券整理

骨质疏松性骨折可导致椎体后凸畸形或慢性后背痛，会导致消化和呼吸系统的功能故障，多数伴随强烈的疼痛感，甚至会因为压迫神经而导致瘫痪，丧失自理能力，严重影响患者的生活质量。

图 34：骨质疏松性骨折示意图



数据来源：美敦力，西南证券整理

椎体压缩性骨折的治疗方法主要包括保守治疗（如药物治疗、卧床休息等）、常规外科手术以及椎体成形微创介入疗法（PKP/PVP）等。

表 6：椎体骨折治疗方式对比

治疗方法	治疗方式	优点	缺点
保守治疗	包括药物治疗、物理治疗、卧床休息和佩戴支架等，患者接受内科保守疗法需要卧床静养，并需要服用药物。	简单方便	长时间卧床，则易发生褥疮、泌尿系统感染并发症；长期缺乏有效的锻炼，骨质疏松将进一步加重，又易发生继发性骨折，形成恶性循环。
常规外科手术	外科常规手术以脊柱内固定方法为主	内固定法的优点在于其能够减轻对脊髓及神经的压迫，以及利用坚强内固定稳定脊柱的刚度。	缺乏足够的力量承受内固定的螺钉与钢板的载荷，加之骨折以粉碎性多见，容易造成术后内固定失败；内固定手术的创伤大，术后恢复较慢，且需要视情况决定是否再次手术取出内固定。
椎体成形微创介入疗法	主要包括经皮椎体成形术(PVP)和经皮球囊扩张椎体后凸成形术(PKP)。	手术创伤小(进针部位切口不到一厘米)、疗效快(术后数小时即可行走)等。	手术价格相对较高

数据来源：公司公告，西南证券整理

椎体成形微创介入疗法主要包括经皮椎体成形术（PVP）和经皮球囊扩张椎体后凸成形术（PKP），该手术具有创伤小、见效快等优点在欧美发达国家非常普及，随着国内手术价格的降低以及患者支付能力的提升，国内选择微创介入治疗的患者将越来越多。

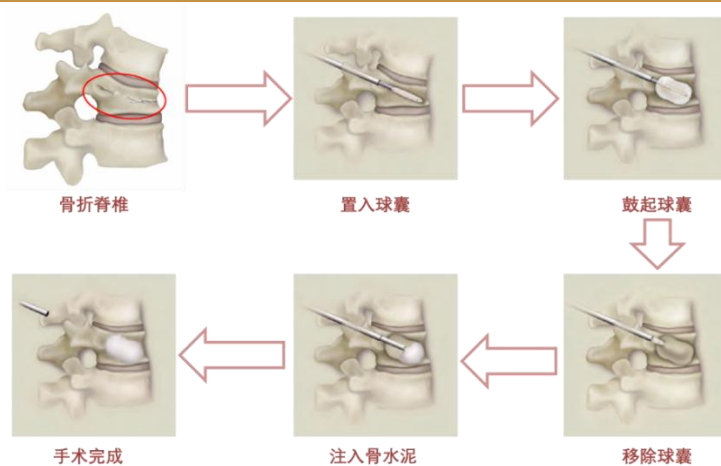
表 7：PKP 和 PVP 治疗方式对比

治疗方法	椎体扩张球囊导管	椎体成形工具包	经皮穿刺针	医用球囊扩张压力泵	骨水泥
PKP 手术系统	√	√	√	√	√
PVP 手术系统		√	√		√

数据来源：公司公告，西南证券整理

其中，PKP 手术在安全性、脊柱复位效果均显著优于 PVP 手术，在欧美发达国家，PKP 手术量远超过 PVP 手术量，美国 PKP 手术量占全部脊椎成形微创介入手术的 80%左右。

图 35：PKP 手术示意图



数据来源：美敦力，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	930.91	1208.10	1487.03	1815.91	净利润	460.36	292.42	383.95	492.93
营业成本	368.71	413.90	475.90	547.22	折旧与摊销	38.98	33.55	33.27	43.52
营业税金及附加	10.17	13.29	16.36	19.98	财务费用	21.64	17.73	13.04	12.88
销售费用	194.69	265.78	342.02	417.66	资产减值损失	4.21	5.00	6.00	7.00
管理费用	121.68	177.59	217.11	266.94	经营营运资本变动	68.40	-34.24	-155.88	-174.62
财务费用	21.64	17.73	13.04	12.88	其他	-498.33	-13.59	-18.01	-11.56
资产减值损失	4.21	5.00	6.00	7.00	经营活动现金流净额	95.25	300.86	262.36	370.14
投资收益	312.13	12.00	10.00	5.00	资本支出	-184.17	-200.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	508.68	12.00	10.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	324.51	-188.00	-290.00	-295.00
营业利润	497.62	326.81	426.60	549.25	短期借款	112.51	-303.86	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.17	9.30	12.20	14.10	长期借款	223.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	497.45	336.11	438.80	563.35	股权融资	33.13	0.00	0.00	0.00
所得税	37.09	43.69	54.85	70.42	支付股利	-21.48	-277.54	-146.94	-154.04
净利润	460.36	292.42	383.95	492.93	其他	-47.67	561.95	-13.04	-12.88
少数股东损益	-2.21	-1.46	-1.15	-0.49	筹资活动现金流净额	299.56	-19.45	-159.98	-166.92
归属母公司股东净利润	462.57	293.88	385.10	493.42	现金流量净额	718.55	93.41	-187.62	-91.78
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1045.79	1139.20	951.58	859.80	成长能力				
应收和预付款项	587.34	389.63	487.83	594.73	销售收入增长率	16.03%	29.78%	23.09%	22.12%
存货	169.22	161.54	188.36	216.45	营业利润增长率	114.66%	-34.33%	30.53%	28.75%
其他流动资产	42.09	302.03	371.76	453.98	净利润增长率	137.31%	-36.48%	31.30%	28.38%
长期股权投资	58.15	58.15	58.15	58.15	EBITDA 增长率	98.53%	-32.27%	25.08%	28.07%
投资性房地产	29.85	29.85	29.85	29.85	获利能力				
固定资产和在建工程	259.89	440.86	714.82	978.54	毛利率	60.39%	65.74%	68.00%	69.87%
无形资产和开发支出	1299.64	1292.40	1285.17	1277.93	三费率	36.31%	38.17%	38.48%	38.41%
其他非流动资产	77.80	70.52	70.52	70.52	净利率	49.45%	24.20%	25.82%	27.14%
资产总计	3569.77	3884.19	4158.05	4539.96	ROE	18.40%	11.60%	13.92%	15.92%
短期借款	303.86	0.00	0.00	0.00	ROA	12.90%	7.53%	9.23%	10.86%
应付和预收款项	146.76	164.76	193.76	227.75	ROIC	24.37%	14.16%	15.78%	17.13%
长期借款	285.00	285.00	285.00	285.00	EBITDA/销售收入	59.97%	31.30%	31.80%	33.35%
其他负债	332.06	914.02	921.87	930.91	营运能力				
负债合计	1067.67	1363.78	1400.63	1443.65	总资产周转率	0.30	0.32	0.37	0.42
股本	719.59	722.33	722.33	722.33	固定资产周转率	3.65	4.18	3.52	2.93
资本公积	735.89	733.16	733.16	733.16	应收账款周转率	2.29	4.03	6.23	6.38
留存收益	1046.64	1062.98	1301.14	1640.52	存货周转率	2.59	2.47	2.67	2.67
归属母公司股东权益	2498.69	2518.47	2756.63	3096.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.80%	—	—	—
少数股东权益	3.40	1.94	0.79	0.29	资本结构				
股东权益合计	2502.09	2520.41	2757.42	3096.31	资产负债率	29.91%	35.11%	33.68%	31.80%
负债和股东权益合计	3569.77	3884.19	4158.05	4539.96	带息债务/总负债	55.15%	70.98%	69.11%	67.05%
					流动比率	3.05	9.17	7.87	7.15
					速动比率	2.77	8.43	7.13	6.42
					股利支付率	4.64%	94.44%	38.16%	31.22%
					每股指标				
					每股收益	0.64	0.41	0.53	0.68
					每股净资产	3.46	3.49	3.82	4.29
					每股经营现金	0.13	0.42	0.36	0.51
					每股股利	0.03	0.38	0.20	0.21
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	558.24	378.09	472.91	605.64					
PE	16.33	25.71	19.62	15.31					
PB	3.02	3.00	2.74	2.44					
PS	8.12	6.25	5.08	4.16					
EV/EBITDA	12.57	19.11	15.67	12.39					
股息率	0.28%	3.67%	1.94%	2.04%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn