

# Q1 业绩受疫情影响显著，不改中长期发展趋势

## 投资要点

- 事件:** 2020 年一季度公司实现营业收入 2.3 亿元，同比下降 21.8%，实现归母净利润 5036 万元，同比下降 30.1%，实现扣非归母净利润 4243 万元，同比增长 37.6%。
- 疫情影响 Q1 表现，预计全年业绩影响有限。**受新冠疫情影响，医院门诊及手术量显著减少，公司相关骨科治疗产品销售受损，预计 PKP/PVP 业务下滑 20% 多，Ellquence 业务下滑 30% 多，艾迪尔下滑接近 20%，考虑到医院手术量已逐步恢复，公司主要产品作为高需求可择期的手术耗材，后续有望弥补 Q1 损失的手术量，预计对全年业绩影响有限。
- 参股利格泰，加速布局运动医学。**报告期内，公司出资 6000 万元增资利格泰生物科技获得 11.2% 的股权。利格泰主要专注于运动医学领域，是国内较早布局运动医学的公司，2019 年下半年获批前交叉韧带重建系统以及带袢钛板等，预计将于 2020 年开始进入快速发展期。2019 年凯利泰运动医学业务收入 1343 万元，参股利格泰将进一步增强公司在运动医学领域的增长潜力，将为公司三年以后增添一个强劲的增长点。
- 持续深耕骨科微创领域，脊柱微创+运动医学稀缺性突出。**微创作为外科治疗的发展方向，公司 2018 年以来通过内生+外延的方式持续深耕，快速打造了骨科微创平台，在微创领域竞争优势显著。其中，骨科脊柱微创领域，公司拥有椎体成形系统、脊柱手术能量平台、骨水泥等多个产品线，市场竞争力持续加强，运动医学领域，公司已拥有了带线锚钉、关节镜手术系统、运动医学植入物等多个产品线，是国产企业中产品线最丰富的生产商之一。整体来看，公司布局椎体成形+Ellquence 能量平台+运动医学均具有很强的市场前景，为公司中长期成长奠定了基础。
- 盈利预测与投资建议。**考虑到公司未来三年有激励费用影响，预计 2020-2022 年归母净利润为 3.8 亿、4.9 亿和 6.3 亿元，对应估值分别为 47 倍、37 倍、28 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品或大幅降价、新产品研发进展或不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1222.29	1486.95	1815.04	2205.66
增长率	31.30%	21.65%	22.07%	21.52%
归属母公司净利润 (百万元)	302.33	375.75	487.49	627.26
增长率	-34.64%	24.28%	29.74%	28.67%
每股收益 EPS (元)	0.42	0.52	0.67	0.87
净资产收益率 ROE	11.01%	12.97%	15.24%	17.27%
PE	59	47	37	28
PB	6.48	6.15	5.57	4.91

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: 刘闻  
执业证号: S1250519060002  
电话: 021-58352031  
邮箱: liuch@swsc.com.cn

## 相对指数表现



## 基础数据

总股本(亿股)	7.23
流通 A 股(亿股)	7.14
52 周内股价区间(元)	8.71-24.65
总市值(亿元)	178.21
总资产(亿元)	37.60
每股净资产(元)	3.89

## 相关研究

- 凯利泰 (300326): 业绩符合预期，持续加码骨科微创布局 (2020-04-28)
- 凯利泰 (300326): 推出股票期权激励，奠定业绩快速增长基调 (2020-01-14)
- 凯利泰 (300326): Q3 继续高增长趋势，核心业务增长稳健 (2019-10-30)
- 凯利泰 (300326): 业绩超预期，内生增长强劲 (2019-08-30)
- 凯利泰 (300326): 聚焦大骨科领域，战略布局稀缺性突出 (2019-08-25)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1222.29	1486.95	1815.04	2205.66	净利润	303.09	376.69	488.47	628.52
营业成本	418.71	479.80	554.52	639.36	折旧与摊销	32.38	27.95	25.85	36.20
营业税金及附加	10.66	16.36	19.97	24.26	财务费用	15.01	13.20	8.60	7.61
销售费用	257.16	319.69	399.31	485.25	资产减值损失	-9.28	5.00	6.00	7.00
管理费用	106.62	237.91	284.96	341.88	经营营运资本变动	-86.59	27.79	-145.31	-154.09
财务费用	15.01	13.20	8.60	7.61	其他	1.00	-8.22	-8.71	-13.46
资产减值损失	-9.28	5.00	6.00	7.00	经营活动现金流净额	255.61	442.41	374.90	511.77
投资收益	2.63	3.00	4.00	5.00	资本支出	32.60	-200.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.85	0.43	0.50	0.53	其他	-331.78	3.43	4.50	5.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-299.19	-196.57	-295.50	-294.47
<b>营业利润</b>	<b>359.23</b>	<b>418.41</b>	<b>546.18</b>	<b>705.84</b>	短期借款	-60.79	-243.07	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.52	19.60	21.80	25.00	长期借款	-45.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>358.70</b>	<b>438.01</b>	<b>567.98</b>	<b>730.84</b>	股权融资	38.64	0.00	0.00	0.00
所得税	55.62	61.32	79.52	102.32	支付股利	0.00	-181.40	-187.87	-195.00
<b>净利润</b>	<b>303.09</b>	<b>376.69</b>	<b>488.47</b>	<b>628.52</b>	其他	-111.07	514.58	-8.60	-7.61
少数股东损益	0.76	0.94	0.98	1.26	筹资活动现金流净额	-178.21	90.12	-196.48	-202.61
归属母公司股东净利润	302.33	375.75	487.49	627.26	<b>现金流量净额</b>	<b>-219.65</b>	<b>335.95</b>	<b>-117.07</b>	<b>14.70</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	826.14	1162.10	1045.02	1059.72	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	671.09	439.75	533.75	624.67	销售收入增长率	31.30%	21.65%	22.07%	21.52%
存货	221.56	191.71	219.81	254.68	营业利润增长率	-27.81%	16.48%	30.54%	29.23%
其他流动资产	201.35	471.56	553.58	651.24	净利润增长率	-34.16%	24.28%	29.67%	28.67%
长期股权投资	88.88	88.88	88.88	88.88	EBITDA 增长率	-27.16%	13.02%	26.35%	29.11%
投资性房地产	29.12	29.12	29.12	29.12	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	264.39	451.13	730.67	999.87	毛利率	65.74%	67.73%	69.45%	71.01%
无形资产和开发支出	1303.59	1298.19	1292.80	1287.41	三费率	30.99%	38.39%	38.17%	37.85%
其他非流动资产	164.05	154.76	154.76	154.76	净利润率	24.80%	25.33%	26.91%	28.50%
<b>资产总计</b>	<b>3770.17</b>	<b>4287.20</b>	<b>4648.39</b>	<b>5150.34</b>	ROE	11.01%	12.97%	15.24%	17.27%
短期借款	243.07	0.00	0.00	0.00	ROA	8.04%	8.79%	10.51%	12.20%
应付和预收款项	188.14	208.29	248.25	293.24	ROIC	15.11%	16.48%	18.75%	20.66%
长期借款	240.00	240.00	240.00	240.00	EBITDA/销售收入	33.27%	30.91%	31.99%	33.99%
其他负债	346.91	934.28	954.92	978.35	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1018.11</b>	<b>1382.58</b>	<b>1443.17</b>	<b>1511.60</b>	总资产周转率	0.33	0.37	0.41	0.45
股本	722.98	722.98	722.98	722.98	固定资产周转率	5.06	5.16	4.21	3.47
资本公积	771.15	771.15	771.15	771.15	应收账款周转率	2.62	3.63	6.20	6.37
留存收益	1298.42	1492.77	1792.38	2224.65	存货周转率	2.14	2.32	2.68	2.68
归属母公司股东权益	2748.31	2899.93	3199.55	3631.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.04%	—	—	—
少数股东权益	3.75	4.69	5.67	6.93	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2752.05</b>	<b>2904.62</b>	<b>3205.22</b>	<b>3638.74</b>	资产负债率	27.00%	32.25%	31.05%	29.35%
负债和股东权益合计	3770.17	4287.20	4648.39	5150.34	带息债务/总负债	47.45%	66.76%	63.95%	61.06%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	流动比率	2.91	6.65	5.86	5.51
EBITDA	406.62	459.56	580.64	749.64	速动比率	2.58	6.08	5.31	4.97
PE	58.95	47.43	36.56	28.41	股利支付率	0.00%	48.28%	38.54%	31.09%
PB	6.48	6.15	5.57	4.91	<b>每股指标</b>				
PS	14.58	11.99	9.82	8.08	每股收益	0.42	0.52	0.67	0.87
EV/EBITDA	42.42	37.51	29.89	23.13	每股净资产	3.80	4.01	4.43	5.02
股息率	0.00%	1.02%	1.05%	1.09%	每股经营现金	0.35	0.61	0.52	0.71
					每股股利	0.00	0.25	0.26	0.27

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  
持有：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指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tlr@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn