

凯利泰 (300326)

业绩受疫情影响较大，Q2 单季度有所回升 买入（首次）

2020 年 08 月 02 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004
021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师：刘闯

执业证书：S0600520070003
021-60199793

liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,222	1,280	1,745	2,170
同比（%）	31.3%	4.7%	36.4%	24.3%
归母净利润（百万元）	302	331	468	620
同比（%）	-34.2%	9.2%	42.1%	32.5%
每股收益（元/股）	0.42	0.46	0.65	0.86
P/E（倍）	62.32	56.91	40.22	30.37

投资要点

■ **事件：**2020 年上半年公司实现营业收入 4.9 亿元，同比下降 14.5%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比下降 22.4%，实现扣非净利润 1 亿元，同比下降 27.9%。

■ **Q2 单季度业绩有所提升，期间费用小幅上升。**公司 Q1 业绩受疫情影响下滑严重，单季度实现营业收入 2.3 亿元，同比下降 21.8%，实现归母净利润 5036 万元，同比下降 30.8%。实现扣非净利润 4243 万元，同比下降 37.6%。Q2 单季度实现营业收入 2.6 亿元，同比下降 7%，实现归母净利润 6903 万元，同比下降 14.8%，实现扣非净利润 6231 万元，同比下降 19.5%，业绩下滑幅度显著收窄。公司 2020 年上半年销售费用 1 亿元，同比增长 2%，销售费用率 22.11%，同比上升 3.59 个百分点，主要是市场推广及专业服务费用和人工支出略有增长所致；管理费用 5665 万元，同比增长 32.17%，管理费用率 11.66%，同比上升 4.12 个百分点，主要是报告期内股权激励支付费用所致。

■ **疫情影响核心业务 H1 表现，Q2 逐渐恢复：**受新冠疫情影响，终端医院门诊量和手术量大幅减少，医院诊疗服务减少，导致公司核心业务销售受损。上半年 PKP/PVP 业务实现收入 2 亿元，同比下降 16.2%；Elliquence 业务实现收入 4613 万元，同比下降 22.5%；艾迪尔实现收入 8279 万元，同比下降 8.3%。随着二季度国内疫情形势好转，终端医院骨科手术量开始逐步恢复，公司主要产品作为高需求可择期的手术耗材，预计下半年各项业务销售收入将显著回升。

■ **股权激励彰显公司信心，加速布局运动医学打开中长期成长空间：**公司年初推出了对董事长的大额期权激励，根据期权激励目标，2023 年公司净利润将有望达到近 8 亿元。本次激励有望充分调动公司管理层积极性，彰显公司对未来 4 年业绩的信心。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。利格泰在国内运动医学领域技术领先、产品线丰富，交叉韧带固定系统和前交叉韧带重建系统已获批国内三类注册证，同时还有多个运动医学产品处于注册阶段。2020 年上半年凯利泰运动医学收入 576 万元，随着疫情好转下半年预计收入将大幅提升，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，打开公司中长期成长空间。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司未来三年有激励费用影响，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 3.31 亿、4.68 亿和 6.2 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.46 元、0.65 元和 0.86 元。当前股价对应估值分别为 57 倍、40 倍、30 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧的风险；疫情影响超预期的风险；产品研发不及预期的风险；产品大幅降价的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.06
一年最低/最高价	8.81/31.33
市净率(倍)	6.51
流通 A 股市值(百万元)	18674.56

基础数据

每股净资产(元)	4.00
资产负债率(%)	24.58
总股本(百万股)	722.98
流通 A 股(百万股)	716.60

相关研究

凯利泰三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,920	1,905	2,628	2,904	营业收入	1,222	1,280	1,745	2,170
现金	826	718	963	1,197	减:营业成本	419	434	543	637
应收账款	552	608	907	936	营业税金及附加	11	14	18	22
存货	222	184	322	272	营业费用	257	269	367	456
其他流动资产	321	395	435	500	管理费用	155	192	279	347
非流动资产	1,850	1,936	2,199	2,364	财务费用	15	15	16	17
长期股权投资	89	133	169	203	资产减值损失	-9	-1	-1	-1
固定资产	238	255	420	546	加:投资净收益	3	5	5	5
在建工程	26	52	123	140	其他收益	19	25	20	30
无形资产	76	76	68	59	营业利润	359	387	549	728
其他非流动资产	1,421	1,420	1,418	1,416	加:营业外净收支	-1	1	1	2
资产总计	3,770	3,841	4,827	5,269	利润总额	359	387	550	729
流动负债	659	478	1,054	950	减:所得税费用	56	56	80	106
短期借款	243	243	616	610	少数股东损益	1	0	2	3
应付账款	99	54	141	104	归属母公司净利润	302	331	468	620
其他流动负债	317	182	297	236	EBIT	364	386	557	739
非流动负债	359	315	287	245	EBITDA	397	413	592	786
长期借款	240	196	168	126					
其他非流动负债	119	119	119	119	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,018	793	1,341	1,195	每股收益(元)	0.42	0.46	0.65	0.86
少数股东权益	4	4	6	9	每股净资产(元)	3.80	4.21	4.81	5.62
					发行在外股份(百万股)	723	723	723	723
归属母公司股东权益	2,748	3,044	3,480	4,065	ROIC(%)	13.6%	13.1%	15.8%	19.2%
负债和股东权益	3,770	3,841	4,827	5,269	ROE(%)	11.0%	10.9%	13.5%	15.3%
现金流量表（百万元）					毛利率(%)	65.7%	66.1%	68.9%	70.7%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	24.7%	25.9%	26.8%	28.6%
经营活动现金流	256	157	236	538	资产负债率(%)	27.0%	20.7%	27.8%	22.7%
投资活动现金流	-299	-108	-292	-207	收入增长率(%)	31.3%	4.7%	36.4%	24.3%
筹资活动现金流	-178	-157	-72	-91	净利润增长率(%)	-34.2%	9.2%	42.1%	32.5%
现金净增加额	-220	-108	-128	240	P/E	62.32	56.91	40.22	30.37
折旧和摊销	32	27	35	48	P/B	6.86	6.19	5.41	4.63
资本开支	40	43	226	131	EV/EBITDA	46.93	45.13	31.65	23.47
营运资本变动	-153	-210	-280	-145					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>