

## Q3 恢复增长，疫情不改中长期发展趋势 买入（维持）

2020 年 10 月 28 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

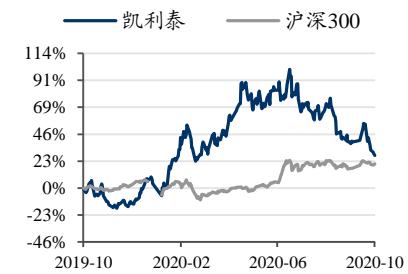
liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,222	1,258	1,707	2,121
同比（%）	31.3%	2.9%	35.6%	24.3%
归母净利润（百万元）	302	312	428	574
同比（%）	-34.6%	3.3%	37.1%	34.0%
每股收益（元/股）	0.42	0.43	0.59	0.79
P/E（倍）	46.61	45.10	32.91	24.55

### 投资要点

- 事件：**2020 年前三季度实现营业收入 7.9 亿元，同比减少 7.9%；实现归母净利润 2 亿元，同比下降 11.6%；实现扣非净利润 1.7 亿元，同比下降 17.4%。
- Q3 显著恢复，经营性现金流大幅增长：**分季度看，Q3 单季度实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 5.1%；实现归母净利润 7680 万元，同比增长 12.9%；实现扣非净利润 6854 万元，同比增长 6.5%。前三季度公司销售费用为 1.7 亿元，同比增长 0.21%，销售费用率为 21.28%，同比上升 1.72 个百分点；管理费用为 8218 万元，同比增长 25.9%，管理费用率为 10.37%，同比增长 2.78 个百分点。公司前三季度实现经营性现金流 1.9 亿元，同比增长 195.9%。受新冠疫情影响，上半年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。随着国内疫情逐步得到控制，Q3 单季度公司主要核心业务已经实现正增长。公司主要产品作为高需求可择期的手术耗材，预计四季度业绩将继续回升。
- 加速布局运动医学，打开中长期成长空间：**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，同时还有多个产品处于注册阶段。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。
- 持续深耕骨科微创领域，脊柱微创+运动医学稀缺性突出：**公司自设立以来一直深耕脊柱微创领域，2020 年 3 月份公司与意大利 TECRES.SPA 的合资公司意久泰骨水泥获批上市，后续注册产品包括高粘度骨水泥，抗菌骨水泥，关节骨水泥等，这些产品将完善公司骨科内植入材料产品线，巩固公司在脊柱微创领域的领导地位。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+Elliquence 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 3.12 亿、4.28 亿和 5.74 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43 元、0.59 元和 0.79 元。当前股价对应估值分别为 45 倍、33 倍、25 倍，考虑公司深耕骨科微创领域，产品线齐全，行业领导地位稳固，同时布局运动医学打开中长期成长空间。参考可比公司估值和增速，维持“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)	19.49
一年最低/最高价	12.40/31.33
市净率(倍)	4.72
流通 A 股市值(百万元)	13966.51

### 基础数据

每股净资产(元)	4.13
资产负债率(%)	24.67
总股本(百万股)	722.98
流通 A 股(百万股)	716.60

### 相关研究

- 《凯利泰 (300326)：Q3 业务基本恢复，疫情不改中长期发展趋势》2020-10-15
- 《凯利泰 (300326)：业绩受疫情影响较大，Q2 单季度有所回升》2020-08-03

## 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
<b>流动资产</b>	<b>1,920</b>	<b>1,901</b>	<b>2,247</b>	<b>2,487</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,222</b>	<b>1,258</b>	<b>1,707</b>	<b>2,121</b>
现金	826	743	575	801	减:营业成本	419	430	565	680
应收账款	552	589	893	908	营业税金及附加	11	14	19	23
存货	222	180	347	287	营业费用	257	277	375	456
其他流动资产	321	389	431	491	管理费用	155	189	256	318
<b>非流动资产</b>	<b>1,850</b>	<b>1,916</b>	<b>2,171</b>	<b>2,331</b>	<b>财务费用</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
长期股权投资	89	133	169	201	资产减值损失	-9	-1	-1	-1
固定资产	238	245	403	524	加:投资净收益	3	5	5	5
在建工程	26	42	112	131	其他收益	19	25	20	40
无形资产	76	76	68	59	<b>营业利润</b>	<b>359</b>	<b>365</b>	<b>502</b>	<b>673</b>
其他非流动资产	1,421	1,420	1,418	1,416	加:营业外收支	-1	1	1	2
<b>资产总计</b>	<b>3,770</b>	<b>3,817</b>	<b>4,418</b>	<b>4,818</b>	<b>利润总额</b>	<b>359</b>	<b>365</b>	<b>503</b>	<b>675</b>
<b>流动负债</b>	<b>659</b>	<b>474</b>	<b>703</b>	<b>596</b>	减:所得税费用	56	53	73	98
短期借款	243	243	243	243	少数股东损益	1	0	2	3
应付账款	99	52	151	110	<b>归属母公司净利润</b>	<b>302</b>	<b>312</b>	<b>428</b>	<b>574</b>
其他流动负债	317	179	309	243	EBIT	364	364	504	674
<b>非流动负债</b>	<b>359</b>	<b>313</b>	<b>285</b>	<b>243</b>	EBITDA	397	390	538	720
长期借款	240	194	166	125					
其他非流动负债	119	119	119	119	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,018</b>	<b>787</b>	<b>988</b>	<b>840</b>	每股收益(元)	0.42	0.43	0.59	0.79
少数股东权益	4	4	6	9	每股净资产(元)	3.80	4.18	4.74	5.49
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2,748</b>	<b>3,026</b>	<b>3,425</b>	<b>3,969</b>	发行在外股份(百万股)	722	723	723	723
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,770</b>	<b>3,817</b>	<b>4,418</b>	<b>4,818</b>	ROIC(%)	13.6%	12.6%	14.5%	17.8%
					ROE(%)	11.0%	10.3%	12.5%	14.5%
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	65.7%	65.8%	66.9%	68.0%
经营活动现金流	256	164	184	510	销售净利率(%)	24.7%	24.8%	25.1%	27.1%
投资活动现金流	-299	-88	-283	-201	资产负债率(%)	27.0%	20.6%	22.4%	17.4%
筹资活动现金流	-178	-159	-69	-84	收入增长率(%)	31.3%	2.9%	35.6%	24.3%
现金净增加额	-220	-83	-168	225	净利润增长率(%)	-34.6%	3.3%	37.1%	34.0%
折旧和摊销	32	26	34	46	P/E	46.61	45.10	32.91	24.55
资本开支	40	23	218	128	P/B	5.13	4.66	4.12	3.55
营运资本变动	-153	-185	-290	-124	EV/EBITDA	34.96	35.50	26.02	19.09

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>