

证券研究报告·上市公司简评

行权价格倒挂，未来成长可期

事件

公司1月5日晚间公告股权激励计划，拟向激励对象授予股票期权593万份，占总股本3.49%，授予价格29.64元。业绩考核目标：以2014年为基数，2015-2017年收入增长率分别不低于80%、100%、120%，净利润增速分别不低于35%、60%、100%。

简评

外延并购，扩张产品线。

公司通过收购易生科技57%股权与艾迪尔80%股权，进行产品线扩张，与艾迪尔同属骨科介入器材领域，双方产品互补将进一步巩固公司在骨科领域的领导地位。

易生科技心脏支架技术领先，再狭窄率仅为2.9%，可媲美进口支架，而公司的导管球囊等技术平台可与易生科技在生产工艺上优势互补。我们看好易生科技能够在心脏支架细分行业异军突起。

股权激励，调动员工积极性。

公司本激励计划首次激励对象为129人，均为公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的中高层管理人员、核心技术（业务）人员，将进一步调动公司员工积极性，长期利好公司发展。

预测和比率

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万）	126.68	206.21	391.00	480.41
营业收入增长率	24.57%	62.77%	89.62%	22.86%
EBITDA（百万）	78.31	107.38	212.82	272.71
EBITDA 增长率	21.37%	37.12%	98.19%	28.14%
净利润（百万）	64.05	76.79	144.18	188.13
净利润增长率	15.36%	19.88%	87.76%	30.49%
ROE	12.58%	15.29%	24.08%	24.81%
EPS（元）	0.83	0.45	0.80	1.05
P/E	20.23	58.36	31.08	23.82
P/B	2.55	7.92	6.52	5.39
EV/EBITDA	14.32	39.46	21.39	16.04

请参阅最后一页的重要声明

凯利泰 (300326)

首次评级
买入
杨扬

yangyangsh@csc.com.cn

021-68808657

执业证书编号：S1440514100001

发布日期：2015年1月7日

当前股价：26.39元

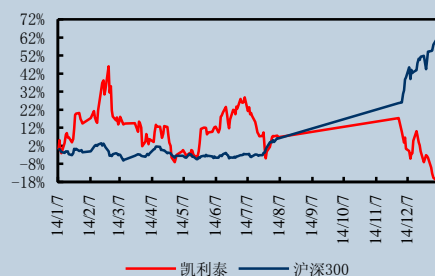
目标价格6个月：32.00元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-10.12/-24.20	-15.47/-57.25	-14.00/-74.89
12月最高/最低价（元）	91.0/23.58		
总股本（万股）	16981.62		
流通A股（万股）	5025.00		
总市值（亿元）	44.81		
流通市值（亿元）	13.26		
近3月日均成交量（万）	291.75		
主要股东	ULTRA TEMPO LIMITED 11.55%		

股价表现



相关研究报告



PKP 替代 PVP，仍有成长空间

PKP 业务作为公司的重要收入来源，近年来由于竞争激烈，毛利率由最高点 84% 下滑至 74%。但参考美国医疗市场统计数据，PKP 系统占椎体成形术市场的 80% 市场份额，而我国尚不足 40%，未来仍有成长空间。我们认为：虽然 PKP 系统竞争日趋激烈，但 PKP 行业仍然处于寡头垄断格局，公司下调出厂价有利于进一步替代 PVP。

看好艾迪尔公司的协同性

艾迪尔的品牌凭借产品质量的可靠性和稳定性，已经在国内的二、三线医疗机构中树立了良好的品牌形象，拥有广泛的认可度。同时，艾迪尔通过有效的海外销售渠道开展出口业务，将产品销往亚洲、欧洲、南美洲等地区，打开了国际市场。凯利泰则在中高端医院市场拥有销售渠道，两者具有很强的互补性。

艾迪尔公司的各产品线单打独斗没有形成整体效应，公司接手后，从两方面对艾迪尔的产品进行提升：1 引进新的具有丰富从业经验的工程技术团队，对艾迪尔生产工艺进行改进，艾迪尔产品的质量得到进一步提升，并重新修订原有产品标准，预计 2015 年中期将得到按新标准申报的产品批件。2 对现有产品线进行整合，建立一个新的系列产品，初步投放区域市场。凯利泰将利用自身品牌优势，负责艾迪尔产品的推广工作。

并购预期犹存，积极储备运动医学

由于介入器械的特殊性，相关产品的研发审批周期很长，作为国内首家获得棘突间撑开器的企业，公司整整花费了 5 年时间。因此，外延并购将会是性价比更高的选择。

公司未来的业务集中在骨科、心血管及运动医学。运动医学在中国将有充分的发展空间，美国 95% 的医生都掌握运动医学治疗，而国内却是个很专业的领域，不超过 10% 的医生能掌握。公司目前积极布局运动医学产品：关联公司的等离子关节镜培训系统已经获得批文；艾迪尔钛合金牟定的优势将得以发挥；膝关节镜产品也在开发中，但审批周期很长。目前运动医学产品完全依赖进口，竞争压力较小，公司介入后将对外企产生比较强烈的冲击。

公司的产品规划是在拥有常见的产品的同时，争取拥有独有的产品。公司通过多年的积累，形成了 6-7 个技术平台，并通过与复旦大学合作建立研究所，同国外临床机构合作共同开发产品，提升公司的研发实力。

据易生科技盈利预测审核报告，2014、2015 年净利润分别为 3206 万元、4165 万元；艾迪尔业绩承诺 2014-2016 年扣非净利润分别不低于 5760 万元、6630 万元、7634 万元。

我们预计公司 2014-2016 年摊薄 EPS（按照募资配套资金发行股份数量 952 万股在 2015 年完成交割计算）分别为：0.45 元、0.80 元和 1.05 元，对应 PE 分别为 58.36 倍，31.08 倍和 23.82 倍。

目前二级市场股价 26.39 元与股票期权行权价倒挂，公司是极具潜力的成长性医疗器械公司，首次给予买入评级。



分析师介绍

杨扬：硕士研究生，上海医药工业研究院药理学博士候选人，拥有四年生物医药行业研究及三年四大会计师事务所审计经验，对医药企业财务运营有深刻理解，带领医药组在金融界举办的 2012 年分析师擂台评比中获得第一。

报告贡献人

王喆 021-68805905 wangzhebj@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chen yangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622