

2020年08月02日

业绩基本符合预期，持续聚焦大骨科赛道

凯利泰 (300326)

事件概述

公司8月1日发布《2020年半年度报告》，2020年上半年，公司实现营业收入4.86亿元，同比下降14.54%；归属于上市公司股东的净利润1.19亿元，同比下降22.37%。

分析判断：

► 新冠疫情影响业务开展，二季度业务逐渐恢复

2020年上半年，公司实现营业收入4.86亿元，同比下降14.54%；归属于上市公司股东的净利润1.19亿元，同比下降22.37%。因受新冠肺炎疫情的影响，公司产品相关的终端医院的门诊量和手术量均大幅减少，公司经营的各类产品的销售收入相应下降。上半年，公司股权激励计划确认的股份支付费用新增1674万元，若剔除股份支付费用的影响，归属于上市公司股东的净利润1.34亿元，同比下降13.11%。若剔除股份支付费用以及非经常性损益影响，归属于上市公司股东的净利润为1.19亿元，同比下降18.16%。分季度看：公司一季度收入同比下滑21.82%，二季度同比下滑7.03%；公司一季度归母净利润同比下滑30.79%，二季度同比下滑14.80%；结合临床实际手术的恢复情况，5月中旬后公司产品使用逐渐得到恢复，但海外依旧有影响（主要是Elliquence，Elliquence海外业务占比超过50%）。

分业务部门：（1）公司的椎体成形微创业务本销售收入2.00亿元，同比下降16.18%，PKP/PVP手术与运动相关，疫情期间收入手术量减少较大。（2）创伤类或脊柱类骨科植入物（艾迪尔为主）业务销售收入8279.19万元，同比下降8.25%，业务相对恢复较快。（3）低温射频业务（Elliquence为主）销售收入4613.06万元，同比下降22.49%，主要是国内一季度业务受到影响，国际业务二季度受到影响。（4）运动医学业务销售收入579.58万元，同比下降为12.27%，运动医学和运动强相关，疫情期间相关患者少。（5）医疗器械贸易业务销售收入1.45亿元，同比下降为14.90%。

► 公司持续布局骨科前沿运动医学与骨科机器人领域

公司上半年完成了对运动医学的进一步加码，以及在骨科最前沿骨科机器人以及骨科智能领域进一步探索。

（1）运动医学，利格泰。公司出资人民币6000万元对上海利格泰进行增资持有上海利格泰11.215%的股权，利格泰致力于提供运动医学整体解决方案，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。

（2）骨科机器人及骨科智能领域，上海逸动医学。公司出资3376万元收购上海逸动医学科技有限公司20.3975%的股权

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：26.06

股票代码：300326
52周最高价/最低价：30.69/8.85
总市值(亿)：188.41
自由流通市值(亿)：186.75
自由流通股数(百万)：716.60



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002

研究助理：谭国超
邮箱：tangc@hx168.com.cn

相关研究

1. 骨科行业深度报告：水大鱼大，老龄化下的市场持续扩容与政策推动下的头部集中 2020.01.13
2. 凯利泰深度报告：脊柱微创为特色引领公司发展，聚焦大骨科深耕优质赛道》 2020.02.22
3. 凯利泰点评报告：收入超预期公司战略聚焦大骨科成果渐显，脊柱微创特色持续引领公司发展 2020.02.26
4. 凯利泰点评报告：加码运动医学赛道，战略持续聚焦大骨科 2020.03.10
5. 凯利泰点评报告：脊柱微创放量超预期，大骨科战略持续聚焦带来增长 2020.04.24
6. 非公开发行引入战投高瓴资本和淡马锡，优化股东结构，骨科赛道持续得到认可 2020.05.13

(估值 1.66 亿元)。逸动医学成立于 2012 年，专注于新一代智能化、数字化骨科器械的研发、生产与销售；已建成关节运动功能分析及手术机器人两大医学临床应用产品线，已取得医疗器械生产许可证和医疗器械经营备案凭证，部分产品获得 NMPA（中国）、CE（欧盟）、FDA（美国）等多个地区医疗器械认证。公司主要产品包括 Opti_Knee® 膝关节运动功能参数检测仪、LigsTM 关节韧带数字体查仪、Fluo_Motion® 高速双平面荧光立体骨透视系统、KingKong120 关节六自由度生物力学测试系统等。公司创始人王少白，上海体育学院创新创业学院常务副院长、教授、博士生导师，“上海市海外高层次人才”，麻省理工学院、哈佛大学、麻省总医院三方联合培养的博士，拥有 10 余年医-工融合经验，掌握关节诊疗、医学影像、医疗机器人、人工智能等核心技术。

► **骨科战略聚焦成效渐现，微创为公司最大特色**

公司 2014 年公司收购江苏艾迪尔，成功拓展脊柱与创伤等医疗领域，2018 年收购美国 Elliquence 公司，开拓骨科能量平台新领域，产品线从单一脊柱产品，到目前覆盖骨科创伤类、脊柱类、关节微创、运动医学等多领域的骨科医用高值耗材产品线，未来公司将以关节镜手术系列产品为切入点，重点发展运动医学领域骨科微创产品，重点打造凯利泰与艾迪尔双品牌骨科创伤产品线，同时，积极拓展普外微创、运动医学等医用高值耗材领域。上半年，公司除了吸引高瓴资本和淡马锡参与公司定增（尚待证监会审批）外，高瓴资本持股 2.44%，MERRILL LYNCH 持股 1.21%。

投资建议

鉴于疫情对公司业务的影响，我们对业绩进行调整，我们预计公司 2020~2022 年的收入为 14.10/18.35/22.20 亿元（原来为 15.08/18.35/22.20 亿元），同比增长 15.4%/30.1%/21.0%；归母净利润为 3.33/4.92/6.10 亿元（原来为 3.88/4.91/6.13 亿元），同比增长 10.0%/48.0%/23.9%，对应 2020~2022 年 PE 为 57X/38X/31X；考虑到公司战略聚焦景气度高的大骨科赛道、管理层深度绑定公司长期发展，股东结构进一步优化，我们维持“买入”评级。

风险提示

集采政策推行力度超出预期，微创产品推广不及预期，国产替代不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	931	1,222	1,410	1,835	2,220
YoY (%)	16.0%	31.3%	15.4%	30.1%	21.0%
归母净利润(百万元)	463	302	333	492	610
YoY (%)	137.2%	-34.6%	10.0%	48.0%	23.9%
毛利率 (%)	60.4%	65.7%	65.2%	66.7%	66.9%
每股收益 (元)	0.64	0.42	0.46	0.68	0.84
ROE	18.5%	11.0%	10.8%	13.8%	14.6%
市盈率	40.73	62.32	56.65	38.26	30.88

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,222	1,410	1,835	2,220	净利润	303	329	488	604
YoY (%)	31.3%	15.4%	30.1%	21.0%	折旧和摊销	32	40	45	45
营业成本	419	490	611	736	营运资金变动	-142	-134	-199	-200
营业税金及附加	11	13	17	21	经营活动现金流	256	245	341	450
销售费用	257	301	365	435	资本开支	-40	-42	-65	-77
管理费用	107	169	211	255	投资	-228	-115	0	0
财务费用	15	19	10	4	投资活动现金流	-299	-154	-61	-72
资产减值损失	-9	10	6	7	股权募资	28	0	0	0
投资收益	3	3	4	4	债务募资	265	-100	-85	-85
营业利润	359	387	574	711	筹资活动现金流	-178	-122	-103	-98
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	-220	-31	178	279
利润总额	359	387	574	711	主要财务指标				
所得税	56	58	86	107	成长能力 (%)				
净利润	303	329	488	604	营业收入增长率	31.3%	15.4%	30.1%	21.0%
归属于母公司净利润	302	333	492	610	净利润增长率	-34.6%	10.0%	48.0%	23.9%
YoY (%)	-34.6%	10.0%	48.0%	23.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.42	0.46	0.68	0.84	毛利率	65.7%	65.2%	66.7%	66.9%
资产负债表 (百万元)					净利率率	24.8%	23.4%	26.6%	27.2%
货币资金	826	795	972	1,252	总资产收益率 ROA	8.0%	8.3%	10.9%	11.9%
预付款项	21	30	36	44	净资产收益率 ROE	11.0%	10.8%	13.8%	14.6%
存货	222	248	314	376	偿债能力 (%)				
其他流动资产	851	984	1,208	1,420	流动比率	2.91	3.38	3.86	4.50
流动资产合计	1,920	2,057	2,530	3,091	速动比率	2.54	2.92	3.32	3.88
长期股权投资	89	189	189	189	现金比率	1.25	1.31	1.48	1.82
固定资产	238	233	248	273	资产负债率	27.0%	23.3%	21.0%	18.5%
无形资产	57	66	73	80	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,850	1,962	1,988	2,028	总资产周转率	0.32	0.35	0.41	0.43
资产合计	3,770	4,019	4,518	5,119	每股指标 (元)				
短期借款	243	173	123	73	每股收益	0.42	0.46	0.68	0.84
应付账款及票据	99	113	142	171	每股净资产	3.80	4.26	4.94	5.79
其他流动负债	317	323	391	443	每股经营现金流	0.35	0.34	0.47	0.62
流动负债合计	659	609	655	687	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	240	210	175	140	估值分析				
其他长期负债	119	119	119	119	PE	62.32	56.65	38.26	30.88
非流动负债合计	359	329	294	259	PB	3.56	6.12	5.27	4.50
负债合计	1,018	938	949	946					
股本	723	723	723	723					
少数股东权益	4	0	-4	-10					
股东权益合计	2,752	3,081	3,569	4,173					
负债和股东权益合计	3,770	4,019	4,518	5,119					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

谭国超：中山大学理学毕业，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与新时代证券研究所，具备医疗产业临床一线、一级市场投资和二级市场研究经验。2019年11月加入华西证券研究所，主要负责A+H股医疗器械标的。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。