

凯利泰 (300326.SZ)

疫情短期影响业绩，随疫情好转有望逐步恢复快速增长

公司评级	买入
当前价格	26.06 元
合理价值	28.93 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-02

核心观点:

- 公司短期受到疫情冲击，单 2020Q2 已明显改善。公司披露 2020 年中报，2020H1 公司营收 4.86 亿元 (YoY-15%)，归母净利润 1.19 亿元 (YoY-22%)，扣非归母净利润 1.05 亿元 (YoY-28%)，2020Q2 单季度营收 2.60 亿元 (YoY-7%)，归母净利润 0.69 亿元 (YoY-15%)，扣非归母净利润 0.62 亿元 (YoY-19%)，2020Q2 单季度已明显改善。
- 主营业务 PVP/PKP、低温射频业务受到疫情短期影响。2020H1，PVP/PKP 业务营收 2 亿元 (YoY-16%)，艾迪尔营收 0.83 亿元 (YoY-8%)，低温射频业务营收 0.46 亿元 (YoY-22%)，运动医学业务营收 580 万元 (YoY-12%)，主要与公司产品主要为非急诊类的骨科手术产品有关，创伤类产品下滑较少。二季度开始国内疫情形势向好，终端医院骨科手术量开始逐步恢复，长期来看，新冠疫情的短期冲击不改变骨科医疗器械行业长期稳定增长趋势。
- 整体费用控制良好。2020Q2 销售费用率为 25%，同比提高 7pct，管理费用率 13%，同比提高 5pct，主要与股权激励费用支付有关，研发费用率 4%，与同期基本持平，整体费用控制良好。
- 预计 20-22 年 EPS 分别为 0.45 元/股、0.57 元/股、0.73 元/股。考虑到疫情影响，略下调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.45 元/股、0.57 元/股、0.73 元/股，当前股价对应 PE 分别为 59X/45X/36X。参考可比公司估值情况，给予公司 2020 年 65 倍 PE 估值，合理价值 28.93 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。高值耗材降价超预期；高值耗材集中采购公司产品未中标风险；Elliquence 椎间孔镜射频消融电极销售不及预期；公司在研产品进展不及预期等。

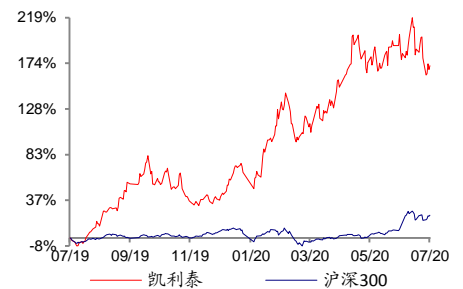
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	931	1,222	1,268	1,561	1,903
增长率 (%)	16.0	31.3	3.8	23.1	21.9
EBITDA (百万元)	231	413	400	499	624
归母净利润 (百万元)	463	302	322	414	527
增长率 (%)	137.2	-34.6	6.4	28.8	27.2
EPS (元/股)	0.64	0.42	0.45	0.57	0.73
市盈率 (P/E)	13.22	32.40	58.56	45.48	35.74
ROE (%)	18.5	11.0	10.6	12.3	13.8
EV/EBITDA	24.94	23.17	45.92	36.49	28.77

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

- 凯利泰 (300326.SZ): 业绩受疫情影响，骨科业务预计将逐步恢复 2020-04-29
- 凯利泰 (300326.SZ): 骨科业务维持快速增长，整体毛利率水平有望继续提高 2020-04-24
- 凯利泰 (300326.SZ): 增资利格泰，加大运动医学布局 2020-03-11

联系人:

李东升

lidongsheng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

表：可比公司估值（20200731）

证券代码	证券简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				对应 PE 估值			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002901.SZ	大博医疗	421.30	4.65	5.83	7.41	9.34	90.60	72.26	56.86	45.11
688085.SH	三友医疗	151.04	0.98	1.21	1.81	2.53	154.41	124.83	83.45	59.70
300326.SZ	凯利泰	188.41	3.02	3.22	4.14	5.27	32.40	58.56	45.48	35.74

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 *大博医疗和三友医疗盈利预测取 wind 一致预期

公共联系人

2020-08-02

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,844	1,920	1,924	2,318	2,809	经营活动现金流	95	256	356	327	413
货币资金	1,046	826	806	997	1,257	净利润	460	303	322	415	528
应收及预付	413	573	577	705	853	折旧摊销	39	32	27	27	26
存货	169	222	237	291	348	营运资金变动	-108	-142	-17	-132	-157
其他流动资产	216	300	304	324	351	其它	-296	63	23	17	16
非流动资产	1,725	1,850	1,887	1,921	1,952	投资活动现金流	325	-299	-58	-51	-45
长期股权投资	58	89	89	89	89	资本支出	-37	-40	-60	-55	-49
固定资产	245	238	252	264	274	投资变动	230	-228	0	0	0
在建工程	15	26	46	66	86	其他	132	-31	3	3	4
无形资产	59	57	61	64	66	筹资活动现金流	300	-178	-318	-84	-109
其他长期资产	1,349	1,440	1,440	1,439	1,437	银行借款	604	265	-243	0	0
资产总计	3,570	3,770	3,812	4,239	4,760	股权融资	31	28	0	0	0
流动负债	604	659	424	494	569	其他	-335	-470	-75	-84	-109
短期借款	304	243	0	0	0	现金净增加额	719	-220	-20	191	259
应付及预收	104	116	123	151	182	期初现金余额	327	1,046	826	806	997
其他流动负债	196	301	300	343	387	期末现金余额	1,046	826	806	997	1,257
非流动负债	464	359	359	359	359						
长期借款	285	240	240	240	240						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	179	119	119	119	119						
负债合计	1,068	1,018	783	853	928						
股本	720	723	723	723	723						
资本公积	736	771	771	771	771						
留存收益	1,047	1,298	1,575	1,931	2,376						
归属母公司股东权益	2,499	2,748	3,025	3,381	3,826						
少数股东权益	3	4	4	5	6						
负债和股东权益	3,570	3,770	3,812	4,239	4,760						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	931	1,222	1,268	1,561	1,903
营业成本	369	419	443	537	635
营业税金及附加	10	11	8	9	11
销售费用	195	257	279	343	419
管理费用	122	107	108	130	154
研发费用	43	49	57	70	86
财务费用	22	15	13	6	2
资产减值损失	-4	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	312	3	3	3	4
营业利润	498	359	381	489	622
营业外收支	0	-1	-1	-1	-1
利润总额	497	359	380	489	621
所得税	37	56	58	74	93
净利润	460	303	322	415	528
少数股东损益	-2	1	1	1	1
归属母公司净利润	463	302	322	414	527
EBITDA	231	413	400	499	624
EPS (元)	0.64	0.42	0.45	0.57	0.73

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	16.0%	31.3%	3.8%	23.1%	21.9%
营业利润增长	114.7%	-27.8%	6.0%	28.6%	27.1%
归母净利润增长	137.2%	-34.6%	6.4%	28.8%	27.2%
获利能力					
毛利率	60.4%	65.7%	65.0%	65.6%	66.6%
净利率	49.5%	24.8%	25.4%	26.6%	27.8%
ROE	18.5%	11.0%	10.6%	12.3%	13.8%
ROIC	5.6%	9.6%	9.4%	10.7%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	29.9%	27.0%	20.5%	20.1%	19.5%
净负债比率	42.7%	37.0%	25.8%	25.2%	24.2%
流动比率	3.05	2.91	4.54	4.69	4.94
速动比率	2.72	2.54	3.92	4.04	4.27
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.32	0.33	0.37	0.40
应收账款周转率	2.44	2.22	2.28	2.30	2.31
存货周转率	5.50	5.52	5.35	5.36	5.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.64	0.42	0.45	0.57	0.73
每股经营现金流	0.13	0.35	0.49	0.45	0.57
每股净资产	3.47	3.80	4.18	4.68	5.29
估值比率					
P/E	13.22	32.40	58.56	45.48	35.74
P/B	2.45	3.56	6.23	5.57	4.92
EV/EBITDA	24.94	23.17	45.92	36.49	28.77

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：高级研究员，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：研究助理，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：研究助理，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。