

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

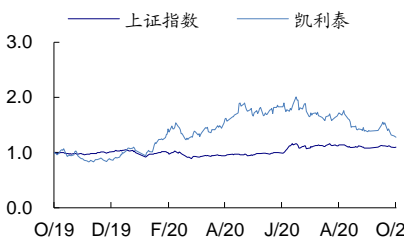
医疗器械与服务

**凯利泰(300326)**
**买入**

2020年三季报点评

(维持评级)

2020年10月29日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	723/717
总市值/流通(百万元)	14,091/13,967
上证综指/深圳成指	3,269/13,388
12个月最高/最低(元)	31.38/12.42

**相关研究报告:**

《凯利泰-300326-2020 半年报点评: 疫情影响短期业绩, 中长期持续看好》——2020-08-03  
 《凯利泰-300326-重大事件快评: 定增引入优质战投, 利好公司长期发展》——2020-05-13  
 《凯利泰-300326-2020 年一季报点评: 疫情影响短期业绩, 运动医学前景可期》——2020-04-30  
 《凯利泰-300326-2019 年年报点评: 业绩符合预期, 新业务整合顺利》——2020-04-27  
 《凯利泰-300326-深度报告: 椎间孔镜开疆拓土, 椎体成形更上层楼》——2020-02-25

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003  
**联系人: 李虹达**  
 电话: 0755-81982970  
 E-MAIL: lihongda@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**单季恢复正增长, 中长期持续看好**
**● Q3 收入业绩恢复正增长, Q4 有望持续向好**

凯利泰前三季度实现营收 7.92 亿元 (-7.88%), 归母净利润 1.96 亿元 (-11.56%), 扣非归母净利润 1.73 亿元 (-17.36%)。其中 Q3 单季度营收 3.06 亿元 (+5.12%), 归母净利润 0.77 亿元 (+12.87%), 扣非归母净利润 0.69 亿元 (+6.54%)。业绩符合预期, 接近此前业绩预告的中值。上半年疫情对手术量影响较大, Q3 单季收入业绩已恢复正增长, Q4 有望持续恢复。

**● 脊柱手术择期属性较强, 下半年有望逐季好转**

上半年疫情影响下终端医院的门诊量和手术量均大幅减少, 各业务板块均出现一定程度的下滑, Q3 业务量恢复到去年同期略高的水平后, Q4 有望继续反弹。毛利率与去年同期持平, 达到 63.81% (-0.59pp); 销售费用率小幅提升至 21.28% (+1.72pp), 预计主要由于市场推广及专业服务费用和人工支出略有增长; 管理费用率提升至 10.37% (+2.78pp), 预计主要由于股权激励计划确认的股份支付费用增加。

**● 深耕脊柱微创领域, 布局运动医学, 长期成长可期**

椎体成形+椎间孔镜业务布局协同性较强, 国产骨水泥、国产射频消融器械等新产品陆续获批, 进一步增强公司产品线优势。运动医学板块通过自主研发和外延并购不断扩大布局, 年内投资了利格泰、上海逸动医学等公司建立起从预防诊断到修复重建各细分领域的运动医学产品管线。骨科与运动医学领域仍处于景气度上升阶段, 长期成长可期。

**● 风险提示: 疫情不确定性风险; 收购整合风险; 研发失败风险**
**● 投资建议: 业务恢复增长, 长期逻辑持续看好, 维持“买入”。**

脊柱手术择期属性较强, 疫情对公司上半年业绩影响显著。Q3 业务已基本恢复正常并实现正增长, Q4 有望继续恢复。脊柱微创+运动医学领域布局全面, 长期逻辑不变。考虑到疫情影响, 小幅下调盈利预测, 预计 20~22 年归母净利润达到 3.13/4.26/5.54 亿元(此前预测为 3.50/4.81/6.31 亿), 对应当前股价 PE 为 45/33/25X, 维持目标价为 28~31 元, 维持“买入”评级。

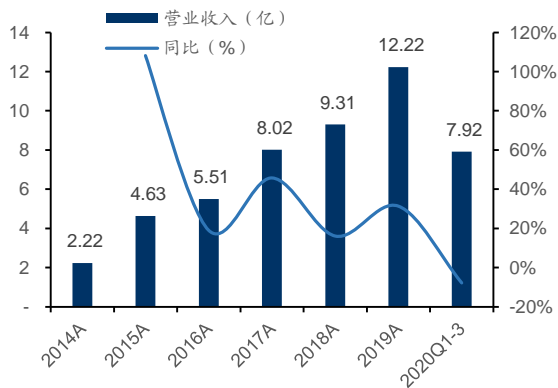
**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	930.91	1,222.29	1,265.45	1,651.94	2,080.84
(+/-%)	16.03%	31.30%	3.53%	30.54%	25.96%
净利润(百万元)	462.57	302.33	312.90	425.98	553.66
(+/-%)	137.24%	-34.64%	3.50%	36.14%	29.97%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.42	0.43	0.59	0.77
EBIT Margin	25.32%	35.11%	28.27%	29.89%	30.90%
净资产收益率(ROE)	18.51%	11.00%	10.49%	12.90%	14.90%
市盈率(PE)	30.32	46.61	45.03	33.08	25.45
EV/EBITDA	55.72	32.86	39.05	28.89	22.54
市净率(PB)	5.61	5.13	4.72	4.27	3.79

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

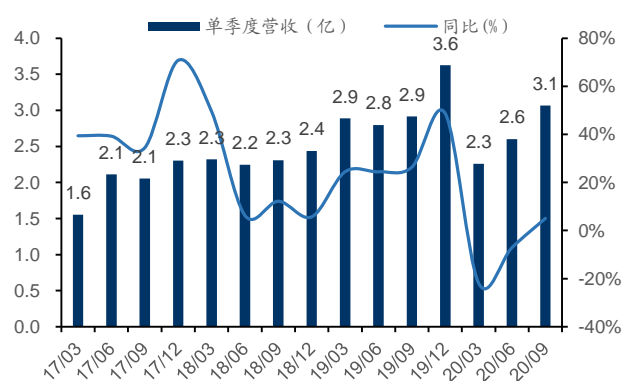
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 凯利泰营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



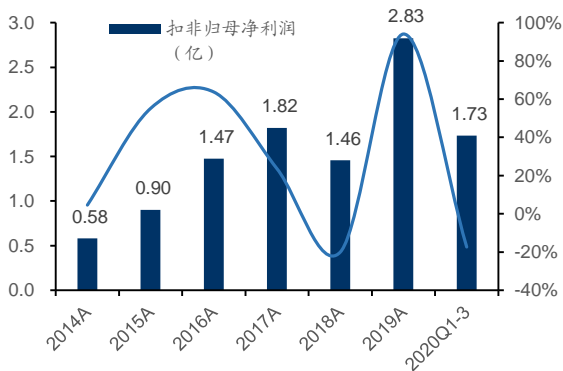
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 凯利泰单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



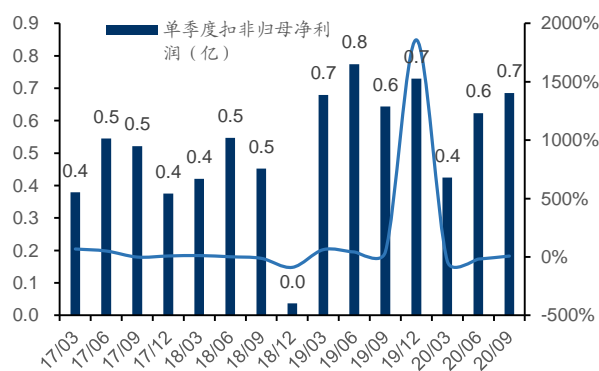
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 凯利泰扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



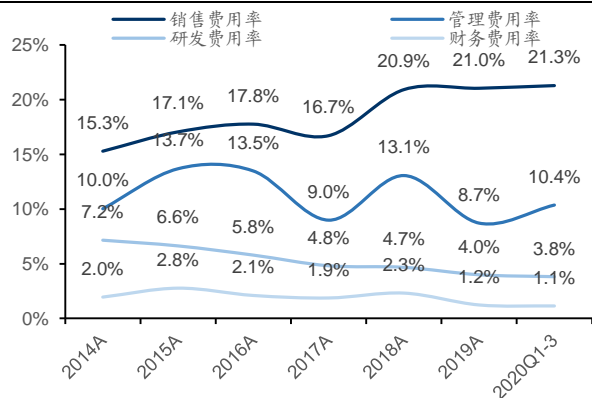
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 凯利泰单季扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



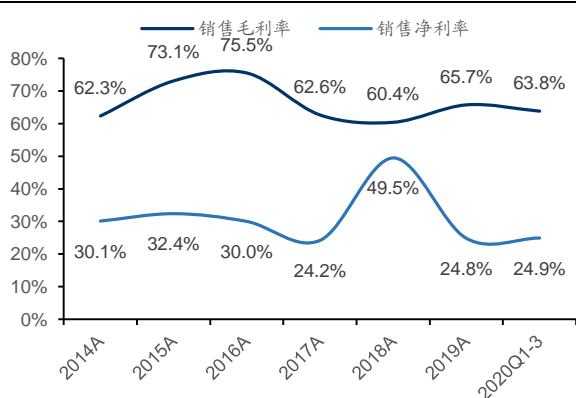
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 凯利泰三项费用率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 管理费用率包含研发费用

图 6: 凯利泰毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 201028	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评 级
				19A	20A	21E	22E	19A	20A	21E	22E	19A	20A	
300326	凯利泰	19.49	141	0.42	0.43	0.59	0.77	46.6	45.0	33.1	25.5	11.0	2.0	买入
002901	大博医疗	91.48	368	1.16	1.45	1.84	2.32	79.0	63.2	49.7	39.4	27.0	2.4	无评级
300003	乐普医疗	31.60	570	0.96	1.23	1.61	2.02	33.1	25.7	19.6	15.6	23.1	0.9	买入
300760	迈瑞医疗	374.00	4547	3.85	4.96	5.95	7.07	97.1	75.4	62.9	52.9	25.2	3.4	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理注: 大博医疗为 wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	826	864	902	978	营业收入	1222	1265	1652	2081
应收款项	650	729	952	1199	营业成本	419	458	576	715
存货净额	222	212	268	335	营业税金及附加	11	13	16	21
其他流动资产	123	192	250	315	销售费用	257	270	358	449
<b>流动资产合计</b>	<b>1920</b>	<b>2096</b>	<b>2473</b>	<b>2928</b>	管理费用	107	167	207	252
固定资产	264	305	339	376	财务费用	15	7	6	5
无形资产及其他	57	54	52	50	投资收益	3	3	2	2
投资性房地产	1440	1440	1440	1440	资产减值及公允价值变动	10	18	16	17
长期股权投资	89	105	121	138	其他收入	(68)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3770</b>	<b>4001</b>	<b>4426</b>	<b>4932</b>	营业利润	359	371	505	657
短期借款及交易性金融负债	356	350	350	352	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	99	105	133	166	<b>利润总额</b>	<b>359</b>	<b>371</b>	<b>505</b>	<b>657</b>
其他流动负债	205	172	221	275	所得税费用	56	58	78	102
<b>流动负债合计</b>	<b>659</b>	<b>628</b>	<b>704</b>	<b>793</b>	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	240	240	240	240	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>302</b>	<b>313</b>	<b>426</b>	<b>554</b>
其他长期负债	119	147	176	177					
<b>长期负债合计</b>	<b>359</b>	<b>387</b>	<b>416</b>	<b>417</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1018</b>	<b>1015</b>	<b>1119</b>	<b>1210</b>	净利润	302	313	426	554
少数股东权益	4	4	5	6	资产减值准备	5	(5)	0	0
股东权益	2748	2983	3301	3716	折旧摊销	31	29	33	36
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3770</b>	<b>4001</b>	<b>4426</b>	<b>4932</b>	公允价值变动损失	(10)	(18)	(16)	(17)
					财务费用	15	7	6	5
关键财务与估值指标					营运资本变动	(231)	(142)	(232)	(290)
每股收益	0.42	0.43	0.59	0.77	其它	(4)	6	0	0
每股红利	0.11	0.11	0.15	0.19	<b>经营活动现金流</b>	<b>92</b>	<b>182</b>	<b>211</b>	<b>283</b>
每股净资产	3.80	4.13	4.57	5.14	资本开支	(64)	(44)	(49)	(54)
ROIC	12%	9%	12%	14%	其它投资现金流	(100)	0	0	0
ROE	11%	10%	13%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(194)</b>	<b>(61)</b>	<b>(65)</b>	<b>(70)</b>
毛利率	66%	64%	65%	66%	权益性融资	28	0	0	0
EBIT Margin	35%	28%	30%	31%	负债净变化	(45)	0	0	0
EBITDA Margin	38%	31%	32%	33%	支付股利、利息	(76)	(79)	(107)	(139)
收入增长	31%	4%	31%	26%	其它融资现金流	97	(5)	0	2
净利润增长率	-35%	3%	36%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(118)</b>	<b>(84)</b>	<b>(107)</b>	<b>(137)</b>
资产负债率	27%	25%	25%	25%	<b>现金净变动</b>	<b>(220)</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>76</b>
息率	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	1046	826	864	902
P/E	46.6	45.0	33.1	25.5	货币资金的期末余额	826	864	902	978
P/B	5.1	4.7	4.3	3.8	企业自由现金流	98	145	169	235
EV/EBITDA	32.9	39.1	28.9	22.5	权益自由现金流	150	133	163	233

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032