2020 年 05 月 13 日

证券研究报告•公司动态跟踪报告

凯 利 泰（300326）医药生物

买入（维持）

当前价：26.26 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

引进重磅战投，夯实中长期发展基础

投资要点

- **事件：**公司拟非公开发行股票数量不超过 5850 万股，占发行后公司总股本 7.5%，其中淡马锡富敦投资拟认购 3750 万股，高瓴资本拟认购 2100 万股，认购价为 18.73 元/股，募集总额不超过 11 亿元，用于补充流动资金及归还银行贷款。

- **重磅产业资本入局，助力公司进入发展新阶段。**公司经过两年时间的调整，2020 年在管理、战略、业务等多方面迎来了新的发展阶段，建立了骨科微创手术、创伤及脊柱植入物和运动医学产品三大技术及产品平台，此次引进具备行业战略眼光、全球化视野和充足资金实力的战略投资者，将助力公司加速进入新的发展阶段，推动公司中长期持续健康成长。

- **战投与上市公司协同效应明显，凯利泰有望显著受益。**淡马锡和高瓴资本作为全球产业资本，具有丰富的产业资源，其中淡马锡作为国际化投资公司，在全球范围内的创新药、医疗器械、医院、医疗外包等产业均有广泛深厚的投资布局，高瓴在医疗健康产业有非常宽广深入的产业投资和产业经营，在全球医疗健康产业累计投资了近 160 家企业，此次两家战投将与公司合作三年，有望助力公司：1）丰富产品管线和提升研发能力等；2）挖掘国内外领先技术资源和产业并购机会，推动资源整合；3）优化管理经营、人才团队等，提升经营管理能力和公司治理水平；4）树立国内外市场品牌优势，加速全球化布局。

- **2023 年激励目标净利润有望达 8 亿，引进战投进一步强化业绩确定性。**公司年初推出了对董事长的大额期权激励，大幅提升了公司管理层及董事长的积极性，为公司业绩未来 4 年保持稳健快速奠定基础。根据期权激励目标，2023 年公司净利润将有望达到近 8 亿元，预计 2024 年有望达到 10 亿，此次引进淡马锡和高瓴资本两大重磅产业资本，将进一步加强长期业绩目标。

- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司未来三年有激励费用影响，预计 2020-2022 年归母净利润为 3.8 亿、4.9 亿和 6.3 亿元，对应估值分别为 50 倍、39 倍、30 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**产品或大幅降价、新产品研发进展或不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1222.29	1486.95	1815.04	2205.66
增长率	31.30%	21.65%	22.07%	21.52%
归属母公司净利润（百万元）	302.33	376.86	487.08	630.01
增长率	-34.64%	24.65%	29.25%	29.34%
每股收益 EPS（元）	0.42	0.52	0.67	0.87
净资产收益率 ROE	11.01%	13.00%	15.23%	17.33%
PE	63	50	39	30
PB	6.91	6.54	5.93	5.22

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广

执业证号：S1250513110001

电话：021-58351962

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

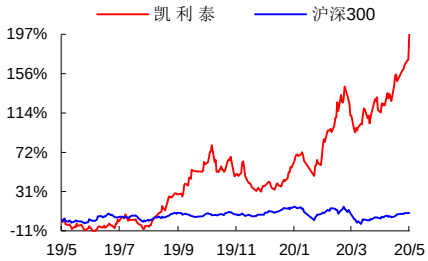
分析师：刘闯

执业证号：S1250519060002

电话：021-58352031

邮箱：liuch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.23
流通 A 股(亿股)	7.14
52 周内股价区间(元)	8.71-28.89
总市值(亿元)	208.87
总资产(亿元)	37.60
每股净资产(元)	3.89

相关研究

1. 凯利泰（300326）：Q1 业绩受疫情影响显著，不改中长期发展趋势 (2020-04-29)
2. 凯利泰（300326）：业绩符合预期，持续加码骨科微创布局 (2020-04-28)
3. 凯利泰（300326）：推出股票期权激励，奠定业绩快速增长基调 (2020-01-14)
4. 凯利泰（300326）：Q3 继续高增长趋势，核心业务增长稳健 (2019-10-30)
5. 凯利泰（300326）：业绩超预期，内生增长强劲 (2019-08-30)
6. 凯利泰（300326）：聚焦大骨科领域，战略布局稀缺性突出 (2019-08-25)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1222.29	1486.95	1815.04	2205.66
营业成本	418.71	479.80	554.52	639.36
营业税金及附加	10.66	17.84	19.97	24.26
销售费用	257.16	319.69	399.31	485.25
管理费用	106.62	252.78	299.48	352.91
财务费用	15.01	-4.46	-5.45	-6.62
资产减值损失	-9.28	5.00	6.00	7.00
投资收益	2.63	3.00	4.00	5.00
公允价值变动损益	0.85	0.43	0.50	0.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	359.23	419.71	545.71	709.04
其他非经营损益	-0.52	19.60	21.80	25.00
利润总额	358.70	439.31	567.51	734.04
所得税	55.62	61.50	79.45	102.77
净利润	303.09	377.81	488.06	631.27
少数股东损益	0.76	0.94	0.98	1.26
归属母公司股东净利润	302.33	376.86	487.08	630.01

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	303.09	377.81	488.06	631.27
折旧与摊销	32.38	27.95	25.85	36.20
财务费用	15.01	-4.46	-5.45	-6.62
资产减值损失	-9.28	5.00	6.00	7.00
经营营运资本变动	-86.59	27.79	-145.31	-154.09
其他	1.00	-8.22	-8.71	-13.46
经营活动现金流净额	255.61	425.87	360.45	500.30
资本支出	32.60	-200.00	-300.00	-300.00
其他	-331.78	3.43	4.50	5.53
投资活动现金流净额	-299.19	-196.57	-295.50	-294.47
短期借款	-60.79	-243.07	0.00	0.00
长期借款	-45.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	38.64	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-181.40	-188.43	-194.83
其他	-111.07	532.24	5.45	6.62
筹资活动现金流净额	-178.21	107.78	-182.99	-188.22
现金流量净额	-219.65	337.07	-118.04	17.62

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	826.14	1163.22	1045.18	1062.79
应收和预付款项	671.09	439.75	533.75	624.67
存货	221.56	191.71	219.81	254.68
其他流动资产	201.35	471.56	553.58	651.24
长期股权投资	88.88	88.88	88.88	88.88
投资性房地产	29.12	29.12	29.12	29.12
固定资产和在建工程	264.39	451.13	730.67	999.87
无形资产和开发支出	1303.59	1298.19	1292.80	1287.41
其他非流动资产	164.05	154.76	154.76	154.76
资产总计	3770.17	4288.32	4648.55	5153.41
短期借款	243.07	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	188.14	208.29	248.25	293.24
长期借款	240.00	240.00	240.00	240.00
其他负债	346.91	934.28	954.92	978.35
负债合计	1018.11	1382.58	1443.17	1511.60
股本	722.98	722.98	722.98	722.98
资本公积	771.15	771.15	771.15	771.15
留存收益	1298.42	1493.88	1792.54	2227.71
归属母公司股东权益	2748.31	2901.05	3199.70	3634.88
少数股东权益	3.75	4.69	5.67	6.93
股东权益合计	2752.05	2905.75	3205.37	3641.81
负债和股东权益合计	3770.17	4288.32	4648.55	5153.41

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	31.30%	21.65%	22.07%	21.52%
营业利润增长率	-27.81%	16.84%	30.02%	29.93%
净利润增长率	-34.16%	24.65%	29.18%	29.34%
EBITDA 增长率	-27.16%	9.00%	27.73%	30.47%
获利能力				
毛利率	65.74%	67.73%	69.45%	71.01%
三费率	30.99%	38.20%	38.20%	37.70%
净利率	24.80%	25.41%	26.89%	28.62%
ROE	11.01%	13.00%	15.23%	17.33%
ROA	8.04%	8.81%	10.50%	12.25%
ROIC	15.11%	15.85%	18.26%	20.34%
EBITDA/销售收入	33.27%	29.81%	31.19%	33.49%
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.37	0.41	0.45
固定资产周转率	5.06	5.16	4.21	3.47
应收账款周转率	2.62	3.63	6.20	6.37
存货周转率	2.14	2.32	2.68	2.68
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.04%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	27.00%	32.24%	31.05%	29.33%
带息债务/总负债	47.45%	66.76%	63.95%	61.06%
流动比率	2.91	6.65	5.86	5.52
速动比率	2.58	6.09	5.31	4.98
股利支付率	0.00%	48.13%	38.69%	30.93%
每股指标				
每股收益	0.42	0.52	0.67	0.87
每股净资产	3.80	4.01	4.43	5.03
每股经营现金	0.35	0.59	0.50	0.69
每股股利	0.00	0.25	0.26	0.27

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	406.62	443.20	566.12	738.62
PE	62.80	50.38	38.98	30.14
PB	6.91	6.54	5.93	5.22
PS	15.53	12.77	10.46	8.61
EV/EBITDA	45.28	41.52	32.72	25.05
股息率	0.00%	0.96%	0.99%	1.03%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn