

投资评级 **增持** 维持

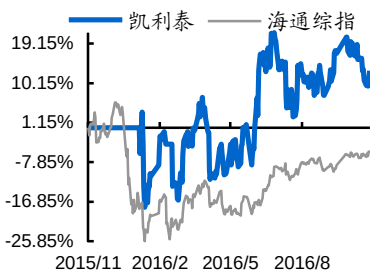
股票数据

6 个月内目标价 (元)	15.62
11 月 14 日收盘价 (元)	13.73
52 周股价波动 (元)	13.15-27.36
总股本/流通 A 股 (百万股)	398/325
总市值/流通市值 (百万元)	5471/4457

相关研究

- 《业绩符合预期 下游渠道拓展值得关注》2016.10.27
- 《业绩可能超预期 下游渠道拓展值得关注》2016.10.17
- 《收入符合预期 下游渠道拓展值得关注》2016.08.26

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.6	5.4	1.1
相对涨幅 (%)	-7.4	-0.5	-3.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: ywx9461@htsec.com

证书: S0850513110005

分析师: 高岳

Tel: (010)50949923

Email: gy10054@htsec.com

证书: S0850516090001

联系人: 贺文斌

Tel: (010)68067998

Email: hwb10850@htsec.com

看好公司向下游渠道延伸

投资要点:

事件:

公司 14 日晚公告子公司易生科技拟用自有资金 3.9 亿元分 7 期付款收购宁波深策胜博 100% 股权。

深策胜博股东保京先生和董亚玲女士承诺本次股权转让完成后, 目标公司 2017 年度至 2021 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于人民币 4000 万元、4200 万元、4410 万元、4631 万元、4,863 万元。

保京先生和董亚玲女士当于不低于人民币 3000 万元用于在二级市场购买凯利泰的股票, 第二期股权转让价款后 60 个工作日内完成前述股票增持义务。

点评:

- **符合产业趋势 看好公司向下游渠道延伸。**随着 2014 年医疗器械母法《医疗器械监督管理条例》的出台, 各类相应的政策也密集出台, 国家加强医疗器械的注册、生产、流通管理是大势所趋。在这一背景下, 今年以来的医疗器械流通大整治、营改增以及大概率会实行的“两票制”正在广泛而深刻地影响着医疗器械行业。中小型医疗器械 (尤其是高值耗材) 经销商面临前所未有的压力, 行业正在洗牌, 整合是长期趋势。
- 我们判断医疗器械 (尤其是高值耗材) 生产企业向下游延伸将会成为一个产业趋势, 对高值耗材生产企业和经销商都有利。对生产企业来说: 1) 高值耗材十分依赖渠道, 向下游整合能加强渠道; 2) 可以减少开票环节, 符合未来“两票制”的趋势, 有利于公司销售网络延伸, 争取更多终端客户; 3) 协同明显, 有利于产品销售; 4) 较大器械公司一般具备全国销售网络, 具备一定流通基础。
- 对高值耗材经销商来说 (1) 可以得到上市公司雄厚的资金支持: 高值耗材经销商存货多、账期长, 需要大量资金, 并入上市公司, 可以得到强大的资金支持, 一方面可以快速“套现”, 把部分存货及账款转化为现金, 另一方面也得到扩充发展所需资金。(2) 收购时即对一些经销商进行了整合, 可以让一些“无牌”、不规范的经销商纳入规范运营, 保证了小经销商持续生存。(3) 加入上市公司, 能满足部分经销商“上市梦”, 享受上市公司品牌效应、规模效应, 有助于向上游争取代理权和议价能力。(4) 发展到一定规模可享受上市公司仓储和物流的规模优势。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	222.36	462.89	570.82	1188.72	1606.01
(+/-)YoY(%)	75.52%	108.17%	23.32%	108.25%	35.10%
净利润(百万元)	62.23	120.65	171.75	242.56	314.54
(+/-)YoY(%)	-2.84%	93.87%	42.36%	41.23%	29.67%
全面摊薄 EPS(元)	0.09	0.17	0.24	0.34	0.44
毛利率(%)	62.33%	73.10%	74.98%	60.96%	59.27%
净资产收益率(%)	5.96%	10.33%	8.52%	10.75%	12.23%

资料来源: 公司年报 (2014-2015), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 公司此次整合的医疗器械销售公司股东保京先生、董亚玲女士在医疗器械销售行业有多年的从业经验，拥有一定规模的产品销售渠道，其所控制的医疗器械销售公司的总规模超过 3 亿人民币。从收入来看，属于比较大的医疗器械销售公司。从估值来看，对应 2017 年 PE 仅 10 倍。从收购方案来看，通过分 7 期付款及要求被收购方在二级市场购买上市公司股票，有效地绑定收购方和上市公司利益，形成良好的激励。
- 此次收购，既符合医疗器械行业趋势，也符合公司发展战略。这有助于实现凯利泰未来利润的快速增长，进一步提高公司的盈利水平。还可以提升公司在医疗器械销售领域的市场占有率和市场影响力，外延式扩展将增加公司未来成长性，有助于提升公司的综合竞争力。通过逐步整合资源，收购销售渠道使公司渠道下沉，使公司能够最大程度的与合作伙伴分享未来行业的发展，也为公司其他新产品的市场投放创造了先决条件。进一步加强公司在所属行业的竞争优势，提高公司的资产回报率和股东价值。
- **聚焦骨科和心血管耗材 极具投资价值。**凯利泰以脊柱微创介入手术器械 PKP、PVP 起家，2012 年 6 月上市后，借助资本市场的力量，围绕心血管和骨科耗材，加快并购步伐。2013 年起，分步并购了易生科技、艾迪尔，同时去年参股经纬医疗 25% 股份，至此，公司完成了骨科全领域及支架器械布局。
- 骨科和心血管皆为全球行业规模最大、集中度最高、附加值最高、成长速度较快的两大器械领域之一。全球十大医疗器械公司主要聚焦于骨科和心血管器械，如美敦力、强生、史塞克等，骨科及心血管领域才能诞生超市值公司。我们推算 2014 年国内创伤、关节、脊柱三大骨科耗材市场规模达到 266 亿元，其中，关节、创伤、脊柱分别为 70 亿元、95 亿元、83 亿元，关节及脊柱器械市场增速 15%-20%，创伤器械市场增速为 15%。根据《中国心血管病报告 2015》估计，2015 年我国支架市场规模超过 80 亿元，增速超过 13%，未来 5 年增速 10%-15%。
- 公司聚焦骨科和心血管耗材，成长空间大，极具投资价值。一方面，公司所处骨科及心血管器械行业市场大、增长快；另一方面，公司加强了销售网络建设，公司骨科业务领域已与 300 多家经销商建立了长期稳定的合作关系，产品覆盖 1000 多家医院，在心血管领域，与近 100 家代理商保持长期稳定的合作关系，产品覆盖近 350 家医院，包括安贞医院、301 医院等知名医院。
- **平台价值渐显 外延整合值得期待。**骨科器械、心血管器械渠道协同效应明显，易生科技主要客户位于北区，凯利泰、艾迪尔主要客户位于南区，渠道互补较强。凯利泰产品较高端，主要用于三级医院，艾迪尔产品定位中低端，主要用于二、三线城市，通过对艾迪尔的并购，不但补齐骨科产品线，还能开拓新的销售市场。我们认为，公司已具备高值耗材平台价值，公司此次募集配套资金约 3.4 亿元，未来往骨关节、运动医学、骨科医院、销售渠道等方向并购亦能产生较强的协同效应。
- **盈利预测。**我们预计 2016-18 年公司 EPS 为 0.24、0.34、0.44 元，考虑到公司市值较小、具有稀缺性、行业空间大、存在外延预期，参考同行业公司，我们给予公司 2016 年 65 倍 PE，目标价 15.62 元，对应 17 年 46 倍 PE，继续给予“增持”评级。
- **风险提示。**整合不达预期，产品销售不达预期，耗材价格下降风险、股权分散风险、限售股解禁带来流动性风险。

表 2 可比公司估值比较

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE			
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
理邦仪器	10.75	0.44	0.06	0.12	0.19	24.43	179.17	89.58	56.58
宝莱特	39.21	0.16	0.46	0.66	0.87	245.06	85.24	59.41	45.07
平均						134.75	132.20	74.50	50.82

资料来源：wind，海通证券研究所。收盘价日期 20161114，盈利预测为 wind 一致性预期。

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
高岳 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：人福医药,新光药业,翰宇药业,嘉事堂,众生药业,鱼跃医疗,阳普医疗,华润万东,老百姓,尔康制药,三诺生物,凯利泰,健帆生物,鹭燕医药,九州通,华海药业,益丰药房,理邦仪器,一心堂,海南海药,太安堂,上海医药,国药一致,瑞康医药,山东药玻,现代制药,司太立

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。