

2022年10月28日

威高骨科 (688161.SH)

公司快报

集采推进影响短期业绩表现，但中长期公司产品渗透率提升可期

投资要点

- ◆ **事件内容：**10月28日盘后，公司披露2022年三季报，前三季度公司实现营业收入13.93亿元，同比下滑11.31%；实现归属于母公司的净利润4.42亿，同比下滑10.53%。
- ◆ **因脊柱国采开标，经销商正常的采购活动受到扰动，公司三季度业绩大幅放缓。**2022年前三季度，公司营业收入同比下滑11.31%，归母净利润同比下滑10.53%；本次为2013年至今公司首次出现收入增速同比下降。同时，以22Q3单季度来看，公司Q3当季公司实现营业收入2.88亿元、同比下滑39.44%，实现归母净利润0.44亿元、同比下滑64.59%；比较22Q2公司收入同比增长13.53%、归母净利润同比增长16.35%，Q3单季业绩大幅放缓。究其原因，根据公司三季报中所述，主要是由于脊柱类骨科耗材国采9月开标，下游终端及经销商客户在三季度的采购均相对谨慎、经销商有意减少合理备货。
- ◆ **从单位盈利来看，毛利率季度环比及同比均有所下降，费用支出金额环比和同比也有不同程度的走低。**1) 22Q3公司季度毛利率72.56%，比较22Q2季度毛利率77.84%和21Q3季度毛利率81.13%，毛利率环比和同比均有明显下滑；2) 比较费用中占比最高的销售费用，22Q3销售费用支出共1.42亿，比较22Q2和21Q3销售费用支出1.88亿和1.98亿元，销售费用金额分别下滑24.5%和28.3%；而同期，公司营业收入季度同比下滑39.44%、环比下滑64.2%，费用或呈现一定刚性，下降幅度明显低于收入端。我们倾向于认为，在收入端明显下降背景下成本及费用端的偏刚性支出，使得公司当期盈利出现大幅下滑。
- ◆ **自去年下半年开始，公司三大产品线均陆续执行集采，集采靴子或已经基本落地，政策风险预计已经得到极大释放。**公司共有创伤、关节和脊柱三大骨科耗材产品线。根据时间线，去年以来，三大产品集采均已经陆续落地，政策风险得到较为充分的反应；1) 2021年7月以河南省牵头的十二省骨科创伤类集采开启、十二省市创伤类集采部分省市已经自2021年11月开始执行；2) 2021年9月人工关节国家集采正式开标、2022年3月至4月已经落地执行；3) 2022年9月脊柱类国家集采正式开标、预计将于2023年1月至2月落地执行。
- ◆ **公司处于国内骨科耗材行业的领先地位，最新的脊柱国采也全线中标，共斩获18个拟中选产品；有望受益于后集采时代的进口替代加速推进和行业集中度提升。**从2022年9月脊柱类骨科耗材集采结果来看，受益于公司多品牌战略及完善的产品线，公司脊柱类国采全线中标，共斩获18个拟中选产品，包括颈椎前路钉板固定融合系统、颈椎后路钉棒固定系统、胸腰椎前路钉棒固定融合系统、胸腰椎前路钉板固定融合系统等；公司中选产品数位列第一。比较来看，本次国采采购周期延长

 投资评级 **买入-B(维持)**
 股价(2022-10-28) **67.19元**

交易数据

总市值(百万元)	26,876.00
流通市值(百万元)	3,446.93
总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	51.30
12个月价格区间	71.51/40.77

一年股价表现



资料来源：聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	4.64	4.51	1.62
绝对收益	-12.14	-23.58	-38.37

分析师

 李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com

相关报告

- 威高骨科：集采对于公司实际影响或略好于预期，季度业绩呈现边际改善-威高骨科2022H1中报点评 2022.8.23
- 威高骨科：21年业绩表现平稳，集采实际影响或即将明朗-威高骨科公司快报 2022.3.30
- 威高骨科：业绩稳定增长，集采中标结果凸显公司竞争优势-威高骨科公司快报 2021.10.29



至3年，采购量约120万套、预计不低于上一年使用量的90%，释放稳定的市场需求；而以脊柱类进口产品占比约六成、但本次集采中选率仅12%，预计将有大量的进口产品份额待释放；公司作为国产脊柱耗材龙头及本次中选品种最多的企业，我们倾向于认为大概率或将实现“以价换量”。

◆ **投资建议：**公司三季度因集采开标等暂时性因素导致业绩放缓，略低于我们预期。可能来说，伴随着集采中标结果已经落地，脊柱类骨科耗材采购活动将逐渐恢复正常，公司盈利能力也将得到改善；同时，公司作为国产骨科耗材龙头在主要产品集采中均获得良好的中选结果，未来有望受益于行业集中度提升和国产替代推进，“以价换量”可期。我们依旧看好公司中长期发展；综合考虑，由于集采对于公司三季度经营活动的影响，我们略微下调了公司业绩，预测2022年至2024年每股收益分别为1.64、2.26和2.86元，但维持公司买入-B的投资评级。

◆ **风险提示：**1、带量采购持续推进带来的降价超预期风险；2、医保政策调整风险；3、原材料依赖进口及相关国际贸易风险等。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,824	2,154	2,079	2,678	3,251
YoY(%)	15.9	18.1	-3.4	28.8	21.4
净利润(百万元)	558	690	656	906	1,143
YoY(%)	26.4	23.6	-4.9	38.0	26.2
毛利率(%)	82.4	81.2	77.4	74.5	72.2
EPS(摊薄/元)	1.40	1.73	1.64	2.26	2.86
ROE(%)	22.8	15.2	13.2	15.4	16.3
P/E(倍)	48.1	38.9	41.0	29.7	23.5
P/B(倍)	11.0	5.9	5.4	4.6	3.8
净利率(%)	30.6	32.1	31.6	33.8	35.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2549	4699	4994	5415	6604	营业收入	1824	2154	2079	2678	3251
现金	1601	2560	2752	2488	3558	营业成本	322	405	470	683	905
应收票据及应收账款	324	363	301	554	483	营业税金及附加	28	31	34	42	50
预付账款	3	16	3	21	8	营业费用	631	747	658	723	759
存货	556	565	735	1153	1349	管理费用	92	80	74	83	91
其他流动资产	65	1196	1204	1199	1207	研发费用	82	121	115	129	148
非流动资产	626	704	901	1857	1882	财务费用	-13	-19	-23	-21	-25
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-19	-4	-11	-7	-9
固定资产	363	400	419	785	1032	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	106	100	94	87	81	投资净收益	0	23	23	23	23
其他非流动资产	156	205	387	985	769	营业利润	667	811	774	1069	1348
资产总计	3175	5403	5895	7272	8486	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	611	734	776	1246	1315	营业外支出	1	2	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	666	810	773	1067	1347
应付票据及应付账款	263	349	361	671	696	所得税	104	119	116	160	202
其他流动负债	348	384	415	575	619	税后利润	562	691	657	907	1145
非流动负债	100	132	132	132	132	少数股东损益	3	1	1	1	2
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	558	690	656	906	1143
其他非流动负债	100	132	132	132	132	EBITDA	734	879	833	1148	1414
负债合计	710	866	908	1378	1447						
少数股东权益	10	6	7	8	10	主要财务比率					
股本	359	400	400	400	400	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1003	2349	2349	2349	2349	成长能力					
留存收益	1092	1783	2440	3347	4492	营业收入(%)	15.9	18.1	-3.4	28.8	21.4
归属母公司股东权益	2454	4532	4980	5886	7029	营业利润(%)	29.9	21.7	-4.6	38.0	26.1
负债和股东权益	3175	5403	5895	7272	8486	归属于母公司净利润(%)	26.4	23.6	-4.9	38.0	26.2
						获利能力					
						毛利率(%)	82.4	81.2	77.4	74.5	72.2
						净利率(%)	30.6	32.1	31.6	33.8	35.2
						ROE(%)	22.8	15.2	13.2	15.4	16.3
						ROIC(%)	22.4	14.7	12.7	15.0	15.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.4	16.0	15.4	18.9	17.1
						流动比率	4.2	6.4	6.4	4.3	5.0
						速动比率	3.2	4.0	4.0	2.5	3.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	5.6	6.3	6.3	6.3	6.3
						应付账款周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
						估值比率					
						P/E	48.1	38.9	41.0	29.7	23.5
						P/B	11.0	5.9	5.4	4.6	3.8
						EV/EBITDA	34.4	27.7	29.0	21.3	16.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn