

威高骨科 (688161)

证券研究报告

2023年04月24日

业绩短期承压，骨科龙头长期优势显著

事件:

2023年3月30日，公司发布2022年年报，2022年实现营业收入18.48亿元，同比下滑14.18%；归母净利润5.44亿元，同比下降21.17%；扣非归母净利润5.33亿元，同比下降21.43%。四季度单季实现收入4.55亿元，同比下降21.93%；归母净利润1.02亿元，同比下降48%；扣非归母净利润0.99亿元，同比下降48.82%。

点评:

业绩短期承压，市场规模与行业地位领先

2022年，公司营业收入为18.48亿元，同比下降14.18%。受集采影响，三大业务板块销售收入同比均有下降。其中，1) 脊柱业务实现销售收入8.87亿元，同比下降13.1%，我们推断主要系经销商进货谨慎所致；2) 关节业务实现销售收入4.46亿元，同比下降4.85%，我们推断主要系产品价格下降所致；3) 创伤业务实现销售收入4.17亿元，同比下降31.57%，主要系产品价格下降所致。2022年集采中，公司实现全产线中标，产品覆盖超3500家终端医疗机构，公司的市场占有率和客户覆盖率均较集采前大幅提升。

营销研发同步发力，提升新变革下的核心竞争力

2022年，公司销售费用率为32.54%，同比下降2.16pct，主要系公司商务服务费、市场推广费和差旅费下降所致；管理费用率为3.79%，同比基本持平；研发费用率为5.83%，同比提升0.2pct，主要系公司坚持研发创新的发展战略。面对新变革下的行业发展趋势，公司积极调整营销策略，树立直接服务终端的销售型营销理念，提高营销精细化管理能力。

收购新生医疗，优化业务布局

公司于2022年12月14日发布公告，拟以自有资金10.3亿元购买新生医疗100%股权。公司已于2023年1月支付第一期转让价款6.18亿元，并完成工商变更。新生医疗主营业务为富血小板血浆制备用套装和封闭创伤负压引流套装的研发、生产和销售，其2022年未经审计的净利润为5622.98万元。该并购是公司拓宽业务布局、提高可持续发展能力的重要举措，有利于优化公司业务布局，进一步提升公司的盈利能力。

盈利预测: 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为21.36/26.8/33亿元(2023/2024前值分别为33.11/41.12亿元)，下调原因为受带量采购影响公司营业收入下滑，归母净利润分别为6.38/8.36/10.65亿元(2023/2024前值分别为11.18/14.01亿元)，脊柱集采对于公司的脊柱耗材价格有一定影响，2023年为执行的第一个年份，出于谨慎性考虑下调2023和2024年业绩预期，维持“买入”评级。

风险提示: 医药行业政策变化、产品降价风险、新品推广不达预期等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,153.55	1,848.12	2,136.41	2,680.23	3,300.27
增长率(%)	18.08	(14.18)	15.60	25.45	23.13
EBITDA(百万元)	967.44	774.97	758.47	971.20	1,238.45
归属母公司净利润(百万元)	690.32	544.21	638.15	835.96	1,065.00
增长率(%)	23.62	(21.17)	17.26	31.00	27.40
EPS(元/股)	1.73	1.36	1.60	2.09	2.66
市盈率(P/E)	32.54	41.27	35.20	26.87	21.09
市净率(P/B)	4.96	4.61	4.13	3.64	3.14
市销率(P/S)	10.43	12.15	10.51	8.38	6.81
EV/EBITDA	23.49	23.27	23.93	18.72	13.88

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	56.15元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.00
流通A股股本(百万股)	75.59
A股总市值(百万元)	22,460.00
流通A股市值(百万元)	4,244.13
每股净资产(元)	12.18
资产负债率(%)	15.33
一年内最高/最低(元)	76.80/38.38

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC执业证书编号: S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《威高骨科-季报点评:短期业绩受集采影响，行业龙头优势持续》2022-11-11
- 《威高骨科-半年报点评:业绩超预期，积极优化营销体系》2022-08-28
- 《威高骨科-年报点评报告:骨科王者向“数字化、智能化、微创化”创新转型》2022-04-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,559.52	2,614.68	4,148.25	4,145.79	5,158.60
应收票据及应收账款	362.53	427.05	360.55	635.45	648.90
预付账款	15.52	10.37	11.41	18.58	17.02
存货	564.90	658.21	826.96	892.99	1,119.82
其他	1,196.41	1,285.03	861.07	1,114.44	1,088.70
流动资产合计	4,698.88	4,995.34	6,208.23	6,807.25	8,033.04
长期股权投资	0.00	0.00	10.10	10.10	10.10
固定资产	399.64	425.13	404.73	382.83	357.58
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	100.05	100.35	92.75	85.15	77.53
其他	204.70	231.28	149.43	120.33	111.20
非流动资产合计	704.39	756.75	657.01	598.41	556.41
资产总计	5,403.27	5,752.09	6,865.24	7,405.65	8,589.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	349.19	381.11	419.58	543.72	593.04
其他	356.35	345.13	884.71	571.09	726.84
流动负债合计	705.54	726.23	1,304.29	1,114.81	1,319.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	132.01	113.55	115.07	120.21	116.28
非流动负债合计	132.01	113.55	115.07	120.21	116.28
负债合计	865.64	881.56	1,419.36	1,235.02	1,436.16
少数股东权益	6.09	0.15	1.44	2.18	3.04
股本	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	2,348.90	2,351.54	2,351.54	2,351.54	2,351.54
留存收益	1,782.64	2,118.84	2,692.90	3,416.91	4,398.71
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4,537.63	4,870.53	5,445.88	6,170.63	7,153.29
负债和股东权益总计	5,403.27	5,752.09	6,865.24	7,405.65	8,589.46

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	691.33	543.86	638.15	835.96	1,065.00
折旧摊销	93.82	98.29	59.35	60.92	62.40
财务费用	0.34	0.80	(74.41)	(80.61)	(84.11)
投资损失	(22.78)	(27.57)	(25.66)	(26.85)	(29.82)
营运资金变动	(1,120.56)	(330.08)	934.93	(756.64)	(4.33)
其它	1,146.09	158.23	4.77	1.97	(0.92)
经营活动现金流	788.25	443.54	1,537.13	34.75	1,008.22
资本支出	49.50	100.51	29.84	26.28	33.46
长期投资	0.00	0.00	10.10	0.00	0.00
其他	(1,237.48)	(267.15)	(52.30)	(33.08)	(29.47)
投资活动现金流	(1,187.98)	(166.64)	(12.37)	(6.80)	3.99
债权融资	23.67	36.81	73.04	81.65	83.87
股权融资	1,179.42	2.64	(64.24)	(112.06)	(83.27)
其他	150.52	(268.13)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,353.62	(228.68)	8.81	(30.41)	0.60
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	953.89	48.23	1,533.57	(2.46)	1,012.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,153.55	1,848.12	2,136.41	2,680.23	3,300.27
营业成本	405.42	466.33	529.03	629.71	739.87
营业税金及附加	31.26	26.70	31.44	39.02	47.52
销售费用	747.17	601.44	689.19	853.26	1,029.69
管理费用	80.19	69.96	87.49	110.34	134.24
研发费用	121.23	107.77	135.47	169.60	204.78
财务费用	(18.78)	(37.21)	(74.41)	(80.61)	(84.11)
资产/信用减值损失	(13.80)	(15.59)	(14.82)	(5.25)	(5.11)
公允价值变动收益	0.00	0.00	3.33	1.11	(1.85)
投资净收益	22.78	27.57	25.66	26.85	29.82
其他	(33.39)	(37.48)	0.00	0.00	0.00
营业利润	811.47	638.62	752.37	981.62	1,251.15
营业外收入	0.35	0.31	0.35	0.36	0.38
营业外支出	1.90	0.56	1.15	0.00	0.00
利润总额	809.93	638.37	751.57	981.98	1,251.53
所得税	118.59	94.51	111.98	145.16	185.59
净利润	691.33	543.86	639.59	836.81	1,065.93
少数股东损益	1.01	(0.35)	1.44	0.86	0.94
归属于母公司净利润	690.32	544.21	638.15	835.96	1,065.00
每股收益(元)	1.73	1.36	1.60	2.09	2.66

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	18.08%	-14.18%	15.60%	25.45%	23.13%
营业利润	21.72%	-21.30%	17.81%	30.47%	27.46%
归属于母公司净利润	23.62%	-21.17%	17.26%	31.00%	27.40%
获利能力					
毛利率	81.17%	74.77%	75.24%	76.51%	77.58%
净利率	32.05%	29.45%	29.87%	31.19%	32.27%
ROE	15.23%	11.17%	11.72%	13.55%	14.89%
ROIC	95.77%	28.98%	28.43%	67.48%	52.48%
偿债能力					
资产负债率	16.02%	15.33%	20.67%	16.68%	16.72%
净负债率	-56.30%	-53.59%	-76.11%	-67.12%	-72.06%
流动比率	6.40	6.50	4.76	6.11	6.09
速动比率	5.63	5.65	4.13	5.31	5.24
营运能力					
应收账款周转率	6.27	4.68	5.43	5.38	5.14
存货周转率	3.84	3.02	2.88	3.12	3.28
总资产周转率	0.50	0.33	0.34	0.38	0.41
每股指标(元)					
每股收益	1.73	1.36	1.60	2.09	2.66
每股经营现金流	1.97	1.11	3.84	0.09	2.52
每股净资产	11.33	12.18	13.61	15.42	17.88
估值比率					
市盈率	32.54	41.27	35.20	26.87	21.09
市净率	4.96	4.61	4.13	3.64	3.14
EV/EBITDA	23.49	23.27	23.93	18.72	13.88
EV/EBIT	24.81	25.09	25.97	19.98	14.61

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com