

短期业绩受集采扰动有所承压，长期骨科龙头有望引领行业成长

——威高骨科年报点评

核心观点

- **公司业绩受骨科集采影响承压，积极应对有望引领行业增长。**2022 年全年公司实现营业收入 18.48 亿元，同比-14.18%，主要原因是受带量采购影响，经销商进货谨慎，以消耗渠道库存为主，导致营业收入有所下滑；公司实现归母净利润 5.44 亿元，同比-21.17%，主要系营业收入下滑、生产效率有所下降所致。单 Q4 季度来看，公司实现营业收入 4.55 亿元，同比-21.93%，实现归母净利润 1.02 亿元，同比-47.88%，主要是脊柱集采后消化渠道库存及 Q4 疫情影响院内骨科手术，导致短期业绩承压。尽管短期受集采和渠道压制，但公司积极应对骨科带量采购，实现全产品线中标，有望实现以量补价引领行业成长。脊柱领域，公司威高骨科、威高亚华、威高海星、明德生物合计报量 14.1 万台手术，保持行业第一名，所有产品全线中标，首年采购需求量总计 12.7 万台。创伤领域合计报量 26.6 万台，市占率进一步提升。关节领域受人工关节国家集采落地执行，带动整体手术量较集采前提升 36.8%，收入实现稳健增长。
- **三大业务板块协同发展，新变革下营销战略转型不断提升市场覆盖率。**公司深耕骨科植入医疗器械领域多年，综合布局脊柱、创伤、关节三大业务板块协同发展，同时不断布局完善运动医学、新型材料、3D 打印技术、骨科机器人、智慧骨科疗法等新方向。目前公司产品主要以中高端骨科植入物为主，同时覆盖经济型产品市场，已在全国范围内超过 3500 家医院广泛使用。同时公司面对带量采购下的行业发展趋势，积极调整营销策略，树立直接服务终端的销售型营销理念，并在关节业务全面试点配送服务的销售模式，并推出关节手术跟台服务，加强对客户需求理解，有望拓展至其他业务板块，有望支撑终端业务量不断提升。此外，公司积极探索全国区域仓储物流平台建设，与专业第三方物流配送企业合作，确保区域终端医院供货及时，不断提高营销精细化管理能力，持续提升市场覆盖率。
- **立足骨科产品创新，持续巩固骨科领域龙头地位。**公司坚持骨科创新研发布局，目前研发中心已启动上海、武汉、威海三大研发创新转化平台的布局建设，结合市场、技术发展趋势和临床反馈，在新材料、新领域、新技术不断探索布局，逐步完善骨科上下游产业布局，不断更新迭代现有产线，并积极拓展新业务线，持续提供新的增长动能。目前公司基于多品牌优势，持续完善脊柱、创伤、关节、运动医学等传统业务产品注册，不断丰富产品品类和提升产品技术水平。此外公司积极布局骨科新术式发展、新材料、神经外科、数字化骨科、骨科康复业务产品，长期发展前景广阔。

盈利预测与投资建议

- 根据年报和集采情况变化我们调低脊柱创伤等业务收入，调整预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.08、2.54、2.96 元（原 2023-2024 年 EPS 为 2.30、2.98 元），参照可比公司，我们给予公司的合理估值水平为 2023 年的 31 倍市盈率，对应目标价为 64.48 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 骨科集采政策超预期、渠道拓展不及预期、新业务拓展不及预期等风险。

公司主要财务信息

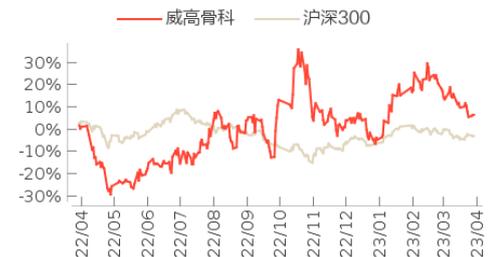
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,154	1,848	2,638	3,085	3,588
同比增长(%)	18.1%	-14.2%	42.7%	16.9%	16.3%
营业利润(百万元)	811	639	982	1,195	1,394
同比增长(%)	21.7%	-21.3%	53.8%	21.6%	16.7%
归属母公司净利润(百万元)	690	544	832	1,016	1,185
同比增长(%)	23.6%	-21.2%	52.9%	22.1%	16.7%
每股收益(元)	1.73	1.36	2.08	2.54	2.96
毛利率(%)	81.2%	74.8%	77.2%	77.3%	77.5%
净利率(%)	32.1%	29.4%	31.5%	32.9%	33.0%
净资产收益率(%)	19.8%	11.6%	15.7%	16.4%	16.2%
市盈率	33.8	42.9	28.0	23.0	19.7
市净率	5.1	4.8	4.1	3.5	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年03月29日）	58.31 元
目标价格	64.48 元
52 周最高价/最低价	76.8/37.94 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,000/7,501
A 股市值（百万元）	23,324
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023 年 03 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.77	-9.09	10.72	6.42
相对表现	-3.94	-7.53	6.85	9.52
沪深 300	0.17	-1.56	3.87	-3.1



证券分析师

刘恩阳 01066218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001
香港证监会牌照：BSW684

联系人

裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn

相关报告

创新不断引领行业发展，打造国际一流骨科器械企业：——威高骨科首次覆盖报告 2022-09-25

表 1：可比公司估值表（2023 年 3 月 29 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
三友医疗	688085	28.04	0.85	1.17	1.51	32.99	23.88	18.61
昊海生科	688366	94.09	1.05	2.61	3.45	89.29	36.05	27.27
春立医疗	688236	32.01	0.79	1.04	1.34	40.52	30.75	23.84
正海生物	300653	45.81	1.01	1.46	1.88	45.36	31.33	24.40
南微医学	688029	75.07	1.76	2.44	3.16	42.77	30.79	23.74
	最大值					89.29	36.05	27.27
	最小值					32.99	23.88	18.61
	平均数					50.19	30.56	23.57
	调整后平均					43	31	24

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,560	2,615	3,337	4,618	5,677	营业收入	2,154	1,848	2,638	3,085	3,588
应收票据、账款及款项融资	427	479	508	609	742	营业成本	405	466	602	699	807
预付账款	16	10	13	18	20	营业税金及附加	31	27	39	45	52
存货	565	658	909	1,005	1,172	销售费用	747	601	818	925	1,076
其他	1,132	1,233	706	204	26	管理费用及研发费用	201	178	255	291	339
流动资产合计	4,699	4,995	5,472	6,454	7,637	财务费用	(19)	(37)	(30)	(40)	(51)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	14	16	4	3	4
固定资产	400	425	945	1,121	1,232	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	23	28	20	20	20
无形资产	100	100	100	100	100	其他	15	14	13	14	13
其他	205	231	189	147	135	营业利润	811	639	982	1,195	1,394
非流动资产合计	704	757	1,234	1,368	1,466	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	5,403	5,752	6,707	7,822	9,104	营业外支出	2	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	810	638	982	1,194	1,394
应付票据及应付账款	349	381	500	585	668	所得税	119	95	148	177	208
其他	384	387	388	402	414	净利润	691	544	834	1,017	1,186
流动负债合计	734	768	889	987	1,082	少数股东损益	1	(0)	2	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	690	544	832	1,016	1,185
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.73	1.36	2.08	2.54	2.96
其他	132	114	114	114	114						
非流动负债合计	132	114	114	114	114						
负债合计	866	882	1,002	1,100	1,196						
少数股东权益	6	0	2	3	4						
实收资本(或股本)	400	400	400	400	400						
资本公积	2,349	2,352	2,352	2,352	2,352						
留存收益	1,783	2,119	2,951	3,967	5,152						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	4,538	4,871	5,705	6,721	7,908						
负债和股东权益总计	5,403	5,752	6,707	7,822	9,104						

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	691	544	834	1,017	1,186
折旧摊销	88	(293)	105	195	230
财务费用	(19)	(37)	(30)	(40)	(51)
投资损失	(23)	(28)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(1,060)	(187)	362	395	(33)
其它	1,111	444	4	3	4
经营活动现金流	788	444	1,255	1,550	1,317
资本支出	(68)	313	(582)	(329)	(329)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(1,120)	(480)	20	20	20
投资活动现金流	(1,188)	(167)	(562)	(309)	(309)
债权融资	5	(0)	0	(1)	0
股权融资	1,387	3	0	0	0
其他	(39)	(231)	30	40	51
筹资活动现金流	1,354	(229)	30	39	51
汇率变动影响	(0)	(1)	-0	-0	-0
现金净增加额	954	48	722	1,281	1,060

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	18.1%	-14.2%	42.7%	16.9%	16.3%
营业利润	21.7%	-21.3%	53.8%	21.6%	16.7%
归属于母公司净利润	23.6%	-21.2%	52.9%	22.1%	16.7%
获利能力					
毛利率	81.2%	74.8%	77.2%	77.3%	77.5%
净利率	32.1%	29.4%	31.5%	32.9%	33.0%
ROE	19.8%	11.6%	15.7%	16.4%	16.2%
ROIC	19.3%	10.9%	15.3%	15.8%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	16.0%	15.3%	14.9%	14.1%	13.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.40	6.50	6.16	6.54	7.06
速动比率	5.59	5.64	5.12	5.51	5.96
营运能力					
应收账款周转率	6.3	4.8	5.8	5.6	5.4
存货周转率	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益	1.73	1.36	2.08	2.54	2.96
每股经营现金流	1.97	1.11	3.14	3.88	3.29
每股净资产	11.33	12.18	14.26	16.80	19.76
估值比率					
市盈率	33.8	42.9	28.0	23.0	19.7
市净率	5.1	4.8	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	23.5	67.2	19.6	15.3	13.2
EV/EBIT	26.1	34.4	21.7	17.9	15.4

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有智飞生物(300122)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。