

# 威高骨科 (688161)

## 2022 年报点评：疫情与渠道去库存导致短期业绩承压，看好平台型骨科龙头长期发展 买入（维持）

2023 年 04 月 03 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

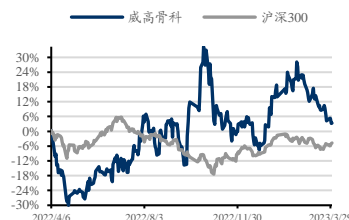
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,848	2,121	2,622	3,205
同比	-14%	15%	24%	22%
归属母公司净利润（百万元）	544	603	732	847
同比	-21%	11%	22%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.36	1.51	1.83	2.12
P/E（现价&最新股本摊薄）	42.06	37.97	31.25	27.03

关键词：#业绩不及预期

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年报，全年实现营收 18.48 亿元（-14.18%，表示同比增速，下同）；归母净利润 5.44 亿元（-21.17%）；扣非归母净利润 5.33 亿元（-21.43%）。由于 2022 年创伤、关节执行集采渠道去库存，疫情封控影响择期手术量，收入利润低于我们预期。
- **渠道换货及疫情封控影响较大，2022 年四季度收入利润承压。**2022Q4 公司实现收入 4.55 亿元（-21.93%）；单季度归母净利润 1.02 亿元（-48.0%）。渠道改革有效降低销售费用，2022 年销售费用 6.01 亿（-19.50%），销售费用率 32.54%，研发费用 1.08 亿（-11.10%），研发费用率 5.83%。毛利率 74.77%，同比下降 6.4pct；净利率 29.43%，同比下降 2.67pct。
- **公司积极应对集采，实现全产品线中标。**脊柱领域，公司威高骨科、威高亚华、威高海星三个脊柱品牌和明德生物一个骨水泥品牌，合计报量约 14.1 万台，为行业第一，公司参与报量的所有产品全部中标，首年采购需求量总计 12.7 万套。创伤领域，威高骨科、威高海星、健力邦德三个创伤品牌合计报量约 26.6 万台，市占率进一步提升。关节领域，2022 年 3 月起各省陆续执行 2021 年人工关节集中带量采购结果，威高亚华、威高海星两个关节品牌合计手术需求量约 5.2 万台，占全国集采需求量 9%，较集采前手术量提升 36.8%。
- **拟收购新生医疗，丰富公司产品管线。**2022 年 12 月，公司拟以现金方式购买威高生物科技、威高富森、威高医疗影像和威高齐全持有的山东威高新生医疗 100% 股权，交易金额为 10.3 亿元。本次收购完成后，新生医疗将成为公司的全资子公司，此次收购系同一控制下的企业合并。新生医疗主营业务为富血小板血浆（PRP）制备用套装和封闭创伤负压引流套装的研发、生产和销售，并购后有望提升公司盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到今年脊柱执行集采，我们将 2023-2024 年归母净利润由 9.68/11.56 亿元调整至 6.03/7.32 亿元，预计 2025 年为 8.47 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 38/31/27 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**院内手术量恢复不及预期，新产品推广不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	57.22
一年最低/最高价	38.38/76.80
市净率(倍)	4.70
流通 A 股市值(百万元)	4,292.08
总市值(百万元)	22,888.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.18
资产负债率(% ,LF)	15.33
总股本(百万股)	400.00
流通 A 股(百万股)	75.01

### 相关研究

《威高骨科(688161): 2022 年半年度报告点评: 二季度快速恢复, 看好集采后市场份额提升》

2022-08-23

《威高骨科(688161): 2021 年中报点评: 业绩符合我们预期, 国产骨科龙头态势强劲》

2021-08-27

## 威高骨科三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,995</b>	<b>5,089</b>	<b>5,880</b>	<b>6,801</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,848</b>	<b>2,121</b>	<b>2,622</b>	<b>3,205</b>
货币资金及交易性金融资产	2,615	2,913	3,537	4,181	营业成本(含金融类)	466	583	733	1,000
经营性应收款项	490	378	397	413	税金及附加	27	32	39	48
存货	658	558	701	957	销售费用	601	679	813	962
合同资产	0	0	0	0	管理费用	70	85	92	96
其他流动资产	1,233	1,241	1,245	1,249	研发费用	108	127	157	192
<b>非流动资产</b>	<b>757</b>	<b>801</b>	<b>842</b>	<b>879</b>	财务费用	-37	-41	-40	-48
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	13	15	26	32
固定资产及使用权资产	440	467	491	511	投资净收益	28	32	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	100	113	126	139	减值损失	-16	-3	-3	-3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	97	101	105	109	<b>营业利润</b>	<b>639</b>	<b>700</b>	<b>851</b>	<b>984</b>
其他非流动资产	120	120	120	120	营业外净收支	0	0	1	0
<b>资产总计</b>	<b>5,752</b>	<b>5,890</b>	<b>6,722</b>	<b>7,680</b>	<b>利润总额</b>	<b>638</b>	<b>701</b>	<b>852</b>	<b>985</b>
<b>流动负债</b>	<b>768</b>	<b>297</b>	<b>390</b>	<b>495</b>	减:所得税	95	98	119	138
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	4	25	4	<b>净利润</b>	<b>544</b>	<b>603</b>	<b>732</b>	<b>847</b>
经营性应付款项	381	48	60	82	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	42	29	37	50	<b>归属母公司净利润</b>	<b>544</b>	<b>603</b>	<b>732</b>	<b>847</b>
其他流动负债	341	216	268	358	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.36	1.51	1.83	2.12
非流动负债	114	119	124	129	EBIT	574	616	788	907
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	672	675	851	974
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.77	72.52	72.04	68.80
租赁负债	10	15	20	25	归母净利率(%)	29.45	28.41	27.94	26.42
其他非流动负债	104	104	104	104	收入增长率(%)	-14.18	14.78	23.61	22.24
<b>负债合计</b>	<b>882</b>	<b>416</b>	<b>513</b>	<b>623</b>	归母净利润增长率(%)	-21.17	10.76	21.52	15.60
归属母公司股东权益	4,870	5,474	6,208	7,056					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,871</b>	<b>5,475</b>	<b>6,208</b>	<b>7,056</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,752</b>	<b>5,890</b>	<b>6,722</b>	<b>7,680</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	444	365	703	764	每股净资产(元)	12.18	13.69	15.52	17.64
投资活动现金流	-167	-272	-304	-304	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	-229	5	25	-16	ROIC(%)	10.35	10.20	11.53	11.70
现金净增加额	48	98	424	445	ROE-摊薄(%)	11.17	11.01	11.80	12.00
折旧和摊销	98	60	63	67	资产负债率(%)	15.33	7.06	7.64	8.11
资本开支	-107	-100	-100	-100	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.06	37.97	31.25	27.03
营运资本变动	-188	-135	-145	-238	P/B(现价)	4.70	4.18	3.69	3.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>