

2021年08月26日

威高骨科 (688161.SH)

公司快报

医药|医疗器械 III

 投资评级 **增持-A(维持)**
 股价(2021-08-26) 61.19 元

交易数据

总市值(百万元)	24,476.00
流通市值(百万元)	1,976.62
总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	32.30
12个月价格区间	60.98/124.80 元

一年股价表现



资料来源: Wind 数据

分析师 **叶中正**
 SAC 执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师 **李蕙**
 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

分析师 **魏贇**
 SAC 执业证书编号: S0910521040001
 weiyun@huajinsec.cn
 02120377191

相关报告

威高骨科: 国产骨科龙头开启新征途, 奔赴星辰大海 2021-07-07

Q2 业绩略超预期, 静待集采靴子落地

投资要点

- ◆ **事件内容:** 公司发布 2021 上半年半年度财务报告: 报告期内公司实现营业收入 10.95 亿元, 同比增长 31.65%; 实现归属于母公司的净利润 3.69 亿, 较同期增长 37.85%; 实现扣非归母净利润 3.64 亿元, 同比增长 45.74%。
- ◆ **实际公布的 H1 业绩超出此前公司预测, Q2 业绩超预期完成。** 2021H1, 公司实现营业收入 10.95 亿元, 实现扣非后归母净利润 3.64 亿元; 比较上市公告书中公司预测的同期营业收入 10.8 亿元及扣非归母净利润 3.25 亿元, Q2 公司业绩完成度是超出公司预期的。Q2 单季度同比来看, 公司实现营业收入 6.74 亿元, 同比增长 23.72% (Q1 同比增速为 46.71%); 实现归母净利润 2.58 亿元, 同比增长 21.32% (Q1 同比增速为 101.51%)。公司 Q2 业绩增速较 Q1 有所放缓, 主要原因在于基数效应, 由于去年疫情影响导致 2020Q1 业绩显著低于正常水平。
- ◆ **Q2 销售毛利率虽有所下滑, 但受益于销售费用及管理费用两费控制, 净利率提升明显:** 2021Q2 毛利率 80.71%, 比较 2021Q1 毛利率 84.47% 和 2020Q2 毛利率 83%, 公司销售毛利率呈现小幅下滑迹象; 但与此同时, 公司净利率却并未同步下滑, 2021Q2 净利率 38.36%、反而较 2021Q1 净利率 26.47% 出现明显提升, 主要原因在于单季度销售费用增长放缓及非经常性支出变化导致的管理费用增速同比暂时下滑。
- ◆ **集采风险成为市场重要关切, 中标状况及集采降幅都将显著影响行业及公司未来发展预期; 但公司作为国内骨科器械龙头企业, 在海外大厂依旧占据主导地位的行业竞争格局之下, 借道集采, 实现以价换量并加速进口替代是可期的。** 1) 骨科耗材集采继续推进, 短期静待全国关节集采靴子落地; 2021 年 7 月以河南省牵头的十二省骨科创伤类医用耗材联盟采购中标价格整体降幅较大, 极大地冲击了行业预期; 9 月 14 日, 人工关节国家集采即将开标, 不确定性风险依旧存在。2) 但我们再次强调, 集采并不仅仅是带来风险, 机遇同样并存; 公司作为国内骨科器械龙头企业, 具备技术、成本及服务优势, 通过集采实现以价换量可期。仅以十二省创伤类集采来看, 公司锁定板产品、旗下品牌邦德创伤产品的髓内钉、威高海星锁定板中标价格均相对较高; 公司有望依托公司产品技术优势, 及全面的物流配送、仓储运输提供的有利条件, 通过加强招投标管理以及各相关部门的招投标项目相互合作, 提前规划应对方案制定应对措施, 提供有竞争力的报价, 进而通过中标带量采购保持乃至提升公司产品的市场占有率。
- ◆ **投资建议:** 考虑到集采降幅超出我们此前预期, 我们略微下调公司盈利预测, 预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.67、1.95 和 2.32 元 (原预测值为 1.75、2.16 和 2.68 元)。目前公司估值已经回到相对合理区间, 由于在集采政策扰动之下, 行业扩容、进口替代、及产品迭代等多个路径带来的公司增长潜能并未被充分预期, 我们预计集采靴子暂时落地之后公司可能迎来修复机会, 维持公司增持-A

建议。

- ◆ **风险提示：**1、带量采购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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,574	1,824	2,381	3,003	3,741
YoY(%)	30.0	15.9	30.5	26.1	24.6
净利润(百万元)	442	558	666	778	929
YoY(%)	36.2	26.4	19.3	16.8	19.4
毛利率(%)	82.5	82.4	80.1	77.7	75.8
EPS(摊薄/元)	1.10	1.40	1.67	1.95	2.32
ROE(%)	23.6	22.8	14.8	14.7	15.0
P/E(倍)	55.4	43.8	36.7	31.5	26.3
P/B(倍)	13.1	10.0	5.4	4.6	3.9
净利率(%)	28.1	30.6	28.0	25.9	24.8

数据来源：Wind，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2625	2549	4550	4679	5469	营业收入	1574	1824	2381	3003	3741
现金	1.812	1.601	2.865	2.862	2.644	营业成本	275	322	475	670	906
应收票据及应收账款	357	334	910	609	1,265	营业税金及附加	26	28	41	49	61
预付账款	4	3	34	18	52	营业费用	634	631	893	1125	1367
存货	421	556	712	1,151	1,467	管理费用	56	92	124	165	217
其他流动资产	31	55	29	38	41	研发费用	74	82	107	132	157
非流动资产	587	626	816	1,727	2,220	财务费用	-14	-13	-20	-26	-25
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-11	-19	-25	-31	-39
固定资产	332	363	410	819	1363	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	125	106	101	95	90	投资净收益	1	0	0	0	0
其他非流动资产	43	64	46	51	54	营业利润	513	667	785	918	1097
资产总计	3213	3175	5366	6405	7689	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	1270	611	778	1033	1380	营业外支出	2	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	512	666	785	917	1096
应付票据及应付账款	208	263	371	561	749	所得税	71	104	118	138	164
其他流动负债	122	211	146	160	173	税后利润	441	562	667	780	932
非流动负债	64	100	75	80	85	少数股东损益	-1	3	1	2	3
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	442	558	666	778	929
其他非流动负债	64	100	75	80	85	EBITDA	561	729	814	993	1246
负债合计	1334	710	853	1113	1465						
少数股东权益	7	10	11	13	15	主要财务比率					
股本	359	359	400	400	400	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	979	1003	2343	2343	2343	成长能力					
留存收益	534	1092	1758	2536	3465	营业收入(%)	30.0	15.9	30.5	26.1	24.6
归属母公司股东权益	1872	2454	4501	5279	6208	营业利润(%)	32.8	29.9	17.8	16.9	19.5
负债和股东权益	3213	3175	5366	6405	7689	归属于母公司净利润(%)	36.2	26.4	19.3	16.8	19.4
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	82.5	82.4	80.1	77.7	75.8
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	28.1	30.6	28.0	25.9	24.8
经营活动现金流	534	644	162	1021	427	ROE(%)	23.6	22.8	14.8	14.7	15.0
净利润	441	562	666	778	929	ROIC(%)	-680.2	78.1	41.9	32.0	25.8
折旧摊销	80	84	49	101	174	偿债能力					
财务费用	-14	-13	-20	-26	-25	资产负债率(%)	41.5	22.4	15.9	17.4	19.1
投资损失	-1	-0	0	0	0	流动比率	2.1	4.2	5.8	4.5	4.0
营运资金变动	-10	71	-533	167	-654	速动比率	1.7	3.3	4.9	3.4	2.9
其他经营现金流	37	-59	1	2	3	营运能力					
投资活动现金流	-40	-46	-300	-1050	-670	总资产周转率	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
筹资活动现金流	513	-808	1402	26	25	应收账款周转率	4.7	5.3	4.7	4.9	4.9
						应付账款周转率	9.3	7.7	7.5	6.4	5.7
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.40	1.67	1.95	2.32	P/E	55.4	43.8	36.7	31.5	26.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.61	0.41	2.55	1.07	P/B	13.1	10.0	5.4	4.6	3.9
每股净资产(最新摊薄)	4.68	6.13	11.25	13.20	15.52	EV/EBITDA	0.0	0.0	26.4	21.7	17.5

资料来源: Wind, 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

叶中正、李蕙、魏贇声明，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.huajinsc.cn