

2021年10月28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(2021-10-28)

63.74 元

交易数据

总市值(百万元)	25,496.00
流通市值(百万元)	2,164.13
总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	33.95
12个月价格区间	60.51/124.80 元

一年股价表现



资料来源: Wind 数据

业绩稳定增长, 集采中标结果凸显公司竞争优势

投资要点

- ◆ **事件内容:** 公司发布 2021 年三季度财务报告: 报告期内公司实现营业收入 15.71 亿元, 同比增长 24.47%; 实现归属于母公司的净利润 4.94 亿, 较同期增长 29.0%; 实现扣非归母净利润 4.84 亿元, 同比增长 32.33%。
- ◆ **Q3 收入和净利润增速同步放缓。** Q3 单季度同比来看, 公司实现营业收入合计 4.75 亿元, 同比增长 10.56% (Q2 同比增速为 23.72%); 实现归母净利润合计 1.25 亿元, 同比增长 8.47% (Q2 同比增速为 21.32%); 在因 2020 年疫情造成的基数影响逐渐减弱之后, 公司 Q3 业绩增速较 Q2 再度出现放缓。
- ◆ **毛利率比较来看, Q3 单季度毛利率基本保持平稳。** Q3 单季度公司销售毛利率为 81.13%, 虽然同比较 2020Q3 毛利率 82.15% 下滑约 1 个百分点; 但环比较 2021Q2 销售毛利率 80.71% 来看, 公司整体销售毛利率还是保持相对平稳。
- ◆ **费用比较来看, Q3 公司销售费用率有上行迹象。** Q3 单季度来看, 公司销售费用、管理费用、研发费用三费占收入比重依次为 41.74%、5.37%、6.46%; 比较去年 Q3 同期, 销售费用率、管理费用率、研发费用率依次为 36.71%、5.02%、6.09%, 2021Q3 销售费用率上行较为明显, 费用率增幅达到约 5 个百分点。
- ◆ **公司 Q3 收入增速有所放缓, 我们猜测与 8-9 月份国内局地本土疫情可能有一些关系:** Q3 多地出现本土疫情; 其中, 7 月 20 日南京发现本土病例, 截至到 8 月 20 日, 该轮疫情清零共持续 33 天, 期间全国累计报告确诊病例 1272 例, 涉及 16 个省份; 此外, 9 月 10 日莆田再次发现本土疫情, 截止到 9 月 25 日, 该轮疫情才实现本土病例零新增。威高骨科主要收入来源于骨科植入器械销售, 与各医疗机构手术量有明显关系; 我们倾向于在本土疫情连续散发的背景下, 医疗机构、尤其是出现了本土疫情的地区, 其当期的正常手术量可能或多或少受到了一些影响, 恐拖累了公司三季度收入表现。
- ◆ **从最近举行的全国人工关节集采结果来看, 市场对于集采政策推进的担忧有所降低; 且公司两个品牌、四个产品均成功中标或将有助于公司骨科龙头地位进一步夯实。** 1) 从 9 月 14 日人工关节国家集采结果来看, 本次中选情况和产品降幅均好于预期, 政策担忧有所降低; 2) 根据人工关节国家集采的中选结果, 公司旗下的威高海星、威高亚华两个品牌分别提交的四个产品均成功中标, 根据通知, 联盟各地区将于 2022 年 3-4 月起执行人工关节集中带量采购。2019 年, 公司关节类产品国内市场份额占比仅 3.53%, 全国厂商排名第 7; 通过依托产品技术优势, 及全面的物流配送、仓储运输提供的有利条件, 本轮国家集采或为公司提供市场份额快速提升的契机。
- ◆ **投资建议:** 我们维持公司盈利预测, 预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.67、1.95 和 2.32 元。目前公司估值已经回到相对合理区间, 伴随着市场更为理

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: Q2 业绩略超预期, 静待集采靴子落地 2021-08-26

威高骨科: 国产骨科龙头开启新征途, 奔赴星辰大海 2021-07-07

性地看待集采政策的推进，以及行业扩容、进口替代、产品迭代等多个路径带来的公司增长潜能逐渐被关注，我们预计公司或逐渐迎来修复机会，维持公司增持-A建议。

- ◆ **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	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	主要财务比率					
少数股东权益	7	10	11	13	15	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	359	359	400	400	400	成长能力					
资本公积	979	1003	2343	2343	2343	营业收入(%)	30.0	15.9	30.5	26.1	24.6
留存收益	534	1092	1758	2536	3465	营业利润(%)	32.8	29.9	17.8	16.9	19.5
归属母公司股东权益	1872	2454	4501	5279	6208	归属于母公司净利润(%)	36.2	26.4	19.3	16.8	19.4
负债和股东权益	3213	3175	5366	6405	7689	获利能力					
						毛利率(%)	82.5	82.4	80.1	77.7	75.8
						净利率(%)	28.1	30.6	28.0	25.9	24.8
						ROE(%)	23.6	22.8	14.8	14.7	15.0
						ROIC(%)	-680.2	78.1	41.9	32.0	25.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.5	22.4	15.9	17.4	19.1
						流动比率	2.1	4.2	5.8	4.5	4.0
						速动比率	1.7	3.3	4.9	3.4	2.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
						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
						估值比率					
						P/E	55.4	43.8	36.7	31.5	26.3
						P/B	13.1	10.0	5.4	4.6	3.9
						EV/EBITDA	0.0	0.0	26.4	21.7	17.5

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	534	644	162	1021	427
净利润	441	562	666	778	929
折旧摊销	80	84	49	101	174
财务费用	-14	-13	-20	-26	-25
投资损失	-1	-0	0	0	0
营运资金变动	-10	71	-533	167	-654
其他经营现金流	37	-59	1	2	3
投资活动现金流	-40	-46	-300	-1050	-670
筹资活动现金流	513	-808	1402	26	25

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.40	1.67	1.95	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.61	0.41	2.55	1.07
每股净资产(最新摊薄)	4.68	6.13	11.25	13.20	15.52

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