

2022年03月29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(2022-03-29)

55.43 元

交易数据

总市值(百万元)	22,172.00
流通市值(百万元)	1,871.19
总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	33.76
12个月价格区间	53.62/124.80 元

一年股价表现



资料来源: Wind 数据

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

威高骨科: 业绩稳定增长, 集采中标结果凸显公司竞争优势 2021-10-29

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程, 奔赴星辰大海 2021-07-07

21 年业绩表现平稳, 集采实际影响或即将明朗

投资要点

- ◆ **事件内容:** 公司发布 2021 年年度报告: 报告期内公司实现营业收入 21.52 亿元, 同比增长 18.08%; 实现归属于母公司的净利润 6.90 亿, 较同期增长 23.62%; 实现扣非归母净利润 6.78 亿元, 同比增长 25.79%。
- ◆ **公司 2021 年业绩整体表现相对平稳; 其中, 收入增速略低于我们预期, 但净利润增速略高于我们预期。**与 2020 年公司财报业绩比较来看, 公司业绩增速波动不大: 2021 年公司收入增速 23.62%, 提升约 2 个百分点(2020 年收入增长 15.87%), 归母净利润增速 23.62%, 下降约 3 个百分点(2020 年归母净利润增长 26.43%)。其中, 2021 年公司销售毛利率 81.17%, 较 2020 年下降 1.19 个百分点; 三费率 44.05%, 较 2020 年下降 0.13 个百分点。
- ◆ **季度来看, Q4 收入增速继续放缓, 但因当季管理费用率和销售费用率有所控制, Q4 净利润增速较 Q3 略有抬升。**Q4 单季度同比来看, 公司实现营业收入合计 5.83 亿元, 同比增长 3.74%(Q3 同比增速为 10.56%, Q2 同比增速为 23.72%); 实现归母净利润合计 1.96 亿元, 同比增长 11.86%(Q3 同比增速为 8.47%, Q2 同比增速为 21.32%)。2021 年下半年, 因疫情造成的上年基数影响逐渐减弱之后, 下半年公司业绩出现放缓; 而四季度, 又进一步叠加创伤类和关节类高值骨科耗材集采扰动, 公司四季度收入增速再度有所放缓。
- ◆ **2021 年下半年高值骨科耗材集采陆续开展, 伴随着 2022 年相关集采进入执行期, 预计对公司业绩可能产生明显影响。**2021 年 8 月 27 日、9 月 18 日十二省(区、市)骨科创伤类医用耗材联盟带量采购及国家组织人工关节集中带量采购结果公布, 耗材价格平均降幅超过 80%; 公司收入端的价、量预计都将出现重大波动。从具体集采执行来看, 十二省市创伤类集采部分省市已经自 2021 年 11 月开始执行; 而国家人工关节带量集采预计在 2022 年 3 月至 4 月陆续落地执行。
- ◆ **但集采扰动也不应过度放大, 公司正积极应对集采政策推进, 一方面加大研发提升产品竞争力、加速迭代, 另一方面, 公司在集采投标中选择了策略应对。**公司主动迎接集采政策推进带来的行业竞争格局改变: 1) 公司加大研发投入, 不断提升产品竞争力和产品种类; 2021 年, 公司研发费用 1.2 亿, 同比增长 47%, 研发费用率提升至 5.63%(2020 年为 4.52%); 同年, 公司取得与运动医学相关的产品注册证, 适用于膝关节韧带重建术中固定骨-肌腱-骨或软组织移植物。2) 公司策略应对集采铺开, 在市场份额相对较为薄弱的细分领域积极投标; 从去年创伤类集采和人工关节集采中标结果来看, 公司在集采投标上进行策略应对, 其中, 十二省市创伤集采公司锁定板产品、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; 而在国内市场份额占比仅 3.53%的人工关节集采投标中, 公司海星医疗、北京亚华两个品牌的所有关节产品全部中标。

- ◆ **投资建议：**因集采执行可能带来的影响，我们略微调降了公司业绩，预测 2022 年至 2024 年每股收益分别为 1.89、2.23 和 2.69 元（此前预测 2022-2023 年 EPS 为 1.95 和 2.32 元）。目前公司估值已经回到相对合理区间，而三大产品线中包括创伤类、关节类都已经进入集采，集采扰动风险或也得到相当程度的释放；预计伴随着市场开始更为理性地看待集采政策正常推进，以及考虑到行业扩容、进口替代、产品迭代等多个路径带来的公司增长逻辑并未被破坏，我们倾向于认为公司或将逐渐迎来修复机会，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,824	2,154	2,609	3,118	3,711
YoY(%)	15.9	18.1	21.2	19.5	19.0
净利润(百万元)	558	690	756	891	1,077
YoY(%)	26.4	23.6	9.6	17.8	20.8
毛利率(%)	82.4	81.2	79.1	77.9	76.5
EPS(摊薄/元)	1.40	1.73	1.89	2.23	2.69
ROE(%)	22.8	15.2	14.3	14.4	14.8
P/E(倍)	39.7	32.1	29.3	24.9	20.6
P/B(倍)	9.0	4.9	4.2	3.6	3.1
净利率(%)	30.6	32.1	29.0	28.6	29.0

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2549	4699	4459	5743	7250	营业收入	1824	2154	2609	3118	3711
现金	1.601	2.560	2.308	3.737	4.034	营业成本	322	405	544	689	872
应收票据及应收账款	334	364	697	517	899	营业税金及附加	28	31	40	47	56
预付账款	3	16	10	22	18	营业费用	631	747	913	1076	1224
存货	556	565	1,011	903	1,567	管理费用	92	80	104	122	141
其他流动资产	55	1,185	424	555	721	研发费用	82	121	133	156	178
非流动资产	626	704	1,799	1,635	1,471	财务费用	-13	-19	-24	-29	-38
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-19	-4	-4	-5	-6
固定资产	363	400	696	928	1040	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	106	100	92	83	75	投资净收益	0	23	0	0	0
其他非流动资产	64	112	73	83	89	营业利润	667	811	893	1053	1271
资产总计	3175	5403	6258	7378	8721	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	611	734	863	1078	1339	营业外支出	1	2	2	1	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	666	810	892	1052	1269
应付票据及应付账款	263	349	420	584	739	所得税	104	119	134	158	190
其他流动负债	211	209	181	201	197	税后利润	562	691	758	894	1079
非流动负债	100	132	99	110	114	少数股东损益	3	1	2	3	2
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	558	690	756	891	1077
其他非流动负债	100	132	99	110	114	EBITDA	729	846	970	1166	1408
负债合计	710	866	962	1188	1452						
少数股东权益	10	6	8	10	13	主要财务比率					
股本	359	400	400	400	400	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1003	2349	2349	2349	2349	成长能力					
留存收益	1092	1783	2539	3430	4507	营业收入(%)	15.9	18.1	21.2	19.5	19.0
归属母公司股东权益	2454	4532	5288	6179	7256	营业利润(%)	29.9	21.7	10.0	17.9	20.7
负债和股东权益	3175	5403	6258	7378	8721	归属于母公司净利润(%)	26.4	23.6	9.6	17.8	20.8
						获利能力					
						毛利率(%)	82.4	81.2	79.1	77.9	76.5
						净利率(%)	30.6	32.1	29.0	28.6	29.0
						ROE(%)	22.8	15.2	14.3	14.4	14.8
						ROIC(%)	78.1	38.3	25.9	37.0	33.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.4	16.0	15.4	16.1	16.7
						流动比率	4.2	6.4	5.2	5.3	5.4
						速动比率	3.3	5.6	4.0	4.5	4.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	5.3	6.3	5.4	5.6	5.7
						应付账款周转率	7.7	7.2	6.9	6.3	5.7
						估值比率					
						P/E	39.7	32.1	29.3	24.9	20.6
						P/B	9.0	4.9	4.2	3.6	3.1
						EV/EBITDA	0.0	26.9	20.3	15.7	12.8

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

李蕙声明, 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