

# 威高骨科（688161.SH）——2022 年年报点评

## 业绩受疫情和集采短期影响，平台化发展持续巩固龙头地位

**增持**

### 核心观点

**受疫情及集采双重影响，营收净利同比均有所下滑。**2022 年实现营收 18.48 亿（-14.18%），归母净利润 5.44 亿（-21.17%）。第四季度单季营收 4.55 亿，同比下降 21.9%；归母净利润 1.02 亿元，同比下降 48.0%。营收及净利同比下滑主要受到带量采购和新冠疫情双重影响。具体来看，脊柱收入 8.87 亿（-13.1%），毛利率 89.2%（-0.7pp）；创伤收入 4.17 亿（-31.6%），毛利率 78.6%（-6.2pp）；关节收入 4.46 亿（-4.85%），毛利率 51.2%（-12.7pp）。整体毛利率为 74.77%（-6.4pp），销售费用率 32.54%（-2.2pp），管理费用率 3.79%（+0.1pp），财务费用率 -2.01%（-1.14pp）；研发投入合计 1.08 亿，占收入比为 5.83%（+0.2pp）；净利率为 29.43%（-2.67pp）。

**借助集采提升市占率，调整销售模式并建设仓储平台加强服务能力。**脊柱国采中公司合计报量保持行业第一，首年采购需求量 12.7 万套。创伤领域公司合计集采报量 26.6 万台，市占率进一步提升。关节国采公司合计需求量约 5.2 万台，占全国集采需求量 9%。伴随集采推动，公司根据产线业务现状推动适合发展的销售模式，海星关节业务全面试点配送服务。同时积极探索全国区域仓储物流平台建设，提升终端医院的配送服务能力。

**创新研发加强布局，完善上下游产业在研储备。**公司丰富运动医学产品线，提供整体解决方案。新材料上布局新型骨水泥、可降解镁合金、增强 PEEK、关节陶瓷、DBM、钽金属等。公司也在加速布局骨科内镜、微创手术设备、动力系统及神外植入物等。数字化方面，术前规划、术后测评系统、3D 打印等取得临床应用进展；骨科康复领域不断拓展 PRP 修复产品。公司已启动上海（有源设备、新兴材料、电气工程、数字化骨科）、武汉（新材料、康复等）、威海（现有产品更新迭代和基础研发设计）三大研发转化平台的布局建设。

**风险提示：**脊柱、关节产品放量低于预期；市场竞争风险；医疗事故风险。

**投资建议：**公司是平台化发展的国产骨科龙头，实现了脊柱、创伤、关节和运动医学多产品线的全面覆盖，集采趋势下公司快速提升市场份额，巩固龙头地位。考虑集采的影响，下调 2023-24 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-25 年 EPS 为 1.49/1.89/2.35 元（2023-24 年原为 2.41/3.17 元），同比增长 9.7%/26.8%/24.1%，当前股价对应 PE 40/32/26 倍，看好公司长期成长潜力和平台化抗风险属性，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,154	1,848	2,326	2,915	3,607
(+/-%)	18.1%	-14.2%	25.9%	25.3%	23.7%
净利润(百万元)	690	544	597	757	939
(+/-%)	23.6%	-21.2%	9.7%	26.8%	24.1%
每股收益(元)	1.73	1.36	1.49	1.89	2.35
EBIT Margin	41.7%	37.4%	27.5%	29.0%	29.6%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	11.2%	11.3%	13.0%	14.5%
市盈率 (PE)	34.9	44.2	40.3	31.8	25.6
EV/EBITDA	26.5	33.7	36.0	27.5	22.1
市净率 (PB)	5.31	4.94	4.55	4.14	3.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 医药生物·医疗器械

**证券分析师：张超**

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

**证券分析师：陈益凌**

021-60933167

cnchenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	—
收盘价	60.17 元
总市值/流通市值	24068/4513 百万元
52 周最高价/最低价	76.80/38.38 元
近 3 个月日均成交额	47.80 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《威高骨科（688161.SH）-国产骨科龙头具有平台化优势，加速进口替代》——2022-10-09

《威高骨科（688161.SH）——2022 年中报点评：上半年归母净利润同比增长近 8%，二季度业绩快速修复》——2022-09-06

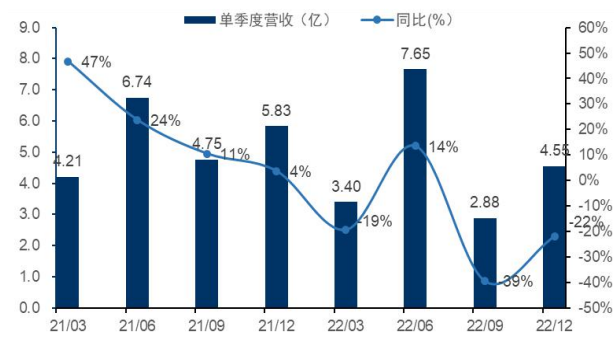
业绩受疫情和集采双重影响。2022 年实现营收 18.48 亿元，同比下降 14.18%，归母净利润 5.44 亿元，同比下降 21.17%。第四季度单季营收 4.55 亿，同比下降 21.9%，环比增长 58.0%；归母净利润 1.02 亿元，同比下降 48.0%。2022 年受到新冠疫情和产品集采的双重影响，集采后产品终端价格的大幅下降导致公司的经营业绩有一定承压。公司经历了三季度的收入利润低谷后已环比改善，未来将更好适应集采后的行业环境，受益于行业集中度提升和进口替代进程。

图1：威高骨科营业收入及增速（单位：亿元、%）



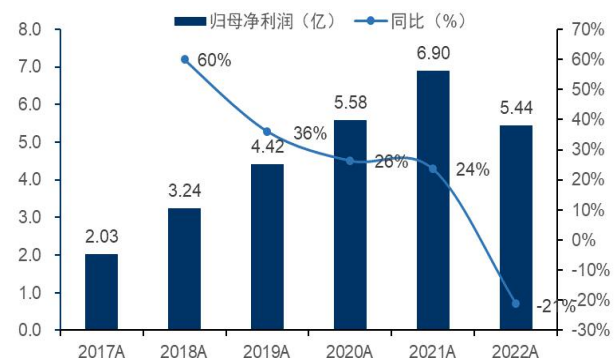
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：威高骨科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：威高骨科归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

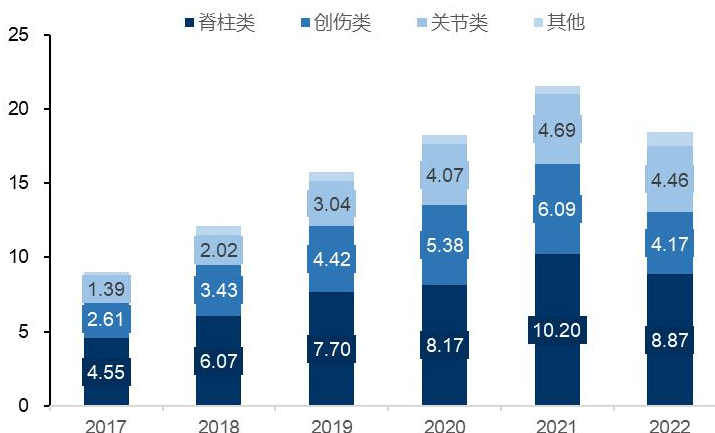
图4：威高骨科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司积极应对骨科带量采购，实现全产线中标。在脊柱领域，公司旗下威高骨科、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，保持行业第一名的领先地位，国采中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。在创伤领域，威高骨科、威高海星、健力邦德三个创伤品牌合计集采报量约 26.6 万台，市场占有率进一步提升。在关节领域，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%。根据 2022 年的营收拆分情况，脊柱类收入 8.87 亿（-13.10%），关节类收入 4.46 亿（-4.85%），创伤类收入 4.17 亿（-31.57%）。

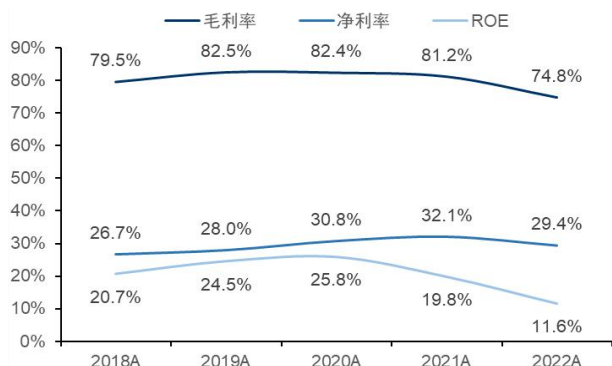
图5: 威高骨科各产品系列的收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛净利率和销售费用率有所下降。**2022 年毛利率为 74.8% (-6.4pp)，主要由于关节国采执行后对产品价格短期冲击较大，关节类产品的毛利率减少了 12.69 个百分点。销售费用率 32.5% (-2.2pp)，主要是带量采购因素影响导致商务服务费、市场推广费、差旅费的下降。研发费用率 5.8% (+0.2pp)，管理费用率 3.8% (+0.1pp)，维持稳定；财务费用率-2.0% (-1.1pp)，主要是现金管理带来的利息收入的增加。综合以上因素，净利率下降至 29.4% (-2.7pp)。

图6: 威高骨科毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

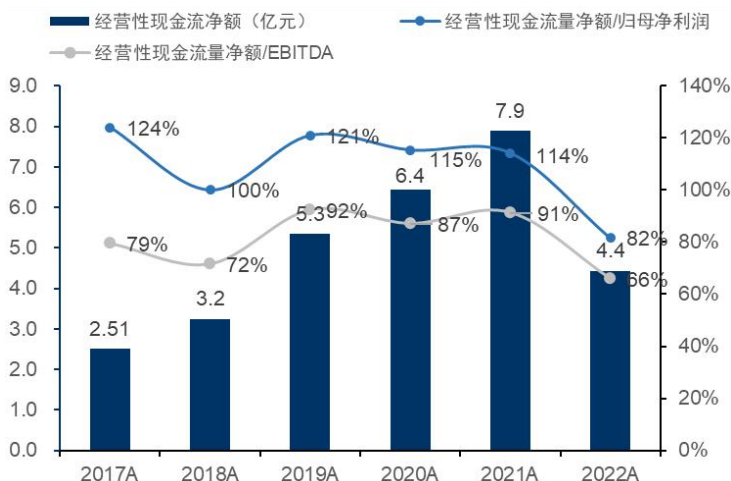
图7: 威高骨科四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流净额为 4.4 亿，维持健康水平。**2022 年经营性现金流量净额为 4.4 亿，公司经营销售回款减少。但现金流仍然处在健康水平，经营现金流和归母净利润的比值为 82%。2022 年底的货币资金账面余额为 26.15 亿。

图8: 威高骨科经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**后集采时代推动营销战略转型和生产模式革新，探索全国区域仓储物流平台建设。**在全面集采形势下，公司积极调整营销策略，树立直接服务终端的销售型营销服务理念。公司根据产线业务现状推动适合产线发展的销售模式，如海星关节业务全面试点实施配送服务的销售模式。同时积极探索全国区域仓储物流平台建设，与专业的第三方物流配送企业合作，共同搭建区域仓储物流配送平台，整合渠道物流资源，不断提升终端医院的配送服务能力。全面集采形势下，企业的生产效率和成本控制成为核心竞争力之一。公司应用精益生产思维，遵循精益化、自动化、数字化的实施路径，构建“数字化工厂”长期战略，以“以销定产、快速交付”为主线，启动了制造端数字化转型项目，以“业务变革”为核心，搭建精益生产和快速交付两大平台，在资产运营及产品交付两方面开展工作。

表1：公司在生产、研发和销售上所进行的调整与创新

核心战略	工作布局方向	主要内容
生产	数字化工厂	以指标牵引+项目承接的形式，融合生产、工程技术、设备管理、综合计划、IE 工程等职能，围绕交付，运用 VSM（价值流）、TPM（全员生产维护）、LCIA（低成本自动化）、DM（日常化管理体系）等工具，核心设备综合效率提升 10%、人员效率提升 20%，为 PSI（产销存）规划做好生产能力准备
	产品交付	以市场需求为导向，构建 PSI 交付管控流程及组织，打通产、销、研、财、存等职能，前端拉通销售做产销协同，后端指挥采购、工程、生产等做价值一体化改善。通过阶段试行，生产交付周期大幅缩短，快速响应客户需求，改善了客户应用感受
研发	新材料	新型骨水泥、可降解镁合金、增强 PEEK、关节陶瓷、DBM、钽金属
	新材料、新领域、新术式补充方面及神经外科技术	骨科内镜、微创手术设备、动力系统及神外植入物、手术器械
	数智化骨科	术前规划、术后测评系统、3D 打印
	骨科康复	拓展 PRP 骨科修复产品
	研发创新转化平台的布局建设	布局骨科有源医疗设备、新兴材料、电气工程学、数字化骨科产品
销售	上海	布局骨科新材料、骨科康复产品、常规产品基础性设计试制验证等研发工作
	武汉	布局现有产品的更新迭代及基础研发设计，负责生产技术支持、客户合作研发、市场销售专业指导
	威海	
	销售队伍	培养大批产品经理型的销售经理，提升销售队伍直接服务临床的水平和能力，增加整体销售团队的活力
	销售模式	海星关节业务全面试点实施配送服务的销售模式
销售	配合临床推广	推出关节手术跟台系统，有效提升手术跟台效率和服务水平，并通过手术跟台系统的数据反馈，及时抓取终端销售数据
	全国区域仓储物流平台建设	与专业的第三方物流配送企业合作，共同搭建区域仓储物流配送平台，整合渠道物流资源，不断提升终端医院的配送服务能力；搭建仓储物流信息系统，实时共享市场库存数据
	强化销售服务水平	通过对客户数据、销售数据的及时更新和分析，引入营销信息化工具，提高营销精细化管理能力

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

**研发上持续投入，布局新材料、新领域和新技术。**公司基于多品牌优势，完善脊柱、创伤、关节、运动医学各产线不同品牌的注册证，同时在运动医学领域为临床提供整体解决方案。公司积极开辟骨科治疗新领域并探索骨科手术新术式的发展，一百多个在研项目稳步推进。研发中心启动了上海、武汉、威海三大研发创新转化平台的布局建设。2022 年研发费用为 1.08 亿，研发费用率为 5.83%，不断提升创新能力并推动创新成果的有效转化。

表2：截止 2022 年年报威高骨科在研项目情况（万元）

序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	具体应用前景
1	双涂层融合器	2,000.00	432.72	3,745.83	注册阶段	应用于椎间融合术，利于融合器初期稳定、促进融合器表面的骨长入，提高融合效果。
2	零切迹颈椎融合器	1,300.00	430.35	1,467.69	上市阶段	应用于颈椎前路手术，对周围组织损伤小、减压彻底、稳定性好、融合率高
3	骨小梁椎间融合器	1,600.00	346.18	2,258.90	注册检验	采用类人体骨小梁结构设计，利于成骨细胞的增殖分化，促进骨组织再生与重建，加快愈合
4	外固定支架系统	1,000.00	144.77	935.23	已取证	应用于骨折断面愈合术，提供稳定的固定、保护局部血运，从力学及生物学双重保障骨折愈合。
5	万向锁定接骨板系统	700.00	49.09	979.42	已取证	应用于四肢骨折内固定，角度稳定性高、可以根据病人解剖情况万向调节置钉角度。
6	新型 3D 打印髌关节系统	1,500.00	121.44	3,013.29	临床试验	应用于髌关节置换手术，耐磨性高、减少骨溶解、利于骨长入。
7	单髁膝关节假体系统	1,800.00	567.76	3,673.36	注册阶段	应用于单间室膝关节置换，耐磨性高、旋转稳定性高，具固定平台及活动平台两种临床选择，
8	生物诱导型可吸收带线锚钉	1,000.00	316.51	1,258.58	注册阶段	常用于膝、髌、肩、肘等关节部位的骨与软组织连接固定，实现解剖型复位、力学性能优、促进骨生长。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**考虑集采影响，下调 2023-24 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-25 年 EPS 为 1.49/1.89/2.35 元（2023-24 年原为 2.41/3.17 元），同比增长 9.7%/26.8%/24.1%，当前股价对应 PE 40/32/26 倍。公司是平台化发展的国产骨科龙头，实现了脊柱、创伤、关节和运动医学的全面覆盖，集采趋势下公司快速提升市场份额，巩固龙头地位。当前国内骨科行业尤其是退行性疾病为主的脊柱、关节手术渗透率较低，未来行业将保持较快增长。看好公司长期成长潜力和抗风险属性，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				扣非 ROE	PEG
		2023/4/14	亿元/港币	21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E	(21A)	(23E)
688161	威高骨科	60.17	241	1.73	1.36	1.49	1.89	34.9	44.2	40.3	31.8	19%	2.2
002901	大博医疗	37.60	156	1.66	-	-	-	22.6	-	-	-	27%	-
688085	三友医疗	30.25	68	0.91	0.85	-	-	33.3	35.6	-	-	8%	-
688236	春立医疗	35.86	121	0.84	0.80	0.98	1.24	42.7	44.8	36.7	29.0	17%	2.7
1789.HK	爱康医疗	11.06	123	0.08	0.18	0.24	0.31	116.7	52.8	40.4	30.8	4%	1.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：港股股价及市值以港币计价，其余为人民币计价。威高骨科、春立医疗、爱康医疗已披露 22 年年报，三友医疗披露 22 年业绩快报，大博医疗披露 22 年业绩预告。除威高骨科外，其余为 Wind 一致预测。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2560	2615	2565	2377	2304	营业收入	2154	1848	2326	2915	3607
应收款项	364	429	423	583	721	营业成本	405	466	633	785	987
存货净额	565	658	804	1002	1259	营业税金及附加	31	27	33	41	50
其他流动资产	1200	1294	1628	2040	2525	销售费用	747	601	813	991	1190
<b>流动资产合计</b>	<b>4699</b>	<b>4995</b>	<b>5420</b>	<b>6002</b>	<b>6808</b>	管理费用	80	70	81	99	119
固定资产	400	425	751	954	1134	研发费用	121	108	126	154	191
无形资产及其他	100	100	96	92	88	财务费用	(19)	(37)	(33)	(23)	(18)
投资性房地产	205	231	231	231	231	投资收益	23	28	25	22	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及信用减值损失	(14)	(16)	(15)	(19)	(24)
<b>资产总计</b>	<b>5403</b>	<b>5752</b>	<b>6498</b>	<b>7280</b>	<b>8262</b>	其他收益	(106)	(94)	(109)	(137)	(173)
短期借款及交易性金融负债	5	4	10	15	20	营业利润	811	639	699	888	1102
应付款项	349	381	524	644	809	营业外净收支	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	380	382	563	689	844	<b>利润总额</b>	<b>810</b>	<b>638</b>	<b>699</b>	<b>888</b>	<b>1101</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>734</b>	<b>768</b>	<b>1096</b>	<b>1348</b>	<b>1673</b>	所得税费用	119	95	102	130	162
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(0)	0	0	0
其他长期负债	132	114	114	114	114	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>690</b>	<b>544</b>	<b>597</b>	<b>757</b>	<b>939</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>132</b>	<b>114</b>	<b>114</b>	<b>114</b>	<b>114</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>866</b>	<b>882</b>	<b>1210</b>	<b>1461</b>	<b>1786</b>	净利润	690	544	597	757	939
少数股东权益	6	0	0	0	0	资产减值准备	(15)	4	5	3	3
股东权益	4532	4870	5288	5818	6476	折旧摊销	51	56	59	79	97
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5403</b>	<b>5752</b>	<b>6498</b>	<b>7280</b>	<b>8262</b>	公允价值变动损失	(4)	(7)	15	19	24
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(19)	(37)	(33)	(23)	(18)
每股收益	1.73	1.36	1.49	1.89	2.35	营运资本变动	(1095)	(258)	(146)	(521)	(557)
每股红利	0.01	0.53	0.45	0.57	0.70	其它	16	(4)	(5)	(3)	(3)
每股净资产	11.33	12.18	13.22	14.55	16.19	<b>经营活动现金流</b>	<b>(356)</b>	<b>335</b>	<b>524</b>	<b>334</b>	<b>504</b>
ROIC	22%	13%	11%	14%	17%	资本开支	0	(85)	(400)	(300)	(300)
ROE	15%	11%	11%	13%	15%	其它投资现金流	(10)	10	0	0	0
毛利率	81%	75%	73%	73%	73%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>(75)</b>	<b>(400)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>
EBIT Margin	42%	37%	28%	29%	30%	权益性融资	1405	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	40%	30%	32%	32%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	-14%	26%	25%	24%	支付股利、利息	(5)	(211)	(179)	(227)	(282)
净利润增长率	24%	-21%	10%	27%	24%	其它融资现金流	(70)	218	6	5	5
资产负债率	16%	15%	19%	20%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1324</b>	<b>(205)</b>	<b>(174)</b>	<b>(222)</b>	<b>(277)</b>
息率	0.0%	0.9%	0.7%	0.9%	1.2%	<b>现金净变动</b>	<b>958</b>	<b>55</b>	<b>(50)</b>	<b>(188)</b>	<b>(73)</b>
P/E	34.9	44.2	40.3	31.8	25.6	货币资金的期初余额	1601	2560	2615	2565	2377
P/B	5.3	4.9	4.6	4.1	3.7	货币资金的期末余额	2560	2615	2565	2377	2304
EV/EBITDA	26.5	33.7	36.4	27.8	22.2	企业自由现金流	(277)	303	59	(22)	153
						权益自由现金流	(347)	521	93	3	173

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032