

# 威高股份 (01066.HK)

## 业绩受集采和防疫产品基数影响，现金流维持健康优质

**买入**

### 核心观点

**收入受集采和防疫产品基数影响，归母纯利同比下降 27.6%。**考虑会计重述影响，2023 年实现营收 132.29 亿，同比下滑 3.8%；实现归母纯利 20.02 亿，同比下滑 27.6%。公司业绩受到多个方面的负面影响，骨科产品受带量采购执行引起产品出厂价下降；通用耗材、药品包装类均受到同期新冠相关需求的高基数影响（防疫物资和新冠疫苗包装订单），且临床护理类产品在各地区的集采中有所降价，药品包装的产品及客户结构有所调整。美元利率上升带动融资成本增加，对利润也产生了负面影响。

**医疗器械产品结构不断优化，骨科板块经历集采阵痛。**2023 年医疗器械业务实现营收约 67.28 亿元（+2.4%），去年同期防疫物资的销售基数较高，影响了收入增速。不同产品在各地带的带量采购中有所降价，但主要产品销量增速均持续超过 20%，市场份额快速提升。药品包装业务营收约为 20.24 亿元（-3.9%）。受新冠疫苗包装订单高基数的影响，预灌封注射器的发货量同比有所下降，且因产品及客户结构的调整，平均售价也有所下降。骨科业务营收 12.71 亿元（-37.6%），主要由于集采执行引起产品出厂价格下降。公司主要产品终端手术量增长超过 20%，提升市场份额和行业地位。介入业务营收 21.65 亿元（+11.7%）。爱琅中国受带量采购及缺货的一次性影响，增速慢于整体，但长期增长趋势不变。

**毛利率受集采降价影响，现金流维持健康优质。**2023 年公司毛利率为 50.2%（同比-2.0pp），主要是部分产品降价及产品结构变化。销售费用率为 19.5%（同比+1.7pp），管理费用率 9.4%（同比+1.2pp）。研发投入持续加大，研发开支达 5.93 亿，同比增长 6.54%。融资成本受到美元加息的影响大幅提升，2023 年达到 2.73 亿，同比增长 42.6%，多重因素导致净利率下降至 15.6%（同比-5.7pp）。经营性现金流净额为 27.99 亿元，归母净利润现金含量超过 140%；自由现金流达 22 亿，同比增长 34%，创历史最高记录。

**投资建议：**考虑集采影响，下调 2024-25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润 22.6/25.7/28.9 亿（2024-25 年原为 30.3/34.9 亿），同比增速 13.0%/13.6%/12.5%；摊薄 EPS=0.49/0.56/0.63 元，当前股价对应 PE=10/9/8x。威高已建立了品牌形象、质量管控、规模效应、成本优势的多维度壁垒，看好威高股份的持续成长性和行业龙头地位，维持“买入”评级。

**风险提示：**带量采购产品大幅降价风险；预灌封注射器产能和订单量增长不及预期；新业务拓展不及预期的风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,619	13,229	14,362	15,676	17,113
(+/-%)	3.6%	-2.9%	8.6%	9.1%	9.2%
净利润(百万元)	2723	2002	2262	2570	2891
(+/-%)	21.3%	-26.5%	13.0%	13.6%	12.5%
每股收益(元)	0.60	0.44	0.49	0.56	0.63
EBIT Margin	20.9%	19.3%	17.9%	18.7%	19.4%
净资产收益率 (ROE)	12.6%	8.9%	9.4%	9.9%	10.3%
市盈率 (PE)	8.4	11.5	10.1	8.9	7.9
EV/EBITDA	9.7	13.5	10.0	9.1	8.3
市净率 (PB)	1.06	1.02	0.95	0.88	0.82

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 · 海外公司财报点评

#### 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：张佳博**

021-60375487

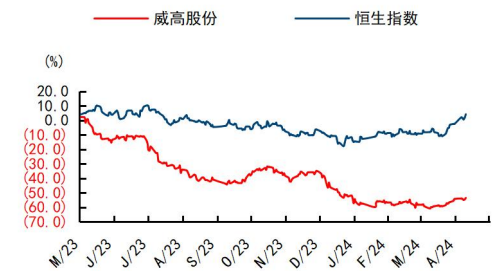
zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		5.43 港元
总市值/流通市值		24819/24556 百万港元
52 周最高价/最低价		12.81/4.30 港元
近 3 个月日均成交额		42.55 百万港元

#### 市场走势



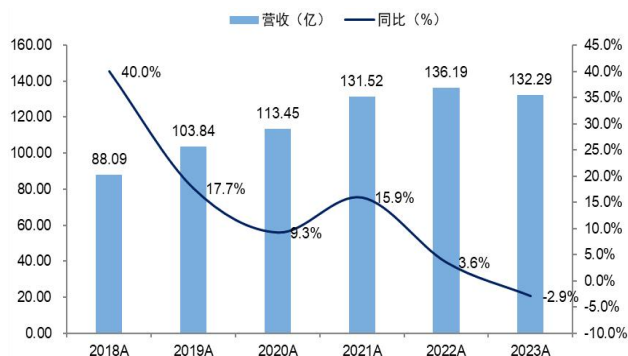
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《威高股份 (01066.HK) - 上半年收入同比略下滑，贯彻平台化、国际化和数字化战略》——2023-10-26
- 《威高股份 (01066.HK) - 2022 年年报点评：归母纯利增长 20%，平台化战略驱动新业务拓展》——2023-04-09
- 《威高股份 (01066.HK) - 2022 年中报点评：扣非归母纯利增长 15%，多角度全方位开拓海外市场》——2022-08-25
- 《威高股份-01066.HK-深度报告：威风八面，步步登高》——2021-01-10

收入受集采和防疫产品基数影响，归母纯利同比下降 27.6%。考虑会计重述影响，2023 年实现营收 132.29 亿，同比下滑 3.8%；实现归母纯利 20.02 亿，同比下滑 27.6%。公司业绩受到多个方面的负面影响，骨科产品受带量采购执行引起产品出厂价下降；通用耗材、药品包装类均受到同期新冠相关需求的高基数影响（防疫物资和新冠疫苗包装订单），且临床护理类产品在各地区的集采中有所降价，药品包装的产品及客户结构有所调整。美元利率上升带动融资成本增加，对利润也产生了负面影响。

图1：威高股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

\*2021-22 年收入未考虑同一控制下企业合并作出的会计重述

图2：威高股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

\*2021-22 年归母净利润未考虑同一控制下企业合并作出的会计重述

### 各业务线分部收入情况：

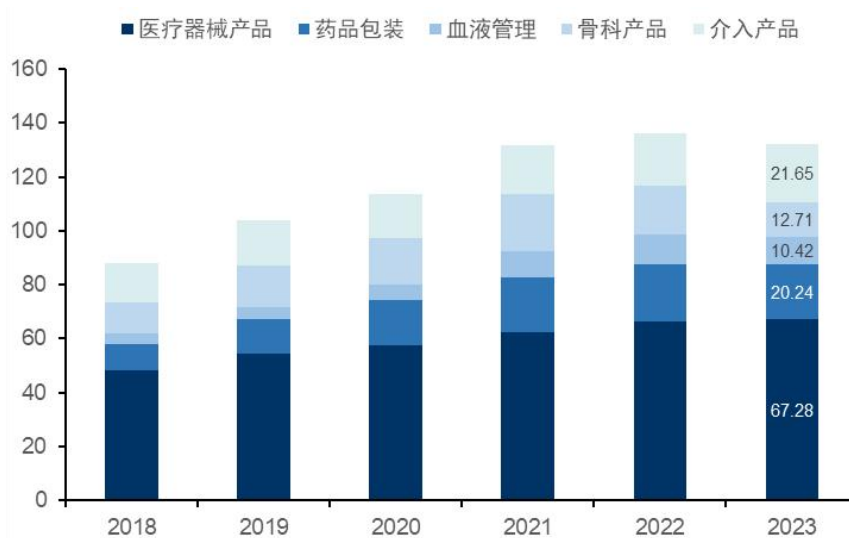
**医疗器械：产品结构不断优化，主要产品销量快速增长。**2023 年医疗器械业务实现营收约 67.28 亿元（+2.4%）。去年同期防疫物资的销售基数较高，影响了收入增速。不同产品在各地区的带量采购中有所降价，但主要产品销量增速均持续超过 20%，市场份额快速提升，部分弥补了降价对收入的影响，公司继续在该领域市场保持优势地位。

**医药包装：提升对生物制药下游客户的服务能力，冲管注射器销量迅速增长。**2023 年药品包装业务营收约为 20.24 亿元（-3.9%）。受新冠疫苗包装订单高基数的影响，预灌封注射器的发货量同比有所下降，且因产品及客户结构的调整，平均售价也有所下降，扣除同期新冠订单的直接影响，收入基本持平。冲管注射器挖掘下沉医院市场的潜力，销量增长迅速，抵消了带量采购降价的影响。

**骨科：经历集采短期阵痛，新发展阶段下主动进行管理层调整。**2023 年骨科业务营收 12.71 亿元（-37.6%），主要由于集采执行引起产品出厂价格下降。公司主要产品终端手术量增长超过 20%，提升市场份额和行业地位。2024 年 3 月 26 日，公司公告选举董事陈敏女士为新任董事长，陈敏在骨科行业从业经验丰富，曾担任强生骨科事业部中国总经理一职，负责骨科事业部的业务发展战略、创新市场发展及产品线管理等。

**介入：爱琅业务稳健发展，重点开拓欧洲、中国等潜力市场。**介入业务营收 21.65 亿元（+11.7%）。爱琅中国受带量采购及缺货的一次性影响，增速慢于整体，但长期增长趋势不变。爱琅持续布局新产品的升级，完善供应链，并重点开拓欧洲、中国等潜力市场。

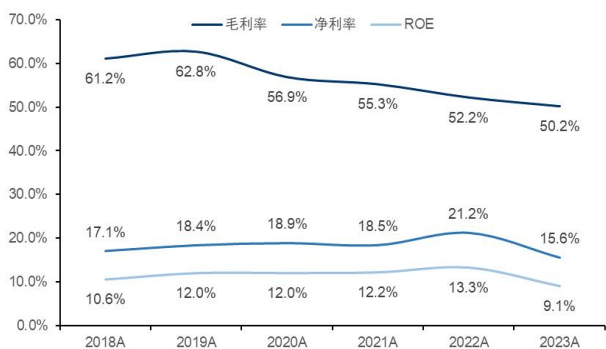
图3: 威高股份 2018-2023 年各业务线收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

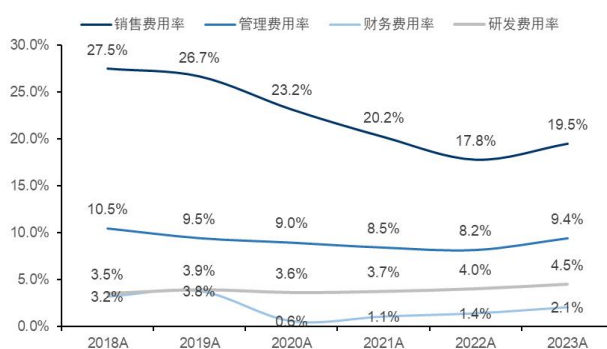
**毛利率受集采降价影响, 期间费用率同比增长。2023 年公司毛利率为 50.2% (同比-2.0pp), 主要是部分产品降价及产品结构变化。销售费用率为 19.5% (同比+1.7pp), 管理费用率 9.4% (同比+1.2pp)。研发投入持续加大, 研发开支达 5.93 亿, 同比增长 6.54%。融资成本受到美元加息的影响大幅提升, 2023 年达到 2.73 亿, 同比增长 42.6%, 多重因素导致净利率下降至 15.6% (同比-5.7pp)。**

图4: 威高股份毛利率、净利率及 ROE 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5: 威高股份四项费用率变化情况

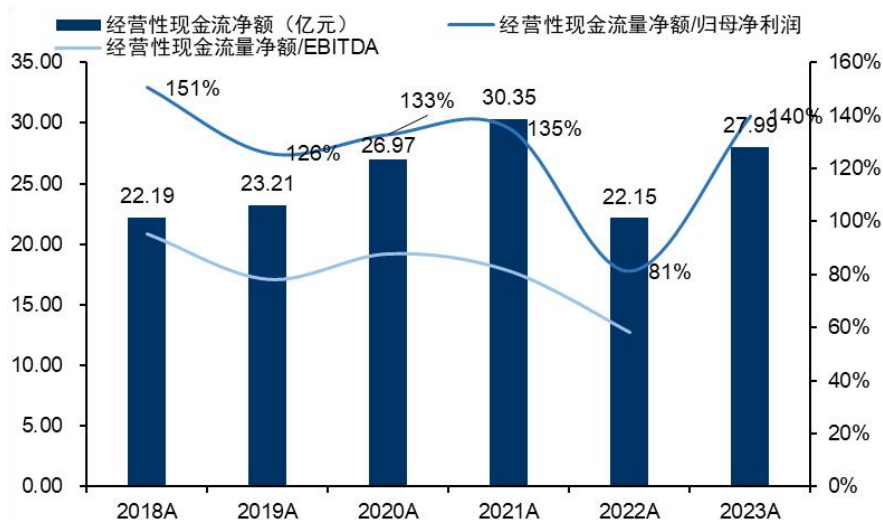


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营现金流维持健康优质, 提升 2023 年分红比例。2023 年公司经营性现金流净额为 27.99 亿元, 归母净利润现金含量超过 140%, 继续保持优质状态。2023 年自由现金流达 22 亿, 同比增长 34%, 创历史最高记录。资本开支趋稳, 2024 年计划投资约 2 亿元用于正在投资建设中的预灌封注射器新产线; 计划继续投入约 3.2 亿元, 持续用于一次性耗材及骨科耗材的设备更新与改造项目, 进一步提升生产的自动化水平。过往公司现金分红比例一直维持在 30%, 基于公司良好的经营现金流和自由现金流状况, 2023 年大幅提升全年分红比例至 40%, 分红总额**

达 7.66 亿。

图6: 威高股份 2018-2023 年经营现金流情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 2021-22 年未考虑会计重述影响

**平台化战略下新业务板块布局收获不断。**公司以通用耗材为基础, 持续完善产品组合, 并拓展新业务领域, 包括生命信息与支持、内分泌慢病管理、内镜诊疗、临床护理数字化产品、康复等。

图7: 威高股份平台化战略下新业务板块布局

生命信息与支持	<ul style="list-style-type: none"> <li>麻醉机系列2024年中取证, 同步发展呼吸机、监护仪和输注泵系列产品, 力争5-10年跻身国内第一梯队</li> <li>以高端设备带动相关耗材发展, 为临床提供整体解决方案</li> </ul>
内分泌慢病管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>以血糖检测和胰岛素注射笔为核心, 战略性进入CGM持续血糖监测系统产品领域, 5年跻身国内第一梯队</li> <li>通过自主研发, 取得尿酸、血酮、血脂、血压为辅的慢病管理产品系列</li> </ul>
内镜诊疗	<ul style="list-style-type: none"> <li>搭建内镜与设备配套技术平台, 以特殊光谱光学诊断成像技术为切入点, 镜下诊疗系统产品组合陆续获批</li> <li>通过5-7年进入内镜镜行业第一梯队</li> </ul>
临床护理数字化产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于对临床护理工作的全面和深刻理解, 打造软硬件结合的临床护理数字化产品, 成为细分领域第一梯队</li> <li>提升临床护理的规范化、标准化水平, 减轻医护人员的工作强度, 降低人员成本</li> <li>与临床护理系列产品的销售, 形成良好的协同性, 进一步提升整体行业竞争力</li> </ul>

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑集采影响, 下调 2024-25 年盈利预测, 新增 2026 年盈利预测。预计 2024-26 年收入 143.6/156.8/171.1 亿 (2024-25 年原为 162.5/186.8 亿), 同比增速 8.6%/9.1%/9.2%; 归母净利润 22.6/25.7/28.9 亿 (2024-25 年原为 30.3/34.9 亿), 同比增速 13.0%/13.6%/12.5%; 摊薄 EPS= 0.49/0.56/0.63 元, 当前股价对应 PE=10/9/8x。威高临床护理产品线多年以来引领品规更新, 提供一站式解决方案, 并构筑了先进制造业壁垒; 预灌封注射器抓住高价生物制品发展机遇, 产能快速提升; 骨科业务在集采下加速进口替代和临床渗透率提升; 介入板块通过收购爱琅实现品类渠道互补, 国内增长快。威高已建立了品牌形象、质量管控、规模效应、成本优势的多维度壁垒, 看好威高股份的持续成长性和行业龙头地位, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 240510	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (加权)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
1066.HK	威高股份	5.43	226	0.44	0.49	0.56	0.63	11.5	10.1	8.9	7.9	9.1%	0.78	买入
<b>低值耗材</b>														
603987	康德莱	8.02	35	0.53	0.81	1.00	-	15.1	10.0	8.1	-	10.3%	-	无
605369	拱东医疗	52.84	60	0.97	2.35	3.14	-	54.5	22.5	16.8	-	6.7%	-	无
<b>药品包装</b>														
600529	山东药玻	28.73	191	1.17	1.52	1.81	2.13	24.6	18.9	15.9	13.5	10.7%	0.86	无
<b>骨科</b>														
1789.HK	爱康医疗	5.53	56	0.16	0.24	0.31	0.39	32.0	21.6	16.5	12.9	7.9%	0.62	买入
688236.SH	春立医疗	22.22	74	0.72	0.84	1.08	1.38	30.7	26.5	20.6	16.1	9.9%	1.10	买入
002901.SZ	大博医疗	31.71	131	0.14	0.90	1.39	1.64	222.7	35.1	22.9	19.4	1.9%	0.28	无
688085.SH	三友医疗	18.08	45	0.38	0.66	0.85	1.09	47.0	27.4	21.3	16.5	5.1%	0.66	无
688161.SH	威高骨科	26.37	105	0.28	0.62	0.82	0.98	93.9	42.5	32.2	26.9	2.6%	0.82	增持
<b>介入</b>														
688016	心脉医疗	188.80	156	6.81	7.82	9.96	12.80	27.7	24.1	19.0	14.8	26.4%	1.03	无
300003	乐普医疗	15.86	298	0.68	1.06	1.23	1.43	23.5	14.9	12.9	11.1	8.2%	0.53	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 除威高股份、威高骨科、爱康医疗、春立医疗为国信预测外, 其余均为 Wind 一致预测; 港股股价为港币, 总市值为 EPS 以人民币计价。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5419	4797	6108	6112	5257	营业收入	13619	13229	14362	15676	17113
应收款项	7025	7365	7870	8375	8908	营业成本	6506	6586	7109	7713	8385
存货净额	2315	2495	2293	2454	2614	其他收入、收益及亏损	277	(91)	411	347	347
其他流动资产	694	755	776	871	937	销售费用	2662	2427	2772	2994	3251
<b>流动资产合计</b>	<b>18090</b>	<b>18634</b>	<b>20267</b>	<b>22966</b>	<b>25963</b>	管理费用	1022	1112	1117	1250	1293
固定资产	6334	6504	6544	6471	6295	财务费用	179	140	191	273	287
无形资产及其他	5492	5355	5141	4927	4713	研发费用	411	492	547	593	618
投资性房地产	1547	1366	1366	1366	1366	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1733	1811	2056	2218	2421	应占联营、合营公司业绩	9	69	75	77	81
<b>资产总计</b>	<b>33196</b>	<b>33670</b>	<b>35374</b>	<b>37948</b>	<b>40758</b>	营业利润	3318	2369	2712	3081	3465
短期借款及交易性金融负债	961	2547	2674	2674	2674	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	2093	2148	1940	2205	2509	<b>利润总额</b>	<b>3318</b>	<b>2369</b>	<b>2712</b>	<b>3081</b>	<b>3465</b>
其他流动负债	2881	2887	2784	3012	3264	所得税费用	424	308	380	431	485
<b>流动负债合计</b>	<b>5935</b>	<b>7582</b>	<b>7398</b>	<b>7891</b>	<b>8448</b>	少数股东损益	170	60	70	79	89
长期借款及应付债券	3397	1495	1495	1495	1495	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2723</b>	<b>2002</b>	<b>2262</b>	<b>2570</b>	<b>2891</b>
其他长期负债	418	600	746	863	957						
<b>长期负债合计</b>	<b>3815</b>	<b>2095</b>	<b>2242</b>	<b>2358</b>	<b>2452</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9749</b>	<b>9678</b>	<b>9639</b>	<b>10249</b>	<b>10900</b>	净利润	2723	2002	2262	2570	2891
少数股东权益	1778	1544	1614	1693	1782	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	21669	22449	24122	26006	28076	折旧摊销	803	912	886	928	967
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33196</b>	<b>33670</b>	<b>35374</b>	<b>37948</b>	<b>40758</b>	公允价值变动损失	(175)	200	0	0	0
						财务费用	140	191	287	282	291
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(1137)	(157)	(488)	(151)	(109)
每股收益	0.60	0.44	0.49	0.56	0.63	其它	133	(743)	70	79	89
每股红利	0.13	0.14	0.13	0.15	0.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>2348</b>	<b>2215</b>	<b>2730</b>	<b>3426</b>	<b>3838</b>
每股净资产	4.74	4.91	5.28	5.69	6.14	资本开支	0	(170)	(712)	(641)	(577)
ROIC	15%	12%	12%	14%	16%	其它投资现金流	(1694)	(584)	0	(1933)	(3092)
ROE	13%	9%	9%	10%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2108)</b>	<b>(831)</b>	<b>(958)</b>	<b>(2735)</b>	<b>(3873)</b>
毛利率	52%	50%	50%	51%	51%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	19%	18%	19%	19%	负债净变化	(58)	(1902)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	19%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(591)	(647)	(590)	(686)	(820)
收入增长	4%	-3%	9%	9%	9%	其它融资现金流	(152)	2311	127	0	0
净利润增长率	21%	-26%	13%	14%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1450)</b>	<b>(2787)</b>	<b>(462)</b>	<b>(686)</b>	<b>(820)</b>
资产负债率	35%	33%	32%	31%	31%	现金净变动	(1210)	(621)	1310	5	(855)
息率	2.4%	2.6%	2.4%	2.8%	3.3%	货币资金的期初余额	6629	5419	4797	6108	6112
P/E	8.4	11.5	10.1	8.9	7.9	货币资金的期末余额	5419	4797	6108	6112	5257
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	2149	2806	1897	2657	3136
EV/EBITDA	9.7	13.5	10.0	9.1	8.3	权益自由现金流	1817	3049	1871	2504	2981

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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