

边际显著改善，看好下半年持续向好态势

——威高骨科 2024 中报点评

核心观点

- 业绩环比回暖，集采影响陆续出清。**2024H1，公司实现营收 7.51 亿元（同比-6.8%），归母净利润 0.93 亿元（同比-16.7%），系主营业务脊柱产品在 23Q1 仍执行集采前价格，今年执行集采后价格所致。单季度来看，24Q2 公司实现营收 4.03 亿元（同比-3.1%，环比+15.7%），归母净利润 0.58 亿元（同比+230.5%，环比+66.8%），24 年以来公司业绩呈现逐季回暖态势。2024H1，公司经营性现金流为 1.45 亿元（同比+148.5%），主要系 2024H1 公司收 2023 年所得税汇算清缴退税，及当期缴纳增值税和各项税费同比减少所致。
- 骨科集采全面落地，公司各主要产线趋势向好。**公司主要产线在 24H1 均实现了销量、手术量和市场份额的提升。公司脊柱产线在 24H1 实现 2.2 亿元收入，其中 Q2 收入环比+12%。且 24H1 手术量同比+15%，销量同比+36%。创伤产线方面，公司完善物流布局，加强配送优势，24H1 实现收入 1.2 亿元，其中 Q2 环比+33%。24H1 手术量同比+28%，销量同比+25%。关节产线方面，公司在 24 年 5 月的关节接续采购中表现较好，在签约需求量上较 23 年增加约 6%；在价格上，主要产品组套均有所提升，其中膝关节产品（去除髌骨假体后）提升幅度分别为 69%和 141%。24H1 关节产线实现收入 2.3 亿元，手术量同比+21%，销量同比+22%。在运动医学产线中，公司抓住集采机遇，业务体量增长至同期的 7 倍，实现收入 1880 万元。
- 盈利能力环比改善，销售模式持续优化。**脊柱集采执行后，公司产品价格下降，24H1 公司毛利率为 64.1%（同比-7.2pct），净利率为 12.8%（同比-1.0pct）。但从单季来看，24Q2 公司毛利率为 68.1%（环比+8.6pct），净利率为 15.0%（环比+4.7pct），24Q1 起毛利率与净利率环比均不断改善，集采影响正逐步出清。在费用端，24H1 公司期间费用率为 49.7%（同比-1.3pct），较为稳定；其中销售费用率为 37.1%（同比-4.6pct），系公司积极调整营销模式，商务服务费下降所致。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年中报，我们下调公司收入假设、毛利率和销售费用率预测，调整预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.62、0.82、1.01 元（原 2024-2026 年 EPS 为 0.74/1.01/1.25 元），参照可比公司，我们给予公司的合理估值水平为 2024 年的 38 倍市盈率，对应目标价为 23.56 元，维持增持评级。

风险提示

- 骨科集采政策超预期、渠道拓展不及预期、新业务拓展不及预期等风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,058	1,284	1,486	1,758	2,018
同比增长(%)	-4.4%	-37.6%	15.8%	18.3%	14.8%
营业利润(百万元)	707	131	291	385	473
同比增长(%)	-12.9%	-81.5%	122.6%	32.1%	23.0%
归属母公司净利润(百万元)	601	112	248	328	404
同比增长(%)	-13.0%	-81.3%	120.7%	32.2%	23.1%
每股收益(元)	1.50	0.28	0.62	0.82	1.01
毛利率(%)	76.6%	66.5%	65.7%	65.9%	66.5%
净利率(%)	29.2%	8.8%	16.7%	18.6%	20.0%
净资产收益率(%)	12.6%	2.5%	6.2%	7.7%	8.7%
市盈率	14.6	78.3	35.5	26.8	21.8
市净率	1.8	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2024年09月10日）	21.99 元
目标价格	23.56 元
52 周最高价/最低价	43.96/18.54 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,000/40,000
A 股市值（百万元）	8,796
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 09 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.36	4.07	0.23	-40.8
相对表现%	2.01	8.15	10.82	-26.25
沪深 300%	-2.37	-4.08	-10.59	-14.55



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

相关报告

- 集采扰动下业绩有所承压，看好骨科龙头 2024-03-29
- 长期发展趋势：——威高骨科年报点评
- 短期业绩受集采扰动有所承压，长期骨科 2023-03-30
- 龙头有望引领行业成长：——威高骨科年 报点评
- 创新不断引领行业发展，打造国际一流骨 2022-09-25
- 科器械企业：——威高骨科首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表（2024/9/10 收盘价）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
三友医疗	688085	18.15	0.38	0.51	0.74	47.18	35.35	24.61
迈普医学	301033	40.71	0.62	0.94	1.40	65.79	43.29	29.07
惠泰医疗	688617	349.65	5.49	7.20	9.65	63.74	48.56	36.24
联影医疗	688271	98.16	2.40	2.83	3.45	40.98	34.72	28.44
春立医疗	688236	10.82	0.72	0.83	1.03	14.94	13.09	10.54
	最大值					65.79	48.56	36.24
	最小值					14.94	13.09	10.54
	平均数					46.52	35.00	25.78
	调整后平均						38	27

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,717	1,860	2,433	3,041	3,437	营业收入	2,058	1,284	1,486	1,758	2,018
应收票据、账款及款项融资	620	362	339	437	487	营业成本	482	430	509	599	676
预付账款	11	10	10	12	14	销售费用	711	561	525	584	650
存货	667	754	769	928	1,084	管理费用	76	61	62	69	77
其他	1,235	1,278	702	203	23	研发费用	118	130	123	141	163
流动资产合计	5,249	4,264	4,254	4,620	5,045	财务费用	(38)	(26)	(21)	(27)	(32)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	16	15	7	13	13
固定资产	427	460	640	787	903	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	28	28	20	20	20
无形资产	101	114	110	106	101	其他	(15)	(10)	(9)	(14)	(18)
其他	239	258	193	154	144	营业利润	707	131	291	385	473
非流动资产合计	767	833	942	1,046	1,148	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	6,016	5,097	5,196	5,667	6,193	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	706	132	291	385	473
应付票据及应付账款	428	380	447	530	596	所得税	106	19	42	56	68
其他	461	706	514	572	624	净利润	600	113	249	329	405
流动负债合计	889	1,087	961	1,101	1,220	少数股东损益	(0)	1	1	1	2
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	601	112	248	328	404
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.50	0.28	0.62	0.82	1.01
其他	121	136	123	126	128						
非流动负债合计	121	136	123	126	128	主要财务比率					
负债合计	1,010	1,222	1,085	1,227	1,348		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	5	6	7	8	成长能力					
实收资本(或股本)	400	400	400	400	400	营业收入	-4.4%	-37.6%	15.8%	18.3%	14.8%
资本公积	2,367	1,281	1,318	1,318	1,318	营业利润	-12.9%	-81.5%	122.6%	32.1%	23.0%
留存收益	2,239	2,188	2,387	2,715	3,119	归属于母公司净利润	-13.0%	-81.3%	120.7%	32.2%	23.1%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,006	3,874	4,111	4,440	4,845	毛利率	76.6%	66.5%	65.7%	65.9%	66.5%
负债和股东权益总计	6,016	5,097	5,196	5,667	6,193	净利率	29.2%	8.8%	16.7%	18.6%	20.0%
						ROE	12.6%	2.5%	6.2%	7.7%	8.7%
						ROIC	11.9%	2.0%	5.8%	7.1%	8.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	16.8%	24.0%	20.9%	21.7%	21.8%
净利润	600	113	249	329	405	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	92	110	125	157	161	流动比率	5.91	3.92	4.43	4.20	4.14
财务费用	(38)	(26)	(21)	(27)	(32)	速动比率	5.12	3.18	3.56	3.28	3.17
投资损失	(28)	(28)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(244)	301	453	368	77	应收账款周转率	4.8	3.1	4.8	4.8	4.7
其它	126	(351)	(5)	15	16	存货周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	509	119	779	822	606	总资产周转率	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
资本支出	(72)	(109)	(257)	(257)	(257)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.50	0.28	0.62	0.82	1.01
其他	(57)	27	42	16	15	每股经营现金流	1.27	0.30	1.95	2.05	1.52
投资活动现金流	(129)	(82)	(216)	(241)	(242)	每股净资产	12.51	9.67	10.26	11.08	12.09
债权融资	(0)	0	(0)	(1)	0	估值比率					
股权融资	18	(1,085)	37	0	0	市盈率	14.6	78.3	35.5	26.8	21.8
其他	(246)	161	(27)	27	32	市净率	1.8	2.3	2.1	2.0	1.8
筹资活动现金流	(229)	(924)	9	27	32	EV/EBITDA	9.0	31.7	17.3	13.3	11.3
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.2	65.1	25.3	19.1	15.5
现金净增加额	150	(886)	573	607	396						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。