

# 威高股份 (01066.HK)

## 盈利能力环比改善，持续推进国际化

### 核心观点

**收入受集采和防疫产品基数影响，盈利能力环比改善。**2024年上半年公司实现营收66.36亿(-3.8%)，扣除去年同期的防疫相关产品同比下降2.2%，环比23H2增长4.8%；归母纯利11.08亿(-7.5%)，环比增长37.7%。各业务板块的产品销量普遍上涨，核心产品市占率进一步提升，品牌影响力持续加强，但产品价格仍处于新老政策衔接过程中，因此对业绩增速造成一定影响。董事会建议中期股息分红约4.2亿，继续维持40%的分红比例。

**医药包装市场地位稳固，骨科集采拐点显现。**2024年上半年医疗器械业务实现营收约31.89亿元(-7.7%)，价格仍受国家和区域集采的影响，但主要产品销量保持5%-15%的稳健增长，同时持续完善产品组合。药品包装业务营收约为11.68亿元(+10.0%)，预灌封注射器需求持续强劲，销量增长20%以上，市场份额进一步提升；布局自动注射笔领域，已与数十家药企签订了开发协议。骨科业务营收7.45亿元(-6.5%)，主要是去年同期脊柱产品价格高基数影响；上半年脊柱、创伤、关节产品销量增长区间在20%-40%，拓展运动医学、人工骨、脊柱微创领域等新利润增长点。介入业务营收11.14亿元(+5.0%)，美国市场维持稳定地位，欧洲市场增长稳健，中国市场略有下降。上半年公司海外市场实现收入17.2亿(+6.7%)，海外收入占比持续提升；出海产品增长强劲，收入同比增长20%以上。

**毛净利率受集采降价影响，经营现金流维持健康。**国家和区域集采导致部分产品销售价格降低，公司积极降低生产成本，部分抵消降价对毛利率的影响，2024年上半年公司毛利率为50.9%（同比-0.5pp）。销售费用率为19.1%（同比-0.1pp），管理费用率8.1%（同比+0.3pp），研发费用率4.5%（同比+0.3pp），财务费用率1.9%（同比-0.1pp），多重因素导致净利率下降至17.4%（同比-0.6pp）。2024年上半年公司经营性现金流净额为10.23亿元，归母净利润现金含量超过90%。

**投资建议：**考虑集采影响，下调盈利预测，预计2024-26年收入136.6/144.6/154.3亿（原为143.6/156.8/171.1亿），同比增速3.2%/5.8%/6.7%；归母净利润21.9/23.5/25.4亿（原为22.6/25.7/28.9亿），同比增速9.2%/7.5%/8.0%，当前股价对应PE=9/8/8x。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“优于大市”评级。

**风险提示：**集采产品大幅降价风险；药品包装业务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	13,660	14,458	15,427
(+/-%)	3.6%	-2.9%	3.3%	5.8%	6.7%
净利润(百万元)	2723	2002	2186	2351	2539
(+/-%)	21.3%	-26.5%	9.2%	7.5%	8.0%
每股收益(元)	0.60	0.44	0.48	0.51	0.56
EBIT Margin	20.9%	19.3%	17.9%	18.3%	18.6%
净资产收益率(ROE)	12.6%	8.9%	9.2%	9.3%	9.5%
市盈率(PE)	7.1	9.6	8.8	8.2	7.6
EV/EBITDA	8.7	9.0	9.2	8.7	8.3
市净率(PB)	0.89	0.86	0.81	0.77	0.72

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·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 优于大市(维持)  
 合理估值  
 收盘价 4.66 港元  
 总市值/流通市值 21299/21074 百万港元  
 52周最高价/最低价 7.84/3.60 港元  
 近3个月日均成交额 43.18 百万港元

#### 市场走势



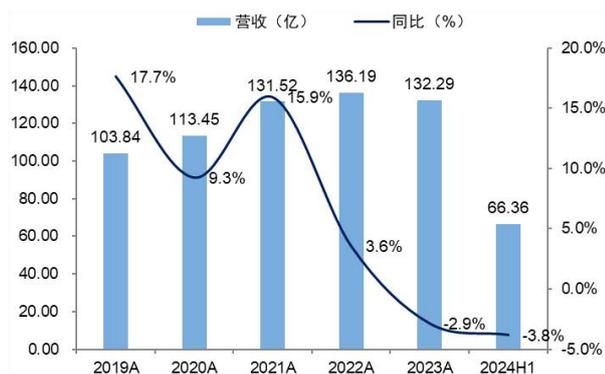
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《威高股份(01066.HK)-业绩受集采和防疫产品基数影响，现金流维持健康优质》——2024-05-12
- 《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

收入受集采和防疫产品基数影响，盈利能力环比改善。2024 年上半年公司实现营业收入 66.36 亿（-3.8%），扣除去年同期的防疫相关产品同比下降 2.2%，环比 23H2 增长 4.8%；归母纯利 11.08 亿（-7.5%），环比增长 37.7%。各业务板块的产品销量普遍上涨，核心产品市占率进一步提升，品牌影响力持续加强，但产品价格仍处于新老政策衔接过程中，因此对业绩增速造成一定影响。董事会建议中期股息每股 0.0919 元，继续维持 40%的分红比例。

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：

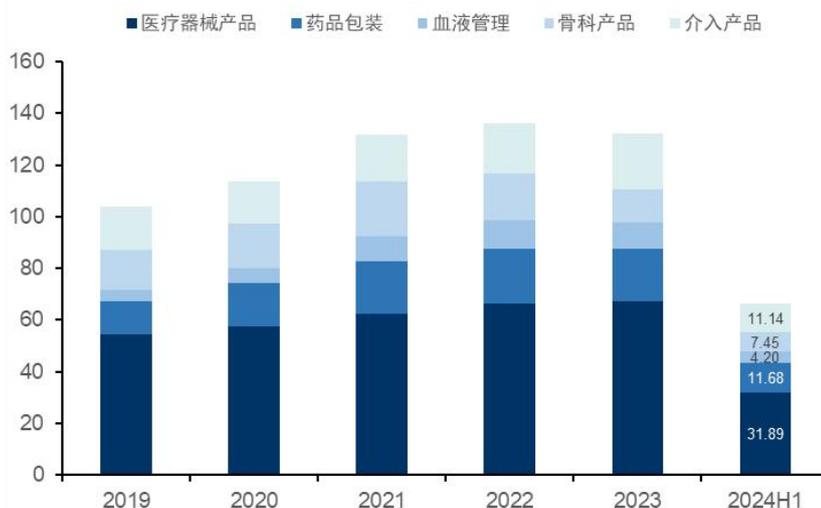
**医疗器械：集采下快速增加销量，持续丰富产品组合。**2024 年上半年医疗器械业务实现营收约 31.89 亿元（-7.7%）。不同的产品在各省陆续被带量采购，公司抓住机会，主要产品销量保持 5%-15%的稳健增长。同时持续完善产品组合，并拓展新业务板块，包括麻醉呼吸、泌尿、内分泌、内窥镜、康复产品等。

**医药包装：市场地位稳固，布局自动注射笔。**2024 年上半年药品包装业务营收约为 11.68 亿元（+10.0%）。预灌封注射器需求持续强劲，销量增长 20%以上，市场份额进一步提升。冲管注射器挖掘市场潜力，销量增长部分抵消了集采降价的影响。公司布局自动注射笔领域，已与数十家药企签订了开发协议。

**骨科：集采拐点显现，布局新利润增长点。**2024 年上半年骨科业务营收 7.45 亿元（-6.5%），主要是去年同期脊柱产品价格高基数影响。上半年脊柱、创伤、关节产品销量增长区间在 20%-40%，手术植入量同销量基本一致。公司拓展运动医学、人工骨、脊柱微创领域，布局新利润增长点。

**介入：全球业务稳步推进，打造更稳定、抗风险的全球供应链。**2024 年上半年介入业务营收 11.14 亿元（+5.0%）。美国市场维持稳定地位，欧洲市场增长稳健；拉美和加拿大市场迅速开拓，中国市场略有下降。中国工厂正式投产，产品生产许可证陆续获批。

图3: 威高股份 2018-2024H1 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

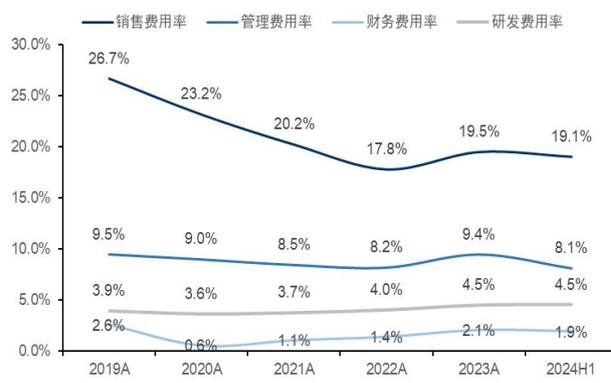
**毛净利率受集采降价影响，销售和财务费用率略下降。**国家和区域集采导致部分产品销售价格降低，公司积极降低生产成本，部分抵消降价对毛利率的影响，2024年上半年公司毛利率为 50.9% (同比-0.5pp)。销售费用率为 19.1% (同比-0.1pp)，管理费用率 8.1% (同比+0.3pp)。研发开支达 3.02 亿，占营收比为 4.5% (同比+0.3pp)，财务费用率 1.9% (-0.1pp)，多重因素导致净利率下降至 17.4% (同比-0.6pp)。

图4: 威高股份毛利率和净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

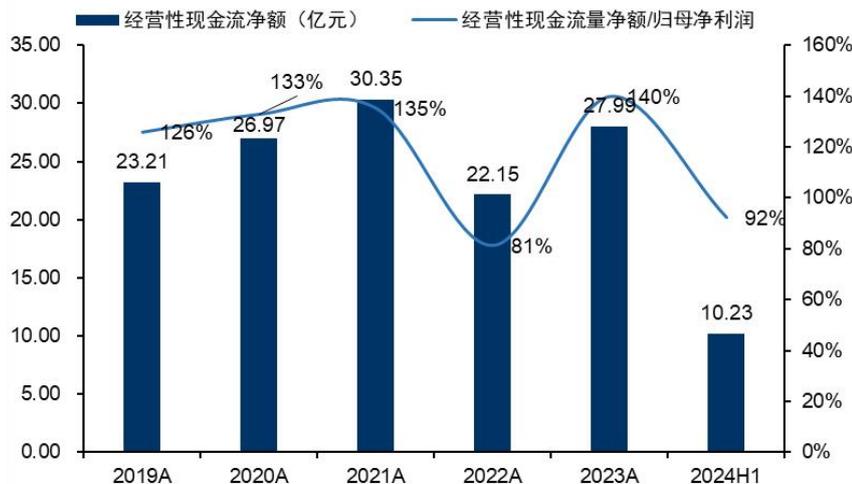
图5: 威高股份四项费用率变化情况



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。**2024年上半年公司经营性现金流净额为 10.23 亿元，归母净利润现金含量超过 90%，继续保持健康水平。

图6: 威高股份 2018-2024H1 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

**公司持续推进国际化，海外市场布局初见成效。**公司海外业务快速增长，逐步从外贸出口业务模式发展到聚焦目标市场、整合当地资源、全面发展威高优势产品阶段。上半年海外市场实现收入 17.2 亿，同比增长 6.7%，海外收入占比持续提升；出海产品增长强劲，收入同比增长 20% 以上。

图7: 威高股份海外市场进展

	临床护理耗材	骨科耗材	药品包装	介入	输血耗材
<b>北美</b>	大型采购公司合作	调研观察阶段	积极开拓头部药厂	爱琅总部所在地，核心市场，保持竞争优势	调研观察阶段
<b>欧洲</b>	ODM合作研发	提高中国品牌知名度	与西欧医美药厂达成合作	加强市场深耕	取得MDR认证
<b>拉美</b>	增加目标国家覆盖	巴西头部脊柱专家大型学术交流会	供应南美主要核心药厂	增加目标国家覆盖	产品线覆盖阿根廷、巴西、哥伦比亚等重点市场
<b>中东&amp;非洲</b>	东非国家政府招标和一带一路援助合作	坦桑尼亚骨科医院举办市场学术活动	成功开拓北非和中东药厂	市场培育阶段	成为主要供应商之一
<b>东南亚</b>	代理渠道开拓	完成骨科三大产品线在当地经销商代理意向确认，泰国、印尼开设销售分公司	成为主要供应商之一	代理渠道开拓	印尼和越南市场同比实现高速增长

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，下调盈利预测，预计 2024-26 年收入 136.6/144.6/154.3 亿（原为 143.6/156.8/171.1 亿），同比增速 3.2%/5.8%/6.7%；归母净利润 21.9/23.5/25.4 亿（原为 22.6/25.7/28.9 亿），同比增速 9.2%/7.5%/8.0%，当前股价对应 PE=9/8/8x。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“优于大市”评级。

**表1：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 240920	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	4.66	193	0.44	0.48	0.51	0.56	9.6	8.8	8.2	7.6	9.1%	1.09	优于大市
<b>低值耗材</b>														
603301	振德医疗	19.92	53	0.74	1.52	1.97	2.43	26.9	13.1	10.1	8.2	3.6%	0.27	优于大市
605369	拱东医疗	27.80	44	0.97	1.59	1.92	2.23	28.7	17.5	14.5	12.4	6.7%	0.55	优于大市
<b>药品包装</b>														
600529	山东药玻	25.03	166	1.17	1.50	1.80	2.11	21.4	16.7	13.9	11.8	10.7%	0.76	无
<b>骨科</b>														
1789.HK	爱康医疗	4.15	42	0.16	0.24	0.31	0.39	23.5	15.6	12.1	9.6	7.9%	0.45	优于大市
688236.SH	春立医疗	10.48	36	0.72	0.65	0.78	0.93	14.5	16.1	13.4	11.3	9.9%	1.86	优于大市
002901.SZ	大博医疗	26.32	109	0.14	0.76	1.25	1.65	184.8	34.7	21.1	16.0	1.9%	0.27	无
688085.SH	三友医疗	16.45	41	0.38	0.49	0.73	0.95	42.8	33.8	22.5	17.4	5.1%	0.97	无
688161.SH	威高骨科	21.26	85	0.28	0.55	0.73	0.86	75.7	38.7	29.1	24.7	2.6%	0.85	优于大市
<b>介入</b>														
688016.SH	心脉医疗	80.05	99	6.81	5.21	6.52	8.34	11.8	15.4	12.3	9.6	26.4%	2.20	无
300003.SZ	乐普医疗	9.08	171	0.68	0.93	1.09	1.28	13.4	9.8	8.3	7.1	8.2%	0.41	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除振德医疗、拱东医疗、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，总市值和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	6042	7206	8866	营业收入	13619	13229	13660	14458	15427
应收款项	7025	7365	7485	7724	8030	营业成本	6506	6586	6762	7171	7652
存货净额	2315	2495	2169	2265	2363	其他收入、收益及亏损	277	(91)	411	347	347
其他流动资产	694	755	738	803	845	销售费用	2662	2427	2650	2776	2947
<b>流动资产合计</b>	<b>18090</b>	<b>18634</b>	<b>19655</b>	<b>21719</b>	<b>24011</b>	管理费用	1022	1112	1117	1250	1161
固定资产	6334	6504	6544	6471	6295	财务费用	179	140	191	273	253
无形资产及其他	5492	5355	5141	4927	4713	研发费用	411	492	547	593	642
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>34762</b>	<b>36700</b>	<b>38806</b>	营业利润	3318	2369	2620	2818	3043
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	1835	2035	2268	<b>利润总额</b>	<b>3318</b>	<b>2369</b>	<b>2620</b>	<b>2818</b>	<b>3043</b>
其他流动负债	2881	2887	2639	2778	2955	所得税费用	424	308	367	394	426
<b>流动负债合计</b>	<b>5935</b>	<b>7582</b>	<b>7149</b>	<b>7487</b>	<b>7898</b>	少数股东损益	170	60	68	73	79
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>2186</b>	<b>2351</b>	<b>2539</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>9390</b>	<b>9846</b>	<b>10350</b>	净利润	2723	2002	2186	2351	2539
少数股东权益	1778	1544	1611	1684	1762	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	21669	22449	23761	25171	26694	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>34762</b>	<b>36700</b>	<b>38806</b>	公允价值变动损失	(20)	28	0	0	0
						财务费用	(191)	(273)	253	260	262
<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	(1121)	(315)	(191)	55	58
每股收益	0.60	0.44	0.48	0.51	0.56	其它	101	445	(185)	(188)	(184)
每股红利	0.16	0.16	0.19	0.21	0.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>2295</b>	<b>2799</b>	<b>2949</b>	<b>3406</b>	<b>3641</b>
每股净资产	4.74	4.91	5.20	5.51	5.84	资本开支	(1114)	(686)	(712)	(641)	(577)
ROIC	15%	12%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(1433)	(703)	(246)	(661)	(390)
ROE	13%	9%	9%	9%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2547)</b>	<b>(1389)</b>	<b>(958)</b>	<b>(1302)</b>	<b>(966)</b>
毛利率	52%	50%	50%	50%	50%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	19%	18%	18%	19%	负债净变化	61	(410)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	26%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(926)	(991)	(874)	(940)	(1016)
收入增长	4%	-3%	3%	6%	7%	其它融资现金流	(155)	(758)	127	0	0
净利润增长率	21%	-26%	9%	8%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1021)</b>	<b>(2158)</b>	<b>(747)</b>	<b>(940)</b>	<b>(1016)</b>
资产负债率	35%	33%	32%	31%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>(1273)</b>	<b>(748)</b>	<b>1244</b>	<b>1164</b>	<b>1660</b>
息率	3.5%	3.4%	4.1%	4.4%	4.8%	现金及现金等价物的期初余额	6698	5521	4797	6042	7206
P/E	7.1	9.6	8.8	8.2	7.6	现金及现金等价物的期末余额	5521	4797	6042	7206	8866
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	2149	1900	2086	2618	2915
EV/EBITDA	8.7	9.0	9.2	8.7	8.3	权益自由现金流	2127	3222	2060	2467	2770

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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