

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

增持

核心观点

二季度营收净利快速回升，上半年净利同比增长近8%。2022H1 实现营收 11.05 亿元（+0.9%），归母净利润 3.98 亿元（+7.8%），其中二季度营收 7.65 亿（+13.5%），归母净利润 3.00 亿元（+16.4%），二季度全国疫情趋于稳定，特别是择期手术量的恢复，以及公司采用的个性化销售政策，使得业绩快速修复。2022H1 脊柱类产品实现收入 5.06 亿（+1.98%），即使在疫情影响择期手术开展的背景下，凭借脊柱领域的国产龙头地位维持了收入的增长；创伤类产品实现收入 2.68 亿（-13.89%），受到急性手术量和集采双重负面影响；关节类产品实现收入 2.95 亿（+13.39%），受益于关节国采，公司迅速提升医院覆盖率，提升市场份额，关节产品逆势增长。2022H1 毛利率为 78.37%（-3.79pp），主要由于 Q1 供应链受到冲击和产品结构变化；销售费用率为 29.2%（-3.14pp），管理费用率为 3.0%（-0.4pp）。

威高骨科是平台化发展的国产骨科龙头。公司在骨科植入医疗器械及手术器械共计取得 320 项产品备案或注册证（截止 2022H1），其中第 II、III 类产品注册证 98 项，是国内在骨科领域产品线最齐备的公司。威高是骨科行业国内份额前五企业中唯一的国产厂商。2019 年，前四大外资厂商合计份额达 38%，威高的市场份额近 5%，与部分外资巨头在份额上差距已经较小，脊柱领域威高排名国内第三，仅次于强生和美敦力，关节领域威高排名国内第 7，国产第 3。进口替代趋势下，公司的市场地位将稳步提升。

研发投入维持高强度，多项产品处于注册阶段。2017-2021 年累计研发投入达 2.4 亿，2022H1 研发费用为 5,593 万元（+9.68%），研发费用率为 5.1%（+0.4pp）。公司持续加大研发投入，提升创新能力并推动创新成果的有效转化。根据半年报，零切迹颈椎融合器、万向锁定接骨板系统、单髁膝关节假体系统等产品均已处于注册或注册发补阶段。此外，为加快 3D 打印项目的推进，公司于 2022 年 5 月成立湖南威高高创医疗科技有限公司，以加快布局研发定制式骨科手术导板。

风险提示：脊柱国采降价超预期；关节产品放量低于预期，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。预计 2022-24 年归母净利润为 7.92/9.37/11.29 亿元，同比增长 14.8%/18.3%/20.5%，当前股价对应 PE 29/25/21 倍。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为 63.24-70.26 元，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,824	2,154	2,492	3,037	3,620
(+/-%)	15.9%	18.1%	15.7%	21.9%	19.2%
净利润(百万元)	558	690	792	937	1129
(+/-%)	26.4%	23.6%	14.8%	18.3%	20.5%
每股收益(元)	1.56	1.73	1.98	2.34	2.82
EBIT Margin	41.5%	41.7%	36.1%	35.8%	36.5%
净资产收益率 (ROE)	22.8%	15.2%	15.6%	16.3%	17.3%
市盈率 (PE)	37.1	33.4	29.1	24.6	20.5
EV/EBITDA	27.0	25.5	25.3	21.0	17.6
市净率 (PB)	8.43	5.09	4.54	4.02	3.53

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：陈益凌

021-60933167

chenyingling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	63.24 - 70.26 元
收盘价	57.72 元
总市值/流通市值	23088/2886 百万元
52 周最高价/最低价	87.99/38.38 元
近 3 个月日均成交额	56.05 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

二季度营收净利快速回升，上半年净利同比增长近 8%。2022 年上半年实现营收 11.05 亿元（+0.9%），归母净利润 3.98 亿元（+7.8%），其中二季度单季营收 7.65 亿（+13.5%），归母净利润 3.00 亿元（+16.4%）。一季度受威海及全国部分地区疫情影响，因执行城市交通管制、物流运输管控、居民居家等疫情防控措施，公司供应链体系运行不畅，致使产品供应受到影响；二季度全国疫情趋于稳定，特别是择期手术量的恢复，以及公司采用的个性化销售政策，使得业绩快速修复。

图1：威高骨科营业收入及增速（单位：亿元、%）



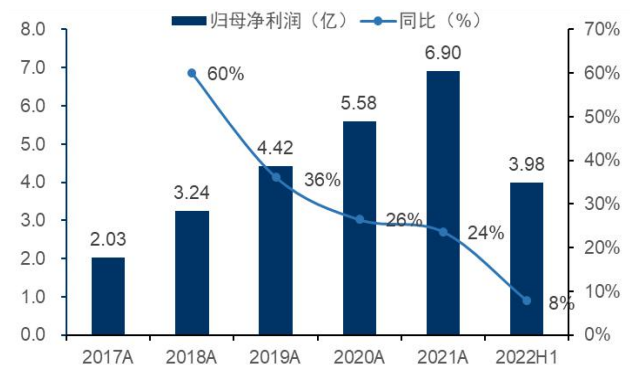
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

关节类受益集采销售快速放量，创伤类受急性手术量和集采双重影响。2022H1 脊柱类产品实现收入 5.06 亿（+1.98%），即使在疫情影响择期手术开展的背景下，公司凭借脊柱领域的国产龙头地位仍然维持了收入的增长；创伤类产品实现收入 2.68 亿（-13.89%），疫情下人员流动减少，创伤类急性手术有所萎缩，且随着创伤十二省集采陆续执行，公司的产品和销售渠道均在进行调整；关节类产品实现收入 2.95 亿（+13.39%），受益于关节国采，公司迅速提升医院覆盖率，提升市场份额，关节产品逆势增长。公司目前已与超过 1,200 家经销商建立了合作关系，产品应用于超过 2,500 家终端医疗机构的相关骨科手术中。

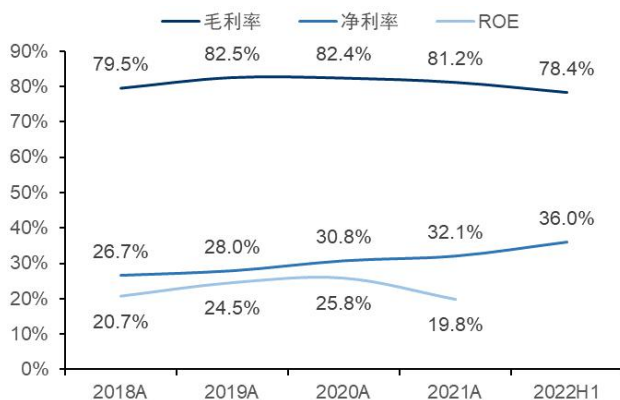
图5: 威高骨科各产品系列的收入增长情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

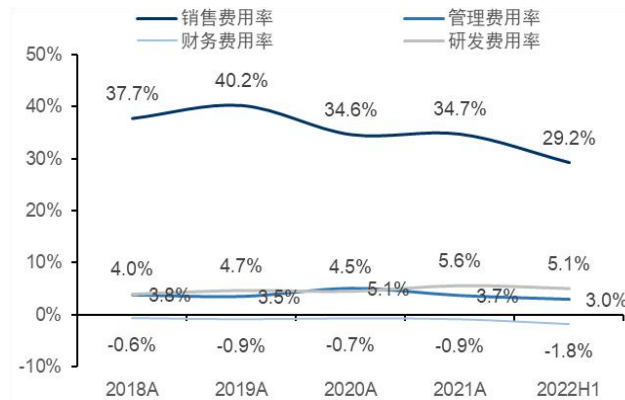
毛利率和管理销售费用率下滑，净利率有所提升。2022H1 毛利率为 78.37%（-3.79pp），主要由于一季度供应链受到冲击和产品结构发生变化（关节占比提升，创伤占比下降）。销售费用率 29.2%（-3.14pp），主要是商务服务费、市场推广费、差旅费的减少；管理费用率 3.0%（-0.4pp），主要因为股份支付费用和咨询服务费减少。受益于费用管控得当，净利率提升至 36%。

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

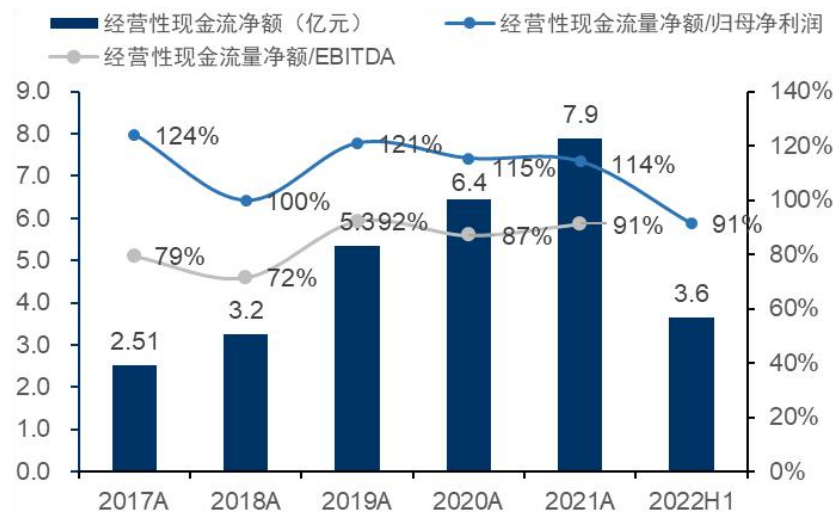
图7: 威高骨科四项费用率变化情况



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 3.6 亿，维持健康水平。2022H1 经营性现金流量净额为 3.64 亿（-10.78%），公司经营销售回款减少，账期有所延长。但现金流仍然处在健康水平，经营现金流与净利润的比值达 91%。

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

研发投入维持高强度, 多项产品处于注册阶段。2022H1 研发费用为 5,593 万元 (+9.68%), 研发费用率为 5.1% (+0.4pp)。公司持续加大研发投入, 提升创新能力并推动创新成果的有效转化。根据公司半年报, 零切迹颈椎融合器、万向锁定接骨板系统、单髁膝关节假体系统等产品均已处于注册或注册发补阶段。此外, 为加快 3D 打印项目的推进, 公司于 2022 年 5 月成立湖南威高高创医疗科技有限公司, 以加快布局研发定制式骨科手术导航。

表1: 威高骨科在研项目情况 (万元)

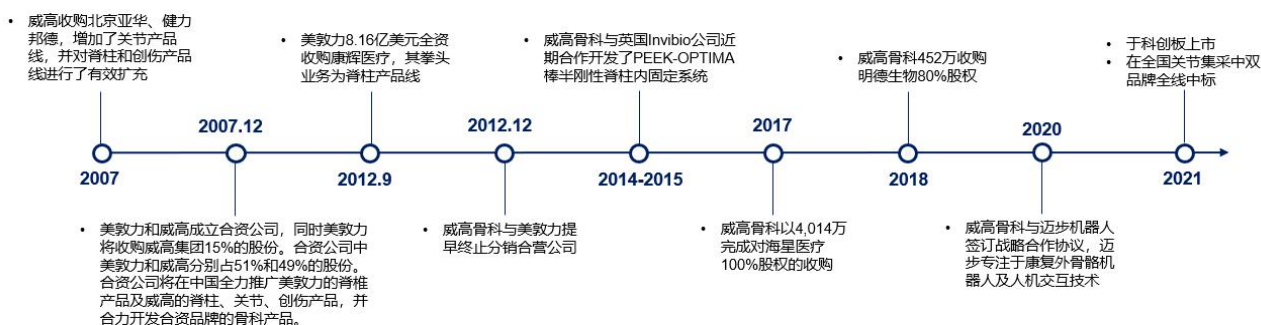
序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	具体应用前景
1	双涂层融合器	2,000	214.81	3,527.91	临床试验	应用于椎间融合术, 利于融合器初期稳定、促进融合器表面的骨长入, 提高融合效果。
2	零切迹颈椎融合器	1,300	307.95	1,345.29	注册阶段	应用于颈椎前路手术, 对周围组织损伤小、减压彻底、稳定性好、融合率高
3	骨小梁椎间融合器	1,600	171.85	2,084.57	产品验证	采用类人体骨小梁结构设计, 利于成骨细胞的增殖分化, 促进骨组织再生与重建, 加快愈合
4	外固定支架系统	1,000	73.04	863.50	注册取证	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	77.59	1,007.92	注册阶段	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	298.03	3,189.89	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	240.63	3,346.23	注册发补	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	117.05	1,059.12	临床试验	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

威高是国产骨科厂商当之无愧的龙头企业

合作共赢和自主创新是威高骨科成长史的主旋律。威高骨科成立于 2005 年 4 月，设立之初布局创伤和脊柱产品线，自主研发了后路内固定系统（SINO）、椎间融合器等数个产品。2007 年收购北京亚华、健力邦德，增加关节产品线，并对脊柱和创伤业务进行有效扩充，产品布局进一步完善。当年 12 月威高与美敦力达成合作协议，成立合资公司销售美敦力及威高旗下产品，同时美敦力入股威高 15% 股权，但 2012 年与美敦力提前终止了分销合营协议。2017 年收购海星医疗，其关节假体定位于高端市场，对标国际先进水平。威高通过自主创新以及合作并购持续完善产品线，稳扎稳打、逐步崛起成为国产骨科龙头。

图9：威高骨科发展历程大事记



资料来源：公司公告、招股书、公司官网、国信证券经济研究所整理

威高骨科是国内产品线最齐备的公司。公司骨科植入医疗器械及手术器械共计取得 320 项产品备案或注册证（截止 2022H1），其中第 II、III 类产品注册证 98 项，是国内在骨科领域产品线最齐备的公司，拥有超过 2 万种不同规格的各类骨科耗材，覆盖钛、钴铬钼、PEEK 等多种材质的颈椎、胸腰骶髂节段解决方案在内的多种脊柱类植入物，锁定板螺钉系统、中空螺钉系统等多种创伤类植入物，生物型髋关节假体系统、无柄髋关节假体系统等关节类骨科植入物，以及各种手术专用器械工具。并且已有多项产品通过 FDA 注册（主要为脊柱类，如内固定系统、融合器等）和通过欧洲 CE 认证（主要为创伤类，如髓内钉、接骨板等）。

威高是全国骨科植入医疗器械市场前五大企业中唯一的国产厂商。如果仅计算国产品牌，威高是国内骨科收入体量最大的国产品牌，也是为数不多的全产品线平衡发展的企业。自 2005 年成立以来，威高通过内生增长和对外并购实现了脊柱、创伤、关节和运动医学的全面覆盖。根据公司招股书，国内骨科市场仍主要被外资巨头主导，威高是国内份额前五企业中唯一的国产厂商。2019 年前四大外资厂商合计份额达 38%，威高的市场份额为 4.61%，与部分外资巨头在份额上差距已经较小。脊柱领域威高排名国内第三，仅次于强生和美敦力，关节领域威高排名国内第 7，国产第 3。进口替代趋势下，各条业务线预计将保持高速增长，公司的市场地位将稳固提升。

表 2：2019 年国内骨科植入物及各细分领域排名和份额情况

排名	骨科植入物	脊柱	创伤	关节
1	强生（17.24%）	强生（28.29%）	强生（14.24%）	捷迈邦美（15.53%）
2	美敦力（9.70%）	美敦力（24.39%）	史赛克（8.15%）	强生（13.55%）
3	捷迈邦美（5.97%）	威高骨科（7.92%）	大博医疗（7.79%）	爱康医疗（9.21%）
4	史赛克（5.19%）	史赛克（6.50%）	美敦力（5.19%）	春立医疗（8.96%）
5	威高骨科（4.61%）	三友医疗（3.97%）	威高骨科（4.66%）	林克骨科（6.92%）
6				施乐辉（5.36%）
7				威高骨科（3.53%）

资料来源：威高骨科招股书，国信证券经济研究所整理

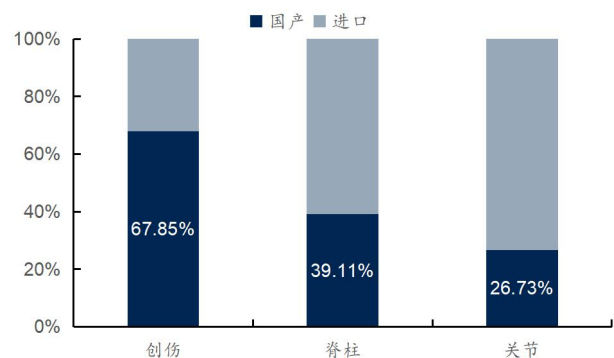
进口替代趋势明显。在价格优势、渠道把控及设计与质量改善的推动下，国内骨科市场进口替代趋势显现，且受益于支持国产设备的医保报销政策，创伤脊柱类国产耗材占比进一步提高，到 2018 年已占据 68% 的份额，比例超过进口。然而在关节领域里，进口产品于 2018 年依然占据 73% 的市场份额，国产替代存在很大空间，在国家医保局推动各品类的集采后国产品牌的份额有望加速提升。

图 10：中国骨科植入物细分市场规模（亿人民币）



资料来源：威高骨科招股书、米内网、标点信息、国信证券经济研究所整理

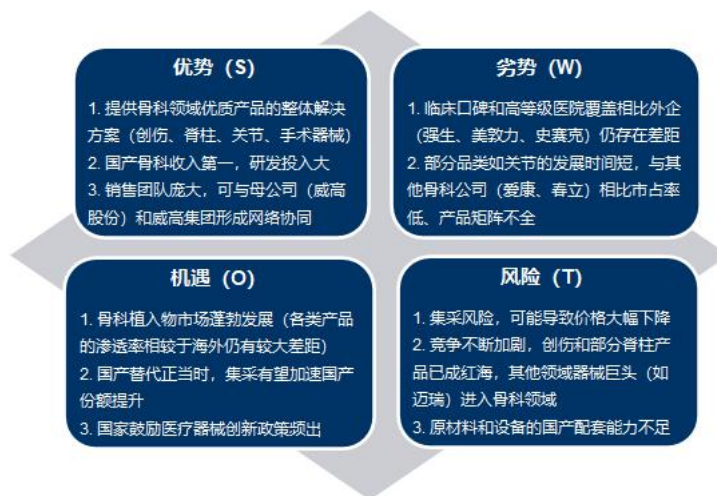
图 11：2018 年中国骨科植入物市场国产进口占比



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》、国信证券经济研究所整理

SWOT 分析：威高骨科正处于行业变革的机遇期。伴随着国民收入的提高、医保覆盖的完善，骨科植入物的渗透率不断提升，叠加进口替代进程的加速和国产医疗器械创新政策鼓励，威高作为国内最大的骨科龙头，以优质的骨科整体解决方案、强大的研发体系和广泛的销售网络，有望成为进口替代红利的最大受益者之一。当然威高骨科也有一定劣势，一方面相较进口在临床口碑、高级别医院覆盖率上仍有差距；威高自身以脊柱起家，关节类产品相较长期深耕该领域的爱康、春立等国产龙头布局晚、市占低。另一方面，创伤类市场已成红海，医疗器械的龙头迈瑞也在布局骨科，竞争不断加剧。但带量采购在骨科领域已大范围开展，关节国采、创伤省级联盟集采和脊柱国采的陆续执行将冲击现有的价格体系和销售模式，同时也给予威高全新的机遇能够与进口企业站在同一起跑线，通过集采快速提升市占率。我们认为行业变革期所带来的风险将成为试金石，大浪淘沙下拥有硬实力的龙头会洗尽铅华，化风险为机遇。

图12: 威高骨科 SWOT 分析



资料来源: 威高骨科招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

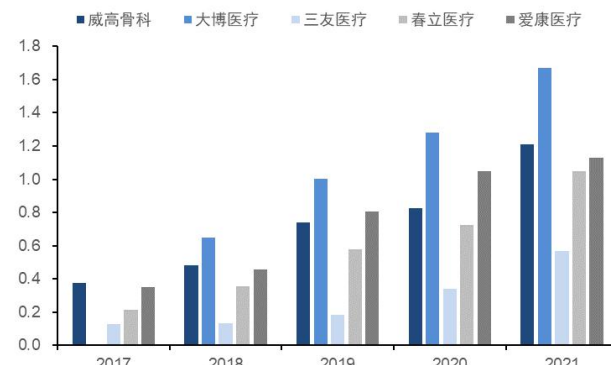
研发投入增长快。2017-2021 年威高骨科累计研发投入达 2.4 亿, 占收入的比例从 4% 提升至 5.6%, 研发费用率相较同业偏低, 但绝对值位于行业内前列。公司及子公司拥有 199 项专利, 其中发明专利 42 项, 并拥有国产骨科公司中最多的三类注册证。

图13: 2017-2021 年威高骨科研发投入 (万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 2017-2021 年各主要骨科公司研发费用 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

脊柱类：2022 年进行国家带量采购，2023 年执行，公司有望提升市场份额促进销售放量，但价格调整可能影响毛利率水平，保守测算毛利率由 90% 下滑至 76%；

创伤类：2022-23 年陆续执行带量采购价格，公司份额稳步提升，产品价格体系逐步进行调整，收入增速和毛利率均受到影响，2024 年收入端增速转正；

关节类：2022 年执行国家集采，终端医院覆盖率和市场份额快速提升，择期手术需求恢复，2021 年低基数下可实现较高速增长，毛利率略有调整；

手术器械及其他：运动医学等新产品未来 3 年内快速放量，整合活性生物骨、富血小板血浆制备套装（PRP）等再生医学业务，推动创新产品快速增长。

表 3：威高骨科营收拆分

单位：万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
脊柱类					
收入（亿元）	817	1,020	1,211	1,486	1,760
增速	6.1%	24.9%	18.7%	22.8%	18.4%
毛利率(%)	90.5%	89.9%	87.0%	76.0%	76.1%
创伤类					
收入（亿元）	538	609	551	505	567
增速	21.8%	13.3%	-9.6%	-8.4%	12.4%
毛利率(%)	84.6%	84.8%	68.6%	63.2%	62.5%
关节类					
收入（亿元）	407	469	656	806	957
增速	33.8%	15.3%	39.9%	22.9%	18.7%
毛利率(%)	67.6%	63.9%	62.0%	65.0%	68.0%
手术器械及其他					
收入（亿元）	61	54	73	238	333
增速	6.4%	-11.6%	35.0%	225.4%	40.0%
毛利率(%)	52.7%	28.9%	45.0%	72.0%	65.0%
其他业务					
收入（亿元）	1	2	2	2	3
毛利率(%)	66.2%	11.5%	45.6%	41.1%	45.0%
合计					
总营收（亿元）	1,824	2,154	2,492	3,037	3,620
增速	15.9%	18.1%	15.7%	21.9%	19.2%
毛利率	82.4%	81.2%	75.1%	70.6%	70.8%

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2022-2024 年营收 24.92/30.37/36.20 亿元，同比增长 15.7%/21.9%/19.2%，毛利率分别为 75.1%/70.6%/70.8%。

未来 3 年业绩预测

表4: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,154	2,492	3,037	3,620
营业成本	405	621	892	1058
销售费用	747	725	762	893
管理费用	80	80	94	109
研发费用	121	130	155	185
财务费用	-19	-40	-30	-18
营业利润	8,115	9,269	11,021	13,273
利润总额	8,099	9,258	11,012	13,266
归属于母公司净利润	690	792	937	1,129

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2022-24 年营收 24.92/30.37/36.20 亿元, 同比增长 15.7%/21.9%/19.2%, 归母净利润分别为 7.92/9.37/11.29 亿元, 同比增长 14.8%/18.3%/20.5%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2022-2024 年净利润分别为 8.41/10.01/12.11 亿元, 同比增长 21.8%/19.1%/20.9%; 2) 中性假设下, 公司 2022-2024 年净利润分别为 7.92/9.37/11.29 亿元, 同比增长 14.8%/18.3%/20.5%。; 3) 悲观假设下, 公司 2022-2024 年净利润分别 7.45/8.74/10.49 亿元, 同比增长 7.9%/17.4%/20.0%。

表5: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测				
营业收入(百万元)	2,154	2,502	3,066	3,672
(+/-%)	18.1%	16.2%	22.5%	19.8%
归母净利润(百万元)	690	841	1001	1211
(+/-%)	23.6%	21.8%	19.1%	20.9%
中性预测				
营业收入(百万元)	2,154	2,492	3,037	3,620
(+/-%)	18.1%	15.7%	21.9%	19.2%
归母净利润(百万元)	690	792	937	1129
(+/-%)	23.6%	14.8%	18.3%	20.5%
悲观的预测				
营业收入(百万元)	2,154	2,482	3,008	3,568
(+/-%)	18.1%	15.3%	21.2%	18.6%
归母净利润(百万元)	690	745	874	1049
(+/-%)	23.6%	7.9%	17.4%	20.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：63.13-70.36 元

基于公司完善的产品布局和行业内的龙头地位，创新产品陆续上市，市场份额不断提升，且国内骨科手术渗透率不断提升，我们预计公司未来收入业绩端保持一定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	15.87%	18.08%	15.7%	21.9%	19.2%	18.9%	18.6%
营业成本/营业收入	17.64%	18.83%	24.9%	29.4%	29.2%	28.7%	28.2%
管理费用/营业收入	4.73%	3.33%	8.4%	8.2%	8.1%	8.1%	8.1%
研发费用/营业收入	34.61%	34.69%	29.1%	25.1%	24.7%	24.6%	24.6%
销售费用/销售收入	1.52%	1.45%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业税及附加/营业收入	15.66%	14.64%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
所得税税率	143.27%	0.76%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股利分配比率	15.87%	18.08%	15.7%	21.9%	19.2%	18.9%	18.6%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.91	T	14.50%
无风险利率	2.60%	Ka	8.52%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.92
公司股价（元）	57.71	Ke	8.60%
发行在外股数（百万）	400	E/(D+E)	98.43%
股票市值(E, 百万元)	23084	D/(D+E)	1.57%
债务总额(D, 百万元)	368	WACC	8.52%
Kd	4.50%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 63.13-70.36 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.12%	8.32%	8.52%	8.72%	8.92%
永续 增长 率变 化	65.77					
	2.6%	77.81	74.29	71.01	67.97	65.12
	2.4%	75.59	72.26	69.15	66.25	63.54
	2.2%	73.52	70.36	67.41	64.64	62.06
	2.0%	71.59	68.58	65.77	63.13	60.66
	1.8%	69.78	66.91	64.23	61.71	59.34
	1.6%	68.08	65.34	62.77	60.36	58.09
	1.4%	66.48	63.86	61.40	59.09	56.91

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

相对估值：63.24-70.26 元

威高骨科是全国骨科植入医疗器械市场前五大企业中唯一的国产厂商，通过内生增长和对外并购实现了脊柱、创伤、关节和运动医学的全面覆盖，进口替代趋势下公司的市场份额将快速提升，市场地位不断稳固。可比公司主要深耕骨科某一细分领域，尚未形成平台型企业，如创伤龙头大博医疗、关节龙头春立医疗和爱康医疗、脊柱龙头三友医疗，考虑到威高骨科的平台属性、抗风险能力和成长性，集采风险逐步出清，给予 2023 年 PE 27-30X 倍，合理目标区间为 63.24-70.26 元。

表9：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG
		2022/9/5	亿元/港币	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)
688161	威高骨科	57.72	231	1.73	1.98	2.34	2.82	33.4	29.1	24.6	20.5	19%	1.6
002901	大博医疗	33.99	142	1.66	2.00	2.55	3.13	20.5	17.0	13.3	10.8	27%	0.7
688085	三友医疗	26.37	60	0.91	0.94	1.18	1.49	29.1	28.1	22.4	17.6	8%	1.3
688236	春立医疗	21.28	72	0.84	0.90	1.14	1.46	25.4	23.6	18.6	14.5	17%	1.2
1789.HK	爱康医疗	7.43	83	0.08	0.18	0.25	0.34	78.7	36.6	26.6	19.3	4%	0.6

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，除威高骨科外，其余为 Wind 一致预测

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，预计 2022-2024 年归母净利润为 7.92/9.37/11.29 亿元，同比增长 14.8%/18.3%/20.5%，EPS 为 1.98/2.34/2.82 元，当前股价对应 PE 29/25/21 倍。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为 63.24-70.26 元，相较当前股价有 9.6-21.7%溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.60%、风险溢价6.50%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司成长性,对可比公司平均动态PE进行修正,最终给予公司27-30倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

集采大幅降价冲击公司营收和盈利能力的风险:当前关节国采和创伤省级联盟集采完成降价竞标、正在执行中,脊柱国采和剩余省份的创伤集采也在陆续开展,若后续脊柱国采的降价幅度超预期,冲击公司的价格体系,将显著影响公司的营收增长和盈利能力,存在经营业绩下滑的风险。

创新产品拓展不及预期风险:公司积极开发创新产品,目前在研发和已上市的新产品包括零切迹颈椎融合器、万向锁定接骨板系统、单髁膝关节假体系统、生物诱导型可吸收带线锚钉等,相关产品上市时间短或研发时间长,存在产品成熟度可能达不到目标,市场推广进度不如预期的风险。

成本费用上升的风险:公司为进一步提高市场占有率,巩固行业领导地位,销售费用、管理费用、研发费用等费用相应增加,且劳动力成本不断上升、原材料成本上升压力加大,将导致经营成本的上升,对公司经营业绩产生不利影响。

行业竞争加剧的风险:国内创伤、脊柱等领域有较多小厂商,国产化率高,竞争激励。关节领域进口占比高,且临床认可度高于国产企业。另外,部分国内龙头器械公司如迈瑞医疗也在布局骨科业务。若竞争对手大幅降价,将加剧行业竞争,对公司经营业绩产生不利影响。

技术风险

核心技术人员流失风险：公司坚持自主创新，通过持续研发，已积累了多项核心技术，大部分核心技术处于国内领先水平，这些技术是公司核心竞争力的主要体现。若公司核心技术人员流失，将会在一定程度上削弱公司的持续研发能力和产品在市场上的竞争力，从而对公司发展造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1601	2560	2313	2469	2761	营业收入	1824	2154	2492	3037	3620
应收款项	334	364	498	552	603	营业成本	322	405	621	892	1058
存货净额	556	565	812	1103	1328	营业税金及附加	28	31	38	46	54
其他流动资产	58	1200	1389	1693	2018	销售费用	631	747	725	762	893
流动资产合计	2549	4699	5023	5827	6720	管理费用	92	80	80	94	109
固定资产	363	400	913	1290	1910	研发费用	82	121	130	155	185
无形资产及其他	106	100	96	92	88	财务费用	(13)	(19)	(40)	(30)	(18)
投资性房地产	156	205	205	205	205	投资收益	0	23	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及信用减值损失	(23)	(14)	(25)	(32)	(29)
资产总计	3175	5403	6237	7414	8923	其他收益	(74)	(106)	(117)	(140)	(167)
短期借款及交易性金融负债	0	5	0	0	200	营业利润	667	811	927	1102	1327
应付款项	263	349	533	753	875	营业外净收支	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	348	380	481	582	680	利润总额	666	810	926	1101	1327
流动负债合计	611	734	1013	1335	1756	所得税费用	104	119	134	165	199
长期借款及应付债券	0	0	0	200	500	少数股东损益	3	1	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	100	132	132	132	132	归属于母公司净利润	558	690	792	937	1129
长期负债合计	100	132	132	332	632	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	710	866	1145	1667	2388	净利润	558	690	792	937	1129
少数股东权益	10	6	5	5	4	资产减值准备	8	(15)	4	3	5
股东权益	2454	4532	5086	5742	6532	折旧摊销	42	51	61	93	129
负债和股东权益总计	3175	5403	6237	7414	8923	公允价值变动损失	(19)	(4)	25	32	29
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(13)	(19)	(40)	(30)	(18)
每股收益	1.56	1.73	1.98	2.34	2.82	营运资本变动	(776)	(1095)	(282)	(324)	(375)
每股红利	2.23	0.01	0.59	0.70	0.85	其它	(10)	16	(5)	(4)	(6)
每股净资产	6.84	11.33	12.72	14.35	16.33	经营活动现金流	(196)	(356)	596	737	911
ROIC	36%	22%	17%	19%	21%	资本开支	0	(68)	(600)	(500)	(780)
ROE	23%	15%	16%	16%	17%	其它投资现金流	0	(10)	0	0	0
毛利率	82%	81%	75%	71%	71%	投资活动现金流	0	(78)	(600)	(500)	(780)
EBIT Margin	42%	42%	36%	36%	36%	权益性融资	0	1405	0	0	0
EBITDA Margin	43%	44%	38%	39%	40%	负债净变化	0	0	0	200	300
收入增长	16%	18%	16%	22%	19%	支付股利、利息	(800)	(5)	(238)	(281)	(339)
净利润增长率	26%	24%	15%	18%	20%	其它融资现金流	1585	(2)	(5)	0	200
资产负债率	23%	16%	18%	23%	27%	融资活动现金流	(15)	1392	(243)	(81)	161
息率	3.9%	0.0%	1.0%	1.2%	1.5%	现金净变动	(211)	958	(246)	156	292
P/E	37.1	33.4	29.1	24.6	20.5	货币资金的期初余额	1812	1601	2560	2313	2469
P/B	8.4	5.1	4.5	4.0	3.5	货币资金的期末余额	1601	2560	2313	2469	2761
EV/EBITDA	27.0	25.5	25.3	21.0	17.6	企业自由现金流	(96)	(345)	(51)	194	96
						权益自由现金流	1489	(347)	(22)	420	612

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