

威高骨科 (688161.SH)

二季度营收环比增长 16%，各产品线销量及市场份额均实现增长

优于大市

核心观点

业绩正逐步走出集采影响，二季度营收环比增长 16%。2024 年上半年公司实现营收 7.51 亿 (-6.81%)，归母净利润 0.93 亿 (-16.67%)，扣非归母净利润 0.89 亿 (-16.70%)，下降原因主要是脊柱产品集采前后的价格降幅导致。单二季度公司实现营收 4.03 亿 (-3.12%)，环比增长 15.73%，归母净利润 0.58 亿 (+230.47%)，环比增长 66.80%，业绩开始呈现环比提升趋势，下半年有望持续向好。

各产品线均实现销量、手术量和市场份额的持续增长，关节业务线快速放量。2024 年上半年脊柱线实现收入 2.2 亿，其中二季度环比增长 12%，下半年随着脊柱囊袋和椎体支架新产品上市，脊柱线增速预计会进一步加快。创伤线实现收入 1.2 亿，其中二季度环比增长 33%，公司针对性地完善物流布局，并加强与其他产品线的协同。关节线实现收入 2.3 亿，上半年完成的接续采购中，公司主要产品组套相比于上一轮集采中标价均有提升，续约集采执行后，公司关节线的整体收入和毛利率水平将得到进一步提升。新业务线表现较为亮眼，上半年运动医学产线实现收入 1880 万，其中二季度环比增加 4 倍，PRP 销售收入约 1 亿，量子医疗收入约 1700 万。上半年公司积极布局海外市场，建立专业的海外市场团队，积极推动东南亚市场重点渠道建设，启动巴西、沙特、迪拜、泰国等 11 个国家的产品注册。

盈利能力逐季回升，经营现金流保持健康水平。2024 年上半年公司毛利率为 64.1% (-7.2pp)，部分由于脊柱产品在去年同期主要执行集采前价格。销售费用率 37.1% (-4.6pp)，销售费用同比下降 17.1%；研发费用率 8.5% (+0.8pp)，管理费用率 5.4% (+2.0pp)。净利率为 12.8% (-1.0pp)，其中 24Q1 为 10.3%，24Q2 为 15.0%，分季度看盈利能力已明显改善。上半年经营性现金流量净额为 1.44 亿 (+148.45%)，经营现金流与净利润的比值达 155%，保持健康水平。

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，积极开拓组织修复和脊柱微创业务，集采趋势下公司快速提升市场份额，巩固龙头地位。考虑宏观环境和政策影响，调整盈利预测，预计 2024-26 年收入为 14.74/17.62/20.36 亿（原为 14.93/17.39/19.81 亿），同比增长 14.8%/19.6%/15.5%；归母净利润为 2.22/2.92/3.43 亿元（原为 2.20/2.75/3.20 亿），同比增长 97.6%/31.4%/17.6%，当前股价对应 PE 为 40.0/30.5/25.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：关节/脊柱产品放量低于预期；医疗事故风险；市场竞争风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,848	1,284	1,474	1,762	2,036
(+/-%)	-14.2%	-30.5%	14.8%	19.6%	15.5%
净利润(百万元)	544	112	222	292	343
(+/-%)	-21.2%	-79.4%	97.6%	31.4%	17.6%
每股收益(元)	1.36	0.28	0.55	0.73	0.86
EBIT Margin	31.2%	6.5%	14.6%	17.1%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	2.9%	5.5%	6.9%	7.6%
市盈率 (PE)	16.3	79.1	40.0	30.5	25.9
EV/EBITDA	15.5	69.4	38.0	28.8	24.5
市净率 (PB)	1.82	2.30	2.20	2.09	1.98

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

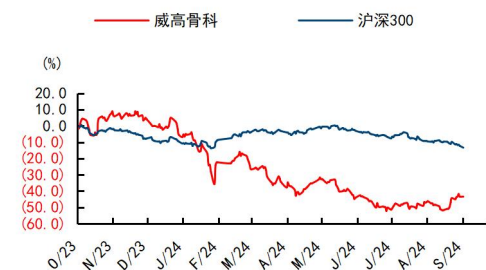
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn S0980523050001
 证券分析师：张超 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn S0980522080001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.22 元
总市值/流通市值	8888/8888 百万元
52 周最高价/最低价	44.24/18.54 元
近 3 个月日均成交额	17.80 百万元

市场走势



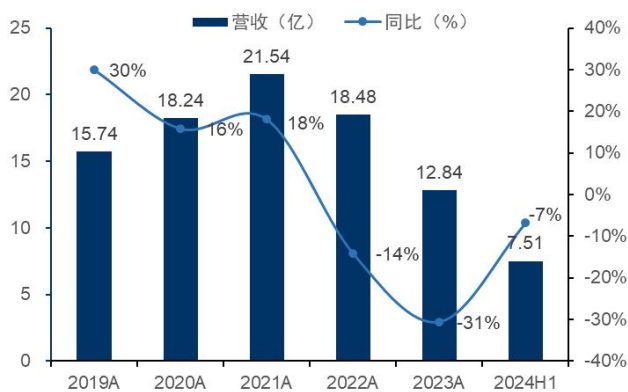
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《威高骨科 (688161.SH) - 业绩受集采影响，新掌舵人带领骨科龙头加速创新和国际化》——2024-04-10
- 《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》——2023-04-17
- 《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
- 《器械集采复盘系列 2——骨科：集采影响持续出清，发展新阶段可期》——2023-08-16
- 《骨科器械行业专题及财报总结：行而不辍，未来可期》——2023-06-15

业绩正逐步走出集采影响，二季度营收环比增长 16%。骨科植入物耗材带量采购已全面落地，各主要集采产线逐步进入平稳执行阶段。2024 年上半年公司实现营收 7.51 亿（-6.81%），归母净利润 0.93 亿（-16.67%），扣非归母净利润 0.89 亿（-16.70%），下降原因主要是脊柱产品集采前后的价格降幅导致，公司脊柱产品在去年上半年大部分时间执行集采前价格。单二季度公司实现营收 4.03 亿（-3.12%），环比增长 15.73%，归母净利润 0.58 亿（+230.47%），环比增长 66.80%，业绩开始呈现环比提升趋势，下半年有望持续向好。

图1：威高骨科营业收入及增速（单位：亿元、%）



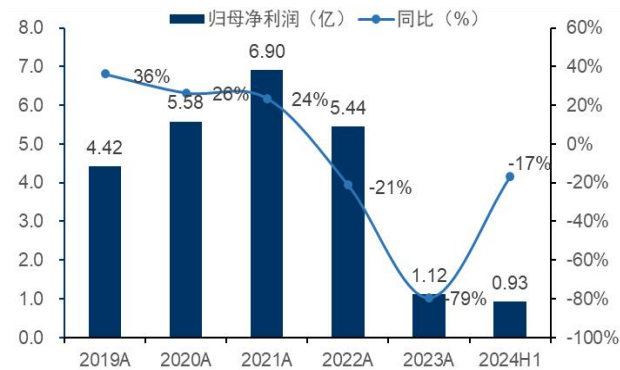
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

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
注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

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

各产品线均实现销量、手术量和市场份额的持续增长，关节业务线快速放量：

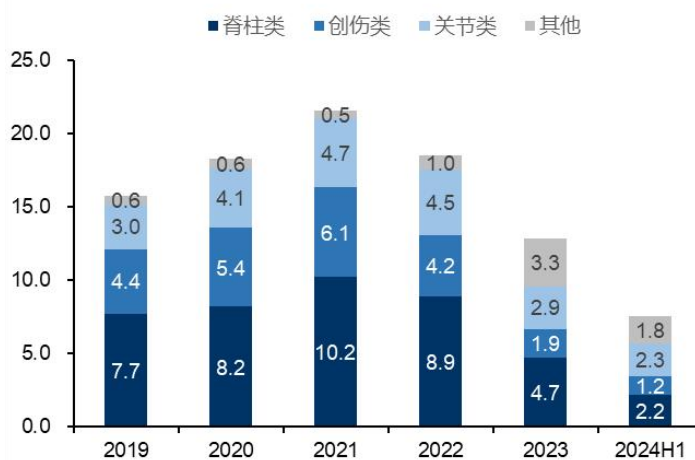
- 24H1 脊柱线实现收入 2.2 亿，其中二季度环比增长 12%；手术量同比增长 15%，销量同比增长 36%，2024 年 4 月公司“骨填充囊袋系统”和钛涂层“椎间融合器”获批注册证，下半年随着新产品上市，脊柱线增速预计会进一步加快。
- 24H1 创伤线实现收入 1.2 亿，其中二季度环比增长 33%；手术量同比增长 28%，销量同比增长 25%，公司针对性地完善物流布局，发挥配送能力优势，并加强与其他产品线的协同，提升产品组套价格。
- 24H1 关节线实现收入 2.3 亿，手术量同比增长 21%，销量同比增长 22%；

上半年完成的接续采购中，公司主要产品组套价格相比于上一轮集采中标价均有提升，其中膝关节产品的价格提升较为明显，续约集采执行后，公司关节线的整体收入和毛利率水平将得到进一步提升。

- 24H1 运动医学产线实现收入 1880 万，其中二季度环比增加 4 倍；手术量及销量较去年同期增加 3 倍，业务体量是同期的 7 倍，公司抓住运动医学集采机遇，利用可吸收带线锚钉和可吸收免打结锚钉等主打产品，快速提升市场占有率。
- 24H1 组织修复产线销量增长明显，PRP 销售收入约 1 亿。公司的组织修复产品线为国内领先品牌，持续丰富产品适应症，不断增加临床科室覆盖。
- 24H1 脊柱微创产线积极进行市场开拓与布局，量子医疗上半年收入约 1700 万，同比增长显著。公司通过产品整合及制定差异化的价格和销售策略，PEEK 颅骨修补及摄像系统和椎间孔镜的客户覆盖数量为同期 3 倍。与美国 2020 年脊柱微创手术占脊柱手术的 50% 相对比，我国脊柱微创手术存在很大的增长空间。

上半年公司积极布局海外市场，建立专业的海外市场团队，积极推动东南亚市场重点渠道建设，在印度尼西亚、泰国通过渠道及客户的精细化管理增加品牌曝光度，提高市场覆盖。启动巴西、沙特、迪拜、泰国等 11 个国家的产品注册，涉及运动医学、脊柱、创伤和人工关节等产品，为海外市场准入做好准备。

图5：威高骨科各产品系列的收入情况



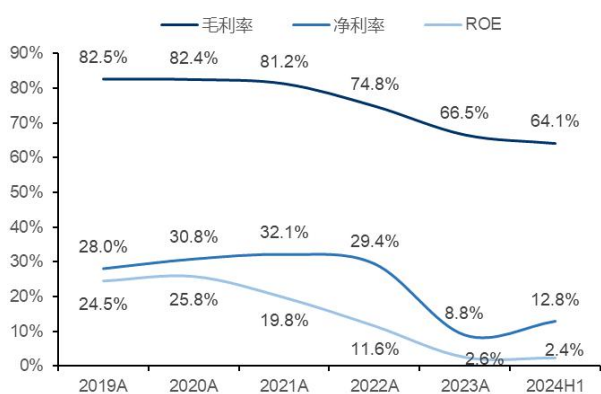
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

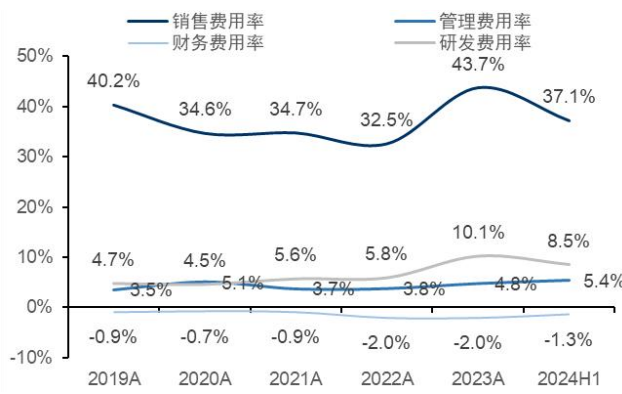
销售费用率显著下降，盈利能力逐季回升。2024 年上半年公司毛利率为 64.1% (-7.2pp)，部分由于脊柱产品在去年同期主要执行集采前价格。销售费用率 37.1% (-4.6pp)，销售费用同比下降 17.1%，公司采取优化营销组织架构与人员结构、进行渠道整合以降低服务费、根据市场需要调整营销模式以及费用精细化管理等措施，不断降低销售费用；研发费用率 8.5% (+0.8pp)，研发费用同比增长 3.2%，主要由于研发人员薪酬及材料投入增加；管理费用率 5.4% (+2.0pp)，主要因为职工薪酬增加。净利率为 12.8% (-1.0pp)，其中 24Q1 为 10.3%，24Q2 为 15.0%，分季度看盈利能力已明显改善。

图6：威高骨科毛利率、净利率和 ROE 变化情况

图7：威高骨科四项费用率变化情况



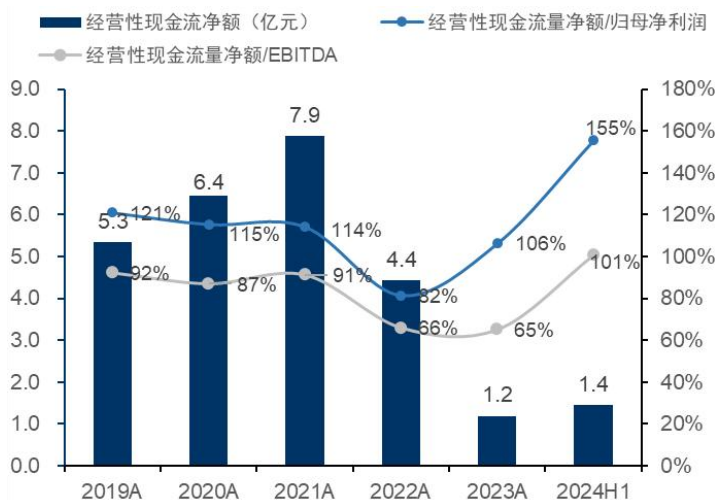
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

经营现金流保持健康水平。2024 年上半年经营性现金流量净额为 1.44 亿 (+148.45%)，公司销售商品、提供劳务收到的现金与收入表现同步，部分由于上半年期收到 2023 年所得税汇算清缴退税及缴纳增值税同比减少，经营现金流与净利润的比值达 155%，保持健康水平。

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
注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

保持高强度研发投入，丰富产品矩阵。2024 年上半年研发费用为 0.64 亿 (+3.13%)，研发投入占营收比例为 8.48% (+0.82pp)。公司围绕“新疗法/新技术/新材料、再生康复、智能辅助与 3D 打印”等领域进行拓展布局，聚焦脊柱微创、疼痛管理和肌骨康复等领域进行研发创新，探索扩展脊柱微创领域并拓展疼痛管理产品线，通过技术合作等途径拓展骨科康复新领域。

表1：威高骨科在研项目情况（万元，截至 2024 年半年报）

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	涂层融合器	2,000	63.11	4,120.26	已取证	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	92.76	1,776.80	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	50.48	2,558.45	注册阶段	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	82.13	1,134.74	上市阶段	应用于骨折断面愈合术，提供稳定的固定、保

代码	产品名称	数量	单价	总市值	阶段	描述
5	万向锁定接骨板系统	700	0.16	1,036.79	上市阶段	护局部血运,从力学及生物学双重保障骨折愈合 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	473.78	4,290.17	上市阶段	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	459.94	4,837.69	上市阶段	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	289.42	2,408.52	上市阶段	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、实现体内自然降解、促进骨生长
9	可降解镁合金空心螺钉	1,490	168.38	747.71	注册阶段	适用于四肢骨折内固定,特别是骨质疏松骨折固定
10	诱导成骨多孔钽融合器	1,911	281.08	633.92	研发阶段	用于腰椎融合的内固定治疗
11	可视化高通畅负压引流套装	738.60	19.62	286.74	检验阶段	针对皮肤或软组织缺损后形成的创面,以硅胶材料充当填充介质并配合引流,将开放性创面变为闭合性创面,促进愈合
12	等离子手术设备	250	32.45	132.26	研发阶段	主要用于关节和矫形外科手术

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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,积极开拓组织修复和脊柱微创业务,集采趋势下公司快速提升市场份额,巩固龙头地位。国内骨科行业中以退行性疾病为主的脊柱、关节手术渗透率仍较低,未来行业有望保持稳健增长。考虑宏观环境和政策影响,调整盈利预测,预计 2024-26 年收入为 14.74/17.62/20.36 亿(原为 14.93/17.39/19.81 亿),同比增长 14.8%/19.6%/15.5%;归母净利润为 2.22/2.92/3.43 亿元(原为 2.20/2.75/3.20 亿),同比增长 97.6%/31.4%/17.6%,当前股价对应 PE 为 40.0/30.5/25.9 倍,公司具备平台化成长潜力和抗风险属性,维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			ROE (摊薄)		PEG
		2024/9/9	亿元/港币	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)
688161	威高骨科	22.22	89	0.28	0.55	0.73	0.86	79.1	40.0	30.5	25.9	2%	0.9
002901	大博医疗	24.00	99	0.14	0.76	1.25	1.65	168.5	31.6	19.2	14.5	0%	0.3
688085	三友医疗	18.13	45	0.38	0.51	0.74	0.94	47.1	35.3	24.6	19.2	3%	1.0
688236	春立医疗	10.87	38	0.72	0.65	0.78	0.93	15.0	16.7	13.9	11.7	9%	1.9
1789.HK	爱康医疗	3.83	43	0.16	0.24	0.31	0.39	21.8	14.8	11.3	8.9	7%	0.4

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、春立医疗、爱康医疗外, 其余为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2615	1860	2092	2355	2770	营业收入	1848	1284	1474	1762	2036
应收款项	429	320	355	410	463	营业成本	466	430	525	618	718
存货净额	658	754	813	887	944	营业税金及附加	27	19	20	24	27
其他流动资产	1294	1330	1179	1146	1018	销售费用	601	561	517	594	668
流动资产合计	4995	4264	4440	4797	5195	管理费用	70	61	71	81	94
固定资产	425	460	450	426	390	研发费用	108	130	125	145	163
无形资产及其他	100	114	110	107	103	财务费用	(37)	(26)	(16)	(14)	(13)
投资性房地产	231	258	258	258	258	投资收益	28	28	28	25	22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及信用减值损失	(16)	(15)	(11)	(12)	(14)
资产总计	5752	5097	5258	5588	5947	其他收入	(94)	(122)	(116)	(134)	(151)
短期借款及交易性金融负债	4	5	5	5	5	营业利润	639	131	257	338	399
应付款项	381	380	474	564	661	营业外净收支	(0)	1	0	0	0
其他流动负债	382	702	596	632	653	利润总额	638	132	258	339	399
流动负债合计	768	1087	1075	1201	1319	所得税费用	95	19	36	47	56
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	1	(0)	(0)	0
其他长期负债	114	136	136	136	136	归属于母公司净利润	544	112	222	292	343
长期负债合计	114	136	136	136	136	现金流量表 (百万元)					
负债合计	882	1222	1211	1337	1455	净利润	544	112	222	292	343
少数股东权益	0	5	5	5	5	资产减值准备	4	23	(1)	(2)	(2)
股东权益	4870	3869	4043	4247	4487	折旧摊销	56	62	55	58	60
负债和股东权益总计	5752	5097	5258	5588	5947	公允价值变动损失	(7)	(31)	11	12	14
关键财务与估值指标						财务费用	(37)	(26)	(16)	(14)	(13)
每股收益	1.36	0.28	0.55	0.73	0.86	营运资本变动	(258)	314	43	29	133
每股红利	0.53	0.41	0.12	0.22	0.26	其它	(4)	(24)	1	2	3
每股净资产	12.18	9.67	10.11	10.62	11.22	经营活动现金流	335	457	331	391	551
ROIC	11%	2%	5%	8%	11%	资本开支	0	(142)	(51)	(41)	(33)
ROE	11%	3%	5%	7%	8%	其它投资现金流	10	0	0	0	0
毛利率	75%	67%	64%	65%	65%	投资活动现金流	10	(142)	(51)	(41)	(33)
EBIT Margin	31%	6%	15%	17%	18%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	11%	18%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-14%	-31%	15%	20%	16%	支付股利、利息	(211)	(164)	(48)	(88)	(103)
净利润增长率	-21%	-79%	98%	31%	18%	其它融资现金流	134	(742)	0	0	0
资产负债率	15%	24%	23%	24%	25%	融资活动现金流	(290)	(1070)	(48)	(88)	(103)
息率	2.4%	1.8%	0.5%	1.0%	1.2%	现金净变动	55	(754)	232	262	415
P/E	16.3	79.1	40.0	30.5	25.9	货币资金的期初余额	2560	2615	1860	2092	2355
P/B	1.8	2.3	2.2	2.1	2.0	货币资金的期末余额	2615	1860	2092	2355	2770
EV/EBITDA	15.5	69.4	38.0	28.8	24.5	企业自由现金流	289	306	232	305	476
						权益自由现金流	423	(436)	247	353	531

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