

威高骨科 (688161.SH)

优于大市

2025年一季度归母净利同比增长48%，发布新一期股权激励计划

核心观点

集采影响出清，2025年一季度归母净利同比增长48%。2024年公司实现营业收入14.53亿(+13.2%)，归母净利2.24亿(+99.2%)，扣非归母净利2.11亿(+95.4%)，骨科耗材集采平稳执行，公司根据政策及市场形势主动调整经营策略，做好集采产品供应，积极推动标外产品入院销售，提高市占率和客户覆盖率。2025Q1公司实现营业收入2.90亿(-16.6%)，归母净利0.52亿(+48.4%)，收入下降主要是由于产品销售模式整合，但销售费用下降，叠加精细化管理所带来的经营效率提升，公司净利润增长明显。公司发布2025年限制性股票激励计划，2025-28年业绩考核目标的CAGR为18.1%。

公司快速完成集采协议手术量，带动标外手术增长，市场覆盖率提升明显。2024年脊柱产线收入4.21亿元(-10.9%)，脊柱产品在2023年一季度仍执行集采前价格。剔除集采降价影响，销量同比增长21.37%；创伤产线收入2.42亿元(+24.0%)，销量同比增长10.5%；关节产线收入4.21亿元(+46.1%)，销量同比增长51.7%，国采接续采购中公司关节产品中标价格提升明显；运动医学产线收入4,425万元，同比增长近4倍，公司抓住集采机遇，市场份额大幅提升。公司推动出海战略落地，从全球视野进行销售渠道建立以及研发项目推进，持续完善海外事业部。

销售费用率显著下降，净利率回升。2024年公司毛利率为65.7%(-0.8pp)，部分由于脊柱产品在去年一季度仍执行集采前价格。销售费用率33.1%(-10.6pp)，销售费用同比下降14.3%，公司加强精细化绩效管理，合理规划市场费用的投入，通过优化营销架构和人员结构、渠道整合、市场费用精细化管理；研发费用率8.3%(-1.9pp)，主要由于技术服务费及注册、检验及实验费用减少；管理费用率6.4%(+1.6pp)，主要因为员工绩效工资同比增加；净利率为15.7%(+6.9pp)，盈利能力已显著改善。2025年一季度毛利率为63.7%，净利率为18.1%，保持良好盈利趋势。

投资建议：公司是平台化发展的国产骨科龙头，实现脊柱、创伤、关节、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。考虑公司销售模式调整及股权激励费用影响，下调2025-26年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025-27年归母净利润为2.54/3.12/3.77亿元(2025-26年原为2.92/3.43亿)，同比增长13.3%/23.2%/20.9%，当前股价对应PE为40.3/32.7/27.1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。

风险提示：关节/脊柱产品放量低于预期；市场竞争风险；政策风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,284	1,453	1,646	1,853	2,071
(+/-%)	-30.5%	13.2%	13.3%	12.6%	11.7%
净利润(百万元)	112	224	254	312	377
(+/-%)	-79.4%	99.2%	13.3%	23.2%	20.9%
每股收益(元)	0.28	0.56	0.63	0.78	0.94
EBIT Margin	6.5%	16.8%	17.7%	20.0%	22.1%
净资产收益率(ROE)	2.9%	5.7%	6.2%	7.2%	8.2%
市盈率(PE)	91.0	45.7	40.3	32.7	27.1
EV/EBITDA	78.6	36.9	33.5	27.2	22.6
市净率(PB)	2.64	2.59	2.48	2.36	2.23

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

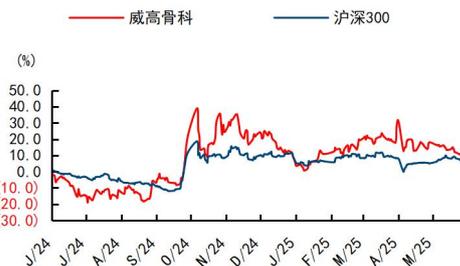
证券分析师：张超 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn
 证券分析师：陈曦炳 0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn
 S0980522080001 S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723 pengsiyu@guosen.com.cn
 S0980521060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.47元
总市值/流通市值	10188/10188百万元
52周最高价/最低价	33.63/18.54元
近3个月日均成交额	36.91百万元

市场走势



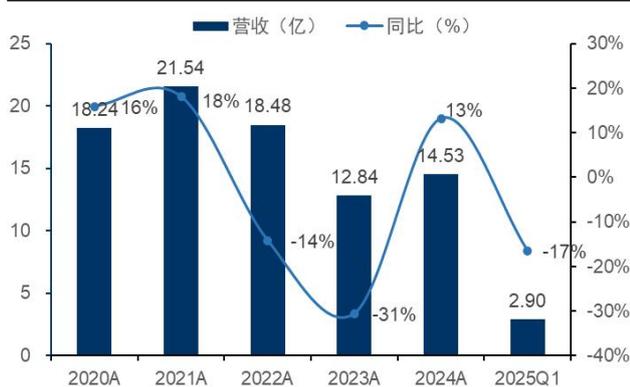
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《威高骨科(688161.SH)-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》——2024-09-10
- 《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
- 《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

集采影响出清，2025年一季度归母净利润同比增长48%。2024年公司实现营收14.53亿(+13.2%)，归母净利润2.24亿(+99.2%)，扣非归母净利润2.11亿(+95.4%)，骨科耗材集采平稳执行，公司根据政策及市场形势主动调整经营策略，做好集采产品供应，积极推动标外产品的入院销售，提高整体市占率和客户覆盖率。单四季度公司实现营收3.69亿(+83.8%)，归母净利润0.59亿(同比扭亏为盈)，集采影响已全面出清。2025年一季度公司实现营收2.90亿(-16.6%)，归母净利润0.52亿(+48.4%)，收入下降主要是由于产品销售模式整合，但销售费用下降，叠加精细化管理所带来的经营效率提升，公司净利润增长明显。

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、%)



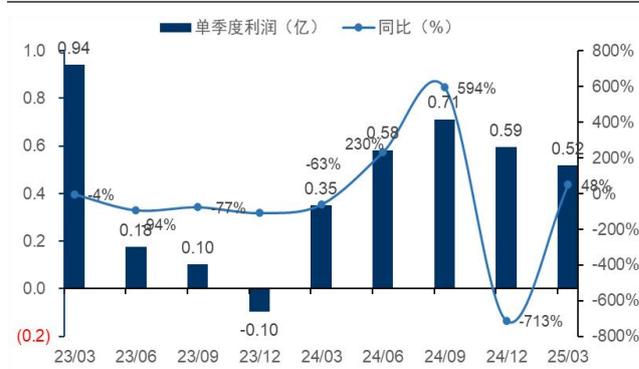
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

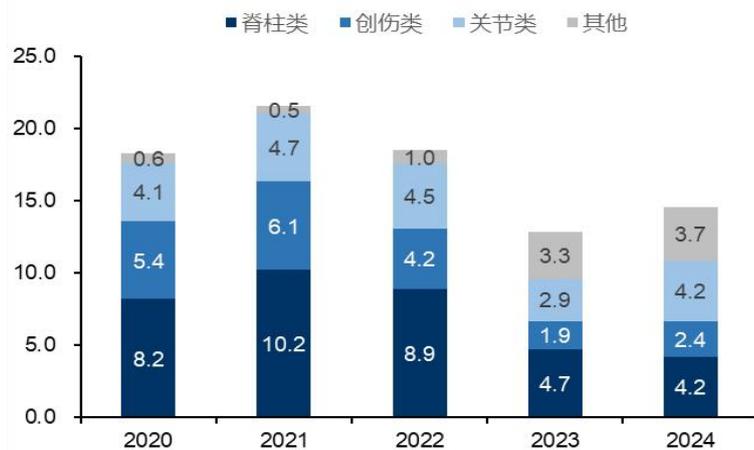
公司充分发挥产品结构及物流配送优势，加强核心客户管理，在快速完成集采协议手术量的基础上，带动标外手术的增长，市场覆盖率提升明显：

- 2024年脊柱产线收入4.21亿元(-10.9%)，脊柱产品在2023年一季度仍执行集采前价格，导致脊柱收入同比下降。剔除集采降价影响，销量同比增长21.37%。
- 2024年创伤产线收入2.42亿元(+24.0%)，销量同比增长10.5%。
- 2024年关节产线收入4.21亿元(+46.1%)，销量同比增长51.7%。2024年5月，人工关节国采接续采购开标，并于2024年9月正式执行，公司关

节产品中标价格提升明显。关节产线营销策略调整，加强客户管理和市场支持，关节产品市场份额提升。

- 2024 年运动医学产线收入 4,425 万元，同比增长近 4 倍。运动医学全国集采在 2024 年上半年开始陆续执行，公司抓住集采机遇，覆盖客户由 734 家增长到 1,786 家，市场份额大幅提升。
- 公司推动出海战略落地，从全球视野进行销售渠道建立以及研发项目推进，持续完善海外事业部。建立战略市场和商贸市场的开发策略和执行标准，集中优势资源开发战略市场提升销售业绩，深耕巩固已开发的商贸市场，同步开发空白市场形成全球网络覆盖。

图5：威高骨科各产品系列的收入情况



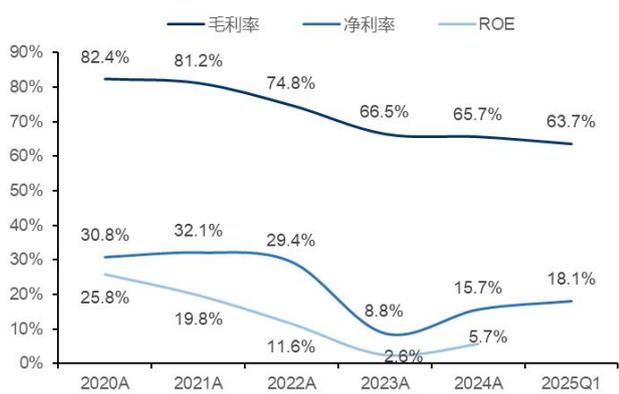
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

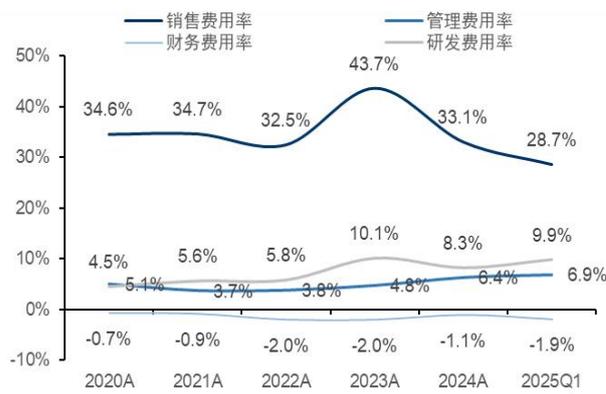
销售费用率显著下降，净利率回升。2024 年公司毛利率为 65.7% (-0.8pp)，部分由于脊柱产品在去年一季度仍执行集采前价格。销售费用率 33.1% (-10.6pp)，销售费用同比下降 14.3%，公司加强精细化绩效管理，合理规划市场费用的投入，通过优化营销架构和人员结构、渠道整合、市场费用精细化管理；研发费用率 8.3% (-1.9pp)，主要由于技术服务费及注册、检验及实验费用减少；管理费用率 6.4% (+1.6pp)，主要因为员工绩效工资同比增加；净利率为 15.7% (+6.9pp)，盈利能力已显著改善。2025 年一季度毛利率为 63.7%，净利率为 18.1%，保持良好盈利趋势。

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 年经营性现金流量净额为 2.74 亿 (+129.6%)，经营现金流与净利润的比值达 123%，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 年研发费用为 1.20 亿 (-7.9%)，公司围绕“新疗法、新技术、新材料、再生修复、计算机辅助”等具有生命力的创新领域，积极扩展再生生物材料和智能化新技术的应用开发，通过研发拓展和外延并购，支撑骨科新领域的拓展布局。

表1: 威高骨科在研项目情况 (万元, 截至 2024 年年底)

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	100.59	4157.74	上市阶段	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	190.13	1874.17	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	80.47	2,558.43	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	203.87	1256.48	上市阶段	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	0.51	1037.13	上市阶段	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	791.97	4608.36	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	单髌膝关节假体系统	1,800	883.86	5261.61	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	379.53	2498.64	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	216.49	795.83	动物实验	适用于四肢骨折内固定, 特别是骨质疏松骨折固定
10	诱导成骨多孔钽关节补块	1,911	558.91	911.76	研发阶段	满足患者骨缺损部位多孔结构和力学性能需要
11	可视化高通畅负压引流套装	738.60	107.61	364.90	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	82.70	182.51	注册阶段	主要用于关节和矫形外科手术
13	一次性使用纤维环缝合器	150	36.05	78.39	完成注册、批量生产	较大程度缓解椎间盘髓核摘除术后复发, 可延缓椎间盘退变、增强术后脊柱稳定性

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司发布 2025 年限制性股票激励计划。本次激励计划授予数量为 720 万股, 占总股本的 1.8%。激励对象共 55 人, 覆盖董事长、总经理、多位副总在内的核心管理层、核心技术人员及核心骨干, 授予价格为 13.89 元/股。业绩考核目标为扣除股份支付费用后的归母净利润, 2025-2028 年业绩考核目标的复合增长率为 18.1%。

表2: 威高骨科 2025 年股权激励方案简介

		2025 年限制性股票激励计划
激励工具		第二类限制性股票
拟授予的限制性股票数量 (万股)		720.00 (首次授予 670 万股, 预留 50 万股)
首次授予价格 (元)		13.89 元/股
授予的激励对象人数		55 人
基数和考核指标		以达到业绩考核目标作为归属条件之一, “归母净利润”剔除公司全部在有效期内股权激励计划/员工持股计划 (若有) 所涉及的股份支付费用数值作为计算依据
业绩考核目标	第一个归属期	2025 年: 归母净利润不低于 2.90 亿
	第二个归属期	2026 年: 归母净利润不低于 3.43 亿
	第三个归属期	2027 年: 归母净利润不低于 4.05 亿
	第四个归属期	2028 年: 归母净利润不低于 4.78 亿
需摊销的总费用 (万元, 不包含预留部分)		9693.23

资料来源: 公司公告, 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, 实现脊柱、创伤、关节、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。考虑公司销售模式调整及股权激励费用影响, 下调 2025-26

年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 2.54/3.12/3.77 亿元（2025-26 年原为 2.92/3.43 亿），同比增长 13.3%/23.2%/20.9%，当前股价对应 PE 为 40.3/32.7/27.1 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3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE (摊薄)	PEG
		2025/5/26	亿元/港币	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)
688161	威高骨科	25.56	102	0.28	0.63	0.78	0.94	91.0	40.3	32.7	27.1	5%	2.1
002901	大博医疗	37.68	156	0.14	1.24	1.64	1.99	264.6	30.4	23.0	19.0	9%	0.9
688085	三友医疗	20.08	56	0.38	0.43	0.63	0.88	52.2	47.0	31.8	22.9	0%	0.3
688236	春立医疗	16.72	57	0.72	0.51	0.64	0.80	23.1	32.8	25.9	21.0	3%	0.9
1789.HK	爱康医疗	5.60	63	0.16	0.30	0.36	0.43	32.6	17.5	14.5	12.1	11%	0.8

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、爱康医疗外, 其余均为 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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1860	1723	1866	2067	2407	营业收入	1284	1453	1646	1853	2071
应收款项	320	284	338	355	397	营业成本	430	498	566	637	713
存货净额	754	687	812	921	944	营业税金及附加	19	18	20	23	26
其他流动资产	1330	1407	1482	1483	1450	销售费用	561	481	515	556	604
流动资产合计	4264	4191	4588	4916	5288	管理费用	61	92	131	137	125
固定资产	460	426	371	307	233	研发费用	130	120	122	130	145
无形资产及其他	114	100	97	94	91	财务费用	(26)	(16)	(14)	(11)	(9)
投资性房地产	258	231	231	231	231	投资收益	28	27	25	22	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及信用减值损失	(15)	(33)	(37)	(41)	(46)
资产总计	5097	4948	5287	5548	5843	其他收入	(122)	(102)	(110)	(118)	(133)
短期借款及交易性金融负债	5	5	5	5	5	营业利润	131	272	305	375	453
应付款项	380	282	369	418	472	营业外净收支	1	(1)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	702	571	652	652	638	利润总额	132	271	304	375	453
流动负债合计	1087	858	1026	1076	1115	所得税费用	19	43	46	56	68
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	5	5	6	8
其他长期负债	136	126	126	126	126	归属于母公司净利润	112	224	254	312	377
长期负债合计	136	126	126	126	126	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1222	985	1152	1202	1241	净利润	112	224	254	312	377
少数股东权益	5	10	13	17	22	资产减值准备	23	9	(5)	(6)	(7)
股东权益	3869	3954	4122	4329	4579	折旧摊销	62	60	51	53	54
负债和股东权益总计	5097	4948	5287	5548	5843	公允价值变动损失	(31)	(40)	37	41	46
						财务费用	(26)	(16)	(14)	(11)	(9)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	314	(175)	(93)	(83)	1
每股收益	0.28	0.56	0.63	0.78	0.94	其它	(24)	(6)	9	10	12
每股红利	0.41	0.19	0.21	0.26	0.32	经营活动现金流	457	71	253	327	484
每股净资产	9.67	9.88	10.30	10.82	11.45	资本开支	0	(64)	(25)	(20)	(17)
ROIC	2%	6%	7%	9%	12%	其它投资现金流	0	(91)	0	0	0
ROE	3%	6%	6%	7%	8%	投资活动现金流	0	(155)	(25)	(20)	(17)
毛利率	67%	66%	66%	66%	66%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	17%	18%	20%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	21%	21%	23%	25%	支付股利、利息	(164)	(75)	(85)	(105)	(127)
收入增长	-31%	13%	13%	13%	12%	其它融资现金流	(884)	97	0	0	0
净利润增长率	-79%	99%	13%	23%	21%	融资活动现金流	(1212)	(54)	(85)	(105)	(127)
资产负债率	24%	20%	22%	22%	22%	现金净变动	(754)	(137)	142	201	340
息率	1.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	2615	1860	1723	1866	2067
P/E	91.0	45.7	40.3	32.7	27.1	货币资金的期末余额	1860	1723	1866	2067	2407
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4	2.2	企业自由现金流	448	26	182	264	427
EV/EBITDA	78.6	36.9	33.5	27.2	22.6	权益自由现金流	(436)	123	193	306	475

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