

盈利能力稳健，PRP 产品表现亮眼

——威高骨科 2025 年三季度点评

核心观点

- **销售模式改革，利润增长显著。**公司 25 年前三季度实现收入 11.1 亿元（同比+2.1%），归母净利润 2.1 亿元（同比+26.2%），**利润增长显著，主要系公司产品销售模式整合带来的销售费用下降、精细化管理带来的经营效率提升。**其中，25Q3 收入 3.7 亿元（同比+9.8%），归母净利润 0.7 亿元（同比-8.0%），归母净利润减少主要受本年度股权激励产生的股份支付费用影响，若剔除其影响，归母净利润为 0.8 亿元（同比+8.1%），**单三季度盈利能力仍保持稳健。**
- **关节脊柱以价换量，PRP 产品表现亮眼。**分产品线看，关节产线，前三季度收入 2.7 亿元（同比-9%），主要受销售模式调整影响。公司充分挖掘渠道资源、同时优化产品结构，促进单髁、半髁等标外产品增量，销量同比+15%；脊柱微创产线，公司积极响应临床手术范式的变化，更新产品线满足临床需求，加大骨科微创术式的临床教育和品牌建设，前三季度收入同比+3%，销量同比+13%；组织修复产线，公司持续丰富 PRP 产品适应症，发挥组织修复产品在市场的专业学术地位，不断增加科室覆盖，同期 PRP 产品收入 1.6 亿元（同比+24%），销量同比+23%，量价齐升。
- **横向拓展产品品类，打造“骨科+”多元产品生态。**公司通过持续研发投入、收并购或海外投资等多管齐下，推进从单一的骨科产品公司向骨科解决方案提供商的战略演进。在传统的植入物耗材领域，发力全产业链国产化和新材料布局；在有源设备耗材和智能化的机器人及软件领域，布局精创公司、量子公司，合作威智骨科机器人等，打造全骨科有源技术平台，赋能各专科发展；在生物材料和组织修复领域，在 PRP 富血小板血浆及人工骨修复材料等方面都有明确布局。综上所述，通过打造围绕骨科的多元化产品生态，降低对单一产品或集采政策的依赖，**公司有望构建扎实的长期竞争力和发展新动能。**

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年三季报，我们维持 2025-2027 年每股收益预测为 0.79/0.87/0.97 元，根据可比公司给予 26 年 49 倍 PE，对应目标价 42.63 元，维持“增持”评级。

风险提示

骨科集采政策超预期、渠道开拓和新业务拓展不及预期、费用改善不及预期等风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,284	1,453	1,652	1,860	2,072
同比增长(%)	-37.6%	13.2%	13.7%	12.6%	11.4%
营业利润(百万元)	131	272	373	414	466
同比增长(%)	-81.5%	107.6%	37.2%	11.0%	12.6%
归属母公司净利润(百万元)	112	224	314	348	390
同比增长(%)	-81.3%	99.2%	40.5%	10.7%	11.9%
每股收益(元)	0.28	0.56	0.79	0.87	0.97
毛利率(%)	66.5%	65.7%	65.5%	65.1%	65.2%
净利率(%)	8.8%	15.4%	19.0%	18.7%	18.8%
净资产收益率(%)	2.5%	5.7%	7.6%	7.8%	8.1%
市盈率	103.3	51.9	36.9	33.3	29.8
市净率	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3

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

股价（2025 年 11 月 04 日）	29.01 元
目标价格	42.63 元
52 周最高价/最低价	37.17/22.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,000/40,000
A 股市值（百万元）	11,604
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 11 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.49	-11.53	-7.27	-0.65
相对表现%	-1.93	-11.06	-20.73	-17.73
沪深 300%	-1.56	-0.47	13.46	17.08



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

袁润璞 执业证书编号：S0860124100008
yuanrunpu@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

盈利快速释放，海外迎来突破：——威高骨科 2025 年中报点评 2025-09-24
业绩向好，集采扰动逐步出清：——威高骨科 2024 年报点评 2025-04-02
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 2024-09-11

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,860	1,723	1,879	2,192	2,325	营业收入	1,284	1,453	1,652	1,860	2,072
应收票据、账款及款项融资	362	296	416	447	481	营业成本	430	498	570	650	720
预付账款	10	16	13	17	19	销售费用	561	481	421	472	526
存货	754	687	858	1,004	1,064	管理费用	61	92	129	141	155
其他	1,278	1,469	1,388	1,410	1,425	研发费用	130	120	131	146	162
流动资产合计	4,264	4,191	4,554	5,070	5,314	财务费用	(26)	(16)	(18)	(16)	(19)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	15	33	62	66	72
固定资产	460	426	609	761	710	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	27	27	27	27
无形资产	114	100	97	95	92	其他	(10)	(0)	(11)	(15)	(16)
其他	258	231	176	152	151	营业利润	131	272	373	414	466
非流动资产合计	833	757	883	1,008	953	营业外收入	1	0	1	1	1
资产总计	5,097	4,948	5,437	6,078	6,267	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	194	0	利润总额	132	271	373	414	466
应付票据及应付账款	380	282	445	483	502	所得税	19	43	56	62	71
其他	706	576	580	632	602	净利润	113	228	317	352	395
流动负债合计	1,087	858	1,025	1,310	1,105	少数股东损益	1	5	3	4	5
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	112	224	314	348	390
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.28	0.56	0.79	0.87	0.97
其他	136	126	120	124	123	主要财务比率					
非流动负债合计	136	126	120	124	123		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,222	985	1,145	1,434	1,228	成长能力					
少数股东权益	5	10	12	17	22	营业收入	-37.6%	13.2%	13.7%	12.6%	11.4%
实收资本（或股本）	400	400	400	400	400	营业利润	-81.5%	107.6%	37.2%	11.0%	12.6%
资本公积	1,281	1,238	1,318	1,318	1,318	归属于母公司净利润	-81.3%	99.2%	40.5%	10.7%	11.9%
留存收益	2,188	2,316	2,562	2,910	3,300	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	66.5%	65.7%	65.5%	65.1%	65.2%
股东权益合计	3,874	3,963	4,292	4,644	5,039	净利率	8.8%	15.4%	19.0%	18.7%	18.8%
负债和股东权益总计	5,097	4,948	5,437	6,078	6,267	ROE	2.5%	5.7%	7.6%	7.8%	8.1%
现金流量表						ROIC	2.0%	5.5%	7.3%	7.4%	7.7%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	113	228	317	352	395	资产负债率	24.0%	19.9%	21.1%	23.6%	19.6%
折旧摊销	110	100	120	140	129	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(26)	(16)	(18)	(16)	(19)	流动比率	3.92	4.88	4.44	3.87	4.81
投资损失	(28)	(27)	(27)	(27)	(27)	速动比率	3.18	4.08	3.55	3.02	3.69
营运资金变动	301	(166)	(82)	(177)	(194)	营运能力					
其它	(351)	154	56	70	72	应收账款周转率	3.1	5.1	5.2	4.7	4.8
经营活动现金流	119	274	366	341	355	存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
资本支出	(109)	30	(257)	(257)	(75)	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	27	(224)	38	20	28	每股收益	0.28	0.56	0.79	0.87	0.97
投资活动现金流	(82)	(194)	(220)	(238)	(47)	每股经营现金流	0.30	0.69	0.92	0.85	0.89
债权融资	0	21	(21)	(1)	0	每股净资产	9.67	9.88	10.70	11.57	12.54
股权融资	(1,085)	(43)	80	0	0	估值比率					
其他	161	(188)	(50)	211	(176)	市盈率	103.3	51.9	36.9	33.3	29.8
筹资活动现金流	(924)	(210)	9	210	(176)	市净率	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3
汇率变动影响	0	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	45.4	27.4	20.6	18.2	17.0
现金净增加额	(886)	(129)	155	313	133	EV/EBIT	93.2	38.2	27.5	24.6	21.8

资料来源：东方证券研究所

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。

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。