

收入受关节销售模式调整影响，全年激励目标有望达成

核心观点

公司 Q3 收入符合预期，利润略低于预期。关节销售模式调整对收入增速有所拖累，Q3 利润同比下降主要受 2025 年股权激励产生的股份支付费用影响，剔除股份支付费用影响，Q3 归母净利润为 7689 万元，同比增长 8.1%。展望 Q4，尽管关节销售模式调整预计对公司收入仍有影响，相关影响明年 Q1 将会出清。公司全年收入增速有望保持平稳增长，利润增速预计高于收入增速。全年利润端有望实现限制性股票激励计划的考核目标。中长期来看，公司所在的骨科行业成长性良好，公司产品线布局全面，有望依托品牌、渠道、研发等优势，维持行业龙头地位。

事件

公司发布 2025 年三季报

2025 年前三季度实现营收 11.06 亿元（+2.12%），归母净利润 2.07 亿元（+26.24%），扣非归母净利润 1.94 亿元（+22.06%）。基本每股收益为 0.52 元/股。

简评

关节销售模式调整对收入增速有所拖累

2025 年前三季度实现营收 11.06 亿元（+2.12%），归母净利润 2.07 亿元（+26.24%），扣非归母净利润 1.94 亿元（+22.06%）。Q3 单季度营收 3.65 亿元（+9.80%），归母净利润 0.65 亿元（-8.03%），扣非归母净利润 0.59 亿元（-16.17%）。收入符合预期，利润略低于预期。关节销售模式调整对收入增速有所拖累，Q3 利润同比下降主要受 2025 年股权激励产生的股份支付费用影响，剔除股份支付费用影响，Q3 归母净利润为 7689 万元，同比增长 8.1%。

受销售模式调整影响，关节产线前三季度实现收入 2.73 亿元（-9%），销量同比增长 15%。脊柱微创产线前三季度收入同比增长 3%，销量同比增长 13%。组织修复产线前三季度 PRP 产品收入 1.64 亿元，同比增长 24%，销量同比增长 23%。

威高骨科 (688161.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

刘慧彬

liuhuabin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523050001

发布日期：2025 年 11 月 17 日

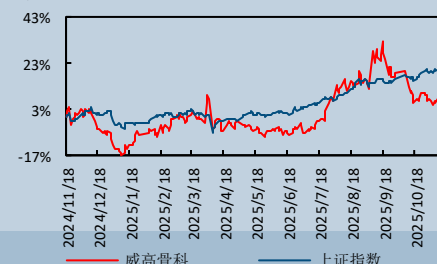
当前股价：31.07 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.54/-3.14	-2.23/-10.57	1.94/-14.09
12 月最高/最低价 (元)		36.64/23.22
总股本 (万股)		40,000.00
流通 A 股 (万股)		40,000.00
总市值 (亿元)		124.28
流通市值 (亿元)		124.28
近 3 月日均成交量 (万)		246.55
主要股东		
山东威高集团医用高分子制品股份有限公司		50.63%

股价表现



展望 Q4 及明年，集采影响出清后公司有望保持业绩稳健增长

骨科各细分领域的集采均已落地，关节、创伤集采续约已完成，且公司中标价格稳中有升。脊柱集采续约预计明年初开展，参考此前关节、创伤的集采续约结果，预计脊柱续约的价格有望保持平稳。展望 Q4，尽管关节销售模式调整预计对公司收入仍有影响，相关影响明年 Q1 将会出清。公司全年收入增速有望保持平稳增长，利润率有望同比改善，利润增速预计高于收入增速。全年利润端有望实现限制性股票激励计划的考核目标（剔除股份支付费用口径的归母净利润不低于 2.90 亿元）。

销售费用率下降明显，经营性净现金流同比增速较快

前三季度销售毛利率 64.62%（-0.05pp），基本保持稳定。销售费用率 26.42%（-7.91pp），销售费用率下降主要由于公司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，销售费用降低。管理费用率 8.06%（+2.10pp），管理费用率提升主要系公司组织结构调整带来管理团队增加、管理人员薪酬、股权激励费用同比增加。研发费用率 7.59%（-0.82pp），财务费用率 -0.84%（+0.40pp），均基本保持稳定。经营活动现金流净额 2.50 亿元（+31.9%），主要系支付的付现费用减少。应收账款周转天数为 72.1 天，同比增加 4.2 天，基本保持稳定。其他财务指标正常。

短期看好集采出清后业绩回归稳健增长，中长期看好骨科平台型公司维持行业龙头地位

短期来看，骨科集采影响出清后，公司有望实现收入稳健增长，利润率有望持续改善，利润端增速预计高于收入端。中长期来看，公司所在的骨科行业成长性良好，公司产品线布局全面，有望依托品牌、渠道、研发等优势，维持行业龙头地位。我们预计 2025-2027 年公司实现收入 16.16 亿元、18.90 亿元、22.13 亿元，同比增长 11.2%、17.0%、17.1%；实现归母净利润 2.93 亿元、3.61 亿元、4.29 亿元，同比增长 31.1%、23.0%、18.8%。维持“买入”评级。

风险分析

1) 行业政策变化风险：目前骨科脊柱集采已经全面落地，执行周期三年，后续集采品种将会进行续约，续约政策变化可能影响厂家产品的利润率水平；由于医疗行业合规性加强等行业政策因素导致部分地区招标需求延后及新产品推广活动开展受阻，存在达不到我们业绩预测的风险。

2) 市场竞争加剧风险：国内骨科行业生产厂商较多，不排除部分中小厂商借助集采取得市场份额，导致市场竞争进一步加剧。

3) 研发进度不及预期风险：公司持续加大新产品研发，布局骨科新材料、微创术式等产品的升级，新产品的研发存在不确定性，如果研发进度不及预期，可能将会一定程度上影响公司未来的成长天花板。

4) 部分国内医疗政策及海外汇率或地缘政治等因素有不可预测性，我们的盈利预测有达不到的风险。

图表1： 预测及比率

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,453	1,616	1,890	2,213
增长率(%)	13.2%	11.2%	17.0%	17.1%
归属母公司股东净利润	224	293	361	429
增长率(%)	99.2%	31.1%	23.0%	18.8%
每股收益(元)	0.56	0.73	0.90	1.07
市盈率(P/E)	56	42	34	29

资料来源：Wind，中信建投 注：收盘日期截至2025 年11 月14 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	2615	1860	1723	2066	1883	1891
应收款项	429	320	284	365	427	499
存货净额	658	754	687	833	975	1132
其他流动资产	1294	1330	1407	1456	1704	1994
流动资产合计	4995	4264	4191	4811	5079	5607
固定资产	425	460	426	440	420	401
无形资产及其他	100	114	100	96	92	88
投资性房地产	231	258	231	231	231	231
长期股权投资	0	0	0	100	120	140
资产总计	5752	5097	4948	5677	5942	6468
短期借款及交易性金融负债	4	5	5	317	167	199
应付款项	381	380	282	416	487	565
其他流动负债	382	702	571	661	765	893
流动负债合计	768	1087	858	1393	1419	1656
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	114	136	126	124	123	124
长期负债合计	114	136	126	124	123	124
负债合计	882	1222	985	1518	1541	1780
少数股东权益	0	5	10	11	13	16
股东权益	4870	3869	3954	4148	4388	4672
负债和股东权益总计	5752	5097	4948	5677	5942	6468
利润表（百万元）						
营业收入	1848	1284	1453	1616	1890	2213
营业成本	466	430	498	540	626	721
营业税金及附加	27	19	18	22	26	29
销售费用	601	561	481	501	586	686
管理费用	70	61	92	230	253	296
财务费用	(37)	(26)	(16)	(29)	(28)	(28)
投资收益	28	28	27	0	0	0
资产减值及公允价值变动	7	31	40	0	0	0
其他收入	(117)	(167)	(175)	0	0	0
营业利润	639	131	272	352	427	509
营业外净收支	(0)	1	(1)	(0)	5	5
利润总额	638	132	271	352	432	514
所得税费用	95	19	43	52	64	76
少数股东损益	(0)	1	5	6	7	9
归属于母公司净利润	544	112	224	293	361	429

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表（百万元）						
净利润	544	112	224	293	361	429
资产减值准备	4	23	9	(34)	(0)	(0)
折旧摊销	56	62	60	51	53	55
公允价值变动损失	(7)	(31)	(40)	0	0	0
财务费用	(37)	(26)	(16)	(29)	(28)	(28)
营运资本变动	(258)	314	(175)	(90)	(278)	(313)
其它	(4)	(24)	(6)	36	2	3
经营活动现金流	335	457	71	256	138	173
资本开支	(85)	(142)	(64)	(27)	(29)	(32)
其它投资现金流	10	0	(91)	0	0	0
投资活动现金流	(75)	(142)	(155)	(127)	(49)	(52)
权益性融资	(1)	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(211)	(164)	(75)	(99)	(121)	(144)
其它融资现金流	219	(742)	97	312	(150)	31
融资活动现金流	(205)	(1070)	(54)	213	(271)	(113)
现金净变动	55	(754)	(137)	343	(183)	8
货币资金的期初余额	2560	2615	1860	1723	2066	1883
货币资金的期末余额	2615	1860	1723	2066	1883	1891

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk