

威高骨科 (688161)

证券研究报告
2026年04月21日

集采影响逐步消化，多引擎布局驱动长期增长

事件

2026年3月，公司发布2025年年度报告。2025年实现营业收入15.23亿元，同比增长4.82%；归母净利润2.69亿元，同比增长20.06%；扣非归母净利润2.55亿元，同比增长20.77%。

2025年公司营收同比增长4.82%，延续2024年集采后的修复趋势，但增速仍低于集采前水平，反映价格压力尚未完全被量的增长覆盖。值得注意的是，公司于2025年对产品口径进行重构，将传统脊柱、创伤、关节、运动医学合并为“骨科植入物及耗材”，同时新增“功能修复与组织再生”和“骨科智能设备与耗材”两大板块。这一调整折射出公司从单一植入物向全场景布局的意图。

毛利率小幅承压，费用管控成效显著

综合毛利率64.85%，同比下降0.85pct，主要系植入物板块集采价格压力延续，毛利率58.58%，同比下降1.43pct；功能修复板块毛利率83.08%，同比增加1.04pct，高毛利产品占比提升形成对冲。费用端，销售费用率27.8%，同比下降5.3pct，精细化管理红利持续释放；管理费用同比增加35.13%，主要系上海总部落地及股权激励费用所致；研发费用率7.37%，同比下降0.88pct，公司表示系结合在研项目进度主动优化投入结构所致。

并购落地叠加参股布局，外延增量2026年逐步释放

2025年公司完成三项重要外延动作：1) 新生医疗(PRP 制备套装) 自2023年起并表，2025年完成业绩承诺期末考核(实际完成扣非净利润1.01亿元)；2) 2025年8月参股威影智能，引入负重锥形束CT产品线，布局骨科精准诊断，以协同带动耗材销售为主，暂不并表；3) 2025年12月收购杰思拜尔控股权，获得高频电刀、手术动力系统、超声骨刀等有源能量设备技术平台，并与精创、量子医疗整合为“新精创公司”，全面覆盖骨科微创市场。杰思拜尔于12月才完成并表，2026年为首个完整并表年，值得关注。

盈利预测：我们预测2026-2028年营业收入分别为17.47/19.90/22.48亿元(26年前值20.1亿元)，归母净利润分别为3.33/3.99/4.60亿元(26年前值4.01亿元)。下调主要系2025年实际营收15.23亿元低于前次预测17.25亿元，集采对手术量及价格的影响持续时间长于预期，收入修复节奏偏慢。考虑公司平台化扩张路径清晰、多板块增长共振，维持“增持”评级。

风险提示：集采政策出现新一轮扩围、并购整合不及预期、关节药物毛利率修复受阻、境外市场拓展不达预期等。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,452.72	1,522.79	1,747.04	1,990.31	2,247.95
增长率(%)	13.18	4.82	14.73	13.93	12.94
EBITDA(百万元)	491.02	539.07	491.33	571.90	646.35
归属母公司净利润(百万元)	223.75	268.64	332.66	399.09	460.36
增长率(%)	99.22	20.06	23.83	19.97	15.35
EPS(元/股)	0.56	0.67	0.83	1.00	1.15
市盈率(P/E)	54.40	45.31	36.59	30.50	26.44
市净率(P/B)	3.08	2.94	2.79	2.64	2.46
市销率(P/S)	8.38	7.99	6.97	6.12	5.41
EV/EBITDA	16.48	17.32	20.35	17.70	15.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	29.94元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.00
流通A股股本(百万股)	400.00
A股总市值(百万元)	11,976.00
流通A股市值(百万元)	11,976.00
每股净资产(元)	10.36
资产负债率(%)	17.82
一年内最高/最低(元)	37.30/25.05

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
周海涛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524120003	
zhouhaitao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《威高骨科-年报点评报告:业绩短期承压，骨科龙头长期优势显著》 2023-04-24
- 《威高骨科-季报点评:短期业绩受集采影响，行业龙头优势持续》 2022-11-11
- 《威高骨科-半年报点评:业绩超预期，积极优化营销体系》 2022-08-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,723.22	1,373.23	1,765.09	1,791.28	2,085.86
应收票据及应收账款	269.99	299.58	353.87	390.58	450.23
预付账款	16.12	17.63	12.18	22.14	17.31
存货	686.59	589.30	720.80	725.93	1,059.37
其他	1,495.07	2,028.68	2,024.51	2,023.89	2,060.45
流动资产合计	4,190.99	4,308.43	4,876.44	4,953.82	5,673.23
长期股权投资	0.00	24.20	36.29	42.34	45.37
固定资产	425.93	386.48	437.48	421.72	408.97
在建工程	0.00	18.51	27.77	27.77	27.77
无形资产	99.74	90.35	79.81	69.28	58.74
其他	231.37	233.09	184.11	146.13	151.71
非流动资产合计	757.04	752.63	765.47	707.24	692.55
资产总计	4,948.04	5,061.06	5,641.91	5,661.06	6,365.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	94.54	0.00
应付票据及应付账款	282.40	283.16	297.56	343.72	375.70
其他	576.05	580.16	933.47	546.38	980.16
流动负债合计	858.44	863.31	1,231.04	984.63	1,355.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	126.34	38.35	36.44	34.61	32.88
非流动负债合计	126.34	38.35	36.44	34.61	32.88
负债合计	984.79	901.67	1,267.47	1,019.25	1,388.74
少数股东权益	9.73	14.89	18.16	22.96	28.77
股本	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	1,317.84	1,347.45	1,347.45	1,347.45	1,347.45
留存收益	2,315.69	2,477.06	2,688.84	2,951.41	3,280.83
其他	(80.01)	(80.01)	(80.01)	(80.01)	(80.01)
股东权益合计	3,963.25	4,159.39	4,374.44	4,641.82	4,977.04
负债和股东权益总计	4,948.04	5,061.06	5,641.91	5,661.06	6,365.78

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	228.29	273.80	332.66	399.09	460.36
折旧摊销	106.33	105.54	59.54	61.29	63.29
财务费用	0.12	1.84	(15.44)	(17.50)	(19.08)
投资损失	(26.78)	(30.92)	(28.47)	(28.73)	(29.37)
营运资金变动	(122.59)	(301.19)	212.02	(379.33)	40.76
其它	88.83	366.34	(23.98)	(8.14)	22.35
经营活动现金流	274.19	415.42	536.34	26.68	538.31
资本支出	21.15	139.07	111.17	36.82	41.73
长期投资	0.00	24.20	12.10	6.05	3.02
其他	(214.77)	(781.45)	(144.06)	(19.15)	(83.38)
投资活动现金流	(193.62)	(618.18)	(20.79)	23.73	(38.63)
债权融资	15.88	34.05	(0.94)	114.80	(71.84)
股权融资	(158.69)	(10.12)	(122.75)	(139.01)	(133.26)
其他	(67.62)	(263.92)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(210.43)	(239.99)	(123.69)	(24.21)	(205.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(129.85)	(442.76)	391.86	26.19	294.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,452.72	1,522.79	1,747.04	1,990.31	2,247.95
营业成本	497.84	534.83	549.17	606.44	680.33
营业税金及附加	18.06	22.92	24.41	33.48	34.35
销售费用	480.84	422.92	486.64	548.84	630.20
管理费用	92.38	124.83	129.91	155.86	182.57
研发费用	119.90	112.30	158.82	183.90	215.09
财务费用	(15.71)	(9.56)	(15.44)	(17.50)	(19.08)
资产/信用减值损失	(32.58)	(39.56)	(32.34)	(30.99)	(32.38)
公允价值变动收益	0.32	1.25	(29.11)	(15.45)	14.22
投资净收益	26.78	30.92	28.47	28.73	29.37
其他	17.76	16.25	17.16	19.06	17.49
营业利润	271.70	323.42	397.72	480.64	553.20
营业外收入	0.26	1.64	1.04	0.98	1.22
营业外支出	1.01	1.00	0.84	0.95	0.93
利润总额	270.94	324.07	397.92	480.68	553.49
所得税	42.66	50.26	60.13	74.29	85.01
净利润	228.29	273.80	337.79	406.39	468.49
少数股东损益	4.53	5.16	5.13	7.30	8.12
归属于母公司净利润	223.75	268.64	332.66	399.09	460.36
每股收益(元)	0.56	0.67	0.83	1.00	1.15

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	13.18%	4.82%	14.73%	13.93%	12.94%
营业利润	107.58%	19.03%	22.97%	20.85%	15.09%
归属于母公司净利润	99.22%	20.06%	23.83%	19.97%	15.35%
获利能力					
毛利率	65.73%	64.88%	68.57%	69.53%	69.74%
净利率	15.40%	17.64%	19.04%	20.05%	20.48%
ROE	5.66%	6.48%	7.64%	8.64%	9.30%
ROIC	12.02%	13.55%	14.04%	17.93%	17.59%
偿债能力					
资产负债率	19.90%	17.82%	22.47%	18.00%	21.82%
净负债率	-43.36%	-32.31%	-40.05%	-36.21%	-41.52%
流动比率	4.88	4.99	3.96	5.03	4.18
速动比率	4.08	4.31	3.38	4.29	3.40
营运能力					
应收账款周转率	4.94	5.35	5.35	5.35	5.35
存货周转率	2.02	2.39	2.67	2.75	2.52
总资产周转率	0.29	0.30	0.33	0.35	0.37
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.67	0.83	1.00	1.15
每股经营现金流	0.69	1.04	1.34	0.07	1.35
每股净资产	9.88	10.36	10.89	11.55	12.37
估值比率					
市盈率	54.40	45.31	36.59	30.50	26.44
市净率	3.08	2.94	2.79	2.64	2.46
EV/EBITDA	16.48	17.32	20.35	17.70	15.04
EV/EBIT	18.79	19.38	23.16	19.82	16.67

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com