

威高骨科 (688161.SH)

深耕传统核心领域，拓展智能设备、微创治疗等前沿领域

优于大市

核心观点

2025年归母净利润同比增长20%。2025年公司实现营收15.23亿(+4.8%)，归母净利润2.69亿(+20.1%)，扣除股份支付费用后归母净利润2.97亿(+32.5%)。公司通过内生增长与外延并购的方式，持续深耕脊柱、创伤、关节、运动医学等传统核心领域，全面拓展智能设备、组织修复、生物材料等前沿领域，并以AI影像诊断为切入点，打造覆盖“精准诊断-智能规划-微创治疗”的全链条骨科数字化诊疗平台，形成“植入耗材+设备+生物材料”的全场景解决方案。

围绕骨科微创化和智能化进行投资并购，拓展新兴领域，推动出海战略落地。分产品看，骨科植入物及耗材类收入9.62亿(-3.76%)，骨科智能设备与耗材类产品收入1.13亿(+25.68%)，功能修复与组织再生类收入4.30亿(+19.54%)。2025年8月，公司参股威影智能公司，引进负重锥形束CT成像系列产品并在中国进行本地化生产和销售推广；2025年12月，公司收购杰思拜尔控股权，获得骨科微创和有源能量设备两大技术平台，增强在高频电刀、手术动力系统、超声骨刀等方面的技术实力，并与精创、量子医疗三位一体整合为新精创公司，全面覆盖骨科微创市场。2025年公司实现海外收入8,636万元，同比增长59.70%。公司加速海外注册取证进度，全面推动国际化战略落地，确定目标市场及出海产品，组建海外注册团队。

销售费用率持续下降，净利率进一步回升。2025年公司毛利率为64.9%(-0.8pp)；销售费用率27.8%(-5.3pp)，公司持续推进营销体系精细化管理与效能提升，优化营销组织架构与人员配置、整合渠道资源、精准管控市场费用投放；研发费用率7.4%(-0.9pp)，公司优化研发投入结构，研发人员数量、产品注册检验及实验费、技术服务费等同比有所减少；管理费用率8.2%(+1.8pp)，组织结构调整带来管理团队增加、管理人员薪酬同比增加，产生股份支付费用约1,235万元；净利率提升至18.0%(+2.3pp)。

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，积极开拓智能设备、微创治疗、组织修复等新兴业务，并推动出海战略落地。新增2028年盈利预测，预计2025-27年归母净利润为3.20/3.84/4.48亿元(2026-27年原为3.25/3.78亿)，同比增长19.1%/20.0%/16.7%，当前股价对应PE为37.7/31.4/26.9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。

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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,453	1,523	1,706	1,930	2,164
(+/-%)	13.2%	4.8%	12.0%	13.1%	12.1%
净利润(百万元)	224	269	320	384	448
(+/-%)	99.2%	20.1%	19.1%	20.0%	16.7%
每股收益(元)	0.56	0.67	0.80	0.96	1.12
EBIT Margin	16.8%	20.0%	22.4%	23.9%	24.9%
净资产收益率(ROE)	5.7%	6.5%	7.4%	8.5%	9.5%
市盈率(PE)	54.0	45.0	37.7	31.4	26.9
EV/EBITDA	43.0	35.8	31.0	26.1	22.6
市净率(PB)	3.06	2.91	2.81	2.69	2.56

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.94元
总市值/流通市值	11976/11976百万元
52周最高价/最低价	37.30/25.05元
近3个月日均成交额	61.88百万元

市场走势



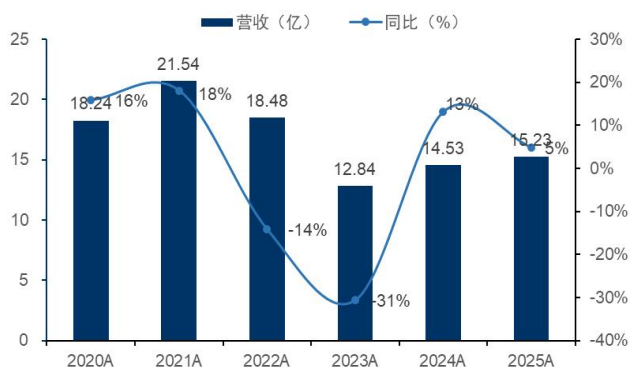
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《威高骨科(688161.SH)-销售模式整合和精细化管理带动多条产线收入和销量的持续增长》——2025-11-06
- 《威高骨科(688161.SH)-2025年一季度归母净利润同比增长48%，发布新一期股权激励计划》——2025-05-28
- 《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
- 《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

2025 年归母净利润同比增长 20%。2025 年公司实现营收 15.23 亿（+4.8%），归母净利润 2.69 亿（+20.1%），扣除股份支付费用后归母净利润 2.97 亿（+32.5%）。公司通过内生增长与外延并购的方式，持续深耕脊柱、创伤、关节、运动医学等传统核心领域，全面拓展智能设备、组织修复、生物材料等前沿领域，并以 AI 影像诊断为切入点，打造覆盖“精准诊断-智能规划-微创治疗”的全链条骨科数字化诊疗平台，形成“植入耗材+设备+生物材料”的全场景解决方案。

图1：威高骨科营业收入及增速（单位：亿元、%）



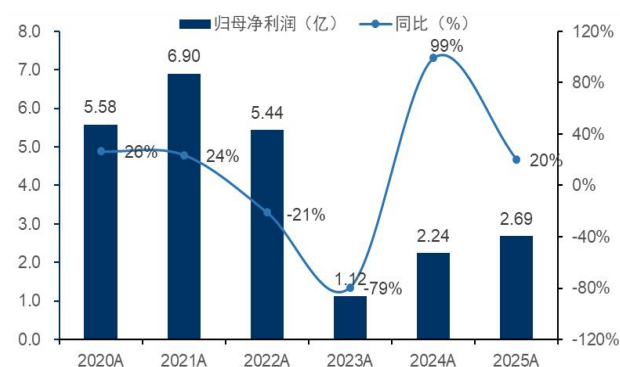
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

图2：威高骨科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



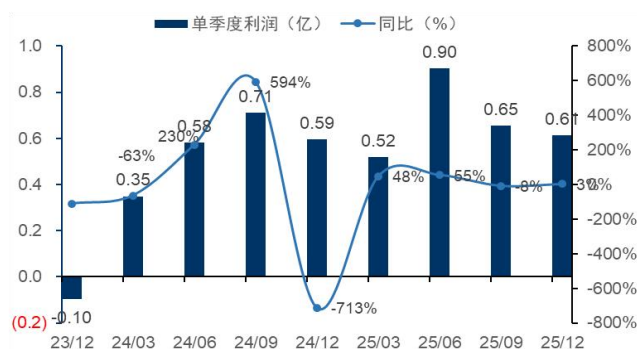
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

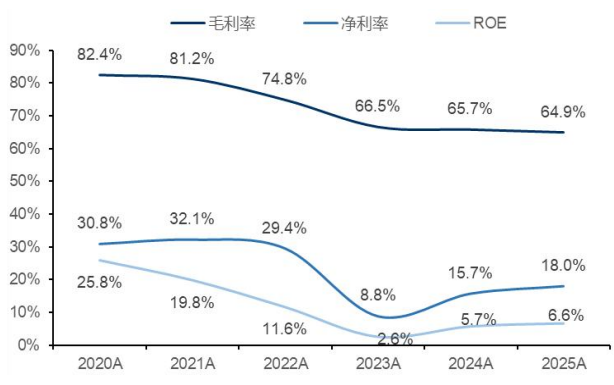
围绕骨科微创化和智能化进行投资并购，拓展新兴领域。分产品看，骨科植入物及耗材类收入 9.62 亿（-3.76%），骨科智能设备与耗材类产品收入 1.13 亿（+25.68%），功能修复与组织再生类收入 4.30 亿（+19.54%）。2025 年 8 月，公司参股威影智能公司，引进负重锥形束 CT 成像系列产品并在中国进行本地化生产和销售推广；2025 年 12 月，公司收购杰思拜尔控股权，获得骨科微创和有源能量设备两大技术平台，增强在高频电刀、手术动力系统、超声骨刀等方面的技术实力，并与精创、量子医疗三位一体整合为新精创公司，全面覆盖骨科微创市场。

推动出海战略落地。2025 年公司实现海外收入 8,636 万元，同比增长 59.70%。公司加速海外注册取证进度，2025 年取得 25 张海外注册证，全面推动国际化战略落地，确定目标市场及出海产品，组建海外注册团队，实现从本土迈向全球的

整体规划，主要集中在欧盟、东南亚、拉美、非洲等市场。

销售费用率持续下降，净利率进一步回升。2025 年公司毛利率为 64.9%(-0.8pp)，销售费用率 27.8%(-5.3pp)，公司持续推进营销体系精细化管理与效能提升，优化营销组织架构与人员配置、整合渠道资源、精准管控市场费用投放；研发费用率 7.4%(-0.9pp)，公司优化研发投入结构，研发人员数量、产品注册检验及实验费、技术服务费等同比有所减少；管理费用率 8.2%(+1.8pp)，组织结构调整带来管理团队增加、管理人员薪酬同比增加，同时实施限制性股票激励计划产生股份支付费用约 1,235 万元；净利率为 18.0%(+2.3pp)，盈利能力进一步提升。

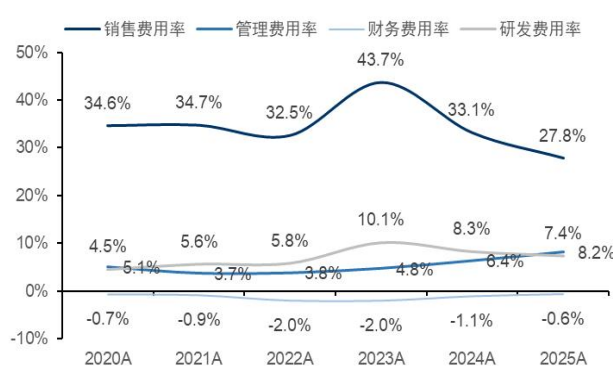
图5：威高骨科毛利率、净利率和 ROE 变化情况



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

图6：威高骨科四项费用率变化情况

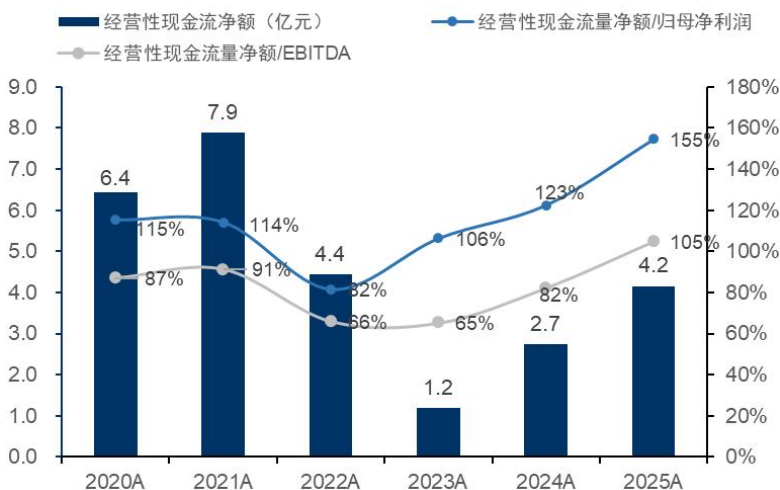


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

经营现金流保持健康水平。2025 年经营性现金流量净额为 4.15 亿(+51.5%)，经营现金流与净利润的比值达 155%，保持健康水平。

图7：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

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，积极开拓智能设备、微创治疗、组织修复等新兴业务，并推动出海战略落地。新增 2028 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 3.20/3.84/4.48 亿元（2026-27 年原为 3.25/3.78 亿），同比增长 19.1%/20.0%/16.7%，当前股价对应

PE 为 37.7/31.4/26.9 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1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			ROE (加权)	PEG	
		2026/4/10	亿元/港币	25A/E	26E	27E	28E	25A/E	26E	27E	28E	(24/25A)	(26E)
688161	威高骨科	30.20	121	0.67	0.80	0.96	1.12	45.0	37.7	31.4	26.9	7%	2.0
002901	大博医疗	44.56	184	1.30	1.52	1.73	-	34.3	29.4	25.7	-	11%	-
688085	三友医疗	17.28	58	0.19	0.40	0.60	-	91.0	43.1	29.0	-	3%	-
688236	春立医疗	20.36	69	0.71	0.92	1.12	1.30	28.7	22.2	18.1	15.7	9%	1.0
1789.HK	爱康医疗	6.58	74	0.30	0.36	0.41	0.47	20.3	17.0	14.8	13.0	12%	1.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 除大博医疗外, 其余公司均已披露 2025 年业绩。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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1723	1373	1646	1829	2155	营业收入	1453	1523	1706	1930	2164
应收款项	284	303	351	370	415	营业成本	498	535	591	665	744
存货净额	687	589	863	978	1000	营业税金及附加	18	23	26	29	33
其他流动资产	1407	1737	1535	1544	1515	销售费用	481	423	445	493	541
流动资产合计	4191	4308	4701	5027	5391	管理费用	92	125	135	139	145
固定资产	426	405	346	276	195	研发费用	120	112	128	143	162
无形资产及其他	100	90	88	85	83	财务费用	(16)	(10)	(10)	(10)	(12)
投资性房地产	231	233	233	233	233	投资收益	27	31	25	25	25
长期股权投资	0	24	24	24	24	资产减值及信用减值损失	(33)	(40)	(46)	(52)	(58)
资产总计	4948	5061	5393	5646	5926	其他收入	(102)	(95)	(111)	(124)	(141)
短期借款及交易性金融负债	5	29	5	5	5	营业利润	272	323	388	463	539
应付款项	282	283	392	444	500	营业外净收支	(1)	1	0	0	0
其他流动负债	571	551	634	641	637	利润总额	271	324	388	464	539
流动负债合计	858	863	1032	1090	1142	所得税费用	43	50	62	73	84
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	5	6	6	7
其他长期负债	126	38	38	38	38	归属于母公司净利润	224	269	320	384	448
长期负债合计	126	38	38	38	38	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	985	902	1070	1128	1181	净利润	224	269	320	384	448
少数股东权益	10	15	18	21	25	资产减值准备	9	(8)	(4)	(6)	(7)
股东权益	3954	4145	4305	4497	4721	折旧摊销	60	57	47	49	50
负债和股东权益总计	4948	5061	5393	5646	5926	公允价值变动损失	(40)	(34)	46	52	58
						财务费用	(16)	(10)	(10)	(10)	(12)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(175)	(369)	69	(90)	7
每股收益	0.56	0.67	0.80	0.96	1.12	其它	(6)	10	7	9	10
每股红利	0.19	0.32	0.40	0.48	0.56	经营活动现金流	71	(74)	485	398	568
每股净资产	9.88	10.36	10.76	11.24	11.80	资本开支	0	(51)	(28)	(23)	(18)
ROIC	6%	7%	8%	10%	13%	其它投资现金流	(91)	(216)	0	0	0
ROE	6%	6%	7%	9%	9%	投资活动现金流	(91)	(291)	(28)	(23)	(18)
毛利率	66%	65%	65%	66%	66%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	20%	22%	24%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	24%	25%	26%	27%	支付股利、利息	(75)	(128)	(160)	(192)	(224)
收入增长	13%	5%	12%	13%	12%	其它融资现金流	31	270	(24)	0	0
净利润增长率	99%	20%	19%	20%	17%	融资活动现金流	(118)	15	(184)	(192)	(224)
资产负债率	20%	18%	20%	20%	20%	现金净变动	(137)	(350)	272	184	326
息率	0.6%	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	1860	1723	1373	1646	1829
P/E	54.0	45.0	37.7	31.4	26.9	货币资金的期末余额	1723	1373	1646	1829	2155
P/B	3.1	2.9	2.8	2.7	2.6	企业自由现金流	90	(105)	408	324	495
EV/EBITDA	43.0	35.8	31.0	26.1	22.6	权益自由现金流	122	165	392	361	537

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 ±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 ±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

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