

天益医疗 (301097)

证券研究报告

2025年01月04日

全球化布局的血液净化先行者

国内领先的血液净化耗材制造商，深耕行业二十载

公司自 1998 年开始从事血液净化及病房护理领域医用高分子耗材等医疗器械的研发、生产与销售，是国内较早专注于该领域的企业之一，拥有较强的品牌影响力。公司致力于为客户提供血液净化装置的体外循环血路、一次性使用动静脉穿刺器、一次性使用一体式吸氧管、喂食器及喂液管等优秀工业产品。

领航国内 CRRT 管路发展，CRRT 市场扩增有望带来新机遇

公司是国内首个获证的 CRRT 管路制造商，近年来持续开发透析器、CRRT 设备、CRRT 置换液等高附加值产品，提升公司综合竞争力。此外，公司加码投资布局 CRRT 领域，增资完成后，宁波天辉益将持有其 20.87% 的股权，收购日机装全球 CRRT 业务，丰富 CRRT 产线并扩张全球销售渠道，有望进一步加速国内和海外业务发展

据费森尤斯的年报，全球透析产业市场规模从 2018 年的 710 亿欧元上升至 2023 年的 810 亿欧元，年均增长率为 2.67%。费森尤斯预计未来几年全球血透行业市场规模将继续保持平稳增速，到 2025 年全球血透行业市场规模将接近 1000 亿欧元。

体外循环血路产品获国际认可，海外客户积累深厚

公司经过多年的经营积累，产品在行业中树立了良好的市场形象，品牌知名度及市场认可度较高。目前，公司产品最终销售至全国 31 个省、市、自治区及亚洲、欧洲、北美、南美、非洲等国家和地区，并成为大型跨国企业如费森尤斯医疗、百特医疗、美敦力、尼普洛和贝朗医疗的供应商，销售渠道日益多元化。

2024 年 10 月 31 日，公司与费森尤斯医疗签订了分销合同，合同标的为血液透析管路，期限 5 年，生效时间为 2026 年 1 月，合同第一年金额预计 4000 万美元，成功实施预计将对公司未来 5 年经营业绩产生积极影响，同时将有利于提升公司产品的市场占有率和品牌影响力，进一步开拓海外高端市场。同时，公司收购泰国 SIAM TYINRUN，建设海外生产基地，确保重大销售合同如期履行。

盈利预测与估值：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.22/5.40/8.00 亿元，归母净利润分别为 0.24/1.00/1.96 亿元。天益医疗作为医疗器械国际化高新技术企业，在血液净化耗材、病房护理等产品领域的市场地位持续巩固，我们看好公司在血液净化领域的发展潜力，给予公司 2025 年 32 倍 PE，对应目标价 54.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：研发进度不及预期、客户集中及流失风险、医疗器械政策变化风险

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	35.42 元
目标价格	54.50 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	58.95
流通 A 股股本(百万股)	18.35
A 股总市值(百万元)	2,087.92
流通 A 股市值(百万元)	649.86
每股净资产(元)	20.24
资产负债率(%)	29.87
一年内最高/最低(元)	52.40/28.50

作者

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

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	399.33	380.92	422.16	540.20	800.02
增长率(%)	(3.71)	(4.61)	10.82	27.96	48.10
EBITDA(百万元)	132.89	126.46	69.60	156.02	259.73
净利润(百万元)	85.60	63.57	24.04	100.40	196.01
增长率(%)	9.34	(25.74)	(62.19)	317.71	95.23
EPS(元/股)	1.45	1.08	0.41	1.70	3.33
市盈率(P/E)	24.39	32.84	86.87	20.80	10.65
市净率(P/B)	1.69	1.64	1.62	1.53	1.40
市销率(P/S)	5.23	5.48	4.95	3.87	2.61
EV/EBITDA	19.15	19.67	21.84	9.35	5.62

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 天益医疗：深耕医用高分子耗材行业多年，国内领先的血液净化耗材制造商	4
1.1. 以血液净化耗材为核心，病房护理耗材为支撑	4
1.2. 管理团队经验丰富，股权结构合理	5
1.3. 营业收入企稳，研发投入逐年提升	6
1.4. 股权激励落地，彰显长期发展信心	7
2. 血液净化市场需求量大，增长空间广阔	7
2.1. 血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法	7
2.2. 全球血液透析市场稳步增长，国内市场成长空间广阔	8
2.3. 国内政策支持血液净化设备研发，推动血液透析行业发展	9
3. 中国首个 CRRT 管路制造商，国内国际市场双驱动	11
3.1. 持续丰富血液透析产品，稳固市场领先地位	11
3.2. 核心业务亮点一——产品线横向拓展，领航国内 CRRT 发展	12
3.3. 核心业务亮点二——产品质量获国际认证，与费森签署长期合作	13
4. 产能拓展与研发升级并进	15
4.1. 调整布局，提升产能促发展	15
4.2. 多方合作共研，在研项目与技术储备丰富	16
5. 盈利预测与估值	17
5.1. 盈利预测及假设	17
5.2. 估值与投资评级	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：天益医疗产品布局	4
图 2：天益医疗发展历程	5
图 3：公司股权结构合理	5
图 4：2019-2024 年 Q1-Q3 公司营收企稳	6
图 5：2019-2024 年 Q1-Q3 公司归母净利润	6
图 6：2019-2024 年 Q1-Q3 毛利率和净利率整体保持稳定	7
图 7：2019-2024 年 Q1-Q3 期间费用率	7
图 8：血液透析工作流程	8
图 9：2013-2020 年全球接受血液透析患者人数	8
图 10：2018-2023 年全球血液透析市场规模	8
图 11：2015 年-2023 年中国在透患者和新增患者例数（HD）	9
图 12：2014 年-2023 年中国大陆地区透析患者透析龄分布情况	9
图 13：2013-2023 年中国血液透析设施数量稳步增长	9
图 14：公司 2018-2023 年血液净化产品销售情况（亿元）	11
图 15：公司产品线布局	12
图 16：日机装重症 CRRT 全线产品解决方案	13

表 1: 公司管理人员介绍	6
表 2: 2017-2024 年政府积极出台相关政策	10
表 3: 公司主要产品及其用途	11
表 4: 公司体外循环血路业务的客户（经销商）	12
表 5: 2024 年 1-12 月（截至 12 月 15 日）国内 CRRT 设备各型号市占率情况(Top10) ...	15
表 6: 公司在研项目情况	16
表 7: 公司收入分类预测表（单位：百万元）	17
表 8: 可比公司估值	18

1. 天益医疗：深耕医用高分子耗材行业多年，国内领先的血液净化耗材制造商

1.1. 以血液净化耗材为核心，病房护理耗材为支撑

天益医疗：医疗器械国际化高新技术企业。天益医疗成立于 1998 年，公司主要从事血液净化及病房护理领域医用高分子耗材等医疗器械的研发、生产与销售，积累了丰富的研发、生产、运营等经验，拥有自动化程度较高的生产线以及完善的质量保障体系。公司是国内较早专注于该领域的企业之一，拥有较强的品牌影响力，可为客户提供包括血液净化装置的体外循环管路、一次性使用动静脉穿刺器、一次性使用一体式吸氧管、喂食器及喂液管等优秀工业产品。公司通过 OEM 的方式为 NeoMed 提供喂食器与喂液管，公司产品获得广泛的认可。

图 1：天益医疗产品布局



资料来源：天益医疗官网，天益医疗 2024 年半年度报告，天风证券研究所

深耕血液净化领域医疗器械二十余载，海外客户不断积累。公司创立伊始主要生产一次性医疗器械，2006 年与 Syneco 合作，开始喂食器、喂液管的研发生产；2010 年通过 CRRT 管路注册并投产，是**国内首家获得 CRRT 专用管路注册证书**的医疗器械企业。随着公司的技术创新能力提升和规模化生产能力稳定，公司自 2013 年开始不断积累海外客户，并于 2020 年新增数项研发项目。与此同时，公司不断提升生产自动化水平，劳动力成本逐渐下降。2022 年，公司在创业板上市。2023 年，公司收购香港公司 NORRTEK INTERNATIONAL CO., LIMITED 70% 股权；2024 年，公司收购 Nikkiso Co., Ltd 持有的 CRRT 业务，并于 10 月 31 日，与费森尤斯子公司 ProCure Medical GmbH 签订了《DISTRIBUTION AGREEMENT》框架合同，合同标的为血液透析管路，合同期限为 5 年，预计第一年金额为 4000 万美元。

图 2：天益医疗发展历程

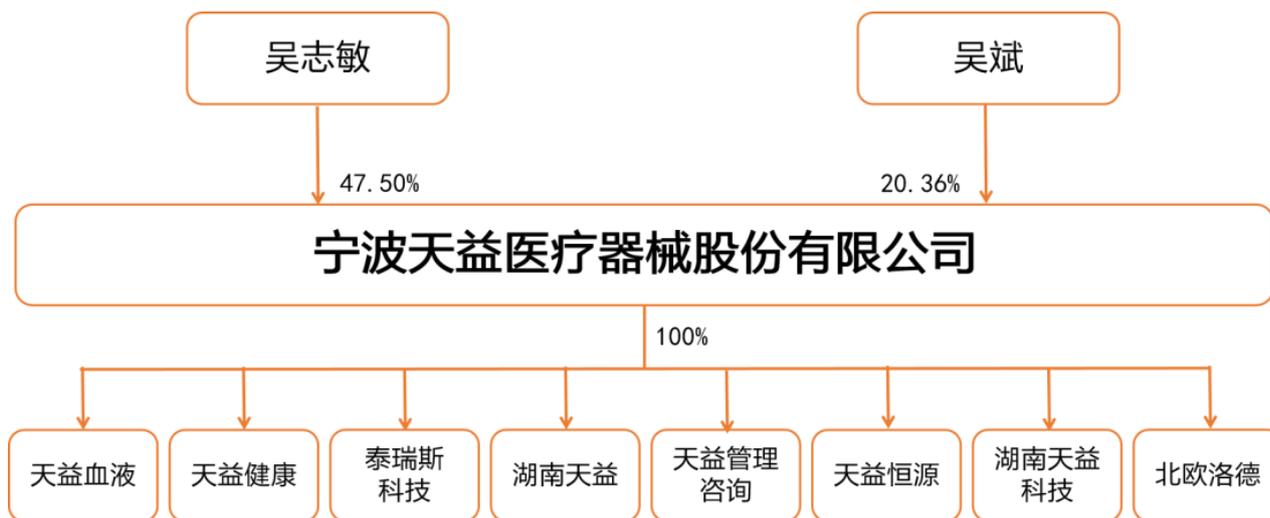


资料来源：天益医疗 2024 年半年度报告，天益医疗招股书，天益医疗官网，天益医疗公告，天益医疗公众号，天风证券研究所

1.2. 管理团队经验丰富，股权结构合理

吴志敏和吴斌先生为公司实际控制人，公司股权集中度高。张文宇先生系实际控制人的一致行动人，截至 2024 年 11 月 25 日，吴志敏先生直接持有公司 47.5% 的股份；吴斌先生直接持有公司 20.36% 的股份。

图 3：公司股权结构合理



资料来源：Wind，天益医疗招股书，天风证券研究所

注：统计截止到 2024/11/25 日

公司管理团队深耕相关产品研发多年。公司管理人员具有工程师背景，董事长兼总经理吴志敏，曾参与国家行业标准《心血管植入物和人工器官血液净化装置的体外循环血路（YY0267-2008）》、《血液透析及相关治疗血液净化装置的体外循环血路（YY0267-2016）》的制定，并担任主要起草人之一，对血液透析行业有较充分的了解。

表 1：公司管理人员介绍

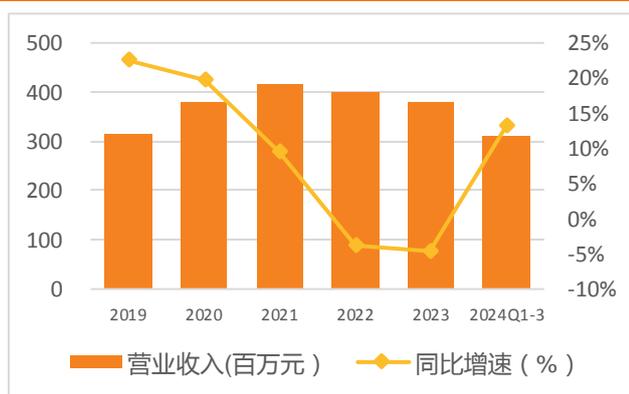
姓名	职务	人员简介
吴志敏	董事长兼总经理	上海交大 EMBA，高级经济师、高级工程师，曾任上海医用诊察仪器厂宁波分厂技术厂长、鄞县医用高分子器件厂厂长，《心血管植入物和人工器官血液净化装置的体外循环血路（YY0267-2008）》和《血液透析及相关治疗血液净化装置的体外循环血路（YY0267-2016）》国家行业标准的主要起草人之一，浙江省消毒产品标准化技术委员会委员、浙江省医疗器械行业协会副会长、宁波市医疗器械行业协会会长、宁波市商会副会长、宁波市工商业联合会常务委员。
吴斌	董事、副总经理 泰瑞斯科技执行董事、总经理	毕业于英属哥伦比亚大学（加拿大 UBC），2013 年至 2016 年任宁波天益三氧消毒设备有限公司的执行董事兼经理，2013 年至 2016 年 5 月任天益有限销售部经理。2016 年 5 月至今，任董事、副总经理，以及泰瑞斯科技执行董事、总经理。

资料来源：天益医疗招股书，天风证券研究所

1.3. 营业收入企稳，研发投入逐年提升

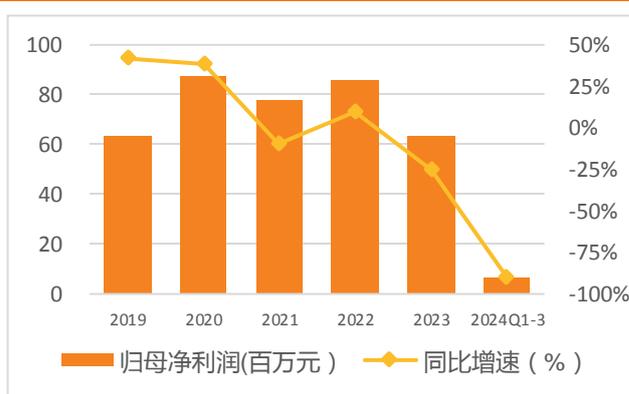
2019-2024 年 Q1-Q3 公司营收企稳。2023 年受集采、医疗反腐等多重因素影响，公司经营面临挑战，但公司坚定大力发展海外业务、加速产能建设项目落地投产、优化管理模式，实现降本增效。截至 2024H1，公司的渠道已覆盖全国 31 个省、市、自治区及亚洲、欧洲、北美、南美、非洲等国家和地区；与费森尤斯医疗、百特医疗、美敦力等企业合作关系稳定；与超 450 家三甲医院建立并保持良好沟通渠道，品牌影响力较强。然而，2024 年前三季度，公司归母净利润 6.34 百万元，同比下降 89.61%，主要系销售费用、管理费用和研发费用大幅增长，以及美元汇率下降导致汇兑损失。未来随着血液净化领域产品布局的进一步完善，公司有望呈现逐步向好趋势。

图 4：2019-2024 年 Q1-Q3 公司营收企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

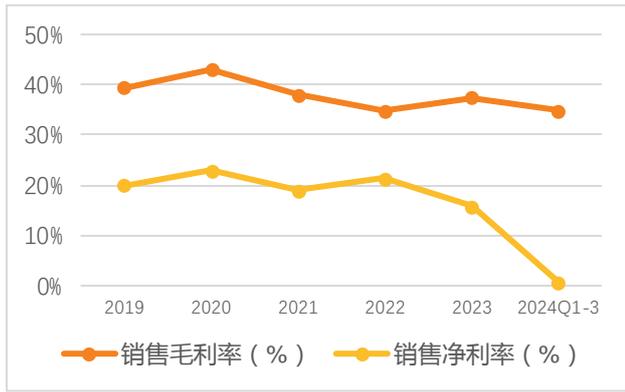
图 5：2019-2024 年 Q1-Q3 公司归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

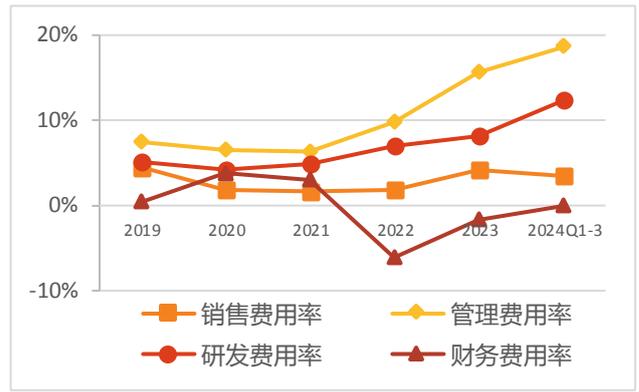
净利率基本稳定，公司积极进行研发投入。2019-2023 年，公司毛利率和净利率整体保持稳定。2024 年前三季度，净利率大幅下滑，主要系公司研发投入增长及汇兑损益增加。同时，公司高度重视研发创新，积极引进技术人才。2024 年前三季度，公司研发费用率 12.34%，同比增长 4.81pcts；管理费用率 18.60%，同比增长 4.52pcts。截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有研发人员 197 名，占公司员工总数的比例为 15.22%。

图 6：2019-2024 年 Q1-Q3 毛利率和净利率整体保持稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2019-2024 年 Q1-Q3 期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 股权激励落地，彰显长期发展信心

激励覆盖核心员工，授予价格有吸引力。2024 年 8 月 7 日，公司召开第三届董事会第十五次会议和第三届监事会第十二次会议，审议并通过了《关于调整 2024 年限制性股票激励计划激励对象名单及授予数量的议案》、《关于向 2024 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的议案》，首次授予激励对象名单为 125 人，首次授予限制性股票数量为 187.50 万股，授予总量为 233.50 万股，授予价格为 22.11 元/股。

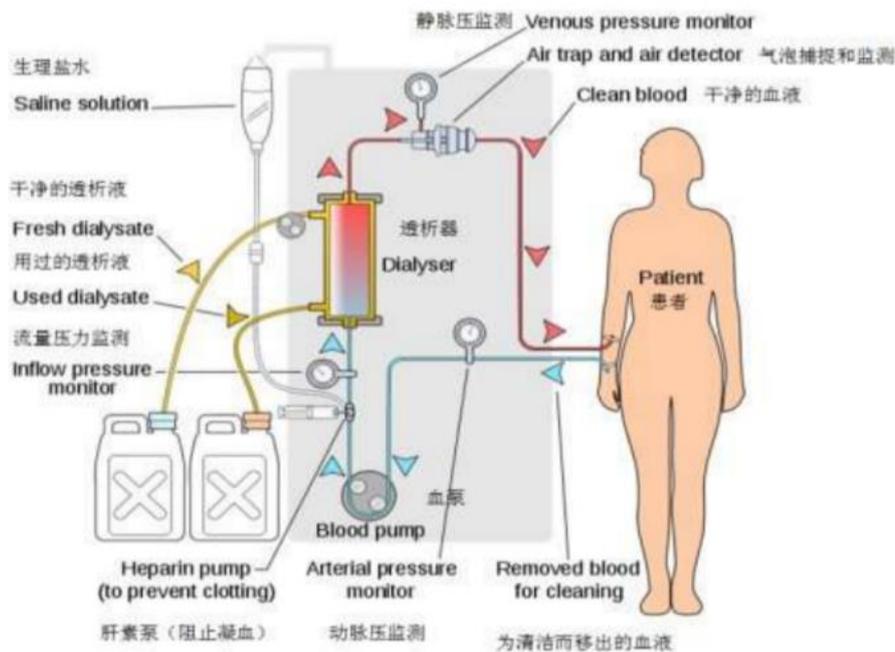
股权激励落地，考核累计营业收入。限制性股票考核分为 2024-2027 年、2024-2028 年两个归属期，根据完成情况核算归属比例，达到 2 个目标值则 100%归属。其中，要求 2024-2027 年公司累计营业收入不低于 22 亿元，2024-2028 年公司累计营业收入不低于 34 亿元，每达成一个目标值，可享有 50%归属，彰显公司长期发展信心。

2. 血液净化市场需求量大，增长空间广阔

2.1. 血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法

血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法，是治疗急、慢性肾功能衰退包括终末期肾（ESRD）和某些急性药物、毒物中毒的有效方法。血液净化是指把患者的血液引出身体外并通过一种净化装置，通过弥散、对流及吸附等方式，去除其中某些致病物质，净化血液，达到治疗疾病的目的。2023 年共有 88%的透析患者在透析中心以这种方式接受治疗。

图 8：血液透析工作流程



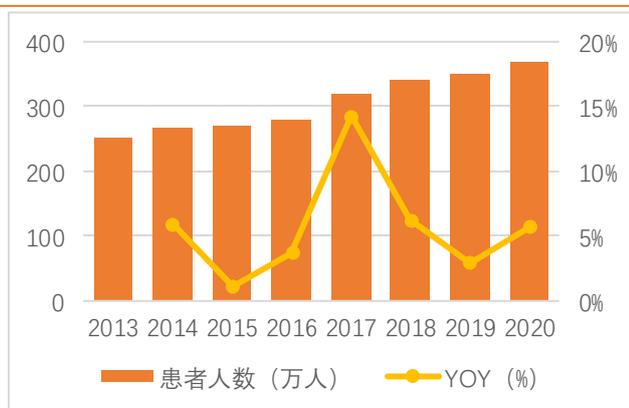
资料来源：天益医疗招股书，天风证券研究所

血液透析治疗主要使用的医疗器械包括血液透析机、透析器、体外循环血路、穿刺针、透析液、透析粉等。其中体外循环血路又称血液透析管路，作为连接人体和透析装置的重要部分，是血液透析的安全通道，保证了血液净化的连续性和有效性，直接影响到透析患者的生命健康。

2.2. 全球血液透析市场稳步增长，国内市场成长空间广阔

全球血液透析患者持续增加，血液净化市场逐年扩增。根据费森尤斯的年报，2023 年，全世界约有 507 万慢性肾衰竭患者定期接受透析治疗或接受器官捐赠，其中约有 363 万为血液透析患者。全球透析产业市场规模从 2018 年的 710 亿欧元上升至 2023 年的 810 亿欧元，年均增长率为 2.67%。费森尤斯预计未来几年全球血透行业市场规模将继续保持平稳增速，到 2025 年全球血透行业市场规模将接近 1000 亿欧元。

图 9：2013-2020 年全球接受血液透析患者人数



资料来源：山外山招股说明书，天风证券研究所

图 10：2018-2023 年全球血液透析市场规模



资料来源：天益医疗 2023 年年报，费森尤斯 2023 年年报，天风证券研究所

国内透析人数稳步增长，平均透析龄逐年增长。针对终末期肾病患者（ESRD）所采取的肾脏替代治疗方式，主要包括肾移植以及透析治疗两种方式，但由于可移植肾源有限，透析治疗是 ESRD 患者除肾移植外几乎唯一的维持性治疗方式，且需长期坚持。截至 2023 年

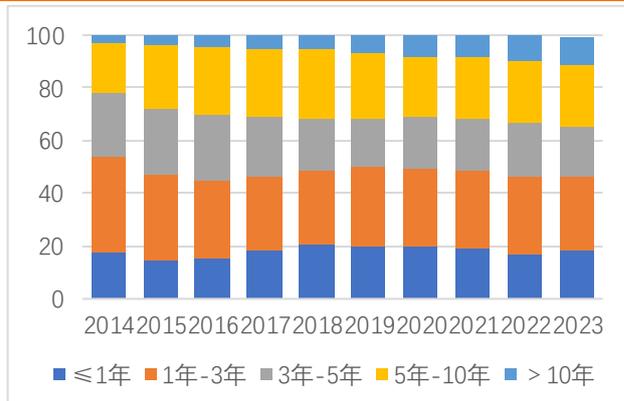
底,在透患者人数近 92 万,2015-2023 年大陆地区在透患者人数年均复合增长率为 11.45%,患者平均透析龄由 2011 年的 2.7 年增长至 2023 年的 4.5 年。

图 11: 2015 年-2023 年中国在透患者和新增患者例数 (HD)



资料来源: 英福美数据血透公众号, 天风证券研究所

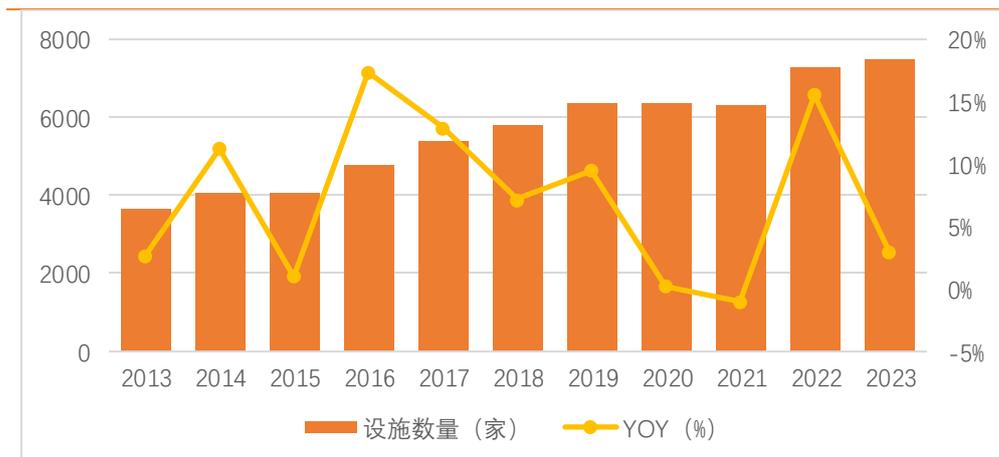
图 12: 2014 年-2023 年中国大陆地区透析患者透析龄分布情况



资料来源: 山外山血液净化公众号, 天风证券研究所

国内血液透析设施数量稳步增长, 相关耗材市场成长空间广阔。从 2013 年的 3637 个增长至 2023 年的 7512 个, 2013-2023 年的设施数量年均复合增长率达 7.52%。公司的体外循环血路作为血液透析的重要耗材, 未来市场有望进一步增长。

图 13: 2013-2023 年中国血液透析设施数量稳步增长



资料来源: 英福美数据血透公众号, 天风证券研究所

国内透析渗透率较发达国家仍有差距, 发展空间广阔。据全国血液净化病例信息登记系统 (CNRDS) 统计, 预计到 2030 年国内终末期肾病患者 (ESRD) 人数将突破 300 万人, 而国内接受治疗的患者比率不到 20%, 如果未来尿毒症患者透析治疗率提高到国际平均水平 37%, 届时透析治疗人数将达到 148 万人, 若接近或达到发达国家现在的平均治疗率 75%, 则透析治疗人数或将达到 300 万人以上。

2.3. 国内政策支持血液净化设备研发, 推动血液透析行业发展

国家高度重视血液透析行业发展, 持续出台多项政策。2017 年 2 月, 国家卫生计生委修改《医疗机构管理条例实施细则》, 新增“血液透析中心”作为正式医疗机构。2020 年 1 月, 医政医管局出台了《医疗机构血液透析室基本标准 (2020 年版)》, 规定二级以上医疗机构应配备 10 台以上血液透析机。2021 年 12 月, 工信部等十部门联合印发了《“十四五”医疗装备产业发展规划》, 其中着重提到要“全面突破体外膜肺氧合机 (ECMO)、人工心脏等关键技术。有创呼吸机、高频呼吸机、连续性血液净化设备 (CRRT)、自动腹膜透析设备、经鼻高流量氧疗仪等达到国际先进水平。” 2024 年 3 月 1 日, 国务院总

理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，要求有序推进包括“教育医疗设备”等在内的设备更新改造。

表 2：2017-2024 年政府积极出台相关政策

序号	文件名称	发布部门	发布时间	文件内容
1	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	2024.3	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。
2	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	国家工业和信息化部等十部门	2021.12	坚持“引进来”和“走出去”相结合，积极融入全球医疗装备产业链和价值链，打造国际竞争新形势。推动透析设备等产品的升级换代和性能提升着力攻关血液净化设备用透析膜全面突破体外膜肺氧合机（ECMO）等关键技术，连续性血液净化设备（CRRT）等达到国际先进水平。
3	《公共卫生防控救治能力建设方案》	国家发展改革委、国家卫生健康委、国家中医药局	2020.05	提出了要加强大型医用设备配置规划和管理，提出加强重大疫情救治基地医疗设备应急储备，将包含连续性血液净化设备（CRRT）在内的 35 类设备（CRRT 排第八位）纳入重大疫情救治基地应急救治物资储备清单，加强应急物资储备，有效应对突发重大疫情。
4	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》（国卫医发〔2019〕42 号）	国家发展改革委、国家卫生健康委、国家医保局等	2019.06	规范和引导社会力量举办集团化经营的血液透析中心等独立设置医疗机构，加强规范化管理和质量控制，提高同质化水平。
5	科技部办公厅关于印发《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》的通知（国科办社〔2017〕44 号）	科技部办公厅	2017.05	血液净化与透析机及耗材。重点开发高质量、低成本的血液透析机、血液透析滤过机、透析器/滤器/灌流器。重点解决国产血液透析设备及透析器/灌流器稳定性、批量生产工艺性和核心部件问题。

资料来源：山外山招股书，政府官网，天风证券研究所

3. 中国首个 CRRT 管路制造商，国内国际市场双驱动

3.1. 持续丰富血液透析产品，稳固市场领先地位

公司在血液透析领域有超过 30 年的丰富经验，是国内血液透析一次性使用体外循环血路及腹膜透析用碘液保护帽国家标准的起草者之一，始终保持行业领先地位。公司的主要产品包括血液净化装置的体外循环血路、一次性使用动静脉穿刺器、血液透析浓缩液/血液透析干粉等。

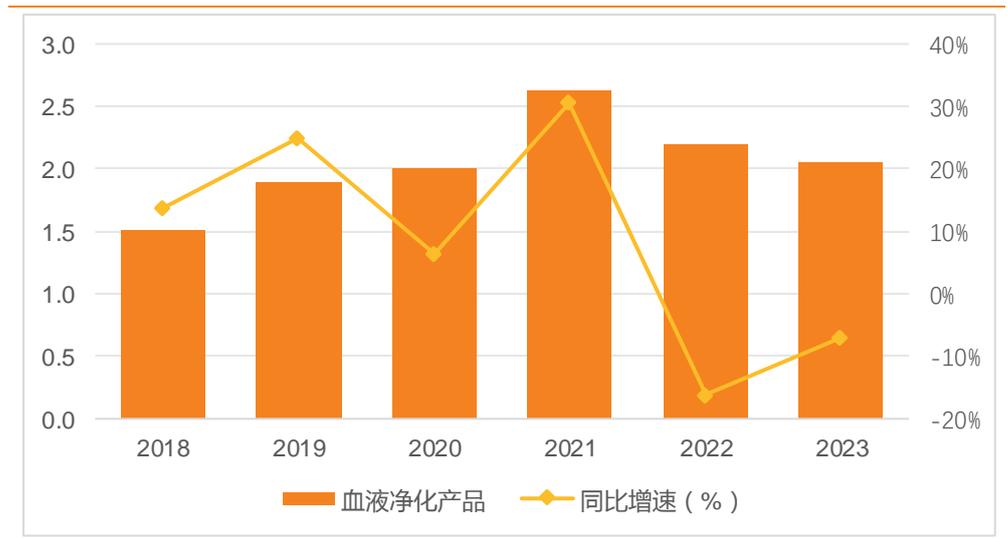
表 3：公司主要产品及其用途

系列	产品名称	主要用途、功能	产品
血液净化	体外循环血路(包括基本型体外循环血路及 CRRT 专用型体外循环血路)	供血液透析时作为血液通道使用，又称血液透析管路，作为连接人体和透析装置的重要部分，是血液透析的安全通道，保证了血液净化的连续性和有效性，直接影响到透析患者的生命健康	血液透析管路-环氧乙烷灭菌型、血液透析管路-辐照灭菌型、5008 系列管路套装、Artis 管路套装、置换液管-费森型、置换液管-常规型
	血液透析浓缩液/血液透析干粉	用于急、慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗	血液透析干粉-联机 B 粉、血液透析干粉-中央供液 A 粉、血液透析干粉-中央供液 B 粉、血液透析浓缩液
	一次性使用动静脉穿刺器	与体外循环血路配套使用，用于从人体抽取血液，并将净化过的血液回输至人体	穿刺器

资料来源：天益医疗 2024 年半年报、天益医疗官网、天风证券研究所

公司在血液净化耗材领域拥有较强的品牌影响力，产品销售覆盖国内 31 个省份、直辖市及自治区，终端医院覆盖超 1,000 家医院、450 家三甲医院。

图 14：公司 2018-2023 年血液净化产品销售情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司积极开拓境内外市场，积累优质客户资源，公司的产品出口至亚洲、欧洲、北美、南美、非洲等国家和地区，经过多年的夯实运营，积累了一批优质的客户资源，公司与费森尤斯医疗、百特医疗、尼普洛等国际血液透析龙头企业保持良好的业务合作关系。

表 4：公司体外循环血路业务的客户（经销商）

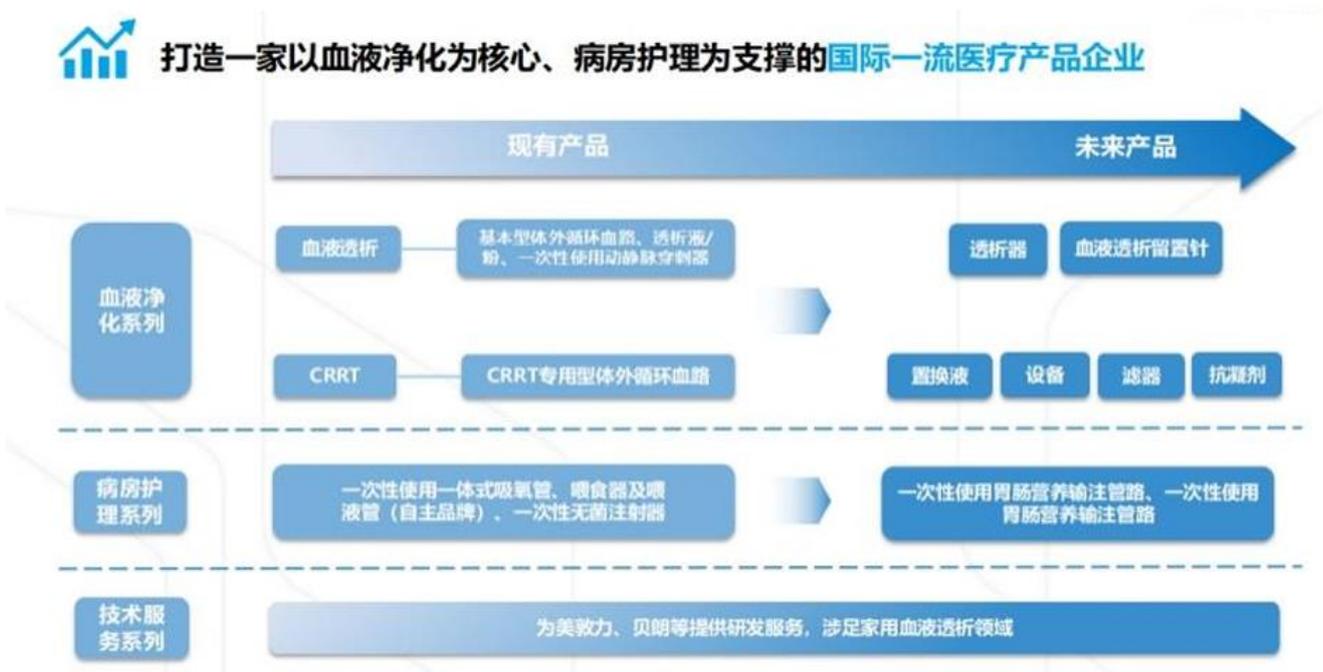
合作客户	主营业务
费森尤斯医疗	专注于肾脏病治疗的医疗器械及耗材
SIAMESE MEDICAL CO.,LTD	血液净化产品销售
尼普洛	医疗器械，药品和仪器产品的制造商
上海强健	肾内科医疗器械销售
美敦力	专注于血液净化领域医疗器械产品销售
百特医疗	专注于肾脏病治疗的医疗器械及耗材
贝朗医疗	医疗器械产品销售
上海立马	医疗器械产品销售
南京汇泰	医疗器械产品销售

资料来源：天益医疗招股书、天风证券研究所

3.2. 核心业务亮点——产品线横向拓展，领航国内 CRRT 发展

公司围绕血液净化领域逐步实现产品升级。公司持续开发透析器、CRRT 设备、CRRT 置换液等高附加值产品，提升公司综合竞争力。近年来，公司成功研制一次性使用一体式吸氧管、一次性使用特殊脐带夹、血液透析浓缩液、血液透析干粉、柠檬酸消毒液等新产品，并取得了较好的经济效益。

图 15：公司产品线布局



资料来源：天益医疗 2024 年半年度报告、天风证券研究所

公司是国内首家获得 CRRT 专用管路注册证书的医疗器械企业。公司的体外循环血路产品目前具有超过 200 种规格型号，满足了不同治疗模式、临床使用习惯及机器适配性等多样化的临床需求，基本型、CRRT 专用型覆盖了血液透析和 CRRT 等治疗方式。

公司加码投资布局 CRRT 领域，有望进一步加速国内和海外业务发展。2024 年 5 月 31 日，公司董事会同意向宁波天辉益企业管理有限责任公司增资人民币 6,000 万元，增资完成后，天益医疗将持有宁波天辉益 20.87% 的股权，获得 CRRT 设备及全球销售渠道。宁波天辉益的新加坡全资子公司 TYHC International PTE.LTD 以现金方式收购 Nikkiso Co., Ltd（注：日本日机装株式会社，简称 NKS）持有的 CRRT 业务，本次交易对价预计为 4,354 万欧元。

收购标的的业务包括三部分：(1) NKS 持有的 Nikkiso Europe GmbH 100% 股权以及 Nikkiso Critical Care Medical Supply (Shanghai) Co., Ltd 100% 股权；(2) NKS 下属公司 Nikkiso Medical Thailand Co., Ltd 持有的标的业务相关资产；(3) NKS 持有的 CRRT 业务相关的知识产权。

日本日机装株式会社自 1953 年创立以来，一直涉足于医疗器械领域研究，经过数十年的行业深耕，现已发展成为行业领先企业，并为全球客户提供值得信赖的产品与服务，从 BM25 开始，日机装的历代产品更新都秉承着以用户需求为起点，以技术传承为支撑的研发理念，力求通过精准、智能、卓越的产品性能来满足医患全方位、多样化的医疗需求。若日机装的 CRRT 业务交割完成，将对公司的 CRRT 管路全球化销售形成促进。

图 16：日机装重症 CRRT 全线产品解决方案



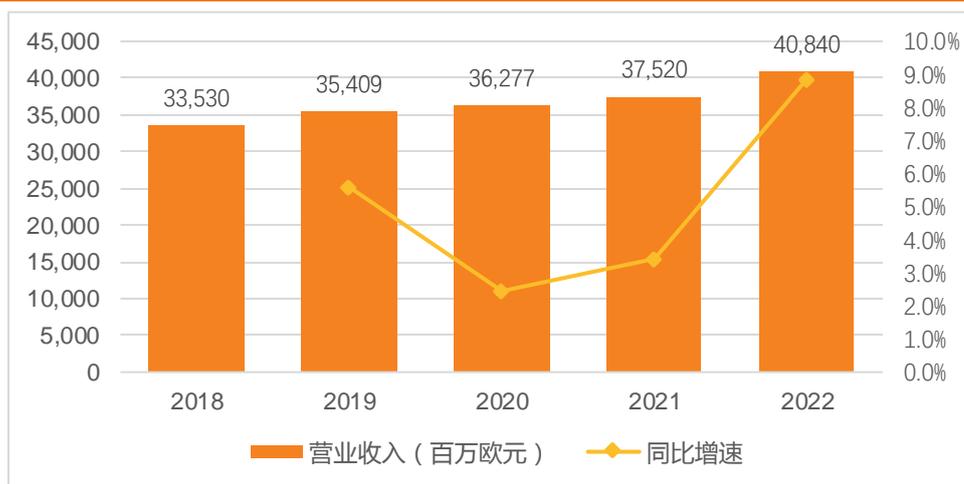
资料来源：日机装重症公众号，Nikkiso 官网，天风证券研究所

3.3. 核心业务亮点二——产品质量获国际认证，与费森签署长期合作

全面认证与国际标准同步，引领品质与创新。公司较早就通过了 ISO13485 质量体系及 ISO14001 环境体系双体系认证，是国内第一批获得 5 国质量体系认证的医疗器械单位之一；2012 年，公司成功被美国 FDA 备案为 OEM 合格制造商；2016 年，公司通过欧盟 MDD 认证，取得欧盟 CE 证书，2023 年 1 月，公司体外循环血路、喂食注射器产品再次通过欧盟 MDR 认证，2024 年 7 月，公司一次性无菌注射器产品再次通过欧盟 MDR 认证。

费森尤斯医疗是透析产品和服务方面的世界领先者，提供透析、输液、临床营养治疗产品、医院与家庭医疗护理以及配套服务。费森尤斯医疗的主要产品包括血液透析机、透析器及相关耗材等。

图 17：2018-2022 年费森尤斯营业收入情况



资料来源：费森尤斯卡比官网、天风证券研究所

2013 年，费森尤斯医疗调整了中国境内的经营战略和生产、销售计划，开始向其他公司采购部分血液净化耗材产品用于境内销售。费森尤斯医疗综合考虑公司产品质量和价格，开始向公司采购体外循环血路、一次性使用引流袋等产品。

图 18：费森尤斯在中国的发展历程



资料来源：费森尤斯卡比医疗官网，天风证券研究所

费森尤斯医疗与公司的合作关系良好，是公司的前五大客户。双方合作已拓展到江苏费森尤斯医药用品有限公司、Fresenius Medical Care MALAYSIA SDN BHD（即“费森尤斯马来西亚”）、Fresenius Medical Care Deutschland GmbH（即“费森尤斯德国”）、BIOCARE TECHNOLOGY CO.LTD 等费森尤斯医疗控制的其他主体。随着双方业务合作规模逐步增长，费森尤斯医疗成为公司的前五大客户。

2024 年上半年，费森尤斯 CRRT 设备 multiFiltratePRO 国内市占率为 11.82%，排名第三。

与费森签订血透管路长期供货协议，加速拓展海外销售。2024 年 10 月 31 日，公司与 ProCure Medical GmbH 签订了分销合同，合同标的为血液透析管路，期限 5 年，生效时间为 2026 年 1 月，天益医疗将根据 PMG 的采购订单进行生产发货。合同第一年金额预计 4000 万美元。

ProCure Medical GmbH 是一家专业从事医疗器械和消耗品进口及销售的公司，注册地址位于德国 Bad Homburg v.d.H.。作为费森尤斯医疗的全资子公司，PMG 拥有良好的信用状况和较强的履约能力。若此合同顺利实施，预计将对天益医疗未来 5 年的经营业绩产生积极影响，有助于提升公司产品市场占有率和品牌影响力，进一步开拓海外高端市场。

表 5：2024 年 1-12 月（截至 12 月 15 日）国内 CRRT 设备各型号市占率情况(Top10)

排名	品牌	国产/进口	销售额（万元）	占比（%）
1	百特 Baxter	进口	31984.96	24.52%
2	费森尤斯 FRESENIUSSE	进口	22169.63	17.00%
3	健帆 JaFron	国产	17614.76	13.50%
4	日机装 Nikkiso	进口	15344.74	11.76%
5	山外山	国产	13519.11	10.36%
6	旭化成 AsahiKASEI	进口	9143.70	7.01%
7	贝朗 B Braun AuitumAG	进口	8769.21	6.72%
8	来富恩 Lifeline	进口	2366.32	1.81%
9	伟力 WAYGENESIS	国产	1714.13	1.31%
10	威高 WEGO	国产	1137.35	0.87%

资料来源：众成医械，天风证券研究所

注：根据公开的招标信息，未统计其它单独未公开信息销售数据

4. 产能拓展与研发升级并进

4.1. 调整布局，提升产能促发展

适时调整布局，加快推进新产线建设。2023 年，公司加快推进子公司天益生命健康“年产 4,000 万套血液净化器材建设项目”的实施，目前正在进行设备安装调试。同时，公司适时调整子公司泰瑞斯科技职能与布局，将泰瑞斯科技定位为公司“注塑加工中心”及“研发中心”，并将公司募投项目“研发中心项目”调整至泰瑞斯科技实施，未来泰瑞斯科技将承担公司部分重大项目、产品、技术的研发职能，为公司整体的创新发展赋能。

湖南新工厂落地，进一步提升公司整体产能。此外，公司分别在在内陆地区湖南省宁乡市、益阳市布局了两个新的工厂，其中位于湖南省益阳市的工厂已完成装修并取得了生产许可证，位于湖南省宁乡市的工厂已封顶。新工厂、新产能的陆续投入使用，将极大缓解公司的产能瓶颈，为公司后续业务发展备足弹药。

收购泰国 SIAM TYINRUN，建设海外生产基地。公司拟通过新加坡全资子公司潜莱马克隆以现金方式收购关联方天润国际持有的泰国公司 SIAM TYINRUN 100% 的股权。本次交易系为满足日常经营重大销售合同的合同生效条件，公司拟在本次关联交易所得宗地（约为 3.4 万平方米）建设海外生产基地，确保重大销售合同如期履行。公司计划于 2025 年年底

完成工厂建设，并于 2026 年初正式投产，未来该工厂将作为公司海外生产基地，向海外大客户提供包括血液透析管路，营养管路等系列产品的生产供应。

4.2. 多方合作共研，在研项目与技术储备丰富

近几年，公司分别为世界 500 强企业美敦力、贝朗提供血液透析方面产品研发服务，公司的研发实力得到了国际龙头认可。此外，公司与中科院宁波材料所建立了合作研发关系，前瞻性地进行了技术尝试，在可降解生物医药材料、血液透析膜、胃肠营养管等领域进行合作研发。

公司目前主要在研项目 7 项。公司依靠先进成熟的研发技术，重点围绕血液净化领域，持续开发透析器、透析液、CRRT 设备、CRRT 置换液等高附加值产品，逐步实现产品结构升级，提升公司综合竞争力。

表 6：公司在研项目情况

序号	项目名称	项目进展	项目目的
1	一次性使用螺旋型营养导管研发项目	设计验证阶段	实现高端肠胃营养管的国产化，推动国产替代进口力度，减轻医保及患者压力。
2	腹膜透析用连接管研发项目	补正资料阶段	开发一种腹膜透析用导管，通过旋转螺纹旋钮，控制腹膜透析液的流动。该导管用于肾衰竭病人腹膜透析时连接植入体内的腹膜透析管和腹膜透析袋。
3	一次性使用连续性肾脏替代治疗用管路研发项目	注册检验阶段	国内患者使用的基本为进口产品，该项目可以推动国产替代进口力度，减轻医保及患者压力。
4	一次性使用肠内营养输注器研发项目	补正资料阶段	开发一种连接鼻饲管或胃管向患者肠胃输送营养的产品，产品采用非 DEHP 增塑剂的 PVC 材料制造能够降低增塑剂对患者的毒性，提高使用安全性。
5	血液透析机内部管路消毒液研发项目	注册检验阶段	开发柠檬酸热化学消毒液，用于对血液透析机的消毒。产品采用复合配方，能够提高抑菌效果，提升清除有机物的能力，提高透析安全性。
6	一次性使用氧气湿化器研发项目	样品生产阶段	国内患者主要使用开放重复使用的产品，本产品在保证无菌吸氧的情况下不增加医保和患者负担，减少交叉感染的风险。
7	一次性使用血液透析用导管研发项目	设计验证阶段	国内患者使用的基本为进口产品，该项目可以推动国产替代进口力度，减轻医保及患者压力。

资料来源：天益医疗年报，天风证券研究所

注：统计截止到 2023/12/31

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测及假设

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.22/5.40/8.00 亿元，归母净利润分别为 0.24/1.00/1.96 亿元。预测假设为：

- 1) 血液净化市场快速增长，公司血液净化领域产品线不断丰富，血液净化耗材、病房护理等产品领域的市场地位持续巩固。
- 2) 公司研发能力不断加强，生产基地、研发中心、在研产品进展顺利。
- 3) 公司于 2024 年 10 月 31 日与 PMG（费森尤斯医疗全资子公司）签署血液透析管路 5 年合作协议，首年供货金额为 4 千万美元，合同自 2026 年 1 月 1 日起生效。此次签订的供货期为 2026-2030 年，考虑到下游客户对于供应链需求的稳定性，我们认为，公司的每年供货金额有望保持提升。

表 7：公司收入分类预测表（单位：百万元）

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	414.73	399.33	380.92	422.16	540.20	800.02
yoy (%)	9.5%	-3.7%	-4.6%	10.8%	28.0%	48.10%
血液净化						
收入	262.66	220.34	205.05	229.48	320.21	547.80
yoy (%)	30.5%	-16.1%	-6.9%	11.9%	39.5%	71.08%
收入占比	63.3%	55.2%	53.8%	54.4%	59.3%	68.5%
病房护理						
收入	106.27	126.54	118.11	132.03	156.31	185.35
yoy (%)	25.6%	19.1%	-6.7%	11.8%	18.4%	18.6%
收入占比	25.6%	31.7%	31.0%	31.3%	28.9%	23.2%
其他业务						
收入	45.81	52.44	57.76	60.65	63.68	66.86
yoy (%)	-50.77%	14.47%	10.14%	5.00%	5.00%	5.00%
收入占比	11.0%	13.1%	15.2%	14.4%	11.8%	8.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 估值与投资评级

我们在医疗器械板块标的中选取：拱东医疗、采纳股份、三鑫医疗、昌红科技四家公司作为可比公司。天益医疗作为中国首个 CRRT 管路制造商，在国内体外循环血路市场地位领先，其积极布局全产品线，加强新产品研发，且与海外客户合作关系长期稳定，合作金额稳步上升，看好公司进入加速发展阶段，给予公司 2025 年 32 倍 PE，对应目标价 54.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE(X)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605369.SH	拱东医疗	27.12	42.74	1.09	1.86	2.36	2.96	39.16	23.03	18.11	14.45
301122.SZ	采纳股份	19.97	24.41	1.13	0.69	0.81	0.96	21.69	35.39	29.98	25.43
300453.SZ	三鑫医疗	7.24	37.82	2.07	2.40	2.79	3.24	18.30	15.79	13.58	11.66
300151.SZ	昌红科技	15.79	84.08	0.32	1.18	1.87	2.69	265.62	71.26	44.96	31.32
可比公司平均			47.26	1.15	1.53	1.96	2.46	86.19	36.37	26.66	20.71
301097.SZ	天益医疗	35.42	20.88	0.64	0.24	1.00	1.96	32.84	86.87	20.80	10.65

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值和收盘价为 2024/01/03 日收盘数据，可比公司估值数据来自 Wind 一致预期，币种为人民币

6. 风险提示

1. 研发进度不及预期

公司主营业务为血液净化及病房护理领域医用高分子耗材等医疗器械的研发、生产与销售，对技术与工艺创新要求较高；且医疗机构对产品的需求也在不断变化和提升。若公司未来科研、技术改造更新缓慢，无法准确把握产品及技术的发展趋势，在产品开发的决策中出现方向性失误，或不能及时将新技术运用于产品研发，可能使公司丧失技术和市场的领先优势，从而使公司的市场地位出现下降，对未来公司的发展及经营业绩产生不利影响。

2. 客户集中及流失风险

公司喂食器及喂液管主要最终销售给美国公司 Avanos Medical。公司存在喂食器及喂液管类产品客户集中度高以及对相关客户依赖的现象。若上述重要客户因其自身原因、外部政策环境或市场变化例如公司产品被列入加征关税商品清单导致对公司产品需求下降，公司则存在订单获取的不可持续性以及被竞争对手替代的风险。若上述重要客户流失，则可能对公司经营业绩造成重大不利影响。

3. 医疗器械政策变化

随着国家医用耗材集采范围不断扩大，集采模式日趋成熟，若未来公司其他产品未能在政策实施地区中标或中标价格大幅下降，将可能导致公司产品的出厂价、产品毛利率下降，从而对公司的收入和利润造成不利影响。2024 年 1 月，公司产品血液净化装置体外循环管路、动静脉瘘穿刺针，在二十三省联盟代表各地区公立医疗机构（含军队医疗机构）及自愿参加的医保定点社会办医疗机构等开展的高值医用耗材集中带量采购中，成功中选。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	448.97	192.16	224.97	154.20	159.31	营业收入	399.33	380.92	422.16	540.20	800.02
应收票据及应收账款	63.22	54.86	89.09	113.53	216.55	营业成本	260.19	238.25	255.46	282.93	409.15
预付账款	9.85	8.54	13.15	13.27	28.76	营业税金及附加	4.79	5.26	5.45	6.98	10.57
存货	65.36	83.32	92.04	121.59	218.25	销售费用	7.43	15.50	14.78	18.64	22.40
其他	589.81	748.51	744.72	755.59	777.25	管理费用	38.80	59.87	71.77	79.41	89.60
流动资产合计	1,177.21	1,087.38	1,163.98	1,158.19	1,400.11	研发费用	28.06	31.10	45.59	54.29	69.60
长期股权投资	0.00	27.94	85.52	85.52	85.52	财务费用	(24.38)	(6.81)	3.93	3.96	3.60
固定资产	278.23	286.32	246.96	213.77	180.58	资产/信用减值损失	(8.32)	0.05	(3.42)	(3.90)	(2.42)
在建工程	44.61	220.76	266.39	266.39	266.39	公允价值变动收益	9.62	5.01	(5.55)	8.19	8.44
无形资产	77.69	75.71	79.45	85.26	86.63	投资净收益	1.60	24.45	8.96	11.67	15.03
其他	49.31	73.29	10.51	12.77	8.89	其他	(13.40)	(61.44)	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	449.85	684.01	688.84	663.72	628.01	营业利润	94.93	69.69	25.17	109.96	216.14
资产总计	1,627.08	1,771.43	1,852.82	1,821.90	2,028.12	营业外收入	4.02	2.44	2.16	2.87	2.49
短期借款	235.11	188.61	207.39	214.83	211.49	营业外支出	0.01	0.02	0.15	0.06	0.08
应付票据及应付账款	67.10	75.92	70.39	91.54	146.50	利润总额	98.94	72.10	27.18	112.77	218.55
其他	28.98	40.10	42.20	43.27	55.83	所得税	13.72	11.95	3.62	15.04	29.14
流动负债合计	331.20	304.63	319.99	349.65	413.81	净利润	85.22	60.15	23.55	97.74	189.41
长期借款	47.50	168.55	224.48	96.08	112.49	少数股东损益	(0.38)	(3.42)	(0.48)	(2.66)	(6.60)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	85.60	63.57	24.04	100.40	196.01
其他	3.70	9.58	5.88	6.39	7.28	每股收益(元)	1.45	1.08	0.41	1.70	3.33
非流动负债合计	51.20	178.12	230.37	102.46	119.77						
负债合计	392.00	487.17	550.36	452.11	533.58	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.22	11.45	11.08	9.25	4.89	成长能力					
股本	58.95	58.95	58.95	58.95	58.95	营业收入	-3.71%	-4.61%	10.82%	27.96%	48.10%
资本公积	788.79	793.39	793.39	793.39	793.39	营业利润	5.48%	-26.59%	-63.88%	336.91%	96.56%
留存收益	387.13	421.22	439.29	508.54	637.76	归属于母公司净利润	9.34%	-25.74%	-62.19%	317.71%	95.23%
其他	0.00	(0.75)	(0.25)	(0.34)	(0.45)	获利能力					
股东权益合计	1,235.09	1,284.25	1,302.46	1,369.79	1,494.54	毛利率	34.84%	37.46%	39.49%	47.63%	48.86%
负债和股东权益总计	1,627.08	1,771.43	1,852.82	1,821.90	2,028.12	净利率	21.44%	16.69%	5.69%	18.59%	24.50%
						ROE	6.93%	4.99%	1.86%	7.38%	13.16%
						ROIC	18.78%	11.64%	3.83%	13.65%	26.05%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	24.09%	27.50%	29.70%	24.82%	26.31%
净利润	85.22	60.15	24.04	100.40	196.01	净负债率	-13.40%	12.91%	15.95%	11.50%	11.07%
折旧摊销	28.54	35.24	34.92	35.65	35.86	流动比率	3.45	3.52	3.64	3.31	3.38
财务费用	(16.62)	5.85	3.93	3.96	3.60	速动比率	3.26	3.25	3.35	2.96	2.86
投资损失	(1.60)	(24.45)	(8.96)	(11.67)	(15.03)	营运能力					
营运资金变动	(67.75)	(13.18)	(38.53)	(38.33)	(158.43)	应收账款周转率	8.38	6.45	5.87	5.33	4.85
其它	22.38	9.03	(6.03)	5.52	1.84	存货周转率	7.94	5.12	4.81	5.06	4.71
经营活动现金流	50.18	72.64	9.36	95.54	63.84	总资产周转率	0.33	0.22	0.23	0.29	0.42
资本支出	90.64	238.82	48.63	7.77	3.13	每股指标(元)					
长期投资	0.00	27.94	57.59	0.00	0.00	每股收益	1.45	1.08	0.41	1.70	3.33
其他	(791.93)	(638.58)	(148.27)	(18.75)	(6.65)	每股经营现金流	0.85	1.23	0.16	1.62	1.08
投资活动现金流	(701.30)	(371.83)	(42.05)	(10.98)	(3.52)	每股净资产	20.95	21.59	21.91	23.08	25.27
债权融资	78.86	81.24	70.85	(124.93)	9.45	估值比率					
股权融资	665.09	(25.41)	(5.34)	(30.41)	(64.66)	市盈率	24.39	32.84	86.87	20.80	10.65
其他	101.89	(19.10)	0.00	(0.00)	0.00	市净率	1.69	1.64	1.62	1.53	1.40
筹资活动现金流	845.85	36.73	65.50	(155.34)	(55.21)	EV/EBITDA	19.15	19.67	21.84	9.35	5.62
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	24.39	27.05	43.83	12.12	6.52
现金净增加额	194.72	(262.47)	32.82	(70.78)	5.11						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com