

山东威高（1066 HK）

即将走出集采阴霾的著名医疗耗材生产商

拥有广阔销售网络的著名医疗耗材生产商

公司为著名医疗耗材生产商，主要产品：1）临床应用广泛的注射器、输液器、留置针等医疗器械；2）预灌封注射器与预充式冲管注射器等药品包装类产品：前者常用于生物制剂等的注射，后者常用于静脉输液的冲封管流程；3）脊柱、关节、创伤修复等骨科产品；4）肿瘤活检针与清栓产品等介入产品；5）血站采血等用的血液管理产品。公司销售网络广阔，2023 年底共覆盖 5,000 多家医院与 400 多家血站。

预计 2024-26E 药品包装业务收入将实现较快增长，骨科产品收入 2024 年起将重拾增长

我们预计公司药品包装板块的 2023-26E CAGR 将达 10.3%，基于：1）预灌封注射器无污染，可避免人工配药的剂量误差，广泛用于生物制剂与医美产品，需求广阔。该产品 2024 年上半年销量同比增加 21%，未来也将受益于需求的增加。2）预充式冲管注射器能显著降低血流感染、堵管和静脉炎发生率，预计未来将逐步从三甲医院渗透到基层医院。该产品 2024 年上半年销量同比增加 7%，预计 2024-26E 收入将稳健增长。公司骨科业务收入 2022-23 年受集采影响收入下跌，但截止上半年骨科集采已基本完成。集采降价后，2024 年前三季度公司脊柱、创伤、关节产品的销量均快速增加，表明终端需求在扩大，预计 2024 年起骨科业务收入将重拾增长，2023-26ECAGR 达 11.8%。

介入业务收入将维持稳健增长，医疗器械板块即将走出集采阴霾

公司的介入产品由全球著名的美国爱琅医疗生产，2021-24 年上半年收入均保持稳健增长。由于活检针与取栓设备在肿瘤与血栓治疗中需求广泛，而爱琅医疗的产品全球认可度较高，因此我们认为公司的介入业务收入将维持稳健增长，2023-26E 收入 CAGR 为 5.3%。医疗器械板块方面，由于国内大力推进低值耗材集采，该板块 2023-24 年收入受影响，但预计 2025 年起该板块将重拾增长，基于：1）2024 年以来国内医院诊疗人次与病床使用率回升，因此常用医疗耗材需求在增加，公司留置针、输液器、注射器上半年销量分别增加 5-11%，预计该态势将持续。2）多数省份低值耗材集采已完成，未来降价空间已很小。

2025 年起业绩增速将加快，首予“买入”评级，目标价 5.60 港元

综合以上情况，预计 2024 年收入与股东净利润进分别微增 0.4%、1.1%，但 2025 年后增速将加快。目前股价对应 9.0 倍 2025E PER，显著低于行业平均及过去三年历史平均，我们认为主要是医疗器械板块的集采压制估值。目前大部分地区集采已完成，预计未来随着业绩增速的回暖，估值也将回升，按 11.0 倍 2025E PER 给予 5.60 港元目标价和“买入”评级。

风险提示：（一）医疗器械集采降价幅度超预期；（二）新产品上市后如销售推广效果不达预期；（三）新产品可能研发不成功。

主要财务数据（百万人民币）（更新于 12 月 23 日）

年结: 12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	13,747	13,229	13,278	13,975	14,843
增长率 (%)	4.5%	-3.8%	0.4%	5.2%	6.2%
股东净亏损	2,764	2,002	2,024	2,160	2,309
增长率 (%)	21.4%	-27.6%	1.1%	6.7%	6.9%
每股盈利 (人民币)	0.61	0.44	0.45	0.48	0.51
市盈率 (倍)	7.0	9.7	9.6	9.0	8.4
每股股息 (人民币)	0.17	0.17	0.18	0.19	0.20
股息率 (%)	3.9%	3.9%	4.1%	4.4%	4.7%
每股净资产 (人民币)	4.81	4.91	5.18	5.49	5.81
市净率 (倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

香港股市 | 医药

首次覆盖：买入

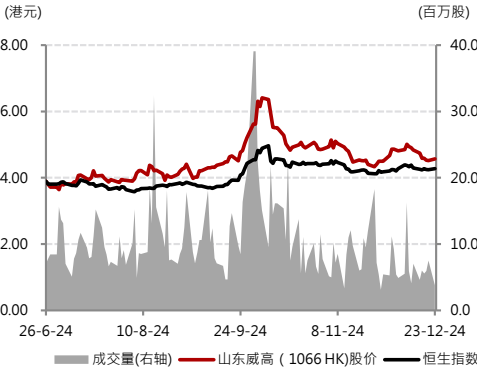
目标价：5.60 港元

股票资料（更新于 2024 年 12 月 23 日）

现价	4.57 港元
总市值	20,667.06 百万港元
流通股比例	53.54 %
已发行总股本	4,522.33 百万
52 周价格区间	3.6-7.7 港元
3 个月日均成交额	52.64 百万港元
主要股东	威高集团（占 46.43%）

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）

+852 2359 1854

scarlett.shi@ztsc.com.hk

内容

国内著名医疗耗材生产商.....4

药品包装板块收入将快速增长5

 预灌封注射器收入将快速增加5

 预充式冲管注射器收入将稳健增长5

 预计药品包装板块 2023-26E 收入 CAGR 为 10.3%.....6

骨科产品集采影响已反映，未来将重拾增长6

介入业务收入将稳健增长.....7

医疗器械板块即将走出集采阴霾，高值耗材将增加新亮点.....8

 低值耗材将逐步走出集采阴霾8

 高值耗材将逐步注入新亮点10

 预计 2025 年起医疗器械板块收入将重拾增长10

血液管理业务短期内预计将基本保持平稳11

盈利预测11

 预计 2023-26E 收入 CAGR 为 3.6%.....11

 预计 2023-26E 股东净利润 CAGR 为 5.2%.....11

首次覆盖并给予“买入”评级，目标价 5.60 港元.....12

风险因素15

历史建议和目标价16

公司及行业评级定义17

重要声明18

图表目录

图表 1: 公司发展史4

图表 2: 公司收入与利润（单位：百万人民币）4

图表 3: 中枢神经领域产品收入预测（单位：百万人民币）4

图表 4: 公司预灌封注射器及特性.....5

图表 5: 公司冲管注射器简介6

图表 6: 预冲式冲管注射器对静脉导管封管的效果优于使用肝素钠封管液封管6

图表 7: 药品包装板块收入（单位：百万人民币）6

图表 8: 药品包装板块主要产品收入预测（单位：百万人民币）6

图表 9: 骨科业务收入预测（单位：百万人民币）7

图表 10: 骨科业务主要产品收入预测（单位：百万人民币）7

图表 11: 美国 65 岁以上人口占比.....8

图表 12: 介入业务收入预测（单位：百万人民币）8

图表 13: 医疗器械业务主要产品8

图表 14: 留置针与普通钢针临床效果对比.....9

图表 15: 国内低值耗材执行概况9

图表 16: 国内医院机构诊疗人次（单位：万人）9

图表 17: 国内医院病床使用率.....9

图表 18: 科伦药业（002422 CH）大输液销量（单位：亿瓶/袋）10

图表 19: 石四药（2005 HK）大输液销量（单位：亿瓶/袋）10

图表 20: 威高 LONG 系列麻醉机示意图10

图表 21: 威高 LONG 系列麻醉机主要技术优势10

图表 22: 国家卫健委无偿献血奖励政策.....11

图表 23: 收入预测（12 月 31 日年结，百万人民币）11

图表 24: 毛利与毛利率(单位:百万人民币)12

图表 25: 经营利润与经营利率(单位:百万人民币)12

图表 26: EBITDA 与 EBITDA 利润率(单位:百万人民币).....12

图表 27: 股东净利润与股东净利率(单位:百万人民币).....12

图表 28: 同业估值表（12 月 23 日更新）12

图表 29: 历史前瞻市盈率(单位：倍).....13

图表 30: 财务摘要 (年结：12 月 31 日；百万人民币).....14

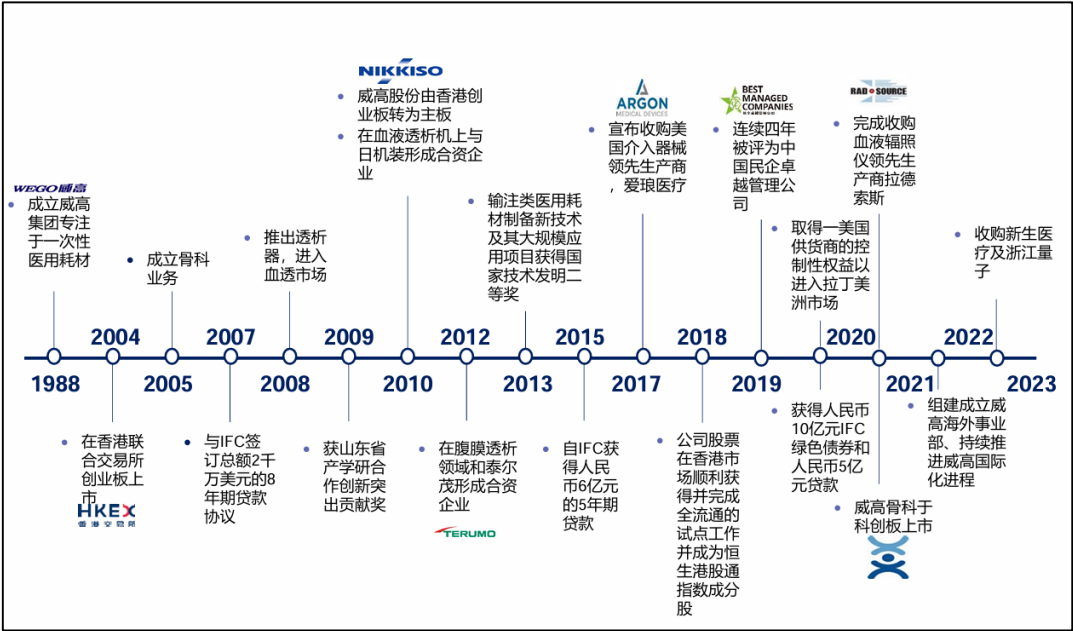
国内著名医疗耗材生产商

公司始建于 1988 年，总部位于山东省威海市，2004 年在香港上市。公司从 2015 年起连续九年被列入中国企家协会等发布的“中国 500 强企业”，为国内著名医用耗材生产商。公司 2023 年底销售网络覆盖 5,000 多家医院和 400 多家血站，销售网络广阔。

公司业务涵盖医疗器械、骨科、药品包装、介入产品、血液管理，分别占 2024 年上半年收入的 49.7%、11.2%、17.6%、15.2%、6.3%。医疗器械业务主要生产留置针、输液器与注射器等，并且近年开始布局麻醉、泌尿、内分泌、康复等高值器械。骨科主要涵盖脊柱、创伤修复产品、关节。药品包装业务主要涵盖冲管注射器、预灌封注射器。介入产品主要来自公司 2017 年收购的爱琅医疗，主要生产活检针等肿瘤介入产品与取栓产品等血管介入产品，血液管理业务则主要向国内血站提供采血用的设备。

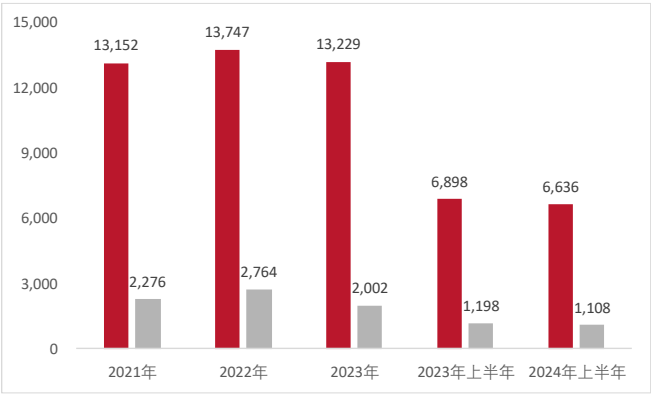
根据威海市政府介绍，2022 年公司在骨科、药品包装、高端输注耗材、留置针等众多板块产品市场占有率全国第一或位居前列。

图表 1：公司发展史



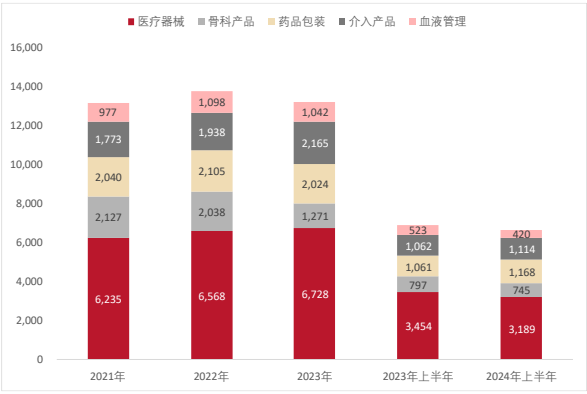
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：公司收入与股东净利润（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：公司收入分布（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研公司究部

药品包装板块收入将快速增长

公司药品包装板块产品主要包括预灌封注射器、冲管注射器，公司表示两者分别占 2024 年上半年收入的约 70%与 30%。

预灌封注射器收入将快速增加

预灌封注射器是指在注射器中注入药液，以方便医护人员及患者随时注入药物的一种“药械合一”的包装，具有储存药品和注射两种作用。预灌封注射器具备多种优点：1）使用简便，医护人员或患者可以直接使用，并且无污染。2）用药剂量准确：使用时无需进行传统配药操作，能显著减少剂量误差。3）预灌封注射器可大幅减少药液残留并减少浪费。由于预灌封注射器的以上优点，被越来越多应用到胰岛素、疫苗、单抗、干扰素、生长激素、透明质酸等生物制品和昂贵药物的包装。我们预计公司预灌封注射器销售收入的 2023-26E CAGR 将达 12.6%，基于：1）根据中国医疗器械包装协会数据，超 80%的慢性生物制剂通过预灌封注射器注射，因此预灌封注射器在糖尿病、癌症治疗及注射疫苗等方面广泛使用。此外，医美注射产品也常采用安全性更高的预灌封注射器，因此随着生物药的普及与医美需求的扩大，预灌封注射器的需求将持续增加。2）公司旗下的威高普瑞为国内首家获批生产预灌封注射器的企业，在预灌封注射器生产方面已有近 20 年经验，技术先进经验丰富。根据公司的统计，2023 年公司在国内预灌封注射器的市场份额超 70%，因此品牌知名度强大，预计未来仍将受益于预灌封注射器市场需求的增加。3）2024 年上半年预灌封注射器销量同比增加 21%。销售收入方面，根据我们的测算，2024 年上半年的收入至少已近去年全年的六成。按照上半年情况看，2024 年预灌封注射器得收入将同比增加 14.4%，2025-26 年仍将稳健增加。

图表 4：公司预灌封注射器及特性

产品名称	示意图	特点
玻璃预灌封注射器		- 安全：良好的密闭性优良的药物相容性、剂量准确、标识明确、操作简单； - 洁净：成型工序创新洁净法，一定程度上去除玻璃屑，医用级用水清洗 C+A 级车间生产，无菌包装； - 高品质：玻璃管为符合国际标准的药用 I 型中性硼硅玻璃管，胶塞为符合国际标准的药用丁基橡胶胶塞，威高成熟的生产技术与质量控制，“生产药品包装就是生产药品”管理理念的深刻理解与执行。
环烯烃聚合物（COP）预灌封注射器（结合新型材料开发的全新一代 COP 预灌封注射器）		公司为满足高敏感度与高粘度制剂要求生产出的新型预灌封注射器，具体特点如下： - 能满足高敏感制剂的要求：使用无硅油系统(可选)、无钨、很少浸出物和可提取物、低蛋白吸附、优良的药物相容性； - 能满足高粘度制剂的要求：头与针筒一体成型、避免针头脱落，减少漏液风险，机械强度高、抗撞击，高透明度、精致美观、环保、多种灭菌方式。

来源：公司资料，中泰国际研究部

预充式冲管注射器收入将稳健增长

预充式冲管注射器主要用于留置针、经外周静脉置入中心静脉导管（PICC）、经皮穿刺置入中心静脉导管（CVC）、植入式给药装置（PORT）给药前后冲洗管路。预充式冲管注射器的优势包括：1）与手工配液相比，能降低导管相关性血流感染、堵管和静脉炎发生率；2）预充式冲管注射器与手工配液相比，能节约操作时间并提高医护人员工作效率；3）预充式冲管注射器与手工配液相比，由于使用无针连接，因此能避免刺伤医护人员。

我们预计公司冲管注射器收入将稳健增加，基于：1）如前文所述，使用冲管注射器优势众多，因此需求空间广阔。2）预充式冲管注射器在国内市场的渗透率提升空间较大：根据我们的了解，由于成本问题，目前国内医院中使用冲管注射器的主要是三甲医院，基层医院普及率不高，未来产品在基层的渗透率提升空间很大。3）公司是国内冲管注射器龙头企业，目前仅次于美国 BD 公司（BDX US），市场份额达约 40%，排名国内第二，因此将受益于市场需求的提升。4）2024 年上半年冲管注射器的销量同比增加 7%。根据我们的测算，销售收入应略超 2023 年全年的五成。按照上半年情况，我们预计 2024 年全年冲管注射器收入将同比增加 6.4%至 7.2 亿元（人民币，下同），2025-26E 也将保持稳健增加。

图表 5：公司预充式冲管注射器简介

产品示意图	主要优点
	➢ 适用性广：国际螺口标准无针连接，能连接各种导管； ➢ 避免刺伤医护人员：无针连接的设计避免针刺伤医护人员； ➢ 防感染：双层无菌锁止环设计 100%防止细菌进入，因此能防止感染。

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 6：预冲式冲管注射器对静脉导管封管的效果优于传统常用的肝素钠封管液封管

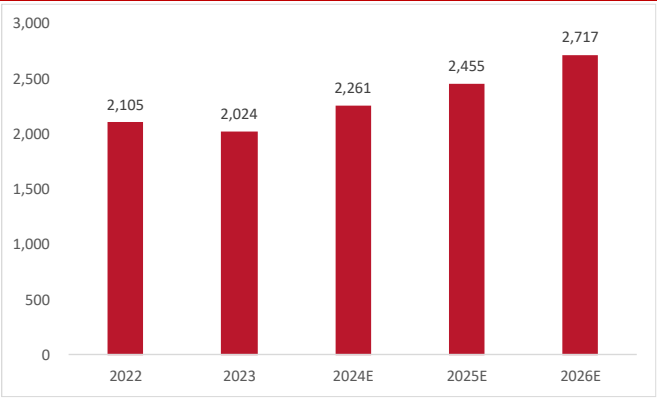
	导管相关血流感染（CRBSI）发生率	冲管时间（秒）	导管堵塞（例）	封管时刺伤	人均封管费用（元）
观察组（使用预充式冲管注射器，共 33 例）	0.79‰	6.44±1.11	3	0	11.40
对照组（使用肝素钠封管液封管，共 35 例）	5.43‰	220.04±5.98	4	5	15.14

来源：江苏常州市第一人民医院血液净化中心，中泰国际研究部

预计药品包装板块 2023-26E 收入 CAGR 为 10.3%

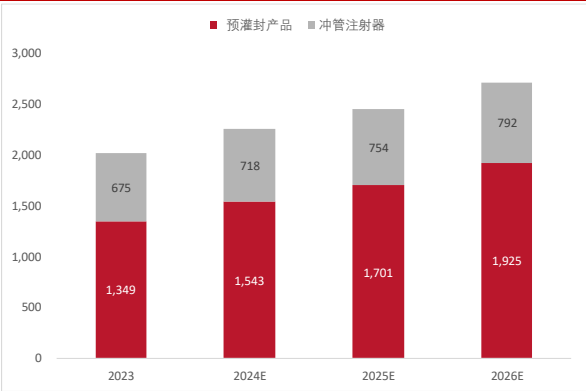
综合以上情况，我们预计公司药品包装板块的收入在 2023-26E 期间收入将从 20.2 亿元增加至 27.2 亿元人民币，2023-26E CAGR 为 10.3%。

图表 7：药品包装板块收入（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 8：药品包装板块主要产品收入预测（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

骨科产品集采影响已反映，未来将重拾增长

公司的骨科产品由旗下的威高骨科（688161 CH）生产，主要包括脊柱、创伤修复产品、关节等。根据威高骨科三季报，前三季度这三类产品分别占骨科业务收入的 33.0%、18.8%、30.0%。由于国内从 2021 年开始陆续对人工关节与脊柱等骨科产品实施集采，因此公司骨科产品 2022-23 年收入分别同比下滑 4.2%与 37.6%，2024 年上半年也同比下滑 6.5%。尽管如此，截止 6 月底集采已基本完成，而且上半年公司脊柱、创伤、关节领域上半年销量分别增加 20%-40%，因此我们认为 2024 年下半年起骨科产品收入将重拾增长。

预计脊柱类产品销售收入将逐步好转

公司脊柱类产品受集采影响，2023 年销售收入同比下跌 46.7%。根据威高骨科（688161 CH）三季报，2024 年前三季度脊柱类产品的销售收入同比下降 16.2%至 3.31 亿元，我们预计 2024 年全年的销售收入仍将逊于去年，我们预计 2024 年销售收入将同比下降 6.8%至 4.4 亿元。尽管如此，集采降价后前三季度的销量同比增加 36.2%，表明市场需求在增加。考虑到目前骨科产品集采已基本完成，我们认为 2025 年后销售收入将重拾增长。我们预计 2023-26E 脊柱业务的收入 CAGR 为 5.6%。

创伤产品收入 2024-26E 收入将快速增加

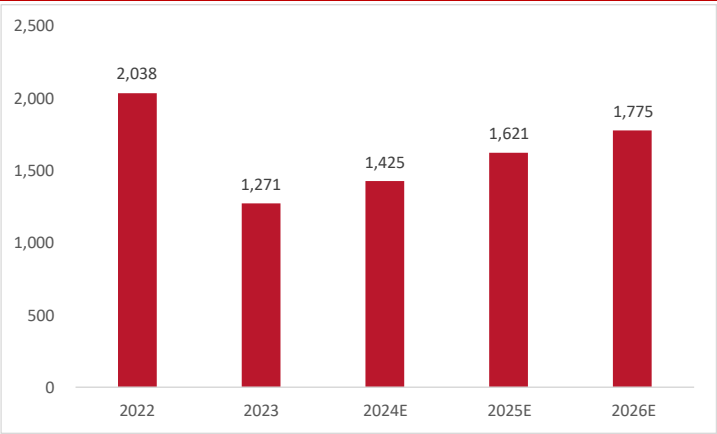
公司的创伤产品包括各种创伤用的锁定板与螺钉等。国内 2021 年起创伤植入物进行集采，导致 2022 年与 23 年创伤产品收入分别同比下降 31.6%与 53.9%，但是创伤产品的集采已基本于 2023 年底完成，因此 2024 年前三季度创伤产品的销量与销售收入分别同比增加 18.45%与 16.3%。按照前三季度情况，我们预计创伤类产品 2024 年的收入将同比增加 25.3%至约 2.4 亿元。随着骨科手术技

术的提升及价格降低，我们认为未来创伤植入物的需求还会提升，因此 2025-26E 创伤产品的销售收入会稳健增加。我们预计 2023-26 年期间创伤业务收入 CAGR 为 16.6%。

关节产品收入将于 2024 年起重拾增长

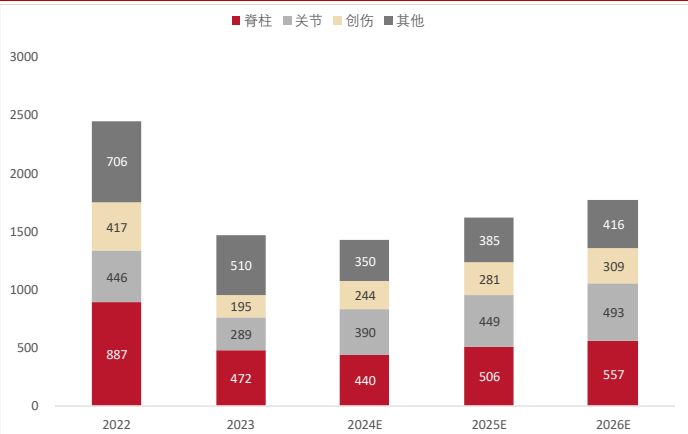
国内从 2021 年 9 月起执行人工关节集采，导致 2022-23 年公司关节业务收入分别同比下降 4.8% 与 35.3%，但随着集采的完成，2024 年前三季度公司关节产品的销量与销售收入分别同比增加 27.37% 与 23.12%。按照前三季度情况，我们预计 2024 年公司关节业务收入将同比增加 35.1% 至 3.9 亿元。未来而言，国家医保局已于今年 5 月开始关节的接续采购，但本次降价幅度仅为 6%，因此我们预计关节业务最差的时间已过去，2025-26E 收入将稳健增加。我们预计 2023-26E 关节业务的收入 CAGR 为 19.5%。

图表 9：骨科业务收入预测（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 10：骨科业务主要产品收入预测（单位：百万人民币）

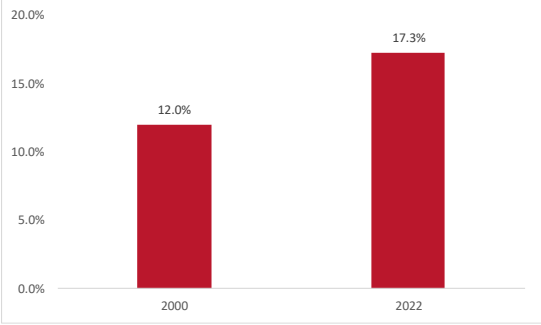


来源：公司资料，中泰国际研究部预测

介入业务收入将稳健增长

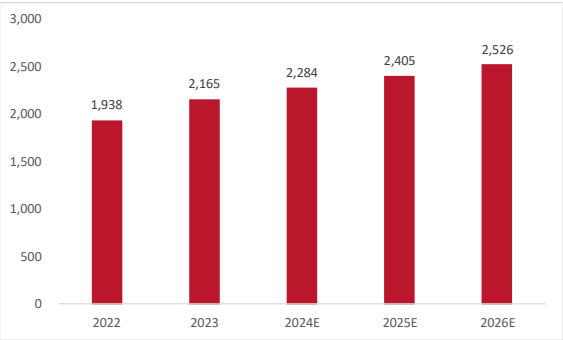
公司的介入产品主要由 2017 年收购的美国爱琅医疗生产。爱琅医疗是全球领先的介入治疗产品生产厂商及营销商，在全球 100 多个国家开展业务，总部位于美国德克萨斯州弗里斯科市。爱琅长期专注介入医疗，产品主要涉及三大领域：肿瘤介入、血管介入和护理介入。肿瘤介入主要指活检针等，血管介入主要包括血栓清除系统与静脉过滤器等，护理介入主要是指用于减少穿刺损伤的附件包等。美国爱琅医疗是全球著名介入产品生产厂商，在全球 100 多个国家开展业务。公司收购爱琅医疗后，介入业务的收入除 2020 年受疫情影响同比微降外一直稳健增长，2024 年上半年也同比增加 5.0% 至 11.1 亿元。我们预计介入业务 2024 年收入将同比增加 5.5% 至 22.8 亿元，2025-26E 也将维持稳健增长，基于：1）肿瘤活检真市场需求广阔，爱琅医疗作为著名企业将获益：穿刺活检是一种常用的临床诊断疾病方式，又称病理学检查，为判断实体瘤良性恶性的常用方法，因此随着肿瘤治疗需求的增加，活检针的终端需求也将增加。爱琅医疗是全球著名的介入产品生产厂商，将受益于这种需求的增加。2）血管介入需求空间广阔：血管介入主要包括用于血管介入治疗的 CLEANER 贴壁旋转式血栓清除系统、用于肺栓塞治疗的 Option™ 下腔静脉滤器等。公司的 CLEANER 贴壁旋转式血栓清除系统的显影 S 型曲线可自适应血管内径，有效清除附壁血栓，并且通过流体涡流轻柔碎栓，有效降低内皮损伤。Option™ 下腔静脉滤器可预防复发性肺栓塞（PE）。该产品使用镍钛合金结构，因此弹性与耐腐蚀性较好，而且使用电解法抛光处理，增强抗断裂性，并且使用带弧度的锚固系统与锚夹涉及，因此稳定性较强。肺栓塞是血液中的一块固态物质（栓子）造成肺的动脉（肺动脉）阻塞，通常由血栓（血栓栓塞）引起，是继脑血管意外与心肌梗死后的第三大心血管疾病。肺栓塞的发生与年龄高度相关，上海市卫健委资料表明，每增龄 10 岁肺栓塞的发生率增加 1 倍。爱琅医疗的收入大部分在美国，美国人口老龄化问题也日趋严重，因此预计该疾病的发病率也将上升。3）护理介入产品的需求有提升空间：爱琅医疗的护理介入产品主要包括穿刺手术使用的 MST 安全穿刺附件包等。由于该产品使用了改良塞丁格技术（塞丁格技术为一种经皮穿刺技术），穿刺者可以在超声诊断系统的引导下确认血管的位置、深度及最佳穿刺点，提升穿刺成功率并减少对患者的伤害。随着穿刺手术需求的提升，我们认为这类护理介入产品需求也有提升空间。

图表 11：美国 65 岁以上人口占比



来源：美国人口普查局，中泰国际研究部

图表 12：介入业务收入预测（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

医疗器械板块即将走出集采阴霾，高值耗材将增加新亮点

低值耗材将逐步走出集采阴霾

公司医疗器械板块原来以低值耗材为主，主要产品包括留置针、注射器、输液器等。留置针最早由美国 BD 公司（BDX US）又称静脉套管针，作为头皮针的替代产品广泛用于临床。留置针套管材质柔软，不易对血管造成伤害和发生外渗，具有一定的血管保护作用，对血管刺激小，可较长时间留置在血管中，减少因反复穿刺对患者造成的血管损伤与痛苦，也减轻护士工作量，因此对患者与医护人员来说均为安全且合理的产品。根据中国中医药研究促进会主办的著名医学期刊《中国药物经济学》，使用静脉留置针能显著降低导管脱出、液体外渗、导管堵塞的发生率，因此能明显减轻患者痛苦与医疗风险，因此已成为住院输液的患者常用的医疗耗材。

国内近年后多次对低值耗材实施集采，尤其是 2023 年后集采全面铺开，导致公司医疗器械板块的收入增速下降，2024 年上半年更是同比下降 7.5%至 31.9 亿元。我们认为 2024 年下半年该板块收入仍受集采影响，预计 2024 年医疗器械板块收入将同比下滑 6.0%至 63.2 亿元。虽然如此，我们应看到 2024 年以来国内医院月诊疗人次在增加，病床使用率在提升，输液行业的三大龙头科伦（002422 CH）、华润双鹤（600062 CH）、石四药（2005 HK）上半年销售量也在增加。公司医疗器械主要产品注射器、输液器为医疗机构大规模使用的器械，留置针是住院患者常用产品，因此我们估计这三种产品的终端需求在增加。从公司这些产品的实际销量看，留置针、普通输液器、专用输液器、注射器上半年的销量分别同比增加 10%、5%、11%、5%。目前国内多数省份低值耗材的集采已完成，其他未完成的省份价格已被拖低，因此我们认为集采带来的影响将在 2024 年充分反映，2025 年起公司医疗器械板块收入逐步走出集采阴霾。

图表 13：医疗器械业务主要产品

产品	具体特点
一次性使用静脉留置针 	- 及时提供较大输液量，便于快速补液； - 独特的回缩套设计，可有效防止针刺伤，避免血液交叉感染； - 规格齐全，含带加药口结构，可满足临床输注过程中的加药需求
针管回缩式静脉留置针 	- 不含塑化剂（DEHP），采用聚氨酯材料制成，对药物无吸附，具有优异的血液相容性； - 专利的针管回缩式安全保护组件设计，避免针刺伤的风险，减少操作人员血源性疾病的发生几率； - 针管双斜面后部磨切技术：针尖破皮更迅速，提高穿刺成功率，有利于伤口愈合； - 白色隔离塞专利设计，避免穿刺漏液； - 采用透明材质，可有效观察回血及排气情况。
一次性使用无菌注射器 	- 外套透明，便于观察液面及气泡； - 按国标设计的 6:100 圆锥接头，可以配合任何具备标准 6:100 圆锥接头的产品使用； - 产品密封性良好，不泄漏； - 无菌，无热原； - 刻度油墨附着力强，不脱
一次性使用精密过滤输液器 	- 非 PVC 材质，能防止防止输液中药物吸附及塑化剂塑化剂（DEHP）析出对药物造成污染 - 不含增塑剂 - 保障输液安全

来源:公司资料,中泰国际研究部^以上仅列举主要产品中的部分型号,其余请参阅公司主页

图表 14：留置针与普通钢针临床效果对比

项目	导管脱出	液体外渗	导管堵塞
发生率降幅	13%	24%	7%

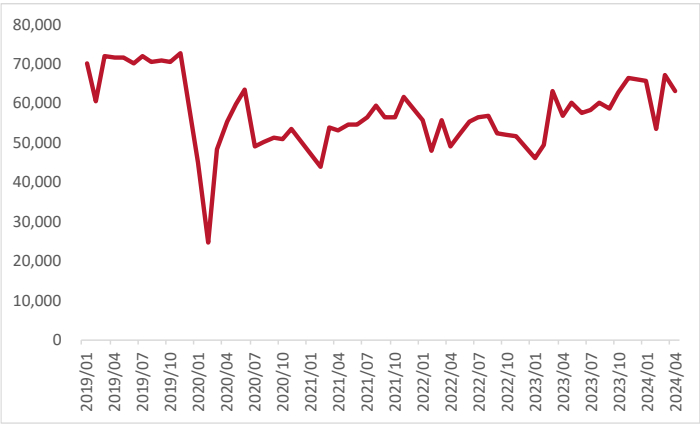
来源：中国药物经济学，中泰国际研究部

图表 15：国内低值耗材执行概况

年份	覆盖范围
2020 年	➢ 重庆、贵州、云南、河南联盟：胶片 ➢ 福建、青海：留置针 ➢ 湖北、青海：输液器 ➢ 福建：镇痛泵 ➢ 山东：穿刺器
2021 年	➢ 湖北：胶片 ➢ 重庆等 8 省市：留置针 ➢ 河北、湖北、广东：输液器 ➢ 福建：穿刺器 ➢ 青海：注射器 ➢ 陕西、河南：泡沫敷料、止血材料等
2022 年	低值医用耗材集采涉及 3 个大类 7 个品种，主要包括基础卫生材料、体外诊断试剂和注射穿刺类材料。其中，肝功生化类检测试剂集采覆盖 23 个省份，在所有低值耗材集采中覆盖省份最多；静脉留置针集采覆盖 9 个省份，覆盖省份数量位列第二。
2023 年	➢ 2023 年 3 月：河北、福建三明联盟：可吸收血管结扎夹、一次性活检针、一次性输尿管导引鞘 ➢ 2023 年 4 月：湖南：一次性静脉留置针固定贴膜、一次性雾化吸入器、一次性避光输液器、一次性鼻氧管、一次性真空采血管、一次性医用喉罩、医用高分子夹板、医用高分子绷带 ➢ 2023 年 6 月：广东、内蒙古、贵州、青海、江西，涉一次性静脉留置针、一次性真空采血管、一次性静脉血样采集计、一次性输血器、一次性输液器、输液连接管路、无针连接件、肝素帽、留置针用敷贴 ➢ 2023 年 8 月：全军医疗机构、药材供应机构开展低值耗材集采 ➢ 2023 年 12 月：四川、重庆、青海、宁夏军队医疗机构对可吸收缝线、橡胶手套、一次性手术衣、一次性无注射器、真空采血管、输液器(普通)、静脉留置针、管路带湿化器、脱脂纱布块、PVC 手套实施集采。 ➢ 2023 年 12 月：京津冀“3+N”联盟 28 种医疗耗材集采：包括外周血管弹簧圈、左心耳封堵器、医用胶、止血夹、止血纱布、止血海绵、一次性医用喉罩等 28 个品种。
2024 年	➢ 2024 年 9 月：辽宁省、吉林省、黑龙江省、内蒙古自治区、广西壮族自治区、海南省、西藏自治区、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、新疆生产建设兵团：发布《关于省际联盟输液器等 4 类医用耗材带量价格联动采购工作的通知》，对一次性输液器、预充式冲管注射器、血液透析浓缩物、医用胶进行集采。

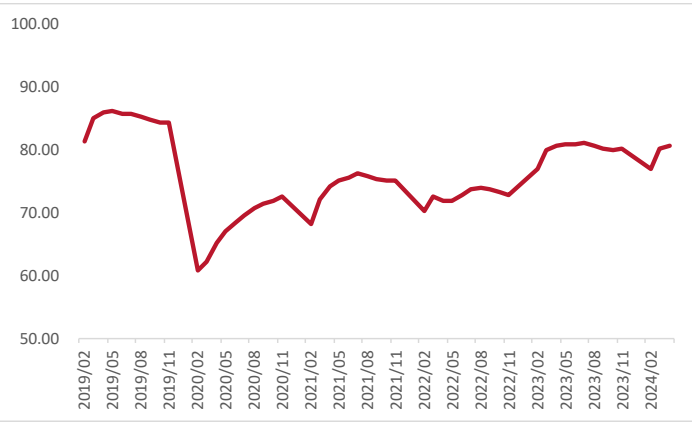
来源：IQVIA，国家高性能医疗器械创新中心，医疗器械创新网，甘肃省医保局，中泰国际研究部

图表 16：国内医院机构诊疗人次（单位：万人）



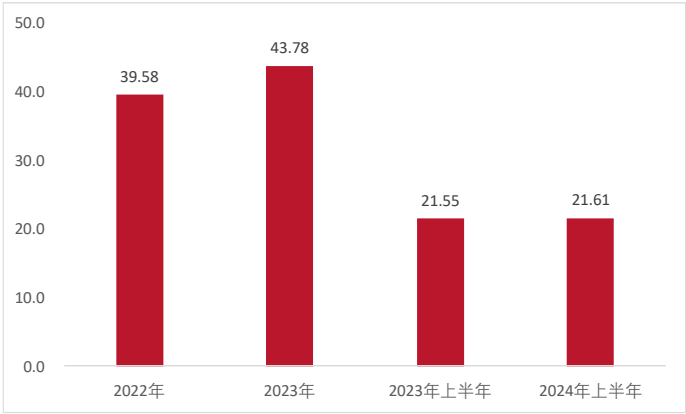
来源：国家卫健委，中泰国际研究部

图表 17：国内医院病床使用率（单位：%）



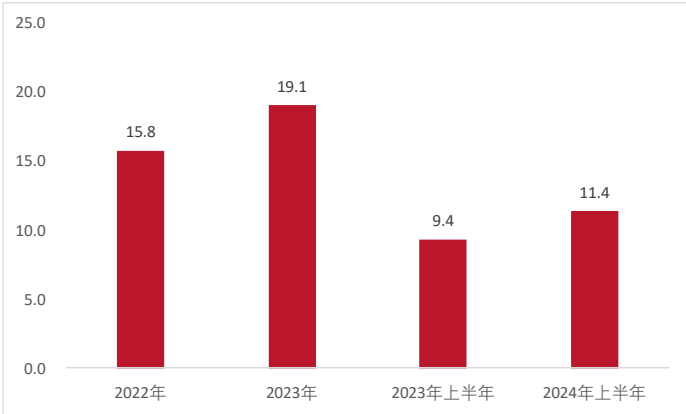
来源：国家卫健委，中泰国际研究部

图表 18：科伦药业（002422 CH）大输液销量（单位：亿瓶/袋）



来源：科伦药业（002422 CH），中泰国际研究部

图表 19：石四药（2005 HK）大输液销量（单位：亿瓶/袋）



来源：石四药（2005 HK），中泰国际研究部

高值耗材将逐步注入新亮点

公司未来将积极发展高值耗材业务，公司的威高 LONG 系列麻醉机于 2024 年 6 月获批上市。该产品性能卓越，荣获工业设计领域全球三大奖项之一的德国“红点产品设计大奖”。公司产品推出后已在 30 多家医院试用，由于效果较好已开始有医院购买。除此以外，公司也在积极研发监护仪、呼吸机等高端医疗器械，因此我们预计高值耗材将逐步注入亮点。

图表 20：威高 LONG 系列麻醉机示意图



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 21：威高 LONG 系列麻醉机主要技术优势

项目	具体内容
创新技术	1) 创新无风箱设计、紧凑式回路、带自动校准的高精度流量传感器。2) 容量及压力控制模式下小潮气量设置，全系列标配动态顺应性补偿和泄漏补偿。3) 专利设计视觉触觉双重提示 APL 阀，安全灵动的操作体验。4) 独家一键切换简约模式，高效获取重点监测信息
专业性能	1) 全面满足 ICU 级别的通气模式：VCV/PCV/PCV-VG/SIMV-VCV/SIMV-PCV/SIMV。2) 专业的气体监测：气体模块承载 MASIMO 气体监测与英国 SERVOMEX 顺磁氧监测技术。3) 肺保护策略与低流量麻醉：精益流量、自动肺复张、肺量计、暂停气流、VCV 心肺转流等

来源：公司资料，中泰国际研究部

预计 2025 年起医疗器械板块收入将重拾增长

综合以上情况，我们预计 2024 年医疗器械板块收入仍受集采影响，但考虑到目前绝大多数省份已执行集采，其他省份的价格也已被拖低，而且随着医疗机构诊疗人次的增加，公司的主要产品注射器、输液器、留置针的终端需求在回暖，因此预计 2025 年下半年起医疗器械板块的收入将缓步回升。

血液管理业务短期内预计将基本保持平稳

公司血液管理业务主要包括各类采血相关耗材，如血袋、采血护理包、血小板保存袋及各类输血设备（采血仪、全自动血型分析系统、红细胞洗涤机等）。该板块收入 2023 年与 24 年上半年分别同比下降 5.1%与 19.7%。公司表示该板块产品主要供应国内血站，因此收入与献血量相关性很大。从目前国内的情况看，我们认为下半年收入仍难以明显回升，因此全年收入将同比下降 17.4%至 8.6 亿元，但是国内持续出台政策鼓励各地奖励无偿献血，而且公司销售网络覆盖国内 400 多家血站（2020 年中国血站总量为 452 家），因此我们预计未来血液管理业务的收入持续下降的可能性不高，预计将基本稳定在目前的水平。

图表 22：国家卫健委无偿献血奖励政策

政策名称	具体内容
鼓励各地推进“三免”政策	无偿献血造血干细胞奖的献血者可按照当地政策享受免费乘坐公共交通工具、免费游览政府投资主办的公园和免交公立医院普通门诊诊察费。
减免用血费用	鼓励减免无偿献血者及亲属住院用血费用
鼓励无偿献血者及其亲属优先用血	在保障急危重症和孕产妇等重点人群用血前提下，非急诊患者同等医疗状况下无偿献血者及其亲属优先用血。

来源：国家卫健委，中泰国际研究部

盈利预测

预计 2023-26E 收入 CAGR 为 3.9%

综合以上情况，我们预计 2024 年收入将同比增加 0.4%，2025-26 年增速将加快，公司 2023-26E 收入 CAGR 为 3.9%。

图表 23：收入预测（12 月 31 日年结，百万人民币）

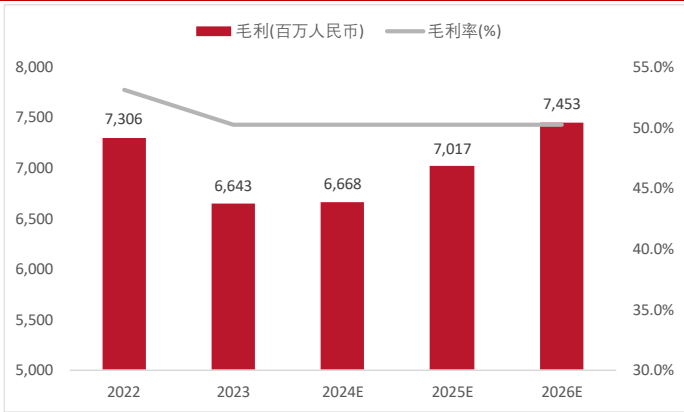
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,747	13,229	13,278	13,975	14,843
同比	4.5%	-3.8%	0.4%	5.2%	6.2%
医疗器械	6,568	6,728	6,447	6,633	6,964
同比	5.3%	2.4%	-4.2%	2.9%	5.0%
占收入比例	47.8%	50.9%	48.6%	47.5%	46.9%
骨科产品	2,038	1,271	1,425	1,621	1,775
同比	-4.2%	-37.6%	12.1%	13.8%	9.5%
占收入比例	14.8%	9.6%	10.7%	11.6%	12.0%
药品包装	2,105	2,024	2,261	2,455	2,717
同比	3.2%	-3.9%	11.7%	8.6%	10.7%
占收入比例	15.3%	15.3%	17.0%	17.6%	18.3%
介入产品	1,938	2,165	2,284	2,405	2,526
同比	9.3%	11.7%	5.5%	5.3%	5.0%
占收入比例	14.1%	16.4%	17.2%	17.2%	17.0%
血液管理	1,098	1,042	861	861	861
同比	12.4%	-5.1%	-17.3%	0.0%	0.0%
占收入比例	8.0%	7.9%	6.5%	6.2%	5.8%

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

预计 2023-26E 股东净利润 CAGR 为 4.9%

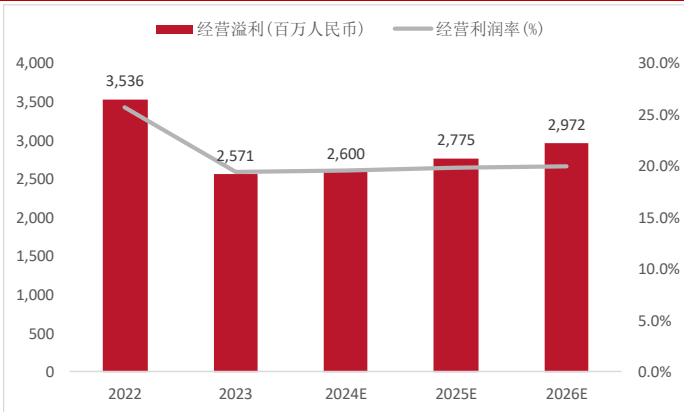
受低值耗材集采降价的影响,公司股东净利率从 2022 年的 20.1%下降至 23 年的 15.1%,但是 2024 年上半年未再下降。考虑到目前国内大部分地区已完成低值耗材集采，剩余地区的价格也已经被拉低,因此我们认为低值耗材集采对公司的影响已基本出清,公司股东净利率将逐渐温和回升。

图表 24：毛利与毛利率(单位:百万人民币)



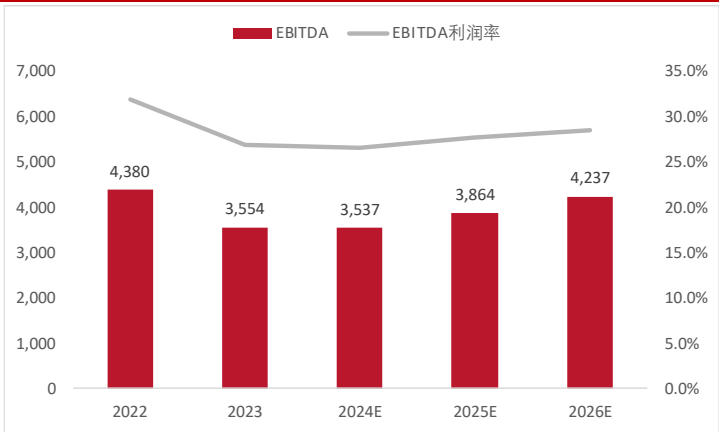
来源：公司资料,中泰国际研究部预测

图表 25：经营利润与经营利率(单位:百万人民币)



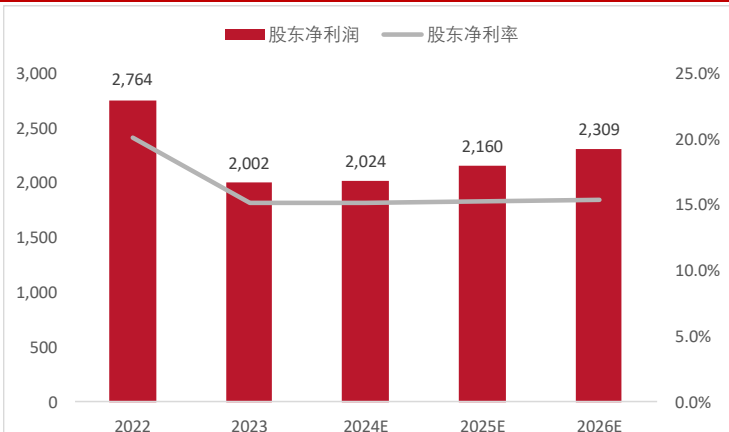
来源：公司资料,中泰国际研究部预测

图表 26：EBITDA 与 EBITDA 利润率(单位:百万人民币)



来源：公司资料,中泰国际研究部预测

图表 27：股东净利润与股东净利率(单位:百万人民币)



来源：公司资料,中泰国际研究部预测

首次覆盖并给予“买入”评级，目标价 5.60 港元

估值有提升空间

考虑到港股中可比公司较多，我们使用相对估值法估值。此外，由于公司业务内容较为稳定，我们也参照公司前瞻市盈率的历史均值。考虑到公司 2023 年以来股价主要受低值耗材集采的影响较大，目前低值耗材的集采已近尾声，因此我们也参考低值耗材集采全面铺开前的估值，因此参考前瞻市盈率的前 3 年历史均值。公司目前估值对应 9.0 倍 2025E PER 显著低于行业平均的 12.5 倍及公司过去三年平均的 11.2 倍。我们认为 2025 年起公司将逐步走出集采阴霾，业绩增速将回升，估值也将相应提高。我们按照 11.0 倍估值定价，目标价 5.60 港元。

图表 28：同业估值表（12 月 23 日更新）

公司名称	公司代码	收市价	市值（亿港元）	年结	市盈率（倍）			市净率（倍）			股息率（%）			净负债率(%)
					F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	
山东威高	1066 HK	4.52	204	12/2023	9.7	9.6	9.0	0.9	0.8	0.8	3.9	4.1	4.4	净现金
爱康医疗	1789 HK	4.72	53	12/2023	27.7	18.9	14.6	2.0	1.9	1.7	0.9	1.5	1.8	净现金
微创医疗	853 HK	6.17	114	12/2023	不适用	不适用	不适用	2.1	2.4	2.0	0.0	0.0	0.0	32.3
先健科技	1302 HK	1.47	68	12/2023	23.0	19.7	15.3	1.9	不适用	不适用	0.0	不适用	不适用	净现金
康基医疗	9997 HK	6.37	77	12/2023	13.9	12.3	11.3	3.1	不适用	不适用	2.7	4.0	4.4	净现金
平均					18.6	15.2	12.6	2.0	1.7	1.5	1.5	2.4	2.7	

来源:彭博，中泰国际研究部预测，山东威高（1066 HK）为中泰国际预测，其他为彭博预测

图表 29：历史前瞻市盈率(单位：倍)



来源：彭博，中泰国际研究部

图表 30：财务摘要 (年结：12 月 31 日；百万人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
损益表						现金流量表					
收入	13,747	13,229	13,278	13,975	14,843	税前溢利	3,386	2,369	2,395	2,554	2,731
医疗器械	6,568	6,728	6,447	6,633	6,964	折旧及摊销	803	912	872	1,017	1,188
骨科产品	2,038	1,271	1,425	1,621	1,775	营运资金变动	-1,121	-315	757	-1,300	419
药品包装	2,105	2,024	2,261	2,455	2,717	已付税款	-486	-344	-311	-332	-355
介入产品	1,938	2,165	2,284	2,405	2,526	其他	-286	177	164	151	124
血液管理	1,098	1,042	861	861	861	经营活动现金净额	2,295	2,799	3,877	2,091	4,108
销售成本	-6,442	-6,586	-6,611	-6,957	-7,390	购买物业厂房设备	-615	-319	-748	-788	-836
毛利	7,306	6,643	6,668	7,017	7,453	其他	-1,932	-1,069	154	202	253
其他收入及收益	446	353	374	432	483	投资活动现金净额	-2,547	-1,389	-594	-586	-584
销售及分销开支	-2,536	-2,582	-2,592	-2,728	-2,897	贷款变动	61	-410	255	280	308
行政开支	-1,123	-1,250	-1,255	-1,320	-1,402	已付股息	-742	-733	-856	-816	-894
经营溢利	3,536	2,571	2,600	2,775	2,972	其他	-340	-1,016	-270	-293	-318
财务支出	-191	-273	-270	-293	-318	融资活动现金净额	-1,021	-2,158	-872	-829	-904
联合营业绩	75	77	75	80	85	年初现金及现金等价物	6,698	5,521	4,797	7,209	7,885
税前溢利	3,386	2,369	2,395	2,554	2,731	汇率变动的净影响	96	24	0	0	0
所得税开支	-436	-308	-311	-332	-355	现金及现金等价物增加/（减少）净额	-1,273	-748	2,412	676	2,620
年内溢利	2,950	2,062	2,084	2,223	2,376	年末现金及现金等价物	5,521	4,797	7,209	7,885	10,506
非控股权益	186	60	60	63	67						
股东净利润	2,764	2,002	2,024	2,160	2,309						
EBIT	3,577	2,642	2,665	2,847	3,049						
EBITDA	4,380	3,554	3,537	3,864	4,237						
资产负债表	2022	2023	2024E	2025E	2026E	重要指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	2,324	2,495	2,342	2,749	2,658	增长率（%）					
应收款	7,085	7,365	7,273	8,017	8,007	收入	4.5%	-3.8%	0.4%	5.2%	6.2%
现金及银行存款	6,964	6,989	9,401	10,077	12,697	毛利	-0.6%	-9.1%	0.4%	5.2%	6.2%
其他流动资产	1,914	1,785	1,854	1,936	2,036	经营利润	18.9%	-27.3%	1.1%	6.8%	7.1%
流动资产	18,288	18,634	20,870	22,779	25,398	税前利润	17.6%	-30.0%	1.1%	6.7%	6.9%
物业厂房设备	6,344	6,512	6,575	6,550	6,413	EBIT	18.5%	-26.1%	0.9%	6.8%	7.1%
使用权资产	515	494	451	411	374	EBITDA	-99.4%	-18.9%	-0.5%	9.2%	9.7%
无形资产	1,722	1,507	1,400	1,271	1,129	股东净利润	21.4%	-27.6%	1.1%	6.7%	6.9%
商誉	3,639	3,728	3,728	3,728	3,728	盈利能力（%）					
其他非流动资产	2,894	2,794	2,801	2,795	2,790	毛利率	53.1%	50.2%	50.2%	50.2%	50.2%
非流动资产	15,115	15,036	14,955	14,755	14,433	经营利润率	25.7%	19.4%	19.6%	19.9%	20.0%
总资产	33,402	33,670	35,824	37,534	39,831	EBIT 利润率	26.0%	20.0%	20.1%	20.4%	20.5%
应付款	4,416	4,320	4,832	4,683	5,002	EBITDA 利润率	31.9%	26.9%	26.6%	27.7%	28.5%
借款	961	2,547	2,801	3,082	3,390	股东净利率	20.1%	15.1%	15.1%	15.2%	15.5%
其他流动负债	628	716	716	716	716	净负债率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动负债	6,005	7,582	8,349	8,480	9,107						
借款	994	995	1,095	1,204	1,325						
递延税项负债	200	166	166	166	166	其他					
其他非流动负债	2,621	934	934	934	934	有效税率（%）	-12.9%	-13.0%	-13.0%	-13.0%	-13.0%
非流动负债	3,815	2,095	2,195	2,305	2,425	ROAE (%)	12.4%	8.4%	8.2%	8.3%	8.4%
总负债	9,820	9,678	10,544	10,784	11,532	ROAA (%)	8.6%	6.0%	5.8%	5.9%	6.0%
股东权益	21,767	22,449	23,677	25,083	26,566	存货周转率（天）	116	134	134	134	134
非控股权益	1,815	1,544	1,604	1,667	1,734	应收账款周转率（天）	140	154	154	154	154
总权益	23,582	23,993	25,280	26,750	28,299	应付账周转率（天）	77	72	72	72	72
净现金/(负债)	5,010	3,447	5,504	5,791	7,982						

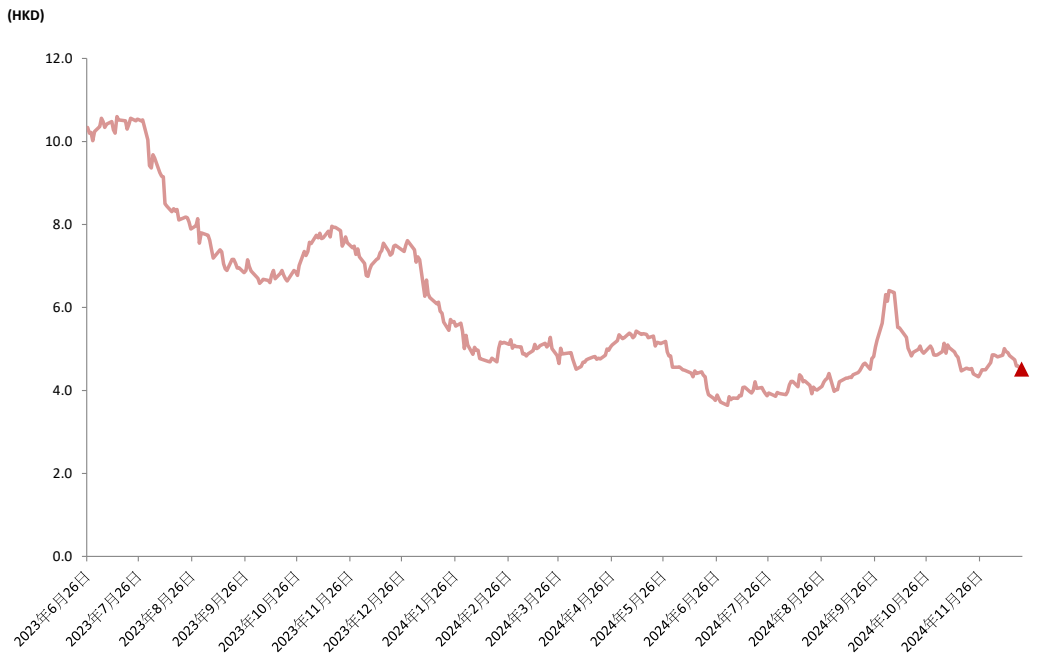
来源：公司资料、中泰国际研究部预测

风险因素

医疗器械等集采降价幅度超预期，可能影响业绩
低值耗材的集采尚未全部完成，如未来降价幅度超预期可能影响业绩。
新产品上市初期销售推广效果可能不达预期
麻醉机等新产品上市初期销售推广效果可能不达预期
新产品可能研发不成功
公司正在研发的高值耗材产品如研发不成功，股价可能下跌。

历史建议和目标价

山东威高（1066 HK）：股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024/12/24	HK\$4.57	买入 (首次评级)	HK\$5.60

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并

无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979 2886

传真：(852) 3979 2805