

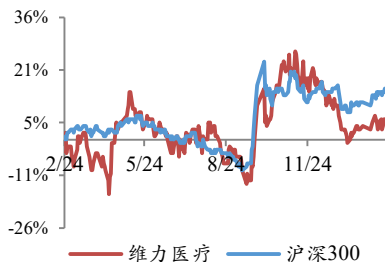
国产医用导管翘楚，多点布局拓宽海内外市场

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-02-24

收盘价（元）	11.74
近 12 个月最高/最低（元）	14.67/9.45
总股本（百万股）	293
流通股本（百万股）	292
流通股比例（%）	99.66
总市值（亿元）	35
流通市值（亿元）	35

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

联系人：刘洪飞

执业证书号：S0010123080001

邮箱：liuhongfei@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 行业：医用导管发展潜力与市场前景兼备

人口老龄化叠加出海优势，国产医用导管企业有望迎来进一步发展。医用导管行业是医疗器械领域中的基础且关键部分，广泛应用于医疗诊断、治疗等环节。2023 年全球医用导管市场规模大约为 1880 亿元，预计 2030 年将达到 2783 亿元，与此同时我国医用导管行业市场规

模持续扩大，2022 年已达 943.47 亿元。国际医用导管市场的集中度较高，与国际主要竞争对手相比，维力医疗市场份额较小，成长潜力和发展空间大，而且公司在产品价格和响应速度方面存在竞争优势，未来随着公司产品布局进一步完善，海外产能投产，市场份额有望进一步扩增。

● 维力医疗：多点布局，医用导管翘楚稳健发展

公司深耕医用导管领域二十年，主要应用于导尿、麻醉、泌外、护理、呼吸、血液透析等领域，在临床上广泛应用于普通开放手术、微创手术，急救和护理等。

2019 年以来，公司营销改革成效显著，全面推进渠道建设和产品放量。2019~2023 年，公司营收由 9.94 亿元增长至 13.88 亿元，复合增速为 8.71%；归母净利润由 1.21 亿元增长至 1.92 亿元，复合增速为 12.27%。2024 年前三季度，公司营收和归母净利润分别为 10.60、1.67 亿元，同比增速分别为 8.53%、15.85%。

公司在国内市场采取产品分线发展策略，国际市场精耕细作培育新的增长点。2024 年上半年，公司境内外收入占比分别为 48.06%、49.88%。

● 海内外产能持续布局，深度绑定核心客户，定制化项目助力海外增长

➢ （1）国内产能持续拓展，海外产能开始布局。目前公司产能主要集中在国内的 5 个城市（广州、海口、张家港、苏州、吉安），具备国内领先的医用导管生产产能。公司正在筹建国内肇庆自动化生产基地以及海外墨西哥工厂，以应对国内医疗耗材集采和海外大客户业务不断增长的产能需求，以及日益紧张的海外地缘政治风险。

➢ （2）研发投入丰富产品组合，积极开拓海外空白市场。公司持续推进大客户定制化项目进展，促进更多大客户项目的落地，形成稳定的业务增量。另外，公司以创新产品清石鞘等为突破口开拓海外空白市场，提升产品覆盖率。

● 投资建议

我们预计公司 2024~2026 年营收有望分别实现 15.42 亿元、18.19

亿元、21.18 亿元，同比增速分别为 11.1%、17.9%、16.4%，预计公司整体的毛利率保持持平状态，我们预计公司 2024~2026 年毛利率分别为 43.8%、43.9%、44.4%，2024~2026 年归母净利润分别实现 2.21 亿元、2.70 亿元、3.23 亿元，同比增速分别为 14.7%、22.2%、19.8%。鉴于公司在医学导管领域积淀多年，产品竞争力强，海外自主品牌不断推广，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

海外销售及关税风险；产品质量控制风险；产品责任风险；产品研发风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1388	1542	1819	2118
收入同比 (%)	1.8%	11.1%	17.9%	16.4%
归属母公司净利润	192	221	270	323
净利润同比 (%)	15.6%	14.7%	22.2%	19.8%
毛利率 (%)	45.9%	43.8%	43.9%	44.4%
ROE (%)	10.6%	11.8%	14.0%	16.1%
每股收益 (元)	0.66	0.75	0.92	1.10
P/E	21.56	15.48	12.67	10.58
P/B	2.30	1.83	1.77	1.70
EV/EBITDA	13.64	9.06	7.42	6.10

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 维力医疗：不断创新、精益求精的医用导管翘楚	6
1.1 深耕医用导管领域二十年，产品丰富，布局广泛	6
1.2 管理层合作多年，经验丰富	8
1.3 公司业绩稳健增长，费用率管控良好	9
1.4 营销改革成效显著，全面推进渠道建设和产品放量	11
2 行业：医用导管发展潜力与市场前景兼备	13
2.1 低值医用耗材，品类繁杂，市场分散	13
2.2 医用导管基础医疗器械，公司发展可对标 TELEFLEX(泰利福)	14
3 公司：医用导管领军企业，多点布局低值耗材	17
3.1 创新能力突出，多点布局，多元增长	17
3.1.1 麻醉领域：品项齐全，全麻手术普及率提升拉动耗材需求	17
3.1.2 导尿领域：产品技术和业务体量国际领先	18
3.1.3 泌尿外科领域：传统优势领域，产线逐渐拓展	19
3.1.4 护理领域：精细化推广策略，产品在临床逐步普及	22
3.1.5 呼吸领域：呼吸道疾病频发，销售呈现高速增长态势	23
3.1.6 血液透析领域：聚焦血透管路，血透需求逐渐得以释放	24
3.2 海内外产能持续布局，深度绑定核心客户，定制化项目助力海外增长	25
3.2.1 国内产能优势显著，布局全球化制造基地	25
3.2.2 研发投入丰富产品组合，积极开拓海外空白市场	26
4 公司盈利预测与估值	27
4.1 公司业绩拆分与估值对比	27
4.2 投资建议：医学导管翘楚，产品竞争力强，首次覆盖，给予“买入”评级	29
风险提示：	30
财务报表与盈利预测	31

图表目录

图表 1 公司发展历史沿革	6
图表 2 公司主要产品	7
图表 3 公司核心管理层基本情况	8
图表 4 公司股权结构图（截至 2025 年 2 月）	9
图表 5 2018-2024（Q1-Q3）公司营收及归母净利润情况	10
图表 6 2018-2024H1 公司各业务板块营收占比	10
图表 7 2018-2024H1 公司利润率情况	11
图表 8 2018-2024H1 公司费用率情况	11
图表 9 公司分线发展模式	12
图表 10 公司营销改革措施	12
图表 11 2018-2024H1 公司境内外营收占比	12
图表 12 2018-2023 年公司境内外毛利率情况	12
图表 13 低值医用耗材分类	13
图表 14 2016-2024E 年中国低值耗材市场规模情况	14
图表 15 中国低值医用耗材各领域占比情况（2020 年）	14
图表 16 低值医用耗材品牌情况	14
图表 17 2013-2022E 年中国医用导管市场规模情况	15
图表 18 全球医用导管竞争格局	15
图表 19 TELEFLEX(泰利福)发展历程	16
图表 20 2018-2024（Q1-Q3）TELEFLEX(泰利福) 营收及归母净利润情况	17
图表 21 TELEFLEX(泰利福)收入格局（2023 年）	17
图表 22 公司麻醉领域主要产品示意图	18
图表 23 2004-2022 年中国住院病人手术量情况	18
图表 24 2018-2023 年公司麻醉产品销量和收入情况	18
图表 25 公司导尿领域主要产品示意图	19
图表 26 2018-2023 年公司导尿领域产品销量&收入情况	19
图表 27 公司导尿领域主要产品收入格局（2023 年）	19
图表 28 公司泌尿外科领域主要产品示意图	20
图表 29 狼和医疗产品性能优势	20
图表 30 包皮切割手术方式比较	20
图表 31 2018-2023 年公司泌尿外科领域产品销量&收入情况	21
图表 32 2019-2023 年公司环切器销量&收入情况	21
图表 33 负压清石鞘和非负压鞘在微创经皮肾镜取石术中疗效对比	21
图表 34 公司护理领域主要产品示意图	22
图表 35 2018-2023 年公司护理领域销量&收入情况	22
图表 36 2018-2023 年公司吸引连接管销量&收入情况	22
图表 37 公司呼吸领域主要产品示意图	23
图表 38 2018-2023 年公司呼吸领域产品收入情况	23
图表 39 公司血液透析领域主要产品示意图	24
图表 40 2018-2023 年公司血透领域产品收入情况	24
图表 41 公司国内产能布局	25

图表 42 2018-2023 年公司研发人员情况	26
图表 43 公司研发费用率同业比较	26
图表 44 2015-2023 年公司前五大客户销售情况	27
图表 45 公司收入预测（单位：百万元）	28
图表 46 可比公司估值情况	29

1 维力医疗：不断创新、精益求精的医用导管翘楚

1.1 深耕医用导管领域二十年，产品丰富，布局广泛

专注于医用导管领域的高新技术企业，步入新的成长期。维力医疗成立于 2004 年，公司于 2015 年上市，是全球医用导管主要供应商之一。

图表 1 公司发展历史沿革

时间	事件
1998 年	广州市番禺维力医疗用品有限公司成立
2004 年	维力医疗成立，继承番禺维力各项业务 9 种产品获美国 FDA 注册
2007 年	通过加拿大 CMDCAS 质量认证，11 种产品获得加拿大 CMDCAS 注册
2010 年	控股医疗耗材企业张家港沙工医疗，进入血液透析领域 通过日本 J-GMP 认证
2011 年	子公司海南维力医疗成立 公司通过美国 FDA 工厂检查 广州市新型医用导管工程技术研究开发中心落户维力
2012 年	通过广东省药监局 GMP 检查 子公司上海韦士泰医院投资管理有限公司成立
2015 年	在上交所上市
2016 年	通过韩国 KFDA 审核
2018 年	收购江西狼和医疗 100% 股权，进入男性健康领域
2020 年	成立维力医疗研究院 国内营销转型变革
2021 年	控股苏州麦德迅（主营业务：疼痛管理产品等）
2022 年	公司检测中心（实验室）收到中国合格评定国家认可委员会颁发的检测（校准）实验室 CNAS 认可证书
2023 年	维力医疗苏州科创园正式开园
2024 年	签署首个海外制造基地项目土地协议

资料来源:公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

公司大部分产品属于医用导管类产品，主要应用于导尿、麻醉、泌外、护理、呼吸、血液透析等领域，在临床上广泛应用于普通开放手术、微创手术，急救和护理等。

公司产品已有效覆盖全国所有省区，进入国内超 5000 家医院（其中 1000 家以上三甲医院），并建立专业的学术推广队伍，在全球取得各类医疗器械注册证 400 多个，产品远销海外上百个国家或地区，进入监管严格的北美、欧洲、日本等主流市场。公司为国内医用导管行业龙头企业，导尿领域和麻醉领域市场占有率位居行业前列，各细分产品领域国内市场地位逐年提升。

图表 2 公司主要产品

产品领域	主要产品	用途	产品图片示例
麻醉	气管插管、喉罩、支气管插管、可视支气管插管、气管切开插管、麻醉面罩、人工鼻、麻醉呼吸管路、电子镇痛泵	和麻醉呼吸机相配套使用，用于各种吸入全麻手术、预防和处理呼吸道梗阻、呼吸功能不全以及急救时建立人工气道；术后镇痛、分娩镇痛、癌痛镇痛、肿瘤化疗等临床治疗中药液的精确输注和监测。	
导尿	导尿管、导尿包、抗菌导尿管、测温导尿管、引流袋、男用导尿套、精密尿袋	主要用于手术及病房护理时对病人进行尿液引流。	
泌尿外科	包皮环切缝合器	主要用于泌尿外科包皮环切手术。	
	清石鞘、微创扩张引流套件、导丝、球囊扩张导管、输尿管扩张器、输尿管导引鞘、取石篮、输尿管支架、输尿管导管	和内窥镜等配套使用，用于泌尿系统手术通道建立和结石清除，适用于肾结石、输尿管结石和膀胱结石的病人，以及尿失禁、输尿管狭窄等泌尿系统异常病人的微创手术治疗。	
护理	杨克引流管、口护吸痰管、排泄物管理器	主要用于临床病人的伤口或分泌物清理引流以及重症病人的口腔及排泄物护理。	
呼吸	氧气面罩、氧浓度可调面罩	主要适用于病人输氧用。	
	药物吸入雾化器	主要用于各种呼吸系统疾病给药时使用。	
血液透析	血液净化体外循环管路	主要是和血液透析机等配套使用，用于终末期肾病患者的血液透析治疗，以及急性药物或毒物中毒、难治性充血性心力衰竭与急性肺水肿的急救。	

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

1.2 管理层合作多年，经验丰富

公司核心管理团队向彬、韩广源、段嵩枫在本行业从业近三十年，对行业发展具有深刻洞察力和前瞻性。向彬先生擅长于战略规划且对产品研发有独特的见解，参与了公司大部分研发项目并先后申请了多项专利；韩广源先生专于组织管理，熟悉医疗器械国际国内的法规，并为公司建立了一支专业高效的运营管理团队，保障了公司战略的有效实施；段嵩枫先生从事医疗器械海外销售工作多年，具备出色的市场开拓和销售团队管理能力。核心管理层合作多年，保障公司发展行稳致远。

图表 3 公司核心管理层基本情况

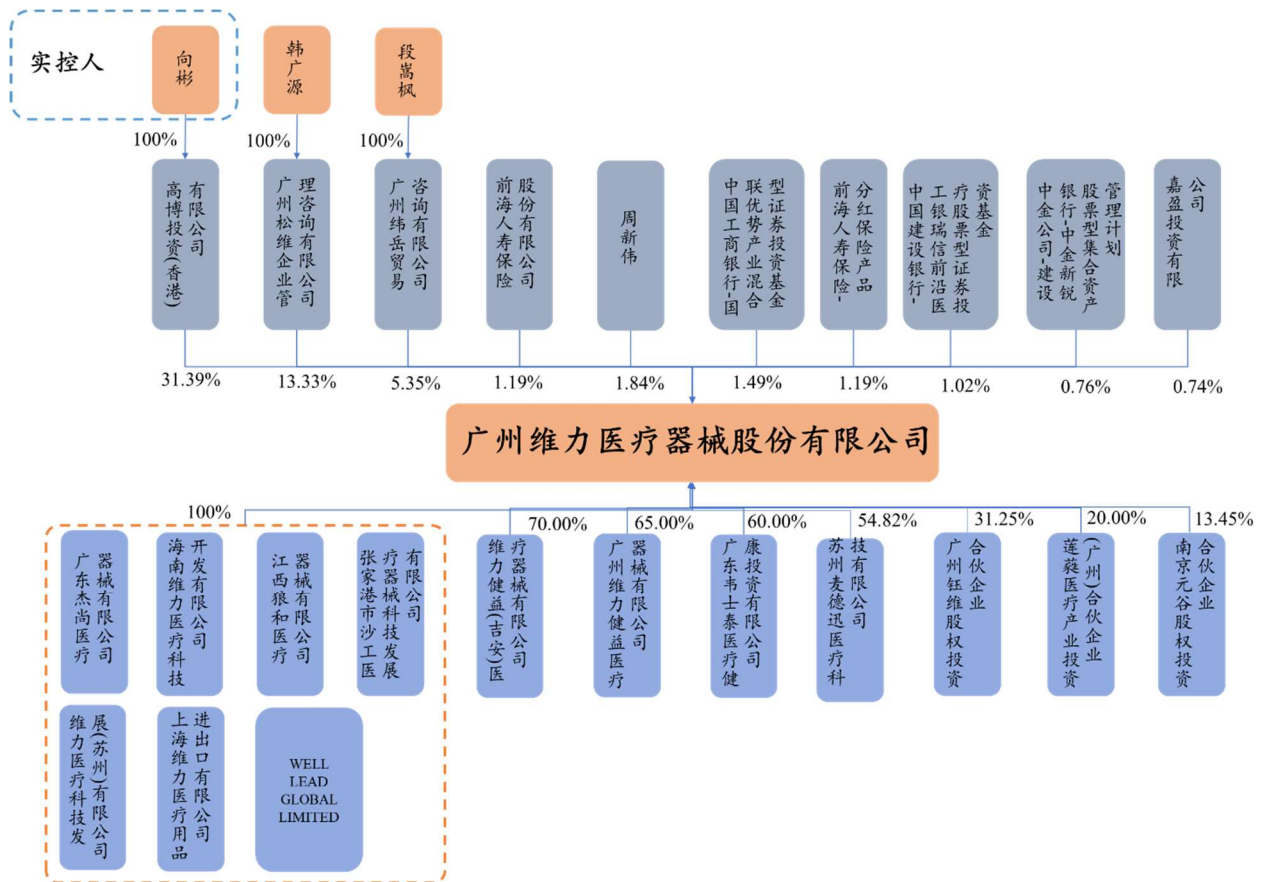
姓名	职务	履历
向彬	董事长	1969 年出生，兰州大学数学专业学士、中欧国际工商学院工商管理硕士（EMBA）。于 1992 年至 1993 年在新疆昌吉市粮食局工作；1993 年至 1995 年任番禺金桥新技术医用导管厂销售主管；1995 年至 1998 年任番禺金桥新技术医用导管厂厂长；1998 年至 2012 年 3 月任番禺维力董事长；2004 年至 2011 年任韦士泰董事；2011 年至今任维力医疗董事长。
韩广源	总经理、副董事长	1964 年出生，中山大学工商管理专业学士、中欧国际工商学院工商管理硕士（EMBA）。于 1986 年至 1992 年在广东省二轻厅工作；1992 年至 1993 年任德普生物医学工程（惠州）有限公司副经理；1994 年至 1998 年任番禺金桥新技术医用导管厂副厂长；1998 年至 2012 年 3 月任番禺维力经理；2004 年至 2011 年任韦士泰董事长、总经理；2011 年至今任维力医疗副董事长、总经理。韩广源先生现为广东省医疗器械行业协会常务理事、广州市番禺区医药质量协会副理事长、广东省医疗器械管理学会副会长。
段嵩枫	副总经理	1968 年出生，上海对外贸易学院国际经济法专业学士。2010 年至今在上海维力医疗用品进出口有限公司任执行董事兼经理；2011 年至今在广州维力医疗器械股份有限公司任董事兼副总经理；2021 年 1 月至今任广州维力医疗器械股份有限公司研究院副院长。
陈斌	董事会秘书、副总经理	1980 年出生，中山大学生物科学专业学士、英国谢菲尔德大学基因与分子医药专业硕士，持有深圳证券交易所董监事会秘书资格证书。主要工作经历：2005 年 5 月至 2018 年 5 月历任广州万孚生物技术股份有限公司国际注册主管、质量部经理、产品总监、副总经理兼董事会秘书；2018 年 6 月至 2021 年 9 月任广州微房网络科技有限公司线上平台运营总经理；2021 年 10 月至今任维力医疗董事会秘书；2022 年 4 月至今任维力医疗副总经理。
祝一敏	财务总监	1980 年出生，江西农业大学会计专业管理学学士，注册税务师，注册会计师，中级会计师。主要工作经历：曾任广州市番禺华南摩托企业集团有限公司税务会计、税务主管、广州市番禺嘉威玻璃有限公司财务负责人、天创时尚股份有限公司财务主管；2011 年 12 月至 2020 年 8 月任维力医疗财务中心财务主管、财务管理部经理；2020 年 9 月至 2021 年 4 月任维力医疗财务管理部高级经理；2021 年 4 月至今任维力医疗财务总监。

资料来源：iFinD，公司招股说明书，公司 2023 年年报，华安证券研究所

公司的股权结构集中，实控人为董事长向彬。公司核心管理层向彬、韩广源和段嵩枫通过间接持股方式合计持有公司超过 50%股份，公司的实际控制人为董事长向彬，其通过高博投资间接持有公司 31.39%股份。

公司下属子公司狼和医疗主要从事泌尿外科业务；海南维力医疗科技主要从事导尿管业务；麦德迅医疗专注于疼痛及输注管理领域；韦士泰医疗健康投资专注于医院投资管理，各子公司业务明确，各司其职。

图表 4 公司股权结构图（截至 2025 年 2 月）



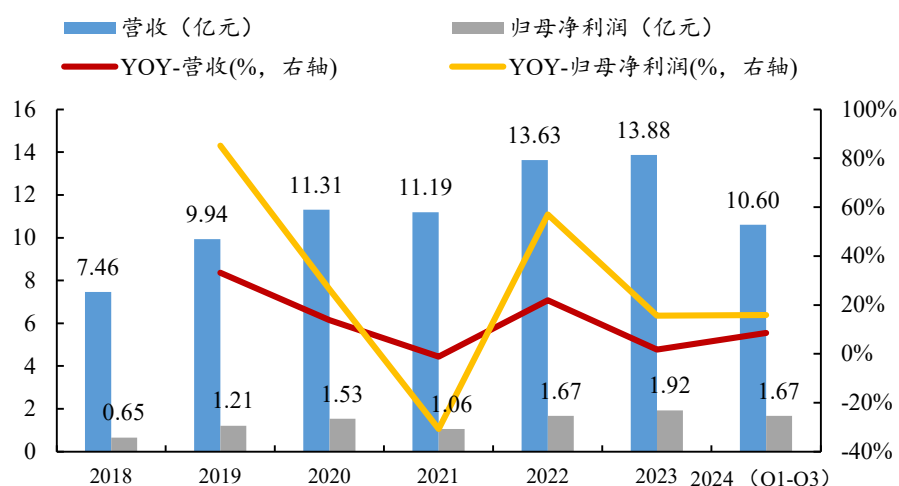
资料来源：iFinD，华安证券研究所

1.3 公司业绩稳健增长，费用率管控良好

公司营收和归母净利润持续增长，归母净利润复合增速高于营收。2019~2023 年，公司营收由 9.94 亿元增长至 13.88 亿元，复合增长率为 8.71%；归母净利润由 1.21 亿元增长至 1.92 亿元，复合增长率为 12.27%，增速显著高于营收。2021 年公司的营收和归母净利润略微下滑。主要原因包括：一方面，全球新冠疫情的持续反复导致公司出口业务在国际市场上的推广和物流运输遭遇重大挑战；另一方面，国内疫情防控的常态化使得医院就诊率和手术量有所下降，进而影响了公司业务的拓展。

2024 年公司业绩延续增长态势，前三季度公司营收为 10.60 亿元，同比增长率为 8.53%；归母净利润为 1.67 亿元，同比增长率为 15.85%。

图表 5 2018-2024 (Q1-Q3) 公司营收及归母净利润情况

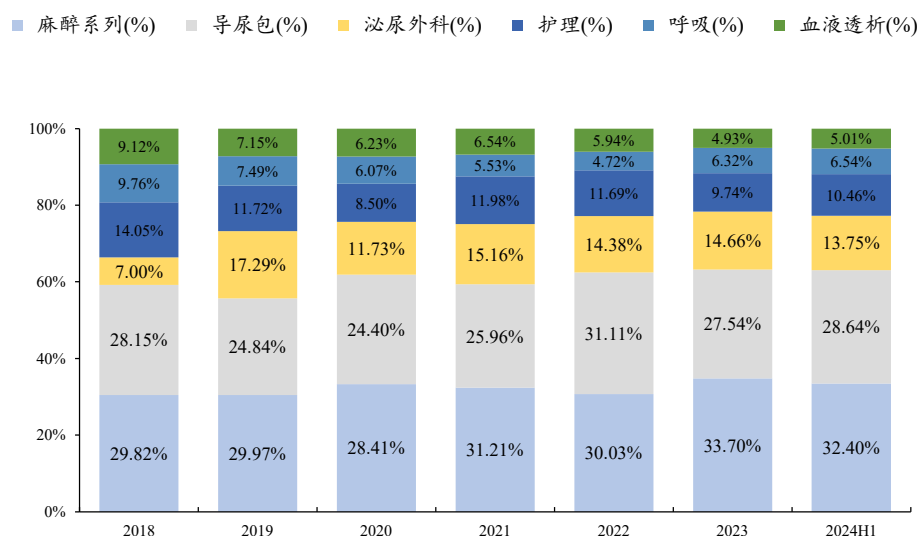


资料来源：iFinD，华安证券研究所

麻醉系列与导尿包为公司的主要收入来源，合计占比营收 60%左右，血透业务占比有望回升。2018~2023 年，公司各类产品收入比例基本保持稳定，麻醉系列与导尿包合计占比营收 60%左右。2024H1，公司麻醉系列、导尿包、泌尿外科、护理、呼吸、血液透析分别占比营收 32.40%/28.64%/13.75%/10.46%/6.54%/5.01%。

公司血透业务的占比逐年减少，此前由于血液透析治疗年均费用较高，部分尿毒症患者因承担不起高额医疗费用未能接受血液净化治疗，导致市场实际消耗量远小于潜在需求，近年随着各省市逐渐完善血透医保政策，血透需求逐渐得以释放。预计未来血透业务营收占比将会增加。

图表 6 2018-2024H1 公司各业务板块营收占比



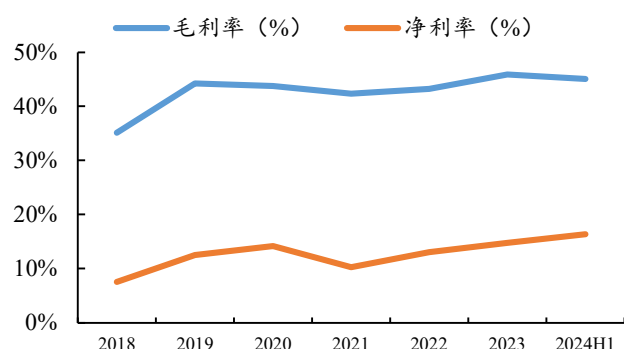
资料来源：iFinD，华安证券研究所

盈利能力稳中有升，各项费用率管控良好。2018~2023 年，公司毛利率较为稳

定，净利率呈现上升态势，2024 H1，公司毛利率为 45.07%，净利率为 16.36%。

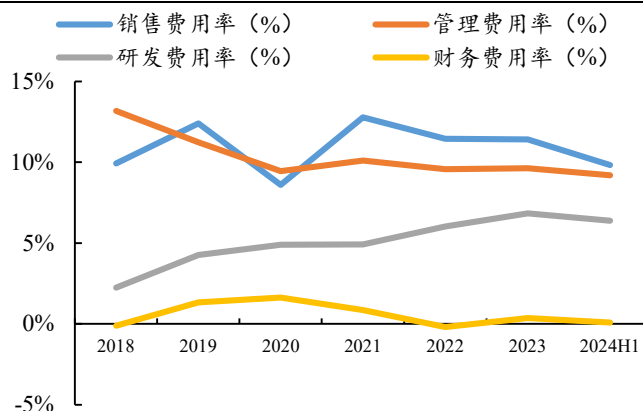
公司各项费用率均维持合理区间，研发费用率持续增长，其余费用率保持稳定。公司重视新产品和新工艺研发，研发费用持续增长，持续加强核心战略赛道的技术能力，2018~2023 年，公司研发费用率从 2.24% 逐年提升至 6.84%，2024H1 为 6.38%。

图表 7 2018-2024H1 公司利润率情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 8 2018-2024H1 公司费用率情况



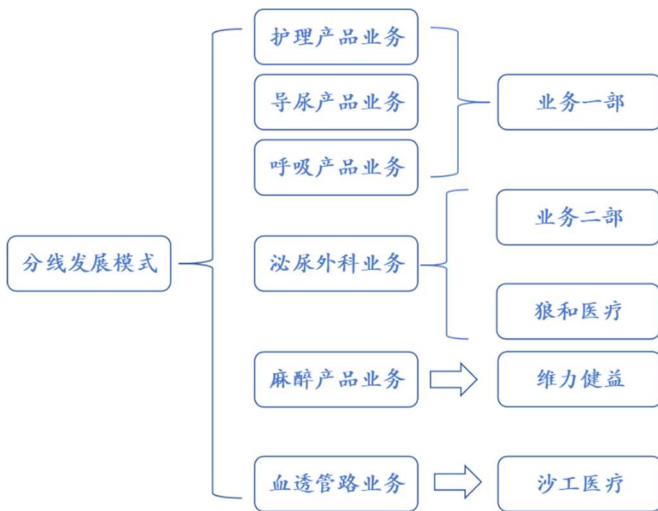
资料来源：iFinD，华安证券研究所

1.4 营销改革成效显著，全面推进渠道建设和产品放量

公司深化营销改革，分线整合销售资源，并结合学术推广推进产品放量。

国内市场：产品分线发展，整合优化，专业化运作。2019 年起公司开始进行营销改革，整合市场渠道和销售团队，对产品进行分线管理。其中，维力健益负责运营麻醉产品线业务，业务一部负责运营护理、导尿和呼吸产品业务，国内业务二部和狼和医疗负责泌尿外科线的资源整合优化，沙工医疗专注血透管路业务。此外，公司还持续坚持学术推进销售发展模式，通过学术推广显著提升公司品牌优势，也为创新产品的进院建立了良好的背书，有效提高进院效率，同时还可协同提升常规产品的市场份额。截至 2024 年，公司产品已有效覆盖国内所有省份，进院超 5000 家，其中三甲医院超 1000 家，并建立专业的学术推广队伍。

图表 9 公司分线发展模式



资料来源：公司 2019 年年报，华安证券研究所

图表 10 公司营销改革措施

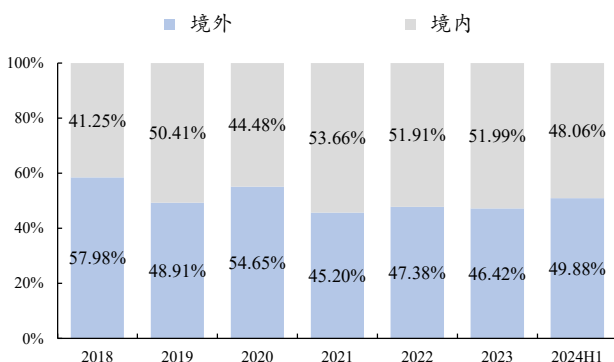
年份	营销改革措施
2019年	整合市场渠道和销售人员，将产品分线发展，维力健益负责运营麻醉产品业务，集中精力发展麻醉业务；业务一部负责运营护理、导尿和呼吸产品业务。积极拓展新的销售模式；国内业务二部和狼和医疗进行泌尿外科话的资源整合优化；沙工医疗继续专注血透管路产品。
2020年	公司创新销售模式，进行销售渠道下沉，各个产品事业部都进行了销售人员补充，并对销售人员开展了系统的产品专业知识和营销技巧培训。
2021年	继续强化分线销售，深入终端市场服务；加大学术推广，打造维力品牌形象。基于各产品设产品特点和市场渠道的差异性，采用单线事业部进行营销渠道下沉。各业务线新建学术团队，直接服务终端医院客户，提高终端市场反应速度。
2022年	继续坚持深度营销+学术推广模式，在医院拓展外科、ICU病房、手术室、神经科均建立TOP50专家网络，加大学术推广的深度和广度，逐渐建立维力高端学术品牌形象。
2023年	继续坚持学术引领、学术推广赋能业务发展，公司进行了一系列销售改革，包括高质量销售团队建设、高质量渠道建设和高质量学术推广，还开展多场销售经理领导力培训等。

资料来源：公司 2019-2023 年年报，华安证券研究所

国际市场：深挖大客户，开辟新市场，精耕细作，培育新的增长点。公司持续推进海外大客户定制化项目，实现了更多大客户项目的落地，形成稳定的业务增量。同时进一步加大海外空白市场的开拓，精细化管理重点市场和重点客户，优化经销商渠道，加快海外本土化销售的进程。通过海外建厂和海外设立业务公司的形式，进一步加快海外本土化部署，加强海外本土化销售渠道的建设，深入海外终端市场，推动海外业务更快更全面的发展。截至 2024 年，公司在全球取得各类医疗器械注册证 400 多个，与上百家国外医疗器械经销商、数十家国内出口贸易商进行业务合作，产品远销海外上百个国家或地区，进入监管严格的北美、欧洲、日本等主流市场。

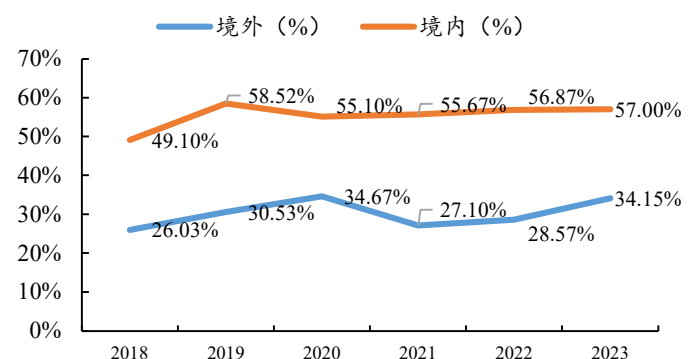
公司境内外收入基本保持均衡比例，2024 年上半年，公司境内外收入占比分别为 48.06%、49.88%。得益于营销改革，公司境内外毛利率稳中有升，2018~2023 年，公司境内毛利率从 49.10%提升至 57.00%；境外毛利率从 26.03%提升至 34.15%。

图表 11 2018-2024H1 公司境内外营收占比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 12 2018-2023 年公司境内外毛利率情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

目前公司已经基本完成国内营销改革，内销团队推广能力得到明显提升，产品

终端市场定位更加准确，销售人员考核指标得到优化，内销业务团队整体能力不断提升。

2 行业：医用导管发展潜力与市场前景兼备

2.1 低值医用耗材，品类繁杂，市场分散

低值医用耗材是指医院在开展医疗服务过程中普遍应用的价值较低的一次性医用材料，根据具体用途，低值医用耗材可以分为医用卫生材料及敷料类、注射穿刺类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类、手术室耗材类、医技耗材类等。

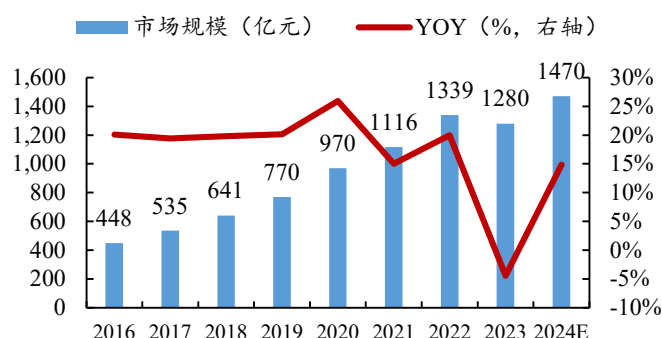
图表 13 低值医用耗材分类

分类	产品
医用卫生材料及敷料类	医用胶布、绷带、纱布、帽子、口罩、棉签、敷贴、海绵、夹板，一次性压舌板、床单、被套、枕套、鞋套、防护服、手术衣、洞巾、垫巾、牵引带等
注射穿刺类	一次性注射器、注射针、输液针、留置针、穿刺针、输液器、输血器、血袋、采血针等
医用高分子材料类	血液成分分离器材、连接管路、血液滤网、药液过滤滤膜、空气过滤滤膜、血液过滤器、引流管、导尿管、肠道插管、医用手套、集尿袋、引流袋等
医用消毒类	医用酒精、医用消毒液、消毒剂、消毒包装袋、指示卡、指示胶带等
麻醉耗材类	一次性麻醉包、持续给药输液泵、微量化疗泵、喉罩、麻醉面罩、通气管、动脉插管、静脉插管、气管插管、气管导管、硬膜外麻醉导管、中心静脉导管、牙垫、麻醉穿刺针、穿刺包、术后催醒器、麻醉气体过滤器、麻醉气体净化器、传感器、检测电极片等
手术室耗材类	一次性手术包、灌注器、医用缝合针、缝合线、可吸收缝线、灭菌线束、灭菌线团、电刀、电凝银、手术刀、手术刀片、医用备皮刀、医用胶、电极、穿刺器、吸引头等
医技耗材类	B 超打印纸、耦合剂、导电膏、心电电极、脑电图纸、心电图纸、监护仪纸、尿液分析仪打印纸、生化打印纸、高压注射器针筒、高压注射器针头、一次性造影连接管、医用 X 光胶片、医用 CT CMR) 胶片、激光胶片等
医用卫生材料及敷料类	医用胶布、绷带、纱布、帽子、口罩、棉签、敷贴、海绵、夹板，一次性压舌板、床单、被套、枕套、鞋套、防护服、手术衣、洞巾、垫巾、牵引带等

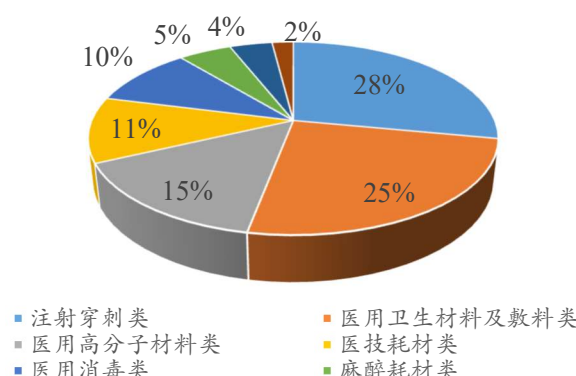
资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，Eshare 医械汇，华安证券研究所

中国低值耗材市场规模逐年扩增，注射穿刺类和卫生材料及辅料类占比较大。2016~2024 年，预计中国低值耗材市场规模由 448 亿元增长至 1470 亿元，复合增长率达 16.01%，根据 Eshare 医械汇测算，2020 年注射穿刺类在低值医用耗材市场占比最大，市场份额高达 28%。

图表 14 2016-2024E 年中国低值耗材市场规模情况



图表 15 中国低值医用耗材各领域占比情况（2020 年）



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，Eshare 医械汇，前瞻产业研究院，华安证券研究所

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，Eshare 医械汇，华安证券研究所

我国低值医用耗材虽然生产企业数众多，但大中型生产企业数量较少，小型企业居多，由于研发投入不足，目前仍以低端产品为主，高端低值医用耗材市场仍由进口品牌主导，国产品牌主要有威高、三鑫医疗等。

图表 16 低值医用耗材品牌情况

市场	进口品牌	国产品牌
医用卫生材料及敷料类	3M、泰尔茂	威高、振德、稳健、朝美、阳普
注射穿刺类	泰尔茂、BD、贝朗、百特、尼普诺	威高、双鸽、江西 3L、康莱德、三鑫医疗、江西洪达、山东侨牌
医用高分子材料类	泰尔茂、百特	威高、蓝帆医疗、德尔、百多安、江西 3L
医用消毒类	3M	欧洁、利尔康
麻醉耗材类	泰尔茂、BD、百特、贝朗	驼人、威高、维力医疗、海宁绿健、浙江苏嘉
手术室耗材类	强生、贝朗	新华、威高
医技耗材类	美国伊士曼柯达、日本富士、日本柯尼卡、索尼	爱克发、富明威

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，Eshare 医械汇，华安证券研究所

2.2 医用导管基础医疗器械，公司发展可对标 Teleflex(泰利福)

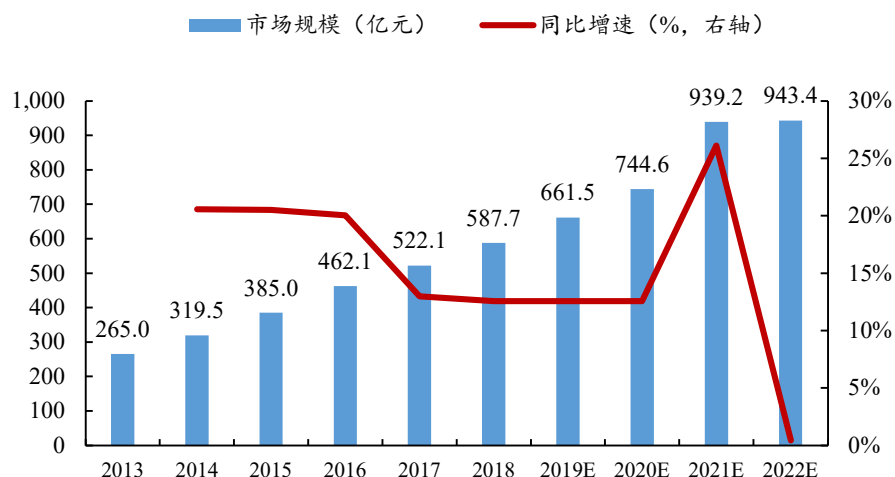
医用导管行业是医疗器械领域中的基础且关键部分，广泛应用于医疗诊断、治疗、监护、急救、引流、灌流、气体和血液输送以及康复等环节。随着科技的不断进步，以及全球人口寿命延长和老龄化的加剧，这一行业的重要性和应用范围正日益增长。此外，社会的发展和对健康需求的提升，加之临床医学中微创及无创技术的广泛应用，正推动医用导管在研发、生产和制造技术上的快速发展。新材料、新技术和新工艺的应用使得产品更加精细化、科技化和人性化，使用更为简便，医用导管的应用正从传统的医疗领域向家庭护理和个人保健等更广阔的领域延伸，看好该行业发展潜力和市场前景。

全球范围内，根据辰宇信息咨询 2024 年发布的报告，2023 年全球医用导管市场规模约为 1880 亿元，预计 2030 年将达到 2783 亿元，预计 2024~2030 年复合增长率为 5.7%。根据 QYR 调研研究，北美是全球最大的医用导管市场，占有大约 35%

的市场份额，之后是亚洲和欧洲市场，二者共占有接近 35% 的份额。

与此同时我国医用导管行业市场规模持续扩大。根据华经产业研究院数据，2013~2018 年，中国医用导管市场规模从 265.0 亿元增至 587.7 亿元，预计 2022 年国内医用导管市场规模达 943.4 亿元。

图表 17 2013-2022E 年中国医用导管市场规模情况



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

国际医用导管市场的集中度较高，国产企业出口量较大且呈增长趋势。Covidien、Teleflex、Bard、Unomedical、LMA 等大型国际医药器械厂商依靠多年来积累的市场地位以及品牌优势，在气管插管、留置导尿管、喉罩、血透管路市场中占据较大份额。中国医用导管生产企业则主要集中在经济较发达、医疗资源丰富的东部沿海地区，呈外向型产业格局，产品在满足国内市场需求的基础上，每年的出口量较大且呈快速增长趋势。

维力医疗全面布局气管插管、喉罩等产品领域，与国际主要竞争对手相比，维力医疗在总体规模和知名度等方面仍有一定差距，但是在产品价格和响应速度方面存在竞争优势，经过多年的国际化耕耘，公司能够准确理解各国市场对医疗器械产品的法规要求，有针对性地建立了符合不同市场要求的质量管理体系和产品适用标准，使得公司产品能够快速跨过国际市场准入门槛。

图表 18 全球医用导管竞争格局

产品类别	全球市场参与者	中国市场参与者
气管插管	Covidien, Teleflex	维力医疗, 新乡驼人, 江苏亚华, 浙江嘉
喉罩	LMA	维力医疗, 上海淞行, 天津美迪斯, 福建百仕韦
留置导尿管	Bard, Unomedical, Rochester	维力医疗, 湛江事达, 浙江优特格尔, 福建百仕韦
血透管路产品	Fresenius, Gambro	维力医疗, 山东威高, 广州贝恩

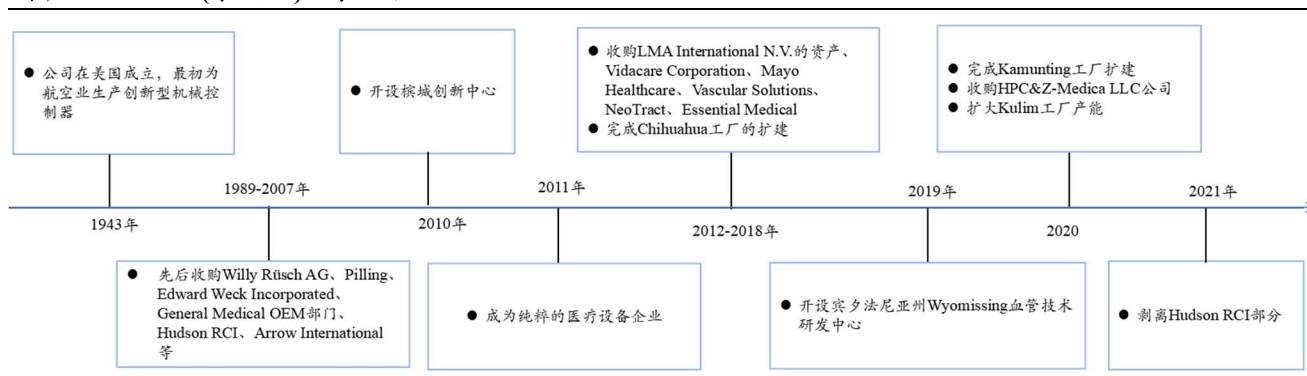
资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

Teleflex(泰利福): 半路出家, 多点开花。

Teleflex 公司成立于 1943 年。成立之初, Teleflex 只有一个产品:多股螺旋形的电缆以及与其配套的齿轮, 这个产品最开始时被用在二战的喷火战斗机中, 公司也因此产品而得名。

公司成立后, Teleflex 平稳发展, 1967 年在美国证券交易所(America Stock Exchange)上市, 1968 年在多伦多证券交易所(Toronto Stock Exchange)上市。在这个阶段, Teleflex 的业务虽然围绕一些与工程、设计相关的内容开展, 但并没有特定的方向, 也还未涉及到医疗器械业务。直到 1981 年, Teleflex 在新罕布什尔州成立了应用高分子工厂(Applied Polymer Plant), 才开始进入医疗器械行业。

图表 19 Teleflex(泰利福)发展历程

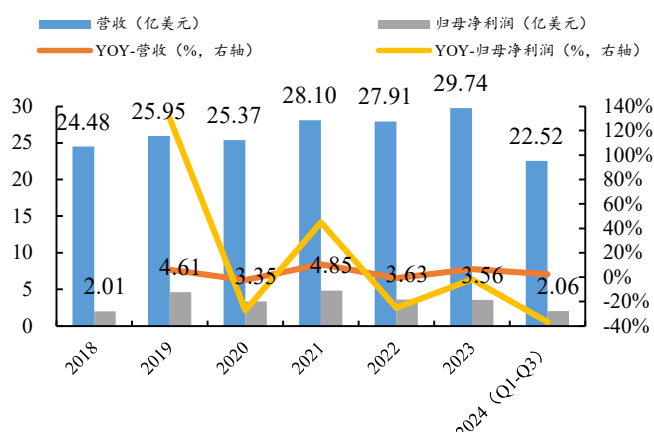


资料来源: Teleflex(泰利福)官网, 华安证券研究所

多年收购, 华丽转型, 业务涵盖血管通路、麻醉等多个领域。Teleflex 以开发工程产品立足, 又从高分子材料生产进入到医疗器械行业, 其产品涉及科室众多, 目前公司已进入稳定发展阶段。2018-2023 年, 公司营收由 24.48 亿元增长至 29.74 亿元, 复合增长率为 3.97%; 归母净利润由 2.01 亿元增长至 3.56 亿元, 复合增长率为 12.11%。2024 年前三季度, 公司营业收入为 22.52 亿元, 同比增长率为 2.32%; 归母净利润为 2.06 亿元, 同比增长率为 -36.62%。

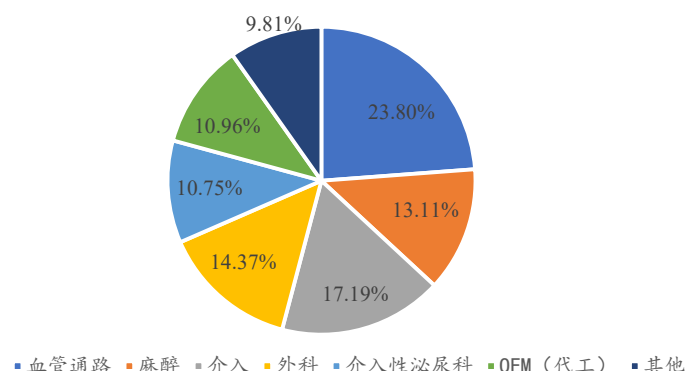
多点开花, 各个产品领域收入占比保持均衡。根据 2023 年年报, 公司血管通路、麻醉、介入领域产品收入占比分别为 23.80%/13.11%/17.19%。

图表 20 2018-2024 (Q1-Q3) Teleflex(泰利福) 营收及归母 净利润情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 21 Teleflex(泰利福)收入格局 (2023 年)



资料来源: Teleflex(泰利福)2023 年年报, 华安证券研究所

3 公司: 医用导管领军企业, 多点布局低值耗材

3.1 创新能力突出, 多点布局, 多元增长

3.1.1 麻醉领域: 品项齐全, 全麻手术普及率提升拉动耗材需求

品项齐全, 可视双腔气管插管等为公司标杆产品。公司麻醉领域产品主要包括全麻气道管理耗材和电子镇痛泵。麻醉耗材国内市场格局分散, 公司品项齐全, 市场占有率业内领先, 产品覆盖国内 3000 多家医院。公司近年持续推进产品性能升级与功能扩充, 在产品性能方面进行了无菌、柔性性能的升级, 在功能方面新增了带吸痰腔与可视两大功能, 推出了可视双腔支气管插管、加强型柔性气管插管、带吸痰腔气管插管、一次性使用可视双腔喉罩等产品, 竞争力持续提升。

《2020 版中国麻醉学指南与专家共识》明确指出双腔支气管导管应该在纤维支气管镜下或直接使用可视双腔管准确定位。公司的可视双腔气管插管在开胸手术单肺通气麻醉中具有定位时间短、定位准确、易于术中管理等优势, 已获得市场和专家广泛认可, 在国内多家三甲医院成为标杆产品。

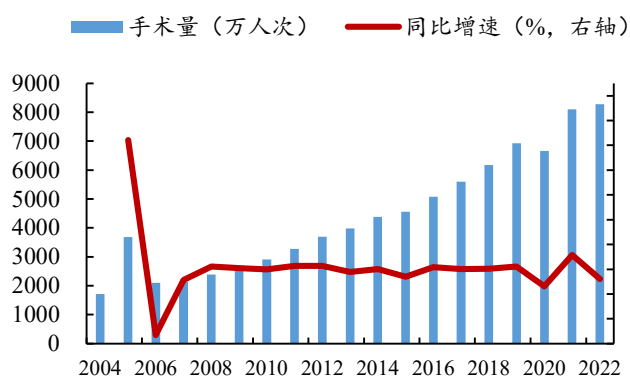
图表 22 公司麻醉领域主要产品示意图



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

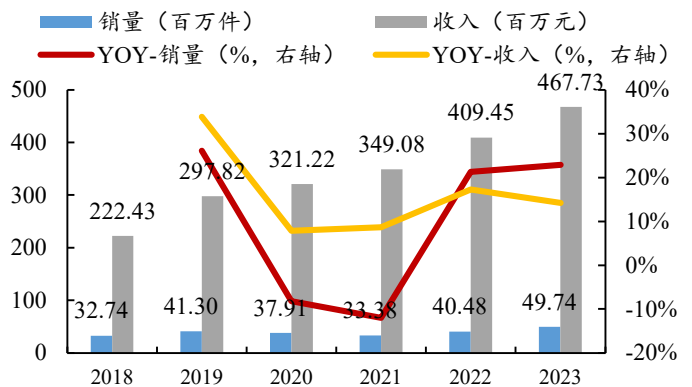
麻醉产品销量及相应收入基本保持稳定增长趋势，为公司最大收入条线。2018~2023 年，公司麻醉产品销量总体保持增长趋势，收入由 2.22 亿元增长至 4.68 亿元，复合增长率为 16.03%。近年来在优势产品的带动下，公司全麻气道管理产品在国内品牌知名度和市场占有率逐年提升。随着我国人口老龄化加剧和人们对卫生健康需求的增加，以及人均医疗保健投入的提高、社保覆盖率的提升，我国全麻手术普及率快速提升，麻醉耗材的需求将不断增加。

图表 23 2004-2022 年中国住院病人手术量情况



资料来源：iFinD，中国卫生健康统计年鉴，华安证券研究所

图表 24 2018-2023 年公司麻醉产品销量和收入情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

麻醉线未来规划：以临床需求为导向，以产研互动为源动力，不断开拓麻醉领域内的各产品线，参比国外先进产品，在此基础上研发出国内技术领先的创新产品，为创新临床产品的国产化贡献力量，致力成为中国医疗器械麻醉科领域的领导者。2024 年，公司在研的麻醉线重点产品有可视单腔支气管插管、免充气喉罩、自制人工鼻、弯头测温超滑导尿管等。

3.1.2 导尿领域：产品技术和业务体量国际领先

公司导尿领域产品技术和业务体量在国际和国内都处于领先地位。公司依靠品

牌优势、质量优势和产能优势争取最大化市场覆盖，同时推出差异化产品亲水涂层超滑导尿管、BIP 抗菌导尿管、无菌测温型硅胶导尿管、一次性使用亲水涂层乳胶/硅胶导尿包等，促进导尿产品的升级换代和市场竞争力的进一步提升。

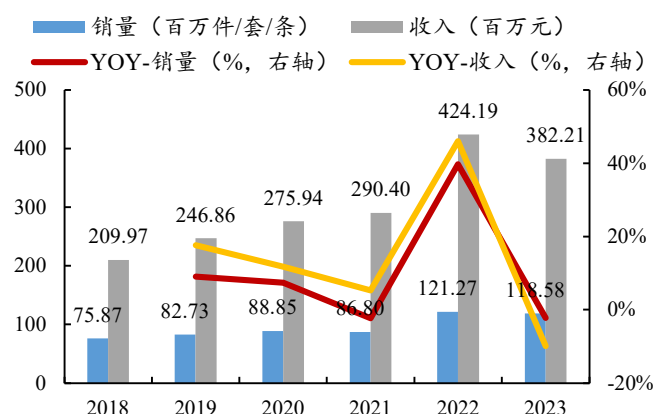
图表 25 公司导尿领域主要产品示意图



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

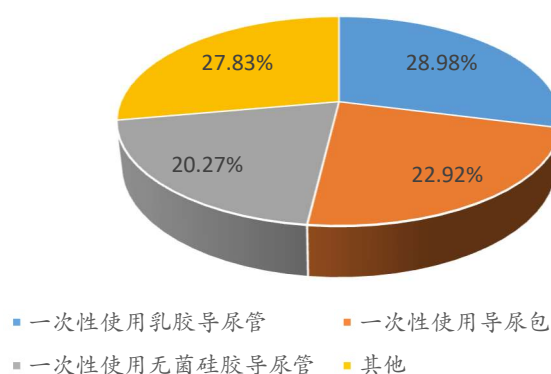
公司导尿领域产品销量及收入基本保持增长趋势，主要产品收入格局均衡。2018~2023 年，公司导尿领域产品销量由 75.87 百万件/套/条增长至 118.58 百万件/套/条，复合增长率为 9.34%；产品收入由 2.10 亿元增长至 3.82 亿元，复合增长率为 12.73%。2023 年导尿领域主要产品一次性使用乳胶导尿管/导尿包/无菌硅胶导尿管分别占比 28.98%/22.92%/20.27%。

图表 26 2018-2023 年公司导尿领域产品销量&收入情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

图表 27 公司导尿领域主要产品收入格局（2023 年）



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

3.1.3 泌尿外科领域：传统优势领域，产线逐渐拓展

公司泌尿外科领域产品主要包括包皮环切缝合器、导引系列、扩张系列、介入通道、取石、输尿管支架、输尿管导管、造瘘、尿动力学等，其中包皮环切缝合器主要用于泌尿外科包皮环切手术，其他泌尿外科产品主要是和泌尿外科内窥镜配套使用，

用于泌尿系统手术通道建立和结石清除，适用于肾结石、输尿管结石和膀胱结石的病人，尿失禁、输尿管狭窄等泌尿系统异常病人。

图表 28 公司泌尿外科领域主要产品示意图



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

并表狼和医疗，引入包皮环切缝合器等重要产品。公司 2018 年 10 月收购江西狼和医疗 100% 股权，狼和医疗生产的一次性包皮环切缝合器在国内该细分行业占据最大市场份额，产品已覆盖国内 4000 多家医院以及全球 20 多个国家和地区。

图表 29 狼和医疗产品性能优势

图表 30 包皮切割手术方式比较

一代：“狼和牌”一次性包皮环切缝合器		二代：“狼和牌”一次性包皮环切缝合器		项目内容			
 ▶ 手术标准化、安全、简单 ▶ 手术时间短(麻醉后3-5分钟) ▶ 自动缝合，疼痛更轻 ▶ 水肿轻、出血少、并发症少 ▶ 愈合快，无需二次返院 ▶ 外形美观，患者满意度高		 ▶ 力量传输更加均匀、稳定、可 ▶ 调节旋钮可以360度任意旋转 ▶ 单手操作更加方便使用		传统手术	环套术	缝/吻合器	
				手术时间	45-60min	10min左右	3-5min
				术中出血	出血多	出血少	出血少
				术后疼痛	疼痛3天左右	患者痛感时间长且明显，10天左右	轻微疼痛
				术口情况	不平整、出血多、血肿出现机会较多	较平整、愈合慢、易粘连、滑脱、易感染	切口平整，外形美观，极少出现并发症

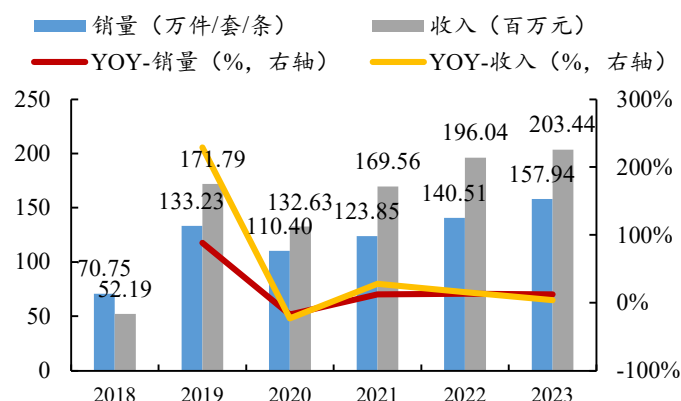
资料来源：狼和医疗官网，华安证券研究所

资料来源：狼和医疗官网，华安证券研究所

公司泌尿外科领域产品销量及收入基本保持增长趋势，主要产品环切器销量基本稳定。2018~2023 年，公司泌尿外科领域产品销量由 70.75 百万件/套/条增长至 157.94 万件/套/条，复合增长率为 17.42%；产品收入由 5219 万元增长至 2.03 亿元，复合增长率为 31.27%。

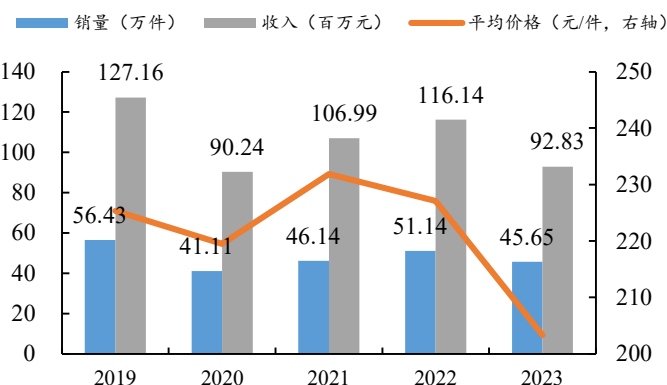
环切器销售基本保持稳定，2023 年销量及收入分别为 45.65 万件、9283 万元。由于近几年国内医院就诊量有所下降，包皮环切手术量受到较大影响，环切器收入增速不及预期。

图表 31 2018-2023 年公司泌尿外科领域产品销量&收入情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

图表 32 2019-2023 年公司环切器销量&收入情况



资料来源：公司 2019-2023 年年报，华安证券研究所

此外，公司在结石管理领域拥有全系列产品，其中一次性负压清石鞘是公司在泌尿外科结石领域革命性的创新产品，已获得 FDA、NMPA、CE、加拿大认证在内的多个产品注册证，其升级产品前端可弯鞘也通过了国内注册并成功上市销售。负压清石鞘在经皮肾镜、输尿管软镜碎石术等腔内取石术中具有确切临床价值，能够提高清石率，降低手术时间，减少手术并发症，已受到市场和专家广泛认可。公司通过加大优势产品负压清石鞘的学术推广，逐步带动泌尿外科其他产品销售，近年来结石手术耗材收入保持稳定增长。

图表 33 负压清石鞘和非负压鞘在微创经皮肾镜取石术中疗效对比

	负压清石鞘	非负压鞘	P 值
样本量, 例	59	58	-
性别, 男, n (%)	36 (61.0%)	36 (62.1%)	0.907
年龄, 岁	48.9±8.5	48.6±10.5	0.829
BMI, kg/m ²	23.5±3.6	23.1±2.9	0.496
合并症, n (%)	16 (26.7%)	15 (25%)	0.835
尿培养阳性, n (%)	5 (8.3%)	8 (13.8%)	0.378
结石患侧			0.775
左	28 (47.5%)	26 (44.8%)	
右	31 (52.5%)	32 (55.2%)	
结石位置			0.237
上盏	0 (0%)	1 (1.7%)	
肾盂或中盏	45 (76.3%)	49 (84.5%)	
下盏	14 (23.7%)	8 (13.8%)	
结石直径, mm	27.7±5.7	28.8±5.5	0.312
结石密度, HU	1032.1±246.9	947.5±290.3	0.093
S. T. O. N. E. 评分	7.0±1.0	6.9±1.0	0.366
结石成分分析			0.636
草酸钙结石	49 (83.1%)	50 (86.2%)	
尿酸结石	10 (16.9%)	8 (13.8%)	

资料来源：梁斯扬. 负压清石鞘与非负压鞘在微创经皮肾镜取石术中疗效比较的随机对照研究[D]. 广州医科大学，华安证券研究所

2024 年 5 月, KARL STORZ 与公司达成战略合作并签署协议, 在美国市场独家代理公司创新产品 ClearPetra® 清石鞘, 此次战略性合作标志着公司在泌尿外科领域取得重要进展。

3.1.4 护理领域：精细化推广策略，产品在临床逐步普及

公司护理领域产品主要包括吸引连接管、口护吸痰管和排泄物管理系统。吸引连接管以出口为主, 属于国外大客户定制项目; 口护吸痰管和排泄物管理器属于临床通用护理产品, 随着公司内销团队深入医院终端进行精细化推广, 产品逐步在临床得到普及。

图表 34 公司护理领域主要产品示意图

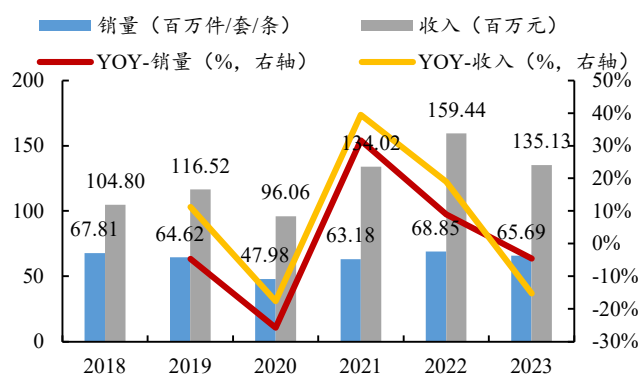


资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

公司护理领域产品销量及收入基本保持稳定, 2018~2023 年, 公司护理领域产品销量由 6781 万件/套/条降低至 6569 万件/套/条, 复合增长率为-0.63%; 产品收入由 1.05 亿元增长至 1.35 亿元, 复合增长率为 5.22%。

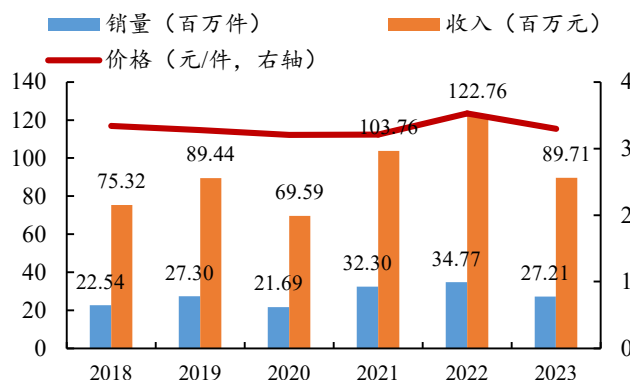
护理领域主要产品吸引连接管销售基本保持稳定, 2023 年销量及收入分别为 2721 万件、8971 万元。

图表 35 2018-2023 年公司护理领域销量&收入情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

图表 36 2018-2023 年公司吸引连接管销量&收入情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

3.1.5 呼吸领域：呼吸道疾病频发，销售呈现高速增长态势

公司呼吸领域产品主要是药物吸入雾化器和氧气面罩。凭借产品质量的稳定性、良好的品牌知名度和灵活的市场策略，公司呼吸产品维持稳步增长态势，近年来在政府省、市级集采中竞争优势明显，集采中标率高。近两年随着呼吸道疾病的高发，呼吸类产品的国内销售呈现持续高速增长态势。

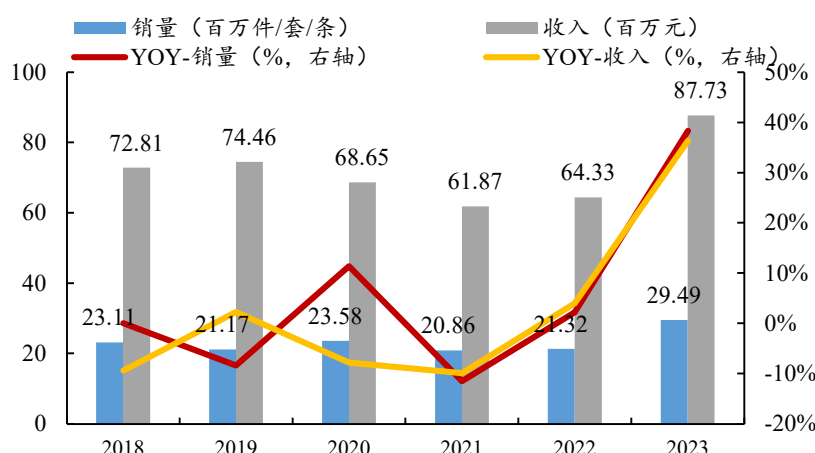
图表 37 公司呼吸领域主要产品示意图



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

呼吸道疾病频发，推动呼吸领域产品放量。2018~2022 年，公司呼吸领域产品销量由 2311 万件/套/条降低至 2132 万件/套/条，复合增长率为-1.99%；产品收入由 7281 万元降低至 6433 万元，复合增长率为-3.05%。2023 年公司呼吸领域产品销量及收入分别为 2949 万件、8773 万元，同比增长率分别为 38.32%、36.36%，销售明显提升主要原因为呼吸道疾病的高发，公司产品在政府省、市级集采中竞争优势明显，集采中标率高。

图表 38 2018-2023 年公司呼吸领域产品收入情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

3.1.6 血液透析领域：聚焦血透管路，血透需求逐渐得以释放

公司血透领域产品主要是血透管路。子公司沙工医疗是国内最早一批获得血透管路注册证的企业之一，产品质量稳定，拥有良好的品牌知名度。

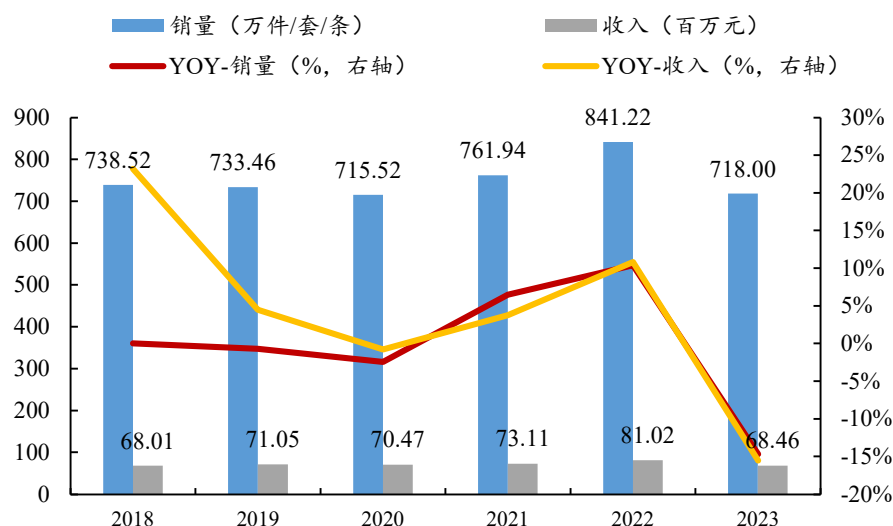
图表 39 公司血液透析领域主要产品示意图



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

公司血透领域产品销量及收入基本保持稳定，2018~2023 年，公司血透领域产品销量由 738.52 万件/套/条降低至 718.00 万件/套/条，复合增长率为-0.56%；产品收入由 6801 万元增长至 6846 万元，复合增长率为 0.13%。

图表 40 2018-2023 年公司血透领域产品收入情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

随着人口老龄化和慢性肾脏疾病的发病率上升，我国血液透析市场需求不断增长，带动公司血液透析领域产品放量。根据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2019 年在院透析人数为 63.3 万人，预计到 2030 年，我国终末期肾病患者人数将突破 400 万人。此前由于血液透析治疗年均费用较高，部分尿毒症患者因承担不

起高额医疗费用未能接受血液净化治疗，导致市场实际消耗量远小于潜在需求，近年随着各省市逐渐完善血透医保政策，血透需求逐渐得以释放。同时，随着公司血透管路自动化产能升级、生产效率提升、单位成本下降，产品市场竞争力进一步得到提升。

3.2 海内外产能持续布局，深度绑定核心客户，定制化项目助力海外增长

3.2.1 国内产能优势显著，布局全球化制造基地

国内产能持续拓展，海外产能开始布局。目前公司主要产品的产能全部集中在国内，在5个城市有生产基地，具备国内领先的医用导管生产产能。**广州本部**有2个厂区，主要生产麻醉、泌尿外科、护理和呼吸产品；**海口厂区**：生产导尿产品；**张家港厂区**：生产血透产品；**苏州厂区**：生产镇痛泵产品；**吉安厂区**：泌尿外科中的男科产品。目前公司所有产品产能利用率均接近饱和状态。

公司正在积极筹建国内肇庆自动化生产基地以及海外墨西哥工厂，以应对国内医疗耗材集采和海外大客户业务不断增长的产能需求，以及日益紧张的海外地缘政治风险。**肇庆厂区**：未来将建成麻醉、护理和呼吸产品全自动化生产基地。

图表 41 公司国内产能布局



资料来源：维力医疗投资者关系活动记录表(20241020)，华安证券研究所

公司 2023 年开始往全球化制造方向迈进，开始布局全球化的制造基地，率先在墨西哥布局，主要针对北美和南美客户业务建设自动化生产产线。

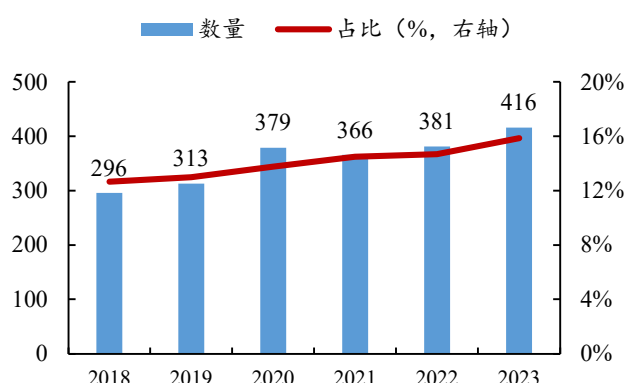
墨西哥厂区：将分两期建设，第一期主要针对北美和南美大客户业务建设自动化生产产线。公司已于 2024 年底签署了墨西哥土地购买协议，目前正在推进项目筹建工作。如项目进展顺利，一期项目将于 2026 年初建成投产。项目投产建成后，公司海外产品供应能力和客户服务能力都将得到明显提升，可以更好地开拓国际市场以及应对海外客户的需求，进一步完善公司全球化制造布局。

待肇庆厂区和墨西哥厂区 2 个项目建成后，公司产能和自动化生产水平都将得到大幅提升，同步提升公司的综合竞争力以及整体抗风险能力，保障公司可持续健康稳定发展。

3.2.2 研发投入丰富产品组合，积极开拓海外空白市场

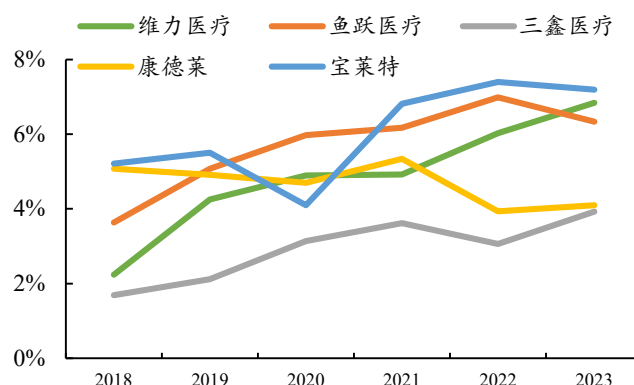
公司研发人员数量保持增长，研发费用率逐年攀升，保持行业前列。公司注重研发，人员结构中研发人员占比逐渐提升，2023 年研发人员已达 416 人，占公司总人数的比例为 15.87%。同时，公司持续加大研发投入，2023 年研发费用率达 6.84%，保持行业前列。

图表 42 2018-2023 年公司研发人员情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

图表 43 公司研发费用率同业比较



资料来源：ifind，华安证券研究所

围绕临床需求，聚焦重点产品，不断提高研发能力，加快关键新品的开发注册进程。

公司持续提升研发系统整体能力，包括临床痛点挖掘能力、创新实现能力、项目策划和敏捷能力、产品开发能力、产品系统改善能力，加快新产品的上市速度。2024 年，公司在研的麻醉线重点产品有可视单腔支气管插管、免充气喉罩、自制人工鼻、弯头测温超滑导尿管等，在护理线重点产品有可视控弯肠管、废液收集系统、射频纱布、无痛导尿管、利多卡因凝胶等，泌尿外科领域重点产品有载药球囊、多功能输尿管球囊导管、长期留置输尿管支架等。同时，公司持续关注行业技术发展动态，推动抗凝、载药、双向控弯等重点技术的开发及转化，不断拓展产品领域，依托公司原有产品线，开拓泌尿外科活检穿刺、消化耗材、家用导尿管、家用雾化器等产品新方向。

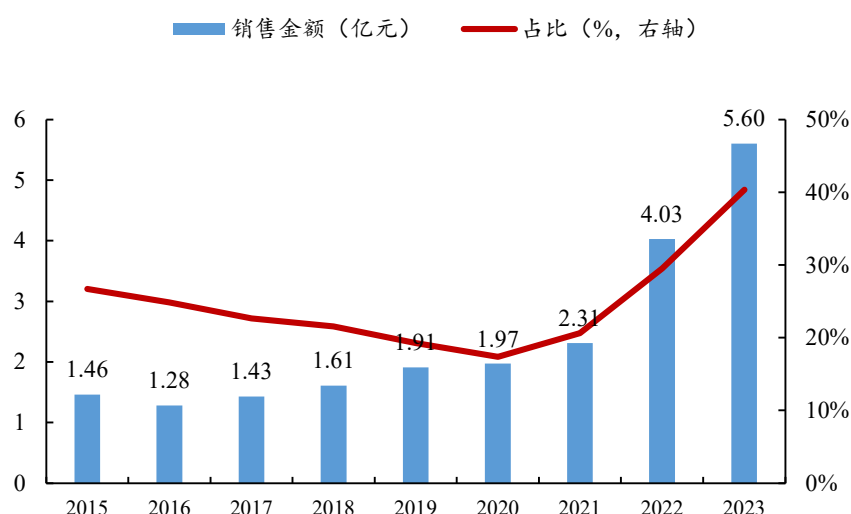
截至 2024 年上半年，公司已取得国内医疗器械注册 147 项、美国 FDA 注册 23 项、CE 产品认证 148 项、加拿大产品认证 32 项、德国注册登记 107 项，英国 UKCA

认证 8 项，沙特 MDMA 注册 3 项，具备业内领先的产品注册能力。

深度绑定大客户，持续推进大客户定制化项目形成稳定业务增量。经过多年的建设，公司形成广阔的销售网络。在国际市场，一方面与包括 Cardinal Health、Medline、Device Technologies 等知名企业在内的上百家国外医疗器械经销商建立了直接合作关系，并且与大客户签署针对性的合作协议，稳固与大客户的合作关系。同时，公司持续推进大客户定制化项目进展，促进更多大客户项目的落地，形成稳定的业务增量。2023 年新增 3 个大客户项目落地，新项目通过前期磨合已经逐渐进入稳定生产和出货阶段。

前五大客户的销售额基本维持增长趋势，占比总营收比例已突破 40%，2015-2023 年，公司前五大客户的销售额从 1.46 亿元增长至 5.60 亿元，复合增速达 18.31%，占比总营收比例从 26.68% 提升至 40.38%。

图表 44 2015-2023 年公司前五大客户销售情况



资料来源：公司 2015-2023 年年报，华安证券研究所

以创新产品为突破口开拓海外空白市场。公司积极开发空白市场，不断开拓新的合作伙伴，提升产品覆盖率。2023 年，公司以创新产品清石鞘为突破口进行海外自主品牌的推广，共开发比利时、土耳其、芬兰、巴西、智利、加勒比、以色列、巴勒斯坦等 10 个新市场，带动泌外产品在欧洲、美洲和中东等区域的销售取得快速增长；以精密尿袋为核心产品的欧洲本土化销售已全面铺开，在澳洲、比利时、瑞士、波兰、葡萄牙、奥地利、意大利、英国等国家及北欧区域均建立了经销商合作/直营的销售模式。

4 公司盈利预测与估值

4.1 公司业绩拆分与估值对比

收入关键假设：

- (1) **麻醉：**产品线不断开拓，毛利率保持稳定，预计 2024~2026 年收入增速分别为 5.50%、20.00%、20.00%，毛利率分别为 56.00%、56.00%、

- 56.00%。
- (2) **导尿**：公司导尿领域产品技术和业务体量均是国内行业领先地位，随着亲水涂层超滑导尿管等高毛利新产品销售的放量，导尿产品的收入和毛利率水平不断提升，预计 2024~2026 年收入增速分别为 16.00%、18.00%、20.00%，毛利率分别为 30.00%、30.00%、30.00%。
- (3) **泌尿外科**：近年来国内医院就诊量有所下降，包皮环切手术量受到较大影响，环切器收入增速不及预期。公司通过加大优势产品负压清石鞘的学术推广，逐步带动泌尿外科其他产品销售，近年来结石手术耗材收入保持稳定增长，预计 2024~2026 年收入增速分别为-7.00%、18.00%、18.00%，毛利率分别为 76.00%、76.00%、76.00%。
- (4) **护理**：产品主要包括吸引连接管、口护吸痰管和排泄物管理系统。吸引连接管以出口为主，属于国外大客户定制项目，公司凭借稳定的质量和优良的服务，赢得了客户的长期信赖；口护吸痰管和排泄物管理器属于临床通用护理产品，逐步在临床得到普及，预计 2024~2026 年收入增速分别为 40.00%、20.00%、-5.00%，毛利率分别为 25.00%、25.00%、25.00%。
- (5) **呼吸**：随着呼吸道疾病的高发，呼吸类产品的国内销售呈现持续高速增长态势，预计 2024~2026 年收入增速分别为 14.00%、20.00%、25.00%，毛利率分别为 37.00%、37.00%、37.00%。
- (6) **血液透析**：随着人口老龄化和慢性肾脏疾病的发病率上升，我国血液透析市场需求不断增长，公司该板块产品较为单一，预计 2024~2026 年收入增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%，毛利率分别为 28.00%、28.00%、28.00%。

综上，我们预计公司 2024~2026 年营收有望分别实现 15.42 亿元、18.19 亿元、21.18 亿元，同比增速分别为 11.1%、17.9%、16.4%，预计公司整体的毛利率保持持平状态，我们预计公司 2024~2026 年毛利率分别为 43.8%、43.9%、44.4%，2024~2026 年归母净利润分别实现 2.21 亿元、2.70 亿元、3.23 亿元，同比增速分别为 14.7%、22.2%、19.8%。

图表 45 公司收入预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	1118.57	1363.35	1387.74	1542.15	1818.67	2117.58
YOY	-1.07%	21.88%	1.79%	11.13%	17.93%	16.44%
毛利率	42.36%	43.19%	45.89%	43.76%	43.94%	44.42%
归母净利润	106.09	166.57	192.49	220.85	269.86	323.18
YOY	-30.71%	57.00%	15.56%	14.74%	22.19%	19.76%
1.麻醉	349.08	409.45	467.73	493.46	592.15	710.58
YOY	8.67%	17.30%	14.23%	5.50%	20.00%	20.00%
毛利率	53.27%	54.81%	56.41%	56.00%	56.00%	56.00%
占比	31.21%	30.03%	33.70%	32.00%	32.56%	33.56%
2.导尿	290.40	424.19	382.21	443.36	523.17	627.80
YOY	5.24%	46.07%	-9.90%	16.00%	18.00%	20.00%
毛利率	27.16%	28.05%	29.27%	30.00%	30.00%	30.00%

占比	25.96%	31.11%	27.54%	28.75%	28.77%	29.65%
3.泌尿外科	169.56	196.04	203.44	189.20	223.26	263.44
YOY	27.84%	15.62%	3.77%	-7.00%	18.00%	18.00%
毛利率	80.35%	80.15%	75.90%	76.00%	76.00%	76.00%
占比	15.16%	14.38%	14.66%	12.27%	12.28%	12.44%
4.护理	134.02	159.44	135.13	189.18	227.01	215.66
YOY	39.52%	18.96%	-15.25%	40.00%	20.00%	-5.00%
毛利率	19.17%	23.20%	28.24%	25.00%	25.00%	25.00%
占比	11.98%	11.69%	9.74%	12.27%	12.48%	10.18%
5.呼吸	61.87	64.33	87.73	100.01	120.01	150.01
YOY	-9.87%	3.98%	36.36%	14.00%	20.00%	25.00%
毛利率	31.58%	37.69%	38.31%	37.00%	37.00%	37.00%
占比	5.53%	4.72%	6.32%	6.48%	6.60%	7.08%
6.血液透析	73.11	81.02	68.46	75.30	82.83	91.12
YOY	3.74%	10.82%	-15.51%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	26.41%	24.46%	29.51%	28.00%	28.00%	28.00%
占比	6.54%	5.94%	4.93%	4.88%	4.55%	4.30%

资料来源：iFinD，华安证券研究所测算

可比公司估值

公司主营业务为医用导管，选取申万III级医疗耗材行业中与公司主营业务相近，且市值在 30~45 亿元之间的公司：康德莱、三鑫医疗、拱东医疗作为可比公司，截至 2025 年 2 月 24 日，可比公司 2024 年 PE 平均水平约为 18x，公司对应 2024 年 PE 为 15x。

图表 46 可比公司估值情况

公司名称	代码	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
康德莱	603987.SH	7.46	2.31	2.24	2.48	2.81	14.23	12.84	11.32
三鑫医疗*	300453.SZ	7.74	2.07	2.45	2.86	3.36	16.69	14.30	12.17
拱东医疗	605369.SH	28.72	109.13	193.66	251.00	308.57	24.07	18.57	15.11
平均水平							18.33	15.24	12.87
维力医疗	603309.SH	11.74	1.92	2.21	2.70	3.23	15.48	12.67	10.58

资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：选取 2025 年 2 月 24 日收盘价水平，标*号公司取自华安证券研究报告，其他可比公司数据均取 iFinD 预测。

4.2 投资建议：医学导管翘楚，产品竞争力强，首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司 2024~2026 年营收有望分别实现 15.42 亿元、18.19 亿元、21.18 亿元，同比增速分别为 11.1%、17.9%、16.4%，预计公司整体的毛利率保持持平状态，我们预计公司 2024~2026 年毛利率分别为 43.8%、43.9%、44.4%，2024~2026 年归母净利润分别实现 2.21 亿元、2.70 亿元、3.23 亿元，同比增速分别为 14.7%、22.2%、19.8%。鉴于公司在医学导管领域积淀多年，产品竞争力强，海外自主品牌不断推广，

首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- **海外销售及关税风险。**公司产品销往全球上百个国家或地区，海外销售面临贸易摩擦、汇率波动、代理商信誉等风险。部分国家或地区局势稳定性和经济发展前景不明朗，公司面临区域市场销售波动风险、海外销售管理风险、战争风险等。另外由于地缘政治影响，还面临关税风险。
- **产品质量控制风险。**医疗器械产品在临床医疗中的作用日益重要，其性能稳定性与质量安全性直接关系患者生命健康。我国对该类企业的设立、产品的生产与销售均实施严格监管，国外市场也有系统的市场准入与管理制度。如果本公司不能持续保持严格的质量控制体系，产品质量出现严重问题，可能对本公司的市场声誉及持续经营能力造成不利影响。
- **产品责任风险。**医疗器械与人们的健康和生命安全密切相关，其在广泛使用的同时存在被患者索赔的风险。由于主客观因素的影响，公司在未来的经营过程中存在被要求产品责任赔偿的风险。如果公司因产品使用发生法律诉讼、仲裁或索赔，可能对本公司的业务、经营、财务状况及声誉造成不利影响。
- **产品研发风险。**公司建立了完善的产品开发立项流程，在产品开发立项过程中进行了系统的技术可行性分析，但因为技术不可实现而导致项目进度延期或项目停滞甚至终止是产品研发项目经常会发生的情况，一旦产品研发项目出现这样的情况，可能会导致公司对该项目前期投入造成浪费，甚至有可能会影响公司产品和市场发展战略和计划的实施，影响公司经营目标的实现。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	817	1011	1201	1415	营业收入	1388	1542	1819	2118
现金	303	473	600	735	营业成本	751	867	1020	1177
应收账款	189	171	204	245	营业税金及附加	16	15	18	21
其他应收款	12	13	15	17	销售费用	158	162	186	214
预付账款	12	14	16	18	管理费用	134	142	173	199
存货	143	181	207	239	财务费用	5	12	10	8
其他流动资产	159	159	160	160	资产减值损失	-12	0	0	0
非流动资产	1788	1720	1683	1638	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	110	110	110	110	投资净收益	9	14	13	11
固定资产	481	502	513	514	营业利润	239	276	335	401
无形资产	168	155	143	131	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1029	953	917	883	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2605	2731	2883	3052	利润总额	237	276	335	401
流动负债	441	494	564	635	所得税	33	40	47	57
短期借款	90	90	90	90	净利润	205	236	288	344
应付账款	157	176	210	242	少数股东损益	12	15	18	21
其他流动负债	194	228	264	303	归属母公司净利润	192	221	270	323
非流动负债	327	334	334	334	EBITDA	312	368	432	504
长期借款	259	259	259	259	EPS (元)	0.66	0.75	0.92	1.10
其他非流动负债	69	76	76	76	主要财务比率				
负债合计	768	828	898	969	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	20	35	52	74	成长能力				
股本	293	293	293	293	营业收入	1.8%	11.1%	17.9%	16.4%
资本公积	651	651	651	651	营业利润	15.6%	15.4%	21.5%	19.9%
留存收益	873	924	989	1066	归属于母公司净利	15.6%	14.7%	22.2%	19.8%
归属母公司股东权	1817	1868	1932	2010	获利能力				
负债和股东权益	2605	2731	2883	3052	毛利率 (%)	45.9%	43.8%	43.9%	44.4%
现金流量表					净利率 (%)	13.9%	14.3%	14.8%	15.3%
单位:百万元					ROE (%)	10.6%	11.8%	14.0%	16.1%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC (%)	9.1%	10.7%	12.5%	14.2%
经营活动现金流	223	348	386	438	偿债能力				
净利润	205	236	288	344	资产负债率 (%)	29.5%	30.3%	31.2%	31.8%
折旧摊销	77	80	88	95	净负债比率 (%)	41.8%	43.5%	45.3%	46.5%
财务费用	7	17	17	17	流动比率	1.85	2.05	2.13	2.23
投资损失	-9	-14	-13	-11	速动比率	1.47	1.63	1.71	1.80
营运资金变动	-70	25	7	-8	营运能力				
其他经营现金流	287	213	281	352	总资产周转率	0.56	0.58	0.65	0.71
投资活动现金流	-324	-3	-37	-39	应收账款周转率	9.84	8.59	9.72	9.45
资本支出	-358	-50	-50	-50	应付账款周转率	4.72	5.20	5.28	5.21
长期投资	15	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	18	47	13	11	每股收益	0.66	0.75	0.92	1.10
筹资活动现金流	12	-175	-222	-263	每股经营现金流	0.76	1.19	1.32	1.49
短期借款	-26	0	0	0	每股净资产	6.20	6.38	6.60	6.86
长期借款	154	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	21.56	15.48	12.67	10.58
资本公积增加	-1	0	0	0	P/B	2.30	1.83	1.77	1.70
其他筹资现金流	-116	-175	-222	-263	EV/EBITDA	13.64	9.06	7.42	6.10
现金净增加额	-89	170	127	135					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李婵，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。对外经贸大学金融硕士，具备五年二级市场工作经验。

联系人：刘洪飞，主要负责医疗器械行业研究，华中科技大学本科、中国人民大学硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。