

增持（首次）

国内血液净化行业龙头企业

威高血净（603014）深度报告

2025 年 10 月 20 日

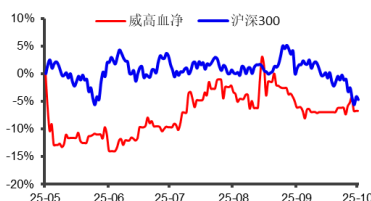
投资要点：

分析师：谢雄雄
SAC 执业证书编号：
S0340523110002
电话：0769-22110925
邮箱：
xiexiongxiang@dgzq.com.cn

主要数据 2025 年 10 月 17 日

收盘价（元）	38.61
总市值（亿元）	161.29
总股本（亿股）	4.18
流通股本（亿股）	0.38
ROE (TTM)	6.91%
12 月最高价（元）	42.66
12 月最低价（元）	35.00

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- 公司专注于血液净化医用制品的研发、生产和销售。公司成立于2004年，自成立以来始终专注于血液净化医用制品的研发、生产和销售，主要产品包括血液透析器、血液透析管路、血液透析机以及腹膜透析液，分别围绕血液透析和腹膜透析领域，辅以透析配套产品的销售，是国内产品线最为丰富的血液净化医用制品厂商之一。
- 我国ESRD患者治疗渗透率持续增高。中国终末期肾病（ESRD）患者基数庞大，但治疗渗透率仍处于较低水平。根据弗若斯特沙利文数据，2020年中国透析治疗率仅为24.40%，相当于每万人口中仅有5.71名患者接受治疗，这一数据显著低于日本、新加坡、韩国和美国等发达国家。以当年330.52万ESRD患者总量计算，治疗缺口尤为明显。自2012年ESRD被纳入国家大病医保范畴以来，随着城乡居民医保覆盖范围的扩大和血液透析费用打包收费政策的推行，患者经济负担得到显著缓解。在医保政策完善、健康意识提升、支付能力增强及血液净化技术进步等多重因素推动下，国内血液净化治疗患者数量持续增长。根据弗若斯特沙利文数据预测，到2030年，中国ESRD患者的血液透析治疗率将提升至54.29%，整体治疗渗透率将实现显著提升。
- 公司核心产品市场份额占比位居行业第一。公司始终专注于满足全球肾脏病患者的血液净化治疗需求，以血液透析和腹膜透析为核心战略方向，构建了涵盖血液透析器、血液透析管路、血液透析机、腹膜透析液等全系列产品矩阵，并配套销售相关透析耗材，已成为国内产品线最完善的血液净化医疗设备供应商之一。公司自主研发的血液透析器系列产品在清除率、超滤系数、筛选系数等关键性能指标上接近、达到或超过国外领先厂商主流产品，处于行业领先水平。在血液透析耗材领域，特别是技术门槛较高的血液透析器细分市场，公司率先突破国际厂商长期主导的技术壁垒，其产品临床性能获得医患广泛认可，成为国产替代的标杆企业。据弗若斯特沙利文统计，2023年公司在中国血液透析器市场占有率高达32.5%，在血液透析管路市场占有率达31.8%，均位居行业首位。
- 投资建议：预计公司2025年和2026年每股收益分别为1.22元和1.35元，对应估值分别为32倍和29倍。公司作为国内血液净化行业龙头企业，核心产品市场份额占比位居行业第一。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 风险提示。合资企业合作关系风险、市场竞争加剧的风险、行业政策变动风险和技术研发风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

1、公司是国内血液净化行业龙头企业	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司目前主要产品情况	4
1.2.1 血液透析产品	5
1.2.2 腹膜透析产品	6
1.3 公司近几年营收和归母净利润保持稳定增长	6
1.4 公司近几年净利率有所提高	7
2、中国血液透析医疗器械市场规模稳步增长	8
2.1 终末期肾病（ESRD）概况	8
2.1.1 ESRD 简介	8
2.1.2 ESRD 主要治疗方式分类及优劣势对比	9
2.1.3 血液透析概览	10
2.2 中国血液透析医疗器械市场规模情况	10
2.2.1 我国中国 ESRD 患病人数持续增加	10
2.2.2 中国血液透析医疗器械市场处于稳步增长态势	11
2.3 多重因素促进我国血液透析医疗器械市场规模发展	12
2.3.1 我国 ESRD 患者治疗渗透率持续增高	12
2.3.2 政策支持行业发展	13
2.3.3 技术升级使得患者使用友好度不断提升	13
3、公司构建立体化的销售网络，产品得到市场认可	14
3.1 公司构建深度覆盖的立体化销售网络	14
3.2 公司拥有领先的技术优势和扎实的工程化能力	14
3.3 公司核心产品市场份额占比位居行业第一	14
4、投资建议	15
5、风险提示	16

插图目录

图 1：公司股权结构（截至 2025 年 5 月）	4
图 2：公司营收及其同比增速	7
图 3：公司归母净利润及其同比增速	7
图 4：公司主营业务收入的主要构成	7
图 5：公司期间费用率情况	8
图 6：公司毛利率和净利率情况	8
图 7：CKD 的五个阶段示意图	8
图 8：ESRD 主要治疗方式示意图	9
图 9：血液透析治疗过程示意图	10
图 10：2019-2030 年中国 ESRD 患病人数情况（万人）	10
图 11：2019-2030 年中国接受血液透析患者人数情况（万人）	11
图 12：2019-2030 年中国血液透析市场规模及增速	12
图 13：2023 年中国血液透析各主要医疗器械市场份额	12

图 14：2019-2030 年中国居民人均医疗卫生支出（万元）	12
图 15：2020 年全球部分国家接受透析和治疗的 ESRD 患者数量（每万人口）	13
图 16：2023 年中国血液透析器竞争格局	14
图 17：2023 年中国血液透析管路竞争格局	14

表格目录

表 1：公司血液透析相关的主要产品及用途	5
表 2：公司腹膜透析相关的主要产品及用途	6
表 3：公司盈利预测简表（截至 2025 年 10 月 17 日）	15

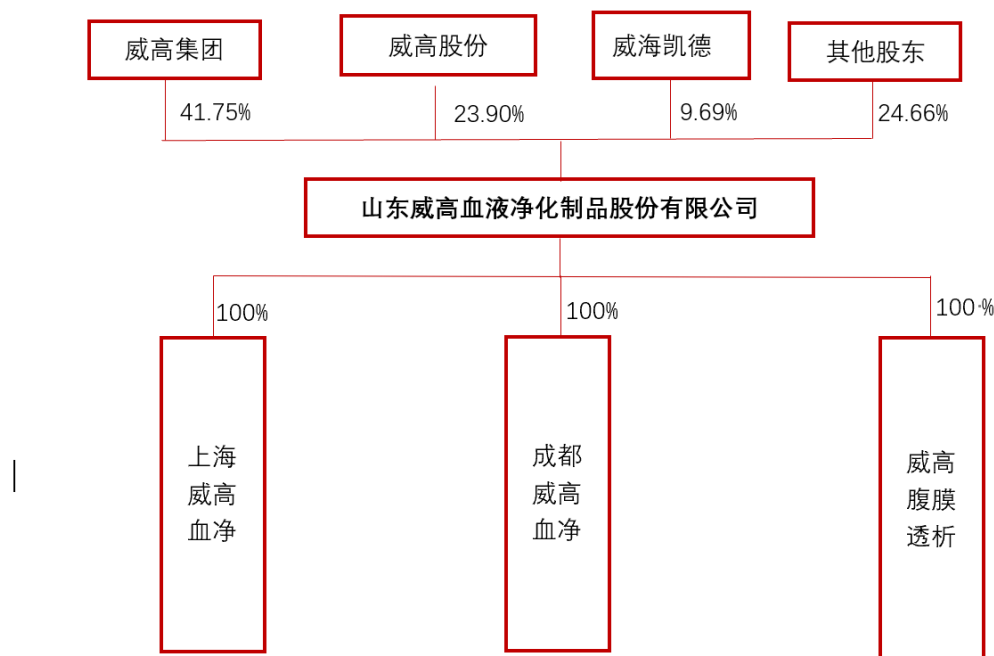
1、公司是国内血液净化行业龙头企业

1.1 公司概况

公司专注于血液净化医用制品的研发、生产和销售。公司成立于 2004 年，自成立以来始终专注于血液净化医用制品的研发、生产和销售，主要产品包括血液透析器、血液透析管路、血液透析机以及腹膜透析液，分别围绕血液透析和腹膜透析领域，辅以透析配套产品的销售，是国内产品线最为丰富的血液净化医用制品厂商之一。公司产品销售覆盖了我国 31 个省、直辖市和自治区，最终销往我国超过 6,000 家医院、透析中心等医疗机构，其中超过 1,000 家三级医院。从一二线城市到三四线城市到深入县城乡镇，从大型三级医院到一二级医院再到社区、乡镇卫生院，公司始终坚持并努力满足着国内众多透析患者的广泛需求，积极践行“延续生命，传递关爱”的企业使命。

公司实际控制人为陈学利先生。根据 Wind 数据以及公司招股说明书数据，截至 2025 年 5 月，陈学利先生通过威高集团、威高股份和威海凯德合计控制公司 83.70% 的股份，陈学利先生为公司实际控制人。公司共有 12 家控股子公司和 2 家参股公司，公司重要子公司包括上海威高血净、成都威高血净和威高腹膜透析，对公司有重大影响的参股公司包括威高日机装和威高泰尔茂。

图 1：公司股权结构（截至 2025 年 5 月）



资料来源：Wind，公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2 公司目前主要产品情况

公司重点布局血液透析和腹膜透析两大赛道。公司掌握血液透析器关键制膜技术和生产

工艺，是中国血液净化行业中较早在中空纤维膜技术上取得突破的国产厂商之一，也是国内较早拥有中空纤维膜纳米级侧壁孔结构测定等关键技术的厂商。公司自主研发的血液透析器系列产品在清除率、超滤系数、筛选系数等关键性能指标上接近、达到或超过国外领先厂商主流产品，处于行业领先水平。公司重点布局血液透析和腹膜透析两大赛道，辅以透析配套产品的销售。血液透析产品主要包括血液透析器、血液透析管路以及血液透析机等，腹膜透析产品主要包括腹膜透析液等。

1.2.1 血液透析产品

公司提供全面的血液透析产品。血液透析是目前最常用、最重要的 ESRD 血液净化方法，也是 ESRD 患者主要的治疗手段。围绕血液透析全过程，公司提供全面的血液透析产品。其中血液透析器，也称“人工肾”，是血液透析时专门用于清除血液中代谢毒素及多余水分的装置，也是血液透析的关键。公司拥有五大系列、中空纤维膜孔径大小型号齐全的血液透析器产品。从中空纤维膜孔径最小的低通量 F 系列、孔径较大的中通量 MF 系列到孔径最大的高通量 HF 及 EH 系列，再到专门为血液透析滤过模式而设计的血液透析滤过器 HDF 系列，公司丰富的血液透析器产品线能够满足血液透析患者多样化的需求。公司血液透析器产品均为经国家药监局批准的第三类医疗器械。血液透析管路又称体外循环管路，在血液透析过程中充当着血液通道的作用，是连接人体和透析装置的重要部分。一套血液透析管路通常由血液侧管路和其他辅助管路组成，公司共有数十款不同规格、型号的血液透析管路，可以与市场上绝大多数的血液透析机进行兼容。公司血液透析管路产品均为经国家药监局批准的第三类医疗器械。同时，为提升血液净化全产品的协同效应、巩固全产业链覆盖和生态竞争优势，公司与国际血液净化知名企业日机装合资设立威高日机装从事血液透析机的开发及生产，威高日机装、日机装授权公司在中国大陆地区独家销售威高日机装及日机装品牌的血液透析机。

表 1：公司血液透析相关的主要产品及用途

产品类别	产品名称	产品特点
血液透析器	F 系列（F10、F12、F13、F14、F15、F16、F17、F18、F19、F20 等）	低通量 F 系列血液透析器：F 系列适用于去除小分子毒素
	MF 系列（MF10、MF12、MF13、MF14、MF15、MF16、MF17、MF18、MF19 等）	中通量 MF 系列血液透析器：公司是中国血液透析市场上较早研发、生产和销售中通量透析器的国产厂商。与 F 系列相比，MF 系列可更高效清除小分子毒素，同时具有一定的中分子毒素清除能力
	HF 系列（HF10、HF12、HF13、HF14、HF15、HF16、HF17、HF18、HF19 等）	高通量 HF 及 EH 系列血液透析器：具有高效的中大分子毒素清除能力，可在有效清除 β 2-微球蛋白（中分子毒素的代表）的同时最大限度地减少白蛋白等营养物质的丢失，从而在临床上提高 ESRD 患者的存活率并减少长期并发症
	EH 系列（E15H、E16H、E17H、E18H、E19H 等）	
	HDF 系列（HDF15、HDF16、HDF17、HDF18、HDF19 等）	HDF 系列血液透析滤过器：进一步改进了中空纤维膜丝结构，提升中大分子及蛋白结合类毒素清除能力。同时，扩大的纤维内径可减小纤维内腔的流动阻力进而在临床治疗过程中提供更稳定的跨膜压力环境，支持高容量透析滤过功能

血液透析管路	JRHLL 系列	产品型号丰富，兼容性强；选配件丰富，可供自由选择输液线、废液袋等配件，满足不同的需求
	JRXL 系列（非 DEHP）	以非 DEHP 增塑剂取代 DEHP 增塑剂，降低可能由 DEHP 增塑剂引起的毒性相关副作用
	JRXLR 系列（耐辐照非 DEHP）	在以非 DEHP 增塑剂取代 DEHP 增塑剂的基础上，采用辐照（电子束）灭菌方式，进一步降低可能由传统环氧乙烷灭菌方式引起的毒性相关副作用
血液透析机	DBB-EXA 系列	日机装生产，2020 年上市，是一款双泵设备，可以进行血液透析滤过、血液滤过及血液透析治疗；EXA 系列设备拥有国内市场上较为领先的透析全自动系统（D-FAS），可实现全自动预冲、引血、回血和紧急补液等功能，可减少耗材的使用
	DBB-EXAESS 系列	威高日机装生产，2021 年上市，适用于急性或慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗，基于 D-FAS 可使用双重过滤的透析液进行在线预冲和回血
	DBB-27C 系列（注）	威高日机装生产，2012 年上市，适用于急性或慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2.2 腹膜透析产品

公司独家销售的腹膜透析液主要包括两大系列。腹膜透析是利用人体腹膜作为半透膜，以腹腔作为交换空间，通过弥散和对流作用，清除体内过多水分，代谢产物和毒素，达到血液净化、替代肾脏功能的治疗技术。公司与国际血液净化知名企业泰尔茂合作，与泰尔茂在中国境内的子公司泰尔茂中国合资成立威高泰尔茂从事腹膜透析液的开发及生产，威高泰尔茂授权公司在中国大陆地区独家销售威高泰尔茂品牌腹膜透析液。公司独家销售的腹膜透析液主要包括两大系列、数十款不同型号规格的腹膜透析液产品，其中由威高泰尔茂研发、生产的中性、低 GDP 双室袋腹膜透析液系国内首个获批上市的中性腹膜透析液产品。

表 2：公司腹膜透析相关的主要产品及用途

产品类别	产品名称	产品特点
腹膜透析液	腹膜透析液系列（单室袋）	以葡萄糖作为渗透剂，以乳酸盐作为缓冲液，pH 值呈酸性，属于葡萄糖腹膜透析液，应用非 PVC 包材，自带管路夹，全包裹接头设计，具有安全、有效、生物相容性好、使用便携等优势
	腹膜透析液系列（双室袋）	中性腹膜透析液独特的双室袋设计保证了葡萄糖在较酸性的条件下保持稳定，加热和储存过程中最大程度的减少 GDP 的产生，混合后的 pH 值呈中性，中性腹膜透析液具有保护患者残余肾功能和尿量、保护腹膜功能、减轻灌入痛等的优势

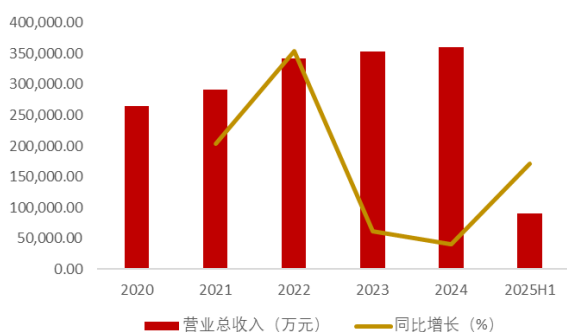
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.3 公司近几年营收和归母净利润保持稳定增长

公司近几年营收和归母净利润保持稳定增长。2020—2024 年，公司营收从 26.42 亿元增长至 36.04 亿元，GAGR 为 8.07%；公司归母净利润从 2.97 亿元增长至 4.49 亿元，GAGR 为 10.94%，公司近几年营收和归母净利润保持稳定增长。公司以血液透析和腹膜透析为

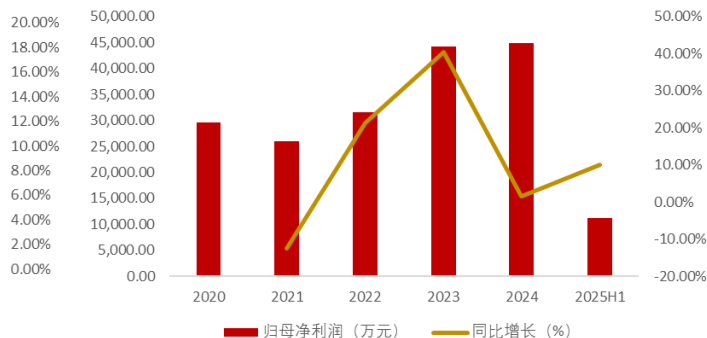
两大战略方向，完成了以血液透析器、血液透析管路、血液透析机、腹膜透析液为主的血液净化各主要产品线的全覆盖，是国内产品线最为丰富的血液净化医用制品厂商之一。针对不同的产品，公司采用不同的产品研发及生产策略，或独立自主研发和兴建产线，或与海外领先品牌合作成立合资公司引入世界领先的技术和生产管理理念，最终生产出性能优异、质量稳定的产品，获得医生和患者的认可，主要产品市场占有率位列前列，带动公司业务保持稳定增长。

图 2：公司营收及其同比增速



资料来源：IFind，东莞证券研究所

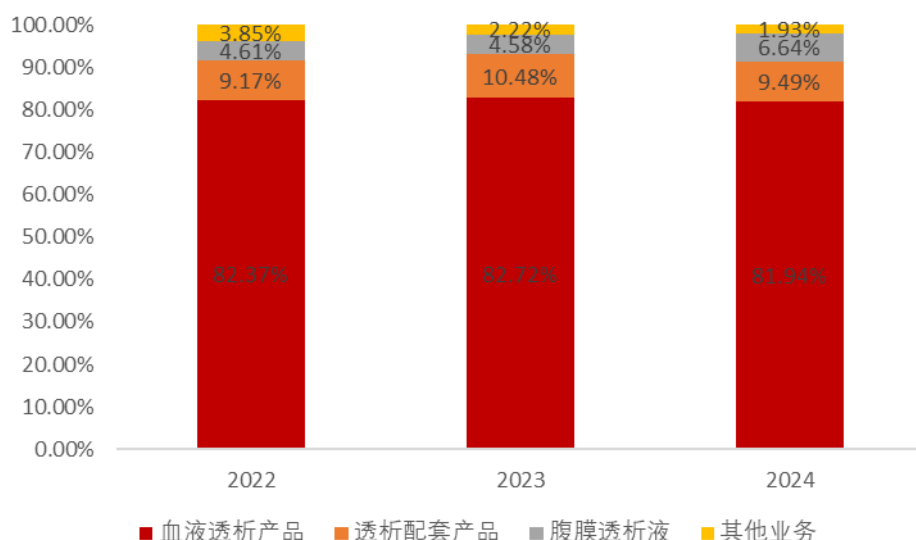
图 3：公司归母净利润及其同比增速



资料来源：IFind，东莞证券研究所

公司营收主要来源于血液透析产品业务。2022 年到 2024 年期间，血液透析产品收入占主营业务收入的比重分别为 82.37%、82.72%和 81.94%，近三年两者营收占比超过 80%，是公司主营业务收入的主要来源。血液透析器销售收入增长，主要由于我国血液透析治疗患者数量持续增长带来终端市场规模扩大，以及公司不断完善的销售网络所致。此外，公司持续完善产品布局，血液透析相关产品销售收入逐年增长，成为公司营收重要支柱。

图 4：公司主营业务收入的主要构成



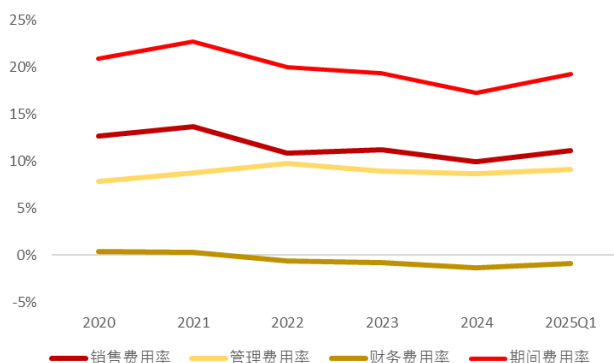
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.4 公司近几年净利率有所提高

公司近几年净利率有所提高。公司 2020—2024 年的毛利率分别为 48.92%、46.45%、42.91%、43.74%和 42.29%；净利率分别为 11.23%、8.93%、9.19%、12.52%和 12.47%。

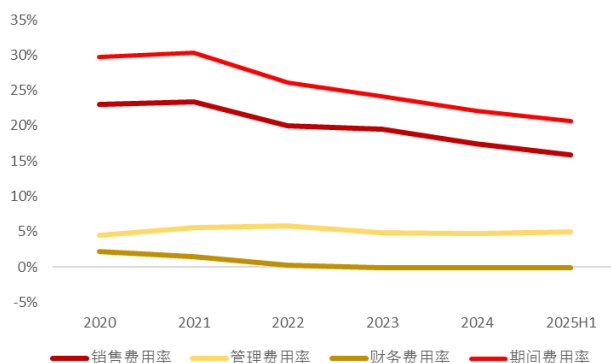
公司近几年毛利率有所下滑，主要是因为公司营收主要来源于血液透析产品，而血液透析产品的平均价格有所下降，主要系市场竞争日趋激烈以及部分地区的带量采购政策逐步实施落地导致。随着公司营收规模快速增长，规模化效应逐步显现，叠加公司优化管理模式和治理结构，公司近几年期间费用率逐年降低，带动公司净利率有所提高。

图 5：公司期间费用率情况



资料来源：IFind，东莞证券研究所

图 6：公司毛利率和净利率情况



资料来源：IFind，东莞证券研究所

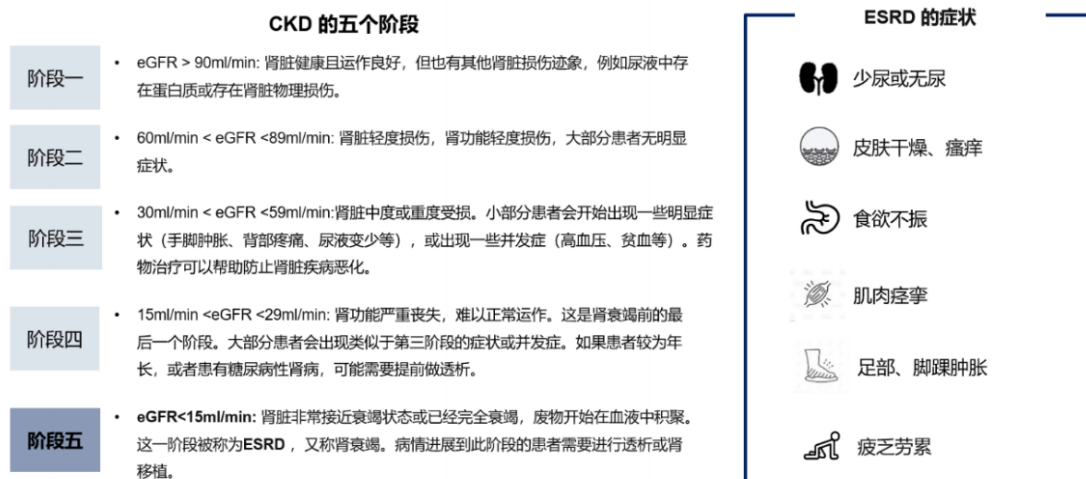
2. 中国血液透析医疗器械市场规模稳步增长

2.1 终末期肾病（ESRD）概况

2.1.1 ESRD 简介

ESRD 简介。根据肾脏受损的时长以及各项参数包括尿沉渣、蛋白质以及生物标记等的变化，肾脏疾病可被分为急性肾脏病（AcuteKidneyDisease，AKD）和慢性肾脏病（ChronicKidneyDisease，CKD）。生理功能上，肾脏过滤出血液中废物和多余的液体，然后通过尿液排出体外。CKD 可以通过血液和尿液检测来诊断，这些检测可提供估算的肾小球滤过率。eGFR 的值可以用来判断肾脏的损伤程度，继而判断 CKD 的分期。在 CKD 的早期阶段，患者可能不会出现任何症状；但当 CKD 不断发展，肾功能损伤加剧，电解质和废物在血液中不断积聚后，就会开始出现一些明显病症。当 eGFR<15 毫升/分钟时，肾脏接近衰竭或完全永久性衰竭，废物和多余的水分开始在血液中积聚，这个阶段即被称为终末期肾病（EndStageRenalDisease，ESRD）或尿毒症 1。当 CKD 进展至 ESRD 时，意味着患者的肾功能衰竭，肾脏几乎丧失了所有功能，且必须要进行必要的治疗方式来维持生命。此时的症状有：少尿或无尿、皮肤干燥瘙痒、食欲不振、肌肉痉挛、足部脚踝肿胀、疲乏劳累等。

图 7：CKD 的五个阶段示意图



资料来源：弗若斯特沙利文，威高血净招股说明书，东莞证券研究所

2.1.2 ESRD 主要治疗方式分类及优劣势对比

ESRD 主要治疗方式分类及优劣势对比。终末期肾病（ESRD）的主要治疗手段包括血液净化治疗（以血液透析和腹膜透析为主）、肾脏移植及肾脏保守治疗。其中，肾脏移植虽能显著改善患者预后，但受限于供体短缺、配型困难及移植排斥反应等因素，临床应用较为有限。相比之下，血液净化治疗具有启动迅速、无需免疫抑制等优势，适用范围更广，适合绝大多数 ESRD 患者。肾脏保守治疗则主要针对两类人群：一是合并晚期共存疾病且难以从肾脏替代疗法中获益的患者；二是倾向于避免侵入性治疗、以提升生存质量为首要目标的患者。

图 8：ESRD 主要治疗方式示意图

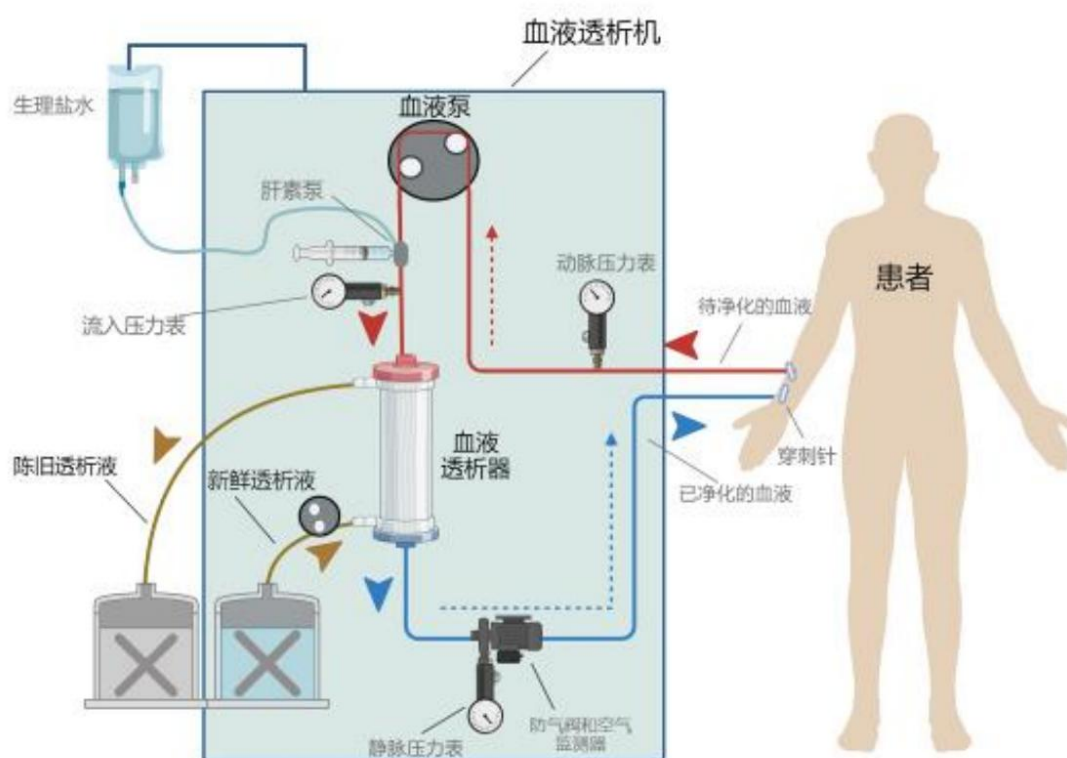
ESRD治疗方式	应用范围	治疗过程	风险程度	优势	劣势
 血液透析 血液净化 腹膜透析	血液透析	将患者的血液和透析液同时引进透析器，利用透析器（人工肾）的半透膜，以弥散、超滤和对流原理清除血液中有毒物质和过多水分	低	- 快速有效地清除废物和水分 - 有专业医护人员帮助完成，医患交流多 - 无需在家储备治疗物品	- 有可能造成外源性感染 - 依赖透析相关设备，需在医疗机构进行 - 费用与腹膜透析相比比较高
	腹膜透析	利用人体腹膜作为半透膜，以腹腔作为交换空间，通过弥散和对流作用，清除体内过多水分、代谢产物和毒素	低	- 安全简便，易于操作 - 费用与血液透析相比比较低 - 更适合经济欠发达或交通不便地域，以及基层医疗单位开展	- 居家治疗卫生要求相对较高 - 如操作不当，有发生腹膜炎的风险 - 透析用品占用空间
 肾脏移植	因肾供应不足且匹配过程易产生排斥反应，应用范围受限	将活体器官捐赠者或已故器官捐赠者的健康肾脏移植到肾脏不再正常工作的患者体内	高	- 与患者自身肾脏功能相似 - 不需要通路、不需透析 - 正常饮食、生活方式更接近正常	- 需要终身服用排异药物 - 手术危险性高 - 可能导致感染 - 排异反应过强可能危及生命 - 免疫抵抗力下降
 肾脏保守治疗	适用于高龄及严重合并症患者	医生开处方，患者领药并按照医嘱定期服用	低	- 对身体伤害最小 - 耗时最短 - 花费最少	- 总生存率不如透析治疗 - 对饮食要求较为严苛

资料来源：弗若斯特沙利文，威高血净招股说明书，东莞证券研究所

2.1.3 血液透析概览

血液透析概览。根据《血液净化标准操作规程（2021 年版）》等权威指南共识，血液透析作为终末期肾病（ESRD）的核心治疗手段，具有疗效确切、适应症广泛的特点。其治疗机制依托于精密的多梯度物理作用：透析机实时监测患者动静脉压及血液温度后，通过专用管路将血液与透析液同步引入透析器。在透析膜两侧形成的反流体系中，血液与透析液借助浓度梯度、渗透梯度及水压梯度的三重作用，使体内毒素通过弥散、超滤和对流三种机制转移至透析液，同时以超滤和渗透方式清除多余水分及溶质。该过程不仅能有效清除代谢废物，还能通过透析液向血液补充必需物质，从而模拟肾脏的调节功能，显著改善患者体内生化物质紊乱及水电解质、酸碱平衡失调状态。

图 9：血液透析治疗过程示意图



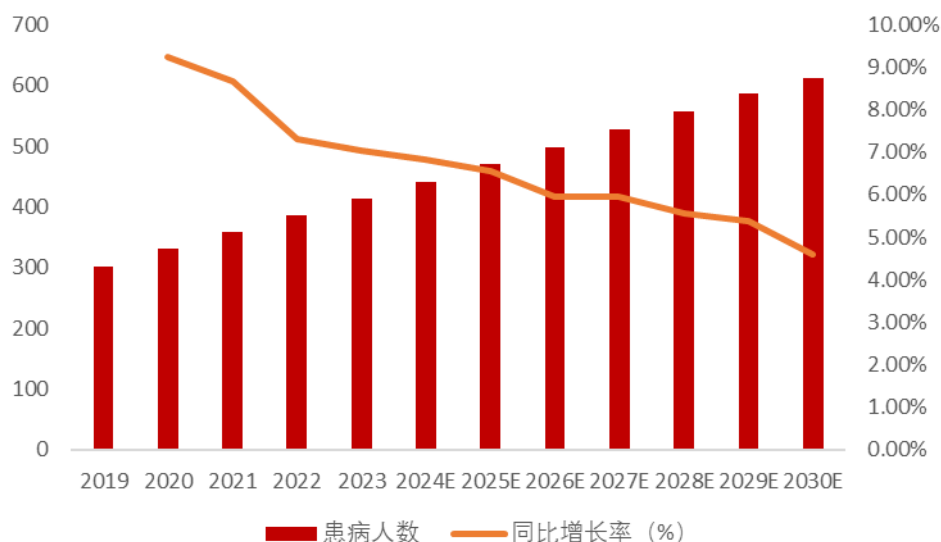
资料来源：弗若斯特沙利文，威高血净招股说明书，东莞证券研究所

2.2 中国血液透析医疗器械市场规模情况

2.2.1 中国 ESRD 患病人数持续增加

中国 ESRD 患病人数持续增加。根据弗若斯特沙利文的统计数据，2019 年中国终末期肾病（ESRD）患者数量达到 302.52 万人，占全球 ESRD 患者总数的 30%以上。在 2019-2023 年期间，中国 ESRD 患者数量持续增长，从 302.52 万人上升至 412.59 万人，复合年均增长率达 8.07%。预计到 2027 年，中国 ESRD 患者数量将进一步增至 527.13 万人，2023-2027 年的复合年均增长率预计为 6.32%。

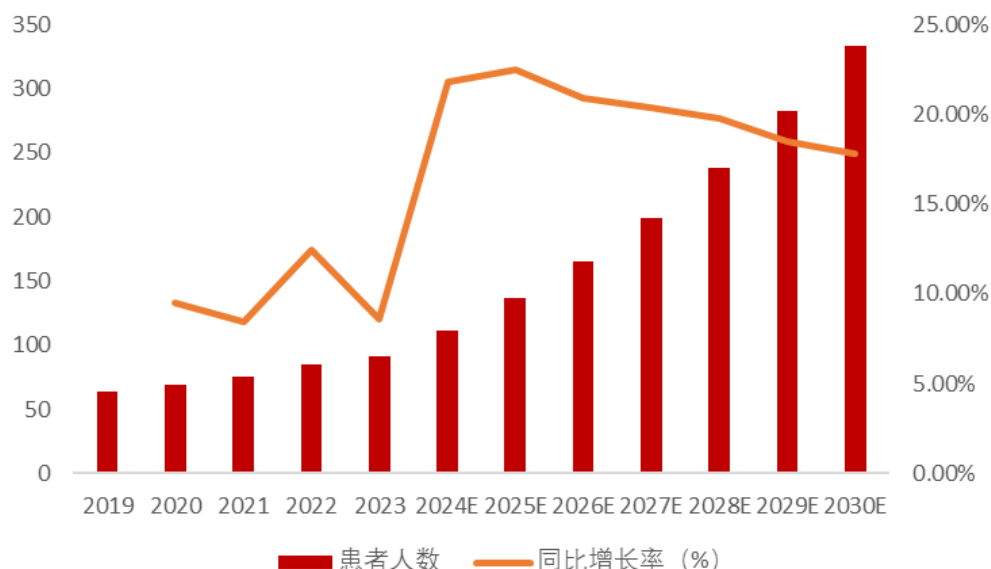
图 10：2019-2030 年中国 ESRD 患病人数情况（万人）



资料来源：弗若斯特沙利文，威高血净招股说明书，东莞证券研究所

我国接受血液透析及腹膜透析的患者人数持续增长。根据《中国血液透析充分性临床实践指南》建议，终末期肾病（ESRD）患者应每周接受 2-3 次血液透析治疗。根据弗若斯特沙利文的统计数据，我国接受血液透析的 ESRD 患者数量呈现显著增长态势，从 2019 年的 63.27 万人增至 2023 年的 91.66 万人，复合年增长率达 9.71%。这一快速增长趋势主要受人口老龄化、慢性肾病发病率上升等因素驱动。预计到 2030 年，我国接受血液透析治疗的患者数量将突破 300 万大关，达到 332.93 万人。这一预测数据反映了血液透析作为终末期肾病主要治疗手段的持续需求增长。

图 11：2019-2030 年中国接受血液透析患者人数情况（万人）



资料来源：弗若斯特沙利文，威高血净招股说明书，东莞证券研究所

2.2.2 中国血液透析医疗器械市场处于稳步增长态势

中国血液透析医疗器械市场处于稳步增长态势。根据弗若斯特沙利文数据，中国血液透析医疗器械市场近年来保持稳健增长态势，2019 年至 2023 年期间市场规模复合年均增

长率达到 5.67%，预计到 2030 年将突破 515.15 亿元。从细分领域来看，2023 年血液透析器占据市场主导地位，占比达 36.53%，而血液透析机则以 18.04% 的市场份额位居第二。

图 12：2019-2030 年中国血液透析市场规模及增速

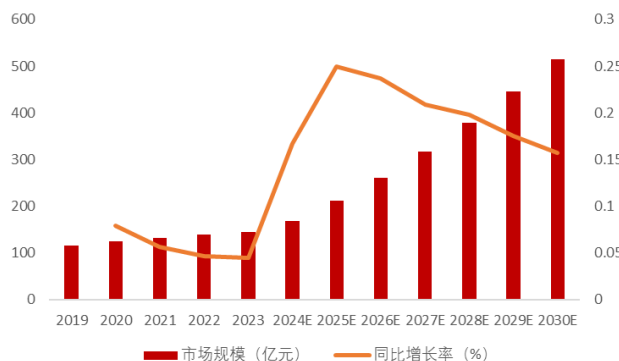
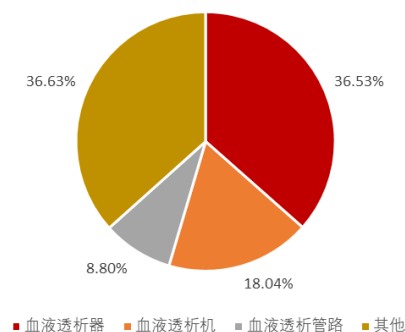


图 13：2023 年中国血液透析各主要医疗器械市场份额



资料来源：威高血净招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：威高血净招股说明书，东莞证券研究所

2.3 多重因素促进我国血液透析医疗器械市场规模发展

2.3.1 我国 ESRD 患者治疗渗透率持续增高

医保体系逐渐完善推动 ESRD 患者治疗意愿上升。随着我国经济持续快速发展，居民人均收入水平稳步提升，健康意识显著增强，在医疗健康领域的消费能力和支付意愿不断增强。根据弗若斯特沙利文数据显示，我国居民人均医疗卫生支出从 2019 年的 0.47 万元增长至 2023 年的 0.64 万元，复合年均增长率达 8.31%，预计到 2030 年将进一步提升至 1.04 万元，2023-2030 年复合年均增长率预计为 7.14%。在医保体系建设方面，我国近年来不断推进制度完善和覆盖范围扩大，特别是自 2012 年国务院将终末期肾病 (ESRD) 纳入重大疾病医疗保险以来，各省市积极落实大病保险管理办法，通过出台具体保险措施实现城乡居民全覆盖。部分省份对血液透析费用实行打包收费政策，配合较为充足的医保报销机制，有效减轻了患者的经济负担。

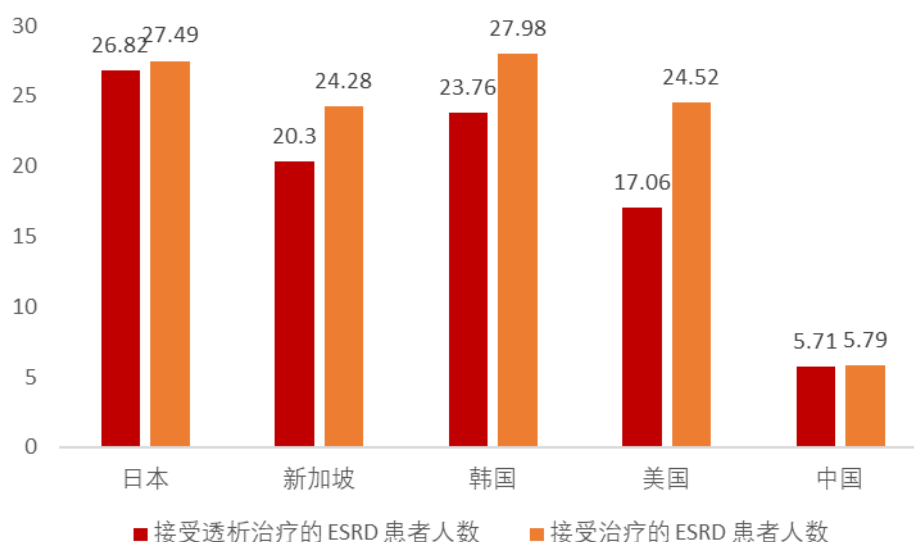
图 14：2019-2030 年中国居民人均医疗卫生支出（万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，威高血净招股说明书，东莞证券研究所

我国 ESRD 患者治疗渗透率持续增高。中国终末期肾病（ESRD）患者基数庞大，但治疗渗透率仍处于较低水平。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年中国透析治疗率仅为 24.40%，相当于每万人口中仅有 5.71 名患者接受治疗，这一数据显著低于日本、新加坡、韩国和美国等发达国家。以当年 330.52 万 ESRD 患者总量计算，治疗缺口尤为明显。自 2012 年 ESRD 被纳入国家大病医保范畴以来，随着城乡居民医保覆盖范围的扩大和血液透析费用打包收费政策的推行，患者经济负担得到显著缓解。在医保政策完善、健康意识提升、支付能力增强及血液净化技术进步等多重因素推动下，国内血液净化治疗患者数量持续增长。根据弗若斯特沙利文数据预测，到 2030 年，中国 ESRD 患者的血液透析治疗率将提升至 54.29%，整体治疗渗透率将实现显著提升。

图 15：2020 年全球部分国家接受透析和治疗的 ESRD 患者数量（每万人口）



资料来源：弗若斯特沙利文，威高血净招股说明书，东莞证券研究所

2.3.2 政策支持行业发展

政策支持行业发展。医疗器械行业作为我国医疗健康卫生体系的核心支柱，近年来在政策红利驱动下迎来跨越式发展机遇。国家发展改革委通过《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》将连续血液净化系统、血液透析机等高端设备纳入战略扶持范畴，同步要求提升行业创新与产业化能力；《医药工业发展规划指南》进一步聚焦手术机器人、血液透析设备等细分领域的技术突破。这一系列政策组合拳不仅构建了国产血液净化医疗器械发展的制度性优势，更通过创新激励与产业升级的双轮驱动，为行业营造了前所未有的良性发展生态。

2.3.3 技术升级使得患者使用友好度不断提升

技术升级使得患者使用友好度不断提升。血液透析和腹膜透析作为终末期肾脏病（ESRD）患者的核心治疗手段，其技术发展正朝着安全性与患者体验双提升的方向演进。在血液透析领域，技术迭代聚焦三大维度：一是通过精密流体力学设计提高超滤率，二是开发新型透析膜材料以增强中大分子毒素清除效能，三是从原材料选择到产品结构进行系统性安全优化。值得关注的是，作为治疗关键环节的透析管路，国内外品牌在基础功能层

面已趋同质化，对临床疗效的影响差异收窄，当前行业创新重心已转向灭菌工艺革新、DEHP 增塑剂替代方案等安全性突破，这标志着该领域从疗效竞争向安全竞赛的战略转型。

3、公司构建立体化的销售网络，产品得到市场认可

3.1 公司构建深度覆盖的立体化销售网络

公司构建深度覆盖的立体化销售网络。公司作为血液净化领域的专业企业，凭借优质的产品与服务，已构建起覆盖全国的销售网络，与众多经销商及医疗机构建立了长期稳定的合作关系。目前，公司产品已成功进入国内 31 个省、直辖市和自治区的 6000 多家医院及透析中心，其中包括 1000 余家三级医院，展现出强大的终端市场覆盖能力。在国际市场方面，公司积极推行国产品牌全球化战略，通过组建专业国际营销团队，已完成全球重点区域的业务布局，持续提升威高血净品牌的国际影响力。这一系列举措不仅确保了销售渠道的稳定性和有效性，更强化了终端用户的忠诚度。

3.2 公司拥有领先的技术优势和扎实的工程化能力

公司拥有领先的技术优势和扎实的工程化能力。血液透析膜作为血液透析器的核心部件，直接决定了治疗的安全性和有效性。为突破国际厂商长期垄断的局面，推动国产替代进程，公司重点聚焦血液透析用中空纤维膜等生物医用膜核心技术的研发，通过系统性创新构建了具备持续研发能力和多领域转化潜力的生物医用膜技术平台。

3.3 公司核心产品市场份额占比位居行业第一

公司核心产品市场份额占比位居行业第一。公司始终专注于满足全球肾脏病患者的血液净化治疗需求，以血液透析和腹膜透析为核心战略方向，构建了涵盖血液透析器、血液透析管路、血液透析机、腹膜透析液等全系列产品矩阵，并配套销售相关透析耗材，已成为国内产品线最完善的血液净化医疗设备供应商之一。公司自主研发的血液透析器系列产品在清除率、超滤系数、筛选系数等关键性能指标上接近、达到或超过国外领先厂商主流产品，处于行业领先水平。在血液透析耗材领域，特别是技术门槛较高的血液透析器细分市场，公司率先突破国际厂商长期主导的技术壁垒，其产品临床性能获得医患广泛认可，成为国产替代的标杆企业。据弗若斯特沙利文统计，2023 年公司在我国血液透析器市场占有率高达 32.5%，在血液透析管路市场占有率达 31.8%，均位居行业首位。

图 16：2023 年中国血液透析器竞争格局

图 17：2023 年中国血液透析管路竞争格局



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

4、投资建议

首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司 2025 年和 2026 年每股收益分别为 1.22 元和 1.35 元，对应估值分别为 32 倍和 29 倍。公司作为国内血液净化行业龙头企业，核心产品市场份额占比位居行业第一。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 3：公司盈利预测简表（截至 2025 年 10 月 17 日）

科目（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,604	3913	4,367	4916
营业总成本	3,090	3331	3,706	4184
营业成本	2,080	2,269	2,545	2,884
营业税金及附加	50	51	59	66
销售费用	630	650	699	777
管理费用	171	186	207	234
财务费用	-6	-6	-7	-7
研发费用	165	180	203	231
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(8)	(6)	(8)	(8)
营业利润	552	615	688	754
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	8	6	7	7
利润总额	546	610	683	749
减：所得税	96	101	117	126
净利润	449	509	566	623
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	449	509	566	623
摊薄每股收益(元)	1.08	1.22	1.35	1.49
PE（倍）	35.89	31.72	28.52	25.90

资料来源：iFind，东莞证券研究所

5、风险提示

（1）合资企业合作关系风险。公司销售的血液透析机主要自合资企业威高日机装及日机装采购，腹膜透析液主要自合资企业威高泰尔茂采购。若双方合作关系恶化、合营安排终止或威高日机装及威高泰尔茂不再从事相关产品的生产，则公司相关产品采购可能受到不利影响，进而影响公司整体经营业绩。根据合营安排，威高日机装及威高泰尔茂主要技术来自合营方，合营公司已与合营方签署技术使用许可。合资经营合同中约定了相关竞业禁止条款，若发生合营终止事项，公司可能面临竞业禁止等风险。

（2）市场竞争加剧的风险。国内血液透析设备及耗材市场竞争较为激烈，公司在国内血液透析设备及耗材领域已取得一定市场占有率。但随着其他国产厂商和外资厂商血液透析产品生产规模和销售推广力度的加强，公司面临的市场竞争可能会逐渐加剧。若公司不能通过持续的技术研发维持产品竞争优势，或不能及时响应客户的各项需求，在客户开发过程中将面临竞争失败的风险。

（3）行业政策变动风险。近年来，国家不断深化医疗卫生体系改革，出台了带量采购和“两票制”等一系列政策，对规范合理用药、合理降低药品和器械的终端采购价格、促进良性市场竞争起到了积极作用。报告期内，前述政策对公司生产经营和业绩的影响相对较小。未来，随着相关制度的逐步推行，公司的生产经营和业绩可能受到一定影响。

（4）技术研发风险。公司专注于血液净化医用制品的研发、生产和销售，需及时跟踪血液净化行业前沿技术和先进产品研发方向，持续加强相关产品研发投入，以保持公司在同行业中的技术竞争优势。如果公司对相关技术方向、产品研发方向、市场趋势方向发生误判，或新技术、新产品、新工艺的技术成熟度未达预期，将对公司的技术创新、新产品开发、业务持续增长等产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券公司、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn