

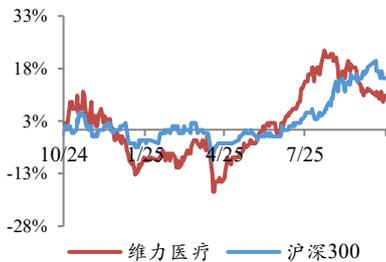
## 高毛利产品占比提升，海外收入逐季攀升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-22

收盘价(元)	14.31
近12个月最高/最低(元)	15.44/9.36
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)	42
流通市值(亿元)	42

### 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

### 相关报告

1.【华安医药】公司点评：维力医疗：2025年中报业绩符合预期，海外市场增速亮眼 2025-08-12

2.【华安医药】公司点评：维力医疗：海外业务恢复常态增长，在研产品丰富新产能有序投建 2025-04-29

### 主要观点：

#### ✓ 事件：

公司发布2025年三季报。2025年前三季度，公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为11.91、1.92、1.84亿元，分别同比增长12.33%、14.94%、15.22%。

其中，2025年第三季度，公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为4.46、0.71、0.67亿元，分别同比增长16.09%、16.31%、13.17%。公司整体业绩符合预期，延续公司业务稳健的风格。

#### ✓ 点评：

#### ● 低基数下国内市场增速提升，带动2025Q3同比增速提升

2025年第三季度，公司收入实现4.46亿元，同比增速约16.09%，较2025Q1/Q2收入的同比增速（分别为12.60%和8.16%）有较大提升，我们预计是公司国内市场收入增速回升。海外市场，是公司近年来的主力增长来源，公司正在建设海外印尼工厂和墨西哥工厂，主要针对北美和南美客户业务建设自动化生产产线，其中印尼工厂预计明年一季度投产。我们预计公司海外市场在产能增加的背景下仍能保持稳健增长。

#### ● 高附加值产品占比提升，公司盈利能力保持较高水平

从盈利能力来看，2025Q3公司毛利率约为42.75%，销售净利率约为16.31%，2024Q3同期毛利率和净利润率则分别为44.32%/16.03%。毛利率同比有所下降，预计主要是国内市场集采、出厂价平均有所下降、国内业务的平均毛利率有所下降所致。同时公司的销售净利率仍保持在高位，较同期还有提升，从产品端归因，预计主要是和公司盈利能力较高的硅胶导尿管、清石鞘等产品占比提升有关。

公司近年来也在调整产品结构，从低值耗材向中值耗材和高值耗材转变。目前公司在研产品以高附加值、高毛利产品为主，随着新产品的不断上市，未来公司高毛利产品的占比有望持续提升。

#### ● 投资建议

我们预计2025-2027年公司收入分别为17.79亿元、20.73亿元和24.26亿元，收入增速分别为17.9%、16.6%和17.0%，2025-2027年归母净利润分别实现2.67亿元、3.18亿元和3.84亿元，增速分别为21.5%、19.1%和20.9%，对应2025-2027年的PE分别为15x、12x和10x，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

海外客户订单波动的风险、国内集采降价的风险、新品研发进度不及预

期的风险、公司产能利用不足的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1509	1779	2073	2426
收入同比 (%)	8.8%	17.9%	16.6%	17.0%
归属母公司净利润	219	267	318	384
净利润同比 (%)	14.0%	21.5%	19.1%	20.9%
毛利率 (%)	44.5%	44.7%	45.2%	46.0%
ROE (%)	11.6%	13.5%	15.3%	17.4%
每股收益 (元)	0.75	0.91	1.08	1.31
P/E	15.97	14.82	12.44	10.29
P/B	1.86	2.00	1.90	1.79
EV/EBITDA	10.96	9.30	7.75	6.31

资料来源: wind, 华安证券研究所

**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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	886	1101	1336	1610	<b>营业收入</b>	1509	1779	2073	2426
现金	288	467	625	821	营业成本	837	983	1137	1310
应收账款	208	199	240	275	营业税金及附加	16	18	21	24
其他应收款	10	14	17	20	销售费用	158	187	222	272
预付账款	7	15	18	20	管理费用	130	169	195	233
存货	169	200	231	267	财务费用	2	17	14	12
其他流动资产	205	206	206	207	资产减值损失	-9	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1955	1900	1860	1814	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	109	109	109	109	投资净收益	7	12	10	19
固定资产	486	502	510	508	<b>营业利润</b>	265	329	390	466
无形资产	182	168	154	140	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1178	1121	1088	1056	营业外支出	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	2841	3001	3196	3424	<b>利润总额</b>	263	329	390	466
<b>流动负债</b>	532	587	656	736	所得税	35	44	52	62
短期借款	110	110	110	110	<b>净利润</b>	228	284	338	404
应付账款	219	203	234	269	少数股东损益	9	18	20	20
其他流动负债	203	274	312	357	<b>归属母公司净利润</b>	219	267	318	384
<b>非流动负债</b>	406	406	406	406	EBITDA	338	428	494	575
长期借款	328	328	328	328	EPS (元)	0.75	0.91	1.08	1.31
其他非流动负债	78	78	78	78					
<b>负债合计</b>	938	993	1062	1142					
少数股东权益	18	36	56	76	<b>主要财务比率</b>				
股本	293	293	293	293	<b>会计年度</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
资本公积	645	645	645	645	<b>成长能力</b>				
留存收益	947	1035	1140	1268	营业收入	8.8%	17.9%	16.6%	17.0%
归属母公司股东权益	1885	1972	2078	2206	营业利润	11.2%	23.8%	18.6%	19.6%
<b>负债和股东权益</b>	2841	3001	3196	3424	归属于母公司净利	14.0%	21.5%	19.1%	20.9%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	44.5%	44.7%	45.2%	46.0%
					净利率 (%)	14.5%	15.0%	15.3%	15.8%
					ROE (%)	11.6%	13.5%	15.3%	17.4%
					ROIC (%)	9.4%	11.9%	13.3%	14.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	33.0%	33.1%	33.2%	33.4%
					净负债比率 (%)	49.3%	49.5%	49.8%	50.0%
					流动比率	1.67	1.88	2.04	2.19
					速动比率	1.32	1.49	1.64	1.78
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.61	0.67	0.73
					应收账款周转率	7.60	8.73	9.45	9.42
					应付账款周转率	4.45	4.67	5.21	5.21
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.75	0.91	1.08	1.31
					每股经营现金流	1.05	1.31	1.47	1.72
					每股净资产	6.44	6.73	7.10	7.53
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.97	14.82	12.44	10.29
					P/B	1.86	2.00	1.90	1.79
					EV/EBITDA	10.96	9.30	7.75	6.31

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，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师：**李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

## 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。