



威高血净 (603014.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

血液净化平台型龙头,内生外延促成长

投资逻辑：

血液净化平台型龙头，全产业链布局铸就领先地位。据公司公告，2025 年公司公开发行股票数量 4113.94 万股（占发行后总股本的 10%），每股发行价 26.5 元。IPO 实际募集资金净额 9.78 亿元，募集资金主要投向智能化生产建设、透析器（赣州）生产基地建设、研发中心建设及数字化信息技术平台建设项目等。此外，2025 年 10 月公司公告，公司筹划以发行股份的方式购买威高普瑞 100% 股权，本次交易完成后，威高普瑞将成为公司的全资子公司。

公司作为国内血液净化领域的平台型龙头企业，已构建起覆盖完整产品矩阵。其核心竞争力源自：1) 自主掌握的核心技术平台，产品关键性能指标比肩国际领先厂家；2) 全产业链布局带来的协同优势，显著增强客户粘性。市场地位方面，据公司招股说明书，公司核心产品市占率位居行业第一。在技术优势与市场地位的良性循环下，为公司构筑了坚实的竞争壁垒。

国内集采驱动以价换量，海外拓展成效显著。1) 出海方面，公司血透耗材产品凭借达到国际标准的产品性能与灵活市场策略，成功从本土龙头向全球竞争者转型，25H1 海外收入增速升至 64%。

2) 国内市场，据公司招股书，在执行集采的区域，24H2 公司实现透析器均价同比-16%，销量同比+23%；透析管路均价同比-11%，销量同比+21%。我们认为带量采购政策有益于公司产品创新性强、品类丰富、质控严格的龙头企业实现持续增长，进一步提升市场集中度。

血透设备和腹膜透析领域形成差异化优势。血液透析设备迎来更新周期，在政策推动县域医疗能力建设的背景下，公司作为龙头有望直接受益于设备采购需求回暖。同时公司腹膜透析液业务凭借国内首个获批的中性腹膜透析液产品的独家优势快速放量。据公司招股说明书，考虑到当前国内腹膜透析治疗率仅约 3.7%，预计 2030 年将提升至 7.53%，该业务有望持续享受市场扩容红利。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司国内份额持续提升，海外扩张进程有望加速，后续增长可期。在不考虑筹划阶段的并购下，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 4.99/5.52/6.08 亿元，对应 PE 为 32/29/26 倍。采用市盈率对公司进行估值，给予公司 2026 年 PE 34X，目标价 44.91 元人民币，给予“买入”评级。

风险提示

合资企业合作关系风险、市场竞争加剧风险、集采风险、并购整合不及预期的风险、股权集中的风险、关联交易占比较大风险等。

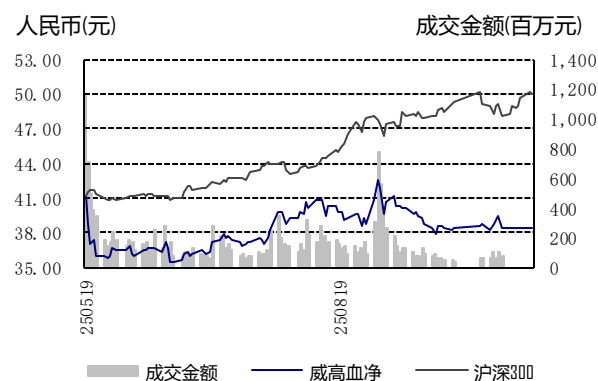
医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：38.61 元

目标价（人民币）：44.91 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,532	3,604	3,937	4,314	4,713
营业收入增长率	3.09%	2.03%	9.24%	9.58%	9.24%
归母净利润(百万元)	442	449	499	552	608
归母净利润增长率	40.36%	1.65%	11.09%	10.54%	10.18%
摊薄每股收益(元)	1.194	1.214	1.195	1.321	1.455
每股经营性现金流净额	0.70	1.52	1.43	1.75	1.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.61%	8.03%	8.39%	8.71%	9.00%
P/E	0.00	0.00	32.18	29.11	26.42
P/B	0.00	0.00	2.70	2.54	2.38

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、行业：旺盛需求与终端扩容驱动，血透器械市场规模高增.....	4
1.1、规模：2030 年国内血透器械市场规模有望超 500 亿.....	4
1.2、需求：肾病患者数量庞大，但国内目前治疗渗透率较低.....	4
1.3、供给：血透中心下沉迎政策扶持，有望带来诊疗设备及耗材需求.....	5
二、公司：血液净化平台型企业，产品丰富全线领跑.....	6
三、国内份额提升+出海贡献增量，增长动能接续有力.....	8
3.1、血液透析耗材：产品与技术优势构筑护城河，国内份额提升与海外拓展共驱成长.....	8
3.2、血液透析机：联手日机装，巩固全产业链覆盖和生态竞争优势.....	12
3.3、腹膜透析液：携手泰尔茂突破技术壁垒，特色产品有望驱动高速成长.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	16
盈利预测.....	16
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：我国血液透析医疗器械市场规模（亿元）高增.....	4
图表 2：中国肾病患者数量庞大，透析治疗率有望持续提升.....	5
图表 3：血液透析、腹膜透析是 ESRD 患者最常用的治疗方法.....	6
图表 4：中国血液透析中心数量 20-24 年 CAGR 为 7.32%.....	6
图表 5：公司深耕血液净化医用制品领域二十载.....	6
图表 6：公司 2025H1 营业收入超 17 亿.....	6
图表 7：公司 2025H1 归母净利润超 2.2 亿.....	6
图表 8：18-2025H1 年公司盈利能力逐年提升.....	7
图表 9：公司费用率持续下降.....	7
图表 10：公司经营规模（亿元）高于行业.....	7
图表 11：公司销售毛利率（%）处于行业均值水平.....	7
图表 12：公司产品矩阵完善，多款产品国内市场占有率居前列.....	8
图表 13：股权激励提高员工积极性.....	8
图表 14：血液透析耗材市场高速增长.....	9
图表 15：血液透析器收入（百万元）持续增长.....	9
图表 16：2023 年血液透析器竞争格局.....	9
图表 17：血液透析器结构示意图.....	10
图表 18：公司核心技术储备丰富.....	10
图表 19：公司血液透析器关键性能指标接近、达到或超过国外领先厂家主流产品.....	10



图表 20: 公司血液透析管路主要产品及优势	11
图表 21: 血液透析管路收入（百万元）高增	11
图表 22: 2023 年血液透析管路竞争格局	11
图表 23: 带量采购下，公司以价换量有望进一步提升份额	12
图表 24: 公司境外收入 2020-2024 年 CAGR 为 51%	12
图表 25: 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)	12
图表 26: 公司血液透析机主要型号	13
图表 27: 血液透析机 23 年市场规模约 26 亿元	13
图表 28: 公司血液透析机收入稳步增长（百万元）	14
图表 29: 2023 年公司血液透析机市占率第二	14
图表 30: 国内医疗设备招标金额同比加速，院内招标陆续恢复	14
图表 31: 2025 年 1-9 月血透品类单月成交额回暖企稳	15
图表 32: 近 3 年 1-9 月血透设备销额与销额同比	15
图表 33: 腹膜透析液 2022 年市场规模约 44 亿元	15
图表 34: 公司血液透析液收入稳步增长（百万元）	16
图表 35: 2023 年公司在血液透析液市场市占率第五	16
图表 36: 2025-2027 年公司收入预测	18
图表 37: 公司费用率预测（百万元）	18
图表 38: 公司投资收益预测（百万元）	19
图表 39: 可比公司估值（市盈率法）	19

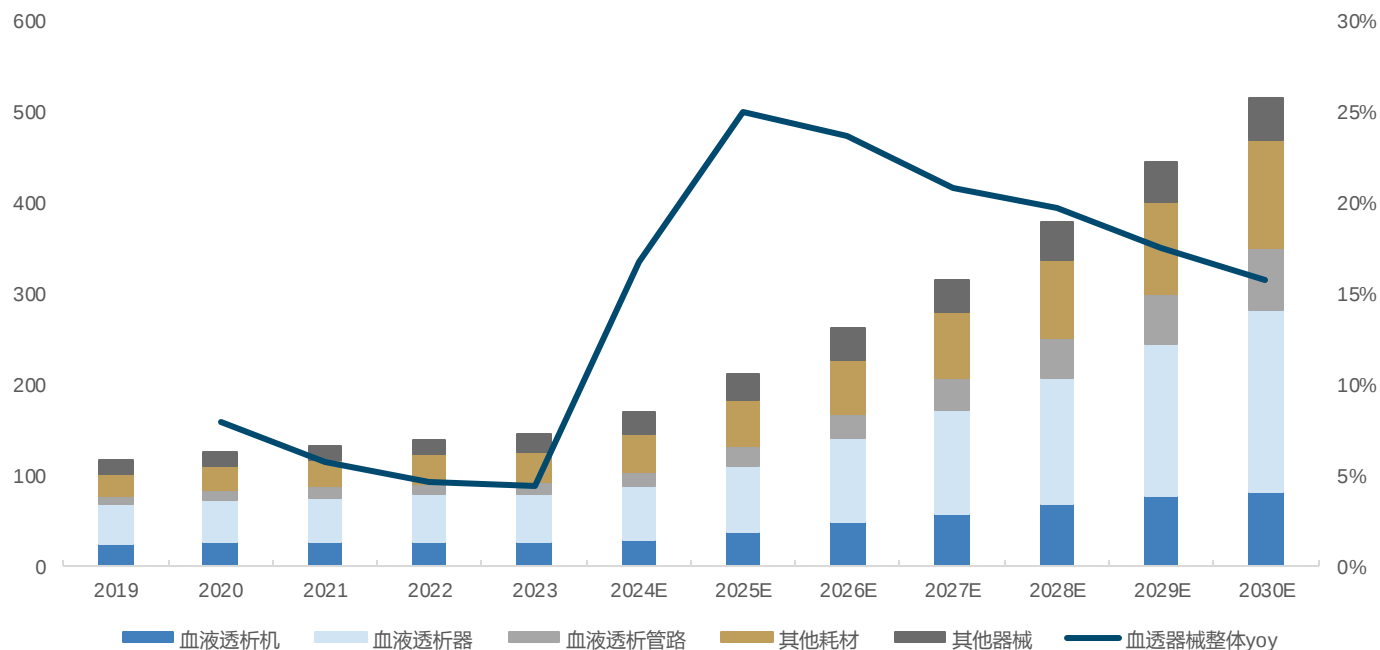


一、行业：旺盛需求与终端扩容驱动，血透器械市场规模高增

1.1、规模：2030 年国内血透器械市场规模有望超 500 亿

根据弗若斯特沙利文数据，2019 年至 2023 年，我国血液透析医疗器械市场规模复合年均增长率达到 5.67%，预计至 2030 年将增加至 515.15 亿元。其中，2023 年我国血液透析器的市场规模达到 52.97 亿元，为血液透析医疗器械市场中占比最高的细分领域（占比 37%）。预计至 2030 年，血液透析器的市场规模有望达到 200.75 亿元，而血液透析机的市场规模将达到 81.70 亿元。我国腹膜透析液的市场规模有望从 2022 年的 44.39 亿元增长至 2030 年的 126.98 亿元。

图表1：我国血液透析医疗器械市场规模（亿元）高增



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

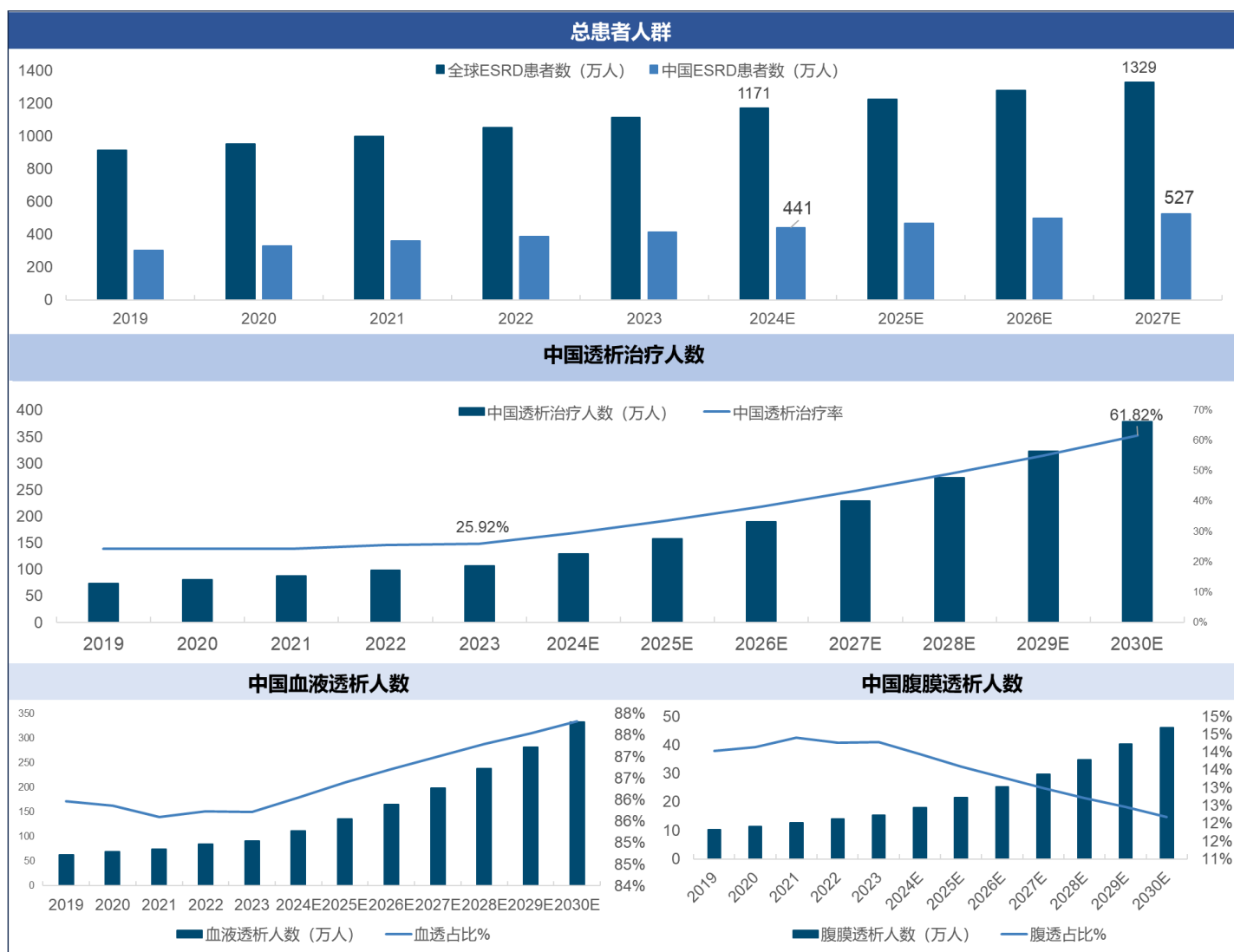
1.2、需求：肾病患者数量庞大，但国内目前治疗渗透率较低

患者总量：自 2012 年国务院将 ESRD 列入大病医保以来，陆续有关于大病医保支付相关政策进一步落地，并覆盖了城乡居民，在全国多数地区实行血液透析费打包收费，部分地区医保报销比例可以达到 95%及以上，从而极大地减轻了 ESRD 患者的支付负担。随着医保政策的不断推进、患者健康意识的增强、患者负担能力的提高以及血液净化相关产品技术水平的提高，国内接受血液净化治疗的新增患者数近年来呈稳步增长态势，治疗渗透率持续增加。2023 年，中国终末期肾病患者（ESRD）约为 413 万人，预计到 2027 年，全球及中国的 ESRD 人数将分别达到 1329 万与 527 万人。2024-2030 年预计国内 ESRD 患者 CAGR 为 6%。

透析治疗人数：2023 年中国透析治疗人数 107 万人，透析治疗率 26%。预计到 2030 年国内透析治疗人数 379 万人，2024-2030 年人数 CAGR 为 20%，同时 2030 年国内透析治疗率有望提升至 62%。从治疗人数结构来看，2023 年中国血液透析人数占比 86%。腹膜透析人数占比 14%。预计到 2030 年，国内血液透析人数占比有望提升至 88%，腹膜透析人数占比 12%。



图表2：中国肾病患者数量庞大，透析治疗率有望持续提升



来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

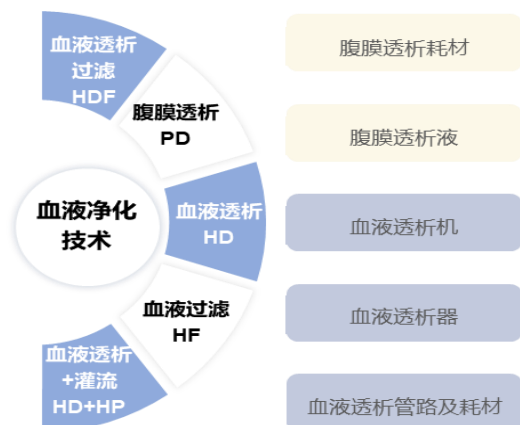
1.3、供给：血透中心下沉迎政策扶持，有望带来诊疗设备及耗材需求

肾脏疾病从病程上首要区分为急性肾脏病（AKD）和慢性肾脏病（CKD）两大类。急性肾损伤起病急骤，但部分患者肾功能可逆；而慢性肾脏病则是一种长期、缓慢进展的疾病。随着CKD的持续进展，大量患者将发展为终末期肾病（ESRD），血液透析、腹膜透析是ESRD患者最常用的治疗方法。

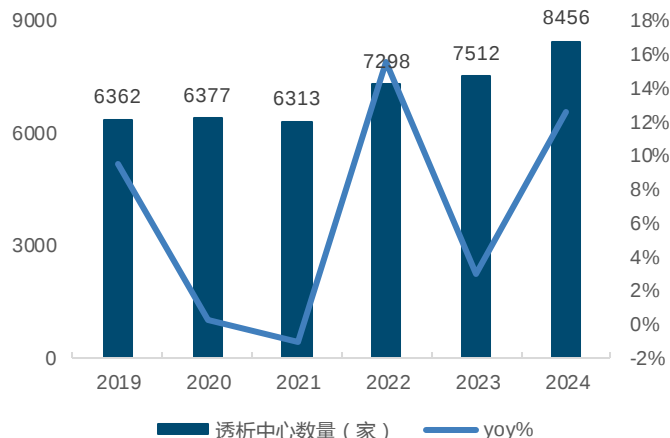
血透中心下沉迎政策扶持，有望带来诊疗设备及耗材需求。根据弗若斯特沙利文数据，2024年我国血液透析中心数量已达6579家。2025年2月13日，国家卫健委办公厅发布《关于实施2025年卫生健康系统为民服务实项目的通知》，要求常住人口超过10万的县均能提供血液透析服务；对于县城内医院均不能提供血液透析服务的，主管部门要确定一家医院设置血液透析室，不迟于25年11月底开展血液透析服务，血液透析中心持续下沉有望带来诊疗量提升，同时对应设备及耗材需求有望增加。



图表3：血液透析、腹膜透析是 ESRD 患者最常用的治疗方法



图表4：中国血液透析中心数量 20-24 年 CAGR 为 7.32%



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

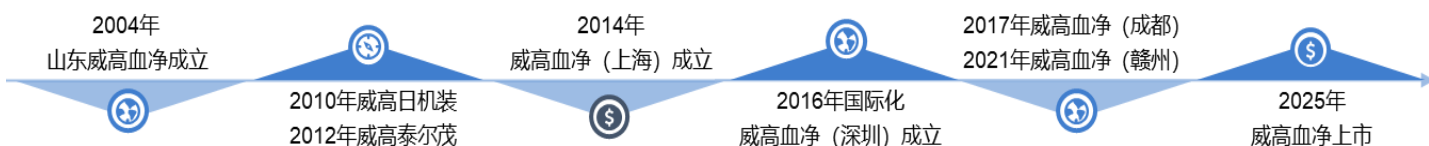
来源：研报网、国金证券研究所

二、公司：血液净化平台型企业，产品丰富全线领跑

公司成立于 2004 年，始终专注于血液净化医用制品的研发、生产和销售。发展过程中，公司自研与技术合作并进打造丰富透析产品矩阵，凭借扎实的生产制造基础及出色的销售体系，成为国内血液净化综合解决方案龙头，并逐步走向全球化。

据公司公告，2025 年公司公开发行股票数量 4113.94 万股（占发行后总股本的 10%），每股发行价 26.5 元。IPO 实际募集资金净额 9.78 亿元，募集资金主要投向智能化生产建设、透析器（赣州）生产基地建设、研发中心建设及数字化信息技术平台建设项目等。此外，2025 年 10 月公司公告，公司筹划以发行股份的方式购买威高普瑞 100% 股权，本次交易完成后，威高普瑞将成为公司的全资子公司。

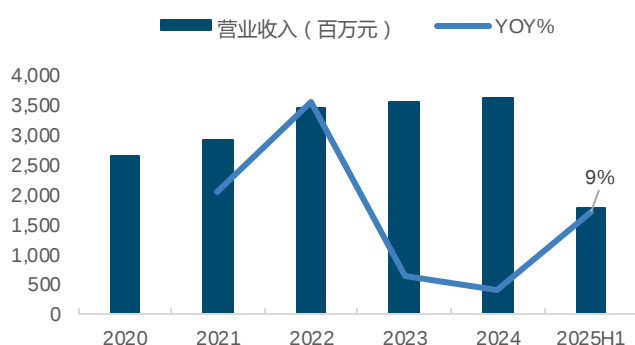
图表5：公司深耕血液净化医用制品领域二十载



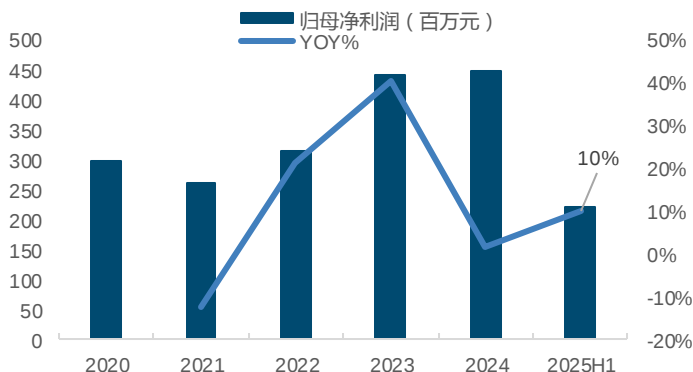
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

公司业绩增长稳健，2020-2024 年公司营业收入 CAGR 为 8%。2025H1，公司实现营业收入 17.65 亿元（+8.52%），实现归母净利润 2.20 亿元（+10.11%）。

图表6：公司 2025H1 营业收入超 17 亿



图表7：公司 2025H1 归母净利润超 2.2 亿



来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

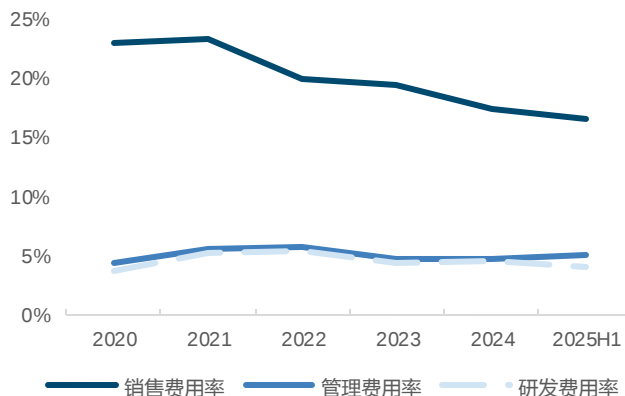
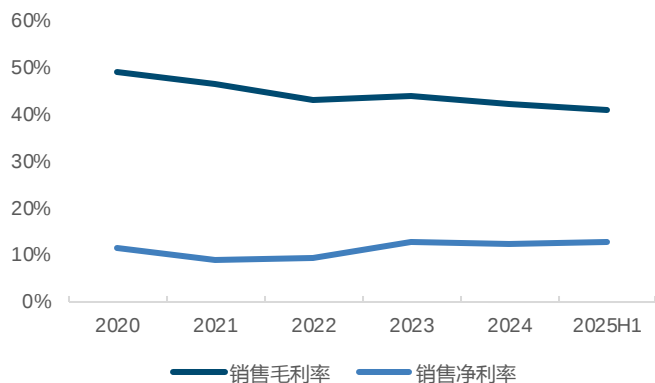
来源：同花顺 ifind、国金证券研究所



公司毛利率保持在 42-45% 区间，整体较为稳定，截至 2025H1 公司净利率为 12.48%，盈利能力持续提升。2020-2025H1，公司销售和管理费用率持续下降，销售费用率由 23.01% 降至 16.60%。销售费用率下降主要来自公司在集采背景下逐步转变市场推广方式，业务宣传费金额下降。公司管理费用率的下降主要得益于公司的规模效应以及高效的运营管理机制。我们预计随着公司运营效率的提升，费用率有望继续优化。

图表8：18-2025H1 年公司盈利能力逐年提升

图表9：公司费用率持续下降



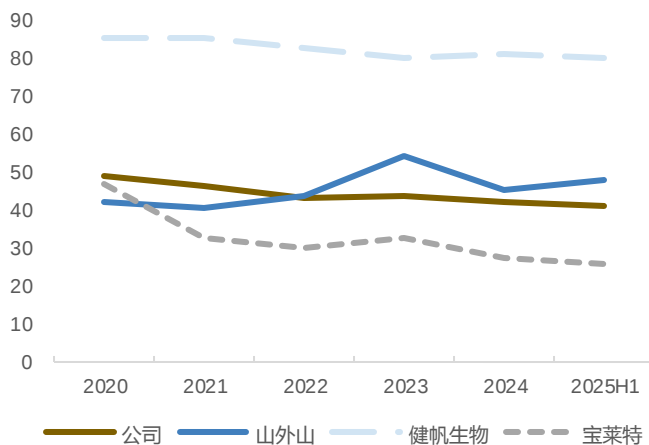
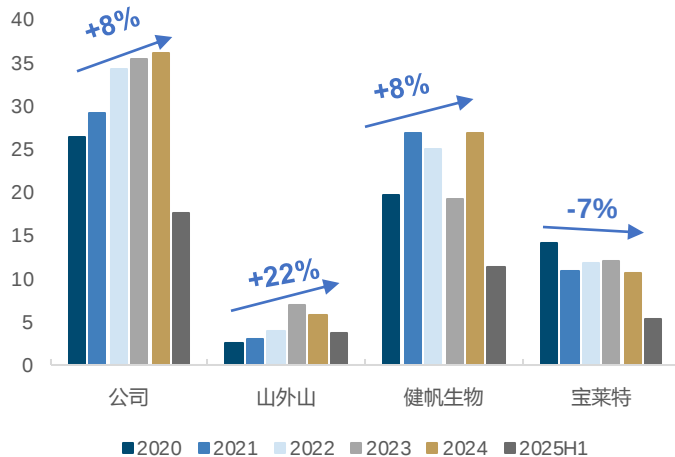
来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

横向对比来看，公司经营规模显著高于行业其他可比公司，2024 年经营规模超 35 亿元，高于行业内其他可比公司，同时公司收入水平仍保持较高增长，2020-2024 年公司收入增速 CAGR 达 8%。此外，公司销售毛利率也处于行业均值水平。整体而言公司经营健康，成本管控能力较好。

图表10：公司经营规模（亿元）高于行业

图表11：公司销售毛利率（%）处于行业均值水平



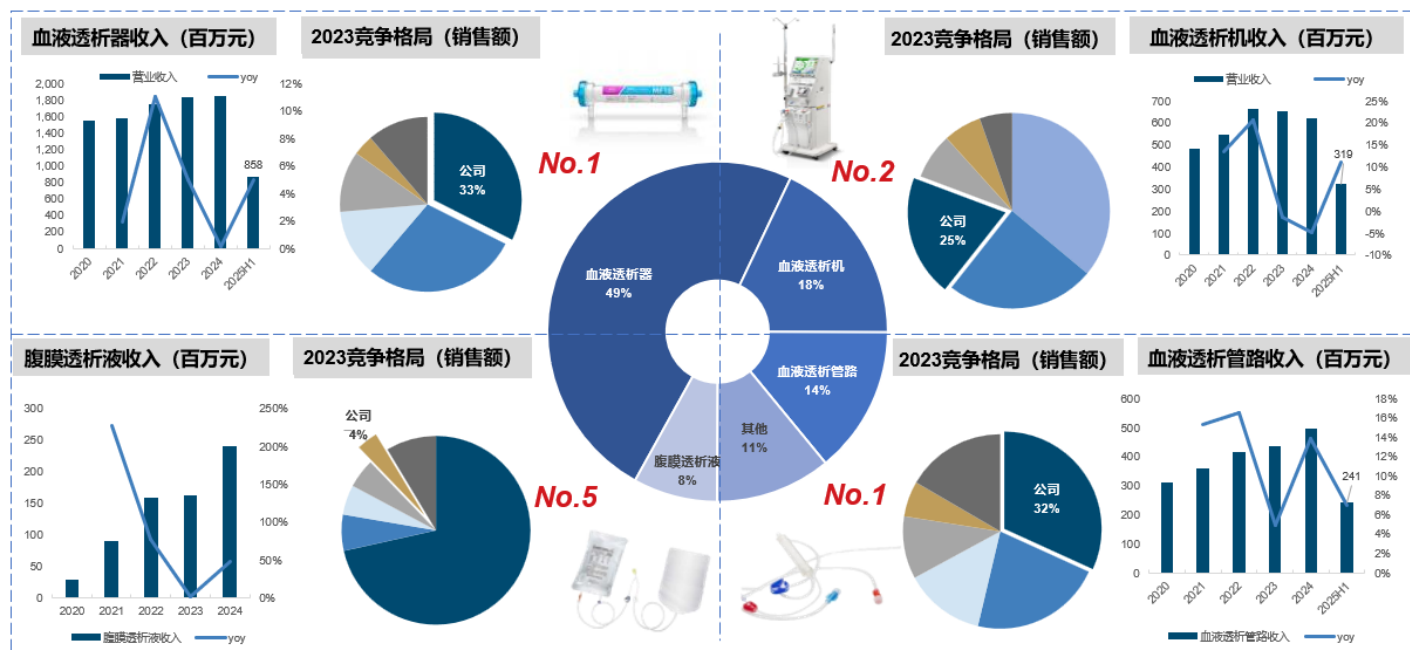
来源：同花顺 ifind、国金证券研究所。注：CAGR 计算区间为 2020-2024。

来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

产品上，公司提供了从血液透析到腹膜透析的全套产品线，主要包括血液透析器（2025H1 收入 8.6 亿元，收入占比 49%）、血液透析机（2025H1 收入 3.2 亿元，收入占比 18%）、血液透析管路（2025H1 收入 2.4 亿元，收入占比 18%）和腹膜透析液（2025H1 收入 1.4 亿元，收入占比 8%）。根据弗若斯特沙利文数据，公司血液透析器和血液透析管路产品在 2023 年市占率皆为第一，同时公司血液透析机在 2023 年市占率为第二，公司整体产品线完整，且在核心领域处于市场领导地位。



图表12：公司产品矩阵完善，多款产品国内市场占有率居前列



来源：公司财报、公司投资者关系记录表、公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所。注：2025H1 收入根据公司投资者关系记录披露增速推算。

公司实际控制人为陈学利，公司董事长为宋修山，2020 年 12 月起任公司董事长，此外兼任威高日机装及威高泰尔茂董事长，拥有丰富的医疗器械行业及企业管理经验。总经理为张存明，2007 年加入公司，2020 年起担任公司总经理。公司管理团队产业经验丰富，市场嗅觉敏锐。

此外公司通过股权激励提高员工积极性，公司于 2025 年 8 月 27 日公告 2025 年限制性股票激励计划（草案），计划向公司董事长及其他 117 人（约占截至 2024 年 H1 员工总数的 3.53%），授予限制性股票数量为 665.00 万股。根据股权激励公司层面业绩考核办法，本次激励考核年度为 2026-2028 年三个会计年度，以公司 2025 年净利润为基数，公司 2026 年-2028 年净利润增长率分别不低于 10%、21%、33%。

图表13：股权激励提高员工积极性

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以公司2025年净利润为基数，2026年净利润增长率不低于10%
第二个解除限售期	以公司2025年净利润为基数，2027年净利润增长率不低于21%
第三个解除限售期	以公司2025年净利润为基数，2028年净利润增长率不低于33%

来源：公司公告、国金证券研究所

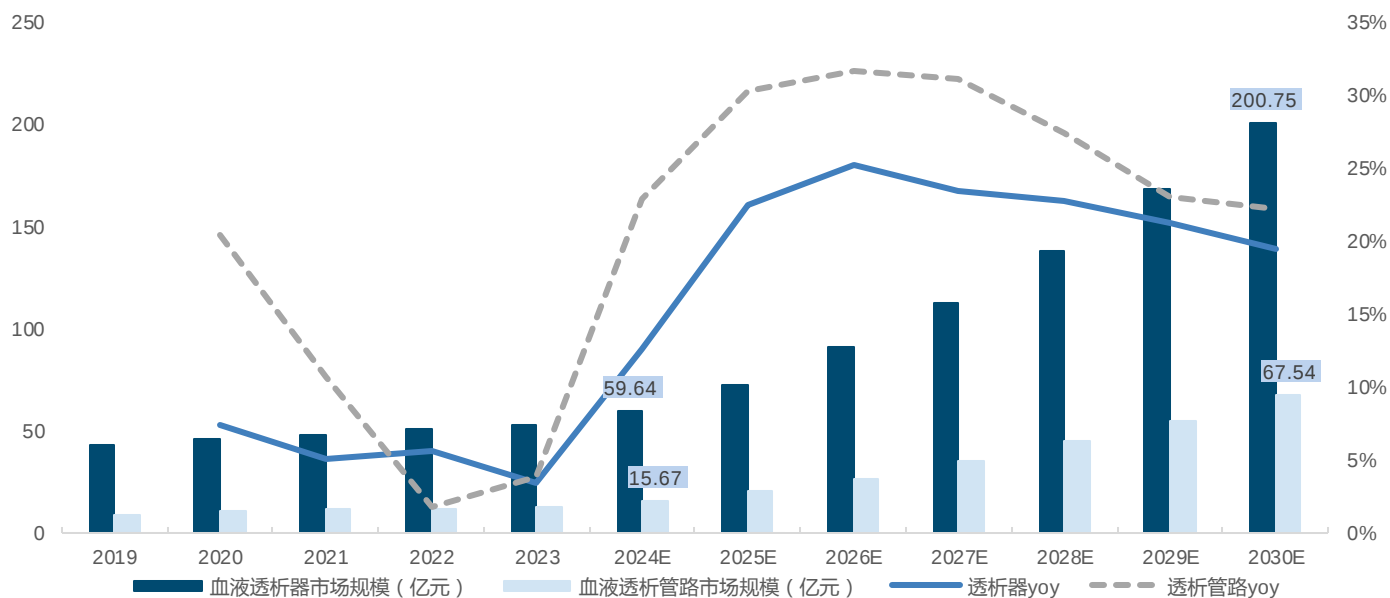
三、国内份额提升+出海贡献增量，增长动能接续有力

3.1、血液透析耗材：产品与技术优势构筑护城河，国内份额提升与海外拓展共驱成长

中国血液透析器市场规模由 2019 年的 42.96 亿元增长至 2023 年的 52.97 亿元。在 ESRD 数量持续攀升，且随人们健康意识提升，透析治疗率有望随之提升背景下，预计 2030 年血液透析器市场规模将达到 200.75 亿元，2024 - 2030 年 CAGR 为 22.4%。血液透析管路市场规模由 2019 年的 9.05 亿元 提升至 2023 年的 12.75 亿元，预计 2030 年将达到 67.54 亿元，2024 - 2030 年 CAGR 为 27.6%。



图表14：血液透析耗材市场高速增长

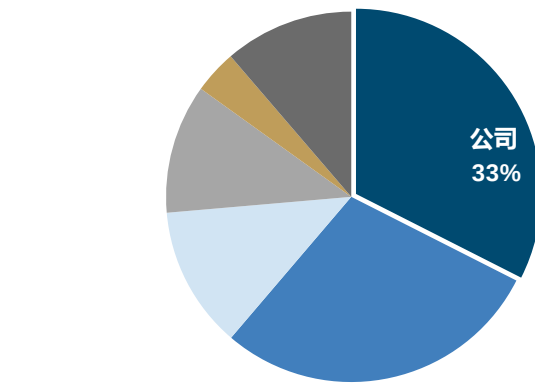
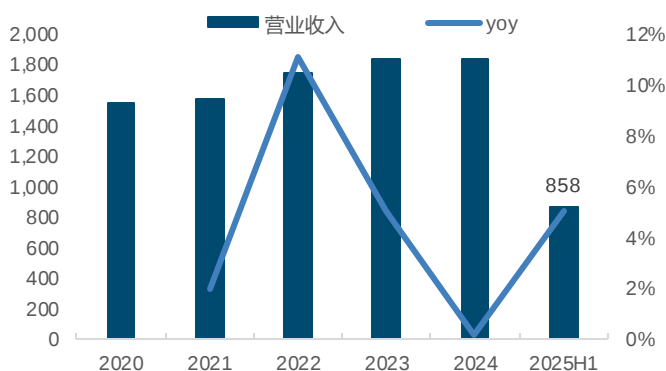


来源：公司财报、公司招股说明书、国金证券研究所

血液透析器：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，能够满足血液透析患者多样化的需求。截至 2025H1 公司血液透析器收入 8.58 亿元，同比增长 5%。截至 2023 年，公司血液透析器在国内市占率 33%，份额第一。

图表15：血液透析器收入（百万元）持续增长

图表16：2023 年血液透析器竞争格局



来源：公司财报、公司招股说明书、国金证券研究所

来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

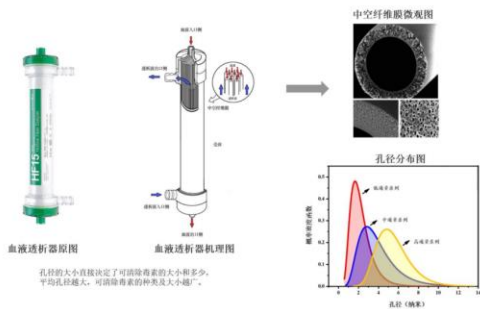
血液透析器作为血液透析过程中价值量较高的环节，核心以质量为根基，以技术与制造为支柱。

- 在性能方面，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。优秀的质量背后，则来自公司的技术与制造优势。
- 在技术方面，为促进代谢毒素分子在血液与透析液之间的有效交换，血液透析器内有着数以千计的中空纤维膜，而中空纤维膜的孔径分布直接决定了可以从血液中滤出的代谢毒素分子的大小和数量。在制膜技术上，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。
- 在高端生产设备方面，公司在中国血液透析行业内较早实现自主设计开发中空纤维



膜大型纺丝线和透析器全自动组装线，也是在中国血液透析行业内较早成功开发自动膜束收集系统、O 型圈和端盖自动装配系统等相关技术的国产厂商。

图表17：血液透析器结构示意图



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表18：公司核心技术储备丰富

序号	技术名称	技术描述	技术来源	技术应用
1	中空纤维型透析膜制造技术	通过高分子化学合成方法合成生物相容性功能聚合物，与聚醚、致孔剂添加剂及溶剂材料按一定比例混合、搅拌均匀成均相溶液，然后经过抽真空脱泡处理后，从喷头挤出，经过一段干行程，然后依次进入多级凝胶槽和多级烘干箱，最后由卷绕设备收集	自主研发	血液透析器产品
2	中空纤维型透析器生产设备创新性改造技术	对生产工序中各个环节的制造设备优化升级，包括纤维水洗装置、纤维膜烘干装置、中空纤维自动包裹装置、纤维束自动切割装置、收丝缓冲装置等		
3	透析膜安全指标控制技术	提供一种透析器凝血状况监控系统，能够计算出通量衰减的数值，然后就能对透析器的凝血状况进行综合评价，以指导血液透析器开发者对产品的性能进行有效调整		
4	透析膜孔径检测技术	基于膜孔径呈正态分布的特点，针对所测得的数据分析，构建全新的模型来获得孔径分布，可测定纳米数量级孔径的透析膜的孔径分布，其测量数据准确性高，方法简单，实用性强		

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表19：公司血液透析器关键性能指标接近、达到或超过国外领先厂家主流产品

公司名称	公司		费森尤斯医疗		尼普洛		贝恩医疗	百特医疗	贝朗医疗	成都欧赛		
产品名称	血液透析滤过器 (HDF-18)	空心纤维透析器 (HF-18)	空心纤维血液透析/滤过器 (FX 800HDF)	空心纤维血液透析滤过器 (FX 80)	空心纤维透析滤过器 (ELUSIO-17H)	空心纤维透析器中空型透析器 (FB-17U)	空心纤维血液透析器 (B-18H)	中空纤维透析滤过器 (Polyflux 170H)	高通量聚酰胺透析器 (HIPS 18)	中空纤维膜血液透析滤过器 (OCI-HF 180)	高通量聚酰胺中空纤维膜血液透析器 (OCI-HD 180)	
中小分子清除率	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=0ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=0ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=0ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=0ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=10ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=10ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=10ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=0ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=0ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=50ml/min	Qd=500ml/min Qb=300ml/min Qf=50ml/min	
	尿素： 278 肌酐： 253 磷酸盐： 246 维生素B12:163	尿素： 272 肌酐： 250 磷酸盐： 245 维生素B12:158	尿素： 276 肌酐： 250 磷酸盐： 238 维生素B12:176	尿素： 276 肌酐： 250 磷酸盐： 239 维生素B12:175	尿素： 285 肌酐： 268 磷酸盐： 254 维生素B12:190	尿素： 279 肌酐： 257 磷酸盐： 232 维生素B12:169	尿素： 275 肌酐： 260 磷酸盐： 250 维生素B12:195	尿素： 270 肌酐： 243 磷酸盐： 232 维生素B12:162	尿素： 250 肌酐： 228 磷酸盐： 224 维生素B12:160	尿素： 285 肌酐： 269 磷酸盐： 225 维生素B12:194	尿素： 272 肌酐： 248 磷酸盐： 240 维生素B12:186	
	Qd=0ml/min Qb=300ml/min TMP=50mmHg	Qd=0ml/min Qb=200ml/min TMP=100mmHg	产品说明书未披露试验条件		Qb=300ml/min	Qd=0ml/min Qb=200ml/min TMP=50mmHg	Qd=0ml/min Qb=200ml/min TMP=50mmHg	Qb=200ml/min TMP=50mmHg	产品说明书未披露试验条件	Qb=300ml/min	Qb=200ml/min TMP=50mmHg	Qb=200ml/min TMP=50mmHg
	超滤系数	73.0ml/mmHg.h	50.0ml/mmHg.h	63.0ml/mmHg.h	44.0ml/mmHg.h	40.0ml/mmHg.h	30.0ml/mmHg.h	68ml/mmHg.h	70.0ml/mmHg.h	55.0ml/mmHg.h	450.0ml/KPa.h (60.0ml/mmHg.h)	320.0ml/KPa.h (42.7ml/mmHg.h)
筛选系数	Qb=300ml/min Qf=60ml/min	Qb=300ml/min Qf=60ml/min	产品说明书未披露试验条件		Qb=300ml/min Qf=60ml/min	Qb=200ml/min Qf=10ml/min	Qb=200ml/min Qf=30ml/min	产品说明书未披露试验条件	Qb=300ml/min Qf=60ml/min	产品说明书未披露试验条件		
	0.8 (β2-微球蛋白) 0.95 (葡萄糖) ≤0.01 (白蛋白)	0.8 (β2-微球蛋白) 0.35 (肌酐红蛋白) 0.95 (葡萄糖) ≤0.01 (白蛋白)	0.8 (β2-微球蛋白) 1 (葡萄糖) ≤0.01 (白蛋白)	0.8 (β2-微球蛋白)	0.223 (肌酐红蛋白) 0.926 (葡萄糖) ≤0.002 (白蛋白)	0.67±0.1 (肌酐红蛋白) 0.90±0.1 (葡萄糖) ≤0.01 (白蛋白)	≥0.7 (β2-微球蛋白) ≥0.55 (肌酐红蛋白) 0.9±0.1 (葡萄糖) ≤0.01 (白蛋白)	1.0 (维生素B12) 0.7 (β2-微球蛋白) 0.5 (肌酐红蛋白) 1.0 (葡萄糖) 0.01 (白蛋白)	0.8 (β2-微球蛋白) 1.0 (葡萄糖) 0-0.01 (白蛋白)	0.4±0.1 (肌酐红蛋白) 1.0±0.1 (葡萄糖) ≤ 0.01 (白蛋白)	产品说明书未披露相关数据	
	500mmHg	500mmHg	600mmHg	600mmHg	500mmHg	500mmHg	500mmHg	600mmHg	600mmHg	500mmHg	500mmHg	
	最大跨膜压	500mmHg	500mmHg	600mmHg	600mmHg	500mmHg	500mmHg	500mmHg	600mmHg	600mmHg	500mmHg	500mmHg

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

血液透析管路：截至 2024 年底，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均为经国家药监局批准的第三类医疗器械产品。截至 2025H1 公司血液透析管路收入 2.41 亿元，同比增长 7%。截至 2023 年，公司血液透析管路在国内市占率 32%，份额第一。

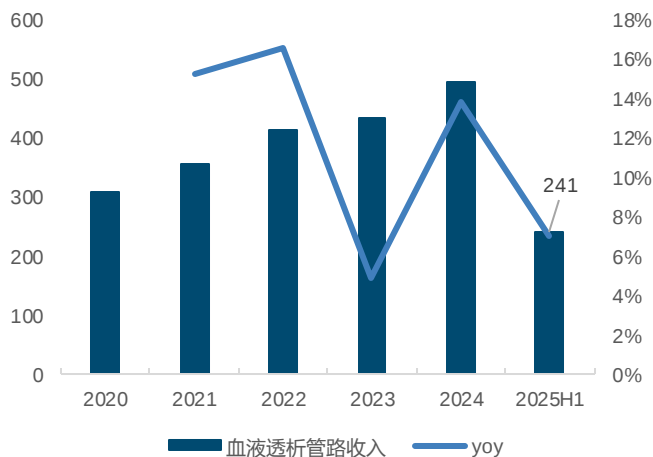


图表20：公司血液透析管路主要产品及优势

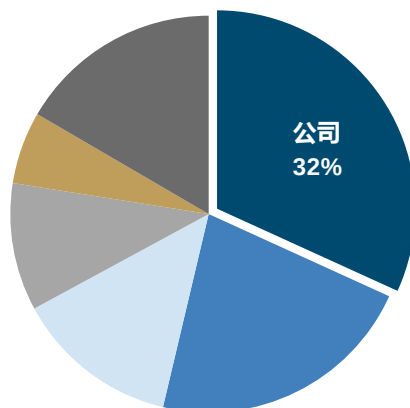
产品类别	产品名称	产品特点	图示
血液透析管路	JRHLL 系列	产品型号丰富，兼容性强；选配件丰富，可供自由选择输液线、废液袋等配件，满足不同的需求	
	JRXL 系列 (非 DEHP)	以非DEHP增塑剂取代 DEHP增塑剂，降低可能由DEHP增塑剂引起的毒性相关副作用	
	JRXLR 系列 (耐辐照非 DEHP)	在以非DEHP增塑剂取代 DEHP增塑剂的基础上，采用辐照(电子束)灭菌方式，进一步降低可能由传统环氧乙烷灭菌方式引起的毒性相关副作用	

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表21：血液透析管路收入（百万元）高增



图表22：2023 年血液透析管路竞争格局



来源：公司财报、公司招股说明书、国金证券研究所

来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

增长驱动：1) 新品陆续上市有望更好满足患者需求；2) 集采下公司是市占率有望提升；3) 海外拓展有望打开成长空间。

新品方面，公司第四代、第五代、第六代透析器皆在研，其中公司第四代透析器产品已经在注册报批中，预计 2026 年获批上市。预计随公司更多新品上市，有望更好满足患者需求。

血透耗材集采方面，2019 年 5 月，中央全面深化改革委员会第八次会议审议通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》，同年 7 月，国务院办公厅印发《治理高值医用耗材改革方案》，提出：“对于临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购。”

■ **以价换量有望进一步提升份额。**目前全国以省级为单位开展血液透析器、血液透析管路带量采购的省份主要有黑龙江、辽宁、安徽、河南等，公司相关产品已在上述地区中标。

对于河南省等二十三省（区、兵团）带量采购中已于 2024 年 8 月前开始执行的省份而言，截至 2024 年 12 月末，根据公司统计，2024 年 7-12 月，公司于相关省份血液透析器和血液透析管路的平均出厂价同比下降约 16%和 11%，销售数量增长约 23%和 21%。我们认为带量采购政策的核心是“以量换价”。这一政策的推行将有益于



产品创新性强、品类丰富、质控严格的行业优势企业实现持续增长，进一步提升市场集中度。

图表23：带量采购下，公司以价换量有望进一步提升份额

2024年											
1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
河南23省联盟 带量采购 拟中选		河南23省联盟 带量采购 中选结果		河南联盟 开始执行 京津冀3+N 启动集采		京津冀3+N集采 公布结果+执行通知					
						品类		7-12月价格同比变动		7-12月销量同比变动	
						血液透析器		-16%		+23%	
						血液透析管路		-11%		+21%	

来源：河南医保局、公司招股说明书、国金证券研究所

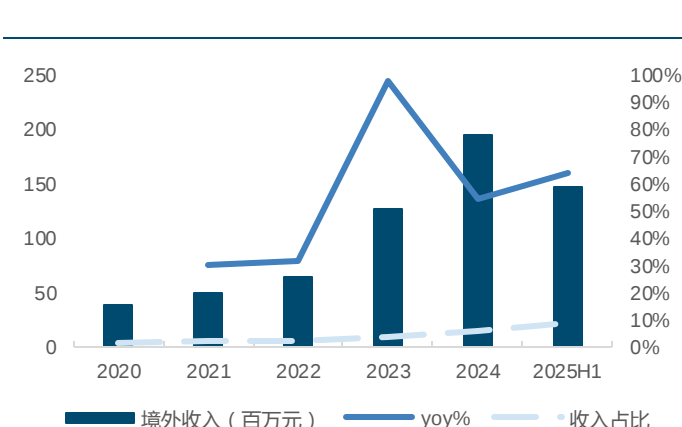
境外业务方面，公司16年成立深圳威高医疗子公司，后续公司持续进行本地化布局，陆续成立中国香港、厄瓜多尔、印尼威高医疗子公司。公司海外市场核心销售产品为透析器以及透析机。海外业务扩展前期选择有一定人口且快速增长的国家，重点布局东南亚、南美、东欧、北非等市场。海外业务近年来迎来快速突破，2020年到2024年公司海外收入复合增长率为51%，2025H1公司海外收入增速达64%。海外销售团队及本地化方面，已在厄瓜多尔、印度尼西亚设立子公司，未来预计在多个国家进行本地化布局。

竞争优势上，我们认为主要来自：

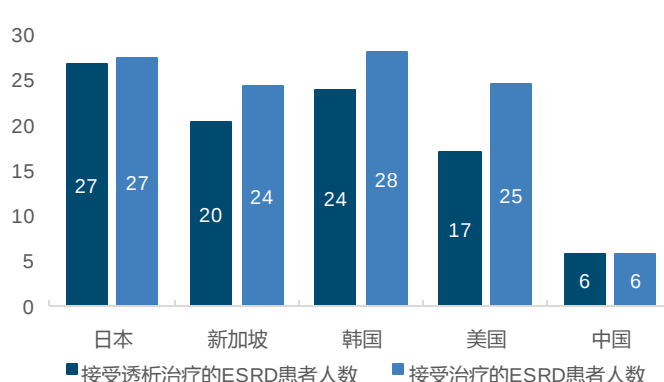
- 1) 强产品力：公司强产品力在中国市场竞争中得到了充分验证，多项技术参数经三级医院验证进口品牌；
- 2) 产品矩阵丰富：出海过程中，公司丰富的产品系列，可以针对不同国家和地域推出差异化产品线，确保性能与性价比优势；
- 3) 销售经验充足：公司在海外历经9年销售经验积累，与当地有经验的经销商深度合作，并配备市场和售后团队辅助推广，增强销售粘性。

综上，我们认为公司在海外市场有望凭借多重竞争优势，逐步提升公司市占率。

图表24：公司境外收入2020-2024年CAGR为51%



图表25：2020年全球部分国家接受透析和ESRD的患者数量(每万人口)



来源：公司财报、公司招股说明书、国金证券研究所

来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文、国金证券研究所

3.2、血液透析机：联手日机装，巩固全产业链覆盖和生态竞争优势

血液透析机主要功能是使透析液和患者的血液对向回流，同时保持透析液压力、浓度和温度的稳定。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。公司获得威高日机装及日机装品牌的授权，在中国大陆地区独家销售其血液透析机。

合作细节上，合资公司（威高日机装）成立于2010年，其中公司持股51%，日机装株式会社持股49%，合资期限为威高日机装成立之日起20年。公司按照威高日机装的销售计



划,购买威高日机装生产的以中国国内为出货地的全部人工透析装置以及其外围设备及关联设备,作为总经销商,公司负责自行或通过威高集团向中国国内进行转售。

通过此次合作,公司不仅补齐了血液透析设备这一关键环节,更形成了‘设备+耗材’的协同销售模式,通过设备入院带动自有耗材销售,从而构建了强大的生态竞争壁垒。截至2024年,公司独家销售的血液透析机型号主要包括 DBB-EXA、DBB-EXA ESS 和 DBB-27C,均为经国家药监局批准的第三类医疗器械。

图表26: 公司血液透析机主要型号

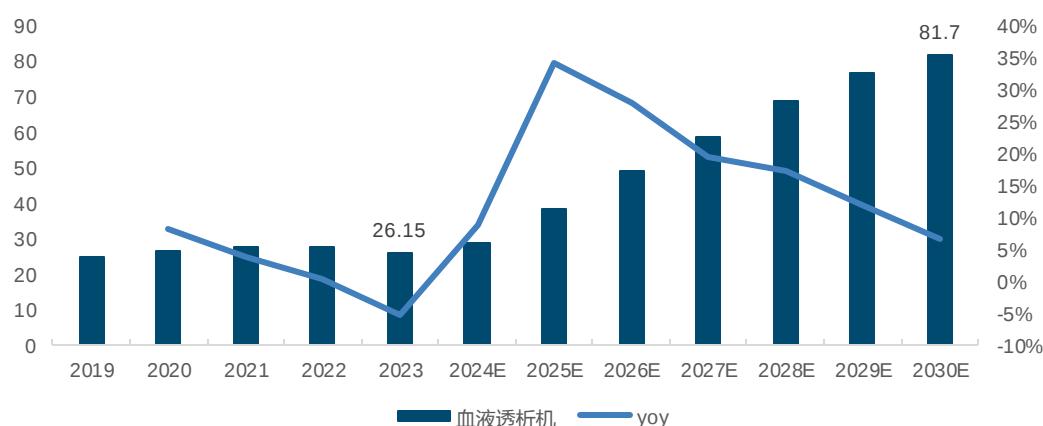
产品类别	产品名称	产品特点	图示
血液透析机	DBB-EXA 系列	日机装生产, 2020年上市, 是一款双泵设备, 可以进行血液透析滤过、血液滤过及血液透析治疗; EXA系列设备拥有国内市场上较为领先的透析全自动系统(D-FAS), 可实现全自动预冲、引血、回血和紧急补液等功能, 可减少耗材的使用。	
	DBB-EXA ESS系列	威高日机装生产, 2021年上市, 适用于急性或慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗, 基于D-FAS可使用双重过滤的透析液进行在线预冲和回血。	
	DBB-27C 系列	威高日机装生产, 2012年上市, 适用于急性或慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗。	

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所。注: DBB-27C 系列自 2023 年 4 月开始不再面向国内生产。

行业层面, 中国血液透析机市场规模由 2019 年的 24.58 亿元增长至 2023 年的 26.15 亿元, 预计 2030 年市场规模将达到 81.70 亿元, 2024 - 2030 年 CAGR 为 19.21%。

截至 2025H1 公司血液透析机收入 3.19 亿元, 同比增长 11.15%。根据弗若斯特沙利文数据, 截至 2023 年, 公司血液透析机在国内市占率 24.6%, 份额第二。同时根据高端医械数据中心数据, 2025 年 1-9 月在国内市场公司血透机销售额占比 31%, 销量占比 30%, 份额皆为第一。

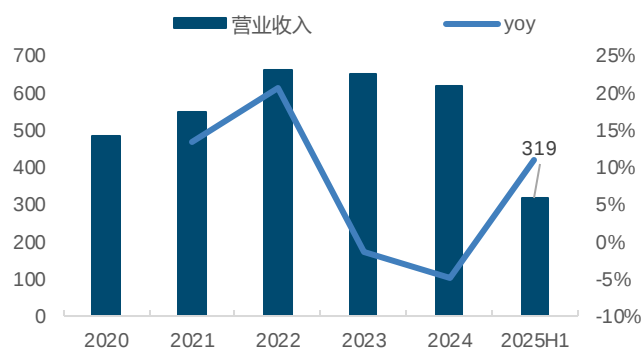
图表27: 血液透析机 23 年市场规模约 26 亿元



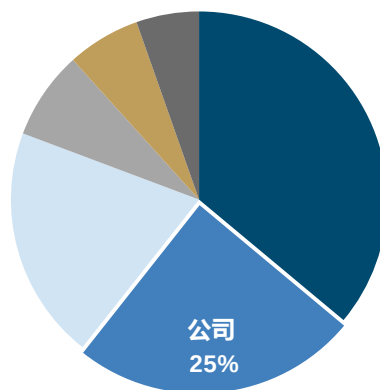
来源: 公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所



图表28：公司血液透析机收入稳步增长（百万元）



图表29：2023 年公司血液透析机市占率第二



来源：公司招股说明书、公司财报、国金证券研究所

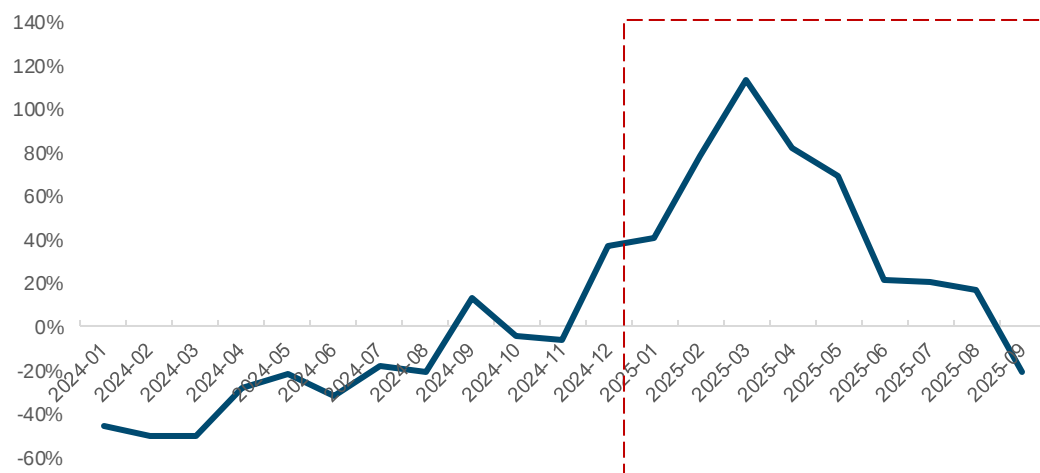
来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

增长驱动：1) 设备更新逐步落地，设备招标逐步恢复；2) 设备更新周期推动需求增长。

设备更新逐步落地，设备招标恢复。2024 年由于受到国内医药购销领域问题整治的事件影响，国内医疗设备采购需求量出现阶段性下降。2024 年 Q4 开始国内设备采购陆续转暖，去年积压采购项目陆续开标，2025 年以来院内医疗设备招标金额实现增长。

设备更新周期推动需求增长。血液透析机普遍适用的使用年限约为 10 年，而自 2016 年以来国内血透中心数量快速增加，形成了庞大的存量设备基础。加之公共卫生事件期间部分更新需求延后释放，共同促成了中短期内透析设备更换需求的集中显现，有望显著拉动市场增长。

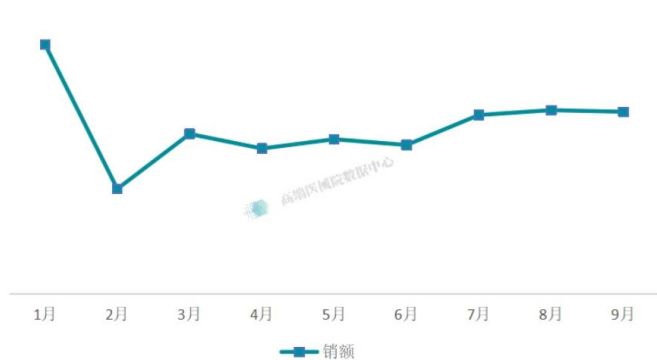
图表30：国内医疗设备招标金额同比加速，院内招标陆续恢复



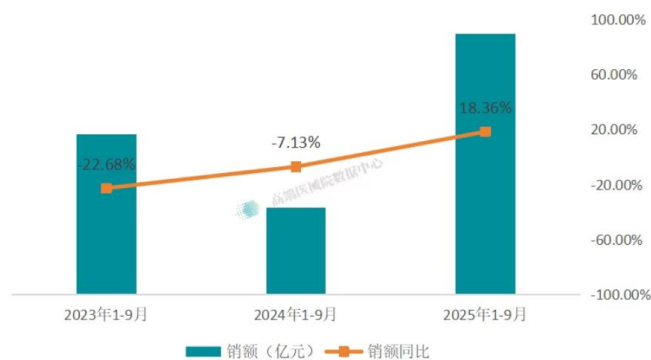
来源：众成数科、国金证券数字未来实验室、国金证券研究所



图表31：2025 年 1-9 月血透品类单月成交额回暖企稳



图表32：近 3 年 1-9 月血透设备销额与销额同比



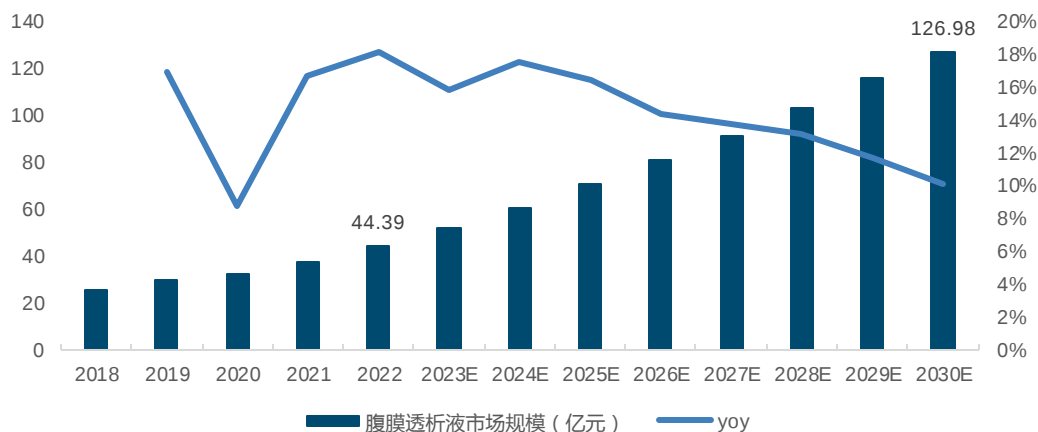
来源：高端医械数据中心、国金证券研究所

来源：高端医械数据中心、国金证券研究所

3.3、腹膜透析液：携手泰尔茂突破技术壁垒，特色产品有望驱动高速增长

腹膜透析是治疗急性肾损伤和慢性肾功能衰竭的有效肾脏替代治疗方法之一，而腹膜透析液是腹膜透析的重要组成部分。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年采用腹膜透析的治疗率约为 3.70%，预计至 2030 年将增至 7.53%。中国腹膜透析液市场保持稳步增长，市场规模由 2019 年的 29.64 亿元增长至 2023 年的 44.39 亿元，预计 2030 年市场规模将达到 126.98 亿元，2024 - 2030 年 CAGR 为 13.20%。行业竞争格局方面，目前国内腹膜透析液仍是以百特医疗为代表的外资厂商产品为主。

图表33：腹膜透析液 2022 年市场规模约 44 亿元



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

公司与国际血液净化领域的知名企业泰尔茂开展战略合作，共同设立了合资公司威高泰尔茂。在引入了全球领先的腹膜透析液技术同时，公司还获得了威高泰尔茂产品在中国大陆地区的独家销售权。

合作细节上，合资公司（威高泰尔茂）成立于 2012 年，公司持股 50%，泰尔茂中国持股 50%，合资期限为威高泰尔茂营业执照核发之日起 20 年。威高泰尔茂与威高销售法人(WPD，即威高腹膜透析)另行签订销售基本合同，仅向 WPD 供应并仅通过 WPD 销售合同产品。

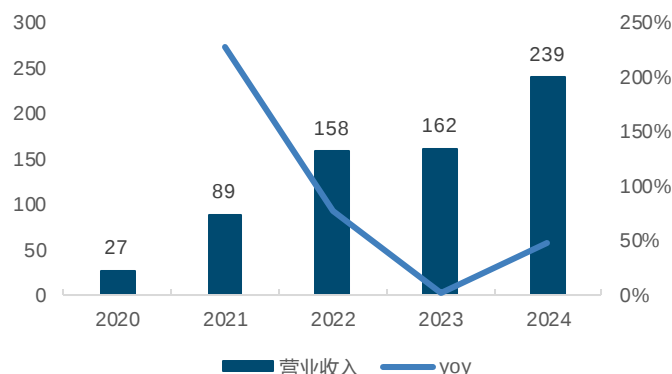
2020 至 2024 年，公司腹膜透析液业务收入 CAGR 实现 72.5%。截至 2025 年上半年，该业务收入已达 1.4 亿元，同比增长 37%。凭借威高泰尔茂品牌，公司于 2022 年在国内腹膜透析液市场中占据了 3.6% 的份额，位列行业第五。

公司的核心竞争优势在于其特色产品。威高泰尔茂研发的中性、低 GDP 双室袋腹膜透析液于 2022 年获得国家药品监督管理局 (NMPA) 批准上市，适用于慢性肾衰竭患者的腹膜透析治疗。该产品作为国内首个获批上市的中性腹膜透析液，自推出后便驱动了业务的快速增长。在 2024 年，这款产品带动公司腹膜透析液收入实现同比显著增长。随着临床对中性腹膜透析液认知度的提高和其应用的普及，公司有望凭借这一独特的产品力，在未来继

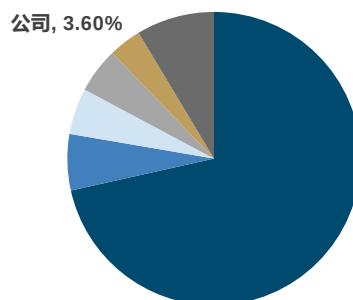


续保持高速增长。

图表34：公司血液透析液收入稳步增长（百万元）



图表35：2023 年公司在血液透析液市场市占率第五



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

盈利预测

我们按照公司各产品线对公司收入进行拆解,同时针对重要产品线的销量及单价进行预测。

此外,2025年10月17日威高血净筹划以发行股份的方式购买山东威高普瑞医药包装有限公司(威高普瑞)100%股权(本次交易)。本次交易完成后,威高普瑞将成为威高血净的全资子公司。由于目前本次交易仍处于筹划阶段,交易相关方尚未签署正式的交易协议,具体交易方案仍在协商论证中,因此我们暂未对相关业务进行预测。

- (1) **血液透析器**: 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,能够满足血液透析患者多样化的需求。截至2023年,公司血液透析器在国内市占率33%,份额第一。

量价拆解来看,在市场竞争日趋激烈以及部分地区的带量采购政策逐步深化下,我们预计公司血液透析器价格呈下降趋势2025-2027年产品价格同比-5%/-2%/-1%;2)量:我们认为带量采购政策有益于公司等产品创新性强、品类丰富、质控严格的行业优势企业实现持续增长,进一步提升市场集中度。我们预计在政策推动下,公司有望实现以价换量,预计2025-2027年产品销量同比+12%/+9%/+8%。

我们预计公司2025-2027年血液透析器的收入增速分别为6%/7%/6%;毛利率方面,集采后产品出厂价有所下降,考虑到公司规模效应仍有提升空间,因此我们预计血液透析器业务整体毛利率持平略降,2025-2027年毛利率为63%/62%/62%。

- (2) **血液透析机**: 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國大陸地区独家销售威高日机装及日机装品牌的血液透析机。截至2024年,公司独家销售的血液透析机型号主要包括DBB-EXA、DBB-EXA ESS和DBB-27C,均为经国家药监局批准的第三类医疗器械。截至2023年,公司血液透析机在国内市占率24.6%,份额第二。

2023年公司血液透析机收入略有下降,主要系2023年受国内医院整体采购预算调整影响,医院血液透析机采购金额有所下降,根据医械数据云统计数据,2023年医院血液/腹膜透析设备中标金额同比下滑18.9%。2024年相关影响延续。

量价拆解来看,1)价:我们预计公司血液透析机价格保持平稳,预计2025-2027年产品价格同比+1%/+0%/+0%;2)量:预计随设备更新逐步落地,设备招标逐步恢复,同时设备更新周期推动需求增长,公司血液透析机销售有望实现增长,预计2025-2027年产品销量同比+10%/+9%/+6%。

我们预计公司2025-2027年血液透析机的收入增速分别为11%/9%/6%;毛利率方面,我们预计公司整体血液透析机业务毛利率持平,2025-2027年分别为21%/21%/21%。

- (3) **血液透析管路**: 截至2024年底,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均为经国家药监局批准的第三类医疗器械产品。截至 2023 年，公司血液透析管路在国内市占率 32%，份额第一。

与血液透析器量价逻辑相似，但是由于带量采购实施前血液透析管路竞争已较为激烈，价格已经处于较低水平，带量采购前后血液透析管路价格下降金额较小，我们预计 2025-2027 年公司产品价格同比-4%/-2%/-1%；产品销量同比+12%/+9%/+7%。我们预计公司 2025-2027 年血液透析管路的收入增速分别为 8%/7%/6%，同时我们预计血液透析管路业务毛利率持平，2025-2027 年毛利率为 17%/17%/17%。

- (4) **透析配套产品：**围绕主要产品线，公司同步销售相关透析配套产品，包括血液灌流器、透析粉/液、穿刺针、腹膜透析用碘伏帽等，以更好的满足终端用户需要，提高用户粘性。

我们预计 2025-2027 年透析配套产品的收入增速分别为 3%/3%/3%；预计 2025-2027 年毛利率为 25%/25%/25%。

- (5) **腹膜透析液：**公司与国际血液净化知名企业泰尔茂合作，引入腹膜透析液世界领先技术，并在中国大陆地区独家销售与泰尔茂中国设立的合资公司威高泰尔茂生产的腹膜透析液产品。2022 年公司获威高泰尔茂品牌腹膜透析液在国内市场份额占比为 3.6%，位列全行业第五。

公司凭借 2022 年获批的、产品整体性能更优的中性腹膜透析液产品，带动 2024 年公司腹膜透析液收入同比高增。同时在价格相对较高的中性腹膜透析液收入增长带动下，公司腹膜透析液平均销售价格有所上升。我们预计公司腹膜透析液收入有望保持高增，2025-2027 年腹膜透析液的收入增速分别为 37%/35%/35%。此外，我们认为公司腹膜透析液业务成本端仍有优化空间，随规模效应提升，毛利率有望持续提升，预计 2025-2027 年毛利率为 26%/27%/28%。

- (6) **其他业务：**公司其他业务收入主要为其他贸易类产品的销售收入，以及租金收入、维修服务收入等。2025H1 公司其他业务收入实现收入 4151 万元（同比+20%），主要系公司持续深耕肾病科室，实施系统化学科战略，除常规的透析机、透析器、管路外，还服务于肾病科室的其他需求，部分产品因此实现较快增长。考虑到该业务基数较小且公司持续深挖肾病科室需求，我们预计其高增长态势将得以延续。我们预计 2025-2027 年其他业务的收入增速分别为 20%/20%/20%，预计 2025-2027 年毛利率为 20%/20%/20%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入同比增长分别为 9%/10%/9%，预计 2025-2027 年毛利率为 41%/41%/41%。



图表36：2025-2027 年公司收入预测

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,426	3,532	3,604	3,937	4,314	4,713
YOY%	17.7%	3.1%	2.0%	9.2%	9.6%	9.2%
总毛利	1,470	1,545	1,524	1,642	1,783	1,934
毛利率%	42.9%	43.7%	42.3%	41.7%	41.3%	41.0%
一、血液透析器	1,747	1,835	1,838	1,950	2,087	2,221
yoy	11%	5%	0%	6%	7%	6%
价格（元）	55.62	52.13	47.3	45	44	44
yoy	-4%	-6%	-9%	-5%	-2%	-1%
销量（个）	3,106	3,484	3,875	4,340	4,739	5,095
yoy	16%	12%	11%	12%	9%	8%
毛利	1154	1191	1151	1219	1300	1381
毛利率	66%	65%	63%	63%	62%	62%
二、血液透析机	661	652	620	689	751	796
yoy	21%	-1%	-5%	11%	9%	6%
价格（万元）	9.77	9.97	10.13	10	10	10
yoy	-1%	2%	2%	1%	0%	0%
销量（台）	6,760	6,535	6,118	6,730	7,335	7,776
yoy	0%	-3%	-6%	10%	9%	6%
毛利	144	144	122	145	158	167
毛利率	22%	22%	20%	21%	21%	21%
三、血液透析管路	415	435	495	535	571	605
yoy	17%	5%	14%	8%	7%	6%
价格（元）	13.79	13.45	12.69	12.25	12.00	11.88
yoy	17%	5%	14%	-4%	-2%	-1%
销量（个）	3006	3234	3900	4368	4761	5094
yoy	26%	8%	21%	12%	9%	7%
毛利	65	76	84	88	95	101
毛利率	16%	17%	17%	17%	17%	17%
四、透析配套产品	314	370	342	352	363	374
yoy	47%	18%	-8%	3%	3%	3%
毛利	51	82	93	88	91	93
毛利率	16%	22%	27%	25%	25%	25%
五、腹膜透析液	158	162	239	328	443	597
yoy	78%	2%	48%	37%	35%	35%
毛利	36	36	61	85	119	167
毛利率	23%	22%	25%	26.0%	27.0%	28.0%
六、其他业务	132	79	69	83	100	120
yoy	-1%	-40%	-12%	20%	20%	20%
毛利	20	17	14	17	20	24
毛利率	15%	21%	20%	20%	20%	20%

来源：公司公告、国金证券研究所

费用方面，公司销售费用主要由职工薪酬、市场教育及调研费、业务招待费、业务宣传费构成，我们预计带量采购下，公司销售费用率有望呈下降趋势。我们预计公司 2025-2027 年销售费用率为 16.8%/16.5%/16.3%。

公司管理费用主要由职工薪酬、折旧和摊销、咨询费、股权激励费用构成。我们预计公司管理费用率有望保持稳定。我们预计公司 2025-2027 年管理费用率为 5.0%/4.8%/4.6%。

公司在研发端持续加大投入，预计研发费用率呈上行趋势。我们预计公司 2025-2027 年管理费用率为 4.0%/4.1%/4.1%。

图表37：公司费用率预测（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	-687	-688	-630	-661	-710	-766
%销售收入	20.0%	19.5%	17.5%	16.8%	16.5%	16.3%
管理费用	-198	-169	-171	-195	-205	-217
%销售收入	5.8%	4.8%	4.7%	5.0%	4.8%	4.6%
研发费用	-183	-155	-165	-157	-177	-193
%销售收入	5.3%	4.4%	4.6%	4.0%	4.1%	4.1%

来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

投资收益方面，公司投资收益具体包括权益法核算的长期股权投资收益、交易性金融资产处置及在持有期间取得的投资收益/（损失）、票据贴现投资损失。

公司长期股权投资为对威高日机投资，公司血液透析机业务已占据较大市场份额且规模



持续扩张，受此带动威高日机装盈利情况良好，净资产持续增加进而正向增加公司长期股权投资金额。

此外，公司与泰尔茂的合资期限为威高泰尔茂营业执照核发之日起 20 年。考虑到公司腹膜透析液业务整体呈现增长趋势，且根据 2025 年 1 月公布的浙江省公立医疗机构第五批药品集中带量采购中选结果，威高泰尔茂品牌中性腹膜透析液成为中性腹膜透析液唯一中选品种，产品纳入集采后有望实现市占率进一步提升。长期来看，随公司腹膜透析液收入规模持续扩大，有望带动威高泰尔茂净利润进一步增加。

整体而言，我们预计 2025-2027 年公司投资收益保持在 3500 万元水平。

图表38：公司投资收益预测（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
投资收益	26	26	36	35	35	35

来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

我们采用相对估值法对公司进行估值。公司为血液净化领域平台型龙头，产品布局主要覆盖血液净化耗材、设备以及腹膜透析液，我们选取同为血液净化领域的健帆生物及山外山作为可比公司。同时我们选取产品同样为医疗器械板块的惠泰医疗、联影医疗作为可比公司。

2025-2027 四家企业市盈率平均数分别为 36、34、27 倍，采用相对估值法对公司进行估值。参考行业平均值，给予公司 2026 年 PE 34X，目标价 44.91 元人民币，给予“买入”评级。

图表39：可比公司估值（市盈率法）

代码	名称	市值 (亿元)	EPS					PE (倍)		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688410.SH	山外山	48.26	0.9	0.22	0.48	0.63	0.79	30.76	23.88	19.05
300529.SZ	健帆生物	173.14	0.54	1.03	1.07	1.31	1.57	22.20	18.12	15.08
688617.SH	惠泰医疗	395.47	7.99	6.91	5.82	7.33	9.35	55.71	44.19	34.67
688271.SH	联影医疗	1,185.39	2.4	1.53	2.32	2.88	3.58	62.01	49.89	40.18
平均数								36.22	34.02	27.25
603014.SH	威高血净	160.63	1.19	1.21	1.20	1.32	1.46	32.18	29.11	26.42

来源：同花顺 iFind、国金证券研究所。注：健帆生物、惠泰医疗采用国金证券研究所最新研报预测值，山外山、联影医疗采用同花顺一致预期，市值截至 25 年 10 月 28 日。

五、风险提示

合资企业合作关系风险：

- 威高日机装：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。公司获得威高日机装及日机装品牌的授权，在中国大陆地区独家销售其血液透析机。合作细节上，合资公司（威高日机装）成立于 2010 年，其中公司直接持股 51%，日机装持股 49%，并以权益法进行后续计量。合作职责上，公司按照威高日机装的销售计划，购买威高日机装生产的以中国国内为出货地的全部人工透析装置以及其外围设备及关联设备，作为总经销商，公司负责自行或通过威高集团向中国国内进行转售。公司长期股权投资为对威高日机装投资，公司血液透析机业务已占据较大市场份额且规模持续扩张，受此带动威高日机装盈利情况良好，净资产持续增加进而正向增加公司长期股权投资金额。截至 2024 年末威高日机装向公司进行现金分红 5100 万元。
- 威高泰尔茂：公司与国际血液净化领域的知名企业泰尔茂开展战略合作，共同设立了合资公司威高泰尔茂。在引入了全球领先的腹膜透析液技术同时，公司还获得了威高泰尔茂产品在中国大陆地区的独家销售权。合作细节上，合资公司（威高泰尔茂）成立于 2012 年，公司持股 50%，泰尔茂中国持股 50%，合资期限为威高泰尔茂营业执照核发之日起 20 年。威高泰尔茂与威高销售法人（WPD，即威高腹膜透析）另行签订销售基本合同，仅向 WPD 供应并仅通过 WPD 销售合同产品。公司对威高泰尔茂的长期



股权投资已于 2019 年末因威高泰尔茂持续经营亏损而按比例承担亏损减至零，公司对威高泰尔茂不负有承担额外损失义务，故在确认其发生的净亏损时，对威高泰尔茂净投资的长期权益减记至零为限。

根据公司与合营方签订的合作协议等，威高日机装及威高泰尔茂授权公司及子公司在中国大陆地区独家销售其各自相关产品。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。

市场竞争加剧风险：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。

集采风险：目前全国以省级为单位开展血液透析器、血液透析管路带量采购的省份主要有黑龙江、辽宁、安徽、河南等，公司相关产品已在上述地区中标；全国以省级为单位开展腹膜透析液带量采购的省份主要有广东、山西、河南等，公司在国内独家销售的腹膜透析液产品未在上述地区中标。带量采购实施后，公司相关产品中标入院存在一定不确定性，且入院价格面临一定下降压力，进而可能传导至公司产品出厂价格。未来，随着公司相关产品带量采购实施区域不断增加，可能存在公司产品未在相关带量采购中中标或中标数量不达预期；或者公司产品中标后销售数量上升、期间费用下降，但仍不足以弥补产品价格下降带来的影响。

并购整合不及预期的风险：公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。

股权集中的风险：截至 2025H1 威高集团持股比例 41.75%、山东威高集团医用高分子制品股份有限公司持股比例 23.9%、威海凯德信息技术中心（有限合伙）持股比例 9.69%，除此之外，无其他持股超过 5%以上的股东。若公司实际控制人通过个人影响力或其他方式对公司重要决策实施不当控制，做出不利公司的决定，则可能会影响公司业务经营并损害中小投资者权益。

关联交易占比较大风险：截至 2025H1 公司向关联方购买商品/接受劳务金额为 4.34 亿元，主要内容为向公司合营企业威高日机装和威高泰尔茂采购透析机及腹膜透析液，占当期营业成本 42%。公司具有独立、完整的业务体系，能够独立进行经营决策，并且已经建立了关联交易相关管理制度，严格规定并执行了重大关联交易的审批程序，关联交易定价公允，但如果后续公司内部控制措施不能得到有效执行，公司关联方有可能通过关联交易对公司及中小股东利益产生不利影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,426	3,532	3,604	3,937	4,314	4,713
增长率		3.1%	2.0%	9.2%	9.6%	9.2%
主营业务成本	-1,956	-1,987	-2,080	-2,295	-2,532	-2,779
%销售收入	57.1%	56.3%	57.7%	58.3%	58.7%	59.0%
毛利	1,470	1,545	1,524	1,642	1,783	1,934
%销售收入	42.9%	43.7%	42.3%	41.7%	41.3%	41.0%
营业税金及附加	-43	-43	-50	-55	-60	-66
%销售收入	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-687	-688	-630	-661	-710	-766
%销售收入	20.0%	19.5%	17.5%	16.8%	16.5%	16.3%
管理费用	-198	-169	-171	-195	-205	-217
%销售收入	5.8%	4.8%	4.7%	5.0%	4.8%	4.6%
研发费用	-183	-155	-165	-157	-177	-193
%销售收入	5.3%	4.4%	4.6%	4.0%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	360	489	508	573	631	692
%销售收入	10.5%	13.9%	14.1%	14.5%	14.6%	14.7%
财务费用	-9	4	6	5	8	13
%销售收入	0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-28	-22	-47	-40	-40	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	26	26	36	35	35	35
%税前利润	7.2%	4.9%	6.6%	6.0%	5.4%	4.9%
营业利润	377	527	552	592	654	720
营业利润率	11.0%	14.9%	15.3%	15.0%	15.2%	15.3%
营业外收支	-11	-3	-7	-5	-5	-5
税前利润	366	524	546	587	649	715
利润率	10.7%	14.8%	15.1%	14.9%	15.0%	15.2%
所得税	-51	-82	-96	-88	-97	-107
所得税率	13.9%	15.6%	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	315	442	449	499	552	608
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	315	442	449	499	552	608
净利率	9.2%	12.5%	12.5%	12.7%	12.8%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	315	442	449	499	552	608
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	273	267	293	273	281	287
非经营收益	-21	-16	-32	33	-30	-30
营运资金变动	108	-432	-148	-209	-70	-74
经营活动现金净流	674	261	561	596	733	791
资本开支	-272	-226	-175	-169	-167	-167
投资	10	38	-260	-11	0	0
其他	19	1	56	35	35	35
投资活动现金净流	-242	-188	-379	-145	-132	-132
股权募资	624	0	0	1	0	0
债权募资	-758	-35	3	-3	0	0
其他	-88	-12	-19	-147	-167	-188
筹资活动现金净流	-222	-47	-15	-150	-167	-188
现金净流量	213	27	166	301	434	471

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	589	646	818	1,119	1,552	2,023
应收款项	1,127	948	950	1,022	1,114	1,210
存货	661	900	757	849	936	1,028
其他流动资产	62	158	451	435	438	441
流动资产	2,440	2,653	2,977	3,425	4,040	4,701
%总资产	38.1%	39.7%	42.6%	47.1%	52.0%	56.6%
长期投资	194	286	235	246	246	246
固定资产	3,350	3,325	3,377	3,320	3,226	3,125
%总资产	52.3%	49.8%	48.3%	45.6%	41.5%	37.6%
无形资产	314	314	303	279	256	232
非流动资产	3,970	4,029	4,014	3,853	3,735	3,609
%总资产	61.9%	60.3%	57.4%	52.9%	48.0%	43.4%
资产总计	6,410	6,682	6,990	7,278	7,774	8,310
短期借款	44	10	9	5	5	5
应付款项	1,059	858	638	751	816	882
其他流动负债	540	587	665	491	538	589
流动负债	1,643	1,454	1,312	1,248	1,360	1,476
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	100	91	82	81	80	80
负债	1,743	1,545	1,393	1,328	1,440	1,556
普通股股东权益	4,667	5,136	5,597	5,949	6,334	6,754
其中：股本	370	370	370	418	418	418
未分配利润	522	917	1,326	1,678	2,063	2,483
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,410	6,682	6,990	7,278	7,774	8,310

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.851	1.194	1.214	1.195	1.321	1.455
每股净资产	12.605	13.872	15.116	14.241	15.162	16.168
每股经营现金净流	1.821	0.705	1.516	1.427	1.754	1.895
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.353	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	6.75%	8.61%	8.03%	8.39%	8.71%	9.00%
总资产收益率	4.91%	6.62%	6.43%	6.86%	7.10%	7.32%
投入资本收益率	6.58%	8.03%	7.46%	8.18%	8.46%	8.71%
增长率						
主营业务收入增长率	17.71%	3.09%	2.03%	9.24%	9.58%	9.24%
EBIT 增长率	11.23%	35.97%	3.82%	12.73%	10.16%	9.75%
净利润增长率	21.22%	40.36%	1.65%	11.09%	10.54%	10.18%
总资产增长率	7.91%	4.24%	4.61%	4.11%	6.82%	6.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	101.3	96.2	89.0	88.0	87.5	87.0
存货周转天数	114.0	143.4	145.4	135.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	101.6	114.6	86.6	74.0	73.0	72.0
固定资产周转天数	298.4	274.6	264.2	231.0	197.8	168.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.68%	-13.76%	-20.36%	-24.26%	-29.62%	-34.76%
EBIT 利息保障倍数	41.9	-115.6	-85.7	-126.1	-76.1	-54.0
资产负债率	27.19%	23.13%	19.93%	18.25%	18.52%	18.73%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究