

血液净化行业龙头，有望进军生物制药上游领域

核心观点

公司是国内血液净化行业龙头公司，血透耗材及设备产品在国内市占率领先。公司三季报业绩符合预期。展望 Q4 及明年，公司有望实现血透设备、耗材业务的稳健增长，维持国内行业领先地位。公司公告拟收购预灌封领域龙头威高普瑞，有望结合威高血净在生物医用膜领域的技术优势和威高普瑞的渠道和品牌优势，发挥二者的协同效应，在药包业务带来业绩增量的同时，公司有望拓展生物制药上游新业务，形成第二增长曲线。

事件

公司发布 2025 年三季报

2025 年前三季度公司实现营收 27.36 亿元（+3.45%），归母净利润 3.41 亿元（+7.92%），扣非归母净利润 3.33 亿元（+6.69%）。基本每股收益 0.85 元/股。

简评

业绩符合预期，血液净化龙头前三季度实现增长稳健

2025 年前三季度公司实现营收 27.36 亿元（+3.45%），归母净利润 3.41 亿元（+7.92%），扣非归母净利润 3.33 亿元（+6.69%）。Q3 单季度营收 9.71 亿元（-4.65%），归母净利润 1.21 亿元（+4.15%），扣非归母净利润 1.19 亿元（+1.74%）。业绩符合预期，公司前三季度实现收入、利润平稳增长；Q3 单季度收入下降主要由于部分地区血透耗材集采周期届满，血液透析器及管路销量 Q3 同比有所下降。

威高血净是国内血液净化器械领域龙头企业，主要产品包括血液透析器、血液透析管路、血液透析机、腹膜透析液等。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年公司在国内血液透析器领域的市占率为 32.5%，位列全行业第一；在国内血液透析管路领域市占率为 31.8%，位列全行业第一。公司获授权独家销售的威高日机装及日机装品牌血液透析机在国内市场份额为 24.6%，位列全行业第二。

威高血净 (603014. SH)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期：2025 年 11 月 17 日

当前股价：41.58 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.42/5.83	1.56/-6.77	/
12 月最高/最低价 (元)		46.53/35.59
总股本 (万股)		41,775.41
流通 A 股 (万股)		3,936.73
总市值 (亿元)		173.70
流通市值 (亿元)		16.37
近 3 月日均成交量 (万)		443.95
主要股东		
威高集团有限公司		41.11%

股价表现



拟收购威高普瑞进军生物制药上游领域，在生物医用膜领域拥有深厚的技术积累

2025 年 10 月 18 日，公司公告筹划以发行股份的方式购买威高普瑞 100% 股权。11 月 1 日，公司公告了《发行股份购买资产暨关联交易预案》，确定发行股份的价格为 31.29 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 80%。威高普瑞聚焦预灌封给药系统及自动安全给药系统等医药包材领域。根据中国医药包装协会数据，2022-2024 年，威高普瑞预灌封产品在国内市场份额均超过 50%，位列国内市场第一，在国际市场销量位列行业前五。

威高血净是国内较早血液透析用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。公司围绕中空纤维过滤拥有中空纤维型透析膜制造技术、透析膜安全指标控制技术、透析膜孔径检测技术等核心技术，并系统性建立了具有多领域研发转化能力的生物医用膜技术平台。目前公司已实现了中空纤维切片过滤、中空纤维病毒过滤器等生物制药滤器的技术研发与产品试制，未来有望进一步拓展生物制药上游业务。通过收购威高普瑞，威高血净有望结合其在生物医用膜领域的技术优势和威高普瑞依托预灌封系统建立的渠道和品牌优势，发挥二者的协同效应。

展望 Q4 及明年，血液净化设备及耗材业务有望保持稳健增长，并购落地后有望形成第二增长曲线

展望 Q4，公司有望实现血透设备、耗材业务的稳健增长，维持国内行业领先地位。根据 CNRDS（血液净化病例信息登记系统）数据，截至 2024 年末，我国血液透析患者约 102.7 万人，同比增长 12%，预计血透行业需求有望维持增长趋势。展望明年，公司收购威高普瑞落地后，药包业务有望带来业绩增量，同时公司有望拓展生物制药上游新业务，形成第二增长曲线。

毛利率小幅下降，销售费用率有所改善

公司前三季度销售毛利率 40.69% (-1.73pp)，毛利率下降预计主要受耗材集采降价影响。销售费用率 16.30% (-1.63pp)，预计主要受益于集采后销售费用的下降；管理费用率 4.84% (+0.15pp)，研发费用率 3.86% (-0.75pp)，财务费用率 0.02% (+0.10pp)，均基本保持稳定。前三季度经营活动产生的现金流量净额 4.85 亿元，同比增长 63.33%，主要系本期购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。三季度末公司应收账款 8.86 亿元，较年初增长 3.37%。其他财务指标基本正常。

血液净化龙头地位稳固，生物制药上游新业务有望带来新的增长点

短期来看，血液净化耗材集采逐步出清，血透设备公司市场份额保持领先，血液净化业务有望保持稳健增长。展望未来，公司收购威高普瑞落地后有望拓展生物制药上游新业务，形成第二增长曲线。考虑到公司收购事项尚未完成，以下盈利预测主要基于对公司内生业务的预测：预计公司 2025-2027 年实现收入 37.84 亿元、41.65 亿元、45.96 亿元，同比增长 5.0%、10.1%、10.3%；归母净利润分别为 4.85 亿元、5.36 亿元、5.92 亿元，同比增长 7.9%、10.5%、10.5%。首次覆盖，给予买入评级。

风险分析

- 1) 新品研发不及预期：公司持续在血液净化领域进行研发投入推动产品升级，同时积极布局生物制药上游领域，若新产品研发进度不及预期，可能对业绩增长带来不利影响；
- 2) 市场需求下降风险：若国内血液透析患者数量增速放缓，或由于医保控费、医院资金紧张等因素导致对血液净化设备需求下降，可能导致公司主要产品销售情况不及预期，可能对公司业务带来不利影响；
- 3) 行业竞争加剧风险：公司部分产品在国内市占率较高，若未来国产企业竞争加剧，可能导致公司市场份额提升不及预期；
- 4) 海外市场风险：地缘政治风险及关税政策可能影响公司海外收入增速，汇率波动可能对公司业绩产生影响；
- 5) 公司并购事项尚未完成，若并购项目无法顺利落地，可能对公司未来增长前景带来不利影响；
- 6) 部分政策具有不可预测性，海外业务受地缘政治、汇率波动等多方面因素有关，我们的盈利预测存在无法达到的可能性。
- 7) 敏感性分析：在悲观预期下，假设由于行业竞争加剧、政策影响等因素，2025 年-2027 年收入增速由 5.0%/10.1%/10.3% 下修至 0%/5%/5%，归母净利润增速将由 7.9%/10.5%/10.5% 变为 3.3%/6.1%/5.8%。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,604	3,784	4,165	4,596
增长率(%)	2.0%	5.0%	10.1%	10.3%
归属母公司股东净利润	449	485	536	592
增长率(%)	1.7%	7.9%	10.5%	10.5%
每股收益(元)	1.21	1.16	1.28	1.42
市盈率(P/E)	34	36	32	29

资料来源：Wind，中信建投 注：收盘日期截至 2025 年 11 月 14 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	589	646	818	1611	2087	2639
应收款项	1078	891	923	1038	1087	1212
存货净额	661	900	757	854	988	1056
其他流动资产	111	145	149	145	167	183
流动资产合计	2440	2653	2977	3978	4659	5421
固定资产	3350	3325	3377	3289	3230	3204
无形资产及其他	298	303	296	284	272	260
投资性房地产	196	230	198	198	198	198
长期股权投资	127	171	143	163	185	209
资产总计	6410	6682	6990	7912	8544	9292
短期借款及交易性金融负债	44	10	9	21	21	17
应付款项	711	649	419	660	679	712
其他流动负债	888	796	884	1087	1178	1320
流动负债合计	1643	1454	1312	1768	1878	2048
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	100	91	82	72	63	53
长期负债合计	100	91	82	72	63	53
负债合计	1743	1545	1393	1840	1940	2102
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	4667	5136	5597	6072	6604	7190
负债和股东权益总计	6410	6682	6990	7912	8544	9292
利润表（百万元）						
营业收入	3426	3532	3604	3784	4165	4596
营业成本	1956	1987	2080	2261	2524	2808
营业税金及附加	43	43	50	49	54	61
销售费用	381	324	335	628	666	712
管理费用	198	169	171	345	370	407
财务费用	9	(4)	(6)	(21)	(32)	(42)
投资收益	26	26	36	29	30	32
资产减值及公允价值变动	(3)	(2)	(8)	(4)	(5)	(6)
其他收入	(487)	(509)	(449)	35	38	40
营业利润	377	527	552	582	646	716
营业外净收支	(11)	(3)	(7)	(7)	(6)	(6)
利润总额	366	524	546	575	640	710
所得税费用	51	82	96	90	105	118
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	315	442	449	485	536	592

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表（百万元）						
净利润	315	442	449	485	536	592
资产减值准备	3	(0)	6	24	(0)	(0)
折旧摊销	234	233	233	302	343	365
公允价值变动损失	3	2	8	4	5	6
财务费用	9	(4)	(6)	(21)	(32)	(42)
营运资本变动	233	(283)	(5)	250	(105)	(45)
其它	(3)	0	(6)	(24)	0	0
经营活动现金流	785	394	685	1041	779	918
资本开支	(359)	(197)	(274)	(231)	(277)	(332)
其它投资现金流	16	(70)	(260)	0	0	0
投资活动现金流	(365)	(311)	(506)	(251)	(299)	(356)
权益性融资	3	1	0	0	0	0
支付股利、利息	(19)	(0)	0	(10)	(4)	(5)
其它融资现金流	(127)	(25)	(8)	12	0	(4)
融资活动现金流	(161)	(25)	(8)	2	(4)	(9)
现金净变动	259	57	172	793	476	552
货币资金的期初余额	330	589	646	818	1611	2087
货币资金的期末余额	589	646	818	1611	2087	2639

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk