

# Q3 收入增长提速，海外业务与高附加值产品驱动成长

维力医疗 (603309.SH)

## 核心观点

公司 2025Q3 业绩符合预期，收入增长环比上半年加速，预计是国内低基数效应叠加海外业务增长。展望 Q4 和明年，海外市场印尼工厂投产在即，墨西哥工厂正在推进建设，有助于保障地缘政治和关税风险下的现有订单，并帮助公司获取因供应链转移而产生的新增订单，推动海外业务稳健增长；重庆和多省联盟正在筹备泌尿外科产品集采，公司作为国产龙头，若能较好地把握集采机遇，将加速进口产品的替代，提升市场份额。

## 事件

### 公司发布 2025 年三季度报

公司 2025 年前三季度实现营收 11.91 亿元、同比增长 12.33%，归母净利润 1.92 亿元、同比增长 14.94%，扣非归母净利润 1.84 亿元、同比增长 15.22%，EPS 为 0.65 元、同比增长 14.04%。

## 简评

### 业绩符合预期，Q3 收入增长加速

2025 年前三季度公司实现营收 11.91 亿元、同比增长 12.33%，归母净利润 1.92 亿元、同比增长 14.94%，扣非归母净利润 1.84 亿元、同比增长 15.22%。Q3 单季度实现营收 4.46 亿元、同比增长 16.09%，归母净利润 0.71 亿元、同比增长 16.31%，扣非归母净利润 0.67 亿元、同比增长 13.17%。业绩符合预期，Q3 收入增长环比上半年加速，预计是国内低基数效应叠加海外业务增长。

### 产品结构持续优化，海外毛利率显著提升

公司“从低耗到高耗”的产品升级战略成效显著，近年来高毛利产品的收入占比逐年提升，目前高毛利产品占整体营业收入的比例已突破 20%，预计未来将进一步提升。2023 年以来，公司加大泌外产品的出海力度，组建专业团队进行海外业务拓展，近两年泌外产品外销收入持续实现高速增长。同时，随着公司海外

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

华冉

huanan@csc.com.cn

010-56135321

SAC 编号:S1440525100002

发布日期：2025 年 11 月 25 日

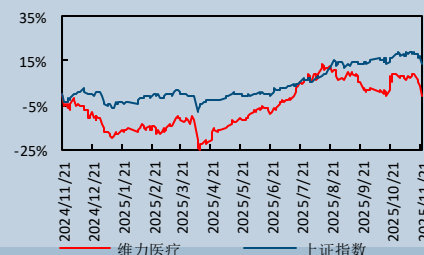
当前股价：13.17 元

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
-2.37/-1.62	-11.67/-13.49	-1.27/-15.14
12 月最高/最低价 (元)		15.04/10.47
总股本 (万股)		29,187.14
流通 A 股 (万股)		29,187.14
总市值 (亿元)		38.44
流通市值 (亿元)		38.44
近 3 月日均成交量 (万)		525.55
主要股东：高博投资(香港)有限公司		31.42%

### 股价表现



大客户定制化项目的不断落地，海外业务产品结构不断优化，高毛利产品占比不断提升。目前公司在研的产品以高附加值、高毛利产品为主，随着新产品的不断上市，未来公司产品结构和业务结构都将进一步优化，公司高毛利产品的占比有望持续提升。

### 海外产能布局稳步推进，印尼工厂投产在即

为应对关税波动和满足大客户需求，公司积极布局海外产能。公司印尼工厂正处于建设及产品前期认证阶段，预计将在 2026 年 Q1 末开始逐步出货。印尼工厂一期产能主要供应美国大客户，主要生产导尿管和吸引连接管，后续可能会根据市场需求增加麻醉类产品如喉罩、气管插管等。印尼工厂正式投产后，预计将对公司外销订单量的增长带来积极的推动作用。截至 2025 年 6 月底，公司已经完成墨西哥生产基地的土地购买手续和项目规划设计，正在积极推进厂房建设各项工作。

### 展望 Q4 和明年，海外工厂投产叠加国内泌尿集采共同驱动增长

展望 Q4 和明年，海外市场印尼工厂投产在即，墨西哥工厂正在推进建设，有助于保障地缘政治和关税风险下的现有订单，并帮助公司获取因供应链转移而产生的新增订单，推动海外业务稳健增长；重庆和多省联盟正在筹备泌尿外科产品集采，公司作为国产龙头，若能较好地把握集采机遇，将加速进口产品的替代，提升市场份额。

### Q3 毛利率短期承压，费用率持续优化

2025Q3 公司毛利率 42.75%、同比降低 1.57 个百分点，预计是国内市场毛利率受集采影响有所下滑，同时海外业务占比提升而该业务毛利率较低，拉低整体毛利率水平。销售费用率 9.37%、同比降低 1.51 个百分点，管理费用率 8.08%、同比降低 1.1 个百分点，研发费用率 5.52%、同比降低 0.65 个百分点，财务费用率 0.86%、同比降低 0.51 个百分点，费用管控效果明显。经营活动产生的现金流量净额 1.26 亿元、同比增长 249.14%，现金流状况良好。

### 盈利预测与估值

短期来看，公司增长动力主要来自海外业务的稳健增长和高附加值产品占比的持续提升，印尼工厂投产将为海外业务提供新动能，公司如抓住未来国内泌尿产品集采机会，将有望带来市场份额的显著提升；中长期看，公司“低耗向高耗”的产品升级战略与全球化产能布局有望持续夯实其行业地位与盈利能力。我们预测 2025-2027 年，公司营业收入分别为 17.35、20.28 和 23.35 亿元，分别同比增长 14.95%、16.88%和 15.16%；归母净利润分别为 2.62、3.11 和 3.70 亿元，分别同比增长 19.25%、18.96%和 18.98%。根据 2025 年 11 月 21 日收盘价计算，对应 2025-2027 年 PE 分别为 14.69、12.35 和 10.38 倍，首次覆盖给出“买入”评级。

表 1: 财务摘要 (百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,387.74	1,509.34	1,735.00	2,027.86	2,335.32
增长率(%)	1.79	8.76	14.95	16.88	15.16
归属母公司股东净利润	192.49	219.39	261.63	311.23	370.31
增长率(%)	15.56	13.98	19.25	18.96	18.98
每股收益 EPS(元)	0.66	0.75	0.90	1.07	1.27
市盈率(P/E)	19.97	17.52	14.69	12.35	10.38

资料来源: iFind, 中信建投证券, 注: 市盈率以 2025/11/21 收盘价计算

## 风险分析

- 1) 海外关税与汇率风险: 美国为公司重要出口市场, 若关税上调或贸易摩擦加剧, 将削弱境内生产对美出口的价格优势并冲击需求; 同时公司境外销售以美元计价, 人民币汇率双向波动亦可能对利润造成影响。
- 2) 集采与医保控费政策风险: 医疗器械集采与医保控费常态化推进, 若后续集采范围扩大或降价幅度超预期, 将对公司相关产品价格与利润形成压力, 且未中标亦存在区域性放量受限风险。
- 3) 创新产品研发与商业化推广不及预期: 创新器械研发周期长、存在技术实现与进度不确定性; 一旦研发失败或滞后, 将影响新品储备与业绩兑现节奏。
- 4) 产品质量控制与产品责任风险: 医疗器械直接关系患者安全, 监管趋严背景下, 公司若质量体系运行不稳或发生质量事件, 可能引致召回、赔偿与声誉受损, 进而影响持续经营与国际认证资质维护。
- 5) 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, 2025-2027 年收入增速由 14.95%/16.88%/15.16% 下修至 14%/15%/14%, 归母净利润增速将由 19.25%/18.96%/18.98% 变为 18.27%/17.12%/17.85%。
- 6) 以上部分风险具有不可预测性(如地缘政治和国际贸易形势变化、公司改变经营计划等), 我们的盈利预测因此有一定不达预期的风险。

**表 2:财务报表 (百万元)**

资产负债表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	817.39	886.06	996.41	1,281.20	1,592.81
现金	302.87	287.64	371.07	584.66	822.01
应收票据及应收账款合计	190.26	209.81	200.50	234.34	269.87
其他应收款	11.88	9.99	12.91	15.09	17.38
预付账款	12.21	6.87	11.13	13.01	14.98
存货	143.04	168.61	193.15	223.90	255.72
其他流动资产	157.12	203.14	207.66	210.20	212.86
非流动资产	1,787.89	1,954.62	1,762.60	1,567.22	1,379.56
长期投资	109.89	109.19	109.19	109.19	109.19
固定资产	521.46	525.04	410.09	291.78	170.10
无形资产	167.74	181.71	137.16	92.61	48.05
其他非流动资产	988.81	1,138.67	1,106.16	1,073.65	1,052.21
资产总计	2,605.28	2,840.68	2,759.01	2,848.42	2,972.37
流动负债	441.20	531.79	460.68	534.66	611.20
短期借款	90.07	110.07	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	158.70	218.83	225.52	261.43	298.58
其他流动负债	192.42	202.89	235.16	273.23	312.63
非流动负债	327.17	405.82	295.54	192.34	98.61
长期借款	286.84	357.19	246.90	143.71	49.98
其他非流动负债	40.33	48.63	48.63	48.63	48.63
负债合计	768.37	937.61	756.22	727.00	709.82
少数股东权益	19.82	18.10	33.02	50.77	71.89
股本	293.16	292.87	292.87	292.87	292.87
资本公积	650.73	644.82	644.82	644.82	644.82
留存收益	873.21	947.29	1,032.08	1,132.95	1,252.97
归属母公司股东权益	1,817.10	1,884.98	1,969.77	2,070.64	2,190.66
负债和股东权益	2,605.28	2,840.68	2,759.01	2,848.42	2,972.37
利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,387.74	1,509.34	1,735.00	2,027.86	2,335.32
营业成本	750.92	837.19	961.89	1,115.07	1,273.50
营业税金及附加	15.81	16.31	18.82	21.99	25.33
销售费用	158.43	158.22	173.50	208.87	240.54
管理费用	133.63	129.92	144.00	168.31	193.83
研发费用	94.92	111.11	104.10	125.73	144.79
财务费用	5.03	2.15	15.89	7.80	2.24

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

资产减值损失	-11.72	-9.27	-16.05	-18.76	-21.60
信用减值损失	-0.04	-0.02	0.16	0.19	0.21
其他收益	12.90	12.61	11.62	11.62	11.62
公允价值变动收益	0.08	0.62	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.53	6.69	8.65	8.65	8.65
资产处置收益	0.09	0.43	0.19	0.19	0.19
营业利润	238.84	265.50	321.36	381.98	454.17
营业外收入	0.29	0.35	0.38	0.38	0.38
营业外支出	1.83	2.80	2.05	2.05	2.05
利润总额	237.30	263.04	319.70	380.31	452.51
所得税	32.70	34.57	43.15	51.33	61.07
净利润	204.60	228.47	276.55	328.98	391.43
少数股东损益	12.12	9.08	14.92	17.75	21.12
归属母公司净利润	192.49	219.39	261.63	311.23	370.31
EBITDA	328.72	351.32	527.61	583.49	642.40
EPS (元)	0.66	0.75	0.90	1.07	1.27
现金流量表					
经营活动现金流	231.96	313.89	490.21	528.65	577.31
净利润	204.60	228.47	276.55	328.98	391.43
折旧摊销	86.39	86.13	192.02	195.38	187.66
财务费用	5.03	2.15	15.89	7.80	2.24
投资损失	-8.53	-6.69	-8.65	-8.65	-8.65
营运资金变动	-72.51	-14.64	12.05	2.78	2.27
其他经营现金流	16.98	18.47	2.35	2.35	2.35
投资活动现金流	-324.45	-255.65	6.30	6.30	6.30
资本支出	347.00	307.43	0.00	0.00	0.00
长期投资	15.19	50.89	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-686.64	-613.97	6.30	6.30	6.30
筹资活动现金流	11.66	-67.71	-413.08	-321.36	-346.26
短期借款	-25.75	20.00	-110.07	0.00	0.00
长期借款	149.82	70.35	-110.29	-103.20	-93.73
其他筹资现金流	-112.41	-158.06	-192.72	-218.16	-252.53
现金净增加额	-79.12	-7.60	83.43	213.59	237.35

资料来源: iFind, 中信建投证券

## 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。

### 华冉

医疗器械与服务团队分析师，清华大学公共管理博士，覆盖家用器械、低值耗材、医疗服务行业和脑机接口、AI 医疗板块。

**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