



## 25年业绩稳健增长，盈利能力持续改善

### 投资要点

- **事件：**公司发布2025年年报，实现营业收入16.40亿元(+9.31%)，归母净利润2.65亿元(+16.51%)，扣非归母净利润2.42亿元(+15.15%)。2026年Q1公司实现营业收入4.09亿元(+13.39%)，归母净利润0.68亿元(+27.23%)，扣非归母净利润0.61亿元(+21.26%)。
- **25年业绩稳健增长，盈利能力持续改善。**分季度看，2025年Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为3.61/4.00/4.07/4.73亿元，归母净利润分别为0.54/0.61/0.70/0.80亿元，业绩增长主要由血液净化业务驱动。从盈利能力看，2025年毛利率为36.02%(+0.69pp)，销售费用率为4.75%(-0.85pp)，主要系集采深入实施，市场推广投入相应减少；管理费用率为7.47%(+0.28pp)，主要受股份支付及无形资产摊销增加影响；研发费用率为4.59%(+0.33pp)。公司利润增速快于收入增速，整体盈利能力有所提升。2026年Q1利润端增速27.23%，显著快于收入增速13.39%，业绩表现亮眼。从盈利能力看，Q1毛利率为37.1%(同比提升约2.5pp)，主要系高毛利的湿膜透析器等新产品放量带来的产品结构优化。
- **血液净化业务为核心增长引擎，海外市场拓展迅速。**分业务来看，2025年血液净化类产品收入13.61亿元，同比增长11.80%，占总收入比重提升至82.95%。增长主要系优势产品血液透析器、血液透析浓缩液/粉、血液透析管路等经营业绩保持较好增长，同时湿膜透析器、透析液过滤器等新品成为新的业绩增长点。给药器具类产品收入1.70亿元，同比下降10.39%。心胸外科类收入0.73亿元，同比增长1.19%。值得注意的是，公司海外业务实现营业收入3.69亿元，同比增长34.56%，成为公司业绩增长的重要驱动力。截至2025年底，公司持有107项医疗器械产品注册证。
- **集采续标价格稳定，湿膜透析器有望快速放量。**公司产品在“二十三省”血液透析耗材联盟集采、“京津冀3+N”血液透析耗材联盟集采等项目中均有中选，集采的全面落地带动了产品放量，市场份额进一步提升。新一轮集采续标延续了上一轮中选价，未再降价，为市场价格提供了稳定预期。公司新产品湿膜透析器作为国产首证产品，已顺利进入“二十三省”血液透析类医用耗材接续采购增补中选产品目录。
- **盈利预测与投资建议。**预计2026~2028年归母净利润分别为2.9、3.3、3.7亿元。考虑到公司在技术、产品、渠道、品牌和服务五方面的竞争优势，未来成长性突出，首次覆盖，建议关注。
- **风险提示：**产品价格大幅下降风险，需求端下滑风险、血液净化产能释放不及预期风险。

指标年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1640.20	1860.07	2064.58	2292.66
增长率	9.31%	13.41%	11.00%	11.05%
归属母公司净利润(百万元)	264.94	294.37	328.75	368.11
增长率	16.51%	11.11%	11.68%	11.97%
每股收益EPS(元)	0.51	0.56	0.63	0.71
净资产收益率ROE	18.68%	17.96%	17.47%	17.07%
PE	20	18	16	15
PB	3.71	3.18	2.75	2.38

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰  
执业证号：S1250524120002  
电话：021-68416017  
邮箱：chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.22
流通A股(亿股)	3.60
52周内股价区间(元)	7.75-11.1
总市值(亿元)	54.09
总资产(亿元)	24.44
每股净资产(元)	2.93

### 相关研究

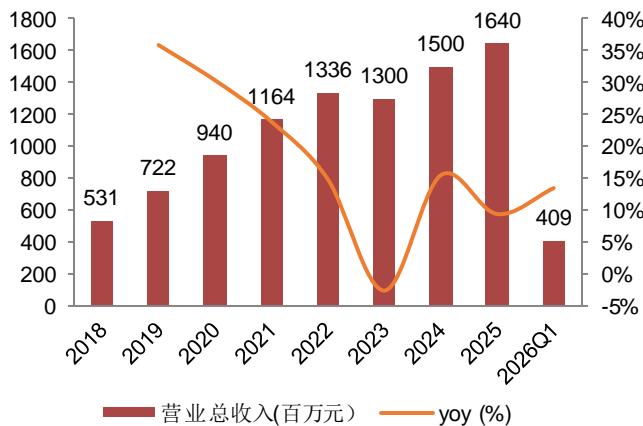
## 1 血液净化类全产品链布局, 湿膜透析器已取得国产首张注册证

三鑫医疗是国内血液净化领域头部平台型企业。公司是血液净化产业平台运营商与医用耗材领域一流制造商, 当前已形成血液净化类、给药器具类、心胸外科类三大业务板块, 其中血液净化为绝对核心, 2025 年收入占比达 82.95%。公司是国内率先完成血液透析设备+耗材全产品链布局的企业之一, 在透析器、透析管路、透析浓缩液/透析粉及透析设备等环节实现系统布局, 能够在集采与国产替代背景下强化综合竞争力。从行业地位看, 公司拥有血液透析器规格型号业内最全等显著优势, 头部企业特征突出; 在血液透析类耗材联盟集采进入常态化执行后, 龙头企业有望依托产品矩阵、渠道覆盖和成本控制能力进一步提升份额。

**血液净化类业务是公司的增长引擎。**血液净化业务 2025 年实现收入 13.61 亿元, 同比增长 11.80%, 占公司主营收入比重达 82.95%。公司在该领域已建立“透析器+透析管路+透析浓缩液/透析粉+透析设备”全产品链布局, 且透析器规格型号齐全、注册证储备领先, 有助于在医院端形成组合销售与综合服务能力。行业层面, 血液透析类医用耗材“二十三省”联盟集采已进入执行期, 当前政策导向较此前更趋温和, 主旋律由“严格控费”逐步转向“稳价提质、个体方案、下沉基层”, 价格预期趋稳。在此背景下, 公司作为中选头部企业, 有望通过以价换量、稳定供货、渠道下沉获得更高市占率; 同时, 集采放量也带来更明显的规模效应, 推动单位成本下降。此外, 公司湿膜透析器已取得国产首张注册证, 并已纳入集采增补中选目录, 叠加血液透析过滤器等新品, 有望提升公司在高端血净耗材市场的竞争力与盈利质量。

近几年集采落地初期扰动消退后, 公司已重回增长通道。公司营业总收入由 2018 年的 5.31 亿元增长至 2025 年的 16.40 亿元, 2019-2025 年 CAGR 达 17.5%, 整体维持稳健扩张态势。公司 2023 年收入短暂下滑至 13.00 亿元、同比-2.69%, 但在 2024 年迅速恢复至 15.00 亿元、同比+15.41%, 2025 年进一步增长至 16.40 亿元、同比+9.31%, 反映出集采落地初期扰动后, 公司已重回增长通道; 进入 2026Q1, 收入达到 4.09 亿元, 同比增速进一步加快至+13.39%, 恢复动能持续增强。

图 1: 2018-2026Q1 营业总收入趋势

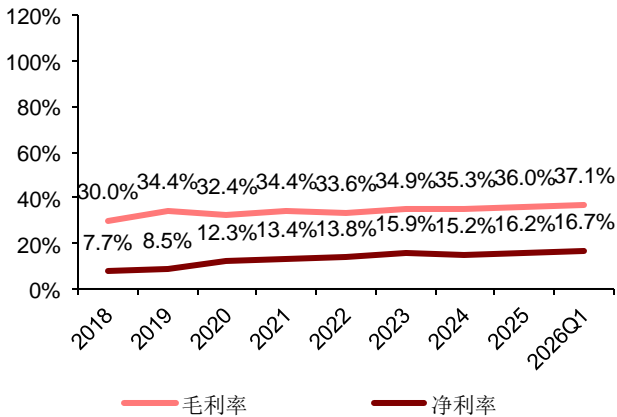


数据来源: Wind, 西南证券整理

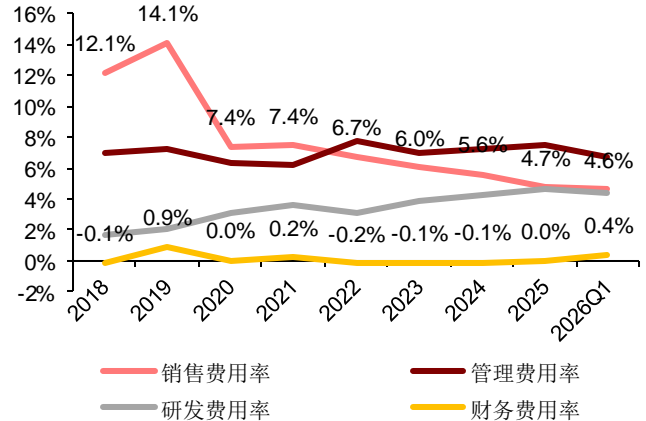
图 2: 2018-2026Q1 归母净利润趋势



数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 3：2018-2026Q1 毛利率和净利率趋势**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：2018-2026Q1 四费率趋势**


数据来源：Wind，西南证券整理

即便在收入阶段性波动背景下，利润端仍保持持续增长。公司归母净利润由 2018 年的 0.41 亿元增至 2025 年的 2.65 亿元，2019-2025 年 CAGR 高达 30.5%，显著快于收入增速，体现出较强的利润弹性。具体看，2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.07 亿元、2.27 亿元、2.65 亿元，同比增速分别为 11.9%、10.1%、16.5%。反映出公司经营质量和成本控制能力持续优化。2026Q1 归母净利润达到 0.68 亿元，同比增长 27.2%，较收入端增速进一步放大，公司已进入“收入恢复+利润加速释放”的阶段。

**公司费用结构亦持续优化。**其中销售费用率由 2018 年的 12.13% 大幅下降至 2025 年的 4.75%，2026Q1 进一步降至 4.60%，显示公司在集采环境下依靠产品力和渠道效率提升，销售投入产出比显著改善；与此同时，研发费用率由 2018 年的 1.69% 提升至 2025 年的 4.59%，2026Q1 为 4.35%，体现公司在湿膜透析器、人工血管、CRRT 设备、漏血监测器等方向持续加码研发。

**公司盈利能力改善主要由四方面驱动：**一是集采放量带来的规模效应，中选后销量提升、产能爬坡加速，单位制造成本下降；二是原材料价格处于低位，有利于毛利率修复；三是湿膜透析器等高毛利新品贡献增加，优化产品结构；四是销售费用率持续压降、管理效率提升，使利润增速持续快于收入增速。公司利润改善具备较强产业逻辑支撑。

## 2 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：血液净化类预计 2026-2028 年销售量预计增速 15%、12%、12%。国内以联盟集采形式多次开展医用耗材带量采购，后续增速预计将随着行业自然扩容。国外竞争力及渠道铺设持续拓宽，血液透析器、血液透析浓缩物、血液透析管路经营业绩预计将会快速增长。假设单价稳定，毛利率维持在 35~36% 附近。

假设 2：给药器具类/输注类预计 2026-2028 年销售量增速 5%、5%、5%。25 年给药器具行业内涉及企业较多，产品同质化严重且竞争格局分散。预计后续向高端品类发展且销售渠道拓展，将维持正向增长。假设单价稳定，毛利率维持在 28~29% 附近。

假设 3：心胸外科类预计 2026-2028 年销售量增速 5%、5%、5%。子公司宁波菲拉主要从事心脏外科体外循环耗材的研发、生产与销售。预计后续销售渠道拓展，将维持正向增长。后续假设单价稳定，毛利率短期内维持在 66% 附近。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
血液净化类	收入	1361	1565	1752	1963
	增速	11.8%	15.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	35.3%	35.5%	35.5%	35.5%
给药器具类/输注类	收入	170	179	188	197
	增速	-10.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	28.5%	29.0%	29.0%	29.0%
心胸外科类	收入	73	77	81	85
	增速	1.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	66.3%	66.0%	66.0%	66.0%
其他	收入	36	40	44	48
	增速	71.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	38.6%	39.0%	39.0%	39.0%
合计	收入	1,640	1,860	2,065	2,293
	增速	9.3%	13.4%	11.0%	11.0%
	毛利率	36.0%	36.2%	36.2%	36.1%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1640.20	1860.07	2064.58	2292.66	净利润	290.27	322.37	360.75	404.11
营业成本	1049.33	1186.44	1317.62	1463.95	折旧与摊销	121.41	85.94	90.21	95.28
营业税金及附加	15.90	18.60	20.65	22.93	财务费用	0.47	4.00	5.00	6.00
销售费用	77.85	87.97	92.37	96.99	资产减值损失	-6.85	-7.00	-7.00	-7.00
管理费用	122.58	137.29	151.02	166.12	经营营运资本变动	40.84	-59.82	25.36	26.19
财务费用	0.47	4.00	5.00	6.00	其他	14.47	0.22	-0.22	6.75
资产减值损失	-6.85	-7.00	-7.00	-7.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>460.60</b>	<b>345.71</b>	<b>474.10</b>	<b>531.32</b>
投资收益	10.53	5.00	5.00	5.00	资本支出	-138.84	-100.00	-120.00	-140.00
公允价值变动损益	0.11	0.00	0.00	0.00	其他	-16.53	9.36	-27.00	-31.00
其他经营损益	27.51	20.00	20.00	20.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-155.36</b>	<b>-90.64</b>	<b>-147.00</b>	<b>-171.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>325.38</b>	<b>357.19</b>	<b>399.84</b>	<b>448.01</b>	短期借款	-9.28	19.28	10.00	-10.00
其他非经营损益	-1.14	1.00	1.00	1.00	长期借款	14.07	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>324.24</b>	<b>358.19</b>	<b>400.84</b>	<b>449.01</b>	股权融资	10.68	0.00	0.00	0.00
所得税	33.97	35.82	40.08	44.90	支付股利	-156.61	-52.99	-58.87	-65.75
净利润	290.27	322.37	360.75	404.11	其他	-27.17	-22.62	-5.00	-6.00
少数股东损益	25.33	28.00	32.00	36.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-168.31</b>	<b>-56.33</b>	<b>-53.87</b>	<b>-81.75</b>
归属母公司股东净利润	264.94	294.37	328.75	368.11	<b>现金流量净额</b>	<b>138.24</b>	<b>198.73</b>	<b>273.23</b>	<b>278.57</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	431.47	630.20	903.43	1182.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	98.04	123.36	133.22	147.29	销售收入增长率	9.31%	13.41%	11.00%	11.05%
存货	199.97	231.02	261.42	287.99	营业利润增长率	16.69%	9.78%	11.94%	12.05%
其他流动资产	195.72	159.41	159.62	159.86	净利润增长率	17.18%	11.06%	11.90%	12.02%
长期股权投资	19.69	19.69	19.69	19.69	EBITDA 增长率	21.68%	-0.03%	10.72%	10.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1189.84	1218.56	1263.01	1322.39	毛利率	36.02%	36.22%	36.18%	36.15%
无形资产和开发支出	233.67	220.25	206.84	193.42	三费率	12.25%	12.33%	12.03%	11.74%
其他非流动资产	60.49	59.24	58.00	56.76	净利率	17.70%	17.33%	17.47%	17.63%
<b>资产总计</b>	<b>2428.89</b>	<b>2661.73</b>	<b>3005.22</b>	<b>3369.39</b>	ROE	18.68%	17.96%	17.47%	17.07%
短期借款	30.72	50.00	60.00	50.00	ROA	11.95%	12.11%	12.00%	11.99%
应付和预收款项	473.97	511.29	570.52	637.43	ROIC	24.03%	25.04%	26.76%	29.30%
长期借款	170.72	170.72	170.72	170.72	EBITDA/销售收入	27.27%	24.04%	23.98%	23.96%
其他负债	199.91	134.77	139.16	144.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>875.32</b>	<b>866.78</b>	<b>940.40</b>	<b>1002.21</b>	总资产周转率	0.71	0.73	0.73	0.72
股本	522.08	522.08	522.08	522.08	固定资产周转率	1.58	1.65	1.80	1.94
资本公积	67.34	67.34	67.34	67.34	应收账款周转率	17.62	18.19	17.43	17.68
留存收益	882.02	1123.41	1393.29	1695.65	存货周转率	5.14	5.31	5.26	5.27
归属母公司股东权益	1458.29	1699.68	1969.56	2271.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.07%	—	—	—
少数股东权益	95.27	95.27	95.27	95.27	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1553.56</b>	<b>1794.95</b>	<b>2064.83</b>	<b>2367.19</b>	资产负债率	36.04%	32.56%	31.29%	29.74%
负债和股东权益合计	2428.89	2661.73	3005.22	3369.39	带息债务/总负债	23.01%	25.46%	24.53%	22.02%
业绩和估值指标									
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	447.26	447.13	495.05	549.29	流动比率	1.52	1.90	2.16	2.41
PE	20.42	18.37	16.45	14.69	速动比率	1.19	1.52	1.77	2.02
PB	3.71	3.18	2.75	2.38	股利支付率	59.11%	18.00%	17.91%	17.86%
PS	3.30	2.91	2.62	2.36	<b>每股指标</b>				
EV/EBITDA	11.16	10.72	9.15	7.72	每股收益	0.51	0.56	0.63	0.71
股息率	2.90%	0.98%	1.09%	1.22%	每股净资产	2.79	3.26	3.77	4.35
					每股经营现金	0.88	0.66	0.91	1.02
					每股股利	0.30	0.10	0.11	0.13

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn