下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

医药生物

2026 年 06 月 30 日

威高血净 (603014)

——“血净+包材”两翼齐飞，膜过滤技术大有可为

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 06 月 29 日
收盘价（元）	34.10
一年内最高/最低（元）	49.01/29.70
市净率	2.0
股息率%（分红/股价）	1.52
流通 A 股市值（百万元）	3,461
上证指数/深证成指	4,073.90/15,812.87

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	17.36
资产负债率%	15.61
总股本/流通 A 股(百万)	418/101
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师
陈烨远 A0230521050001
chenyy@swsresearch.com
联系人
陈烨远 A0230521050001
chenyy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **深耕血液净化，市场份额领先：**威高血净成立于 2004 年，公司围绕血液透析和腹膜透析两大战略方向，完成了包含透析器、透析机、血液管路、腹膜透析液在内的血液净化全产业链布局。目前公司产品销售覆盖了全国 31 个省、直辖市和自治区，销往我国超过 6000 家医院、透析中心等医疗机构。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场份额占比为 32.5%，位列全行业第一；在国内血液透析管路领域的市场份额占比为 31.8%，位列全行业第一。公司获授权独家销售的血液透析机在国内血液透析机领域的市场份额占比为 24.6%，位列全行业第二，仅次于费森尤斯医疗。

- **拟收购威高普瑞，实现“血净+包材”两翼齐飞：**公司拟发行股份的方式购买威高普瑞 100%股权。威高普瑞成立于 2005 年，公司聚焦预灌封给药系统及自动安全给药系统等医药包材的研发。作为较早突破行业壁垒的国产厂商，威高普瑞率先打破外资主导。根据中国医药包装协会数据，2022-2024 年，威高普瑞预灌封产品国内市场份额均超过 50%，在国内市场排名第一，在国际市场销量位列前五。

- **看好公司膜过滤技术平台：**膜行业应用场景十分广泛，包括污水处理、海水淡化、食品医药、电子制造等行业，市场规模可观。公司收购威高普瑞后，将依托在血液净化领域长期积累的生物医用膜核心技术，向生物制药滤器领域尝试延伸。“威高血净膜过滤技术+普瑞积累的药企渠道”，有望培育出新的增长曲线。

- **首次覆盖，给予“买入”评级：**血液净化耗材集采已经落地，我们看好血液净化行业刚性需求的长期稳释放，以及威高普瑞受生物制药高景气度带动，业绩持续增长。两块核心资产强强联合，公司有望积极向新业务延申。普瑞合并后，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 62.19 亿元、69.32 亿元和 77.39 亿元，分别同比增长 10%（合并普瑞后口径）、11%和 12%。归母净利润分别 12.02 亿元、13.43 亿元和 15.03 亿元，分别同比增长 11%（合并普瑞后口径）、12%和 12%。血液净化和包材两块业务合计估值 363 亿元，以普瑞并表后 6.9 亿股本（当前 4.18 亿，新发行 2.72 亿）计算，每股 52.67 元，当前价格较合理价值存在 35%折价，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**收购失败风险、集采继续降价、汇率波动风险、研发风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,769	904	6,219	6,932	7,739
同比增长率（%）	4.6	0.9	65.0	11.5	11.6
归母净利润(百万元)	482	118	1,202	1,343	1,503
同比增长率（%）	7.3	5.3	149.2	11.8	11.8
每股收益（元/股）	1.22	0.28	1.74	1.95	2.18
毛利率（%）	40.2	38.9	43.4	43.1	42.7
ROE（%）	6.8	1.6	10.5	10.8	11.1
市盈率	30		12	11	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

普瑞合并后，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 62.19 亿元、69.32 亿元和 77.39 亿元，分别同比增长 10%（合并普瑞后口径）、11%和 12%。归母净利润分别 12.02 亿元、13.43 亿元和 15.03 亿元，分别同比增长 11%（合并普瑞后口径）、12%和 12%。血液净化和包材两块业务合计估值 363 亿元，以普瑞并表后 6.9 亿股本（当前 4.18 亿，新发行 2.72 亿）计算，每股 52.67 元，当前价格较合理价值存在 35%折价，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

（1）发行股份收购普瑞顺利，即发行 2.72 亿股，发行价格 31.29 元/股；（2）血液净化耗材、制剂：2026-2028 年销售量增速维持在 10%，集采降价已完成，产品单价维持在 2025 年水平；（3）血液透析设备：2026-2028 的销量增速维持在 20%（参考 2025 年增长 19%），产品单价保持 2025 年水平不变；（4）预灌封：2026-2028 的销量增速维持在 11%（2025 年水平），产品单价保持 2025 年水平不变；（5）毛利率：2026-2028 血液净化耗材、制剂、血液透析设备、预灌封的毛利率维持在 2025 年水平，分别为 46%、18%和 50%。

有别于大众的认识

市场认为血液净化行业成长有限，我们认为国内需求未充分满足，公司坐拥成本和规模优势，血液净化业务在集采落地后预计持续增长；市场认为医药包材业务偏低端，我们认为从利润率、增速和下游（生物制药）景气度看，均应当区别于一般低值耗材。

股价表现的催化剂

（1）新产品加速：生物过滤器等产品加速商业化，带动公司新成长曲线提前到来；（2）海外持续高增：海外增速若超预期，有望带动业绩增速提高

核心假设风险

收购失败风险：若普瑞收购失败，会影响公司后续业务转型；集采继续降价：血液净化耗材集采基本完成，短期降价可能性较低，然仍存在未来进一步降价的可能性；汇率波动风险：血液净化和包材海外收入占比逐步提高，汇率波动会影响表观利润；研发风险：公司在向生物过滤器等领域延伸，已有技术储备但仍存在研发失败风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. “血液净化+医药包材”两翼齐飞 6

1.1 深耕血液净化领域，多产品份额领先 6
1.2 拟收购威高普瑞，新增医药包材业务 7
1.3 财务分析：血透和包材均稳增长，包材利润率更高 8

2. 血液净化：行业稳增，公司技术和规模优势明显 11

2.1 行业预计持续增长，集采影响已消化 11
2.2 全产品线覆盖，多产品份额领先 14

3. 包材：生物药刚需，公司国内份额第一 16

3.1 PFS 需求持续增长，自动注射笔需求高增 16
3.2 威高普瑞：预灌封国内份额第一 18

4. 看好公司膜过滤技术前景 21

4.1 从医用、制药到电子，膜过滤技术应用广泛 21
4.2 他山之石：Pall、ENTERGRIS 和科百特 23

5. 盈利预测与估值 28

5.1 盈利预测 28
5.2 相对估值 29

6. 风险提示 30

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司发展历史 6
图 2：公司营业收入及增速（百万元） 9
图 3：公司归母净利润及增速（百万元） 9
图 4：公司收入结构（按产品，百万元） 9
图 5：公司收入结构（按地区，百万元） 9
图 6：公司毛利率逐步平稳 10
图 7：销售费用率下降 10
图 8：威高普瑞收入及利润（亿元） 10
图 9：威高普瑞收入结构（亿元） 10
图 10：预灌封给药系统销售量及单价 11
图 11：威高普瑞毛利率和净利率 11
图 12：CKD 的五个阶段 11
图 13：中国 ESRD 人数（万人） 11
图 14：国内透析人数及血透人数增速（万人） 12
图 15：部分国家接受治疗的 ESRD 患者数 13
图 16：国内血透中心数量持续增长 13
图 17：公司产品单价变化（元） 13
图 18：威高血净单季度毛利率 13
图 19：血液透析市场规模（亿元） 15
图 20：国内血液透析器格局（2023） 16
图 21：国内血液机格局（2023） 16
图 22：单位成本（元/支，元/套） 16
图 23：河南联盟报量情况（万只） 16
图 24：安瓿瓶、西林瓶、预灌封和自动安全给药系统 17
图 25：普瑞预灌封产能、产量及销量（万支） 19
图 26：公司注射笔收入（亿元） 20
图 27：公司海外收入及占比（亿元） 20
图 28：威高普瑞净利润估计（根据业绩承诺，亿元） 20
图 ：膜行业产业链 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：生物制药过滤器市场规模（百万美元）.....22
图 31：电子制造过滤市场规模（十亿美元）.....23
图 32：Entegris 发展历史.....25
图 33：英特格收入构成.....26
图 34：英特格股价.....26
图 35：杭州科百特基本情况及发展历史.....26
图 36：科百特产品应用领域.....27

表 1：重组前后威高血净股权结构（截至 6 月 10 日）.....7
表 2：威高血净和威高普瑞主要产品.....8
表 3：河南 23 省联盟集采结果.....13
表 4：公司透析器核心技术.....14
表 5：公司前五大客户情况.....19
表 6：常见膜分离技术种类及应用.....21
表 7：电子制造膜过滤分类和应用领域.....23
表 8：PALL 发展历史.....24
表 9：公司盈利预测（合并威高普瑞后，百万元）.....28
表 10：威高血净相对估值表（6 月 29 日，亿元）.....29
表 11：包材业务相对估值表（6 月 29 日，亿元）.....30

下载日志已记录，仅供内部参考

1. “血液净化+医药包材”两翼齐飞

1.1 深耕血液净化领域，多产品份额领先

威高血净（代码 603014.SH）前身威高血净有限设立于 2004 年。公司通过不断投入研发并积累技术经验，携手泰尔茂和日机装两大国际医疗企业，围绕血液透析和腹膜透析两大战略方向，完成了包含透析器、透析机、血液管路、腹膜透析液在内的血液净化全产业链布局。

产品覆盖全国，销往全球多个国家：目前公司产品销售覆盖了全国 31 个省、直辖市和自治区，销往我国超过 6000 家医院、透析中心等医疗机构，其中超过 1000 家三级医院。海外方面，公司 2016 年设立深圳威高医疗负责海外业务拓展，2019 年设立中国香港威高医疗、2021 年设立厄瓜多尔威高医疗、2023 年设立印尼威高医疗，进一步拓宽了海外销售渠道。经过近十年的持续布局，公司海外销售网络已日趋成熟，产品销往多个国家和地区。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，申万宏源研究

全产品市场份额领先：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场份额占比为 .% ，位列全行业第一；在国内血液透析管路领域的市场份额占比为

下载日志已记录，仅供内部参考

31.8%，位列全行业第一。公司获授权独家销售的血液透析机在国内血液透析机领域的市场份额占比为 24.6%，位列全行业第二，仅次于费森尤斯医疗。

1.2 拟收购威高普瑞，新增医药包材业务

拟发行股份收购威高普瑞：2025 年 10 月，威高血净发布公告，拟发行股份的方式购买威高股份、威海盛熙和威海瑞明持有的威高普瑞 100%股权，交易价格 85.11 亿元，收购完成后，威高普瑞将成为威高血净控股子公司。

公司将完成双主业布局：预计交易完成后，威高血净主营业务将在血液净化领域医用制品的研发、生产和销售基础上，新增预灌封给药系统及自动安全给药系统等医药包材的研发、生产与销售。

表 1：重组前后威高血净股权结构（截至 6 月 10 日）

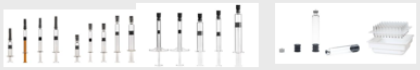
股东名称	重组前持股数量（股）	本次重组前持股比例	重组后持股数量（股）	本次重组后持股比例
威高集团	171,755,909	41.11%	171,755,909	24.90%
威高股份	98,304,745	23.53%	354,174,921	51.35%
威海凯德	39,848,530	9.54%	39,848,530	5.78%
威海盛熙	-	-	10,938,450	1.59%
威海瑞明	-	-	5,189,256	0.75%
其他股东	107,844,882	25.82%	107,844,882	15.64%
合计	417,754,066	100.00%	689,751,948	100.00%

资料来源：《公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》，申万宏源研究

医药包材份额第一：威高普瑞成立于 2005 年，公司聚焦预灌封给药系统及自动安全给药系统等医药包材的研发。作为较早突破行业壁垒的国产厂商，威高普瑞率先打破外资主导。根据中国医药包装协会数据，2022-2024 年，威高普瑞预灌封产品国内市场占比均超过 50%，在国内市场行业中排名第一，在国际市场销量位列行业前五。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：威高血净和威高普瑞主要产品

分类	产品	产品系列	图示
威高血净	血液透析器	低通量F 系列血液透析器、中通量MF 系列血液透析器、高通量HF 及EH 系列血液透析器、HDF 系列血液透析滤过器、EH 系列等	
	血液透析管路	JRHLL 系列、JRXL 系列（非DEHP）、JRXLR 系列（耐辐照非DEHP）	
	血液透析机	DBB-EXA 系列、DBB-EXA ESS 系列	
	腹膜透析液	腹膜透析液系列（单室袋）、腹膜透析液系列（双室袋）	
	透析配套产品	血液灌流器、透析粉/液、穿刺针、腹膜透析用碘伏帽等	
威高普瑞	预灌封给药系统	玻璃预灌封注射器、COP预灌封注射器、预灌封卡式瓶	
	自动安全给药系统	自动注射笔、笔式注射器	

资料来源：公司官网，公司 2025 年年报，申万宏源研究

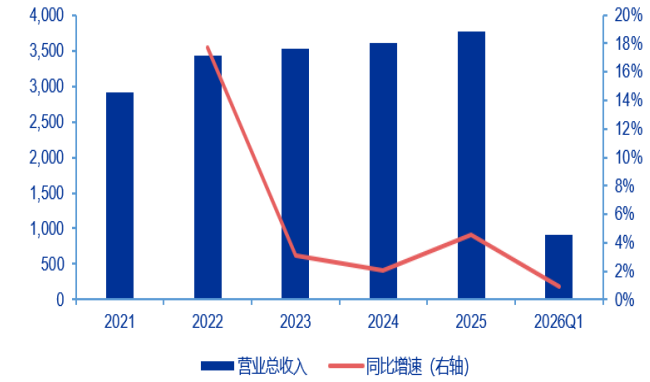
协同性——生物过滤器：生物制药滤器是生物药研发与生产过程中不可或缺的核心耗材，广泛应用于细胞培养、产物纯化、除菌过滤、除病毒等关键环节，直接影响生物药生产效率与产品质量，目前国内主要由外资主导（70%份额）。威高血净系统地打造了持续创新及具有多领域研发转化潜力的生物医用膜技术平台。生物制药滤器与血液透析器所需的生物医用膜技术有技术同源性。未来将借助威高普瑞在生物制药领域丰富的客户储备及良好的市场口碑，实现生物制药过滤器的客户拓展。

1.3 财务分析：血透和包材均稳增长，包材利润率更高

业绩稳健增长：2025 年公司实现营业收入 37.69 亿元，同比增长约 5%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.82 亿元，同比增长约 7%。2024 年起全国陆续执行血液净化耗材集采价格，2025 年是血液净化耗材集采全面落地。公司在集采后实现“以量换价”，2025 年取得了稳健增长。2026 年一季度，公司延续 2025 年稳健趋势，实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 1%，实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 5%。

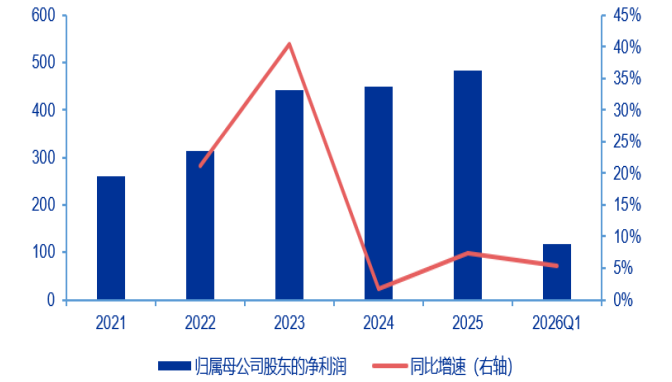
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：公司营业收入及增速（百万元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 3：公司归母净利润及增速（百万元）

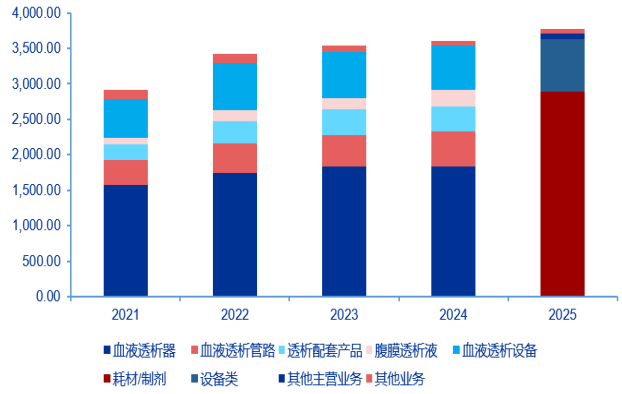


资料来源：WIND，申万宏源研究

分产品看，透析器贡献最大，设备高增：2024 年公司血液透析器收入约 18 亿元，收入占比约 50%，是公司收入贡献最大的产品。其次分别是血液透析设备（约 6.2 亿元）、血液透析管路（约 5 亿元）、透析配套产品（约 3.4 亿元）、腹膜透析液（约 2.4 亿元）。2025 年在集采执行的背景下，血液透析耗材/制剂整体收入 28.92 亿元，同比增长约 2%，设备类收入 7.41 亿元，同比增长 19%。

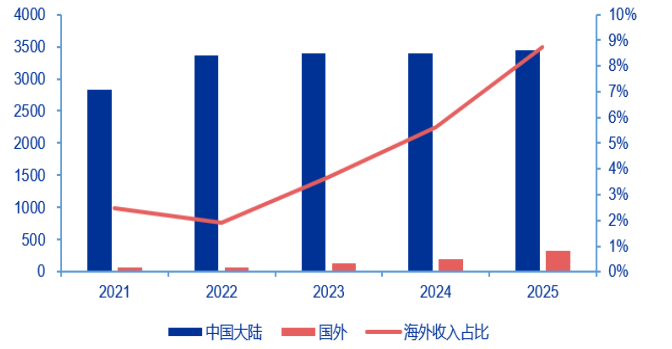
分区域看，海外占比不断提高：2025 年公司中国国内收入 34.4 亿元，同比增长 1%。公司于 2016 年设立深圳威高医疗拓展海外业务，重点布局东南亚、南美、东欧、北非等市场，目前已在厄瓜多尔、印度尼西亚设立子公司，持续深化本地化运营。2025 年公司海外收入 3.3 亿元，同比增长超过 62%，海外收入占比逐年提高。

图 4：公司收入结构（按产品，百万元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 5：公司收入结构（按地区，百万元）



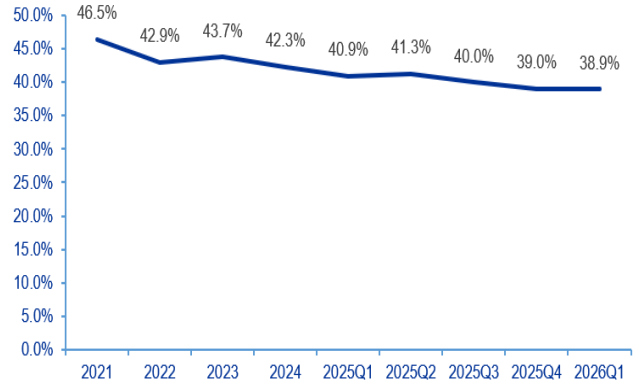
资料来源：WIND，申万宏源研究

毛利率已趋向稳定：随着集采的执行，公司近几年毛利率呈现逐步走低趋势，2025 年各个季度公司毛利率分别为 40.9%、41.3%、40.0%、39.0%，2026Q1 为 38.9%，随着集采影响的消化，公司毛利率已趋向稳定。

销售费用率下降：近几年公司管理费用率和研发费用率总体稳定。随着公司销售规模的增加，同时集采背景下对费用控制的加强，公司销售费用率逐步降低（2025 年销售费用率约 %）。

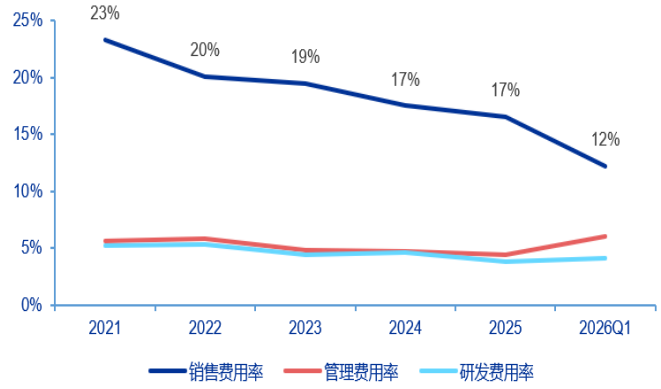
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：公司毛利率逐步平稳



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 7：销售费用率下降

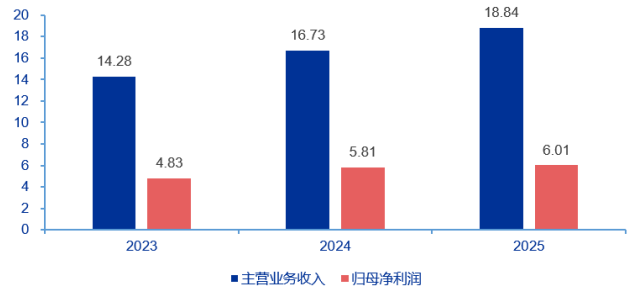


资料来源：WIND，申万宏源研究

血液净化耗材及设备是医疗刚需，国内治疗率不足（见后文），公司目前多产品份额第一，在集采后价格基本稳定下，份额预计稳定向上，血液净化有望长期稳健增长。在拟增加的包材业务方面，威高普瑞也同为集团内稳健增长的优质资产：

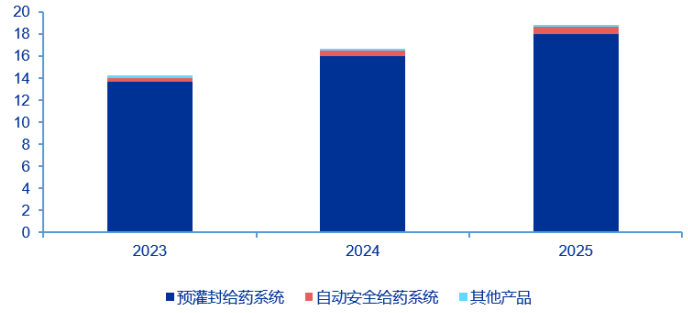
威高普瑞收入和利润增长稳健：根据公司公告，2025 年威高普瑞实现收入 18.84 亿元，2023-2025 年 CAGR 约 15%，实现归母净利润 6.01 亿元，2023-2025 年 CAGR 约 12%。威高普瑞的收入以预灌封给药系统为主，2025 年收入约 18 亿元，收入占比超过 95%，自动安全给药系统收入 0.66 亿元，收入占比 3%，同比增长 29%。

图 8：威高普瑞收入及利润（亿元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 9：威高普瑞收入结构（亿元）

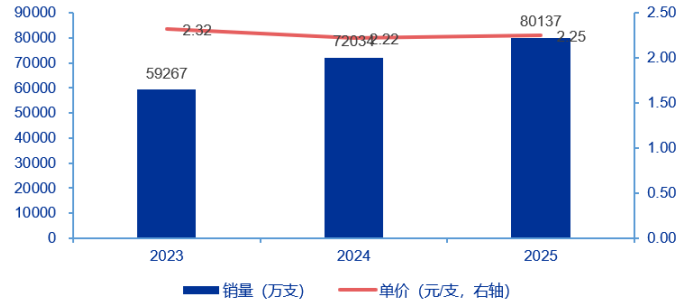


资料来源：WIND，申万宏源研究

价格稳定，净利率较高：预灌封给药系统的价格长期维持，威高普瑞近几年毛利率和净利率也维持稳定。2023-2025 年毛利率分别为 51%、50%和 50%，净利率分别为 34%、35%和 32%（包材毛利率和净利率高于血液透析业务）。

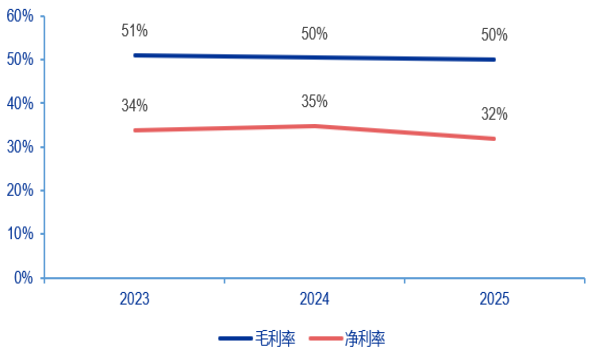
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：预灌封给药系统销售量及单价



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 11：威高普瑞毛利率和净利率



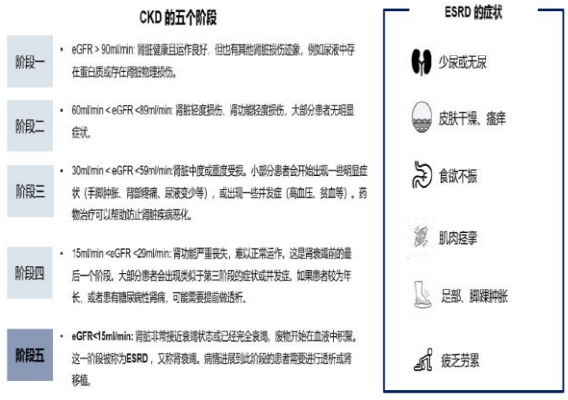
资料来源：WIND，申万宏源研究

2. 血液净化：行业稳增，公司技术和规模优势明显

2.1 行业预计持续增长，集采影响已消化

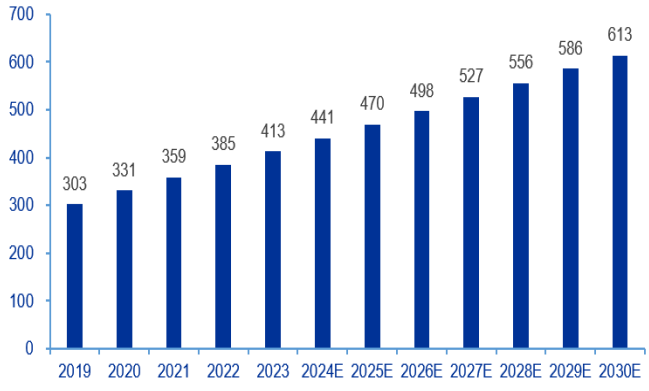
肾脏疾病可被分为急性肾脏病（Acute Kidney Disease，AKD）和慢性肾脏病（Chronic Kidney Disease，CKD）。在 CKD 的早期阶段，患者可能不会出现任何症状；但当 CKD 不断发展，肾功能损伤加剧，电解质和废物在血液中不断积聚后，就会开始出现一些明显病症。当 eGFR<15 毫升/分钟时，肾脏接近衰竭或完全永久性衰竭，废物和多余的水分开始在血液中积聚，进入终末期肾病（End Stage Renal Disease，ESRD）或尿毒症。

图 12：CKD 的五个阶段



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 13：中国 ESRD 人数（万人）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

国内 ESRD 人数超 400 万人：根据弗若斯特沙利文数据，2019-2023 年，全球 ESRD 患者数量从 913.32 万人增加到 1,113.86 万人，复合年均增长率达到 5.09%。预计到 2027 年，全球 ESRD 患者数量将增至 1,328.60 万人，2023-2027 年的复合年均增长率为 4.51%。2019 年中国 ESRD 患者数量为 302.52 万人，占全球 ESRD 患者数量的 30%以上。2019-

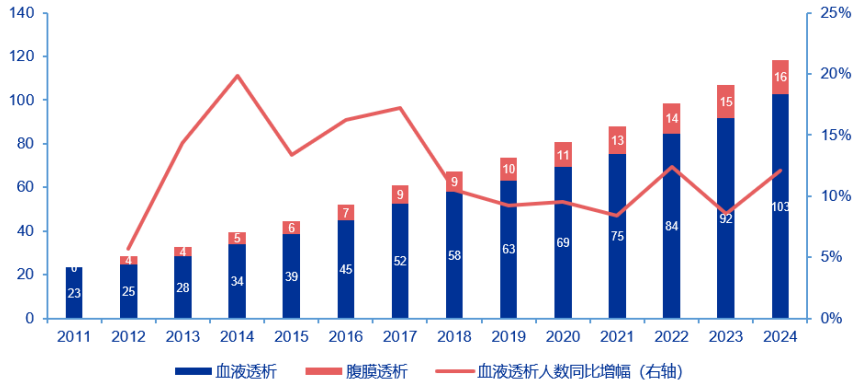
下载日志已记录，仅供内部参考

2023 年，中国 ESRD 患者数量从 302.52 万人增加到 412.59 万人，复合年均增长率为 8.07%。

血液透析是目前最为主流的 ESRD 治疗方式之一。血液透析的治疗效率较高，其对小分子毒素的净化效率高，对中、大分子毒素也有一定的净化效果，且能够与其他血液净化技术在疗效、适应症、经济可行性等方面相互补充。腹膜透析治疗的费用相对较低，不需要在医院治疗，不受时间和地点限制，对残余肾功能起到更好的保护作用，更有利于 ESRD 患者生活和回归社会。但腹膜透析丢失蛋白较多，易发生蛋白营养不良和腹膜炎。长期接受腹膜透析可能会导致 ESRD 患者的腹膜功能下降，从而可能会使得 ESRD 患者由腹膜透析治疗转为血液透析治疗。

透析人数持续增加，但渗透率仍然不足：根据中国 CNRDS（中国肾脏病数据登记系统）数据，国内血液透析人数自 2011 年以来持续增长，截至 2024 年底，国内血液透析和腹膜透析的人数分别达到 103 万人和 16 万人。但考虑国内超 400 万的患者群体，国内血液透析渗透率仍然不足。

图 14：国内透析人数及血透人数增速（万人）

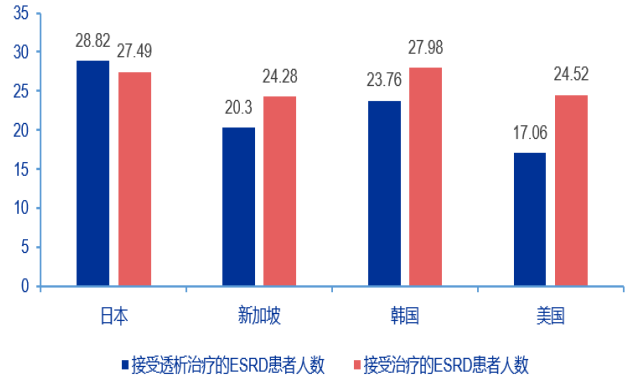


资料来源：CNRDS（血液净化病例信息登记系统），申万宏源研究

血液透析可及性加强：2025 年，国家卫生健康委发布《2025 年全系统为民服务的八项重要举措》，明确要求，常住人口超过 10 万的县均能提供血液透析服务。2026 年，国家卫健委发布《关于实施 2026 年卫生健康系统为民服务实事项目的通知》，明确常住人口超过 6 万的县均能提供血液透析服务，全国新增 350 家乡镇卫生院、社区卫生服务中心提供血液透析服务。

下载日志已记录，仅供内部参考

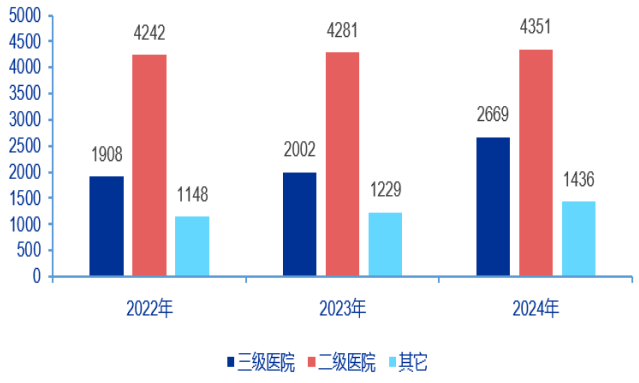
图 15：部分国家接受治疗的 ESRD 患者数（2020 年，单位：人/每百万人）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

注：中国目前约 8 人/百万人

图 16：国内血透中心数量持续增长（单位：家）



资料来源：中国肾脏病协会，申万宏源研究

血液透析集采已落地：2024 年 1 月，河南省医保局发布《关于公示血液透析类医用耗材省际联盟采购拟中选结果的公告》，河南 23 省联盟血液净化耗材（包括血液透析器、血液滤过器、血液净化装置体外循环管路、动静脉瘘穿刺针和透析用留置针）集采正式落地，叠加单独集采的省份及京津冀联盟，目前血液透析耗材的集采已基本全国覆盖并执行。

表 3：河南 23 省联盟集采结果

产品	中标价（元/个、根）	价格降幅
血液透析器（高通量）	54.5-77.8	约 40%-58%
血液透析器（非高通量）	36.0-57.0	约 40%-62%
血液透析体外循环管路（普通管路）	11.5-14.4	约 40%-52%

资料来源：河南医保局，申万宏源研究

注：最高限价分别为 130 元/个、95 元/个、24 元/根

集采影响消化：以威高为例，公司河南联盟集采中非高通量透析器的中标价格为 54.68 元，高通量透析器中标价为 73.56 元，普通管路的中标价 14.08 元。随着集采执行，公司产品单价和毛利率出现下降。**目前随着集采的全面执行，公司毛利率趋向稳定，集采影响已消化完成。**

图 17：公司产品单价变化（元）

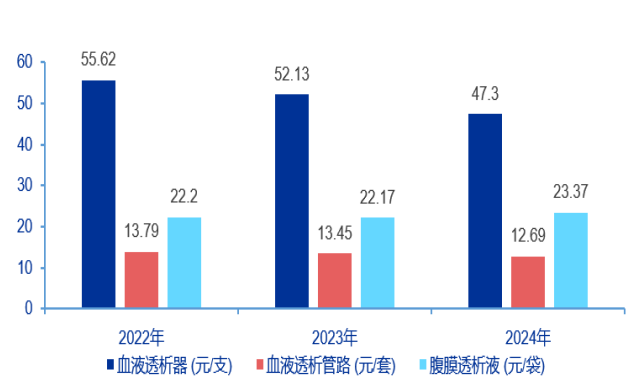
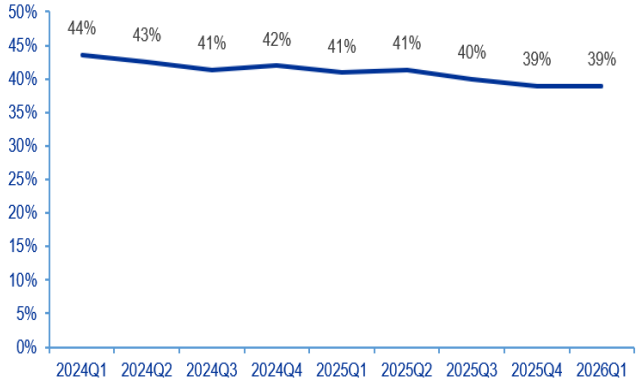


图 18：威高血净单季度毛利率



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

资料来源：WIND，申万宏源研究

我们认为，血液透析作为尿毒症患者的刚需治疗手段，在可及性提高（基层偏远地区覆盖度加强）和患者群体不断增长下，预计市场需求量将长期稳定增长，参考发达国家，需求还有 2 倍提升空间。价格方面，随着集采的全面执行，终端价格已稳定，目前集采规则下，预判进一步降价可能性较低，而头部厂商有望凭借成本优势实现份额提升。

2.2 全产品线覆盖，多产品份额领先

全产品线覆盖：公司以血液透析和腹膜透析为两大方向，完成了以血液透析器、血液透析管路、血液透析机、腹膜透析液为主的血液净化各主要产品线的全覆盖，辅以透析配套产品的销售，是国内产品线最为丰富的血液净化医用制品厂商之一。

技术自主可控：血液透析耗材领域，尤其是以血液透析器为代表的关键耗材的技术要求和行业壁垒较高，曾一直由国际厂商所主导。为打破我国血液透析器长期被国际厂商所垄断的局面，实现血液透析器的国产替代，公司不断进行以血液透析用中空纤维膜为代表的生物医用膜相关核心技术的研发，系统地打造了持续创新及具有多领域研发转化潜力的生物医用膜技术平台。

（1） **在制膜技术方面：**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；

（2） **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。

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，处于行业领先水平。

表 4：公司透析器核心技术

序号	技术名称	技术描述	技术先进性及具体表征
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，与聚砜、致孔剂添加剂及溶剂材料按一定比例混合、搅拌形成均相溶液，然后经过抽真空脱泡处理后，从喷丝头挤出，经过一段干纺程，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	添加生物相容性功能聚合物制备的聚砜空心纤维透析膜具有机械强度与化学稳定性高、生物相容性好而不产生补体激活、小分子溶质清除率高等优点，适合用于制造低成本、高效生物相容性的血液透析器
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	公司基于对中空纤维膜纺丝工艺长期经验积累，通过生产工艺的改进，增强了纤维丝收卷的稳定性，有效降低断丝概率，提高产品成品率，降低设备操作难度，提升工作效率。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

下载日志已记录，仅供内部参考

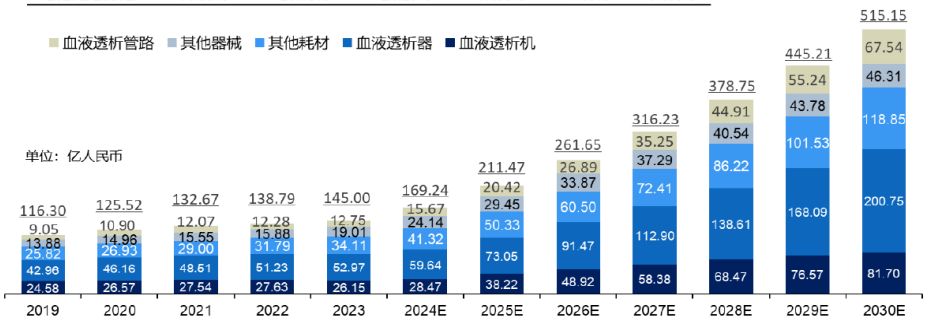
			功开发自动膜束收集系统、O 型圈和端盖自动装配系统等相关技术的国产厂商
3	透析膜安全指标控制技术	提供一种透析器凝血状况监控系统和透析装置，能够计算出通量衰减的数值，然后就能对透析器的凝血状况进行综合评价，以指导血液透析器开发者对产品的性能进行有效调整	解决行业中无法定量评价透析器凝血的难题，排除了临床中肉眼观察的随机及主观性，可对凝血进行精准评估
4	透析膜孔径检测技术	基于膜孔径呈正态分布的特点，针对所测得的数据分析，构建全新的模型来获得孔径分布，可测定纳米数量级孔径的透析膜的孔径分布，其测量数据准确性高，方法简单，实用性强	1.创新算法，建立膜孔径分布的数学模型，实现有效孔径精准测量，可对纳米级纺丝工艺随时按需调整，得到不同清除性能的透析过滤器；2.建立 GPC 孔径分布测试模型，将新产品研发依赖后期的测试过程前置为孔径测试，单批次测试成本节省至少 50%；同时缩短研发周期 3-6 个月，加快新产品上市进程

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2023 年国内血液透析设备+耗材市场规模约 145 亿：根据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国血液透析医疗器械市场规模约 145 亿，其中血液透析机 26.15 亿，血液透析器 52.97 亿，透析管路 12.75 亿元。

图 19：血液透析市场规模（亿元）

复合年均增长率						
期间	血液透析机	血液透析器	血液透析管路	其他耗材	其他器械	总计
2019-2023	1.56%	5.38%	8.97%	7.21%	8.17%	5.67%
2023-2027E	22.23%	20.83%	28.94%	20.71%	18.35%	21.52%
2027E-2030E	11.86%	21.15%	24.20%	17.96%	7.49%	17.66%

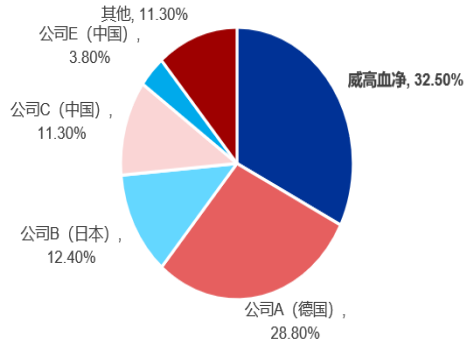


资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

多产品市场份额领先：根据弗若斯特沙利文数据，2023 年，威高血净在国内血液透析器领域的市场份额占比为 32.5%，位列全行业第一；在国内血液透析管路领域的市场份额占比为 31.8%，位列全行业第一；获授权独家销售的血液透析机在国内血液透析机领域的市场份额占比为 24.6%，位列全行业第二，仅次于费森尤斯医疗。2022 年公司获授权独家销售的威高泰尔茂品牌腹膜透析液在国内腹膜透析液领域的市场份额占比为 3.6%，位列全行业第五。

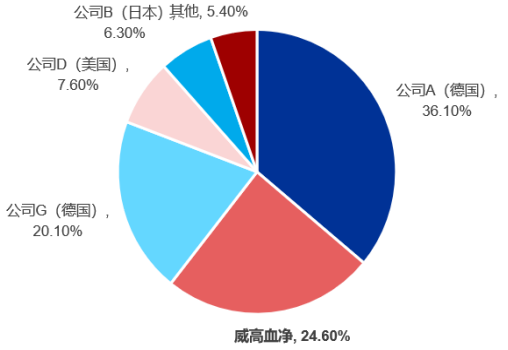
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：国内血液透析器格局（2023）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

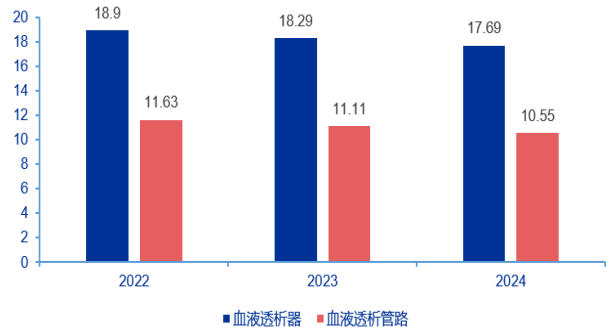
图 21：国内血液机格局（2023）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

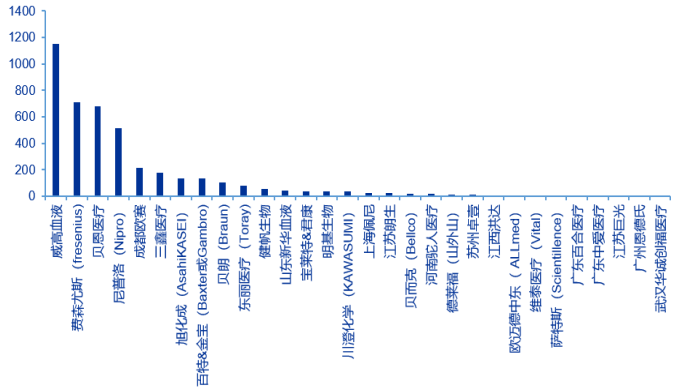
在血液净化主要耗材品类中，公司均已做到市场份额领先。随着收入规模的扩大，公司单位成本逐年下降，自产中空纤维膜以及数千万级产销量带来的成本优势逐渐体现。目前公司已经构成了对二、三梯队竞争对手的成本优势，在集采中竞争优势会被进一步放大，公司市场份额也有望持续提升（进口和小产能清退）。

图 22：单位成本（元/支，元/套）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 23：河南联盟报量情况（万只）



资料来源：河南医保局，申万宏源研究

3. 包材：生物药刚需，公司国内份额第一

3.1 PFS 需求持续增长，自动注射笔需求高增

预灌封给药系统（Prefilled Syringe / PFS，俗称预充针）是继安瓿瓶、西林瓶之后的第三代高端药包材，其将药物储存与注射器功能合二为一。预灌封给药系统早期主要用于疫苗和抗凝血药等产品的包装，凭借相较于传统注射方式的显著优势，在近二十年间实现快速发展，其应用场景已逐步拓展至生物药等多个领域，成为众多高价值、高安全性要求药物的核心包装选择。

下载日志已记录，仅供内部参考

自动安全给药系统在预灌封给药系统基础上（自动安全给药系统所用笔芯主要为预灌封卡式瓶等预灌封产品）。加装主动/被动安全保护装置（防针刺、自动回缩针、护罩等），因操作简便、适合自我注射的特点，在生物药领域尤其是需患者自行给药的场景（如 GLP-1 类控糖/减重药物、胰岛素等）发展迅速。

图 24：安瓿瓶、西林瓶、预灌封和自动安全给药系统



资料来源：公司公告，百度百科，申万宏源研究

下游需求增长驱动力：

（1）疫苗：预灌封给药系统较早得以应用的领域之一。从市场规模来看，根据弗若斯特沙利文数据，中国人用疫苗市场规模由 2019 年的 535 亿元增长至 2024 年的 961 亿元，年复合增长率为 12.4%；预计 2024 年至 2033 年，年复合增长率为 14.8%。随着民众疫苗使用安全认知增强、国内疫苗产品研发生产水平提高及利好政策等因素共同作用，市场对兼具更高安全性、更好免疫原性且能覆盖更多疾病的新型优质疫苗需求日益旺盛，使得我国疫苗市场规模不断增长。

（2）生物药：当前全球医药市场创新的重要方向，广泛应用于心脑血管疾病、代谢性疾病、肿瘤等慢性病的治疗，且因其成分多为蛋白质、核酸等不稳定生物大分子，对剂量精准度、药品储存稳定性等要求更高，与预灌封给药系统的降低二次污染、高精准特性，以及自动安全给药系统适合自我注射的特点较为适配，因此也成为两类系统主要的下游应用领域。近年来，我国生物药行业保持高速增长态势。根据弗若斯特沙利文数据，中国生物药市场规模由 2018 年的 2,622 亿元增长至 2024 年的 5,348 亿元，年复合增长率 12.61%。随着创新研发的持续投入、生物药制备工艺的发展以及相关产业政策的大力支持，中国生物药市场将保持快速增长的趋势。

自动安全给药系统方面：

（1）胰岛素：是自动安全给药系统较早得以应用的领域之一，Ⅰ型糖尿病患者需终身依赖胰岛素维持生命，Ⅱ型糖尿病患者在口服降糖药效果不佳或出现并发症时，也需通过胰岛素控制血糖，且多数患者需每日注射，对给药装置的操作便捷性、剂量精准性与使用安全性有刚性需求。自动安全给药系统凭借无需抽取药液、剂量可精准调节、操作门槛低等的优

下载日志已记录，仅供内部参考

势，自推广以来便成为胰岛素给药的主流选择，不仅降低了患者自我注射的难度，还减少了因手工抽吸药液导致的剂量误差与污染风险，显著提升了患者用药依从度。

（2）GLP-1 类控糖/减重：需求高增长：GLP-1 类药物兼具控糖、减重双重功效—在控糖方面，可促进胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌，降低血糖水平；在减重方面，可抑制食欲、延缓胃排空，减少热量摄入。从市场规模看，根据泰德医药招股说明书，按销售收入计，全球 GLP-1 药物市场由 2018 年的 93 亿美元增长至 2023 年的 389 亿美元，复合年均增长率为 33.2%，预计于 2032 年将进一步增长至 1,299 亿美元，复合年均增长率为 14.3%。中国 GLP-1 药物市场由 2018 年的 1 亿美元增长至 2023 年的 13 亿美元，复合年均增长率为 65.3%，预计到 2032 年将进一步增长至 232 亿美元，复合年均增长率为 37.3%，增长速度显著高于全球市场，未来增长潜力巨大。在给药方式上，GLP-1 类药物同样以患者自我注射为主，自动安全给药系统是其核心给药载体，且所用笔芯亦主要为预灌封卡式瓶等预灌封产品。随着国产 GLP-1 类药物的不断上市、专利到期后仿制药的普及，以及医保政策的逐步支持，GLP-1 类药物市场将进入快速放量期，自动安全给药系统与预灌封给药系统的需求将持续被拉动，成为行业最具增长潜力的增量赛道。

市场规模持续增长：根据弗若斯特沙利文数据，2024 年，中国预灌封行业市场规模为 24.9 亿元，预计至 2030 年将增长至 44.1 亿元，年复合增长率为约 10%；2024 年，中国自动注射笔行业市场规模为 5.9 亿元，预计至 2030 年将增长至 21.1 亿元，年复合增长率为 23.7%。

威高普瑞领衔国产替代：国外预灌封注射器研究起步较早，相关生产商包括美国 BD、德国肖特、日本泰尔茂、日本尼普洛、德国格雷斯海姆等。早期国内预灌封给药系统与自动安全给药系统市场，长期由外资企业主导。近年来，以威高普瑞为代表的国产厂商，通过持续投入资源、深耕行业需求，在产品品质、服务能力及市场响应速度上加速追赶，逐步缩小与国际品牌的差距，其中预灌封给药系统已实现超越，获取了国内大部分的市场份额。

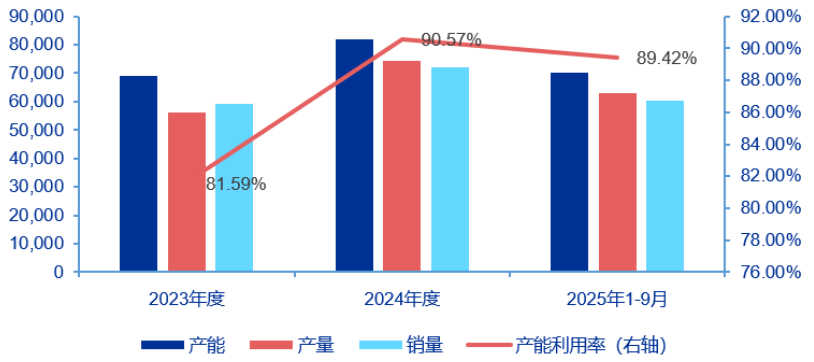
3.2 威高普瑞：预灌封国内份额第一

威高普瑞成立于 2005 年，是中国第一家取得注册证的预灌封注射器生产厂家，通过持续引进国际最新的预灌封注射器生产线和产品技术，目前产品品种涵盖整个预灌封注射器系列，规格从 0.5ml 到 50ml,带针及不带针,材质涵盖玻璃及 COP；可提供预灌封卡式瓶、预灌封西林瓶等产品；可根据客户需求提供自动注射笔、笔式注射器、安全装置等一站式进阶产品。同时公司具备从材料成型--塑料配件--独立灭菌--严格检测的全产业链生产管理体系，保障了客户所需的产品质量及交期需求。

医药包材份额第一：作为较早突破行业壁垒的国产厂商，威高普瑞率先打破外资主导。根据公司公告，2024 年威高普瑞预灌封产能 8.2 亿支，实际产量 7.4 亿支，销量 7.2 亿支。根据中国医药包装协会数据，2022-2024 年，威高普瑞预灌封产品国内市场占比均超过 50%，在国内市场行业中排名第一，在国际市场销量位列行业前五。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：普瑞预灌封产能、产量及销量（万支）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

头部药企深度绑定：作为较早突破行业壁垒的国产厂商，威高普瑞率先打破外资主导的行业竞争格局，取得了突出的行业地位，在生物药、疫苗等各大应用领域均积累了大量知名客户，其中生物药领域包括海普瑞、恒瑞医药、哈药集团等国内各大知名生物医药企业；疫苗领域包括康泰生物、万泰生物等国内各大知名疫苗企业。

生物制药类客户更换供应商需要经历较长测试周期，替换成本较高，还可能面临药品注册补充申报风险，公司与下游客户建立了较为牢固、稳定的合作关系（客户一旦确定合作关系通常不会轻易更换）。根据公司公告，目前公司存量客户收入贡献占比超过 90%，前十大客户与公司稳定发生交易，合作关系稳定。

表 5：公司前五大客户情况

年度	序号	客户名称	金额（万元）	占比
2025 年 1-9 月	1	海普瑞集团	31,800.26	22.52%
	2	中生集团	9,420.97	6.67%
	3	科兴制药	4,331.78	3.07%
	4	北京科兴控股（集团）有限公司	3,928.14	2.78%
	5	华北制药股份有限公司	3,300.76	2.34%
	合计		**52,781.91**	**37.38%**
2024 年度	1	海普瑞集团	34,394.88	20.55%
	2	中生集团	11,449.85	6.84%
	3	河北常山生化药业股份有限公司	6,723.82	4.02%
	4	北京科兴控股（集团）有限公司	6,343.29	3.79%
	5	华北制药股份有限公司	5,347.25	3.20%
	合计		**64,259.08**	**38.40%**
2023 年度	1	海普瑞集团	21,939.87	15.34%
	2	中生集团	9,998.70	6.99%
	3	河北常山生化药业股份有限公司	8,519.89	5.96%
	4	科兴制药	4,967.34	3.47%
	5	康泰集团	4,777.12	3.34%
	合计		**,.**	**.%**

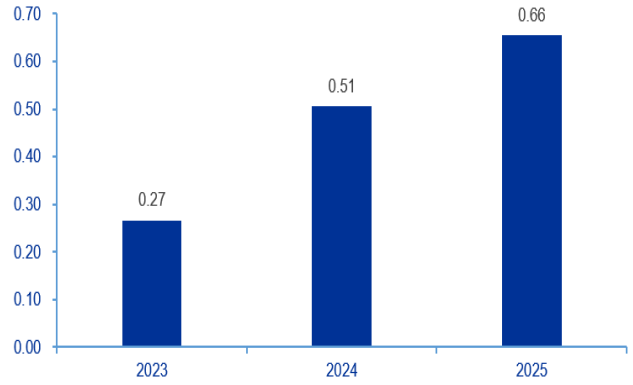
下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：WIND，申万宏源研究

威高普瑞业绩稳健：根据公司公告，2025 年威高普瑞实现收入 18.84 亿元，同比增长 13%，2023-2025 年 CAGR 约 15%，实现归母净利润 6.01 亿元，同比增长 3%，2023-2025 年 CAGR 约 12%。

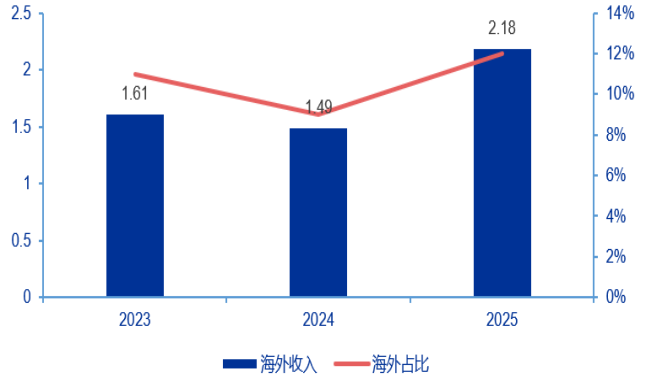
注射笔和海外业务高增：威高普瑞的收入以预灌封给药系统为主，2025 年收入约 18 亿元，收入占比超过 95%，自动安全给药系统收入 0.66 亿元，收入占比 3%，同比增长 29%，2023-2025 年复合增速 57%。公司大力开拓海外市场，2025 年海外收入 2.2 亿元，同比增长 47%，收入占比提高至 12%。

图 26：公司注射笔收入（亿元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

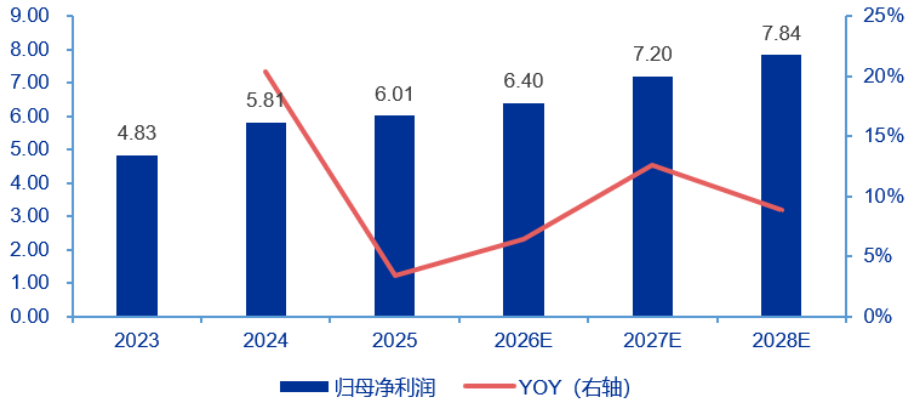
图 27：公司海外收入及占比（亿元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

根据公司公告，威高血净与交易对方（威高集团等）签署了业绩补偿协议，根据该协议，交易对方承诺，标的公司业绩承诺期内各会计年度的承诺净利润分别为 63950.92 万元（2026 年度）、72017.07 万元（2027 年度）、78352.29 万元（2028 年度），以此业绩承诺计算，2025-2028 年净利润 CAGR 9%。

图 28：威高普瑞净利润估计（根据业绩承诺，亿元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

4．看好公司膜过滤技术前景

4.1 从医用、制药到电子，膜过滤技术应用广泛

膜分离技术是指天然或人工合成高分子膜，在外界推动力作用下根据膜选择透过性，使小分子物质通过半透膜，大分子物质被截留，从而实现混合物的分离、提纯和浓缩。根据分离过程外界推动力不同，膜分离技术分为微滤、超滤、纳滤、反渗透、电渗析和透析等。

表 6：常见膜分离技术种类及应用

分类	膜孔径/nm	推动力/MPa	应用
微滤	100-10000	0.05-0.10	净化含油废水
超滤	10-100	0.1-1.0	净化纺织、造纸工业废水
纳滤	<2	0.5-1.0	分离多肽与氨基酸
反渗透	<0.5	0.1-10	海水淡化、制备纯水

资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

膜行业产业链上游包括原材料及膜元件、膜组件企业，原材料主要为醋酸纤维素、芳香聚酰胺类、聚砜等。膜行业应用场景十分广泛，包括污水处理、海水淡化、食品医药、电子制造等。

图 29：膜行业产业链



资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

（1） 医用

医用膜材料是用于制造具有分离流体混合物功能薄膜的物质，主要应用于人工肾（血液透析器）、人工肺、ECMO 等医疗设备及生物制药领域，通过选择性物质迁移实现过滤杂质、病毒和毒素。其中血液透析器（主要材质是聚砜、聚醚砜）是主要应用之一，在这一领域，公司形成了完善的技术储备，核心自主可控，市场份额领先。

（2） 生物制药

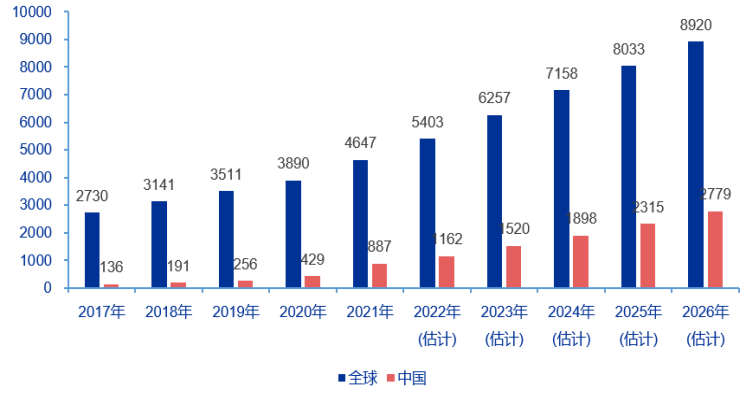
生物制药过滤器是在生物药（单抗/重组蛋白/疫苗/ADC/细胞治疗等）生产过程中，用于对中间液或原液进行分离、澄清、去除颗粒/内毒素/病毒/除菌的关键耗材。通常以多孔膜

下载日志已记录，仅供内部参考

或纤维介质为过滤核心，装配于不锈钢或一次性（SU）滤壳中使用。常用膜材质聚醚砜、聚偏氟乙烯等。

超百亿市场规模，进口占主导：生物制药滤器是生物药研发与生产过程中不可或缺的核心耗材，直接影响生物药生产效率与产品质量，下游生物制药企业对其存在刚性、持续且大规模的市场需求。根据弗若斯特沙利文的数据，2021 年国内生物制药过滤器市场 8.9 亿美元，预计 2026 年达到 27.8 亿美元。目前国内市场主要由默克、颇尔(Pall/Danaher)、赛多利斯、旭化成等公司主导，国内主要厂家为科百特，2024 年中国生物制药滤器市场国产化率仅为 29.6%，存在超过 70%的国产化替代空间。

图 30：生物制药过滤器市场规模（百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

“血净技术+普瑞渠道”，看好公司切入生物制药过滤赛道：依托在血液净化领域长期积累的生物医用膜核心技术，威高血净形成了可直接向生物制药滤器领域转化的技术优势。以血液透析用中空纤维膜为核心构建的生物医用膜技术平台，与生物制药滤器在膜材料原理、制膜工艺、孔径控制及生物安全性方面具备技术同源性与延伸应用基础，依托现有核心技术，公司已开展生物制药滤器的专项研发与产品试制。生物制药滤器主要产品包括除菌滤器、除病毒滤器等，也包括切向流滤器。目前公司中空纤维病毒过滤器已完成产品的技术研发与产品试制。切向流滤器则在产品研发试制基础上，已通过 ISO 9001 质量管理体系与 ISO 13485 医疗器械质量管理体系双认证，以及客户验证性试用。

（3） 电子制造

电子制造（半导体/面板/光伏等）对水、化学品、气体的纯度要求极端严苛，传统过滤（砂滤/活性炭）无法满足，必须依赖微滤(MF)、超滤(UF)、反渗透(RO)、气体分离膜等多级膜系统集成，主要应用包括电子级超纯水、电子化学品过滤、工艺气体纯化等。

下载日志已记录，仅供内部参考

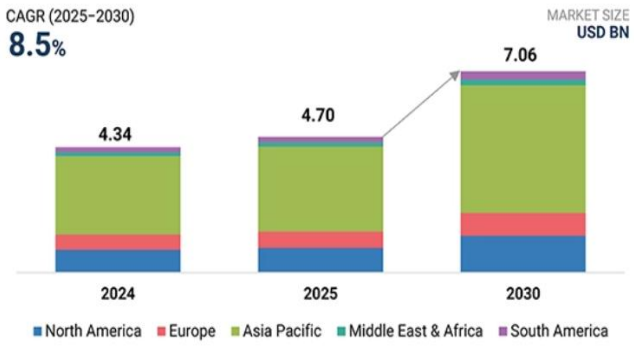
表 7：电子制造膜过滤分类和应用领域

分类	应用领域	备注
超纯水(UPW)制备	晶圆清洗、湿法蚀刻、显影冲洗	分为预处理、RO（反渗透）、终端过滤等环节，其中半导体级 RO 膜、终端 UF(MF)壁垒较高
电子化学品过滤	晶圆制程中，如显影液、蚀刻液、CMP 浆料、高纯双氧水/氢氟酸/盐酸等过滤	PTFE/ePTFE 材料为主，尼龙(Nylon)/PES/陶瓷膜也有应用，高端市场由 Entegris、Pall 主导
工艺气体纯化	高纯气体（N_2、O_2、Ar、H_2、特种气体 SF_6/NF_3/C_4F_8）和尾气治理	氢气、氧气纯化用中空纤维气体分离膜，特种气体、CVD/PVD 尾气控制用的疏水 PTFE 膜主要 Entegris/Pall 供应

资料来源：MarketsandMarkets（麦姆斯咨询），Entegris 官网，申万宏源研究

半导体产业快速发展（持续扩产），叠加技术进步，制造过程中对污染物控制的需求日益增加，电子制造过滤市场规模持续扩大。根据 MarketsandMarkets（麦姆斯咨询）的估计，全球电子过滤市场规模 47 亿美元，其中亚太市场占据了最大比例，预计到 2030 年市场规模将提高到 70.6 亿美元。目前高端市场仍以进口为主，根据 Global Growth Insights 的数据，在液体过滤（湿电子化学品/CMP 浆料/UPW 终端微滤）领域，Pall 占据全球 35%的市场份额，英特格（Entegris）占据了 28%的市场份额。

图 31：电子制造过滤市场规模（十亿美元）



资料来源：MarketsandMarkets（麦姆斯咨询），申万宏源研究

4.2 他山之石：Pall、ENTERGRIS 和科百特

（1）Pall：70 年深耕生物医药及半导体领域过滤

颇尔（Pall Corporation）公司于 1957 年由 David Pall 博士创立，是一家专注于为全球生命科学和工业领域的客户提供过滤、分离和纯化解决方案的企业，帮助解决客户各类关键的流体管理需求。2015 年，丹纳赫（Danaher，NYSE: DHR）以约 138 亿美元收购了 Pall。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：PALL 发展历史

年份	关键事件与主要成就
1945 年	David Pall 博士在“曼哈顿计划”中发明开创性过滤器，通过烧结不锈钢粉末成功分离铀-235 和铀-238。
1946 年	David Pall 博士基于其发明的多孔不锈钢产品创立公司，开创独立事业。
1947 年	发明“各向异性金属滤网”，解决“太重”挑战，为高温极端工况下的过滤应用打开新局面。
1957 年	**公司正式命名为 Pall Corporation 并于 11 月 21 日在纽交所上市。**
1969 年	产品应用于“阿波罗”登月计划，宇航员尼尔·阿姆斯特朗身背 Pall 气体过滤装备实现人类登月梦想。
1978 年	研发出世界首款惰性天然亲水聚酰胺膜，孔径与表面可按需定制，开启生物制药“精准过滤”时代。
1979 年	参与美国三哩岛核事故清理，利用 Pall PMM®滤膜成功净化 20,000 磅辐照核污水。
1980 年	助力英法海底隧道工程，凭借先进的液压过滤技术帮助隧道提前 6 个月贯通。
1990 年	创始人颇尔博士因在过滤技术领域的杰出贡献，荣获美国总统颁发的“美国国家技术勋章”。
1993 年	在北京建立生产基地，正式开启中国市场本土化生产与服务。
2005 年	David Pall 博士被追授进入美国国家发明家名人堂，其一生拥有 181 项专利，被誉为世界最重要的技术革新者之一。
2006 年	颇尔中国研发中心在上海正式成立，加码本土研发创新。
2009-2011 年	两度荣登《新闻周刊》“最绿色公司”榜单；多孔铁铝过滤技术荣获 ASM 国际工程材料成就奖。
2015 年	**丹纳赫（Danaher）公司以约 138 亿美元现金完成对 Pall 的收购，并入丹纳赫后持续专注增长与创新。**
2018-2021 年	深度参与中国半导体产业发展，微电子业务年增速超过 30%，以高纯过滤技术守护“中国芯”。
2023 年	积极布局锂电池、绿色环保及风电光伏等新兴市场，并荣获“2023 年度亦城百强企业”。
2026 年	凭借在推动区域开放合作与链接全球资源方面的突出贡献，荣获北京亦庄 2025 年度外资贡献奖。

资料来源：PALL 官网，申万宏源研究

2023 年，丹纳赫进行了重大的内部业务重组，将 Pall 的生命科学业务与 Cytiva（思拓凡）正式合并，成立了全新的“生物技术（Biotechnology）”业务集团。而 Pall 的工业过滤等业务则继续保留在丹纳赫的“生命科学（Life Sciences）”或其他子板块中。Pall 的技术壁垒在于其先进的膜材料科学和流体管理能力，产品线极广，主要分为两大类：

生命科学与生物技术：该业务目前与 Cytiva 高度融合，主要服务于生物制药、细胞与基因治疗以及医疗临床领域。主要产品为生物工艺当中的过滤环节技术和一次性产品等。

工业与微电子过滤：包括对杂质控制有极端要求的非医疗工业场景如微电子与半导体提供用于特种气体、超纯水及化学机械平坦化（CMP）研磨液的超高纯度过滤产品；航空航天与国防：军用及民用飞机的液压系统过滤器、发动机进气防护及燃油过滤系统；工业制造与食品饮料:石油天然气分离系统、化工聚合物过滤、以及用于啤酒、葡萄酒和瓶装水澄清的食品级过滤膜。

（2）Entegris：全球顶尖过滤赛道玩家的并购发展之路

Entegris（中文名：英特格，纳斯达克代码：ENTG）成立于 1966 年，2000 年纳斯达克上市，总部位于美国马萨诸塞州，在美国，马来西亚，新加坡，中国台湾，中国大陆，韩国，日本，以色列，爱尔兰，德国和法国拥有制造、服务中心和研究设施。公司是一家半导体设备及材料公司，下设关键材料处理（Critical Materials Handling）和电子材料（Electronic Materials）两大部门，其中：

下载日志已记录，仅供内部参考

Critical Materials Handling：提供一系列用于过滤，处理，分配和保护在半导体制造工艺和其他高技术制造中使用的关键材料产品。该部门的产品和子系统包括高纯度材料包装，流体处理和分配系统以及液体过滤器，以及保护关键衬底（如运输和制造操作中的晶片）的微环境产品。

Electronic Materials：提供能够实现半导体制造的性能材料，材料封装和材料输送系统。其产品包括专业化学品和性能材料，气体微粒控制系统和组件，以及亚大气压力气体输送系统，用于处理半导体工艺设备的有害气体。

图 32：Entegris 发展历史



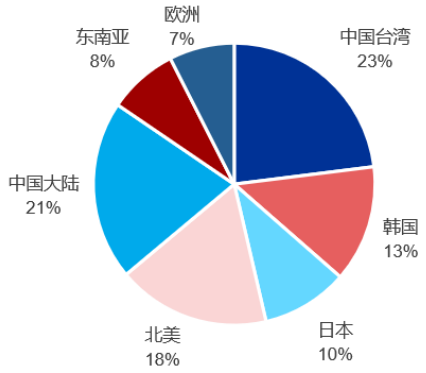
资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司通过自研和多轮收购，完成了在半导体过滤领域的全面布局。2025 年，英特格实现收入 32 亿美元，同比 2024 年基本持平，其中亚太（中国大陆、中国台湾、日本、韩国）是主要市场，中国大陆收入 6.6 亿美元，收入占比约 21%。根据 Global Growth Insights 的数据，在液体过滤（湿电子化学品/CMP 浆料/UPW 终端微滤）领域，英特格（Entegris）占据了 %的市场份额（先进制成领域份额更高）。

下载日志已记录，仅供内部参考

生物医药方向拓展：利用在半导体行业苛刻要求中获得的专业知识，Entegris 亦为生命科学提供过滤解决方案。Entegris 的滤芯和胶囊过滤器在过滤许多常见溶液方面表现出色，包括缓冲液、大容量和小容量注射剂、水和眼科产品。Entegris 过滤器按照严格的规格制造，可满足生物加工、细胞和基因治疗以及制药应用中的污染控制需求。

图 33：英特格收入构成



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 34：英特格股价



资料来源：WIND，申万宏源研究

（3）科百特：国产过滤知名企业，专攻医药及半导体赛道

杭州科百特是国内生命科学过滤和电子过滤的知名企业。公司成立于 2003 年，多年致力于各种过滤分离纯化膜和流体管理系统研究和开发，为全球集成电路制造和生物制药产业以及工业新能源产业提供创新的过滤、分离、纯化和流体解决方案。

图 35：杭州科百特基本情况及发展历史



资料来源：公司官网，申万宏源研究

科百特致力于各种微孔过滤膜、纳米纤维和超滤膜的研究和开发，是全球仅有的三家具备全产业链制造能力的企业。公司成立早期聚焦生物制药过滤，实现逐步替代 Pall 和

下载日志已记录，仅供内部参考

Millipore（默克）的制药过滤业务，服务于国内药企。2010 年以来，公司突破进口垄断的 ePTFE 等技术，并于 2020 年前后加速切入半导体湿电子化学品/UPW 过滤。

在生命科学领域：科百特为生物制药、细胞和基因治疗企业提供上下游过滤和纯化解决方案，包括细胞培养澄清收获、生物负载降低、层析纯化、病毒去除、超滤浓缩和除菌过滤，以及用于流体管理的一次性技术。

在工业制造领域：科百特提供水，油，气的过滤、分离和纯化解决方案，根据生产工艺提供颗粒过滤器，反冲洗系统，液液聚结分离，气液聚结分离、脱氧、脱色等产品

在微电子领域：科百特独立开发了包括 PTFE、PES、Nylon、PE、PVDF、金属和陶瓷等在内的 25 种核心滤材，产品覆盖集成电路制造工艺中的所有过滤纯化点位，包括 Wet、Litho、Etch、CMP、Gas、UPW、CDS 等几百个工艺点。（1）集成电路芯片制造：科百特可以提供广泛的解决方案覆盖从厂务系统的超纯水系统、化学输送系统、抛光液输送系统、气体系统到制程端的各个工艺点，薄膜沉积、化学机械研磨、湿法刻蚀和清洗、电镀、离子注入等工艺。（2）电子材料：生产制造提供先进的过滤、纯化、分离、流体和包装解决方案，覆盖半导体等级的高纯湿化学品、Slurry、封装材料、特种气体、大硅片、掩膜版等电子材料的生产制造。（3）平板显示：生产制造提供完整的过滤、纯化、分离、流体解决方案，覆盖平板显示产品制造的各个工艺点。

图 36：科百特产品应用领域



资料来源：公司官网，申万宏源研究

至 2023 年，科百特在国内市场的过滤产品和解决方案已经覆盖了 90%以上的微电子企业和大型制药企业。在国际市场上，科百特产品远销日本、韩国等 100 多个国家和地区。2025 年，科百特整体营收达到 57.8 亿元，同比增长 30%左右。

我们认为：膜过滤技术应用广泛（技术协同性高），市场规模/需求庞大。以 Pall、Entegris 和科百特为例，通过持续的自研投入和外部收购，形成了完整产品组合后实现了收入体量

下载日志已记录，仅供内部参考

持续增长。威高血净长期耕耘于医疗过滤（透析器），核心自主可控，其扎实的膜技术有望向医疗等领域延伸。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们预计公司发行股份收购普瑞顺利，即根据公告，发行 2.72 亿股，发行价格 31.29 元/股，基于以下假设：

（1） 血液净化耗材、制剂：2026-2028 年销售量增速维持在 10%（对应国内透析人数年增 9-10%），集采降价已完成，产品单价维持在 2025 年水平；

（2） 血液透析设备：2026-2028 的销量增速维持在 20%(参考 2025 年增长 19%)，产品单价保持 2025 年水平不变；

（3） 预灌封：2026-2028 的销量增速维持在 11%（2025 年水平），产品单价保持 2025 年水平不变；

（4） 毛利率：2026-2028 血液净化耗材、制剂、血液透析设备、预灌封的毛利率维持在 2025 年水平，分别为 46%和 18%、50%；

（5） 费用率：2026-2028 销售费用率分别为 12%、11.5%、11.0%（参考 2025 年备考利润表 12%），管理费用率维持在 4.0%，研发费用率维持在 3.8%（均为 2025 年水平）；

（6） 现金分红比例：维持在 31%（2025 年威高血净分红水平）。

我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 62.19 亿元、69.32 亿元和 77.39 亿元，分别同比增长 10%（合并普瑞后口径）、11%和 12%。归母净利润分别 12.02 亿元、13.43 亿元和 15.03 亿元，分别同比增长 11%（合并普瑞后口径）、12%和 12%。

表 9：公司盈利预测（合并威高普瑞后，百万元）

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入（血净+普瑞）	5276	5651	6219	6932	7739
yoy		7%	10%	11%	12%
毛利率	44%	43%	43%	43%	43%
血液净化耗材/制剂	2841	2892	3152	3436	3745
yoy		2%	10%	10%	10%
毛利率	48%	46%	46%	46%	46%
销量（万套）	7447	8128	8860	9657	10526
yoy		9%	9%	9%	9%
单价（元/套）	38	36	36	36	36
血液净化设备	623	741	889	1067	1280
yoy		%	%	%	%

下载日志已记录，仅供内部参考

毛利率	20%	18%	18%	18%	18%
其他医疗产品	69.87	72.19	76	80	84
yoy		3%	5%	5%	5%
毛利率	38%	58%	58%	58%	58%
预灌封给药系统	1600	1800	2000	2222	2469
yoy		12%	11%	11%	11%
毛利率	51%	50%	50%	50%	50%
销售量（亿支）	7.2	8	9	10	11
yoy		11.10%	11%	11%	11%
单价（元/支）	2.2	2.25	2.25	2.25	2.25
自动安全给药系统	51	66	85	111	144
yoy		29%	30%	30%	30%
其他收入	21	17	17	17	17

资料来源：WIND，申万宏源研究

注：2024、2025 年为历史追溯调整

5.2 相对估值

我们预计 2026、2027 年血液净化净利润分别为 5.4 亿、6.0 亿，医药包材净利润分别为 6.6 亿、7.4 亿，对应血液净化业务利润增速维持约 12%，医药包材利润参考业绩承诺（注：普瑞发展趋势良好，我们预计增速会高于业绩承诺要求）。考虑血净业务和包材业务分别属于血液透析行业和生物药上游行业，因而进行分部估值。

（1）血液净化业务

选取高值耗材领域的惠泰医疗（心血管介入耗材）、佰仁医疗（心血管介入耗材）、威高骨科（骨科耗材）、大博医疗（骨科耗材）为可比公司。选取 2026 年 PE 作为参考，可比公司 2026 年预测市盈率均值为 31 倍，以此计算，血液净化业务合理市值 167 亿元。

表 10：威高血净相对估值表（6 月 29 日，亿元）

代码	公司	市值	利润（2026E）	利润（2027E）	P/E(2026E)	P/E(2027E)
688617.SH	惠泰医疗	270	10.42	13.10	26	21
688198.SH	佰仁医疗	125	2.73	3.63	46	34
688161.SH	威高骨科	86	3.22	3.87	27	22
002901.SZ	大博医疗	178	6.97	7.73	26	23
	平均				31	25
603014.SH	威高血净	142	5.40	6.00	26	24

资料来源：申万宏源研究

注：取 WIND 一致预测，威高血净利润口径为血液净化业务

（2）医药包材业务

我们认为普瑞估值应当介于普通药用玻璃和生命科学上游之间（预灌封利润率明显高于普通药用玻璃，下游需求增长和生物制药行业直接相关，类似生命科学上游逻辑），选取

下载日志已记录，仅供内部参考

山东药玻（药用玻璃）、百普赛斯（重组蛋白等关键生物试剂）、奥浦迈（细胞培养解决方案）为可比公司，可比公司 2026 年预测市盈率均值为 30 倍，以此计算，医药包材业务合理市值 196 亿元。

表 11：包材业务相对估值表（6 月 29 日，亿元）

代码	公司	市值	利润（2026E）	利润（2027E）	P/E(2026E)	P/E(2027E)
600529.SH	山东药玻	121	7.97	8.85	15	14
301080.SZ	百普赛斯	80	2.31	3.07	35	26
688293.SH	奥浦迈	58	1.47	2.04	39	28
	平均				30	23
	威高普瑞		6.60	7.40		

资料来源：WIND，申万宏源研究

注：取 WIND 一致预测；普瑞利润预测取业绩承诺（即保守估计）

血液净化和包材两块业务合计估值 363 亿元，以普瑞并表后 6.9 亿股本（当前 4.18 亿，新发行 2.72 亿）计算，每股 52.67 元，当前价格较合理价值存在 35%折价，首次覆盖，给予“买入”评级。

6．风险提示

收购失败风险：若普瑞收购失败，会影响公司后续业务转型；

集采继续降价：血液净化耗材集采基本完成，短期降价可能性较低，然仍存在未来进一步降价的可能性；

汇率波动风险：血液净化和包材海外收入占比逐步提高，汇率波动会影响表观利润；

研发风险：公司在向生物过滤器等领域延伸，已有技术储备，但仍存在研发失败风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,604	3,769	6,219	6,932	7,739
营业收入	3,604	3,769	6,219	6,932	7,739
血液净化耗材/制剂	2,841	2,892	3,152	3,436	3,745
透析设备	623	741	889	1,067	1,280
预灌封	1,600	1,800	2,000	2,222	2,469
自动安全给药系统	51	66	85	111	144
其他	139	136	93	96	100
营业总成本	3,090	3,242	4,836	5,378	5,993
营业成本	2,080	2,253	3,521	3,947	4,434
血液净化耗材/制剂	1,478	1,562	1,702	1,855	2,022
透析设备	499	608	729	875	1,050
预灌封	784	900	1,000	1,111	1,235
自动安全给药系统	25	33	43	55	72
其他	104	83	47	51	55
税金及附加	50	53	87	97	108
销售费用	630	622	746	797	851
管理费用	171	167	249	277	310
研发费用	165	144	236	263	294
财务费用	-6	3	-3	-4	-4
其他收益	49	27	30	30	30
投资收益	36	31	31	31	31
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
信用减值损失	-39	1	0	0	0
资产减值损失	-8	-6	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	552	582	1,445	1,615	1,807
营业外收支	-7	-6	0	0	0
利润总额	546	576	1,445	1,615	1,807
所得税	96	94	243	272	305
净利润	449	482	1,202	1,343	1,503
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	449	482	1,202	1,343	1,503

资料来源：聚源数据，申万宏源研究。注：合并普瑞后财务数据

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

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，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。