仅供内部参考，请勿外传

维力医疗（603309.SH）

产品结构持续升级，内外销共同发力，医用导管龙头成长可期

公司出海业务具备特色与优势，增长确定性强，国内业务逐步恢复，产品结构逐步往高价值产品升级，未来成长可期。

- **维力医疗：医用导管龙头企业，业务线布局全面。**维力医疗成立于 2004 年，是全球医用导管主要供应商之一，公司成立之初即开始布局出海，产品进入美国、欧洲、日本等主流市场，产品结构丰富，研发、生产、销售架构完善，布局清晰。
- **低值耗材细分品类繁多，行业空间广阔。**根据临床用途的不同，低值医用耗材分为医用卫生材料及敷料类、注射穿刺类、医用高分子材料类等，产品种类繁多。根据 QYResearch 数据，2022 年全球低值耗材市场规模达到 745 亿美元，预计 2029 年将达到 1243 亿美元，CAGR 为 9.57%，市场空间广阔。
- **公司产品类别丰富，六大业务条线+创新产品协同并进。**公司已形成了六大产品线全面布局的产品群，产品覆盖麻醉、导尿、泌尿外科、护理、血液透析、呼吸等多个领域，品类齐全。公司持续进行产品升级，在麻醉和导尿领域市占率领先。同时公司在创新产品布局方面已取得一定突破，2025 年获得 9 项国内医疗器械注册证，同时公司通过参与领投瑞意旭联 Pre-A 轮融资积极拓展脑机接口等前沿领域。
- **内外销双轮驱动，成长可期。1）外销（2025 年收入占比 56%）：**多年布局出海业务，2026 年首个海外工厂成功实现投产，新客户、新产品持续开拓凸显增长确定性。公司多年出海积累了稳固的大客户关系，随着公司外销大客户业务的丰富、创新产品在海外市场的加速放量以及海外基地投产，外销产品结构不断优化，高毛利产品占比不断提升，外销业务有望持续增长。**2）内销（2025 年收入占比 42%）：**公司营销变革成效体现+创新产品放量+集采中标放量有望带动国内业务实现稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司出海的确定性和增长潜力，随着创新产品逐步上市，国内业务也预计企稳回升。我们预计 2026-2028 年公司将实现归母净利润 2.6/3.1/3.7 亿元，同比增长 242.7%/19.7%/19.5%，对应 PE 为 14/11/10 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：政策变动，新产品研发销售不及预期，国际贸易环境变化等风险。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1509	1631	1840	2127	2434
同比增长	9%	8%	13%	16%	14%
营业利润(百万元)	265	130	322	385	460
同比增长	11%	-51%	147%	20%	19%
归母净利润(百万元)	219	76	262	313	374
同比增长	14%	-65%	243%	20%	19%
每股收益(元)	0.75	0.26	0.90	1.07	1.28
PE	16.1	46.3	13.5	11.3	9.5
PB	1.9	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（首次）

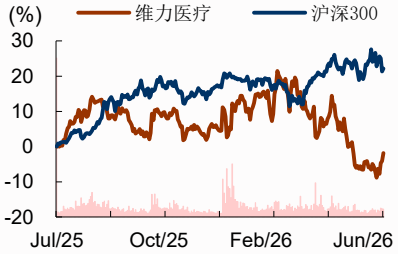
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：12.12 元

基础数据

总股本（百万股）	292
已上市流通股(百万股)	292
总市值（十亿元）	3.5
流通市值（十亿元）	3.5
每股净资产（MRQ）	6.2
ROE（TTM）	4.2
资产负债率	33.1%
主要股东	高博投资(香港
主要股东持股比例	31.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-7	-1
相对表现	2	-12	-23



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
欧阳京 S1090524070012
ouyangjing@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、 维力医疗：医用导管龙头企业，业务线布局全面 4
二、 低值耗材细分品类繁多，行业空间广阔 8
三、 公司产品类别丰富，六大业务条线+创新产品协同并进 9
四、 内外销双轮驱动，成长可期 15
1、外销：多年布局出海业务，海外大客户去库存结束，新客户、新产品持续开拓凸显增长确定性 15
2、内销：公司营销变革+产品升级+集采中标放量带动增长 17
五、 盈利预测与投资评级 19
六、 风险提示 21

图表目录

图 1：维力医疗发展历程 4
图 2：维力医疗业务结构 5
图 3：维力医疗股权结构（截至 2026Q1） 6
图 4：公司历年营业收入及增速（百万元） 6
图 5：公司历年归母净利润及增速（百万元） 6
图 6：公司历年净利率和毛利率 7
图 7：公司历年费用率 7
图 8：2025 年公司不同业务收入拆分（百万元） 7
图 9：2025 年公司不同业务毛利拆分（百万元） 7
图 10：2022 年全球不同产品类型低值耗材市场份额 8
图 11：全球低值耗材市场规模（亿美元） 8
图 12：中国低值耗材市场规模（亿元） 8
图 13：维力医疗产品布局 10
图 14：公司麻醉业务收入及增速（百万元） 10
图 15：公司麻醉业务毛利率 10
图 16：公司的可视双腔支气管插管 11
图 17：公司导尿业务收入及增速（百万元） 11
图 18：公司导尿业务毛利率 11

仅供内部参考，请勿外传

图 19：公司的 BIP 抗菌导尿管.....12
图 20：公司泌尿外科业务收入及增速（百万元）.....12
图 21：公司泌尿外科业务毛利率.....12
图 22：公司的一次性负压清石鞘.....13
图 23：公司护理业务收入及增速（百万元）.....13
图 24：公司护理业务毛利率.....13
图 25：公司呼吸业务收入及增速（百万元）.....14
图 26：公司呼吸业务毛利率.....14
图 27：公司血液透析业务收入及增速.....14
图 28：公司血液透析业务毛利率.....14
图 29：维力医疗海外业务、客户拓展历程.....16
图 30：公司外销收入及增速.....16
图 31：公司外销收入毛利率.....16
图 32：公司内销收入及增速.....17
图 33：公司内销收入毛利率.....17
图 34：公司研发费用及研发费用率（百万元）.....19
图 35：公司核心在研项目（截至 2025 年）.....19

表 1：公司产品集采情况（部分）.....17
表 2：公司主营业务收入拆分（百万元）.....20
附：财务预测表.....22

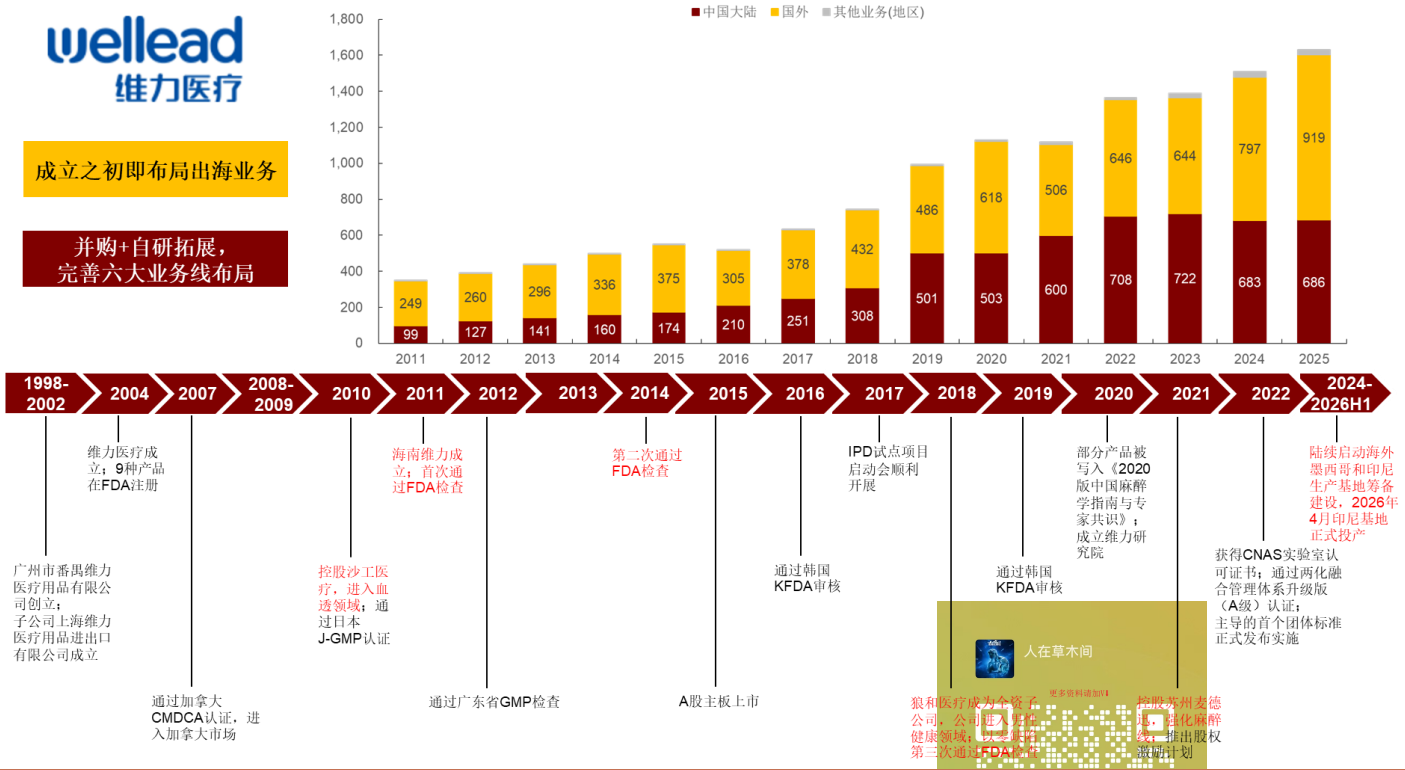
仅供内部参考，请勿外传

一、维力医疗：医用导管龙头企业，业务线布局全面

维力医疗成立于 2004 年，是全球医用导管主要供应商之一。公司主要从事麻醉、泌尿、呼吸、血液透析等领域医用导管的研发、生产和销售，产品在临床上广泛应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域，公司气管插管和留置导尿管的生产和销售在国际和国内名列前茅。

公司成立之初即开始布局出海，产品进入美国、欧洲、日本等主流市场。2004 年 9 种产品已在 FDA 注册；2007 年通过加拿大 CMDCA 认证，11 种产品在加拿大注册，进入加拿大市场；2010 年通过日本 J-GMP 认证；2011 年首次通过 FDA 检查；2024 年起陆续启动墨西哥和印尼海外工厂规划和建设。截至 2025 年底，公司已取得国内医疗器械注册 145 项、美国 FDA 注册 24 项、CE 产品认证 139 项、加拿大产品认证 42 项、德国注册登记 148 项，具备业内领先的产品注册能力。公司与上百家国外医疗器械经销商、数十家国内出口贸易商进行业务合作，产品远销海外上百个国家或地区，进入监管严格的北美、欧洲、日本等主流市场。2026 年 4 月公司首个海外生产基地在印尼正式投产，标志公司全球化战略进入新阶段，从“走出去”迈向“扎下来”。

图 1：维力医疗发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

公司产品结构丰富，研发、生产、销售架构完善，布局清晰：

- **研发：**公司拥有 352 项专利，其中已获授权的发明专利 45 项，拥有独特的原料配方、领先的抗微生物粘附技术、亲水涂层技术、基于监控功能的可视、测温及测压等传感技术。公司具备领先的质量管理和产品注册能力。公司产品先后获得 ISO13485 质量体系认证、MDSAP 认证（适用美国、日本、加拿大、巴西、澳大利亚等五个国家）。公司已成为 5 个产品行业标准起草

仅供内部参考，请勿外传

单位，在全球取得各类注册证超过 400 个。

- **生产：**公司共有 5 个国内生产基地和 1 个海外生产基地，分布在广州番禺、江苏张家港、江苏苏州、海南海口、江西吉安和印尼，同时推进广东肇庆、墨西哥生产基地建设。公司具备国内领先的医用导管生产产能，先后 3 次通过美国 FDA 工厂检查，同时拥有强大的柔性制造能力、非标自动化、智能化设备等自动化生产工艺以及先进的粘接技术、焊接技术、导管尖端成型技术等。
- **销售：**从地区上，公司销售分为外销和内销。外销方面，公司在做好原有大客户项目服务的同时，持续在北美和欧洲拓展新的大客户。在外销中公司也在逐步提高自主品牌销售比例，在海外市场，公司产品已在上百个国家或地区形成销售。内销方面，公司推进“聚焦专科、精耕终端”的营销发展战略，在国内市场，公司已有效覆盖全国所有省份，产品进入 5,000 多家医院，其中三甲医院超过 1,000 家，并建立专业的学术推广队伍。

图 2：维力医疗业务结构

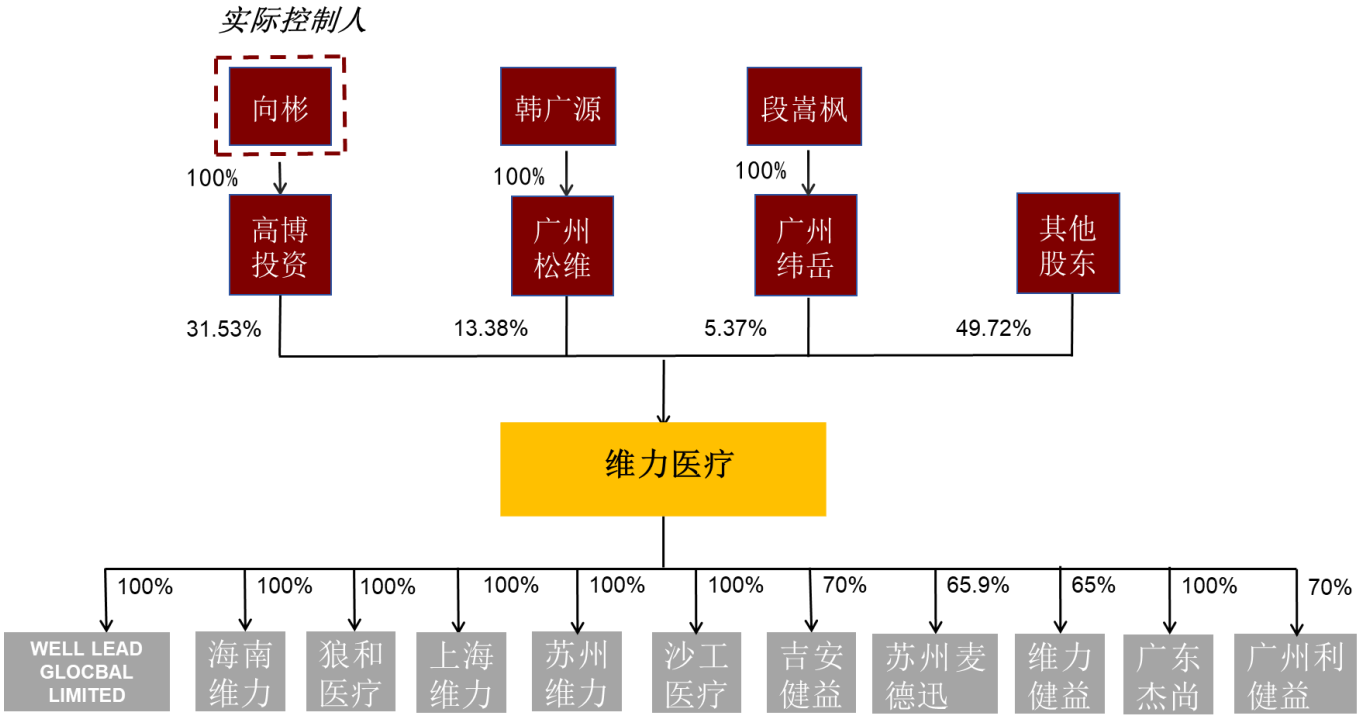


资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

公司管理层持股比例高，董事长向彬为实际控制人，持股 31.53%；韩广源为公司副董事长、总经理，持股 13.38%；段嵩枫为公司董事、副总经理，持股 5.37%。公司下设 13 家子公司，负责不同业务线。沙工医疗为公司 2010 年收购，主要负责血液透析业务；江西狼和医疗为公司 2018 年收购，主要产品包皮环切缝合器；苏州麦德迅为公司 2021 年控股，主要负责疼痛及输注管理类产品。广东杰尚于 2024 年设立，作为肇庆生产基地的投资主体，负责新生产基地的建设和运营。

仅供内部参考，请勿外传

图 3：维力医疗股权结构（截至 2026Q1）



资料来源：公司公告、招商证券

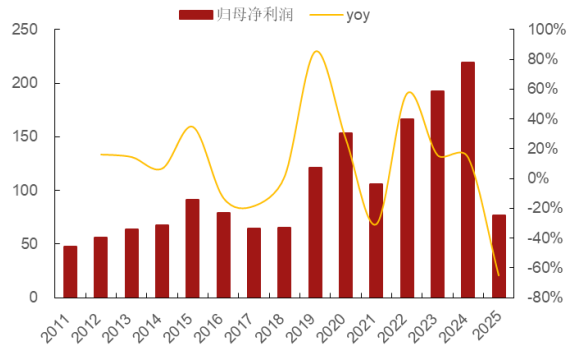
2018 年，公司收购的全资子公司狼和医疗完全并表，公司收入和利润均大幅提升。狼和医疗生产的一次性包皮环切缝合器属于国内细分行业龙头，毛利较高的泌尿产品也拉动了公司毛利显著提高。狼和医疗并表后公司收入端保持稳定增长趋势，利润端则受疫情和商誉减值等因素影响有所波动。

图 4：公司历年营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，招商证券

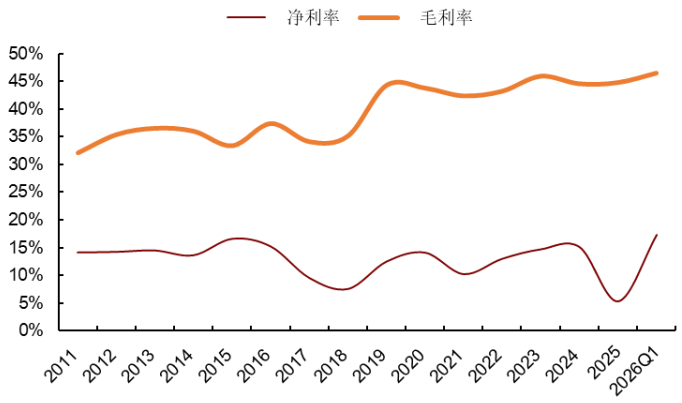
图 5：公司历年归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind，招商证券

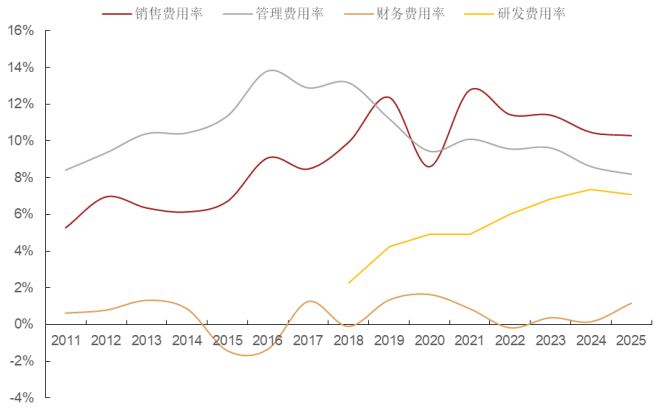
仅供内部参考，请勿外传

图 6：公司历年净利率和毛利率



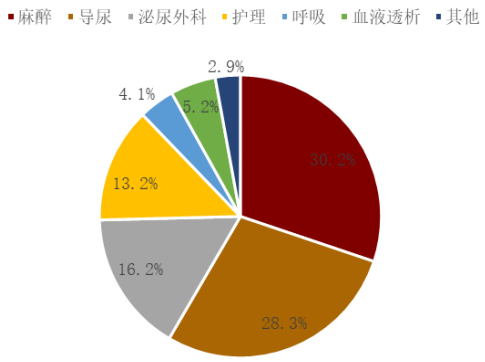
资料来源：Wind，招商证券

图 7：公司历年费用率



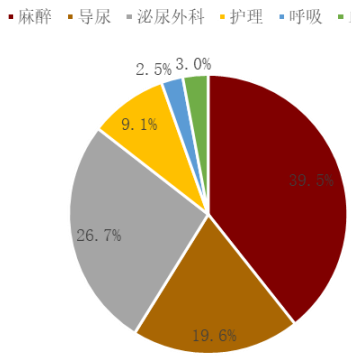
资料来源：Wind，招商证券

图 8：2025 年公司不同业务收入拆分（百万元）



资料来源：Wind，招商证券

图 9：2025 年公司不同业务毛利拆分（百万元）



资料来源：Wind，招商证券

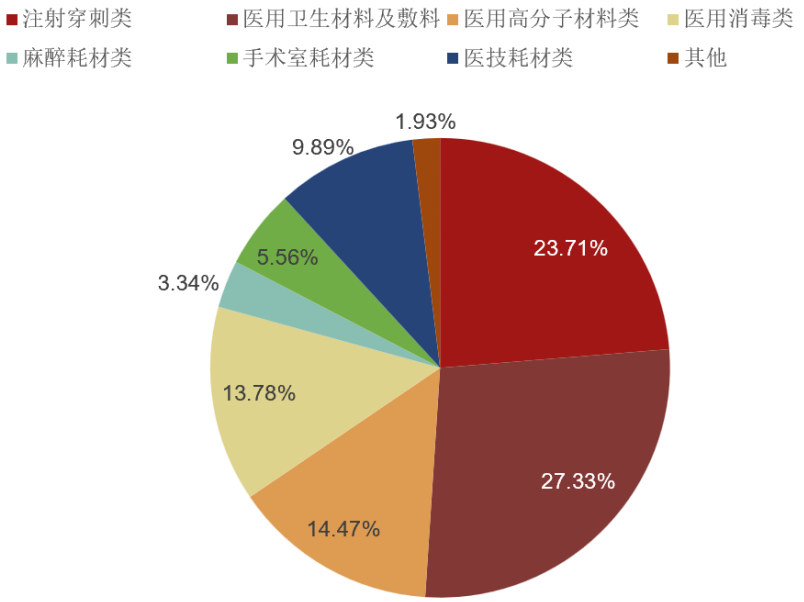
‘

仅供内部参考，请勿外传

二、低值耗材细分品类繁多，行业空间广阔

低值耗材是指临床多学科普遍应用的价值较低的一次性医用材料，如纱布、棉签、手套、注射器等。根据临床用途的不同，低值医用耗材可以分为医用卫生材料及敷料类、注射穿刺类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类、手术室耗材类、医技耗材类等。低值耗材国内外生产企业数量众多，行业竞争格局相对较为分散，2022 年行业 CR5 仅为 18%。

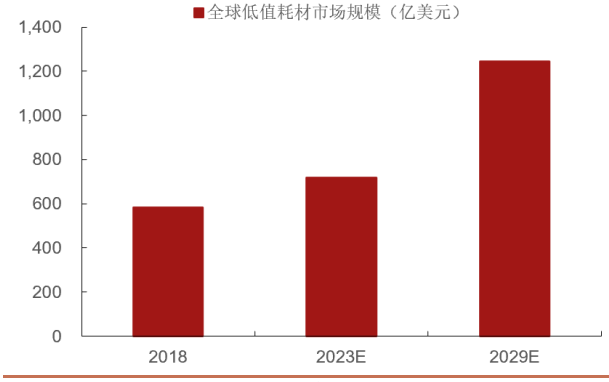
图 10：2022 年全球不同产品类型低值耗材市场份额



资料来源：QYResearch、招商证券

根据 QYResearch 数据显示，2018 年全球低值耗材市场规模为 581 亿美元，2022 年全球低值耗材市场规模达到了 745 亿美元，预计 2029 年将达到 1243 亿美元，CAGR 为 9.57%。根据《中国医疗器械蓝皮书》和罗兰贝格数据，2017 年中国低值耗材市场规模为 535 亿元，2022 年预计为 1184 亿元，CAGR 为 17.22%，超全球市场增速发展。

图 11：全球低值耗材市场规模（亿美元）



资料来源：QYResearch、招商证券

图 12：中国低值耗材市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

以气管导管市场来看，中国市场发展潜力巨大。

根据 Grand View Research 数据，2021 年全球气管导管的市场规模约为 20 亿美元。Future Market Insights 预测：全球气管导管市场的价值将在 2022~2032 年以 6.4%的年复合增长率增长。人口老龄化、慢性呼吸系统疾病频发、外科手术增多，推动了气管导管和气道产品市场的发展，目前气管导管和气道产品的销量不断上升。到 2027 年底，全球气管导管和气道产品市场规模将超过 53.31 亿美元。全球气管导管市场主流品牌制造商包括 Teleflex Inc、Smiths Medical,、Medtronic Plc、Medis Medical (UK) Ltd、维力医疗、河南驼人、山东威高等。

根据《中国卫生健康统计年鉴 2021》，2020 年住院病人手术人次 6664 万人次，全麻手术需气管导管的市场容量预计为 1706 万支。随着我国人口老龄化加剧和人们对卫生健康的需求增加，以及人均医疗保健投入的提高及社保覆盖率的提升，我国全麻手术普及率快速提升，气管导管的需求不断增加。气管导管作为基础性医疗器械产品，发展潜力巨大。根据《中国医疗器械白皮书》，目前气管导管产品生产企业已超过 180 家，河南驼人、山东威高、维力医疗前三市场份额占比约为 40-50%，其他如江苏亚华、浙江苏嘉排名紧随其后。

三、公司产品类别丰富，六大业务条线+创新产品协同并进

并购+自研纵横拓展，完成六大业务线布局。公司从最早的麻醉、泌尿、呼吸的十余种产品，通过自研持续拓展产品种类，通过并购持续拓宽产品线。2010 年公司收购老牌医疗耗材企业沙工医疗，进入血液透析耗材领域；2018 年收购狼和医疗，强化泌尿线，进入男性健康领域；2021 年控股苏州麦德迅，新增疼痛及输注管理类产品，强化麻醉线。目前公司已搭建了覆盖六大产品线的业务布局，包括麻醉、导尿、泌尿外科、重症护理、血液透析、呼吸等多个领域，品类齐全。公司在麻醉、导尿、泌尿外科等多个领域持续不断的进行产品升级，并不断向横向及纵深领域拓展，包括抗菌、可视化、重症护理组合等。

2026 年，公司通过参与领投瑞意旭联 Pre-A 轮融资切入脑机接口赛道，瑞意旭联是一家聚焦重大脑疾病，致力于植入式双向脑机接口研发的初创企业，已经形成包括芯片、传感器、封装和算法在内的全栈核心技术，以“植入式高通量双向脑机接口”为平台，开发多种脑机接口临床落地场景。目前瑞意旭联已经完成“脑脊接口”研发，进入量产阶段；完成全植入动物实验并验证术式和效果，已在国内多个中心开启临床研究，有望于在 2028 年取得三类医疗器械注册证。

仅供内部参考，请勿外传

图 13：维力医疗产品布局

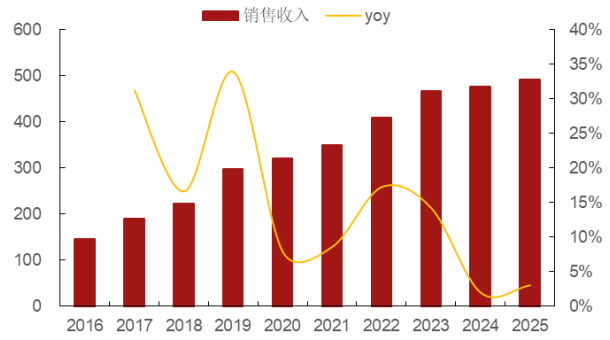
领域	公司布局	具体产品	使用场景	公司地位
麻醉	全麻气道管理耗材和电子镇痛泵	气管插管、喉罩、支气管插管、可视支气管插管、气管切开插管、麻醉面罩、人工鼻、麻醉呼吸管路等	全麻手术	市占率行业前列
		电子镇痛泵	术后镇痛、分娩镇痛、癌痛镇痛、肿瘤化疗等临床治疗中药液的精确输注和监测	/
导尿	导尿领域耗材	导尿管、BIP无菌导尿管、导尿包、抗菌导尿管、测温导尿管、引流袋、男用导尿套、精密尿袋等	手术	市占率行业前列，国内龙头、国际领先
泌尿	泌尿外科结石手术耗材类产品以及包皮环切缝合器	包皮环切缝合器	包皮环切手术	市占率行业前列
		公司在结石管理领域全系列产品。清石鞘、微创扩张引流套件、导丝、球囊扩张导管、输尿管扩张器、输尿管导引鞘、取石篮、输尿管支架、输尿管导管、清石鞘等	结石手术	/
护理	引流、营养、口腔护理、排泄物管理等产品	吸引连接管	大客户定制项目	大客户长期信赖
		冲吸式口护吸痰管、排泄物管理系统	临床通用产品	/
呼吸	呼吸系统用耗材	有氧气面罩、氧浓度可调面罩、药物吸入雾化器等	呼吸道疾病等	集采中竞争优势明显
血液透析	血透管路		血液透析	最早一批获得血透管路注册证的企业之一，良好的品牌知名度

资料来源：公司公告，招商证券

- **麻醉业务（25 年收入占比 30%）：**公司麻醉业务线主要包括全麻气道管理耗材、局麻耗材和电子镇痛泵等。麻醉耗材国内市场格局分散，公司品项齐全，市场占有率业内领先，产品已经覆盖国内 3,000 多家医院。

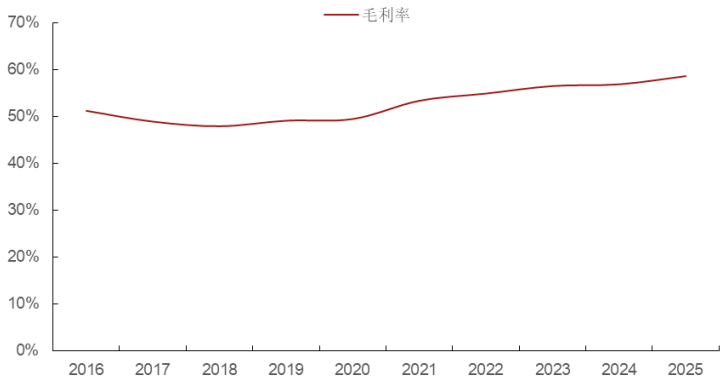
  公司持续推进产品性能升级与功能扩充，在产品性能方面进行了无菌、柔性性能的升级，在功能方面新增了带吸痰腔与可视两大功能，推出了可视双腔支气管插管、加强型柔性气管插管、带吸痰腔气管插管等产品，竞争力持续提升。《2020 版中国麻醉学指南与专家共识》明确指出双腔支气管导管应该在纤维支气管镜下或直接使用可视双腔管准确定位。公司全麻气道管理产品在国内知名度和市场占有率有望逐年提升。

图 14：公司麻醉业务收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 15：公司麻醉业务毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

公司研发的可视双腔支气管插管为中国首款带有集成式高分辨率摄像机的一次性无菌双腔支气管插管，克服了当前 DLT 安放和定位困难的问题，并可以在术中提供持续的气道检测。

仅供内部参考，请勿外传

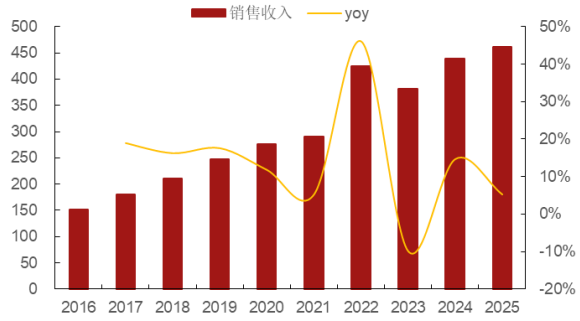
图 16：公司的可视双腔支气管插管



资料来源：公司官网、招商证券

■ **导尿业务（25 年收入占比 29%）：持续丰富产品种类，打造产品差异化。**主要产品包括导尿管、导尿包、导尿套、尿袋等，公司是国内导尿领域龙头企业，产品市占率和研发能力行业领先，在全球也处于细分领域领先地位。公司继续巩固国内导尿领域龙头地位，加大导尿包的市场推广，同时推动产品差异化升级，推出了亲水涂层超滑导尿管、BIP 抗菌导尿管、无菌测温型硅胶导尿管及间歇性导尿管等创新产品；同时积极拓展海外大客户定制化业务，近年来落地了导尿套和精密尿袋等定制化业务。

图 17：公司导尿业务收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 18：公司导尿业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

同时，公司打造产品间的差异化，扩大行业竞争优势。公司陆续推出差异化产品亲水涂层超滑导尿管、BIP 抗菌导尿管、无菌测温型硅胶导尿管等，促进导尿产品的升级换代和市场竞争力的进一步提升。

BIP 抗菌导尿管为国内唯一获得三类医疗器械注册证的抗菌导尿管。BIP 抗菌导尿管由瑞典百克得 Bactiguard 研发及生产，是一种特殊的超滑抗菌留置导尿管，其表面含金银钯合金涂层和亲水涂层。BIP 导尿管特有的 Bactiguard 涂层（由金、银、钯组成的合金涂层）通过释放微电流阻止细菌

仅供内部参考，请勿外传

的粘附和定植，可减少细菌的粘附和生长，阻断感染通路，同时导尿管表面涂有水凝胶减少摩擦，体内留置时间可达 30 天。维力医疗是百克得公司 BIP 抗菌导尿管在中国地区的独家代理商。

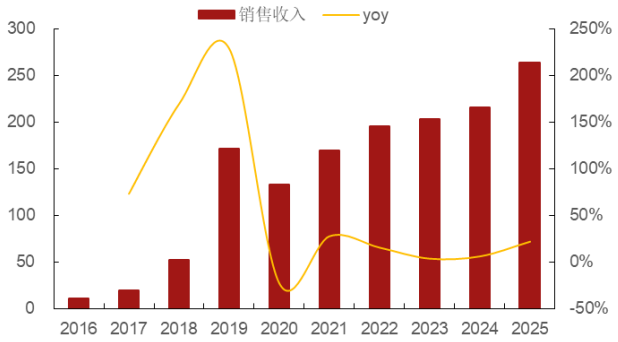
图 19：公司的 BIP 抗菌导尿管



资料来源：公司公告、招商证券

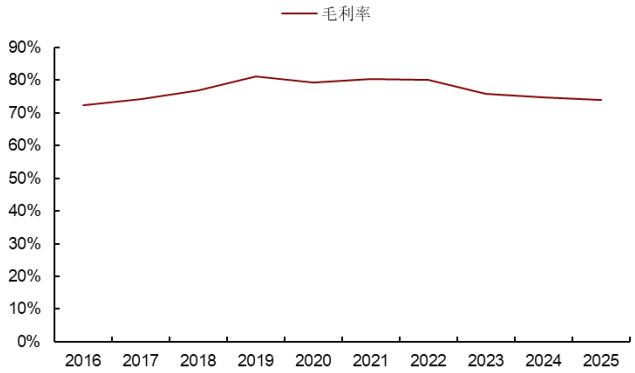
- **泌尿外科业务（25 年收入占比 16%）：**公司泌尿外科领域产品主要包括泌尿外科结石手术耗材类产品以及包皮环切缝合器。全资子公司狼和医疗生产的一次性包皮环切缝合器属于国内细分行业龙头，产品已覆盖国内 4,000 多家医院以及全球 20 多个国家或地区，但受市场需求增长放缓以及行业竞争激烈影响，近几年营收有所下降。2023 年起开始公司加大负压清石鞘的海外推广，2023-2025 年连续 3 年实现高速增长，并带动泌尿外科出口业务实现高速增长。

图 20：公司泌尿外科业务收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 21：公司泌尿外科业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

泌尿外科领域创新产品：一次性负压清石鞘。该产品适用于膀胱镜下处理膀胱结石手术中建立手术通道。碎石和清石可同步进行，有效提高结石清除率，防止结石返流，降低手术中腔内压力，减少手术并发症。目前清石鞘产品已在美国、加拿大、欧洲、日本等世界范围内超过 30 个国家使用，其中包括多家世界知名医院及知名泌外医生。

仅供内部参考，请勿外传

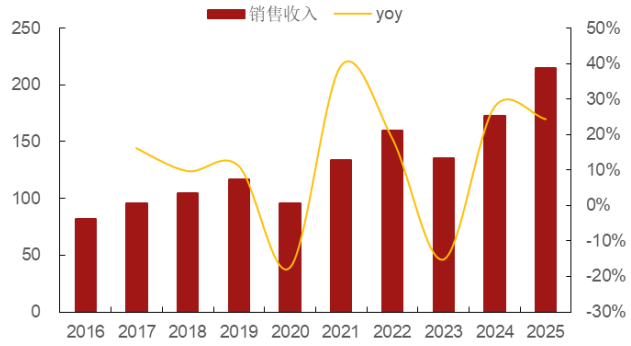
图 22：公司的一次性负压清石鞘



资料来源：公司公告、招商证券

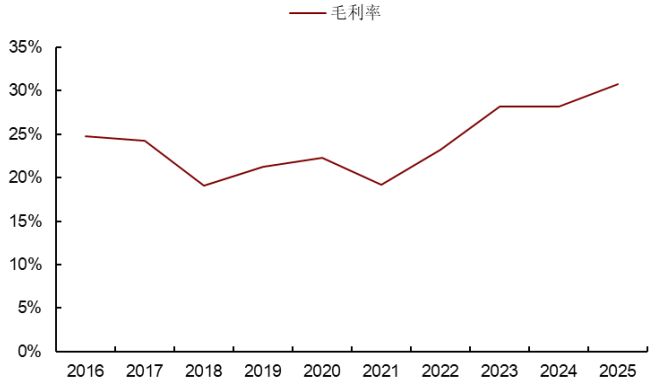
- **护理业务（25 年收入占比 13%）：**公司护理领域产品主要包括吸引连接管、口护吸痰管和排泄物管理系统。吸引连接管以出口为主，属于国外大客户定制项目，公司凭借稳定的质量和优良的服务，赢得了客户的长期信赖；口护吸痰管和排泄物管理器属于临床通用护理产品，随着公司内销团队深入医院终端进行精细化推广，产品逐步在临床得到普及。

图 23：公司护理业务收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 24：公司护理业务毛利率

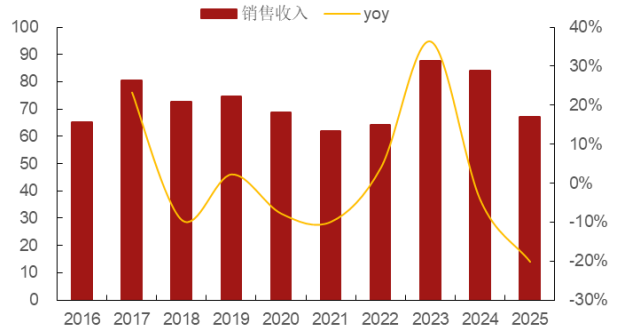


资料来源：公司公告、招商证券

- **呼吸业务（25 年收入占比 4%）：**公司呼吸领域产品主要是药物吸入雾化器和氧气面罩。近年来在省、市级集采中竞争优势明显，集采中标率高。2025 年随着呼吸道疾病发病率的下降，同时伴随国内区域集采，以及耗材价格联动，产品价格大幅下滑，2025 年呼吸业务收入同比有所下降。

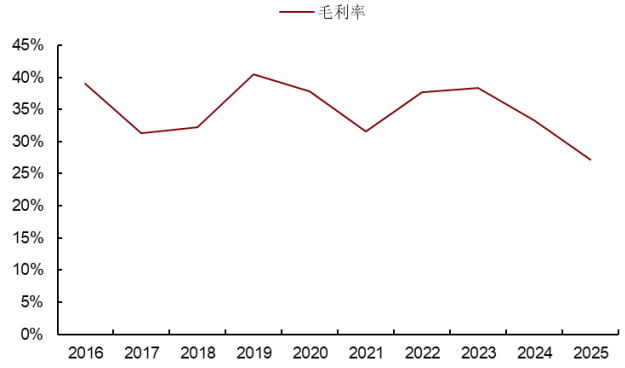
仅供内部参考，请勿外传

图 25：公司呼吸业务收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

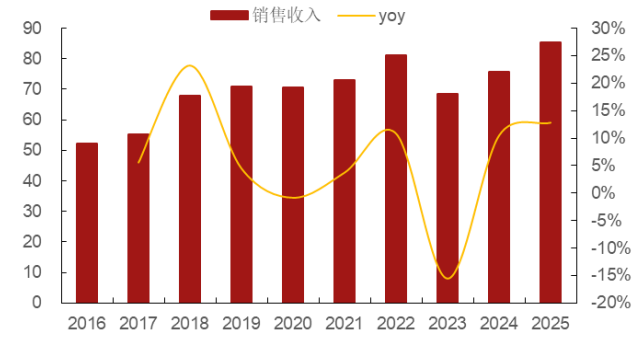
图 26：公司呼吸业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

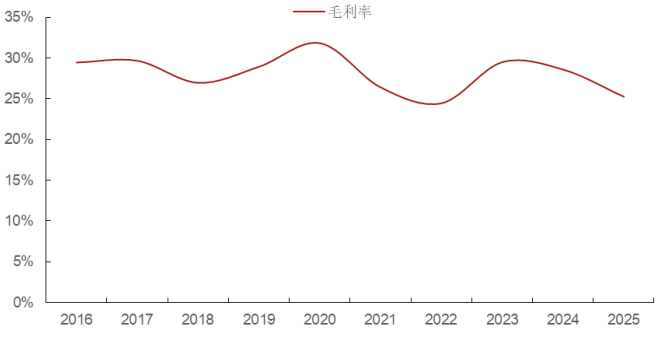
■ **血液透析业务（25 年收入占比 5%）：**公司血透领域产品主要是血透管路。子公司沙工医疗是国内最早一批获得血透管路注册证的企业之一，产品质量稳定，拥有良好的品牌知名度。随着全球终末期肾病（ESRD）患者数量持续提升，以及国内各省市逐渐完善血透医保政策，血透需求逐渐得以释放。同时，随着公司血透管路自动化产能升级、生产效率提升、单位成本下降，产品市场竞争力将进一步得到提升。2024 年 1 月沙工医疗成功中标血透管路 23 省联盟集采，随着集采的实施，血透管路产能释放，产品单位成本进一步下降，血透业务收入实现稳定增长。

图 27：公司血液透析业务收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 28：公司血液透析业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

四、内外销双轮驱动，成长可期

1、外销：多年布局出海业务，海外大客户去库存结束，新客户、新产品持续开拓凸显增长确定性

公司自成立伊始就具备了国际化视野，特别重视国际化的探索，通过多年国际化运营的积累，公司规模逐渐扩大并形成了特有的国际化优势，主要体现在：

1）对国际医疗器械法规的深刻理解使公司形成了较强的产品国际注册能力：经过多年的国际化耕耘，公司能够准确理解各国市场对医疗器械产品的法规要求，有针对性地建立了符合不同市场要求的质量管理体系和产品适用标准，使得公司产品能够快速跨过国际市场准入门槛；

2）与国际大型厂商的交流帮助公司完善了质量管理体系：国际大型厂商不但重视供应商最终产品的质量，而且重视供应商的生产过程。如在成为 Cardinal Health 的合格供应商时，Cardinal Health 会对供应商的整个生产过程进行非常严格的认证，会给供应商提供很多生产过程的建议；

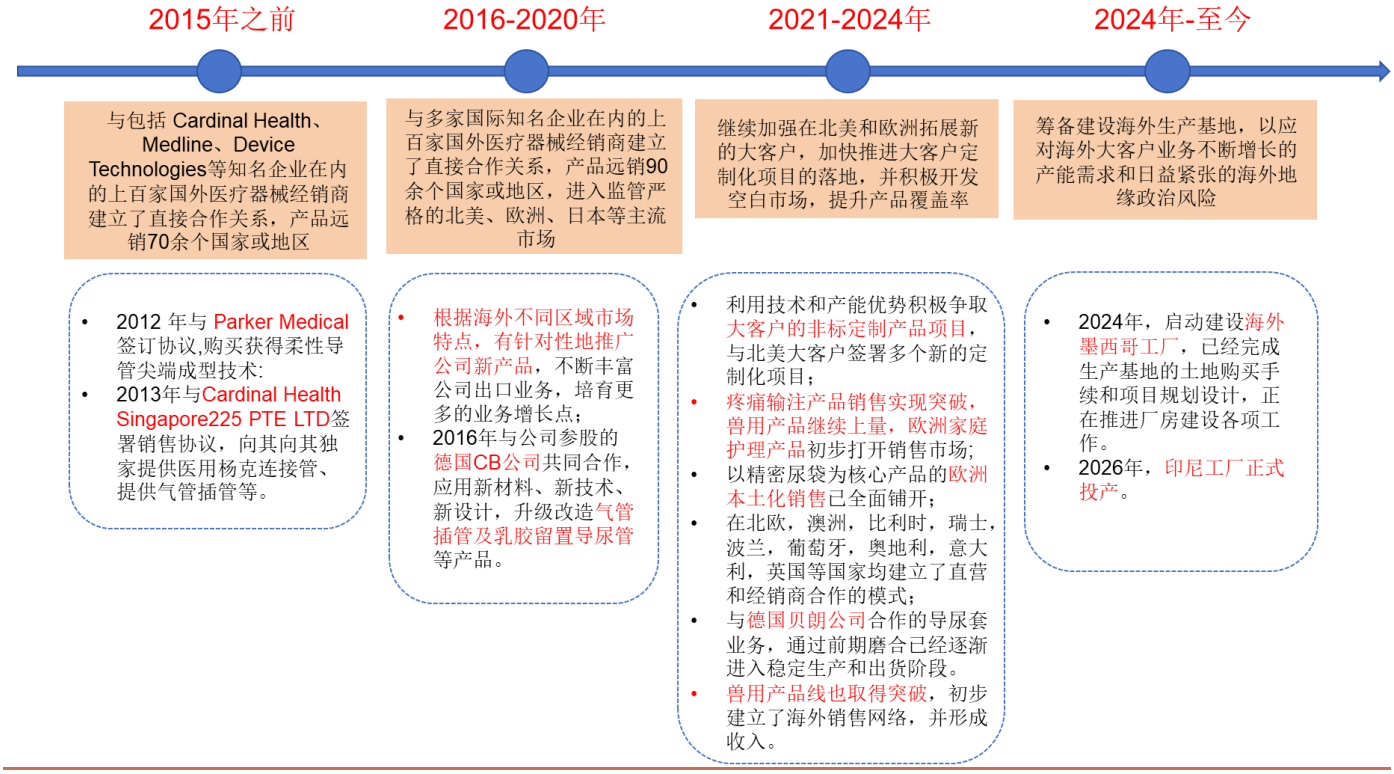
3）在与国际同行交流的过程中，公司形成了较强的新技术及新产品获取能力：如与 Parker Medical 的合作，公司从原来帮助 Parker Medical 实现其设计思想，稳定地批量生产其专利产品，到协助 Parker Medical 在全球推广其专利产品，再到获得 Parker Medical 专利在中国的独家授权。这种不断深入地合作，很好地提升了公司产品的技术水平。借助庞大的国际市场客户网络，公司还可快速获得产品和技术发展的前沿信息并准确把握市场战略和研发方向。

北美、欧洲、日本等主流市场具有严格的监管体系，是企业走出海外的重要通行证。公司已取得美国 FDA 注册 24 项、CE 产品认证 139 项、加拿大产品认证 42 项、德国注册登记 148 项，具备业内领先的产品注册能力。

为了更好满足海外客户需要并应对关税等不确定性因素，2024 年起公司陆续在墨西哥、印尼等地区投资建设生产基地，其中印尼工厂在 2026 年 4 月份正式投产。

仅供内部参考，请勿外传

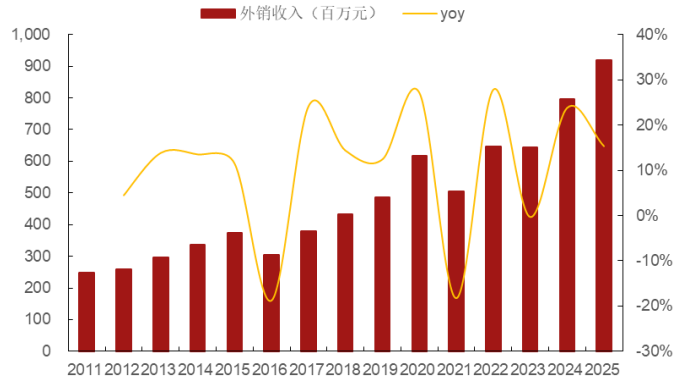
图 29：维力医疗海外业务、客户拓展历程



资料来源：公司公告、招商证券

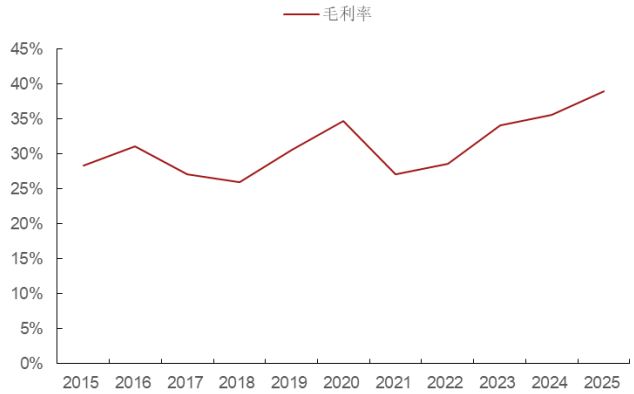
公司多年经营出海业务，外销业务稳健增长。公司持续推进海外大客户定制化项目，进一步加大海外空白市场的开拓，通过海外建厂和设立业务公司，进一步加快海外本土化部署。公司外销收入从 2011 年的 2.49 亿元增长至 2025 年的 9.19 亿元，CAGR 为 9.8%，随着海外收入体量增加毛利率也保持稳步上升。

图 30：公司外销收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 31：公司外销收入毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

2026 年 4 月，公司首个海外生产基地印尼工厂正式投产，是公司全球化布局的重要一步，标志公司正式扎根海外制造新阶段。根据公司公告，印尼工厂一期主要生产护理类产品带吸引头的吸引连接管，设计年产能为 4000 万支，所有产品均计划供应美国大客户；同时二期产能规划涉及麻醉类产品，如气管插管、喉罩等，以及导尿类产品，如硅胶导尿管等。未来，公司还将依据印尼本土市场需求

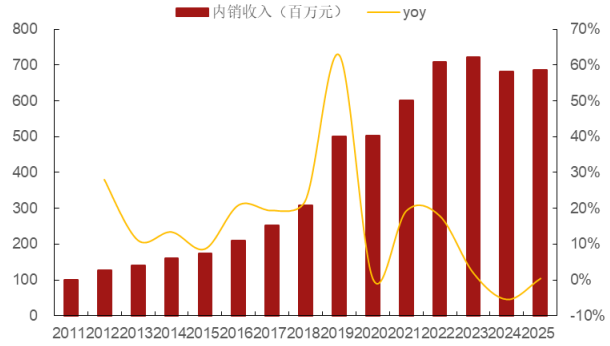
仅供内部参考，请勿外传

以及海外业务拓展状况，对其他麻醉、导尿、护理类产品的产能进行规划建设，提升公司外销收入。

2、内销：公司营销变革+产品升级+集采中标放量带动增长

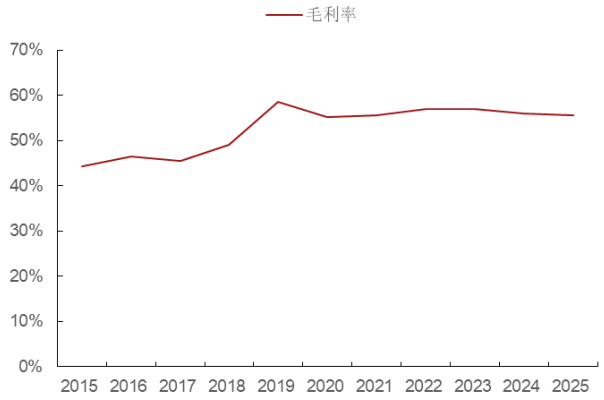
公司 2019 年开始整合市场渠道，持续推进营销改革，深化深度营销+学术推广结合模式，维力品牌知名度提升明显。公司创新型产品可视双腔支气管插管、清石鞘、BIP 抗菌导尿管、亲水涂层超滑导尿管（包）等已受到临床医生、专家广泛认可，在国内众多三甲医院已初步建立了良好的维力品牌形象。受国内集采降价以及竞争加剧等因素影响，公司内销收入保持稳健，2025 年收入为 6.86 亿元，同比略增，毛利率受产品价格等因素影响有所下降。

图 32：公司内销收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 33：公司内销收入毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

面对越来越广泛的医疗耗材集采形势，公司成立专门的集采和公共事业部，积极应对每一次集采，凭借综合竞争争取全部涉采产品实现中标。2025 年，公司采取灵活的价格策略，发挥产品高性价比的优势，多个集采项目实现中标，部分集采项目执行后，迅速提高公司产品在国内的市场覆盖率，进一步提升中标产品国内的市场占有率。

表 1：公司产品集采情况（部分）

年份	采购批次	采购品种	拟中选价格/元
2025	第六批高值耗材全国集采	泌尿介入类产品	/
2024	京津冀“3+N”联盟血液透析类医用耗材带量联动采购	非连续性血液净化装置体外循环管路	/
2024	河南省牵头 23 省血液透析类医用耗材省际联盟采购	血液净化装置体外循环管路	/
2024	浙江、北京、上海等 28 省联盟集采	电子泵 I、电子泵 II	/
2023	湖南省市际联盟低值医用耗材集中带量采购	呼吸、麻醉多款产品	/
2023	曲靖市第三批（全省联盟）医用耗材集中带量采购	呼吸、麻醉多款产品	/
2023	十八省（区、兵团）联盟-通用介入类集采项目	呼吸、麻醉多款产品	/
2023	福建省第四批医用耗材集中带量采购	泌尿外科产品	/
2023	十六省集采联盟项目	泌尿外科产品	/
2023	深圳阳光平台泌尿介入导丝等五类医用耗材价格谈判	泌尿外科产品	/
2023	河北省牵头三明采购联盟医用耗材集中带量采购	一次性使用输尿管导引鞘	749
2023	河北省牵头三明采购联盟医用耗材集中带量采购	泌尿取石网篮	1088
2023	曲靖市联盟昭通市、楚雄州第二批医用耗材集中带量采	一次性使用无菌导尿包	/

仅供内部参考，请勿外传

	购		
2023	临汾、长治、运城、晋城四市联盟医用耗材带量采购	一次性导尿管(硅胶)	/
2023	临汾、长治、运城、晋城四市联盟医用耗材带量采购	一次性导尿包(乳胶)	/
2023	临汾、长治、运城、晋城四市联盟医用耗材带量采购	一次性导尿包(硅胶)	/
2022	三明“两省十七市”联盟集采	雾化器	/
2022	安徽省集采	雾化器	/
2022	重庆市南岸区集采	雾化器	/
2021	江苏、河南、山东、山西等省市带量采购	普通导尿管（导尿包）	/
		喉罩	/
		普通气管插管	/
		体外循环管路	/
		镇痛泵（储液盒）	/
2020	四次地区带量采购		/

资料来源：公司公告、招商证券

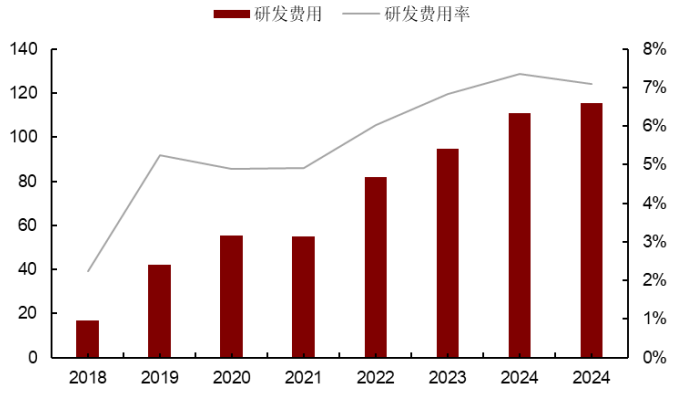
在营销方面，根据公司投资者关系活动记录表（20240726）：*公司内销业务从去年 4 月份开始一直由公司董事长分管，董事长对内销业务进行了一系列改革，包括新产品定位、终端价格策略调整、销售人员考核指标优化、加强业务人员培训等。目前公司已经基本完成国内营销改革，内销团队推广能力得到明显提升，产品终端市场定位更加准确，销售人员考核指标得到优化，内销业务团队整体能力不断提升。*

在创新方面，公司布局的创新产品方面陆续取得突破，持续推动新产品上市销售。公司持续加大研发投入，研发费用稳步提升推动多款新产品上市。2025 年，公司共有 9 款产品取得国内医疗器械注册证，包括一次性使用可视双腔支气管插管、一次性三通道可弯曲喉罩、一次性使用亲水涂层可视鼻胃肠管等。2026 年 1 月 9 日，公司公告全资子公司海南维力产品一次性使用亲水涂层可视鼻胃肠管入选海南省创新药械产品目录清单。海南维力研发的一次性使用亲水涂层可视鼻胃肠管，其导管远端的子弹头内有摄像头，可通过信号接口与图像处理器连接，保证置管的准确性、提高幽门通过率，并在留置期间实时监测导管的位置，保证喂养安全。此外，该产品为一次性使用医疗器械耗材，可避免反复消毒带来的交叉感染风险，同时减少医护人员工作量，可以解决目前鼻肠管置管的临床痛点，具有很好的临床价值和卫生经济学价值。

同时根据公司公告，公司重点推进以下在研项目，提升高值项目占比，包括：麻醉线：可视堵塞器、自制人工鼻、保温透湿回路、喷射设备；护理线：可视/控弯肠管、间歇导尿管系列、伤口引流系列、网式雾化器；泌外线：蒸汽消融、测压系统、载药球囊、长期留置输尿管支架、抗结壳支架等。

仅供内部参考，请勿外传

图 34：公司研发费用及研发费用率（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 35：公司核心在研项目（截至 2025 年）

项目	产品基本信息	研发（注册）所处阶段	进展情况
双腔免充气喉罩研发	免充气喉罩	开发阶段	样品临床试用中
抗凝抗感染中心静脉导管研发	抗凝抗感染中心静脉导管	开发阶段	已完成试验
可测压清石鞘研发	可测压清石鞘	开发阶段	已完成测试
无线可视双腔支气管插管研发	无线可视双腔支气管插管	已完结	已完结
载药输尿管球囊扩张导管研发	载药输尿管球囊扩张导管	开发阶段	实验中
抗感染经外周中心静脉导管研发	抗感染经外周中心静脉导管	开发阶段	已完成试验
舒适性输尿管支架研发	舒适性输尿管支架	已完结	已完结
神经监测气管插管研发	神经监测气管插管	开发阶段	产品验证中

资料来源：公司公告，招商证券

在生产方面，目前公司在国内 5 个城市有生产基地。广州本部有 2 个厂区，主要生产麻醉、泌尿外科、护理和呼吸产品，海口厂区主要生产导尿产品，张家港厂区主要生产血透产品，苏州厂区主要生产镇痛泵产品，江西省吉安厂区主要生产泌尿外科中的男科产品。同时为了应对海外大客户业务不断增长的产能需求，以及日益紧张的海外地缘政治风险，公司从 2024 年开始积极筹建海外墨西哥工厂和印尼工厂，其中印尼工厂在 2026 年 4 月份正式实现投产。

未来公司营销变革成效体现+创新产品升级放量+集采产品中标放量有望带动国内业务实现恢复性增长。

五、盈利预测与投资评级

我们看好公司新产品和高端产品的稳步放量，以及出海业务的确定性，销售收入和毛利率将稳步提升。其中：

- 麻醉系列：内外销共同驱动，预计 2026-2028 年实现销售收入 5.5/6.1/6.7 亿元，同比增长 12.0%/11.0%/10.0%；
- 导尿类：国内集采影响趋于稳定，外销实现快速增长，预计 2026-2028 年实现销售收入 5.4/6.2/7.0 亿元，同比增长 17.0%/15.0%/13.0%；
- 泌尿外科：清石鞘等新产品带动销售增长，预计 2026-2028 年实现销售收入 2.9/3.3/3.8 亿元，同比增长 10.0%/15.0%/13.0%；

综上，我们预计 2026-2028 年公司将实现营业收入 18.4/21.3/24.3 亿元，同比增长 12.8%/15.6%/14.4%，归母净利润 2.6/3.1/3.7 亿元，同比增长 242.7%/19.7%/19.5%，对应 PE 为 14/11/10 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：公司主营业务收入拆分（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1509	1631	1840	2127	2433
yoy	8.8%	8.1%	12.8%	15.6%	14.4%
其中					
麻醉系列	477	492	551	612	673
yoy	2.0%	3.1%	12.0%	11.0%	10.0%
导尿类	438	461	540	621	701
yoy	14.7%	5.2%	17.0%	15.0%	13.0%
泌尿外科	216	264	290	334	377
yoy	6.2%	22.1%	10.0%	15.0%	13.0%
护理	173	215	228	239	251
yoy	27.9%	24.4%	6.0%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

六、风险提示

1、海外销售风险

公司产品销往全球超过 100 多个国家或地区，海外销售面临关税、贸易摩擦、汇率波动、代理商信誉等风险。部分国家或地区局势稳定性和经济发展前景不明朗，公司面临区域市场销售波动风险、海外销售管理风险等。

2、产品质量控制风险

医疗器械产品在临床医疗中的作用日益重要，其性能稳定性与质量安全性直接关系患者生命健康。我国对该类企业的设立、产品的生产与销售均实施严格监管，国外市场也有系统的市场准入与管理制度。如果公司不能持续保持严格的质量控制体系，产品质量出现严重问题，可能对公司的市场声誉及持续经营能力造成不利影响。

3、产品责任风险

医疗器械产品在现代医疗领域中扮演着越来越重要的角色，但是由于产品与人们的健康和生命安全密切相关，其在广泛使用的同时存在被患者索赔的风险。由于主客观因素的影响，公司在未来的经营过程中存在被要求产品责任赔偿的风险。如果公司因产品使用发生法律诉讼、仲裁或索赔，可能对公司的业务、经营、财务状况及声誉造成不利影响。

4、医疗管理、行业管理政策调整风险

随着医疗卫生改革的推进，国家及地方不断出台政策以降低医疗收费，使药品、医疗器械面临持续降价的压力和趋势；医疗器械集中采购模式被越来越多地采用，尽管集中采购可有效降低市场推广成本，但一旦公司产品在某地区的集中采购中未能中标，将影响该地区的产品销售，同时，随着医疗卫生体制及医药行业管理体制改革的进一步深入，新的医药管理、医疗保障政策、医疗器械行业监管政策等将陆续出台，这些政策的变化可能导致公司在行业监管、地区、产品价格等方面受到限制，将可能对公司经营造成影响。

5、产品研发风险

公司建立了完善的产品开发立项流程，在产品开发立项过程中进行了系统的技术可行性分析，但因为技术不可实现而导致项目进度延期或项目停滞甚至终止是产品研发项目经常会发生的情况，一旦产品研发项目出现这样的情况，可能会导致公司对该项目前期投入造成浪费，甚至有可能会影响公司产品和市场发展战略和计划的实施，影响公司经营目标的实现。

仅供内部参考，请勿外传

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	886	967	1089	1237	1530
现金	288	254	300	340	530
交易性投资	193	265	280	310	330
应收票据	1	7	8	10	11
应收款项	208	212	247	285	326
其它应收款	10	15	17	20	23
存货	169	189	211	244	277
其他	17	24	25	29	33
非流动资产	1955	1893	1984	2064	2133
长期股权投资	109	122	122	124	128
固定资产	486	630	754	861	953
无形资产商誉	474	316	284	256	230
其他	886	826	824	823	821
资产总计	**2841**	**2860**	**3073**	**3301**	**3663**
流动负债	532	638	685	654	707
短期借款	110	170	256	171	170
应付账款	219	203	228	262	298
预收账款	36	34	38	44	49
其他	166	230	163	177	190
长期负债	406	446	423	429	436
长期借款	328	342	342	342	342
其他	78	105	81	87	94
负债合计	**938**	**1084**	**1107**	**1082**	**1143**
股本	293	292	292	292	292
资本公积金	638	639	639	639	639
留存收益	954	831	1005	1240	1520
少数股东权益	18	15	30	48	70
归属于母公司所有者权益	1885	1762	1936	2170	2450
负债及权益合计	**2841**	**2860**	**3073**	**3301**	**3663**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	306	330	341	447	515
净利润	228	87	277	331	396
折旧摊销	71	86	124	136	148
财务费用	9	21	24	22	20
投资收益	(7)	(2)	(17)	(19)	(21)
营运资金变动	(2)	137	(66)	(24)	(28)
其它	6	1	0	0	0
投资活动现金流	(256)	(250)	(212)	(227)	(216)
资本支出	(316)	(206)	(211)	(211)	(211)
其他投资	60	(43)	(1)	(16)	(6)
筹资活动现金流	(68)	(126)	(82)	(180)	(108)
借款变动	76	10	53	(85)	(1)
普通股增加	(0)	(1)	0	0	0
资本公积增加	(4)	0	0	0	0
股利分配	(147)	(146)	(88)	(78)	(94)
其他	8	11	(47)	(16)	(13)
现金净增加额	(17)	(46)	46	40	190

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1509	1631	1840	2127	2434
营业成本	837	901	1008	1161	1319
营业税金及附加	16	22	24	28	32
营业费用	158	168	188	215	243
管理费用	130	134	151	172	195
研发费用	111	116	130	151	173
财务费用	2	19	24	22	20
资产减值损失	(9)	(159)	(10)	(11)	(12)
公允价值变动收益	1	2	1	2	2
其他收益	13	14	13	13	14
投资收益	7	2	3	4	5
营业利润	265	130	322	385	460
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	263	130	321	385	459
所得税	35	43	45	53	64
少数股东损益	9	11	15	18	22
归属于母公司净利润	219	76	262	313	374

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	9%	8%	13%	16%	14%
营业利润	11%	-51%	147%	20%	19%
归母净利润	14%	-65%	243%	20%	19%
获利能力					
毛利率	44.5%	44.7%	45.2%	45.4%	45.8%
净利率	14.5%	4.7%	14.2%	14.7%	15.4%
ROE	11.9%	4.2%	14.1%	15.2%	16.2%
ROIC	10.2%	4.2%	12.2%	13.2%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	33.0%	37.9%	36.0%	32.8%	31.2%
净负债比率	16.1%	19.1%	19.5%	15.5%	14.0%
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.9	2.2
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.5	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.4	5.0	5.0	5.1	5.1
应收账款周转率	7.5	7.6	7.8	7.7	7.7
应付账款周转率	4.4	4.3	4.7	4.7	4.7
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.26	0.90	1.07	1.28
每股经营净现金	1.05	1.13	1.17	1.53	1.77
每股净资产	6.46	6.04	6.63	7.44	8.40
每股股利	0.50	0.30	0.27	0.32	0.38
估值比率					
PE	16.1	46.3	13.5	11.3	9.5
PB	1.9	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.7	20.2	9.3	8.0	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。