下载日志已记录，仅供内部参考

威高血净（603014.SH）

血净业务为基，拓展布局生物膜技术

全产业链平台化布局，核心耗材市占率稳居行业第一。公司深耕血液净化赛道二十余年，构建了“透析器+管路+透析机+腹透液”的全产业链闭环。依据弗若斯特沙利文数据，2023 年公司血液透析器及管路国内市场份额分别为 32.5%和 31.8%，均位列行业第一；独家销售的血液透析机市占率达 24.6%，位居行业第二。面对集采常态化，公司通过“以量换价”策略展现经营韧性，2024 年下半年在河南等联盟集采执行区，透析器与管路销量分别逆势增长 23%和 21%。

拟 85 亿收购威高普瑞，切入医药包材赛道完善生物制药上游布局。公司拟以 85.11 亿元对价收购威高普瑞 100%股权，将业务延伸至高壁垒的医药包材领域。威高普瑞作为国内预灌封注射器领先企业，市占率超 50%，且净利率长期稳定在 34%左右（优于主业约 12%的水平）。此次并购核心目标为拓展生物制药上游赛道，以包材、滤器为核心产品，逐步搭建完整的生物制药上游解决方案，打开长期成长天花板。

底层膜技术跨界溢出，孵化乐净切入生物工艺“卡脖子”赛道。依托自主可控的中空纤维膜技术平台，公司内生孵化威高乐净，成功开发 NeoHollow 系列切向流滤器（TFF），进军生物制药上游工艺耗材市场。目前国内生物制药滤器国产化率仅约 20%，公司凭借普瑞在生物药企积累的深厚渠道资源与准入经验，有望加速膜类产品在非集采高景气赛道的国产替代。

全球化战略成效显著，研发迭代构筑长期壁垒。公司坚持“本地化平台”出海战略，2020-2024 年海外收入复合增长率高达 51%，且境外收入占比持续提升。研发方面，公司第四代血液透析器已处于注册报批阶段，预计 2026 年获批；同时便携式 CRRT 装置及新型扩瘘球囊的布局，将进一步完善急危重症与血管通路产品矩阵，持续巩固技术代际领先优势。

盈利预测与估值。威高血净深耕血液净化全产业链，行业地位领先。公司通过并购切入医药包材赛道，依托自有膜技术拓展生物工艺耗材业务，同时持续推进全球化布局，多条成长曲线并行打开中长期发展空间。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 41.05/44.84/50.01 亿元，同比增速分别为 8.9%/9.2%/11.5%。我们看好公司进入加速发展阶段，通过可比公司估值法，给予公司 2026 年 35 倍 PE，对应目标价 42.95 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：合资企业合作关系风险；实控人不当控制风险；带量采购政策冲击风险；腹膜透析液业务经营持续性风险；市场竞争加剧风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,604	3,769	4,105	4,484	5,001
增长率 yoy（%）	2.0	4.6	8.9	9.2	11.5
归母净利润（百万元）	449	482	513	559	648
增长率 yoy（%）	1.7	7.3	6.3	9.0	16.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.08	1.15	1.23	1.34	1.55
净资产收益率（%）	8.0	6.8	6.9	7.2	8.0
P/E（倍）	31.1	29.0	27.3	25.0	21.5
P/B（倍）	2.5	2.0	1.9	1.8	1.7

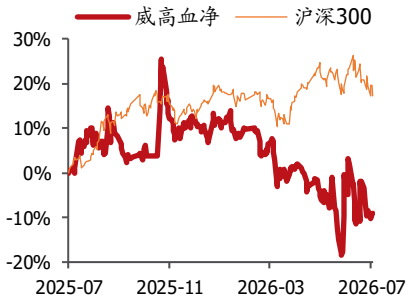
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 07 月 16 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	医疗器械
07 月 16 日收盘价（元）	33.44
总市值（百万元）	13,969.70
总股本（百万股）	417.75
其中自由流通股（%）	24.29
30 日日均成交量（百万股）	3.72

股价走势



作者

分析师　张雪
执业证书编号：S0680526020006
邮箱：zhangxue1@gszq.com
分析师　李慧瑶
执业证书编号：S0680526020005
邮箱：lihuiyao@gszq.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2977	4674	5246	6324	6817
现金	818	1584	1536	1088	1299
应收票据及应收账款	907	867	971	999	1045
其他应收款	15	14	18	36	33
预付账款	29	34	32	41	46
存货	757	823	966	1970	1832
其他流动资产	449	1351	1723	2190	2562
非流动资产	4014	3935	3866	3779	3715
长期投资	143	178	195	203	223
固定资产	2609	2973	2887	2831	2787
无形资产	296	290	287	281	276
其他非流动资产	966	494	497	463	428
资产总计	6990	8608	9112	10103	10532
流动负债	1312	1415	1631	2310	2378
短期借款	3	0	0	0	0
应付票据及应付账款	419	570	638	945	1111
其他流动负债	890	845	993	1364	1267
非流动负债	82	74	81	85	89
长期借款	0	0	10	15	20
其他非流动负债	82	74	71	70	69
负债合计	1393	1490	1712	2395	2467
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	370	418	418	418	418
资本公积	3700	4758	4758	4758	4758
留存收益	1526	1943	2224	2532	2889
归属母公司股东权益	5597	7119	7400	7708	8065
负债和股东权益	6990	8608	9112	10103	10532

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	572	794	843	532	1201
净利润	449	482	513	559	649
折旧摊销	246	252	362	390	425
财务费用	1	1	0	1	1
投资损失	-36	-31	-35	-40	-43
营运资金变动	-137	85	-1	-383	163
其他经营现金流	50	6		6	6
投资活动现金流	-379	-1492	-669	-732	-703
资本支出	-175	-160	-280	-300	-348
长期投资	-260	-1363	-424	-472	-397
其他投资现金流	56	31	35	40	43
筹资活动现金流	-15	1043	-220	-247	-288
短期借款	-3	-3	0	0	0
长期借款	0	0	10	5	5
普通股增加	0	47	0	0	0
资本公积增加	11	1058	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-59	-230	-252	-293
现金净增加额	177	345	-48	-447	210

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3604	3769	4105	4484	5001
营业成本	2080	2253	2452	2680	2985
营业税金及附加	50	53	55	62	69
营业费用	630	622	718	785	840
管理费用	171	167	191	207	228
研发费用	165	144	175	189	205
财务费用	-6	3	-31	-30	-21
资产减值损失	-8	-6	0	0	0
其他收益	49	27	40	45	45
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	36	31	35	40	43
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	552	582	620	678	783
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	8	8	8	8	8
利润总额	546	576	614	672	777
所得税	96	94	101	113	128
净利润	449	482	513	559	649
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	449	482	513	559	648
EBITDA	755	804	944	1031	1181
EPS（元/股）	1.08	1.15	1.23	1.34	1.55

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	2.0	4.6	8.9	9.2	11.5
营业利润(%)	4.9	5.4	6.6	9.3	15.5
归属母公司净利润(%)	1.7	7.3	6.3	9.0	16.1
获利能力					
毛利率(%)	42.3	40.2	40.3	40.2	40.3
净利率(%)	12.5	12.8	12.5	12.5	13.0
ROE(%)	8.0	6.8	6.9	7.2	8.0
ROIC(%)	7.5	6.5	6.6	6.9	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	17.3	18.8	23.7	23.4
净负债比率(%)	-14.4	-22.2	-20.6	-13.9	-15.8
流动比率	2.3	3.3	3.2	2.7	2.9
速动比率	1.6	2.6	2.6	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.1	4.3	4.5	4.6	4.9
应付账款周转率	4.2	4.8	4.2	4.8	5.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.15	1.23	1.34	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	1.90	2.02	1.27	2.88
每股净资产(最新摊薄)	13.40	17.04	17.71	18.45	19.31
估值比率					
P/E	31.1	29.0	27.3	25.0	21.5
P/B	2.5	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	-1.1	18.6	13.2	12.5	10.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 07 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 威高血净：国内血液净化行业领先企业 5
1.1. 公司业务模式成熟，产品种类覆盖全面 5
1.2 股权结构稳定，股权激励展露发展信心 6
1.3. 集采驱动价量互换，营业收入持续上涨 8
2. 血液净化需求刚性强，血液透析驱动行业稳步增长 10
2.1. 终末期肾病患者规模扩大，血液净化需求具备长期刚性 10
2.2. 血液透析为主流治疗方式，占据血液净化市场主要份额 11
2.3. 公司深耕血液透析核心技术，构建行业领先产品矩阵 12
2.4. 腹膜透析渗透率仍低，作为血液净化的重要补充方式存在发展潜力 12
2.5. 血液透析医疗器械市场空间明确，公司行业领先地位稳固 13
3. 平台化布局血液净化赛道，构建多业务协同的核心业务体系 14
3.1. 血液透析器：核心膜技术构筑竞争壁垒，把控血透结构升级主航道 16
3.1.1. 核心壁垒：中空纤维膜技术与一体化制造构筑护城河 16
3.1.2. 产品与性能：完整矩阵承接中高端临床需求 17
3.1.3. 商业化表现：集采扰动下的规模韧性与结构稳定 19
3.2. 血液透析管路：自动化筑底成本优势，集采环境下的稳态现金流资产 20
3.3. 血液透析机：补充设备端布局，增强整体解决方案能力 21
3.4. 腹膜透析：技术代际领先，低基数下具备较高增长潜力的业务板块 23
4. 战略升级：以膜技术平台为核心，外延并购与内生孵化并举，夯实长期增长与盈利韧性 25
4.1. 围绕膜技术平台的横向外延：并购普瑞+孵化乐净，打开非集采增长空间 25
4.1.1. 外延并购威高普瑞：85 亿作价注入药包材行业领先资产，重塑盈利结构与估值体系 25
4.1.2. 内生孵化威高乐净：膜技术跨场景外溢，切入生物工艺耗材国产替代赛道 26
4.1.3. 渠道与准入协同：以药包材为支点，加速膜类工艺耗材进入药企供应链 27
4.2. 研发创新：以膜技术平台为核心，推动产品向高端化与多场景延展 28
4.3. 智能制造与数字化协同推进，从膜技术工业化能力构建系统性成本优势 29
5. 盈利预测与估值 31
5.1. 盈利预测及假设 31
5.2. 估值与投资评级 31
6. 风险提示 32

图表目录

图表 1：公司主营业务介绍 5
图表 2：公司发展历程 6
图表 3：公司股权结构 6
图表 4：公司核心高管团队成员及背景 7
图表 5：激励计划业绩指标 7
图表 6：2021-2026Q1 公司营业收入，归母净利润及同比增速 8
图表 7：2021-2026Q1 公司期间费用率 8
图表 8：2021-2026Q1 公司销售毛利率和净利率（%） 9
图表 9：2021-2026Q1 公司资产负债率（%） 9
图表 10：2021-2025 公司分板块收入（百万元） 9
图表 11：2019-2030 年全球 ESRD 患病人数 10
图表 12：2019-2030 年中国 ESRD 患病人数 10
图表 13：2020 年全球部分国家接受透析和治疗的 ESRD 患者数量 11
图表 14：2019-2030 年中国接受血液透析及腹膜透析的患者人数 11
图表 15：2023 年中国血液透析机、血液透析管路、血液透析器竞争格局 12
图表 16：2019-2030 年中国血液透析机、血液透析管路、血液透析器竞争格局（单位：亿元） 13
图表 17：血液透析主要涉及的医疗器械 14
图表 18：公司主营业务收入区域分布（华东、华北、华南和西南为主要销售区域，境外占比逐步提升） 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19: 2022-2024 年公司血液透析器及管路实际销量 15
图表 20: 2022-2024 年公司主要产品价格变动情况 15
图表 21: 2021 年至 2024 年公司海外业务快速增长 16
图表 22: 血液透析器结构示意图 17
图表 23: 不同物质的粒径范围以及各种过滤膜的孔径尺寸对比 17
图表 24: 自主可控的中空纤维纺丝设备示意图 17
图表 25: 实现从高分子原材料到成品透析器全流程一体化生产模拟图 17
图表 26: 在关键临床性能指标上，公司血液透析器产品已达到国际主流水平 18
图表 27: 威高血净主要血液透析器产品 19
图表 28: 2020 年-2024 年公司血液透析器销售收入 20
图表 29: 2023 年中国血液透析器竞争格局 20
图表 30: 血液透析管路结构示意图 20
图表 31: 公司主要血液透析管路产品 21
图表 32: 2020 年-2024 年公司血液透析管路销售收入 21
图表 33: 2023 年中国血液透析管路竞争格局 21
图表 34: 公司独家销售的主要血液透析机产品 22
图表 35: 2020 年-2024 年公司血液透析机销售收入 22
图表 36: 2023 年中国血液透析机竞争格局 22
图表 37: 腹膜透析治疗过程示意图 23
图表 38: 中性腹膜透析液可改善灌入痛 23
图表 39: 威高血净主要腹膜透析液产品 24
图表 40: 2020-2024 年公司腹膜透析销售收入 24
图表 41: 2022 年中国腹膜透析液竞争格局 24
图表 42: 威高血净收购威高普瑞《业绩承诺与补偿协议》承诺净利润 25
图表 43: 中国生物药市场规模持续扩张 26
图表 44: 威高普瑞净利率稳定维持在 34%左右 26
图表 45: NeoHollow HF 中空纤维切向流滤器产品图 27
图表 46: 不对称结构的改性聚醚砜膜（m-PES） 27
图表 47: NeoHollow HF 中空纤维切向流滤器全规格一览 27
图表 48: 不同料液对应不同截留孔径 27
图表 49: 公司目前主要在研管线均为自主研发 29
图表 50: 威高血净募资用途（万元） 30
图表 51: 威高血净营收增速预期 31
图表 52: 可比公司盈利预测及估值情况 32

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 威高血净：国内血液净化行业领先企业

1.1. 公司业务模式成熟，产品种类覆盖全面

威高血净 2004 年成立于山东威海，2025 年在上交所主板上市。公司始终专注于 ESRD（终末期肾病）治疗相关产品的研发、生产、销售，公司主要产品包括血液透析器、血液透析管路、血液透析机以及腹膜透析液。公司分别围绕血液透析和腹膜透析领域，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。公司以“延续生命，传递关爱”为使命，产品销售覆盖了全国 31 个省、直辖市和自治区，最终销往超 6,000 家医疗机构（含 1,000 余家三级医院），实现从一二线城市到三四线城市到深入县城乡镇，从大型三级医院到一二级医院再到社区、乡镇卫生院的治疗场景全覆盖，致力于成为“全球领先的血液净化综合解决方案提供商”。

图表1：公司主营业务介绍

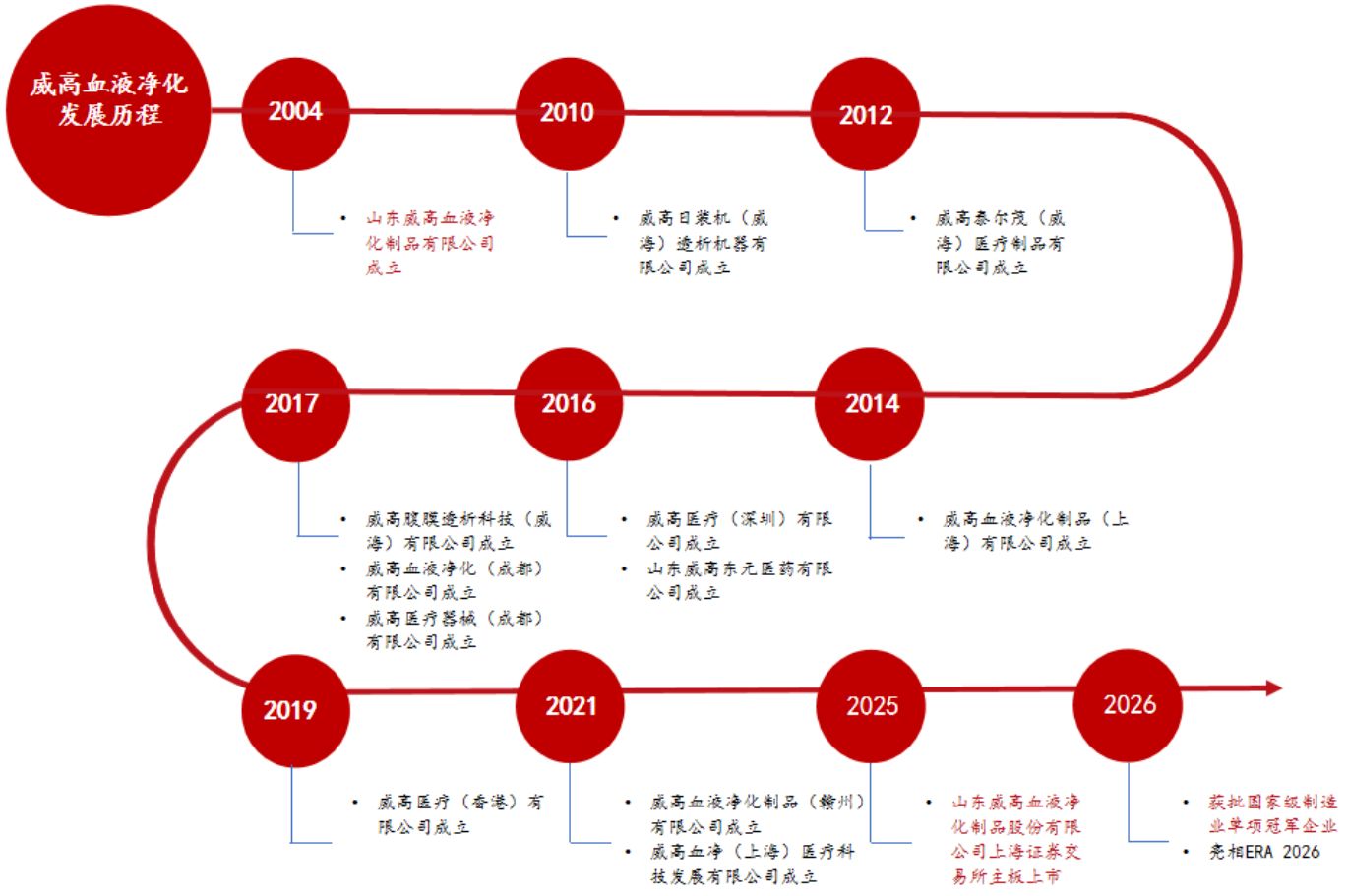


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司积极开展合作，拓宽发展空间。2010 年，公司与国际血液净化知名企业日机装建立合资公司威高日机装，从事血液透析机的开发与生产，提升了血液净化全产品的协同效应、巩固了全产业链覆盖和生态竞争优势。2012 年，公司与国际血液知名企业泰尔茂中国建立合资公司威高泰尔茂，从事腹膜透析液的开发与生产。至此，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，并在此基础上持续拓展新业务，将患者、医院和相关医药产业端进行有效连接，实现治疗场景全覆盖。2025 年 10 月，公司公告筹划以发行股份方式收购威高普瑞 100%股权，本次交易完成后，威高普瑞将成为公司的全资子公司。本次收购帮助该公司在生物医用膜新业务培育上补齐了销售渠道建设和终端客户资源，实现了技术、产品与渠道建设的强强联合。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：公司发展历程

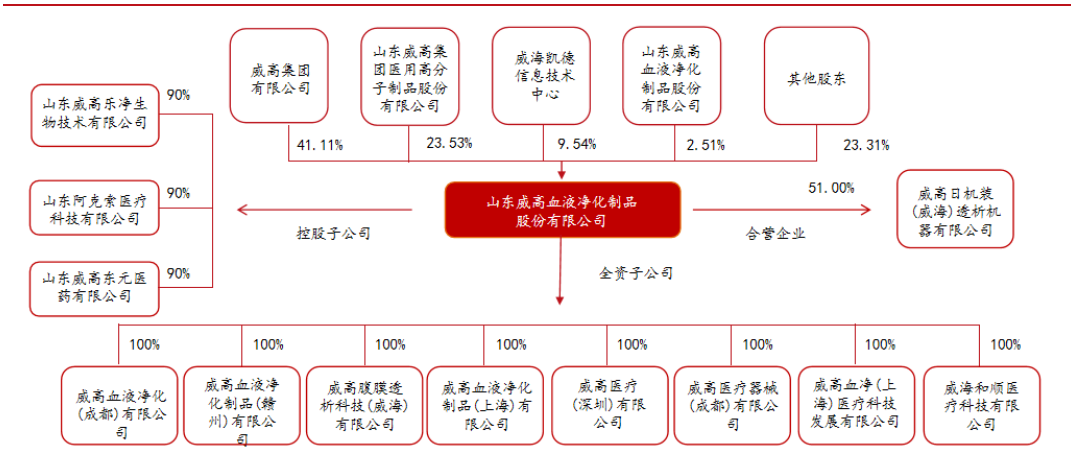


资料来源：公司官网，公司公众号，上海证券交易所，国盛证券研究所

1.2 股权结构稳定，股权激励展露发展信心

公司股权结构稳定，陈学利为其实际控制人。截至 2025 年 5 月 14 日，陈学利先生通过威高集团持股 83.7%，为公司实际控制人。公司股权结构清晰。

图表3：公司股权结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司高管团队基层工作经验丰富。宋修山先生自基层销售起步，长期担任威高系多家医疗器械企业核心管理职务，现任威高血净董事长。现任公司董事兼总经理张存明先生拥

下载日志已记录，仅供内部参考

有二十余年医疗器械行业经历，自一线岗位成长，自 2007 年起长期任职于威高血净并担任核心管理职务。

图表4：公司核心高管团队成员及背景

姓名	职务	个人履历
宋修山	董事长	中国国籍，无境外永久居留权，男，1963 年出生，专科学历，企业管理专业。1984 年 7 月至 1992 年 5 月，任威海供销社销售部科长；1992 年 6 月至 1997 年 12 月，任山东省威海医用高分子制品总厂大连、沈阳办公室业务员；1998 年 1 月至 2001 年 9 月，任山东省威海医用高分子制品总厂北京经销处、威海市医用高分子有限公司北京分公司经理；2001 年 10 月至 2005 年 12 月，任威海市医用高分子有限公司输液器制品分公司、威高股份输液器制品分公司副经理；2006 年 1 月至 2016 年 12 月，任威高股份副总经理；2017 年 1 月至 2018 年 12 月，历任威高集团副总裁、董事；2018 年 12 月至 2020 年 12 月，历任威高血净有限总经理、董事长；2020 年 12 月至今，任威高血净董事长。
陈晓云	董事	中国国籍，无境外永久居留权，女，1974 年出生，本科学历，经济管理专业。1991 年 7 月至 2002 年 5 月，历任山东省威海医用高分子制品总厂、威海市医用高分子有限公司出纳员、主管会计、财务科长；2002 年 5 月至 2004 年 12 月，任威高股份输液器制品分公司总经理助理；2005 年 1 月至 2009 年 12 月，任威高股份财务经理；2010 年 1 月至 2019 年 4 月，历任威高集团财务经理、财务长、财务总监（首席财务官）、董事；2019 年 4 月至 2020 年 12 月，任威高血净有限财务负责人、副总经理；2020 年 12 月至 2021 年 10 月，任威高血净董事、财务总监、副总经理；2021 年 10 月至今，任威高血净董事、副总经理。
张存明	董事	中国国籍，无境外永久居留权，男，1976 年出生，专科学历，经济管理专业。1999 年 3 月至 2003 年 3 月，任北京中健科仪医疗器械公司职员；2003 年 4 月至 2007 年 3 月，任北京圣方诚信医疗设备有限公司经理；2007 年 4 月至 2007 年 5 月，自由职业；2007 年 6 月至 2020 年 12 月，历任威高血净有限上海分公司负责人、上海子公司副总经理；2020 年 12 月至今任威高血净董事、总经理。
牟倡骏	董事	中国国籍，无境外永久居留权，男，1982 年出生，博士研究生学历，材料加工工程专业。2011 年 7 月至 2020 年 12 月，历任威高血净有限技术总监、副总经理；2020 年 12 月至 2022 年 5 月，任威高血净副总经理；2022 年 5 月至今，任威高血净董事、副总经理。
汤正鹏	董事	中国国籍，无境外永久居留权，男，1971 年出生，硕士研究生学历，工商管理专业。1993 年 9 月至 2011 年 7 月，历任交通银行威海分行信贷科长、支行行长、分行行长助理；2011 年 7 月至 2014 年 6 月，任民生银行威海分行行长；2014 年 6 月至 2016 年 9 月，任民生银行青岛分行行长助理；2016 年 9 月至 2017 年 12 月，任民信商业保理有限公司总裁；2017 年 12 月至今，历任威高集团副总裁、董事、副董事长；2020 年 12 月至今，任威高血净董事。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

股权激励展露发展信心。2021 年 12 月 21 日，发行人 2021 年第三次临时股东大会通过了《关于公司实施员工股权激励计划的议案》。激励计划业绩指标的设定，以公司 2025 年净利润为基数，公司 2026 年-2028 年净利润增长率分别不低于 10%、21%、33%。2025 年 9 月 15 日，公司股东大会通过 2025 年限制性股票激励计划相关议案，并于 9 月 16 日向 120 名董事、高级管理人员及核心员工授予 636.00 万股 A 股限制性股票，授予价格为 19.77 元/股。

图表5：激励计划业绩指标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以公司 2025 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 10%
第二个解除限售期	以公司 2025 年净利润为基数，2027 年净利润增长率不低于 21%
第三个解除限售期	以公司 2025 年净利润为基数，2028 年净利润增长率不低于 33%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

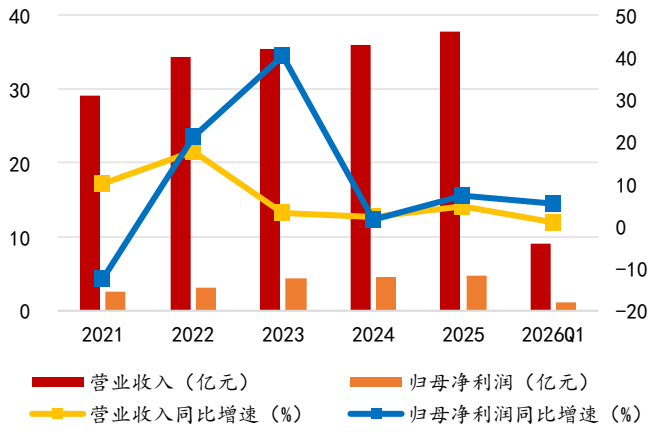
下载日志已记录，仅供内部参考

1.3. 集采驱动价量互换，营业收入持续上涨

公司营收延续稳步增长，归母净利润增速持续高于收入端。2025 年公司实现营业收入 37.69 亿元，同比增长 4.57%；实现归母净利润 4.82 亿元，同比增长 7.33%，收入增速较 2024 年有所回升，利润端增长弹性更为明显。2026Q1，公司实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 0.92%；实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 5.29%。带量采购持续压低终端价格，并对企业成本控制、质量稳定性和渠道管理能力提出更高要求，但公司依托规模化生产和较完整的产品矩阵，在价格下行环境下仍保持收入正增长。长期来看，集采有望推动行业出清和市场份额向头部企业集中，同时降低患者治疗负担、提升透析治疗可及性，利好企业的中长期放量。

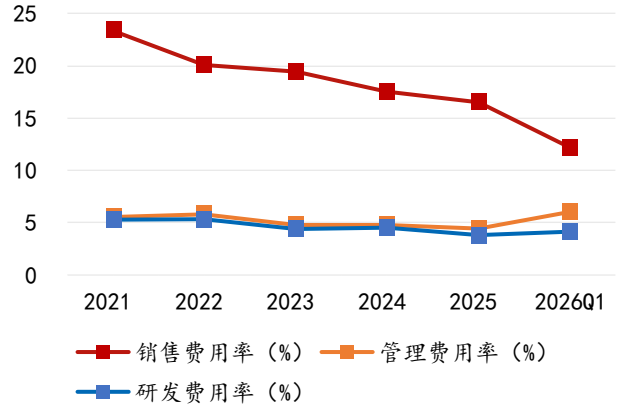
费用率持续下行，经营效率改善对利润率形成支撑。2021-2025 年，公司销售费用率由 23.33%下降至 16.52%，管理费用率由 5.59%下降至 4.44%；2026Q1 单季销售费用率进一步降至 12.19%，费用管控效果延续。研发端看，公司 2021-2025 年研发费用率维持在 3.82%-5.34%区间，2026Q1 为 4.15%，在集采降价背景下仍保持一定研发投入强度。受带量采购价格压力、市场竞争和产品结构变化影响，公司销售毛利率由 2021 年的 46.45%下降至 2025 年的 40.23%，2026Q1 为 38.92%；但得益于规模效应释放、费用率下降和经营效率提升，销售净利率由 2021 年的 8.93%提升至 2025 年的 12.80%，2026Q1 进一步提升至 13.08%，盈利质量保持改善。公司资产负债率亦由 2021 年的 38.11%持续降至 2025 年的 17.31%，2026Q1 降至 15.62%，财务结构进一步优化。

图表6：2021-2026Q1 公司营业收入，归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

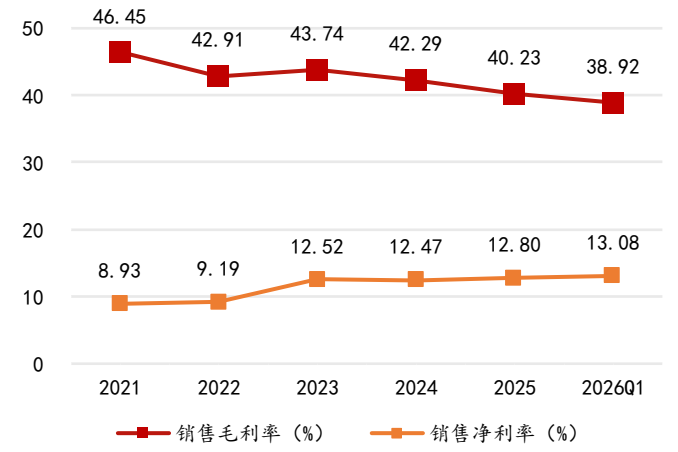
图表7：2021-2026Q1 公司期间费用率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

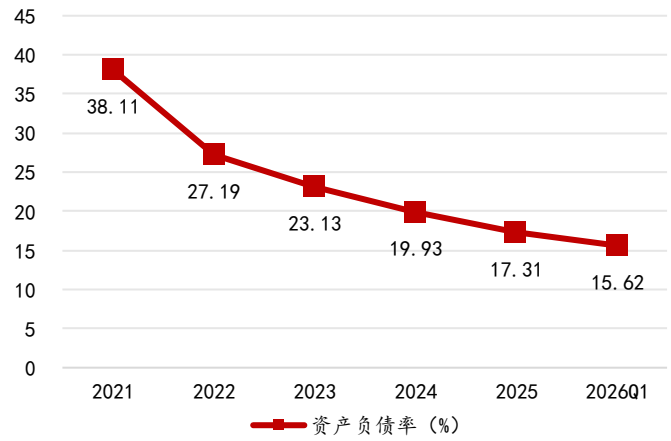
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：2021-2026Q1 公司销售毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

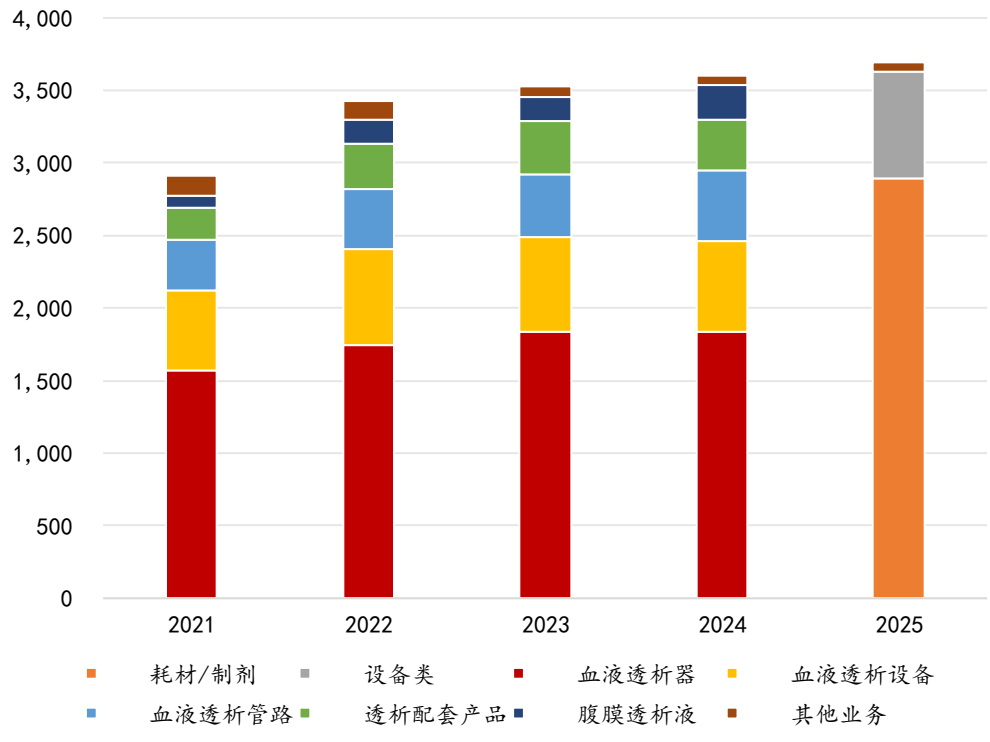
图表9：2021-2026Q1 公司资产负债率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

透析相关产品仍是公司收入基本盘，耗材/制剂贡献主要收入。2021-2024 年原分产品口径下，血液透析器始终为第一大单品，收入由 15.73 亿元增至 18.38 亿元；血液透析管路、透析配套产品和腹膜透析液收入分别由 3.56 亿元、2.13 亿元、0.89 亿元增长至 4.95 亿元、3.42 亿元、2.39 亿元，其中腹膜透析液基数较小但增长较快，2021-2024 年收入复合增速约 39%。2025 年公司分产品披露口径调整为耗材/制剂和设备类，其中耗材/制剂收入 28.92 亿元、设备类收入 7.41 亿元，分别占披露产品收入约 76.7%和 19.7%，反映公司收入结构仍以高频消耗属性更强的透析相关耗材/制剂为核心，设备类产品形成配套支撑。在集采推动行业价格体系重塑的背景下，耗材/制剂的持续放量与费用端改善共同构成公司收入和利润增长的主要支撑。

图表10：2021-2025 公司分板块收入（百万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

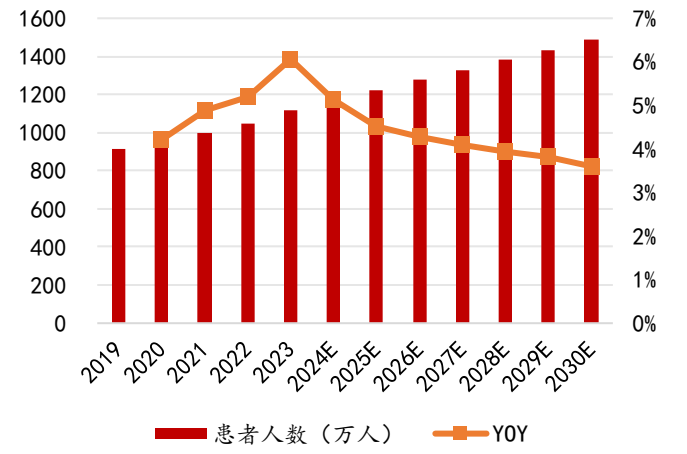
2. 血液净化需求刚性强，血液透析驱动行业稳步增长

2.1. 终末期肾病患者规模扩大，血液净化需求具备长期刚性

终末期肾病（End Stage Renal Disease, ESRD）是慢性肾病进展的最终阶段，一旦进入该阶段，患者肾功能基本丧失，需依赖血液透析、腹膜透析或肾脏移植等替代治疗手段以维持生命。其中，受制于供体资源、配型成功率及免疫排斥等因素，肾脏移植在实际临床中的适用范围有限，血液净化治疗仍是绝大多数 ESRD 患者的主要且长期治疗方式，使得相关需求具有显著的刚性特征。

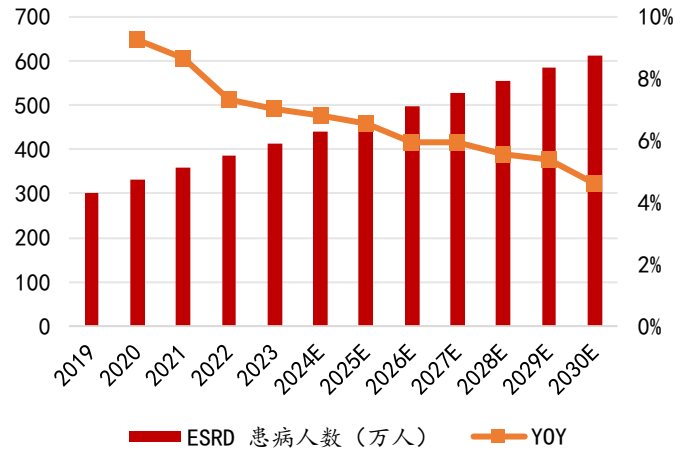
从患者规模看，全球 ESRD 患者数量持续增长。根据弗若斯特沙利文数据，2019-2023 年全球 ESRD 患者数量由 913.32 万人增长至 1,113.86 万人，复合年均增长率为 5.09%，预计 2027 年将进一步增至 1,328.60 万人。中国 ESRD 患者数量增长更为显著，2019-2023 年患者规模由 302.52 万人提升至 412.59 万人，复合年均增长率达 8.07%，明显高于同期全球水平，预计 2027 年将达到 527.13 万人。

图表11：2019-2030 年全球 ESRD 患病人数



资料来源：威高血净公司招股书，国盛证券研究所

图表12：2019-2030 年中国 ESRD 患病人数

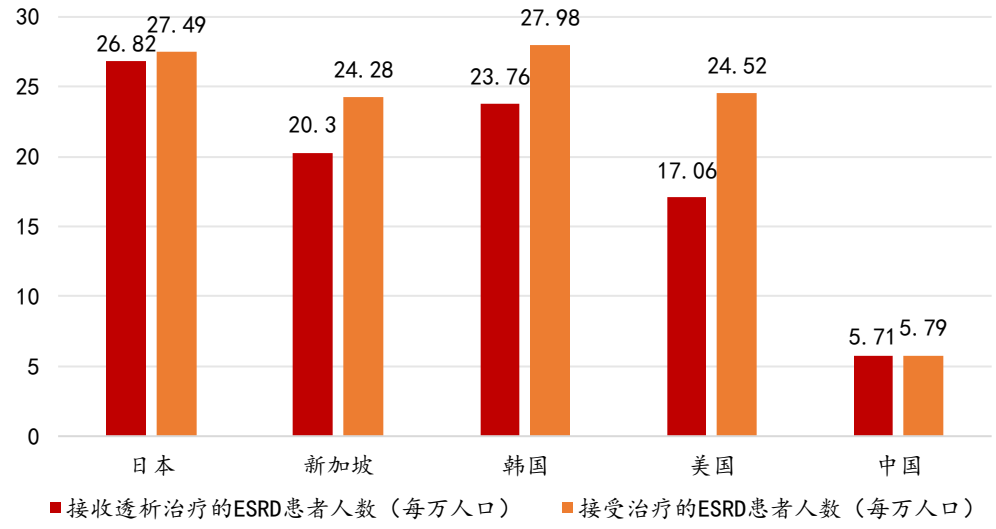


资料来源：威高血净公司招股书，国盛证券研究所

在需求长期性方面，血液净化治疗具备固定且高频的使用特征。以血液透析为例，临床通常要求患者每周接受 2-3 次治疗，腹膜透析亦需长期持续进行，使得血液净化相关需求不随短期经济波动而显著变化。同时，我国 ESRD 患者透析治疗渗透率仍处于较低水平。2020 年中国 ESRD 患者透析治疗率约为 24.4%，显著低于日本、韩国及美国等发达国家，随着医保覆盖、医疗资源下沉及患者诊疗可及性的持续改善，血液净化治疗需求仍具备较大的释放空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：2020 年全球部分国家接受透析和治疗的 ESRD 患者数量

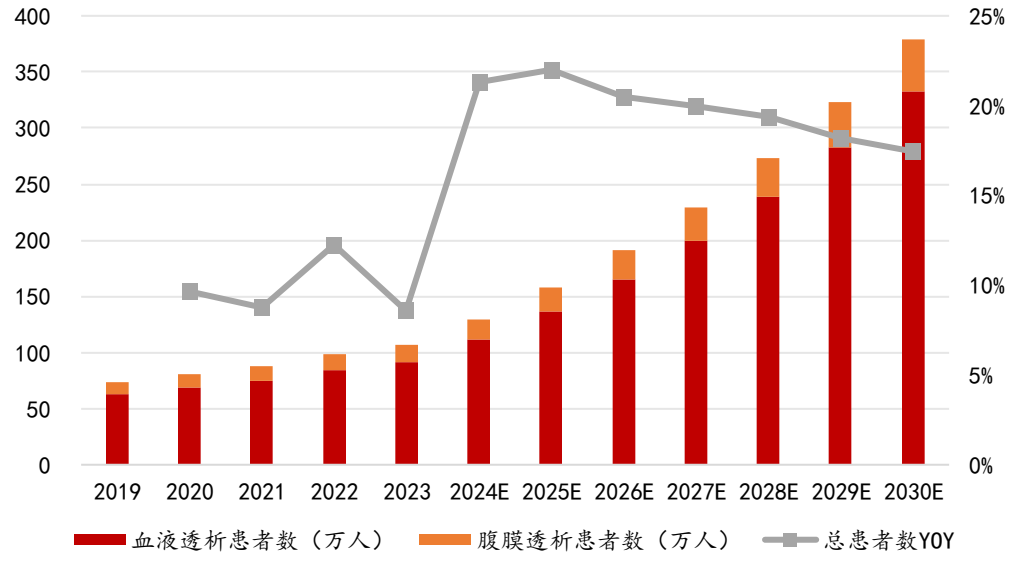


资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

2.2. 血液透析为主流治疗方式，占据血液净化市场主要份额

在终末期肾病的替代治疗方式中，血液透析仍是当前应用最为广泛的血液净化手段，占据血液净化市场的主要份额。相较腹膜透析，血液透析在国内医疗体系中开展更为成熟，适用患者范围更广，且以医疗机构集中治疗为主，具备较强的标准化和规模化特征。从患者结构看，根据弗若斯特沙利文数据，2022 年中国接受血液透析治疗的 ESRD 患者数量为 84.43 万人，显著高于同期接受腹膜透析治疗的 14.05 万人，血液透析患者规模约为腹膜透析的 6 倍。预计至 2030 年，血液透析患者人数将进一步增长至 332.93 万人，而腹膜透析患者人数预计为 46.17 万人，血液透析仍将维持在 ESRD 替代治疗方式中的主导地位。

图表14：2019-2030 年中国接受血液透析及腹膜透析的患者人数



资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

腹膜透析作为血液净化的重要补充方式，在居家治疗、费用水平等方面具备一定优势，但受患者自我管理能力、并发症风险及临床适用条件等因素限制，其整体渗透率仍明显低于血液透析。总体来看，血液透析在未来较长时期内仍将是血液净化市场的核心需求来源。

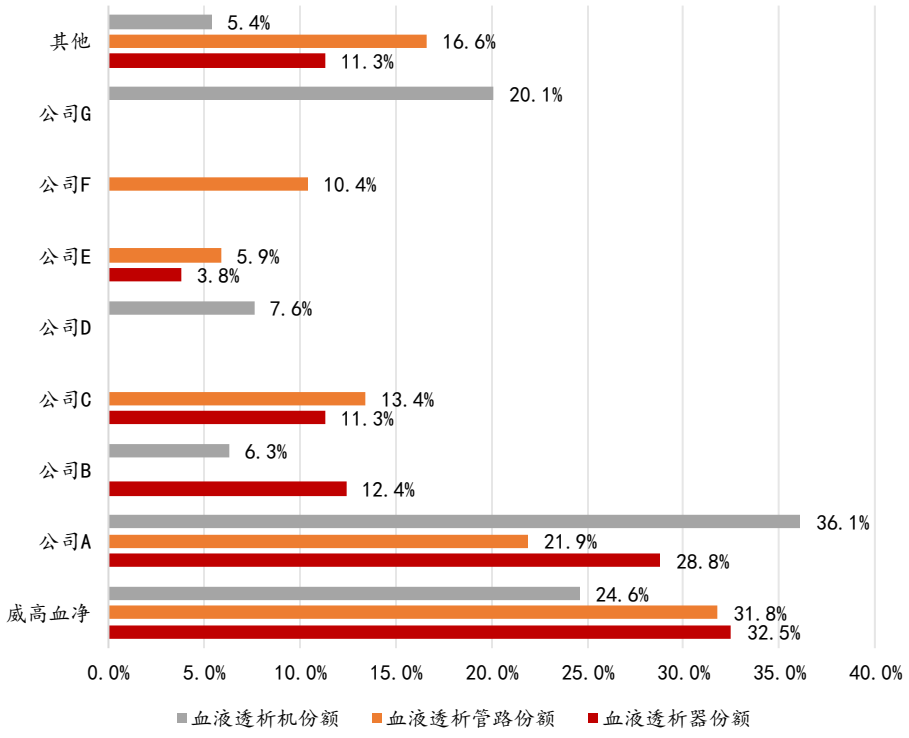
2.3. 公司深耕血液透析核心技术，构建行业领先产品矩阵

在血液透析这一核心赛道，公司围绕终末期肾病替代治疗需求，持续加大在关键产品及核心技术环节的投入，逐步构建起覆盖血液透析器、血液透析管路及血液透析机在内的完整产品矩阵，具备向医疗机构提供系统化血液净化解决方案的能力。

在技术层面，血液透析器作为血液透析治疗中的核心耗材，其性能高度依赖透析膜材料及制造工艺。公司围绕中空纤维膜这一关键技术持续推进自主研发和工程化能力建设，是国内较早在血液透析用中空纤维膜领域实现技术突破并完成规模化生产的厂商之一。依托长期的工艺积累与设备自主化改造，公司在清除率、超滤性能及稳定性等关键指标上已达到或接近国际主流厂商水平。

技术能力的持续积累已在市场端得到验证。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年公司在国内血液透析器及血液透析管路市场的市占率分别为 32.5%和 31.8%，均位列行业第一；在血液透析机领域，公司市占率达 24.6%，位居行业第二。整体来看，公司已在血液透析领域形成以核心技术为基础、以多产品协同为支撑的竞争优势，在行业中处于领先地位。

图表15：2023 年中国血液透析机、血液透析管路、血液透析器竞争格局



资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

2.4. 腹膜透析渗透率仍低，作为血液净化的重要补充方式存在发展潜力

与血液透析相比，腹膜透析在我国终末期肾病替代治疗体系中仍处于补充地位，当前整体渗透率较低，尚未对血液透析形成实质性替代。腹膜透析虽在居家治疗、医疗资源占

下载日志已记录，仅供内部参考

用等方面具备一定优势，但其对患者自我管理能力和长期依从性要求较高，限制了其在国内的大规模推广。

从市场结构看，国内腹膜透析相关市场整体规模仍然有限。根据弗若斯特沙利文数据，2022 年公司在国内腹膜透析液市场的市占率为 3.6%，行业排名第五，市场格局仍以外资厂商为主，反映出腹膜透析在我国仍处于相对早期发展阶段。

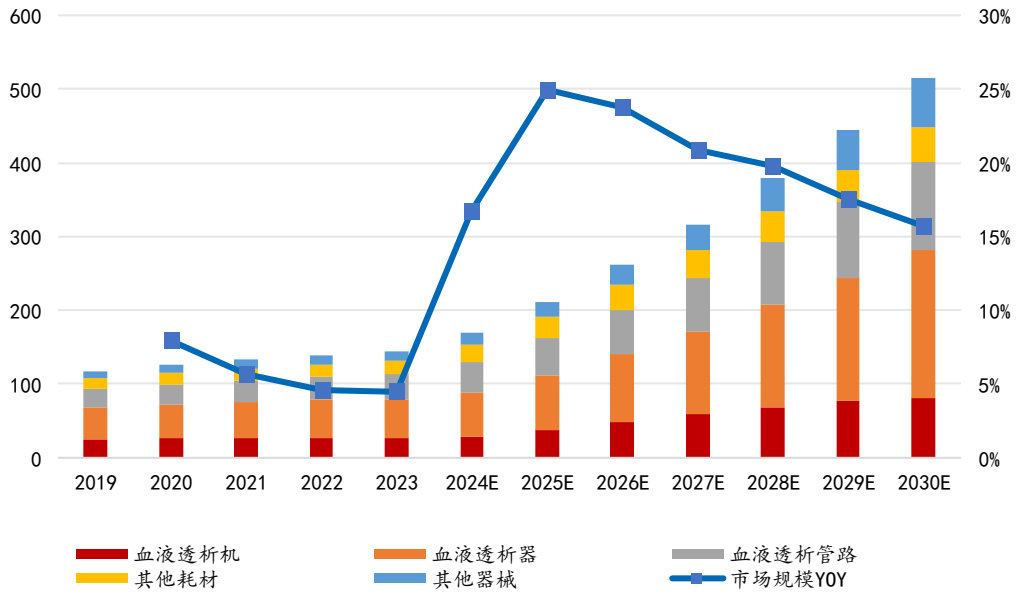
长期来看，随着分级诊疗、居家医疗及医保覆盖范围的持续推进，腹膜透析在特定患者群体中的应用空间有望逐步释放。公司通过引入中性、低 GDP 腹膜透析液产品切入腹透领域，在完善血液净化产品矩阵的同时，为后续潜在需求增长提前布局。

2.5. 血液透析医疗器械市场空间明确，公司行业领先地位稳固

在终末期肾病患者数量持续增长及透析治疗需求刚性的共同推动下，我国血液透析医疗器械市场规模呈现稳步扩张态势。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年我国血液透析医疗器械市场规模为 116.30 亿元，预计至 2030 年将增长至 515.15 亿元，市场规模由百亿级向五百亿级以上迈进，长期成长空间明确。

从增长节奏看，2023-2027 年为行业加速扩容阶段，期间血液透析医疗器械整体复合年均增长率预计达 21.52%，显示行业仍处于由需求释放驱动的快速增长期。从细分结构看，血液透析器、血液透析管路等高频耗材板块增速显著高于设备端，2023-2027 年血液透析器及血液透析管路的复合年均增长率分别为 20.83%和 28.94%，体现出耗材端在患者模扩大和治疗频次提升背景下具备更强的持续增长属性。

图表16：2019-2030 年中国血液透析机、血液透析管路、血液透析器竞争格局（单位：亿元）



资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

在此背景下，公司作为国内血液透析核心耗材领域的领先企业，有望充分受益于行业结构性增长。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年公司在国内血液透析器和血液透析管路市场的市占率分别为 32.5%和 31.8%，均位列行业第一；在血液透析机领域市占率亦达 24.6%，位居行业前列。整体来看，血液透析医疗器械市场空间持续打开，而公司在高增长细分赛道中的领先地位为其长期发展提供了稳固支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 平台化布局血液净化赛道，构建多业务协同的核心业务体系

公司围绕血液净化核心治疗场景构建的平台化业务体系，是其区别于单一产品厂商的重要竞争优势。公司长期聚焦血液净化赛道，围绕终末期肾病（ESRD）治疗需求，持续推进多治疗路径、多产品形态的系统化布局。自 2004 年成立以来，公司围绕血液透析与腹膜透析两大战略方向持续投入研发与产能建设，已形成涵盖血液透析机、血液透析器、血液透析管路及腹膜透析液等在内的较为完整的血液净化产品体系。

血液净化治疗对设备及核心耗材的配套供给具有较高要求。基于公司在血液透析设备及多类高频耗材方面的产品布局，设备产品与血液透析器、血液透析管路等耗材在院端应用中具备较强的产品协同性，有助于形成持续稳定的产品组合，为公司业务的长期开展奠定基础。

图表17：血液透析主要涉及的医疗器械

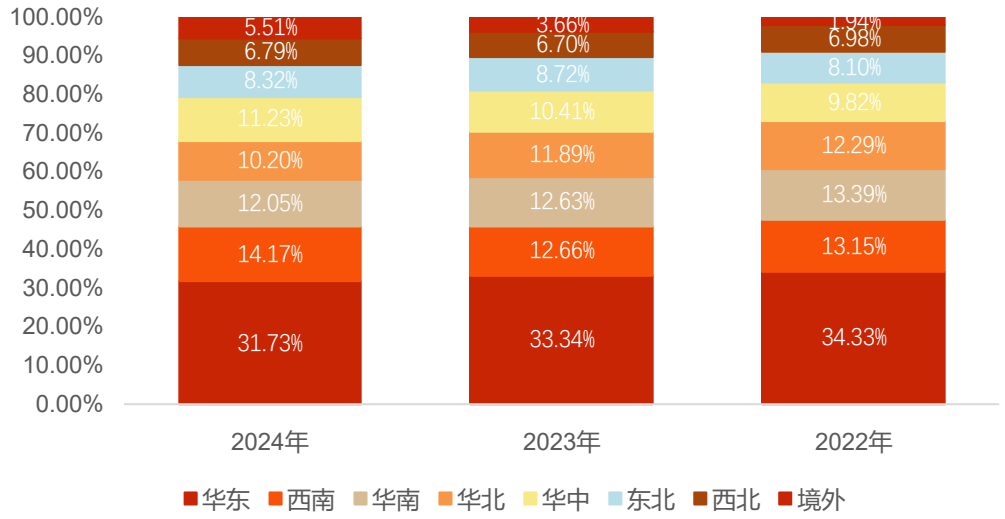
	主要产品	介绍	技术壁垒	示意图
血液透析设备	血液透析机	血液透析机是目前最重要的血液透析设备，主要功能是使透析液和病人的血液对向回流，同时保持透析液压力、浓度和温度的正常稳定	高	
	血液透析用水处理系统	血液透析用水处理系统主要功能是用于制备血液透析和相关治疗用水，涉及的水一般包括血液透析用水和制备浓缩液用水、透析液制备用水等	中	
	血液透析器	在血液透析中，血液透析器与人体血液直接接触，承担着血液和透析液进行溶质交换的容器的作用，是血液透析的关键	高	
血液透析耗材	血液透析管路	血液透析管路又称体外循环管路，在血液透析过程中充当着血液透析的作用，是连接人体和透析液的重要部分，一般血液透析管路通常由血液侧管路（动脉管路、静脉管路）和其他辅助管路组成	中	
	透析液/浓缩液/浓缩物等	透析液用于与符合医控要求的透析用水按比例稀释后制备血液透析液。透析液成分与人体内环境成分相似，主要有钠、钾、钙和镁四种离子，氯和碳酸氢根两种阴离子	低	
	穿刺针	穿刺针适用于血液透析中的血管穿刺，功能是创建一个连接到患者血管系统的通道，以便进行血液透析	低	

资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

依托长期深耕肾科领域形成的渠道基础，公司具备较强的终端覆盖能力与客户黏性。公司通过优质的产品及服务，与遍布全国的经销商及医疗机构建立了稳定的合作关系，形成了覆盖广泛、专业度较高的销售网络。根据公司招股说明书，截至 2025 年 5 月，公司产品销售覆盖中国 31 个省、直辖市和自治区，最终销往超过 6,000 家医院及透析中心，其中包括超过 1,000 家三级医院。依托在肾科领域多年积累的渠道与客户基础，公司能够在各级医疗机构需求增长过程中持续扩大产品渗透。

下载日志已记录，仅供内部参考

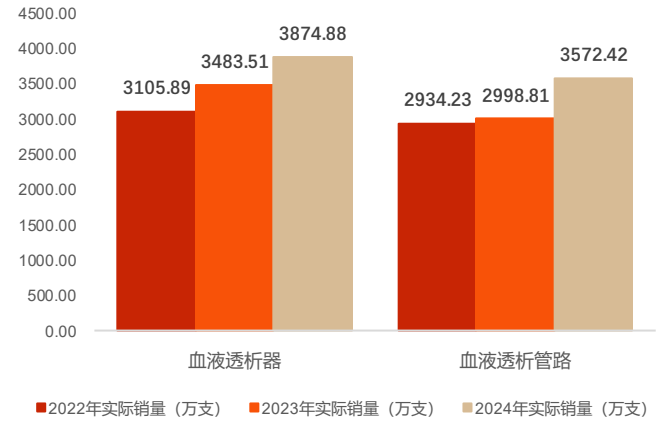
图表18：公司主营业务收入区域分布（华东、华北、华南和西南为主要销售区域，境外占比逐步提升）



资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

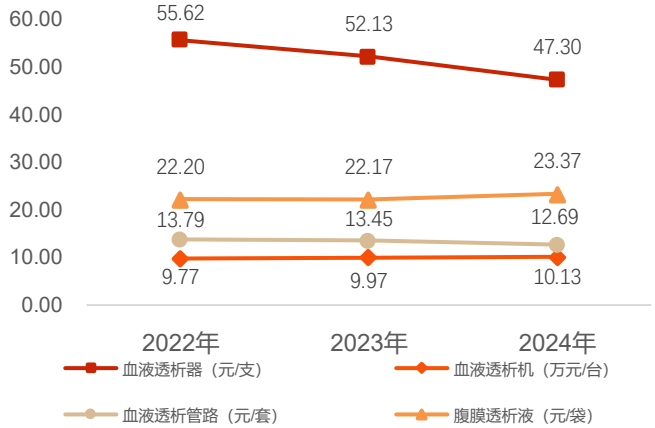
在带量采购常态化推进的背景下，公司在核心耗材领域已验证出较强的以量换价能力。目前，全国以省级为单位开展血液透析器、血液透析管路带量采购的省份主要包括黑龙江、辽宁、安徽、河南等，公司相关产品已在上述地区中标。对于河南省等二十三省（区、兵团）带量采购中已于 2024 年 8 月前开始执行的区域，截至 2024 年 12 月末，根据公司管理统计，2024 年 7-12 月，公司血液透析器和血液透析管路平均出厂价较 2023 年同期分别下降约 16%和 11%，同期销售数量则分别增长约 23%和 21%，整体呈现“价格下降、销量提升”的特征，基本实现以量换价。

图表19：2022-2024 年公司血液透析器及管路实际销量



资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

图表20：2022-2024 年公司主要产品价格变动情况



资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

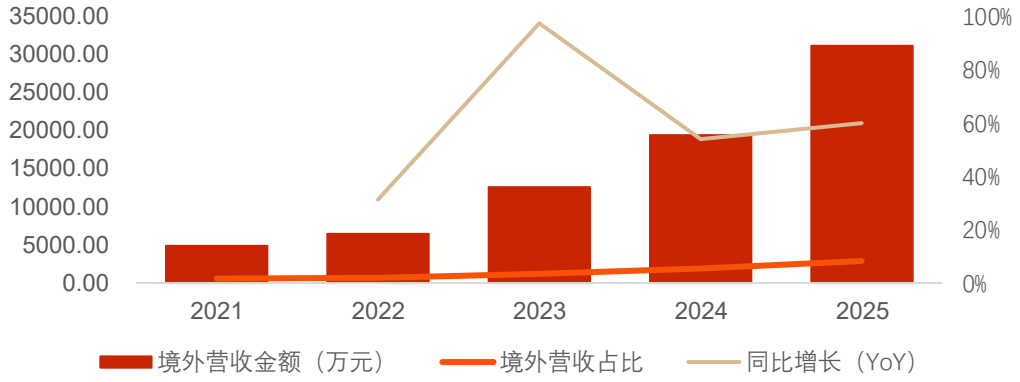
集采常态化背景下，成本控制与稳定供给能力成为血液净化企业保持经营韧性的关键因素。血液透析器等核心耗材在工业生产层面对技术成熟度和产能稳定性要求较高，一条稳定运行的血液透析器生产线通常需要 2-3 年时间方可建成，具备显著的产能壁垒。公司已建立并运行多条稳定的血液透析器生产线，并持续加大产线投入，在建产线建成后预计可新增年产 2,400 万支血液透析器产能。新增产能在替换老旧产线、提升单位效率的同时，有助于通过规模化生产持续摊薄制造成本，从而在集采竞价环境下维持较强的价格韧性与中标能力。

在国内集采常态化背景下，海外市场已成为公司对冲国内价格压力、承接规模化制造能力的重要增长方向。公司于 2016 年成立深圳威高医疗子公司，系统性推进海外市场拓

下载日志已记录，仅供内部参考

展。从经营数据看，公司海外业务已进入快速增长阶段：2020-2024 年海外业务收入复合增长率达 51%；在收入规模持续扩大的同时，海外业务在公司整体收入结构中的占比亦稳步抬升，2024 年境外收入达到 19,474.41 万元，占主营业务收入比重提升至 5.51%，较 2022 年的 1.94%明显提高。

图表21：2021 年至 2024 年公司海外业务快速增长



资料来源：iFind，国盛证券研究所

在具体推进路径上，公司海外拓展已由单纯的贸易模式逐步升级为“本地化平台”模式。目前，公司重点布局东南亚、南美等新兴市场，并通过设立境外子公司、配备本地市场与售后团队、深化与当地经销商的合作，提升终端服务能力与品牌渗透率。依托较为丰富的产品品规体系，公司能够根据不同地区的临床需求提供适配性产品组合。与此同时，公司已围绕海外市场拓展需求，提前进行制造端配套布局，通过新增产能规划与产线建设，为海外业务的持续扩展提供稳定的供应保障。

3.1. 血液透析器：核心膜技术构筑竞争壁垒，把控血透结构升级主航道

血液透析器是公司当前技术壁垒最集中、规模基础最稳固的核心业务。血液透析器，即“人工肾”，是血液透析中负责滤除代谢毒素及多余水分的核心器件，对透析疗效起决定性作用。其内部密布中空纤维膜，血液与透析液间的物质交换即在此进行，而膜孔径的大小与分布直接决定了可清除毒素分子的范围与效率。随着临床实践由传统低通量透析向高通量透析及血液透析滤过（HDF）持续升级，血液透析器在通透性、选择性等方面面临更高要求，行业技术升级路径清晰，具备持续迭代空间。

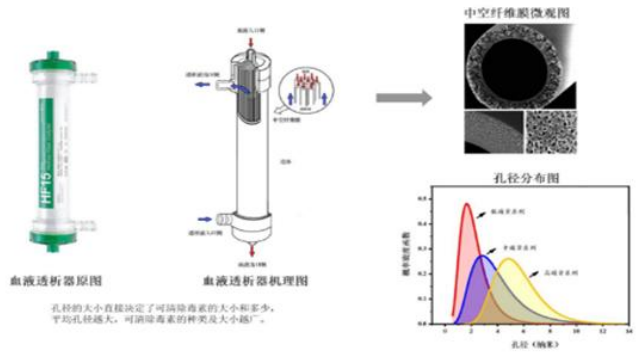
3.1.1. 核心壁垒：中空纤维膜技术与一体化制造构筑护城河

血液透析器的核心壁垒集中于中空纤维膜，其孔径分布及微观结构一致性直接决定中大分子毒素清除能力与安全性，是高通量及 HDF 透析得以实现的关键技术基础。公司作为国内较早自主掌握中空纤维膜制备核心工艺的厂商之一，已掌握中空纤维膜孔径分布调控及一致性检测等关键工艺，实现对不同清除性能透析器产品的稳定制造，构建了具备持续迭代能力的核心技术体系。

公司较早实现中空纤维膜纺丝、透析器组装等关键环节的自主化与自动化布局，形成从原材料到成品透析器的全流程一体化生产体系。相较依赖外协或分段制造的厂商，一体化生产模式在产品质量控制、生产效率及成本控制方面具备优势，有助于公司在带量采购常态化背景下维持稳定供给能力与经营韧性。相关生产工艺与设备体系亦为公司持续推进产品迭代提供了制造端保障。

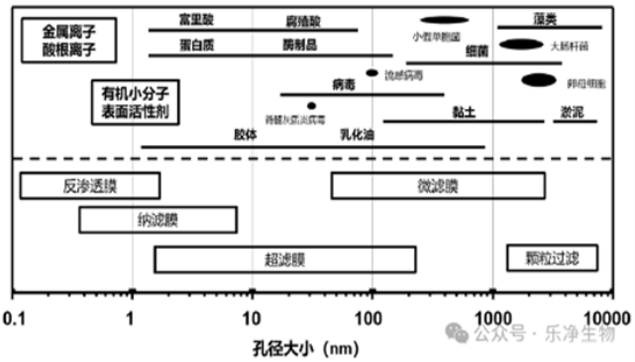
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：血液透析器结构示意图



资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

图表23：不同物质的粒径范围以及各种过滤膜的孔径尺寸对比



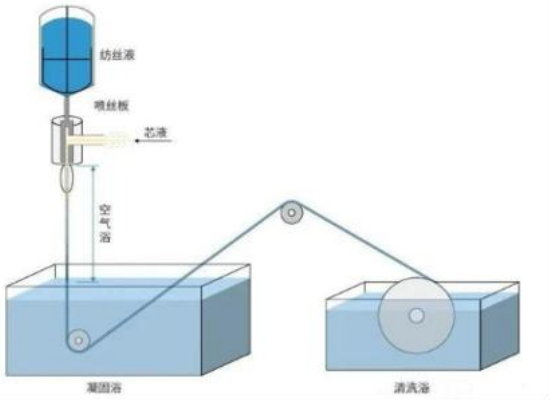
资料来源：乐净生物公众号，国盛证券研究所

图表24：自主可控的中空纤维纺丝设备示意图



资料来源：乐净生物公众号，国盛证券研究所

图表25：实现从高分子原材料到成品透析器全流程一体化生产模拟图



资料来源：乐净生物公众号，国盛证券研究所

3.1.2. 产品与性能：完整矩阵承接中高端临床需求

在关键临床性能指标上，公司血液透析器产品已达到国际主流水平。根据招股说明书披露数据，在同等实验条件下，公司部分 HDF 产品在超滤系数（Kuf）、尿素清除率及 β2-微球蛋白筛选系数等核心参数上，已达到或接近费森尤斯等国际一线厂商水平。其中，公司 HDF-18 型号产品超滤系数（Kuf）为 73.0 ml/mmHg · h，高于部分国际对标产品，体现出较强的对流清除能力，为切入中高端临床应用场景提供性能支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：在关键临床性能指标上，公司血液透析器产品已达到国际主流水平

公司名称	威高血净		费森尤斯医疗		尼普洛		贝恩医疗	百特医疗	贝朗医疗	成都欧赛	
产品名称	血液透析滤过器（HDF-18）	空心纤维透析器（HF-18）	空心纤维血液透析/滤过器（FX 800HDF）	空心纤维血液透析滤过器（FX 80）	空心纤维透析滤过器（ELISIO-17H）	空心纤维透析器中空系型透析器（FB-17U）	空心纤维血液透析器（B-18H）	中空纤维透析滤过器（Polyflux 170H）	高通量聚砜膜透析器（HIPS 18）	中空纤维膜血液透析滤过器（OCI-HF180）	高通量聚醚砜中空纤维膜血液透析器（OCI-HD180）
中小分子清除率	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=0ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=0ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=0ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=0ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=10ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=10ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=10ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=0ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=0ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min, Qf=50ml/min	Qd=500ml/min, Qb=300ml/min
	尿素：278 肌酐：253 磷酸盐：246 维生素 B12：163	尿素：272 肌酐：250 磷酸盐：245 维生素 B12：158	尿素：276 肌酐：250 磷酸盐：238 维生素 B12：176	尿素：276 肌酐：250 磷酸盐：239 维生素 B12：175	尿素：285 肌酐：268 磷酸盐：254 维生素 B12：190	尿素：279 肌酐：257 磷酸盐：232 维生素 B12：169	尿素：275 肌酐：260 磷酸盐：250 维生素 B12：195	尿素：270 肌酐：243 磷酸盐：232 维生素 B12：162	尿素：250 肌酐：228 磷酸盐：224 维生素 B12：160	尿素：285 肌酐：269 磷酸盐：255 维生素 B12：194	尿素：272 肌酐：248 磷酸盐：240 维生素 B12：186
超滤系数	Qd=0ml/min, Qb=300ml/min, TMP=50mmHg	Qd=0ml/min, Qb=200ml/min, TMP=100mmHg	产品说明书未披露试验条件	Qb=300ml/min	Qd=0ml/min, Qb=200ml/min, TMP=50mmHg	Qd=0ml/min, Qb=200ml/min, TMP=50mmHg	Qb=200ml/min, TMP=50mmHg	产品说明书未披露试验条件	Qb=300ml/min	Qb=200ml/min, TMP=50mmHg	Qb=200ml/min, TMP=50mmHg
	73.0ml/mmHg h	50.0ml/mmHg h	63.0ml/mmHg h	44.0ml/mmHg h	40.0ml/mmHg h	30.0ml/mmHg h	68ml/mmHg.h	70.0ml/	55.0ml/mmHg h	450.0ml/KPa.h（60.0ml/mmHg h）	320.0ml/KPa.h（42.7ml/mmHg h）
	Qb=300ml/min, Qf=60ml/min	Qb=300ml/min, Qf=60ml/min	产品说明书未披露试验条件	产品说明书未披露试验条件	Qb=300ml/min, Qf=60ml/min	Qb=200ml/min, Qf=10ml/min	Qb=200ml/min, Qf=30ml/min	产品说明书未披露试验条件	Qb=300ml/min, Qf=60ml/min	产品说明书未披露试验条件	
筛选系数	0.8（β2-微球蛋白）0.95（菊粉）≤0.01（白蛋白）	0.8（β2-微球蛋白）0.35（肌红蛋白）0.95（菊粉）≤0.01（白蛋白）	0.8（β2-微球蛋白）1（菊粉）0.001（白蛋白）	0.8（β2-微球蛋白）	0.223（肌红蛋白）0.926（菊粉）<0.002（白蛋白）	0.67±0.1（肌红蛋白）0.90±0.1（菊粉）<0.01（白蛋白）	≥0.7（β2-微球蛋白）≥0.55（肌红蛋白）0.9±10%（菊粉）≤0.01（白蛋白）	1.0（维生素 B12）1.0（菊粉）0.7（β2-微球蛋白）0.5（肌红蛋白）<0.01（白蛋白）	0.8（β2-微球蛋白）1.0（菊粉）0-0.01（白蛋白）	0.4±0.1（肌红蛋白）1.0±0.1（菊粉）≤0.01（白蛋白）	产品说明书未披露相关数据

下载日志已记录，仅供内部参考

最大跨膜压	500mm Hg	500mm Hg	600mm Hg	600mm Hg	500mm Hg	500mm Hg	500mm Hg	600mm Hg	600mm Hg	500mm Hg	500mm Hg

资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

在产品布局层面，公司已形成覆盖低通量、中通量、高通量及 HDF 等不同治疗需求的完整血液透析器产品矩阵，相关产品均已取得第三类医疗器械注册证。阶梯式产品布局使公司能够灵活匹配不同层级医疗机构及患者群体的差异化需求，在血透治疗结构持续升级过程中具备较强的承接能力。

图表27：威高血净主要血液透析器产品

产品类别	产品系列	具体型号	产品特点	示意图
血液透析器	F 系列	F10、F12、F13、F14、F15、F16、F17、F18、F19、F20 等	低通量 F 系列血液透析器；适用于去除小分子毒素	
	MF 系列	MF10、MF12、MF13、MF14、MF15、MF16、MF17、MF18、MF19 等	中通量 MF 系列；较早国产厂商；可更高效清除小分子毒素，并具有一定中分子毒素清除能力	
	HF 系列	HF10、HF12、HF13、HF14、HF15、HF16、HF17、HF18、HF19 等	高通量 HF 及 EH 系列；高效中大分子毒素清除，清除 β2-微球蛋白同时减少白蛋白丢失，提高 ESRD 患者存活率并减少长期并发症	
	EH 系列	E15H、E16H、E17H、E18H、E19H 等		
	HDF 系列	HDF15、HDF16、HDF17、HDF18、HDF19 等	进一步改进了中空纤维膜结构，提升中大分子及蛋白结合类毒素清除能力。同时，扩大的纤维内径可减少纤维内腔的流动阻力进而降低治疗过程中提供更稳定的跨膜压力环境。支持高容量透析滤过功能	

资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

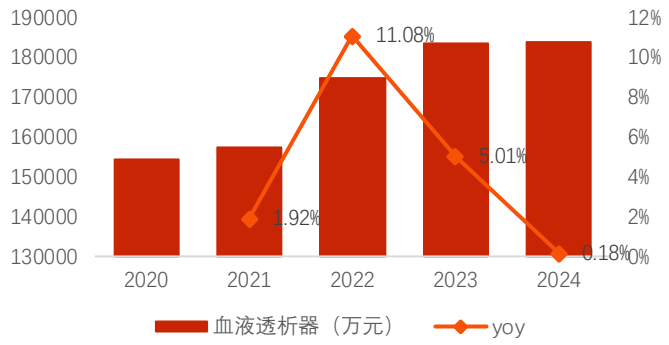
3.1.3. 商业化表现：集采扰动下的规模韧性与结构稳定

规模优势为公司在血液透析器领域构筑了稳固的行业基础。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年公司血液透析器销售市场份额达 32.5%，连续多年位居行业第一，反映出公司在产品覆盖、临床渗透及供给能力等方面的综合竞争优势。与此同时，公司参与了包括《血液透析及相关治疗血液透析器、血液透析滤过器、血液滤过器和血液浓缩器》《血液透析及相关治疗血液净化装置的体外循环血路》等主要行业标准的制定，反映了其在行业中的领导地位。

在此基础上，随着带量采购在后续阶段逐步落地，血液透析器作为集采覆盖的核心耗材品类，行业整体面临阶段性价格下行压力，公司血液透析器业务在收入端亦受到一定影响。该等压力主要体现为价格调整对短期收入的扰动，具有行业共性特征。

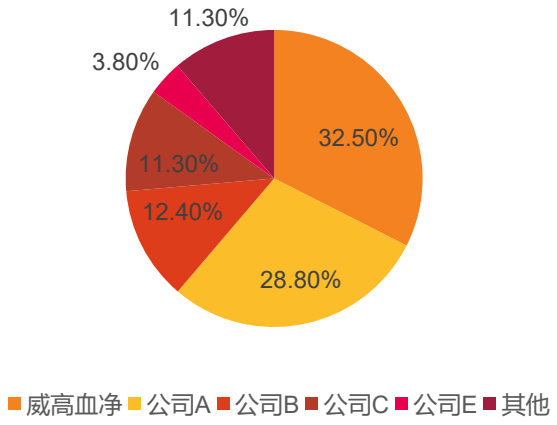
下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：2020 年-2024 年公司血液透析器销售收入



资料来源：iFind，国盛证券研究所

图表29：2023 年中国血液透析器竞争格局



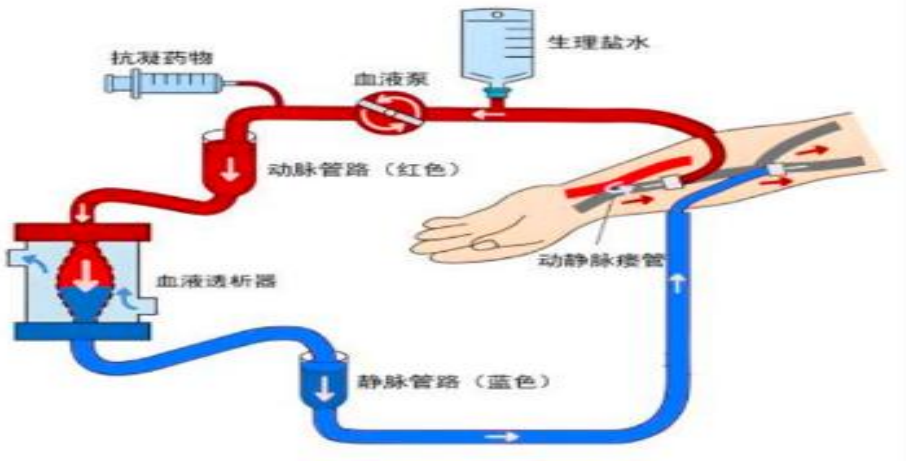
资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

3.2. 血液透析管路：自动化筑底成本优势，集采环境下的稳态现金流资产

血液透析管路是血液透析中必不可少的耗材，目前国内外各大品牌在功能上与整体治疗效果上并无太大差异。行业竞争核心体现在规模化制造能力与成本控制水平。在带量采购持续推进的背景下，行业竞争重心进一步向具备稳定供给能力与规模优势的头部企业集中。

血液透析管路具有高频耗材的属性。血液透析管路（体外循环管路）在透析治疗过程中承担血液输送功能，是连接患者与血液透析器、透析机的关键部件，属于单次或短周期更换的高频耗材。由于血液透析治疗具有长期、规律性开展的特点，透析患者通常需要持续接受治疗，相关高频一次性耗材的需求主要与患者规模及治疗频次直接相关。通常来讲，患者一周需进行血液透析 2-3 次，每次约 4 小时。

图表30：血液透析管路结构示意图



资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

公司血液透析管路强调通用性与兼容性。截至 2025 年 5 月，公司已布局数十款不同规格的血液透析管路产品，相关产品均已取得第三类医疗器械注册证。公司在产品设计阶段即充分考虑与主流血液透析机型的适配需求，可兼容市场上绝大多数主流设备。高通用性设计有效降低了医院在耗材更换过程中的设备调试成本与使用风险，使公司管路产

下载日志已记录，仅供内部参考

品在非自有设备体系中具备更高的入院效率和替代可行性，有助于公司在更广泛的院端体系中持续提升市场渗透率。

图表31：公司主要血液透析管路产品

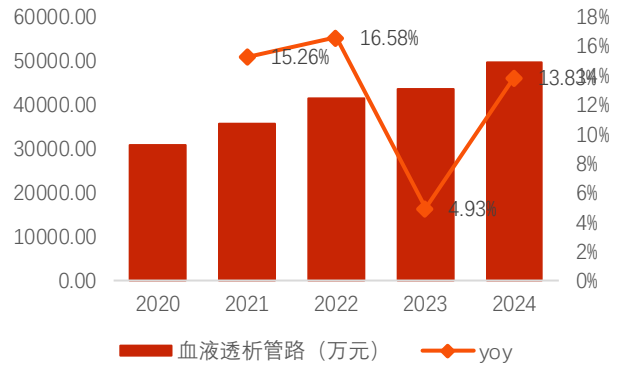
产品类别	产品名称	产品特点	示意图
血液透析管路	JRHLL 系列	产品型号丰富，兼容性强；选配件丰富，可供自由选择输液线、废液袋等配件，满足不同的需求	
血液透析管路	JRXL 系列（非 DEHP）	以非 DEHP 增塑剂取代 DEHP 增塑剂，降低可能由 DEHP 增塑剂引起的毒性相关副作用	
血液透析管路	JRXLR 系列（耐辐照非 DEHP）	在以非 DEHP 增塑剂取代 DEHP 增塑剂的基础上，采用辐照（电子束）灭菌方式，进一步降低可能由传统环氧乙烷灭菌方式引起的毒性相关副作用	

资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

血液透析管路具备一定的劳动密集型特征，单位成本对人工效率与生产稳定性较为敏感。为提升制造效率并强化成本优势，公司拟投入 3.43 亿元建设“智能化生产建设项目”，通过引入自动化设备逐步替代传统人工工序。项目建成后，预计将新增年产 2400 万套血液透析管路产能。

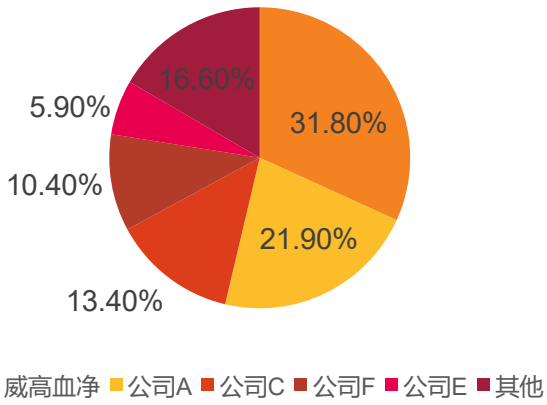
在规模化制造与成本控制能力支撑下，公司血液透析管路业务已形成稳固的市场地位。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年公司血液透析管路市场份额达 31.8%，位列行业首位。从经营表现看，管路业务在行业政策环境变化过程中保持相对稳健。2024 年，公司血液透析管路业务实现收入 4.95 亿元，同比增速由 2023 年的 4.93%提升至 13.83%。

图表32：2020 年-2024 年公司血液透析管路销售收入



资料来源：iFind，国盛证券研究所

图表33：2023 年中国血液透析管路竞争格局



资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

3.3. 血液透析机：补充设备端布局，增强整体解决方案能力

血液透析机是血液透析治疗体系中的核心设备，承担着体外血液循环与透析液循环的精密控制功能，对安全性与稳定性要求极高。由于设备一旦装机便长期运行，医院在选型过程中通常具有较强的产品偏好特征。公司通过引入血液透析机产品，进一步补齐设备端布局，依托既有的耗材渠道与客户基础，完善血液净化整体解决方案，提升多品类产品在院端协同推广的效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

为降低高端透析设备自主研发的技术风险与周期不确定性，公司选择与全球知名血液透析设备厂商日机装开展深度合作，成立合资公司（公司持股 51%），并获得日机装血液透析机在中国大陆地区的独家总经销权。通过合资工厂实现相关机型的本土化生产，公司得以直接导入经过全球临床验证的成熟技术体系。

公司独家销售的 DBB-EXA、DBB-27C 等系列血液透析机，集成高灵敏度体外血液循环控制系统与透析液循环系统，可实现对血流动力学参数的精确调节。相关机型均已取得第三类医疗器械注册证，并通过多重漏血监测、完善的消毒模式及安全联锁设计，有效保障治疗过程的安全性与液路纯净度，能够满足临床长期、高频使用需求。

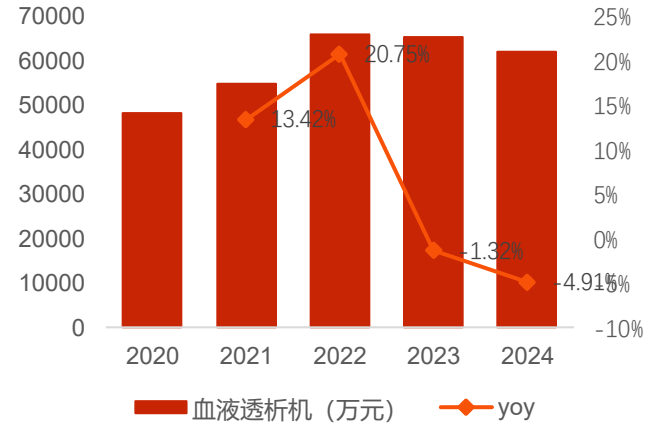
图表34：公司独家销售的主要血液透析机产品

产品类别	产品名称	产品特点	示意图
血液透析机	DBB-EXA 系列	日机装生产，2020 年上市，是一款双泵设备，可以进行血液透析滤过、血液滤过及血液透析治疗；EXA 系列设备拥有国内市场上较为领先的透析全自动系统（D-FAS），可实现全自动预冲、引血、回血和紧急补液等功能，可减少耗材的使用。	
	DBB-EXA ESS 系列	威高日机装生产，2021 年上市，适用于急性或慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗，基于 D-FAS 可使用双重过滤的透析液进行在线预冲和回血。	
	DBB-27C 系列	威高日机装生产，2012 年上市，适用于急性或慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗。	

资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

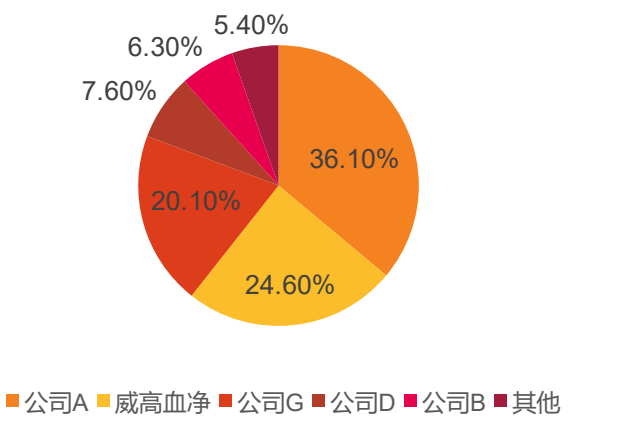
在血液透析设备领域，公司已建立起较为稳固的市场地位。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年公司独家销售的血液透析机在国内市场的市场份额达 24.6%，位列行业第二，反映出其产品在临床应用及院端采购体系中的广泛认可度。

图表35：2020 年-2024 年公司血液透析机销售收入



资料来源：iFind，国盛证券研究所

图表36：2023 年中国血液透析机竞争格局



资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

血液透析机的正常使用年限通常为 8-10 年。回顾行业发展，在 2012-2015 年期间，受大病医保政策推动，血液透析机装机量增长迅速。按自然折旧及使用年限测算，上述设备已陆续进入更新周期。叠加前期受医疗反腐及设备更新政策影响，部分医院采购节奏出现阶段性延后，中短期内，血液透析设备更新需求具备持续释放的现实基础。需求端回暖已在招投标数据中有所体现，据众成数科测算，2025 年第一季度国内县级医院血液

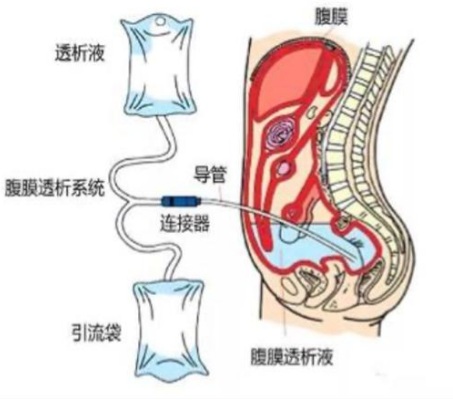
下载日志已记录，仅供内部参考

透析设备招投标市场规模同比增长 94.28%，预计 2025 年全年市场规模同比增速有望超过 20%。

3.4. 腹膜透析：技术代际领先，低基数下具备较高增长潜力的业务板块

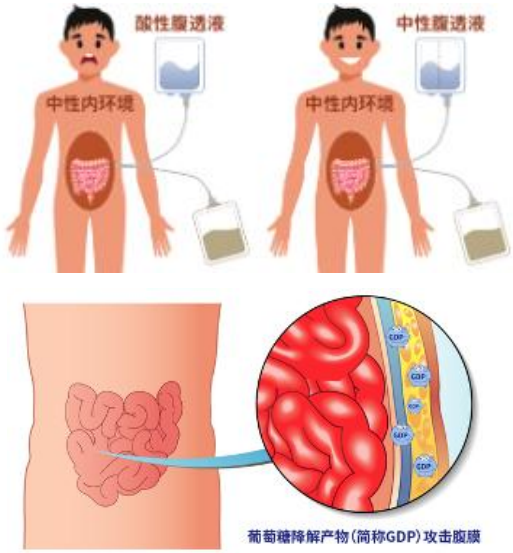
腹膜透析是终末期肾病（ESRD）患者重要的肾脏替代治疗方式之一，利用人体腹膜作为半透膜，通过弥散与对流作用清除体内多余水分及代谢毒素。相较血液透析，腹膜透析在居家治疗、治疗便利性及残余肾功能保护等方面具备一定优势，但其长期疗效高度依赖腹膜透析液的生物相容性。在腹膜透析治疗中，腹膜透析液的生物不相容性是腹膜功能恶化的主要原因之一，提升腹膜透析液的生物相容性也成为行业内重要的技术研发方向。

图表37：腹膜透析治疗过程示意图



资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

图表38：中性腹膜透析液可改善灌入痛



资料来源：威高腹膜透析科技公众号，国盛证券研究所

公司与国际血液净化领域企业泰尔茂建立战略合作关系，共同设立合资公司威高泰尔茂，用于引入并本地化腹膜透析液相关技术。通过该合作，公司将全球成熟的腹膜透析液产品体系引入国内市场，并取得威高泰尔茂相关产品在中国大陆地区的独家销售授权。在具体合作安排上，威高泰尔茂成立于 2012 年，公司与泰尔茂中国各持 50%股权，合资期限为自营业执照核发之日起 20 年。根据既定合作机制，威高泰尔茂与威高销售法人 WPD（威高腹膜透析）另行签署销售基本合同，相关腹膜透析产品仅向 WPD 供货，并通过 WPD 渠道在国内市场进行销售。

针对传统酸性腹膜透析液在长期使用过程中可能对腹膜造成刺激、加速腹膜功能衰退的临床问题，公司推出中性、低 GDP（葡萄糖降解产物）双室袋腹膜透析液产品。该产品通过双室袋结构设计，保证了葡萄糖在较酸性的条件下保持稳定，加热和储存过程中最大程度的减少 GDP 的产生，混合后的 pH 值呈中性。该类设计有助于降低腹膜刺激性、改善长期耐受性，相对于传统酸性腹透液优势明显。

下载日志已记录，仅供内部参考

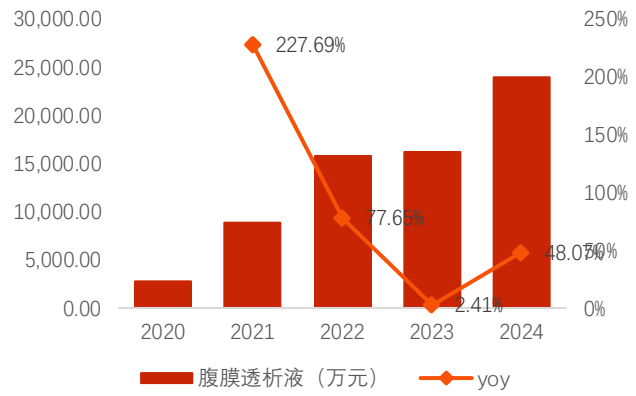
图表39：威高血净主要腹膜透析液产品

产品名称	产品特点	示意图
腹膜透析液系列（单室袋）	以葡萄糖作为渗透剂，以乳酸盐作为缓冲液，pH 值呈酸性，属于葡萄糖腹膜透析液，应用非 PVC 包材，自带管路夹，全包裹接头设计，具有安全、有效、生物相容性好、使用便携等优势。	
腹膜透析液系列（双室袋）	中性腹膜透析液独特的双室袋设计保证了葡萄糖在较酸性的条件下保持稳定，加热和储存过程中最大程度地减少 GDP 的产生，混合后的 pH 值呈中性，中性腹膜透析液具有保护患者残余肾功能和尿量、保护腹膜功能、减轻灌入痛等优势。	

资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

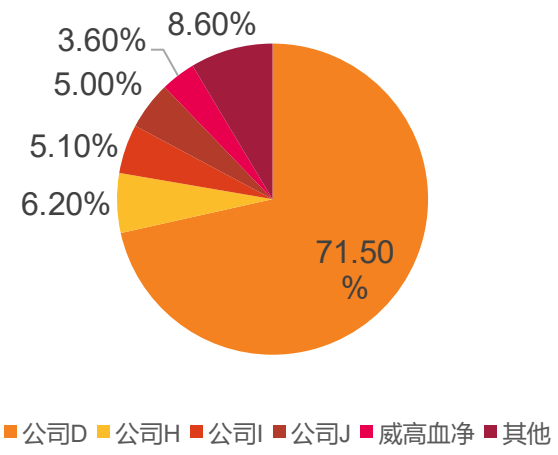
从市场格局看，国内腹膜透析液市场目前仍以外资品牌为主。根据弗若斯特沙利文数据，2022 年公司独家销售的腹膜透析液市场份额为 3.6%，位列行业第五，整体仍处于渗透提升阶段。在中性腹膜透析液产品代际优势逐步获得临床认可的背景下，公司腹膜透析液业务已进入放量阶段。从经营表现看，2024 年公司腹膜透析液实现收入约 2.39 亿元，同比增长 48.07%，在公司各细分业务中增速居前。

图表40：2020 年-2024 年公司腹膜透析销售收入



资料来源：iFind，国盛证券研究所

图表41：2022 年中国腹膜透析液竞争格局



资料来源：威高血净招股说明书，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 战略升级：以膜技术平台为核心，外延并购与内生孵化并举，夯实长期增长与盈利韧性

4.1. 围绕膜技术平台的横向外延：并购普瑞+孵化乐净，打开非集采增长空间

在血液净化耗材集采常态化推进的背景下，公司并未局限于单一产品或单一应用场景的应对，而是围绕中空纤维膜这一核心底层技术平台，系统性推进业务结构与技术路径的升级：一方面通过外延并购引入高盈利、高壁垒的产业链环节，平滑短期业绩波动；另一方面依托既有膜技术能力向非集采、强粘性的应用场景外延孵化新业务方向，为中长期增长打开空间。

4.1.1. 外延并购威高普瑞：85 亿作价注入药包材行业领先资产，重塑盈利结构与估值体系

2026 年 1 月 5 日，公司发布发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案），拟以发行股份方式收购山东威高普瑞医药包装有限公司 100%股权，标的资产评估值为 85.11 亿元，本次交易构成重大资产重组。根据协议，威高股份等交易对方承诺威高普瑞在 2026 年、2027 年、2028 年实现的净利润分别不低于 6.40 亿元、7.20 亿元和 7.84 亿元，若未达标则需进行股份或现金补偿；若交易延后至 2027 年完成，业绩承诺期将顺延。交易完成后，威高普瑞将成为公司全资子公司，公司主营业务将新增医药包材相关板块。本次交易对价全部以发行股份方式支付，发行对象为威高股份及其一致行动人，交易完成后威高股份及其一致行动人合计持股比例提升至 84.36%，上市公司控制权未发生变化。

图表42：威高血净收购威高普瑞《业绩承诺与补偿协议》承诺净利润

	2023	2024	2025	2026（E）	2027（E）	2028（E）
净利润（亿元）	4.83	5.81	6.01	6.40	7.20	7.84
yoy	NA	20.29%	3.44%	6.49%	12.50%	8.89%

资料来源：威高血净公告，国盛证券研究所

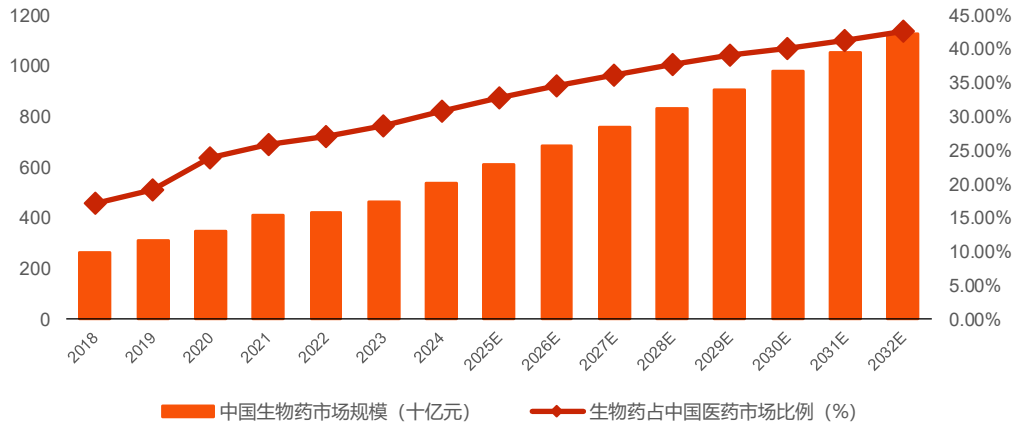
在血液净化耗材集采常态化推进的行业背景下，公司通过并购威高普瑞，将业务版图延伸至医药产业链上游的高端药包材环节，有助于优化业务结构并提升整体盈利稳定性。药包材作为生物药与高端制剂产业链中的关键基础材料，具备较高技术壁垒、准入壁垒及较强客户粘性，其盈利模式与以量换价特征明显的血液净化耗材形成互补。

从行业空间看，随着生物药市场持续扩张，上游预灌封注射器等核心药包材需求同步增长。根据弗若斯特沙利文数据，中国生物药市场规模预计将由 2024 年的 5,348 亿元增长至 2032 年的 11,268 亿元，高端药包材行业有望维持较快增长。威高普瑞作为国内较早突破外资技术壁垒的预灌封注射器生产商之一，根据中国医药包装协会数据，2022-2024 年其预灌封注射器在国内市场份额占比均超过 50%，行业地位突出。



下载日志已记录，仅供内部参考

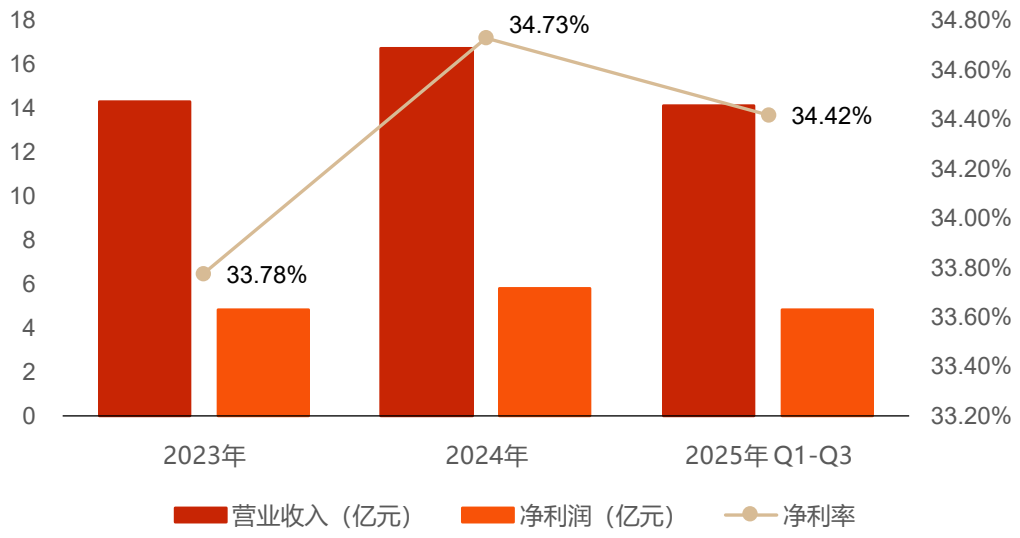
图表43：中国生物药市场规模持续扩张



资料来源：弗若斯特沙利文公众号，国盛证券研究所

从盈利能力看，威高普瑞优于公司现有血液净化主业。2023-2024 年及 2025 年前三季度，威高普瑞营业收入分别约为 14.30 亿元、16.73 亿元和 14.12 亿元，净利润分别约为 4.83 亿元、5.81 亿元和 4.86 亿元，净利率稳定维持在 34%左右。相比之下，公司血液净化主业净利率水平相对较低，净利率水平维持在 12%左右。并购完成后，威高普瑞并表有望在集采价格压力加大的环境下为公司提供更为稳健的利润来源。

图表44：威高普瑞净利率稳定维持在 34%左右



资料来源：威高血净公告，国盛证券研究所

4.1.2. 内生孵化威高乐净：膜技术跨场景外溢，切入生物工艺耗材国产替代赛道

生物制药滤器市场目前的国产化率整体在 20%左右，仍处于较低水平，相关赛道在技术与准入层面具备较高门槛。生物制药滤器在膜结构设计及制造过程中，需要对温度、浓度梯度、牵引速度等多项关键参数进行精确控制，对膜结构的微观一致性和稳定性要求较高；同时，相关产品需在高洁净度环境下生产，以避免微粒及内毒素污染，并通过起泡点、扩散流或压力保持等多项检测手段验证过滤精度和结构完整性。此外，在向下游药企导入过程中，滤器产品还需系统完成截留性能、溶出物与可提取物、吸附性、流速-压力特性及生物安全性等多维度验证，并配套提供完整的监管支持文件，准入周期较长、资源投入要求较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

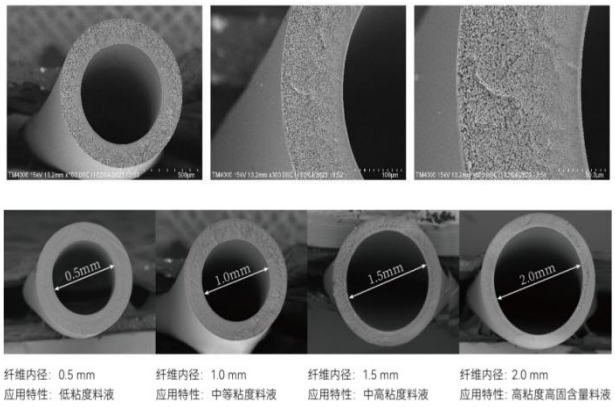
依托在过滤业务领域的长期积累，公司已在核心材料、关键工艺及生产设备等环节构建起较为完整的自主化能力体系。公司以自主知识产权的中空纤维膜制备技术为核心，已形成覆盖微滤、超滤及除病毒等不同精度和应用场景的过滤产品矩阵，并在制膜工艺及核心生产设备开发方面积累了较为系统的经验。在此基础上，公司设立控股子公司威高乐净，推进相关技术在生物制药上游场景中的应用探索。威高乐净已成功开发高性能改性聚醚砜膜（m-PES）及 NeoHollow 系列中空纤维切向流滤器（TFF），切入生物制药过滤及工艺耗材领域。

图表45：NeoHollow HF 中空纤维切向流滤器产品图



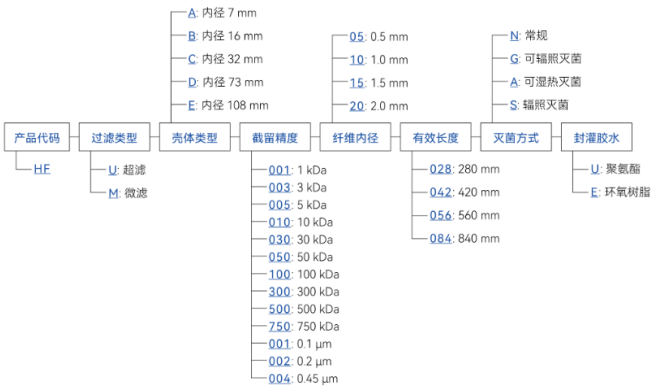
资料来源：乐净生物公众号，国盛证券研究所

图表46：不对称结构的改性聚醚砜膜（m-PES）



资料来源：乐净生物公众号，国盛证券研究所

图表47：NeoHollow HF 中空纤维切向流滤器全规格一览



资料来源：乐净生物公众号，国盛证券研究所

图表48：不同料液对应不同截留孔径

应用点	截留孔径 /MWCO											
	<5 kDa	5 kDa	10 kDa	30 kDa	50 kDa	100 kDa	300 kDa	500 kDa	750 kDa	0.1 μm	0.2 μm	>045 μm
细胞&菌体									▲	▲	▲	▲
疫苗				▲	▲	▲	▲	▲	▲			
病毒				▲	▲	▲	▲	▲				▲
病毒载体						▲	▲	▲	▲			▲
重组蛋白&抗体			▲	▲	▲							
酶		▲	▲	▲	▲							
多肽	▲											

资料来源：乐净生物公众号，国盛证券研究所

4.1.3. 渠道与准入协同：以药包材为支点，加速膜类工艺耗材进入药企供应链

生物制药企业对上游供应商在产品安全性、质量稳定性及供应链连续性等方面要求较高，相关产品在进入药企供应体系前，通常需要完成较为严格的备案及验证流程。在此背景下，威高普瑞在客户渠道积累、法规理解及体系认证等方面的能力，有助于公司生物制药滤器市场。

据公司披露，威高普瑞长期深耕生物医药上游市场，在预灌封注射器等核心药包材领域积累了丰富的客户服务经验。目前其预灌封产品市场占有率超过 50%，服务对象覆盖国内 700-800 家医药企业及海外 200 余家医药企业，相关产品应用场景涵盖从实验室研发到商业化生产的各个阶段。威高普瑞向下游客户提供的预灌封、注射笔等多类产品，

下载日志已记录，仅供内部参考

需在药品备案环节提前半年至一年半完成注册，替代周期较长，客户合作关系相对稳定，体现出较强的客户粘性。

在准入与合规能力方面，预灌封产品对安全性及质量体系要求较高，监管部门对相关产品的认证管理较为严格。威高普瑞在长期经营过程中，已在产品备案、生产环境要求、产线条件及质量体系认证等方面积累了较为成熟的经验，并形成了对相关法规体系的系统性理解。此外，依托稳定的产品质量及成熟的销售团队，威高普瑞在下游客户中建立了较强的品牌认知度，为新产品的市场推广提供支持。

基于上述渠道基础与准入经验，威高普瑞此前已成功将自动给药系统等相关产品导入下游客户体系，体现其在生物制药上游市场的渠道延展能力。此外，威高普瑞已组建成熟的海外销售团队，2025 年前三季度主营业务收入中约 11%来自境外市场，为相关产品后续国际化拓展提供了条件。整体来看，威高普瑞在客户覆盖、准入经验、品牌及国际化方面形成的基础，为公司后续推进生物制药上游相关产品布局提供了现实支撑。

4.2. 研发创新：以膜技术平台为核心，推动产品向高端化与多场景延展

公司将陆续推出 4 到 6 代透析器，目前第四代血液透析器已进入注册报批阶段，在当前注册推进节奏下，预计最早于 2026 年获批上市。公司透析器上市一代产品、研发一代产品、储备一代产品，一直致力于提高透析效果，不断在膜材上持续改进。公司拥有生物医用膜的核心技术，以提高生物相容性、毒素清除率等产品性能为研发目标。通过不断研发迭代，公司透析器产品的性能逐步提高，每代在清除率、超滤系数、生物相容性及降本提质方面均有改进，保持器械的迭代更新，以巩固市场占有率。通过差异化的产品系列、同系列里更好的透析效果维持产品的毛利率水平。

公司通过布局 CRRT，将膜技术应用场景由慢病管理延伸至急危重症救治。据公司披露，公司已布局 CRRT 相关产品，未来几年内 CRRT 设备、滤器及管路预计陆续获证，以完善产品矩阵，应对多元化的市场需求。作为国内常规血透设备领域的领先企业，公司此次明确 CRRT 产品落地规划，也意味着其即将补齐透析领域的最后一块核心拼图。

公司第一款扩瘘球囊已取证，正进行市场调研推广，并布局第二代、第三代产品。中国 2024 年存量血透患者约 102 万人，扩瘘球囊目前年使用量约 10 万多个，对比日本市场患者人均年使用 4 个，中国市场增长空间巨大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表49：公司目前主要在研管线均为自主研发

类别	序号	管线分类	管线名称	产品类型	技术来源	适应症	研发阶段				预计获批上市时间
							设计预研	型式检测	临床评价	注册报批	
血液透析器	1	第四代透析器	血液透析滤过器	三类	自主研发	急性或慢性肾功能衰竭	✓	✓	✓	进行中	2026 年
	2	第五代透析器	高通量、血液透析滤过器等				进行中				2028 年
	3	第六代透析器	高通量、血液透析滤过器等				进行中				2029 年
其他血液净化产品	4	便携式 CRRT 装置	便携式 CRRT 装置	三类	自主研发	急性肾功能衰竭或危重症	✓	✓	✓	进行中	2026 年

资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

4.3. 智能制造与数字化协同推进，从膜技术工业化能力构建系统性成本优势

在制造端，公司通过升级关键膜制造工艺，从技术源头提升膜产品一致性与良率。公司拟投入 2.85 亿元建设“新型血液净化高性能耗材及设备研发中心”，重点攻克自动收切丝系统、微波干燥系统、在线蒸汽灭菌等关键工艺环节，实现降本增效。项目建成后，将为公司的研发工作提供必备的研发环境、硬件设备和人才资源，先进的研发设备将有效提升研发人员的效率，提高公司研发能力，增强公司自主创新能力。

在管理端，公司同步推进数字化转型，拟投入 9,865.59 万元建设数字化信息技术平台。公司信息化平台系统集成了 ERP 系统、供应链管理、大数据采集分析、电子化合约管理、应用层综合服务等模块，以信息化为公司业务赋能。通过数字化信息平台项目的建设，可以全面整合公司资源，实现从资源到成果的转化，推动公司内部优势互补，简化并打通各个业务环节的操作流程，实现降本增效。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表50：威高血净募资用途（万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金投入金额
1	威高血液净化智能化生产建设项目	34,255.97	34,200.00
2	透析器（赣州）生产建设项目	22,665.92	22,600.00
3	威高新型血液净化高性能耗材产品及设备研发中心建设项目	28,536.36	28,500.00
4	威高血液净化数字化信息技术平台建设项目	9,865.59	9,800.00
5	补充流动资金项目	40,000.00	40,000.00
合计		135,323.84	135,100.00

资料来源：威高血液净化公司招股书，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测及假设

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 41.05/44.84/50.01 亿元，同比增速分别为 8.93%/9.23%/11.53%。预测假设为：

1） 国内透析治疗需求持续扩容，叠加公司血液净化全产业链领先优势，透析器、管路核心耗材国内市占率稳居行业首位，集采环境下依靠以量换价实现销量稳步增长，核心耗材业务长期具备增长支撑。

2） 公司并购威高普瑞切入高盈利医药包材赛道，形成医疗器械+医药包材双主业驱动格局，高毛利预灌封注射器业务平滑血液净化集采带来的业绩波动，整体盈利水平持续优化。

3） 依托中空纤维膜底层技术实现跨赛道拓展，同时全球化布局持续推进、新一代透析设备及多款创新产品研发落地，生物工艺耗材、海外市场、重症透析设备多曲线打开中长期成长空间。

图表51：威高血净营收增速预期

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3768.72	4105.11	4484.22	5001.11
yoy	4.57%	8.93%	9.23%	11.53%
耗材/制剂（百万元）	2892.03	3140.74	3423.41	3834.22
耗材/制剂占比	76.74%	76.51%	76.34%	76.67%
yoy	-	8.60%	9.00%	12.00%
设备类（百万元）	740.95	815.05	896.55	986.20
设备类占比	19.66%	19.85%	19.99%	19.72%
yoy	11.85%	10.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务（百万元）	72.19	79.41	87.35	96.08
其他主营业务占比	1.92%	1.93%	1.95%	1.92%
yoy	4.64%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务（百万元）	63.56	69.92	76.91	84.60
其他业务占比	1.69%	1.70%	1.72%	1.69%
yoy	11.85%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

5.2. 估值与投资评级

威高血净深耕血液净化全产业链，行业地位领先。公司通过并购切入医药包材赛道，依托自有膜技术拓展生物工艺耗材业务，同时持续推进全球化布局，多条成长曲线并行打开中长期发展空间。公司各业务板块协同发力，未来业绩增长具备充足支撑。我们看好公司进入加速发展阶段，通过可比公司估值法，在医疗器械板块标的中选取：三鑫医疗、维力医疗、山外山、华兰股份四家公司作为可比公司。可比公司 2026 年预测平均 PE 为 51.10 倍，出于谨慎性考虑，给予公司 2026 年 35 倍 PE，对应目标价 42.95 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表52：可比公司盈利预测及估值情况

股票代码	公司简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	净利润（亿元）				PE（X）			
				2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
300453.SZ	三鑫医疗	9.71	50.69	2.65	3.05	3.54	4.15	19.13	16.61	14.31	12.21
603309.SH	维力医疗	12.49	36.45	0.76	2.65	3.16	3.78	47.76	13.75	11.53	9.64
688410.SH	山外山	11.37	50.87	1.46	2.08	2.74	3.55	34.87	24.40	18.59	14.32
301093.SZ	华兰股份	73.37	156.37	0.60	1.04	1.42	1.82	259.86	149.65	109.96	85.73
可比公司平均			73.60	1.37	2.21	2.72	3.33	90.41	51.10	38.60	30.47
603014.SH	威高血净	33.44	139.70	4.82	5.13	5.59	6.48	28.96	27.25	24.99	21.56

资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：可比公司盈利预测来源于 Wind 一致预期，收盘价及市值截至 7 月 16 日。

6. 风险提示

1. 合资企业合作关系风险

公司透析机、腹透液两大收入核心品类依靠合资企业独家供应。若合作关系终止，公司产品采购渠道受阻，同时还将面临竞业约束、注册证分割等问题，相关业务可持续性存在不确定性。

2. 实控人不当控制风险

实控人持股比例较高，发行后仍保持绝对控股地位，能够对公司战略、投资、人事、关联交易等重大事项形成强干预。在出现利益冲突时，存在不当行使投票权，损害上市公司及中小投资者权益的风险。

3. 带量采购政策冲击风险

国内多省已落地透析耗材省级集采，中标后产品出厂价明显下滑，直接拖累毛利率与净利润。未来集采覆盖范围持续扩容，若公司中标价格持续走低、放量效果不及预期，盈利水平将进一步承压。

4. 腹膜透析液业务经营持续性风险

国内腹透治疗渗透率偏低，若后续渗透率提升缓慢、集采中标情况不及预期，叠加合资担保相关约束，该业务增长与盈利修复存在较大不确定性。

5. 市场竞争加剧风险

国内血液净化耗材赛道参与者持续扩容，国产同行与外资品牌同步扩产、加大市场推广。若公司无法依靠持续研发巩固产品优势、满足客户多元需求，市场份额或被挤压，经营业绩将受到负面影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com