

# 三鑫医疗（300453.SZ）

## 血液净化耗材平台化升级，国产替代与新品放量正当时

### 国内血液净化耗材平台型企业，产品矩阵持续升级

三鑫医疗深耕医用耗材领域二十余年，业务重心已由传统输注耗材逐步转向血液净化领域，形成覆盖血液透析器、血液透析管路、血液透析浓缩液/粉、血液透析设备及相关配套产品的完整矩阵。2025 年公司血液净化类产品实现营业收入 13.61 亿元，同比增长 11.80%，收入占比提升至 82.95%，已成为公司核心收入来源。随着湿膜透析器、血液透析过滤器、透析液过滤器等高端新品陆续获证并进入商业化放量阶段，公司血液净化业务有望从基础耗材国产替代进一步迈向高端产品升级。

### 血透需求具备长期刚性，基层扩容与集采重塑行业格局

终末期肾病患者基数持续增长，叠加血液透析长期、高频、刚需属性，透析器、血液透析管路、透析粉液等核心耗材需求具备持续性。政策推动血透服务向县域及基层下沉，进一步打开设备和耗材增量空间；集采常态化背景下，行业竞争也从价格竞争转向质量、成本、规模和供货能力的综合比拼。我们认为，具备全品类布局、规模制造能力、质量成本优势和终端渠道基础的国产头部企业，有望在行业规范化和基层扩容过程中加速提升份额。

### 高端新品放量、海外拓展与产能扩张共同支撑成长

公司湿膜透析器实现国产品牌突破，补齐高端透析器产品短板；血液透析过滤器获批上市，进一步完善 HDF 治疗场景下的高端血净耗材布局。海外方面，公司持续推进境外自主持证和“设备+耗材”联动出海，2025 年海外业务实现营业收入 3.69 亿元，同比增长 34.56%。产能端，公司通过江西、四川基地投产爬坡及可转债募投项目扩充透析膜、透析器和透析管路产能，有望匹配国内集采放量和海外订单增长需求。此外，公司推进医用聚醚砜材料国产化及自主纺丝能力建设，有望逐步打通核心材料—透析膜—透析器封装链条，提升供应链自主可控和成本优势。

### 盈利预测与投资建议

三鑫医疗深耕血液净化领域，已形成覆盖透析器、透析液/粉、血液透析管路及相关设备的产品矩阵。随着湿膜透析器、血液透析过滤器等新品逐步放量，集采准入及医院覆盖持续推进，同时海外业务加快拓展，公司产品结构有望持续优化，中长期成长动能较为充足。我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 18.87/22.30/25.84 亿元，同比增长 15.0%/18.2%/15.9%；归母净利润分别为 3.48/4.27/5.04 亿元，同比增长 31.3%/22.7%/18.2%。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 20 倍 PE，对应目标价 13.32 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**集采降价幅度超预期风险；产品推广及放量不及预期风险；产能释放和良率爬坡不及预期风险；海外注册和订单拓展不及预期风险。

| 财务指标          | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 1,500 | 1,640 | 1,887 | 2,230 | 2,584 |
| 增长率 yoy（%）    | 15.4  | 9.3   | 15.0  | 18.2  | 15.9  |
| 归母净利润（百万元）    | 227   | 265   | 348   | 427   | 504   |
| 增长率 yoy（%）    | 10.1  | 16.5  | 31.3  | 22.7  | 18.2  |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.44  | 0.51  | 0.67  | 0.82  | 0.97  |
| 净资产收益率（%）     | 17.2  | 18.2  | 21.7  | 24.1  | 25.5  |
| P/E（倍）        | 22.4  | 19.2  | 14.6  | 11.9  | 10.1  |
| P/B（倍）        | 3.8   | 3.5   | 3.2   | 2.9   | 2.6   |

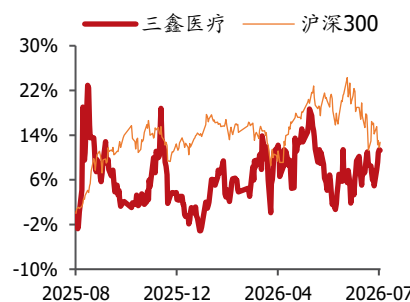
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 07 月 31 日收盘价

### 买入（首次）

#### 股票信息

|                 |          |
|-----------------|----------|
| 行业              | 医疗器械     |
| 07 月 31 日收盘价（元） | 9.74     |
| 总市值（百万元）        | 5,085.10 |
| 总股本（百万股）        | 522.08   |
| 其中自由流通股（%）      | 68.93    |
| 30 日日均成交量（百万股）  | 7.62     |

#### 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

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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 824   | 925   | 961   | 1295  | 1580  |
| 现金             | 290   | 431   | 393   | 298   | 555   |
| 应收票据及应收账款      | 84    | 77    | 70    | 69    | 58    |
| 其他应收款          | 4     | 3     | 8     | 12    | 12    |
| 预付账款           | 13    | 18    | 17    | 21    | 24    |
| 存货             | 196   | 200   | 239   | 596   | 579   |
| 其他流动资产         | 237   | 196   | 234   | 299   | 351   |
| <b>非流动资产</b>   | 1399  | 1504  | 1681  | 1779  | 1832  |
| 长期投资           | 22    | 20    | 16    | 12    | 8     |
| 固定资产           | 958   | 1116  | 1250  | 1374  | 1453  |
| 无形资产           | 127   | 141   | 146   | 150   | 152   |
| 其他非流动资产        | 293   | 226   | 268   | 243   | 219   |
| <b>资产总计</b>    | 2223  | 2429  | 2641  | 3074  | 3412  |
| <b>流动负债</b>    | 578   | 610   | 643   | 858   | 940   |
| 短期借款           | 40    | 31    | 21    | 11    |       |
| 应付票据及应付账款      | 318   | 394   | 411   | 479   | 583   |
| 其他流动负债         | 220   | 185   | 211   | 368   | 356   |
| <b>非流动负债</b>   | 236   | 266   | 272   | 276   | 280   |
| 长期借款           | 157   | 171   | 181   | 186   | 191   |
| 其他非流动负债        | 80    | 95    | 92    | 91    | 90    |
| <b>负债合计</b>    | 814   | 875   | 916   | 1135  | 1220  |
| 少数股东权益         | 85    | 95    | 126   | 165   | 211   |
| 股本             | 522   | 522   | 522   | 522   | 522   |
| 资本公积           | 56    | 67    | 67    | 67    | 67    |
| 留存收益           | 774   | 882   | 1024  | 1198  | 1404  |
| 归属母公司股东权益      | 1324  | 1458  | 1600  | 1774  | 1981  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2223  | 2429  | 2641  | 3074  | 3412  |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 390   | 461   | 560   | 519   | 887   |
| 净利润            | 248   | 290   | 379   | 466   | 551   |
| 折旧摊销           | 91    | 123   | 169   | 198   | 226   |
| 财务费用           | 3     | 1     | 9     | 9     | 9     |
| 投资损失           | -10   | -11   | -13   | -15   | -17   |
| 营运资金变动         | 50    | 50    | 8     | -149  | 107   |
| 其他经营现金流        | 8     | 8     | 9     | 10    | 11    |
| <b>投资活动现金流</b> | -186  | -155  | -373  | -347  | -316  |
| 资本支出           | -216  | -241  | -325  | -302  | -284  |
| 长期投资           | 21    | 74    | -35   | -60   | -49   |
| 其他投资现金流        | 9     | 12    | -13   | 15    | 17    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -124  | -168  | -224  | -267  | -313  |
| 短期借款           | -80   | -9    | -10   | -10   | -10   |
| 长期借款           | 76    | 14    | 10    | 5     | 5     |
| 普通股增加          | 3     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 5     | 11    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -127  | -184  | -224  | -262  | -308  |
| <b>现金净增加额</b>  | 83    | 138   | -39   | -95   | 258   |

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1500  | 1640  | 1887  | 2230  | 2584  |
| 营业成本            | 970   | 1049  | 1158  | 1359  | 1566  |
| 营业税金及附加         | 12    | 16    | 16    | 20    | 23    |
| 营业费用            | 84    | 78    | 94    | 112   | 129   |
| 管理费用            | 108   | 123   | 136   | 147   | 163   |
| 研发费用            | 64    | 75    | 92    | 112   | 132   |
| 财务费用            | -1    | 0     | 0     | 1     | 3     |
| 资产减值损失          | -11   | -7    | -3    | -4    | -4    |
| 其他收益            | 22    | 28    | 31    | 36    | 42    |
| 公允价值变动收益        | -2    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 10    | 11    | 13    | 15    | 17    |
| 资产处置收益          | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 279   | 325   | 426   | 522   | 618   |
| 营业外收入           | 2     | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出           | 5     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>利润总额</b>     | 276   | 324   | 424   | 520   | 616   |
| 所得税             | 28    | 34    | 46    | 55    | 65    |
| <b>净利润</b>      | 248   | 290   | 379   | 466   | 551   |
| 少数股东损益          | 20    | 25    | 31    | 39    | 46    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 227   | 265   | 348   | 427   | 504   |
| EBITDA          | 369   | 439   | 593   | 719   | 845   |
| EPS (元/股)       | 0.44  | 0.51  | 0.67  | 0.82  | 0.97  |

主要财务比率

| 会计年度            | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 15.4  | 9.3   | 15.0  | 18.2  | 15.9  |
| 营业利润(%)         | 8.2   | 16.7  | 31.0  | 22.4  | 18.3  |
| 归属母公司净利润(%)     | 10.1  | 16.5  | 31.3  | 22.7  | 18.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 35.3  | 36.0  | 38.6  | 39.1  | 39.4  |
| 净利率(%)          | 15.2  | 16.2  | 18.4  | 19.1  | 19.5  |
| ROE(%)          | 17.2  | 18.2  | 21.7  | 24.1  | 25.5  |
| ROIC(%)         | 15.2  | 15.9  | 19.4  | 21.6  | 23.0  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 36.6  | 36.0  | 34.7  | 36.9  | 35.8  |
| 净负债比率(%)        | -3.7  | -13.0 | -9.9  | -4.2  | -15.7 |
| 流动比率            | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.7   |
| 速动比率            | 1.0   | 1.1   | 1.0   | 0.8   | 1.0   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转率         | 17.7  | 20.5  | 25.9  | 32.6  | 41.4  |
| 应付账款周转率         | 4.9   | 4.5   | 4.6   | 5.2   | 5.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.44  | 0.51  | 0.67  | 0.82  | 0.97  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.75  | 0.88  | 1.07  | 0.99  | 1.70  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 2.54  | 2.79  | 3.06  | 3.40  | 3.79  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 22.4  | 19.2  | 14.6  | 11.9  | 10.1  |
| P/B             | 3.8   | 3.5   | 3.2   | 2.9   | 2.6   |
| EV/EBITDA       | 10.4  | 9.9   | 8.3   | 7.0   | 5.6   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 07 月 31 日收盘价

## 内容目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 一、国内血液净化耗材行业领跑者，产品矩阵持续升级.....                  | 5  |
| 1.1 深耕医用耗材二十余年，血液净化业务逐步成为增长主线.....             | 5  |
| 1.2 股权结构稳定，保障长期战略执行 .....                      | 6  |
| 1.3 核心管理层深耕医疗器械产业，具备丰富研发、生产与市场经验 .....         | 6  |
| 1.4 营业收入企稳，研发投入呈提升趋势.....                      | 7  |
| 1.5 产品矩阵持续升级，血液净化平台化布局逐步清晰.....                | 8  |
| 二、血液透析需求稳步扩容，政策规范推动行业格局持续优化.....               | 9  |
| 2.1 血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法 .....                | 9  |
| 2.2 终末期肾病患者基数持续增长，长期高频治疗决定血透需求具备刚性.....        | 10 |
| 2.3 血透服务加速下沉基层，县域及基层市场打开增量空间 .....             | 10 |
| 2.4 医保控费与耗材集采重塑竞争格局，质量、成本和供货能力成为核心变量 .....     | 12 |
| 三、血液净化耗材平台化布局加速，高端新品放量打开成长空间.....              | 13 |
| 3.1 血液透析：传统业务构成稳定基本盘，核心耗材高频消耗支撑规模优势 .....      | 13 |
| 3.1.1 透析液/粉产品布局持续完善，全国领先优势已经形成且有望延续 .....      | 13 |
| 3.1.2 成本、供货、渠道与技术壁垒逐步筑牢，行业竞争优势有望进一步强化 .....    | 13 |
| 3.1.3 传统透析器规格持续完善，国产替代空间仍然广阔 .....             | 14 |
| 3.1.4 湿膜透析器推动产品结构升级，国产首证有望加速医院准入 .....         | 14 |
| 3.1.5 血液透析设备：设备与耗材协同推进，一站式解决方案能力增强 .....       | 16 |
| 3.1.6 血液透析管路：规模化供应优势突出，集采推动国产替代 .....          | 16 |
| 3.2 血液透析滤过：由基础透析走向高质量治疗，设备和高端耗材共同推动产品结构升级..... | 18 |
| 3.2.1 HDF 治疗模式提升透析充分性，高质量透析需求推动渗透率提升 .....     | 18 |
| 3.2.2 血液透析滤过器技术门槛更高，是 HDF 治疗核心耗材之一 .....       | 18 |
| 3.2.3 血液透析滤过器获证上市，清除效率、生物相容性与材料安全性优势突出 .....   | 19 |
| 3.3 连续肾脏替代治疗：以 CRRT 管路切入危急重症，有望打开业务边界.....     | 21 |
| 3.3.1 CRRT 管路获批上市，血液净化产品矩阵向连续性治疗场景延伸 .....     | 21 |
| 3.3.2 CRRT 设备研发持续推进，设备端有望进一步补齐连续性血液净化布局.....   | 21 |
| 四、血管通路耗竭问题日益突出，临床需求推动血管介入器械应用加速.....           | 22 |
| 4.1 血透市场持续扩容，终端需求为行业发展奠定坚实基础.....              | 22 |
| 4.2 自体血管资源正走向“耗竭”，人工血管与介入治疗刚需属性强化.....         | 22 |
| 4.3 人工血管与介入治疗效果已获循证验证，临床应用加速向基层渗透.....         | 23 |
| 4.4 血透市场规模持续增长，国产血管通路介入器械市场潜力巨大 .....          | 23 |
| 五、产能扩张与海外拓展共同支撑放量，公司中长期成长空间进一步打开.....          | 24 |
| 5.1 积极推进海外自主持证，设备与耗材联动打开出海空间 .....             | 24 |
| 5.2 可转债募投扩充血液净化产能，匹配国内外订单增长需求.....             | 24 |
| 5.3 自主膜材料和纺丝能力逐步强化，核心环节国产化提升成本优势 .....         | 25 |
| 六、盈利预测与估值 .....                                | 26 |
| 6.1 盈利预测与核心假设.....                             | 26 |
| 6.2 估值与投资评级 .....                              | 26 |
| 风险提示 .....                                     | 27 |

## 图表目录

|        |                                   |    |
|--------|-----------------------------------|----|
| 图表 1:  | 三鑫医疗发展历程.....                     | 5  |
| 图表 2:  | 三鑫医疗股权穿透图 .....                   | 6  |
| 图表 3:  | 公司管理层简介.....                      | 7  |
| 图表 4:  | 2021-2026Q1 公司营业收入.....           | 8  |
| 图表 5:  | 2021-2026Q1 公司归母净利润.....          | 8  |
| 图表 6:  | 2021-2026Q1 公司费用情况.....           | 8  |
| 图表 7:  | 2021-2026Q1 公司毛利率及净利率 .....       | 8  |
| 图表 8:  | 血液透析示意图.....                      | 9  |
| 图表 9:  | 基层血液透析室（中心）建设标准.....              | 11 |
| 图表 10: | 三鑫医疗透析粉/液产品布局.....                | 13 |
| 图表 11: | 三鑫医疗血液透析器产品布局.....                | 14 |
| 图表 12: | 湿膜透析器结构图.....                     | 15 |
| 图表 13: | 三鑫医疗湿膜透析器与公司干膜产品部分指标对比 .....      | 15 |
| 图表 14: | 三鑫医疗血液透析设备产品布局 .....              | 16 |
| 图表 15: | 三鑫医疗透析管路产品布局.....                 | 17 |
| 图表 16: | 三鑫医疗在河南牵头 23 省血液透析耗材集采中的中选情况..... | 17 |
| 图表 17: | 河南牵头 23 省联盟普通血液透析管路主要企业报量情况.....  | 18 |
| 图表 18: | 三鑫医疗血液透析滤过器.....                  | 19 |
| 图表 19: | 三鑫医疗血液透析滤过器透析 15 分钟白细胞下降率 .....   | 20 |
| 图表 20: | 三鑫医疗血液透析滤过器临床对照实验结果 .....         | 20 |
| 图表 21: | 血管介入技术竞争格局 .....                  | 23 |
| 图表 22: | 近三年三鑫医疗海外收入及占比 单位（百万元） .....      | 24 |
| 图表 23: | 公司收入分类预测表 .....                   | 26 |
| 图表 24: | 三鑫医疗可比公司估值 .....                  | 27 |

## 一、国内血液净化耗材行业领跑者，产品矩阵持续升级

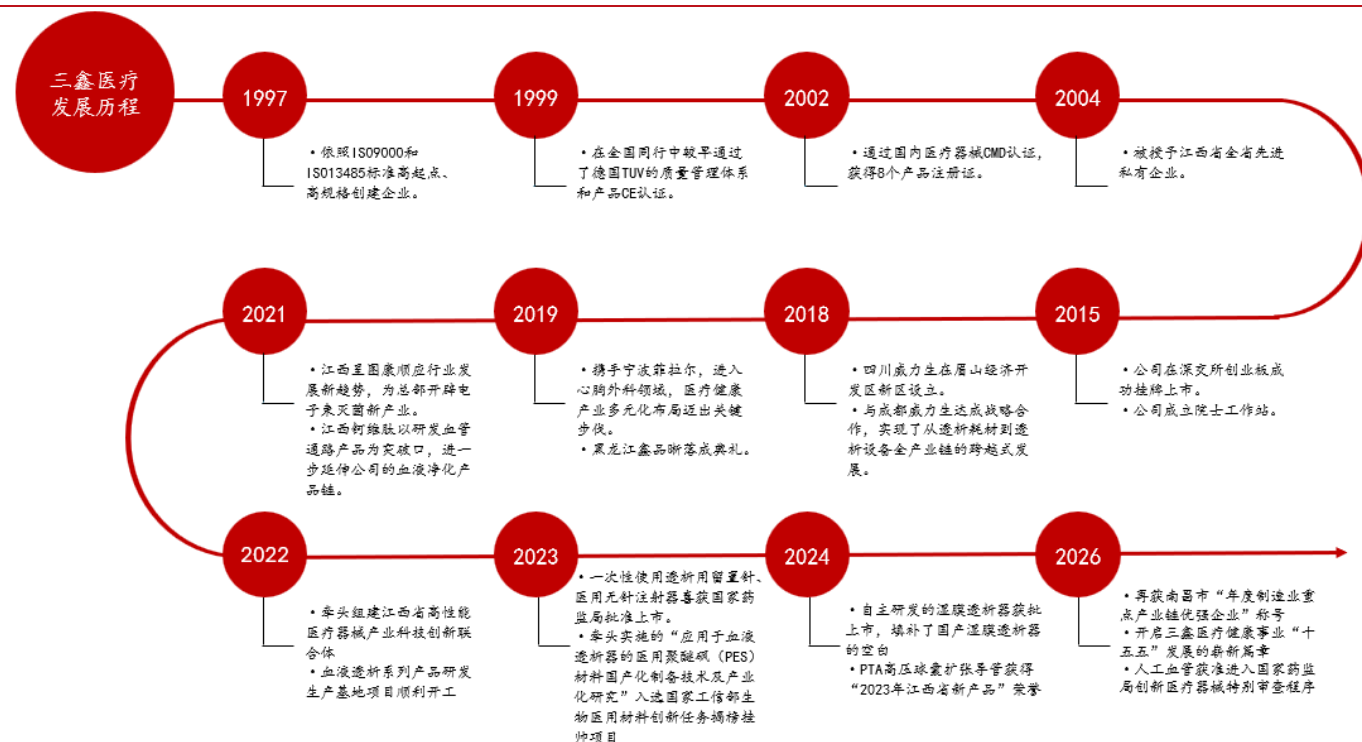
### 1.1 深耕医用耗材二十余年，血液净化业务逐步成为增长主线

三鑫医疗成立于 1997 年，总部位于江西南昌，是国内较早从事一次性无菌医用耗材研发、生产和销售的企业之一，并于 2015 年登陆深交所创业板。公司早期业务以注射、输液输血等传统医用耗材为主，依托无菌制造、质量管理和渠道体系积累，逐步形成覆盖多类医用耗材的产品基础。

上市后，公司持续推进产品结构升级，业务重心逐步由传统注射耗材向血液净化领域倾斜。目前公司产品已覆盖血液净化、给药器具、心胸外科等领域，其中血液净化类产品包括血液透析器、血液透析管路、血液透析浓缩液/粉、血液透析设备及相关配套产品。经过多年布局，公司已从传统低值耗材企业逐步成长为国内血液净化耗材平台型企业。从收入结构看，血液净化业务已成为公司最核心的收入来源和增长主线。2025 年，公司血液净化类产品实现营业收入 13.61 亿元，同比增长 11.80%，收入占比提升至 82.95%；同期优势产品血液透析器、血液透析粉、血液透析浓缩液、血液透析管路、血液透析设备保持较好增长，湿膜透析器、透析液过滤器等新品亦开始贡献新增量。

整体来看，三鑫医疗的发展路径体现为从传统注射耗材向血液净化平台型企业的持续升级：一方面，透析器、透析管路、透析液/粉等基础耗材构成稳定基本盘；另一方面，湿膜透析器、血液透析过滤器、透析液过滤器等高端血净耗材逐步进入商业化放量阶段，有望推动公司产品结构和盈利能力进一步优化。

图表1：三鑫医疗发展历程



资料来源：三鑫医疗官网，三鑫医疗公众号，公司公告，证券时报，国盛证券研究所

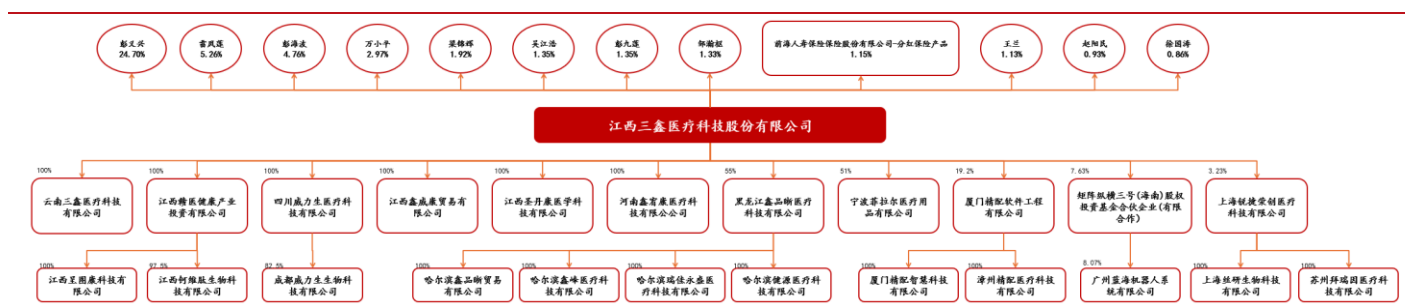


## 1.2 股权结构稳定，保障长期战略执行

截至 2026 年 6 月 9 日，公司董事长彭义兴直接持有公司股份 128,940,044 股，持股比例为 24.70%；雷凤莲直接持有公司股份 27,452,696 股，持股比例为 5.26%。彭义兴、雷凤莲夫妇为公司控股股东及实际控制人，合计直接持股比例为 29.96%。此外，根据公司公告，彭海波、彭九莲与彭义兴、雷凤莲夫妇构成一致行动人。截至 2026 年 6 月 9 日，彭海波持有公司股份 24,828,700 股，持股比例为 4.76%；彭九莲持有公司股份 7,045,259 股，持股比例为 1.35%。

整体来看，公司控股股东和实际控制人保持稳定，实际控制人及一致行动人合计持股比例较高，股权结构相对集中。我们认为，稳定的股权结构有利于公司围绕血液净化业务持续推进产品升级、产能建设和海外拓展等中长期战略。

图表2：三鑫医疗股权穿透图



资料来源：wind，国盛证券研究所

## 1.3 核心管理层深耕医疗器械产业，具备丰富研发、生产与市场经验

公司核心管理层多数在医疗器械行业或公司内部任职多年，覆盖经营管理、研发注册、生产制造、质量控制和市场销售等关键职能。公司总裁毛志平于 2003 年加入公司，曾任公司销售部经理、营销总监、副总经理等职务；副董事长雷凤莲自 1997 年公司成立以来长期参与公司经营管理。

其他核心高管多由公司内部培养而来，具备较强的产业执行经验。彭玲、王甘英长期负责生产、质量管理相关工作，冷玲丽具备商务、投标及市场销售管理经验，刘炳荣具备研发、注册和法规事务管理经验。整体来看，公司管理团队对生产体系、质量体系、产品研发和市场渠道较为熟悉，为公司持续推进血液净化产品升级和业务拓展提供管理基础。

图表3: 公司管理层简介

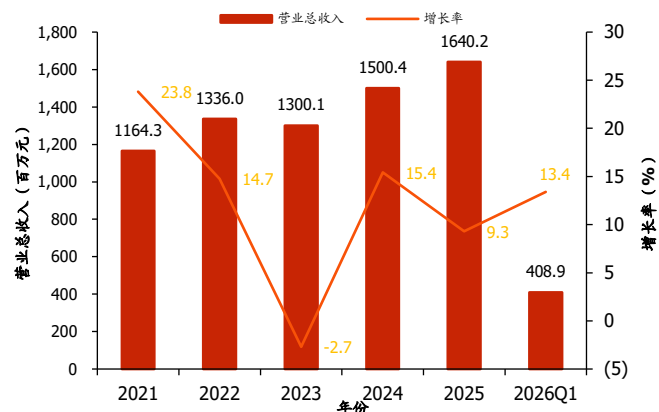
| 姓名  | 职务             | 个人简介                                                                                                                                                                                                                    |
|-----|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 彭义兴 | 公司董事长          | 中共党员，本科学历，高级工程师。多年来从事医疗器械行业，曾任职于丰城医疗器械厂（厂长）、上海达美医用塑料厂（销售经理）。自 1997 年 3 月江西三鑫医疗器械有限责任公司成立以来一直在本公司任职，曾任江西三鑫医疗器械有限责任公司董事长兼总经理。                                                                                             |
| 雷凤莲 | 公司副董事长         | 中共党员，MBA，高级工程师。多年来从事医疗器械行业，曾任职于丰城医疗器械厂（生产厂长），自 1997 年 3 月江西三鑫医疗器械有限责任公司成立以来一直在本公司任职，曾任江西三鑫医疗器械有限责任公司董事、副总经理，本公司董事、总经理，云南三鑫董事，四川威力生董事。                                                                                   |
| 毛志平 | 公司董事、总裁        | 中共党员，本科学历，高级经济师。曾任职于江西省未来广告公司(1999-2001 年，策划部副总)、江西省电视台(2001-2002 年，广告部策划主任)、广东科龙电器股份有限公司江西分公司(2002-2003 年，投资部主管)。2003 年 12 月加入江西三鑫医疗器械有限责任公司，曾任公司销售部经理、营销总监、副总经理，厦门精配软件董事。现任本公司董事、总裁，四川威力生董事长，成都威力生董事，云南三鑫董事，黑龙江鑫品晰董事。 |
| 彭玲  | 公司执行董事长、副总裁    | 硕士研究生学历。2008 年加入本公司，曾任公司总经理秘书、技术中心技术员、车间主任、生产厂厂长，具有丰富的医疗器械生产、质量管理和运营管理经验。                                                                                                                                               |
| 刘明  | 公司董事、副总裁、董事会秘书 | 中共党员，硕士研究生学历，高级经济师。2011 年 4 月加入本公司，曾任公司证券事务代表、证券投资部经理、证券投资总监、四川威力生总经理、江西圣丹康总经理、江西圣丹康执行董事。                                                                                                                               |
| 王甘英 | 公司副总裁、管理者代表    | 中共党员，本科学历。2004 年 2 月加入本公司，曾任公司新产品总质检、品质部经理、生产技术部经理、生产厂副厂长、质量管理部经理、质量管理总监、管理者代表。                                                                                                                                         |
| 冷玲丽 | 公司副总裁          | 本科学历。2011 年加入本公司，曾任公司商务主管、投标主管、市场部经理、商务部经理、商务部总监、成都威力生董事。                                                                                                                                                               |
| 刘炳荣 | 公司副总裁          | 中共党员，硕士研究生学历，高级工程师。2008 年 9 月加入本公司，曾任公司生物技术检验员、技术中心经理助理、总工助理、注册部经理、研发部经理、法规事务总监、研发总监。                                                                                                                                   |
| 陈国锋 | 公司副总裁、财务总监     | 农工党员，硕士研究生学历，高级会计师、证券特许注册会计师、注册资产评估师。曾任江西中昊会计师事务所部门经理；广东恒信德律会计师事务所高级经理；江西联创光电科技股份有限公司、江西火眼信息技术有限公司、江西日月明测控科技股份有限公司等公司财务总监；仁和药业股份有限公司副总经理、董事会秘书等。                                                                        |

资料来源：wind，三鑫医疗换届公告，国盛证券研究所

#### 1.4 营业收入企稳，研发投入呈提升趋势

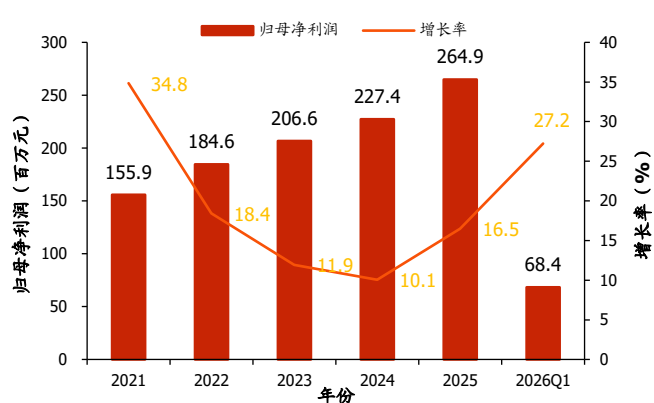
2021-2025 年公司收入稳步增长，2026Q1 延续较快增长趋势。2021-2025 年，公司营业收入由 11.64 亿元增长至 16.40 亿元，期间 2023 年收入有所下滑，主要系 2022 年上半年公司疫苗注射器产品向 WHO 供货带来较高基数；剔除该阶段性单品影响，公司核心业务收入未受明显影响。2024 年起公司收入恢复增长，2024/2025 年分别同比增长 15.4%/9.3%。2026Q1，公司实现营业收入 4.09 亿元，同比增长 13.4%。利润端看，2021-2025 年公司归母净利润由 1.56 亿元增长至 2.65 亿元，增速整体快于收入增长；2026Q1 实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 27.2%。随着血液净化业务产品布局持续完善，公司收入和利润端均呈现稳健增长趋势。

图表4: 2021-2026Q1 公司营业收入



资料来源: wind, 国盛证券研究所

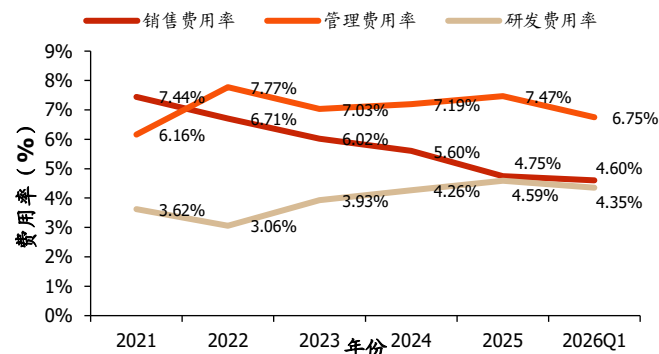
图表5: 2021-2026Q1 公司归母净利润



资料来源: wind, 国盛证券研究所

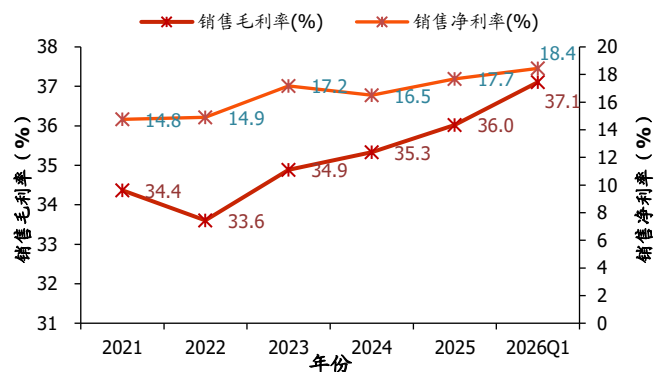
盈利能力方面, 公司销售毛利率整体稳中有升。2021-2025 年, 公司销售毛利率分别为 34.4%/33.6%/34.9%/35.3%/36.0%, 2026Q1 进一步提升至 37.1%。费用端看, 公司持续保持销售、管理和研发投入, 2025 年销售费用/管理费用/研发费用分别为 0.78/1.23/0.75 亿元, 2026Q1 分别为 0.19/0.28/0.18 亿元。整体来看, 公司在保持血液净化业务规模增长的同时, 持续推进研发创新、质量管理和市场拓展投入, 为后续湿膜透析器、血液透析滤过器等新品放量及海外业务拓展提供支撑。

图表6: 2021-2026Q1 公司费用情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表7: 2021-2026Q1 公司毛利率及净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.5 产品矩阵持续升级, 血液净化平台化布局逐步清晰

公司现有产品涵盖血液净化、给药器具和心胸外科三大领域, 其中血液净化已成为公司最核心的业务板块。公司血液净化类产品主要用于急、慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗, 产品主要包括血液透析机、血液透析器、血液透析浓缩物、血液透析管路等。根据公司 2025 年年度报告, 血液净化系列产品营业收入从 2021 年的 7.36 亿元提升至 2025 年的 13.61 亿元, 年均复合增长率近 17%。2025 年, 公司血液净化类产品实现营业收入 13.61 亿元, 同比增长 11.80%, 收入占比达 82.95%, 已成为驱动公司收入增长的核心业务。

在血液净化业务内部, 公司优势产品血液透析器、血液透析粉、血液透析浓缩液、血液透析管路、血液透析设备等保持较好增长, 同时湿膜透析器、透析液过滤器等产品成长为新的增长点。整体来看, 公司产品矩阵已从传统输注耗材逐步向血液净化全产品链延伸, 血液净化平台化布局逐步清晰。



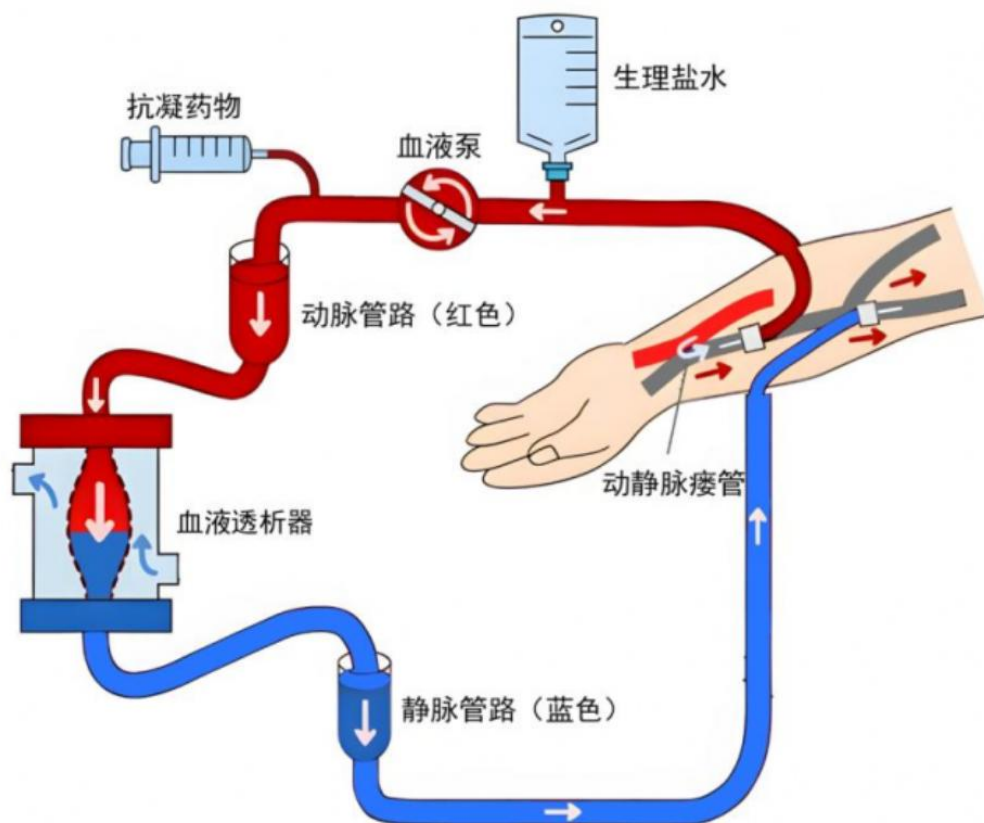
## 二、血液透析需求稳步扩容，政策规范推动行业格局持续优化

### 2.1 血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法

血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法。血液净化是指将患者体内血液引流至体外，通过透析器、灌流器等净化装置，利用弥散、对流、吸附等方式清除体内代谢废物、有害物质及过多水分，并维持电解质和酸碱平衡，从而达到治疗目的。按治疗方式划分，血液净化主要包括血液透析（HD）、腹膜透析（PD）、血液滤过（HF）、血液透析滤过（HDF）、连续性肾脏替代治疗（CRRT）、血浆置换（PE）、血浆吸附及血液灌流（HP）等，其中血液透析约占所有肾脏替代疗法的 69%、所有透析治疗的 89%，是急、慢性肾功能衰竭及终末期肾病患者最主要的肾脏替代治疗方式之一。

我国血液透析患者规模持续扩大。根据全国血液净化病例信息登记系统数据，2018—2024 年我国血液透析在透患者由 57.94 万人增长至 102.73 万人，2024 年底全国血液透析在透患者约 102.7 万人，较 2023 年底新增约 11.1 万人；根据 2026 年 5 月中华医学会肾脏病学分会第二十届重症肾脏病与血液净化大会披露的 CNRDS 2025 年注册患者数据，2025 年我国血液透析患者已达 113.7 万人。血透患者基数增长，叠加患者治疗周期长、透析频次高，持续带动透析器、血液透析管路、透析粉液、穿刺针等血透耗材需求增长。

图表8：血液透析示意图



资料来源：21 财经,国盛证券研究所

## 2.2 终末期肾病患者基数持续增长，长期高频治疗决定血透需求具备刚性

**终末期肾病患者基数持续增长，长期高频治疗决定血透需求具备刚性。**终末期肾病多由慢性肾脏病进展而来，高血压、糖尿病患病人数增加及人口老龄化加深，推动终末期肾病患者对血液透析服务的需求持续提升。国家卫健委新闻发布会指出，随着上述慢病和老龄化因素影响，终末期肾病需要血液透析服务的需求进一步提高；截至 2025 年底，全国能够提供血液透析服务的医疗机构已超 8400 家，基层血透服务能力仍在继续扩容。从患者规模看，我国在透患者数量保持增长。血透患者基数持续扩大，带动透析器、透析管路、透析粉液等耗材需求同步增长。

**血液透析具备长期、高频、持续治疗属性，需求刚性强。**国家卫健委介绍，血液透析患者一般每周需要 2—3 次血液透析；《血液净化标准操作规程 2021 版》亦明确，无残肾功能、每周 3 次透析患者每次透析时间最少不能小于 4 小时、每周透析时间需 10 小时以上。由于血液透析主要承担清除代谢废物、维持电解质和酸碱平衡、清除过多水分等功能，患者一旦进入维持性透析阶段，治疗通常需要长期持续进行，单个患者对应耗材消耗频次稳定。因此，血透行业需求并非一次性诊疗需求，而是由患者存量扩大、治疗渗透率提升及长期规律治疗共同驱动，具备较强的刚性和持续性。

## 2.3 血透服务加速下沉基层，县域及基层市场打开增量空间

**血液透析服务正从城市二、三级医院向县域及基层医疗机构加速下沉。**血液透析患者通常需要每周透析 2—3 次、单次治疗约 4 小时，长期高频治疗决定了就近可及性对患者依从性、生活质量和非医疗支出具有重要影响。过去我国血透服务主要集中在城市及县城二、三级医院，部分基层地区仍存在服务能力不足、床位资源紧张、患者往返就医成本较高等问题。随着终末期肾病患者规模持续扩大，提升基层血透服务能力成为完善分级诊疗体系、改善患者可及性的重要方向。

**政策端持续推动血透服务向县域和基层延伸。**国家卫健委提出，2025 年底前实现常住人口超过 10 万人的县均能提供血液透析服务，并通过“一县一策”补齐设备设施、人员培训和质量短板。2026 年，国家卫健委将基层提供血液透析服务纳入为民服务实事，提出常住人口超过 6 万的县均能提供血液透析服务，全国新增 350 个乡镇卫生院、社区卫生服务中心提供血液透析服务。截至 2025 年底，全国透析中心数量已超 8400 家，其中二级及以下医疗机构占比接近七成，血液透析服务网络持续向基层延伸。伴随基层血透服务标准和建设指南逐步明确，血透服务网络有望从城市和县级医院进一步延伸至乡镇卫生院、社区卫生服务中心等基层场景。

**基层血透服务扩容有望带动设备和耗材需求持续释放。**国家卫健委发布《基层血液透析室（中心）建设与服务指南（试行）》，明确基层血液透析室（中心）的设置标准、人员培训要求、管理规范和服务流程规范，并对透析治疗区、感染控制、人员配置、转诊协作等提出具体要求。血透室建设需要配置透析机、水处理系统、透析治疗床位及相关监测、急救、消毒等设备；单次治疗过程中还需持续消耗透析器、透析管路、透析粉液、穿刺针等耗材。随着县域及基层血透中心数量增加、服务能力提升，血透产业链需求将由存量患者长期治疗和基层新增供给共同驱动。

图表9: 基层血液透析室（中心）建设标准

| 配备类别    | 配备标准                                                                                                           | 机构要求                                                                                                                       |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 透析设备配置: | <p>基层血液透析室(中心)应至少配置5台透析机(床)，其中隔离透析区至少1台(床)，有条件的建议配置1台备用透析机(床)。</p> <p>有条件的机构可配备血液透析滤过机，提升透析治疗效果。</p>           | <p>县域医共体、乡镇卫生院、社区卫生服务中心（仅限基层，不含民营诊所）。</p> <p>基层血液透析室（中心）须在其周边10公里或在其周边半小时左右车程范围内，确定一家具备透析急性并发症救治能力的二级及以上综合医院，设立绿色转诊通道。</p> |
| 人员配置:   | <p>根据设置透析机(床)数量合理配置医务人员。医生1名，护理人员每班2名。</p> <p>根据设置的透析机数量合理增加护理人员数量，超过10台的需配置2名医生，超过20台的，每增加20台需增加1名医生。</p>     |                                                                                                                            |
| 其他设备配置: | <p>个人防护设备：如一次性医用手套、工作帽、医用口罩、一次性外科口罩、隔离衣、护目镜、防护面罩等。</p> <p>基本吸氧装置、负压吸引装置、心电监护仪、除颤仪、呼吸球囊以及常见抢救药品等基本抢救用设备和物品。</p> |                                                                                                                            |

资料来源：医疗器械经销商联盟，国盛证券研究所

我们认为，基层市场打开后，血透耗材企业的渠道覆盖、稳定供货、产品性价比及全品类配套能力重要性进一步提升。基层医疗机构对产品安全性、供应稳定性和综合使用成本较为敏感，相较于单一产品企业，具备透析器、血液透析管路、透析粉液等多品类布局，并能够覆盖基层终端渠道的国产头部企业，更有望凭借规模化生产、成本控制和配套服务能力，承接基层血透服务扩容带来的新增需求。

## 2.4 医保控费与耗材集采重塑竞争格局，质量、成本和供货能力成为核心变量

医保控费背景下，血液透析耗材集采逐步常态化，行业价格体系与竞争格局加速重塑。血液透析患者数量大、治疗频次高、耗材消耗稳定，相关耗材长期是医保支付和患者负担的重要组成部分。近年来，血液透析器、血液净化装置体外循环管路、动静脉瘘穿刺针、透析用留置针、血液滤过器等核心耗材陆续纳入省际联盟或区域联盟集中带量采购范围，采购模式从分散采购逐步转向带量联动、价格联动和区域协同。

集采压缩产品终端价格，推动行业从“价格较高、渠道分散”向“价格透明、份额集中”转变。2024 年，河南牵头血液透析类医用耗材省际联盟采购并公布中选产品清单；京津冀“3+N”联盟亦开展血液透析类医用耗材带量联动采购，纳入血液透析器、血液净化装置体外循环管路、动静脉瘘穿刺针、透析用留置针等品类。根据央视新闻报道，京津冀“3+N”联盟血液透析类医用耗材集采平均降幅 55.23%，联盟地区每年预计节约采购费用 39.8 亿元。价格下降有利于降低患者负担和医保支付压力，但同时对企业盈利能力、生产效率和供应链管理提出更高要求。

**集采后的竞争核心不再单纯依赖终端价格，而是转向质量稳定性、成本控制能力和持续供货能力。**血液透析耗材直接关系患者透析安全，临床使用频次高、质量稳定性要求高；同时，中选企业需要在较低价格水平下稳定履约，保障医疗机构连续采购和临床供应。部分地方集采执行文件明确，医疗机构应优先使用中选产品并确保完成协议采购量，超出协议采购量的部分，中选企业仍需按中选价格供应，直至采购周期届满。因此我们认为，在该背景下，具备规模化生产能力、自动化制造能力、稳定质量体系、全国渠道覆盖和配送响应能力的企业，在集采环境下更容易获得稳定份额。

**我们认为，集采将加速低效产能出清和国产替代。**对于产品质量不稳定、成本管控能力弱、渠道覆盖不足的中小企业，集采降价后利润空间被压缩，持续投标和保供能力受到考验；对于具备全品类布局、规模制造和成本优势的企业，集采虽然短期压低单价，但有望通过中选份额提升、基层市场扩容和产品结构升级实现以量补价。未来血透耗材行业竞争将更加集中于“质量可控、成本领先、供货稳定、产品矩阵完整”的综合能力。



### 三、血液净化耗材平台化布局加速，高端新品放量打开成长空间

#### 3.1 血液透析：传统业务构成稳定基本盘，核心耗材高频消耗支撑规模优势

##### 3.1.1 透析液/粉产品布局持续完善，全国领先优势已经形成且有望延续

透析液/粉是血液透析治疗中的基础高频耗材，需求具备刚性属性，单次治疗用量稳定，终端需求主要受透析患者数量、透析频次及透析中心扩容共同驱动。三鑫医疗较早布局透析液/粉产品，产品体系覆盖较为完整，并依托血液净化耗材领域的客户基础和销售网络，已在国内市场形成领先优势。

图表10：三鑫医疗透析粉/液产品布局



资料来源：三鑫医疗官网，国盛证券研究所

随着国内血液透析服务继续向县域及基层市场下沉，基层透析中心数量和治疗人次仍有提升空间。透析液/粉作为透析治疗中消耗频次高、终端配送要求强的基础耗材，头部企业在客户覆盖、持续供货和综合服务能力方面的优势将进一步放大。公司凭借既有产品布局 and 终端渠道积累，有望持续巩固透析液/粉业务的市场地位。

##### 3.1.2 成本、供货、渠道与技术壁垒逐步筑牢，行业竞争优势有望进一步强化

透析液/粉虽然单品技术复杂度低于高端透析器，但其商业竞争壁垒并不弱，核心在于成本控制、供应稳定性、配送效率、质量一致性和终端客户粘性。由于透析液/粉产品用量大、运输半径和交付及时性要求较高，具备规模化生产、区域化供应和快速响应能力的企业更容易获得透析中心长期采购认可。

三鑫医疗在透析液/粉领域已形成较强的规模优势和供应链能力。一方面，规模化生产有助于摊薄制造成本和管理费用，提升成本竞争力；另一方面，稳定供货能力、较广渠道覆盖和较快交付速度有助于增强客户粘性，降低终端更换供应商的意愿。同时，透析液/粉对产品配方稳定性、质量控制、生产工艺和终端服务仍有较高要求，长期生产经验和质量体系亦构成一定技术与管理壁垒。

我们认为，透析液/粉直接关系透析治疗安全，行业竞争更加考验企业的质量控制、成本管理、稳定供货和渠道覆盖能力。三鑫医疗作为行业头部企业，具备规模化制造及全国化渠道优势，有望在行业规范化和市场集中度提升过程中进一步扩大份额，延续并强化透析液/粉业务的领先优势。

### 3.1.3 传统透析器规格持续完善，国产替代空间仍然广阔

血液透析器是血液透析治疗中的核心耗材，临床上常被称为“人工肾”。其核心部件是中空纤维血液透析膜，治疗时血液和透析液分别在膜内外两侧流动，通过弥散、超滤等方式清除体内代谢废物和多余水分，部分替代肾脏功能。三鑫医疗在年报中提到，血液透析器是血液透析治疗的关键耗材，中空纤维血液透析膜具备较高技术壁垒，过去较长时间由国外厂商主导。

公司在血液净化耗材领域布局较早，产品线已经不局限于单一品类，而是覆盖血液透析器、血液透析浓缩物、血液透析管路、透析液过滤器以及相关设备等多个环节。根据公司 2025 年年报，血液透析器及血液透析滤过器系列产品已取得包括湿膜透析器、干膜透析器、血液透析滤过器、透析液过滤器在内的多张注册证，规格覆盖高通量、非高通量等不同临床需求。产品规格的持续补齐，使公司在医院和透析中心采购中具备更完整的配套供应能力。

图表11：三鑫医疗血液透析器产品布局



资料来源：三鑫医疗官网，国盛证券研究所

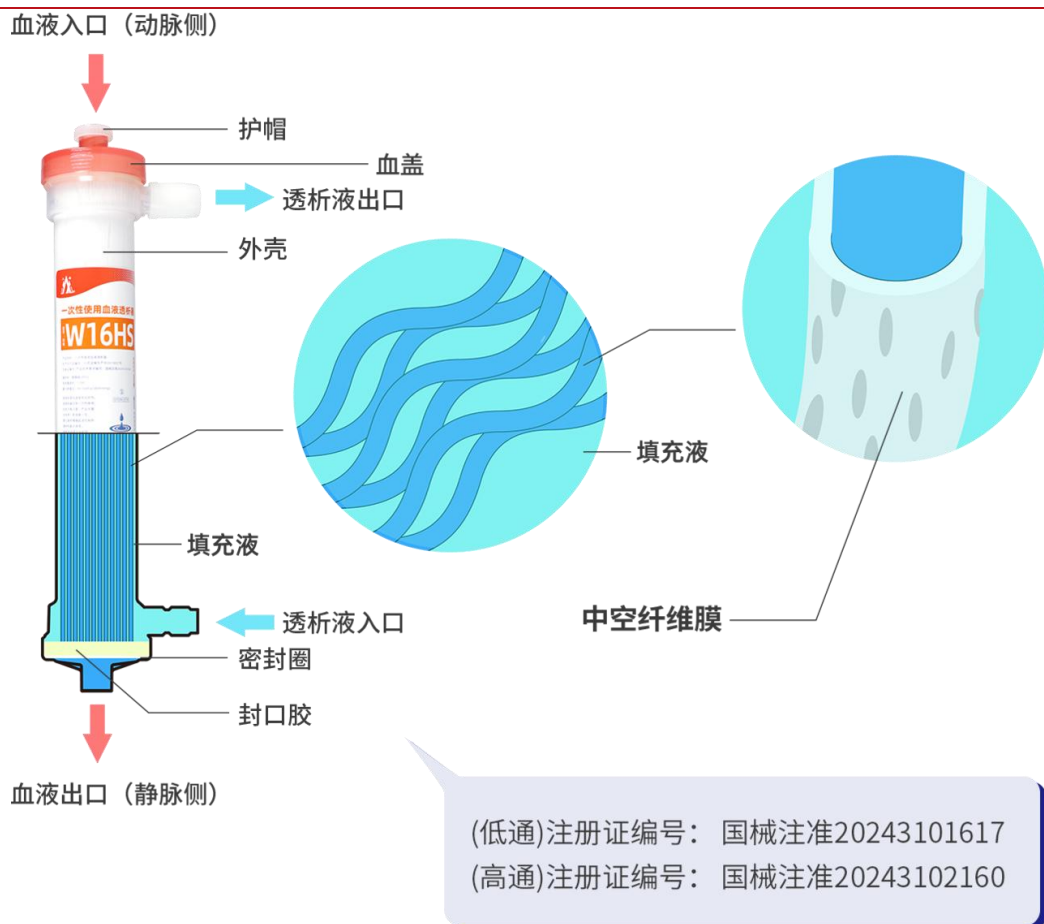
国内血透治疗需求仍在扩容。国家卫健委相关报道提到，受高血压、糖尿病患病人数增加以及人口老龄化等因素影响，终末期肾病患者对血液透析服务的需求持续提升；目前全国能够提供血液透析服务的医疗机构已超 8400 家，并已推动实现常住人口超过 10 万人的县均能够提供血液透析服务。透析服务向县域和基层下沉后，透析器、透析液/粉、透析管路等高频耗材的使用量也会随治疗人次增长同步提升。

透析器过去是国产替代难度较高的血净耗材之一，核心卡在膜材料、成膜工艺、膜孔径控制以及批量生产稳定性。公司披露，其已自主掌握中空纤维血液透析膜干喷湿纺、膜孔径精密调控等关键技术，并较早使用国产装备实现血液透析器和中空纤维血液透析膜规模化量产，突破了国外厂商在相关装备和工艺技术上的长期垄断。对于传统透析器而言，规格完善和规模化制造能力的形成，是后续提升国产份额的基础。

### 3.1.4 湿膜透析器推动产品结构升级，国产首证有望加速医院准入

湿膜透析器是透析器产品升级中的高端品类之一。和传统干膜透析器相比，湿膜透析器在出厂时膜丝内部保持湿润状态，临床使用前不需要复杂预冲，能够减少准备时间，并降低空气残留、膜丝损伤等问题。更重要的是，湿膜透析器由于膜丝始终处于湿润状态，有助于改善膜材料与血液接触时的生物相容性，减少患者透析过程中的过敏和炎症反应，提升透析安全性和舒适度。对于透析中心而言，湿膜透析器的价值不只在产品本身，更在于提升医护操作效率、改善使用体验，以及在高质量透析需求提升的背景下承接产品结构升级。

图表12: 湿膜透析器结构图



资料来源: 三鑫医疗公众号, 国盛证券研究所

在过去, 这一品类主要由外资品牌主导, 其核心技术难点在于膜材料、膜孔径控制、亲水化处理、灭菌工艺以及长期储存稳定性等环节。三鑫医疗旗下四川威力生自主研发的一次性使用血液透析器(湿膜/非高通系列)于 2024 年获国家药监局批准上市, 该产品获批标志着国产品牌在湿膜透析器领域实现突破, 成为国内产品品牌首家拥有湿膜透析器注册证的企业。

图表13: 三鑫医疗湿膜透析器与公司干膜产品部分指标对比



资料来源: 三鑫医疗公众号, 国盛证券研究所

湿膜透析器的临床优势主要体现在高生物相容性和高透析舒适度方面。根据公司提供的实测数据, 三鑫湿膜透析器透析 15 分钟时白细胞下降率为 16.72%, 低于公司干膜对照组的 20.91%; 血小板下降率为 2.52%, 低于公司干膜对照组的 9.08%。上述结果表明,



相较公司干膜产品，湿膜透析器对血细胞影响更小，有助于改善透析初期的生物相容性，并降低相关不良反应风险。

湿膜透析器的获批补齐了公司高端透析器产品短板，也使公司透析器产品矩阵从传统干膜进一步延伸至湿膜、高通量等升级方向。目前，高/低通湿膜透析器全系列产品均已获证上市，型号规格较为齐全，可满足患者差异化治疗需求。后续随着医院准入推进、临床使用习惯逐步建立，湿膜透析器有望与公司既有透析液/粉、透析管路、传统透析器形成组合销售。

集采和入院渠道拓展有助于湿膜透析器从获证走向放量。三鑫医疗湿膜透析器产品已获批上市，并中选“二十三省”血液透析耗材联盟集采项目。随着集采中选及医院准入推进，湿膜透析器产品有望加速实现临床应用放量，推动公司血液净化产品结构持续升级。

### 3.1.5 血液透析设备：设备与耗材协同推进，一站式解决方案能力增强

三鑫医疗血液透析设备业务主要由子公司成都威力生承接，产品覆盖血液透析机、透析滤过机、血液透析制水系统、集中供液系统等，可为医院和透析中心提供设备端整体解决方案。设备业务近几年增长较快，2025 年上半年，公司血液透析设备销售数量同比增长 84%；2025 年 8 月投资者关系活动记录显示，报告期内公司血液透析设备出口销售收入同比增长约 130%，血液透析耗材出口销售收入同比增长约 70%。设备端放量不仅带来收入增量，也有助于公司在透析中心端形成“设备装机+耗材复购”的协同，后续可与透析器、透析管路、透析液/粉、透析液过滤器等产品联动销售，提升单一终端客户价值量。

图表14：三鑫医疗血液透析设备产品布局



资料来源：三鑫医疗官网，国盛证券研究所

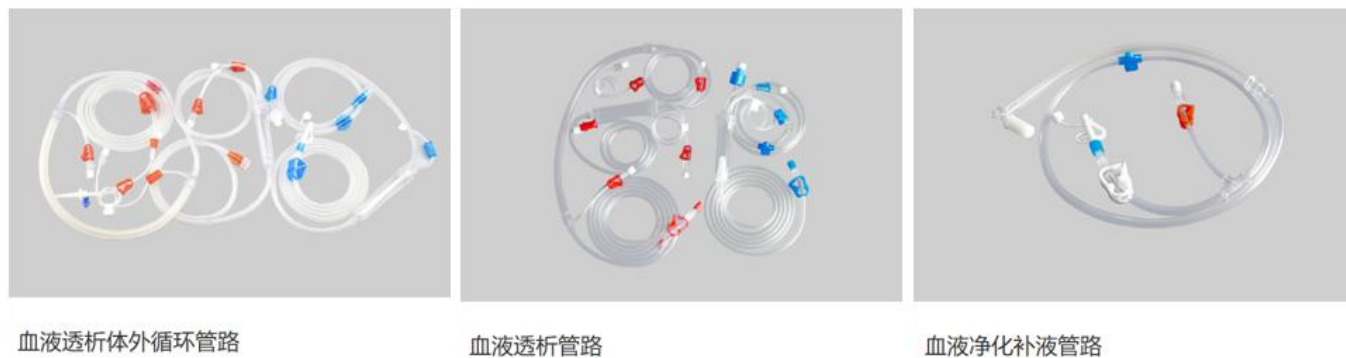
海外市场是公司血液透析设备放量的重要抓手。2025 年上半年，公司海外业务收入 1.87 亿元，同比增长 67.30%，其中血液净化产品出口销售收入 1.65 亿元，同比增长 83.84%，血液净化产品出口占出口总收入比重达 88%；截至 2025 年末，公司累计获得 83 项产品境外自主持证，并持续深化“设备+耗材”联动出海。公司海外重点聚焦“一带一路”等新兴市场，2026 年 5 月投资者关系活动记录显示，公司后续将继续聚焦东盟、拉美、非洲等重点区域，提升产品市场份额和品牌影响力。对三鑫医疗而言，血液透析设备在海外市场具备较强入口价值：设备先行进入医院和透析中心后，有望带动后续耗材配套销售，形成从单品出口到血液净化整体方案出海的升级。

### 3.1.6 血液透析管路：规模化供应优势突出，集采推动国产替代

血液透析管路是血液透析治疗中连接患者、透析器和透析设备的基础耗材，主要用于建立体外循环血路，与血液透析器、血液透析滤过器等产品配合使用，完成血液引出、净化和回输过程。作为一次性使用耗材，透析管路在每次透析治疗中均需配套使用，临床需求与透析治疗人次高度相关，具备较强的高频刚需属性。三鑫医疗血液透析管路已是公司血液净化产品矩阵中的重要组成部分。



图表15: 三鑫医疗透析管路产品布局



资料来源: 三鑫医疗官网, 国盛证券研究所

血液透析管路虽然单品技术壁垒不高, 但对生产稳定性、质量控制、灭菌水平、连接适配性和供货能力要求较高。透析治疗过程中, 管路直接参与体外血液循环, 一旦出现漏血、凝血、连接不良或材料安全问题, 将直接影响治疗安全和医护操作效率, 因此终端医院和透析中心更倾向于选择质量稳定、供应及时、产品规格齐全的头部企业。三鑫医疗在血液净化领域具备较完整的产品链, 公司是行业内首批通过完全自主研发具备血液透析设备及耗材全产品链、并在全国多个制造基地布局的重点企业之一, 已累计为国内外 5000 余家医院及透析中心提供了超过 3 亿人次的血液透析服务, 血液净化领域注册证数量居行业前列。

图表16: 三鑫医疗在河南牵头 23 省血液透析耗材集采中的中选情况

| 品类           | 规格     | 规格             | 中选价格 (元) |
|--------------|--------|----------------|----------|
| 血液透析器        | 高通量    | 1.5-1.8        | 64.66    |
| 血液透析器        | 非高通量   | 1.5-1.8        | 47.16    |
| 血液净化装置体外循环管路 | 血液透析管路 | 普通管路           | 11.96    |
| 血液净化装置体外循环管路 | 血液滤过管路 | 非专机专用型血滤置换液补液管 | 30       |
| 动静脉瘘穿刺针      | 锐型     | 普通型            | 1.46     |
| 动静脉瘘穿刺针      | 锐型     | 安全型            | 1.96     |
| 透析用留置针       | 普通型    | /              | 9.66     |
| 透析用留置针       | 安全型    | /              | 15.66    |

资料来源: 山西省医保局, 国盛证券研究所

集采进一步强化了血液透析管路的规模化竞争逻辑。公司血液透析器、血液透析管路、动静脉瘘穿刺针等主要血液透析产品已中选“二十三省”血液透析耗材联盟集采和“京津冀 3+N”血液透析耗材联盟集采, 集采范围内主要产品均中标; 公司在获得约定采购量的同时, 也具备参与待分配采购量分配资格, 部分产品报价具备较大优势。对血液透析管路这类标准化程度较高、使用频次较高的耗材而言, 集采后价格体系趋于透明, 竞争重点将更多转向成本控制、稳定供货、渠道覆盖和多产品协同。我们认为, 当前三鑫医疗已形成透析器、透析液/粉、透析管路、穿刺针及设备等组合布局, 透析管路有望依托公司终端渠道和血液净化产品矩阵, 继续贡献稳定现金流和规模化收入。

图表 17：河南牵头 23 省联盟普通血液透析管路主要企业报量情况

| 排名 | 中选企业   | 年度采购需求量（万个） | 报量份额    |
|----|--------|-------------|---------|
| 1  | 威高血净   | 1,151.22    | 26.19%  |
| 2  | 三鑫医疗   | 590.55      | 13.43%  |
| 3  | 贝恩医疗   | 507.68      | 11.55%  |
| 4  | 洪达医疗   | 434.19      | 9.88%   |
| 5  | 费森尤斯   | 387.70      | 8.82%   |
| —  | 其他中选企业 | 1,324.36    | 30.13%  |
| —  | 合计     | 4,395.70    | 100.00% |

资料来源：威高血净上交所申购文件、国盛证券研究所

### 3.2 血液透析滤过：由基础透析走向高质量治疗，设备和高端耗材共同推动产品结构升级

#### 3.2.1 HDF 治疗模式提升透析充分性，高质量透析需求推动渗透率提升

血液透析滤过（HDF）是在血液透析弥散清除基础上叠加对流清除的血液净化模式，能够兼顾小分子溶质和部分中大分子溶质清除，是血液透析治疗从“基础清除”向“充分清除”升级的重要方向。与常规血液透析相比，HDF 对设备性能、透析器/滤过器、置换液制备和透析液质量提出更高要求，因此其临床推广往往伴随高通量透析器、血液透析滤过器、透析液过滤器及透析滤过机等产品需求提升。

新版血液净化相关共识提出，HDF 的透析充分性应同时结合  $\text{stdKt/V}$  和对流剂量进行评估，其中  $\text{stdKt/V}$  主要反映小分子溶质清除，对流剂量则用于评价中大分子溶质清除水平。血液净化模式选择专家共识（2025 版）也建议，MHD 患者可采用高容量血液透析滤过，通过加大对流量增加蛋白结合尿毒症毒素清除。在临床价值不断被验证的背景下，HDF 渗透率提升将直接带动血液透析滤过器、透析液过滤器及配套透析滤过机的终端需求。

#### 3.2.2 血液透析滤过器技术门槛更高，是 HDF 治疗核心耗材之一

血液透析滤过器是 HDF 治疗中的关键耗材，其核心结构通常由中空纤维膜、壳体、端盖、密封圈和封口胶等组成，其中中空纤维膜作为半透膜，是实现血液透析滤过功能的核心部件。从工作原理看，血液透析滤过器通过血液与透析液在半透膜两侧流动，依靠透析膜两侧的静水压和渗透压梯度进行跨膜转运，从而清除血液中的中大分子毒素、水分和小分子毒素。与普通血液透析器相比，血液透析滤过器不仅要满足弥散清除需求，还要承担对流清除功能，因此产品性能评价更关注膜性能、孔隙率、超滤率、清除率、筛选系数、压力降等多项指标。

图表18: 三鑫医疗血液透析滤过器



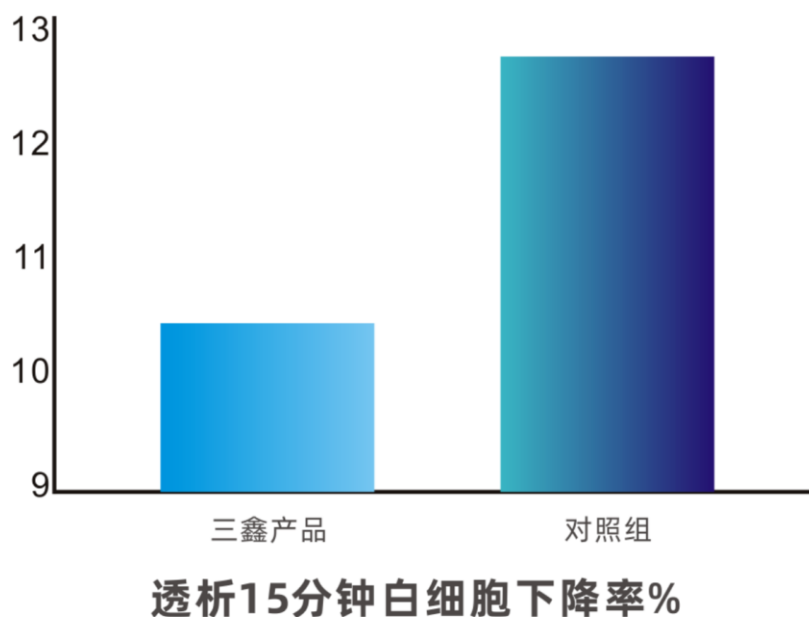
资料来源：三鑫医疗官网，国盛证券研究所

由于 HDF 治疗需要更高对流剂量，滤过器在膜材料、膜孔径控制、超滤性能和血液相容性等方面的要求更高，产品研发和规模化生产难度也相应提升。监管端也体现出较高准入要求，血液透析滤过器属于第三类医疗器械，注册审评需覆盖产品结构组成、工作原理、临床前性能研究、生物相容性、灭菌、有效期、可沥滤物和临床评价等环节。在临床前研究中，血液透析滤过器需要验证外观、规格尺寸、机械性能、物理性能、化学性能、生物性能、使用性能和有效期等项目，使用性能中又包括膜性能指标、膜孔隙率、超滤率、清除率、筛选系数和压力降等细分项目。由于产品需要与循环血液短期但反复接触，生物相容性评价需考虑急性全身毒性、细胞毒性、致敏、皮内刺激、与血液相互作用、亚慢性全身毒性、遗传毒性和植入等项目。

### 3.2.3 血液透析滤过器获证上市，清除效率、生物相容性与材料安全性优势突出

三鑫医疗血液透析滤过器已于 2024 年获得国家药监局批准上市。该产品主要用于血液透析滤过治疗，是公司在 HDF 核心耗材领域的重要补充，也进一步完善了公司围绕高质量透析场景的产品布局。

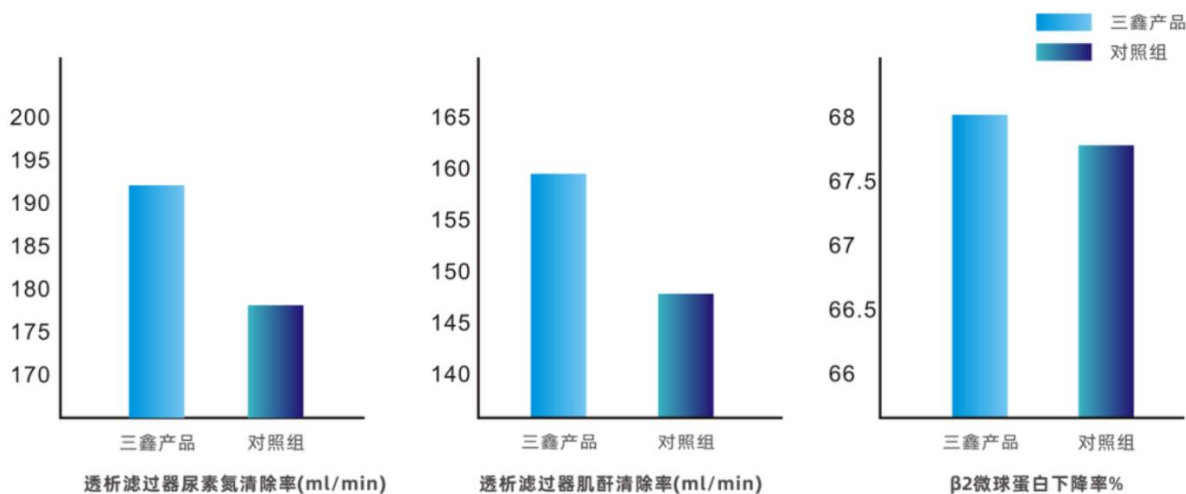
图表19: 三鑫医疗血液透析滤过器透析 15 分钟白细胞下降率



资料来源: 三鑫医疗公众号, 国盛证券研究所

临床验证结果显示, 三鑫医疗血液透析滤过器具备较好的清除效率和生物相容性。公司披露的多中心临床试验结果显示, 三鑫产品在滤前透过膜尿素氮清除率、滤前透过膜肌酐清除率及  $\beta_2$  微球蛋白下降率等指标上表现较好, 其中  $\beta_2$  微球蛋白下降率更能反映 HDF 治疗关注的中大分子毒素清除能力; 同时, 三鑫产品透析 15 分钟白细胞下降率显著优于对照组, 说明产品在减少血液成分受膜材料刺激方面具备一定优势。

图表20: 三鑫医疗血液透析滤过器临床对照实验结果



资料来源: 三鑫医疗公众号, 国盛证券研究所

商业化推进上, 血液透析滤过器已经进入集采准入阶段。公司 2025 年年报披露, “湿膜”透析器和血液透析滤过器已进入“二十三省”血液透析类医用耗材接续采购增补中选产品目录, 公司也在推进血液透析器及血液透析滤过器产品在各地市场准入, 并稳步扩充相关产能。我们认为, 随着 HDF 治疗模式在临床端逐步推广, 血液透析滤过器有望与湿膜透析器、透析液过滤器、透析滤过机等产品协同放量, 推动公司血液净化业务向更高价值量耗材升级。



### 3.3 连续肾脏替代治疗：以 CRRT 管路切入危急重症，有望打开业务边界

#### 3.3.1 CRRT 管路获批上市，血液净化产品矩阵向连续性治疗场景延伸

在血液透析器、血液透析管路、血液透析粉液等核心产品基础上，公司血液净化产品布局正从常规血液透析场景，进一步向血液透析滤过、血浆净化、连续性肾脏替代治疗（CRRT）等更多治疗模式延伸。CRRT 作为连续性血液净化治疗方式，通常应用于危重症患者的持续血液净化管理，是公司血液净化耗材产品矩阵从常规透析治疗向急危重症血液净化场景拓展的重要补充。

CRRT 管路方面，公司连续性血液净化管路及附件已于 2023 年 11 月 30 日取得国家药品监督管理局颁发的医疗器械注册证，注册证编号为国械注准 20233101784，注册分类为 III 类，注册证有效期至 2028 年 11 月 29 日。该产品适用于连续性血液净化治疗，主要用于连续肾脏替代疗法（CRRT）治疗过程，并与连续性血液净化治疗设备配套使用；产品由动脉血液管路、静脉血液管路及附件组成，经环氧乙烷灭菌后一次性使用。CRRT 主要用于治疗急慢性肾衰、尿毒症、重症胰腺炎、脓毒症、多脏器衰竭、重症肝炎、败血症、急性心衰等病症以及各类食物药物中毒，适用于各级医院 ICU、急诊科、肾内科及血液净化中心等场景。2026 年 3 月，公司连续性血液净化管路及附件获得欧盟 MDR 认证，表明该产品符合欧盟最新医疗器械法规要求，具备欧盟市场最新准入条件。

我们认为，CRRT 管路的意义不在于单一品种短期收入弹性，而在于公司血液净化产品从常规血液透析耗材向连续性血液净化等更复杂治疗场景延伸。随着国内三类医疗器械注册证和欧盟 MDR 认证陆续落地，公司在 CRRT 相关产品上的准入资质逐步完善，后续有望与既有血液透析管路、透析器、透析液粉、透析设备等产品形成更完整的血液净化产品组合，增强公司在医院终端和海外客户中的综合供货能力。

#### 3.3.2 CRRT 设备研发持续推进，设备端有望进一步补齐连续性血液净化布局

目前三鑫医疗 CRRT 设备仍处于研发推进阶段，是公司在连续性血液净化治疗领域由耗材端向设备端延伸的重要产品方向。作为连续性肾脏替代治疗的核心设备，CRRT 设备主要用于连续性血液净化治疗过程中的血液引流、滤过、置换、超滤及安全监测等环节，通常与管路、滤器、置换液等耗材配套使用。

从公司研发方向看，CRRT 设备与人工血管、漏血监测器等产品共同属于公司后续重点推进的创新型医疗设备及耗材项目。公司围绕延伸血液净化全产业链，推进高品质血液透析系列产品迭代创新，并持续丰富血液净化多种治疗模式产品群。若后续 CRRT 设备研发、注册及上市进展顺利，公司有望在已获批 CRRT 管路基础上，进一步补齐连续性血液净化治疗场景中的设备端能力。

我们认为，CRRT 设备的意义在于强化公司血液净化平台化布局，而非短期单品收入弹性。CRRT 治疗主要面向 ICU、急诊科、肾内科及血液净化中心等临床场景，对设备稳定性、耗材适配性和持续供货能力要求较高。公司若能够在 CRRT 设备端实现突破，有望与 CRRT 管路、血液透析设备、血液透析滤过器、透析器、透析粉液等产品形成更完整的血液净化产品组合，提升公司在多治疗模式血液净化市场中的综合竞争力。

## 四、血管通路耗竭问题日益突出，临床需求推动血管介入器械应用加速

### 4.1 血透市场持续扩容，终端需求为行业发展奠定坚实基础

全球及中国血液透析市场规模持续增长，为血管通路器械市场提供了广阔的成长空间。据全球血透龙头企业费森尤斯医疗（Fresenius Medical Care）披露的数据，全球约有 390 万患者定期接受透析治疗。

从患者端来看，我国终末期肾病（ESRD）患者基数庞大且持续增长。据全国血液净化病例信息登记系统（CNRDS）数据，2024 年中国大陆地区血透患者总数达 102.7 万例。与此同时，我国 ESRD 患者透析治疗渗透率仍处于较低水平。随着医保覆盖扩大、大病保险报销比例提升及分级诊疗政策推进，中国 ESRD 患者血液透析治疗整体规模将逐渐攀升，为血液净化耗材及血管通路器械带来确定性的增量需求。

血液透析市场规模持续增长，国产替代推动行业格局优化。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国血液净化耗材市场规模约 170 亿元，预计到 2029 年市场规模将超过 350 亿元。随着终末期肾病患者数量增加、血透治疗需求提升以及集采政策推动，具备规模化生产能力和技术优势的企业有望进一步提升市场份额。

政策层面，2024 年河南牵头 23 省联盟血透集采落地，血液净化耗材平均价格下降。集采常态化将加速行业整合，不具备规模优势和技术壁垒的中小厂商将加速出清，具备规模化制造能力、稳定供应链体系和持续创新管线的龙头企业有望实现市场份额的进一步集中。

### 4.2 自体血管资源正走向"耗竭"，人工血管与介入治疗刚需属性强化

血液透析需将患者血液引出体外净化后再回输体内，这一循环的建立依赖一个关键前提——血管通路。临床上主要有三种类型：自体动静脉内瘘（AVF）、人工血管内瘘（AVG）和中心静脉导管（CVC）。

AVF 是目前首选的血管通路类型，被称为血透患者的"生命线"，但临床数据显示，约 30%-50% 的 AVF 会因血栓形成、血管内膜增生等病理机制发生功能障碍。更为严峻的是，随着血透患者透析龄延长、老龄化进程加快，叠加糖尿病肾病等因素，自体血管资源正逐渐走向"耗竭"。临床上，多次 AVF 造瘘失败的患者数量逐年攀升，这部分患者若缺乏人工血管替代方案，将被迫长期使用中心静脉导管（CVC），面临导管相关性感染、中心静脉狭窄等严重并发症。

因此，人工血管动静脉内瘘（AVG）已成为自体血管资源耗竭患者的刚需性替代方案。AVG 采用生物相容性良好的高分子材料制成人工血管，连接动脉和静脉，为透析治疗建立新的血流通路。当前国内小口径人工血管（内径≤6mm）市场仍由外资品牌主导。迈柯唯（Maquet）在全球人工血管市场占据约 70% 份额，泰尔茂（Terumo）约占 20%，戈尔（Gore）、巴德（BD）等瓜分剩余份额。国内人工血管市场进口产品市占率逾九成，单条售价高达 1-3 万元，因而临床需要具备远期通畅率高、耐反复穿刺等特性的国产创新产品。

与此同时，介入治疗在内瘘维护中的重要性日益凸显。当 AVF 或 AVG 出现狭窄、血栓等并发症时，经皮腔内血管成形术（PTA）是目前最主要的微创介入治疗方式，通过球囊导管扩张狭窄部位，恢复血流通畅。

### 4.3 人工血管与介入治疗效果已获循证验证，临床应用加速向基层渗透

人工血管内瘘解决了血管资源匮乏患者的透析通路难题，避免了长期使用中心静脉导管带来的感染、血栓、中心静脉狭窄等风险。AVG 术后可提供充足血流量，且三年内保持较高通畅率，显著提升患者生存质量。三鑫医疗正与浙江理工大学联合研发 CoreVascu™ 人工血管，该产品重点应用于血液透析治疗，旨在为患者提供长期通畅、稳定可靠的血管通路。2025 年 9 月，CoreVascu™ 人工血管临床试验在深圳大学附属华南医院正式启动，并实现“启动即入组”。

临床推广层面，包括烟台毓璜顶医院、山东大学第二医院在内的多家医院均已完成各自首例人工血管内瘘术，标志着该项技术正在从头部三甲医院向区域医疗中心加速落地，进一步验证了小口径人工血管在血液透析通路领域的临床可行性与应用前景。

### 4.4 血透市场规模持续增长，国产血管通路介入器械市场潜力巨大

据 Virtue Market Research 数据，全球血液透析市场规模 2023 年已达 792.1 亿美元，预计 2030 年将增长至 1077.9 亿美元，2024—2030 年复合增长率约 4.5%。2024 年，中国大陆地区血透患者总数达 102.7 万例，每年新增透析患者较多，呈长期增长态势。慢性病的频发与老龄化社会的即将到来，AVF 失功的情况频发，部分血管条件较差或自体血管通路反复失功的患者对人工血管通路存在临床需求。

当前国内小口径人工血管市场仍由外资品牌主导，三鑫医疗作为多年根植于血液净化领域的医疗器械公司，在发明与生产血透相关器械及耗材的领域拥有充分经验，公司自主研制的 CoreVascu™ 人工血管已启动临床研究并进入受试者入组阶段，其一体化 ePTFE 结构设计旨在降低传统多层 ePTFE 人工血管反复穿刺后出现分层的风险，相关产品的临床有效性、安全性及远期通畅率仍有待后续临床研究数据验证。

我们认为，全球及中国血透市场规模前景明确，拥有较大的发展和可投资空间，在医保控费、集采推广以及政策日趋规范化的前提下，三鑫作为具备规模化制造、稳定交付和较强创新型能力的极具竞争力的企业，有望进一步提升市场所占份额，打破国外企业在小口径人工血管领域的长期技术垄断，实现血管介入领域进一步的国产化，并在未来于全球市场获得长足发展。

图表21：血管介入技术竞争格局

| 产品/公司                           | 技术路线                                                      | 临床进展                    | 核心特点与差异化                                                                               |
|---------------------------------|-----------------------------------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| CoreVascu™（三鑫医疗）                | ePTFE 一体化集成                                               | 多中心临床试验中（2025.9 启动）     | 一体化 ePTFE 结构，穿刺不分层。                                                                    |
| 戈尔人工血管（W. L. Gore & Associates） | ePTFE 人工血管；产品包括标准 GORE-TEX、肝素涂层 PROPATEN 及可早期穿刺 ACUSEAL 等 | 多款产品已在全球上市，部分产品已在国内获批进口 | 全球人工血管代表性厂商，产品覆盖标准 ePTFE、肝素涂层及早期穿刺人工血管。PROPATEN 采用肝素涂层改善抗血栓性能，是国内 ePTFE 人工血管的重要进口对照产品。 |
| LineMatrix 耐迈通®（海迈医疗）           | 生物型组织工程血管                                                 | 注册临床试验                  | 术后 6 月初级通畅率 80%，累计通畅率 100%；已进入 NMPA 创新医疗器械特别审查程序。                                      |
| 迈柯唯（Maquet）                     | 针织人工血管、机织人工血管                                             | 已上市                     | 全球最主要人工血管供应商，市占率约 70%                                                                  |
| 泰尔茂（Terumo）                     | 聚酯纤维、ePTFE                                                | 多款产品已上市（进口）             | 全球人工血管主要供应商之一，市占率约 20%。                                                                |

资料来源：科普中国，戈尔公司官网，苏州工业园区官网，国家药监局，新闻周刊，泰尔茂官网，FDA 官方文件，摩熵医药，Getinge 官方产品资料，浙江省科学技术协会，国盛证券研究所



## 五、产能扩张与海外拓展共同支撑放量，公司中长期成长空间进一步打开

### 5.1 积极推进海外自主持证，设备与耗材联动打开出海空间

公司海外业务正逐步进入“自主持证+渠道深耕+设备耗材联动”的阶段。目前，公司完成印度尼西亚、秘鲁、墨西哥等国家产品注册，并加速推进巴西、俄罗斯等市场认证；通过搭建全球自主持证体系，公司血液净化业务进一步强化国际市场布局。

图表22：近三年三鑫医疗海外收入及占比 单位（百万元）

| 年份     | 2023A    | 2024A    | 2025A    |
|--------|----------|----------|----------|
| 总收入    | 1,300.06 | 1,500.44 | 1,640.20 |
| 国内收入   | 1,103.85 | 1,226.32 | 1,271.35 |
| 海外收入   | 196.21   | 274.12   | 368.85   |
| yoy    |          | 39.71%   | 34.56%   |
| 海外收入占比 | 15.09%   | 18.27%   | 22.49%   |

资料来源：wind，国盛证券研究所

2025 年全年看，公司海外拓展延续较快增长。截至 2025 年末，公司累计获得境外自主持证产品数量 83 项；报告期内公司深化“设备+耗材”联动出海，加强与海外重点客户合作，海外业务实现营业收入 3.69 亿元，同比增长 34.56%。

### 5.2 可转债募投扩充血液净化产能，匹配国内外订单增长需求

公司血液净化产能扩张节奏清晰，短期主要来自江西、四川等现有基地投产爬坡，中长期由可转债募投项目进一步放大产能。江西血液透析系列产品研发生产基地一期已建成透析膜纺丝线、透析器组装线等生产线，并陆续投产使用；四川威力生作为公司西部产能布局，产能释放已逐步贡献收入。

可转债募投项目是后续产能扩张核心。公司拟募集资金用于年产 1000 万束血液透析膜及 1000 万支血液透析器改扩建项目、年产 3000 万套血液透析管路生产线及配套工程等项目，项目达产后将进一步提升血液透析器、透析膜、透析管路等核心耗材供应能力。需求端看，公司产能扩张与国内外订单增长匹配度较高。2025 年公司血液净化类产品实现收入 13.61 亿元，同比增长 11.80%，占营业收入比重 82.95%。我们认为，随着国内集采放量、海外自主持证和“设备+耗材”联动出海持续推进，公司新增产能有望支撑血液净化产品中长期增长。



### 5.3 自主膜材料和纺丝能力逐步强化，核心环节国产化提升成本优势

透析膜是血液透析器的核心部件，医用聚醚砜(PES)则是制备透析膜的重要原材料之一。目前，医用聚醚砜(PES)材料仍主要依赖海外供应，国产化程度相对较低，成为血液透析器产业链关键材料国产替代的重要方向。为打破国外厂商垄断，工信部、国家药监局于 2022 年 12 月联合开展第一批生物医用材料创新任务“揭榜挂帅”工作。经江西省工信厅、省药监局等部门联合推荐，由公司牵头实施的“应用于血液透析器的医用聚醚砜(PES)材料国产化制备技术及产业化研究”成功入选。

项目围绕医用聚醚砜关键技术开展攻关，计划将国产聚醚砜制成透析膜，进一步应用于透析器并申报医疗器械产品注册。目前，项目已按计划完成医用聚醚砜批量生产工艺确认并进入测试验证阶段，主要技术性能指标达到预期要求。经具备国家检测资质的第三方机构测试，项目成果满足医用聚醚砜材料及聚醚砜血液透析膜的相关物理、化学和生物性能指标；根据相关检测报告和临床试验报告，材料性能指标与同类进口材料无明显差异。

在膜材料之外，公司也较早布局自主纺丝能力。2021 年，三鑫医疗实现自主纺丝制备中空纤维血液透析膜的规模化生产，是国内较早使用国产装备自主纺丝并形成规模化生产能力的企业之一。随着 PES 材料国产化验证持续推进，公司有望逐步打通“国产 PES 材料—中空纤维透析膜—透析器封装”的关键链条，降低对进口原材料及外部供应链的依赖，进一步提升透析膜和透析器的综合竞争力。

我们认为，该项目全面完成并正式应用后，有望推动国产透析膜、国产透析器逐步替代进口，加快国内医用砒类材料产业化进程，并带动产业链上下游配套发展，对血液透析领域的技术进步及本地区、本行业经济结构调整和转型升级具有重要意义。同时，核心材料国产化有望进一步降低血液透析治疗费用，减轻患者经济负担和医保基金支出压力。

## 六、盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测与核心假设

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 18.87/22.30/25.84 亿元；归母净利润分别为 3.48/4.27/5.04 亿元。

核心假设为：

- 1) 未来三年公司新建生产基地产能逐渐释放，血液净化相关耗材产能瓶颈逐步缓解，为海外订单承接和国内产品放量提供支撑。
- 2) 血液净化产品矩阵持续丰富，新产品湿膜透析器、血液透析滤过器等高毛利产品逐步放量，有望带动透析器板块收入规模提升，并优化产品及收入结构。
- 3) 海外血液净化业务持续拓展，公司血液透析管路、透析器等产品在海外客户中的供应份额有望逐步提升，出口收入占比提高带动整体收入增长。
- 4) 自主膜材料、纺丝等核心环节国产化能力持续强化，叠加规模化生产带来的制造效率提升，公司盈利能力有望稳步改善。

图表23：公司收入分类预测表

|             | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）   | 1300.06 | 1500.44 | 1640.20 | 1886.98 | 2230.16 | 2583.93 |
| Yoy         | -2.7%   | 15.4%   | 9.3%    | 15.0%   | 18.2%   | 15.9%   |
| <b>血液净化</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元）     | 949.34  | 1217.01 | 1360.56 | 1616.60 | 1967.58 | 2327.75 |
| 收入占比        | 73.0%   | 81.1%   | 83.0%   | 85.7%   | 88.2%   | 90.1%   |
| <b>给药器具</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元）     | 233.96  | 189.80  | 170.08  | 156.47  | 143.96  | 132.44  |
| 收入占比        | 18.0%   | 12.6%   | 10.4%   | 8.3%    | 6.5%    | 5.1%    |
| <b>外科</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元）     | 70.59   | 72.57   | 73.44   | 74.17   | 74.92   | 75.67   |
| 收入占比        | 5.4%    | 4.8%    | 4.5%    | 3.9%    | 3.4%    | 2.9%    |
| <b>其他</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元）     | 46.18   | 21.06   | 36.12   | 39.74   | 43.70   | 48.07   |
| 收入占比        | 3.6%    | 1.4%    | 2.2%    | 2.1%    | 2.0%    | 1.9%    |

资料来源：wind，国盛证券研究所

### 6.2 估值与投资评级

三鑫医疗深耕血液净化领域，已形成覆盖透析器、透析粉液、血液透析管路及相关设备的产品矩阵。随着湿膜透析器、血液透析滤过器等新产品逐步放量，以及集采准入、医院覆盖和海外业务持续推进，公司产品结构有望进一步优化，血液净化主业增长动能持续增强。我们看好公司依托渠道、产能及全产品线协同优势实现稳健增长。采用可比公司估值法，选取威高血净、维力医疗、山外山作为可比公司，可比公司 2026 年预测平均 PE 为 20.53 倍。考虑到公司血液净化全产业链布局持续完善，湿膜透析器、血液透析滤过器等新品及海外订单有望贡献增量，给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应目标价约 13.32 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表24：三鑫医疗可比公司估值

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价   | 目前市值   | 净利润（亿元） |       |       |       | PE(X) |       |       |       |
|-----------|------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       |        | 2025A   | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 603014.SH | 威高血净 | 32.20 | 134.52 | 4.82    | 5.13  | 5.78  | 6.58  | 27.89 | 26.22 | 23.29 | 20.44 |
| 603309.SH | 维力医疗 | 11.49 | 33.54  | 0.76    | 2.65  | 3.16  | 3.78  | 43.94 | 12.65 | 10.61 | 8.87  |
| 688410.SH | 山外山  |       | 47.38  | 1.46    | 2.08  | 2.74  | 3.55  | 32.48 | 22.73 | 17.32 | 13.33 |
| 可比公司平均    |      |       |        |         |       |       |       |       | 20.53 | 17.07 | 14.22 |
| 300453.SZ | 三鑫医疗 | 9.74  | 50.85  | 2.65    | 3.48  | 4.27  | 5.04  | 19.19 | 14.62 | 11.91 | 10.08 |

资料来源：wind，国盛证券研究所。注：可比公司信息来自 wind 一致性预期，时间截至 2026 年 8 月 2 日

## 风险提示

- 1) **集采降价幅度超预期风险：** 血液透析器、血液透析管路、血液透析浓缩液/粉等产品受医用耗材集采政策影响较大，若后续集采范围进一步扩大、降价幅度超预期，或中选后实际采购量、执行节奏不及预期，可能对公司相关产品收入增速和盈利能力造成不利影响。
- 2) **产品推广及放量不及预期风险：** 湿膜透析器、血液透析过滤器等高端血液净化耗材新品的商业化放量仍取决于医院准入、临床使用习惯切换、渠道推广、集采执行、终端接受度及 HDF 治疗渗透率提升等因素。若医院导入进度慢于预期，或相关产品上量节奏不及预期，可能影响公司未来新品收入贡献。
- 3) **产能释放和良率爬坡不及预期风险：** 公司血液净化相关产品持续扩产，若新增产能建设进度、设备调试、生产良率、质量体系认证或规模化交付能力不及预期，可能影响公司订单承接、成本控制和盈利能力改善节奏。
- 4) **海外注册和订单拓展不及预期风险：** 公司持续推进血液净化产品海外注册和客户拓展，若目标市场注册审批进度慢于预期，或海外渠道建设、客户认证、订单交付、汇率波动及国际贸易环境变化对业务产生不利影响，可能导致海外收入增长不及预期。

### 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

#### 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

#### 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

#### 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