



Research and  
Development Center

# 深耕血液净化黄金赛道，内生外延构建长期成长曲线

—天益医疗(301097)公司深度报告

2026年1月27日

唐爱金 医药行业首席分析师

S1500523080002

tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

S1500524120003

Hexin1@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

S1500523080011

caojialin@cindasc.com

## 证券研究报告

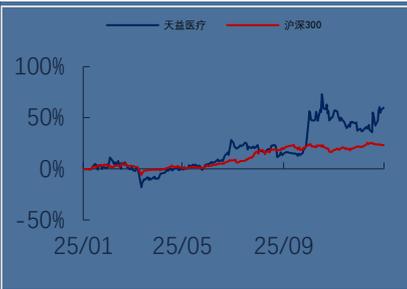
### 公司研究

#### 公司深度报告

天益医疗 (301097)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	58.77
52周内股价波动区间(元)	30.96-65.30
最近一月涨跌幅(%)	12.78
总股本(亿股)	0.59
流通A股比例(%)	35.53
总市值(亿元)	34.64

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

## 深耕血液净化黄金赛道，内生外延构建长期成长曲线

2026年01月27日

### 报告内容摘要：

**核心逻辑：**天益医疗作为国内领先的血液净化耗材制造商，通过战略性并购补齐 CRRT 全产业链产品矩阵，构建了“设备+耗材+服务”的完整生态闭环。在 ESRD 患者持续增长、政策红利释放、海外市场拓展的多重驱动下，公司有望实现业绩快速增长。

#### 1、行业层面：需求刚性扩容，血液透析市场空间广阔

根据弗若斯特沙利文数据，我国有数以百万计的 ESRD 患者，预计到 2027 年中国 ESRD 患者数量将增至 527.13 万人，2023-2027 年的 CAGR 为 6.32%，高于同期全球水平，但治疗率仍保持在较低水平，远低于日本、新加坡、韩国、美国水平。随着医保政策的不断推进、患者健康意识的增强、患者负担能力的提高以及血液净化相关产品技术水平的提高，国内接受血液净化治疗的新增患者数近年来呈稳步增长态势，中国接受血液透析的 ESRD 患者数量从 2019 年的 63.27 万人增加到 2023 年的 91.66 万人，复合年均增长率为 9.71%，预计至 2030 年接受血液透析患者数量将达到 332.93 万人。ESRD 患者基数持续增长与治疗率提升，共同驱动血液透析市场长期稳定扩容，预计至 2030 年将增加至 515.15 亿元。

#### 2、公司层面：三轮驱动，构筑坚实护城河与增长引擎

公司凭借清晰的战略布局，形成了血透耗材、CRRT（连续性肾脏替代治疗）和病房护理三大业务支柱，并通过“内生+外延”策略不断强化竞争优势。

①**战略合作突破：**与费森尤斯达成合作，血透耗材业务驶入快车道。2024 年，公司与全球肾脏透析领域巨头费森尤斯医疗达成战略合作，约定自 2026 年 1 月 1 日起，公司为费森尤斯进行血液透析管路生产并发货（首年供货金额预计 4000w 美金）。此次合作不仅意味着订单量的快速增长，也是对公司产品品质与生产体系的最高认可，极大提升了公司在国内外市场的品牌形象。

②**并购整合发力：**夯实 CRRT“设备+耗材”一体化解决方案能力。2025 年，公司通过与实控人合作完成对日机装 CRRT 业务的收购、通过新加坡子公司收购意大利 BELLCO S.R.L.的 CRRT（连续性血液净化设备）-滤器业务资产，形成完整的 CRRT 业务产品线，收购完成后，公司将成为继费森尤斯、万益特（原百特肾科业务）之后第三家具有 CRRT 全线产品的公司，构建起能够独立和闭环运营的 CRRT 产品生态圈，对公司的 CRRT 业务在全球的拓展提供强劲动力。

③**基本盘稳固：**OEM 合作与市场拓展双轮驱动，病房护理业务行稳致远。病房护理业务（主要包括一次性使用一体式吸氧管、喂食器与喂液管）是公司的“现金牛”和业绩稳定器，随着一次性使用吸氧管产品渗透率逐步提升，公司一次性使用吸氧管产品收入有望稳定增长；喂食器与喂液管主要用过 OEM 模式与 NeoMed（被 Avanos 收购）合作，合作关系稳定且深入，业务基本盘扎实。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.14 亿元、9.36 亿元、15.56 亿元，同比增速分别为 22.7%、82.1%、66.3%，2025-2027 年实现归母净利润为 0.21 亿元、0.96 亿元、2.34 亿元，同比分别增

长 2967.9%、350.4%、143.3%，对应 2026 年 1 月 27 日股价 PE 分别为 162、36、15 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

**风险提示：**投资并购计划不及预期风险；和大客户合作进度不及预期风险；股权高度集中风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	381	419	514	936	1,556
增长率 YoY %	-4.6%	10.0%	22.7%	82.1%	66.3%
归属母公司净利润 (百万元)	64	-1	21	96	234
增长率 YoY%	-25.7%	-101.2%	2967.9%	350.4%	143.3%
毛利率%	37.5%	35.9%	34.7%	32.1%	34.3%
净资产收益率ROE%	5.0%	-0.1%	1.8%	7.5%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.08	-0.01	0.36	1.63	3.97
市盈率 P/E(倍)	54.50	—	162.37	36.05	14.82
市净率 P/B(倍)	2.72	2.92	2.86	2.71	2.39

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 1 月 27 日收盘价

## 目录

1. 天益医疗：国内领先的血液净化耗材制造商 .....	6
1.1. 深耕血透耗材领域，产品线丰富满足多样化需求 .....	6
1.2. 公司股权集中度较高，实际控制人影响力大 .....	6
1.3. 业绩稳健增长，盈利能力逐步改善 .....	7
2. 聚焦一次性实验室耗材，“国内”+“海外”双轮驱动成长 .....	10
2.1. ESRD 患者人群持续增长，推动血液透析市场规模不断扩大 .....	10
2.2. 深耕血透管路领域，和费森尤斯达成合作加速血透耗材业务发展 .....	13
2.3. 并购助力，夯实 CRRT “设备+耗材”整体解决方案提供能力 .....	15
2.4. 加速海外产能建设，提升供应链能力，赋能国际化发展 .....	17
3. OEM 合作稳定+市场持续拓展，病房护理业务稳健发展 .....	18
4. 盈利预测与投资建议 .....	20
5. 风险提示 .....	22

## 表目录

表 1. 天益医疗主要产品布局 .....	6
表 2. ESRD 血液净化的分类及具体技术介绍 .....	10
表 3. 公司体外循环血路产品技术参数情况 .....	13
表 4. 公司体外循环管路产品情况 .....	14
表 5. 公司一次性使用一体式吸氧管产品性能指标 .....	18
表 6. 天益医疗业务拆分（收入：百万元） .....	20
表 7. 公司盈利预测情况 .....	21
表 8. 可比公司估值 .....	21

## 图目录

图 1. 天益医疗股权架构情况 .....	7
图 2. 天益医疗 2018-2025Q1-3 营业收入情况（亿元） .....	8
图 3. 天益医疗 2018-2025Q1-3 归母净利润情况（亿元） .....	8
图 4. 天益医疗 2018-2025H1 营业收入构成（分产品） .....	8
图 5. 天益医疗 2018-2025H1 年耗材类营业收入构成 .....	8
图 6. 天益医疗 2018-2025 Q1-3 毛利率与净利率情况 .....	9
图 7. 天益医疗 2018-2025Q1-3 费用率情况 .....	9
图 8. 2019-2030E 全球 ESRD 患病人数（万人） .....	10
图 9. 2019-2030E 中国 ESRD 患病人数（万人） .....	10
图 10. 血液透析和腹膜透析过程示意图 .....	11
图 11. 2020 年全球部分国家接受透析和治疗的 ESRD 患者数量（每万人口） .....	12
图 12. 2019-2030E 中国接受血液透析及腹膜透析的患者人数（万人） .....	12
图 13. 2019-2030E 中国血液透析医疗器械市场规模及增速 .....	13
图 14. 公司血液净化类业务收入变化 .....	15
图 15. 2022-2025 年 CRRT 设备招投标量情况 .....	15
图 16. CRRT 设备销售国产化率和 2025 年市场格局情况 .....	16
图 17. 日机装 CRRT 产品情况 .....	16
图 18. 公司病房护理系列主要产品 .....	18
图 19. 公司喂食器与喂液管产品业务模式 .....	19
图 20. 公司病房护理类业务收入变化 .....	19

## 投资聚焦：

### 一、行业层面：ESRD 患者基数持续增长与治疗率提升，驱动血液透析市场长期稳定扩容

①**ESRD 患者基数庞大，治疗渗透率较低。**根据弗若斯特沙利文数据，我国有数以百万计的 ESRD 患者，2023 年中国 ESRD 患者数量为 412.59 万人，预计到 2027 年中国 ESRD 患者数量将增至 527.13 万人，2023-2027 年的复合年均增长率为 6.32%，高于同期全球 ESRD 患者增长速度。但治疗率仍保持在较低水平，中国接受透析治疗的 ESRD 患者数量远低于日本、新加坡、韩国、美国，我国透析治疗渗透率仅为 24.40%，远低于日本（90%）和欧美（75%）等发达国家水平。

②**血透透析市场空间持续增长。**随着医保政策的不断推进、患者健康意识的增强、患者负担能力的提高以及血液净化相关产品技术水平的提高，国内接受血液净化治疗的新增患者数近年来呈稳步增长态势，预计至 2030 年接受血液透析患者数量将达到 332.93 万人。随着治疗人数增加，血液透析市场规模不断扩大，中国血液透析医疗器械市场 2030 年将增加至 515.15 亿元。

### 二、现有业务层面：“血透管路”加速发展，“病房管理”稳健向前

①**与费森尤斯达成合作，血透耗材业务加速发展。**公司与费森尤斯医疗签订了为期 5 年的合作协议，合同标的为血液透析管路，生效时间为 2026 年 1 月，合同第一年金额预计 4000 万美元。费森尤斯医疗是全球血液透析产品和服务领域的领先企业，此次战略合作不仅能为公司带来持续的订单，创造直接的经济效益、奠定长期增长基础，更将巩固并扩大公司在血液净化领域的竞争优势，提升产品市场占有率和品牌影响力。

②**OEM 合作稳定+市场持续拓展，病房护理业务稳健发展。**公司病房护理类产品包括一次性使用一体式吸氧管、喂食器及喂液管等。公司一次性使用一体式吸氧管产品随着市场渗透率提升，有望保持稳步增长。营养喂食业务，公司通过 OEM 方式为 NeoMed 提供喂食器与喂液管，NeoMed 是一家市场领先的医疗器械公司，专注于开发创新的肠内收集和输送产品，以满足低体重、新生儿和小儿患者的特殊喂养和药物剂量需求。公司产品获得广泛认可，合作关系稳定，为病房护理业务提供了稳定的收入来源。

### 三、第二增长曲线：并购助力，夯实 CRRT"设备+耗材"整体解决方案提供能力

①**我国 ICU 建设进程加快，带动 CRRT 设备市场需求增长。**为强化重症救治能力，2022 年以来，我国加大 ICU 建设力度，ICU 床位数大幅增长。根据《重症床位扩容改造操作指南》，综合 ICU 每 10 张床位需要配备 3 台 CRRT，新增的重症监护病房和 ICU 床位将带动对 CRRT 等重症监护类设备的需求，2025 年我国 CRRT 设备招标量约为 3176 台，公司预计到 2028 年 CRRT 设备总装机量将达到 16.6 万台，国内 CRRT 市场规模预计将达到 158 亿元，存在较大的市场增长空间。

②**并购完善 CRRT 产品矩阵，打造第二成长曲线。**2025 年公司与实控人共同完成对日机装 CRRT 业务的收购（日机装是日本国内透析装置的主要生产商，在全球 CRRT 装机量排名第三）；此外，还通过新加坡子公司收购意大利 BELLCO S.R.L.的 CRRT（连续性血液净化设备）-滤器业务资产。收购完成后，公司将形成完整的 CRRT 业务产品线，也将成为继费森尤斯、万益特（原百特肾科业务）之后第三家具有 CRRT 全线产品的公司，构建起能够独立和闭环运营的 CRRT 产品生态圈，对公司的 CRRT 业务在全球的拓展提供强劲动力。

## 1. 天益医疗：国内领先的血液净化耗材制造商

### 1.1. 深耕血透耗材领域，产品线丰富满足多样化需求

天益医疗是国内较早从事血液净化及病房护理领域医用高分子耗材等医疗器械的高新技术企业。公司主要产品包括血液净化装置的体外循环血路、一次性使用动静脉穿刺器、血液透析浓缩液/血液透析干粉、一次性使用一体式吸氧管、喂食器及喂液管等，在所处的细分赛道具有较强的市场影响力。

表1. 天益医疗主要产品布局

系列	产品名称	主要用途、功能
血液净化	 体外循环血路	供血液透析时作为血液通道使用，又称血液透析管路，作为连接人体和透析装置的重要部分，是血液透析的安全通道，保证了血液净化的连续性和有效性，直接影响透析患者的生命健康
	 血液透析浓缩液/血液透析干粉	用于急、慢性肾功能衰竭患者的血液透析治疗
	 一次性使用动静脉穿刺器	与体外循环血路配套使用，用于从人体抽取血液，并将净化过的血液回输至人体
病房护理	 一次性使用一体式吸氧管	供医疗机构为病人吸氧时传输无菌的湿化氧气
	 喂食器及喂液管	供医疗机构为病人通过鼻饲进行肠内营养液或药液输注

资料来源：天益医疗 2025 年半年报，信达证券研发中心

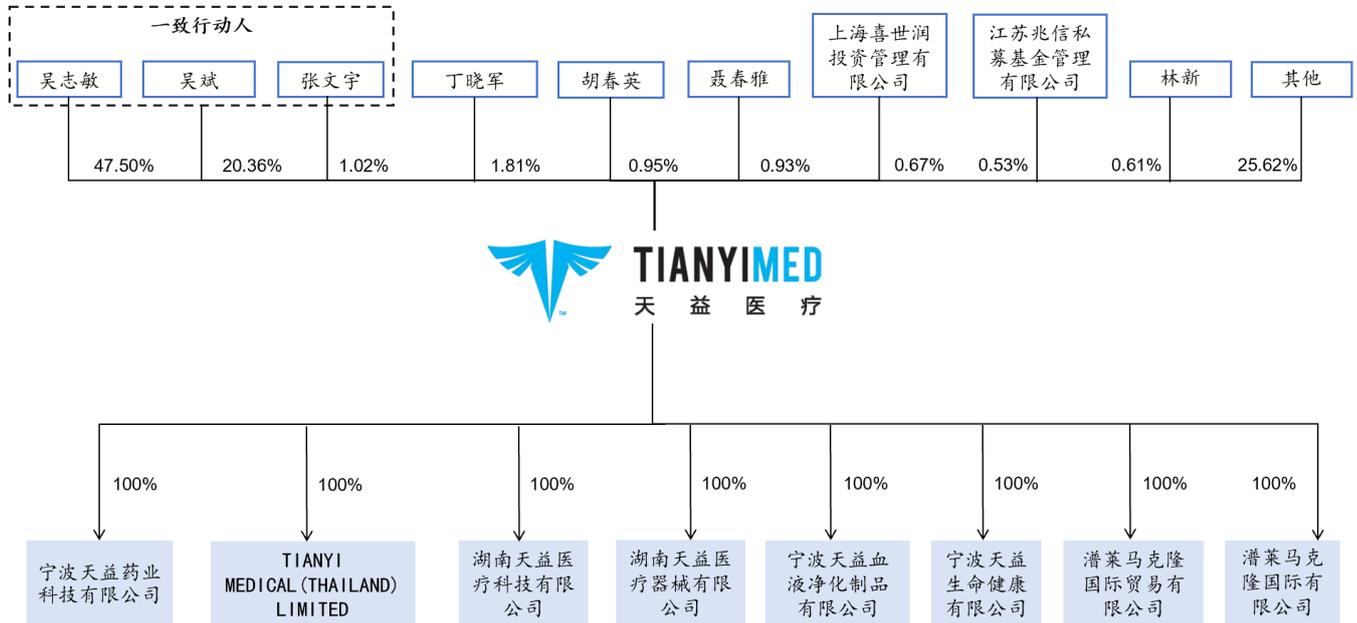
### 1.2. 公司股权集中度较高，实际控制人影响力大

公司股权集中度较高，为经营稳定奠定基础。天益医疗的股权架构呈现出较为明显的集中性，实际控制人为吴志敏、吴斌父子，张文宇系实际控制人的一致行动人，合计持有股份占比 68.88%，在公司治理中占据核心地位，对公司的发展战略和经营决策具有显著的影响力。其中，吴志敏占比为 47.50%、吴斌占比为 20.36%（吴志敏的儿子）、张文宇占比为 1.02%（吴志敏的外甥）。吴志敏先生在公司担任董事长、总经理，其子吴斌担任公司董事、副总经理，对公司的日常经营和长期发展方向具有决定性作用，股权的稳定对公司

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

的经营稳定奠定了基础。

图1. 天益医疗股权架构情况

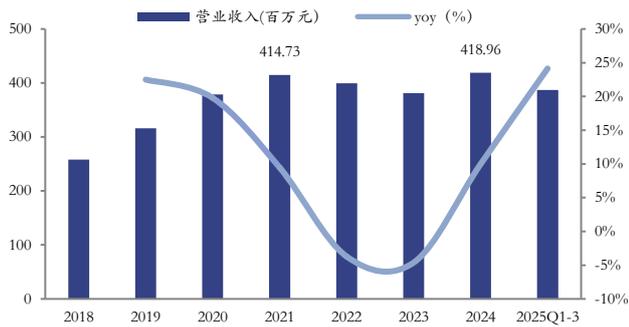


资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (股权结构信息截至 2025 年三季度, 控股公司情况以 2025 年中报披露为准)

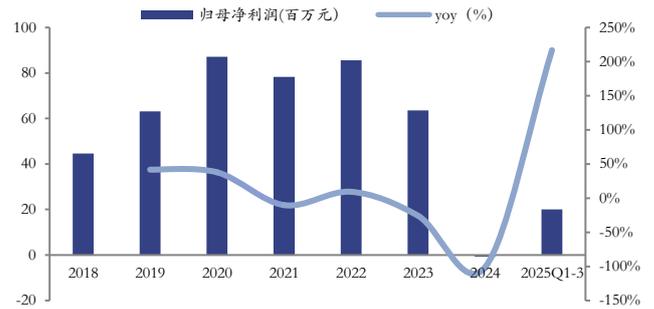
### 1.3. 业绩稳健增长，盈利能力逐步改善

**收入保持稳健增长。**随着传统病房护理业务的稳定增长和血液净化耗材的初步放量，公司营业收入从 2018 年的约 2.58 亿元增长至 2024 年的 4.19 亿元，年复合增长率为 8.40%，保持较为稳定的增长态势。2025 年前三季度达到 3.87 亿元，同比增长 24.14%，收入增长显著提速。我们认为随着公司对费森尤斯的供货全面放量，叠加并购的 CRRT 业务并表贡献，2026、2027 年公司的收入有望呈现跨越式增长，收入增长曲线有望从稳健切换到加速模式。

**归母净利润波动较大，2025 年盈利能力逐步改善。**2020 年受新冠疫情影响，公司归母净利润达 8715 万，同比增长 37.89%。2021 年高基数下略有下降，2022 年逐步恢复。2024 年受集采影响，公司传统血透产品单价及毛利均一定程度下降，叠加公司为了应对愈加激烈的市场竞争，加快进行业务拓展及能力建设，生产、业务规模的持续扩大，各项费用持续快速增长导致费用支出显著增加，2024 年公司出现亏损，2025 年前三季度，随着收入规模扩大，费用率逐步降低，公司实现归母净利润 0.20 亿元 (yoy+216.81%)。

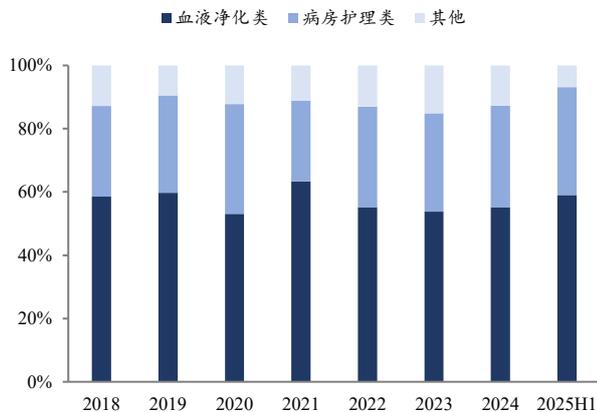
**图2. 天益医疗 2018-2025Q1-3 营业收入情况 (亿元)**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

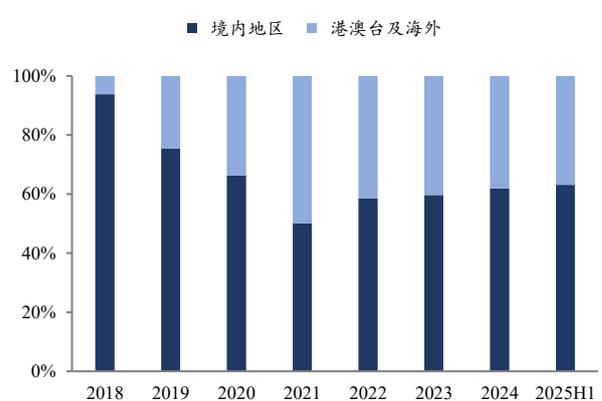
**图3. 天益医疗 2018-2025Q1-3 归母净利润情况 (亿元)**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**血液净化类产品为公司核心业务，境外收入占比约为 40%。**公司产品包括血液净化类产品、病房护理类和其他类产品，其中血液净化类产品收入占比超 50%，2025 年上半年公司血液净化类业务收入占比达 59.05%，是公司核心业务，我们认为未来随着血透耗材市场开拓及 CRRT 产品线初步贡献，血液净化业务占比有望进一步提升，病房护理类业务有望保持绝对量的稳步增长，收入占比逐步下降。从区域维度来看。公司早期以境内市场为主，随着和海外客户合作逐步加深，公司境外业务收入占比逐步提升，2025H1 境外业务收入占比约为 36.89%，我们认为随着公司和费森尤斯的全球供应合作不断增强、CRRT 出海取得突破，公司境外收入有望超过境内，国际化程度进一步加深。

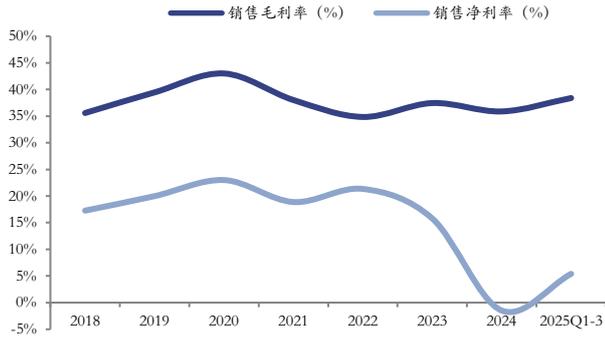
**图4. 天益医疗 2018-2025H1 营业收入构成 (分产品)**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

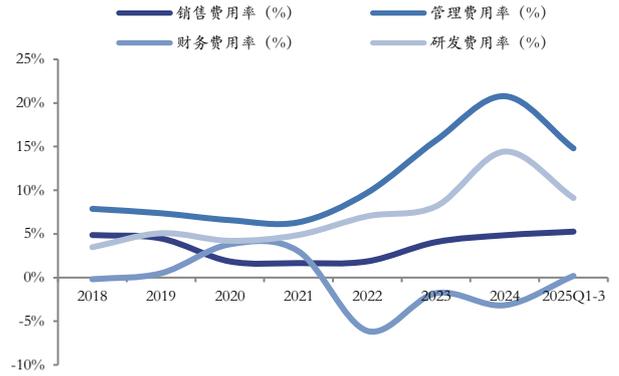
**图5. 天益医疗 2018-2025H1 年耗材类营业收入构成**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**毛利率略有波动，盈利能力有望增强。**从销售毛利率来看，除 2020 年以外，2018 年至 2025 年前三季度公司销售毛利率在 35-40% 区间波动，2020 年毛利率较高，我们认为主要是因毛利率较高的病房护理类业务收入占比提升（2020 年收入占比提升至 34.70%），且 2020 年受新冠肺炎疫情的影响，公司新增一次性口罩业务，导致公司整体毛利率有所上升。从销售净利率情况来看，销售净利率下降主要是由于期间费用率增长比较明显，2023、2024 年公司管理费用率、销售费用率和研发费用率均有不同程度的增长，包括国内销售队伍建设、新投固定资产折旧的增加等，导致公司销售净利率有所回落。长期来看，随着收入规模效应和精细化管理带来的降本增效成果凸显，公司盈利能力有望逐步增强，2025 年前三季度公司销售净利率恢复到 5.40%。

**图6. 天益医疗 2018-2025 Q1-3 毛利率与净利率情况**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图7. 天益医疗 2018-2025Q1-3 费用率情况**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

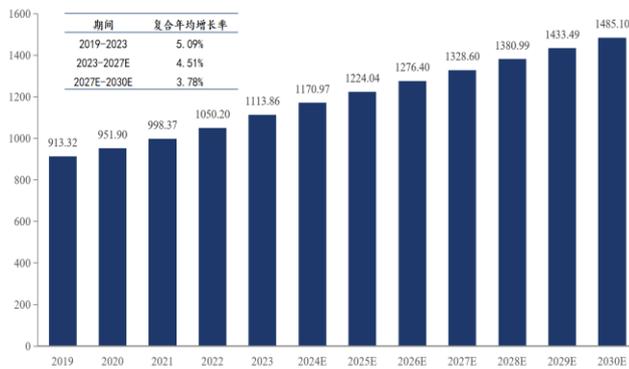
## 2. 聚焦一次性实验室耗材，“国内”+“海外”双轮驱动成长

### 2.1. ESRD 患者人群持续增长，推动血液透析市场规模不断扩大

肾脏疾病指的是肾脏受到损伤，从而血液过滤功能失常的疾病，随着肾功能损伤加剧，当 eGFR（肾小球滤过率）<15 毫升/分钟时，肾脏接近衰竭，废物和多余的水分开始在血液中不断积聚，就会开始出现明显病症，这个阶段即被称为终末期肾病（End Stage Renal Disease, ESRD）或尿毒症。

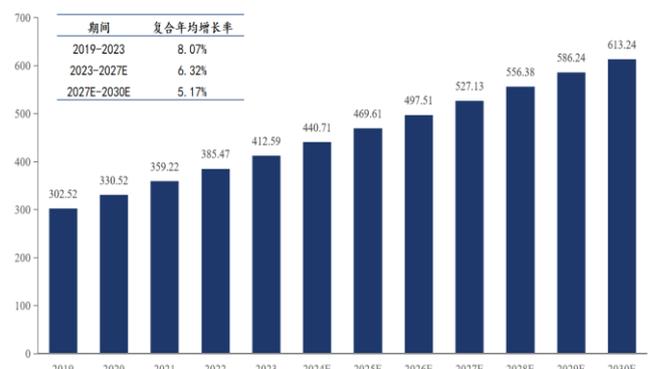
①**全球 ESRD 患者数量持续增长**。根据弗若斯特沙利文数据，2019-2023 年全球 ESRD 患者数量从 913.32 万人增加到 1113.86 万人，复合年均增长率达到 5.09%，预计到 2027 年全球 ESRD 患者数量将增至 1328.60 万人，2023-2027 年的复合年均增长率为 4.51%。我国 ESRD 患者数量庞大，且增速较快。2019 年我国 ESRD 患者约为 302.52 万人，占全球 ESRD 患者数量 30% 以上。2019-2023 年，中国 ESRD 患者数量从 302.52 万人增加到 412.59 万人，复合年均增长率为 8.07%，预计到 2027 年中国 ESRD 患者数量将增至 527.13 万人，2023-2027 年的复合年均增长率为 6.32%，高于同期全球 ESRD 患者增长速度。

图8. 2019-2030E 全球 ESRD 患病人数（万人）



资料来源：威高血净招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图9. 2019-2030E 中国 ESRD 患病人数（万人）



资料来源：威高血净招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

**血液净化是目前治疗 ESRD 最主要的方式之一**。由于肾脏移植存在移植来源、肾脏匹配问题和移植排斥反应等原因，其应用范围较为有限，血液净化治疗（包括血液透析、腹膜透析、血液滤过、血液灌流等）成为治疗 ESRD 最主流的方式之一，也就是指把患者的血液引出身体外，并通过一种净化装置，清除毒物、药物和代谢产物，从而达到净化血液的目的。

表2. ESRD 血液净化的分类及具体技术介绍

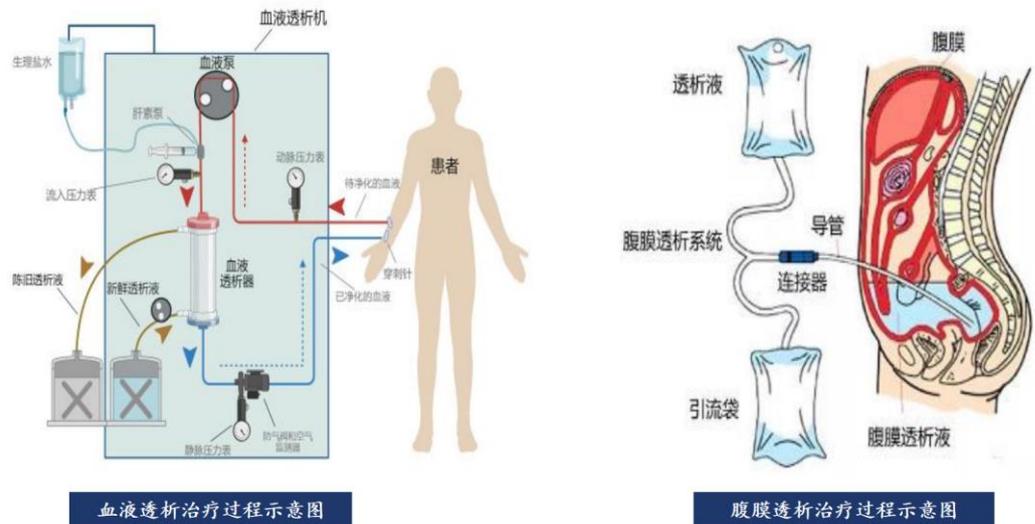
治疗方式	治疗原理
血液透析 (HD)	利用弥散、超滤和对流原理清除血液中有毒物质和过多水分，是最常用的肾脏替代治疗方法之一
腹膜透析 (PD)	利用人体腹膜作为半透膜，以腹腔作为交换空间，通过弥散和对流作用，清除体内过多水分、代谢产物和毒素，达到血液净化、替代肾脏功能的治疗技术
血液滤过 (HF)	模仿正常人肾小球滤过和肾小管重吸收原理，以对流方式清除体内过多的水分和尿毒症毒素
血液透析滤过 (HDF)	是 HD 和 HF 的结合，具有两种治疗模式的优点，可通过弥散和对流两种机制清除溶质，在单位时间内比单独的 HD 或 HF 清除更多的中小分子物质
血液透析 (HD) + 血液灌流 (HP)	维持性血液透析患者必要时可适当考虑 HD 联合 HP 治疗，尤其出现蛋白结合毒素滞留所致临床表现者，但需注意 HP 所致相关副作用

资料来源：威高血净招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

在各类方法中，血液透析的治疗效率较高，其对小分子毒素的净化效率高，对中、大分子

毒素也有一定的净化效果，而腹膜透析治疗的费用相对较低，不需要在医院治疗，不受时间和地点限制，这两种方法是目前运用广泛的血液净化治疗方法。

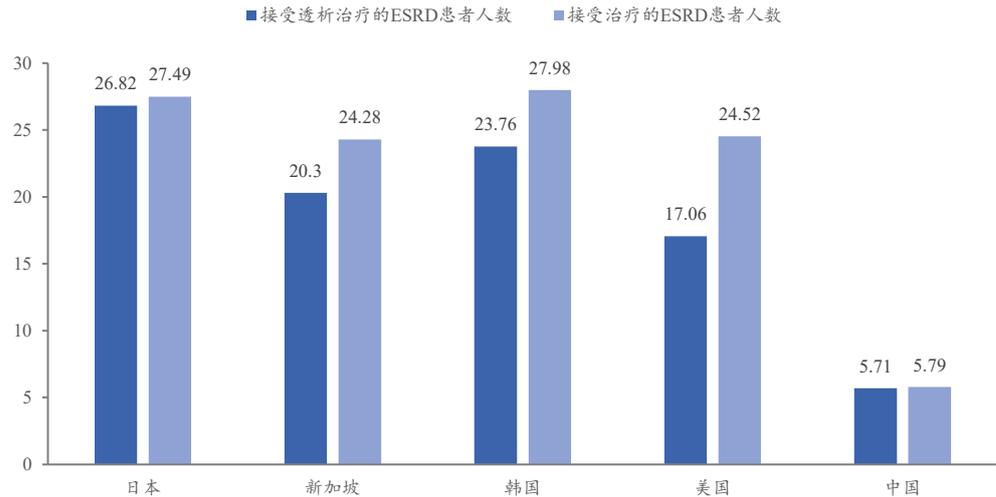
图10. 血液透析和腹膜透析过程示意图



治疗方式	血液透析 (HD)	腹膜透析 (PD)
半透膜	体外的透析器 (人工膜模拟肾)	体内的腹膜
优点	①短时间快速有效清除废物和多余水分 ②由专业医护人员执行透析治疗 ③家中不必准备透析用品 ④每周到医院2-3次，与其他病患或医护人员互动较为频繁	①每日连续透析，内环境稳定，不会发生透析失衡综合症 ②大部分患者可自我治疗，自由活动，安全便捷，院内感染机会小 ③可缓解残余肾功能衰竭速度，保护残余肾功能 ④对心脏、血液等循环动力影响小，适用于糖尿病、严重高血压及心血管疾病以及老年人 ⑤不扎针，不用抗凝剂，不丢失血液
缺点	①需扎针，建立血管通路并可能需要重复进行 ②需要使用抗凝剂，可能有出血风险，每次透析均有少量血液丢失 ③需要一周多次往返医院 ④增加了血源性疾病传染的可能性	①可能需要每天自行3-4次换液 ②有腹膜炎和蛋白质流失风险 ③葡萄糖吸收增多，体重可能增加 ④需要家中储备透析用品和腹膜透析液 ⑤需要家中有相对洁净的换液空间
透析地点	医院透析中心	透析中心或家庭
方式	每周2-3次，每次4-5小时	不卧床持续腹膜透析 (CAPD): 每天4-5次，每次1.5-2L，每3-4小时更换一次; 夜间1次可10-12小时 持续循环腹膜透析 (CCPD): 每晚6-8L持续9-10小时，白天自由活动，需借助腹膜透析机
总花费	5-10万元/年	4-5万元/年

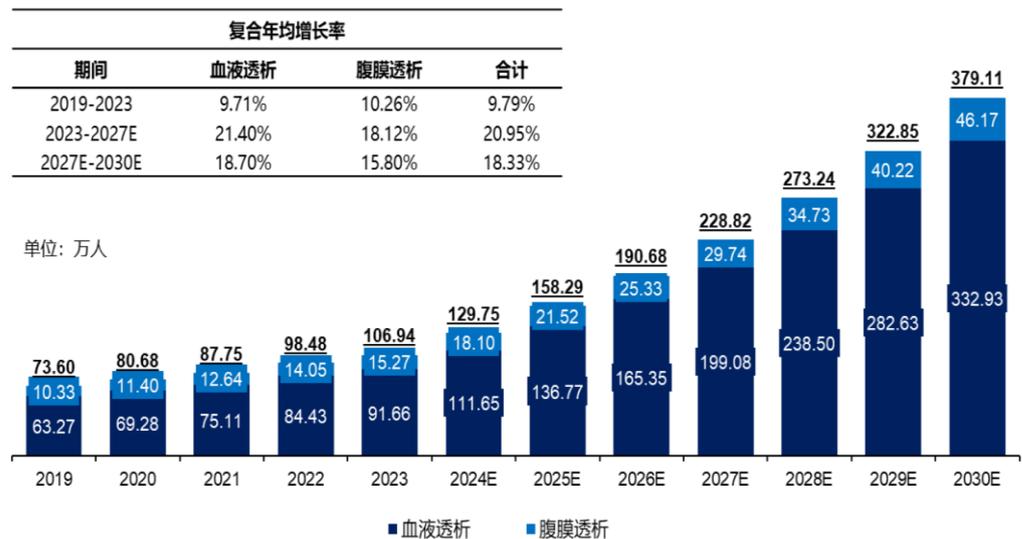
资料来源：威高血净招股说明书，《血液净化学》，天益医疗招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

②我国有数以百万计的 ESRD 患者，但治疗率仍保持在较低水平。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年，中国接受透析治疗的 ESRD 患者数量为 5.71 每万人口，远低于日本、新加坡、韩国、美国接受透析治疗的患者数量；以当年度中国 ESRD 总患者数 330.52 万人为基数计算，2020 年中国 ESRD 患者透析治疗率仅为 24.40%，处于较低水平。

**图11. 2020 年全球部分国家接受透析和治疗的 ESRD 患者数量（每万人口）**


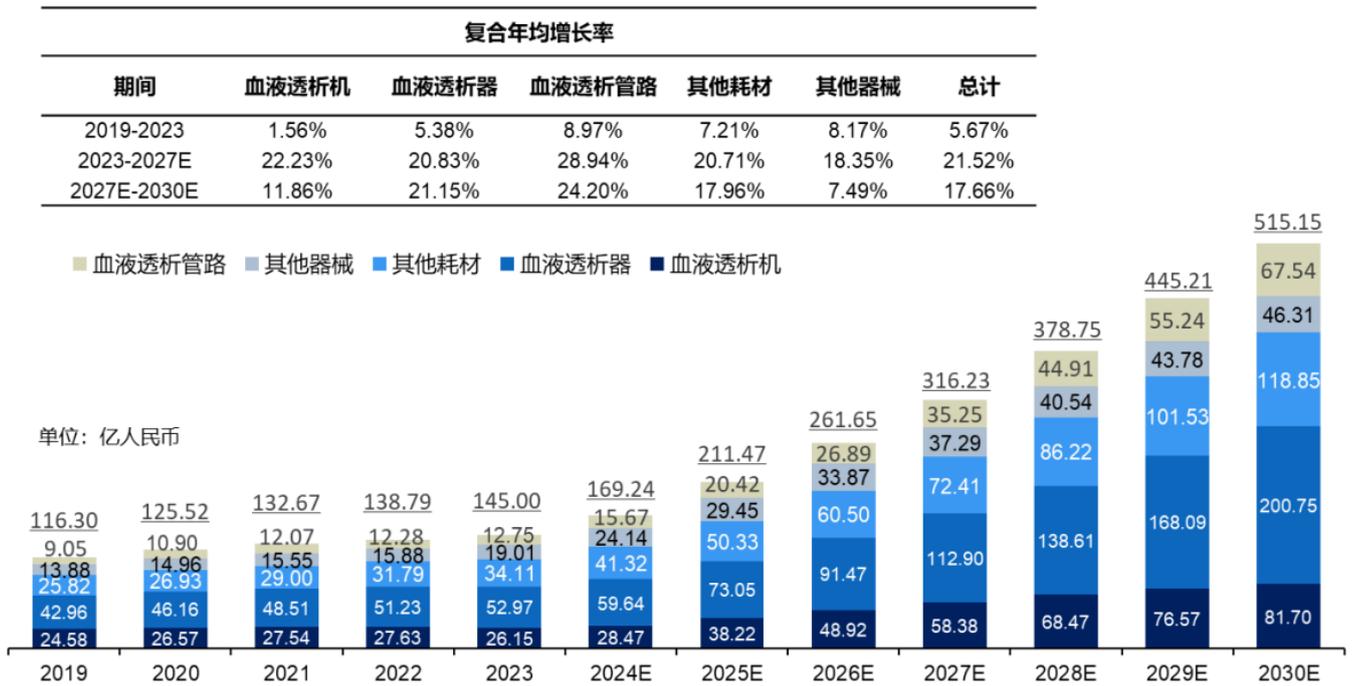
资料来源：威高血净招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

③随着医保政策的不断推进、患者健康意识的增强、患者负担能力的提高以及血液净化相关产品技术水平的提高，国内接受血液净化治疗的新增患者数近年来呈稳步增长态势。根据弗若斯特沙利文数据，中国接受血液透析的 ESRD 患者数量从 2019 年的 63.27 万人增加到 2023 年的 91.66 万人，复合年均增长率为 9.71%，弗若斯特沙利文预计至 2030 年接受血液透析患者数量将达到 332.93 万人；中国接受腹膜透析的 ESRD 患者数量从 2019 年的 10.33 万人增加到 2023 年的 15.27 万人，复合年均增长率为 10.26%，预计至 2030 年将进一步增加到 46.17 万人。

**图12. 2019-2030E 中国接受血液透析及腹膜透析的患者人数（万人）**


资料来源：威高血净招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

④随着治疗人数增加，血液透析市场规模不断扩大。在血液透析治疗过程中，主要涉及的医疗器械可分为血液透析设备和血液透析耗材两类，其中血液透析设备主要包括血液透析机、血液透析用水处理设备，血液透析耗材主要包括血液透析器/血液透析滤过器、血液透析管路、透析粉/液、穿刺针等。根据弗若斯特沙利文数据，中国血液透析医疗器械市场处于稳步增长态势，2019 年至 2023 年市场规模复合年均增长率达到 5.67%，预计至 2030 年将增加至 515.15 亿元。

**图13. 2019-2030E 中国血液透析医疗器械市场规模及增速**


资料来源：威高血净招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

## 2.2. 深耕血透管路领域，和费森尤斯达成合作加速血透耗材业务发展

公司是国内领先的体外循环血路提供商，公司的核心技术如泵管设计技术、测压配件设计技术、注塑模具的精密化技术、高精度导管挤出成型工艺技术、高精度自动检测与统计分析技术、泵管稳定性及防漏检测技术处于国内领先水平，目前具有基本型和 CRRT 专用型两大类型、114 种规格型号的产品，可满足多样化的临床需求。

**表3. 公司体外循环血路产品技术参数情况**

产品名称	性能指标	主流技术水平	最高技术水平	公司产品情况
体外循环血路	泵管性能	0kpa-33.3kpa 压力范围内，工作 4-6 小时后的流量偏差不得超过 10%	0kpa-33.3kpa 压力范围内，连续工作 24 小时后的流量偏差不大于 10%	0kpa-33.3kpa 压力范围内，连续工作 24 小时后的流量偏差 不大于 10%
	测压配件性能	100kPa 的水压下保持 1 小时不发生泄漏和破裂	175.6kPa 的水压下保持 1 小时不发生泄漏和破裂	150kPa 的水压下保持 1 小时不发生泄漏和破裂
	增塑剂	邻苯类	非邻苯类	邻苯类和非邻苯类
	灭菌方式	环氧乙烷	辐照灭菌	辐照灭菌和环氧乙烷
	尺寸稳定性	CPK ≥ 1.33	CPK ≥ 1.67	CPK ≥ 1.67

资料来源：天益医疗招股说明书，信达证券研发中心

①**基本型体外循环血路通过拓展客户订单保证增长。**基本型体外循环血路通常由动脉管路、静脉管路和其他辅助管路组成，主要零部件包含泵管、采样口、测压器、气体捕获器及其他连接部件等，零部件数量约为 50-70 个，生产工艺较为复杂。公司的基本体外循环血路于 2003 年投产上市，是国内较早一批上市销售的血液净化医用耗材产品之一，公司的基本型体外循环血路产品的规格型号数量较多，可适用于血液透析领域全球主要厂商如费森尤斯医疗、百特医疗、贝朗医疗、尼普洛等生产的多种血液透析机型。公司与美敦力、

贝朗等国际医疗巨头公司建立长期稳定的合作关系,与费森尤斯医疗、百特医疗、尼普洛,等国际血液透析龙头企业保持良好的业务合作关系,公司品牌受到认可。公司为费森尤斯医疗、百特医疗在中国境内的体外循环血路产品的唯一外部供应商。

2024年10月,公司与ProCure Medical GmbH(费森尤斯全资子公司)签订合作协议,约定公司自2026年1月1日起,到2030年12月31日期间,公司根据PMG的采购订单进行血液透析管路生产并发货,合同第一年金额预计4000万美元,该合作项目的顺利实施,有望提升公司产品的市场占有率和品牌影响力,进一步开拓海外高端市场。

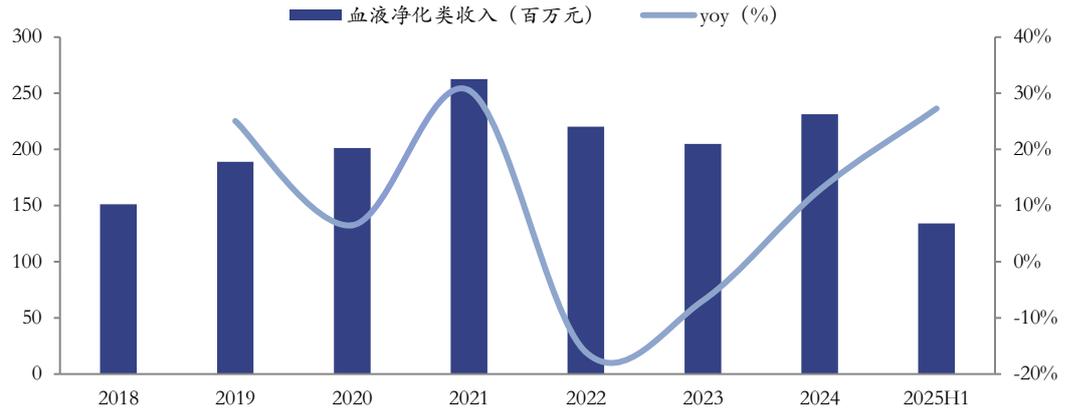
**②CRRT专用型体外循环通过技术塑造护城河。**CRRT专用型血路主要由动脉管、静脉管、置换管、输液加热管、吸附连接管、滤出压力传感器通道等管路组成,其中零部件相比基本型增加了透析器测口接头、加热管、加热袋、双泵管接头、螺旋式外圆锥接头等,零部件数量约为100-140个,产品复杂程度大幅超过基本型体外循环血路。CRRT专用型体外循环血路使用时需要连续运行24小时,相较基本型体外循环血路4-6小时的使用时长明显增加,因此对泵管材料、流量精度控制要求更高。公司是国内极少数的获得CRRT治疗模式注册的企业,采用的泵管材料是通过反复测试选出科学配比的PVC材料,该部件经过0~50℃的耐温测试后,并在常温状态下泵管在承受0~250mmHg(0kpa~33.3kpa)动脉收缩压,在以200mL/min的转速连续工作24小时后的流量偏差不大于10%,使用不出现裂变现象,达到血液透析的血液流量持续稳定。

表4. 公司体外循环管路产品情况

项目	基本型	CRRT 专用型
产品定位	用于血液透析中心的血液透析(HD), 适应症为治疗急、慢性肾功能衰竭	用于重症病房(ICU)的连续性肾脏替代治疗(CRRT), 适应症为重症急性肾功能衰竭、多脏器功能障碍综合征(MODS)、全身炎症反应综合征(SIRS)、急性呼吸窘迫综合征(ARDS)等
成本构成	50-70个零部件,包括动脉管、静脉管 和其他辅助管路	100-140个零部件,包括动脉管、静脉管、置换液管、输液 加热管、吸附连接管、滤出压力传感器通道等
产品性能	工作时间为4-6h	工作时间为24h,性能要求更高
销售策略	可与市场上绝大多数设备厂商的血液透 析设备搭配使用	搭配指定厂商设备最终使用

资料来源:天益医疗招股说明书,信达证券研发中心

从收入变化情况来看,公司血液净化类业务从2018年的1.51亿元增长到了2024年的2.31亿元,年复合增速约为7.35%。其中2021年收入增长较快,我们认为主要是国内诊疗恢复带来的需求复苏,以及海外大订单驱动,2022年受疫情管控及高基数影响有所下滑,2024年、2025年上半年重回快速增长轨道,分别同比增长12.78%、27.28%。

**图14. 公司血液净化类业务收入变化**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 2.3. 并购助力，夯实 CRRT “设备+耗材” 整体解决方案提供能力

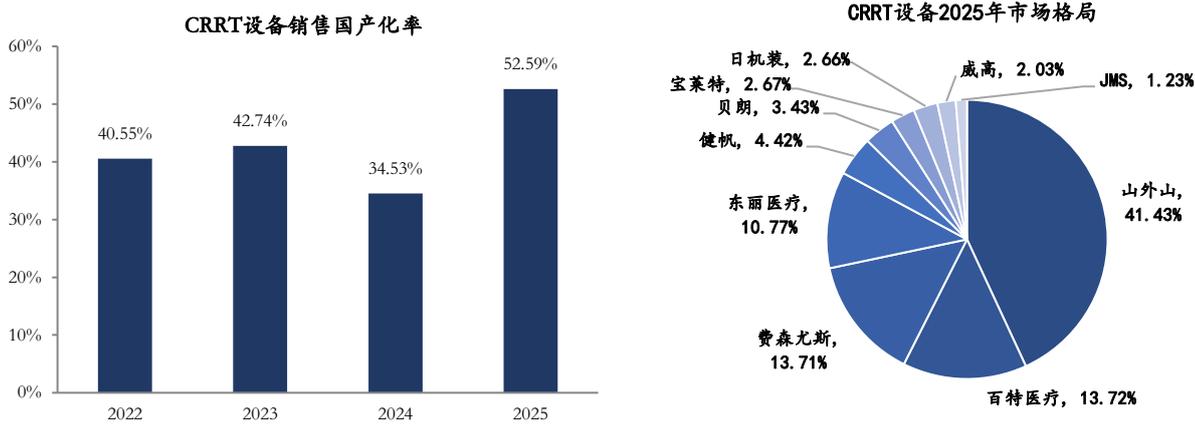
CRRT (Continuous Renal Replacement Therapy)，即连续性肾脏替代治疗，是体外血液净化治疗技术之一，是救治多种急危重症所必需的治疗措施，可用于ICU、肾内科、急诊科、消化科、肝胆科等科室，适用于治疗急性肾功能衰竭 (AKI)、多脏器功能障碍综合征 (MODS)、全身炎症反应综合征 (SIRS)、急性呼吸窘迫综合征 (ARDS)、急性坏死性胰腺炎、挤压综合征、药物及毒物中毒以及严重心衰。

**我国 ICU 建设进程加快，带动 CRRT 设备市场需求增长。**为强化重症救治能力，2022 年以来，我国加大 ICU 建设力度，ICU 床位数大幅增长。根据《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》，到 2025 年末全国重症医学床位应达到 15 张/10 万人，到 2027 年达到 18 张/10 万人，可转换重症床位达到 12 张/10 万人的目标。根据《重症床位扩容改造操作指南》，综合 ICU 每 10 张床位需要配备 3 台 CRRT，新增的重症监护病房和 ICU 床位将带动对 CRRT 等重症监护类设备的需求，2025 年我国 CRRT 设备招标量约为 3176 台，公司预计到 2028 年 CRRT 设备总装机量将达到 16.6 万台，国内 CRRT 市场规模预计将达到 158 亿元，存在较大的市场增长空间。

**图15. 2022-2025 年 CRRT 设备招投标量情况**


资料来源: 智械云, 高端医械院数据中心, 信达证券研发中心

**CRRT 设备技术壁垒较高，国产化率空间较大。**由于 CRRT 设备的核心技术 (如精密流路设计、高生物相容性耗材) 门槛较高，技术壁垒突出，因此市场长期被外资品牌牢牢掌控。2022 年，中国 CRRT 市场百特、费森尤斯、日机装等外资厂商合计占据约 60% 的份额。

**图16. CRRT 设备销售国产化率和 2025 年市场格局情况**


资料来源：智械云，高端器械数据中心，信达证券研发中心（注：国产化率和市场估计均为销售额占比情况）

CRRT 作为危重症患者肾功能支持的核心技术，被视为重症医疗的“生命防线”，公司坚定看好 CRRT 未来发展潜力，在 CRRT 领域极早的进行了布局，于 2010 年研发完成 CRRT 专用型体外循环血路的产品注册并投产，是国内极少数的获得该治疗模式注册的主要厂商，也是国内首家获得 CRRT 专用管路注册证书的医疗器械企业。

2025 年 2 月，公司与实控人共同完成对日机装 CRRT 业务的收购，日机装是日本国内透析装置的主要生产商，在全球 CRRT 装机量排名第三，日机装旗下的 Aquarius 是较早进入国内的 CRRT 设备，属于目前国内比较主流的设备，这款设备有两种版本，分别为 Aquarius V4 和 Aquarius V6，该系列机型在开放性和抗凝自由度上具备一定的优势。此次收购将助力天益医疗快速切入全球 CRRT 市场，与现有血液净化耗材业务形成“设备+耗材”的协同效应，成为中国首家具备在全球范围内提供 CRRT 整体解决方案的供应商。此外，公司未来有望逐步将日机装持有的 CRRT 业务所涉 CRRT 专用管路替换为公司自行研发生产的 CRRT 专用管路，实现协同效益最大化。

**图17. 日机装 CRRT 产品情况**


资料来源：器械之家公众号，信达证券研发中心

2025 年 2 月，公司通过新加坡子公司收购意大利 BELLCO S.R.L.的 CRRT（连续性血液净化设备）-滤器业务资产，交易对价预计为 1199 万欧元。收购完成后，公司将形成完整的 CRRT 业务产品线，也将成为继费森尤斯、万益特（原百特肾科业务）之后第三家具有

CRRT 全线产品的公司,构建起能够独立和闭环运营的 CRRT 产品生态圈,对公司的 CRRT 业务在全球的拓展提供强劲动力。

相关项目收购及整合完成后,公司有序推进相关产品的国产化,将进一步巩固公司在 CRRT 领域内的竞争优势。

#### **2.4. 加速海外产能建设,提升供应链能力,赋能国际化发展**

公司积极开拓境外市场,部分产品取得日本 PMDA 认证、欧盟 CE 认证及美国 FDA 注册、备案或认证,产品出口至亚洲、欧洲、北美、南美、非洲等国家和地区。

随着海外市场拓展和海外大客户合作加深,公司逐步推动海外生产布局,2024 年 12 月 2 日,公司通过新加坡全资子公司谱莱马克隆按照评估后的净资产以现金方式收购关联方天润国际持有的 SIAM TYINRUN 99.9996% 股权,SIAMTYINRUN 未有实际经营业务,仅持有一处位于泰国的地块,土地面积约 34036.00 m<sup>2</sup>。

交易完成后,公司启动海外生产基地建设,预计 2025 年年底完成工厂建设,并于 2026 年初正式投产,用于向海外大客户包括血液透析管路、营养管路等系列产品的生产供应。该生产基地有助于公司打造以新加坡为业务中心,泰国为生产中心的产业布局,更好地辐射东南亚市场。

### 3. OEM 合作稳定+市场持续拓展，病房护理业务稳健发展

病房护理类耗材种类非常多，根据使用用途，可以分为注射和护理用耗材、麻醉和呼吸用耗材等。注射和护理用耗材常见产品有无菌注射器、穿刺针、喂食管、鼻胃管等；麻醉和呼吸用耗材常见产品有雾化管、呼吸管路、吸氧管、呼吸面罩等。公司病房护理业务主要产品包括一次性使用一体式吸氧管、喂食器、喂液管。

图18. 公司病房护理系列主要产品



资料来源：天益医疗招股说明书，信达证券研发中心

#### (1) 一次性使用一体式吸氧管产品

一次性使用一体式吸氧管是封闭式的氧气吸入装置，采用医用级高分子材料制成，湿化瓶、湿化液、吸氧管一体式无菌密封，进气口设置 0.2 微米精密滤菌器，出气口设置自动逆止阀，阻断了传统吸氧装置的污染环节，有效控制“吸氧过程污染”，避免了传统吸氧污染导致的感染，主要用于医疗机构为病人吸氧时传输无菌的湿化氧气，属于呼吸、麻醉和急救器械，常见科室有呼吸科、重症监护室、心胸外科及肿瘤科等。公司的一次性使用一体式吸氧管产品在灭菌方式、耐压性能、湿化输出及进出口设计上采用了创新或更优的技术方案，领先于同行业主流技术水平，综合性能较为平衡，产品具有较强竞争优势。

表5. 公司一次性使用一体式吸氧管产品性能指标

产品名称	性能指标	主流技术水平	最高技术水平	公司产品情况
一次性使用 一体式吸氧 管	灭菌方式	抑菌剂和防腐剂	辐照灭菌	臭氧灭菌
	增塑剂	邻苯类	非邻苯类	邻苯类
	耐压性能	0.4Mpa 压力， 1min 不破裂	0.6Mpa 压力， 1min 不破裂	0.5Mpa 压力， 1min 不破裂
	湿化输出	7mg/L	10.7mg/L	8.5mg/L
	进出口设计	无阻水通过滤膜 等设计	阻水通过滤膜、 出气口自动逆止阀 及自动泄压启动等 设计	阻水通过滤膜、 出气口自动逆止阀 及自动泄压启动等 设计

资料来源：天益医疗招股说明书，信达证券研发中心

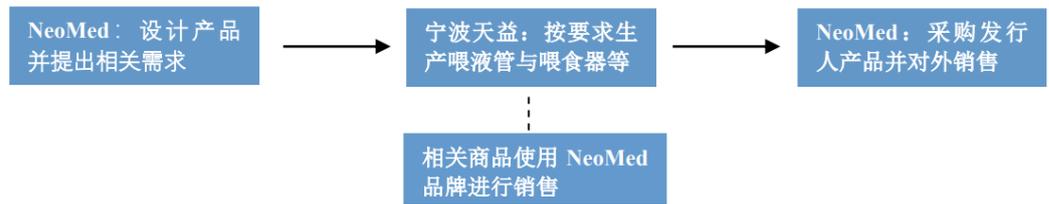
近年来，随着人口老龄化、住院病人的增加，吸氧疗法市场规模不断扩大，目前国内很多医院尚未普及无菌加湿吸氧装置的使用，大多数医院还是采用传统玻璃瓶，需要反复消毒、重复使用，未来随着一次性使用吸氧管产品渗透率逐步提升，中国无菌加湿吸氧装置市场规模有望稳步扩大，叠加公司持续的市场投入，一次性使用吸氧管产品收入有望稳定增长。

#### (2) 喂食器与喂液管产品

喂食器与喂液管产品主要的使用场景是医疗机构为病人通过鼻饲进行肠内营养液或药液输注使用。其中，喂液管可分为留置喂液管与喂食延长管。留置喂液管由鼻孔插入，经由咽部，通过食管到达胃部；喂食延长管用于连接喂食器与留置喂液管。喂食器与喂液管一般用于新生儿或者重症监护病房（ICU），重症病人通常需要使用肠营养器、经皮肠营养

导管、经鼻肠营养导管等输送维持生命所需的营养物质。公司喂食器和喂液管主要用过 OEM 模式与 NeoMed 合作，按照 NeoMed 的要求进行生产喂食器和喂液管，最终由 NeoMed 对外销售。

图19. 公司喂食器与喂液管产品业务模式



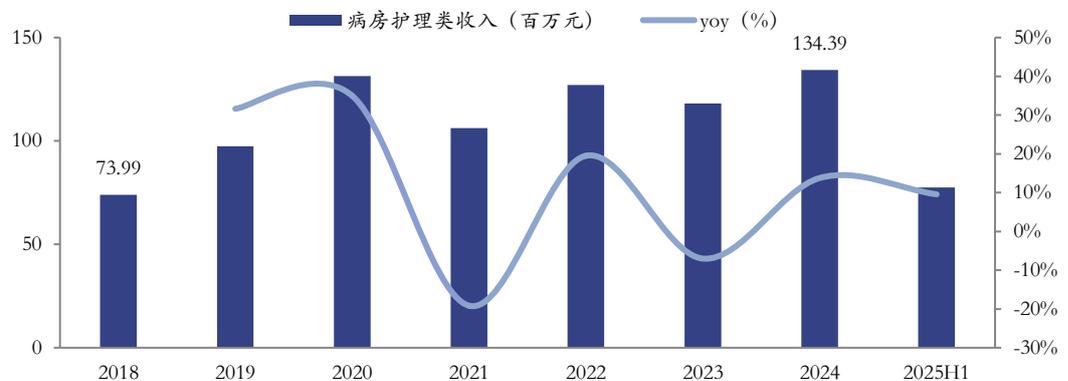
资料来源：天益医疗招股说明书，信达证券研发中心

美国 NeoMed 是一家市场领先的医疗器械公司，专注于开发创新的肠内收集和输送产品，以满足低体重、新生儿和小儿患者的特殊喂养和药物剂量需求。其下游客户包括百特医疗、贝朗医疗、Vizient（非营利医疗机构）、CHA（美国天主教健康协会）、RGH NICU（加拿大综合医院的新生儿重症监护室）等，产品最终销售给北美的各大医院，2018 年美国排名前五大知名新生儿医院中的四个使用 NeoMed 病房护理系列产品。2019 年，NeoMed 被美国上市公司 Avanos Medical [AVNS.N] 收购，销售渠道得到进一步开拓，对公司喂食器和喂液管等产品的采购需求提升，从而带动公司喂食器和喂液管 OEM 业务快速增长。

根据 Coherent Market Insights 的调研报告：“在全球肠内喂养器械市场上运营的主要参与者包括美敦力、CR Bard、Avanos Medical、Qosina Corp.、NeoMed、费森尤斯·卡比、Moog Inc.、应用医疗技术、Corpak Med Systems、Amsino 国际、雅培、雀巢和达能。2019 年，全球新生儿和早产儿肠内喂养器械市场规模约为 27.51 亿美元，预计到 2027 年将达到 40.27 亿美元，后续婴儿早产率的增长预计将推动该市场持续增长。

从收入变化来看，公司病房护理类业务从 2018 年的 7399 万增长到了 1.34 亿，年复合增速约为 10.46%。其中 2019 年和 2020 年收入增长较快主要是因为和 NeoMed 的 OEM 合作从经销转为直销，出厂价提升所致，2021 年海外市场受新冠疫情扰动，OEM 需求下降，同时由于疫情期间在医疗机构的感染风险较高，除重型患者对一次性使用一体式吸氧管存在刚性需求外，一般呼吸道患者、心胸外科及肿瘤科等其他科室就医人次大幅降低，总体市场对一次性使用一体式吸氧管的需求减少，导致对应产品的收入有所下滑，2024 年、2025 年上半年回归平稳增长轨道。

图20. 公司病房护理类业务收入变化



资料来源：ifind，信达证券研发中心

## 4. 盈利预测与投资建议

综合以上分析,我们结合行业发展趋势和公司经营情况,分业务类别做出如下的关键假设:

**(1) 血液净化类:** 考虑到公司基础版体外循环管路业务稳步拓展、与费森尤斯旗下子公司合作从 2026 年开始逐步放量,叠加并购标的并表影响,我们预计 2025-2027 年公司血液净化类业务的销售额增速分别为 33.41%、128.00%、83.82%;随着 CRRT 相关产品收入占比提升,我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 26.47%、27.07%、31.63%。

**(2) 病房护理类:** 我们认为随着公司市场拓展力度加大,一次性使用一体式吸氧管业务有望持续增长,在营养喂食系列上,公司和大客户合作稳定,随着合作加深,喂食器等产品保持平稳增长,预计 2025-2027 年病房护理类产品销售额增速分别为 10.00%、15.00%、15.00%;毛利率分别为 50.42%、50.50%、50.50%。

**(3) 其他业务:** 预计 2025-2027 年其他业务销售额增速分别为 8.00%、8.00%、8.00%;毛利率为 38.50%。

表6. 天益医疗业务拆分 (收入:百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计								
营业收入	378.87	414.73	399.33	380.92	418.96	513.93	935.63	1555.76
yoy	19.78%	9.46%	-3.71%	-4.61%	9.98%	22.67%	82.05%	66.28%
毛利	162.96	157.70	139.14	142.67	150.34	178.36	300.19	533.59
毛利率	43.01%	38.03%	34.84%	37.46%	35.88%	34.71%	32.08%	34.30%
<b>1、血液净化类</b>								
营业收入	201.24	262.66	220.34	205.05	231.26	308.53	703.45	1293.11
yoy	6.50%	30.52%	-16.11%	-6.94%	12.78%	33.41%	128.00%	83.82%
毛利	59.28	80.42	44.20	53.74	63.66	81.66	190.41	409.01
毛利率	29.46%	30.62%	20.06%	26.21%	27.53%	26.47%	27.07%	31.63%
<b>2、病房护理类</b>								
营业收入	131.46	106.27	127.01	118.11	134.39	147.83	170.00	195.50
yoy	34.98%	-19.17%	19.52%	-7.01%	13.78%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利	82.14	55.20	70.53	63.94	68.81	74.54	85.85	98.73
毛利率	62.48%	51.94%	55.53%	54.14%	51.20%	50.42%	50.50%	50.50%
<b>3、其他</b>								
营业收入	32.21	45.03	44.67	57.76	53.31	57.57	62.18	67.15
yoy	23.35%	39.78%	-0.80%	29.32%	-7.71%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利	14.23	21.60	19.42	24.99	17.87	22.17	23.94	25.85
毛利率	44.18%	47.97%	43.48%	43.27%	33.53%	38.50%	38.50%	38.50%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

根据以上假设,我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.14 亿元、9.36 亿元、15.56 亿元,同比增速分别为 22.7%、82.1%、66.3%,2025-2027 年实现归母净利润为 0.21 亿元、0.96 亿元、2.34 亿元,同比分别增长 2967.9%、350.4%、143.3%,对应 2026 年 1 月 27 日股价 PE 分别为 162、36、15 倍。

**表7. 公司盈利预测情况**

单位/百万	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	419	514	936	1,556
(+/-)(%)	10.0%	22.7%	82.1%	66.3%
归母净利润	-1	21	96	234
(+/-)(%)	-101.2%	2967.9%	350.4%	143.3%
毛利率 (%)	35.9%	34.7%	32.1%	34.3%
ROE(%)	-0.1%	1.8%	7.5%	16.2%
EPS(元)	-0.01	0.36	1.63	3.97
P/E	—	162.37	36.05	14.82
P/B	2.92	2.86	2.71	2.39

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (数据更新时间为 2025.01.27)

我们选取业务相关的威高血净、山外山、振德医疗、采纳股份作为可比企业, 在 PE 估值法下, 2025-2027 年可比公司平均 PE 约为 73、37、29 倍。相较而言, 天益医疗 2025 年估值高于同行企业, 但由于收入和利润均处于高速增长期, 估值消化较快, 到 2027 年, 估值显著低于可比公司平均水平, 首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

**表8. 可比公司估值**

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2025PE	2026PE	2027PE
			2025E	2026E	2027E			
603014.SH	威高血净	172.87	4.76	5.26	5.80	36	33	30
688410.SH	山外山	54.97	1.31	2	2.97	42	27	19
603301.SH	振德医疗	185.02	3.65	4.55	5.36	51	41	34
301122.SZ	采纳股份	36.25	0.22	0.78	1.06	163	46	34
<b>均值</b>						<b>73</b>	<b>37</b>	<b>29</b>
301097.SZ	天益医疗	34.64	0.21	0.96	2.34	162	36	15

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 1. 市值截至 20260127; 2. 山外山来自信达证券研发中心预测, 其余可比公司归母净利润数据来自 ifind 一致预期)

## 5. 风险提示

**(1) 投资并购计划不及预期风险。**2025 年公司分别与实控人共同完成对日机装 CRRT 业务的收购、通过新加坡子公司收购意大利 BELLCO S. R. L. 的 CRRT（连续性血液净化设备）-滤器业务资产。受国外宏观环境、市场、文化差异、法律法规等外部因素及公司内部管理等因素影响，可能导致公司投资计划及收益不达预期的风险。

**(2) 和大客户合作进度不及预期风险。**公司和费森尤斯旗下子公司 ProCure Medical GmbH 签订 5 年期合作，合同为框架合同，具体每期采购数量、金额将根据客户项目开展情况调整，在合同履行过程中如遇政策、市场、环境、客户需求变化等不可预见或不可抗力等因素影响，可能会导致合同无法如期或全面履行，合同履行存在一定的不确定性。

**(3) 股权高度集中风险。**公司的实际控制人为吴志敏、吴斌父子，张文宇系实际控制人的一致行动人，截止至 2025 年 9 月 30 日，合计持股比例为 68.88%，股权高度集中，企业的发展战略、人事安排、生产经营等决策受实际控制人影响较大。

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1,087	923	1,216	1,496	1,940
货币资金	192	407	724	842	969
应收票据	1	0	0	0	0
应收账款	54	50	61	110	182
预付账款	9	8	11	21	33
存货	83	87	118	217	352
其他	749	371	302	306	404
<b>非流动资产</b>	684	872	899	892	876
长期股权投资	28	84	84	84	84
固定资产(合计)	286	395	434	457	467
无形资产	76	102	100	98	96
其他	294	291	281	252	229
<b>资产总计</b>	1,771	1,795	2,115	2,387	2,816
<b>流动负债</b>	309	362	475	670	918
短期借款	189	50	119	119	119
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	76	132	149	274	426
其他	45	180	206	278	373
<b>非流动负债</b>	178	240	424	424	424
长期借款	169	228	396	396	396
其他	10	12	28	28	28
<b>负债合计</b>	487	602	899	1,095	1,342
少数股东权益	11	5	7	13	28
归属母公司股东权益	1,273	1,187	1,210	1,280	1,447
<b>负债和股东权益</b>	1,771	1,795	2,115	2,387	2,816

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	381	419	514	936	1,556
同比(%)	-4.6%	10.0%	22.7%	82.1%	66.3%
归属母公司净利润	64	-1	21	96	234
同比(%)	-25.7%	-101.2%	2967.9%	350.4%	143.3%
毛利率(%)	37.5%	35.9%	34.7%	32.1%	34.3%
ROE%	5.0%	-0.1%	1.8%	7.5%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.08	-0.01	0.36	1.63	3.97
P/E	54.50	—	162.37	36.05	14.82
P/B	2.72	2.92	2.86	2.71	2.39
EV/EBITDA	47.92	96.85	36.12	17.08	8.52

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	381	419	514	936	1,556
营业成本	238	269	336	635	1,022
营业税金及附加	5	6	7	13	21
销售费用	16	20	23	30	47
管理费用	60	87	80	94	109
研发费用	31	60	46	61	93
财务费用	-7	-13	3	-1	-5
减值损失合计	0	-2	-4	-1	-1
<b>投资净收益</b>	24	5	8	8	11
其他	8	4	3	7	13
<b>营业利润</b>	70	-3	26	119	292
营业外收支	2	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	72	-3	27	120	293
所得税	12	3	4	18	44
<b>净利润</b>	60	-6	23	102	249
少数股东损益	-3	-5	1	6	15
<b>归属母公司净利润</b>	64	-1	21	96	234
EBITDA	68	22	94	191	368
EPS(当年)(元)	1.08	-0.01	0.36	1.63	3.97

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	73	59	-12	223	271
净利润	60	-6	23	102	249
折旧摊销	36	45	63	72	80
财务费用	6	2	16	20	20
投资损失	-24	-5	-8	-8	-11
营运资金变动	1	22	-108	34	-70
其它	-7	2	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-372	116	82	-56	-53
资本支出	-221	-106	-65	-64	-64
长期投资	-163	234	161	0	0
其他	13	-12	-14	8	11
<b>筹资活动现金流</b>	37	-68	244	-49	-90
吸收投资	3	0	0	0	0
借款	75	-79	237	0	0
支付利息或股息	-39	-39	-22	-49	-90
<b>现金流净增加额</b>	-256	113	317	118	127

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**贺鑫**，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

**李春辰**，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。