

2022年12月08日

山外山 (688410.SH)

投资要点

◆ 下周一（12月12日）有一家科创板上市公司“山外山”询价。

◆ **山外山 (688410)**：公司是一家专业从事血液净化设备与耗材的研发、生产和销售，并提供连锁血液透析医疗服务的国家高新技术企业。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 1.42 亿元/2.54 亿元/2.83 亿元，YOY 依次为 25.00%/78.78%/11.35%，三年营业收入的年复合增速 35.51%；实现归母净利润-0.34 亿元/0.21 亿元/0.19 亿元，YOY 依次为 -25.60%/160.65%/-5.55%，公司于 2020 年实现扭亏为盈。最新报告期，2022 前三季度公司实现营业收入 2.59 亿元，同比增长 36.90%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比增长 866.22%。根据初步预测，2022 年公司实现归母净利润为 4,239 至 6,358 万元，同比增长 117.68%至 226.50%。

① **投资亮点**：1、公司是国产血液透析设备龙头厂商，有望受益于我国仍有大量未满足的存量血液透析需求，以及血液透析设备行业较大的国产替代潜力。公司是国产血透设备龙头厂商，根据医招采 2022 年 2 月发布的“血液透析机排行榜”，2021 年公司产品血液透析机市占率为 5.36%、连续性血液净化设备（CRRT）为 5.50%，均居国产厂商首位。我国现阶段血液透析治疗水平远低于国际水平，提升空间广阔，血液透析治疗需求提升将带动设备需求相应增长；血液透析的主要对象为慢性肾病患者，据公司招股书，2020 年底我国接受血透治疗人数约为 83 万人，而目前我国接受血透治疗的患者比例不到 20%，若按照 2030 年尿毒症患者透析治疗率提升到发达国家水平 75% 计算，透析治疗人数将达到 300 万人以上。另外，考虑到目前我国血透设备仍由外资厂商主导、以费森尤斯为首的 5 大厂商市占率达到 80% 以上，公司作为领先的国产设备厂商，有望受益于行业国产替代进程。2、公司即将完成自产血液透析耗材的全线布局，进一步完善自研产品管线，有望打开收入增长空间。公司积极发展耗材业务，以保证下游客户一站式采购的便利性，报告期内公司耗材产品主要为外采。公司打造自有耗材产品已取得一定成效，目前自研的 TWT-Y 血液透析浓缩液、TWT-F 血液透析干粉、血液透析器（低通）、透析液过滤器、血液透析器（高通）取得了国家第三类医疗器械注册证书，另外，一次性使用体外循环管路、一次性使用血液灌流器已取得注册受理通知书，即将完成自产血液净化耗材的全线布局。且公司拟使用募集资金实现高值耗材产业化，相应项目建成后预计每年可生产血液净化耗材 2,400 万人份（支），包括血液透析器 1,200 万支，血液透析浓缩液 600 万人份，血液透析干粉 600 万人份。3、公司为国内少数具备设备、耗材产品及服务中心一体化布局的血液透析企业之一，在提供血透服务上或具备较好的成本优势；有望受益于国内独立血液透析中心数量的持续提升。公司围绕血液透析业务形成了设备-耗材-服务中心三大业务板块，设备与耗材的自产或对公司打造终端血透中心业务提供一定的成本优势。2014 年起我国开始鼓励民营血透中心的建设，2019 年我国血透中心数量达到 6362 家，但离行业饱和容量还有较大的提升空间；据公司招股书，预计到 2020 年，我国终末期肾病患者超过 300 万人，需要长期接受血液透析治疗，频率为每周 2 次至 3 次且每次透析时间需要四小时左右，按照美国平均配置水平、每家透析中心配置 20 台透析机估算，预计中国需要 3 万家血液透析中心以满足目前的患者需求，市场具

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	108.54
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsec.com

相关报告

川宁生物-新股专题覆盖报告（川宁生物）
-2022 年第 186 期 2022.12.8
微导纳米-新股专题覆盖报告（微导纳米）
-2022 年第 185 期 2022.12.7
杰华特-新股专题覆盖报告（杰华特）-2022 年第 184 期 2022.12.7
源杰科技-新股专题覆盖报告（源杰科技）
-2022 年第 182 期 2022.12.4
珠城科技-新股专题覆盖报告（珠城科技）
-2022 年第 183 期 2022.12.4



有较大发展空间。

② **同行业上市公司对比：**公司专业从事血液净化设备与耗材的研发、生产和销售，并提供连锁血液透析医疗服务；根据业务的相似性，选取宝莱特、三鑫医疗、健帆生物、天益医疗作为可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年平均收入规模为13.36亿元、PE-TTM（剔除异常值，算数平均）为24.39X，销售毛利率为47.51%；相较而言，公司的营收规模较小，毛利率水平低于行业平均。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	142.3	254.4	283.3
同比增长(%)	25.00	78.78	11.35
营业利润(百万元)	-33.3	21.5	28.9
同比增长(%)	-20.42	164.64	34.04
净利润(百万元)	-34.0	20.6	19.5
同比增长(%)	-25.60	160.65	-5.55
每股收益(元)	-0.35	0.21	0.18

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、山外山	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	7
（四）募投项目投入	8
（五）同行业上市公司指标对比	8
（六）风险提示	9

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：全球血液透析市场规模（单位：亿欧元）	6
图 6：中国血液透析服务行业情况	6
图 7：血液透析上游市场规模	7
表 1：公司 IPO 募投项目概况	8
表 2：同行业上市公司指标对比	9

一、山外山

公司是一家专业从事血液净化设备与耗材的研发、生产和销售，并提供连锁血液透析医疗服务的国家高新技术企业。公司基于原创性血液净化设备的关键核心技术研发了连续性血液净化设备（CRRT）、血液透析机以及血液灌流机，并自主研发了血液透析浓缩液、血液透析干粉等血液净化耗材，产品广泛应用于治疗各类急慢性肾功能衰竭、尿毒症、多脏器衰竭和中毒等多种病症。

公司自成立以来，坚持以自主创新作为企业发展的源动力，攻克了血液净化技术领域的关键核心技术包括液体平衡、浓度监控、漏液检测、超滤计量、气泡排除以及整机设计等，形成了国家级企业技术中心、国家博士后科研工作站以及国家地方联合工程研究中心等科技创新平台。同时，公司以临床需求为导向，积极响应国产医疗器械的技术创新和产业化实践，不断拓展产品线，形成血液净化全产业链布局，旨在逐步实现血液净化设备的进口替代，降低国民医疗卫生的支出成本，从而形成良好的经济效益和社会效应。截至目前，公司的血液净化设备已在国内外累计实现装机 10,000 余台，累计在全国 1,000 余家医院实现了终端装机。根据医招采 2022 年 2 月发布的“血液透析机排行榜”，2021 年公司产品血液透析机、连续性血液净化设备（CRRT）在国产同类产品中市场占有率均居前列。公司下属已建成并运营连锁血液透析中心 9 家，为川渝地区近千名终末期肾病患者提供连锁血液透析医疗服务。

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 1.42 亿元/2.54 亿元/2.83 亿元，YOY 依次为 25.00%/78.78%/11.35%，三年营业收入的年复合增速 35.51%；实现归母净利润-0.34 亿元/0.21 亿元/0.19 亿元，YOY 依次为-25.60%/160.65%/-5.55%，于 2020 年实现扭亏为盈。最新报告期，2022 前三季度公司实现营业收入 2.59 亿元，同比增长 36.90%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比增长 866.22%。

2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为血液净化设备（1.71 亿元，60.39%）、血液净化耗材（0.61 亿元，21.54%）、医疗服务（0.49 亿元，17.29%）及其它（0.02 亿元，0.78%）。报告期间，血液净化设备的营收不断增长带动其营收占比不断上升。

图 1：公司收入规模及增速变化

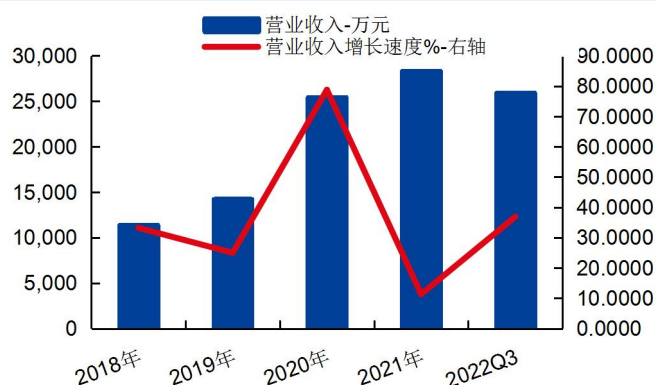
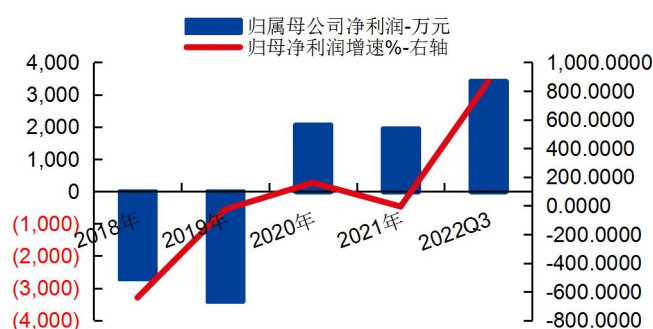


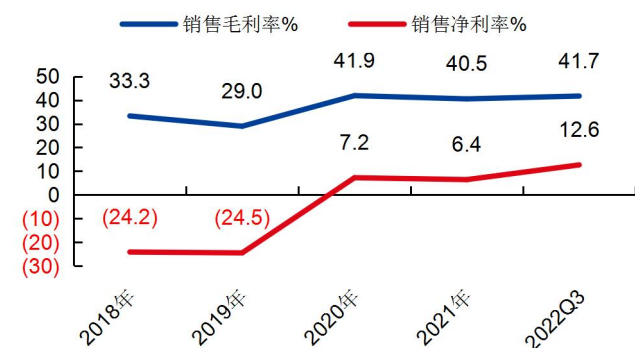
图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

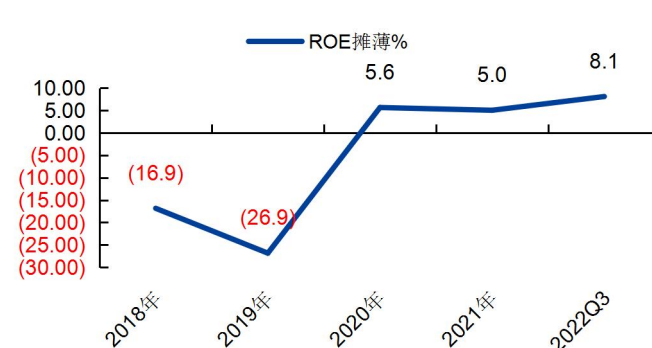
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 4: 公司 ROE 变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

(二) 行业情况

公司主要产品及服务包括血液净化设备、血液净化耗材以及连锁血液透析中心医疗服务。根据业务类型, 公司归属于医疗器械行业之细分行业——血液净化行业。

1、血液净化行业

血液净化是把患者的血液引出身体外并通过一种净化装置, 除去其中某些致病物质, 净化血液, 达到治疗疾病的目的。血液净化的基础治疗方式包括血液透析 (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)、血浆吸附和血液灌流 (HP) 等, 以及由以上多种技术的联合应用。其中, 血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法, 是治疗急、慢性肾功能衰竭包括终末期肾病 (ESRD) 和某些急性药物、毒物中毒的有效方法。在全球范围内, 对于慢性肾病患者而言, 血液透析一直也将持续成为主要的治疗方式。根据费森尤斯年报披露的预测和统计, 近几年来, 全球透析产业市场规模从 2015 年的 668 亿欧元稳步上升至 2020 年的 820 亿欧元, 年均增长率约为 4% 左右, 到 2021 年, 透析市场规模会继续增长至 830 亿至 850 亿欧元左右。其中透析服务 (包括药品) 市场规模分占比在 80% 以上, 而以透析机为主的透析产品市场规模则占比较小。预计未来几年全球血透行业市场规模将继续保持平稳增速, 到 2025 年全球血透行业市场规模将接近 1000 亿欧元。

图 5：全球血液透析市场规模（单位：亿欧元）



资料来源：费森尤斯 2015-2020 年年报，蛋壳研究院，华金证券研究所

从全球来说，血液净化市场主要集中在美国、日本和欧洲等发达国家，占比高达 70% 以上，而我国血液净化市场起步较晚，技术水平相较于国外还有一定差距，但随着肾病患者人数不断增长以及血液透析费用医保报销比例的不断提高，我国血液净化市场规模将快速增长，同时随着国内厂家技术水平的不断进步，进口替代程度将会进一步加速。根据蛋壳研究院最新统计数据，每位尿毒症患者的透析费用约为 6-10 万元/年，在此基础上，根据 CNRDS 公布的在透患者数量进行估算，我们可以得出近几年血液透析的市场规模。自 2014 年以来，在政策的驱动下，血液透析服务的市场规模连续多年保持双位数上涨，我们预计 2020 年整个血液透析服务市场规模已达到 548 亿左右，未来，随着医保覆盖面扩大、大病医保报销比例提高和分级诊断等医疗政策的进一步完善，新技术、新透析模式的创新发展和临床应用，终末期肾病患者多层次、个性化的需求必将得到满足，血液透析服务行业的市场规模将持续增长，并在 2025 年达到接近 700 亿。

图 6：中国血液透析服务行业情况



资料来源：蛋壳研究院，华金证券研究所

根据蛋壳研究院的测算，2020 年，透析机、透析器、其他耗材（粉液、管路等）及药品的市场规模分别在 38 亿元、66 亿元、53 亿元及 64 亿元左右。随着血透中心市场规模增加，透析设备及耗材的需求量将持续上升，预计在 2025 年，上游产业链中包含的透析设备、药品及耗材的市场规模将接近 300 亿元。

图 7：血液透析上游市场规模



资料来源：蛋壳研究院，华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司是国产血液透析设备龙头厂商，有望受益于我国仍有大量未满足的存量血液透析需求，以及血液透析设备行业较大的国产替代潜力。公司是国产血透设备龙头厂商，根据医招采 2022 年 2 月发布的“血液透析机排行榜”，2021 年公司产品血液透析机市占率为 5.36%、连续性血液净化设备（CRRT）为 5.50%，均居国产厂商首位。我国现阶段血液透析治疗水平远低于国际水平，提升空间广阔，血液透析治疗需求提升将带动设备需求相应增长；血液透析的主要对象为慢性肾病患者，据公司招股书，2020 年底我国接受血透治疗人数约为 83 万人，而目前我国接受血透治疗的患者比例不到 20%，若按照 2030 年尿毒症患者透析治疗率提升到发达国家水平 75% 计算，透析治疗人数将达到 300 万人以上。另外，考虑到目前我国血透设备仍由外资厂商主导、以费森尤斯为首的 5 大厂商市占率达到 80% 以上，公司作为领先的国产设备厂商，有望受益于行业国产替代进程。

2、公司即将完成自产血液透析耗材的全线布局，进一步完善自研产品管线，有望打开收入增长空间。公司积极发展耗材业务，以保证下游客户一站式采购的便利性，报告期内公司耗材产品主要为外采。公司打造自有耗材产品已取得一定成效，目前自研的 TWT-Y 血液透析浓缩液、TWT-F 血液透析干粉、血液透析器（低通）、透析液过滤器、血液透析器（高通）取得了国家第三类医疗器械注册证书，另外，一次性使用体外循环管路、一次性使用血液灌流器已取得注册受理通知书，即将完成自产血液净化耗材的全线布局。且公司拟使用募集资金实现高值耗材产业化，相应项目建成后预计每年可生产血液净化耗材 2,400 万人份（支），包括血液透析器 1,200 万支，血液透析浓缩液 600 万人份，血液透析干粉 600 万人份。

3、公司为国内少数具备设备、耗材产品及服务中心一体化布局的血液透析企业之一，在提供血透服务上或具备较好的成本优势；有望受益于国内独立血液透析中心数量的持续提升。公司围绕血液透析业务形成了设备-耗材-服务中心三大业务板块，设备与耗材的自产或对公司打造终端血透中心业务提供一定的成本优势。2014 年起我国开始鼓励民营血透中心的建设，2019 年我国血透中心数量达到 6362 家，但离行业饱和容量还有较大的提升空间；据公司招股书，预计到 2020 年，我国终末期肾病患者超过 300 万人，需要长期接受血液透析治疗，频率为每周 2 次

至3次且每次透析时间需要四小时左右，按照美国平均配置水平、每家透析中心配置20台透析机估算，预计中国需要3万家血液透析中心以满足目前的患者需求，市场具有较大发展空间。

（四）募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入3个项目以及补充流动资金。

1、血液净化设备及高值耗材产业化项目：本项目拟利用公司购置的新场地新建血液净化耗材生产厂房及血液净化设备生产厂房，购置先进的生产及检测设备，引进专业技术研发人员，进行血液净化耗材及设备的研发及技术工艺研究，并实现上述产品的规模化生产。预计项目建成后，每年可生产血液净化耗材2,400万人份（支），包括血液透析器1,200万支，血液透析浓缩液600万人份，血液透析干粉600万人份；每年可生产血液净化设备12,500台，包括智能血液透析机10,000台，多器官生命支持系统2,000台，腹膜透析机500台。本项目总投资86,323.15万元，税后内部收益率为17.57%，税后投资回收期（含建设期）为7.21年。

2、血液净化研发中心建设项目：本项目拟新建研发大楼（A栋），作为公司未来发展核心，渐次申报重庆市企业重点实验室（研发中心）、国家级企业重点实验室（研发中心），负责重庆市级、国家级相关研发、科研项目的申报、承接、实施。本项目将以血液透析、腹膜透析相关耗材的研发为核心，配合血液净化、腹膜透析设备研发，深入开发配套的使用耗材及相关材料。本项目不直接产生经济效益，但通过血液净化研发中心的建设，能够有效提高公司现有品种及新品种的研发、创新能力，保持公司在血液净化领域的竞争优势。

3、营销网络升级与远程运维服务平台建设项目：根据山外山营销网络的建设定位，为满足未来公司营销体系改革创新需要，并借助现有营销部门的运营经验，加强营销人才的投入，深入渗透各省区，加强与经销商的联系，加强与当地标杆医院的交流与合作；通过参与各种国际、国内会议以及招商大会，不断加强与国内外专家学者的交流与合作，进一步提升公司在血透行业地位和品牌影响力。远程运维服务平台建设拟完成基于工业互联网的血液净化设备远程运维服务平台建设以及基于大数据和人工智能技术的远程运维与智慧透析诊疗服务平台建设。本项目不直接产生经济效益。

表1：公司IPO募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	血液净化设备及高值耗材产业化项目	86,323.15	86,323.15	3年
2	血液净化研发中心建设项目	16,407.01	16,407.01	3年
3	营销网络升级与远程运维服务平台建设项目	9,943.77	9,943.77	3年
4	补充流动资金	12,000.00	12,000.00	-
	总计	124,673.93	124,673.93	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 2.83 亿元，同比增长 11.35%；实现归属于母公司净利润 0.19 亿元，同比下降 5.55%。根据初步预测，2022 年度公司营业收入约为 30,595 万元至 45,893 万元，同比增长 8.00%至 62.01%，预计归属于母公司所有者的净利润约为 4,239 万元至 6,358 万元，同比增长 117.68%至 226.50%，预计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润约为 3,472 万元至 5,208 万元，同比增长 121.13%至 231.70%。

公司专业从事血液净化设备与耗材的研发、生产和销售，并提供连锁血液透析医疗服务；根据业务的相似性，选取宝莱特、三鑫医疗、健帆生物、天益医疗作为可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 13.36 亿元、PE-TTM（剔除异常值，算数平均）为 24.39X，销售毛利率为 47.51%；相较而言，公司的营收规模较小，毛利率水平低于行业平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入(亿元)	2021 年收入 增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300246.SZ	宝莱特	29.18	633.44	10.91	-21.85%	0.64	-81.57%	32.67%	7.14%
300453.SZ	三鑫医疗	36.96	20.09	11.64	23.81%	1.56	34.84%	34.37%	17.22%
300529.SZ	健帆生物	262.68	21.76	26.75	37.15%	11.97	36.74%	84.97%	35.63%
301097.SZ	天益医疗	34.20	31.33	4.15	9.46%	0.78	-10.16%	38.03%	16.68%
688410.SH	山外山	/	/	2.83	11.35%	0.19	-5.55%	40.50%	5.04%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

耗材产品的“两票制”政策风险、国内独立血液透析中心监管政策变化导致的风险、国家医保定点及医保结算政策变化风险、医药卫生体制改革导致的经营风险、部分核心原材料通过进口采购的风险、国内市场开拓力度不足导致业绩增长不及预期的风险、血液净化设备价格下滑风险、血液净化设备收入增速放缓风险、募投项目部分新产品未能取得医疗器械注册证导致不能及时投产的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn