

山外山 (688410.SH)

全产业链布局的国内血液净化设备领先供应商

核心观点

国内领先的血液净化设备供应商，拓展耗材与服务。公司深耕血液净化行业 20 载，目前以血液净化设备和血液透析机为主，并逐步拓展自产耗材与血液净化中心服务业务。在血液净化设备方面，公司拥有原创性血液净化设备关键核心技术，国内外累计装机 10000 余台。血液净化类耗材上，公司起步不久，即将完成自产耗材的全线布局。血液透析服务上，公司在川渝地区自建运营 9 家血透中心，并利用自主开发的血透中心信息化管理系统采集临床数据、提升服务质量、指导公司设备与耗材的性能改进。

新品受认可叠加疫情下供需紧张，销量与盈利能力提升。公司 2019 至 22 年前三季度分别实现收入 1.42/2.54/2.83/2.59 亿元，22 年同比增长 37%；实现归母净利润-0.34/0.21/0.2/0.34 亿元，其中政府补助占比超 50%。2019 年底公司推出 SWS-5000 系列全新产品，技术领先市场认可度高，2020 年获得量单，叠加疫情下的供给偏紧，产品单价较高实现扭亏为盈。新冠疫情缓解后，供需趋于平衡，各型号产品的价格均有回落。由于公司产品面向的病种较单一，叠加血液透析设备的长使用年限，使得新客户对各期血液透析机销售收入的贡献占偏高。

设备技术从内到外全覆盖，耗材技术取自长期合作客户。公司高管团队均为核心技术人员，近 20 年来专注于血液净化设备和血液透析机关键技术研发，从整机系统、控制软件及核心算法，到设备零部件、专业传感器等方面都进行了深入研究和技术创新，形成了完整的连续性血液净化设备和血液透析机技术解决方案。公司的血液净化耗材方面生产线技术、设备清单以及透析器相关图纸资料由 Diacare 无偿提供。

我国血液净化需求患者持续增长，集采利好公司这样的国内领先厂商。截至 2021 年末国内接受血液净化的患者已达 87.6 万人，年内新增近 18 万人；透析患者平均透析龄达 50.9 个月，保持增长趋势。我国患者平均透析龄、人均透析中心数仍远低于发达国家。政策上，我国加速推进医疗器械国产化，已有多个省份释放信号支持国产医疗设备发展。在国内血液净化设备领域，境外龙头企业市场占有率超过 80%，2021 年山外山在国内透析仪器市场份额约 5% 左右，国内品牌第一。耗材领域，2022 年 5 月公司部分自产产品已在黑龙江、辽宁两省的集中带量采购中标。

可比公司情况：公司以生产销售血透类设备为主，未来计划布局腹膜透析设备，主要针对终末期肾病患者，致病原因相对集中且相对偏刚需，设备使用年限较长。国内同业企业多以耗材为主，可比公司选取主营血液净化产品的宝莱特、三鑫医疗、健帆生物、天益医疗。截至 2022 年 12 月 23 日，可比公司 2021 年平均静态市盈率为 34.11 倍。

风险提示：产品结构与客户需求变化风险、盈利依赖补助风险、设备使用年限较长导致收入增速放缓风险、自产耗材取得产品注册证书较晚风险、部分新产品未能取得医疗器械注册证导致投产不及时风险、耗材带量采购与“两票制”风险、税收优惠政策调整风险。

公司研究 · 新股研究

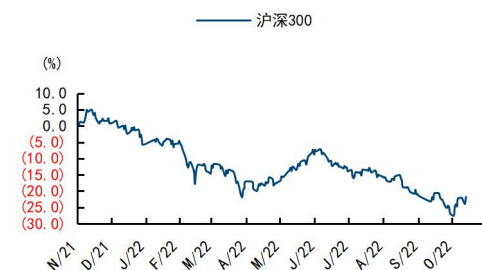
综合 · 综合 II

证券分析师：黄盈	证券分析师：姜明
021-60893313	021-60933128
huangying4@guosen.com.cn	jiangming2@guosen.com.cn
S0980521010003	S0980521010004

基础数据

发行价	32.30
发行前股本	10854.0259 万股
发行股本	3619 万股
发行后股本	14473.0259 万股
公司实控人	高光勇
实控人持股比例	36.01%

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	4
股东结构	4
山外山：国内领先的血液净化设备供应商，拓展耗材与服务	4
公司经营表现：	5
新品受认可叠加疫情下供需紧张，销量与盈利能力提升	5
产品结构决定客户偏分散，需持续开发新客户	7
设备技术从内到外全覆盖，耗材技术取自长期合作客户	7
行业简析	8
我国血液净化需求患者数量、平均透析龄持续增长	8
公司的血液净化设备国内市占率 5%，在国内品牌中处于领先地位	9
募投项目	11
可比公司情况	12
风险提示	12

图表目录

图 1: 山外山业务组成部分	4
图 2: 山外山近期营收利润表现（百万元，左轴）与增速（右轴）	6
图 3: 山外山近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平	6
图 4: 山外山主营业务收入按项目拆分（百万元）	6
图 5: 山外山血液净化设备收入细拆（百万元）	6
图 6: 山外山血液透析机收入和销售数量	6
图 7: 山外山连续性血液净化设备和销售数量	6
图 8: 2011-2021 年我国血透（HD）在透患者例数	8
图 9: 2012-2021 年我国腹膜透析（PD）在透患者例数	8
图 10: 2011-2021 年国内透析患者透析龄分布情况	8
图 11: 2011-2021 年国内血液透析患者的平均透析龄（月）	8
图 12: 2021 年中国血液透析中心分布情况	9
图 13: 国内血透中心数量以及公司 2021 年血透中心分布图	9
图 14: 全球血液透析市场规模（亿欧元）	10
图 15: 中国血液透析医疗器械市场规模（十亿元）	10
图 16: 2017-2021 年宝莱特血透产品收入与总收入（亿元）	11
图 17: 2019-2021 年威高血液血液净化相关收入（亿元）	11
表 1: 公司血液净化设备类、自主品牌血液净化耗材类产品	5
表 2: 1H22 公司主要客户	7
表 3: 医招采 2022 年 2 月血液透析机排行榜	10
表 4: 萤石网络募投项目	11
表 5: 可比公司财务数据与估值表现（亿元，截至 2022 年 12 月 23 日收盘数据）	12

公司概况

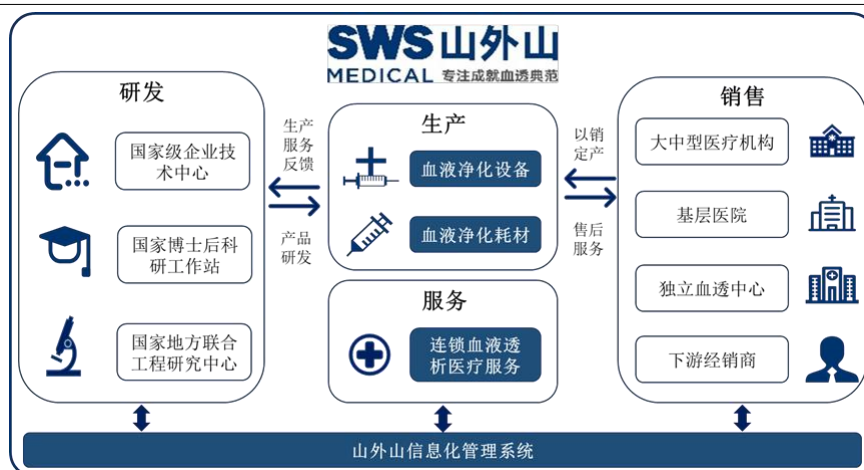
股东结构

公司控股股东兼实控人高光勇直接、间接控制公司表决权比例为 36.01%，预计发行后将降为 27%，股权结构分散。目前，公司拥有 9 家全资子公司、1 家控股子公司、2 家分公司，负责公司血液净化设备、血液净化耗材以及血液透析医疗服务三大板块的业务经营。

山外山：国内领先的血液净化设备供应商，拓展耗材与服务

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。技术上，公司从整机系统、控制软件、核心算法，到设备零部件、专业传感器等都进行了深入研究和技术创新，形成了一整套完整的连续性血液净化设备和血液透析机技术解决方案。商业模式上，打通了“血液净化设备+血液净化耗材+透析医疗服务+信息化管理系统”全产业链。

图1：山外山业务组成部分



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

在血液净化设备方面，公司基于原创性血液净化设备关键核心技术，开发出了血液灌流机、血液透析机以及连续性血液净化设备（CRRT）。2005 年公司成功研制出 SWS-3000 型连续性血液净化设备；2019 年研发出的新一代 SWS-5000 系列血液净化设备于 2020 年量产。目前已取得 5 项国家第三类医疗器械注册证书，SWS 系列产品均已被国家列入“优秀国产医疗设备产品遴选”目录。产品直销国内公私立医院，同时依托境外大型品牌商 Dialife SA、JALO ENTERPRISE 等实行 ODM 模式，但该模式收入占比仅不到 3%。目前公司国内外累计装机 10000 余台，在全国 1000 余家医院实现了终端装机。

血液净化类耗材上，公司自有品牌产品 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；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。此外，公司为保证下游客户一站式采购的便利性，还经销血液净化耗材类产品，主要采购自贝恩医疗、健帆生物、尼普洛、百合医疗等国内外知名血液净化耗材品牌的成品，包括

血液透析器、血液灌流器、血液透析管路、穿刺针等。

表1: 公司血液净化设备类、自主品牌血液净化耗材类产品

产品系列	用途	代表性产品	产品图片
连续性血液净化设备 (CRRT)	用于连续性血液净化治疗、血浆置换治疗、血浆吸附治疗、白蛋白吸附治疗和血液灌流治疗。	SWS-3000 型、SWS-3000A 型、SWS-5000 型、SWS-5000A 型、SWS-5000B 型	
血液透析机	临床上用于血液透析治疗、血液滤过治疗、血液透析滤过治疗、序贯透析治疗、单纯超滤治疗	SWS-4000 型、SWS-4000A 型、SWS-6000 型、SWS-6000A 型	
血液灌流机	临床上用于血液灌流治疗, 主要用于急诊科、ICU 等, 治疗各种食物、药物、毒物中毒等。	SWS-2000 型、SWS-2000A 型	
血液透析浓缩液、血液透析干粉	适用于急、慢性肾功能衰竭及药物中毒患者的血液净化治疗。	TWT-Y 血液透析浓缩液、TWT-F 血液透析干粉	

资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所整理

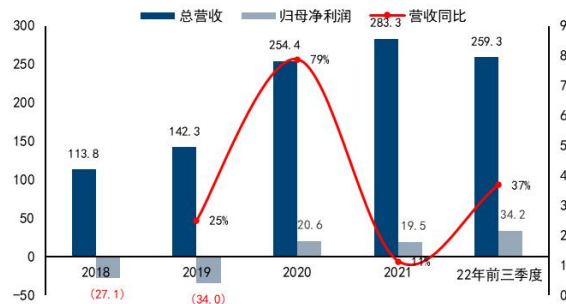
公司自 2014 年开始布局血液透析服务行业, 2016 年开始陆续筹建和运营连锁血液透析中心, 现已自建并运营 9 家连锁血液透析中心, 为肾脏病等患者提供透析医疗服务。由于终末期肾病 (ESRD) 已被列入大病医保范畴, 公司下属连锁血液透析中心均与当地医保局签署了《医疗服务协议》, 患者就诊信息均与医保系统联网, 享受医保报销服务。公司利用自主开发的血透中心信息化管理系统, 透析中心患者临床数据均能及时采集记录, 便于医师为患者提供个性化、针对性强的血液透析医疗服务, 并指导公司血液净化设备和耗材的性能改进。目前公司的血液透析中心主要分布在川渝地区。

公司经营表现:

新品受认可叠加疫情下供需紧张, 销量与盈利能力提升

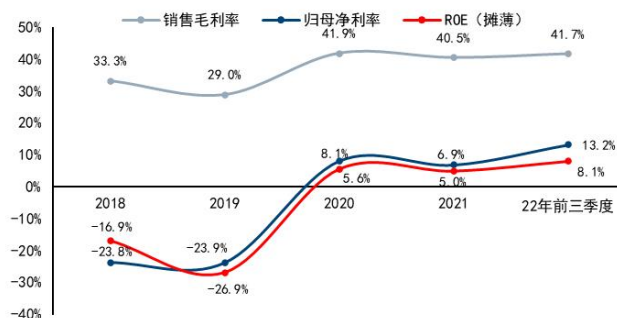
公司 2019 至 22 年前三季度分别实现收入 1.42/2.54/2.83/2.59 亿元, 18 至 21 年复合增速约 35%, 22 年同比增长 37%; 实现归母净利润-0.34/0.21/0.2/0.34 亿元, 22 年同比增长 866%, 但其中政府补助占约 50%。整体毛利率 2020 年后提升至 40%左右。

图2：山外山近期营收利润表现（百万元，左轴）与增速（右轴）



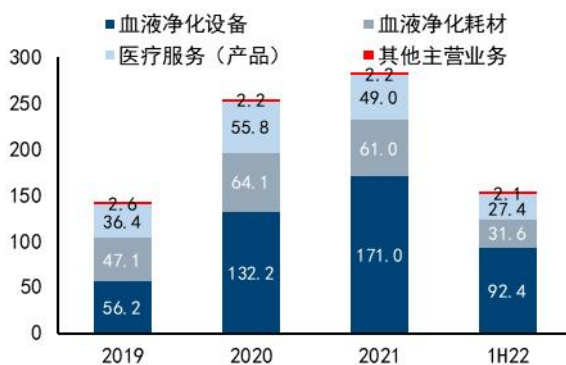
资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图3：山外山近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平



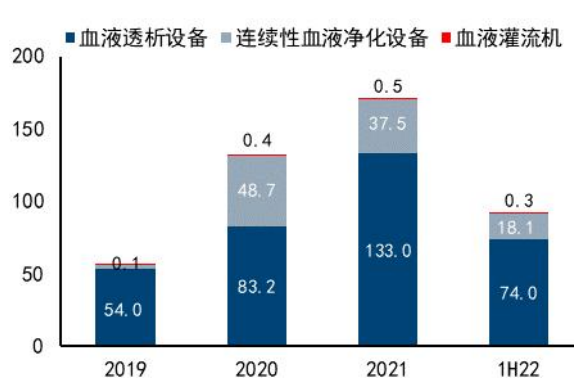
资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图4：山外山主营业务收入按项目拆分（百万元）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

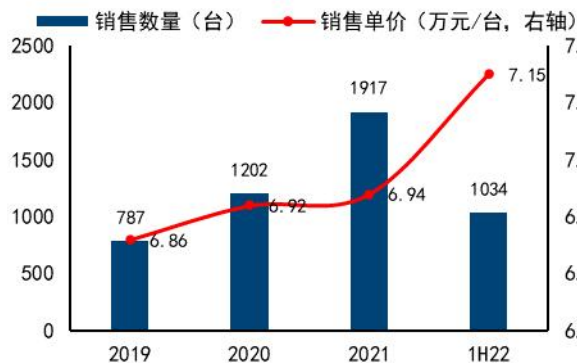
图5：山外山血液净化设备收入细拆（百万元）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

公司主要收入来自血液净化设备，2019~1H22 分别生产 872/1786/2015/1385 台。血液透析机毛利率约 50%，主要用于各级医院的肾内科及血液净化中心。肾病患者需定期（每周两到三次）进行血液净化医疗服务来清除患者体内多余水分、尿素等有害物质，为刚需。

图6：山外山血液透析机收入和销售数量



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图7：山外山连续性血液净化设备和销售数量



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

连续性血液净化设备毛利率约 73%。2019 年底公司推出 SWS-5000 系列全新产品，

具有连续性肾脏替代治疗（CRRT）、双重血浆置换（DFPP）、分子吸附再循环（MARS）等 14 种治疗模式（同类型进口机治疗模式不超过 11 种）。新品上市虽然单价较高，但产品质量、稳定性、性价比、临床适用范围、患者体验等均得到认可，截至 1H22 海内外已售出并装机 550 余台。2021 年，新冠疫情缓解，市场竞争日趋激烈，供需趋于平衡，各型号的价格均有所回落；此外，新品年内销售占比由 37.30% 下降至 23.74%，进一步拉低了平均售价。

2019 至 2020 年，公司连锁血透析中心医疗服务收入增长较快，主要因公司透析服务网络不断完善。2021 年公司部分透析中心周边医院新设血液透析科室，患者流失，并于 11 月处置涪陵透析中心 100% 股权，导致收入下降。2019-1H22 透析患者的次均透析收入金额分别为 749.42 元、783.44 元、724.94 元、715.40 元。

公司其他主营业务收入来自配件和透析用制水设备销售、技术和维修服务。

产品结构决定客户偏分散，需持续开发新客户

公司的产品主要仅针对血透需求，且设备使用寿命较长，因此客户较分散。巫山县人民医院 2012 年起与公司合作，目前拥有的 57 台血液透析机中山外山品牌有 38 台，且耗材全部从公司购买；Corprenal INC 于 2020 年购买一台样机，试用反馈良好后开始大批量采购；2022 年 5 月定远县总医院向山外山订购 2 套移动透析方舱，6 月再次采购一批血液透析机。血液透析设备的长使用年限，使得终端医疗机构血液透析机的更新换代较慢，新客户对各期血液透析机销售收入的贡献占 80% 左右。

表2: 1H22 公司主要客户

序号	客户名	主要销售内容	金额（万元）	占比
1	国药集团	连续性血液净化设备、血液透析机、血液净化耗材	461.20	3.01%
2	定远县总医院	血液透析机、移动透析方舱	433.98	2.83%
3	禹城市人民医院	血液透析机、血液净化耗材	406.46	2.65%
4	美国 CORPRENAL INC	血液透析机	280.53	1.83%
5	巫山县人民医院	血液净化耗材	277.21	1.81%
合计			1859.38	12.13%

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

设备技术从内到外全覆盖，耗材技术取自长期合作客户

公司实控人高光勇，以及董事副总经理任应祥、董事副总经理童锦、监事会主席秦继忠四位高管是公司核心技术人员。近 20 年来专注于血液净化设备和血液透析机关键技术研发，从整机系统、控制软件及核心算法，到设备零部件、专业传感器等方面都进行了深入研究和技术创新，形成了一整套完整的连续性血液净化设备和血液透析机技术解决方案。公司及其子公司共拥有已授权专利 129 项，其中境内发明专利 36 项，并拥有 27 项软件著作权，核心技术集中于血液净化设备。

自研技术之外，公司 2016 年与 Diacare 共同设立合资公司德莱福，（双方以现金方式出资，山外山占股 70%，Diacare 占股 30%），其中山外山负责组织研发、生产及销售，Diacare 无偿提供血液净化耗材方面生产线技术、设备清单以及透析器相关图纸资料。

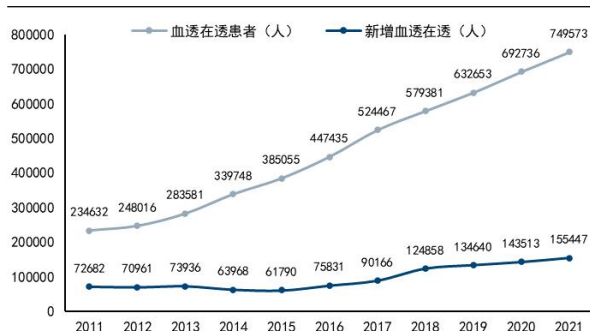
行业简析

我国血液净化需求患者数量、平均透析龄持续增长

血液透析产业链上游包括血透机、血透耗材（透析器、透析管路、血透浓缩液与干粉等）、血透药品（肝素、抗贫血药等），中游为血液透析服务，包括医疗机构血透中心与血透室，以及独立的血液透析中心，血透下游为相关患者。就患者致病原因看，血透与腹膜透析首位病因均为原发性肾小球肾炎，但在逐年下降；第二位病因均为糖尿病肾病，且在逐年上升。

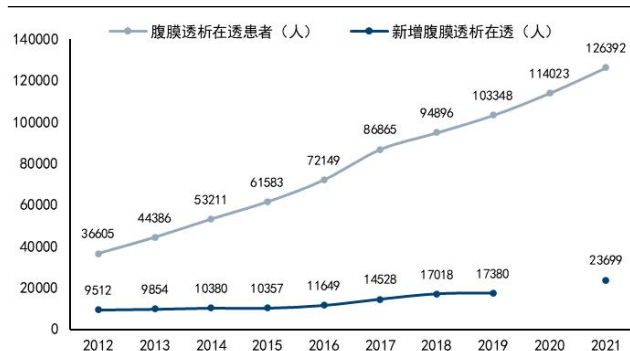
由于人口基数大，中国是终末期肾病治疗需求大国。根据全国血液净化病例信息登记系统（CNRDS）的数据，我国终末期肾脏病患者总数约100-200万人，截至2021年末国内接受血液净化的患者已达87.6万人（血透75万人，腹透12.6万人），年内新增179146人（血透155447人，腹透23699人）。

图8：2011-2021年我国血透（HD）在透患者例数



资料来源：中国医师协会肾脏内科医师分会（CNA）2022年学术年会暨中国工程院医药卫生学部肾脏病前沿论坛，爱肾网，血透室古戎，国信证券经济研究所整理

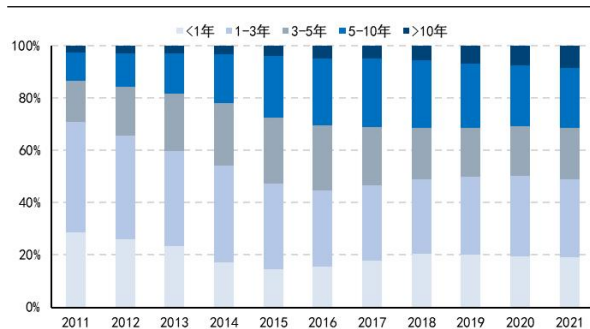
图9：2012-2021年我国腹膜透析（PD）在透患者例数



资料来源：中国医师协会肾脏内科医师分会（CNA）2022年学术年会暨中国工程院医药卫生学部肾脏病前沿论坛，爱肾网，血透室古戎，国信证券经济研究所整理

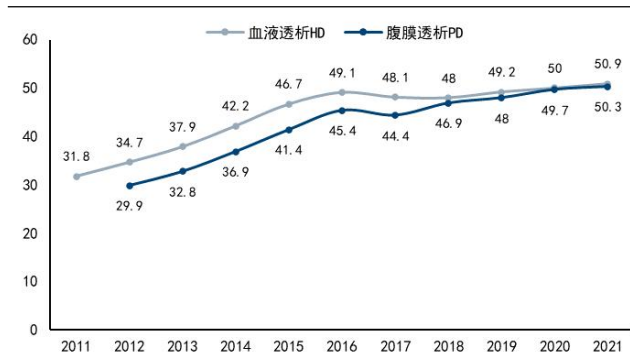
2020年我国透析患者平均透析龄为49.7个月；2021年达50.9个月，较2011年增加了19.1个月；透析龄超过5年的患者数量比例为31.5%，大于10年的占比为8.4%。腹膜透析平均透析龄达50.3个月，较2011年增加了20.4个月；透析龄超过5年的患者数量比例为33.9%，大于10年的占比为7.5%。

图10：2011-2021年国内透析患者透析龄分布情况



资料来源：爱肾网，国信证券经济研究所整理

图11：2011-2021年国内血液透析患者的平均透析龄（月）



资料来源：爱肾网，国信证券经济研究所整理

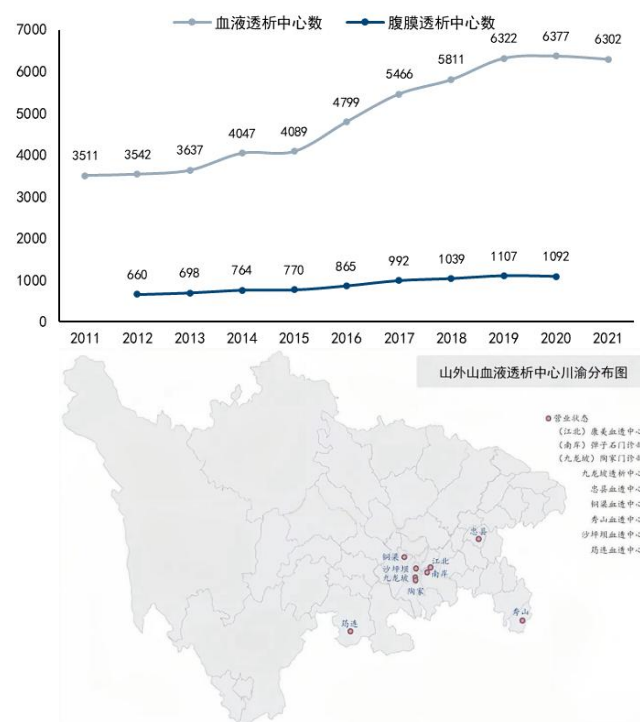
从潜在患者数量以及基础设施建设角度看，我国血液净化设备需求尚有增长空间。近几年，我国透析患者人数、患者每百万人口治疗率每年都有所增加。2021 年我国血液透析总患病率 519.3pmp（每百万人）；腹膜透析总患病率 87.55pmp，累计血液透析中心数量达 6302 所，腹膜透析机构 1092 所。然而相比其他发达国家，2019 年日本在透患者总患病率高达 2731.6pmp，透析龄超 5 年的患者达 52.4%。2015 至 2020 年美国每百万人口对应血液透析中心由 18.5 家增至 22.9 家，我国由 3 家增至 4.5 家。现阶段我国血透治疗率不到 20%，远低于国际水平，存在高患病率但低透析率现象。

图12：2021 年中国血液透析中心分布情况



资料来源：爱肾网，国信证券经济研究所整理

图13：国内血透中心数量以及公司 2021 年血透中心分布图



资料来源：爱肾网，公司招股书，国信证券经济研究所整理

公司的血液净化设备国内市占率 5%，在国内品牌中处于领先地位

根据费森尤斯年报披露的预测和统计，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，CAGR4%左右，到 2021 年，透析市场规模将达 830-850 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。根据蛋壳研究院测算，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。

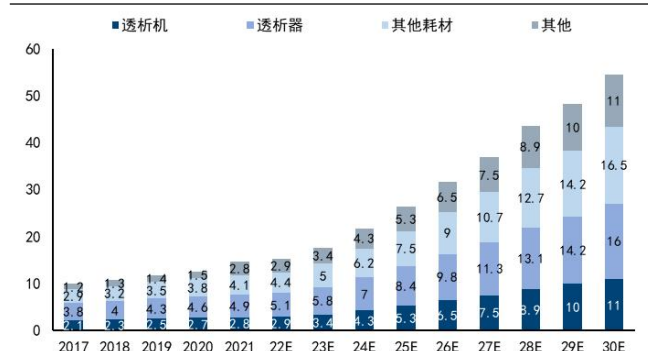
根据威高血液招股书，我国血液透析医疗器械市场规模从 2017 年的 99 亿元稳步增长至 2021 年的 133 亿元，期间 CAGR 为 7.66%，预计 2021-2025 年将以 15.42% 的复合增长到 236 亿元。

图14: 全球血液透析市场规模（亿欧元）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图15: 中国血液透析医疗器械市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

医疗器械并没有光刻机那样的高技术瓶颈，国内企业相对欠缺的是精益求精的技术迭代和市场的接受程度。公司主要竞争对手为成立时间早、营收规模大且品牌影响力较高的国内外龙头企业，如费森尤斯、贝朗、日机装、百特、尼普洛以及健帆生物、威高血液等。在国内血液净化设备领域，境外龙头企业市场占有率超过 80%，随着境内国产品牌的逐步崛起，包括连续性血液净化设备（CRRT）在内的血液净化设备领域存在价格竞争的风险。医招采 2022 年 2 月发布的“血液透析机排行榜”显示，2021 年国内的透析仪器市场份额排名前十的国产品牌很少，山外山市占率 5%左右。在国内血液净化类高值医用耗材市场，进口产品占据了 70% 以上的市场份额，而低值耗材国产品牌的市场占有率则相对较高。

表3: 医招采 2022 年 2 月血液透析机排行榜

血透血液滤过机排名				CRRT 机品牌排名		
排名	品牌	市场份额（金额）	市场份额（数量）	排名	品牌	市场份额
1	Fresenius	29.92%	28.65%	1	Baxter	28.93%
2	B. Braun	24.1%	22.04%	2	Fresenius	18.72%
3	NIKKISO	18.98%	21.89%	3	NIKKISO	17.54%
4	Baxter	9.44%	8.06%	4	健帆	13.22%
5	Nipro	7.57%	7.42%	5	B. Braun	9.95%
6	重庆山外山	3.89%	5.36%	6	重庆山外山	5.50%
7	日本东丽	2.45%	2.81%	7	Asahi	3.14%
8	LMS	1.80%	1.58%	8	JUNKEN	1.44%
9	Bellico	0.72%	0.96%	9	Infomed	0.52%
10	宝莱特	0.30%	0.43%	10	Bellico	0.39%

资料来源：医招采“血液透析机排行榜”，公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

政策上，我国加速推进医疗器械国产化，已有多省份释放信号支持国产医疗设备发展。2021 年以来，浙江、广东、四川等省份相继推出政策，要求公立医疗机构采购血液灌流机、血液透析机、连续性血液净化设备（CRRT）等，**需优先考虑国产医疗设备**。2019 年 7 月 31 日，中华人民共和国国务院办公厅发布《治理高值耗材改革方案》，目前，大部分省市都已在**血液净化耗材领域**实施或推进带量采购、集中采购。2019-2021 年，我国共收集 4270 条血液透析设备中标数据，涉及 60 个品牌商，采购总额为 78.5 亿元；血液透析设备中标规模从 11.59 亿元增至 36.97 亿元。公司在山东、湖南湘西地区被纳入采购范围的耗材产品价格降幅主要集中在 3%-22% 的区间内。2022 年 5 月，公司自产透析液、透析粉已在黑龙江、辽宁两省的集中带量采购中标。

公司目前主要收入仍来自设备，而国内上市公司大多来自耗材。以宝莱特与威高血液为例，血透产品收入是宝莱特主要收入来源之一，2021 年公司营业总收入为

10.91 亿元，其中血透产品收入为 6.74 亿元，占总营收的 61.8%。威高血液 2021 年收入 22.02 亿元，血液净化相关业务收入占比接近 93%，其中血透耗材收入占比接近 70%。

图16: 2017-2021 年宝莱特血透产品收入与总收入（亿元）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图17: 2019-2021 年威高血液血液净化相关收入（亿元）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

募投项目

本次 IPO，公司计划募集资金 12.47 亿元投入 3 个建设项目。

1. 血液净化设备及高值耗材产业化项目：预计项目建成后，每年可生产血液净化耗材 2400 万人份（支），包括血液透析器 1200 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 12500 台，包括智能血液透析机 10000 台，多器官生命支持系统 2000 台，腹膜透析机 500 台。项目总投资 86323.15 万，税后内部收益率 17.57%，税后投资回收期（含建设期）7.21 年。
2. 血液净化研发中心建设项目：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）。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。
3. 营销网络升级与远程运维服务平台建设项目：完善现有直销渠道，实现对设备的预测性维护；同时开发血透中心智能管理系统，打造“设备+医护+患者+远程运维”整体解决方案，提升产品附加值与服务质量。项目不直接产生经济效益。

表4: 萤石网络募投项目

序号	项目名称	总投资金额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目建设周期
1	血液净化设备及高值耗材产业化项目	86323.15	86323.15	3 年
2	血液净化研发中心建设项目	16407.01	16407.01	3 年
3	营销网络升级与远程运维服务平台建设项目	9943.77	9943.77	3 年
4	补充流动资金	12000.00	12000.00	-
合计		124673.93	124673.93	

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

可比公司情况

公司属于“制造业中的专用设备制造业（C35）”之“C3585 机械治疗及病房护理设备制造”。主要从事血液净化方向设备与相关耗材的研发、生产与销售。产品属于“3.2 生物医学工程产业”之“3.2.2 先进治疗设备”。

公司以生产销售血透类设备以及相关耗材为主，未来计划布局腹膜透析设备，主要针对终末期肾病患者，致病原因相对集中且相对偏刚需，设备使用年限较长。可比公司选取主营血液净化产品的宝莱特（300246.SZ）、三鑫医疗（300453.SZ，相关收入占比 61.27%）、健帆生物（300529.SZ，血液灌流器，属于耗材）、天益医疗（301097.SZ，血液净化体外管路与机用采血器，属于耗材）

截至 2022 年 12 月 23 日，可比公司 2021 年平均静态市盈率为 34.11 倍。

表5：可比公司财务数据与估值表现（亿元，截至 2022 年 12 月 23 日收盘数据）

股票代码	公司简称	2021 年营收	近三年营收复合增速	2021 年归母净利润	近三年归母净利润复合增速	22 年前三季度营收	22 年前三季度归母净利润	静态 PE2021 (倍)	静态 PE2022E (倍)	总市值 (亿元)	股价 (元)
300246.SZ	宝莱特	10.91	10.3%	0.64	-0.2%	8.68	0.10	49.30	174.71	31.45	17.89
300453.SZ	三鑫医疗	11.64	29.9%	1.56	55.9%	9.85	1.43	22.58	18.20	35.21	8.86
300529.SZ	健帆生物	26.75	38.1%	11.97	43.9%	20.26	8.72	21.03	17.49	251.68	31.16
301097.SZ	天益医疗	4.15	17.1%	0.78	20.7%	2.79	0.87	43.53	-	34.08	57.82
平均								34.11	-		
688410.SH	山外山	2.83	35.5%	0.195	20 年起盈利	2.59	0.34	297.74		46.75 (发行市值)	32.30 (发行价)

资料来源：WIND，公司招股意向书，国信证券经济研究所整理；

注：可比公司静态 PE2022E 均采用 WIND 一致预期

风险提示

风险提示 1：经营上，产品结构与客户需求变化导致产品价格下滑风险、盈利上目前较多依靠政府补助、设备使用年限较长导致收入增速放缓风险、自产耗材小批量生产下毛利率为负风险；自产耗材取得产品注册证书较晚风险、部分新产品未能取得医疗器械注册证导致投产不及时风险；

风险提示 2：政策上，耗材带量采购与“两票制”风险、政府补助持续性风险、税收优惠政策调整风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032