

2023年08月28日

山外山 (688410.SH)

公司快报

业绩持续高增长，耗材将逐步起量

投资要点

- ◆ **业绩超预期：**公司发布 2023 年中报，2023H1 实现收入 3.95 亿元（+157%）、归母净利润 1.34 亿元（+687%）、扣非归母净利润 1.29 亿元（+839%）；2023Q2 单季度实现收入 2.02 亿元（+134%）、归母净利润 0.6 亿元（+539%）、扣非归母净利润 0.58 亿元。2023H1 公司业绩持续高速增长，主要系公司血液净化设备在国内外医院的认可度逐年提升，公司不断加大营销力度，销售覆盖范围持续扩大。
- ◆ **设备认可度持续提升，耗材将逐步起量。**2023H1 公司血液净化设备业务增长 238%，业绩持续高增。目前，国内血液净化设备主要依赖进口产品，内资企业参与较少，公司突破血液净化设备的关键核心技术，陆续推出国产设备抢占进口市场份额，中高端血液净化设备 SWS-5000 上市后，因其先进的技术、高性价比和临床适用范围广等优势，得到市场广泛认可，装机量快速提升。目前公司血液净化耗材以经销为主，自主研发耗材起步较晚，2021 年才陆续取得以上自有产品的耗材注册证。公司基于现有设备客户基础，充分挖掘自有客户耗材资源；同时发动代理商、经销商资源助力耗材集采工作，带动耗材销量，2023H1 耗材业务增长 52%，未来有望凭借渠道优势和在院设备带动自产耗材快速放量。
- ◆ **重视研发不断完善产品线，开拓海外市场打开成长空间。**2023H1 公司研发费用约 1458.69 万元（+39%），积极推进新产品研发进程，提升公司核心竞争力。2023 年 6 月一次性使用血液灌流器获批，进一步丰富和完善血液净化相关产品线。海外市场方面，公司借助一带一路和 RCEP 等国家相关利好政策，积极推进相关国家和市场的布局，加大公司产品宣传，且快速完善大国际销售、售后队伍，推动全球布局。2023H1 公司境外销售收入为 6667.87 万元，保持较快增速。
- ◆ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.01/2.15/2.54 亿元，增速分别为 240%/7%/18%，对应 PE 分别为 31/29/24 倍。考虑到公司血透设备凭借产品性能和价格优势，国产政策倾斜下加速进口替代。自产耗材陆续获批，有望凭借渠道优势和在院设备带动耗材快速增长，公司业绩将持续快速发展。基于国产血透设备稀缺性，公司作为龙头享受一定估值溢价，首次覆盖，给予“增持”建议。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，海外市场开拓不及预期风险。

医药 | 医疗器械III

投资评级

增持-A(首次)

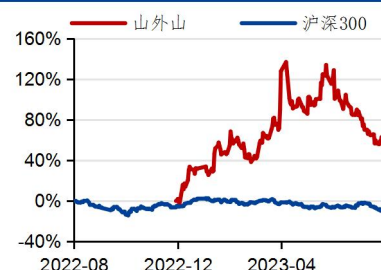
股价(2023-08-28)

42.40 元

交易数据

总市值（百万元）	6,136.56
流通市值（百万元）	1,494.04
总股本（百万股）	144.73
流通股本（百万股）	35.24
12 个月价格区间	58.95/26.47

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.4	-11.34	39.91
绝对收益	-12.23	-13.89	31.27

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	283	382	788	885	1,077
YoY(%)	11.3	34.9	106.2	12.4	21.7
净利润(百万元)	19	59	201	215	254
YoY(%)	-5.5	204.2	239.7	7.0	17.7
毛利率(%)	40.5	43.6	54.6	52.2	53.4
EPS(摊薄/元)	0.13	0.41	1.39	1.49	1.75
ROE(%)	4.7	3.8	11.4	10.9	11.4
P/E(倍)	315.1	103.6	30.5	28.5	24.2
P/B(倍)	15.9	4.1	3.6	3.2	2.8
净利率(%)	6.9	15.5	25.5	24.3	23.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **血液净化设备：**公司深耕血液净化设备多年，近几年随着 SWS-5000 等高竞争力产品上市，临床认可度提升，带动公司设备业务快速增长，未来国产政策倾斜下公司有望凭借产品和性价比优势加速进口替代。预计 2023-2025 年血液净化设备营收增速分别为 153%、4%、24%，毛利率分别为 63.42%、61.76%、58.86%。
- (2) **血液净化耗材：**公司目前耗材业务主要为经销产品，随着公司自产的血液透析器（低通）、透析液过滤器、血液透析器（高通）等耗材陆续获批，有望凭借公司渠道优势和在院设备带动耗材快速放量。预计 2023-2025 年血液净化耗材营收增速分别为 30%、55%、50%，毛利率分别为 25.00%、30.00%、35.00%。
- (3) **医疗服务：**公司已建成并运营连锁血液透析中心 7 家，为肾脏病等患者提供血液透析医疗服务。预计 2023-2025 年医疗服务营收增速分别为 10%、10%、15%，毛利率分别为 15.00%、18.00%、18.00%。

综上，公司作为国产血液净化设备龙头厂家，凭借产品性能优势获得临床终端认可，国产政策支持下有望加速进口替代。同时公司自产耗材陆续获批，有望凭借渠道优势和在院设备带动耗材快速增长，同时布局下游血液透析中心，建立全产业链优势，公司业绩有望持续快速发展。预计公司 2023-2025 年整体营收增速分别为 106%、12%、22%，毛利率分别为 54.64%、52.15%、53.41%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

细分业务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025
血液净化设备	132.23	170.97	241.63	611.10	633.22	787.44
YOY	135%	29%	41%	153%	4%	24%
毛利率	59.45%	54.89%	55.70%	63.42%	61.76%	58.86%
血液净化耗材	64.06	60.96	76.78	99.82	154.71	232.07
YOY	36%	-5%	26%	30%	55%	50%
毛利率	33.98%	30.95%	24.36%	25.00%	30.00%	35.00%
医疗服务	55.81	48.96	58.63	64.49	70.94	81.58
YOY	53%	-12%	20%	10%	10%	15%
毛利率	8.15%	0.80%	17.53%	15.00%	18.00%	18.00%
其他业务	2.17	2.20	4.86	14.58	20.41	28.58
YOY	-17%	1%	121%	200%	40%	40%
毛利率	69.40%	65.25%	61.31%	56.31%	56.31%	56.31%
营业总收入	254.41	283.28	382.01	787.79	885.41	1077.48
YOY	79%	11%	35%	106%	12%	22%
毛利率	41.87%	40.50%	43.60%	54.64%	52.15%	53.41%

资料来源：Wind，华金证券研究所

2. 可比公司估值

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，公司销售收入主要来源于血液净化设备和耗材，为满足下游客户需求，在自产耗材投产前，公司以经销其他品牌血液净化耗材为主。可比公司中没有与公司经营模式完全一致的上市公司，因此选取主营业务含血液净化类产品的上市公司作为可比上市公司进行估值对比，三鑫医疗、健帆生物、宝莱特为血液净化耗材行业主要供应商，且均有少量血液净化设备生产。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300453.SZ	三鑫医疗	6.53	0.46	0.39	0.47	0.58	19	17	14	11
300529.SZ	健帆生物	20.75	1.10	1.27	1.56	1.90	28	16	13	11
300246.SZ	宝莱特	11.09	0.13	0.38	0.52	0.68	130	29	21	16
	平均值						59	21	16	13
688410.SH	山外山	42.40	0.41	1.39	1.49	1.75	62	31	29	24

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 Wind 一致预期，截止日期 2023 年 8 月 28 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	380	1757	1684	1991	2182
现金	172	1442	1049	1539	1343
应收票据及应收账款	124	116	380	178	501
预付账款	6	10	27	11	36
存货	62	134	144	200	214
其他流动资产	17	55	85	63	88
非流动资产	176	167	214	216	232
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	120	117	167	169	182
无形资产	25	27	31	35	40
其他非流动资产	30	23	15	13	11
资产总计	556	1924	1898	2207	2414
流动负债	66	316	101	201	161
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	27	87	61	106	97
其他流动负债	39	230	40	95	64
非流动负债	100	92	83	85	88
长期借款	13	3	7	5	4
其他非流动负债	88	90	77	80	83
负债合计	166	409	184	286	249
少数股东权益	3	0	-5	-12	-19
股本	109	145	145	145	145
资本公积	307	1340	1340	1340	1340
留存收益	-29	30	226	435	681
归属母公司股东权益	387	1515	1719	1933	2185
负债和股东权益	556	1924	1898	2207	2414

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	33	246	-310	521	-158
净利润	18	57	195	209	246
折旧摊销	16	16	14	18	20
财务费用	2	-1	2	6	22
投资损失	-4	-1	-1	-2	-2
营运资金变动	-6	165	-522	291	-443
其他经营现金流	6	9	2	-1	-1
投资活动现金流	-21	-7	-65	-26	-18
筹资活动现金流	-79	1058	-19	-5	-20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.41	1.39	1.49	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	1.70	-2.14	3.60	-1.09
每股净资产(最新摊薄)	2.67	10.47	11.86	13.34	15.09

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	283	382	788	885	1077
营业成本	169	215	357	424	502
营业税金及附加	3	4	8	9	11
营业费用	53	70	120	124	151
管理费用	28	28	47	49	59
研发费用	18	23	47	49	65
财务费用	2	-1	2	6	22
资产减值损失	-2	-5	-2	-2	-3
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	4	1	1	2	2
营业利润	29	62	219	242	284
营业外收入	0	4	1	1	2
营业外支出	7	3	3	3	4
利润总额	22	63	218	240	282
所得税	4	6	22	30	36
税后利润	18	57	195	209	246
少数股东损益	-1	-2	-6	-6	-7
归属母公司净利润	19	59	201	215	254
EBITDA	34	36	195	219	259

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	11.3	34.9	106.2	12.4	21.7
营业利润(%)	34.0	115.4	252.7	10.1	17.7
归属于母公司净利润(%)	-5.5	204.2	239.7	7.0	17.7
获利能力					
毛利率(%)	40.5	43.6	54.6	52.2	53.4
净利率(%)	6.9	15.5	25.5	24.3	23.5
ROE(%)	4.7	3.8	11.4	10.9	11.4
ROIC(%)	3.5	1.2	9.4	9.0	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	29.9	21.2	9.7	13.0	10.3
流动比率	5.8	5.6	16.6	9.9	13.5
速动比率	4.5	5.1	14.9	8.8	11.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	6.0	3.8	4.8	5.1	4.9
估值比率					
P/E	315.1	103.6	30.5	28.5	24.2
P/B	15.9	4.1	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	177.4	128.7	26.0	20.8	18.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

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

周平声明，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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn