

2023年11月02日

证券研究报告·2023年三季报点评

山外山(688410)医药生物

当前价: 30.40元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩持续高增长，利好政策打开市场需求

### 投资要点

- **事件:** 2023年公司前三季度实现收入 5.8 亿元 (+122%)，归母净利润为 1.8 亿元 (+431.2%)，扣非归母净利润为 1.7 亿元 (+529.4%)。
- **单三季度维持高增长，耗材快速增长。** 公司单三季度收入 1.8 亿元 (+71.1%)，归母净利润为 0.5 亿元 (+176.5%)，扣非归母净利润为 0.5 亿元 (+226.6%)。收入实现快速增长一方面是来自于设备板块持续快速增长，截至 2023 年 8 月末，山外山血透机/连续血液净化设备 (CRRT) 销售市占率居行业第一，其中血透机达到 23.5% 的占比，CRRT 市占率达到 27.3% 的占比。此外海外收入快速增长，上半年海外收入 6668 万元，同比增长 264%，目前已经在意大利、瑞士、印尼、印度、秘鲁、马来西亚、南非等 70 个国家打开销路。公司血透机凭借着高性价比的优势，在国际市场上持续快速增长。另一方面，公司的耗材也快速上量。截至上半年公司耗材收入突破 4798 万元，同比增长 52%，其中自产耗材收入 1019 万元，同比增长 133%，CRRT 耗材上半年也同比增长 256%，随着公司目前 CRRT 逐步实现快速装机，预计未来将实现快速增长。
- **盈利能力持续提升。** 公司前三季度毛利率为 55.5%，同比增长 13.8pp，实现快速增长。主要系公司高毛利的设备板块实现快速增长。前三季度销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 15.3%/9.3%/-2.6%/4.4%，同比变化为 -2/-4.9/-2.3/-1.8pp。随着公司收入持续增长，费用率整体也将持续处于下行趋势。
- **政策利好，基层医疗需求有望打开。** 国家卫健委于 2023 年 7 月 26 日发布《县级综合医院设备配置标准》，规范了县级综合医院根据不同医院床位数必须配置对应数量的血液透析设备及连续性肾脏替代治疗仪 (CRRT)，该标准从 2024 年 1 月 1 日开始实施，预计将极大提升基层医疗器械的数量。同时随着医疗行业采购逐步规范化，国产企业也将进一步实现对于进口产品的替代。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司设备海内外市场持续快速增长，以及耗材快速放量，预计 2023-2025 年公司利润分别为 2.4 亿元、2.6 亿元和 3.2 亿元，对应 PE 为 27 倍、25 倍和 21 倍，建议保持关注。
- **风险提示:** 新品研发失败、设备市场竞争激烈、部分核心原材料进口采购等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	382.01	867.13	1026.73	1288.93
增长率	34.85%	126.99%	18.41%	25.54%
归属母公司净利润(百万元)	59.24	242.56	261.25	315.05
增长率	204.20%	309.47%	7.71%	20.59%
每股收益 EPS(元)	0.27	1.12	1.21	1.46
净资产收益率 ROE	3.76%	13.80%	12.94%	13.50%
PE	111	27	25	21
PB	4.33	3.73	3.25	2.81

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

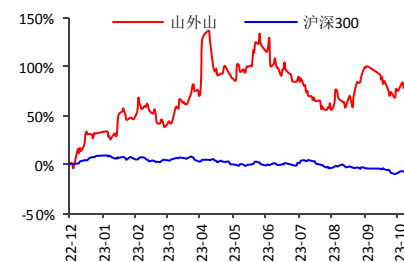
分析师: 阮雯

执业证号: S1250522100004

电话: 021-68416017

邮箱: rw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通 A 股(亿股)	0.52
52 周内股价区间(元)	25.01-62.93
总市值(亿元)	65.56
总资产(亿元)	19.32
每股净资产(元)	11.59

### 相关研究

1. 山外山(688410): 全产业链布局的国产血液净化龙头 (2023-06-17)

## 盈利预测与估值

根据公司基本面分析，我们对 2023-2025 年公司主营业务的预测如下：

**1) 血液净化设备：**国产替代政策利好、国外注册认证顺利与公司竞争力的三重作用下，设备类产品有望实现进一步增长。假设 2023-2025 年 CRRT 销量分别为 2400 台、2000 台和 1800 台，价格保持不变维持 16 万元/台。血液透析机 2023-2025 年销量分别为 4000 台、5250 台、6975 台，价格保持不变，维持 7 万元/台。从毛利率上来看，由于销售收入增长，带来成本具有规模优势，毛利率在 2023-2025 年逐步提升，分别为 60%、64%和 64%。

**2) 血液净化耗材：**血液净化耗材类产品大部分以国产为主，但一些高值耗材产品仍以进口为主。虽然公司目前耗材的规模尚小，但随着血液净化器和管路的研究上市与国产替代的加速，增长潜力会逐渐释放。假设透析器随着未来逐步集采，2023-2025 年销量增速分别为 85%、70%和 30%，价格不变。随着 CRRT 装机量提升，管路销量分别为 50%、50%和 50%。血液净化耗材产品处于快速放量过程中，2023-2025 年毛利率分别为 17%、25%和 32%。

**3) 医疗服务：**在公司全产业链的协同优势下，随着公司品牌力的提升和透析中心满床率的提高，各透析中心有望扭亏为盈，并持续为公司带来利润。假设 2023-2025 年收入增速分别为 20%，毛利率分别为 18%。

表 1：分业务收入及毛利率预测

百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
血液净化设备	营业收入	242.0	649.0	681.0	772.0
	YOY	42%	168%	5%	13%
	毛利润	134.8	392.0	435.2	494.9
	毛利率	56%	60%	64%	64%
血液净化耗材	营业收入	76.8	147.3	260.7	414.9
	YOY	26%	92%	77%	59%
	毛利润	18.7	49.3	98.8	162.6
	毛利率	20%	17%	25%	32%
医疗服务	营业收入	59.0	70.8	85.0	102.0
	YOY	20%	20%	20%	20%
	毛利润	10.3	12.7	15.7	19.3
	毛利率	18%	18%	18%	19%
合计	营业总收入	382.0	867.1	1026.7	1288.9
	YOY	35%	127%	18%	26%
	毛利润	166.5	454.1	549.7	676.8
	毛利率	44%	52%	54%	53%

数据来源：Wind，西南证券

选取同行业的创业板上市公司三鑫医疗、健帆生物、宝莱特。三家公司均为血液净化耗材行业主要供应商，涉及少量血液净化设备的生产，在经营模式和相关产品方面与山外山均有一定类似，具备可比性。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300453.SZ	三鑫医疗	7.25	0.46	0.42	0.52	0.63	16	17	14	12
300529.SZ	健帆生物	27.8	1.1	1.39	1.7	2.08	25	20	16	13
300246.SZ	宝莱特	12.01	0.13	0.28	0.43	0.66	92	43	28	18
平均值								27	19	14

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	382.01	867.13	1026.73	1288.93	净利润	56.90	242.57	261.26	315.06
营业成本	215.47	390.21	472.30	605.80	折旧与摊销	16.13	25.73	41.19	59.12
营业税金及附加	4.03	8.67	15.40	19.33	财务费用	-0.72	-4.10	6.12	8.70
销售费用	70.07	121.40	154.01	193.34	资产减值损失	-1.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.63	60.70	71.87	90.23	经营营运资本变动	171.06	-413.79	-61.47	-105.01
财务费用	-0.72	-4.10	6.12	8.70	其他	4.20	2.03	-6.22	-5.09
资产减值损失	-1.72	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>245.85</b>	<b>-147.56</b>	<b>240.87</b>	<b>272.79</b>
投资收益	1.08	5.00	10.00	10.00	资本支出	-2.25	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	0.78	0.00	0.00	0.00	其他	-4.90	5.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-7.15</b>	<b>-245.00</b>	<b>-240.00</b>	<b>-240.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>62.23</b>	<b>295.25</b>	<b>317.04</b>	<b>381.53</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.13	-3.00	-2.26	-1.94	长期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>63.36</b>	<b>292.25</b>	<b>314.77</b>	<b>379.59</b>	股权融资	1068.68	0.00	0.00	0.00
所得税	6.46	49.68	53.51	64.53	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	56.90	242.57	261.26	315.06	其他	-1.00	-9.06	-6.12	-8.70
少数股东损益	-2.33	0.01	0.01	0.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1057.68</b>	<b>-9.06</b>	<b>-6.12</b>	<b>-8.70</b>
归属母公司股东净利润	59.24	242.56	261.25	315.05	<b>现金流量净额</b>	<b>1296.35</b>	<b>-401.63</b>	<b>-5.25</b>	<b>24.08</b>
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1441.94	1040.31	1035.06	1059.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	137.10	350.30	409.68	507.20	销售收入增长率	34.85%	126.99%	18.41%	25.54%
存货	133.69	243.86	295.19	378.79	营业利润增长率	115.44%	374.48%	7.38%	20.34%
其他流动资产	43.82	43.42	45.81	49.73	净利润增长率	213.68%	326.27%	7.71%	20.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	66.01%	308.19%	14.98%	23.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	120.70	295.96	455.76	597.63	毛利率	43.60%	55.00%	54.00%	53.00%
无形资产和开发支出	27.30	76.75	126.20	175.65	三费率	25.39%	20.53%	22.60%	22.68%
其他非流动资产	19.12	18.68	18.24	17.80	净利率	14.90%	27.97%	25.45%	24.44%
<b>资产总计</b>	<b>1923.66</b>	<b>2069.27</b>	<b>2385.94</b>	<b>2785.94</b>	ROE	3.76%	13.80%	12.94%	13.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.96%	11.72%	10.95%	11.31%
应付和预收款项	125.50	177.17	223.70	294.21	ROIC	32.76%	57.26%	29.69%	26.91%
长期借款	2.80	2.80	2.80	2.80	EBITDA/销售收入	20.32%	36.54%	35.49%	34.86%
其他负债	280.34	131.72	140.60	155.03	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>408.64</b>	<b>311.69</b>	<b>367.10</b>	<b>452.03</b>	总资产周转率	0.31	0.43	0.46	0.50
股本	144.73	215.65	215.65	215.65	固定资产周转率	3.22	4.93	3.35	2.89
资本公积	1339.54	1268.62	1268.62	1268.62	应收账款周转率	3.03	3.89	2.93	3.05
留存收益	30.33	272.89	534.14	849.19	存货周转率	2.19	2.06	1.75	1.79
归属母公司股东权益	1514.60	1757.16	2018.41	2333.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	154.60%	—	—	—
少数股东权益	0.41	0.42	0.43	0.44	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1515.02</b>	<b>1757.58</b>	<b>2018.84</b>	<b>2333.91</b>	资产负债率	21.24%	15.06%	15.39%	16.23%
负债和股东权益合计	1923.66	2069.27	2385.94	2785.94	带息债务/总负债	0.69%	0.90%	0.76%	0.62%
					流动比率	5.55	7.65	6.50	5.55
					速动比率	5.13	6.54	5.42	4.49
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.27	1.12	1.21	1.46
					每股净资产	7.03	8.15	9.36	10.82
					每股经营现金	1.14	-0.68	1.12	1.26
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	77.63	316.88	364.34	449.36					
PE	110.67	27.03	25.09	20.81					
PB	4.33	3.73	3.25	2.81					
PS	17.16	7.56	6.39	5.09					
EV/EBITDA	37.73	17.27	15.04	12.14					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn



	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn