

2024年05月13日

证券研究报告·2023年年报及2024年一季报点评

山外山(688410)医药生物

当前价: 24.20元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 设备市占率提升, 海外市场快速拓展

### 投资要点

- 事件:** 2023年实现营业总收入6.9亿元(+80.65%), 归母净利润1.9亿元(+228.34%); 扣非归母净利润1.8亿元(+264.90%)。2024年公司Q1单季度实现营业收入1.6亿元(-16.03%), 归母净利润0.34亿元(-54.10%), 扣非归母净利润0.29亿元(-59.20%)。2023年分红预案为: 拟向全体股东每10股派发现金红利人民币2.00元(含税), 本次公司现金分红数额(包含中期已分配的现金红利)为0.7亿元, 占公司2023年度实现的归属于上市公司股东的净利润的比例为36.94%。
- 设备市占率快速提升, 看好耗材逐步放量增长。** 公司2023年收入快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, 近几年国家出台了国产替代系列政策, 由于市场环境影响国家政策层面加强各地医院重症监护室的建设, 同时公司不断加大经销力度, 经销覆盖范围不断扩大, 血液净化设备业务增长较快, 2023年公司血液净化设备收入5.28亿元, 同比增加118.48%, 2023年公司CRRT在国内各品牌销售额中占比22.92%, 排名第一, 血透血滤机销售额和数量占有率排名第四, 占比12.01%。公司设备在近400家大型三甲医院实现了终端装机, 国内客户总量累计超过2000家, 建立了良好的品牌形象和产品口碑, 国产替代有望加快。此外2023年公司血液净化耗材收入1.02亿元, 同比增加32.99%。2023年6月公司取得一次性使用血液灌流器产品注册证。
- 研发创新能力强, 毛利率提升明显。** 继续加大自主创新投入, 2023年研发投入3803万元, 同比增长42.6%。报告期内公司获得发明专利7项, 实用新型专利15项, 外观设计专利2项, 软件著作权12项, 其他11项, 获得三类医疗器械注册1项, 研发费用0.37亿元, 同比增长62.86%。2023年公司毛利率54.07%(+10.47pp), 公司毛利率提升主要源于公司高毛利产品血液净化设备占比提升毛利率水平, 公司血液净化设备毛利率61.21%(+5.51pp)。公司2023年销售费用/管理费用/财务费用/研发费用率分别同比-0.69/-1.59/-2.56/-0.6pp。
- 国内市场优势明显, 国际市场布局加快。** 公司积极参加德国、巴西、俄罗斯、印度等国家的多项国际大型医疗展会和海外国家肾病年会, 加大海外市场宣传力度, 并且扩大海外销售团队, 在印度和非洲等市场潜力较大的新兴国家区域增加了海外销售。目前海外已经实现75个国家和地区销售, 2023年境外销售收入达到9898.8万元, 同比增长91.65%。
- 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2024-2026年公司利润分别为2.5亿元、3.5亿元和4.6亿元, 对应PE为21倍、15倍和11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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	690.11	958.63	1414.86	1765.33
增长率	80.65%	38.91%	47.59%	24.77%
归属母公司净利润(百万元)	194.50	246.46	349.56	459.70
增长率	228.34%	26.72%	41.83%	31.51%
每股收益EPS(元)	0.90	1.14	1.62	2.13
净资产收益率ROE	11.34%	13.34%	16.84%	19.44%
PE	27	21	15	11
PB	3.08	2.83	2.51	2.21

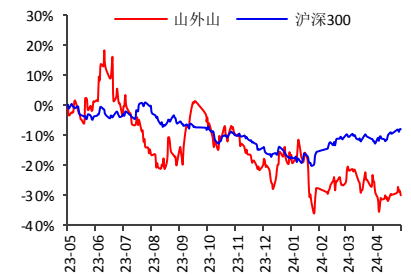
数据来源: Wind, 西南证券

### 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)	1.55
52周内股价区间(元)	20.36-62.01
总市值(亿元)	52.19
总资产(亿元)	19.03
每股净资产(元)	7.93

### 相关研究

- 山外山(688410): 业绩持续高增长, 利好政策打开市场需求 (2023-11-03)
- 山外山(688410): 全产业链布局的国产血液净化龙头 (2023-06-17)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 盈利预测

根据公司基本面分析，我们对 2024-2026 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、国外注册认证顺利以及公司销售渠道的不断拓宽，海外市场不断扩大，公司设备类产品有望实现进一步增长。假设 2024-2026 年 CRRT 销量分别为 1500 台、1500 台和 1000 台，考虑到产品不断升级，预计 2024-2026 年价格每年上涨 5%。血液透析机 2024-2026 年销量分别为 4515、6161、7764 台，价格保持不变。考虑到 CRRT 销量下降和透析机快速增长，设备板块 2024-2026 年的增速分别为 3%、21% 和 3%。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 2024-2026 年分别为 64%。

**2) 血液净化耗材：**报告期内公司基本完成了自产血液净化耗材的全线布局，随着血液净化器和管路的研发上市与国产替代的加速，增长潜力会逐渐释放。假设 2024-2026 年整体耗材收入增速分别为 235%、91% 和 42%，因为公司实现自产之后，成本逐步下降，2024-2026 年毛利率分别为 41%、47.8% 和 53.3%。

**3) 医疗服务：**报告期内公司已建成并运营连锁血液透析中心 7 家，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 2024-2026 年收入增速分别为 5%、10% 和 10%，毛利率分别为 30%。

表 1：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
血液净化设备	营业收入	527.8	543.3	658.7	680.4
	YOY	118%	3%	21%	3%
	毛利润	323.1	347.2	422.2	438.2
	毛利率	61%	64%	64%	64%
血液净化耗材	营业收入	102.0	341.5	653.1	925.7
	YOY	33%	235%	91%	42%
	毛利润	28.6	140.0	312.0	493.2
	毛利率	28%	41%	48%	53%
医疗服务	营业收入	49.5	52.0	57.2	62.9
	YOY	-16%	5%	10%	10%
	毛利润	49.5	52.0	57.2	62.9
	毛利率	30%	30%	30%	30%
其他	营业收入	10.4	21.8	45.9	96.3
	YOY	115%	110%	110%	110%
	毛利润	6.3	13.3	28.0	58.8
	毛利率	60%	61%	61%	61%
合计	营业总收入	690.1	958.6	1414.8	1765.3
	YOY	81%	39%	48%	25%
	毛利润	373.1	516.1	779.4	1009.0
	毛利率	54%	54%	55%	57%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	690.11	958.63	1414.86	1765.33	净利润	192.21	246.47	349.57	459.71
营业成本	316.99	442.54	635.48	756.29	折旧与摊销	17.41	28.19	43.67	61.62
营业税金及附加	5.77	9.59	21.22	26.48	财务费用	-18.98	-1.65	12.20	15.89
销售费用	121.82	162.97	254.67	317.76	资产减值损失	-8.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.95	67.10	99.04	123.57	经营营运资本变动	-160.83	-176.65	-120.04	-110.66
财务费用	-18.98	-1.65	12.20	15.89	其他	43.39	3.48	-1.71	-3.49
资产减值损失	-8.64	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>64.55</b>	<b>99.85</b>	<b>283.69</b>	<b>423.06</b>
投资收益	6.68	5.00	10.00	10.00	资本支出	-2.94	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	10.79	0.00	0.00	0.00	其他	-595.62	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>-598.56</b>	<b>-245.00</b>	<b>-240.00</b>	<b>-240.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>217.33</b>	<b>283.08</b>	<b>402.24</b>	<b>535.33</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.63	-3.00	-0.44	-0.78	长期借款	-2.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>219.95</b>	<b>280.08</b>	<b>401.80</b>	<b>534.55</b>	股权融资	16.80	0.00	0.00	0.00
所得税	27.74	33.61	52.23	74.84	支付股利	-28.95	-95.04	-120.43	-170.81
净利润	192.21	246.47	349.57	459.71	其他	-34.01	-1.33	-12.20	-15.89
少数股东损益	-2.29	0.01	0.01	0.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-48.96</b>	<b>-96.37</b>	<b>-132.64</b>	<b>-186.70</b>
归属母公司股东净利润	194.50	246.46	349.56	459.70	<b>现金流量净额</b>	<b>-583.01</b>	<b>-241.52</b>	<b>-88.95</b>	<b>-3.64</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	772.48	530.96	442.01	438.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	114.42	264.32	353.46	430.34	销售收入增长率	80.65%	38.91%	47.59%	24.77%
存货	148.16	206.39	296.57	353.11	营业利润增长率	249.25%	30.26%	42.09%	33.09%
其他流动资产	635.32	633.10	637.93	641.64	净利润增长率	237.77%	28.23%	41.83%	31.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	177.92%	43.51%	47.96%	33.77%
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	117.73	292.45	451.69	592.98	毛利率	54.07%	53.84%	55.09%	57.16%
无形资产和开发支出	122.91	170.31	217.70	265.09	三费率	20.55%	23.83%	25.86%	25.90%
其他非流动资产	24.74	24.44	24.14	23.84	净利率	27.85%	25.71%	24.71%	26.04%
<b>资产总计</b>	<b>1935.77</b>	<b>2121.96</b>	<b>2423.50</b>	<b>2745.37</b>	ROE	11.34%	13.34%	16.84%	19.44%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.93%	11.62%	14.42%	16.74%
应付和预收款项	72.31	159.91	227.21	256.99	ROIC	80.17%	44.31%	37.98%	36.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.26%	32.30%	32.38%	34.72%
其他负债	167.95	115.11	120.21	123.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>240.26</b>	<b>275.02</b>	<b>347.42</b>	<b>380.39</b>	总资产周转率	0.36	0.47	0.62	0.68
股本	215.65	215.65	215.65	215.65	固定资产周转率	5.99	5.56	4.68	4.00
资本公积	1285.42	1285.42	1285.42	1285.42	应收账款周转率	5.82	5.21	4.74	4.65
留存收益	196.32	347.74	576.86	865.76	存货周转率	2.24	2.49	2.52	2.33
归属母公司股东权益	1697.39	1848.81	2077.93	2366.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.44%	—	—	—
少数股东权益	-1.88	-1.87	-1.86	-1.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1695.51</b>	<b>1846.94</b>	<b>2076.08</b>	<b>2364.98</b>	资产负债率	12.41%	12.96%	14.34%	13.86%
负债和股东权益合计	1935.77	2121.96	2423.50	2745.37	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.21	9.53	7.09	6.73
					速动比率	11.12	8.32	5.87	5.45
					股利支付率	14.88%	38.56%	34.45%	37.16%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.90	1.14	1.62	2.13
					每股净资产	7.86	8.56	9.63	10.97
					每股经营现金	0.30	0.46	1.32	1.96
					每股股利	0.13	0.44	0.56	0.79
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	215.75	309.62	458.11	612.84					
PE	26.83	21.17	14.93	11.35					
PB	3.08	2.83	2.51	2.21					
PS	7.56	5.44	3.69	2.96					
EV/EBITDA	17.63	13.06	9.02	6.75					
股息率	0.55%	1.82%	2.31%	3.27%					

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

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn



---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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

---