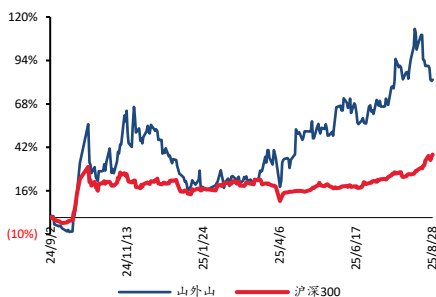


山外山：设备招采逐步落地，自产耗材快速放量

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 3.21/2.35
总市值/流通(亿元) 50.03/36.52
12 个月内最高/最低价 19.5/7.71 (元)

相关研究报告

<<山外山：血液净化设备国产龙头，全产业链布局前景广阔>>—2025-06-11

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83688835

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年，公司实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 28.72%；归母净利润 0.55 亿元，同比增长 20.28%；扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增长 32.71%。其中，公司第二季度实现营业收入 1.68 亿元，同比增长 45.51%；归母净利润 0.18 亿元，同比增长 56.47%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比增长 71.07%。

血透设备中标规模快速增长，市占率大幅提升

随着设备更新逐步落地，招投标快速铺开，带动医疗设备放量。2025 年 1-7 月，山外山中标规模同比增长超过 200%。市占率方面，据比地招标网统计，2025 年上半年连续性血液净化设备中标品牌中，山外山占比达 20.42%（2024 年上半年占比 18.18%），位列第三，在国产品牌中位居第一。2025 年上半年血液透析机设备中标品牌中，山外山占比达 15.29%（2024 年上半年占比 10.35%），位列第三，在国产自主品牌中排名第一。

自产耗材完成全线布局，同比近乎翻倍增长

公司积极推动血液净化耗材的研发及产业化，截至 2025 年 6 月末，公司及子公司已取得了血液透析浓缩液、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）、连续性血液净化管路、一次性使用血液灌流器等三类医疗器械注册证书，已基本完成自产血液净化耗材的全线布局。2025 上半年，公司血液净化耗材实现营业收入 0.85 亿元，同比增长 46.17%，其中，自产耗材实现营业收入 0.65 亿元，同比增长 91.90%，占耗材业务比重接近 80%。

毛利水平维稳，费用端同比有所改善

2025 年上半年，公司的综合毛利率同比增长 0.69pct 至 47.71%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 17.58%、5.56%、9.77%、-0.94%，同比变动幅度分别为-3.76pct、-2.05pct、+0.18pct、+2.45pct。

其中，2025 年第二季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 48.83%、21.20%、5.97%、11.00%、-0.99%、10.73%，分别变动+1.89pct、-3.64pct、-3.52pct、-1.30pct、+2.27pct、+0.75pct。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 8.02/10.45/12.79 亿元，同比增速为 41.38%/30.30%/22.39%；归母净利润分别为 1.59/2.16/2.81 亿元，同比增速为 124.18%/36.16%/30.04%；EPS 分别为 0.49/0.67/0.88 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 31/23/18 倍。维持“买入”评级。

风险提示：集采降价风险，招投标落地节奏慢的风险，耗材推广不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	567	802	1,045	1,279
营业收入增长率(%)	-17.80%	41.38%	30.30%	22.39%
归母净利（百万元）	71	159	216	281
净利润增长率(%)	-63.55%	124.18%	36.16%	30.04%
摊薄每股收益（元）	0.22	0.49	0.67	0.87
市盈率（PE）	50.34	31.48	23.15	17.80

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	772	631	666	698	784
应收和预付款项	110	120	153	184	204
存货	148	153	167	197	218
其他流动资产	640	773	834	897	956
流动资产合计	1,670	1,678	1,820	1,976	2,163
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	113	109	115	120	123
在建工程	4	68	78	88	98
无形资产开发支出	123	114	137	159	181
长期待摊费用	3	2	2	1	1
其他非流动资产	1,692	1,718	1,882	2,038	2,225
资产总计	1,936	2,012	2,214	2,406	2,629
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	37	95	129	165	197
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	203	238	308	339	364
负债合计	240	333	436	503	562
股本	216	321	321	321	321
资本公积	1,285	1,176	1,184	1,184	1,184
留存收益	196	224	319	449	617
归母公司股东权益	1,697	1,687	1,791	1,920	2,089
少数股东权益	-2	-9	-13	-18	-22
股东权益合计	1,696	1,678	1,777	1,903	2,067
负债和股东权益	1,936	2,012	2,214	2,406	2,629

现金流量表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	65	143	224	223	299
投资性现金流	-599	-169	-130	-105	-100
融资性现金流	-49	-83	-59	-86	-112
现金增加额	-583	-109	34	32	86

利润表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	690	567	802	1,045	1,279
营业成本	346	310	421	539	645
营业税金及附加	6	6	8	10	13
销售费用	93	119	120	162	194
管理费用	39	38	44	57	67
财务费用	-19	-13	-9	-10	-10
资产减值损失	-9	-18	-8	-5	-2
投资收益	7	13	8	10	13
公允价值变动	11	9	7	9	5
营业利润	217	80	183	246	318
其他非经营损益	3	-11	-8	-5	-3
利润总额	220	68	175	241	315
所得税	28	4	21	29	38
净利润	192	64	154	212	277
少数股东损益	-2	-7	-5	-4	-4
归母股东净利润	194	71	159	216	281

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.93%	45.29%	47.51%	48.42%	49.57%
销售净利率	28.18%	12.50%	19.81%	20.68%	21.98%
销售收入增长率	80.65%	-17.80%	41.38%	30.30%	22.39%
EBIT 增长率	201.64%	-71.10%	218.77%	39.09%	31.85%
净利润增长率	228.34%	-63.55%	124.18%	35.97%	30.09%
ROE	11.46%	4.20%	8.87%	11.25%	13.45%
ROA	10.05%	3.52%	7.18%	8.98%	10.69%
ROIC	9.24%	2.90%	8.20%	10.66%	12.94%
EPS(X)	0.61	0.22	0.49	0.67	0.87
PE(X)	48.24	50.34	31.48	23.15	17.80
PB(X)	3.71	2.13	2.79	2.61	2.39
PS(X)	9.12	6.32	6.24	4.79	3.91
EV/EBITDA(X)	27.67	39.71	23.03	16.93	12.82

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。