

山外山：业绩超预期，收入持续高增长

■ 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) 52.89/38.61
12 个月内最高/最低价 19.5/9.75 (元)

相关研究报告

<<山外山：设备招采逐步落地，自产耗材快速放量>>—2025-08-31
<<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：17717408201

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 年第三季度报告：2025 年前三季度，公司实现营业收入 5.84 亿元，同比增长 39.79%；归母净利润 1.04 亿元，同比增长 68.68%；扣非归母净利润 0.94 亿元，同比增长 84.10%。其中，公司第三季度实现营业收入 2.27 亿元，同比增长 61.66%；归母净利润 0.49 亿元，同比增长 205.50%；扣非归母净利润 0.43 亿元，同比增长 236.47%。收入增长主要系行业招采提速叠加市占率提升带来的设备收入稳步增长、自产耗材销售收入大幅提升；利润改善系产销量提升，自产耗材单位固定成本进一步下降以及费用端规模效益。

行业高速增长叠加市占率提升，有望带动设备业务快速放量

根据公司转引三方数据，2025 年 9 月单月，公司血液透析机市场份额达 21.74%，成功跃居全行业第一；2025 年 1-9 月累计市场份额为 19.91%，在国产自主品牌中稳居第一。2025 年 1-9 月，公司 CRRT 以 18% 的份额持续占据行业第一。公司设备市占率持续提升叠加血透机行业高速增长，有望带动设备业务高速增长。

自产耗材完成全线布局，收入大幅提升

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%，我们预计三季度有望延续这一趋势。

毛利率同比微增，费用端受益规模效应

2025 年前三季度，公司的综合毛利率同比增长 0.98pct 至 48.52%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 18.57%、5.02%、8.82%、-0.75%，同比变动幅度分别为-3.44pct、-2.57pct、-0.98pct、+1.71pct。

其中，2025 年第三季度的综合毛利率、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 49.81%、20.14%、4.16%、7.33%、-0.45%、21.49%，分别变动+1.25pct、-2.13pct、-3.38pct、-2.88pct、+0.16pct、+10.51pct。

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 7.97/10.15/12.64 亿元，同比增速为 40.50%/27.35%/24.53%；归母净利润分别为 1.60/2.09/2.67 亿元，同比增速为 125.81%/30.51%/27.69%；EPS 分别为 0.50/0.65/0.83 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 33/25/20 倍。给予“买入”评级。

风险提示：集采降价的风险，耗材推广不及预期的风险，产品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	567	797	1,015	1,264
营业收入增长率(%)	-17.80%	40.50%	27.35%	24.53%
归母净利（百万元）	71	160	209	267
净利润增长率(%)	-63.55%	125.81%	30.51%	27.69%
摊薄每股收益（元）	0.22	0.50	0.65	0.83
市盈率（PE）	50.34	33.04	25.32	19.83

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	677	706	785
应收和预付款项	110	120	152	179	202
存货	148	153	165	191	220
其他流动资产	640	773	834	897	956
流动资产合计	1,670	1,678	1,829	1,972	2,162
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	139	161	183
长期待摊费用	3	2	2	1	1
其他非流动资产	1,692	1,718	1,889	2,034	2,224
资产总计	1,936	2,012	2,223	2,404	2,629
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	37	95	127	160	199
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	203	238	314	340	372
负债合计	240	333	441	501	571
股本	216	321	321	321	321
资本公积	1,285	1,176	1,189	1,189	1,189
留存收益	196	224	319	444	604
归母公司股东权益	1,697	1,687	1,795	1,920	2,080
少数股东权益	-2	-9	-13	-18	-21
股东权益合计	1,696	1,678	1,782	1,903	2,059
负债和股东权益	1,936	2,012	2,223	2,404	2,629

现金流量表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	65	143	225	217	286
投资性现金流	-599	-169	-131	-105	-100
融资性现金流	-49	-83	-47	-84	-107
现金增加额	-583	-109	46	29	79

利润表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	690	567	797	1,015	1,264
营业成本	346	310	416	525	650
营业税金及附加	6	6	8	10	13
销售费用	93	119	120	157	192
管理费用	39	38	44	56	66
财务费用	-19	-13	-9	-10	-11
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	185	238	302
其他非经营损益	3	-11	-8	-5	-3
利润总额	220	68	177	233	299
所得税	28	4	21	28	36
净利润	192	64	155	205	263
少数股东损益	-2	-7	-5	-4	-4
归母股东净利润	194	71	160	209	267

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.93%	45.29%	47.80%	48.28%	48.58%
销售净利率	28.18%	12.50%	20.08%	20.58%	21.10%
销售收入增长率	80.65%	-17.80%	40.50%	27.35%	24.53%
EBIT 增长率	201.64%	-71.10%	221.22%	33.15%	29.41%
净利润增长率	228.34%	-63.55%	125.81%	30.51%	27.69%
ROE	11.46%	4.20%	8.92%	10.88%	12.82%
ROA	10.05%	3.52%	7.20%	8.69%	10.14%
ROIC	9.24%	2.90%	8.25%	10.29%	12.30%
EPS(X)	0.61	0.22	0.50	0.65	0.83
PE(X)	48.24	50.34	33.04	25.32	19.83
PB(X)	3.71	2.13	2.95	2.75	2.54
PS(X)	9.12	6.32	6.64	5.21	4.18
EV/EBITDA(X)	27.67	39.71	24.32	18.61	14.40

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签约客户发布，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。