



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.97
总股本/流通股本(亿股)	3.20 / 3.20
总市值/流通市值(亿元)	48 / 48
52周内最高/最低价	18.16 / 9.87
资产负债率(%)	16.6%
市盈率	67.52
第一大股东	高光勇

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com

山外山(688410)

血透设备市占率稳居前列，耗材放量可期

● 设备端市占率稳居前列，国产替代加速

事件：据第三方机构统计数据，2025年国内血液透析机的市场品牌占比情况，11月单月榜单中，山外山以18.75%的市占率居首，费森尤斯(18.12%)、贝朗(15.07%)分列第二、第三；而1-11月累计榜单里，威高日机装以19.95%的市占率排名第一，费森尤斯(19.90%)、山外山(19.69%)紧随其后。可见，山外山在11月单月榜单中领跑，以及国产自主品牌累计市占率第一。CRRT方面，11月单月榜单中，山外山与百特以18.75%的市占率并列第一，费森尤斯以14.06%居第三；而1-11月累计榜单里，山外山以18.32%稳居第一，费森尤斯、百特分别以15.36%、14.79%位列第二、第三。整体来看，山外山透析设备在单月及累计排名中均居头部，对外资品牌份额形成挤压。

● 业绩稳健增长，25Q4业绩有望延续靓丽表现

2025Q1-3公司实现营业收入5.84亿元(+39.79%)，归母净利润1.04亿元(+68.68%)，扣非净利润0.94亿元(+84.10%)，经营现金流净额1.66亿元(+156.79%)。分季度来看，2025Q1、Q2、Q3营业收入分别为1.89亿元(+16.77%)、1.68亿元(+45.51%)、2.27亿元(+61.66%)，归母净利润分别为0.37亿元(+8.10%)、0.18亿元(+56.47%)、0.49亿元(+205.50%)。Q4为公司销售旺季，业绩有望延续前三季度高增长趋势。

● 耗材业务有望在未来业绩贡献占比快速提升

我们看好公司业绩增长主要源自：(1)公司作为国产血液净化设备的龙头企业，依托品牌效应，国产替代政策鼓励，产品市场占有率持续提升，推动了公司血液净化设备销售收入的稳步增长；(2)公司正大力推动耗材端销售，盈利能力有望持续加强。一方面，公司拥有庞大设备终端基数，带动耗材销售；另一方面，公司自产耗材单位固定成本随着销量提升有望下降，毛利率预计趋于稳定，总体盈利能力有望加强。

● 盈利预测与估值

我们看好公司透析设备市占率稳步提升，同时带动耗材业务高增长，以及海外新兴市场加速布局。预计2025-2027年公司营收分别为7.6/9.5/12.0亿元，归母净利润分别为1.5/1.9/2.4亿元，对应PE分别为31.7/25.1/20.1倍。

● 风险提示：

风险提示：商业化不及预期风险，市场竞争风险，研发进度不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	567	760	952	1,196
增长率(%)	-17.80	33.95	25.26	25.68
EBITDA(百万元)	74	163	200	245
归属母公司净利润(百万元)	71	151	191	238
增长率(%)	-63.55	113.19	26.32	24.56
EPS(元/股)	0.22	0.47	0.60	0.74
市盈率(P/E)	67.49	31.66	25.06	20.12
市净率(P/B)	2.84	2.42	2.20	1.99
EV/EBITDA	39.71	24.40	19.45	15.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	567.27	759.85	951.78	1,196.18	营业收入	-17.80%	33.95%	25.26%	25.68%
营业成本	310.38	387.42	491.82	628.76	营业利润	-63.38%	101.97%	25.17%	23.30%
税金及附加	5.74	7.30	9.11	11.57	归属于母公司净	-63.55%	113.19%	26.32%	24.56%
销售费用	119.18	146.65	182.74	227.27	获利能力				
管理费用	38.42	42.55	47.59	57.42	毛利率	45.29%	49.01%	48.33%	47.44%
研发费用	54.24	64.59	81.85	101.68	净利率	12.50%	19.89%	20.06%	19.88%
财务费用	-12.96	-10.68	-13.82	-15.34	ROE	4.20%	7.63%	8.79%	9.87%
资产减值损失	-18.07	-3.86	-4.51	-4.83	ROIC	2.90%	6.73%	7.74%	8.77%
营业利润	79.58	160.73	201.18	248.05	偿债能力				
营业外收入	3.29	7.24	7.21	6.57	资产负债率	16.57%	16.83%	17.20%	18.99%
营业外支出	14.46	11.76	12.75	12.70	流动比率	7.23	6.71	6.26	5.36
利润总额	68.42	156.21	195.64	241.91	营运能力				
所得税	4.42	14.26	17.26	20.64	应收账款周转率	5.49	6.07	5.97	6.05
净利润	64.00	141.95	178.38	221.28	存货周转率	2.06	2.25	2.30	2.31
归母净利润	70.89	151.12	190.90	237.77	总资产周转率	0.29	0.35	0.39	0.43
每股收益 (元)	0.22	0.47	0.60	0.74	每股指标 (元)				
资产负债表					每股收益	0.22	0.47	0.60	0.74
货币资金	631.44	816.10	905.52	1,052.62	每股净资产	5.28	6.19	6.79	7.54
交易性金融资产	763.88	763.88	763.88	763.88	估值比率				
应收票据及应	105.85	147.02	174.80	224.19	PE	67.49	31.66	25.06	20.12
预付款项	14.33	14.70	18.70	24.75	PB	2.84	2.42	2.20	1.99
存货	152.97	190.90	237.12	306.49	现金流量表				
流动资产合计	1,678.05	1,948.29	2,116.79	2,392.98	净利润	64.00	141.95	178.38	221.28
固定资产	109.39	104.21	98.62	92.54	折旧和摊销	22.42	17.20	17.76	18.44
在建工程	68.00	99.33	136.31	175.86	营运资本变动	63.68	-27.44	-31.25	-20.30
无形资产	113.77	144.14	173.00	196.02	其他	-6.95	-5.63	-6.62	-10.52
非流动资产合	333.51	410.55	468.26	522.13	经营活动现金流	143.15	126.08	158.27	208.89
资产总计	2,011.56	2,358.84	2,585.05	2,915.11	资本开支	-83.16	-82.36	-84.89	-82.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-86.31	-5.92	16.09	20.77
应付票据及应	94.82	99.15	121.91	163.58	投资活动现金流	-169.47	-88.28	-68.80	-61.74
其他流动负债	137.15	191.01	216.08	283.19	股权融资	0.00	-1.13	0.00	0.00
流动负债合计	231.97	290.16	337.99	446.77	债务融资	0.00	0.04	0.00	0.00
其他	101.29	106.73	106.73	106.73	其他	-83.14			
非流动负债合	101.29	106.73	106.73	106.73	筹资活动现金流	-83.14	4.02	-0.05	-0.05
负债合计	333.26	396.89	444.72	553.50	现金及现金等价物	-109.45	40.69	89.42	147.10
股本	321.32	321.32	321.32	321.32					
资本公积金	1,175.69	1,188.67	1,188.67	1,188.67					
未分配利润	188.35	459.63	621.90	824.00					
少数股东权益	-8.76	-17.93	-30.45	-46.94					
其他	1.71	10.26	38.90	74.57					
所有者权益合	1,678.30	1,961.95	2,140.33	2,361.61					
负债和所有者权	2,011.56	2,358.84	2,585.05	2,915.11					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，~~大~~为客户提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048