

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山外山(688410)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

相关研究

血透机国产龙头,“进口替代+出海+耗材放量”驱动成长

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 设备耗材双轮驱动, 国内外市场齐发力推动高增长

2026年05月06日

**事件:** 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报, 2025 年营收 8.07 亿元 (yoy+42.24%), 归母净利润 1.46 亿元 (yoy+105.80%), 扣非归母净利润 1.39 亿元 (yoy+143.21%), 经营活动现金流净额 3.08 亿元 (yoy+115.17%)。其中 2026Q1 营收 2.3 亿元 (yoy+21.33%), 归母净利润 0.54 亿元 (yoy+47.21%), 扣非归母净利润 0.51 亿 (yoy+45.69%)。

**点评:**

➤ **设备耗材双轮驱动, 国内外市场齐发力, 业绩实现高速增长。** 2025 年营收 8.07 亿元 (yoy+42.24%)。分业务看, 两大核心业务均实现高速增长。①**血液净化设备:** 作为公司基本盘, 实现营收 5.46 亿元 (yoy+44.32%)。公司龙头地位稳固, 根据今日标讯数据, 2025 年公司血液透析机国内市占率达 21.44%, 位居国产品牌第一; 连续性血液净化设备 (CRRT) 市占率达 20.77%, 连续多年位居国内行业第一。②**血液净化耗材:** 2025 年营收 1.89 亿元 (yoy+46.49%), 其中自产耗材业务表现亮眼, 实现营收 1.51 亿元, 同比大幅增长 92.59%, 正成为公司第二增长曲线。分区域看, 公司坚持“国内+国际”双轮驱动战略, 境内实现收入 6.34 亿元 (yoy+44.59%), 境外实现收入 1.72 亿元 (yoy+34.31%), 产品出口至全球 100 余个国家和地区。从盈利能力看, 受益于规模效应下自产耗材单位成本下降, 公司综合毛利率提升至 50.23% (yoy+4.95pp)。

➤ **研发投入持续加码, 产品创新构筑核心壁垒。** 2025 年公司研发投入 7,018.95 万元 (yoy+29.40%), 占营收比重达 8.70%。公司持续加强研发团队建设, 研发人员数量达 241 人, 同比增长 16.43%。2025 年公司研发成果显著: ①**产品升级与拓展:** 对已上市设备进行迭代升级, 新增血容量监测、在线 Kt/V 监测等关键功能, 并提前获得国家医保收费政策明确的四项监测功能注册, 提升了产品竞争力; 同时立项研发新型血液透析机、腹膜透析机等多个新产品。②**注册与认证:** 截止 25 年年底公司已持有 5 个系列血液净化设备三类注册证及 8 项三类耗材注册证, 累计 8 个系列产品通过 CE 认证, 为全球化战略奠定坚实基础。③**知识产权:** 公司累计拥有 66 项发明专利、105 项实用新型专利等共计 430 项知识产权, 有效巩固了技术护城河。

➤ **2026Q1 延续高增长态势, 持续投入为产品迭代及产能扩产奠定基础。** 26Q1 公司营收 2.30 亿元, 同比增长 21.33%; 归母净利润 5,448 万元, 同比大幅增长 47.21%。单季度利润增速远高于收入增速, 主要得益于高毛利的自产耗材销售占比提升及规模效应带来的成本优化。非经营性现金流净额为 907 万元, 同比下降 41.22%, 主要系采购原材料及支付职工薪酬增加所致, 与公司业务扩张态势相符。26Q1 研发投入同比增长 49.40%, 研发费用率提升至 10.69%, 在建工程从年初的 2.43 亿增至 3.11 亿元, 持续投入布局未来, 为后续产品迭代与产能扩张奠定基础。

➤ **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 10.54、13.69、17.63 亿元, 同比增速分别为 30.6%、29.9%、28.9%, 实现归母净

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

利润为 2.19、3.05、4.07 亿元，同比分别增长 50.1%、39.3%、33.5%，对应 PE 分别为 25、18、14 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**新产品研发进展不及预期风险；市场竞争加剧风险；耗材集中带量采购政策风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	567	807	1,054	1,369	1,763
增长率 YoY %	-17.8%	42.2%	30.6%	29.9%	28.9%
归属母公司净利润 (百万元)	71	146	219	305	407
增长率 YoY%	-63.6%	105.8%	50.1%	39.3%	33.5%
毛利率%	45.3%	50.2%	53.6%	54.2%	55.1%
净资产收益率ROE%	4.2%	8.2%	11.5%	14.7%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.22	0.46	0.69	0.95	1.27
市盈率 P/E(倍)	77.41	37.62	25.06	17.99	13.48
市净率 P/B(倍)	3.25	3.08	2.88	2.65	2.38

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	1,678	1,848	1,913	2,216	2,565	
货币资金	631	573	515	647	781	
应收票据	2	0	1	1	1	
应收账款	104	112	144	187	239	
预付账款	14	23	23	32	40	
存货	153	185	218	271	336	
其他	773	955	1,012	1,078	1,167	
<b>非流动资产</b>	334	499	535	557	598	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	109	92	122	147	173	
无形资产	114	111	109	106	103	
其他	110	295	304	304	321	
<b>资产总计</b>	2,012	2,347	2,447	2,773	3,162	
<b>流动负债</b>	232	457	444	611	785	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	26	63	55	76	98	
应付账款	69	155	137	191	246	
其他	137	239	253	343	441	
<b>非流动负债</b>	101	110	110	110	110	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	101	110	110	110	110	
<b>负债合计</b>	333	568	554	721	895	
少数股东权益	-9	0	-9	-22	-37	
归属母公司股东权	1,687	1,779	1,902	2,074	2,304	
<b>负债和股东权益</b>	2,012	2,347	2,447	2,773	3,162	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	567	807	1,054	1,369	1,763	
同比(%)	-17.8%	42.2%	30.6%	29.9%	28.9%	
归属母公司净利润	71	146	219	305	407	
同比(%)	-63.6%	105.8%	50.1%	39.3%	33.5%	
毛利率(%)	45.3%	50.2%	53.6%	54.2%	55.1%	
ROE%	4.2%	8.2%	11.5%	14.7%	17.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.22	0.46	0.69	0.95	1.27	
P/E	77.41	37.62	25.06	17.99	13.48	
P/B	3.25	3.08	2.88	2.65	2.38	
EV/EBITDA	39.71	21.74	19.22	13.30	9.71	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业总收入</b>	567	807	1,054	1,369	1,763	
营业成本	310	402	489	626	792	
营业税金及附加	6	8	10	13	17	
销售费用	119	151	197	253	328	
管理费用	38	37	51	62	81	
研发费用	54	63	100	122	158	
财务费用	-13	-5	-16	-14	-18	
减值损失合计	-17	-24	-23	-26	-29	
<b>投资净收益</b>	13	9	16	21	26	
其他	31	45	43	57	73	
<b>营业利润</b>	80	183	259	358	476	
营业外收支	-11	-18	-12	-14	-14	
<b>利润总额</b>	68	165	247	344	461	
所得税	4	21	37	52	69	
<b>净利润</b>	64	144	210	292	392	
少数股东损益	-7	-2	-9	-13	-15	
<b>归属母公司净利</b>	71	146	219	305	407	
EBITDA	74	194	259	364	485	
EPS(当年)(元)	0.22	0.46	0.69	0.95	1.27	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流</b>	143	308	162	389	477	
净利润	64	144	210	292	392	
折旧摊销	22	23	28	35	42	
财务费用	0	2	0	0	0	
投资损失	-13	-9	-16	-21	-26	
营运资金变动	64	131	-97	43	26	
其它	6	17	38	40	43	
<b>投资活动现金流</b>	-169	-262	-124	-123	-166	
资本支出	-83	-155	-71	-84	-111	
长期投资	-108	-124	-50	-60	-80	
其他	21	18	-2	21	26	
<b>筹资活动现金流</b>	-83	-49	-97	-133	-178	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-43	-32	-95	-133	-178	
<b>现金流净增加额</b>	-109	-3	-58	132	134	

## 研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 13 年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 4 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1 年医药行业研究经历，2025 年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。