

2026年04月29日

证券研究报告·2025年年报点评

山外山(688410)医药生物

当前价: 16.31元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

营收利润双增，耗材业务实现高速增长

投资要点

- **事件:** 2025年公司实现营收8.1亿元,同比+42.2%;归母净利润1.5亿元,同比+105.8%;扣非归母净利润1.4亿元,同比+143.2%。2026年4月29日,公司发布2025年度利润分配方案,拟向全体股东每10股派发现金红利人民币2.0元(含税),并以资本公积金向全体股东每10股转增4股。本次现金分红总额0.6亿元,占公司2025年归母净利润的43.6%。
- **营收利润双增,耗材业务实现高速增长。**2025年公司营收和利润均实现高速增长,主要得益于产品市占率的持续提升以及自产血液净化耗材销售收入大幅增长。分板块看,1) **血液净化设备:** 2025年实现营收5.5亿元(+44.3%),销量同比增长46.2%。其中,血液透析机市占率达21.4%,在国产自主品牌中排名第一;连续性血液净化设备(CRRT)市占率达20.8%,连续多年位居国内行业第一,持续引领国产替代进程。2) **血液净化耗材:** 2025年实现营收1.9亿元(+46.5%),得益于公司积极推动耗材的研发及产业化。其中,自产耗材销售收入实现营收1.5亿元,同比+92.6%,成为公司重要增长引擎。3) **医疗服务:** 2025年营收0.6亿元(+6.3%)。截至2025年底公司已拥有6家连锁血液透析中心。
- **国际化战略成效显著,海外市场扩张加速。**2025年公司海外市场实现销售额1.7亿元,同比增长34.3%,业务已覆盖全球100余个国家及地区。公司持续深化国际化战略,加速建设东南亚、中东、欧洲等重点市场的属地化销售与技术服务团队。2025年公司新增获得CE认证证书2项,累计已有8个系列产品通过CE认证,为全球化战略奠定坚实基础。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到国产替代加速,海外市场持续扩张,预计2026-2028年归母净利润分别为2.1亿元、2.8亿元和3.6亿元,对应PE为25倍、19倍和14倍,建议持续关注。
- **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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	806.91	1055.23	1347.24	1722.63
增长率	42.24%	30.77%	27.67%	27.86%
归属母公司净利润(百万元)	145.89	211.64	281.43	363.57
增长率	105.80%	45.08%	32.97%	29.19%
每股收益EPS(元)	0.46	0.66	0.88	1.14
净资产收益率ROE	8.11%	10.68%	12.68%	14.39%
PE	36	25	19	14
PB	2.93	2.66	2.37	2.08

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 雷瑞
执业证号: S1250525110001
电话: 021-68416017
邮箱: leir@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	3.20
流通A股(亿股)	3.20
52周内股价区间(元)	13.44-17.83
总市值(亿元)	52.13
总资产(亿元)	23.81
每股净资产(元)	5.74

相关研究

1. 山外山(688410): 招标触底回升,出海业务持续高增长(2025-04-23)

关键假设：

假设 1：血液净化设备：考虑到公司稳居中国血液透析机设备和 CRRT 设备市场领先地位，且国产替代政策利好、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。预计公司血液净化设备 2026-2028 年销量增速分别为 35%/30%/30%，价格保持稳定。

假设 2：血液净化耗材：考虑到耗材行业充分收益于集采，公司积极推动血液净化耗材的研发及产业化，预计公司血液净化耗材 2026-2028 年销量增速分别为 25%/25%/25%，价格保持稳定。

假设 3：医疗服务及其他：报告期内公司拥有血液透析中心 6 家，随着公司品牌力的提升和透析中心满床率的提高，各透析中心有望持续为公司带来利润。预计公司医疗服务及其他业务 2026-2028 年销量增速分别为 14%/15%/15%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：山外山收入分析

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
血液净化设备	收入	546	737	958	1,245
	增速	44%	35%	30%	30%
血液净化耗材	收入	189	236	295	368
	增速	46%	25%	25%	25%
医疗服务及其他	收入	72	83	95	109
	增速	20%	14%	15%	15%
合计	收入	807	1,055	1,347	1,723
	增速	42%	31%	28%	28%
	毛利率	50%	54%	54%	54%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	806.91	1055.23	1347.24	1722.63	净利润	144.24	209.26	278.26	359.47
营业成本	401.59	484.92	616.08	784.16	折旧与摊销	20.99	70.53	70.53	70.53
营业税金及附加	7.57	13.72	13.47	17.23	财务费用	-5.25	-9.50	-12.13	-1.72
销售费用	150.72	211.05	255.98	327.30	资产减值损失	-21.24	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	36.61	52.76	67.36	77.52	经营营运资本变动	173.04	-242.39	-11.32	-29.99
财务费用	-5.25	-9.50	-12.13	-1.72	其他	-3.77	-0.63	-7.22	3.65
资产减值损失	-21.24	-15.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	308.01	12.27	303.12	386.94
投资收益	9.20	10.07	10.28	10.03	资本支出	-314.93	-200.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	9.47	10.00	10.00	10.00	其他	53.33	20.07	20.28	20.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-261.60	-179.93	-129.72	-79.97
营业利润	182.99	252.93	333.98	427.43	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-18.24	-12.40	-14.14	-14.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	164.75	240.53	319.83	413.18	股权融资	-36.15	0.00	0.00	0.00
所得税	20.51	31.27	41.58	53.71	支付股利	-63.59	-29.18	-42.33	-56.29
净利润	144.24	209.26	278.26	359.47	其他	51.19	15.76	19.20	9.38
少数股东损益	-1.64	-2.38	-3.17	-4.09	筹资活动现金流净额	-48.55	-13.42	-23.13	-46.90
归属母公司股东净利润	145.89	211.64	281.43	363.57	现金流量净额	-3.42	-181.07	150.28	260.06
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	572.88	391.81	542.09	802.15	成长能力				
应收和预付款项	141.28	197.83	252.24	317.91	销售收入增长率	42.24%	30.77%	27.67%	27.86%
存货	184.73	225.04	294.35	372.05	营业利润增长率	129.94%	38.22%	32.04%	27.98%
其他流动资产	949.28	948.70	950.82	953.55	净利润增长率	125.38%	45.08%	32.97%	29.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	128.68%	57.98%	24.98%	26.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	481.59	616.24	700.89	735.54	毛利率	50.23%	54.05%	54.27%	54.48%
无形资产和开发支出	118.78	113.73	108.69	103.64	三费率	22.56%	24.10%	23.10%	23.40%
其他非流动资产	-101.84	-101.97	-102.10	-102.23	净利率	17.88%	19.83%	20.65%	20.87%
资产总计	2346.69	2391.38	2746.97	3182.60	ROE	8.11%	10.68%	12.68%	14.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.15%	8.75%	10.13%	11.29%
应付和预收款项	305.34	274.85	376.78	487.91	ROIC	41.43%	32.96%	31.37%	37.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.63%	29.75%	29.12%	28.81%
其他负债	262.40	157.49	175.23	196.55	营运能力				
负债合计	567.74	432.35	552.01	684.46	总资产周转率	0.37	0.45	0.52	0.58
股本	319.60	319.60	319.60	319.60	固定资产周转率	3.06	2.74	4.22	6.78
资本公积	1141.25	1141.25	1141.25	1141.25	应收账款周转率	6.80	6.95	6.59	6.66
留存收益	338.00	520.46	759.56	1066.84	存货周转率	2.26	2.27	2.33	2.33
归属母公司股东权益	1778.95	1961.42	2200.52	2507.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.97%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-2.38	-5.55	-9.65	资本结构				
股东权益合计	1778.95	1959.03	2194.96	2498.15	资产负债率	24.19%	18.08%	20.10%	21.51%
负债和股东权益合计	2346.69	2391.38	2746.97	3182.60	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.04	5.61	4.78	4.43
					速动比率	3.64	4.90	4.09	3.76
					股利支付率	43.59%	13.79%	15.04%	15.48%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.66	0.88	1.14
					每股净资产	5.57	6.14	6.89	7.85
					每股经营现金	0.96	0.04	0.95	1.21
					每股股利	0.20	0.09	0.13	0.18
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	198.74	313.96	392.38	496.23					
PE	35.73	24.63	18.52	14.34					
PB	2.93	2.66	2.37	2.08					
PS	6.46	4.94	3.87	3.03					
EV/EBITDA	19.14	12.69	9.77	7.20					
股息率	1.22%	0.56%	0.81%	1.08%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn