

## 山外山：血液透析建设下沉，业绩有望延续高增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	3.2/3.2
总市值/流通(亿元)	54.88/54.88
12个月内最高/最低价(元)	19.5/12.39

### 相关研究报告

<<山外山：业绩超预期，收入持续高增长>>—2025-10-31

<<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：0755-83688831

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年年度报告及2026年第一季度报告：2025年实现营业收入8.07亿元，同比增长42.24%；归母净利润1.46亿元，同比增长105.80%；扣非净利润1.39亿元，同比增长143.21%。2026年第一季度收入达2.30亿元，同比增长21.33%；归母净利润0.54亿元，同比增长47.21%，扣非净利润0.51亿元，同比增长45.69%。

### 血液透析建设持续铺开，设备市场蕴含大机遇

2026年2月，国家卫生健康委等三部门发布《关于实施2026年卫生健康系统为民服务实事项的通知》，该通知指出，常住人口超过6万的县均能提供血液透析服务，且全国新增350家乡镇卫生院、社区卫生服务中心提供血液透析服务，为行业规模贡献新增量。

根据今日标讯数据，2025年，山外山在中国血液透析机市场占有率达21.44%，行业排名第三，稳居国产品牌第一；连续性血液净化设备市场占有率为20.77%，连续多年位居国内行业第一，引领国产血液净化设备发展。同时，血透设备市场国产化率处于较低水平，在市场快速增长的背景下，有望斩获更多订单。

### 耗材矩阵逐渐成型，推广放量在即

截至报告期末，公司自产血液净化耗材共获得8项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，包括血液透析浓缩粉/液、透析器、透析液过滤器、连续性血液净化管理、一次性使用血液灌流器等。随着产品矩阵逐步完善，耗材业务实现高速增长，2025年公司自产耗材实现营业收入15,059.95万元，同比增长92.59%。

**盈利预测及投资评级：**我们预计公司2026/2027/2028年营业收入分别为10.55/12.84/15.23亿元，同比增速为30.75%/21.71%/18.61%；归母净利润为2.20/2.68/3.34亿元，同比增速为50.84%/21.65%/24.78%。对应EPS分别为0.69/0.84/1.05元，对应当前股价PE分别为25/20/16倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内市场竞争加剧的风险；地缘政治波动的风险；新品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	807	1,055	1,284	1,523
营业收入增长率(%)	42.24%	30.75%	21.71%	18.61%
归母净利润（百万元）	146	220	268	334
净利润增长率(%)	105.80%	50.84%	21.65%	24.78%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.69	0.84	1.05
市盈率（PE）	37.44	24.82	20.40	16.35

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)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	631	573	473	538	683
应收和预付款项	120	135	172	206	242
存货	153	185	197	219	231
其他流动资产	773	955	1,020	1,079	1,139
流动资产合计	1,678	1,848	1,862	2,042	2,296
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	109	92	98	102	95
在建工程	68	243	253	263	273
无形资产开发支出	114	119	143	165	187
长期待摊费用	2	1	1	1	1
其他非流动资产	1,718	1,891	1,922	2,102	2,356
资产总计	2,012	2,347	2,416	2,633	2,912
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	95	218	159	191	225
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	238	350	348	373	421
负债合计	333	568	507	564	645
股本	321	320	320	320	320
资本公积	1,176	1,141	1,142	1,142	1,142
留存收益	224	338	470	630	831
归母公司股东权益	1,687	1,779	1,912	2,072	2,273
少数股东权益	-9	0	-2	-4	-6
股东权益合计	1,678	1,779	1,910	2,068	2,267
负债和股东权益	2,012	2,347	2,416	2,633	2,912

**现金流量表 (百万元)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	143	308	121	285	383
投资性现金流	-169	-262	-132	-113	-104
融资性现金流	-83	-49	-88	-107	-134
现金增加额	-109	-3	-100	65	145

**利润表 (百万元)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	567	807	1,055	1,284	1,523
营业成本	310	402	520	626	735
营业税金及附加	6	8	11	13	15
销售费用	119	151	192	227	263
管理费用	38	37	53	62	72
财务费用	-13	-5	-9	-7	-16
资产减值损失	-18	-21	-5	-2	-7
投资收益	13	9	11	13	15
公允价值变动	9	9	9	5	6
营业利润	80	183	260	317	385
其他非经营损益	-11	-18	-12	-15	-8
利润总额	68	165	248	302	377
所得税	4	21	30	36	45
净利润	64	144	218	266	332
少数股东损益	-7	-2	-2	-2	-2
归母股东净利润	71	146	220	268	334

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	45.29%	50.23%	50.71%	51.25%	51.74%
销售净利率	12.50%	18.08%	20.86%	20.85%	21.93%
销售收入增长率	-17.80%	42.24%	30.75%	21.71%	18.61%
EBIT 增长率	-71.10%	227.90%	40.09%	23.43%	22.43%
净利润增长率	-63.55%	105.80%	50.84%	21.65%	24.78%
ROE	4.20%	8.20%	11.51%	12.92%	14.70%
ROA	3.52%	6.22%	9.11%	10.17%	11.47%
ROIC	2.90%	8.39%	11.01%	12.54%	14.01%
EPS(X)	0.22	0.46	0.69	0.84	1.05
PE(X)	77.05	37.44	24.82	20.40	16.35
PB(X)	3.24	3.07	2.86	2.64	2.40
PS(X)	9.63	6.77	5.18	4.25	3.59
EV/EBITDA(X)	39.71	21.74	19.06	15.44	12.06

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面许可任何机构和個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。