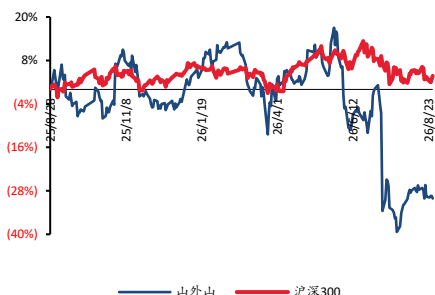


山外山：血透设备迎增量，耗材持续高增长

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) 34.64/34.64
12 个月内最高/最低价 18.47/9.31 (元)

相关研究报告

<<山外山：血液透析建设下沉，业绩有望延续高增长>>—2026-05-10
<<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

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

事件：8月28日，公司发布2026年半年度报告：上半年实现营业收入4.64亿元，同比增长29.80%；归母净利润0.94亿元，同比增长71.46%；扣非净利润0.85亿元，同比增长67.56%。

其中，2026年第二季度营业收入2.34亿元，同比增长39.35%；归母净利润0.40亿元，同比增长121.23%；扣非净利润0.34亿元，同比增长116.03%。

卫健委等三部门发文加强血透服务供给，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。该通知有望为血透市场贡献新增量。

据今日标讯统计，2026年上半年血液透析机市场各品牌排名中，山外山占比达21.56%，位列市场第一；2026年上半年连续性血液净化设备（CRRT）市场各品牌排名中，山外山占比达12.65%。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，营收实现高速增长

截至6月底，公司自产血液净化耗材共获得9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、一次性使用血液透析管路等。随着产品矩阵逐步完善，耗材业务实现高速增长，2026年上半年公司自产耗材实现营业收入1.07亿，同比增长63.27%。

发布员工持股计划留住人才，促进公司可持续发展

5月22日，公司发布2026年员工持股计划：拟向不超过75人授予不超过166.6341万股，占总股本的0.52%。员工持股计划的考核年度为2026年，公司层面业绩考核目标为：营业收入10亿元、专利申请数量50个、第三类医疗器械注册证申报注册数量4个。公司有望通过持股计划吸引和留住优秀人才，提高员工凝聚力，促进公司的可持续发展。

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2.21/2.68/3.35亿元，同比增速为51.16%/21.61%/24.74%。对应EPS分别为0.49/0.60/0.75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（百万元）	146	221	268	335
净利润增长率(%)	105.80%	51.16%	21.61%	24.74%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.49	0.60	0.75
市盈率（PE）	33.25	21.99	18.09	14.50

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）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	631	573	466	531	677
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	1,855	2,035	2,289
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	145	167	189
长期待摊费用	2	1	1	1	1
其他非流动资产	1,718	1,891	1,911	2,092	2,347
资产总计	2,012	2,347	2,408	2,625	2,905
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	346	371	419
负债合计	333	568	505	563	644
股本	321	320	447	447	447
资本公积	1,176	1,141	1,009	1,009	1,009
留存收益	224	338	469	630	830
归母公司股东权益	1,687	1,779	1,905	2,066	2,267
少数股东权益	-9	0	-2	-4	-6
股东权益合计	1,678	1,779	1,903	2,062	2,261
负债和股东权益	2,012	2,347	2,408	2,625	2,905

现金流量表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	143	308	122	285	383
投资性现金流	-169	-262	-131	-113	-104
融资性现金流	-83	-49	-97	-107	-134
现金增加额	-109	-3	-107	65	146

利润表（百万）

	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	191	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	318	386
其他非经营损益	-11	-18	-12	-15	-8
利润总额	68	165	248	303	378
所得税	4	21	30	36	45
净利润	64	144	218	266	333
少数股东损益	-7	-2	-2	-2	-2
归母股东净利润	71	146	221	268	335

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%	20.90%	20.89%	21.96%
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%	40.39%	23.42%	22.42%
净利润增长率	-63.55%	105.80%	51.16%	21.61%	24.74%
ROE	4.20%	8.20%	11.58%	12.98%	14.76%
ROA	3.52%	6.22%	9.16%	10.22%	11.52%
ROIC	2.90%	8.39%	11.07%	12.61%	14.08%
EPS(X)	0.16	0.33	0.49	0.60	0.75
PE(X)	68.42	33.25	21.99	18.09	14.50
PB(X)	2.87	2.73	2.55	2.35	2.14
PS(X)	8.55	6.01	4.60	3.78	3.18
EV/EBITDA(X)	39.71	21.74	16.71	13.51	10.51

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。