太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2026 年 11 月 17 日

公司点评

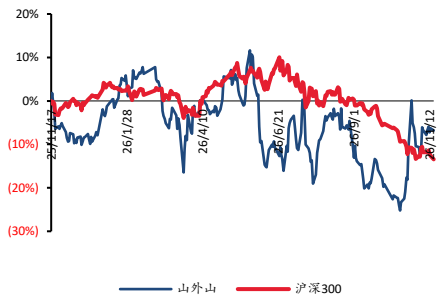
买入/维持

山外山(688410)

昨收盘:10.82

山外山：设备增长动能持续强劲，自产耗材和海外市场增量显著

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4.47/4.47
总市值/流通(亿元)	48.41/48.41
12 个月内最高/最低价(元)	18.47/8.61

相关研究报告

<<山外山：血透设备迎增量，耗材持续高增长>>--2026-08-29

<<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

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：近日，公司发布 2026 年第三季度报告：前三季度实现营业收入 7.37 亿元，同比增长 26.11%；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 51.82%；扣非净利润 1.44 亿元，同比增长 52.81%；经营性现金流量净额 1.69 亿元，同比增长 1.64%。

其中，2026 年第三季度营业收入 2.73 亿元，同比增长 20.29%；归母净利润 0.64 亿元，同比增长 29.96%；扣非净利润 0.59 亿元，同比增长 35.57%；经营性现金流量净额 1.28 亿元，同比增长 30.86%。

政策催化+市占率提升，设备业务增长动能持续强劲

公司 2026 年前三季度国内血液净化设备业务实现营业收入 3.58 亿元，同比增长 34.91%，增长动能持续强劲。公司设备收入高速增长主要得益于：

（1）国家卫健委发布《关于实施 2026 年卫生健康系统为民服务实事项目的通知》，明确要求“常住人口超过 6 万的县均能提供血液透析服务”，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，基层血透市场扩容需求持续释放；

（2）公司血液净化设备市场占有率持续提升，品牌影响力进一步增强，根据今日标讯数据显示，公司核心产品市场地位持续领跑国产阵营，2026 年 1-9 月，公司血液透析机中标占比达 22.95%，位居行业第一；

（3）在“以旧换新”政策推动下，县域医共体设备更新需求加速落地。

耗材矩阵逐渐成型，耗材业务延续高速增长态势

公司 2026 年前三季度血液净化耗材业务实现营业收入 1.88 亿元，同比增长 37.07%。其中，自产耗材实现营业收入 1.67 亿元，同比增长 56.50%。

耗材业务延续高速增长态势，主要原因包括：（1）公司自产耗材产品线不断丰富，连续性血液净化管路、血液透析干粉/透析液、一次性使用血液灌流器等产品增强公司核心竞争力；（2）公司血液净化设备品牌认可度不断提升，“设备+耗材”联动效应不断显现，带动血液净化耗材的市场覆盖率持续提高；（3）随着产销量持续提升，自产耗材单位固定成本进一步下降，规模效应逐步显现。

持续深化国际化发展战略，海外业务稳步发展

公司 2026 年前三季度海外市场实现营业收入 1.55 亿元，同比增长 17.28%。公司持续深化国际化发展战略，优化海外营销团队结构，加大全球市场推广与渠道建设力度，海外业务实现稳步发展。

公司加速全球各国资质认证布局，高通血液透析器、低通血液透析器、血液透析滤过器成功通过 CE 认证，高端耗材正式进入欧盟市场。同时，公司在亚洲、南美、非洲、欧洲重点国家依托本地渠道资源快速开拓终端市场，并与多家国际大型连锁透析终端达成深度合作，实现海外终端网络快速渗透，海外市场覆盖率持续提升。

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 10.16/12.84/15.23 亿元，同比增速为 25.91%/26.38%/18.61%；归母净利润为 2.09/2.64/3.31 亿元，同比增速为 42.99%/26.59%/25.29%。对应 EPS 分别为 0.47/0.59/0.74 元，对应当前股价 PE 分别为 23/18/15 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	1,016	1,284	1,523
营业收入增长率(%)	42.24%	25.91%	26.38%	18.61%
归母净利（百万元）	146	209	264	331
净利润增长率(%)	105.80%	42.99%	26.59%	25.29%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.47	0.59	0.74
市盈率（PE）	33.19	23.21	18.33	14.63

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	457	520	663
应收和预付款项	120	135	165	206	242
存货	153	185	191	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	1,834	2,023	2,275
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	147	169	191
长期待摊费用	2	1	1	1	1
其他非流动资产	1,718	1,891	1,886	2,076	2,329
资产总计	2,012	2,347	2,384	2,610	2,888
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	95	218	154	191	225
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	238	350	336	369	416
负债合计	333	568	490	560	641
股本	321	320	447	447	447
资本公积	1,176	1,141	1,012	1,012	1,012
留存收益	224	338	457	615	814
归母公司股东权益	1,687	1,779	1,896	2,054	2,253
少数股东权益	-9	0	-2	-4	-6
股东权益合计	1,678	1,779	1,894	2,051	2,247
负债和股东权益	2,012	2,347	2,384	2,610	2,888

现金流量表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	143	308	113	281	380
投资性现金流	-169	-262	-130	-113	-104
融资性现金流	-83	-49	-98	-106	-132
现金增加额	-109	-3	-116	63	143

利润表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	567	807	1,016	1,284	1,523
营业成本	310	402	505	626	735
营业税金及附加	6	8	10	13	15
销售费用	119	151	184	231	267
管理费用	38	37	51	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	10	13	15
公允价值变动	9	9	9	5	6
营业利润	80	183	247	313	382
其他非经营损益	-11	-18	-12	-15	-8
利润总额	68	165	235	298	374
所得税	4	21	28	36	45
净利润	64	144	207	262	329
少数股东损益	-7	-2	-2	-2	-2
归母股东净利润	71	146	209	264	331

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	45.29%	50.23%	50.30%	51.25%	51.74%
销售净利率	12.50%	18.08%	20.53%	20.57%	21.72%
销售收入增长率	-17.80%	42.24%	25.91%	26.38%	18.61%
EBIT 增长率	-71.10%	227.90%	32.53%	28.75%	23.01%
净利润增长率	-63.55%	105.80%	42.99%	26.59%	25.29%
ROE	4.20%	8.20%	11.00%	12.85%	14.69%
ROA	3.52%	6.22%	8.75%	10.12%	11.46%
ROIC	2.90%	8.39%	10.50%	12.48%	14.01%
EPS(X)	0.16	0.33	0.47	0.59	0.74
PE(X)	68.30	33.19	23.21	18.33	14.63
PB(X)	2.87	2.72	2.55	2.36	2.15
PS(X)	8.53	6.00	4.77	3.77	3.18
EV/EBITDA(X)	39.71	21.74	17.62	13.72	10.63

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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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。