仅供内部参考，请勿外传

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　医疗器械

血透设备龙头地位稳固，自产耗材延续快速放量趋势

山外山(688410.SH)

核心观点

中报收入快速增长，主要由于公司血液净化设备国内市占率持续提升、自产血液净化耗材收入大幅提升；利润增速高于收入，主要由于规模效应及产品结构优化带来毛利率持续改善。公司是国内血液净化行业龙头公司之一，血液净化设备、耗材、服务布局全面。展望全年，公司在国内血液净化设备领域市占率有望持续提升，耗材领域有望延续快速放量趋势，此外海外业务下半年有望增速回升。按照公司员工持股计划考核目标，全年收入有望实现快速增长，利润端有望受益于毛利率提升、费用率优化，利润增速有望快于收入增速。

事件

公司发布 2026 年半年报

2026 年上半年实现营收 4.64 亿元（+29.80%），归母净利润 0.94 亿元（+71.46%），扣非归母净利润 0.85 亿元（+67.56%）。基本每股收益为 0.30 元/股。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。

简评

中报收入、利润高增长，自产耗材持续快速放量

2026 年上半年实现营收 4.64 亿元（+29.80%），归母净利润 0.94 亿元（+71.46%），扣非归母净利润 0.85 亿元（+67.56%）。Q2 单季度营收 2.34 亿元（+39.35%），归母净利润 0.40 亿元（+121.23%），扣非归母净利润 0.34 亿元（+116.03%）。收入超出我们前瞻报告的预期。中报收入快速增长，利润增速高于收入，主要原因为：1）公司血液净化设备国内市占率持续提升，设备收入实现稳步增长；2）自产血液净化耗材收入大幅提升；3）随着产销量的提升，自产耗材单位固定成本进一步下降，毛利率持续改善。

公司作为国产血液净化领域龙头公司，市占率保持行业领先水平。上半年国内血液透析机市场（按中标量口径）市占率来看，山外山占比 21.56%，位列市场第一；连续性血液净化设备（CRRT）市场（按中标量口径）市占率，山外山占比 12.65%，位列市场第四。

维持　　**买入**

袁清慧 yuanqinghui@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879
王在存 wangzaicun@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521070003
SFC 编号:BVA292
李虹达 lihongda@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100006
SFC 编号:BUT196
朱红亮 zhuhongliang@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521080001
贺菊颖 hejuying@csc.com.cn
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591

发布日期：　2026 年 09 月 30 日

当前股价：　9.77 元

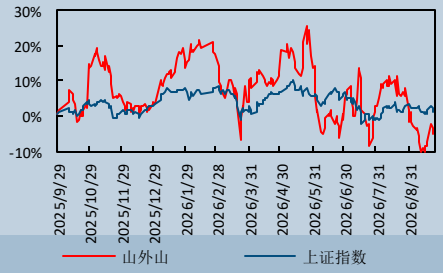
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-10.45/-10.02	-4.48/0.83	-3.35/-5.09

12 月最高/最低价（元）	12.78/9.27
总股本（万股）	44,744.09
流通 A 股（万股）	44,744.09
总市值（亿元）	43.71
流通市值（亿元）	43.71
近 3 月日均成交量（万）	1000.63
主要股东	
高光勇	23.39%

股价表现



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

国内设备业务高增长，自产耗材保持快速放量趋势

上半年公司血液净化设备收入 3.09 亿元，同比增长 31.0%，其中国内设备收入 2.20 亿元，同比增长 44.7%，公司在国内血液透析机市场份额保持领先，有望进一步巩固行业龙头地位。上半年血液净化耗材收入 1.20 亿元，同比增长 40.7%；其中自产耗材收入 1.07 亿元，同比增长 63.3%，公司自产耗材占比持续提升，有利于优化产品结构，提升品牌影响力。医疗服务收入 0.25 亿元，同比下降 14.7%。

分地区来看，上半年公司国内市场收入 3.69 亿元，同比增长 36.5%；海外市场收入 0.95 亿元，同比增长 8.8%，海外收入占比 20.38%，海外收入增速有所放缓，预计主要受到地缘冲突等因素影响。

展望全年，公司有望延续设备稳健增长、自产耗材快速放量趋势

公司在血液净化领域布局全面，在血液净化设备领域市占率逐年提升，在血液净化耗材领域有望延续快速放量趋势，血液净化服务业务有望保持平稳，此外海外业务下半年有望增速回升，海外市场的持续开拓有望为公司带来新的增长点。按照公司员工持股计划考核目标，全年收入有望实现快速增长，利润端有望受益于毛利率提升、费用率优化，利润增速有望快于收入增速。

毛利率提升受益于自产耗材放量，费用率在规模效应下有所改善

上半年公司销售毛利率 54.67%（+6.96pp），预计主要受益于产品结构变化；销售费用率 22.25%（+4.67pp），公司为拓展营销网络建设，加大业务渠道开发力度，销售人员增加，导致销售费用增加；管理费用率 5.61%（+0.05pp），研发费用率 7.91%（-1.86pp），财务费用率-0.02%（+0.92pp）。经营活动产生的现金流量净额为 4100 万元，同比下降 40.1%，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的现金和支付的各项税费增加所致。应收账款周转天数 45.87 天，较上年末减少 2.42 天，基本保持稳定。

国内设备份额有望持续提升，耗材放量、海外拓展有望带来新的增长动力

短期来看，公司有望在国内持续提升血液净化设备市场份额，自产耗材有望保持快速放量趋势；中长期来看，公司产品力有望持续提升、产品线有望持续丰富，海外市场空间广阔，公司有望迈向全球血液净化行业龙头行列。我们预计 2026-2028 年公司实现收入 10.26 亿元、12.58 亿元、15.06 亿元，同比增长 27.2%、22.5%、19.7%；实现归母净利润 1.98 亿元、2.43 亿元、2.94 亿元，同比增长 35.8%、22.8%、20.7%。维持买入评级。

风险分析

1）部分行业政策具有不可预见性，存在我们的盈利预测无法实现的风险，例如若医疗设备、高值耗材集采导致降价幅度超预期，可能对公司毛利率带来不利影响，医疗行业合规要求提升等政策导致招投标进度延后风险；

2）行业竞争加剧风险：若未来国内血液净化市场竞争加剧，可能导致公司市场份额提升不及预期；

3）海外市场风险：地缘政治及贸易战可能影响公司海外业务收入、利润率，汇率波动可能对公司业绩产生影响；

仅供内部参考，请勿外传

4）新产品研发及技术迭代风险：若公司研发进度不及预期，可能导致产品竞争力下降，可能对公司未来增长带来不利影响。

图表1： 预测及比率

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	807	1,026	1,258	1,506
增长率(%)	42.2%	27.2%	22.5%	19.7%
归属母公司股东净利润	146	198	243	294
增长率(%)	105.8%	35.8%	22.8%	20.7%
每股收益(元)	0.46	0.44	0.54	0.66
市盈率(P/E)	21	22	18	15

资料来源：Wind，中信建投 注：收盘日期截至 2026 年 9 月 24 日

仅供内部参考，请勿外传

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	772	631	573	659	621	618
应收款项	107	110	118	170	208	249
存货净额	148	153	185	235	282	335
其他流动资产	20	20	31	35	43	51
流动资产合计	1670	1678	1848	2039	2095	2194
固定资产	118	177	335	499	646	798
无形资产及其他	123	114	111	107	102	98
投资性房地产	25	42	52	52	52	52
长期股权投资	0	0	0	100	120	140
资产总计	1936	2012	2347	2798	3015	3282
短期借款及交易性金融负债	3	1	1	346	287	234
应付款项	37	95	218	160	192	228
其他流动负债	96	136	238	242	292	347
流动负债合计	137	232	457	748	770	808
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	103	101	110	117	124	126
长期负债合计	103	101	110	117	124	126
负债合计	240	333	568	866	895	934
少数股东权益	(2)	(9)	0	(1)	(3)	(5)
股东权益	1697	1687	1779	1934	2124	2353
负债和股东权益总计	1936	2012	2347	2798	3015	3282
利润表（百万元）						
营业收入	690	567	807	1026	1258	1506
营业成本	317	310	402	498	610	730
营业税金及附加	6	6	8	10	12	14
销售费用	122	119	151	185	224	265
管理费用	39	38	37	128	153	182
财务费用	(19)	(13)	(5)	(6)	(2)	(3)
投资收益	7	13	9	1	1	1
资产减值及公允价值变动	19	27	31	0	0	0
其他收入	(34)	(67)	(73)	0	0	0
营业利润	217	80	183	214	262	318
营业外净收支	3	(11)	(18)	5	5	5
利润总额	220	68	165	219	267	323
所得税费用	28	4	21	23	26	33
少数股东损益	(2)	(7)	(2)	(2)	(3)	(3)
归属于母公司净利润	194	71	146	198	243	294

仅供内部参考，请勿外传

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金流量表（百万元）						
净利润	194	71	146	198	243	294
资产减值准备	7	9	3	(16)	2	2
折旧摊销	16	19	20	28	45	58
公允价值变动损失	(19)	(27)	(31)	0	0	0
财务费用	(19)	(13)	(5)	(6)	(2)	(3)
营运资本变动	(140)	79	177	(168)	(3)	(8)
其它	(9)	(12)	(4)	14	(4)	(4)
经营活动现金流	65	143	308	56	284	342
资本开支	(37)	(111)	(215)	(172)	(189)	(208)
其它投资现金流	(592)	(141)	(177)	0	0	0
投资活动现金流	(630)	(252)	(392)	(272)	(209)	(228)
权益性融资	(0)	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(29)	(43)	(32)	(43)	(53)	(64)
其它融资现金流	(25)	58	87	345	(60)	(53)
融资活动现金流	(89)	(28)	23	301	(113)	(117)
现金净变动	(669)	(141)	(59)	86	(38)	(3)
货币资金的期初余额	1442	772	631	573	659	621
货币资金的期末余额	772	631	573	659	621	618

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

朱红亮

中信建投证券医药分析师，上海交通大学生物学硕士，研究医疗器械公司。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk