

山外山 (688410.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

血液净化设备销售快速增长,盈利能力大幅提升

业绩简述

2023年4月2日,公司发布2022年年度报告。2022年公司实现收入3.82亿元,同比+35%;实现归母净利润5924万元,同比+204%;实现扣非归母净利润4826万元,同比+207%;

分季度来看,2022Q4公司实现收入1.23亿元,同比+31%,归母净利润2504万元,同比+57%,扣非归母净利润2057万元,同比+41%。

经营分析

血液净化设备快速增长,市场占有率持续提升。公司全年血液净化设备实现收入2.42亿元,同比+41%,其中血液透析设备全年实现3071台的销售量,同比+60%,高毛利率的SWS-5000系列产品收入增长67%,设备销售成为公司的核心增长点;血液净化耗材实现收入0.77亿元,同比+26%;医疗服务业务实现收入0.59亿元,同比+20%,透析中心患者数量同比增长27%使亏损大幅减少。公司2022年末合同负债金额达到1.54亿元,表明订单需求较为旺盛。**综合利润率显著增长,盈利能力大幅提升。**公司综合毛利率达到43.6%,同比+3.1pct,;净利率达到14.9%,同比+8.5pct,公司盈利能力实现快速提升。同时公司进一步加大自主创新力度,技术中心研发的多种新型血液净化设备目前进度较为顺利。耗材方面,公司新增透析液过滤器、血液透析器(低通)、血液透析器(高通)和连续性血液净化管路4个新产品注册证,产品种类持续扩充。

设备国产替代空间巨大,ICU建设有望拉动CRRT需求。截至2022年12月,国内ICU床位覆盖率仅10张/10万人,与欧美发达国家存在较大差距,由于每10张ICU床位需要配置3套全自动连续血滤系统CRRT,未来ICU病房建设加速有望带来CRRT产品市场规模的迅速增长。同时国内透析机等血液净化设备市场目前仍以外资品牌主导,未来国产设备替代存在较大替代空间。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在血液净化市场的发展前景,预计2023-2025年公司归母净利润分别为1.85、1.98、2.62亿元,同比增长212%、7%、32%,EPS分别为1.28、1.37、1.81元,现价对应PE为29、27、21倍,维持“买入”评级。

风险提示

ICU科室建设不达预期风险;医保控费政策风险;在研项目推进不达预期风险;产品推广不达预期风险。

医疗组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

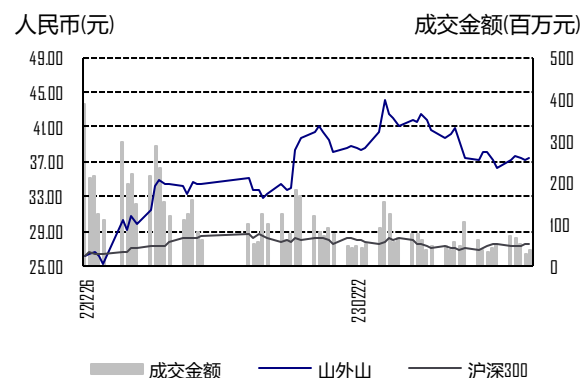
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):37.49元

相关报告:

1.《山外山公司深度研究:血液净化设备国产先锋,逐步完成全产业链布...》,2023.2.27



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	283	382	698	777	994
营业收入增长率	11.35%	34.85%	82.74%	11.36%	27.89%
归母净利润(百万元)	19	59	185	198	262
归母净利润增长率	5.55%	204.20%	212.47%	6.92%	32.23%
摊薄每股收益(元)	0.179	0.409	1.279	1.367	1.808
每股经营性现金流净额	0.30	1.70	-0.46	1.34	1.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.04%	3.91%	10.98%	10.61%	12.43%
P/E	n.a.	61.74	29.31	27.42	20.73
P/B	n.a.	2.41	3.22	2.91	2.58

来源:公司年报、国金证券研究所

血液净化设备快速增长，市场占有率持续提升

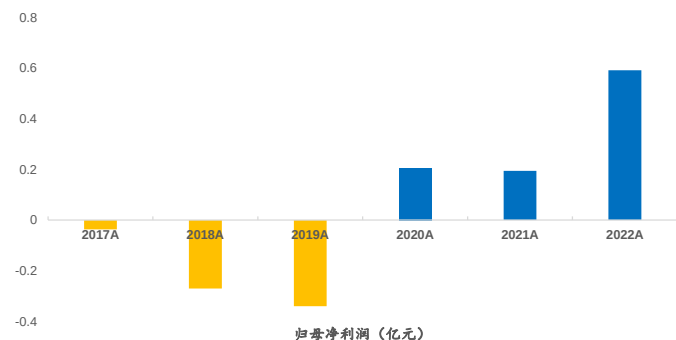
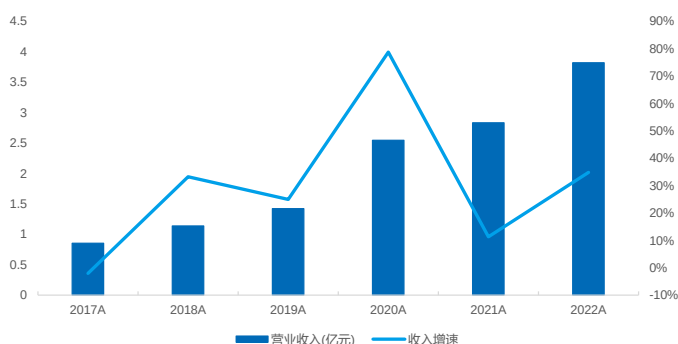
2022 年公司继续深耕血液净化领域，血液透析机、连续性血液净化设备、血液灌流机等设备产品技术性能和品质不断提升，设备市场占有率持续提高，为公司业绩快速增长提供了坚实基础。公司 2022 年末合同负债金额达到 1.54 亿元，较去年同比大幅增长，表明公司订单需求较为旺盛。

在主营业务中，公司血液净化设备实现收入 2.42 亿元，同比+41%，其中血液透析设备全年实现 3071 台的销售量，同比+60%，高毛利率的 SWS-5000 系列产品收入同比增长 67%，设备产品销售成为公司的核心增长点；血液净化耗材实现收入 0.77 亿元，同比+26%；医疗服务业务实现收入 0.59 亿元，同比+20%，透析中心患者数量同比增长 27%，使亏损大幅减少。

分地区来看，公司境内业务实现收入 3.30 亿元，同比+43%；境外业务实现收入 5165 万元，同比+25%，占总收入比例达到 15%。国内外业务同时实现可观增长。

图表1：2017-2022 公司营业收入及增速

图表2：2017-2022 公司归母净利润



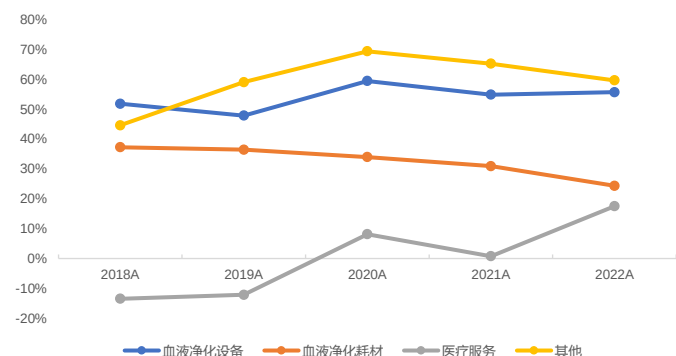
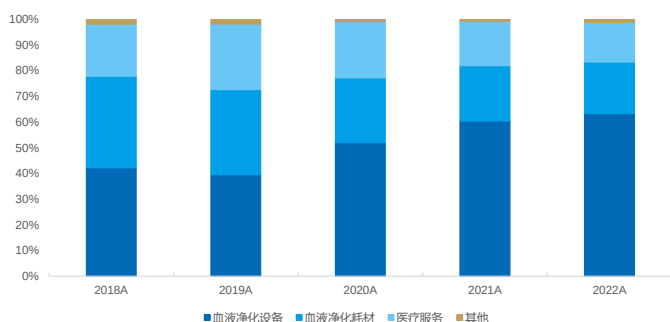
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

从产品毛利率来看，公司血液净化设备毛利率为 55.7%，同比+0.8pct；血液净化耗材毛利率 24.4%，同比-6.6pct，自产耗材由于暂未实现较好的规模效应目前毛利率仍较低，预计未来将逐步提升；医疗服务业务毛利率为 17.5%，同比+16.7pct；

图表3：2018-2022 公司收入结构变化

图表4：2018-2022 公司各业务毛利率变化



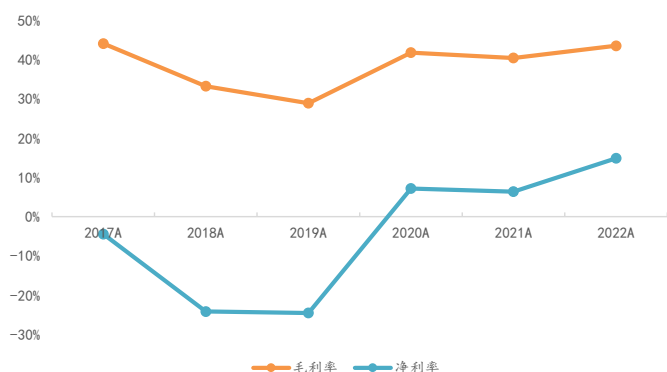
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

综合利润率显著增长，盈利能力快速提升

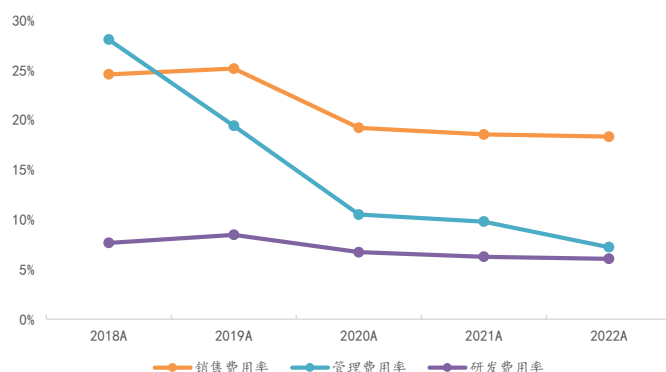
2022 年公司综合毛利率达到 43.6%，同比+3.1pct；净利率达到 14.9%，同比+8.5pct，公司盈利能力实现快速提升。公司全年销售费用率 18.3%，同比-0.2pct；管理费用率 7.2%，同比-2.6pct；研发费用率 6.1%，同比-0.2pct。2022 年公司进一步加大自主创新力度，技术中心研发的多种新型血液净化设备目前进度较为顺利。血液净化耗材方面，公司新增透析液过滤器、血液透析器（低通）、血液透析器（高通）和连续性血液净化管路 4 个新产品注册证，产品种类持续扩充。

图表5：2017-2022 公司利润率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：2018-2022 公司费用率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

设备国产替代空间巨大，ICU 建设有望拉动 CRRT 需求

国内透析机等血液净化设备市场目前仍以外资品牌主导，未来国产设备替代存在较大替代空间。截至 2022 年 12 月，国内 ICU 床位覆盖率仅 10 张/10 万人，与欧美发达国家存在较大差距，由于每 10 张 ICU 床位需要配置 3 套全自动连续血滤系统 CRRT，未来 ICU 病房建设加速有望带来 CRRT 产品市场规模的迅速增长。

风险提示

ICU 科室建设不达预期风险：公司目前部分订单需求来源于新冠防控优化政策带来的 ICU 设备采购加速，若国内医院 ICU 科室对连续性血液净化设备采购需求量不足，或科室病床建设过程中延迟对 CRRT 设备的采购，将可能对公司业绩造成负面影响。

医保控费政策风险：目前透析粉液、透析器等产品在国部分地区已纳入带量采购试点，若未来公司耗材产品的价格下滑幅度过大，或者公司未能在带量采购中中标，将可能对公司业绩造成负面影响。

在研项目推进不达预期风险：若公司血液净化设备新产品在研项目推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险，将可能对公司造成负面影响。

产品推广不达预期风险：如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	254	283	382	698	777	994
增长率		11.3%	34.9%	82.7%	11.4%	27.9%
主营业务成本	-148	-169	-215	-315	-354	-426
%销售收入	58.1%	59.5%	56.4%	45.1%	45.6%	42.8%
毛利	107	115	167	384	423	568
%销售收入	41.9%	40.5%	43.6%	54.9%	54.4%	57.2%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-7	-8	-10
%销售收入	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-49	-53	-70	-119	-128	-164
%销售收入	19.2%	18.6%	18.3%	17.0%	16.5%	16.5%
管理费用	-27	-28	-28	-49	-51	-60
%销售收入	10.5%	9.8%	7.2%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费用	-17	-18	-23	-42	-47	-60
%销售收入	6.7%	6.3%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	11	14	42	167	190	275
%销售收入	4.5%	4.8%	10.9%	23.9%	24.4%	27.7%
财务费用	-3	-2	1	28	21	22
%销售收入	1.2%	0.6%	-0.2%	-4.0%	-2.7%	-2.2%
资产减值损失	-1	-2	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	4	1	10	10	0
%税前利润	0.6%	17.7%	1.7%	4.6%	4.3%	0.0%
营业利润	22	29	62	210	226	302
营业利润率	8.5%	10.2%	16.3%	30.0%	29.1%	30.4%
营业外收支	-1	-7	1	7	7	7
税前利润	21	22	63	217	233	309
利润率	8.3%	7.8%	16.6%	31.0%	30.0%	31.1%
所得税	-3	-4	-6	-33	-35	-46
所得税率	12.8%	17.7%	10.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	18	18	57	184	198	263
少数股东损益	-2	-1	-2	-1	0	1
归属于母公司的净利润	21	19	59	185	198	262
净利率	8.1%	6.9%	15.5%	26.5%	25.5%	26.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	18	18	57	184	198	263
少数股东损益	-2	-1	-2	-1	0	1
非现金支出	15	21	24	22	40	56
非经营收益	2	-3	-2	-10	-17	-7
营运资金变动	-54	-3	167	-263	-27	-58
经营活动现金净流	-19	33	246	-67	195	254
资本开支	-22	-27	-13	-204	-219	-99
投资	0	3	0	0	0	0
其他	0	3	5	10	10	0
投资活动现金净流	-22	-21	-7	-194	-209	-99
股权募资	210	0	1,089	0	0	0
债权募资	58	-78	-8	-71	0	0
其他	-3	-1	-24	-15	-18	-22
筹资活动现金净流	265	-79	1,058	-86	-18	-22
现金净流量	224	-68	1,296	-346	-32	133

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	145	172	1,442	1,094	1,061	1,193
应收款项	103	129	129	286	318	407
存货	76	62	134	129	146	175
其他流动资产	113	18	52	59	61	66
流动资产	437	380	1,757	1,568	1,586	1,841
%总资产	73.5%	68.4%	91.3%	81.8%	74.8%	75.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	129	128	121	301	482	528
%总资产	21.8%	23.1%	6.3%	15.7%	22.7%	21.8%
无形资产	25	32	32	42	46	50
非流动资产	157	176	167	349	535	584
%总资产	26.5%	31.6%	8.7%	18.2%	25.2%	24.1%
资产总计	594	556	1,924	1,917	2,120	2,425
短期借款	78	11	13	0	0	0
应付款项	37	29	95	83	94	113
其他流动负债	29	26	208	107	116	151
流动负债	143	66	316	190	210	264
长期贷款	21	13	3	3	3	3
其他长期负债	61	88	90	39	42	52
负债	225	166	409	232	255	319
普通股股东权益	365	387	1,515	1,685	1,866	2,106
其中：股本	109	109	145	145	145	145
未分配利润	-52	-36	17	188	368	608
少数股东权益	4	3	0	0	0	0
负债股东权益合计	594	556	1,924	1,917	2,120	2,425

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.190	0.179	0.409	1.279	1.367	1.808
每股净资产	3.363	3.563	10.465	11.644	12.891	14.550
每股经营现金净流	-0.171	0.302	1.699	-0.462	1.344	1.754
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.120	0.150
回报率						
净资产收益率	5.65%	5.04%	3.91%	10.98%	10.61%	12.43%
总资产收益率	3.47%	3.50%	3.08%	9.66%	9.34%	10.79%
投入资本收益率	2.12%	2.69%	2.44%	8.42%	8.64%	11.08%
增长率						
主营业务收入增长率	78.78%	11.35%	34.85%	82.74%	11.36%	27.89%
EBIT 增长率	N/A	18.80%	208.33%	301.00%	13.69%	44.74%
净利润增长率	160.65%	-5.55%	204.20%	212.47%	6.92%	32.23%
总资产增长率	118.57%	-6.41%	246.03%	-0.35%	10.59%	14.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	100.6	135.5	114.7	135.0	135.0	135.0
存货周转天数	138.9	149.6	165.6	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	52.8	50.0	80.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	181.0	155.2	111.7	129.0	191.7	166.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.48%	-37.91%	-96.13%	-66.57%	-58.34%	-57.93%
EBIT 利息保障倍数	3.8	7.5	-57.6	-6.1	-9.1	-12.5
资产负债率	37.87%	29.95%	21.24%	12.12%	12.02%	13.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-02-27	买入	38.47	38.47~51.83

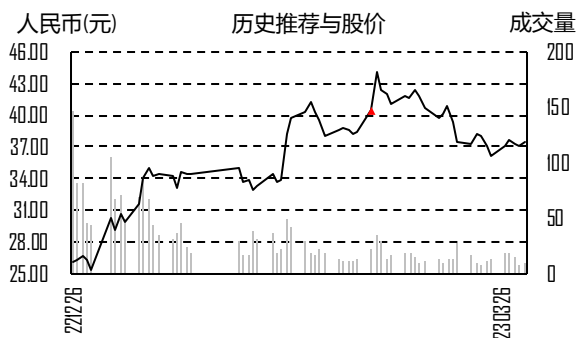
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402