

山外山 (688410.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

发布股票激励计划,高增长考核目标彰

显信心

事件

2023年6月13日,公司发布《2023年限制性股票激励计划(草案)》,拟以32.30元/股的价格授予激励对象730万股限制性股票,占公司当前股本总额的5.04%,其中首次授予584万股,预留146万股。首次授予的激励对象为公司董事、高级管理人员、核心技术人员、中高层管理人员等共213人。

点评

收入及利润考核指标增速较快,分段设置业绩完成度。在业绩考核方面,收入与利润都分别设置了“目标值”与“触发值”2种标准。2023-2025年公司收入目标值分别为6.50亿元(同比+70%)、10.00亿元(同比+54%)、15.00亿元(同比+50%);利润目标值分别为1.60亿元(同比+170%)、2.00亿元(同比+25%)、3.00亿元(同比+50%)。收入及利润在考核得分的权重中各占50%,高增长目标展现出公司对未来经营发展的信心,充分调动员工积极性。

预计总摊销费用1.36亿,有望对长期业绩发挥积极作用。按照公告对首次授予股份支付费用的预测,此次激励计划将摊销的总费用约为1.36亿元,分为2023-2027年共5年进行费用摊销,费用最高的年份费用达到3950万元。虽然对各年净利润将有所影响,考虑到本次激励计划将激发员工的积极性,提高经营效率,降低经营成本,本次激励计划将对公司长期业绩提升发挥积极作用。

ICU建设有望拉动CRRT需求,合同负债金额持续提升。截至一季度末,公司合同负债达到1.79亿元,较2022年末进一步增加,表明订单需求依然较为旺盛。国内ICU床位覆盖率与欧美发达国家存在较大差距,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年归母净利润分别为2.09、2.15、2.57亿元,同比增长253%、3%、20%,EPS分别为1.45、1.49、1.78元,现价对应PE为36、35、30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。

医药组

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):52.46元

相关报告:

- 《山外山公司点评:一季度设备业务快速爆发,盈利能力大幅提升》,2023.4.28
- 《山外山公司点评:血液净化设备销售快速增长,盈利能力大幅提升》,2023.4.3
- 《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	779	835	1,101
营业收入增长率	11.35%	34.85%	103.97%	7.20%	31.81%
归母净利润(百万元)	19	59	209	215	257
归母净利润增长率	5.55%	204.20%	253.04%	2.82%	19.59%
摊薄每股收益(元)	0.179	0.409	1.445	1.486	1.777
每股经营性现金流净额	0.30	1.70	-0.31	1.62	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.04%	3.91%	12.13%	11.19%	11.92%
P/E	n.a.	61.74	36.31	35.31	29.53
P/B	n.a.	2.41	4.40	3.95	3.52

来源:公司年报、国金证券研究所

6月13日，公司发布《2023年限制性股票激励计划（草案）》，拟以32.30元/股的价格授予激励对象730万股限制性股票，占公司当前股本总额的5.04%，其中首次授予584万股，预留146万股。首次授予的激励对象为公司董事、高级管理人员、核心技术人员、中高层管理人员等共213人。

图表1：《2023年限制性股票激励计划（草案）》激励对象情况

姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予权益总额的比例	占目前总股本的比例
高光勇	中国	董事、总经理、核心技术人员	6	0.82%	0.04%
任应祥	中国	董事、副总经理、核心技术人员	6	0.82%	0.04%
喻上玲	中国	董事、副总经理、董事会秘书、财务总监	6	0.82%	0.04%
童锦	中国	董事、副总经理、核心技术人员	6	0.82%	0.04%
段春燕	中国	副总经理	6	0.82%	0.04%
中高层管理人员及董事会认为需要激励的其他员工(208人)			554	75.89%	3.83%
首次授予限制性股票数量合计			584	80.00%	4.04%
预留部分			146	20.00%	1.01%
合计			730	100.00%	5.04%

来源：公司公告，国金证券研究所

收入及利润考核指标增速较快，分段设置业绩完成度。在业绩考核方面，收入与利润都分别设置了“目标值”与“触发值”2种标准，“触发值”为触发授予股份的最低考核目标，“目标值”为达到100%业绩考核系数所需达到的考核目标。2023年-2025年公司收入目标值分别为6.50亿元（同比+70%）、10.00亿元（同比+54%）、15.00亿元（同比+50%）；利润目标值分别为1.60亿元（同比+170%）、2.00亿元（同比+25%）、3.00亿元（同比+50%）。收入及利润在考核得分的权重中各占50%，高增长目标展现出公司对未来经营发展的信心，分段目标使激励模式更加合理，充分调动员工积极性。

图表2：首次授予的限制性股票各年度的业绩考核目标

考核期	对应考核年度	营业收入(A)		净利润(B)	
		目标值(A _m)	触发值(A _n)	目标值(B _m)	触发值(B _n)
第一个考核期	2023年	6.50亿元	4.55亿元	1.60亿元	1.12亿元
第二个考核期	2024年	10.00亿元	7.00亿元	2.00亿元	1.40亿元
第三个考核期	2025年	15.00亿元	10.50亿元	3.00亿元	2.10亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司层面业绩考核分数与考核指标的关系

业绩考核指标	业绩完成度	业绩考核系数
营业收入(A)	$A \geq A_m$	$P_1 = 100\%$
	$A_n \leq A < A_m$	$P_1 = (A - A_n) / (A_m - A_n) \times 30\% + 70\%$
	$A < A_n$	$P_1 = 0\%$
净利润(B)	$B \geq B_m$	$P_2 = 100\%$
	$B_n \leq B < B_m$	$P_2 = (B - B_n) / (B_m - B_n) \times 30\% + 70\%$
	$B < B_n$	$P_2 = 0\%$
公司层面业绩考核得分(P)	$P = P_1 * 50\% + P_2 * 50\%$	

来源：公司公告，国金证券研究所

按照公告中对首次授予股份支付费用的预测，此次激励计划预计将摊销的总费用约为1.36亿元，分为2023-2027年共5年进行费用摊销，费用最高的年份费用达到3950万元。虽然对各年净利润将有所影响，考虑到本次激励计划将激发员工的积极性，提高经营效率，降低经营成本，本次激励计划将对公司长期业绩提升发挥积极作用。

图表4：首次授予股份支付费用及各年度摊销情况预测

首次授予数量 (万股)	预计摊销的总 费用(万元)	2023年(万元)	2024年(万元)	2025年(万元)	2026年(万元)	2027年(万元)
584	13580.83	1975.04	3950.08	3950.08	2840.34	865.30

来源：公司公告，国金证券研究所

ICU 建设有望拉动 CRRT 需求，合同负债金额持续提升。截至一季度末，公司合同负债达到 1.79 亿元，较 2022 年末进一步增加，表明订单需求依然较为旺盛。国内 ICU 床位覆盖率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。

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、透析器等产品在国内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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	254	283	382	779	835	1,101	货币资金	145	172	1,442	1,111	1,101	1,217	
增长率	11.3%	34.9%	104.0%	7.2%	31.8%		应收款项	103	129	129	319	342	438	
主营业务成本	-148	-169	-215	-335	-368	-479	存货	76	62	134	138	151	191	
%销售收入	58.1%	59.5%	43.0%	44.1%	43.5%		其他流动资产	113	18	52	61	62	69	
毛利	107	115	167	444	467	622	流动资产	437	380	1,757	1,628	1,656	1,915	
%销售收入	41.9%	40.5%	57.0%	55.9%	56.5%		%总资产	73.5%	68.4%	91.3%	82.3%	75.6%	76.6%	
营业税金及附加	-2	-3	-4	-8	-8	-11	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%		固定资产	129	128	121	301	482	528	
销售费用	-49	-53	-70	-132	-138	-182	%总资产	21.8%	23.1%	6.3%	15.2%	22.0%	21.1%	
%销售收入	19.2%	18.6%	17.0%	16.5%	16.5%		无形资产	25	32	32	42	46	50	
管理费用	-27	-28	-28	-51	-53	-72	非流动资产	157	176	167	349	535	584	
%销售收入	10.5%	9.8%	6.5%	6.4%	6.5%		%总资产	26.5%	31.6%	8.7%	17.7%	24.4%	23.4%	
研发费用	-17	-18	-23	-39	-42	-55	资产总计	594	556	1,924	1,977	2,191	2,500	
%销售收入	6.7%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%		短期借款	78	11	13	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	11	14	42	214	226	303	应付款项	37	29	95	89	97	127	
%销售收入	4.5%	4.8%	27.5%	27.0%	27.5%		其他流动负债	29	26	208	119	125	156	
财务费用	-3	-2	1	28	21	23	流动负债	143	66	316	208	222	282	
%销售收入	1.2%	0.6%	-3.5%	-2.6%	-2.1%		长期贷款	21	13	3	3	3	3	
资产减值损失	-1	-2	-5	0	0	-18	其他长期负债	61	88	90	43	45	57	
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	负债	225	166	409	254	270	342	
投资收益	0	4	1	1	1	1	普通股股东权益	365	387	1,515	1,724	1,921	2,157	
%税前利润	0.6%	17.7%	0.4%	0.4%	0.3%		其中：股本	109	109	145	145	145	145	
营业利润	22	29	62	248	253	314	未分配利润	-52	-36	17	226	424	659	
营业利润率	8.5%	10.2%	31.8%	30.3%	28.5%		少数股东权益	4	3	0	0	0	0	
营业外收支	-1	-7	1	-3	0	-10	负债股东权益合计	594	556	1,924	1,977	2,191	2,500	
税前利润	21	22	63	245	253	304	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	8.3%	7.8%	31.4%	30.3%	27.6%		每股指标							
所得税	-3	-4	-6	-37	-38	-46	每股收益	0.190	0.179	0.409	1.445	1.486	1.777	
所得税率	12.8%	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%		每股净资产	3.363	3.563	10.465	11.910	13.276	14.902	
净利润	18	18	57	208	215	258	每股经营现金净流	-0.171	0.302	1.699	-0.313	1.615	1.757	
少数股东损益	-2	-1	-2	-1	0	1	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.120	0.150	
归属于母公司的净利润	21	19	59	209	215	257	回报率							
净利率	8.1%	6.9%	26.8%	25.7%	23.4%		净资产收益率	5.65%	5.04%	3.91%	12.13%	11.19%	11.92%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.47%	3.50%	3.08%	10.58%	9.81%	10.29%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	2.12%	2.69%	2.44%	10.56%	9.97%	11.93%	
净利润	18	18	57	208	215	258	增长率							
少数股东损益	-2	-1	-2	-1	0	1	主营业务收入增长率	78.78%	11.35%	34.85%	103.97%	7.20%	31.81%	
非现金支出	15	21	24	22	40	75	EBIT 增长率	N/A	18.80%	208.33%	414.34%	5.21%	34.39%	
非经营收益	2	-3	-2	9	-1	9	净利润增长率	160.65%	-5.55%	204.20%	253.04%	2.82%	19.59%	
营运资金变动	-54	-3	167	-284	-21	-88	总资产增长率	118.57%	-6.41%	246.03%	2.78%	10.81%	14.09%	
经营活动现金净流	-19	33	246	-45	234	254	资产管理能力							
资本开支	-22	-27	-13	-214	-226	-116	应收账款周转天数	100.6	135.5	114.7	135.0	135.0	135.0	
投资	0	3	0	0	0	0	存货周转天数	138.9	149.6	165.6	150.0	150.0	150.0	
其他	0	3	5	1	1	1	应付账款周转天数	52.8	50.0	80.3	70.0	70.0	70.0	
投资活动现金净流	-22	-21	-7	-213	-225	-115	固定资产周转天数	181.0	155.2	111.7	115.6	178.4	150.5	
股权募资	210	0	1,089	0	0	0	偿债能力							
债权募资	58	-78	-8	-71	0	0	净负债/股东权益	-39.48%	-37.91%	-96.13%	-66.08%	-58.74%	-57.70%	
其他	-3	-1	-24	-1	-18	-22	EBIT 利息保障倍数	3.8	7.5	-57.6	-7.8	-10.5	-13.4	
筹资活动现金净流	265	-79	1,058	-71	-18	-22	资产负债率	37.87%	29.95%	21.24%	12.84%	12.33%	13.70%	
现金净流量	224	-68	1,296	-329	-9	117								

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
2	2023-04-03	买入	37.49	N/A
3	2023-04-28	买入	49.66	N/A

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806