

安杰思 (688581.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

上半年业绩快速增长,发布股票激励计划

事件简述

2023年8月15日,公司发布2023年半年度报告。2023年上半年公司实现收入2.06亿元,同比+31%;实现归母净利润7880万元,同比+44%;实现扣非归母净利润7674万元,同比+33%。

分季度来看,2023Q2公司实现收入1.15亿元,同比+44%;归母净利润4458万元,同比+64%;扣非归母净利润4262万元,同比+38%。公司当日同时发布2023年限制性股票激励计划(草案),拟向公司员工授予47.65万股限制性股票,授予价格70.00元/股。

经营分析

上半年业绩快速增长,海外业务表现突出。公司上半年境内实现销售收入1.02亿元,同比增长21%,通过核心产品可拆卸、可换装止血夹、双极治疗系统、ERCP手术器械在多个领域实现快速的进口替代。公司上半年境外市场实现收入1.02亿元,同比+42%,在巩固欧洲市场和发力北美市场客户开发的基础上大力拓展南美及亚太市场,同时积极推动自有品牌销售,海外业务表现突出。

利润率持续提升,营销投入快速提升。上半年公司毛利率达到68.8%,同比+3.5pct,通过全资子公司及供应链管理,增强规模议价能力,成功实施成本优化战略,毛利率仍保持较高水平。公司上半年销售费用率11.3%,同比+1.9pct,全国双极使用医院百余家,完成了两百多台的手术,双极系列产品凭借过硬的产品质量和优良的临床使用效果得到了医生的认可。

发布限制性股票激励计划,充分调动核心员工积极性。激励计划首次授予的激励对象为69名公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)骨干,并设置2023-2025年三个会计年度的收入利润高增长目标,体现出公司对长期经营业绩和优秀人才的重视,有望充分调动核心骨干员工的积极性。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在内镜耗材行业的发展前景,预计2023-2025年公司归母净利润为2.05、2.73、3.47亿元,同比增长42%、33%、27%。EPS分别为3.55、4.71、6.00元,现价对应PE为29、22、17倍,维持“增持”评级。

风险提示

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;汇兑风险;限售股解禁及财务投资者减持风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

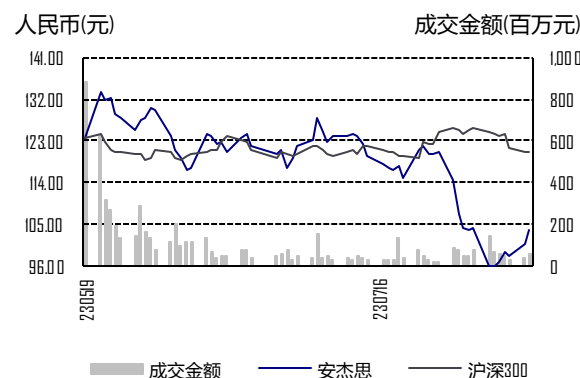
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):103.60元

相关报告:

1.《安杰思公司深度研究:内镜耗材国产先锋,创新技术有望打开新局面》,2023.7.27



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	305	371	518	678	868
营业收入增长率	77.64%	21.49%	39.46%	30.92%	28.05%
归母净利润(百万元)	105	145	205	273	347
归母净利润增长率	131.68%	38.32%	41.54%	32.92%	27.28%
摊薄每股收益(元)	2.415	3.340	3.545	4.712	5.998
每股经营性现金流净额	2.72	3.60	3.69	5.18	6.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.61%	37.99%	9.35%	11.30%	12.90%
P/E	n.a.	n.a.	29.22	21.99	17.27
P/B	n.a.	n.a.	2.73	2.48	2.23

来源:公司年报、国金证券研究所

上半年业绩快速增长，海外业务表现突出

2023年上半年国内手术需求逐步恢复，公司上半年境内实现销售收入1.02亿元，同比增长21%。其中一季度境内市场同比下降8%，随着二季度手术全面恢复，销售收入同比增长49%。公司通过核心产品可拆卸、可换装止血夹、双极治疗系统、ERCP手术器械在早癌治疗领域、胆胰疾病治疗领域、消化道止血领域可实现快速的进口替代，同时带动基础医疗耗材的快速增长。公司近期将成立全资子公司，全资子公司主要专研于光纤成像系统、内窥镜辅助治疗机器人和软性内窥镜等项目，未来有望为公司带来新的增长点。

海外市场方面，公司上半年境外实现收入1.02亿元，同比+42%。其中北美市场实现收入3057万元，同比+36%；欧洲市场实现收入4946万元，同比+37%。公司在巩固欧洲市场和发力北美市场客户开发的基础上大力拓展南美及亚太市场，同时积极推动公司自有品牌的销售，海外市场业绩表现突出。

利润率持续提升，营销投入快速提升

2023年上半年公司综合毛利率达到68.8%，同比+3.5pct，通过全资子公司及供应链管理，增强规模议价能力，成功实施成本优化战略，在市场充分竞争的环境下，毛利率仍保持较高水平。公司上半年销售费用率11.3%，同比+1.9pct，市场品牌力进一步提升，全国双极使用医院百余家，完成了两百多台的手术，双极系列产品凭借过硬的产品质量和优良的临床使用效果得到了广大临床医生的认可。

发布限制性股票激励计划，充分调动核心员工积极性

8月15日，公司还同时发布了安杰思2023年限制性股票激励计划（草案），首次授予的激励对象为69名公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干，授予价格70.00元/股，授予的限制性股票数量为47.65万股。公司考核目标方面，A档（100%归属）设置2023-2025年收入目标5.00/6.75/9.11亿，同比+35%/+35%/+35%；净利润目标1.95/2.49/3.09亿，同比+35%/28%/24%。B档（80%归属）设置收入目标4.75/6.41/8.65亿，同比+28%/35%/35%；净利润目标1.79/2.29/2.84亿，同比+24%/+28%/+24%。体现出公司对长期经营业绩和优秀人才的重视，有望充分调动核心骨干员工的积极性。

图表1：股票激励计划分配人员名单及份额

姓名	国籍	职务	获授限制性股票数量(万股)	占激励计划拟授出股票总量的比例	占草案公布日股本总额的比例
1. 董事、高级管理人员					
张承	中国	董事长、总经理	1.20	2.518%	0.021%
韩春琦	中国	董事、副总经理	1.00	2.099%	0.017%
盛跃渊	中国	董事、工程部总监	1.00	2.099%	0.017%
陈君灿	中国	财务总监	1.20	2.518%	0.021%
张勤华	中国	董事会秘书	0.75	1.574%	0.013%
2. 其他激励对象					
中层管理人员及核心技术(业务)骨干(64人)			34.00	71.354%	0.588%
3. 首次授予限制性股票数量合计			39.15	82.162%	0.676%
4. 预留部分			8.50	17.838%	0.147%
合计			47.65	100.000%	0.823%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：股权激励计划公司业绩考核指标

归属期	业绩考核目标A	业绩考核目标B
	公司归属系数100%	公司归属系数80%
第一个归属期	2023年营业收入不低于5亿元； 或2023年净利润不低于1.95亿元	2023年营业收入不低于4.75亿元； 或2023年净利润不低于1.79亿元
第二个归属期	2024年营业收入不低于6.75亿元； 或2024年净利润不低于2.49亿元	2024年营业收入不低于6.41亿元； 或2024年净利润不低于2.29亿元
第三个归属期	2025年营业收入不低于9.11亿元； 或2025年净利润不低于3.09亿元	2025年营业收入不低于8.65亿元； 或2025年净利润不低于2.84亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

医保控费政策风险：目前国内多个省份已针对部分消化内镜耗材开展带量采购工作，若公司产品未来进一步纳入带量采购或招标降价，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。

汇兑风险：公司收入结构中有较大比例来源于海外，若人民币汇率出现较大波动，将可能对公司当期业绩产生影响。

限售股解禁及财务投资者减持风险：由于公司为新上市，2023年11月20日预期将会有部分首发股份解禁，股份数85.06万股，占总股本1.47%。且公司股东结构中有一定比例的财务投资者，后续限售股解禁及股东减持将可能对公司股价产生负面影响。

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	172	305	371	518	678	868	货币资金	156	205	213	1,942	2,129	2,403
增长率		77.6%	21.5%	39.5%	30.9%	28.0%	应收款项	14	14	21	23	31	39
主营业务成本	-67	-108	-118	-163	-214	-274	存货	20	40	39	53	69	88
%销售收入	39.2%	35.3%	31.9%	31.5%	31.6%	31.6%	其他流动资产	3	4	59	63	66	69
毛利	104	198	253	354	463	593	流动资产	193	263	332	2,082	2,295	2,600
%销售收入	60.8%	64.7%	68.1%	68.5%	68.4%	68.4%	%总资产	74.2%	76.8%	70.1%	90.2%	89.6%	90.3%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-7	-9	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	41	52	116	199	237	250
销售费用	-17	-24	-34	-52	-71	-95	%总资产	15.9%	15.3%	24.5%	8.6%	9.3%	8.7%
%销售收入	10.0%	7.8%	9.2%	10.0%	10.5%	11.0%	无形资产	24	23	23	25	26	28
管理费用	-20	-29	-32	-41	-51	-61	非流动资产	67	79	141	227	266	280
%销售收入	11.8%	9.5%	8.7%	8.0%	7.5%	7.0%	%总资产	25.8%	23.2%	29.9%	9.8%	10.4%	9.7%
研发费用	-18	-24	-31	-47	-61	-78	资产总计	260	342	473	2,308	2,561	2,879
%销售收入	10.7%	7.9%	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	0	1	1	1	1	1
息税前利润 (EBIT)	47	117	151	209	274	350	应付款项	26	40	43	56	73	93
%销售收入	27.2%	38.3%	40.7%	40.5%	40.4%	40.4%	其他流动负债	18	28	47	56	74	94
财务费用	-3	-2	13	22	42	47	流动负债	44	69	91	112	148	188
%销售收入	1.6%	0.8%	-3.6%	-4.3%	-6.2%	-5.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-1	-2	-1	0	-1	其他长期负债	0	2	1	1	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	3	2	2	负债	44	71	92	113	148	189
投资收益	0	1	-7	0	-5	0	普通股股东权益	217	271	382	2,195	2,413	2,690
%税前利润	0.0%	0.5%	n.a	0.0%	n.a	0.0%	其中：股本	43	43	43	58	58	58
营业利润	49	120	164	239	317	404	未分配利润	87	131	226	388	605	883
营业利润率	28.2%	39.3%	44.2%	46.1%	46.8%	46.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	0	2	0	0	0	负债股东权益合计	260	342	473	2,308	2,561	2,879
税前利润	51	120	166	239	317	404	比率分析						
利润率	29.7%	39.3%	44.6%	46.1%	46.8%	46.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-6	-15	-21	-33	-44	-57	每股指标						
所得税率	11.4%	12.6%	12.4%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	1.042	2.415	3.340	3.545	4.712	5.998
净利润	45	105	145	205	273	347	每股净资产	4.993	6.254	8.792	37.931	41.694	46.491
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.229	2.725	3.603	3.693	5.181	6.500
归属于母公司的净利润	45	105	145	205	273	347	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.760	0.950	1.200
净利率	26.3%	34.3%	39.1%	39.6%	40.2%	40.0%	回报率						
							净资产收益率	20.88%	38.61%	37.99%	9.35%	11.30%	12.90%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	17.37%	30.64%	30.62%	8.89%	10.65%	12.05%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	19.16%	37.54%	34.50%	8.20%	9.75%	11.20%
净利润	45	105	145	205	273	347	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-5.95%	77.64%	21.49%	39.46%	30.92%	28.05%
非现金支出	5	7	10	9	14	20	EBIT 增长率	-16.44%	150.10%	28.80%	38.83%	30.67%	28.05%
非经营收益	5	3	-4	-3	3	-2	净利润增长率	-17.36%	131.68%	38.32%	41.54%	32.92%	27.28%
营运资金变动	-3	3	6	3	10	11	总资产增长率	19.12%	31.33%	38.42%	387.57%	10.95%	12.43%
经营活动现金净流	53	118	156	214	300	376	资产管理能力						
资本开支	-28	-16	-60	-93	-53	-33	应收账款周转天数	27.8	13.2	14.7	14.0	14.0	14.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	111.1	101.3	121.0	120.0	120.0	120.0
其他	-2	0	-61	0	-5	0	应付账款周转天数	113.4	89.1	103.0	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-30	-15	-121	-93	-58	-33	固定资产周转天数	77.9	49.8	42.5	61.2	78.0	74.5
股权募资	0	0	0	1,652	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-71.85%	-75.40%	-70.06%	-91.10%	-90.69%	-91.57%
其他	0	-50	-39	-44	-55	-69	EBIT 利息保障倍数	16.6	47.0	-11.2	-9.4	-6.5	-7.5
筹资活动现金净流	0	-50	-39	1,608	-55	-69	资产负债率	16.79%	20.63%	19.39%	4.89%	5.78%	6.56%
现金净流量	18	48	9	1,729	187	274							

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	2023-07-27	增持	120.33	121.70~154.78

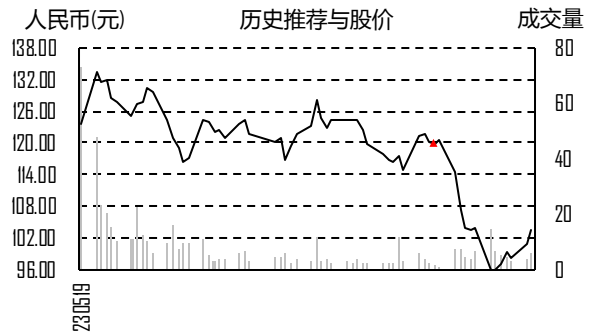
来源：国金证券研究所

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