

国内持续推出新产品贡献业绩增量，看好海外高增长趋势

核心观点

公司 2024 年和 2025Q1 业绩符合预期。2024 年公司国内面临部分地区集采降价的冲击以及临床入院周期加长的挑战，整体业绩仍实现较好的增长，主要由于公司积极开拓海外市场，海外收入同比实现高增长。展望二季度，海外业务受关税政策影响存在不确定性。展望下半年，随着公司泰国工厂投产，关税政策对海外收入的影响有望降低，下半年业绩增速预计高于上半年。为了应对国内集采、DRG/DIP 等行业政策带来的市场环境变化，公司坚持技术创新和产品差异化的策略，推出可换装止血夹、双极电刀等多个具有市场竞争力的新产品，有助于增强公司市场竞争力，进一步提升市场份额。

事件

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报

公司 2024 年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 6.37 亿元（+25.1%）、2.93 亿元（+35.1%）和 2.73 亿元（+28.6%），基本每股收益为 3.64 元/股。2024 年利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 13.8 元（含税），不进行资本公积转增股本，不送红股。2025Q1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.29 亿元（+15.3%）、0.56 亿元（+6.6%）和 0.49 亿元（+0.8%），基本每股收益为 0.69 元/股。

简评

24 年和 25Q1 业绩符合预期，海外市场表现亮眼

公司 2024 年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 6.37 亿元（+25.1%）、2.93 亿元（+35.1%）和 2.73 亿元（+28.6%），业绩符合预期。2024 年公司国内面临部分地区集采降价的冲击以及临床入院周期加长的挑战，但整体业绩仍实现稳健增长，主要由于公司积极开拓全球市场，海外收入达到 3.33 亿元（+36.2%）；归母净利润增速高于扣非归母净利润增速，主要由于非经常性损益增加（主要来自公司持有金融资产和金融负债产生的公允价值变动损益以及处置金融资产和金融负债产生的损益）。

2025Q1 公司营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.29 亿元（+15.3%）、0.56 亿元（+6.6%）和 0.49 亿元（+0.8%），业绩符合预期。利润增速低于收入增速，主要由于 2024 年一季度公司理财产品集中到期较多导致利息收入基数较高。

安杰思 (688581.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2025 年 06 月 15 日

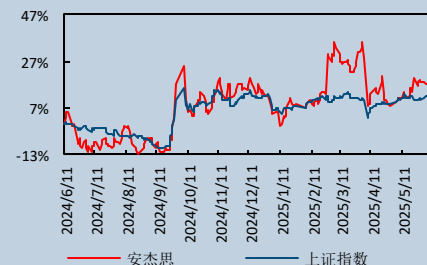
当前股价：64.97 元

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
7.71/6.43	-10.25/-10.61	-15.05/-25.98
12 月最高/最低价 (元)		81.62/47.30
总股本 (万股)		8,097.88
流通 A 股 (万股)		4,141.64
总市值 (亿元)		52.61
流通市值 (亿元)		26.91
近 3 月日均成交量 (万)		68.31
主要股东		
杭州一嘉投资管理有限公司		32.66%

股价表现



分产品来看，2024 年 GI 类（包括止血夹类和活检类）产品收入为 4.13 亿元（+23.2%），EMR/ESD 类产品收入为 1.50 亿元（+42.9%），ERCP 类产品收入为 0.52 亿元（+36.6%），仪器类产品收入为 0.18 亿元（-35.9%）。分地区来看，2024 年境内营业收入为 3.00 亿元（+14.6%），境外营业收入为 3.33 亿元（+36.2%）。分销售模式看，2024 年经销收入为 3.90 亿元（+23.1%），ODM 贴牌销售收入为 2.43 亿元（+28.3%）。

公司国内终端医院覆盖数量持续提升，海外新客户数量稳定增长。境内市场方面，截至 2024 年年末，公司国内覆盖终端医院数量突破 2400 家，三甲医院覆盖率稳步提升，建立有效合作渠道近 600 家。境外市场方面，截至 2024 年年末，公司签约合作客户数量已达到 116 家，同比增长 23.40%，通过深化渠道客户管理，公司的产品已成功销往五大洲超 60 个国家，并建立了稳固的市场地位。2024 年公司在北美和欧洲的销售布局取得突破性进展，同时公司在泰国投资的生产基地一期项目实现落地并稳步推进，预计于 2025 年第二季度可实现投产出货。后期公司将进一步加大对泰国市场的投资，计划在泰国建设生产基地二期以及相关供应链配套设施，该项目计划总投资将达到 1.8 亿元。

海外业务短期或受关税政策的扰动，下半年增速预计高于上半年

展望二季度，海外业务受关税政策影响存在不确定性。展望下半年，随着公司泰国工厂投产，关税政策对海外收入的影响有望降低，下半年业绩增速预计高于上半年。为了应对国内集采、DRG/DIP 等行业政策带来的市场环境变化，公司坚持技术创新和产品差异化的策略，推出可换装止血夹、双极电刀等多个具有市场竞争力的新产品，有助于增强公司市场竞争力，进一步提升市场份额。此外，公司积极推进复用软镜、光纤多模态成像（一次性内镜）、内镜辅助治疗机器人、能量平台等多款新产品的研发，2025 年部分产品陆续进入产品注册申报阶段，未来有望贡献新的增长曲线。

推出限制性股票激励计划和员工持股计划，彰显公司长期发展信心

2025 年 4 月 2 日，公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案）和 2025 年员工持股计划（草案），对业绩考核目标一致。以限制性股票激励计划为例，本激励计划首次授予的限制性股票，对应的行权考核年度为 2025-2026 年共两个会计年度，对各考核年度业绩进行考核，各年度业绩考核目标如下（以公司层面归属系数 100% 为例）：1）2025 年营业收入不低于 9.11 亿元（同比增速不低于 43.0%）或 2025 年净利润（剔除股份费用支付影响后的归母净利润，下同）不低于 3.09 亿元（同比增速不低于 5.5%）；2）2026 年营业收入不低于 10.10 亿元（较 25 年的 9.11 亿元同比增速不低于 10.9%）或 2026 年净利润不低于 4.00 亿元（较 25 年的 3.09 亿元同比增速不低于 29.4%）。本激励计划预计合计支付的股份支付费用为 1264.68 万元，2025-2027 年分别为 632.34/526.95/105.39 万元。员工持股计划需摊销的总费用预计为 32.18 万元，2025-2027 年分别为 16.00/13.45/2.73 万元。我们认为，股权激励计划有利于充分调动员工积极性，也彰显了公司长期发展信心。

24 年和 25Q1 毛利率略有波动，24 年研发投入持续加大

公司 2024 年毛利率为 72.11%，同比提升 1.24 个百分点，其中 GI 类产品和 EMR/ESD 类产品的毛利率分别同比提升 0.64 个百分点和 4.90 个百分点，预计主要由于公司生产自动化程度提升、供应链管理持续优化。销售费用率为 8.01%，同比下降 1.76 个百分点；管理费用率为 9.09%，同比提升 0.12 个百分点；财务费用率为 -5.60%，同比下降 0.16 个百分点，主要由于利息收入增加；研发费用率为 9.30%，同比提升 1.19 个百分点，主要系公司持续增加新产品开发投入，研发人员薪酬、试样材料等投入增加所致。2024 年经营性现金流净额为 3.16 亿元，同比增加 42.61%，主要系公司销售增长导致的销售回款资金增加所致。应收账款周转天数为 30.16 天，同比增加 3.20 天。存货周转天数为 104.60 天，同比增加 0.91 天。其他财务指标基本正常。

2025 年一季度，公司毛利率为 70.68%，同比下降 1.1 个百分点。公司费用管控良好，销售费用率为 7.90%，同比下降 3.47 个百分点；管理费用率为 10.44%，同比下降 0.76 个百分点；财务费用率为-5.07%，同比提升 6.37 个百分点；研发费用率为 10.10%，同比下降 0.20 个百分点。经营性现金流净额为 753 万元，同比下降 47.25%，主要系 24 年一季度理财产品集中到期较多致利息收入基数较高所致。其他财务指标基本正常。

国产内镜诊疗耗材龙头之一，看好公司长期发展空间

公司是国产内镜诊疗耗材龙头之一，细分产品种类布局完整丰富，未来成长空间广阔。短中期来看，公司产品不断优化改进，产品管线持续丰富，有望凭借高性价比优势和双极电刀等新产品的差异化竞争优势持续提高市场份额；同时，公司积极布局国际化业务，通过产品创新和市场开拓，有望进一步打开海外成长空间，海外收入占比有望持续提升，有助于降低国内集采等行业政策的冲击。长期来看，消化道癌早筛需求庞大，渗透率有望持续提升，公司有望享受国内早癌筛查需求长期高景气的红利。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 7.63、9.36、11.44 亿元，分别同比增长 20%、23%、22%；归母净利润分别为 3.31、3.78 和 4.35 亿元，分别同比增长 13%、14%和 15%。维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 市场竞争的风险：传统内镜诊疗耗材行业中，国产公司注册获批产品越来越多，有行业竞争加剧的风险。
- 2) 行业政策变化的风险：止血夹带量采购丢标导致无法在特定区域销售的风险；集采后产品降价的风险；其他内镜诊疗耗材全国大范围集采的风险；医疗行业合规要求提升导致产品推广和入院困难的风险；外销国家政策变化导致无法在当地销售的风险；部分国际贸易和国内政策存在不可预测性，我们的盈利预测存在达不到的风险。
- 3) 贸易摩擦及汇率波动的风险：欧盟成员国和北美为公司目前主要外销市场，国际贸易摩擦可能对公司出口业务造成不利影响；公司外销业务主要采用美元结算，汇兑损益可能对公司经营业绩产生不利影响。
- 4) 知识产权泄密风险：若公司自主知识产权未得到有效保护而受到侵权，或与竞争对手发生知识产权纠纷可能对公司经营造成不利影响。
- 5) 人才流失风险：若公司无法建立长效人才培养机制，可能面临技术瓶颈无法突破的风险。
- 6) 关税风险：美国对华加征关税对公司业绩影响的风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	637	763	936	1,144
增长率(%)	25%	20%	23%	22%
归属母公司股东净利润	293	331	378	435
增长率(%)	35%	13%	14%	15%
每股收益(EPS)	3.62	4.08	4.67	5.37
市盈率(P/E)	18	16	14	12

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 6 月 10 日

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）					
流动资产	2,146	1,894	2,247	2,658	3,138
现金	1,955	1,031	1,380	1,729	2,141
应收账款	59	48	65	81	96
其他应收款	1	1	2	2	2
预付账款	2	4	5	6	7
存货	47	56	76	98	127
其他流动资产	83	754	721	742	764
非流动资产	185	655	621	586	552
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	92	191	163	134	104
无形资产	19	18	15	12	9
其他非流动资产	74	446	443	440	439
资产总计	2,331	2,550	2,868	3,244	3,690
流动负债	121	142	189	245	316
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	62	71	94	124	159
其他流动负债	59	71	95	122	157
非流动负债	2	11	10	10	9
长期借款	0	2	2	1	0
其他非流动负债	2	9	9	9	9
负债合计	123	153	199	255	325
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	58	81	81	81	81
资本公积	1,715	1,725	1,725	1,725	1,725
留存收益	435	591	863	1,183	1,559
归属母公司股东权益	2,208	2,397	2,669	2,989	3,365
负债和股东权益	2,331	2,550	2,868	3,244	3,690
利润表（百万元）					
营业收入	509	637	763	936	1,144
营业成本	148	178	237	308	399
营业税金及附加	4	8	8	9	11
营业费用	50	51	56	68	84
管理费用	46	58	62	77	95
研发费用	41	59	62	78	95
财务费用	-28	-36	-4	-5	-7
资产减值损失	-2	-3	-1	-2	-2
信用减值损失	-3	2	1	0	0
其他收益	8	5	7	7	6

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动收益	0	2	4	3	3
投资净收益	2	20	30	30	30
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	252	344	383	439	504
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	252	344	384	439	504
所得税	34	50	53	61	70
净利润	217	293	331	378	435
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	217	293	331	378	435

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	221	316	376	376	437
净利润	217	293	331	378	435
折旧摊销	8	10	35	35	34
财务费用	-28	-36	-4	-5	-7
投资损失	-2	-20	-30	-30	-30
营运资金变动	-7	28	42	-5	3
其他经营现金流	33	39	2	3	3
投资活动现金流	-77	-1,130	28	27	27
资本支出	50	43	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-126	-1,174	28	27	27
筹资活动现金流	1,598	-109	-55	-53	-53
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-1	2	-1	-1	-1
其他筹资现金流	1,598	-111	-55	-53	-52
现金净增加额	1,743	-924	348	350	412

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

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。

王在存

中信建投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，团队成员的医疗产业资源丰富。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

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