

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

安杰思(688581)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

海外业务稳健增长，投入加码赋能长期发展

2025年08月13日

事件：公司发布 2025 年中期报告，2025 年上半年实现营业收入 3.02 亿元（yoy+14.56%），归母净利润 1.26 亿元（yoy+1.26%），扣非归母净利润 1.12 亿元（yoy-7.06%），经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元（yoy-34.90%）。其中 2025Q2 实现营业收入 1.74 亿元（yoy+14.03%），归母净利润 0.70 亿元（yoy-2.65%）。

点评：

- **本地化建设加强助力海外业务发展，新产品放量缓解国内集采压力。** 2025 年上半年公司实现营业收入 3.02 亿元（yoy+14.56%），其中：
①公司境外业务保持较好的增长势头，实现销售收入 1.63 亿元（yoy+18.29%），收入占比达 53.8%，较 2024H1 提升 1.7pp，分区域来看，欧洲、亚洲、南美洲销售收入分别同比增长 38.28%、29.05%、58.95%，北美洲受关税影响下滑 9.89%，我们认为随着公司泰国工厂逐步投入运营、美国子公司逐步完成建设，海外本地化服务能力有望提升，公司境外业务有望加速发展；②公司境内业务在集采压力下展现出较强的增长韧性，实现收入 1.37 亿元（yoy+10.07%），我们认为随着“反内卷”原则在集采中逐步践行，未来医疗耗材采购价格有望保持平稳，叠加公司对产品不断进行迭代升级，并加速新产品注册上市，新产品上量有望缓解集采压力，助力境内业务稳健增长。
- **投入加码赋能长期发展，利润增速有望加快。**从费用端来看，公司销售费用率为 7.92%（yoy-2.66pp）、管理费用率为 10.55%（yoy+1.44pp），研发费用率为 11.39%（yoy+1.60pp），管理费用率和研发费用率上升主要是因为公司加大了产能建设（泰国生产基地）、和新产品开发投入，财务费用率为-1%（yoy+10.52%），主要为理财增加导致计入财务费用的利息收入减少。我们认为公司的短期投入将为长期发展蓄力，目前内镜耗材行业处于高景气发展阶段，作为国内消化内镜介入治疗领域头部企业，随着公司海外本土化红利逐步释放、新品上市节奏加快，公司市场份额有望稳步提升，规模效益逐步凸显，利润增速有望加快。
- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 7.80、9.74、12.14 亿元，同比增速分别为 22.5%、24.9%、24.6%，实现归母净利润为 3.19、3.83、4.74 亿元，同比分别增长 8.6%、20.2%、23.8%，对应 2025 年 8 月 12 日收盘价，PE 分别为 22、18、14 倍。
- **风险因素：**新产品注册不及预期；海外市场拓展不及预期；国内集采降价超预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	509	637	780	974	1,214
增长率 YoY %	37.1%	25.1%	22.5%	24.9%	24.6%
归属母公司净利润 (百万元)	217	293	319	383	474
增长率 YoY%	49.9%	35.1%	8.6%	20.2%	23.8%
毛利率%	70.9%	72.1%	70.4%	70.1%	69.9%
净资产收益率ROE%	9.8%	12.2%	12.3%	13.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	2.68	3.62	3.94	4.73	5.86
市盈率 P/E(倍)	31.64	23.43	21.57	17.94	14.49
市净率 P/B(倍)	3.11	2.87	2.65	2.42	2.19

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 12 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,146	1,894	2,076	2,339	2,685
货币资金	1,955	1,031	1,412	1,644	1,954
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	59	48	54	65	74
预付账款	2	4	5	6	8
存货	47	56	74	93	116
其他	84	755	532	532	532
非流动资产	185	655	716	742	752
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	91	188	241	268	281
无形资产	19	18	17	17	16
其他	75	449	458	456	455
资产总计	2,331	2,550	2,793	3,081	3,436
流动负债	121	142	184	231	288
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	11	7	12	15	18
应付账款	51	64	79	101	127
其他	59	71	92	114	143
非流动负债	2	11	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	11	10	10	10
负债合计	123	153	194	241	299
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,208	2,397	2,599	2,840	3,137
负债和股东权益	2,331	2,550	2,793	3,081	3,436
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	509	637	780	974	1,214
同比(%)	37.1%	25.1%	22.5%	24.9%	24.6%
归属母公司净利润	217	293	319	383	474
同比(%)	49.9%	35.1%	8.6%	20.2%	23.8%
毛利率(%)	70.9%	72.1%	70.4%	70.1%	69.9%
ROE%	9.8%	12.2%	12.3%	13.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	2.68	3.62	3.94	4.73	5.86
P/E	31.64	23.43	21.57	17.94	14.49
P/B	3.11	2.87	2.65	2.42	2.19
EV/EBITDA	22.57	12.90	13.86	11.04	8.43

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	509	637	780	974	1,214
营业成本	148	178	231	291	366
营业税金及附加	4	8	9	11	14
销售费用	50	51	62	83	100
管理费用	46	58	74	89	107
研发费用	41	59	82	102	127
财务费用	-28	-36	-5	-7	-8
减值损失合计	-2	-3	-3	-3	-3
投资净收益	2	20	39	35	36
其他	5	9	7	9	12
营业利润	252	344	370	446	553
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	252	344	370	446	553
所得税	34	50	52	63	78
净利润	217	293	319	383	474
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	217	293	319	383	474
EBITDA	233	295	394	474	584
EPS(当年)(元)	2.99	3.64	3.94	4.73	5.86

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221	316	329	403	504
净利润	217	293	319	383	474
折旧摊销	8	10	29	35	40
财务费用	-1	0	0	0	0
投资损失	-2	-20	-39	-35	-36
营运资金变动	-5	32	16	16	22
其它	3	0	4	4	4
投资活动现金流	-77	-1,130	172	-26	-14
资本支出	-51	-50	-81	-61	-51
长期投资	0	0	170	0	0
其他	-25	-1,081	82	35	36
筹资活动现金流	1,598	-109	-121	-145	-180
吸收投资	1,820	6	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-44	-83	-121	-145	-180
现金流净增加额	1,743	-924	381	232	310

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。