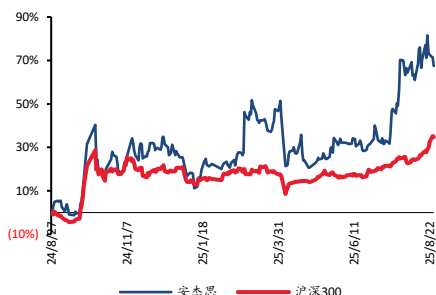


安杰思：业绩符合预期，出海稳健增长

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 0.81/0.41
总市值/流通(亿元) 65.67/33.59
12 个月内最高/最低价 (元) 88.96/47.23

相关研究报告

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83688835

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年，公司实现营业收入 3.02 亿元，同比增长 14.56%；归母净利润 1.26 亿元，同比增长 1.26%；扣非归母净利润 1.12 亿元，同比下降 7.06%，营收快于利润增速主要系财务费用影响。其中，公司第二季度实现营业收入 1.74 亿元，同比增长 14.03%；归母净利润 0.70 亿元，同比下降 2.65%；扣非归母净利润 0.63 亿元，同比下降 12.35%。

出海持续快速增长，美国业务受关税影响

2025 上半年，公司国内收入同比增长 10.50%，海外收入同比增长 18.29%，表现亮眼。公司进一步加强海外市场的本土化渗透能力，海外客户数量不断增长，持续深化全球化布局，在保持创新优势的同时，通过本土化服务团队提升客户的粘性，为自有品牌的全球化推广奠定了坚实的基础。上半年，欧洲收入同比增长 38.28%，亚洲收入同比增长 29.05%，南美洲同比增长 58.95%，由于中美贸易关税的原因，对美国业务产生一定的影响，致使北美洲收入同比下降 9.89%，公司全球市场竞争力和品牌影响力持续提升。

持续优化现有业务，探索布局新管线

公司秉承“销售一代、研发一代、探索一代”的研发策略，持续优化 GI 类、ESD&EMR 类、ERCP 类产品使用性能和设计成本。在 GI 领域，公司推出了可换装止血夹，通过对释放器与夹子的连接结构重新设计，在保证产品质量和安全的前提下，降低了止血夹的临床使用成本。在 ESD&EMR 领域，公司通过单、双极治疗系统、临床的“第三只手”牵引夹和补液动力源三代水泵三者有机结合，形成一套便捷、有效的 ESD 术解决方案；公司通过对电圈套器优化丝径结构、调整径长比例，加强 EMR 手术中电圈套器在套取息肉的贴壁性和防撤滑效果。在 ERCP 领域，推出了创新性的涂层导丝，产品做到直径更细、刚性更强，提高了插管成功率。

此外，公司全面推进复用软性内镜、光纤多模态成像（一次性内镜）、内镜辅助治疗机器人、能量平台等多条研发管线，并制定策划通过 AI 临床诊断为核心的产品研发方向及布局，多款产品注册检测完成并进入产品注册阶段。

毛利率趋稳，财务费用率波动较大

2025 年上半年，公司的综合毛利率同比下降 1.34pct 至 70.21%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.92%、10.55%、11.39%、-1.00%，同比变动幅度分别为 -2.66pct、+1.44pct、+1.60pct、+10.52pct，财务费用率变化系理财增加的影响。

其中，2025 年第二季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 69.86%、7.93%、10.63%、12.35%、2.01%、40.14%，分别变动 -1.53pct、-2.08pct、+3.05pct、+2.93pct、

+13.59pct、-6.88pct。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 7.79/9.78/11.98 亿元，同比增速为 22.36%/25.55%/22.49%；归母净利润分别为 3.15/3.84/4.76 亿元，同比增速为 7.27%/21.90%/24.10%；EPS 分别为 3.89/4.74/5.88 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 20/17/13 倍。给予“买入”评级。

风险提示：集采降价的风险，全球贸易波动的风险，产品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	637	779	978	1,198
营业收入增长率(%)	25.14%	22.36%	25.55%	22.49%
归母净利（百万元）	293	315	384	476
净利润增长率(%)	35.06%	7.27%	21.90%	24.10%
摊薄每股收益（元）	3.64	3.89	4.74	5.88
市盈率（PE）	16.40	20.27	16.63	13.40

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,955	1,031	1,099	1,209	1,381
应收和预付款项	61	52	47	59	73
存货	47	56	72	91	112
其他流动资产	84	755	758	806	861
流动资产合计	2,146	1,894	1,976	2,166	2,427
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	91	188	254	319	379
在建工程	68	9	39	64	86
无形资产开发支出	19	18	18	18	18
长期待摊费用	2	3	3	3	3
其他非流动资产	2,151	2,332	2,463	2,672	2,952
资产总计	2,331	2,550	2,777	3,076	3,438
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	62	71	87	112	138
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	61	82	102	126	153
负债合计	123	153	189	238	291
股本	58	81	81	81	81
资本公积	1,715	1,725	1,710	1,710	1,710
留存收益	435	622	827	1,076	1,386
归母公司股东权益	2,208	2,397	2,588	2,837	3,147
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,208	2,397	2,588	2,837	3,147
负债和股东权益	2,331	2,550	2,777	3,076	3,438

现金流量表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	221	316	310	389	480
投资性现金流	-77	-1,130	-117	-144	-141
融资性现金流	1,598	-109	-125	-134	-167
现金增加额	1,743	-924	68	110	172

利润表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	509	637	779	978	1,198
营业成本	148	178	233	299	369
营业税金及附加	4	8	10	13	16
销售费用	50	51	66	80	96
管理费用	46	58	83	98	114
财务费用	-28	-36	-15	-16	-18
资产减值损失	-2	-3	1	-1	-1
投资收益	2	20	16	17	18
公允价值变动	0	2	21	18	22
营业利润	252	344	367	450	556
其他非经营损益	-1	-0	2	-1	1
利润总额	252	344	369	449	557
所得税	34	50	54	66	81
净利润	217	293	315	384	476
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	217	293	315	384	476

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	70.87%	72.11%	70.09%	69.43%	69.20%
销售净利率	42.70%	46.09%	40.40%	39.23%	39.74%
销售收入增长率	37.09%	25.14%	22.36%	25.55%	22.49%
EBIT 增长率	42.25%	26.22%	23.95%	22.56%	24.63%
净利润增长率	49.86%	35.06%	7.27%	21.90%	24.10%
ROE	9.84%	12.24%	12.16%	13.52%	15.13%
ROA	9.32%	11.51%	11.33%	12.47%	13.85%
ROIC	8.82%	10.14%	11.64%	13.01%	14.63%
EPS(X)	2.99	3.64	3.89	4.74	5.88
PE(X)	41.74	16.40	20.27	16.63	13.40
PB(X)	3.27	2.02	2.47	2.25	2.03
PS(X)	14.20	7.59	8.19	6.52	5.33
EV/EBITDA(X)	22.57	12.90	13.98	11.14	8.65

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。