

2025年11月10日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

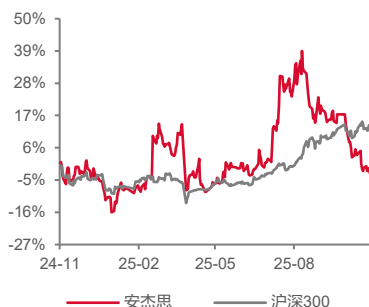
dyh@longone.com.cn

证券分析师

赖菲虹 S0630525050001

lfhong@longone.com.cn

数据日期	2025/11/10
收盘价	61.84
总股本(万股)	8,112
流通A股/B股(万股)	4,156/0
资产负债率(%)	4.17%
市净率(倍)	2.02
净资产收益率(加权)	6.95
12个月内最高/最低价	88.96/53.13



相关研究

《安杰思(688581): H1收入端增长良好, Q2业绩环比改善显著——公司简评报告》2025.08.13

《安杰思(688581): 业绩基本符合预期, 海外市场高增长——公司简评报告》2025.05.08

《安杰思(688581): 业绩快速增长, 盈利能力显著提升——公司简评报告》2024.08.12

安杰思(688581): 业绩短期承压, 海外积极拓展

——公司简评报告

投资要点

- **受多因素影响, 公司业绩短期承压。**公司2025年前三季度实现营收4.59亿元(同比+7.51%); 归母净利润1.77亿元(同比-10.35%); 扣非净利润1.50亿元(同比-21.91%)。Q3单季度实现营业收入1.57亿元(同比-3.89%, 环比-9.74%); 归母净利润5098.93万元(同比-30.15%, 环比-26.92%); 扣非净利润3808.85万元(同比-46.80%, 环比-39.39%)。公司业绩短期承压, 主要受国内集采扩面、DRG/DIP支付改革等政策因素以及中美关税等地缘政治因素影响。公司2025年前三季度毛利率为70.51%(同比-1.62pct), 其中国内业务毛利率为68.23%, 同比减少1.82pct, 主要受集采降价的影响; 海外业务毛利率为72.82%, 同比-0.18pct, 预计随着自有品牌渠道的建立, 海外业务毛利率水平将有所提升。2025前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为9.01%/11.23%/12.44%(同比-0.80pct/+2.63pct/+2.74pct), 管理费用率增长的主要原因是公司持续对泰国及欧洲子公司投入, 经营规模不断扩大, 各项管理成本亦随之增加。
- **国内收入平稳, 海外积极拓展。**2025年Q1-Q3公司国内业务收入同比基本持平, 海外业务收入实现双位数增长。**1) 国内业务展现韧性。**2025年Q3国内业务面临一定挑战, 由于广东、浙江等地集采快速落地, 以及地方招标开标减少等因素, 公司国内业务增速有所放缓。在医改纵深推进的背景下, 公司保持了稳健的入院节奏, 2025年前三季度新增入院数量相较年初净增加18%左右。2026年为集采快速落地周期, 我们预计公司将借助集采开发存量市场, 并提升在高等级医院的市场份额。**2) 海外业务快速增长, 渠道建设不断深化。**海外业务方面, 北美市场由于关税影响收入同比下降, 但南美洲、欧洲、亚洲等地区均保持双位数增长。公司正加速全球化的产能和渠道布局, 泰国生产基地项目稳步推进, 建成后将有效优化产能分布。欧洲重要经销商CME被收购对法国、英国等市场造成短期影响, 公司已通过拓展8家新渠道商积极弥补, 我们预计2026年H1可完全覆盖缺口。截至2025年9月末, 公司新增海外合作客户30余家, 后续公司将通过深化合作、本土招聘销售人员、海外并购等方式, 实现渠道的本土化, 以欧洲和北美洲为落脚点渗透周边市场。同时公司坚定推进从ODM向自有品牌的战略转型, 以增强渠道掌控力和长期盈利能力。
- **研发投入持续增长, 积极布局前沿领域。**公司正大力投入研发以打造第二增长曲线。公司Q3研发费用同比增长45.65%, 前三季度累计投入5715.57万元(同比+37.94%), 重点投向复用软镜、能量平台、手术机器人等创新产品线。从子公司杭安医学的研发管线来看, 复用内镜和能量平台注册进度正常, 手术机器人和多模态单光纤一次性内镜项目研发进度略有滞后。止血夹、活检钳等大批量产品将全面推进自动化流水线生产, 以实现持续降本增效。此外, 公司已开始布局神经医学、再生医学等前沿领域, 展现了更广阔的长期发展蓝图。
- **投资建议:**公司坚持创新驱动策略, 不断推出双极高频等新品占领国内市场, 海外市场渠道&产能建设稳步推进。考虑到集采影响需要时间消化, 我们下调公司2025-2027年归母净利润预测, 分别为2.42、2.90、3.49亿元(原预测: 3.10、3.87、4.61亿元), 对应EPS分别为2.98、3.57、4.30元/股(原预测: 3.83、4.78、5.70元/股), 对应PE分别为20.72、17.32、14.37, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**海外市场开拓不及预期, 集采力度超预期风险, 产品注册进度不及预期等。

盈利预测与估值简表

	2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	636.63	681.63	776.94	900.58
增长率（%）	25.14%	7.07%	13.98%	15.91%
归母净利润（百万元）	293.39	242.12	289.56	349.07
增长率（%）	35.06%	-17.47%	19.59%	20.55%
EPS（元/股）	3.62	2.98	3.57	4.30
市盈率（P/E）	17.10	20.72	17.32	14.37
市净率（P/B）	2.09	1.97	1.84	1.70

资料来源：携宁，东海证券研究所(截止至2025年11月10日收盘)

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	637	682	777	901
%同比增速	25%	7%	14%	16%
营业成本	178	202	234	275
毛利	459	479	543	625
%营业收入	72%	70%	70%	69%
税金及附加	8	6	7	8
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	51	61	62	68
%营业收入	8%	9%	8%	8%
管理费用	58	75	78	81
%营业收入	9%	11%	10%	9%
研发费用	59	78	85	88
%营业收入	9%	12%	11%	10%
财务费用	-36	-12	-13	-14
%营业收入	-6%	-2%	-2%	-2%
资产减值损失	-3	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
其他收益	5	7	8	9
投资收益	20	2	3	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	344	280	335	404
%营业收入	54%	41%	43%	45%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	344	280	335	404
%营业收入	54%	41%	43%	45%
所得税费用	50	38	45	54
净利润	293	242	290	349
%营业收入	35%	-17%	20%	21%
归属于母公司的净利润	293	242	290	349
%营业收入	35%	-17%	20%	21%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	3.62	2.98	3.57	4.30

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	3.62	2.98	3.57	4.30
BVPS	29.55	31.39	33.60	36.27
PE	17.10	20.72	17.32	14.37
PEG	0.49	—	0.88	0.70
PB	2.09	1.97	1.84	1.70
EV/EBITDA	12.90	13.60	10.96	8.69
ROE	12%	10%	11%	12%
ROIC	10%	9%	10%	11%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,031	1,054	1,171	1,354
交易性金融资产	671	701	731	761
应收账款及应收票据	48	47	50	53
存货	56	63	71	80
预付账款	4	4	4	4
其他流动资产	83	84	85	85
流动资产合计	1,894	1,954	2,112	2,338
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	188	236	260	263
无形资产	18	18	18	18
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	448	514	536	556
资产总计	2,550	2,722	2,927	3,175
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	71	79	90	104
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	35	40	47	55
应交税费	24	34	39	45
其他流动负债	12	12	14	16
流动负债合计	142	165	189	220
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	11	11	12	12
负债合计	153	176	201	232
归属于母公司的所有者	2,397	2,546	2,726	2,943
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2,397	2,546	2,726	2,943
负债及股东权益	2,550	2,722	2,927	3,175

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	316	282	328	401
投资	0	-30	-30	-30
资本性支出	-50	-100	-75	-55
其他	-1,081	-37	3	0
投资活动现金流净额	-1,130	-167	-102	-85
债权融资	0	1	1	0
股权融资	6	0	0	0
支付股利及利息	-83	-92	-110	-132
其他	-32	0	0	0
筹资活动现金流净额	-109	-91	-109	-132
现金净流量	-924	23	117	183

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2025 年 11 月 10 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089