

医药

行业研究/专题报告

美年健康胃镜系统供应商，产品渠道快速拓展

—科创板生物医药公司系列研究之安翰科技

专题研究报告/医药

2019年03月25日

报告摘要：
● 首批科创受理企业，伴随体检行业快速成长的胶囊胃镜供应商

3月22日，上交所公布首批科创板受理企业名单，安翰科技赫然在列。公司依托新一代胶囊技术平台，开发出“磁控胶囊胃镜系统”机器人：受检者只需吞服一粒胶囊，1分钟左右即可完成胃部图像采集，与传统电子胃镜检查结果的一致性为93.4%。公司的主要客户为民营体检机构和公立医院，由于对连锁化民营体检机构的推广有效性更高，目前公司80%左右销售收入来自美年大健康及其加盟店。我们认为随着公司在消化道胶囊系统产品线的拓展和体检行业客户的快速开拓，公司有望保持收入高速增长。

● 少数内资企业突破胶囊内镜高壁垒，舒适及易操作性刺激体检市场对其需求

从供给端看，我国开展内窥镜检查及微创治疗的时间较晚，但普及速度非常快：根据中国医疗器械行业协会测算，2015年我国内窥镜市场规模约为156亿元，每年增速超过20%，预计2019年将达到246亿元。由于胶囊内镜的壁垒较高，国内做成规模的企业不多，主要参与者包括安翰科技、金山科技、资福技术等。

从需求端看，胃癌发病率高、居民收入增加、健康理念深入，体检市场胃镜检查需求较大。由于受检者对传统胃镜接受度不高、专业医师缺乏，具备安全舒适、操作简易等优势胶囊胃镜受到体检机构的青睐。

● 研发立本、技术傍身，打造“磁控胶囊胃镜系统”机器人及系列在研梯队

存量产品：公司十分重视高端医疗器械的技术研发。16-18年公司研发人员占同期员工总数的比例分别为20.33%、20.79%和20.77%；研发费用占营收比例分别为29.45%、28.56%和24.33%，明显高于行业平均水平。经过十年潜心研发开发了精准磁控、专用芯片等系列核心技术，打造“磁控胶囊胃镜系统”机器人，成为全球首家获得CFDA核发的“磁控胶囊胃镜系统”注册证的公司。

在研产品：公司在研管线丰富，其中已经进入临床阶段的产品包括具备诊断或治疗功能的胶囊内镜如振动胶囊和胃肠动力标记物胶囊、以及具备便携功能的便携式内窥镜，为公司的后续发展打下坚实基础。

● 受益产品普及高毛利率的耗材占比提升，公司盈利能力有望持续改善

公司营收稳步提升，16-18年营收分别为1.15、1.72、3.22亿元，其中17-18年同比增速分别为49.68%、87.31%。营收主要源于内窥镜设备和定位胶囊，随着产品的推广普及，胶囊作为消耗品与设备配套使用，收入占比逐步提高，并超过设备成为最主要的收入来源：2016-2018年胶囊的收入占比分别为33.33%、52.30%、57.62%。随着新仪器持续上量，胶囊收入占比有望进一步提升。

由于产能利用率提升、良品率提高、部分材料规模采购成本的下降等因素，胶囊的毛利率逐年上升，16-18年分别为60.97%、76.72%、80.65%；其收入占比提升也推动整体毛利率提升，16-18年分别为67.31%、74.42%、76.69%。

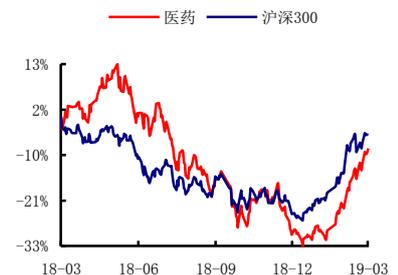
公司处于发展前期、规模小、期间费用率高（16-18年分别为98.61%、86.92%、60.04%），受政府补助影响大（16-18年分别为6478、2119和3990万元），因此归母净利润波动较大（16-18年分别为2862、-1034、6594万元）。随着收入扩大、规模效应显著，公司费用率有望降低，对政府补助依赖性减弱，利润增长趋稳。

● 公司拟募资12亿元，用于营销网络建设、消化道胶囊生产、大数据平台研发项目

公司拟发行不超过4,000万股，每股面值1.00元的人民币普通股，募集资金总额不

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

相关研究

1. 重点关注医保调整，后续持续关注科创产业链——民生医药行业周报 20190318
2. 自主知识产权核心技术管线丰富，拳头品种持续放量

超过 12 亿元人民币，主要用于互联网医院平台及营销网络建设项目、消化道胶囊武汉生产基地升级建设项目、人工智能与健康医疗大数据平台研发项目以及补充营运资金。我们认为安翰科技登陆科创板上市将更能充分发挥公司的创新实力、增强公司的研发能力，并有助于提高公司的知名度和竞争力，为公司长期业务发展提供保障。

- **现状及未来战略：以胶囊胃镜为切入点，逐步打造成健康管理中心**

随着公司持续在民营体检机构中扩大市场份额，并在募资后依托医联体、互联网医院的建设，有望持续拓展客户群体并加速磁控胶囊胃镜的市场渗透率，在胃部检查及胃病早筛市场挖潜上量。从研发管线上来看，产品线将逐步覆盖全消化道，功能也将从诊断、治疗拓展到实现全消化道的健康管理，不仅有利于增加公司抗风险能力，同时也有利于继续保持公司在胶囊胃镜领域的领先地位。

- **投资建议**

我们建议关注科创板生物医药板块上市企业安翰科技以及主营业务为创新医疗器械且产品与业务模式相对类似的迈瑞医疗（300760.SZ）和开立医疗（300633.SZ）。

- **风险提示**

客户集中风险；产品单一风险；研发进展不及预期；市场竞争加剧。

目录

一、首批科创受理企业之一，伴随体检行业快速成长的胶囊胃镜供应商.....	4
二、少数内资企业突破胶囊内镜高壁垒，舒适及易操作性刺激体检市场对其需求.....	5
（一）供给分析：内镜领域壁垒较高，国内企业尚处于成长期.....	5
（二）需求分析：体检市场胃镜检查需求较大，胶囊胃镜安全舒适、操作简便优势突出；临床市场磁控胶囊胃镜检查需求有望增长.....	7
三、研发立本、技术傍身，打造“磁控胶囊胃镜系统”机器人及系列在研梯队.....	7
（一）主营产品为“磁控胶囊胃镜系统”机器人，在研管线包括振动胶囊和胃肠动力标记物胶囊.....	7
（二）研发立本、技术傍身，构筑核心壁垒.....	9
四、受益于产品普及高毛利率的耗材占比提升，公司盈利能力有望持续改善.....	9
五、公司拟募资 12 亿元，用于营销网络建设、消化道胶囊生产、大数据平台研发项目.....	10
六、现状及未来战略：以胶囊胃镜为切入点，逐步打造成健康管理中心.....	11
七、风险提示.....	11
插图目录.....	12
表格目录.....	12

3月22日，上交所公布首批科创板受理企业名单，安翰科技赫然在列。我们认为公司依托新一代胶囊胃镜技术平台，拥有较强的创新和研发实力，是全球首家获得CFDA核发的“磁控胶囊胃镜系统”三类医疗器械注册证的公司。为了给投资者提供更清晰的了解公司业务框架，我们对公司的业务概况、上市产品信息、在研管线、财务状况以及未来前景等多个方面进行了梳理。

一、首批科创板受理企业之一，伴随体检行业快速成长的胶囊胃镜供应商

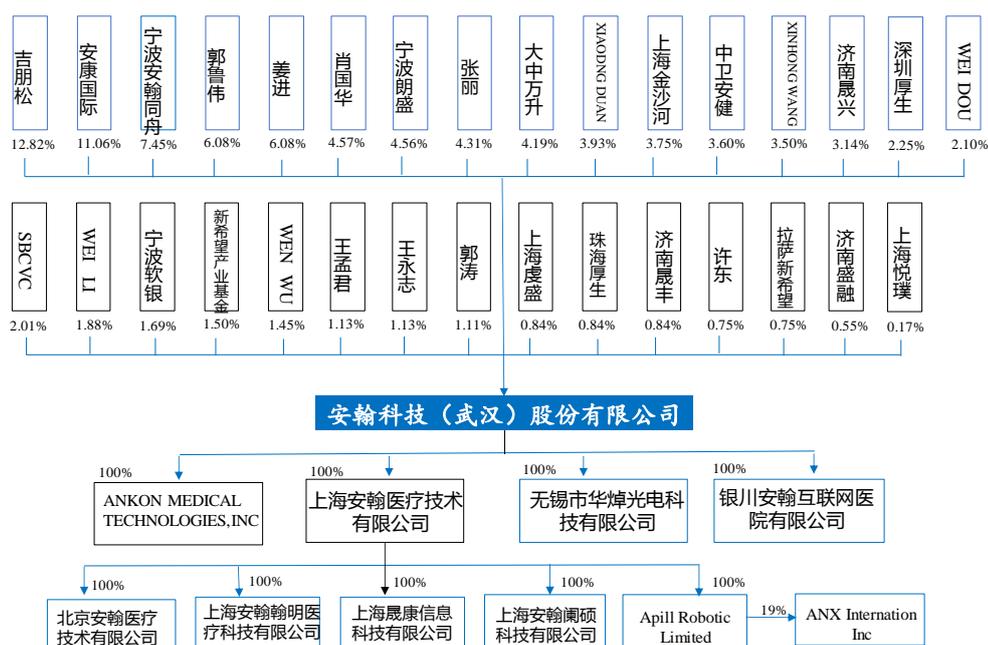
安翰科技（武汉）股份有限公司，2009年12月创建于湖北武汉。公司主营“磁控胶囊胃镜系统”机器人的自主研发、生产、销售及服务。公司在体检机构渠道的销售已经取得了较大突破，产品以美年大健康产业（集团）有限公司及其加盟店为主要客户，有望伴随体检行业的快速成长而持续上量。

表 1：安翰科技发展历程

时间	事件
2009年12月	公司前身安翰有限成立
2013年	定位胶囊内窥镜系统及巡航胶囊内窥镜控制系统获得CFDA注册证
2015年	开始进行欧洲市场拓展
2018年4月	公司产品参展博鳌亚洲论坛
2018年12月	整体变更为股份有限公司，全称“安翰科技（武汉）股份有限公司”
2019年3月	科创板上市申请获受理

资料来源：Wind，公司招股说明书，民生证券研究院

图 1：公司股权结构及参控股公司情况（截止 2019 年 3 月 21 日）



资料来源：Wind，公司招股说明书，民生证券研究院

公司的主要客户为民营体检机构和公立医院,由于对连锁化民营体检机构的推广有效性更高,目前公司 80%左右销售收入来自美年大健康产业(集团)有限公司及其加盟店。我们认为随着公司在消化道胶囊系统产品线的拓展和体检行业客户的快速开拓,公司有望保持收入高速增长。

表 2: 美年大健康产业(集团)有限公司及其加盟店为公司主要客户

期间	序号	客户名称	销售额(万元)	占营收比例
2018	1	美年大健康产业(集团)有限公司及其加盟店	24596.33	76.27%
	2	华人世纪(北京)科技有限公司	583.89	1.81%
	3	杭州麦玺生物科技有限公司	394.69	1.22%
	4	上海澄旻生物科技有限公司	259.78	0.81%
	5	江苏瑞慈医疗管理有限公司及其加盟店	239.28	0.74%
		合计	26073.97	80.86%
2017	1	美年大健康产业(集团)有限公司及其加盟店	12653.56	73.50%
	2	江苏瑞慈医疗管理有限公司及其加盟店	633.33	3.68%
	3	华人世纪(北京)科技有限公司	491.10	2.85%
	4	上海安溢医疗科技发展有限公司	252.41	1.47%
	5	北京远大安翰科技有限公司	236.42	1.37%
		合计	14266.83	82.87%
2016	1	美年大健康产业(集团)有限公司及其加盟店	9317.29	81.00%
	2	上海安溢医疗科技发展有限公司	477.74	4.15%
	3	河北众益医疗器械有限公司	142.39	1.24%
	4	苏州镭山医疗科技有限公司	131.79	1.15%
	5	华中科技大学同济医学院附属协和医院	119.23	1.04%
		合计	10188.46	88.58%

资料来源:公司招股说明书,民生证券研究院

二、少数内资企业突破胶囊内镜高壁垒,舒适及易操作性刺激体检市场对其需求

(一) 供给分析: 内镜领域壁垒较高,国内企业尚处于成长期

我国开展内窥镜检查及微创治疗的时间较晚,但普及速度非常快,医用内窥镜市场规模增长迅速。根据中国医疗器械行业协会测算,2015年我国内窥镜市场规模约为156亿元,每年增速超过20%。按此增速,中国内窥镜市场规模在2019年将达到246亿元。

通过技术引进和自主研发,国产企业医用内窥镜产品质量与国际先进企业的差距正在缩小。目前,我国医用内窥镜已摆脱单纯依赖进口的局面,国产内窥镜也实现了出口,并保持高速增长势头。Wind 咨询行业数据库显示,2017年中国医用内窥镜出口金额达8,616.39万美元,2010-2017年年均复合增长率达21.05%。

图 2：国内内窥镜市场规模变化情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，民生证券研究院

图 3：我国医用内窥镜出口规模变动情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，民生证券研究院

国际上胶囊胃镜技术已经趋于成熟，主要的外资企业包括基文影像、奥林巴斯、IntroMedic 等；但是由于内窥镜领域、特别是胶囊内镜的壁垒较高，国内做成规模的企业不多，主要参与者包括安翰科技、金山科技、资福技术、华冲科技等，在胶囊内镜领域尚处于成长期。

表 3：主要外资和国内竞争对手情况

公司	经营及市场地位概况	胶囊内镜产品应用范围
<p>Given Imaging Ltd (基文影像公司)</p>  	<p>Given Imaging 是一家总部位于以色列的生产全球胃肠道医疗设备的公司。公司提供最广泛的胶囊解决方案，以实现胃肠道的可视化过程，并通过 Sierra Scientific 子公司，提供特殊胃肠道诊断解决方案和高分辨率压力测量服务。2014 年，Given Imaging 被爱尔兰医疗器械公司柯惠医疗收购，柯惠医疗于 2018 年被美国医疗器械公司美敦力 (NYSE:MDT) 收购。</p> <p>公司的主要产品是胶囊内窥镜，其 PillCam 系列产品，是一种可吞式的微创光学胶囊内镜技术，用于小肠、食管和结肠检查。</p>	<p>用于结肠疾病的普查及不适于结肠镜检查的人群</p>
<p>Olympus Medical Systems Corp (奥林巴斯公司)</p>  <p>奥林巴斯</p>	<p>奥林巴斯公司创立于 1919 年的日本，其研发的 EndoCapsule 系列胶囊内窥镜于 2008 年获得 CFDA 批准进入中国市场，并配备实时查看器得到清晰有效的实时图像，密切关注胶囊内窥镜的检查进展，其影像工作站也具备自动筛选疑似出血图片的红色检测识别功能、有助于仔细观察细微病变的构造强调功能和帮助医生在诊室外通过个人电脑查看患者图像的胶囊内镜软件包。</p>	<p>观察小肠内情况</p>
<p>IntroMedic Co. Ltd (IntroMedic 公司)</p> 	<p>IntroMedic 公司成立于 2004 年的韩国，其生产研发的 MiroCam 系列胶囊内窥镜于 2008 年获得 CFDA 批准进入中国市场，并可自动选取可能出血的区域显示以自动进行胃肠道出血检测。</p>	<p>诊断小肠疾病，获取胃肠及大肠的部分图像并能够诊断其病变</p>
<p>重庆金山科技(集团)有限公司</p> 	<p>重庆金山科技(集团)有限公司成立于 1998 年，其生产的 OMOM 系列胶囊内窥镜于 2009 年获得 CFDA 批准。OMOM 系列还配备手持无线监控仪，可以在无影像工作站的环境下对图像记录仪进行设置和调校以及对胶囊内镜工作状态进行实时监控。</p>	<p>小肠疾病的诊断</p>

深圳市资福技术有限公司

深圳市资福技术有限公司成立于 2011 年，其研发生产的 DS（大圣）系列胶囊内窥镜于 2013 年获得 CFDA 批准。用于 18 岁及以上成人的检视小肠粘膜

杭州华冲科技有限公司

杭州华冲科技有限公司，其研发和生产的 Hitron 系列胶囊内窥镜于 2011 年获得 CFDA 批准。对 18 岁以上患者进行小肠内镜诊查

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

（二）需求分析：体检市场胃镜检查需求较大，胶囊胃镜安全舒适、操作简便优势突出；临床市场磁控胶囊胃镜检查需求有望增长

体检市场：胃癌是我国发病数、死亡数第二高的癌症，在体检中使用胃镜筛查是提高早诊率、降低死亡率最有效的办法。根从需求人群来看，根据中国医学科学院《902 例胃癌临床流行病学特征分析》，40 岁以上胃癌患者占全部患者的 92.24%，而根据我国第六次人口普查显示，中国 40 岁以上人口共计 5.68 亿，可见我国胃癌潜在患者数量庞大。从消费意愿来看，居民人均可支配收入的增加、健康理念的不断深入以及人们对生活质量要求的日益提高已成为当前的发展趋势，健康消费需求由简单的疾病治疗，逐步向疾病预防和保健转变，居民健康意识不断提升、健康体检消费支出逐年上涨。

虽然体检市场胃镜检查需求较大，但是专业医师缺乏：据 2015 年《中国消化内镜诊疗概况》统计，我国仅有 26,203 名消化内镜医师，每年进行胃镜检查 2,877 万例，只占总人口的 2.2%，仅能满足胃癌患者治疗过程中的胃镜检查需求，并无余力支撑胃癌筛查工作，为公司产品的拓展带来了巨大的机会。

胶囊胃镜定价相对较高，但是其安全舒适、操作简便的优势突出，检查市场需求较大。按照统计局最新公布数据，我国中等收入群体占比超过 30%，即约 4 亿人，目标群体庞大。

临床市场：传统电子胃镜有六项绝对禁忌症，例如严重高血压、急性重症咽喉部疾病患者不能使用插管式胃镜，但是经适当处理可行磁控胶囊胃镜检查；相对禁忌症中的各类慢性疾病患者，有吞咽功能、能自主改变卧位，即可接受磁控胶囊胃镜检查；另外，有大量患者对传统电子胃镜心存恐惧，拒绝检查。这三类人群对传统电子胃镜之外的检查方式的需求长期存在，但此前并无相应的产品供给。随着公司研发的“磁控胶囊胃镜系统”机器人产品的推广，这部分临床需求将被逐渐释放出来，公司产品将与消化科传统电子胃镜产品形成互补。以北京 301 医院为例，2016 年全院“磁控胶囊胃镜系统”机器人的使用量为 385 颗，2017 年迅速增长至 1,793 颗。

三、研发立本、技术傍身，打造“磁控胶囊胃镜系统”机器人及系列在研梯队

（一）主营产品为“磁控胶囊胃镜系统”机器人，在研管线包括振

动胶囊和胃肠动力标记物胶囊

“不插管做胃镜”的胃部检查。受检者只需吞服一粒胶囊，15分钟左右即可完成胃部图像采集，与传统电子胃镜检查结果的一致性为93.4%。

公司研发的磁控胶囊胃镜具备如下优势：

(1) 传统电子胃镜检查存在创伤性风险，受检者“痛苦指数”高，操作必须由专业医师完成，是一项“准手术级”检查。磁控胶囊胃镜检查具有安全、舒适、无需麻醉、无交叉感染风险、操作简易等特点，同时图像的采集无需专门的消化内科和专业的内镜操作医师也可进行，极大地提升了医疗资源应用的有效性。

(2) 与传统电子胃镜检查相比，磁控胶囊胃镜检查还具有“异步异时空”的重要特性，即将胃镜检查拆分为图像采集和诊断两个过程。在前端，图像采集变成一个简单的标准化操作，只需进行简单的胶囊吞服和胶囊控制操作便可实现；在后端，互联网技术的发展以及优质的医疗资源可实现胃镜医疗影像的解读，该过程与图像采集过程可以在不同时间、不同空间并由更为专业的医师完成，指数级提升了胃镜检查的可及性。

图 4：“磁控胶囊胃镜系统”机器人



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

除现有主营产品“磁控胶囊胃镜系统”机器人外，公司正在进一步自主研发一系列产品及技术，由诊断到治疗继续延伸至健康管理。已经进入临床阶段的产品包括具备诊断或治疗功能的胶囊内镜如振动胶囊和胃肠动力标记物胶囊、以及具备便携功能的便携式内窥镜，将检查范围拓展至整个消化道，并逐步实现肠道菌群检测、消化道图像自动识别、消化道动力分析、定点给药等一系列功能。

表 4：公司在研管线

产品功能特性	品种
消化道其他部位检测	食道胶囊、结肠胶囊
消化道动力诊断	胃肠动力标记物胶囊、采样胶囊、压力胶囊
治疗	振动胶囊
便携	便携式内窥镜

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

同时，公司还将进一步完善远程阅片平台，充分利用人工智能技术，提高医生的诊断效率，并逐步搭建消化道健康管理大数据中心。公司将持续利用技术、平台、产品和服务优势深化覆盖整个消化道系统领域，并通过平台拓展，将消化科与心血管内科相结合，开发 PCI 术后消化道检查这一新兴的蓝海市场。

（二）研发立本、技术傍身，构筑核心壁垒

作为高新技术企业，公司重视高端医疗器械的技术研发。2016 年末、2017 年末及 2018 年末，公司研发人员人数分别为 73 人、89 人和 113 人，占公司同期员工总数的比例分别为 20.33%、20.79% 和 20.77%；研发费用分别为 3,387.73 万元、4,916.66 万元和 7,844.81 万元，占公司营业收入的比例分别为 29.45%、28.56% 和 24.33%，明显高于行业平均水平。

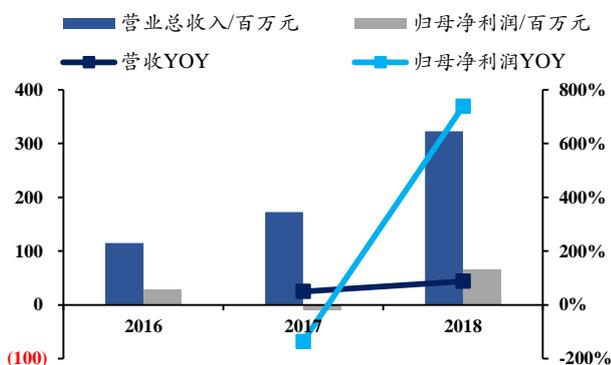
经过十年的潜心研发，公司开发了精准磁控技术、专用芯片技术、人工智能技术、智能制造技术、微光学成像技术、图像处理技术、无线传输技术等核心技术，涵盖精准磁控、专用芯片、人工智能、智能制造、微光学成像、图像处理、无线传输等多个领域，应用于“磁控胶囊胃镜系统”机器人。凭借强大的技术优势成为行业领先的高端医疗器械研发和生产企业，为公司的后续发展打下基础。

四、受益于产品普及高毛利率的耗材占比提升，公司盈利能力有望持续改善

公司收入规模稳步提升，2016-2018 年营收分别为 1.15、1.72、3.22 亿元，其中 2017、2018 年同比增速分别为 49.68%、87.31%。公司收入主要来源于“磁控胶囊胃镜系统”机器人。该产品主要由胶囊和设备组成。其中，胶囊作为消耗品，报告期内随着产品的推广普及，销售收入占比逐步提高，逐步超过设备成为最主要的收入来源。随着新仪器持续上量，胶囊收入占比有望进一步提升。

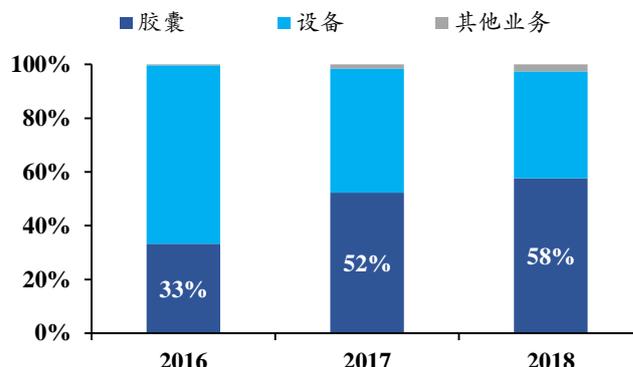
公司的归母净利润波动较大，主要是因为公司处于发展前期、规模小，期间费用高、对政府补助依赖性较强。其中 2016-2018 年期间费用率分别为 98.61%、86.92%、60.04%，计入当期损益的政府补助分别为人民币 6478 万元、2119 万元和 3990 万元。随着收入扩大、规模效应显著，公司的期间费用率有望逐年降低，对政府补助依赖性减弱，利润增长趋稳。

图 5：公司 2016-2018 年营收和归母净利润变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：公司 2016-2018 年收入结构

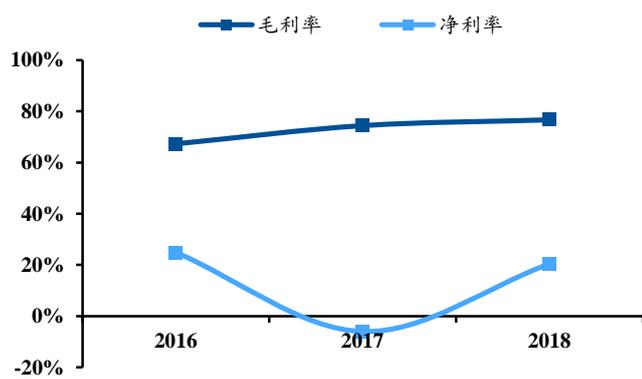


资料来源：Wind，民生证券研究院

公司毛利率一直维持在较高水平、并持续提升，2016-2018 年分别为 67.31%、74.42%、76.69%。其中胶囊的毛利率由于产能利用率提升、良品率提高、部分材料规模采购成本的下降等因素逐年上升，2016-2018 年分别为 60.97%、76.72%、80.65%。设备的毛利率则基本保持稳定，2016-2018 年分别为 70.44%、71.56%、70.89%。

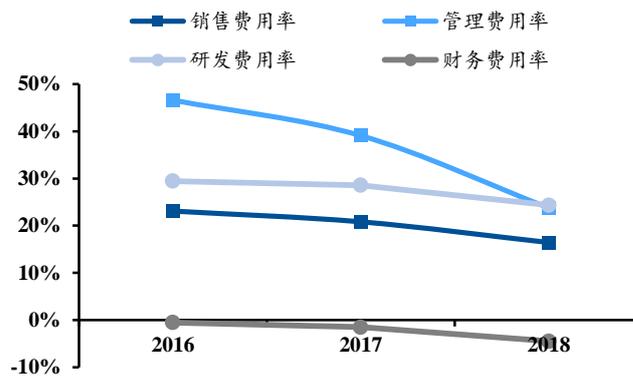
从期间费用来看，由于公司收入规模较小、期间费用率相对较高，2016-2018 年分别为 98.62%、86.92%、60.03%。其中管理费用主要是工资及福利和折旧及摊销，随着收入规模的扩大而有明显下降趋势；研发费用占比较高，主要用于公司在研项目中 AI 智能阅片系统数据标注服务和新产品开发相关的设计、加工试制、临床试验和关键部件开发。

图 7：公司 2016-2018 年毛利率和净利率变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：公司 2016-2018 年财务费用变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、公司拟募资 12 亿元，用于营销网络建设、消化道胶囊生产、大数据平台研发项目

公司拟发行不超过 4,000 万股，每股面值 1.00 元的人民币普通股，募集资金总额不超过 12 亿元人民币，主要用于互联网医院平台及营销网络建设项目、消化道胶囊武汉生产基地升级建设项目、人工智能与健康医疗大数据平台研发项目以及补充营运资金。我们认为安翰科技登陆科创板上市将更能充分发挥公司的创新实力、增强公司的研发能力，并有助于提高公司的

知名度和竞争力，为公司长期业务发展提供保障。

图 9：安翰科技募资用途

募资用途	金额分配
互联网医院平台及营销网络建设项目	1.83 亿元
消化道胶囊武汉生产基地升级建设项目	5.01 亿元
人工智能与健康医疗大数据平台研发项目	3.54 亿元
补充营运资金	1.62 亿元
总计募资金额	12.00 亿元

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 10：安翰科技发行前后股本变化

	3 月 21 日		发行后	
	股数 (亿股)	所占 比例	股数 (亿股)	所占 比例
发行前总股本	3.60	100%	3.60	90%
本次发行的股份	-	-	0.40	10%
公开发售的股份	3.60	100%	4.00	100%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

六、现状及未来战略：以胶囊胃镜为切入点，逐步打造成健康管理中心

磁控胶囊胃镜为胃癌潜在患者提供了一种更为方便的筛查方式，有助于尽早发现胃癌前病变或状态，可用于自然人群的胃癌大规模筛查，在我国具有广泛的市场需求。

公司在体检机构渠道的销售已经取得了较大突破，产品客户以美年大健康产业（集团）有限公司及其加盟店为主；随着公司持续在民营体检机构中扩大市场份额，并有望在募资后依托医联体、互联网医院的建设，拓展客户群体并加速磁控胶囊胃镜的市场渗透率，在胃部检查及胃病早筛市场挖潜上量。

从在研管线上来看，产品线将逐步覆盖全消化道，功能也将从诊断、治疗拓展到实现全消化道的健康管理，不仅有利于增加公司抗风险能力，同时也有利于继续保持公司在胶囊胃镜领域的领先地位。

七、风险提示

客户集中风险；产品单一风险；研发进展不及预期；市场竞争加剧。

插图目录

图 1: 公司股权结构及参控股公司情况 (截止 2019 年 3 月 21 日)	4
图 2: 国内内窥镜市场规模变化情况	6
图 3: 我国医用内窥镜出口规模变动情况	6
图 4: “磁控胶囊胃镜系统”机器人	8
图 5: 公司 2016-2018 年营收和归母净利润变化情况	10
图 6: 公司 2016-2018 年收入结构	10
图 7: 公司 2016-2018 年毛利率和净利率变化情况	10
图 8: 公司 2016-2018 年财务费用变化情况	10
图 9: 安翰科技募资用途	11
图 10: 安翰科技发行前后股本变化	11

表格目录

表 1: 安翰科技发展历程	4
表 2: 美年大健康产业 (集团) 有限公司及其加盟店为公司主要客户	5
表 3: 主要外资和国内竞争对手情况	6
表 4: 公司在研管线	9

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，北京大学医学部生药学博士，2019年1月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。