

美好医疗 (301363)

证券研究报告

2023年01月15日

中国家用呼吸机组件和人工植入耳蜗制造龙头企业

中国家用呼吸机组件制造龙头企业，和大客户合作粘性强，奠定业绩基础。

2018年以来家用呼吸机组件业务占营业收入的65%以上，2021年公司家用呼吸机组件业务实现营业收入7.63亿元，同比增长28.44%。**1) 和大客户合作关系长期、稳定、持续。**2008年公司与第一大客户(客户A)展开合作，客户A是世界最大的家用呼吸机厂商之一，且公司连续10年获评客户A“最佳供应商”。**2) 制造技术行业中保持领先水平。**公司拥有呼吸机主机组件组装测试及追溯技术、呼吸机雾化器水箱防渗漏技术等呼吸机主机组件领域核心技术，在行业中保持领先水平。**3) 老龄化背景下呼吸疾病高发，呼吸系统医疗需求增加。**随着以COPD和OSAHS疾病为主的患者快速增长以及人们呼吸系统健康意识的增强，叠加家用呼吸机不断普及，行业规模稳步增长。根据Frost & Sullivan，2020年全球家用无创呼吸机的行业规模达到27亿美元，预测2025年有望达到56亿美元左右。而呼吸面罩属于消耗品，使用3-6月即需要更换，随着呼吸机保有量的增加，面罩更换的需求逐年增加。

中国最大的人工植入耳蜗制造商，三类长期植入医疗器械证明其制造和质量控制能力。

2021年公司人工植入耳蜗组件业务的营业收入为6257.61万元，占营业收入的5.5%，同比增长13.46%。公司与人工植入耳蜗制造商客户B的合作则开始于2011年，至今已有10余年的合作历史，合作关系良好。公司在人工植入耳蜗组件领域拥有数项行业领先的核心技术，在人工植入耳蜗组件的技术开发方面的沉淀提升了公司在全球三类长期植入医疗器械领域的品牌知名度。

掌握精密模具和液态硅胶技术等，有望进一步拓展至家用及消费电子领域。

公司不断开发新领域和新产品，在医疗器械领域进行纵深发展，逐步拓展至监护、呼吸氧疗、急救等领域，并将精密模具和液态硅胶技术应用于家用及消费电子领域；2021年公司精密模具及自动化设备业务、家用及消费电子组件业务的营业收入分别同比增长23.21%和75.48%。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2022-2024年营业收入为14.54/18.72/24.11亿元，同比增长27.8%/28.7%/28.8%，2022~2024年预测归母净利润为3.90/4.98/6.47亿元。参照同类公司2023年PE为44倍，给予公司41倍PE，对应204亿市值，目标价为50.18元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：单一大客户依赖的风险，核心人员流失风险，汇率波动风险，毛利率下降的风险，租赁生产场所搬迁的风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	887.94	1,137.45	1,454.23	1,871.62	2,410.98
增长率(%)	19.60	28.10	27.85	28.70	28.82
EBITDA(百万元)	393.97	470.81	495.34	633.36	818.17
归属母公司净利润(百万元)	257.97	310.10	389.97	497.71	646.63
增长率(%)	10.96	20.21	25.76	27.63	29.92
EPS(元/股)	0.63	0.76	0.96	1.22	1.59
市盈率(P/E)	65.25	54.28	43.16	33.82	26.03
市净率(P/B)	14.42	12.09	5.61	4.81	4.06
市销率(P/S)	18.96	14.80	11.57	8.99	6.98
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.93	24.00	18.26

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	41.39元
目标价格	50.18元

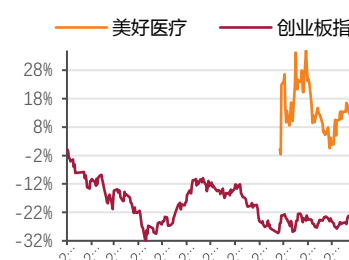
基本数据

A股总股本(百万股)	406.66
流通A股股本(百万股)	37.79
A股总市值(百万元)	16,831.66
流通A股市值(百万元)	1,564.08
每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	14.12
一年内最高/最低(元)	53.20/35.10

作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
李妞妞	联系人
liniuniu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 美好医疗：中国最大的家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件制造商	5
1.1. 家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件为国内第一	5
1.2. 管理层经验丰富，股权结构保持稳定	5
1.3. 营业收入稳健增长，海外业务占比约 90%	6
1.4. 双核心业务驱动发展，积极开拓新业务领域	7
1.5. 继续打造品牌形象，提高产能扩展市场	8
2. 家用呼吸机组件：核心业务带动收入增长，下游市场规模稳步提升	9
2.1. 核心技术保持行业领先，两大产品线齐头并进	9
2.1.1. 呼吸机主机组件：2021 年收入同比增长 34.4%	9
2.1.2. 呼吸面罩组件：2021 年收入同比增长 19.8%	11
2.2. 呼吸疾病人群增加，下游市场持续扩张	13
2.3. 主要客户经营稳健，合作关系长期持续	14
3. 瑞思迈：全球家用呼吸机龙头企业	14
4. 人工植入耳蜗组件：三类长期植入医疗器械，提升品牌认可度	15
4.1. 业务规模稳中有升，技术沉淀打造品牌	15
4.2. 听力受损群体规模较大，下游市场发展潜力可期	16
5. 科利耳：全球人工植入耳蜗龙头企业	17
6. 自主产品肺功能仪：自主品牌探索	18
6.1. 政策助推行业增长，公司业绩仍有提升空间	18
6.2. 公司肺功能仪技术不断提升	18
7. 精密模具及自动化设备：技术不断积淀提升	19
8. 不断开拓境外客户，马来美好海外生产基地提升供应稳定性	20
9. 盈利预测与估值	22
9.1. 盈利预测	22
9.2. 估值与投资评级	22
10. 风险因素	23

图表目录

图 1：美好医疗发展历程	5
图 2：上市后美好医疗的股权结构	6
图 3：2018 年至 2022Q1-Q3 公司营业收入及其增速	6
图 4：2018 年至 2022Q1-Q3 公司归母净利润及其增速	6
图 5：2018 年至 2022Q1-Q3 公司净利润率和毛利率变化	7
图 6：2018 年至 2022Q1-Q3 公司各项费用率变化	7
图 7：公司主营业务收入境外销售占比	7
图 8：公司主要客户销售总额占比	7

图 9: 双核心业务驱动发展, 积极开拓新业务领域	8
图 10: 2018-2021 年公司主要业务收入构成	8
图 11: 2018-2021 年公司主要业务的毛利率	8
图 12: 公司 LSR 液态硅胶精密注塑设备	9
图 13: 在建惠州产业园	9
图 14: 2018-2021 年公司家用呼吸机组件业务营业收入及增速	9
图 15: 2018-2021 年公司家用呼吸机组件业务毛利率	9
图 16: 2018-2021 年公司呼吸机主机组件业务营业收入及增速	10
图 17: 2018-2021 年公司呼吸机主机组件各项业务的毛利率	10
图 18: 呼吸机主机组件组成部分及其主要用途	10
图 19: 公司呼吸机主机主体和加热模块组件的生产工艺	11
图 20: 2018-2021 年公司呼吸面罩组件业务营业收入及增速	11
图 21: 2018-2021 年公司呼吸面罩组件各项业务的毛利率	11
图 22: 呼吸面罩组件组成部分及其主要用途	12
图 23: 公司呼吸面罩主体框架组件的生产工艺	12
图 24: 慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 患病人数	13
图 25: 阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合症 (OSAHS) 患病人数	13
图 26: 全球家用无创呼吸机市场规模及预测	13
图 27: 全球通气面罩市场规模及预测	13
图 28: 瑞思迈的主要发展历程	14
图 29: 瑞思迈 2019-2022 财年营业收入及其增速	15
图 30: 瑞思迈各业务 2019-2022 财年毛利率	15
图 31: 2018-2021 年公司人工植入耳蜗组件业务营业收入及增速	15
图 32: 2018-2021 年公司各项人工植入耳蜗组件业务毛利率	15
图 33: 人工植入耳蜗组件各主要部分用途	16
图 34: 人工植入耳蜗组件植入体组件 (钛合金) 制作工艺	16
图 35: 全球人工植入耳蜗市场规模及其增速	17
图 36: 科利耳 2017-2022 财年营业收入及其增速	17
图 37: 科利耳 2017-2022 财年净利润及净利率	17
图 38: 公司肺功能仪业务营业收入及毛利情况	18
图 39: 全球肺功能仪市场规模及预测	18
图 40: 2018-2021 年精密模具及自动化设备业务营业收入及其增速	19
图 41: 2018-2021 年精密模具及自动化设备各业务毛利率变化	19
图 42: 精密模具及自动化设备种类及用途	20
图 43: 精密模具及自动化设备的工艺	20
图 44: 公司营业收入构成 (按地区)	21
图 45: 2021 年公司主要境外客户营业收入占比	21
表 1: 公司肺功能仪相关核心技术	18

表 2：公司的境外经营主体及介绍	21
表 3：公司取得的国际和境外认证资质	21
表 4：美好医疗盈利预测	22
表 5：可比公司估值	23

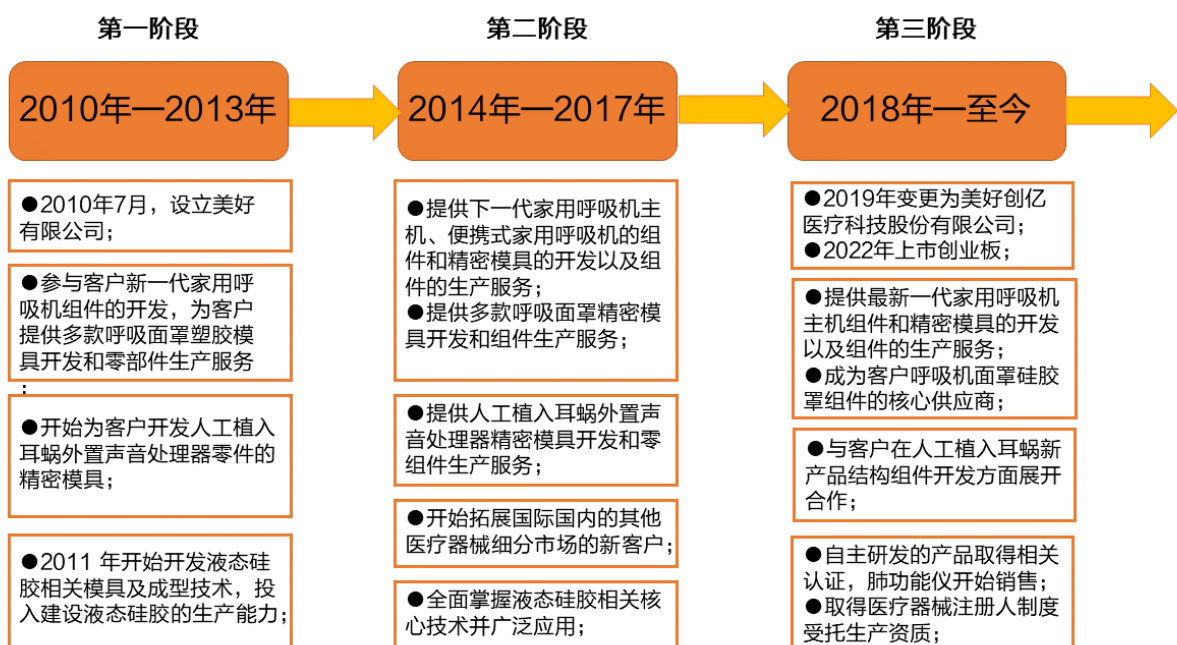
1. 美好医疗：中国最大的家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件制造商

1.1. 家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件为国内第一

美好医疗成立于 2010 年，是中国最大的家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件制造商。美好医疗专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，以家用呼吸机和人工植入耳蜗组件的开发制造和销售作为其核心业务，并着力于自主医疗器械产品、健康防护类产品的研发、制造和销售。美好医疗还积极布局海外业务，为全球医疗器械客户提供医疗器械产品受托生产及合约制造服务。

2008 年熊小川创建了深圳市美好创亿科技发展有限公司，并与其现在的第一大客户（客户 A）展开业务合作。2010 年熊小川设立美好有限，开始从事呼吸机组件的生产，并逐步开始为客户 A 提供模具开发和制造。公司与人工植入耳蜗制造商客户 B 的合作则开始于 2011 年，至今已有 10 余年的合作历史，合作关系良好。公司在 2022 年于深交所创业板上市。

图 1：美好医疗发展历程



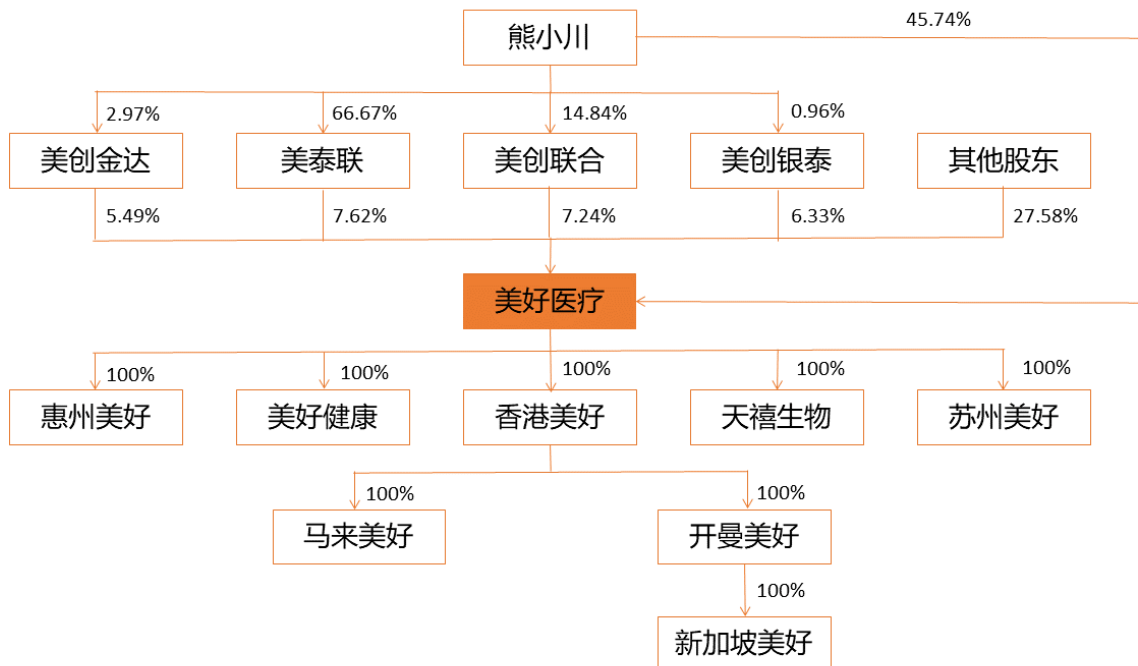
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.2. 管理层经验丰富，股权结构保持稳定

公司实际控制人和控股股东为熊小川先生，通过直接和间接方式合计控制公司 52.12% 股权，股权结构稳定。新股发行后，美好医疗的股权结构如下图所示。

熊小川先生担任美好医疗董事长、总经理，2016 年获龙岗区创新创业“先锋人物”，曾在长虹电器、创维应用电子等公司担任技术主任、营销管理部副部长、事业部总经理等职务，拥有 30 余年的相关从业经历，管理经验丰富，有利于推动公司业务正确发展。

图 2：上市后美好医疗的股权结构



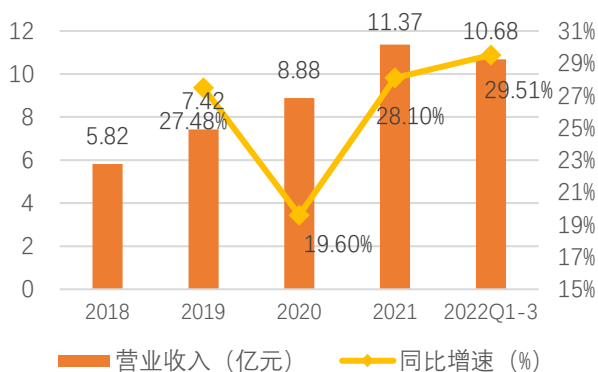
资料来源：公司上市公告书、天风证券研究所

1.3. 营业收入稳健增长，海外业务占比约 90%

营业收入稳健增长。2018-2021 年公司营业收入从 5.82 亿元增长到 11.37 亿元，CAGR 25.0%。2021 年营业收入 11.37 亿元，同比增长 28.10%，2021 年归母净利润 3.10 亿元，同比增长 20.21%。

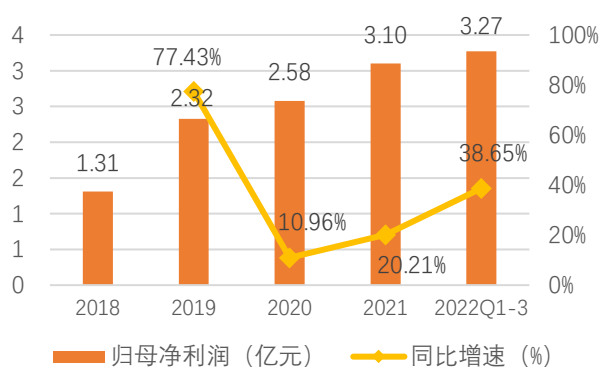
2022Q1-3 营业收入 10.68 亿元，同比增长 29.51%，归母净利润 3.27 亿元，同比增长 38.65%。

图 3：2018 年至 2022Q1-Q3 公司营业收入及其增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

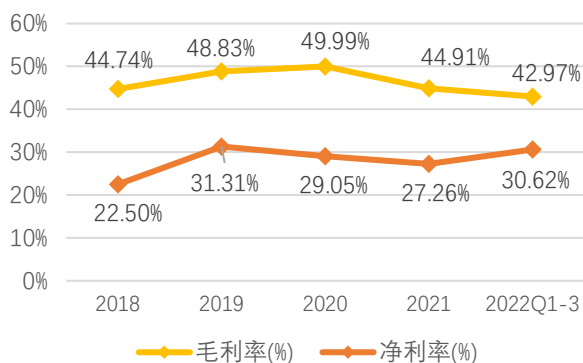
图 4：2018 年至 2022Q1-Q3 公司归母净利润及其增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

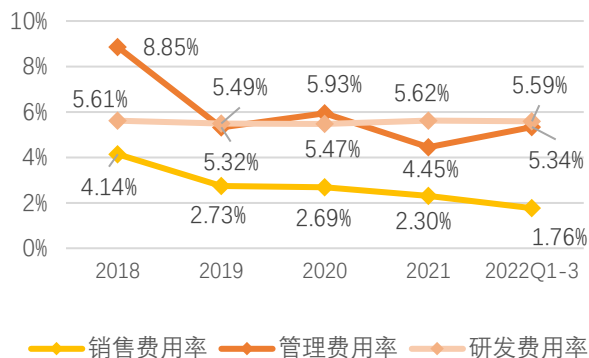
公司毛利率维持在 40%以上，2022Q1-3 净利率 30.62%。2022Q1-3 管理费用率上升主要系公司人员增长、薪酬水平上涨，同时折旧增长。

图 5：2018 年至 2022Q1-Q3 公司净利润率和毛利润率变化



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：2018 年至 2022Q1-Q3 公司各项费用率变化

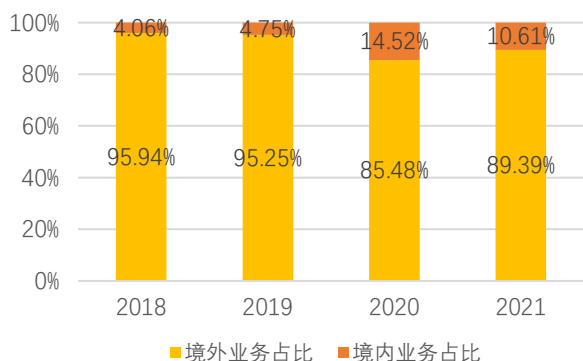


资料来源：Wind、天风证券研究所

2021 年境外营收占比近 90%。2021 年公司境外营业收入 10.14 亿元，同比增长 33.83%，占总营业收入的 89.39%，主要向澳大利亚和新加坡等国家进行销售。因为境外营业收入主要以美元结算，毛利率的波动受美元汇率影响较大。

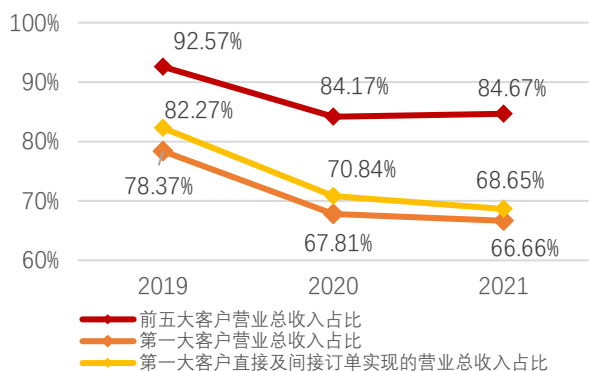
第一大客户占比 67%。2021 年，公司向第一大客户（客户 A）的销售额占营业收入的 66.66%，考虑来自客户 A 指定供应商订单（间接订单）后，对客户 A 直接及间接订单实现的销售收入占总营业收入的 68.65%，前五大客户的销售额占 84%以上，客户集中度高，主要客户多为医疗器械行业内知名厂商。

图 7：公司主营业务收入境外销售占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 8：公司主要客户销售总额占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.4. 双核心业务驱动发展，积极开拓新业务领域

美好医疗以医疗器械组件及产品的开发技术、塑胶和液态硅胶精密模具及成型技术、自动化技术、精密制造技术和完善的医疗器械合规管理体系为基础，为国内外医疗器械客户提供从产品设计开发到批量生产交付的全流程服务。

公司核心业务是家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件的开发制造和销售，2021 年二者的营业收入占总营业收入的 72.59%，此外公司还积极发展精密模具及自动化设备、家用及消费电子组件等业务领域，也实现了较快增长。

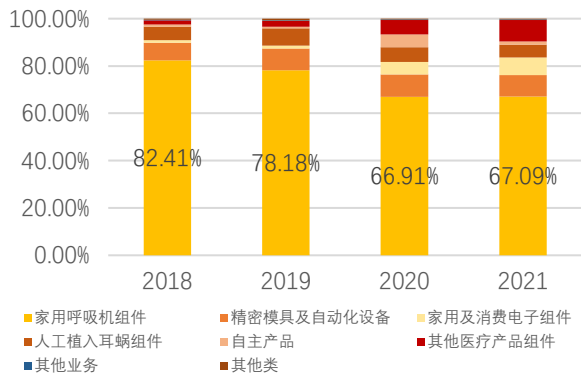
图 9：双核心业务驱动发展，积极开拓新业务领域



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

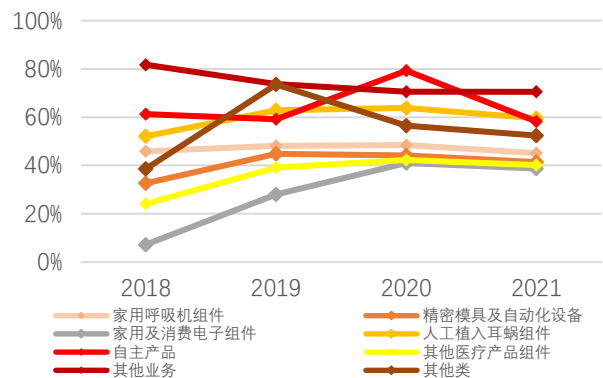
核心业务持续发力，新兴业务多点开花。2018 年以来家用呼吸机组件业务占营业收入的 65%以上，2021 年公司家用呼吸机组件业务实现营业收入 7.63 亿元，同比增长 28.44%。同时公司不断开发新领域和新产品，在医疗器械领域进行纵深发展，逐步拓展至监护、呼吸氧疗、急救等领域，并将精密模具和液态硅胶技术应用于家用及消费电子领域；2021 年公司精密模具及自动化设备业务、家用及消费电子组件业务的营业收入分别同比增长 23.21% 和 75.48%，推动公司收入和利润持续增加。

图 10：2018-2021 年公司主要业务收入构成



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：2018-2021 年公司主要业务的毛利率



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.5. 继续打造品牌形象，提高产能扩展市场

以“MeHow”为核心品牌，增加研发投入和宣传力度。通过高品质的产品和持续研发投入，树立公司高端、高品质的品牌形象，强化品牌宣传力度。2018 年以来，公司的研发费用率一直保持在 5%以上。截至 2021 年底，公司已经获得 182 项国内专利和 20 件软件著作权，并拥有医疗器械精密组件设计及开发技术、医疗器械精密制造技术和医疗器械产品设计开发技术等 3 个领域的共 29 项核心技术，以及 LSR 液态硅胶精密注塑设备、万级洁净厂房等 6 个先进设备设施。公司研发团队由 232 名研发人员构成，占员工总数 14.83%。公司基于以研判市场和客户需求为导向的研发立项，持续推进呼吸机核心组件研发、大型肺功能仪产品研发等 5 个重点研发项目。

募投项目建设缓解产能瓶颈，继续深耕医疗器械市场。公司以募集资金投建的项目为“美好创亿呼吸系统疾病诊疗关键设备及呼吸健康大数据管理云平台研发生产项目”，项目共投资约 13.38 亿元，用于完成位于惠州市的 17.55 万平方米厂房建设、生产设备的购置与安装、配套设施建设以及人员配置，项目建设期为 2 年。该项目能够缓解目前公司的产能瓶颈，扩大生产规模，并优化生产工艺，提高生产线智能化、自动化的水平。

图 12：公司 LSR 液态硅胶精密注塑设备



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 13：在建惠州产业园



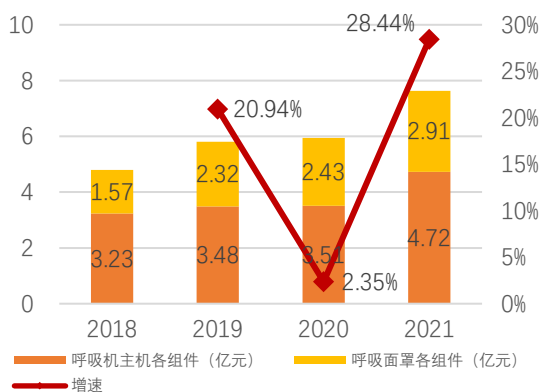
资料来源：公司官网、天风证券研究所

2. 家用呼吸机组件：核心业务带动收入增长，下游市场规模稳步提升

2.1. 核心技术保持行业领先，两大产品线齐头并进

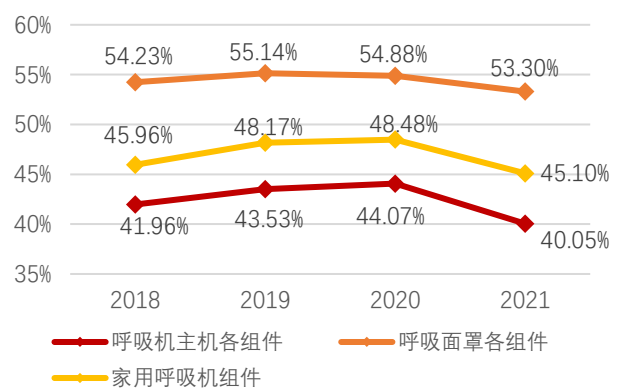
家用呼吸机组件业务是公司核心业务之一，主要产品包括呼吸机主机组件和呼吸面罩组件。2021 年家用呼吸机组件业务营业收入 7.63 亿元，占总营业收入的 67.09%，2018-2021 年家用呼吸机组件营业收入 CAGR 16.71%。2021 年公司家用呼吸机组件业务毛利率下降，主要是受到美元贬值导致的销售价格下降和内部销售结构变化等因素影响。

图 14：2018-2021 公司家用呼吸机组件业务营业收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：2018-2021 公司家用呼吸机组件业务毛利率

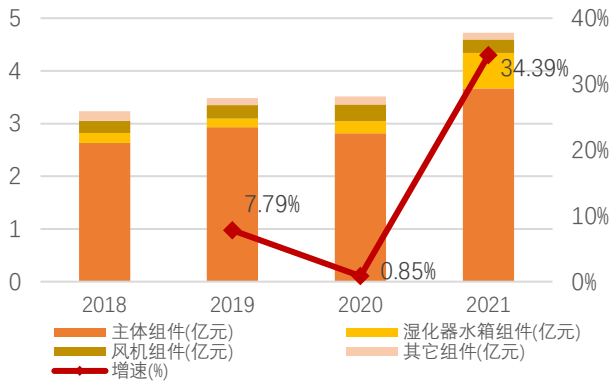


资料来源：Wind、天风证券研究所

2.1.1. 呼吸机主机组件：2021 年收入同比增长 34.4%

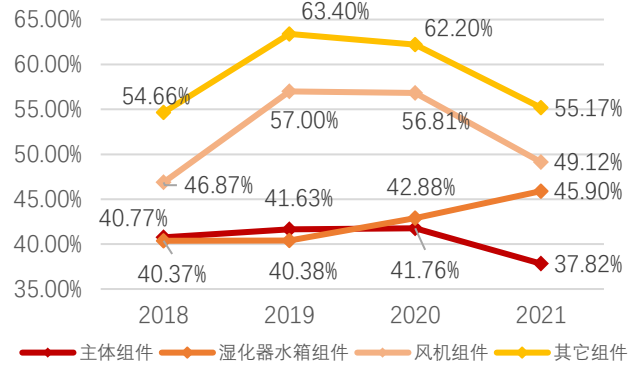
公司呼吸机主机组件业务的营业收入中，主体组件的营收占比在 75%以上。2021 年呼吸机主机组件部分业务的毛利率下降主要是受到美元汇率变动和内部销售结构变化的影响。

图 16：2018-2021 公司呼吸机主机组件业务营业收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

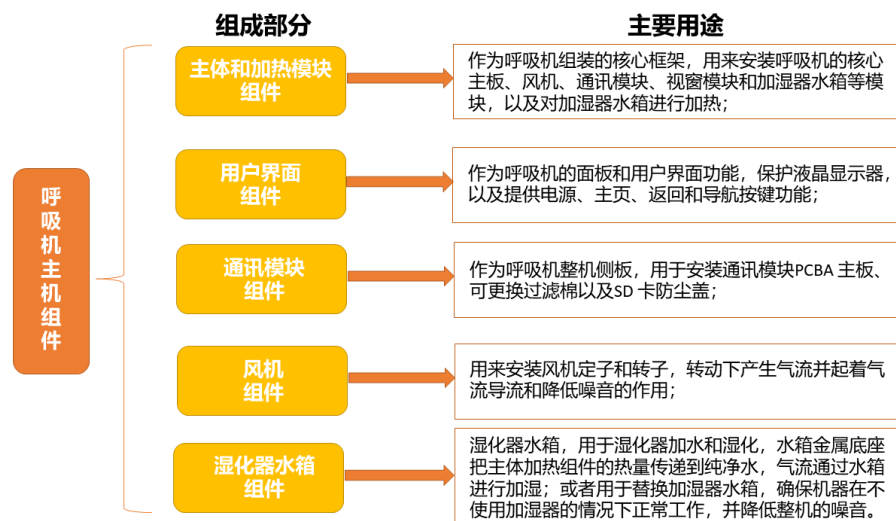
图 17：2018-2021 公司呼吸机主机组件各项业务的毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

呼吸机主机是呼吸机中提供呼吸管理和调节的装置，能按照设定参数和供气方式为患者通气。公司呼吸机主机组件包括 5 个主要组成部分：主体和加热模块组件、用户界面组件、通讯模块组件、风机组件和湿化器水箱组件，每个部分的主要用途如下图所示。

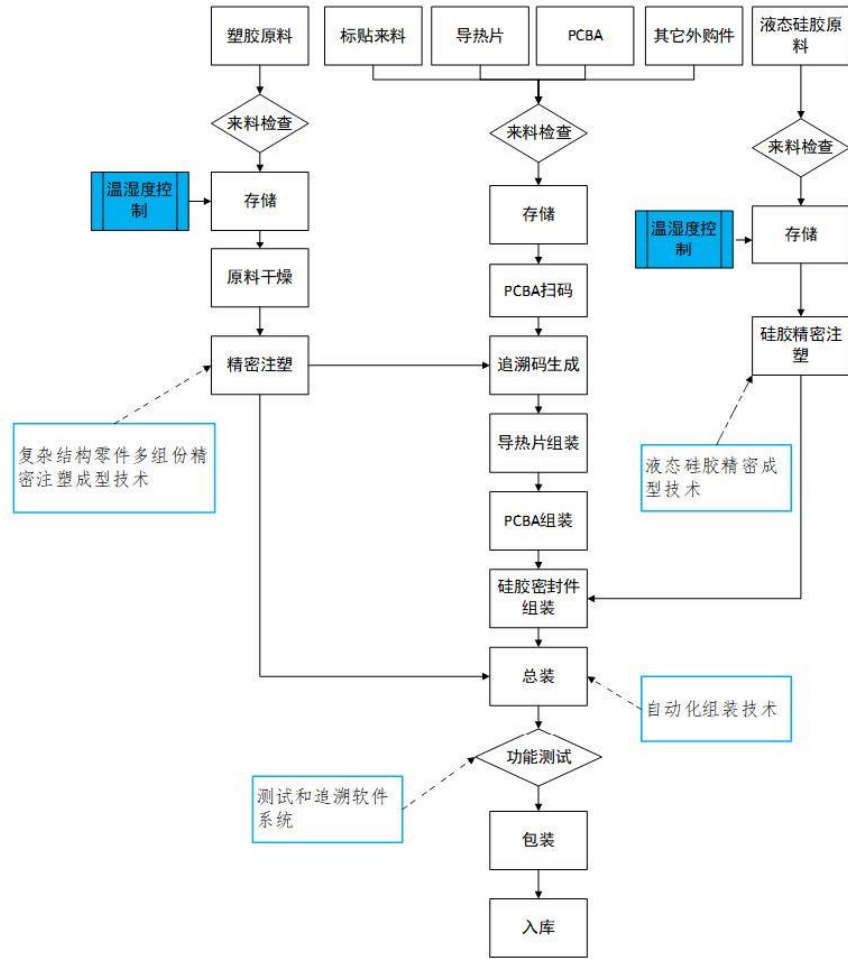
图 18：呼吸机主机组件组成部分及其主要用途



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司拥有呼吸机主机组件组装测试及追溯技术、呼吸机湿化器水箱防渗漏技术等呼吸机主机组件领域核心技术，在行业中保持领先水平。如公司自主研发的呼吸机湿化器水箱防渗漏技术解决了长期以来湿化器存在的微渗漏问题，在经过特殊表面处理的导热片上，应用薄壁注塑技术注塑一层或多层密封材料，然后将该导热片采用嵌件注塑工艺进行湿化器产品生产，有效解决了湿化器水箱微渗漏问题。公司自主研发的呼吸机主机组件组装测试及追溯技术的核心检测算法可以将任何环境温度下可变的电性能阻值还原成 25℃ 温度下的等效值。呼吸机主机主体和加热模块组件的生产工艺如下图所示。

图 19：公司呼吸机主机主体和加热模块组件的生产工艺

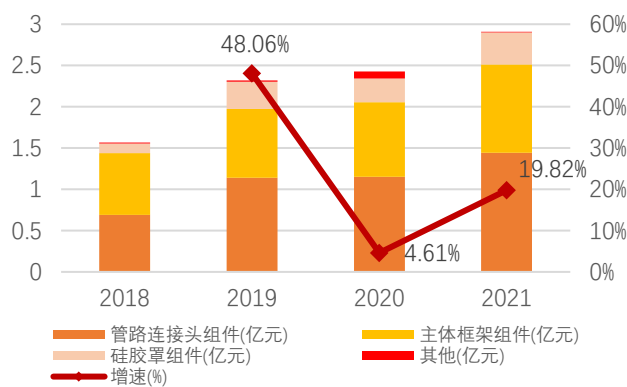


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.1.2. 呼吸面罩组件：2021 年收入同比增长 19.8%

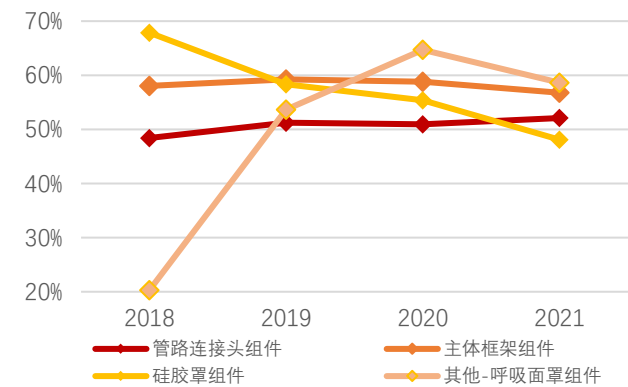
2021 年,公司呼吸面罩组件业务的营业收入 2.91 亿元,同比增长 19.82%,毛利率为 53.30%。2021 年呼吸面罩组件部分业务的毛利率下降主要是受到新增毛利率较低的新型号产品等内部销售结构变化和美元贬值的影响。

图 20：2018-2021 公司呼吸面罩组件业务营业收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

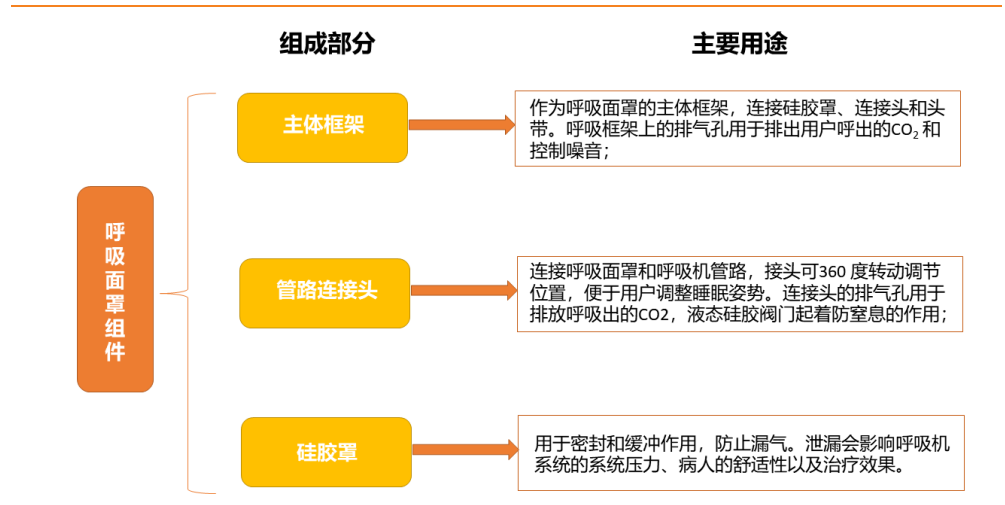
图 21：2018-2021 公司呼吸面罩组件各项业务的毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

呼吸面罩是连接患者和呼吸机主机的装置。家用呼吸机使用者在戴上面罩住鼻和(或)口，呼吸机主机经软管和面罩、通过患者的口鼻给患者输送持续正压的空气，空气经由管路进入面罩，再经口鼻进入患者的气道和肺部，增加患者的肺通气量，辅助患者呼吸。呼吸面罩主要有3个组成部分：主体框架、管路连接头和硅胶罩。

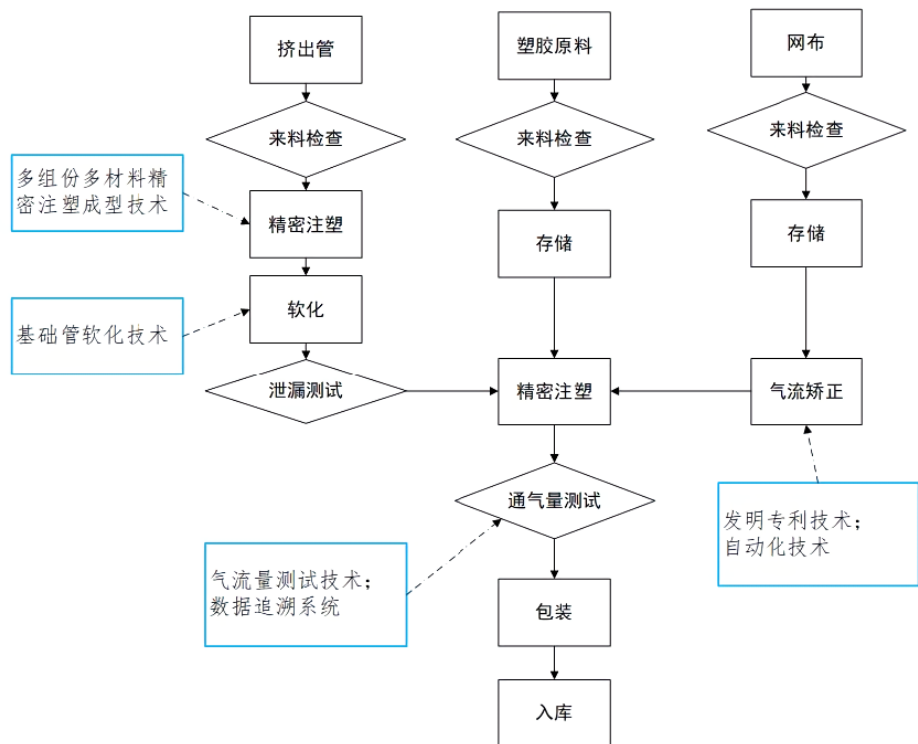
图 22：呼吸面罩组件组成部分及其主要用途



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司在该领域拥有呼吸面罩精密模具气流控制技术、呼吸面罩气流控制技术等一系列核心技术，具有较强的先进性。公司呼吸面罩主体框架组件的生产工艺如下图所示。

图 23：公司呼吸面罩主体框架组件的生产工艺



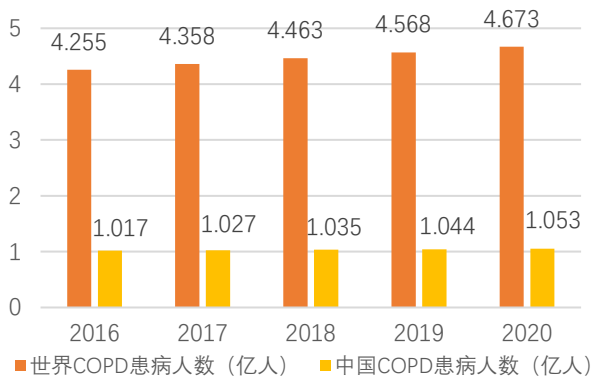
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.2. 呼吸疾病人群增加，下游市场持续扩张

公司的家用呼吸机组件业务下游市场主要是家用呼吸机行业。家用呼吸机目前主要用于睡眠呼吸暂停低通气症，如打鼾和阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合症(OSAHS)，也用于治疗中轻度呼吸衰竭和呼吸功能不全、如慢性阻塞性肺疾病(COPD)、哮喘等疾病，为患者提供通气辅助和增加肺通气量，保持患者正常的生理功能，提高患者的生活质量。

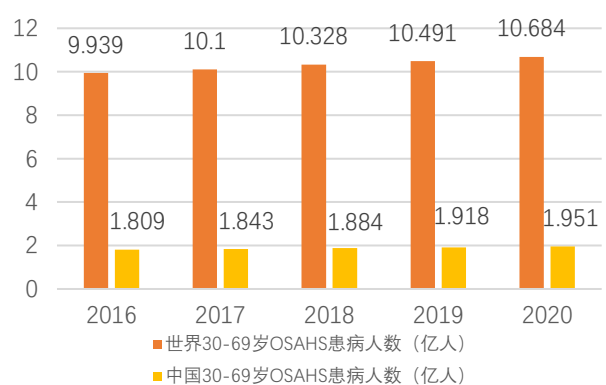
老龄化背景下呼吸疾病高发，呼吸系统医疗需求增加。呼吸系统疾病的发病率通常会随年龄的增加而上升。慢性阻塞性肺疾病(COPD)是一种以气流受限为特点的呼吸系统疾病，具有高患病率、病程长和急性期加重住院率高等特征。依据 COPD 治疗指南，家用呼吸机治疗是首选方案，可以有效降低死亡率和住院率，减少患者负担和提升患者生活质量。阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合症(OSAHS)是指患者各种原因导致在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和（或）低通气、睡眠中断等现象，并发生一系列病理生理改变的临床综合症，家用呼吸机气道通气是 OSAHS 的首选非药物治疗方案。

图 24：慢性阻塞性肺疾病（COPD）患病人数



资料来源：Frost & Sullivan、怡和嘉业招股书、天风证券研究所

图 25：阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合症（OSAHS）患病人数

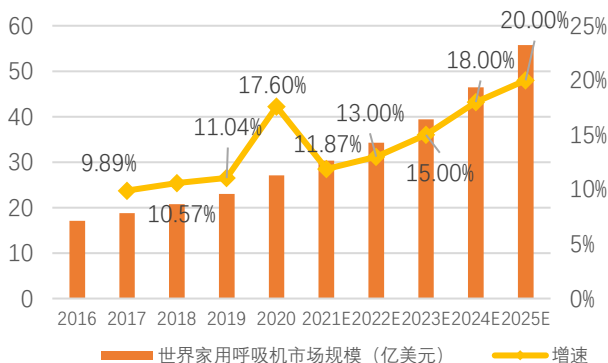


资料来源：Frost & Sullivan、怡和嘉业招股书、天风证券研究所

家用呼吸机渗透率不断提高，行业规模稳步增长。随着以 COPD 和 OSAHS 疾病为主的患者快速增长以及人们呼吸系统健康意识的增强，家用呼吸机不断普及，行业规模稳步增长。根据 Frost & Sullivan，2020 年家用无创呼吸机的行业规模达到 27 亿美元，2016-2020 年复合增长率约为 12%。受老龄化加重和环境因素的影响，预期家用呼吸机行业增速将持续加快，Frost & Sullivan 预测 2025 年全球家用呼吸机的行业规模会达到 56 亿美元左右。

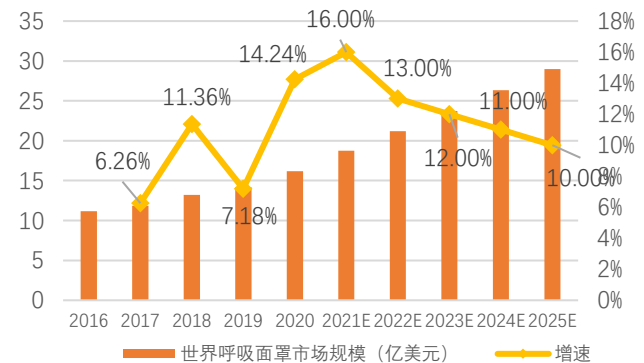
呼吸面罩市场与呼吸机市场同步增长。呼吸面罩属于消耗品，使用 3-6 月即需要更换，随着呼吸机保有量的增加，面罩更换的需求逐年增加。根据 Frost & Sullivan，2020 年全球通气面罩市场规模约为 16.2 亿美元，随着世界范围内家用呼吸机的不断普及，呼吸面罩市场有望同样将进入快速发展时期。

图 26：全球家用无创呼吸机市场规模及预测



资料来源：怡和嘉业招股说明书、Frost & Sullivan、天风证券研究所

图 27：全球通气面罩市场规模及预测



资料来源：怡和嘉业招股说明书、Frost & Sullivan、天风证券研究所

2.3. 主要客户经营稳健，合作关系长期持续

公司呼吸机组件业务的客户集中度较高，2019-2021 年公司向第一大客户（客户 A）的销售收入占总营业收入比例分别为 78.37%、67.18%和 66.66%。公司与客户 A 在长期合作互信的基础上形成了稳定的合作模式和相对集中的交易格局，符合行业惯例，具备商业合理性。

和大客户合作关系长期、稳定、持续。公司连续 10 年获评客户 A “最佳供应商”，并多次与客户 A 签订和延长合作框架协议。公司是客户 A 目前在市场上主打销售的家用呼吸机核心组件开发的参与者和批量生产的核心供应商，以及客户 A 拟推出的新一代呼吸机的核心供应商。

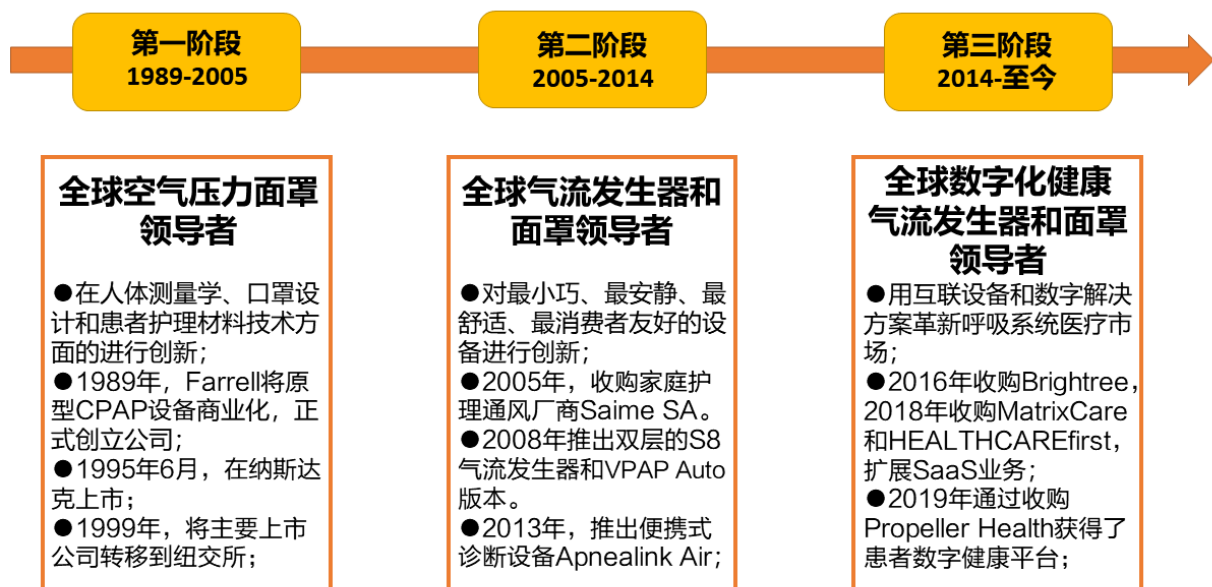
大客户经营稳健持续，客户集中符合行业惯例。客户 A 是世界最大的家用呼吸机厂商之一，2020 年营业收入超过 20 亿美元且稳定增长，在行业中保持竞争优势。由于家用呼吸机行业集中度非常高，前三大呼吸机主机企业占全球市场的比例达到 84.7%，公司客户集中度较高符合行业惯例。

公司新客户开拓能力强。公司的客户和产品线均持续增加，强化与飞利浦、迈瑞医疗等其他客户的合作关系，并不断拓展强生、雅培、西门子和瑞声达听力等新客户，同时公司产品也扩展至家用和消费电子、自主研发医疗器械等细分领域。

3. 瑞思迈：全球家用呼吸机龙头企业

我们通过对全球家用呼吸机龙头企业分析，进一步分析行业发展趋势。全球家用呼吸机行业的集中度较高，1989 年瑞思迈于澳大利亚成立，是目前全球最大的家用呼吸机生产商之一，在全球 140 余个国家和地区进行销售。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年瑞思迈占据了全球家用呼吸机市场份额的 42.2%，稳居第一。瑞思迈的主要业务包括两大方面：一是睡眠和呼吸护理业务，包括呼吸机设备、呼吸面罩、诊断系统等；二是软件服务（SaaS），主要是通过提供院外软件产品来支持护理人员帮助患者保持健康。

图 28：瑞思迈的主要发展历程

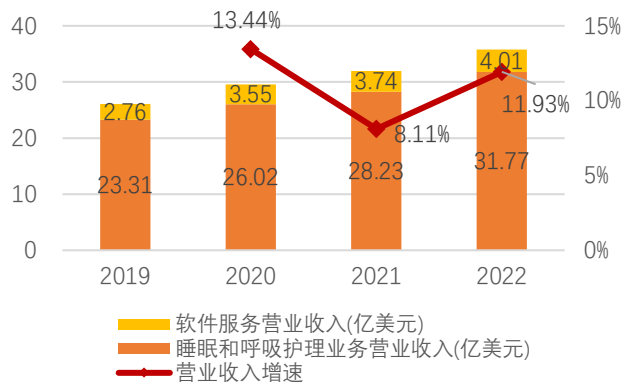


资料来源：瑞思迈投资者日展示、瑞思迈公司年报、天风证券研究所

瑞思迈公司的睡眠和呼吸护理业务营业收入高速增长,2022 财年睡眠和呼吸护理业务营业收入 31.77 亿美元,同比增长 12.54%。尽管新冠疫情对呼吸机的需求下降,但随着疫情后核心睡眠患者客户数量的恢复,公司的睡眠和呼吸护理业务营业收入实现了稳定增长。2022 年瑞思迈的睡眠和呼吸护理业务毛利率为 57.03%,其下降主要是受到物流和制造成本升高的影响。

随着未来对呼吸系统疾病和无创呼吸机作用的认识逐步加深,睡眠和呼吸护理市场有望继续扩大,推动全球家用呼吸机产品的快速发展,进而促进公司家用呼吸机组件业务的持续增长。

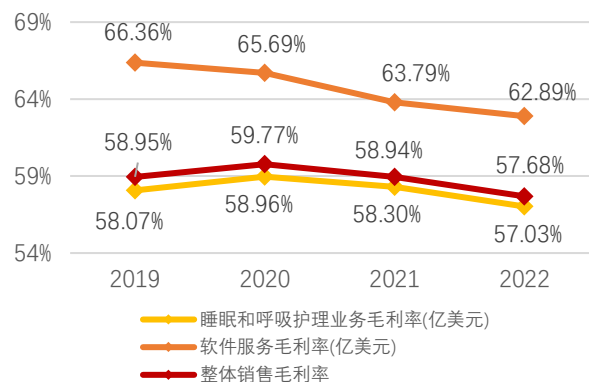
图 29: 瑞思迈 2019-2022 财年营业收入及其增速



资料来源: 瑞思迈公司公告、天风证券研究所

注: 瑞思迈公司财年为截至当年 6 月 30 日的年度

图 30: 瑞思迈各业务 2019-2022 财年毛利率



资料来源: 瑞思迈公司公告、天风证券研究所

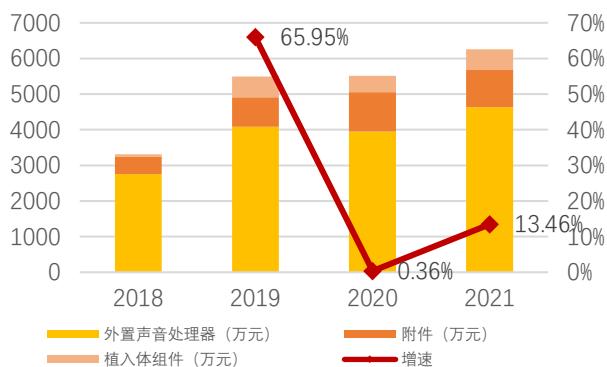
注: 瑞思迈公司财年为截至当年 6 月 30 日的年度

4. 人工植入耳蜗组件: 三类长期植入医疗器械, 提升品牌认可度

4.1. 业务规模稳中有升, 技术沉淀打造品牌

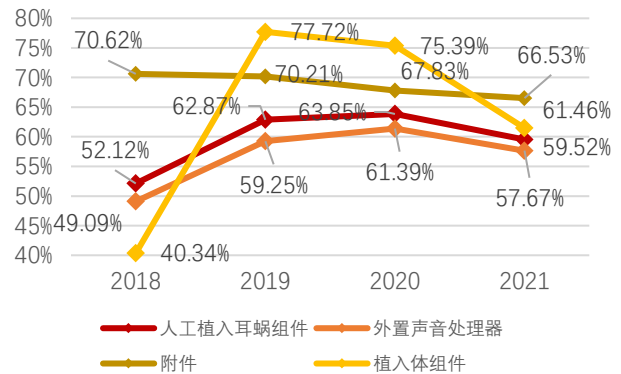
2021 年公司人工植入耳蜗组件业务的营业收入为 6257.61 万元, 占营业收入的 5.5%, 同比增长 13.46%, 2021 年公司人工植入耳蜗组件业务毛利率为 59.52%。2020 年受疫情影响, 人工植入耳蜗组件业务营业收入增速较低。

图 31: 2018-2021 公司人工植入耳蜗组件业务营业收入及增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 32: 2018-2021 公司各项人工植入耳蜗组件业务毛利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

公司是国内最大的人工植入耳蜗组件制造商, 人工植入耳蜗组件业务也是公司的核心业务之一, 其主要产品包括外置声音处理器组件、植入体组件和附件等。其中, 外置声音处理器组件是公司该业务的主要产品, 占人工植入耳蜗组件业务收入的 70%以上。

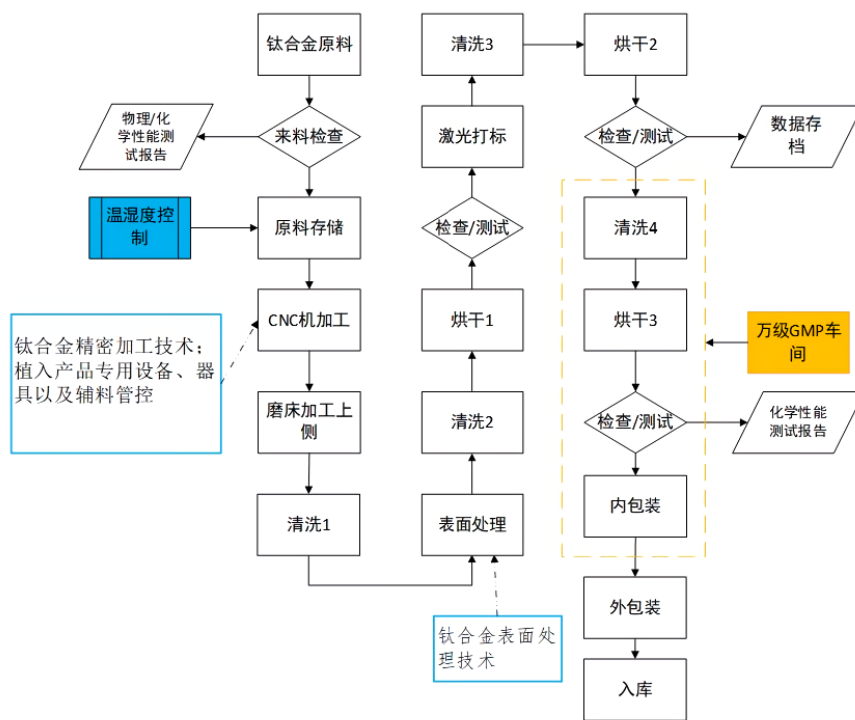
图 33：人工植入耳蜗组件各主要部分用途



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司在人工植入耳蜗组件领域拥有数项行业领先的核心技术，在人工植入耳蜗组件的技术开发方面的沉淀提升了公司在全球三类长期植入医疗器械领域的品牌知名度。如公司自主研发的人工植入耳蜗精密模具设计及制造技术通过使用新型潜浇口及多级顶出的技术，解决了产品拉伤和难以脱模的品质问题，模具精度最高可以达到 $\pm 0.002\text{mm}$ ；长期植入钛合金零件精密加工及检测技术的加工精度可达 $\pm 0.02\text{mm}$ ，表面质量达 Ra0.8，解决了长期植入医疗器械金属零组件的精密加工及品质管控及追溯问题。

图 34：人工植入耳蜗组件植入体组件（钛合金）制作工艺



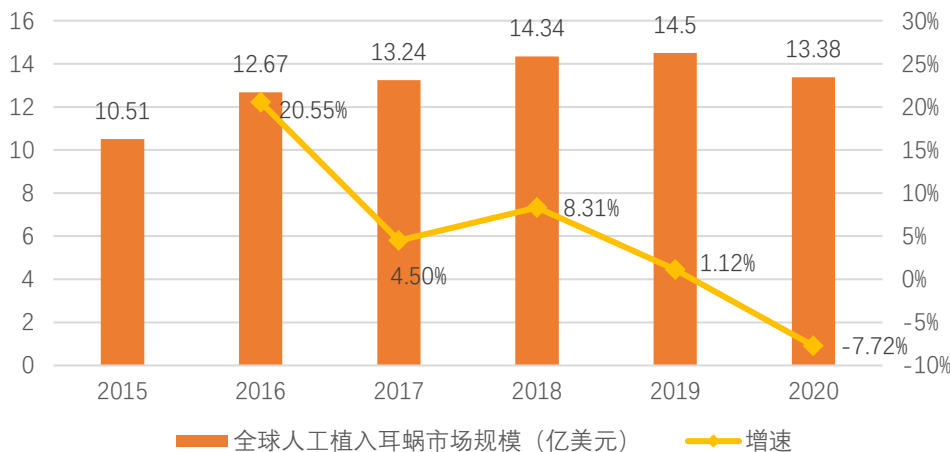
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

4.2. 听力受损群体规模较大，下游市场发展潜力可期

世界卫生组织的《世界听力报告》指出，全球大约有五分之一的人群出现听力受损情况，预计到 2050 年该比例将会达到四分之一。人工植入耳蜗是目前运用最成功的生物医学工程助听装置，能为重度、极重度听力障碍的成人或儿童重建听力。其原理是由外置声音处理器将声音转换为一定编码形式的电信号，通过植入体内的电极系统直接刺激听力神经，来恢复、提高及重建轻度到重度失聪患者的听觉功能。

由于人工植入耳蜗价格昂贵，目前在全球的渗透率较低，市场规模也较小。但随着未来相关技术更新的不断加快，价格有望逐步降低，人工植入耳蜗市场需求空间和未来的市场潜力可期。QYResearch 数据显示，2015-2019 年全球人工植入耳蜗植入系统市场规模从 10.51 亿美元增长至 14.50 亿美元，CAGR 达 8.38%。受新冠病毒疫情的影响，2020 年全球人工植入耳蜗的市场规模略有下降。

图 35：全球人工植入耳蜗市场规模及其增速



资料来源：QYResearch 数据、公司招股说明书、天风证券研究所

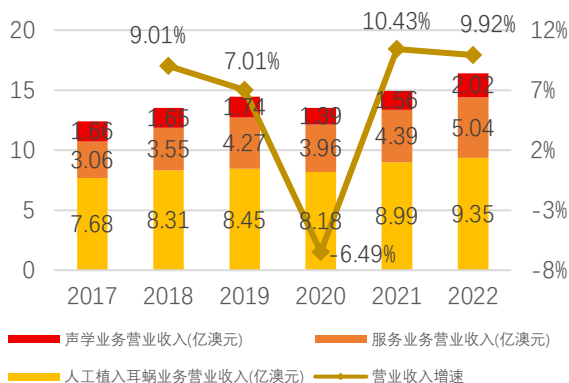
5. 科利耳：全球人工植入耳蜗龙头企业

公司人工植入耳蜗组件业务同样会受到下游的人工植入耳蜗行业企业经营状况的影响，科利耳是全球人工植入耳蜗制造商龙头企业。

科利耳建立于 1981 年，是全球植入式听觉解决方案的领导者，其业务覆盖亚太、欧洲、中东、非洲、美洲等地区的超过 180 个国家和地区。在 2022 财年，公司实现营业收入超过 16 亿澳元，同比增长 9.92%，实现净利润 2.77 亿澳元，同比增长 18.38%。

科利耳的业务主要涵盖三个方面：一是人工植入耳蜗业务，2022 财年占总营业收入的 57%，同比增长 4.07%；二是服务业务，包括声音处理器的升级和配件，2022 财年占总营业收入的 31%，同比增长 14.91%；三是声学业务，包括骨传导系统和声音处理器，2022 财年占总营业收入的 12%，同比增长 29.32%。根据科利耳年报，2022 财年公司在全球人工植入耳蜗领域的市场份额超过 60%，并共计销售超过 70 万台人工植入耳蜗和声学植入物。

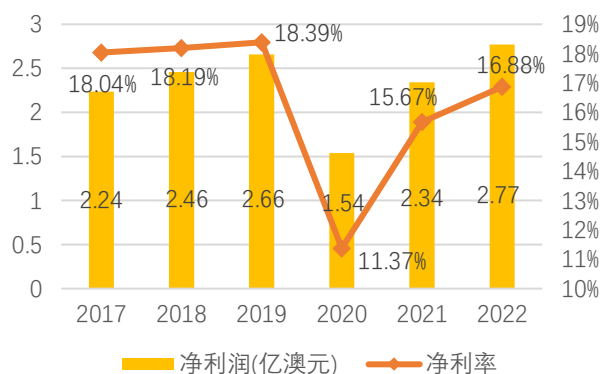
图 36：科利耳 2017-2022 财年营业收入及其增速



资料来源：科利耳公告、天风证券研究所

注：公司财年为截至当年 6 月 30 日的年度

图 37：科利耳 2017-2022 财年净利润及净利率



资料来源：科利耳公告、天风证券研究所

注：公司财年为截至当年 6 月 30 日的年度

全球范围内，人工植入耳蜗和声学植入物依然存在着巨大且尚未满足的临床需求，预计将继续支撑人工植入耳蜗产品的长期可持续增长，公司的人工植入耳蜗组件业务也有望受此推动保持稳定增长。

6. 自主产品肺功能仪：自主品牌探索

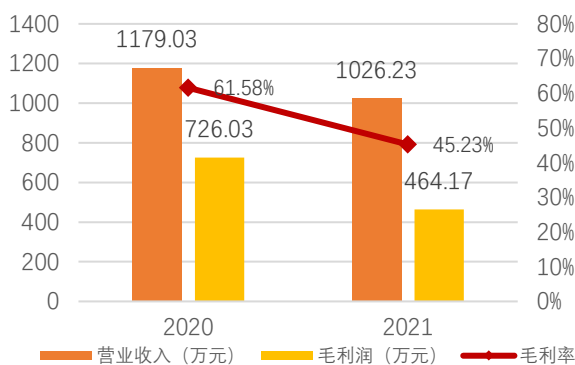
6.1. 政策助推行业增长，公司业绩仍有提升空间

公司目前的医疗器械产品主要为自主研发的医用肺功能仪，用于肺功能测试，可测量包含 FVC、FEV1 等数十个肺功能参数。肺功能仪是诊断慢性阻塞性肺炎等肺部疾病的必备设备；大数据功能可协助医疗机构开展肺功能筛查、诊断、分析、评估、康复和预防等工作。

2020 年公司的肺功能仪开始实现销售，当年实现营业收入 1179.03 万元，2021 年营业收入 1026.23 万元。2021 年，公司自主产品肺功能仪毛利率略有下降，主要是直接材料成本增加导致成本上升，同时公司为扩大市场份额采取了较为优惠的定价政策。

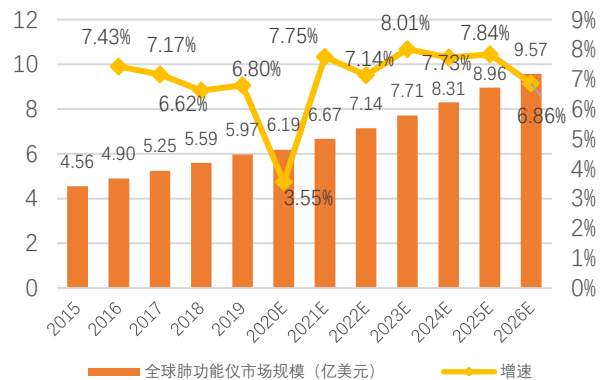
国家卫健委制定的《健康中国行动(2019-2030 年)》中指出，要将肺功能检查纳入 40 岁及以上人群常规体检内容，40 岁及以上人群或慢性呼吸系统疾病高危人群每年检查肺功能 1 次，推动各地为社区卫生服务中心和乡镇卫生院配备肺功能检查仪等设备。根据 QYResearch 的统计数据，2019 年全球肺功能仪行业规模达 5.97 亿美元，未来持续保持增长。

图 38：公司肺功能仪业务营业收入及毛利情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：全球肺功能仪市场规模及预测



资料来源：QYResearch 数据、天风证券研究所

6.2. 公司肺功能仪技术不断提升

公司拥有呼吸训练吹嘴及便携式肺功能仪、多孔压差流量传感器及肺功能仪等多项肺功能仪的专利和软件著作权，并在原有成功研发中型肺功能仪基础上，承接深圳市科技创新委员会技术攻关项目，进行大型肺功能仪设备的关键技术攻关与产品研发，现已取得一定进展，申请专利十余项。公司部分肺功能仪相关核心技术如表 1 所示。

表 1：公司肺功能仪相关核心技术

核心技术名称	技术特点	解决的问题	先进性的核心技术指标
肺功能仪宽量程高精度的流量传感器技术	宽量程高精度的流量传感器技术：通过研究采用高分子透气薄膜材料作为流量传感器的气流流阻部件，配合传感器内部优化的气流结构设计，实现了全量程范围内的高精度测量，同时保证小流量测试的高精度。普通的流量传感器无法实现全量程测量下的小流量的精度。	解决了普通的流量传感器无法实现全量程测量下的小流量的精度。	实现了 $\pm 16\text{L/s}$ 的流量测试范围，在这个流量测量范围内精度达到 $\pm 5\%$ 。
肺功能仪流量传感器自动校准技术	流量传感器自动校准技术：采用定标桶对肺功能仪进行定标，系统自动计算定标系数，通过结合传感器原标定曲线，实现测量结果进一步校正。解决了因传感器一致	解决了因传感器一致性和老化后带来的误差。	通过校准技术，修正传感器在 3L 容量下 $\pm 10\%$ 以内的误差。

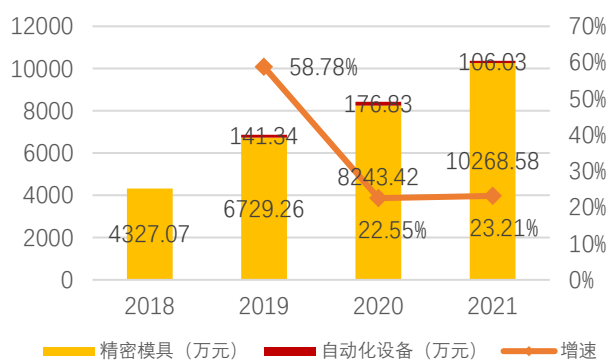
	性和老化后带来的误差。		
肺功能仪临床ATS标准自动质控和测试结果的自动诊断技术	临床测试 ATS 质控和测试结果的自动诊断技术：软件根据 ATS 质控标准，自动判断测试的质量，协助医生对测试过程的质量分析。软件自动对测试参数结果依照临床标准自动判断测试结果，减轻医生的工作强度。	软件自动对测试参数结果依照临床标准自动判断测试结果，减轻医生的工作强度。	减少医生对测试质量及测试结果的分析时间，提升医生工作效率。
肺功能仪高精度涡轮流量传感器技术	高精度涡轮流量传感器技术：通过对涡轮流量传感器内部流体力学结构设计，提高转子在微流量下的转矩，解决涡轮在小流量测量不准确的问题。优化转子的转速与流量的线性关系，提高涡轮在量程范围的转速，有效平衡了涡轮转动惯性与流量的关系。实现了提高测试量程并能保证小流量的测量精度。	实现了提高测试量程并能保证小流量的测量精度。	实现了 ± 16L/s 的流量测试范围，在这个流量测量范围内精度达到 ± 5%。
肺功能仪低功耗蓝牙技术	低功耗蓝牙技术：采用低功耗蓝牙 4.0 无线通信技术，实现蓝牙连接的稳定性，数据传输的可靠性。通过低功耗电路处理技术，增加电路稳定性，同时实现更长的待机时间。	通过低功耗电路处理技术，增加电路稳定性，同时实现更长的待机时间。	实现了平均工作电流在 uA 级别，峰值电流不超过 15mA。

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

7. 精密模具及自动化设备：技术不断积淀提升

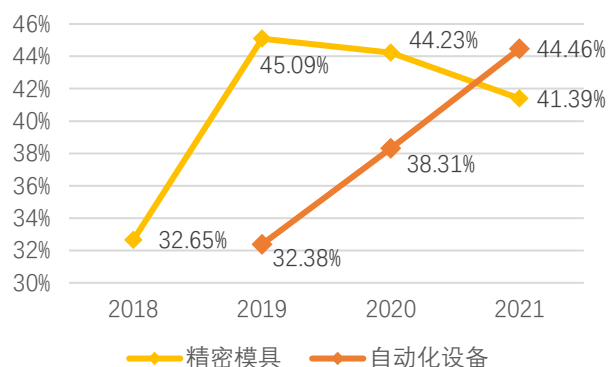
精密模具及自动化设备业务是公司的第二大业务，2021 年实现营业收入 1.04 亿元，占总营业收入的 9.15%，同比增长 23.21%。2021 年精密模具及自动化设备业务的毛利率为 41.42%，但由于精密模具及自动化设备具有“定制化”、“非标准”的特点，通常为“一模一价”，其定价受到订单数量、工艺难度等因素影响，导致毛利率会出现一定的波动。公司自动化设备业务从 2019 年开始实现收入，现阶段规模尚且较小。

图 40：2018-2021 年精密模具及自动化设备业务营业收入及其增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

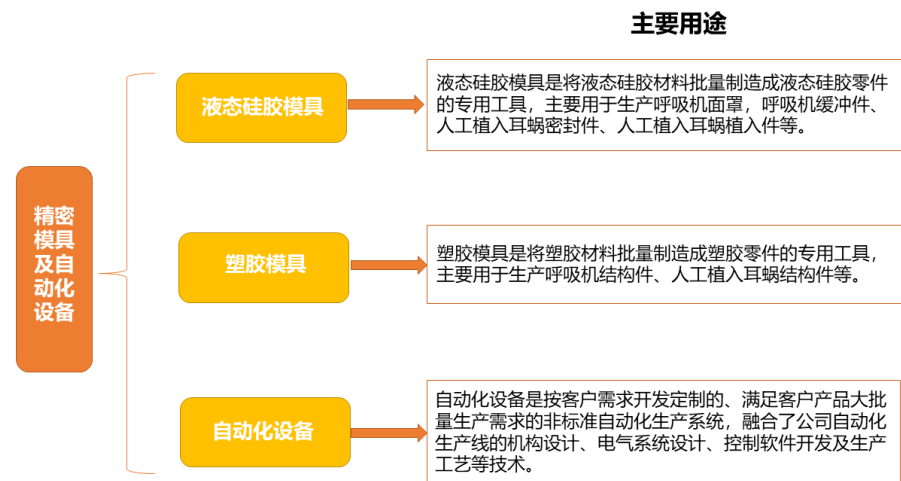
图 41：2018-2021 年精密模具及自动化设备各业务毛利率变化



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司通过精密模具、自动化设备等为客户提供新产品的开发和生产转换服务，主要包括液态硅胶模具、塑胶模具和自动化设备三类，主要用途如图所示。

图 42：精密模具及自动化设备种类及用途

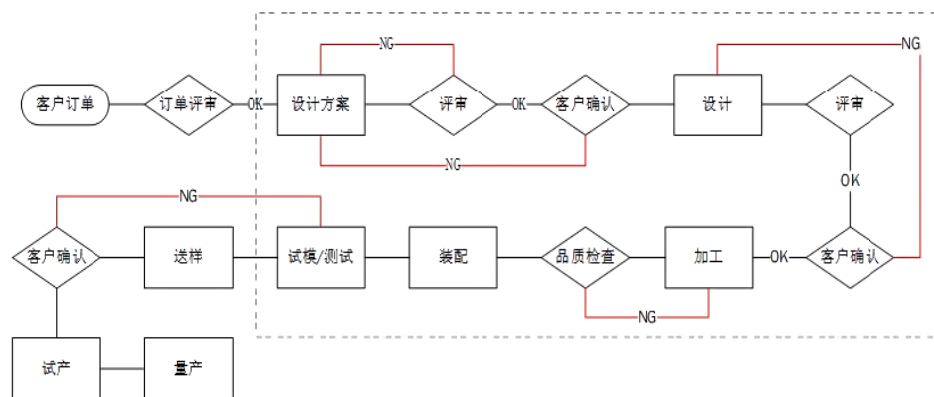


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司掌握了液态硅胶模具及成型技术、特定产品专用技术和长期植入医用零件制造技术，在自动化设备领域掌握自动化机构设计、电控系统设计、控制软件开发等核心技术。在模具制造过程中应用 MES 系统、在线测量系统、自动化加工及测量系统等，对制造过程及质量进行科学监测，在确保精度稳定前提下，提升制造效率，降低模具制造成本。

公司拥有专业模具设计师团队，公司在塑胶模具、液态硅胶模具和植入类精密模具方面形成了核心竞争力。如公司自主设计的精密液态硅胶模具设计与制造技术，模具表面温度均衡性达到小于 5 摄氏度，模腔内真空度达到 20mBar，热膨胀理论计算偏差小于 0.02mm，模具精密度最高达到 $\pm 0.002\text{mm}$ ，液态硅胶已成为公司最具竞争优势的技术之一。

图 43：精密模具及自动化设备的工艺

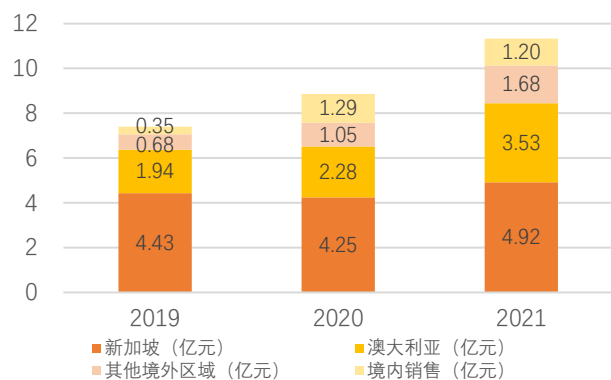


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

8. 不断开拓境外客户，马来美好海外生产基地提升供应稳定性

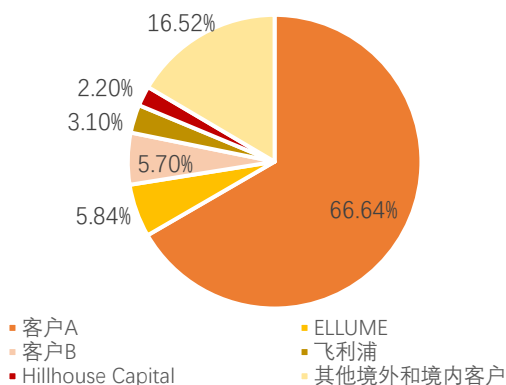
境外营收占比近 90%，不断开拓境外客户。2021 年，公司境外营业收入 10.14 亿人民币，占总营业收入的 89.39%；其中，新加坡和澳大利亚是公司最主要的外销地区，分别占总营收的 43.41%和 31.13%。2021 年公司前五大客户均为境外客户，合计外销收入占比达 83.48%（外销收入未包括公司对外销客户的境内子公司的收入金额），其中飞利浦、ELLUME 和 Hillhouse Capital 是公司新开拓的境外客户，进一步推动了公司销售额的增长。

图 44：公司营业收入构成（按地区）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 45：2021 年公司主要境外客户营业收入占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

注：以上外销收入未包括公司对外销客户的境内子公司的收入金额

建立了合理的境外业务体系。截至 2022 年 9 月，公司拥有 4 家境外经营主体，即香港美好、马来美好、开曼美好和新加坡美好。马来美好设立于马来西亚，是根据客户出于供应商稳定性的考虑而建立的呼吸机组件第二个生产基地，主要从事客户 A 家用呼吸机组件的生产，被授予马来西亚的先锋地位并在 2021 年取得了为期 5 年的法定收入 100% 的税收优惠。

表 2：公司的境外经营主体及介绍

境外经营主体	关联关系	公司定位	主要业务
香港美好	公司全资子公司	设立在香港的贸易主体,公司的海外销售平台	从事公司组件和模具产品的销售业务,香港美好与客户签订合同、订单后,由深圳美好、马来美好进行生产,再通过香港美好将货物销售给境外客户。香港美好销售区域主要为新加坡和澳大利亚。
马来美好	公司全资孙公司	设立在马来西亚的生产主体	从事呼吸机组件的生产,承接香港美好的订单后组织生产,货物通过香港美好销售给境外客户。马来美好销售区域包括新加坡、澳大利亚、马来西亚。
开曼美好	公司全资孙公司	设立于开曼群岛,进行海外销售	从事医疗器械组件的销售
新加坡美好	公司全资孙公司	设立于新加坡,进行海外销售	从事医疗器械组件的销售

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

取得多项国际和境外认证资质。公司在 ISO13485 医疗器械质量管理体系认证的基础上，建立了满足欧盟 CE、国内 NMPA 和美国 FDA 法律法规要求的医疗器械研发、生产和质量管理体系，可以满足不同客户的医疗器械设计开发、注册和生产需求。大部分国家都在不同程度上采用了全球医疗器械协调工作组的规则，且认可欧盟或美国的监管规定。

表 3：公司取得的国际和境外认证资质

资质	产品范围	资质介绍
EN ISO 13485:2016 医疗器械质量管理体系	设计和开发、生产和分销：呼吸面罩、非无菌的医疗器械注塑零部件、肺功能仪、手持式肺功能仪、喉罩、气管插管、双腔支气管插管、口咽通气道、视频喉镜、一氧化氮测定系统生产和分销；定位手术器械、人工耳蜗植入钛合金零件、人工耳蜗植入塑胶零件	ISO13485 是国际标准化组织 (ISO) 于 1996 年制定发布的《医疗器械质量管理体系用于法规的要求》国际标准，是专门用于医疗器械行业的质量管理体系标准
美国 FDA 认证	喉罩、肺功能仪	FDA 针对需要在美国上市的药品、食品、生物制品、化妆品、兽药、医疗器械等按照相应的法律、法规、标准和程序评价其安全性和有效性之后准予其上市销售的过程
欧盟 CE 认证	肺功能仪、手持式肺功能仪、喉罩、气管插管、双腔支气管插管；口咽通气道、视频喉镜	欧盟对产品的认证，表示该产品符合有关欧盟指令规定的要求，并用以证实该产品已通过了相应的合格评定程序及制造商的符合性声明，并加附 CE 标志，是产品进入欧盟市场销售的准入条件

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

9. 盈利预测与估值

9.1. 盈利预测

关键假设

- 1、家用呼吸机组件业务受益于大客户的销售增长，公司渗透率提升以及积极开拓新客户，预计 22-24 年收入增速 30%左右。
- 2、人工植入耳蜗组件 2020-2021 年受到疫情影响，2022-2024 年随着海外疫情缓解客户 B 业务有望恢复增长，预计公司 22-24 年收入增速约 15%左右。
- 3、家用及消费电子组件，2022 年受国内疫情反复影响预计增速 20%，23-24 年增速提升至 30%。
- 4、公司在精密模具领域持续深耕，精密磨具和自动化设备预计 22-24 年增速 25%左右。
- 5、公司各版块毛利率预计维持相对稳定，因为业务结构变化整体毛利率略有降低。

盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 14.54/18.72/24.11 亿元，同比增长 27.8%/28.7%/28.8%，预测归母净利润为 3.90/4.98/6.47 亿元。

表 4：美好医疗盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	742.45	887.94	1137.45	1454.23	1871.62	2410.98
YOY	27.5%	19.6%	28.1%	27.8%	28.7%	28.8%
家用呼吸机组件	580.44	594.1	763.06	991.98	1289.57	1676.44
YOY	20.9%	2.4%	28.4%	30.0%	30.0%	30.0%
精密模具及自动化设备	68.71	84.2	103.75	129.69	162.11	202.64
YOY	58.8%	22.5%	23.2%	25.0%	25.0%	25.0%
家用及消费电子组件	8.26	47.62	83.56	100.27	130.35	169.46
YOY	29.3%	476.5%	75.5%	20.0%	30.0%	30.0%
人工植入耳蜗组件	54.96	55.15	62.58	71.97	82.76	95.18
YOY	65.9%	0.3%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
自主产品	5.1	48.32	14.45	16.62	19.11	21.98
YOY	-8.4%	847.5%	-70.1%	15.0%	15.0%	15.0%
其他医疗产品组件	17.84	54	103.63	134.72	175.13	227.68
YOY	82.8%	202.7%	91.9%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	7.14	4.55	6.42	8.98	12.58	17.61
YOY	64.4%	-36.2%	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%
归母净利润	232.50	257.97	310.10	389.97	497.71	646.63
	77.4%	11.0%	20.2%	25.8%	27.6%	29.9%
归母净利润率	31.3%	29.1%	27.3%	26.8%	26.6%	26.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

9.2. 估值与投资评级

2022~2024 年预测归母净利润为 3.90/4.98/6.47 亿元。参照同类公司 2023 年 PE 为 44 倍，给予公司 41 倍 PE，对应 204 亿市值，目标价为 50.18 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 5：可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (X)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688677.SH	海泰新光	122.46	106.52	1.35	2.10	2.83	3.70	90	58	43	33
300151.SZ	昌红科技	21.97	110.40	0.22	0.34	0.50	0.71	99	66	44	31
可比公司平均				0.79	1.22	1.66	2.21	95	62	44	32

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：数据为万得一致预期，收盘价和总市值为 2023 年 1 月 13 日收盘数据

10. 风险因素

1. 单一大客户依赖的风险

公司来自客户 A 的销售收入占总销售收入的比重较高，如果由于某些不确定因素导致客户 A 减少甚至取消与公司的合作，可能会导致公司业绩增速放缓甚至下滑。

2. 核心人员流失风险

公司核心人员离职或技术人员私自泄露公司技术机密，可能会对公司产生不利影响。

3. 汇率波动风险

公司主营业务中外销收入占比较高，汇率波动将可能对公司经营业绩产生不利影响。

4. 毛利率下降风险

如果发生原材料大幅涨价，公司毛利率可能存在进一步下降的风险。

5. 租赁生产场所搬迁的风险

如果由于租赁房产被执行导致租赁合同提前终止、租赁合同到期后无法续签而导致停工、搬迁，可能会对公司正常经营造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	532.98	419.87	1,471.19	1,584.72	1,837.71
应收票据及应收账款	146.89	217.91	217.31	353.30	389.99
预付账款	8.84	28.12	40.19	20.30	70.39
存货	136.88	314.32	414.31	589.61	735.82
其他	25.15	70.17	57.12	51.20	69.51
流动资产合计	850.75	1,050.40	2,200.12	2,599.14	3,103.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	191.16	270.52	453.10	802.77	1,077.16
在建工程	268.23	456.66	529.67	414.83	357.42
无形资产	85.76	82.39	79.70	77.01	74.31
其他	5.33	41.20	19.02	21.19	27.05
非流动资产合计	550.47	850.78	1,081.48	1,315.80	1,535.94
资产总计	1,401.22	1,901.18	3,281.61	3,914.94	4,639.37
短期借款	0.00	30.03	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	159.30	232.04	186.93	282.75	345.89
其他	36.31	58.05	64.78	99.15	107.85
流动负债合计	195.61	320.12	251.70	381.90	453.73
长期借款	0.00	82.09	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.38	52.15	28.13	32.56	37.61
非流动负债合计	17.38	134.25	28.13	32.56	37.61
负债合计	234.03	509.44	279.83	414.46	491.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	362.39	362.39	406.66	406.66	406.66
资本公积	416.52	416.52	1,597.04	1,597.04	1,597.04
留存收益	387.48	625.10	1,015.07	1,512.78	2,159.41
其他	0.81	(12.27)	(17.00)	(16.00)	(15.09)
股东权益合计	1,167.20	1,391.74	3,001.77	3,500.48	4,148.02
负债和股东权益总计	1,401.22	1,901.18	3,281.61	3,914.94	4,639.37

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	257.97	310.10	389.97	497.71	646.63
折旧摊销	29.73	32.58	47.11	67.85	85.72
财务费用	33.37	8.23	(0.32)	(1.07)	(1.20)
投资损失	(7.59)	(3.49)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(15.44)	(198.70)	(175.76)	(149.17)	(176.78)
其它	4.57	46.87	11.10	5.00	5.00
经营活动现金流	302.61	195.59	271.10	419.32	558.36
资本支出	284.37	260.62	324.02	295.58	294.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(109.06)	(586.51)	(645.22)	(604.58)	(603.94)
投资活动现金流	175.31	(325.89)	(321.20)	(309.00)	(309.00)
债权融资	(55.38)	114.02	(118.64)	2.21	2.72
股权融资	1.78	(13.08)	1,220.06	1.00	0.91
其他	(29.54)	(76.96)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(83.14)	23.99	1,101.42	3.21	3.63
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	394.78	(106.31)	1,051.32	113.53	252.99

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	887.94	1,137.45	1,454.23	1,871.62	2,410.98
营业成本	444.02	626.67	819.71	1,056.76	1,363.31
营业税金及附加	6.90	8.05	10.91	14.97	19.29
销售费用	23.85	26.14	31.99	39.30	48.22
管理费用	52.69	50.58	76.12	97.42	119.64
研发费用	48.56	63.91	80.36	103.65	134.07
财务费用	30.61	8.35	(0.32)	(1.07)	(1.20)
资产/信用减值损失	(2.10)	(14.16)	(5.00)	(3.00)	(3.00)
公允价值变动收益	0.00	0.19	11.10	5.00	5.00
投资净收益	7.59	3.49	1.00	1.00	1.00
其他	(18.43)	15.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	294.25	348.34	442.55	563.58	730.65
营业外收入	0.03	0.00	0.01	0.01	0.01
营业外支出	0.40	0.18	0.12	0.12	0.12
利润总额	293.89	348.16	442.44	563.47	730.54
所得税	35.91	38.06	52.47	65.76	83.91
净利润	257.97	310.10	389.97	497.71	646.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	257.97	310.10	389.97	497.71	646.63
每股收益(元)	0.63	0.76	0.96	1.22	1.59

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	19.60%	28.10%	27.85%	28.70%	28.82%
营业利润	10.85%	18.38%	27.05%	27.35%	29.65%
归属于母公司净利润	10.96%	20.21%	25.76%	27.63%	29.92%
获利能力					
毛利率	49.99%	44.91%	43.63%	43.54%	43.45%
净利率	29.05%	27.26%	26.82%	26.59%	26.82%
ROE	22.10%	22.28%	12.99%	14.22%	15.59%
ROIC	71.97%	50.72%	37.51%	33.35%	34.54%
偿债能力					
资产负债率	16.70%	26.80%	8.53%	10.59%	10.59%
净负债率	-45.66%	-21.38%	-48.90%	-45.14%	-44.16%
流动比率	3.93	2.80	8.74	6.81	6.84
速动比率	3.30	1.96	7.09	5.26	5.22
营运能力					
应收账款周转率	6.79	6.24	6.68	6.56	6.49
存货周转率	6.90	5.04	3.99	3.73	3.64
总资产周转率	0.70	0.69	0.56	0.52	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.76	0.96	1.22	1.59
每股经营现金流	0.74	0.48	0.67	1.03	1.37
每股净资产	2.87	3.42	7.38	8.61	10.20
估值比率					
市盈率	65.25	54.28	43.16	33.82	26.03
市净率	14.42	12.09	5.61	4.81	4.06
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.93	24.00	18.26
EV/EBIT	0.00	0.00	34.18	26.88	20.39

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com