

# 美好医疗 (301363.SZ)

## 呼吸机组件龙头，精密器械新星

买入 (首次评级)

当前价格: 25.27元

### 投资要点:

#### 深耕行业构筑技术壁垒，国内最大呼吸机和人工耳蜗组件龙头

公司深耕行业十余载，专注自主研发，设备及设施优势领先。截至2022年年底，公司已取得205项国内专利和24项软件著作权，液态硅胶技术和精密模具技术，使公司产品使用寿命等指标已达到国际先进水平，为我国最大呼吸机和人工耳蜗组件龙头企业。公司近年业绩增速亮眼，2018-2022年营业收入CAGR达24.9%，归母净利润CAGR达32.4%。2023年受海外客户去库存影响业绩同比略有下滑，我们预计24Q2随着大客户去库存进入尾声，业绩有望迎来拐点。

#### 下游产业链扩容持续，公司深度绑定行业优质大客户资源

1) 阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSAHS) 和慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 高患者基数叠加低渗透率，家用呼吸机市场空间广阔，2025年全球市场规模有望达56亿美元级。市场主要以瑞思迈和飞利浦为主，二者合计占据了80%的份额；公司坚持自主开发，奠定核心竞争优势壁垒，与全球行业龙头建立超10年的稳固合作关系，23年贡献收入超8亿元，销售收入占客户营业成本的比重由2018年的6.89%提升至2020年的7.15%，下游需求扩容+代工组件增加双轮驱动公司业绩增长；同时面罩耗材占比提升带动内部结构优化，盈利能力有望持续向上。2) 人工植入耳蜗百亿级市场，竞争格局高度集中，澳大利亚科利耳、美国Advanced Bionics和奥地利MED-EL三家厂商共占据全球市场90%以上的份额；人工耳蜗技术复杂，公司率先突破技术壁垒，绑定行业龙头厂商客户，收入稳健增长。

#### 外延布局高潜力新业务领域，开启第二增长曲线

液态硅胶可在医疗、母婴、食品、消费电子领域广泛应用，公司业务未来可拓展空间广阔。公司持续基于技术优势外延拓新业务领域，为多家全球医疗器械100强企业包括迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等提供监护、给药、介入、助听等细分领域产品和组件的开发及生产服务，其中家用及消费电子组件收入从2019年的826万增长到2023年的1.5亿元，CAGR为106.5%。2023年，其余板块营收综合增速38.1%。同时，公司正加速在血糖、呼气检测、心血管、器械消毒、眼科器械等细分领域与多家企业展开合作推进，自主研发的胰岛素笔组装机自动化设备先发优势明显，有望持续提高公司业务多元性，打开第二增长曲线。

#### 盈利预测与投资建议

公司深耕精密器械十余载，基于自研技术+规模优势长期绑定高潜力市场下游国际龙头客户，成就国内最大呼吸机和人工耳蜗组件生产商，外延拓展新业务打开第二增长曲线。基于业务及商业模式的相似性，我们选取医疗器械上游上市公司海泰新光、奕瑞科技、同样具有呼吸机业务的怡和嘉业为可比公司。预计2024-2026年公司营收分别为16.3/19.8/23.7亿元，同比增长22%、21%、20%；归母净利润分别为3.9、4.9、6.1亿元，同比增长25%、25%、25%；对应PE为26、21、16倍。同时，考虑到公司正外延布局高潜力新业务领域，我们认为远期具备一定的估值提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

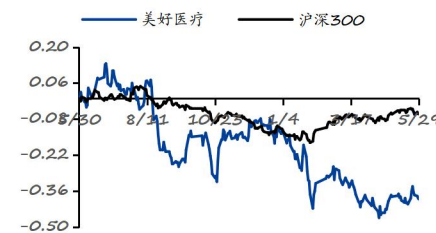
#### 风险提示

下游需求不及预期；新业务进展不及预期；市场竞争加剧；客户集中度高风险

### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 406.66/112.16 |
| 流通A股市值(百万元)   | 2,834.28      |
| 每股净资产(元)      | 7.94          |
| 资产负债率(%)      | 9.48          |
| 一年内最高/最低价(元)  | 52.18/22.05   |

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn  
分析师: 王艳(S0210524040001)  
wy30524@hfzq.com.cn  
联系人: 黄冠群(S0210124040019)  
hgq30485@hfzq.com.cn

### 相关报告

| 财务数据和估值   | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,415 | 1,338 | 1,632 | 1,981 | 2,371 |
| 增长率       | 24%   | -5%   | 22%   | 21%   | 20%   |
| 净利润(百万元)  | 402   | 313   | 392   | 491   | 614   |
| 增长率       | 30%   | -22%  | 25%   | 25%   | 25%   |
| EPS(元/股)  | 0.99  | 0.77  | 0.96  | 1.21  | 1.51  |
| 市盈率(P/E)  | 25.1  | 32.2  | 25.7  | 20.6  | 16.4  |
| 市净率(P/B)  | 3.3   | 3.2   | 2.9   | 2.6   | 2.3   |

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1 美好医疗：呼吸机组件龙头，精密器械新星             | 4  |
| 1.1 深耕精密器械十余载，成就国内最大呼吸机和人工耳蜗组件生产商 | 4  |
| 1.2 23 年业绩受上游客户去库存影响，24Q2 有望迎来拐点  | 5  |
| 2 呼吸机产业链扩容持续，公司自研提供整体化代工方案        | 7  |
| 2.1 高患者基数叠加低渗透率，家用呼吸机市场空间广阔       | 7  |
| 2.2 全球家用呼吸机市场格局集中，核心耗材占可观份额       | 10 |
| 2.3 掌握核心技术壁垒，获优质大客户长期认可           | 11 |
| 2.4 飞利浦召回事件有望带动行业格局重塑，公司业务迎来新增量   | 13 |
| 3 人工植入耳蜗百亿级市场，绑定行业龙头客户            | 14 |
| 3.1 听力损失患者基数大，市场竞争格局高度集中          | 14 |
| 3.2 与核心客户建立长期稳定合作关系，收入稳健增长        | 15 |
| 4 强研发实力奠定稳固技术壁垒，持续拓宽家用、血糖等新领域     | 16 |
| 4.1 自研掌握核心技术，构筑牢固技术壁垒             | 16 |
| 4.2 平台技术优势持续拓展新业务领域，拓宽中长期收入空间     | 17 |
| 5 盈利预测与投资建议                       | 19 |
| 5.1 盈利预测                          | 19 |
| 5.2 投资建议                          | 20 |
| 6 风险提示                            | 21 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 1: 公司发展历程                    | 4  |
| 图表 2: 公司主营业务                    | 5  |
| 图表 3: 股权结构图                     | 5  |
| 图表 4: 公司营业收入及增速                 | 6  |
| 图表 5: 公司归母净利润及增速                | 6  |
| 图表 6: 公司营业收入拆分                  | 6  |
| 图表 7: 公司主要客户销售占比                | 6  |
| 图表 8: 公司收入构成（按地区）（单位：%）         | 6  |
| 图表 9: 公司费用率情况                   | 7  |
| 图表 10: 公司盈利能力情况                 | 7  |
| 图表 11: 全球 OSA 患病人数（30-69 岁）     | 8  |
| 图表 12: 中国 OSA 患病人数（30-69 岁）     | 8  |
| 图表 13: 中国及美国 OSA 诊断率对比          | 8  |
| 图表 14: OSA 治疗方案介绍               | 8  |
| 图表 15: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数  | 8  |
| 图表 16: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数  | 8  |
| 图表 17: 中国 COPD 患病、诊断、控制人数（百万人）  | 9  |
| 图表 18: 美国 COPD 患病、诊断、控制人数（百万人）  | 9  |
| 图表 19: 全球家用无创呼吸机市场规模及预测         | 9  |
| 图表 20: 中国家用无创呼吸机市场规模及预测（亿元）     | 9  |
| 图表 21: 2020 全球家用无创呼吸机市场各厂家销售份额  | 10 |
| 图表 22: 2020 年中国家用无创呼吸机市场各厂家销售份额 | 10 |
| 图表 23: 2016-2025E 全球通气面罩市场规模    | 11 |
| 图表 24: 2016-2025E 中国通气面罩市场规模    | 11 |
| 图表 25: 2020 年全球通气面罩市场各厂家销售额占比   | 11 |
| 图表 26: 2020 年中国通气面罩市场各厂家销售额占比   | 11 |
| 图表 27: 公司部分呼吸组件相关核心技术           | 12 |
| 图表 28: 公司与客户 A 合作协议签署情况         | 12 |
| 图表 29: 客户 A 呼吸机的结构拆解            | 12 |
| 图表 30: 公司呼吸机主机组件收入拆分（百万元）       | 13 |



|        |                           |    |
|--------|---------------------------|----|
| 图表 31: | 公司呼吸面罩组件收入拆分 (百万元)        | 13 |
| 图表 32: | 人工植入耳蜗原理图                 | 14 |
| 图表 33: | 2016-2020 年全球人工植入耳蜗市场规模   | 14 |
| 图表 34: | 2017-2022 年中国人工植入耳蜗手术数量情况 | 14 |
| 图表 35: | 全球及中国人工耳蜗行业市场竞争格局情况       | 15 |
| 图表 36: | 部分人工植入耳蜗相关核心技术            | 16 |
| 图表 37: | 人工植入耳蜗组件收入拆分 (百万元)        | 16 |
| 图表 38: | 人工植入耳蜗各组件毛利率              | 16 |
| 图表 39: | 公司先进的设备和设施                | 17 |
| 图表 40: | 公司精密模具技术水平                | 17 |
| 图表 41: | 公司 2019 至 2023 其他医疗产品组件收入 | 18 |
| 图表 42: | 其他医疗客户数量和产品种类增加情况         | 18 |
| 图表 43: | 家用及消费电子组件收入拆分 (万元)        | 18 |
| 图表 44: | 家用及消费电子组件毛利率拆分            | 18 |
| 图表 45: | 营业收入拆分                    | 20 |
| 图表 46: | 可比公司估值表                   | 21 |
| 图表 47: | 财务预测摘要                    | 22 |

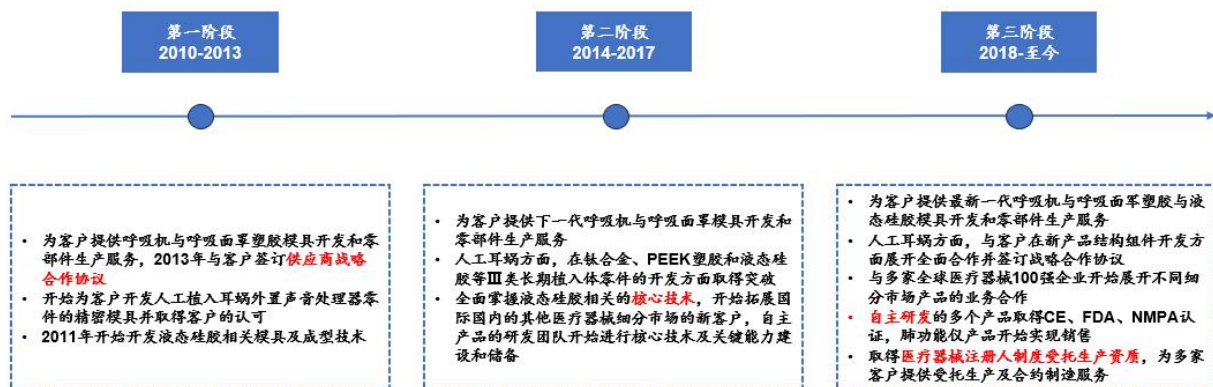
## 1 美好医疗：呼吸机组件龙头，精密器械新星

### 1.1 深耕精密器械十余载，成就国内最大呼吸机和人工耳蜗组件生产商

掌握液态硅胶技术，从呼吸机组件外延拓展多领域。美好医疗成立于2010年，公司专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，是目前国内最大的呼吸机组件与人工耳蜗组件生产商。公司凭借医疗器械组件及产品的研发实力、精密模具的设计和制造技术、自动化生产系统的开发和创新能力和完善的医疗器械生产和质量管理体系与全球家用呼吸机市场龙头企业、全球人工耳蜗市场龙头企业达成战略合作，并为多家全球医疗器械100强企业提供服务。公司自成立起主要经历三个阶段的发展：

- 1) **起步阶段**：主要为客户提供塑胶模具及零件的开发和生产服务，同时开始布局液态硅胶相关技术；
- 2) **发展阶段**：能够为客户提供呼吸机主机组件开发和生产，全面掌握液态硅胶的核心技术并以此开始拓展新客户；
- 3) **快速增长阶段**：自主研发产品获认证，液态硅胶核心技术获认可，并成为呼吸机面罩硅胶组件核心供应商。同时积极拓展新应用领域凭借大客户背书、模具等平台技术优势外延拓展胰岛素注射笔笔大市场，持续打开成长天花板。

图表 1：公司发展历程

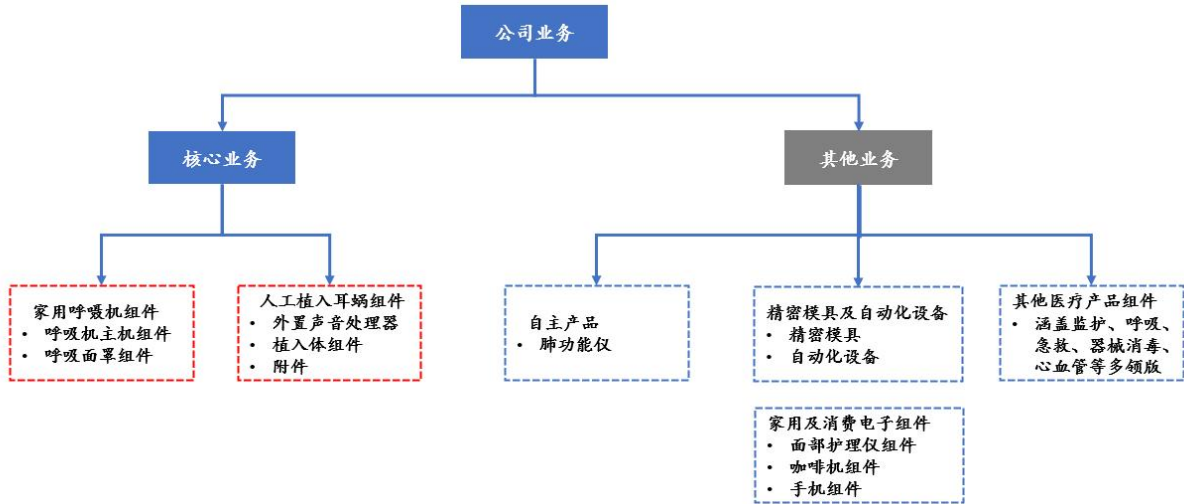


数据来源：公司招股书，华福证券研究所

公司立足家用呼吸机和人工植入耳蜗，布局多样化产品。家用呼吸机和人工植入耳蜗组件的开发制造和销售是公司目前的核心业务，公司的战略客户包括全球家用呼吸机市场龙头企业之一的客户A和人工植入耳蜗全球市场龙头企业之一的客户B，均为全球医疗器械100强企业；公司连续10年获评客户A“最佳供应商”，获评客户B“5年服务最有价值和优秀合作伙伴”。同时公司也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，为客户提供新产品开发和生产转换服务，包括精密模具、自动化设备等产品，持续拓展收入天花板。



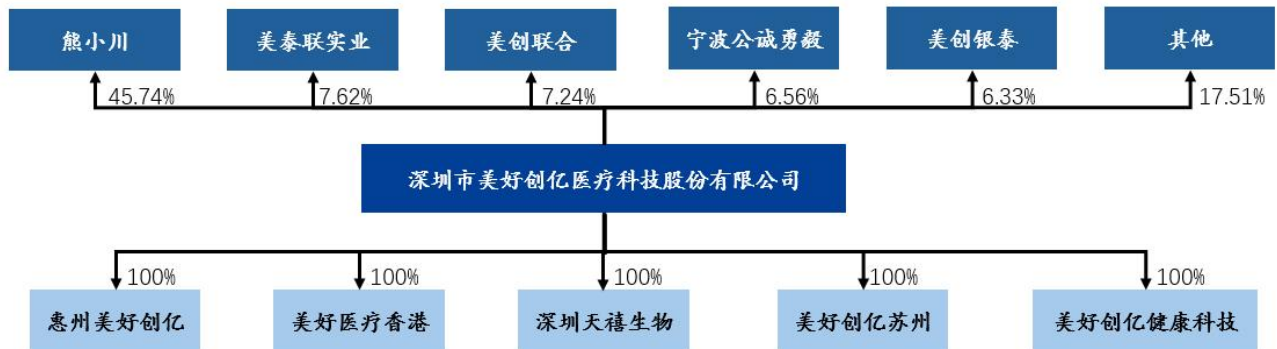
图表 2: 公司主营业务



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

**股权结构清晰，熊小川为实控人。**截至 2024 年 5 月 18 日 Wind 股权穿透图数据，熊小川直接持有公司 45.74% 股权，美泰联和员工持股平台美创联合、美联金达、美创银泰分别持有公司 7.62%、7.24%、6.56% 股权。公司共有 5 家全资子公司，其中惠州美好和苏州美好负责产品研发，美好健康和天禧生物负责产品销售，香港美好、马来美好（孙公司）、开曼美好（孙公司）和新加坡美好（孙公司）为海外经营主体，马来美好负责生产呼吸机等产品，香港美好负责将货物销售到境外。

图表 3: 股权结构图

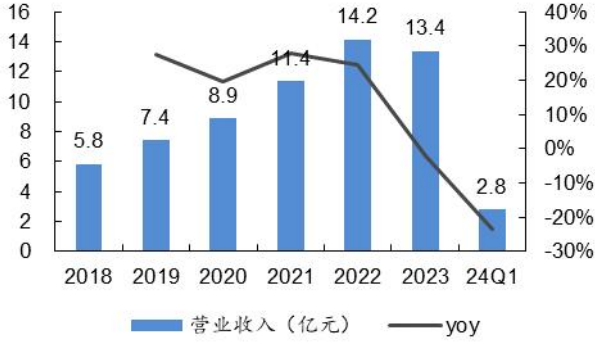


数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

### 1.2 23 年业绩受上游客户去库存影响，24Q2 有望迎来拐点

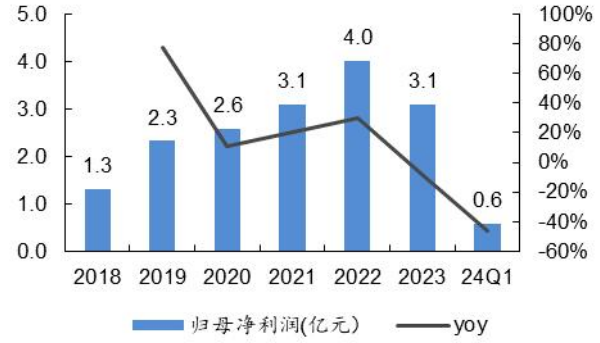
**23 年业绩受上游客户去库存影响，24Q2 有望迎来拐点。**2018-2022 年公司业绩随着订单持续拓展，稳步增长。营业收入从 2018 年的 5.8 亿元增长到 2022 年 14.2 亿元，CAGR 为 24.9%，归母净利润从 2018 年的 1.3 亿增长到 2022 年 4.0 亿元，CAGR 为 32.4%。2023 年受海外客户去库存影响业绩同比略有下滑，我们预计 24Q2 随着呼吸机业务大客户去库存进入尾声，相关订单需求有望复苏，业绩有望迎来拐点。

图表 4: 公司营业收入及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

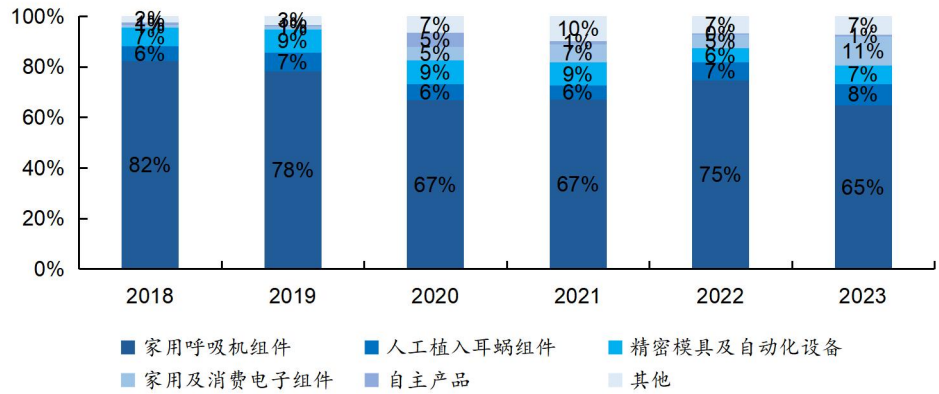
图表 5: 公司归母净利润及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

家用呼吸机组件占大头, 精密模具等其他医疗产品有望成新增长点。从产品端来看, 家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件占公司收入约 80%, 其中家用呼吸机组件占据绝对份额, 常年维持 65%以上, 随着未来公司继续加深和龙头企业客户合作, 家用呼吸机和人工植入耳蜗板块收入也将持续稳定上升。同时, 其他医疗产品和家用及消费电子组件新业务有望成为新的业绩增长引擎。

图表 6: 公司营业收入拆分

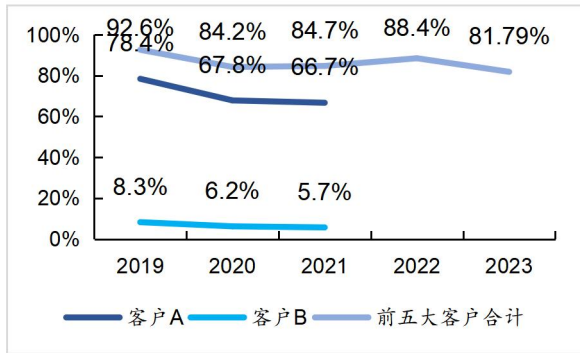


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

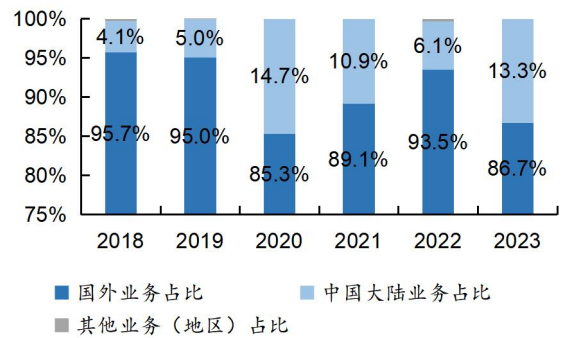
海外销售为主, 客户多元化进行时。从地区收入构成来看, 23 年公司海外收入占比 86.7%, 为公司的主要收入构成。由于公司大客户为医疗器械行业知名厂商、订单需求高, 公司从第一大客户 2019-2021 年获得销售收入占比分别为 78.4%, 67.8%, 66.7%, 从前五大客户获得收入占比达到 80%以上, 未来随着新客户的拓展, 单个大客户占比有望下降, 客户多元化进行时。

图表 7: 公司主要客户销售占比

图表 8: 公司收入构成 (按地区) (单位: %)



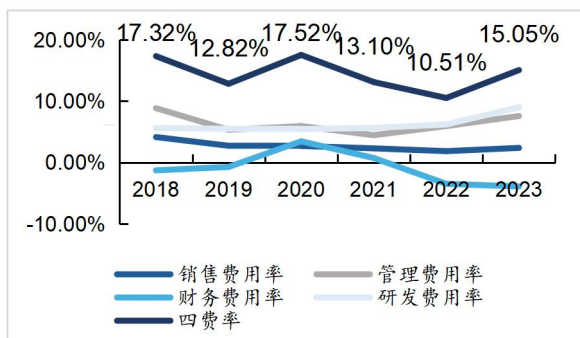
数据来源: Wind, 公司公告, 公司招股书, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

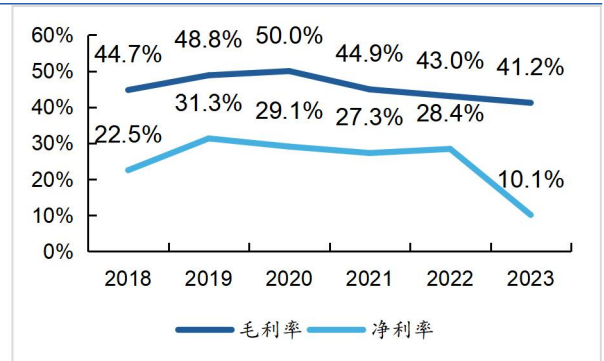
费用率端整体相对稳定, 23年核心受收入端影响。公司销售费用率从2019年的2.73%下降到2022年的1.85%, 23年受营收规模减少影响销售费用率略有回升; 财务费用受美元汇率影响较大。研发费用略有上升, 从2019年的5.49%上升到23年的9.00%, 管理费用率从5.32%上升到7.57%, 核心受人员增加、新建办公楼投入使用带来的折旧增加以及新增发行费用影响。盈利能力端, 产品结构调整带来毛利率波动以及2021年美元贬值导致产品价格下降, 原材料价格上涨带动公司毛利、净利率水平略有波动, 预计未来随着原材料价格回落毛利率有望回升。

图表9: 公司费用率情况



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表10: 公司盈利能力情况



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

## 2 呼吸机产业链扩容持续, 公司自研提供整体化代工方案

### 2.1 高患者基数叠加低渗透率, 家用呼吸机市场空间广阔

阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSAHS) 和慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 患者数量持续上升, 国内诊疗率低。家用无创呼吸机主要用于治疗阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSAHS) 和慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 以及哮喘等其他慢性呼吸系统疾病。

1) OSAHS: 诊断率不足1%, 呼吸机治疗可为患者首选治疗手段。随着超重肥胖人群和人口老龄化加剧, OSAHS 患病率逐年提升, 根据弗若斯特沙利文数据, 中国 OSA 患病率最高, 2020年中国 30-69岁 OSA 患病人数为 2.0 亿人, 并预计在 2025 年达到 2.1 亿人。但根据中国睡眠研究会统计, 中国 OSA 诊断治疗率不足 1%, 远低于美国 20% 的诊断率。针对 OSA 患者, 相关疾病诊治指南均已将无创呼

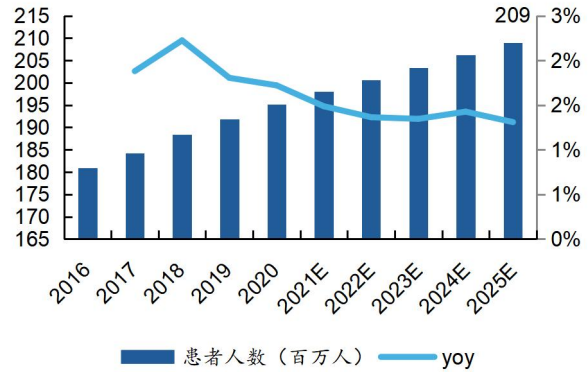
呼吸机治疗纳入成人 OSA 患者的首选和初选治疗方案。

图表 11: 全球 OSA 患病人数 (30-69 岁)



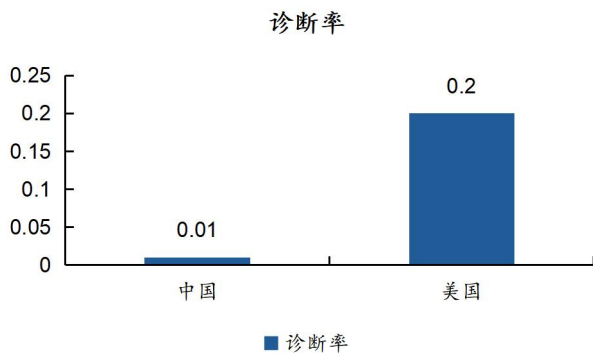
数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所

图表 12: 中国 OSA 患病人数 (30-69 岁)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所

图表 13: 中国及美国 OSA 诊断率对比



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所

图表 14: OSA 治疗方案介绍

| 治疗方案       | 方案介绍   |
|------------|--|
| 危险因素控制     | 应控制体重, 包括饮食控制、加强锻炼。戒烟、戒烟、慎用镇静催眠药物及其他可引起或加重 OSA 的药物 |
| 病因治疗       | 纠正引起 OSA 或使之加重的基础疾病, 如应用甲状腺素治疗甲状腺功能减低等             |
| 体位治疗       | 侧卧位睡眠, 应对患者进行体位睡眠教育和培训                             |
| 无创气道正压通气治疗 | 成人 OSA 患者的首选和初始治疗手段                                |

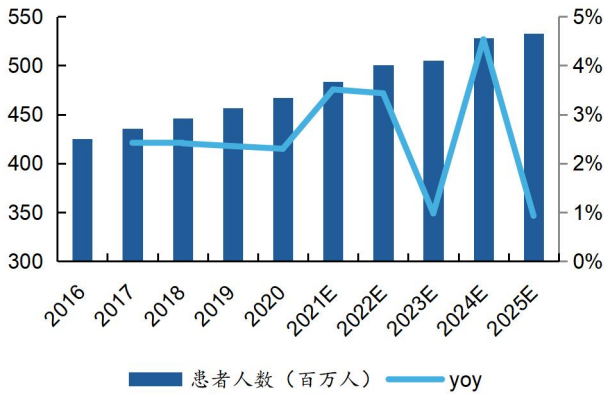
数据来源: 《成人阻塞性睡眠呼吸暂停基层诊疗指南(2018)》, 华福证券研究所

**2) COPD: 我国 COPD 诊断率较低, 家用呼吸机成首先方案。** COPD 是一种以气流受限为特点的常见呼吸系统疾病, 具有患病率高、致残致死率高、病程及治疗周期长等特征, 据世界卫生组织预计, COPD 将在 2030 年成为全世界第三位主要死因。2020 年, 全球 COPD 患病人数 4.7 亿人, 中国 1.05 亿人, 且患病率随着年龄增长而增加。由于吸烟、空气污染以及职业性粉尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势, 未来患病人数将持续增加, 根据沙利文的数据, 预计到 2025 年, 全球患病人数将达到 5.3 亿左右, 中国将达到 1.09 亿左右。

图表 15: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数

图表 16: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数





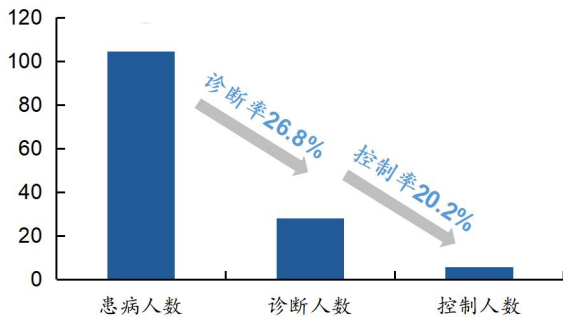
数据来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，华福证券研究所



数据来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，华福证券研究所

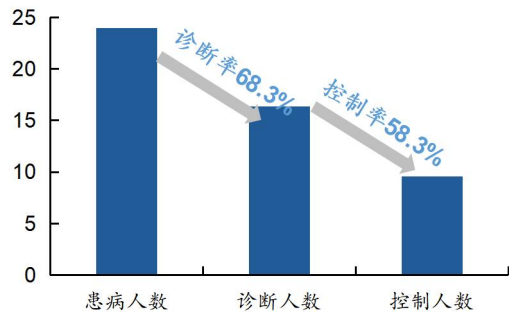
**我国 COPD 诊断率较低，家用呼吸机成首先方案。** COPD 治疗策略包括药物治疗和非药物治疗，其中家用双水平呼吸机是非药物治疗首选方案，可以有效降低死亡率和减少住院风险，也是用于重度 COPD 稳定期以及急性加重期治疗的重要治疗手段之一。中国 COPD 患者人数高达 1 亿左右，但因疾病认知及重视程度不足，实际诊断率仅 26.8%，控制率也远低于美国同指标数据，中国每年因此病实际死亡人数接近百万，远超肺癌。随着未来居民对疾病认识和重视程度增加，未来中国 COPD 诊疗率可能会有所改善。

图表 17: 中国 COPD 患病、诊断、控制人数 (百万人)



数据来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，华福证券研究所

图表 18: 美国 COPD 患病、诊断、控制人数 (百万人)



数据来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，华福证券研究所

**疫情加深公众认知，全球家用无创呼吸机市场规模持续增加。** 2016 年全球家用无创呼吸机市场规模约为 17.1 亿美元，随着公众对睡眠相关疾病持续关注以及患者人数增加，全球家用无创呼吸机的需求也在逐年增加，根据沙利文的数据，预计到 2025 年，市场规模将达到 55.8 亿美元，2020 年到 2025 年的年复合增长率为 15.5%。同时，随着疫情加深公众对呼吸机的认知，医疗需求进一步释放，市场增速将逐步回升，预计到 2025 年中国家用无创呼吸机市场规模将达到 33.3 亿元，其中单水平市场规模约 16.2 亿元，双水平市场规模约 17.1 亿元。

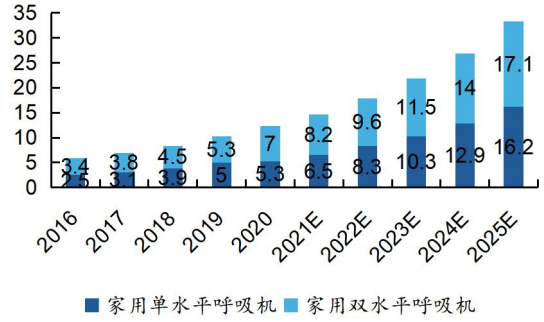
图表 19: 全球家用无创呼吸机市场规模及预测

图表 20: 中国家用无创呼吸机市场规模及预测 (亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，华福证券研究所

元)

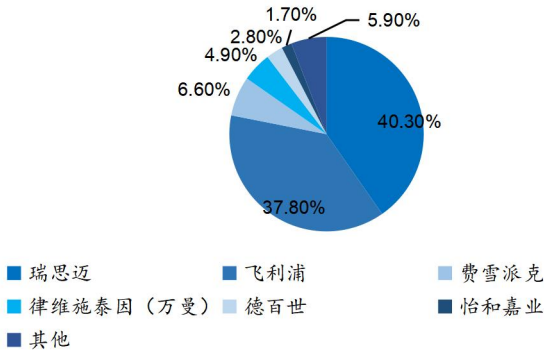


数据来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，华福证券研究所

## 2.2 全球家用呼吸机市场格局集中，核心耗材占可观份额

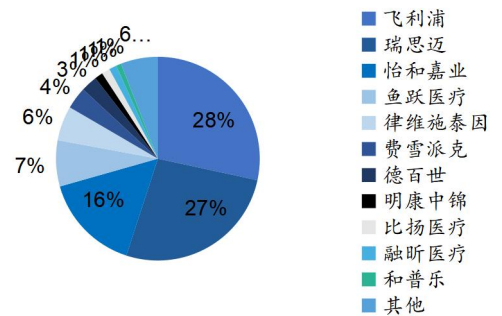
全球家用无创呼吸机市场竞争格局较为集中，国内竞争较为激烈。全球市场主要以瑞思迈和飞利浦为主，二者合计占据了近 80% 的份额，其中瑞思迈市场份额第一，占比 40.3%，2020 年销售额为 10.9 亿美元，飞利浦市场份额第二，占比 37.8%，2020 年销售额为 10.2 亿美元，其次分别为费雪派克、律维施泰因（万曼）、德百世和怡和嘉业等厂商。国内市场则竞争较为激烈，其中飞利浦占据市场第一的份额，为 28.4%，第二名为瑞思迈占比 26.6%，国产厂商怡和嘉业份额位居第三，占比为 15.6%，第四名同为国产厂商鱼跃医疗，占比 7.30%。

图表 21：2020 全球家用无创呼吸机市场各厂家销售份额



数据来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，华福证券研究所

图表 22：2020 年中国家用无创呼吸机市场各厂家销售份额



数据来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，华福证券研究所

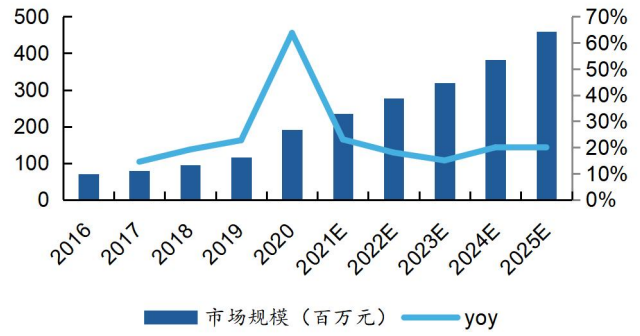
关键配套耗材面罩占据市场重要组成，国内更换频率低、提升空间广阔。呼吸机的结构可由主机组件和面罩组件两大部分构成。其中通气面罩是人机连接装置，直接与人面部接触，通过一条管路来连接到呼吸机，需与呼吸机配合使用并且需要定期更换，据弗若斯特沙利文分析，从 2016 年 2020 年通气面罩市场规模从 11.2 亿美元增长到 16.2 亿美元，CAGR 为 9.7%，预计到 2025 年有望达 29 亿美元，对应 2020-2025 年 CAGR 为 12.4%。由于国内的更换频率相对较低，中国通气面罩市场规模从 2016 年的 0.70 亿元增长到 2020 年的 1.9 亿元，CAGR 为 28.7%，

增速超全球。预计到 2025 年市场规模有望达 4.6 亿元。

图表 23: 2016-2025E 全球通气面罩市场规模



图表 24: 2016-2025E 中国通气面罩市场规模

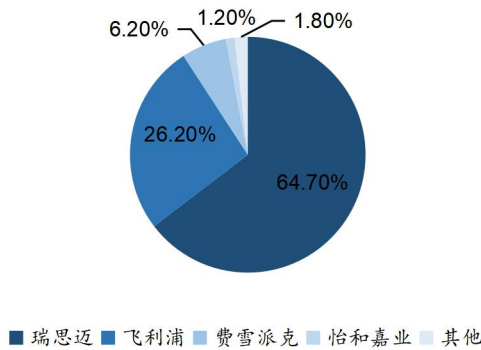


数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所

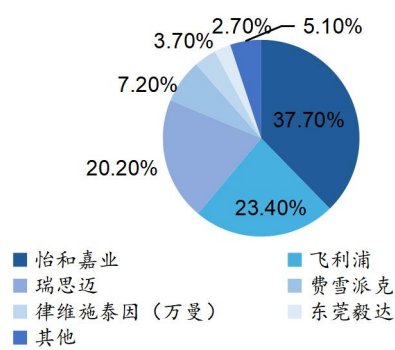
数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所

全球通气面罩市场国外厂商垄断, 国内市场怡和嘉业位居第一。全球通气面罩市场竞争格局分布较为集中, 瑞思迈和飞利浦几乎处于垄断地位, 二者市场份额达到 90.9%, 销售收入达到 14.7 亿美元, 其中瑞思迈份额第一, 占比 64.7%, 飞利浦市场份额第二, 占比达到 26.2%。而在国内市场, 国产厂商处于龙头地位, 怡和嘉业市场份额第一, 占比约为 37.7%, 其 2020 年国内销售收入 7208 万元。飞利浦市场份额第二, 占比约为 23.4%, 瑞思迈市场份额第三, 占比约为 20.2%。

图表 25: 2020 年全球通气面罩市场各厂家销售额占比



图表 26: 2020 年中国通气面罩市场各厂家销售额占比



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所

数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所

### 2.3 掌握核心技术壁垒, 获优质大客户长期认可

公司坚持自主开发, 奠定核心竞争优势壁垒。公司在家用呼吸机领域经过十余年的新产品开发, 形成了系统的核心技术积累。其中包括主体模具技术, 其解决了呼吸机主机组件模具量产稳定性的问题; 叶轮模具技术, 解决了呼吸机叶轮产品动平衡问题; 面罩精密模具气流控制技术, 解决了面罩品控问题, 提升了量产性, 达到了较高的产品生产制程能力水平。



图表 27: 公司部分呼吸组件相关核心技术

| 核心技术名称         | 技术特点   | 先进性指标                           |
|----------------|--|---------------------------------|
| 呼吸机主体模具设计及制造技术 | 公司设计的模具采用针阀式顺序入水、横托定位、滑块内轴芯、多滑块协同动作、大斜度斜顶、石墨润滑等技术，量产良率达 98% 以上。  | 模具精度高，最高达到 $\pm 0.002\text{mm}$ |
| 呼吸机叶轮模具设计及制造技术 | 公司的马达叶轮模具设计采用中央进胶，模具高精度多级定位，叶片部分采用动平衡补偿技术，关键部分采用高精度加工技术  | 模具精度高，最高达到 $\pm 0.002\text{mm}$ |
| 呼吸面罩精密模具气流控制技术 | 公司设计开发的精密模具气流控制技术，采用特殊模具钢，模具精度高，最高达到 $\pm 0.002\text{mm}$ ；产品精密加工技术、多滑块锥度定位、延时顺序动作等技术，气流稳定性好，最小波动控制在 $\pm 2$ 升/分 | 提升了产品的量产性                       |
| 网布自动化气流控制技术    | 公司创新地开发了编制网加工及气流控制技术，应用编制网布气流测试、气流矫正等技术，实现了批量自动生产，品质达标   | 气流稳定性可达到 $\pm 2$ 升/分            |

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

**公司与客户 A 建立长期合作关系，为客户 A 提供呼吸机整体化代工解决方案。**

公司呼吸机组件产品主要客户为客户 A，客户 A 是全球家用呼吸机产品的龙头企业之一，在全球范围内具有广大的市场。2018-2020 年，公司从客户 A 获得的销售收入占公司营业收入比重均超过 60%，经换算后，2018-2020 年，公司对客户 A 的销售收入占客户 A 的营业成本的比例为 6.89%，7.21%，7.15%，同时公司连续 10 年获评客户 A “最佳供应商”，虽与客户 A 的协议存在有效期，但均在有效期前进行了延长，从而建立了长期、稳定、持续的合作关系。拆解呼吸机的结构来看，公司为客户 A 提供呼吸机整体化代工解决方案，全面覆盖呼吸面罩组件机呼吸机组件多个环节。

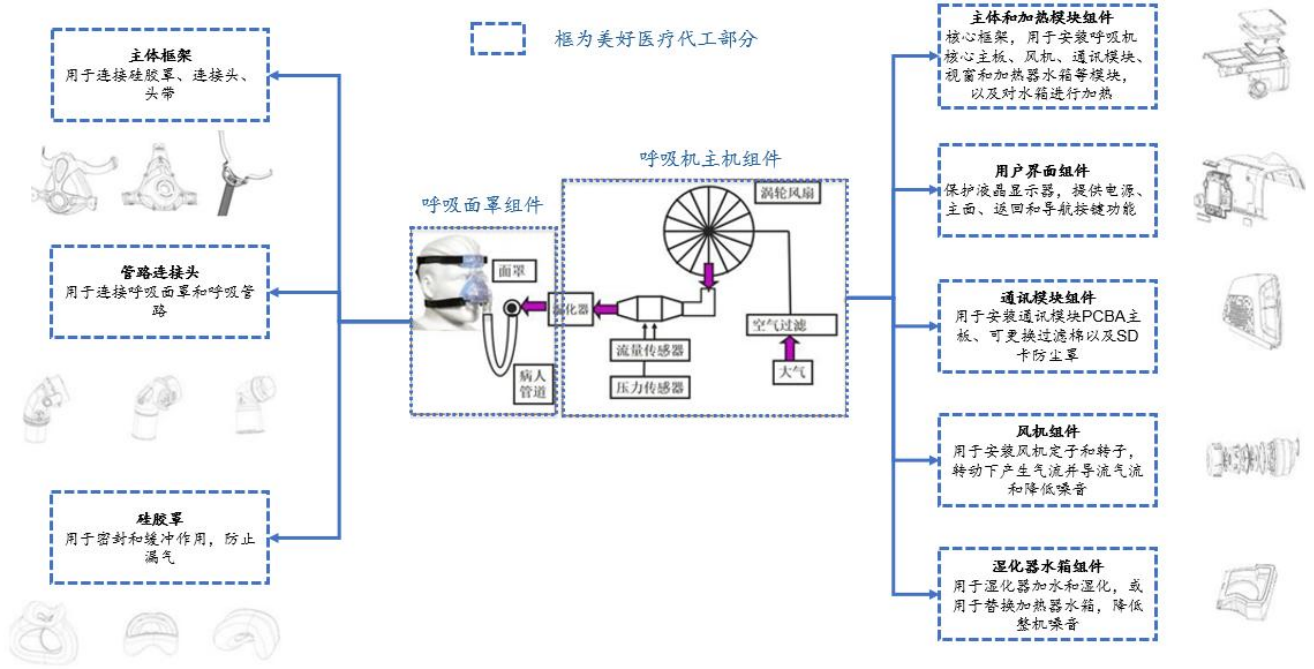
图表 28: 公司与客户 A 合作协议签署情况

| 合同签署时间      | 有效期约定                                   |
|-------------|---|
| 2013 年 8 月  | 有效期 3 年，客户可有效期届满前提前 120 天发出通知，将有效期延长两年。 |
| 2016 年 3 月  | 有效期再延长 6 个月。《协议》将于 2016 年 9 月终止。        |
| 2016 年 10 月 | 有效期再延长 1 年。《协议》将于 2017 年 10 月终止。        |
| 2016 年 12 月 | 有效期再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 1 月终止。        |
| 2017 年 8 月  | 有效期再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 4 月终止。        |
| 2018 年 4 月  | 有效期再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 7 月终止。        |
| 2018 年 7 月  | 有效期再延长 6 个月。《协议》将于 2018 年 12 月终止。       |
| 2018 年 10 月 | 有效期再延长 6 个月。《协议》将于 2018 年 6 月终止。        |
| 2019 年 6 月  | 有效期再延长 3 个月。《协议》将于 2019 年 9 月终止。        |
| 2019 年 8 月  | 有效期再延长 12 个月。《协议》将于 2020 年 8 月终止。       |
| 2020 年 7 月  | 有效期再延长 5 年。《协议》将于 2025 年 8 月终止。         |

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

图表 29: 客户 A 呼吸机的结构拆解

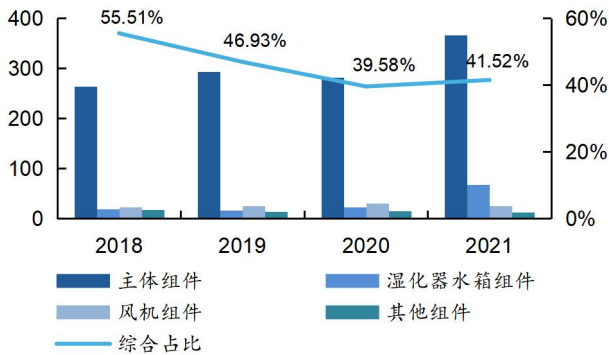




数据来源：美好医疗招股书，德迈医疗公司官网，华福证券研究所

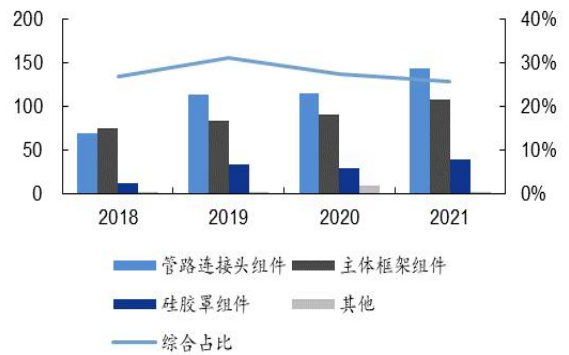
呼吸机组件营收稳步增长，主机组件占比大。从2018年开始，呼吸机主机组件及呼吸面罩组件收入都在稳步上升，但主机收入占比在下降，从55.51%下降到41.52%。呼吸面罩收入占比整体保持稳定。

图表 30: 公司呼吸机主机组件收入拆分 (百万元)



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 31: 公司呼吸面罩组件收入拆分 (百万元)



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

## 2.4 飞利浦召回事件有望带动行业格局重塑，公司业务迎来新增量

大批量、多型号飞利浦呼吸机因安全性问题发生召回，已召回的呼吸机在更换配件后仍存在质量问题。2021年6月14日，美国《福布斯》杂志网站称飞利浦将召回部分在2009年至2021年4月22日期间生产的CPAP及Bi Level呼吸机产品，共涉及约20个型号多达550万台呼吸机，主要因为这些设备中使用的聚酯型聚氨酯(PE-PUR)消音泡沫在一定条件下会降解出颗粒，存在被用户吸入的风险，并有可能导致头痛、刺激、恶心、呕吐等，甚至具有潜在的致癌性。2022年11月，FDA进一步指出飞利浦更换过的部分呼吸机可能出现消音泡沫松动，涉及到的呼吸机型号为Trilogy 100、Trilogy 200，合计约16.5万台。召回事件极大影响飞利浦呼吸机在

美国的市场认可度。

飞利浦召回事件影响深远，行业格局有望迎来重塑，公司业务有望迎新增量。

我们认为，飞利浦呼吸机召回工作虽然于 2022 年底之前大体完成，但该事件对飞利浦呼吸机的口碑可能产生持续性影响，同时参考 2022 年 11 月 FDA 指出飞利浦更换过的部分呼吸机仍然存在质量问题，不排除未来飞利浦呼吸机进一步召回的可能，未来行业格局有望重塑，公司有望受益于行业格局重塑带来的订单增长。

### 3 人工植入耳蜗百亿级市场，绑定行业龙头客户

#### 3.1 听力损失患者基数大，市场竞争格局高度集中

人工植入耳蜗成为治疗失聪常规方法。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，能够帮助重度、极重度听力障碍的成人、儿童恢复听力。人工植入耳蜗主要由外置声音处理器组件和植入体组件组成，外置声音处理器负责将声音通过编码的形式转换成电信号，再通过植入体组件的电极系统刺激听觉神经，使其兴奋听觉神经并代替受损的听觉器官，满足患者实现听觉功能。

图表 32：人工植入耳蜗原理图



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

全球人工植入耳蜗市场持续增长，国内市场快速扩容。根据 QYResearch 数据显示，全球人工植入耳蜗市场规模从 2016 年的 12.67 亿美元增长到 2019 年的 14.5 亿美元，CAGR 为 4.60%。2013-2017 年，中国人工耳蜗市场规模从 22 亿元增长到 55 亿元，CAGR 为 25.7%，未来中国人工耳蜗行业具有较大潜力，中国市场或将成为全球耳蜗行业增长的主要驱动因素。

图表 33：2016-2020 年全球人工植入耳蜗市场规模

图表 34：2017-2022 年中国人工植入耳蜗手术数量情况



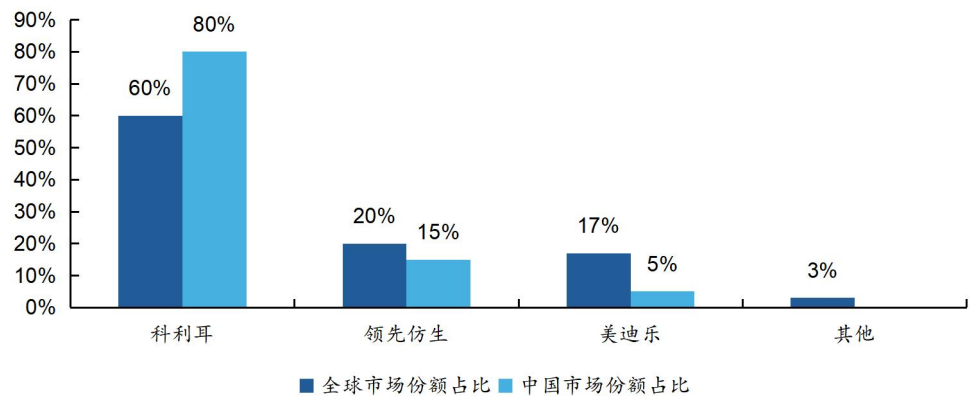
数据来源：公司招股书，QYResearch，华福证券研究所



数据来源：弗若斯特沙利文，华经产业研究院，华福证券研究所

**人工耳蜗市场外企垄断，国内厂商份额小。**目前全球人工耳蜗市场主要由澳大利亚科利耳、美国 Advanced Bionics 和奥地利 MED-EL 三家公司垄断，三家厂商共占据全球市场超 90% 的份额。其中科利耳份额第一，占比 60%，Advanced Bionics 占比 20%，位列第二，MED-EL 占比 17%。

**图表 35：全球及中国人工耳蜗行业市场竞争格局情况**



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

### 3.2 与核心客户建立长期稳定合作关系，收入稳健增长

**与客户 B 合作具有稳定性和可持续性。**公司人工耳蜗组件主要销售给客户 B，其是全球最大的人工植入耳蜗制造商之一，从事提供植入式听力解决方案。公司从 2011 年开始和客户 B 合作，在 2019 年之前主要通过电子邮件下达订单，2019 年 5 月正式签订框架协议，至今已有超过 10 年的合作历史，与客户 B 建立了良好的合作关系，并获评客户 B “5 年服务有价值 and 优秀合作伙伴”。据公司招股书披露，经换算后，2018 年至 2020 年，公司对客户 B 的销售收入占客户 B 的营业成本的比例为 2.13%，3.58% 和 3.20%。

**人工耳蜗技术复杂，公司掌握核心技术。**人工植入耳蜗技术复杂，涉及仿生学、耳科医学、生理学等多个学科，同时涵盖集成电路、产品模块设计、信号处理、材料生物等多种技术与工艺，门槛较高。公司凭借多年的研发实力，掌握了人工植入耳蜗精密模具设计及制造技术，解决了产品拉伤和难以脱模的品质问题；声音处理器精密超声波焊接技术，解决薄壁产品精密超声焊接问题，并通过跌落可靠性测试。

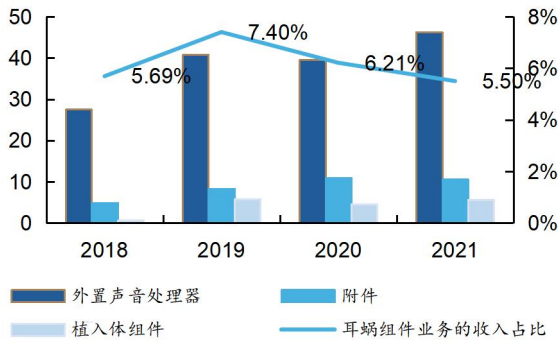
图表 36: 部分人工植入耳蜗相关核心技术

| 核心技术名称               | 技术特点   | 先进性指标                   |
|----------------------|--|-------------------------|
| 人工植入耳蜗精密模具设计及制造技术    | 公司采用新型潜浇口及多级顶出的技术，保证产品品质模具精度高，最高达到±0.002mm                     | 0.002mm                 |
| 人工植入耳蜗声音处理器精密超声波焊接技术 | 公司设计开发的磁铁定位工艺技术保证了人工植入耳蜗声音处理器组件的磁铁定位方向和稳定性，同时设计出特殊结构的超声波焊接头和底座 | 薄壁产品（0.2mm）超声波焊接，产品稳定性高 |

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

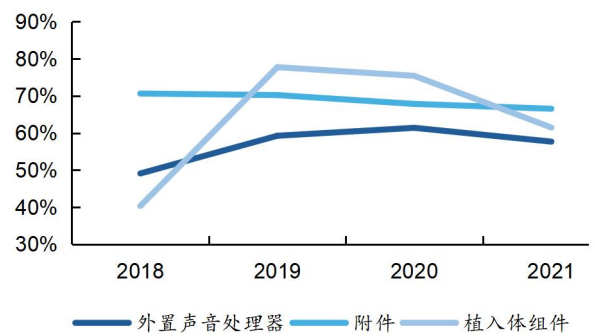
耳蜗组件收入稳步上升，疫情因素平稳后迎来更高增长。公司人工植入耳蜗组件收入从 2018 年的 3312 万元增长到 2023 年的 1.1 亿元，CAGR 达 27.9%，其中 2020 年增长放缓，主要原因系 2020 年受疫情影响，人工耳蜗手术无法展开。随疫情因素趋于平稳，耳蜗组件收入呈现稳步增长态势，2023 年度增速达 15.9%，预计未来耳蜗组件收入或将维持稳步增长。

图表 37: 人工植入耳蜗组件收入拆分 (百万元)



数据来源：wind，公司招股书，公司公告，华福证券研究所

图表 38: 人工植入耳蜗各组件毛利率



数据来源：wind，公司招股书，公司公告，华福证券研究所

#### 4 强研发实力奠定稳固技术壁垒，持续拓宽家用、血糖等新领域

##### 4.1 自研掌握核心技术，构筑牢固技术壁垒

公司专注自主研发，技术+规模优势为代工业务核心壁垒，行业格局预计稳定。公司的核心技术均来自于自主开发，利用多年在医疗器械领域的技术积累和研发实力，在新的医疗器械产品技术和制造工艺方面不断取得突破，从而使公司在家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件细分市场具有较高的品牌认知度和核心竞争能力。截至 2023 年 12 月 31 日，公司及合并报表范围内公司共有授权专利 204 项、已登记的软件著作权 29 件；共拥有 194 项商标（其中：境内商标 155 项，境外商标 39 项）；2023 年新增专利申请 134 项，新增授权专利 21 项。

1) 先进的设备及设施优势：由于公司负责医疗器械高端精密制造，所以对先进的生产设备和设施要求较高。目前公司已拥有各型先进的制造和检测设



备，同时还建设了满足三类和二类等医疗器械生产的万级、十万级洁净厂房和微生物实验室等，优势明显。

图表 39: 公司先进的设备和设施



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

2) **领先的液态硅胶技术**: 液态硅胶是一种在高温下硫化的液体胶，其优点包括安全环保，硫化快，流动性好以及抗撕裂性等，常用于医疗用品产品及婴幼儿用品。公司创新开发的液态硅胶精密模具技术、液态硅胶精密注塑成型技术等都很好地融合到了主业的生产制造中。

3) **领先的精密模具技术**: 公司注重技术创新，目前公司的精密模具的精度达到0.002mm, 达到国际先进水平, 最小R角为0.01mm, 领先于国内先进水平0.05mm, 其他表面粗糙度以及使用寿命等指标均已达到国际先进水平, 具有较强的竞争优势。

图表 40: 公司精密模具技术水平

| 项目         | 公司水平            | 国际先进水平      | 国内先进水平     |
|------------|-----------------|-------------|------------|
| 精度 (毫米)    | 0.002           | 0.001-0.005 | 0.005-0.01 |
| 表面粗糙度 (微米) | 0.03-0.06       | 0.03-0.08   | 0.06-0.16  |
| 最小R角 (毫米)  | 0.01            | 0.01        | 0.05       |
| 使用寿命 (万次)  | 100 (部分模具可到400) | 100         | 50-100     |

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

公司注重技术创新，持续加大研发投入。公司研发费用不断增长，从2018年的3267万元增长到2023年的12040万元，CAGR为29.8%，且每年研发费用占营业收入比例均超过5%。截至2023年末，公司拥有研发人员430名，占员工总数17.62%。

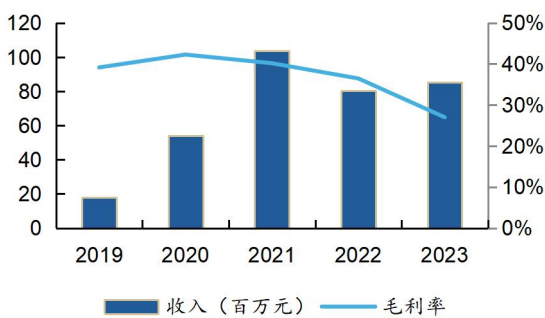
#### 4.2 平台技术优势持续拓展新业务领域，拓宽中长期收入空间

1) **其他医疗领域**: 公司利用已有平台技术优势，不断在全球拓展医疗器械优

质客户，在核心大客户以外，公司为多家全球医疗器械 100 强企业包括迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等提供监护、给药、介入、助听等细分领域产品和组件的开发及生产服务，同时还在呼气检测、心血管、器械消毒、骨科手术定位、眼科器械、血糖等细分领域与多家企业展开合作。

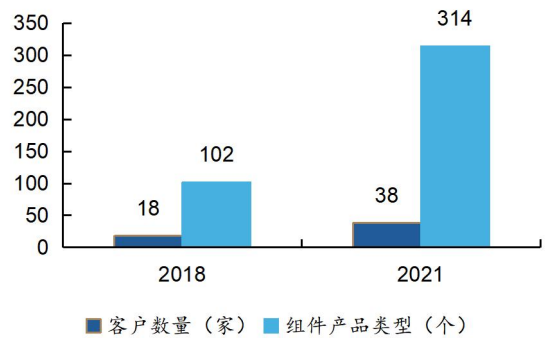
公司其他医疗产品组件营业收入不断增长，从 2019 年的 1784 万元增长到 2023 年的 8541 亿元。未来随着疫情影响结束，市场恢复稳定，板块增速有望回升。同时在同一医疗产品领域，公司承接的细分组件产品类别也不断丰富，客户数量由 2018 年的 18 家增加到 2021 年的 38 家，细分组件产品类别从 102 个增加到 314 个。

图表 41: 公司 2019 至 2023 其他医疗产品组件收入



数据来源: 公司招股书, wind, 公司公告, 华福证券研究所

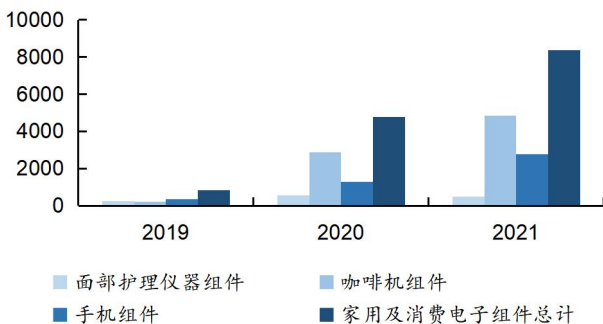
图表 42: 其他医疗客户数量和产品种类增加情况



数据来源: 公司招股书, 华福证券研究所

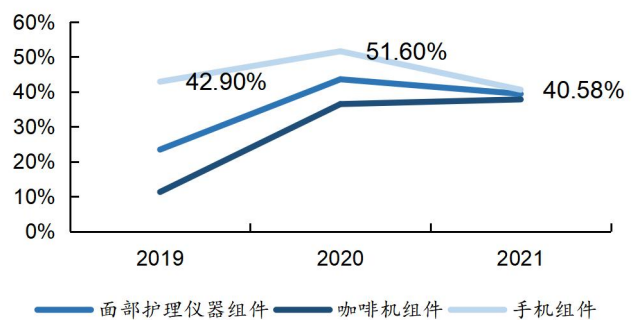
2) **家用及消费电子组件:** 公司家用及消费电子组件收入增速较快, 从 2019 年的 826 万增长到 2023 年的 1.5 亿元, CAGR 为 106.5%。产品线持续拓展, 应用领域逐渐涵盖手机、咖啡机、面部护理仪等产品, 其中面部护理仪器组件和咖啡机组件毛利率随着产品不良率降低, 毛利率也有所提升, 与飞利浦、YETI、Rosti、SKG 等知名品牌的合作有序推进, 未来有望恢复高速增长。

图表 43: 家用及消费电子组件收入拆分 (万元)



数据来源: 公司招股书, 华福证券研究所

图表 44: 家用及消费电子组件毛利率拆分



数据来源: 公司招股书, 华福证券研究所

3) **自主产品: 肺功能仪技术优异。**公司拥有多项有关肺功能仪的相关专利和软件著作权, 如呼吸训练吹嘴, 多孔压差流量传感器等。同时积极承接深



圳市科技创新委员会项目，针对大型肺功能仪的关键技术进行攻关，已取得部分进展。

- 4) **血糖代工：外延拓展胰岛素注射笔代工领域，进军血糖大市场。**自主研发的胰岛素笔组装机自动化设备在机器人技术、视觉识别系统、智能传感器等先进技术的应用，使得精密制造过程更加智能化和柔性化，能够适应多变的生产需求和复杂产品的制造，目前突破关键技术，已成功实现量产。实现在该设备上的进口替代，自主生产。标志着公司在大型全自动复杂产品自动化设备研发能力方面取得突破性进展，具备自主扩产的能力，进一步提升了生产效能，对比同行自动化竞争优势明显。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们预计2024-2026年公司营收分别为16.3/19.8/23.7亿元，同比增长22%、21%、20%，核心假设如下：

1) **呼吸机及相关组件：**高患者基数叠加低渗透率下全球家用无创呼吸机市场空间广阔，2025年有望达56亿美元级。公司与行业龙头合作关系稳固，同时随着大客户去库存周期结束、新产业园投入使用、产能释放、规模效应有望带动毛利率提升。我们预计未来三年公司呼吸机及相关组件业务收入的同比增长将分别达到16%/11%/11%。同时，考虑到24年去库存影响有望消除，我们预计毛利率有望回升到22年水平，预计未来三年公司呼吸机及相关组件业务毛利率分别为：44%、44%、44%。

2) **人工植入耳蜗相关组件：**人工植入耳蜗百亿级市场，竞争格局高度集中，澳大利亚科利耳、美国Advanced Bionics和奥地利MED-EL三家厂商共占据全球市场90%以上的份额；人工耳蜗技术复杂，公司率先突破技术壁垒，绑定行业龙头厂商客户，收入端有望稳健增长。我们预计未来三年公司人工植入耳蜗相关组件业务收入的同比增长将分别达到15%/15%/10%。同时，考虑到24年去库存影响有望消除，我们预计毛利率有望回升到接近22年水平，预计未来三年公司人工耳蜗业务毛利率分别为：64%、64%、64%。

3) **新业务领域：**公司基于已有技术平台优势，持续外延拓展新业务领域。新布局家用及消费电子相关组件已实现快速放量，成功经验有望持续复制，打开公司第二增长曲线，由于2023年新业务板块基数较低，我们预计各新业务领域收入增速有望高速增长。

图表 45: 营业收入拆分

|            | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,137 | 1,415 | 1,338 | 1,632 | 1,981 | 2,371 |
| yoy        | 28%   | 24%   | -5%   | 22%   | 21%   | 20%   |
| 毛利率 (%)    | 45%   | 43%   | 41%   | 43%   | 44%   | 44%   |
| 家用呼吸机组件    | 763   | 1,059 | 867   | 1,007 | 1,119 | 1,243 |
| yoy        | 28%   | 39%   | -18%  | 16%   | 11%   | 11%   |
| 毛利率 (%)    | 45%   | 43%   | 43%   | 44%   | 44%   | 44%   |
| 业务收入比例 (%) | 67%   | 75%   | 65%   | 62%   | 56%   | 52%   |
| 人工植入耳蜗组件   | 63    | 98    | 114   | 131   | 150   | 165   |
| yoy        | 13%   | 57%   | 16%   | 15%   | 15%   | 10%   |
| 毛利率 (%)    | 60%   | 65%   | 64%   | 64%   | 64%   | 64%   |
| 业务收入比例 (%) | 6%    | 7%    | 8%    | 8%    | 8%    | 7%    |
| 精密模具及自动化设备 | 104   | 80    | 98    | 113   | 124   | 131   |
| yoy        | 23%   | -23%  | 23%   | 15%   | 10%   | 5%    |
| 毛利率 (%)    | 41%   | 39%   | 37%   | 39%   | 39%   | 39%   |
| 业务收入比例 (%) | 9%    | 6%    | 7%    | 7%    | 6%    | 6%    |
| 家用及消费电子组件  | 84    | 77    | 150   | 180   | 207   | 238   |
| yoy        | 75%   | -7%   | 94%   | 20%   | 15%   | 15%   |
| 毛利率 (%)    | 39%   | 26%   | 23%   | 30%   | 31%   | 31%   |
| 业务收入比例 (%) | 7%    | 5%    | 11%   | 11%   | 10%   | 10%   |
| 自主产品       | 14    | 5     | 13    | 16    | 20    | 25    |
| yoy        | -70%  | -63%  | 135%  | 30%   | 25%   | 20%   |
| 毛利率 (%)    | 58%   | 54%   | 46%   | 53%   | 53%   | 53%   |
| 业务收入比例 (%) | 1%    | 0%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    |
| 其他医疗产品组件   | 104   | 80    | 85    | 171   | 342   | 547   |
| yoy        | 92%   | -23%  | 6%    | 100%  | 100%  | 60%   |
| 毛利率 (%)    | 40%   | 36%   | 27%   | 38%   | 43%   | 45%   |
| 业务收入比例 (%) | 9%    | 6%    | 6%    | 10%   | 17%   | 23%   |
| 其他类        | 3     | 11    | 11    | 14    | 19    | 22    |
| yoy        | 9%    | 299%  | 20%   | 30%   | 35%   | 20%   |
| 毛利率 (%)    | 52%   | 29%   | 57%   | 57%   | 57%   | 57%   |
| 业务收入比例 (%) | 0%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    |

数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

## 5.2 投资建议

公司深耕精密器械十余载, 基于自研技术+规模优势长期绑定高潜力市场下游国际龙头客户, 成就国内最大呼吸机和人工耳蜗组件生产商, 外延拓展新业务打开第二增长曲线。基于业务及商业模式的相似性, 我们选取医疗器械上游上市公司海泰新光、奕瑞科技、同样具有呼吸机业务的怡和嘉业为可比公司。预计 2024-2026 年公司营收分别为 16.3/19.8/23.7 亿元, 同比增长 22%、21%、20%; 归母净利润分别为 3.9、4.9、6.1 亿元, 同比增长 25%、25%、25%; 对应 PE 为 26、21、16 倍。同时, 考虑到公司正外延布局高潜力新业务领域, 我们认为远期具备一定的估值提升空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。





图表 46: 可比公司估值表

| 公司名称      | 总市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(元) | 归母净利润 (亿元) |       |       | PE (X) |       |       |
|-----------|-------------|------------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |             |            | 2024E      | 2025E | 2026E | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 海泰新光      | 51.2        | 42.1       | 2.1        | 2.8   | 3.5   | 24.2   | 18.6  | 14.6  |
| 奕瑞科技      | 175.4       | 171.9      | 8.4        | 10.6  | 12.7  | 20.9   | 16.5  | 13.8  |
| 怡和嘉业      | 51.1        | 57.0       | 4.1        | 5.0   | 5.0   | 12.6   | 10.2  | 10.2  |
| <b>均值</b> |             |            |            |       |       | 19.2   | 15.1  | 12.9  |
| 美好医疗      | 100.9       | 24.8       | 3.9        | 4.9   | 6.1   | 25.7   | 20.5  | 16.4  |

数据来源: Wind, 华福证券研究所

注: 可比公司归母净利润为 Wind 一致预期, 截止 2024.5.30

## 6 风险提示

下游需求不及预期。公司作为医疗器械上游代工厂商, 倘若核心下游产品的需求不及预期, 则可能影响公司的订单量;

新业务进展不及预期。公司外延拓展呼气检测、心血管、器械消毒等多类业务, 倘若新业务进展不及预期, 则可能拖累公司未来的业绩增速表现;

市场竞争加剧。倘若医疗器械代工领域的竞争加剧, 则可能对公司业务发展起到不利影响。

客户集中度高风险。由于公司的主要收入来源于两大核心客户的相关产品代工, 公司前五大客户收入总额占比 23 年达 82%, 存在客户集中度较高的风险。



图表 47: 财务预测摘要

资产负债表

| 单位:百万元         | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金           | 1,708        | 1,907        | 2,260        | 2,532        |
| 应收票据及账款        | 228          | 272          | 314          | 343          |
| 预付账款           | 20           | 23           | 28           | 33           |
| 存货             | 375          | 422          | 368          | 594          |
| 合同资产           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产         | 28           | 32           | 36           | 40           |
| 流动资产合计         | 2,359        | 2,657        | 3,006        | 3,541        |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 867          | 987          | 1,046        | 1,020        |
| 在建工程           | 162          | 162          | 212          | 242          |
| 无形资产           | 80           | 73           | 68           | 63           |
| 商誉             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产        | 56           | 58           | 60           | 62           |
| 非流动资产合计        | 1,164        | 1,280        | 1,386        | 1,387        |
| <b>资产合计</b>    | <b>3,523</b> | <b>3,937</b> | <b>4,392</b> | <b>4,928</b> |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据及账款        | 138          | 166          | 208          | 241          |
| 预收款项           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债           | 68           | 65           | 79           | 95           |
| 其他应付款          | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 其他流动负债         | 66           | 86           | 99           | 106          |
| 流动负债合计         | 272          | 319          | 387          | 443          |
| 长期借款           | 0            | 20           | 15           | 10           |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债        | 69           | 69           | 69           | 69           |
| 非流动负债合计        | 69           | 89           | 84           | 79           |
| <b>负债合计</b>    | <b>341</b>   | <b>408</b>   | <b>471</b>   | <b>522</b>   |
| 归属母公司所有者权益     | 3,182        | 3,529        | 3,921        | 4,406        |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>3,182</b> | <b>3,529</b> | <b>3,921</b> | <b>4,406</b> |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>3,523</b> | <b>3,937</b> | <b>4,392</b> | <b>4,928</b> |

现金流量表

| 单位:百万元         | 2023A       | 2024E       | 2025E       | 2026E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>351</b>  | <b>399</b>  | <b>608</b>  | <b>464</b>  |
| 现金收益           | 345         | 431         | 536         | 672         |
| 存货影响           | 59          | -47         | 54          | -227        |
| 经营性应收影响        | -16         | -47         | -47         | -33         |
| 经营性应付影响        | -48         | 29          | 42          | 33          |
| 其他影响           | 11          | 34          | 23          | 19          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-73</b>  | <b>-204</b> | <b>-205</b> | <b>-105</b> |
| 资本支出           | -254        | -202        | -203        | -103        |
| 股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他长期资产变化       | 181         | -2          | -2          | -2          |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>-153</b> | <b>5</b>    | <b>-50</b>  | <b>-87</b>  |
| 借款增加           | 1           | 20          | -5          | -5          |
| 股利及利息支付        | -143        | -99         | -130        | -158        |
| 股东融资           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他影响           | -11         | 84          | 85          | 77          |

利润表

| 单位:百万元          | 2023A      | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入            | 1,338      | 1,632      | 1,981      | 2,371      |
| 营业成本            | 787        | 929        | 1,116      | 1,326      |
| 税金及附加           | 9          | 12         | 14         | 17         |
| 销售费用            | 32         | 33         | 40         | 45         |
| 管理费用            | 101        | 140        | 163        | 175        |
| 研发费用            | 120        | 127        | 152        | 165        |
| 财务费用            | -52        | -50        | -54        | -47        |
| 信用减值损失          | -12        | 0          | 0          | 0          |
| 资产减值损失          | -7         | 0          | 0          | 0          |
| 公允价值变动收益        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 投资收益            | 16         | 0          | 0          | 0          |
| 其他收益            | 15         | 0          | 0          | 0          |
| <b>营业利润</b>     | <b>352</b> | <b>441</b> | <b>551</b> | <b>690</b> |
| 营业外收入           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 营业外支出           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>利润总额</b>     | <b>351</b> | <b>441</b> | <b>551</b> | <b>690</b> |
| 所得税             | 38         | 48         | 61         | 76         |
| <b>净利润</b>      | <b>313</b> | <b>392</b> | <b>491</b> | <b>614</b> |
| 少数股东损益          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>313</b> | <b>392</b> | <b>491</b> | <b>614</b> |
| EPS (按最新股本摊薄)   | 0.77       | 0.96       | 1.21       | 1.51       |

主要财务比率

|                 | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |
| 营业收入增长率         | -5.5%  | 22.0% | 21.4% | 19.6% |
| EBIT 增长率        | -26.6% | 30.6% | 27.3% | 29.3% |
| 归母公司净利润增长率      | -22.1% | 25.2% | 25.1% | 25.2% |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |
| 毛利率             | 41.2%  | 43.1% | 43.7% | 44.1% |
| 净利率             | 23.4%  | 24.0% | 24.8% | 25.9% |
| ROE             | 9.8%   | 11.1% | 12.5% | 13.9% |
| ROIC            | 9.4%   | 11.0% | 12.6% | 14.5% |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 资产负债率           | 9.7%   | 10.4% | 10.7% | 10.6% |
| 流动比率            | 8.7    | 8.3   | 7.8   | 8.0   |
| 速动比率            | 7.3    | 7.0   | 6.8   | 6.7   |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.4    | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转天数        | 56     | 52    | 50    | 48    |
| 存货周转天数          | 185    | 154   | 127   | 131   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益            | 0.77   | 0.96  | 1.21  | 1.51  |
| 每股经营现金流         | 0.86   | 0.98  | 1.49  | 1.14  |
| 每股净资产           | 7.83   | 8.68  | 9.64  | 10.84 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |
| P/E             | 32     | 26    | 21    | 16    |
| P/B             | 3      | 3     | 3     | 2     |
| EV/EBITDA       | 65     | 52    | 42    | 33    |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn