

医疗器械精密组件龙头，多元发展绘新篇

——美好医疗首次覆盖报告

核心观点

- 公司深耕医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，核心业务包括：为全球家用呼吸机市场龙头客户 A 提供组件，以及为全球人工植入耳蜗龙头客户 B 提供组件。2018-2023 年，公司营收 CAGR 为 18%，保持稳健增长。
- 家用呼吸机组件需求旺盛，与龙头客户 A 合作稳定。家用呼吸机组件业务是公司核心业务（2023 年营收占比 64.8%）。家用呼吸机是 OSA 和 COPD 的主要治疗手段，下游呼吸疾病治疗的迫切需求带动家用呼吸机市场规模持续扩大，且市场集中度高。长期以来，公司与龙头客户 A 合作关系持续稳定，并且通过切入客户 A 新一代产品的开发，使得合作黏性不断加强。
- 人工耳蜗市场稳定，已形成良好的品牌。2018-2023 年，人工耳蜗组件业务从 0.33 亿元增长至 1.14 亿元，期间 CAGR 27.9%。人工耳蜗是治疗失聪的常规方法，市场稳定，且市场集中度高。在人工耳蜗板块，公司主要向龙头客户 B 供应组件产品，自 2011 年起公司与客户 B 建立了长期且稳定的合作关系。
- 底层技术延展能力强，深化多元业务布局。公司在传统的精密模具设计与制造方面积累深厚，同时自主研发的液态硅胶应用技术具有高技术壁垒，底层技术延展能力强，目前已拓展至家用和消费电子领域。2019 到 2023 年，公司家用和消费电子业务营收从 826 万元增长至 1.5 亿元，CAGR 达到 107%，发展迅速；其次，近年来公司大力布局胰岛素笔业务，目前已成功实现量产。随着人口老龄化和生活方式改变带来的糖尿病患者数量持续增加，胰岛素注射笔需求会不断扩大。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.96、1.20、1.47 元，由于公司家用呼吸机业务有望随下游渠道库存出清而恢复快速增长态势，同时公司产品管线持续丰富，新业务、新客户不断开发，长期发展空间广阔。根据可比公司 2024 年平均估值，给予公司 2024 年 34 倍市盈率，对应目标价为 32.64 元，首次给予买入评级。

风险提示

大客户依赖风险；下游库存积压风险；新业务拓展不及预期风险；汇率波动风险；地缘政治风险；盈利能力下滑风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,415	1,338	1,689	2,065	2,505
同比增长(%)	24.4%	-5.5%	26.3%	22.2%	21.3%
营业利润(百万元)	457	352	439	550	675
同比增长(%)	31.1%	-23.0%	24.9%	25.1%	22.7%
归属母公司净利润(百万元)	402	313	390	487	599
同比增长(%)	29.7%	-22.1%	24.4%	25.0%	23.0%
每股收益(元)	0.99	0.77	0.96	1.20	1.47
毛利率(%)	43.0%	41.2%	42.6%	42.3%	42.1%
净利率(%)	28.4%	23.4%	23.1%	23.6%	23.9%
净资产收益率(%)	18.2%	10.1%	11.5%	12.8%	14.0%
市盈率	26.1	33.5	26.9	21.6	17.5
市净率	3.5	3.3	2.9	2.6	2.3

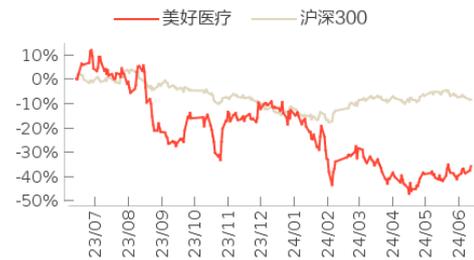
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（首次）
股价（2024年06月12日）	26.93元
目标价格	32.64元
52周最高价/最低价	51.85/21.91元
总股本/流通A股（万股）	40,666/11,216
A股市值（百万元）	10,951
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年06月13日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.71	7.96	-4.39	-35.48
相对表现%	3.12	11.29	-2.91	-27.67
沪深300%	-1.41	-3.33	-1.48	-7.81



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020001
田世豪	021-63325888*6111 tianshihao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521080001

目录

一、美好医疗：快速发展的精密医疗器械龙头	5
1.1 深耕医疗器械精密组件，团队成熟	5
1.2 业绩稳定增长，股权激励目标清晰	7
二、家用呼吸机：需求旺盛，与客户 A 合作关系稳定密切	9
2.1 全球呼吸疾病市场潜力大，集中度高	9
2.2 家用呼吸机组件是基石业务，绑定龙头	13
三、人工耳蜗：市场稳定，已形成良好的品牌	15
3.1 人工耳蜗是治疗失聪的常规方法，市场潜力大	15
3.2 与龙头客户 B 深度合作，稳健发展	16
四、底层技术具备拓展能力，胰岛素笔初露锋芒	18
4.1 掌握精密组件制造核心技术，延伸至消费领域	18
4.1.1 研发平台技术完备，生产经验丰富	18
4.1.2 业务延展性强，扩至家用&消费市场	21
4.2 胰岛素笔：空间广阔，相关产品已量产	21
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议	24
风险提示	25

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构（截至 2024 年 6 月）.....	6
图 3: 2018-2024Q1 年公司总营收及同比增长.....	7
图 4: 2018-2024Q1 年公司归母净利润及同比增长.....	7
图 5: 2019-2023 年公司营收拆分（按产品）.....	8
图 6: 2018-2023 年公司营收拆分（按地区）.....	8
图 7: 2018-2024Q1 年公司毛利率与净利率变化趋势.....	8
图 8: 2019-2024Q1 年公司期间费用率变化趋势.....	8
图 9: 全球和我国 OSA 患病人数趋势.....	10
图 10: 2019 年中国及美国 OSA 诊断率对比.....	10
图 11: 经鼻气道正压通气设备治疗 OSA 的原理.....	10
图 12: 全球和我国 COPD 患病人数趋势.....	10
图 13: 2019 年中国和美国的 COPD 患病人数、确诊人数、控制人数对比（单位：百万人）.....	10
图 14: 全球家用无创呼吸机市场规模及预测（出厂价口径，百万美元）.....	11
图 15: 中国家用无创呼吸机市场规模及预测（出厂价口径，百万人民币）.....	11
图 16: 全球通气面罩市场规模及预测（出厂价口径，百万美元）.....	11
图 17: 中国通气面罩市场规模及预测（出厂价口径，百万人民币）.....	11
图 18: 2020 年全球家用无创呼吸机市场竞争格局.....	12
图 19: 2020 年中国家用无创呼吸机市场竞争格局.....	12
图 20: 2020 年全球通气面罩市场竞争格局.....	12
图 21: 2020 年中国通气面罩市场竞争格局.....	12
图 22: 呼吸机主机主要组成部分.....	13
图 23: 呼吸机呼吸面罩主要组成部分.....	13
图 24: 公司家用呼吸机组件营收（单位：百万元）及同比增速.....	14
图 25: 公司家用呼吸机组件营收拆分（单位：百万元）.....	14
图 26: 公司家用呼吸机组件营收拆分.....	14
图 27: 公司家用呼吸机组件毛利率.....	14
图 28: 全球听力损失人数（单位：百万）.....	15
图 29: 耳部疾病或听力损失的治疗/辅助措施.....	15
图 30: 全球人工耳蜗行业市场规模.....	16
图 31: 2022 年全球人工植入耳蜗市场竞争格局.....	16
图 32: 美好医疗人工植入耳蜗组件产品及其应用.....	16
图 33: 2018-2023 年公司人工植入耳蜗营收及同比增长.....	17
图 34: 2018-2023 年公司人工植入耳蜗毛利率.....	17

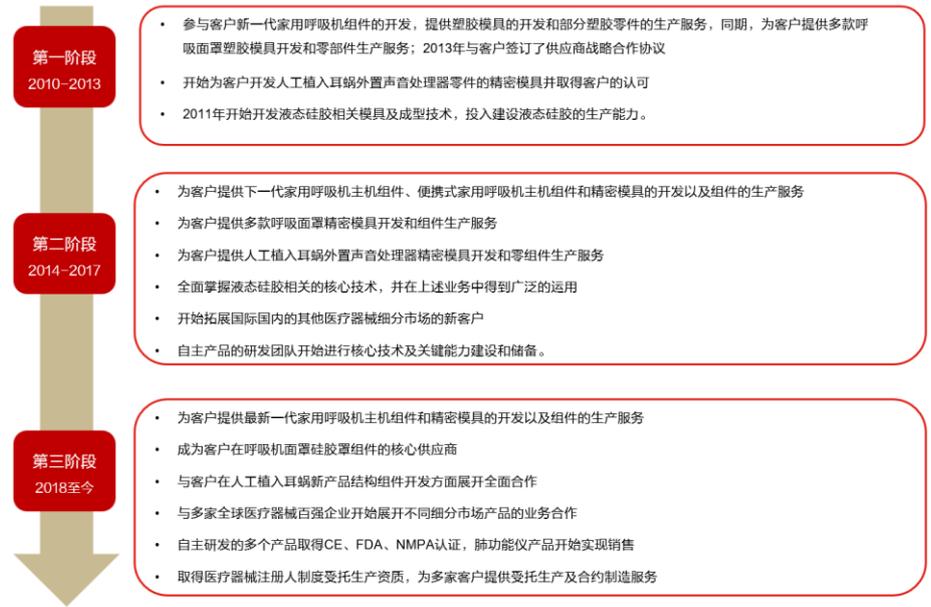
图 35：2018-2021 公司人工植入耳蜗行业营收拆分	17
图 36：液态硅胶注塑流程	19
图 37：公司新项目设计开发流程	20
图 38：公司家用及消费电子业务发展快速	21
图 39：公司家用及消费电子板块中主要业务营收（百万元）	21
图 40：全球胰岛素注射笔市场销售情况（亿美元）	22
图 41：中国胰岛素注射笔市场规模（亿美元）	22
图 42：注射笔生产的主要环节与技术	22
表 1：公司主要产品梳理	5
表 2：公司管理团队简介（截至 2024 年 6 月）	6
表 3：首次授予的限制性股票对应的年度考核指标	9
表 4：飞利浦主要召回事件回顾	12
表 5：发行人与客户 A 之间历史上的合作协议签署情况	15
表 6：公司核心精密模具设计与制造技术	18
表 7：公司与国内外先进技术水平比较	19
表 8：公司液态硅胶相关核心技术	20
表 9：公司胰岛素笔产品研发进展	22
表 10：可比公司估值	24

一、美好医疗：快速发展的精密医疗器械龙头

1.1 深耕医疗器械精密组件，团队成熟

美好医疗创建于2010年7月，长期以来公司深耕医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，主要产品为家用呼吸机组件、人工植入耳蜗组件、其他医疗产品组件、精密模具及自动化设备、家用及消费电子组件等。

图 1：公司发展历程

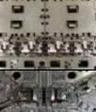


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 1：公司主要产品梳理

类型	产品介绍	组件功能	图片
呼吸机主机组件	主体和加热模块组件	呼吸机组装的核心框架，用来安装呼吸机的核心主板、风机、通讯模块、视窗模块和加湿器水箱等模块，以及对加湿器水箱进行加热	
	风机组件	安装风机定子和转子，转动下产生气流并起着气流导流和降低噪音的作用	
	湿化器水箱组件	用于替换加湿器水箱，确保机器在不使用加湿器的情况下正常工作，并降低整机的噪音	
呼吸面罩组件	主体框架	作为呼吸面罩的主体框架，连接硅胶罩、连接头和头带。排气孔用于排出用户呼出的CO ₂ 和控制噪音。	
	管路连接头	连接呼吸面罩和呼吸机管路，接头可360度转动调节位置；连接头的排气孔用于排放呼吸出的CO ₂ ，液态硅胶阀门起着防窒息的作用。	
	硅胶罩	用于密封和缓冲作用，防止漏气	

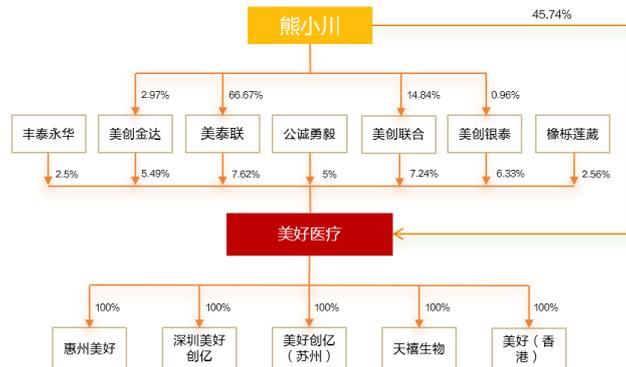
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

人工耳蜗 外置声音处理 器组件	声音传输单元组件	连接声音传输单元和体内植入体，保护声音传输单元	
	声音接收单元组件	用于安装声音接收和信息处理单元的核心电路板，以及起着保护声音接收单元和按键的功能	
	电池组件	安装并保护电池	
人工耳蜗植入 体组件	植入磁铁组件	用于固定植入磁铁，满足磁共振成像(MRI)时不需要手术取出磁铁的需求；	
	钛合金主体框架	用于固定核心电路板和陶瓷电极	
	植入分线器组件	分线器，用于植入人工植入耳蜗铂金导丝的分线	
精密模具	液态硅胶模具	将液态硅胶材料批量制造成液态硅胶零件的专用工具，用于生产呼吸机面罩，呼吸机缓冲件、人工植入耳蜗密封件等	
	塑胶模具	将塑胶材料批量制造成塑胶零件的专用工具，主要用于生产呼吸机结构件、人工植入耳蜗结构件等	
自动化系统	自动化设备	是按客户需求开发定制的、满足客户产品大批量生产需求的非标准化自动化生产系统	

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

公司创始人熊小川先生为公司控股股东、实际控制人。截至 2024 年 6 月，熊小川先生通过直接与间接持股共计持股 52.12%。同时，可以看到，公司核心团队均在公司任职多年，拥有丰富的管理经验和行业洞见。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月）



数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：公司管理团队简介（截至 2024 年 6 月）

姓名	职位	出生年份	工作经历
----	----	------	------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

熊小川	董事长、总经理	1966	1987年至2000年，就职于四川长虹电器股份有限公司，历任技术主任、营销管理部办公室主任、副部长等职务。2005年至2006年，就职于创维应用电子（深圳）有限公司，担任小家电事业部总经理。2006年至2008年，就职于广东美好药品经营有限公司，担任海外部总经理。2008年至2015年，就职于深圳市美好创亿科技发展有限公司（已于2015年11月注销），担任总经理、执行董事。2010年至今，担任公司董事长、总经理。
袁峰	副总经理、副董事长	1980	2010年至2019年11月，就职于美好有限，历任商务部经理、大客户事业部总监、商务中心总经理、副总经理等职务。2019年11月至今，担任公司董事、副总经理。
周道福	副总经理、董事	1980	曾就职于富士康科技集团，历任成型制造工程师、塑件技术研发部课长等职务；曾就职于深圳市鼎派电子有限公司，担任副总经理。2011年至2019年11月，就职于美好有限，历任总经理助理、医疗健康事业部总经理、副总经理等职务。2019年11月至今，担任公司董事、副总经理。
迟奇峰	副总经理	1978	曾就职于大连海尔精密组件有限公司，担任设备部工程师；曾就职于富顶精密组件有限公司，担任HSDI工程师；曾就职于深圳市美好创亿科技发展有限公司（已于2015年11月注销），担任项目经理。2010年至2019年11月，就职于美好有限，历任研发部经理、项目部经理、副总经理等职务。2019年11月至今，担任公司副总经理。
谭景霞	董事会秘书	1984	曾就职于深圳清溢精密光电股份有限公司，担任工程师；曾就职于深圳锐取信息股份有限公司，担任项目主管；曾就职于深圳东迪欣科技有限公司，担任法规经理、研发总监。2014年至2019年11月，就职于美好有限，历任知识产权经理、法规总监、总经理助理等职务。2019年11月至今，担任公司董事会秘书。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 业绩稳定增长，股权激励目标清晰

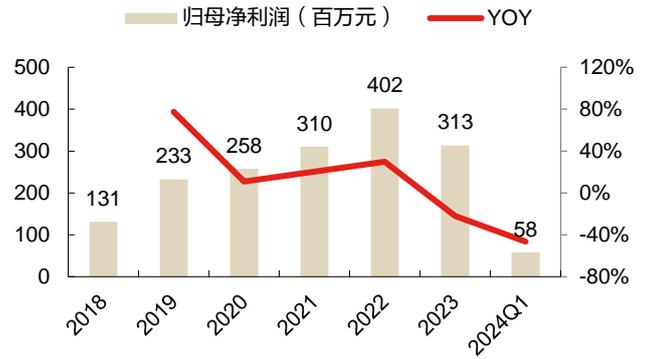
近年来业绩稳步增长，2023年略有波动。2018-2022年，公司营收与归母净利润增长态势稳健。2023-2024Q1，公司业绩略有波动，其中：23年归母净利润3.13亿元（同比-22.1%），24Q1归母净利润0.58亿元（同比-46.5%），主要原因是下游呼吸机客户去库存导致采购短期波动。

图 3：2018-2024Q1 年公司总营收及同比增长

图 4：2018-2024Q1 年公司归母净利润及同比增长



数据来源: wind, 东方证券研究所

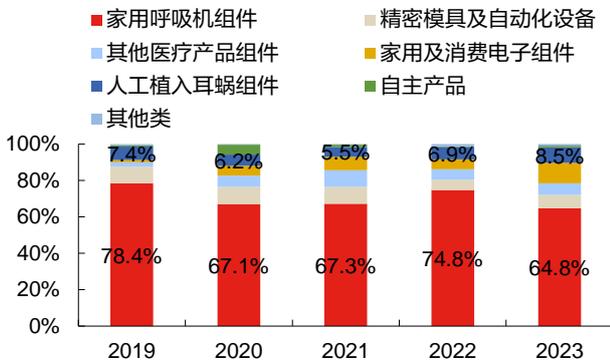


数据来源: wind, 东方证券研究所

分产品来看，家用呼吸机组件是公司核心业务。2019 年以来，家用呼吸机组件营收占比均超 64%。此外，公司人工植入耳蜗组件的营收占比在 2019 年以来均超 5%。2023 年，二者营收占比合计超过 70%，是公司的基石业务。

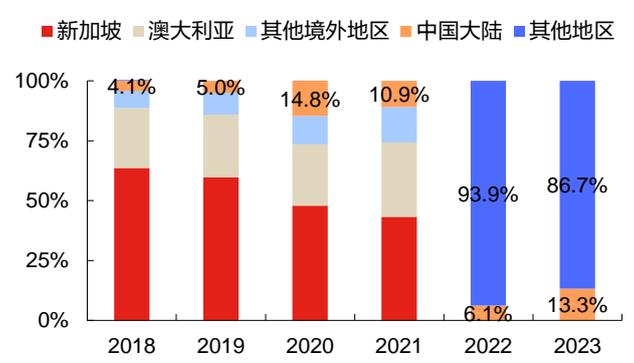
分地区来看，外销业务营收占比高。2019-2023 年，公司外销业务营收占比均超 85%。在外销业务中，新加坡地区占比从 2018 年的 63.6% 下滑至 2021 年的 43.3%；澳大利亚地区占比从 2018 年的 25.1% 提高至 2021 年的 31.1%。而随着新客户的不断开拓，其他境外地区的占比从 2018 年的 7.2% 提高至 2021 年的 14.8%。

图 5: 2019-2023 公司营收拆分 (按产品)



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 6: 2018-2023 公司营收拆分 (按地区)

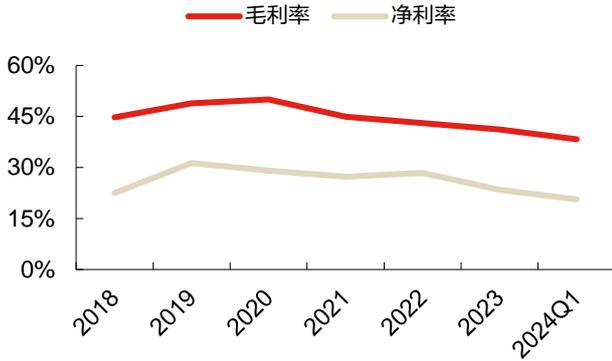


数据来源: wind, 东方证券研究所

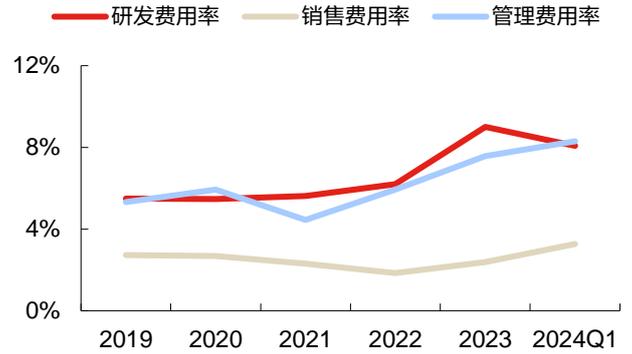
从毛利率和净利率来看，2021-2024Q1，公司毛利率有所下降，主要系汇率波动、产品结构变化所致；净利率分别为 27.26%/28.41%/23.42%/20.61%，2023 年下滑幅度较大，主要原因在于公司增加研发投入并进行经营调整带来期间费用率增长所致。

图 7: 2018-2024Q1 公司毛利率与净利率变化趋势

图 8: 2019-2024Q1 公司期间费用率变化趋势



数据来源: wind, 东方证券研究所



数据来源: wind, 东方证券研究所

2024 年 4 月，公司发布限制性股票激励计划（草案），本次激励计划对应的考核年度为 2024-2026 年，计划授予限制性股票合计 600 万股（占总股数的 1.48%），授予价格为每股 12.42 元。股权激励对于提升核心员工的积极性有很大帮助，同时也对业绩有一定的支撑作用。

表 3: 首次授予的限制性股票对应的年度考核指标

归属安排	目标值 (A _n)	触发值 (A _m)
	公司层面可归属比例=100%	公司层面可归属比例=80%
2024 年	满足以下条件之一：1.以 2023 年营业收入为基准，2024 年营业收入增长率不低于 25.00%；2.以 2023 年净利润为基准，2024 年净利润增长率不低于 25.00%。	满足以下条件之一：1.以 2023 年营业收入为基准，2024 年营业收入增长率不低于 20.00%；2.以 2023 年净利润为基准，2024 年净利润增长率不低于 20.00%。
2025 年	满足以下条件之一：1.以 2023 年营业收入为基准，2025 年营业收入增长率不低于 56.25%；2.以 2023 年净利润为基准，2025 年净利润增长率不低于 56.25%。	满足以下条件之一：1.以 2023 年营业收入为基准，2025 年营业收入增长率不低于 44.00%；2.以 2023 年净利润为基准，2025 年净利润增长率不低于 44.00%。
2026 年	满足以下条件之一：1.以 2023 年营业收入为基准，2026 年营业收入增长率不低于 95.31%；2.以 2023 年净利润为基准，2026 年净利润增长率不低于 95.31%。	满足以下条件之一：1.以 2023 年营业收入为基准，2026 年营业收入增长率不低于 72.80%；2.以 2023 年净利润为基准，2026 年净利润增长率不低于 72.80%。

数据来源: wind, 东方证券研究所

二、家用呼吸机：需求旺盛，与客户 A 合作关系稳定密切

2.1 全球呼吸疾病市场潜力大，集中度高

家用呼吸机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征（Obstructive Sleep Apnea-Hypopnea Syndrome, OSA），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（chronic obstructive pulmonary disease, COPD）、哮喘等疾病。

其中，OSA 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，发生一系列病理生理改变的临床综合症。OSA 患者除了睡眠受到影响外，尚可出现神经精神症状包括注意力

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

不集中、记忆力下降、易怒、焦虑或抑郁等，此外其心血管系统、内分泌系统、呼吸系统、泌尿生殖系统等同样会出现多系统病变。

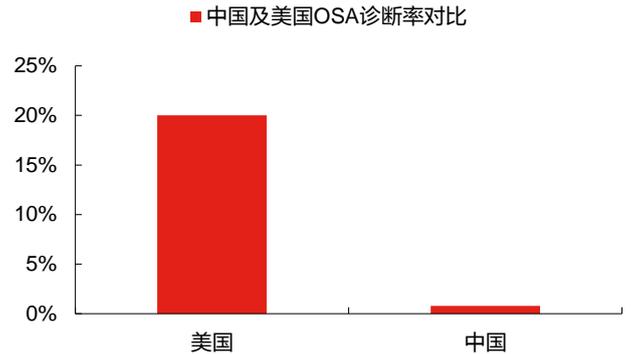
根据弗若斯特沙利文统计，2020 年全球 OSA 患者共计 10.7 亿人，其中我国共计 2.0 亿人，患病人群庞大，但其诊治率有待进一步提高。据统计，2019 年美国诊断率为 20%，而中国诊断率尚不足 1%。

图 9：全球和我国 OSA 患病人数趋势



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

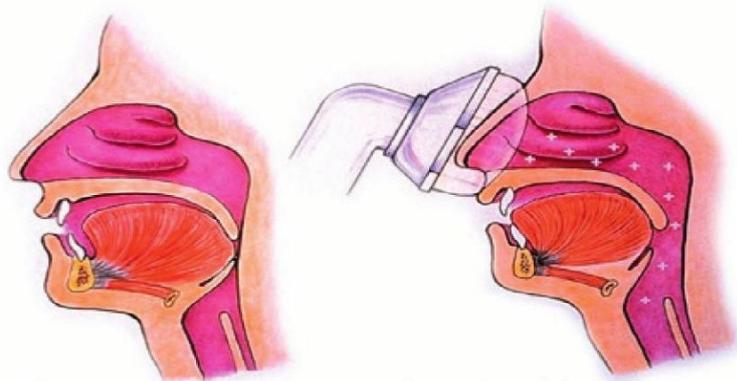
图 10：2019 年中国及美国 OSA 诊断率对比



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

2013 年，美国医师协会颁布成人 OSA 临床实践指南中，推荐气道正压通气即呼吸机治疗应作为 OSA 患者首选治疗方式。其治疗原理是由呼吸机产生一定压力的气流（通常为 4-25cm H₂O），通过管路、面罩进入患者上气道，形成“气性支架”，将塌陷的部位撑开，维持上气道开放，使由于上气道塌陷造成的各种阻塞性呼吸事件消失，恢复正常通气。

图 11：经鼻气道正压通气设备治疗 OSA 的原理



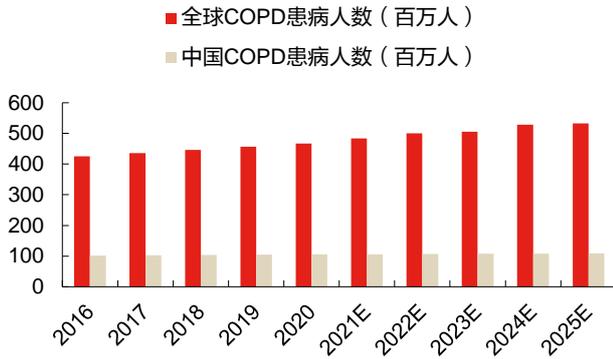
数据来源：《气道正压通气治疗——如何为 OSAHS 患者选择最佳治疗模式》王立曼 2015，东方证券研究所

家用呼吸机同样能够帮助 COPD 患者改善呼吸和提高生活质量。2020 年，全球 COPD 患病人数为 4.7 亿，中国 COPD 患病人数为 1.1 亿。从中美对比来看，2019 年我国的诊断率和控制率分别为 26.8%和 20.2%，而美国的诊断率和控制率分别为 68.3%和 58.3%，我国 COPD 诊疗现状有待进一步改善。

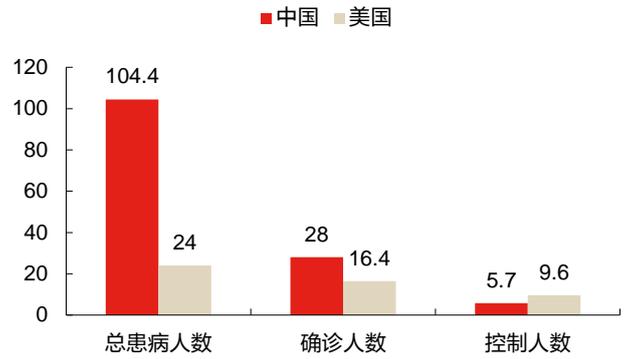
图 12：全球和我国 COPD 患病人数趋势

图 13：2019 年中国和美国的 COPD 患病人数、确诊人数、控制人数对比（单位：百万人）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



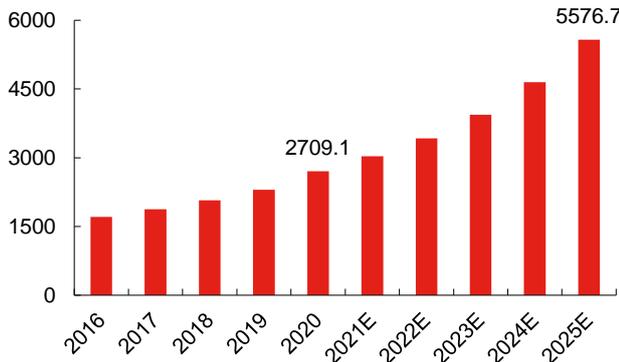
数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

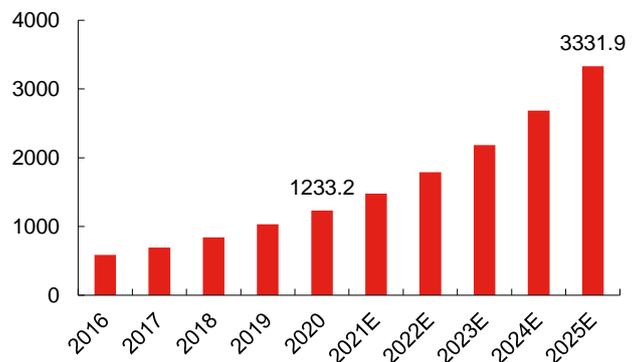
在呼吸疾病的迫切需求下，全球家用呼吸机和通气面罩市场规模持续扩大。根据弗若斯特沙利文统计，2020年全球家用无创呼吸机市场规模为27.1亿美元，在我国这一规模为12.3亿人民币；其次，2020年全球通气面罩市场规模为16.2亿美元，在我国这一规模为1.9亿元。未来，随着患者诊治率的不断提升，预计全球和我国家用呼吸机和通气面罩市场规模仍将持续扩容。

图 14：全球家用无创呼吸机市场规模及预测（出厂价口径，百万美元）



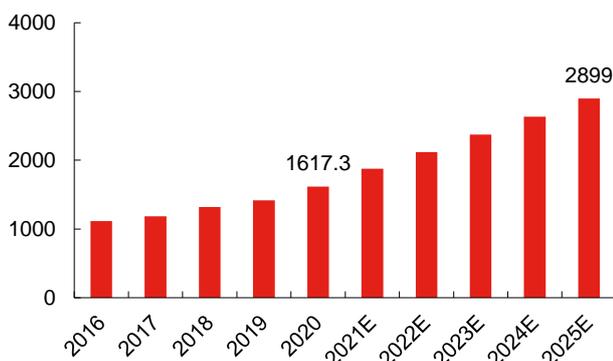
数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 15：中国家用无创呼吸机市场规模及预测（出厂价口径，百万人民币）



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 16：全球通气面罩市场规模及预测（出厂价口径，百万美元）



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

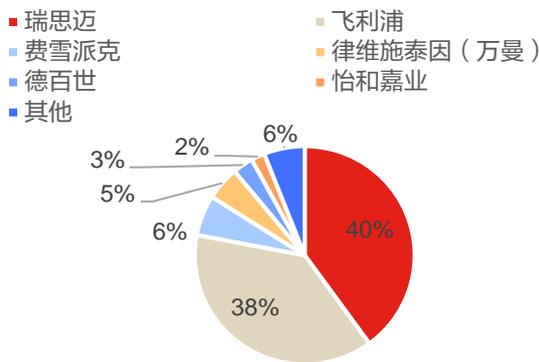
数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

家用呼吸机与通气面罩行业集中度高。根据华经产业研究院统计，2020 年全球家用呼吸机市场主要被瑞思迈和飞利浦两大龙头所占据，瑞思迈和飞利浦的全球市场份额分别为 40%和 38%。而在我国市场，飞利浦、瑞思迈和怡和嘉业市占率居前，CR3 为 70.6%。

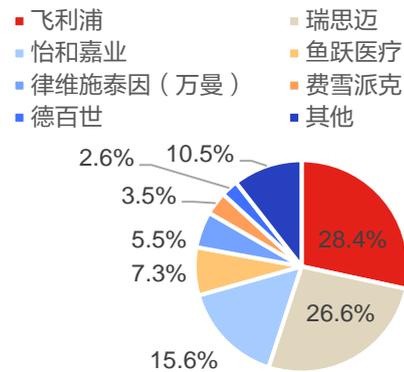
根据弗若斯特沙利文统计，在全球通气面罩市场，2020 年瑞思迈和飞利浦市占率居于前二，CR2 为 90.9%。而在我国，2020 年怡和嘉业、飞利浦和瑞思迈市占率位居前三，分别为 37.7%、23.4%、20.2%。

图 18：2020 年全球家用无创呼吸机市场竞争格局



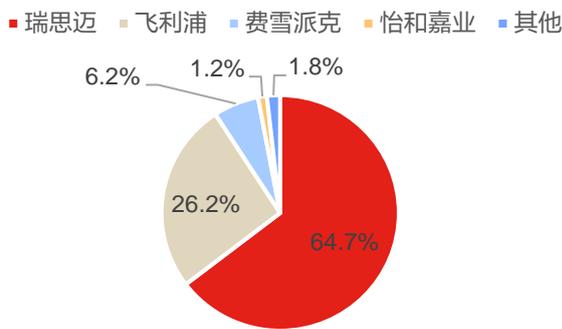
数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 19：2020 年中国家用无创呼吸机市场竞争格局



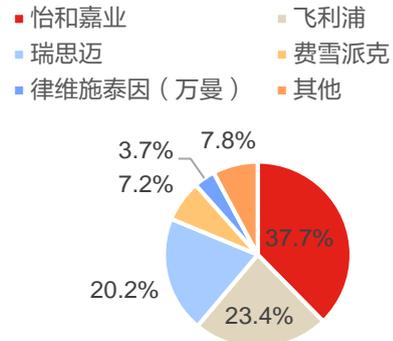
数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 20：2020 年全球通气面罩市场竞争格局



数据来源：弗若斯特沙利文（转引自怡和嘉业招股说明书），东方证券研究所

图 21：2020 年中国通气面罩市场竞争格局



数据来源：弗若斯特沙利文（转引自怡和嘉业招股说明书），东方证券研究所

飞利浦正式退出美国市场，瑞思迈&怡和嘉业或有受益。2021 年 6 月，飞利浦宣布在全球范围内召回数百万台呼吸机和 CPAP 呼吸设备。仅在 2021 年内，其在全球范围内召回的呼吸设备数量高达 520 万台，远高于最初估计的 300-400 万台。2024 年 1 月 25 日，飞利浦在官网宣布旗下呼吸机产品正式退出美国市场。此次飞利浦事件给行业带来了深远影响，市场格局或将重整。

表 4：飞利浦主要召回事件回顾

时间	召回事件	召回原因
----	------	------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

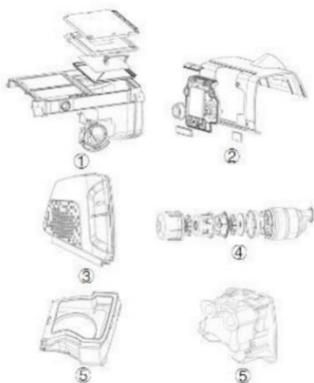
2021年6月	飞利浦 Respironics 发布了第一次全球性的召回通知，涉及其部分呼吸机和双水平气道正压通气（BiPAP）设备。	呼吸机所用的 PE-PUR 泡沫存在分解问题，可能释放有害气体或颗粒到呼吸机的空气通道中，对使用者构成潜在危险。
2021年7月	飞利浦 Respironics 进一步扩大了呼吸机产品的召回范围，包括更多的生产日期和型号。	与第一次召回一致。
2021年8月	FDA 宣布了一起关于飞利浦 Respironics 呼吸设备的严重召回。这次飞利浦召回了配备高流量治疗软件 3.00 和 3.10 版的 V60 和 V60 Plus 呼吸机。	原因是这批呼吸机因为没有解决导致最大系统压力的问题，可能导致严重的不良事件，甚至有死亡风险。
2022年1月	飞利浦 Respironics 召回某些 Trilogy EVO 呼吸机。	原因与第一次召回一致
2022年3月	飞利浦 Respironics 再度召回某些 V60 和 V60 Plus 呼吸机。	因为有一部分设备中，内部电路使用了过期粘合剂组装，有导致呼吸机停止工作的风险
2022年9月	飞利浦 Respironics 呼吸设备再次召回获得 I 类标签。该召回涉及从 2020 年 8 月 6 日到 2021 年 9 月 1 日分发的 386 台呼吸机。	BiPAP 机器的电机中可能含有塑料，可能会释放挥发性有机化合物（VOC）。除了用户吸入危险 VOC 的风险外，塑料还可能导致设备故障。
2023年2月	飞利浦 Respironics 再次对 Trilogy 100、Trilogy 200 和 Garbin Plus 三个系列的呼吸机产品召回。	召回原因主要与之前召回呼吸机所要替换的硅胶泡沫质量有关
2023年4月	飞利浦 Respironics 再次召回此前召回并修理过的部分 CPAP 和 BiPAP 设备。	原因是它们可能提供不准确或不充分的治疗

数据来源：器械之家，东方证券研究所

2.2 家用呼吸机组件是基石业务，绑定龙头

公司家用呼吸机组件主要由呼吸机组件和呼吸面罩组件构成。呼吸机组件主要组成部分包括：①主体和加热模块组件，②用户界面组件，③通讯模块组件，④风机组件，⑤ 湿化器水箱组件；呼吸面罩组件主要组成部分包括：①主体框架，②管路连接头，③硅胶罩。呼吸面罩属于消耗品，使用 3-6 月需要更换。

图 22：呼吸机主机主要组成部分



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 23：呼吸机呼吸面罩主要组成部分



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2018 年到 2022 年，公司呼吸机组件业务营收稳健增长。2023 年，公司呼吸机代工营收为 8.7 亿元，同比下滑 18.1%，主要原因是下游客户去库存所致。分品类来看，2021 年，呼吸机主机各组件营收为 4.7 亿元，呼吸面罩各组件营收为 2.9 亿元。

图 24：公司家用呼吸机组件营收（单位：百万元）及同比增速



数据来源：wind，东方证券研究所

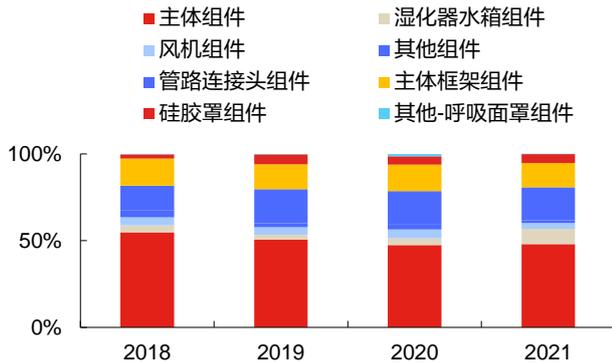
图 25：公司家用呼吸机组件营收拆分（单位：百万元）



数据来源：wind，东方证券研究所

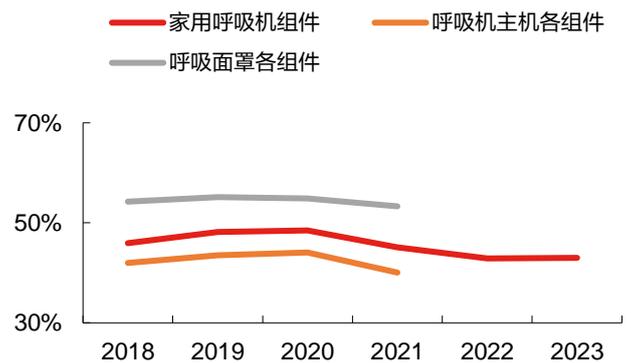
其中，呼吸机主机各组件营收主要来自于主体组件，2021 年营收为 3.7 亿元；面罩组件主要来自于管路接头连接头和主体框架组件，2021 年营收分别为 1.4 亿元和 1.1 亿元。其余组件包括：湿化器水箱组件、风机组件、硅胶罩组件等提升空间较大。其次，在毛利率上，呼吸面罩组件毛利率略高于主机组件，整体上家用呼吸机组件毛利率自 2019 年以来略有下滑，主要受汇率影响及产品结构变化所致。

图 26：公司家用呼吸机组件营收拆分



数据来源：wind，东方证券研究所

图 27：公司家用呼吸机组件毛利率



数据来源：wind，东方证券研究所

下游行业集中度高，公司向客户 A 销售占比高，符合行业特点。客户 A 是下游行业龙头企业，其睡眠呼吸紊乱和其他呼吸系统疾病治疗业务自 2019 年以来呈现稳健发展趋势（除 2021 年受新冠疫情影响），该业务营收从 2019 年的 26 亿美元增长至 2023 年的 37 亿美元（CAGR=9%）。

公司是客户 A 新一代呼吸机的核心供应商，与客户 A 建立了长期、稳定、持续的合作关系。从 2017 年开始，公司参与客户 A 整套结构组件的材料、结构、模具、自动化、生产工艺、品质标准等方面的开发。

表 5：发行人与客户 A 之间历史上的合作协议签署情况

合同签署时间	有效期约定
2013 年 8 月	有效期 3 年，客户可在当前有效期届满前至少提前 120 天发出书面通知，将有效期再延长两年。
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	有效期将再延长 1 年。《协议》将于 2017 年 10 月终止。
2016 年 12 月	有效期将再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 1 月终止。
2017 年 8 月	有效期将再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 4 月终止。
2018 年 4 月	有效期将再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 7 月终止。
2018 年 7 月	有效期将再延长 6 个月。《协议》将于 2018 年 12 月终止。
2018 年 10 月	有效期将再延长 6 个月。《协议》将于 2018 年 6 月终止。
2019 年 6 月	有效期将再延长 3 个月。《协议》将于 2019 年 9 月终止。
2019 年 8 月	有效期将再延长 12 个月。《协议》将于 2020 年 8 月终止。
2020 年 7 月	有效期将再延长 5 年。《协议》将于 2025 年 8 月终止。

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

医疗器械组件供应商替换成本高，供应关系稳定。根据客户 A 的公开披露消息，2018-2020 年，公司对客户 A 的营收占其营业成本比例分别是：6.89%、7.21%和 7.15%，较为稳定。对于定制化产品，客户需要与供应商进行贯穿全产品流程的协作开发而后进行注册审核，更换供应商所需付出的时间、资源、人力等成本相对较高，同时尚存在供应链不稳定风险，因此供应商与下游客户之间的合作关系粘性强。

三、人工耳蜗：市场稳定，已形成良好的品牌

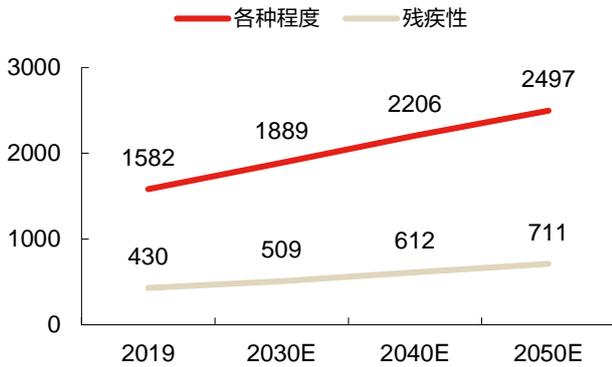
3.1 人工耳蜗是治疗失聪的常规方法，市场潜力大

人工植入耳蜗是一种电子设备，主要功能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、提高和重建轻度到重度失聪患者的听觉功能。目前被视为重度损伤听力的唯一解决方案。

根据世界卫生组织 2021 年发布的数据显示，2019 年全球约有 16 亿听力障碍者，其中约 4.3 亿人达到残疾性听力损失，而预计到 2050 年，全球听力障碍者人数将达到 25.0 亿人，其中 7.1 亿人为残疾性听力损失。

图 28：全球听力损失人数（单位：百万人）

图 29：耳部疾病或听力损失的治疗/辅助措施



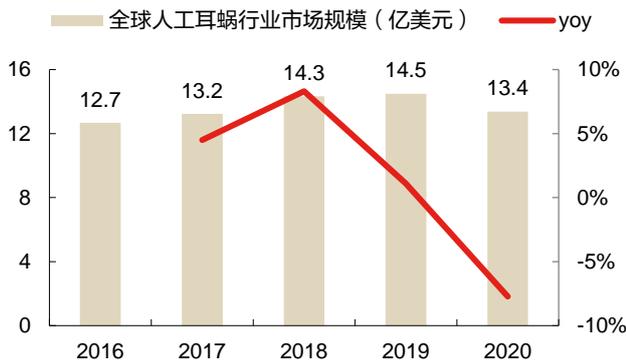
数据来源：《世界听力报告》（WHO），东方证券研究所



数据来源：《世界听力报告》（WHO），东方证券研究所

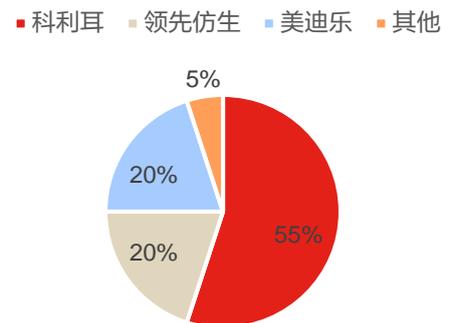
在市场规模上，2016-2019 年全球人工耳蜗行业市场规模稳健增长，2020 年受新冠疫情影响略有下滑，但其刚需属性强，预计将会恢复增长趋势；其次，在竞争格局上，由于人工耳蜗产品技术壁垒极高，市场集中度高，2022 年科利耳（55%）、领先仿生（20%）、美迪乐（20%）三家合计占据超 90%的份额。

图 30：全球人工耳蜗行业市场规模



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 31：2022 年全球人工植入耳蜗市场竞争格局

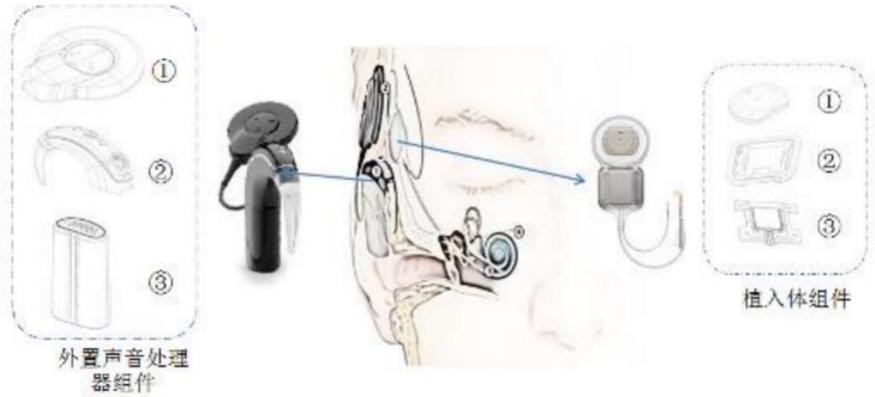


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

3.2 与龙头客户 B 深度合作，稳健发展

公司人工植入耳蜗组件主要包含：外置声音处理器组件、植入体组件和附件等。外置声音处理器组件由声音传输单元组件、声音接收单元组件和电池组件组成；植入体组件主要组成部分包括：植入磁铁组件、钛合金主体框架组件、植入分线器组件；附件主要由防水组件、外耳挂钩组件、保护盖组件组成。

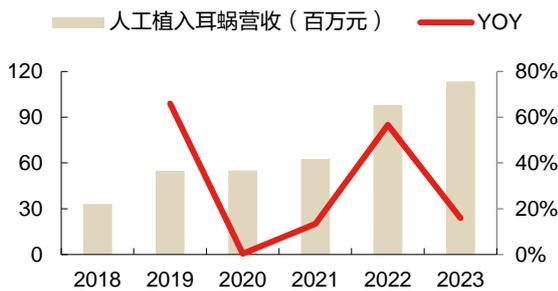
图 32：美好医疗人工植入耳蜗组件产品及其应用



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

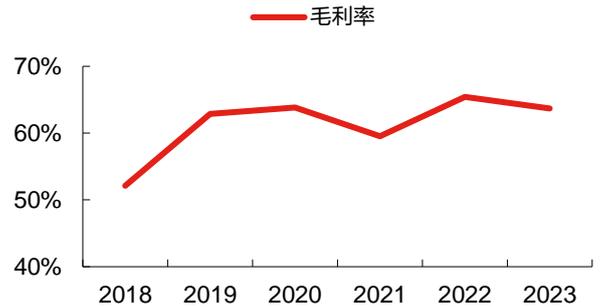
2018-2023年，公司人工耳蜗板块营收0.33亿元增长至2023年的1.14亿元，CAGR为27.9%，增长势头良好；在毛利率方面，人工耳蜗业务受汇率影响较大，存在一定的波动。

图 33：2018-2023 公司人工植入耳蜗营收及同比增长



数据来源：wind，东方证券研究所

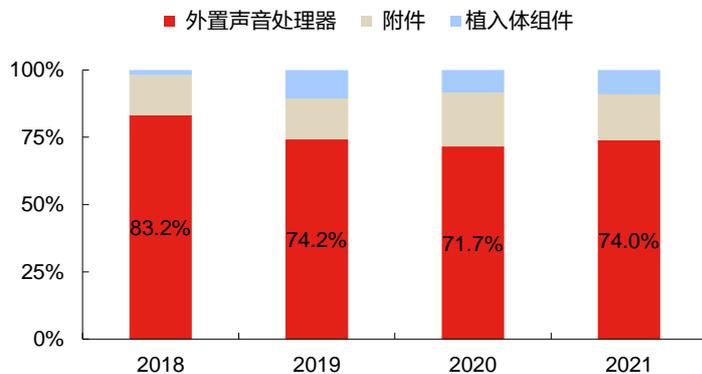
图 34：2018-2023 公司人工植入耳蜗毛利率



数据来源：wind，东方证券研究所

在人工耳蜗业务中，外置声音处理器为公司主要营收来源，2018-2021年占比都在70%以上。此外，该板块的营收还包括附件与植入体组件，2019年后植入体组件占比明显增加且较为稳定。

图 35：2018-2021 公司人工植入耳蜗行业营收拆分



数据来源：wind，东方证券研究所

公司主要向龙头客户 B 供应组件产品，后者是全球最大的人工植入耳蜗制造商之一。2018-2020 年，公司对客户 B 的销售收入占其营业成本比例为：2.13%/3.58%/3.20%，保持稳定。

值得注意的是，公司与 ELLUME 于 2020 年开始合作，起初是由客户 B 产品设计工程师向 ELLUME 推荐了美好医疗，一定程度上说明了公司在下游客户中形成了良好的口碑。

四、底层技术具备拓展能力，胰岛素笔初露锋芒

4.1 掌握精密组件制造核心技术，延伸至消费领域

4.1.1 研发平台技术完备，生产经验丰富

公司在传统的精密模具设计与制造方面积累深厚，自主研发的**液态硅胶**（Liquid Silicone Rubber, LSR）应用技术进入壁垒高，同时早期切入客户供应链也有效增强了与下游客户的合作黏性，具体来看：

1) 精密模具设计与制造能力出众

医疗器械精密组件制造技术要求较高，需要企业具备从模具设计、工程技术、自动化生产到组装、成品功能测试等系列生产制造能力。公司重视研发，通过多年技术迭代，已形成先进的医疗器械精密组件制造技术平台，包括：精密模具设计开发及制造技术，以及精密注塑成型技术。

表 6：公司核心精密模具设计与制造技术

技术分类	核心技术名称	解决的问题	先进性的核心指标
精密模具设计开发及制造技术	呼吸机主体模具设计及制造技术	解决了呼吸机主机组件模具量产稳定性的问题。	模具精密度最高达到 $\pm 0.002\text{mm}$ 。
	呼吸机叶轮模具设计及制造技术	解决了呼吸机叶轮产品动平衡问题。	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	解决了呼吸面罩气流控制及产品品质问题，同时提升了产品的量产性，达到了较高的产品生产制程能力水平。	模具精度高，最高达到 $\pm 0.002\text{mm}$ ；产品气流稳定性好，最小波动控制在 ± 2.0 升分。
	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。	模具精度高，最高达到 $\pm 0.002\text{mm}$ 。
	多组分精密模具设计与制造技术	液态硅胶塑胶多组分产品实现液态硅胶塑胶材料和其他材料的牢固连接。增加了产品设计的自由度，解决了同一产品上可以设计不同材料的问题	模具精密度最高达到 $\pm 0.002\text{mm}$ ，旋转后角度偏差达到 $\pm 0.01^\circ$ 。
精密注塑成型技术	呼吸面罩气流控制精密注塑成型技术	解决了呼吸面罩生产气流不稳定，导致的品质稳定性问题。	气流波动控制在 2.0 升/分钟。
	多材料嵌入注塑成型技术	解决了多材料嵌入注塑制程不稳定。	模具温度最高精度控 ($\pm 1^\circ\text{C}$)、产品重量控制 ($\pm 0.03\%$)、成型温度控制 ($\pm 1^\circ\text{C}$)。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

植入级高温聚醚醚酮 (PEEK) 材料精密注塑成型技术	解决了植入级高温材料注塑的制程控制难问题。	高精密 (尺寸公差 0.05mm)。
薄壁产品精密注塑成型技术	解决了薄壁产品难成型问题。	实现了 PP、TPE 等材料最薄 0.15mm 的整体产品厚度的注塑，成型周期在 10S 以下。液态硅胶产品薄壁注塑实现了局部 0.05mm 的应用。

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

从精密模具的各项指标来看，目前公司的精度、表面粗糙度、最小 R 角以及使用寿命等重要指标均已经达到国际先进水平。

表 7：公司与国内外先进技术水平比较

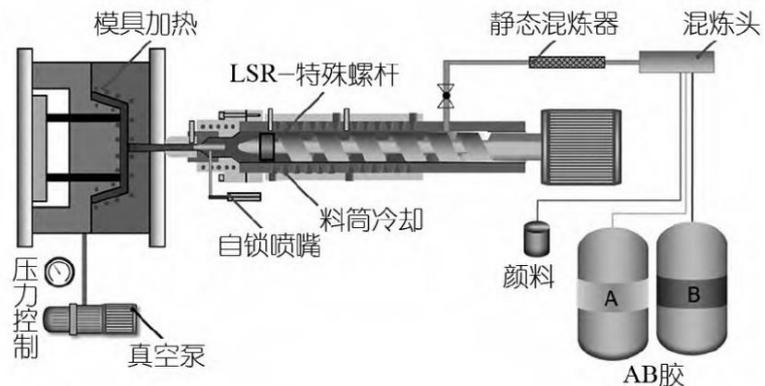
项目	公司水平	国际先进水平	国内先进水平
精度 (毫米)	0.002	0.001-0.005	0.005-0.01
表面粗糙度 (微米)	0.03-0.06	0.03-0.08	0.06-0.16
最小 R 角 (毫米)	0.01	0.01	0.05
使用寿命 (万次)	100 (部分模具可到 400)	100	50-100

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2) 自主研发的液态硅胶技术壁垒高

液态硅胶是在室温硫化硅橡胶基础上发展起来的一种新型橡胶，生物兼容性与耐高温稳定性良好，是医疗器械的理想材质。但是其生产过程复杂，涉及精细的合成工艺和严格的品控要求，尤其是其注塑成型过程中涉及到诸多技术难点，包括：1) 料筒温度的控制；2) 防止回流和漏胶；3) 防止液态硅胶提前固化；4) 加热促进硬化时需保证温度分布均匀；5) 保证空气被完全排出行腔外；6) 脱模等。

图 36：液态硅胶注塑流程



数据来源：《硅胶注塑成型的特点及工艺应用》杨吉，东方证券研究所

国外液态硅胶的生产应用于上世纪 80 年代开始，国内进入该领域更晚，目前掌握该技术的国内企业较少。公司自 2011 年开始研发液态硅胶相关模具及成型技术，并投入建设液态硅胶的生产能力。目前已全面掌握液态硅胶相关的核心技术，并获得客户的全面认可。

表 8：公司液态硅胶相关核心技术

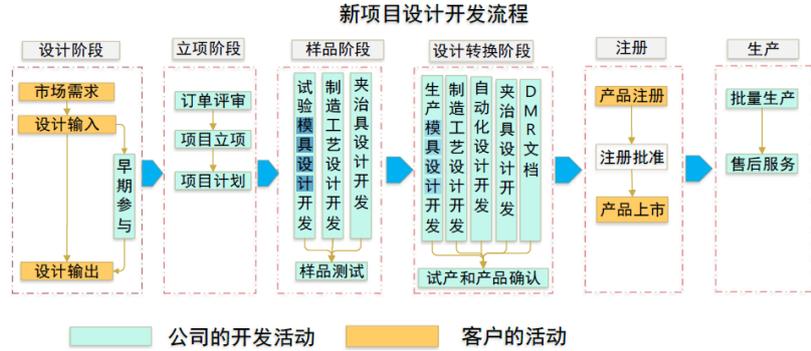
核心技术名称	技术特点	解决的问题	先进性的核心技术指标
液态硅胶冷流道设计与制造技术	公司自主研发的液态硅胶冷流道设计与制造技术品类齐全，覆盖了开放式、针阀式、单穴、多穴等类型，采用了分区温度控制、多级精密定位等技术，冷流道的加工采用了精密加工工艺，最高加工精度达到 0.002mm，流动平衡偏差率在<水平，最小的针阀直径≤1mm。使用公司冷流道技术生产的产品品质稳定，外观美观。	多穴冷流道流动平衡好，针阀冷流道针阀直径小，生产产品品质稳定，外观美观。公司将上述技术取得突破，并有效应用于产品生产。	最多达 128 穴、冷流道与模芯接触点温度偏差 < 5℃，流动平衡性偏差 < 0.2%。
精密液态硅胶模具设计与制造技术	液态硅胶模具技术是由冷流道技术、抽真空技术、加热与隔热技术、线性膨胀计算方法技术、模具精密定位技术、硅胶产品脱模技术等共同构成。公司通过系统性的技术研发已实现上百种液态硅胶模具的研发与制造，液态硅胶已成为公司最具竞争优势的技术之一。	高质量液态硅胶模具技术公司已取得突破，并有效应用于产品生产。	模具表面温度均衡性达到 <5 摄氏度，模腔内真空度达到 20mBar，热膨胀理论计算偏差 < 0.02mm，模具精密度最高达到 ±0.002mm。
液态硅胶分层成型模具设计与制造技术	在一个液态硅胶产品成型过程中，将产品在厚度方向上剖成两层或多层，先成型一层后，再成型第二层、第三层等直至将完整产品成型完成。其目的在于：可以在分层结构中置入需要夹在产品壁厚中间的置入物，如芯片、电缆等。其特点是：分层成型后的产品，将置入物夹在产品壁厚中间，产品结构上依然是一个完整不可分开的整体。	解决了液态硅胶产品分层结构中置入需要夹在产品壁厚中间的置入物，如芯片、电缆等难题。	首创的 3 次注塑分层成型技术，将 2 颗光学传感器、2 条线缆经过 14 次弯折置入产品壁厚中间，线缆不外露、有色产品光学传感器位置成型出 2 个透明视窗。
长期植入液态硅胶精密成型技术	万级 GMP 车间完成洁净环境下注塑生产，进行尺寸全检，保证出货所有尺寸 100% 合格。植入产品专用设备及器具管控；接触物质控制体系；医疗器械追溯体系。	解决了非金属长期植入医疗器械零部件的精密制造品质管控及追溯问题。	尺寸精度：±0.05mm。

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3) 切入客户新产品设计开发，加强黏性

基于深厚的底层技术，公司可提前介入部分客户的新产品设计与开发的前期过程。在接到客户订单后，公司会配合客户进行项目研发，并提供批量生产服务，将会加快客户产品上市节奏，同时也提高了与客户的合作黏性。

图 37：公司新项目设计开发流程



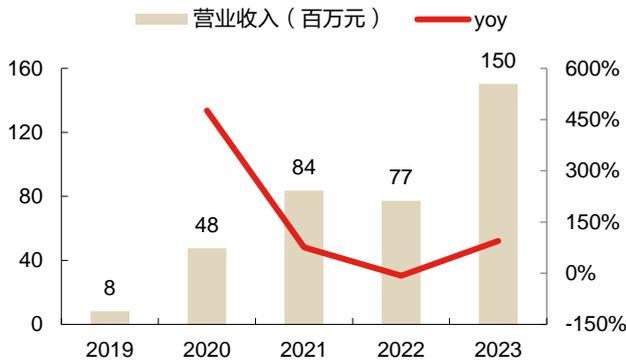
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

4.1.2 业务延展性强，扩至家用&消费市场

公司所掌握的精密模具设计与制造技术具有良好的延展性，可应用于诸多生产消费领域。目前，已深入拓展至家用和消费电子市场。2019-2023 年，公司家用和消费电子业务营收从 826 万元增长至 1.5 亿元，CAGR 达 107%。

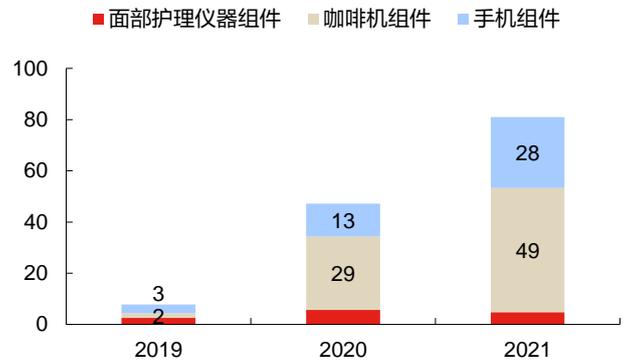
值得一提的是，公司家用和消费电子板块产品种类较多，其中：面部护理仪器组件、咖啡机组件、手机组件等占比较高。伴随该业务发展，下游客户拓展至飞利浦、YETI、ELLUME 等大型企业，带来更多合作可能性。

图 38：公司家用及消费电子业务发展快速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 39：公司家用及消费电子板块中主要业务营收（百万元）



数据来源：wind，东方证券研究所

4.2 胰岛素笔：空间广阔，相关产品已量产

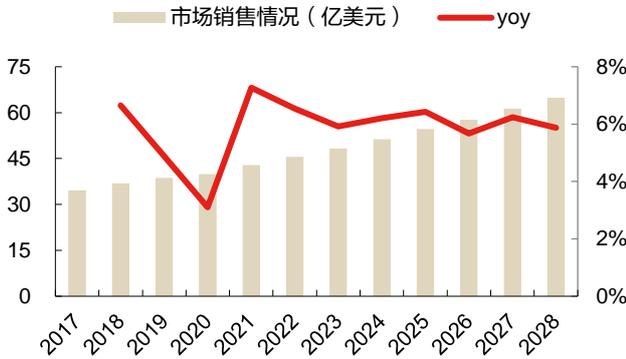
胰岛素注射笔是一种用于注射胰岛素的医疗器械，使用方法简单，适合糖尿病患者自行使用。自 1985 年诺和诺德推出世界上第一支胰岛素注射笔以来，笔式注射器始终为糖尿病患者的主流采纳方案。根据观研报告网统计，当前胰岛素患者中约 70%至 93%的人在使用胰岛素笔。

随着人口老龄化和生活方式改变，糖尿病患者数量持续增加，胰岛素注射笔需求相应扩容。全球市场销售额预计将从 2017 年的约 34.6 亿美元增长到 2028 年的约 64.9 亿美元，CAGR 为 6%。

我国市场规模则将从 2021 年的 3.86 亿美元增长至 2023 年的 4.84 亿美元，CAGR 为 12%。

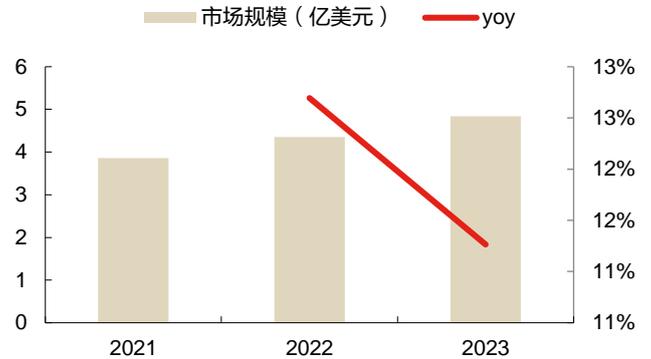
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 40：全球胰岛素注射笔市场销售情况及同比增速



数据来源：QYResearch（转引自 Global Info Research），东方证券研究所

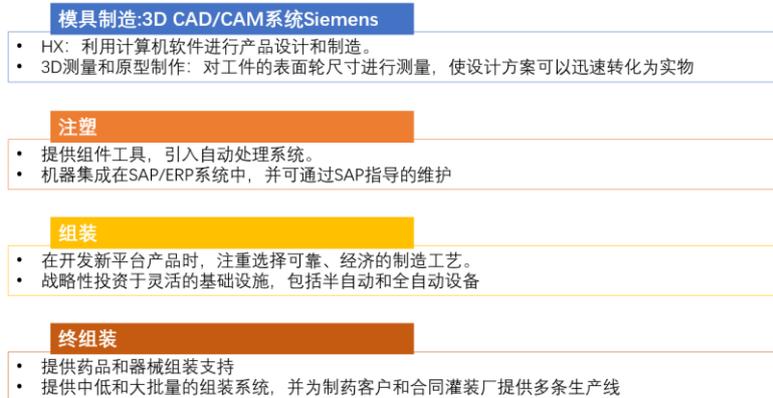
图 41：中国胰岛素注射笔市场规模及同比增速



数据来源：观研天下，东方证券研究所

注射笔核心壁垒在于专利保护，赛道集中度高。注射笔结构复杂，生产流程包括：模具制造、注塑、组装和终组装等，对企业开发和制造高精度和多腔工具的能力和和经验提出了高要求，同时尚需实现过程步骤的一体化以降本增效。目前，注射笔行业赛道高度集中，诺和诺德、礼来和赛诺菲三家占据全球 80% 份额。

图 42：注射笔生产的主要环节与技术



数据来源：观研报告网，东方证券研究所

公司胰岛素笔相关产品成功实现量产，前景可观。据 2023 年报，公司自主研发的胰岛素笔组装自动化设备已取得突破，其中运用的机器人技术、视觉识别系统、智能传感器等先进技术使得该精密制造过程更加智能化和柔性化。目前，公司胰岛素相关产品已实现量产，有望为公司带来新兴成长曲线。

表 9：公司胰岛素笔产品研发进展

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
胰岛素笔精密计量机构零件及多模穴模具技术的研发	实现 32 穴模具高效率、高精度的制造，显著提升胰岛素笔组件的生产效率和产品质量，使胰岛素笔	已完成设计和工艺技术优化验证，进行了小批量量产	精密计量组件在设计 and 工艺技术优化验证后，实现全自动化任意组装后，胰岛素笔	在胰岛素笔组件这个细分领域，提升公司的竞争力。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	注射时计量推进机构 ≤ 15N 的推力		注射时计量推进机构已满足 ≤15N 的推力	
胰岛素笔自动化制造技术研究与应用	自主开发胰岛素笔全自动制造技术，完成进口替代，取得主动权，实现胰岛素笔自动制造大型自动化设备的国产化。	已完成机器的组装，调试以及组装工艺的研究，并完成第一批次生产交付。	节拍达到 2.5s/pcs，良率达到 98%，稼动率达到 95%，实现无人自动化生产。	项目的成功实施将不仅满足客户的需求，提升公司业绩，增强公司影响力，还将为公司及客户减少设备投资数千万元，并使中国在该类设备制造领域树立新的标杆，推动行业的技术进步。
精准限位低阻力一次性注射笔的研发	开发出一款高精度、低阻力的一次性注射笔。	完成产品的初步设计和优化；	1.可调节最小剂量为 1IU 2.剂量调节范围为 1-60IU 3.剂量误差 ≤5%。	完善血糖管理产品线。

数据来源：公司年报，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自两部分：
 - i.首先是在医用产品收入中，公司是医疗器械精密组件领域的龙头企业，在家用呼吸机、人工耳蜗等领域已形成领先优势。2023 年家用呼吸机业务由于下游渠道去库存，业绩短期承压，后续随着渠道库存出清，预计公司家用呼吸机组件业务的业绩将企稳回升，恢复快速增长态势，预计 2024-26 年增速分别为 18.6%/19.1%/19.3%；而在人工耳蜗组件业务中，全球人工耳蜗市场增速稳定，公司与下游客户 B 的合作关系稳定，该板块业务预计稳定增长，预计 2024-26 年增速分别为 18.3%/16.9%/17.6%；公司尚积极拓展新产品，自主产品营收快速增长，预计 2024-26 年增速分别为 30.0%/25.0%/25.0%；其次，公司同样积极拓展新客户与新业务，其他医疗产品组件业务稳健增长，预计 2024-26 年增速分别为 30.0%/25.0%/25.0%。
 - ii.二是在非医疗产品收入上，公司掌握核心的医疗器械精密组件设计及制造技术，已形成成熟的产品开发平台，能够延展至多个非医疗领域产品，并形成快速稳定发展趋势，预计 2024-26 年非医疗产品收入增速分别为 54.0%/31.3%/26.0%。
- 2) 公司 24-26 年毛利率预计分别为 42.6%/42.3%/42.1%。毛利率波动主要系汇率波动、产品结构变化所致。2023 年受渠道去库存影响，公司毛利率水平较高的家用呼吸机业务营收占比下滑，毛利率水平较低的家用及消费电子业务营收占比提高。后续，预计随着公司家用呼吸机组件业务逐步恢复快速增长态势，其营收占比将有所提高，整体毛利率水平将稳步提高。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率预计为 2.01%/1.88%/1.90%，管理费用率为 7.58%/7.17%/6.45%，研发费用率为 7.44%/6.96%/7.03%。近年来公司重视新产品研

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

发和新客户开拓，预计 2024 年起将有新兴业务逐步落地。为此，公司销售费用、管理费用、研发费用将随之稳步提高。同时随着销售收入的增长，对整体期间费用有一定的摊薄影响，因此销售费用率、管理费用率、研发费用率预计均将有小幅下调。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
家用呼吸机组件					
销售收入（百万元）	1,058.6	866.8	1,028.3	1,224.4	1,460.9
增长率	38.7%	-18.1%	18.6%	19.1%	19.3%
毛利率	42.9%	43.0%	44.5%	44.5%	44.5%
人工植入耳蜗组件					
销售收入（百万元）	98.0	113.6	134.3	157.0	184.5
增长率	64.7%	15.9%	18.3%	16.9%	17.6%
毛利率	65.4%	63.7%	65.0%	65.0%	65.0%
自主产品					
销售收入（百万元）	5.4	12.6	16.4	20.4	25.6
增长率	-63.0%	135.1%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	53.7%	45.9%	46.0%	46.0%	46.0%
其他医疗产品组件					
销售收入（百万元）	80.3	85.4	111.0	138.8	173.5
增长率	-22.5%	6.4%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	36.5%	27.0%	28.0%	28.0%	28.0%
非医疗产品					
销售收入（百万元）	173.1	259.3	399.3	524.0	660.3
增长率	-10.7%	49.8%	54.0%	31.3%	26.0%
毛利率	34.1%	29.8%	34.0%	34.0%	34.0%
合计	1,415.3	1,337.6	1,689.3	2,064.6	2,504.7
增长率	24.8%	-5.5%	26.3%	22.2%	21.3%
综合毛利率	43.0%	41.2%	42.6%	42.3%	42.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司主营业务为医疗器械领域中家用呼吸机及人工耳蜗精密组件的生产和销售。基于公司业务属性，我们选取爱博医疗、怡和嘉业、迈普医学、乐心医疗、三诺生物这五家作为可比公司。其中，爱博医疗的主营业务是眼科医疗器械的自主研发、生产、销售及相关服务，怡和嘉业是呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造商，主营产品包括家用无创呼吸机、通气面罩等；迈普医学的主营业务是人工硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补及固定系统、可吸收再生氧化纤维素等植入医疗器械产品的生产和销售；乐心医疗的主营业务是家用医疗健康电子产品的研发、生产和销售；三诺生物主要业务为微量血糖快速血糖测试仪及配套血糖检测试条等产品的生产与销售。

我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.96、1.20、1.47 元，由于公司家用呼吸机业务有望随下游渠道库存出清而恢复快速增长态势，同时公司产品管线持续丰富，新业务、新客户不断开发，长期发展空间广阔。根据可比公司 2024 年平均估值，给予公司 2024 年 34 倍市盈率，对应目标价为 32.64 元，首次给予买入评级。

表 10：可比公司估值

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024/6/12	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
三诺生物	300298	26.65	0.50	0.78	0.98	1.19	52.88	34.07	27.29	22.41
怡和嘉业	301367	63.05	3.32	4.29	5.30	5.55	19.00	14.68	11.90	11.36
迈普医学	301033	40.10	0.62	0.87	1.29	1.89	64.80	46.16	31.13	21.17
乐心医疗	300562	8.58	0.16	0.27	0.37	0.48	54.17	31.66	23.43	18.03
爱博医疗	688050	74.01	1.61	2.12	2.76	3.51	46.10	34.95	26.86	21.11
	最大值						64.80	46.16	31.13	22.41
	最小值						19.00	14.68	11.90	11.36
	平均数						47.39	32.30	24.12	18.82
	调整后平均						34	26	20	

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- **大客户依赖风险。**2023年，公司来自前五大客户的营收占比为81.79%，其中来自前两大客户的营收占比为65.01%和8.64%，大客户依赖程度较高。如果公司与大客户合作关系出现波动，则会对公司业绩增长产生负面冲击；
- **下游库存积压风险。**公司2023年家用呼吸机组件业务由于下游客户阶段性去库存的影响，营收下滑18.12%。后续如果下游去库存进展慢于预期，则可能对公司业绩产生负面影响。
- **新业务拓展不及预期风险。**如果新客户或新产品拓展不及预期，则公司发展前景会受到不利影响；
- **汇率波动风险。**如果汇率出现较大波动，则会对公司出口业务产生干扰，可能会对公司业绩产生负面影响。
- **地缘政治风险。**公司以出口业务为主，如果国际政治形势出现变化，则可能会对公司经营产生不良影响。
- **盈利能力下滑风险。**公司主要业务是医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，如果市场竞争趋于激烈，则可能会使得公司盈利能力下降

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,230	1,708	1,531	1,470	1,674	营业收入	1,415	1,338	1,689	2,065	2,505
应收票据、账款及款项融资	204	228	285	333	418	营业成本	806	787	970	1,191	1,450
预付账款	20	20	30	32	40	销售费用	26	32	34	39	48
存货	433	375	490	603	719	管理费用	84	101	128	148	162
其他	537	28	213	261	169	研发费用	88	120	126	144	176
流动资产合计	2,425	2,359	2,549	2,699	3,021	财务费用	(49)	(52)	(16)	(14)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	20	12	11	14
固定资产	817	867	927	1,036	1,170	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	40	162	431	633	784	投资净收益	1	16	7	8	10
无形资产	81	80	80	80	80	其他	(2)	6	(3)	(4)	(6)
其他	25	56	19	17	17	营业利润	457	352	439	550	675
非流动资产合计	963	1,164	1,457	1,765	2,051	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	3,388	3,523	4,006	4,464	5,072	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	10	3	4	利润总额	457	351	439	550	674
应付票据及应付账款	183	138	250	262	315	所得税	55	38	49	62	75
其他	125	135	143	162	186	净利润	402	313	390	487	599
流动负债合计	307	272	402	427	505	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	402	313	390	487	599
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.99	0.77	0.96	1.20	1.47
其他	60	69	12	12	12						
非流动负债合计	60	69	12	12	12	主要财务比率					
负债合计	367	341	414	438	517		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本 (或股本)	407	407	407	407	407	营业收入	24.4%	-5.5%	26.3%	22.2%	21.3%
资本公积	1,597	1,597	1,597	1,597	1,597	营业利润	31.1%	-23.0%	24.9%	25.1%	22.7%
留存收益	1,027	1,198	1,588	2,022	2,552	归属于母公司净利润	29.7%	-22.1%	24.4%	25.0%	23.0%
其他	(10)	(20)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,021	3,182	3,592	4,026	4,555	毛利率	43.0%	41.2%	42.6%	42.3%	42.1%
负债和股东权益总计	3,388	3,523	4,006	4,464	5,072	净利率	28.4%	23.4%	23.1%	23.6%	23.9%
						ROE	18.2%	10.1%	11.5%	12.8%	14.0%
						ROIC	15.8%	8.6%	11.1%	12.4%	13.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	10.8%	9.7%	10.3%	9.8%	10.2%
净利润	402	313	390	487	599	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	59	81	99	117	140	流动比率	7.89	8.66	6.33	6.33	5.98
财务费用	(49)	(52)	(16)	(14)	(15)	速动比率	6.43	7.23	5.07	4.86	4.50
投资损失	(1)	(16)	(7)	(8)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(88)	7	(83)	(127)	(140)	应收账款周转率	6.4	6.2	6.8	6.8	6.9
其它	58	18	2	5	5	存货周转率	2.1	1.9	2.2	2.1	2.1
经营活动现金流	381	351	385	461	580	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	(188)	(242)	(426)	(426)	(426)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.99	0.77	0.96	1.20	1.47
其他	(688)	168	(163)	(49)	105	每股经营现金流	0.94	0.86	0.95	1.13	1.43
投资活动现金流	(876)	(73)	(589)	(476)	(322)	每股净资产	7.43	7.83	8.83	9.90	11.20
债权融资	(86)	1	1	(1)	0	估值比率					
股权融资	1,225	0	0	0	0	市盈率	26.1	33.5	26.9	21.6	17.5
其他	(31)	(154)	26	(45)	(54)	市净率	3.5	3.3	2.9	2.6	2.3
筹资活动现金流	1,107	(153)	27	(46)	(54)	EV/EBITDA	18.7	23.0	16.7	13.4	10.9
汇率变动影响	34	9	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.5	29.2	20.7	16.3	13.3
现金净增加额	647	133	(177)	(61)	204						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。