

美好医疗(301363)

报告日期: 2024 年 12 月 18 日

美好医疗：呼吸机组件龙头，多元发展增新势

——美好医疗深度报告

投资要点

公司作为家用呼吸机及人工植入耳蜗组件龙头，其与大客户合作长期以来较为稳定，2024 年以来，随着下游大客户去库存影响的消退，公司收入及利润端已逐步得到修复，展望 2024-2026 年，我们预计凭借公司成熟的技术平台优势，在其他细分领域特别是血糖管理等方向，新产品、新客户的拓展有望打造公司第二增长极，我们持续看好公司多元化布局下的长期成长空间。

□ 业绩复盘及展望：去库存影响逐步消退，业绩有望重回高增长态势

收入及净利润：2020-2022 年，公司收入由 5.8 亿元增长至 14.2 亿元，CAGR 为 24.9%，归母净利润由 1.3 亿元增长至 4.0 亿元，CAGR 为 32.4%。2023 年公司收入和净利润受下游客户阶段性去库存的影响有所下滑，2024 年以来，随着下游大客户去库存影响的消退，公司收入及利润端已逐步得到修复，展望 2024-2026 年，我们预计在新业务快速放量的加持下，公司营业收入及归母净利润有望保持较快的增长态势。

盈利能力：2018 年以来，公司综合毛利率受汇率等因素影响有所波动，但已于 2023 年触底，并随高毛利率产品人工植入耳蜗组件占比提升有所反弹企稳。净利率方面，2022 年以来主要受研发费用、管理费用及销售费用等快速增加而有所下滑，我们认为，随着公司运营效率提升、管理费用的逐步回落，公司净利率水平有望企稳。

销售区域及客户结构：公司主要以海外销售为主，2018 年海外收入占比达到 96%，随着国内业务的快速增长，截止到 2024H1，公司海外收入占比已下降至 86%左右。此外，从客户结构来看，公司大客户集中度较高，2019-2022 年公司前五大客户收入占比始终超过 84%（其中第一大客户占比超过 66%）。截止到 2023 年，前五大客户收入占比降至 81.8%。我们认为，随着公司多元化布局业务的持续快速发展，公司大客户依赖情况有望得到逐步好转。

□ 家用无创呼吸机及面罩应用场景广、渗透率低

家用无创呼吸机：市场规模：2020 年，全球市场规模达到 27.1 亿美元。预计到 2025 年，将达到 55.8 亿美元，CAGR 为 15.5%。国内市场规模 2020 年约 12.3 亿元，预计到 2025 年，将增长至约 33.3 亿元，CAGR 为 22.0%，略高于全球市场规模增速。**竞争格局：**2020 年，全球竞争格局非常集中，主要以瑞思迈（占比约 40.3%）和飞利浦（占比约为 37.8%）为代表，占据了接近 80% 的市场份额。国内市场，2020 年，飞利浦与瑞思迈分别占据了 28.4% 及 26.6% 的市场份额，此外，国产品牌怡和嘉业占比 15.6%，鱼跃医疗占比 7.3%，分别位居第三、第四位，其余国内企业占比较小，相对分散。

通气面罩：市场规模：2020 年，全球市场规模为 16.2 亿美元，预计到 2025 年，将攀升至 29.0 亿美元，CAGR 为 12.4%。国内市场规模 2020 年约 1.9 亿元，目前国内患者对于通气面罩的更换频率较发达市场仍相对较低，随着居民收入水平提升，家用无创呼吸机在国内不断普及，患者的更换意识及支付意愿也将不断加强，预计到 2025 年市场规模将攀升至约 4.6 亿元，CAGR 为 19.3%。**竞争格局：**2020 年，全球通气面罩市场仍以瑞思迈（占比 64.7%）和飞利浦（占比 26.2%）为主，两者共占据超 90% 的市场份额。而国内市场已逐步突破瑞思迈及飞利浦的市场垄断，2020 年，中国产品牌怡和嘉业占比达到 37.7%，排名第一，飞利浦（占比 23.4%）和瑞思迈（占比 20.2%）分别位居第二、第三位。

□ 人工耳蜗：全球市场规模 20.6 亿，CAGR 8.2%，三寡头垄断

市场规模：2023 年全球市场规模为 20.6 亿美元，预计到 2034 年将增长至 49.1 亿美元，2023-2034 年 CAGR 为 8.2%。而我国植入渗透率极低，只有 0.7%，市场扩展空间较大。**竞争格局：**人工耳蜗行业同样为寡头垄断市场，全球人工植入

投资评级：增持(首次)

分析师：孙建
 执业证书号：S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师：吴天昊
 执业证书号：S1230523120004
 wutianhao@stocke.com.cn

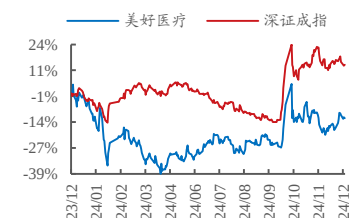
分析师：王长龙
 执业证书号：S1230521020001
 wangchanglong@stocke.com.cn

分析师：刘明
 执业证书号：S1230523080009
 liuming01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 32.05
总市值(百万元)	13,033.45
总股本(百万股)	406.66

股票走势图



相关报告

耳蜗的制造商科利耳、领先仿生和美迪乐，三家公司合计市占率 2022 年超过 90%。

□ 美好医疗：两大基石业务合作稳定，多元化布局带来新增长极

① **家用呼吸机组件：**全球家用呼吸机行业集中度较高，公司与全球最大的家用呼吸机制造商之一的大客户 A 合作绑定扎实，并连续 10 年获评客户 A“最佳供应商”，最新销售框架协议有效期至 2025 年 8 月，具有较强的稳定性和可持续性。此外，飞利浦因呼吸机召回事件暂时退出美国市场从而带来行业竞争格局重塑，有望为公司带来新的业绩驱动力，我们认为，随着下游客户去库存影响的消退，该部分业务有望保持稳健增长。

② **人工植入耳蜗组件：**公司与全球人工植入耳蜗市场龙头之一的客户 B 合作绑定扎实，公司与客户 B 最早合作始于 2011 年，期间获评“5 年服务最有价值和优秀合作伙伴”，2019 年 5 月，公司与客户 B 首次开始通过签署长期框架协议的方式增加来合作粘性，进一步推动了公司人工耳蜗组件收入的快速增长。我们认为，随着客户 B 市场规模的持续扩大，以及凭借公司高质量的产品技术和口碑有望继续突破其他新客户，公司人工耳蜗组件业务未来仍有望持续保持稳步增长。

③ **多元化业务布局：**凭借公司成熟的技术平台优势，公司产品线不断向医疗器械、家用及消费电子组件等其它细分市场进行了纵深发展。公司目前已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、眼科器械等细分领域与全球多家创新型高科技企业开展产品及工艺技术开发和生产制造方面的合作，特别是在胰岛素笔组件拓展方面同样取得了较大的进展，市场应用空间广阔。

我们认为，基于公司较为成熟的技术平台，叠加拥有众多大客户的背书，公司在拓展新产品、新客户方面具有明显的先天优势。考虑到各个新拓展细分赛道市场空间较为广阔，公司多元化布局的市场战略有望持续为公司带来新的增量动力，并帮助公司持续打开成长天花板。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 16.4、20.9、25.8 亿元，同比增速分别为 22.3%、27.7%、23.5%，归母净利润分别为 3.9、4.9、6.0 亿元，同比增速分别为 25.2%、25.3%、21.2%，对应 PE 分别为 33.2、26.5、21.9 倍。考虑到公司家用呼吸机组件及人工植入耳蜗组件两大基石业务发展相对稳定，而多元化布局的各细分赛道市场空间广阔，有望持续为公司带来新的增量动力，参考可比公司相对估值，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

单一客户重大依赖的风险；新产品新客户拓展不及预期风险；汇率波动风险等。

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1338	1635	2088	2579
(+/-) (%)	-5.5%	22.3%	27.7%	23.5%
归母净利润	313	392	491	596
(+/-) (%)	-22.9%	25.2%	25.3%	21.2%
每股收益(元)	0.77	0.96	1.21	1.46
P/E	41.6	33.2	26.5	21.9

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 美好医疗：家用呼吸机组件龙头，多元化布局打造第二增长极	5
1.1 公司概况：家用呼吸机及人工植入耳蜗组件龙头	5
1.2 业绩复盘及展望：去库存影响逐步消退，业绩有望重回高增长态势	5
2 家用无创呼吸机及面罩应用场景广、渗透率低	8
2.1 家用无创呼吸机为 COPD 及 OSA 患者非药物治疗首选	8
2.2 家用呼吸机全球市场规模超 50 亿美元，CAGR 15.5%，双寡头垄断	11
2.3 通气面罩全球市场规模近 30 亿美元，CAGR 12.4%，国产逐步突围	12
3 人工耳蜗：全球市场规模 20.6 亿，CAGR 8.2%，三寡头垄断	13
4 美好医疗：两大基石业务合作稳定，多元化布局带来新增长极	13
4.1 基本功扎实：公司精密模具技术水平达到国际领先水平	13
4.2 家用呼吸机：大客户绑定扎实，竞争格局重塑有望带来业绩持续驱动力	14
4.3 人工耳蜗：大客户绑定扎实，业务有望持续保持稳步增长	16
4.4 凭借成熟的技术平台优势横向拓展，多元化布局带来新的增长极	16
4.5 生产交付能力再上台阶，有望形成订单产能共振	17
5 盈利预测与估值	18
5.1 盈利预测与业务拆分假设	18
5.2 相对估值	20
5.3 投资建议	20
6 风险提示	20

图表目录

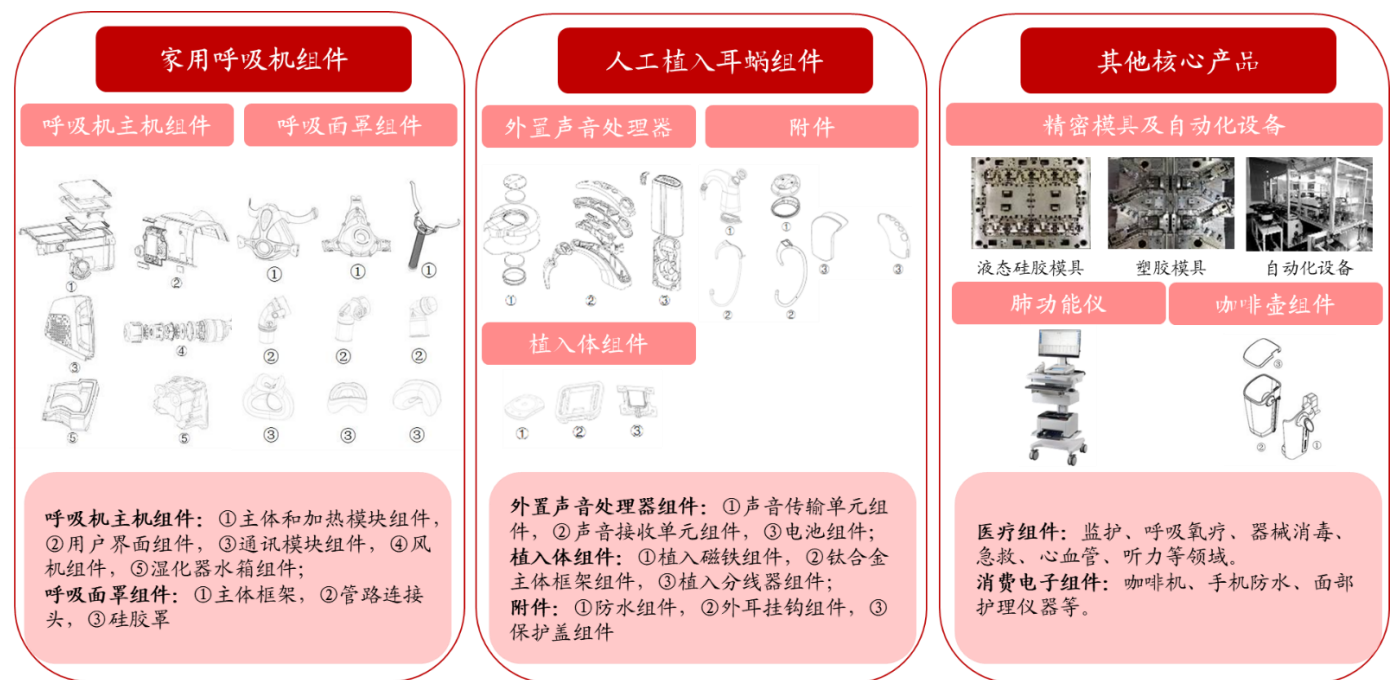
图 1: 公司主营产品介绍.....	5
图 2: 2018-2024Q1-3 公司营业收入及增速	6
图 3: 2018-2024Q1-3 公司归母净利润及增速	6
图 4: 2018-2023 年公司各业务板块收入（百万元）	6
图 5: 2023 年公司各业务板块收入占比	6
图 6: 2024 年以来公司毛利率已展现出边际改善趋势	7
图 7: 2018-2024Q1-3 公司期间费用率变化情况.....	7
图 8: 2018-2024H1 公司各业务板块毛利率变化情况	7
图 9: 2018-2023 年公司研发支出及增速.....	7
图 10: 2018-2024H1 公司海内外区域收入及增速	8
图 11: 2018-2023 年公司前五大客户占比情况	8
图 12: 睡眠呼吸机及肺病呼吸机应用场景示例	8
图 13: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数及预测	9
图 14: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数及预测	9
图 15: 中国及美国 COPD 诊疗现状对比	9
图 16: 2016-2025E 全球 OSA 患病人数及预测（30-69 岁）	10
图 17: 2016-2025E 中国 OSA 患病人数及预测（30-69 岁）	10
图 18: 2022 年中国及美国 OSA 诊断率对比	10
图 19: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模及预测	11
图 20: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模及预测	11
图 21: 2020 年全球家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分	11
图 22: 2020 年中国家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分	11
图 23: 2016-2025E 全球通气面罩市场规模及预测	12
图 24: 2016-2025E 中国通气面罩市场规模及预测	12
图 25: 2020 年全球通气面罩市场按厂家的销售额拆分	12
图 26: 2020 年中国通气面罩市场按厂家的销售额拆分	12
图 27: 2023-2034E 全球耳蜗市场规模预测	13
图 28: 2022 年全球及中国人工耳蜗行业竞争格局	13
图 29: 2018 年以来飞利浦单季度营业收入、净利润及增速变化情况	15
图 30: 2018 年以来瑞思迈单季度营业收入、净利润及增速变化情况	15
图 31: 2018-2024H1 以来公司家用呼吸机组件收入规模及增速	16
图 32: 2018-2024H1 公司人工耳蜗组件收入规模及增速	16
图 33: 2018-2024H1 公司家用及消费电子组件收入规模及增速	17
图 34: 2022-2031E 全球胰岛素笔市场规模（亿美元）及 CAGR	17
图 35: 公司核心设备及厂房概览.....	18
表 1: 公司精密模具技术水平与国内外先进技术水平比较	13
表 2: 公司与客户 A 之间历史上的合作协议签署情况	14
表 3: 公司主营业务拆分及预测.....	19
表 4: 可比公司估值情况（数据更新至 2024.12.18）	20
表附录: 三大报表预测值.....	21

1 美好医疗：家用呼吸机组件龙头，多元化布局打造第二增长极

1.1 公司概况：家用呼吸机及人工植入耳蜗组件龙头

美好医疗成立于 2010 年，公司主要从事医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，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生命周期覆盖及全流程服务。主营产品主要涉及家用呼吸机组件（2023 年占比 64.8%）、家用及消费电子组件（占比 11.2%）和人工植入耳蜗组件（占比 8.5%）等方向。此外，在血糖、体外诊断、心血管、给药、助听、监护、介入器械、手术机器人、骨科、眼科等细分领域，公司与多家全球医疗器械 100 强企业包括迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等也展开了全面和深度的合作，业务未来拓展空间十分广阔。

图1：公司主营产品介绍

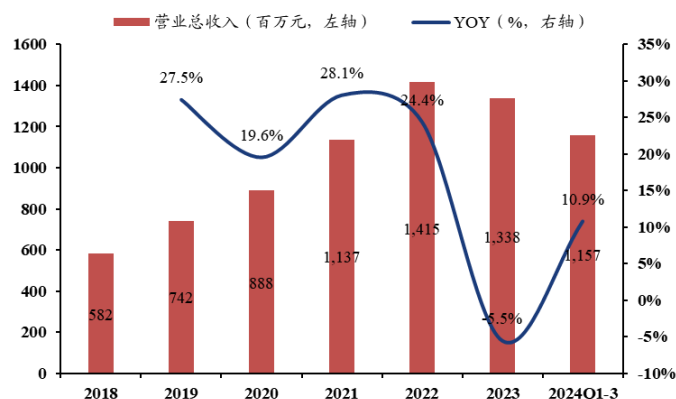


资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

1.2 业绩复盘及展望：去库存影响逐步消退，业绩有望重回高速增长态势

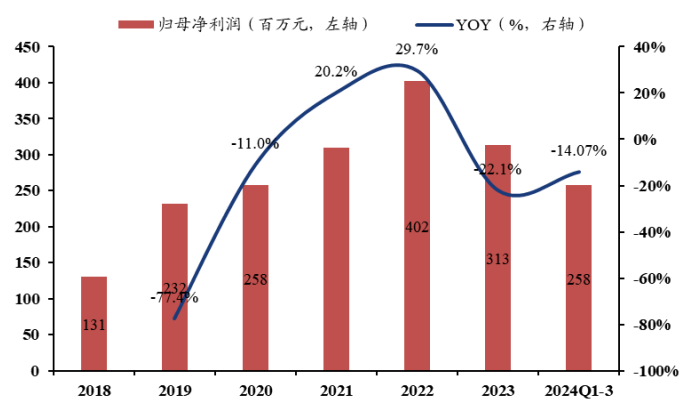
收入及利润：2020-2022 年，公司收入由 5.8 亿元增长至 14.2 亿元，CAGR 为 24.9%，归母净利润由 1.3 亿元增长至 4.0 亿元，CAGR 为 32.4%。2023 年公司收入和净利润方面均出现了波动，主要由于家用呼吸机组件业务受下游客户阶段性去库存的影响，收入略有下滑（YOY -18.1%），尽管如此，公司的其他业务板块都取得了不同程度的增长：人工植入耳蜗板块营收增长了 15.9%，其余板块营收综合增速达到了 38.1%，其他板块业务的快速增长，反映了公司在多元化业务赛道布局上初显成效。2024 年以来，随着下游大客户去库存影响的消退，公司收入及利润端已逐步得到修复，展望 2024-2026 年，我们预计在新业务快速放量的加持下，公司营业收入及归母净利润有望保持较快的增长态势。

图2: 2018-2024Q1-3 公司营业收入及增速



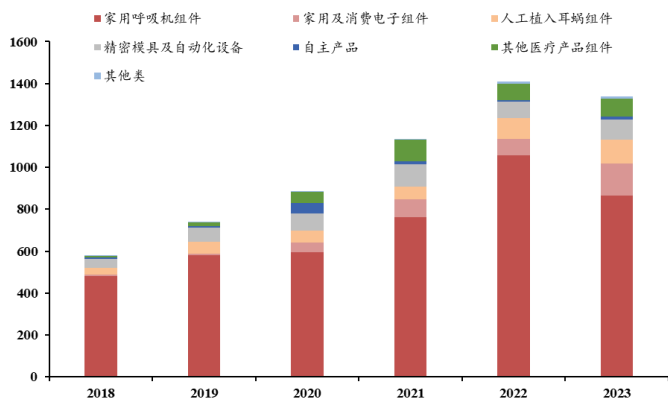
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2018-2024Q1-3 公司归母净利润及增速



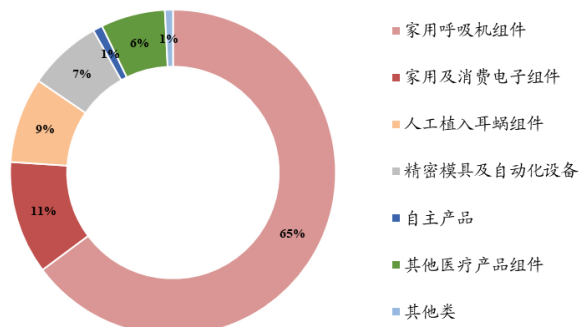
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2018-2023 年公司各业务板块收入（百万元）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

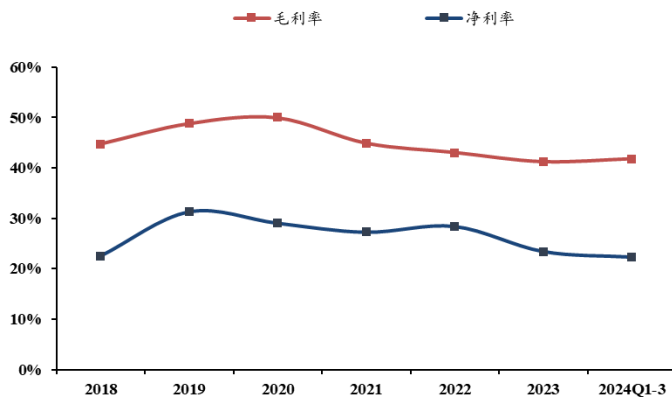
图5: 2023 年公司各业务板块收入占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

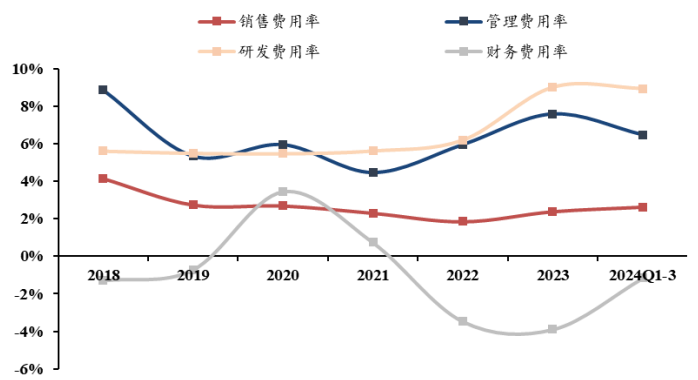
从盈利能力来看, 2018 年以来, 公司综合毛利率受汇率等因素影响有所波动, 但已于 2023 年触底, 并随高毛利率产品人工植入耳蜗组件占比提升有所反弹企稳。净利率方面, 2022 年以来主要受研发费用、管理费用及销售费用等快速增加而有所下滑, 特别是研发费用, 2023 年公司研发支出 YOY 达到 37.3%, 研发费用率创下历史新高, 我们预计与公司着力发展其他核心业务而做的技术人员储备有关 (2023 年公司研发人员占比达到 17.6%, 创历史新高)。我们认为, 随着公司运营效率提升、管理费用的逐步回落, 公司净利率水平有望企稳。

图6： 2024 年以来公司毛利率已展现出边际改善趋势



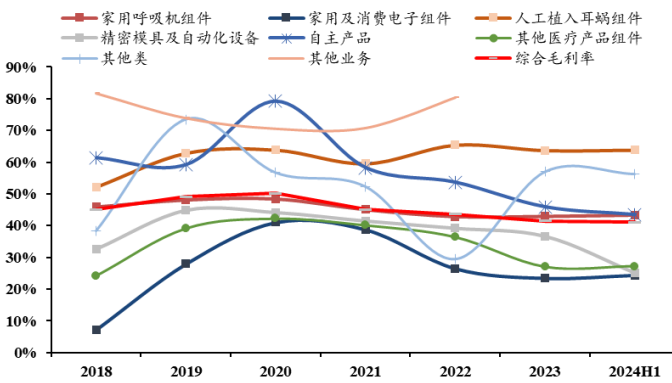
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7： 2018-2024Q1-3 公司期间费用率变化情况



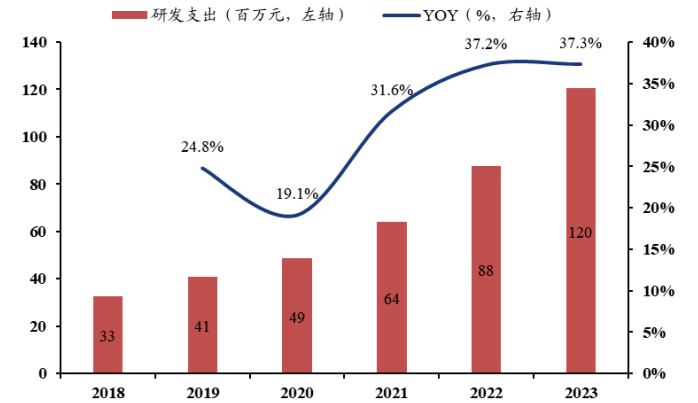
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8： 2018-2024H1 公司各业务板块毛利率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

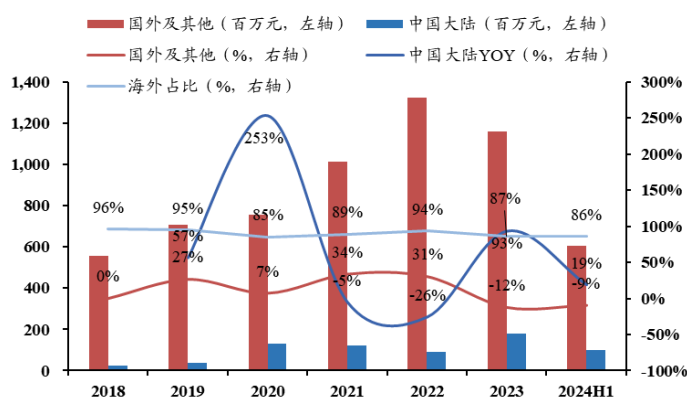
图9： 2018-2023 年公司研发支出及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

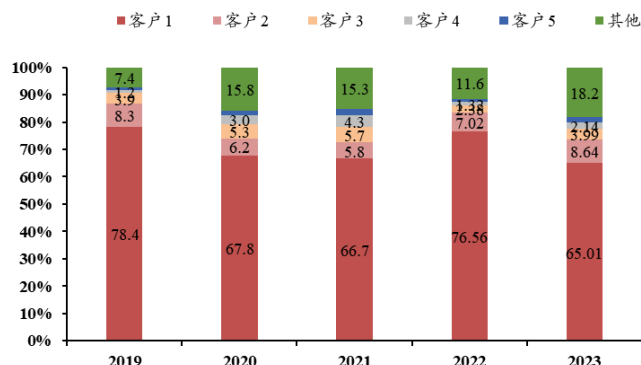
从销售区域及客户结构来看，公司主要以海外销售为主，2018 年海外收入占比达到 96%，随着国内业务的快速增长，截止到 2024H1，公司海外收入占比已下降至 86%左右。据公司公告披露，公司外销区域主要为新加坡、澳大利亚及其他区域（2021 年分别占比 43.4%和 31.1%）。我们预计主要与公司客户生产基地所处区域有关。从客户结构来看，公司大客户集中度较高，2019-2022 年公司前五大客户收入占比始终超过 84%（其中第一大客户占比超过 66%）。截止到 2023 年，前五大客户收入占比降至 81.8%。我们认为，随着公司多元化布局业务的持续快速发展，公司大客户依赖情况有望得到逐步好转。

图10: 2018-2024H1 公司海内外区域收入及增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 2018-2023 年公司前五大客户占比情况



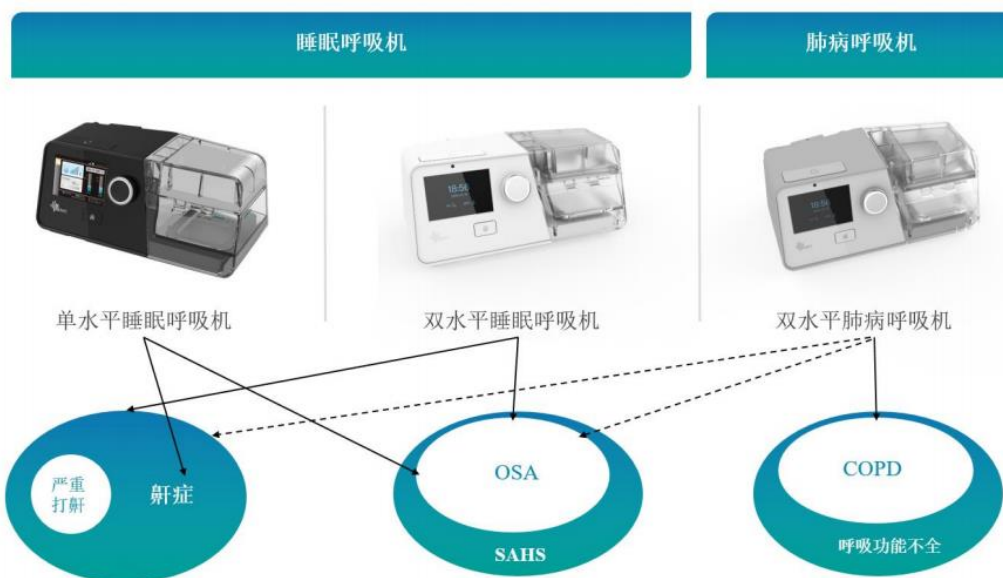
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 家用无创呼吸机及面罩应用场景广、渗透率低

2.1 家用无创呼吸机为 COPD 及 OSA 患者非药物治疗首选

家用无创呼吸机产品按用途可分为睡眠呼吸机与肺病呼吸机，其中睡眠呼吸机可进一步分为单水平（CPAP）睡眠呼吸机与双水平（Bi Level）睡眠呼吸机，主要适用于鼾症和以 OSA（阻塞型睡眠呼吸暂停低通气综合征）为主的 SAHS（睡眠呼吸暂停低通气综合征）患者的治疗；肺病呼吸机均为双水平肺病呼吸机，主要适用于以 COPD（慢性阻塞性肺疾病、慢阻肺、）为主的呼吸功能不全患者的治疗。

图12: 睡眠呼吸机及肺病呼吸机应用场景示例

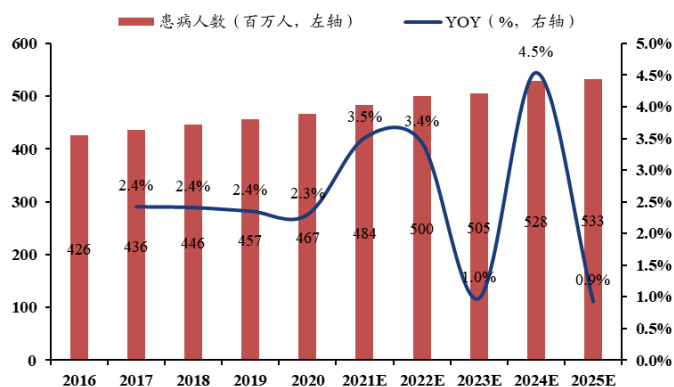


资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 浙商证券研究所

COPD 全球患病人数 2020 年约 4.7 亿，其病程及治疗周期长，为全球公认的医疗负担较大的疾病。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、致死率高、病程及治疗周期长、急性加重期住院率高等特征，已成为全球公认的医疗负担较大的疾病。2020 年，全球 COPD 患病人数达到 4.7 亿人左右（其中，中国患病人数高达

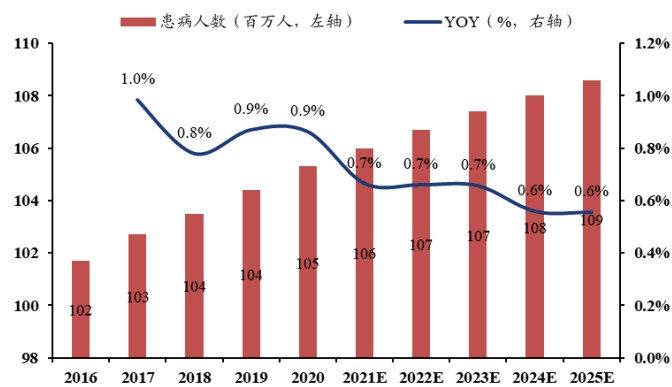
1.05 亿人左右), 且患病率随着年龄增长而增加, 由于吸烟、空气污染以及职业性粉尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势, 预计在未来几十年内, 慢性阻塞性肺疾病的患病人数仍将持续增加, 据弗若斯特沙利文预测, 到 2025 年, 全球患病人数将达到 5.3 亿左右。

图13: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数及预测



资料来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 浙商证券研究所

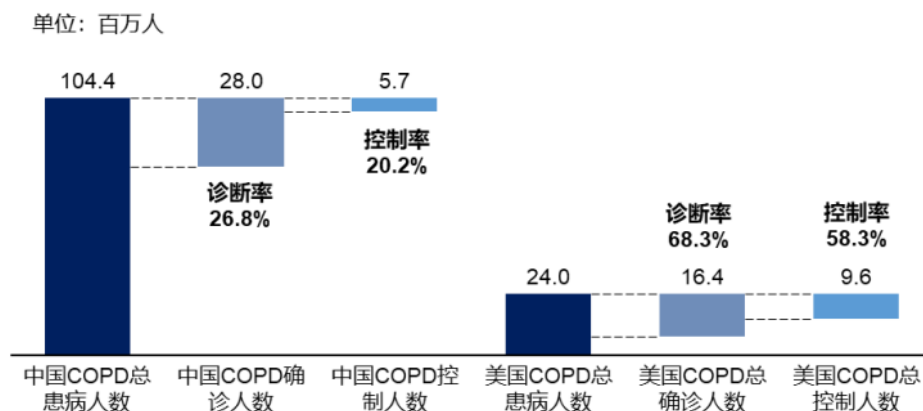
图14: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数及预测



资料来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 浙商证券研究所

家用双水平呼吸机是非药物治疗 COPD 的首选治疗方案, 国内因 COPD 诊断率低, 潜在应用市场巨大。根据最新版《GOLD 慢性阻塞性肺疾病指南》, COPD 治疗策略包括药物治疗与非药物治疗, 其中, 家用双水平呼吸机是非药物治疗的首选治疗方案。中国 COPD 患者存量巨大, 但因疾病认知及重视程度不足, 实际诊断率均不足 26.8%, 控制率也远低于美国同指标数据; COPD 尽管无法治愈, 但可以有效控制, 而国内实际死亡人数接近百万, 远超肺癌。因此中国 COPD 治疗方面面临着极大的临床挑战, 但同时也为家用呼吸机提供了巨大的潜在应用市场。

图15: 中国及美国 COPD 诊疗现状对比

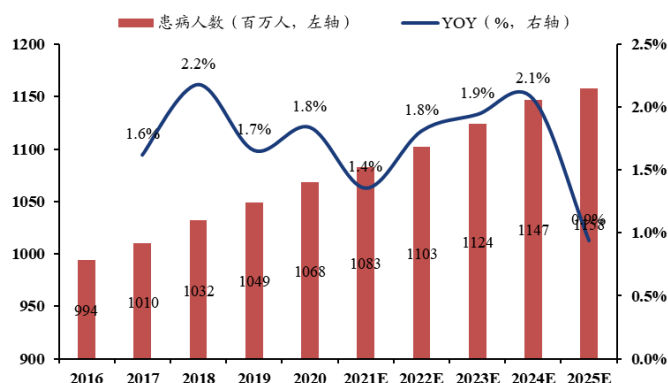


资料来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 浙商证券研究所

全球 30-69 岁 OSA 患病人数约 11 亿人, 其中中国达 2 亿人, 患病人群基数大, 诊断及治疗需求仍有较大释放空间。睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSA) 是指在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和 (或) 低通气、高碳酸血症、睡眠中断等现象的呼吸性疾病, 可引发冠状动脉粥样硬化性心脏病、心力衰竭、心律失常、糖尿病等并发症。由于 OSA 多发于肥胖及中老年人群, 随着超重和肥胖人群的不断增多以及人口老龄化加剧, 其患病率在全球范围内逐年提升已经成为一个重要的公共卫生问题。

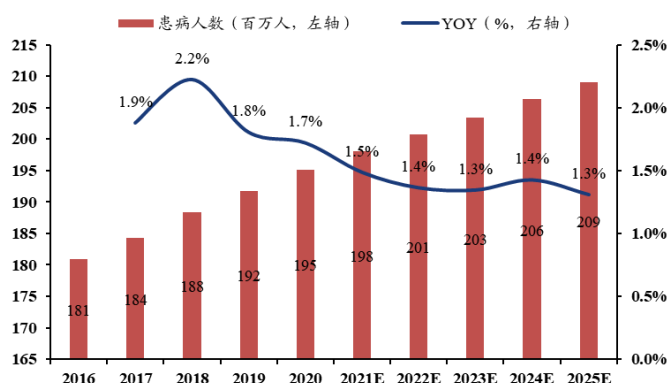
根据 2012 年美国睡眠医学会判断标准，2020 年，全世界 30-69 岁 OSA 患病人数达 10.7 亿人。预计到 2025 年，全球 OSA 患病人数将增加到 11.6 亿人左右。其中，中国 OSA 患病率最高，其次是美国、巴西和印度。2020 年，中国 30-69 岁 OSA 患病人数约 2.0 亿人，预计到 2025 年，将增加到 2.1 亿人左右。因 OSA 患病率高，严重影响生活质量并且极易引发相关心血管高致死率的并发症，加剧患者疾病负担，随着患病人数的持续增加，患者健康管理和疾病预防意识提升，国内 OSA 诊断及治疗需求将进一步释放。

图16： 2016-2025E 全球 OSA 患病人数及预测（30-69 岁）



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所

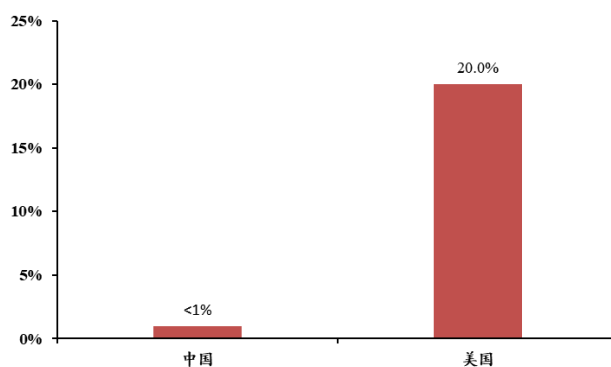
图17： 2016-2025E 中国 OSA 患病人数及预测（30-69 岁）



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所

OSA 诊断治疗率极低，无创呼吸机治疗是成人 OSA 患者的首选和初选治疗手段。根据中国睡眠研究会统计，中国 OSA 诊断治疗率不到 1%，远低于美国 20% 的诊断率，中国大量的 OSA 患者亟需有效诊治和精细化慢病管理。而针对于 OSA 患者，治疗方案主要分为非药物治疗、药物治疗和一般治疗。其中，无创呼吸机治疗是成人 OSA 患者的首选和初选治疗手段。

图18： 2022 年中国及美国 OSA 诊断率对比

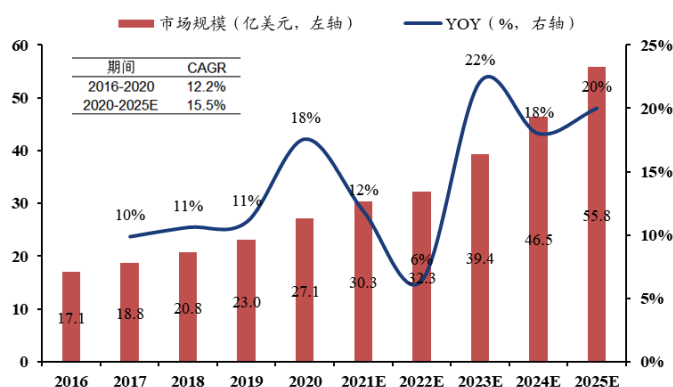


资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所

2.2 家用呼吸机全球市场规模超 50 亿美元，CAGR 15.5%，双寡头垄断

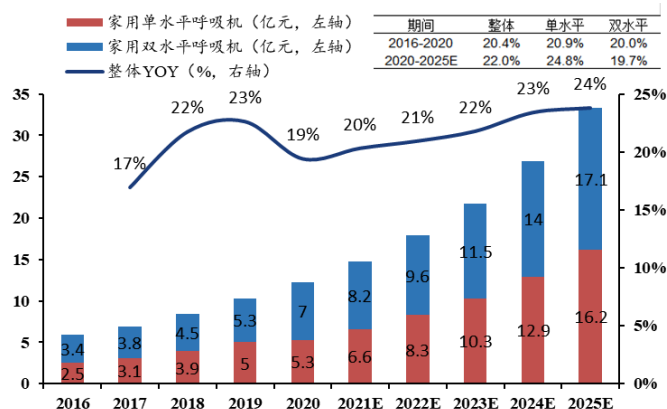
市场规模：据弗若斯特沙利文数据，**全球市场：**2020 年，全球家用无创呼吸机市场规模达到 27.1 亿美元。随着家用无创呼吸机在包括中国在内的新兴市场不断普及，预计到 2025 年，市场规模将达到 55.8 亿美元，CAGR 为 15.5%。**国内市场：**2020 年，国内家用无创呼吸机市场规模约 12.3 亿元，其中单水平呼吸机市场规模约 5.3 亿元，双水平呼吸机市场规模约 7.0 亿元，预计到 2025 年，总体市场规模将增长至约 33.3 亿元，CAGR 为 22.0%，略高于全球市场规模增速，其中单水平呼吸机市场规模约 16.2 亿元，双水平呼吸机市场规模约 17.1 亿元。

图19： 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所，（按出厂价口径）

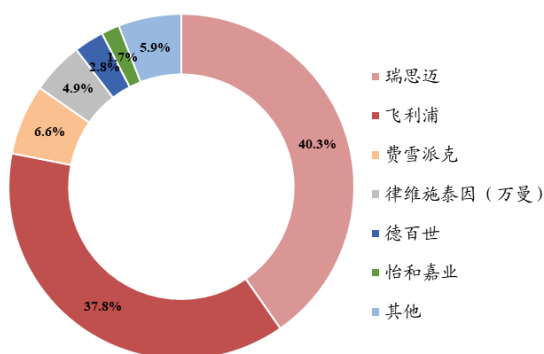
图20： 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所，（按出厂价口径）

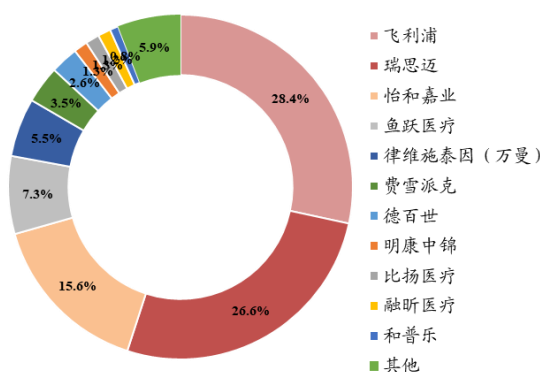
竞争格局：据弗若斯特沙利文数据，**全球市场：**2020 年，全球竞争格局非常集中，主要以瑞思迈和飞利浦为代表，占据了接近 80% 的市场份额。其中，瑞思迈市场份额第一，占比约 40.3%，飞利浦位居第二位，占比约为 37.8%。**国内市场：**2020 年，飞利浦与瑞思迈分别占据了 28.4% 及 26.6% 的市场份额，此外，国产品牌怡和嘉业占比 15.6%，鱼跃医疗占比 7.3%，分别位居第三、第四位，其余国内企业占比较小，相对分散。

图21： 2020 年全球家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所

图22： 2020 年中国家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分

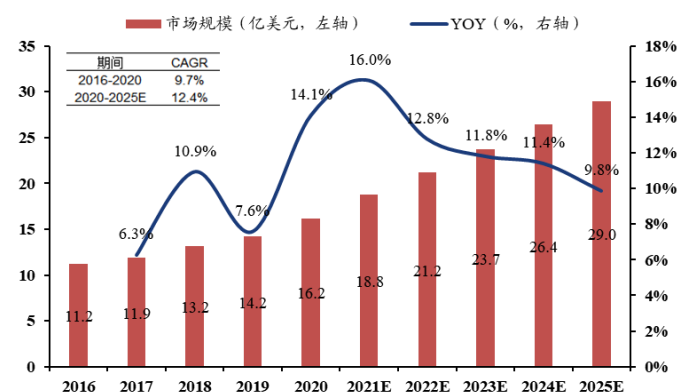


资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所

2.3 通气面罩全球市场规模近 30 亿美元，CAGR 12.4%，国产逐步突围

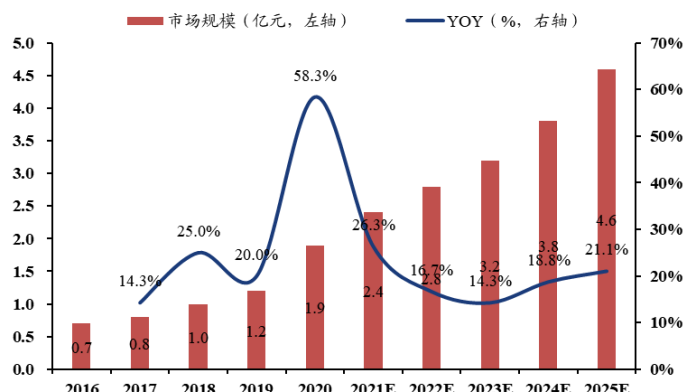
市场规模：据弗若斯特沙利文数据，**全球市场：**2020 年，全球通气面罩市场规模为 16.2 亿美元，预计到 2025 年，将攀升至 29.0 亿美元，CAGR 为 12.4%。**国内市场：**2020 年，国内通气面罩市场规模约 1.9 亿元，目前国内患者对于通气面罩的更换频率较发达市场仍相对较低，随着居民收入水平提升，家用无创呼吸机在国内不断普及，患者的更换意识及支付意愿也将不断加强，预计到 2025 年市场规模将攀升至约 4.6 亿元，CAGR 为 19.3%。

图23： 2016-2025E 全球通气面罩市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所，（按出厂价口径）

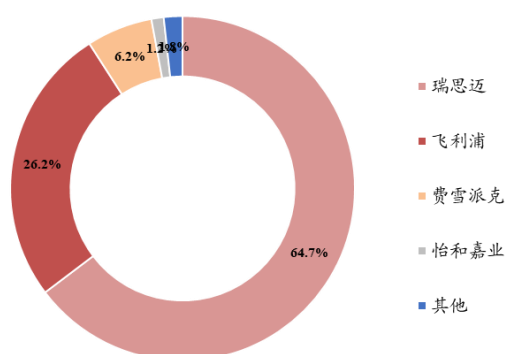
图24： 2016-2025E 中国通气面罩市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所，（按出厂价口径）

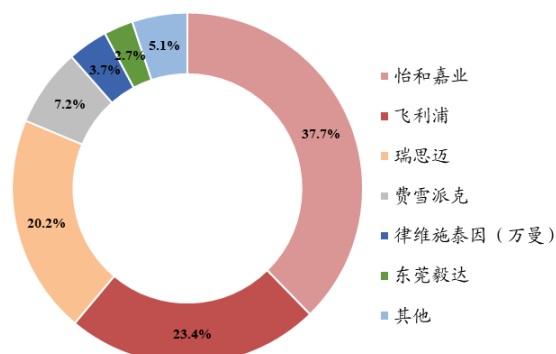
竞争格局：据弗若斯特沙利文数据，**全球市场：**2020 年，全球通气面罩市场仍以瑞思迈（占比 64.7%）和飞利浦（占比 26.2%）为主，两者共占据超 90% 的市场份额。**国内市场：**2020 年，国内市场已逐步突破瑞思迈及飞利浦的市场垄断，其中国产品牌怡和嘉业占比达到 37.7%，排名第一，飞利浦（占比 23.4%）和瑞思迈（占比 20.2%）分别位居第二、第三位。

图25： 2020 年全球通气面罩市场按厂家的销售额拆分



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所

图26： 2020 年中国通气面罩市场按厂家的销售额拆分



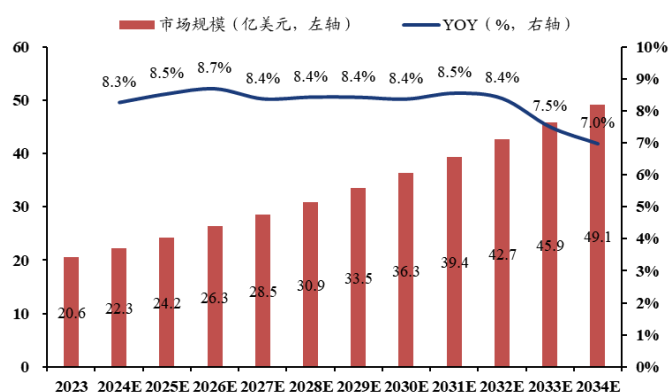
资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，浙商证券研究所

3 人工耳蜗：全球市场规模 20.6 亿，CAGR 8.2%，三寡头垄断

2023 年，全球人工耳蜗市场规模 20.6 亿，CAGR 8.2%，属于三寡头垄断市场，而国内植入渗透率极低，市场扩展空间较大。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，已成为全球范围内治疗轻度到重度失聪的常规方法。据 Precedence research 数据，2023 年全球人工耳蜗市场规模为 20.6 亿美元，预计到 2034 年将增长至 49.1 亿美元，2023-2034 年 CAGR 为 8.2%。从竞争格局来看，人工耳蜗行业同样为寡头垄断市场，全球人工植入耳蜗的制造商科利耳、领先仿生和美迪乐，三家公司合计市占率 2022 年超过 90%。

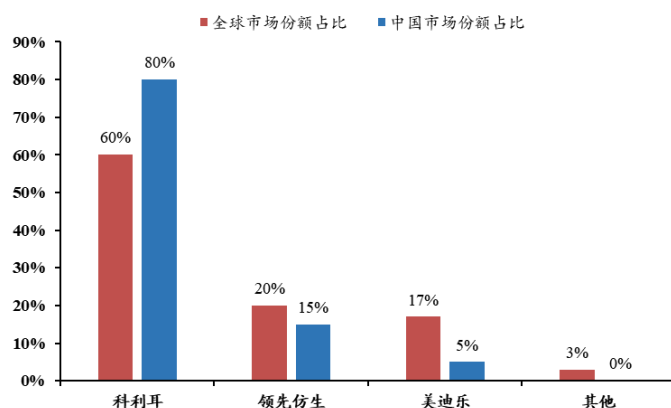
人工耳蜗费用主要包括耳蜗费、手术费和后期维护费用，由于整体治疗费用昂贵，导致人工耳蜗植入比例较低，特别是发展中国家。目前，我国人工耳蜗植入渗透率只有 0.7%，内地仅有 5 万患者使用人工耳蜗进行治疗，相较全球人工耳蜗 60 万例总数量而言仍有较大提升空间。

图27： 2023-2034E 全球耳蜗市场规模预测



资料来源：Precedence research，浙商证券研究所

图28： 2022 年全球及中国人工耳蜗行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

4 美好医疗：两大基石业务合作稳定，多元化布局带来新增长极

4.1 基本功扎实：公司精密模具技术水平达到国际领先水平

公司精密模具技术水平达到国际领先水平。公司自 2010 年成立以来，一直专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、生产制造和销售，拥有丰富的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、自动化技术等核心技术，并在高精精密制造（模具最高精度达 $\pm 0.002\text{mm}$ ）、高性能、高稳定性和医疗制造合规性、长期植入零件制造等方面具备较强竞争优势，且公司拥有的核心技术大部分为独创技术，目前公司在精密模具的精度、表面粗糙度以及使用寿命等重要指标方面均已达到国际先进水平。

表1： 公司精密模具技术水平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

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司具备高度自动化生产流程，合格率及一致性高，同时拥有 10 万级洁净厂房和微生物实验室。公司引进了一系列全球最先进的模具加工设备、塑胶注塑设备、液态硅胶注塑设备、自动化生产设备和检测设备，这些设备不仅提升了公司的生产效率，更确保了产品质量的精准与稳定。通过高度自动化的生产流程，公司能够大幅度减少人为因素的干扰，从而提高产品的合格率和一致性。此外，为了满足医疗器械生产的特殊要求，公司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。这些厂房和实验室的建设，严格遵循了医疗器械生产的行业标准和规范，确保了生产环境的洁净度和安全性。从公司在长期植入产品方面不断取得客户新的产品开发机会和批量产品订单交付，就足以验证公司在三类长期植入医疗器械产品的全流程生产系统的能力和资质。

4.2 家用呼吸机：大客户绑定扎实，竞争格局重塑有望带来业绩持续驱动力

公司与大客户 A 绑定扎实，并连续 10 年获评客户 A “最佳供应商”，最新销售框架协议有效期至 2025 年 8 月。由于全球家用呼吸机行业集中度较高，公司呼吸机组件产品的主要客户为全球最大的家用呼吸机制造商之一，同时也是全球医疗器械 100 强企业的客户 A。公司早在 2008 年成立之初就开始和客户 A 展开了业务合作，并连续 10 年获评客户 A “最佳供应商”。此外，作为客户 A 新一代呼吸机的核心供应商，公司已经从 2017 年开始参与了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，并已开始为客户 A 批量试产。公司与客户 A 之间的业务具有较强的稳定性和可持续性。一般情况下，公司会通过框架协议的方式与客户 A 确定合作关系，但客户 A 也会根据其产品的生命周期，通过延长协议的有效期，来保障新一代呼吸机组件供应的稳定性。从历史上的合作协议签署情况看，早在 2013 年 8 月公司便和客户 A 签订了合作协议，并历经多次对合同有效期进行延长修订，最新一期修订发生在 2020 年 7 月，双方约定将销售框架协议的有效期限延长 5 年，直至 2025 年 8 月 1 日。

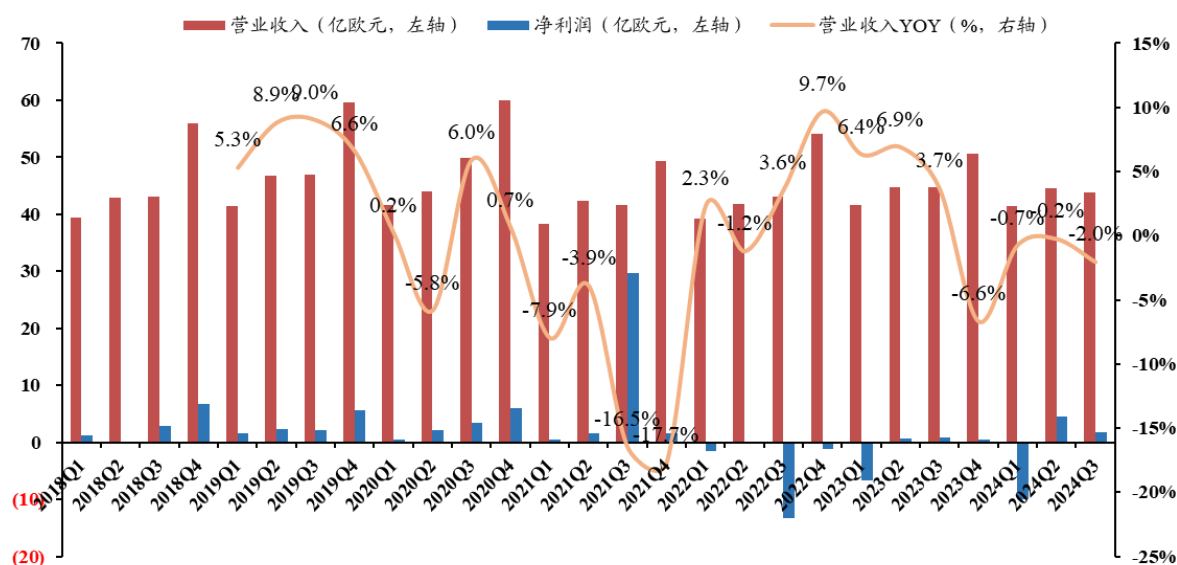
表2： 公司与客户 A 之间历史上的合作协议签署情况

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。

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

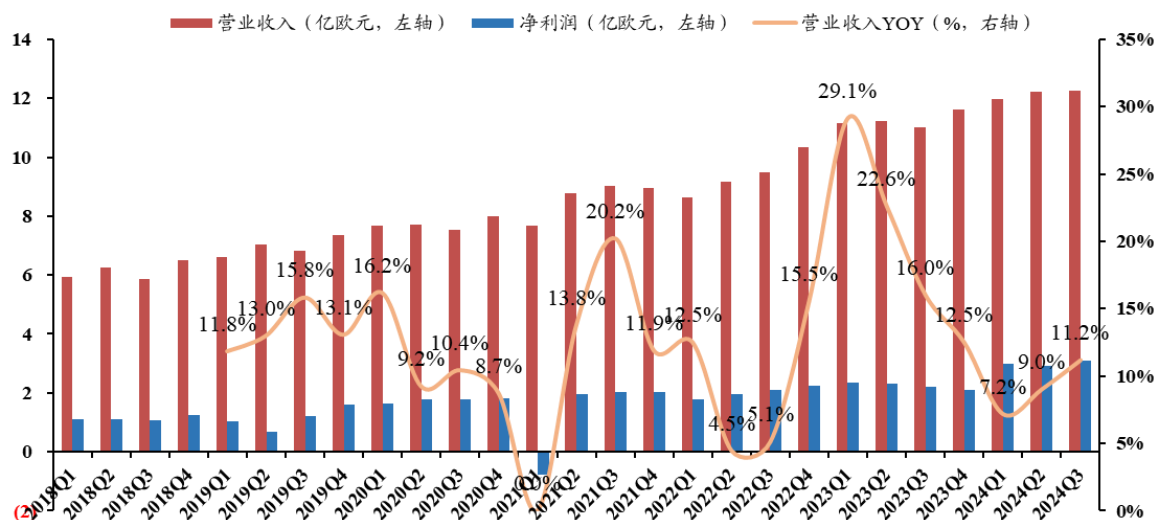
飞利浦呼吸机召回事件带来行业竞争格局重塑，有望为公司带来新的业绩驱动力。2021年6月，飞利浦首次因发现其呼吸机所用的PE-PUR（聚酯型聚氨酯）泡沫存在分解问题，可能释放有害气体或颗粒到呼吸机的空气通道中，对使用者构成潜在危险，发布了第一次全球性的召回通知，涉及其部分呼吸机和双水平气道正压通气设备，FDA将其列为1级召回。此后，飞利浦又因其他原因等多次发布召回通知，进一步扩大了呼吸机产品的召回范围，包括更多的生产日期和型号，同时宣布暂时退出美国市场。受到召回事件影响，飞利浦2021财年营业收入同比增速出现持续负增长，净利润也逐步走向亏损，2022财年，飞利浦净利润亏损达到了16.1亿欧元。与此同时，这一召回事件又为瑞思迈提供了填补飞利浦留下的市场空白机会，瑞思迈市占率有望得到进一步提升，受此影响，公司呼吸机业务也迎来了较大的发展机遇。

图29：2018年以来飞利浦单季度营业收入、净利润及增速变化情况



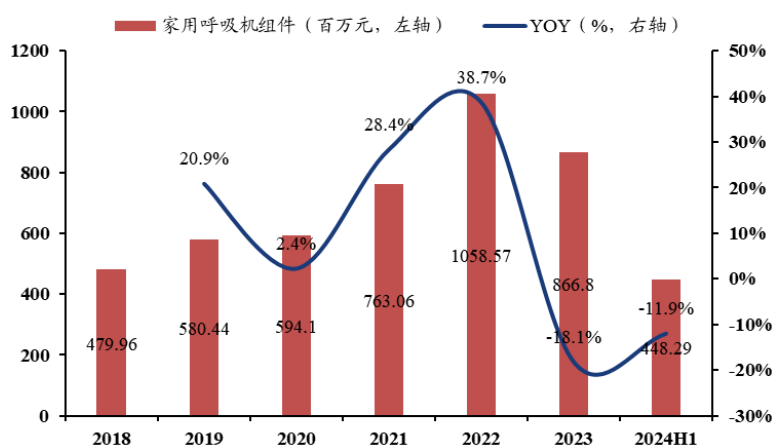
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图30：2018年以来瑞思迈单季度营业收入、净利润及增速变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图31: 2018-2024H1 以来公司家用呼吸机组件收入规模及增速

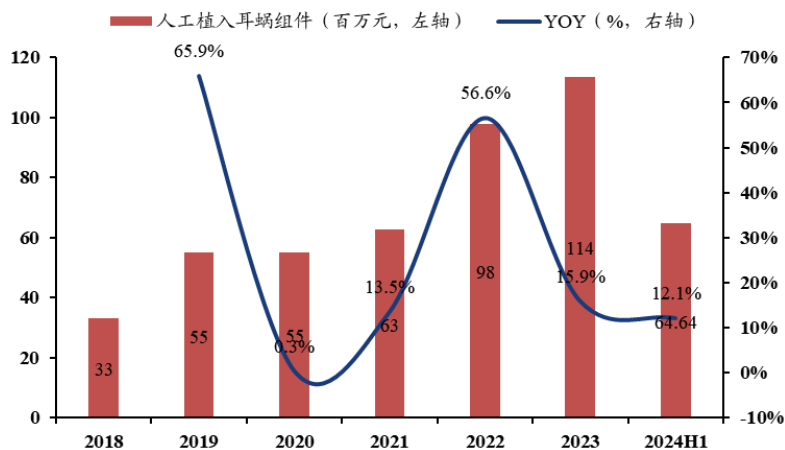


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.3 人工耳蜗: 大客户绑定扎实, 业务有望持续保持稳步增长

在人工耳蜗组件领域, 公司深度绑定的客户 B 为人工植入耳蜗全球市场龙头企业之一, 其同样也是全球医疗器械 100 强企业。公司与客户 B 最早合作始于 2011 年, 期间获评“5 年服务最有价值和优秀合作伙伴” 2019 年 5 月, 公司与客户 B 首次开始通过签署长期框架协议的方式增加来合作粘性。进一步推动了公司人工耳蜗组件收入的快速增长, 在经历了 2020-2022 年公共卫生事件导致的需求波动后, 公司该部分业务已重回稳步增长态势。我们认为, 随着客户 B 市场规模的持续扩大, 以及凭借公司高质量的产品技术和口碑有望继续突破其他新客户, 公司人工耳蜗组件业务未来仍有望持续保持稳步增长。

图32: 2018-2024H1 公司人工耳蜗组件收入规模及增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.4 凭借成熟的技术平台优势横向拓展, 多元化布局带来新的增长极

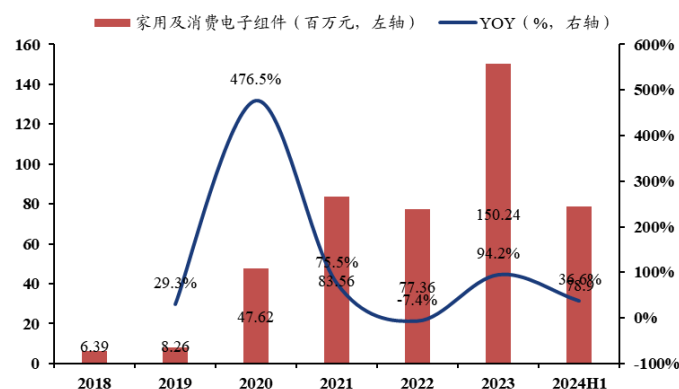
凭借公司成熟的技术平台优势, 公司产品线不断向医疗器械、家用及消费电子组件等其它细分市场进行了纵深发展。公司目前已为多家全球医疗器械 100 强企业包括迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等提供监护、给药、介入、助听等细分领域产品和组件的开发及生产服务; 同时, 还在呼气检测、心血管、器械消毒、骨科手术定位、眼科器械等细分领域与全球多家创新型高科技企业开展产品及工艺技术开发和生产制造方面的合作。

公司自主研发的医疗器械产品也取得突破，多个产品取得 CE、FDA、NMPA 认证，其中，主要销售产品包括肺功能仪和两款防护面罩。此外，公司的精密模具和液态硅胶技术也应用到了家用和消费电子类领域，包括了手机防水组件、咖啡机组件以及面部护理仪等新的领域。

在胰岛素笔组件拓展方面同样取得了较大的进展：公司自主研发的胰岛素笔组自动设备在机器人技术、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，实现了在该设备上的进口替代，自主生产。据 BRI 数据，2022 年胰岛素注射笔市场规模为 46.3 亿美元，预计到 2031 年将达到 121.5 亿美元，期间预测期复合增速为 11.3%。

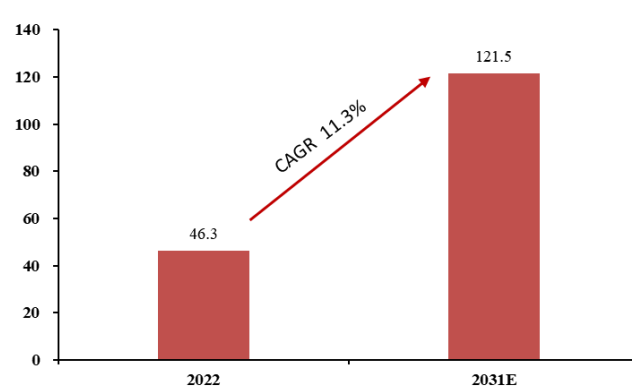
我们认为，基于公司较为成熟的技术平台，叠加拥有众多大客户的背书，公司在拓展新产品、新客户方面具有明显的先天优势。考虑到各个新拓展细分赛道市场空间较为广阔，公司多元化布局的市场战略有望持续为公司带来新的增量动力，并帮助公司持续打开成长天花板。

图33： 2018-2024H1 公司家用及消费电子组件收入规模及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图34： 2022-2031E 全球胰岛素笔市场规模（亿美元）及 CAGR



资料来源：Business research insights，浙商证券研究所

4.5 生产交付能力再上台阶，有望形成订单产能共振

2024 年公司多处产能进一步释放，生产交付能力再上台阶，有望形成订单产能共振。公司生产基地主要集中在惠州大亚湾、深圳龙岗和马来西亚槟城，均已构建了符合自身生产经营特点的质量管理体系，通过了 ISO13485 医疗器械质量体系认证。截止到 2024 年上半年，公司多个生产基地的产能得到进一步的释放。其中惠州生产基地产能不断增强和扩充，马来二期 NPI 能力建设和产能扩产，深圳总部在建，马来三期工程开始建设。我们认为，公司在产能方面的积极布局，进一步满足了客户的全球化生产供应需求，有效地提升了公司服务全球客户的能力，同时有望形成订单及产能的共振，为业绩持续增长带来较强的支撑力。

图35: 公司核心设备及厂房概览



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测与业务拆分假设

公司作为家用呼吸机组件龙头, 近年来借助成熟的技术平台优势多元化布局包括医疗器械、家用及消费电子组件等多条细分赛道, 并逐步取得多家头部公司的合作。考虑到 2024 年以来, 随着下游客户去库存影响的消退, 公司收入及利润端已逐步得到修复, 展望 2024-2026 年, 我们预计在新业务快速放量的加持下, 公司营业收入及归母净利润有望保持较快的增长态势, 具体业务拆分如下:

家用呼吸机组件: 考虑到公司与全球最大的家用呼吸机制造商之一客户 A 合作绑定扎实, 同时由于飞利浦呼吸机召回事件带来行业竞争格局重塑, 有望为公司带来新的业绩驱动力。我们预计 2024-2026 年, 公司家用呼吸机组件收入分别为 10.2、11.8、13.7 亿元, 同比增长分别为 17.5%、16.0%、16.0%。**毛利率方面:** 考虑到公司与客户 A 长期合作稳定, 2024-2026 年公司家用呼吸机组件毛利率或保持相对稳定。

人工植入耳蜗组件: 考虑到公司与全球人工植入耳蜗市场龙头之一的客户 B 合作绑定扎实, 随着客户 B 市场规模的持续扩大, 以及凭借公司高质量的产品技术和口碑有望继续突破其他新客户, 公司人工耳蜗组件业务未来仍有望持续保持稳步增长。我们预计 2024-2026 年, 公司人工植入耳蜗组件收入分别为 1.3、1.5、1.7 亿元, 同比增长分别为 16.0%、15.0%、15.0%。**毛利率方面:** 考虑到公司与客户 B 长期合作稳定, 2024-2026 年公司人工植入耳蜗组件毛利率或保持相对稳定。

家用及消费电子组件: 考虑到凭借公司成熟的技术平台优势, 公司产品管线有望不断向细分市场进行纵深发展, 品类及规模均具备较大的弹性空间。我们预计 2024-2026 年, 公司家用及消费电子组件收入分别为 2.1、2.7、3.6 亿元, 同比增长分别为 40.0%、30.0%、30.0%。**毛利率方面:** 考虑到, 家用及消费电子组件整体毛利率较低, 竞争较为充分, 2024-2026 年毛利率或保持相对稳定。

表3: 公司主营业务拆分及预测

主营业务汇总		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	百万元	1,137	1,415	1,338	1,635	2,088	2,579
营收增速	%	28.1%	24.4%	-5.5%	22.3%	27.7%	23.5%
营业成本	百万元	627	806	787	952	1,217	1,516
毛利率	%	44.9%	43.0%	41.2%	41.81%	41.71%	41.23%
家用呼吸机组件							
收入	百万元	763.1	1,058.6	866.8	1,018.5	1,181.4	1,370.5
同比	%	28.4%	38.7%	-18.1%	17.5%	16.0%	16.0%
成本	百万元	418.9	604.7	494.3	565.3	649.8	753.8
毛利率	%	45.1%	42.9%	43.0%	44.5%	45.0%	45.0%
业务收入比例	%	67.1%	74.8%	64.8%	62.3%	56.6%	53.1%
家用及消费电子组件							
收入	百万元	83.6	77.4	150.2	210.3	273.4	355.5
同比	%	75.5%	-7.4%	94.2%	40.0%	30.0%	30.0%
成本	百万元	51.2	56.9	115.1	157.8	202.3	263.0
毛利率	%	38.7%	26.5%	23.4%	25.0%	26.0%	26.0%
业务收入比例	%	7.3%	5.5%	11.2%	12.9%	13.1%	13.8%
人工植入耳蜗组件							
收入	百万元	62.6	98.0	113.6	131.7	151.5	174.2
同比	%	13.5%	56.6%	15.9%	16.0%	15.0%	15.0%
成本	百万元	25.3	33.9	41.2	46.8	53.0	61.0
毛利率	%	59.5%	65.4%	63.7%	64.5%	65.0%	65.0%
业务收入比例	%	5.5%	6.9%	8.5%	8.1%	7.3%	6.8%
精密模具及自动化设备							
收入	百万元	103.8	79.6	98.3	108.2	129.8	155.8
同比	%	23.2%	-23.2%	23.5%	10.0%	20.0%	20.0%
成本	百万元	60.8	48.5	62.3	73.6	81.8	93.5
毛利率	%	41.4%	39.2%	36.6%	32.0%	37.0%	40.0%
业务收入比例	%	9.1%	5.6%	7.4%	6.6%	6.2%	6.0%
自主产品							
收入	百万元	14.5	5.4	12.6	14.5	17.4	20.8
同比	%	-70.1%	-63.0%	135.1%	15.0%	20.0%	20.0%
成本	百万元	6.0	2.5	6.8	7.8	9.2	11.0
毛利率	%	58.3%	53.6%	45.9%	46.0%	47.0%	47.0%
业务收入比例	%	1.3%	0.4%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
其他医疗产品组件							
收入	百万元	103.6	80.3	85.4	131.8	308.5	469.3
同比	%	91.9%	-22.5%	6.4%	54.3%	134.1%	52.2%
成本	百万元	62.0	51.0	62.3	91.7	209.7	319.1
毛利率	%	40.2%	36.5%	27.0%	30.4%	32.0%	32.0%
业务收入比例	%	9.1%	5.7%	6.4%	8.1%	14.8%	18.2%
其他类							
收入	百万元	2.8	11.0	10.7	20.3	26.4	32.9
同比	%	9.1%	298.9%	-2.7%	90.0%	30.0%	25.0%
成本	百万元	1.3	7.7	4.6	8.7	11.3	14.2
毛利率	%	52.4%	29.5%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%
业务收入比例	%	0.2%	0.8%	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%
其他业务							
收入	百万元	3.7	5.1				
同比	%	81.3%	38.9%				
成本	百万元	1.1	1.0				
毛利率	%	70.7%	80.4%				
业务收入比例	%	0.3%	0.4%				

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2 相对估值

我们选取国内家用呼吸机产品销售公司鱼跃医疗、怡和嘉业以及医疗设备上游零部件制造商奕瑞科技（影像设备核心零部件）、海泰新光（医用内窥镜组件）作为可比公司。2024 年公司对应 PE 为 33.2 倍，略高于可比公司平均估值，但考虑到公司多元化布局业务具备较大的弹性，成长空间也更为广阔，同时，公司收入端 2024-2026 年 CAGR 快于可比公司均值，公司未来成长具备较大潜力，可以享有一定的估值溢价。

表4：可比公司估值情况（数据更新至 2024.12.18）

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				P/E (倍)				利润 CAGR 收入 CAGR	
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024-2026	2024-2026
002223.SZ	鱼跃医疗	35.54	356	2.39	2.03	2.33	2.71	14.9	17.5	15.3	13.1	15.6%	14.6%
301367.SZ	怡和嘉业	66.81	60	3.32	2.37	3.11	3.93	20.1	28.2	21.5	17.0	28.8%	22.1%
688301.SH	奕瑞科技	102.42	147	4.25	4.87	6.11	7.45	24.1	21.0	16.8	13.7	23.7%	21.2%
688677.SH	海泰新光	35.44	43	1.21	1.30	1.79	2.19	29.3	27.2	19.8	16.2	29.6%	24.5%
平均值								22.1	25.5	19.4	15.7	24.4%	20.6%
301363.SZ	美好医疗	32.05	130	0.77	0.96	1.21	1.46	41.6	33.2	26.5	21.9	23.2%	25.6%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：除美好医疗外，均采用 Wind 一致预期。

5.3 投资建议

基于上文分析和假设，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 16.4、20.9、25.8 亿元，同比增速分别为 22.3%、27.7%、23.5%，归母净利润分别为 3.9、4.9、6.0 亿元，同比增速分别为 25.2%、25.3%、21.2%，对应 PE 分别为 33.2、26.5、21.9 倍。考虑到公司家用呼吸机组件及人工植入耳蜗组件两大基石业务发展相对稳定，而多元化布局的各细分赛道市场空间广阔，有望持续为公司带来新的增量动力，参考可比公司相对估值，首次覆盖给予“增持”评级。

6 风险提示

- 1. 单一客户重大依赖的风险：**由于全球家用呼吸机行业集中度较高，公司呼吸机组件产品的主要客户为客户 A，若客户 A 由于产品创新不足、自身资信状况、外部竞争环境发生重大不利变化等不确定因素导致其产品销量大幅下降，或公司未能持续保持相对于同行业竞争者的竞争优势或者其所在国家或地区与我国发生贸易摩擦而导致客户 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，从而对公司经营造成不利影响。
- 2. 新产品新客户拓展不及预期风险：**为保持公司业务多元化发展，降低对单一客户依赖程度，公司正不断开拓新技术、新产品、新客户，若多元化业务拓展不及预期，可能对公司长久发展带来不利影响。
- 3. 汇率波动风险：**公司外销占比较大，汇率的波动会引起公司产品价格变动，进而可能对公司业绩产生一定影响。随着公司业务的发展，若公司出口额进一步增加，且未来人民币汇率出现较大波动，汇率波动将可能对公司经营业绩产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2359	2559	3068	3738
现金	1708	1809	2138	2618
交易性金融资产	16	16	16	16
应收账款	228	268	334	399
其它应收款	3	5	5	6
预付账款	20	24	30	38
存货	375	428	536	652
其他	9	9	9	9
非流动资产	1164	1373	1427	1428
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	867	984	1069	1121
无形资产	80	74	69	64
在建工程	162	274	250	200
其他	56	40	38	43
资产总计	3523	3932	4495	5166
流动负债	272	297	366	440
短期借款	0	0	0	0
应付款项	138	163	210	260
预收账款	0	0	0	0
其他	135	135	156	180
非流动负债	69	60	63	64
长期借款	0	0	0	0
其他	69	60	63	64
负债合计	341	358	429	504
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3182	3574	4066	4662
负债和股东权益	3523	3932	4495	5166

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	351	326	389	477
净利润	313	392	491	596
折旧摊销	84	65	75	84
财务费用	(52)	(44)	(47)	(53)
投资损失	(16)	(20)	(25)	(30)
营运资金变动	(59)	(22)	(12)	(16)
其它	80	(45)	(94)	(103)
投资活动现金流	(73)	(270)	(106)	(51)
资本支出	(171)	(290)	(130)	(80)
长期投资	0	0	0	0
其他	98	20	24	29
筹资活动现金流	(153)	45	46	53
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(153)	45	46	53
现金净增加额	124	101	329	480

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1338	1635	2088	2579
营业成本	787	952	1217	1516
营业税金及附加	9	12	16	18
营业费用	32	43	52	64
管理费用	101	110	132	155
研发费用	120	152	192	235
财务费用	(52)	(44)	(47)	(53)
资产减值损失	20	0	9	17
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	16	20	25	30
其他经营收益	15	10	11	12
营业利润	352	441	554	670
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	351	440	553	669
所得税	38	48	62	74
净利润	313	392	491	596
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	313	392	491	596
EBITDA	410	479	599	718
EPS (最新摊薄)	0.77	0.96	1.21	1.46

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-5.49%	22.25%	27.71%	23.50%
营业利润	-23.75%	25.27%	25.67%	20.93%
归属母公司净利润	-22.95%	25.18%	25.30%	21.23%
获利能力				
毛利率	41.19%	41.81%	41.71%	41.23%
净利率	23.42%	23.98%	23.53%	23.10%
ROE	10.10%	11.61%	12.86%	13.65%
ROIC	9.08%	10.28%	11.41%	12.06%
偿债能力				
资产负债率	9.68%	9.10%	9.54%	9.76%
净负债比率	1.91%	2.12%	1.56%	1.37%
流动比率	8.66	8.60	8.39	8.49
速动比率	7.29	7.16	6.92	7.01
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.44	0.50	0.53
应收账款周转率	6.43	6.88	7.04	6.97
应付账款周转率	5.80	7.80	8.02	7.92
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.96	1.21	1.46
每股经营现金	0.86	0.80	0.96	1.17
每股净资产	7.83	8.79	10.00	11.46
估值比率				
P/E	41.60	33.23	26.52	21.88
P/B	4.10	3.65	3.21	2.80
EV/EBITDA	32.33	23.41	18.17	14.51

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>