

美好医疗（301363.SZ）

传统业务恢复稳健增长，新兴业务发展前景可期

公司研究 · 深度报告

医药生物 · 医疗器械

投资评级：优大于市（维持）

证券分析师：张佳博
021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

联系人：凌珑
021-60375401
linglong@guosen.com.cn

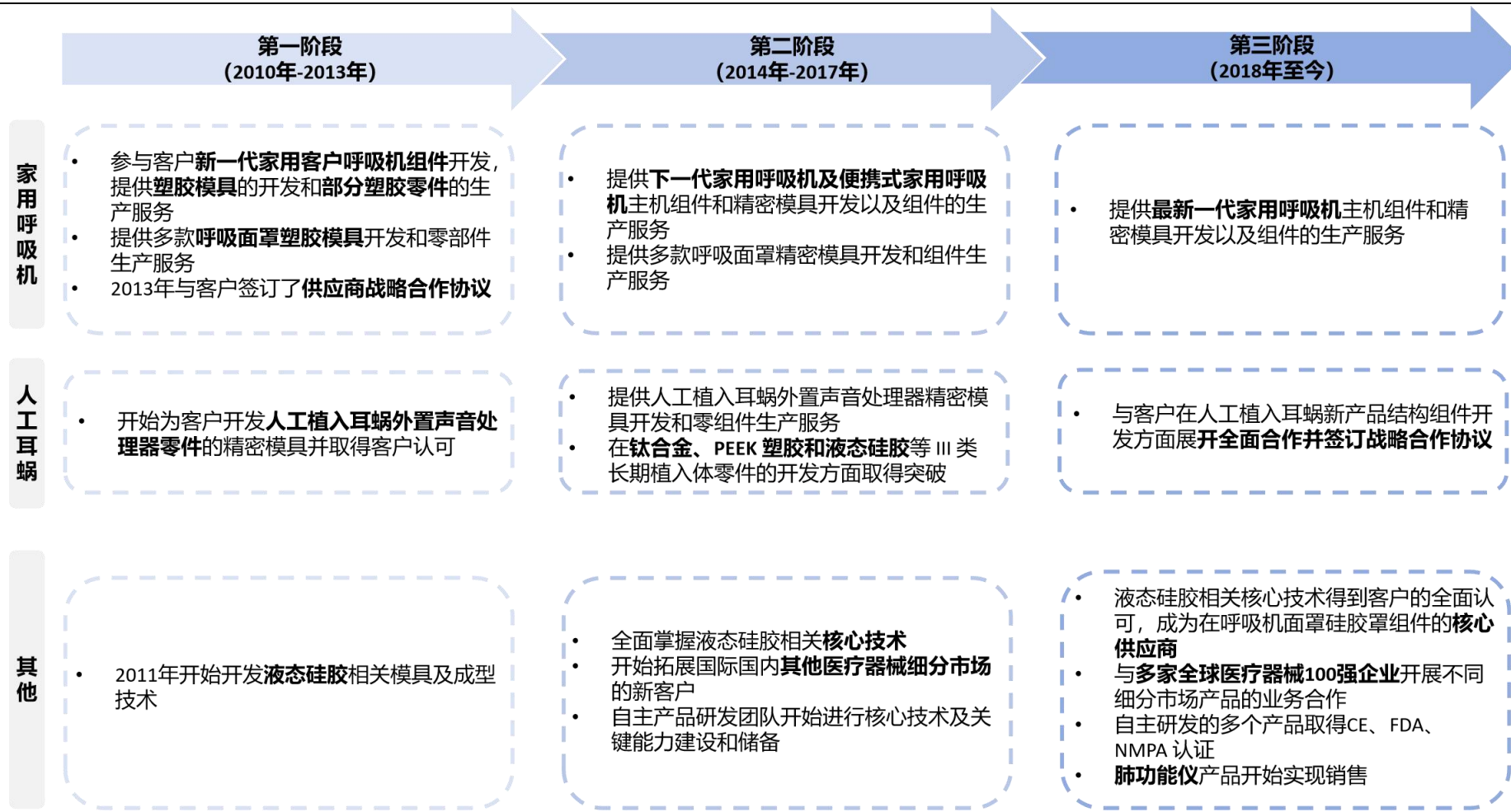
- **美好医疗是器械组件平台龙头，不断延伸业务线。**美好医疗成立于2010年，经过10多年聚焦，已具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务的能力，目前基石业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，作为平台型企业，公司业务拓展能力突出，已拓展至其他医疗器械产品组件和家用及消费电子组件。
- **家用呼吸机客户去库存影响基本消除，业务环比增长可期。**客户A是全球家用呼吸机市场龙头，公司是其产品核心组件开发的参与者和批量生产的核心供应商，合作十余年，关系稳定。长期看，随着OSA/COPD患病人群增加，家用呼吸机需求增长，且2021年以来全球龙二企业飞利浦深陷召回风波并于2024年宣布退出美国呼吸机市场，客户A市场份额有望持续提升。短期看，公司2023下半年起因客户A去库存而业绩承压，至24Q2去库存影响已基本出清，后续订单有望企稳，业务环比增长可期。
- **人工耳蜗技术壁垒较高，业务增长稳健。**客户B为人工耳蜗全球市场绝对龙头，公司主要提供外置声音处理器，后续延伸至植入体组件。人工耳蜗具备较高技术壁垒，包括生物兼容性、微型化、信号处理技术等。公司围绕人工耳蜗拥有多项自研技术，通过与客户B深度合作，后续在可及市场中份额有望提升，该业务除了2020年外增长率均超过10%，后续有望持续稳健增长。
- **新客户不断突破，平台化延伸可期。**公司最核心的竞争优势来自技术层面，包括研发优势、精密模具设计与制造优势等，其中塑胶模具开发和液态硅胶成型技术是公司核心技术。公司基于核心技术持续进行平台化延伸，主要往家用消费电子组件和其他医疗组件两个方向拓展。
- ✓ **家用及消费电子组件：**2024H1收入0.8亿元（+36.6%），公司在健康防护、个人护理、户外运动、家用及消费电子等领域为多家细分市场知名品牌提供高端产品及精密组件的开发和生产制造服务，包括飞利浦、YETI、Rosti、SKG等国际国内知名企业和品牌。
- ✓ **其他医疗产品组件：**2024H1收入0.5亿元（+14.9%），公司在血糖管理、体外诊断、给药、介入、助听、监护等细分领域逐渐突破，拓展了强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞等十余家全球医疗器械100强企业，目前有多个项目和产品处于开发合作的不同阶段，放量可期。
- **盈利预测与估值：**略下调盈利预测，预计公司2024-26年收入16.1/19.8/24.5亿元（原为16.7/20.8/25.6亿元），同比增速20%/23%/24%，归母净利润3.8/4.6/5.7亿元（原为3.9/4.9/6.0亿元），同比增速20%/23%/23%，当前股价对应PE 34/28/23倍。综合绝对估值与相对估值，合理价格区间为34.15-39.84元，对应市值区间为139-162亿元，较当前股价有9-27%溢价空间，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**大客户依赖风险；汇率波动风险；新业务拓展不及预期风险；地缘政治风险。

- [01] 美好医疗：国产医疗器械精密组件领军企业
- [02] 家用呼吸机组件：客户去库存影响基本消除，业务稳健
- [03] 人工耳蜗组件：技术壁垒较高，和大客户深度绑定
- [04] 新业务快速增长，持续拓展优质新客户
- [05] 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

1.1 发展历程：医疗器械组件平台龙头不断拓展业务线

■ 快速崛起的器械组件龙头，不断延伸业务线。美好医疗成立于2010年，经过10多年聚焦，已具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务的能力，目前基石业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，作为平台型企业，公司业务拓展能力突出，已拓展至其他医疗器械产品组件和家用及消费电子组件。

图：美好医疗发展历程



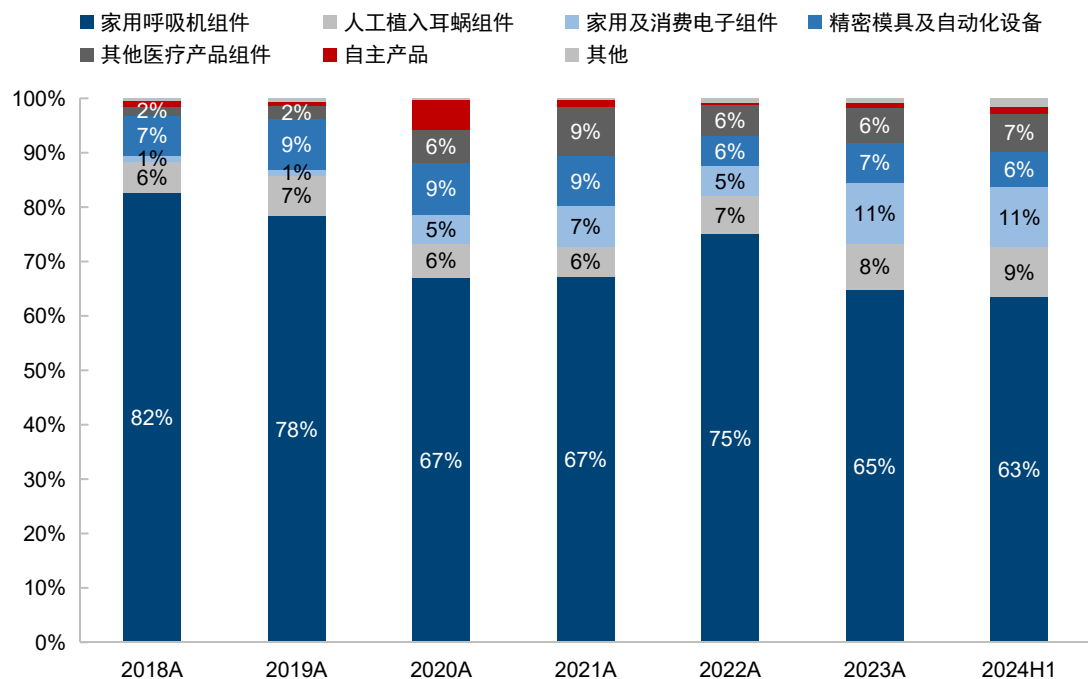
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

1.2 业务结构：家用呼吸机和人工耳蜗组件为基石业务

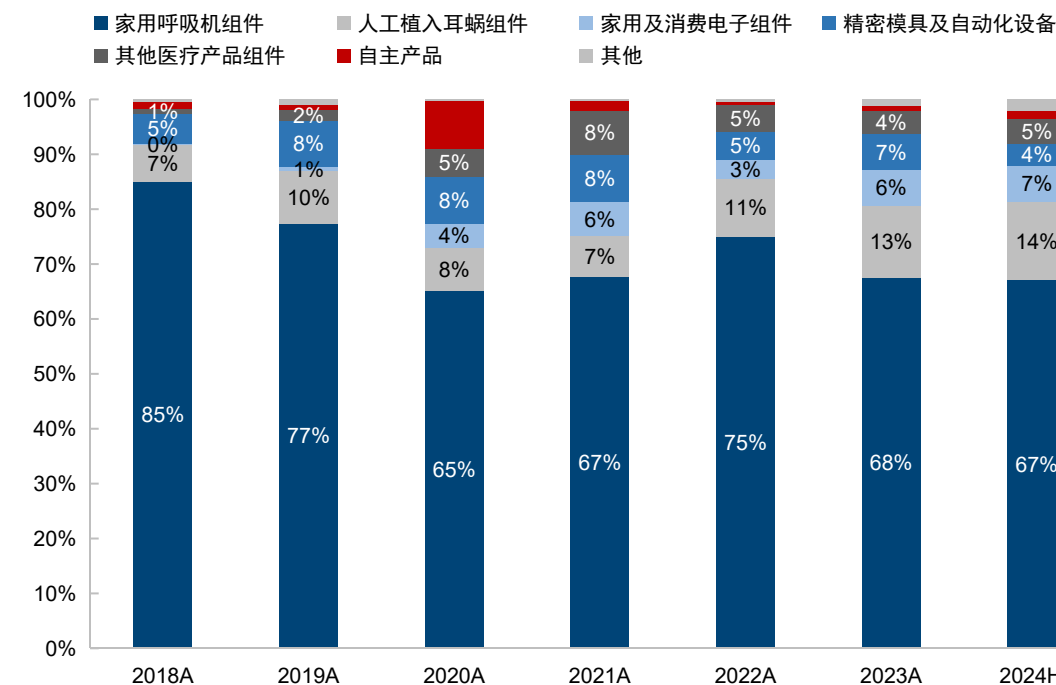
- 家用呼吸机组件业务占比呈下降趋势，新业务占比持续提升。公司的基石业务是为全球家用呼吸机龙头客户A和人工植入耳蜗龙头客户B提供组件的开发、制造服务，2018年收入占比分别为82%、6%，其他业务仅占比11%。公司不断拓展全球医疗器械优质客户，家用及消费电子组件、其他医疗产品组件等新业务快速发展，2023年收入占比提升至11%、6%。呼吸机组件业务占比呈现下降趋势，2023年为65%，人工耳蜗收入组件收入占比稳定，2023年为8%，基石业务合计占比73%。

图：美好医疗收入结构（分业务线）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗毛利结构（分业务线）

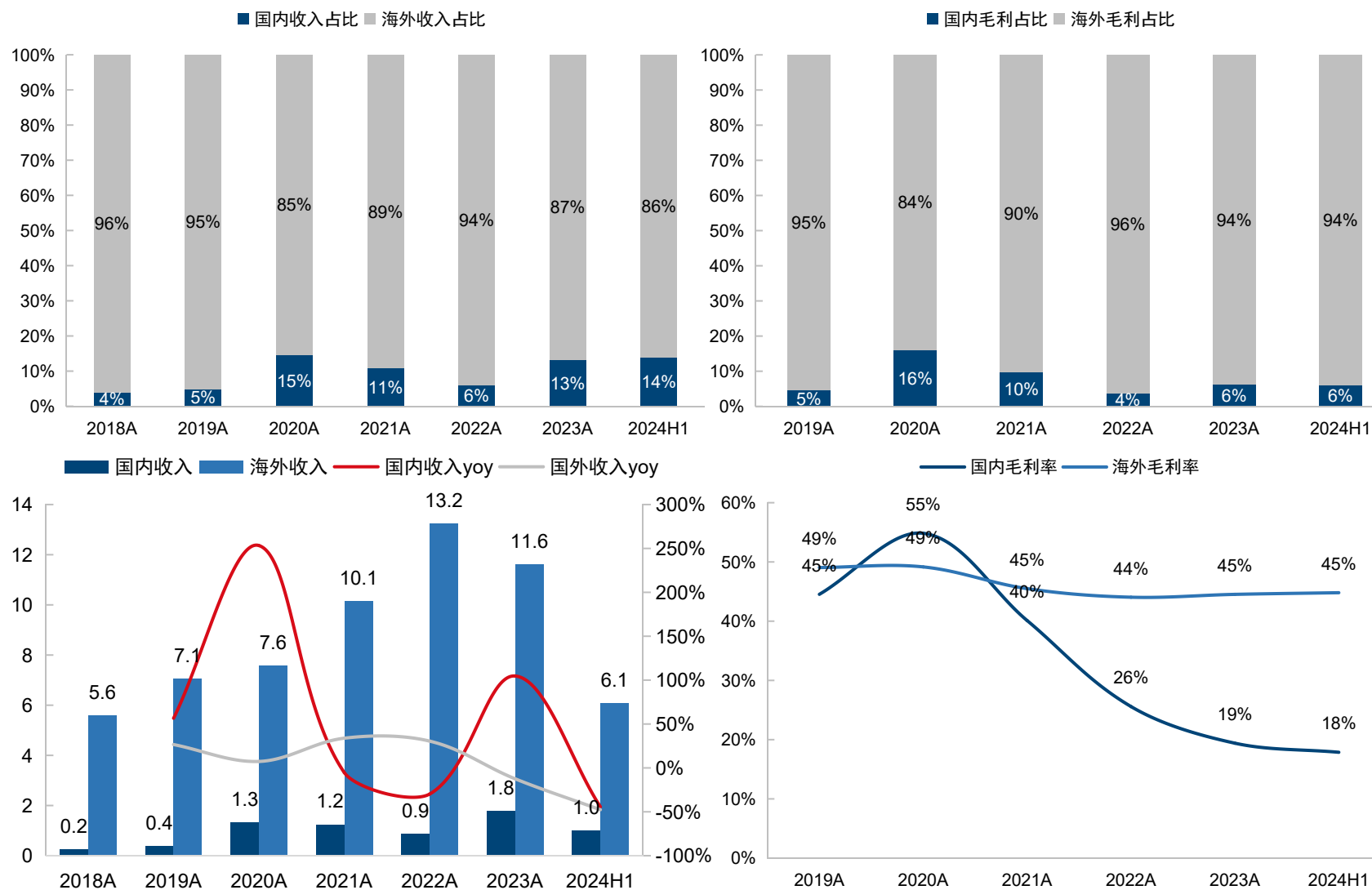


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 业务结构：海外业务占比较大

■ 海外业务为主。美好医疗主要为全球医疗器械企业提供精密组件开发、生产服务，不断拓展与全球医疗器械百强客户及细分市场龙头企业客户的合作。公司客户以海外客户为主，核心客户为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，此外还包括强生、飞利浦、西门子、迈瑞等。2023年公司海外业务收入占比高达87%，毛利占比94%。

图：美好医疗国内外收入（亿元）及增速、盈利能力情况

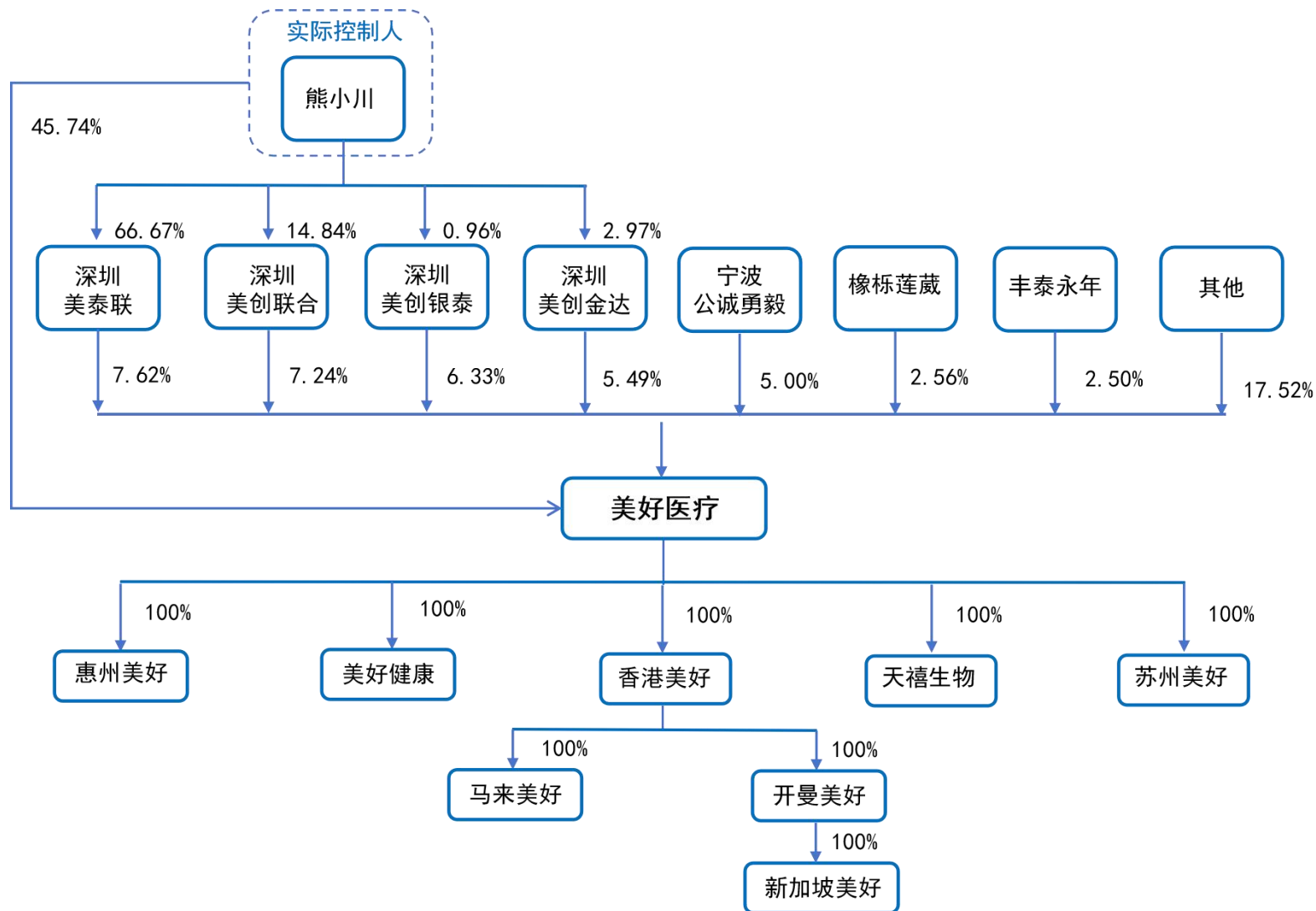


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 股权结构集中，董事长为实控人

■ **股权结构集中。**董事长、总经理熊小川先生为实际控制人，通过直接和间接方式合计控制公司52.12%股权。美好医疗拥有多家子公司，包括4家境外子公司，分别是香港美好、马来美好、开曼美好和新加坡美好，其中香港美好主要从事组件和模具产品的销售业务，马来美好主要从事呼吸机组件的生产，开曼美好和新加坡美好主要从事医疗器械组件的销售。

图：美好医疗股权结构及参控股公司



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

1.5 高管团队：产业背景深厚

- 高管团队产业背景深厚，经验丰富。公司现任总经理兼董事长为公司实控人熊小川先生，曾有过电子/电器行业从业经历，高管团队其他成员也均具备多年精密组件等制造行业相关经验。

表：美好医疗高管简介

高管	职务	学历	经历
熊小川	董事长兼总经理	硕士研究生	1987年至2000年，就职于四川长虹电器股份有限公司；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，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	副董事长兼副总经理	硕士研究生	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2023年2月，担任公司董事、副总经理；2023年2月至今，担任公司副董事长、副总经理。
周道福	董事兼副总经理	大学本科	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	硕士研究生	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，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。现任公司副总经理。
谭景霞	董事会秘书	硕士研究生	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。现任公司董事会秘书。
严俊峨	财务总监	硕士研究生	曾就职于深圳英美达医疗技术有限公司，深圳市远致瑞信股权投资管理有限公司，安永会计师事务所等，分别担任财务总监，风控总监，审计经理等职务。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

1.6 推行股权激励，彰显发展信心

- 股权激励计划落地，实现公司与核心人才利益绑定。为实现员工利益与公司利益深度绑定，公司于2024年5月9日发布了2024年限制性股票激励计划，拟向163名激励对象共计授予600万股限制性股票，授予价格为12.42元/股。考核目标以2023年为基准，2024/2025/2026年的营业收入或净利润增长率不低于25.00%/56.25%/95.31%。本次股权激励计划的发布有利于激发团队的积极性，彰显公司的发展信心。

表：美好医疗股权激励计划情况

归属安排		目标值 (以2023年营业收入/净利润为基准)	触发值 (以2023年营业收入/净利润为基准)
首次授予的限制性股票 归属对应的考核年度	第一个归属期	2024年 营业收入/净利润增长率不低于25.00%	营业收入/净利润增长率不低于20.00%
	第二个归属期	2025年 营业收入/净利润增长率不低于56.25%	营业收入/净利润增长率不低于44.00%
	第三个归属期	2026年 营业收入/净利润增长率不低于95.31%	营业收入/净利润增长率不低于72.80%
于公司2024年第三季度报告 披露之后授予的考核年度	第一个归属期	2025年 营业收入/净利润增长率不低于56.25%	营业收入/净利润增长率不低于44.00%
	第二个归属期	2026年 营业收入/净利润增长率不低于95.31%	营业收入/净利润增长率不低于72.80%

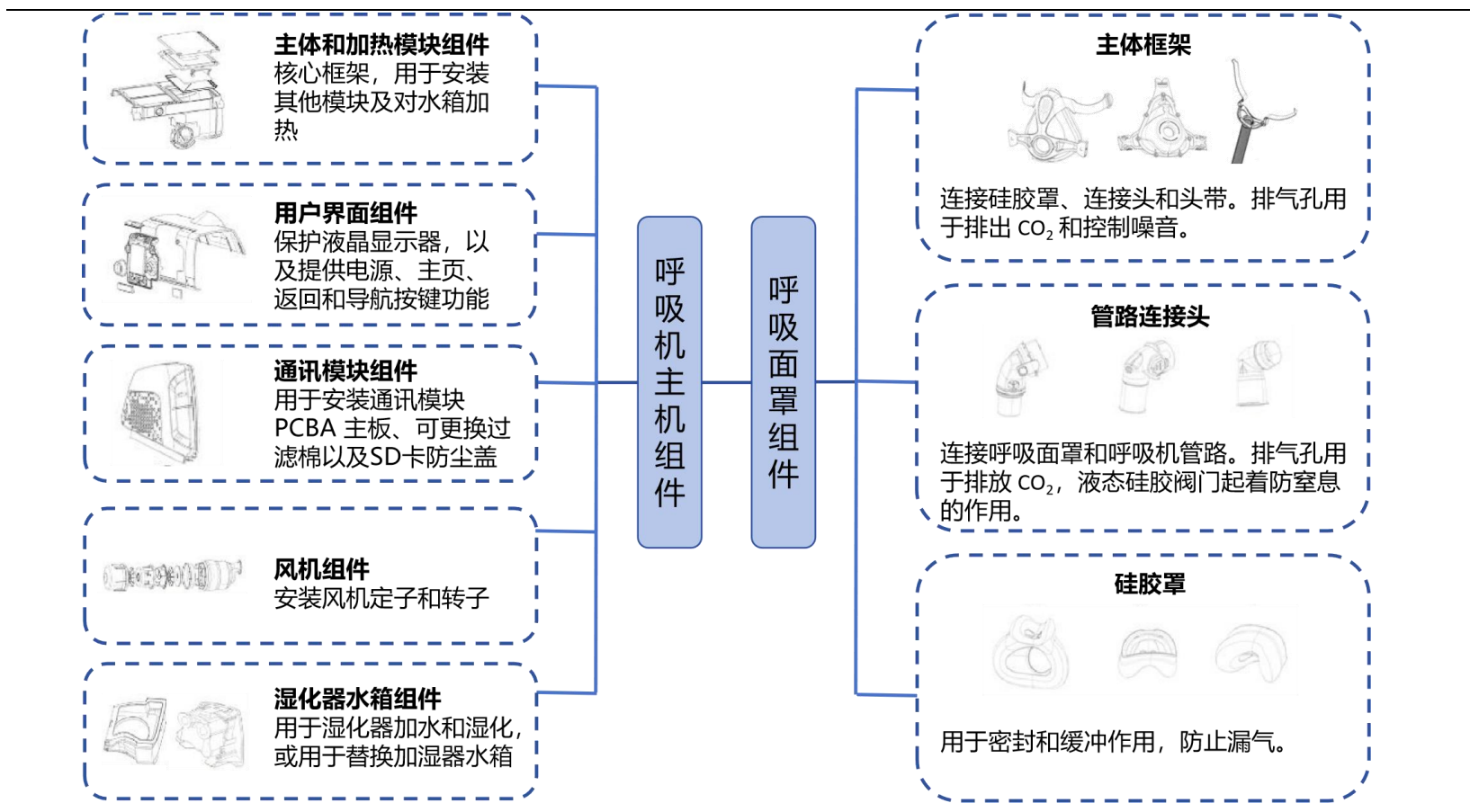
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- [01] 美好医疗：国产医疗器械精密组件领军企业
- [02] 家用呼吸机组件：客户去库存影响基本消除，业务稳健
- [03] 人工耳蜗组件：技术壁垒较高，和大客户深度绑定
- [04] 新业务快速增长，持续拓展优质新客户
- [05] 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

2.1 为客户A提供大部分家用呼吸机组件，持续往高端部件延展

■ 公司能够为客户A提供大部分家用呼吸机组件，高端部件延展提供增长驱动力。与医用呼吸机相对应，家用呼吸机是在专业医疗机构之外的任何场所下使用的呼吸机。从公司为客户A提供的组件类型看，主要为主机组件和面罩组件，其中主体组件包括主体和加热模块组件、用户界面组件、通讯模块组件、风机组件、湿化器水箱组件；面罩组件包括主体框架、管路接头、硅胶罩；基本囊括家用呼吸机的大部分组件，随着公司技术的升级，近年来高端部件如湿化器水箱组件、管路接头、硅胶罩组件为公司主要增长驱动力。

图：美好医疗家用呼吸机组件产品示意图

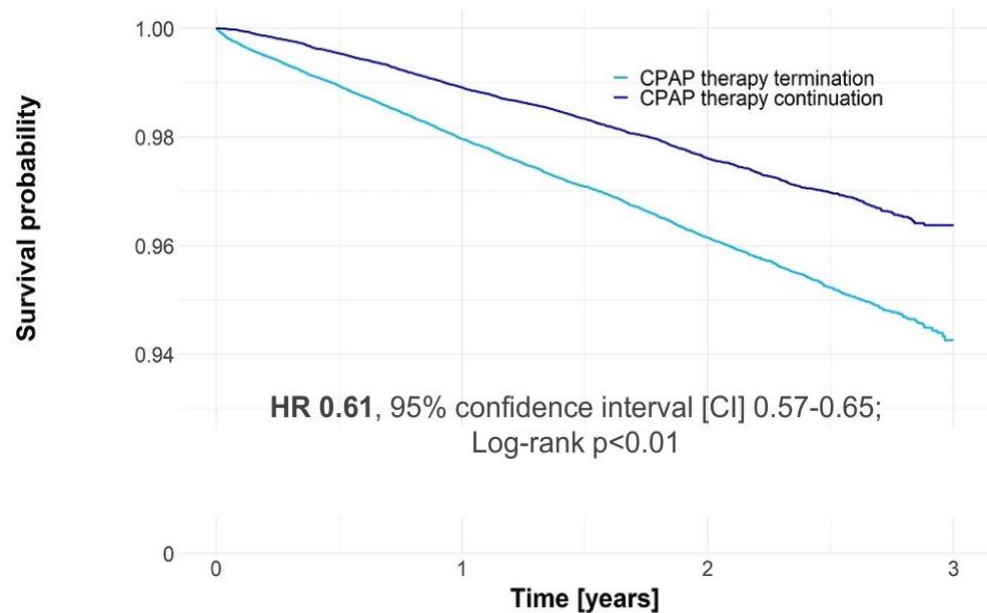


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2.2 需求端：OSA/COPD患病人群增加，家用呼吸机需求增长

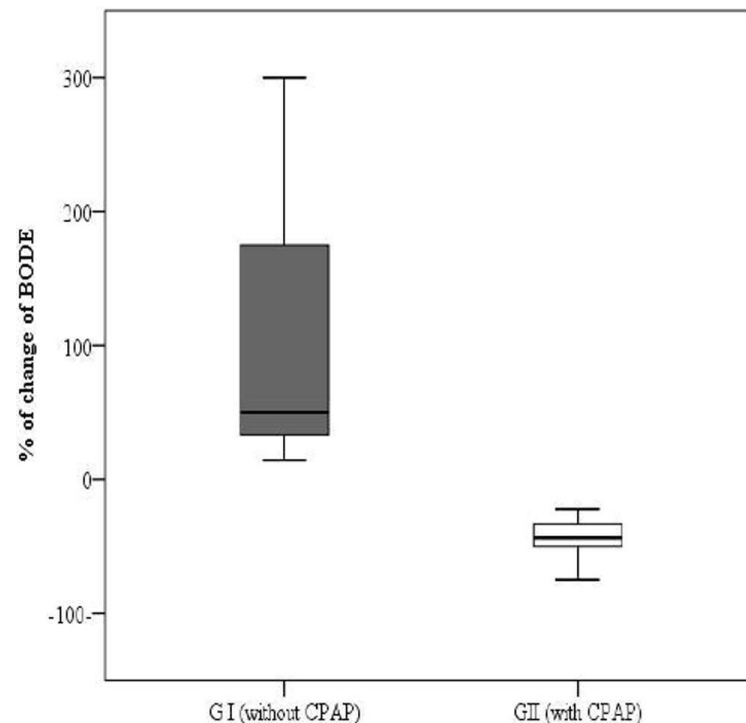
■ 家用呼吸机主要用于治疗OSA/COPD等疾病，为患者提供通气辅助和增加肺通气量。睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）是指在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和（或）低通气、高碳酸血症、睡眠中断等现象的呼吸性疾病，可引发冠状动脉粥样硬化性心脏病、心力衰竭、心律失常、糖尿病等并发症。慢性阻塞性肺疾病（慢阻肺，COPD），是以不可逆的气流受限为特征的慢性呼吸系统疾病，具有患病率、致死率高，病程及治疗周期长，急性加重住院率高等特征，主要症状是呼吸困难、慢性咳嗽和咳痰，此外伴随严重的合并症，如肺癌、支气管扩张、心血管疾病、骨质疏松等。家用呼吸机气道通气治疗是OSA和COPD的首选治疗方法，可有效降低死亡率和减少住院。

图：持续气道正压通气（CPAP）治疗对OSA患者生存率的影响



资料来源：瑞思迈官网、国信证券经济研究所整理

图：持续气道正压通气（CPAP）治疗对BODE指数百分比变化的影响



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：BODE是一种用于评估慢性阻塞性肺病（COPD）患者病情严重程度和预后的组合指标，总分越高，表示COPD患者的病情越严重，预后越差

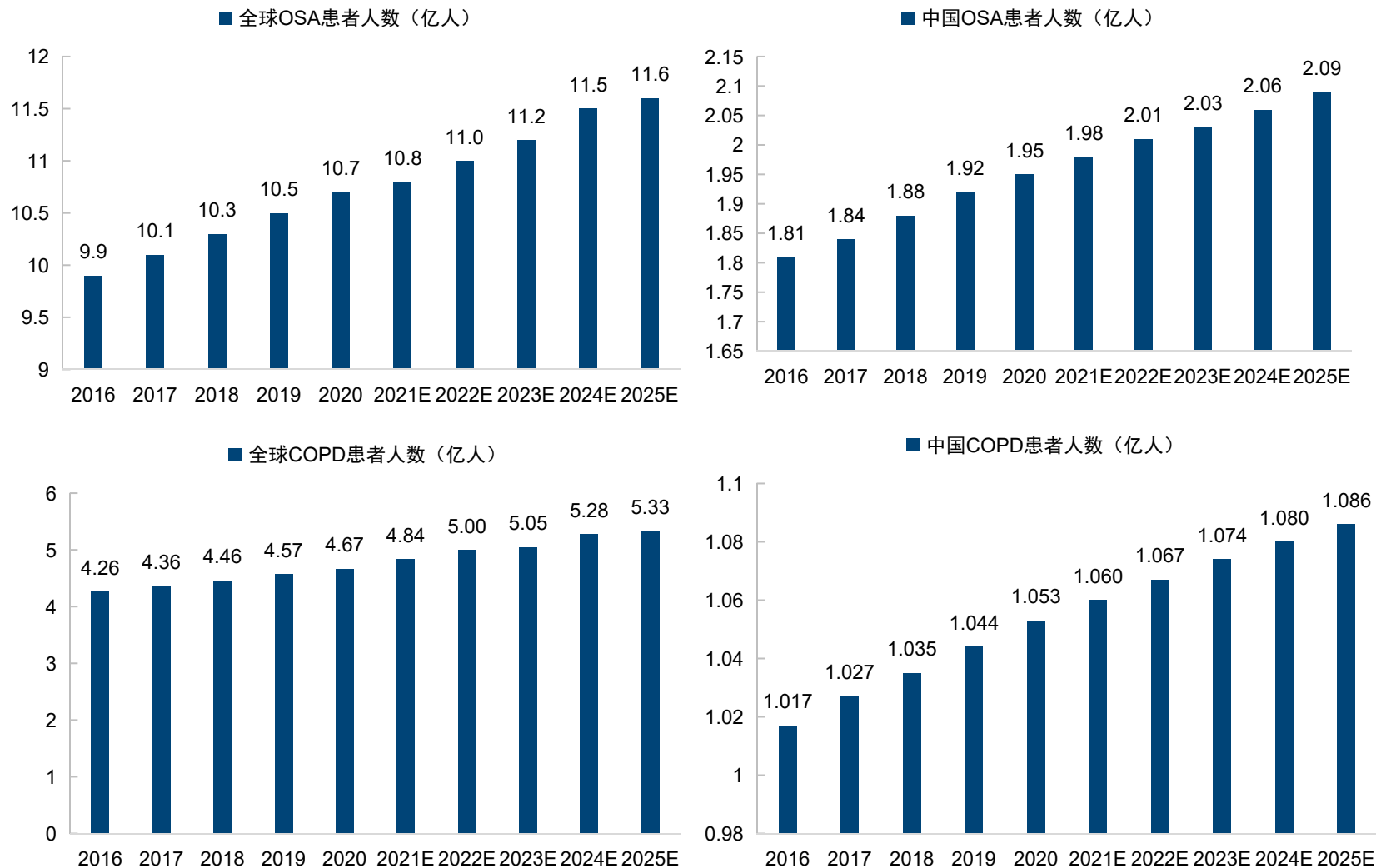
2.2 需求端：OSA/COPD患病人群增加，家用呼吸机需求增长

■ OSA/COPD患者基数庞大且持续增长，家用呼吸机需求增长。

✓ 对于OSA，据Frost & Sullivan数据，2020年全球/中国OSA患病人数约为10.7/1.95亿人，预计于2025年达到11.6/2.09亿人。OSA的患者基数庞大，家用呼吸机作为治疗OSA的一线首选，市场需求随之增长。

✓ 对于COPD，据Frost & Sullivan数据，2020年全球/中国OSA患病人数约为4.67/1.05亿人，预计于2025年达到5.33/1.09亿人。随着发展中国家吸烟率的升高和高收入国家人口老龄化加剧，慢阻肺的患病率未来将继续上升，对家用呼吸机的需求也有望持续增长。

图：OSA/COPD患者人数



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

2.2 需求端：OSA/COPD患病人群增加，家用呼吸机需求增长

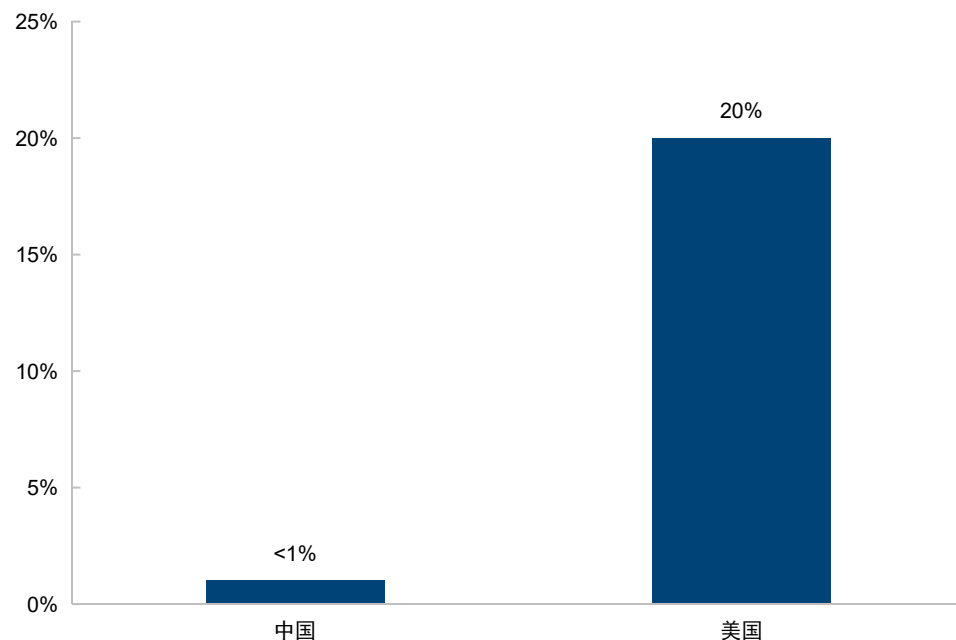
■ OSA和COPD在中国存在较大的诊疗率提升空间。

✓ 对于OSA，根据中国睡眠研究会统计，2019年中国 OSA 诊断治疗率不到 1%，远低于美国 20%的诊断率，大量的 OSA 患者亟需有效诊治和精细化慢病管理。

✓ 对于COPD，据Frost & Sullivan数据，2019年国内实际诊断率仅有 26.8%，控制率20.2%，远低于美国同指标数据。

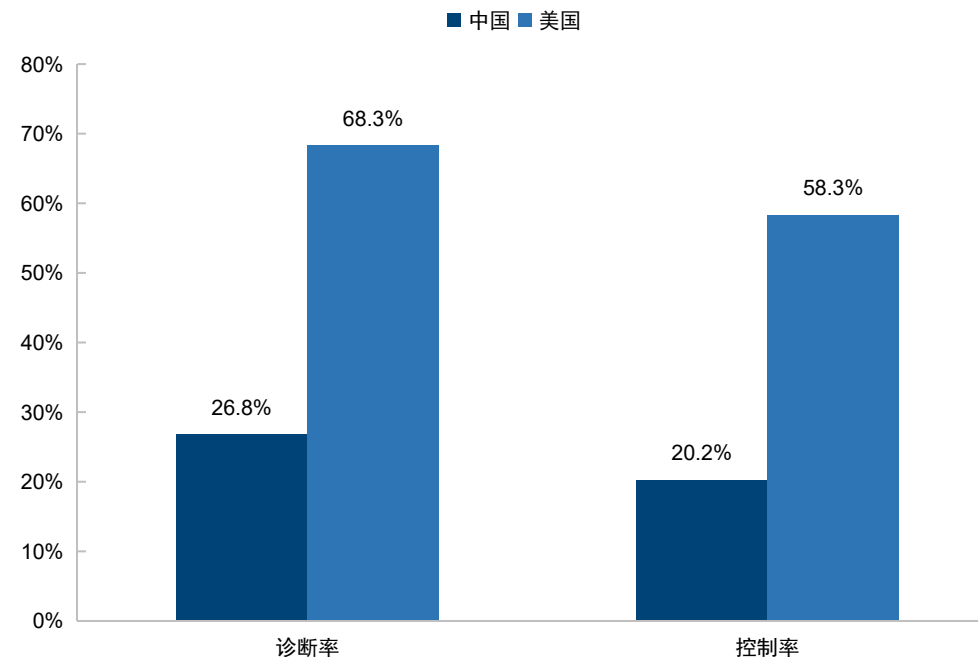
■ 随着对这些疾病的认识提高和诊断技术的改进，预计诊疗率将会逐步提升，家用呼吸机的需求将持续增长。

图：2019年中美OSA诊疗率对比



资料来源：中国睡眠研究会、国信证券经济研究所整理

图：2019年中美COPD诊疗现状差异



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

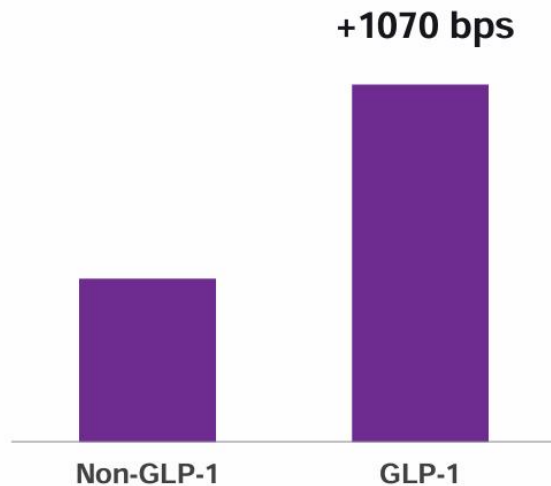
2.2 需求端：OSA/COPD患病人群增加，家用呼吸机需求增长

■ GLP-1新药陆续上市，预计对家用呼吸机需求影响中性偏积极。大多数人认为OSA与肥胖有较强的相关性，GLP-1等减肥类药物可能通过帮助患者减轻体重，从而减少OSA的严重程度和发作频率，从而降低对家用呼吸机的需求。然而，一项针对81.1万人的真实世界数据分析显示，使用GLP-1药物和PAP疗法间存在正相关关系，使用GLP-1药物的OSA患者比不使用GLP-1药物的患者有更大的可能性使用PAP疗法，表明GLP-1药物可能有助于提高患者对PAP治疗的依从性，从而增加PAP治疗的可能性。

图：OSA患者启动PAP疗法的可能性对比（使用GLP-1药物 VS 不使用GLP-1药物）

GLP-1 initiated^{1,2} vs. non-GLP-1 initiated OSA patients¹

Likely to initiate PAP therapy³



Patients with an OSA diagnosis *and* prescribed a GLP-1 drug are **10.7% more likely** to initiate PAP therapy

Large real-world data analysis: n = 811,000 patients with GLP-1 initiation, sleep apnea diagnosis, and Rx for PAP therapy⁵

2.3 市场规模：家用呼吸机及通气面罩市场持续扩容

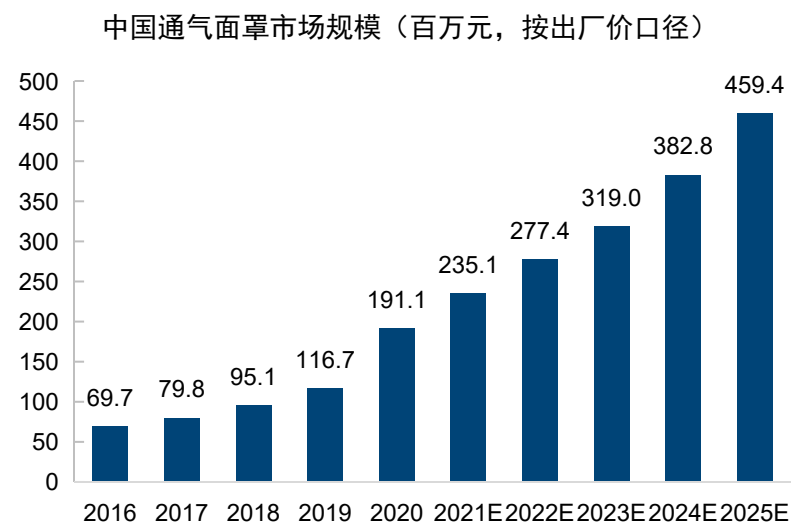
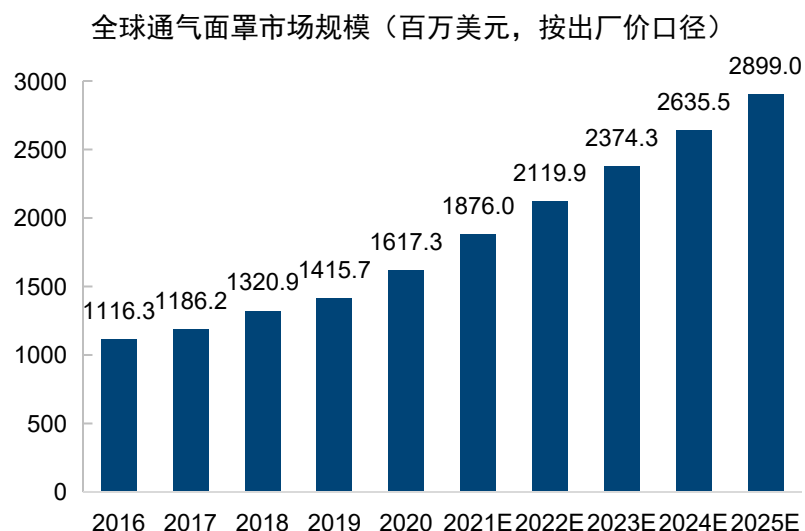
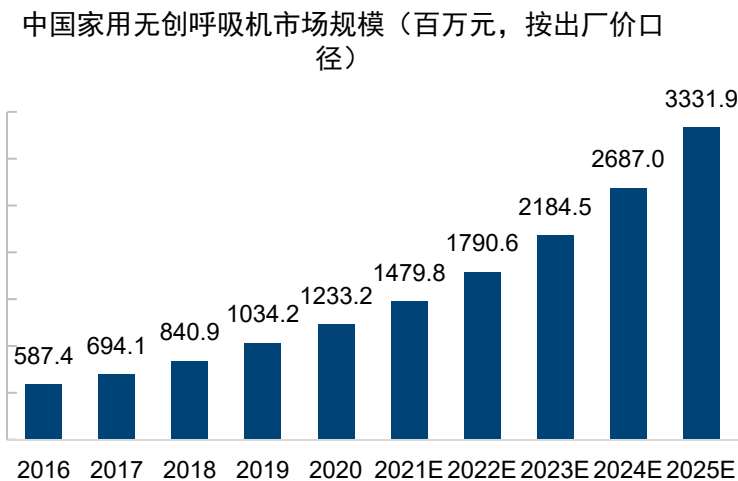
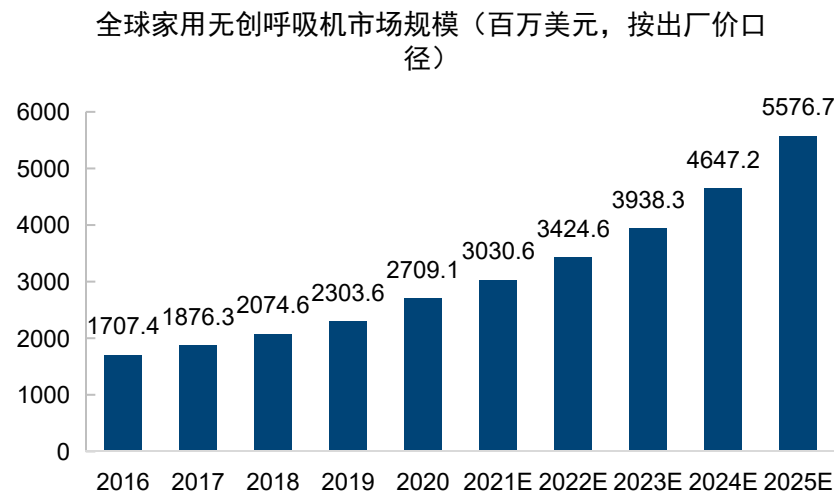
■ 家用呼吸机及通气面罩市场持续扩容。

随着以COPD和OSA为主的睡眠健康领域相关疾病患者人数持续增长，以及家用无创呼吸机在中国等新兴市场的不断普及，家用无创呼吸机及与之配合使用的通气面罩需求也逐年增长。

✓ **家用呼吸机：**2020年，全球/中国家用无创呼吸机市场规模约27.1亿美元/12.3亿元，预计到2025年市场规模将达到55.8亿美元/33.3亿元，年复合增长率为15.5%/19.7%。

✓ **通气面罩：**2020年，全球/中国通气面罩市场规模约16.2亿美元/1.9亿元，预计到2025年市场规模将达到29.0亿美元/4.6亿元，年复合增长率为12.4%/19.2%。

图：家用呼吸机和通气面罩市场规模



资料来源：Frost & Sullivan、怡和嘉业招股书，国信证券经济研究所整理

2.4 竞争格局：全球市场集中度高，中国市场相对分散

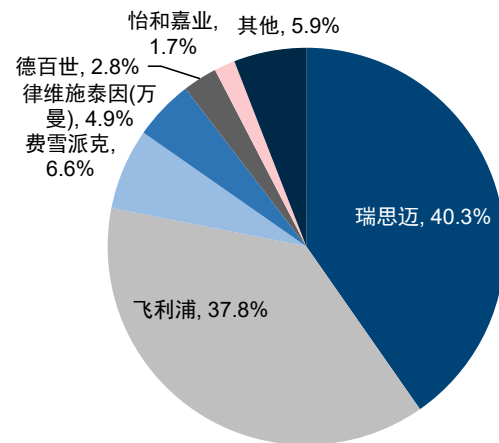
■ 家用呼吸机及通气面罩市场集中度高，瑞思迈是全球第一大龙头企业。

✓ 全球市场中，按出厂价计算，2020年前三大呼吸机企业占比84.7%，前三大通气面罩企业占比97.1%，全球市场集中度高。其中瑞思迈是第一大龙头企业，在家用呼吸机和通气面罩的市场份额分别为40.3%、64.7%，另外两家为飞利浦和费雪派克。

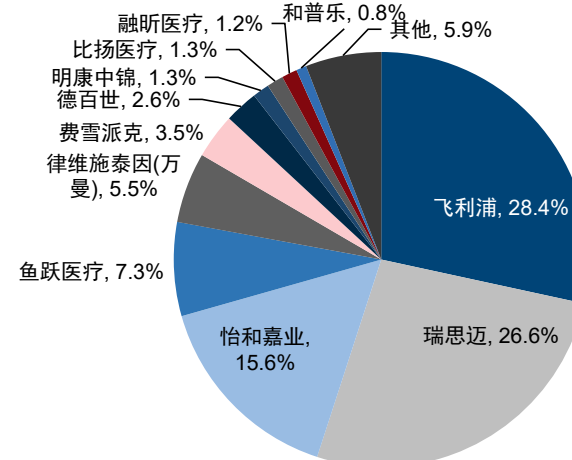
✓ 中国市场中，2020年前三大呼吸机企业占比70.6%，前三大通气面罩企业占比81.3%，相对全球市场较分散。家用呼吸机和通气面罩市场份额最大的企业分别为飞利浦和怡和嘉业。

图：家用呼吸机和通气面罩竞争格局

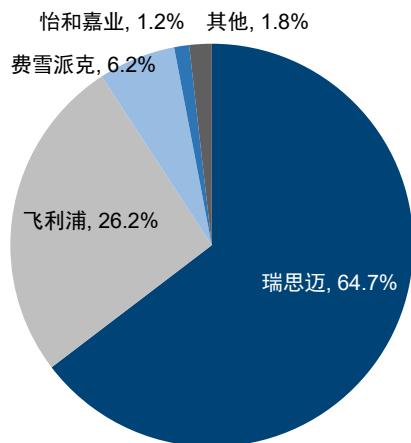
全球家用无创呼吸机市场竞争格局（按出厂价计算，2020）



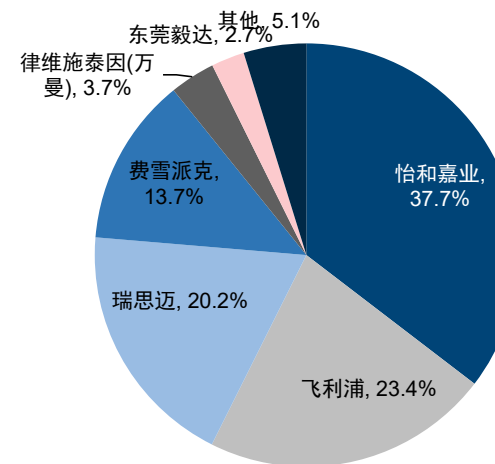
中国家用无创呼吸机市场竞争格局（按出厂价计算，2020）



全球通气面罩市场竞争格局（按出厂价计算，2020）



中国通气面罩市场竞争格局（按出厂价计算，2020）



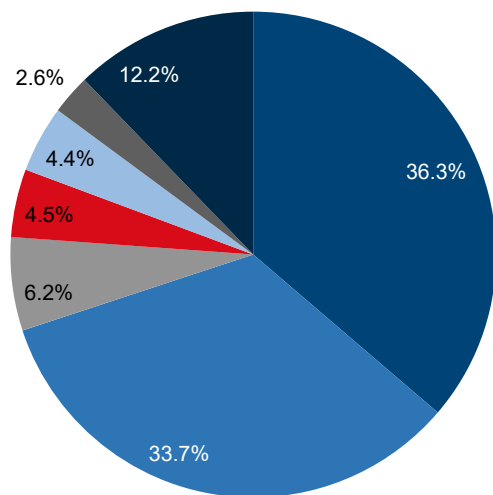
资料来源：Frost & Sullivan、怡和嘉业招股书，国信证券经济研究所整理

2.5 竞争格局变化：飞利浦退出美国呼吸机市场

■ 飞利浦2021年起陷入呼吸机召回风波，于2024年宣布退出美国呼吸机市场。2021年起飞利浦即开始陷入呼吸机召回风波，原因是设备中使用的一种消音泡沫材料存在降解和释放致癌物质的可能。2023年1-3月，FDA收到了6000多份关于飞利浦CPAP和BiPAP呼吸机的投诉，其中包括40例死亡事件。截至2023年4月，飞利浦呼吸机已经召回7次，累计约550万台。召回事件发酵3年，2024年1月，飞利浦发布了针对美国客户的睡眠与呼吸产品组合变化通知，称在美国将专注于包括面罩在内的耗材和配件的销售，不再销售医院呼吸机产品、某些家用呼吸机产品、便携式和固定式制氧机以及睡眠诊断产品。

图：2020年全球家用呼吸机市场份额（按销售量）

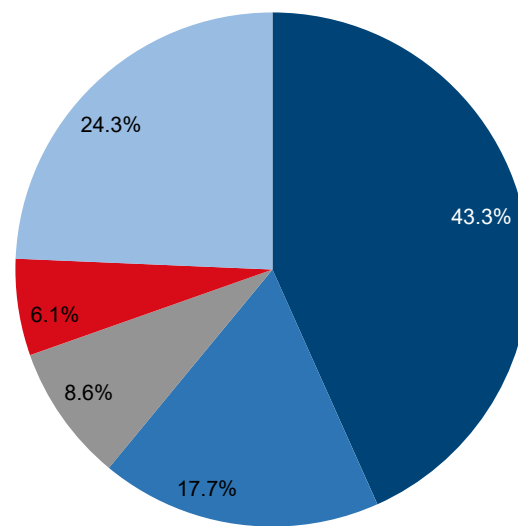
■ 瑞思迈 ■ 飞利浦 ■ 费雪派克 ■ 怡和嘉业 ■ 律维施泰因(万曼) ■ 德百世 ■ 其他



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图：2022年全球家用呼吸机市场份额（按销售量）

■ 瑞思迈 ■ 怡和嘉业 ■ 飞利浦 ■ 费雪派克 ■ 其他

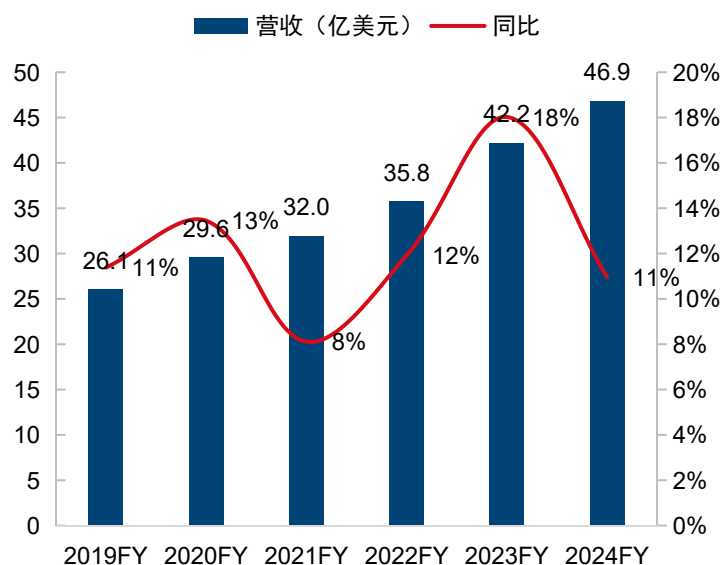


资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

2.5 竞争格局变化：飞利浦退出美国呼吸机市场

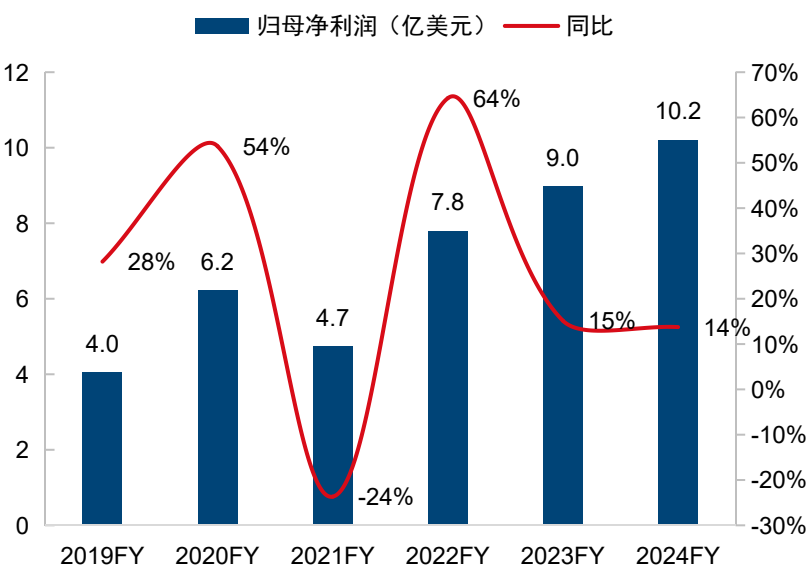
■ 市场竞争格局发生变化，瑞思迈等竞争对手获得市场份额扩大良机。飞利浦的召回风波及美国市场的退出使其最大竞争对手瑞思迈获得了市场份额扩大的良机。2021-2023财年，瑞思迈业绩呈现加速增长，2024财年营收46.9亿美元（+11%），归母净利润10.2亿美元（+14%），按销量统计的市场份额从2020年的36.3%提升至2022年的43.3%，此外国产企业怡和嘉业份额提升同样显著（+13pp）。

图：瑞思迈营收情况



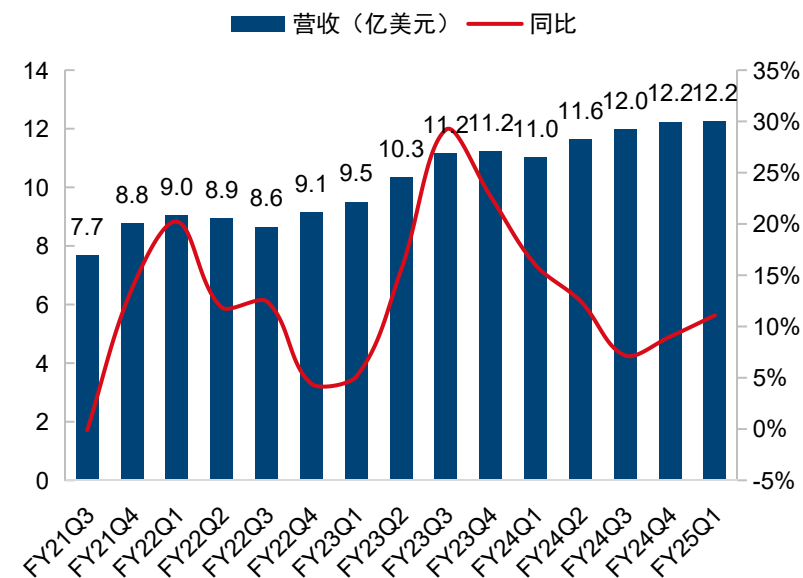
资料来源：瑞思迈官网、Wind，国信证券经济研究所整理
注：2024财年是指2023年7月至2024年6月

图：瑞思迈归母净利润情况



资料来源：瑞思迈官网、Wind，国信证券经济研究所整理 注：
2024财年是指2023年7月至2024年6月

图：瑞思迈季度营收情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：FY25Q1
为2024/7/1~2024/9/30期间

2.6 和客户A合作多年，关系稳定

■ 公司与客户A合作多年，是其核心供应商之一，合作关系长期、稳定、持续。公司是客户A家用呼吸机核心组件开发的参与者和批量生产的核心供应商，凭借完善的医疗器械生产管理体系、精密的模具制造技术、雄厚的产品研发实力、自主创新开发的自动化生产系统、优良的产品性能、丰富的生产经验和严格的质量控制体系，连续10年获评客户 A “最佳供应商”，与客户 A 建立了良好的合作关系，向客户A销售的产品约占其同类产品采购额的50-60%，另外两家供应商位于澳大利亚和新加坡。

表：美好医疗与客户A之间历史上的合作协议签署情况

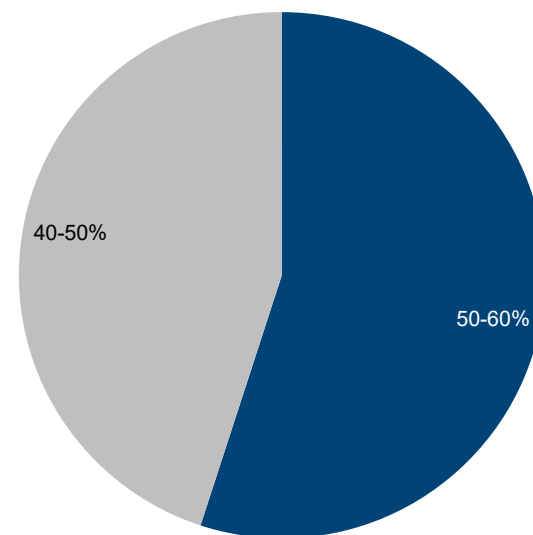
合同签署时间 有效期约定

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：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：美好医疗在客户A同类产品采购额中的占比

■ 美好医疗 ■ 客户A其他供应商

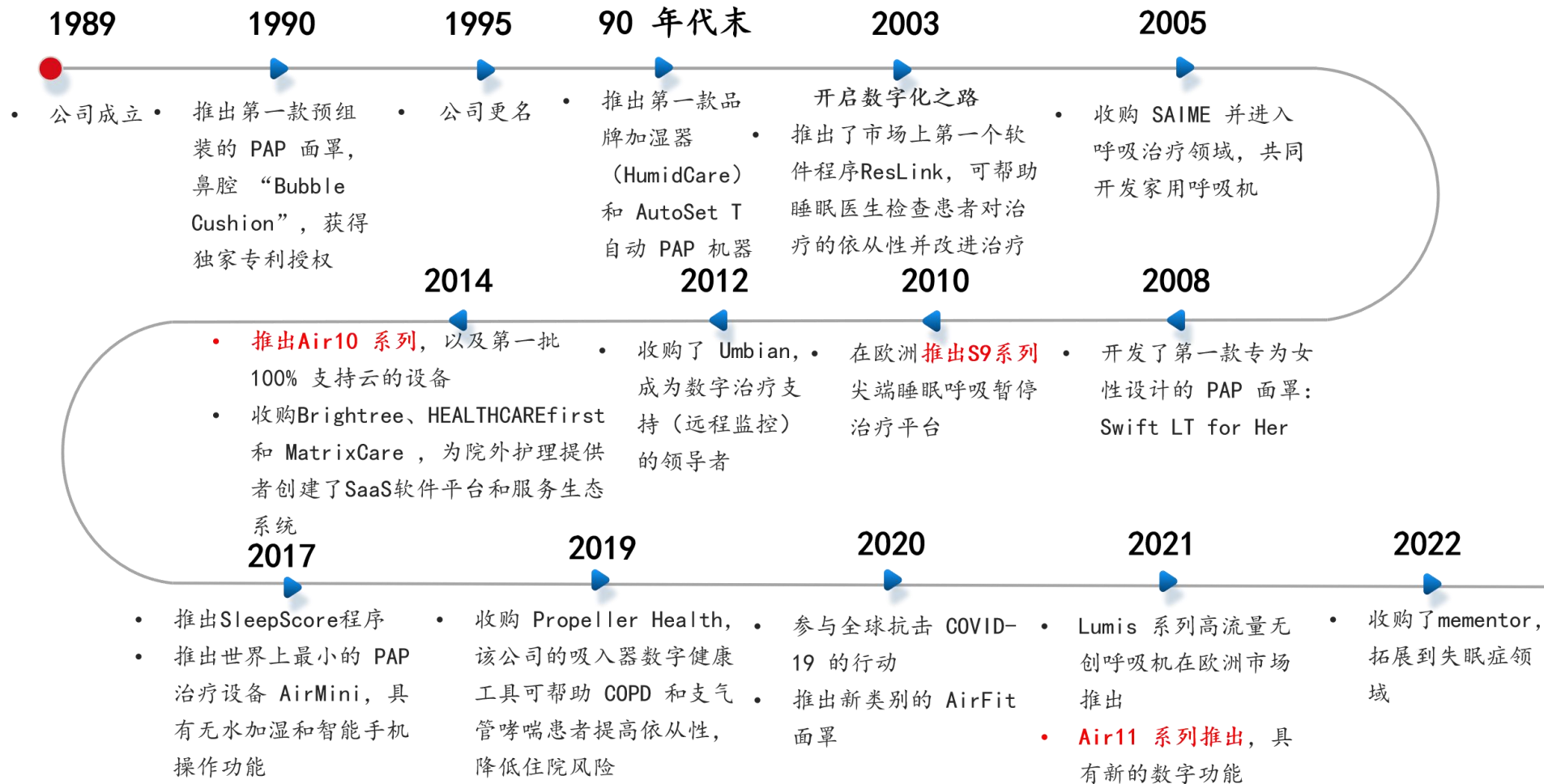


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.6 和客户A合作多年，关系稳定

■ 深度参与客户A最新一代产品研发，供应关系稳定。客户A是全球家用呼吸机市场龙头，其最新产品Air11系列于2021年推出，公司此前深度参与研发，根据客户A历史产品迭代情况，预计5年左右进行换代升级，目前其最新系列产品处于推广期，公司与其供应关系稳定。

图：客户A发展历程

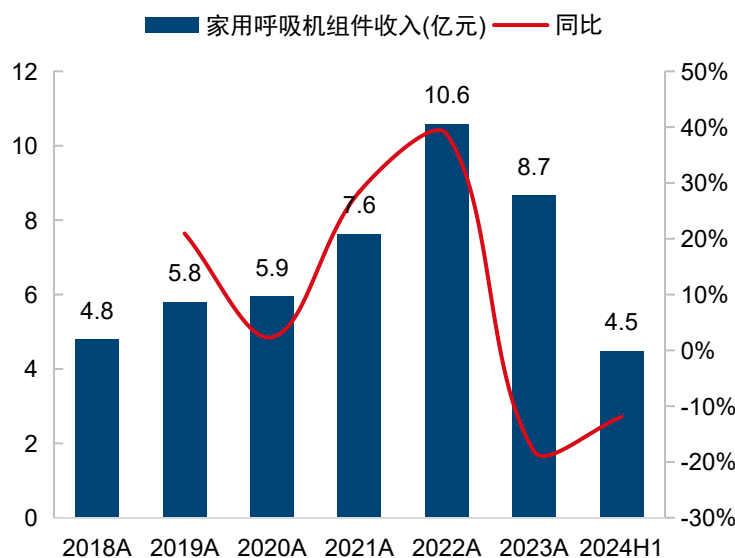


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

2.7 客户A去库存影响逐步出清，业绩环比改善可期

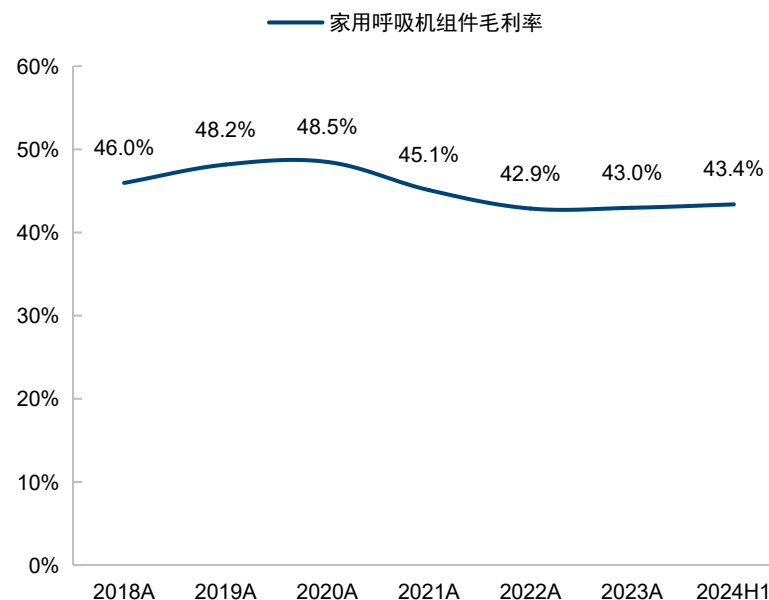
■ 公司2023下半年起受客户A去库存影响，24Q2去库存影响基本出清。公司23Q3起呼吸机组件业务受客户A去库存影响，业绩承压，2023年呼吸机组件业务收入8.7亿元，同比下滑18%，24H1呼吸机组件业务收入4.5亿元，同比下滑12%，主要系24Q1仍受到去库存影响，24Q2环比修复明显，去库存影响基本出清，客户A订单有望逐步企稳。

图：美好医疗家用呼吸机组件收入及同比情况



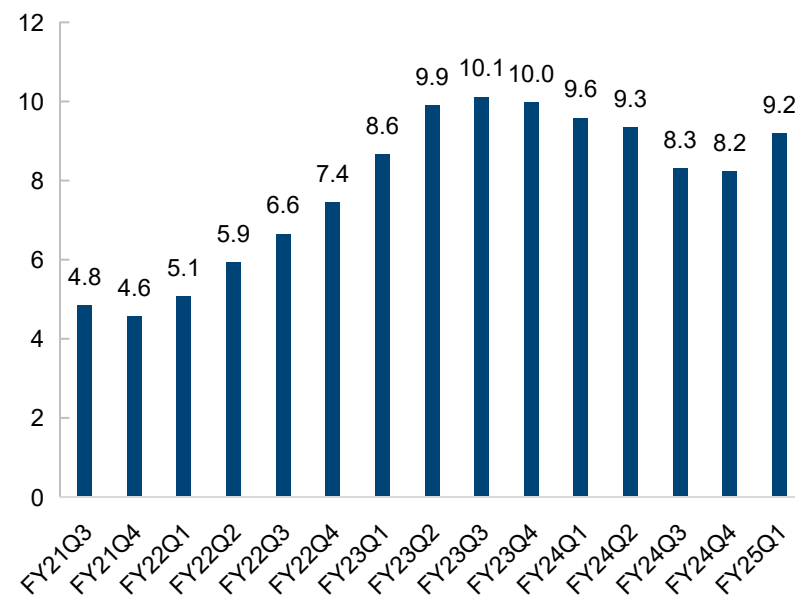
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗家用呼吸机组件毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：客户A季度末存货情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：FY25Q1为2024/7/1~2024/9/30期间

- [01] 美好医疗：国产医疗器械精密组件领军企业
- [02] 家用呼吸机组件：客户去库存影响基本消除，业务稳健
- [03] 人工耳蜗组件：技术壁垒较高，和大客户深度绑定
- [04] 新业务快速增长，持续拓展优质新客户
- [05] 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

3.1 为客户B提供人工耳蜗外置声音处理器及植入体组件

■ 美好医疗为客户B提供人工耳蜗外置声音处理器及植入体组件。人工耳蜗是一种植入式听觉辅助电子设备，由体外言语处理器将声音转换为电信号，通过植入体内的电板系统直接刺激听觉神经，恢复或提高失聪患者的听觉功能。人工耳蜗由体内、外两个部分组成。植入体部分的作用是将声音信号传递给听神经，体外部分主要负责声音的采集、处理和传输。从收入占比看，美好医疗以提供外置声音处理器为主，并逐渐拓展至植入体。

图：美好医疗家用人工耳蜗组件产品示意图

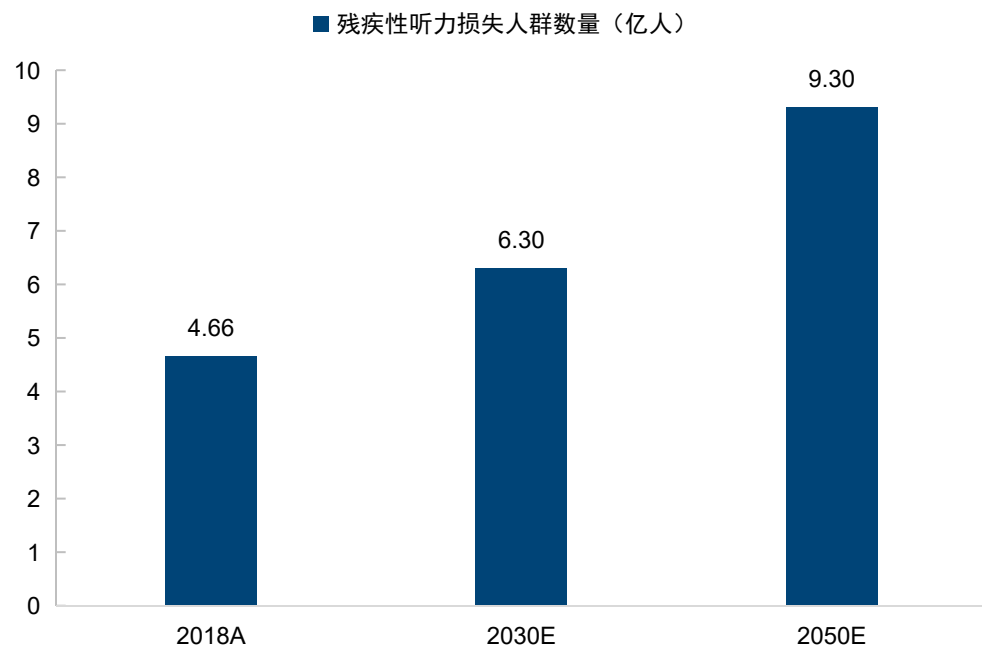


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 市场规模：听障人群基数较大，全球人工耳蜗市场持续增长

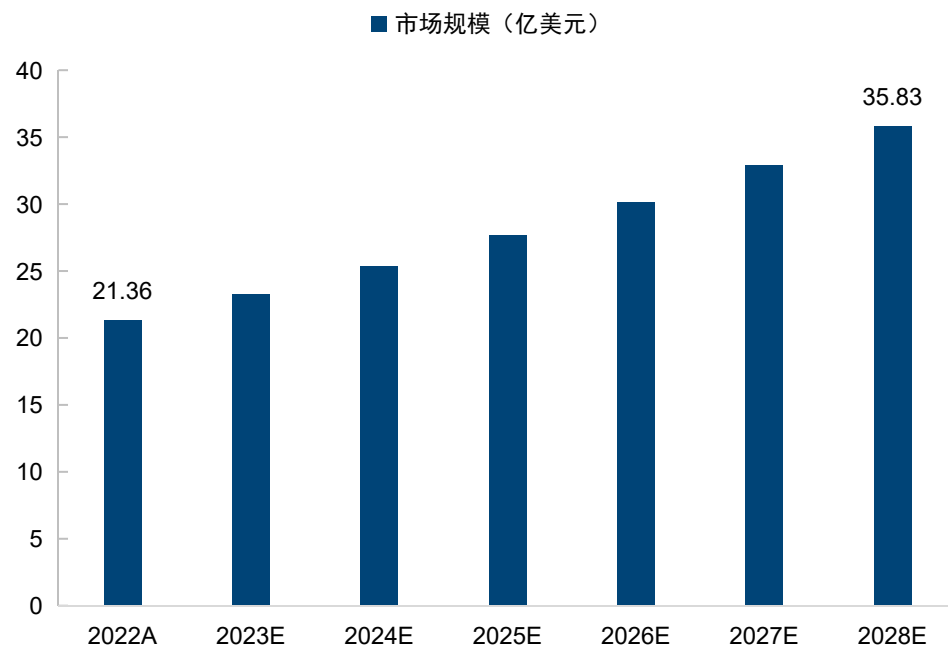
■ 人口老龄化+听障人群增多，全球人工耳蜗市场需求不断增长。根据WHO的统计数据，2018年全球大约有4.66亿患有残疾性听力损失的人群，占全球总人口的6%，预计2030年将达到6.30亿人，2050年将达到9.30亿人。随着老年人口的增长，人工耳蜗的需求将会增加。2022年全球人工耳蜗市场规模达到21.36亿美元，预计到2028年将达到35.83亿美元，2023-2028年期间的年复合增长率约为9%。

图：全球残疾性听力损失人群数量



资料来源：WHO、国信证券经济研究所整理

图：全球人工耳蜗市场规模



资料来源：mordorintelligence、国信证券经济研究所整理

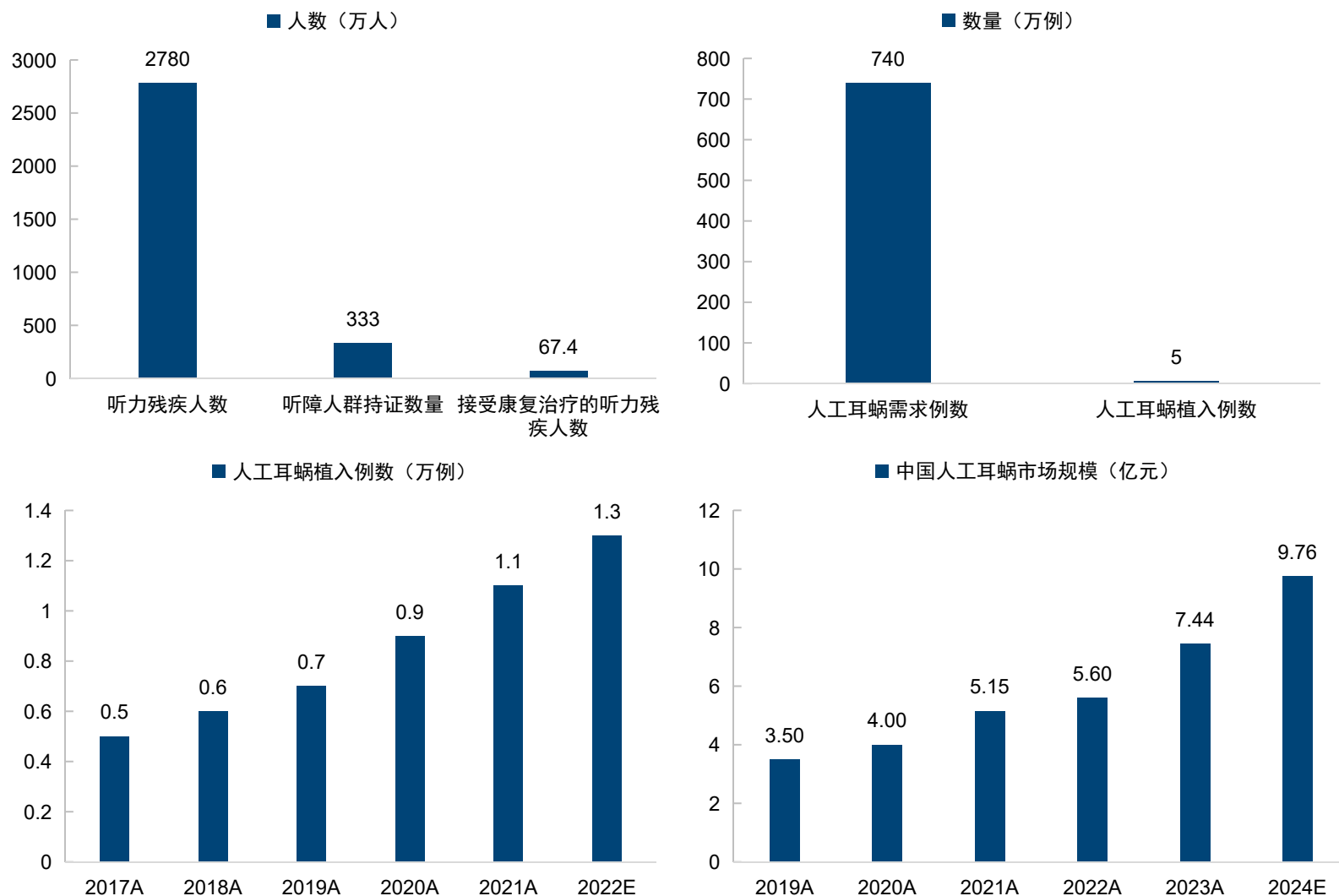
3.2 市场规模：中国人工耳蜗市场渗透率有望提升

■ 中国人工耳蜗渗透率低，有巨大提升空间。

我国是世界上听力残疾人数最多的国家，据第二次全国残疾人抽样调查结果显示，现有听力残疾人数量2780万人，而截至2022年，我国听障人群持证数量只有333万人，其中接受康复治疗的仅有67.4万人。植入人工耳蜗是治疗听障最主要的方式之一，我国目前植入人工耳蜗数量仅为5万例左右，占需求比仅0.68%，植入比例明显偏低。随着经济水平的发展、群众对于听力治疗的认知度提高、人工耳蜗价格的降低，我国人工耳蜗植入市场发展空间十分广阔，渗透率有望进一步提升。

■ 2022年我国人工耳蜗植入手术量约为1.3万例，近几年快速增长。根据众成数科的数据，国内人工耳蜗市场规模从2019年的3.5亿元增长至2023年的7.44亿，年复合增长率20.72%，预计2024年市场规模将达到9.76亿。

图：中国人工耳蜗市场情况

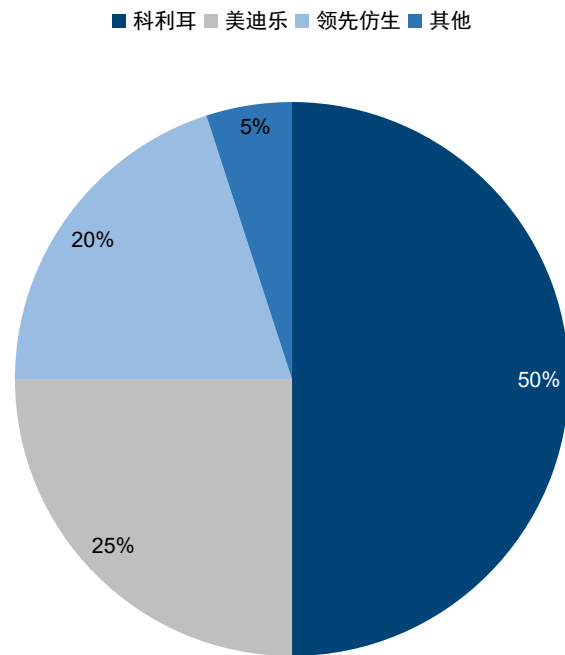


资料来源：众成数科、Frost & Sullivan、中国残联、医疗器械蓝皮书，国信证券经济研究所整理

3.3 竞争格局：外资品牌占据市场主导地位

■ **竞争格局：外资品牌占据主导，国产品牌发展迅速。**从竞争格局来看，全球人工植入耳蜗的制造商主要为科利耳、美迪乐和领先仿生，2022年市占率分别为50%、25%、20%，科利耳为绝对龙头。国内方面，我国人工耳蜗行业起步较晚，市场主要被科利耳、美迪乐和领先仿生等外企占据，近年来，诺尔康、力声特等国产品牌发展迅速。

图：全球人工耳蜗竞争格局（2022年）

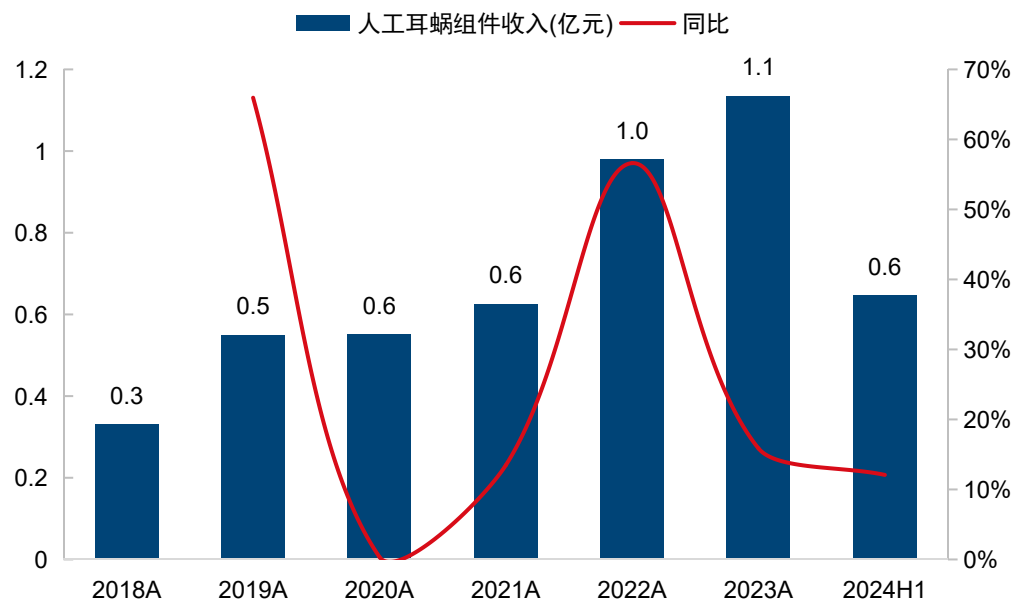


资料来源：CochlearImplantHELP、国信证券经济研究所整理

3.4 与客户B深度合作，业务稳健增长

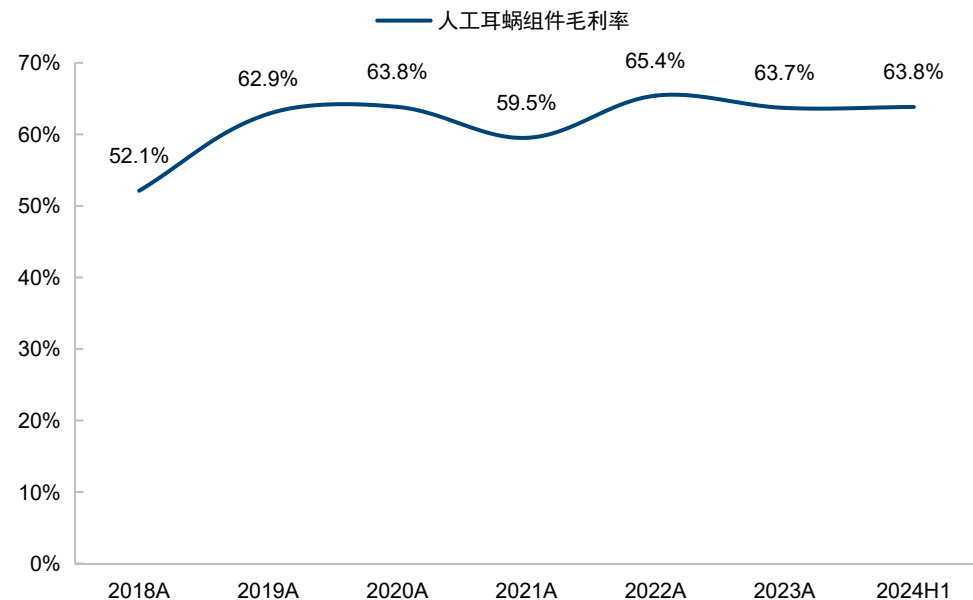
■ 公司与客户B深度合作，人工耳蜗组件业务增长稳健。客户B为人工耳蜗全球市场绝对龙头，公司过去主要提供外置声音处理器，后续延伸至植入体组件，通过与客户B深度合作，后续在可及市场中份额有望提升。公司人工耳蜗组件业务增长稳健，除了2020年因为疫情影响业务有所下滑外，其余年份增长率均超过10%，后续有望持续稳健增长。

图：美好医疗人工耳蜗组件收入及同比情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗人工耳蜗组件毛利率情况



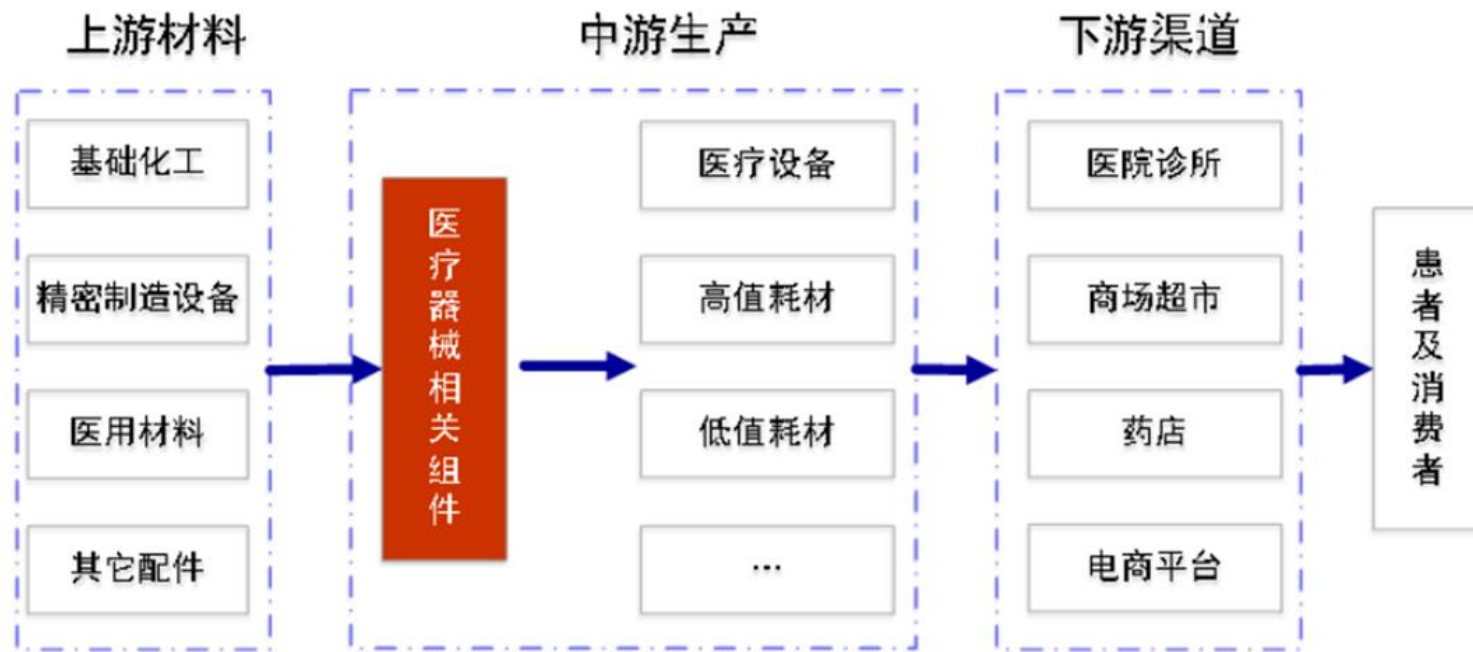
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 美好医疗：国产医疗器械精密组件领军企业
- [02] 家用呼吸机组件：客户去库存影响基本消除，业务稳健
- [03] 人工耳蜗组件：技术壁垒较高，和大客户深度绑定
- [04] 新业务快速增长，持续拓展优质新客户
- [05] 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

4.1 公司具备平台化优势，新业务领域延伸可期

- 器械组件供应对企业全流程一站式服务能力要求较高。医疗器械上游行业主要包括基础化工、自动化设备制造、医用材料和其他配件等行业，下游行业为医疗器械商业企业和医院等医疗机构。从公司的产业链位置看，公司为下游医疗器械企业提供非标定制组件，本身对工艺、精度、技术迭代、批量生产等能力要求较高，因此需要公司具备提供从产品设计开发到批量生产交付的全流程一站式服务的能力。

图：从产业链角度看美好医疗的位置

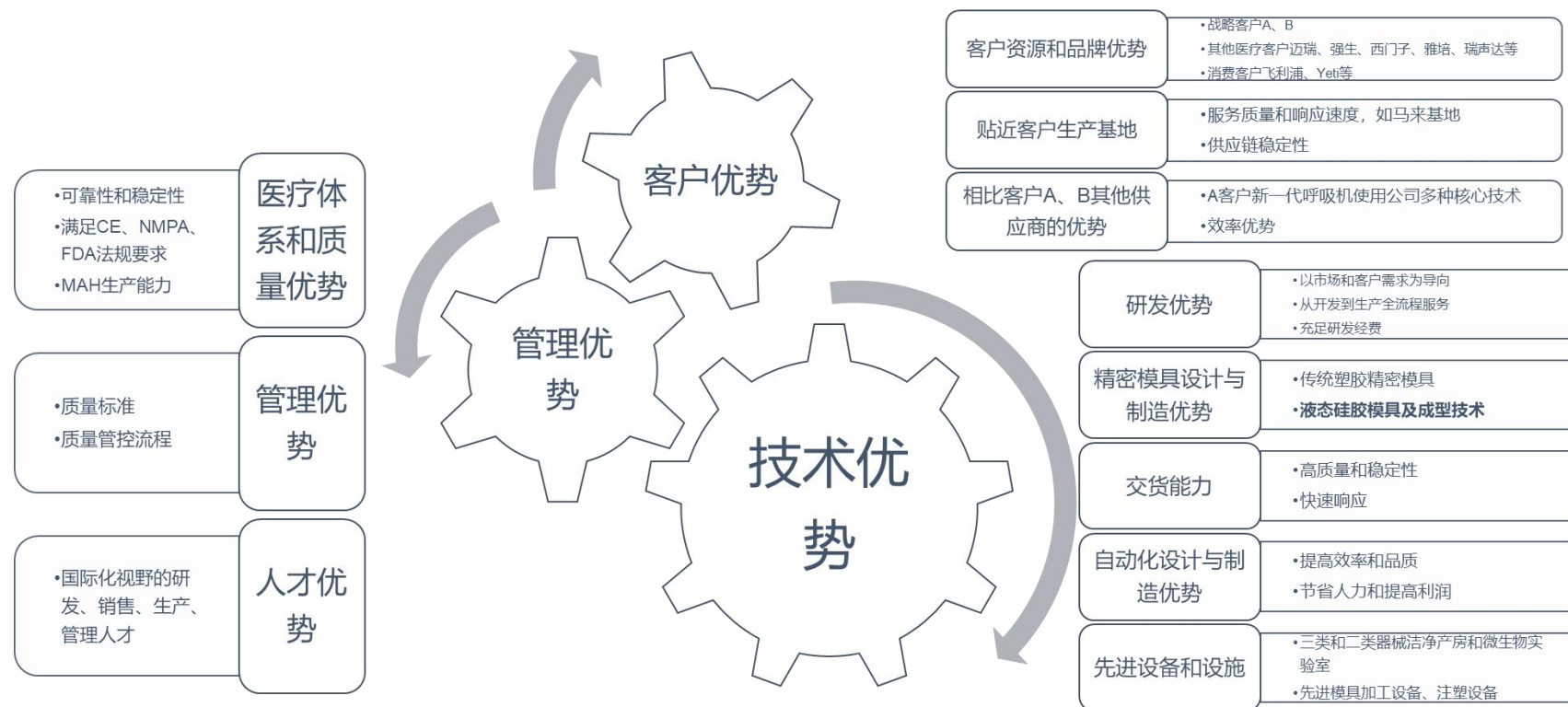


资料来源：美好医疗招股书、国信证券经济研究所整理

4.1 公司具备平台化优势，新业务领域延伸可期

■ 公司已建立多项竞争优势，其中技术优势构成平台延伸的基础。美好医疗最核心的竞争优势来自技术层面，包括研发优势、精密模具设计与制造优势、交货能力、自动化设计与制造优势、先进设备和设施，其中塑胶模具开发和液态硅胶成型技术是公司核心能力，此外，还叠加客户优势和管理优势，总体构成平台延伸的基础。

图：美好医疗已经建立多项竞争优势



资料来源：美好医疗招股书、国信证券经济研究所整理

4.1 公司具备平台化优势，新业务领域延伸可期

- **聚焦创新研发，拥有多项自研核心技术。**公司拥有的核心技术大部分为独创技术，主要应用于呼吸机和人工植入耳蜗等医疗器械组件和肺功能仪产品。塑胶模具开发和液态硅胶成型技术是公司核心技术能力。我国的塑胶模具制造技术虽然起步较晚，但技术发展迅速，大部分常见类型的塑胶模具已经和世界最高水平较为接近。
- **液态硅胶具有优异的抗撕裂性、高回弹性、抗变黄性好、耐高低温性能优异，应用日益广泛，但制作难度较高，国内掌握液态硅胶核心技术的厂家较少。**公司2011年开始开发液态硅胶相关模具及成型技术，投入建设液态硅胶的生产能力，凭借此核心技术开拓了多家客户。

表：美好医疗部分核心技术

序号	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
1	呼吸机主体模具设计及制造技术	呼吸机主体零件结构复杂，多处倒扣成型，以及长距离、薄壁厚、多位置TPE嵌件注塑，由于产品结构复杂，导致模具设计、加工难度高。公司设计的模具采用针阀式顺序入水、横托定位、滑块内抽芯、多滑块协同动作、大斜度斜顶、石墨润滑等技术，模具生产制程稳定。多倒扣，长距离、薄壁厚、多位置TPE嵌件注塑的复杂结构产稳定性的问题。模具，良率达98%以上。	解决了呼吸机主机组件模具量	模具精密度最高达到±0.002mm。
2	呼吸机叶轮模具设计及制造技术	呼吸机马达要求高转速、噪音小，对其核心零件马达叶轮的动平衡有着非常高的要求，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，叶轮模具关键部分采用高精密加工技术。	解决了呼吸机叶轮产品动平衡问题。	模具精度高，最高达到±0.002mm。
3	呼吸面罩精密模具气流控制技术	呼吸面罩气流孔径小且有通气量的功能要求。气流孔须孔壁光滑、尺寸均匀无毛刺。公司设计开发的精密模具气流控制技术，采用特殊模具钢，精密加工技术、多滑块锥度定位、延时顺序动作、镶件恒压接触密封胶等技术精准的控制了呼吸面罩的气流值。	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±0.002mm；产品气流稳定性好，最小波动控制在±2.0升/分。
4	人工植入耳蜗精密模具设计及制造技术	人工植入耳蜗类产品尺寸较小，外观要求较高，常规的进胶方式会产生脱模时产品拉伤、浇口难以脱落的问题。公司采用的新型潜浇口及多级顶出的技术解决了上述问题，产品品质稳定。	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±0.002mm。
5	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，动平衡偏差率在<0.2%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，生产产品流品质稳定，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°C，流动平衡性偏差<0.2%。
6	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。

资料来源：美好医疗招股书、国信证券经济研究所整理

4.2 夯实基石业务，战略布局新领域

- 公司致力于成为具备核心竞争力的全球医疗科技服务商。公司制定了2030年企业远景目标，要成为在全球范围内具备核心竞争力的卓越的医疗科技服务商，在医疗器械细分赛道进行中长期全球化布局。一方面，不断巩固和提高在家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件市场的绝对优势，保持该传统业务板块的持续稳定增长。另一方面，加大新核心赛道的产品研发和核心工艺技术的攻关力度，做大做强目标赛道市场的业务规模，未来几年有望陆续在血糖管理、体外诊断、心血管介入等领域取得业务突破。
- 依托医疗领域技术，向非医疗领域拓展。公司利用在医疗行业的专业技术和产品品质控制能力，将技术和能力延展到食品、健康、个人护理、高端电子产品等市场领域，有效补充和提升公司的产能利用率和盈利能力。

图：美好医疗战略布局规划

成为具备核心竞争力的全球医疗科技服务商

巩固基石业务优势

巩固和提高在家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件市场的绝对优势，保持该传统业务板块的持续稳定增长

战略布局新的医疗核心赛道

在医疗器械细分目标赛道进行中长期全球化布局，加大产品研发和核心工艺技术的攻关力度，包括**血糖管理、体外诊断、心血管介入、电生理、节律管理、外科**等领域

向非医疗领域外延

将医疗领域的技术和能力延展到**食品、健康、个人护理、高端电子产品**等市场领域，补充和提升公司的产能利用率和盈利能力

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

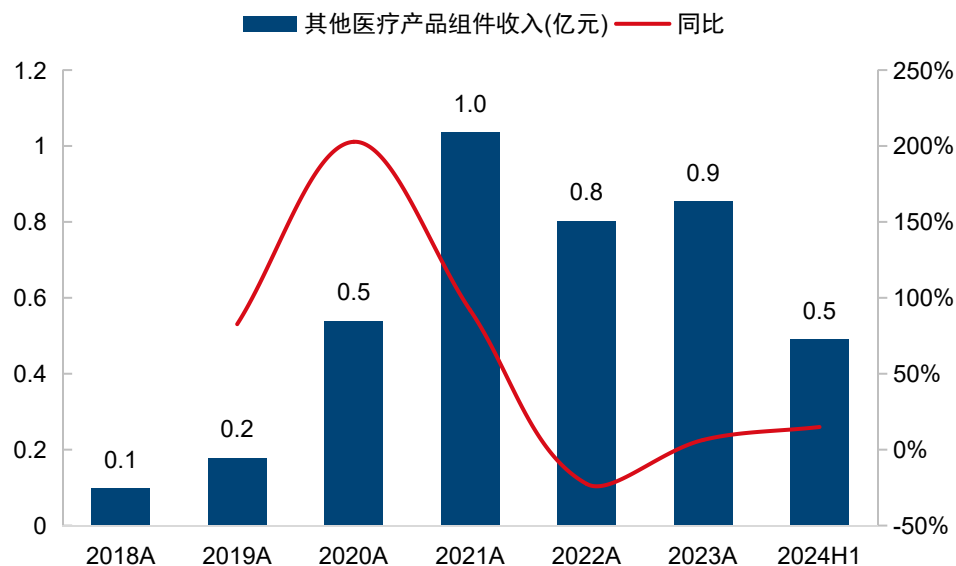
4.2 夯实基石业务，战略布局新领域

■ 新客户不断突破，新业务增长趋势良好，其他医疗产品组件、家用及消费电子组件业务延伸可期。

✓ 其他医疗产品组件：2024H1收入0.5亿元（+14.9%），公司在血糖管理、体外诊断、给药、介入、助听、监护等细分领域逐渐突破，积累了强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞等十二家全球医疗器械100强企业，目前有多个项目和产品处于开发合作的不同阶段，放量可期。

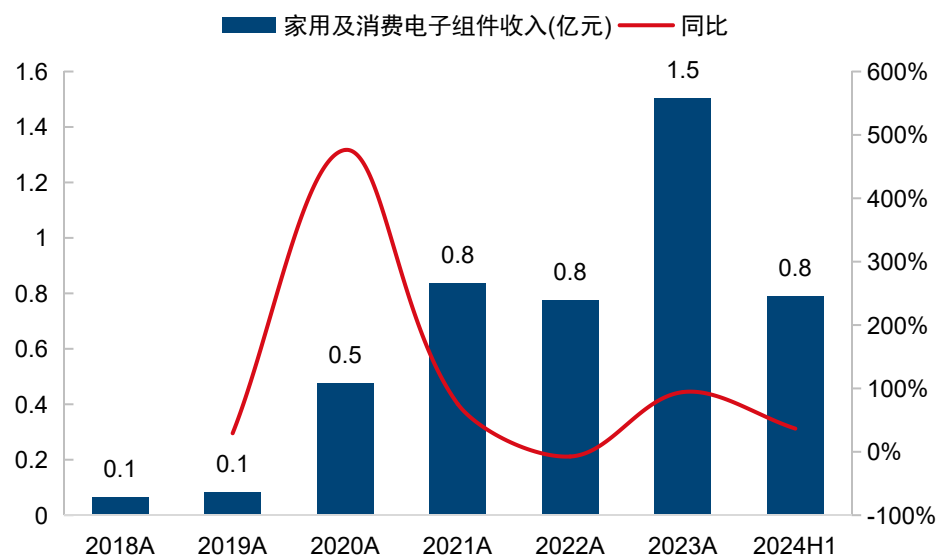
✓ 家用及消费电子组件：2024H1收入0.8亿元（+36.6%），公司在健康防护、个人护理、户外运动、消费电子等领域为多家细分市场知名品牌提供高端产品及精密组件的开发和生产制造服务，包括飞利浦、YETI、Rosti、SKG等国际国内知名企业和品牌，部分客户放量迅速。

图：美好医疗其他医疗产品组件收入及同比情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗家用及消费电子组件收入及同比情况

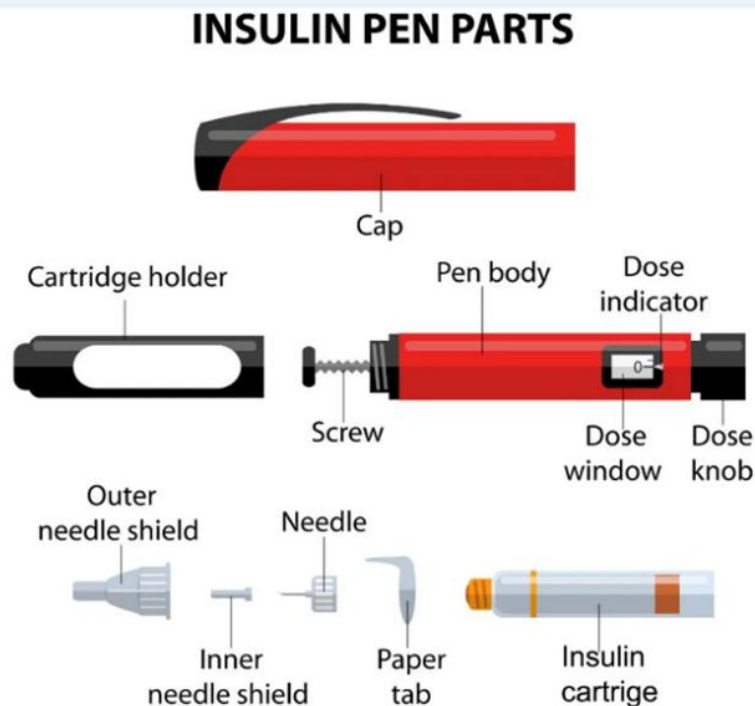


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

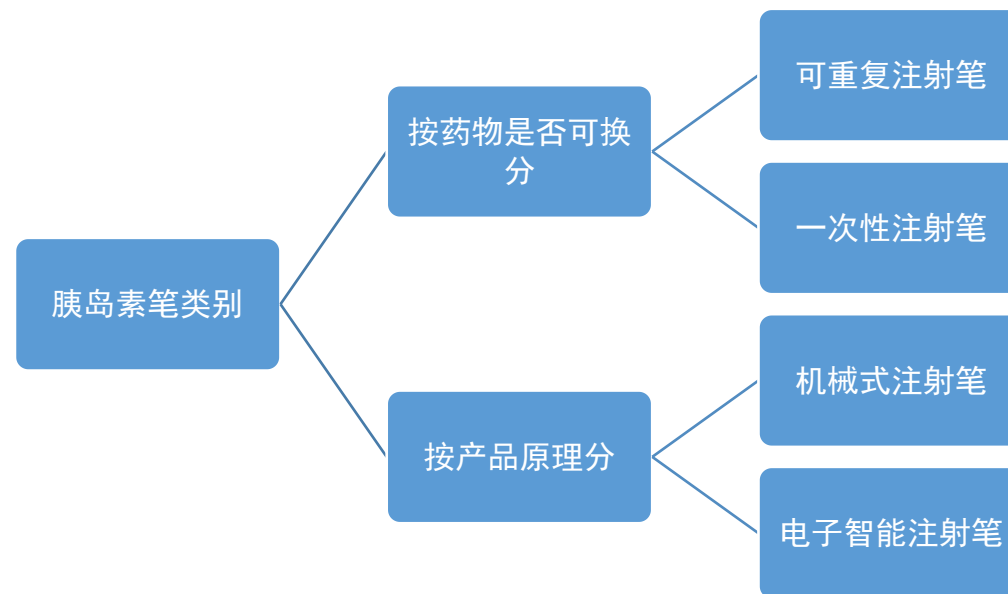
■ 胰岛素笔是外形似笔的便携式胰岛素注射装置，主要由笔帽、笔芯支架、笔身和输注结构等组成，可分为预填充胰岛素笔和可替换胰岛素笔，其中，预填充胰岛素笔将胰岛素提前填充，不可重复使用，而可替换胰岛素笔通过替换笔芯可以多次重复使用。相较于传统注射器，胰岛素笔具有携带方便、降低污染和给药精准等优点，目前在胰岛素、GLP-1等注射药物中广泛使用。

图：胰岛素笔结构



资料来源：MyEndoConsult、国信证券经济研究所整理

图：胰岛素笔分类

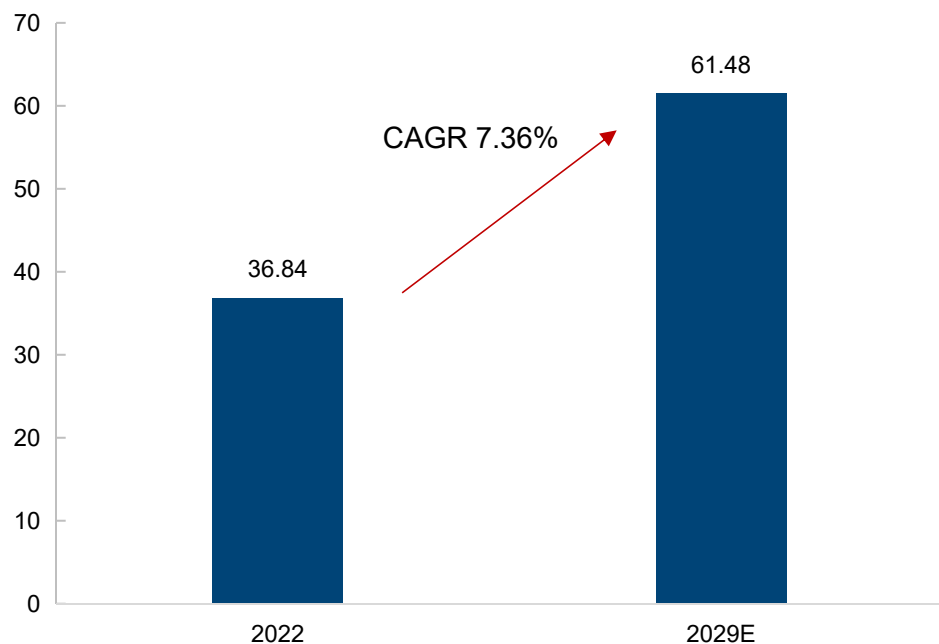


资料来源：共研网、国信证券经济研究所整理

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

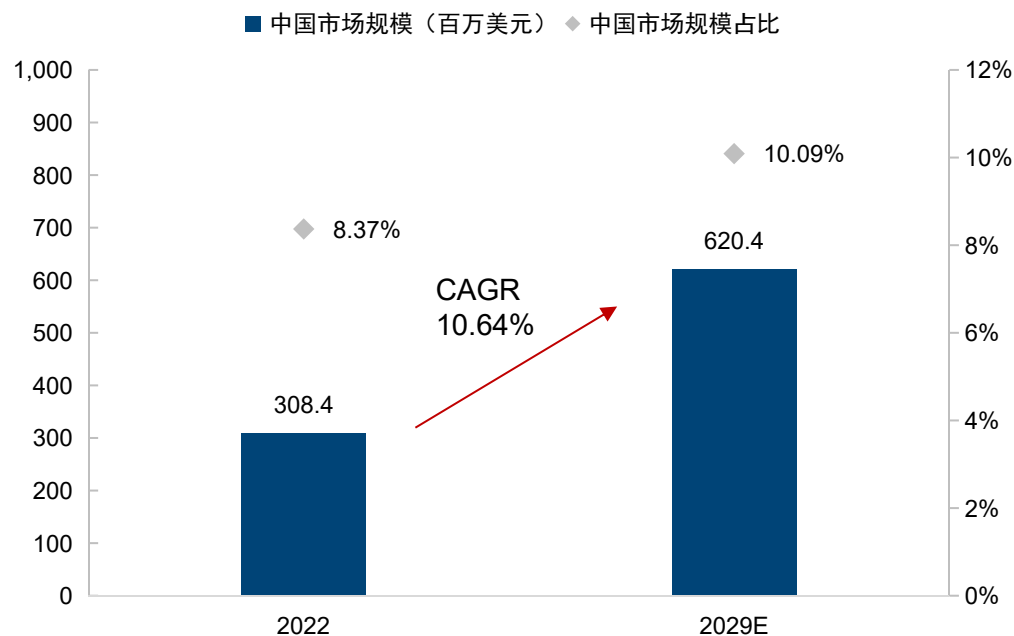
■ 国内外胰岛素笔市场规模有望持续增加。根据QYResearch统计及预测，2022年全球糖尿病注射笔市场销售额达到了36.84亿美元，预计2029年将达到61.48亿美元，2023-2029年复合增长率（CAGR）为7.36%。中国市场在过去几年变化较快，2022年市场规模为308.4百万美元，约占全球的8.37%，预计2029年将达到620.4百万美元，届时全球占比将达到10.09%。

图：全球糖尿病注射笔市场规模（亿美元）



资料来源：QYResearch、国信证券经济研究所整理

图：中国胰岛素注射笔市场规模（百万美元）

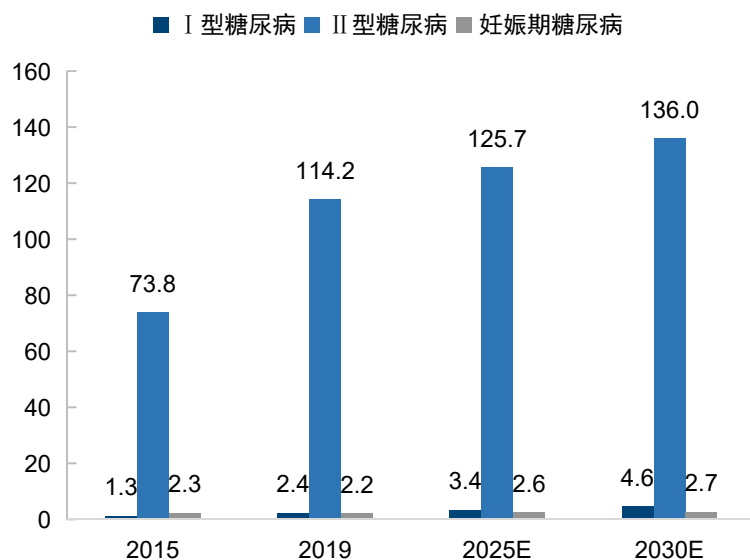


资料来源：QYResearch、国信证券经济研究所整理

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

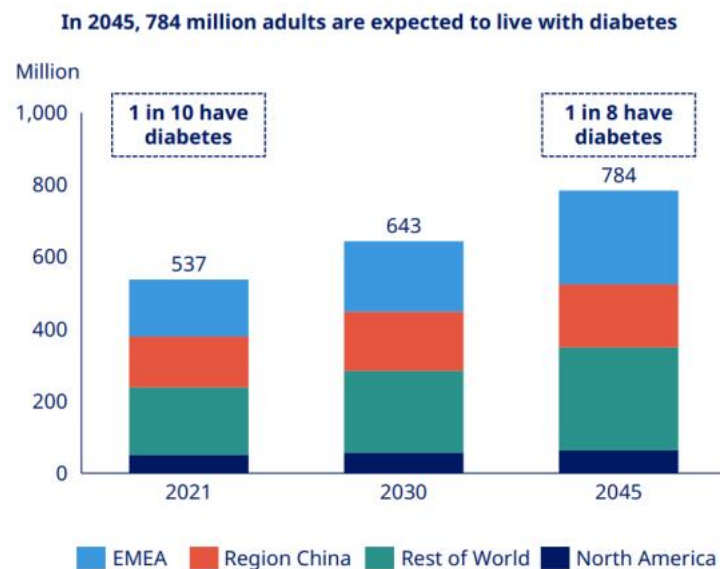
■ **驱动力一：全球糖尿病患者高发，胰岛素和GLP-1等药物使用推动胰岛素笔需求增长。**全球糖尿病人数高发，根据诺和诺德公告，2021年全球共有5.37亿的糖尿病患者，其中仅15%的患者得到了较好的控制。根据IDF数据，2019年中国糖尿病患者已经超过1.1亿人。目前糖尿病治疗主要以胰岛素、GLP-1和其他口服药物为主，其中胰岛素是大多数糖尿病患者治疗所必需之药物，所有I型糖尿病患者都需要胰岛素治疗来控制血糖，II型糖尿病患者随着β细胞功能衰退而需要胰岛素来治疗，而GLP-1近年来凭借优秀降糖效果和心肾获益逐渐兴起。胰岛素和GLP-1注射过程目前普遍采用预充胰岛素笔，用药增长有望成为胰岛素笔市场的增长驱动力之一。

图：中国糖尿病患者数量（百万人）



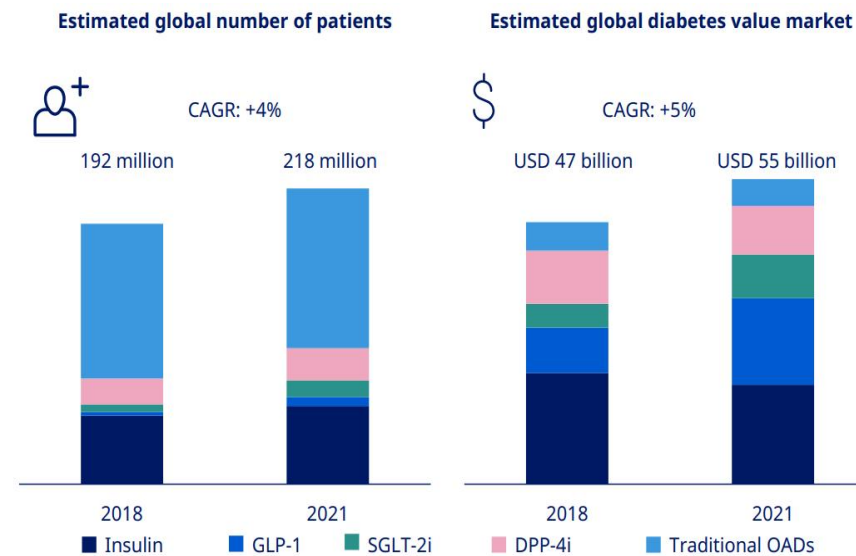
资料来源：IDF、华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：全球糖尿病患者数量



资料来源：诺和诺德公告、国信证券经济研究所整理

图：糖尿病用药量和用药金额增长

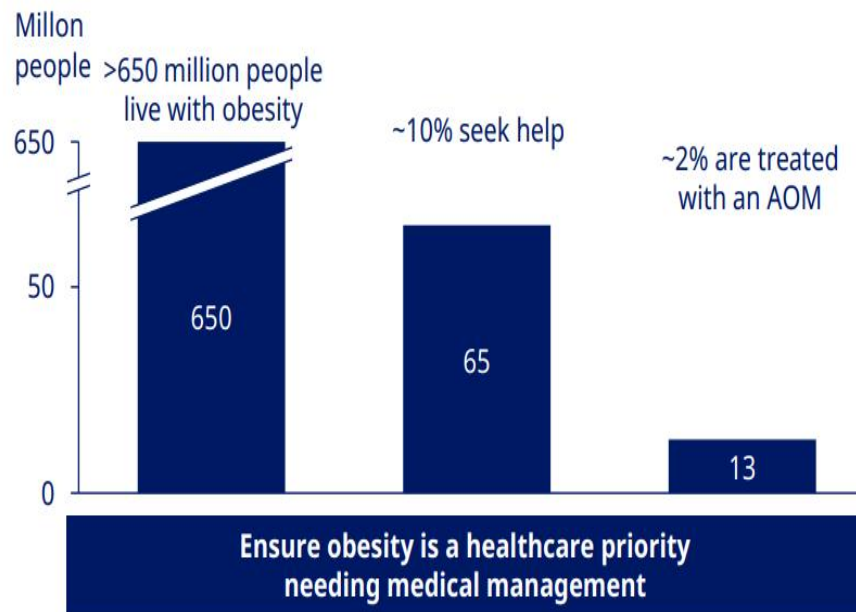


资料来源：诺和诺德公告、国信证券经济研究所整理

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

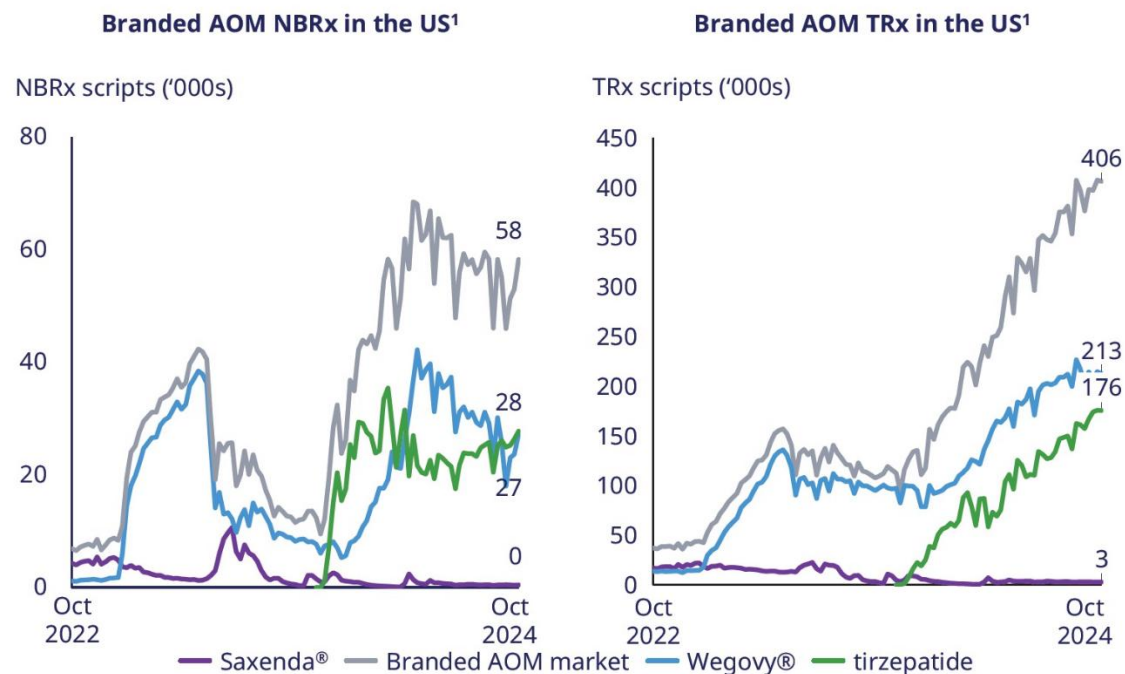
■ **驱动力二：GLP-1减肥适应症为胰岛素笔打开增量空间。**全球肥胖患者持续增长，根据诺和诺德公告，全球有6.5亿人群受到肥胖的困扰，其中仅有10%的人会寻求治疗，约2%的人（1300万人）会使用减肥药。随着利拉鲁肽、司美格鲁肽逐渐获批减肥适应症，GLP-1已经成为减肥药物的重要路径机理。长效减肥药Wegovy®（司美格鲁肽）上市后需求旺盛，周处方量达到21.3万份，自24年年初以来增加了一倍多。随着减肥需求进一步兴起，GLP-1减肥适应症有望为胰岛素笔的使用带来增量空间。

图：全球肥胖患者数量及治疗渗透率情况



资料来源：诺和诺德公告、国信证券经济研究所整理

图：美国减肥药处方数量变化



资料来源：诺和诺德公告、国信证券经济研究所整理

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

- 胰岛素注射笔新进入者需要面对较高的专利壁垒、技术壁垒、市场壁垒和资本壁垒。

图：胰岛素注射笔行业壁垒



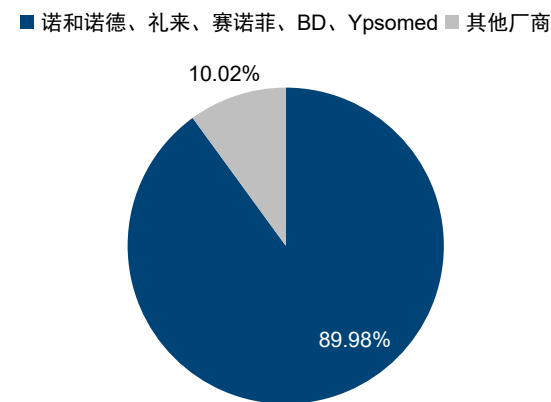
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

■ **全球竞争格局：专利壁垒高，市场集中度高，前五大厂商占比90%。**胰岛素注射笔领域的专利高度集中，且核心专利多在外国企业手中，全球持有专利的注射笔供应商有限，主要厂商包括诺和诺德、礼来、赛诺菲、BD和Ypsomed等，2022年Top5主要厂商份额占比超过89.98%，市场集中度高。

■ **市场参与者主要分为两类，一是生产胰岛素的制药企业，例如诺和诺德、礼来等，这些公司为其自有药物搭配了注射笔以实现高性价比销售；二是专门生产胰岛素笔的器械厂商，例如BD、Ypsomed等，这些企业还可为制药企业提供胰岛素笔代工服务。**

图：全球胰岛素注射笔竞争格局



资料来源：QYResearch、国信证券经济研究所整理

表：全球胰岛素笔行业的主要公司

企业	地区	成立时间	类型	简介
诺和诺德	丹麦	1923年	制药公司	在糖尿病护理方面拥有超过 95 年的专业知识，以其在胰岛素笔市场的创新解决方案而闻名，包括 NovoPen Echo、NovoPen 5、NovoPen 4、NovoPen Junior 和 NovoPen 3。还致力于解决肥胖、血友病、生长障碍和其他慢性疾病。
礼来	美国	1876年	制药公司	以其开发和营销各种治疗领域的创新药物而闻名，并专注于糖尿病护理，提供 HumaPen 和 KwikPen 等胰岛素笔。在 1920 年代推出了世界上第一种商业胰岛素。
赛诺菲	法国	1853年	制药公司	从事医药产品的研究、开发、制造和营销，提供一系列胰岛素输送设备，包括 SoloStar、ClikSTAR、JuniorSTAR、AllStar 和 OptiClik。推出了 AllStar™，是第一款印度制造的可重复使用胰岛素笔，专为新兴市场的患者开发。
Biocon	印度	1978年	制药公司	从事创新疗法的研究、开发和商业化。自 2000 年以来一直参与胰岛素开发，并已成功在全球范围内交付超过 20 亿剂人胰岛素。该公司生产胰岛素笔作为其糖尿病护理产品组合的一部分，包括 Insupen 和 Basalog One 等产品。
BD	美国	1897年	医疗技术企业	提供药物输送和管理解决方案，包括 BD Pen Needles、Insulin Syringes等胰岛素笔和 BD Vystra 等糖尿病笔。
Ypsomed	瑞士	2003年	医疗技术企业	专门从事自我用药注射和输液系统的开发和制造，该公司提供用户友好和创新的笔设备，例如 YpsoPen、UnoPen 和 YpsoDose，还与制药公司合作开发定制的胰岛素笔。
Medtronic	爱尔兰	1949年	医疗技术企业	为糖尿病管理提供全面的解决方案。提供 MiniMed Paradigm 胰岛素泵和胰岛素笔，可与连续血糖监测系统无缝集成。
Gan & Lee	印度	1988年	制药公司	专门满足印度市场的需求。开发了中国首个国产生物合成成人胰岛素，并拥有一系列胰岛素产品在中国获批。
阿斯利康	英国	1999年	制药公司	专门从事医药产品的研究、开发和营销，尤其专注于糖尿病护理。提供 BYDUREON BCise，是一种缓释艾塞那肽笔，旨在增强成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。
Wockhardt	印度	1960年	制药公司	从事制药和生物制药制剂的研究、开发、制造和营销。生产胰岛素笔，包括 Wosulin Pen，并拥有胰岛素管理设备的 16 项专利。

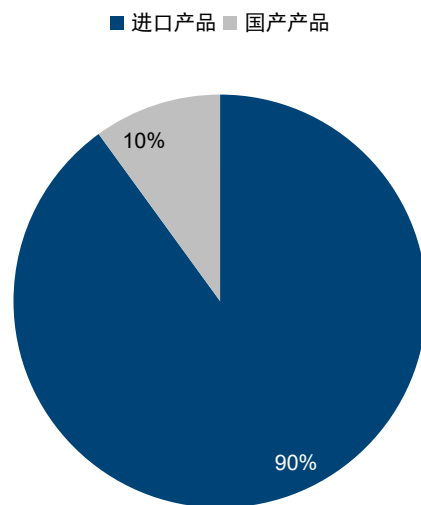
资料来源：BCG Research、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

■ 国内竞争格局：外资产品为主，国产替代空间大。国内早期注册的胰岛素笔产品基本是礼来、诺和诺德和赛诺菲等外企引进，本土企业有甘李药业子公司甘甘医疗、通化东宝、联邦制药、江苏万邦、翰尔西、万海医疗、江苏德尔福等，国产品牌市场占比约为10%，有较大进口替代空间。

图：国内胰岛素注射笔竞争格局



资料来源：UPG联塑、国信证券经济研究所整理

表：国内胰岛素笔行业的主要公司

企业	地区	简介
凯联医疗	上海	研发的智能电子胰岛素注射笔——InnoPen®成功获得NMPA颁发的三类医疗器械注册证，是我国首个由国内企业自主研发且经NMPA批准上市智能电动胰岛素笔。
甘甘医疗	江苏	主要产品有笔式胰岛素注射器（秀霖笔®）、血糖仪、血糖试纸、笔式注射器（预装式）、一次性胰岛素笔用针头（秀霖针®）等，产品在巴西、哈萨克斯坦等国家签下大单。
通化东宝	吉林	国内胰岛素生产的龙头企业之一，拥有与其胰岛素产品配套的多款胰岛素笔，包括舒霖笔、甘舒霖笔等。
万海医疗	江苏	专注于注射笔研发与制造，提供高质量的重复性笔式注射器、一次性（预填充）笔式注射器和自动注射器。
翰尔西医疗	江苏	研究和开发国内胰岛素，GLP-1，生长素，干扰素，美容针，果纳芬等使用卡式瓶包装的生物制剂的笔式注射器产品，实现自主给药目的。新一代产品比全球注射笔专利，完成全球FTO审核，成为国内唯一一个具备笔式注射器基础知识产权的企业。
美好医疗	广东	自主研发的胰岛素笔组装自动化设备已成功实现量产，实现了该设备的进口替代。已经签订了海外胰岛素注射笔代工的量产订单，并且相关订单的交付工作也在有序推进。

资料来源：各公司官网、公告，国信证券经济研究所整理

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

■ 美好医疗具备胰岛素笔研发至生产全链条服务能力。公司自主研发的胰岛素笔组装自动化设备应用了机器人技术、视觉识别系统、智能传感器等先进技术，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，未来公司的胰岛素笔业务有望持续放量。

表：美好医疗胰岛素笔相关研发项目

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，使胰岛素笔注射时计量推进机构 ≤15N 的推力	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和工艺技术优化验证后，实现全自动化任意组装后，胰岛素笔注射时计量推进机构已满足 ≤15N 的推力	在胰岛素笔组件这个细分领域，提升公司的竞争力
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%。	完善公司血糖管理产品

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

4.3 布局血糖管理领域，拓展胰岛素笔代工业务

- 美好医疗布局胰岛素笔的优势：1) 研发端：研发平台完善，突破专利壁垒；2) 生产端：精密制造能力领先，自动化组装设备突破；3) 销售端：与全球医械客户合作关系稳定。

图：美好医疗布局胰岛素笔的优势

胰岛素笔组装自动化设备突破

公司胰岛素笔组装自动化设备已取得突破，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精密制造过程更加智能化和柔性化，提高了生产效率和产品质量。

研发平台技术完备

公司拥有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，为注射笔的研发和生产提供了坚实的技术基础。

突破专利壁垒，现有订单实现量产

公司胰岛素笔已完成FTO分析（欧美地区进行中），可协助客户有效评估和规避专利风险，提供个性化的解决方案。现有胰岛素笔订单已实现量产，有望为公司带来新兴成长曲线。

与全球客户的稳定合作

公司与多家全球领先的医疗器械企业保持稳定合作，如迈瑞、强生、西门子、雅培等，为注射笔的市场拓展提供了坚实的客户基础。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

4.4 精密模具与自动化设备业务：制造水平达到国际先进

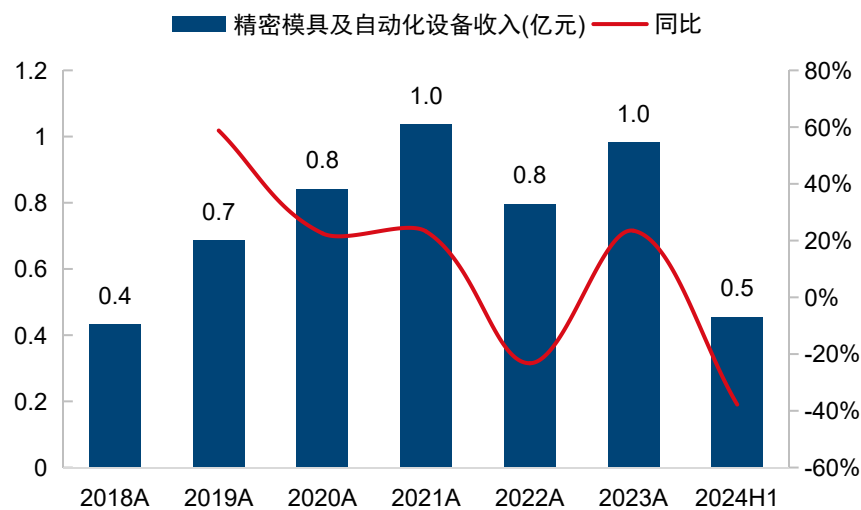
■ 公司以技术创新为核心，精密模具制造达到国际先进水平。公司为客户提供新产品开发和生产转换服务，形成包括精密模具、自动化设备等产品的销售收入。通过多年的技术积累，公司在塑胶模具、液态硅胶模具和植入类精密模具方面形成了核心竞争力，因此精密模具及自动化设备业务具有较好盈利水平。目前公司精密模具的精度、表面粗糙度以及使用寿命等重要指标已达到国际先进水平。

表：美好医疗精密模具技术水平对比

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

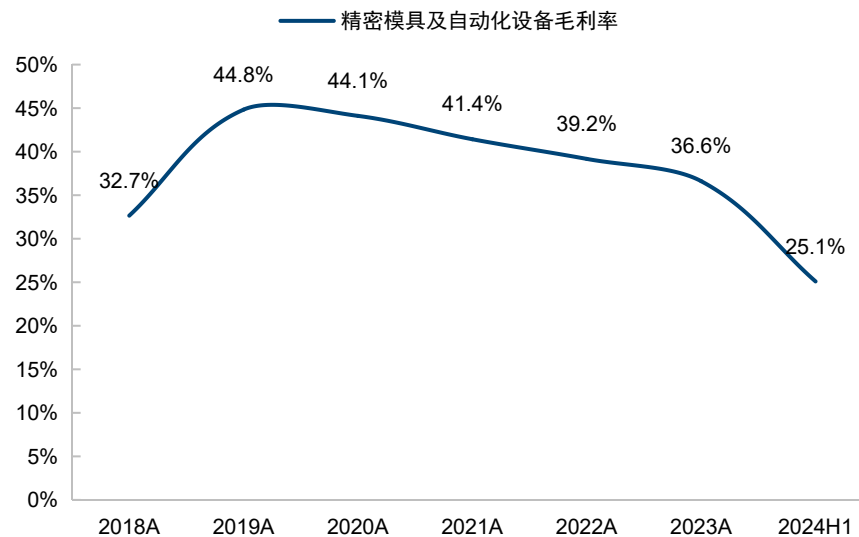
资料来源：美好医疗招股书、国信证券经济研究所整理

图：美好医疗精密模具及自动化设备收入及同比情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗精密模具及自动化设备毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

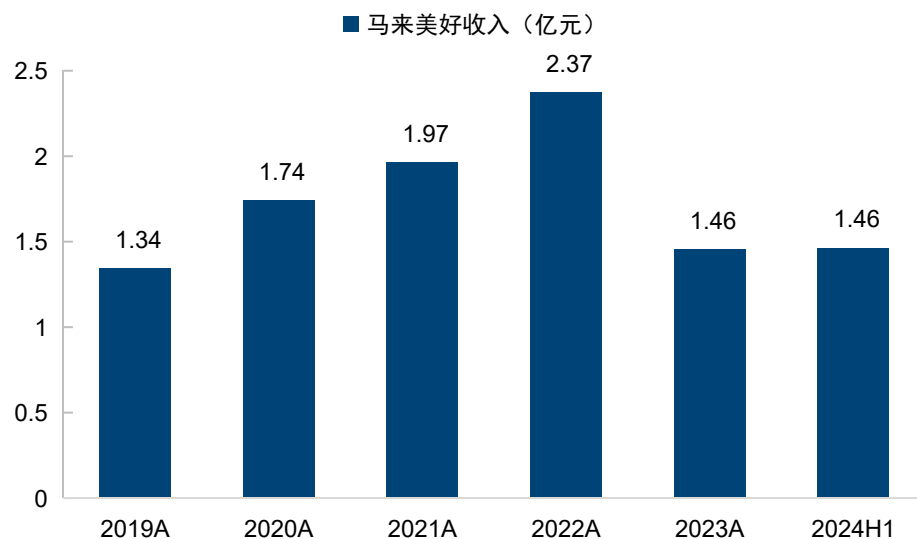
4.5 供应链战略全面，海内外双线产能配套布局

■ 公司在国内外均有产能布局，供应链战略全面，可服务全球客户。

✓ 一方面，公司在海外有马来西亚生产基地，可一定程度上规避地缘政治风险。公司在马来西亚设立生产基地，并顺利完成一、二期产能建设投入使用，主要进行呼吸机组件的生产，目前正在进行三期扩产建设项目，已建立涵盖业务开发、模具技术、品质、供应链、信息管理等完整的团队，运营效率不断提高。关税风险方面，公司目前基本没有直接出口美国的产品，且有海外产能布局，预计关税影响较小。

✓ 另一方面，公司抓住全球医疗器械CDMO和中国医疗器械注册人制度的市场机遇，MAH业务发展迅速。公司顺应外资企业供应链本地化的需求，已为强生等国际医疗器械知名企业提供医疗器械产品受托生产服务，涵盖了一系列高质量、高附加值的医疗器械产品，包含一次性使用无菌混合喷药装置、聚醚醚酮（PEEK）颅颌面固定板、一次性结扎夹、一次性无菌膝关节手术工具包、一次性使用无菌导航盘、一次性使用无菌髌关节手术工具包等。MAH业务有效提升了公司在国内市场的业务规模 and 市场份额。

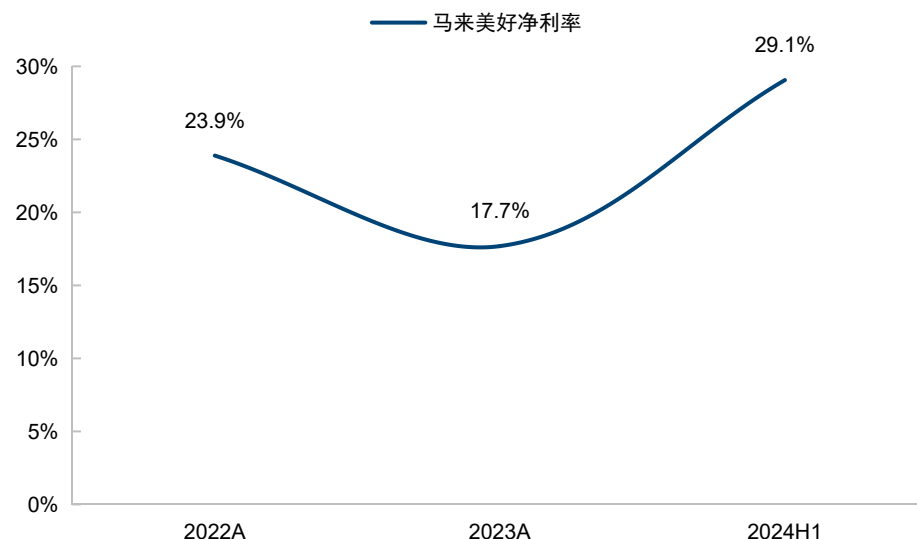
图：马来美好收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：马来美好净利率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- [01] 美好医疗：国产医疗器械精密组件领军企业
- [02] 家用呼吸机组件：客户去库存影响基本消除，业务稳健
- [03] 人工耳蜗组件：技术壁垒较高，和大客户深度绑定
- [04] 新业务快速增长，持续拓展优质新客户
- [05] 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

5.1 财务分析

- 业绩持续改善，下游呼吸机客户去库存影响逐步出清。公司近年来业绩稳步增长，2023下半年起受下游呼吸机客户A去库存影响，业绩有所下滑，该影响于24Q2逐步出清，业绩环比增长显著。
- 24Q3业绩同比增长亮眼，利润端受汇兑损益及股份支付费用影响。24Q3单季营收4.50亿元（+55.68%），归母净利润0.89亿元（+49.91%），扣非归母净利润0.85亿元（+55.51%），24Q3业绩同比高速增长，主要系23Q3受呼吸机大客户去库存影响导致业绩低基数，该影响于24Q2逐步出清，24Q3持续恢复，收入实现环比增长，归母净利润环比下降20%，主要系受汇兑及股份支付费用影响，汇兑损失环比增加约2300万元，股份支付费用计提约1650万元（包括二、三季度，但二季度未计提），若剔除此两点影响，24Q3利润端实现同环比增长。

图：美好医疗营收情况



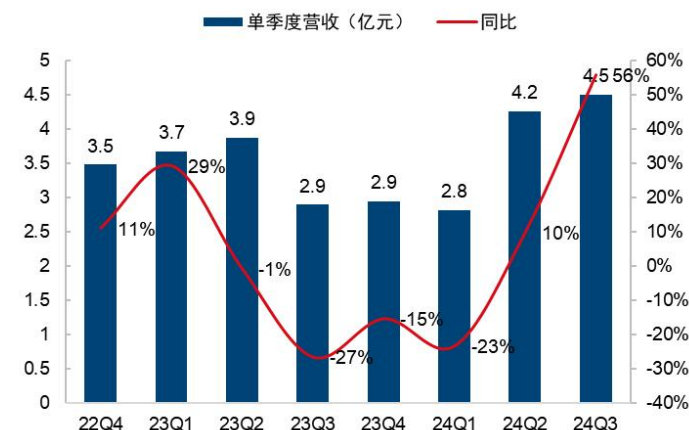
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗归母净利润情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗单季度营收情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗单季度归母净利润情况

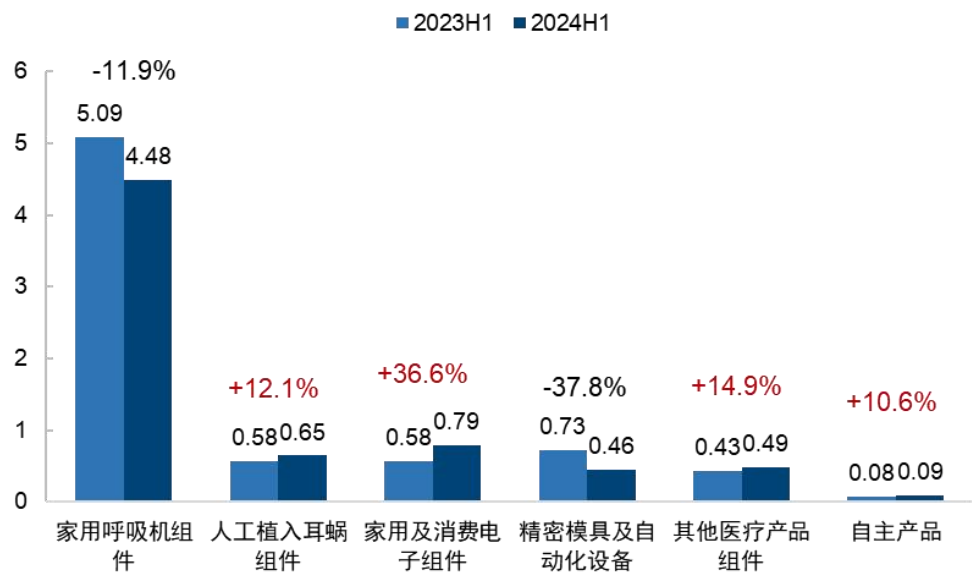


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

5.1 财务分析

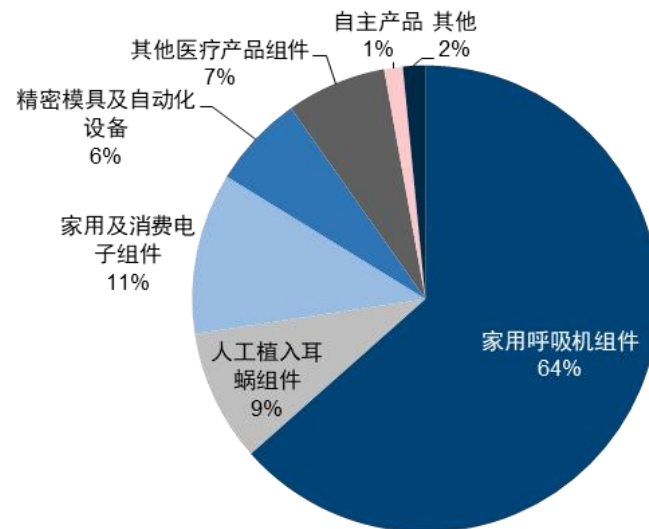
- 基石业务企稳，新业务增长态势良好。2024上半年，家用呼吸机组件业务由于下游客户阶段性去库存的影响，收入下滑11.9%，去库存影响已于二季度逐步出清，后续订单有望逐步企稳。其他板块增长态势良好，人工植入耳蜗板块营收增长12.1%，家用及消费电子组件板块营收增长36.6%，其他医疗组件产品营收增长14.9%，自主产品营收增长10.6%。公司业务结构持续多元化发展，基石业务家用呼吸机组件收入占比进一步减小至64%。

图：美好医疗各业务收入（亿元）及增长率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗2024H1收入结构

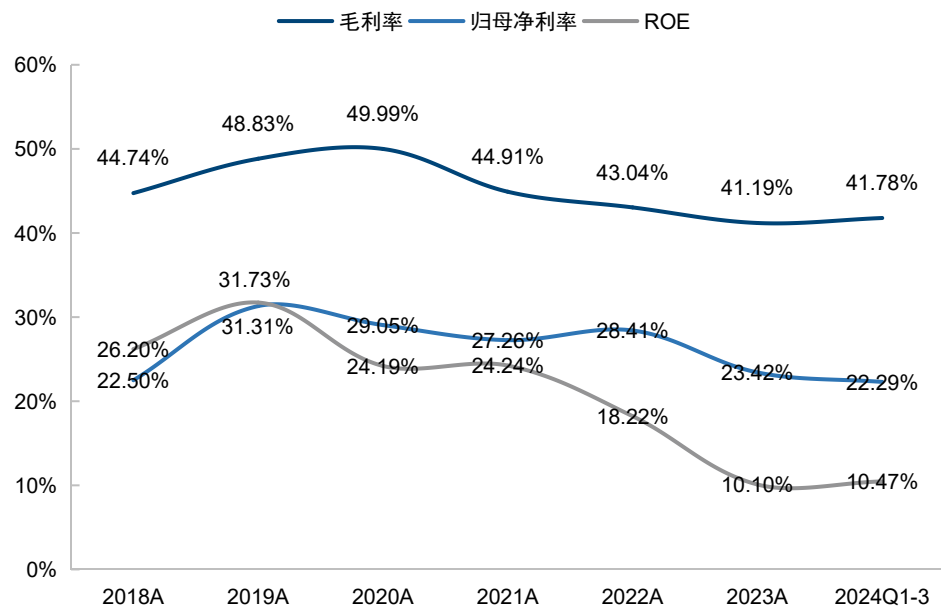


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

5.1 财务分析

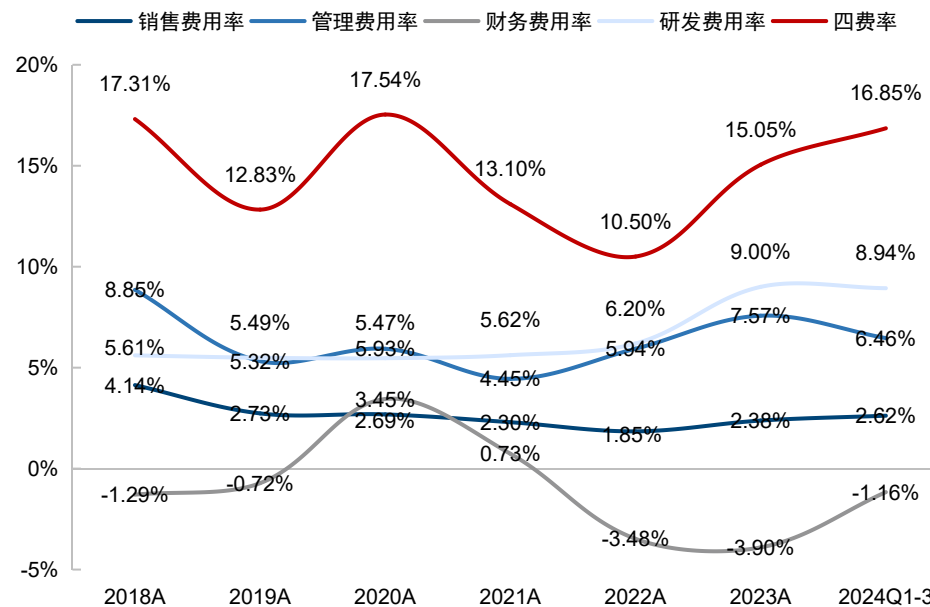
- **毛利率有所下降，费用率波动。**公司毛利率在2019-2020年维持较高水平，2021年起呈现下降趋势，主要系公司持续拓展其他医疗产品组件和家用及消费电子组件新客户，非医疗业务毛利率偏低且新客户初期订单体量较小，规模效应尚未体现；随着新业务放量，毛利率有望提升。费用率方面，公司四费率基本在10-18%的区间波动，研发费用占比较高，销售费用率较低。

图：美好医疗利润率情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图：美好医疗费用率情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

5.2 盈利预测

- 我们的盈利预测基于以下假设条件：
 - ✓ 家用呼吸机组件：占公司收入比重约6-7成，预计有望保持和下游大客户协同增长，未来3年增速10-15%。
 - ✓ 人工耳蜗组件：占公司收入比重约1成，人工耳蜗植入人群有望持续扩大，预计有望保持和下游大客户协同增长，未来3年增速15-20%。
 - ✓ 家用及消费电子组件：预计未来3年处于快速放量期。毛利率相较医疗业务略低，约为25%。
 - ✓ 其他医疗产品组件：持续开发新的医疗器械领域细分赛道，随着胰岛素笔新业务逐步成熟放量，未来3年增速有望不断提高。
 - ✓ 精密模具及自动化设备：预计未来3年增速约20%。
 - ✓ 销售费用率：公司目前销售费用率水平在2-3%，预计未来保持平稳。
 - ✓ 管理费用率：考虑到股权激励股份支付费用的影响，管理费用预计保持增长，随着规模效应的体现，管理费用率预计略有下降。
 - ✓ 研发费用率：公司持续开发血糖管理、IVD、心血管介入等医疗器械细分赛道，将继续加大研发投入，预计未来三年研发费用率保持7%以上。

5.2 盈利预测

- 我们预计公司2024–2026年营收16.1/19.8/24.5亿元，同比增速20%/23%/24%，毛利率为42%/43%/42%。归母净利润3.8/4.6/5.7亿元，同比增速20%/23%/23%。

表：美好医疗业务拆分及盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
家用呼吸机组件						营收合计	14.15	13.38	16.09	19.75	24.45
收入	10.59	8.67	10.05	11.46	12.95	YOY	24.4%	-5.5%	20.3%	22.8%	23.8%
YOY	38.73%	-18.12%	16.00%	14.00%	13.00%	毛利率	43.0%	41.2%	42.2%	42.6%	41.9%
毛利率	0.43	0.43	0.44	0.46	0.47	税金及附加	0.12	0.09	0.13	0.16	0.20
人工耳蜗组件						税金及附加率(%)	0.86%	0.64%	0.80%	0.80%	0.80%
收入	0.98	1.14	1.37	1.61	1.88	销售费用	0.26	0.32	0.38	0.43	0.47
YOY	56.61%	15.87%	21.00%	17.00%	17.00%	销售费用率(%)	1.85%	2.38%	2.37%	2.17%	1.92%
毛利率	65.42%	63.70%	65.00%	66.00%	66.00%	管理费用	0.84	1.01	1.27	1.52	1.82
家用及消费电子组件						管理费用率(%)	5.94%	7.57%	7.87%	7.69%	7.46%
收入	0.77	1.50	2.10	3.16	4.73	研发费用	0.88	1.20	1.42	1.59	1.75
YOY	-7.42%	94.21%	40.00%	50.00%	50.00%	研发费用率(%)	6.20%	9.00%	8.83%	8.06%	7.16%
毛利率	26.47%	23.43%	24.00%	24.00%	24.00%	财务费用	(0.49)	(0.52)	(0.33)	(0.17)	(0.07)
精密模具及自动化设备						财务费用率(%)	-3.48%	-3.90%	-2.05%	-0.86%	-0.29%
收入	0.80	0.98	1.22	1.52	1.83	其他损益	0.08	0.11	0.37	0.37	0.37
YOY	-23.23%	23.48%	24.00%	25.00%	20.00%	营业利润	4.57	3.52	4.29	5.26	6.45
毛利率	39.17%	36.61%	41.00%	42.00%	42.00%	利润总额	4.57	3.51	4.29	5.26	6.45
其他医疗产品组件						减：所得税	0.55	0.38	0.51	0.63	0.77
收入	0.80	0.85	1.07	1.71	2.73	所得税率(%)	11.95%	10.85%	12.00%	12.00%	12.00%
YOY	-22.53%	6.38%	25.00%	60.00%	60.00%	净利润	4.02	3.13	3.77	4.63	5.68
毛利率	36.46%	27.01%	30.00%	31.00%	31.00%	减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自主产品						归母净利润	4.02	3.13	3.77	4.63	5.68
收入	0.05	0.13	0.14	0.15	0.17	YOY	29.66%	-22.08%	20.41%	22.71%	22.66%
YOY	-62.97%	135.08%	10.00%	10.00%	10.00%	归母净利润率	28.41%	23.42%	23.45%	23.44%	23.22%
毛利率	53.68%	45.86%	50.00%	50.00%	50.00%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

5.2 盈利预测的敏感性分析

表：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,415	1,338	1,636	2,046	2,581
(+/-%)	24.4%	-5.5%	22.3%	25.1%	26.2%
净利润(百万元)	402	313	502	624	779
(+/-%)	29.7%	-22.1%	60.1%	24.3%	25.0%
每股收益(元)	0.99	0.77	1.23	1.53	1.92
中性预测					
营业收入(百万元)	1,415	1,338	1,609	1,975	2,445
(+/-%)	24.4%	-5.5%	20.3%	22.8%	23.8%
净利润(百万元)	402	313	377	463	568
(+/-%)	29.7%	-22.1%	20.4%	22.7%	22.7%
每股收益(元)	0.99	0.77	0.93	1.14	1.40
悲观预测					
营业收入(百万元)	1,415	1,338	1,581	1,906	2,314
(+/-%)	24.4%	-5.5%	18.2%	20.5%	21.4%
净利润(百万元)	402	313	260	316	380
(+/-%)	29.7%	-22.1%	-17.1%	21.6%	20.4%
每股收益(元)	0.99	0.77	0.64	0.78	0.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

5.3 绝对估值：33.92-38.09元

■根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，公司价格区间为33.92-38.09元，对应市值区间为138-155亿元。

表：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	24.43%	-5.49%	20.26%	22.78%	23.80%	21.80%	18.80%	16.80%	14.80%	12.80%	10.80%	8.80%
营业成本/营业收入	56.96%	58.81%	57.82%	57.38%	58.07%	57.87%	57.67%	57.47%	57.37%	57.27%	57.17%	57.07%
管理费用/营业收入	5.70%	7.29%	7.87%	7.69%	7.46%	7.26%	7.06%	6.86%	6.66%	6.46%	6.26%	6.06%
研发费用/营业收入	6.20%	9.00%	8.83%	8.06%	7.16%	6.86%	6.56%	6.26%	5.96%	5.66%	5.46%	5.26%
销售费用/销售收入	1.85%	2.38%	2.37%	2.17%	1.92%	1.42%	0.92%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
营业税及附加/营业收入	0.86%	0.64%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
所得税税率	11.95%	10.85%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
股利分配比率	1.55%	45.54%	23.62%	23.57%	30.91%	26.03%	26.84%	27.92%	26.93%	27.23%	27.36%	27.17%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

表：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆Beta	0.91	T	12.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.87%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆Beta	0.94
公司股价	31.44	Ke	9.09%
发行在外股数	407	E/(D+E)	96.24%
股票市值(E)	12785	D/(D+E)	3.76%
债务总额(D)	500	WACC	8.92%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		8.5%	8.7%	8.92%	9.1%	9.3%
永续增长率变化	35.88					
	2.6%	41.63	39.96	38.41	36.95	35.58
	2.4%	40.58	39.00	37.51	36.12	34.82
	2.2%	39.60	38.09	36.67	35.35	34.09
	2.0%	38.67	37.23	35.88	34.61	33.41
	1.8%	37.80	36.43	35.14	33.92	32.76
	1.6%	36.99	35.67	34.43	33.26	32.15
1.4%	36.21	34.95	33.76	32.63	31.57	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2024-12-30

5.4 相对估值：34.15-39.84元

- 选择奕瑞科技、迈得医疗等器械供应商上游作为可比公司，考虑到公司平台延伸的能力较强，可拓展的领域基本涵盖医疗器械和家用消费电子等领域，市场前景广阔，给予公司2025年PE 30-35x，合理价格区间为34.15-39.84元，对应市值区间为139-162亿元，较当前股价有9-27%溢价空间，维持“优于大市”评级。

表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 24/12/30	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	
301363.SZ	美好医疗	31.44	128	0.77	0.93	1.14	1.40	40.81	33.89	27.62	22.52	9.85%	1.55	优大于市
688301.SH	奕瑞科技	95.53	137	5.97	4.87	6.11	7.45	22.50	19.60	15.64	12.82	14.03%	0.95	无评级
688310.SH	迈得医疗	11.17	19	0.85	0.65	0.75	0.89	18.60	17.17	14.83	12.50	11.17%	1.21	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：奕瑞科技、迈得医疗为Wind一致预期

5.5 投资建议

- **美好医疗是器械组件平台龙头，不断延伸业务线。**美好医疗成立于2010年，经过10多年聚焦，已具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务的能力，目前基石业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，作为平台型企业，公司业务拓展能力突出，已拓展至其他医疗器械产品组件和家用及消费电子组件。
- **家用呼吸机客户去库存影响基本消除，业务环比增长可期。**客户A是全球家用呼吸机市场龙头，公司是其产品核心组件开发的参与者和批量生产的核心供应商，合作十余年，关系稳定。长期看，随着OSA/COPD患病人群增加，家用呼吸机需求增长，且2021年以来全球龙二企业飞利浦深陷召回风波并于2024年宣布退出美国呼吸机市场，客户A市场份额有望持续提升。短期看，公司2023下半年起因客户A去库存而业绩承压，至24Q2去库存影响已基本出清，后续订单有望企稳，业务环比增长可期。
- **人工耳蜗技术壁垒较高，业务增长稳健。**客户B为人工耳蜗全球市场绝对龙头，公司主要提供外置声音处理器，后续延伸至植入体组件。人工耳蜗具备较高技术壁垒，包括生物兼容性、微型化、信号处理技术等。公司围绕人工耳蜗拥有多项自研技术，通过与客户B深度合作，后续在可及市场中份额有望提升，该业务除了2020年外增长率均超过10%，后续有望持续稳健增长。
- **新客户不断突破，平台化延伸可期。**公司最核心的竞争优势来自技术层面，包括研发优势、精密模具设计与制造优势等，其中塑胶模具开发和液态硅胶成型技术是公司核心技术。公司基于核心技术持续进行平台化延伸，主要往家用消费电子组件和其他医疗组件两个方向拓展。
- ✓ **家用及消费电子组件：**2024H1收入0.8亿元（+36.6%），公司在健康防护、个人护理、户外运动、家用及消费电子等领域为多家细分市场知名品牌提供高端产品及精密组件的开发和生产制造服务，包括飞利浦、YETI、Rosti、SKG等国际国内知名企业和品牌。
- ✓ **其他医疗产品组件：**2024H1收入0.5亿元（+14.9%），公司在血糖管理、体外诊断、给药、介入、助听、监护等细分领域逐渐突破，拓展了强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞等十余家全球医疗器械100强企业，目前有多个项目和产品处于开发合作的不同阶段，放量可期。
- **盈利预测与估值：**略下调盈利预测，预计公司2024-26年收入16.1/19.8/24.5亿元（原为16.7/20.8/25.6亿元），同比增速20%/23%/24%，归母净利润3.8/4.6/5.7亿元（原为3.9/4.9/6.0亿元），同比增速20%/23%/23%，当前股价对应PE 34/28/23倍。综合绝对估值与相对估值，合理价格区间为34.15-39.84元，对应市值区间为139-162亿元，较当前股价有9-27%溢价空间，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**大客户依赖风险；汇率波动风险；新业务拓展不及预期风险；地缘政治风险。

5.6 风险提示

■ 估值风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在34.15-39.84元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了可比公司2025年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，给予公司25年30-35倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

■ 盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入增长20%/23%/24%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来3年毛利分别为42%/43%/42%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

其他影响盈利预测的风险包含但不限于：1）客户A去库存出清不及预期；2）新客户拓展不及预期等。

5.6 风险提示

■ 经营风险

客户集中度高的风险：公司对客户A的销售占比较高，客户A的较高占比不会对公司持续经营能力造成重大不利影响，但是若经济环境变化或者客户的市场环境发生巨大变化，可能会对公司正常生产经营产生不利影响。

海外销售风险：主要包含贸易及汇率波动风险、国际政治经济环境变化风险等。汇率波动，如欧元和美元对人民币汇率的变化，可能导致汇兑净损失，削弱公司出口产品的成本优势。国际政治经济环境变化风险，如贸易争端和地缘冲突等事件，可能对全球政治经济格局产生较大冲击，进而影响医疗器械市场需求和公司海外业务的发展。

■ 募集资金使用的风险

募集资金投资项目涉及公司业务和产品结构的扩充、升级，面临战略布局、资源重新配置、运营管理优化等全方位的挑战。基于目前的市场环境、产业政策、技术革新等不确定或不可控因素的影响，项目实施过程中，可能出现项目延期、投资增大、市场环境变化等情况，以及项目建成投产后的市场开拓与消化、产品客户认可、销售价格等可能与公司预测存在差异，投资项目存在无法正常实施或者无法实现预期目标的风险。

■ 人员管理风险

核心人员流失风险：核心技术的研发与创新是公司生存与发展的关键，稳定、高效的研发队伍是公司保持技术领先的重要保障，核心人员的稳定性在一定程度上将影响公司业务的稳定性和发展的持续性。

管理及人力资源风险：公司经营目前正处在快速发展阶段，IPO募投等重要投资项目实施建设后，资产与业务规模的持续扩张对公司的管理及人力资源需求提出更高的要求；公司管理及销售人员持续增加，技术人员、生产线工人将在现有基础上大幅增加，且国内制造业用工成本逐年增长，公司存在人力资源结构性不足及人力成本上升的风险。同时，公司业务及资产规模的扩张将对公司现有的管理体系及管理制度形成挑战，如公司管理体系及管理制度不能适应扩大后的业务及资产规模，公司将面临经营管理风险。

5.7 财务预测与估值（附表）

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1230	1708	2374	2359	2465	营业收入	1415	1338	1609	1975	2445
应收款项	206	231	276	323	414	营业成本	806	787	930	1133	1420
存货净额	433	375	453	561	700	营业税金及附加	12	9	13	16	20
其他流动资产	29	29	60	52	70	销售费用	26	32	38	43	47
流动资产合计	2425	2359	3179	3311	3664	管理费用	84	101	130	155	186
固定资产	857	1028	1121	1201	1268	研发费用	88	120	142	159	175
无形资产及其他	81	80	77	73	70	财务费用	(49)	(52)	(33)	(17)	(7)
投资性房地产	25	56	56	56	56	投资收益	1	16	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	8	(3)	(3)	(3)
资产总计	3388	3523	4433	4641	5058	其他收入	(83)	(133)	(119)	(136)	(152)
短期借款及交易性金融负债	6	7	500	300	200	营业利润	457	352	429	526	645
应付款项	183	138	229	242	305	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	119	128	148	178	227	利润总额	457	351	429	526	645
流动负债合计	307	272	877	720	732	所得税费用	55	38	51	63	77
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	69	86	97	109	归属于母公司净利润	402	313	377	463	568
长期负债合计	60	69	86	97	109	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	367	341	963	817	841	净利润	402	313	377	463	568
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(12)	17	5	2	1
股东权益	3021	3182	3470	3824	4217	折旧摊销	61	81	102	119	132
负债和股东权益总计	3388	3523	4433	4641	5058	公允价值变动损失	(3)	(8)	3	3	3
						财务费用	(49)	(52)	(33)	(17)	(7)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(74)	(6)	(21)	(91)	(122)
每股收益	0.99	0.77	0.93	1.14	1.40	其它	12	(17)	(5)	(2)	(1)
每股红利	0.02	0.35	0.22	0.27	0.43	经营活动现金流	385	381	461	494	581
每股净资产	7.43	7.83	8.53	9.40	10.37	资本开支	0	(274)	(200)	(200)	(200)
ROIC	19.88%	10.83%	10%	12%	13%	其它投资现金流	(512)	510	0	0	0
ROE	13.31%	9.85%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(512)	236	(200)	(200)	(200)
毛利率	43%	41%	42%	43%	42%	权益性融资	34	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	22%	22%	24%	24%	负债净变化	(82)	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	28%	29%	30%	30%	支付股利、利息	(6)	(143)	(89)	(109)	(176)
收入增长	24%	-5%	20%	23%	24%	其它融资现金流	1080	146	493	(200)	(100)
净利润增长率	30%	-22%	20%	23%	23%	融资活动现金流	937	(139)	404	(309)	(276)
资产负债率	11%	10%	22%	18%	17%	现金净变动	811	478	666	(15)	106
股息率	0.0%	1.1%	0.7%	0.9%	1.4%	货币资金的期初余额	420	1230	1708	2374	2359
P/E	31.8	40.8	33.9	27.6	22.5	货币资金的期末余额	1230	1708	2374	2359	2465
P/B	4.2	4.0	3.7	3.3	3.0	企业自由现金流	0	59	197	241	337
EV/EBITDA	28.6	35.5	29.8	23.1	18.7	权益自由现金流	0	205	725	77	280

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032