

## 美好医疗 (301363.SZ)

## 基石业务稳健，多元化突破打造新增长极

深耕医疗器械精密组件十余载，家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件两大基石业务稳健，多元化横向拓展新业务谋求长远发展。美好医疗成立于2010年，深耕医疗器械精密组件及产品领域，家用呼吸机与人工植入耳蜗为两大基石业务，通过与家用呼吸机市场龙头客户A、人工植入耳蜗市场龙头客户B深度合作，两大基石业务发展稳健。基于液态硅胶、精密模具、自动化等技术的领先优势，公司逐渐开拓血糖、体外诊断、心血管、给药、助听、监护等其他医疗产品组件领域，以及咖啡壶组件、手机组件等家用及消费电子领域，多元化发展打开成长空间。

家用呼吸机市场持续扩容，随着下游客户去库存接近尾声，业绩有望恢复稳健增长。OSA与COPD全球患者基数庞大，带动全球呼吸机市场持续增长。呼吸机市场集中度较高，2020年瑞思迈及飞利浦合计占据了78%的市场份额。公司主机、面罩、原料等均实现自主化突破，与龙头客户A长期深度合作，随着下游市场扩容，公司呼吸机组件业务稳健增长。2018-2022年，公司呼吸机组件收入由4.80亿元增至10.59亿元，CAGR为21.87%。2023年受下游客户阶段性去库存影响，呼吸机组件业务有所波动。随着下游客户去库存接近尾声，呼吸机组件业务有望重回增长态势。

人工耳蜗市场高度集中，绑定核心客户实现稳健增长。人工植入耳蜗市场稳定增长，2022年全球市场规模已达19.0亿美元，预计2022-2030年CAGR为8.43%。人工植入耳蜗技术壁垒较高，行业高度集中，全球CR3高达95%。自2011年开始，公司与下游龙头客户B建立合作关系，超10年的深度合作提升了双方的信任度，公司产品质量获得了对方的高度认可。2018-2023年，公司人工植入耳蜗组件收入由0.33亿元增至1.14亿元，CAGR高达27.95%。随着人工耳蜗渗透率持续提升+客户B收入不断扩大，公司人工植入耳蜗组件业务有望保持稳健增长。

基于底层技术优势开拓新领域，多元化业务布局打开成长空间。公司精密模具、液态硅胶、自动化等技术领先，且具备较好的业务延展性，助力公司持续拓展下游应用领域。通过咖啡壶组件、手机防水组件等产品切入家用及消费电子领域，该项业务收入由2018年的639万元增至2023年的1.50亿元，CAGR高达88.04%。同时公司加强与全球医疗器械龙头企业的合作，业务延伸至血糖、体外诊断、心血管、给药、助听、监护等细分领域，尤其加大了对胰岛素笔业务的布局，已成功实现量产。公司多元化业务布局持续推进，横向拓展打造增长极。

**盈利预测与估值：**我们预计2024-2026年公司营收分别为16.14、19.75、24.06亿元，分别同比增长20.7%、22.4%、21.8%；归母净利润分别为3.80、4.65、5.75亿元，分别同比增长21.3%、22.3%、23.7%，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**客户集中度高风险，新业务拓展不及预期风险，汇率波动风险，数据滞后风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,415	1,338	1,614	1,975	2,406
增长率 yoy (%)	24.4	-5.5	20.7	22.4	21.8
归母净利润(百万元)	402	313	380	465	575
增长率 yoy (%)	29.7	-22.1	21.3	22.3	23.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.99	0.77	0.93	1.14	1.41
净资产收益率(%)	13.3	9.8	10.9	11.9	13.0
P/E(倍)	27.3	35.1	28.9	23.7	19.1
P/B(倍)	3.6	3.5	3.1	2.8	2.5

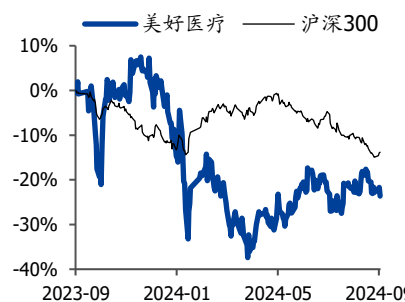
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2024年09月20日收盘价

## 买入(首次)

## 股票信息

行业	医疗器械
09月20日收盘价(元)	27.04
总市值(百万元)	10,996.09
总股本(百万股)	406.66
其中自由流通股(%)	27.58
30日日均成交量(百万股)	1.21

## 股价走势



## 作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjinyang@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号: S0680522030002

邮箱: yangfang@gszq.com

## 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2425	2359	2710	2971	3460
现金	1230	1708	1768	1977	2103
应收票据及应收账款	204	228	293	345	432
其他应收款	3	3	4	5	6
预付账款	20	20	28	30	41
存货	433	375	592	589	853
其他流动资产	535	25	25	25	25
<b>非流动资产</b>	963	1164	1236	1366	1522
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	817	867	928	1026	1157
无形资产	81	80	83	87	85
其他非流动资产	65	218	226	253	280
<b>资产总计</b>	3388	3523	3947	4337	4982
<b>流动负债</b>	307	272	379	353	485
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	183	138	246	223	349
其他流动负债	125	135	133	131	136
<b>非流动负债</b>	60	69	71	73	76
长期借款	0	0	2	4	7
其他非流动负债	60	69	69	69	69
<b>负债合计</b>	367	341	449	426	561
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	407	407	407	407	407
资本公积	1597	1597	1597	1597	1597
留存收益	1027	1198	1525	1908	2357
归属母公司股东权益	3021	3182	3497	3910	4421
<b>负债和股东权益</b>	3388	3523	3947	4337	4982

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	381	351	253	453	411
净利润	402	313	380	465	575
折旧摊销	62	84	90	101	122
财务费用	-49	-52	-31	-29	-47
投资损失	-1	-16	-7	-7	-7
营运资金变动	-80	-41	-179	-77	-232
其他经营现金流	47	61	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-876	-73	-155	-224	-270
资本支出	201	259	72	130	156
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-675	186	-83	-95	-114
<b>筹资活动现金流</b>	1107	-153	-38	-20	-14
短期借款	-30	0	0	0	0
长期借款	-82	0	2	2	3
普通股增加	44	0	0	0	0
资本公积增加	1181	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5	-153	-40	-22	-17
<b>现金净增加额</b>	647	133	60	209	126

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1415	1338	1614	1975	2406
营业成本	806	787	941	1150	1404
营业税金及附加	12	9	12	15	18
营业费用	26	32	36	41	48
管理费用	84	101	121	144	173
研发费用	88	120	123	146	178
财务费用	-49	-52	-31	-29	-47
资产减值损失	-3	-7	0	0	0
其他收益	10	15	10	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	16	7	7	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	457	352	430	524	650
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	457	351	429	524	649
所得税	55	38	49	59	74
<b>净利润</b>	402	313	380	465	575
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	402	313	380	465	575
EBITDA	482	384	467	570	710
EPS (元)	0.99	0.77	0.93	1.14	1.41

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.4	-5.5	20.7	22.4	21.8
营业利润(%)	31.1	-23.0	22.2	22.0	23.9
归属于母公司净利润(%)	29.7	-22.1	21.3	22.3	23.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.0	41.2	41.7	41.8	41.7
净利率(%)	28.4	23.4	23.5	23.5	23.9
ROE(%)	13.3	9.8	10.9	11.9	13.0
ROIC(%)	12.1	8.3	9.4	10.5	11.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	10.8	9.7	11.4	9.8	11.3
净负债比率(%)	-39.4	-52.2	-49.3	-49.3	-46.4
流动比率	7.9	8.7	7.2	8.4	7.1
速动比率	6.4	7.2	5.5	6.6	5.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	6.7	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	3.9	4.9	4.9	4.9	4.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.99	0.77	0.93	1.14	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.86	0.62	1.11	1.01
每股净资产(最新摊薄)	7.43	7.83	8.60	9.62	10.87
<b>估值比率</b>					
P/E	27.3	35.1	28.9	23.7	19.1
P/B	3.6	3.5	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	19.3	24.2	19.8	15.9	12.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年09月20日收盘价

## 内容目录

1. 医疗器械精密组件国产龙头，多元化布局打开成长空间.....	5
1.1 深耕家用呼吸机及人工植入耳蜗组件，横向拓展铸就新曲线.....	5
1.2 股权结构稳定，激励提振信心.....	6
1.3 基石业务企稳，新拓业务蓄势待发，增长潜力可期.....	9
2. 呼吸机需求持续扩张，瑞思迈与飞利浦领衔市场.....	12
2.1 呼吸睡眠疾病患者基数庞大，奠定家用呼吸机旺盛需求基础.....	13
2.2 家用呼吸机市场持续扩容，瑞思迈及飞利浦为主要玩家.....	16
3. 高技术壁垒叠加低渗透率，人工耳蜗市场未来可期.....	20
3.1 人工植入耳蜗壁垒高筑，上游厂商议价能力强.....	20
3.2 人工植入耳蜗渗透率提升空间大，竞争格局高度集中.....	22
4. 自研创新构筑技术壁垒，加速拓客谋划长期发展.....	24
4.1 精密模具技术达国际先进水平，自动化提升生产效率.....	24
4.2 深度绑定龙头客户，加速开拓新客户，筑牢长期竞争优势.....	26
4.3 横向开拓胰岛素笔业务，自动化助力实现量产.....	29
5. 盈利预测与估值.....	31
5.1 盈利预测关键假设.....	31
5.2 可比公司估值与投资评级.....	34

## 图表目录

图表 1: 美好医疗发展历程.....	5
图表 2: 美好医疗产品矩阵.....	6
图表 3: 公司股权结构图 (截至 2024H1).....	7
图表 4: 公司核心管理人员履历.....	8
图表 5: 美好医疗股权激励业绩考核目标及摊销费用.....	9
图表 6: 2018-2024H1 公司营业收入及同比增速.....	9
图表 7: 2018-2024H1 公司归母净利润及同比增速.....	9
图表 8: 2018-2024H1 公司毛利率及净利率.....	10
图表 9: 2018-2024H1 公司期间费用率.....	10
图表 10: 2018-2023 年公司主营业务收入占比.....	10
图表 11: 2018-2023 年公司分业务板块毛利率.....	10
图表 12: 2018-2024H1 公司海内外收入 (亿元).....	11
图表 13: 2019-2023 年公司前五大客户收入占比.....	11
图表 14: 家用呼吸机与医用呼吸机对比.....	12
图表 15: 通气面罩产品种类.....	13
图表 16: COPD 及 OSAHS 疾病特征.....	13
图表 17: 2016-2020 年全球 COPD 患病人数 (亿人).....	14
图表 18: 2016-2020 年中国 COPD 患病人数 (亿人).....	14
图表 19: 2020-2050 年全球不同区域 COPD 患病率和病例数.....	14
图表 20: 中国及美国 COPD 诊疗情况对比 (百万人).....	15
图表 21: 2016-2020 年全球 30-69 岁 OSA 患病人数 (亿人).....	15
图表 22: 2016-2020 年中国 30-69 岁 OSA 患病人数 (亿人).....	15
图表 23: 中国及美国 OSA 诊断率对比.....	16
图表 24: 2016-2020 年全球家用无创呼吸机市场规模 (亿美元).....	16
图表 25: 2016-2020 年中国家用无创呼吸机市场规模 (亿元).....	16
图表 26: 2016-2020 年全球通气面罩市场规模 (亿美元).....	17
图表 27: 2016-2020 年中国通气面罩市场规模 (亿元).....	17
图表 28: 2020 年全球家用无创呼吸机市场竞争格局 (亿美元).....	17
图表 29: 2020 年中国家用无创呼吸机市场竞争格局 (亿元).....	17
图表 30: 2020 年全球通气面罩市场竞争格局 (百万美元).....	18

图表 31: 2020 年中国通气面罩市场竞争格局 (百万元)	18
图表 32: 飞利浦呼吸机召回事件时间表	19
图表 33: 人工植入耳蜗工作原理	20
图表 34: 人工耳蜗行业产业链	21
图表 35: 人工耳蜗行业发展历程	21
图表 36: 2022-2030E 全球人工植入耳蜗市场规模 (亿美元)	22
图表 37: 全球人工植入耳蜗竞争格局	22
图表 38: 2017-2022E 中国人工耳蜗植入手术数量 (万例)	22
图表 39: 2019-2024E 中国人工耳蜗植入体市场规模 (亿元)	22
图表 40: 2018-2022 年听力残疾人精准康复人数 (人/万人)	23
图表 41: 2021 年中国人工耳蜗植入手术渗透率	23
图表 42: 2022 年中国人工耳蜗市场竞争格局	23
图表 43: 美好医疗精密模具技术	24
图表 44: 美好医疗液态硅胶技术优势	25
图表 45: 液态硅胶模具参数对比	25
图表 46: 公司自动化设备与系统一览	26
图表 47: 精密组件制造商与下游客户天然具备较高粘性	27
图表 48: 公司可为客户提供的呼吸机及人工植入耳蜗产品组件	27
图表 49: 公司与客户 A 的合作协议签署情况	28
图表 50: 公司部分客户概况	28
图表 51: 胰岛素笔结构与分类	29
图表 52: 2021 及 2045E 糖尿病患者人数 Top5 国家患者数 (百万人)	30
图表 53: 2023-2030E 全球胰岛素笔销售收入 (亿美元)	30
图表 54: 公司胰岛素注射笔相关项目	30
图表 55: 2018-2026E 公司收入拆分	32
图表 56: 2021-2026E 公司期间费用率及预测	33
图表 57: 可比公司估值情况	34

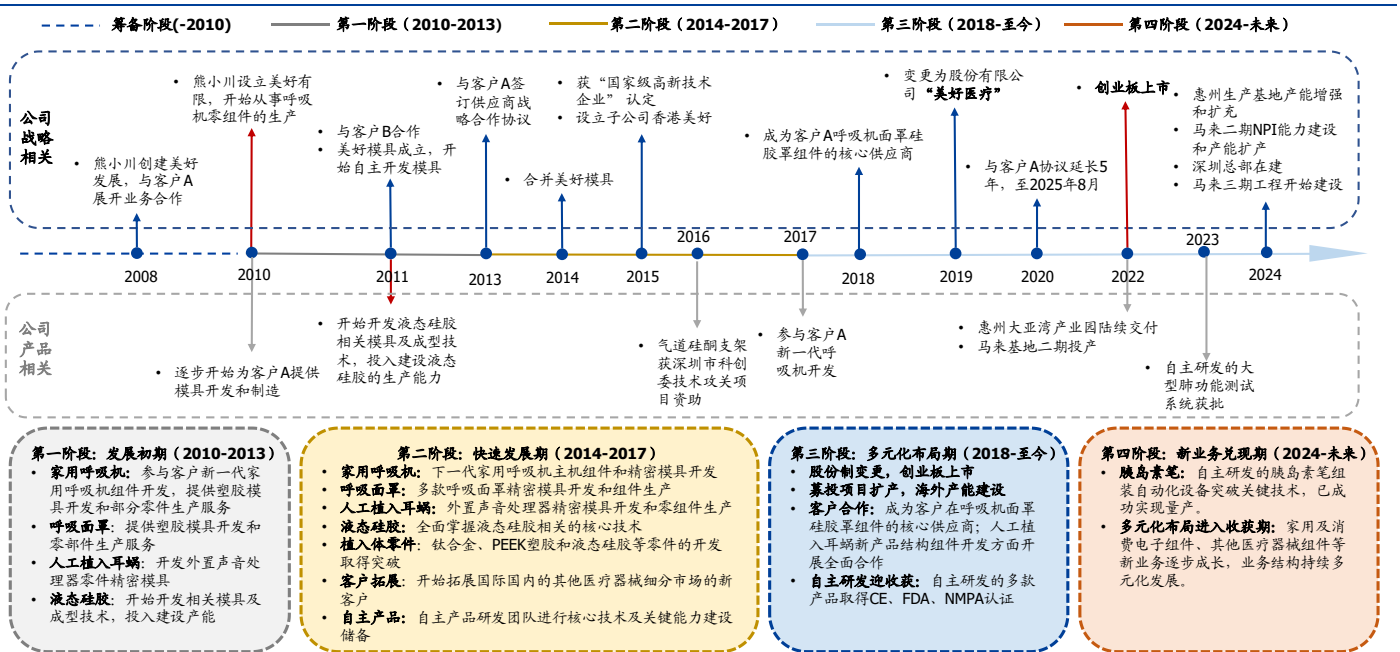
# 1. 医疗器械精密组件国产龙头，多元化布局打开成长空间

## 1.1 深耕家用呼吸机及人工植入耳蜗组件，横向拓展铸就新曲线

深耕精密器械组件领域十余载，两大基石业务稳健，横向拓展加深护城河。美好医疗成立于2010年，致力于为全球医疗器械企业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，基石业务为家用呼吸机和人工植入耳蜗组件的开发制造和销售，横向开拓家用及消费电子组件、其他医疗产品组件等新业务打开成长天花板。公司的发展主要经历了四个阶段：

- **发展初期（2010-2013年）：**为客户提供塑胶模具及零件的开发和生产，开始布局液态硅胶相关技术。参与客户新一代家用呼吸机组件的开发，提供塑胶模具的开发和部分塑胶零件的生产服务，并签订供应商战略合作协议。开始为客户开发人工植入耳蜗外置声音处理器零件的精密模具。于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。
- **快速发展期（2014-2017年）：**全面掌握液态硅胶核心技术，开始拓展新客户。在钛合金、PEEK 塑胶和液态硅胶等 III 类长期植入体零件的开发方面取得突破，并且全面掌握了液态硅胶相关的核心技术，为公司未来走向高水平、差异化竞争道路奠定了坚实的基础。这段时期，公司开始拓展国际国内的其他医疗器械细分市场的新客户，同时自主研发的团队开始进行核心技术及关键能力建设和储备。
- **多元化布局期（2018年-至今）：**新客户开拓持续加速，老客户合作力度不断加深，多元化业务布局进展顺利。与多家全球医疗器械 100 强企业开始展开不同细分市场产品的业务合作，自主研发的多个产品取得 CE、FDA、NMPA 认证，肺功能仪产品开始实现销售。液态硅胶相关核心技术得到客户的全面认可，成为客户在呼吸机面罩硅胶罩组件的核心供应商；与客户在人工植入耳蜗新产品结构组件开发方面展开全面合作并签订战略合作协议。
- **新业务兑现期（2024年-未来）：**基石业务稳健发展，新业务发展势头良好，进入收获期。家用及消费电子组件、其他医疗器械组件等新业务逐步成长，业务结构持续多元化发展，胰岛素笔业务进展顺利，自动化赋能下已成功实现量产，新成长曲线逐步形成，公司逐步进入收获阶段。

图表1：美好医疗发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

以液态硅胶、精密模具等技术为基础，横向拓展下游应用领域打造新增长极。家用呼吸机组件、人工植入耳蜗组件为公司的两大基石业务，公司以液态硅胶、精密模具等高泛用性技术为基础，持续拓展新业务与新产品，包括咖啡壶组件、手机组件等家用及消费电子组件产品。公司不断加强与全球医疗器械龙头企业的合作，拓展血糖、体外诊断、心血管、给药、助听、监护等其他医疗产品组件领域。

图表2: 美好医疗产品矩阵

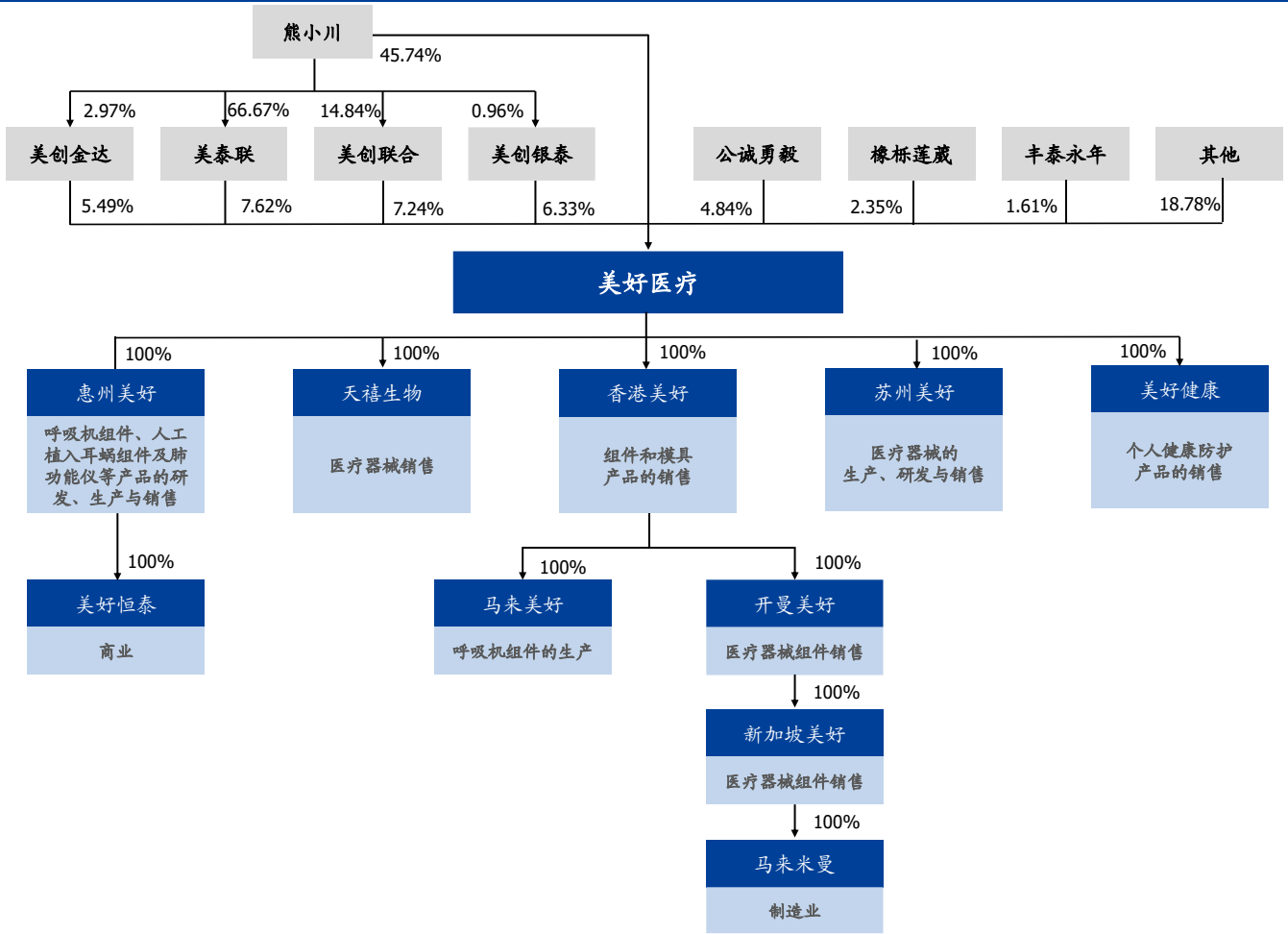
家用呼吸机组件					
呼吸机主机组件			呼吸面罩组件		
人工植入耳蜗组件					
外置声音处理器组件			植入体组件		
附件					
精密模具及自动化设备			家用及消费电子组件		
自主产品			其他医疗产品组件		

资料来源: 公司公告, 美好医疗招股书, 国盛证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，激励提振信心

公司股权结构清晰，熊小川为实际控制人。公司股权结构集中，董事长熊小川先生直接持有公司 45.74% 的股份，并通过美泰联和员工持股平台美创联合、美创银泰、美创金达间接持有公司 6.38% 股份，合计持股比例为 52.12%。股权集中度较高，有利于公司高效率的执行经营决策。公司管理架构清晰，惠州美好、苏州美好主要负责产品的研发、生产与销售，美好健康、天禧生物主要负责产品销售，香港美好及马来美好、开曼美好等孙公司主要负责产品的境外生产与销售。子公司分工明确，有效提升海内外经营效率。

图表3: 公司股权结构图 (截至 2024H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

核心管理层深耕精密器械行业多年, 具备丰富产业经验。公司董事长熊小川先生曾任职于长虹、创维与广东美好药品等公司, 深耕医疗器械领域超过三十年。副总经理周道福和迟奇峰拥有丰富的精密制造工作经验。公司高管团队均在公司任职多年且经验丰富, 是公司长期稳定发展的重要支撑。

图表4: 公司核心管理人员履历

姓名	职务	出生年份	过往履历
熊小川	董事长、总经理	1966年	1987-2000: 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; 2001-2005: 分别在伦敦南泰晤士学院和英国华威大学学习; 2005-2006: 创维应用电子(深圳)有限公司, 担任小家电事业部总经理; 2006-2008: 广东美好药品经营有限公司, 担任海外部总经理; 2008-2015: 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-至今: 担任公司董事长、总经理。
袁峰	副董事长、副总经理	1980年	2010-2019.11: 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; 2019.11-2023.2: 担任公司董事、副总经理; 2023.2-至今: 担任公司副董事长、副总经理。
周道福	董事、副总经理	1980年	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; 深圳市鼎派电子有限公司: 担任副总经理; 2011-2019.11: 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; 2019.11-至今: 担任公司董事、副总经理。
黎莎	监事、健康产品事业部副总经理	1986年	2010-2019.11: 美好有限, 历任商务部经理、商务中心副总监、NPI供应链中心副总监等职务; 2019.11-至今, 担任公司监事会主席。
任初学	监事、品质总监	1982年	长安乐依文半导体装配厂: 品质工程师; 富士康科技集团: 品质工程师; 蓝思旺科技(深圳)有限公司: 担任品质工程师; 2010-2019.11: 美好有限, 历任品质部经理、品质总监等职务; 2019.11-至今: 担任公司监事、品质总监。
迟奇峰	副总经理	1978年	大连海尔精密组件有限公司: 担任设备部工程师; 富顶精密组件有限公司: 担任HSDI工程师; 2010-2019.11: 美好有限, 历任研发部经理、项目部经理、副总经理等职务; 2019.11-至今: 担任公司副总经理。
谭景霞	董事会秘书	1984年	深圳清溢精密光电股份有限公司: 担任工程师; 深圳锐取信息股份有限公司: 担任项目主管; 深圳东迪欣科技有限公司: 担任法规经理、研发总监; 2014-2019.11: 美好有限, 历任知识产权经理、法规总监、总经理助理等职务; 2019.11-至今: 担任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**发布股权激励计划, 深度绑定核心员工, 展现长期发展信心。**2024年4月, 公司发布2024年限制性股票激励计划, 授予对象包含副董事长袁峰、副总经理周道福、副总经理迟奇峰、财务总监严俊峨、副总经理严波、董秘谭景霞在内的共163人, 激励股票数量共600万股(其中首次授予532.53万股), 授予价格为12.42元/股。业绩考核年度为2024-2026年, 1)目标值(归属系数100%): 营收需达到16.72亿、20.90亿、26.12亿, 同比增速均为25%; 或者净利润需达到3.92亿、4.90亿、6.12亿, 同比增速均为25%; 2)触发值(归属系数80%): 营收需达到16.05亿、19.26亿、23.11亿, 同比增速均为20%; 或者净利润需达到3.76亿、4.51亿、5.41亿, 同比增速均为20%。股权激励计划的颁布进一步完善了对核心骨干的激励机制, 将核心员工利益与公司长远利益绑定, 助力公司未来发展。

图表5: 美好医疗股权激励业绩考核目标及摊销费用

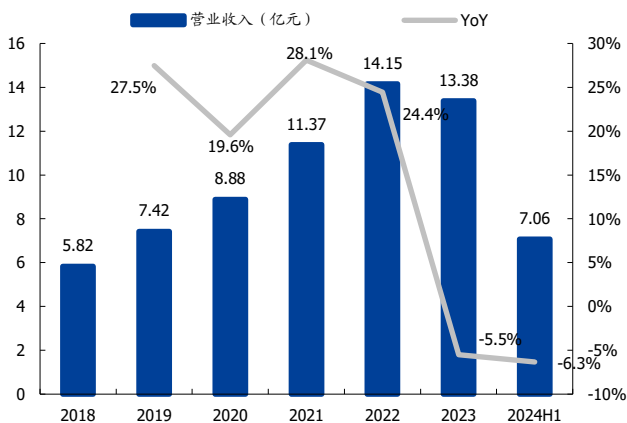
		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
收入 (亿元)	触发值	13.38	16.05	19.26	23.11	
	YoY		20.00%	20.00%	20.00%	
	目标值	13.38	16.72	20.90	26.12	
	YoY		25.00%	25.00%	25.00%	
净利润 (亿元)	触发值	3.13	3.76	4.51	5.41	
	YoY		20.00%	20.00%	20.00%	
	目标值	3.13	3.92	4.90	6.12	
	YoY		25.00%	25.00%	25.00%	
预计摊销费用 (万元)		2027.29	2421.18	1151.84	326.25	

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所; 注: 收入与净利润目标达成其一即可解锁

### 1.3 基石业务企稳, 新拓业务蓄势待发, 增长潜力可期

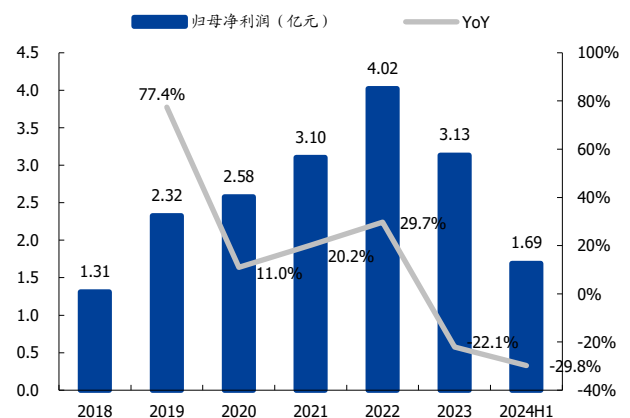
公司业绩总体保持稳健增长, 2023年受下游呼吸机客户去库存影响有所波动, 2024Q2 迎来拐点, 看好未来业绩企稳回升。在家用呼吸机市场需求稳定增长+持续开拓新领域+产能持续增长的驱动下, 2022年之前公司业绩维持高速增长。2018-2022年, 公司收入由 5.82 亿元增至 14.15 亿元 (CAGR 为 24.85%), 归母净利润由 1.31 亿元增至 4.02 亿元 (CAGR 为 32.35%)。2023 年公司实现营业收入 13.38 亿元 (同比下降 5.5%), 实现归母净利润 3.13 亿元 (同比下降 22.1%), 主要系下游客户阶段性去库存导致呼吸机业务有所波动。随着 2024Q2 部分客户库存水平趋于合理化, 大部分库存压力释放, 公司业绩企稳回升, 驶入稳健增长通道。

图表6: 2018-2024H1 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 2018-2024H1 公司归母净利润及同比增速

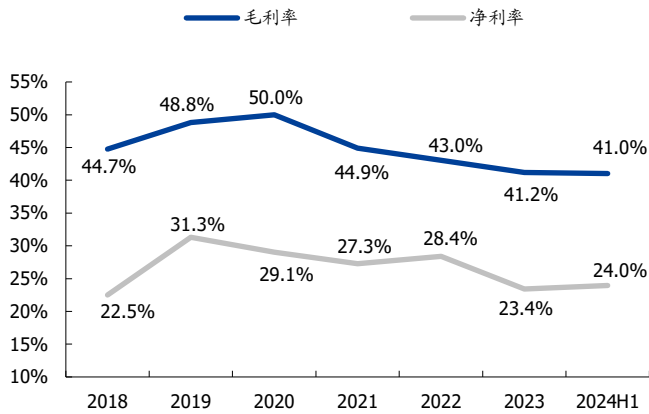


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净利率自 2019 年以来均维持在 23% 以上, 汇率波动+产品结构变化+固定资产减值等多因素影响毛利率有所波动。2018-2020 年, 公司毛利率由 44.7% 提升至 50.0%, 此后下降至 2024H1 的 41.0%, 毛利率波动主要系美元贬值导致产品价格下降、产品结构调整、固定资产折旧增加等因素影响。净利率受毛利率及期间费用率影响有所波动, 但 2019 年以来均维持在 23% 以上。销售费用率由 2018 年的 4.1% 下降至 2024H1 的 2.3%, 主要系收入扩大带来的规模效应影响, 2023 有所增长主要系收入规模下滑影响。管理费用率受股份支付、人员薪酬等因素影响波动较大。公司高度重视研发创新, 不断加大研

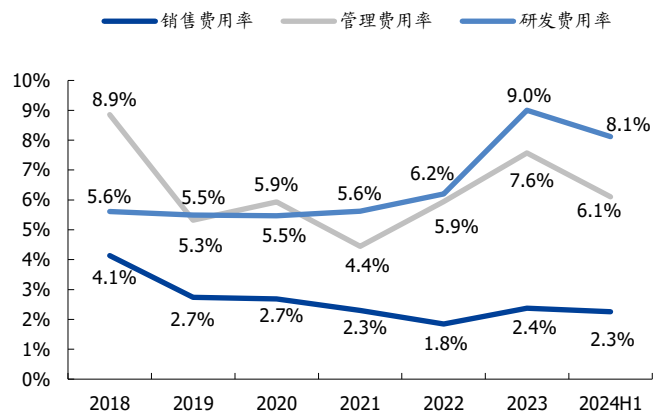
研发投入，研发费用率自2018年的5.6%提升至2023年的9.0%。

图表8: 2018-2024H1 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

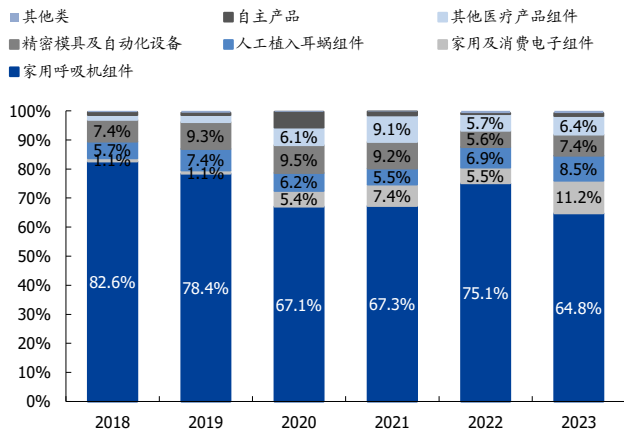
图表9: 2018-2024H1 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

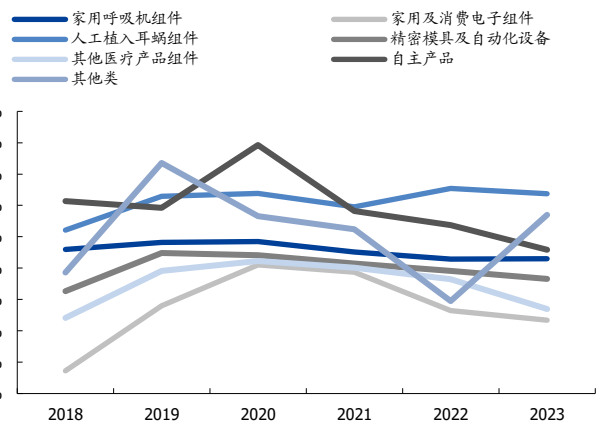
家用呼吸机组件为主要收入来源，业务多元化布局初见成效。2018-2023年，家用呼吸机收入占比维持在60%以上，毛利率维持在42%以上，为公司的压舱石业务。近年来，公司持续开拓新领域与新产品，家用及消费电子组件、精密模具等业务快速发展，营收占比持续提升，有望成为新的业绩增长引擎。

图表10: 2018-2023 年公司主营业务收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

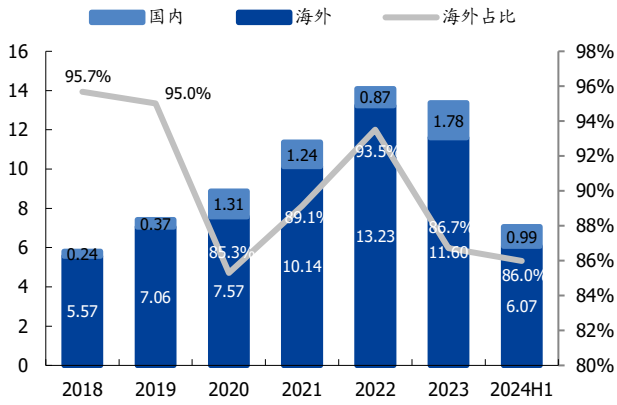
图表11: 2018-2023 年公司分业务板块毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

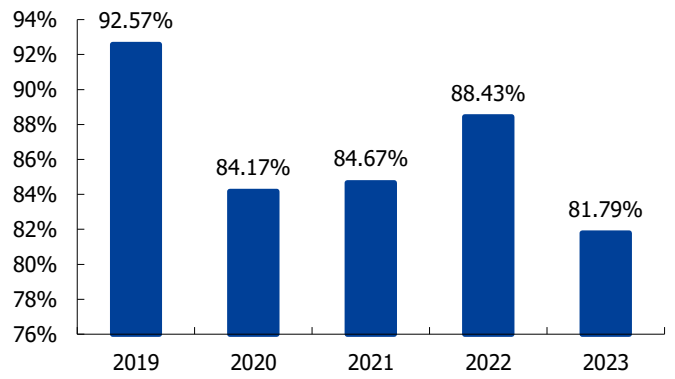
海外收入占比维持85%以上，新客户持续开拓加速多元化进程。从地区收入构成来看，公司主要以海外销售为主，2018年以来海外收入占比始终维持在85%以上。公司境外销售区域主要为新加坡与澳大利亚（2021年收入占比分别为43.41%、31.13%），主要与公司两大客户的生产基地所处地理位置有关，客户A的呼吸机生产基地位于新加坡和澳大利亚，客户B的生产基地位于澳大利亚。从客户结构来看，公司对大客户依赖度较高，2019年以来前五大客户收入占比始终在80%以上。随着公司不断开拓新客户，客户结构有望日渐多元化，降低对单个大客户的依赖。

图表12: 2018-2024H1 公司海内外收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 2019-2023 年公司前五大客户收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.呼吸机需求持续扩张，瑞思迈与飞利浦领衔市场

区别于医用呼吸机，家用呼吸机使用场景为家庭护理等非生命支持环境，主要用于治疗睡眠呼吸暂停疾病与慢性心肺疾病，具有痛苦小，无创连接，费用较低等优点。主要可分为持续气道正压通气（CPAP）和双水平气道正压通气（Bi Level）两大类型。




图表14: 家用呼吸机与医用呼吸机对比

	家用呼吸机	医用呼吸机
<b>适应症</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>生命支持型：为依赖呼吸机的患者提供或增加肺通气</li> <li>睡眠呼吸暂停治疗设备：适合病症为打鼾、阻塞性睡眠呼吸暂停综合征</li> <li>非生命支持型：用于治疗呼吸暂停综合征，肺心病、呼吸衰竭、慢阻肺、运动神经原肌无力等中轻度呼吸障碍疾病</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>无创呼吸机（医用）：适用于较清醒，有自主呼吸的患者</li> <li>有创呼吸机：需要建立人工气道，直接向患者肺部提供气体交换，适用于重症和危重症呼吸衰竭患者</li> </ul>
<b>应用场景</b>	<p><b>家庭护理环境</b>，即患者生活的住所和患者所处的其他室内和室外环境，如：汽车、公交车、火车、轮船或飞机上，以及轮椅上或户外散步环境，这些地方的环境条件往往比专业医疗场所的更加恶劣。此类设备也可用于专业医疗场所</p>	<p><b>专业医疗场所</b>，即那些有经过医学训练的人员不间断地监视或管理着医疗器械使用的场所，包括但不限于医院、护理院、养老院、紧急医疗服务站、诊所、医生办公室、门诊治疗室或临床实验室。有些设备可用于院内或院外的患者转运时</p>
<b>优势</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>患者保持正常生理功能（说话、咳痰、进食等）</li> <li>痛苦小、易耐受</li> <li>避免有创机械通气的并发症</li> <li>避免或减少镇静剂的应用</li> <li>医疗费用相对较低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>管路密闭性好，人体配合好</li> <li>有空氧混合气、可准确设置吸入氧浓度</li> <li>气道管理容易保证</li> <li>通气参数和报警设置完善，能够保证精确通气，并及时发现问题</li> </ul>
<b>劣势</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>气道密闭性差，容易漏气</li> <li>监测报警设置简单</li> <li>多没有空氧混合气，无法精确设置吸入氧浓度</li> <li>气体加温加湿不充分</li> <li>不利于气道分泌物引流，死腔较大，容易导致面部损伤</li> <li>容易导致腹胀</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>容易导致面部损伤</li> <li>管路连接复杂、设备体积大</li> <li>无法保留患者正常的生理功能</li> <li>病人耐受性差，需经常应用镇静、肌松药</li> <li>常常出现机械通气相关并发症（口鼻粘膜和声带的损伤、呼吸机相关肺炎、呼吸机相关肺损伤等），部分患者容易导致呼吸机依赖</li> <li>医疗费用昂贵</li> </ul>
<b>连接方式</b>	无创	有创、无创
<b>机械通气方式</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>持续气道正压通气（CPAP）</li> <li>双水平气道正压通气（BiLevel）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>压力支持通气（PSV）</li> <li>同步间歇性指令通气（SIMV）</li> <li>容量控制通气（VCV）</li> <li>压力控制呼吸模式（PCV）</li> </ul>
<b>主体设备区别</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>体积小，操作简单</li> <li>高流量低压力，漏气补偿较好</li> <li>监测报警设置简单</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>医用有创呼吸机体积大，操作复杂，监测报警设置完善</li> </ul>

资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

通气面罩是家用呼吸机使用过程中的关键耗材。通气面罩是人机连接装置，直接与人面部接触。通气面罩属消耗品，理论上一年要更换 2-3 次。主要可分为全脸面罩、鼻面罩和鼻垫面罩三大类，适用于不同应用场景。

图表15: 通气面罩产品种类

类型	特点	示例
全脸面罩	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶佩戴快速，性能好</li> <li>▶覆盖口鼻，可避免经口漏气,对于睡眠时习惯使用口呼吸的患者有益</li> <li>▶适用于合并其他呼吸系统疾病的患者，如慢阻肺患者</li> </ul>	
鼻面罩	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶覆盖鼻部，经鼻呼吸</li> <li>▶视野开阔，简单舒适，轻巧方便，使用广泛，一般患者均可使用。</li> </ul>	
鼻垫面罩	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶与面部皮肤接触最少，轻巧舒适</li> <li>▶经鼻呼吸，视野开阔</li> <li>▶幽闭恐惧症患者首选，鼾症程度轻的患者可使用</li> </ul>	

资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

## 2.1 呼吸睡眠疾病患者基数庞大，奠定家用呼吸机旺盛需求基础

家用呼吸机主要用于治疗 COPD 和 OSAHS 患者。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症 (OSAHS)，也用于治疗中轻度呼吸衰竭和呼吸功能不全、如慢性阻塞性肺疾病 (COPD)、哮喘等疾病，为患者提供通气辅助和增加肺通气量，保持患者正常的生理功能，提高患者的生活质量。

- ▶ **慢性阻塞性肺疾病 (COPD):** 是以不可逆的气流受限为特征的慢性呼吸系统疾病，具有患病率高、致死率高，病程及治疗周期长，急性加重住院率高等特征。COPD 的三个主要症状是呼吸困难、慢性咳嗽和咳痰，此外严重的合并症，如肺癌、支气管扩张、心血管疾病、骨质疏松等，对疾病死亡率产生重要影响。是全球仅次于心脏病、脑血管病和急性肺部感染，死亡率前 4 的疾病，且死亡率正在逐年增加。
- ▶ **阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合症 (OSAHS):** 是指患者各种原因导致在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和(或)低通气，发生一系列病理生理改变的临床综合症。OSAHS 的主要诱因有肥胖、年龄增大、不良生活作息等。随着全球超重肥胖人群和人口老龄化加剧，OSAHS 患病率逐年提升已成为一个严重的社会公共卫生问题。针对 OSAHS 的治疗方案可分为药物治疗和非药物治疗，非药物治疗方案首选家用呼吸机气道通气治疗方案。

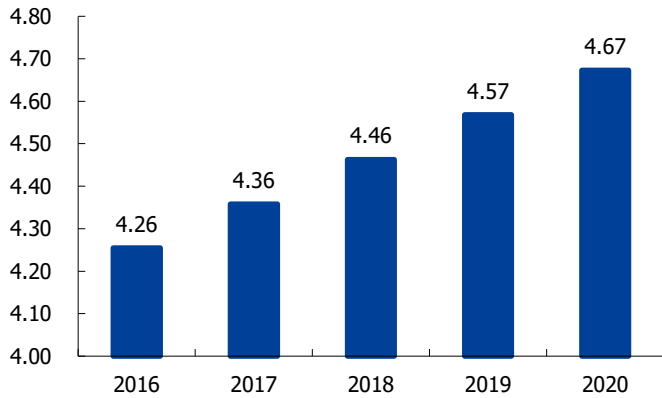
图表16: COPD 及 OSAHS 疾病特征

慢性阻塞性肺病 Chronic Obstructive Pulmonary Disease COPD	睡眠呼吸暂停低通气综合征 Obstructive Sleep Apnea Hypopnea Syndrome OSAHS
<p>以气流受限为特点的常见呼吸系统疾病</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 特点：患病率高，致残致死率高，病程及治疗周期长，急性加重期住院率高</li> <li>• 临床表现：呼吸困难、慢性咳嗽、咳痰</li> <li>• 合并症：肺癌、支气管扩张、心血管疾病、骨质疏松等</li> <li>• 死亡率：全球死亡率前4的疾病</li> </ul>	<p>在睡眠状态下反复出现呼吸暂停、低通气、高碳酸血症、睡眠中断等现象</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 临床表现：夜间打鼾，鼾声大且不规律，常出现窒息感甚至憋醒，睡眠紊乱；白天乏力嗜睡，记忆力下降</li> <li>• 可能诱发：高血压、心律失常、心力衰竭等</li> <li>• 主要诱因：肥胖、年龄增大、不良生活作息</li> </ul>

资料来源：美好医疗招股书，国盛证券研究所

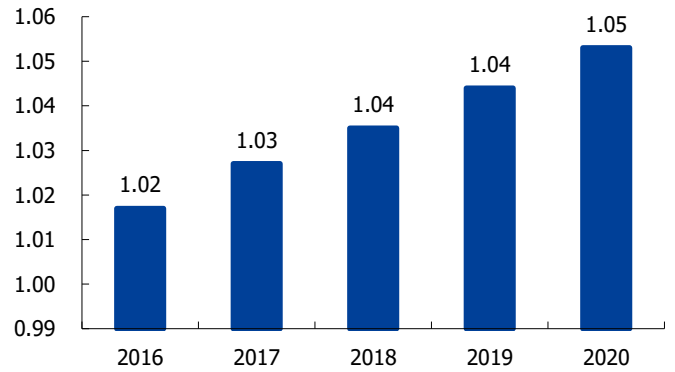
**COPD 患者基数庞大, 2020 年全球患者数已达 4.67 亿人, 未来患者数仍将持续增加。** COPD 具有患病率高、致残致死率高、病程及治疗周期长、急性加重期住院率高等特征, 已成为全球公认的医疗负担较大的疾病。根据世界卫生组织预计, 慢性阻塞性肺病将在 2030 年成为全世界第三位主要死因。2016-2020 年, 全球 COPD 患病人数由 4.26 亿人增至 4.67 亿人, 中国 COPD 患者数由 1.02 亿人增至 1.05 亿人。从区域维度看, 2020 年 COPD 患病率最高的地区是北美 (16.8%), 病例数最多的是东亚和太平洋地区 (1.36 亿人)。由于吸烟、空气污染、化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势, 预计患病人数仍将持续增加。

图表17: 2016-2020 年全球 COPD 患病人数 (亿人)



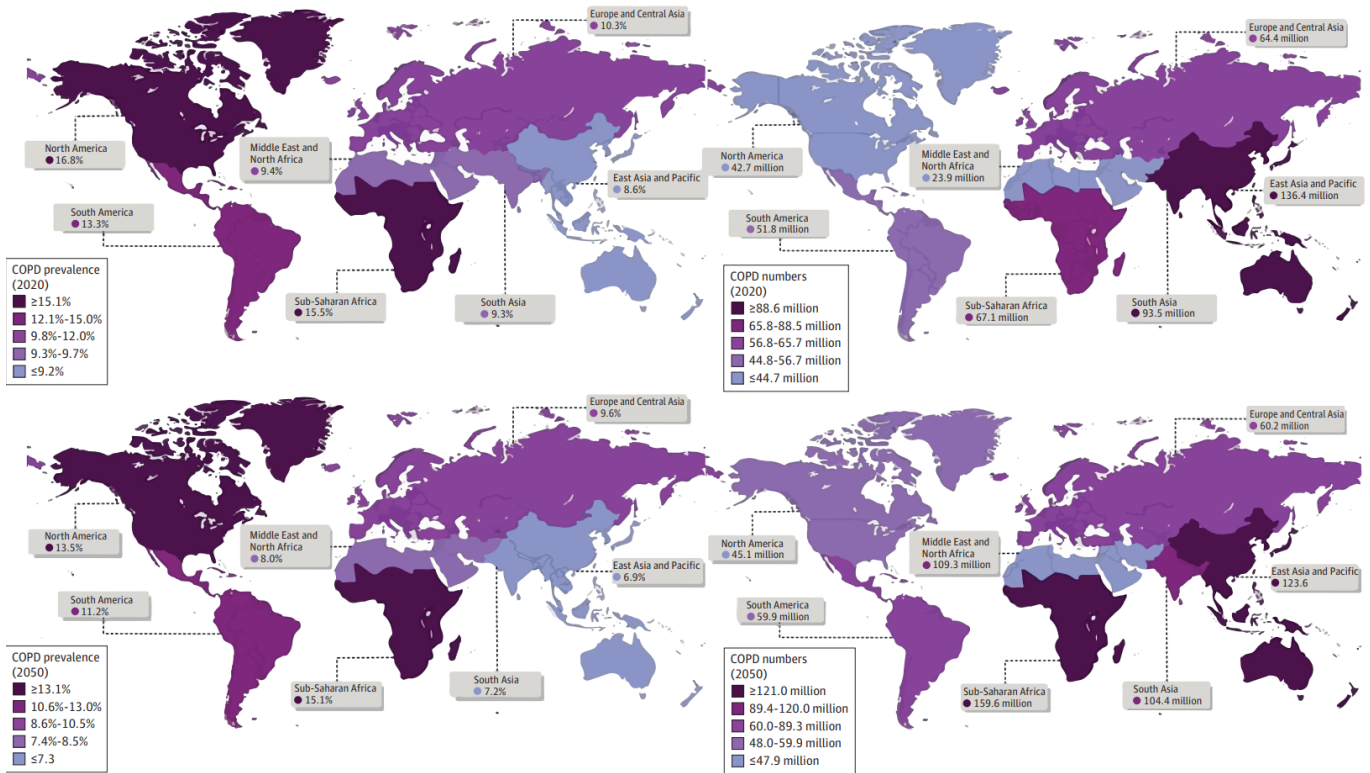
资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

图表18: 2016-2020 年中国 COPD 患病人数 (亿人)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

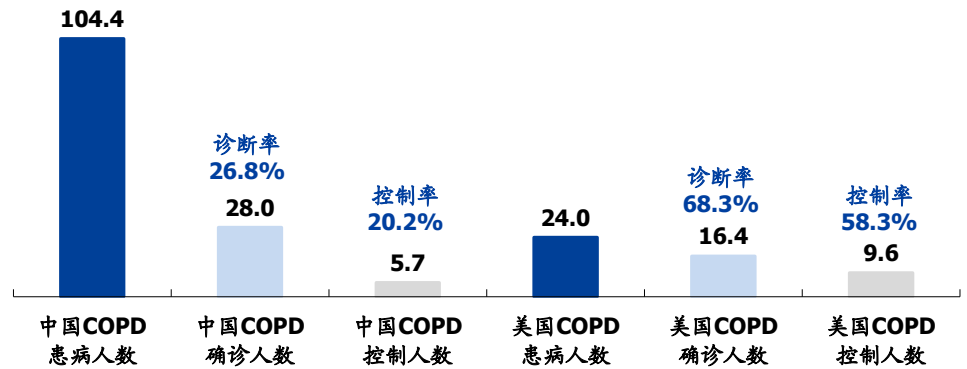
图表19: 2020-2050 年全球不同区域 COPD 患病率和病例数



资料来源: JAMA Network Open, 国盛证券研究所

中国 COPD 患者基数庞大但治疗渗透率低，存在极大提升空间。中国 COPD 患者数超 1 亿人，但因疾病认知及重视程度不足，实际诊断率均不足 26.8%，控制率仅为 20.2%，两项指标均远低于美国。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 治疗仍有极大提升空间。

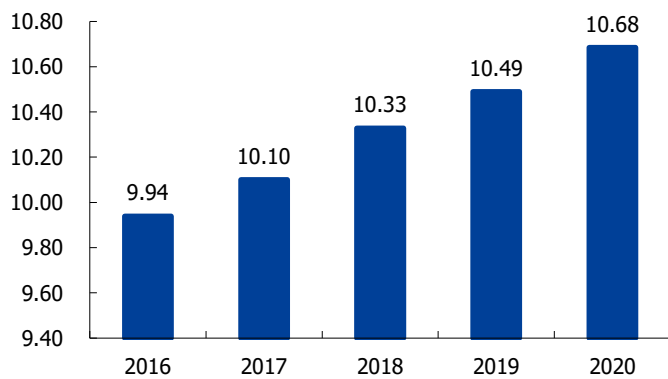
图表20: 中国及美国 COPD 诊疗情况对比 (百万人)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

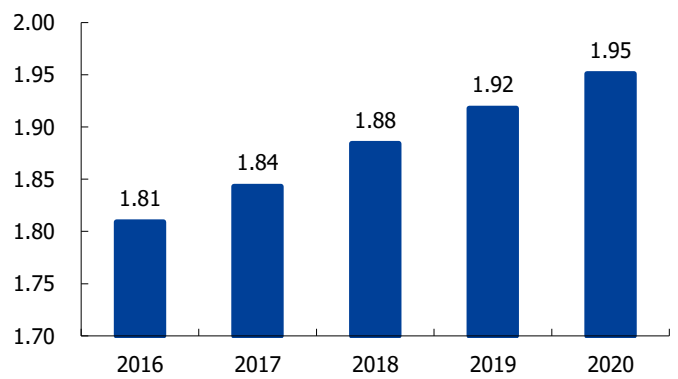
OSA 患病率持续提升，治疗需求有望进一步释放。睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSA) 是指在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和 (或) 低通气、高碳酸血症、睡眠中断等现象的呼吸性疾病，可引发冠状动脉粥样硬化性心脏病、心力衰竭、心律失常、糖尿病等并发症。由于 OSA 多发于肥胖及中老年人群，随着超重和肥胖人群的不断增多以及人口老龄化加剧，其患病率在全球范围内逐年提升。2016-2020 年，全球 30-69 岁 OSA 患病人数从 9.9 亿人增至 10.7 亿人，中国 30-69 岁 OSA 患病人数从 1.8 亿人增至 2.0 亿人，OSA 诊断及治疗需求有望持续释放。

图表21: 2016-2020 年全球 30-69 岁 OSA 患病人数 (亿人)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

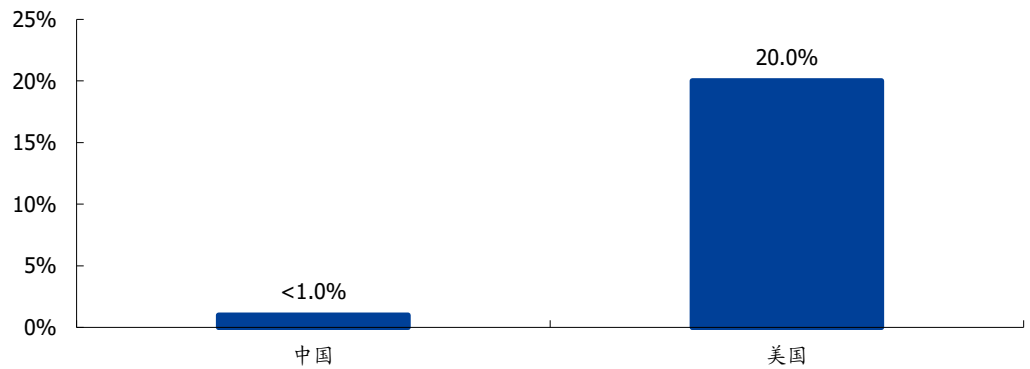
图表22: 2016-2020 年中国 30-69 岁 OSA 患病人数 (亿人)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

中国 OSA 诊断率不足 1%，对比美国 20% 的诊断率仍有极大提升空间。OSA 症状通常出现在睡眠中，即使引发较为明显的全身性并发症，患者也很难将其与睡眠呼吸疾病联系在一起，因此大众对 OSA 认知程度和重视程度较低，造成诊断率偏低。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。

图表23: 中国及美国 OSA 诊断率对比



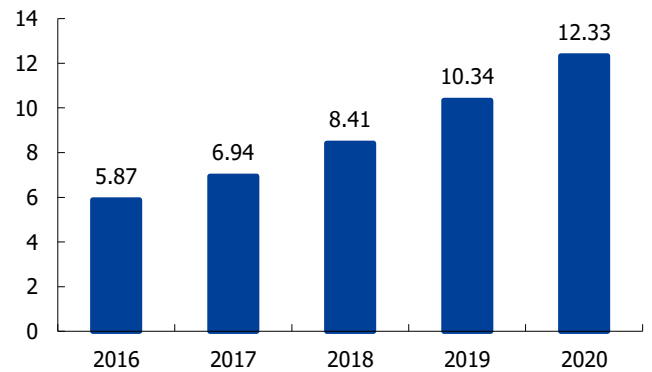
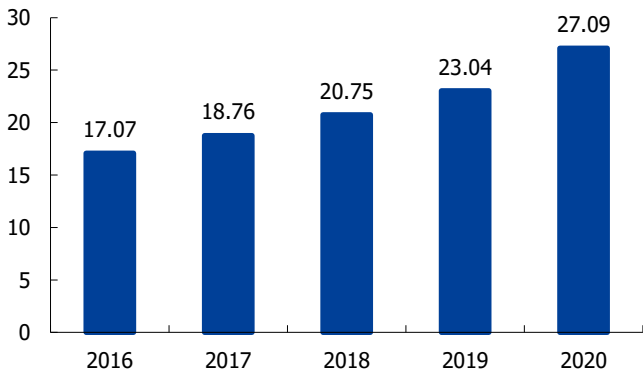
资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所; 注: 截至 2022 年 10 月。

## 2.2 家用呼吸机市场持续扩容, 瑞思迈及飞利浦为主要玩家

**COPD 及 OSA 患者数持续增长, 旺盛需求驱动家用呼吸机市场持续增长。**随着以 COPD 和 OSA 为主的睡眠健康相关疾病患者持续增长, 全球家用无创呼吸机市场规模由 2016 年的 17.07 亿美元增至 2020 年的 27.09 亿美元, CAGR 为 12.23%。近年来受我国空气质量问题、人口老龄化趋势加剧等因素影响, 国内慢性呼吸疾病患者日益增长。随着居民对于 OSA/COPD 等慢性疾病的认知和管理提升, 我国家用无创呼吸机市场规模由 2016 年的 5.87 亿元增至 2020 年的 12.33 亿元, CAGR 为 20.37%。

图表24: 2016-2020 年全球家用无创呼吸机市场规模 (亿美元)

图表25: 2016-2020 年中国家用无创呼吸机市场规模 (亿元)

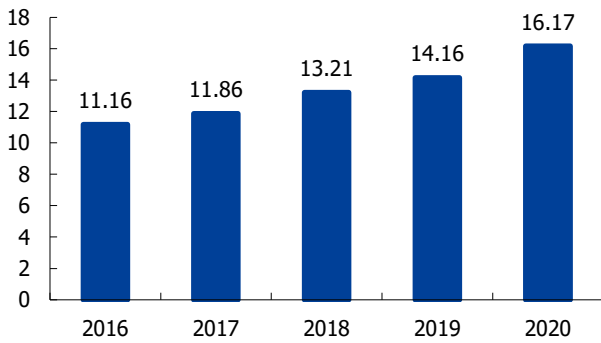


资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

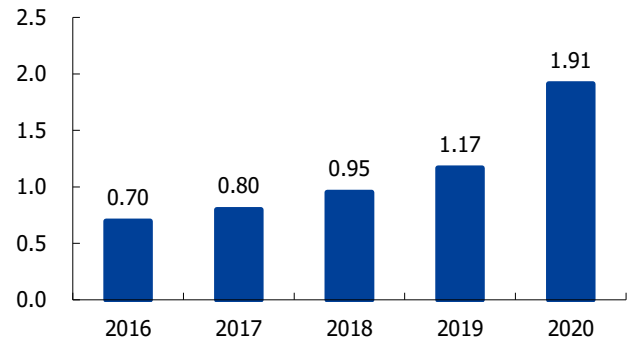
**家用呼吸机需求旺盛, 带动通气面罩市场持续增长。**因呼吸机需与通气面罩配合使用, 并且面罩需要定期更换, 随着全球呼吸机需求的持续增加, 面罩需求也相应增加。2016-2020 年, 全球通气面罩市场规模从 11.16 亿美元增至 16.2 亿美元 (CAGR 为 9.71%), 中国通气面罩市场规模由 0.70 亿元增至 1.91 亿元 (CAGR 为 28.68%)。国内患者对于通气面罩的更换频率较发达市场仍相对较低, 随着居民收入水平提升和健康管理意识增强, 患者对于通气面罩的更换意识及支付意愿也将不断加强, 未来通气面罩市场仍将持续增长。

图表26: 2016-2020年全球通气面罩市场规模(亿美元)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

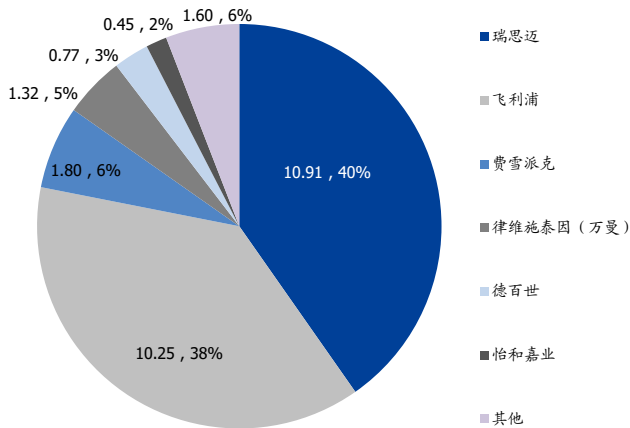
图表27: 2016-2020年中国通气面罩市场规模(亿元)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

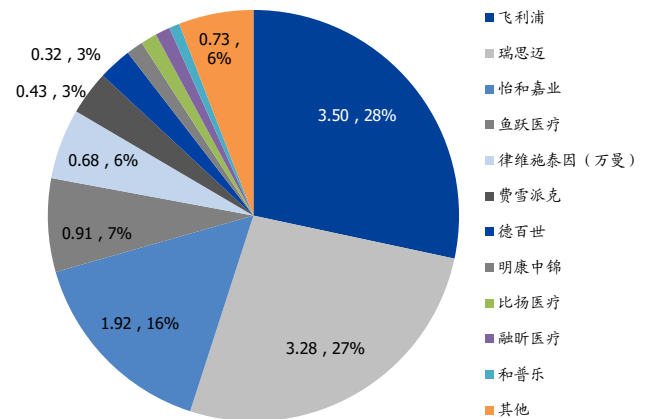
家用无创呼吸机市场较为集中, 2020年瑞思迈及飞利浦占据全球78%的市场份额。全球家用无创呼吸机市场的竞争格局较为集中, 瑞思迈和飞利浦为主要玩家。全球市场, 2020年瑞思迈和飞利浦合计占据78%的市场份额, 费雪派克、律维施泰因(万曼)、德百世和怡和嘉业等厂商位列其后。国内市场, 2020年飞利浦、瑞思迈、怡和嘉业分别以28.4%、26.6%、15.6%的份额位居前三, 其余国内企业占比较小, 相对分散。

图表28: 2020年全球家用无创呼吸机市场竞争格局(亿美元)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

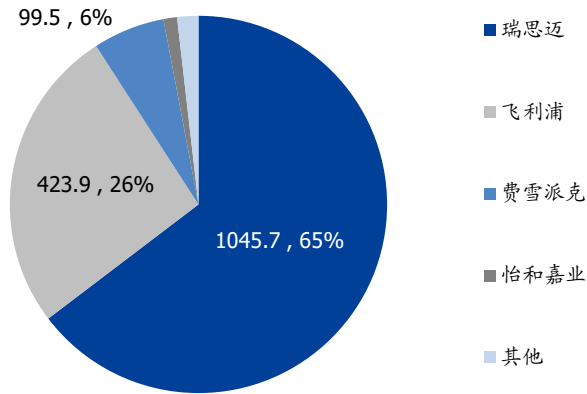
图表29: 2020年中国家用无创呼吸机市场竞争格局(亿元)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

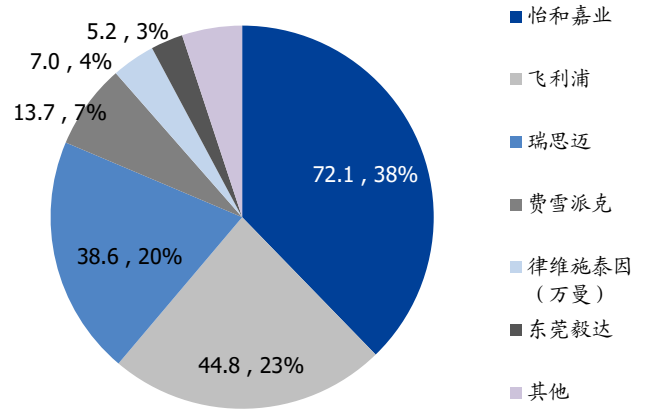
全球通气面罩市场由瑞思迈及飞利浦主导, 2020年二者合计占据90.87%的份额。全球通气面罩市场较为集中, 2020年瑞思迈以64.7%的份额位居第一, 飞利浦、费雪派克分别以26.2%、6.2%的份额位居其后。国内通气面罩市场呈现三足鼎立的局面, 2020年怡和嘉业、飞利浦、瑞思迈分别以37.7%、23.4%、20.2%的份额位居前三。

图表30: 2020年全球通气面罩市场竞争格局(百万美元)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

图表31: 2020年中国通气面罩市场竞争格局(百万元)



资料来源: 怡和嘉业招股书, 国盛证券研究所

飞利浦退出美国市场, 呼吸机市场格局有望迎来重塑。自 2021 年以来, 飞利浦呼吸机产品面临一系列召回事件, 并于 2024 年正式退出美国市场, 龙头瑞思迈的市占率有望进一步提升。

- 2021 年 6 月, 由于“聚酷型聚氨酯 (PE-PUR) 消音泡沫”可能会降解出颗粒, 存在被用户吸入的风险, 并具备潜在致癌性, 飞利浦召回了受此问题影响的 Trilogy 和 Garbin 呼吸机。7 月, FDA 将该批次的召回确定为一级召回。
- 2022 年 1 月, FDA 将一级召回指定范围扩大到飞利浦呼吸设备, 此后飞利浦多次进行了呼吸设备的召回。
- 2024 年 1 月, 飞利浦伟康宣布不在美国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。4 月, 飞利浦医疗宣布与 FDA、美国司法部达成最终协议, 要求在满足多项安全性要求之前, 飞利浦将被禁止在美国工厂恢复睡眠呼吸机的生产。

图表32: 飞利浦呼吸机召回事件时间表



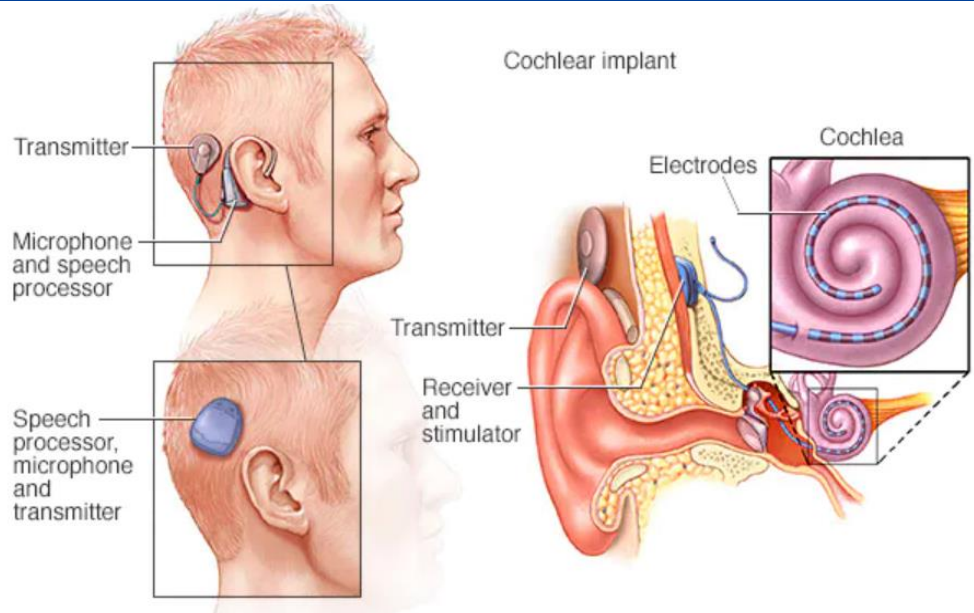
资料来源: 健义医疗器械, 医疗器械商业评论, FDA 官网, 飞利浦官网, ResMed 官网, 健康界, 国盛证券研究所

### 3.高技术壁垒叠加低渗透率，人工耳蜗市场未来可期

#### 3.1 人工植入耳蜗壁垒高筑，上游厂商议价能力强

人工植入耳蜗是植入式听觉辅助设备，具备较高的技术壁垒。人工植入耳蜗是一种电子设备，由外置声音处理器将声音转换为一定编码形式的电信号，通过植入体内的电极系统直接刺激听力神经，来恢复、提高及重建轻度到重度失聪患者的听觉功能，已成为全球范围内治疗轻度到重度失聪的常规方法。人工植入耳蜗技术涉及微电子、精密机械、耳科医学、仿生学、心理学、语言学和生理学等 10 多个学科，涵盖信号处理、集成电路、微电子芯片、产品模块设计、密封、材料生物相容等多种技术与工艺，具备较高的技术门槛。

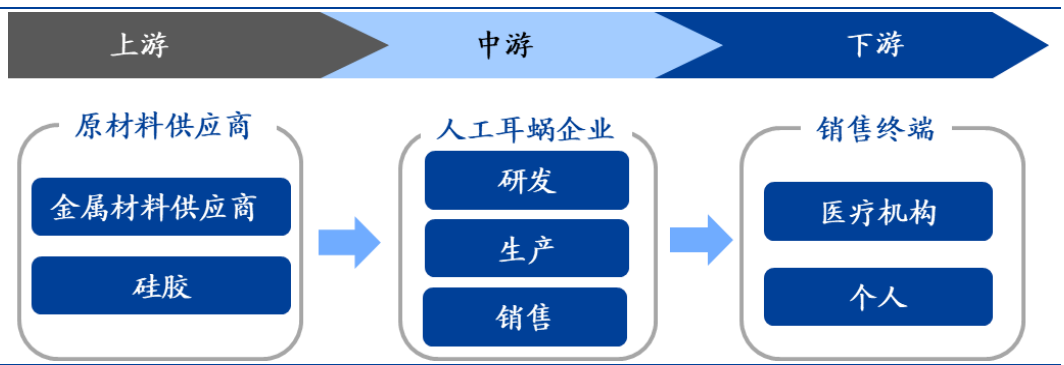
图表33: 人工植入耳蜗工作原理



资料来源：梅奥诊所，国盛证券研究所

人工植入耳蜗上游原料技术壁垒高，供应商数量较少，具备较强议价能力。人工植入耳蜗产业链上游为原材料供应商，主要包括黄金、铂金、钛合金和硅胶等材料；中游为人工植入耳蜗研发、生产和销售企业；下游包括各级医疗机构及相关患者。人工耳蜗植入体需长期植入皮下，因此对生物兼容性和安全性要求很高，外部处理器也对使用时限要求较高。能为人工耳蜗企业提供原材料的供应商需具备先进的生产技术，技术门槛较高。现阶段供应商数量较少，原材料供应商议价能力较强。

图表34: 人工耳蜗行业产业链

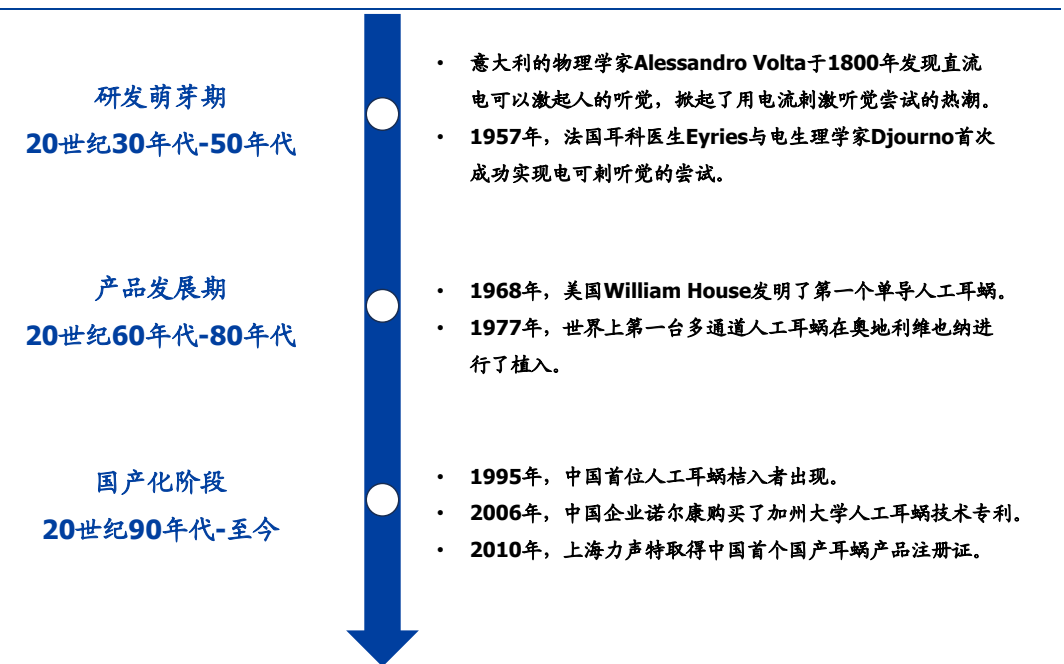


资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

人工耳蜗的发展经历了研发萌芽期、产品发展期和国产化阶段。

- **研发萌芽期（20世纪30-50年代）**：1930年，首次在耳蜗中记录到了电位变化，为之后电刺激听觉的发现奠定了基础；1957年，首次通过电刺激听觉成功，这是人工耳蜗工作原理的雏形。
- **产品发展期（20世纪60-80年代）**：1968年，世界上第一款人工耳蜗诞生，人工耳蜗行业告别了纯理论阶段，正式迈入产品发展期。1972年至20世纪80年代中期的10年时间，世界范围内已经产生了1000多名人工耳蜗使用者。
- **国产化阶段（20世纪90年代-至今）**：1995年，中国首位人工耳蜗植入者出现；2006年中国企业诺尔康购买了加州大学人工耳蜗技术专利；2010年，上海力声特取得中国首个耳蜗产品注册证。与进口人工耳蜗相比，国产人工耳蜗的生产工艺与产品质量仍有较大的提升空间。

图表35: 人工耳蜗行业发展历程

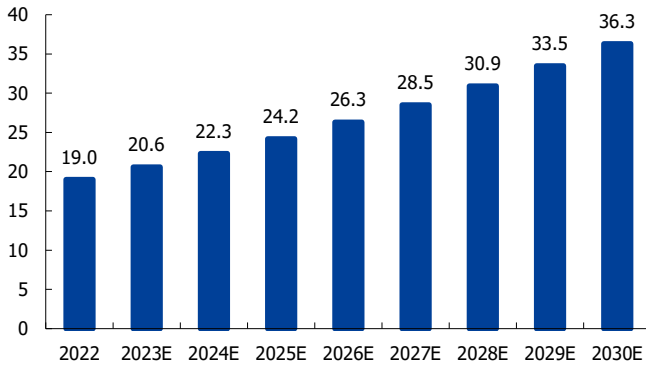


资料来源：头豹研究院，国盛证券研究所

### 3.2 人工植入耳蜗渗透率提升空间大，竞争格局高度集中

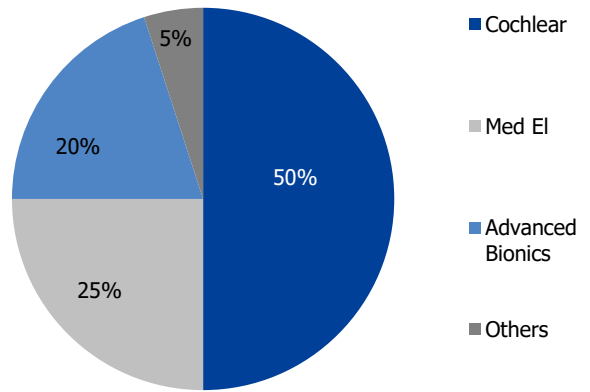
全球人工耳蜗市场稳定增长，头部三家企业占据 95% 的市场份额。根据 Precedence 数据显示，2022 年全球人工植入耳蜗市场规模已达 19.0 亿美元，预计到 2030 年将达到 36.3 亿美元，CAGR 为 8.43%。人工耳蜗市场高度集中，Cochlear、Med El、Advanced Bionics 三者合计占据 95% 的市场份额。我国人工耳蜗市场快速发展，2017-2021 年我国人工耳蜗植入手术量由 0.5 万例提升至 1.3 万例，CAGR 为 21.79%。国内人工耳蜗市场规模由 2019 年的 3.50 亿元增长至 2023 年的 7.44 亿元，CAGR 为 20.75%。

图表36: 2022-2030E 全球人工植入耳蜗市场规模 (亿美元)



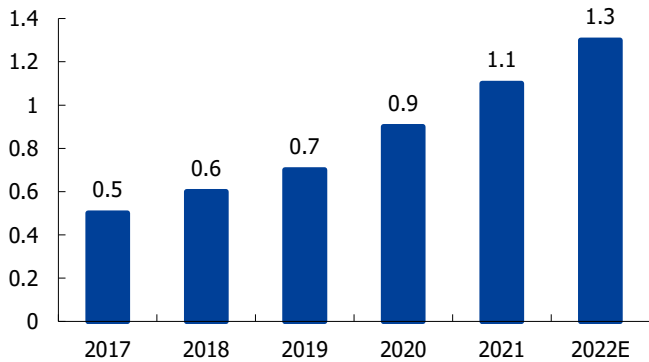
资料来源: Precedence Research, 国盛证券研究所

图表37: 全球人工植入耳蜗竞争格局



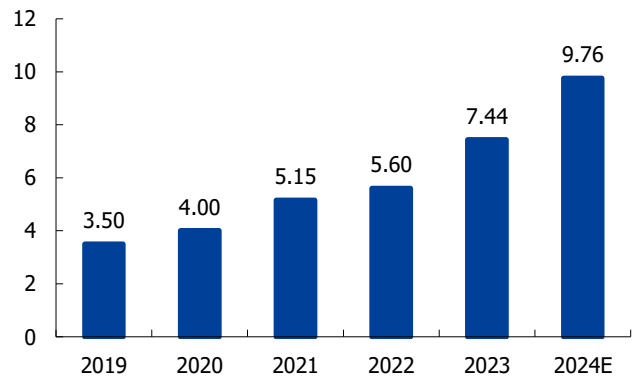
资料来源: ResearchGate, 国盛证券研究所

图表38: 2017-2022E 中国人工耳蜗植入手术数量 (万例)



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

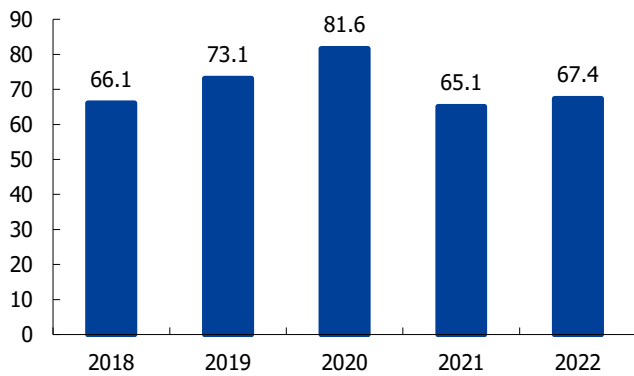
图表39: 2019-2024E 中国人工耳蜗植入体市场规模 (亿元)



资料来源: 众成医械, 国盛证券研究所

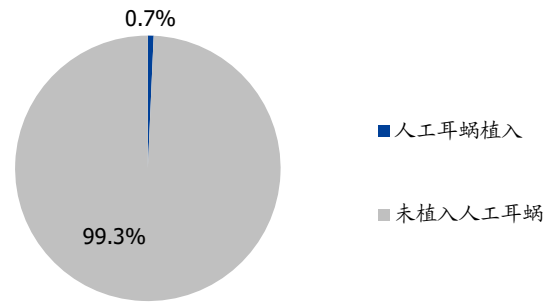
受价格昂贵等因素限制，中国人工植入耳蜗渗透率低，成长空间巨大。根据中国残疾人联合会数据显示，2022 年我国听障人群持证数量有 333 万人，其中接受康复治疗的仅有 67.4 人/万人。价格昂贵是限制人工耳蜗市场扩大的主要原因，人工耳蜗费用包括耳蜗费、手术费和后期维护费用，整体治疗费用昂贵，因此人工耳蜗植入比例目前较低。具体来看，全球人工耳蜗总数量已经超过了 60 万例，且绝大多数都在发达国家，我国人工耳蜗植入手术例数远不及国外。2021 年，我国人工耳蜗植入手术渗透率仅为 0.7%，有着广阔的提升空间。

图表40: 2018-2022年听力残疾人精准康复人数(人/万人)



资料来源: 众成医械, 国盛证券研究所

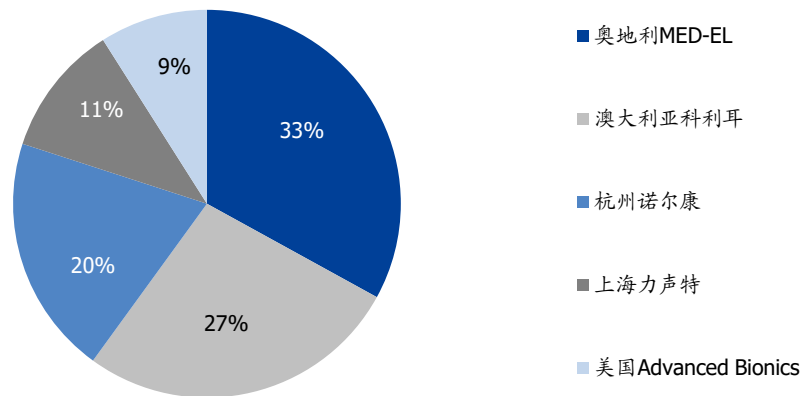
图表41: 2021年中国人工耳蜗植入手术渗透率



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

进口品牌 **MED-EL**、科利耳主导国内人工耳蜗市场，国产厂商快速崛起。由于技术壁垒较高，人工植入耳蜗头部效应显著，2022年MED-EL、科利耳、Advanced Bionics 三大进口品牌合计占据 69% 的市场份额，近年来诺尔康、力声特等人工耳蜗国产品牌快速发展，市场竞争力显著增强，2022年分别占据了 20%、11% 的市场份额。

图表42: 2022年中国人工耳蜗市场竞争格局



资料来源: ITTIME, 国盛证券研究所

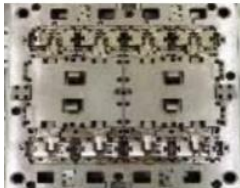

## 4.自研创新构筑技术壁垒，加速拓客谋划长期发展

### 4.1 精密模具技术达国际先进水平，自动化提升生产效率

**全面掌握液态硅胶模具技术，构建牢固竞争壁垒。**公司自 2010 年起深耕医疗器械精密组件领域，2011 年开始开发液态硅胶模具，现已全面掌握液态硅胶核心技术。随着生产经验逐步积累，工艺设计不断优化，公司品牌影响力持续提升。

- **塑胶模具：**塑胶模具及成型技术起源于 20 世纪初欧洲，广泛的应用到各类产品之中，已发展至成熟阶段。我国的塑胶模具制造技术虽然起步较晚，但技术发展迅速，除少部分特种模具（立方模、超高速成型模具等）、模具交钥匙工程等方面与欧美发达国家的最高技术水平存在一些差距，大部分常见类型的塑胶模具已经接近世界最高水平。
- **液态硅胶：**液态硅胶成型技术起源于 20 世纪 80 年代的欧洲，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（在-50℃至 250℃范围内保持物理性能不变）、抗紫外线抗老化性好（可长期在户外使用）、硬度范围宽等性能，广泛应用于各个行业。液态硅胶市场前景良好，但制作难度较高，国内掌握液态硅胶核心技术的厂家较少。

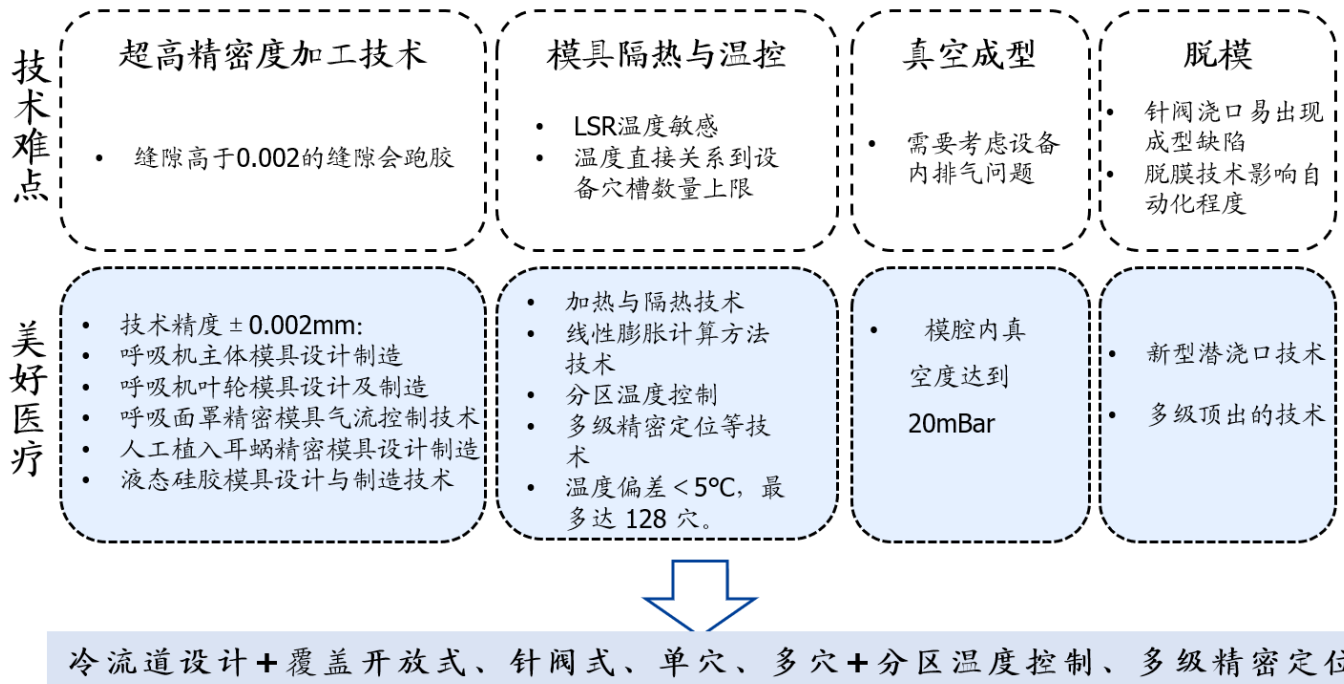
图表43: 美好医疗精密模具技术

项目	液态硅胶模具	塑胶模具
		
用途	主要用于生产呼吸机面罩，呼吸机缓冲件、人工植入耳蜗密封件、人工植入耳蜗植入件等	主要用于生产呼吸机结构件、人工植入耳蜗结构件等
发展历史	20世纪80年代，距今30余年	20世纪初，距今约100年
材料属性	热固性材料常温下液态，加热固化	热塑性加热融化，常温固化
材料流动性	高	低
模具温度	高，150~200℃	多数低于120℃
模具温度的作用	为液态硅胶零件在高温下固化（硫化）成型提供能量	散去熔融态材料成型过程中冷却固化的热量
热膨胀对模具影响	大	小
是否需要模温分区控制	需要	不需要
模具流道技术差别	冷流道、技术门槛高	热流道、技术门槛正常
模具排气槽加工难度	高，一般0.003mm左右，加工精度要达到0.0005mm	一般，多数材料0.01-0.03mm
对成型设备的要求	高	一般

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**液态硅胶模具品类齐全，满足差异化需求。**公司自主开发液态硅胶冷流道设计与制造技术，覆盖开放式、针阀式、单穴、多穴等类型模具产品，可满足差异化需求。医用硅胶对尺寸要求严格，主要使用针阀式模具；开放式模具成本较低，可用于对尺寸要求不严格的产品，降低生产成本。

图表44: 美好医疗液态硅胶技术优势



资料来源: 厦门贝腾官网, 盈泰高精官网, 公司公告, 国盛证券研究所

液态硅胶技术达到国际领先水平。公司自主创新的液态硅胶冷流道设计与制造技术, 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, 最高精度±0.002mm, 流动平衡偏差率<0.2%, 最小的针阀直径≤1mm, 达到国际领先水平。

图表45: 液态硅胶模具参数对比

项目	公司水平	国际先进性	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)	0.001	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: 公司公告, 国盛证券研究所

持续加大自动化投入, 提升公司生产效率。自动化技术通过提高生产速度、减少人为错误、提高生产准确性和优化资源配置等方式, 能显著提升生产效能, 公司已建立了一支高学历、高素质的自动化设计与开发团队。2023年公司累计设计制造自动化设备170余台, 极大提高了公司生产的自动化水平。

图表46: 公司自动化设备与系统一览

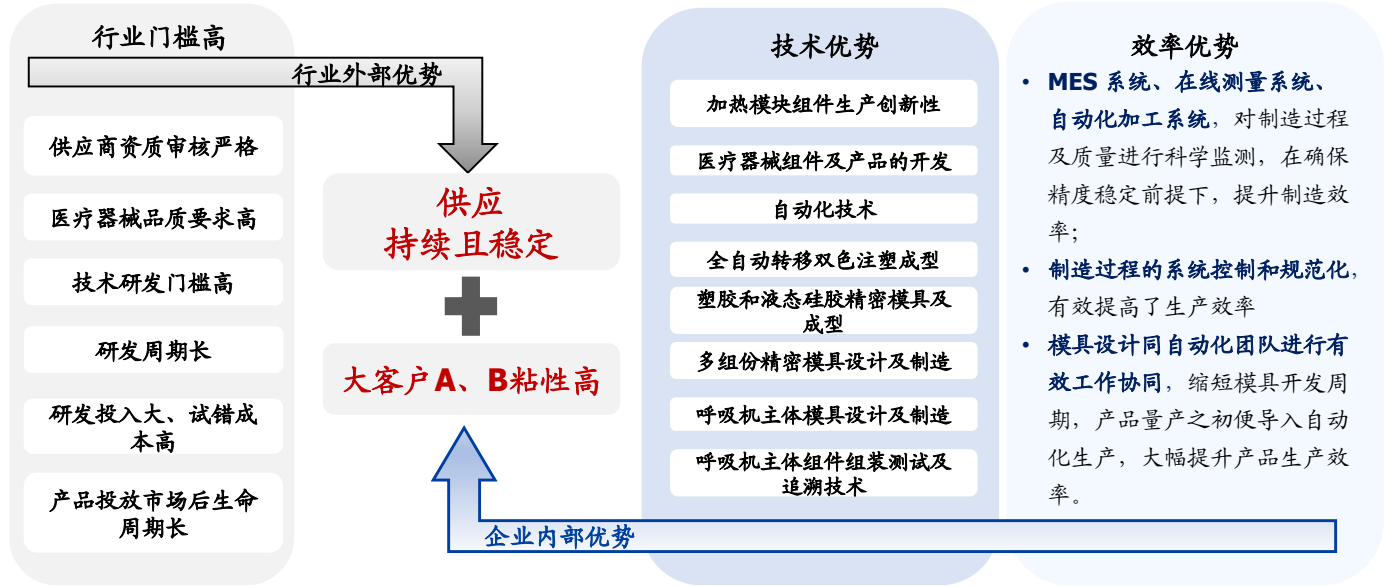
	<p>自动化设备是按客户需求开发定制的、满足客户产品大批量生产需求的非标准自动化生产系统，融合了公司自动化生产线的机构设计、电气系统设计、控制软件开发及生产工艺等技术</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>视觉机器人校准程序和治具的重复精准定位</li> <li>自动打包系统</li> </ul>
<p>自动化设备</p>		<p>运动控制系统</p>	
	<p>塑胶注塑生产关键设备主要为德国、奥地利、日本等国的行业领先设备，设备控制精度高、稳定性好，注塑产品连续生产重量偏差值&lt;1‰。配备日本、欧洲品牌的机械手设备，具备较高的自动化水平</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>精密零件定位</li> <li>在线移动定位</li> <li>视觉导向定位</li> <li>多轴校准定位</li> </ul>
<p>塑胶精密注塑设备</p>		<p>智能精准定位系统</p>	
	<p>液态硅胶注塑生产关键设备主要为德国、奥地利进口的行业领先设备，设备控制精度高、稳定性好，注塑产品连续生产重量偏差值&lt;1‰。配备德国进口的六轴机器人，生产自动化水平高</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>平面度检测系统</li> <li>重复性检测系统</li> <li>平直度检测系统</li> <li>垂直度检测系统</li> <li>平行度检测系统</li> </ul>
<p>LSR液态硅胶精密注塑设备</p>		<p>检测&amp;测试系统</p>	
			<ul style="list-style-type: none"> <li>专业自动化工程团队</li> <li>自动化编程能力</li> <li>机器人自动注射成型</li> <li>全自动后加工和组装</li> <li>加工示意系统的应用</li> </ul>
		<p>自动化程序开发系统</p>	

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

#### 4.2 深度绑定龙头客户，加速开拓新客户，筑牢长期竞争优势

公司可提供整体化代工解决方案，全面覆盖呼吸机及人工耳蜗多个组件环节，与下游客户合作稳定。稳定的产品质量对医疗器械产品安全性、有效性非常重要，医疗器械精密组件制造商只有通过严格的供应商资质审核才能成为医疗器械品牌商的合格供应商，更换供应商需要付出较高的时间、资源、人力等成本。为保证供应链的稳定性，组件制造商与下游客户会保持较高的粘性。公司可提供呼吸机和人工植入耳蜗在内的多个组件产品，为客户提供整体化代工解决方案，深度绑定客户的生产制造，加强了与客户的粘性。公司提供的产品在下游客户单体产品中的占比较为稳定，2018-2020年公司对客户A的销售收入占客户A的营业成本比重在7%左右，对客户B的销售收入占客户B的营业成本比重在2%-4%左右，公司与客户的合作具备稳定性和可持续性。

图表47: 精密组件制造商与下游客户天然具备较高粘性



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表48: 公司可为客户提供的呼吸机及人工植入耳蜗产品组件

产品	一级结构	二级结构	公司是否提供组件
呼吸机	呼吸机主机	主体和加热模块	是
		用户界面	是; 公司提供结构组件
		通讯模块	是; 公司提供结构组件
		风机	是; 公司提供结构组件
		湿化器水箱	是
	PCBA 主板及控制软件	否	
	呼吸面罩	主体框架	是
		管路接头	是
		硅胶罩	是
		头带	否
PCBA 主板及控制软件		否	
人工植入耳蜗	外置声音处理器	声音传输单元	是; 公司提供结构组件
		声音接受单元	是; 公司提供结构组件
		电池组件	是, 公司提供结构组件
		PCBA 主板及控制软件	否
	植入体	植入硅胶组件	否
		植入接收单元	是, 公司提供钛合金主体及磁铁组件
		电极	是; 公司提供电极导线分线器
		PCBA 主板及控制软件	否
	附件	防水、外耳挂钩、保护等组件	是

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

呼吸机领域与客户 A 建立了长期的合作关系, 双方合作具有长期性和持续性。公司与客户 A 建立了长期、稳定、持续的合作关系, 客户 A 是全球家用呼吸机产品的龙头企业之一。虽然公司与客户 A 的框架协议中包含了有效期, 但是均会在到期前延长有效期。2020年7月, 双方将有效期再延长5年, 合作信赖度持续加深。

图表49: 公司与客户A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, 国盛证券研究所

与十余家全球百强医疗器械企业合作, 不断打开成长天花板。公司不断加深和加强与市场容量大、增长率高的全球医疗器械龙头企业客户的合作, 其中包含迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等多家全球医疗器械100强企业, 涵盖血糖、体外诊断、心血管、给药、助听、监护等多个细分领域, 打开了未来业务的发展空间。

图表50: 公司部分客户概况

合作公司	主营业务	营收			净利润(亿元)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
雅培 	产品涉及营养品、药品、医疗器械、心血管与神经调节产品、诊断仪器及试剂领域	431亿美元	437亿美元	401亿美元	71亿美元	69亿美元	57亿美元
强生 	产品多元化的医疗卫生保健品及消费者护理产品公司, 医药产品和医疗器械及诊断产品市场等多个领域	826亿美元	938亿美元	949亿美元	209亿美元	179亿美元	352亿美元
西门子 	电力和燃气; 风力发电和可再生能源; 能源管理; 建筑技术; 流动性; 数码厂过程工业和驱动; 健康生活和金融服务公司的产品组包括自动化, 建筑技术, 驱动技术, 医疗保健, 流动性, 能源, 融资, 消费产品和服务	722亿美元	709亿美元	822亿美元	71亿美元	37亿美元	84亿美元
瑞声达 	助听器、无线附件						
迈瑞医疗 	公司的主营业务覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大领域	253亿元	304亿元	349亿元	80亿元	96亿元	116亿元
kardium 	先进的心房颤动(AF)治疗系统	-					
Nanosonics 	一家医疗技术公司, 主要从事超声波探头消毒设备及其耗材的生产、销售	1.20亿美元	1.66亿美元	1.70亿美元	0.04亿美元	0.20亿美元	0.13亿美元
Ellume 	新型冠状病毒肺炎家庭检测试剂盒、流感家庭检测试剂盒	-					
迈思医疗 	沈阳迈思医疗科技有限公司是一家专业从事呼吸诊疗和电子产品研发、生产、销售及服务的高科技型新兴现代化企业现有主营产品为高流量呼吸湿化治疗仪、无创通气治疗设备	-					
挪度医疗 	除颤器零件与配件、固定器械、气道管理器械、心肺复苏反馈设备						

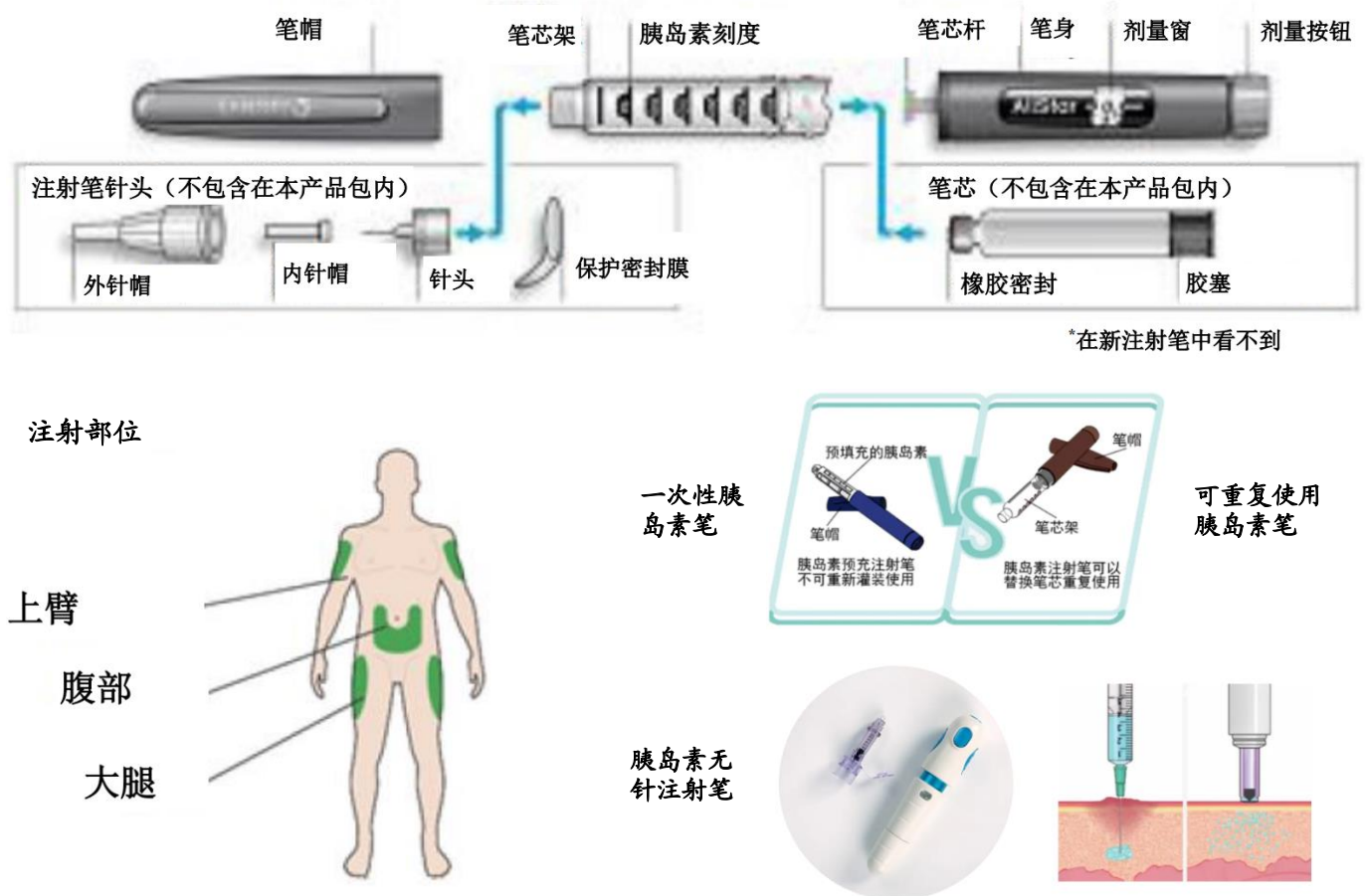
资料来源: Wind, 公司公告, 36氪, 各公司官网, 国盛证券研究所

### 4.3 横向开拓胰岛素笔业务，自动化助力实现量产

胰岛素笔用于糖尿病患者的胰岛素注射。胰岛素笔是一种胰岛素注射用具，用于糖尿病患者治疗时胰岛素的注射。胰岛素笔免去糖尿病患者用注射器在胰岛素药瓶中抽取胰岛素的烦琐过程，使胰岛素的注射过程更加的简单且隐蔽，主要注射部分为上臂、腹部、大腿。胰岛素笔可分为一次性注射笔、可重复使用注射笔及无针注射笔。

- 可重复使用胰岛素笔：由注射笔和笔芯（内部装有胰岛素）构成，笔芯中的胰岛素一旦用完，需要更换新的笔芯，而注射笔可重复使用，胰岛素笔可以使用很多年，甚至终身。
- 一次性胰岛素笔：一种预充3毫升（含300单位）胰岛素的一次性注射装置，无需更换笔芯，用完后可直接丢弃，这类胰岛素注射笔简单卫生。
- 胰岛素无针注射笔：工作原理是通过高压，使液体的药物通过极细的孔产生液体注，穿透皮肤喷射到皮下，使吸收的效果大大提高。无针胰岛素注射器避免针眼和疼痛，避免由于长期注射带来的局部脂肪增生，减少水肿。但是需要定期更换耗材（安瓿瓶和转接头），需要的费用较大。

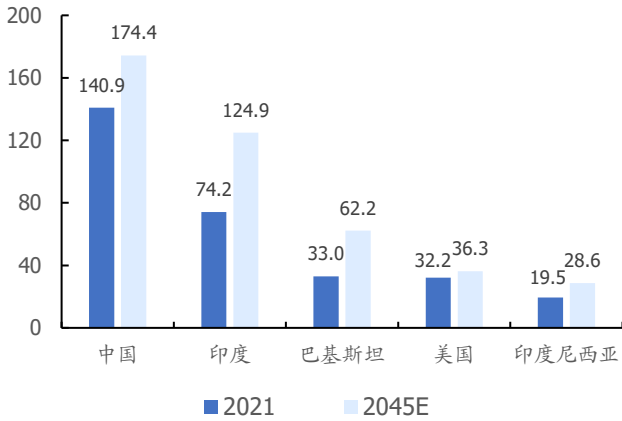
图表51：胰岛素笔结构与分类



资料来源：赛诺菲官网，UPG 联盟，国盛证券研究所

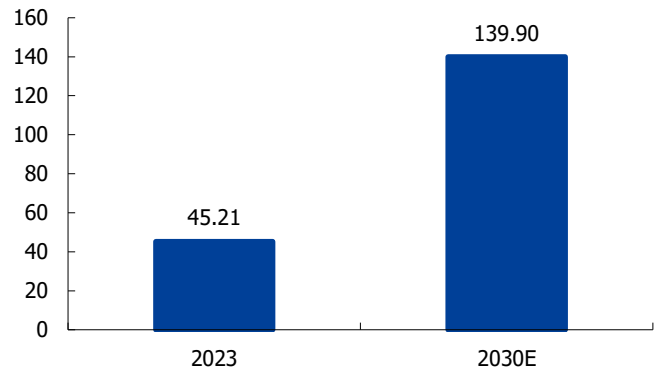
糖尿病患者基数庞大，胰岛素笔前景可期。根据 IDF 测算，2021 年中国糖尿病患者人数位居世界第一，达到了 1.41 亿人，未来至 2045 年，中国糖尿病总人口或激增至 1.74 亿人，胰岛素作为治疗糖尿病必不可少的防线，未来应用场景广阔，胰岛素笔放量可期。据 GIR 测算，2023 年全球胰岛素笔收入约 45.21 亿美元，预计 2030 年将达到 139.90 亿美元，2024-2030 年 CAGR 达 17.5%。

图表52: 2021及2045E 糖尿病患病人数 Top5 国家患者数 (百万人)



资料来源: IDF 糖尿病地图第十版, 国盛证券研究所

图表53: 2023-2030E 全球胰岛素笔销售收入 (亿美元)



资料来源: Global Info Research, 国盛证券研究所

**自动化赋能胰岛素笔项目, 已突破关键技术实现量产。**公司多项胰岛素笔项目进展顺利, 其中, 自主研发的胰岛素笔组装自动化设备在机器人技术、视觉识别系统、智能传感器等先进技术的应用, 使得精密制造过程更加智能化和柔性化, 目前突破关键技术, 已成功实现量产, 实现了该设备的进口替代。

图表54: 公司胰岛素注射笔相关项目

研发项目	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 $\leq 15N$ 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 $\leq 15N$ 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 $\leq 5\%$	完善公司血糖管理产品线

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测关键假设

**1、家用呼吸机组件：**公司作为家用呼吸机组件的龙头供应商，与全球呼吸机龙头深度绑定，形成了稳定和持续的供应关系。2023年受下游客户去库存影响，家用呼吸机组件业务存在一定波动，2024Q2开始部分客户库存水平已趋于合理化，大部分库存压力得到了释放，需求有望得到恢复。我们预计家用呼吸机组件业务2024-2026年收入增速分别为15.00%、18.00%、18.00%，毛利率分别为43.50%、43.80%、44.00%。

**2、家用及消费电子组件：**公司自动化、模具技术实力领先，将精密模具和液态硅胶技术运用到家用及消费电子领域，推出手机防水组件、咖啡壶组件、面部护理仪器等产品，实现了产品的多元化发展。随着新客户、新产品的持续开拓，该项业务有望保持高速增长。我们预计家用及消费电子组件业务2024-2026年收入增速分别为45.00%、42.00%、38.00%，毛利率分别为25.00%、25.50%、26.00%。

**3、人工植入耳蜗组件：**人工植入耳蜗渗透率低，市场规模有望持续扩大。人工耳蜗技术门槛高，行业高度集中，公司绑定行业龙头厂商客户B，合作稳定且持续加深，需求有望持续释放。我们预计人工植入耳蜗组件业务2024-2026年收入增速分别为23.00%、21.00%、18.00%，毛利率分别为65.00%、65.50%、66.00%。

**4、精密模具及自动化设备：**随着家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件等业务快速发展，以及公司不断开拓新客户、增加合作的业务线，精密模具及自动化设备的需求有望持续提升。我们预计精密模具及自动化设备业务2024-2026年收入增速分别为26.00%、24.00%、22.00%，毛利率分别为38.00%、40.00%、41.00%。

**5、其他医疗产品组件：**主要包括管路类、监护类、消毒类、急救类产品，随着公司与客户A、客户B、飞利浦、ELLUME、迈思医疗等客户的合作持续加深，同时不断加速新客户开拓，其他医疗产品组件有望保持较快增长。我们预计其他医疗产品组件业务2024-2026年收入增速分别为23.00%、21.00%、20.00%，毛利率保持在30.00%。

**6、自主产品：**目前主要为肺功能仪，当前规模尚小。随着公司不断开拓新产品，加速市场推广，自主产品有望保持较快增长。我们预计自主产品2024-2026年收入增速分别为35.00%、30.00%、30.00%，毛利率分别为50.00%、55.00%、60.00%。

图表55: 2018-2026E 公司收入拆分

(除特殊说明外均为人民币百万元)	Historical						Projected		
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	582	742	888	1,137	1,415	1,338	1,614	1,975	2,406
yoy		27.48%	19.60%	28.10%	24.43%	-5.49%	20.68%	22.38%	21.82%
毛利率	44.74%	48.83%	49.99%	44.91%	43.04%	41.19%	41.69%	41.79%	41.67%
<b>1、家用呼吸机组件</b>									
收入	480	580	594	763	1,059	867	997	1,176	1,388
yoy		20.94%	2.35%	28.44%	38.73%	-18.12%	15.00%	18.00%	18.00%
占总收入比例	82%	78%	67%	67%	75%	65%	62%	60%	58%
毛利率	45.96%	48.17%	48.48%	45.10%	42.88%	42.98%	43.50%	43.80%	44.00%
<b>2、家用及消费电子组件</b>									
收入	6	8	48	84	77	150	218	309	427
yoy		29.30%	476.29%	75.48%	-7.42%	94.21%	45.00%	42.00%	38.00%
占总收入比例	1%	1%	5%	7%	5%	11%	13%	16%	18%
毛利率	7.25%	28.02%	41.04%	38.73%	26.47%	23.43%	25.00%	25.50%	26.00%
<b>3、人工植入耳蜗组件</b>									
收入	33	55	55	63	98	114	140	169	199
yoy		65.95%	0.36%	13.46%	56.61%	15.87%	23.00%	21.00%	18.00%
占总收入比例	6%	7%	6%	6%	7%	8%	9%	9%	8%
毛利率	52.12%	62.87%	63.85%	59.52%	65.42%	63.70%	65.00%	65.50%	66.00%
<b>4、精密模具及自动化设备</b>									
收入	43	69	84	104	80	98	124	154	187
yoy		58.78%	22.55%	23.21%	-23.23%	23.48%	26.00%	24.00%	22.00%
占总收入比例	7%	9%	9%	9%	6%	7%	8%	8%	8%
毛利率	32.65%	44.83%	44.11%	41.42%	39.17%	36.61%	38.00%	40.00%	41.00%
<b>5、其他医疗产品组件</b>									
收入	10	18	54	104	80	85	105	127	153
yoy		82.67%	202.75%	91.91%	-22.53%	6.38%	23.00%	21.00%	20.00%
占总收入比例	2%	2%	6%	9%	6%	6%	7%	6%	6%
毛利率	24.13%	39.15%	42.28%	40.17%	36.46%	27.01%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>6、自主产品</b>									
收入	6	5	48	14	5	13	17	22	29
yoy		-8.43%	848.08%	-70.09%	-62.97%	135.08%	35.00%	30.00%	30.00%
占总收入比例	1%	1%	5%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
毛利率	61.33%	59.22%	79.26%	58.26%	53.68%	45.86%	50.00%	55.00%	60.00%
<b>7、其他类</b>									
收入	3	5	3	3	11	11	14	18	23
yoy		89.99%	-52.03%	9.12%	299.40%	-2.71%	30.00%	30.00%	30.00%
占总收入比例	0%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
毛利率	38.60%	73.54%	56.53%	52.43%	29.50%	56.99%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**销售费用率：**公司积极提升整体运营效率及经营质量，多维度开展降本增效。公司业务主要面向B端客户，销售费用率保持在较低水平，随着销售收入的扩大，规模效应下销售费用率有望持续改善。预计2024-2026年公司销售费用率为2.20%、2.10%、2.00%。

**管理费用率：**管理费用率将随人员薪酬变化而波动，2024年公司发布限制性股票激励计划，预计2024-2027年股份支付摊销费用分别为2027.29万元、2421.18万元、1151.84万元、326.25万元，预计将对管理费用带来一定影响。但随着收入规模的扩大，规模效应下我们预计管理费用将保持稳中有降的态势。预计2024-2026年公司管理费用率为7.50%、7.30%、7.20%。

**研发费用率：**公司高度重视研发创新，持续、大规模的研发投入是业务持续增长的基础和核心推动力。公司持续加大对新领域、新产品的研发投入，我们预计公司的研发费用率仍将保持在较高的水平。预计2024-2026年公司研发费用率为7.60%、7.40%、7.40%。

图表56: 2021-2026E公司期间费用率及预测

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.30%	1.85%	2.38%	2.20%	2.10%	2.00%
管理费用率	4.45%	5.94%	7.57%	7.50%	7.30%	7.20%
研发费用率	5.62%	6.20%	9.00%	7.60%	7.40%	7.40%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5.2 可比公司估值与投资评级

根据盈利预测模型，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 16.14、19.75、24.06 亿元，对应增速为 20.7%、22.4%、21.8%；归母净利润为 3.80、4.65、5.75 亿元，对应增速为 21.3%、22.3%、23.7%。

公司是家用呼吸机组件及人工耳蜗组件的国产龙头供应商，且业务逐渐拓展至家用及消费电子组件及其他医疗产品组件领域，业务多元化发展初见成效。我们选取医疗器械上游部件生产商海泰新光、奕瑞科技，以及同样具备呼吸机业务的怡和嘉业作为可比公司进行分析。

2024-2026 年可比公司平均 PE 为 18X、14X、11X，我们收入拆分模型计算得到美好医疗对应 PE 分别为 29X、24X、19X。

我们认为：

- 1) 公司积极开展业务多元化布局，基于精密模具、液态硅胶等核心技术优势外延开拓新业务领域，积极挖掘未来业绩增长点。公司胰岛素笔项目进展顺利，自动化赋能下已成功实现量产。胰岛素笔空间广阔，2023 年胰岛素笔市场规模达 45.21 亿美元，2024-2030 年 CAGR 预计达 17.5%，公司胰岛素笔产品放量可期。
- 2) 公司是家用呼吸机市场龙头企业客户 A 的核心供应商，双方已持续、深度合作多年。OSA 及 COPD 患者基数庞大，家用呼吸机作为重要治疗手段，当前渗透率较低，未来市场空间广阔。2023 年受下游客户去库存影响，公司家用呼吸机组件业务有所波动。随着去库存接近尾声，公司业绩有望稳健增长。
- 3) 人工植入耳蜗技术壁垒高，市场高度集中，全球人工植入耳蜗市场 CR3 达 95%。受价格昂贵等因素限制，2021 年中国人工植入耳蜗渗透率仅为 0.7%，存在巨大提升空间。公司与客户 B 深度合作，客户 B 是全球最大的人工植入耳蜗制造商之一。随着人工耳蜗渗透率提升及客户 B 规模持续扩大，公司人工耳蜗组件放量可期。

综上，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表57: 可比公司估值情况

证券简称	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688677.SH	海泰新光	31.50	1.91	2.52	3.19	17	13	10
688301.SH	奕瑞科技	125.00	7.66	9.65	11.84	16	13	11
301367.SZ	怡和嘉业	57.35	2.88	3.63	4.20	20	16	14
可比公司算数平均值						18	14	11
301363.SZ	美好医疗	109.96	3.80	4.65	5.75	29	24	19

资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 可比公司取自 Wind 一致预期, 估值日期截至 2024 年 9 月 20 日。

## 风险提示

**客户集中度高风险：**2019-2023年公司前五大客户收入占比均在80%以上，且基石业务呼吸机组件和人工植入耳蜗组件分别与客户A、客户B深度绑定，对大客户依赖程度较高。如果客户A或客户B的业务拓展不及预期，或者合作关系出现波动，可能对公司业绩造成负面影响。

**新业务拓展不及预期风险：**公司基于液态硅胶、精密模具、自动化等技术优势，持续开拓新领域、新产品，打造业务多元化公司。如果新业务开拓、新产品市场推广等不及预期，可能对后续产线增长带来不利影响。

**汇率波动风险：**公司境外收入占比较高，2018年以来海外收入占比始终维持在85%以上。汇率的波动会引起公司产品的价格变动，进而对公司业绩带来一定影响。如果汇率出现较大波动，可能影响公司产品出口，进而影响公司业绩增长。

**数据滞后风险：**鉴于部分细分领域数据的可得性，报告中COPD等市场规模数据及其他可能存在滞后的数据仅用于历史复盘，相关预测数据仅供参考，请投资者注意数据滞后的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com