

2022年11月03日

证券研究报告·公司研究报告

美好医疗 (301363) 医药生物

买入 (首次)

当前价: 44.81 元

目标价: 52.08 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

家用呼吸机组件龙头，平台化渐成

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司为医疗器械组件龙头，经 10 多年聚焦，公司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；2) 家用呼吸机组件为公司基本盘业务，下游需求确定，带动上游组件市场于 2025 有望达到 14.5 亿美元，公司与客户 A 战略合作，随着客户新品更迭和产能增加，未来成长可期；3) 公司掌握组件开发的核心技术，已建立较强的优势壁垒，平台化延伸能力强，在人工耳蜗组件、其他医疗产品逐组件、家用及消费电子组件领域延伸得到验证，已逐渐挖局出新的增长点。
- **家用呼吸机组件：与客户 A 战略合作，成长可期。**家用呼吸机主要针对睡眠呼吸障碍和肺病呼吸护理，下游空间巨大，根据 Frost&Sullivan，2020 年全球家用呼吸机设备市场规模 27 亿美元，通气面罩市场 16.2 亿美元，两者合计 43.3 亿美元，行业有望保持两位数增长，预计 2025 年全球家用呼吸机整体市场有望达到 85 亿美元，根据我们测算，下游增长有望带动上游组件市场于 2025 达到 14.5 亿美元。公司与全球家用呼吸机龙头 A 建立了长期稳定、持续的合作关系，2021 年公司家用呼吸机组件收入 7.6 亿元 (+28.4%)，占总收入比重 67.1%，公司已参与客户 A 新一代呼吸机整套组件的开发，需求的稳定增长叠加公司份额提升，预计后续持续增长可期。
- **掌握核心技术，平台化渐成。**医疗器械组件产品多为非标定制化产品，具有工艺复杂、精度要求高、技术迭代快、对非常规特殊工艺要求多、生产批量大、产品类型及项目等特点，因此需要参与企业具备较强的从产品设计开发到批量生产交付的全流程服务能力。公司经过 10 多年发展，积累了丰富的产品研发、工程技术研发和生产经验，目前掌握的核心技术包括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，具备极强的平台化延伸能力。在人工耳蜗领域，与客户 B 深度合作，具备稳定性和持续性；在其他医疗产品组件领域，目前已涵盖监护、呼吸氧疗、急救、器械消毒、心血管等领域，延伸的品类和客户数量持续高速增长；在家用及消费电子组件领域，下游涵盖手机、咖啡机、面部护理仪器等产品，实现爆发增长。2019~2021 年，其他医疗产品组件和家用及消费电子组件收入复合增速分别为 141%和 218.1%，新增长点已经形成。
- **盈利预测与投资建议。**家用呼吸机组件为基本盘业务，稳健增长，其他医疗产品组件和家用及消费电子组件有望提供新的增长点。预计公司 2022~2024 年归母净利润为 4.1、5.3、7.0 亿元，对应 PE 44、34、26 倍。参考可比公司，给予 2023 年 40 倍 PE，目标价 52.08 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 大客户依赖风险、汇率波动风险、人才流失、新业务延伸不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1137.45	1456.76	1877.27	2435.64
增长率	28.10%	28.07%	28.87%	29.74%
归属母公司净利润(百万元)	310.10	411.60	529.49	703.15
增长率	20.21%	32.73%	28.64%	32.80%
每股收益 EPS(元)	0.76	1.01	1.30	1.73
净资产收益率 ROE	22.28%	13.82%	15.46%	17.48%
PE	59	44	34	26
PB	13.09	6.12	5.32	4.53

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

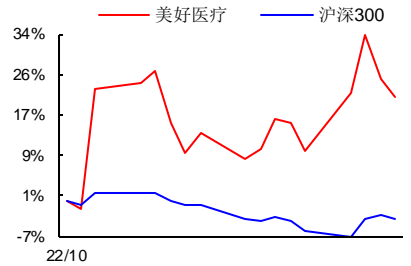
分析师: 周章庆

执业证号: S1250522080001

电话: 021-68416017

邮箱: zzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.07
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	36.36-49.6
总市值(亿元)	182.22
总资产(亿元)	19.01
每股净资产(元)	3.84

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 美好医疗：医疗器械组件龙头	1
2 家用呼吸机组件：与客户 A 战略合作，成长可期	4
2.1 家用呼吸机市场潜力巨大，带动组件需求增长.....	4
2.2 家用呼吸机为公司基石业务，与客户 A 深度合作.....	8
3 掌握核心技术，平台化渐成	9
3.1 人工耳蜗组件：与客户 B 深度合作.....	12
3.2 其他医疗产品组件：医疗器械组件平台延伸能力强.....	14
3.3 家用及消费电子组件：非医疗领域贡献新增长点.....	15
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 相对估值.....	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截止 10 月 12 日)	2
图 3: 公司历年营业收入.....	2
图 4: 公司历年归母净利润.....	2
图 5: 公司历年收入构成——按产品.....	3
图 6: 公司历年收入构成——按区域.....	3
图 7: 公司历年费用率.....	3
图 8: 公司历年盈利能力.....	3
图 9: 全球 OSA 患病率情况.....	4
图 10: PAP 治疗降低 62% 的死亡风险.....	5
图 11: SAAS 解决方案提升患者依从性.....	5
图 12: 全球 COPD 患者人数.....	5
图 13: NIV 能够降低 COPD 患者的死亡率.....	5
图 14: 中美两国 OSA 诊断率对比.....	6
图 15: 中美两国 COPD 诊断率对比.....	6
图 16: 全球家用无创呼吸机市场规模及预测 (亿美元)	6
图 17: 全球家用无创呼吸机市场份额 (亿美元)	6
图 18: 全球通气面罩市场规模及预测 (亿美元)	7
图 19: 全球通气面罩市场份额 (亿美元)	7
图 20: 家用呼吸机组件市场空间测算.....	8
图 21: 公司家用呼吸机组件历年营业收入.....	8
图 22: 主机组件和呼吸面罩组件历年营业收入分布 (百万元)	8
图 23: 公司家用呼吸机组件历年毛利及毛利率.....	9
图 24: 主机组件和呼吸面罩组件历年营业收入分布.....	9
图 25: 美好医疗所处的产业链位置.....	10
图 26: 公司核心优势.....	10
图 27: 公司精密模具及自动化设备历年营业收入.....	12
图 28: 公司精密模具及自动化设备历年毛利率.....	12
图 29: 全球人工植入耳蜗市场规模 (亿美元)	12
图 30: 全球人工耳蜗市场份额.....	12
图 31: 公司人工植入耳蜗历年营业收入.....	13
图 32: 公司人工植入耳蜗历年毛利及毛利率.....	13
图 33: 公司其他医疗产品组件收入及增速情况.....	14
图 34: 公司其他医疗产品组件毛利率情况.....	14
图 35: 公司其他医疗产品组件延伸能力极强.....	15
图 36: 其他医疗产品组件客户数量.....	15
图 37: 公司家用及消费电子组件历年营业收入.....	15
图 38: 公司家用及消费电子组件历年毛利率.....	15
图 39: 2019-2021 年三类组件收入占比变化情况.....	16
图 40: 2019-2021 年三类组件毛利率变化情况.....	16

表 目 录

表 1: 家用呼吸机组件组件主要产品.....	7
表 2: 家用呼吸机组件销售价格及销量.....	9
表 3: 精密模具及自动化设备产品种类.....	11
表 4: 人工植入耳蜗组件主要产品.....	13
表 5: 人工植入耳蜗组件销售价格变动情况.....	14
表 6: 公司收入预测.....	16
表 7: 可比公司估值对比.....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

1 美好医疗：医疗器械组件龙头

经 10 多年聚焦，美好医疗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**。公司成立于 2010 年，凭借十多年的积累和沉淀，发行人掌握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，并在高精密制造、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形成竞争优势，加上出色的产品交付和服务能力优势，能够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流程服务。

核心业务清晰，延伸能力强。家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件为公司核心业务，分别与龙头客户 A 和客户 B 建立战略合作，公司连续 10 年获评客户 A “最佳供应商”，获评客户 B “5 年服务最有价值和优秀合作伙伴”。此外公司亦布局自主医疗器械产品的开发（如肺功能仪），并成为医疗器械注册人制度受托生产企业和合约制造商（CDMO）。作为平台型企业，公司延伸能力突出，不断拓展业务范围，如为迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等全球百强器械企业提供监护、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。

公司发展主要分为三个阶段：

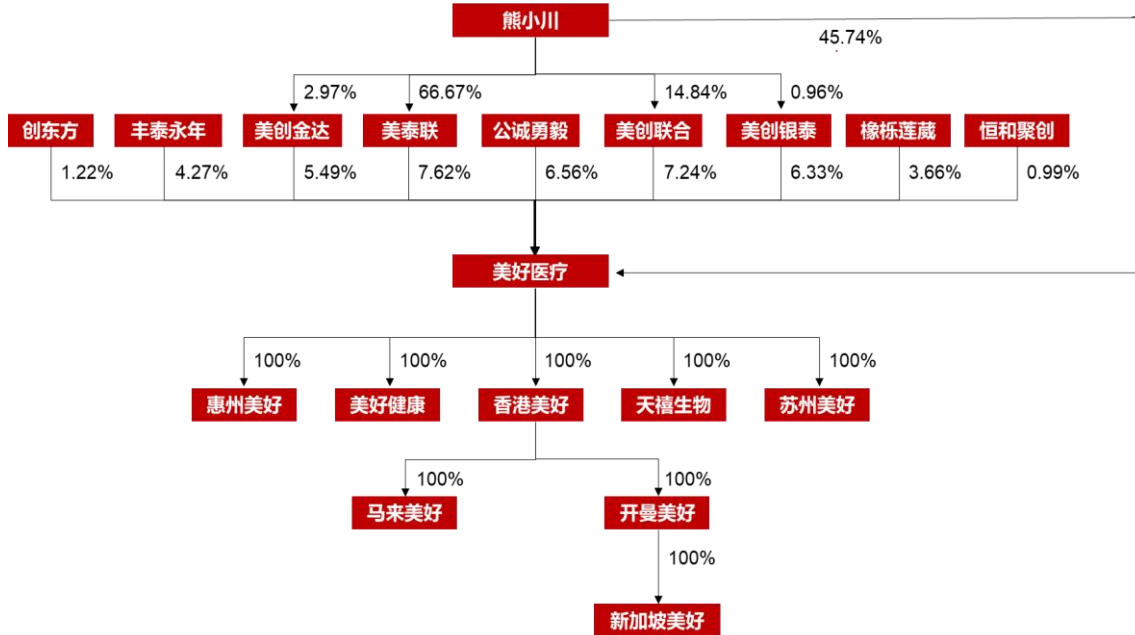
图 1：公司发展历程



数据来源：招股书，西南证券整理

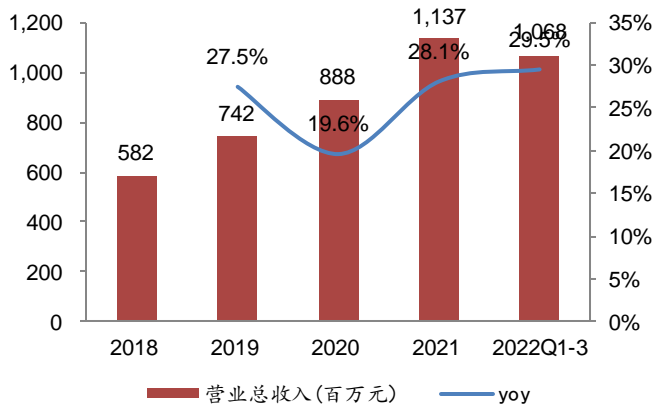
公司股权结构清晰，董事长熊小川为实际控制人。截至 2022 年 10 月 12 日，公司总股本数为 4.07 亿股，董事长熊小川直接持有公司 45.74% 的股权，并通过美泰联持有公司 7.62% 股权，通过美创联合持有公司 7.24% 股权，通过美创银泰持有公司 6.33% 股权，通过美创金达持有公司 5.49% 股权，累计通过直接和间接方式合计控制公司 72.42% 股权，为公司控股

股东、实际控制人。美好医疗直接持有子公司惠州美好、美好健康、香港美好（海外销售平台）、天禧生物、苏州美好等多所公司。孙公司马来美好为呼吸机组件的生产和销售，由香港美好全资控股，承接香港美好的订单后组织生产，货物通过香港美好销售给境外客户，销售区域包括新加坡、澳大利亚、马来西亚。

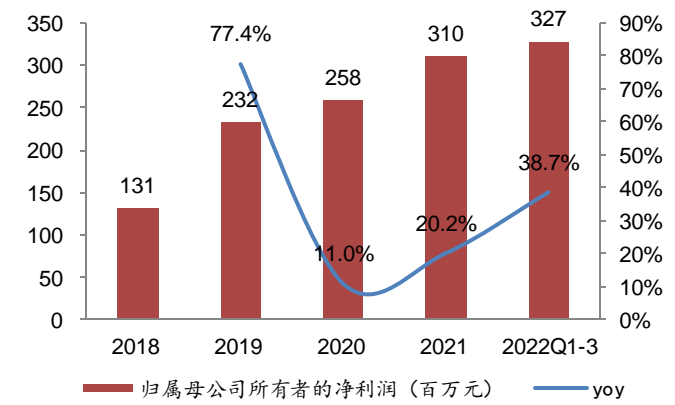
图 2：公司股权结构（截止 10 月 12 日）


数据来源：Wind，西南证券整理

业绩恢复高速增长态势，订单充足后续成长可期。2018 年公司营收 5.8 亿元，2021 年 11.4 亿元，3 年复合增速 25%。同时公司归母净利润也从 2018 年的 1.31 亿元增至 2021 年的 3.1 亿元，3 年复合增速 33.3%。2020 年受新冠疫情影响增速有所放缓，目前已恢复增长态势，2022 年前三季度收入 10.7 亿元（+29.5%），归母净利润 3.3 亿元（+38.7%），扣非归母净利润 3.2 亿元（+38.8%），其中单三季报收入 3.9 亿元（+24.4%），归母净利润 1.4 亿元（+36.9%），一方面受益于充足的订单和惠州基地投产，另一方面产品延伸带来一定弹性。

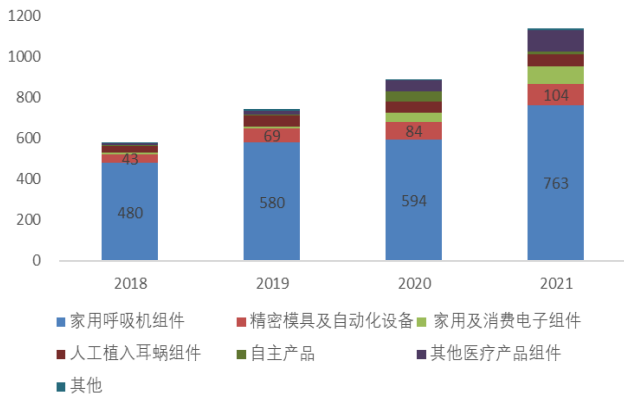
图 3：公司历年营业收入


数据来源：Wind，西南证券整理

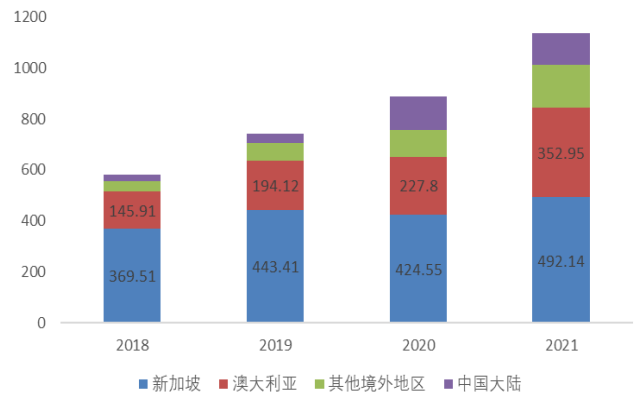
图 4：公司历年归母净利润


数据来源：Wind，西南证券整理

从收入构成看，家用呼吸机组件占比较大，海外收入占据绝对份额。按产品看，公司主要产品以家用呼吸机组件、人工植入耳蜗组件、精密模具及自动化设备为主，上述产品近三年占主营业务收入的比例分别为 95.08%、82.79%、81.97%。家用呼吸机组件始终占据绝对份额，随着居家医护国家化发展趋势，全球家用呼吸机产品市场渗透率逐步提高，市场持续增长。从区域看，公司外销收入近三年占主营业务收入的比例分别为 95.25%、85.48%、89.39%，外销地区主要为新加坡、澳大利亚。

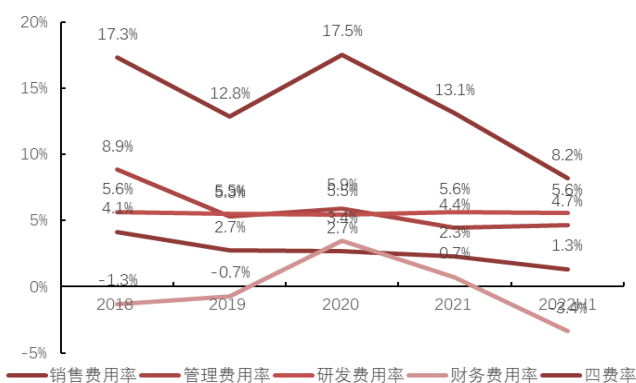
图 5：公司历年收入构成——按产品


数据来源：Wind, 西南证券整理

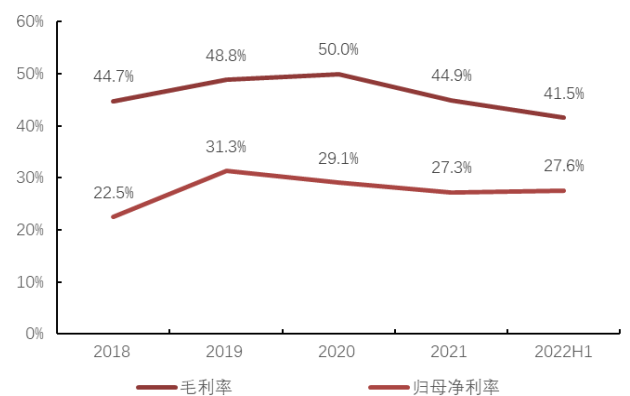
图 6：公司历年收入构成——按区域


数据来源：Wind, 西南证券整理

毛利率短期承压，费用管控优秀。公司 2019~2021 年毛利率分别为 48.8%、50%、44.9%，短期有一定下降，主要因为原材料涨价，后续随着上游原材料价格的回落，公司毛利率有望提升。从费用率看，公司四费率从 2018 年 17.3% 下降到 2021 年 13.1%，费用管控优势，其中销售费用率从 2018 年 4.1% 下降至 2021 年 2.3%，管理费用率从 2018 年 8.9% 下降至 2021 年 4.4%，规模效应逐渐体现，此外公司注重研发，研发费用率保持稳定，2021 年为 5.6%，财务费用率的波动主要受汇率因素影响。

图 7：公司历年费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：公司历年盈利能力


数据来源：Wind, 西南证券整理

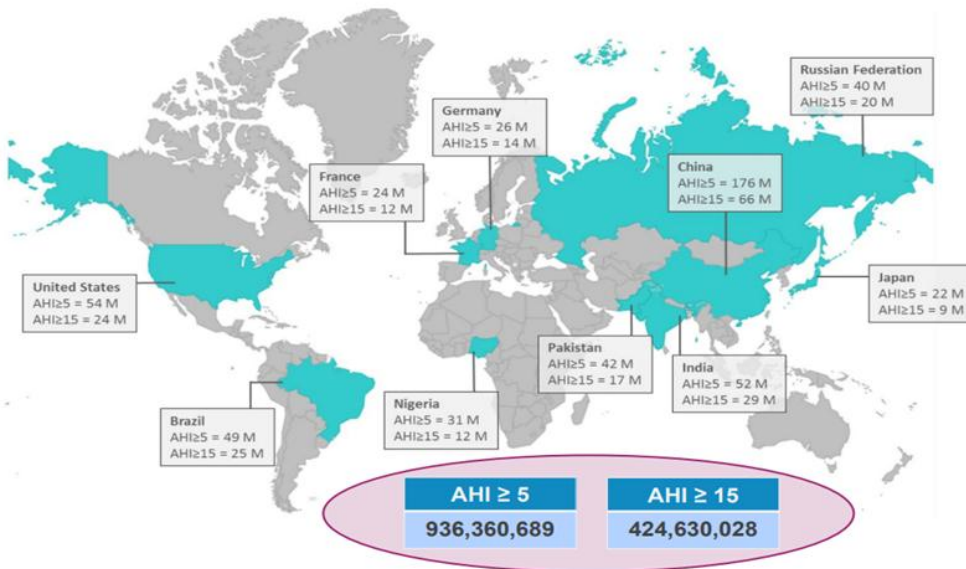
2 家用呼吸机组件：与客户 A 战略合作，成长可期

2.1 家用呼吸机市场潜力巨大，带动组件需求增长

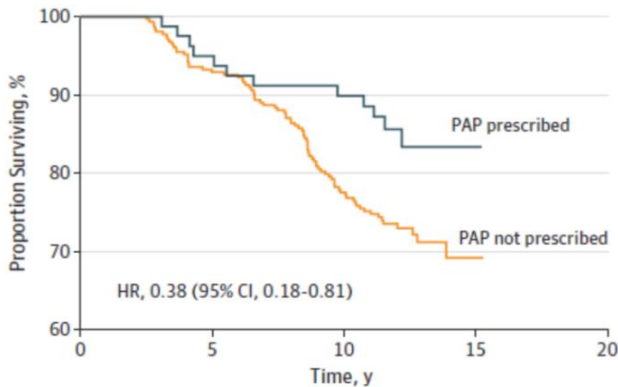
家用呼吸机主要针对睡眠呼吸障碍和肺病呼吸护理。家用呼吸机是在专业医疗机构之外的任何场所下使用的呼吸机，目前主要针对睡眠呼吸障碍和肺病呼吸护理。睡眠呼吸障碍包括在睡眠期间导致异常呼吸模式的所有疾病过程，表现包括阻塞性睡眠呼吸暂停（Obstructive Sleep Apnea, OSA）、中枢性睡眠呼吸暂停或 CSA，以及睡眠期间发生的换气不足综合征，通常与肥胖、慢性阻塞性肺病和神经肌肉疾病有关，其中 OSA 是最常见的 SDB 形式，患者需要靠睡眠呼吸机进行一线治疗。肺病呼吸护理包括 COPD、哮喘和其他慢性呼吸系统疾病（如重叠综合征、肥胖低通气综合征或 OHS）和神经肌肉疾病（包括肌萎缩侧索硬化症或 ALS），严重患者除了药物治疗，呼吸护理亦非常重要。

OSA 疾病危害大，治疗的必要性很强。阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）是由于睡眠过程中上气道完全或部分塌陷，以睡眠中反复发生的呼吸变浅或暂停、白日嗜睡为主要特征的一种常见的睡眠呼吸疾病，对机体的危害主要是睡眠中断发生的低氧血症和睡眠结构的破坏。OSA 患病率高，30-70 岁的成年人有 26% 患有 OSA，2019 年《柳叶刀》杂志的研究估计，全球轻度至重度 OSA 患者超过 9.36 亿人，其中中重度（ $AHI \geq 15$ ）超过 4.24 亿人。主流市场患者基数庞大，其中美国有 5400 万，中国有 1.76 亿，欧洲仅德法就达 5000 万。家用无创呼吸机治疗已成为一线首选，能够大幅降低 OSA 患者死亡率（62%），但依从性是家用呼吸机最大痛点。

图 9：全球 OSA 患病率情况

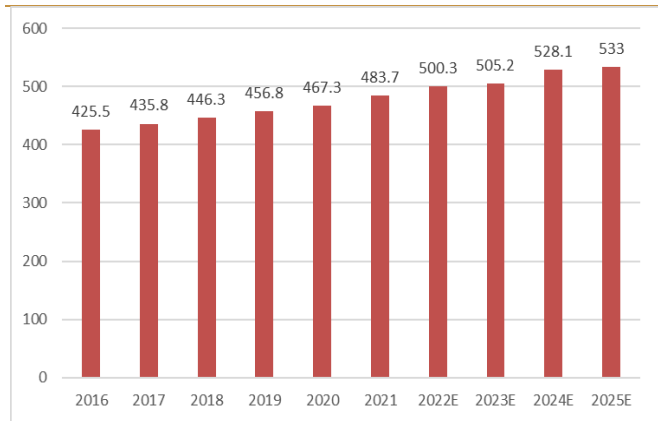


数据来源：Benjafeld, et al. Lancet Respir Med 2019, 西南证券整理

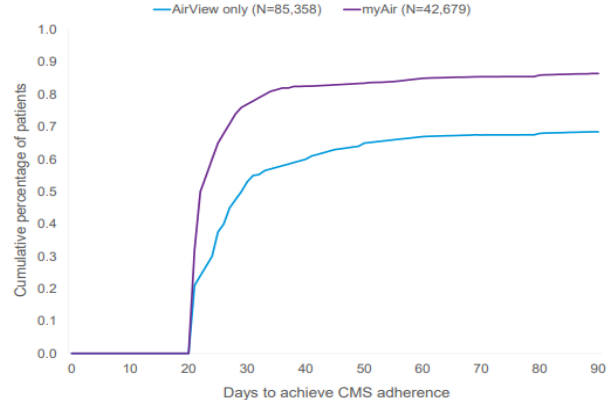
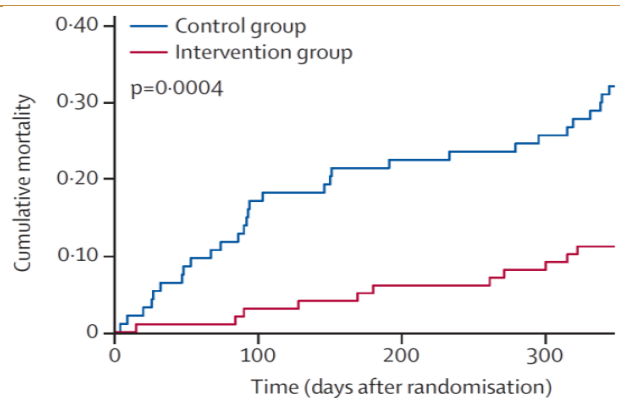
图 10: PAP 治疗降低 62% 的死亡风险


数据来源: Lisan et al., Association of PAP prescription with mortality in patients with obesity and severe OSA. The Sleep Heart Health Study, JAMA Otolaryngol Head Neck Surg 2019, 公司公告, 西南证券整理

COPD 患者数量庞大, 治疗紧迫性强, 家用无创呼吸机为治疗首选。慢性阻塞性肺疾病 (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, COPD 将在 2030 年成为全世界第三位主要死因。全球 COPD 患者持续增加, 根据 Frost&Sullivan 数据, 当前全球 COPD 患者数量约 4.7 亿人, 中国 COPD 患者超过 1 亿人。COPD 治疗当前仍以药物为主, 家用无创通气治疗为非药物治疗的首选, 根据研究结论, 在 COPD 患者中使用长期无创通气 (NIV) 治疗, 一年内死亡的相对风险降低了 76% (NIV 干预组一年死亡率 12%, 对照组为 33%)。

图 12: 全球 COPD 患者人数


数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

图 11: SAAS 解决方案提升患者依从性

图 13: NIV 能够降低 COPD 患者的死亡率


数据来源: Köhnlein et al. Lancet Respir Med 2014, 西南证券整理

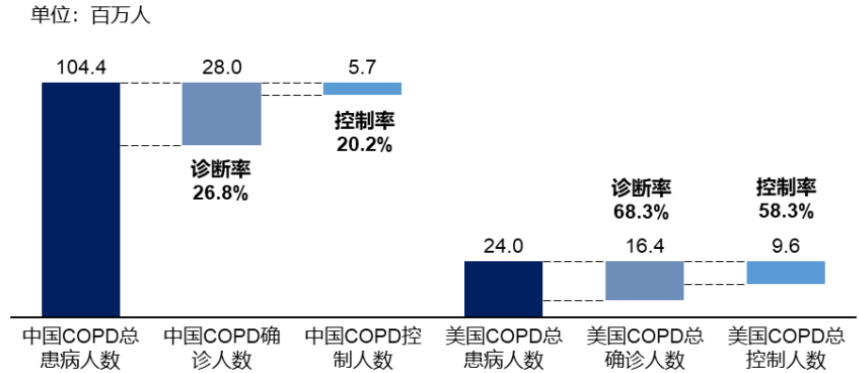
OSA 和 COPD 的疾病诊断率、控制率较低, 后续渗透率有待提升。OSA 在美国诊断率不到 20%, 国内极低。患者很难将 OSA 的典型症状 (如日间嗜睡、疲劳) 与睡眠呼吸疾病联系在一起, 导致大众对 OSA 的认知度很低。根据中国睡眠研究会统计, 中国 OSA 诊断治疗率不到 1%, 远低于美国 20% 的诊断率。COPD 国内诊断率不足 26.8%, 渗透率有待提升。因对 COPD 疾病认知程度和重视程度不够, 诊断率不足 26.8% (VS 美国 68.3%), 控制率 20.2%, 远低于美国同期指标, 造成死亡人数远超肺癌, 社会负担较重。

图 14: 中美两国 OSA 诊断率对比



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

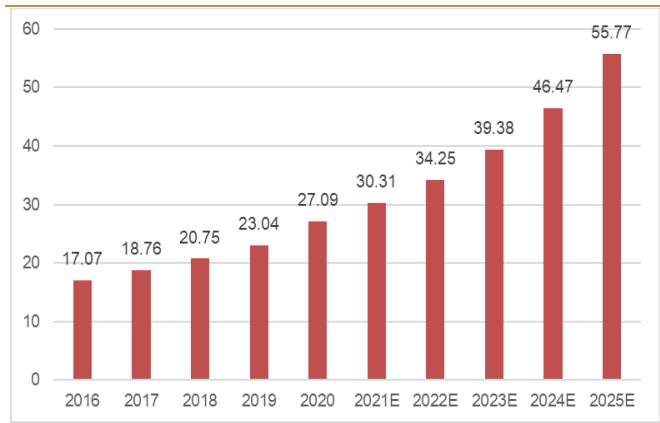
图 15: 中美两国 COPD 诊断率对比



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

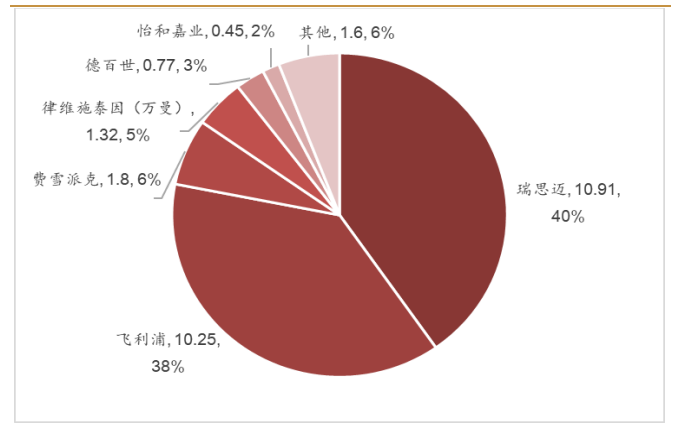
全球家用呼吸机设备市场行业保持两位数增长，瑞思迈和飞利浦占据绝对份额。随着 OSA 和 COPD 患者数量增长和治疗渗透率提升，睡眠和呼吸护理市场持续高增长。2020 年全球家用无创呼吸机设备市场规模为 27 亿美元，2016~2020 年复合增速 12.2%，预计随着中国等新兴市场渗透率提升，全球家用无创呼吸机市场将在 2025 年达到 55.8 亿美元，复合增速 15.5%。全球家用无创呼吸机市场的竞争格局分布非常集中，主要以瑞思迈和飞利浦为代表，占据了接近 80% 的市场份额，费雪派克、律维施泰因（万曼）、德百世和怡和嘉业等厂商则分列三到第六位。瑞思迈市场份额第一，占全球市场约 40.3% 的份额，在 2020 年销售额约为 10.9 亿美元。飞利浦位居第二位，占比约为 37.8%，其 2020 年销售额达到约 10.2 亿美元。其次为费雪派克，占比约为 6.6%。怡和嘉业 2020 年销售额 4,534 万美元，占比约为 1.7%。2021 年飞利浦的召回事件导致行业格局或发生变动，其他厂商有望受益。

图 16: 全球家用无创呼吸机市场规模及预测 (亿美元)



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

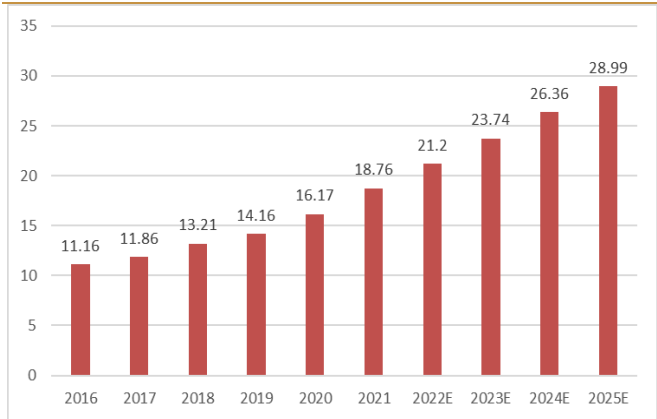
图 17: 全球家用无创呼吸机市场份额 (亿美元)



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

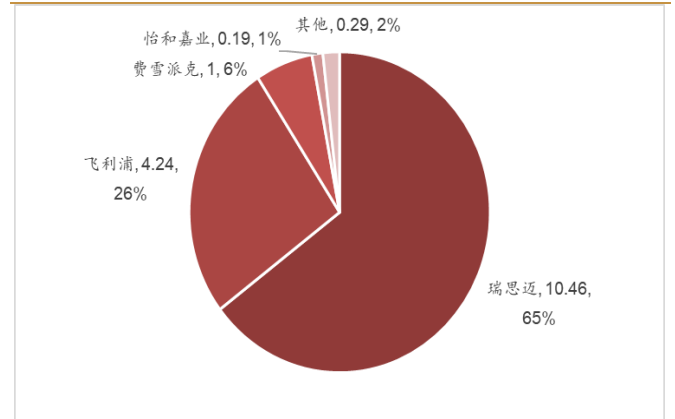
全球通气面罩市场持续增长，瑞思迈一家独大。2020 年全球通气面罩市场规模为 16.2 亿美元，2016~2020 年复合增速 9.7%，预计 2025 年市场将达到 29 亿美元，复合增速 12.4%。竞争格局看，ResMed 份额绝对领先。全球通气面罩市场竞争格局分布较为集中。瑞思迈市场份额第一，占全球市场约 64.7% 的份额，在 2020 年销售额约为 10.5 亿美元。飞利浦位居第二位，占比约为 26.2%，其 2020 年销售额达到约 4.2 亿美元。其次为费雪派克，占比约为 6.2%。怡和嘉业 2020 年销售额约为 1,880 万美元，占比约为 1.2%。

图 18：全球通气面罩市场规模及预测（亿美元）



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

图 19：全球通气面罩市场份额（亿美元）



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

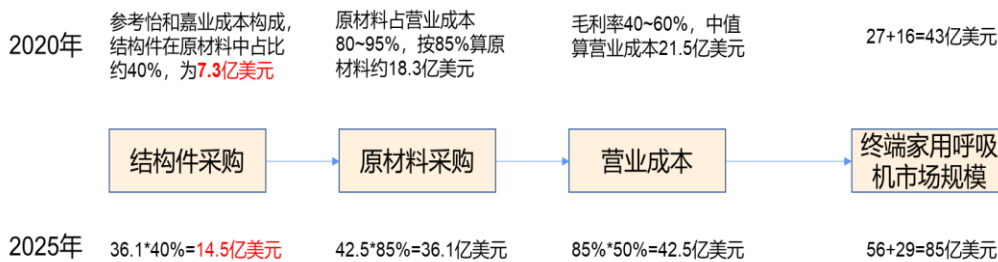
公司家用呼吸机组件主要由呼吸机主机组件和呼吸面罩组件构成。家用呼吸机组件产品及其应用图如下：

表 1：家用呼吸机组件主要产品

产品名称	产品图片	主要产品简介
家用呼吸机 组件		<p>呼吸机主机组件主要组成部分：①主体和加热模块组件，②用户界面组件，③通讯模块组件，④风机组件，⑤雾化器水箱组件。</p> <p>组件的主要用途分别如下：</p> <p>①作为呼吸机组装的核心框架，用来安装呼吸机的核心主板、风机、通讯模块、视窗模块和加湿器水箱等模块，以及对加湿器水箱进行加热；</p> <p>②作为呼吸机的面板和用户界面功能，保护液晶显示器，以及提供电源、主页、返回和导航按键功能；</p> <p>③作为呼吸机整机侧板，用于安装通讯模块 PCBA 主板、可更换过滤棉以及 SD 卡防尘盖；</p> <p>④用来安装风机定子和转子，转动下产生气流并起着气流导流和降低噪音的作用；</p> <p>⑤雾化器水箱，用于雾化器加水和雾化，水箱金属底座把主体加热组件的热量传递到纯净水，气流通过水箱进行加湿；或者用于替换加湿器水箱，确保机器在不使用加湿器的情况下正常工作，并降低整机的噪音。</p>
		<p>呼吸面罩组件主要组成部分：①主体框架，②管路连接头，③硅胶罩</p> <p>组件的主要用途分别如下：</p> <p>①作为呼吸面罩的主体框架，连接硅胶罩、连接头和头带。呼吸框架上的排气孔用于排出用户呼出的 CO₂ 和控制噪音。</p> <p>②连接呼吸面罩和呼吸机管路，接头可 360 度转动调节位置，便于用户调整睡眠姿势。连接头的排气孔用于排放呼吸出的 CO₂，液态硅胶阀门起着防窒息的作用。</p> <p>③用于密封和缓冲作用，防止漏气。泄漏会影响呼吸机系统的系统压力、病人的舒适性以及治疗效果。</p>

数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

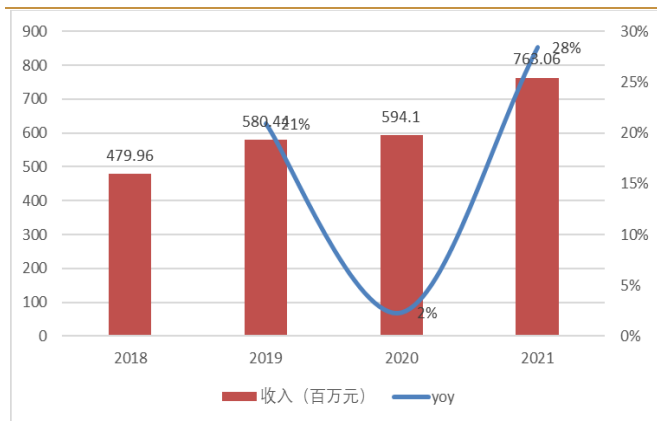
下游家用呼吸机市场扩容，带动上游组件市场于 2025 有望达到 14.5 亿美元。下游家用呼吸机的需求确定，空间巨大，未来几年成长性较好，根据瑞思迈、怡和嘉业等公司财报，一般营业成本占比约 50%，其中原材料又是营业成本的核心构成，占比能到 80% 以上，而原材料中结构件占比能接近 40%，略少于电子电气类，是公司所处的主要市场。根据上述参数测算，2020 年全球家用呼吸机组件约 7.3 亿美元，2025 年有望达到 14.5 亿美元。从竞争格局看，在结构件领域主要竞争对手以海外公司为主，包括 RICO 集团、ELMET ELASTOMERE PRODUKTIONS- UND DIENSTLEISTUNGS GMBH (埃米特·拉斯塔尔)、Teleflex (泰利福)。

图 20：家用呼吸机组件市场空间测算


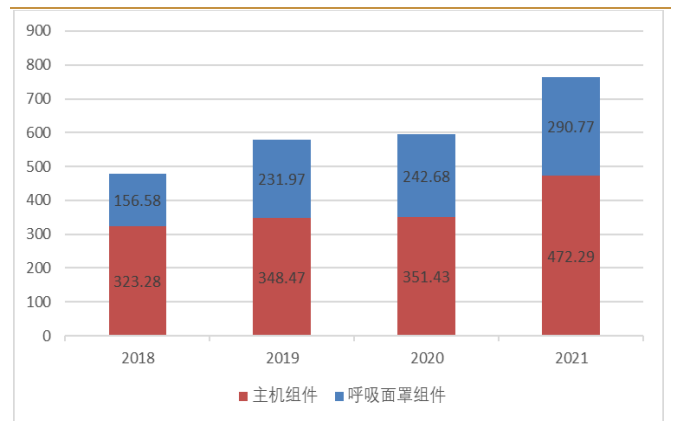
数据来源：怡和嘉业招股书，Frost&Sullivan，西南证券整理

2.2 家用呼吸机为公司基石业务，与客户 A 深度合作

与客户 A 战略合作，带动公司家用呼吸机组件收入持续增长。目前部分发达国家已经将家用呼吸机纳入医保体系，由医保全额支付，市场渗透率逐步提高，并孕育瑞思迈和飞利浦两个龙头。公司与客户 A 建立了长期稳定、持续的合作关系，作为全球最大的家用呼吸机制造商，客户 A 在 2018~2020 财年营业收入均超过 20 亿美元且持续增长，毛利率水平均在 55% 以上且较为稳定。2021 年公司家用呼吸机组件收入 7.6 亿元 (+28.4%)，占收入比重 67.1%，主要来自客户 A 的贡献，公司已参与客户 A 新一代呼吸机整套组件的开发，需求的稳定增长叠加公司份额提升，预计后续能够继续维持稳健增长态势。

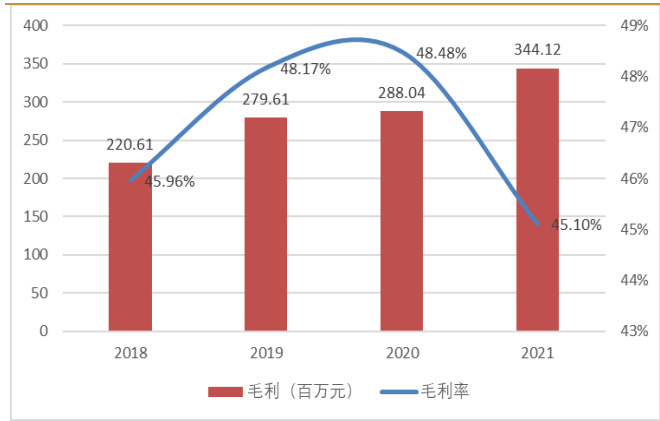
图 21：公司家用呼吸机组件历年营业收入


数据来源：Wind，西南证券整理

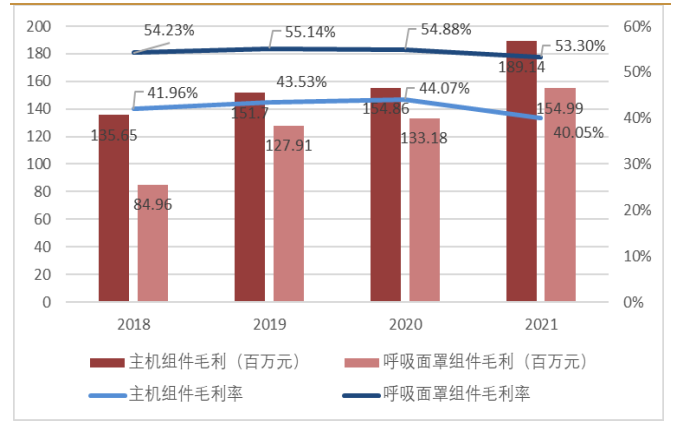
图 22：主机组件和呼吸面罩组件历年营业收入分布 (百万元)


数据来源：Wind，西南证券整理

因原材料涨价因素整体家用呼吸机组件毛利率短期承压，面罩组件毛利率高于主机组件。2018-2021年，公司家用呼吸机组件的毛利分别为 2.21 亿元、2.8 亿元、2.88 亿元、3.44 亿元，主要随着销售收入增加而增长，毛利率分别为 45.96%、48.17%、48.48%、45.1%，2021 年有所下降，主要因原材料涨价，预计 2022 年毛利率触底，2023 年有望反弹。分业务看，2021 年面罩组件的毛利率 53.3%，高于主机组件 40.1% 的毛利率。

图 23：公司家用呼吸机组件历年毛利及毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：主机组件和呼吸面罩组件历年营业收入分布


数据来源：Wind，西南证券整理

产品结构变化导致平均售价有所提升。2019-2021 年公司呼吸机组件产品销售单价分别为 8.03、8.06、8.28 元，略有上升，主要原因是家用呼吸机组件中价格较高的主机和加热模块组件的销售占比上升所致。

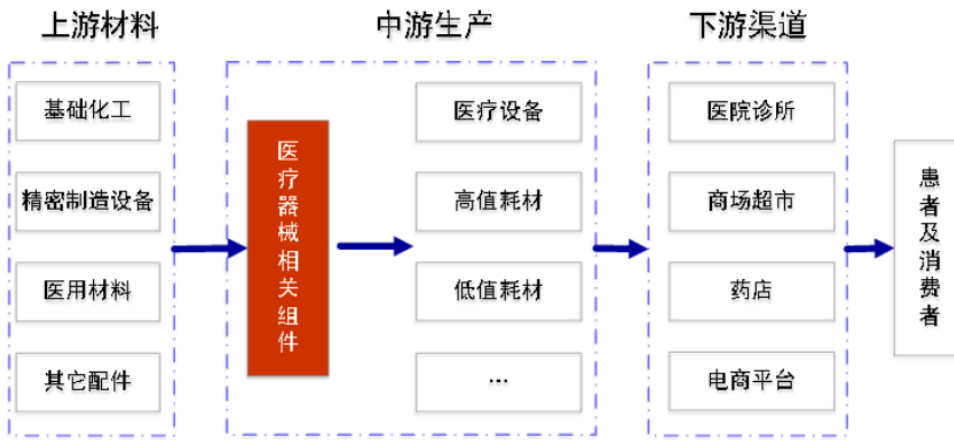
表 2：家用呼吸机组件销售价格及销量

2021 年		2020 年		2019 年	
平均售价 (元/个)	销量 (万件)	平均售价 (元/个)	销量 (万件)	平均售价 (元/个)	销量 (万件)
8.28	9214.57	8.06	7368.16	8.03	7224.87

数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

3 掌握核心技术，平台化渐成

组件为非标定制产品，对企业综合能力要求很高。从产业链看，美好医疗属于医疗器械相关组件供应商，下游为医疗设备、高值耗材、低值耗材等生产企业，上游为基础化工、自动化设备、医用材料和其他配件等，其中基础化工提供核心原材料，包括聚丙烯 (PP)、聚碳酸酯 (PC)、聚碳酸酯和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物和混合物 (PC/ABS)、丙烯腈-丁二烯-苯乙烯 (ABS)、液态硅胶 (LSR) 以及聚醚醚酮 (PEEK) 等原材料。从行业看，由于器械组件产品多为非标定制化产品，具有工艺复杂、精度要求高、技术迭代快、对非常规特殊工艺要求多、生产批量大、产品类型及项目等特点，因此需要参与企业具备较强的从产品设计开发到批量生产交付的全流程服务能力。

图 25：美好医疗所处的产业链位置


数据来源：招股书，西南证券整理

以技术优势为核心，公司已建立较强的优势壁垒。公司一直以来注重技术创新，经过 10 多年发展，积累了丰富的产品研发、工程技术研究和生产经验。目前掌握的核心技术包括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，并在高精制造（模具最高精度达±0.002mm）、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形成竞争优势，这些技术优势构成了公司的核心壁垒。叠加上出色的产品交付和服务能力优势，以及强大的客户资源和品牌优势，公司已在行业内树立了较高的知名度，与现有的国内外知名医疗器械客户建立了良好的合作关系，并凭借以上优势有效推动了新业务的开展，显著增强了公司的发展潜力和抗风险能力。

图 26：公司核心优势

技术优势

- **研发优势：**1) 基于以研判市场和客户需求为导向的研发立项；2) 从产品设计开发到批量生产交付的全流程服务能力；3) 充足的研发经费为研发活动提供充分保障；
- **精密模具设计与制造优势：**公司不仅具备传统的精密模具设计与制造能力，还掌握了液态硅胶模具及成型技术、特定产品专用技术和长期植入医用零件制造技术。
- **产品制造能力能满足客户的交货需求：**保证了产品成型的高质量和高稳定性，形成了快速响应客户需求的生产管理能力，能够实现各种产品生产的快速切换，具有较强的快速生产交付能力，生产计划的达成率较高，能够及时满足客户的交货需求。
- **自动化设计与制造优势：**现已形成一支高学历、高素质的自动化设计与开发团队，掌握了自动化机构设计、电控系统设计、控制软件开发等核心技术满足客户在新产品开发过程中对自动化各方面的需求；同时，自动化能力的建设，也极大的提高公司的生产效率和产品品质，节省人力，提高利润水平。
- **先进的设备及设施优势：**公司拥有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，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。

+

其他优势

- **医疗体系与质量优势：**完善的质量管理系统下，确保产品的质量可靠性和稳定性。公司建立了满足欧盟 CE、国内 NMPA 和美国 FDA 法律法规要求的医疗器械质量管理体系，可以满足不同客户的医疗器械设计开发、注册和生产需求。
- **客户资源与品牌优势：**公司在行业内树立了较高的品牌知名度，除战略客户 A、B 外，亦不断拓展全球医疗器械优质客户，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，公司还在呼气检测、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开发和生产制造方面的合作。
- **贴近客户的生产基地进行布局，为优质客户服务提供强有力的支持：**在客户周边设立生产基地，以提高服务质量和响应速度，深化客户合作关系，如马来西亚生产基地。
- **管理优势：**制定了公司各主要产品的质量标准，建立了标准化的质量控制流程。
- **人才优势：**长期与国际知名品牌客户合作，逐渐培养了一批具有国际化视野的研发、销售、生产、管理与行政人才，其中不乏来自国际大型企业的行业专家
- **与客户 A、客户 B 其他供应商的竞争优势：**1) 在技术优势方面的具体体现，公司新一代呼吸机主体和加热模块组件产品生产工艺运用了多种公司核心技术；2) 快速响应客户需求的效率优势：公司精密模具生产效率明显高于客户在海外的供应商。

数据来源：招股书，西南证券整理

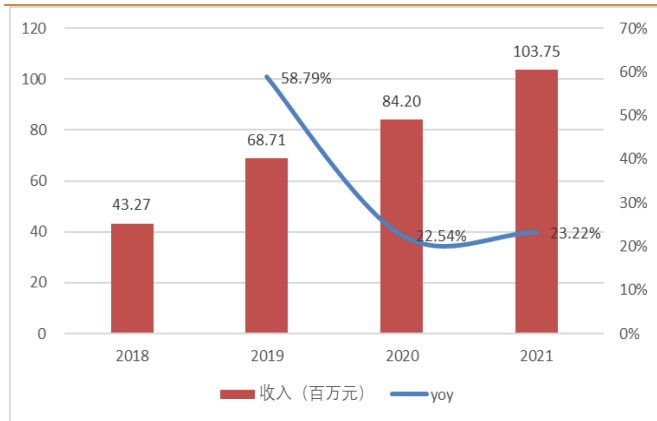
核心技术不仅体现在组件的开发与交付，公司亦能向客户提供精密模具及自动化设备。目前对外提供的包括液态硅胶模具、塑胶模具和自动化设备，其中液态硅胶模具是将液态硅胶材料批量制造成液态硅胶零件的专用工具，主要用于生产呼吸机面罩，呼吸机缓冲件、人工植入耳蜗密封件、人工植入耳蜗植入件等；塑胶模具是将塑胶材料批量制造成塑胶零件的专用工具，主要用于生产呼吸机结构件、人工植入耳蜗结构件等；自动化设备是按客户需求开发定制的、满足客户产品大批量生产需求的非标准自动化生产系统，融合了公司自动化生产线的机构设计、电气系统设计、控制软件开发及生产工艺等技术。

表 3：精密模具及自动化设备产品种类

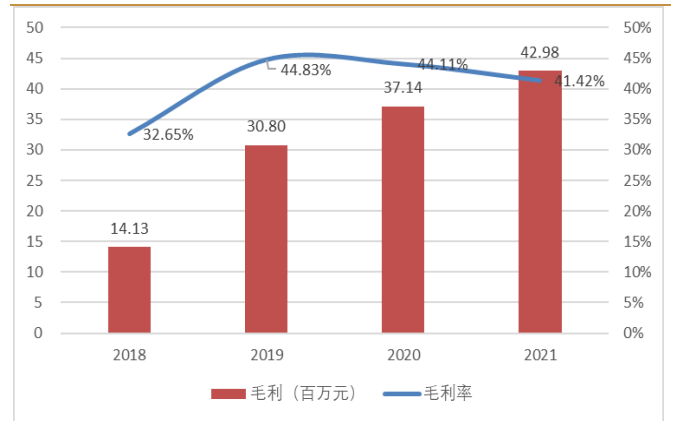
类型	名称	用途	图片
精密模具及自动化设备	液态硅胶模具	液态硅胶模具是将液态硅胶材料批量制造成液态硅胶零件的专用工具，主要用于生产呼吸机面罩，呼吸机缓冲件、人工植入耳蜗密封件、人工植入耳蜗植入件等。	
	塑胶模具	塑胶模具是将塑胶材料批量制造成塑胶零件的专用工具，主要用于生产呼吸机结构件、人工植入耳蜗结构件等。	
	自动化设备	自动化设备是按客户需求开发定制的、满足客户产品大批量生产需求的非标准自动化生产系统，融合了公司自动化生产线的机构设计、电气系统设计、控制软件开发及生产工艺等技术。	

数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

精密模具及自动化设备收入稳健增长，整体毛利率基本稳定。2019 年精密模具及自动化设备营收 6870.6 万元，2021 年 1.04 亿元，复合增速 23.03%，收入稳健增长。近三年公司精密模具及自动化设备毛利率分别为 44.83%、44.11%、41.42%，毛利率变动主要由于精密模具及自动化设备具有“定制化”、“非标准”的特征，通常为“一模一价”，公司在定价时会综合考虑模具复杂程度和工艺难度要求、原材料价格、生产设备折旧、人工成本、订单数量、汇率等因素，在此基础上合理确定利润水平，并通过与客户协商确定最终销售价格，因此导致每套模具/设备的价格各不相同，毛利率之间也存在差异，但总体处于较为稳定的区间。

图 27：公司精密模具及自动化设备历年营业收入


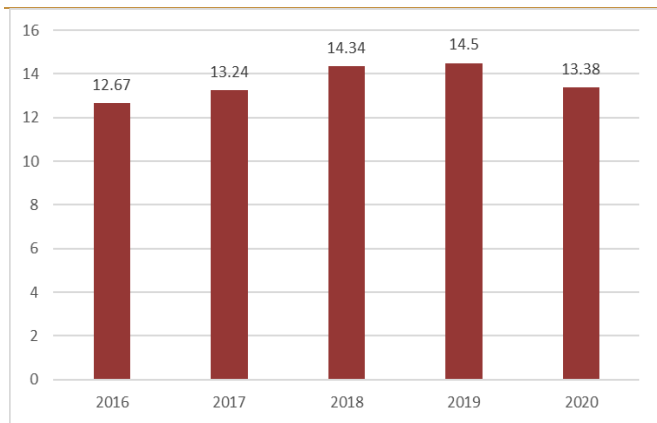
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 28：公司精密模具及自动化设备历年毛利率


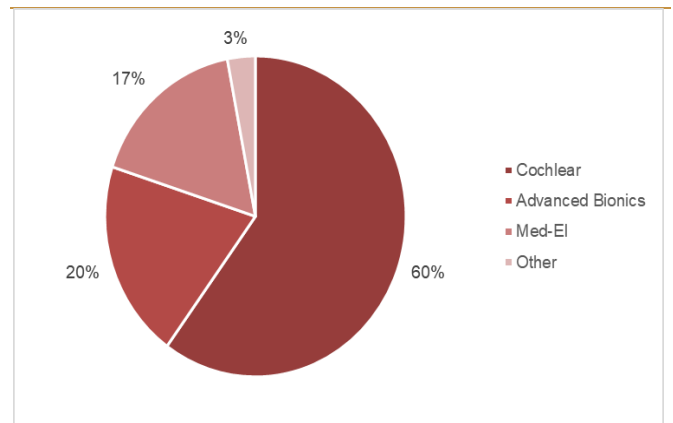
数据来源：Wind, 西南证券整理

3.1 人工耳蜗组件：与客户 B 深度合作

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。人工植入耳蜗是一种电子设备，也称为电子耳蜗、仿生耳、电子仿生耳等。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。根据 QYResearch 数据显示，2015 年至 2019 年，全球人工植入耳蜗植入系统市场规模从 10.51 亿美元增长至 14.5 亿美元，复合增长率 8.38%；2020 年，受新冠病毒疫情的影响，人工植入耳蜗的市场规模下降至 13.38 亿美元，预计未来几年全球人工植入耳蜗市场将保持持续增长。全球人工植入耳蜗的制造商主要为科利耳、领先仿生和美迪乐，其中科利耳为绝对龙头。

图 29：全球人工植入耳蜗市场规模（亿美元）


数据来源：美好医疗招股书, 西南证券整理

图 30：全球人工耳蜗市场份额


数据来源：Company reports, 西南证券整理

公司在人工植入耳蜗行业地位突出，与客户 B 建立长期稳固的合作关系。公司人工植入耳蜗组件主要包含外置声音处理器组件、植入体组件和附件等，目前该业务主要来自 B 客户。客户 B 是全球最大的人工植入耳蜗制造商之一，从事提供植入式听力解决方案，在 2018-2020 财年，客户 B 营业收入均超过 9 亿美元。公司与客户 B 的合作始于 2011 年，至今已有 10 余年的合作历史，2021 年来自客户 B 的收入 6483 万元，占比 5.7%，为公司第三大客户，公司拟多年获评客户 B “5 年服务有价值 and 优秀合作伙伴”，相互合作具有稳定性和可持续性。

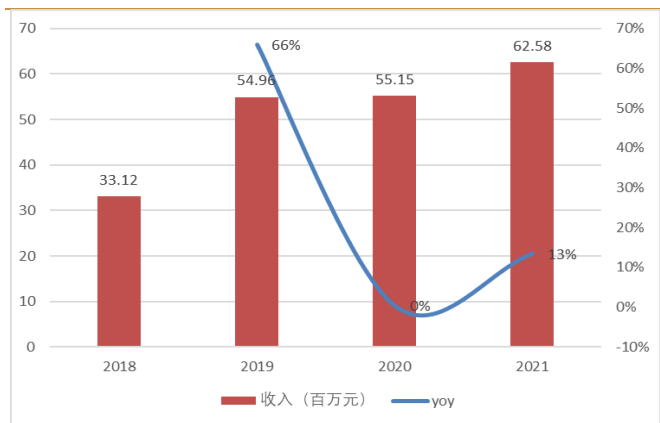
表 4：人工植入耳蜗组件主要产品

产品名称	图片	主要产品简介
人工植入耳蜗组件		<p>外置声音处理器组件主要组成部分： ①声音传输单元组件，②声音接收单元组件，③电池组件</p> <p>组件的主要用途分别如下： ①连接声音传输单元和体内植入体，以及保护声音传输单元； ②用于安装声音接收和信息处理单元的核心电路板，以及起着保护声音接收单元和按键的功能； ③安装并保护电池。</p>
		<p>植入体组件主要组成部分： ①植入磁铁组件，②钛合金主体框架组件，③植入分线器组件</p> <p>组件的主要用途分别如下： ①用于固定植入磁铁，满足磁共振成像(MR)时不需要手术取出磁铁的需求； ②用于固定核心电路板和陶瓷电极； ③分线器，用于植入人工植入耳蜗铂金导丝的分线。</p>
		<p>附件主要组成部分： ①防水组件，②外耳挂钩组件，③保护盖组件</p> <p>组件的主要用途分别如下： ①用于外置声音处理器的防水，满足病人戴着声音处理器洗澡或游泳等应用场景的需求； ②作为可更换附件，用于外置声音处理器的佩戴、固定等； ③保护盖：保护外置声音处理器，防刮伤防滑，提供多种外观颜色个性化选择。</p>

数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

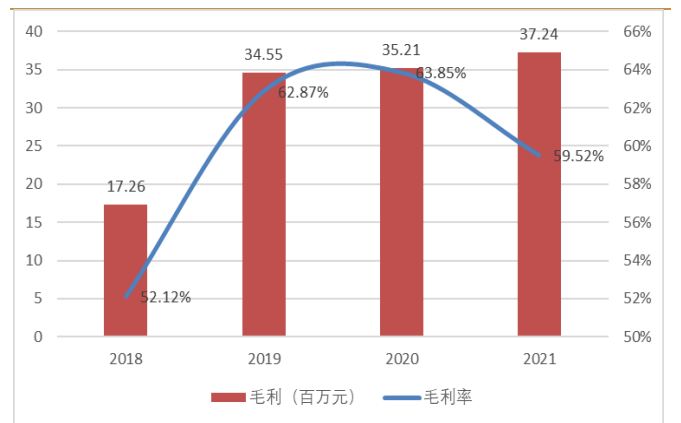
人工耳蜗组件营业收入稳健增长，毛利率维持稳定区间。2018年人工植入耳蜗组件营收3312万元，2021年6258万元，复合增速23.6%，营收稳健增长。毛利从2018年的1726万元增至2021年的3724万元，复合增速29.2%。2018~2021年毛利率分别为51.2%、62.87%、63.85%、59.52%，近年来整体毛利率维持稳定区间。

图 31：公司人工植入耳蜗历年营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 32：公司人工植入耳蜗历年毛利及毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

平均单价后续有望上升。2020年，人工植入耳蜗组件平均销售价格为16.89元/个，较2019年下降19.27%，主要原因是附件新产品销售量有较大增加，且该类附件的单价较低。2021年由于公司人工植入耳蜗组件主要以美元计价，美元对人民币汇率下降，导致平均售价略有下降，主要产品的原币销售价格未发生较大变化。未来随汇率稳定，产品销售价格有望提升。

表 5：人工植入耳蜗组件销售价格变动情况

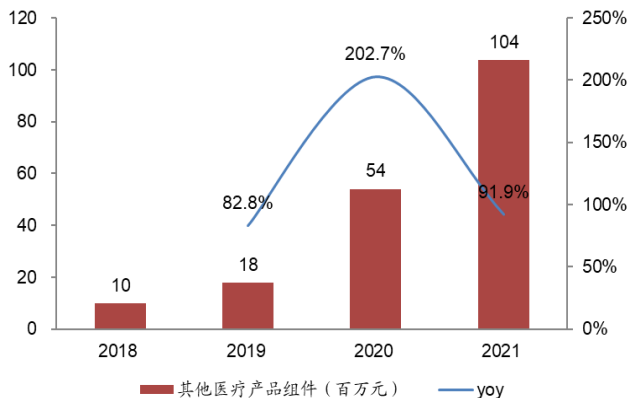
2021 年		2020 年		2019 年
平均售价	变动幅度	平均售价	变动幅度	平均售价
16.22 元/个	-3.97%	16.89 元/个	-19.27%	20.92 元/个

数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

3.2 其他医疗产品组件：医疗器械组件平台延伸能力强

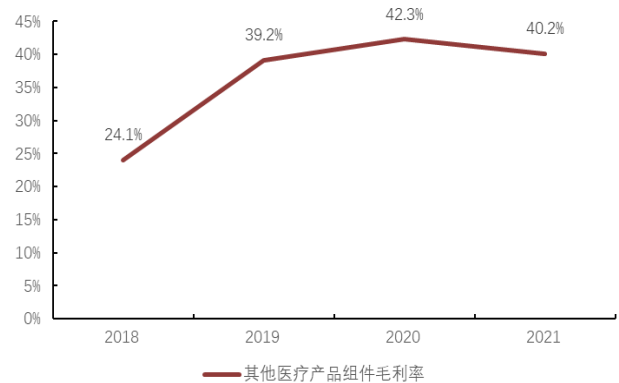
其他医疗产品组件收入爆发增长，医疗器械组件平台化延伸能力得到验证。公司掌握的医疗器械组件及产品的开发技术、塑胶和液态硅胶精密模具及成型技术、自动化技术等核心技术具备较强的延伸性，2018年以来公司依靠这些底层核心技术，不断拓展业务范围，如为迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等全球百强器械企业提供监护、给药、介入、助听等细分领域产品和组件的开发及生产服务，同时还在呼气检测、心血管、器械消毒、骨科手术定位、眼科器械等细分领域与全球多家创新型高科技企业开展产品及工艺技术开发和生产制造方面的合作。2019~2021年，公司其他医疗产品组件收入从0.18亿元增长到1亿元，复合增速141%，呈现爆发增长。2018~2021年其他医疗产品组件毛利率分别为24.1%、39.2%、42.3%、40.2%，组件提升到一个稳定的盈利区间。

图 33：公司其他医疗产品组件收入及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

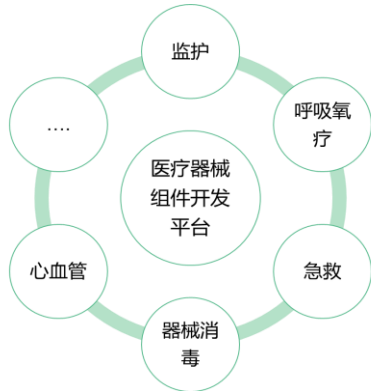
图 34：公司其他医疗产品组件毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

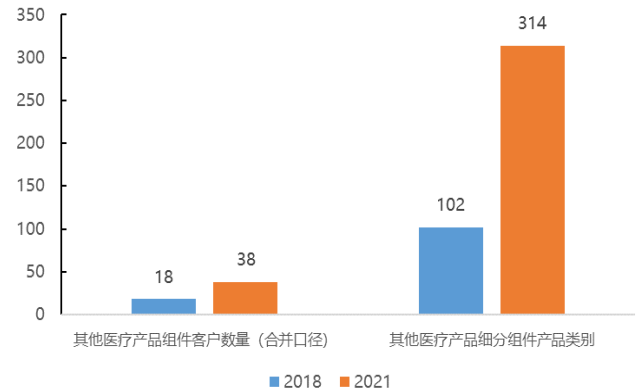
其他医疗产品组件品类和客户不断延伸。近年来，公司不断拓展其他医疗产品领域客户，其他医疗产品组件已涵盖监护、呼吸氧疗、急救、器械消毒、心血管等领域，同时，在同一医疗产品领域，公司承接的细分组件产品类别也越来越丰富。其他医疗产品组件客户数量（合并口径）由2018年的18家增加至2021年的38家，细分组件产品类别由2018年的102个增加至2021年的314个。

图 35：公司其他医疗产品组件延伸能力极强



数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

图 36：其他医疗产品组件客户数量

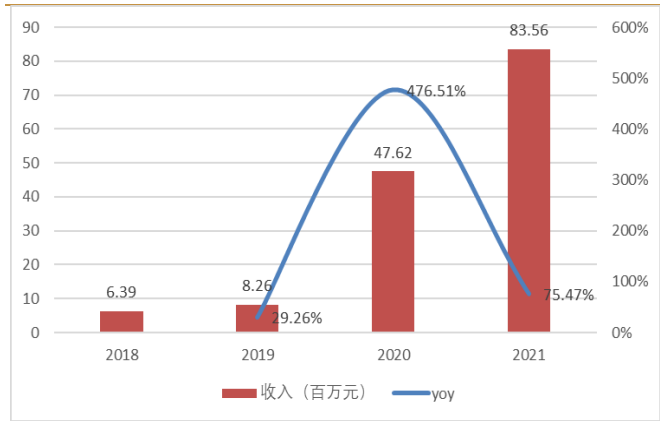


数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

3.3 家用及消费电子组件：非医疗领域贡献新增长点

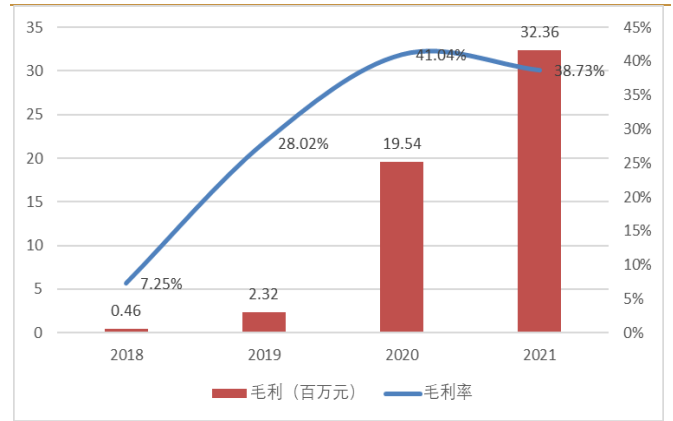
家用及消费电子组件收入爆发增长，跃升新增长点。近年公司家用及消费电子组件产品品类不断拓展，下游应用领域逐渐涵盖手机、咖啡机、面部护理仪器等产品。2019 年家用及消费电子组件营收 826 万元，2021 年 8356 万元，复合增速 218.1%，收入爆发增长。2019~2021 年家用及消费电子组件的毛利分别为 28%、41%、38.7%，基本已达稳定盈利的区间。

图 37：公司家用及消费电子组件历年营业收入



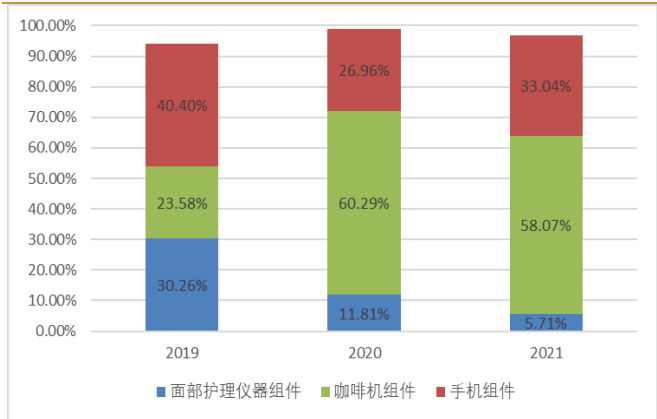
数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：公司家用及消费电子组件历年毛利率

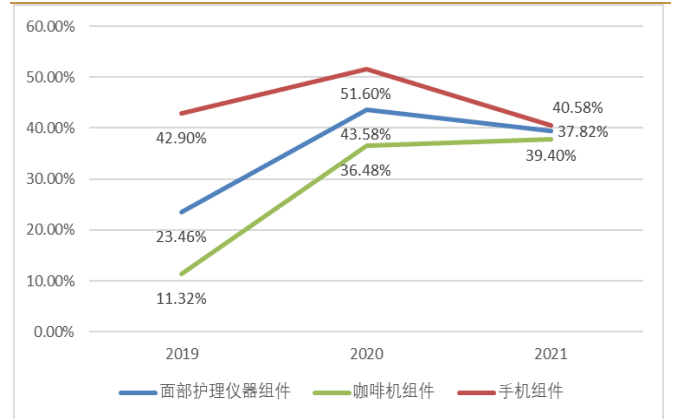


数据来源：Wind，西南证券整理

家用及消费电子组件以咖啡机和手机组件为主。家用及消费电子组件以手机、咖啡机、面部护理仪器三类组件为主，2021 年三者占比分别为 33%、58%、5.7%。从毛利率看，手机组件毛利率最高，咖啡机组件毛利率较低，面部护理仪器组件毛利率居中。其中咖啡机组件毛利率呈上升态势，主要由于规模效应，同时随着生产经验积累，降低了产品的不良率、原材料的损耗率，使得单位成本降低，毛利率不断提升。

图 39：2019-2021 年三类组件收入占比变化情况


数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

图 40：2019-2021 年三类组件毛利率变化情况


数据来源：美好医疗招股书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

- 1) 家用呼吸机组件：基本盘业务，预计 2022~2024 年销量增速分别为 25%、25%、25%，均价稳定。
- 2) 精密模具及自动化设备：预计 2022~2024 年销量增速分别为 20%、20%、20%。
- 3) 家用及消费电子组件：新增长点业务，预计 2022~2024 年销量增速分别为 50%、50%、50%。
- 4) 人工植入耳蜗组件：预计 2022~2024 年销量增速 15%、15%、15%；
- 5) 自主产品：预计 2022~2024 年销量增速分别为 20%、20%、20%。
- 6) 其他医疗产品组件：预计 2022~2024 年销量增速分别为 50%、50%、50%。

表 6：公司收入预测

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
家用呼吸机组件	收入	763	954	1192	1490
	增速	28.4%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	45.1%	40.0%	44.0%	46.0%
精密模具及自动化设备	收入	104	125	149	179
	增速	23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	41.4%	40.0%	40.0%	40.0%
家用及消费电子组件	收入	84	125	188	282
	增速	75.5%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	38.7%	37.0%	38.0%	39.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
人工植入耳蜗组件	收入	63	72	83	95
	增速	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	59.5%	55.0%	57.0%	60.0%
自主产品	收入	14	17	21	25
	增速	-70.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	58.3%	55.0%	55.0%	55.0%
其他医疗产品组件	收入	104	155	233	350
	增速	91.9%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	40.2%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	6	8	11	14
	增速	41.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	62.6%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	1137	1457	1877	2436
	增速	28.1%	28.1%	28.9%	29.7%
	毛利率	44.9%	43.0%	45.3%	46.2%

数据来源：wind，西南证券

综上，预计公司 2022-2024 年公司收入分别为 14.6、18.8、24.4 亿元，归母净利润分别为 4.1、5.3、7.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.30、1.73 元。

4.2 相对估值

可比公司方面，我们选取同样作为医疗器械上游供应商的奕瑞科技和海泰新光，可比公司 2022-2024 年万得一致预期 PE 为 60、45、34 倍。我们预计公司现价对应 2022-2024 年的 PE 分别为 44、34、26，参考可比公司，给予 2023 年 40 倍 PE，目标价 52.08 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值对比

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688301.SH	奕瑞科技	500.00	8.91	11.65	15.08	56	43	33
688677.SH	海泰新光	132.00	2.09	2.83	3.71	63	47	36
平均值						60	45	34
301363.SZ	美好医疗	46.24	1.01	1.30	1.73	44	34	26

数据来源：Wind，西南证券整理，截止 2022 年 11 月 02 日收盘价

5 风险提示

大客户依赖风险；汇率波动风险；人才流失；新业务延伸不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1137.45	1456.76	1877.27	2435.64	净利润	310.10	411.60	529.49	703.15
营业成本	626.67	830.37	1027.49	1311.11	折旧与摊销	32.58	26.85	26.85	26.85
营业税金及附加	8.05	10.97	13.92	18.02	财务费用	8.35	-47.43	-21.08	-22.52
销售费用	26.14	32.67	42.48	50.97	资产减值损失	-10.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	50.58	65.76	85.48	111.13	经营营运资本变动	-181.75	-153.28	-113.62	-164.72
财务费用	8.35	-47.43	-21.08	-22.52	其他	36.46	1.30	2.54	0.16
资产减值损失	-10.15	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	195.59	239.05	424.19	542.92
投资收益	3.49	0.00	0.00	0.00	资本支出	-267.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.19	0.10	0.11	0.12	其他	-58.10	0.10	0.11	0.12
其他经营损益	0.00	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-325.89	0.10	0.11	0.12
营业利润	348.34	488.24	626.93	831.24	短期借款	30.03	-30.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.18	-4.00	-4.00	-4.00	长期借款	82.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	348.16	484.24	622.93	827.24	股权融资	0.00	1224.79	0.00	0.00
所得税	38.06	72.64	93.44	124.09	支付股利	-72.48	-62.02	-82.32	-105.90
净利润	310.10	411.60	529.49	703.15	其他	-15.66	49.45	21.08	22.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	23.99	1182.19	-61.24	-83.38
归属母公司股东净利润	310.10	411.60	529.49	703.15	现金流量净额	-117.71	1421.33	363.06	459.66
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	419.87	1841.21	2204.26	2663.92	成长能力				
应收和预付款项	250.72	297.09	388.03	503.93	销售收入增长率	28.10%	28.07%	28.87%	29.74%
存货	314.32	416.49	513.36	656.62	营业利润增长率	18.38%	40.16%	28.41%	32.59%
其他流动资产	65.49	79.97	99.05	124.37	净利润增长率	20.21%	32.73%	28.64%	32.80%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.78%	20.14%	35.29%	32.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	727.16	709.13	691.09	673.06	毛利率	44.91%	43.00%	45.27%	46.17%
无形资产和开发支出	82.39	73.59	64.79	55.99	三费率	7.48%	3.50%	5.69%	5.73%
其他非流动资产	41.22	41.21	41.19	41.18	净利率	27.26%	28.25%	28.21%	28.87%
资产总计	1901.18	3458.68	4001.77	4719.06	ROE	22.28%	13.82%	15.46%	17.48%
短期借款	30.03	0.00	0.00	0.00	ROA	16.31%	11.90%	13.23%	14.90%
应付和预收款项	278.23	345.14	440.85	560.58	ROIC	33.98%	30.43%	37.51%	44.84%
长期借款	82.09	82.09	82.09	82.09	EBITDA/销售收入	34.22%	32.10%	33.70%	34.31%
其他负债	119.08	53.06	53.27	53.58	营运能力				
负债合计	509.44	480.30	576.22	696.26	总资产周转率	0.69	0.54	0.50	0.56
股本	362.39	406.66	406.66	406.66	固定资产周转率	4.93	5.57	7.71	10.81
资本公积	416.52	1597.04	1597.04	1597.04	应收账款周转率	6.29	6.17	6.36	6.31
留存收益	625.10	974.68	1421.85	2019.11	存货周转率	2.78	2.27	2.21	2.24
归属母公司股东权益	1391.74	2978.38	3425.55	4022.81	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1391.74	2978.38	3425.55	4022.81	资产负债率	26.80%	13.89%	14.40%	14.75%
负债和股东权益合计	1901.18	3458.68	4001.77	4719.06	带息债务/总负债	22.01%	17.09%	14.25%	11.79%
					流动比率	2.80	7.61	7.25	7.03
					速动比率	1.96	6.41	6.09	5.86
					股利支付率	23.37%	15.07%	15.55%	15.06%
					每股指标				
					每股收益	0.76	1.01	1.30	1.73
					每股净资产	3.42	7.32	8.42	9.89
					每股经营现金	0.48	0.59	1.04	1.34
					每股股利	0.18	0.15	0.20	0.26
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	389.27	467.66	632.70	835.57					
PE	58.76	44.27	34.42	25.92					
PB	13.09	6.12	5.32	4.53					
PS	16.02	12.51	9.71	7.48					
EV/EBITDA	40.81	35.09	25.36	18.65					
股息率	0.40%	0.34%	0.45%	0.58%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn