

# 美好医疗 (301363) \ 医药生物

## 成长空间广阔的医疗器械精密组件龙头

### 投资要点:

美好医疗深耕医疗器械精密组件生产制造，为下游客户提供从产品设计开发到批量生产交付的全流程服务。公司液态硅胶精密模具及成型、自动化和精密制造等核心技术领先，并通过与大客户长期合作形成完善的医疗器械合规管理体系，下游应用进一步拓宽至其他领域，有望打开成长空间。

#### 核心客户合作稳固，充分受益下游高成长

公司核心业务家用呼吸机组件与全球龙头客户A形成战略合作，受益下游高成长。家用呼吸机主要针对呼吸慢病患者人群，潜在需求大，行业增长快，根据沙利文数据，2020年全球家用呼吸机设备市场规模27亿美元，通气面罩市场规模16亿美元，两者合计43亿美元，2020-2025年全球家用呼吸机行业整体CAGR有望达14.4%，到2025年市场规模有望达85亿美元。

2021年公司家用呼吸机组件收入7.6亿元，同比增长28.4%，占总收入比重67.1%。公司自2017年已参与客户A最新一代家用呼吸机整套结构组件的开发，我们预计未来公司在湿化器水箱、硅胶罩组件等业务方面和客户A将会有更多合作机会，公司在客户A供应链中地位有望进一步提升。

#### 技术平台拓展性强，下游应用不断丰富

公司液态硅胶和精密模具等核心技术平台下游应用范围广。**医疗器械领域：**拓展全球百强企业，产品涵盖监护、呼吸制氧、心血管等领域，2018-2021年其他医疗产品组件收入从0.1亿元增长至1.04亿元，CAGR为120%，客户合作家数和细分组件产品类别均快速增加。**家用和消费电子领域：**产品涵盖手机、咖啡机、面部护理仪器等领域，2018-2021年收入从639万元增长至0.84亿元，CAGR为136%，同时毛利率随着规模化生产呈上升趋势。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-2024年收入分别为14.63/18.88/24.01亿元，增速分别为28.61%/29.08%/27.14%，归母净利润分别为4.26/5.35/6.80亿元，增速分别为37.34%/25.57%/27.12%，EPS分别为1.05/1.32/1.67元/股，3年CAGR为29.91%。DCF绝对估值法测得公司每股价值48.17元，可比公司平均估值33倍，鉴于公司在医疗器械精密制造领域技术和经验领先，下游客户拓展空间大，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司2023年38倍PE，目标价49.97元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**单一客户依赖；汇率波动；疫情反复；客户拓展不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	888	1,137	1,463	1,888	2,401
增长率(%)	19.60%	28.10%	28.61%	29.08%	27.14%
EBITDA(百万元)	354	389	547	740	953
净利润(百万元)	258	310	426	535	680
增长率(%)	10.96%	20.21%	37.34%	25.57%	27.12%
EPS(元/股)	0.63	0.76	1.05	1.32	1.67
市盈率(P/E)	64.36	53.54	38.99	31.05	24.42
市净率(P/B)	14.23	11.93	5.23	4.48	3.78
EV/EBITDA	45.61	42.16	26.93	19.49	14.53

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为2022年12月26日收盘价

投资评级:

行业:

医疗器械

投资建议:

买入(首次评级)

当前价格:

40.83元

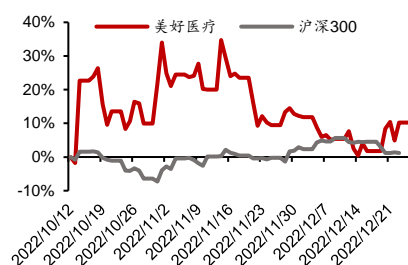
目标价格:

49.97元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	407/38
流通A股市值(百万元)	1,543
每股净资产(元)	8.11
资产负债率(%)	14.12
一年内最高/最低(元)	53.20/35.10

### 股价相对走势



分析师: 郑薇

执业证书编号: S0590521070002

邮箱: zhengwei@glsc.com.cn

### 相关报告

## 投资聚焦

公司专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售。以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、精密制造技术和完善的医疗器械合规管理体系为基础,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。

## 核心逻辑

1) 定位医疗器械中游的制造服务,下游景气度高。公司核心产品为家用呼吸机组件,行业需求旺盛,国内市场都处于快速发展阶段,提供了长期持续增长的动力。

2) 与下游龙头客户合作关系紧密,持续进行深入合作,单一客户逐步做深;新客户拓展能力较强,长期积累的生产技术经验为公司建立良好口碑,有望在医疗器械其他领域以及消费电子等领域横向拓展。

## 核心假设

我们对公司的核心的医疗器械相关业务进行了收入和毛利率假设:

**1) 家用呼吸机组件:** 疫情过后家用呼吸机需求恢复,客户 A 的订单需求增加;同时公司与客户的合作逐步深入,参与其新产品整体的研发设计,我们预计家用呼吸机组件业务将保持稳定快速增长,预计 2022-2024 年家用呼吸机组件收入增速分别为 29.95%、28.83%、24.88%;毛利率分别为 43.74%、44.42%、45.29%。

**2) 人工植入耳蜗组件:** 疫情期间人工植入耳蜗手术部分延期,下游客户需求受到抑制。随着疫情缓和,我们预计手术量将逐步恢复,来自客户 B 的订单也有望回升。预计 2022-2024 年人工植入耳蜗组件收入增速分别为 39.27%、20.84%、23.09%;毛利率分别为 61.83%、62.42%、63.18%。

**3) 其他医疗产品组件:** 2021 年公司新冠快速检测产品组件收入增幅较大,随着疫情消退需求减少;但同时公司不断开拓新客户、单一客户合作品类逐步增加,我们预计未来几年增速将持续提升。预计 2022-2024 年其他医疗产品组件收入增速分别为 20.96%、37.47%、42.35%;毛利率分别为 39.30%、41.03%、41.11%。

## 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 14.63/18.88/24.01 亿元,增速分别为 28.61%/29.08%/27.14%,归母净利润分别为 4.26/5.35/6.80 亿元,增速分别为 37.34%/25.57%/27.12%,三年复合增速为 29.91%,对应 PE 分别为 39/31/24 倍。

根据 FCFF 绝对估值法,测得公司合理市值为 196 亿元;根据 PE 相对估值法的结果,测得公司合理市值为 203 亿元。综合绝对估值和相对估值,我们给予公司 2023 年 38 倍 PE,对应目标价 49.97 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

## 正文目录

1.	目标高远的家用呼吸机组件龙头 .....	5
1.1	立足核心业务拓展优质医疗器械客户 .....	5
1.2	近年来业绩稳健快速增长 .....	7
2.	器械行业高成长带动中游制造发展 .....	9
2.1	家用呼吸机：需求驱动行业快速增长 .....	9
2.2	人工植入耳蜗：市场规模稳步增长 .....	12
2.3	平台型器械代工公司优势明显 .....	13
3.	发挥平台优势业务做深做广 .....	15
3.1	核心技术领先 .....	15
3.2	客户合作持续深入 .....	17
3.3	技术平台拓展性强 .....	18
4.	盈利预测、估值与投资建议 .....	21
4.1	盈利预测 .....	21
4.2	估值与投资建议 .....	23
5.	风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：公司股权架构 .....	6
图表 3：公司管理层背景介绍 .....	6
图表 4：2018-2022Q3 公司营收及增速 .....	7
图表 5：2018-2022Q3 公司归母净利润及增速 .....	7
图表 6：2018-2021 年公司主营业务构成 .....	7
图表 7：公司主要产品毛利率情况 .....	7
图表 8：2018-2021 年公司收入按地区拆分 .....	8
图表 9：2018-2022Q3 公司毛利率和净利率 .....	8
图表 10：2018-2022Q3 公司费用情况（百万元） .....	8
图表 11：呼吸机按应用场景分类 .....	9
图表 12：COPD 与 OSA 症状及治疗方案（部分） .....	10
图表 13：2016-2025E 全球 COPD 患病人数及增速 .....	10
图表 14：2016-2025E 全球 OSA 患病人数及增速 .....	10
图表 15：中美 COPD 患病、确诊及控制人数对比 .....	11
图表 16：2016-2025E 全球家用呼吸机规模及增速 .....	11
图表 17：2020 年全球家用呼吸机市场份额 .....	11
图表 18：2016-2025E 全球通气面罩市场规模及增速 .....	12
图表 19：2020 年全球通气面罩市场份额 .....	12
图表 20：全球人工植入耳蜗市场规模及增速 .....	12
图表 21：全球人工植入耳蜗行业集中度高 .....	12
图表 22：医疗器械代工国内外竞争对手 .....	13
图表 23：新项目设计开发流程（以美好医疗为例） .....	14
图表 24：医疗器械 MAH 制度发展历程 .....	14
图表 25：公司拥有先进的设备和设施 .....	15
图表 26：液态硅胶模具和塑胶模具差异比较 .....	15

图表 27: 公司模具制造技术领先.....	16
图表 28: 公司研发投入逐年提升.....	17
图表 29: 公司员工构成.....	17
图表 30: 公司与客户 A 之间历史上的合作协议签署情况.....	17
图表 31: 公司呼吸机组件示意图和近年收入变化.....	18
图表 32: 呼吸机主机各组件收入构成变化.....	18
图表 33: 呼吸面罩各组件收入构成变化.....	18
图表 34: 液态硅胶应用领域广泛.....	19
图表 35: 2018-2021 年其他医疗产品组件收入.....	19
图表 36: 其他医疗客户数量和种类快速增加.....	19
图表 37: 2019-2021 年公司家用及消费电子组件收入及毛利率.....	20
图表 38: 家用及消费电子组件细分收入 (百万元).....	20
图表 39: 家用及消费电子组件细分产品毛利率.....	20
图表 40: 2019-2021 前五大客户收入变化 (万元).....	21
图表 41: 公司营收拆分及预测.....	22
图表 42: FCFF 模型关键假设.....	23
图表 43: FCFF 模型敏感性测试.....	23
图表 44: FCFF 估值明细.....	23
图表 45: 可比公司估值.....	24

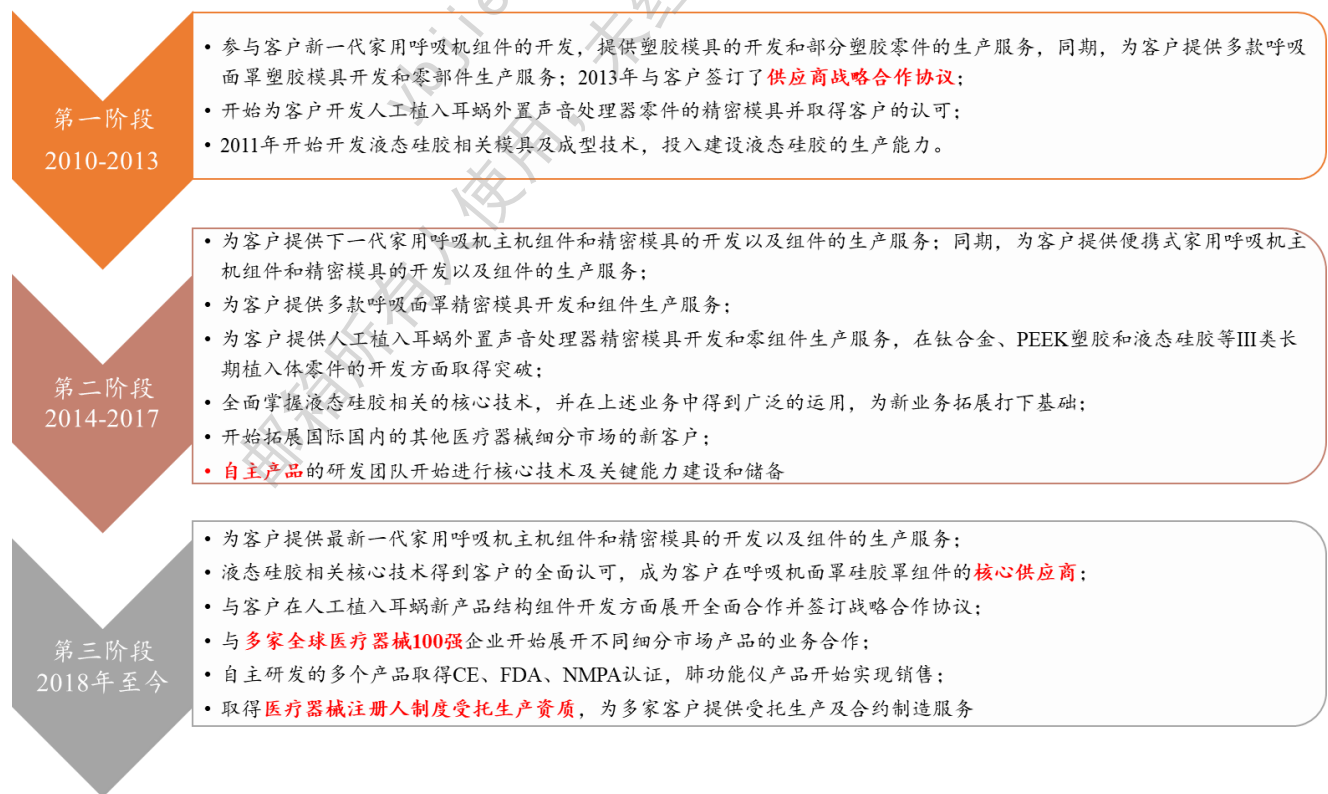
## 1. 目标高远的家用呼吸机组件龙头

美好医疗成立于 2010 年，专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，为全球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一站式服务。公司凭借医疗器械组件及产品的研发实力、塑胶和液态硅胶精密模具及成型技术、自动化技术、精密制造技术和完善的医疗器械生产和质量管理体系，在行业内树立了较高的品牌知名度。

### 1.1 立足核心业务拓展优质医疗器械客户

公司业务发展主要经历了三个阶段。前期通过技术积累和持续合作成为全球家用呼吸机市场龙头客户 A 和人工植入耳蜗全球市场龙头客户 B 的核心供应商；后来逐步拓展自主医疗器械产品、健康防护类产品的研发、制造和销售；近年来，公司获得医疗器械注册人制度受托生产资质，不断拓展全球医疗器械优质客户，与多家全球医疗器械 100 强企业形成合作。

图表 1：公司发展历程



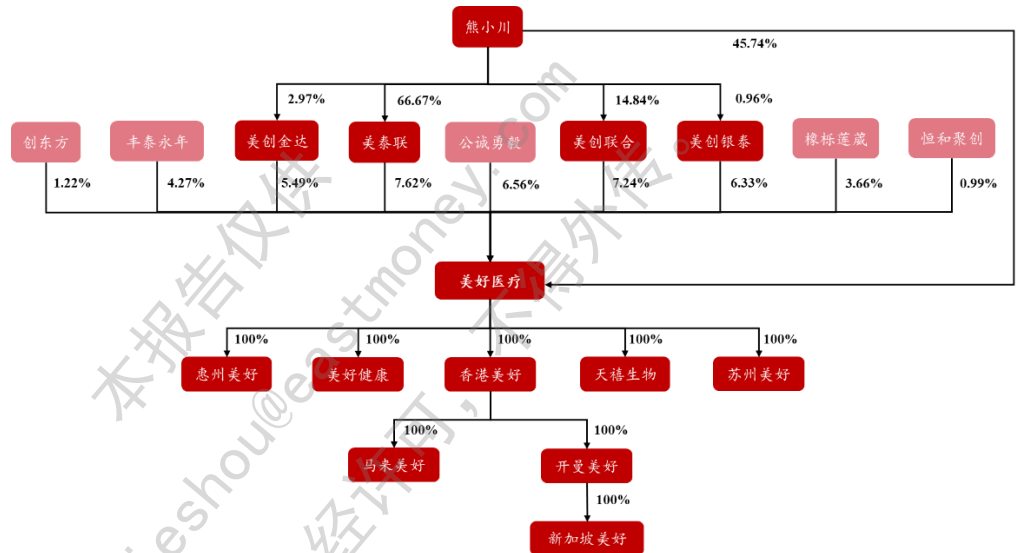
来源：公司招股书，国联证券研究所

董事长、总经理熊小川先生为公司控股股东、实际控制人，直接持有公司 45.74% 股权，并通过美泰联以及员工持股平台（美创联合、美创银泰、美创金达）间接控制公司 26.68% 股权，合计控制公司 72.42% 股权。

公司业务架构清晰，共有 5 家全资子公司及 3 家全资孙公司。惠州美好、苏州美好主要负责主营产品产品的研发、生产与销售，美好健康、天禧生物主要负责产品的销售；

香港美好为公司设立在香港的贸易主体，香港美好与客户签订合同、订单后，由深圳美好、马来美好进行生产，再通过香港美好将货物销售给境外客户，销售区域主要为新加坡和澳大利亚。

图表 2：公司股权架构



来源：iFind，国联证券研究所，截止 2022 年 10 月 27 日

**管理层行业经验丰富。**公司董事长熊小川先生曾在四川长虹、深圳创维工作；副总经理迟奇峰和周道福先生为公司核心技术人员，拥有多年精密制造从业经验，具有较强专业背景，是公司新产品、新技术研发的骨干力量。

图表 3：公司管理层背景介绍

<p><b>熊小川</b> 董事长，总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 硕士研究生学历</li> <li>• 2010年加入公司</li> <li>• 1987年至2000年，就职于四川长虹电器股份有限公司，历任技术主任、营销管理部办公室主任、副部长等职务。2001年至2005年，分别在伦敦南泰晤士学院和英国华威大学学习。2005年至2006年，就职于创维应用电子（深圳）有限公司，担任小家电事业部总经理。2006年至2008年，就职于广东美好药品经营有限公司，担任海外部总经理。2008年至2015年，就职于深圳市美好创亿科技发展有限公司（已于2015年11月注销），担任总经理、执行董事。</li> <li>• 2010年至今，担任公司董事长、总经理。</li> </ul>	<p><b>迟奇峰</b> 副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 硕士研究生学历</li> <li>• 2010年加入公司。</li> <li>• 曾就职于大连海尔精密组件有限公司，担任设备部工程师；曾就职于富顶精密组件有限公司，担任HSDI工程师；曾就职于深圳市美好创亿科技发展有限公司（已于2015年11月注销），担任项目经理。2010年至2019年11月，就职于美好有限，历任研发部经理、项目部经理、副总经理等职务。</li> <li>• 2019年11月至今，担任公司副总经理。</li> </ul>
<p><b>袁峰</b> 董事，副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 硕士研究生学历</li> <li>• 2010年加入公司</li> <li>• 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。</li> <li>• 2019年11月至今，担任公司董事、副总经理。</li> </ul>	<p><b>牟健</b> 财务总监</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 大学本科学历，会计师</li> <li>• 2020年加入公司</li> <li>• 先后就职于中国长江动力公司、中国北方工业广州公司、北方光电科技股份有限公司，担任财务部门会计、会计经理等职务。曾任格林美股份有限公司财务总监兼董事会秘书、副总经理，派生科技股份有限公司首席财务官，慧云新科技股份有限公司独立董事，利川市九丰贸易有限公司董事。现任淮安紫洋企业管理有限公司董事，利川市九丰贸易有限公司监事，深圳市多才贸易有限公司监事。</li> <li>• 2020年10月至今，担任公司财务总监。</li> </ul>
<p><b>周道福</b> 董事，副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 大学本科学历，深圳高层次人才（后备级）</li> <li>• 2011年加入公司</li> <li>• 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。</li> <li>• 2019年11月至今，担任公司董事、副总经理。</li> </ul>	<p><b>谭景霞</b> 董事会秘书</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 研究生硕士学历</li> <li>• 2014年加入公司</li> <li>• 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。</li> <li>• 2019年11月至今，担任公司董事会秘书。</li> </ul>

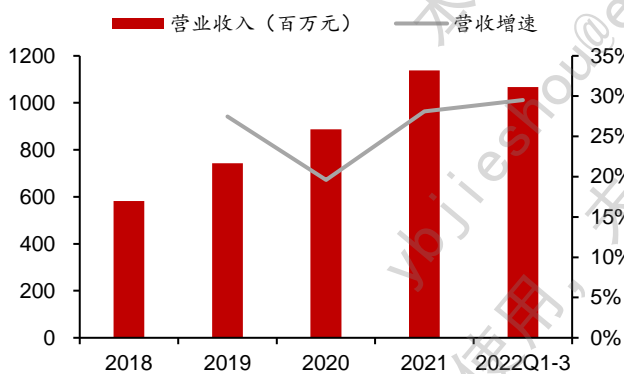
来源：公司招股书，国联证券研究所

## 1.2 近年来业绩稳健快速增长

近年来公司业绩保持稳定快速增长，2018-2021 年公司营收由 5.82 亿元增长至 11.37 亿元，CAGR 为 25.0%；归母净利润由 1.31 亿元增长至 3.1 亿元，CAGR 为 33.3%。2020 年受新冠疫情的影响，下游行业（家用呼吸机和人工植入耳蜗）需求受到抑制，收入和利润增速出现下滑。

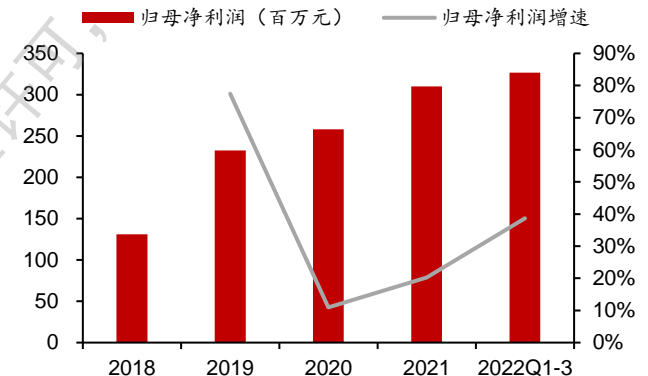
随着疫情得到控制，主要客户需求逐步恢复，2021 年之后公司业绩增速持续回升。2022 年前三季度，公司实现营业收入 10.68 亿元，同比增长 29.5%；归母净利润 3.27 亿元，同比增长 38.7%，受益于充足的订单和惠州新厂房投产，业绩恢复高速增长。

图表 4：2018-2022Q3 公司营收及增速



来源：iFind，国联证券研究所

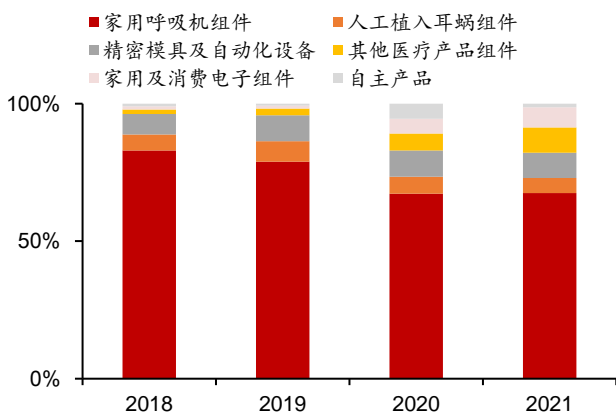
图表 5：2018-2022Q3 公司归母净利润及增速



来源：iFind，国联证券研究所

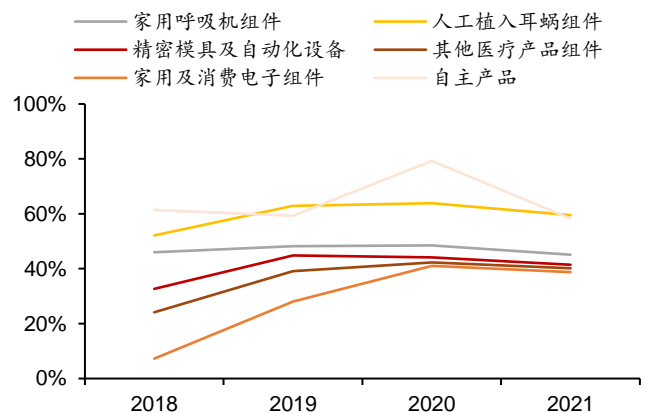
家用呼吸机和人工植入耳蜗组件产品是公司目前的核心业务。按产品类型看，公司主营业务包括家用呼吸机组件、人工植入耳蜗组件、精密模具及自动化设备、其他医疗产品组件、家用及消费电子组件以及自主产品。家用呼吸机组件为公司核心产品及首要收入来源，2021 年收入占比为 67.09%。

图表 6：2018-2021 年公司主营业务构成



来源：iFind，国联证券研究所

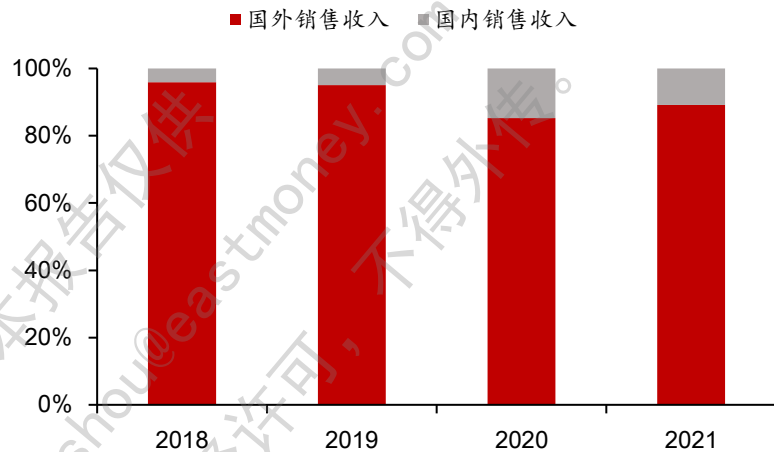
图表 7：公司主要产品毛利率情况



来源：iFind，国联证券研究所

公司收入绝大部分来自于海外，2020 年之前海外占比超过 95%；2020 年因疫情影响海外需求受到抑制，同时国内防疫需求增加，因此国内销售收入增速超过海外，境外收入占比降低至 85%，2021 年占比 89%。公司第一大客户为全球家用呼吸机龙头，公司主要为其提供呼吸机及通气面罩组件，第一大客户收入占比超过 65%。

图表 8: 2018-2021 年公司收入按地区拆分

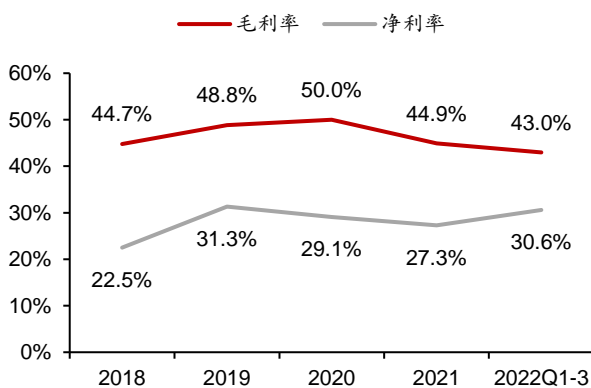


来源: iFind, 国联证券研究所

毛利率短期承压，盈利能力稳中有升。公司毛利率整体保持稳定，近两年略有下滑主要因为 2021 年美元贬值导致价格下降以及原材料涨价，同时 2020 年部分疫情相关产品毛利率较高，产品结构变化带来毛利率波动。后续随着上游原材料价格的回落，公司毛利率有望提升。

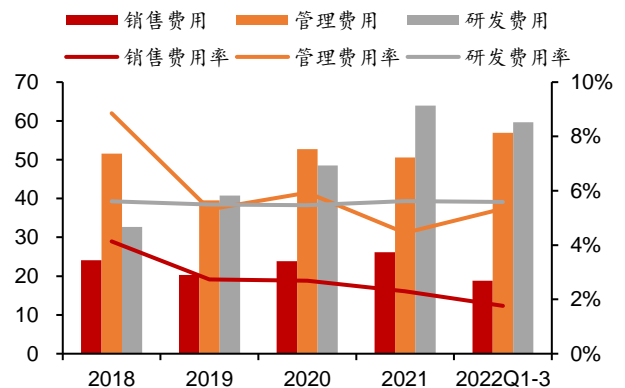
公司费用控制能力较好，2021 年销售费用率为 2.3%，同比下降 0.39 个百分点；管理费用率为 4.45%，同比下降 1.49 个百分点；研发费用率为 5.62%，同比上升 0.15 个百分点；财务费用率为 0.73%，同比下降 2.71 个百分点。随着收入规模不断提升，公司费用率有望进一步优化，盈利能力逐步提升。

图表 9: 2018-2022Q3 公司毛利率和净利率



来源: iFind, 国联证券研究所

图表 10: 2018-2022Q3 公司费用情况 (百万元)



来源: iFind, 国联证券研究所



## 2. 器械行业高成长带动中游制造发展

公司主要从事医疗器械精密组件生产制造,同时为客户提供精密模具及自动化设备,主要产品为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件,公司已经与客户 A 和客户 B 等全球知名医疗器械企业建立了长期合作关系。因此,全球医疗器械行业市场规模、发展趋势直接决定了公司主要产品的市场需求和发展方向。

### 2.1 家用呼吸机:需求驱动行业快速增长

按照应用场景呼吸机可分为家用呼吸机与医用呼吸机。家用呼吸机均为无创呼吸机,可为患者提供或增加肺通气,用于治疗呼吸暂停综合征、中轻度呼吸障碍等疾病。医用呼吸机分为无创和有创两种,有创呼吸机需要建立人工气道,适用于重症和危重症呼吸衰竭患者;无创呼吸机适用于清醒、有自主呼吸的患者。

图表 11:呼吸机按应用场景分类

	家用呼吸机	医用呼吸机
应用场景	主要用于家庭护理环境,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。	主要用于专业医疗场所,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。
优势	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.患者保持正常生理功能(说话、咳嗽、进食等)</li> <li>2.痛苦小、易耐受</li> <li>3.避免有创机械通气的并发症</li> <li>4.避免或减少镇静剂的应用</li> <li>5.医疗费用相对较低</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.管路密闭性好,人体配合好</li> <li>2.有空氧混合气、可准确设置吸入氧浓度</li> <li>3.气道管理容易保证</li> <li>4.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> </ol>
劣势	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.气道密闭性差,容易漏气</li> <li>2.监测报警设置简单</li> <li>3.多没有空氧混合气,无法精确设置吸入氧浓度</li> <li>4.气体加温加湿不充分</li> <li>5.不利于气道分泌物引流,死腔较大,容易导致面部损伤</li> <li>6.容易导致腹胀</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.容易导致面部损伤</li> <li>2.管路连接复杂、设备体积大</li> <li>3.无法保留患者正常的生理功能</li> <li>4.病人耐受性差,常需用镇静、肌松药</li> <li>5.常常出现机械通气相关并发症(口鼻粘膜和声带损伤、呼吸机相关肺炎、肺损伤等),以及容易导致呼吸机依赖</li> <li>6.医疗费用昂贵</li> </ol>
连接方式	无创	有创、无创
机械通气方式	持续气道正压通气(CPAP) 双水平气道正压通气(Bi Level)	压力支持通气(PSV) 同步间歇性指令通气(SIMV) 容量控制通气(VCV) 压力控制呼吸模式(PCV)
主体设备区别	体积小,操作简单 高流量低压力,漏气补偿较好 监测报警设置简单	医用有创呼吸机体积大,操作复杂 监测报警设置完善

**销售渠道** 电子商务渠道、代理销售、OTC 渠道 医院代理销售集中采购、分散渠道采购

来源：Frost & Sullivan，国联证券研究所

**家用呼吸机瞄准呼吸慢病患者人群。**家用呼吸机是治疗 COPD（慢性阻塞性肺疾病）和 OSA（阻塞性睡眠呼吸暂停综合征）的重要手段，其中家用双水平呼吸机是 COPD 非药物治疗的首选治疗方案；无创呼吸机是成人 OSA 患者的首选和初选治疗手段。相关疾病诊治指南均已将无创通气纳入治疗方案。随着呼吸慢病患者人数的不断增加，对于家用呼吸机的需求也在不断提升。

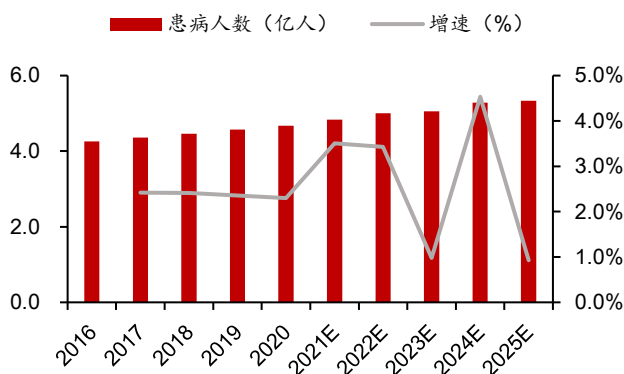
图表 12：COPD 与 OSA 症状及治疗方案（部分）

疾病	参考指南	症状	治疗方案（部分）
COPD	《慢性阻塞性肺疾病诊治指南（2021 年修订版）》	慢性咳嗽、咳痰、气短或呼吸困难、胸闷和喘息，结合有右心功能不全、呼吸衰竭、自发性气胸等并发症。	家庭无创通气：对存在严重二氧化碳潴留的重度或极重度慢阻肺患者可改善症状、降低住院需求和病死率，尤其适合于合并阻塞性睡眠障碍的患者。
OSA	《成人阻塞性睡眠呼吸暂停基层诊疗指南（2018 年）》	打鼾，鼾声大且不规律，夜间有窒息感或憋醒，睡眠紊乱，白天嗜睡，记忆力下降，严重者出现认知功能下降，行为异常。与冠心病、心力衰竭、心律失常、糖尿病密切相关。	无创气道正压通气治疗：成人 OSA 患者首选和初始治疗手段，可改善患者打鼾、憋气、间歇性缺氧、白天嗜睡等症状，相关并发症也能得到改善。

来源：《慢性阻塞性肺疾病诊治指南（2021 年修订版）》，《成人阻塞性睡眠呼吸暂停基层诊疗指南（2018 年）》，国联证券研究所

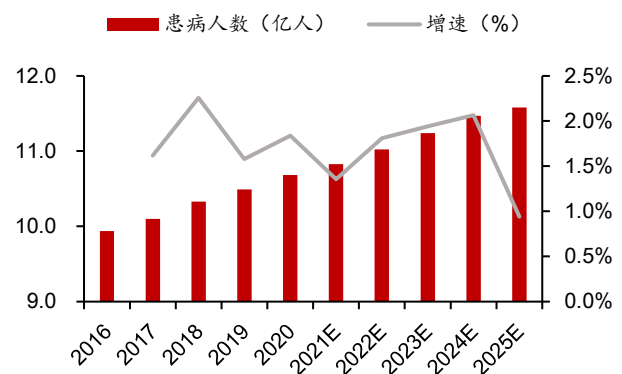
**呼吸慢病市场存在较大未被满足需求。**COPD 的患病率、致残致死率高，病程及治疗周期长，急性加重期住院率高，是全球公认医疗负担较大的疾病，患病人数仍在以高增速不断增加。根据世界卫生组织的预测，COPD 在 2030 年会成为全球造成死亡数排名第三的疾病。而 OSA 的患病人群基数则更大，且由于多发于肥胖及中老年人群，随着肥胖人群的不断增多以及人口老龄化加剧，其患病率在全球范围内逐年提升已经成为一个重要的公共卫生问题。

图表 13：2016-2025E 全球 COPD 患病人数及增速



来源：Frost & Sullivan，国联证券研究所

图表 14：2016-2025E 全球 OSA 患病人数及增速

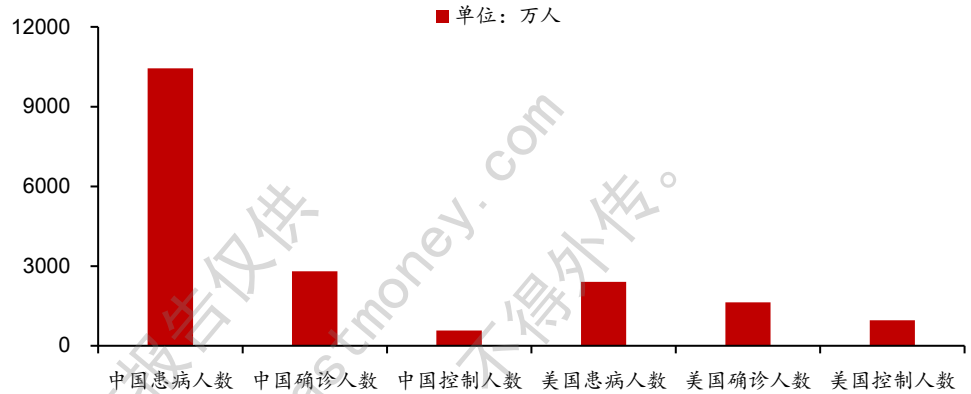


来源：Frost & Sullivan，国联证券研究所 注：按 30-69 岁人群统计

**COPD 和 OSA 的诊断率及控制率较低，家用呼吸机的渗透率有望提升。**根据弗若斯特沙利文统计，美国 COPD 诊断率为 68.3%，控制率为 58.3%；而我国 COPD 患者疾病认知严重不足，确诊率仅为 26.8%，控制率仅为 20.2%。而 OSA 的诊断率则更低，美国也仅为 20%，我国甚至还不到 1%，主要因为 OSA 的症状通常发生在

睡眠中，患者很难意识到。随着居民健康管理和疾病预防意识的提升，我们预计未来 COPD 和 OSA 的诊断率、控制率有望升高，对家用呼吸机产品的需求也会增加。

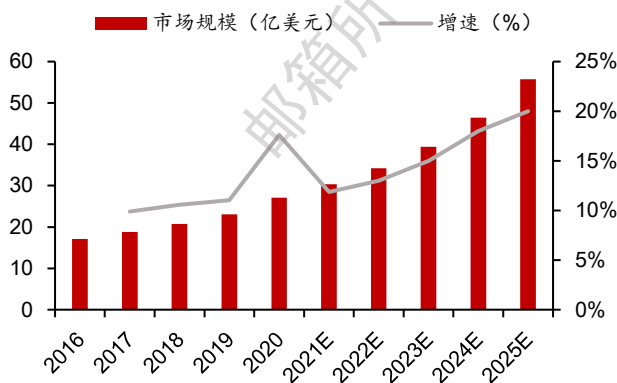
图表 15：中美 COPD 患病、确诊及控制人数对比



来源：Frost & Sullivan，国联证券研究所

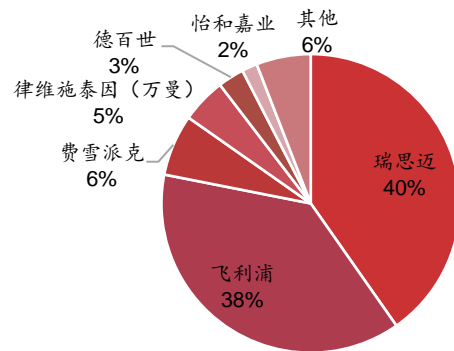
全球家用呼吸机市场规模持续快速增长，行业集中度较高。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年全球家用呼吸机市场规模为 27.1 亿美元，预计 2020-2025 年 CAGR 将达到 15.5%，2025 年市场规模有望达到 55.8 亿美元。竞争格局方面，全球家用呼吸机市场主要被海外品牌占据，市场集中度高，2020 年 CR2 达 78.1%，其中瑞思迈和飞利浦分别占据 40.3% 和 37.8% 的市场份额。2021 年飞利浦召回事件或将带来行业格局的变化，其他厂家有望受益。

图表 16：2016-2025E 全球家用呼吸机规模及增速



来源：Frost & Sullivan，国联证券研究所

图表 17：2020 年全球家用呼吸机市场份额



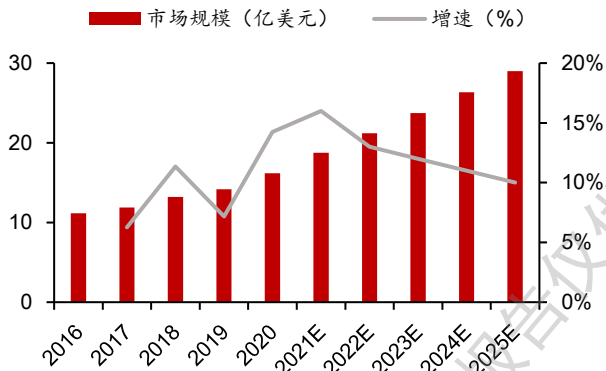
来源：Frost & Sullivan，国联证券研究所

通气面罩系无创呼吸机配套耗材，需求与呼吸机同步增长。通气面罩是人机连接装置，直接与人面部接触，通过管路连接到呼吸机，经过呼吸机主机加压过的空气经由管路进入面罩，再进入鼻腔或口腔。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年全球通气面罩市场规模为 16.2 亿美元，预计 2020-2025 年 CAGR 将达到 12.4%，2025 年市场规模有望达到 29.0 亿美元。

相较家用呼吸机设备，全球通气面罩市场竞争格局更为集中，全球市场 CR2 高达 90.9%，2020 年瑞思迈全球市占率第一，占 64.7% 的份额；飞利浦位居第二，占

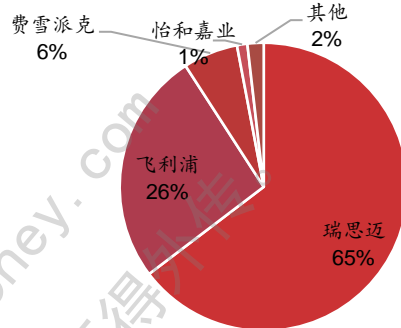
26.2%的份额；其次为费雪派克，占比 6.2%；国产厂家怡和嘉业 2020 年销售额约为 1880 万美元，占比约为 1.2%。

图表 18: 2016-2025E 全球通气面罩市场规模及增速



来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

图表 19: 2020 全球通气面罩市场份额



来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

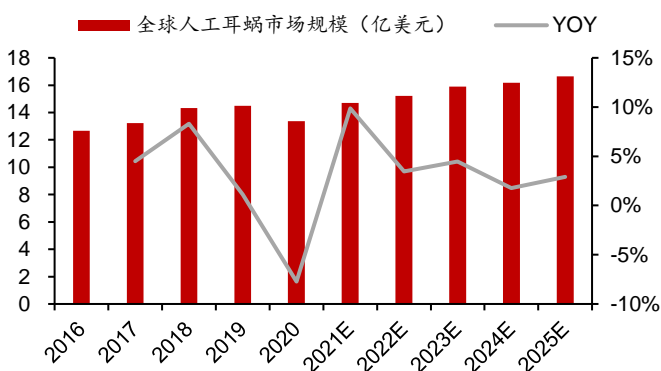
## 2.2 人工植入耳蜗: 市场规模稳步增长

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特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，目前已成为全球范围内治疗轻度到重度失聪的常规方法。

**全球人工耳蜗市场稳步增长，仍具备发展潜力。**根据 QY Research 数据，除 2020 年因新冠疫情导致销售受阻外，全球人工耳蜗市场规模一直保持稳定增长。2016-2020 年，全球人工耳蜗市场规模由 12.67 亿美元增长至 13.38 亿美元，CAGR 为 1.37%，预计到 2025 年有望增长至 16.64 亿美元，5 年 CAGR 为 4.46%。

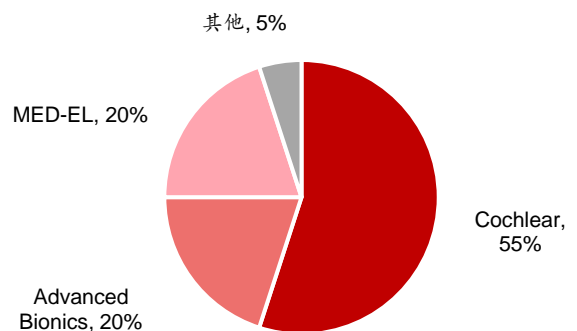
**人工耳蜗的研发技术壁垒较高，行业呈现高集中度。**根据前瞻产业研究院数据，科利耳(Cochlear)是全球植入式听力解决方案的领导者，全球市占率第一，为 55%，能够提供超 60 万种植入式设备，服务客户超 25 万人；领先仿生(Advanced Bionics)和美迪乐 (MED-EL) 分别排名第二和第三，前三家企业占据 95% 市场份额。

图表 20: 全球人工植入耳蜗市场规模及增速



来源: QYResearch, 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

图表 21: 全球人工植入耳蜗行业集中度高



来源: QYResearch, 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

## 2.3 平台型器械代工公司优势明显

### ➤ 医疗器械代工行业较为分散

因为医疗器械行业涉及多学科交叉，需要机械、电子、材料、生化、临床等复合背景人才，技术工艺复杂、生产过程较长，因此在一些易于标准化的环节往往会进行代工生产，从而提升生产效率、降低综合成本。

医疗器械代工生产范围包括塑料、硅胶、金属等材质的各种零部件、组件结构件等，涵盖各类医疗设备及耗材。因下游应用和产品较为分散，且生产环节众多，医疗器械代工厂家大多规模不大，而成立时间长、业务范围广的海外公司逐渐形成平台化，收入体量更大。

**图表 22：医疗器械代工国内外竞争对手**

企业	业务范围	医疗代工收入	业务占比	毛利率	医疗代工案例
<b>国际</b>					
捷普	电子代工	50 亿美元 (2022 财年, 截止 8.31)	15%	4.90%	捷普上海有为 GE、飞利浦、雅培、波科、强生、美敦力 (含柯惠) 等全球医疗器械巨头提供电子电路板部件及系统的开发设计服务
伟创力	医疗用精密塑料, 包括医疗设备部件、实验室消耗品、一次性用品等	24 亿美元 (2022 财年, 截止 3.31)	9%	/	伟创力早在 2010 年就已向医疗器械代工领域突破。伟创力中国在苏州和广东均建有医疗器械产品生产线, 合作客户包括强生、雅培、施乐辉、美敦力、Insulet 公司等
<b>国内</b>					
美好医疗	医疗器械塑胶、硅胶组件等	9.3 亿元 (2021)	81.70%	45.52%	以家用呼吸机、人工植入耳蜗组件为主, 并拓展更多器械领域, 客户包括迈瑞、强生、西门子等
拱东医疗	医用塑料耗材	7.0 亿元 <sup>1</sup> (2021)	58.42%	~44% <sup>2</sup>	IVD 定制化耗材、一次性塑料耗材 OEM/ODM, 客户包括 Mckesson、Medline、安图生物等
昌红科技	精密非金属制品模具、注塑成型生产	3.3 亿元 (2021)	29.33%	42.64%	高分子医疗耗材代工, 客户包括罗氏、赛默飞、迈瑞、华大基因等
科森科技	精密金属制造服务	2.2 亿元 (2021)	5.31%	38.51%	医疗手术器械结构件, 客户包括强生、美敦力 (柯惠) 等

来源：各公司官网，iFind，国联证券研究所 1、收入为 IVD 配套及海外 OEM/ODM 合计；2、以公司整体毛利率估算

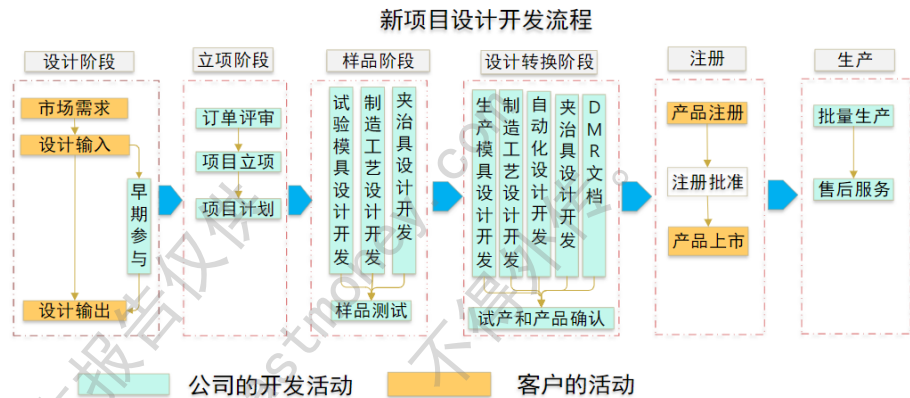
### ➤ 医疗代工上下游客户绑定紧密

伴随新产品的合作开发，医疗器械代工企业与下游客户联系较为紧密。以美好医疗为例，公司为医疗器械企业客户提供产品开发、工程技术开发和综合制造服务，参与到客户与公司所提供的组件相关的新产品的早期设计开发阶段，在充分了解客户的产品需求的基础上，在新产品开发阶段，为客户提供新产品特定专用技术服务及设计转换解决方案，缩短客户的新产品开发周期，加快客户产品的上市节奏，提升客户产品的用户体验，增强客户产品竞争力。

公司为客户提供的增值服务，增加了客户对公司专业技术能力和制造能力的依赖，为公司带来稳定的业务订单和持续的业绩增长，形成双赢的格局。同时公司不断积累的产品开发和生产经验，可以迁移到客户新一代产品的开发中，强化公司与客户之间

的业务深度，提升客户粘性。另外由于医疗器械产品具有较为严格的注册审批制度，供应商管理严格，一般进入客户供应链之后就较难进行更换。

图表 23：新项目设计开发流程（以美好医疗为例）



来源：公司招股书，国联证券研究所

### ➤ 医疗器械注册人制度为器械代工带来新动力

医疗器械注册人制度，或医疗器械上市许可持有人（MAH）制度，是指将注册证和生产许可证分离，符合条件的医疗器械注册申请人可以单独申请医疗器械注册证。2017年12月1日，上海市出台《中国（上海）自由贸易试验区内医疗器械注册人制度试点工作实施方案》，医疗器械注册人制度的推行从此拉开序幕。

医疗器械 MAH 制度的推行，有利于激发医疗器械创新企业和人才的积极性，使其专注于产品研发；同时生产委托给有资质和生产能力的企业进行。通过这种分工，可以合理配置生产资源，抑制医疗器械行业的低水平重复建设，如 GMP 生产线闲置导致资源浪费，同时也可以加快创新产品的上市步伐。

在医疗器械 MAH 制度推行过程中，获得生产许可、具备平台化生产能力的医疗器械 ODM/CDMO 公司，将充分受益下游医疗器械行业的快速发展和创新细分赛道的高成长，可拓展空间广阔。

图表 24：医疗器械 MAH 制度发展历程

时间	机构	政策和内容
2017年12月7日	上海药监局	《中国（上海）自由贸易试验区内医疗器械注册人制度试点工作实施方案》，MAH 在上海试点
2018年1月9日	国家食品药品监督管理总局	《关于上海市食品药品监督管理局开展医疗器械注册人制度试点工作的公告（2018年第1号）》
2018年5月24日	国务院	《进一步深化中国（广东）、（天津）、（福建）自由贸易试验区改革开放方案》，新增广东、天津试点地区
2018年7月5日	上海食品药品监督管理局	《关于将本市医疗器械注册人制度改革试点扩大至全市范围实施的公告》，将试点范围扩大到上海全市
2019年2月	国务院	批复了关于全面推进北京市服务业扩大开放综合试点工作方案，同意在北京市继续开展和全面推进服务业扩大开放综合试点，期限为自批复之日起3年
2019年8月26日	人大常委会	《中华人民共和国药品管理法》，正式确立 MAH 制度

2020年12月21日

国务院

《医疗器械监督管理条例》

2021年3月18日

国家药监局

《医疗器械监督管理条例》最新修订，明确生产地域全面开放

来源：政府官网，国联证券研究所

### 3. 发挥平台优势业务做深做广

公司深耕医疗器械精密组件领域，通过多年与客户合作积累了丰富的产品设计开发和生产制造经验，并积累了完备而先进的生产设备，包括模具加工设备、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。同时，公司建立了完善的符合多国要求的医疗器械质量管理体系，逐步形成平台化。

图表 25：公司拥有先进的设备和设施



来源：公司招股书，国联证券研究所

#### 3.1 核心技术领先

公司精密组件产品的生产主要依托于精密模具的设计和制造、塑胶和液态硅胶技术的积累和提升。公司通过多年工艺技术的优化、产品的迭代升级，逐步形成核心技术层面的竞争优势。公司的精密模具分为塑胶模具和液态硅胶模具两个类别：

图表 26：液态硅胶模具和塑胶模具差异比较

项目	液态硅胶模具	塑胶模具
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（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

来源：公司公告，国联证券研究所

**液态硅胶技术领先。**由于液态硅胶独特的高温固化的特点，相关成型技术和生产工艺较传统塑胶难度更高，对模具的要求也更高。而公司通过多年积累，在液态硅胶模具及成型技术方面不断取得新的突破，例如：

- 创新性应用液态硅胶冷流道设计与制造技术，提升了品质稳定性；
- 创新性应用液态硅胶分层成型模具设计与制造技术，增加了产品设计的自由度；
- 创新性应用全自动转移注塑双色成型生产技术，提升了产品的生产效率。

**模具制造技术领先。**公司以技术创新为核心，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，形成自身的独特优势。

**图表 27：公司模具制造技术领先**

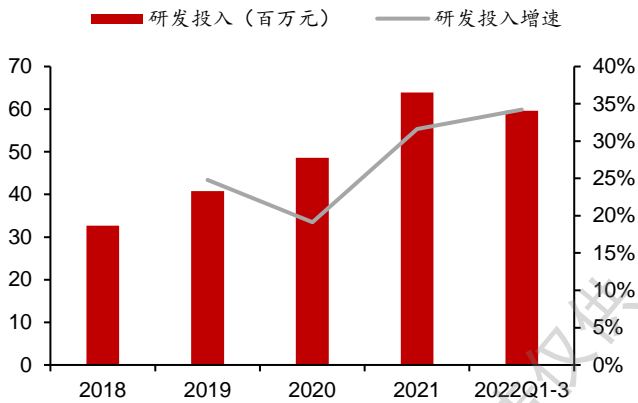
项目	公司水平	国际先进水平	国内先进水平
精度（毫米）	0.002	0.001-0.005	0.005-0.01
表面粗糙度（微米）	0.03-0.06	0.03-0.08	0.06-0.16
最小 R 角（毫米）	0.01	0.01	0.05
使用寿命（万次）	100（部分模具可到 400）	100	50-100

来源：公司招股书，国联证券研究所

**研发投入持续加码。**公司重视研发创新，每年研发支出占营业收入的比例均超过 5.5%，研发投入持续快速增加，2018-2021 年研发投入 CAGR 为 25%；2022 年前三季度研发投入达到 0.6 亿元，同比增长 34.2%。2021 年底，公司拥有研发人员 232 名，数量占比为 14.83%。

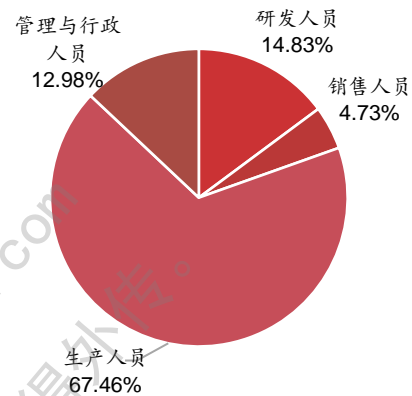


图表 28：公司研发投入逐年提升



来源：iFind，国联证券研究所

图表 29：公司员工构成



来源：iFind，国联证券研究所，截止 2021 年底

### 3.2 客户合作持续深入

客户认可度高，合作持续深入。公司连续 10 年获评全球家用呼吸机市场龙头企业之一的客户 A “最佳供应商”，获评人工植入耳蜗全球市场龙头企业之一的客户 B “5 年服务最有价值和优秀合作伙伴”。公司与大客户 A 和 B 合作均超过 10 年时间，合作范围持续深入。

以客户 A 为例，公司与客户 A 签署的框架协议多次修订、延长有效期。2017 年公司开始参与客户 A 新一代呼吸机整套结构组件的材料、结构、模具、自动化、生产工艺等方面的开发，并已开始批量试产，因此客户 A 在 2020 年 7 月将框架协议时间延长 5 年，从而保障新一代呼吸机组件供应的稳定性。

图表 30：公司与客户 A 之间历史上的合作协议签署情况

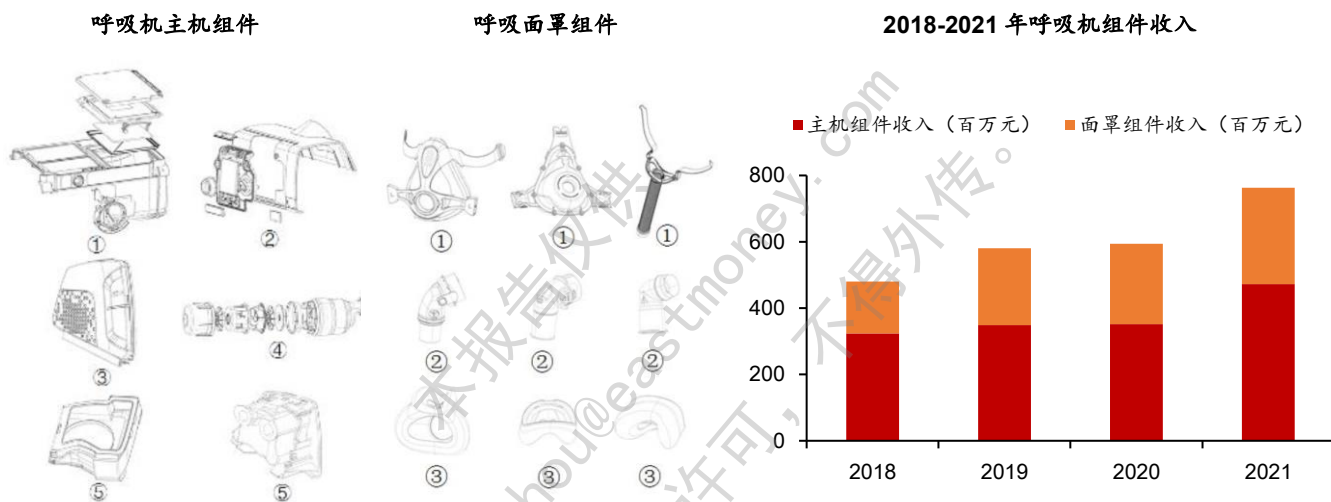
合同签署时间	有效期约定
2013 年 8 月	有效期 3 年，客户可在当前有效期届满前至少提前 120 天发出书面通知，将有效期再延长两年。
2016 年 3 月	有效期再延长 6 个月。《协议》将于 2016 年 9 月终止。
2016 年 10 月	有效期将再延长 1 年。《协议》将于 2017 年 10 月终止。
2016 年 12 月	有效期将再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 1 月终止。
2017 年 8 月	有效期将再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 4 月终止。
2018 年 4 月	有效期将再延长 3 个月。《协议》将于 2018 年 7 月终止。
2018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

来源：公司招股书，国联证券研究所

家用呼吸机组件业务基本由客户 A 贡献，是公司的核心业务，主要由呼吸机主

机组件和呼吸面罩组件构成。其中，呼吸机主机组件包括：①主体和加热模块组件，②用户界面组件，③通讯模块组件，④风机组件，⑤湿化器水箱组件；呼吸面罩组件包括：①主体框架，②管路连接头，③硅胶罩。

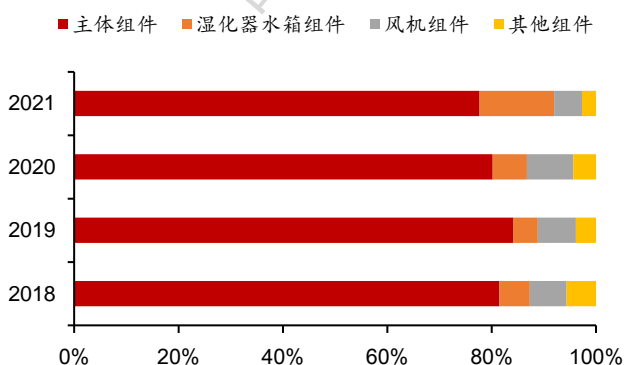
图表 31：公司呼吸机组件示意图和近年收入变化



来源：公司招股书，国联证券研究所

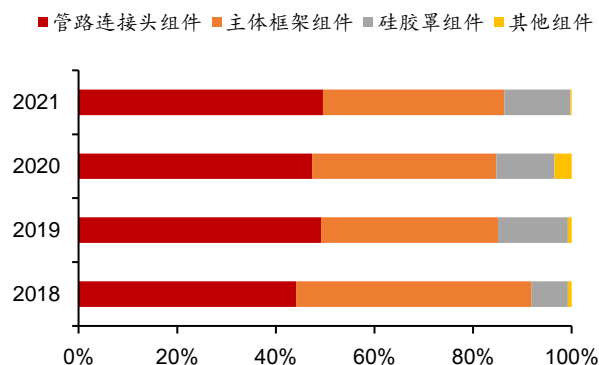
近年来家用呼吸机组件收入保持稳定增长。2018-2021 年收入 CAGR 为 17%，2021 年收入达 7.63 亿元，同比增长 28%，增幅明显，主要因为 2020 年疫情导致下游需求受阻收入基数较低；同时与客户合作的湿化器水箱、管路接头、硅胶罩组件等业务逐渐深入，收入体量持续上升。公司自 2017 年已参与客户 A 最新一代家用呼吸机整套结构组件材料、结构、模具、自动化等方面的开发，我们预计未来公司和客户 A 将会有更多合作机会，公司在客户 A 供应链中地位有望进一步提升。

图表 32：呼吸机主机各组件收入构成变化



来源：公司招股书，国联证券研究所

图表 33：呼吸面罩各组件收入构成变化



来源：公司招股书，国联证券研究所

### 3.3 技术平台拓展性强

公司核心技术平台下游应用广泛，特别是在液态硅胶模具及成型技术方面，公司具备竞争优势，能够丰富公司产品领域及产品类别，推动业务不断取得新突破。液态硅胶具有生物相容性好、低致敏性、硬度范围广、皮肤触感好、气味中性、热稳定性

好、耐候、耐老化、抗紫外线、抗臭氧、密封性能好、伸长率好、弹性好、易着色等多种优良性能，在医疗、母婴、食品、消费电子等领域应用日益广泛。

图表 34：液态硅胶应用领域广泛

应用领域	液态硅胶优势	具体应用案例
医疗器械	生物相容性好、低致敏性、弹性好，改性后有近似光学玻璃的透光性	植入、介入类医疗器械，如：硅酮支架、人造软骨组织、球囊、医疗器械药液传输通路的连接件等；可视化医疗器械的镜头组件等
母婴产品	生物相容性好、皮肤触感好、低致敏性	婴儿奶嘴、婴幼儿餐具、婴幼儿牙刷等
食品器具	良好的生物安全性、优异的耐温性能	复杂结构水杯密封件、高端食品盛装器具、食品器械的密封件和缓冲件等
消费电子	流动性好、弹性好、具有自粘型液态硅胶产品等特点，相较传统的橡胶、TPE 材料在防水领域优势突出	手机插针杆、卡托等防水类组件产品等

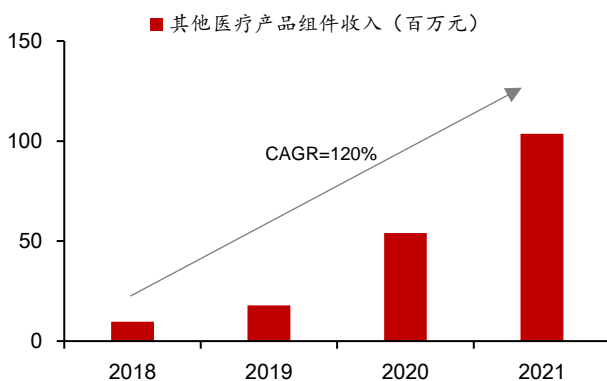
来源：公司公告，国联证券研究所

### 1) 其他医疗领域

近年来，公司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及工艺技术开发和生产制造方面的合作。

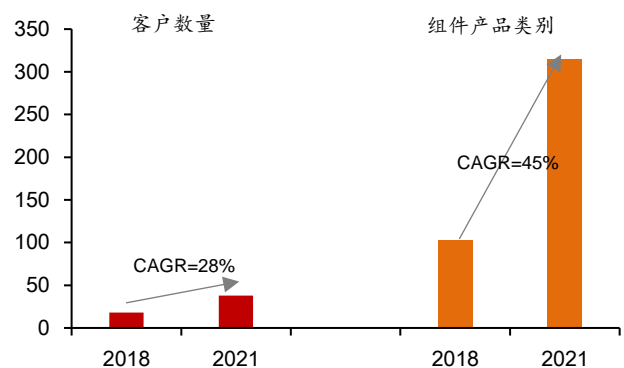
2021 年其他医疗产品组件收入 1.04 亿元，同比增长 92%，而 2018 年该部分收入仅 976 万元，2018-2021 年其他医疗产品组件业务收入 CAGR 为 120%；同时在同一医疗产品领域，公司承接的细分组件产品类别也越来越丰富。其他医疗产品组件客户数量由 2018 年的 18 家增加至 2021 年的 38 家，细分组件产品类别由 2018 年的 102 个增加至 2021 年的 314 个。

图表 35：2018-2021 年其他医疗产品组件收入



来源：公司招股书，国联证券研究所

图表 36：其他医疗客户数量和产品种类快速增加



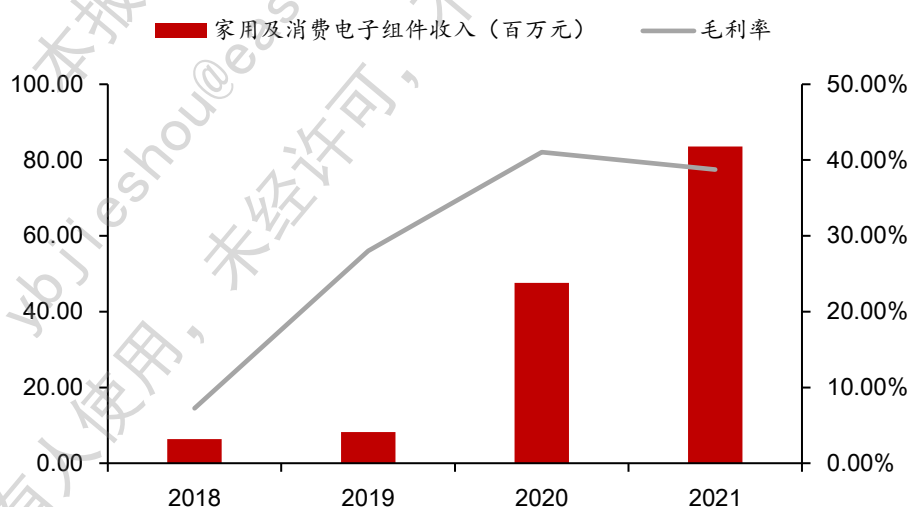
来源：公司招股书，国联证券研究所

## 2) 高端消费领域

公司将医疗器械精密组件领域积累的生产经验迁移到家用和消费电子领域,运用先进的液态硅胶冷流道设计与制造技术、液态硅胶分层成型模具设计与制造技术、全自动转移注塑双色成型生产技术等进行生产,产品涵盖手机、咖啡机、面部护理仪器等领域。

家用及消费电子组件业务快速增长,营业收入从2018年的639万元增长至2021年0.84亿元,复合增速达136%。其中,咖啡机、手机组件业务是2019年新拓展业务,收入快速增长:2021年咖啡机组件收入0.49亿元,同比增长69%,收入占比58%;手机组件收入0.28亿元,同比增长115%,收入占比33%。

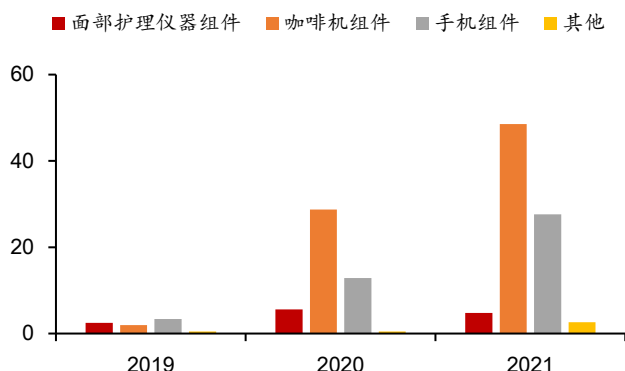
图表 37: 2019-2021 年公司家用及消费电子组件收入及毛利率



来源: iFind, 国联证券研究所

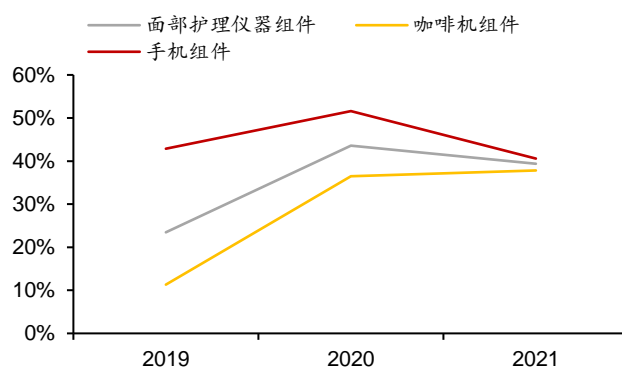
因公司家用和消费电子组件产品具有体积小、加工复杂、精密度要求高等特点,毛利率高于同行,2021年达38.73%;而格林精密2021年精密结构件业务毛利率21.37%,科森科技2021年消费电子产品结构件业务毛利率14.62%。公司家用和消费电子组件毛利率呈上升态势,主要由于规模效应,同时随着生产经验积累,降低了产品的不良率、原材料的损耗率,使得单位成本降低,毛利率不断提升。

图表 38: 家用及消费电子组件细分收入 (百万元)



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

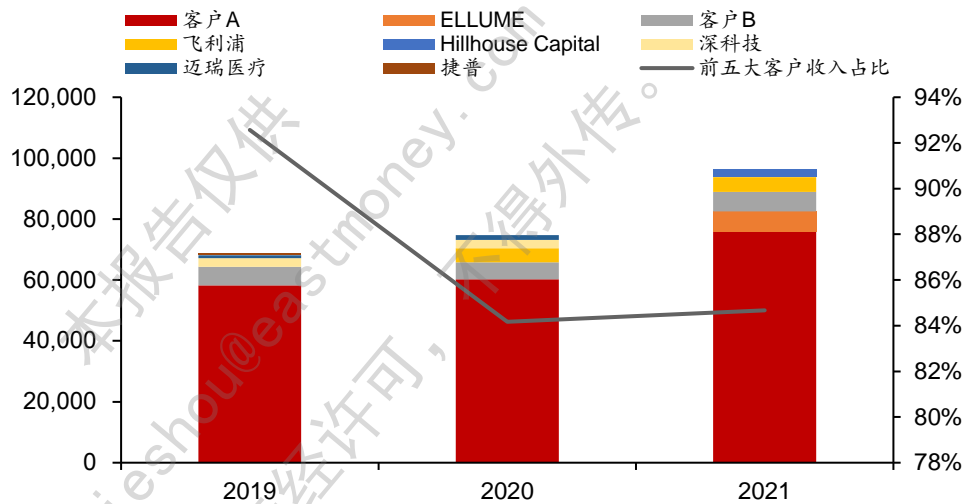
图表 39: 家用及消费电子组件细分产品毛利率



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

客户拓展节奏加快，业务增长逐渐多元。得益于近年来在医疗及其他领域下游客户的成功拓展，公司前五大客户收入占比从 2019 年的 92.57% 下降至 2021 年的 84.67%，第一大客户的占比也明显下降。主要大客户变化包括，2021 年向 ELLUME 销售新冠病毒检测产品组件及精密模具等；向飞利浦销售咖啡机组件、模具等。

图表 40：2019-2021 前五大客户收入变化（万元）



来源：公司招股书，国联证券研究所 注：Hillhouse Capital 包含 PHILIPS ORASTIE SRL、Philips Domestic Appliances ITALY S.R.L.、Philips Domestic Appliances Nederland B.V.及飞利浦（嘉兴）健康科技有限公司

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对公司主要业务的收入和毛利率进行预测，主要假设如下：

#### 1) 家用呼吸机组件：

家用呼吸机组件是公司核心业务也是最大收入来源，一方面随着疫情过后家用呼吸机需求恢复，客户 A 的订单需求增加；另一方面，公司与客户 A 的合作逐步深入，参与其新产品整体的研发设计，双重因素共同作用下我们预计未来该部分业务将保持稳定快速增长。预计 2022-2024 年家用呼吸机组件收入增速分别为 29.95%、28.83%、24.88%；毛利率分别为 43.74%、44.42%、45.29%。

#### 2) 人工植入耳蜗组件：

过去两年由于欧美医疗系统部分资源倾斜用以新冠防治，人工植入耳蜗手术量不及预期，下游客户需求受到抑制。随着疫情缓和，预计患者需求反弹，手术量将逐步恢复，来自客户 B 的订单也有望回升。预计 2022-2024 年人工植入耳蜗组件收入增速分别为 39.27%、20.84%、23.09%；毛利率分别为 61.83%、62.42%、63.18%。

#### 3) 精密模具及自动化设备：

随着公司客户的不断增加，合作的业务线也逐步增加，开模的需求也将逐步增加；伴随客户进入生产阶段，相应的自动化设备订单也将增加。因模具和自动化设备高度

定制化，产品价格差异较大，但公司基于成本报价毛利率保持稳定。预计 2022-2024 年精密模具及自动化设备收入增速分别为 39.27%、20.84%、23.09%；毛利率分别为 61.83%、62.42%、63.18%。

#### 4) 其他医疗产品组件：

其他医疗产品组件业务是公司未来重点发展的方向之一，主要包括呼吸、监护、急救等多领域产品。2021 年公司为新冠快速检测公司 ELLUME 提供组件产品，该部分收入增幅较大，随着疫情消退需求减少；但同时公司不断开拓新客户、单一客户合作品类逐步增加，预计未来几年该业务增速将持续加快。预计 2022-2024 年其他医疗产品组件收入增速分别为 20.96%、37.47%、42.35%；毛利率分别为 39.30%、41.03%、41.11%。

#### 5) 家用及消费电子组件：

家用及消费电子组件业务处于客户拓展和起量阶段，目前应用领域主要包括手机、咖啡机、面部护理仪器等产品，还将逐步拓展母婴、食品器具等产品领域，预计收入将保持持续增长。由于公司产品加工复杂、精密度要求高，毛利率高于同行但低于医疗组件产品；随着收入规模增加，生产体系基本稳定，预计毛利率稳定。预计 2022-2024 年家用及消费电子组件收入增速分别为 30.00%、35.00%、35.33%；毛利率分别为 38.00%、38.00%、38.00%。

#### 6) 自主产品：

公司自主产品主要包括肺功能仪以及防护面罩，2020 年该部分业务快速增加主要因为疫情导致防护面罩销售激增，同时肺功能仪也于 2020 年开始上市销售，新冠肺炎加速了医院对肺功能仪的配备；随着疫情逐步得到控制，该部分需求快速回落，预计未来将保持平稳。预计 2022-2024 年自主产品收入增速分别为-16.96%、11.00%、10.45%；毛利率分别为 51.02%、52.88%、54.09%。

图表 41：公司营收拆分及预测

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	742.45	887.94	1137.45	1462.87	1888.30	2400.77
YoY	27.48%	19.60%	28.10%	28.61%	29.08%	27.14%
毛利率	48.64%	49.83%	44.68%	43.98%	44.57%	45.18%
家用呼吸机组件	580.44	594.10	763.06	991.62	1277.48	1595.32
YoY	20.94%	2.35%	28.44%	29.95%	28.83%	24.88%
毛利率	48.17%	48.48%	45.10%	43.74%	44.42%	45.29%
人工植入耳蜗组件	54.96	55.15	62.58	87.15	105.31	129.63
YoY	65.95%	0.36%	13.46%	39.27%	20.84%	23.09%
毛利率	62.87%	63.85%	59.52%	61.83%	62.42%	63.18%
精密模具及自动化设备	68.71	84.20	103.75	129.95	162.83	204.14
YoY	58.78%	22.55%	23.21%	25.26%	25.31%	25.37%
毛利率	44.83%	44.11%	41.42%	41.48%	41.97%	42.95%
其他医疗产品组件	17.84	54.00	103.63	125.35	172.32	245.30
YoY	82.67%	202.75%	91.91%	20.96%	37.47%	42.35%

	毛利率	39.15%	42.28%	40.17%	39.30%	41.03%	41.11%
家用及消费电子组件		8.26	47.62	83.56	108.63	146.65	198.46
	YoY	29.30%	476.29%	75.48%	30.00%	35.00%	35.33%
	毛利率	28.02%	41.04%	38.73%	38.00%	38.00%	38.00%
自主产品		5.10	48.32	14.45	12.00	13.32	14.71
	YoY	-8.43%	848.08%	-70.09%	-16.96%	11.00%	10.45%
	毛利率	59.22%	79.26%	58.26%	51.02%	52.88%	54.09%

来源：iFind，公司招股书，国联证券研究所预测

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 14.63/18.88/24.01 亿元，增速分别为 28.61%/29.08%/27.14%，毛利率分别为 43.98%/44.57%/45.18%。随着公司收入持续增长，规模效应逐渐显现，我们预计费用率将进一步优化，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.26/5.35/6.80 亿元，增速分别为 37.34%/25.57%/27.12%，三年复合增速为 29.91%。

## 4.2 估值与投资建议

我们采用两种估值方法对公司进行估值：

1) **绝对估值法**：考虑到公司盈利能力较好，我们采用 FCFF 方法进行估值。无风险收益率采用五年国债收益率 2.61%；市场收益率采用 5 年沪深指数平均收益率 6.59%；假设第二阶段 6 年，增长率 15%，长期增长率为 2.5%。

图表 42：FCFF 模型关键假设

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.61%
市场预期回报率 Rm	6.59%
第二阶段年数	6
第二阶段增长率	15.00%
永续增长率	2.50%
有效税率 T	11.86%
Ke	7.60%
Kd	5.56%
WACC	7.58%

来源：iFind，国联证券研究所

图表 43：FCFF 模型敏感性测试

WACC	永续增长率				
	2.07%	2.27%	2.50%	2.75%	3.03%
6.26%	60.97	63.59	66.81	70.84	75.98
6.89%	52.35	54.24	56.53	59.34	62.85
7.58%	45.15	46.53	48.17	50.16	52.60
8.34%	39.09	40.10	41.29	42.71	44.43
9.17%	33.94	34.68	35.55	36.58	37.80

来源：iFind，国联证券研究所

图表 44：FCFF 估值明细

FCFF 估值 (百万元)	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	1,030.85	5.23%
第二阶段	3,772.77	19.15%
第三阶段 (终值)	14,892.64	75.61%
<b>企业价值 AEV</b>	<b>19,696.26</b>	
加：非核心资产	13.90	0.07%
减：带息债务 (账面价值)	119.79	0.61%
减：少数股东权益	0.00	0.00%

<b>股权价值</b>	<b>19,590.37</b>	<b>99.46%</b>
除：总股本（股）	406,660,000.00	
<b>每股价值（元）</b>	<b>48.17</b>	

来源：iFind，国联证券研究所

如上所述，在绝对估值 FCFF 模型测算下，我们认为美好医疗每股价值为 48.17 元，合理市值为 196 亿元，对应 2023 年 PE 为 37 倍。

**2) 相对估值法：**采用行业可比公司平均 PE 作为估值指标，选取具备精密模具设计生产能力且下游应用存在医疗器械行业的昌红科技、拱东医疗，以及从事医用内窥镜上游生产制造的海泰新光作为可比公司。考虑公司是国内领先的医疗器械精密组件生产商，国内外客户合作持续深入，核心业务稳定增长，新兴业务快速拓展，未来的成长空间大，给予公司 2023 年 38 倍 PE，对应市值为 203 亿元，对应目标价为 49.97 元。

**图表 45：可比公司估值**

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300151.SZ	昌红科技	97	1.69	2.50	3.57	58	39	27
605369.SH	拱东医疗	118	4.05	5.26	6.81	29	22	17
688677.SH	海泰新光	94	1.82	2.45	3.22	52	39	29
<b>平均值</b>						<b>46</b>	<b>33</b>	<b>25</b>
301363.SZ	美好医疗	166	4.26	5.35	6.80	39	31	24

来源：iFind，国联证券研究所测算，股价取 2022 年 12 月 26 日收盘价，可比公司净利润预测使用一致预期

公司是国内医疗器械精密组件生产商，液态硅胶和精密模具核心技术领先，下游客户合作持续深入，核心业务稳定增长，新兴业务快速拓展，未来的成长空间大。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.26/5.35/6.80 亿元，增速分别为 37.34%/25.57%/27.12%，三年复合增速为 29.91%，对应 PE 分别为 39/31/24 倍。综合 FCFF 绝对估值法和 PE 相对估值法的结果，我们给予公司 2023 年 38 倍 PE，对应目标价 49.97 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

### ➤ 单一客户依赖的风险

公司呼吸机组件产品的主要客户为客户 A，2019-2021 年来源于客户 A 直接及间接订单实现的销售收入合计分别为 6.1、6.3、7.8 亿元，占公司营业收入比例分别为 82.27%、70.84%、68.65%，若下游需求、国际形势等因素影响公司与客户之间的合作，将对公司经营造成不利影响。

### ➤ 汇率波动风险

公司外销收入占比超过 85%，随着公司业务的发展，公司出口额将进一步增加，汇率波动会引起公司产品的价格变动，进而可能对公司业绩产生不利影响。



➤ 疫情反复风险

2020 年公司下游客户需求受新冠疫情影响有所下降，若疫情反复可能会对公司家用呼吸机和人工植入耳蜗组件业务造成波动，存在收入下滑的风险。

➤ 客户拓展不及预期风险

公司业务的拓展离不开新客户的拓展，医疗器械、消费电子等下游客户体量较大，进入壁垒较高，如客户拓展不及预期将对公司业绩带来不利影响。

本报告仅供  
ybjieshou@eastmoney.com  
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	532.98	419.87	2,074.2	2,409.2	3,020.8	营业收入	887.94	1,137.4	1,462.8	1,888.3	2,400.7
应收账款+票据	146.89	217.91	249.43	321.97	409.35	营业成本	444.02	626.67	819.48	1,046.7	1,316.1
预付账款	8.84	28.12	19.67	25.39	32.28	税金及附加	6.90	8.05	11.34	14.64	18.61
存货	136.88	314.32	307.82	393.18	494.40	营业费用	23.85	26.14	29.26	35.88	43.21
其他	25.15	70.17	62.65	76.83	93.91	管理费用	101.25	114.49	156.88	201.74	250.83
<b>流动资产合计</b>	<b>850.75</b>	<b>1,050.4</b>	<b>2,713.7</b>	<b>3,226.6</b>	<b>4,050.7</b>	财务费用	30.61	8.35	-39.66	-24.43	-11.99
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.43	-10.15	-12.07	-15.58	-19.81
固定资产	191.16	287.88	484.50	687.26	733.55	公允价值变动收益	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00
在建工程	268.23	456.66	380.55	304.44	228.33	投资净收益	7.59	3.49	4.95	4.95	4.95
无形资产	85.76	82.39	68.66	54.93	41.20	其他	5.79	1.07	4.91	3.77	2.40
其他非流动资产	5.33	23.84	23.77	23.70	23.70	<b>营业利润</b>	<b>294.25</b>	<b>348.34</b>	<b>483.36</b>	<b>606.91</b>	<b>771.47</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>550.47</b>	<b>850.78</b>	<b>957.49</b>	<b>1,070.3</b>	<b>1,026.7</b>	营业外净收益	-0.37	-0.18	-0.17	-0.17	-0.17
<b>资产总计</b>	<b>1,401.2</b>	<b>1,901.1</b>	<b>3,671.2</b>	<b>4,296.9</b>	<b>5,077.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>293.89</b>	<b>348.16</b>	<b>483.19</b>	<b>606.73</b>	<b>771.29</b>
短期借款	0.00	30.03	0.00	0.00	0.00	所得税	35.91	38.06	57.30	71.95	91.47
应付账款+票据	159.30	232.04	259.63	331.62	417.00	<b>净利润</b>	<b>257.97</b>	<b>310.10</b>	<b>425.88</b>	<b>534.78</b>	<b>679.82</b>
其他	57.34	113.12	115.04	147.57	186.39	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>216.65</b>	<b>375.19</b>	<b>374.67</b>	<b>479.20</b>	<b>603.39</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>257.97</b>	<b>310.10</b>	<b>425.88</b>	<b>534.78</b>	<b>679.82</b>
长期带息负债	0.00	89.76	77.16	63.54	40.10	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
其他	17.38	44.49	44.49	44.49	44.49	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>17.38</b>	<b>134.25</b>	<b>121.66</b>	<b>108.03</b>	<b>84.59</b>	营业收入	19.60%	28.10%	28.61%	29.08%	27.14%
<b>负债合计</b>	<b>234.03</b>	<b>509.44</b>	<b>496.32</b>	<b>587.23</b>	<b>687.98</b>	EBIT	24.73%	9.86%	24.41%	31.29%	30.40%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	21.92%	9.84%	40.67%	35.29%	28.68%
股本	362.39	362.39	406.66	406.66	406.66	归母净利润	10.96%	20.21%	37.34%	25.57%	27.12%
资本公积	416.52	416.52	1,729.5	1,729.5	1,729.5	<b>获利能力</b>					
留存收益	388.28	612.83	1,038.7	1,573.4	2,253.3	毛利率	49.99%	44.91%	43.98%	44.57%	45.18%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,167.2</b>	<b>1,391.7</b>	<b>3,174.9</b>	<b>3,709.7</b>	<b>4,389.5</b>	净利率	29.05%	27.26%	29.11%	28.32%	28.32%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,401.2</b>	<b>1,901.1</b>	<b>3,671.2</b>	<b>4,296.9</b>	<b>5,077.5</b>	ROE	22.10%	22.28%	13.41%	14.42%	15.49%
						ROIC	58.68%	44.06%	32.82%	39.18%	43.50%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债	16.70%	26.80%	13.52%	13.67%	13.55%
净利润	257.97	310.10	425.88	534.78	679.82	流动比率	3.93	2.80	7.24	6.73	6.71
折旧摊销	29.73	32.58	103.81	158.20	193.55	速动比率	3.17	1.75	6.27	5.76	5.74
财务费用	30.61	8.35	-39.66	-24.43	-11.99	<b>营运能力</b>					
存货减少	-16.43	-177.44	6.50	-85.36	-101.22	应收账款周转率	6.11	5.25	5.90	5.90	5.90
营运资金变动	-24.39	-173.52	20.47	-73.27	-88.38	存货周转率	3.24	1.99	2.66	2.66	2.66
其它	25.12	181.74	-9.88	81.97	97.84	总资产周转率	0.63	0.60	0.40	0.44	0.47
<b>经营活动现金流</b>	<b>302.61</b>	<b>181.81</b>	<b>507.12</b>	<b>591.89</b>	<b>769.62</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	-236.92	-288.89	-210.52	-271.04	-150.00	每股收益	0.63	0.76	1.05	1.32	1.67
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.74	0.45	1.25	1.46	1.89
其他	412.23	-37.00	3.38	3.38	3.38	每股净资产	2.87	3.42	7.81	9.12	10.79
<b>投资活动现金流</b>	<b>175.31</b>	<b>-325.89</b>	<b>-207.14</b>	<b>-267.66</b>	<b>-146.62</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-24.76	119.79	-42.63	-13.62	-23.44	市盈率	64.36	53.54	38.99	31.05	24.42
股权融资	0.00	0.00	44.27	0.00	0.00	市净率	14.23	11.93	5.23	4.48	3.78
其他	-58.37	-95.80	1,352.7	24.43	11.99	EV/EBITDA	45.61	42.16	26.93	19.49	14.53
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-83.14</b>	<b>23.99</b>	<b>1,354.3</b>	<b>10.81</b>	<b>-11.45</b>	EV/EBIT	49.79	46.01	33.23	24.79	18.24
<b>现金净增加额</b>	<b>360.92</b>	<b>-131.49</b>	<b>1,654.3</b>	<b>335.04</b>	<b>611.55</b>						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 12 月 26 日收盘价

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695