

2024年07月01日

## 美好医疗 (301363.SZ)

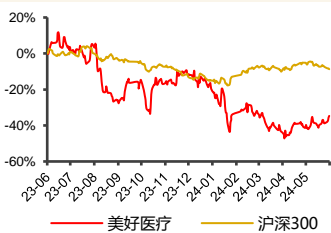
## —— 呼吸机组件龙头，业务拓展打开成长边界

买入 (首次覆盖)

## 证券分析师

刘闯  
S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- **医疗器械定制化一站式服务商，2024年收入有望重回快速增长趋势。**美好医疗成立于2010年，为全球医疗器械企业提供定制化研发生产服务，可实现从产品设计开发到批量生产交付的全流程一站式服务，2018年至2022年收入规模由5.8亿快速增长至14.15亿，CAGR高达24.85%，2023年由于下游客户去库存导致公司第一大业务呼吸机产品线下滑18.12%，但其他产品线增长较快，公司整体收入较2022年仅下滑5.5%。随着公司呼吸机业务去库存周期结束以及新产品的持续上量，预计2024年公司收入端将重回快速增长轨道。
- **呼吸机组件业务去库存接近尾声，人工植入耳延续快速增长趋势。**OSA及COPD是呼吸系统常见疾病，全球患者持续增长，家用呼吸机治疗为常用诊疗手段，市场规模增长趋势稳健。公司深耕呼吸机组件，主机、面罩、原料等技术实现自主化突破，获得全球家用呼吸机头部企业认可，受去库存影响，2023年公司呼吸机业务同比下滑18.12%，海关数据显示去库存接近尾声，下半年有望重回增长。人工耳蜗作为公司第二大产品线，2018-2023年收入年均复合增速达27.94%。
- **家用及消费电子组件业务快速崛起，在研品类丰富、增长潜力可期。**近几年公司持续加大业务拓展，积极挖掘新的业务增长点。其中，家用及消费电子业务由2019年的0.08亿元快速增长至2023年的1.5亿元，占公司收入已达11.23%，成为公司新的重要增长点。目前，公司在研产品线丰富，积极布局胰岛素笔、心血管、眼科器械、内窥镜、体外诊断等领域，市场潜力可期。
- **盈利预测与估值。**我们预计2024-2026年公司总营收分别为16.83、21.08、26.55亿元，同比增速分别为25.81%、25.26%、25.94%；我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.05、5.16、6.52亿元，增速分别为29.35%、27.28%、26.32%。当前股价对应的PE分别为29x、23x、18x。选取同为医疗器械上游产业链的奕瑞科技、海泰新光，以及家用呼吸机厂家怡和嘉业作为可比公司，公司呼吸机组件积累成熟，从医疗器械精密组件向消费电子组件进行全方位布局，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**单一大客户风险、市场竞争加剧风险、新品推广不及预期风险。

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	1415.29	1337.59	1682.75	2107.80	2654.51
同比增长率(%)	24.43%	-5.49%	25.81%	25.26%	25.94%
毛利率(%)	43.04%	41.19%	43.00%	43.00%	44.00%
归母净利润(百万元人民币)	402.09	313.30	405.24	515.79	651.53
同比增长率(%)	29.66%	-22.08%	29.35%	27.28%	26.32%
每股收益(元人民币/股)	0.99	0.77	1.00	1.27	1.60
ROE(%)	13.31%	9.85%	11.54%	13.12%	14.61%
市盈率	30	38	29	23	18

股票数据:	2024年7月1日
收盘价(元)	29.10
一年内最高/最低(元)	51.86/21.91
总市值(亿元)	118

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.05、5.16、6.52 亿元，增速分别为 29.35%、27.28%、26.32%。当前股价对应的 PE 分别为 29x、23x、18x。

选取同为医疗器械上游产业链的奕瑞科技、海泰新光，以及家用呼吸机厂家怡和嘉业作为可比公司，公司呼吸机组件积累成熟，从医疗器械精密组件向消费电子组件进行全方位布局，较可比公司，涉及业务类型不断丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 16.83、21.08、26.55 亿元，同比增长 25.81%、25.26%、25.94%，关键假设如下：

1) 家用呼吸机组件：公司产品及配套全流程服务受到全球龙头认可，深度合作时间较长，随着主要竞品召回事件，以及下游库存问题的落地，产线有望恢复稳定增长。假设公司 2024-2026 年家用呼吸机组件收入分别为 10.23、11.76、13.53 亿元，同比增速分别为 18.00%、15.00%、15.00%；

2) 人工植入耳蜗组件：公司医疗业务第二大产线，技术层面具有壁垒，与行业龙头合作逐步深入。假设公司 2024-2026 年人工植入耳蜗组件收入分别为 1.36、1.57、1.80 亿元，同比增速分别为 20.00%、15.00%、15.00%；

3) 家用及消费电子组件：依靠自动化、模具技术的积累，成熟的业务流程，公司在家用及消费电子组件领域实现多元化发展。假设公司 2024-2026 年家用及消费电子组件收入分别为 2.18、2.83、3.40 亿元，同比增速分别为 45.00%、30.00%、20.00%。

### 投资逻辑要点

公司通过家用呼吸机组件、人工植入耳蜗形成良好的技术积累和行业口碑，与细分行业龙头形成长期稳定合作，业务模式成熟，能享受产业链增长红利。同时，公司积极拓宽覆盖品类，包括胰岛素笔代工、家用及消费电子组件等，从大单品代工，向医疗器械、消费电子产业链供应商发展。

### 核心风险提示

单一大客户风险、市场竞争加剧风险、新品推广不及预期风险。

## 目录

1. 医疗器械定制化生产服务商，股权激励彰显成长信心 .....	6
2. 持续深耕呼吸机领域，2024 年有望恢复增长轨道 .....	10
2.1 呼吸睡眠疾病患者持续增长，呼吸机治疗前景可期 .....	10
2.2 全球市场集中度高，行业规模持续稳健提升 .....	12
2.3 持续挖掘技术需求，2024 年公司呼吸机业务有望重回增长 .....	15
3. 人工耳蜗组件稳健增长，多维布局提供持续增长点 .....	18
3.1 人工耳蜗市场潜力大，深度绑定大客户 .....	19
3.2 在研产品线丰富，拉动公司持续快速增长可期 .....	20
4. 盈利预测及估值 .....	23

## 图表目录

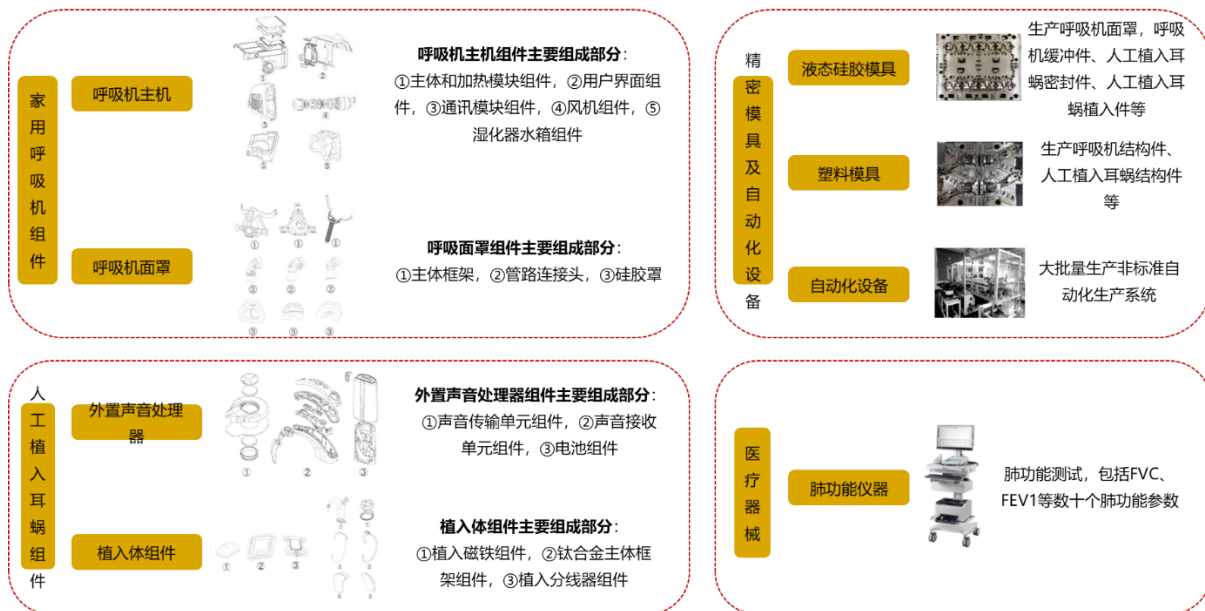
图表 1: 公司主要产品 .....	6
图表 2: 2024Q1 美好医疗股权结构 .....	7
图表 3: 2018-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%) .....	7
图表 4: 2018-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%) .....	7
图表 5: 2018-2023 年公司主营业务构成 (百万元) .....	8
图表 6: 2018-2023 年公司国内外营收 (百万元) .....	8
图表 7: 2018-2023 年公司整体及产线毛利率(%) .....	9
图表 8: 2018-2024Q1 年公司净利率及费用率(%) .....	9
图表 9: 公司股权激励考核目标 .....	9
图表 10: 2015-2024 年全球及中国 COPD 患病人数(百万人) .....	10
图表 11: COPD 气流受限程度的肺功能分级 .....	11
图表 12: 中美 COPD 诊断率及控制率对比 (%) .....	11
图表 13: 2015-2024 年全球及中国 OSA 患病人数(百万人, 30-60 岁) .....	11
图表 14: OSA 治疗方案 .....	12
图表 15: 中美 OSA 诊断率对比 (%) .....	12
图表 16: OSA 及 COPD 症状及治疗方案 .....	12
图表 17: 2015-2024 年全球家用呼吸机市场规模 (百万美元, 出厂口径) .....	13
图表 18: 2015-2024 年国内家用呼吸机市场规模 (百万元, 出厂口径) .....	13
图表 19: 2020 年全球家用呼吸机市场份额 .....	13
图表 20: 2020 年国内家用呼吸机市场份额 .....	13
图表 21: 常见呼吸机品牌设备及面罩价格 .....	14
图表 22: 2015-2024 年全球通气面罩市场容量(亿美元) .....	14
图表 23: 2015-2024 年全球通气面罩市场容量(亿元) .....	14
图表 24: 飞利浦呼吸机召回事件 .....	15
图表 25: 公司在研呼吸机组件项目 .....	15
图表 26: 2019-2023 年公司第一大客户销售收入(万元)及占比(%) .....	16
图表 27: 2018-2021 年公司呼吸机、呼吸面罩收入 (百万元) 及占比 (%) .....	16

图表 28: 2023.1-2024.4 无创呼吸机出口金额 (亿元) 及增速(%).....	17
图表 29: 公司核心技术能力 .....	18
图表 30: 公司新项目设计开发流程 .....	18
图表 31: 2015-2020 年全球人工植入耳蜗市场规模(亿美元).....	19
图表 32: 2018-2023 年公司人工植入耳蜗组件收入(百万元).....	19
图表 33: 公司部分在研管线 .....	21
图表 34: 2018-2023 年公司家用及消费电子组件收入(百万元).....	22
图表 35: 2021-2023 年全球及国内胰岛素注射笔市场容量(亿美元) .....	22
图表 36: 公司胰岛素笔相关在研项目 .....	23
图表 37: 2024-2026 年美好医疗收入预测 (百万元) .....	23
图表 38: 可比公司估值情况 .....	24
图表 39: 美好医疗合并利润表 (百万元) .....	25
图表 40: 美好医疗合并现金流量表 (百万元) .....	25
图表 41: 美好医疗合并资产负债表 (百万元) .....	25

# 1. 医疗器械定制化生产服务商，股权激励彰显成长信心

美好医疗成立于 2010 年，公司专注医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，基于器械组件、塑胶和液态硅胶模具及成型技术、精密制造技术，以及完善的医疗器械管理体系，公司持续为国内外医疗器械企业提供科研转化到批量生产服务（CDMO），目前是国内最大的呼吸机组件和人工耳蜗组件生产商，长期定位全球领先的医疗器械研发及生产服务提供商，并持续向自主器械、家用及消费电子组件品类进行拓展。

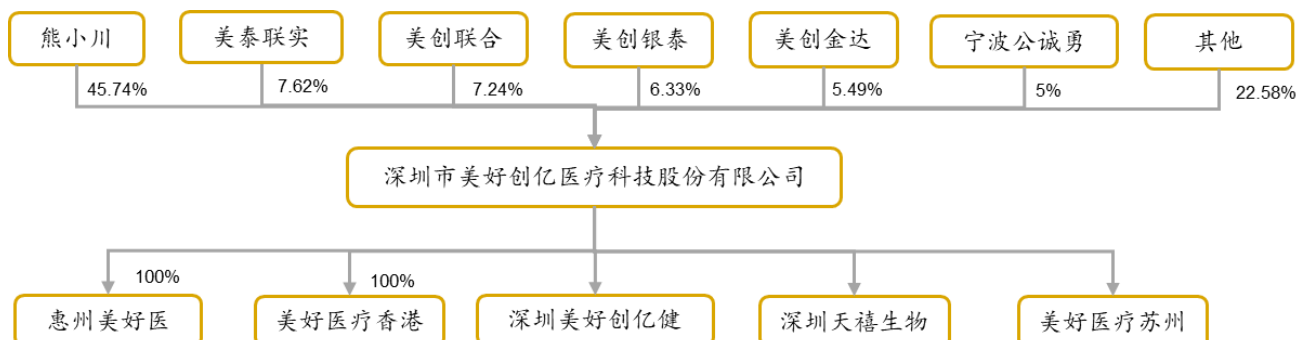
图表 1：公司主要产品



资料来源：美好医疗招股书，华源证券研究

公司股权结构集中，董事长熊小川先生直接持有公司 45.74%股权，通过美泰联、美创联合等间接持股 6.93%，合计持股 52.67%，为公司实控人。美创联合、美创银泰、美联金达均为员工持股平台，分别持有公司 7.24%、6.33%、5.49%股权。

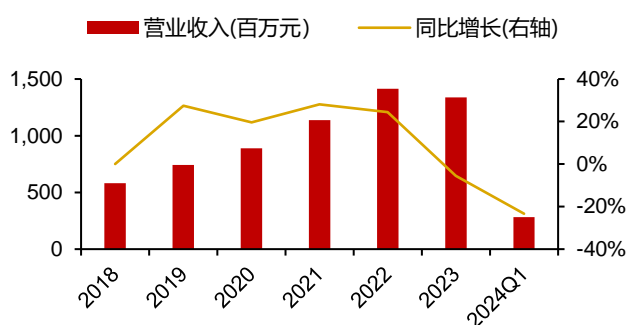
全资子公司中，惠州美好、苏州美好承接产品研发、生产职能，美好健康、天禧生物负责产品销售，全资孙公司马来美好提供境外产能。

**图表 2：2024Q1 美好医疗股权结构**


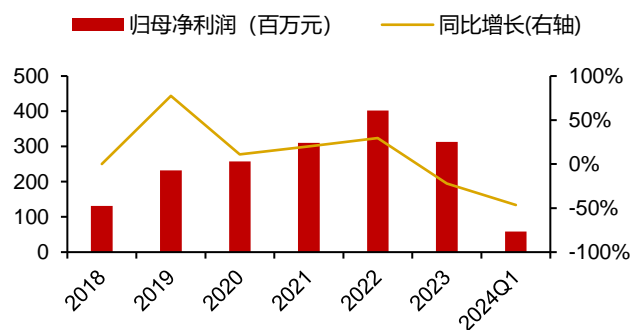
资料来源：Wind，华源证券研究

2023 年公司收入 13.38 亿元，同比下降 5.49%，主要因核心家用呼吸机组件业务，受到下游客户阶段性去库存影响，下降 18.12%，2018-2023 年，公司收入年均复合增长率为 18.09%，增长较稳定。

2023 年归母净利润约为 3.13 亿元，同比下降 22.08%，虽然下游客户处于去库存周期，公司仍然加大研发投入，为业务长期发展打好基础，2023 年研发费用 1.20 亿元，同比增长 37.31%，营收占比达到 9.00% (yoy+2.80pct)，对利润有所影响。

**图表 3：2018-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%)**


资料来源：ifind，华源证券研究

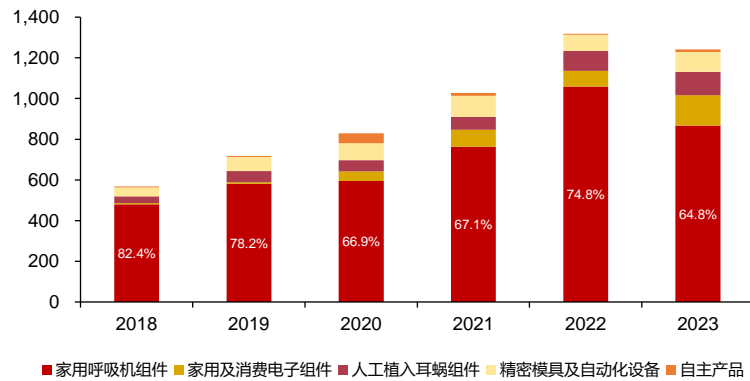
**图表 4：2018-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)**


资料来源：ifind，华源证券研究

美好医疗收入结构中以家用呼吸机组件为主，2018-2023 年基本维持收入 65%以上，2023 年呼吸机组件收入 8.67 亿元，受下游客户库存、订单临时调整影响，同比下降 18.12%；人工植入耳蜗组件收入 1.14 亿元，同比增长 15.87%。

随着呼吸机和人工植入耳蜗持续突破龙头企业，产线收入有望保持稳定增长。而家用及消费电子组件、其他医疗产品或将进一步丰富公司收入多样性。

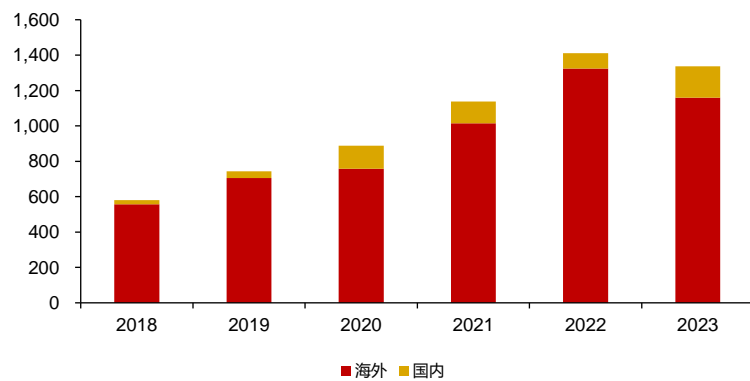
图表 5：2018-2023 年公司主营业务构成（百万元）



资料来源：ifind，华源证券研究

公司市场开发战略专注于全球高端医疗器械供应链的市场开拓，目标客户为全球 100 强医疗器械企业，已合作客户为国内外知名医疗器械企业，采购数量大且较为稳定，多数销往海外市场。2023 年，公司海外收入达到 11.60 亿元，占比 86.72%。

图表 6：2018-2023 年公司国内外营收（百万元）



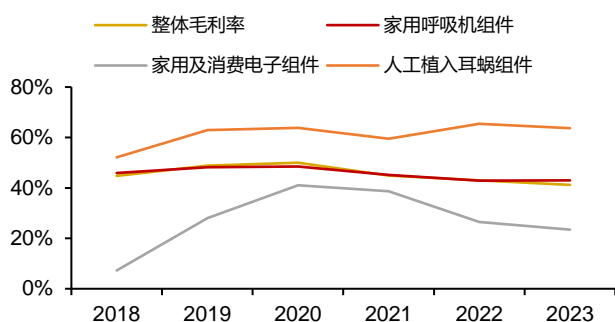
资料来源：ifind，华源证券研究

2018-2023 年，公司整体毛利率基本维持在 40%以上，2020 年达到阶段性峰值 49.99%，与呼吸机组件产品的毛利率变化相关性较强，2022-2023 年，随着毛利率较低的家用电及消费电子组件产线占比提升，公司整体毛利率有所调整。

公司费用整体控制较为合理，2022 年销售费用率为 1.85%，相较 2018 年 4.14%下降明显，2023 年因收入规模减少导致占比回升；公司持续迭代产品、拓展新赛道布局，2023 年研发费用率为 9.00%，有所上升。

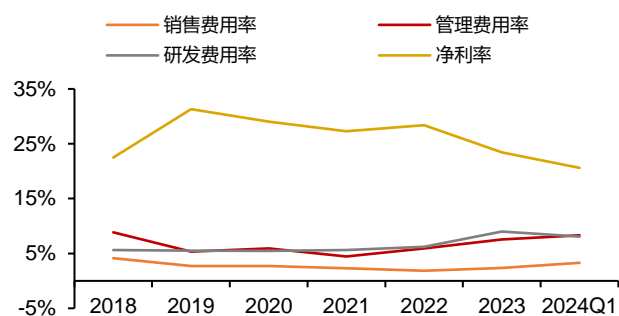


图表 7：2018-2023 公司整体及产线毛利率(%)



资料来源：ifind，华源证券研究

图表 8：2018-2024Q1 年公司净利率及费用率(%)



资料来源：ifind，华源证券研究

2024 年 5 月 9 日，公司对部分董事、高管以及核心员工等 163 名激励对象，共授予 532.53 万股限制性股票，授予价格 12.42 元/股。归属期分为三年，以 2023 年收入或净利润为基准，体现公司对于业务长期发展的信心，并有效激发员工积极性。

图表 9：公司股权激励考核目标

归属期	归属比例	目标值	触发值
		公司归属比例 100%	公司归属比例 80%
第一个归属期	30%	满足以下条件之一： 1.以 2023 年营业收入为基准，2024 年营业收入增长率不低于 25.00%； 2.以 2023 年净利润为基准，2024 年净利润增长率不低于 25.00%。	满足以下条件之一： 1.以 2023 年营业收入为基准，2024 年营业收入增长率不低于 20.00%； 2.以 2023 年净利润为基准，2024 年净利润增长率不低于 20.00%。
		满足以下条件之一： 1.以 2023 年营业收入为基准，2025 年营业收入增长率不低于 56.25%； 2.以 2023 年净利润为基准，2025 年净利润增长率不低于 56.25%。	满足以下条件之一： 1.以 2023 年营业收入为基准，2025 年营业收入增长率不低于 44.00%； 2.以 2023 年净利润为基准，2025 年净利润增长率不低于 44.00%。
第二个归属期	30%	满足以下条件之一： 1.以 2023 年营业收入为基准，2026 年营业收入增长率不低于 95.31%； 2.以 2023 年净利润为基准，2026 年净利润增长率不低于 95.31%。	满足以下条件之一： 1.以 2023 年营业收入为基准，2026 年营业收入增长率不低于 72.80%； 2.以 2023 年净利润为基准，2026 年净利润增长率不低于 72.80%。

资料来源：公司公告，华源证券研究

## 2. 持续深耕呼吸机领域，2024 年有望恢复增长轨道

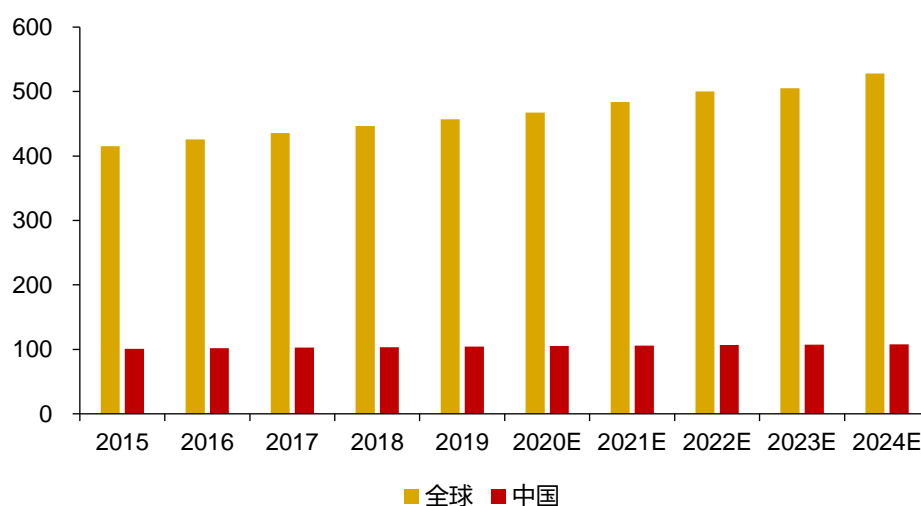
### 2.1 呼吸睡眠疾病患者持续增长，呼吸机治疗前景可期

- COPD

慢性阻塞性肺疾病(Chronic obstructive pulmonary disease, 以下简称 COPD), 是不可逆气流受限为特征的慢性呼吸系统疾病, 病程和治疗周期较长, 大约 62%的中至重度 COPD 患者有一日中或每周出现症状, 包括呼吸困难、咳嗽或胸闷等, 全球范围仅次于心脏病、脑血管疾病和急性肺部感染。

弗若斯特沙利文数据显示, 2019 年, 全球 COPD 患者人数达到约 4.6 亿人, 随着人口老龄化及环境因素, 预计到 2024 年, 患病人数将达到 5.3 亿左右, 同期中国患病人数将达到 1.1 亿左右。

图表 10: 2015-2024 年全球及中国 COPD 患病人数(百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华源证券研究

全球倡议以 GOLD 作为肺功能分级, 通过气流受限程度评估, 即以 FEV1 占预计值百分比为分级标准, 可以评估 COPD 患者受限严重程度。与美国对比, 国内目前针对 COPD 病症, 在诊断率、控制率都有较大差距。

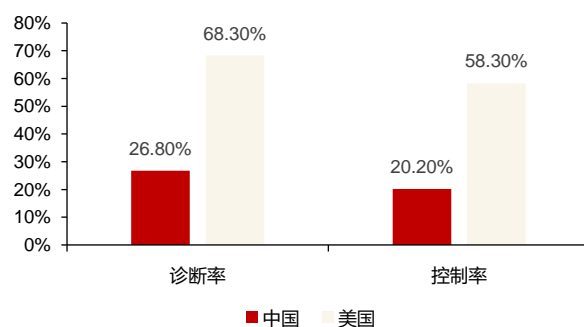
图表 11: COPD 气流受限程度的肺功能分级

肺功能分级	气流受限 严重程度	FEV <sub>1</sub> 占预计值百分比(使用支气管 舒张剂后)
GOLD 1 级	轻度	≥80%
GOLD 2 级	中度	50%~<80%
GOLD 3 级	重度	30%~<50%
GOLD 4 级	极重度	<30%

资料来源：中国慢性阻塞性肺疾病基层诊疗与管理指南（2024 年，中华医学会），华源证券研究

注：GOLD 为 COPD 全球倡议，FEV<sub>1</sub>，第 1 秒用力呼气容积

图表 12: 中美 COPD 诊断率及控制率对比 (%)



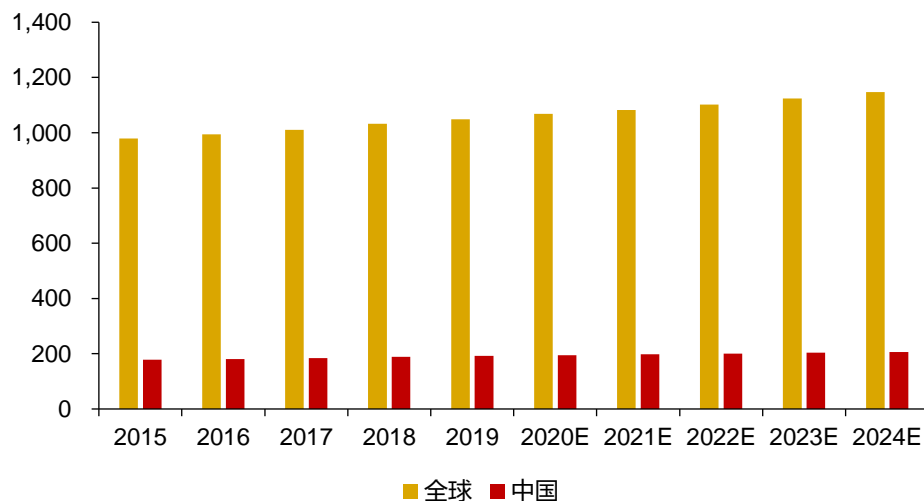
资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

## ● OSA

阻塞性睡眠呼吸暂停综合征(Obstructive Sleep Apnea Hypopnea syndrome OSAHS)，又称阻塞性睡眠呼吸暂停(Obstructive Sleep Apnea，以下简称 OSA)，患者在睡眠中反复出现呼吸暂停和低通气，引发高碳酸血症、睡眠中断等，甚至引起高血压、心律失常、心力衰竭、糖尿病等并发症。

2019 年，全球 OSA 患者数量达到 10.5 亿，预计 2024 年增长到 11.5 亿，同期国内 OSA 患者预计达到 2.1 亿，主要超重、肥胖、老龄化等人群数量增加所致。

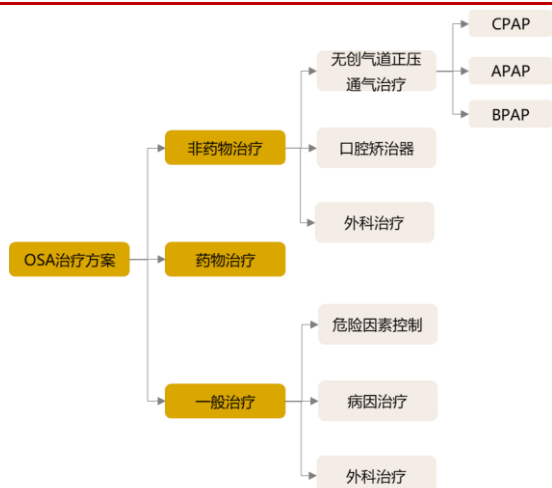
图表 13: 2015-2024 年全球及中国 OSA 患病人数(百万人, 30-60 岁)



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

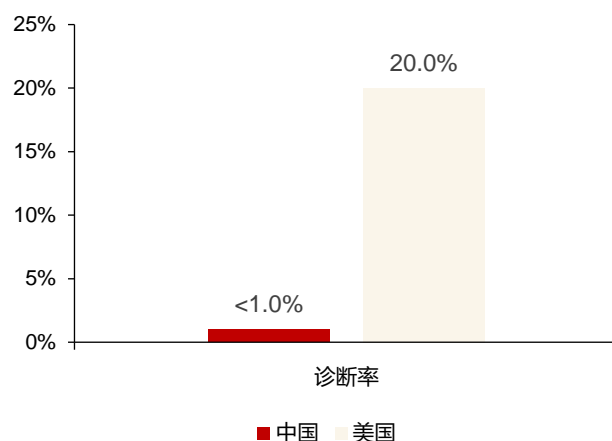
OSA 治疗包括一般、药物、非药物方式，其中非药物治疗中无创呼吸机治疗是成人 OSA 患者首选和初选治疗手段。因 OSA 症状发生在睡眠过程中，易与其他睡眠类疾病混淆，导致国内诊断率偏低，不足 1%，国内仍有较多 OSA 患者接受持续监测和治疗。

图表 14: OSA 治疗方案



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

图表 15: 中美 OSA 诊断率对比 (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

家用呼吸机，与专业医用呼吸机应用场景不同，主要用于专业医疗机构以外的场所。通过通气辅助和增加患者肺部通气量，家用呼吸机可以用于睡眠呼吸暂停低通气症，如 OSA，也能用于治疗中轻度呼吸衰竭和呼吸功能不全，包括 COPD、哮喘等，从而保持患者生理功能正常。

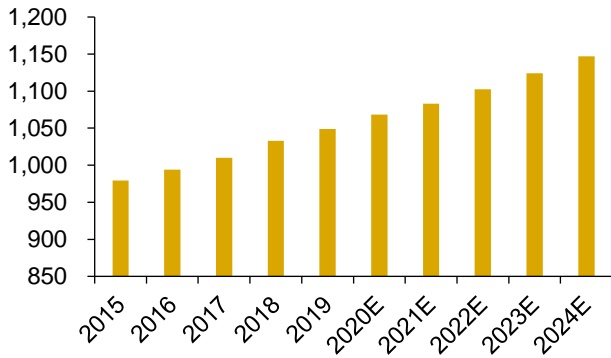
图表 16: OSA 及 COPD 症状及治疗方案

疾病	阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征(OSA)	慢性阻塞性肺疾病(COPD)
症状	打鼾、睡眠中断、夜间有窒息感、睡眠紊乱、晨起头痛等，严重者可引起高血压、心律失常、心力衰竭、糖尿病等并发症。	呼吸困难、慢性咳嗽和咳痰，并发症包括肺癌、支气管扩张、心血管疾病、骨质疏松
治疗方案	药物治疗、非药物治疗和一般治疗。非药物治疗包括无创气道正压通气治疗、口腔矫治器、外科治疗，无创呼吸机治疗是成人 OSA 患者首选和初选治疗手段	药物治疗、非药物治疗。非药物治疗包括机械通气支持、氧疗、外科治疗等，家用双水平呼吸机是非药物治疗首选治疗方案

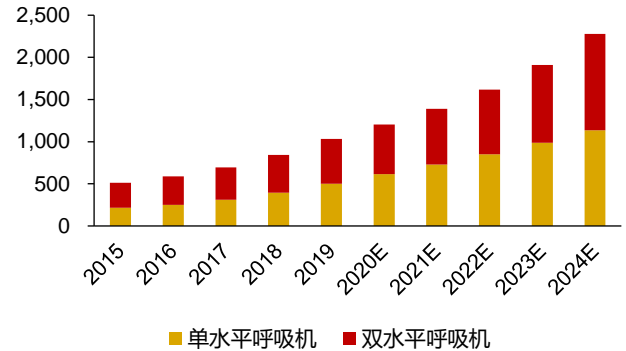
资料来源：美好医疗招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究

## 2.2 全球市场集中度高，行业规模持续稳健提升

弗若斯特沙利文数据显示，2019-2024 年，全球家用呼吸机市场规模从 23.04 亿美元增长至 41.65 亿美元，复合年增速为 12.6%，主要是由中国在内的新兴市场驱动。同期国内家用呼吸机市场分别为 10.34 亿元和 22.77 亿元，2019-2024 年复合增长率为 17.1%，患者健康意识不断提高，对 OSA 和 COPD 治疗方式中，呼吸机作用不断深入，是市场增长主要因素。

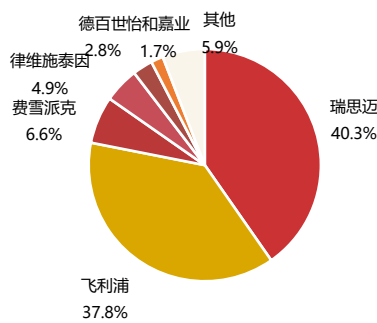
**图表 17：2015-2024 年全球家用呼吸机市场规模（百万美元，出厂口径）**


资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

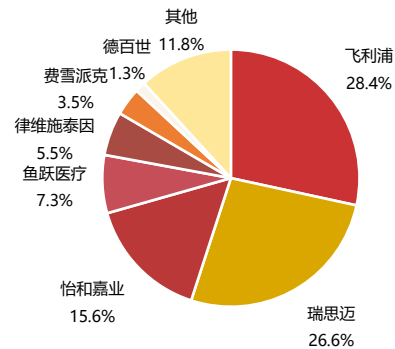
**图表 18：2015-2024 年国内家用呼吸机市场规模（百万元，出厂口径）**


资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

2020 年，全球家用呼吸机市场前二分别为瑞思迈、飞利浦，合计接近 80% 水平，竞争格局集中，国产品牌怡和嘉业占比约 1.7%。国内市场，飞利浦和瑞思迈也是占比前二的厂家，怡和嘉业排名第三，占比为 15.6%，市场集中度较全球市场分散。

**图表 19：2020 年全球家用呼吸机市场份额**


资料来源：怡和嘉业招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究

**图表 20：2020 年国内家用呼吸机市场份额**


资料来源：怡和嘉业招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究

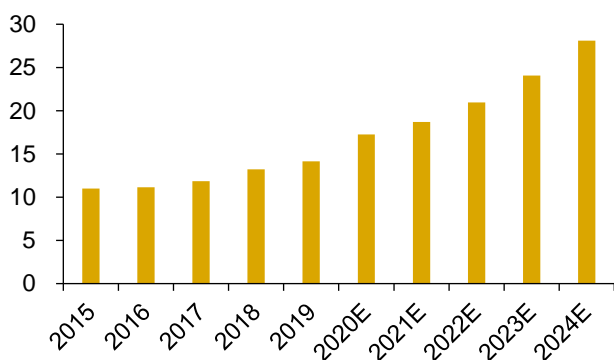
呼吸机由主机和通气面罩两个组件构成，通气面罩与人面部接触，形成闭合系统，通过管路将主机加压空气输入鼻腔或口腔。相较主机具有较高单价和使用寿命，通气面罩需要及时更换，避免破损、漏气等问题引起压力误差，进而影响治疗，理论上平均 3-6 个月需更换一次，随着国产品牌面罩产品逐步成熟，整体价格有所下降，持续用户教育提高面罩更换意识，有望进一步提高产品使用。

**图表 21：常见呼吸机品牌设备及面罩价格**

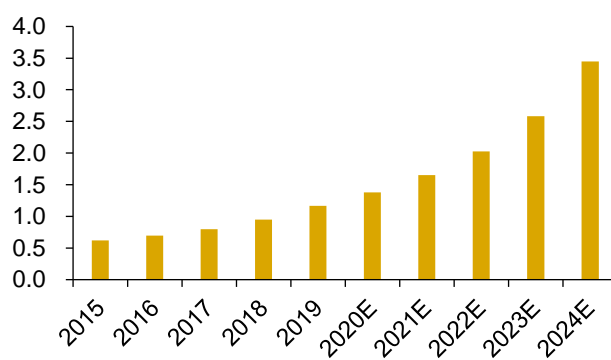
企业	瑞思迈	飞利浦	费雪派克	鱼跃医疗	怡和嘉业
国际	澳大利亚	美国	新西兰	中国	中国
呼吸机终端价格(元)	5,000-30,000	3,000-30,000	15,000-17,000	3,000-30,000	4,000-17,000
通气面罩终端价格(元)	400-1,600	300-1,600	400-1,800	300-600	200-600

资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

2015-2019 年，全球呼吸机通气面罩市场容量从 11 亿美元增长至 14 亿美元，年复合增长率为 6.5%，阶段性事件使得呼吸机需求增加明显，配套面罩耗材更换频率提高，2019-2024 年复合增长率提高至 14.7%，预计 2024 年全球通气面罩市场规模提升至 28 亿美元。2019 年，国内呼吸机通气面罩市场容量为 1.17 亿元，规模相对较小，但 2019-2024 年复合增长率达到 24.2%，高于全球平均水平。

**图表 22：2015-2024 年全球通气面罩市场容量(亿美元)**

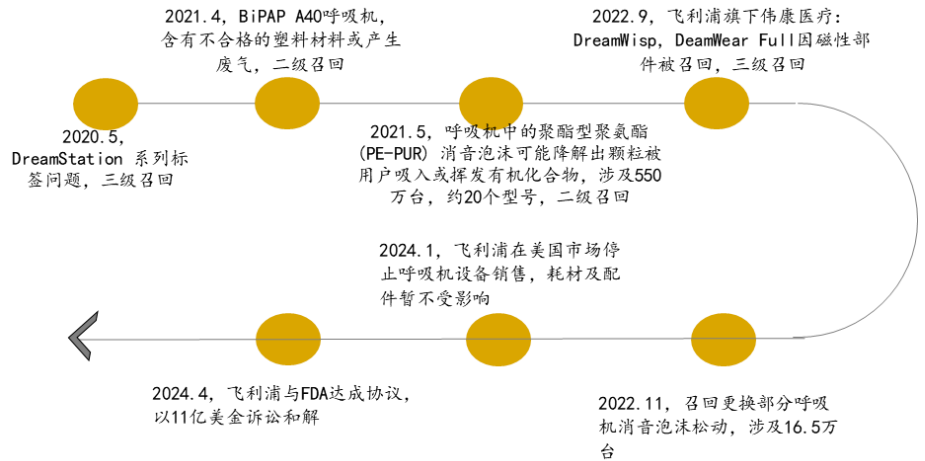
资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

**图表 23：2015-2024 年全球通气面罩市场容量(亿元)**

资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

2020 年 5 月起，飞利浦呼吸机出现多起不同程度召回事件，其中 2021 年 5 月召回事件影响范围较大，涉及 550 万台设备，约 20 个型号，主要因呼吸机中的聚酯型聚氨酯 (PE-PUR) 消音泡沫可能降解出颗粒，进入呼吸机设备后可能会被患者吸入，另外可能挥发有机化合物。截止 2024 年 1 月，飞利浦宣布在美国市场停止呼吸机设备的销售，对于市场的竞争格局有较大影响，也给予其他呼吸机厂家进一步提升份额的机会。

图表 24：飞利浦呼吸机召回事件



资料来源：飞利浦官网，华源证券研究

通过长期耕耘，美好医疗积累了丰富的呼吸机组件经验，从技术到产品等全流程获得全球头部家用呼吸机企业认可，有望在头部企业进一步提高市场份额过程中，产线持续稳定增长。

## 2.3 持续挖掘技术需求，2024 年公司呼吸机业务有望重回增长

经过十年以上的开发，公司在呼吸机品类形成核心技术积累，自主实现叶轮模具设计及制造技术、面罩精密模具气流控制技术、呼吸机湿化器水箱防渗漏技术等。公司在研呼吸机组件项目包括高性能风机、呼吸系统云平台、呼吸类诊断设备等，持续提高呼吸机组件竞争力。

图表 25：公司在研呼吸机组件项目

主要研发项目名称	项目进展	预计对公司未来发展的影响
高速小体积及高性能医用呼吸机风机的研发	完成组件设计优化和工艺技术改善方案，进行小批量试产	应用于医用呼吸机、高流量氧疗设备等医用领域，积累了高速叶轮设计和制造方面的经验，提升公司呼吸机核心组件的竞争力。
呼吸系统疾病云平台技术研发	搭建了美好慢病管理平台，具备数据管理、系统管理、报告管理、统计、专病管理、随访管理等功能,实现了慢病医疗闭环。	使用过程中收集相关数据，进行大数据累积。
呼吸类诊断设备用呼吸管路产品研发	已完成产品设计、验证和工艺方案研究，进行了小批量试产。	该产品用于与呼吸机、麻醉剂、潮化器、喷雾器配套使用，为病人建立一个呼吸连接通道。
气道交换导管产品研发	已完成产品设计、验证和工艺方案研究、小批量试产并和产品性能研究，取得医疗器械注册证。	该产品用于医院对患者进行插管交换，可销售医院产生销售收入。
家用呼吸机湿化器自动化制造技术研究与应用	打标测气流设备已经投入生产使用。稳定性及各项性能达到预期设计要求。现进行优化及复制应用。	新型塑胶激光雕刻技术创新、弧面雕刻技术创新及湿化器全自动气密性行

呼吸类产品自动化制造技术研究与应用

各个分项目均已导入并投入生产，持续优化改进，目前已实现稳定生产。

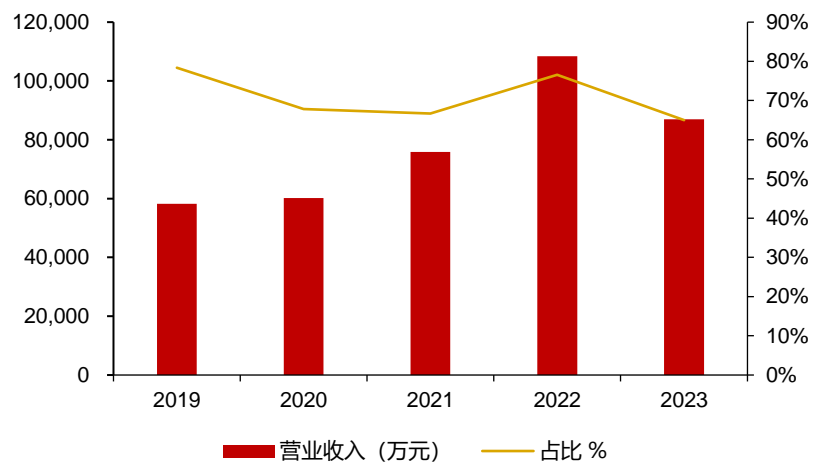
检测系统创新为公司新业务积累和沉淀技术

提高公司在呼吸类产品生产制造领域的一站式服务能力。

资料来源：公司公告，华源证券研究

研发维度的精耕细作，以及体系的完善，得到全球呼吸机行业龙头的认可，连续 10 年被该客户评为“最佳供应商”，多次延长合作协议有效期，2019-2023 年，收入整体稳步增长，实现长期、稳定合作关系。

图表 26：2019-2023 年公司第一大客户销售收入(万元)及占比(%)

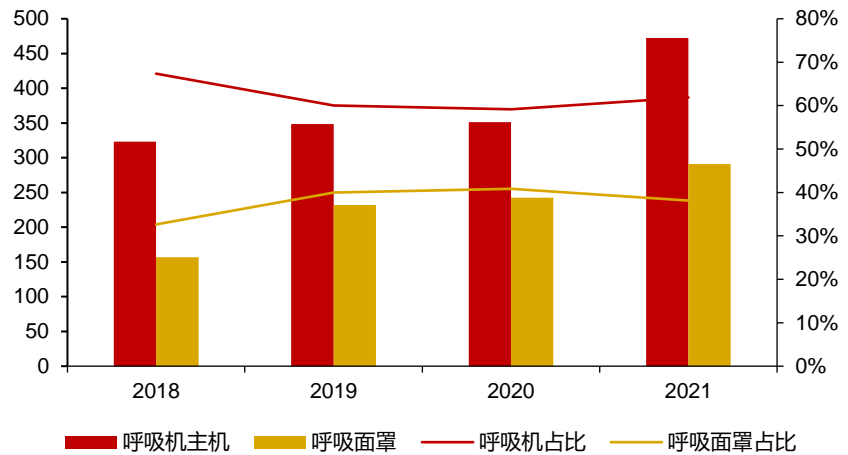


资料来源：美好医疗招股书，公司公告，华源证券研究

公司呼吸机主机及呼吸面罩均保持稳步增长，其中 2018-2021 年呼吸面罩年均复合增速为 22.89%，高于呼吸机主机同期增速 13.47%，同时呼吸面罩收入占比峰值达到 40.85%，显示呼吸机组件业务朝稳定耗材产出的模式发展。

图表 27：2018-2021 年公司呼吸机、呼吸面罩收入 (百万元) 及占比 (%)

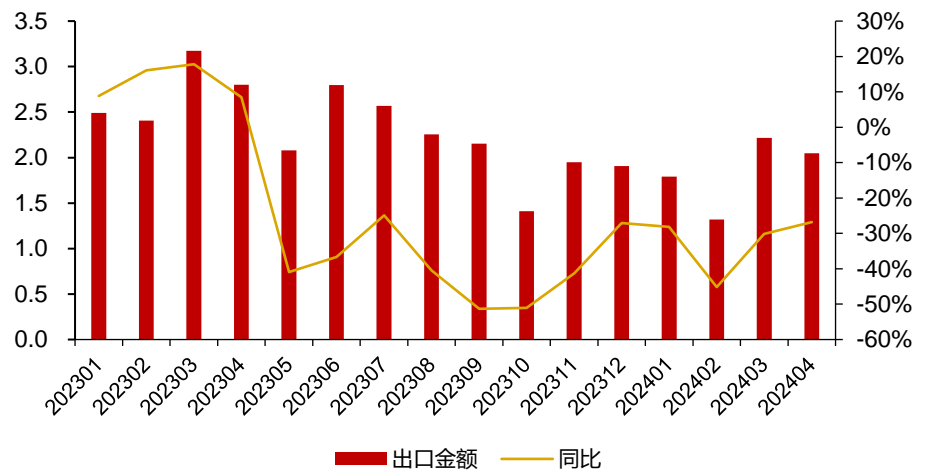




资料来源：ifind，华源证券研究

自 2020 年起，受阶段性事件影响，海外呼吸机需求增加，叠加头部厂家产品召回，产品供应短缺，2022H2-2023H1 期间，家用无创呼吸机出口旺盛，境外客户产品库存较高，导致 2023H2 出口金额持续下降。2024 年 3-4 月，出口金额虽同比仍处于下滑，但下滑幅度持续缩窄，同时 3-4 月份环比持续改善。

图表 28：2023.1-2024.4 无创呼吸机出口金额（亿元）及增速(%)



资料来源：海关总署，华源证券研究

我们认为海外大客户去库存周期迎来尾声，订单需求有望恢复，家用呼吸机组件业务或将恢复稳态增长。

### 3. 人工耳蜗组件稳健增长，多维布局提供持续增长点

通过长期自主研发，公司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、自动化技术等，并搭建了 I 类-III 类医疗器械管理体系及制造能力，建设了万级、十万级 GMP 车间，是医疗器械注册人制度受托生产和合约制造商企业，为其他医疗组件、消费电子组件的开发夯实底层基础。

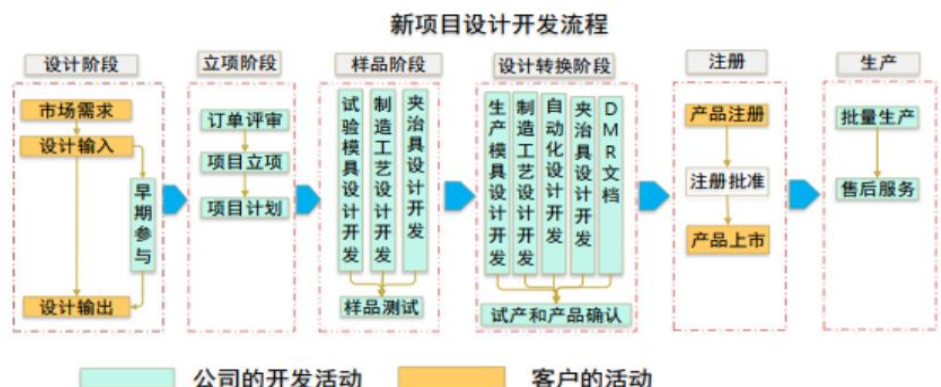
图表 29：公司核心技术能力

核心能力	项目	简介
先进的设备及设施优势	模具加工设备	模具加工关键设备为德国、日本等进口，精度可达 0.002mm，配备热补偿系统等
	自动化设备	医疗器械精密零组件的生产，包括成型、后加工、组装、检测和测试等
	10 万级洁净厂房	无菌医疗器械生产，组装等
医疗体系与质量优势	LSR 液态硅胶	注塑连续生产重量偏差值 < 1‰，配备德国进口六轴机器人，生产自动化程度高
	ISO13485，医疗器械管理体系	欧盟 CE、国内 NMPA、美国 FDA 要求的医疗器械质量管理体系
液态硅胶技术	液态硅胶精密模具、注塑成型技术	用于人工面罩等产品的制造
精密模具	各类精密模具及自动化	精度达到 0.002mm，最小 R 角 0.01mm，均为国际领先

资料来源：美好医疗招股书，华源证券研究

公司与下游企业深度合作，在早期产品设计阶段开始参与，涉及立项、样品测试、设计转换、注册支持、批量生产和售后等全流程，通过完善的体系管控，形成出色的产品交付和服务能力，深度支持客户产品开发全流程。

图表 30：公司新项目设计开发流程



资料来源：美好医疗招股书，华源证券研究

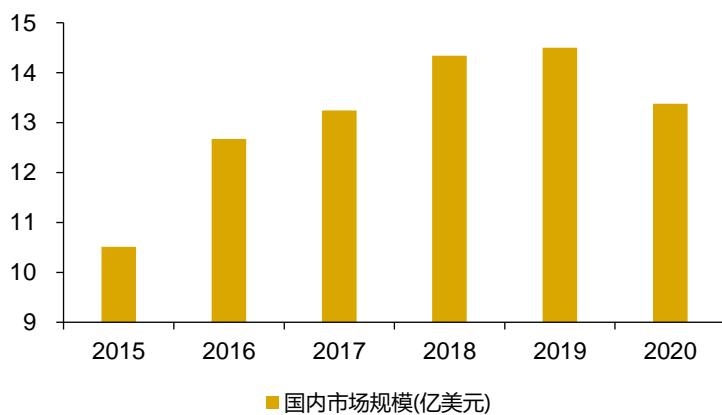
美好医疗不断拓展全球医疗器械优质客户，先后为迈瑞、强生、西门子、雅培、瑞声达听力等全球医疗器械百强企业，提供监护、给药、介入、助听等细分领域产品、组件的开发及生产服务；公司也在心血管、器械消毒、胰岛素笔、眼科器械等细分领域与全球创新型高科技企业开展全方位合作。

### 3.1 人工耳蜗市场潜力大，深度绑定大客户

人工植入耳蜗通过外置声音处理器将声音转换为编码形式电信号，配合电极系统刺激听力神经，从而实现失聪患者听觉功能的恢复、提高和重建。

QYResearch 数据显示，2015-2019 年，全球人工植入耳蜗市场规模自 10.51 亿美元增长至 14.50 亿美元，年复合增速达到 8.4%，以澳大利亚科利耳、美国领先仿生和奥地利美迪乐为主要制造商，2020 年预计合计产量达到全球 88.96%。

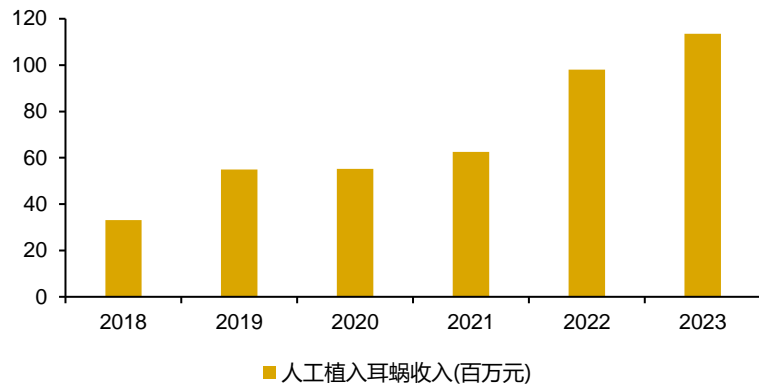
**图表 31：2015-2020 年全球人工植入耳蜗市场规模(亿美元)**



资料来源：美好医疗招股书，QYResearch，华源证券研究

美好医疗具备人工植入耳蜗精密模具设计及制造、声音处理器精密超声波焊接技术等，是全球人工植入耳蜗龙头企业之一的战略供应商，获评客户 B “5 年服务最有价值和优秀合作伙伴”。2023 年，公司人工植入耳蜗收入 1.14 亿元，同比增长 15.87%，2018-2023 年复合增长率达到 27.94%，保持高速增长。

**图表 32：2018-2023 年公司人工植入耳蜗组件收入(百万元)**



资料来源：iFind，华源证券研究

### 3.2 在研产品线丰富，拉动公司持续快速增长可期

基于平台优势，公司在家用及消费电子、心血管、内窥镜、胰岛素笔、眼科器械等细分领域拓展能力边界，进一步丰富收入组合。

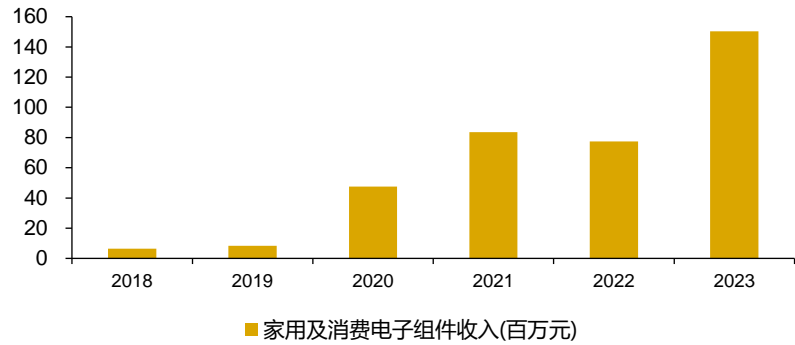
**图表 33：公司部分在研管线**

主要研发项目名称	项目进展	预计对公司未来发展的影响
消费产品新双色工艺及其材料的研发	已完成相关设计优化和工艺技术，已进行批量试产；	针对薄壁类产品和模具一体化技术，提升了公司的行业竞争力和丰富经验
精细化心血管医疗器械注塑成型技术的研发	已完成小批量试产	后续该系列的产品都可以采用该技术，经济效益明显。
非血管支架技术研发	产品已经完成定型，并具备量产条件，目前正在进行第三方测试中	丰富公司在气道介入领域的产品族以及拓宽渠道，增加企业的竞争力，带来新的业绩增长点。
大型肺功能仪研发	对上市后产品进行系统化优化，临床使用过程中新发现的问题进行分析和改进，优化生产工艺	产品进入批量销售阶段，产生持续销售收入，扩大公司在肺功能检测领域的市场影响力。
自由切换式一氧化氮检测仪的研发	已完成产品设计、验证和测试。	完善呼吸产品线。
电化学传感器技术研发	该传感器项目已完成原型样机制备，基础性能和可靠性已通过验证，下一步进行批量试制。	建立公司电化学传感器的研发、生产制造全链条能力。
活瓣技术研发	产品结构已经定型，完成了性能测试，产品性能满足要求。	提升临床研究和经济效益
气道三级扩张球囊技术及产品研发	产品已经取得注册证并具备了量产条件	可建立公司在气道介入领域的渠道，致力于气道介入治疗的推广及普及，具有较大的利润空间。
硅酮支架的临床研究	产品已经完成定型，并具备量产条件，完成了动物实验，证明了产品的安全有效性。	开发高值耗材，拓展新渠道，增加企业的竞争力的同时给公司带来较好的利润。
一次性内镜使用超声活检针技术及产品研发	检测已经完成，已经具备了量产条件	与公司已在开发的介入器械形成互补，打造较为完整的活检生态，丰富产品线。
气道软镜技术及产品的研发	本项目已研发完成，取得 NMPA 的注册证	本项目有助于提升企业的市场竞争力，更将推动国内软镜技术的发展，为广大患者带来福音，可迅速提升企业形象，增加企业的竞争力的同时给公司带来一定效益增

资料来源：公司公告，华源证券研究

公司家用及消费电子组件涉及手机、咖啡机、面部护理仪器等，随着细分品类不良率降低，细分品类毛利率有所提升。公司与飞利浦(咖啡机)、SKG 等知名品牌达成合作，2023 年产线收入 1.50 亿元，同比增长 94.21%，2018-2023 年复合增速高达 88.04%，参考公司过去几年在家用及消费电子领域的增长趋势，我们认为随着新产品和新客户的落地，有望拉动公司持续快速增长。

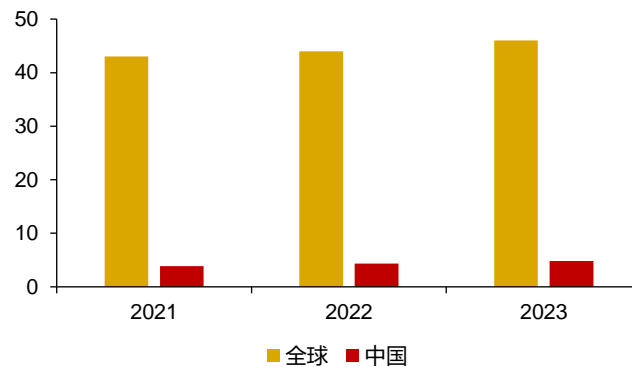
**图表 34：2018-2023 年公司家用及消费电子组件收入(百万元)**



资料来源：iFind，华源证券研究

2023 年，全球和国内胰岛素注射笔市场分别约为 46 和 5 亿美元，主要由胰岛素厂家自产，绑定胰岛素药品销售，PDB 数据显示，2021 年国内胰岛素市场仍被进口主导，诺和诺德、赛诺菲、礼来合计市场份额靠前。

**图表 35：2021-2023 年全球及国内胰岛素注射笔市场容量(亿美元)**



资料来源：观研报告网，华源证券研究

公司自主开发胰岛素笔全自动制造技术，使得精密制造过程更加智能化和柔性化，能够适应多变的生产需求和复杂产品的制造，目标在实现进口替代取得主动权，目前已完成机器的组装，调试及组装工艺，完成第一批次生产交付。

**图表 36：公司胰岛素笔相关在研项目**

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
胰岛素笔精密计量机构零件及多模穴模具技术的研发	实现 32 穴模具高效率、高精度的制造，显著提升胰岛素笔组件的生产效率和产品质量，使胰岛素笔注射时计量推进机构≤15N 的推力。	已完成设计和工艺技术优化验证，进行了小批量量产	精密计量组件在设计和工艺技术优化验证后，实现全自动化任意组装后，胰岛素笔注射时计量推进机构已满足≤15N 的推力	在胰岛素笔组件这个细分领域，提升公司的竞争力。
胰岛素笔自动化制造技术研究与应用	自主开发胰岛素笔全自动制造技术，完成进口替代，取得主动权，实现胰岛素笔自动制造大型自动化设备的国产化。	已完成机器的组装，调试以及组装工艺的研究，并完成第一批次生产交付。	节拍达到 2.5s/pcs,良率达 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。

资料来源：公司公告，华源证券研究

## 4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 16.83、21.08、26.55 亿元，同比增长 25.81%、25.26%、25.94%，关键假设如下：

1) 家用呼吸机组件：公司产品及配套全流程服务受到全球龙头认可，深度合作时间较长，随着主要竞品召回事件，以及下游库存问题的落地，产线有望恢复稳定增长。假设公司 2024-2026 年家用呼吸机组件收入分别为 10.23、11.76、13.53 亿元，同比增速分别为 18.00%、15.00%、15.00%；

2) 人工植入耳蜗组件：公司医疗业务第二大产线，技术层面具有壁垒，与行业龙头合作逐步深入。假设公司 2024-2026 年人工植入耳蜗组件收入分别为 1.36、1.57、1.80 亿元，同比增速分别为 20.00%、15.00%、15.00%；

3) 家用及消费电子组件：依靠自动化、模具技术的积累，成熟的业务流程，公司在家用及消费电子组件领域实现多元化发展。假设公司 2024-2026 年家用及消费电子组件收入分别为 2.18、2.83、3.40 亿元，同比增速分别为 45.00%、30.00%、20.00%。

**图表 37：2024-2026 年美好医疗收入预测（百万元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收（百万元）	1,415.29	1,337.59	1,682.76	2,107.81	2,654.51
yoy	24.43%	-5.49%	25.81%	25.26%	25.94%
毛利率%	43.04%	41.19%	43.00%	43.00%	44.00%
归母净利润（百万元）	402.09	313.30	405.24	515.79	651.53
yoy	43.04%	-22.08%	29.35%	27.28%	26.32%
<b>家用呼吸机组件</b>	<b>1058.57</b>	<b>866.8</b>	<b>1022.82</b>	<b>1176.25</b>	<b>1352.68</b>
yoy	295.58%	-18.12%	18.00%	15.00%	15.00%
毛利率%	42.88%	42.98%	42.50%	42.50%	42.50%
<b>人工植入耳蜗组件</b>	<b>98.00</b>	<b>113.55</b>	<b>136.26</b>	<b>156.70</b>	<b>180.20</b>

yoy	56.60%	15.87%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率%	65.42%	63.70%	65.00%	65.00%	65.00%
<b>精密模具及自动化设备</b>	79.64	98.34	108.17	118.99	130.89
yoy	-23.24%	23.48%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率%	39.17%	36.61%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>家用及消费电子组件</b>	77.36	150.24	217.85	283.20	339.84
yoy	-7.42%	94.21%	45.00%	30.00%	20.00%
毛利率%	26.47%	23.43%	24.00%	24.00%	24.00%
<b>自主产品</b>	5.35	12.58	15.10	18.12	21.74
yoy	-62.98%	135.14%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率%	53.68%	45.86%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>其他医疗产品组件</b>	80.28	85.41	170.82	341.64	614.95
yoy	-22.53%	6.39%	100.00%	100.00%	80.00%
毛利率%	36.46%	27.01%	50.00%	52.00%	53.00%
<b>其他类</b>	16.09	10.67	11.74	12.91	14.20
yoy	150.08%	-33.69%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率%	29.50%	56.99%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.05、5.16、6.52 亿元，增速分别为 29.35%、27.28%、26.32%。选取同为医疗器械上游产业链的奕瑞科技、海泰新光，以及家用呼吸机厂家怡和嘉业作为可比公司。公司呼吸机组件积累成熟，从医疗器械精密组件向消费电子组件进行全方位布局，较可比公司，涉及业务类型不断丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688301.SH	奕瑞科技	160.45	8.11	10.16	12.43	19.40	15.49	12.65
301367.SZ	怡和嘉业	55.84	6.16	7.60	7.83	14.17	11.47	11.14
688677.SH	海泰新光	47.75	1.73	2.26	2.87	22.68	17.39	13.71
	平均值		5.33	6.67	7.71	18.75	14.78	12.50
301363.SZ	美好医疗	118.34	0.97	1.22	1.54	29.20	22.94	18.16

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除美好医疗外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2024/7/1；

## 风险提示：

- 1) 单一大客户风险：2023 年，公司前五大客户销售占比达到 81.79%，其中第一大占比 65.01%，单一大客户占比较大存在订单、销售依赖风险；
- 2) 市场竞争加剧风险：上游供应商较多，业务存在交集，对下游合作伙伴的选择和评估可能产生影响，竞争加剧对长期稳定收入构成潜在风险；
- 3) 新品推广不及预期风险：胰岛素笔、家用及消费电子类新品，样品磨合、产线调试及市场反馈存在不确定性，对后续产线收入增长存在风险。



**图表 39：美好医疗合并利润表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,415.29</b>	<b>1,337.59</b>	<b>1,682.75</b>	<b>2,107.80</b>	<b>2,654.51</b>
营业成本	806.10	786.63	959.17	1,201.45	1,486.52
营业税金及附加	12.19	8.59	12.40	15.53	19.56
销售费用	26.12	31.83	36.01	44.69	61.05
管理费用	84.05	101.29	100.17	115.56	142.62
研发费用	87.69	120.40	124.89	153.48	211.60
财务费用	-49.22	-52.20	-6.06	-7.75	-9.97
资产减值损失	-3.04	-7.44	-9.33	-11.69	-14.72
公允价值变动收益	0.33	0.08	0.00	0.00	0.00
其他	9.65	14.71	9.78	9.78	9.78
<b>营业利润</b>	<b>456.75</b>	<b>351.71</b>	<b>456.42</b>	<b>581.01</b>	<b>734.04</b>
营业外净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>456.66</b>	<b>351.42</b>	<b>456.57</b>	<b>581.13</b>	<b>734.05</b>
所得税	54.57	38.12	51.33	65.33	82.52
<b>净利润</b>	<b>402.09</b>	<b>313.30</b>	<b>405.24</b>	<b>515.79</b>	<b>651.53</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>402.09</b>	<b>313.30</b>	<b>405.24</b>	<b>515.79</b>	<b>651.53</b>

资料来源：ifind，华源证券研究

**图表 40：美好医疗合并现金流量表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	402.09	313.30	405.24	515.79	651.53
折旧摊销	72.14	91.90	209.73	226.62	246.85
财务费用	-49.22	-52.20	-6.06	-7.75	-9.97
营运资金变动	-79.98	-40.52	-64.95	-108.13	-134.36
其它	36.85	53.89	16.49	16.46	16.35
<b>经营活动现金流</b>	<b>381.36</b>	<b>350.72</b>	<b>539.22</b>	<b>621.78</b>	<b>749.28</b>
资本支出	190.09	257.93	161.66	53.89	67.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-685.93	184.56	4.75	4.75	4.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>-876.02</b>	<b>-73.37</b>	<b>-156.91</b>	<b>-49.14</b>	<b>-62.58</b>
短期借款	-30.03	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-85.83	7.68	-4.24	-8.82	-7.71
普通股增加	44.27	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1180.52	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1.67	-160.86	-69.70	-88.68	-111.83
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>1107.26</b>	<b>-153.18</b>	<b>-73.94</b>	<b>-97.50</b>	<b>-119.54</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>646.54</b>	<b>132.78</b>	<b>308.37</b>	<b>475.14</b>	<b>567.15</b>

资料来源：ifind，华源证券研究

**图表 41：美好医疗合并资产负债表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,230.41	1,708.24	2,016.61	2,491.76	3,058.91
应收账款+票据	203.92	228.02	283.90	355.61	447.85
预付账款	19.83	19.66	29.97	37.54	47.28
存货	433.46	374.74	484.60	607.01	751.04

其他	534.83	25.18	48.83	57.17	67.89
<b>流动资产合计</b>	<b>2,424.98</b>	<b>2,359.01</b>	<b>2,868.56</b>	<b>3,554.90</b>	<b>4,380.28</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	826.69	883.74	772.98	672.29	583.11
在建工程	39.62	161.66	242.49	188.61	114.51
无形资产	81.37	79.72	63.50	47.29	31.07
其他非流动资产	10.36	35.28	35.28	35.28	35.28
<b>非流动资产合计</b>	<b>963.47</b>	<b>1,164.26</b>	<b>1,116.19</b>	<b>943.46</b>	<b>763.96</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,388.45</b>	<b>3,523.27</b>	<b>3,984.74</b>	<b>4,498.35</b>	<b>5,144.24</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	182.68	137.69	246.80	309.14	382.49
其他	124.60	134.63	161.74	202.46	252.99
<b>流动负债合计</b>	<b>307.27</b>	<b>272.31</b>	<b>408.54</b>	<b>511.60</b>	<b>635.48</b>
长期带息负债	182.68	137.69	246.80	309.14	382.49
其他	124.60	134.63	161.74	202.46	252.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.79</b>	<b>68.67</b>	<b>64.43</b>	<b>55.61</b>	<b>47.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>367.07</b>	<b>340.98</b>	<b>472.97</b>	<b>567.21</b>	<b>683.38</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	406.66	406.66	406.66	406.66	406.66
资本公积	1,597.04	1,597.04	1,597.04	1,597.04	1,597.04
留存收益	1,017.68	1,178.59	1,508.07	1,927.44	2,457.16
<b>股东权益合计</b>	<b>3,021.38</b>	<b>3,182.29</b>	<b>3,511.77</b>	<b>3,931.14</b>	<b>4,460.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,388.45</b>	<b>3,523.27</b>	<b>3,984.74</b>	<b>4,498.35</b>	<b>5,144.24</b>

资料来源：ifind，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com  
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数