

美好医疗 (301363.SZ)

公司快报

技术延展能力强，新业务拓展打开成长空间

投资要点

- 医疗器械精密组件领域种子选手。**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。公司核心业务是家用呼吸机和人工耳蜗组件的开发制造和销售。同时，公司还提供监护、给药、介入、助听等细分领域产品和组件的开发及生产服务，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企业开展产品及工艺技术开发和生产制造方面的合作。
- 家用呼吸机和人工耳蜗基石业务，客户合作有望进一步加深。**公司主要产品为家用呼吸机和人工植入耳蜗组件，其中2022年家用呼吸机组件收入10.59亿元，营收占比为75%，2020-2022营收CAGR为33%；人工植入耳蜗组件收入0.98亿元，营收占比7%，2020-2022营收CAGR为33%。全球家用呼吸机行业集中度较高，公司呼吸机组件产品的主要客户A为全球龙头。目前客户A拟推出新一代家用呼吸机，公司从2017年开始参与了整套结构组件的材料、结构、模具、自动化、生产工艺、品质标准等方面的开发，并已开始为客户A批量试产，合作有望进一步加深。客户B是全球最大的人工植入耳蜗制造商之一，公司与客户B已有10余年的合作历史，获得高度认可，并建立良好的合作关系。公司持续加深客户合作，加强新产品研发和拓展力度，实现基石业务稳定增长。
- 外延消费电子及其他医疗领域，打开成长空间。**公司掌握医疗器械精密组件从设计开发、加工制造、自动化生产全流程的技术工艺，包括液态硅胶等多种特色技术，广泛应用于医疗、食品、母婴、电子等多个领域，能够快速切入多个领域，为下游客户提供丰富的产品组合。公司深耕医疗器械精密组件领域多年，技术驱动下得到核心客户高度认可，塑造高品质口碑，进而延展至消费电子及其他医疗领域，开拓新客户打开成长空间。2022年家用及消费电子组件收入0.77亿元，营收占比为5%，2020-2022营收CAGR为27%。公司持续加强在全球医疗器械其他细分领域的拓展，加强与已建立关系的十余家百强客户的业务合作，增加公司的营收，2022年其他医疗产品组件收入0.80亿元，营收占比为6%，2020-2022营收CAGR为22%。未来随着新客户持续开发，外拓下游领域取得相关业务，逐步降低大客户集中度高的风险。
- 投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.90/6.41/8.33亿元，增速分别为22%/31%/30%，对应PE分别为27/20/16倍。考虑到公司和核心客户合作持续加深，家用呼吸机和人工耳蜗基石业务稳定增长，外延家用消费电子及其他医疗领域增加新营收，公司业绩有望稳定增长。首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- 风险提示：**客户集中度高的风险、新客户拓展不及预期风险、汇率波动风险。

医药 | 医疗器械III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2023-09-06)

31.98元

交易数据

总市值(百万元)	13,004.99
流通市值(百万元)	1,287.53
总股本(百万股)	406.66
流通股本(百万股)	40.26
12个月价格区间	47.01/32.12

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.82	-21.2	10.24
绝对收益	-20.01	-22.03	5.17

分析师

赵宁达

 SAC执业证书编号：S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.cn

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,137	1,415	1,605	2,186	2,854
YoY(%)	28.1	24.4	13.4	36.2	30.6
净利润(百万元)	310	402	490	641	833
YoY(%)	20.2	29.7	21.9	30.9	29.9
毛利率(%)	44.9	43.0	44.8	45.2	45.6
EPS(摊薄/元)	0.76	0.99	1.20	1.58	2.05
ROE(%)	22.3	13.3	14.5	16.6	18.3
P/E(倍)	41.9	32.3	26.5	20.3	15.6
P/B(倍)	9.3	4.3	3.9	3.4	2.9
净利率(%)	27.3	28.4	30.5	29.4	29.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **家用呼吸机组件：**公司的家用呼吸机组件业务贡献主要营收，受益于下游客户 A 需求高增，带动公司相关配件业务快速放量。考虑到客户 A 渠道去库存和公司合作新产品交付节奏影响，业绩短期承压，未来随着合作持续加深，产品快速迭代推动公司业务稳定增长。预计 2023-2025 年家用呼吸机组件营收增速为 5%、35%、30%，毛利率分别为 44.50%、45.00%、45.50%。
- (2) **精密模具及自动化设备：**公司的精密模具制造和技术优势显著，为客户提供新产品开发和生产转换服务。预计 2023-2025 年精密模具及自动化设备营收增速为 45%、40%、25%，毛利率分别为 40.00%、40.00%、40.00%。
- (3) **家用及消费电子组件：**公司的家用及消费电子组件下游应用领域涵盖手机、咖啡机、面部护理仪器等产品，产品品类不断拓展。预计 2023-2025 年家用及消费电子组件营收增速为 30%、40%、35%，毛利率分别为 30.00%、30.00%、30.00%。
- (4) **人工植入耳蜗组件：**公司与客户 B 建立了长期合作关系，持续提供人工耳蜗植入组件的开发和制造，合作有望进一步加深。预计 2023-2025 年人工植入耳蜗组件营收增速为 50%、40%、35%，毛利率分别为 66.00%、66.50%、67.00%。
- (5) **自主产品：**公司自主产品主要是医用肺功能仪。随着公司加大品牌推广，有望进一步推动产品放量。预计 2023-2025 年自主产品营收增速为 120%、25%、20%，毛利率分别为 54.00%、54.00%、54.00%。
- (6) **其他医疗产品组件：**公司加快拓展医疗器械百强新客户，外拓血糖、骨科、IVD 等新领域开拓增量市场。预计 2023-2025 年其他医疗产品组件营收增速为 25%、40%、35%，毛利率分别为 36.00%、36.00%、36.00%。

综上，公司和核心客户合作持续加深，家用呼吸机和人工耳蜗基石业务稳定增长，外延家用消费电子及其他医疗领域增加新营收，公司业绩有望稳定增长。预计公司 2023-2025 年整体营收增速分别为 13%、36%、31%，毛利率分别为 44.82%、45.23%、45.65%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

细分业务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
家用呼吸机组件	594.10	763.06	1,058.57	1,111.50	1,500.52	1,950.68
YOY		28%	39%	5%	35%	30%
毛利率	48.48%	45.10%	42.88%	44.50%	45.00%	45.50%
精密模具及自动化设备	84.20	103.75	79.64	115.48	161.67	202.09
YOY		23%	-23%	45%	40%	25%
毛利率	44.11%	41.42%	39.17%	40.00%	40.00%	40.00%
家用及消费电子组件	47.62	83.56	77.36	100.57	140.80	190.07
YOY		75%	-7%	30%	40%	35%
毛利率	41.04%	38.73%	26.47%	30.00%	30.00%	30.00%
人工植入耳蜗组件	55.15	62.58	98.00	147.00	205.80	277.83

YOY		13%	57%	50%	40%	35%
毛利率	63.85%	59.52%	65.42%	66.00%	66.50%	67.00%
自主产品	48.32	14.45	5.35	11.77	14.71	17.66
YOY		-70%	-63%	120%	25%	20%
毛利率	79.26%	58.26%	53.68%	54.00%	54.00%	54.00%
其他医疗产品组件	54.00	103.63	80.28	100.35	140.49	189.66
YOY		92%	-23%	25%	40%	35%
毛利率	42.28%	40.17%	36.46%	36.00%	36.00%	36.00%
其他类	2.52	2.75	10.97	11.52	12.67	14.57
YOY		9%	299%	5%	10%	15%
毛利率	56.53%	52.43%	29.50%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	2.03	3.68	5.11	6.90	8.97	11.21
YOY		81%	39%	35%	30%	25%
毛利率	70.61%	70.51%	80.33%	80.00%	80.00%	80.00%
营业总收入	887.94	1,137.46	1,415.28	1,605.08	2,185.63	2,853.77
YOY		28%	24%	13%	36%	31%
毛利率	49.99%	44.91%	43.04%	44.82%	45.23%	45.65%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2. 可比公司估值

公司主要产品以家用呼吸机组件、人工植入耳蜗组件及相关精密模具为主,从事的医疗器械精密组件业务以先进的精密制造为主要特色。目前,市场上不存在与公司在主营业务、主要产品定位、产品应用等方面相同或相似的上市公司。故选取与公司精密制造的特点相似的昌红科技、提供器械代工的海泰新光以及生产家用呼吸机的怡和嘉业进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300151.SZ	昌红科技	15.14	0.25	0.21	0.50	0.70	76	73	30	22
688677.SH	海泰新光	50.34	2.10	1.87	2.53	3.28	54	27	20	15
301367.SZ	怡和嘉业	127.06	5.94	7.98	10.37	13.47	37	16	12	9
	平均值						56	39	21	15
301363.SZ	美好医疗	31.98	0.99	1.20	1.58	2.05	32	27	20	16

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 Wind 一致预期, 截止日期 2023 年 9 月 6 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1050	2425	1953	2948	2901	营业收入	1137	1415	1605	2186	2854
现金	420	1230	1444	1822	1855	营业成本	627	806	886	1197	1551
应收票据及应收账款	218	204	274	377	474	营业税金及附加	8	12	13	17	22
预付账款	28	20	35	40	57	营业费用	26	26	29	39	51
存货	314	433	163	680	475	管理费用	51	84	90	131	171
其他流动资产	70	537	36	30	41	研发费用	64	88	96	142	185
非流动资产	851	963	1037	1137	1257	财务费用	8	-49	-55	-60	-64
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-14	-2	-3	-4	-4
固定资产	271	817	895	980	1088	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	82	81	86	93	93	投资净收益	3	1	4	4	3
其他非流动资产	498	65	55	64	75	营业利润	348	457	556	727	943
资产总计	1901	3388	2989	4085	4158	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	375	307	312	552	555	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	30	0	0	0	0	利润总额	348	457	556	727	943
应付票据及应付账款	232	183	244	399	430	所得税	38	55	66	85	110
其他流动负债	113	125	68	153	125	税后利润	310	402	490	641	833
非流动负债	134	60	52	52	54	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	82	0	0	0	0	归属母公司净利润	310	402	490	641	833
其他非流动负债	52	60	52	52	54	EBITDA	375	482	606	780	1009
负债合计	509	367	364	605	608						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	362	407	407	407	407	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	417	1597	1597	1597	1597	成长能力					
留存收益	625	1027	1474	2044	2762	营业收入(%)	28.1	24.4	13.4	36.2	30.6
归属母公司股东权益	1392	3021	2626	3481	3550	营业利润(%)	18.4	31.1	21.8	30.7	29.7
负债和股东权益	1901	3388	2989	4085	4158	归属于母公司净利润(%)	20.2	29.7	21.9	30.9	29.9
						获利能力					
						毛利率(%)	44.9	43.0	44.8	45.2	45.6
						净利率(%)	27.3	28.4	30.5	29.4	29.2
						ROE(%)	22.3	13.3	14.5	16.6	18.3
						ROIC(%)	20.1	12.2	13.5	15.4	17.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	26.8	10.8	12.2	14.8	14.6
						流动比率	2.8	7.9	6.3	5.3	5.2
						速动比率	1.7	6.4	5.6	4.0	4.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	6.2	6.7	6.7	6.7	6.7
						应付账款周转率	3.2	3.9	4.2	3.7	3.7
						估值比率					
						P/E	41.9	32.3	26.5	20.3	15.6
						P/B	9.3	4.3	3.9	3.4	2.9
						EV/EBITDA	33.8	23.4	19.1	14.3	11.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn