

美好医疗 (301363.SZ)

基石业务受去库存影响承压，新业务增长态势良好

买入

核心观点

下游呼吸机客户去库存致业绩承压，后续有望逐步改善。2023年公司实现营业收入13.38亿元(-5.49%)，归母净利润3.13亿元(-22.08%)，扣非归母净利润2.91亿元(-25.95%)。其中23Q4单季营收2.94亿元(-15.37%)，归母净利润0.13亿元(-82.41%)，扣非归母净利润0.12亿元(-82.96%)。2024年一季度营收2.82亿元(-23.34%)，归母净利润0.58亿元(-46.46%)，扣非归母净利润0.56亿元(-44.38%)。公司2023年及2024年一季度业绩出现波动，主要系基石业务呼吸机组件业务受下游客户去库存影响有所承压，预计后续客户订单有望逐步企稳。

传统业务波动，新业务增长态势良好。2023年，家用呼吸机组件业务由于下游客户阶段性去库存的影响，该业务板块收入下滑18.1%。其他板块均取得不同程度增长，人工植入耳蜗板块营收增长15.9%，家用及消费电子组件板块营收增长94.2%，精密模具及自动化设备营收增长23.5%，自主产品营收增长135.1%，其他医疗组件产品营收增长6.4%。

推出股权激励，彰显发展信心。公司于2024年4月发布上市后首次股权激励计划草案，拟授予600万股股票，占总股本的1.48%；激励对象包括董事、高管、核心技术人员等163人；激励目标值为2024/2025/2026年营收或净利润增长率不低于25.00%/56.25%/95.31%（以2023年为基数，公司层面可归属比例100%），触发值为2024/2025/2026年营收或净利润增长率不低于20.00%/44.00%/72.80%（以2023年为基数，公司层面可归属比例80%），表明对未来发展信心十足。

投资建议：在呼吸机大客户去库存影响下，公司2023年以及2024年一季度业绩受到短期扰动，下调24、25年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024-2026年营收16.7/20.8/25.6亿元（原24-25年为17.8/22.0亿元），同比增速25%/24%/23%，归母净利润3.9/4.9/6.0亿元（原24-25年为5.0/6.2亿元），同比增速25%/24%/23%，当前股价对应PE=26/21/17x。随着呼吸机大客户库存影响出清，公司基石业务有望企稳，新业务有望延续强势增长态势，维持“买入”评级。

风险提示：大客户依赖风险；汇率波动风险；新业务拓展不及预期风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,415	1,338	1,674	2,079	2,562
(+/-%)	24.4%	-5.5%	25.1%	24.2%	23.2%
归母净利润(百万元)	402	313	392	487	601
(+/-%)	29.7%	-22.1%	25.2%	24.2%	23.3%
每股收益(元)	0.99	0.77	0.96	1.20	1.48
EBIT Margin	28.2%	21.6%	22.4%	23.9%	24.8%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	9.8%	11.3%	12.6%	14.1%
市盈率 (PE)	25.2	32.4	25.9	20.8	16.9
EV/EBITDA	22.9	28.4	23.1	17.6	14.2
市净率 (PB)	3.36	3.19	2.91	2.63	2.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

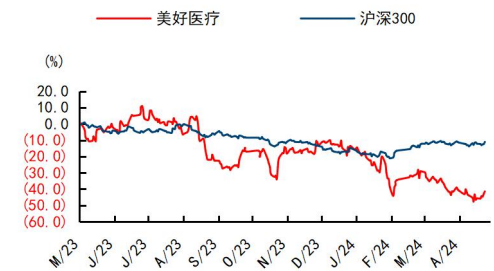
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌珑
021-60375487 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.95元
总市值/流通市值	10146/2798百万元
52周最高价/最低价	52.18/22.05元
近3个月日均成交额	62.36百万元

市场走势



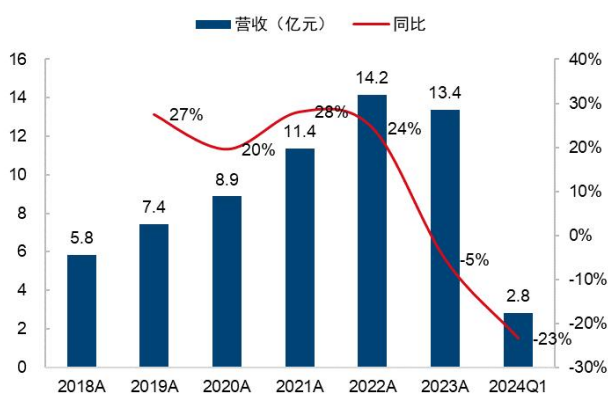
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《美好医疗 (301363.SZ) ——2023年三季报点评：业绩短期承压，业务多元化发展顺利》——2023-11-06
《美好医疗 (301363.SZ) ——基本盘业务稳健增长，平台化延伸可期》——2023-05-19

下游呼吸机客户去库存致业绩承压，后续有望逐步改善。2023年公司实现营收13.38亿元（-5.49%），归母净利润3.13亿元（-22.08%），扣非归母净利润2.91亿元（-25.95%）。其中23Q4单季营收2.94亿元（-15.37%），归母净利润0.13亿元（-82.41%），扣非归母净利润0.12亿元（-82.96%）。2024年一季度营收2.82亿元（-23.34%），归母净利润0.58亿元（-46.46%），扣非归母净利润0.56亿元（-44.38%）。公司2023年及2024年一季度业绩出现波动，主要系基石业务呼吸机组件业务受下游客户去库存影响有所承压，预计后续客户订单有望逐步企稳。

图1: 美好医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 美好医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 美好医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

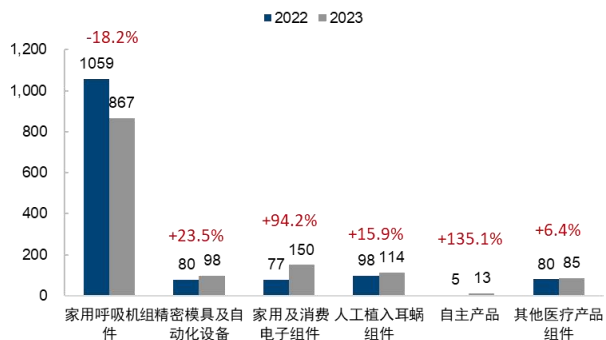
图4: 美好医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

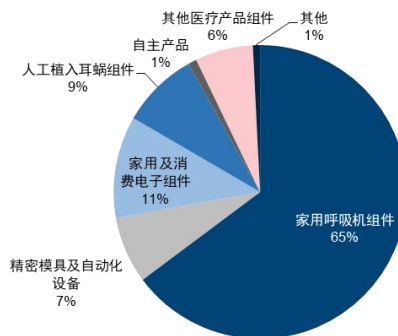
传统业务波动，新业务增长态势良好。2023年，家用呼吸机组件业务由于下游客户阶段性去库存的影响，该业务板块收入下滑18.1%。其他板块均取得不同程度增长，人工植入耳蜗板块营收增长15.9%，家用及消费电子组件板块营收增长94.2%，精密模具及自动化设备营收增长23.5%，自主产品营收增长135.1%，其他医疗组件产品营收增长6.4%。

图5: 美好医疗各业务收入（百万元）及增长率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

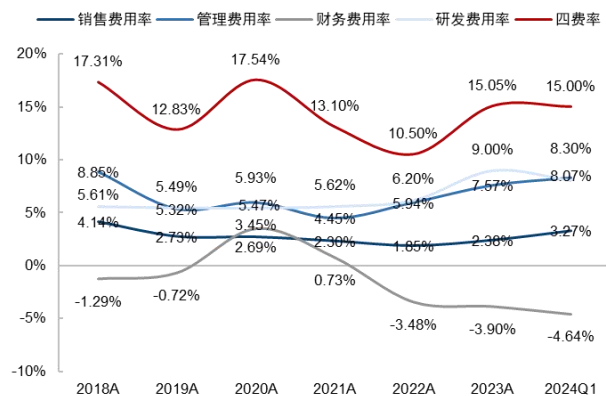
图6: 美好医疗 2023 年收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

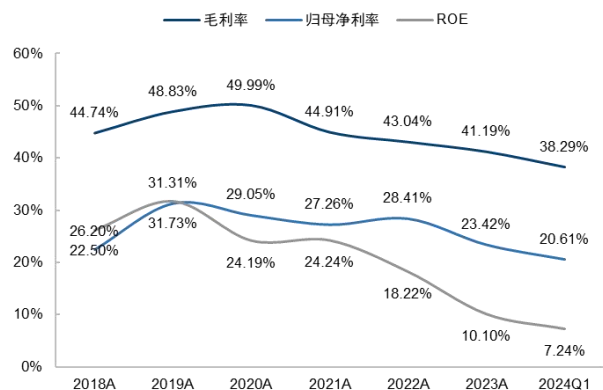
毛利率有所下降，费用率提升。2023 年公司毛利率 41.19% (-1.85pp)，毛利率有所下降，主要系营收规模收缩以及新业务起步阶段的毛利率相对较低所致。销售费用率 2.38% (+0.53pp)，管理费用率 7.57% (+1.63pp)，研发费用率 9.00% (+2.81pp)，财务费用率 -3.90% (-0.42pp)，四费率 15.05% (+4.55pp)，费用率有所提升，研发费用率提升较为明显，主要系公司布局新业务赛道持续加大研发投入力度。

图7: 美好医疗费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 美好医疗利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

推出股权激励，彰显发展信心。公司于 2024 年 4 月发布上市后首次股权激励计划草案，拟授予 600 万股股票，占总股本的 1.48%；激励对象包括董事、高管、核心技术人员等 163 人；激励目标值为 2024/2025/2026 年营收或净利润增长率不低于 25.00%/56.25%/95.31%（以 2023 年为基数，公司层面可归属比例 100%），触发值为 2024/2025/2026 年营收或净利润增长率不低于 20.00%/44.00%/72.80%（以 2023 年为基数，公司层面可归属比例 80%），表明对未来发展信心十足。

投资建议：在呼吸机大客户去库存影响下，公司 2023 年以及 2024 年一季度业绩受到短期扰动，下调 24、25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年营收 16.7/20.8/25.6 亿元（原 24-25 年为 17.8/22.0 亿元），同比增速 25%/24%/23%，归母净利润 3.9/4.9/6.0 亿元（原 24-25 年为 5.0/6.2 亿元），同比增速 25%/24%/23%，当前股价对应 PE=26/21/17x。随着呼吸机大客户库存影响出清，公司基石业务有望企稳，新业务有望延续强势增长态势，维持“买入”评

级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/4/26 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	23A	24E	
688301.SH	奕瑞科技	192.86	197	5.97	8.57	10.89	12.42	32.3	22.5	17.7	15.5	14.8%	0.8	0.8	无	
688310.SH	迈得医疗	23.67	28	0.85	1.43	1.99		27.8	16.5	11.9		11.7%	0.3	0.3	无	
301363.SZ	美好医疗	24.95	101	0.77	0.96	1.20	1.48	32.4	25.9	20.8	16.9	10.1%	1.1	1.1	买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 奕瑞科技、迈得医疗为wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1230	1708	2267	2142	2274	营业收入	1415	1338	1674	2079	2562
应收款项	206	231	287	340	434	营业成本	806	787	981	1213	1510
存货净额	433	375	479	600	740	营业税金及附加	12	9	13	17	20
其他流动资产	29	29	63	55	73	销售费用	26	32	38	44	48
流动资产合计	2425	2359	3112	3153	3537	管理费用	84	101	125	143	157
固定资产	857	1028	1202	1386	1580	研发费用	88	120	144	166	191
无形资产及其他	81	80	77	73	70	财务费用	(49)	(52)	(33)	(17)	(7)
投资性房地产	25	56	56	56	56	投资收益	1	16	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	8	(3)	(3)	(3)
资产总计	3388	3523	4447	4669	5243	其他收入	(83)	(133)	(121)	(143)	(168)
短期借款及交易性金融负债	6	7	500	300	348	营业利润	457	352	446	554	682
应付款项	183	138	242	259	323	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	119	128	154	187	234	利润总额	457	351	446	554	682
流动负债合计	307	272	896	746	905	所得税费用	55	38	53	66	82
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	69	69	69	69	归属于母公司净利润	402	313	392	487	601
长期负债合计	60	69	69	69	69	现金流量表 (百万元)					
负债合计	367	341	965	815	974	净利润	402	313	392	487	601
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(12)	17	6	3	4
股东权益	3021	3182	3482	3854	4269	折旧摊销	61	81	105	127	147
负债和股东权益总计	3388	3523	4447	4669	5243	公允价值变动损失	(3)	(8)	3	3	3
关键财务与估值指标						财务费用	(49)	(52)	(33)	(17)	(7)
每股收益	0.99	0.77	0.96	1.20	1.48	营运资本变动	(74)	(6)	(57)	(114)	(137)
每股红利	0.02	0.35	0.23	0.28	0.46	其它	12	(17)	(6)	(3)	(4)
每股净资产	7.43	7.83	8.56	9.48	10.50	经营活动现金流	385	381	443	504	614
ROIC	19.88%	10.83%	11%	12%	13%	资本开支	0	(274)	(285)	(314)	(345)
ROE	13.31%	9.85%	11%	13%	14%	其它投资现金流	(512)	510	0	0	0
毛利率	43%	41%	41%	42%	41%	投资活动现金流	(512)	236	(285)	(314)	(345)
EBIT Margin	28%	22%	22%	24%	25%	权益性融资	34	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	28%	29%	30%	31%	负债净变化	(82)	0	0	0	0
收入增长	24%	-5%	25%	24%	23%	支付股利、利息	(6)	(143)	(93)	(115)	(186)
净利润增长率	30%	-22%	25%	24%	23%	其它融资现金流	1080	146	493	(200)	48
资产负债率	11%	10%	22%	17%	19%	融资活动现金流	937	(139)	401	(315)	(137)
股息率	0.1%	1.4%	0.9%	1.1%	1.8%	现金净变动	811	478	559	(125)	131
P/E	25.2	32.4	25.9	20.8	16.9	货币资金的期初余额	420	1230	1708	2267	2142
P/B	3.4	3.2	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	1230	1708	2267	2142	2274
EV/EBITDA	22.9	28.4	23.1	17.6	14.2	企业自由现金流	0	59	93	137	224
						权益自由现金流	0	205	621	(31)	308

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032