

美好医疗 (301363.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年4月24日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 23.60元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师: 于佳喜

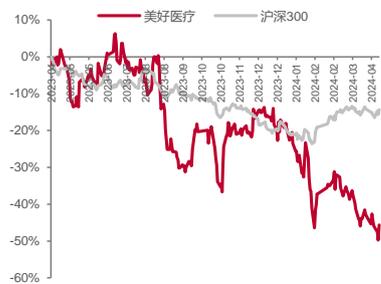
执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	407
流通股本(百万股)	112
市价(元)	23.60
市值(百万元)	9,597
流通市值(百万元)	2,647

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 公司深度报告-美好医疗-医疗、消费器械组件龙头制造商，多产品布局迈向广阔市场
- 2 美好医疗 2023 年半年报点评-耳蜗植入组件高速增长，多元产品业务布局持续收获
- 3 美好医疗 2023 年三季度报点评-客户库存消化影响短期表现，看好血糖等创新业务收获

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,415	1,338	1,702	2,160	2,749
增长率 yoy%	24%	-5%	27%	27%	27%
净利润(百万元)	402	313	407	511	648
增长率 yoy%	30%	-22%	30%	26%	27%
每股收益(元)	0.99	0.77	1.00	1.26	1.59
每股现金流量	0.94	0.86	0.88	1.15	1.25
净资产收益率	13%	10%	12%	13%	14%
P/E	23.9	30.6	23.6	18.8	14.8
P/B	3.2	3.0	2.7	2.4	2.1

备注: 股价信息截止至 2024 年 4 月 24 日

投资要点

- 事件: 公司发布 2023 年年度报告, 2023 年公司实现营业收入 13.38 亿元, 同比下降 5.49%; 归母净利润 3.13 亿元, 同比下降 22.08%; 扣非归母净利润 2.91 亿元, 同比下降 25.95%。
- 分季度看, 2023 年单四季度公司实现营业收入 2.94 亿元, 同比下降 15.37%; 归母净利润 0.13 亿元, 同比下降 82.41%; 扣非归母净利润 0.12 亿元, 同比下降 82.96%, 公司单季度业绩有所下滑, 主要因下游呼吸机大客户短期库存消化, 同时年末资产减值以及费用计提等对利润造成一定影响。2024 年一季度, 公司实现营业收入 2.82 亿元, 同比下降 23.34%, 实现归母净利润 0.58 亿元, 同比下降 46.45%, 实现扣非净利润 0.56 亿元, 同比下降 44.38%, 公司单季度业绩环比开始趋向好转, 大客户去库存有望趋近结束。
- 库存消化、期间费用投入等影响短期盈利能力。2023 年公司销售费用率 2.38%, 同比提升 0.53pp, 管理费用率 7.57%, 同比提升 1.63pp, 研发费用率 9.00%, 同比提升 2.81pp, 财务费用率-3.90%, 同比下降 0.42pp, 期间费用率整体有所提升, 主要因公司持续加大客户开拓以及研发投入力度; 此外海外工厂投产后折旧增加以及应收款、存货等的减值处理也对利润率造成一定影响, 2023 年公司毛利率 41.19%, 同比下降 1.85pp, 净利率 23.42%, 同比下降 4.99pp。
- 呼吸机组件有望迎来拐点, 新赛道布局初显成效。2023 年, 公司家用呼吸机组件业务收入 8.67 亿元, 同比下降 18.12%, 主要因海外大客户阶段性去库存, 我们预计随着库存周期的消化结束以及竞对飞利浦在美国呼吸机市场的逐渐退出, 公司相关业务有望逐渐迎来业绩拐点, 实现双位数以上增长; 2023 年公司人工耳蜗业务实现收入 1.14 亿元, 同比增长 15.87%, 公司与客户合作关系稳固持久, 预计未来人工耳蜗业务有望延续此前增长趋势; 家用电子、其他医疗等其余板块营收综合增速达到 38.08%, 多元化赛道布局开始逐步进入收获期, 血糖、体外诊断、心血管等新项目有望快速成长。
- 激励计划 3 年目标复合增速 25%, 充分彰显长期战略信心。为推进长期激励机制的建设, 实现员工利益与公司利益深度绑定, 公司发布 2024 年限制性股票激励计划, 授予 163 名董事、高管以及核心员工限制性股票合计 600 万股, 占股本总额大约 1.48%。激励计划考核目标值为以 2023 年为基数, 2024-2026 年营业收入或净利润增速分别不低于 25.00%、56.25%、95.31%, 对应每年增速不低于 25%; 考核触发值为 2024-2026 年营业收入或净利润增速分别不低于 20.00%、44.00%、72.80%, 对应每年增速不低于 20%。激励计划的发布彰显了公司及管理层对于未来发展的信心以及公司长期价值的认可, 有望激发团队活力, 为公司稳健经营和持续发展提供了坚实动力。
- 盈利预测与投资建议: 根据公司公告, 我们调整盈利预测, 预计血糖管理等新业务有望快速上量, 家用呼吸机组件等传统业务库存消化可能造成短期扰动, 预计公司 2024-2026 年有望实现营业收入 17.02、21.60、27.49 亿元, 同比增长 27%、27%、27% (调整前 24-25 年 17.60、22.44 亿元), 预计 2024-2026 年有望实现归母净利润 4.07、5.11、6.48 亿元, 同比增长 30%、26%、27% (调整前 24-25 年 4.75、5.99 亿元)。公司当前股价对应 2024-2026 年 24、19、15 倍 PE, 考虑公司是医疗器械组件制造龙头, 掌握行业领先的研发制造能力, 技术壁垒高, 拥有更加可观的成长空间, 未来几年有望持续保持业绩快速增长, 具有较好的稀缺性, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 新产品研发风险, 政策变化风险, 行业竞争加剧风险, 单一大客户依赖的风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

内容目录

下游呼吸机库存消化影响短期表现，24Q1 趋向企稳	- 3 -
优势业务稳健创新业务高增，股权激励彰显发展信心	- 5 -

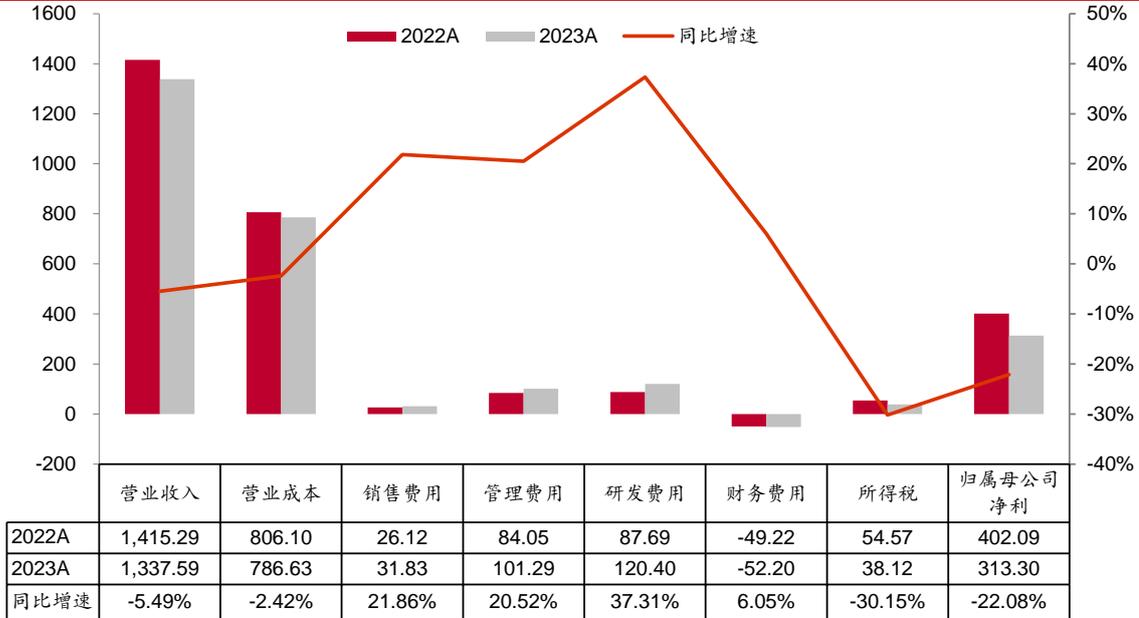
图表目录

图表 1: 美好医疗主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 美好医疗主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 美好医疗归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 美好医疗分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 5: 美好医疗分季度营业收入变化 (百万元)	- 4 -
图表 6: 美好医疗分季度归母净利润变化 (百万元)	- 4 -
图表 7: 美好医疗盈利能力变化情况.....	- 5 -
图表 8: 美好医疗期间费用率变化情况.....	- 5 -
图表 9: 美好医疗家用呼吸机组件收入情况 (百万元, %)	- 5 -
图表 10: 美好医疗人工植入耳蜗组件收入情况 (百万元, %)	- 5 -
图表 11: 美好医疗财务报表预测.....	- 7 -

下游呼吸机库存消化影响短期表现，24Q1 趋向企稳

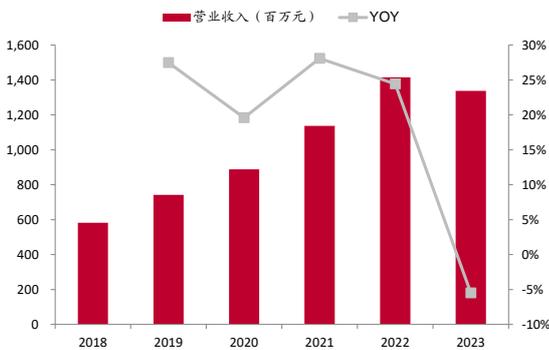
■ 2023 年公司实现营业收入 13.38 亿元，同比下降 5.49%；归母净利润 3.13 亿元，同比下降 22.08%；扣非归母净利润 2.91 亿元，同比下降 25.95%。

图表 1: 美好医疗主要财务指标变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 美好医疗主营业务收入情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 美好医疗归母净利润情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 分季度看，2023 年单四季度公司实现营业收入 2.94 亿元，同比下降 15.37%；归母净利润 0.13 亿元，同比下降 82.41%；扣非归母净利润 0.12 亿元，同比下降 82.96%，公司单季度业绩有所下滑，主要因下游呼吸机大客户短期库存消化，同时年末资产减值以及费用计提等对利润造成一定影响。2024 年一季度，公司实现营业收入 2.82 亿元，同比下降 23.34%，实现归母净利润 0.58 亿元，同比下降 46.45%，实现扣非净利润 0.56 亿元，同比下降 44.38%，公司单季度业绩环比开始趋向好转，大客户去库存有望趋进结束。

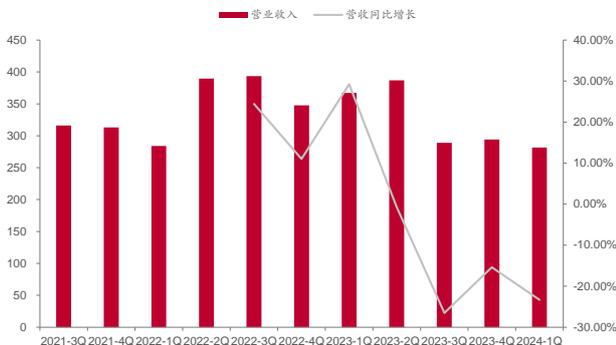
图表 4: 美好医疗分季度财务数据 (百万元)

	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	316.27	313.16	284.17	389.82	393.56	347.73	367.28	386.89	289.14	294.29	281.55
营收同比增长					24.44%	11.04%	29.25%	-0.75%	-26.53%	-15.37%	-23.34%
营收环比增长		-0.98%	-9.26%	37.18%	0.96%	-11.64%	5.62%	5.34%	-25.27%	1.78%	-4.33%
营业成本	167.48	177.43	170.17	223.78	214.92	197.23	207.90	214.55	173.7	190.48	173.75
营业费用	5.14	7.31	4.68	4.28	9.86	7.30	5.83	8.65	8.32	9.03	9.20
管理费用	12.23	16.12	13.14	18.36	25.46	27.09	18.51	28.50	25.6	28.69	23.36
财务费用	-1.82	7.45	2.28	-25.07	-30.40	3.97	-2.94	-35.32	-5.35	-8.58	-13.05
营业利润	111.96	83.40	76.97	144.20	155.18	80.40	124.92	144.26	65.58	16.95	68.14
利润总额	111.86	83.40	76.97	144.18	155.13	80.38	124.90	144.26	65.46	16.79	68.06
所得税	8.74	9.05	9.95	25.51	13.95	5.16	16.51	11.74	6.3	3.57	10.02
归母净利润	103.11	74.35	67.02	118.68	141.18	75.22	108.39	132.52	59.15	13.23	58.04
归母净利润同比					36.92%	1.17%	61.73%	11.67%	-58.10%	-82.41%	-46.45%

来源: wind, 中泰证券研究所

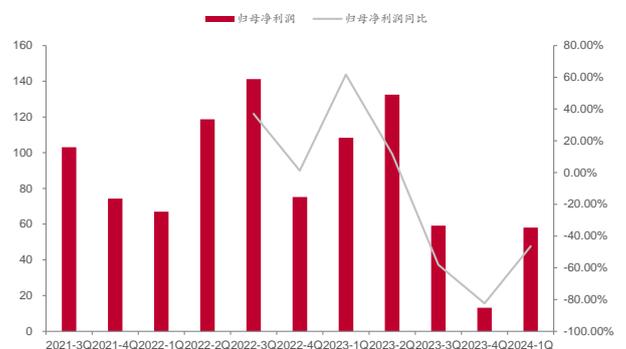
- 库存消化、期间费用投入等影响短期盈利能力。2023 年公司销售费用率 2.38%，同比提升 0.53pp，管理费用率 7.57%，同比提升 1.63pp，研发费用率 9.00%，同比提升 2.81pp，财务费用率-3.90%，同比下降 0.42pp，期间费用率整体有所提升，主要因公司持续加大客户开拓以及研发投入力度；此外海外工厂投产后折旧增加以及应收款、存货等的减值处理也对利润率造成一定影响，2023 年公司毛利率 41.19%，同比下降 1.85pp，净利率 23.42%，同比下降 4.99pp。

图表 5: 美好医疗分季度营业收入变化 (百万元)



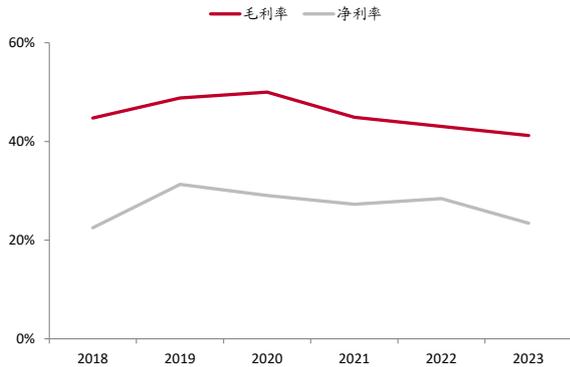
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 美好医疗分季度归母净利润变化 (百万元)



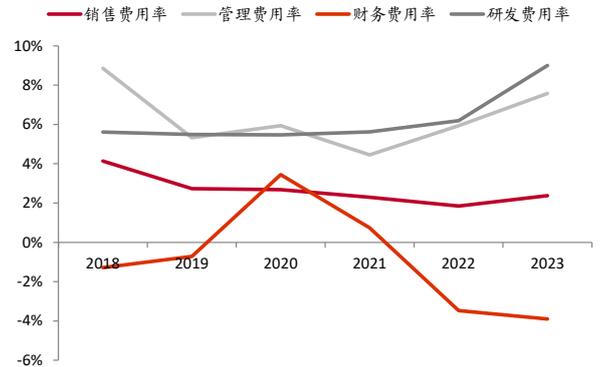
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 美好医疗盈利能力变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 美好医疗期间费用率变化情况

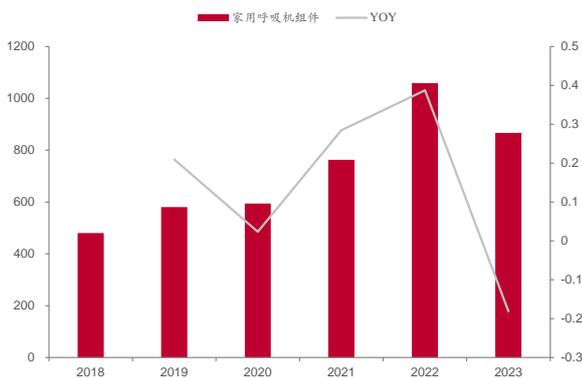


来源: wind, 中泰证券研究所

优势业务稳健创新业务高增，股权激励彰显发展信心

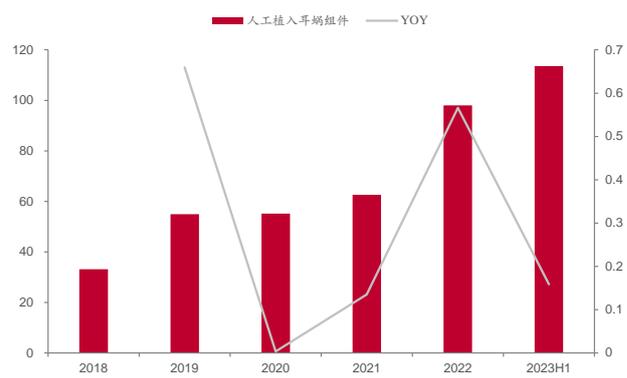
- 呼吸机组件有望迎来拐点，新赛道布局初显成效。2023 年，公司家用呼吸机组件业务收入 8.67 亿元，同比下降 18.12%，主要因海外大客户阶段性去库存，我们预计随着库存周期的消化结束以及竞对飞利浦在美国呼吸机市场的逐渐退出，公司相关业务有望逐渐迎来业绩拐点，实现双位数以上增长；2023 年公司人工耳蜗业务实现收入 1.14 亿元，同比增长 15.87%，公司与客户合作关系稳固持久，预计未来人工耳蜗业务有望延续此前增长趋势；家用电子、其他医疗等其余板块营收综合增速达到 38.08%，多元化赛道布局开始逐步进入收获期，血糖、体外诊断、心血管等新项目有望快速成长。

图表 9: 美好医疗家用呼吸机组件收入情况 (百万元, %)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 美好医疗人工植入耳蜗组件收入情况 (百万元, %)



来源: wind, 中泰证券研究所

- **激励计划 3 年目标复合增速 25%，充分彰显长期战略信心。**为推进长期激励机制的建设，实现员工利益与公司利益深度绑定，公司发布 2024 年限制性股票激励计划，授予 163 名董事、高管以及核心员工限制性股票合计 600 万股，占股本总额大约 1.48%。激励计划考核目标值为以 2023 年为基数，2024-2026 年营业收入或净利润增速分别不低于 25.00%、56.25%、95.31%，对应每年增速不低于 25%；考核触发值为 2024-2026 年营业收入或净利润增速分别不低于 20.00%、44.00%、72.80%，对应每年增速不低于 20%。激励计划的发布彰显了公司及管理层对于未来发展的信心以及公司长期价值的认可，有望激发团队活力，为公司稳健经营和持续发展提供了坚实动力。

图表 11: 美好医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,708	1,855	2,131	2,411	营业收入	1,338	1,702	2,160	2,749
应收票据	15	0	0	0	营业成本	787	994	1,261	1,601
应收账款	213	269	326	409	税金及附加	9	11	15	20
预付账款	20	31	34	45	销售费用	32	41	45	55
存货	375	458	567	778	管理费用	101	123	151	179
合同资产	0	0	0	0	研发费用	120	153	188	236
其他流动资产	28	29	32	36	财务费用	-52	-46	-44	-40
流动资产合计	2,359	2,643	3,091	3,678	信用减值损失	-12	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-7	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	867	1,197	1,507	1,799	投资收益	16	40	40	40
在建工程	162	162	162	162	其他收益	15	0	0	0
无形资产	80	73	68	63	营业利润	352	456	573	727
其他非流动资产	56	58	60	62	营业外收入	-1	0	0	0
非流动资产合计	1,164	1,490	1,797	2,085	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	3,523	4,133	4,887	5,764	利润总额	351	456	573	727
短期借款	0	97	226	335	所得税	38	49	62	79
应付票据	27	39	55	58	净利润	313	407	511	648
应付账款	111	199	256	330	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	313	407	511	648
合同负债	68	24	30	38	NOPLAT	267	366	472	613
其他应付款	1	1	1	1	EPS (按最新股本摊薄)	0.77	1.00	1.26	1.59
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7					
其他流动负债	59	71	87	102	主要财务比率				
流动负债合计	272	437	661	871	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	200	300	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-5.5%	27.2%	26.9%	27.3%
其他非流动负债	69	69	69	69	EBIT增长率	-26.6%	37.1%	29.0%	29.9%
非流动负债合计	69	169	269	369	归母公司净利润增长率	-22.1%	29.9%	25.6%	26.8%
负债合计	341	605	930	1,239	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,182	3,527	3,957	4,524	毛利率	41.2%	41.6%	41.6%	41.7%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	23.4%	23.9%	23.7%	23.6%
所有者权益合计	3,182	3,527	3,957	4,524	ROE	9.8%	11.5%	12.9%	14.3%
负债和股东权益	3,523	4,133	4,887	5,764	ROIC	9.4%	11.0%	12.1%	13.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	9.7%	14.6%	19.0%	21.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	2.4%	7.7%	12.7%	15.7%
经营活动现金流	351	360	469	507	流动比率	8.7	6.1	4.7	4.2
现金收益	345	449	585	755	速动比率	7.3	5.0	3.8	3.3
存货影响	59	-83	-109	-211	营运能力				
经营性应收影响	-16	-53	-60	-93	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营性应付影响	-48	100	73	77	应收账款周转天数	56	51	50	48
其他影响	12	-53	-21	-21	应付账款周转天数	62	56	65	66
投资活动现金流	-73	-374	-385	-395	存货周转天数	185	151	146	151
资本支出	-254	-412	-423	-433	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.77	1.00	1.26	1.59
其他长期资产变化	181	38	38	38	每股经营现金流	0.86	0.89	1.15	1.25
融资活动现金流	-153	161	192	167	每股净资产	7.83	8.67	9.73	11.13
借款增加	1	197	229	209	估值比率				
股利及利息支付	-143	-108	-143	-185	P/E	31	24	19	15
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	3	2	2
其他影响	-11	72	106	143	EV/EBITDA	72	56	43	33

来源: 中泰证券研究所

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。