

## 公司研究

## 业绩有望逐步改善，期待新业务拓展潜力

——美好医疗（301363.SZ）更新点评

## 要点

**家用呼吸机组件下游客户去库存影响结束，期待 25Q2 及下半年业绩逐步改善。**公司目前的基石业务是家用呼吸机和人工植入耳蜗组件的开发制造和销售。24 年公司家用呼吸机组件业务订单回归正常增速，叠加马来西亚基地或能规避关税风险，有望支撑呼吸机组件业务收入中长期增长；公司人工植入耳蜗组件收入营收稳健增长；此外，公司新产品组件收入仍在快速增长，反映了其在多元业务赛道布局卓有成效。25Q1 受春节复工影响收入同比增速较 24 年全年有所放缓，展望 25Q2 及下半年，预计随着公司订单交付逐步恢复，季度业绩有望持续逐步改善。

**血糖管理新项目与新客户持续拓展，马来生产基地逐步扩张。**公司掌握精密模具、液态硅胶等核心技术，在一次性注射笔、连续血糖监测仪（CGM）和胰岛素贴敷泵等产品技术及 CDMO 业务方面不断取得突破。公司在血糖管理、IVD 诊断、心血管等细分领域与全球多家医疗器械龙头展开合作。公司为国际客户定制开发的胰岛素注射笔全自动化生产项目在 2024 年已实现规模化量产；同时，公司自主设计开发的“美好笔”，涵盖一次性可调节式注射笔、预灌封自动注射笔及可调节式储能注射笔三大技术方向的核心研发工作已经完成。另外，公司为客户定制的 CGM 组件产品已进入交付准备期。公司在马来西亚设立了生产基地以来，已顺利完成了一、二期产能建设，马来三期产业基地正在抓紧建设，预期将在 2025 年底前投入生产使用。

**推出限制性股票激励计划，彰显长期发展信心。**近期，公司发布 2025 年股权激励计划，向不超过 304 名核心员工，授予股票合计 500 万股，占总股本 1.23%。股权激励计划的公司层面业绩考核基于 23 年收入或净利润，25-27 年目标值增速分别不低于 56.25%、95.31%、144.14%，25-27 年触发值增速分别不低于 44.00%、72.80%、107.36%，限制性股票激励计划彰显公司对于长期增长的信心。

**盈利预测、估值与评级：**公司是精密医疗器械组件制造龙头，呼吸机组件订单去库存影响结束叠加新业务新客户订单拉开第二增长曲线，综合考虑 25Q1 收入波动、新产品订单交付爬坡时间、研发投入等因素，我们下调 25~26 年归母净利润预测为 4.44/5.39 亿元（原值为 5.02 和 6.41 亿元，下调 11.6%/16.0%），新增 27 年归母净利润预测为 6.56 亿元，考虑到公司的细分领域龙头地位和新业务拓展潜力，维持“买入”评级。

**风险提示：需求回落风险/供应链风险/市场竞争加剧风险/研发进度低预期风险**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,338	1,594	1,931	2,322	2,797
营业收入增长率	-5.49%	19.19%	21.13%	20.22%	20.48%
净利润（百万元）	313	364	444	539	656
净利润增长率	-22.08%	16.11%	21.93%	21.41%	21.90%
EPS（元）	0.77	0.89	0.78	0.95	1.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.85%	10.45%	11.42%	12.32%	13.21%
P/E	22	19	22	18	15
P/B	2.2	2.0	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-06-26（23~24 年总股本数为 406.66 百万股，25~27E 总股本数为 568.87 百万股）

## 买入（维持）

当前价：17.25 元

## 作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

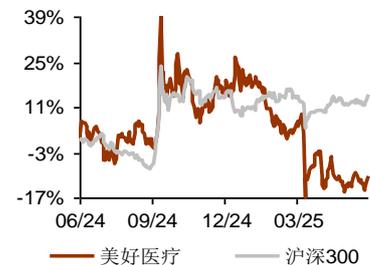
021-52523697

wujiqing@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.69
总市值(亿元):	98.13
一年最低/最高(元):	16.03/29.40
近 3 月换手率:	44.17%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.14	-17.43	-30.99
绝对	2.92	-17.09	-16.75

资料来源：Wind

## 相关研报

呼吸机组件订单拐点初显，期待新业务拓展潜力——美好医疗（301363.SZ）2024 半年报点评（2024-08-21）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,338	1,594	1,931	2,322	2,797
营业成本	787	923	1,101	1,314	1,556
折旧和摊销	81	92	96	134	170
税金及附加	9	16	19	22	25
销售费用	32	45	45	58	70
管理费用	101	108	130	157	189
研发费用	120	141	164	197	243
财务费用	-52	-49	-11	-11	-10
投资收益	16	10	10	10	10
营业利润	352	410	500	607	740
利润总额	351	410	500	607	740
所得税	38	46	57	69	84
净利润	313	364	444	539	656
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	313	364	444	539	656
EPS(元)	0.77	0.89	0.78	0.95	1.15

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	351	448	373	504	627
净利润	313	364	444	539	656
折旧摊销	81	92	96	134	170
净营运资金增加	-30	84	20	20	21
其他	-14	-91	-187	-189	-220
投资活动产生现金流	-73	-728	-330	-310	-326
净资本支出	-253	-354	-430	-400	-400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	179	-374	100	90	74
融资活动现金流	-153	-122	-30	-39	-50
股本变化	0	0	162	0	0
债务净变化	1	0	0	0	0
无息负债变化	-27	101	11	66	75
净现金流	133	-374	13	155	251

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	41.2%	42.1%	43.0%	43.4%	44.4%
EBITDA 率	29.6%	30.0%	30.0%	31.1%	31.8%
EBIT 率	23.3%	24.2%	25.1%	25.3%	25.7%
税前净利润率	26.3%	25.7%	25.9%	26.2%	26.5%
归母净利润率	23.4%	22.8%	23.0%	23.2%	23.5%
ROA	8.9%	9.3%	10.2%	11.0%	11.8%
ROE (摊薄)	9.8%	10.5%	11.4%	12.3%	13.2%
经营性 ROIC	13.9%	14.4%	14.3%	14.6%	15.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	10%	11%	10%	11%	11%
流动比率	8.66	6.61	5.97	5.76	5.77
速动比率	7.29	5.72	5.05	4.80	4.79
归母权益/有息债务	488.07	568.47	634.29	714.17	811.58
有形资产/有息债务	526.88	625.13	690.27	781.49	891.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,523	3,922	4,336	4,891	5,562
货币资金	1,708	1,252	1,266	1,420	1,671
交易性金融资产	16	492	393	315	252
应收账款	213	345	417	507	618
应收票据	15	7	9	11	13
其他应收款 (合计)	3	5	6	8	9
存货	375	330	393	469	555
其他流动资产	9	17	51	90	137
流动资产合计	2,359	2,461	2,551	2,838	3,276
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	867	871	1,227	1,524	1,769
在建工程	162	463	377	313	265
无形资产	80	82	107	101	96
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	31	17	17	17	17
非流动资产合计	1,164	1,461	1,785	2,053	2,286
总负债	341	442	453	519	594
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	111	212	253	302	358
应付票据	27	4	4	5	6
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	2	2	2	2
流动负债合计	272	372	427	493	568
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	26	26	26	26
非流动负债合计	69	70	26	26	26
股东权益	3,182	3,480	3,883	4,371	4,968
股本	407	407	569	569	569
公积金	1,691	1,728	1,610	1,664	1,730
未分配利润	1,104	1,393	1,752	2,187	2,717
归属母公司权益	3,182	3,480	3,883	4,371	4,968
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.38%	2.83%	2.35%	2.50%	2.50%
管理费用率	7.57%	6.76%	6.76%	6.76%	6.76%
财务费用率	-3.90%	-3.07%	-0.58%	-0.46%	-0.36%
研发费用率	9.00%	8.82%	8.50%	8.50%	8.70%
所得税率	11%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.16	0.10	0.09	0.11	0.13
每股经营现金流	0.86	1.10	0.66	0.89	1.10
每股净资产	7.83	8.56	6.82	7.68	8.73
每股销售收入	3.29	3.92	3.39	4.08	4.92

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	22	19	22	18	15
PB	2.2	2.0	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	14.9	12.4	15.4	12.5	10.1
股息率	0.9%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP