

22 年核心业务实现高增长，23Q1 利润增速略超预期

美好医疗 (301363.SZ)

核心观点

公司 2022 年业绩符合预期，家用呼吸机组件收入实现高增长，23 年一季度归母净利润增速为 62%，略超预期。短期来看，公司与客户 A 在其产品升级换代的过程中进行更深入的合作，供应份额有望进一步提升。中长期来看，公司家用呼吸机组件业务有望受益于下游家用呼吸机市场需求的持续增长，同时已和迈瑞、强生、雅培等全球医疗器械头部企业达成不同细分领域的合作，未来随着合作客户数量的进一步增加以及单个客户合作体量的提升，业绩有望持续增厚；另一方面，公司依托底层技术持续进行新产品的开发和新客户的拓展，业务延展性较强，有望持续打开成长天花板。

事件

2023 年 4 月 17 日，公司发布 2022 年年报和 2023 年一季度报。根据公司公告，公司 2022 年实现营收 14.15 亿元，同比增长 24%；实现归母净利润 4.02 亿元，同比增长 30%；实现扣非归母净利润 3.93 亿元，同比增长 30%；基本每股收益为 1.08 元/股。2023 年一季度营收为 3.67 亿元，同比增长 29%；归母净利润为 1.08 亿元，同比增长 62%；扣非归母净利润为 1.00 亿元，同比增长 53%；基本每股收益为 0.27 元/股。

简评

2022 年业绩符合预期，2023 年一季度利润增速略超预期

公司 2022 年业绩增长稳健，其中 Q4 单季度收入为 3.48 亿元 (yoy+11%)，归母净利润为 0.75 亿元 (yoy+1%)，考虑去年四季度国内广东省新冠疫情对公司生产、订单交付的影响，业绩符合预期。2023 年一季度收入为 3.67 亿元 (yoy+29%)，归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.08 亿元 (yoy+62%) 和 1.00 亿元 (yoy+53%)，利润增速略超预期，归母净利率同比提升 5.93 个百分点，预计主要系去年一季度人民币兑美元汇率升值导致利润端基数相对较低所致。

分地区来看，2022 年境外收入为 13.24 亿元，同比增长 31%，占营收比重为 94%；境内收入为 0.91 亿元，同比下降 26%，占营收比重为 6%。

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2023 年 04 月 19 日

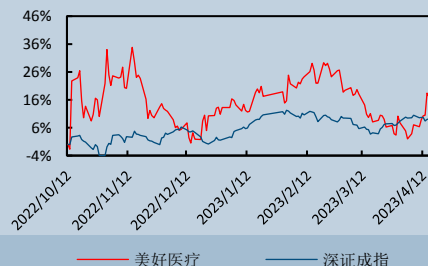
当前股价：43.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	11.00/6.61	0.09/-5.15	/
12 月最高/最低价 (元)			49.88/36.36
总股本 (万股)			40,666.00
流通 A 股 (万股)			4,026.05
总市值 (亿元)			180.56
流通市值 (亿元)			17.88
近 3 月日均成交量 (万)			98.96
主要股东			
熊小川			45.74%

股价表现



分产品线来看，2022 年家用呼吸机组件收入为 10.59 亿元（yoy+39%），占营收比重为 75%，预计主要系客户 A 终端需求旺盛以及公司和客户 A 合作深度和广度进一步提升所致；人工植入耳蜗组件收入为 0.98 亿元（yoy+57%）；其他医疗产品组件收入为 0.80 亿元（yoy-23%），精密模具及自动化设备收入为 0.80 亿元（yoy-23%），预计主要系公司海外客户 ELLUME 对新冠病毒检测产品组件及精密模具的需求下降所致；家用及消费电子组件收入为 0.77 亿元（yoy-7%），预计主要系消费电子行业需求受疫情负面影响所致。

展望 2023 年，公司核心业务家用呼吸机组件在下游客户新一代产品持续放量、公司供应份额提升的驱动下，有望实现稳健增长；人工植入耳蜗组件在终端人工耳蜗植入手术疫后恢复、公司新部件供应的催化下有望延续去年的高增长态势。此外，公司持续加强和迈瑞、强生等十二家全球医疗器械百强客户的合作，随着合作项目的持续增加，有望增厚公司业绩。

深度绑定全球家用呼吸机龙头，合作深度和广度有望进一步提升

客户 A（全球家用呼吸机龙头）是公司家用呼吸机组件的核心客户，近几年给公司带来的收入贡献占总收入比重均超过 60%，未来给公司贡献的收入有望持续稳定增长。1) **家用呼吸机市场存量患者基数大、渗透率低，长期空间广阔**：家用呼吸机主要用于治疗以 OSA 和 COPD 为主的呼吸和睡眠疾病，根据 Frost&Sullivan，2020 年全球 OSA（在 30-69 岁之间）和 COPD 存量患者人数分别约为 10.7 亿人和 4.7 亿人，但由于患者意识薄弱、不同地区支付能力的差异等因素，渗透率仍然较低，未来 OSA 和 COPD 的诊断率和治疗率有望长期稳定提升，从而带动上游家用呼吸机组件的需求持续增长。2) **公司在客户 A 中的供应份额有望持续提升**：公司持续加强和客户 A 在新产品研发上的合作，同时在湿化器水箱、管路接头、硅胶罩组件上的合作逐渐深入，收入体量有望持续上升。

加大研发投入以巩固核心竞争优势，持续提升产能满足市场需求增长

公司持续加大研发投入，2022 年末研发人员数量达到 375 人，较 2021 年末的 232 人同比增长 62%，2022 年研发费用率为 6.20%（yoy+0.58pct），一方面公司加大精密模具技术、液态硅胶技术、自动化技术、医用长期植入体加工技术的研发力度，另一方面为客户下一代产品储备新材料应用、新工艺制造能力等，为新产品开发做好充分的准备。在产能方面，公司全球产能进一步释放，2022 年惠州大亚湾的新产业园已投入使用，缓解了公司产能紧张的局面；同时，公司马来西亚二期生产基地的投产有效满足了客户对于海外生产基地的需求，有利于公司更早介入客户新产品的开发过程、降低运输成本、增强售后服务的及时性，从而强化和下游客户长期稳定的供应链合作关系。

底层技术平台延展性强，持续拓展新客户、拓宽产品线

公司凭借底层核心技术的优势以及严格的质量管理体系，叠加在家用呼吸机和人工耳蜗行业建立起的较高的品牌知名度和良好的口碑，在其他医疗细分领域不断拓展新客户、拓宽产品线，目前已经和迈瑞、强生、西门子、雅培等十二家全球头部医疗器械企业达成监护、给药、介入、助听等不同细分领域的合作，目前有多个项目和产品处于开发合作的不同阶段，单个客户贡献收入体量仍然较低，未来随着公司合作客户数量的持续增长以及单一客户合作体量的增加，有望持续打开该业务板块的成长天花板。此外，公司在人工植入耳蜗领域的研发和制造技术达到了 III 类长期植入的标准，和全球人工植入耳蜗龙头客户 B 的深度合作为公司在全球植入器械领域带来了品牌效应，未来有助于公司持续拓展新客户。

财务指标基本正常，费用率控制良好

公司 2022 年毛利率为 43.04%，同比下降 1.86 个百分点，预计主要系厂房搬迁等因素所致。2022 年销售费用率为 1.85%，同比下降 0.45 个百分点；管理费用率为 5.94%，同比增加 1.49 个百分点，预计主要系人员增加和新建办公楼投入使用导致折旧增加以及本期新增发行费用等所致；财务费用率为-3.48%，同比下降 4.21 个百分点，预计主要系汇兑收益和银行存款利息增加所致。2022 年公司经营性现金流净额为 3.81 亿元，同比增长 95%，预计主要系公司销售规模扩大、销售回款增加所致。2022 年应收账款周转天数为 53.31 天，同比减少 3.96 天，回款效率持续提升。存货周转天数 166.98 天，同比增加 37.38 天，预计主要由于在上游原材料供应相对紧张背景下，公司优先保障供应，存货储备有所增加。

看好公司长期成长逻辑

短期来看，公司与客户 A 在其产品升级换代的过程中进行更深入的合作，供应份额有望进一步提升。中长期来看，公司家用呼吸机组件业务有望受益于下游家用呼吸机市场需求的持续增长，同时已和迈瑞、强生、雅培等全球医疗器械头部企业达成不同细分领域的合作，未来随着合作客户数量的进一步增加以及单个客户合作体量的提升，业绩有望持续增厚；另一方面，公司依托底层技术持续进行新产品的开发和新客户的拓展，业务延展性较强，有望持续打开成长天花板。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 18.43、23.61 和 30.33 亿元，分别同比增长 30%、28%和 28%；归母净利润分别为 5.22、6.69 和 8.50 亿元，分别同比增长 30%、28%和 27%，以 2023 年 4 月 17 日收盘价（42.19 元）计算，对应 pe 分别为 33、26、29 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测

2023-2025 年收入有望保持稳健增长。1)家用呼吸机组件：公司持续加强和客户 A 在新产品研发上的合作，同时在湿化器水箱、管路接头、硅胶罩组件上的合作逐渐深入，收入有望实现稳健增长，假设 2023-2025 年收入增速分别为 32%、29%、29%；2) 人工植入耳蜗组件：在终端人工耳蜗植入手术疫后恢复、公司新部件供应的催化下有望实现双位数增长，假设 2023-2025 年收入增速分别为 20%、20%、15%；3) 精密模具及自动化设备：随着公司下游合作客户数量的增长、合作体量的提升，配套的精密磨具和自动化设备收入有望维持稳健增长，假设 2023-2025 年收入增速分别为 25%、25%、30%；4) 家用及消费电子组件：2022 年收入同比有所下滑，主要系消费电子行业需求受疫情负面影响所致，预计行业有望迎来复苏，假设 2023-2025 年收入增速分别 30%、25%、25%；5) 其他医疗产品组件：公司已经和迈瑞、强生、西门子、雅培等十二家全球头部医疗器械企业达成监护、给药、介入、助听等不同细分领域的合作，有多个项目和产品处于开发合作的不同阶段，单个客户贡献收入体量仍然较低，未来随着公司合作客户数量的持续增长以及单一客户合作体量的增加，收入有望实现高速增长，假设 2023-2025 年收入增速分别 30%、40%、40%。

图表1： 公司分业务收入拆分预测（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	14.15	18.43	23.61	30.33
Yoy	24%	30%	28%	29%
毛利率(%)	43.0%	43.5%	43.3%	43.0%
家用呼吸机组件				
收入	10.59	13.96	17.94	23.12
Yoy	39%	32%	29%	29%

	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率(%)	42.9%	43.3%	43.2%	43.1%
人工植入耳蜗组件				
收入	0.98	1.18	1.41	1.62
Yoy	57%	20%	20%	15%
毛利率(%)	65.4%	65.0%	65.0%	65.0%
精密模具及自动化设备				
收入	0.80	1.00	1.24	1.62
Yoy	-23%	25%	25%	30%
毛利率(%)	39.2%	39.0%	39.0%	39.0%
家用及消费电子组件				
收入	0.77	1.01	1.26	1.57
Yoy	-7%	30%	25%	25%
毛利率(%)	26.5%	30.0%	30.0%	30.0%
自主产品				
收入	0.05	0.06	0.08	0.09
Yoy	-63%	20%	20%	20%
毛利率(%)	53.7%	55.0%	55.0%	55.0%
其他医疗产品组件				
收入	0.80	1.04	1.46	2.05
Yoy	-23%	30%	40%	40%
毛利率(%)	36.5%	37.0%	37.0%	37.0%
其他业务				
收入	0.05	0.07	0.09	0.11
Yoy	39%	30%	30%	30%
毛利率(%)	80.3%	80.0%	75.0%	75.0%
其他类				
收入	0.11	0.12	0.13	0.15
Yoy	299%	10%	10%	10%
毛利率(%)	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 公司招股说明书和财报, 中信建投

风险提示

- 1) 公司单一大客户依赖风险: 公司前五大客户销售额占总销售额的 88.43%, 其中客户 1 的销售占比较高, 客户 1 在全球范围内具有广大的市场, 且客户 1 与公司合作紧密。客户 1 的较高占比不会对公司持续经营能力造成重大不利影响, 但是若经济环境变化或者客户的市场环境发生巨大变化, 可能会对公司正常生产经营产生不利影响。
- 2) 新增产能不能消化带来的盈利能力下降的风险: 本次募集资金投资项目“美好创亿呼吸系统疾病诊疗

关键设备及呼吸健康大数据管理云平台研发生产项目” 厂房已经建设完成，并已逐步投入生产，公司的产能紧张的局面得到有效的改善。虽然经测算，固定资产投入的折旧不会影响公司的整体盈利水平，但是，如果市场环境发生重大不利变化，或者公司市场开拓未能达到预期等，导致新增的产能无法完全消化，公司将无法按照既定计划实现预期的经济效益。进而可能对公司正常经营造成不利影响。

- 3) **核心人员流失风险：**公司深耕于医疗器械精密组件领域，经过长期发展，在核心技术、生产工艺等方面积累了较强的竞争优势。核心技术的研发与创新是公司生存与发展的关键，稳定、高效的研发队伍是公司保持技术领先的重要保障，核心人员的稳定性在一定程度上将影响公司业务稳定性和发展的持续性。若公司核心人员离职或技术人员私自泄露公司技术机密，可能会对公司的生产和发展产生不利影响。
- 4) **汇率波动风险：**报告期内，公司主要业务来自境外，汇率的波动会引起公司产品的价格变动，进而可能对公司业绩产生一定影响。随着公司业务的发展，若公司出口额进一步增加，且未来人民币汇率出现较大波动，汇率波动将可能对公司经营业绩产生不利影响。公司已经建立外汇管理规则，已经采用如远期结汇等管理手段进行外汇的管理，降低汇率波动的风险。
- 5) **主业敏感度测算：**假设 23 年公司医疗业务毛利率从 43.5% 下降至 42.5%，则公司整体净利润从目前预估的 5.22 亿元下降 5.06 亿元；假设 23 年公司医疗业务毛利率从 43.5% 下降至 41.5%，则公司整体净利润下降至 4.89 亿元。

图表2： 预测及比率

单位:百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1415	1843	2361	3033
增长率(%)	24%	30%	28%	28%
归属母公司股东净利润	402	522	669	850
增长率(%)	30%	30%	28%	27%
每股收益(EPS)	0.99	1.28	1.64	2.09
市盈率(P/E)	43	33	26	20

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2023 年 04 月 17 日

图表3： 财务预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债表（百万元）					
流动资产	1050	2425	2962	3190	3815
现金	420	1230	1786	1694	1986
应收账款	217	203	315	400	506
其他应收款	5	3	23	29	24
预付账款	28	20	26	34	48
存货	314	433	438	599	832
其他流动资产	67	536	374	435	419
非流动资产	851	963	890	813	732
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	271	817	760	692	617
无形资产	82	81	82	81	79
其他非流动资产	498	65	48	41	36
资产总计	1901	3388	3852	4003	4548
流动负债	375	307	404	490	591
短期借款	30	0	0	0	0
应付账款	186	160	265	326	414
其他流动负债	159	147	138	164	177
非流动负债	134	60	45	53	52
长期借款	82	0	0	0	0
其他非流动负债	52	60	45	53	52
负债合计	509	367	449	543	643
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	362	407	407	407	407
资本公积	417	1597	1597	1597	1597
留存收益	625	1027	1407	1466	1909
归属母公司股东权益	1392	3021	3403	3460	3904
负债和股东权益	1901	3388	3852	4003	4548
利润表（百万元）					
营业收入	1137	1415	1843	2361	3033
营业成本	627	806	1042	1340	1728
营业税金及附加	8	12	15	20	25
营业费用	26	26	50	56	70
管理费用	51	84	111	130	152
研发费用	64	88	114	146	188
财务费用	8	-49	-62	-71	-75
资产减值损失	-10	-3	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	1	4	4	3

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业利润	348	457	592	758	963
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	348	457	592	758	962
所得税	38	55	70	89	112
净利润	310	402	522	669	850
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	310	402	522	669	850

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	196	381	468	505	602
净利润	310	402	522	669	850
折旧摊销	33	62	84	84	85
财务费用	8	-49	-62	-71	-75
投资损失	-3	-1	-4	-4	-3
营运资金变动	-174	-80	-27	-178	-254
其他经营现金流	22	47	-44	5	-0
投资活动现金流	-326	-876	167	-56	18
资本支出	316	201	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-10	-675	167	-56	18
筹资活动现金流	24	1107	-80	-540	-329
短期借款	30	-30	0	0	0
长期借款	82	-82	0	0	0
普通股增加	0	44	0	0	0
资本公积增加	0	1181	0	0	0
其他筹资现金流	-88	-5	-80	-540	-329
现金净增加额	-118	647	555	-92	291

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk