

可孚医疗 (301087.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 业绩增长超预期，全渠道发力未来可期

事件简评

4月25日，公司发布2022年年报及2023年一季报，2022年实现收入29.8亿元(+30.8%)，归母净利润3.02亿元(-29.7%)，扣非归母净利润2.47亿元(-31.5%)。

2022Q4单季度实现收入11.0亿元(+90.2%)，归母净利润1.34亿元(+7.84%)，扣非归母净利润1.38亿元(+69.0%)。

2023Q1单季度实现收入8.55亿元(+42.4%)，归母净利润1.35亿元(+168%)，扣非归母净利润1.25亿元(+159%)。

经营分析

利润增长超预期，四大板块收入稳健增长。2022年，医疗护理类产品实现收入11.0亿元(+43.7%)，健康监测类产品实现收入7.86亿元(+41.9%)，康复辅具类产品实现收入5.92亿元(+42.9%)，呼吸支持类产品实现收入2.38亿元(+19.2%)。公司持续提升产品品质和核心竞争力，不断丰富和完善产品体系，2023年Q1毛利率进一步提升至51%，同比提升12.5pct。

深化渠道布局，提升品牌影响力。公司完善线上和线下营销渠道布局，其中2022年线上渠道实现收入20.2亿元(+36.5%)，公司与主流电商平台保持着长期稳定的合作，同时大力培育社交电商、社区电商以及B2B医药电商平台业务，完成渠道的多元化布局，占据主流线上流量入口。2022年线下渠道实现收入8.47亿元(+30.7%)，公司重点推进与百强连锁药房和区域龙头连锁药房的合作，不断提升线下渠道的覆盖率和终端品牌的影响力。

持续扩充听力验配中心，看好业务发展潜力。公司审慎稳健地推进健耳听力营销网络布局，2022年健耳听力合并报表实现营业收入1.2亿元(+74.8%)，截至2022年底共开设432家听力验配中心。我国助听器验配行业仍处于发展的早期阶段，行业格局分散，公司先发优势明显，健耳听力业务未来潜力较大。

盈利预测、估值与评级

公司为综合性家用医疗器械先行者，全渠道布局带动业绩稳健增长，我们预计2023-2025年归母净利润分别为4.01、5.03和5.88亿元，增速分别为33%、26%和17%，维持“增持”评级。

风险提示

线下门店销售恢复不及预期；市场竞争加剧风险；健耳门诊扩张不及预期。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：41.80元

相关报告：

1.《业绩短期承压，看好长期成长空间-可孚医疗点评》，2022.10.27

2.《产品渠道双重发力，带动业绩持续发展-可孚医疗深度报告》，2022.9.14



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,276	2,977	3,653	4,291	4,865
营业收入增长率	-4.19%	30.82%	22.72%	17.46%	13.38%
归母净利润(百万元)	429	302	401	503	588
归母净利润增长率	1.16%	-29.65%	32.83%	25.52%	16.97%
摊薄每股收益(元)	2.680	1.447	1.922	2.413	2.822
每股经营性现金流净额	1.50	0.47	2.89	4.53	4.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.67%	6.01%	7.71%	9.32%	10.45%
P/E	29.44	25.21	21.75	17.33	14.81
P/B	2.55	1.51	1.68	1.61	1.55

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	2,375	2,276	2,977	3,653	4,291	4,865	货币资金	557	1,989	1,450	1,087	1,376	1,829	
增长率		-4.2%	30.8%	22.7%	17.5%	13.4%	应收款项	227	387	660	619	578	591	
主营业务成本	-1,263	-1,278	-1,801	-1,971	-2,295	-2,579	存货	402	481	529	714	739	762	
%销售收入	53.2%	56.2%	60.5%	53.9%	53.5%	53.0%	其他流动资产	69	1,662	1,562	1,589	1,523	1,551	
毛利	1,113	997	1,176	1,683	1,996	2,286	流动资产	1,256	4,519	4,201	4,010	4,216	4,733	
%销售收入	46.8%	43.8%	39.5%	46.1%	46.5%	47.0%	%总资产	70.0%	77.8%	65.5%	60.3%	58.7%	60.1%	
营业税金及附加	-20	-19	-20	-18	-34	-39	长期投资	6	5	5	5	5	5	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%	0.8%	0.8%	固定资产	262	723	1,462	1,745	1,954	2,039	
销售费用	-523	-414	-619	-895	-1,008	-1,143	%总资产	14.6%	12.4%	22.8%	26.3%	27.2%	25.9%	
%销售收入	22.0%	18.2%	20.8%	24.5%	23.5%	23.5%	无形资产	252	299	539	632	721	806	
管理费用	-49	-57	-122	-153	-193	-195	非流动资产	539	1,288	2,210	2,637	2,961	3,148	
%销售收入	2.1%	2.5%	4.1%	4.2%	4.5%	4.0%	%总资产	30.0%	22.2%	34.5%	39.7%	41.3%	39.9%	
研发费用	-44	-71	-118	-183	-215	-243	资产总计	1,795	5,807	6,411	6,647	7,177	7,881	
%销售收入	1.9%	3.1%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	290	135	351	166	411	724	
息税前利润 (EBIT)	475	437	297	433	546	666	应付款项	381	477	704	855	878	987	
%销售收入	20.0%	19.2%	10.0%	11.9%	12.7%	13.7%	其他流动负债	63	71	133	84	100	113	
财务费用	6	7	33	1	-9	-22	流动负债	734	683	1,188	1,105	1,388	1,824	
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-1.1%	0.0%	0.2%	0.5%	长期贷款	0	0	30	110	110	110	
资产减值损失	-28	-28	-61	-43	-25	-32	其他长期负债	61	159	160	223	269	302	
公允价值变动收益	0	6	4	0	0	0	负债	795	842	1,378	1,438	1,767	2,236	
投资收益	-1	0	57	0	0	0	普通股股东权益	996	4,947	5,020	5,196	5,398	5,633	
%税前利润	n.a	n.a	17.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	120	160	208	208	208	208	
营业利润	503	511	368	471	592	692	未分配利润	411	809	838	998	1,199	1,434	
营业利润率	21.2%	22.5%	12.4%	12.9%	13.8%	14.2%	少数股东权益	4	18	13	13	13	13	
营业外收支	-2	-3	-34	0	0	0	负债股东权益合计	1,795	5,807	6,411	6,647	7,177	7,881	
税前利润	500	508	334	471	592	692	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	21.1%	22.3%	11.2%	12.9%	13.8%	14.2%	每股指标							
所得税	-75	-79	-32	-71	-89	-104	每股收益	3.533	2.680	1.447	1.922	2.413	2.822	
所得税率	15.1%	15.5%	9.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	8.303	30.920	24.080	24.924	25.889	27.018	
净利润	425	430	302	401	503	588	每股经营现金净流	4.131	1.500	0.474	2.890	4.531	4.912	
少数股东损益	1	1	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	1.600	1.153	1.448	1.693	
归属于母公司的净利润	424	429	302	401	503	588	回报率							
净利率	17.8%	18.8%	10.1%	11.0%	11.7%	12.1%	净资产收益率	42.55%	8.67%	6.01%	7.71%	9.32%	10.45%	
							总资产收益率	23.62%	7.39%	4.71%	6.03%	7.01%	7.47%	
							投入资本收益率	31.20%	7.23%	4.95%	6.69%	7.80%	8.71%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	62.46%	-4.19%	30.82%	22.72%	17.46%	13.38%	
							EBIT增长率	265.62%	-8.13%	-31.92%	45.69%	25.98%	21.98%	
							净利润增长率	242.76%	1.16%	-29.65%	32.83%	25.52%	16.97%	
							总资产增长率	71.03%	223.59%	10%	3.68%	7.98%	9.81%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	27.4	43.2	55.9	56.0	45.0	42.0	
							存货周转天数	102.2	126.1	102.4	135.0	120.0	110.0	
							应付账款周转天数	59.1	81.1	87.0	110.0	95.0	95.0	
							固定资产周转天数	27.5	34.3	158.2	132.2	113.4	98.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-26.71%	-68.31%	-45.94%	-39.44%	-38.80%	-39.65%	
							EBIT利息保障倍数	-81.3	-66.4	-8.9	-558.7	62.9	30.2	
							资产负债率	44.28%	14.50%	21.49%	21.63%	24.62%	28.37%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-14	买入	36.06	48.00~50.00
2	2022-10-27	增持	36.01	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402