

可孚医疗 (301087.SZ) 买入 (首次评级)

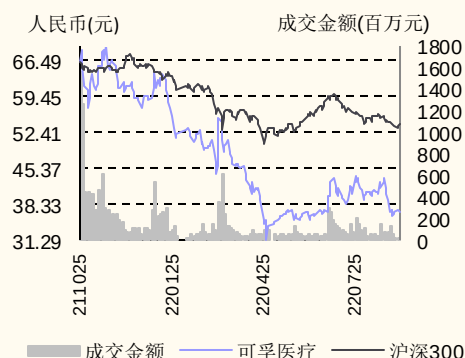
公司深度研究

市场价格 (人民币): 37.05 元

目标价格 (人民币): 49.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.08
已上市流通 A 股(亿股)	0.51
总市值(亿元)	77.24
年内股价最高最低(元)	69.30/31.29
沪深 300 指数	4055
创业板指	2571



产品渠道双重发力，带动业绩持续发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,375	2,276	3,013	3,791	4,565
营业收入增长率	62.46%	-4.19%	32.41%	25.81%	20.42%
归母净利润(百万元)	424	429	512	612	752
归母净利润增长率	242.76%	1.16%	19.40%	19.48%	22.87%
摊薄每股收益(元)	3.533	2.680	2.456	2.934	3.606
每股经营性现金流净额	4.13	1.50	2.87	4.19	5.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	42.55%	8.67%	9.94%	11.33%	13.19%
P/E	0.00	29.44	15.09	12.63	10.28
P/B	0.00	2.55	1.50	1.43	1.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **综合性家用医疗器械先行者，产品矩阵日益丰富。**公司以“可孚”产品为核心，并引入其他品牌作为补充，其中 2018-2020 年公司自有品牌销售额占比分别为 67%、71%、81%，占比逐年增长。公司 2021 年 10 月于深交所上市共募集资金净额 35.3 亿元，主要用于长沙智慧健康监测与医疗护理产品生产基地、湘阴智能医疗产业园、研发中心及仓储物流中心建设项目。2021 年公司实现营业收入 22.8 亿元，同比下降 4.2%，较 2019 年同期增长 56%；归母净利润 4.3 亿元，同比增长 1.2%，较 2019 年同期增长 247%。2022 年 H1 公司收入 13.0 亿元 (+18%)，归母净利润 1.3 亿元 (-40%)。
- **健耳听力中心满足听力一体化解决方案，单店模型可复制性强。**目前我国约 2 亿人患听力障碍，约 7000 万人患致残性听力障碍，但助听器佩戴率不足 5%，远低于欧美发达国家。我国助听器验配行业还处于发展的早期阶段，门店连锁化程度低，行业格局分散。公司致力于拓展健耳听力中心，满足听力一体化解决方案，2018-2021 年，健耳门店收入分别为 671.14 万元、1604 万元、2524 万元和 6914 万元。截至 2022 年上半年，公司开设验配中心累计 409 家，2022 年上半年净开设超 50 家。
- **打造线上线下全渠道营销网络，加速公司市场扩张。**公司目前已构建了大型电商平台、大型连锁药房、自营门店等相融合的立体式营销渠道。线上渠道方面，公司已完成主要包括天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购在内的国内主要第三方电商平台布局；线下方面，截至 2022 年上半年，公司已经拥有 11 家仓储大卖场、409 家“健耳听力”助听器验配中心和 14 家“好护士”医疗器械零售门店，并与 70 多家连锁药店百强企业建立了业务合作，为全国 20 多万家药店提供商品和服务。公司通过线上线下融合，形成多样性、多内容、多维度和多触达点的新型经营形态。

投资建议

- 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 5.12、6.12 和 7.52 亿元，增速分别 19%、19%和 23%，选用相对估值法（市盈率法）进行估值，给予公司 2022 年 20 倍 PE，目标价 49 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- 疫情防护产品放量不及预期；线下门店销售恢复不及预期；市场竞争加剧风险。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

综合性家用医疗器械先行者，产品矩阵日益丰富	4
多年深耕家用医疗器械领域，公司模式日益成熟	4
长期增长态势不减，盈利能力持续改善	4
创始人行业背景深厚，直接+间接持股超过 45%。	6
五大业务领域，解决消费者一站式需求	6
听力验配中心：老龄化+消费升级驱动验配中心高速发展	9
消费升级促进家用医疗器械渗透率不断提高，助听器市场有望快速发展	9
听力验配中心行业格局分散，健耳可复制性强	11
健耳听力中心满足听力一体化解决方案，单店模型可复制性强	12
打造线上线下全渠道营销网络，加速公司实现市场扩张	12
线下坚持自营门店和连锁药房相结合，持续推进市场覆盖和渠道下沉	13
盈利预测	14
风险提示	16

图表目录

图表 1：2017-1H22 公司营业收入及同比增长情况	5
图表 2：2017-1H22 公司归母净利润及同比增长情况	5
图表 3：公司费用率情况	5
图表 4：公司盈利能力	5
图表 5：公司业务毛利率情况	5
图表 6：公司股东构成	6
图表 7：公司 2021 年股权激励计划	6
图表 8：公司五大业务领域产品概览	7
图表 9：公司业务收入构成	7
图表 10：公司医疗护理服务情况	8
图表 11：公司健康监测产品情况	8
图表 12：公司康复辅助器具情况	8
图表 13：公司呼吸支持产品情况	8
图表 14：公司主要产品情况	8
图表 15：公司研发费用及研发费用率情况	9
图表 16：公司技术人员情况	9
图表 17：2015-2020 年我国家用医疗器械市场规模	10
图表 18：2015-2020 年我国医疗器械规模（按类别分）	10
图表 19：2013-2020 年我国助听器市场规模	11
图表 20：2018-1H22 年健耳门店数量	11
图表 21：2018-2020 年公司三大线上销售模式收入规模及增速	13
图表 22：2018-2020 年公司连锁药房和自营门店销售情况	14

图表 23: 公司主营业务盈利预测	14
图表 24: 毛利率、净利率及主要费用率预测.....	15
图表 25: 可比公司估值比较 (市盈率法)	16

综合性家用医疗器械先行者，产品矩阵日益丰富

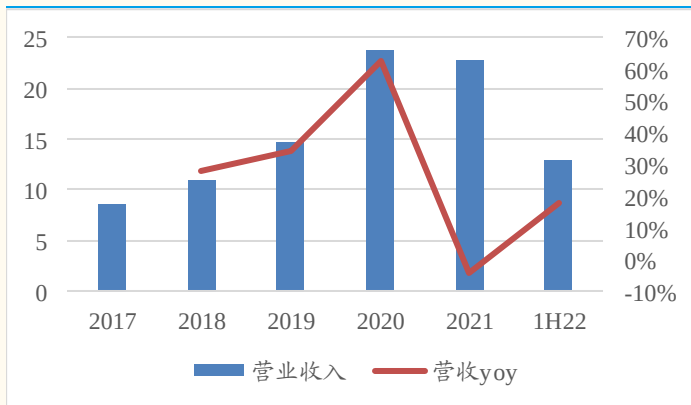
多年深耕家用医疗器械领域，公司模式日益成熟

- 可孚医疗是一家国内领先的大型、综合性家用医疗器械企业，专业从事家用医疗器械的研发、生产、销售和服务。
- **第一阶段：从创立到逐渐步入发展轨道。**2007 年，创立湖南好护士医疗器械连锁经营有限公司，从事家用医疗器械零售门店运营；2009 年，公司前身——湖南可孚医疗科技发展有限公司正式成立，开始将“可孚”作为家用医疗器械产品自有品牌，开始从代理销售转为自主品牌经营与代理相结合；2010 年，创立湖南科源医疗器材销售有限公司，从事家用医疗器械仓储式批发销售及大客户销售；此后至 2017 年逐步实现线下零售、线下仓储大卖场、线下大客户销售的全面扩张，以“可孚”、“科源”、“好护士”品牌为核心进行运营。
- **第二阶段：拓展业务模式，提升公司核心竞争力。**2014 年，9 月开设旗下第一大店铺好护士器械旗舰店，此前于全国较早取得医疗器械互联网 B2B、B2C 交易许可证。2017 年，完成以可孚有限为主体的资产重组，通过进一步明确各渠道战略定位，提升了整体运营效率；陆续实现核心品类产品自产。2018 年，开始设立健耳助听器验配中心；2019 年研发投入加大，自产品类增加，销售收入快速增长。
- **第三阶段：深交所上市，进一步打造综合性医疗器械企业。**2020 年，向深圳证券交易所提交创业板上市申请，设立深圳研发中心，经营业绩实现快速增长。2021 年，可孚医疗正式登陆深交所。
- 自有品牌+代理品牌，发力五大产品领域。公司以“可孚”产品为核心，并引入其他知名品牌作为补充，构建起了包括健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗五大领域，同时覆盖各年龄层、全部消费群体的产品体系，涉及近万个产品型号及规格，能够满足消费者多品牌、一站式购物的产品需求。
- 打造线上线下全渠道网络，覆盖用户主要消费场景。公司通过不断完善线上线下全渠道网络建设，目前已构建了大型电商平台、大型连锁药房、自营门店等相融合的立体式营销渠道。线上方面，公司是全国较早取得医疗器械互联网 B2B、B2C 交易许可证的企业，目前已完成主要包括天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购在内的国内主要第三方电商平台布局，占据主流线上流量入口，深度覆盖线上消费者。线下销售已进驻老百姓、益丰、千金、国药控股、大参林、海王星辰等主流大型连锁药房，同时公司在北京、广州、杭州、武汉、成都、太原等全国 20 余个重点城市开设不同类型的自营门店，包括一站式仓储大卖场、“好护士”家用医疗器械零售门店、“健耳”听力验配中心。

长期增长态势不减，盈利能力持续改善

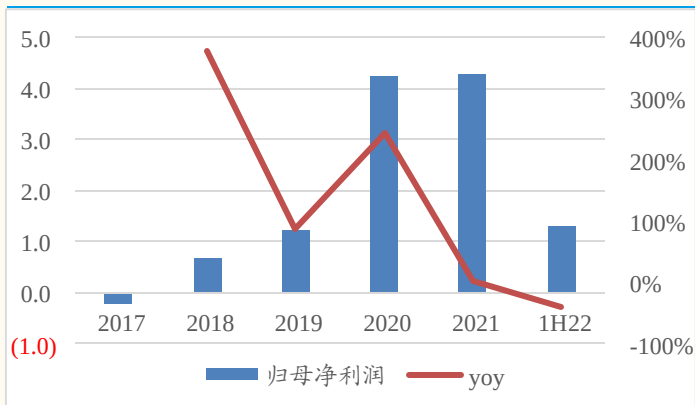
- **高基数影响短期业绩承压，长期增长态势不减。**2017-2021 年，公司营业收入由 8.51 亿元增至 22.76 亿元，年均复合增速达 27.9%；归母净利润由亏损 0.24 亿元转变为盈利 4.29 亿元。2021 年公司实现营业收入 22.76 亿元，较上年同期下降 4.19%，较 2019 年同期增长 55.65%；实现归母净利润 4.29 亿元，较上年同期增长 1.16%，较 2019 年同期增长 246.73%。公司 2021 年及 2022 年上半年同比增速有所放缓，主要是受疫情高基数的影响，疫情期间公司相关防护产品销量短期明显提升。

图表 1：2017-1H22 公司营业收入及同比增长情况



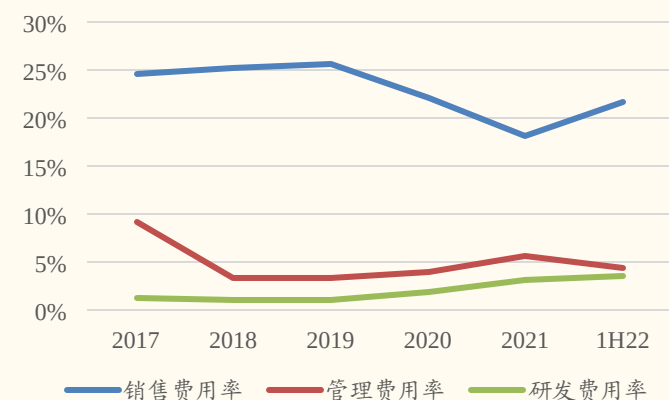
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2017-1H22 公司归母净利润及同比增长情况



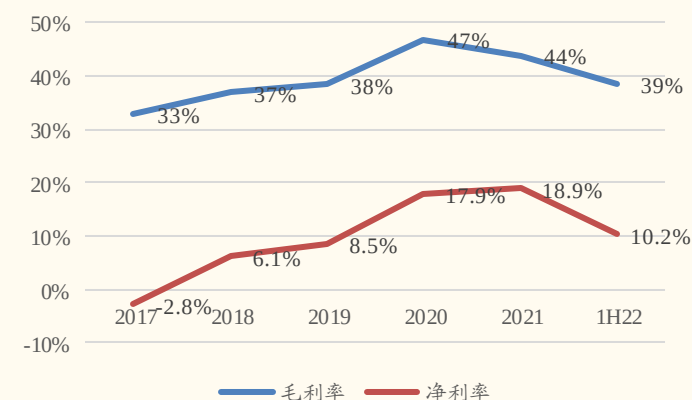
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

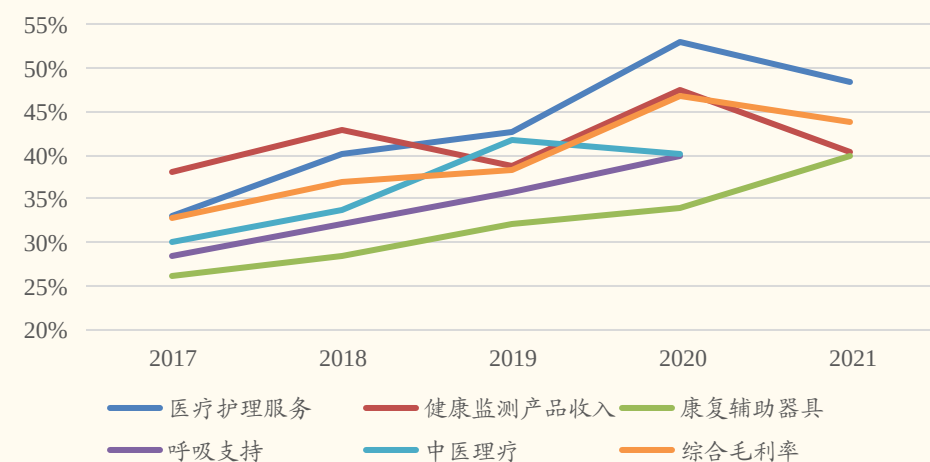
图表 4：公司盈利能力



来源：公司公告，国金证券研究所

- 规模与品牌优势显现，毛利率水平有所改善。自 2017 年起，公司各品类毛利率有所改善。随着公司规模优势和品牌效应的进一步提升，我们看好公司毛利率水平的进一步提高。

图表 5：公司业务毛利率情况

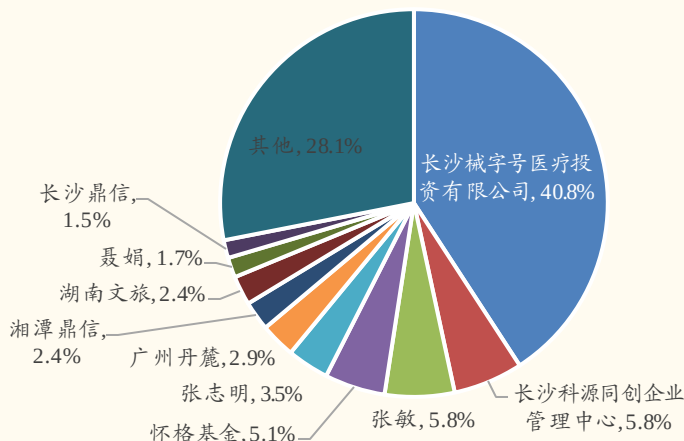


来源：公司公告，国金证券研究所

创始人行业背景深厚，直接+间接持股超过 45%。

- 创始人张敏具有近二十年医疗器械经营管理经验，2000 年开始创业，2001-2009 年通过逐步探索创立“可孚”品牌，开始从代理销售转为自主品牌经营与代理相结合并经营至今；截至 2022 年半年报，张敏先生直接持股 5.8%，通过控股长沙械字号医疗投资有限公司间接持股 40.8%。

图表 6：公司股东构成



来源：公司公告，国金证券研究所

- 激励计划覆盖中高层管理共 231 人，涉及公司和个人两层考核指标。2021 年公司公告股权激励计划，激励计划拟面向公司董事、高级管理人员以及公司中层管理人员、核心技术(业务)人员共 231 人。本次限制性股票激励计划的考核指标分为两个层次，分别为公司层面业绩考核、个人层面绩效考核。若各年度公司层面业绩考核达标，激励对象个人当年实际解除限售额度=个人层面解除限售比例×个人当年计划解除限售额度。第一类限制性股票的授予价格为每股 43.57 元，即满足授予条件后，激励对象可以每股 43.57 元的价格购买公司向激励对象增发的公司 A 股普通股股票。

图表 7：公司 2021 年股权激励计划

公司层面业绩考核要求	
解除限售期	业绩考核目标（以 2021 年营业收入为基数）
第一个解除限售期	2022 年营业收入增长率不低于 30%；
第二个解除限售期	2023 年营业收入增长率不低于 60%；
第三个解除限售期	2024 年营业收入增长率不低于 85%；
个人层面绩效考核要求	
个人层面绩效考核结果	个人层面解除限售比例
A+/优秀	100%
A/良好	100%
B/一般	80%
C/合格	50%
D/不合格	0%

来源：公司公告，国金证券研究所

五大业务领域，解决消费者一站式需求

- 公司不断提升自主生产能力，优化产品结构，丰富产品品种和规格。家用医疗器械产品种类繁多，公司主要产品涵盖五大领域：健康监测、康复辅

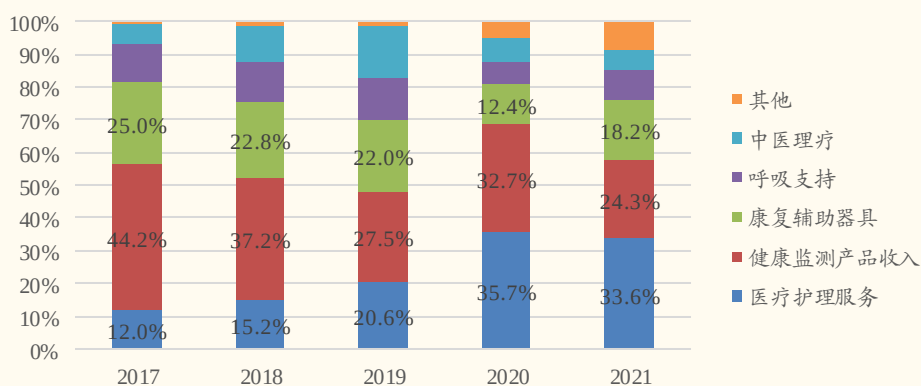
具、呼吸支持、中医理疗、医疗护理。其中，医疗护理服务和健康监测产品二者合计收入占比超过 50%。

图表 8：公司五大业务领域产品概览

产品门类	主要用途	具体产品	产品图示
健康监测	用于人体生理参数监测的医疗器械产品	血糖系统、尿酸系统、血压计、血氧仪、红外线体温计、胃幽门螺杆菌快速检测试纸、早孕检测试纸、心电监护仪、胎心仪、听诊器、电子体重秤等	
康复辅具	用于改善、替代人体功能，实施辅助性治疗或者预防残疾的产品	轮椅、代步车、护理床、移位机、医用牵引椅、听力计、助听器、助行器、腋下拐、手杖、坐厕椅、防褥疮垫、康复护具、静脉曲张袜等	
呼吸支持	为病人提供呼吸健康慢病管理服务产品	呼吸机、制氧机、氧立得手提便携式制氧器、氧气袋、雾化器、鼻腔护理等	
中医理疗	以中医理论为基础，利用自然界物理因素或现代化理疗设施，进行疾病预防和治疗的产品	理疗仪、按摩器、艾叶及制成品、温灸产品、拔罐器、刮痧板等	
医疗护理	用于检查、诊断、治疗、护理的各类一次性使用医疗、护理用品	敷贴/敷料类、造口袋、口罩、手套、医用防护服、纱布/绷带类、棉球/棉签/棉片类、消毒产品、口腔护理等	

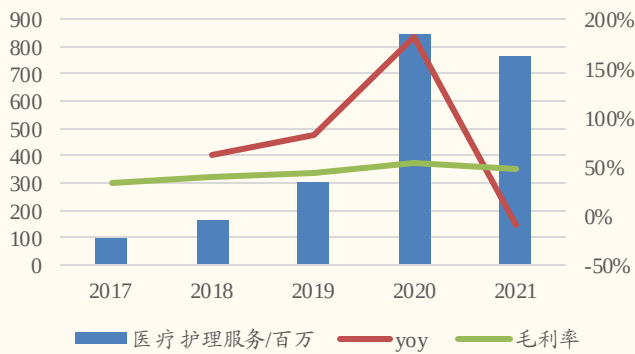
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 9：公司业务收入构成



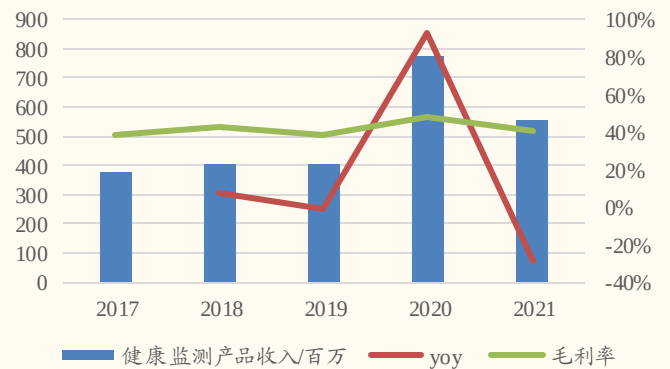
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司医疗护理服务情况



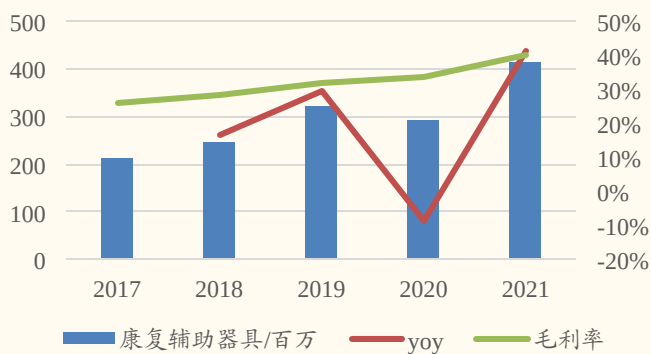
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：公司健康监测产品情况



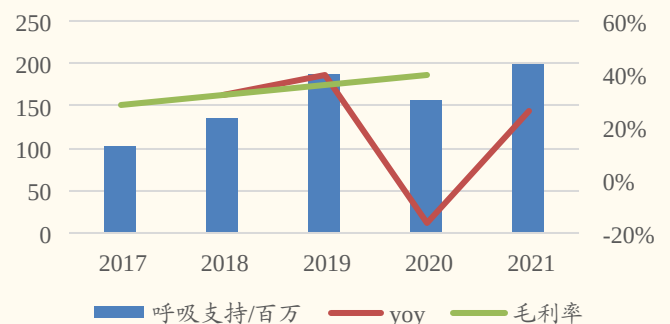
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：公司康复辅助器具情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：公司呼吸支持产品情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 自有品牌+非自有品牌，协同补充效应提高公司竞争力。公司借鉴 SPA 模式，以自有品牌及自有品牌产品为核心，同时引入非自有品牌产品，自有品牌产品和非自有品牌产品相互补充和协同，发挥不同的作用，共同构建起五大领域的产品线。

图表 14：公司主要产品情况

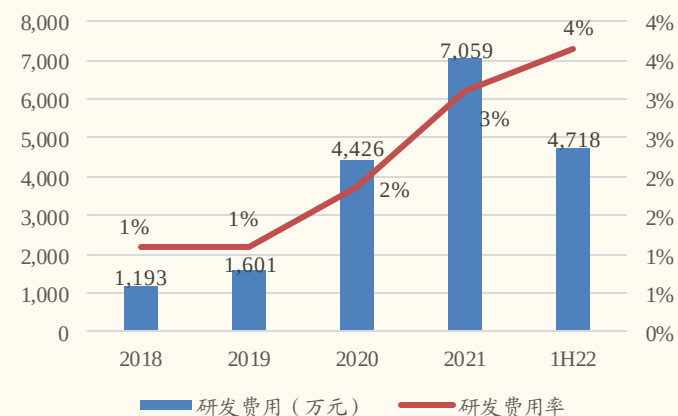
产品部门	产品类别	自有品牌	主要代理品牌	行业主要品牌	自有品牌 2020.12 在天猫平台上该类产品销售所有品牌的交易指数中的排名
健康监测	血压计	✓	欧姆龙、鱼跃	鱼跃、欧姆龙、松下、九安	3
	血糖仪	✓	拜安康、雅培	拜安康、雅培、三诺、欧姆龙、罗氏	9
	红外体温计	✓		鱼跃、欧姆龙、博朗	2
康复辅具	轮椅	✓	康扬、三贵	鱼跃、英洛华、吉芮	4
	护理床	✓		达尔梦达、凤凰、骏腾	2
	助行器	✓		淳紫乐康、鱼跃、康健泰	1
	助听器	✓		峰力、欧仕达、西门子、优利康、奥迪康	16
呼吸支持	无创呼吸机	✓	瑞思迈、费雪派克	瑞思迈、鱼跃、凯迪泰	11
	制氧机	✓	欧姆龙、DRIVEDEVILBISSHEALTHCARE	鱼跃、英维康、海龟	18

	雾化器	✓		鼻可乐、淳紫乐康、诺斯清	7
中医理疗	艾灸系列	✓		艾大夫、同仁堂、仁和	3
	暖贴/足贴/足浴包	✓		老北京、亿家艾、同仁堂	14
	拔罐器	✓		康祝、鱼跃、仙鹤	3
	理疗仪	✓	仙鹤	仙鹤、倍益康、侨健	-
医疗护理	敷贴/敷料类	✓	稳健	稳健、海氏海诺、美丽康、邦迪	7
	口罩/手套	✓		稳健、振德、银京、健卫康	1
	消毒产品	✓		利尔康、振德、海氏海诺	4
	棉球/棉签/棉片类	✓		稳健、海氏海诺、振德、健卫康	2

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

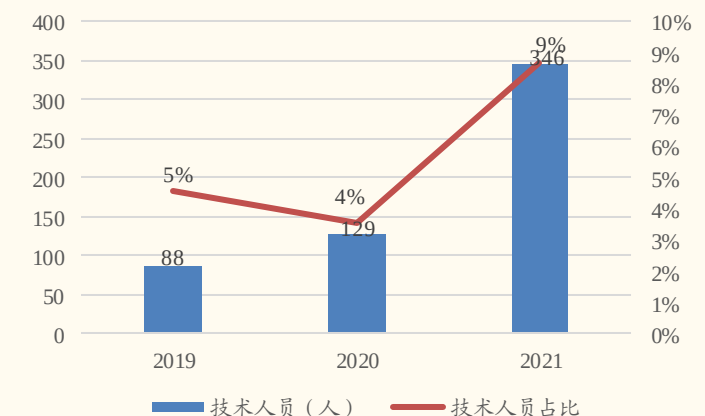
- 公司立足用户需求，加大研发投入，实现产品自研自产与迭代升级，打造重要的盈利增长点。公司研发费用逐年攀升，2020 年研发费用同比增长 176.39%，2022H1 研发费用率 3.64%。此外，2019 年到 2021 年间，公司技术人员占比从 4.54% 提高到了 8.66%，2021 年公司核心技术人员薪酬总额增幅高达 93.56%。依托快速增长的研发投入，公司研发能力不断夯实，在包括健康监测、康复辅具等在内的重要产品领域取得新突破。

图表 15：公司研发费用及研发费用率情况



来源：公司公告、招股书，国金证券研究所

图表 16：公司技术人员情况



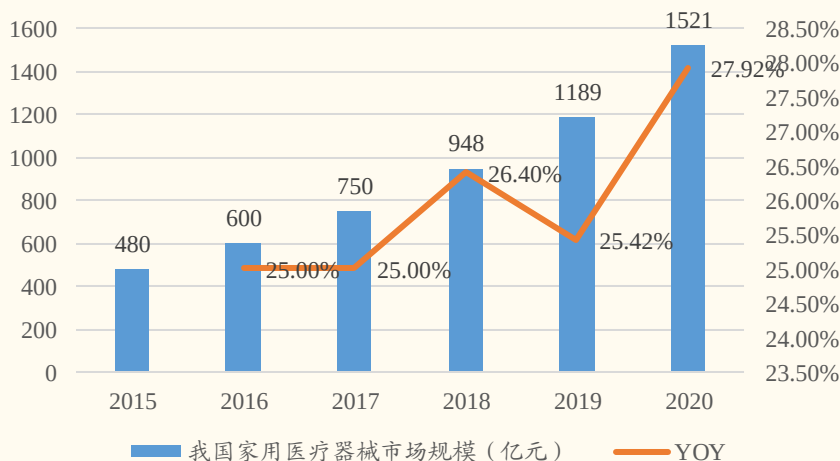
来源：公司公告，国金证券研究所

听力验配中心：老龄化+消费升级驱动验配中心高速发展

消费升级促进家用医疗器械渗透率不断提高，助听器市场有望快速发展

- 家用医疗器械市场规模持续高速增长。在人口老龄化加速、国人消费能力提升和健康意识加强、行业政策大力支持以及自主研发技术水平提高等多因素的驱动下，我国家用医疗器械市场规模持续高速增长。根据《中国医疗器械蓝皮书（2021）版》数据统计，我国家用医疗设备增速超过整体医疗设备，且占比逐年增高，市场规模从 2015 年的 480 亿元，发展至 2020 年的 1,521 亿元，年均复合增长率为 25.94%。

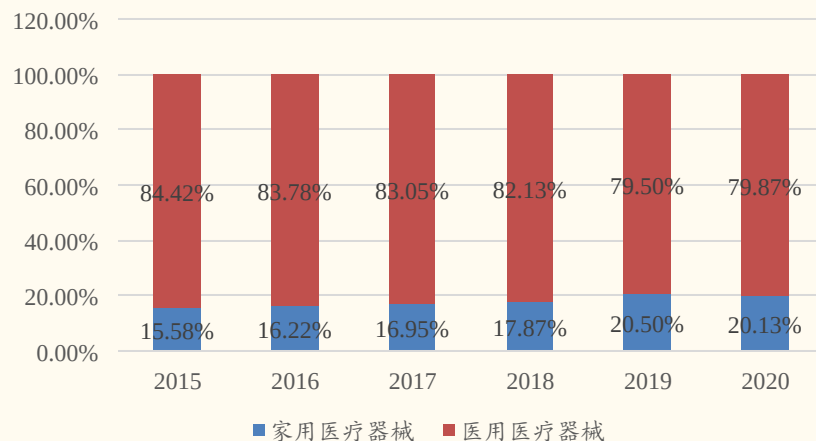
图表 17：2015-2020 年我国家用医疗器械市场规模



来源：中国医疗器械蓝皮书（2021），国金证券研究所

- **消费升级促进家用医疗器械渗透率不断提高。**在部分发达国家，家用医疗器械市场规模已经占到整个医疗器械产业的 40%。尽管我国医疗器械市场经过了快速的发展，但是我国近几年比例在 17% 左右，还远远低于这一比例。与欧美国家相比，我国居民对于家用医疗器械并未形成大规模的消费习惯，主要原因还是消费水平和健康意识的差距。目前我国居民消费支出快速增长，消费水平的提高、消费结构的变化以及消费意识的进步会刺激家用医疗器械渗透率的提高。因此，我国家用医疗器械仍存在广阔发展空间。未来随着国家政策大力支持、人口老龄化加速、居民消费升级以及家庭医疗保健场景更加普及，我国家用医疗器械市场将继续保持高速发展。

图表 18：2015-2020 年我国医疗器械规模（按类别分）

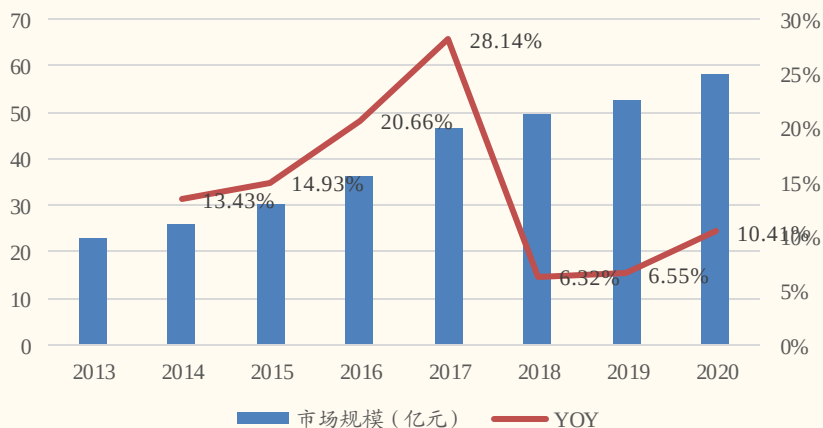


来源：中国医疗器械蓝皮书（2021），国金证券研究所

- **我国助听器市场有望快速发展。**根据世界卫生组织（WHO）推算，全球大约有 4.66 亿人患有残疾性听力损失，65 岁以上人群中，近三分之一受到残疾性听力损失影响。除非采取行动，否则到 2030 年将会有近 6 亿人罹难残疾性听力损失，到 2050 年，这个数字可能会增加到 9 亿以上。根据中国聋儿康复研究中心等在 2015 年开展的最新一次全国听力障碍与耳病调查，我国 15.8% 的人患听力障碍，约合 2 亿人；患致残性听力障碍，即中度以上听力障碍的人占总人口的 5.2%，约 7000 万人。
- **听力损失者可以从助听器和植入人工耳蜗等装置获益。**目前全球助听器产量不到全球需求的 10%，而发展中国家的产量不到 3%。我国是世界上耳聋人数最多的国家之一，中国助听器佩戴率不足 5%，而发达国家的佩戴率约为 30%，这为我国助听器产业的发展提供巨大的发展空间。随着中国

助听器产业制造水平的提升，内销市场的不断扩展、出口市场的稳步增长，近年来我国助听器产业取得了一定的进展。我国助听器市场规模从 2013 年的 23.09 亿元增长到 2020 年的 58.21 亿元，年均复合增长率 14.12%。因此，未来我国助听器市场有望快速发展。

图表 19：2013-2020 年我国助听器市场规模

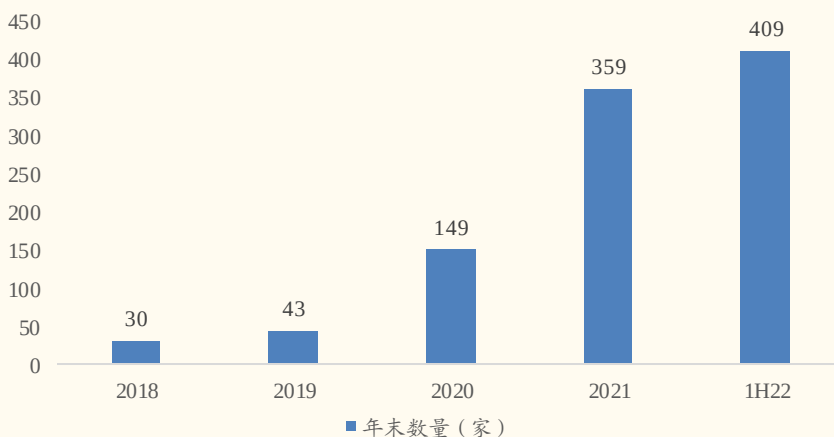


来源：华经产业研究院，国金证券研究所

听力验配中心行业格局分散，健耳可复制性强

- **听力验配中心行业发展处于早期阶段，行业格局分散。**根据 EuroTrak 数据显示，截至 2020 年，全球助听器渗透率约 17%，世卫组织预期未来十年可提升至 37% 左右。目前我国约 2 亿人患听力障碍，约 7000 万人患致残性听力障碍，但助听器佩戴率不足 5%，远低于欧美发达国家。中国助听器佩戴率低主要是因为消费观念、消费能力，以及目前中国助听器验配门店覆盖率较低等原因。随着我国经济的发展、居民收入水平的提高，以及 60 后人群跨入老年人行列，他们在消费能力、对生活品质要求方面越来越高，未来我国助听器市场发展空间十分广阔。目前我国助听器验配行业还处于发展的早期阶段，门店连锁化程度低，服务质量参差不齐，专业化的品牌连锁门店可以让消费者获得更好的服务体验。
- **听力验配中心快速扩张，健耳可复制性强。**目前，我国的听力验配市场呈现品牌多、代理商多，验配机构分散，全国性专业连锁机构少，验配品牌不突出的特点。公司在 2018 年起开始运营健耳听力验配中心。过去几年内，公司工作重心在于门店建设前期标准制定，人才储备、培训制度建立。截至 2022 年上半年，公司开设验配中心累计 409 家，2022 上半年净开设超 50 家，目前公司积极拓展布局全国门店，并考虑通过加盟店的形式去实现进一步拓展。

图表 20：2018-1H22 年健耳门店数量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 同时，公司将通过强化区域化管理、完善验配师梯级培训体系、拓展专家团队等举措，持续打磨运营管理体系，提升专业服务水平和运营管理效率。基于对听力业务的长远发展规划，公司将逐步推动助听器验配中心的全国布局，将健耳听力打造成国内规模和服务能力领先的听力连锁企业。

健耳听力中心满足听力一体化解决方案，单店模型可复制性强

- **致力于拓展健耳听力中心，满足听力一体化解决方案。**健耳助听器验配中心于 2018 年开始设立，为客户提供专业的助听器验配一体化服务，主要销售国内外中高端知名品牌助听器。经营上，湖南健耳门店采取直营和统一管理运营服务，通过精细化的管理和专业验配服务，湖南健耳在客户中树立了良好的品牌形象，销售收入也获得了快速增长。基于公司策略及对线下助听器验配中心未来发展前景的看好，同时为了快速占领市场，公司 2018 年以来快速布局湖南健耳助听器线下验配中心。
- **2018-2021 年，健耳门店收入分别为 671.14 万元、1,604.08 万元、2,524.30 万元和 6,914.49 万元，随着门店的增加收入呈现快速增长趋势。**单店经营业绩来看，2018 年、2019 年、2020 年单店销售额分别为 22.37 万元、37.3 万元、16.94 万元，整体呈现增长趋势。2020 年因受新冠疫情影响，助听器类非疫情产品销售受到一定影响。
- **行业规范化程度不断加深，单店可复制性强。**与其他标准化家用医疗器械不同，助听的专业验配及售后服务十分重要。目前全球助听器市场 95% 以上份额被国外 SONOVA、SIWANTOS 等六大集团所占有，国内助听器验配门店连锁化程度低，服务质量参差不齐，专业的品牌连锁门店可以让消费者获得更好的服务体验。健耳听力通过门店“亲情式服务流程”、“七星验配流程”，从服务、专业上实现差异化经营，通过门店普及开发线下市场推广来塑造“健耳”品牌，建立了良好的品牌知名度和较高的行业地位。
- 与单体店相比，连锁零售店铺精细化、标准化管理更能适应行业严格的监管要求，在规模、资金、成本控制、专业化等方面也更有优势。当前，我国助听器零售业连锁化趋势进一步加深，医疗器械行业严格的资质要求也将一些不规范经营的中小型连锁及单体店铺陆续淘汰，助听器连锁店铺行业集中度将进一步提升，行业规范化程度不断加深。在此背景下，公司积极依托规模和品牌优势进行门店高速扩张，进一步强化区域布局优势，降低业务区域过于集中的风险，巩固公司行业地位。

打造线上线下全渠道营销网络，加速公司实现市场扩张

- 公司目前已构建了大型电商平台、大型连锁药房、自营门店等相融合的立体式营销渠道。线上渠道方面，公司是全国较早取得医疗器械互联网 B2B、B2C 交易许可证的企业，目前已完成主要包括天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购在内的国内主要第三方电商平台布局，占据主流线上流量入口，深度覆盖线上消费者；线下方面，截至 2022 年上半年，公司已经拥有 11 家仓储大卖场、409 家“健耳听力”助听器验配中心和 14 家“好护士”医疗器械零售门店，并与 70 多家连锁药店百强企业建立了业务合作，为全国 20 多万家药店提供商品和服务。
- 线上、线下渠道深度融合，协同效应助力公司实现快速扩张。线下渠道有利于产品体验和即时交易，线上渠道有利于便捷购物和快速占领市场，两者互相导流和协同，能够快速提高企业及产品知名度，为客户提供更广泛、更多元的产品与服务。公司通过线上线下融合，建立与消费者随时随地连接的通道，最大程度地覆盖用户的主要消费场景，形成多样性、多内容、多维度和多触达点的新型经营形态。

线上渠道持续占据销售主导地位，多销售模式保持高速增长

- 乘着电子商务等发展的东风，公司较早布局了 B2C 电商业务来扩大自己的获客渠道，经过多年的培养，公司线上运营团队规模及综合运营能力均处于行业较高水平，通过精细化管理和资源的投入，公司线上积累的用

户数稳步增加。同时，在新冠肺炎暴发的大背景下，互联网电商迸发出强大活力，医疗器械产品的需求量不断激增，用户数量不断增长，带动各类医疗电商的业绩增长。从营业收入结构来看，公司 2018-2021 年的线上收入占比为 64.69%、71.34%、76.13%和 65.11%，2021 年疫情缓和，线上渠道占比有所下滑。

- 截至 2022 年上半年，公司已完成天猫、京东、拼多多、唯品会、抖音、快手、美团等国内主要第三方电商平台布局，自主运营店铺共计 82 家，布局主流线上流量入口，深度覆盖线上消费者。疫情的出现使得公司线上业务比重大幅提升，公司凭借多年的线上渠道的布局和销售经验，渠道优势上的护城河深厚。根据生意参谋数据显示，近两年来，“可孚”品牌在天猫和淘宝平台的医疗器械类目下的交易指数排名均居前列。
- 自营店铺仍是线上收入的主要来源，直发模式和平台入仓模式增长迅速。销售规模方面，线上自营店铺收入规模最大，远高于直发模式和平台入仓模式收入规模。2018-2020 年间，自营店铺收入占线上收入的比重分别为 83.56%、69.92%、63.17%，占比远高于直发模式和平台入仓模式，为公司线上收入的主要来源。销售增速方面，直发模式和平台入仓模式收入增速远高于自营店铺收入增速。2018 年，直发模式和平台入仓模式收入增速分别为 425.38%、648.22%，远高于自营店铺收入增速 12.55%；2019 年，直发模式和平台入仓模式收入增速分别为 179.15%、89.46%，远高于自营店铺收入增速 24.11%，

图表 21：2018-2020 年公司三大线上销售模式收入规模及增速

销售模式	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
自营店铺	114,225.18	56.63%	72,928.94	24.11%	58,760.93	12.55%
直发模式	60,365.94	104.97%	29,450.45	179.15%	10,550.02	425.38%
平台入仓	6,239.30	225.25%	1,918.28	89.46%	1,012.49	648.22%
合计	180,830.42	73.38%	104,297.67	48.31%	70,323.44	29.38%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

线下坚持自营门店和连锁药房相结合，持续推进市场覆盖和渠道下沉

- 公司线下销售主要包括连锁药房和自营门店两大渠道。公司建立了覆盖全国绝大部分省市的连锁药房渠道，已在 14 个省份设立销售子公司，实现本地化服务核心客户，以丰富的产品品类及全流程的服务为支撑，与连锁药房形成深度业务合作。同时，公司自建直营仓储式大卖场、“好护士”医疗器械零售门店、“健耳听力”助听器验配中心，可以满足不同类型的客群对多品牌、多产品、多场景、多种服务的需求，对“可孚”品牌效应起到较大的推动作用。
- 连锁药房采用直销模式，通过多年业务积累，公司连锁药房核心客户包括老百姓、益丰、千金、国药控股、大参林、海王星辰等全国知名的连锁药房企业，覆盖全国主要省份，未来随着连锁药房的整合、家用医疗器械对药房营业额的贡献度提升及公司对连锁药房的进一步渗透，公司产品进入的药房数量仍将继续增加。
- 自营门店方面，公司建立了多家家用医疗器械一站式仓储大卖场，大卖场产品种类异常丰富，能够为客户提供类似呼吸机、护理病床、电动轮椅等各类产品展示和体验式购物，截至 2020 年末，公司已布局北京、广州、杭州、长沙、太原、成都、济南、贵阳、武汉等医疗机构聚集的地区；在

公立医院附近开立“好护士”家用医疗器械零售门店；开立的以助听器验配为主业的“健耳”听力验配中心，主要面向中高端助听器需求人群。

- **连锁药店占据线下渠道的大半壁江山，自营门店占比持续增长。**2018-2020年间连锁药店占线下销售总额的比重始终维持在70%以上，由2018年的80.48%降低至2020年的73.72%；自营门店销售额占比持续上升，由2018年的19.52%增长至2020年的26.28%。

图表 22：2018-2020 年公司连锁药房和自营门店销售情况

渠道	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自营门店	13,544.13	26.28%	9,070.10	21.95%	7,407.91	19.52%
连锁药房	37,985.27	73.72%	32,256.33	78.05%	30,547.64	80.48%
合计	51,529.41	100.00%	41,326.42	100.00%	37,955.55	100.00%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

盈利预测

- **医疗护理类：**主要包括敷贴/敷料类、口罩/手套、消毒产品和棉球/棉签/棉片类产品。随着新冠肺炎疫情防控常态化，防疫相关产品市场供给充足，公司相关防疫产品销售增速逐渐平缓，预计 22-24 年间实现同比增速 50%、35%、28%。同时该业务主体较为成熟，预计毛利率将保持较为稳定略有下降，预计 22-24 年间分别保持 47%、45%、43%。
- **健康监测产品：**主要包括血压计、血糖监测系列和体温计等产品。公司自有品牌体温计消费者认可度较高，随着新冠肺炎疫情防控常态化，产品收入增速放缓，但公司抓住医疗器械市场发展的有利时机，努力提升自主生产能力，并根据市场动态及时调整营销策略，预计 22-24 年间实现同比增速 15%、10%、5%。随着血压计、血糖仪等产品竞争的进一步加剧，业务毛利率将略有下降，预计 22-24 年间分别保持 21%、18%、16%。
- **康复辅助器具：**主要包括轮椅、助听器、助行器和护理床等产品。该业务主体产品较为成熟，随着在行业竞争进一步加剧，预计 22-24 年间收入实现同比增速 35%、30%、20%，毛利率分别保持 40%、40%、40%。
- **呼吸支持：**主要包括呼吸机、制氧机和鼻腔护理产品等，目前该板块业务收入体量较小。随着居民健康意识的提高和家用医疗器械渗透率的提升，公司业务有望在行业发展中获利，预计 22-24 年间收入实现同比增速 20%、25%、27%，毛利率分别保持 40%、42%、45%。
- **中医理疗：**主要包括理疗仪、拔罐器、艾灸系列、温灸系列等产品。公司积极对理疗仪、紫外灯、艾灸仪等产品进行技术改进和升级，产品收入将逐步恢复，预计 22-24 年间收入实现同比增速-10%、-5%、0%，毛利率分别保持 40%、40%、40%。

图表 23：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,462	2,375	2,276	3013	3791	4565
YOY	34.5%	62.5%	-4.2%	32.4%	25.8%	20.4%
营业成本	901	1,263	1,278	1723	2187	2656
毛利率	38.3%	46.8%	43.8%	42.8%	42.3%	41.8%
医疗护理服务						
营业收入	301	849	765	1148	1549	1983

YOY%	82.04%	181.84%	-9.88%	50%	35%	28%
占总营业收入比例	21%	36%	34%	38%	41%	43%
营业成本	172	399	395	608	852	1,130
毛利率	42.7%	53.0%	48.3%	47.0%	45.0%	43.0%
健康监测产品						
营业收入	402	777	554	637	701	736
YOY	-0.70%	93.14%	-28.66%	15%	10%	5%
占总营业收入比例	28%	33%	24%	21%	18%	16%
营业成本	246	408	331	380	419	439
毛利率	28%	33%	24%	21%	18%	16%
康复辅助器具						
营业收入	321	293	415	560	728	873
YOY	29.65%	-8.65%	41.28%	35%	30%	20%
占总营业收入比例	22%	12%	18%	19%	19%	19%
营业成本	218.2	194.1	248.8	334	435	522
毛利率	32%	34%	40%	40%	40%	40%
呼吸支持						
营业收入	189	158	200	240	299	380
YOY	40.01%	-16.42%	26.44%	20%	25%	27%
占总营业收入比例	13%	7%	9%	8%	8%	8%
营业成本	121.4	94.8		143	174	209
毛利率	36%	40%		40%	42%	45%
中医理疗						
营业收入	228	185	140	126	120	120
YOY	90.81%	-18.87%	-23.97%	-10%	-5%	0%
占总营业收入比例	16%	8%	6%	4%	3%	3%
营业成本	132.9	110.5		75	72	72
毛利率	42%	40%		40%	40%	40%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **毛利率、净利率：**公司业务模式相对稳定，随着公司品牌影响力的进一步扩大及规模优势的逐步显现，预计销售费用率将略有下降，管理费用率将保持稳定；随着公司对产品力及自主能力的重视，预计研发费用率将在2020年的基础上逐步提升。

图表 24：毛利率、净利率及主要费用率预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	38.3%	46.8%	43.8%	42.8%	42.3%	41.8%
销售费用率	25.6%	22.0%	18.2%	20.1%	19.5%	18.0%
管理费用率	2.2%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用率	1.1%	1.9%	3.1%	2.1%	2.2%	2.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **我们选取可比公司，采用市盈率法进行估值。**我们分别选择类似属性的消费器械企业鱼跃医疗、稳健医疗和三诺生物作为可比公司，选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值。给予公司2022年20倍PE，目标价49元，首次覆盖给予公司“买入”评级

图表 25：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
300298	三诺生物	27.19	0.33	0.19	0.61	0.71	0.87	108.3	157.0	44.38	38.09	31.31
002223	鱼跃医疗	28.35	1.75	1.48	1.53	1.81	2.15	16.08	25.56	18.47	15.65	13.17
300888	稳健医疗	67.90	8.93	2.91	3.56	4.27	4.95	18.58	28.37	19.05	15.90	13.73
平均值										27.30	23.21	19.40
301087	可孚医疗	37.05		2.680	2.46	2.93	3.61		29.44	15.09	12.63	10.28

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 疫情防护产品放量不及预期：随着国家疫情防控有力，公司疫情相关产品销量或将无法维持高增速，对公司整体业绩增长带来影响；
- 线下门店销售恢复不及预期：若新冠病毒在全球出现新的变异毒株，将可能对国内疫情防控形成新的挑战，将对公司线下门店销售带来影响；
- 限售股解禁风险：2022 年 4 月 25 日首次公开发行网下配售限售股上市流通，解除限售股份数量占公司总股本 1.23%。此外，2022 年 10 月 24 日将有首发原股东限售股份解禁，解除限售股份数量占公司总股本比例为 17.24%。公司 2022 年两次解禁股份占比较高，存在一定风险。
- 市场竞争加剧风险：在家用医疗器械领域，公司产品与鱼跃医疗、三诺生物、稳健医疗等公司产品间存在竞争，若后续竞争进一步加剧，将对公司盈利能力带来不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,462	2,375	2,276	3,013	3,791	4,565
增长率		62.5%	-4.2%	32.4%	25.8%	20.4%
主营业务成本	-901	-1,263	-1,278	-1,723	-2,187	-2,656
%销售收入	61.7%	53.2%	56.2%	57.2%	57.7%	58.2%
毛利	561	1,113	997	1,291	1,604	1,909
%销售收入	38.3%	46.8%	43.8%	42.8%	42.3%	41.8%
营业税金及附加	-7	-20	-19	-24	-30	-37
%销售收入	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-375	-523	-414	-606	-739	-822
%销售收入	25.6%	22.0%	18.2%	20.1%	19.5%	18.0%
管理费用	-32	-49	-57	-75	-95	-114
%销售收入	2.2%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-16	-44	-71	-63	-83	-105
%销售收入	1.1%	1.9%	3.1%	2.1%	2.2%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	130	475	437	522	656	832
%销售收入	8.9%	20.0%	19.2%	17.3%	17.3%	18.2%
财务费用	-4	6	7	11	-14	-25
%销售收入	0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-8	-28	-28	-11	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	146	503	511	602	720	884
营业利润率	10.0%	21.2%	22.5%	20.0%	19.0%	19.4%
营业外收支	0	-2	-3	0	0	0
税前利润	146	500	508	602	720	884
利润率	10.0%	21.1%	22.3%	20.0%	19.0%	19.4%
所得税	-22	-75	-79	-90	-108	-133
所得税率	14.9%	15.1%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	124	425	430	512	612	752
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	124	424	429	512	612	752
净利率	8.5%	17.8%	18.8%	17.0%	16.1%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	124	425	430	512	612	752
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
非现金支出	23	57	113	164	233	285
非经营收益	6	8	0	23	53	63
营运资金变动	-96	5	-302	-100	-24	-29
经营活动现金净流	57	496	240	599	874	1,071
资本开支	-105	-373	-513	-493	-510	-410
投资	5	-35	-1,567	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-100	-408	-2,080	-493	-510	-410
股权募资	192	0	3,541	1	0	0
债权募资	-25	240	-202	229	84	44
其他	-6	-33	-70	-337	-420	-514
筹资活动现金净流	162	208	3,269	-107	-335	-470
现金净流量	120	295	1,429	0	29	191

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	369	557	1,989	1,922	1,834	1,879
应收账款	181	227	387	516	531	597
存货	304	402	481	532	646	749
其他流动资产	37	69	1,662	1,673	1,686	1,707
流动资产	891	1,256	4,519	4,643	4,697	4,932
%总资产	84.9%	70.0%	77.8%	70.6%	66.1%	63.9%
长期投资	0	6	5	5	5	5
固定资产	48	262	723	1,135	1,473	1,688
%总资产	4.6%	14.6%	12.4%	17.3%	20.7%	21.9%
无形资产	95	252	299	394	486	573
非流动资产	158	539	1,288	1,930	2,409	2,786
%总资产	15.1%	30.0%	22.2%	29.4%	33.9%	36.1%
资产总计	1,049	1,795	5,807	6,574	7,106	7,718
短期借款	45	290	135	426	510	554
应付款项	336	381	477	576	678	822
其他流动负债	33	63	71	75	92	111
流动负债	414	734	683	1,076	1,281	1,488
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	36	61	159	327	410	514
负债	450	795	842	1,403	1,691	2,002
普通股股东权益	596	996	4,947	5,153	5,397	5,698
其中：股本	120	120	160	208	208	208
未分配利润	44	411	809	1,014	1,259	1,560
少数股东权益	3	4	18	18	18	18
负债股东权益合计	1,049	1,795	5,807	6,574	7,106	7,718

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.031	3.533	2.680	2.456	2.934	3.606
每股净资产	4.971	8.303	30.920	24.715	25.889	27.331
每股经营现金净流	0.478	4.131	1.500	2.875	4.192	5.139
每股股利	0.000	0.000	1.600	1.474	1.761	2.163
回报率						
净资产收益率	20.74%	42.55%	8.67%	9.94%	11.33%	13.19%
总资产收益率	11.79%	23.62%	7.39%	7.79%	8.61%	9.74%
投入资本收益率	17.18%	31.20%	7.23%	7.93%	9.41%	11.27%
增长率						
主营业务收入增长率	34.49%	62.46%	-4.19%	32.41%	25.81%	20.42%
EBIT增长率	59.82%	265.62%	-8.13%	19.57%	25.59%	26.76%
净利润增长率	86.76%	242.76%	1.16%	19.40%	19.48%	22.87%
总资产增长率	72.91%	71.03%	224%	13.20%	8.10%	8.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.0	27.4	43.2	56.0	45.0	42.0
存货周转天数	101.8	102.2	126.1	115.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	65.1	59.1	81.1	75.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	11.0	27.5	34.3	45.6	49.6	50.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.09%	-26.71%	-68.31%	-58.67%	-52.84%	-50.07%
EBIT利息保障倍数	29.9	-81.3	-66.4	-47.6	47.3	33.2
资产负债率	42.87%	44.28%	14.50%	21.34%	23.79%	25.94%

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
买入	0	1	1	2	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402