

医疗组

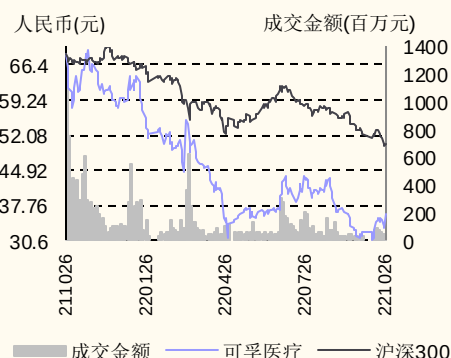
可孚医疗 (301087.SZ) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 36.01 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)	75.08
年内股价最高最低(元)	69.30/30.60
沪深 300 指数	3657
创业板指	2373

**相关报告**

1. 《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

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002;
(8621)60230221
yuan wei@aiza.com.cn

业绩短期承压, 看好长期成长空间**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	2,603	2,991	3,565
营业收入增长率	62.46%	-4.19%	14.40%	14.89%	19.19%
归母净利润(百万元)	424	429	317	398	467
归母净利润增长率	242.76%	1.16%	-26.05%	25.56%	17.38%
摊薄每股收益(元)	3.533	2.680	1.521	1.910	2.242
每股经营性现金流净额	4.13	1.50	2.21	3.30	3.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	42.55%	8.67%	6.25%	7.61%	8.62%
P/E	0.00	29.44	23.67	18.85	16.06
P/B	0.00	2.55	1.48	1.43	1.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 26 日, 公司公布 2022 年三季报, 2022 年前三季度实现营收 18.8 亿元, 同比增长 11%; 归母净利润 1.67 亿元, 同比减少 45%; 扣非归母净利润为 1.1 亿元, 同比减少 61%。
- 单三季度, 公司实现营收 5.8 亿元, 同比减少 3%; 归母净利润 0.37 亿元, 同比减少 58%; 扣非归母净利润为 0.20 亿元, 同比减少 77%。

经营分析

- **盈利能力短期承压, 积极业务拓展带来费用率提升。**受产品品类结构调整影响, 公司毛利率有所下滑, 前三季度毛利率为 38%, 同比-9.7pct; 单三季度毛利率 37.5%, 同比-9.3pct, 环比-1.1pct。公司积极展开各类业务, 费用率有所提升。前三季度销售费用 4.4 亿元 (+43%), 销售费用率 23% (+1.7pct), 其中橡果贸易和吉芮医疗纳入合并范围增加销售费用 0.26 亿元, 线上及线下营销推广投入增加 0.38 亿元, 健耳门店拓展带来听力业务销售费用大幅增加, 同时销售人员人数与薪酬增长亦带来销售费用增加。前三季度管理费用率 4.6% (+2.5pct), 主要计提股份支付费用 2077 万元。此外, 公司新增 33 个研发项目带来研发费用同步增长。
- **健耳业务积极拓展, 期待新店盈利后业绩回升。**公司积极拓展布局全国门店, 除湖南省内门店外, 已陆续在海南、广西、山东和广东等省开设门店, 带来经营成本与费用同步提升; 此外受新冠疫情影响, 健耳门店销售承压。公司不断加深行业规范化程度, 从服务、专业上实现差异化经营, 建立良好的品牌知名度, 提升公司行业地位, 我们看好业务长期发展。
- **营销渠道不断拓宽, 公司优势进一步加强。**公司打造线上线下全渠道营销网络, 加速公司实现市场扩张。线上方面, 公司已布局国内淘宝、京东、拼多多和抖音等主流电商平台; 线下方面, 公司坚持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。

盈利调整

- 受公司产品品类影响以及业务拓展带来的费用支出, 我们下调 2022-2024 年盈利预测 38%/35%/38%, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.2/4.0/4.7 亿元, 增速分别-26%/+26%/+17%, 下调评级为“增持”。

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。

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	2,603	2,991	3,565
增长率		62.5%	-4.2%	14.4%	14.9%	19.2%
主营业务成本	-901	-1,263	-1,278	-1,562	-1,795	-2,139
%销售收入	61.7%	53.2%	56.2%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利	561	1,113	997	1,041	1,196	1,426
%销售收入	38.3%	46.8%	43.8%	40.0%	40.0%	40.0%
营业税金及附加	-7	-20	-19	-13	-24	-29
%销售收入	0.5%	0.9%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%
销售费用	-375	-523	-414	-547	-568	-660
%销售收入	25.6%	22.0%	18.2%	21.0%	19.0%	18.5%
管理费用	-32	-49	-57	-109	-120	-143
%销售收入	2.2%	2.1%	2.5%	4.2%	4.0%	4.0%
研发费用	-16	-44	-71	-83	-90	-107
%销售收入	1.1%	1.9%	3.1%	3.2%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	130	475	437	289	395	488
%销售收入	8.9%	20.0%	19.2%	11.1%	13.2%	13.7%
财务费用	-4	6	7	14	-5	-17
%销售收入	0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	0.2%	0.5%
资产减值损失	-8	-28	-28	-10	-1	-1
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	373	468	550
营业利润率	10.0%	21.2%	22.5%	14.3%	15.7%	15.4%
营业外收支	0	-2	-3	0	0	0
税前利润	146	500	508	373	468	550
利润率	10.0%	21.1%	22.3%	14.3%	15.7%	15.4%
所得税	-22	-75	-79	-56	-70	-82
所得税率	14.9%	15.1%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	124	425	430	317	398	467
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	317	398	467
净利率	8.5%	17.8%	18.8%	12.2%	13.3%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	124	425	430	317	398	467
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
非现金支出	23	57	113	163	232	285
非经营收益	6	8	0	18	39	48
营运资金变动	-96	5	-302	-39	19	-18
经营活动现金净流	57	496	240	460	688	782
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	87	-46	128
其他	-6	-33	-70	-215	-278	-329
筹资活动现金净流	162	208	3,269	-128	-324	-200
现金净流量	120	295	1,429	-161	-145	172

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	1,762	1,500	1,525
应收款项	181	227	387	445	419	466
存货	304	402	481	482	530	603
其他流动资产	37	69	1,662	1,665	1,668	1,684
流动资产	891	1,256	4,519	4,355	4,117	4,278
%总资产	84.9%	70.0%	77.8%	69.3%	63.1%	60.6%
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%	18.1%	22.6%	23.9%
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%	30.7%	36.9%	39.4%
资产总计	1,049	1,795	5,807	6,285	6,526	7,064
短期借款	45	290	135	283	238	366
应付款项	336	381	477	523	557	664
其他流动负债	33	63	71	59	69	82
流动负债	414	734	683	866	864	1,112
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	1,193	1,274	1,625
普通股股东权益	596	996	4,947	5,075	5,234	5,421
其中：股本	120	120	160	208	208	208
未分配利润	44	411	809	936	1,095	1,282
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	6,285	6,526	7,064

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.031	3.533	2.680	1.521	1.910	2.242
每股净资产	4.971	8.303	30.920	24.341	25.105	26.002
每股经营现金净流	0.478	4.131	1.500	2.206	3.302	3.752
每股股利	0.000	0.000	1.600	0.913	1.146	1.345
回报率						
净资产收益率	20.74%	42.55%	8.67%	6.25%	7.61%	8.62%
总资产收益率	11.79%	23.62%	7.39%	5.05%	6.10%	6.62%
投入资本收益率	17.18%	31.20%	7.23%	4.57%	6.11%	7.15%
增长率						
主营业务收入增长率	34.49%	62.46%	-4.19%	14.40%	14.89%	19.19%
EBIT增长率	59.82%	265.62%	-8.13%	-33.84%	36.63%	23.71%
净利润增长率	86.76%	242.76%	1.16%	-26.05%	25.56%	17.38%
总资产增长率	72.91%	71.03%	224%	8.23%	3.83%	8.25%
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	52.8	62.8	64.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.09%	-26.71%	-68.31%	-59.22%	-53.30%	-49.58%
EBIT利息保障倍数	29.9	-81.3	-66.4	-20.6	73.8	28.7
资产负债率	42.87%	44.28%	14.50%	18.97%	19.52%	23.01%

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	0	2	2	4
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	0.00	1.00	1.00	1.00

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

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。

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