

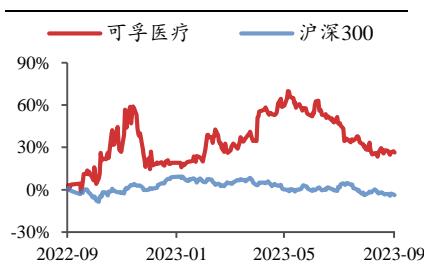
可孚医疗 (301087.SZ)

2023年09月27日

投资评级：买入（首次）

日期	2023/9/26
当前股价(元)	38.31
一年最高最低(元)	53.09/29.97
总市值(亿元)	79.87
流通市值(亿元)	33.85
总股本(亿股)	2.08
流通股本(亿股)	0.88
近3个月换手率(%)	89.26

股价走势图



相关研究报告

产品升级&自产+听力扩店卡位驱动公司健康成长
——公司首次覆盖报告

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号: S0790523070002

司乐致（联系人）

silezhi@kysec.cn

证书编号: S0790121120016

● 家用医疗器械领军企业，正处快速成长期，首次覆盖，给予“买入”评级

可孚医疗专注家用医疗器械 14 载，经过多年渠道深耕和研发扩品，已形成健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗五大核心家用医疗器械板块，以满足客户一站式购物需求。考虑公司目前处于精益管理优化费用支出、横向扩品类别纵向升级迭代、新产能推升自产比例、健耳听力门店扩店卡位阶段，收入利润有望快速增长，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.57/5.69/7.15 亿元，EPS 分别为 2.19/2.73/3.43 元，当前股价对应 P/E 分别为 17.5/14.0/11.2 倍，与可比公司比较具备估值性价比且成长性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 家用医疗器械为医疗器械第二大赛道，国内龙头在后疫情时代将大有可为

据医械汇测算，中国家用医疗器械市场规模从 2017 年的 750 亿元增长到 2022 年 2086 亿元，CAGR 为 23%，目前是第二大医疗器械赛道，此赛道正处于器械生命周期的前期快速发展阶段。同时在后疫情时代，人们对自身健康管理更加重视，及国内老龄化进一步加深，即时家庭健康监控、智能诊断和快速治疗尤显必要，家用检测和康复保健器械需求中长期将持续释放，其中品牌形象好、客户粘性高、全渠道布局早、品类丰单品突出的头部企业有望在 β 机会中大有可为。

● 可孚医疗通过产品升级和提升自产有效提高毛利率，立体式渠道为产品赋能

公司具有清晰的产品研发上市规划，通过拓展中高端产品类别，升级迭代老产品，以及长沙和湘阴基地募投项目产能爬坡，自产比例有望不断提升，公司整体毛利率有望持续改善。公司拥有 102 家线上自营门店、20 多万家药店合作和 11 家仓储大卖场立体式渠道，可为公司新产品快速导入市场打开销售赋能，同时线上快速一站式购物和线下体验式购物相结合助力品牌力和影响力不断提升。2023 年 8 月“可孚”正式亮相央视频道，围绕制氧机、血糖仪、血压计等核心产品开展为期半年的立体化投放，知名度提升也正式进入加速阶段。

● 健耳听力验配中心正加速扩店卡位，潜在第二成长曲线已露锋芒

健耳听力业务处于助听器赛道，此赛道国产替代空间大（外资五大听力集团占 90%市场份额）、国内渗透率低（不足 5%，远低于欧洲 20%、日本 14%）、老龄化加剧助听器需求较大和验配中心集中度不高。公司通过内延并购快速扩店卡位，截止 2022 年底，公司共有助听器验配中心 432 家和 1000 余名专业验配师，正逐步提高区域市场占有率和品牌影响力，且公司正积极研发真耳分析仪、高端数字助听器和定制机等产品，打造测听设备—助听器产品—助听器验配服务的产业链闭环，以满足不同消费需求，未来门店扩张量变有望带来利润释放质变。

● 风险提示：公司新产品推广不及预期，宏观经济下行致居民消费力大幅下降

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,276	2,977	3,560	4,275	5,128
YOY(%)	-4.2	30.8	19.6	20.1	20.0
归母净利润(百万元)	429	302	457	569	715
YOY(%)	1.2	-29.7	51.5	24.6	25.7
毛利率(%)	43.8	39.5	45.9	46.1	46.5
净利率(%)	18.8	10.1	12.8	13.3	14.0
ROE(%)	8.7	6.0	8.7	10.1	11.6
EPS(摊薄/元)	2.06	1.45	2.19	2.73	3.43
P/E(倍)	18.6	26.5	17.5	14.0	11.2
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 可孚医疗：国内综合性家用医疗器械领先企业.....	4
1.1、 公司介绍：深耕五大产品领域， 满足消费者多品牌、一站式购物的需求	4
1.2、 股权架构：实际控制人在家用医疗器械赛道深耕多年，股权比例达 48.29%.....	5
1.3、 核心财务数据：公司收入利润进入规模化阶段.....	6
1.4、 股权激励：公司业绩绑定核心人员利益，高业绩目标彰显发展潜力	8
2、 中国在老龄化背景下，家用医疗器械市场蓬勃发展.....	9
2.1、 中国医疗器械市场市场增长空间广阔.....	9
2.2、 中国家用医疗器械行业发展提速，处于发展黄金期.....	11
2.3、 老龄化驱动行业扩容，“智能化+多功能+便携式”确定未来方向	11
2.4、 可孚医疗深耕五大产品领域， 满足消费者多品牌、一站式购物的需求	12
2.4.1、 后疫情时代医疗护理板块仍有新亮点可寻.....	13
2.4.2、 健康监测持续扩品，产线多元化带动增长.....	14
2.4.3、 疫后出行复苏，助力康复辅具品类回暖.....	15
2.4.4、 呼吸支持领域逐步由代理专为自产，逐步实现自研自产与迭代升级	18
2.4.5、 中医理疗领域政策端鼓励，业务端向好	19
2.5、 线上线下渠道协同，资产能力提升，毛利率持续改善	20
2.5.1、 全渠道整合营销益于品牌和市场布局，线上销售占比较高	20
2.5.2、 继续加大研发和产能投入，提升自产能力和毛利率	22
2.5.3、 围绕核心产品进行升级迭代和创新研发，毛利率有望向上改善	23
3、 助听器市场蓬勃发展，健耳听力可提供一站式解决方案.....	24
3.1、 高性能助听器技术壁垒高，国产高端化任重道远	24
3.2、 助听器产业链打通有助企业筑起护城河	26
3.3、 助听器行业正向 OTC/个性化等方向发展	27
3.4、 全球听力市场前景广阔，市场集中度相对较高	28
3.5、 中国助听器市场仍处发展初期，渗透率提升空间明显	30
3.6、 健耳听力验配中心持续扩张，2022 年营业收入 1.21 亿元，同比增长 74.75%	31
4、 盈利预测与投资建议	33
4.1、 收入模型关键假设	33
4.2、 盈利预测和估值	34
5、 风险提示	35
附：财务预测摘要	36

图表目录

图 1： 可孚医疗是国内综合性家用医疗器械领先企业	4
图 2： 可孚医疗五大产品线覆盖范围广，各领域触达消费者	5
图 3： 实际控制人行业背景深厚，股权比例超过 45%	6
图 4： 2018-2022 公司收入持续上升，CAGR29%	6
图 5： 2018-2022 公司归母净利润 CAGR46%	6
图 6： 2022 年医疗护理板块营收达 11 亿	7
图 7： 2020 年后医疗护理营收占比提升至第一位	7
图 8： 2018-2022 公司毛利率维持 35%以上	7
图 9： 研发投入逐年增高，技术优势的积累助力公司长期发展	8
图 10： 公司在手现金充足	8
图 11： 公司经营活动获取现金的能力较强	8
图 12： 中国医疗器械市场继续保持高速增长态势（亿元）	10
图 13： 2022 家用医疗器械稳坐医疗器械第二大板块（亿元）	10
图 14： 2017-2022 年家用医疗器械市场规模快速扩容（亿元）	11
图 15： 老年人口占比逐年增长，60 岁以上近 1/5	12
图 16： 人均医疗保健支出占比维持在 8.5%以上	12
图 17： 医疗护理疫情相关产品用户购买惯性已成	13
图 18： 健康监测产品品类扩充逐步加速	14
图 19： 康复辅具产品疫后回暖反弹	16
图 20： 呼吸支持自主品牌产品正在完善中	18

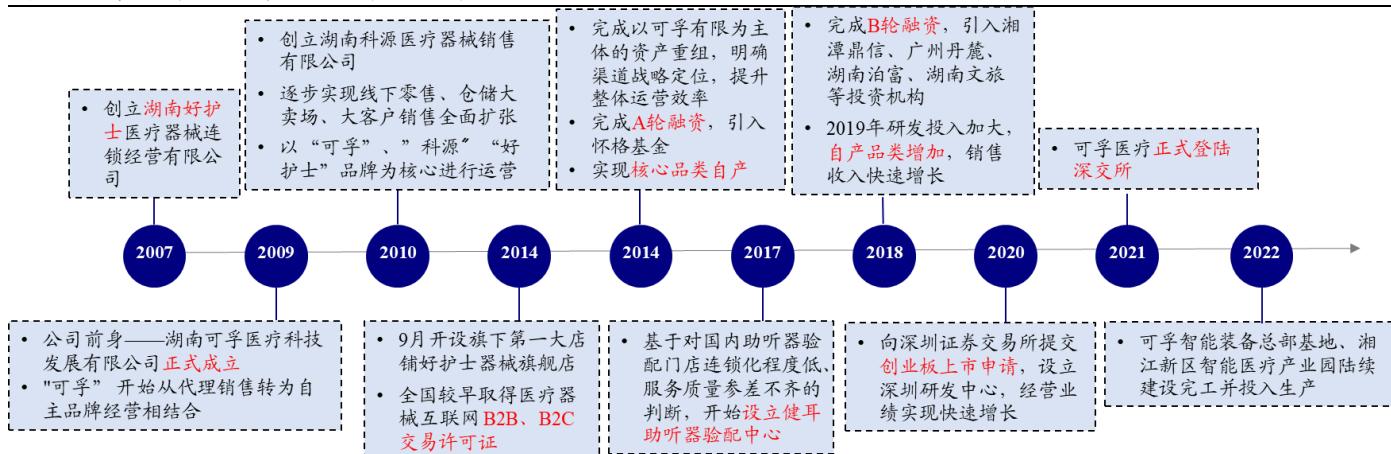
图 21: 中医理疗相关产品受益于政策支持.....	20
图 22: 深化多渠道布局，驱动高质量发展.....	21
图 23: 2022 年可孚医疗线上收入占比超 7 成（亿元）	22
图 24: 长沙生产基地已全部建成	23
图 25: 湘阴生产基地已投产	23
图 26: 2022 年部分上市新品销售反馈较佳.....	24
图 27: 数字信号助听器主要由四部分构成.....	25
图 28: 助听器可按佩戴方式、放大器信号处理方式以及传导方式进行分类.....	25
图 29: 数字信号助听器工作原理虽简，但掌握核心技术任重道远.....	26
图 30: 助听器行业产业链示意图	27
图 31: 助听器行业发展趋势向 OTC/个性化等方向发展.....	28
图 32: 2025 年全球助听器市场预计达 83 亿美元.....	29
图 33: 残疾性听力损失人群不断扩大	29
图 34: 2025 年中国助听器市场有望突破 80 亿	30
图 35: 2018 年中国助听器产品渗透率不到 5%	31
图 36: 健耳门店数量连年增长	32
图 37: 健耳门店 2022 年营收 1.21 亿元.....	32
图 38: 健耳听力助听器产品正不断升级迭代.....	33
表 1: 公司业绩绑定核心管理层利益	9
表 2: 公司业绩绑定核心技术人员利益	9
表 3: 高业绩目标彰显发展潜力	9
表 4: 股票激励费用对成本影响相对较小	9
表 5: 家用医疗器械主分三大类	11
表 6: 全球五大助听器集团子品牌知名度较高	29
表 7: 可孚医疗分业务收入预测（单位：百万元）	34
表 8: 可孚医疗可比公司估值情况（截至 2023 年 9 月 27 日）	35

1、可孚医疗：国内综合性家用医疗器械领先企业

1.1、公司介绍：深耕五大产品领域，满足消费者多品牌、一站式购物的需求

可孚医疗科技股份有限公司前身为可孚医疗科技发展有限公司，其成立于2009年，是一家国内领先的大型综合性家用医疗器械企业，具有较强的家用医疗器械的研发、生产、和销售能力。在公司领导层的专业化运营下，可孚医疗现如今已经成为家用医疗器械领域内品种齐全、渠道广泛、技术领先、竞争力强、且具有较强影响力的企业。截止2023年上半年，公司在国内设有52家子公司、566家分公司，建立了5个研发中心、5个生产基地，形成较为完善的研发、生产、营销及服务网络。基于公司强大的创新能力和优秀研发团队，公司共获得专利484项，一类医疗器械备案凭证、二类医疗器械注册证277项，国外资质认证83项，新增授权发明专利10项、实用新型专利23项、外观设计专利15项，多项核心品类的核心生产工艺及关键质量控制的节点均已实现自产以及自我控制，包括血压计、体温计、护理床、雾化器、制氧机、助听器、鼻腔护理、助行器等。

图1：可孚医疗是国内综合性家用医疗器械领先企业



资料来源：可孚医疗招股书、可孚医疗公司官网、开源证券研究所

产品方面，可孚医疗立志于为消费者提供可靠的医疗健康产品和一站式解决方案。围绕这一宗旨，公司围绕着五大产品领域重点深耕不断迭代，分别是**健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗**。其产品体系多元化，覆盖各年龄层和消费群体，共计近万个产品型号及规格。品牌方面，“可孚”品牌形象良好，公司采用自有品牌与代理品牌的组合覆盖五大产品领域。基于公司赋予的“爱与陪伴”的理念，塑造了家用医疗器械专业服务提供商的优良品牌形象。**渠道方面**，可孚医疗专攻于线上线下全渠道网络，目前已经构建了**大型电商平台、大型连锁药房、自营门店**等相融合的立体化营销渠道，力求最大化的覆盖消费者的主要消费场景。

图2：可孚医疗五大产品线覆盖范围广，各领域触达消费者

产品门类	具体产品	主要用途及产品特点	产品图片	产品门类	具体产品	主要用途及产品特点	产品图片
健康监测	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	用于人体生理参数监测的医疗器械产品		呼吸支持	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	为人提供呼吸健康慢病管理服务的产品	
康复辅具	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	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		中医理疗	理疗仪、按摩器、艾叶及制成品、温灸产品、拔罐器、刮痧板等	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	
医疗护理	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	用于检查、诊断、治疗、护理的各类一次性使用医疗、护理用品		听力解决方案	声音放大器及听力计等	覆盖听力产品解决方案及听力服务解决方案	

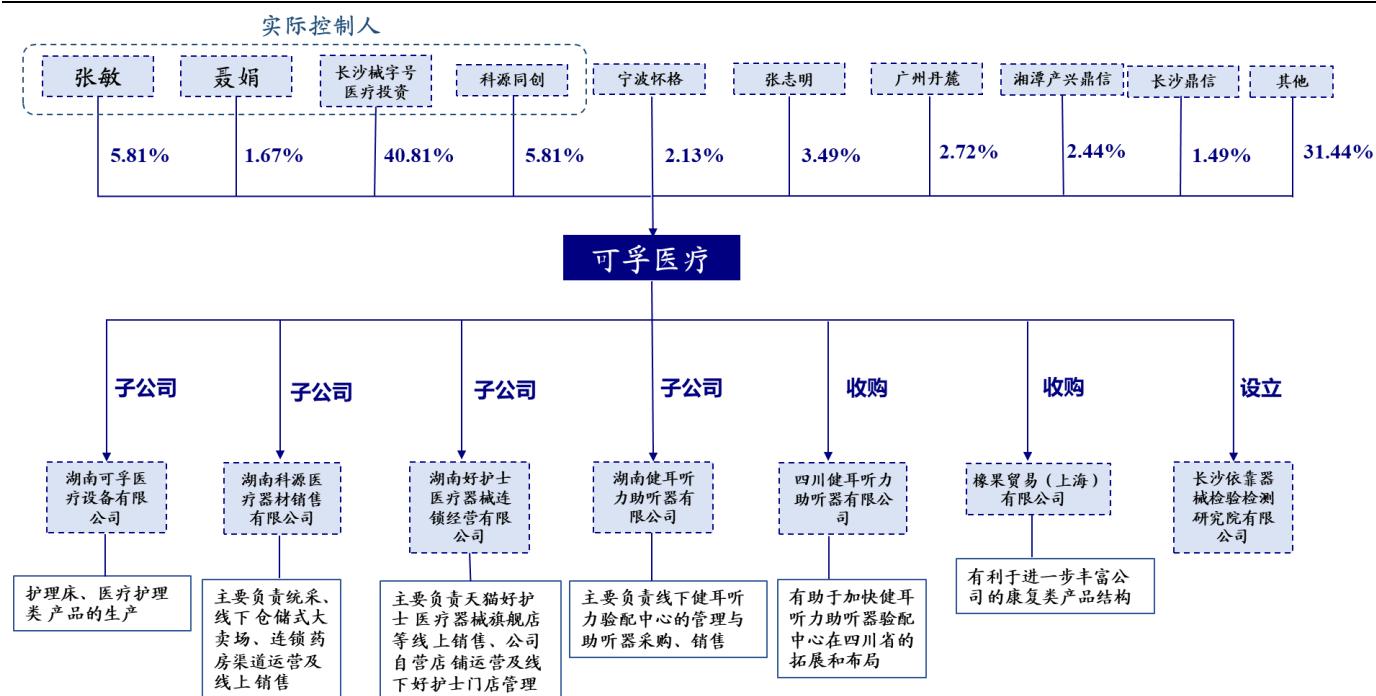
资料来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

1.2、股权架构：实际控制人在家用医疗器械赛道深耕多年，股权比例达48.29%

公司股权比例较为集中，公司管理更为稳定且实控人对公司掌控力强，有利于公司长期发展。创始人张敏先生从事医疗器械领域近二十年，具有深厚的行业经营管理经验，截止2023年中报，董事长张敏先生直接持有可孚医疗5.81%的股权，聂娟女士直接持有可孚医疗1.67%股权。张敏与聂娟为夫妻关系，该两人为一致行动人，并通过长沙械字号、科源同创投资间接控制可孚医疗46.62%股权，二人共同持股达54.10%，为可孚医疗的共同实际控制人。

2022年公司完成了多项收购和子公司设立，加快产品线拓宽进程并加大研发投入。其中2022年3月31日收购四川健耳听力助听器有限公司80%股权，加快健耳听力验配中心在四川省的拓展和布局；2022年4月1日收购橡果贸易(上海)有限公司100%股权，旗下有背背佳品牌，进一步丰富公司康复类产品结构；2022年9月1日收购湖南可孚医疗器械销售有限公司（原名湖南康德莱医疗器械有限责任公司）100%股权，旨在加快三类医疗器械销售和院内业务的发展；2022年11月1日收购江苏吉芮医疗科技有限公司100%股权，以及2022年11月1日收购四川鲤响健康科技有限责任公司100%股权。另外，公司还于2022年4月新设成立子公司长沙医疗器械检验检测研究院有限公司，2022年8月新设立子公司香港可孚医疗有限公司，以及2022年12月新设成立子公司湖南可孚电子商务有限公司。

图3：实际控制人行业背景深厚，股权比例超过45%



资料来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

1.3、核心财务数据：公司收入利润进入规模化阶段

公司近年来受公司产品结构和渠道及疫情等影响，营业收入和利润进入规模化增长阶段，波动有望减小。公司营业收入由2018年10.87亿元增长至2022年的29.77亿元，CAGR 29%，归母净利润由2018年的0.66亿元增长至2022年3.02亿元，CAGR 46%，CAGR 利润增速明显快于收入增速，主要得益于净利率水平提升。2023Q1收入8.55亿元，同比增速42.38%，归母净利润1.35亿，同比增长168%，净利率水平超15%。

图4：2018-2022公司收入持续上升，CAGR29%

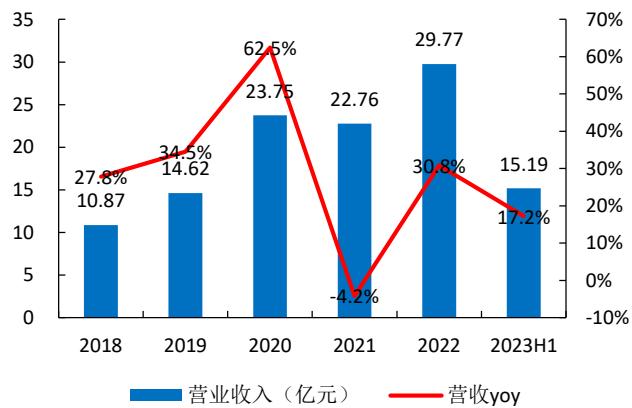
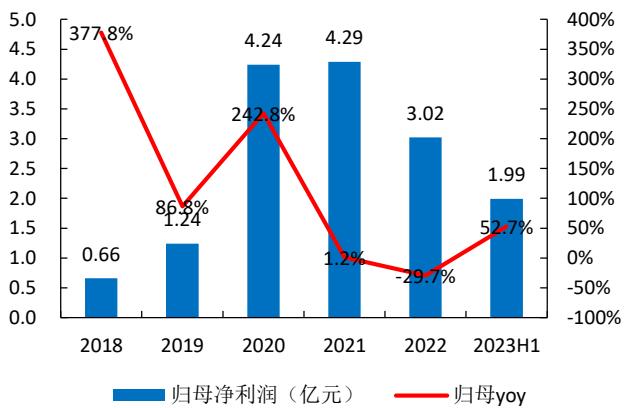


图5：2018-2022公司归母净利润 CAGR46%



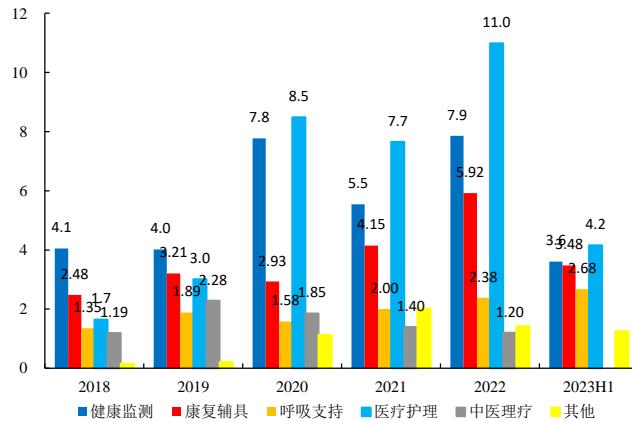
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2018-2022年期间，可孚医疗的营收结构向健康监测和医疗护理倾斜。健康监测业务营收由2017年的3.76亿元增长至7.86亿元，但其占总体营业收入的比重由44.2%降至26.4%。医疗护理在近些年表现突出，由2017年的1.02亿元涨至10.99亿元，占比由11.99%涨至36.92%，反超健康监测成为可孚医疗的营收最大业务板块。受到疫情影响，口罩手套等防护用品的防护需求激增，疫情相关产品的销量增

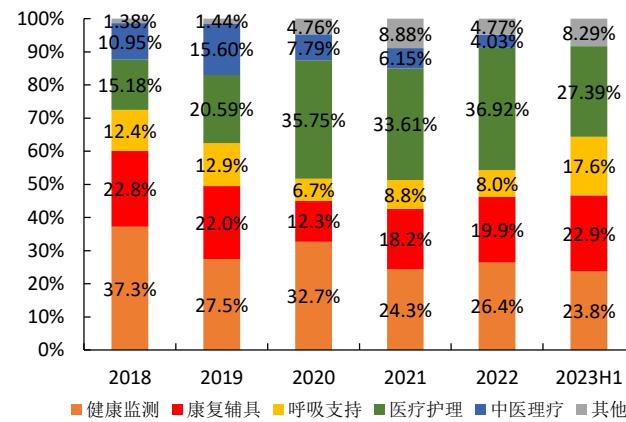
加直接导致了医疗护理业务的收入大幅增长，后疫情时代仍有望回归常规增速。

图6：2022年医疗护理板块营收达11亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

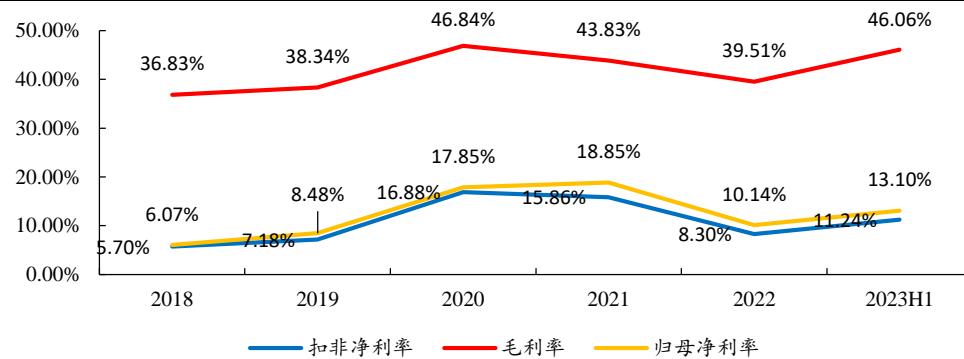
图7：2020年后医疗护理营收占比提升至第一位



数据来源：Wind、开源证券研究所

2018-2022年间毛利率维持35%以上，且随公司募投项目落地，自产比例提升及产品结构升级毛利率和净利率有望持续改善。从毛利率看，2018年至2022年由36.83%提至39.51%，防疫产品本身毛利率相对较高，拉高整体毛利率水平，且公司每年新增高毛利家用医疗器械品类，伴随公司产品自产和自有品牌占比提升，毛利率优化效果显著，且2023Q1毛利率高达51.17%；从净利率水平看，与毛利率趋势相同，2018年至2022年由6.07%提至10.14%，2023Q1达15.72%；从扣非净利率看，2018年至2022年由5.70%提至8.30%，2023Q1达14.61%，与成熟家用医疗器械公司比较仍处于快速成长期，成长性可期。

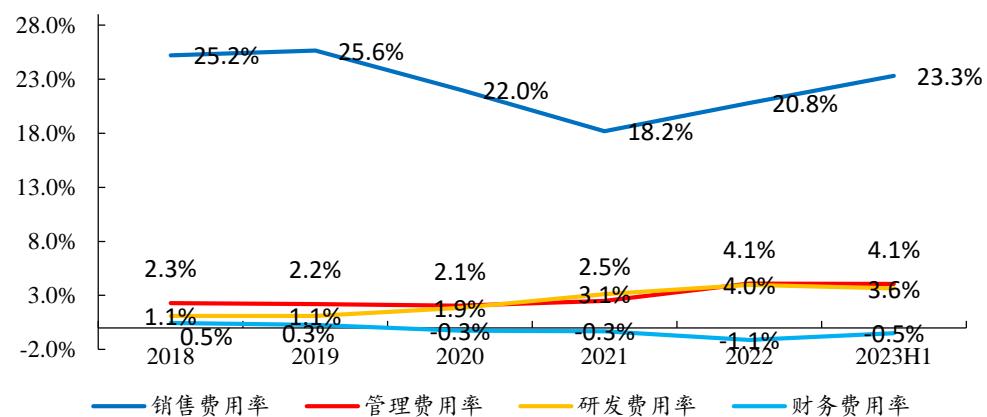
图8：2018-2022公司毛利率维持35%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

研发投入逐年增高，技术优势的积累助力公司长期发展。从费用率来看，2018年至2023H1费用占同期营收比例分别为29.1%、29.2%、25.7%、23.5%、27.7%、30.5%；研发费用率逐渐增大，2018-2023H1年间由1.3%增至3.7%，加快新品上市节奏，丰富产品矩阵，同时有利于快速迭代及优化现有产品的技术和性能，以稳固公司在家用医疗器械市场优势地位；2022年管理费用率达4.1%主要系本期计提2748万股权激励费用，未来此费用率有望控制在4%以下；2023上半年销售费用率23.28%较2018年的25.2%有所下降，主要系公司目前规模效应已现，线上线下渠道推广模式逐渐成熟，销售费用转化效率正不断提高，未来销售费用率仍有优化空间。

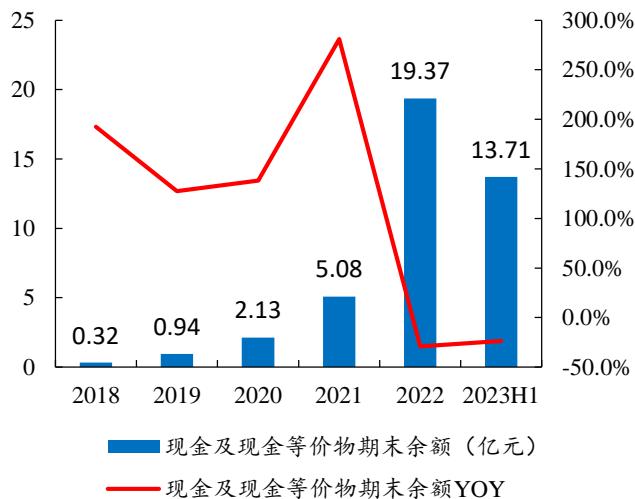
图9：研发投入逐年增高，技术优势的积累助力公司长期发展



数据来源：Wind、开源证券研究所

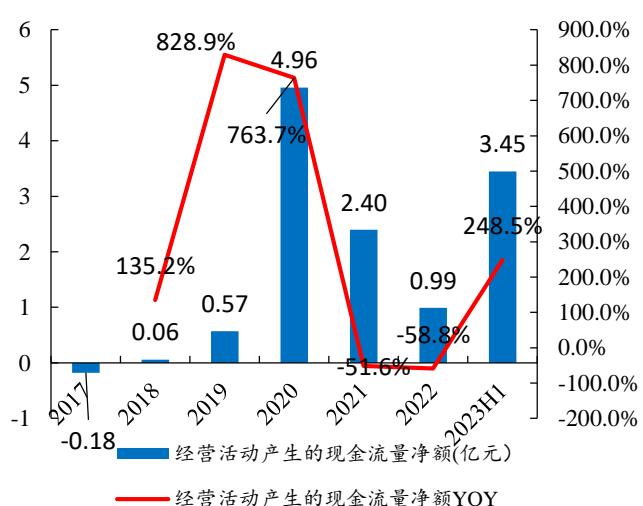
公司在手现金充足，获取现金能力较强，支撑未来发展。2023H1 公司现金及现金等价物余额达到 13.71 亿元，在手现金充足，投资并购资金压力较小。2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额 3.45 亿元，获取现金能力较强，总体来看，公司现金流充足，有利于公司持续内生发展与外延扩张，扩大经营规模，开拓新业务市场。

图10：公司在手现金充足



数据来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

图11：公司经营活动获取现金的能力较强



数据来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

1.4、股权激励：公司业绩绑定核心人员利益，高业绩目标彰显发展潜力

公司业绩绑定核心管理层、技术人员利益，促进公司发展。2021 年 12 月 6 日发布通过了《关于公司〈2021 年限制性股票激励计划（草案）〉及其摘要的议案》等相关议案。拟向激励对象授予权益总计 300.00 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 16000 万股的 1.88%。其中首次授予 240.00 万股，预留 60.00 万股，激励计划首次授予的激励对象包括公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干，限制性股票的授予价格分别为 43.57 元/股。

表1：公司业绩绑定核心管理层利益

序号	姓名	国籍	职务	第一类获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时公司股本总额的比例
1	薛小桥	中国	董事、副总裁、董事会秘书	12.5	4.17%	0.08%
2	贺邦杰	中国	董事、副总裁	12.5	4.17%	0.08%
3	左汗青	中国	副总经理	5.0	1.67%	0.03%
4	陈望朋	中国	财务总监	7.5	2.5%	0.05%
	合计			37.5	12.50%	0.23%

资料来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

表2：公司业绩绑定核心技术人员利益

职务	第二类获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时公司股本总额的比例
左汗青	12.5	4.17%	0.08%
中层管理人员及核心技术（业务）骨干（227人）	190.0	63.33%	1.19%
预留	60.0	20.0%	0.38%
合计	262.50	87.50%	1.64%

资料来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

该限制性股票激励计划考核指标分为两个层面，分别为公司层面业绩考核、个人层面绩效考核。业绩考核的目标值为2022-2024年的营业收入相对于2021年增长率分别为30%、60%、85%。个人层面绩效考核按照公司现行薪酬与考核的相关规定组织实施，并依照激励对象的考核结果确定其实际解除限售的股份数量。

表3：高业绩目标彰显发展潜力

解除限售期	考核年度	考核年度公司营业收入相比于2021年(22.76亿)增长率(A)
		目标值(Am)
第一个解除限售期	2022	30% (29.58亿) 已完成
第二个解除限售期	2023	60% (36.41亿)
第三个解除限售期	2024	85% (42.10亿)

资料来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

股票激励费用将在实施过程中按解除限售/归属安排的比例摊销，在经常性损益中列支。限制性股票费用的摊销对有效期内各年净利润有所影响，股票激励计划实施后，将进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率，给公司带来更高的经营业绩和内在价值。

表4：股票激励费用对成本影响相对较小

授予权益类型	授予权益数量(万股)	预计摊销的总费用(万元)	2022年(万元)	2023年(万元)	2024年(万元)
第一类限制性股票	37.50	763.96	466.63	206.62	90.71
第二类限制性股票	202.50	4593.34	2721.95	1278.40	592.99
授予权益合计	240.00	5357.29	3188.57	1485.02	683.70

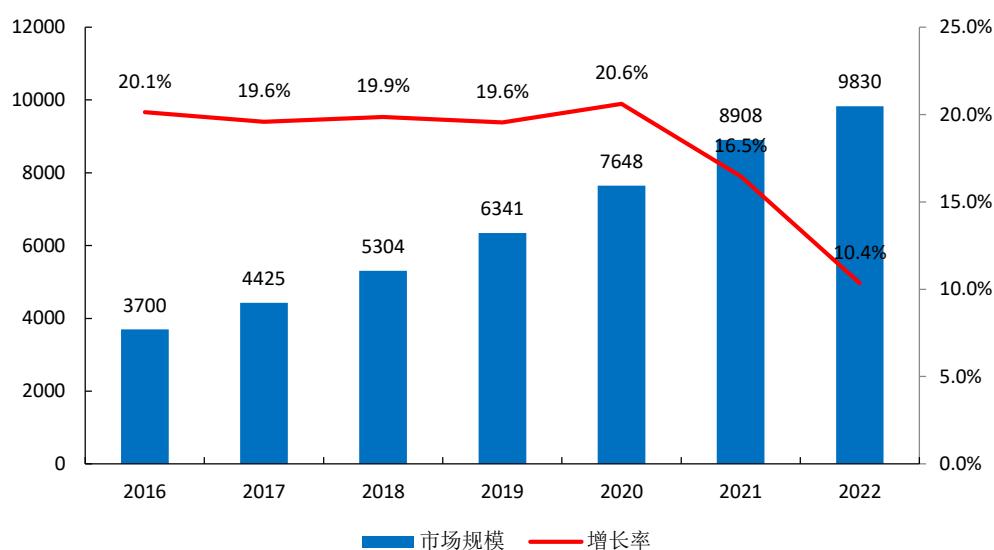
资料来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

2、中国在老龄化背景下，家用医疗器械市场蓬勃发展

2.1、中国医疗器械市场增长空间广阔

中国医疗器械市场受需求驱动和政策加持，行业市场规模增速稳定。医疗器械是指直接或者间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物、材料以及其他类似或者相关的物品，包括所需要的计算机软件，主要用于医疗诊断、监护和治疗。在近年社会经济高速发展，消费结构水平升级，人口老龄化加剧等背景下，2021年6月新版《医疗器械监督管理条例》正式实施，鼓励行业创新发展，并将医疗器械纳入了发展重点。据Eshare医械汇测算，2022年我国医疗器械市场规模达9830亿元人民币，同比增长10.4%，2016-2022年CAGR22%，已跃升成为除美国外的全球第二大市场。然而基于我国较低的人均器械支出和临床渗透率，医疗器械行业仍具备行业较高的发展空间，未来十年预计依然保持高速增长态势，市场前景广阔。

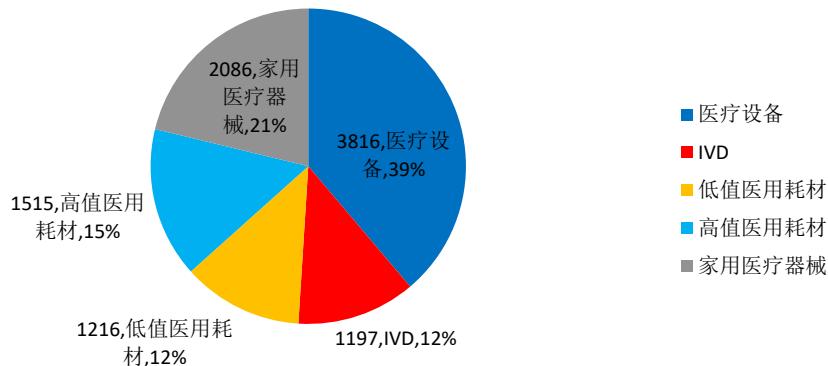
图12：中国医疗器械市场持续保持高速增长态势（亿元）



数据来源：Eshare医械汇、开源证券研究所

细分市场需求将不断上升，家用医疗器械潜力较大。中国医疗器械市场主要分为五大细分赛道，分别是医用医疗设备，家用医疗器械，高值医用耗材，低值医用耗材以及IVD。根据《中国医疗器械蓝皮书（2023年版）》数据统计，2022年中国医疗器械细分数据中，医疗设备为第一大类市场，其市场规模达3816亿元，其次是家用医疗器械以2086亿元的市场规模跃居第二。

图13：2022家用医疗器械稳坐医疗器械第二大板块（亿元）



数据来源：Eshare医械汇、开源证券研究所

2.2、中国家用医疗器械行业发展提速，处于发展黄金期

家用医疗器械，是适用于家庭使用的医疗设备，主要指在医院外使用，以检测、治疗、保健及康复为目的的医疗器械，具备操作简单，便携小巧等特点。市面常见的家用医疗器械主要分为检测设备类、治疗设备类、康复设备类。常见的产品包括但不限于：电子血压计、血糖仪、电子体温计、磁疗仪、理疗仪、远红外线治疗仪、制氧机、助听器等，此外家用医疗器械均需要配备医疗器械产品注册证。

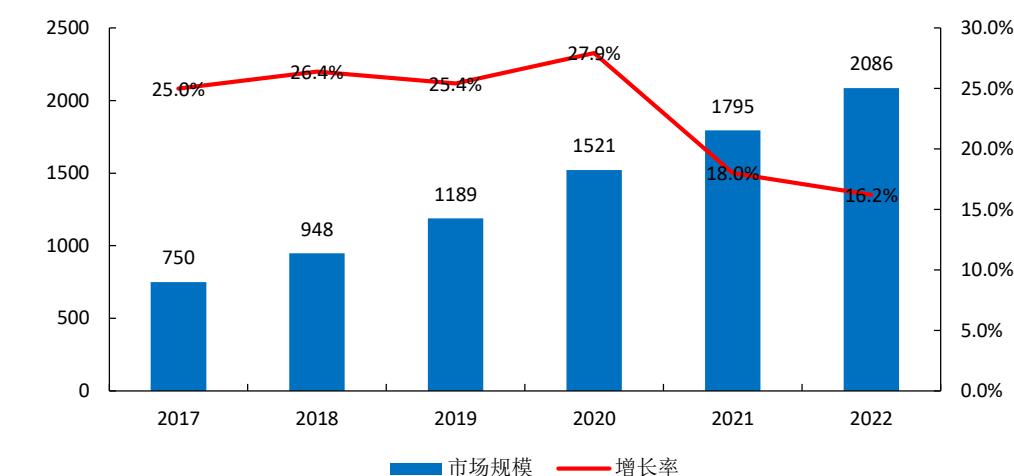
表5：家用医疗器械主分三大类

分类	详细
检测设备类	电子血压计、血糖仪、电子体温计、指尖血氧仪、电子秤、脂肪测量仪等
治疗设备类	远红外线治疗仪、磁疗仪、理疗仪、中频治疗仪等
康复设备类	家用制氧机、家用呼吸机、雾化器、按摩仪、颈椎腰椎牵引器、视力治疗仪、助听器等

资料来源：2022 中国医疗器械蓝皮书、开源证券研究所

慢病患者及老龄人口的日益增长，居民保健意识的提高以及中国人均可支配收入的增加，给家用医疗器械带来了较大的市场发展空间。根据 Eshare 医械汇测算，中国家用医疗器械市场规模从 2017 年的 750 亿元增长到 2022 年 2086 亿元，CAGR 为 23%。

图14：2017-2022 年家用医疗器械市场规模快速扩容（亿元）



数据来源：Eshare 医械汇、开源证券研究所

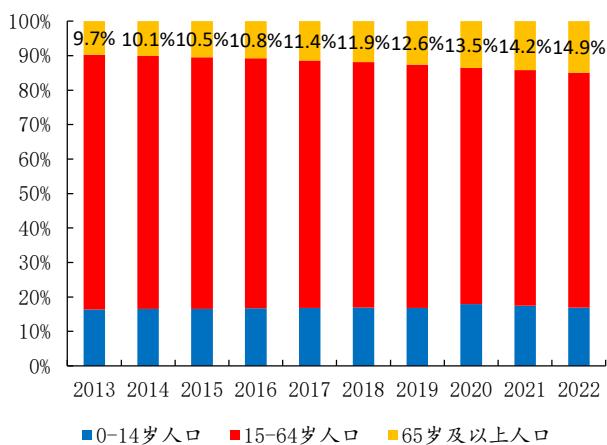
目前我国家用医疗器械领域仍处于生命周期的前期发展阶段，保持良好的品牌形象以及客户粘性是目前阶段的重要关注点。中国家用医疗器械行业主要参与者包括外资大型企业、本土大型企业、初创型科技企业。初期家用医疗器械市场环境复杂混乱，主要集中在北京、上海、重庆和广州，经过规模发展和资本扩张阶段后，鱼跃医疗、可孚医疗、鹿得医疗、九安医疗等逐步发展起来，成为我国家用医疗器械的第一梯队。

2.3、老龄化驱动行业扩容，“智能化+多功能+便携式”确定未来方向

随着人口老龄化程度加剧，老年人对家用医疗设备需求增大。2013-2022 我国 65 岁以上人口的比重从 9.7% 上涨至 14.9%，第七次人口普查数据显示，60 岁以上人口比重更是达到 18.7%，接近总人口的五分之一，并且老人群体数量将进一步上升。在较大的老龄人口基数下，各种老年常见疾病、慢性病的患病率也随之攀升。

根据卫健委发布数据，我国 75%以上的老年人都至少患有 1 种慢性病，60 岁以上的老年人群高血压患病率高达 58.3%，糖尿病的患病率高达 19.4%，老年人健康状况不容乐观。老年人口日益增加，将在未来成为家用医疗器械主要目标群体。针对老年人的不同功能的衰退，厂家也将开发不同的产品，家用医疗器械未来的发展也将革新成更加简单、便携的产品形式，以满足老年人需求。

图15：老年人口占比逐年增长，60 岁以上近 1/5



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图16：人均医疗保健支出占比维持在 8.5% 以上



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

居民人均医疗消费支出稳步增加，医疗场景逐步向家庭转移，家用医疗设备渗透率有望持续升高。居民人均医疗保健支出稳步增加，受疫情影响，2020 年出现小幅回落；2020 年后，人均医疗保健支出占总消费支出比例稳定在 8.5%以上。随着人均可支配收入的提升，人们对于医疗保健产品的消费有望持续扩大。同时，人们的健康意识和慢病管理意识也在不断改变，从“被动治疗”逐步转变为“主动监测，提前预防”。家庭医疗场景区别于医院，检测更加方便，时间更加灵活，花费更加低廉，因此衍生出家用医疗设备的巨大需求。特别是新冠疫情以来，为了更好地响应“居家政策”，老年家庭更为重视测温计、血压测试仪、按摩理疗仪、制氧机等家用医疗设备的储备。同时，伴随传统的医疗模式向分级诊断模式转型，医疗资源向社区医院、家庭医生逐步下沉，家用医疗设备的渗透率有望进一步提高。

中国家用医疗器械行业未来将更加智能化、操作更加简单、多功能、更加便携以提高目标用户的体验。人工智能、虚拟现实以及通信网络等科技领域发展迅速，家用医疗器械能够与之结合，大幅提高老年人及慢性病患者的检测、康复和治疗体验。此外，家用医疗器械产品在未来将以多功能为产品研发方向，满足目标人群的不同需求，通过集成不同功能，以节约用户的购买成本。

2.4、可孚医疗深耕五大产品领域，满足消费者多品牌、一站式购物的需求

可孚医疗围绕医疗护理、健康监测、康复辅具、呼吸支持、中医理疗，所涉产品近万种，品种齐全，覆盖面极广。家用医疗器械行业的市场化程度较高，然受限于其行业集中度低，大多数的家用医疗器械公司实力相对薄弱，市场占有率有限。可孚医疗在国内家用医疗器械行业处于领先梯队，尤其在线上销售渠道，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。占据天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购等主流线上流量入口。线下已成功进驻老百姓、益丰、千金、国药控股、大参林、海王星辰等主流大中型连锁药房，且在全国 20 余重点城市开设自营门店。公司通过系统性的品牌战略布局，占领目标消费人群心智，在家用医

疗器械市场处于强竞争地位。

2.4.1、后疫情时代医疗护理板块仍有新亮点可寻

医疗护理产品受疫情防控需求影响已然跃升至公司第一大业务板块，在2022年营收占主营业务收入为36.92%。公司医疗护理产品主要包括胶原蛋白修复贴、硅酮凝胶等美容修复产品，酒精棉片、医用纱布等卫生护理和消杀感控产品，公司在疫情期间积极响应市场需求，迅速调整生产和供应链，以满足医疗机构和个人的防护需求，也以高质量的防疫产品和可靠的供应能力赢得了消费者的信赖和品牌效应。

后疫情时代稳固卫生护理市场，通过美容修复产品寻找新契机。公司的酒精棉片、医用纱布、N95口罩天猫销量位居第一，棉球、无菌敷贴、医用棉签位居第二，作为直营直销店铺，与阿里大健康等代销品牌旗鼓相当，产品种类覆盖全面，且多数产品销量居首，在品类繁多的医用耗材领域，具有较高的用户黏性。公司通过在医疗护理领域不断自主研发，丰富产品品类，提升产品性能与品质，从而进一步提高市场占有率。随着疫情结束，如口罩等卫生护理产品的需求降低，公司重点布局美容修复产品线，渴求在医美领域为卫生护理线寻找新增长点。

图17：医疗护理疫情相关产品用户购买惯性已成

产品名称	主要产品示例	天猫销售排行	行业主要品牌	产品名称	主要产品示例	天猫销售排行	行业主要品牌
医用透明质酸钠修复贴		2	敷尔佳	硅酮凝胶		14	Mepiform、李护士
酒精棉片		1	海氏海诺	棉球		2	海氏海诺
乙醇消毒液		10	英科医疗、海氏海诺	无菌敷贴		2	宋先生、海氏海诺
络合碘		3	颐合瑞达、海氏海诺	医用纱布		1	振德医疗
N95口罩		1	folca、背包熊	创口贴		11	海氏海诺、云南白药、白云山、振德

医用外科口罩	12	界面、稳健、振德	医用胶带	5	江皇医疗、宋先生
医用棉签	2	海氏海诺	退热贴	1	葵花、振德

资料来源：可孚医疗宣传册、开源证券研究所

2.4.2、健康监测持续扩品，产线多元化带动增长

健康监测类器械是家用医疗器械最重要的品类之一。公司健康监测产品2017-2022年营收占主营业务收入比重分别为44.2%、37.3%、27.5%、32.7%、24.3%、26.4%。血压血糖值、心率、尿酸等数据指标是判断人们身体健康状态及诊断疾病的重要依据。在疫后居民健康意识显著提高的背景下，尿酸、血糖、血压的日常监测成为家中必备，公司相关产品在天猫销售量也均为行业前列，以上三类产品分别排在第二、第四、第五。

近些年公司不断推陈出新，扩大健康监测领域产品线。例如多普特胎心仪、氧立得、胃幽门螺旋杆菌快速检测试纸、人绒毛膜促性腺激素、促黄体生成素检测试剂盒等品类已经在市场取得积极回馈并逐步面向女性及孕婴相关等细分市场，以上新品类销售较佳。

健康检测潜力产品CGM（连续血糖监测系统）已完成外观设计、软件和硬件系统及模块测试、传感器特性测试，正在推进注册检送检试产，未来此产品推出将丰富公司血糖监测产品品类，有效提升公司血糖监测产品的品牌度，成为公司新的利润增长点。

图18：健康监测产品品类扩充逐步加速

产品名称	主要产品示例	主要用途及特点	天猫销售排行	行业主要品牌
电子血压计		测量并显示人体的血压和脉率	5	鱼跃、奥克斯、欧姆龙
血糖测试仪		主要用于糖尿病的诊断，对HbA1C的测定、有助于糖尿病慢性并发症的认识，是血糖控制的评价指标	4	三诺、鱼跃、海尔
尿酸测试仪		主要用于测量人体尿液中的尿酸含量	2	三诺、鱼跃

体温计 	用于测量人体体温 2 安其生、海氏海诺、鱼跃
多普勒胎心仪 	用于监测胎儿在母体内心跳和胎动 2 海尔医疗、邦力健
心电监护仪 	用于监测和记录人体的心电活动。高质量信号采样，轻松获取清晰准确波形。复位快，避免长时间等待 2 乐普、捷瑞泰
指夹式脉搏血氧仪 	低功耗，小巧便捷，准确测量，无创一键测量，自动关机 6 海尔医疗、鱼跃、界面
胃幽门螺旋杆菌快速检测试纸 	用于检测胃幽门螺旋杆菌的存在 1 海氏海诺
人绒毛膜促性腺激素(HCG) 	主要用于妊娠诊断等 4 航婷、大卫、金秀儿
促黄体生成素检测试剂盒(LH) 	主要用于探测排卵期等 3 航婷、大卫

资料来源：可孚医疗宣传册、开源证券研究所

2.4.3、疫后出行复苏，助力康复辅具品类回暖

在疫后背景下，康复辅助类产品需求扩大，产品销售逐步回归正轨。公司于2021年11月5日收购的橡果贸易及其“背背佳”相关的知识产权，在目前天猫销售量中稳居矫姿带品类的第3名。医疗弹性袜、医用透明质酸钠修复贴、医用护理垫等产品线也稳居第二、第二和第四名，疫情后的恢复进展呈现出积极的趋势。

康复辅具领域经过多年的自有品牌和非自有品牌结合的模式，已经取得了较高的市场占有率，该业务产品主要用于改善、替代人体功能，实施辅助性治疗或者预防残疾，包括多功能护理床、电动移位机、多功能助行器、多功能坐厕椅、电动轮椅、手动轮椅车等。随着交通和物流的逐渐修复，以及线下消费的恢复，人们对康复辅具的需求将逐渐增加。电动轮椅等康复辅具能够提供便利的移动和自主性，可以更好地解决目标人群残障人士的出行需求，随着该产品品类的价格下降，电动轮椅呈现取代手动轮椅的趋势。疫情后期，康复辅具市场有望呈现增长和反弹的趋势。

图19：康复辅具产品疫后回暖反弹

产品名称	主要产品示例	主要用途及特点	主要品牌型号	天猫销售排行	行业主要品牌
多功能电动护理床		适用生病的人、残疾人、老年人、健康人在住院或居家治疗、护理休养时使用手电动一体设计，停电状态可以手动摇把	KD-DHC-1	5	嘉顿、迈锐、浦迈
电动移位机		用于瘫痪、腿脚受伤的病人或行动不便的老年人在床、轮椅、座椅、坐便器之间的安全转移万向PU轮、移动更便捷、承重180KG, /噪音<65DB(A)净重50KG	KD-YWD01	15	佳康顺、皇耐
		精良材质、老人专用，净量0.8KG承重力强;高强度铝合金	铝合金四角手杖 KFGZ010		
		内置弹簧设计更舒适；高密度铝合金管厚 1.2mm：整高十档可调，趣把四档可调	铝合金腋下拐 KFGZ035		
多功能助行器		马鞍式 PU 软质胶托 5+12 档高度可调 吸盘式防滑脚垫	铝合金腋下拐 KFGZ001	2	雅德、钓鱼熊
		升级横杆，U型侧杆 轻便易携带老人可轻松提起 8 档高度调节 一键轻松折叠	KFZX622		
		加固铁质车架，稳定耐用；铁灰色烤漆，更美观，防生锈：购物篮设计，外出买菜逛超市更方便	KFZX619		
多功能坐厕椅		可调高，适合不同高度人群，可水洗铝合金+PP 材料：免安装产品打开就可使用；易便携一步折叠轻松携带	KFZC065	7	采薇医疗、百年和正
		加厚高标准全铝合金材质；坐侧/洗澡/轮椅三合一；人体工程学防滑设计	KFZC018		

电动轮椅		铝合金车架可一键折叠爬坡稳，噪音小，控制器左右互换：全自动电磁刹车	吉芮 JRWD6012X-Li20	
		碳钢车架，可折数可掀扶手 可调节可拆卸跨脚 高靠背前减震双层坐背垫	吉芮 JRWD1802X-Lit2	
		钢碳车架，可折叠可掀扶手 可调节可拆卸跨脚：控制器左右可互换	吉芮 JRWD301U-Li12	20+ 振邦、 longway、吉时 康
		铝合金车架，可折叠可掀扶手； 可调节，可拆卸跨脚，控制器左右可互换	吉芮 JRWD1801LU-Li12	
手动轮椅车		前抽式便盆护理更轻松： 24寸实心大轮免充气易维护 十字架整体焊接耐用牢固 PU软坐垫乘坐更舒适	DY02608GC	2 凯芝、慕兰德
		轻便铝合金，铝合金材质，乘坐平稳，折背设计，折叠后占用空间更小	SYIV100-KJT108	
医用护理垫		主要功能瞬间吸水、安全贴身、双重防漏、舒适干爽适用人群：中重度失禁患者，长期卧床，孕妇，行动不便或手术患者	R型，三角型 4	海氏海诺、江皇医疗
背背佳矫姿带		通过穿戴的方式，固定拉住肩部从而阻止肩部内扣，从而达到改善驼背、挺胸开肩的效果	背背佳 U9矫姿带 3	璐瑶峰达
雅健压力绷带		束缚带/护腕/护肘/护膝/护腰用于对关节肌肉、手术或受伤部位的支撑固定保护限制关节活动范围、减少对关键部位负重、缓解疼痛	KF-S01、KF-Z02、KF-W02 10	麦医生
腰部固定带		医用固定带系列主要用于疾病患者，治疗前和复位后，给身体某患处局部固定的支撑，缓解或减轻肌肉的疼痛、酸痛，不让病情蔓延。	KFYG003 全弹型、KF-YBQ08 10	诺泰

医疗弹性袜



用于静脉曲张的预防、症状的缓解及术后的恢复，也用手下肢深静脉血栓的预防和治疗。

2

赛维康

资料来源：可孚医疗宣传册、开源证券研究所

2.4.4. 呼吸支持领域逐步由代理专为自产，逐步实现自研自产与迭代升级

可孚医疗的呼吸支持产品主要包括制氧机、呼吸机、雾化器、鼻腔护理等。其中呼吸机（单双水平、便携式呼吸机）已陆续拿证，全呼吸支持品类实现自主品牌。随着居民大健康消费的不断升级迭代，呼吸支持产品正逐渐实现家居化，可为终端用户提供方便，不仅可以提升睡眠质量和改善生活品质，还能满足日常治疗的居家需求，让用户享受便捷的呼吸健康护理。同时，公司已将重心转向自主品牌研发，公司在长沙和深圳设有三个研究院，其中医疗电子与康复医学研究院主要专注于呼吸支持领域的创新研发，公司正不断扩充呼吸支持研发团队，并增加研发投入，公司正逐步将代理转变为自主品牌生产，并实现自研自产与产品迭代升级的目标。

图20：呼吸支持自主品牌产品正在完善中

产品名称	主要产品示例	主要用途及特点	主要品牌型号	天猫销售排行	行业主要品牌
		戴上面罩即刻呼吸；先低压睡着，后升压治疗；睡醒鼻噪不干燥；治疗气流更稳定	单水平全自动呼吸机 型号：ST201AI		
呼吸机		卓越人机同步；全周期舒适性配置；五重降噪设计；适用于慢阻肺等患病严重群体治疗	双水平 ST 呼吸机 型号：ST128HPL	16	海尔、鱼跃、瑞迈特
		LED 高清大屏显示；四大智能报警提示；自动延时升压；漏气及时补偿；5 档智能加湿可调	单水平全自动呼吸机 型号：ST208A		
制氧机		制氧雾化二合一，实时监测更安心；PWM 智能温控技术 氧浓度达 90%~96%	可孚制氧机 型号：KF05-3W/5W	10	鱼跃、海尔医疗
氧立得		加入制氧剂后迅速出氧，30 秒即可吸氧纯度高达 99.5%，小巧便携，无需通电	氧立得 型号：A2000	1	年立得、每文医疗器械、科捷
雾化器		一键产氧操作简单；采用 PSA 变压吸附技术；氧浓度稳定；氧流量可调；24 小时可持续供氧；以空气为原料，无添加无污染低耗能	可孚制氧机 3L/5L 型号：KF02-5YW	6	鱼跃、海尔医疗



采用聚苯乙烯材质一体成型注塑,无臭、无味、无毒;造型更卡通的动物外观,宝宝更喜欢;平均雾化=0.15ml/min;

压缩式雾化器
型号: KF-WHQ-08



静音舒适无风扇设计,运行静音。小巧便携效果好,体积小。

压缩式雾化器
型号: KF-WHQ-601B



平均雾化颗粒≤5 微米;药液残留量<0.46ml
平均雾化量≥0.2ml/min

压缩式雾化器
型号: KF-WHQ-07



平均雾化颗粒≤8 微米;药液残留量<1ml

压缩式雾化器
型号: KF-WHQ-02



清洗鼻腔内刺激物,过敏源,粉尘和炎性分泌物湿润鼻腔,日常清洁,术后防护,辅助治疗鼻炎

可孚生理海水

1

卓辰、维德医疗

资料来源: 可孚医疗宣传册、开源证券研究所

2.4.5、中医理疗领域政策端鼓励,业务端向好

中医市场的逻辑认知正在逐渐改变,这得益于一系列政策的出台。近两年来,中医药的发展已成为国家战略,多项重要政策相继发布。2021年12月14日,国家医疗保障局和国家中医药管理局联合发布关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》,该指导意见为贯彻落实《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》及《国务院办公厅关于加快中医药特色发展的若干政策措施》等文件要求,充分发挥医疗保障制度优势,支持中医药传承创新发展,更好满足人民群众对中医药服务的需求。主要内容包括:一、充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义;二、将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点;三、加强中医药服务价格管理;四、将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围;五、完善适合中医药特点的支付政策;六、强化医保基金监管。该指导意见的条条内容均指向医保要扩大对中医诊疗的支付覆盖,这也为可孚医疗的中医理疗板块的持续增长提供了稳定的支持。

可孚医疗中医理疗产品主要包括理疗仪、艾叶及制成品、温灸产品、拔罐器等,主要是以中医理论为基础,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。在国家政策扶持下,该领域市场增速稳中有进,市场认可度见涨,市场参与者也颇多。尽管中医理疗板块在2022年营收占比仅为总业务的4.03%,但整体上看中医行业存在政策端鼓励、业绩端向好、景气度上行的态势,或能在中长期厚积

薄发。

图21：中医理疗相关产品受益于政策支持

产品名称	主要产品示例	主要用途及特点	主要品牌型号	天猫销售排行
			金艾贴 50粒/盒、60粒/盒	
艾灸系列		艾灸火力均衡温和，艾烟清香，聚而不散，不伤经络；渗透力强，柔和不刚烈，直达内部充分发挥；甄选优质艾叶，叶厚，线多，香味浓；陈年艾叶，新鲜采摘，反复日晒去除燥烈	通慈艾条三年陈 10支装	20+
			艾绒柱五年陈 18*27mm*54枚	
拔罐器		真空拔罐器气密性好，吸附力强；操作简单，单人操作；透明罐体，可视察观察	可孚真空拔罐器	7
			KF-TJ	
特定电磁波治疗器		主要作用是辅助治疗风湿性关节炎，软组织受损，腰肌劳损，肩周炎，坐骨神经痛，小儿腹泻等优势：照射面积广、超大灯头；360°旋转操作简单；多时段机械定时、操作简单；加厚防护罩耐磨抗热	KF-LJ	9
			KF-LS	

资料来源：可孚医疗宣传册、开源证券研究所

2.5、线上线下渠道协同，资产能力提升，毛利率持续改善

2.5.1、全渠道整合营销益于品牌和市场布局，线上销售占比较高

可孚医疗目前正与数十家药房百强企业和国内主要第三方电商平台合作，共同开发线上线下渠道。公司已经构建了一个融合大型电商平台、大型连锁药房、自营

门店等的立体式营销渠道。

通过深度融合线上线下渠道，公司实现了与消费者随时随地互动的能力，充分覆盖用户的主要消费场景，创造出多样化、丰富内容、多维度和多接触点的新型经营模式。依托自身的线下资源，公司定期梳理整合产品需求和用户数据，弥补线上数据在欠发达地区、高龄用户和专业医药零售机构方面的不足，建立更加完善的家用医疗器械数据库，从而精确掌握市场需求，为用户提供更丰富、更高品质的服务体验。通过线上线下渠道的协同作战，公司迅速提高了企业和产品的知名度，为客户带来更广泛、更多样化的产品和服务。这种协同效应有助于公司快速扩张，使其在竞争激烈的市场中脱颖而出。

图22：深化多渠道布局，驱动高质量发展



资料来源：可孚医疗公众号

2022 年可孚医疗通过线上渠道收入 20.23 亿元，同比增长 36.52%，线下渠道收入 8.46 亿元，同比增长 30.74%。

图23：2022年可孚医疗线上收入占比超7成（亿元）



数据来源：可孚医疗公众号、开源证券研究所

在线上渠道方面，公司在此深耕多年，拥有丰富的运营经验。公司是全国较早获得医疗器械互联网 B2B、B2C 交易许可证的企业，目前已在包括天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购等国内主要第三方电商平台完成布局，占据主流线上流量入口，深度覆盖线上消费者。公司线上自营店铺 100 余家，均有公司的电商团队统筹运营。基于公司良好的运营能力和售前、售后及仓储物流服务能力，能够快速地响应市场需求，更好地把握市场机会。同时依托于强大的销售渠道反馈的产品信息，公司研发项目定位精准，更具针对性地进行产品策划、性能设计、品牌定价与推广，研发成果能够快速转化。公司推出的新产品通过自有渠道，可以快递导入到线上的各大电商平台及线下连锁药房和自营门店，实现销售收入的快速增长。截至 2022 年底，可孚新增线上店铺 38 家，自主运营店铺达 102 家。其中血压计、体温计、血氧仪、检测试纸、矫姿带、敷料/敷贴等多品类交易指数排名行业领先。随着公司自主生产能力和服务效应的提升，公司进一步完善营销渠道布局，在全国范围形成多层次级、广覆盖、高效率地营销网络体系，稳步提升“可孚”品牌的影响力和市场占有率为。

在线下方面，公司已经拥有 11 家自建仓储大卖场、432 家“健耳听力”助听器验配中心，并与 70 多家连锁药店百强企业，全国知名的核心连锁药房客户，如老百姓、益丰、千金、国药控股、大参林、海王星辰等建立了业务合作，为全国 20 多万家药店提供商品和服务。线下销售网络遍布全国主要省份，以丰富的产品品类及全流程的服务为支撑，满足不同类型客户多品牌、多产品、多种服务的需求。公司成功构建了一个整合大型电商平台、大型连锁药房和自营门店的立体营销网络，线下渠道有助于产品体验和即时交易，而线上渠道则便于快速购物和市场占领。

2023 年 8 月 18 日，可孚医疗正式亮相央视频道，品牌和知名度提升正式进入加速阶段。围绕可孚制氧机、雾化器、血糖仪、血压计、体温计等核心产品，5 支广告片将先后于 CCTV-1《新闻联播》后、CCTV-4 亚洲版/欧洲版/美洲版、CCTV-新闻《天气预报》等多档央视重磅栏目，开展为期半年的多频次、多时间段的立体化投放，展现可孚独有平台优势和用户价值。

2.5.2、继续加大研发和产能投入，提升自产能力和毛利率

2022 年，公司加快推进工程项目建设，长沙和湘阴两个新生产基地一期项目全

部完工并陆续投入运营，生产产能及生产效率大幅提升，为实现可持续发展打下了坚实基础。随着两大新生产基地投产，公司有望继续加大技术研发、生产场地、机械设备和人员的投入，稳步提升自产产品的品类和产能，2022年公司自产收入占比超50%，此项有望继续提升，自有品牌收入占比超80%。公司陆续完成多个新品自产，不断丰富和完善产品体系，形成合理的产品矩阵，更好地满足消费者对更高性能更高品质产品的需求。

图24：长沙生产基地已全部建成



资料来源：可孚医疗公司公告

图25：湘阴生产基地已投产



资料来源：可孚医疗公司公告

公司正优化生产布局，加大对生产场地和设备的投入，提高生产效率和产能。除扩大现有生产基地的规模，同时引进先进的生产设备，以及提高生产线的自动化水平。通过这些措施，公司将能够大幅度提高生产效率，降低生产成本，从而实现更高的毛利率。

公司将聚焦核心品类，提升产品性能和质量，控制生产成本，保持良好的盈利能力。可孚将对产品生命周期进行全面管理，加强生产计划管理，有序增加新产品品类的投产，提升现在生产线的产能利用效率，优化生产成本，根据市场动态精确调整生产计划，实现与销售的同步。确保从原材料采购、生产过程、质量控制到产品销售的每个环节都严格遵循质量标准，以提供给消费者更高性能、更高品质的产品。

2.5.3、围绕核心产品进行升级迭代和创新研发，毛利率有望向上改善

公司重点关注技术创新，持续投入研发资源，提高产品研发水平和技术含量。这将有助于公司不断推出具有竞争优势的新产品，满足不断变化的市场需求。此外，公司正与国内外知名高校和研究机构展开合作，共同开发先进技术和创新产品，以确保公司在技术创新方面始终处于行业领先地位。同时加强人才引进和培养，确保拥有足够的专业技术人才和管理人才来支持公司的快速发展，目前公司拥有300余名研发人员，设立了医疗电子与听力医学、生物传感与创新材料、智能机电与康复医学、呼吸支持等研究院。其中研发主要分为两个方向：一是围绕公司现有重点产品的升级迭代，以提升产品性能和满足市场需求；二是新产品的创新研发，以拓展市场份额和持续提升竞争力。公司正聚焦血糖、尿酸系列单品以及多合一产品的研发和转化，以满足市场日益增长的关注度和需求。除此之外，公司也会根据国际趋势，主动进行新技术的研发积累，为公司发展持续赋能。

针对核心品类，公司投入大量资源进行技术研究和市场调查，以确保研发出具

有市场竞争力的优质产品。与此同时公司也正在推进雾化、助听、康复、体温等产品的迭代升级，通过不断优化产品功能和性能，为消费者提供更高品质的体验。这一策略将有助于丰富和完善公司的产品体系，为公司的长期发展提供持续的动力。

2022年，公司在新品研发上持续发力，推出新款制氧机、血氧仪、透明质酸钠敷贴、IVD类产品、造口袋、鼻腔喷雾、口腔护理等多款畅销产品，实现产品功能升级和性能优化，持续提升产品品质和核心竞争力，新品上市取得了较高的市场的认可度及较好的销售成绩。2023年可孚医疗有望继续关注市场需求，加大研发投入，围绕核心产品进行升级迭代和创新研发，以满足消费者对更高性能、更高品质产品的需求，以实现公司稳健的发展，进一步巩固在行业中的领先地位。

图26：2022年部分上市新品销售反馈较佳



资料来源：可孚医疗公众号

3、助听器市场蓬勃发展，健耳听力可提供一站式解决方案

3.1、高性能助听器技术壁垒高，国产高端化任重道远

助听器是帮助听力残疾人改善听觉障碍，进而提高与他人会话交际能力的工具。助听器类似于一个小型扩音器，目的是把听障者原本听不到的声音加以扩大，再利用患者的残余听力，使声音能够传导到大脑听觉中枢，实现正常听力状态，提高听障人群幸福感。结构上看，助听器主要由麦克风、扩大器（机芯）、扬声器（受话器）和电池仓四部分构成。麦克风可以帮助获取声音并将声音信号转化为电信号；扩大器（机芯）可以将电信号进行放大、处理，音量调控电位器和微调电位器也被包含在机芯内；受话器将电信号转化为声音信号，通过导声管和耳膜传送给耳朵；电池仓会保证助听器电池供电后正常工作。助听器属于康复医疗器械中的认知言语视听障碍康复设备，具有康复类属性，同时，助听器又可辅助有蓝牙耳机功能等日常使用功能，故而也具有消费电子属性。

图27：数字信号助听器主要由四部分构成

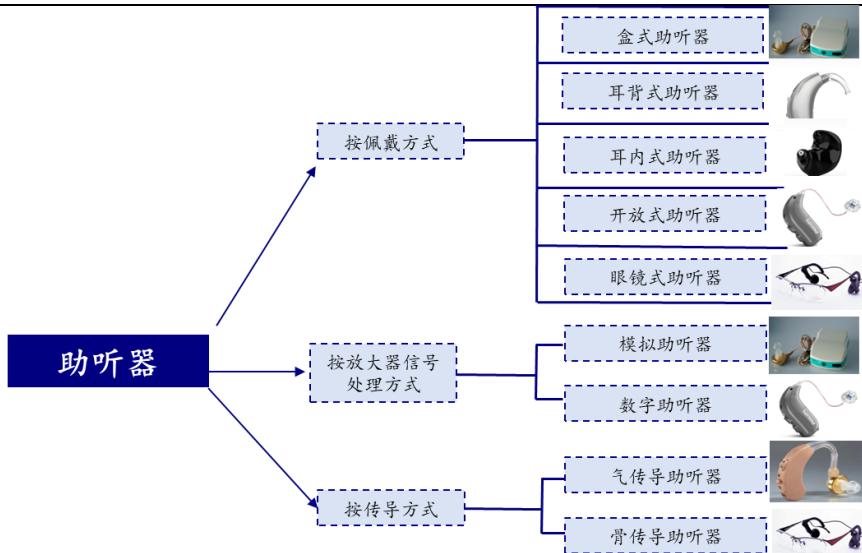


资料来源：瑞声达助听器公众号

助听器历史悠久，逐步结合先进科技，发展为如今成熟的康复设备。助听器最早的形态可以追溯到人们将手掌放置于耳后，以期望获得声音增益和降低噪声的效果。如今，助听器领域的发展已有几个世纪的历史。随着技术的不断迭代，它经历了声器、碳晶、电子管、晶体管/集成电路等不同的发展阶段，最终在 19 世纪末进入了完全数字化的时代。

目前分类方式主要根据佩戴方式、放大器信号处理方式以及传导方式进行分类。按佩戴方式可以分为盒式、耳背式、耳内式、眼镜式、开放式、以及眼镜式助听器。而其中盒式助听器、眼镜式助听器几乎已被市场所淘汰，现在常见的助听器有耳背式助听器、定制式助听器和 RIE 受话器外置式助听器。按照放大器信号处理方式分为模拟助听器和数字助听器。模拟助听器机芯是由半导体基础电子元器件电路组成，采用模拟路线，将模拟信号进行放大处理。声音放大方式采用线性放大，也就是对所有声音进行相同程度的放大。数字助听器相比模拟助听器价格更高，且除了声音放大功能外，还具备降噪、开机延迟、存储记忆等功能。其次按照传导方式可分为气导助听器和骨导助听器。

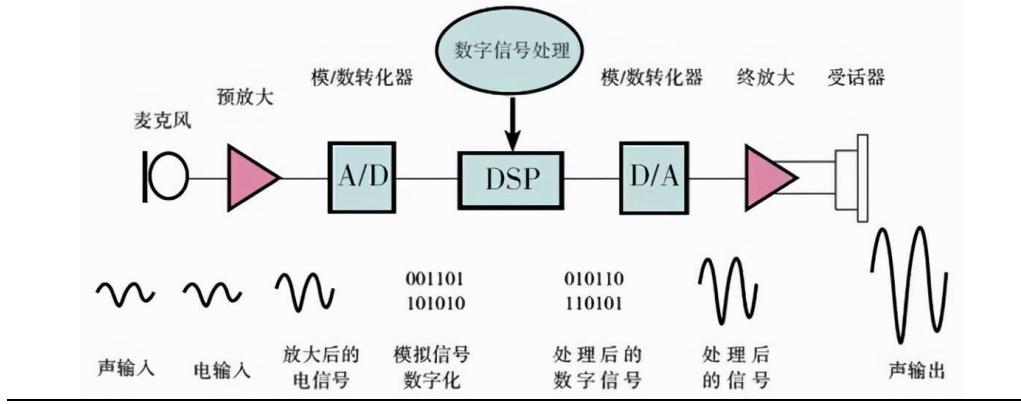
图28：助听器可按佩戴方式、放大器信号处理方式以及传导方式进行分类



资料来源：苏州市听力协会公众号、飞利浦官网、开源证券研究所

数字助听器是当前主流助听器，而数字助听器机芯通常采用数字信号处理（DSP）芯片用于对从传声器采集的信号进行分段处理，运用 WDRC、降噪、声音反馈抑制等算法，增强对声音信号的精细处理能力，从而实现更好的声音输出效果。与模拟助听器不同的是采用非线性放大，这种方式可以有效地对大的声音进行压缩限制、对小的声音进行放大处理，听障人士使用起来更加舒适清晰。其中关键的元件包括处理器芯片、换能器。数字信号处理模块（DSP 芯片）是最重要的核心组件，声音信号被采集并转换为电信号后，送入 DSP 芯片进行处理。高效的助听器需要具备强大的处理能力、适当的 WDRC 通道数、低功耗、低延迟以及小尺寸，芯片处理能力的优劣直接决定算法的效果，从而影响到助听器的整体性能。另一个重要的元件是换能器（包括麦克风和受话器）：麦克风的职责是将声音转换为电流，优质的麦克风能够精确地复制声音信号的波形，保持较小的电气噪声和失真，避免产生啸叫等现象。最后受话器的任务则是将处理过的电信号转化为声信号，优秀的受话器可以让使用者听到更优质的声音。

图29：数字信号助听器工作原理虽简，但掌握核心技术任重道远



资料来源：闻听助听器公众号

当然其他的辅助元件也起着至关重要的作用。电源电池、音量调节、外壳设计等都不可忽视，这些辅助元件会更加容易影响到助听器使用寿命以及用户的直观感受，甚至影响品牌口碑。电池为助听器的运作提供必要的能量，电池的关键特性包括电压、容量、最大电流、电阻抗和体积，常见的电池类型包括非可充电的锌-空气电池以及可以充电的镍氢电池，如果电池电量不足，助听器的输出声压将会不稳定；音量调节旋钮的灵敏度可以影响通过放大器的电流，从而改变声音的强度；外壳的抗腐蚀、抗破损等特性也会影响到助听器的寿命。

高性能助听器的技术壁垒主要为多学科融合，主要涉及许多以电子信息为基础的学科。助听器技术从研发、生产到验配的过程中，涵盖了电声学、材料学、语音学、声学、听力学、心理学和耳科学等多个领域，对整体能力提出了高要求。业界龙头企业始终致力于探索助听器的新算法研发，将研发力量和创新能力叠加，构建了更高的技术防线，引领着技术革新，处于行业前沿。目前研发成果已有雏形，已将深度学习、神经网络（DNN/RNN）、人工智能和视觉引导等前沿技术应用于助听器。一些国内新兴的助听器品牌也在持续探索芯片技术、语音信号处理算法以及人工智能学习等方面的工程化应用，以此建立企业自身的竞争优势。

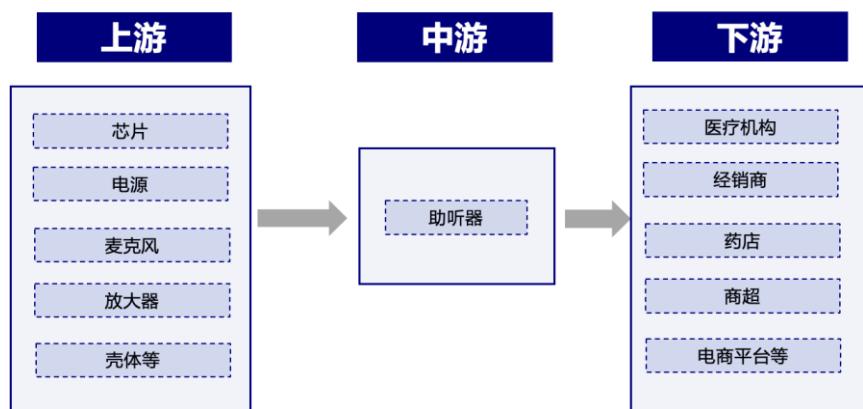
3.2、助听器产业链打通有助企业筑起护城河

助听器产业链由上游的电子元器件制造商，如芯片供应商，中游的助听器生产销售公司，以及下游的听力服务机构组成。也有一部分直接通过线上或零售渠道抵

达终端消费者。当前，国内上游市场的主要问题是芯片等核心元器件的高度依赖于进口。全球优秀的助听器品牌都会自主进行助听器芯片的研发和设计，而其他的助听器制造商主要依靠如美国的安森美、IntriCon Corporation 等公司提供芯片。

下游市场则主要包括助听器的销售渠道，销售渠道构成了助听器重要的验配服务环节，与其他家用医疗器械不同，助听器的非标准化程度较高，需要专业人员进行验配。我国的助听器销售渠道主要包括医院、私营验配中心、药店，以及电子商务等线上购物渠道。另外，还有一部分由残疾人联合会主导，属于民政部门下设的康复与辅助设备中心。总体来说，销售主要集中在医院和验配中心，它们大多数通过收购终端连锁机构，或自建零售系统等模式来深度渗透市场。而对于本土品牌来说，除了零售商外，也大程度依赖线上渠道进行销售。可孚医疗采取的是通过线下健耳听力经营专业验配中心，配备专业验配人员以最大程度满足听障人士的一站式验配需求。

图30：助听器行业产业链示意图



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

3.3、助听器行业正向 OTC/个性化等方向发展

助听器行业的发展趋势主要包括以下几点：

第一，助听器的 OTC 化。传统的助听器销售以线下专卖店销售为主，由专业验配师根据听力障碍者的听力损失状态和自我需求，使用专业的助听器选配设备，帮助听障者选择适合个体的助听器，并为听障者后期使用助听器与康复提供解决方案。听障者在购买助听器后需要在线下专卖店进行助听器的维修和日常保养。由于复杂的听力服务流程、高昂的价格导致轻度听力损失人群的助听器佩戴率极低。

随着听力障碍人士自主购买意识的增强及非传统渠道销售助听器模式的深化，我国及全球其他地区也将打破原有商业模式，形成新的 OTC 销售模式，有利于听障者更为便捷地获取助听器，同时降低佩戴者的经济压力。助听器销售网络的扩大也将带动配套服务的发展，例如 APP 自我检测、远程验配等模式的兴起等。

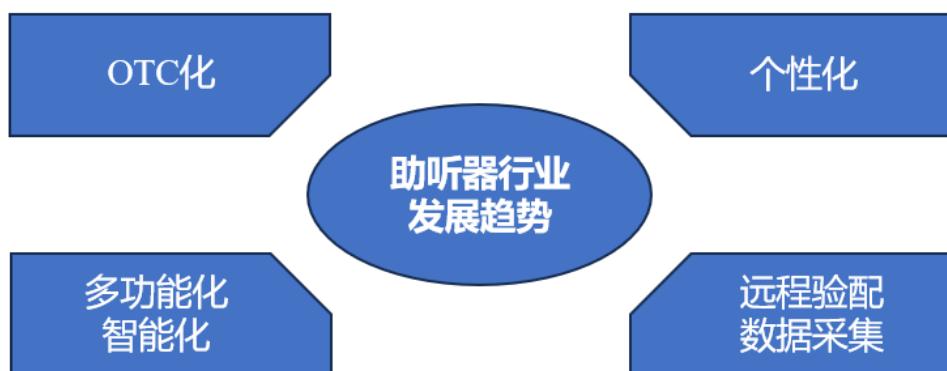
第二，助听器的个性化。随着听力知识的普及，以及人们对更高品质生活的追求，不同的听力受损人群将根据自身的听力状况、需求应用场景、经济能力等因素而选择不同技术参数或类型的助听器产品，从而产生大量个性化需求。大众型号的助听器产品和个性化定制机将同时存在以满足广泛的不同类型使用者的需求偏好。

第三，助听器的多功能化和智能化。由于助听器生产技术水平的提高，助听器

产品的功能获得了较大丰富。一方面，随着助听器产品芯片、算法等技术的进步，助听器除了作为听力障碍康复设备，满足基本的声音放大需求外，为了达到更好的助听效果，还具备了记忆能力、重新编码能力等多种功能，甚至可实现抗噪、声源定向定位、音质定位等类耳蜗性能；另一方面，由于现代智能电子设备的广泛应用，助听器本身可通过互联网与其他智能电子终端设备互联，实现数据互通及多场景的应用，并可增加测试耳温、心率等辅助功能。

第四，远程验配服务的推广和客户健康数据的收集。与传统的定点验配模式相比，远程验配技术可以突破空间、时间和人员等的限制，通过远程服务平台与大数据系统，基于无线技术实现手机与助听器的数据传输，利用智能手机实现验配师远程对用户的辅听设备进行调试，基本覆盖了验配所需要的必要流程步骤，为距离较远、交通不便、行动不便等人群，提供了更便捷、更高效的验配方案。同时，通过远程验配获取的用户信息和数据可以为用户建立一对一的用户健康数据档案，通过监测用户的健康数据，指导用户关注听力健康与保养并及时就医。

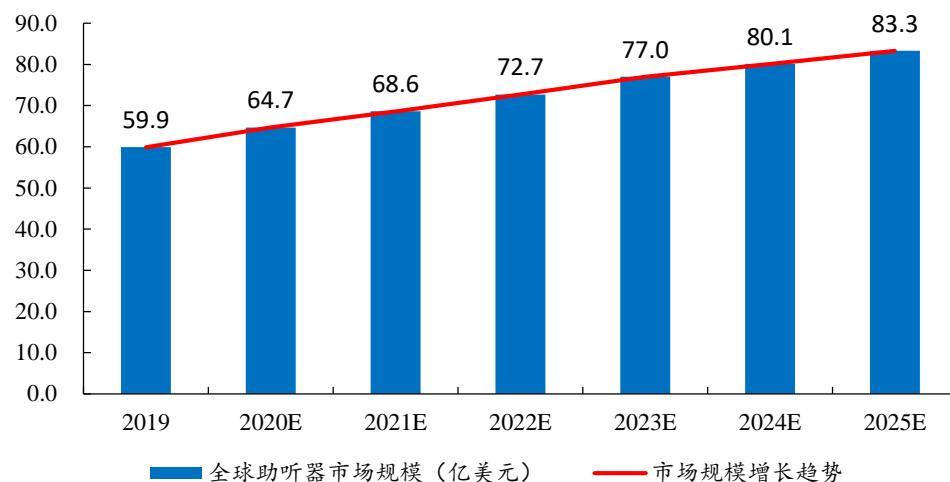
图31：助听器行业发展趋势向 OTC/个性化等方向发展



资料来源：开源证券研究所

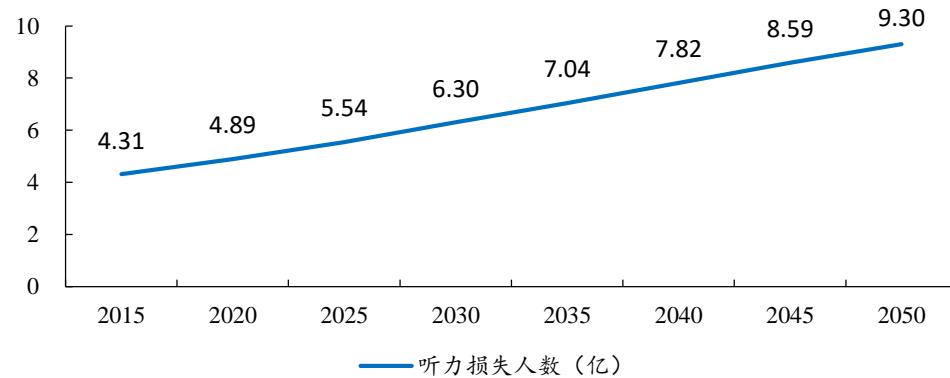
3.4、全球听力市场前景广阔，市场集中度相对较高

全球助听器行业蓬勃发展，市场需求与日俱增，市场规模逐年攀升。近年来，随着全球经济的增长和医疗卫生事业的进步，助听器产品性价比的提升，听力障碍人群佩戴助听器的观念的改变，全球助听器规模呈稳步增长的趋势。根据中国产业调研网发布的报告《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，2019 年全球助听器的市场规模为 59.9 亿美元，到 2025 年该市场规模有望达到 83.3 亿美元的水平，预计 5 年间市场规模增加 28.75%，CAGR 为 5.18%。随着老龄人口数量的增长以及听力障碍人群数量的增加、助听器渗透率的逐步提升以及人口收入水平提升对应生活品质要求的提高带来的需求释放，预计全球助听器市场的需求将继续维持增长态势。

图32：2025年全球助听器市场预计达83亿美元


数据来源：《2019-2025年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》、开源证券研究所

全球残疾性听力损失人群数量成上升趋势。根据 WHO 的统计数据，2018 年，全球大约有 4.66 亿人患有残疾性听力损失的人群，占全球总人口的 6%。根据 WHO 关于未来残疾性听力损失人群的数量预测，预计 2030 年将达到 6.30 亿人，2050 年将达到 9.30 亿人。

图33：残疾性听力损失人群不断扩大


数据来源：WHO、开源证券研究所

全球助听器市场是一个高度垄断的市场，产品以空气传导助听器为主导，全球五大助听器集团子品牌作为助听器一线品牌，占据全球市场接近 90%以上的市场份额，并掌握了助听器最领先的核心技术。一线品牌以高端数字机和定制机型为主，主打线下专业验配销售模式，产品价格较高。面对国际巨头对这一市场的高度垄断，全球不同地区的众多中小企业瓜分了该市场约 10%的市场份额，此类产品主要面对中低端市场客户群体，服务于轻、中度听力损失用户，无需线下验配即可购买，省去了中间较为复杂的验配环节，产品以模拟机和少量数字机为主，产品价格较低。

表6：全球五大助听器集团子品牌知名度较高

公司	子品牌
WS Audiology (WS 听力集团)	唯听 (Wedix) 西嘉 (signia) 力斯顿 (Rexton)
SONOVA HOLDING LTD (瑞士索诺瓦听力集团)	锋力 (Phonak) 优利康 (Unitron)
William Demant Holding A/S (W.D.H 听力集团)	奥迪康 (Oticon)

公司	子品牌
GN hearing A/S (丹麦瑞声达听力集团)	伯纳峰 (Bernafon) 瑞声达 (GN Resound) 贝尔通 (Beltone)
STARKEY LABORATORIES, INC. (斯达克听力集团)	斯达克 (Starkey)

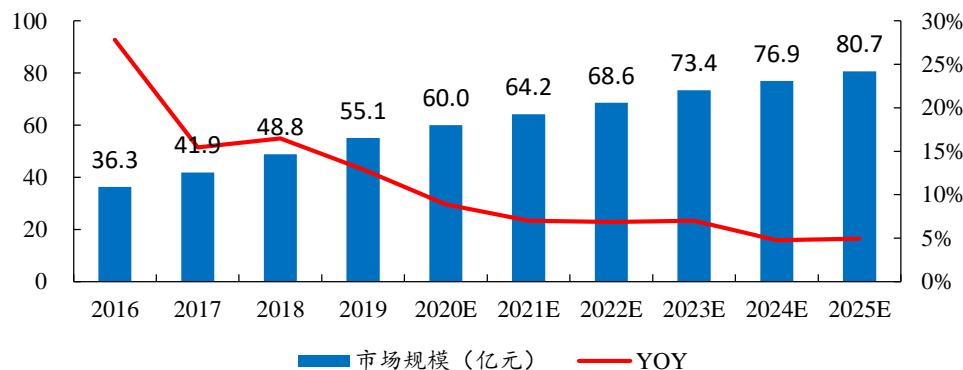
资料来源：锦好医疗公司公告、开源证券研究所

面对国际巨头对这一市场的高度垄断，全球不同地区的众多中小企业瓜分了该市场约 10%的市场份额，此类产品主要面对中低端市场客户群体，服务于轻、中度听力损失用户，无需线下验配即可购买，省去了中间较为复杂的验配环节，产品以模拟机和少量数字机为主，产品价格较低。

3.5、中国助听器市场仍处发展初期，渗透率提升空间明显

中国本土助听器企业起步较晚，随着国外各大品牌的进入和市场推广，中国助听器市场的需求逐步被激发，近年来保持持续增长的态势。根据中国产业调研网发布的报告《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，2015-2019 年，中国助听器行业市场规模从 28.4 亿元人民币增长到 55.1 亿元人民币，市场规模增加近一倍，在此期间年平均复合增长率为 18.02%。

图34：2025年中国助听器市场有望突破80亿

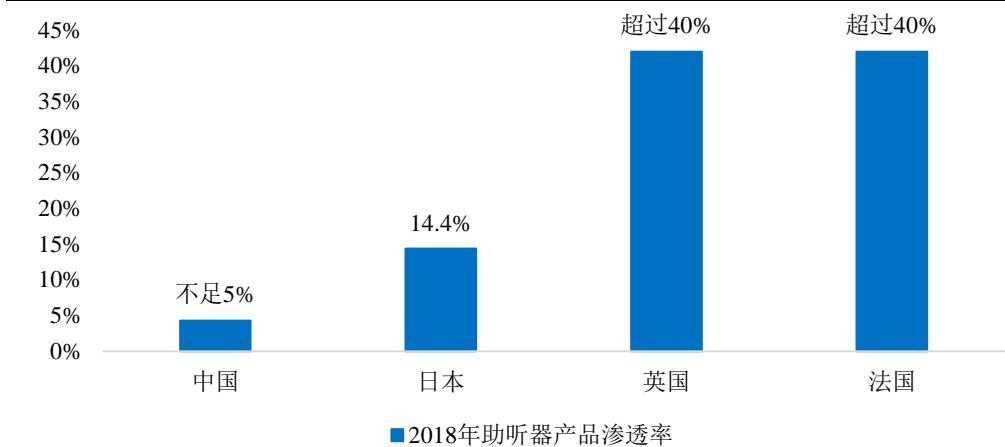


数据来源：《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》、开源证券研究所

中国人口基数大，中国助听器市场潜力较大，但目前中国助听器市场的市场份额 90%以上由国外品牌占据，以全球六大大牌瑞声达、锋力、西嘉、奥迪康、唯听、斯达克为代表。基于中国市场的发展空间，上述全球品牌纷纷在中国设立了生产基地、研发中心或营销公司。

助听器产品在全球不同国家的渗透性存在较大差异，我国仍有大幅增量可期。在人口老龄化与听损人群数量增长的背景下，我国助听器需求稳步增长，市场规模提升较快。但对比欧美等发达国家，我国助听器产品渗透率一直比较低，根据 EuroTrak 的数据，2018 年欧洲大部分国家的助听器产品渗透率超过 20%，其中英国、法国等国家的渗透率甚至超过了 40%。而在同为亚洲市场的日本，助听器产品的渗透率也达到了 14.4%。相比之下，中国助听器产品的渗透率不到 5%。

中国助听器渗透率低主要是由于消费观念和消费能力不同，以及目前中国助听器验配门店覆盖率较低等原因所造成的。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，其老年人听力损失的患病率相对较高，他们的消费能力和对生活品质要求越来越高，这为中国助听器市场的发展提供了重要基础。未来我国助听器市场发展空间十分广阔。

图35：2018年中国助听器产品渗透率不到5%


数据来源：EuroTrak、开源证券研究所

从助听器制造商的收入规模、技术实力、产品组合、品牌知名度、销售渠道数量和结构等多个指标来看，我国助听器行业可以划分为三个梯队。

第一梯队是海外助听器企业，包括戴蒙特、索诺瓦、WS 听力集团、瑞声达、斯达克等。这些国际企业早早进入中国市场，并在国内建立了生产工厂，综合竞争实力强劲。在传统助听器领域，欧美五大听力集团以超过 90% 的市场份额和先发优势的芯片技术，构建了自身的强势地位。这些欧美听力巨头在助听器高端芯片领域，通过 55 纳米专利技术的垄断，对国内助听器技术的创新发展施加了压制。持续的创新能力为五大听力集团带来了长期的专利保护优势和先发优势，同时外延并购也带来了优势互补和产业链整合效应的突出表现。由于研发与创新能力，以及顶级的技术团队，国际五大巨头一直都是这些领先技术的研发者，也是行业游戏规则的制定者。

第二梯队是本土助听器品牌，这些品牌起步较早，已经在一定程度上建立了品牌知名度，如申瑞医疗、欧仕达、新声科技、锦好医疗等。尽管由于发展历史相对较短等原因，它们在技术实力和品牌影响力方面与国际巨头之间存在一定差距。最后是国内众多小型助听器制造商，这些企业属于第三梯队。

鉴于国内助听器厂商起步较晚，芯片方面主要依赖美国的安森美和 IntriConCorporation 等生产商，这使得国产厂商对助听器芯片供应商的依赖性较高。为增强企业的风险应对能力，需要进一步寻求突破。考虑到行业发展趋势和助听器技术水平的不断更新，未来助听器产品在信号处理方面的精度将逐步提高。随着未来行业中新的参与者增加，那些掌握芯片和算法技术、具备创新能力，并能为消费者带来更出色使用体验的品牌，有望在竞争中脱颖而出。

3.6、健耳听力验配中心持续扩张，2022 年营业收入 1.21 亿元，同比增长 74.75%

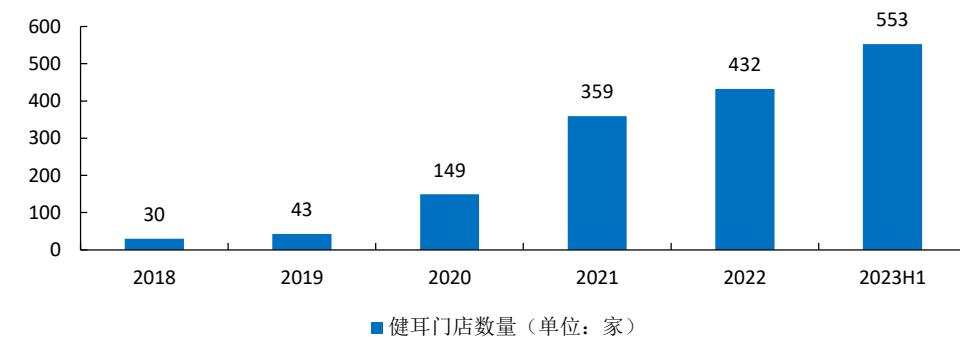
我国的听力验配市场尚处于起步阶段，现存在品牌和代理商过多，而验配机构又过于分散的问题。全国性专业连锁机构不足，缺乏明显的验配品牌优势。针对这一行业特点，2011 年公司成立了首家专业听力验配中心，随后陆续设立多个听力验配中心。2018 年公司成立了全资子公司湖南健耳听力助听器有限公司，将健耳听力作为单独品牌运营。听力业务是公司重点支持的战略性业务，未来公司拟将健耳听力打造成国内规模和服务能力领先的听力连锁企业。

可孚医疗开创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，专注于为听障人士提供定制化验配服务。健耳听力肩负“提高全民听力保健意识，让听障人士聆听爱的声音”的企业使命，持续推进全国助听器验配中心布局，主要销售中高端助听器，包括定制机型以及通用机型。经营模式也将健耳门店定位于中高端助听器验配中心，选址通常为医院附近或者人流量大的区域以望健耳听力深入消费者心智。

目前健耳听力处于重要的扩店卡位阶段，加快听力验配中心的拓展速度。公司主动把握市场快速发展机遇，结合门店运营和验配师储备情况，重点围绕已经具备一定业务基础的省份拓展新门店，同时公司将通过并购的方式，开发新市场，如2022年对成都益耳的并购工作，成都益耳在四川地区助听器验配领域已深耕十余年。可孚医疗对收购的验配中心进行了全面的形象升级，导入了健耳听力全套的运营管理体，以提高健耳验配中心的品牌影响力和销售收入，进一步完善了健耳听力在四川省的布局。

截至2022年底，健耳听力已开设432家专业验配中心，1000余名验配师，逐步提升区域市场占有率和品牌影响力。2023年上半年共新开设121家门店，覆盖全国12个省级市场、109个地级市。

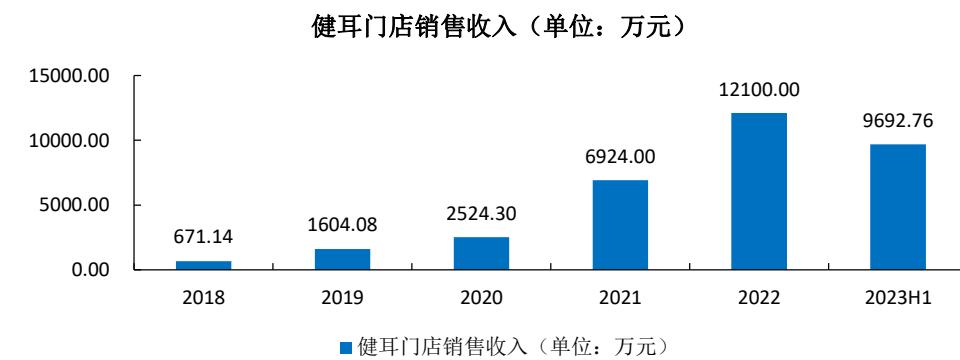
图36：健耳门店数量连年增长



数据来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

公司的快速扩张策略带来了丰厚的回报。2018年至2023上半年期间，健耳门店收入分别为671万元、1604万元、2524万元、6924万元、1.21亿元和9693万元，门店数量的增加推动了门店助听器销售的增长。

图37：健耳门店2022年营收1.21亿元



数据来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

可孚医疗销售的助听器主要代理品牌为优利康和锋力，其供应商为索诺瓦听力

技术（上海）有限公司。可孚医疗自主助听器品牌现已实现标准化模拟机自主生产并在线上线下开始销售，凭借其优秀的性能及其性价比优势，助力助听器业务全维度、多档次销售。

图38：健耳听力助听器产品正不断升级迭代

产品类别	主要用途及产品特点	产品图片
助听器	<ul style="list-style-type: none"> 目前，助听器是治疗感音神经性耳聋最实用且最有效的听力补偿和康复工具。它可以放大周围环境的声音，帮助一些听力障碍患者更好地利用残留听力，从而弥补耳聋造成的听力损失，提高听障人士的幸福感。 	

资料来源：可孚医疗招股书、开源证券研究所

健耳听力业务通过公益宣传扩大品牌影响力，推动国内听力康复和疾病预防工作。据年报统计，健耳听力配备了三台流动验配车，全年无休，奔赴全国 2245 个乡镇，走进农村及偏远地区，帮助弱势群体守护听力健康；同时联合中国听力医学发展基金会、湖南省残疾人福利基金会等公益组织，结合公司遍布全国的助听器验配网点和专业志愿团队，广泛深入经济欠发达地区，分层分类加强对农村和城镇低收入人口的常态化耳健康服务，2022 年共计开展 2000 余场公益听力筛查活动，为 4 万余人提供听力健康服务，帮助了众多的听障人士解决听力问题，有效推动了听力康复和听力疾病预防工作。

公司健耳听力业务未来计划将从以下两方面进行重点提升。**听力验配服务方面**，公司将进一步强化门店运营管理，优化助听器验配流程，提高验配师专业水平、管理水平和服务水平，为客户提供更好的验配体验，提高区域市场占有率，建立较强的区域性品牌影响力；**听力研发方面**，公司将积极开展真耳分析仪、高端数字助听器和高端数字定制机等产品的研发，打通从测听设备、助听器产品，到助听器验配服务的产业链闭环，逐步完善自主品牌助听器产品体系，以满足不同层次消费者的需求，有效降低开设听力验配中心的成本，丰富自主研发产品品类和型号，完善产品矩阵。

可孚医疗健耳听力业务有望成为国内最有希望在外资包围、市场集中度不高的助听器验配市场中走出来的玩家，扩店卡位正在进行中，利润释放拐点值得用长期投资眼光期待。

4、盈利预测与投资建议

4.1、收入模型关键假设

(1) 医疗护理服务：考虑到此板块需要出清疫情产品影响，造口、敷贴、敷料等产品升级自产，胶原蛋白修复贴等美容修复、消杀感控和卫生护理新品上市销售，扩品类逻辑较强。我们假设 2023-2025 年医疗护理服务营业收入分别同比增长-20%、5%、5%，即 2023-2025 年实现营收 8.80 亿元、9.24 亿元、9.70 亿元。

(2) 健康检测产品：考虑到此板块继续围绕血糖、尿酸、POCT 类产品持续拓展，公司即将推出血糖血压一体机、血糖尿酸一体机、血糖血酮一体机、便隐血检测试剂、上皮组织染色液、精子 SP10 蛋白检测试剂盒等新产品有望为公司贡献强大动能，假设 2023-2025 年健康检测产品营业收入分别同比增长 20%、20%、20%，

即 2023-2025 年实现营收 9.43 亿元、11.32 亿元、13.58 亿元。

(3) 康复辅助器具：考虑到公司已将“背背佳”矫姿带、“吉芮”轮椅并入体内，助行器、护理床、各类轮椅、移位机和静脉曲张袜等产品不断迭代升级，叠加疫情放开出行受益，假设 2023-2025 年康复辅助器具营业收入分别同比增长 40%、30%、30%，即 2023-2025 年实现营收 8.30 亿元、10.78 亿元、14.02 亿元。

(4) 呼吸支持：考虑到公司已上市自主品牌呼吸机、制氧机、雾化器、鼻喷等产品，叠加继续代理瑞思迈（京东）产品，呼吸支持板块基数相对较低，成长可期。假设 2023-2025 年呼吸支持营业收入分别同比增长 150%、30%、25%，即 2023-2025 年实现营收 5.95 亿元、7.73 亿元、9.67 亿元。

(5) 中医理疗：考虑到中医政策扶持力度较大，公司电磁治疗仪、脱毛仪等产品有望在传统中医理疗产品基础上放量，假设 2023-2025 年中医理疗营业收入分别同比增长 20%、20%、20%，即 2023-2025 年实现营收 1.44 亿元、1.73 亿元、2.08 亿元。

表7：可孚医疗分业务收入预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2275.63	2976.98	3560.40	4274.51	5127.66
YOY	-4.19%	30.82%	20%	20%	20%
毛利	997.42	1176.28	1635.27	1971.96	2384.01
毛利率	43.83%	39.51%	45.93%	46.13%	46.49%
(一) 医疗护理服务					
营业收入	765.03	1099.50	879.6	923.6	969.8
YOY	-9.9%	43.7%	-20%	5%	5%
毛利	369.61	531.50	483.78	507.97	533.37
毛利率	48.3%	48.3%	55.0%	55.0%	55.0%
(二) 健康检测产品					
营业收入	553.94	786.10	943.3	1132.0	1358.4
YOY	-28.7%	41.9%	20%	20%	20%
毛利	223.05	260.91	405.63	492.41	597.68
毛利率	40.3%	33.2%	43.0%	43.5%	44.0%
(三) 康复辅助器具					
营业收入	414.58	592.48	829.5	1078.3	1401.8
YOY	41.3%	42.9%	40%	30%	30%
毛利	165.80	226.50	373.26	490.63	644.83
毛利率	40.0%	38.2%	45.0%	45.5%	46.0%
(四) 呼吸支持					
营业收入	199.63	237.94	594.8	773.3	966.6
YOY	26.4%	19.2%	150%	30%	25%
毛利	-	78.52	255.78	336.39	425.32
毛利率	-	33.0%	43.0%	43.5%	44.0%
(五) 中医理疗					
营业收入	140.38	120.11	144.1	173.0	207.5
YOY	-24.0%	-14.4%	20%	20%	20%
毛利	-	36.59	57.65	72.64	93.40
毛利率	-	30.5%	40.0%	42.0%	45.0%

数据来源：可孚医疗公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测和估值

可孚医疗专注家用医疗器械 14 载，经过多年渠道深耕和研发投入，已形成健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗五大核心家用医疗器械板块，以满足客户一站式购物需求。考虑公司目前处于精益管理优化费用支出、横向扩品

类别纵向升级迭代、新产能推升自产比例、健耳听力门店扩店卡位阶段，收入利润有望快速增速。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.57/5.69/7.15 亿元，EPS 分别为 2.19/2.73/3.43 元，当前股价对应 P/E 分别为 17.5/14/11.2 倍，我们选取与公司部分业务重叠的三诺生物、振德医疗与鱼跃医疗作比较，与可比公司的平均估值相比较低，且公司成长性较强和新业务孵化能力值得期待，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可孚医疗可比公司估值情况（截至 2023 年 9 月 27 日）

证券代码	公司	收盘价 (元)	每股收益 EPS (元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300298.SZ	三诺生物	25.76	0.77	0.83	1.05	1.29	33.4	31.1	24.6	19.9
603301.SH	振德医疗	26.93	2.87	1.91	2.35	2.90	9.4	14.1	11.5	9.3
002223.SZ	鱼跃医疗	34.02	1.61	1.82	2.11	2.58	21.1	18.7	16.1	13.2
可比公司平均值							21.3	21.3	17.4	14.1
301087.SZ	可孚医疗	38.31	1.45	2.19	2.73	3.43	26.5	17.5	14.0	11.2

数据来源：Wind、开源证券研究所注：振德医疗盈利预测来自开源证券研究所，三诺生物、鱼跃医疗盈利预测为 Wind 一致预期

5、风险提示

公司新产品推广不及预期，宏观经济下行致居民消费力大幅下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4519	4201	3815	4570	4936	营业收入	2276	2977	3560	4275	5128
现金	1989	1450	1734	2082	2497	营业成本	1278	1801	1925	2303	2744
应收票据及应收账款	346	566	0	0	0	营业税金及附加	19	20	20	24	29
其他应收款	25	43	38	59	58	营业费用	414	619	819	962	1128
预付账款	67	250	129	326	220	管理费用	57	122	142	171	205
存货	481	529	551	741	798	研发费用	71	118	132	162	195
其他流动资产	1610	1363	1363	1363	1363	财务费用	-7	-33	-23	-26	-38
非流动资产	1288	2210	2274	2385	2565	资产减值损失	-18	-46	-80	-75	-80
长期投资	5	5	5	4	4	其他收益	90	31	30	30	30
固定资产	214	1290	1330	1397	1502	公允价值变动收益	6	4	40	40	40
无形资产	202	248	291	343	392	投资净收益	-0	57	-0	-1	-0
其他非流动资产	867	666	648	641	667	资产处置收益	0	6	4	4	5
资产总计	5807	6411	6089	6955	7501	营业利润	511	368	538	667	845
流动负债	683	1188	664	1112	1130	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	83	281	487	881	925	营业外支出	3	34	8	5	8
应付票据及应付账款	448	635	0	0	0	利润总额	508	334	531	663	838
其他流动负债	151	272	177	231	205	所得税	79	32	73	93	121
非流动负债	159	190	185	179	173	净利润	430	302	457	570	716
长期借款	0	30	24	18	13	少数股东损益	1	0	0	1	1
其他非流动负债	159	160	160	160	160	归属母公司净利润	429	302	457	569	715
负债合计	842	1378	849	1291	1304	EBITDA	502	376	618	772	942
少数股东权益	18	13	13	14	14	EPS(元)	2.06	1.45	2.19	2.73	3.43
股本	160	208	208	208	208						
资本公积	3917	3913	3913	3913	3913	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	870	915	1209	1525	1842	成长能力					
归属母公司股东权益	4947	5020	5227	5650	6183	营业收入(%)	-4.2	30.8	19.6	20.1	20.0
负债和股东权益	5807	6411	6089	6955	7501	营业利润(%)	1.7	-27.9	46.1	23.9	26.7
						归属于母公司净利润(%)	1.2	-29.7	51.5	24.6	25.7
						获利能力					
						毛利率(%)	43.8	39.5	45.9	46.1	46.5
						净利率(%)	18.8	10.1	12.8	13.3	14.0
						ROE(%)	8.7	6.0	8.7	10.1	11.6
						ROIC(%)	7.5	5.1	7.5	8.4	9.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.5	21.5	13.9	18.6	17.4
						净负债比率(%)	-36.1	-20.1	-22.1	-19.7	-24.1
						流动比率	6.6	3.5	5.7	4.1	4.4
						速动比率	5.7	2.8	4.6	3.1	3.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	8.5	6.5	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	4.5	4.2	7.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	2.06	1.45	2.19	2.73	3.43
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.47	2.43	1.30	3.72
						每股净资产(最新摊薄)	23.73	24.08	25.07	27.10	29.66
						估值比率					
						P/E	18.6	26.5	17.5	14.0	11.2
						P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
						EV/EBITDA	9.3	15.3	9.1	7.3	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.c