

2024 年 10 月 21 日

可孚医疗 (301087.SZ)

买入 (首次覆盖)

— 家用医疗器械后起之秀，积极布局听力连锁服务终端

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **投资逻辑: 公司为家用医疗器械后起之秀, 积极平台化布局, 目前整体收入体量已经迈上新台阶, 销售及研发策略转变为聚焦核心单品, 自产产品占比大幅增长, 后续产品管线丰富, 盈利能力有望持续提升。另外, 公司积极布局听力连锁服务终端, 打造第二增长曲线。**
- **可孚医疗为家用医疗器械头部企业, 五大领域产品合力构建个人健康管理生态。**公司所处的医疗器械赛道为充分受益于老龄化的黄金赛道, 作为家用医疗器械领域的头部企业, 公司通过覆盖健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理及中医理疗五大领域、近万个型号及规格的产品, 为消费者提供一站式个人健康管理解决方案。2019-2023 年, 公司收入 CAGR 达 18.2%, 归母净利润 CAGR 达 19.6%, 整体收入体量已经迈上新台阶。同时剔除疫情品种影响, 其他常规类产品均已恢复较快增速。
- **从规模导向转变为聚焦核心品种, 叠加自产比例提升, 盈利能力有望持续增强。**公司过去由代理医疗器械产品起家, 早期更注重品类及规模的扩张, 产品相对比较分散。如今产品策略开始转变:
1) 从贴牌/代理转变为自产: 自产产品收入占主营业务比例从 2017 年的 18.3% 大幅增长至 2023 年的 56.7%, 2023 年自产品种实现收入 15.3 亿元;
2) 从规模导向转变为聚焦核心品种: 公司于 2023 年对五大产品线进行系统梳理与规划, 优化产品结构, 将资源的投入和管理更加聚焦于核心产品, 例如雾化、造口护理、康复辅具等。同时通过提高研发投入提升产品性能, 打造产品力, 研发支出占营收总额已经从 2018 年的 1.1% 提升至 2023 年的 4.0%, 研发人员也从 2019 年的 88 人大幅扩张至 2023 年 374 人。我们认为, 随着公司策略的成功转型, 利润有望持续兑现。
- **积极布局听力连锁服务终端, 致力于提供一站式解决方案。**我国有听力残疾患者 2780 万人, 患者群体庞大, 2020 年我国助听器市场规模为 58.2 亿元, 但渗透率不足 5%, 与发达国家相比仍有提升空间。听力保健市场具备较大潜力, 已催生出营收近 300 亿元的上市公司。2018 年, 可孚通过健耳听力在全国开设直营听力验配中心, 拓展听力保健业务, 从前期验配、产品销售到售后服务为患者提供一站式的听力解决方案。2023 年, 健耳听力门店布局加速, 由 2022 年的 432 家快速增长至 765 家, 连锁网络覆盖全 20 个省级市场、128 个地级市场, 并在湖南、四川、广西、湖北等区域实现高密度布局。业绩方面, 2023 年健耳听力实现收入 1.98 亿元, 同比增长 64%, 净亏损 2507 万元。待更多门店迈入成熟期, 有望整体实现盈利。
- **盈利预测与估值:** 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.8 亿元、4.7 亿元、5.7 亿元, 增速分别为 50.3%/22.4%/22.3%, 当前股价对应的 PE 分别为 20X、17X、14X。同时选取同布局家用医疗器械的公司鱼跃医疗、三诺生物以及乐心医疗作为可比公司, 可孚医疗估值低于可比公司。可孚医疗为家用医疗器械后起之秀, 积极平台化布局, 未来预计将持续聚焦核心单品+自产产品, 产品管线丰富, 盈利能力有望快速提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示: 产品销售不及预期; 竞争格局恶化风险; 健耳门店持续亏损风险。**

股价数据: 2024 年 10 月 18 日

收盘价(元)	36.88
年内最高/最低(元)	43.40/26.70
总市值(亿元)	77

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	2,977	2,854	3,277	3,993	4,857
同比增长率(%)	30.8%	-4.1%	14.8%	21.8%	21.6%
毛利率(%)	39.5%	43.3%	48.9%	49.6%	50.5%
归母净利润(百万元人民币)	302	254	382	468	572
同比增长率(%)	-29.7%	-15.7%	50.3%	22.4%	22.3%
每股收益(元人民币/股)	1.45	1.24	1.83	2.24	2.74
ROE(%)	6.0%	5.2%	7.6%	9.0%	10.6%
市盈率	25.16	30.56	20.18	16.53	13.53

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.8 亿元、4.7 亿元、5.7 亿元，增速分别为 50.3%/22.4%/22.3%，当前股价对应的 PE 分别为 20X、17X、14X。同时选取同布局家用医疗器械的公司鱼跃医疗、三诺生物以及乐心医疗作为可比公司，可孚医疗估值低于可比公司。可孚医疗为家用医疗器械后起之秀，积极平台化布局，未来预计将持续聚焦核心单品+自产产品，产品管线丰富，盈利能力有望快速提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计 2024-2026 公司将实现营业收入 32.8 亿元、39.9 亿元、48.6 亿元，同比增长 14.8%、21.8%、21.6%，分业务假设如下：

- 1) 呼吸支持：目前收入体量较小，核心产品包括呼吸、制氧、雾化，后续在研管线丰富，提升空间大，预计 2024-2026 年增速分别为-10%/25%/25%；
- 2) 健康监测：聚焦血压、血糖、体温等产品，未来新品上市节奏和市场推广有望加速，但 2024 年仍存在疫情带来的高基数影响，因此预计 2024-2026 年增速分别为-15%/20%/15%；
- 3) 康复辅具：旗下包括“健耳听力”，“吉芮医疗”和“背背佳”多个知名品牌，辅助出行以及助听器等产品充分受益于老龄化，同时核心产品也在持续迭代升级，预计 2024-2026 年增速分别为 73%/30%/30%；
- 4) 医疗护理：核心产品包括敷料敷贴、口罩手套、消毒产品等，近两年正在逐步消化疫情带来的高基数影响，预计未来回归平稳增长，2024-2026 年增速有望达到-7%/10%/10%；
- 5) 中医医疗：随着中医药事业发展持续推进，中医理疗类产品有望迎来新的发展机会，公司目前正在布局单通道中频理疗仪、双通道中频理疗仪等产品，预计 2024-2026 年增速分别为 20%/15%/15%；

投资逻辑要点

公司为家用医疗器械后起之秀，积极平台化布局，目前整体收入体量已经迈上新台阶，销售及研发策略转变为聚焦核心单品，自产产品占比大幅增长，后续产品管线丰富，盈利能力有望持续提升。另外，公司积极布局听力连锁服务终端，打造第二增长曲线。

核心风险提示

产品销售不及预期；竞争格局恶化风险；健耳门店持续亏损风险。

目录

1. 可孚医疗：家用医疗器械后起之秀，平台化布局成型.....	6
2. 五大领域产品合力构建个人健康管理生态	10
2.1 呼吸支持.....	10
2.2 健康监测.....	11
2.3 康复辅具.....	12
2.4 医疗护理.....	13
2.5 中医理疗.....	14
2.6 研发投入逐年增加，在研管线丰富	15
3. 健耳听力：积极布局听力连锁服务终端，提供一站式解决方案.....	16
4. 盈利预测及估值	18

图表目录

图 1: 公司业务布局情况.....	6
图 2: 公司股权结构 (截止 2024H1)	6
图 3: 公司收入情况 (亿元, %)	7
图 4: 公司归母净利润情况 (亿元, %)	7
图 5: 公司毛利率及净利率情况	7
图 6: 公司各项费用率情况	7
图 7: 公司货币资金 (亿元)	8
图 8: 公司资产负债.....	8
图 9: 公司分业务收入情况 (亿元)	8
图 10: 公司分业务毛利率情况 (%)	8
图 11: 公司自产产品收入及占比 (亿元, %)	9
图 12: 公司线上线下产品收入及增速情况 (亿元, %)	9
图 13: 公司呼吸板块业务布局情况.....	10
图 14: 公司呼吸支持类业务收入情况 (亿元, %)	11
图 15: 公司呼吸支持类业务毛利率情况 (%)	11
图 16: 公司健康监测业务布局情况.....	11
图 17: 公司健康监测类业务收入情况 (亿元, %)	12
图 18: 公司健康监测类业务毛利率情况 (%)	12
图 19: 公司康复辅具类业务布局情况	13
图 20: 公司康复辅具类业务收入情况 (亿元, %)	13
图 21: 公司康复辅具类业务毛利率情况 (%)	13
图 22: 公司医疗护理类业务布局情况	14
图 23: 公司医疗护理类业务收入情况 (亿元, %)	14
图 24: 公司医疗护理类业务毛利率情况 (%)	14
图 25: 公司中医理疗类业务布局情况	15
图 26: 公司中医理疗类业务收入情况 (亿元, %)	15
图 27: 公司研发投入情况 (亿元, %)	15

图 28: 公司研发人员及占比情况 (人, %)	15
图 29: 中国助听器市场规模 (亿元)	16
图 30: 各国助听器渗透率对比 (%)	16
图 31: Sonova 收入及净利润情况 (亿元)	17
图 32: Sonova 旗下品牌情况	17
图 33: 健耳听力一站式解决方案	17
图 34: 健耳门店数量 (家)	18
图 35: 湖南健耳听力收入及净利润情况 (亿元)	18
表 1: 截止 24H1 公司正在申请的产品注册情况	15
表 2: 2024-2026 年公司收入预测 (百万元)	19
表 3: 可比公司估值情况	20

1. 可孚医疗：家用医疗器械后起之秀，平台化布局成型

可孚医疗为家用医疗器械平台企业，为患者提供全方位健康管理平台。可孚医疗为从事医疗器械研发、生产、销售和服务的全生命周期个人健康管理领先企业，覆盖健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理及中医理疗五大领域，拥有近万个型号及规格的产品，为消费者提供一站式解决方案。

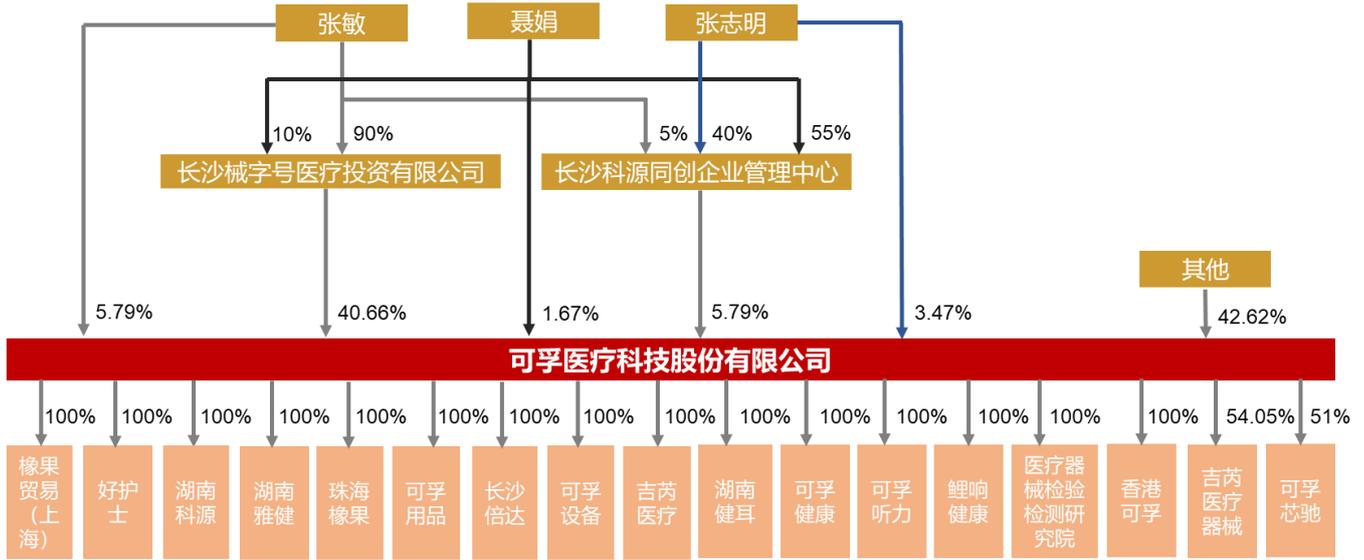
图 1：公司业务布局情况

产品门类	主要用途	具体产品	产品图示
健康监测	用于监测人体生理参数的医疗器械产品	血糖系统、尿酸系统、血压计、血氧仪、红外线体温计、幽门螺杆菌快速检测试纸、早孕检测试纸、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、听力计、助听器、助行器、腋下拐、手杖等	
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	
呼吸支持	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、艾叶及制品、温灸产品、拔罐器、刮痧板等	

资料来源：公司公告，华源证券研究

公司股权较为集中，核心高管具备丰富医疗器械赛道从业经历。董事长、总裁张敏及聂娟为公司实际控制人，与副董事长、常务副总裁张志明直接及间接合计持有公司 57.38% 股份，股权较为集中。张敏及张志明先生均深耕家用医疗器械领域多年，具备丰富的从业经历。下属子公司方面，截止 2024H1，可孚医疗在国内设有 89 家子公司，791 家分公司，已经形成较为完善的家用医疗器械研发、生产、营销及服务网络。

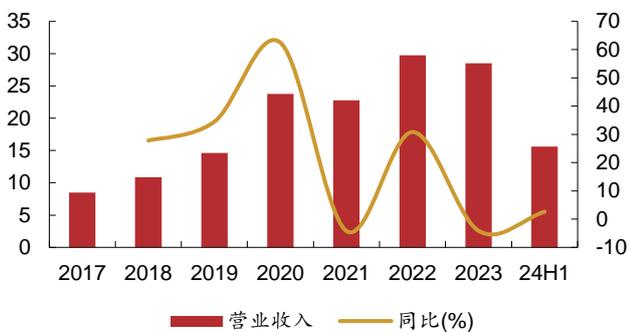
图 2：公司股权结构（截止 2024H1）



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究

2019-2023 年收入利润 CAGR 近 20%，核心品类增长趋势良好。 2019-2023 年，公司收入 CAGR 达 18.2%，归母净利润 CAGR 达 19.6%。24H1 实现收入 15.6 亿元，同比增长 2.6%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比下滑 7.0%，其中核心单品敷贴/敷料、理疗仪、助听器、雾化器等收入同比增长超 30%，增长趋势良好。

图 3: 公司收入情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华源证券研究

图 4: 公司归母净利润情况 (亿元, %)

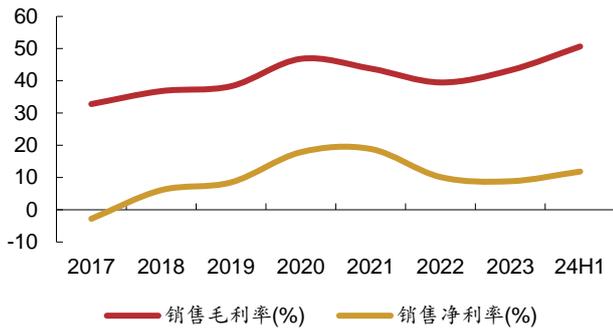


资料来源: Wind, 华源证券研究

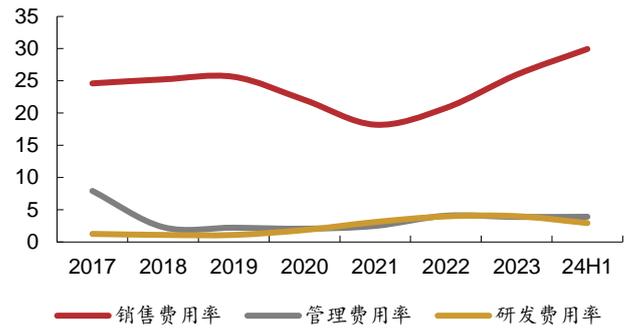
毛利率显著提升，销售费用率有所增加。 通过新品迭代、优化产品结构、精细化运营、降本增效等措施，公司毛利率已经从 2022 年的 39.5% 大幅提升至 2024H1 的 50.7%。销售费用率有所增加，24H1 为 29.9%，其余费用率基本保持平稳。

图 5: 公司毛利率及净利率情况

图 6: 公司各项费用率情况 (%)

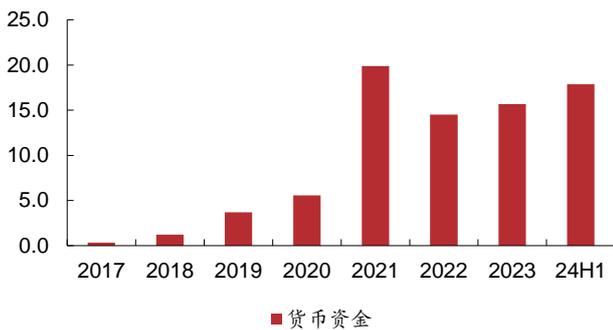


资料来源: Wind, 华源证券研究

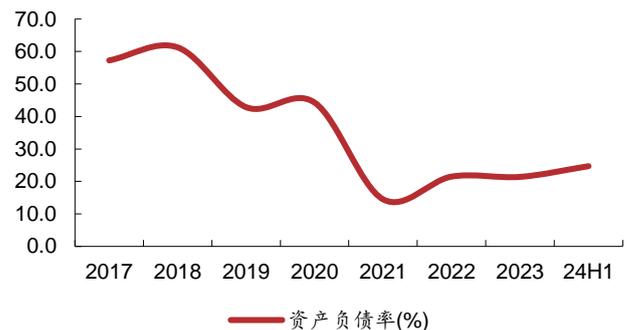


资料来源: Wind, 华源证券研究

在手现金较为充足，资产负债率大幅下滑。截止 24H1，公司在手现金为 17.9 亿元，较为充足，同时相较 2020 年及之前有大幅增长。资产负债率下降趋势显著，已经从 2017 年的 57.3% 下降至 24H1 的 24.7%。

图 7: 公司货币资金情况 (亿元)


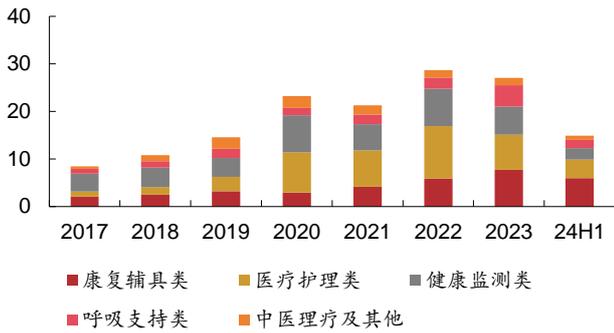
资料来源: Wind, 华源证券研究

图 8: 公司资产负债率情况


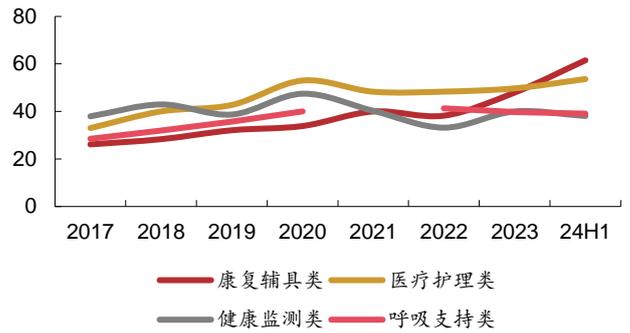
资料来源: Wind, 华源证券研究

产品结构有望持续优化，五大产品线均衡发展。公司核心业务中康复辅具收入体量最大，24H1 实现收入 6.0 亿元，同比增长 72.8%，同时盈利能力快速增长，毛利率已经从 2017 年的 26.1% 提升至 24H1 的 61.5%。医疗护理类、健康监测类及呼吸支持类产品由于疫情原因在过去四年收入大幅提升。2023 年公司对产品线进行系统梳理与规划，预计未来将更聚焦核心产品，持续推动其迭代升级，产品结构有望持续优化，五大产品线将得到更加均衡的发展。

图 9: 公司分业务收入情况 (亿元)
图 10: 公司分业务毛利率情况 (%)



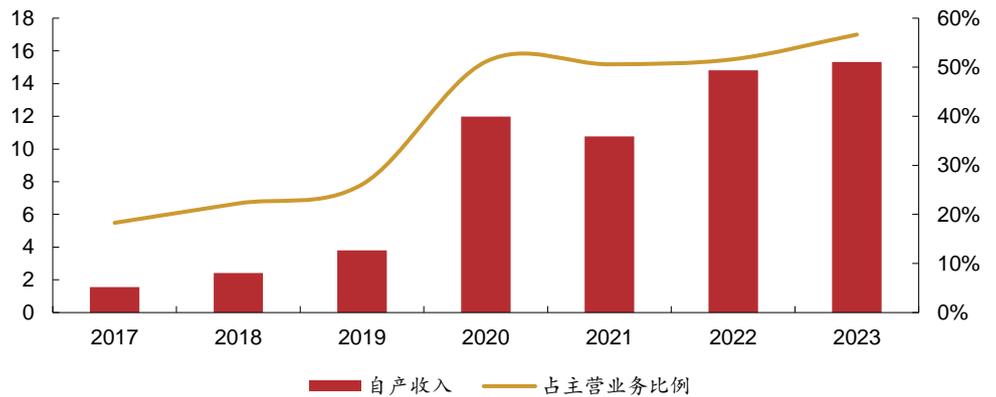
资料来源：Wind，华源证券研究



资料来源：Wind，华源证券研究

自产产品占比大幅增长，盈利能力有望持续提升。公司从代理医疗器械产品起家，近年更加注重自有产品的开发，为长远发展奠定坚实基础。自产产品收入占主营业务比例从2017年的18.3%大幅增长至2023年的56.7%，2023年自产品种实现收入15.3亿元。由于自产产品的毛利率相对较高，因此公司未来盈利能力有望持续提升。

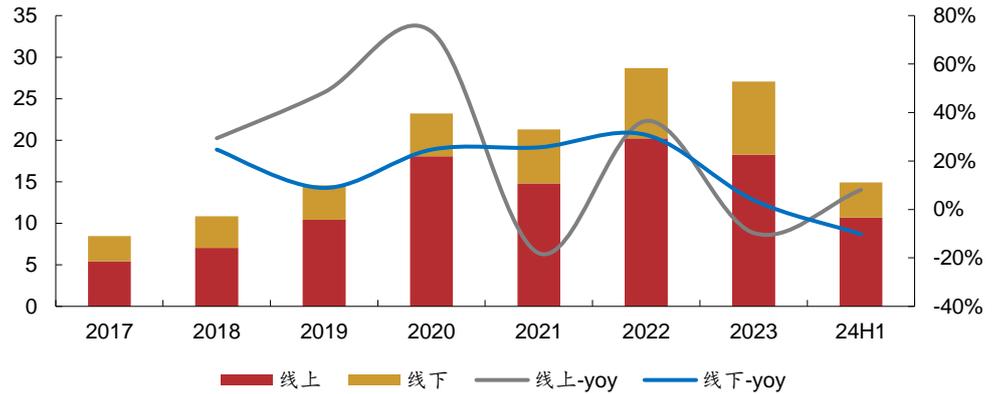
图 11：公司自产产品收入及占比情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究

线上收入为公司主要收入来源，兴趣电商潜力大。公司于2014年率先布局线上业务，目前针对国内主要第三方电商平台已经实现全面布局，“可孚”品牌在天猫、京东等主流电商平台的医疗器械类目下的交易指数排名均居前列，品牌力强，在线上渠道具备显著优势，2023年实现收入18.3亿元。公司同时增加对潜力大的兴趣电商的布局与投入，2023年兴趣电商收入同比增长超200%。线下渠道方面，公司已经覆盖全国绝大部分省市的连锁药房，2019-2023年收入CAGR为20.8%，2023年实现收入8.8亿元。

图 12：公司线上线下产品收入及增速情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，公司招股书，华源证券研究

2. 五大领域产品合力构建个人健康管理生态

2.1 呼吸支持

重要业务板块之一，在研管线丰富。公司呼吸支持业务板块主要提供呼吸健康慢病管理服务，产品包括制氧机、呼吸机及雾化器等。研发方面，公司设立呼吸支持研究院，引进全球高水平人才，产品正在快速迭代中，2024年多款呼吸支持产品包括直流压缩式雾化器、升级款3升/5升制氧机、保健型1L制氧机、第二代睡眠呼吸机、便携式睡眠呼吸机等有望上市。

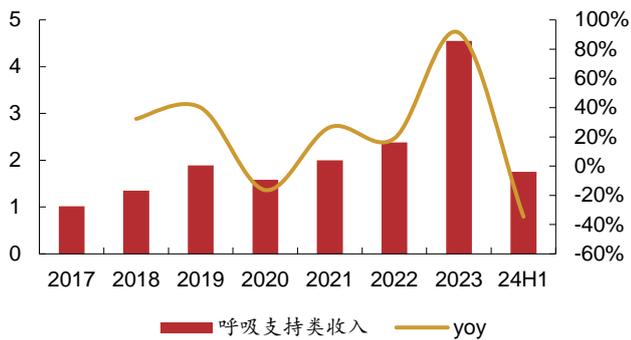
图 13：公司呼吸板块业务布局情况

产品类型	产品	图示
制氧	掌机、手提式氧气发生器	
呼吸	自动持续正压呼吸治疗仪	
雾化	压缩式雾化器、网式雾化器	

资料来源：公司官网，华源证券研究

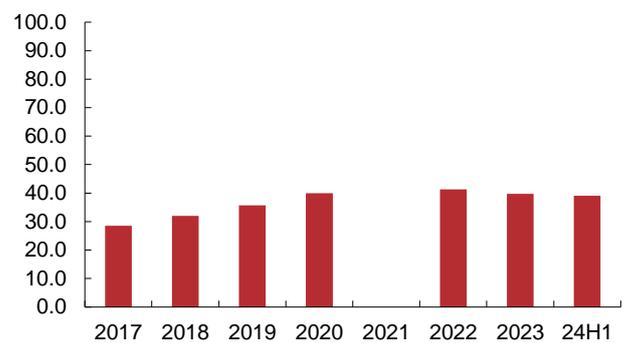
目前体量较小，收入利润均有较大提升空间。2023 年呼吸支持板块实现收入 4.6 亿元，同比增长 91.4%，其中呼吸、制氧、雾化等核心产品收入均实现 50%以上增长，由于高基数原因，2024 年上半年收入有所下滑。目前呼吸板块收入规模整体较小，未来随着产品线逐步丰富，有较大提升空间。盈利能力方面，24H1 呼吸支持板块毛利率为 39.1%，预计随着自产比例提升，毛利率仍有较大改善空间。

图 14：公司呼吸支持类业务收入情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 15：公司呼吸支持类业务毛利率情况（%）



资料来源：Wind，华源证券研究

2.2 健康监测

品类丰富，正在持续升级迭代。公司健康监测板块包含用于监测人体生理参数的医疗器械产品，核心产品包括血糖仪、血压计、体温计等。预计未来将聚焦血压、血糖、尿酸、体温、IVD 类等核心产品继续进行技术攻关，2024 年计划推出 4G 传输款血压计、血糖尿酸一体式监测系统、血糖尿酸胆固醇监测系统、微型多参数监护仪等多个产品。

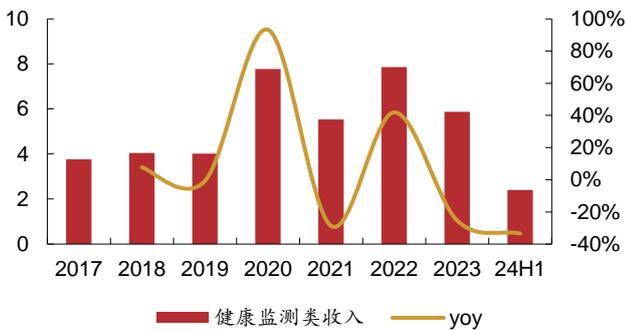
图 16：公司健康监测业务布局情况

产品类型	产品	图示
血压	电子血压计（臂式、腕式）	
血糖	优准血糖仪+试纸	
监护	多参数监护仪	
其他	脉搏血氧仪、多普勒胎心仪、红外线体温计、胃幽门螺杆菌快速检测试纸	

资料来源：公司官网，华源证券研究

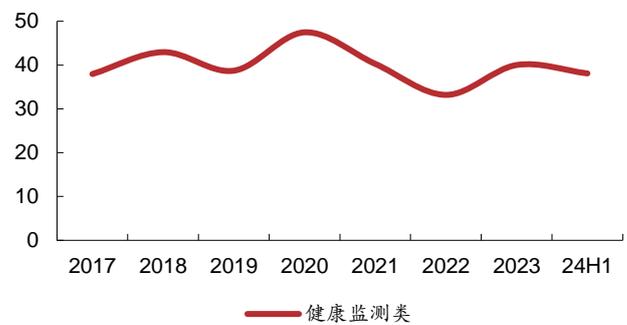
自产为主，疫情导致收入波动大。目前健康监测业务以自产为主，由于疫情原因导致2020-2023年收入存在较大波动，由于高基数原因2023-24H1收入有所下滑，24H1健康监测板块实现收入2.4亿元，同比下降33.4%，毛利率为38.1%。

图 17：公司健康监测类业务收入情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 18：公司健康监测类业务毛利率情况（%）



资料来源：Wind，华源证券研究

2.3 康复辅具

旗下品牌认知度高，产品线进一步完善。公司康复辅具板块旗下品牌包括“健耳听力”，“吉芮医疗”和“背背佳”，产品主要包括轮椅、代步车、护理床、助听器等。公司还设有医疗电子与康复医学研究院，专注该板块产品的研发，2024年计划推出全新款家居风系列护理床、新款电动轮椅、无痕款矫姿带、RIC助听器、纯音听力计等新产品，进一步完善产品线。

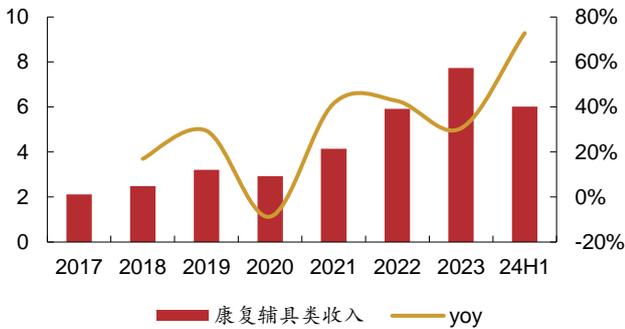
图 19：公司康复辅具类业务布局情况



资料来源：公司淘宝官方旗舰店，华源证券研究

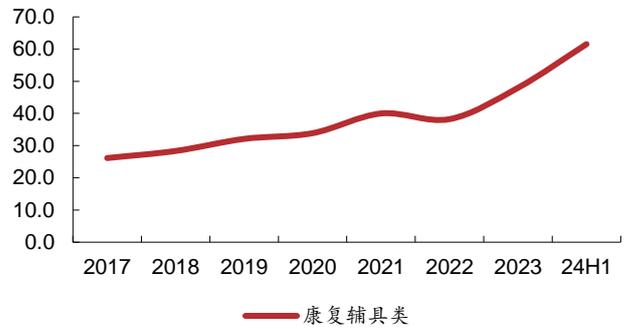
近年收入保持高增，毛利率持续提升。2020-2024H1 康复辅具板块收入持续保持高增，2023 年已成为公司第一大业务板块，单年实现收入 7.7 亿元，同比增长 30.5%，收入占主营业务比重达到 29%，其中助听、助行、矫姿等核心产品收入实现 40%以上增长。24H1 收入继续保持高增，达到 6.0 亿元，同比增长 72.8%。毛利率由 2017 年的 26.1%持续提升至 24H1 的 61.5%，趋势良好。

图 20：公司康复辅具类业务收入情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 21：公司康复辅具类业务毛利率情况（%）



资料来源：Wind，华源证券研究

2.4 医疗护理

医疗护理：主要包含造口护理、家庭健康常备及医美护肤产品。该业务具体产品包括敷贴/敷料类、造口袋、口罩、手套等产品。后续管线方面，2024 年公司计划推出液体敷料、新款医用护理垫、新款造口袋、造口皮肤保护剂、黏胶剥离剂等新品，同时在医美板块加强配方优化和工艺提升，持续丰富产品品类，提升产品性能。

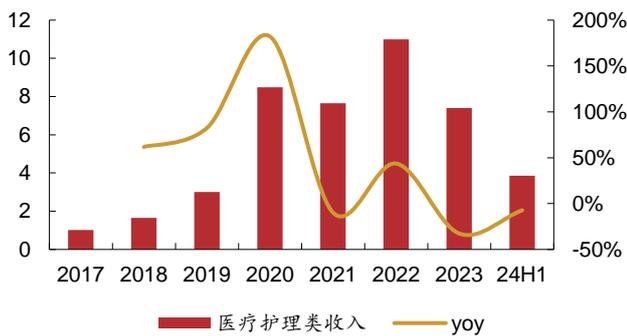
图 22：公司医疗护理类业务布局情况

产品类型	产品	图示
造口护理	造口袋、造口护理配件	 <p>造口袋 造口护理配件</p>
家庭健康常备	口罩、手套、药箱、创可贴、纱布敷料、棉签棉球等	 <p>妇科系列 口罩 手套 妇科系列 口罩 手套</p> <p>药箱 创可贴/创可贴 纱布敷料 药箱 创可贴/创可贴 纱布敷料</p>
医美护肤	洁面巾、洁面膏、面膜、水乳喷雾、精华液等	 <p>1、洗 2、敷 3、喷</p> <p>4、涂 美容仪器</p>

资料来源：公司淘宝官方旗舰店，华源证券研究

收入体量迈上新台阶，毛利率持续提升。同样受疫情影响导致去年同期存在较高基数情况，24H1 医疗护理板块实现收入 3.9 亿元，同比下降 7.2%，2020 年后该板块的收入体量相较于 2019 年之前有较大提升。毛利率方面，持续保持提升态势，24H1 为 53.6%。

图 23：公司医疗护理类业务收入情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 24：公司医疗护理类业务毛利率情况（%）



资料来源：Wind，华源证券研究

2.5 中医理疗

布局中国传统医学保健产品，2023 年收入有所回升。公司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，为居民消费升级以及对健康关注程度提升的背

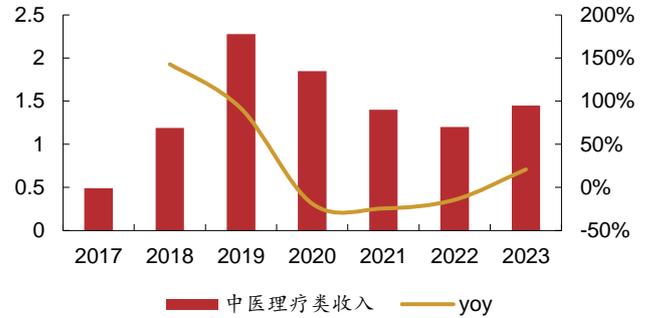
景下的热销品类。受疫情影响中医理疗板块 2020-2022 年收入有所下滑，2023 年收入 1.5 亿元，同比增长 21.0%，有所回升，其中理疗仪、膏贴等核心产品实现较快增长。

图 25：公司中医理疗类业务布局情况



资料来源：公司淘宝官方旗舰店，华源证券研究

图 26：公司中医理疗类业务收入情况（亿元，%）

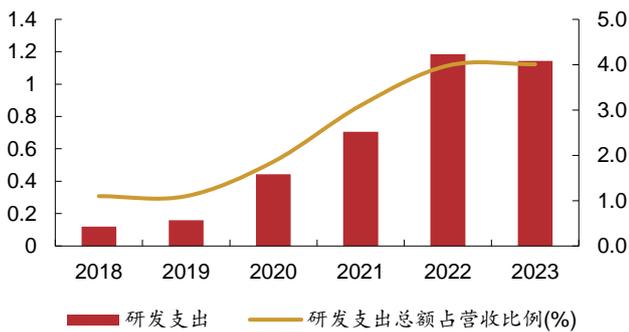


资料来源：Wind，华源证券研究

2.6 研发投入逐年增加，在研管线丰富

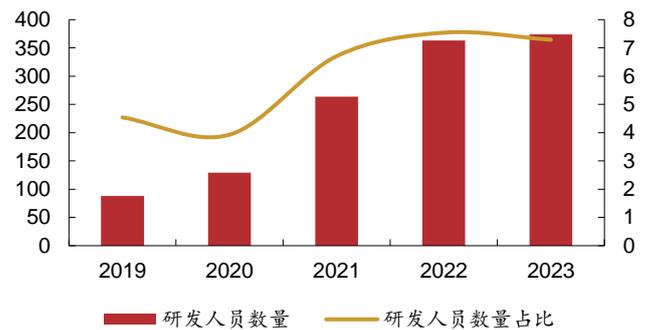
重点投入研发，战略更为聚焦。2023 年，公司进行研发改革，调整研发组织和梳理研发体系流程，将资源的投入和管理更加聚焦于核心产品，进一步提升研发效率与资源利用率。在聚焦的同时，研发投入也在持续提升，研发支出占营收总额已经从 2018 年的 1.1% 提升至 2023 年的 4.0%，研发人员也从 2019 年的 88 人大幅扩张至 2023 年 374 人。

图 27：公司研发投入情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 28：公司研发人员及占比情况（人，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

在研管线丰富，新品快速推出。24H1 公司迭代推出血糖尿酸胆固醇监测系统、脉冲一体式胎心仪、新款红外耳温枪、定制智能助听器、多档位网式雾化器、成人矫姿带、便隐血 (FOB) 检测试剂盒等 40 余款新品。同时深耕美容修复领域，迭代推出了透明质酸钠修复贴、胶原蛋白修复贴等新品，持续丰富产品矩阵，提升核心产品的竞争力。

表 1：截止 24H1 公司正在申请的产品注册情况

医疗器械名称	临床用途
电子血压计（隧道式）	适用于以示波法测量成人舒张压、收缩压、脉率，其数值供诊断参考。
医用电子体温计	供家庭和医疗机构测量人体体温。
血糖尿酸测试条	血糖尿酸测试条（电化学法）与配套的仪器配合使用，用于体外定量检测毛细血管全血和静脉全血中葡萄糖和尿酸浓度。适用于各级医疗机构专业检测，以及糖尿病患者、痛风患者或高尿酸血症患者自我监测。该产品可以同时检测葡萄糖与尿酸的浓度；只用于监测患者血糖和尿酸控制的效果，不用于糖尿病和高尿酸血症的最终诊断。
电动护理床	适用于家庭、养老院承载和护理患者。
电动轮椅车	供质量不超过 100kg 的行动有困难的残疾人和年老体弱者短距离出行代步。不得在机动车道上行驶。
双水平呼吸治疗仪	供睡眠呼吸暂停、低通气综合症患者在医院或家中进行双水平无创通气治疗。
压缩式雾化器	通过压缩气体产生的气流雾化药物并将其输送到呼吸道，供呼吸道雾化药物吸入治疗。
网式雾化器	将液态药物雾化，并将其输送到呼吸道供患者吸入治疗。
助听器	供气导性听力损失患者补偿听力。
智能耳内式助听器	适用于气导性听力损失患者的听力补偿。
卡波姆痔疮凝胶	通过在肛肠粘膜形成一层保护凝胶膜，与外界细菌物理隔离，从而阻止病原微生物定植，为痔疮创面愈合提供微环境。
碘伏棉	用于注射、输液前对完整皮肤消毒。
医用硅酮疤痕凝胶	适用于烧烫伤、创伤、手术和痤疮引起的增生性疤痕的预防和辅助治疗，不用于未愈合的伤口。
尿液分析试纸条（干化学法）	采用目测判读法对人体尿液中的酮体（KET）、蛋白质（PRO）、微量白蛋白（ALB）、肌酐（CR）进行定性或半定量检测。

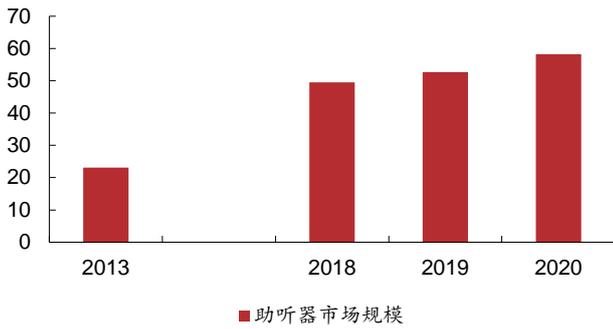
资料来源：公司公告，华源证券研究

3. 健耳听力：积极布局听力连锁服务终端，提供一站式解决方案

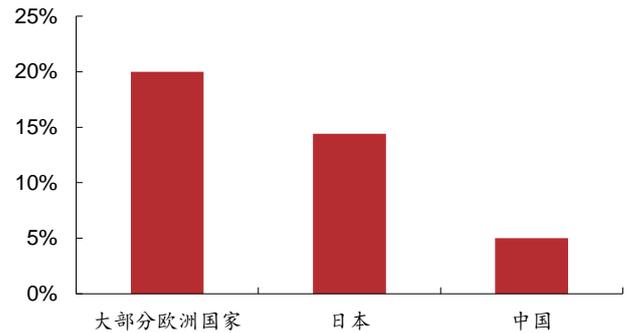
我国听力残疾患者千万级别，助听器渗透率仍有提升空间。根据第二次全国残疾人抽样调查结果显示，我国有听力残疾患者 2780 万人，患者群体庞大，对助听器的需求旺盛。2020 年我国助听器市场规模为 58.2 亿元，但渗透率与发达国家相比仍有提升空间。

图 29：中国助听器市场规模（亿元）

图 30：2018 年各国助听器渗透率对比（%）



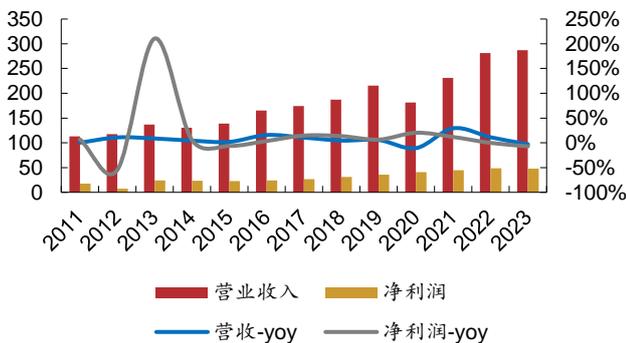
资料来源：声蓝医疗招股书，华源证券研究



资料来源：声蓝医疗招股书，华源证券研究

Sonova: 听力保健市场具备较大潜力, 已催生出营收近 300 亿元的上市公司。 Sonova 为全球领先的创新听力保健解决方案供应商, 为患者提供助听器产品、人工耳蜗、以及专业的听力保健服务等。2023 年实现收入 286.8 亿元, 净利润 47.5 亿元。Sonova 已在全球布局约 3700 个销售网点, 旗下包括峰力、优利康、汉莎通等多个知名品牌, 并通过傲诺瓦, Geers, Boots 听力保健, Connect Hearing 等品牌开展听力保健服务。

图 31: Sonova 收入及净利润情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，华源证券研究
注：每年财年从 3.31 号开始

图 32: Sonova 旗下品牌情况



资料来源：Sonova 官网，华源证券研究

可孚设立听力验配中心, 通过产品+服务为患者提供一站式听力解决方案。 2018 年, 可孚通过健耳听力在全国开设直营听力验配中心, 门店设有专业验配师, 会根据听损患者的听力损失情况和自我需求, 为其提供专业的助听器产品、听力康复方案、助听器验配调试、助听器保养以及持续的售后服务, 为患者提供一站式的听力解决方案。

图 33: 健耳听力一站式解决方案

产品

+

服务



声言放大器



听力计



免费上门服务



标准化门店专业服务



专业验配师提供优质服务



听力筛查公益服务

自主研发生产的听力计已迭代至第三代，有效降低开设听力验配中心的成本。

健耳听力提供免费上门服务，为每一位患者制定完善的听力康复计划。

全国开设的三百余家专业助听器验配中心提供助听器验配一体化专业服务，包括“亲情式服务流程”、“七星验配流程”等，一站式提供综合性听力服务解决方案。

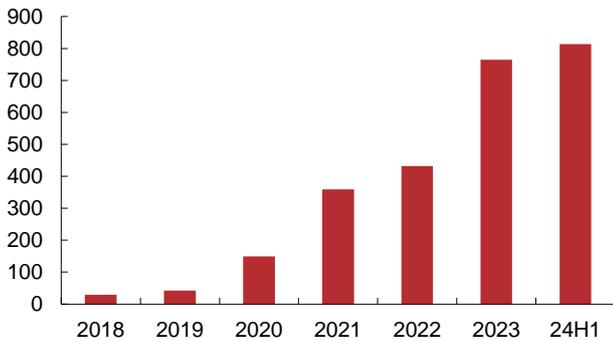
全国配备专业听力验配师不断增多，持有国家职业资格证书或职业技能等级证书的专业验配师近百名，国家三级验配师、国家四级验配师……强大的验配师资源让每一位患者拥有优质的售后服务。

流动验配车的投入和验配点的开设，为部分乡镇听力筛查输血赋能，助力听力筛查成为乡镇标配，让听力筛查公益化、常态化。与此同时，向贫困地区、弱势群体捐赠助听器设备和助听器验配服务，直接解决听损人士最为紧迫却现实的问题。

资料来源：公司官网，公司公开调研纪要，华源证券研究

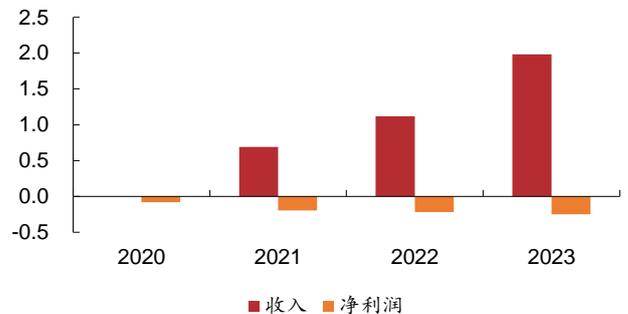
门店快速扩张，覆盖面较广。近年健耳听力门店布局加速，由 2020 年的 149 家快速增长至 24H1 的 814 家，连锁网络覆盖全国 20 个省级市场、128 个地级市场，并在湖南、四川、广西、湖北等区域实现高密度布局。业绩方面，2023 年湖南健耳听力实现收入 1.98 亿元，净亏损 2507 万元。待更多门店迈入成熟期，有望整体实现盈利。

图 34：健耳门店数量（家）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 35：湖南健耳听力收入及净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究

4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 公司将实现营业收入 32.8 亿元、39.9 亿元、48.6 亿元，同比增长 14.8%、21.8%、21.6%，分业务假设如下：

- 呼吸支持：**目前收入体量较小，核心产品包括呼吸、制氧、雾化，后续在研管线丰富，提升空间大，预计 2024-2026 年增速分别为-10%/25%/25%；

- 2) **健康监测**: 聚焦血压、血糖、体温等产品, 未来新品上市节奏和市场推广有望加速, 但 2024 年仍存在疫情带来的高基数影响, 因此预计 2024-2026 年增速分别为 -15%/20%/15%;
- 3) **康复辅具**: 旗下包括“健耳听力”, “吉芮医疗”和“背背佳”多个知名品牌, 辅助出行以及助听器等产品充分受益于老龄化, 同时核心产品也在持续迭代升级, 预计 2024-2026 年增速分别为 73%/30%/30%;
- 4) **医疗护理**: 核心产品包括敷料敷贴、口罩手套、消毒产品等, 近两年正在逐步消化疫情带来的高基数影响, 预计未来回归平稳增长, 2024-2026 年增速有望达到 -7%/10%/10%;
- 5) **中医理疗**: 随着中医药事业发展持续推进, 中医理疗类产品有望迎来新的发展机会, 公司目前正在布局单通道中频理疗仪、双通道中频理疗仪等产品, 预计 2024-2026 年增速分别为 20%/15%/15%;

表 2: 2024-2026 年公司收入预测 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2853.7	3277.2	3992.7	4856.7
yoy	-4.1%	14.8%	21.8%	21.6%
毛利率	43.3%	48.9%	49.6%	50.5%
呼吸支持类				
收入	455.4	409.9	512.4	640.4
yoy	91.4%	-10.0%	25.0%	25.0%
毛利率	39.7%	39.0%	39.5%	40.0%
健康监测类				
收入	586.8	498.8	598.5	688.3
yoy	-25.4%	-15.0%	20.0%	15.0%
毛利率	40.0%	38.0%	38.5%	39.0%
康复辅具类				
收入	773.0	1337.3	1738.4	2260.0
yoy	30.5%	73.0%	30.0%	30.0%
毛利率	48.0%	56.0%	57.0%	58.0%
医疗护理类				
收入	740.5	688.6	757.5	833.2
yoy	-32.7%	-7.0%	10.0%	10.0%
毛利率	49.7%	52.0%	52.0%	52.0%
中医理疗类				
收入	145.4	174.4	200.6	230.7
yoy	21.0%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率		40%	40%	40%
其他业务				
收入	152.7	168.2	185.3	204.1
yoy	8.4%	10.2%	10.2%	10.2%

资料来源: Wind, 华源证券研究预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.8 亿元、4.7 亿元、5.7 亿元，增速分别为 50.3%/22.4%/22.3%，当前股价对应的 PE 分别为 20X、17X、14X。同时选取同布局家用医疗器械的公司鱼跃医疗、三诺生物以及乐心医疗作为可比公司，可孚医疗估值低于可比公司。可孚医疗为家用医疗器械后起之秀，积极平台化布局，预计未来将持续聚焦核心单品+自产产品，产品管线丰富，盈利能力有望快速提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002223.SZ	鱼跃医疗	348	2,395.9	2,028.3	2,349.3	2,731.6	17.2	14.8	12.7
300298.SZ	三诺生物	163	284.4	452.8	569.8	741.6	35.9	28.5	21.9
300562.SZ	乐心医疗	28	34.4	64.5	86.9	113.0	43.9	32.6	25.1
可比公司平均估值							32.3	25.3	19.9
301087.SZ	可孚医疗	77	254.3	382.2	467.8	572.3	20.2	16.5	13.5

资料来源：Wind，华源证券研究

注：乐心医疗采用 wind 一致预期，估值日期 2024/10/18，其他来自华源证券预测

风险提示：

产品销售不及预期：若产品销售低于预期，可能会对公司业绩造成负面影响；

竞争格局恶化风险：公司为平台型器械公司，布局产品较多，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

健耳门店持续亏损风险：目前公司旗下健耳听力暂未实现盈利，不排除后续持续亏损从而影响公司整体利润的风险。

财务预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,854	3,277	3,993	4,857
%增长率	-4.1%	14.8%	21.8%	21.6%
营业成本	1,619	1,675	2,011	2,404
%销售收入	56.7%	51.1%	50.4%	49.5%
毛利	1,235	1,602	1,982	2,453
%销售收入	43.3%	48.9%	49.6%	50.5%
税金及附加	29	26	32	39
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	741	909	1,148	1,429
%销售收入	26.0%	27.7%	28.7%	29.4%
管理费用	111	138	162	194
%销售收入	3.9%	4.2%	4.1%	4.0%
研发费用	114	125	160	204
%销售收入	4.0%	3.8%	4.0%	4.2%
财务费用	-19	-18	-24	-25
%销售收入	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.5%
息税前利润 (EBIT)	226	416	507	623
%销售收入	7.9%	12.7%	12.7%	12.8%
其他收益	38	40	41	43
投资收益	48	30	28	25
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-5	-3	0
信用减值损失	-1	-5	-3	-2
资产减值损失	-52	-52	-40	-35
资产处置收益	5	1	1	1
营业利润	295	430	527	644
%增长率	-20.0%	46.0%	22.6%	22.1%
营业外收支	-9	3	3	4
利润总额	286	433	530	648
%增长率	-14.6%	51.6%	22.4%	22.2%
所得税	33	52	64	78
所得税率	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%
合并报表的净利润	253	381	467	570
少数股东损益	-1	-1	0	1
归属于母公司股东的净利润	254	382	466	570
净利率	8.9%	11.7%	11.7%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	254	382	466	570
少数股东损益	-1	-1	0	1
非现金支出	212	165	155	153
非经营收益	-45	-19	-2	1
营运资金变动	-26	-37	-110	-77
经营活动现金净流	394	489	509	647
资本开支	-372	-292	-242	-241
投资	273	200	151	101
其他	54	81	23	20
投资活动现金净流	-46	-11	68	-120
股权融资	24	13	0	0
债权融资	178	221	140	140
其他	-480	-283	-334	-407
筹资活动现金净流	-278	-50	-194	-267
现金净流量	71	428	246	261
期初现金	1,371	1,441	1,869	2,116
期末现金	1,441	1,869	2,116	2,376

资产负债表 (人民币百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,569	1,998	2,244	2,505
应收票据	1	0	0	0
应收账款	474	495	591	705
其他应收款	58	64	72	67
存货	635	576	606	607
其他流动资产	1,094	925	820	774
流动资产	3,831	4,058	4,334	4,659
长期股权投资	65	65	64	63
固定资产	1,507	1,483	1,459	1,437
在建工程	49	79	104	123
无形资产	241	233	226	219
商誉	242	442	592	742
其他非流动资产	309	257	252	247
非流动资产	2,413	2,559	2,697	2,830
资产总计	6,244	6,617	7,031	7,489
短期借款	402	502	602	702
应付票据	86	88	106	127
应付账款	397	396	464	534
其他应付款	51	54	64	77
其他流动负债	150	251	269	289
流动负债	1,086	1,291	1,506	1,730
长期借款	94	144	194	244
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	7	7	7	7
其他长期负债	149	135	125	115
负债	1,336	1,577	1,832	2,096
股本	209	209	209	209
资本公积	3,933	3,946	3,946	3,946
其他综合收益	0	0	0	0
归属所有者权益	4,899	5,032	5,191	5,384
少数股东权益	9	8	8	9
所有者权益合计	4,908	5,040	5,199	5,393
负债股东权益合计	6,244	6,617	7,031	7,489

比率分析

	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力				
净资产收益率	5.2%	7.6%	9.0%	10.6%
总资产收益率	4.1%	5.8%	6.6%	7.6%
投入资本收益率	3.6%	6.2%	7.2%	8.4%
成长能力				
营业总收入增长率	-4.1%	14.8%	21.8%	21.6%
EBIT增长率	-17.8%	83.9%	21.9%	22.9%
归母净利润增长率	-15.7%	50.3%	22.0%	22.2%
总资产增长率	-2.6%	6.0%	6.2%	6.5%
资产管理能力				
应收账款周转天数	66	53	49	48
存货周转天数	129	130	106	91
应付账款周转天数	105	85	77	75
总资产周转天数	798	706	615	538
偿债能力				
资产负债率	21.4%	23.8%	26.1%	28.0%
流动比率	3.5	3.1	2.9	2.7
速动比率	2.7	2.5	2.3	2.1
EBIT利息保障倍数	16.7	19.2	19.4	20.3

资料来源: Wind, 华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数