

医药生物

2024 年 11 月 27 日

可孚医疗 (301087)

——家用器械渠道能力突出，看好听力验配高成长潜力

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2024 年 11 月 26 日

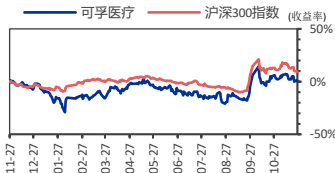
收盘价 (元)	37.05
一年内最高/最低 (元)	47.50/25.50
市净率	1.6
股息率% (分红/股价)	4.86
流通 A 股市值 (百万元)	3,356
上证指数/深证成指	3,259.76/10,333.23

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	22.68
资产负债率%	26.65
总股本/流通 A 股 (百万)	209/91
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

陈烨远 A0230521050001
chenyy@swsresearch.com

联系人

李敏杰
(8621)23297818×
limj2@swsresearch.com

投资要点：

- 可孚医疗成立于 2009 年，是一家专业从事医疗器械研发、生产、销售和服务的全生命周期个人健康管理企业。公司产品覆盖健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗五大领域，拥有丰富的产品线。
- 新冠后恢复稳健增长：**2024 年上半年公司实现收入 15.59 亿元，同比增长 3%，剔除口罩、新冠抗原检测试剂盒等防护类产品后，公司常规类产品收入同比增长超 20%。当前公司新冠影响（防护等需求减弱、库存因素）已消除，已进入长期内生稳增长通道。
- 渠道能力突出：(1) 线下：**公司构建了大型电商平台、大型连锁药房、仓储卖场、自营门店等相融合的立体式营销渠道。公司为全国 20 多万家药店提供商品和服务，连锁药房渠道覆盖全国绝大部分省市，同时自建直营门店约 800 余家，包括仓储式大卖场、“好护士”医疗器械零售门店、“健耳听力”助听器验配中心。**(2) 线上：**公司是国内较早进入线上家用医疗器械销售的公司（享受了行业发展红利），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，近年来又积极拥抱兴趣电商等新模式，兴趣电商增长显著。
- 多业务协同发展：**(1) 康复辅助器具：持续高增长，背背佳整合成功，已经成为公司新的收入和利润增长点；(2) 医疗护理：新冠期间贡献较大，预计随着渠道和终端库存的消化以及基数效应的消除，预计企稳回升，公司产品同时丰富和升级；(3) 健康监测：随着基数因素消失，2024 年下半年公司该板块业务也会同比恢复正增长；(4) 呼吸支持：随着公司自有品牌产品的推出，未来发展重心也将从代理转变为自主自产模式；(5) 中医理疗：2023 年新冠放开以来，理疗仪、膏贴等核心产品需求旺盛；(6) 听力：2023 年新店开设较多，随着新门店运营质量提升，对业绩的贡献会加速显现。
- 首次覆盖，给予“买入”评级：**预计公司 2024-2026 年收入分别为 31.81 亿元、38.31 亿元和 45.47 亿元，归母净利润分别 3.60 亿元、4.57 亿元和 5.59 亿元，分别同比增长 42%、27%和 22%，对应 PE22 倍、17 倍和 14 倍。考虑到公司及可比公司有新冠后消化库存等因素影响，选择 2025 年 PE 作为参考，可比公司 2025 年预测市盈率均值为 21 倍，以此计算，公司合理市值 94 亿元，相对 2024 年 11 月 26 日市值有约 21%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**研发风险、市场竞争加剧、成本波动

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,854	2,249	3,181	3,831	4,547
同比增长率 (%)	-4.1	5.9	11.5	20.4	18.7
归母净利润 (百万元)	254	252	360	457	559
同比增长率 (%)	-15.7	4.1	41.6	27.0	22.3
每股收益 (元/股)	1.24	1.24	1.72	2.19	2.67
毛利率 (%)	43.3	51.4	50.6	51.0	51.3
ROE (%)	5.2	5.3	7.4	8.9	10.4
市盈率	30		22	17	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 3.60 亿元、4.57 亿元和 5.59 亿元，分别同比增长 42%、27%和 22%，对应 PE22 倍、17 倍和 14 倍。考虑到公司及可比公司有新冠后消化库存等因素影响，选择 2025 年 PE 作为参考，可比公司 2025 年预测市盈率均值为 21 倍，以此计算，公司合理市值 94 亿元，相对 2024 年 11 月 26 日市值有约 21%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

(1) 康复辅助器具：2024 年受到背背佳等新品带动，预计全年高增。预计 2024-2026 年收入增速分别为 55%、30%、25%；(2) 医疗护理：去年基数较高，预计今年收入与去年持平，2025 和 2026 年恢复 10%的稳健增长（新冠影响消除，行业恢复常态，公司品类增加）；(3) 健康监测：新冠期间基数较高，预期全年下滑 15%，2025 和 2026 年恢复 15%的稳健增长（家用行业长期稳健增长，公司有 CGM 等新品贡献）；(4) 呼吸支持：新冠期间基数较高，预期全年下滑 15%，2025 和 2026 年恢复 20%的稳健增长（呼吸制氧行业为家用高成长赛道，行业内生增速较高，公司有代理转自产变化）；(5) 中医理疗：公司产品丰富，下游需求旺盛，预计 2024-2026 年分别增长 30%、25%和 20%；(6) 毛利率：保持今年上半年水平。

有别于大众的认识

(1) 市场认为家用赛道竞争过于激烈，我们认为公司品牌和渠道优势明显，已经在消费承压环境下展现了成长韧性；(2) 市场认为听力验配业务前景有限，我们认为连锁门店运营需要一定经营爬升周期，公司成立较早的门店经营稳健，公司通过管理赋能有望逐渐提升新门店利润率。

股价表现的催化剂

(1) 家用器械需求提升：经济刺激政策，包括可能的补贴政策将拉动家用器械的换新；(2) 听力门店经营加速提升：公司管理赋能，如果新门店提前进入盈利阶段将拉动公司业绩增长。

核心假设风险

(1) 研发风险：随着公司产品持续推陈出新和品类拓展，公司产品结构逐步高端化，产品开发的难度增加，关键产品研发失利将影响公司业绩；(2) 市场竞争加剧：公司在家用设备领域具备竞争优势，但近年来也持续有新厂家进入家用市场，存在市场竞争加剧的可能；(3) 成本波动：公司部分产品受到原材料、元器件等成本影响，毛利率会出现波动。

目录

1. 可孚医疗：家用医疗器械领先企业	6
1.1 长期深耕家用医疗器械，产品品类多元	6
1.2 业绩稳增长，自产/自有品牌的比例提升	8
2. 渠道和品牌优势明显，兴趣电商高增	10
2.1 线下：药店+仓储卖场+自营门店，打造立体式营销渠道	11
2.2 线上：淘宝为优势渠道，大力发展兴趣电商	11
3. 多业务协同发展，经营全面向好	13
3.1 康复辅助器具：听力高潜力，背背佳整合成功	13
3.2 医疗护理：疫情期间高基数，即将企稳回升	14
3.3 健康监测：抗原影响消除，预计长期稳增	15
3.4 呼吸支持：行业空间巨大，公司代理转自有	16
3.5 中医理疗：恢复增长，前景广阔	18
3.6 听力：行业空间巨大，看好“健耳”发展潜力	18
4. 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测：预计公司持续稳增长	20
4.2 相对估值：合理市值 94 亿元	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历史	6
图 2：公司股权结构及子公司情况	7
图 3：公司收入及增速（百万元）	8
图 4：公司归母净利润及增速（百万元）	8
图 5：公司收入拆分（百万元）	8
图 6：公司线上收入及占比（百万元）	9
图 7：公司线上收入拆分（2020 年）	9
图 8：公司毛利率	9
图 9：公司费用率	9
图 10：公司自产收入及占比（百万元）	9
图 11：公司自有品牌及占比（百万元）	9
图 12：公司产品、品牌、渠道布局	10
图 13：公司线下布局和转型过程	11
图 14：天猫主要医疗器械店铺粉丝数（万人）	11
图 15：医药电商市场规模及增速（亿元）	12
图 16：各平台渗透率（%）	12
图 17：抖音电商增速	12
图 18：公司康复辅助器具收入及增速（百万元）	13
图 19：康复辅助器具主要产品	13
图 20：背背佳产品丰富和升级	13
图 21：公司医疗护理收入及增速（百万元）	14
图 22：公司医疗护理毛利率	14
图 23：公司健康监测收入及增速（百万元）	15
图 24：公司健康监测毛利率	15
图 25：中国糖尿病患者人数（万人）	16
图 26：公司 BGM 和 CGM	16
图 27：公司呼吸支持收入及增速（百万元）	16
图 28：COPD/OSA 治疗方案	16
图：中国呼吸机市场规模（亿元）	

图 30：中国制氧机市场规模（亿元）	17
图 31：呼吸机和制氧机自产情况（2020 年）	17
图 32：可孚家用呼吸机	17
图 33：公司中医理疗收入及增速（百万元）	18
图 34：公司部分中医理疗产品	18
图 35：健耳听力门店数量（家）	18
图 36：听力收入及增速（百万元）	18
表 1：公司主要产品	7
表 2：健耳听力新老门店运营情况	19
表 3：公司盈利预测（百万元）	20
表 4：相对估值表（亿元，2024/11/26）	21

1. 可孚医疗：家用医疗器械领先企业

1.1 长期深耕家用医疗器械，产品品类多元

可孚医疗成立于 2009 年，是一家专业从事医疗器械研发、生产、销售和服务的全生命周期个人健康管理企业。公司产品覆盖健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医疗理五大领域，拥有丰富的产品线，能够为消费者提供一站式解决方案，有效满足消费者对品质和品类的需求。

图 1：公司发展历史



资料来源：wind，申万宏源研究

近年来，公司不断加大产品的研发创新力度，提高自主生产能力，完善和拓展销售渠道，加强公司品牌建设，保持核心竞争优势。五大产品线推陈出新，实现了较好的产品拓展和高端转型。

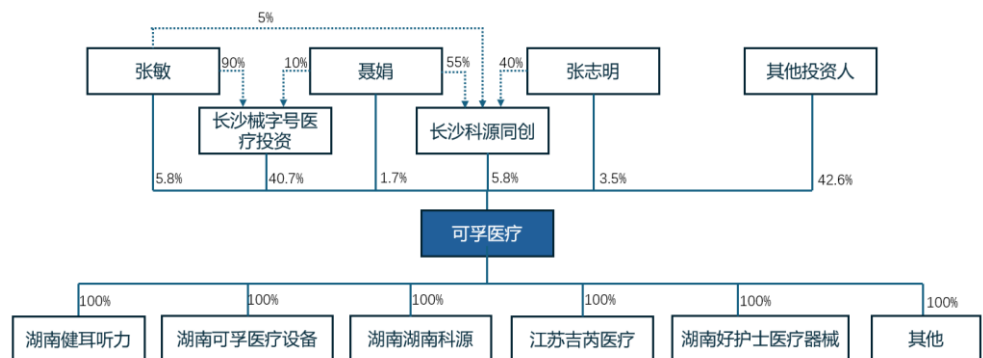
表 1：公司主要产品

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、胃幽门螺杆菌快速检测试纸、早孕检测试纸、胎心仪、听诊器等	
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、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、氧立得手提便携式制氧器、氧气袋、雾化器、鼻腔护理等	
中医医疗	以中医理论为基础，利用自然界物理因素或现代物理治疗设施，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	

资料来源：公司 2024 半年报，申万宏源研究

公司股权相对集中：公司实控人张敏和聂娟分别直接持有公司 5.8%和 1.7%的股份，同时通过长沙械字号医疗投资和长沙科源投资间接持有公司 40.7%和 5.8%的股份，公司股权相对集中。截至 2024 年半年报，公司在国内设有 89 家子公司，791 家分公司，公司已经形成较为完善的研发、生产、营销及服务网络。

图 2：公司股权结构及子公司情况

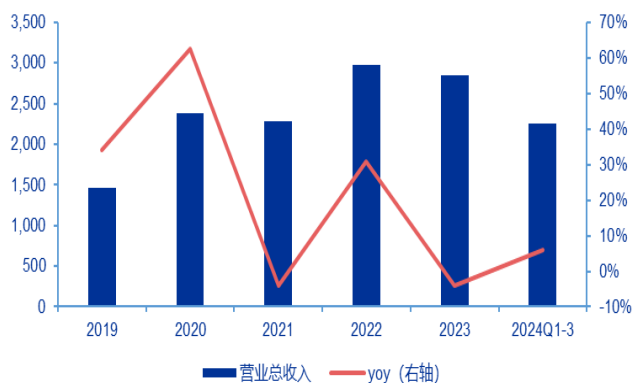


资料来源：wind，申万宏源研究

1.2 业绩稳增长，自产/自有品牌的比例提升

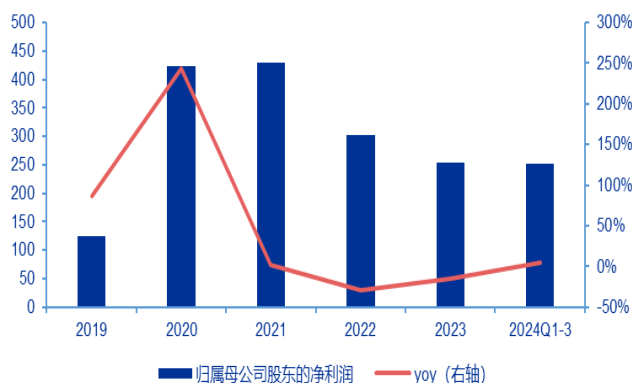
公司业绩稳健：公司 2023 年收入 28.5 亿元，同比下降 4%（2022 年新冠高基数），2019-2023 年 CAGR 为 18%。2024 年上半年公司实现收入 15.59 亿元，同比增长 3%，剔除口罩、新冠抗原检测试剂盒等防护类产品后，公司常规类产品收入同比增长超 20%。2024 年三季度公司实现收入 6.9 亿元，同比增长 14%。当前公司新冠影响（防护等需求减弱、库存因素）已消除，已进入长期内生稳增长通道。

图 3：公司收入及增速（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

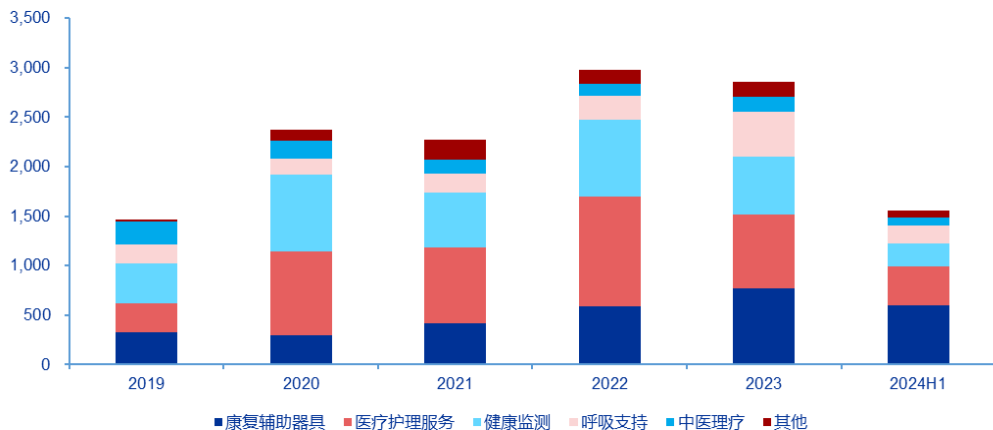
图 4：公司归母净利润及增速（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

收入结构均衡：分产品线看，2023 年康复辅助器具为公司第一大业务（收入占比 27%），其次是医疗护理服务（占 26%）、健康监测（占 21%）、呼吸支持（占 16%）。2023 年对比 2019 年（剔除新冠扰动），这四大产品线均有较高复合增长。

图 5：公司收入拆分（百万元）

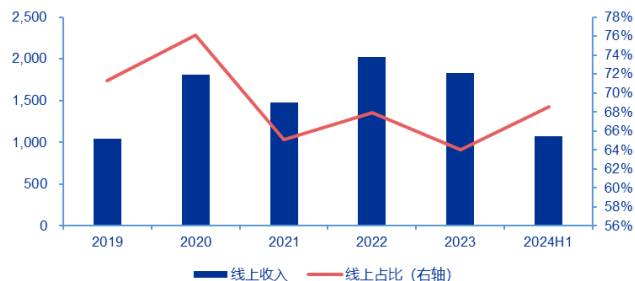


资料来源：wind，申万宏源研究

公司以线上收入为主：公司是国内较早进入线上家用医疗器械销售的公司（享受了行业发展红利），近年来又积极拥抱兴趣电商等新模式。当前公司收入以线上为主，2023 年公司线上收入 18.27 亿元，收入占比 64%，2019-2023 年 CAGR 为 15%。分渠道看，线

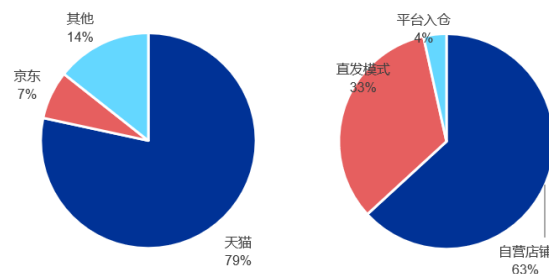
上收入以天猫自营为主，近年来兴趣电商高增，根据公司 2023 年年报，2023 年兴趣电商收入增长 200%。

图 6：公司线上收入及占比（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

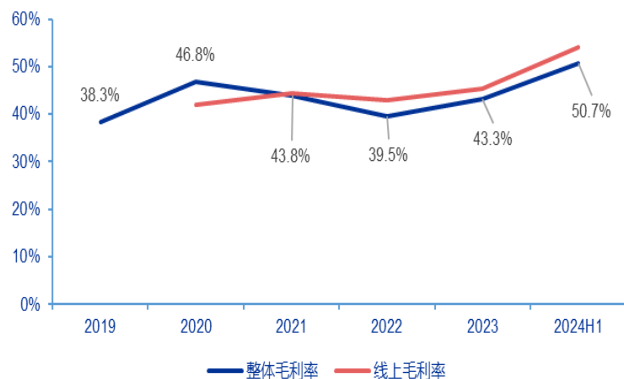
图 7：公司线上收入拆分（2020 年）



资料来源：wind，申万宏源研究

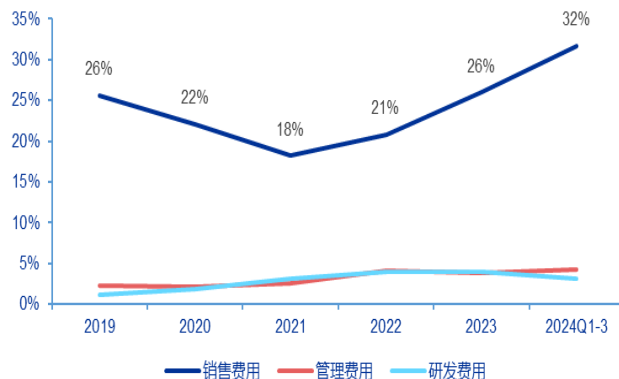
毛利率和费用率提升：近年来公司毛利率逐步提升，2024 年公司通过新品迭代、优化产品结构、精细化运营、降本增效等措施，综合毛利率已经提升至 50.7%。费用方面，由于公司健耳门店数量的增长、线上及线下营销投入等原因，销售费用率增长明显，2024 年前三季度销售费用率约 32%。

图 8：公司毛利率



资料来源：wind，申万宏源研究

图 9：公司费用率

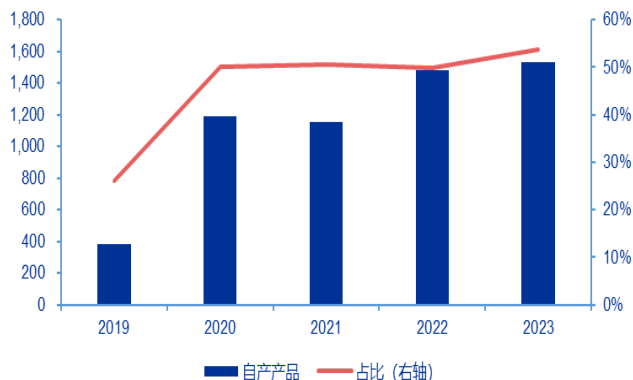


资料来源：wind，申万宏源研究

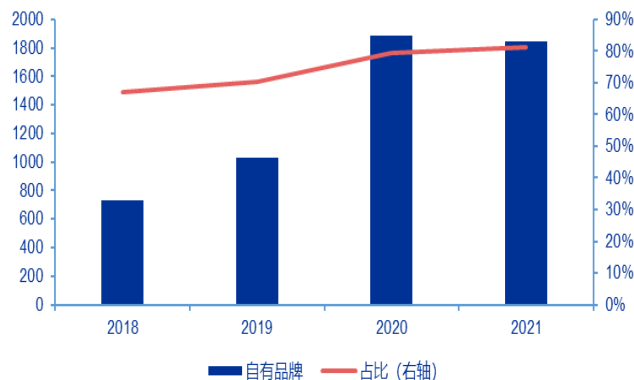
自产/自有品牌的比例不断提升：公司以代理/贴牌起家（以代理欧姆龙、瑞思迈、罗氏、三诺、鱼跃等国内外知名品牌产品为主），近年来已经转型为自己品牌/自产为主的模式。2021 年公司自有品牌收入占比超过 80%，自产产品收入占比超过 50%（自由品牌可分为自产和外购），公司自有品牌/自产比例的提高也是公司毛利率提高的原因之一。

图 10：公司自产收入及占比（百万元）

图 11：公司自有品牌及占比（百万元）



资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: wind, 申万宏源研究

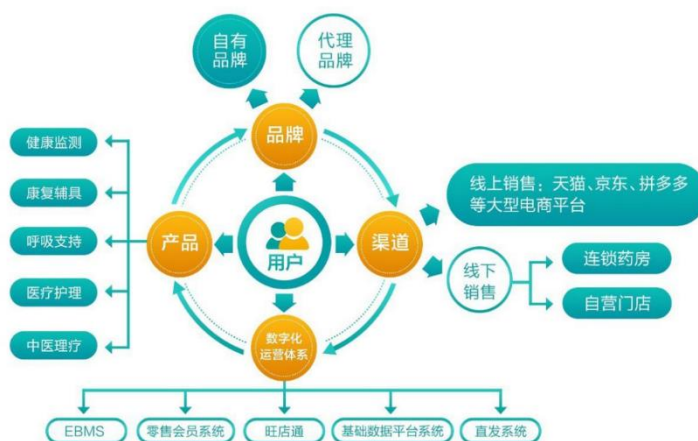
股权激励彰显信心: 2023 年起公司新冠影响逐渐消除, 2024 年 1 季度公司发布新一期股权激励, 首次授予的激励对象总人数为 339 人, 包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术(业务)骨干。股权激励目标为以 2023 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 20%, 2025 年净利润增长率不低于 40%, 2026 年净利润增长率不低于 60%。公司股权激励计划的发布也充分展现了新冠后长期增长的信心。

2. 渠道和品牌优势明显, 兴趣电商高增

品牌优势: 公司在主品牌“可孚”基础上, 公司构建了多元化的品牌矩阵, 包括康复领域“健耳听力”“吉芮医疗”和“背背佳”, 美容修复领域“颜本舒”, 以及专注呼吸领域“氧立得”等品牌。各品牌在产品定位、面向的消费人群及其需求上形成良好的互补性, 满足了市场的多元化需求。

“线下+线上”渠道优势: 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。

图 12: 公司产品、品牌、渠道布局

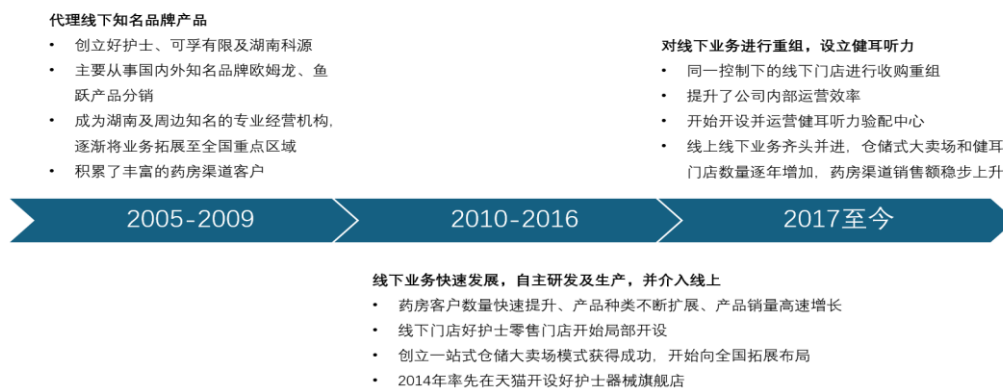


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

2.1 线下：药店+仓储卖场+自营门店，打造立体式营销渠道

公司构建了大型电商平台、大型连锁药房、仓储卖场、自营门店等相融合的立体式营销渠道。公司为全国 20 多万家药店提供商品和服务，连锁药房渠道覆盖全国绝大部分省市。公司自建直营门店约 800 余家，包括仓储式大卖场、“好护士”医疗器械零售门店、“健耳听力”助听器验配中心。

图 13：公司线下布局和转型过程

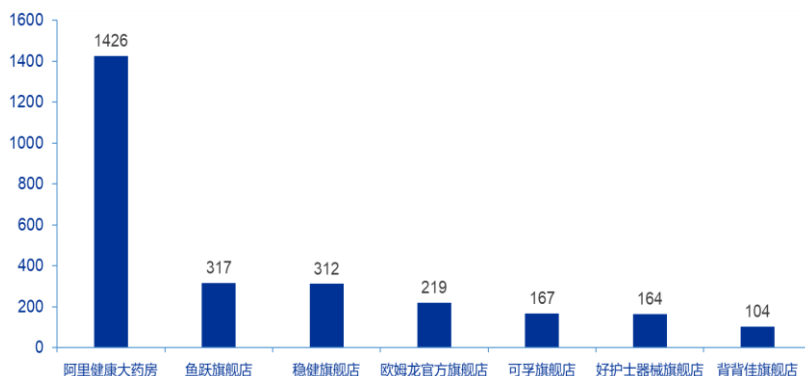


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.2 线上：淘宝为优势渠道，大力发展兴趣电商

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。根据公司半年报，“可孚”品牌在天猫、京东等电商平台的医疗器械类目下的交易指数排名均居前列，已累计为全球 5000 万个家庭提供了多样化产品和服务。

图 14：天猫主要医疗器械店铺粉丝数（万人）

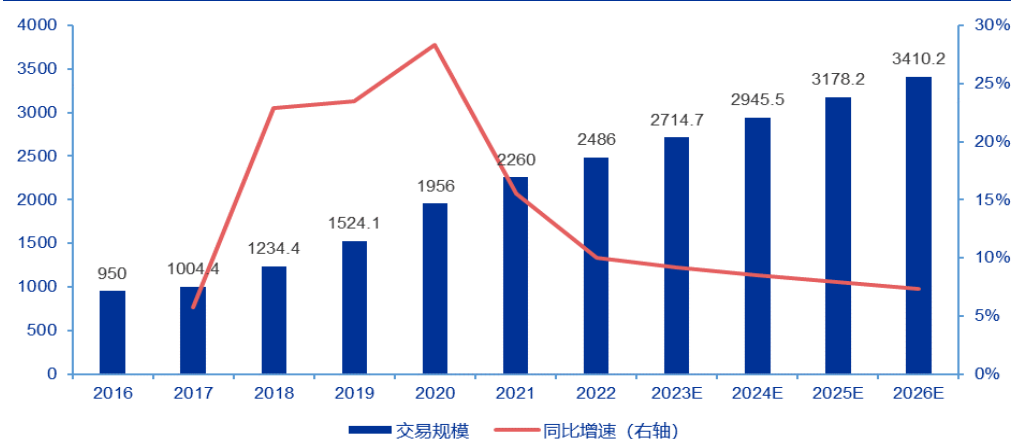


资料来源：天猫，申万宏源研究

截至 2024 年 11 月 20 日

根据第 54 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2024 年 6 月，我国互联网普及率达 78.0%。随着政策和资本支持增强，以及信息技术及物流基础设施的发展，医疗器械网购规模持续增长，电商已经成为家用医疗器械行业增长最快的销售渠道。根据国家药监局披露，全国进行医疗器械网络销售企业从 2018 年 0.87 万家增至 2024 年 6 月的 30.08 万家；第三方平台从 2018 年的 77 家增长至 2024 年 6 月的 885 家。国内电商发展迅速，医药电商行业也不断扩容。

图 15：医药电商市场规模及增速（亿元）

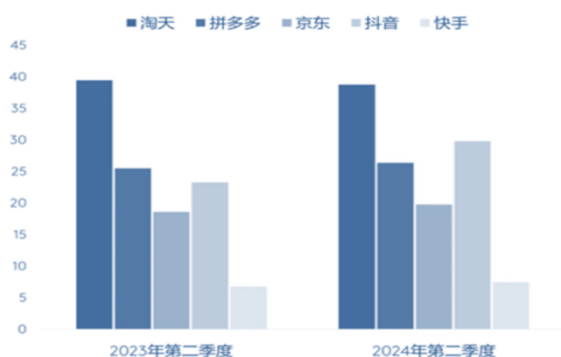


资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

近年来以兴趣电商为代表的电商新模式，以创新内容为主导，带来了消费场景的变化和重构，打通医疗器械科普与产品销售，更好地激发和满足消费者潜在的需求。

根据凯度（KANTAL）的数据，2024 年上半年，淘天集团仍占据市场主导地位，但市场份额同比下滑了 3 个百分点。京东和拼多多的市场份额分别实现了 0.2 个百分点和 0.8 个百分点的增长。兴趣电商则持续扩大消费者规模，2024 年上半年，有 37.2% 的中国城镇家庭在抖音平台上购买快消品，其渗透率超过拼多多。大众消费市场普遍低迷的大环境下，抖音电商在 2023 年依旧保持了非常可观的规模增长速度。

图 16：各平台渗透率 (%)



资料来源：凯度（KANTAL），申万宏源研究

图 17：抖音电商增速



资料来源：《2023 抖音电商年报》，申万宏源研究

近年来可孚医疗成功发力兴趣电商渠道，实现直播的常态化和品类的垂直化，通过品牌直播、达人带货、短视频推广等手段，深入挖掘用户潜在需求，撬动品牌全新增长并赋

能全渠道。实现兴趣电商业务高增,根据公司 2023 年年报,2023 年兴趣电商收入增长 200%,兴趣电商在公司销售收入中的占比不断提高。

3. 多业务协同发展, 经营全面向好

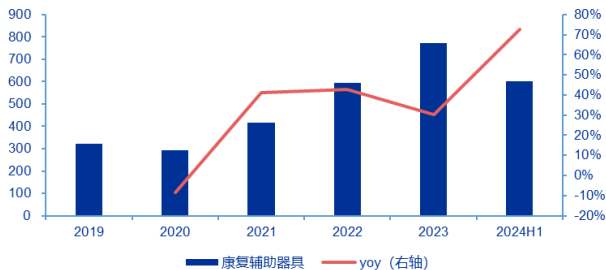
公司产品覆盖健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗五大领域, 拥有丰富的产品线, 能够为消费者提供一站式解决方案, 有效满足消费者对品质和品类的需求。近年来, 公司不断加大产品的研发创新力度, 提高自主生产能力, 完善和拓展销售渠道, 加强公司品牌建设, 保持核心竞争优势。

3.1 康复辅助器具: 听力高潜力, 背背佳整合成功

康复辅助器是具用于改善、替代人体功能, 实施辅助性治疗或者预防残疾的家用产品, 公司当前康复辅助器具产品主要包括轮椅、代步车、护理床、移位机、听力计、助听器、助行器、腋下拐、手杖等, 拥有的康复辅助器具品牌包括“健耳听力”“吉芮医疗”和“背背佳”。

康复辅助器具当前是公司收入占比最高的业务且维持高增长。2023 年公司该板块收入 7.73 亿元, 同比增长 30%, 2024 年上半年收入 6.01 亿元, 同比增长 73%。

图 18: 公司康复辅助器具收入及增速 (百万元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

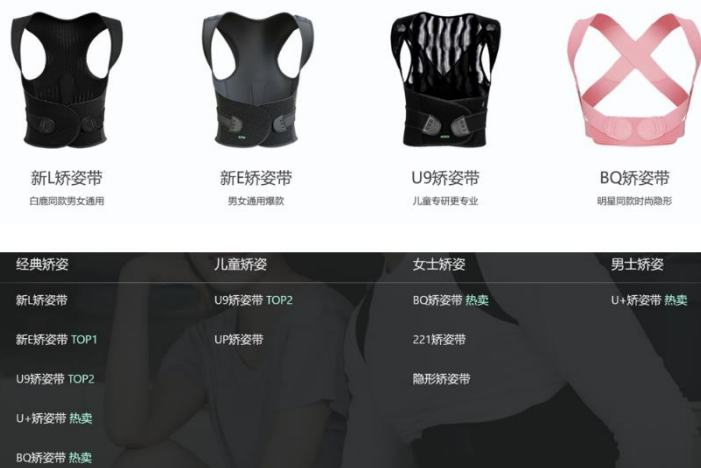
图 19: 康复辅助器具主要产品



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

公司 2022 年 3 月公告以自有资金人民币 17700 万元收购橡果贸易 100% 股权及其关联公司中与“背背佳”相关的知识产权。“背背佳”品牌有 20 年以上的历史, 主要用户群体是年轻人和青少年, “背背佳”产品在天猫商城矫姿品类连续多年排名第一、京东商城健康品类热销品牌, 是目前天猫商城康复类矫姿细分领域销售规模最大的品牌, 极具市场潜力。公司现有产品品类中包含了颈腰部康复、腿部矫形、理疗按摩等多个医疗康复产品, 收购“背背佳”背部矫姿产品进一步完善康复类产品的结构。

图 20: 背背佳产品丰富和升级



资料来源：公司官网，申万宏源研究

围绕“背背佳”品牌，打造矫姿产品组合：收购“背背佳”后，公司将“背背佳”作为康复辅具类产品的子品牌，对产品进行了迭代升级。目前已推出多个新款矫姿带产品（从儿童、青少年到全人群），提升了产品的性能和佩戴的舒适度。同时基于公司强大的电商运营能力及仓储管理能力，从渠道上对产品进行赋能，并探索抖音、快手等兴趣电商的布局，“背背佳”系列康复产品已经成为公司新的收入和利润增长点。

3.2 医疗护理：疫情期间高基数，即将企稳回升

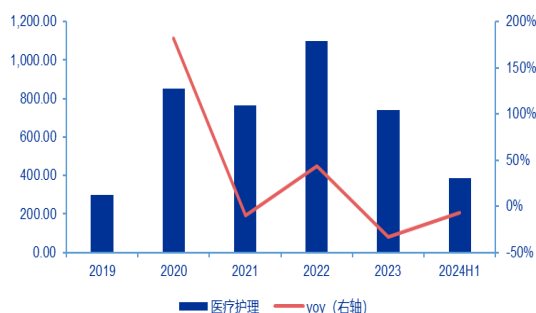
医疗护理产品为用于检查、诊断、治疗、护理的各类一次性使用医疗、护理用品，产品包括敷贴/敷料类、口罩、手套、医用防护服、纱布/绷带类、棉球/棉签/棉片类、消毒产品、口腔护理等。

根据公司招股书，天猫平台上口罩销售额排名靠前的主要有可孚、稳健、振德等品牌，按照天猫平台上该类产品所有品牌的交易指数排名，可孚自有品牌“可孚”2019年12月排名第1、2020年12月排名第1。天猫平台上一次性手套销售额排名靠前的主要有可孚、爱马斯、维德等品牌，按照天猫平台上该类产品所有品牌的交易指数排名，可孚自有品牌“可孚”2019年12月排名第1、2020年12月排名第9。

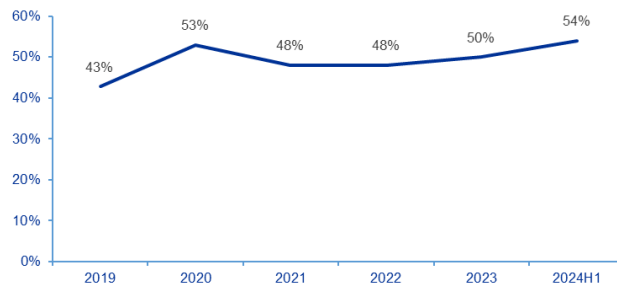
疫情期间高基数，预计即将企稳回升：新冠疫情期间，公司医疗护理业务收入对公司业绩贡献较大，2023年该业务出现同比下滑，2024H1同比下降7%（2023H1基数较高），预计随着渠道和终端库存的消化以及基数效应的消除，2024H2公司医疗护理业务将企稳回升。

图 21：公司医疗护理收入及增速（百万元）

图 22：公司医疗护理毛利率



资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: wind, 申万宏源研究

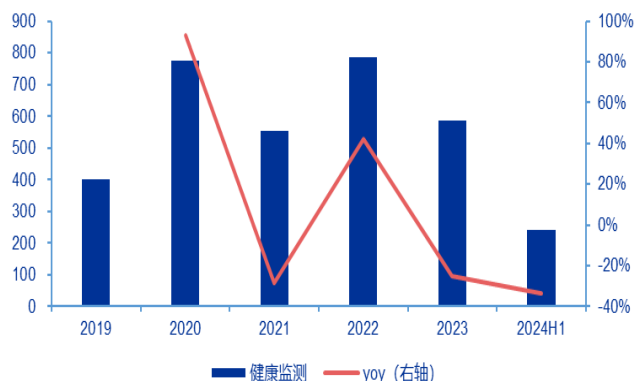
业务结构升级:近年来公司加大对高价值医疗护理类的产品研发,根据公司 2023 年报,公司计划完成透明质酸钠修复贴、胶原蛋白修复贴、医用硅酮疤痕凝胶等美容修复产品的配方优化和工艺提升,加强对胶原蛋白等原料端的基础研究。同时推出液体敷料、新款医用护理垫、新款造口袋、造口皮肤保护剂、黏胶剥离剂等新品上市。

3.3 健康监测: 抗原影响消除, 预计长期稳增

健康监测产品主要用于监测人体生理参数,公司健康监测主要产品包括血糖系统、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、胎心仪、听诊器等。

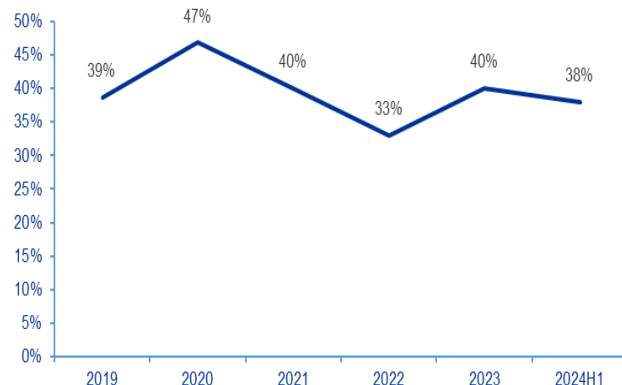
短期受到抗原检测影响, 预计 2024H2 恢复增长:2023 年,公司健康监测板块收入 5.87 亿元,同比下降 25% (主要源于新冠抗原检测试剂等影响,剔除新冠抗原业务,健康监测板块仍保持正增长)。2024 年上半年,公司健康监测板块收入 2.40 亿元,同比下降 33% (去年上半年基数较高,2024H1 环比正增长)。我们预计随着基数因素消失,2024 年下半年公司该板块业务也会同比恢复正增长。

图 23: 公司健康监测收入及增速 (百万元)



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 24: 公司健康监测毛利率

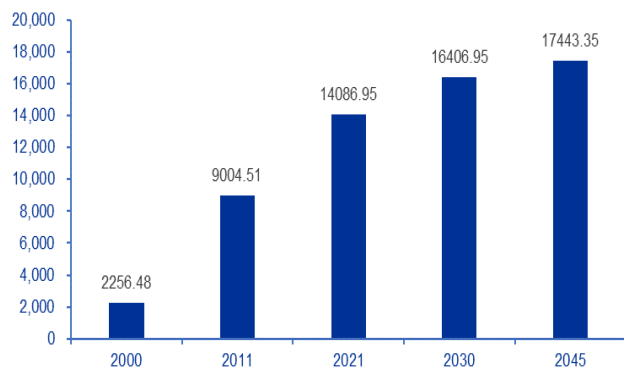


资料来源: wind, 申万宏源研究

健康监测类产品多具有患者基数大、监测频次高、渗透率低的特征：（1）以血糖检测为例，据中国产业信息网的数据，我国糖尿病患者血糖仪渗透率仅在 25%左右，低于世界平均 60%的水平，与欧美国家 90%的血糖仪渗透率更是相距甚远。使用频率方面，美国患者平均每年检测 400 次血糖，但是中国患者平均每年只测约 120 次。（2）以血压计为例，根据《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，我国 18 岁及以上居民高血压患病率为 27.5%，根据共研网数据，我国电子血压计普及率仅约 10%（根据卫生部疾控中心数据，美国和日本的普及率为 50%和 60%）。

血糖方面，公司不仅有传统血糖仪 BGM 产品，也有和外部合作了具有较强竞争力的 CGM 产品。公司健康监测类产品多元、品牌和渠道能力突出，预计将长期受益于老龄化和健康意识提升。

图 25：中国糖尿病患者人数（万人）



资料来源：IDF，申万宏源研究

图 26：公司 BGM 和 CGM



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.4 呼吸支持：行业空间巨大，公司代理转自有

公司呼吸支持产品包括呼吸机、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。

2023 年新冠高基数：2023 年公司呼吸支持业务实现收入 4.55 亿元（受益于新冠放开需求旺盛），同比增长 91%。2024 年上半年呼吸支持板块收入 1.75 亿元，同比下降 35%（但相较 2022H1 有超过 60%增长）。

图 27：公司呼吸支持收入及增速（百万元）

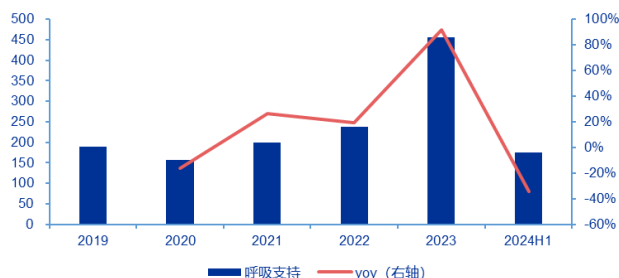
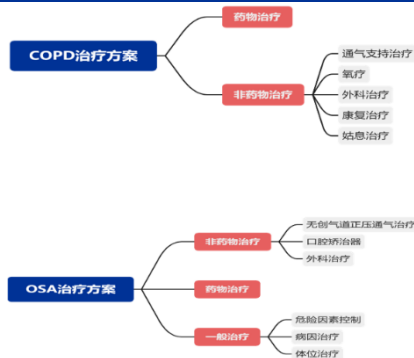


图 28：COPD/OSA 治疗方案



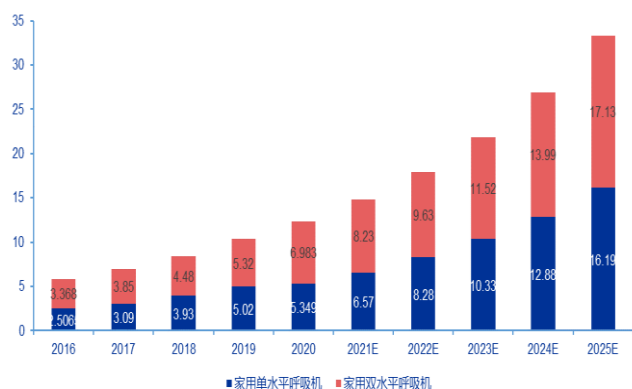
资料来源: wind, 申万宏源研究

资料来源: 申万宏源研究

COPD/OSA 患病基数庞大。根据弗若斯特沙利文预计, 由于 COPD 患病率随着年龄增长而增加, 伴随着吸烟、空气污染以及职业性灰尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势, 未来几十年内, 全球 COPD 患病人数将持续增加, 从 2020 年的 4.7 亿增加至 2025 年 5.3 亿, 而中国 COPD 患病人数由 2020 年的 1 亿增长至 2025 年 1.1 亿。OSA 方面, 弗若斯特沙利文预计, 随着超重和肥胖人群的增多和老龄化加剧, 全球 30-69 岁 OSA 患病人数从 2020 年的 10.7 亿左右将增加至 2025 年 11.6 亿左右, 而中国 30-69 岁 OSA 患病人数由 2020 年的 2 亿左右将增长至 2025 年 2.1 亿人左右。

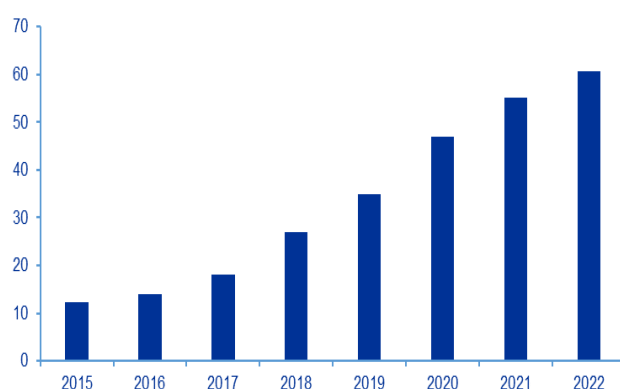
根据智研咨询的数据, 2022 年我国制氧机产量为 228.8 万台, 2022 年市场规模约为 60.73 亿元, 2015 年到 2022 年年复合增长率约为 26% (其中家用制氧机市场规模占到了 86.7%)。虽然疫情相关需求减少, 但是老龄化和健康意识提升持续带动制氧机的需求, 2022 年我国制氧机的需求量约为 214.5 万台。

图 29: 中国呼吸机市场规模 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

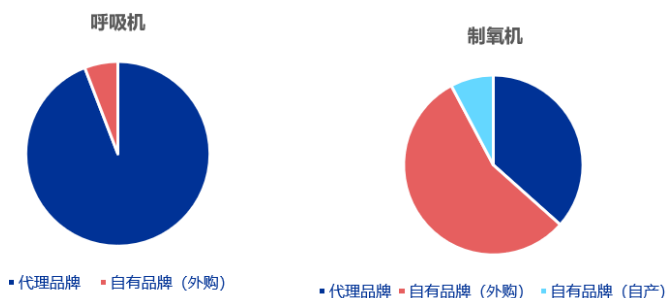
图 30: 中国制氧机市场规模 (亿元)



资料来源: 智研咨询, 申万宏源研究

呼吸支持类医疗器械是家用医疗器械中重要组成部分, 近年来国内厂家快速发展, 国产化率不断提升。公司该业务早期以代理为主 (特别是代理进口品牌瑞思迈的呼吸机), 而随着公司自有品牌产品的推出, 未来发展重心也将从代理转变为自主自产模式。

图 31: 呼吸机和制氧机自产情况 (2020 年)



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 32: 可孚家用呼吸机



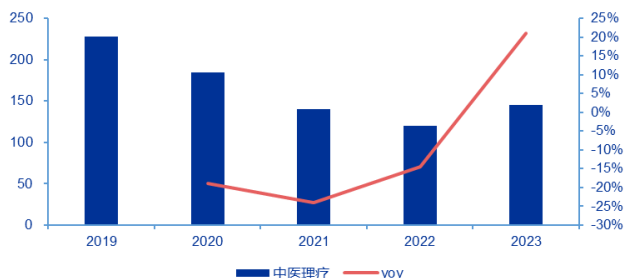
资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

3.5 中医理疗：恢复增长，前景广阔

中医理疗是以中医理论为基础，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。公司中医理疗产品主要包括理疗仪、按摩器、艾叶及制成品、温灸产品、拔罐器、刮痧板等。

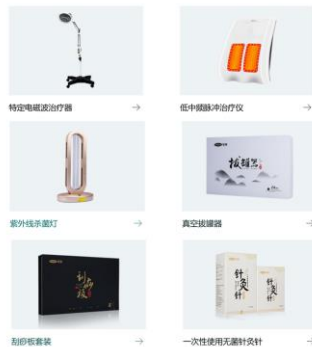
2020 年以来受到下游需求波动影响，公司中医理疗业务下滑，2023 年新冠放开以来，公司中医理疗产品收入 1.45 亿元，同比增长 21%，理疗仪、膏贴等核心产品实现较快增长。今年公司中医理疗收入继续维持较高增速。

图 33：公司中医理疗收入及增速（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 34：公司部分中医理疗产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.6 听力：行业空间巨大，看好“健耳”发展潜力

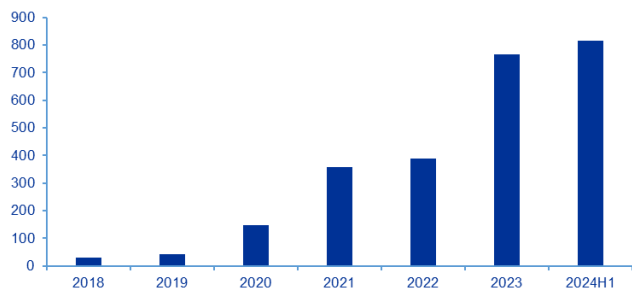
与其他标准化家用医疗器械不同，助听器的专业化验配及售后服务十分重要，目前全球助听器市场 95% 以上份额被国外 SONOVA 等听力集团所占有，国内助听器验配门店连锁化程度低，服务质量参差不齐，专业化的品牌连锁门店可以让消费者获得更好的服务体验。

2018 年，公司设立健耳听力，专业布局助听器验配门店。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、线上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。

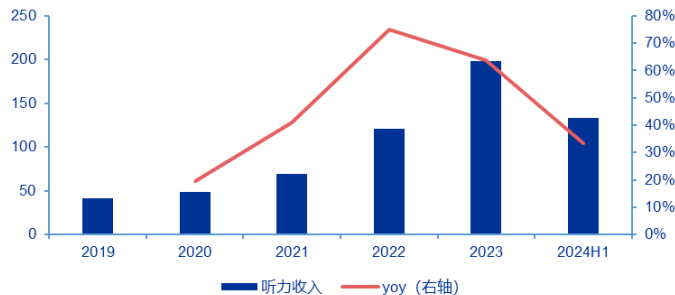
截至健耳听力已开业门店 814 家（2024 年主要完成 2023 年签约门店的开店），已覆盖全国 19 个省级市场，其中湖南、四川、广西、湖北均超 100 家。2024H1 公司听力业务收入 1.33 亿元，同比增长 33.48%。

图 35：健耳听力门店数量（家）

图 36：听力收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

助听行业空间广阔：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。我国约 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）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需求的 3%。我国是世界上耳聋人数最多的国家之一，助听器佩戴率不足 5%，而发达国家的佩戴率约 30%，这为我国助听器产业的发展提供巨大的发展空间。

公司听力业务潜力巨大：助听器验配依赖验配的专业性和服务水平，从新老门店运营看，助听器验配存在明显的回报周期，新老门店的毛利率接近但收入和利润水平差距较大。我们认为，近年来公司健耳听力门店数量快速增加，当前新店占比高，未来随着新门店运营质量提升，对业绩的贡献会加速显现。

表 2：健耳听力新老门店运营情况

	2020		2019		2018
	新门店	老门店	新门店	老门店	新门店
期末数量（家）	106	43	17	26	30
平均收入（万元）	3.82	49.26	9.69	55.36	22.37
毛利率	71%	66%	63%	60%	66%
平均营业利润（万元）	-1.98	13.1	-1.4	7.32	3.65

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：预计公司持续稳增长

基于以下假设：

- (1) 康复辅助器具：2024 年受到背背佳等新品带动，预计全年高增。公司在该板块持续发力，预计 25-26 年将延续强劲增长趋势，预计 2024-2026 年收入增速分别为 55%、30%、25%；
- (2) 医疗护理：去年基数较高，预计今年收入与去年持平，2025 和 2026 年恢复 10%的稳健增长（新冠影响消除，行业恢复常态，公司产品类增加）；
- (3) 健康监测：新冠期间基数较高，预期全年下滑 15%，2025 和 2026 年恢复 15%的稳健增长（家用行业长期稳健增长，公司有 CGM 等新品贡献）；
- (4) 呼吸支持：新冠期间基数较高，预期全年下滑 15%，2025 和 2026 年恢复 20%的稳健增长（呼吸制氧行业为家用高成长赛道，行业内生增速较高，公司有代理转自产变化）；
- (5) 中医理疗：公司产品丰富，下游需求旺盛，预计 2024-2026 年分别增长 30%、25%和 20%；
- (6) 毛利率：保持今年上半年水平（康复辅助器具 62%、医疗护理 54%、健康监测 38%、呼吸支持 39%）；
- (7) 费用率：2024-2026 年均维持 2024 年上半年的水平（约 32%）；管理费用率 4%、3.5%和 3%（参照 2024 年上半年 4%）；研发费用率维持在 3%（参照 2024 年上半年 3%）

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 31.81 亿元、38.31 亿元和 45.47 亿元，分别同比增长 11%、20%和 19%，归母净利润分别 3.60 亿元、4.57 亿元和 5.59 亿元，分别同比增长 42%、27%和 22%。

表 3：公司盈利预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1462	2375	2276	2977	2854	3181	3831	4547
yoy		62%	-4%	31%	-4%	11%	20%	19%
毛利率	38%	47%	44%	40%	43%	51%	51%	51%
康复辅助器具	321	293	415	592	773	1198	1558	1947
yoy		-9%	41%	43%	30%	55%	30%	25%
毛利率	32%	34%	40%	38%	48%	62%	62%	62%
医疗护理服务	301	849	765	1100	740	740	815	896
yoy		182%	-10%	44%	-33%	0%	10%	10%
毛利率	43%	53%	48%	48%	50%	54%	54%	54%
健康监测	402	777	554	786	587	499	574	660
yoy		%	-%	%	-%	-%	%	%

毛利率	39%	47%	40%	33%	40%	38%	38%	38%
呼吸支持	189	158	200	238	455	387	465	557
yoy		-16%	26%	19%	91%	-15%	20%	20%
毛利率	36%	40%			40%	39%	39%	39%
中医理疗	228	185	140	120	145	189	236	283
yoy		-19%	-24%	-14%	21%	30%	25%	20%
其他	21	114	202	141	153	168	185	203

资料来源：wind，申万宏源研究

4.2 相对估值：合理市值 94 亿元

我们选取 A 股家用医疗器械公司鱼跃医疗（产品包括呼吸、血糖等，也为国内家用医疗器械平台公司）、三诺生物（产品包括血糖、血压等，和公司业务接近）、欧普康视（院外器械公司，“产品+服务”模式和公司相似）、稳健医疗（产品包括敷料等，和公司业务接近）。

表 4：相对估值表（亿元，2024/11/26）

代码	公司	市值	利润 (2024E)	利润 (2025E)	P/E(2024E)	P/E(2025E)
002223.SZ	鱼跃医疗	349	20.51	23.50	17	15
300298.SZ	三诺生物	132	3.75	4.85	35	27
300595.SZ	欧普康视	164	7.14	8.21	23	20
300888.SZ	稳健医疗	197	8.07	9.75	24	20
	平均				25	21
301087.SZ	可孚医疗	77	3.60	4.57	22	17

资料来源：wind，申万宏源研究

注：可比公司盈利预测取 wind 一致预测

考虑到公司及可比公司有新冠后消化库存等因素影响，选择 2025 年 PE 作为参考，可比公司 2025 年预测市盈率均值为 21 倍，以此计算，公司合理市值 94 亿元，相对 2024 年 11 月 26 日市值有约 21% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

研发风险：随着公司产品持续推陈出新和品类拓展，公司产品结构逐步高端化，产品研发的难度增加，关键产品研发失利将影响公司业绩；

市场竞争加剧：公司在家用设备领域具备竞争优势，但近年来也持续有新厂家进入家用市场，存在市场竞争加剧的可能；

成本波动：公司部分产品受到原材料、元器件等成本影响，毛利率会出现波动。

财务摘要

合并损益表

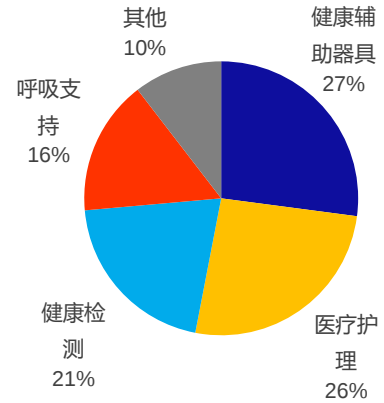
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,977	2,854	3,181	3,831	4,547
营业收入	2,977	2,854	3,181	3,831	4,547
健康辅助器具	592	773	1,198	1,558	1,947
医疗护理	1,100	740	740	815	896
健康检测	786	587	499	574	660
呼吸支持	238	455	387	465	557
其他	261	298	357	421	487
营业总成本	2,646	2,594	2,828	3,371	3,961
营业成本	1,801	1,619	1,572	1,877	2,213
健康辅助器具	367	402	455	592	740
医疗护理	572	370	341	375	412
健康检测	527	352	309	356	409
呼吸支持	238	273	236	283	340
其他	97	221	231	271	312
税金及附加	20	29	32	39	46
销售费用	619	741	1,018	1,226	1,455
管理费用	122	111	127	134	136
研发费用	118	114	95	115	136
财务费用	-33	-19	-17	-20	-26
其他收益	31	38	38	38	38
投资收益	57	48	48	48	48
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	-2	0	0	0
信用减值损失	-15	-1	-1	-9	-9
资产减值损失	-46	-52	-33	-24	-29
资产处置收益	6	5	5	5	5
营业利润	368	295	409	518	637
营业外收支	-34	-9	0	0	0
利润总额	334	286	409	518	637
所得税	32	33	49	61	80
净利润	302	253	360	457	558
少数股东损益	0	-1	0	-1	-2
归母净利润	302	254	360	457	559

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

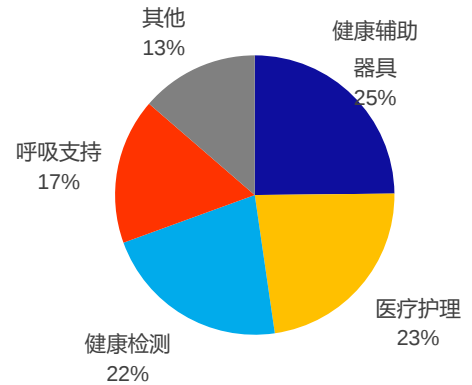
合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	302	253	360	457	558
加：折旧摊销减值	127	159	196	197	214
财务费用	10	9	-17	-20	-26
非经营损失	-74	-55	-52	-52	-52
营运资本变动	-381	-24	-30	-151	-184
其它	114	52	0	0	0
经营活动现金流	99	394	457	431	510
资本开支	639	372	113	75	55
其它投资现金流	101	326	59	48	48
投资活动现金流	-537	-46	-54	-28	-8
吸收投资	16	24	0	0	0
负债净变化	218	178	-17	-17	-17
支付股利、利息	265	250	366	234	297
其它融资现金流	-98	-230	17	20	26
融资活动现金流	-129	-278	-366	-231	-288
净现金流	-	-	-	-	-

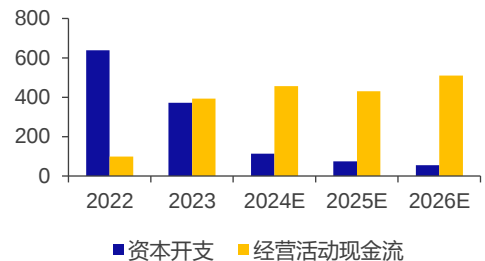
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,201	3,831	3,902	4,301	4,764
现金及等价物	2,693	2,421	2,446	2,618	2,832
应收款项	910	675	689	789	898
存货净额	529	635	666	794	934
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	68	100	100	100	100
长期投资	5	65	65	65	65
固定资产	1,462	1,557	1,512	1,428	1,311
无形资产及其他资产	743	792	792	792	792
资产总计	6,411	6,244	6,271	6,586	6,932
流动负债	1,188	1,086	1,069	1,179	1,282
短期借款	351	469	402	402	402
应付款项	764	562	612	722	825
其它流动负债	72	55	55	55	55
非流动负债	190	250	300	283	266
负债合计	1,378	1,336	1,369	1,461	1,548
股本	208	209	209	209	209
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,897	3,767	3,767	3,767	3,767
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	77	95	119	151	189
未分配利润	838	829	798	990	1,214
少数股东权益	13	9	9	8	6
股东权益	5,033	4,908	4,902	5,124	5,385
负债和股东权益合计	6,411	6,244	6,271	6,586	6,932

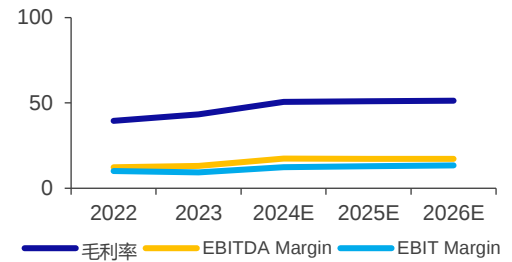
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

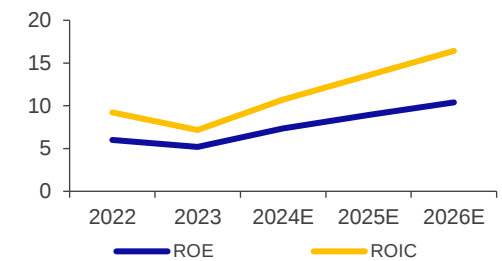
报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	1.44	1.22	1.72	2.19	2.67
每股经营现金流	0.47	1.88	2.18	2.06	2.44
每股红利	0.00	1.18	1.75	1.12	1.42
每股净资产	24.01	23.43	23.39	24.45	25.70
关键运营指标(%)					
ROIC	9.2	7.2	10.7	13.6	16.4
ROE	6.0	5.2	7.4	8.9	10.4
毛利率	39.5	43.3	50.6	51.0	51.3
EBITDA Margin	12.3	13.1	17.4	17.3	17.3
EBIT Margin	10.1	9.3	12.3	13.0	13.4
营业总收入同比增长	30.8	-4.1	11.5	20.4	18.7
归母净利润同比增长	-29.7	-15.7	41.6	27.0	22.3
资产负债率	21.5	21.4	21.8	22.2	22.3
净资产周转率	0.59	0.58	0.65	0.75	0.85
总资产周转率	0.46	0.46	0.51	0.58	0.66
有效税率	11.7	13.8	13.6	13.0	13.5
股息率	0.0	3.2	4.7	3.0	3.8
估值指标(倍)					
P/E	25.7	30.5	21.5	16.9	13.9
P/B	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/Sale	2.8	3.0	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	22.6	22.7	15.3	12.7	10.7
股本	208	209	209	209	209

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

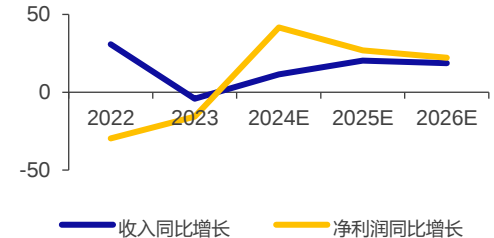
经营利润率(%)



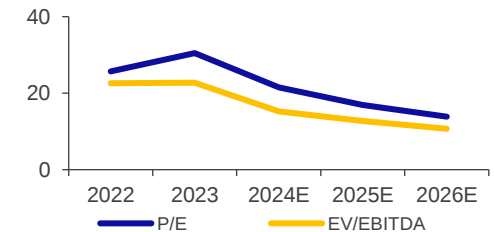
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。