

公司深度

可孚医疗 (301087.SZ)

医药生物 | 医疗器械

构建立体式营销网络，聚焦核心业务发展

2025年01月19日

评级 **增持**

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	34.56
52周价格区间(元)	25.50-47.50
总市值(百万)	7226.22
流通市值(百万)	3130.25
总股本(万股)	20909.20
流通股(万股)	9057.43

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
可孚医疗	-9.98	-6.29	10.13
医疗器械	-6.90	-6.33	-10.85

龙靖宁

分析师

执业证书编号:S0530523120001
longjingning@hncasing.com

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	29.77	28.54	32.47	38.33	45.24
归母净利润(亿元)	3.02	2.54	3.21	4.31	5.52
每股收益(元)	1.44	1.22	1.54	2.06	2.64
每股净资产(元)	24.01	23.43	23.74	24.25	24.91
P/E	23.95	28.42	22.48	16.77	13.09
P/B	1.44	1.47	1.46	1.42	1.39

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **家用医疗器械龙头，产线丰富，业绩稳健增长。**公司专注于家用医疗器械的研发、生产、销售和服务，经过多年发展，现已成为家用医疗器械行业知名企业。公司产品线丰富，覆盖健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理及中医理疗等领域，能够满足消费者的多元化需求。此外，公司还通过外延收购等方式不断拓展业务范围，进一步加强竞争力。在疫情期间，公司健康监测、医疗护理等业务快速增长，带动公司收入及利润双双增长。疫情影响逐渐消化后，公司将资源集中投入到核心产品上，推动产品迭代升级，持续提高市场竞争力，业务回归稳健发展。
- **聚焦核心业务，持续优化产品结构。**公司对五大产品线进行了系统梳理与规划，将资源集中投入到核心产品上，以推动其迭代升级，提高综合竞争力。在康复辅具领域，公司通过外延并购增强竞争力，特别是在轮椅、助听器、助行器、护理床等产品上，已经实现了规模化自产。健康监测作为公司传统大品类业务，疫情期间需求激增，公司通过创新产品上市，如全新血糖尿酸一体机和CGM，有望驱动未来收入增长。医疗护理产品作为日常护理必备产品，公司计划专注美容修复、伤口护理等产品研发，以提升产品性能和品质，提高市场占有率及毛利率。呼吸支持产品板块当前体量较小，但公司通过自主研发和生产，推出了第二代睡眠呼吸机等新品，品牌价值和销售规模有望增长。听力业务方面，随着老龄化助推听力验配市场增长，公司通过线下门店数拓展，带动听力验配营收增长，并持续提升门店服务能力，优化供应链和产品结构。
- **构建立体式营销网络，把握兴趣电商机遇。**在渠道端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体系。线下业务以自营门店、零售药房合作为主，通过精准营销和优质服务满足消费者多元化需求，并与连锁药房建立了长远、稳定的合作模式。线上业务方面，公司率先布局并蓬勃发展，已完成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。公司积累了多年的线上运营经验，通过精细化管理和资源投入，线上

销售额和用户数稳步增加。同时，公司积极拓展兴趣电商渠道，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。公司深耕全域营销能力，将传统线下渠道与线上新零售渠道深度融合，交互运作，建立与消费者随时随地连接的通道，最大程度地覆盖用户的主要消费场景，形成多样性、多内容、多维度和多触达点的经营形态。

- **投资建议：**公司专注于家用医疗器械领域，经过多年专业化经营，已在产品种类、渠道覆盖、技术先进性及市场竞争力方面建立起显著优势，通过不断的数字运营能力强化和用户需求深度研究，持续推出创新产品，积累了良好的市场口碑和品牌知名度。我们预计 2024—2026 年公司营收分别为 32.47、38.33、45.24 亿元，同比增速分别为 13.80%、18.02%、18.04%；对应归母净利润分别为 3.21、4.31、5.52 亿元，同比增速分别为 26.39%、34.04%、28.11%；EPS 分别为 1.54、2.06、2.64 元，当前股价对应 PE 分别为 22.48、16.77、13.09 倍，首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧导致产品价格下降，产品研发失败，收购标的运营不达预期带来的商誉减值风险等。

内容目录

1 公司简介：专注家用医疗器械	5
2 产品端：聚焦核心业务，持续优化产品结构	11
2.1 康复辅具：外延并购，竞争力不断增强	11
2.2 健康监测：传统业务，创新注入新活力	13
2.3 医疗护理：有望回归常态化增长	14
2.4 呼吸支持：体量较小，发展空间广阔	15
2.5 听力业务：稳健发展，未来可期	16
3 渠道端：构建立体式营销网络，把握兴趣电商机遇	18
4 盈利预测	21
5 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构示意图	7
图 3：2019-2024H1 公司营收构成（亿元）	9
图 4：2018-2024H1 公司不同渠道营收占比	9
图 5：2017-2024 前三季度公司营收及增速	10
图 6：2017-2024 前三季度公司归母净利润及增速	10
图 7：2017-2024 前三季度公司期间费用率（%）	10
图 8：2017-2024 前三季度公司毛利率及净利率	10
图 9：公司护理床产品型号丰富	12
图 10：2017-2024H1 公司康复辅具业务营收及增速（亿元）	12
图 11：2017-2024H1 公司康复辅具业务毛利率及营收占比	12
图 12：公司健康监测业务主要产品	13
图 13：2017-2024H1 公司健康监测业务营收及增速（亿元）	14
图 14：2017-2024H1 公司健康监测业务毛利率及营收占比	14
图 15：公司医疗护理业务主要产品	14
图 16：2017-2024H1 公司医疗护理业务营收及增速（亿元）	15
图 17：2017-2024H1 公司医疗护理业务毛利率及营收占比	15
图 18：公司呼吸支持业务主要产品	16
图 19：2017-2024H1 公司呼吸支持业务营收及增速（亿元）	16
图 20：2017-2024H1 公司呼吸支持业务营收占比	16
图 21：2018-2024H1 健耳听力已开业门店数	17
图 22：2018-2024H1 健耳听力营收及增速	17
图 23：健耳听力门店全国布局	18
图 24：可孚医疗营销体系示意图	18
图 25：2018-2024H1 公司线上业务收入及增速	20
图 26：2018-2024H1 公司线上业务毛利率	20
表 1：公司管理层介绍	7
表 2：公司主要产品线	8
表 3：可孚医疗 2024 年限制性股票激励计划详情	11
表 4：公司主要店铺在主流电商平台开店时间	20

表 5: 分产品线收入及毛利率 (亿元) 21

1 公司简介：专注家用医疗器械

可孚医疗主要从事家用医疗器械的研发、生产、销售和服务，公司自 2007 年成立以来，经过多年发展，已逐步成长为行业内的知名企业：

2007 年，公司以湖南好护士医疗器械连锁经营有限公司的名义起步，专注于家用医疗器械零售门店的运营，积累了丰富的市场经验。

2009 年，湖南可孚医疗科技发展有限公司正式成立，开启了自主品牌“可孚”的经营之路，从代理销售转型为自主品牌的开拓者，为后续发展奠定了坚实基础。

2010 年，公司又创立了湖南科源医疗器材销售有限公司，拓展了家用医疗器械的仓储式批发销售及大客户销售业务，进一步完善了销售渠道。

2014 年 9 月，公司开设了旗下第一大店铺好护士器械旗舰店，此前还较早地取得了医疗器械互联网 B2B、B2C 交易许可证，积极拥抱互联网，拓宽了销售领域。

2017 年，公司完成资产重组，明确了各渠道的战略定位，提升了整体运营效率。同时，完成了 A 轮融资，引入了怀格基金等投资机构，为公司发展注入了资金活力。此外，公司还陆续实现了核心品类产品的自产，增强了市场竞争力。

2018 年，公司敏锐地察觉到国内助听器验配门店连锁化程度低、服务质量参差不齐的问题，于是开始设立健耳助听器验配中心，为消费者提供更专业、更优质的服务。

2019 年，公司完成了 B 轮融资，引入了湘潭鼎信、广州丹麓、湖南泊富、湖南文旅、长沙鼎信、盐津控股等多家投资机构，进一步增强了资金实力。同时，公司加大了研发投入，自产品类不断增加，销售收入也实现了快速增长。

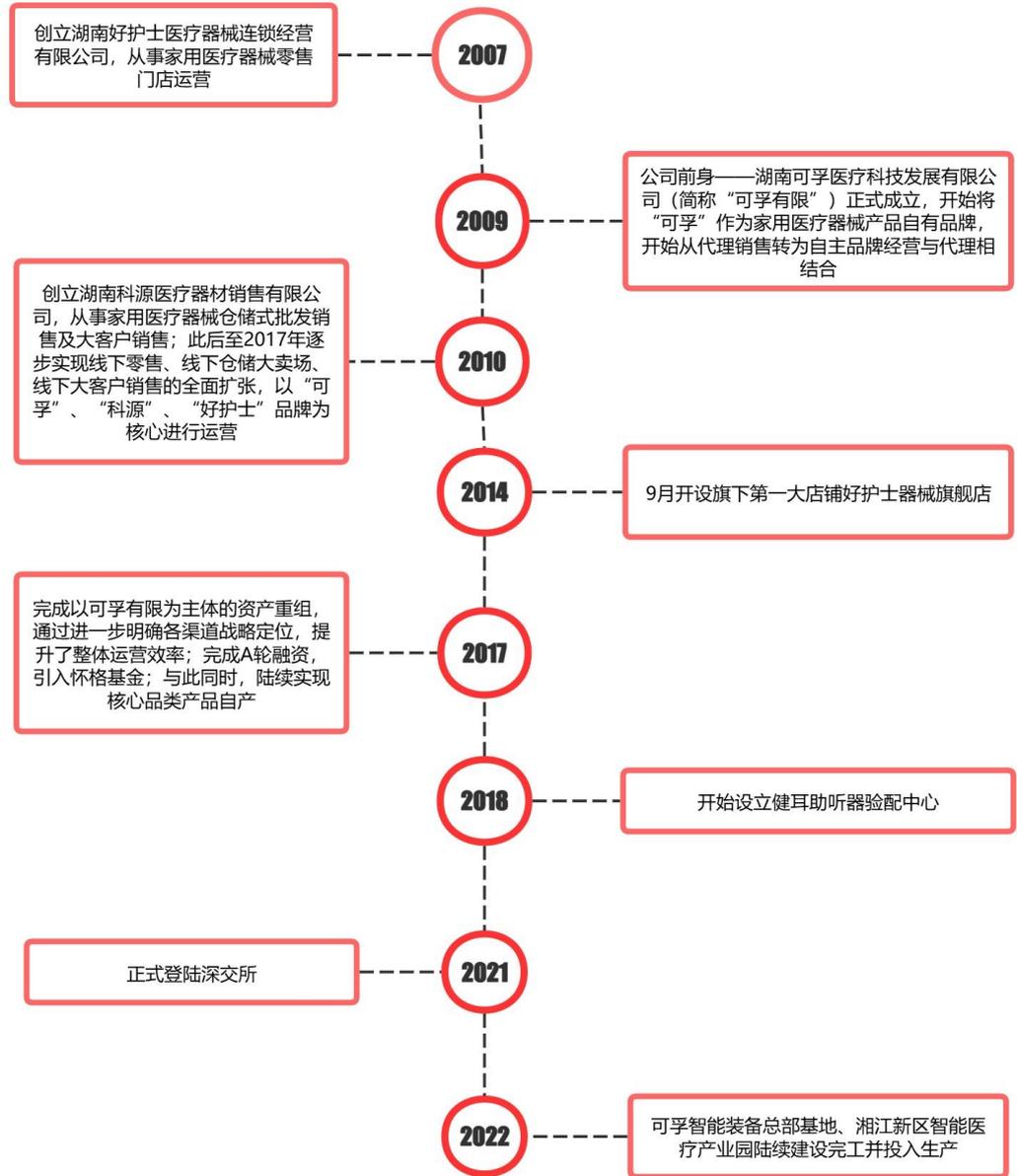
2020 年，公司设立了深圳研发中心，加强了研发力量，为产品的创新和升级提供了有力支撑。

2021 年，公司成功在创业板上市。

2022 年，可孚智能装备总部基地、湘江新区智能医疗产业园陆续建设完工并投入生产，扩大了生产规模。4 月，公司完成了对背背佳的收购，并对产品进行了梳理，丰富了产品线。5 月，公司的新型冠状病毒抗原自测试剂盒等产品获得了欧盟 CE 认证，可在欧盟国家和认可欧盟 CE 认证的国家销售，同时公司研制的猴痘病毒核酸检测试剂盒（荧光 PCR 法）也获得了欧盟 CE 证书，拓展了国际市场。

经过十多年的专业化经营，公司已经发展成为家用医疗器械领域内品种齐、渠道全、技术先进、具有较强竞争力和影响力的企业。公司自创立之初即致力于为用户提供可靠的医疗健康产品和一站式解决方案。在大健康消费升级和电子商务迅速发展的行业背景下，公司不断强化数字运营能力，深度研究用户需求。通过持续创新的研发、科学合理的产品策划和全过程质量管理，公司迭代推出血压计、护理床、红外体温计、雾化器、轮椅等多款高品质畅销产品，积累了良好的市场口碑和品牌知名度。

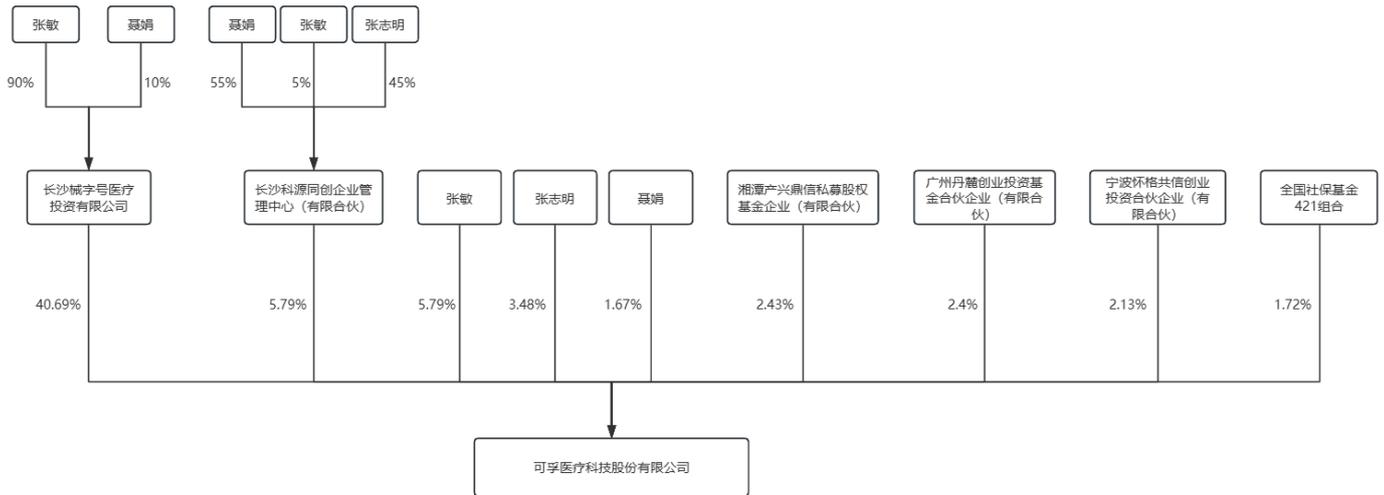
图 1：公司发展历程



资料来源：可孚医疗官网，财信证券

公司股权较为集中，核心高管具备丰富从业经历。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 57.42% 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。下属于公司方面，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：公司股权结构示意图



资料来源：Wind，财信证券

表 1：公司管理层介绍

职位	姓名	履历
董事长，总裁	张敏	中南大学 EMBA。历任长沙市湘立医疗器械保健品有限公司经理，长沙市科源医疗器械有限公司副总经理，监事，湖南科源医疗器械销售有限公司执行董事，总经理，湖南可孚医疗科技发展有限公司董事长、总经理，现任长沙械字号医疗投资有限公司执行董事，公司董事长，总裁。
副董事长，副总裁	张志明	历任益阳市安化县冷市镇政府干部，安化县梅城镇政府干部，长沙市科源医疗器械有限公司副总经理，湖南可孚医疗科技发展有限公司常务副总经理。现任公司董事，常务副总裁。
副总裁	薛小桥	硕士研究生学历。历任桃江县农业局干部，湖南亚华乳业有限公司销售主管，湖南亚华控股集团股份有限公司行政主管，证券部部长，证券事务代表，嘉凯城集团股份有限公司董事会办公室负责人兼证券事务代表，航天凯天环保科技股份有限公司总经理助理，投融资公司总经理，董事会秘书，湖南可孚医疗科技发展有限公司副总经理。现任公司董事，副总裁。
副总裁	左汗青	新加坡南洋理工 KAPLAN 学院银行与金融专业学历，具有五年以上医疗器械经营管理经验。2012 年 10 月起，历任贵州每文医疗器械有限公司副总经理，监事，执行董事兼总经理，现任公司副总裁。
副总裁	贺邦杰	历任华容县农业局干部，上海见行投资咨询有限公司招商主管，上海七巧板印务科技有限公司经理，监事，湖南科源医疗器械销售有限公司总经理助理，销售总监，执行总经理。现任公司董事，副总裁。

资料来源：Wind，财信证券

公司产品线丰富，结构多元。公司产品线丰富，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，其中，康复辅具、医疗护理、健康监测业务作为公司的传统强势板块，业绩贡献较大，2024H1 营收占比分别达 38.55%、24.76%、15.39%。此外，公司还通过收购和研发，不断丰富产品品类，相继推出了尿酸检测产品、幽门螺杆菌快速检测试纸、透明质酸钠修复贴等产品。公司通过这种多元化的产品结构，

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。而全面覆盖的产品线，一方面，通过产品组合式销售和营销渠道的协同性拓展等，不断提升公司产品的竞争力；另一方面，多品类的产品结构为公司带来了较强的风险抵抗能力，有效保证了公司在行业的综合竞争能力。

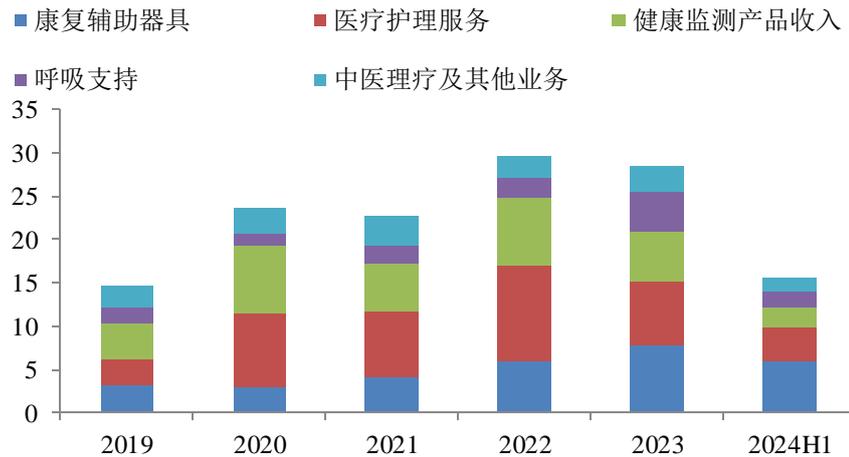
线上线下相结合，构建全渠道营销网络。公司根据是否利用电子商务渠道进行产品销售，将业务渠道划分为线上和线下。公司线上销售已完成主要包括天猫、阿里健康大药房、京东、唯品会、拼多多、苏宁易购在内的第三方电商平台布局，占据主流线上流量入口，深度覆盖线上消费者；线下销售已成功进驻老百姓、益丰、千金、国药控股、大参林、海王星辰等主流大中型连锁药房，同时公司在北京、广州、杭州、武汉、成都、太原等全国多个重点城市开设不同类型的自营门店，包括一站式仓储大卖场、“好护士”家用医疗器械零售门店、“健耳”听力验配中心等。2024H1，公司线上及线下收入占比分别为 68.60%、27.00%。

表 2：公司主要产品线

产品门类	主要用途	具体产品	产品图
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，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	

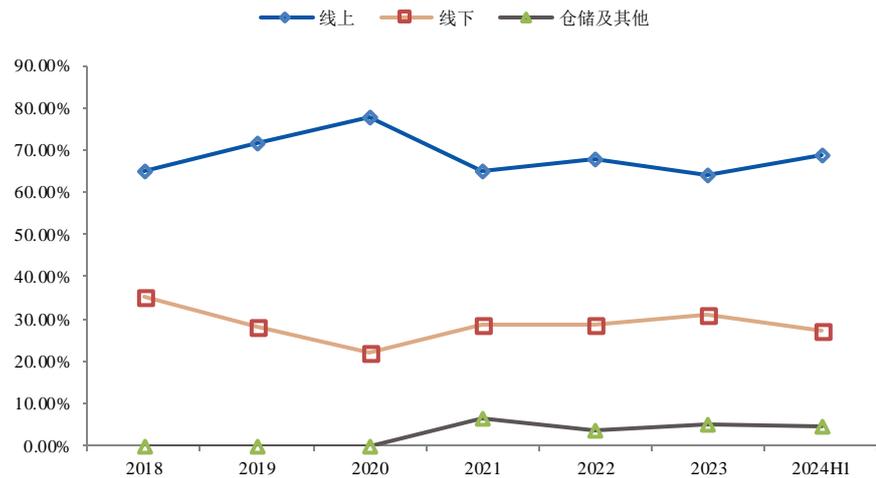
资料来源：公司公告，财信证券

图 3：2019-2024H1 公司营收构成（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 4：2018-2024H1 公司不同渠道营收占比



资料来源：公司公告，财信证券

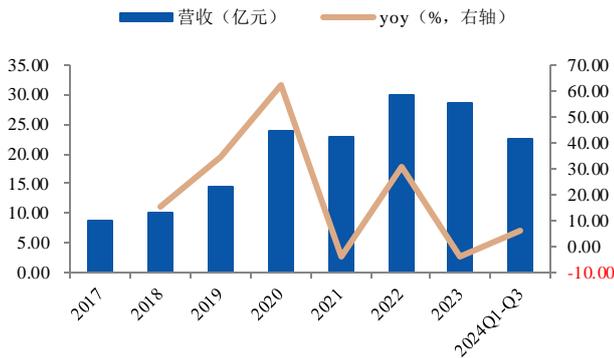
智能制造升级，质量效率双提升。由于自产产品毛利率更高，近年来，公司加强生产计划管理，调整和优化自产产品结构，提升核心产品的自主生产力度，2023 年实现自产产品收入 15.33 亿元，营收占比达 56.66%。同时，公司完成对血压计、血糖监测、制氧机、轮椅、敷料敷贴等产品的生产线自动化改造和柔性产线升级，加强关键工艺技术攻关，进一步提升了生产线的产能和效率；搭建自动化智能检测系统，全方位保障产品质量。公司通过实施精细化管理、信息化建设、技改提升和增效降本等措施，实现品效双提升，进一步提升智能制造能力。

疫情影响消退，业绩回归稳健增长。新冠疫情期间，由于防疫相关用品的需求激增，公司健康监测、医疗护理等业务快速增长，带动公司收入及利润双双增长，2020 年公司实现营收 23.75 亿元，同比增长 62.46%；实现归母净利润 4.24 亿元，同比增长 242.76%。

疫情影响逐渐消化后,公司业务回归稳健发展,2024Q1-Q3 公司实现营收 22.49 亿元,同比增长 5.87%;实现归母净利润 2.52 亿元,同比增长 4.12%。

聚焦核心品类,精细化运营,公司盈利能力回升。近年来,公司健耳听力业务拓展加快,带动销售费用率持续提升,盈利水平有所承压。但 2023 年以来,公司调整生产节奏,从部分防疫物资转向常规类产品生产,同时进一步围绕核心品类进行深耕,逐步优化产品结构,从研发上推动产品实现迭代升级,从生产上提升产品的性能和质量,同时逐步降低生产成本,2023 年公司毛利率提升 3.77pcts 至 43.28%,2024Q1-Q3 毛利率进一步抬升至 51.38%,带动公司净利率回升至 11.20%。

图 5: 2017-2024 前三季度公司营收及增速



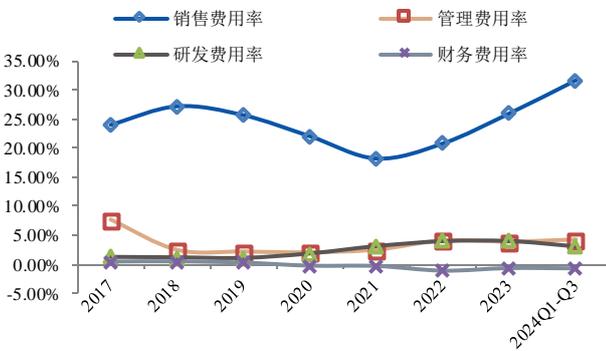
资料来源: Wind, 财信证券

图 6: 2017-2024 前三季度公司归母净利润及增速



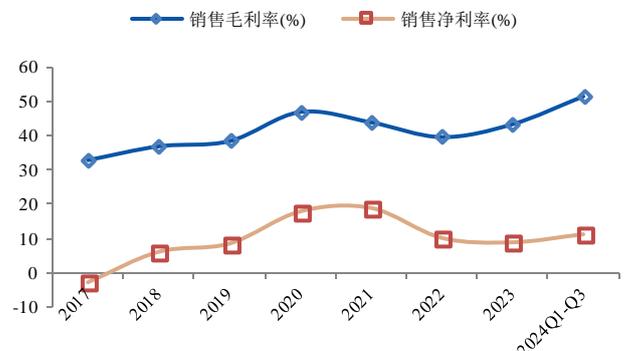
资料来源: Wind, 财信证券

图 7: 2017-2024 前三季度公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 财信证券

图 8: 2017-2024 前三季度公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 财信证券

发布新一轮股权激励,彰显经营信心。2024 年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。

表 3：可孚医疗 2024 年限制性股票激励计划详情

项目	内容
激励对象	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）人员，共 339 人。
激励股票总数	拟授予限制性股票总计 663.30 万股。
授予价格	限制性股票的首次及预留的授予价格为 15.43 元/股。
归属安排	归属期分为三个会计年度（2024-2026 年），每年度考核一次。
业绩考核目标	第一个归属期：以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 20%；第二个归属期：以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 40%；第三个归属期：以 2023 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 60%。

资料来源：公司公告，财信证券

2 产品端：聚焦核心业务，持续优化产品结构

2023 年起，公司对五大产品线进行系统梳理与规划，将研发、生产和销售资源聚焦投入到核心产品，以推动其迭代升级，提高核心产品的综合竞争力。同时，公司不断完善产品梯队建设，努力实现核心产品跨量级增长的战略目标。

2.1 康复辅具：外延并购，竞争力不断增强

随着我国经济不断发展，居民人均收入持续增长，人均医疗保障支出持续增加，对于医疗消费的需求不断增强，同时，由于我国人口基数巨大，老龄化人口和残障群体数量逐年增长，广大老年、残障群体对康复辅具的迫切需要，康复辅具潜在市场和发展空间广阔。

平价及高端产品兼具，型号丰富。公司康复辅具产品主要包括轮椅、助听器、助行器、护理床等，平价及高端产品兼具，型号丰富。平价产品基本功能齐备，主要服务常规需求人群。高端产品则功能更加丰富，销售价格较高，主要面向购买力较高的用户群体。公司的助听器、助行器、护理床产品均已实现规模化自产，销售产品均以自有品牌自产为主。

外延收购，进一步加强业务竞争力。

2021 年，公司收购吉芮医疗 54.05% 股权，吉芮医疗此前是公司康复类产品重要供应商。双方产品品类高度匹配，作为一家集研发、生产、销售电动轮椅、老年代步车等医疗器械的高新技术企业，吉芮医疗的并入进一步补充公司在轮椅、行动辅具等部分产品自主研发及生产能力的空缺，与公司现有优势互补，可以实现良好的协同效应。

2022 年，公司通过收购橡果贸易 100% 股权获得“背背佳”品牌、知识产权以及与之相关的全部业务。公司康复辅具业务包含了颈腰部康复、腿部矫形、理疗按摩等多个医疗康复产品，收购“背背佳”背部矫姿产品将进一步完善康复类产品的结构。同时，“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，与公司现有线上销售渠道高度重合，这一年轻化品牌的并入，有利于公司了解当前的年轻消费趋势，巩固既

有的“一站式解决方案”优势。

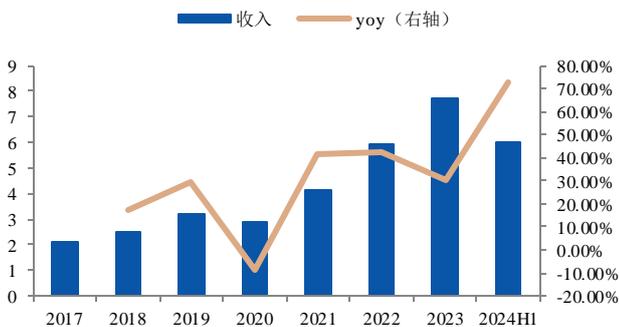
图 9：公司护理床产品型号丰富

产品型号	 标准款-中曲 DHC-04	 标准款-全曲 DHC-03	 全自动基础款 DHC-1	 全自动升级款 DHC-1	 全自动豪华款 DHC-1	 全自动居家款 JO2
价格	1980	2180	2680	3280	3680	3980
推荐理由	电动起背+翻身功能 解决护理难题		全自动操作 方便省心	舒适度升级 高分子床垫	材质+功能 全方位升级	品质更高 舒适度更好 操作更便捷
床体结构	中曲	全曲	全曲	全曲	全曲	全曲
防侧滑	✓	✓	✓	✓	✓	✓
防下滑	✓	✓	✓	✓	✓	✓
起背	电动	电动	电动	电动	电动	电动
翻身	电动	电动	电动	电动	电动	电动
抬腿	手动	手动	电动	电动	电动	电动
落腿	手动	手动	电动	电动	电动	电动
便盆	手动	手动	电动	电动	电动	电动
护栏	升级防下滑铝合金护栏				加厚超跑式	拉拽自锁式

资料来源：可孚医疗淘宝旗舰店

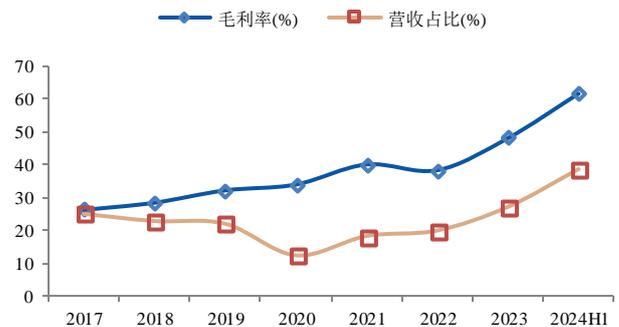
业绩持续增长，毛利率逐年提升。受益于老年化背景下康复相关需求增加，公司康复辅具业务维持稳健增长态势，2019年静脉曲张袜、移位机、坐厕椅、其他护具类产品品类进一步丰富，销量大幅提升，带动板块业绩增长，随后公司相继收购吉芮医疗、“背背佳”相关业务，公司业务范围进一步拓展，2024H1 年板块营收增至 6.01 亿元，营收占比提升至 38.59%。同时，由于毛利率较高的助听器销售收入占比上升、公司不断推动产品的迭代升级，板块毛利率不断提升，2024H1 达 61.52%，高于公司平均毛利率水平。

图 10：2017-2024H1 公司康复辅具业务营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 11：2017-2024H1 公司康复辅具业务毛利率及营收占比



资料来源：Wind，财信证券

2.2 健康监测：传统业务，创新注入新活力

健康监测为公司传统大品类业务，2017 年营收占比达 44.19%。产品包括血压计、血糖监测系列、血氧仪、多参数监护仪、体温计产品等。

新冠疫情下，板块业绩有所波动。随着我国人口老龄化进程的加速以及人民生活水平不断提升，公众健康意识的增强、政策红利的驱动及解决健康问题的需要，家庭医疗保健场景变得越来越普及，血压、血糖等健康监测类医疗器械需求广阔。此外，2020 年新冠肺炎疫情对于家用医疗器械行业及消费者健康观念产生了较为深远的影响，健康监测类医疗器械，如体温计、血压计、血氧仪等需求量迅速增加，带动板块业务同比增长 93.28% 至 7.77 亿元。随着疫情影响逐渐消退，行业需求回落，2023 年后板块营收有所下滑，2024H1 营收占比降至 15.40%。

图 12：公司健康监测业务主要产品

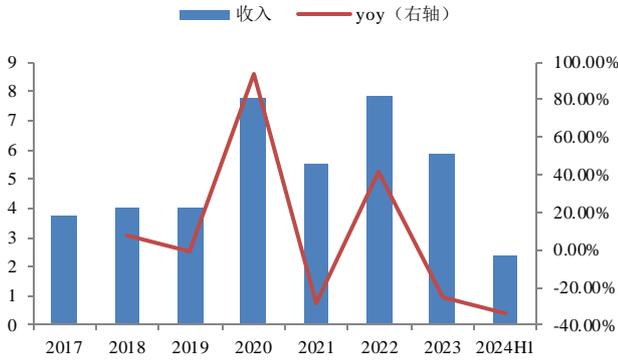


资料来源：可孚医疗官网，财信证券

创新产品上市，有望驱动未来收入增长。公司在健康监测类家庭医疗产品方面不断创新，进一步提升健康管理的精准度。一方面，公司致力于提高测量技术的精确性，推出了电子血压计和血糖仪等产品，力求通过先进技术减少测量误差。另一方面，公司针对女性和婴幼儿等细分人群，推出了额温枪和耳温枪等专用产品。此外，2024 年公司推出多款创新产品，8 月上市的全新血糖尿酸一体机以及“超级条”试纸，实现只需一滴血液就能在 10 秒内完成血糖和尿酸两项结果的检测；10 月上市的动态血糖仪（CGM），仅需在上臂佩戴一枚硬币大小的传感器，即可全天 24 小时动态监测血糖变化，MARD 值低至 8.11%，处于行业领先水平；11 月上市的“小红花”体温计荣获 2024 美国缪斯设计奖金奖，融入投影引导功能，切实解决用户操作不规范等问题。多款创新产品上市，有

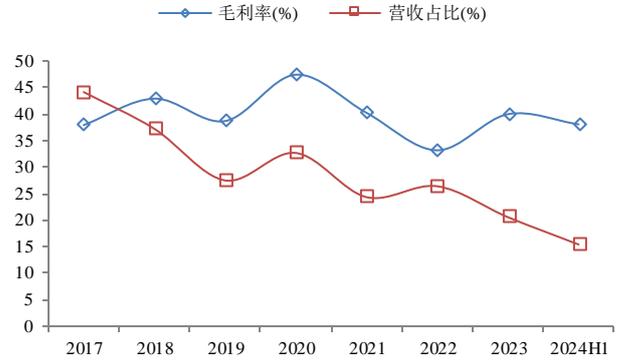
望助推板块业绩恢复常态化增长。

图 13：2017-2024H1 公司健康监测业务营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 14：2017-2024H1 公司健康监测业务毛利率及营收占比



资料来源：Wind，财信证券

2.3 医疗护理：有望回归常态化增长

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，为日常护理必备产品，随着人们购买力增强以及对环境清洁度要求的提升，消费需求不断扩张。公司医疗护理类产品生产工艺成熟，品牌力较强。

图 15：公司医疗护理业务主要产品



资料来源：可孚医疗官网，财信证券

疫情高基数，后续有望回归常态化增长。2020 年，医疗护理类产品毛利率大幅上升，达到历史高值 53.01%，一方面系公司迅速扩大口罩、消毒类产品等防疫物资的规模化生产，使得健医疗护理类产品销售规模增加、毛利率提升；另一方面，公司依托品牌优势、产品优势、渠道优势，保持了非疫情类商品毛利率基本稳定，保持整体业务毛利率提升。

随后疫情需求消退，板块业绩有所回落，2024H1 医疗护理板块实现收入 3.86 亿元，同比下降 7.21%，但板块的收入体量相较于疫情之前仍有较大提升。得益于板块产品结构升级，毛利率持续保持提升态势，2024H1 毛利率达 53.63%。

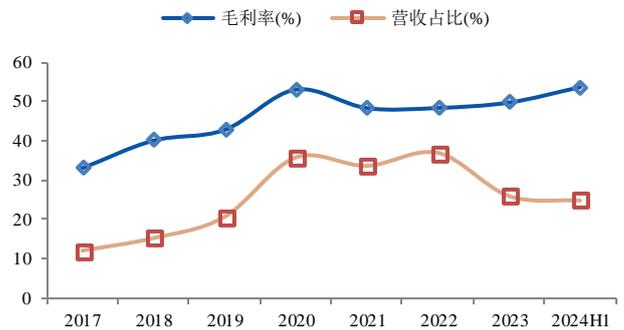
未来将专注美容修复、伤口护理、卫生护理、健康防护等产品研发。2024 年公司计划完成透明质酸钠修复贴、胶原蛋白修复贴、医用硅酮疤痕凝胶等美容修复产品的配方优化和工艺提升，加强对胶原蛋白等原料端的基础研究。同时推出液体敷料、新款医用护理垫、新款造口袋、造口皮肤保护剂、黏胶剥离剂新品，不断丰富产品品类，提升产品性能和产品质量，进而提高市场占有率及板块毛利率。

图 16: 2017-2024H1 公司医疗护理业务营收及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 财信证券

图 17: 2017-2024H1 公司医疗护理业务毛利率及营收占比



资料来源: Wind, 财信证券

2.4 呼吸支持：体量较小，发展空间广阔

产品自研自产比例提升，新品不断上市。呼吸支持类是公司重点发力的品类之一，主要包括呼吸机、制氧机、鼻腔护理等产品。过去，该板块产品自产比例较低，公司主要通过代理和自有品牌外购，整体市场份额较低。但新冠疫情以来，公司制氧机、鼻腔喷雾等产品陆续实现自主研发和生产，2024H2 推出第二代睡眠呼吸机、双水平呼吸机、便携式睡眠呼吸机以及直流压缩式雾化器等新品，为消费者提供更加全面、高效的呼吸支持解决方案，品牌价值和销售规模有望进一步增长。随着公众健康意识不断增强，呼吸机、制氧机、雾化器、鼻腔护理等产品渗透率有望进一步提升。

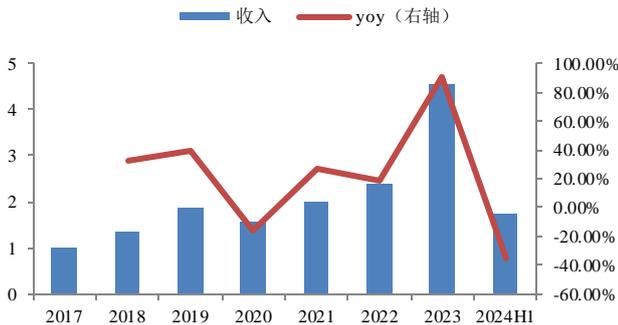
板块当前体量较小，后续有望实现较快增长。受益于疫情需求增加及民众健康意识提升，2023 年板块实现营收 4.55 亿元，营收占比升至 15.96%。2024 年呼吸支持板块收入同比有所下滑，主要是制氧机需求减少。作为公司重要业务板块之一，公司设立了呼吸支持研究院，引进了全球高水平人才，围绕呼吸、制氧、雾化等重点项目开展创新攻关。公司计划对 3 升、5 升制氧机进行迭代升级，降低生产成本，并推动保健型 1L 制氧机、直流压缩式雾化器、第二代睡眠呼吸机、便携式睡眠呼吸机等新品上市，为消费者提供更加全面、高效的呼吸支持解决方案。随着全球呼吸治疗设备市场的持续增长，以及人们对呼吸系统疾病关注度的提升，板块未来市场前景广阔，业绩有望实现较快增长。

图 18：公司呼吸支持业务主要产品

呼吸支持	无创呼吸机	无创呼吸机在临床上用于治疗睡眠呼吸暂停综合症（SAS）及相关疾病，这些疾病所引起的血氧饱和度下降、交感神经张力增高、副交感神经张力下降血液二氧化碳浓度升高、PH值降低以及胸内负压增高，严重影响各种重要脏器功能。特别是脑功能、心血管功能首受其害。		
	制氧机	制氧机是制取氧气的一类机器，以沸石分子筛为吸附剂，用变压吸附技术（PSA）将空气中的氧气与氮气分离，滤除了空气中的有害物质，从而获取符合 <u>医用氧</u> 标准的高纯度氧气。		
	雾化器	雾化器是将试液雾化，用于治疗上呼吸道疾病的一种设备，采用雾化吸入器将药液雾化成微小颗粒，药物通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部沉积，从而达到无痛、迅速有效治疗的目的。		

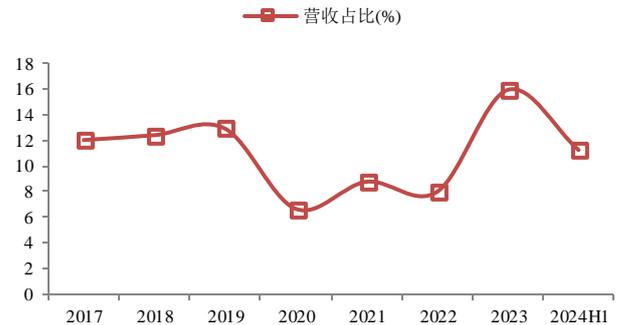
资料来源：公司招股书

图 19：2017-2024H1 公司呼吸支持业务营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 20：2017-2024H1 公司呼吸支持业务营收占比



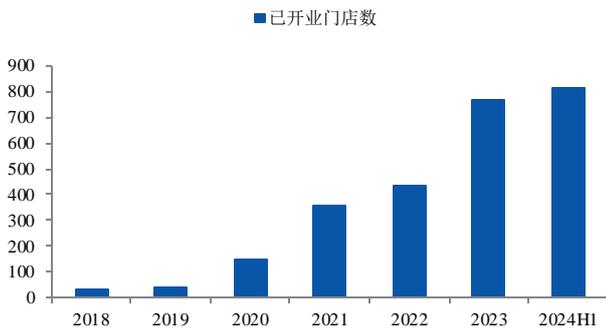
资料来源：Wind，财信证券

2.5 听力业务：稳健发展，未来可期

老龄化助推听力验配市场增长。助听器是一种辅助听障患者使用的小型扩音设备，主要由传声器、放大器、耳机、电源和音量调控五部分组成。助听器通过对原本听不到的声音进行扩大，再利用听障者的残余听力，使声音能送到大脑听觉中枢，从而让佩戴者感觉到声音。助听器市场增长的主要推动因素包括听力损失负担的增加以及人们对助听器设备的认识和主动性的提高。据《中国医疗器械蓝皮书 2024》数据，在助听器市场中，老年人助听器市场占据主导地位，其市场份额超过 60%。随着听力损失人群年轻化趋势的加剧，中青年助听器市场也在逐渐崭露头角，显示出强大的增长潜力。

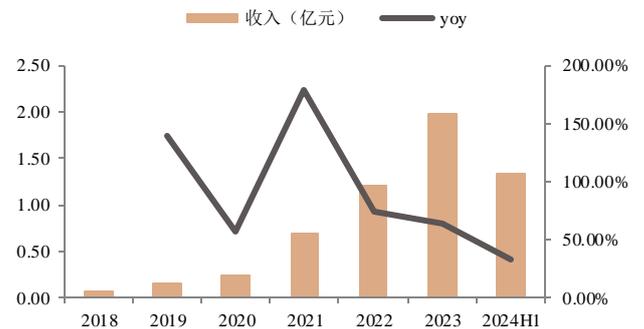
线下门店数拓展，带动听力验配营收增长。2018年以前，公司主要通过好护士门店销售进行助听器销售；2018年湖南健耳成立后，公司主要通过运营线下健耳助听器门店，为客户提供专业听力验配、助听器调试、助听器销售以及持续的售后服务。2018年至今，健耳听力加速拓展全国市场，在湖南、四川、广西、湖北等区域实现了门店的高密度布局。截至2024H1，健耳听力已开业验配中心达814家。随着线下健耳听力门店数量增加，销售区域不断拓宽，产品销量逐年增长，同时门店为消费者所做的听力验配、助听器调试等服务带来溢价，叠加高端品牌、高端规格的助听器品类增加，使得门店平均销售单价有所提升，量价齐升带动听力验配业绩逐年增长。2024H1公司听力业务实现收入1.33亿元，同比增长33.48%。

图 21：2018-2024H1 健耳听力已开业门店数



资料来源：公司公告，财信证券

图 22：2018-2024H1 健耳听力营收及增速



资料来源：公司公告，财信证券

精益求精，门店验配服务不断升级。健耳听力持续提升门店服务能力，为患者提供更全面的听力筛查和更专业、更精准的验配服务；不断优化供应链和产品结构，逐步提升自产定制助听器占比，提升产品竞争力，从而有效提高客户转化率和店均收入；通过与北京语言大学、湖南中医药大学开展校企合作，充分利用其丰富的学术资源和教育优势，为验配师提供系统化、专业化的培训，提高验配师的专业水平；同时板块加快数字化转型步伐，自主研发的健耳会员零售系统已涵盖会员管理、销售管理、数据分析、商品管理、库存管理、耗材管理等六个模块功能，全面启用患者电子档案，对患者听力检查、助听器验配、跟踪随访等进行信息记录，便于分析患者听力动态变化并提供跟踪服务，从而有效提升了门店管理水平和客户满意度。

图 23：健耳听力门店全国布局

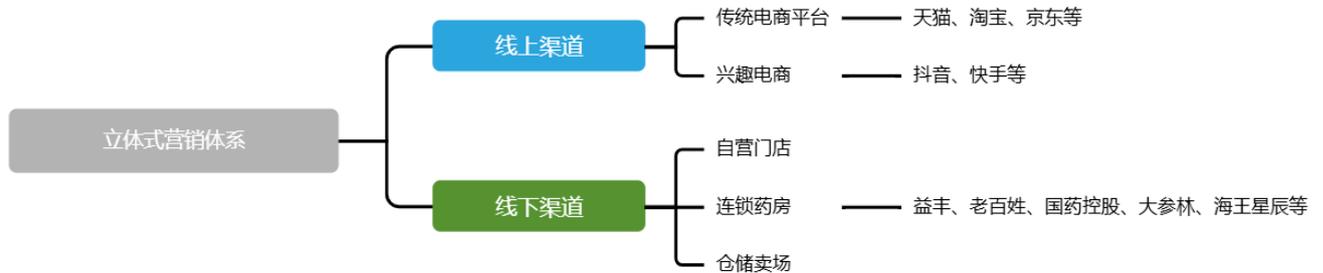


资料来源：健耳听力公众号

3 渠道端：构建立体式营销网络，把握兴趣电商机遇

在渠道端，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体系。

图 24：可孚医疗营销体系示意图



资料来源：公司公告，财信证券

公司成立初期主要以线下销售为主。随着国内互联网电商兴起，公司销售逐步转向以线上为主：

2005-2009 年末，公司业务起步，以线下销售医疗器械为主。公司为湖南及周边地区知名的专业医疗器械经营机构，成立初期主要从事国内外知名品牌欧姆龙、鱼跃产品的分销工作，随后公司业务逐步拓展至全国重点区域。本阶段，公司积累了丰富的药房渠道客户。

2010-2016 年，公司线下业务快速发展，明确门店渠道定位，较早介入线上销售。经

过前期客户和经验积累，公司线下业务快速发展，同时开始布局线上销售。该阶段，在线下药房渠道方面，客户数量快速提升、产品种类不断扩展、产品销量高速增长；线下门店方面，好护士零售门店开始局部开设，同时一站式仓储大卖场模式获得成功，并开始向全国拓展布局；线上销售方面，公司于 2014 年率先在天猫开设好护士器械旗舰店，2015 年在京东开设可孚医疗器械旗舰店。

2017 年开始，业务整合，线上线下齐头并进，明确各渠道的战略定位。2017 年，公司对业务和渠道进行了梳理，明确了各个主体在业务板块之间的分工，以及各个渠道的战略定位，进一步提升公司内部运营效率。该阶段，公司线上线下业务齐头并进，仓储式大卖场和健耳门店数量逐年增加，药房渠道销售额稳步上升。

线下业务：自营门店、零售药房合作为主。线下业务方面，公司建立了覆盖全国绝大部分省市的连锁药房渠道，通过精准营销和优质服务，满足客户的多元化需求。多年来，公司与各连锁药房目标一致，以“为顾客提供更好的服务和产品”为出发点，建立了长远、稳定的合作模式。公司品牌、品质、服务、联合营销模式也得到了合作伙伴的一致好评。近年来，公司聚焦核心品类和核心客户，深入了解客户需求，提供量身定制的产品解决方案和优质服务；联合大型连锁药房开展品牌专场直播、器械营销特训营等活动，深化与核心客户的合作，进一步增强了公司在行业内的竞争优势和市场地位。公司产品及品牌曾荣获“最受药店欢迎明星单品”“最具合作价值单品”“最受欢迎品牌企业”等荣誉奖项。2024H1 线下业务收入达 4.21 亿元。

线上业务：较早布局，蓬勃发展

国内医疗器械线上销售蓬勃发展。我国互联网行业保持良好发展势头，互联网基础资源夯实发展根基，数字消费激发内需潜力，数字应用释放创新活力，更多人群接入互联网。根据第 54 次《中国互联网络发展状况统计报告》数据，截至 2024 年 6 月，我国网民规模近 11 亿人，较 2023 年 12 月增长 742 万人，互联网普及率达 78.0%。网络消费者群体不断扩大的同时，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。根据国家药监局数据，全国进行医疗器械网络销售的企业从 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。当前医疗器械线上销售已取得了一定的发展，尤其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，打通了医疗器械科普与产品销售，更好地激发和满足了消费者潜在的需求，带动医疗器械网络销售日趋活跃。

国内电商平台布局基本完成，线上运营经验丰富。作为行业较早从事互联网销售的医疗器械企业，公司已完成天猫、京东、拼多多等国内主要第三方电商平台布局，占据主流线上流量入口，深度覆盖了线上消费者。同时公司积累了多年的线上运营经验，运营团队规模处于行业较高水平，运营管理工作均由公司的电商团队统筹，包括店铺装修、商品管理、商品页详情制作及上传、活动策划、活动执行、流量拓展、渠道建设、客户服务、订单发货、退换货处理、消费者投诉处理等。通过精细化管理和资源的投入，公司线上销售额和积累的用户数稳步增加，“可孚”品牌建立起了较高的品牌认知度和良好

的市场口碑。

精细化运营，兴趣电商增长亮眼。公司深耕全域营销能力，加强传统电商的精细化运营能力，积极拓展兴趣电商渠道，充分挖掘线下渠道潜力，同时培育海外 To B 和 To C 市场，以提升市场覆盖率和占有率。传统电商方面，公司以品类为核心制定运营策略，逐步实现从“店铺运营”向“品类运营”的战略转变，对各平台间的品类及价格体系进行统一管理，积极抓住平台政策和市场机遇，通过优化运营策略、提升产品品质、完善服务体系等多维度举措，提升核心单品市场份额。兴趣电商方面，公司加大平台的投入，通过品类负责人拉通研发、采购、生产、运营及仓储物流等环节，实现全链路的高效协同，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，同时打通天猫、京东、拼多多、抖音、快手等电商平台，实现全平台运营策略优化并赋能全渠道。此外，公司升级了数据分析系统，及时评估费用投放效果，优化投放策略，强化精细化管理，提升核心单品市场份额和盈利能力。2024H1 公司线上渠道实现收入 10.69 亿元，其中兴趣电商渠道收入实现快速增长。

表 4：公司主要店铺在主流电商平台开店时间

平台	店铺名称	开店时间
天猫	好护士器械旗舰店	2014 年 9 月
京东	可孚医疗器械旗舰店	2015 年 10 月
拼多多	可孚健诺专卖店	2019 年 3 月
唯品会	可孚医疗器械旗舰店	2019 年 4 月

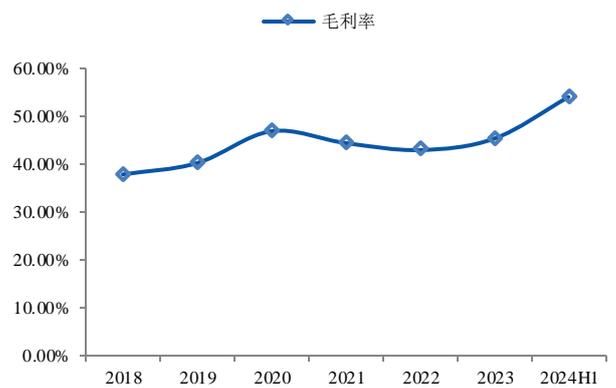
资料来源：公司招股说明书，财信证券

图 25：2018-2024H1 公司线上业务收入及增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 26：2018-2024H1 公司线上业务毛利率



资料来源：公司公告，财信证券

全渠道融合升级，线上线下渠道共同发力，持续优化服务。公司深耕全域营销能力，将传统的线下渠道与线上新零售渠道深度融合，交互运作，建立与消费者随时随地连接的通道，最大程度地覆盖用户的主要消费场景，形成多样性、多内容、多维度和多触达点的经营形态；公司利用自有的线下渠道，定期整理汇总产品需求、用户数据，补充线上数据在欠发达地区、高年龄段用户、专业医药零售机构方面的欠缺，建立起更加

完善的家用医疗器械数据库，从而实现对市场需求的精准把握，为用户提供更丰富、更优质的服务体验。

4 盈利预测

核心假设：

1. 康复辅具：受益于老年化背景下康复相关需求增加，公司康复辅具业务维持增长态势，近年来公司相继收购吉芮医疗、橡果国际，业务范围持续拓展，我们预计 2024-2026 板块营收分别为 11.59、13.91、16.70 亿元。

2. 医疗护理：疫情影响已消化，“可孚医疗”品牌知名度较高，未来公司将专注美容修复、伤口护理、卫生护理、健康防护等产品研发，预计板块业绩和毛利率将进一步提升，我们预计 2024-2026 板块营收分别为 7.77、8.55、9.41 亿元。

3. 健康监测：健康监测为公司传统大品类业务，疫情影响逐渐消退，行业需求回落，但公司不断推陈出新，CGM 等多款产品上市，有望助推板块业绩恢复常态化增长。我们预计 2024-2026 板块营收分别为 4.99、5.99、6.88 亿元。

4. 呼吸支持：呼吸支持板块是公司重要业务板块之一，公司设立了呼吸支持研究院，围绕呼吸、制氧、雾化等重点项目开展创新攻关。后续公司将对制氧机进行迭代升级，降低生产成本，毛利率有望提升，我们预计 2024-2026 板块营收分别为 4.01、4.21、4.42 亿元。

表 5：分产品线收入及毛利率（亿元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
康复辅具	营收	5.92	7.73	11.59	13.91	16.70
	yoy	42.91%	30.46%	50.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	38.23%	47.97%	61.50%	62.00%	62.00%
医疗护理	营收	10.99	7.40	7.77	8.55	9.41
	yoy	43.72%	-32.65%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	48.34%	49.72%	53.50%	53.50%	53.50%
健康监测	营收	7.86	5.87	4.99	5.99	6.88
	yoy	41.91%	-25.35%	-10.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	33.19%	40.01%	38.90%	40.00%	41.00%
呼吸支持	营收	2.38	4.55	4.01	4.21	4.42
	yoy	19.19%	91.40%	-12.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	0.00%	39.73%	39.00%	39.50%	40.00%
合计	营收	29.77	28.54	32.47	38.33	45.24
	yoy	30.82%	-4.14%	13.80%	18.02%	18.04%
	毛利率	39.51%	43.28%	51.36%	51.97%	52.50%

资料来源：iFind，财信证券

盈利预测：公司专注于家用医疗器械领域，经过多年专业化经营，已在产品种类、渠道覆盖、技术先进性及市场竞争力方面建立起显著优势，通过不断的数字运营能力强

化和用户需求深度研究，持续推出创新产品，积累了良好的市场口碑和品牌知名度。我们预计2024—2026年公司营收分别为32.47、38.33、45.24亿元，同比增速分别为13.80%、18.02%、18.04%；对应归母净利润分别为3.21、4.31、5.52亿元，同比增速分别为26.39%、34.04%、28.11%；EPS分别为1.54、2.06、2.64元，当前股价对应PE分别为22.48、16.77、13.09倍，首次覆盖，予以“增持”评级。

5 风险提示

行业竞争加剧导致产品价格下降风险：当前国内医疗器械行业蓬勃发展，家用医疗器械参与者众多，同时，随着国内乃至全球医保支付压力的逐渐增大，终端客户在采购产品时会加重产品性价比的权重考虑，市场竞争格局日益激烈，对企业持续提升市场竞争力提出新的挑战。如果企业产品价格的降低幅度较大，将可能影响公司未来的盈利能力。

产品研发失败风险：医疗器械行业属于技术密集型行业，对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此在新产品研发的过程中，可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。若公司未来不能很好应对新产品研发中存在的风险，则将对公司新产品的研发进程造成不利影响，甚至导致新产品研发的失败。

收购标的运营不达预期带来的商誉减值风险：通过外延式扩张进行产业整合是国内医疗器械企业未来发展的必经之路。自上市以来，公司通过收购兼并将业务范围不断扩大，公司的盈利能力和市场竞争力因此持续快速提升。若未来并购标的经营情况不及预期，公司需对商誉进行减值计提，进而对公司盈利水平产生负面影响。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表						主要指标					
营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	29.77	28.54	32.47	38.33	45.24	营业收入	29.77	28.54	32.47	38.33	45.24
减: 营业成本	18.01	16.19	15.80	18.41	21.49	增长率(%)	30.82	-4.14	13.80	18.02	18.04
营业税金及附加	0.20	0.29	0.27	0.32	0.38	归属母公司股东净利润	3.02	2.54	3.21	4.31	5.52
营业费用	6.19	7.41	10.72	12.26	14.25	增长率(%)	-29.65	-15.71	26.39	34.04	28.11
管理费用	1.22	1.11	1.36	1.53	1.76	每股收益(EPS)	1.44	1.22	1.54	2.06	2.64
研发费用	1.18	1.14	1.20	1.42	1.72	每股股利(DPS)	1.18	1.17	1.23	1.55	1.98
财务费用	-0.33	-0.19	-0.01	-0.01	-0.03	每股经营现金流	0.19	1.63	2.03	2.00	2.35
减值损失	-0.61	-0.53	-0.27	-0.30	-0.20	销售毛利率	0.40	0.43	0.51	0.52	0.52
加: 投资收益	0.57	0.48	0.35	0.35	0.35	销售净利率	0.10	0.09	0.10	0.11	0.12
公允价值变动损益	0.04	-0.02	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.06	0.05	0.06	0.08	0.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.10	0.06	0.07	0.10	0.12
营业利润	3.68	2.95	3.74	4.98	6.36	市盈率(P/E)	23.95	28.42	22.48	16.77	13.09
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	1.44	1.47	1.46	1.42	1.39
利润总额	3.34	2.86	3.65	4.89	6.27	股息率(分红/股价)	0.03	0.03	0.04	0.04	0.06
减: 所得税	0.32	0.33	0.44	0.59	0.75	主要财务指标					
净利润	3.02	2.53	3.21	4.30	5.51	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	-0.01	0.00	0.00	-0.01	毛利率	39.51%	43.28%	51.36%	51.97%	52.50%
归属母公司股东净利润	3.02	2.54	3.21	4.31	5.52	三费/销售收入	26.00%	30.51%	37.23%	36.03%	35.47%
资产负债表						EBIT/销售收入					
货币资金	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	10.11%	9.34%	11.21%	12.73%	13.78%
货币资金	14.50	15.69	13.32	15.35	17.55	EBITDA/销售收入	12.34%	13.07%	15.77%	16.70%	16.67%
交易性金融资产	12.43	8.51	8.00	6.00	3.82	销售净利率	10.15%	8.86%	9.89%	11.23%	12.19%
应收和预付款项	8.67	6.17	7.31	8.62	10.18	资产获利率					
其他应收款(合计)	0.43	0.58	0.56	0.66	0.78	ROE	6.01%	5.19%	6.48%	8.50%	10.59%
存货	5.29	6.35	5.59	6.52	7.61	ROA	4.71%	4.07%	5.23%	6.79%	8.33%
其他流动资产	0.68	1.00	0.90	1.06	1.26	ROIC	10.21%	5.78%	7.11%	9.83%	11.99%
长期股权投资	0.05	0.65	0.65	0.65	0.64	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	21.49%	21.40%	17.02%	16.48%	16.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	65.28%	74.16%	72.44%	73.13%	74.00%
固定资产和在建工程	15.98	16.96	19.03	18.17	17.26	带息债务/总负债	28.70%	42.95%	26.34%	15.55%	6.35%
无形资产和开发支出	4.79	4.83	5.65	6.25	6.85	流动比率	3.54	3.53	4.34	4.43	4.38
其他非流动资产	1.28	1.70	0.37	0.20	0.32	速动比率	2.82	2.73	3.37	3.35	3.22
资产总计	64.11	62.44	61.39	63.48	66.27	股利支付率	81.47%	96.13%	80.00%	75.00%	75.00%
短期借款	2.81	4.02	1.30	0.57	0.00	收益留存率	18.53%	3.87%	20.00%	25.00%	25.00%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	8.33	6.13	6.10	7.11	8.30	总资产周转率	0.46	0.46	0.53	0.60	0.68
长期借款	1.15	1.71	1.45	1.06	0.69	固定资产周转率	2.09	1.73	1.96	2.32	2.74
其他负债	1.49	1.49	1.60	1.73	1.88	应收账款周转率	4.82	5.88	5.59	5.59	5.59
负债合计	13.78	13.36	10.45	10.46	10.88	存货周转率	3.40	2.55	2.82	2.82	2.82
股本	2.08	2.09	2.09	2.09	2.09	估值指标					
资本公积	39.13	39.33	39.33	39.33	39.33	EBIT	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	8.99	7.56	8.21	9.28	10.66	EBITDA	3.01	2.67	3.64	4.88	6.23
归属母公司股东权益	50.20	48.99	49.63	50.71	52.09	NOPLAT	3.67	3.73	5.12	6.40	7.54
少数股东权益	0.13	0.09	0.09	0.08	0.08	归母净利润	2.95	2.42	3.29	4.37	5.57
股东权益合计	50.33	49.08	49.72	50.79	52.17	EPS	3.02	2.54	3.21	4.31	5.52
负债和股东权益合计	64.11	62.44	60.17	61.26	63.05	BPS	1.44	1.22	1.54	2.06	2.64
现金流量表						PE					
经营性现金净流量	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	23.95	28.42	22.48	16.77	13.09
经营性现金净流量	0.40	3.41	4.24	4.19	4.92	PEG	-0.81	-1.81	0.85	0.49	0.47
投资性现金净流量	-5.37	-0.46	-1.06	2.18	2.32	PB	1.44	1.47	1.46	1.42	1.39
筹资性现金净流量	-1.29	-2.78	-5.55	-4.34	-5.04	PS	2.43	2.53	2.23	1.89	1.60
现金流量净额	-6.25	0.18	-2.37	2.02	2.20	PCF	179.09	21.17	17.03	17.26	14.69

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438