

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

|              |               |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元)     | 32.97         |
| 总股本/流通股本(亿股) | 2.09 / 1.94   |
| 总市值/流通市值(亿元) | 69 / 64       |
| 52周内最高/最低价   | 43.40 / 28.90 |
| 资产负债率(%)     | 25.2%         |
| 市盈率          | 21.55         |
| 第一大股东        | 长沙械字号医疗投资有限公司 |

研究所

分析师:蔡明子  
SAC 登记编号:S1340523110001  
Email:caimingzi@cnpsec.com  
研究助理:陈峻  
SAC 登记编号:S1340123110013  
Email:chenjun@cnpsec.com

可孚医疗(301087)

康复辅具类产品表现亮眼，健耳业务有望实现扭亏转盈

● 业绩简评

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季度报，2024 年公司实现营业收入 29.83 亿元，同比增长 4.53%；实现归属于母公司所有者的净利润 3.12 亿元，同比增长 22.60%；公司 2024 年度归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 2.75 亿元，同比增长 36.74%。

2025 年 Q1 公司实现营业收入 7.38 亿元，同比减少 8.59%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.91 亿元，同比减少 9.68%；2025 年 Q1 归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 0.69 亿元，同比减少 25.34%。

● 公司聚焦家用医疗，康复辅具类产品表现亮眼

2024 年公司战略聚焦的敷贴/敷料、矫姿带、助听器、棉球/棉签/棉片类、口腔护理及造口护理系列等产品增长显著，成为业绩增长的主要驱动力。分板块来看，康复辅具类产品表现亮眼，实现收入 11.04 亿元，同比增长 42.77%；中医医疗及其他类产品稳健增长，实现收入 1.81 亿元，同比增长 20.46%；医疗护理类产品实现收入 8.01 亿元，同比增长 8.22%；健康监测和呼吸支持类产品分别实现收入 4.89 亿元和 2.67 亿元，同比下滑 16.70%和 41.35%。

● 公司聚焦核心品类进行技术攻关，持续提升研发效率，实现创新成果的快速转化

2024 年公司推出百余款新品上市，其中血糖尿酸双测条仅需一根试纸一滴血，即可在 10 秒内完成血糖和尿酸两项指标的精准检测，为慢病综合管理提供了高效解决方案；自主研发的直流压缩雾化器、纯净睡眠呼吸机、双水平呼吸机及迷你呼吸机等新品，进一步完善高端呼吸支持领域产品矩阵；自主研发的呼吸机物联网云平台集成 Deepseek 智能交互系统，可全方位监测睡眠质量与呼吸数据，并提供专业咨询、紧急人工通道及加密存储等增值服务。此外，公司还推出预加热耳温枪、一体式多普勒脉冲胎心仪、远程医疗蓝牙传输血压计、无痕款矫姿带、全新碳纤维电动轮椅、家居风护理床、造口护理、伤口护理以及居家监测等系列新品，后续有望贡献持续增量。

● 可孚医疗立体式营销渠道助力公司品牌力和影响力不断提升，有望产生协同效应

公司成功构建了电商平台、连锁药房、自营门店等相融合的立体式营销渠道。2024 年公司线上渠道实现收入 19.90 亿元，同比增长 8.94%；毛利率提升 9.57 个百分点至 54.86%。在行业竞争持续加剧的背景下，公司充分发挥头部品牌优势，实现多渠道协同发展。其中抖

音、快手等兴趣电商渠道增速显著，天猫、京东等货架电商渠道剔除防护类产品基数影响，同比实现稳健增长。线下渠道方面，公司实现收入 8.51 亿元，同比下滑 3.12%；毛利率提升 4.36 个百分点至 47.78%。公司海外业务尚处于培育阶段，目前已成功切入南美、非洲、东南亚等市场，2025 年公司海外市场有望高速发展。

### ● 健耳听力业务持续发展，利润成长弹性高，公司第二成长曲线初见雏形

公司健耳听力业务持续发展，2024 年健耳听力合并报表实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 37.86%。受消费大环境影响，行业整体增速趋缓，加之健耳听力大量新店及次新店处于业绩爬坡阶段，短期内对公司利润形成一定压力。我们认为随着公司健耳听力验配中心业务持续发展，区域市场占有率和品牌影响力将逐步提高，将进一步确定公司在听力验配领域的龙头地位；且随着健耳听力老店数量占比的提升，健耳听力业务利润成长弹性更高，有望成为公司第二成长曲线。

### ● 盈利预测

预计公司 2025-2027 年收入端分别为 34.49 亿元、40.32 亿元和 47.47 亿元，收入同比增速分别为 15.6%、16.9%和 17.7%，归母净利润预计 2025 年-2027 年分别为 3.89 亿元、4.54 亿元和 5.64 亿元，归母净利润同比增速分别为 24.9%、16.7%和 24.0%。2025-2027 年 PE 分别为 17.71 倍、15.17 倍和 12.23 倍，对应 PEG 分别为 0.71、0.91 和 0.51。

### ● 风险提示：

市场竞争加剧、产品销售放量不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度         | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 2983   | 3449   | 4032   | 4747   |
| 增长率(%)        | 4.53   | 15.61  | 16.91  | 17.73  |
| EBITDA（百万元）   | 506.01 | 424.56 | 500.06 | 624.31 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 311.75 | 389.32 | 454.47 | 563.54 |
| 增长率(%)        | 22.60  | 24.88  | 16.73  | 24.00  |
| EPS(元/股)      | 1.49   | 1.86   | 2.17   | 2.70   |
| 市盈率（P/E）      | 22.11  | 17.71  | 15.17  | 12.23  |
| 市净率（P/B）      | 1.44   | 1.46   | 1.48   | 1.51   |
| EV/EBITDA     | 13.87  | 15.77  | 13.79  | 11.43  |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元)         | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       | 主要财务比率              | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>利润表</b>        |             |             |             |             | <b>成长能力</b>         |             |             |             |             |
| 营业收入              | 2983        | 3449        | 4032        | 4747        | 营业收入                | 4.5%        | 15.6%       | 16.9%       | 17.7%       |
| 营业成本              | 1436        | 1670        | 1947        | 2259        | 营业利润                | 26.7%       | 20.4%       | 17.5%       | 24.3%       |
| 税金及附加             | 26          | 31          | 37          | 43          | 归属于母公司净利润           | 22.6%       | 24.9%       | 16.7%       | 24.0%       |
| 销售费用              | 973         | 1104        | 1290        | 1519        | <b>获利能力</b>         |             |             |             |             |
| 管理费用              | 121         | 193         | 222         | 256         | 毛利率                 | 51.9%       | 51.6%       | 51.7%       | 52.4%       |
| 研发费用              | 96          | 110         | 129         | 152         | 净利率                 | 10.5%       | 11.3%       | 11.3%       | 11.9%       |
| 财务费用              | -23         | -25         | -28         | -32         | ROE                 | 6.5%        | 8.2%        | 9.8%        | 12.4%       |
| 资产减值损失            | -34         | 0           | 0           | 0           | ROIC                | 4.8%        | 6.5%        | 7.7%        | 9.8%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>373</b>  | <b>450</b>  | <b>528</b>  | <b>656</b>  | <b>偿债能力</b>         |             |             |             |             |
| 营业外收入             | 6           | 0           | 0           | 0           | 资产负债率               | 25.2%       | 26.6%       | 28.2%       | 30.2%       |
| 营业外支出             | 8           | 0           | 0           | 0           | 流动比率                | 2.88        | 2.74        | 2.56        | 2.37        |
| <b>利润总额</b>       | <b>372</b>  | <b>450</b>  | <b>528</b>  | <b>656</b>  | <b>营运能力</b>         |             |             |             |             |
| 所得税               | 60          | 61          | 74          | 93          | 应收账款周转率             | 7.03        | 7.75        | 7.34        | 7.53        |
| <b>净利润</b>        | <b>312</b>  | <b>389</b>  | <b>454</b>  | <b>563</b>  | 存货周转率               | 2.22        | 2.49        | 2.58        | 2.53        |
| <b>归母净利润</b>      | <b>312</b>  | <b>389</b>  | <b>454</b>  | <b>564</b>  | 总资产周转率              | 0.47        | 0.54        | 0.62        | 0.73        |
| <b>每股收益(元)</b>    | <b>1.49</b> | <b>1.86</b> | <b>2.17</b> | <b>2.70</b> | <b>每股指标(元)</b>      |             |             |             |             |
| <b>资产负债表</b>      |             |             |             |             | 每股收益                | 1.49        | 1.86        | 2.17        | 2.70        |
| 货币资金              | 1279        | 1109        | 905         | 668         | 每股净资产               | 22.94       | 22.61       | 22.24       | 21.77       |
| 交易性金融资产           | 1357        | 1357        | 1357        | 1357        | <b>估值比率</b>         |             |             |             |             |
| 应收票据及应收账款         | 374         | 517         | 582         | 679         | PE                  | 22.11       | 17.71       | 15.17       | 12.23       |
| 预付款项              | 139         | 165         | 185         | 218         | PB                  | 1.44        | 1.46        | 1.48        | 1.51        |
| 存货                | 660         | 684         | 824         | 959         | <b>现金流量表</b>        |             |             |             |             |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>3925</b> | <b>3962</b> | <b>3998</b> | <b>4044</b> | 净利润                 | 312         | 389         | 454         | 563         |
| 固定资产              | 1471        | 1471        | 1471        | 1471        | 折旧和摊销               | 181         | 0           | 0           | 0           |
| 在建工程              | 50          | 50          | 50          | 50          | 营运资本变动              | 157         | -130        | -124        | -140        |
| 无形资产              | 236         | 236         | 236         | 236         | 其他                  | 13          | -45         | -46         | -52         |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>2497</b> | <b>2485</b> | <b>2485</b> | <b>2485</b> | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>663</b>  | <b>214</b>  | <b>284</b>  | <b>372</b>  |
| <b>资产总计</b>       | <b>6423</b> | <b>6447</b> | <b>6483</b> | <b>6529</b> | 资本开支                | -119        | 5           | 8           | 9           |
| 短期借款              | 549         | 549         | 549         | 549         | 其他                  | -612        | 60          | 39          | 43          |
| 应付票据及应付账款         | 468         | 536         | 621         | 724         | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-731</b> | <b>65</b>   | <b>46</b>   | <b>52</b>   |
| 其他流动负债            | 345         | 360         | 390         | 431         | 股权融资                | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>1362</b> | <b>1444</b> | <b>1560</b> | <b>1704</b> | 债务融资                | 279         | 6           | 0           | 0           |
| 其他                | 259         | 269         | 269         | 269         | 其他                  | -514        | -455        | -534        | -662        |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>259</b>  | <b>269</b>  | <b>269</b>  | <b>269</b>  | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>-234</b> | <b>-448</b> | <b>-534</b> | <b>-662</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>1620</b> | <b>1713</b> | <b>1829</b> | <b>1973</b> | <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>-301</b> | <b>-170</b> | <b>-204</b> | <b>-238</b> |
| 股本                | 209         | 209         | 209         | 209         |                     |             |             |             |             |
| 资本公积金             | 3931        | 3931        | 3931        | 3931        |                     |             |             |             |             |
| 未分配利润             | 764         | 638         | 490         | 308         |                     |             |             |             |             |
| 少数股东权益            | 6           | 5           | 5           | 5           |                     |             |             |             |             |
| 其他                | -108        | -49         | 19          | 103         |                     |             |             |             |             |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>4802</b> | <b>4734</b> | <b>4655</b> | <b>4556</b> |                     |             |             |             |             |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>6423</b> | <b>6447</b> | <b>6483</b> | <b>6529</b> |                     |             |             |             |             |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048