



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

自产率持续提升，听力保健助力公司成长

—可孚医疗(301087)公司深度报告

2024 年 04 月 10 日

证券研究报告

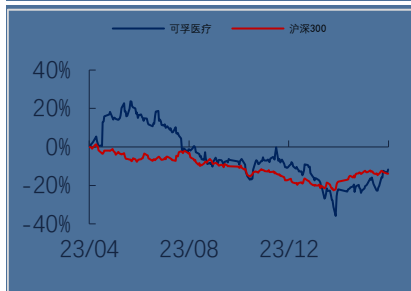
公司研究

公司深度报告

可孚医疗(301087)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	36.76
52周内股价波动区间(元)	51.54-26.70
最近一月涨跌幅(%)	14.16
总股本(亿股)	2.09
流通A股比例(%)	43.29
总市值(亿元)	76.92

资料来源：聚源，wind，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

自产率持续提升，听力保健助力公司成长

2024年04月10日

本期内容提要：

可孚医疗是家用医疗器械领域的领先企业，营业收入从2017年的8.51亿元增长到2022年的29.77亿元，年复合增长率达28.46%。我们认为随着产品迭代升级、自产率不断提升、销售策略聚焦核心品类，叠加拓展听力保健服务业务，公司业务成长力凸显，未来可期。

1、聚焦核心品类，“自主品牌+代理”产品组合出击，五大业务线齐头并进，驱动成长

从行业层面来看，新冠疫情后，个人健康护理意识增强，灵巧方便的家用医疗器械需求持续提升，叠加人口老龄化加剧和慢性病患率提升，家用医疗器械市场增长趋势明显，华经产业研究院预计2025年我国家用医疗设备市场规模有望达到3500亿元。公司作为国内领先的家用医疗器械品牌商，拥有近万个型号及规格的产品，近年来，公司优化管理，将产品分为健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗五大产线，重点发展血压计、血糖仪、体温计、雾化器、呼吸机、轮椅、护理床等大单品，运营效率不断提升。公司采用“代理+自有品牌”结合的模式，以自有“可孚”品牌产品为核心，代理的国际/国内知名品牌为补充，组合出击，品牌影响力不断增强，打造公司在家用医疗器械领域的口碑。

2、“线上”+“线下”渠道双管齐下，自产率不断提升，增强盈利能力

渠道方面，公司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，线上线下相融合，实现渠道间的导流，形成多样性、多内容、多维度和多触达点的新型经营形态，线上线下近年来均保持快速增长（2018-2022年间线上复合增速达30%，线下达22%）。为了最大程度发挥资金使用效率，公司优先选择部分核心产品进行自产，2023年公司自主生产率约为55%，随着自产率提升，毛利率存在提升空间，2023年前三季度公司毛利率提升到45%，毛利率较高的产品如血压计、体温计等截止2020年时自产率均超过了60%，我们认为随着公司长沙雨花生产基地和湘阴生产基地逐步建成投产，自产率有望持续提升，带动其毛利率进一步提升。

3、拓展听力保健服务，健耳听力扩店，打造第二成长曲线

助听器的使用人群主要为患有残疾性听力障碍的人群，随着老龄化程度加深，听障患者群体数量进一步扩容，但由于患者对助听器认知错位等原因，当前助听器佩戴渗透率较低，市场可挖掘潜力较大，根据中国产业调研网数据，2025年全球助听器市场规模有望达到83.3亿美元，我国有望达80.7亿元人民币。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较为重要，国内助听器验配门店连锁化程度低，服务质量参差不齐，公司2018年设立健耳助听器验配中心，是国内为数不多的同时拥有助听器验配工具、助听器连锁验配中心、验配师培训资质的企业，通过精细化的运营管理和专业的验配服务，健耳在客户中树立了良好的品牌形象，迅速积累了一定的优质客户，销售收入获得了快速增长，健耳门店的收入从2018年的671.14万元增长到2022年1.2亿元(yoy+74.75%)，未来随着门店数量逐步

增多、单店逐步爬坡进入成熟期，健耳听力业务收入有望保持快速增长趋势，为公司成长增添新动力。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 28.69 亿元、34.02 亿元、44.12 亿元，同比增速分别为-3.6%、18.6%、29.7%，2023-2025 年实现归母净利润为 2.74 亿元、3.43 亿元、4.58 亿元，同比分别增长-9.2%、25.2%、33.6%，对应当前股价 PE 分别为 28 倍、22 倍、17 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：产品品类丰富导致管理风险；代理品牌产品供应商持续合作的风险；自产率提升不及预期导致的供应风险；并购整合不及预期及商誉减值的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,276	2,977	2,869	3,402	4,412
增长率 YoY %	-4.2%	30.8%	-3.6%	18.6%	29.7%
归属母公司净利润 (百万元)	429	302	274	343	458
增长率 YoY%	1.2%	-29.7%	-9.2%	25.2%	33.6%
毛利率%	43.8%	39.5%	43.4%	43.0%	43.7%
净资产收益率ROE%	8.7%	6.0%	5.5%	6.5%	7.9%
EPS(摊薄)(元)	2.05	1.44	1.31	1.64	2.19
市盈率 P/E(倍)	17.94	25.50	28.09	22.44	16.80
市净率 P/B(倍)	1.55	1.53	1.54	1.45	1.33

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 04 月 09 日收盘价

目录

1. 深耕家用器械个人健康管理，听力保健打造第二成长曲线	7
1.1. 五大产品升级迭代齐发力，造就家用医疗器械领先企业	7
1.2. 产品升级换代，自产率不断提升，增强盈利能力	9
1.3. 线上+线下双管齐下，数字化运营助力经营效率提升	10
2. 家用医疗器械快速发展，五大业务齐头并进驱动成长	13
2.1. 个人健康管理需求提升，家用医疗器械市场持续扩容	13
2.2. 聚焦核心品类，拳头产品组合出击	15
2.3. “自产率+自主品牌营收占比”持续提升，盈利能力不断增强	21
3. 助听器市场潜力较大，健耳听力扩店增长可期	24
3.1. 老龄化上升，助听器渗透率提升空间大，市场具有较大的潜力	24
3.2. 健耳听力验配中心扩店持续，抢占先发优势，增长可期	27
4. 盈利预测与投资建议	30
5. 风险提示	32

表目录

表 1:不同档次助听器产品价格特点情况	26
表 2: 公司收入简要拆分及预测（百万元）	30
表 3: 公司盈利预测情况（2022-2025E）	31
表 4: 可比公司估值	31

图目录

图 1: 可孚医疗业务布局情况	7
图 2: 可孚医疗发展历程	8
图 3: 可孚医疗股权结构（截止到 2024 年 1 月 25 日）	8
图 4: 可孚医疗 2017-2023Q1-3 营业收入情况	9
图 5: 可孚医疗 2017-2023Q1-3 归母净利润情况	9
图 6: 可孚医疗 2017-2022 年营业收入构成（分业务）	9
图 7: 可孚医疗 2017-2022 年营业收入构成（分区域）	9
图 8: 可孚医疗 2017-2023Q1-3 毛利率与净利率情况	10
图 9: 可孚医疗 2017-2023Q1-3 费用率情况	10
图 10: 可孚医疗与华润产业协同	10
图 11: 可孚医疗 2018-2022 线上线下业务占比	11
图 12: 可孚医疗 2018-2022 线上线下业务收入增长情况	11
图 13: 可孚医疗 2018-2020 线上业务收入情况	11
图 14: 可孚医疗 2018-2020 线下业务收入情况	11
图 15: 家用医疗器械成为常备“小家电”	13
图 16: 2018-2022 年中国 65 岁以上人口占比情况	14
图 17: 2008-2018 年中国 15 岁以上居民慢性病患率情况	14
图 18: 我国家用医疗设备市场规模变化	14
图 19: 我国家用医疗设备市场构成	15
图 20: 可孚医疗产品线情况	16
图 21: 可孚医疗医疗护理类产品情况	17
图 22: 公司医疗护理类产品营收情况（收入：亿元）	17
图 23: 2018-2020 年公司医疗护理产品新增品类情况（个）	17
图 24: 可孚医疗健康监测类产品情况	18
图 25: 公司健康监测类产品收入结构	18
图 26: 公司健康监测类产品营收情况（收入：亿元）	18
图 27: 可孚医疗康复辅具类产品情况	19
图 28: 公司康复辅具类产品营收情况（收入：亿元）	19
图 29: 公司康复辅具类产品产品结构（%）	19
图 30: 可孚医疗呼吸支持类产品情况	20
图 31: 公司呼吸支持类产品营收情况（收入：亿元）	20
图 32: 公司呼吸支持类产品营收结构（%）	20
图 33: 可孚医疗呼吸支持类产品情况	21
图 34: 公司中医医疗产品营收情况（收入：亿元）	21
图 35: 公司中医医疗产品结构（%）	21
图 36: 公司自有品牌和非自有品牌产品增长情况	22
图 37: 公司自有品牌和非自有品牌占比（%）	22

图 38: 公司自有品牌自主生产和外协加工占比情况	22
图 39: 公司毛利率变化情况 (%)	22
图 40: 公司五大产线自产率情况	23
图 41: 公司五大产线毛利率情况	23
图 42: 2020 年可孚医疗主要产品自产率情况	23
图 43: 助听器产品类型	24
图 44: 残疾性听力损失人群的数量预测 (亿人)	25
图 45: 不同区域的助听器使用率 (% , 2021 年)	25
图 46: 全球不同年龄的 35dB 及以上听力损失患病率	25
图 47: 年龄是导致听力损失的主要因素	25
图 48: 2019-2025 年全球助听器市场规模情况	26
图 49: 2015-2025 年中国助听器市场规模情况	26
图 50: 2020 年助听器市场份额情况	26
图 53: 2018-2023E 年健耳门店收入及增长情况	28
图 54: 2018-2023 年健耳门店扩张情况	28
图 55: 各助听器厂商听力验配中心门店数量 (家)	28
图 56: 2018-2020 年健耳新老门店单店收入情况 (万元)	29
图 57: 声蓝医疗门店情况 (2021 年)	29
图 58: 健耳听力验配中心新老门店毛利率情况 (%)	29

投资聚焦：

1、聚焦家用器械核心品类，“自主品牌+代理”产品组合出击，五大业务线齐头并进，驱动成长

家用医疗器械市场增长趋势明显，市场不断扩容，华经产业研究院预计 2025 年我国家用医疗设备市场规模有望达到 3500 亿元。公司作为国内领先的家用医疗器械品牌商，拥有近万个型号及规格的产品。近年来，公司优化管理，健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗五大产线齐头并进，运营效率不断提升，并以自有“可孚”品牌产品为核心，代理的国际/国内知名品牌为补充，组合出击，品牌影响力不断增强。

2、“线上”+“线下”渠道双管齐下，自产率不断提升，增强盈利能力

公司目前已构建了“线上线下相融合”的立体式营销渠道，实现渠道间的导流，线上线下近年来均保持快速增长（2018-2022 年间线上年复合增速达 30%，线下达 22%）。此外，公司优先选择部分核心产品进行自产，2023 年公司自主生产率约为 55%，随着自产率提升，毛利率呈提升趋势，2023 年前三季度公司毛利率提升到 45%，未来随着长沙雨花和湘阴生产基地逐步建成投产，自产率不断提升，其毛利率有望进一步提升。

3、拓展听力保健服务，健耳听力扩店，打造第二成长曲线

听障患者群体数量在老龄化发展下进一步扩容，但当前助听器佩戴渗透率较低，市场可挖掘潜力较大。公司 2018 年设立健耳助听器验配中心，通过精细化的运营管理和专业的验配服务，健耳在客户中树立了良好的品牌形象，迅速积累了一定的优质客户，销售收入获得了快速增长，健耳门店的收入从 2018 年的 671.14 万元增长到 2022 年 1.2 亿元（yoy+74.75%），未来随着门店数量增加、单店收入逐步爬坡进入成熟期，健耳听力业务有望保持快速增长趋势，为公司成长增添新动力。

1. 深耕家用器械个人健康管理，听力保健打造第二成长曲线

1.1. 五大产品升级迭代齐发力，造就家用医疗器械领先企业

可孚医疗作为家用医疗器械领域的领先企业，深耕个人健康管理。公司产品围绕个人健康管理护理，以检测、治疗、保健及康复为目的，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，并基于产品能力拓展了听力服务领域，拥有较好的用户口碑和较强的品牌号召力。截止至 2023 年 6 月 30 日，可孚医疗在国内设有 52 家子公司，566 家分公司，同时建立了 3 个研发中心、5 个生产基地，形成较为完善的研发、生产、营销及服务网络。

图 1：可孚医疗业务布局情况



资料来源：可孚医疗官网，信达证券研发中心

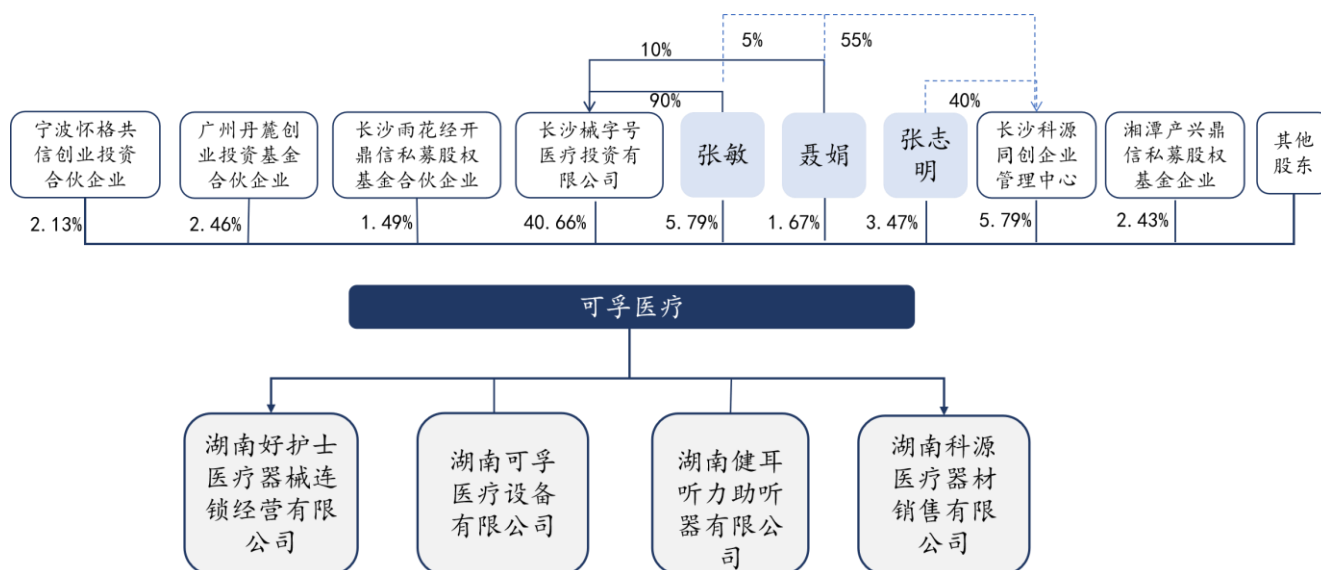
从公司的发展历程来看：①渠道方面，公司逐步从单一的线下零售拓展到零售门店、线下仓储大卖场、线下大客户销售、电商的全面扩张，公司于 2007 年创立了湖南好护士医疗器械连锁经营有限公司，从事家用医疗器械零售门店运营，2010 年创立湖南科源医疗器械销售有限公司，针对大客户开展家用医疗器械仓储式批发销售，2014 年，公司进入电商领域，9 月开设旗下第一大店铺好护士器械旗舰店；②业务品类方面，公司逐步从单一的代理模式走向“自主品牌+代理”结合，从产品销售拓展到“服务+销售”的模式，成立初期，主要从事国内外知名品牌欧姆龙、鱼跃产品的分销工作，2009 年正式成立湖南可孚医疗科技发展有限公司，将“可孚”作为家用医疗器械自主品牌，开始代理和自主品牌相结合的业务模式，2018 年，公司基于对国内助听器验配门店连锁化程度低，服务质量参差不齐的判断，开始设立健耳助听器验配中心的布局；③生产水平方面，公司逐步从代理和外协加工转变为自主研发、自主生产，2019 年开始，公司逐步加大了研发投入和生产能力建设，2020 年设立深圳研发中心，2022 年公司在长沙、湘阴两个新生产基地一期项目全部完工并陆续投入运营，自产品类在销售结构中占比逐渐增大，公司盈利能力逐步提升。2021 年可孚医疗在深交所上市，公司进入快速发展阶段。

图 2：可孚医疗发展历程


资料来源：可孚医疗官网，信达证券研发中心

从公司的股权结构来看，截至到 2024 年 1 月 25 日，公司实际控制人张敏和聂娟分别直接持有公司 5.79%、1.67% 的股份，两人再通过长沙械字号医疗投资有限公司、长沙科源同创企业管理中心持有 40.66%、3.47% 的公司股份。张敏先生具有近二十年医疗器械经营管理经验，现任公司董事长、总裁，从业经验较为丰富。

旗下全资子公司湖南科源主要负责统采、线下仓储大卖场、连锁药房渠道运营及线上销售，好护士主要负责天猫好护士医疗器械旗舰店等线上销售、自营店铺运营及线下好护士门店管理，湖南健耳主要负责线下健耳听力验配中心的管理与助听器采购，可孚设备主要负责护理床、助行器等康复辅具类产品研发及生产。

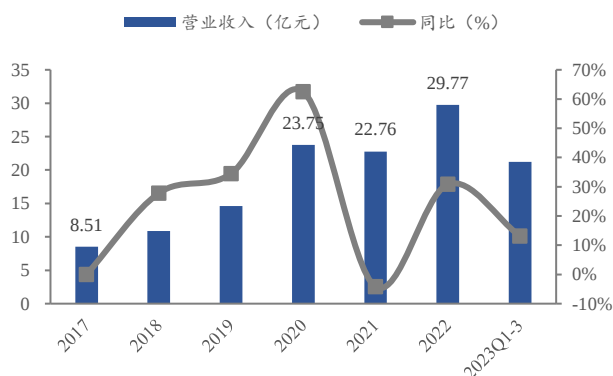
图 3：可孚医疗股权结构（截止到 2024 年 1 月 25 日）


资料来源：wind，信达证券研发中心

1.2. 产品升级换代，自产率不断提升，增强盈利能力

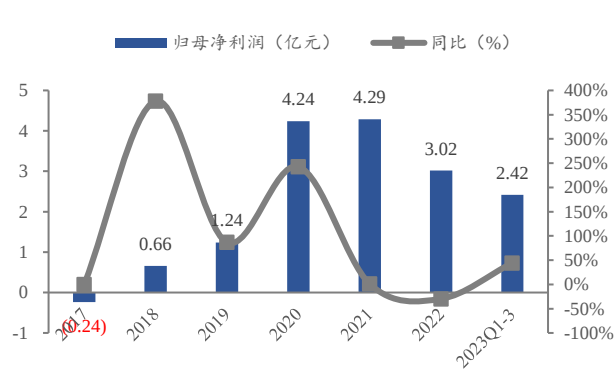
公司专注于家用医疗器械的销售，线上线下业务齐头并进，电商渠道逐步打开，仓储式大卖场和健耳门店数量逐年增加，药房渠道销售额稳步上升，推动公司营业收入从 2017 年的 8.51 亿元增长到 2022 年的 29.77 亿元，年复合增长率达 28.46%，其中，2020 年和 2022 年受防疫物资需求拉动，分别实现营业收入 23.75 亿元（yoy+62.46%）、29.77 亿元（yoy+30.82%），2021 年收入有所下降，主要是 2020 年高基数影响。利润端来看，归母净利润从 2017 年的-0.24 亿元增长到 2022 年的 3.02 亿元。

图 4：可孚医疗 2017-2023Q1-3 营业收入情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

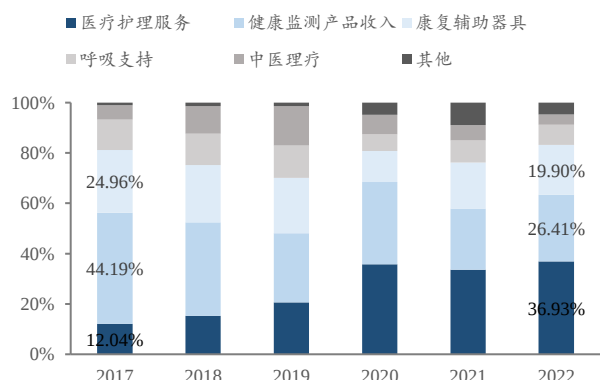
图 5：可孚医疗 2017-2023Q1-3 归母净利润情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

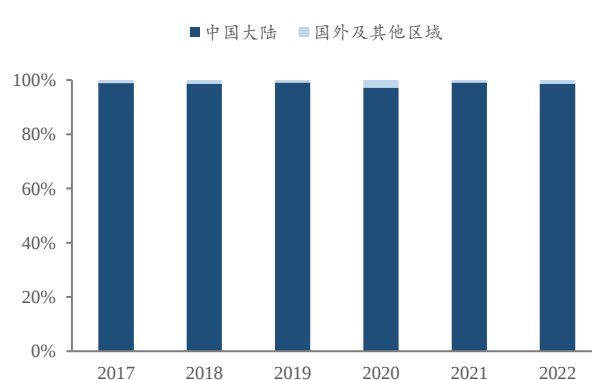
多品类经营提升风险抵御能力，专注国内市场，海外潜力有待挖掘。分业务种类来看，健康监测与康复辅具产品为家用医疗器械传统大品类产品，其销售收入为公司主营业务收入的主要构成部分，两者合计收入占比在 50% 上下，2020 年随着防疫物资需求上升，2020 年口罩/手套、消毒产品等销售快速增长，带动医疗护理服务销售收入不断增长，2022 年由于新冠感染率提升，呼吸机、制氧机、鼻腔护理等产品需求旺盛，带动呼吸支持类产品需求增长。截止到 2022 年末，医疗护理、健康监测、康复辅具在公司收入占比分别为 36.93%、26.41%、19.90%，多品类的产品结构提升了公司的抗风险能力。分地区来看，公司目前专注于国内市场，国际市场仍旧在开拓和挖掘中。

图 6：可孚医疗 2017-2022 年营业收入构成（分业务）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：可孚医疗 2017-2022 年营业收入构成（分区域）

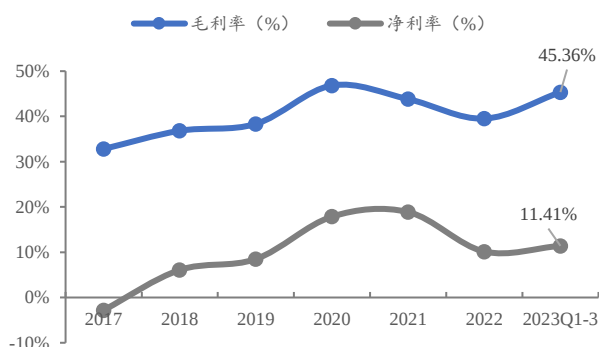


资料来源：wind，信达证券研发中心

产品结构调整助力毛利率提升，经营管理改善，净利率不断优化。①从销售毛利率方面来看，公司销售毛利率呈现上升趋势，其中 2020 年主要是因为新冠疫情导致体温计、口罩/手套、消毒产品三类产品成为重要的防疫物资，市场需求猛增，销售价格亦相应提升，后续随着自有品牌自产产品销售收入占比提升，销售毛利率逐渐回归正常上升轨道。②从费

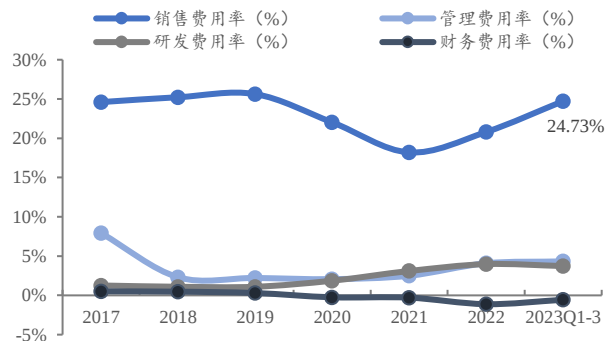
用率来看，随着公司收入不断增长，规模效应逐步凸显，2023 年前三季度公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 24.73%、4.33%、3.73%，整体费用控制情况较好，2023 年前三季度公司净利率为 11.41%，较 2022 年底增长 1.26 个百分点。

图 8：可孚医疗 2017-2023Q1-3 毛利率与净利率情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 9：可孚医疗 2017-2023Q1-3 费用率情况

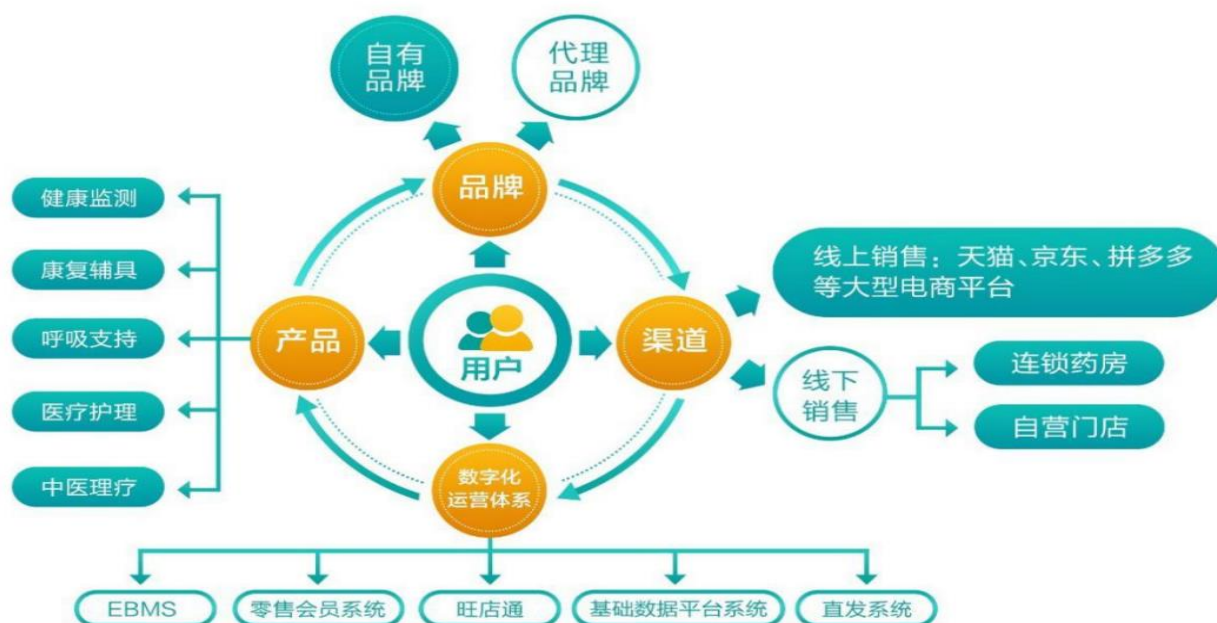


资料来源：wind，信达证券研发中心

1.3. 线上+线下双管齐下，数字化运营助力经营效率提升

公司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，线上线下相融合，实现渠道间的导流，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新型经营形态，快速提高企业及产品知名度。

图 10：可孚医疗与华润产业协同

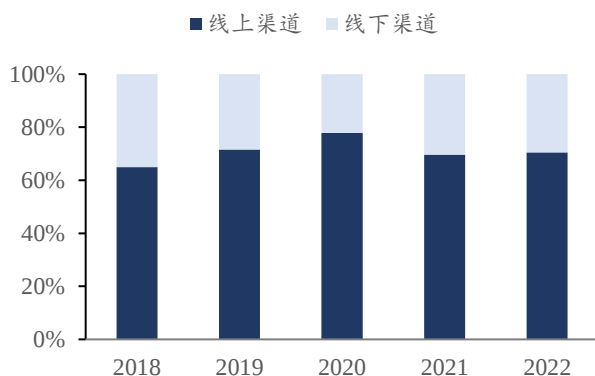


资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

从收入结构来看，公司线上业务占比较大，增长较快。随着互联网基础设施不断完善，网络购物不断发展，借助“天猫直通车”、“钻石展位”、“双 11”等推广与促销方式，公司在电商领域的品牌影响力不断提升，公司线上收入占比远超线下，2022 年线上实现收入 20 亿元，营收占比接近 70%，2018-2022 年线上销售收入年复合增速超 30%，线下业务方面随着公司深化和药店的合作，叠加仓储大卖场的建立，2022 年线下实现营业收入

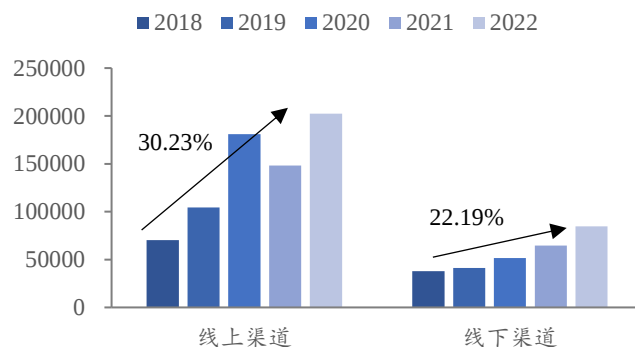
8.46 亿元，2018-2022 年间复合增长率为 22%。

图 11：可孚医疗 2018-2022 线上线业务占比



资料来源：可孚医疗招股书，可孚医疗年报，信达证券研发中心

图 12：可孚医疗 2018-2022 线上线业务收入增长情况

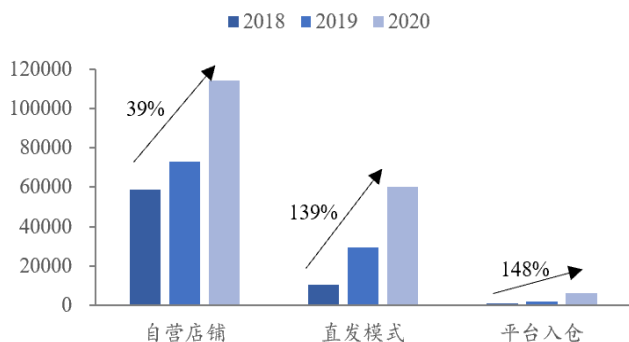


资料来源：可孚医疗招股书，可孚医疗年报，信达证券研发中心

(1) 线上方面，公司是较早一批布局互联网销售的家用医疗器械企业，线上销售渠道已覆盖各主要平台，已完成包括天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购等国内主要第三方电商平台布局，随着近年来直播热潮的兴起，公司加大了抖音、快手等平台的布局，占据主流线上流量入口，深度覆盖线上消费者，满足便捷购物的需求。近年来，线上推广投入加大，直接带动线上销售收入的提升，2020 年公司线上销售收入同比增速为 73.38%。

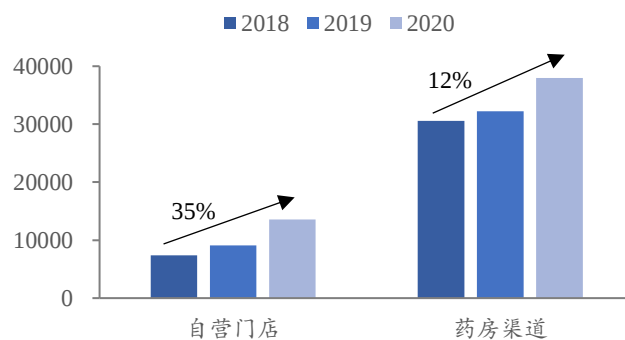
分渠道来看，①**自营店铺**销售为线上销售收入的主要构成部分，随着产品性能提升及品类优化，以及精准营销带来的推广效率提升，自营店铺销售收入呈现快速增长趋势，2019 年、2020 年同比增速分别为 19.43%、56.63%。②**直发模式**得益于与阿里健康大药房合作加深，2019 年、2020 年销售收入同比增速分别为 179.15%、104.97%，呈现快速增长趋势。③**平台入仓模式**主要为公司向天猫超市、京东自营等供货，随着渠道拓宽，公司产品陆续入驻京东自营、天猫超市，平台入仓收入也保持较快的增长。

图 13：可孚医疗 2018-2020 线上业务收入情况



资料来源：可孚医疗招股书，信达证券研发中心

图 14：可孚医疗 2018-2020 线下业务收入情况



资料来源：可孚医疗招股书，信达证券研发中心

(2) 线下方面，公司已进驻老百姓、益丰、千金、国药控股、大参林、海王星辰等主流大型连锁药房，覆盖药店数量超过 30 余万家，此外公司在北京、广州、杭州、武汉、成都、太原等全国 20 余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，提升消费者的产品体验。随着门店数量增多、销售品类增加、药店渠道不断扩展，公司线下收入保持稳定增长。

数字化运营方面，公司搭建了较为完善的数字化运营支持体系，涵盖流量管理、商品管理、

用户体验管理、客户关系管理、新品开发等环节，打通了研发、采购、生产、销售各个部分的信息传递和数据积累，大大提高了公司整体运营效率。

2. 家用医疗器械快速发展，五大业务齐头并进驱动成长

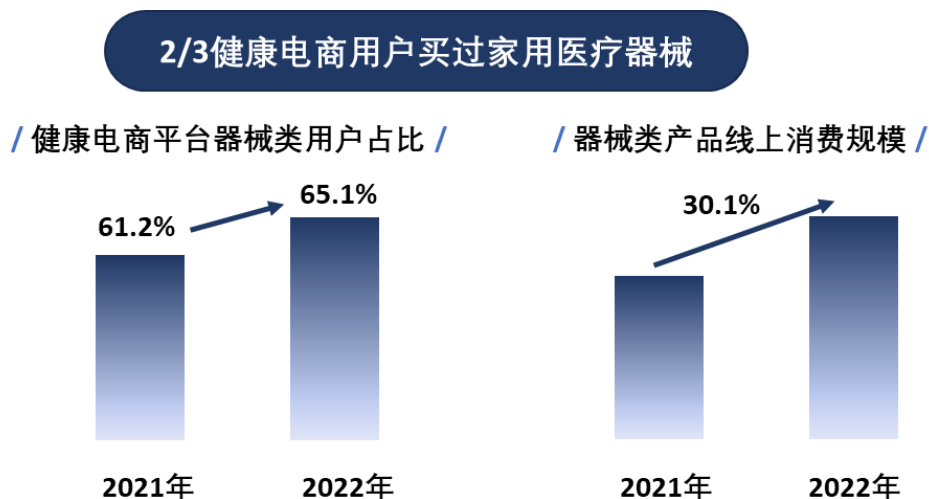
2.1. 个人健康管理需求提升，家用医疗器械市场持续扩容

个人健康管理意识增强，灵巧方便的家用器械需求持续提升。家用医疗器械有操作简单、体积小巧、携带方便等特点，多面向普通家庭或个体，满足其居家的护理需求。

新冠疫情后，公众健康意识不断增强，对医疗器械的需求，特别是个人医疗器械需求进一步增长，红外体温计、新冠抗原检测试剂等健康监测类产品需求量显著增加；口罩、手套、消毒类等医疗护理类产品已成为家庭防护常备产品；家用呼吸机、制氧机、雾化器、鼻腔护理产品等呼吸支持类产品的应用备受关注，医疗器械家庭化的发展势头较好。

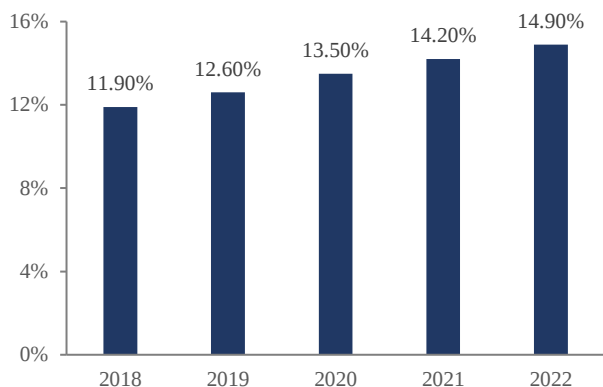
根据阿里健康发布的《诊疗家庭化消费趋势洞察》显示，2/3 的健康电商用户购买过家用医疗器械。2022 年，健康电商平台器械类用户占比 65.1%，较 2021 年提升近 4 个百分点，线上消费规模增幅达 30% 以上，增速明显，家用医疗器械已经成为很多家庭的常备“小家电”。

图 15：家用医疗器械成为常备“小家电”

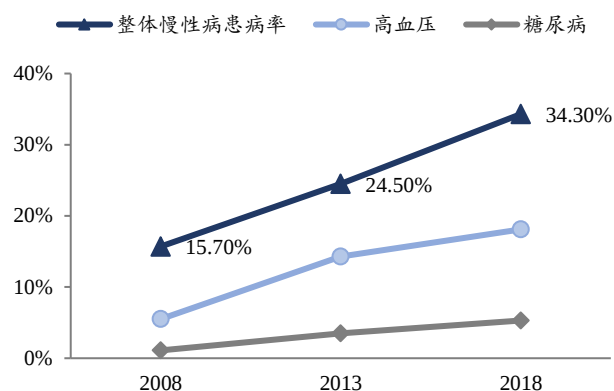


资料来源：阿里健康研究院，天猫健康，信达证券研发中心

人口老龄化加剧和慢性病患率提升，催生日常家庭监测与预防需求。根据国家统计局数据，我国 65 岁以上老年人口占比逐年提升，2022 年达 2.10 亿人，占比达 14.90%，卫健委预计到 2035 年左右将进入重度老龄化阶段，60 岁及以上老年人口将突破 4 亿人，在总人口中的占比将超过 30%。随着老龄化程度加深，伴随而来的慢性病患率持续提升，根据《中国卫生健康统计年鉴》数据显示，中国 15 岁以上居民慢性病患率从 2008 年的 15.7% 提升到了 2019 年的 34.3%，使用家用医疗器械可以帮助慢性病患者更好地监测自身的身体状况，尽早发现身体问题，从而及时采取措施进行治疗和预防。

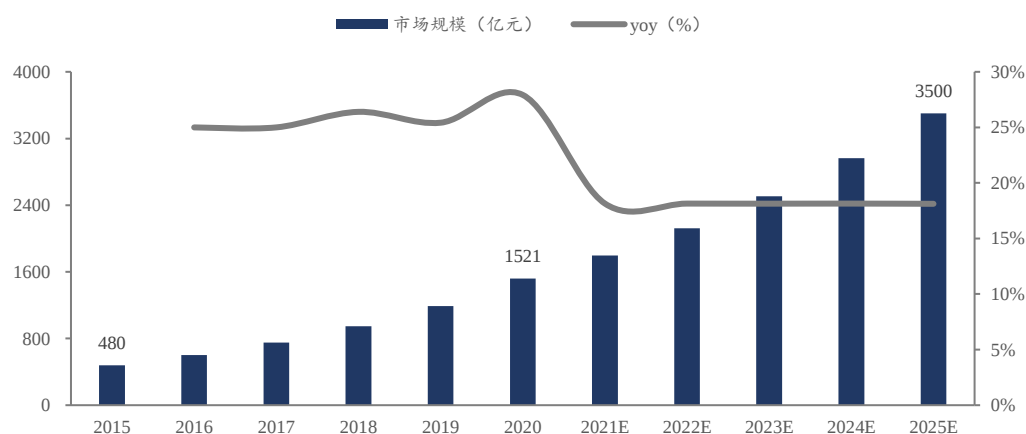
图 16：2018-2022 年中国 65 岁以上人口占比情况


资料来源：wind，国家统计局，信达证券研发中心

图 17：2008-2018 年中国 15 岁以上居民慢性病患病率情况


资料来源：《中国卫生健康统计年鉴（2022）》，信达证券研发中心

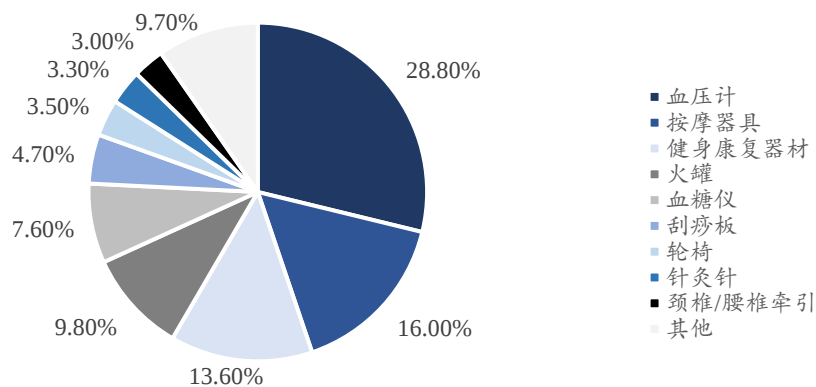
从市场规模来看，我国家用医疗设备市场增长趋势明显。根据华经产业研究院及《中国医疗器械白皮书 2020》数据显示，2015-2020 年，我国家用医疗设备市场规模自 480 亿元增至 1521 亿元，预计 2025 年家用医疗设备市场将达到 3500 亿元。

图 18：我国家用医疗设备市场规模变化


资料来源：华经产业研究院，《中国医疗器械白皮书 2020》，信达证券研发中心

从构成来看，血压计、按摩器具及健身康复器材市场占比较大。目前国内家用医疗器械市场，血压计、按摩器具及健身康复器材分别占比达 28.8%、16.0%、13.6%，其他医疗器械占比不超过 10%，仍有较大的提升空间。

图 19：我国家用医疗设备市场构成



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

2.2. 聚焦核心品类，拳头产品组合出击

公司是国内领先的家用医疗器械运营商，拥有近万个型号及规格的产品，能够满足消费者多品牌、一站式购物的产品需求。公司产品分为五条线，覆盖健康监测（以血压计、体温计、血糖仪、心电监护为主）、康复辅具（以电动轮椅、智能护理床为主）、呼吸支持（以呼吸机、制氧机为主）、医疗护理（以美容修复、造口耗材、伤口护理为主）及中医理疗（以红外理疗仪、温灸产品为主）五大领域。

图 20：可孚医疗产品线情况

产品类型	主要用途	主要产品	产品款式
健康监测	用于人体生理参数监测的医疗器械产品	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、心电监护仪、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、医用牵引椅、听力计、助听器、助行器、腋下拐、手杖、坐厕椅、防褥疮垫、康复护具、静脉曲张袜等	
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	为人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、艾叶及制成品、温灸产品、拔罐器、刮痧板等	

资料来源：可孚医疗 2022 年年报，信达证券研发中心

(1) 医疗护理类产品

公司医疗护理类产品分为自主品牌下的美容修复、健康防护耗材和护理消杀耗材，主要包括敷贴敷料、造口护理、酒精消毒类、口罩手套等。

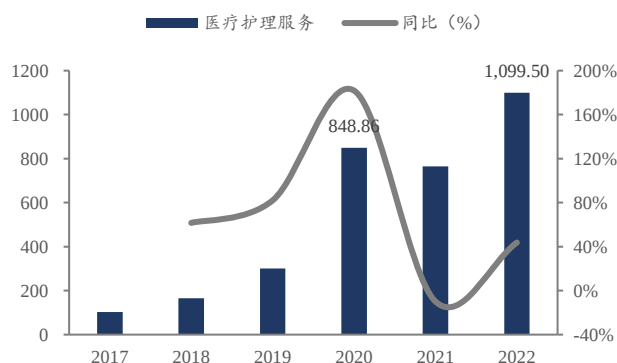
图 21：可孚医疗医疗护理类产品情况

来源	产品类型	用途及品牌	产品列示
自主品牌	健康防护耗材	主要是医用口罩、医用橡胶手套、敷贴等日常医用物品	
	护理消杀耗材	主要是一次性棉签、医药箱、绷带、纱布、络合碘、酒精棉片等日常医用护理物品	
代理产品	纱布绷带	稳健医疗等	

资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

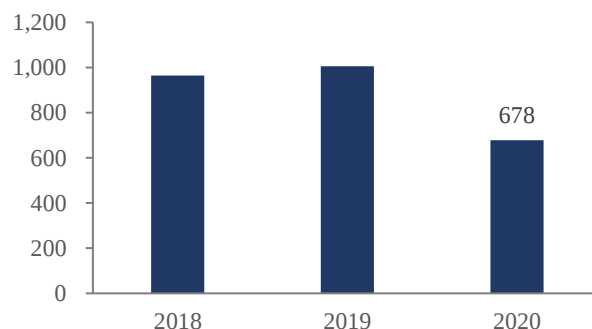
2018 年开始，公司加大运营投入，增加医疗护理产品的品类及型号、加强生产及供应链管理能力提升产品的竞争优势，2018-2019 年每年新增品类数量近千个，2020 年新增品类 678 个，并在新冠疫情带动防护需求提升的推动下，收入实现较快的增长，2020 年医疗护理实现营业收入 8.49 亿元（yoy+182%）。

图 22：公司医疗护理类产品营收情况（收入：亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 23：2018-2020 年公司医疗护理产品新增品类情况（个）



资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

(2) 健康监测类产品

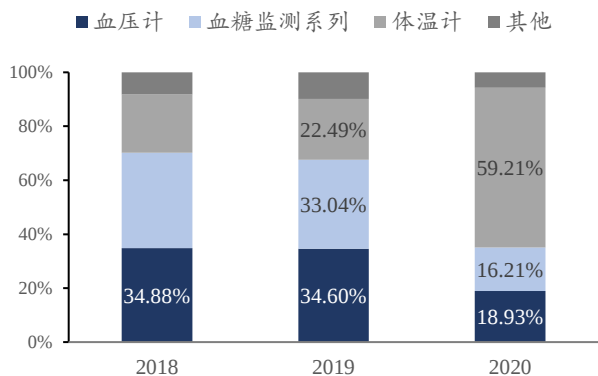
血压和血糖值、心率、体温等数据指标是判断人们身体健康状态及诊断疾病的重要依据，血糖、血压、体温的日常监测成为家中常备。公司健康监测类产品包括血压计、血糖仪、体温计、血氧仪、心电监护仪以及胃幽门螺杆菌试纸等产品，具有丰富的产品管线，更好的满足客户的家庭健康监测需求。

图 24：可孚医疗健康监测类产品情况

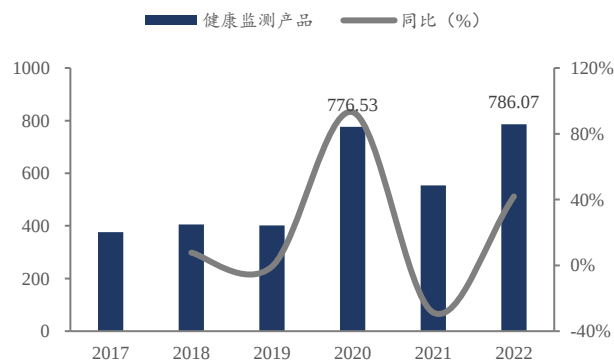
来源	产品类型	用途及品牌	产品列示
自主品牌	血压计	用来测量人体收缩压、舒张压和心率	
	血糖仪	通过测量血液中的葡萄糖与试纸中的酶反应产生的电流测量血糖水平的电子仪器	
	红外体温计	通过传感器接收人体发出的红外线，得出感应温度数据的设备	

资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

血糖仪、血压计和体温计三类产品均为公司销售规模前几的子品类，2020 年，在防疫需求的推动下，健康监测类产品实现营业收入 7.77 亿元（yoy+93%），其中体温计尤其是红外体温计需求显著增加，销售价格亦相应增长，实现营收 4.6 亿元，在健康监测类产品中收入占比达 59%。

图 25：公司健康监测类产品收入结构


资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

图 26：公司健康监测类产品营收情况（收入：亿元）


资料来源：wind，信达证券研发中心

（3）康复辅具类产品

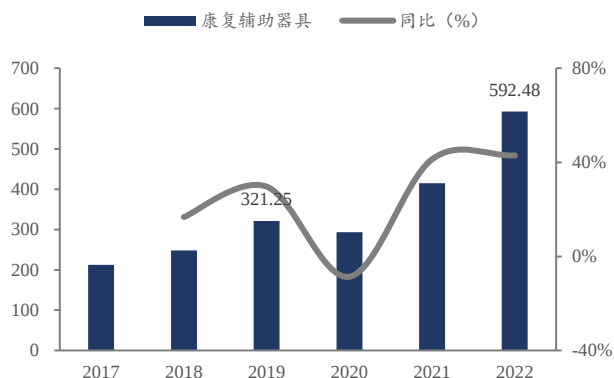
公司康复辅具类产品主要包括轮椅、助听器、助行器、护理床等。其中 2018-2020 年间，轮椅为销售收入占比最高的产品，公司旗下吉芮医疗主要产品为电动轮椅。

图 27：可孚医疗康复辅具类产品情况

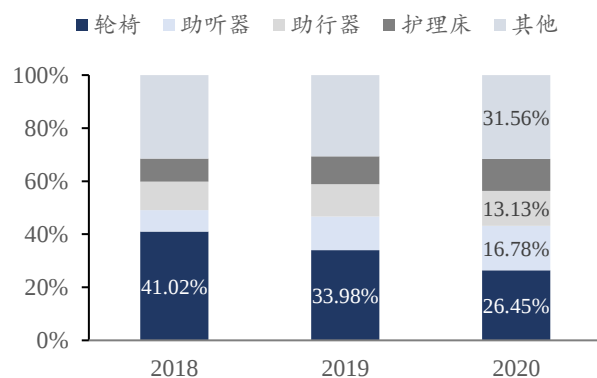
来源	产品类型	用途及品牌	产品列示
自主品牌	轮椅	用于伤员、病员、残障人士在家康复、周转运输、就诊、外出活动的重要移动工具	
	护理床	预防病员坠床护栏，起背、就餐、体重监测、负压接尿、康复、站立、被动运动、尿床报警、移动、输液报警等功能	
	助行器	辅助人体支撑体重、保持平衡和行走的器具	
	助听器	有效放大外界声音，帮助某些听力障碍患者充分利用残余听力，进而补偿聋耳的听力损失	

资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

2019 年公司实现电动护理床自主生产，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，叠加健耳门店逐步扩张带动助听器等产品销量大幅提升，2019 年康复辅具类产品实现收入 3.21 亿元（yoy+29.7%），2020 受疫情影响，线下门店客流减少，康复辅具业务下滑，2021 年和 2022 年逐步复苏。我们认为在当前老龄化的趋势下，银发经济将带动公司康复辅具类产品收入增长。

图 28：公司康复辅具类产品营收情况（收入：亿元）


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 29：公司康复辅具类产品产品结构 (%)


资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

(4) 呼吸支持类产品

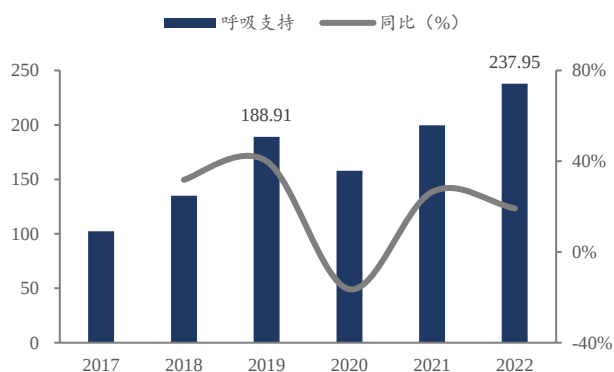
随着我国居民大健康消费不断升级，呼吸机、制氧机、鼻腔护理等呼吸支持产品逐渐家居化，一方面患者可以在家进行日常治疗，另一方面呼吸支持产品在提升用户睡眠质量、改善生活品质方面发挥重要作用。公司呼吸支持产品主要包括呼吸机、制氧机、鼻腔护理等。

图 30：可孚医疗呼吸支持类产品情况

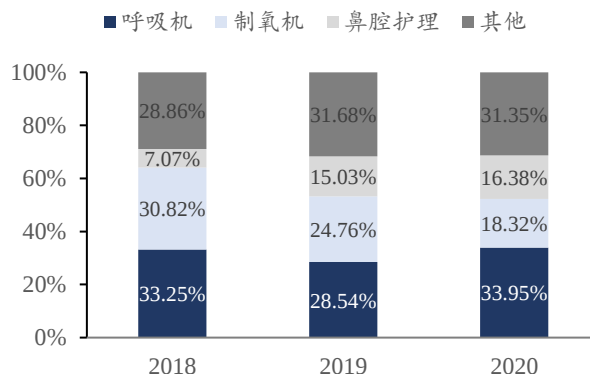
来源	产品类型	用途及品牌	产品列示
自主品牌	无创呼吸机	用于治疗睡眠呼吸暂停综合症（SAS）及相关疾病	
	制氧机	以沸石分子筛为吸附剂，用变压吸附技术（PSA）将空气中的氧气与氮气分离，滤除了空气中的有害物质，从而获取符合医用氧标准的高纯度氧气	
	雾化器	采用雾化吸入器将药液雾化成微小颗粒，药物通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部沉积	
代理品牌	呼吸机	瑞思迈、费雪派克	
	制氧机	欧姆龙、DRIVE DEVILBISS HEALTHCARE	

资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

呼吸支持类产品 2019 年相比 2018 年增长较快主要在于洗鼻器及配件销量和单价同步提升，雾化器销量提升所导致。洗鼻器新产品适销对路，销量提升，雾化器产品 2019 年自有品牌自产产品品类进一步丰富，销量增长较快，带动销售收入增长。

图 31：公司呼吸支持类产品营收情况（收入：亿元）


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 32：公司呼吸支持类产品营收结构 (%)


资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

（5）中医理疗类产品：

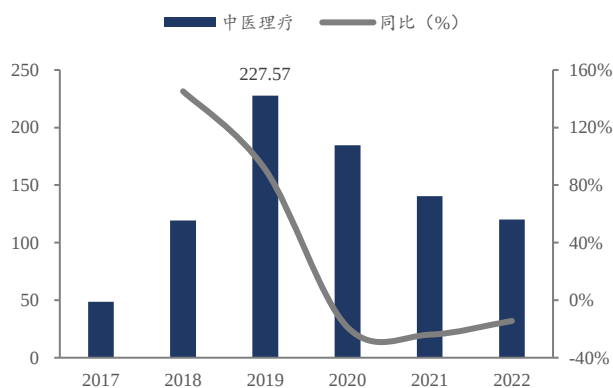
中医理疗产品为中国传统医学保健产品，在当前居民消费升级以及对健康关注程度提升的背景下，中医理疗类的产品市场需求持续提升。公司的中医医疗类产品主要包括艾叶及制成品、拔罐器、刮痧板、温灸产品等，适用于家庭用户，各级医疗院所及社区治疗保健等。基于已经建立起的品牌优势与线上店铺运营能力优势，叠加中医理疗类产品品类扩充，公司中医理疗类产品销售规模保持稳定增长。

图 33：可孚医疗呼吸支持类产品情况

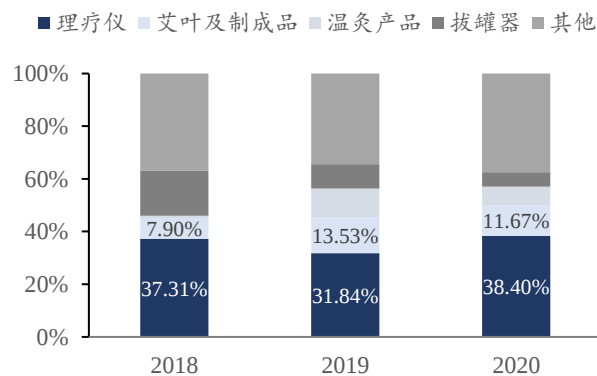
来源	产品类型	用途及品牌	产品列示
自主品牌	艾灸系列	用艾叶制成的艾灸材料产生的艾热刺激体表穴位或特定部位，通过激发经气的活动来调整人体紊乱的生理生化功能	
	刮痧板/拔罐器 / 针灸类	刮痧板是刮痧的主要器具，拔罐器是通过负压源使罐体内产生负压，从而吸附在肌肉上，针灸由“针”和“灸”构成	
	按摩牵引类	针对人们身体全身或者各个部位进行按摩的工具总称	
代理品牌	理疗仪	仙鹤	

资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

中医理疗类收入 2019 年相比 2018 年增长较快主要是因为膏贴类产品（如可孚退热贴、可孚远红外腰腿疼痛贴、可孚远红外消痛贴等）市场需求扩张、规格增加，销量和单价同步提升，从而带动营收提升，2019 年实现营收 2.28 亿元（yoy+90.8%），而 2020-2022 年收入规模下滑主要是因为疫情影响了常规的中医理疗需求。

图 34：公司中医医疗产品营收情况（收入：亿元）


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 35：公司中医医疗产品结构（%）


资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

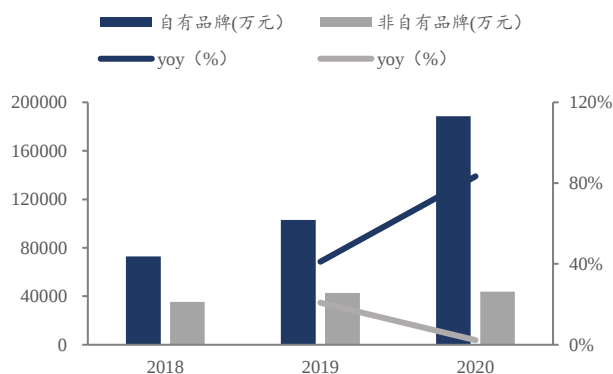
2.3. “自产率+自主品牌营收占比”持续提升，盈利能力不断增强

公司作为专业品牌零售商，以自有“可孚”品牌产品为核心，同时代理部分国际/国内知名品牌，实现产品线全面覆盖，为客户提供“一站式购齐”服务，契合客户需求。

“可孚”品牌与其他品牌产品互补。对于客户有需求，但公司尚未开展生产的产品，公司选择与知名厂商合作，等市场培育成熟，销售量逐渐扩大后，再推广自有品牌。近年来，可孚自有品牌与非自有品牌产品收入均稳步提升，2018-2020 年间自主品牌复合增长率超过 60%，非自主品牌增长率为 11%。随着品牌影响力不断提升，市场口碑逐步打造，公司凭借优异的品控管理以及良好的品牌形象，自有品牌产品销售收入占主营业务收入比重不断

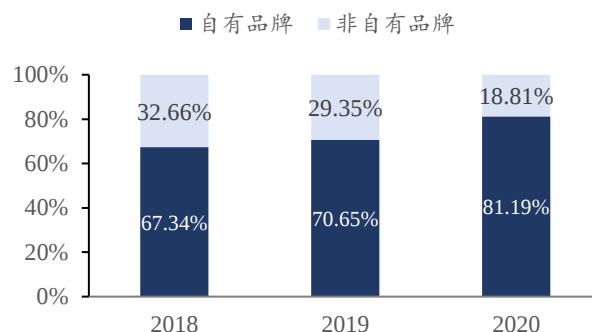
上升，2020 年自有品牌收入占比超 80%。

图 36：公司自有品牌和非自有品牌产品增长情况



资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

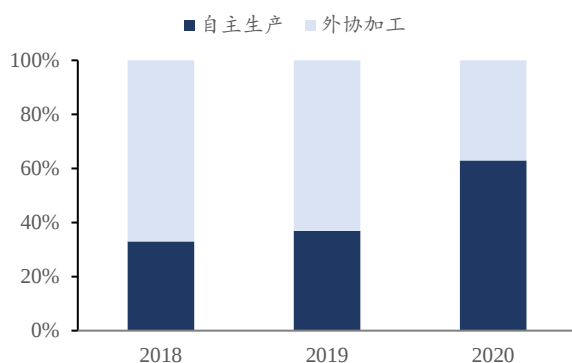
图 37：公司自有品牌和非自有品牌占比 (%)



资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

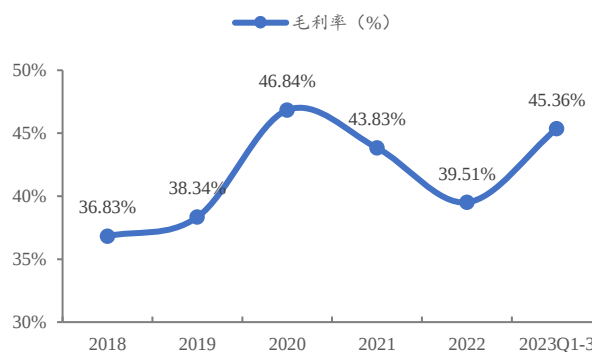
在自有品牌产品中，为了最大程度发挥资金使用效率，公司根据自身历史积累订单数据、市场需求状况及行业发展趋势分析，优先选择部分核心产品进行自产，2020 年公司自有品牌自主生产率已达 62.97%，自产收入占比超过 50%，我们认为随着公司长沙雨花生产基地和湘阴生产基地逐步建成投产，自产率有望不断提升，2023 年公司自产收入占比约为 55%。随着自产率提升，公司毛利率有望呈现提升趋势。

图 38：公司自有品牌自主生产和外协加工占比情况



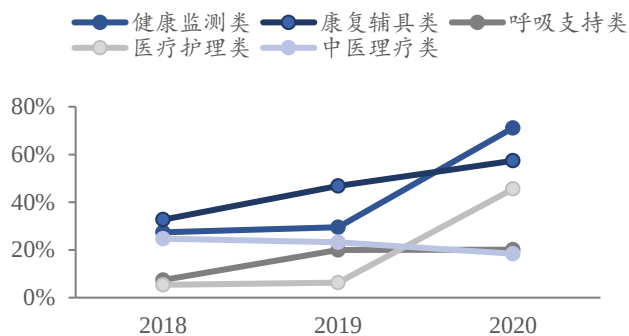
资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

图 39：公司毛利率变化情况 (%)

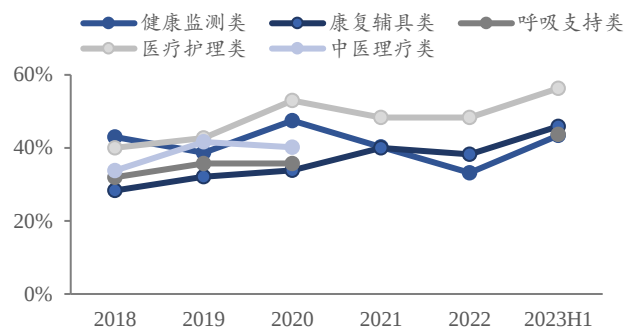


资料来源：wind，信达证券研发中心

分产线来看，健康监测类、医疗护理类和康复辅具类的产品随着自产率提升，毛利率呈现提升趋势。而自产率比较低的中医理疗类和呼吸支持类产品，毛利率提升不太明显。

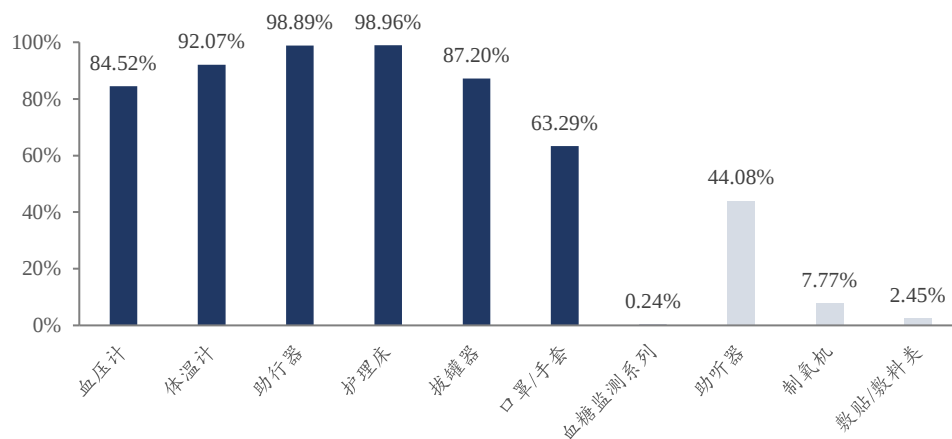
图 40：公司五大产线自产率情况


资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

图 41：公司五大产线毛利率情况


资料来源：可孚医疗招股说明书，可孚医疗 2021 年年报，可孚医疗 2022 年年报，可孚医疗 2023 年半年报，信达证券研发中心

公司自产产品主要包括血压计、护理床、雾化器、体温计、助听器、助行器、口罩、手套、鼻腔护理、刮痧板、拔罐器等，截止至 2020 年，血压计、护理床、助行器、体温计等自产率超过 60%，助听器、制氧机等自产率有望持续提升。我们认为随着自产率进一步提升，公司毛利率有望进一步提升。

图 42：2020 年可孚医疗主要产品自产率情况


资料来源：可孚医疗招股说明书，信达证券研发中心

3. 助听器市场潜力较大，健耳听力扩店增长可期

助听器属于康复医疗器械中的认知言语视听障碍康复设备，是用于帮助听力障碍的人群改善听觉，提高其与他人会话交际能力的工具。

助听器的原理是一个小型扩音器，通过收集声音并经过精密处理加以扩大，使声音能送到大脑听觉中枢，从而让听障患者能感觉到声音。助听器一般由传声器、放大器、受话器、电源和音量调控五部分组成，根据外形结构，助听器可以分为耳背式助听器、耳内式助听器、盒式助听器等。

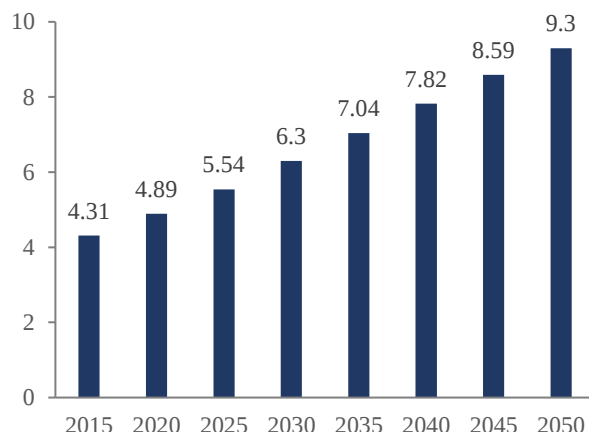
图 43：助听器产品类型

产品类型	产品介绍	产品图形
耳背式助听器	又叫耳后式或耳挂式助听器，固定地佩戴在耳朵后，相较于盒式助听器，其体积和重量更小，隐蔽性较好；相对于耳内式助听器，其机身未置入耳道，长期佩戴的舒适感更强	
耳内式助听器	器形同耳机，使用时直接放在耳内，麦克风、放大器和受话器全部放在助听器外壳内，外部不需要任何导线和软管。一般而言，其输出功率相较于耳背式助听器小，由于其体积较小，佩戴的隐蔽性更好	
盒式助听器	器体积较大，一般而言，其输出功率相较于耳背式助听器大；使用方便，容易调节，多适用于重度及以上耳聋和手部活动欠灵活的老年人患者	

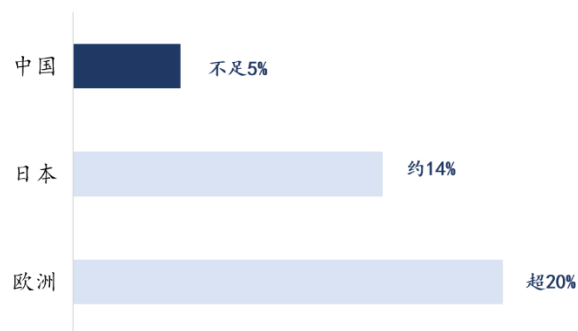
资料来源：锦好医疗招股说明书，信达证券研发中心

3.1. 老龄化上升，助听器渗透率提升空间大，市场具有较大的潜力

听障患者群体数量较大，渗透率较低，市场可挖掘潜力较大。助听器的使用人群主要为患有残疾性听力障碍的人群，根据世界卫生组织统计数据，2018 年，全球大约有 4.66 亿人患有残疾性听力损失的人群，占全球总人口的 6%，预计到 2030 年残疾性听力损失人群的数量将达到 6.30 亿人，2050 年将达到 9.30 亿人。虽然全球有大量听力障碍患者，但由于患者对助听器认知错位，意识不足且认为佩戴助听器不舒服、以及助听器帮助有限、高端产品价格昂贵等原因，导致助听器在听障人群中的普及率不高，渗透率较低，全球助听器覆盖率大约为 17%，缺口高达 83%，在发展中国家缺口更为明显，根据 EuroTrak 数据，2018 年大部分欧洲国家助听器产品的渗透率超过 20%，日本地区的助听器产品渗透率大约为 14.4%，而中国助听器产品的渗透率不超过 5%。

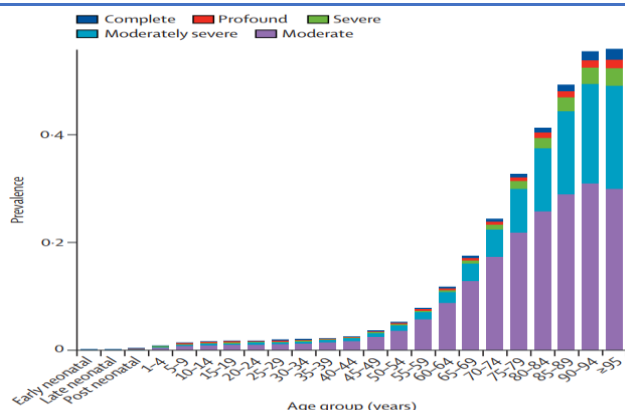
图 44：残疾性听力损失人群的数量预测（亿人）


资料来源：锦好医疗招股书，WHO，信达证券研发中心

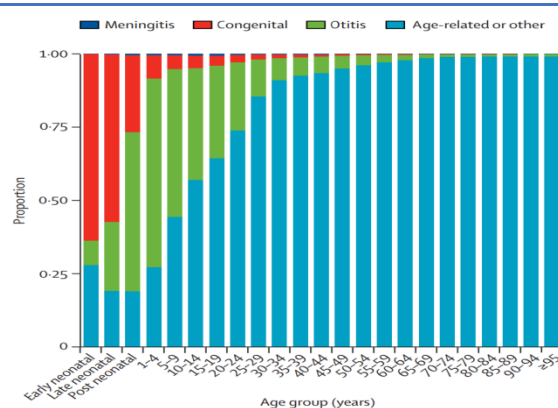
图 45：不同区域的助听器使用率（%，2018 年）


资料来源：锦好医疗公司公告，Eurotrak，信达证券研发中心

老年人听障损失患病率较高，我们认为人口老龄化下，患者群体数量或将上升。根据柳叶刀《Hearing loss prevalence and years lived with disability, 1990–2019: findings from the Global Burden of Disease Study 2019》(Prof Theo Vos) 研究显示，随着年龄增加，35dB 及以上的听力损失患病率不断上升，且导致听力损失的因素，也逐步从感染和先天性先天缺陷转变为其他随年龄增长的因素。在我国，65 岁以上老年人约 1/3 存在中度以上听力损失，75 岁以上老年人中听力损失占比约 1/2。我们认为人口老龄化下，听力损失人群或将不断扩大。

图 46：全球不同年龄的 35dB 及以上听力损失患病率


资料来源：柳叶刀《Hearing loss prevalence and years lived with disability, 1990–2019: findings from the Global Burden of Disease Study 2019》(Prof Theo Vos)，信达证券研发中心

图 47：年龄是导致听力损失的主要因素


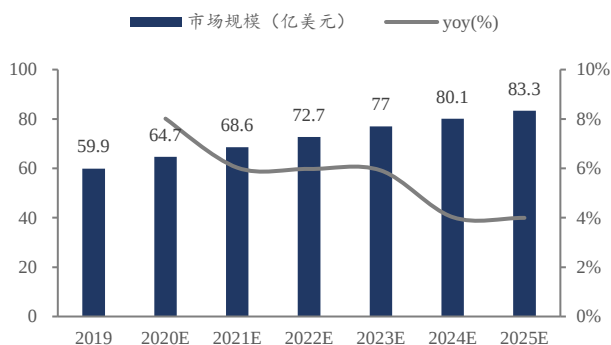
资料来源：柳叶刀《Hearing loss prevalence and years lived with disability, 1990–2019: findings from the Global Burden of Disease Study 2019》(Prof Theo Vos)，信达证券研发中心

使用助听器优势明显，助听器市场规模有望持续扩容。使用助听器不但能提高聆听能力和生活质量，还能预防认知能力下降和痴呆症。世界卫生组织 2021 年 3 月发布《世界听力报告》，提出未来 10 年的目标为“使用听力技术（包括助听器或植入物）的听损成年人的有效覆盖率增加 20%”，全球助听器市场规模有望持续扩容。

根据中国产业调研网发布的报告《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，预计 2020 年全球助听器的市场规模为 64.7 亿美元，到 2025 年该市场规模有望达到 83.3 亿美元，预计 5 年间年复合增长率为 5.18%。2020 年，我国助听器市场规模约为 60 亿元人民币左右，因为渗透率较低（英国和法国的助听器渗透率均超过 40%，美国约为 27%，我国仅为 5%左右）、老年人口持续增加、收入水平提升对应生活品质要求的提高

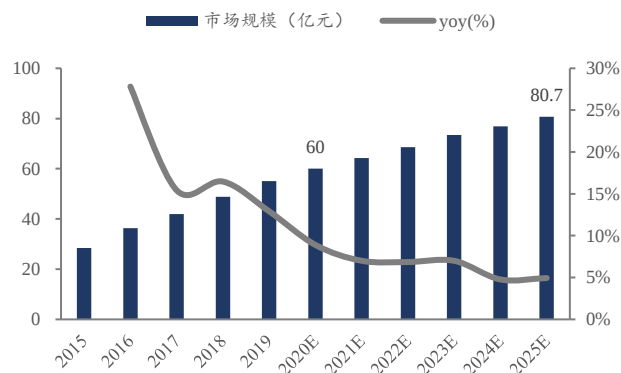
带来的需求释放，目前仍呈现较快增长趋势，预计在 2025 年有望达 80.7 亿元人民币，2015-2025 年的年复合增长率预计为 11.01%。

图 48：2019-2025 年全球助听器市场规模情况



资料来源：锦好医疗招股书，《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，信达证券研发中心

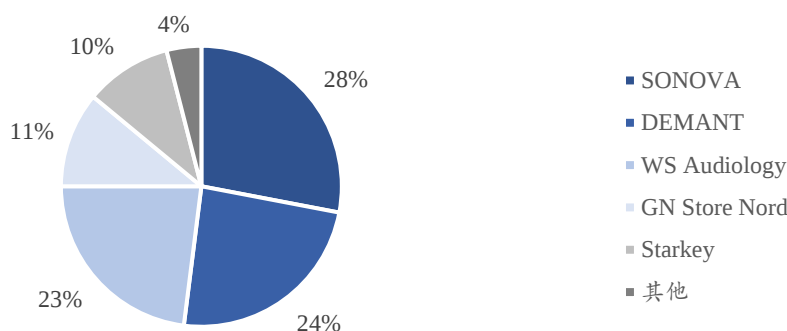
图 49：2015-2025 年中国助听器市场规模情况



资料来源：锦好医疗招股书，《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，信达证券研发中心

就市场格局来看，目前全球助听器市场基本上被五大助听器集团垄断，五大集团的旗下子品牌占据了全球助听器市场 90% 以上的份额。全球五大助听器集团分别为：瑞士 SONOVA 听力集团、丹麦 DEMANT 集团、WS Audiology 集团、丹麦 GN ReSound 集团和美国斯达克 Starkey 集团。

图 50：2020 年助听器市场份额情况



资料来源：AgeClub, IDATE, 信达证券研发中心

从助听器的价格来看，主要分为三个区间：经济型、中端和高端。垄断市场的外资品牌一般以高端数字机和定制化产品为主，定位中重度以上人群（需求偏刚性），主打医院及线下专业验配销售模式，具有较强的专业性和服务性，产品价格也相对较高。最便宜的经济型助听器单耳价格基本在 1000 元以内，但这类助听器一般不具备定制化功能，多为传统老式助听器，使用效果也相对较差，以非验配模式为主。

表 1：不同档次助听器产品价格特点情况

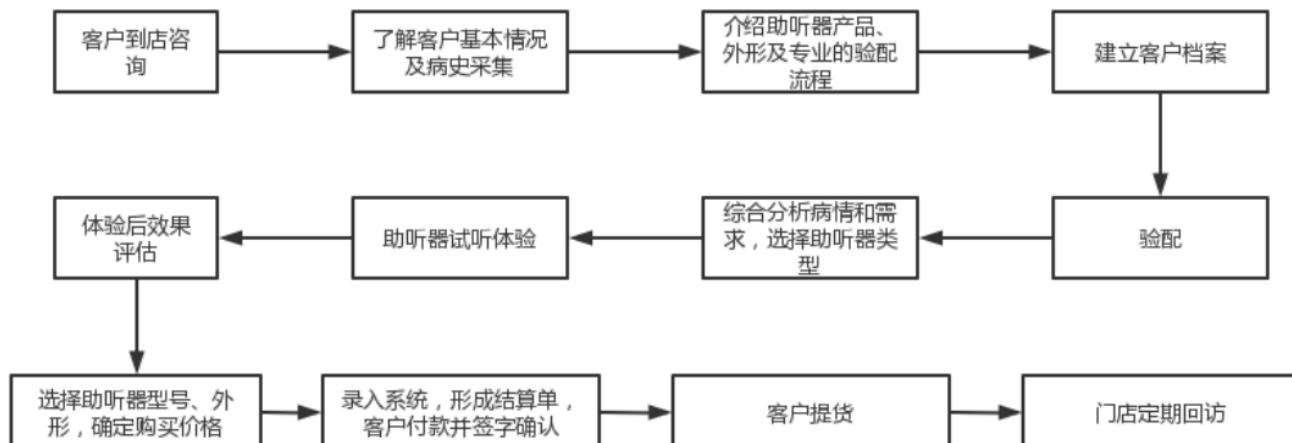
档次	单耳价格范围（元）	特点
经济型	<1000	一般不具备定制化功能，多为传统老式助听器
中端	2000-7000	覆盖了目前市场上主流助听器品牌从入门到中高端产品的价位
高端	>10000	多为国际助听器品牌，其产品技术含量较高、性能较好

资料来源：AgeClub, 信达证券研发中心

3.2. 健耳听力验配中心扩店持续，抢占先发优势，增长可期

在当前主流的助听器市场，主要以线下专卖店销售为主，由专业验配师根据听力障碍者的听力损失状态和自我需求，使用专业的助听器选配设备，帮助听障者选择适合个体的助听器，并为听障者后期使用助听器与康复提供解决方案。听障者在购买助听器后可根据需要在线下专卖店进行助听器的维修和日常保养。

图 51：助听器验配流程



资料来源：声蓝医疗招股书，信达证券研发中心

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较为重要，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。公司在 2018 年设立健耳助听器验配中心，主要面向中高端个人消费者，销售国内外中高端知名品牌助听器，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，为客户提供专业的助听器验配一体化服务，是国内为数不多的同时拥有助听器验配工具、助听器连锁验配中心、验配师培训资质的企业。

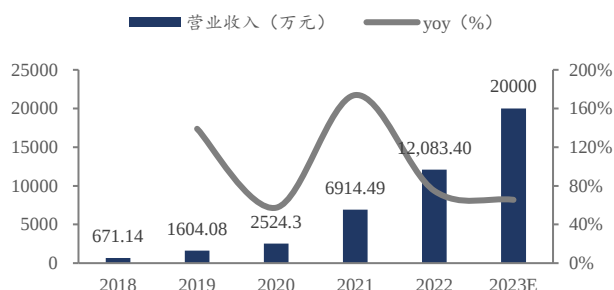
图 52：健耳的服务优势



资料来源：可孚医疗官网，信达证券研发中心

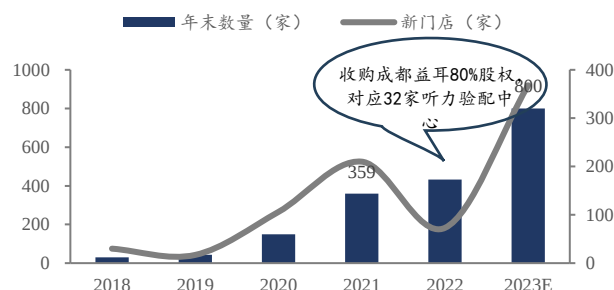
通过精细化的运营管理和专业的验配服务，健耳在客户中树立了良好的品牌形象，迅速积累了一定的优质客户，销售收入获得了快速增长。健耳门店的收入从2018年的671.14万元增长到2022年1.2亿元（yoy+74.75%），其中2020、2022年因受新冠疫情影响，助听器类非疫情产品销售受到一定影响，虽然实现正向增长，但增速略有下降，我们预计2023年健耳门店收入维持增长态势，有望达到2亿元。

图 53：2018-2023E 年健耳门店收入及增长情况



资料来源：可孚医疗招股书，公司公告，信达证券研发中心

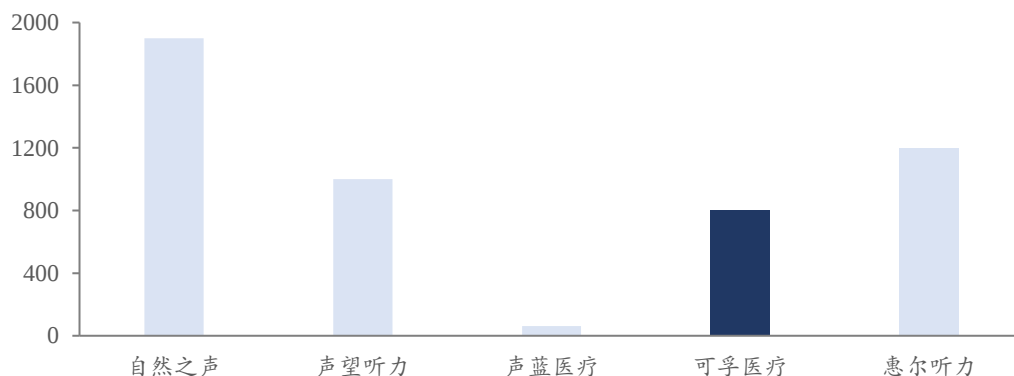
图 54：2018-2023 年健耳门店扩张情况



资料来源：可孚医疗招股书，公司公告，信达证券研发中心

健耳业务收入的增长跟门店的扩张存在一定的关联性，随着门店的增加，收入整体呈现增长趋势。就开店节奏来看，公司从2018年开始新开门店逐年增加，2021年新开门店增加210家，2022年受疫情影响，公司自主扩店节奏略有放缓，但加快了并购节奏，2022年3月，健耳听力完成成都益耳80%股权收购，并以收购的32家听力验配中心为基础，加速在四川省的拓展，2023年随着经济活动逐步恢复常态，公司新开+并购门店数量接近400家，先后整合了海音瑞、天籁之音、泽聆听力、聆韵听力等多个在区域市场有较好业务基础和影响力的品牌。截止到2023年末，健耳听力验配中心已超800家，覆盖全国19个省份，其中湖南、四川、广西、湖北均超100家，在行业里处于领先地位，以公司当前扩店节奏推算，我们预计公司2024年听力验配中心数量将达1200家，逐渐追赶自然之声。

图 55：各助听器厂商听力验配中心门店数量（家）



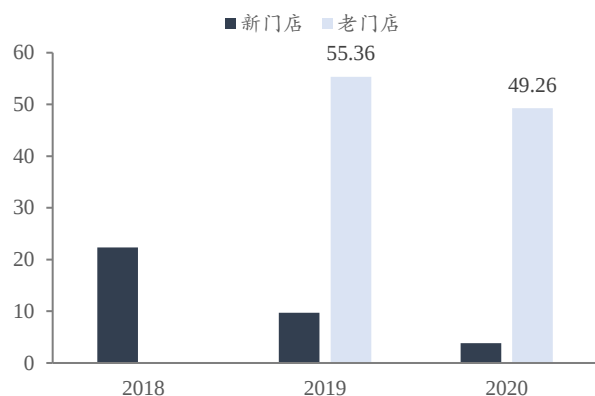
资料来源：声蓝医疗招股书（截止2022.12.31），惠尔听力官网（截止2023.10），健耳听力助听器公众号（截止2023.12.20），声望听力官网、自然之声官网（均截止2024.4.5），信达证券研发中心

备注：惠尔听力门店数量为1200余家，可孚医疗听力保健门店数量为超800家，声望听力数量为1000+家。

单店营收处于爬坡期，仍有较大提升空间。2018年、2019年、2020年公司单店销售额分别为22.37万元、37.3万元、16.94万元，2020年主要是因为疫情影响老店客流，助听器销售量受到冲击，叠加新店扩张较快，一定程度上拉低平均单店营收。从新门店单店营收情况来看，2019-2020年新门店平均单店营收下降，我们认为主要原因是一方面受疫情冲击，另一方面公司加大了县级市场布局，相较于市区老店，县级客户对听力保护意识和消费能

力都较低,我们认为随着居民自我健康管理意识提升,县级市场门店单店营收将逐步提升。参考深耕云南市场声蓝医疗旗下门店(2021 年平均单店面积为 80 m²,单店营收为 69.8 万,坪效为 8334.65 元/平方米*年),公司线下店铺面积一般为 40-100m²,当门店进入稳定运营期,我们认为单店年营收有望逐步提升,有望达到 40-80 万的水平。

图 56: 2018-2020 年健耳新老门店单店收入情况(万元)



资料来源:可孚医疗招股书,信达证券研发中心

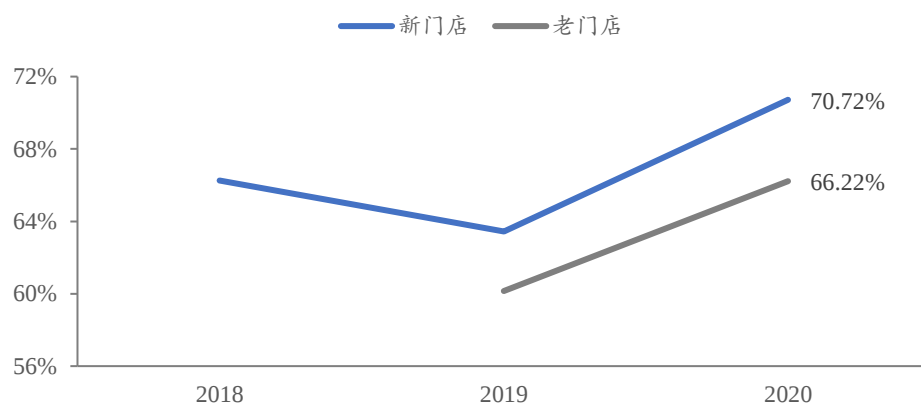
图 57: 声蓝医疗门店情况(2021 年)

门店名称	销售收入(万元)	开业时间	经营面积(平方米)
昆明声菲梭蓝医疗器械有限公司	276.38	2017/6/14	10.15
临沧声蓝医疗有限公司	176.12	2016/2/6	38
云南声蓝医疗控股股份有限公司第十二分公司	172.65	2019/6/20	40
昭通益耳医疗器械有限公司	149.71	2016/9/8	78.86

资料来源:声蓝医疗招股书,信达证券研发中心

就单店盈利情况来看,助听器零售行业毛利率较高。由于助听器零售行业在销售过程中需要助听器验配师等专业人员为顾客提供验配服务,根据顾客的特定情况选择和装配适合顾客的产品,需要专业人员具备较强的专业能力和服务水平,助听器产品的零售价格中包含了验配专业和个性化定制服务的价值,因此毛利率较高。根据可孚医疗招股说明书数据,健耳门店的毛利率在 60%以上,对标声蓝医疗来看,声蓝医疗以销售验配式的中高端助听器产品为主,2021 年、2022 年助听类设备毛利率分别达 69%、70%。我们认为随着收入规模扩大,健耳门店的毛利率存在提升趋势。

图 58: 健耳听力验配中心新老门店毛利率情况(%)



资料来源:可孚医疗招股书,信达证券研发中心

4. 盈利预测与投资建议

综上分析，我们结合行业发展趋势和公司经营情况，分业务板块做出如下的关键假设：

医疗护理服务板块：医疗护理类中的口罩、消毒产品的销量受疫情刺激出现了阶段性的高增长，2023、2024 年逐步消化新冠需求影响，我们假设 2023-2025 年该板块业务收入同比增速为-40%、2%、22%，毛利率为 49%、42.5%、43%。

健康监测产品板块：公司的健康监测类产品在市场上已经具有较强的市场口碑，我们认为随着疫情需求褪去，体温计等需求有望回归常态，但血压等慢病监测的常规需求有望逐步恢复，我们假设 2023-2025 年该板块业务收入同比增速为 8%、2%、30%，毛利率为 40%、41%、41.5%。

康复辅助器具板块：随着老龄化进程推动，老年人对轮椅、助行器等产品的需求逐步提升，我们认为康复辅具的销售规模将保持较快增长，叠加公司持续拓展健耳听力业务（新店增加+老店盈利水平提升），我们假设 2023-2025 年该板块业务收入同比增速 25%、50%、40%，毛利率为 42%、44%、45%。

呼吸支持产品板块：随着公司呼吸机完成自产，以及产能逐步提升，搭配制氧机等产品，形成较为完整的呼吸支持解决方案，该业务有望保持稳定增长，我们假设 2023-2025 年该板块业务收入同比增速 30%、28%、26%，毛利率为 42%、43%、43.5%。

中医理疗板块：在居民消费升级以及对健康关注程度提升的背景下，我们假设 2023-2025 年该板块业务收入同比增速 8%，毛利率为 40%。

其他业务板块：包括仓储物流服务等，我们假设 2023-2025 年公司其他业务收入同比增速 28%、20%、20%，毛利率为 50%。

表 2：公司收入简要拆分及预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	2,375.26	2,275.64	2,976.97	2,868.61	3,402.13	4,411.74
yoy	62.46%	-4.19%	30.82%	-3.64%	18.60%	29.68%
毛利率	46.84%	43.83%	39.51%	43.43%	43.04%	43.69%
业务拆分：						
医疗护理服务（口罩、手套、消毒产品、敷贴、敷料、棉签等）						
收入	848.86	765.03	1,099.50	659.70	672.89	820.93
yoy	181.84%	-9.88%	43.72%	-40.00%	2.00%	22.00%
毛利率	53.01%	48.31%	48.34%	49.00%	42.50%	43.00%
健康监测产品（体温计、血压计、血糖监测类等）						
收入	776.53	553.94	786.07	848.96	865.93	1125.72
yoy	93.14%	-28.66%	41.91%	8.00%	2.00%	30.00%
毛利率	47.47%	40.27%	33.19%	40.00%	41.00%	41.50%
康复辅助器具（轮椅、助听器、助行器、护理床等）						
收入	293.45	414.58	592.48	740.60	1110.90	1555.26
yoy	-8.65%	41.28%	42.91%	25.00%	50.00%	40.00%
毛利率	33.87%	39.99%	38.23%	42.00%	44.00%	45.00%
呼吸支持产品（呼吸机、制氧机、鼻腔护理产品等）						
收入	157.89	199.63	237.95	309.34	395.95	498.90
yoy	-16.42%	26.44%	19.20%	30.00%	28.00%	26.00%

毛利率	39.97%	40.00%	39.00%	42.00%	43.00%	43.50%
中医理疗(理疗仪、艾草、温灸等)						
收入	184.62	140.38	120.11	129.72	140.10	151.30
yoy	-18.87%	-23.96%	-14.44%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	40.15%	40.00%	36.00%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务						
收入	113.91	202.08	140.86	180.30	216.36	259.63
yoy	440.88%	77.40%	-30.29%	28.00%	20.00%	20.00%
毛利率	50.29%	51.00%	15.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

根据以上假设, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 28.69 亿元、34.02 亿元、44.12 亿元, 同比增速分别为-3.6%、18.6%、29.7%, 2023-2025 年实现归母净利润为 2.74 亿元、3.43 亿元、4.58 亿元, 同比分别增长-9.2%、25.2%、33.6%, 对应当前股价 PE 分别为 28、22、17 倍。

表 3: 公司盈利预测情况 (2022-2025E)

单位/百万	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,977	2,869	3,402	4,412
(+/-)(%)	30.8%	-3.6%	18.6%	29.7%
归母净利润	302	274	343	458
(+/-)(%)	-29.7%	-9.2%	25.2%	33.6%
ROE(%)	6.0%	5.5%	6.5%	7.9%
EPS(元)	1.44	1.31	1.64	2.19
P/E	25.50	28.09	22.44	16.80
P/B	1.53	1.54	1.45	1.33

资料来源: wind, 信达证券研发中心 (数据更新时间为 2024.04.09)

我们选取业务相关的鱼跃医疗、稳健医疗、三诺生物、乐心医疗作为可比企业, 在 PE 估值法下, 2023-2025 年可比公司平均 PE 约为 29、23、19 倍。相较而言, 可孚医疗当前正处于快速发展期, 首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

表 4: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2023PE	2024PE	2025PE
			2023E	2024E	2025E			
002223.SZ	鱼跃医疗	349.16	24.68	22.37	26.11	14	16	13
300888.SZ	稳健医疗	202.84	16.39	11.96	14.13	12	17	14
300298.SZ	三诺生物	115.11	3.88	5.14	6.45	30	22	18
300562.SZ	乐心医疗	20.50	0.34	0.54	0.68	60	38	30
均值						29	23	19
301087.SZ	可孚医疗	76.92	2.74	3.43	4.58	28	22	17

资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: 1. 市值截至 20240409; 2. 可比公司归母净利润数据来自 wind 一致预期, 其中乐心医疗已公布 2023 年年报, 2023 年归母净利润为实际值。

5. 风险提示

(1) 产品品类丰富导致管理风险：公司产品品类丰富，销售模式较为复杂，渠道覆盖线上电商、直播平台、线上门店和仓储式大卖场，一定程度上增加了公司经营决策、运营管理及风险控制的难度。若公司实施的管理制度及运营制度在实际执行中得不到有效实施，或在执行中出现偏差，容易出现管理风险。

(2) 代理品牌产品供应商持续合作的风险：公司销售产品依据品牌归属分类为自有品牌产品与代理品牌产品，其中部分产品比如血压计、护理床等品类公司已经实现自主生产，随着公司未来销售与生产规模的不断扩张，可能将与代理产品品牌方形成一定竞争关系，可能导致公司与代理品牌产品供应商合作稳定性受到一定影响。

(3) 自产率提升不及预期导致的供应风险：对于自有品牌，公司基于提高生产效率、降低营业成本等方面因素的考虑，公司不断提升自有品牌产品的自产率，但部分产品由于规模受限，仍旧采用外购成品的模式，随着公司业务规模的扩大，若自产率提升速度不及预期，以及相关供应商出现生产任务饱和、生产能力下降等情况，则有可能影响公司产品供货的及时性。

(4) 并购整合不及预期及商誉减值的风险：公司通过收购吉芮医疗、橡果贸易、四川健耳，实现外延扩展，但若标的经营管理不达预期，或者对标的公司的整合不达预期，或许会对公司盈利产生不利影响，且可能存在商誉减值风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,519	4,201	4,105	4,641	5,496
货币资金	1,989	1,450	1,649	1,920	2,361
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	346	566	452	563	731
预付账款	67	250	152	197	261
存货	481	529	471	562	717
其他	1,636	1,405	1,381	1,399	1,427
非流动资产	1,288	2,210	2,272	2,267	2,196
长期股权投资	5	5	6	6	7
固定资产(合计)	214	1,290	1,285	1,245	1,192
无形资产	202	248	251	268	280
其他	867	666	730	748	716
资产总计	5,807	6,411	6,376	6,908	7,692
流动负债	683	1,188	1,115	1,343	1,679
短期借款	83	281	354	424	516
应付票据	138	86	113	133	163
应付账款	310	549	430	532	686
其他	151	272	218	254	313
非流动负债	159	190	251	241	231
长期借款	0	30	90	90	90
其他	159	160	161	151	141
负债合计	842	1,378	1,366	1,584	1,910
少数股东权益	18	13	13	13	14
归属母公司股东权益	4,947	5,020	4,997	5,311	5,768
负债和股东权益	5,807	6,411	6,376	6,908	7,692

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,276	2,977	2,869	3,402	4,412
同比(%)	-4.2%	30.8%	-3.6%	18.6%	29.7%
归属母公司净利润	429	302	274	343	458
同比(%)	1.2%	-29.7%	-9.2%	25.2%	33.6%
毛利率(%)	43.8%	39.5%	43.4%	43.0%	43.7%
ROE%	8.7%	6.0%	5.5%	6.5%	7.9%
EPS(摊薄)(元)	2.05	1.44	1.31	1.64	2.19
P/E	17.94	25.50	28.09	22.44	16.80
P/B	1.55	1.53	1.54	1.45	1.33
EV/EBITDA	18.65	16.56	14.00	11.21	8.67

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,276	2,977	2,869	3,402	4,412
营业成本	1,278	1,801	1,623	1,938	2,484
营业税金及附加	19	20	22	25	32
销售费用	414	619	717	864	1,129
管理费用	57	122	132	158	212
研发费用	71	118	115	143	190
财务费用	-7	-33	-21	-23	-29
减值损失合计	-18	-46	-55	-14	-15
投资净收益	0	57	64	76	100
其他	86	27	22	31	41
营业利润	511	368	313	390	520
营业外收支	-3	-34	0	0	0
利润总额	508	334	313	390	520
所得税	79	32	39	47	61
净利润	430	302	274	343	458
少数股东损益	1	0	0	0	1
归属母公司净利润	429	302	274	343	458
EBITDA	583	400	473	572	698
EPS(当年)(元)	2.60	1.45	1.31	1.64	2.19

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	240	99	577	395	428
净利润	430	302	274	343	458
折旧摊销	84	125	181	205	207
财务费用	7	10	22	26	29
投资损失	0	-57	-64	-76	-100
营运资金变动	-302	-353	102	-122	-186
其它	21	72	62	19	20
投资活动现金流	-2,080	-537	-177	-129	-41
资本支出	-513	-639	-226	-205	-140
长期投资	-1,567	48	-1	0	0
其他	0	53	49	76	100
筹资活动现金流	3,269	-129	-161	4	53
吸收投资	3,541	16	-11	-29	0
借款	142	612	133	70	92
支付利息或股息	-4	-265	-268	-26	-29
现金流净增加额	1,429	-567	239	271	441