

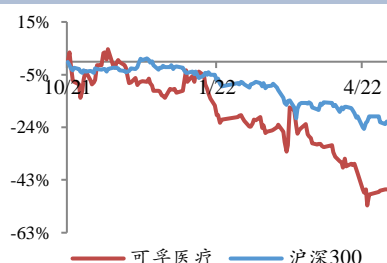
# 家用器械龙头，听力保健再造下一个“可孚”

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-12

收盘价(元)	48.22
近12个月最高/最低(元)	93.07/42.02
总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	39
流通股比例(%)	24.32
总市值(亿元)	77
流通市值(亿元)	19

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 听力验配中心：健耳听力验配门店，品牌初具，远期可对标听力保健领军企业安湃声

我国听力验配市场呈现品牌多、代理商多，验配机构分散，全国性的专业连锁机构少，验配品牌不突出的特点。“健耳”听力验配中心，采取直营和统一管理运营模式，面向中高端助听器需求人群。2021年底公司健耳听力门店数量359家，保持快速增长，预计2025年将达到3000家。同时，公司在听力设备、助听器方面也有布局，门店固定设备投入低，未来公司自产助听器产品也会导入门店，自产品牌比例增加也有利于缩短单个门店的盈利周期，提升门店盈利能力。我们认为中国听力保健市场刚刚起步，人口老龄化和消费升级双重背景下，听力保健市场大有可为，公司远期可成长为行业领军企业，对标国际巨头安湃声。

### ● 常规家用器械：公司整体SKU丰富，且不断推陈出新，非新冠品类快速恢复，叠加自产率提升，将进一步提升公司的盈利水平

(1) 新冠肺炎疫情对医疗器械行业及消费者健康观念产生了较为深远的影响，公众健康意识不断增强，个人医疗器械需求进一步增长。医疗器械行业呈现出从“医院用医疗器械”到“个人医疗器械”的发展趋势。

(2) 公司现有产品丰富，有健康监测类、康复辅具类等五大系列，SKU丰富，已经迭代推出如电动轮椅、血压计、护理床、红外体温计、雾化器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。2021年，公司康复辅具板块同比增长41.28%，呼吸支持板块同比增长26.44%，健康监测板块剔除体温计影响后，其他产品同比增长32.58%，展现出良好的发展韧性。另外，2021年公司新冠疫情相关品类收入占比下降至28%，非新冠疫情相关品类收入同比增速约25%，疫情相关品类对公司收入的影响越来越小。

(3) 公司通过提升自主生产能力，提升公司自有品牌在中高端产品线的行业地位。2021年公司自产产品收入占主营业务收入达到50.60%，自有品牌产品收入占主营业务收入达到81.15%。随着长沙、湘阴生产基地陆续投产，公司将进一步提升生产能力，增强产品市场竞争力与中长期盈利能力。

### ● 渠道优势显著：公司线上店铺运营经验丰富，线上线下渠道优势突出

公司与不同的电商平台，通过线上自营店铺、直发、平台入仓多种

模式开展合作，且公司店铺运营时间久，店铺运营经验丰富，客户转化率和复购率高，2021年公司线上销售收入实现14.81亿元，收入占比约65.11%。同时，公司依托线下自营门店和连锁药店合作，触达更广泛的人群，利用产品、服务、消费体检一体化的优势，增强与消费者的粘性。2021年，公司在全国设有40家子公司、376家分公司，搭建了庞大的销售网络。同时公司组建了国际业务部，积极进行国外产品注册，积累海外销售渠道、客户资源以及运营经验，加速布局海外销售网络。

● **投资建议**

我们预计公司2022-2024收入有望分别实现29.35亿元、36.18亿元和45.32亿元，同比增速分别约29.0%、23.3%和25.3%。考虑到公司自产率提升，公司整体的毛利率也会有所增长，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别实现5.24亿元、6.57亿元和8.39亿元，同比增速分别约22.1%、25.5%和27.6%。2022-2024年的EPS分别为2.85元、3.58元和4.57元，对应PE估值分别为17x、13x和11x。鉴于公司产品丰富，防疫用品高基数的影响逐渐消除，健耳听力门店连锁成型，而且公司渠道优势突出，触达人群广泛，打造一站式家用医疗器械解决方案，增长动力足，首次覆盖，给予买入评级。

● **风险提示**

新品种推出不及预期。  
 阿里电商平台依赖风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2276	2935	3618	4532
收入同比 (%)	-4.2%	29.0%	23.3%	25.3%
归属母公司净利润	429	524	657	839
净利润同比 (%)	1.2%	22.1%	25.5%	27.6%
毛利率 (%)	43.8%	44.0%	44.2%	44.6%
ROE (%)	8.7%	9.5%	10.7%	12.0%
每股收益 (元)	3.39	2.85	3.58	4.57
P/E	23.28	16.89	13.47	10.55
P/B	2.55	1.61	1.44	1.27
EV/EBITDA	0.00	10.54	8.24	6.43

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1 公司追随全球医疗器械头部企业，快速成长	6
1.1 数十年积蓄力量，赢得客户认可	6
1.2 打造可孚品牌，产品力和渠道力持续提升	8
2 听力保健方兴未艾，健耳品牌加速成长	10
2.1 中国听力保健市场刚刚兴起，老龄化+消费升级前景广阔	10
2.2 健耳听力：门店快速增长，2025年预计达到3000家店	12
2.3 他山之石：复盘龙头公司安湃声成长路径	13
3 产品矩阵：五大系列打造一站式解决方案	14
3.1 公司五大产品系列，满足居民多元化需求	14
3.1.1 公司细分品类新产品不断推出，带动销售收入持续增长	15
3.1.2 公司自产比例持续提升，带动销售毛利率持续增长	19
3.2 公司推进并购战略，重点布局大品种	21
3.3 公司高度重视研发，新产品不断推出	22
4 渠道优势：线上与线下完美融合，触达广泛	23
4.1 线上渠道，天猫店铺线上流量优势大	23
4.2 线下依托药店和直营店，提高即时成交效率	27
5 公司盈利预测与估值	29
5.1 公司业绩拆分与估值对比	29
5.2 投资建议：产品丰富，渠道优势突出，打造一站式家用医疗器械解决方案，增长动力足，首次覆盖	33
风险提示：	33
财务报表与盈利预测	34

## 图表目录

图表 1 可孚医疗发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构 (截至 2021 年 10 月 25 日) .....	7
图表 3 公司募投计划项目表.....	7
图表 4 公司商业模式图.....	8
图表 5 公司收入构成-按产品种类 (单位: 亿元) .....	9
图表 6 公司收入结构占比-按产品 (单位: 万元) .....	9
图表 7 公司收入构成-按品牌模式.....	10
图表 8 公司收入结构-按销售地区 (单位: 亿元) .....	10
图表 9 公司 2013-2021Q1-3 收入和利润 (亿元) .....	10
图表 10 公司 ROE、毛利率和净利率情况 .....	10
图表 11 全球家用医疗器械市场规模 (单位: 亿美元) .....	11
图表 12 中国家用医疗器械市场规模 (单位: 亿元) .....	11
图表 13 我国家用医疗器械占比.....	12
图表 14 家用医疗器械发展趋势.....	12
图表 15 健耳门店数量 (单位: 家) .....	13
图表 16 健耳门店单店年销售收入 (单位: 万元) .....	13
图表 17 安湃声门店数量 (单位: 家) .....	14
图表 18 安湃声年销售收入 (单位: 亿欧元) .....	14
图表 19 公司五大系列产品图示.....	14
图表 20 可孚品牌交易指数排名.....	15
图表 21 可孚分产品线交易指数排名.....	15
图表 22 健康监测产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) .....	16
图表 23 公司健康监测类产品线收入及结构 (单位: 亿元) .....	16
图表 24 公司健康监测类产品新批准上市产品列给.....	16
图表 25 康复辅具产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) .....	17
图表 26 公司康复辅具类产品线收入及结构 (单位: 万元) .....	17
图表 27 医疗护理产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) .....	18
图表 28 医疗护理类产品线收入及结构 (单位: 万元) .....	18
图表 29 中医理疗产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) .....	18
图表 30 中医理疗类产品线收入及结构 (单位: 万元) .....	18
图表 31 呼吸支持产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) .....	19
图表 32 呼吸支持类产品线收入及结构 (单位: 万元) .....	19
图表 33 2020 年公司主要品种收入增长量价因素分析 .....	20
图表 34 2020 年公司主要品种不同品牌结构 .....	20
图表 35 2018-2020 年公司主要品种自产产品比例 .....	21
图表 36 体温计不同品牌销售单价 (单位: 元) .....	21
图表 37 体温计不同品牌销售收入占比 (单位: %) .....	21
图表 38 公司研发费用率情况.....	23

图表 39 公司在研项目情况.....	23
图表 40 公司不同的线上渠道经营模式.....	23
图表 41 三种线上销售模式收入占比 (单位: 亿元) .....	24
图表 42 三种线上销售模式销售毛利率对比.....	24
图表 43 线上自营店铺数量及分布.....	24
图表 44 自营店铺主要平台收入结构.....	24
图表 45 公司 TOP13 线上店铺销售额 (单位: 亿元) .....	25
图表 46 2020 年公司线上店铺销售额分布.....	25
图表 47 2020 年不同平台自营店铺客户及人均消费.....	26
图表 48 2019 年不同平台自营店铺客户及人均消费.....	26
图表 49 直发模式的主要销售平台 (单位: 万元) .....	26
图表 50 直发模式下主要平台的客户及人均消费情况.....	26
图表 51 平台入仓的主要销售电商平台 (单位: 万元) .....	27
图表 52 2020 年不同平台的合作模式情况 (单位: 万元) .....	27
图表 53 公司线下门店收入情况 (单位: 亿元) .....	28
图表 54 连锁药店前五大客户销售及占比 (单位: 万元) .....	28
图表 55 益丰药房和老百姓对公司收入贡献情况 (单位: 万元) .....	28
图表 56 线下自营门店数量 (单位: 家) .....	29
图表 57 线下自营门店单店年销售收入 (单位: 万元) .....	29
图表 58 线下自营门店单店毛利率 (单位: %) .....	29
图表 59 线下自营门店单店年坪效 (单位: 万元/每 M <sup>2</sup> ) .....	29
图表 60 健耳听力收入预测 (单位: 亿元) .....	30
图表 61 可孚医疗收入预测 (单位: 亿元) .....	31
图表 62 可比公司估值情况.....	32

# 1 公司追随全球医疗器械头部企业，快速成长

## 1.1 数十年积蓄力量，赢得客户认可

可孚医疗科技股份有限公司是位于湖南长沙的一家国内领先的大型、综合性家用医疗器械企业。经过十多年的专业化经营，可孚医疗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。可孚医疗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。公司迭代推出了血压计、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。

**历史沿革：**公司过去十二年发展历程可以简单分为：（1）2000-2009 年，是公司创始人张敏的创业探索阶段，张敏自 2000 年起即自主创业，以代理销售家用医疗器械产品为主。（2）2009 年，正式创立可孚品牌，业务也从代理销售转为自主品牌经营和代理相结合的模式。（3）2010-2017 年，张敏先生、聂娟女士新设或收购了杭州每文、湖南雅健、广州森合、武汉科诚、山东怡源、可孚用品、长沙倍达、贵州每文等公司，并以“可孚”“科源”“好护士”品牌为核心进行运营，实现线上零售、线下仓储大卖场、线下大客户销售的全面扩张。（4）2018 年至今，公司整合旗下资产，理顺股权关系，于 2021 年 10 月实现在创业板 IPO 上市。

图表 1 可孚医疗发展历程



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

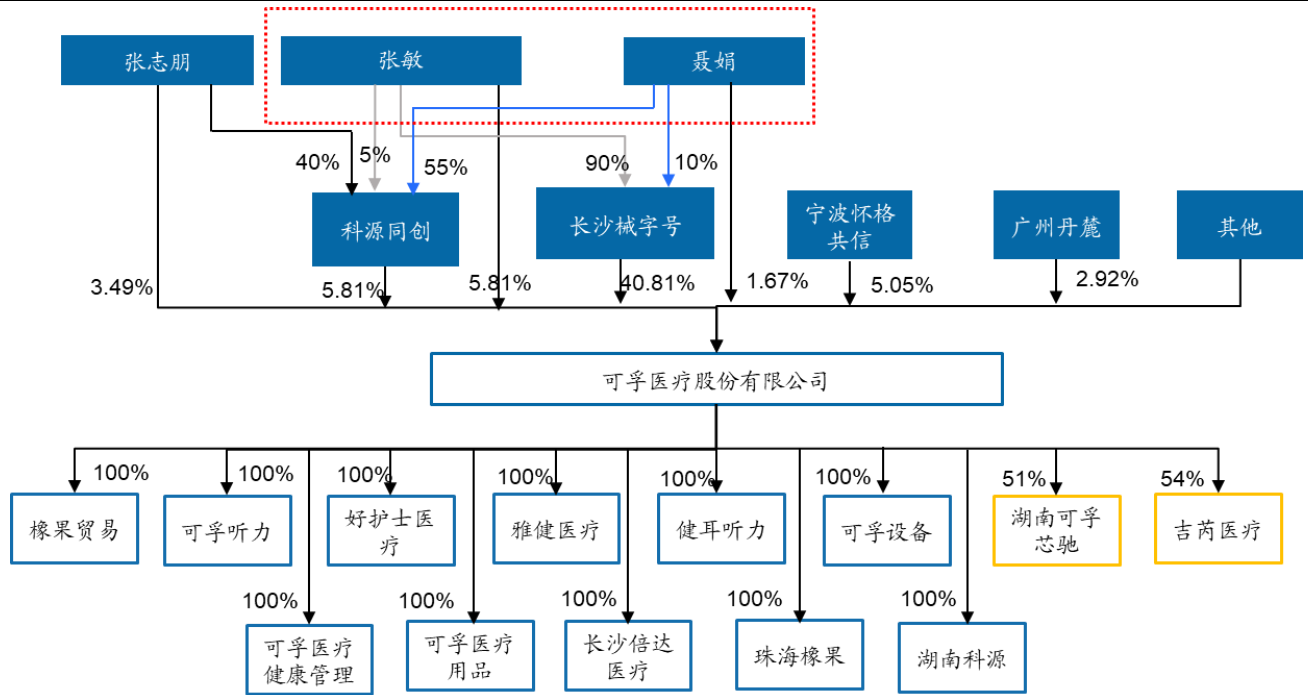
**股权结构：**公司实际控制人为张敏和聂娟夫妇，截至 2022 年 3 月 31 日，张敏直接持有公司股份 5.81%，张敏妻子聂娟直接持股 1.67%，张敏和聂娟另通过械字号投资间接控制可孚医疗 40.81%的股权，通过科源同创间接控制可孚医疗 5.81%股权，合计拥有公司 54.1%的表决权。

张敏，男，1979 年出生，2001 年 6 月毕业于湘潭大学行政管理专业，大专学历，具有近二十年医疗器械经营管理经验。创始人张敏先生于 2000 年开始创业，2001 年至 2005 年代理血压计、轮椅、卫生耗材、拔罐器等家用医疗器械产品；2005 年起，业务向湖南省外发展，经营产品逐步形成了涵盖家用医疗器械全品类的产品



系列；2007年，创始人在湖南、浙江、湖北、广西等省份开设医疗器械专卖店以及医疗器械仓储式大卖场模式，建立直营零售渠道；2009年，创立可孚品牌，开始从代理销售转为自主品牌经营与代理相结合并经营至今。

图表 2 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

注: 红色框中为实际控制人

**募集资金:** 公司 IPO 募集资金总额约 372,360.00 万元, 净募集资金约 352,655.99 万元。公司募投资金主要投向长沙智慧健康监测与医疗护理产品生产基地建设项目、湘阴智能医疗产业园建设(一期)项目以及研发中心及仓储物流中心建设项目, 延伸和拓展公司的主营业务。

图表 3 公司募投计划项目表

序号	项目名称	投资总额	使用募集资金	项目备案	环评批复
1	长沙智慧健康监测与医疗护理产品生产基地建设项目	34,756.37	31,917.11	雨管投备 [2020]65 号	长环评(雨经开) [2020]1 号
2	湘阴智能医疗产业园建设(一期)项目	21,848.39	16,688.72	湘阴发改审 [2019]84 号	湘阴环评批 [2019]37 号
3	研发中心及仓储物流中心建设项目	39,208.76	34,070.09	雨管投备 [2020]64 号	长环评(雨经开) [2020]1 号
4	补充流动资金	18,000.00	18,000.00	—	—
合计		113,813.52	100,675.92		

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

**股权激励:** 公司 IPO 后发布了针对 2022-2024 年的股权激励计划, 于 2021 年 12 月完成了对公司管理层及核心人员的限制性股票授予, 2022-2024 年考核目标, 以 2021 年营业收入为基数, 2022-2024 年营业收入增长率不低于 30%、60%和 85%。

## 1.2 打造可孚品牌，产品力和渠道力持续提升

**商业模式：**公司可孚医疗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，深入研究用户需求。

产品方面，公司有自有品牌和代理品牌两大类，产品共有五大系列产品，包括健康监测类（以血压计、体温计、血糖仪、心电监护仪为主）、康复辅具类（以电动轮椅、智能护理床为主）、呼吸支持类（以呼吸机、制氧机为主）、中医理疗（以红外理疗仪、温灸产品为主）和医疗护理类（以美容修复、造口耗材、伤口护理为主），以及公司也提供听力产品和验配服务的一体化听力解决方案。

渠道方面，公司完善线上线下全渠道网络建设。线上方面，公司完成包括天猫、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。根据生意参谋数据显示，近两年以来，“可孚”品牌在天猫和淘宝平台的医疗器械类目下的交易指数排名均居前列。线下销售进驻老百姓、益丰药房、千金、国药控股、大参林、海王星辰等主流大型连锁药房，同时公司在北京、广州、杭州、武汉、成都、太原等全国 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。线下渠道有利于产品体验和即时交易，线上渠道有利于便捷购物和快速占领市场，两者互相导流和协同，能够快速提高企业及产品知名度。

图表 4 公司商业模式图



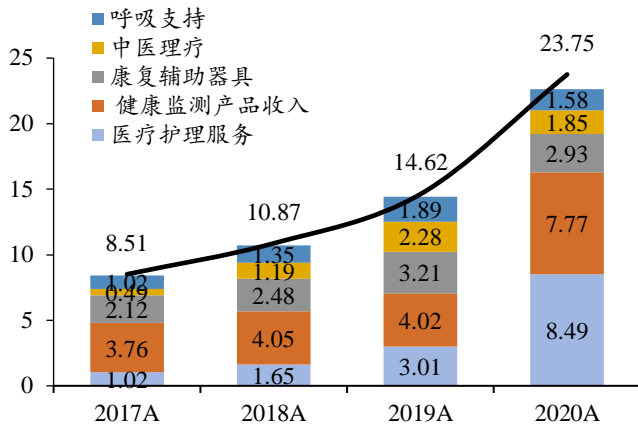
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

**收入结构：**公司 2021 年实现营业总收入 22.76 亿元，同比 2020 年下降约 4.19%，主要 2020 年受益于新冠疫情下对防疫类用品需求的激增，2020 年高基数影响所致。分产品系列看，其中 2021 年医疗护理服务类收入 7.65 亿元 (-9.88%)，健康监测类 5.54 亿元 (-28.66%)，康复辅具类收入 4.15 亿元 (+41.28%)，中医理疗类收入 1.40 亿元 (-23.97%)，呼吸支持类收入 2.00 亿元 (+26.44%)，另外公司 2021 年增加仓储服务类收入 1.25 亿元。2022 年一季度受防疫管控等影响，公司收入实现 6.01 亿元，同比下降 7.22 亿元，归母净利润约 0.50 亿元，同比下降约 61.49%。



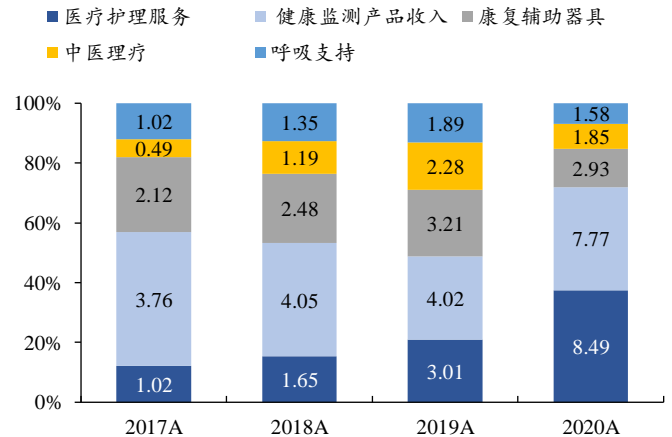
从各类产品的收入占比看, 医疗护理、健康监测和康复辅具这三类占比较高, 2021 年分别收入占比约 33.64%、24.34%和 18.22%。健康监测与康复辅具产品是家用医疗器械传统大品类产品, 2018-2021 年, 二者销售收入合计占主营业务收入的比重分别为 60.28%、49.67%、46.05%、42.56%。公司医疗护理销售收入受益于新冠疫情, 收入增长迅速, 2018-2020 年, 公司医疗护理销售收入占比分别为 15.22%、20.60%、35.74%、33.64%。

图表 5 公司收入构成-按产品种类 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司收入结构占比-按产品 (单位: 万元)

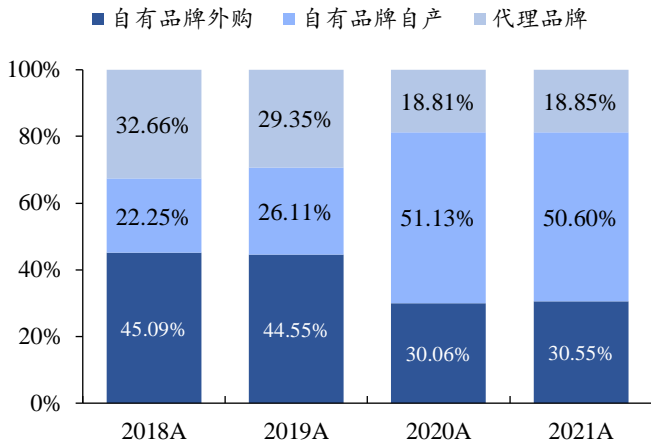


资料来源: wind, 华安证券研究所

**自有品牌为主, 自产比例逐渐提升。**2018-2020 年公司, 自有品牌产品销售收入分别为 7.29 亿元、10.29 亿元、18.87 亿元和 18.47 亿元, 占主营业务收入比重分别为 67.34%、70.65%、81.19%和 81.50%。公司作为专业品牌零售商, 以自有“可孚”品牌产品为核心, 同时将产品线全面覆盖国际/国内知名品牌, 提供“一站式购齐”服务。公司依据市场需求, 对于需求量大, 公司尚未开展生产的品类, 选择与知名厂商合作, 市场培育成熟后, 推广自有品牌。在自主生产产品品类方面, 公司选择部分核心产品进行自产, 目前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、拔罐器等产品。

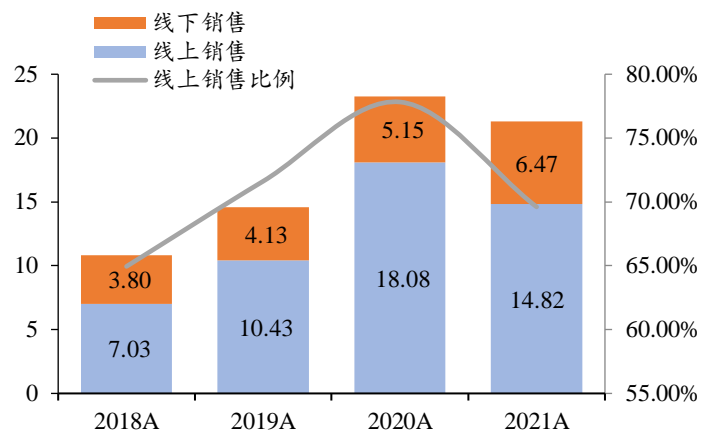
**线上销售为主要渠道。**2018-2021 年, 公司线上销售收入占总收入比例分别为 64.69%、71.34%、76.13%和 65.11%, 互联网基础设施不断完善, 网络购物为消费者足不出户、一站式购齐需求产品提供便利, 公司借助“天猫直通车”、“钻石展位”、“双 11”等推广与促销方式, 品牌影响力不断提升。

图表 7 公司收入构成-按品牌模式



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司收入结构-按销售渠道 (单位: 亿元)

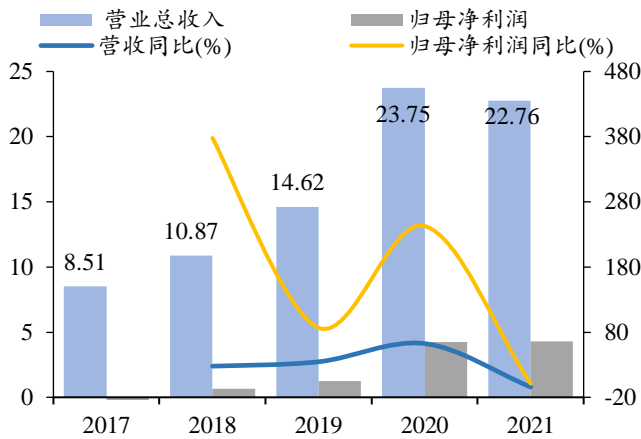


资料来源: wind, 华安证券研究所

**盈利能力:** 公司总收入自 2017 年的 8.51 亿元增长到 2020 年的 23.75 亿元, 2018-2020 年三年复合增速约为 40.80%。2021 年总收入约 22.76 亿元, 较 2020 年略有下降, 主要是防疫用品需求波动导致。

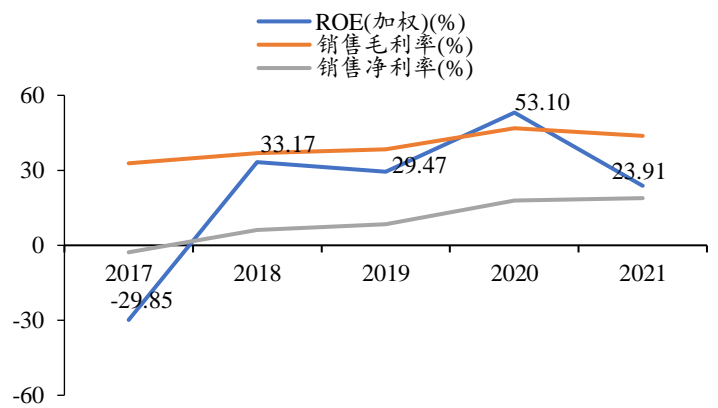
公司归母净利润自 2018 年的 0.66 亿元增长到 2020 年的 4.24 亿元, 2021 年实现约 4.29 亿元, 销售净利率水平由 2018 年的 8.5% 提升到 2021 年的 18.88%, 盈利能力不断提升。

图表 9 公司 2013-2021Q1-3 收入和利润 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司 ROE、毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 听力保健方兴未艾, 健耳品牌加速成长

### 2.1 中国听力保健市场刚刚兴起, 老龄化+消费升级前景广阔

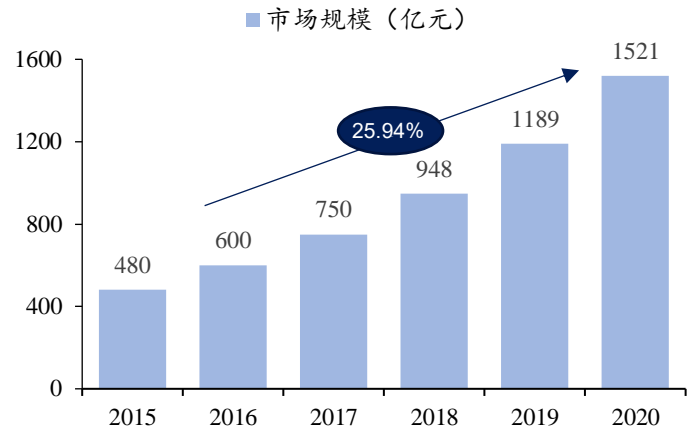
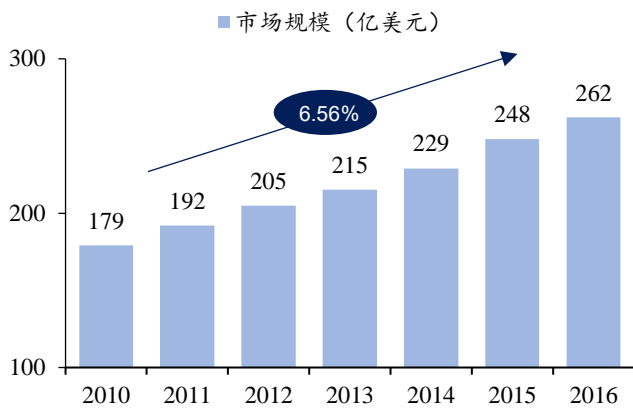
**家用医疗器械市场需求稳步增长。** 家用医疗设备, 顾名思义, 就是适于家庭使用的医疗设备, 它区别于医院使用的医疗设备, 主要特征是操作简单、体积小、携带方便。随着老龄化程度逐渐加深, 人民保健意识日益增强以及互联网、物联网等

技术的快速渗透与发展, 医疗动机也呈现出多层次, 多样化的趋势, 医疗器械家用需求增长, 家用医疗器械产品的市场需求逐年稳步提升, 尤其在检测、康复及保健领域, 各类智能化医疗器械成为家庭必备产品。根据 WIND 数据统计, 全球家用医疗设备市场规模持续扩增, 从 2010 年的 179 亿美元增至 2016 年的 262 亿美元, 年均复合增长率达到 6.56%, 而且主要分布在发达国家。

根据《中国医疗器械蓝皮书(2021)版》数据统计, 我国家用医疗设备增速超过整体医疗设备, 且占比逐年增高, 市场规模从 2015 年的 480 亿元, 发展至 2020 年的 1,521 亿元, 年均复合增长率为 25.94%。从家用医疗器械的结构来看, 主要是诊断类设备、治疗类设备和康复类设备。而且市场主要仍由欧美日的进口企业占据, 如欧姆龙、强生、飞利浦、西门子等, 国产企业也随技术提升而逐渐显露头角, 如鱼跃医疗、三诺生产、万孚生物等。

图表 11 全球家用医疗器械市场规模 (单位: 亿美元)

图表 12 我国家用医疗器械市场规模 (单位: 亿元)



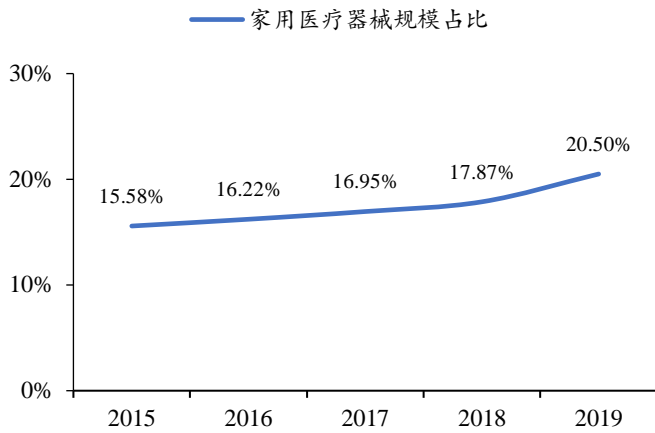
资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 中国医疗器械蓝皮书(2021), 华安证券研究所

**消费升级促进家用医疗器械渗透率提升。**在部分发达国家, 家用医疗器械已经占到整个医疗器械产业的 40%, 尽管我国医疗器械市场经过了快速的发展, 我国近几年比例在 17% 左右, 还远远低于这一比例, 但从趋势上看, 家用医疗器械占比在持续提升。家用医疗器械更偏消费属性、自主决策购买场景多。郭慧(2017)发表的在苏州地区对家用康复器械的认知程度调查表明, 居民家庭拥有家用器械比例还比较低, 居民的认知程度也不够, 也不重视, 使用上也有很多误区, 这都影响家用医疗器械在家庭中的渗透率提升。但随着家用医疗器械产品的不断推出, 宣传和教育力度的加强, 医院医生等群体的推荐, 家用医疗器械家庭渗透率会持续提升。

家用医疗器械产品技术变化也比较快, 新功能、新设计层出不穷, 产品的实用性、性能质量及美观度也更能满足消费者的需求。未来家用医疗器械产品将朝着智能化、多功能、可穿戴及远程医疗方向发展。

图表 13 我国家用医疗器械占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 14 家用医疗器械发展趋势



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**中国听力保健市场仍在起步阶段。**听力保健在中国还是刚刚发展，听力损失者人群基数大，且随人口老龄化加深会持续增长。经中国残联、国家卫生计生委有关部门批准，中国聋儿康复研究中心等专业机构 2015 年前后开展了一次全国听力障碍与耳病调查，调查发现，我国 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的人占总人口的 5.2%，约 7000 万人。听力损失可以借助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，中国助听器佩戴率不足 5%，而发达国家的佩戴率约为 30%，这为我国助听器产业的发展提供巨大的发展空间。

在国内的临床实践中，居民的听力测试意识很低，很从病人也是在医院经医生提示后才意识到自己有听力损失。国内的公立医疗听力门诊多数也不进行助听器的验配，助听器验配门店承担了这部分需求。我国的听力验配市场目前也呈现品牌多、代理商多，验配机构分散，助力器售后服务不到位，从业人员服务不专业等特点，这些现状都促使行业内成长一批有影响力的全国连锁品牌门店。

## 2.2 健耳听力：门店快速增长，2025 年预计达到 3000 家店

**公司打造健耳听力品牌，提供听力一体化解决方案。**健耳听力是以助听器验配服务和听力康复为主业的全国听力服务连锁品牌，也是中国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。

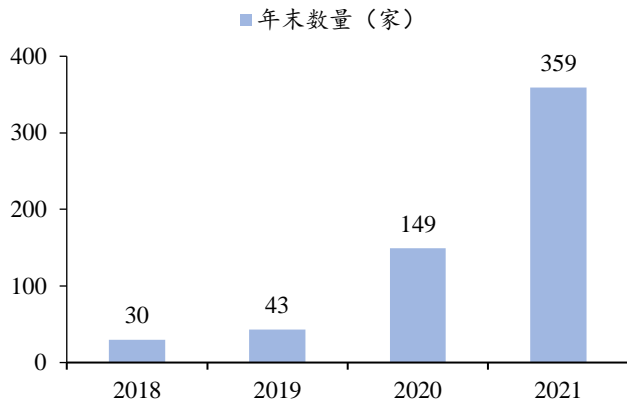
我国的听力验配市场呈现验配机构分散，全国性的专业连锁机构少，验配品牌不突出的特点。“健耳”听力验配中心，采取直营和统一管理运营模式，通过精细化的运营管理和专业的验配服务，面向中高端助听器需求人群。目前主要销售中高端代理品牌助听器，门店广泛分布于长沙、株洲、湘潭、常德、岳阳等湖南主要城市，以及南宁、西安、三亚、咸阳等湖南省外部分城市。门店具体选址上主要是在医院附近或人流量大的区域，店铺面积 40-100m<sup>2</sup>，截至目前平均单店面积

70m<sup>2</sup>。公司从 2011 年就进入这一行业，直到 2018 年成立健耳听力，进行独立的品牌运营。多年来，公司一直在摸索和打磨助听器业务的运营管理体系，包括门店选址、运营和培训体系。目前健耳听力门店均采用直营连锁模式，通过“亲情式服务流程”“九星验配流程”“终身售后服务”等，从专业、服务、管理上与其他助听器验配门店实现差异化经营，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。

公司在 2018 年起开始运营健耳听力验配中心，过去两三年，公司工作重心在于门店建设前期标准制定，人才储备、培训制度建立等，经过两三年的探索，公司管理模式跑通，未来开店计划也会进一步提速。2020 年公司健耳门店新开数量就显著增加，截至 2021 年底公司会开设验配中心累计 359 家（即 2021 年净开设超 210 家），覆盖了湖南、广东、广西、陕西和山东等省份。2018-2021 年，健耳门店收入分别为 671.14 万元、1,604.08 万元、2,524.30 万元和 6,914.49 万元，随着门店的增加收入呈现快速增长趋势。

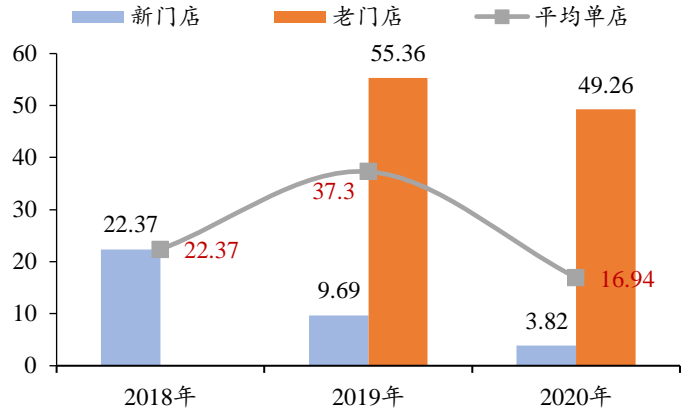
单店经营业绩来看，2018 年、2019 年、2020 年单店销售额分别为 22.37 万元、37.3 万元、16.94 万元，整体呈现增长趋势，2020 年因受新冠疫情影响，助听器类非疫情产品销售受到一定影响。

图表 15 健耳门店数量 (单位: 家)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 16 健耳门店单店年销售收入 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

### 2.3 他山之石: 对标龙头公司安湃声

健耳听力远期可对标听力保健领军企业安湃声。安湃声 (Amplifon) 是意大利一家听力保健为主业的跨国公司，是全球最大的助听器零售商，在听力保健领域有约 70 年的专业经验，目前在 26 个国家和地区，开设约 11,400 家听力中心。2018 年，安湃声入股北京康聆声，正式进入中国市场。2021 年，安湃声宣布与声桥合资（安湃声持股 51%，声桥持股 49%），旨在扩大其在中国市场的覆盖范围。此次合资合作后，包含其此前在北京、河北等地的网点，安湃声将达到 100 个销售网点。

门店数量上，公司健耳听力门店数量 2021 年底达到 359 家，保持快速增长。同时，公司在听力设备、助听器方面也有布局，形成产品、服务和用户体验一体化，和终端消费者的粘性也更高，而且未来公司自产产品也会导入门店，自产品牌比例增加也有利于缩短单个门店的盈利周期，提升门店盈利能力。我们认为中国听力保

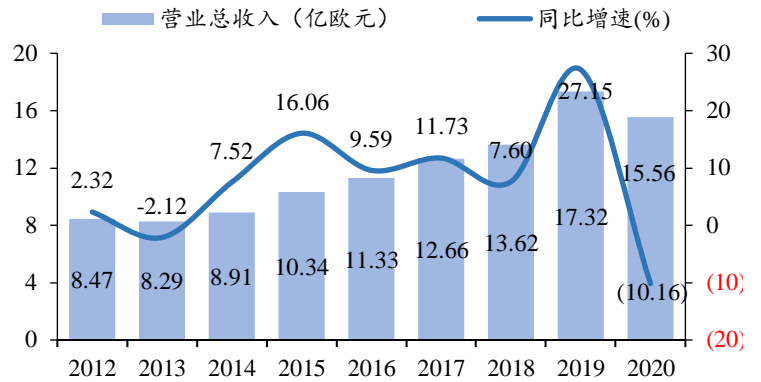


健市场还刚刚开始，人口老龄化和消费升级双重背景下，听力保健市场大有可为，公司远期可成长为行业领军企业，对标国际巨头安湃声。安湃生 2019 年公司收入 27 亿欧元，同比增长 17.32%，保持快速增长。

图表 17 安湃声门店数量 (单位: 家)



图表 18 安湃声年销售收入 (单位: 亿欧元)



资料来源: 声之家, 华安证券研究所

资料来源: wind, 安湃声年报, 华安证券研究所

### 3 产品矩阵: 五大系列打造一站式解决方案

#### 3.1 公司五大产品系列, 满足居民多元化需求

公司产品丰富, SKU 多。公司产品共有五大系列, 分别是监测类、康复辅助类、呼吸支持、中医理疗和医疗护理。公司现有产品近万种, 品种齐全, 覆盖面广, 涵盖了孕妇产用医疗器械、初生幼儿家用医疗器械和家庭养老用医疗器械, 在血压计、轮椅、护理床、助听器产品等细分市场占有率位居行业前列。

图表 19 公司五大系列产品图示

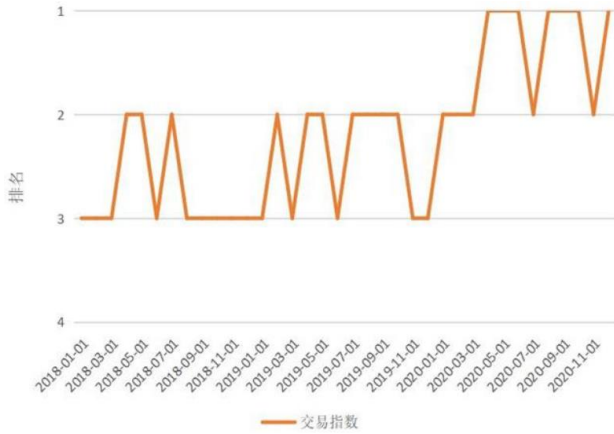


资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

公司品牌形象良好。根据生意参谋数据显示, 可孚品牌过去三年的交易排名由第三提升到第一, 细分产品里的血压计、轮椅、护理床、助听器在天猫、淘宝平台交

易指数排名也多数保持在较前列。公司品牌形象提升、收入增长、市占率提升形成良性循环。

图表 20 可孚品牌交易指数排名



图表 21 可孚分产品线交易指数排名



资料来源：生意参谋-市场排行，招股说明书，华安证券研究所

资料来源：生意参谋-市场排行，招股说明书，华安证券研究所

### 3.1.1 公司细分品类新产品不断推出，带动销售收入持续增长

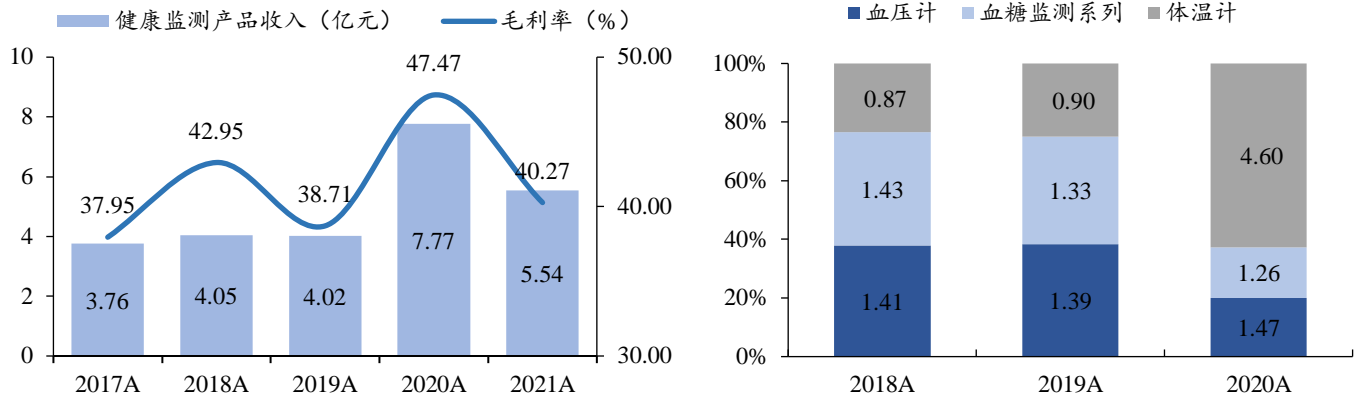
#### (1) 健康监测类

健康监测类器械是家用医疗器械中重要的品类之一。公司健康监测产品 2018-2021 年销售收入分别为 4.05 亿元、4.02 亿元、7.77 亿元和 5.54 亿元，占主营业务收入比重分别为 37.39%、27.61%、33.42%和 24.34%。

血压血糖值、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必备，三类产品均为公司销售规模最大的子品类之一。依据第一商业财经《2019 年中国家庭医疗健康消费趋势报告》，2018 年“可孚”品牌血压计与体温计均为线上最受欢迎的品牌排名 TOP3。2020 年新冠疫情下公司温度计需求大增，由 2019 年收入 0.90 亿元增长到 2020 年的 4.60 亿元。

2021 年，公司体温计产品收入大幅下降，但其他常规监测类产品恢复增长，剔除体温计影响后，其他产品同比增长 32.58%，也体现公司产品多元化下维持收入增长的韧性。

图表 22 健康监测产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) 图表 23 公司健康监测类产品线收入及结构 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

产品研发方向上, 公司不断推陈出新, 在健康呵护上进一步精准化: 一方面是测量技术的精准化, 如电子血压计、血糖仪以更先进的技术减少测量结果偏差; 另一方面, 针对女性及婴童等细分人群的产品应运而生, 如额温/耳温枪等。2021 年下半年, 公司已陆续推出多款血糖监测系列产品、幽门螺杆菌检测产品等, 2022 年公司还将推出血氧仪、心电监护仪等产品, 持续增长产品种类。

图表 24 公司健康监测类产品新批准上市产品列表

序号	注册号	产品名称	批准日期
1	湘械注准 20212221543	血糖胆固醇尿酸测试仪	2021/8/10
2	湘械注准 20212401875	胆固醇试纸 (胆固醇氧化酶法)	2021/10/9
3	湘械注准 20212401874	血糖试纸 (葡萄糖脱氢酶法)	2021/10/9
4	湘械注准 20212401873	尿酸试纸 (尿酸酶法)	2021/10/9
5	湘械注准 20212401917	胃幽门螺杆菌快速检测试纸 (干化学法)	2021/10/19
6	湘械注准 20212071990	指夹式脉搏血氧仪	2021/11/5
7	湘械注准 20212402190	人绒毛膜促性腺激素 (HCG) 检测试剂盒	2021/12/7
8	湘械注准 20212222188	尿酸测试仪	2021/12/7
9	湘械注准 20212402187	尿酸试纸	2021/12/7
10	湘械注准 20212402189	葡萄糖质控液	2021/12/7
11	湘械注准 20212402254	尿酸质控液	2021/12/13

资料来源: NMPA, 华安证券研究所

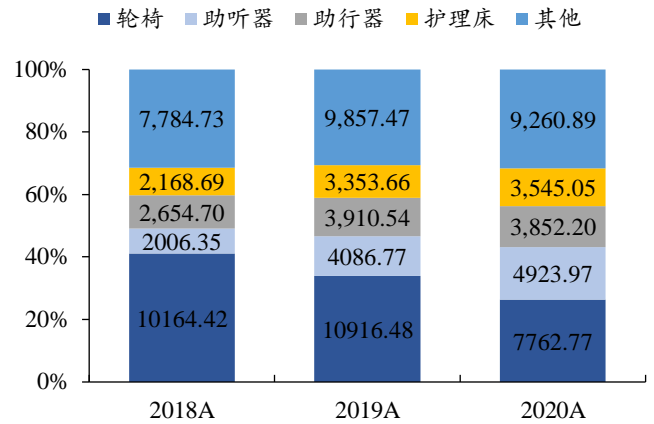
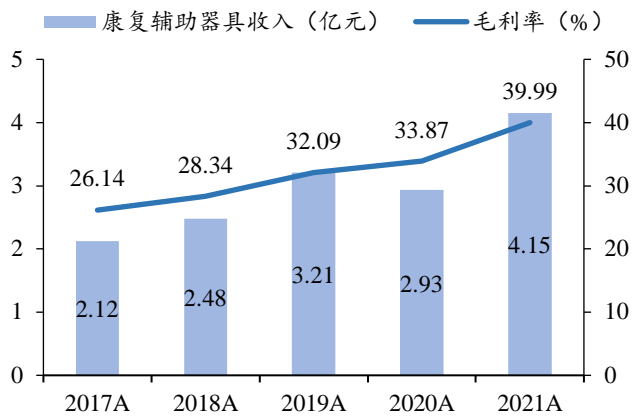
## (2) 康复辅具类

康复辅具产品 2018-2021 年销售收入分别为 2.48 亿元、3.21 亿元、2.93 亿元和 4.15 亿元, 占主营业务收入比重分别为 22.88%、22.06%、12.63%和 18.22%。康复辅具产品主要包括轮椅、助听器、助行器、护理床等, 轮椅和助听器合计占到康复辅具类收入中的 50%。康复辅具类中其他项收入 2019 年相比 2018 年增长较快主要在于静脉曲张袜、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; 手杖产品 2018 年销售收入较小, 2019 年随市场需求扩张, 销量增加。

2021 年, 公司康复辅具板块轮椅、护理床、助听器等销售快速提升, 带动了

整体收入的快速增长, 毛利率也提升至 39.99%。

图表 25 康复辅具产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) 图表 26 公司康复辅具类产品线收入及结构 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

**电动轮椅:** 电动轮椅是在传统手动轮椅的基础上, 叠加高性能动力驱动装置、智能操纵装置等部件, 改造升级而成的, 电动轮椅已成为行动不便的老年人、残疾人不可缺少的代步工具, 适用对象十分广泛, 只要使用者意识清晰, 认知能力正常, 使用电动轮椅是个不错的选择。

随着人口老龄化的加深, 行动不便人群数量增加, 其中包括了 8,502 万残疾人、每年多达 200 多万的脑中风患者、650 万老年痴呆患者、近 400 万由糖尿病等慢病导致行动不便患者, 并且每年新增因车祸, 工伤, 其他意外下肢伤残者超过 5020 万人。因此这是一个非常庞大特殊的群体, 他们对轮椅的需求也逐渐由普通金属轮椅向更加方便、快捷的电动轮椅升级, 尤其是长期行动不便人群对电动轮椅的需求更加迫切。

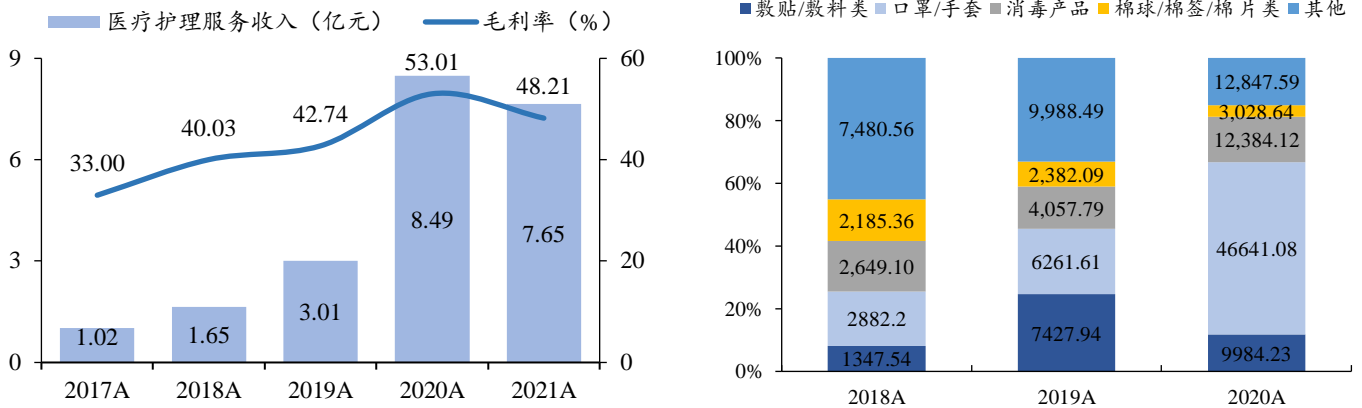
**助听器:** 我国助听器销售量从 2009 年的 222 万台增长至 2017 年的 855.5 万台, 年均复合增长率为 18.37%。根据智妍咨询集团报告, 预计到 2020 年我国助听器产业市场规模将达到 5026 亿元。公司助听器 2018-2020 年销售收入快速增长, 从 2018 年的 2006 万元增长到 2020 年的 4923 万元。

### (3) 医疗护理类

公司医疗护理产品 2018-2021 年销售收入分别为 1.65 亿元、3.01 亿元、8.49 亿元和 7.65 亿元, 占主营业务收入比重分别为 15.28%、20.68%、36.53%和 33.62%。医疗护理产品主要包括敷贴/敷料类、口罩/手套、消毒产品、棉球/棉签/棉片类等。

医疗护理板块, 受个人防护需求持续高位, 销量保持大幅增长, 但由于产品单价持续下降, 2021 年公司医疗防护板块收入仍有下降, 同比 2020 年下降约 9.88%, 毛利率水平下降至 48.21%, 但仍高于疫情前水平。

图表 27 医疗护理产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) 图表 28 医疗护理类产品线收入及结构 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

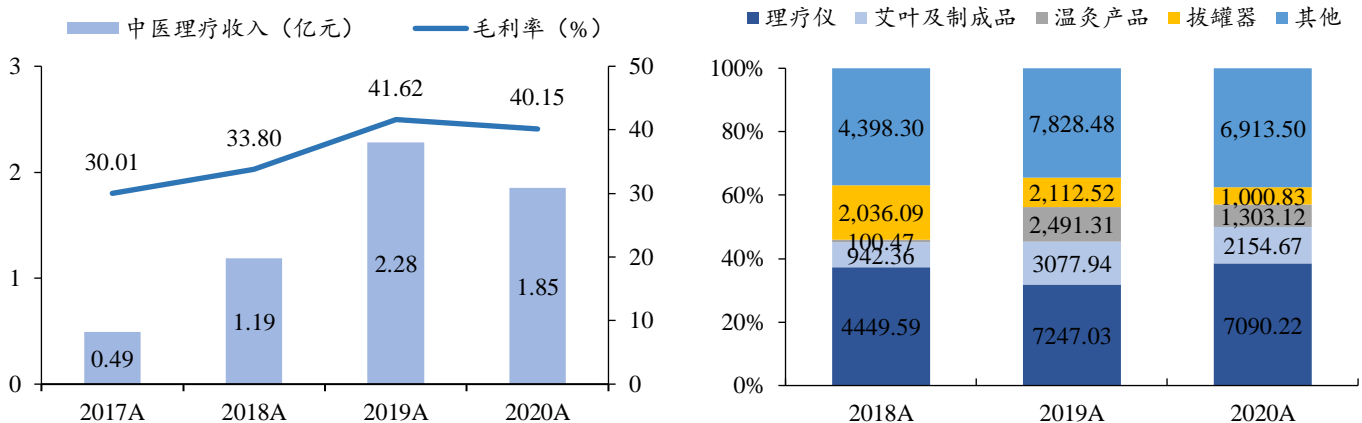
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

具体来看, 医疗护理类其他项收入 2019 年相比 2018 年增长较快主要在于纱布/绷带、防褥疮垫及配件、输注类产品。纱布/绷带部分 2018 年新产品销量提升, 带动销售收入提升, 2019 年、2020 年随产品品类不断丰富, 销售收入有所增加。2022 年公司新推出医用脱脂棉, 用于对皮肤、创面进行清洁处理, 预计后续仍会继续带动收入提升。

#### (4) 中医理疗类

中医理疗产品 2018-2021 年销售收入分别为 1.19 亿元、2.28 亿元、1.85 亿元和 1.40 亿元, 占主营业务收入比重分别为 11.01%、15.63%、7.95%和 6.17%。中医理疗产品主要包括理疗仪、艾叶及制成品、温灸产品、拔罐器等。2021 年中医理疗类产品多数为可以推迟使用的产品, 居民购买延迟。

图表 29 中医理疗产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) 图表 30 中医理疗类产品线收入及结构 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

#### (5) 呼吸支持类

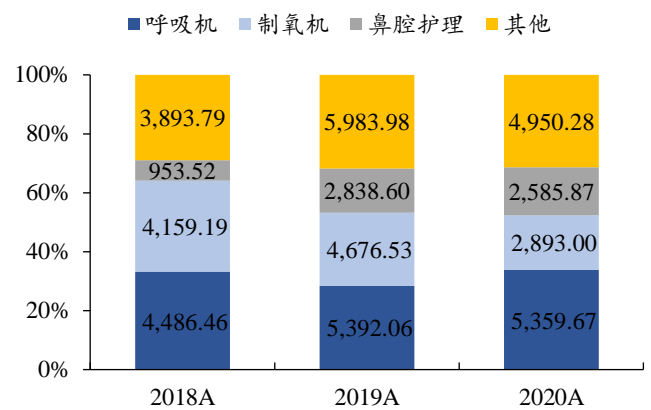
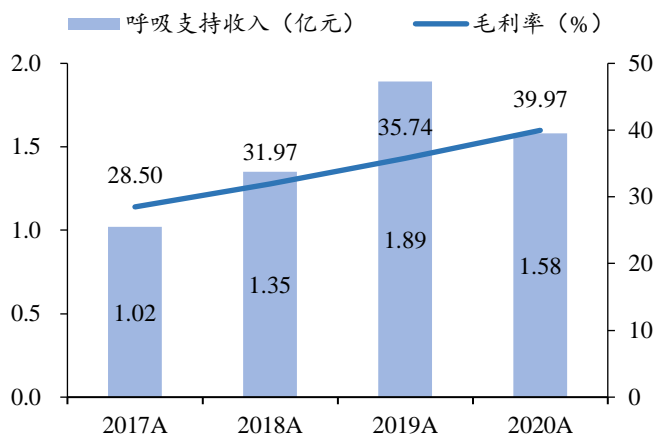


随着我国居民大健康消费不断升级,呼吸机、制氧机、鼻腔护理等呼吸支持产品逐渐家居化,一方面患者可以在家进行日常治疗,另一方面在提升用户睡眠质量、改善生活品质方面发挥重要作用。同时,终端用户除了注重产品功能性以外,外观设计、性价比等个性化需求亦不断突显。

公司呼吸支持产品 2018-2021 年销售收入分别为 1.35 亿元、1.89 亿元、1.58 亿元和 2.00 亿元,占主营业务收入比重分别为 12.46%、12.97%、6.79%和 8.77%,毛利率也保持逐年提升趋势。

呼吸支持产品主要包括呼吸机、制氧机、鼻腔护理等。2021 年公司也新推出呼吸机、新款制氧机等。呼吸支持类其他项收入 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。洗鼻器及配件产品销量和单价提升主要来自于 2018 年部分新产品销量提升,同时该类产品销售单价相对较高,导致平均销售单价有所提升。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。

图表 31 呼吸支持产品收入及毛利率 (单位: 亿元, %) 图表 32 呼吸支持类产品线收入及结构 (单位: 万元)



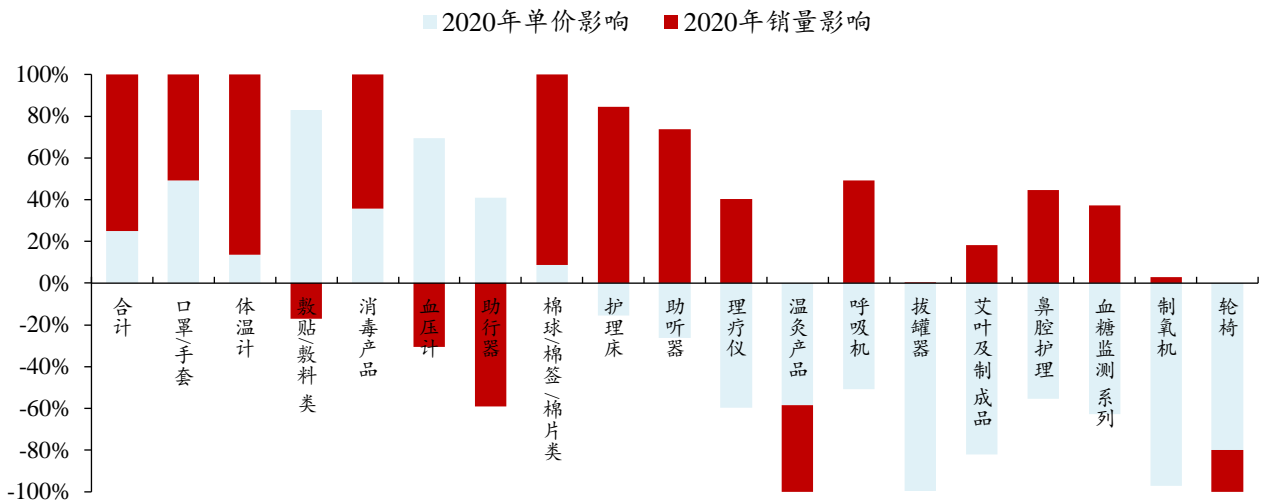
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

### 3.1.2 公司自产比例持续提升, 带动销售毛利率持续增长

整体来看, 公司主要采用家用医疗器械产品一站式购齐的产品策略, 产品线覆盖中端产品领域以覆盖市场容量中占比最大的用户群体, 产品功能角度与市场主要竞品基本处于同等水平, 依靠不断丰富产品线, 满足不同消费者需求扩大销售规模。2020 年, 公司共 18 个大类细分产品中多数是销量提升而贡献的收入增长, 产品结构平衡, 口罩、体温计、消毒产品等受益于新冠疫情, 而轮椅、血糖监测、拔罐器等常规产品受疫情影响而需求有所下降。

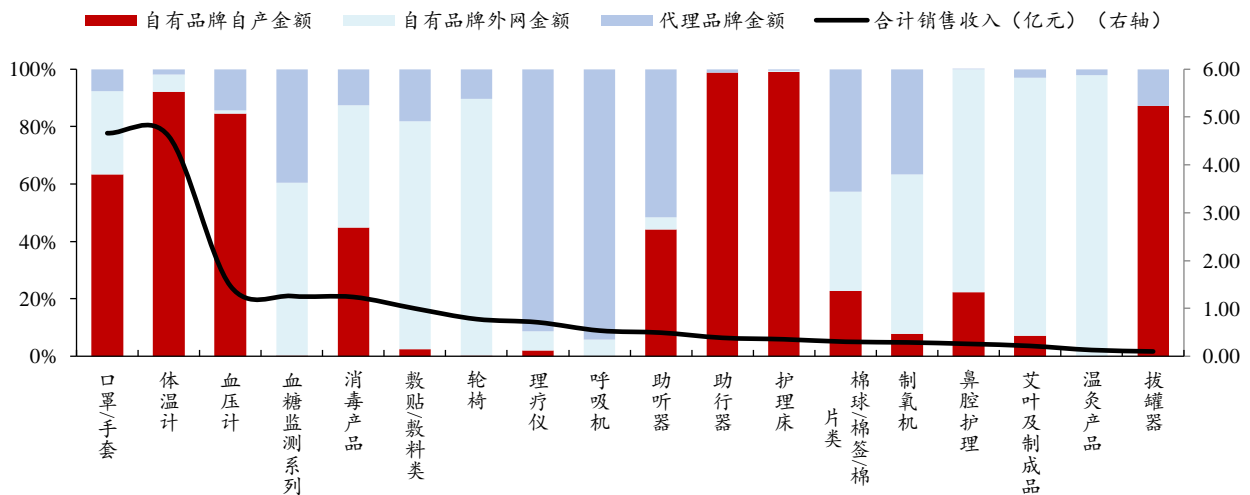
图表 33 2020 年公司主要品种收入增长量价因素分析



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司作为品牌经营商，也在不断提升高单价、高毛利产品的自产比例，带公司整体毛利率提升。而且随着公司生产产能的不断扩大，公司扩大自产产品比例也是顺势而为。但公司整体的自产比例还有很大的提升空间，2020 年公司在收入金额较大的口罩/手套、血糖监测系列、消毒产品、敷料、轮椅、呼吸机、理疗仪、助听器、制氧机、鼻腔护理等品类上自产比例还相对偏低。

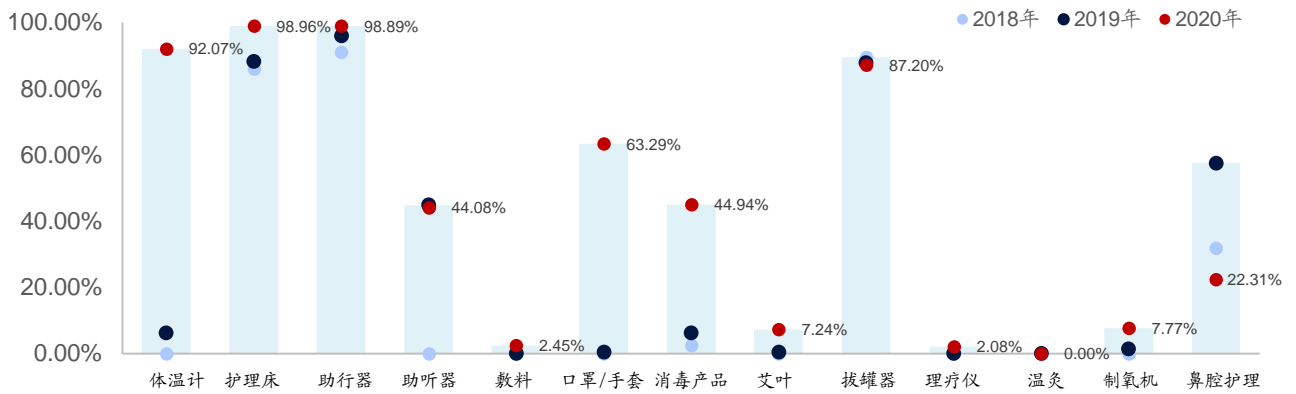
图表 34 2020 年公司主要品种品牌结构



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司过去几年也一直在提升自产比例。一个新产品的研发，从储备研发人员，立项到最终的注册上市，整个过程用时较长，公司根据研发进展，在自产品牌研发完成前，先行通过自产品牌外购或代理品牌的方式打通市场，待自产品牌产品产能、注册都环节都成熟后，即逐渐转为自主。

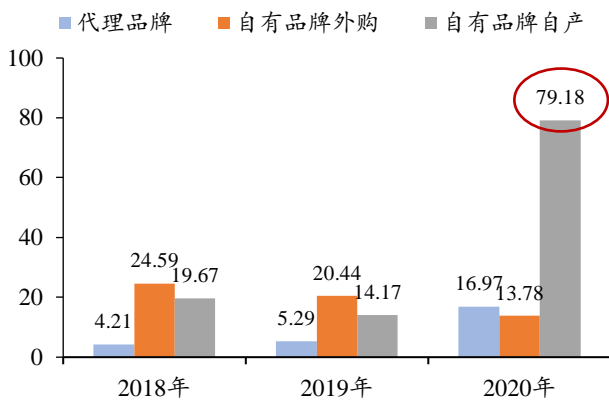
图表 35 2018-2020 年公司主要品种自产产品比例变化趋势



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

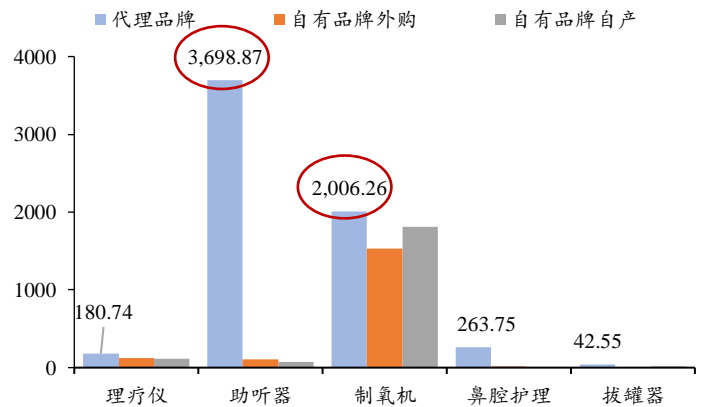
公司自产产品的价格一般较高，以体温计为例，体温计产品 2020 年销售收入较 2019 年增速为 408.48%，公司自产温度产品显著高于代理品牌和自产的外购产品，其中自产产品平均销售价格 79.18 元，远高于外购产品和代理品牌产品价格。而且从销售上看，2020 年公司也适时大幅提高自产体温计产品的比例，由 2019 年的 6%左右提升到 2020 年的 92%，这也体现了公司抓住商机的眼光和执行力。但公司也在其他很多细分品类的产品自产价格仍是偏低水平，如理疗仪、助听器、制氧机、鼻腔护理、拔罐器等。

图表 36 体温计不同品牌销售单价 (单位：元)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 37 部分产品不同品牌销售收入占比 (单位：%)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

### 3.2 公司推进并购战略，重点布局大品种

2021 年 11 月 8 日，公司公告收购吉芮医疗器械(上海)有限公司 54.05% 股权。吉芮医疗现有二类医疗器械产品证册型号 90 个，其中电动轮椅 70 个型号，手动轮椅 20 个型号。现有 2 款电动轮椅、4 款手动轮椅通过美国 FDA 认证，有 8 款电动轮椅、4 款手动轮椅通过欧盟 CE-MDR 认证。公司在电动轮椅品类的自产率非常低，几乎为 0，收购吉芮医疗后，公司一方面能够提高电动轮椅的自产率，另一方面，公司能够通过制造生产流程的优化，降低制造成本，从而在成本端提高竞争力，并且从公司整个康复品类产品的角度，品类越多，越能够增加销售的协同效应。2020 年

吉芮医疗实现收入约 1.03 亿元，净利润仅约 247 万元，预计公司接手后，吉芮医疗的利润率水平将会有所改善。

同日公司也公告了收购橡果贸易 100% 股权。公司通过收购橡果贸易获得“背背佳”品牌、知识产权以及与之相关的全部业务。“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，是国内康复类矫姿细分领域销售规模最大的品牌，极具市场潜力。根据背背佳相关店铺天猫后台和京东后台的汇总数据，最近三年的销售额（含税）分别为 1.76 亿元、2.66 亿元、2.15 亿元。

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”背部矫姿产品将进一步完善康复类产品的结构。公司计划将“背背佳”作为康复辅具类产品的子品牌，联合高校医学院、大型三甲医院等医疗机构，对物理矫姿、塑形产品进行专业的临床学术研究及产品升级开发，结合公司在多参数健康监测领域深厚的研发积累，打造以医疗科技为基础的矫姿、塑形、理疗及可穿戴医疗监测系列产品。

综合来看，公司产品战略，主要通过自研和收购，结合市场需求和自身已有产品矩阵，不断增加新产品，同时提高自产产品比例，以此提高公司销售收入和利润率。

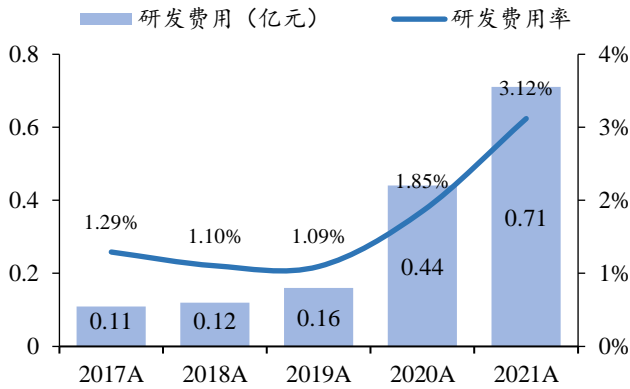
### 3.3 公司高度重视研发，新产品不断推出

公司为销售驱动的自主生产与自主研发型企业，凭借销售渠道反馈的市场需求信息，对研发项目及核心部件技术改进进行精准定位。公司的研发主要专注于产品设计和部分核心产品、核心部件的开发，对于部分产品和部件发行人选择从行业内优质的生产型企业采购。

截至 2021 年 12 月 31 日，公司共有员工 3,397 人，其中研发人员 264 人，占比为 6.71%。公司下设 3 个研究院，医疗电子与康复医学研究院、生物传感与创新材料研究院和深圳研究院，致力于康复医学、生命体征、生物传感等多个应用领域和产品类型的探索研究。医疗电子与康复医学研究院研究方向涵盖听力、康复医学、呼吸支持及生命信息检测等；生物传感与创新材料研究院研究方向涵盖体外诊断产品系列、智能可穿戴心电监测系列、高端医用生物材料、消杀感控材料及健康防护护理材料等；深圳研究院主要专注连续血糖监测系统等产品的创新研发和生产。

2018-2021 年，公司研发费用分别为 1,192.52 万元和 1,601.49 万元、4,426.35 万元和 7,058.82 万元，为公司的技术创新和人才培养等创新机制奠定了物质基础。公司目前拥有多个在研项目，其中重点项目包括连续血糖监测、尿酸、心电监护、动态多参关键技术研究、听力计、真耳分析仪、胶原蛋白修复贴、透明质酸钠修复贴等，已形成了产业化梯队。

图表 38 公司研发费用率情况



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 39 公司在研项目情况

项目名称	研发阶段
新款枪式额温枪 02、06、07、09、11、12、13、14 款	设计验证/开模中
直流雾化器开发	设计验证/改模中
血压血糖一体机项目	设计验证/改模中
隧道电子血压计项目	设计验证/手板验证
分子筛制氧机及成本控制	设计策划/外观造型
脉冲式便携制氧机开发	设计策划/可行性分析
尿酸检测仪	设计策划/可行性分析
动态多参关键技术研究	样机阶段
基于脱氢酶的血糖试纸制备关键技术研究	方案阶段
基于电化学尿酸检测技术研究	方案阶段
速干型免洗消毒液制备技术研究	设计阶段
基于 STM 主控芯片及 pid 算法的家用呼吸机研发	已研发首版及开发板
一站式智能运营平台	方案阶段
线上客户画像平台	方案阶段
可孚健康云大数据平台项目	研发阶段
基于 5G 网络的远程健康监测和诊疗辅助系统研发项目	方案阶段
数字化决策管理系统	方案阶段

资料来源: WIND, 华安证券研究所

## 4 渠道优势: 线上与线下完美融合, 触达广泛

### 4.1 线上渠道, 天猫店铺线上流量优势大

按照销售模式不同, 线上销售可以分为自营店铺、直发模式和平台入仓, 几种模式主要根据店铺主体、客户类型、订单获取方式、货物流转方式、退换货方式等进行划分。

图表 40 公司不同的线上渠道经营模式

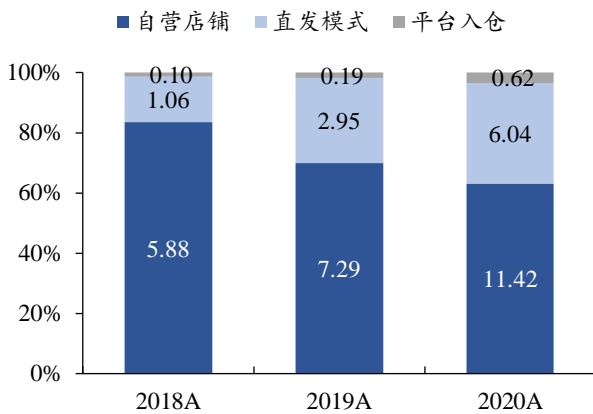
	自营店铺	直发模式	平台入仓
店铺主体	发行人	电商平台/店铺主体	电商平台
客户类型	线上个人用户	电商平台/店铺主体	电商平台
订单获取方式	消费者通过店铺自主下单进行购买	电商平台/店铺主体向公司下单	电商平台向公司下单
货物流转方式	公司直接向消费者发货	公司直接向消费者发货	公司发货给电商平台
退换货方式	公司直接向消费者提供退换货服务	电商平台/店铺主体向消费者提供退换货服务	电商平台向消费者提供退换货服务

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

三种线上销售模式占比看, 2018 年以来直发模式和平台入仓模式的占比快速提高, 2020 年直发模式和平台入仓模式收入占线上销售额的 33.38%和 3.45%。毛利率方面, 2020 年, 线上销售三种模式毛利率均有较大幅度提升, 自营店铺由 2019 年的 41.79%增加至 46.64%, 直发模式由 2019 年的 36.09%增加到 47.07%。

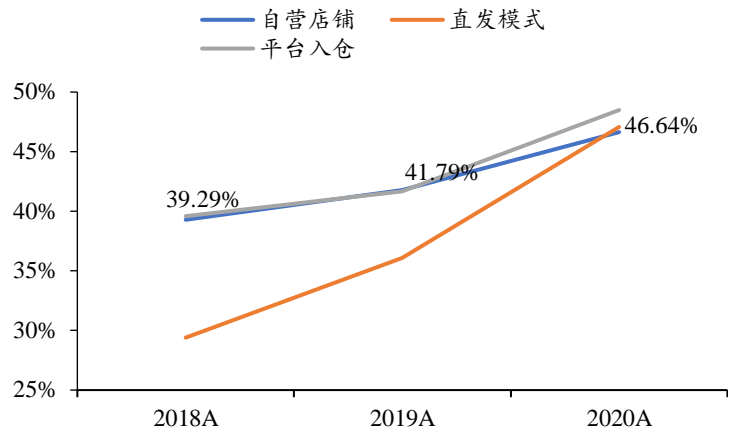


图表 41 三种线上销售模式收入占比 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 42 三种线上销售模式销售毛利率对比



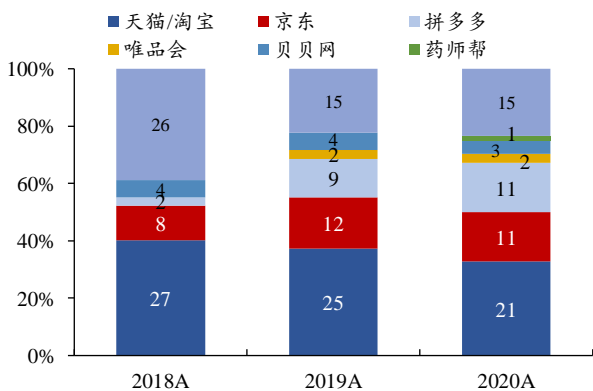
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

(1) 线上自营店铺

在电商平台开设自营店铺, 直接向终端消费者销售产品、提供服务, 是公司线上销售的主要模式。自营店铺模式下, 公司主要通过入驻天猫、京东、拼多多、苏宁等大型第三方 B2C 电商平台开设自营店铺。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司拥有 57 家运营中的线上自营店铺, 其中 55 家为新设, 包括拜安康、英维康、仙鹤、瑞思迈等品牌方授权开设的旗舰店 (截至 2020 年 12 月 31 日, 公司取得授权开设的在营业线上自营店铺数量为 7 家); 另 2 家为收购店铺, 分别为 2017 年 7 月收购山东怡源和长沙健诺时包含的“怡源医疗器械专营店”和“健康 e 家医疗器械”2 家店铺, 收购后均由公司独立运营。

2018-2020 年, 公司自营店铺增长速度分别为 12.55%、24.11%、56.63%。2020 年, 公司积极拓展天猫平台外的其他电商平台。2020 年公司在药师帮、云集等新平台开设 8 家店铺, 带来营业收入 7,053.01 万元, 其中药师帮平台为线上 B2B 医药营销平台, 客户为中小连锁、单体药店、私人诊所、卫生站等, 2020 年销售收入 4,231.65 万元。2020 年, 京东平台收入占比增加 1.35%, 拼多多平台增加 7.65%, 唯品会增加 2.32%。

图表 43 线上自营店铺数量及分布



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

注: 含已开店未正式营业店铺

图表 44 自营店铺主要平台收入结构

平台	2020 年收入 (亿元)	2020 年收入占比	收入 yoy	2020 年收入占比变动
天猫/淘宝	7.85	68.76%	26.72%	-16.23%
京东	1.05	9.16%	83.59%	1.35%
拼多多	0.99	8.65%	1248.74%	7.65%
药师帮	0.42	3.70%	-	3.70%
唯品会	0.51	4.50%	222.64%	2.32%
阿里巴巴	0.23	2.05%	224.94%	1.06%
国际站	0.29	2.51%	557.39%	1.91%
其他	0.08	0.67%	-56.57%	-1.76%
自营店铺收入合计	11.42	100.00%	56.63%	-

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

除了品牌授权的旗舰店, 公司在经营店铺上, 不同的电商平台店铺品种经营侧

重也不同,天猫平台主营血压计、体温计、血糖系列、轮椅系列、理疗仪系列产品,拼多多平台主营体温计系列,京东平台主营呼吸机系列,唯品会平台主营清洁消毒类、口罩/手套、敷贴/敷料类。

线上店铺运营主体主要为好护士,好护士器械旗舰店于2014年9月19日在天猫平台成立,公司第一大线上店铺,其收入规模较大,2018-2020年分别为35,581.52万元、46,500.70万元、53,481.73万元。好护士器械旗舰店是卖场型旗舰店,相比于普通旗舰店只能经营单一的品牌,好护士器械旗舰店可以经营多个品牌。目前店铺经营的品牌包括可孚、三诺、康德莱、瑞思迈、居家坊、通慈、仙鹤、氧立得、佳惠等,产品涵盖康复辅具类、健康监测类、中医理疗类、医疗护理类、呼吸支持类等五大产品品类,更丰富的品牌及产品品类,能够满足不同消费者的购物需求,为消费者提供一站式购物。

图表 45 公司 TOP13 线上店铺销售额 (单位: 亿元)

店铺	所在平台	店铺主体	店铺类型	2020年	2019年	2018年
好护士器械旗舰店	天猫	好护士	卖场型旗舰店	5.35	4.65	3.56
仙鹤医疗器械旗舰店	天猫	湖南科源	旗舰店	0.46	0.40	0.20
瑞思迈旗舰店	京东	湖南科源	旗舰店	0.41	0.30	0.30
森合医疗器械专营店	天猫	湖南森合	专营店	0.35	0.23	0.17
每文医疗器械专营店	天猫	长沙健诺	专营店	0.32	0.19	0.24
科源医疗器械专营店	天猫	湖南科源	专营店	0.53	0.18	0.11
怡源医疗器械专营店	天猫	湖南雅健	专营店	0.21	0.14	0.15
科诚医疗器械专营店	天猫	可孚健康	专营店	0.23	0.14	0.16
可孚医疗器械旗舰店	唯品会	可孚用品	旗舰店	0.36	0.13	-
可孚医疗器械旗舰店	京东	可孚用品	旗舰店	0.26	0.10	0.14
好护士大药房旗舰店	京东	好护士	旗舰店	0.18	0.09	0.17
药师帮	药师帮	可孚用品	/	0.42	-	-
通慈旗舰店	拼多多	湖南科源	旗舰店	0.59	0.00	-

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

公司的店铺整体上 1000-5000 万年交易额区间的店铺是主力, 而且毛利率也处于较高水平, 其次是规模较小的店, 年交易金额在 50 万以下的, 占比最高。

图表 46 2020 年公司线上店铺销售额分布

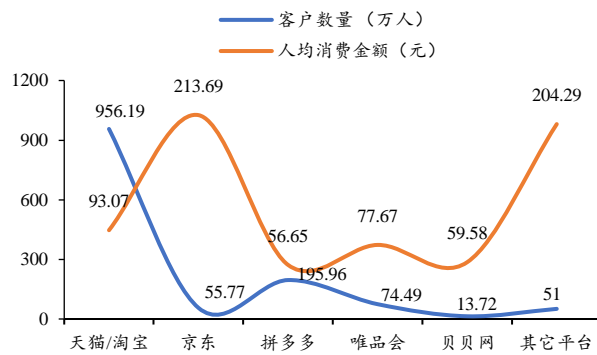
交易金额区间	店铺数量	销售额 (万元)	毛利率	店铺数量占比
>=10000 万元	1	53,481.73	45.84%	1.56%
5000-10000 万元	2	11,213.12	39.65%	3.13%
1000-5000 万元	17	43,082.64	50.03%	26.56%
500-1000 万元	4	2,858.33	43.08%	6.25%
100-500 万元	12	2,938.32	41.58%	18.75%
50-100 万元	6	457.06	44.32%	9.38%
<50 万元	22	193.98	51.94%	34.38%

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

公司线上自营店铺也积累了一批忠实的店铺粉丝, 为店铺收入的增长提供了坚实的保障。从店铺的订单交易情况看, 客户数量从 2018 年的 692.24 万人增长到 2020 年的 1,347.12 万人, 其中来自天猫/淘宝平台的客户数约 956 万人, 客单价约

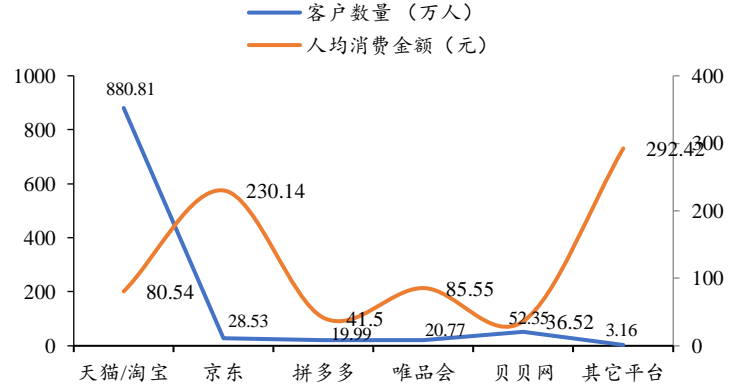
93元,其次客户来自拼多多约有196万人,京东平台的客户量不多,但其客户人均消费金额要更高一些。

图表 47 2020 年不同平台自营店铺客户及人均消费



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 48 2019 年不同平台自营店铺客户及人均消费



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2018-2020年,公司线上自营店铺在天猫/淘宝平台的收入占自营店铺收入的比例分别为83.82%、84.99%、68.76%,平台集中度较高。公司最早是在天猫运营,拥有较多的运营经验,而且天猫平台市场占有率高,在天猫开店能迅速覆盖主要用户。2018年以来公司也在积极拓展天猫淘宝平台外的其他电商平台,通过不同形式的合作模式,减少对天猫平台的依赖。

(2) 直发模式和平台入仓模式

2018年起在维持自营店铺发展的前提下,公司加强与电商平台合作,快速提升直发模式与平台入仓销售。其中直发模式:2018年2月将可孚医疗器械旗舰店的主体变更为阿里健康大药房医药连锁有限公司,加强与阿里健康合作,依托丰富的产品品类优势与品牌优势,2018年、2019年销售收入迅速扩张,双方实现合作共赢,2020年放缓了直发模式新平台拓展。2018-2020年,公司直发模式实现收入分别为1.06亿元、2.95亿元和6.04亿元,增长速度分别为425.38%、179.15%、104.97%。

直发模式下主要是和天猫平台合作,直发天猫平台包括阿里健康大药房、药健康大药房旗舰店、快乐老人医疗器械专营店、天猫超市等。主要的客户也是来自天猫/淘宝平台,除此外还有平安好医生、苏宁易购等平台客户引流。

图表 49 直发模式的主要销售平台 (单位: 万元)

平台	客户店铺/平台	2020 年
天猫	可孚医疗器械旗舰店	39,468.43
天猫	阿里健康大药房	18,707.15
天猫	药健康大药房旗舰店	1,625.52
天猫	快乐老人医疗器械专营店	173.33
天猫	天猫超市	233.84

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 50 直发模式下主要平台的客户及人均消费情况

平台	客户数量 (万人)	人均消费金额 (元)
天猫/淘宝	1,352.49	50.54
平安好医生	3.26	42.35
苏宁易购	0.81	72.07
中国移动	0.06	131.93
合计	1,356.61	50.53

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

随着国家监管部门对于医疗器械仓库的仓储环境和标准要求趋严以及家用医疗

器械品类愈加丰富, 护理床、轮椅、呼吸机、制氧机等部分体积较大的产品对于仓库面积的要求越来越高, 平台入仓模式对于电商平台的存货压力越来越大。直发模式和平台入仓模式能够相互补充和协同, 是电商平台常见的两种合作方式。公司和不同电商平台开展不止一种合作模式, 如和京东开展了线上自营店铺和平台入仓两种合作, 和开猫/淘宝开展了线上自营店铺、平台入仓、直发模式三种合作形式。

平台入仓模式: 2018年起与天猫超市、阿里健康大药房、京东、唯品会和兴盛优选等平台合作, 销售收入稳步提升。2018-2020年, 平台入仓模式实现销售收入约0.10亿元、0.19亿元和0.62亿元, 增长速度分别为648.22%、89.46%、225.25%。

图表 51 平台入仓的主要销售电商平台 (单位: 万元)

平台	客户店铺/平台	2020年
天猫超市	浙江天猫供应链管理有限公司	2,710.73
天猫	阿里健康大药房医药连锁有限公司	273.65
京东	北京京东世纪信息技术有限公司/北京京东弘健健康有限公司	2,664.50

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 52 2020年不同平台的合作模式情况 (单位: 万元)

平台	自营店铺	直发模式	平台入仓	总计
天猫/淘宝	78,537.53	60,208.28	2,986.54	141,732.35
京东	10,458.34	-	2,664.50	13,122.84
拼多多	9,877.22	-	-	9,877.22
唯品会	5,136.58	-	-	5,136.58
贝贝网	768.96	-	-	768.96
药师帮	4,231.65	-	145.12	4,376.77
其他平台	5,214.89	157.67	443.14	5,815.70
合计	114,225.17	60,365.95	6,239.30	180,830.42

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

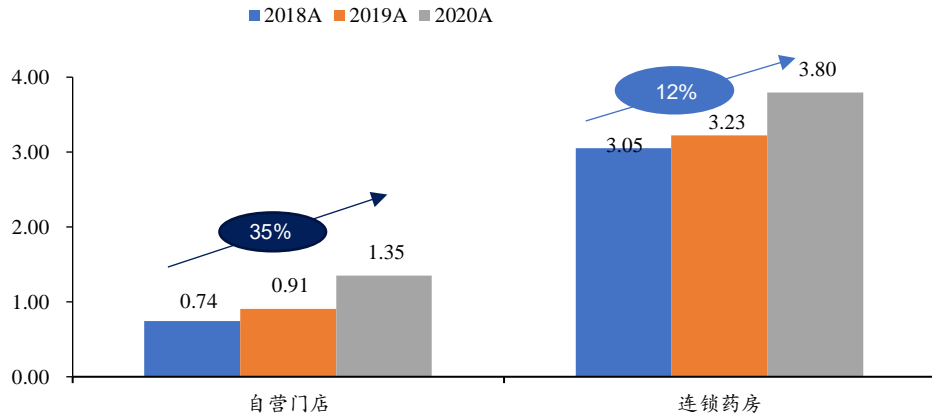
综上, 线上销售渠道, 主要集中在天猫/淘宝平台, 具体包括阿里健康大药房、好护士器械旗舰店、可孚医疗器械旗舰店三家店铺, 三家店铺2018-2020年收入合计占线上收入比达到66.21%、71.73%、61.75%。公司目前也在大力拓展其他电商平台的店铺, 如京东、拼多多等其他主流电商平台的合作, 降低在天猫/淘宝电商平台的集中度。

## 4.2 线下依托药店和直营店, 提高即时成交效率

公司线下销售主要包括连锁药房和自营门店。具体由湖南科源在各个省会城市设立区域子公司, 运营线下仓储式大卖场以及开拓当地药房渠道客户; 好护士与健耳听力通过开设分公司获取医疗器械经营资质后运营线下门店。

2018-2020年, 公司线下连锁药房贡献收入分别为3.05亿元、3.23亿元和3.80亿元, 三年复合增速约12%; 自营门店收入分别约0.74亿元、0.91亿元和1.35亿元, 三年复合增速约35%。

图表 53 公司线下门店收入情况 (单位: 亿元)

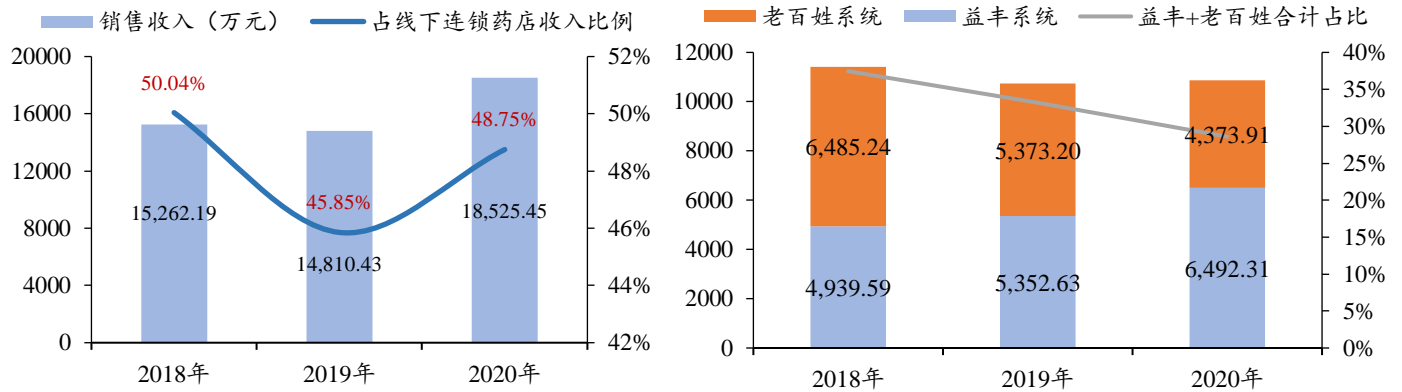


资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

**连锁药房:** 通过多年业务积累, 公司连锁药房核心客户包括老百姓、益丰、千金、国药控股、大参林、海王星辰等全国知名的连锁药房企业, 覆盖全国主要省份, 未来随着连锁药房的整合, 以及公司对连锁药房的进一步渗透, 公司产品进入的药房数量仍将继续增加。

公司线下连锁药店前五大客户合计贡献了 50% 的收入, 其中前两家为线下知名连锁药店, 老百姓和益丰药房两大药房合计贡献收入超过所有连锁药店收入的 30%。

图表 54 连锁药店前五大客户销售及占比 (单位: 万元) 图表 55 益丰药房和老百姓对公司收入贡献情况 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

**自营门店:** 公司建立了多家家用医疗器械一站式仓储大卖场, 大卖场产品种类异常丰富, 为客户提供类似呼吸机、护理病床、电动轮椅等各类产品展示和体验式购物, 目前已布局北京、广州、杭州、长沙、太原、成都、济南、贵阳、武汉等医疗机构聚集的地区; 在公立医院附近开立“好护士”家用医疗器械零售门店; 其他以助听器验配为主业的“健耳”听力验配中心, 面向中高端助听器需求人群(健耳听力验配中心内容见报告第二部分)。

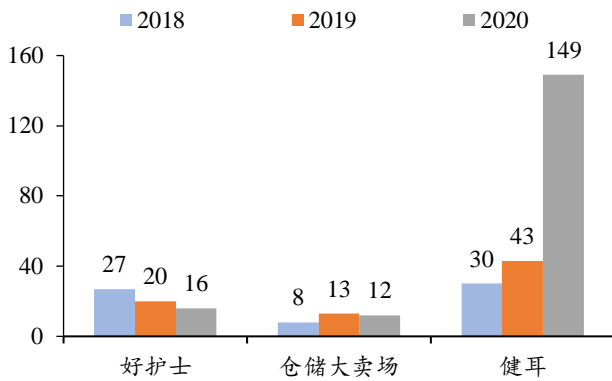
线下自营门店分为三类, 在市场定位上, 仓储式大卖场定位于一站式展示购物中心, 好护士零售门店定位于家用医疗器械零售, 健耳助听器门店定位中高端助听器验配中心。三类门店的客户资源和销售数据相互之间能够协同互补, 共同构成了公司线下的客户资源, 通过大数据分析能有效促进发行人从整体上推出更有针对性



的产品及精准布局营销网络。

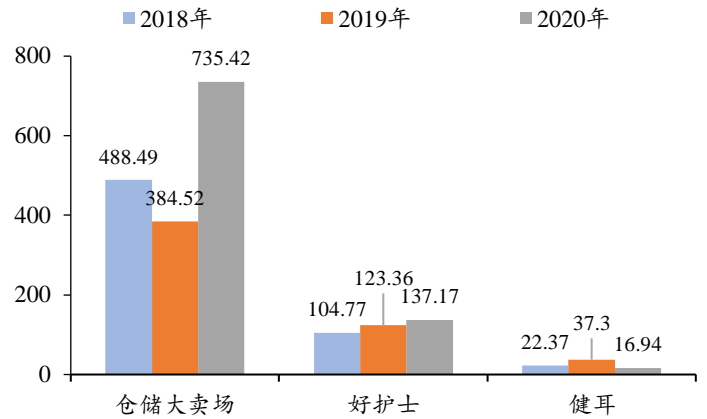
线下门店有实体店铺,呼吸支持类产品如呼吸机、制氧机、雾化器等能为消费者带来更直观更有效的试用体验,康复辅具类产品如助听器验配,能够保证售后服务,能够带给消费者更好的消费体验,这些服务不仅能够促进即时成交,也是维护公司品牌形象的重要窗口。

图表 56 线下自营门店数量 (单位: 家)



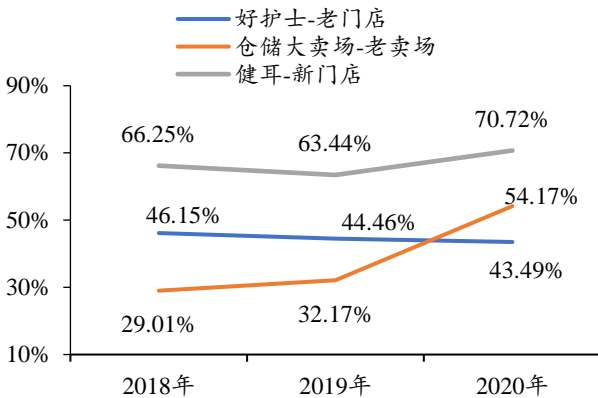
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 57 线下自营门店单店年销售收入 (单位: 万元)



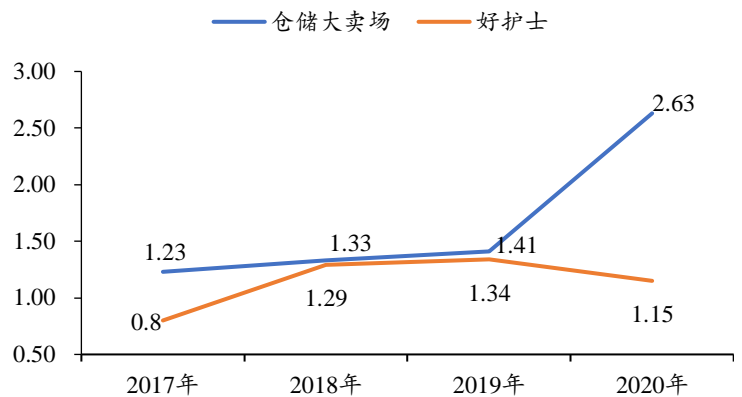
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 58 线下自营门店单店毛利率 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 59 线下自营门店单店年坪效 (单位: 万元/每 m<sup>2</sup>)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

## 5 公司盈利预测与估值

### 5.1 公司业绩拆分与估值对比

公司目前主营收入来自五大产品系列,2022年主要的增长来源,除了五大系列产品新老产品的增长外,公司2021年并购的两个项目背背佳(100%股权)和吉芮医疗(54.05%股权)也将为公司带来一定的收入和利润增长。

(1)公司2020年防疫用品,如口罩、体温计、消毒用品等需求大幅增长,带动了公司销售收入的快速增长,2021年新冠疫情回归常态化,防疫需求用品下降,

公司防疫相关品类收入较 2020 年的高点有所回落。公司常规业务里，康复辅具类（如轮椅、助听器等）、呼吸支持类（如制氢机、呼吸机）以及健康监测类（如血糖仪等）均会贡献较高的增长。

(2) 公司新收购项目，公司通过整合后的赋能，优化升级产品，增加销售渠道，促进整合后单品的销售收入和盈利能力提升；

(3) 公司健耳听力门店，目前的商业模式以服务促进助听器销售为主，暂时不对验配服务等项目单独收费，我们把健耳门店听力放在了公司产品项下的助听器品类中。

健耳听力门店收入预测如下：

图表 60 健耳听力收入预测（单位：万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(万元)	1,604.08	2,524.30	6,913.40	12,881.33	23,428.80	44,043.21
yoy	139.01%	57.37%	173.87%	86.32%	81.88%	87.99%
期末门店数量(家)	43	149	359	700	1500	2200
新店店均年收入(万元)	9.69	3.82	4.54	4.09	4.09	4.29
yoy				-10.00%	0.00%	5.00%
老店店均年收入(万元)	55.36	49.26	40	32	28.8	27.36
yoy				-20.00%	-10.00%	-5.00%
新店年收入(万元)		404.92	953.40	1,393.33	3,268.80	3,003.21
yoy			135%	46%	135%	-8%
老店年收入(万元)		2,118.18	5,960.00	11,488.00	20,160.00	41,040.00
yoy			181%	93%	75%	104%

资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

注：老店是指除第一年开的新店外的其他店

公司整体收入预测如下：

图表 61 可孚医疗收入预测 (单位: 亿元)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14.62	23.75	22.76	29.35	36.18	45.32
yoy	34.50%	62.45%	-4.17%	28.93%	23.29%	25.26%
毛利率 (%)	38.34	46.84	43.83	<b>44.00</b>	<b>44.16</b>	<b>44.58</b>
产品收入	14.62	23.75	22.76	25.85	31.18	38.72
医疗护理服务	3.01	8.49	7.65	7.67	8.52	9.46
yoy	82.42%	182.06%	-9.89%	0.31%	10.98%	11.07%
敷贴/敷料类	0.74	1.00	0.90	0.85	0.94	1.03
yoy		34.41%	-10.00%	-5.00%	10.00%	10.00%
口罩/手套	0.63	4.66	3.73	3.54	3.90	4.29
yoy		644.87%	-20.00%	-5.00%	10.00%	10.00%
消毒产品	0.41	1.24	0.93	0.88	0.93	0.97
yoy		205.19%	-25.00%	-5.00%	5.00%	5.00%
棉球/棉签/棉片类	0.24	0.30	0.24	0.27	0.31	0.35
yoy		27.14%	-20.00%	10.00%	15.00%	15.00%
其他	1.00	1.28	1.85	2.13	2.45	2.81
yoy		28.62%	43.92%	15.00%	15.00%	15.00%
健康监测产品收入	4.02	7.77	5.54	6.58	7.97	9.80
yoy	-0.74%	93.28%	-28.70%	18.84%	20.99%	23.07%
血压计	1.39	1.47	1.98	2.38	2.91	3.63
yoy		5.68%	35.00%	20%	22%	25%
血糖监测系列	1.33	1.26	1.70	2.29	3.03	3.94
yoy		-5.27%	35.00%	35%	32%	30%
体温计	0.90	4.60	1.33	1.33	1.40	1.54
yoy		408.48%	-71.00%	0%	5%	10%
其他	0.40	0.44	0.52	0.58	0.63	0.70
yoy		10.62%	19.13%	10%	10%	10%
康复辅助器具	3.21	2.93	4.15	5.79	8.12	11.82
yoy	29.44%	-8.72%	41.64%	39.62%	40.21%	45.54%
轮椅	1.09	0.78	1.09	1.47	1.91	2.48
yoy		-28.89%	40%	35%	30%	30%
助听器	0.41	0.49	0.69	1.29	2.34	4.40
yoy		20.49%	40.13%	86.96%	81.40%	88.03%
助行器	0.39	0.39	0.50	0.63	0.78	0.98
yoy		-1.49%	30%	25%	25%	25%
护理床	0.34	0.35	0.46	0.58	0.71	0.86
yoy		5.71%	30%	25%	23%	22%
其他	0.99	0.93	1.41	1.84	2.39	3.10
yoy		-6.05%	52.42%	30%	30%	30%
中医理疗	2.28	1.85	1.40	1.18	1.24	1.36
yoy	91.60%	-18.86%	-24.32%	-15.44%	5.00%	9.11%

理疗仪	0.72	0.71	0.64	0.57	0.60	0.66
yoy		-2.16%	-10%	-10%	5%	10%
艾叶及制成品	0.31	0.22	0.15	0.12	0.13	0.15
yoy		-30.00%	-30%	-20%	5%	15%
温灸产品	0.25	0.13	0.10	0.08	0.08	0.09
yoy		-47.69%	-25%	-20%	5%	15%
拔罐器	0.21	0.10	0.08	0.06	0.07	0.07
yoy		-52.62%	-20%	-20%	5%	5%
其他	0.78	0.69	0.43	0.35	0.36	0.38
yoy		-11.69%	-37.33%	-20%	5%	5%
呼吸支持	1.89	1.58	2.00	2.59	3.31	4.26
yoy	40.00%	-16.40%	26.58%	29.50%	27.86%	28.52%
呼吸机	0.54	0.54	0.67	0.87	1.13	1.47
yoy		-0.60%	25%	30%	30%	30%
制氧机	0.47	0.29	0.38	0.53	0.68	0.89
yoy		-38.14%	30%	40%	30%	30%
鼻腔护理	0.28	0.26	0.33	0.41	0.51	0.67
yoy		-8.90%	26%	25%	26%	30%
其他	0.60	0.50	0.63	0.79	0.98	1.23
yoy		-17.27%	26.89%	25%	25%	25%
其他品类商品			0.55	0.55	0.55	0.55
仓储物流服务			1.25	1.25	1.25	1.25
其他主营业务	0.15	0.62	0.22	0.22	0.22	0.22
其他业务	0.06	0.52				
公司并购项目						
背背佳 (100%)				1.50	2.00	2.60
吉芮医疗 (54.05%)				2.00	3.00	4.00

资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

综上, 我们预计 2022-2024 收入有望分别实现 29.35 亿元、36.18 亿元和 45.32 亿元, 同比增速分别约 29.0%、23.3%和 25.3%。考虑到公司自产率提升, 公司整体的毛利率也会有所增长, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别实现 5.24 亿元、6.57 亿元和 8.39 亿元, 同比增速分别约 22.1%、25.5%和 27.6%。

### 可比公司估值

公司可比公司有三诺生物、鱼跃医疗、乐心医疗等公司。截至 2022 年 5 月 10 日, 可比公司 2023 年 PE 平均水平约为 16 倍, 公司对应 23 年 PE 约 13 倍, 低于行业平均水平。

图表 62 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)		
			21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
三诺生物	300298.SZ	97.99	1.07	3.12	3.91	4.87	31.41	25.06	20.12
鱼跃医疗	002223.SZ	240.19	14.82	15.92	18.79	22.22	15.09	12.78	10.81

乐心医疗	300562.SZ	19.75	0.09	1.20	1.93	2.07	16.46	10.23	9.54
平均水平							20.98	16.03	13.49
可孚医疗*	301087.SZ	77.33	4.29	5.24	6.57	8.39	16.89	13.47	10.55

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: \*\*选取 2022 年 5 月 12 日收盘市值水平, 标\*号公司归母净利润取自华安证券研究报告, 其他可比公司数据均取 WIND 一致预测 (180 天)

## 5.2 投资建议: 产品丰富, 渠道优势突出, 打造一站式家用医疗器械解决方案, 增长动力足, 首次覆盖

公司健耳听力验配门店, 品牌初具, 门店快速增长, 远期可对标听力保健领军企业安湃声。我国的听力验配市场呈现品牌多、代理商多, 验配机构分散, 全国性的专业连锁机构少, 验配品牌不突出的特点。“健耳”听力验配中心, 采取直营和统一管理运营模式, 通过精细化的运营管理和专业的验配服务, 面向中高端助听器需求人群。截至 2021 年底, 公司健耳听力门店数量 359 家, 保持快速增长。公司在听力设备、助听器方面也均有布局, 产品、服务和用户体验一体化, 和终端消费者的粘性也更高。而且未来公司自产产品也会导入门店, 自产品牌比例增加也有利于缩短单个门店的盈利周期, 提升门店盈利能力。我们认为中国听力保健市场刚刚起步, 人口老龄化和消费升级双重背景下, 听力保健市场大有可为, 公司远期可成长为行业领军企业, 对标国际巨头安湃声。

公司产品丰富, 五大产品系列, 打造一站式家用医疗器械解决方案。公司产品共有健康监测类、康复辅具类等五大产品系列, SKU 丰富, 满足不同人年龄层的需求, 迭代推出如电动轮椅、血压计、护理床、红外体温计、雾化器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。

公司线上店铺运营经验丰富, 线上线下渠道优势突出。公司与不同的电商平台, 建立全面的销售合作, 线上自营店铺、直发、平台入仓多种模式, 且公司店铺运营时间久, 店铺运营经验丰富, 客户转化率和复购率都较高, 同时公司依托线下自营门店和连锁药店合作, 触达更广泛的人群, 利用产品、服务、消费体检一体化的优势, 增强与消费者的粘性。

我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 29.35 亿元、36.18 亿元和 45.32 亿元, 同比增速分别约 29.0%、23.3%和 25.3%。考虑到公司自产率提升, 公司整体的毛利率也会有所增长, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别实现 5.24 亿元、6.57 亿元和 8.39 亿元, 同比增速分别约 22.1%、25.5%和 27.6%。2022-2024 年的 EPS 分别为 2.85 元、3.58 元、和 4.57 元, 对应 PE 估值分别为 17x、13x 和 11x。鉴于公司产品丰富, 防疫用品高基数的影响逐渐消除, 健耳听力门店连锁成型, 而且公司渠道优势突出, 触达人群广泛, 打造一站式家用医疗器械解决方案, 增长动力足, 首次覆盖, 买入评级。

## 风险提示:

- **新产品推出不及预期。**公司依赖新产品的不断推出, 来吸引新客户和留存老客户, 若公司新产品研发不及预期, 公司的收入增长、利润率预期都可能与我们的假设有重大差异。
- **对阿里平台的依赖风险。**公司主要电商平台依赖天猫/淘宝, 若经营环境发生变化, 将会对公司造成重大影响。



**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4519	4764	5143	5846	<b>营业收入</b>	2276	2935	3618	4532
现金	1989	2164	2300	2603	营业成本	1278	1643	2020	2512
应收账款	346	338	420	579	营业税金及附加	19	23	29	36
其他应收款	25	30	41	49	销售费用	414	543	669	838
预付账款	67	70	91	117	管理费用	57	76	83	100
存货	481	554	681	879	财务费用	-7	-23	-25	-27
其他流动资产	1610	1608	1611	1619	资产减值损失	-18	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1288	1705	2142	2546	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	5	7	9	10	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	214	490	757	1000	<b>营业利润</b>	511	642	805	1028
无形资产	202	269	337	392	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	867	939	1040	1144	营业外支出	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	5807	6469	7285	8392	<b>利润总额</b>	508	642	805	1028
<b>流动负债</b>	683	775	907	1141	所得税	79	96	121	154
短期借款	83	83	83	83	<b>净利润</b>	430	546	685	874
应付账款	310	329	427	547	少数股东损益	1	22	27	35
其他流动负债	290	363	397	510	<b>归属母公司净利润</b>	429	524	657	839
<b>非流动负债</b>	159	159	159	159	EBITDA	583	656	839	1075
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.39	2.85	3.58	4.57
其他非流动负债	159	159	159	159					
<b>负债合计</b>	842	935	1066	1300					
少数股东权益	18	40	67	102					
股本	160	184	184	184					
资本公积	3917	3917	3917	3917					
留存收益	870	1394	2051	2889					
归属母公司股东权	4947	5494	6152	6990					
<b>负债和股东权益</b>	5807	6469	7285	8392					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	240	671	711	879
净利润	429	524	657	839
折旧摊销	84	95	131	165
财务费用	7	7	7	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-302	23	-112	-167
其他经营现金流	753	523	796	1040
<b>投资活动现金流</b>	-2080	-512	-569	-569
资本支出	-513	-510	-567	-568
长期投资	-1567	-2	-2	-1
其他投资现金流	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	3269	16	-7	-7
短期借款	-197	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	40	24	0	0
资本公积增加	3487	0	0	0
其他筹资现金流	-61	-7	-7	-7
<b>现金净增加额</b>	1429	175	135	303

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-4.2%	29.0%	23.3%	25.3%
营业利润	1.7%	25.6%	25.5%	27.6%
归属于母公司净利	1.2%	22.1%	25.5%	27.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	43.8%	44.0%	44.2%	44.6%
净利率 (%)	18.8%	17.8%	18.2%	18.5%
ROE (%)	8.7%	9.5%	10.7%	12.0%
ROIC (%)	8.1%	8.3%	9.3%	10.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	14.5%	14.4%	14.6%	15.5%
净负债比率 (%)	17.0%	16.9%	17.1%	18.3%
流动比率	6.62	6.15	5.67	5.13
速动比率	5.82	5.34	4.82	4.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.39	0.45	0.50	0.54
应收账款周转率	6.57	8.67	8.61	7.82
应付账款周转率	4.13	5.00	4.74	4.59
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.39	2.85	3.58	4.57
每股经营现金流	1.50	3.66	3.87	4.79
每股净资产	30.92	29.94	33.52	38.09
<b>估值比率</b>				
P/E	23.28	16.89	13.47	10.55
P/B	2.55	1.61	1.44	1.27
EV/EBITDA	0.00	10.54	8.24	6.43

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**联系人:** 李婵, 覆盖医疗器械和 IVD 板块。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。