



## 全生命周期健康管理龙头，家用医疗器械+听力服务携手并进

### 买入（首次）

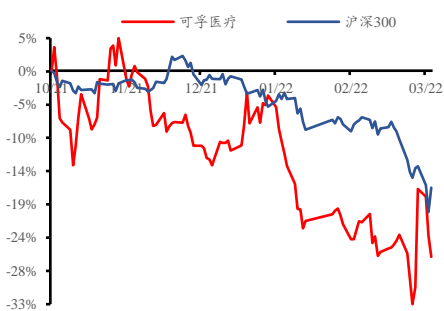
行业：医药生物  
日期：2022年3月16日

分析师：黄卓  
Tel: 021-53686245  
E-mail: huangzhuo@shzq.com  
SAC 编号: S0870521120002  
分析师：彭毅  
Tel: 021-53686136  
E-mail: pengyi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100001

#### 基本数据

最新收盘价(元)	65.53
12mth A 股价格区间(元)	59.59-93.07
总股本(百万股)	160.38
无限售 A 股/总股本	23.09%
流通市值(亿元)	24.27

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告:

#### ■ 投资摘要

高速发展的全生命周期个人健康管理龙头，产品种类丰富。公司前身为湖南可孚医疗科技发展有限公司，在 2009 年成立于湖南浏阳，从早期的贸易商转型成为产品涵盖五大领域（健康监测、康复辅具、呼吸支持、中医理疗、医疗护理），产品线贯穿个人健康全生命周期，公司同时拥有健耳听力等线下服务门店，打造成全生命周期个人健康管理龙头企业。公司主打“可孚”系列产品，已全面覆盖家用医疗器械的主要品类，同时引入其他知名品牌作为补充，目前公司拥有近万个产品型号及规格，产品种类丰富。

家用医疗器械行业发展正当时，国产替代空间大。我国家用医疗器械行业正处快速发展期，未来发展空间广阔。根据《中国医疗器械蓝皮书（2020）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，发展至 2019 年 1189 亿元，CAGR 高达 25.45%，发展速度快。家用医疗器械行业较为分散，国产化率低，产品+渠道+服务+品牌是家用医疗器械行业四大壁垒，美国百年企业强生的发展路径为国内家用医疗器械公司提供了宝贵经验，紧紧围绕“产品+研发+渠道+服务”是可孚等国内企业的必由之路。

牢牢掌握四大核心壁垒，打造全生命周期个人健康管理综合服务商。产品端：公司产品线齐全，通过收购和研发，不断丰富产品品类。报告期内公司收购吉芮和背背佳品牌，并推出尿酸检测产品、幽门螺杆菌快速检测试纸、透明质酸钠修复贴等产品，有望进一步增厚收入和利润。在研项目丰富，自主研发的新冠检测系列产品（含抗原、抗体）已进入转产阶段；渠道建设完善，打造线上+线下全渠道发展。线下渠道方面，与头部药房合作持续深入，三类自营门店互为补充。线上渠道方面，电商业务行业领先、供应链管理能力强，线上自营店铺好护士医疗器械已经上架诺唯赞、热景生物等厂家的新冠抗原自测产品；服务端，公司积极发展听力验配门店，截止 2021 年底门店数突破 300 家，盈利性强具备可复制性，经过多年积淀公司已形成了强大的“可孚”品牌，多种产品具备持续提价能力。随着公司扩产加速、自有品牌比例不断上升，未来可孚有望成为全生命周期个人健康管理综合服务商。

#### ■ 盈利预测

我们预测 2021-2023 年公司营收为 24.68 亿、33.19 亿、43.11 亿元，同比增速为 3.9%、34.5%、29.9%，2021-2023 年公司归母净利润为 4.27 亿、5.65 亿、7.30 亿元，同比增速为 0.7%、32.2%、29.3%，对应 EPS 为 2.66、3.52、4.55 元，当前股价对应 P/E 为 24.61、18.61、14.39 倍。家用医疗器械市场空间大，公司业绩有望实现高增长，此外公司大力发展健耳听力线下验配门店，未来成长空间大，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示

核心技术泄密风险、新产品研发风险、业务规模扩张带来的管理风险、知识产权风险等。

## ■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2375	2468	3319	4311
年增长率	62.5%	3.9%	34.5%	29.9%
归母净利润	424	427	565	730
年增长率	242.8%	0.7%	32.2%	29.3%
每股收益 (元)	3.53	2.66	3.52	4.55
市盈率 (X)	0.00	24.61	18.61	14.39
市净率 (X)	0.00	2.45	2.16	1.88

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022年03月16日收盘价)

## 目 录

<b>1 可孚医疗：全生命周期个人健康管理龙头</b> .....	<b>6</b>
1.1 高速发展的全生命周期个人健康管理龙头，产品种类丰富	6
1.2 股权结构明晰，管理团队经验丰富.....	8
<b>2 家用医疗器械发展正当时，产品+品牌+渠道+服务是制胜关键</b>	<b>10</b>
2.1 家用医疗器械行业正处快速发展期，国产替代空间巨大	10
2.2 产品+渠道+服务+品牌是家用医疗器械行业四大壁垒	17
2.2.1 产品研发是后方补给与经营基石.....	17
2.2.2 渠道是利益中枢.....	18
2.2.3 服务是价值放大镜.....	19
2.2.4 品牌力是四位一体的最终结果：以强生为例.....	19
<b>3 牢牢掌握四大核心壁垒，以家用医疗器械为核心打造全生命周期个人健康管理龙头</b>	<b>21</b>
3.1 产品和研发：产品齐全重视研发，核心零部件逐步自研自产.....	21
3.1.1 产品线齐全，不断丰富产品品类.....	21
3.1.2 重视研发，已掌握部分核心技术.....	26
3.2 渠道建设：线上+线下全渠道销售，海外市场空间大.....	29
3.2.1 线下渠道：连锁药房合作持续深入，自营门店定位清晰.....	30
3.2.2 线上渠道：电商建设行业领先，海外空间大.....	32
3.3 服务体系：完善的 B 端服务体系，听力服务终端盈利性强具备可复制性.....	38
3.3.1 积极发展听力验配门店，挖掘蓝海市场.....	38
3.3.2 他山之石：坚持服务与创新，安湃声打造全球规模最大的助听器零售商.....	40
3.4 品牌：自有品牌比例不断上升，品牌溢价能力愈发强化	43
<b>4 财务分析</b> .....	<b>46</b>
<b>5 盈利预测分析</b> .....	<b>47</b>
5.1 关键假设及盈利预测.....	47
5.2 盈利预测结论.....	50
<b>6 投资建议</b> .....	<b>50</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>52</b>
<b>图</b>	
图 1 可孚医疗发展历程.....	6
图 2 2018-2020 年公司细分业务主营业务营收占比 (%)	7
图 3 2018-2021Q1-Q3 公司营业收入 (百万元)	8
图 4 2018-2021Q1-Q3 公司归母净利润 (百万元)	8
图 5 公司股权结构图.....	8
图 6 2015-2019 年我国家用医疗器械市场规模 (亿元)	10
图 7 家用医疗器械行业产业链.....	11

图 8 家用医疗器械产品概览图.....	11
图 9 我国电子血压计市场规模.....	12
图 10 2020 年血糖仪行业竞争格局.....	12
图 11 2009-2019 年我国电动轮椅需求量 (万台) .....	13
图 12 助听器结构示意图 .....	14
图 13 2011-2021 年我国呼吸机市场规模 (亿元) .....	16
图 14 2020 年零售药店血压计销售额品牌排行榜 .....	18
图 15 2020 年强生主要业务与产品领域.....	20
图 16 家用医疗器械公司品牌力形成过程.....	21
图 17 2018-2020 年健康检测板块收入及占主营业务收入占比 (百万) .....	22
图 18 2018-2020 年健康监测板块各产品收入占比 .....	22
图 19 2018-2020 年康复辅具收入及占主营业务收入占比 (百 万) .....	23
图 20 2018-2020 年康复辅具板块各产品收入占比 .....	23
图 21 吉芮电动轮椅产品示意图.....	24
图 22“背背佳”系列产品示意图 .....	24
图 23 2018-2020 年医疗护理收入及占主营业务收入占比 (百 万) .....	24
图 24 2018-2020 年医疗护理板块各产品收入占比 .....	24
图 25 2018-2020 年中医理疗收入及占主营业务收入占比 (百 万) .....	25
图 26 2018-2020 年中医理疗板块各产品收入占比 .....	25
图 27 2018-2020 年呼吸支持版块及占主营业务收入占比 (百 万) .....	26
图 28 2018-2020 呼吸支持版块各产品收入占比.....	26
图 29 2017-2021 年 Q1-Q3 研发投入 (万元) .....	27
图 30 公司幽门螺杆菌快速检测试纸.....	28
图 31 公司透明质酸钠修复贴 .....	28
图 32 公司旗下主要品牌 .....	29
图 33 “可孚”品牌在天猫和淘宝平台交易指数排行 .....	30
图 34 公司线下网络分布图 .....	30
图 35 2018-2020 年公司线下业务收入占比 .....	31
图 36 公司线下自营门店收入占比.....	31
图 37 公司线上三种模式收入占比.....	33
图 38 线上自营店铺销售流程图 .....	33
图 39 2018-2020 年各平台自营店铺数量.....	34
图 40 好护士线上店铺上架新冠抗原自测产品.....	35
图 41 线上直发模式流程图.....	36
图 42 公司自有品牌的助听器产品.....	40
图 43 公司听力计产品 .....	40
图 44 安湃声发展历程.....	41
图 45 安湃声服务流程.....	42
图 46 安湃声线下门店服务网络 .....	42

图 47 安湃声手机端 APP .....	43
图 48 2018-2020 年公司自有品牌占比 .....	44
图 49 公司自有品牌的助听器产品 .....	46
图 50 2018-2020 年公司五大板块毛利率走势 .....	46
图 51 2018-2021 年 Q1-Q3 公司费用率变化 .....	47
图 52 2018-2020 年公司应收账款规模（万元）及周转次数 .....	47
图 53 2018-2020 年公司现金流量情况（亿元） .....	47
图 54 2018-2020 年公司重大资本支出情况（亿元） .....	47

## 表

表 1 公司部分自有和代理品牌 .....	6
表 2 公司董事、监事、高管介绍 .....	8
表 3 股权激励解锁条件 .....	9
表 4 助听器分类介绍 .....	14
表 5 我国助听器市场规模预测（亿元） .....	15
表 6 《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》部分内 容 .....	25
表 7 核心技术人员 .....	26
表 8 公司部分主要在研项目 .....	27
表 9 公司核心技术的关键指标形成的专利情况 .....	28
表 10 各平台自营店铺数量和销售额（万元） .....	34
表 11 公司线上业务不同模式 .....	37
表 12 可孚与京东健康、阿里健康线上毛利率对比 .....	37
表 13 数字运营体系中的数据类型及运用 .....	37
表 14 健耳听力门店爬坡模型 .....	39
表 15 安湃声部分代理销售助听器产品； .....	42
表 16 2018-2020 年主要产品品类自有品牌和代理品牌占比 .....	44
表 17 主要产品零部件自产比例 .....	45
表 18 主要产品销售价格（标红为连续四年提价） .....	45
表 19 可孚医疗 2018~2023 年核心业务收入拆分预测 .....	49
表 20 可比公司比较（1） .....	51
表 21 可比公司比较（2） .....	51

## 1 可孚医疗：全生命周期个人健康管理龙头

### 1.1 高速发展的全生命周期个人健康管理龙头，产品种类丰富

国内领先的全生命周期健康管理龙头。公司前身为湖南可孚医疗科技发展有限公司，于 2009 年在湖南浏阳成立，从早期的代理销售贸易商转型为注重家用医疗器械研发、生产、销售和服务的综合性个人健康管理龙头公司。经过重大资产重组，创始人张敏先生及聂娟女士将实际控制的多家从事医疗器械生产经营的公司注入公司体系类，多次增资后于 2019 年 12 月变更为股份有限公司，并成功于 2021 年 10 月 25 在创业板上市。

图 1 可孚医疗发展历程



资料来源：公司官网，上海证券研究所

主打“可孚”产品，五大领域共同发展。公司主打“可孚”系列自有品牌产品，已全面覆盖了家用医疗器械的主要产品品类，同时引入其他知名品牌作为补充，目前公司拥有近万个产品型号及规格。主要产品涵盖五大领域（健康监测、康复辅具、呼吸支持、中医理疗、医疗护理）同时，公司拥有健耳听力等线下服务门店，从产品+服务端打造成全生命周期个人健康管理龙头企业。

表 1 公司部分自有和代理品牌

产品门类	产品类别	自有品牌	代理品牌
健康监测	血压计		
	血糖仪		
康复辅具	轮椅		

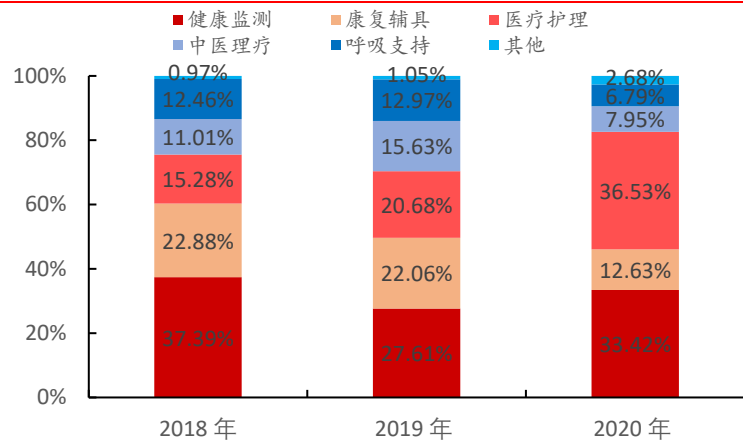




资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司 2020 年的营收结构如下：健康监测类约占公司营业收入的 33%，主要包括血压计、血糖监测类和体温计等产品；康复辅具类约占公司营业收入的 13%，主要包括轮椅、助听器、助行器和护理床等产品；医疗护理类约占公司营业收入的 37%，主要包括敷料类、口罩手套、消毒产品等产品；中医理疗类约占公司营业收入的 8%，主要包括理疗仪、艾灸及制成品、温灸产品、拔罐器等产品；呼吸支持类约占公司营业收入的 7%，主要包括呼吸机、制氧机和鼻腔护理系列等产品。

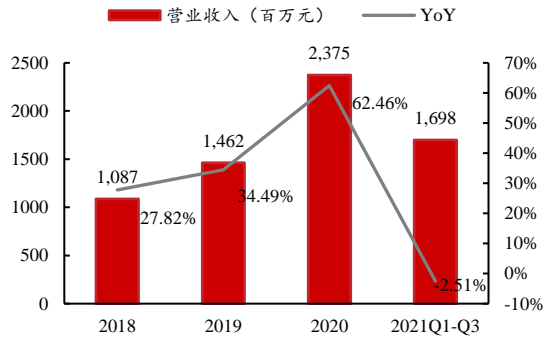
图 2 2018-2020 年公司细分业务主营业务营收占比 (%)



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

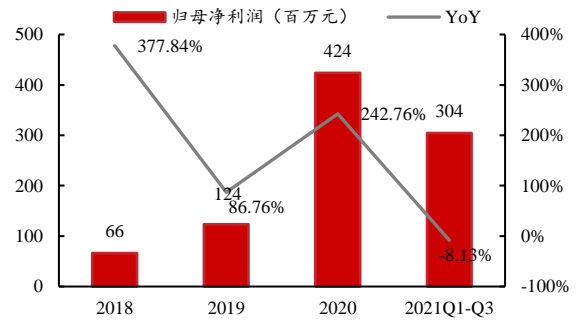
公司营业收入维持高增长，归母净利润稳健提升。公司 2018-2020 年营业收入呈现快速增长趋势，2020 年 YOY 为 62.46%，2018-2020 年营收 CAGR 为 47.82%。归母净利润增长快速，2018-2020 年归母净利润 CAGR 为 153.01%。2021 年前三季度，公司实现营收、归母净利润分别为 16.98 亿元、3.04 亿元，分别同比下降-2.51%、-8.13%，预计主要由于疫情得控，防疫物资销售放缓所致，随着公司业务回归正常，将进入良性发展时期。

图 3 2018-2021Q1-Q3 公司营业收入 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 4 2018-2021Q1-Q3 公司归母净利润 (百万元)

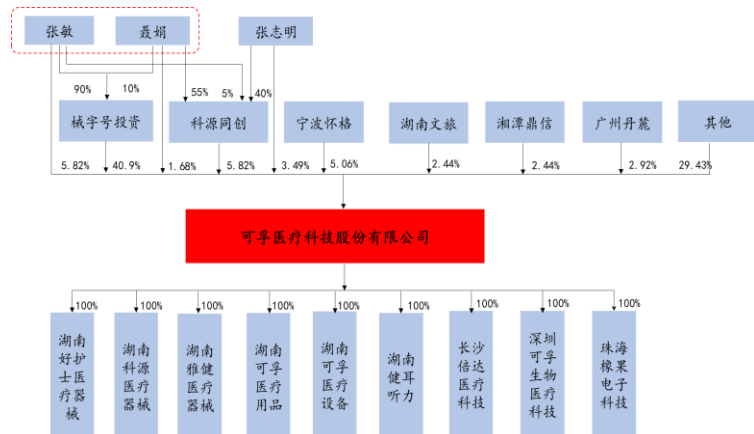


资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

## 1.2 股权结构明晰, 管理团队经验丰富

公司股权结构清晰, 大股东持股比例高。公司实际控制人为张敏与聂娟, 二者为夫妻关系, 构成一致行动人。截止 2021 年 Q3, 二人直接持有公司 7.5% 股权, 通过械字号投资和湖南科源间接持股 44.392%, 合计持股 51.892%, 股权集中度高。

图 5 公司股权结构图



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

公司管理团队深耕于家用医疗器械领域多年, 团队成员优秀且年轻。公司的管理层多为 75 后, 且从事家用医疗器械行业多年, 具有丰富的从业经验。创始人张敏先生, 具有近二十年医疗器械经营管理经验, 现任中国康复辅助器具协会副会长、湖南省医疗器械行业协会常务副会长、长沙市医疗器械行业协会常务副会长。管理团队中, 多人具有医疗器械行业背景, 1 人具有专业的市场销售背景, 1 人有着丰富且专业的财务背景。

表 2 公司董事、监事、高管介绍

姓名	职位	学历	经历
张敏	董事长、总裁	硕士	曾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; 2010 年 1 月至今, 任湖南科源医疗器械器材销售有限公司执行董事、总经



			理；现任公司董事长、总裁。担任中国康复辅助器具协会副会长、湖南省医疗器械行业协会常务副会长、长沙市医疗器械行业协会常务副会长
张志明	董事、常务副总裁	学士	曾任益阳市安化县冷市镇政府干部，安化县梅城镇政府干部；2007年6月至2010年1月，任长沙市科源医疗器械有限公司副总经理；2009年10月至2019年12月，任公司常务副总经理。
贺邦杰	董事、副总裁	专科	具有十年以上销售工作经验，曾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；2011年11月至今，历任湖南科源医疗器材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。
薛小桥	董事、副总裁、董事会秘书	硕士	具有十五年以上经营管理工作经验，曾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；2009年10月至2016年3月，任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；2016年3月至2018年7月，先后任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；2018年4月至2020年1月，任衡阳桑德凯天再生资源科技有限公司董事；2018年7月至2019年12月，任公司副总经理。
左汗青	副总裁	本科	具有五年以上医疗器械经营管理经验。2012年10月至今，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。

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

**股权激励方案绑定核心人员，业绩目标彰显公司信心。**2021年12月底，公司发布了首份股权激励预案，拟向公司董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术（业务）人员合计231人，授予股份总计300.00万股。其中，第一类限制性股票37.50万股主要授予高管层4人；第二类限制性股票262.50万股（含预留授予股份60万股），主要授予中层管理人员及核心技术（业务）人员227人。第一类、第二类限制性股票授予价格均为43.57元/股，解锁条件要求以2021年营收为基数，2022-2024年营收增长率较2021年分别不低于30%、60%、85%，业绩解锁条件彰显公司发展信心，有望充分调动核心员工工作积极性，助推公司业绩长远发展。

表3 股权激励解锁条件

考核年度	解锁条件
2022年	以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于30%
2023年	以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于60%
2024年	以2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于85%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

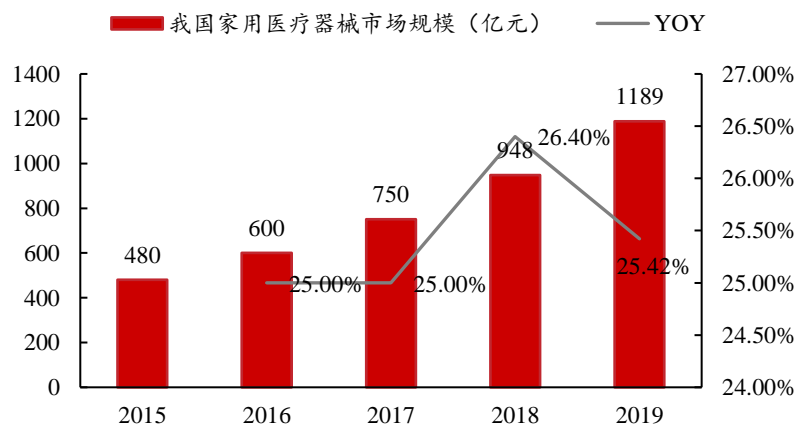
## 2 家用医疗器械发展正当时，产品+品牌+渠道+服务是制胜关键

### 2.1 家用医疗器械行业正处快速发展期，国产替代空间巨大

根据应用场景不同，可将医疗器械分为医用医疗器械和家用医疗器械两类。医用医疗器械多用于医疗机构，由医护人员操作或使用，具有专业性强、精确度高的特点。相较于医用医疗器械，家用医疗器械多面向普通家庭或个体，满足其居家的护理需求，主要包括医疗设备与耗材，有操作简单、体积小巧、携带方便等特点。

我国家用医疗器械行业正处快速发展期，未来发展空间广阔。根据《中国医疗器械蓝皮书（2020）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，发展至2019年的1189亿元，CAGR为25.45%，发展速度快。《中国医疗器械蓝皮书（2020）版》指出，在部分发达国家，家用医疗器械已占据整个医疗器械产业的40%，而我国近几年比例在17%左右，远低于发达国家，由此来看，随着渗透率提升我国家用医疗器械仍存在广阔发展空间。

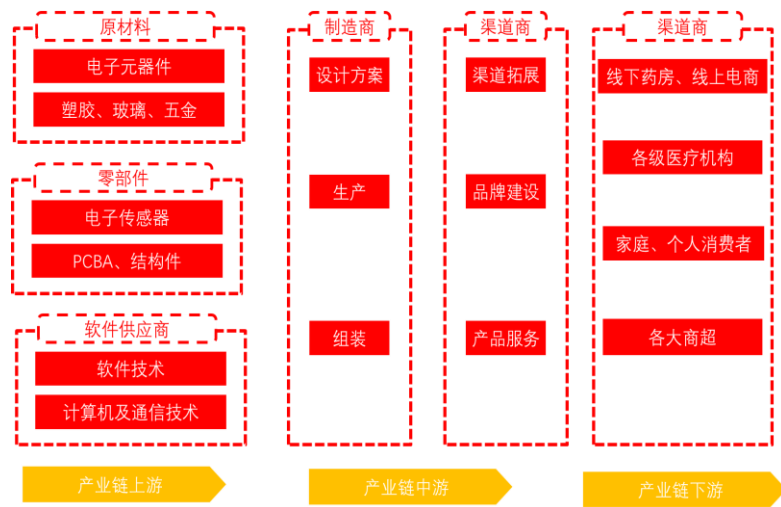
图 6 2015-2019 年我国家用医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

行业产业链覆盖广，终端服务对象为实体、机构和个人。家用医疗器械的产业链覆盖广，上游主要涉及电子元器件、塑胶件、玻璃类、五金件等零部件和原材料厂商；中游环节主体是家用医疗器械制造商及渠道商，负责产品设计、制造、组装以及品牌营销、渠道拓展、客户管理等工作；下游是销售终端，涵盖实体药店、电商、各级医疗机构和个人。

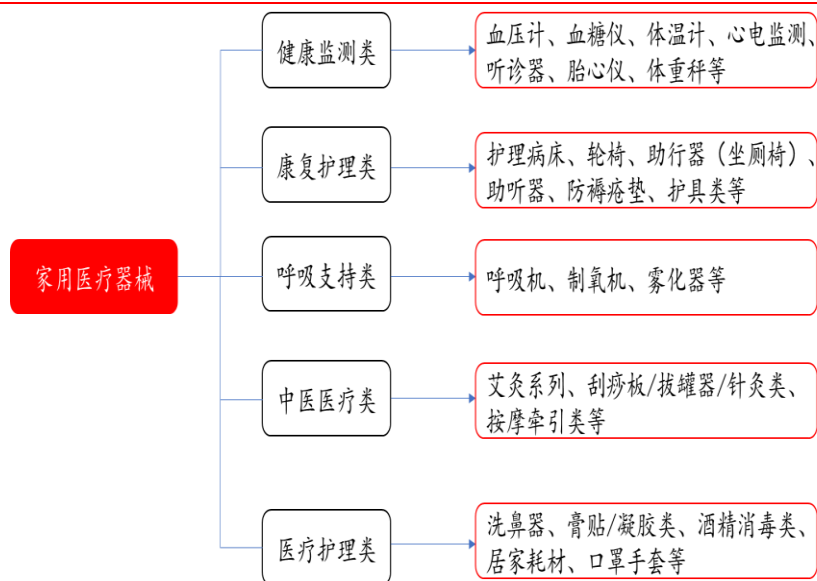
图 7 家用医疗器械行业产业链



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

家用医疗器械品类丰富。根据用途，家用医疗器械产品主要分为健康监测、康复护理、呼吸支持、中医理疗和医疗护理五大类，具有代表性的产品有血压计、血糖监测仪、电动轮椅、助听器、呼吸机、口罩手套和中医理疗系列产品。

图 8 家用医疗器械产品概览图



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

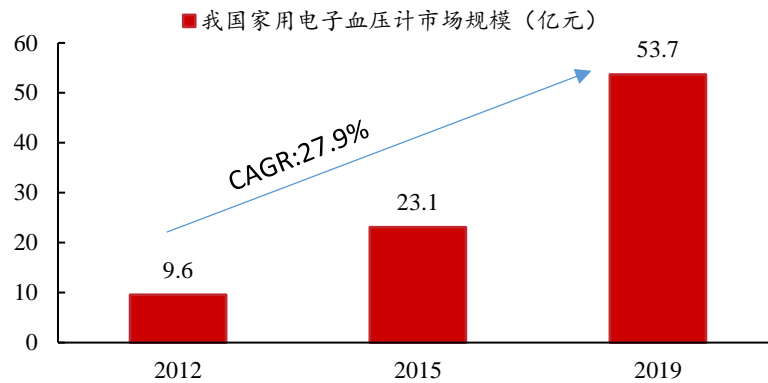
健康监测类代表性产品有电子血压计、血糖监测仪、红外体温计等。

➢ 电子血压计

我国电子血压计市场广阔。电子血压计是一种利用现代电子技术与血压间接测量原理进行血压测量的医疗设备。根据国家心血管病中心 2019 年 10 月 8 日发布的《【NCCD·高血压日】十八

岁以上知晓血压》显示，中国高血压患病率 27.9%，患病人数高达 2.7 亿。高血压最大的危害在于知晓率低，约有 50% 的患者在患病前没有患病意识。根据前瞻测算结果，2019 年中国电子血压计的理论市场规模为 53.7 亿元，2012-2019 年市场规模的年均复合增长率达到 27.8%，随着禁汞逐步实施，电子血压计的市场规模将会实现快速增长。

图 9 我国电子血压计市场规模



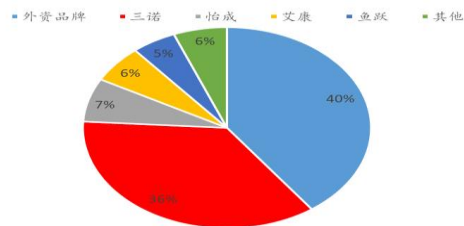
资料来源：公司招股说明书，前瞻产业研究院，上海证券研究所

#### ➤ 血糖仪

我国血糖仪市场规模较大，但有待继续渗透。血糖仪又称血糖计，是一种通过测量血液中的葡萄糖与试纸中的酶反应产生的电流量测量血糖水平的电子仪器。根据新思界产业研究中心发布的《2020-2025 年中国血糖仪风险投资行业分析报告》显示，2019 年我国糖尿病患者数量约为 1.2 亿人，居全球首位，但我国血糖仪的市场渗透率仅有 20%，而全球血糖仪的市场渗透率接近 61%，其中发达国家的血糖仪渗透率高达 90%，糖尿病的预防和控制将催生血糖仪需求，未来我国血糖仪市场潜力巨大。

国产血糖仪厂商市场份额逐步提升。血糖仪市场竞争激烈，2020 年罗氏、强生等外资品牌占据国内主要市场份额（40%），以三诺（36%）、怡成、鱼跃、可孚等为代表的国产血糖仪凭借性价比等优势，逐步缩小与进口血糖仪之间的技术差距，国产替代程度越来越高。

图 10 2020 年血糖仪行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

➤ 红外体温计

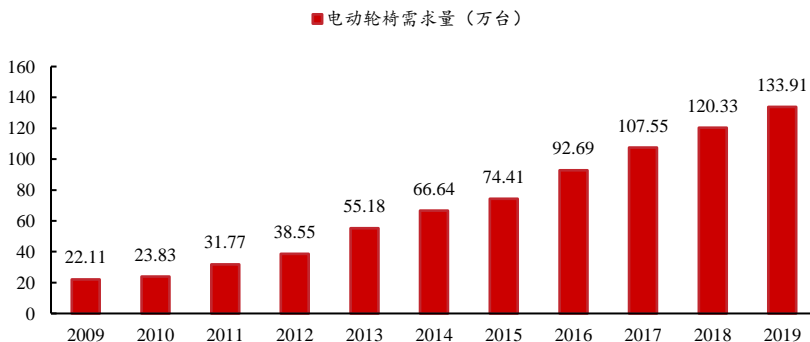
**红外体温计市场规模将快速扩大。**红外体温计是一种通过传感器接收人体发出的红外线，并得出感应温度数据的设备，多分为接触式和非接触式两种。接触式红外体温计，常见的有耳温计；非接触式红外体温计，最常见的是额温枪。2020年新冠疫情期间，额温枪作为重点防疫物资为稳定疫情发挥了重要作用，同时受疫情影响催化了大量需求，红外体温计迎来发展机遇。根据智研咨询发布的《2020-2026年中国额温枪行业市场前景规划及投资盈利预测报告》显示：2019年我国电子体温计市场规模突破20亿元，预计2020年市场规模将超26亿元。红外体温计市场集中度低，国产替代品多，随着行业规模进一步扩大，行业将利好相关龙头。根据生意参谋的统计数据，天猫平台上红外线体温计销售额靠前的主要有可孚、博朗、鱼跃等品牌，按照天猫平台上该产品所有品牌的交易指数排名，公司自有品牌“可孚”2019年12月排名第2、2020年12月排名第1。

➤ 康复辅具类

**康复辅具类主要包括轮椅、助听器、助行器等。**随着我国老龄化的加深，行动不便人口数持续增加，国内轮椅市场规模不断扩大。此外，在消费升级背景下，消费者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。

根据生意参谋统计数据，天猫平台上轮椅销售额排名靠前的主要有鱼跃、英洛华、吉芮等品牌，按照天猫平台上该产品所有品牌的交易指数排名，公司自有品牌“可孚”2019年12月排名第5、2020年12月排名第4。

图 11 2009-2019 年我国电动轮椅需求量（万台）

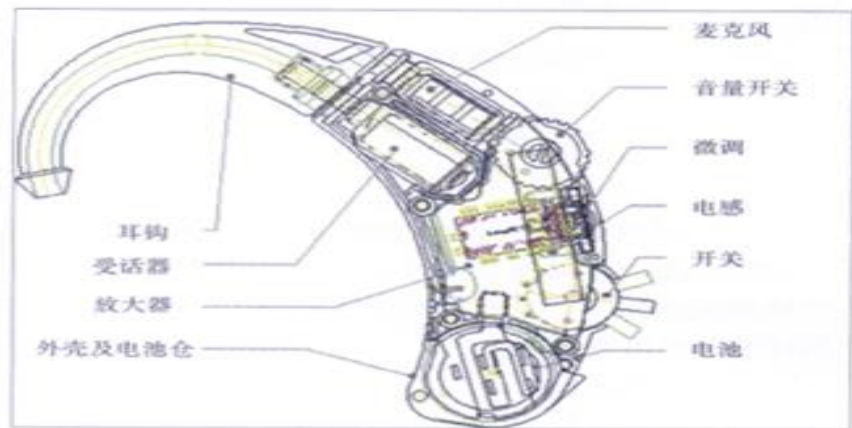


资料来源：中国产业信息网，上海证券研究所

➤ 助听器

助听器主要分为模拟机和数字机，数字机型占主导。助听器一般由传声器（麦克风）、受话器、电源和音量调控五部分组成。根据信号处理的方式分类，助听器可以区分为模拟助听器和数字助听器。模拟助听器的工作原理为通过麦克风接收声音并转化为电波形式，即将声信号变成电信号，传至放大器放大后，电信号通过受话器转化为放大的声信号输出。数字技术的介入使得助听器由一个简单声音放大器演变成为高智能的声音处理数字终端，数字技术的介入使得助听器由一个简单声音放大器演变成为高智能的声音处理数字终端，数字助听器除去放大声音的功能外，它还通过多通道、多程序、多麦克风、无线调频、蓝牙输入、耳内受话器、开放耳选配等技术来实现数字耳蜗、动态压缩、反馈抑制、语音增强、自我学习、指向性接收等功能，使得助听器的适应范围越来越宽，受益人群越来越广。

图 12 助听器结构示意图



资料来源：《助听器及其应用》（作者：韩睿），上海证券研究所

助听器款式多，分类丰富。按照形状和体积，助听器主要分为：盒式、耳背式、耳内式、耳道式、深耳道式、隐形等几大类。

表 4 助听器分类介绍

分类	简介	示意图
盒式助听器	外形如小型收音机般大小的长方形盒子，助听器的麦克风、放大器及电池组装在其中，此型助听器功率大、价格低、调整简单，但噪音大，不易隐蔽，比较适合老年人使用	
耳背式助听器	各部件均置于小盒内，佩戴位置在较隐蔽的耳后，价格适中，声学效果较好，额定功率可大可小，能满足不同听力损失和不同年龄的患者需求	



耳内式助听器	按照耳甲腔和外耳道的形状定制外壳，将助听器的零配件置于其中，适合听力损失较重，成年人使用		
深耳道式助听器	助听器的体积更小，隐蔽性更强，佩戴时从正面已经不能觉察到助听器的存在，且更能发挥外耳的听觉生理作用		
隐形助听器	目前体积最小的一类助听器，完全隐藏在外耳道内，它还最大限度地保留了佩戴耳耳廓的集音和耳道的共振作用，并能更有效地减少堵耳效应。		

资料来源：《助听器及其应用》（作者：韩睿），上海证券研究所

我国助听器普及率低，市场潜力大，预计我国助听器市场有望突破百亿元。助听器是目前对感音神经性耳聋最实用、最有效的听力补偿与康复手段。据中国残联、国家卫生计生委有关部门批准，中国康复研究中心 2015 年前后开展了最新一次全国听力障碍与耳病调查，调查发现，我国患致残性听力障碍，即中度以上听力障碍的人占总人口的 5.2%，约 7000 万人。根据央广网提供的数据，我国是世界上耳聋人数最多的国家之一，但是 2015 年中国助听器佩戴率不足 5%，而发达国家的佩戴率约为 30%。据 2019 年北京听力协会的估算，现阶段中国听力受损人群约有 7200 万人，然而助听器的佩戴率依旧不到 5%，这为我国助听器产业的发展提供巨大的发展空间。在此基础上，由于我国人口老龄化进程加快，我们假设 2019 年起听力受损的老年人群每年新增 200 万人，且随着社会对老年人听力健康的关注度不断提升，我们假设助听器佩戴率在 2019 年 5% 基础上每年提升 1-2%。此外助听器价格区间大，保守情况假设助听器价格客单价为 1000 元，则 2030 年我国助听器市场 2030 年规模有望突破 235 亿元。

表 5 我国助听器市场规模预测（亿元）

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国患致残性听力损失人数（亿人）	0.72	0.74	0.76	0.78	0.8	0.82	0.84	0.86	0.88	0.9	0.92	0.94
中国渗透率	5%	7%	9%	10%	12%	14%	16%	18%	19%	21%	23%	25%
中国助听器佩戴人数（亿人）	0.036	0.0518	0.0684	0.078	0.096	0.1148	0.1344	0.1548	0.1672	0.189	0.2116	0.235
助听器单价（元）	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
中国助听器市场规模（亿元）	36	51.8	68.4	78	96	114.8	134.4	154.8	167.2	189	211.6	235

资料来源：北京听力协会，上海证券研究所

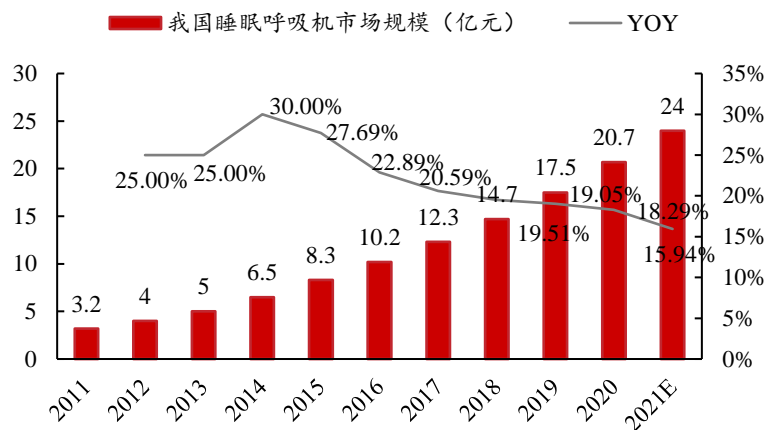
国外品牌抢占中国市场，国有品牌尚待继续发展。目前国内使用的助听器主要品牌有瑞声达、锋力、西嘉、奥迪康、唯听、请务必阅读尾页重要声明

斯达克等。国外品牌已占据国内助听器 90% 市场份额，国内品牌需与国外老牌医疗器械公司展开激烈角逐，争夺中国蓝海市场份额。

### ➤ 呼吸支持类

呼吸支持类产品主要包括呼吸机、制氧机和雾化器。雾化器是将试液雾化，用于治疗上下呼吸道疾病的一种设备。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。我国无创呼吸机市场规模增长迅速，根据观研报告网数据统计，我国呼吸机需求量 2011-2020 年 CAGR 达 23.05%，潜在市场广阔。目前我国呼吸机市场被国外品牌，如瑞思迈、飞利浦、伟康、万曼、通用电气等占领。国内呼吸机强力品牌较少，只有可孚、鱼跃等少数公司。

图 13 2011-2021 年我国呼吸机市场规模（亿元）



资料来源：观研报告网，上海证券研究所

### ➤ 中医理疗类

中医理疗类代表产品有理疗仪、艾叶及制成品、温灸产品和拔罐器。国内生产中医疗理疗仪的主要厂商有鱼跃旗下的“华佗品牌”、湖南可孚代理的仙鹤理疗仪。中医理疗类产品的市场潜力在于老龄化加剧、全民亚健康状态、国际市场尚待开发、国内医疗保健支出过低等。

### ➤ 医疗护理类

医疗护理类可以分为健康防护耗材与护理消杀耗材。健康防护耗材主要包括口罩、手套、敷贴等日常医用物品；护理消杀耗材主要包括一次性棉签、酒精棉片、消毒产品等日常医用护理物品。根据国家统计局公布的数据，2019 年中国卫生技术人员达 1010 万人，按照国外医疗行业 60% 以上的人员消耗防护手套的比例估算，每人每天消耗 6 支手套，2019 年需求量达到 132.71 亿支。在新冠病毒肺炎疫情的影响下，使得医护人员及民众对防护

手套需求增加。同时，疫情将提升个人健康防护意识，一次性手套市场潜力巨大。

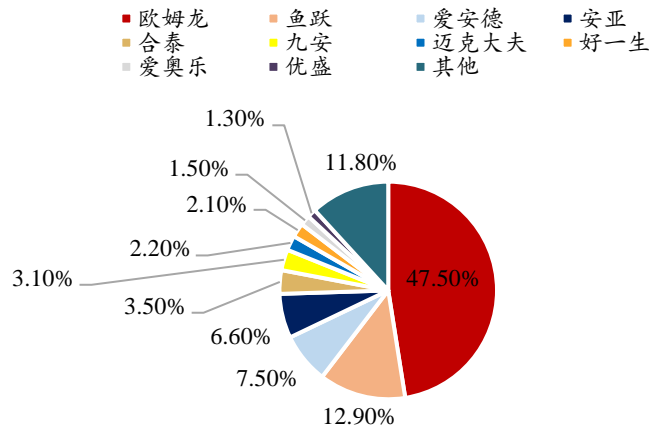
**医疗护理行业分散，新冠疫情催生行业风口。**据中商产业研究院数据显示，2020年我国医用口罩许可证共有559张，分布在全国26个省市353家企业。据天眼查数据显示，2020年我国约有11.4万家企业可以生产手套。分布在浙江、广东、山东、江苏、河北等地。可以看出，我国医疗防护行业企业布局较为分散。新冠疫情的出现使得我国口罩与手套的需求井喷式增长，一次性口罩和手套市场有望迎来需求释放，迎中国内需风口。

## 2.2 产品+渠道+服务+品牌是家用医疗器械行业四大壁垒

### 2.2.1 产品研发是后方补给与经营基石

**家用医疗器械行业保持竞争力的要点在于产品研发。**家用医疗器械产品技术变化较快，新功能、新设计层出不穷，消费者对产品的实用性、性能质量及美观度也提出更高的要求。行业内企业的竞争不再是价格的竞争。企业的研发、设计能力在一定程度上决定了产品在市场上的竞争力。以电子血压计全球龙头欧姆龙为例，欧姆龙新产品研发与产品迭代速度快，管线布局丰富且产品技术壁垒高，与同业其他产品相比具有明显差异性，欧姆龙以其独有的“生物传感与控制技术”引领血压计精准感知技术的变革，其大部分家用血压计精准度可以与水银血压计相媲美。欧姆龙长期和全球各国医疗、学术机构合作，积累了庞大的血压数据库，在健康管理APP(OMRON+)的支持下，使用者可以实现血压全面管理。这种产品力使欧姆龙在我国市场保持着绝对龙头的地位。其全球销量在2016年时累计突破两亿台，并在2018年淘宝平台上血压计各品牌销售额占比高达35%，位列第一。据中康资讯数据显示，2020年我国零售药店血压计总销售额达到12.49亿元，其中欧姆龙品牌占47.50%，销售额高达5.93亿元。

图 14 2020 年零售药店血压计销售额品牌排行榜



资料来源：中康资讯，上海证券研究所

**产品迭代能力是关键。**从 1973 年第一台血压计诞生至今。欧姆龙引领了全球电子血压计技术革新的历程。1973 年欧姆龙开发出最初的“压力式手动血压计”，1978 年开发出了“家用数字血压计（HEM-77）”，1985 年推出了示波法式血压计（HEM-400C、HEM-700C），1991 年开发出模糊数字血压计（HEM-706），2004 年推出无障碍设计的血压计（HEM-1000）。另外，为满足不同人群的需求，欧姆龙电子血压计开发了上臂式、手腕式、手指式等不同测量部位的血压计。并相继研发出世界上最快检测速度的血压计（HEM-757）、世界最小的手腕式血压计（HEM-630）。目前，欧姆龙仍在不断推出新产品，丰富公司产品管线。

### 2.2.2 渠道是利益中枢

**家用医疗器械行业的渠道主要可分为线上销售和线下销售。**线上方面，行业目前以 B2B、B2C、O2O 模式为主，通过在天猫、京东、拼多多、苏宁易购等国内主要第三方电商平台的布局，抢占线上市场。线下则以进驻连锁药房、开设自营门店、与医疗机构合作的方式实现销售。

**拥有完善的市场渠道和营销网络是家用医疗器械企业核心竞争能力之一。**家用医疗器械行业也是整个医疗器械行业中与电商结合得最紧密的一个细分行业。方便快捷的购物体验 and 高效且新颖的营销方式充分激发出消费者购买需求及对产品的可触及性。同时，在市场竞争越来越激烈的环境下，未来的销售渠道将打通以地域划分销售区域的壁垒，医疗健康行业整体的前端销售渠道将会偏重于电商。家用医疗器械行业的销售网络 and 售后服务体系的建立和完善需要大量的资源投入。很多家用医疗器械具有大众消费品的商业属性，特别是在零售消费市场，拥有完善的市场渠道和营销网络是企业核心竞争能力之一。

**市场渠道和营销网络是行业的利益枢纽。**目前，家用医疗器械的销售渠道仍然处在传统的层级结构组织阶段，产品需经过多层级的批发商与经销商，再流转到零售终端，其组织层次重叠，容易导致运转效率低下等问题，阻碍家用医疗器械的销售；而在为家用医疗器械行业带来业绩提升的电子商务渠道，由于与平台合作分润、促销活动压低价格等原因，企业产品毛利率存在承压情况。

**线上销售与渠道扁平化将成为行业主流。**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。目前行业中的企业在渠道创新方面的动力还不足，但是未来的销售渠道随着物流行业、互联网技术的不断发展，医疗健康行业整体的前端销售渠道将会偏重于电商。同时，渠道扁平化将使产品价格更趋于理性、实现厂家对产品利润率的有效控制。

### 2.2.3 服务是价值放大镜

**2C 端是行业主要服务终端，“回头客”依赖于服务质量。**家庭及个人消费者是家用医疗器械的主要消费终端。人们主要通过实体店或电商平台购买电子类家用医疗器械。2C 端服务主要包括产品使用说明与介绍、售后的退换货服务、保修服务等。目前国内家用医疗器械产品功能简单，导致行业内同质化竞争严重，因此企业的服务质量很大程度上决定了消费者的去留。

**2B 端服务质量决定了产品的推广力度。**2B 终端主要是实体店与各级医疗机构，合作方式为公司为 B 端客户供货，B 端客户利用其平台流量和资源，实现产品销售。企业可为 B 端客户提供大额订单产品优惠、售后服务和为线上 B 端客户进行店铺管理等服务。传统推广模式下，2B 端是家用医疗器械企业扩大市场，让消费者多渠道接触企业产品的重要路径，B 端客户是扩大产品销售渠道的重要枢纽，企业对 B 端客户的服务质量直接决定了企业产品的推广力度。

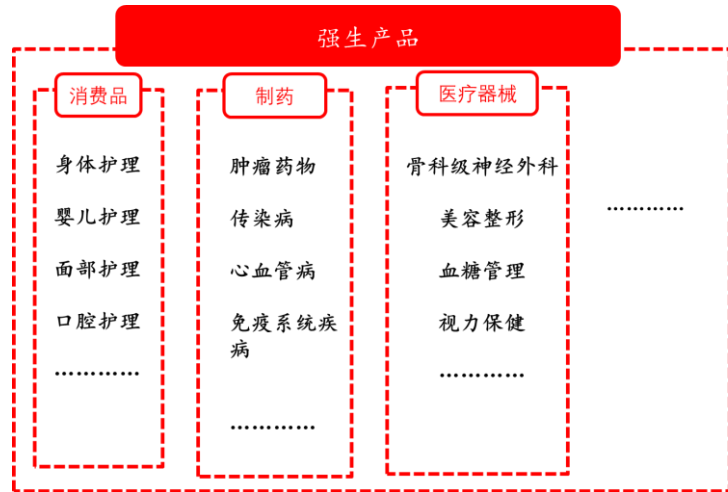
### 2.2.4 品牌力是四位一体的最终结果：以强生为例

**海外品牌占据我国中高端市场。**国外家用医疗器械行业起步早于我国，我国中高端医疗器械市场份额由外资企业占领。目前行业知名海外品牌有美国 Medline、日本欧姆龙与美国强生等。Medline 是一家全球医疗用品和临床解决方案制造商和经销商，公司在美国 and 全球 90 多个国家提供超过 35 万种产品，目前在全球拥有 17 个制造工厂，2018 年，Medline 整体销售额超过 100 亿美元。欧姆龙为全球知名的自动化控制及电子设备制造厂商，掌握着世界领先的传感与控制核心技术，产品主要包括电子血压计、血糖



仪、电子体温计等。强生公司是全球最具综合性的医疗健康企业之一，业务涉及制药、医疗器材及消费品三大领域，2019 年全球营收达 821 亿美元。海外家庭医疗器械品牌多为平台型公司，利用全渠道销售，产品覆盖面广。

图 15 2020 年强生主要业务与产品领域

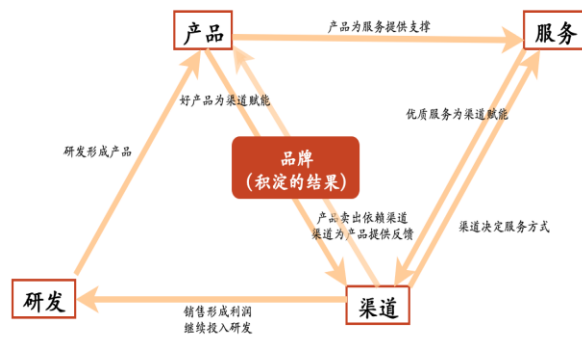


资料来源：强生公司官网，上海证券研究所

产品+研发+渠道+服务成就百年“强生品牌”，为国内企业提供发展经验。强生于 1893 年推出婴儿爽身粉、1920 推出“邦迪”创口贴、1960 年推出 OTC 版泰诺、1998 年推出类克、2000 年以来推出利伐沙班和卡格列净等产品，并于 2017 年成为全球第四大制药巨头。强生推出的新品种类不多，但几乎全为精品，受到市场和消费者的认可。当产品差异化小时，又可以拓广渠道进一步打开市场。为了增加卫生巾的市场占有率，强生在 1973 年收购了德国卫生巾制造厂 Dr. Carl Hahn G.m.b.H.，获得 o.b.牌卫生巾，1978 年强生卫生巾的美国市占率已超过一半。2019 年强生实现总收入 820.59 亿美元，成为全球收入最高的药企。强生高度重视多元化发展，这种多元经营有利于促进各业务间的技术融合和产品创新，其多元的医疗保健业务可以利用公司的各种产品为顾客提供终身服务。公司经过产品、渠道和服务的百年积淀，最终形成了如今的“强生品牌”。强生的发展路径为国内家用医疗器械公司提供了宝贵经验，紧紧围绕“产品+研发+渠道+服务”是可孚等国内企业的必由之路。



图 16 家用医疗器械公司品牌力形成过程



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### 3 牢牢掌握四大核心壁垒，以家用医疗器械为核心打造全生命周期个人健康管理龙头

#### 3.1 产品和研发：产品齐全重视研发，核心零部件逐步自研自产

##### 3.1.1 产品线齐全，不断丰富产品品类

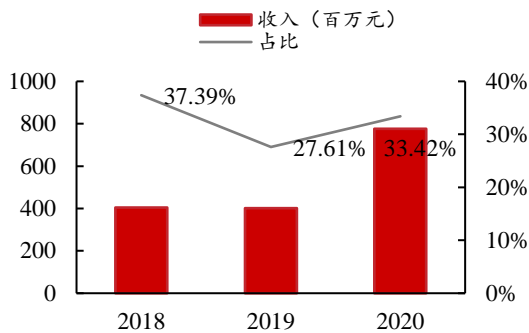
公司以“可孚”产品为核心，并引入其他知名品牌作为补充，构建起了包括健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医理疗五大领域，同时覆盖各年龄层、全部消费群体的产品体系。

##### ➤ 健康监测板块

**健康监测板块收入占比高。**2018-2020 年，健康监测产品实现收入 4.05 亿元、4.02 亿元和 7.77 亿元，主营业务收入占比分别为 37.39%、27.61%和 33.42%，为收入占比最高的系列产品，主要由血压计、血糖监测系列、体温计等贡献业绩。

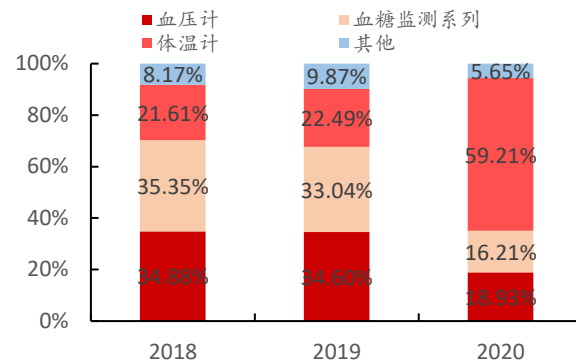
**血压计、血糖监测系列产品最具代表性。**2018 年、2019 年和 2020 年血压计和血糖监测系列占健康监测板块收入比重分别为 70.23%、67.64%以及 35.14%。2020 年销售占比下降的主要原因是因为疫情爆发，体温计需求大增，销售占比大幅上升。

图 17 2018-2020 年健康检测板块收入及占主营业务收入占比 (百万)



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 18 2018-2020 年健康监测板块各产品收入占比



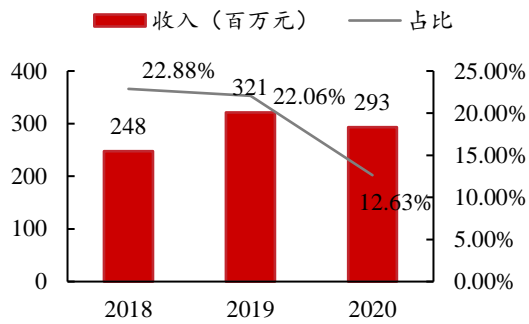
资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

**健康监测产品迭代快，竞争力有望进一步提升。**公司健康监测类家庭医疗产品不断推陈出新，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。随着核心零部件的生产实现自主控制，以及公司未来在血压计与血糖仪产品的性能与生产工艺两方面加大研发投入，未来公司健康监测的自产率有望持续上升，由此带动毛利率提升。此外公司还在积极参与研发 CGM 等动态监测类产品，进一步提升产品竞争力。

#### ➤ 康复辅具板块

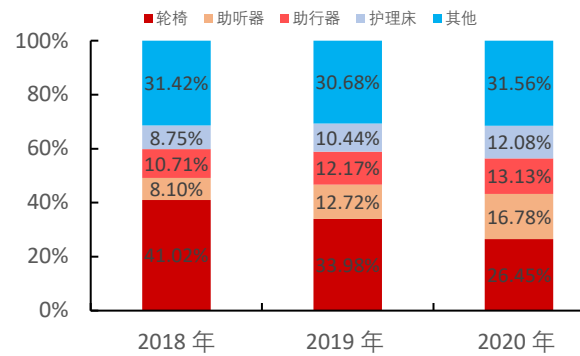
**康复辅具板块收入占比较大，借收购吉芮和背背佳之际，完善产品结构。**康复辅具产品 2018 年、2019 年、2020 年销售收入分别为 2.48 亿元、3.21 亿元和 2.93 亿元，占主营业务收入比重分别为 22.88%、22.06% 和 12.63%，主要产品包括轮椅、助听器、助行器、护理床等。2020 年受疫情影响，居家康复辅具板块相对受损。康复辅具产品中轮椅为销售收入占比最高的产品，随着其他子品类产品如静脉曲张袜、移位机、坐厕椅销售规模的迅速增长，轮椅销售收入占康复辅具产品销售收入比重有所下降，各品类销售呈现增长趋势。

图 19 2018-2020 年康复辅具收入及占主营业务收入占比 (百万)



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 20 2018-2020 年康复辅具板块各产品收入占比



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

2021 年 11 月公司发布公告，将斥资 5,027 万元合计收购吉芮医疗 54.0539% 的股权。吉芮医疗主要从事电动轮椅、老年代步车等康复辅具生产、销售和研发，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；并且部分产品已拿到海外认证，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。收购吉芮有望大幅提升电动轮椅自产化率，有助于提升公司康复辅具类产品的整体营收规模及综合实力，提升自有品牌及自主制造产品的比例，进一步巩固和提升公司的核心竞争力。

电动轮椅比例有望上升，利润有较大上升空间。吉芮医疗南通新厂区 2021 年实现投产，年设计产能大幅提升至 25 万台/年（含电动轮椅和手动轮椅），尽管短期为公司带来较大的固定成本压力，具有良好的发展前景。公司的电动轮椅已开始销售，同时新募集资金将用来扩大产能，未来电动轮椅的占比有望提升，对比普通轮椅，电动轮椅的价格提高了 5 倍以上，有望成为新的增长点，拉动康复辅具板块毛利率提升。

公司同期公布计划以 1.77 亿元收购橡果贸易（上海）有限公司 100% 股权，将其旗下知名品牌“背背佳”注入公司产品体系内，进一步加强可孚 SKU 竞争力。“背背佳”品牌有 20 年以上的历史，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，公司现有产品品类中包含颈腰部康复、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结构，此外通过加强临床端合作、推广，公司有望重塑背背佳品牌价值，打造新的收入利润增长点。

图 21 吉芮电动轮椅产品示意图



资料来源：天猫商城，上海证券研究所

图 22 “背背佳”系列产品示意图

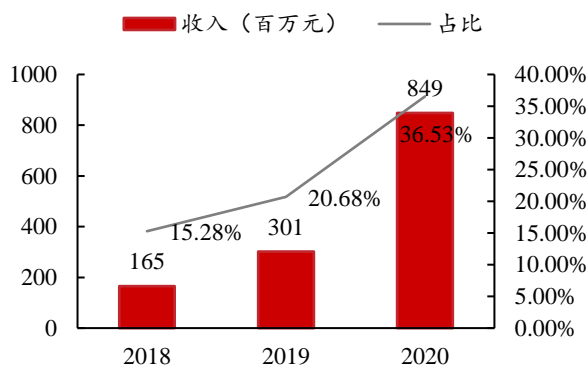


资料来源：天猫商城，上海证券研究所

### ➤ 医疗护理板块

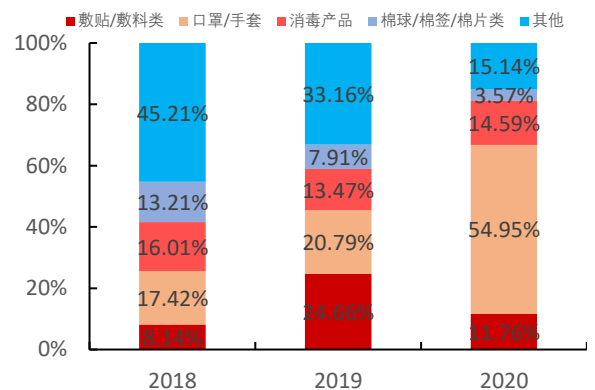
公司医疗护理产品主要包括敷贴敷料、口罩、手套、消毒产品、棉签棉球等。2018 年、2019 年、2020 年销售收入分别为 1.65 亿元、3.01 亿元和 8.49 亿元，占主营业务收入比重分别为 15.28%、20.68%和 36.53%，医疗护理产品疫情期间销售占比有明显上升。

图 23 2018-2020 年医疗护理收入及占主营业务收入占比（百万）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 24 2018-2020 年医疗护理板块各产品收入占比

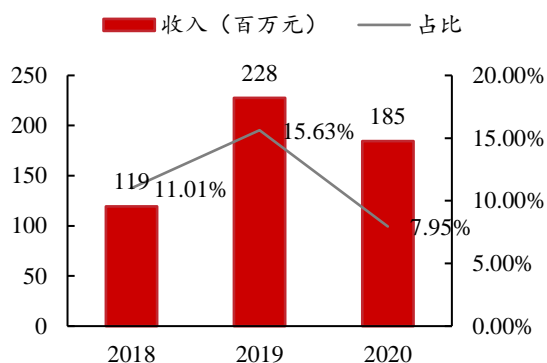


资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### ➤ 中医医疗板块

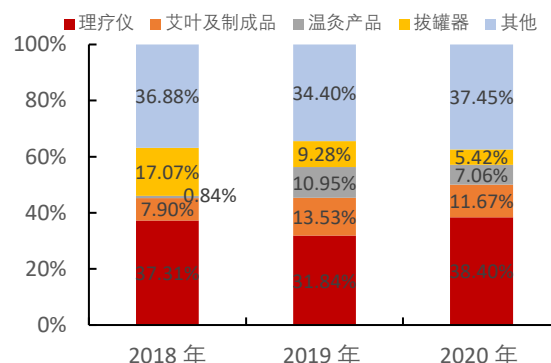
中医医疗产品 2018 年、2019 年、2020 年销售收入分别为 1.19 亿元、2.28 亿元和 1.85 亿元，占主营业务收入比重分别为 11.01%、15.63%和 7.95%，主要产品包括理疗仪、艾叶及制成品、温灸产品、拔罐器等。

图 25 2018-2020 年中医疗收入及占主营业务收入占比 (百万)



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 26 2018-2020 年中医疗板块各产品收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

中医药领域迎来重磅新规, 中医疗疗产品需求有望得到进一步释放。国家医保局和中医药管理局 12 月 30 日发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》, 强调将加强中医药服务价格管理、将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围, 并逐步完善适合中医药特点的支付政策, 中医药迎来重磅大利好。随着扶持中医药的政策力度加大, 中医疗疗类产品下游需求有望得到进一步释放, 未来中医疗疗行业的发展空间增长稳健。公司逐步扩充品类, 基于已经建立起的品牌优势与线上店铺运营能力优势, 销售收入快速增长。艾叶及制成品、温灸等产品收入贡献逐步提升, 有望带动中医疗疗版块占比整体提升。

表 6 《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》部分内容

内容	具体细则
将符合条件的中医药机构纳入医保定点	将符合条件的中医(含中西医结合、少数民族医, 下同)医疗机构、中药零售药店等纳入医保定点协议管理。 开展互联网诊疗的定点中医医疗机构, 按规定与统筹地区医保经办机构签订补充协议后, 将其提供的“互联网+”中医药服务纳入医保支付范围。
加强中医药服务价格管理	建立目标导向的中医服务价格项目管理机制, 优化现有中医价格项目, 完善新增中医服务价格项目管理政策, 丰富中医价格项目。 对来源于古代经典、至今仍广泛应用、疗效确切的中医传统技术以及创新性、经济性优势突出的中医新技术, 简化新增价格项目审核程序, 开辟绿色通道。
将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围	加大对中医特色优势医疗服务项目的倾斜力度。鼓励各地将疗效确切、体现中医特色优势的中医适宜技术纳入医保支付范围。规范使用中医医疗服务项目, 医保支付不得设置不合理限制。 注重发挥中医药在重大疫情防控中的积极作用, 建立完善符合疫情诊疗规范的中医药费用按规定纳入医保支付范围的机制。
完善适合中医药特点的支付政策	加强医保总额预算管理, 根据中医医疗机构的特点合理确定总额指标, 加大对基层医疗卫生机构开展中医药服务的支持力度。对于中医医疗机构牵头组建的紧密型县域医共体在总额预算上适当倾斜。 推进中医医保支付方式改革。中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费, 对已经实行 DRG 和按病种分值付费的地区, 适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值, 充分体现中医药服务特点和优势。 支持基层医疗机构提供中医药服务。鼓励定点中医医疗机构在其诊疗范围内承担医保门诊慢特病的诊疗, 充分发挥中医药在慢特病防治中的作用。 支持建设中医医疗机构牵头组建的紧密型医疗联合体, 实行总额付费、加强监督考核、结余留用、合理超支分担的支付政策, 推动优质中医药医疗资源下沉到基层医疗卫生机构, 提升基层中医药服务能力。



强化医保基金监管 健全综合监管制度。适应中医药服务管理特点，建立并完善医保部门和中医药主管部门相互配合、协同监管的综合监管制度。

资料来源：医保局、中医药管理局，上海证券研究所

➤ 呼吸支持板块：

呼吸支持产品 2018 年、2019 年、2020 年销售收入分别为 1.35 亿元、1.89 亿元以及 1.58 亿元。占主营业务收入比重分别为 12.46%、12.97%和 6.79%，20 年受疫情影响，销售收入和占比有所下降，主要产品包括呼吸机、制氧机、鼻腔护理等产品。

图 27 2018-2020 年呼吸支持板块及占主营业务收入占比（百万）

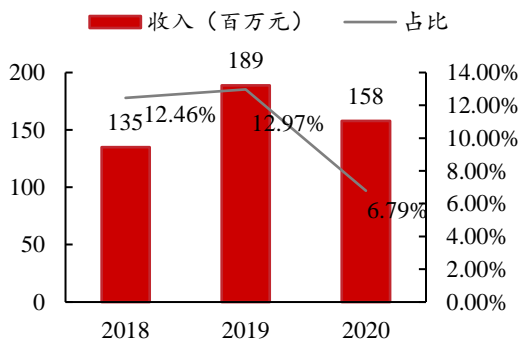
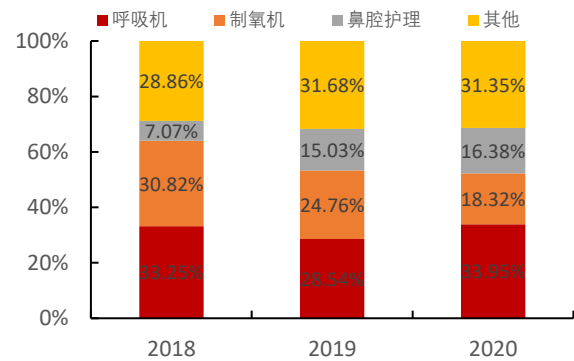


图 28 2018-2020 呼吸支持板块各产品收入占比



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

收购珠海橡果，“氧立得”制氧机盈利能力强。公司收购珠海橡果 100% 股权，将其名下“氧立得”制氧机纳入公司产品生产线。随着居民习惯发生变化，呼吸机、制氧机、鼻腔护理等呼吸支持产品逐渐家居化，消费者需求大增。随着公司耗材类全面自产，未来“氧立得”制氧机毛利将会提高，属于强盈利性产品。

3.1.2 重视研发，已掌握部分核心技术

研发团队不断扩容，研发投入逐年递增。公司重视人才梯队培养与研发团队建设，目前已形成一支由多名教授、高级工程师及博士等组成的高学历高水平的核心研发团队，并针对各细分业务领域组建了灵活高效的应用产品开发团队。公司广纳贤才，新增李勇、付亚成、张绍达为公司核心技术人员，公司创新能力和技术水平有望进一步提升。2021 年前三季度，公司研发投入为 4606.37 万元，已超过 2020 年全年研发投入规模，营收占比提升至 2.71%，随着公司人才队伍不断扩大，研发投入有望延续高增态势。

表 7 核心技术人员

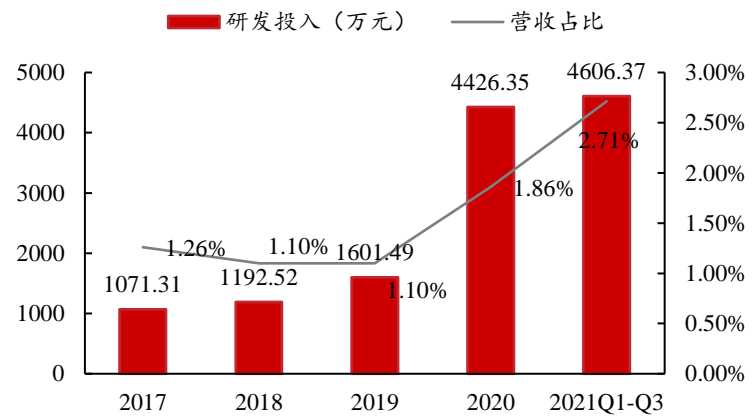
姓名	职位	学历	经历
刘丽霞	战略发展部总监、研发三部总监、可孚芯驰总经理	硕士	2017 年 5 月至 2018 年 6 月，任湖南国科科技咨询服务股份有限公司技术总监；2018 年 7 月至今，任公司战略发展部总监、研发三部总监；2019 年 11 月至今，任可孚芯驰总经理、董事。



黄璐	信息技术部经理	本科	曾任昆达电脑科技有限公司研发工程师；2010年11月至2012年6月至2014年5月，任长沙恒创信息科技有限公司技术总监；2014年5月至2015年5月，任湖南三德科技股份有限公司软件工程师；2019年5月至2021年4月，任长沙加恩科技有限公司执行董事、经理；2015年6月至今，任公司信息技术部经理。
李勇	拟任医疗电子与康复医学研究院院长、兼任呼吸支持研究所所长	硕士	曾任中兴通讯股份有限公司3G软件工程师，诺基亚北京公司3G/4G系统测试部骨干、全球技术支持部经理，Saudi Mobily Company资深顾问，诺基亚北京公司大区产品总监。
付亚成	拟任公司生物传感与创新材料研究院副院长	博士（在读）	曾任圣湘生物股份有限公司研发主管，Qiagen（凯杰）公司研发项目经理。现任公司研发三部副总监。
张绍达	公司深圳研发中心负责人	博士	韩国庆北国立大学微电子专业、厦门大学萨本栋微电子学与固体电子专业博士，深圳孔雀人才，研发方向为MEMS传感器和微流控。现任公司深圳研发中心负责人，主要研究连续血糖监测系统、敏感体合成工艺、精密点胶工艺，微纳加工等。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 29 2017-2021 年 Q1-Q3 研发投入（万元）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司以自主研发、自主创新为主，研发紧盯市场需求，注重实用性。家用医疗器械产品技术变化较快，新功能、新设计层出不穷，消费者对产品的实用性、性能质量及美观度也提出更高的要求。企业的研发、设计能力在一定程度上决定了产品在市场上的竞争力。公司通过渠道反馈的市场需求信息，优先选择部分核心产品集中资金和资源进行研发和生产。自主研发主要集中在公司热门销售产品品类，如电子血压计的无线传输技术、无线血压大数据系统及产品研发、基于STM主控芯片及pid算法的家用呼吸机产品研发，多功能护理床产品研发，助听器自制芯片、蓝牙连接技术及纯音听力计的研发，额温枪产品研发、血压血糖一体机项目、分子筛制氧机及成本控制和脉冲式便携制氧机开发等。

表 8 公司部分主要在研项目

序号	项目名称	研发极端	在研目标	研发方式
1	基于STM主控芯片及pid算法的家用呼吸机研发	注册检阶段	无创双水平全自动呼吸机；降低气管插管率，减少医务人员在为患者进行气管插管和人工气道管理中的感染风险。	自主研发

2	连续血糖监测系统	预实验阶段	开发葡萄糖相应的电化学传感器；开发 CGM（连续血糖监测）仪器。	自主研发
3	基于脱氢酶的血糖试纸制备关键技术研究	试产阶段	通过对血糖试纸的功能结构设计、酵素配制方法及质控液、生产、质检等工艺流程开展研究，实现基于脱氢酶的金碳电极和银碳电极血糖试纸的试产	技术引进+再研发
4	血糖尿酸一体机	立项阶段	通过仪器的开发，在 1 台仪器上实现血糖和尿酸浓度的监测，双功能让用户使用更方便。	自主研发
5	新冠检测系列产品	转产阶段	通过对新冠抗原、IgG/IgM 抗体、中和抗体、突变株抗体等系列产品攻克，实现胶体金免疫层析技术的全面掌握，推出质量稳定、操作简便、成本低廉、快速出结果的新冠检测系列产品。	自主研发
6	第二代心电监护仪	立项阶段	解决家庭医疗监测痛点，加入远程医疗概念。构建一个集心电、心率、血氧、体温、血压等健康数据采集功能于一身，一机多用，多方位守护的产品。	自主研发
7	第三代听力计	转产阶段	基于已有的二代听力计，新增 NB 模块，加入云平台数据库，不断累积用户数据，利用人工智能深度学习的优势，在临床上不断分析患者的听力数据，便于助听器验配。	自主研发

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

新增单品陆续推出，不断丰富 SKU 种类，有望快速放量。公司尿酸检测产品、血氧仪、幽门螺杆菌快速检测试纸、透明质酸钠修复贴等产品已经陆续问世，有望快速放量。预计 22 年公司还将推出 HCG 检测试纸、新款矫姿产品、新款移位机、新款电动护理床、成人纸尿裤等单品，此外，公司自主研发的新冠检测系列产品（含抗原、抗体），处于转产阶段，SKU 种类不断丰富，贡献增量业绩。

图 30 公司幽门螺杆菌快速检测试纸



资料来源：天猫商城，上海证券研究所

图 31 公司透明质酸钠修复贴



【外盒包装】

资料来源：天猫商城，上海证券研究所

通过不懈的自主研发，公司已掌握部分核心技术，多数热门产品的技术已经到达成熟阶段。

表 9 公司核心技术的关键指标形成的专利情况

核心技术	产品关键指标	行业水平	专利
电子血压计采用血压值核心算法	实测血压值误差精度在 5mmHg 的比例达到了 84%	同类产品先进水平	实用新型《一种血压计》201720881244.4
电子血压计自动校准技术	电子血压计的测量压力精度由 3mmHg 提升到 1mmHg	同类产品先进水平	发明专利《一种用于听诊法血压计的电子探头装置》201811598934.4 等
电子血压计成本优化技术	MCU 集成了 LCD 驱动器和 24 位高精度 ADC 电路	同类产品先进水平	实用新型《一种血压计》201720881244.4
变压吸附法氧气分离技术	采用优质 LiX 型分子筛，氮氧分离效率超常规分子筛 3 倍，长时间运行氧浓度≥93%；配置六级深度过滤系统，将氧气中固体颗粒物含量降至 0.5mg/m <sup>3</sup> ，固体颗粒粒径降至 10um 以下	同类产品先进水平	发明专利《自适应海拔的便携式制氧机及制氧方法》202021036839.8（已受理）等

请务必阅读尾页重要声明

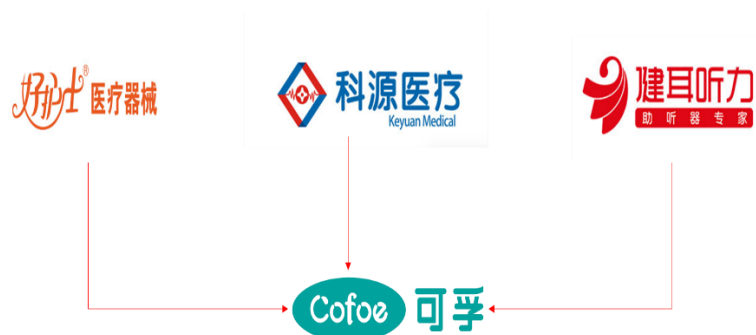
化学制氧技术	特殊反应腔设计提高了制氧剂反应速度，30秒内产氧浓度达99.5%；大流量出氧设计，氧气流量高达1000ml/min	同类产品先进水平	实用新型《一种改良的便携式制氧器》201320196507.X等
微网式雾化器	110kHz，工作频率与标称频率的偏差≤±10%；雾化量、最大雾化率≥0.2mL/min；雾化颗粒、中位粒径4.5um±25%，直径小于6um的雾粒占比不低於60%	同类产品先进水平	实用新型《一种降低雾化器噪音的过滤器及具有其的雾化器》201920908196.2等

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### 3.2 渠道建设：线上+线下全渠道销售，海外市场空间大

公司旗下三大品牌定位明确，线上线下业务各有侧重。公司旗下主要有好护士医疗器械、科源医疗及健耳听力三大品牌，线上店铺运营主体主要为好护士，除好护士开设了线上店铺外，湖南科源也通过下属子公司湖南科捷、湖南森合、械字号电子商务参与线上业务，同时公司通过可孚健康、可孚用品、湖南雅健等主体亦在线上分别开设店铺，形成各店铺品牌百花齐放的局面；线下销售方面，湖南科源通过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。

图 32 公司旗下主要品牌



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

“线上+线下”全渠道销售，医疗器械电商龙头持续扩大份额。相较于传统的医疗器械耗材企业，家用医疗器械企业更贴近居家生活场景，乘着电子商务等发展的东风，公司较早布局 B2C 电商业来扩大自己的获客渠道，从营业收入结构来看，公司 2018-2020 年的线上收入占比为 64.95%、71.62%和 77.82%，目前已完成包括天猫、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。疫情的出现使得公司线上业务比重大幅提升，可孚凭借多年的线上渠道的布局和销售经验，渠道优势上的护城河深厚。根据生意参谋数据显示，近两年来，“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。

图 33 “可孚”品牌在天猫和淘宝平台交易指数排行



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### 3.2.1 线下渠道：连锁药房合作持续深入，自营门店定位清晰

公司坚持自营门店和连锁药房渠道相结合的营销模式，依托人员充足、经验丰富的营销团队，在全国范围形成多层级、广覆盖、高效率的营销网络体系。截至 2020 年 12 月 31 日，公司拥有 12 家仓储大卖场、149 家“健耳”听力验配中心和 16 家“好护士”家用医疗器械零售门店，均为公司自主经营；以及拥有老百姓、益丰、千金、国药控股、大参林、海王星辰等全国知名的核心连锁药房客户，线下销售渠道覆盖全国主要省份。

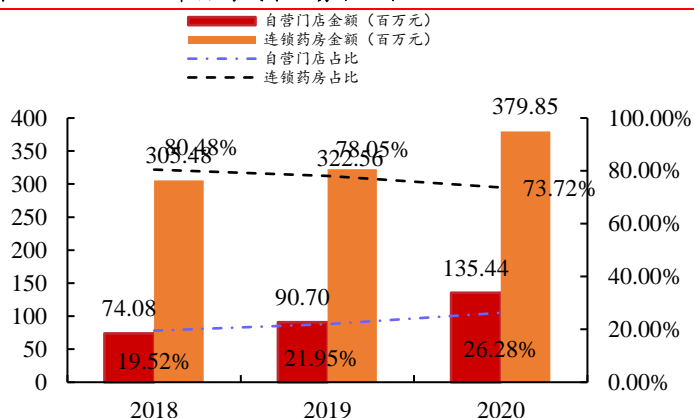
图 34 公司线下网络分布图



资料来源：公司官网，上海证券研究所

从收入结构看，连锁药房渠道收入占比高，未来将延续高增长。线下业务收入，按照渠道划分为自营门店和连锁药房两部分。2018-2020 年，公司通过连锁药房渠道实现收入分别为 3.05 亿、3.23 亿、3.80 亿元，占线下业务比重为 80.48%、78.05%、73.72%。

图 35 2018-2020 年公司线下业务收入占比

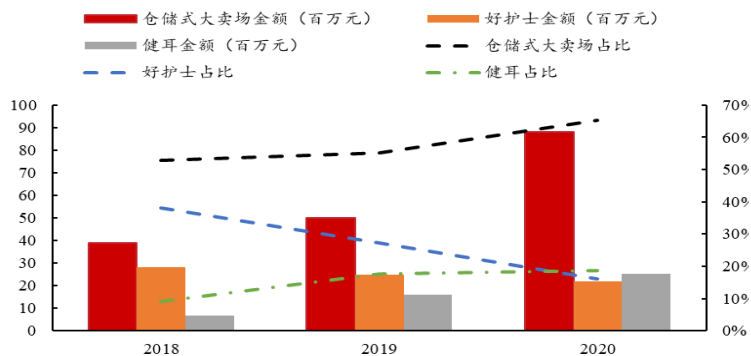


资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司与连锁药房的合作采用直销模式，连锁药房向公司下达销售订单，公司根据合同约定，收入确认时点为公司将产品送达连锁药房指定仓库，连锁药房对产品销售单进行签收或验收或入库的时点。通过多年业务积累，公司与主要的连锁药店龙头企业建立了深厚的合作关系，未来随着头部药房集中度提升、公司家用医疗器械产品渗透率将进一步增强，连锁药房渠道销售将保持高增长。

线下自营门店三维一体，互为补充。公司线下门店分为三类：仓储式大卖场，由湖南科源及其下属子公司负责运营，定位于一站式购物展示中心，除了面向个人，还面向诊所、卫生站、小医院等；好护士门店定位于提供家庭常用的医疗器械产品，贴近客户；健耳门店定位于中高端助听器验配，主要面向中高端助听器需求人群。产品品类的协同互补，同时三类门店共同促进品牌推广、客户资源和销售数据的协同互补。从收入结构来看，仓储大卖场收入逐年递增，健耳业务收入增速快。

图 36 公司线下自营门店收入占比



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

➤ 仓储大卖场

**仓储大卖场多分布于省会城市，打响公司品牌形象。**公司仓储式大卖场模式经营较早，有非常成熟的销售经验并树立了良好的品牌形象，平均单店面积超过 310 m<sup>2</sup>，面向连锁药店零售客户及医疗机构，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，有利于公司品牌形象的提升和线上线下客户流量的转化。同时，仓储式大卖场还能充当前置仓，提升公司发货效率。截至 2020 年末，公司在北京、广州、杭州、武汉、长沙、济南、郑州、南京、成都等省会城市合计布局 12 家仓储式大卖场。

#### ➤ 好护士

**好护士线下门店多为院边店，增加获客渠道。**好护士门店分布在湖南省主要城市的大中型医院周边，能够高效地转换客户资源，门店面积约为 81m<sup>2</sup>，主要提供康复辅具和呼吸支持类产品，包含制氧机、呼吸机、血压计、血糖系列、体温计、轮椅等。

#### ➤ 健耳门店

**健耳门店业务起步晚、发展迅速，有望助推公司业绩新增长。**公司于 2018 年开始发展健耳门店，专注于为消费者提供定制化选配服务，以销售中高端助听器产品为主。截止 2021 年底，门店数量已突破 300 家，具有良好发展前景。

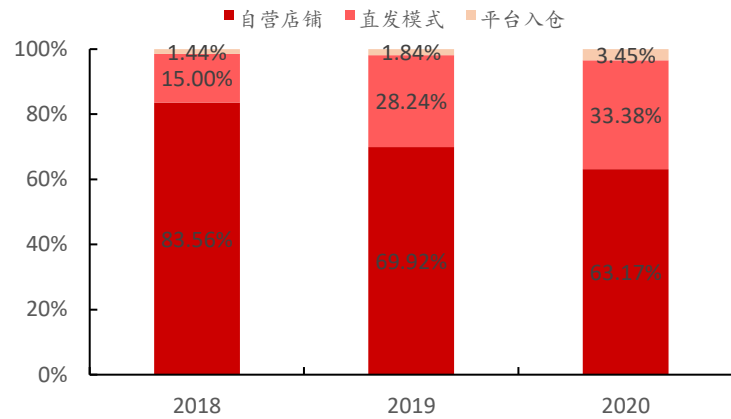
### 3.2.2 线上渠道：电商建设行业领先，海外空间大

**线上业务发展早，已完成主流电商平台布局。**公司是全国较早取得医疗器械互联网 B2B、B2C 交易许可证的企业，线上业务开展早，旗下好护士器械旗舰店于 2014 年 9 月在天猫开立。随后公司不断拓展，在天猫、京东、拼多多等主流电商平台开立店铺，店铺数量较多，目前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。

**三种线上销售模式协同互补，品牌影响力持续提升。**公司在深耕线上业务多年的基础上，形成了三种主要的销售模式，分别为自营店铺、直发模式和平台入仓。从收入构成上看，自营店铺收入占比高，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的比例分别为 83.82%、84.99%、68.76%，平台集中度较高。



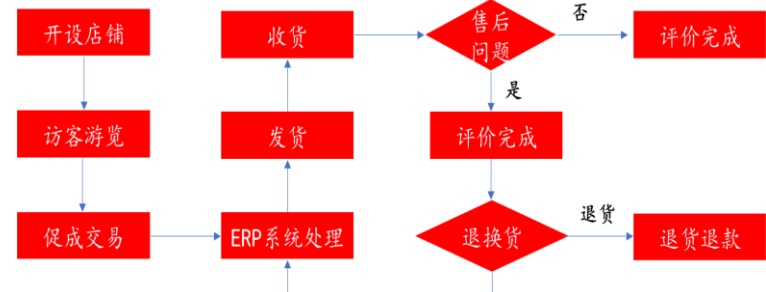
图 37 公司线上三种模式收入占比



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

- 自营店铺模式：**公司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，公司自主负责店铺运营、销售管理及客户管理等工作，电商平台主要提供互联网信息服务及相关软件、技术与运营支持。2018-2020 年公司直营店铺实现收入分别为 5.88 亿、7.29 亿、11.42 亿元。

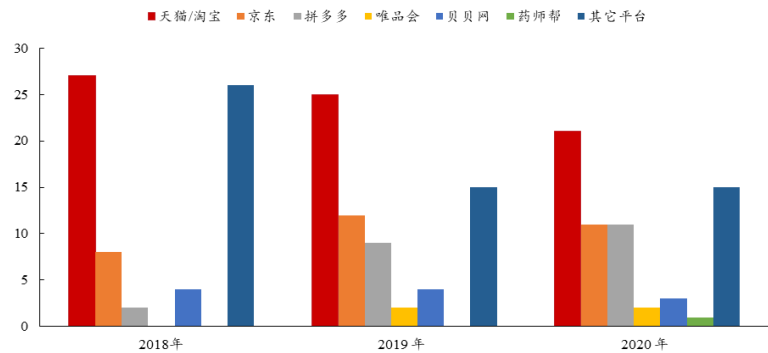
图 38 线上自营店铺销售流程图



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

直营店铺模式发展成熟，销售收入占比高，销售渠道日益多元化。公司最先在天猫平台开设直营店铺，起到了引流和快速覆盖主要用户入口。随着，国内电商平台雨后春笋般发展起来，公司顺势布局京东、拼多多、苏宁等大型第三方 B2C 平台，形成了以天猫平台为主，销售渠道遍布全网的局面，此外公司也积极开拓新的线上销售渠道，陆续在药师帮、云集等新平台开设多家 B2B 店铺，2018-2020 年期末，公司拥有的在营业自营店铺数量分别为 42 家、52 家、57 家，通过在多家平台开立多家自营店铺形成店铺集群，增加品牌和产品数量的曝光度，提升客户对“可孚”品牌的信心。

图 39 2018-2020 年各平台自营店铺数量



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

表 10 各平台自营店铺数量和销售额（万元）

平台	2018		2019		2020	
	数量	营业收入	数量	营业收入	数量	营业收入
天猫/淘宝	27	49251.99	25	61979.03	21	78,537.53
京东	8	7187.02	12	5696.47	11	10,458.34
拼多多	2	123.23	9	732.33	11	9,877.22
唯品会			2	1592.07	2	5,136.58
贝贝网	4	753.69	4	1770.67	3	768.96
药师帮					1	4,231.65
其他平台	26	1444.99	15	1158.38	15	5,214.89
总计	67	58760.93	67	72928.94	64	114,225.18
拼多多	2	123.23	9	732.33	11	9,877.22

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

线上运营能力和品牌优势凸显，获得多家品牌方独家授权开设并运营线上旗舰店。公司已建立涵盖流量管理、商品管理、用户体验管理、客户关系管理、新品开发等环节的数据挖掘和应用体系，运营能力得到了市场和厂家的高度认可，获得“瑞思迈”“仙鹤”“拜安康”“康德莱”“英维康”等多个品牌方独家授权并经营和开设线上旗舰店，目前授权品牌的旗舰店数目达到 7 家。

自营店铺上架新冠自测产品，供应链管理能力强。公司发挥在供应链中积累的信誉度和终端用户口碑，提升对上游供应商影响力，通过不断提升细分类目产品的竞争优势，保持行业持续领先，自营店铺好护士医疗器械已经上架诺唯赞、热景生物等厂家的新冠抗原自测产品，供应链管理能力和进一步体现。凭借线上出色的销售团队，能获取更多的销售利润。

图 40 好护士线上店铺上架新冠抗原自测产品



资料来源：天猫商城，上海证券研究所

新增产品型号叠加线上平台开拓，贡献客流增量，推动业绩快速增长。2018 年-2020 年，公司自营店铺客户数量分别为 692.24 万人、1,005.61 万人及 1,347.12 万人，2020 年增长速度和增长规模分别为 49.33%、341.51 万人，显著高于 2018 年的 12.15%、74.97 万人，主要原因是：

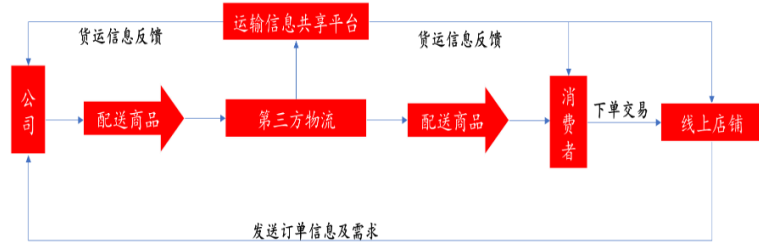
- 1) **新增产品型号。**2019 年，公司在自营店铺新增产品型号 1,617 个，对应订单的客户数量 425.79 万人，其中新客户数量为 375.94 万人。2018 年，公司在自营店铺新增产品型号 1,069 个，对应订单的客户数量为 178.62 万人，其中新客户数量为 159.11 万人。新增产品型号为 2019 年客户数量增长的主要原因。
- 2) **新增合作平台及已合作平台自营店铺数量增加。**2019 年公司积极拓展各平台渠道，新增合作平台唯品会、未来集市、环球捕手、小红书等，新增唯品会好护士医疗器械旗舰店、唯品会可孚医疗器械旗舰店、拼多多可孚健诺专卖店、健诺医疗器械专卖店等自营店铺 22 家，合计新增客户数 46.04 万人。2018 年新增店铺带来的客户数 22.01 万人，其主要是在贝贝网平台新增 3 个店铺。

➤ 直发模式

**直发模式：**公司与电商平台或其他线上店铺进行合作，消费者直接向电商平台或其他店铺下单并付款，公司收到电商平台或其他店铺订单后直接发货给消费者。直发模式具体分为，代运营和非代运营两种模式。公司代运营客户店铺情况下，双方约定由公司进行店铺日常管理、运营、发货等行为，公司 ERP 系统对接平

台接收订单发货，可掌握终端顾客订单及收货信息；公司代运营客户店铺情况下，公司主要负责发货至其终端顾客，公司可获取收货人收货信息。2018-2020年直发模式收入分别为1.06亿、2.95亿、6.04亿元。

图 41 线上直发模式流程图



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

**绑定多方利益，加强合作力度，实现互利共赢。**在直发模式下，电商平台通过商品采销差价方式来获取经营报酬有了更多参与动力，我们预计电商平台在流量引入与品牌维护上给予公司更多支持。公司与阿里健康大药房医药连锁有限公司达成协议，于2018年2月24日将可孚医疗器械旗舰店变更为阿里健康大药房医药连锁有限公司，并由公司代为运营该店铺。此举有利于公司加强与平台的业务对接，从而提升公司互联网运营的能力。同时，由普通的平台和商家关系转变为更稳固、更深层次的战略合作伙伴关系，店铺由阿里健康与可孚品牌提供双重保障，更有利于赢得消费者信赖，提高店铺的竞争力等。2018年-2020年该直发供货合作模式为公司创造的收入分别为1,316.16万元、9,832.69万元、18,707.15万元，2019年、2020年分别增长8,516.54万元、8,874.46万元，增长率分别为647.07%、90.25%。

**自有品牌“可孚”知名度和口碑不断提高。**直发模式下，线上店铺销售的商品以公司自有品牌为主，2018-2020年自有品牌商品占直发模式总销售额的比例分别为89.39%、89.44%、92.69%。

#### ➤ 平台入仓

**平台入仓：**平台根据自身消费和订单需求向公司下达订单，公司委托第三方物流公司将商品发往电商平台指定的仓库，由平台负责商品的销售。消费者直接向电商平台下单并付款，平台在收到消费者款项后通过其自有物流或第三方物流向消费者直接发货，售后环节一般由电商平台负责与消费者对接。2018年-2020年平台入仓模式收入分别为1012万、1918万、6239万元。

**平台入仓模式和直发模式互为补充。**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，双方逐步加大了直发模式的合作。当前，平台入仓模式多适用于体积小、仓储方便的医疗护理类产品。

**表 11 公司线上业务不同模式**

	自营店铺	直发模式	平台入仓
店铺主体	可孚医疗	电商平台	电商平台
客户类型	线上个人用户	电商平台	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	电商平台向消费者提供退换货服务，公司处理平台总体退换货需求	电商平台向消费者提供退换货服务，公司处理平台总体退换货需求

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

相较其他电商平台，可孚线上店铺毛利水平较高。与其他 B2C 零售的医药电商例如阿里健康、京东健康相比，可孚线上自营店铺销售毛利率较高。与医药/医疗器械批发代理企业相比，直发模式、平台入仓模式下毛利率均高于平均销售毛利率，主要原因是公司直发模式与平台入仓模式下，自有品牌产品销售收入占比较高，能够赚取产品品牌以及自产带来的利润所致。

**表 12 可孚与京东健康、阿里健康线上毛利率对比**

公司名称	零售类	2020 年	2019 年	2018 年
京东健康	商品收入	15%	15.10%	14.80%
阿里健康	综合毛利率	26.00%	23.30%	26.10%
	平均值	<b>20.50%</b>	<b>19.20%</b>	<b>20.45%</b>
可孚	线上自营店铺	<b>46.64%</b>	<b>41.79%</b>	<b>39.29%</b>

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

数据的流转作用大，贯穿生产销售各个维度。公司通过全面运用数字运营体系，逐渐积累并运用用户、生产、采购、仓储和销售等方面的数据。

**表 13 数字运营体系中的数据类型及运用**

数据类型	数据内容	数据运用
用户数据	用户下单次数、销售订单数、用户访问数、买家评价率、买家好评率等	通过对用户数据自动化加工为多维度特征，形成全域客户画像，在关键节点进行自动的策略化营销
生产数据	医疗器械唯一标识码	同步到国家药品监督管理局数据库，实现了流通领域的产品全生命周期管理
采购数据	原材料和成品采购的管理数据	提高上游的整合能力，推动柔性化的快速生产，使生产和采购能灵活应对前端的需求变化
仓储数据	仓储的库存数据	节约资金占用、减少商品损失、使库存结构合理化，并节约了管理投入，同时凭借大数据不断优化库存结构，主动调整营销策略及合理预测产品需求
销售数据	用户的购买习惯、频次、商品偏好、购买渠道偏好等	指导公司建立适销对路、契合大众需求的产品体系，优化售后服务

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

海外市场前景广阔，有望实现大突破。对于国际市场，公司将逐渐拓展海外销售渠道，提高海外销售占比。公司通过阿里巴巴国际站等平台，向境外用户销售，目前境外收入占比较小。2019 年公司在其它平台（主要是阿里巴巴国际站）的平均单次交易金额和人均消费金额较 2018 年分别增长了 169.48%、192.54%，其主要原因是阿里巴巴国际站的销售占比提高。阿里巴巴国际站主要为跨境 B2B 销售，面向客户群体大多是国外企业客户，其客户单次购买金额要高于线上终端零售客户，从而拉高了平均单次交易金额和人均消费金额。公司成立了国际业务部，搭建海外业务团队，积极布局和完善海外销售网络，将加强如亚马逊、Shopee 等跨境电商的销售合作，海外业务有望实现大突破。同时公司也正在加紧进行产品注册，部分产品已获得美国 FDA 和欧盟 CE 等认证，未来随着公司自产能力进一步提升，出口产品品类将进一步增加。

### 3.3 服务体系：完善的 B 端服务体系，听力服务终端盈利性强具备可复制性

公司已搭建完善的 2B 端服务体系。产品端，公司致力于满足消费者家用医疗器械产品一站式购齐需求；渠道和物流端，公司构筑了线上和线下结合的营销渠道。线上自营店铺、线下自营门店销售模式下，公司直接面向终端用户，能够更快速、更深刻了解市场需求，满足客户要求。

#### 3.3.1 积极发展听力验配门店，挖掘蓝海市场

挖掘听力验配蓝海市场，公司积极打造高盈利性的听力验配门店。2018 年公司成立湖南健耳，主要运营线下助听器门店，专业提供听力验配、助听器调试、助听器销售以及持续的售后服务。2018 年、2019 年、2020 健耳听力助听器门店数量分别为 30 家、43 家、149 家，截止 21 年底公司助听器门店已突破 300 家。目前助听器产品以代理国际品牌为主，门店收入来源主要是销售产品形成销售收入，2018 年、2019 年、2020 助听器代理品牌单价分别为 2518.37、3487.20、3,698.87 元/台，平均单店助听器产品销售收入分别为 21.88 万元、36.58 万元、16.63 万元，2020 年受疫情影响单店销售额有所下滑，但公司单体老店的营业利润已从 2018 年 3.65 万元上升至 2020 年 13.1 万元，毛利率保持 65% 以上，营业利润率达到 26.6%，盈利性较好。



助听器门店面积适中、具有人工成本小、前期投入小、爬坡期快的特点。结合公司招股说明书和第三方数据，我们初步还原了公司健耳助听器门店单店爬坡模型，单店平均面积约 70m<sup>2</sup>，单店员工数 2-3 人，人工成本相对较小，健耳听门店单店初始投资约 20-30 万，每年运营等成本约 5 万元，平均单位租金约 3 元/平米/日，平均盈亏时间为 12 个月。我们假设单店 5 年内达到成熟单店水平，预计成熟门店平均收入约 70 万，净利润率 23%。

表 14 健耳听力门店爬坡模型

单店面积 (平米)	70	销售人员 (个)	2	年度其他运营成本 (万元)	5.00
成熟店月均收入 (万元)	5.8	人均薪酬 (万元)	6.0	初始设备	25.00
毛利率	70%	单位租金 (元/平米/日)	3.0	折旧年限	10.00
时间 (年)	1	2	3	4	5
爬坡速度	35%	65%	80%	90%	100%
营业收入	25	46	56	63	70
毛利	17.15	31.85	39.20	44.10	49.00
房租成本	7.67	7.67	7.67	7.67	7.67
人工成本	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
设备折旧成本	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
其他成本	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
营业利润	-10.02	4.69	12.04	16.94	21.84
净利润	-7.51	3.51	9.03	12.70	16.38
净利率	-30.66%	7.72%	16.12%	20.16%	23.39%

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

完善的服务体系和培训体系保障门店加速扩张，具备可复制性。与其他标准化家用医疗器械不同，助听器的专业化验配及售后服务十分重要，目前全球助听器市场 95% 以上份额被国外 SONOVA（瑞士索诺瓦）、SIVANTOS（西万拓）等六大集团所占有，国内助听器验配门店连锁化程度低，服务质量参差不齐，专业化的品牌连锁门店可以让消费者获得更好的服务体验。健耳听力通过门店“亲情式服务流程”、“七星验配流程”，从服务、专业上实现差异化经营，通过门店普及开发、线上线下市场推广来塑造“健耳”品牌，建立了良好的品牌知名度和较高的行业地位，基于助听器行业广阔的市场前景，公司未来将继续加快门店扩张速度，推动全国区域业务布局，提高市场占有率。

此外，公司已摸索出一套较完善的门店验配师培训体系，验配师培训分为初级、中级和高级验配师按个层级，针对新入职的员工，公司组织 1 个月左右的封闭培训，培训内容包括听力咨询、听力检测、助听器选择、印模取样、助听器调试、效果评估、康复指导以及门店运营等。验配师在门店实习一定的时间后，公司会组织强化培训，同时公司定期组织高级验配师培训班，通过分级培训和老带新的形式，快速充实助听器验配师队伍，解决人才

瓶颈。目前公司正在与国内知名高校探索成立验配师联合培养基地。

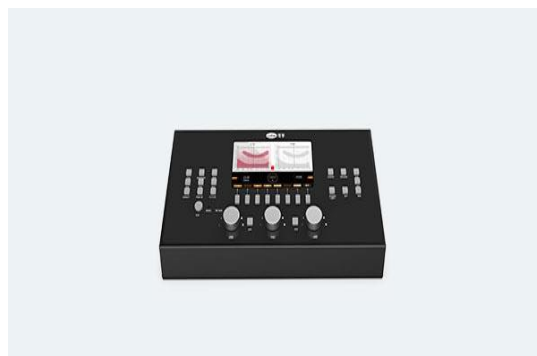
**自有品牌助听器销售占比逐步提升，逐步打造产业生态闭环。**公司将加大助听器产品的研发，逐步完善自主品牌助听器产品体系，目前中、低端数字助听器产品已具备初步生产规模，并逐步通过公司线上渠道、线下门店实现放量；高端数字机型等产品正在加速研发。同时，公司也自主研发出听力计(测试听力设备)，积极打造测听设备、助听器产品研发和生产、助听器验配服务的产业链闭环，建立自身的竞争优势。

图 42 公司自有品牌的助听器产品



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 43 公司听力计产品



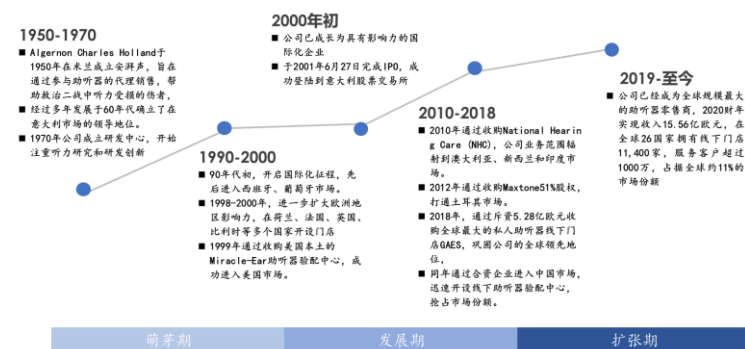
资料来源：公司官网，上海证券研究所

### 3.3.2 他山之石：坚持服务与创新，安湃声打造全球规模最大的助听器零售商

Algernon Charles Holland于1950年在米兰成立安湃生 (Amplifon S.p.A.)，创立之初的宗旨是通过参与助听器的代理销售，帮助救治二战中听力受损的伤者，经过多年发展于60年代确立了在意大利市场的领导地位。1970年安湃声成立研发中心，开始注重听力研究和研发创新，通过促进和支持临床研究，起到传播听力学和耳科的创新和进步。自90年代以来，随着管理层的重构，安湃声明确了新时代的定位，通过围绕助听器的开发和销售，大力推行个性化、差异化的服务，打造全球范围内领先的助听器零售、服务商。并于90年代初开始国际化道路，先后进入西班牙、葡萄牙市场，1998年-2000年间，安湃声进一步扩大欧洲地区影响力，在荷兰、法国、英国、比利时等多个国家开设门店，后于1999年通过收购美国本土的Miracle-Ear助听器验配中心，成功进入美国市场。进入到21世纪，安湃声已成长为具有影响力的国际化企业，于2001年6月27日完成IPO，成功登陆到意大利股票交易所。同年，公司设立合资企业进入到埃及市场。

资本助力全球扩张，国际业务版图不断扩大。完成IPO后，安湃声融资渠道多元化，支撑起公司全球范围内的兼并扩张策略。2010年通过收购National Hearing Care (NHC)，公司业务范围辐射到澳大利亚、新西兰和印度市场。2012年通过收购Maxtone51%股权，打通土耳其市场。2018年，通过斥资5.28亿欧元收购全球最大的私人助听器线下门店GAES，巩固公司的全球领先地位，同年通过合资企业进入中国市场，迅速开设线下助听器验配中心，抢占市场份额。公司已经成为全球规模最大的助听器零售商，截止当前，在全球26个国家拥有线下门店11,400家（含加盟），占据全球约11%的市场份额。

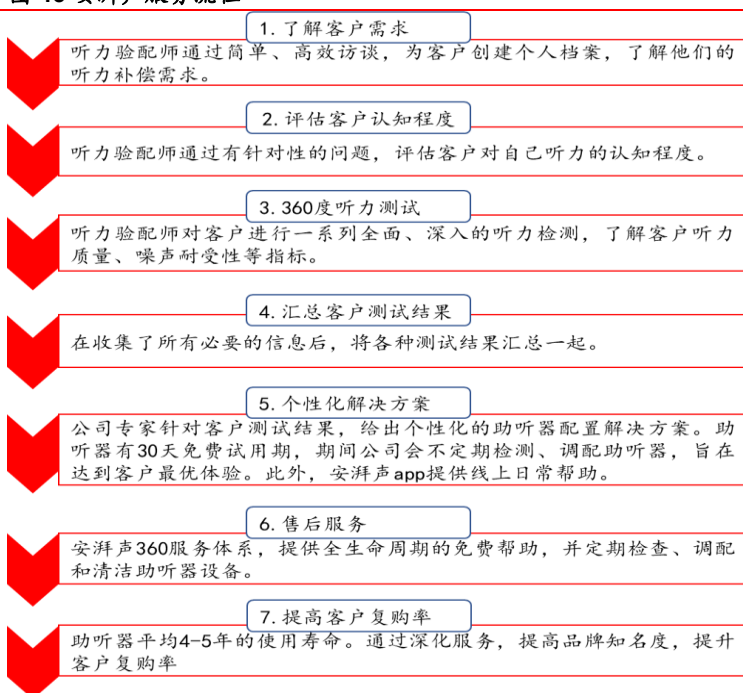
图 44 安湃声发展历程



资料来源：安湃声官网，安湃声公司年报，上海证券研究所  
复盘安湃声成长之路，我们发现：

**服务为本，标准化流程下提供差异化听力解决方案。**安湃声始终将自己定位为助听器零售商，通过加强与顾客交流，提升用户体验。经过70年的经验积累，公司逐步利用大数据等技术分析手段，建立了一套标准化的听力验配流程，并以此向客户提供差异化解决方案。服务贯穿全过程，安湃声服务流程总结为七步，首先从了解客户需求开始，到进行360度的听力测试，全方位检测客户听力状态；随后，安湃声专业人士通过各方面的检测结果，给予最优的听力解决方案，配置相应助听器；安湃声会通过线上APP等途径，给予客户持续性的帮助，涵盖定期检查、清理、调试助听器设备等。

图 45 安湃声服务流程



资料来源：安湃声年报，上海证券研究所

门店数量多、扩张快、可复制性强，助听器产品代理为主。安湃声线下门店以直营门店为主，加盟店主要集中在北美市场约1328家，占全球11,400家线下门店比例不到12%。线下门店直接面向广大消费者提供助听器验配、销售及售后服务，经过70年发展公司通过兼并收购，旗下拥有多个线下品牌，知名度高。

图 46 安湃声线下门店服务网络



资料来源：安湃声公司公告，上海证券研究所

作为连接消费者和助听器厂商的桥梁，安湃声主要以代理销售索诺瓦、瑞声达、斯达克等前五大助听器集团品牌为主。

表 15 安湃声部分代理销售助听器产品；

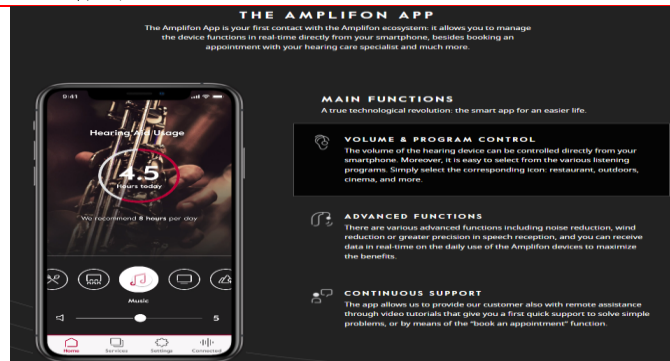
品牌	所属公司	型号	类型	图片
Widex	WS 听力集团	Supper 440	耳道式助听器	
Phonak (锋立)	索诺瓦听力集团	V90	耳背式助听器	
Resound	瑞声达听力集团	LiNX <sup>2</sup> 9	耳背式/耳道、入耳式等	

请务必阅读尾页重要声明

资料来源：安湃声公告，上海证券研究所

数据贯通生命周期，创新驱动应用进步，构建丰富的生态系统。安湃声增长战略以客户为中心，基于安湃声拥有的大量客户数据，运用大数据等技术分析手段挖掘客户需求，并坚持自主创新，构建丰富的安湃声生态系统。其生态系统，以手机应用为中心，客户通过手机端APP能直接对助听器性能进行调配管理，更为重要的是，安湃声手机端APP首次使用人工智能算法实时处理和分析助听器使用数据，并通过预测模型给出电池更换建议和最适合周围环境的程序，延长产品使用期限、提升客户使用满意度。

图 47 安湃声手机端 APP



资料来源：安湃声公司公告，上海证券研究所

此外，安湃声推出产品线生态，通过加强对上游产业链供应的管理，从助听器厂商挑选最新进的助听器型号，呈现给下游客户，满足下游客户对助听器需求的美观化、数字化、便捷性等多样需求。

国内助听器市场潜力大，零售网点竞争格局分散，未来有望诞生连锁龙头。据统计，目前全国约有近万家助听器验配店（点），多以中小连锁和单体店为主，竞争格局分散，国内初具规模的连锁企业除可孚医疗和安湃声外，还有海之声（约有门店 200 家）和惠耳听力（约有门店 1000 家）。受人口老龄化和消费升级等因素影响，国内助听器市场保持快速增长，据安湃声预测 2024 年国内市场规模将突破 10 亿欧元，2030 年中国有望成为全球最大的助听器零售市场之一，安湃声正在加速布局中国市场，目前门店数量已突破 100 家。此外，可孚也正在快速跑马圈地加快门店拓展，当前拥有健耳听直营门店 400 余家，分布在湖南、湖北、广西、广东、四川、山东、北京、上海、江苏等地区。随着资本关注度提升，头部厂家加快开店扩张节奏，行业有望迎来兼并整合，集中度或将提升，未来有望诞生出龙头连锁企业。

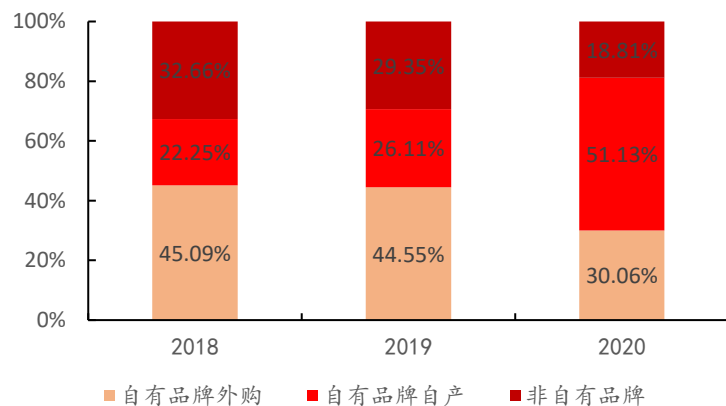
### 3.4 品牌：自有品牌比例不断上升，品牌溢价能力愈发强化

请务必阅读尾页重要声明

公司借鉴自有品牌专业零售商经营模式（SPA 模式），以自有品牌产品为核心，同时引入非自有品牌产品。其中，自有品牌产品方面，基于公司产能不能满足所有产品品类自主生产的需求及提高生产效率方面考虑，公司用产业链分工针对部分品类采用外购成品的模式来组织产品。

公司自有品牌比例不断提高，已初步形成自产为主、外购代理为辅的产品格局。公司成立之初以代理欧姆龙、瑞思迈、罗氏、三诺、鱼跃等国内外知名品牌产品为主，随着业务规模逐渐扩大，在家用医疗器械批发领域的市场地位逐渐提升，通过积极准备自有品牌产品的研发和生产，已实现贸工技成功转型。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，主营业务收入比重分别为 67.34%、70.65%、81.19%。同时，凭借优异的品控管理以及产能的扩产，自有品牌自产占主营业务收入的比例，也从 2018 年的 22.25% 提升至 2020 年的 51.13%，已初步形成自产为主、外购代理为辅的产品格局。

图 48 2018-2020 年公司自有品牌占比



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

核心产品逐步自产，盈利能力持续向好。家用医疗器械行业具有高度的多样性，消费者需求日趋多元化，因此生产企业的生产线必须具备一定的弹性，能够迅速在不同产品、不同型号间完成切换，必须具备多品种的生产能力。公司优先将资金、产能投入到血压计、护理床、红外体温计、助听器、雾化器等核心产品上，自产占比高的产品包括血压计、红外体温计、口罩、护理床、助听器、雾化器等。

表 16 2018-2020 年主要产品品类自有品牌和代理品牌占比

产品品类	产品	2018			2019			2020		
		自有品牌自产	自有品牌外购	代理品牌	自有品牌自产	自有品牌外购	代理品牌	自有品牌自产	自有品牌外购	代理品牌
健康监测类	血压计	77.18%	1.88%	20.94%	76.02%	1.32%	22.66%	84.52%	1.09%	14.39%
	体温计	0.00%	94.84%	5.16%	6.15%	89.70%	4.15%	92.07%	6.19%	1.74%



康复辅具类	助听器	0.00%	49.50%	50.50%	44.85%	12.56%	42.59%	44.08%	4.41%	51.52%
	助行器	91.06%	0.00%	8.94%	96.02%	0.00%	3.98%	98.89%	0.00%	1.11%
	护理床	85.95%	11.31%	2.75%	88.15%	10.66%	1.19%	98.96%	0.49%	0.55%
呼吸支持类	制氧机	0.00%	46.84%	53.16%	1.48%	44.52%	54.00%	7.77%	55.66%	36.57%
医疗护理类	口罩/手套	0.00%	49.25%	50.75%	0.36%	77.30%	0%	63.29%	29.16%	7.55%
中医理疗类	拔罐器	89.54%	0.00%	10.46%	87.83%	0.00%	12.17%	87.20%	0.00%	12.80%

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

**核心零部件逐步自产，打造竞争高壁垒。**公司在销售自有品牌产品的同时，代理销售各类产品领域内知名品牌产品，为消费者提供家用医疗器械产品一站式购齐服务。核心零部件方面，公司的自产比例也在不断上升，血压计臂带、体温计传感器等零部件均已逐步实现自产。

表 17 主要产品零部件自产比例

主要自产产品	主要零部件	自产比例		
		2018 年	2019 年	2020 年
血压计	臂带	13.31%	77.37%	79.77%
	PCBA	100.00%	100.00%	100.00%
体温计	传感器	/	0.00%	46.18%
	PCBA	/	100.00%	100.00%
护理床	床架	100.00%	100.00%	100.00%
	床头板	72.98%	98.76%	88.25%
	床尾板	72.98%	99.10%	94.56%
助听器	PCBA	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

**终端端提价能力强，多品类均经历连续提价。**依托于公司良好的品牌形象、严格的品控，公司多款产品具备终端提价能力。从公司公布的产品价格数据来看，如血糖监测系列、体温计、呼吸机等多种产品 2018-2020 年连续多年提价，未来随着公司自产产品类型进一步丰富，公司品牌力进一步增强，有望使更多产品的平均销售价格继续提升。

表 18 主要产品销售价格（标红为连续四年提价）

产品类型	主要产品	单位	2018	2019	2020
健康监测类	血压计	元/台	89.55	90.18	86.48
	血糖监测系列	元/盒	33.94	33.51	<b>36.45</b>
	体温计	元/支	19.67	17.83	<b>58.32</b>
康复辅具类	轮椅	元/台	554.41	570.19	527.36
	助听器	元/台	181.66	106.53	144.90
	助行器	元/台	106.21	110.17	104.99
	护理床	元/张	962.11	1052.76	<b>1127.45</b>
呼吸支持类	呼吸机	元/台	3510.80	3714.56	<b>4480.58</b>
	制氧机	元/台	1724.87	1668.70	1699.27
	鼻腔护理	元/袋、元/瓶	3.88	5.55	<b>9.42</b>

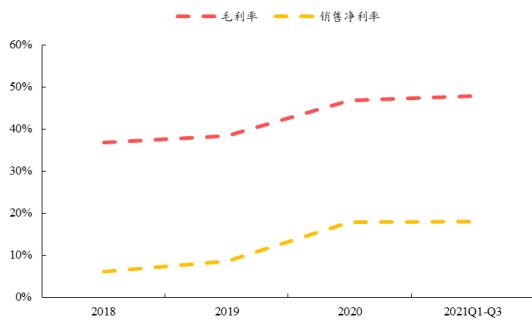
	敷贴/敷料类	元/盒	1.65	4.51	4.23
医疗护理类	口罩/手套	元/盒	1.79	3.58	6.38
	消毒产品	元/盒、元/瓶	2.15	2.50	4.40
	棉球/棉签/棉片类	元/盒	0.93	0.99	1.23
	理疗仪	元/台	158.86	165.15	173.01
中医理疗类	艾叶及制成品	元/盒	7.60	7.58	8.63
	温灸产品	元/盒	2.76	10.74	7.79
	拔罐器	元/盒	16.51	15.14	15.22

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 4 财务分析

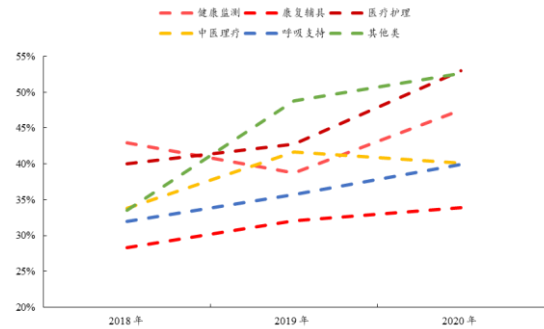
公司毛利率稳步抬升，盈利能力加强。2021年公司前三季度毛利率为47.89%，相较2018年增长了11.06个百分点，预计主要由于自产率提升，导致康复辅具、医疗护理板块的毛利率增加，进而提高公司整体毛利率水平。净利率也稳步提高至17.95%，盈利能力稳步加强。

图 49 公司自有品牌的助听器产品



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 50 2018-2020 年公司五大板块毛利率走势

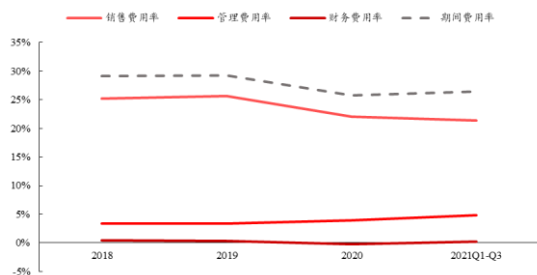


资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

精细化管理持续深入，期间费用率逐步下降。公司充分运用信息化管理手段，通过精细化管理实现整体运行效率的提升。各项费用率结构稳定，期间费用率保持良好下降势头。2021年前三季度期间费用率为23.69%，较20年底下降0.17pct，随着各项制度的完善和管理水平的发展提高，费用率有望持续优化。

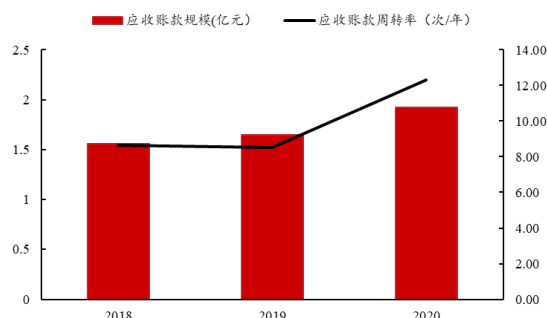
公司营运能力突出，应收账款周转率等指标高于行业平均水平。公司2018-2020年应收账款规模不断增加，从2018年的1.56亿元增长至2020年的1.92亿元，主要原因系营业收入规模扩大所致。得益于公司线上、线下同步发展的销售模式，尽管应收账款规模增大，公司应收账款周转率不断改善，2018-2020年应收账款周转率分别为8.64次/年、8.52次/年、12.31次/年，高于行业平均水平。

图 51 2018-2021 年 Q1-Q3 公司费用率变化



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

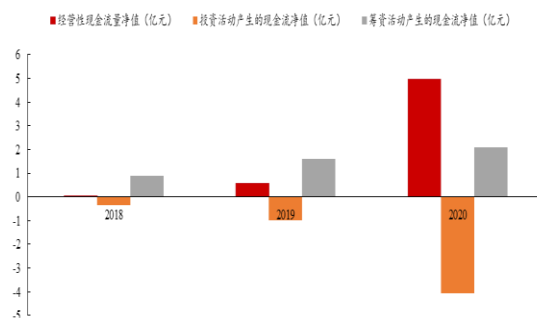
图 52 2018-2020 年公司应收账款规模（万元）及周转次数



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

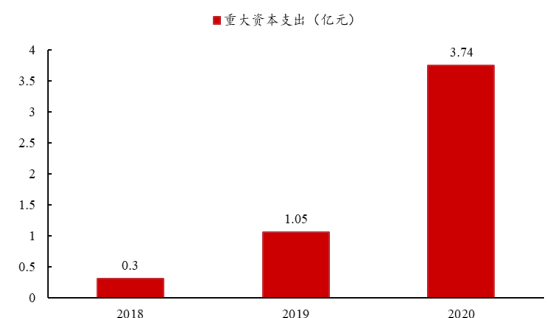
公司现金流状况良好，资产投资力度加大。公司经营性现金流从 2019 年的 0.57 亿元增长至 2020 年的 4.96 亿元，现金流状况大幅改善，这得益于公司销售持续增长与良好的销售回款情况。2020 年投资现金流出 4.08 亿元，相比于 2019 年有较大幅度增长，其主要是为了提升自主生产能力和研发能力而进行的无形资产、固定资产等投入。

图 53 2018-2020 年公司现金流量情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 54 2018-2020 年公司重大资本支出情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 5 盈利预测分析

### 5.1 关键假设及盈利预测

公司收入按业务类型可拆分为：健康监测业务、康复辅具业务等多项。

1) 健康监测业务：体温计销量在 2020 年疫情爆发期间销量大增，对收入增速贡献巨大，预计在疫情得控后需求将出现下滑，由于 21 年来国内疫情局部反复，体温计需求依旧较大，因此我们

假设体温计近年需求较20年下滑，但仍高于19年水平。此外，公司血糖仪和血压计疫情期间销量受损，随着疫情得控叠加本次募投项目落地，叠加公司自产率提高，预计需求将得到释放。其他产品中包含公司22年新推出的尿酸检测产品、幽门螺杆菌检测试纸、血氧仪等产品，有望带来业绩新增量。暂不考虑新冠抗原自测产品带来的收入贡献。综上，我们假设健康监测业务21-23年收入同比增速分别为-19%、44%、27%。预计21年毛利率受体温计销售下滑影响小幅下降，之后随着自产率提升，毛利率维持稳定。我们假设健康监测业务21-23年毛利率分别为47%、48%、49%。

2) 康复辅具业务：20年收入下滑主要是疫情影响下居民出行减少导致轮椅类业务需求降低。随着疫情得到控制，轮椅类需求将逐步得到释放。考虑到21年起公司大力发展线下健耳助听器业务，预计助听器销售2021年起将实现大增，带动收入大幅增长，我们假设22-23年新开门店分别为400、500家，助听器销售有望维持高增。此外，公司收购的背背佳、吉芮电动轮椅的销售收入将于2022年并表。综上，我们假设康复辅具业务21-23年收入同比增速分别为69%、76%、48%。考虑助听器和电动轮椅等占比明显提升的产品毛利率较高，我们认为公司康复辅具业务毛利率提升将较为明显，假设康复辅具业务21-23年毛利率分别为41%、46%、50%。

3) 医疗护理业务：医疗护理主要产品口罩和手套受疫情影响销量大增，疫情得到控制后需求将减少，但公司如医用敷料、一次性PVC手套等产品自产率不断上升，有望为业绩带来贡献。随着公司推出的医用敷料透明质酸钠修复贴上市，22年有望热销。综上我们假设医疗护理业务21-23年收入同比增速分别为-15%、-1%、5%。假设疫情后，部分疫情类产品价格因需求减少出现下降，21年后毛利率出现些许下滑，随着公司产品自产率提升，盈利能力改善，我们假设医疗护理业务21-23年毛利率维持稳定，分别为51%、51%、51%。

4) 中医理疗业务：20年增速下降原因在于疫情期间中医理疗类需求被抑制，后有望逐步回升。我们假设中医理疗业务21-23年收入同比增速分别为27%、26%、26%。公司如理疗仪等产品店铺前期运营状况良好，在未来具备持续提价基础，盈利能力改善。此外，其他产品还包括退热贴、远红外腰腿疼痛贴等高毛利产品，随着市场需求扩张、规格增加，在中医医疗业务占比提升，进而盈利能力改善。预计公司该业务毛利率有望升。我们假设中医理疗业务21-23年毛利率分别为42%、43%、44%。

5) 呼吸支持业务: 20 年收入下降主要是因为疫情影响, 制氧机线下渠道销量下降。但考虑到公司陆续推出新款呼吸机及制氧机, 消费需求恢复正常后该业务增速将提高。我们假设呼吸支持业务 21-23 年收入同比增速分别为 36%、36%、40%。公司该业务随着零部件及自产率提升, 毛利率将持续改善, 我们假设呼吸支持业务 21-23 年毛利率分别为 42%、44%、44%。

6) 其他产品: 是指除了五大板块以外的家用医疗器械或其他产品, 收入占比较小。随着公司收入规模扩大, 其他产品收入规模有望平稳增长。参考招股书中提供的家用医疗器械行业增速数据, 我们假设其他产品业务 21-23 年收入同比增速分别为 45%、35%、35%。毛利率水平基本保持稳定, 21-23 年毛利率分别为 54%、54%、54%。

7) 其他业务: 其他业务收入占营业收入比重较小, 主要为 T-mall 可孚医疗器械旗舰店代运营收入等; 2020 年新增仓储配送业务, 收入比重增加, 对其他业务收入增速贡献大。其他业务规模有望跟随公司整体收入保持平稳增长。我们业绩其他业务 21-23 年收入同比增速维持 50%、45%、40%。毛利率水平基本保持稳定, 我们假设其他业务 21-23 年毛利率分别为 50%、50%、50%

8) 费用率: 预计 2022 年销售费用率随着公司逐步实现各地布局, 特别是加速听力验配中心的门店拓展有所提升, 假设 21-23 年销售费用率分别为 22.50%、23.50%、24%。21-23 年公司管理费用率受公司股权激励方案影响, 且公司规模随着业务拓展逐步增加, 综上考虑我们假设 21-23 年管理费用率分别为 2.50%、3.80%、2.80%。考虑到公司持续加大新产品研发和投入, 研发费用率将提升, 假设 21-23 年研发费用率分别为 2.50%、3.0%、3.50%。

**表 19 可孚医疗 2018-2023 年核心业务收入拆分预测**

单位: 亿元/数量: 万	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入合计	10.87	14.62	23.75	24.68	33.19	43.11
YOY	8.42%	35.13%	62.46%	3.89%	34.49%	29.88%
毛利合计	11.54	15.91	21.18	11.54	15.91	21.18
YOY	3.75%	37.87%	33.13%	3.75%	37.87%	33.13%
综合毛利率	36.83%	38.34%	46.84%	46.77%	47.95%	49.14%
销售费用率	25.23%	25.63%	22.04%	22.50%	23.50%	24.00%
管理费用率	2.31%	2.22%	2.07%	2.50%	3.80%	2.80%
研发费用率	1.10%	1.10%	1.86%	2.50%	3.00%	3.50%
财务费用率	0.47%	0.30%	-0.25%	-0.24%	-1.24%	0.07%
归母净利润	0.66	1.24	4.24	4.27	5.65	7.30
YOY		86.76%	242.76%	0.74%	32.22%	29.3%

健康监测板块

健康监测收入合计	4.05	4.02	7.76	6.32	9.07	11.55
YOY	7.83%	-0.60%	93.10%	-18.67%	43.68%	27.30%
健康监测毛利率	42.95%	38.72%	47.47%	46.95%	47.88%	48.51%
<b>康复辅具板块</b>						
康复辅具合计收入	2.48	3.21	2.93	4.97	8.74	12.98
YOY	17.02%	29.39%	-8.62%	69.42%	75.88%	48.49%
康复辅具毛利率	28.34%	32.09%	33.87%	40.96%	45.85%	49.63%
<b>医疗护理板块</b>						
医疗护理类收入	1.65	3.01	8.49	7.22	7.13	7.49
YOY	61.56%	82.04%	181.84%	-15.00%	-1.14%	5.00%
医疗护理类毛利率	40.03%	42.74%	53.01%	51.00%	51.00%	51.00%
<b>中医疗疗板块</b>						
中医理疗累计收入	1.19	2.28	1.85	2.34	2.96	3.74
中医理疗收入增长率	145.14%	91.56%	-19.19%	26.94%	26.37%	26.35%
中医理疗毛利率	33.80%	40.58%	40.15%	41.89%	43.20%	44.12%
<b>呼吸支持板块</b>						
呼吸支持累计收入	1.35	1.89	1.58	2.15	2.94	4.12
YOY	31.83%	40.01%	-16.42%	36.42%	36.27%	40.48%
呼吸支持毛利率	31.97%	35.74%	39.97%	42.33%	43.50%	44.47%
<b>其他产品</b>						
其他产品总收入	0.10	0.15	0.62	0.90	1.22	1.65
YOY	63.24%	45.72%	307.76%	45.00%	35.00%	35.00%
其他产品毛利率	33.55%	48.78%	52.64%	54.00%	54.00%	54.00%
<b>其他业务</b>						
其他业务总收入	0.04	0.06	0.52	0.77	1.12	1.57
YOY	7.28%	34.89%	792.49%	50%	45%	40%
其他业务毛利率	71%	59.05%	47.44%	50%	50%	50%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 5.2 盈利预测结论

根据以上假设,我们预测2021-2023年公司营收为24.68亿、33.19亿、43.11亿元,同比增速为3.9%、34.5%、29.9%,2021-2023年公司归母净利润为4.27亿、5.65亿、7.30亿元,同比增速为0.7%、32.2%、29.3%,对应EPS为2.66、3.52、4.55元,当前股价对应P/E为24.61、18.61、14.39倍。

## 6 投资建议

我们将公司收入主要拆分为两大类:主营业务为家用医疗器械类收入和线下听力验配服务带来的助听器销售收入。对此我们采用分部估值:

**1) 听力验配服务:**公司自2020年起加大了全国范围内的门店拓展力度,预计2021-2023年新增门店240家、400家、500家,请务必阅读尾页重要声明



结合我们预测的公司听力门店爬坡模型，我们预计 2021-2023 年听力验配服务带来的助听器销售收入分别为 1.33 亿元、2.92 亿元和 5.29 亿元，预计贡献净利润分别为-0.10 亿元、-0.07 亿元和 0.17 亿元。由于 22-23 年公司新开听力验配门店规模大，带来成本压力较大，当期利润贡献不明显，假设 24 年公司维持 500 家新开门店节奏，结合门店爬坡模型，公司大部分门店已经进入稳定盈利期，我们预计 24 年听力验配服务贡献的利润约为 0.69 亿元，假设 23-24 年净利润按 5% 折现到 2022 年，则 2022 年听力验配服务贡献的净利润合计约为 0.78 亿元。此类业务，具有医疗服务属性，我们选取业务性质类似的标的，如从事近视光服务的欧普康视和医疗零售业态的益丰药房、大参林及老百姓作为参考对象，假设给予 35 倍 PE 估值，则对应市值约为 27.5 亿元。

**表 20 可比公司比较 (1)**

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)					P/E(X)			
		2022-3-15	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
603939	益丰药房	42.46	1.46	1.31	1.68	2.14	29	32	25	20	
603233	大参林	30.69	1.62	1.41	1.77	2.23	19	22	17	14	
603883	老百姓	36.80	1.38	1.52	1.88	2.31	27	24	20	16	
300595	欧普康视	33.50	2.38	0.71	0.95	1.26	14	47	35	26	
平均值							22	31	24	19	

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (上述公司均采用 Wind 一致性预期)

**2) 家用医疗器械类收入:** 保守情况下，暂不考虑新冠抗原自测产品拿到授权后带来的销售收入，剔除掉听力验配服务带来的收入和利润，我们预计公司 2021 年至 2023 年，公司家用医疗器械类收入分别为 23.35 亿元、30.27 亿元和 37.82 亿元，预计 2021 年至 2023 年贡献归母净利润分别为 4.37 亿元、5.72 亿元和 7.13 亿元。由于公司 21 年募投资金较多，剔除掉我们估计的 22 年的利息收入，则 22 年扣非归母净利润约 5.32 亿元。根据公司招股说明书，我们选取鱼跃医疗、振德医疗、稳健医疗作为可孚医疗主营业务的可比公司。参考三家公司平均估值水平，假设给予 25 倍估值，则 2022 年主营业务家用医疗器械类收入对应的市值约为 132.9 亿元。

**表 21 可比公司比较 (2)**

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)					P/E(X)			
		2022-3-16	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002223	鱼跃医疗	26.13	1.75	1.51	1.71	2.04	15	17	15	13	
603301	振德医疗	37.21	12.50	2.64	2.93	3.80	3	14	13	10	
300888	稳健医疗	67.25	9.79	3.45	4.20	5.09	7	19	16	13	
平均值							8	17	15	12	

301087	可孚医疗	65.53	3.53	2.66	3.52	4.55	19	25	19	14
--------	------	-------	------	------	------	------	----	----	----	----

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (除可孚医疗外, 其余公司均采用 Wind 一致性预期)

整体看公司合计市值约为 160.4 亿元, 结合公司家用医疗器械类产品自产率不断提升、核心零部件逐步自主生产, 且康复辅具类、中医理疗类产品短期有望实现量价齐升局面, 公司业绩有望实现高增长, 此外公司大力发展健耳听力线下验配门店, 未来成长空间大, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 7 风险提示

**核心技术泄密风险:** 公司系高新技术企业, 拥有 163 项专利, 部分产品及技术在家用医疗器械领域具有较突出的优势和领先地位。若公司相关核心技术失密或被他人盗用, 可能会损害公司的竞争优势, 并对公司生产经营带来不利影响。

**新产品研发风险:** 医疗器械行业对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长, 为持续保持公司在行业内的核心竞争力, 公司需要精确掌握市场需求及技术发展趋势, 不断研发新技术及新产品。在新产品研发的过程和后续上市审核环节中, 都可能出现问题导致研发进程受阻, 发生产品研发风险。

**业务规模扩张带来的管理风险:** 随着募集资金投资项目的实施和业务规模的扩张, 公司资产、收入规模将会进一步扩大, 员工人数也会相应增长, 需要公司在资源整合、供应商客户管理、产品研发与质量管理、组织机构、内部控制等诸多方面进行调整, 对各部门工作的协调性、严密性、连续性也提出了更高的要求。如果管理层不能结合实际情况适时调整和优化管理体系, 将可能削弱公司的市场竞争力, 影响可持续发展, 存在业务规模扩张带来的管理风险。

**知识产权风险:** 公司拥有的专利、商标等知识产权是公司核心竞争力的重要组成部分。如果公司的知识产权不能得到充分保护, 公司未来业务发展和生产经营可能会受到重大不利影响。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	557	4059	4624	5442
应收票据及应收账款	192	370	514	672
存货	402	565	746	947
其他流动资产	104	57	75	95
流动资产合计	1256	5051	5960	7157
长期股权投资	6	6	6	6
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	179	175	193	204
在建工程	83	304	302	317
无形资产	203	198	193	188
其他非流动资产	67	215	341	412
非流动资产合计	539	898	1034	1127
<b>资产总计</b>	<b>1795</b>	<b>5950</b>	<b>6994</b>	<b>8283</b>
短期借款	280	0	0	0
应付票据及应付账款	336	676	900	1151
合同负债	2	53	69	88
其他流动负债	116	621	815	1040
流动负债合计	734	1350	1784	2278
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	61	103	94	92
非流动负债合计	61	103	94	92
<b>负债合计</b>	<b>795</b>	<b>1453</b>	<b>1878</b>	<b>2370</b>
股本	120	160	160	160
资本公积	431	3261	3261	3261
留存收益	446	873	1438	2168
归属母公司股东权益	996	4294	4859	5589
少数股东权益	4	7	12	18
<b>股东权益合计</b>	<b>1000</b>	<b>4301</b>	<b>4870</b>	<b>5607</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1795</b>	<b>5950</b>	<b>6994</b>	<b>8283</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>496</b>	<b>1081</b>	<b>697</b>	<b>886</b>
净利润	425	431	569	736
折旧摊销	30	38	35	34
营运资金变动	5	603	90	116
其他	36	10	2	0
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-408</b>	<b>-316</b>	<b>74</b>	<b>88</b>
资本支出	-373	-290	30	40
投资变动	-35	-30	40	42
其他	0	4	4	6
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>208</b>	<b>2737</b>	<b>-205</b>	<b>-156</b>
债权融资	240	-89	-105	-103
股权融资	0	2830	0	0
其他	-33	-4	-100	-53
<b>现金净流量</b>	<b>295</b>	<b>3502</b>	<b>565</b>	<b>818</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2375</b>	<b>2468</b>	<b>3319</b>	<b>4311</b>
营业成本	1263	1313	1728	2192
营业税金及附加	20	21	28	37
销售费用	523	555	780	1035
管理费用	49	62	126	121
研发费用	44	62	100	151
财务费用	-6	-6	-41	3
资产减值损失	-23	0	0	0
投资收益	-1	-1	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>503</b>	<b>507</b>	<b>671</b>	<b>867</b>
营业外收支净额	-2	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>500</b>	<b>507</b>	<b>670</b>	<b>866</b>
所得税	75	76	100	130
净利润	425	431	569	736
少数股东损益	1	3	5	6
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>424</b>	<b>427</b>	<b>565</b>	<b>730</b>

**主要指标**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	46.8%	46.8%	47.9%	49.1%
净利率	17.8%	17.3%	17.0%	16.9%
净资产收益率	42.5%	9.9%	11.6%	13.1%
资产回报率	23.6%	7.2%	8.1%	8.8%
投资回报率	33.2%	9.8%	10.9%	13.1%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	62.5%	3.9%	34.5%	29.9%
EBIT 增长率	244.1%	-1.5%	25.5%	38.3%
归母净利润增长率	242.8%	0.7%	32.2%	29.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.53	2.66	3.52	4.55
每股净资产	6.21	26.77	30.30	34.85
每股经营现金流	3.09	6.74	4.34	5.53
每股股利				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.32	0.41	0.47	0.52
应收账款周转率	12.37	7.69	7.41	7.35
存货周转率	3.14	2.33	2.31	2.31
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	44.3%	24.4%	26.8%	28.6%
流动比率	1.71	3.74	3.34	3.14
速动比率	1.09	3.31	2.91	2.71
<b>估值指标</b>				
P/E	0.00	24.61	18.61	14.39
P/B	0.00	2.45	2.16	1.88
EV/EBITDA	-0.50	12.07	8.95	5.66

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

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，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。