

盈利能力稀缺，看好家用器械

——家用医疗器械系列研究——

行业评级：看好

2024年8月14日

摘要

□ 分析：品牌力不可忽视，家用器械成为医药盈利能力最强板块

- **现状：**2023年板块净利率（整体法）23%，处于医药生物（申万）板块最高水平；2019-2023年，家用医疗器械板块净利率持续提升，且始终处于医药生物（申万）板块净利率排名前三；
- **原因：**家用器械不可忽视“品牌力”：（1）产品持续高端化，带来高毛利率；（2）线上渠道占比高、客群共性，新品快速放量；（3）“品牌力”影响下，产品放量形成规模效应，拉动净利率提升

□ 展望：未来盈利能力依然稀缺，看好家用器械板块

- **行业需求高增，产品放量下规模效应有望持续凸显。**2020-2025E家用器械市场规模CAGR14%，高于医疗器械市场11%的CAGR，是医疗器械板块稀缺高增长赛道，需求拉动下产品放量，规模效应有望持续凸显；
- **在手现金充足、应收账款周转率大幅提升，产品拓展下品牌影响力有望持续强化。**在手现金充足，为其产品拓展提供了较好的资金基础+渠道库存出清、新品放量可期；多元化产品放量有望进一步强化品牌效应，强者恒强；
- **研发投入加强、产品持续高端化，净利率有望持续提升。**

□ 投资建议

- 家用器械在医药生物（申万）板块中ROE最高，估值较低。我们看好家用医疗器械板块，推荐其中品牌力强、产品力强，产品&渠道持续拓展带来收入利润增量的企业，推荐鱼跃医疗，关注三诺生物、怡和嘉业、九安医疗、可孚医疗等。

□ 风险提示：行业竞争加剧的风险；国际政策/环境变动的风险；商誉减值的风险；产品商业化不及预期的风险。

目录

CONTENTS

01 家用器械何以高盈利？

- 产品高端化，毛利率高
- 渠道共通性，产品放量快
- 品牌壁垒强，规模效应凸显

02 高盈利是否可持续？

- 高需求仍在，规模效应有望持续凸显
- 在手现金充足，多元化拓展强化品牌力
- 应收账款周转率提升，新品放量可期
- 高端化拓展持续，利润率有望持续上行

03 个股分析

04 估值与投资建议

05 风险提示

01

家用器械何以 高盈利？

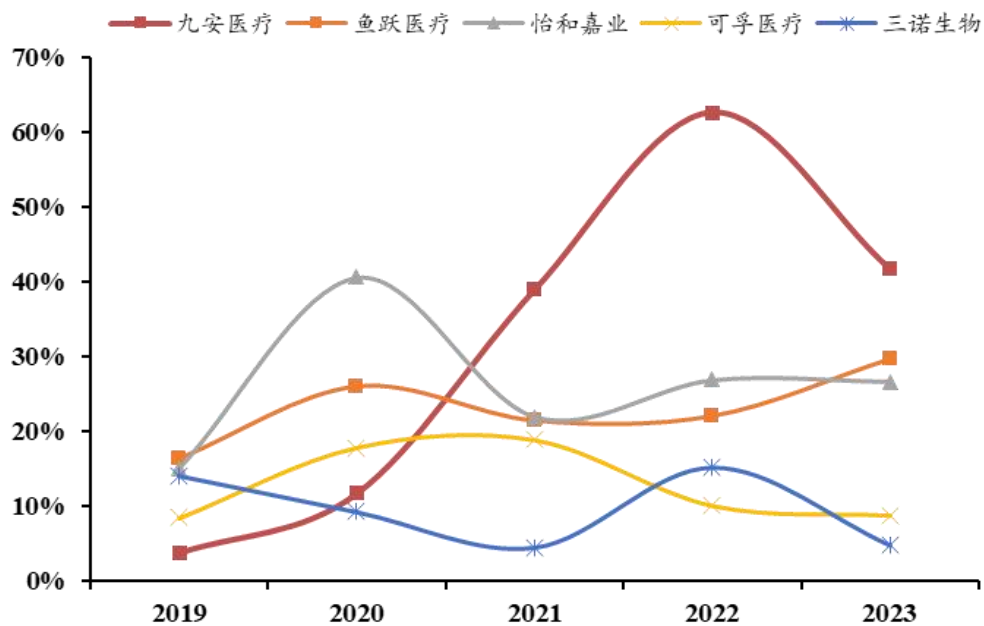
1. 品牌壁垒不可忽视
2. 产品持续高端化
3. 渠道共通，规模效应凸显

家用医疗器械：净利率处于医药行业最高水平

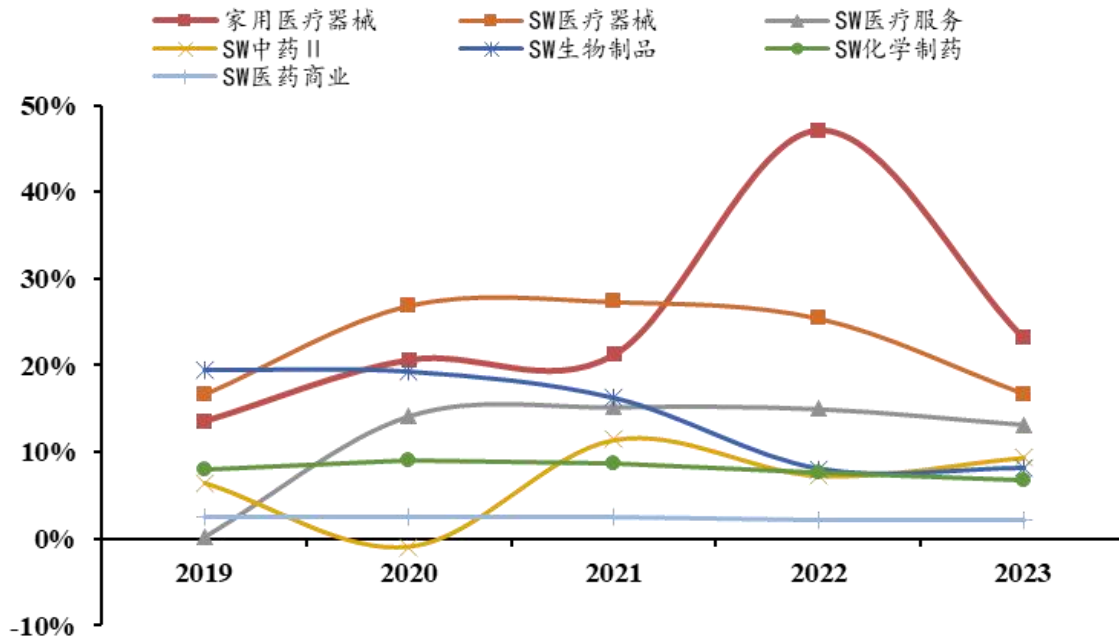
□ 净利率处于医药行业较高水平。

2019-2023年，家用医疗器械板块净利率（TTM，整体法）由14%提升至23%，产品放量与新品拉动下，净利率稳步提升，相比医药生物（申万分类）各板块，2023年净利率处于最高水平，且2019-2023年净利率均处于医药行业前三。我们认为，家用医疗器械“品牌力”壁垒较高，产品高端化下盈利能力仍有望稳步提升，始终处于行业较高水平。

图：2019-2023年家用器械上市企业净利率变化



图：2019-2023年医药生物行业各板块净利率（TTM-整体法）对比

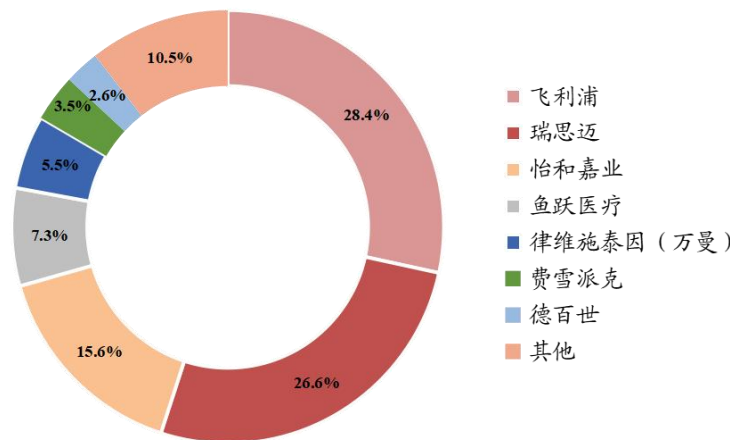


资料：Wind，浙商证券研究所

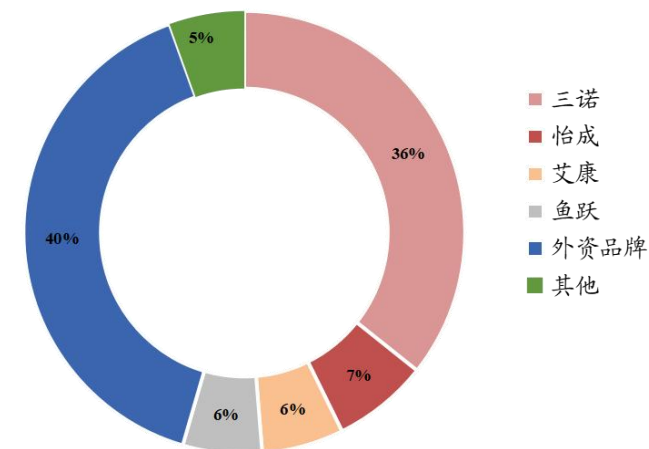
家用医疗器械：供给侧分散≠护城河低

□ **家用器械认知误区：供给侧分散=护城河低。**家用医疗器械产品多样，厂商较多，上市企业依托渠道优势，产品多样化布局。但我们认为，供给侧分散≠护城河低，家用器械产品认证、稳定性、高端化等，均存在技术壁垒，且家用器械品牌力构建主要护城河，带来高盈利能力。

图：2020年我国家用呼吸机竞争格局（以销售额计）



图：2020年我国传统血糖仪竞争格局（以销售额计）



表：我国家用医疗器械上市企业2023年收入构成

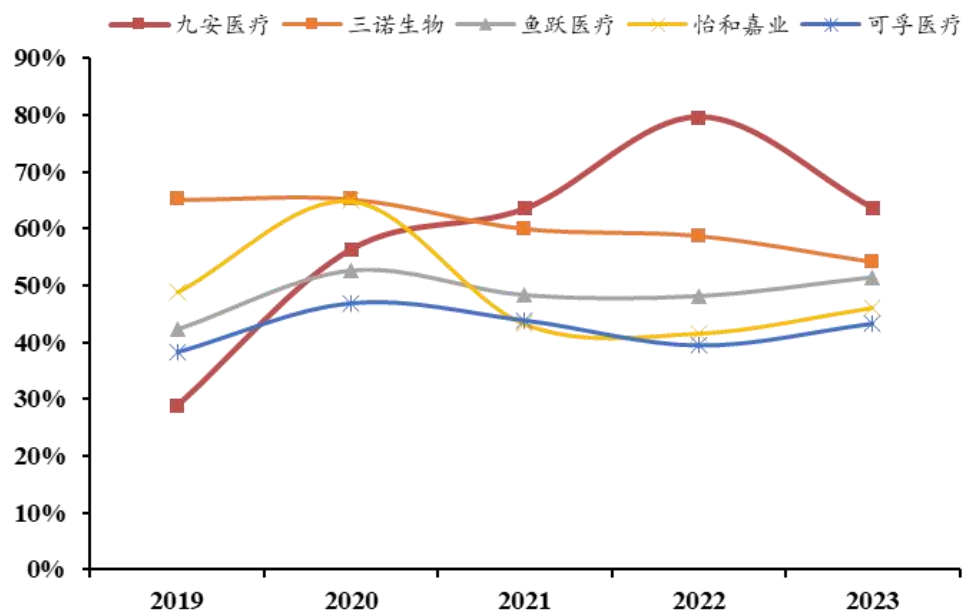
		2023年总收入（亿元）	2023年收入结构
002223.SZ	鱼跃医疗	79.72	呼吸制氧（42%）；家用类电子检测及体外诊断（21%）；康复及临床器械（15%）；感控（9%）；血糖监测（9%）；急救（2%）；其他
300298.SZ	三诺生物	40.59	血糖测试仪（71%）；糖尿病营养、护理等辅助产品（7%）；血脂检测系统（6%）；糖化血红蛋白检测（5%）；iPOCT（4%）；血压计（3%）；其他
002432.SZ	九安医疗	32.31	Ihealth系列（90%）；非自主品牌（4%）；其他（6%）
301087.SZ	可孚医疗	28.54	康复辅具（27%）；医疗护理（26%）；健康监测（21%）；呼吸支持（16%）；中医理疗（5%）；仓储物流服务（4%）；其他
301367.SZ	怡和嘉业	11.22	家用呼吸机（76%）；耗材（17%）；医用产品（6%）；其他

家用医疗器械：产品持续高端化

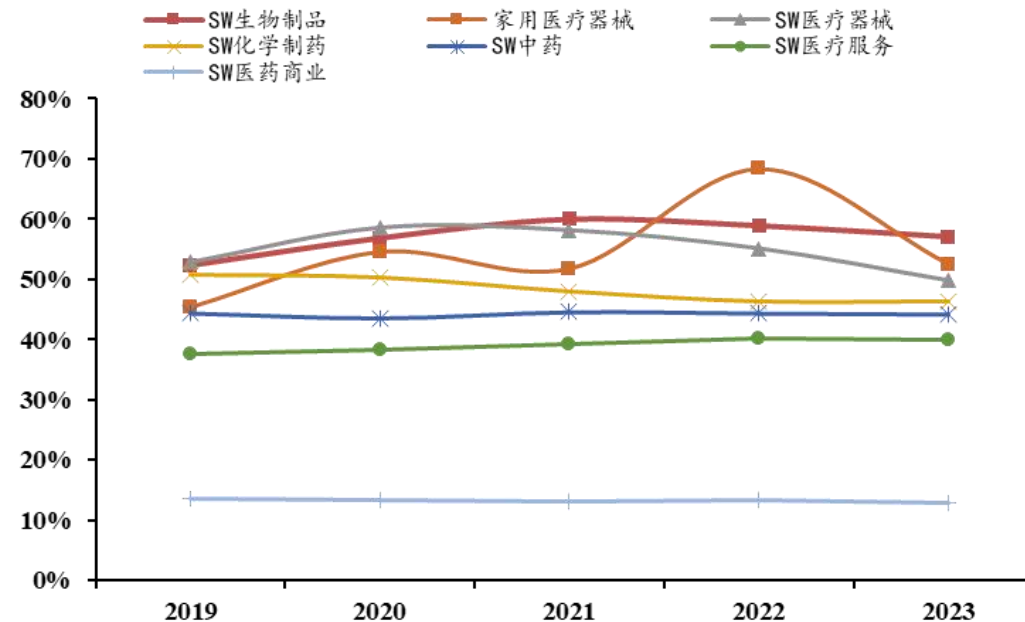
□ 产品力带来高毛利率：产品持续高端化，毛利率提升。

2019-2023年，家用医疗器械板块毛利率（整体法）由45%提升至53%，其中九安医疗、鱼跃医疗、可孚医疗等毛利率均有所提升，产品持续高端化下，毛利率持续提升；在医药板块，2023年，家用医疗器械板块毛利率排名第二，2020-2023年，毛利率持续处于行业排名前三的水平。

图：2019-2023年家用器械上市企业毛利率变化（%）



图：2019-2023年医药生物行业各板块毛利率（TTM-整体法）对比



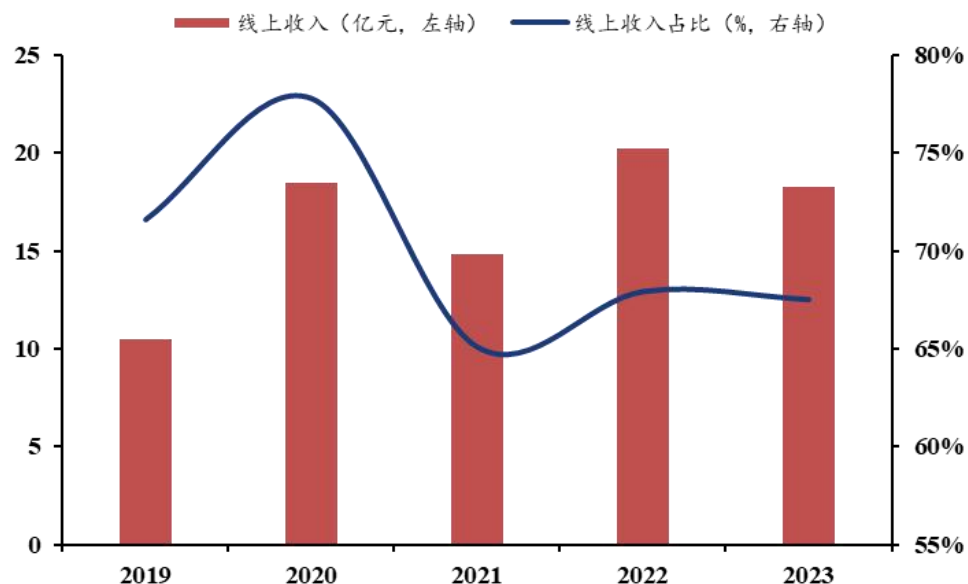
资料：Wind，浙商证券研究所

家用医疗器械：线上渠道共通

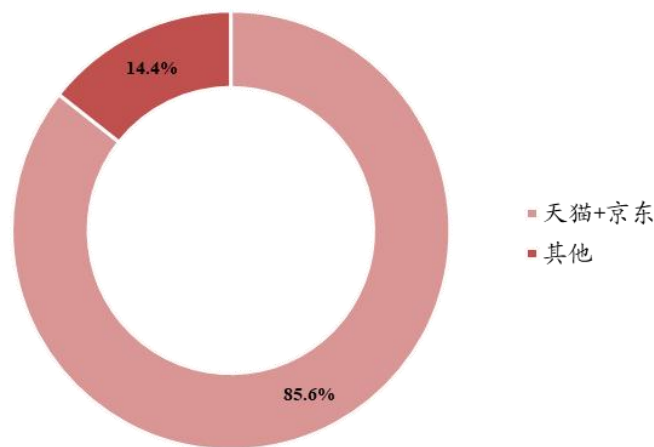
□ 渠道共通、新品放量：线上渠道占比高、客群共性较强，产品有望快速放量。

家用医疗器械线上销售占比较高，以可孚医疗为例，2021-2023年，线上销售占比维持在65%-70%的区间，从其线上渠道看，主要通过自营店铺、直发模式和平台入仓模式在天猫、京东、拼多多、唯品会等主流电商平台进行销售，其中天猫、京东等平台占比较高。我们认为，家用器械线上客群具有很强的共性，线上渠道完善的公司，有望带来更快的新品放量。

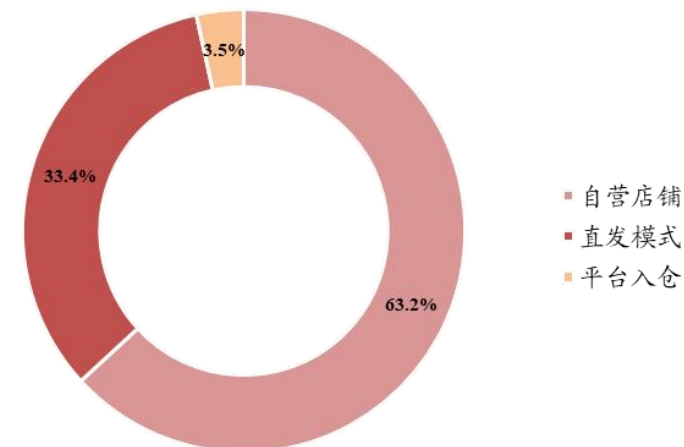
图：2019-2023年可孚医疗线上销售占比变化



图：2020年可孚医疗线上收入结构（按渠道）



图：2020年可孚医疗线上收入结构（按店铺类型）



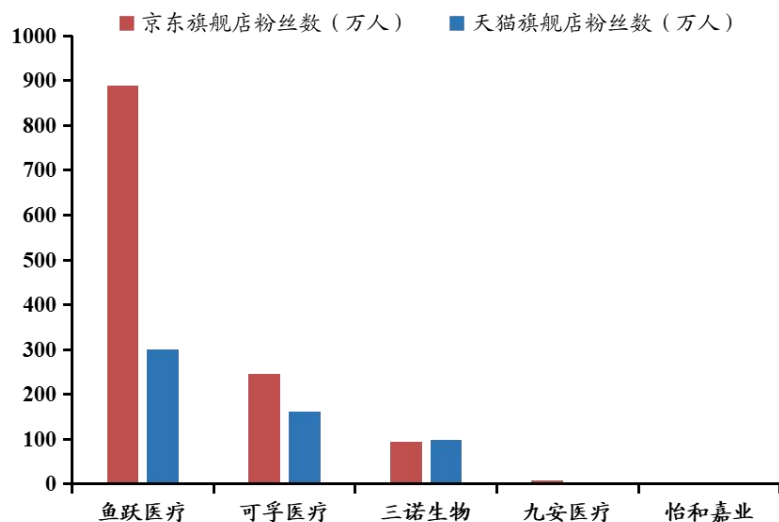
资料：Wind，可孚医疗招股书，可孚医疗年报，浙商证券研究所

家用医疗器械：不可忽视的“品牌力”

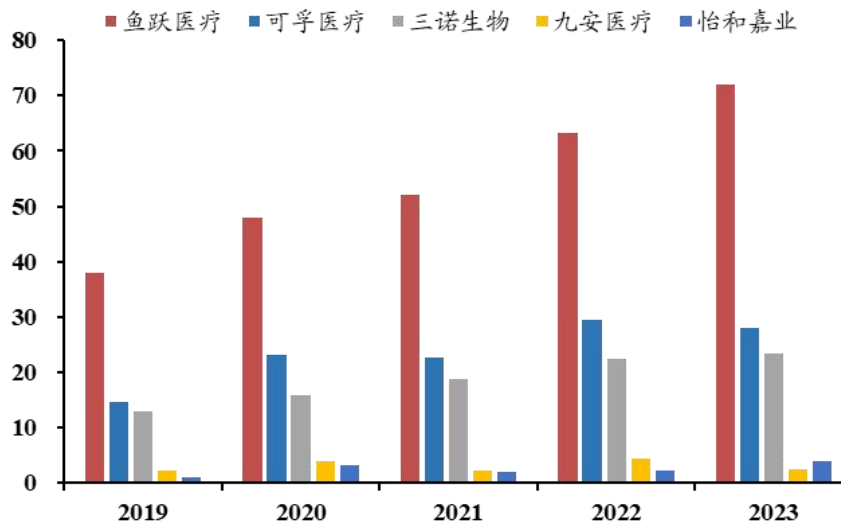
□ 品牌力影响下有望强者恒强：不可忽视的“品牌力”，规模效应凸显，拉动净利率提升。

品牌力的体现：新品快速放量，形成收入与利润拉动。家用器械企业的境内收入与线上粉丝数相关性高 ($R^2=0.9789$)，品牌认可度有助于公司新品快速放量形成收入拉动，产品放量形成规模效应，进一步拉动净利率提升；品牌力的构建：时间积累或成护城河，有望强者恒强。我们认为，品牌力需要时间+产品质量+产品完善度+售后服务等综合评价，构建品牌影响力需要较长时间，形成家用器械较高的护城河。

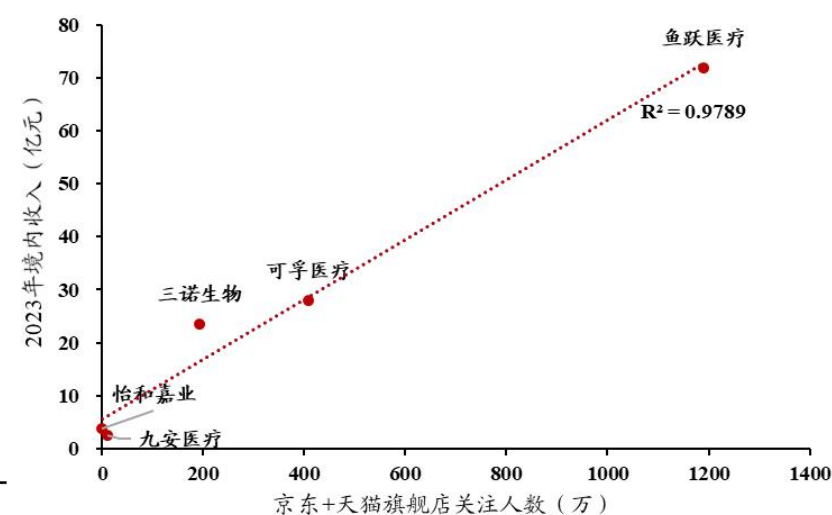
图：2024.8家用医疗器械企业京东+天猫旗舰店粉丝数



图：2019-2023年家用器械上市企业境内收入对比 (亿元)



图：家用器械上市企业粉丝数与境内收入相关性分析



资料：京东官网，天猫官网，Wind，浙商证券研究所

总结：家用器械何以成为医药盈利最强板块？

2023年家用器械板块净利率（整体法）23%，处于医药生物（申万）板块最高水平；2019-2023年，家用医疗器械板块净利率持续提升，且始终处于医药生物（申万）板块净利率排名前三，分析其高盈利能力的原因：

1. 品牌壁垒不可忽视。市场对家用器械存在认知误区，认为其产品技术壁垒较低、护城河较低，但我们认为：（1）家用器械产品认证、稳定性、高端化等，均存在较高技术壁垒；（2）家用器械品牌力构建主要护城河，依据：线上粉丝数高的企业，收入体量更大、产品放量更快；

2. 产品持续高端化。家用器械企业产品逐步向高端化切换，2019-2023年，家用医疗器械板块毛利率（整体法）由45%提升至53%，且2020-2023年，家用器械板块毛利率持续处于医药行业各板块（申万分类）排名前三的水平；

3. 线上渠道共通。线上渠道共通、客群共性，新品有望快速放量，带来规模效应，提升利润率。

02

家用器械盈利 持续性?

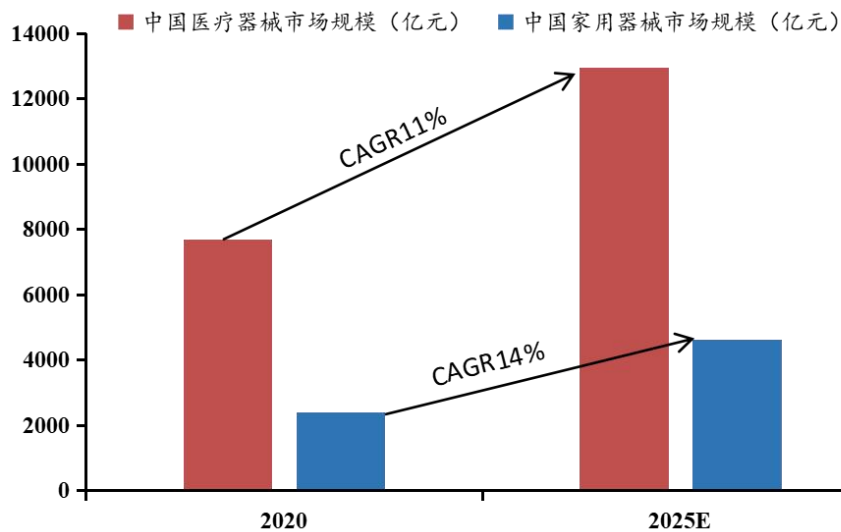
- 1.高需求仍在，个账支付下放量有望加速
- 2.现金充足，产品多元化拓展强化品牌力
- 3.应收账款周转率提升，新品放量可期
- 4.高端化拓展持续，利润率有望持续上行

02 行业变化：人口老龄化+家用需求增长，市场规模CAGR14%

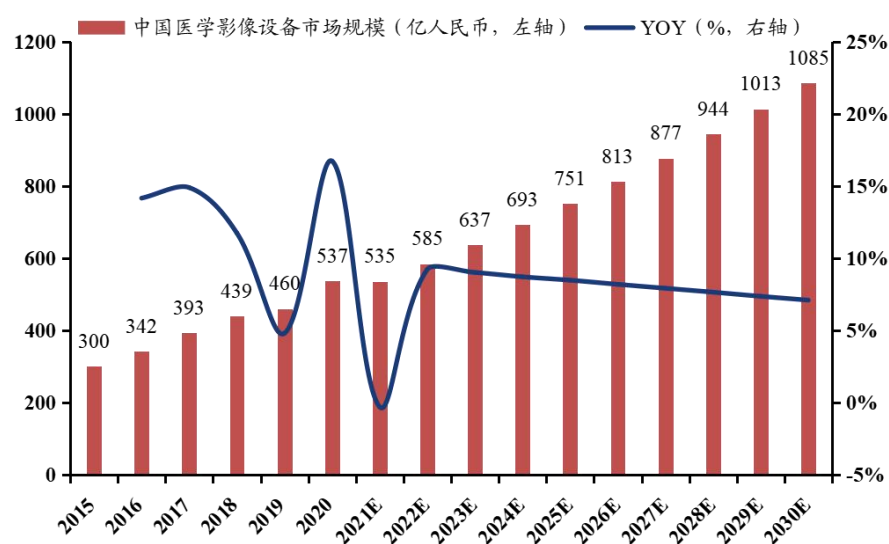
□ 2020-2025E家用器械市场规模CAGR14%，占医疗器械市场比例提升至36%。

受益于人口老龄化带来的家用医疗器械需求增长，家用医疗设备行业有望快速放量。根据怡和嘉业招股书数据，2020年中国医疗器械市场规模7701亿元，其中家用医疗器械2395亿元，占比约31%；2025年中国医疗器械市场规模12945亿元，其中家用医疗器械4638亿元，占比提升至36%，对应家用器械市场规模CAGR14%，高于医疗器械市场11%的CAGR（更是高于院内医疗影像设备7%的CAGR），是医疗器械板块稀缺高增长赛道。

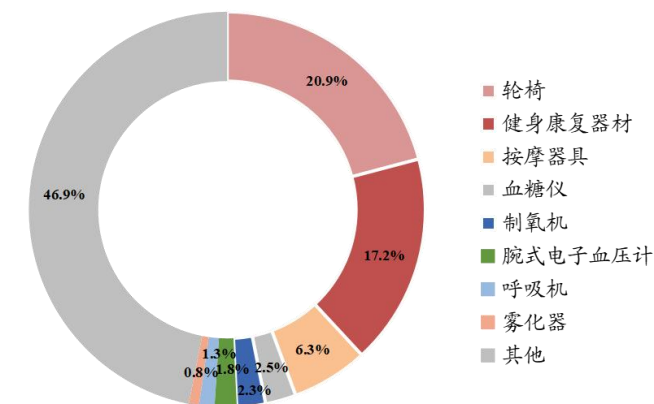
图：2020-2025E我国家用医疗器械市场规模



图：2015-2030E我国医学影像设备市场规模



图：2020年我国家用医疗器械市场分布



资料：沙利文，怡和嘉业招股书，灼识咨询，联影医疗招股书，华经产业研究院，中研网，智研咨询，博研咨询，江西省医疗器械行业协会，浙商证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/388121077107006120>