

锦好医疗 (872925)

深耕助听器领域十余载，打造国产龙头企业 增持 (首次)

2025年01月26日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	195.13	174.88	161.00	204.00	243.00
同比	1.66	(10.38)	(7.93)	26.71	19.12
归母净利润 (百万元)	40.31	11.74	5.69	17.05	25.44
同比	76.16	(70.87)	(51.50)	199.38	49.25
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	0.12	0.06	0.17	0.26
P/E (现价&最新摊薄)	34.20	117.41	242.08	80.86	54.18

投资要点

- **深耕助听器领域十余载，打造国产助听器龙头企业：**聚焦数款高附加值大单品，集中优势研发资源和销售资源重点突破。受境外总需求下降以及美国 OTC 市场恢复不及预期的影响，公司短期盈利能力有所下降。2024 年前三季度公司实现归母净利润-378.71 万元，同比下降 119.76%；扣非归母净利润-555.81 万元，同比下降 131.99%，短期业绩已触底，前期耕耘进入收获期。
- **老龄化加速叠加保健意识提高，助推行业扩容：**1) **老龄化趋势催化银发经济，助听器市场空间广阔。**2015-2019 年，中国助听器行业市场规模从 28.4 亿元人民币增长到 55.1 亿元人民币，在此期间 CAGR 为 18.02%，未来国内助听器市场仍有望实现高速增长。2) **人均可支配收入及居民保健意识提高，助听器市场未来可期。**未来随着收入水平提升、对生活品质要求提高带来的需求释放，以及子女对于老年人听力问题的关注度越来越高，老年医疗保健支出将会节节攀升。3) **海外品牌高度垄断，差异化产品定位抢占市场空间。**五大集团垄断助听器市场，五大集团的旗下子品牌占据了全球助听器市场 90%以上的份额，中国品牌起步较晚，主要面对中低端市场客户群体。
- **技术品牌齐发力，国产替代空间广阔：**1) **收购自研双管齐下，筑牢品牌护城河。**公司高度重视核心技术自有化，目前已经同时拥有数字助听器芯片设计和算法研究开发能力。借助收购 IntriCon 听力健康业务的机会，推出更多基于 IntriCon 中高端芯片产品，完善产品矩阵。2) **“线上+线下”渠道联动，销售拓展能力突出。**线上业务端，公司乘 OTC 政策的东风，积极布局国内外线上销售平台。线下业务端，公司陆续斩获了大型商超、连锁药房等重要客户的直供订单，国内零售业务子公司奥昕医疗已开设近 20 家听力中心，营收稳步提升。3) **持续注重自主品牌建设，发展第二增长曲线。**公司助听器产品目前采取以 ODM 模式为主、自有品牌为辅的经营模式，并持续扩大自有品牌建设的力度，直接触达终端市场。
- **盈利预测与投资评级：**公司专注于助听器领域十余载，聚焦数款高附加值大单品，集中优势研发资源和销售资源重点突破。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.06/0.17/0.25 亿元，同比增速 -51.50%/199.38%/49.25%，对应 EPS 分别为 0.06/0.17/0.26 元，当前股价对应 PE 分别为 242.08/80.86/54.18 倍。可比公司 2024-2026 年 PE 预测均值为 24.19/19.58/16.06 倍。“线上+线下”渠道联动，自主品牌持续建设，中高端产品线将成为新增长点，未来盈利能力不断提升。考虑到公司未来成长性较好，短期业绩拐点已至，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险，地缘政治风险，自有品牌渠道开展不利风险，公司股票流动性风险，公司可持续经营风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.66
一年最低/最高价	8.95/19.64
市净率(倍)	4.11
流通 A 股市值(百万元)	811.14
总市值(百万元)	1,432.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.56
资产负债率(%,LF)	17.79
总股本(百万股)	97.69
流通 A 股(百万股)	55.33

相关研究

内容目录

1. 深耕助听器领域十余载，打造国产助听器龙头企业	4
1.1. 专注于助听器领域，国产助听器第一股	4
1.2. 股权结构清晰，管理团队经验丰富	5
1.3. 短期盈利能力承压明显，第三季度环比有所改善	7
2. 老龄化加速叠加保健意识提高，助推行业扩容	10
2.1. 老龄化趋势催化银发经济，助听器市场空间广阔	10
2.2. 人均可支配收入及居民保健意识提高，助听器市场未来可期	11
2.3. 海外品牌高度垄断，差异化产品定位抢占市场空间	12
3. 技术品牌齐发力，国产替代空间广阔	13
3.1. 收购自研双管齐下，筑牢品牌护城河	13
3.2. “线上+线下”渠道联动，销售拓展能力突出.....	15
3.3. 持续注重自主品牌建设，发展第二增长曲线	16
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	17

图表目录

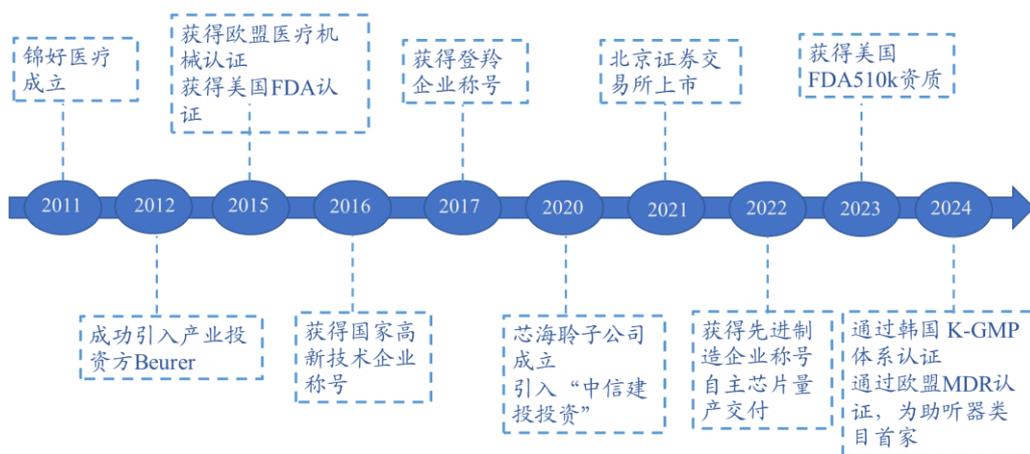
图 1:	锦好医疗发展历程.....	4
图 2:	2023 年公司收入结构分析 (万元)	5
图 3:	锦好医疗股权结构 (截至 2025 年 1 月 20 日)	6
图 4:	锦好医疗营业收入及同比增长率.....	8
图 5:	2019-2024Q1-Q3 归母净利润分析 (万元)	8
图 6:	2019-2024Q1-Q3 扣非归母净利润分析 (万元)	9
图 7:	锦好医疗 2024 年前三季度营业收入及环比情况 (万元)	9
图 8:	残疾性听力损失的患者数量 (亿)	10
图 9:	全球助听器市场规模 (亿美元)	10
图 10:	中国 65 岁以上的人口数量 (万人) 及占比 (%)	11
图 11:	居民人均医疗保健支出及占比.....	12
图 12:	2021 年全球助听器市场份额情况.....	13
图 13:	锦好医疗公司自研芯片.....	14
图 14:	锦好医疗研发费用 (万元) 及占比.....	14
图 15:	锦好医疗公司线下门店.....	15
图 16:	锦好医疗参加 2024 年国际消费电子展.....	16
图 17:	可比公司估值 (截至 2025 年 1 月 22 日)	17
表 1:	锦好医疗高管情况.....	6

1. 深耕助听器领域十余载，打造国产助听器龙头企业

1.1. 专注于助听器领域，国产助听器第一股

专注助听器领域十余载，拼搏缔造国产领头羊。公司成立于2011年，2018年在新三板挂牌，2021年在北京证券交易所首批上市。十多年以来，公司专注于以助听器、雾化器、防褥疮气垫等康复及家用医疗器械为主的产品研发、生产和销售，为个人消费者及广大家庭提供辅助听力、呼吸道疾病治疗、保健护理等功能。

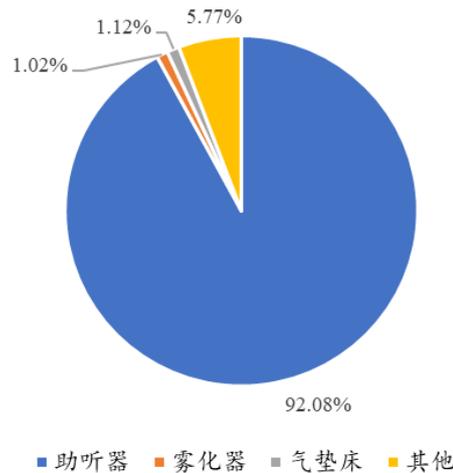
图1: 锦好医疗发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大单品策略初见成效，国产助听器行业翘楚。助听器的研发、生产与销售是公司当前及未来的核心主营业务，是公司的主要收入来源。在全力发展数字助听器，把握助听器产品 OTC 化、智能化、专业化、个性化趋势的基础上，公司根据市场反馈，聚焦数款高附加值大单品，集中优势研发资源和销售资源重点突破。公司未来仍将围绕助听器产品家族，持续进行研发创新、提升产品技术水平、加大新产品的开发力度、深耕海外市场的同时加大对国内市场的品牌投入，致力于打造国产助听器的龙头企业。

图2：2023 年公司收入结构分析（万元）



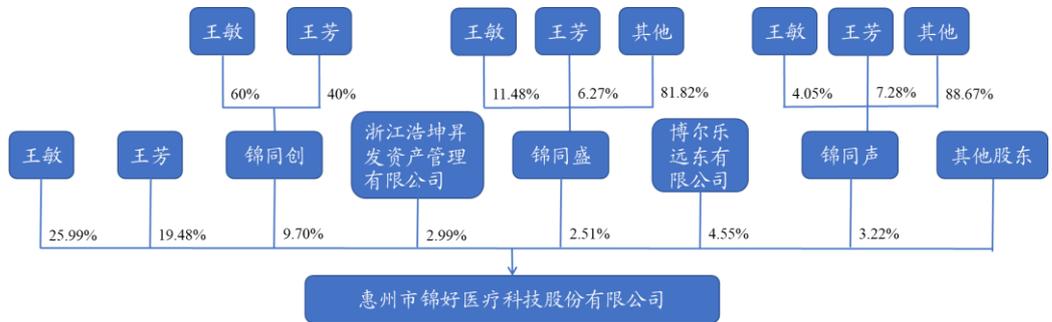
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

资质认证齐全，打通海外销售渠道。公司以海外市场为主，海外销售收入贡献了 85% 左右的营收。目前，公司已获得欧美日韩各国相关资质认证，未来将会持续打通并不断扩展在海外的销售渠道。2023 年，公司新增质量体系一体化审核 MDSAP 证书（包括美国，加拿大，日本三国），取得了美国 FDA510(k) 认证，通过了韩国 K-GMP 体系认证，取得了加拿大 MDL 注册证书，通过了 ISO14001 环境质量体系认证，更新了知识产权体系证书，BSCI 社会责任体系认证等医疗器械行业领域的重要证书，多款产品已获得了包括了加拿大、韩国、东南亚等多国的准入许可证明。2024 年公司新通过欧盟 MDR 认证，为助听器类目首家，未来将在欧盟市场大有可为。在质量管理体系方面，公司顺利通过 MDSAP 体系的监督审核和众多客户的现场审核，在市场准入和质量管理体系上取得的一系列成果，为公司产品推向世界各地扫清了障碍。

1.2. 股权结构清晰，管理团队经验丰富

公司股权结构清晰，持股比例相对稳定，集中度高。截至 2025 年 1 月 20 日，王敏和王芳二人及一致行动人直接或间接控制公司 61.28% 的股权，为公司的实际控制人。公司股东王敏直接持有公司 25.99% 的股份，并通过锦同创、锦同盛和锦同声间接控制公司 15.37% 的表决权，王敏直接及间接控制的股份所享有的表决权足以对发行人股东大会的决议产生重大影响，为公司的控股股东。王芳直接持有公司 19.48% 的股权，是公司的重要控制人。

图3: 锦好医疗股权结构 (截至 2025 年 1 月 20 日)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

管理团队经验丰富, 研发人员创新实力过硬。锦好医疗的管理团队由一群经验丰富的专业人士组成, 涵盖了销售运营总监、高级电子工程师、人力资源总监 HRD 等方面的人员, 拥有坚实的专业技能和丰富的经验。截止 2024 年 3 月 25 日, 公司共有研发人员 86 人, 占公司员工总数的 21.13%, 其中博士 2 人, 硕士 5 人, 研发实力突出, 目前已建立起较为完善、科学的研发创新机制, 形成了一套完整的设计开发控制程序。

表 1: 锦好医疗高管情况

姓名	职务	主要经历
王敏	董事长, 董事	2000 年 1 月至 2003 年 12 月任湖南省天博瓷业有限公司外贸业务员; 2004 年 1 月至 2005 年 12 月任泓润塑胶五金 (深圳) 有限公司外贸经理; 2006 年 3 月至 2010 年 3 月任锦好企业股份有限公司董事; 2010 年 4 月至 2011 年 7 月任惠城区锦好电子厂总经理; 2011 年 8 月至 2017 年 11 月任有限公司董事长兼总经理; 2017 年 12 月至今任股份公司董事长。
王芳	副董事长, 董事、总经理	2006 年 1 月至 2009 年 12 月任醴陵市泉湖企业总公司营销经理; 2010 年 3 月至 2011 年 7 月任惠城区锦好电子厂副总经理; 2011 年 8 月至 2017 年 11 月任有限公司监事、营销总监; 2017 年 12 月至今任股份公司副董事长、总经理。
彭月初	董事、财务总监	1973 年 8 月出生, 本科学历, 注册会计师、注册税务师, 现任公司董事、财务总监。1999 年 12 月至 2002 年 12 月任惠州合正电子科技有限公司高级会计师、财务课长; 2002 年 12 月至 2017 年 5 月任东莞市衣讯实业有限公司财务总监; 2017 年 6 月至 2017 年 8 月任有限公司财务总监; 2017 年 9 月至

		2018年2月任东莞市依诺电子科技有限公司财务总监；2018年3月入职股份公司，2018年7月至2018年11月任奥听贸易财务负责人，2018年10月至2019年5月任股份公司财务总监；2019年6月至今，任公司董事、财务总监。
熊志辉	董事	副教授，集成电路设计专家。2011年获全国发明展览会金奖，2015年获湖南省技术发明奖一等奖，2015年全国发明展览会金奖，获7项发明专利授权。2005年1月至2020年6月，任国防科技大学信息系统与管理学院讲师、副教授；2020年8月至今，任湖南芯海聆半导体有限公司法定代表人、总经理；2020年至今任锦好医疗科技股份有限公司CTO。
段皓龄	董事会秘书	毕业于长沙理工大学，国际经济与贸易专业，2010年4月至2019年12月，在广发证券股份有限公司惠州下埔路证券营业部先后担任客户经理、投资顾问、区域经理助理、机构业务总监。2020年2月至今，就职于惠州市锦好医疗科技股份有限公司。

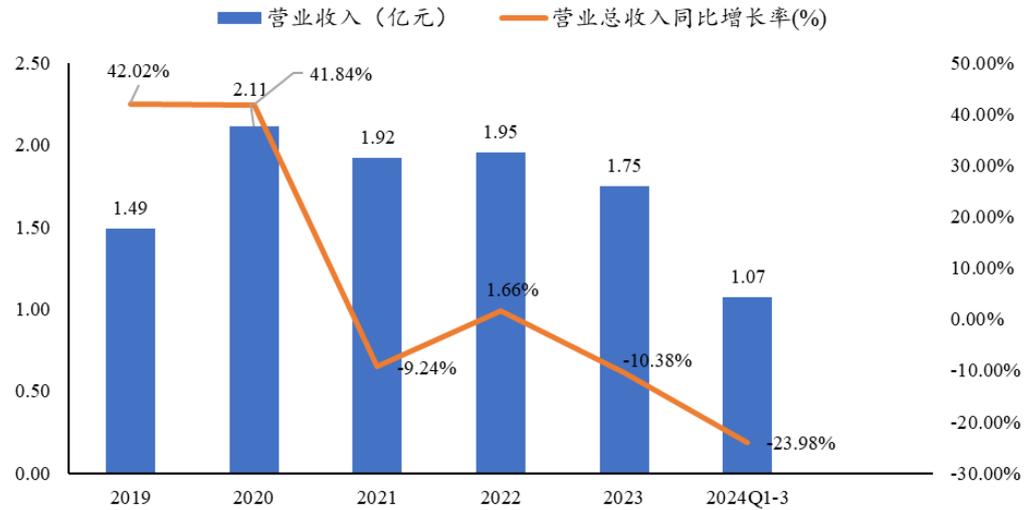
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

股权激励与核心成员深度绑定，人才资源助力未来长远发展。在2023年5月23日，公司董事会和监事会审议通过了《关于2022年股权激励计划首次授予限制性股票第一个解除限售期解除限售条件成就的议案》。公司股权激励计划与员工的业绩和个人考核高度挂钩，截至2024年6月30日，2022年股权激励计划向公司董事、高级管理人员和核心人员累计授予限制性股票67.50万股，股票期权94.50万份，体现了公司对人才资源的重视，实现了与管理层及核心人员的深度绑定，有助于公司长远发展。

1.3. 短期盈利能力承压明显，第三季度环比有所改善

受美元持续加息影响，海外消费需求萎缩，业绩短期承压。由于美联储激进加息，海外市场需求萎靡，公司收入端短期承压明显。2024年前三季度，公司实现营业收入1.07亿元，同比减少23.98%。而在此之前，公司业绩保持着稳健增长的良好发展态势。疫情期间，公司积极克服新冠疫情对海外出行的不利影响以及俄乌冲突对欧洲经济造成的冲击，派遣业务员到美国、日本、欧洲等地参加展会、开发新客户，积极开拓市场，2019-2023年的营收CAGR为3.27%。

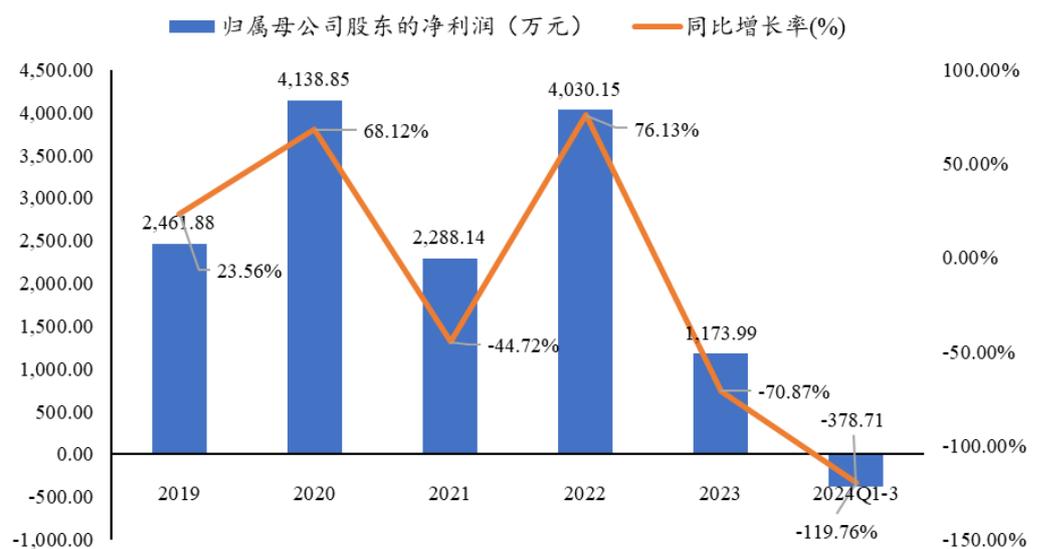
图4: 锦好医疗营业收入及同比增长率



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

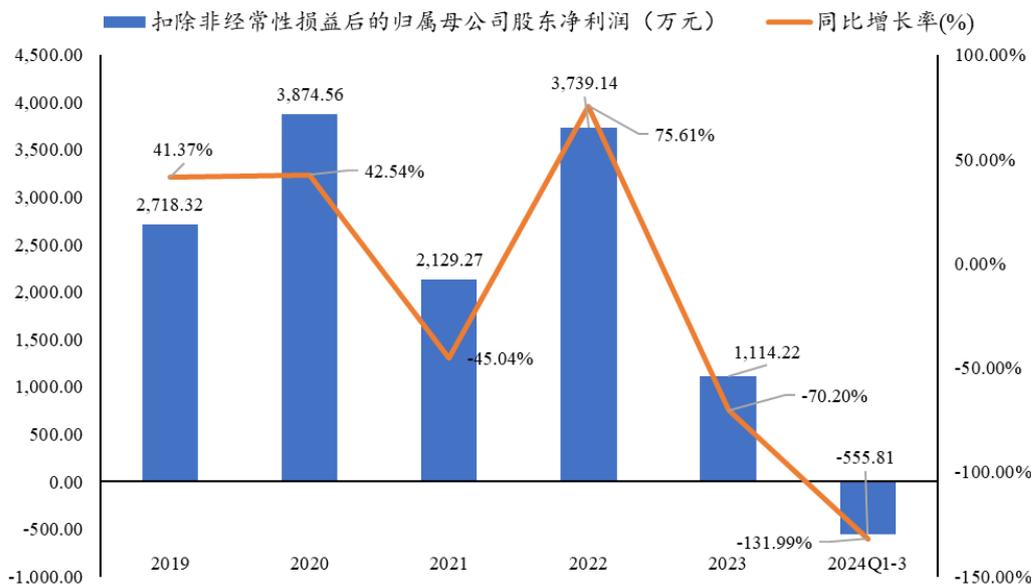
受到境外总需求下降以及美国 OTC 市场恢复不及预期的影响, 公司盈利能力有所下降。2024 年前三季度公司实现归母净利润-378.71 万元, 同比下降 119.76%; 扣非归母净利润-555.81 万元, 同比下降 131.99%。2024 年前三季度实现毛利率 47.84%, 同比下降 5.86%; 净利率 -5.09%, 同比下降 199.35%。

图5: 2019-2024Q1-Q3 归母净利润分析 (万元)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

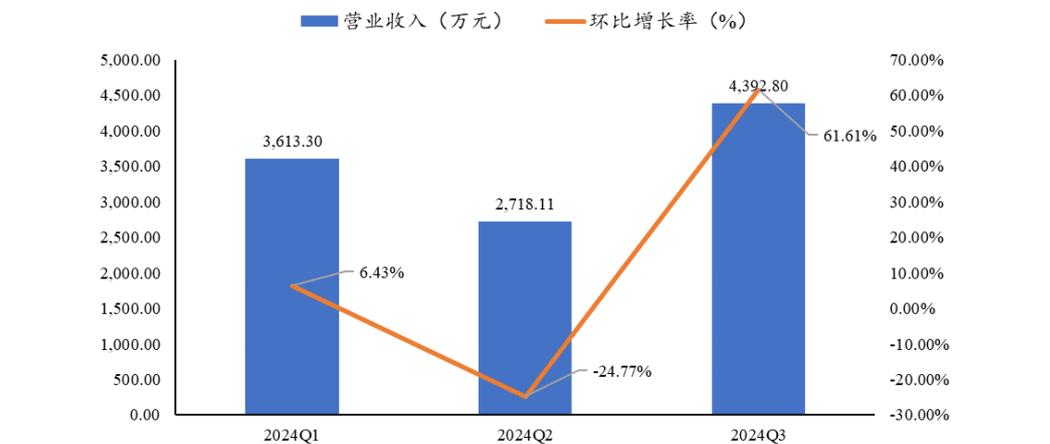
图6: 2019-2024Q1-Q3 扣非归母净利润分析 (万元)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

前期耕耘渐入收获期, 宏观环境改善双轮驱动, 业绩拐点到来。公司 2024 年 Q3 业绩环比改善明显, 实现营业收入环比增长 61.61%, 归母净利润环比增长 114.46%, 扣非归母净利润环比增长 100.34%。随着公司前期的实验室建设、体系拿证 (如 510K、MDR)、海外线上独立站推广和渠道人员扩招等投入已基本进入稳定期, 公司预计后续管理和研发费用将得到有效控制。叠加外部欧美市场降息周期的到来, 公司预计全球市场需求将会进一步回暖。

图7: 锦好医疗 2024 年前三季度营业收入及环比情况 (万元)



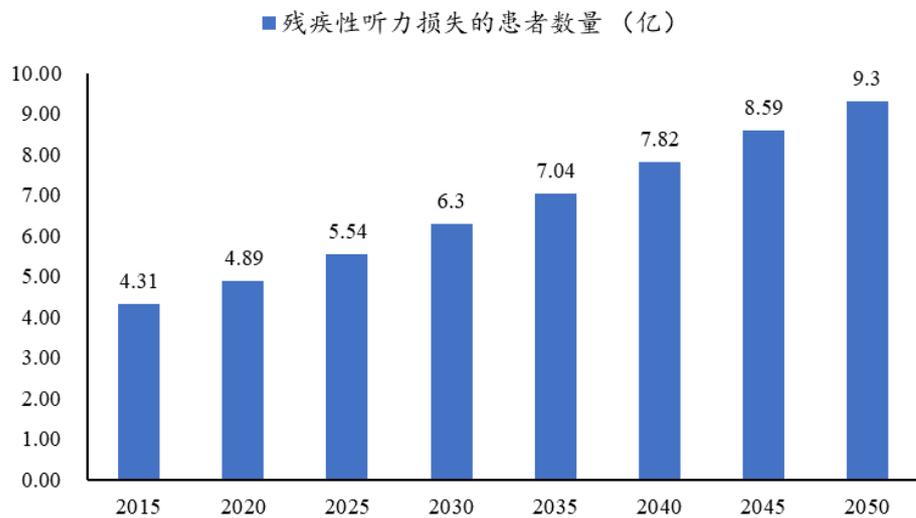
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

2. 老龄化加速叠加保健意识提高，助推行业扩容

2.1. 老龄化趋势催化银发经济，助听器市场空间广阔

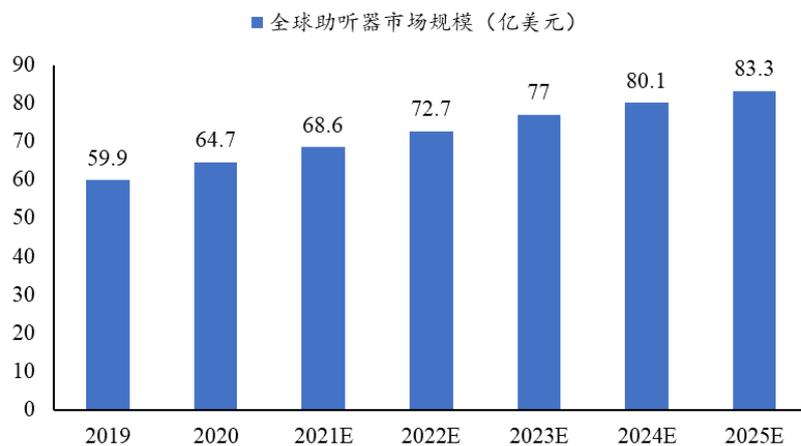
全球残疾性听力损失人群数量呈现上升趋势，助听器市场空间广阔。全球残疾性听力损失人群数量呈上升趋势，WHO 统计 2020 年全球大约有 4.89 亿人患有残疾性听力损失的人群，占全球总人口的 6%，预测 2050 年这一数字将达到 9.30 亿人，2020-2050 年 CAGR 为 2.17%。根据《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，预计到 2025 年全球助听器市场规模有望达到 83.3 亿美元，2020-2025 年 5 年间 CAGR 为 5.18%。

图8：残疾性听力损失的患者数量（亿）



数据来源：WHO，东吴证券研究所

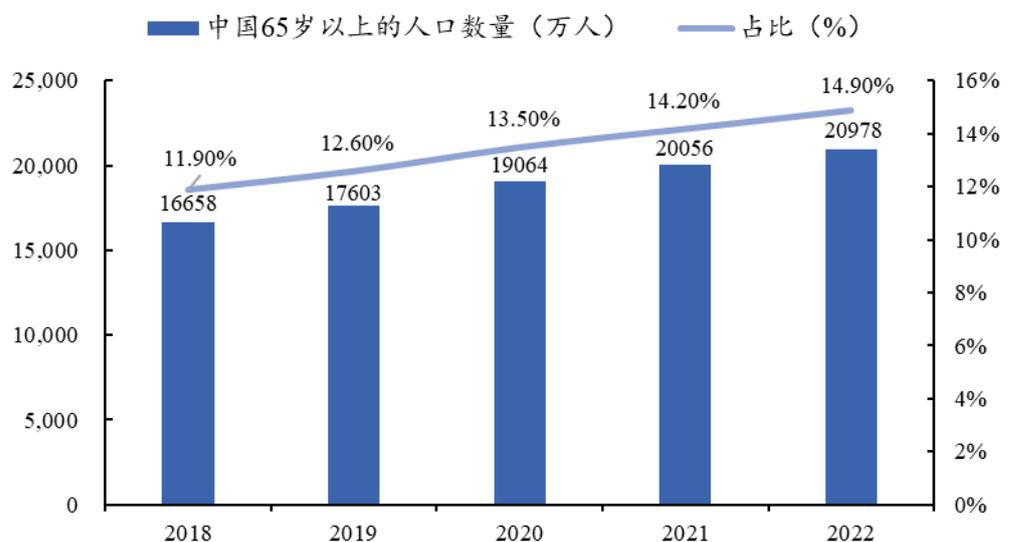
图9：全球助听器市场规模（亿美元）



数据来源：《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，东吴证券研究所

银发经济引市场热点，中国助听器市场空间有望持续扩大。根据国家统计局数据，我国 65 岁以上老年人口占比逐年提升，2022 年达 2.10 亿人，占比达 14.90%，预计到 2035 年左右将进入重度老龄化阶段，60 岁及以上老年人口将突破 4 亿人，在总人口中的占比将超过 30%。在较大的老龄人口基数下，各种老年常见疾病、慢性病的患病人数也随之攀升。在我国，65 岁以上老年人约 1/3 存在中度以上听力损失，75 岁以上老年人中听力损失占比约 1/2。根据《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，2015-2019 年，中国助听器行业市场规模从 28.4 亿元人民币增长到 55.1 亿元人民币，在此期间 CAGR 为 18.02%，未来国内助听器市场仍有望实现高速增长。

图10: 中国 65 岁以上的人口数量 (万人) 及占比 (%)

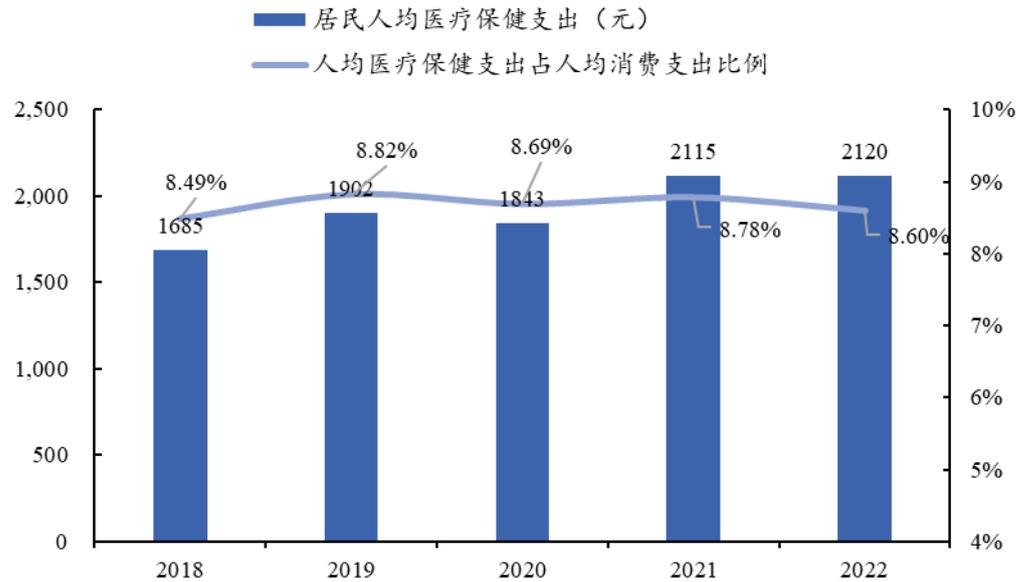


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.2. 人均可支配收入及居民保健意识提高，助听器市场未来可期

经济水平及保健意识的进步有望增加老年人及其子女对于助听器的重视程度。根据公司招股书，因为患者对助听器认知错位，意识不足且认为佩戴助听器不舒服、以及助听器帮助有限、高端产品价格昂贵等原因，助听器在中国的渗透率不超过 5%，远低于大部分欧洲国家的 20% 和日本的 14.4%。2022 年，中国居民人均医疗保健支出达到 2120 元，占人均消费支出的 8.6%，2013-2022 年 CAGR 为 9.8%。未来随着收入水平提升、对生活品质要求提高带来的需求释放，以及子女对于老年人听力问题的关注度越来越高，老年医疗保健支出将会节节攀升，中国助听器市场可挖掘潜力巨大。

图11: 居民人均医疗保健支出及占比

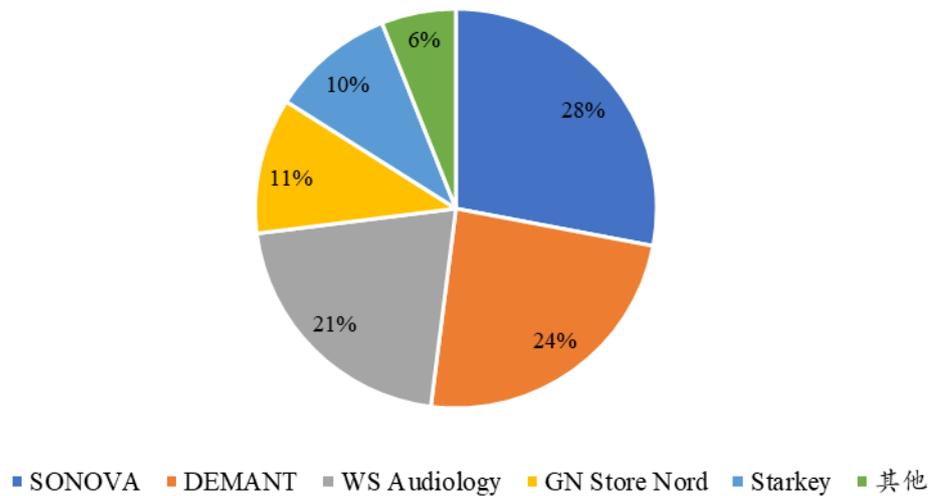


数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2.3. 海外品牌高度垄断, 差异化产品定位抢占市场空间

五大集团垄断助听器市场, 国产品牌起步较晚。根据公司招股书, 助听器市场基本上被五大助听器集团垄断, 占据了全球助听器市场 90%以上的份额, 掌握了助听器领域最领先的核心技术。“五大”旗下品牌以高端数字机和定制机型为主, 主打线下专业验配销售模式, 以销售高端机型为主。国产助听器企业主要销售中低端机型产品, 以非验配模式为主, 瓜分剩余市场份额。此类产品主要面对中低端市场客户群体, 服务于轻、中度听力损失用户, 无需线下验配即可购买, 省去了较为复杂的中间验配环节, 产品以模拟机和少量数字机为主, 价格较低。国外大品牌抢先进入并进行市场推广, 中国助听器市场的需求逐步被激发, 而中国本土助听器企业起步较晚, 近年来保持持续增长不断追赶的态势。

图12: 2021 年全球助听器市场份额情况



数据来源: Ageclub, 东吴证券研究所

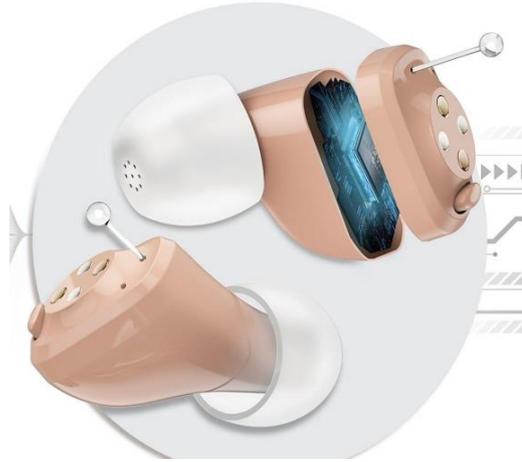
3. 技术品牌齐发力，国产替代空间广阔

3.1. 收购自研双管齐下，筑牢品牌护城河

公司高度重视核心技术自有化，目前已经同时拥有数字助听器芯片设计和算法研究开发能力。2024 年公司已经获得 111 项专利和 11 项著作权，其中发明专利 9 项，集成电路布图 1 项，研发的核心工作和重要成果有，构建助听器啸叫与方向性客观测试系统和言语易懂年度主观测试系统、优化助听器充电方案、助听器软硬件方案一体化等。这些技术进步，不仅提升了用户不同使用场景下助听器的稳定性，而且为助听器音质和言语易懂度等高阶性能提供了测试、评估及优化的系统模型，为公司后续做出更好的产品打下了坚实的基础。

海外并购助力高端体系建设，产品矩阵逐步完善。公司在 2024 年 9 月收购了美国 IntriCon 公司的听力健康业务，包括商标专利、客户供应商、库存设备及技术人才。IntriCon 自 1977 年起从事助听器业务，是全球两大第三方助听器芯片供应商之一，主要提供中高端助听器芯片。收购补足了公司在中高端芯片外购的短板，有助于公司消化吸收其算法，形成技术壁垒，降低采购成本，也与公司目前主要应用在低端机型的芯海聆开发的芯片互补，构建从低端到中高端的完整体系。

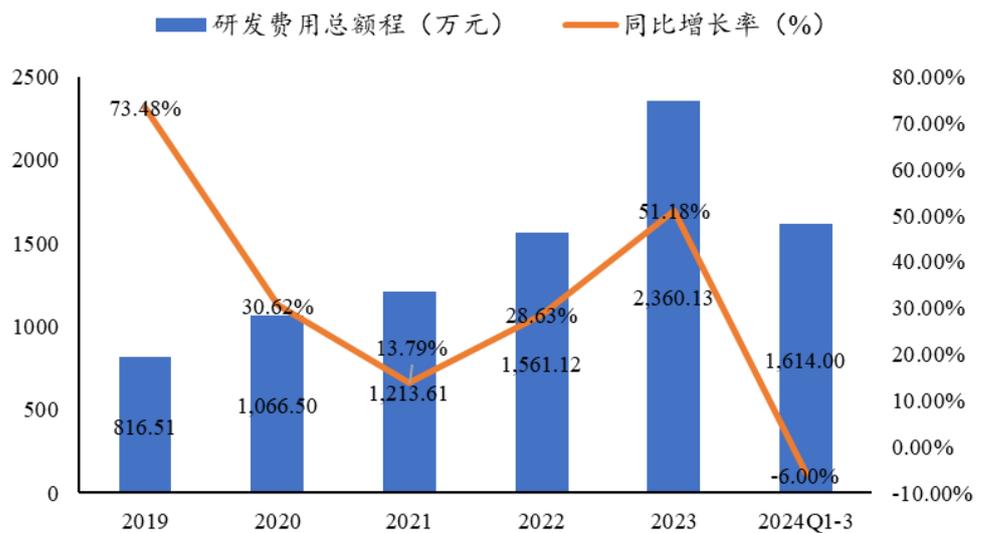
图13: 锦好医疗公司自研芯片



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

重视核心技术研究, 不断加码研发。公司近年来不断加大研发投入, 2024 年研发投入有所控制但依然维持高位, Q1-3 研发费用为 1614 万元, 同比减少 6%, 研发投入占比为 15.50%。未来公司也将重点发展技术创新, 借助收购 IntriCon 听力健康业务的机会, 推出更多基于 IntriCon 中高端芯片的产品, 完善中高低端的助听器产品矩阵。

图14: 锦好医疗研发费用 (万元) 及占比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

3.2. “线上+线下”渠道联动，销售拓展能力突出

线上业务端，公司乘 OTC 政策的东风，积极布局国内外线上销售平台。2021 年 10 月 19 日，美国食品和药物管理局发布了一项具有里程碑意义的提案，即非处方 OTC 助听器提案，旨在改善数百万美国人获得助听器技术的机会并降低其成本。2022 年 8 月份，美国 FDA 完成 OTC 助听器类目最终规范，2022 年 10 月 OTC 助听器法案正式生效。这项举措给助听器行业带来了新的增量市场，也提升了全球助听器的渗透率。OTC 助听器的放开有助于公司拓展海外线上销售业务。近年来，公司不断发展跨境 BTC 业务（海外线上平台，如亚马逊、Ebay、Tiktok、Temu 等），2023 年线上渠道端实现营收 641.64 万元,较同期增长 168.35%。

线下业务端，实体门店的开设是服务于精准定位客户群和稳定经销商的策略选择。得益于海外渠道和听力中心的持续耕耘，2023 年公司陆续斩获了大型商超、连锁药房等重要客户的直供订单，简化了中间步骤，有助于公司直接与大型经销商对接，贡献业绩。截至 2024 年 8 月 28 日，公司国内零售业务子公司奥听医疗已开设近 20 家听力中心，分布于大湾区各主要城市。随着奥听听力中心经营管理渐趋成熟，奥听医疗的营收稳步提升。短期内，受制于国内经济形势消费热情不高及市场竞争较为激烈，以及对于精准用户定位和稳定经销商的选择，公司计划后续可能通过产业并购方式徐徐布局。目前，听力中心更多服务于现有的生产制造和产品研发测试，布局策略还将持续根据市场变化情况来调整。

图15：锦好医疗公司线下门店

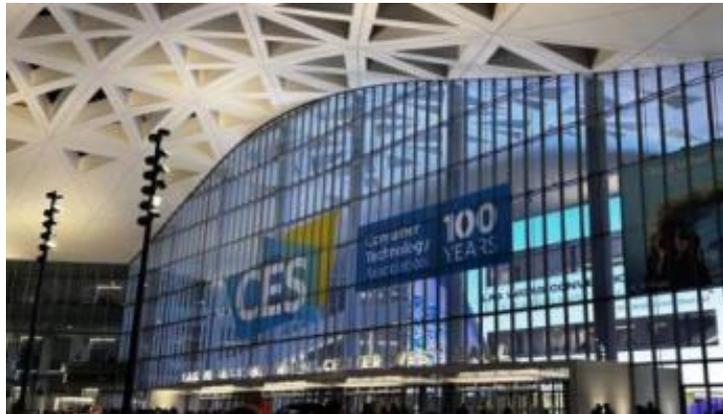


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.3. 持续注重自主品牌建设，发展第二增长曲线

公司助听器产品目前采取以 ODM 模式为主、自有品牌为辅的经营模式，持续扩大自有品牌建设的力度。2018 年起公司开始加大发展自有品牌的人力和资金投入，积极布局国内市场，自有品牌销售逐年增长，自主品牌在独立站、亚马逊、天猫、京东、抖音、线下门店均有销售。受到美国推出 OTC 法案影响，很多终端品牌营销策略激进，库存累积，目前市场处于库存消化阶段。公司为了应对这一现状，在美国成立了孙公司，开展独立站和亚马逊产品运营。基于线上品牌声量，公司选择让产品直接进入沃尔玛等大型商超渠道，未来趋势是全力推广自主品牌，减少中间环节，直接触达终端市场。

图16: 锦好医疗参加 2024 年国际消费电子展



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 盈利预测

公司专注于助听器领域十余载，聚焦数款高附加值大单品，集中优势研发资源和销售资源重点突破。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.06/0.17/0.25 亿元，同比增速-51.50%/199.38%/49.25%，对应 EPS 分别为 0.06/0.17/0.26 元，当前股价对应 PE 分别为 242.08/80.86/54.18 倍。我们选取同为家用医疗器械行业可比公司（鱼跃医疗，九安医疗，乐心医疗）2024-2026 年 PE 预测均值为 24.19/19.58/16.06 倍。老龄化趋势催化银发经济，人均可支配收入及居民保健意识提高，未来助听器市场空间广阔。公司收购自研双管齐下，“线上+线下”渠道联动，持续建设自主品牌建设，中高端产品线将成为新的增长点，伴随盈利能力不断提升。考虑到公司未来成长性较好，短期业绩拐点已至，首次覆盖给予“增持”评级。

图17: 可比公司估值 (截至 2025 年 1 月 22 日)

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002223.SZ	鱼跃医疗	348	34.66	23.96	20.25	23.27	27.12	14.47	17.16	14.93	12.81
002432.SZ	九安医疗	196	40.09	12.52	15.62	16.35	18.03	14.68	12.59	12.03	10.91
300562.SZ	乐心医疗	28	12.71	0.34	0.65	0.87	1.13	72.01	42.83	31.79	24.47
行业平均								33.72	24.19	19.58	16.06
872925.BJ	锦好医疗	14	14.11	0.12	0.06	0.17	0.25	117.41	242.08	80.86	54.18

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 鱼跃医疗、九安医疗、乐心医疗盈利来自于 Wind 一致预测, 锦好医疗为东吴研究所预测

5. 风险提示

- (1) 汇率波动风险。公司主要以海外销售为主, 汇率对于公司会计报表的影响较大。
- (2) 地缘政治风险。海外地缘政治不稳定容易影响民众对于助听器的需求, 则有可能影响营收增长情况。
- (3) 自有品牌渠道开展不利风险。若公司在自有品牌渠道开展不顺利, 则可能会影响产品达到消费者, 短期看来可能营收下降。
- (4) 公司股票流动性风险。由于北交所设立时间相对较短, 整体市场容量相对较小, 市场参与者结构不够丰富, 公司股票存在一定流动性风险。
- (5) 公司可持续经营风险。公司在市场竞争加剧、法规政策变动以及技术更新换代等影响因素下, 面临可持续经营风险。

锦好医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	153	122	130	140	营业总收入	175	161	204	243
货币资金及交易性金融资产	96	73	66	61	营业成本(含金融类)	86	79	100	120
经营性应收款项	14	14	17	21	税金及附加	2	2	3	3
存货	39	33	42	50	销售费用	29	39	41	41
合同资产	0	0	0	0	管理费用	17	13	16	19
其他流动资产	4	3	5	9	研发费用	24	24	30	37
非流动资产	266	287	296	303	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	7	8	9	11	加:其他收益	2	2	3	3
固定资产及使用权资产	120	130	131	127	投资净收益	(1)	0	1	1
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	11	12	17	23	减值损失	(7)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	0	0	营业利润	11	5	17	26
其他非流动资产	128	135	138	141	营业外净收支	0	0	0	1
资产总计	419	409	426	443	利润总额	11	6	18	27
流动负债	46	37	49	61	减:所得税	0	0	1	2
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	1	1	1	净利润	12	6	17	25
经营性应付款项	27	20	28	37	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	4	4	5	6	归属母公司净利润	12	6	17	25
其他流动负债	12	12	15	18	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.12	0.06	0.17	0.26
非流动负债	9	10	12	12	EBIT	12	6	18	27
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	22	31	46	58
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.82	50.82	50.82	50.82
租赁负债	5	6	8	8	归母净利率(%)	6.71	3.54	8.36	10.47
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	(10.38)	(7.93)	26.71	19.12
负债合计	55	47	61	74	归母净利润增长率(%)	(70.87)	(51.50)	199.38	49.25
归属母公司股东权益	362	360	363	368					
少数股东权益	3	2	2	2					
所有者权益合计	364	363	365	369					
负债和股东权益	419	409	426	443					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	38	30	41	52	每股净资产(元)	3.69	3.69	3.72	3.76
投资活动现金流	(2)	(57)	(51)	(52)	最新发行在外股份(百万股)	98	98	98	98
筹资活动现金流	(17)	(6)	(12)	(20)	ROIC(%)	3.37	1.51	4.49	6.62
现金净增加额	19	(33)	(22)	(21)	ROE-摊薄(%)	3.25	1.58	4.69	6.92
折旧和摊销	10	25	28	31	资产负债率(%)	13.12	11.37	14.25	16.61
资本开支	(34)	(34)	(30)	(29)	P/E(现价&最新股本摊薄)	117.41	242.08	80.86	54.18
营运资本变动	10	(1)	(3)	(3)	P/B(现价)	3.83	3.83	3.79	3.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>