

专注医疗电子产品，致力打造国产助听器龙头

风险评级：中高风险

大消费新三板系列研究第17期-锦好医疗(872925)

2021年9月30日

投资要点：

魏红梅

SAC执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

- **公司致力于医疗电子产品市场，海外业务占比高。**公司主营业务可分为助听器、雾化器、防褥疮气垫和其他。其中，助听器是公司的最主要创收业务。2016-2020年，公司助听器的营业收入从0.20亿元逐年增长至1.55亿元，年复合增长率高达66.85%；营收占比从43.48%提升至73.46%。2021H1，助听器实现营收0.80亿元，同比增长33.33%，营收占比提升至80.00%。分地区来看，公司的业务收入主要来源于海外市场，但海外市场业务近几年占比略有下降。2016-2020年，公司海外市场的营业收入从0.46亿元逐年增长至1.80亿元，年复合增长率为40.65%，海外市场业务持续扩容；而营收占比从约100.00%波动下降至85.31%，这主要是因为公司在发展的同时逐渐开拓国内市场。
- **人口老龄化结构凸显，助听器需求潜力较大。**全球听力损失人群庞大，2019年全球听力受损人群达15.82亿人，听力障碍人群达4.3亿人。世界卫生组织预测，至2050年，全球或将有25亿人口受到听力损失的影响，其中将至少有7亿人口需要耳科及听力保健等医疗服务。我国的老龄化问题凸显，本土助听器市场有望较快增长。2020年我国60岁及以上老年人口数量已达到2.64亿人，占总人口比重达18.7%，老龄化比例快速提高。全球60岁及以上人口患有听力损失的比例超65%，带动我国本土助听器需求稳步增长，从2013年的480.9万个增长至2020年的1363.4万个，年均复合增长率达16.05%。
- **我国助听器渗透率远低于世界平均水平，中低端市场潜力巨大。**2018年大部分欧洲国家助听器产品渗透率超20%，日本地区助听器渗透率可达14.4%，而中国助听器产品渗透率低于5%，渗透率远低于欧美发达国家。截至2020年，全球助听器渗透率约17%，世卫组织预期至2030年，助听器对全球听力损失人群的平均渗透率有望提升至37%，相对我国目前的渗透率有七倍的提升潜力。目前我国进口高端验配助听器数量占本土助听器需求比重约10%，中低端非验配助听器市场是我国主要的助听器市场，随着我国城镇化率的提高，中低端助听器渗透率有望逐步提高。
- **公司在研发能力和盈利能力上有自身优势和特点。**由于公司主要竞争对手并未在国内上市或公开披露财务数据等可比信息，选择鱼跃医疗、九安医疗、乐心医疗、鹿得医疗、福建太尔等同属于家用医疗器械行业的上市公司为可比公司。公司2020年研发投入占营收比重和研发人数占员工总数比重都略低于行业可比公司平均水平，考虑到公司主要产品均价在400元至500元区间，技术较为成熟且更新需求低，以提升市场渗透率为主，目前的主要方向为打造自有品牌及建立自有销售网络，研发投入比重有所下降属于正常范围。盈利能力上，总体上来看，锦好医疗的销

售净利率和销售毛利率整体上高于同行业可比公司。2016年-2021H1，锦好医疗的销售毛利率总体上高于九安医疗、乐心医疗和鹿得医疗，而远低于主营产品为骨传导助听产品和智能穿戴设备的福建太尔。对于销售净利率而言，2016年-2021H1，锦好医疗的销售毛利率总体上显著高于九安医疗、乐心医疗及鹿得医疗，而略低于鱼跃医疗。

- **风险提示：**海外市场环境风险；自有品牌拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险；汇兑波动风险；产品结构调整效果可能不及预期；新产品、新技术研发风险等。

目 录

1、公司专注医疗电子产品市场.....	5
1.1 公司概况	5
1.2 助听器产品系公司最主要创收来源，海外业务占比高	6
1.3 公司的销售模式	8
1.4 公司的盈利能力.....	10
2、人口老龄化结构凸显，康复医疗潜力广阔	11
2.1 助听器行业的发展趋势.....	12
2.2 我国助听器品牌凭借中低端市场快速崛起	13
2.3 竞争格局	15
3、同行业公司对比.....	16
3.1 公司可比公司	16
3.2 各公司研发能力的比对	18
3.3 各公司盈利能力的比对	18
4、风险提示	19

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）	6
图 3: 2016 年~2021H1 按产品结构划分的公司营收构成（亿元）	7
图 4: 2016 年~2021H1 年公司各品类营业收入占比（%）	7
图 5: 2016 年~2021H1 按地区划分的公司营收构成（亿元）	8
图 6: 2016 年~2021H1 公司海内外营业收入占比（%）	8
图 7: 2018 年~2021H1 按销售模式划分的公司营收构成（亿元）	9
图 8: 2021H1 公司销售收入构成（%）	9
图 9: 2016 年~2021H1 公司营业收入与增速（亿元, %）	10
图 10: 2016 年~2021H1 公司归母净利润与增速（亿元, %）	10
图 11: 2016 年~2021H1 公司销售净利率和毛利率（%）	11
图 12: 2016 年~2021H1 公司销售期间费用率（%）	11
图 13: 按产品特性划分的医疗器械分类	11
图 14: 2015 至 2024 年全球医疗器械销售额及预测	12
图 15: 2017 年全球医疗器械分布（%）	12
图 16: 2014 至 2018 年中国医疗器械市场规模	12
图 17: 2018 年我国医疗器械细分市场分布（%）	12
图 18: WHO 全球听力受损人群预测（百万人）	13
图 19: WHO 全球听力障碍人群预测（百万人）	13
图 20: 中国助听器产量与国内需求（万个）	13
图 21: 中国助听器市场规模（亿元）	14
图 22: 中国助听器线上销售市场规模（亿元）	14
图 23: 我国助听器进口数量（万个）	15
图 24: 我国助听器出口数量（万个）	15
图 25: 可比公司销售毛利率对比（%）	19
图 26: 可比公司销售净利率对比（%）	19

表格目录

表 1: 公司主要产品.....	6
------------------	---

表 2: 公司销售模式.....	8
表 3: 公司各销售模式的收入情况.....	9
表 4: 公司主要竞争对手.....	16
表 5: 各可比公司概要.....	16
表 6: 各可比公司研发投入.....	18

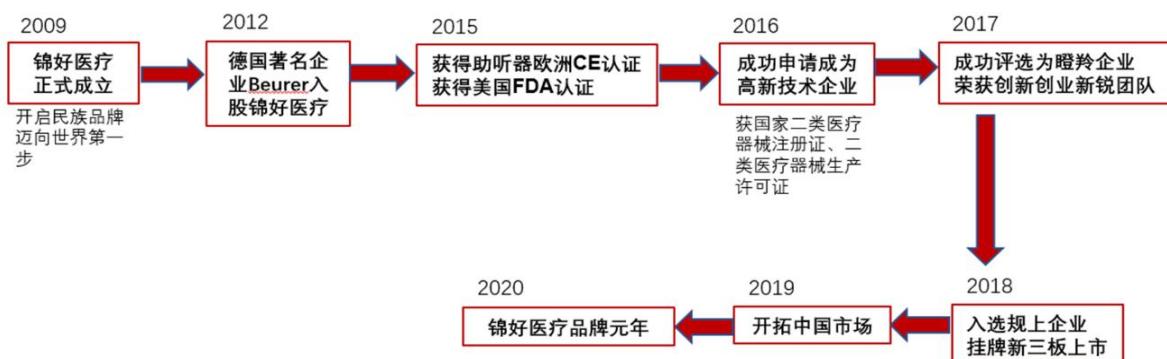
1、公司专注医疗电子产品市场

1.1 公司概况

公司致力于医疗电子产品的研发、生产和销售。惠州市锦好医疗科技股份有限公司是一家集助听器研发、生产、销售于一体的高新技术企业、瞪羚企业，同时也是国家级专精特新第三批“小巨人”企业。公司专注医疗电子产品市场，属医疗仪器设备及器械制造行业，主要产品为助听器、雾化器、防褥疮气垫等。业务遍及欧美、南美、中东、南亚等全球 90 余个国家和地区，客户包括德国西万拓、日本绿橡树、德国博尔乐等知名企业，在国际市场具备较强的竞争力。公司同时也积极开拓国内市场和自主品牌建设，持续致力于打造国产助听器的龙头企业。

公司发展历程。锦好医疗于 2009 年正式成立。2012 年，德国著名企业 Beurer 入股锦好医疗。2015-2017 年期间，公司获得助听器欧洲 CE 等一系列认证，并发展成为高新技术企业、瞪羚企业。2018 年，公司入选规上企业，并在挂牌新三板上市。经过不断的发展，公司逐渐将市场拓展到国内。2020 年系锦好医疗品牌元年，随后公司开启腾飞发展的时代，为锦好新产业园奠基。

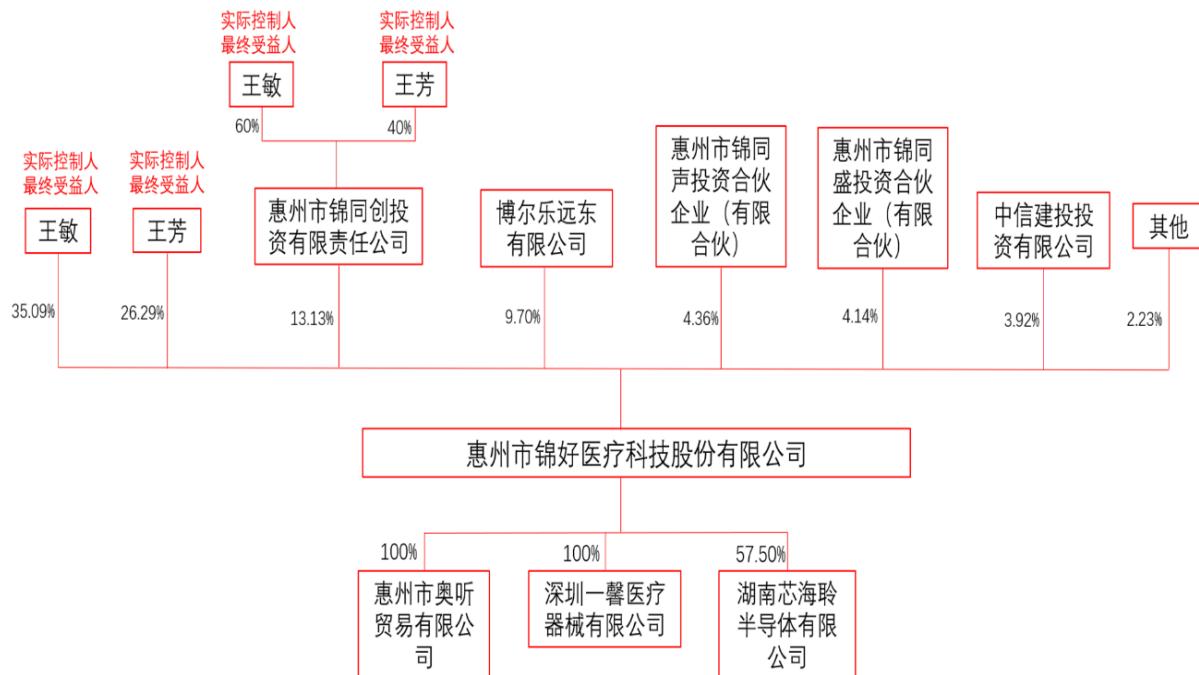
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司股权结构相对稳定。截至 2021 年 6 月 30 日，公司董事长王敏直接持有公司 35.09% 的股权，系公司的控股股东。公司的实际控制人和最终受益人为王敏、王芳，其系同胞兄妹关系，二人直接和间接合计持有公司超过 70% 以上的股份。其中，王敏直接持有公司 35.09% 的股权，间接持有公司 7.88% 的股权；王芳直接持有公司 26.29% 的股权，间接持有公司 5.25% 的股权。其余普通股前十名股东有：惠州市锦同创投资有限责任公司、博尔乐远东有限公司、惠州市锦同声投资合伙企业（有限合伙）、惠州市锦同盛投资合伙企业（有限合伙）和中信建投投资有限公司，直接持股比例分别为 13.13%、9.70%、4.36%、4.14% 和 3.92%。锦好医疗自在新三板挂牌上市以来，公司控股股东为王敏，实际控制人为王敏和王芳，公司控股股东及实际控制人未发生变更，股权结构相对稳定。目前，公司旗下有 3 家子公司，分别为惠州市奥听贸易有限公司、深圳一馨医疗器械有限公司、湖南芯海聆半导体有限公司，其中前两家为锦好医疗的全资子公司。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 助听器产品系公司最主要创收来源，海外业务占比高

公司主要从事康复医疗器械和家用医疗器械的研发、生产和销售。公司产品主要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，帮助消费者进行疾病症状的改善、疾病预防和治疗。其中，公司主要产品为助听器、雾化器、防褥疮气垫等。公司主要产品名称、产品用途及消费群体的具体情况如下：

表 1：公司主要产品

产品名称	产品图形	用途简述	消费群体
助听器		听力放大辅助功能，用以补足听力损伤所造成的缺陷	听力障碍人群

雾化器		雾化药液以达到一定吸收治疗效果	呼吸道疾病人群
防褥疮气垫		防褥疮按摩，疏通血液循环	长期卧床人群

数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

按产品结构划分，助听器产品系公司最主要创收来源。公司主营业务可分为助听器、雾化器、防褥疮气垫和其他。其中，助听器是公司的最主要创收业务。2016-2020年，公司助听器的营业收入从0.20亿元逐年增长至1.55亿元，年复合增长率高达66.85%；营收占比从43.48%提升至73.46%。2021H1，助听器实现营收0.80亿元，同比增长33.33%，营收占比提升至80.00%。雾化器是公司的第二大创收业务。2016-2020年，公司雾化器的营业收入从0.18亿元逐年增长至0.46亿元，年复合增长率为26.44%；但营收占比从39.13%下滑至21.80%。2021H1，雾化器实现营收0.16亿元，营收占比降至16.00%。气垫床是公司的第三大主营业务。2016-2020年，气垫床的营业收入波动维持在0.07亿元左右；但营收占比从15.22%逐年下滑至3.32%。2021H1，气垫床实现营收0.02亿元，营收占比为2.00%。

图3：2016年~2021H1按产品结构划分的公司营收构成（亿元）

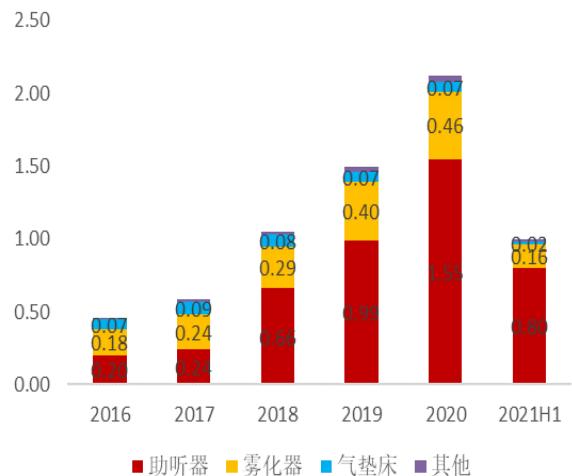
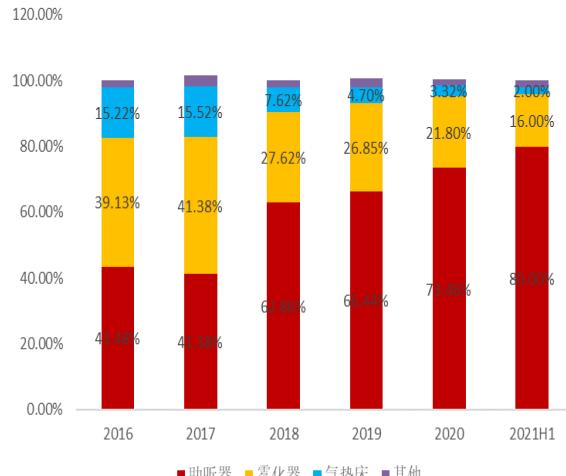


图4：2016年~2021H1年公司各品类营业收入占比（%）

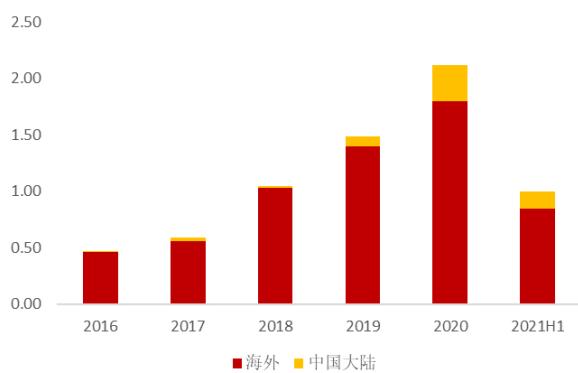


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

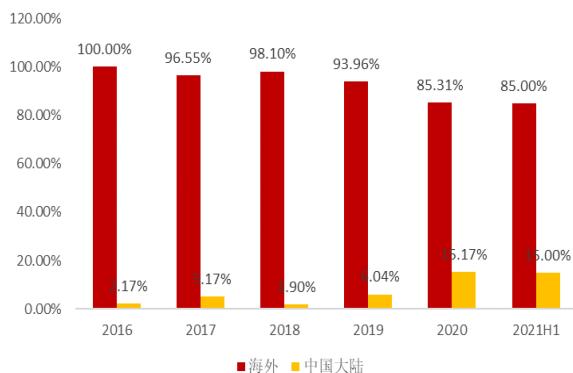
公司海外业务占比高。分地区来看,公司的业务收入主要来源于海外市场,但海外市场业务近几年占比略有下降。2016-2020 年,公司海外市场的营业收入从 0.46 亿元逐年增长至 1.80 亿元,年复合增长率为 40.65%,海外市场业务持续扩容;而营收占比从约 100.00% 波动下降至 85.31%,这主要是因为公司在发展的同时逐渐开拓国内市场。2021H1,公司海外业务实现营收 0.85 亿元,同比增长 21.43%,营收占比为 85.00%。2016-2020 年,公司国内市场的营业收入从 0.01 亿元增长至 0.32 亿元,年复合增长率高达 137.84%;营收占比从 2.17% 波动提升至 15.17%。2021H1,公司国内市场实现营收 0.15 亿元,同比增长 25.00%,营收占比为 15.00%。

图 5: 2016 年~2021H1 按地区划分的公司营收构成
(亿元)



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 6: 2016 年~2021H1 公司海内外营业收入占比 (%)



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

1.3 公司的销售模式

公司产品销售以 ODM 模式为主、自有品牌为辅,并存在少量贸易经营销售。公司境内外销售均以 ODM 模式为主,在该销售模式下,公司的主要客户有品牌商、品牌代理商、贸易商等。公司自有品牌的销售主要通过线上电商直销、线下批发商、线下经销商的模式实现,其中线上电商直销主要是指公司通过第三方 B2C 平台开设自营店直接面向终端消费者进行产品销售,目前合作的第三方 B2C 平台包括京东、天猫、亚马逊等。公司助听器产品包括 ODM 产品及自有品牌产品,雾化器及防褥疮气垫则主要为 ODM 模式。此外,为了促进核心产品业务的拓展,公司还采取了贸易经营模式。贸易经营模式销售是指公司向其他企业采购产品后直接销售给客户。在公司与海外客户进行业务合作的过程中,除了公司主要产品助听器、雾化器、防褥疮气垫之外,海外客户有时会提出其他医疗器械产品的需求,如脉搏器、血压计等。公司本身不生产其他医疗器械产品,为了更好满足客户需求,加强与客户的合作粘性,公司会利用自身在国内医疗器械行业丰富的供应商资源,采购相应产品直接销售予客户。

表 2: 公司销售模式

销售模式	定价方式及售价	销售渠道及客户类型	盈利水平
ODM 模式	以成本为基础、考虑预期利润率，同时参考同类产品市场价格进行综合定价。	品牌商或品牌代理商、贸易商。	整体而言，ODM 产品平均售价、毛利率较自有品牌产品低，毛利空间及盈利水平低于自有品牌。2018 年至 2021 年 1-6 月，ODM 产品平均单价分别为 36.98 元/个、55.88 元/个、85.09 元/个、106.20 元/个，毛利率分别为 48.77%、48.72%、47.47%、39.95%。
自有品牌	若自有品牌通过经销商、批发商等方式销售，则主要考虑自有品牌发展初期会给予一定的品牌推广优惠，若通过电商或其他方式直接销售给终端使用客户，则按照终端指导价参考定价。	线上电商直销、线下批发商、线下经销商、线下零售商、终端用户。	整体而言，自有品牌产品平均售价、毛利率较 ODM 产品高，毛利空间及盈利水平高于 ODM 产品。2018 年至 2021 年 1-6 月，自有品牌产品平均单价分别为 35.29 元/个、65.41 元/个、146.72 元/个、207.54 元/个，毛利率分别为 47.36%、57.30%、55.47%、53.71%。

数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

ODM 模式近年来销售占比均在 85%以上，自有品牌销售占比逐年增长。2018-2020 年，ODM 销售模式收入从 1.02 亿元逐年增长至 1.91 亿元，而收入占比则从 97.03%逐年下降至 90.17%。2021H1，ODM 销售模式实现营收 0.87 亿元，收入占比降至 87.58%，但仍维持在 85%以上。公司自有品牌销售额及占比均实现逐年增长。2018-2020 年，自有品牌销售收入从 0.02 亿元逐年增长至 0.91 亿元，且收入占比从 1.95%逐年增长至 9.16%。2021H1，自有品牌销售实现营收 0.12 亿元，收入占比持续增长至 12.03%。

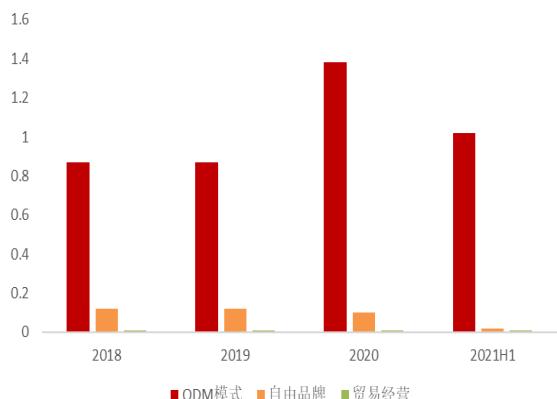
表 3：公司各销售模式的收入情况

销售模式	2021H1		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
ODM 模式	0.87	87.58	1.91	90.17	1.38	92.47	1.02	97.03
自主品牌	0.12	12.03	0.19	9.16	0.10	6.92	0.02	1.95
贸易经营	0.01	0.38	0.01	0.67	0.01	0.60	0.01	1.02
合计	1.00	100.00	2.11	100.00	1.49	100.00	1.05	100.00

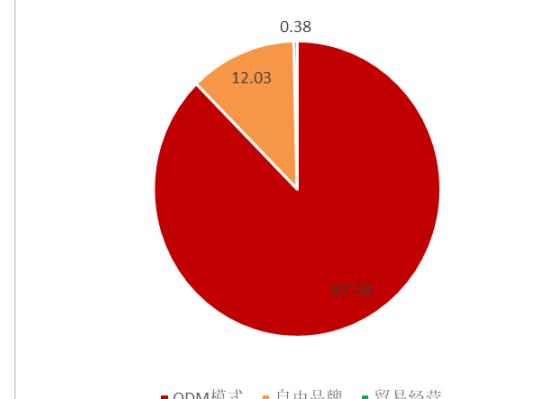
数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 7：2018 年~2021H1 按销售模式划分的公司营收构成（亿元）

图 8：2021H1 公司销售收入构成（%）



数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

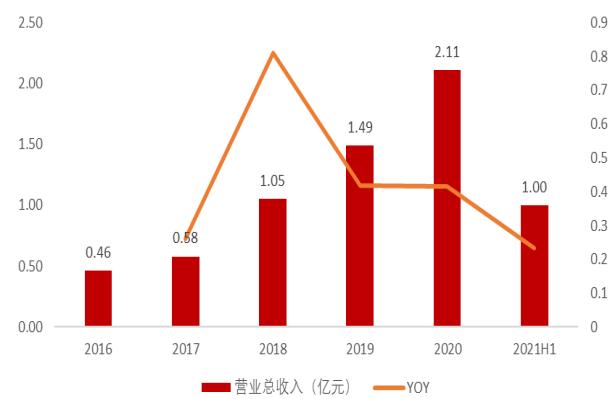


数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.4 公司的盈利能力

公司营收和归母净利润总体均呈上升趋势。2016~2020年，公司营业收入从0.46亿元逐年增长至2.11亿元，年复合增速为46.35%；其中，公司总营收增速在2018年达到顶峰，为81.03%，这主要由于公司进一步开拓助听器市场，2018年助听器产品销售收入增长了0.42亿元，同比增长175.00%。2021H1，公司实现营业收入约1.00亿元，同比增长23.46%。2016~2020年，公司归母净利润从0.09亿元波动增长至0.41亿元，年复合增长率为46.09%；其中，归母净利润增速也在2018年达到顶峰，高达150.00%，这主要由于同期助听器产品订单增加，公司盈利能力增强所致。2021H1，公司归母净利润为0.11亿元，同比减少38.89%。

图9：2016年~2021H1公司营业收入与增速(亿元, %)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图10：2016年~2021H1公司归母净利润与增速(亿元, %)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

公司销售毛利率和销售净利润率总体维持在较平稳水平。2016~2020年，公司销售毛利率从40.05%下降至35.51%，再逐年上升至41.85%；销售净利润率从18.52%波动提升至19.22%。2021H1，销售毛利率为36.47%，同比下降7.49个百分点；公司销售净利润率为10.61%，同比下降11.7个百分点。此外，2016~2020年，公司管理费用率

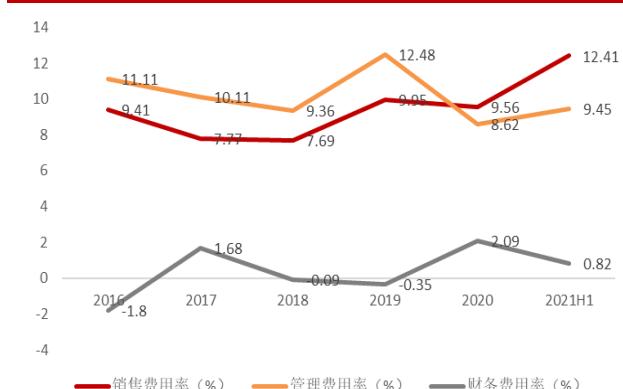
和销售费用率显著高于财务费用率；其中，2019-2020 年，管理费用率从 12.48% 大幅下降至 8.62%，低于销售费用率 0.94 个百分点。

图 11：2016 年~2021H1 公司销售净利率和毛利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：2016 年~2021H1 公司销售期间费用率（%）

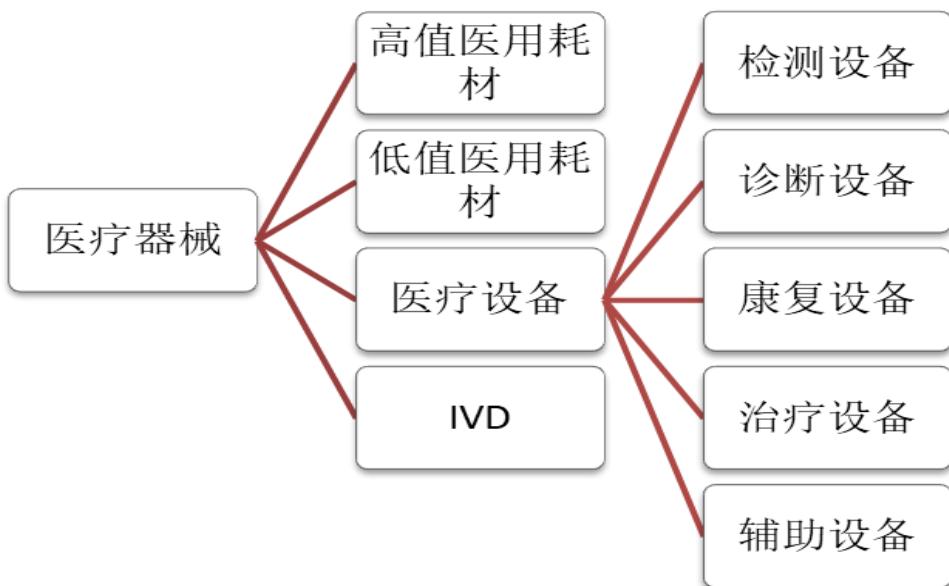


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2、人口老龄化结构凸显，康复医疗潜力广阔

医疗器械行业稳步发展。医疗器械指直接或者间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物、材料以及其他类似或者相关的物品，主要通过物理方式产生作用。医疗器械主要分为高值医用耗材、低值医用耗材、医疗设备、IVD，而公司主营的助听器业务归属于医疗设备大类下的康复医疗设备。

图 13：按产品特性划分的医疗器械分类



数据来源：锦好医疗公开发行说明书，东莞证券研究所

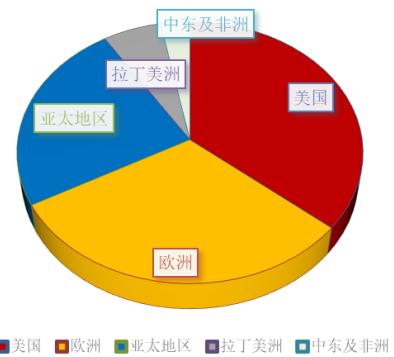
医疗器械行业市场前景。根据 Evaluate MedTech 与弗若斯特沙利文数据，全球医疗器械市场稳步增长，从 2015 年至 2019 年，全球医疗市场规模从 3710 亿美元增长至 4466 亿美元，复合增长率为 4.75%。从医疗器械市场的分布来看，2017 年美国占据

了全球医疗器械市场的36%，而欧洲、亚太地区、拉丁美洲、中东及非洲地区所占比重分别为31%、24%、6%、3%，美国、欧洲等发达国家医疗器械较为发达，发展中国家分布较多的地区医疗器械市场规模较小，美国是目前全球医疗器械市场增长的核心，预测未来全球仍有望维持5%至6%的增长速度。

图14：2015至2024年全球医疗器械销售额及预测



图15：2017年全球医疗器械分布(%)



资料来源：EvaluateMedTech, Frost&Sullivan, 东莞证券研究所

资料来源：药械研究院, EvaluateMedTech, 东莞证券研究所

中国医疗器械市场冉冉升起。我国的医疗器械行业落后于欧美发达国家，但逐渐提高的居民消费水平和医疗技术水平，使得我国医疗器械行业进入快速发展阶段。从2014年至2018年，中国医疗器械行业市场规模从2556亿元增长至5304亿元，年均复合增长率达20.02%。从产品特性分类来看，医疗设备占整个医疗器械细分市场的56.81%，高值医用耗材、低值医用耗材、IVD分别占医疗器械市场的19.72%、12.09%、11.38%。

图16：2014至2018年中国医疗器械市场规模

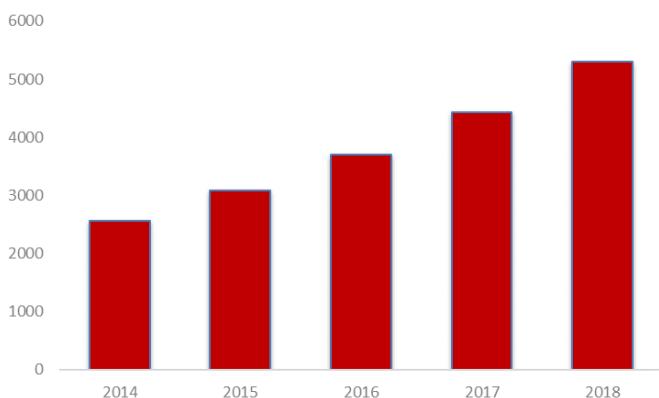
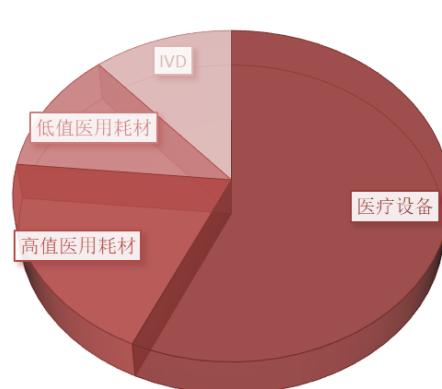


图17：2018年我国医疗器械细分市场分布(%)



资料来源：医疗器械研究院, 东莞证券研究所

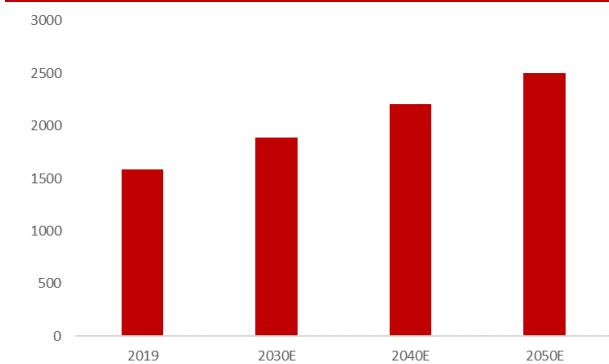
资料来源：医疗器械研究院, 东莞证券研究所

2.1 助听器行业的发展趋势

全球听力损失人口正快速扩大。除了正常老龄化带来的听力下降，个人音乐终端和年轻人的生活方式正逐渐影响全球青壮年群体的听力。根据世界卫生组织发布的《2021世界听力报告》显示，2019年全球听力受损人群达15.82亿人，听力障碍人群达4.3亿人。世界卫生组织预测，至2050年，全球或将有25亿人口受到听力损失的影响，在不采取行动的情况下，其中将至少有7亿人口需要耳科及听力保健等

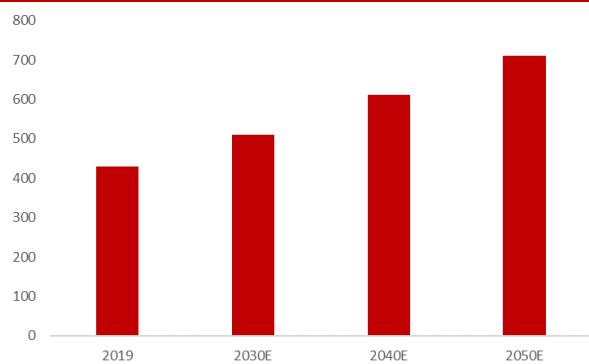
医疗服务，即 2050 年将有全球 25% 的人口遭受听力损失，7% 的人口需要听力治疗或辅助。

图 18：WHO 全球听力受损人群预测（百万人）



资料来源：WHO, 东莞证券研究所

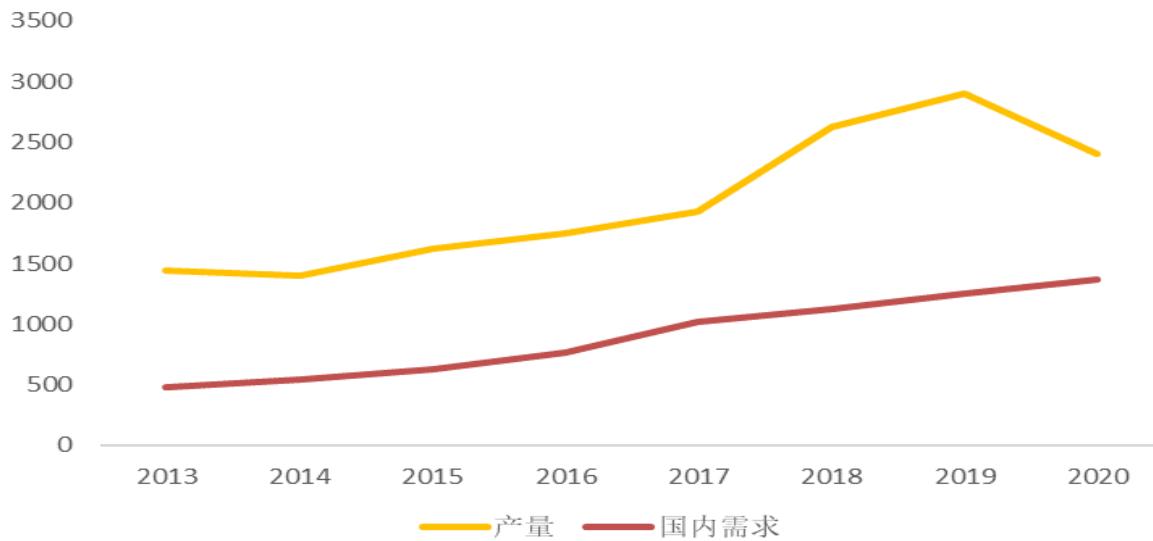
图 19：WHO 全球听力障碍人群预测（百万人）



资料来源：WHO, 东莞证券研究所

人口老龄化结构凸显，本土助听器市场逐步扩大。根据我国第七次人口普查结果显示，2020 年我国 60 岁及以上老年人口数量已达到 2.64 亿人，占总人口比重达 18.7%，较 2010 年老年人口比例提高 5.4 个百分点，较 2020 年提高 8.4 个百分点，老龄化速度逐渐提高。而世卫组织统计结果显示，全球 60 岁及以上人口患有听力损失的比例超 65%，带动我国本土助听器需求稳步增长，从 2013 年的 480.9 万个增长至 2020 年的 1363.4 万个，年均复合增长率达 16.05%。

图 20：中国助听器产量与国内需求（万个）



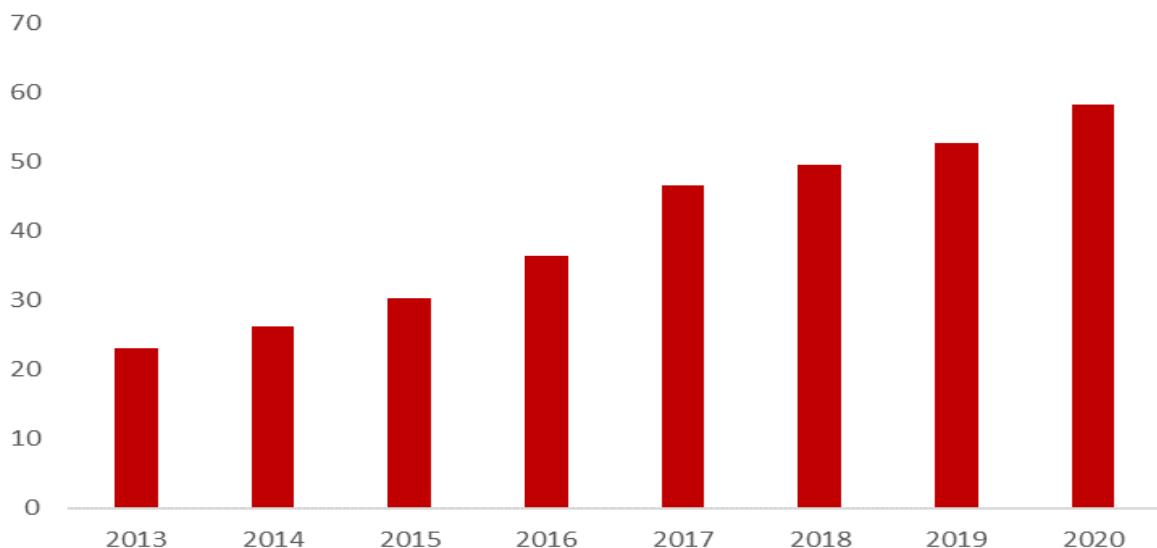
数据来源：智研咨询，国家统计局，东莞证券研究所

2.2 我国助听器品牌凭借中低端市场快速崛起

以线上销售非验配助听器为主的本土品牌快速崛起。中国的助听器市场增长较为稳定，2013 年至 2020 年，我国助听器市场规模从 23.09 亿元增长至 58.21 亿元，年均复合增长率达 14.12%。主要依靠线上渠道销售非验配助听器的本土品牌快速崛起，2013 年至 2020 年，我国助听器线上销售规模从 0.72 亿元提高至 6.5 亿元，年均复

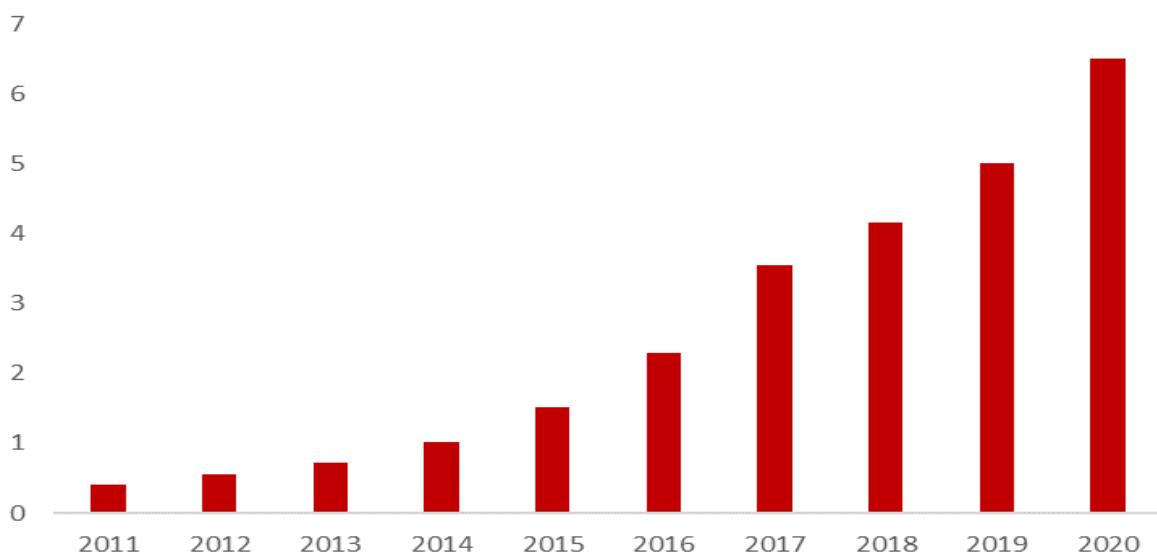
合增长率达 36.93%，占我国助听器市场规模比重从 3.12%提高至 11.17%，年均复合增长率达 19.99%。

图 21：中国助听器市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

图 22：中国助听器线上销售市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

我国助听器渗透率有较高提升空间。根据 EuroTrak 数据显示，2018 年大部分欧洲国家助听器产品渗透率超 20%，日本地区助听器渗透率可达 14.4%，而中国助听器产品渗透率低于 5%，渗透率仍有较高提升空间。世卫组织表示，截至 2020 年，全球助听器渗透率约 17%，预期十年内助听器对听力损失人群的渗透率有望提高 20%。整体来看，助听器产品渗透率普遍较低，发展中国家渗透率低于发达国家，或与全球对听力健康的重要性认识不足、听力损失人群对助听器的消费意愿低下有关。目前占据我国助听器市场主要份额的外国品牌普遍定价在 3000 元至数万元不等，主打高端线下验配市场，导致中轻度听力损失人群和经济条件较差的听障人群的助听器渗透率较低。我国本土助听器品牌以线上销售的非验配助听器为主，主打中低端市场，

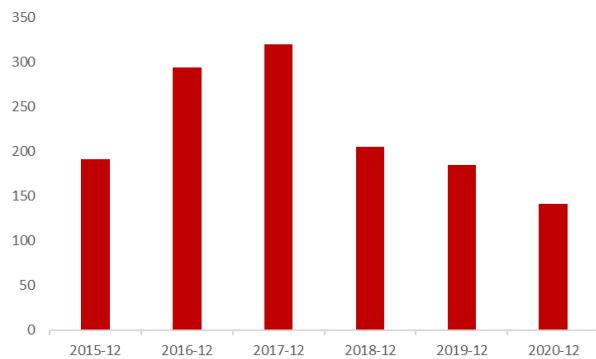
定价在 200 元至 3000 元区间，有望凭借高性价比快速提升中轻度听力损失人群渗透率。

2.3 竞争格局

海外市场被龙头垄断。根据中国产业调研网报告显示，全球助听器市场以空气传导助听器为主，WS 听力集团、索诺瓦听力集团、W.D.H 听力集团、瑞声达听力集团、斯达克听力集团五大助听器集团占据全球市场超九成，旗下的声达、峰力、西嘉、奥迪康、唯听、斯达克等一线品牌基本垄断了高端数字型和定制型助听器所在的欧美一线市场。剩余的市场份额主要为模拟型等中低端助听器，价格相对较低。

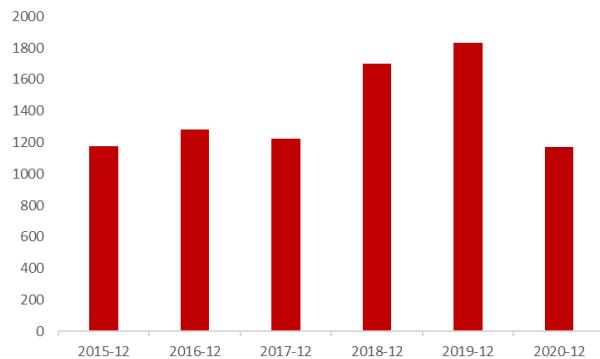
本土市场仍以外国品牌为主，中国品牌逐渐崛起。我国本土助听器企业历史相对较短，主要在外国品牌逐渐发掘国内助听器市场后兴起，目前我国市场上销售的助听器仍有超 90% 为外国品牌。国内企业凭借成本优势，已逐步占据全球中低端助听器市场份额，有望逐步建立本土品牌形象，提高市场竞争力。从我国助听器进出口数据来看，2017 年前我国进口助听器数量逐渐增加，从 2015 年的 190.71 万个提升至 2017 年的 319.92 万个，年均复合增长率为 29.50%，2017 年后进口助听器数量大幅下降，至 2019 年下降至 140.98 万个；我国助听器出口数量自 2017 年起大幅提升，从 2015 年的 1178.31 万个提高至 2019 年的 1831.23 万个，年均复合增长率为 11.65%。

图 23：我国助听器进口数量（万个）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 24：我国助听器出口数量（万个）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

数字化发展推动助听器技术的快速成熟。近二十年来，助听器已跨越了从“听不清”到“听得清”的 2.0 时代，进入了从“听的不舒服”到“听的自然舒适”的 3.0 时代。我国本土品牌多依靠 ODM 模式起家并逐渐发展自有品牌，以线上销售无需专业验配的中低端标准型助听器为主，而从五大听力集团来看，主打线下专业验配的数字型和能够远程收集数据并升级数字信号处理算法的机型为新一代助听器的发展趋势。我国本土品牌依靠 ODM 模式以逐渐拥有了研发生产高端数字型助听器的能力，但产销分离导致我国本土品牌较为缺乏销售渠道和经验，竞争力较弱。

3、同行业公司对比

3.1 公司可比公司

公司主要竞争对手。公司主要竞争对手由于公司主营业务的海外占比较高，国内销售以自有品牌为主，公司的主要竞争对手包括瑞声达听力集团公司、瑞士索诺瓦听力集团公司、美国 EARGO 公司等外国听力集团和欧仕达听力科技（厦门）有限公司、厦门新声科技有限公司、厦门瑞听听力科技有限公司、福建太尔集团股份有限公司等国内同行业公司。

表 4：公司主要竞争对手

所属行业	销售范围	公司主要竞争对手
助听器行业	海外市场	瑞声达听力集团公司
		瑞士索诺瓦听力集团公司
		美国 EARGO 公司
	国内	欧仕达听力科技（厦门）有限公司
		厦门新声科技有限公司
		厦门瑞听听力科技有限公司
		福建太尔集团股份有限公司
		江苏鱼跃医疗设备股份有限公司
		天津九安医疗电子股份有限公司
		广东乐心医疗电子股份有限公司
		江苏鹿得医疗电子股份有限公司

数据来源：公司公开发行说明书，东莞证券研究所

可比公司概要。由于公司主要竞争对手并未在国内上市或公开披露财务数据等可比信息，我们选择鱼跃医疗、九安医疗、乐心医疗、鹿得医疗、福建太尔等同属于家用医疗器械行业的上市公司为可比公司。公司与大部分可比公司都同时布局海内外市场，制定了行营的经营模式，其中公司与九安医疗、鹿得医疗在产品销售方面都采用了 ODM 模式与自有品牌建设并行的方式。

表 5：各可比公司概要

公司名称	所在地域	设立时间	主要产品	经营模式
鱼跃医疗	江苏省丹阳市	1998 年 10 月 22 日	制氧机、呼吸机、雾化器、氧气吸入器、血压计、听诊器、脉搏血氧仪、血糖仪、感控消毒产品、体温测量系统、防褥疮垫、医用分子筛制氧设备、吸引器、医用耗材等	公司以提供家用医疗器械、医用临床产品以及与之相关的医疗服务为主要业务，研发、制造和销售医疗器械产品及提供相关解决方案是公司核心业务，也是公司主要业绩来源

九安医疗	天津市	1995 年 8 月 22 日	血压计、雾化器、血糖仪、体温计、胎心仪、心电仪、血氧仪、智能腕表、体重体脂秤等。	公司专注家用医疗健康电子产品的研发、生产和销售以及云平台系统及服务，逐步转型成为互联网+医疗解决方案提供商。公司两条核心战略：1. 以糖尿病管理领域作为切入点来实施互联网+医疗核心战略；2. 在新零售平台持续推出极致性价比爆款产品的核心战略
乐心医疗	广东省中山市	2002 年 7 月 18 日	可穿戴运动手环（手表）、电子健康秤、脂肪测量仪、电子血压计等	公司目前主要通过向行业客户提供健康 IoT 和智能健康整体解决方案实现盈利，依托公司在智能医疗健康领域产品创新研发实力、医疗级生产能力及应用技术等多方面的独特优势，以市场需求为导向，不断研发和推出新产品、新应用，不断丰富健康管理服务内容、拓展公司业务领域，公司通过软硬件产品销售积累了大量的用户及健康管理数据，并通过大数据分析及 AI 技术进行用户的健康跟踪和疾病预防，联合第三方健康服务机构为用户提供专业的健康管理解决方案等增值服务，进一步提高公司产品的用户粘性及核心竞争力，持续加大市场推广，提高公司盈利能力
鹿得医疗	江苏省南通市	2005 年 1 月 7 日	血压计、雾化器、听诊器、冲牙器等	公司以自身技术和品质优势为基础，设计机械表、电子血压计、雾化器、听诊器、冲牙器等家庭用医疗器械及保健护理产品的标准化生产方案，自行生产与调试关键部件，对外采购原材料及非关键零配件等，少量非关键工序委外加工，最后在公司完成成品的生产、调试、检验。此外，公司根据客户需求，采购外厂（非本厂自产）产品，如体温计、医用家具、消毒产品、五官检查器械等对外销售
福建太尔	福建省漳州市	2010 年 11 月 11 日	骨传导助听产品、智能穿戴设备	公司主营业务为骨传导智能助听医疗器械产品及智能穿戴设备的设计、研发、品牌推广、产品销售及售后服务，为听力健康提供辅助性综合解决方案，为时尚群体提供骨听电声产品。公司的业务以骨传导装备市场需求为导向，以骨传导智能专利技术为核心、以智能助听、智能穿戴等模块为主打，提供系统化服务（OBM）。公司主要产品形成以骨传导技术为核心的骨传导智能助听医疗器械产品及高科技智能终端电声产品销售为主的销售格局
锦好医疗	广东省惠州市	2011 年 8 月 31 日	助听器、雾化器、防褥疮气垫	公司立足于康复医疗器械和家用医疗器械领域，主要通过研发、生产和销售助听器、雾化器、防褥疮气垫等产品实现盈利。公司以自主研发的方式进行产品的开发和设计，严格执行产品质量控制规定，并通过自主采购原材料及设备等开展生产，最终将产品销售给客户。报告期内，公司产品以出口销售为主，2018 年至 2021 年 1-6 月期间，出口销售的比重分别为：97.64%、94.16%、85.00% 和 84.85%。境内外销售均以 ODM 模式为主，辅以部分以自有品牌进行销售

数据来源：锦好医疗公开发行说明书，东莞证券研究所

3.2 各公司研发能力的比对

公司研发投入处于行业可比公司中游水平，以提升销售能力为主。公司 2020 年研发投入 1066.5 万元，占公司营业收入比重达 5.04%，处于可比公司平均研发支出比重水平；公司研发及技术人员团队共 47 人，占员工总数比重达 14.83%，略低于行业平均水平。考虑到公司主要产品均价在 400 元至 500 元区间，技术较为成熟且更新需求低，以提升市场渗透率为主，目前的主要方向为打造自有品牌及建立自有销售网络，研发投入比重有所下降属于正常范围。

表 6：各可比公司研发投入

公司名称	市场定位	研发投入
鱼跃医疗	公司矢志于投身生命健康事业，将专业的健康管理理念与先进的产品方案带入万千家庭，打造了由家庭医疗、临床医疗、互联网医疗组成的大健康生态圈，组建一个全面覆盖医疗器械的专业化服务平台。	2020 年末研发人员 956 人，占员工总数的 17.30%；2020 年研发费用为 40,151.68 万元，占营业收入的 5.97%。
九安医疗	以可穿戴设备及智能硬件为入口进入移动医疗和健康大数据领域，进而围绕用户建立健康生态系统	2020 年末研发人员 412 人，占员工总数的 32.42%；2020 年研发费用为 10,754.40 万元，占营业收入的 5.35%。
乐心医疗	公司致力于针对运动健康、慢病管理等领域为行业客户提供健康 IoT 和智能健康整体解决方案战略，专业从事医疗健康产品、智能可穿戴产品的研发、生产与销售以及乐心智能健康云平台的研发与运营。	2020 年末研发人员 446 人，占员工总数的 17.64%；2020 年研发费用为 11,432.19 万元，占营业收入的 8.55%。
鹿得医疗	公司产品大多数应用于家庭，为广大家庭和个人消费者提供家庭血压监测、呼吸道疾病治疗、口腔清洁保健等功能，帮助消费者进行相关疾病的监测、预防和治疗，积极进行健康管理，提高身体健康水平。	2020 年末研发及技术人员 80 人，占员工总数的 12.12%；2020 年研发费用 1,226.28 万元，占营业收入的 2.95%。
福建太尔	公司以骨传导装备市场需求为导向，以骨传导智能专利技术为核心、以智能助听、智能穿戴等模块为主打，提供系统化服务（OBM）。	2020 年末研发及技术人员 14 人，占员工总数的 14.89%；2020 年研发费用 236.02 万元
锦好医疗	公司自成立之初就定位于助听器等医疗器械产品的生产，公司产品主要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，帮助消费者进行疾病症状的改善、疾病预防和治疗，提升生活品质。	2020 年末研发和技术人员 47 人，占员工总数的 14.83%；2020 年研发费用为 1,066.50 万元，占营业收入的 5.04%

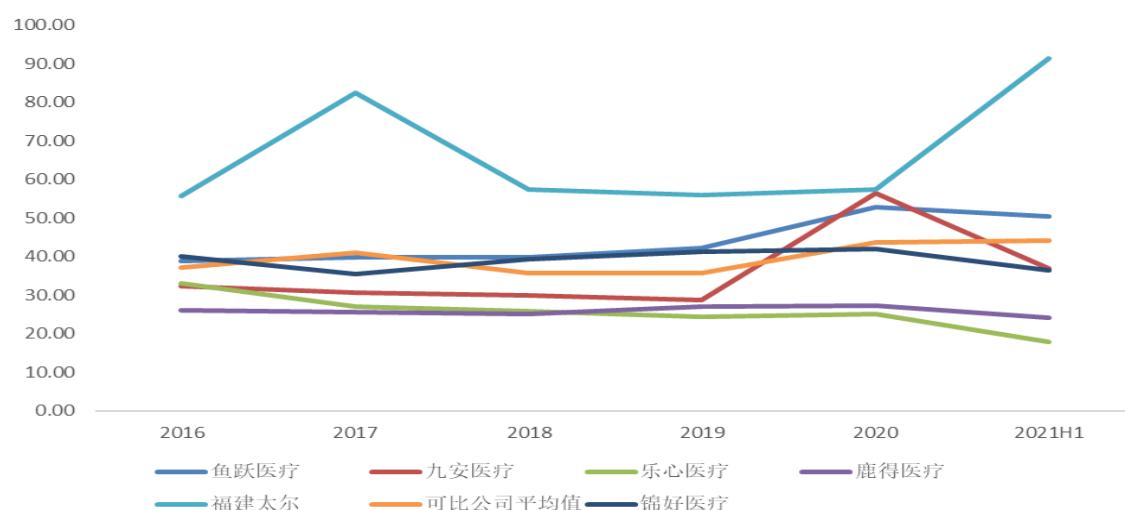
数据来源：锦好医疗公开发行说明书，东莞证券研究所

3.3 各公司盈利能力的比对

对比同行业可比公司的毛利率和净利率，锦好医疗的盈利能力较强。由于产品结构不同，公司与同行业可比上市公司的销售毛利率存在差异，但同类产品的销售毛利率较为接近。2016 年-2021H1，锦好医疗的销售毛利率总体上高于九安医疗、乐心医疗和鹿得医疗，而远低于主营产品为骨传导助听产品和智能穿戴设备的福建太尔。对于销售净利率而言，2016 年-2021H1，锦好医疗的销售毛利率总体上显著高于九安医疗、

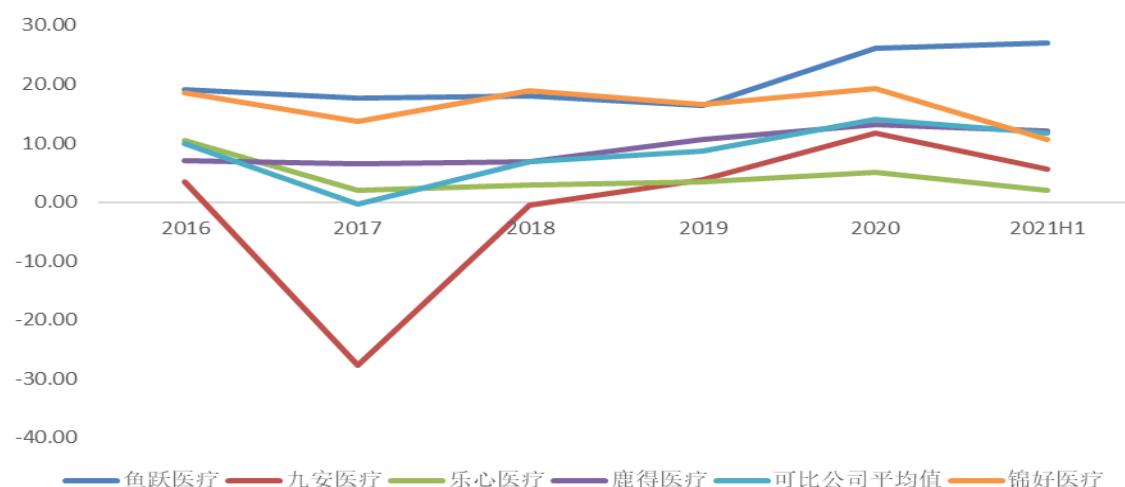
乐心医疗及鹿得医疗，而略低于鱼跃医疗。总体上来看，对比上述可比公司，锦好医疗的销售净利率和销售毛利率处于较高水平。

图 25：可比公司销售毛利率对比（%）



数据来源：Wind、公司招股说明书，东莞证券研究所

图 26：可比公司销售净利率对比（%）



数据来源：Wind、公司招股说明书，东莞证券研究所

（说明：因福建太尔近年来的净利润和销售净利率多为负值，与其他可比公司相差较大，故剔除福建太尔净利率的比对。）

4、风险提示

（1）海外市场环境风险。公司主要产品以海外销售为主，受海外新冠疫情持续影响和对外关系、贸易政策等因素影响，可能导致公司海外销售收入减少并影响公司业绩。

(2) **自有品牌拓展不及预期风险。**公司在2020年逐步转移重心至自有品牌推广，意图扩大国内市场份額，公司自有品牌销售渠道和经验较为欠缺，自有品牌推广可能不及预期。

(3) **行业竞争加剧风险。**公司主要产品以非验配助听器为主，价格较低，市场竞争较为激烈，五大龙头听力集团可能下沉中低端市场导致公司主营业务市场竞争加剧。

(4) **汇兑波动风险。**

(5) **产品结构调整效果可能不及预期。**

(6) **新产品、新技术研发风险。**

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn