

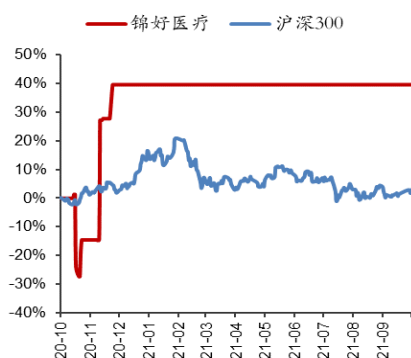
十年深耕医疗器械，缔造助听器领导品牌

投资评级：无评级

报告日期：2021-10-14

收盘价(元) 31.68
近12个月最高/最低(元) 31.68/16.50
总股本(百万股) 36.1
流通股本(百万股) 4.47
流通股比例(%) 12.37
总市值(亿元) 11.44
流通市值(亿元) 1.42

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

无。

主要观点：

●集助听器研发、生产、销售于一体，海外市场占比大。

公司成立于2011年，专注康复医疗器械和家用医疗器械领域，主要产品包括助听器、雾化器、防褥疮气垫等。公司主要以境外销售为主，业务遍及欧美、南美、中东、南亚等90多个国家和地区，ODM业务收入占比超过85%。2018-2020年公司主营业务收入为1.05亿元、1.49亿元和2.11亿元，年均复合增长率达41.93%。近年来公司在发展海外市场的同时逐渐开拓国内市场，加大对自有品牌的投入，2018-2020年中国大陆销售收入为0.02亿元、0.09亿元和0.32亿元，年均复合增长率达257.8%。

●老龄化趋势加剧，全球助听器市场迎来发展新机遇。

据联合国数据显示，目前全世界超过65岁的人口占比约为9.1%，老龄化程度快速提高，预计到2050年这一比例将达到15.90%。据世界卫生组织数据显示，随着全球人口老龄化的趋势加快，预计到2050年全球四分之一的人口将面临听力受损的问题，听损人口的数量将增长至24.97亿人。根据《中国统计年鉴2019》，我国人口老龄化的速度高于全球水平，2009年我国65岁及以上人口比例为8.5%，2018年上升到11.9%，人口老龄化的全球化趋势和失聪人口数量不断增长的背景下，助听器产品的市场需求将保持持续增长态势。

●我国助听器市场渗透率较低，发展前景广阔。

据EuroTrak数据显示，2018年，大部分欧洲国家助听器产品的渗透率超过了20%，其中英国、法国等地均超过了40%，而我国助听器产品渗透率低于5%，未来随着我国的经济不断增长，助听器将在中国得到更快地接受和发展。目前全球五分之一的人存在听力受损，影响全球超过15亿人口，而这部分人群中使用助听器的比例仅为17%，在经济不发达地区助听器的渗透率更低。非验配助听器作为一款性价比更优的助听器产品，将有效地提升全球助听器的渗透率，未来市场将面临进一步扩容。

●持续加大研发投入，非验配助听器产品优势明显。

公司高度重视助听器DSP数字信息处理技术的投入和研发，自主开发自动化的生产线，在提高产品生产效率和可靠性的同时，确保了产品的一致性和可靠性。与同行业可比公司相比，公司营业收入总体规模较小，但增长势头强劲，2018-2020年年均复合增长率达到41.93%，领先于行业平均水平。毛利率方面，总体上显著高于同行业鹿得医疗和乐心医疗，与九安医疗接近，低于鱼跃医疗和福建太尔。

●风险提示

市场风险、经营风险、财务风险、募集资金投资项目风险等。

正文目录

1 深耕医疗器械领域，塑造国产助听器龙头	4
1.1 十年深耕医疗器械，获多项全球标准认证	4
1.2 专注助听器细分赛道，海外业务占比高	6
1.3 ODM 模式为主，出口内销双轮驱动	9
2 老龄化程度加深，政策扶持助力市场扩容	11
2.1 全球医疗器械市场稳步增长，国内市场前景广阔	12
2.2 老龄化趋势推动，医疗器械市场快速崛起	13
2.3 助听器市场规模稳步提升，渗透率提高趋势显著	15
3 创新机制完善，非验配助听器优势明显	17
3.1 多项专利筑竞争壁垒，技术优势明显	17
3.2 研发投入持续增加，核心人员筑技术壁垒	19
3.3 专注助听器赛道，盈利能力表现突出	22
风险提示：	24

图表目录

图表 1 公司获得多项“中美欧”全球专业标准认证	4
图表 2 公司发展历程	4
图表 3 公司股权结构 (截至 2021 年 9 月 29 日)	5
图表 4 公司前十名股东持股情况 (截至 2021 年 6 月 30 日)	6
图表 5 公司主要产品及用途	6
图表 6 公司助听器产品 (按外观形状分类)	7
图表 7 2018-2021H1 公司模拟机和数字机销售收入 (单位: 亿元)	7
图表 8 公司两种助听器产品对比 (按照放大器信号处理方式分类)	8
图表 9 不同雾化器产品技术原理	8
图表 10 公司雾化器产品参数	8
图表 11 公司防褥疮气垫产品参数	9
图表 12 2018-2021H1 公司主营业务收入及增速 (亿元)	9
图表 13 2018-2021H1 公司归母净利润及增速 (亿元)	9
图表 14 2018-2021H1 公司主营业务收入 (按产品类型分) (单位: 亿元)	10
图表 15 2018-2021H1 公司主营业务收入 (按销售模式分) (单位: 亿元)	10
图表 16 2018-2021H1 公司主营业务收入 (按不同地区分) (单位: 亿元)	11
图表 17 医疗器械按产品特性分类	11
图表 18 2015-2024 年全球医疗器械市场销售额及增长预测 (单位: 亿美元)	12
图表 19 2017 年全球医疗器械区域分布	12
图表 20 2017 年全球医疗器械细分市场销售额情况	12
图表 21 2014-2018 年中国医疗器械市场规模及增速, 亿元	13
图表 22 2018 年中国医疗器械细分市场占比	13
图表 23 2014-2023 年中国康复医疗设备市场规模及预测 (单位: 亿元)	14
图表 24 2015-2018 年中国家用医疗器械市场规模 (单位: 亿元)	14
图表 25 2019-2100 年全球人口数量及 65 岁以上人口比重预测 (单位: 亿人)	15
图表 26 我国不同年龄人群慢性病患病率	15
图表 27 2019-2025 年全球助听器市场规模预测 (单位: 亿美元)	16
图表 28 全球残疾性听力损失人群数量预测 (单位: 亿人)	16
图表 29 2015-2025 年我国助听器市场规模预测 (单位: 亿元)	17
图表 30 2014 年-2019 年我国助听器出口数量 (单位: 万个)	17
图表 31 公司已有三项发明专利情况	18
图表 32 公司已有八项软件著作权情况	18
图表 33 公司主要核心技术情况	18
图表 34 2018-2021H1 公司研发投入情况 (单位: 亿元)	20
图表 35 公司核心技术人员情况	20
图表 36 公司研发中心各部门职责情况	21
图表 37 公司目前主要在研项目	21
图表 38 可比公司主营业务、主要产品和技术实力对比情况	22
图表 39 2018-2021H1 可比公司营业收入对比 (单位: 亿元)	23
图表 40 2018-2021H1 可比公司毛利率对比	23

1 深耕医疗器械领域，塑造国产助听器龙头

1.1 十年深耕医疗器械，获多项全球标准认证

惠州市锦好医疗科技股份有限公司成立于 2011 年，是一家集助听器研发、生产、销售于一体的高新技术企业。自成立以来，公司取得了美国 FDA、欧盟 CE 认证、ISO13485 等一系列医疗器械质量管理体系证书。2020 年，锦好医疗成立子公司芯海聆进行数字助听器芯片的研究开发及设计工作，成为国内首家拥有自主芯片和算法的助听器企业。

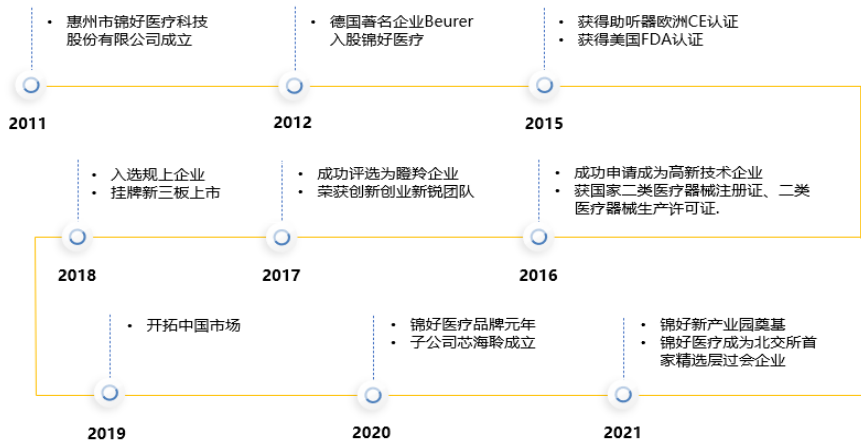
图表 1 公司获得多项“中美欧”全球专业标准认证



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司产品主要以海外销售为主，业务遍及欧美、南美、中东、南亚等 90 多个国家和地区，海外销售收入占主营业务收入的比例超过 80%。公司先后与德国博尔乐、德国西万拓、日本绿橡树等公司建立合作关系，并进入国际连锁零售企业沃尔玛、家乐福、CVS 等销售渠道。2018 年至今，公司助听器产品的出口销售数量和出口销售金额占全国境内助听器产品出口数量和金额的比例逐年增长，2020 年，公司助听器出口销售数量占全国境内助听器出口销售数量的比例超过 12%。

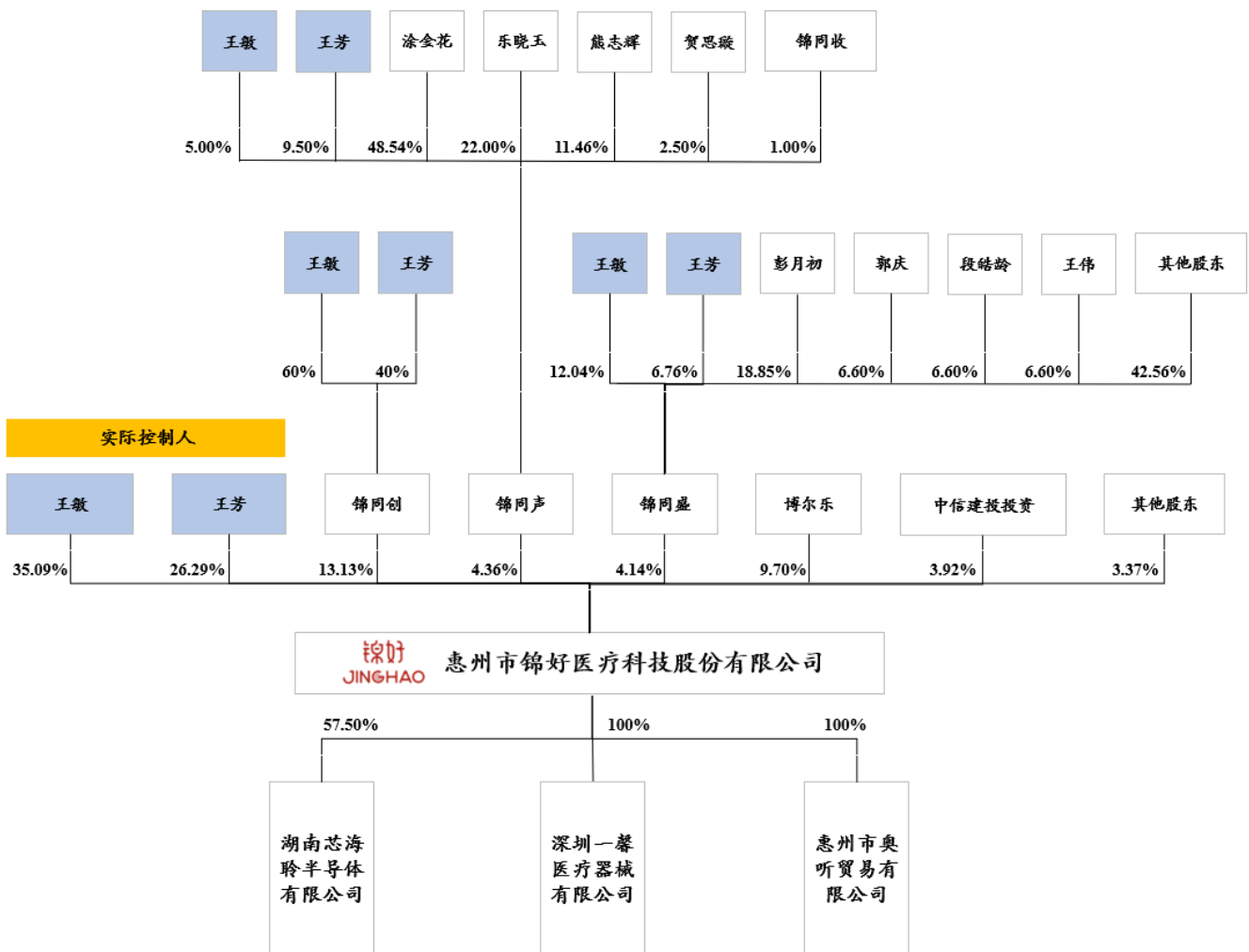
图表 2 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

截止 2021 年 9 月 29 日，王敏直接持有公司 35.09% 股份，并通过锦同创、锦同盛和锦同声间接控制公司 21.63% 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。王敏与王芳系兄妹关系，王敏、王芳于 2018 年 6 月共同签署了《一致行动人协议》，并于 2020 年 11 月续签了长期有效的《一致行动人协议》，协议约定“为保障公司持续、稳定发展，提高公司经营、决策的效率，二人拟在公司股东大会或董事会中行使提案权及表决权时采取一致行动”，以共同控制公司。截至 2021 年 9 月 29 日，公司股东王敏直接及间接控制公司表决权的股份为 56.72%，王芳直接持有公司 26.29% 的股份，王敏和王芳二人及一致行动人直接或间接控制公司 83.70% 的股权，为公司的实际控制人。

图表 3 公司股权结构（截至 2021 年 9 月 29 日）



资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

截至 2021 年 6 月 30 日，公司前十名股东合计持有公司 35,690,339 股，占公司总股份比例达到 98.86%。

图表 4 公司前十名股东持股情况（截至 2021 年 6 月 30 日）

序号	持有人名称	数量（股）	占比（%）	股份性质
1	王敏	12,668,057	35.09	境内自然人
2	王芳	9,491,818	26.29	境内自然人
3	锦同创	4,738,126	13.13	境内非国有法人
4	博尔乐	3,500,001	9.70	境外法人
5	锦同声	1,574,996	4.36	境内非国有法人
6	锦同盛	1,496,248	4.14	境内非国有法人
7	中信建投投资	1,415,120	3.92	境内国有法人
8	睿信投资	423,639	1.17	境内非国有法人
9	刘玲	249,000	0.69	境内自然人
10	张惠玲	133,334	0.37	境内自然人
合计		35,690,339	98.86	——

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

1.2 专注助听器细分赛道，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，主要产品包括：助听器、雾化器、防褥疮气垫等。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。

图表 5 公司主要产品及用途




主要产品	用途
助听器	助听器是听力受损人群的辅助工具，其基本原理是通过助听器的声音放大辅助功能，用以补偿听损患者的听力损失，主要消费群体为听力障碍人群。
雾化器	雾化器主要用于治疗各种上下呼吸系统疾病，如感冒、发热、咳嗽、哮喘、咽喉肿痛、咽炎、鼻炎、支气管炎、尘肺等气管、支气管、肺泡、胸腔内所发生的疾病。雾化吸入治疗是呼吸系统疾病治疗方法中一种重要和有效的治疗方法采用雾化吸入器将药液雾化成微小颗粒，药物通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部沉积，从而达到无痛、迅速有效治疗的目的。
防褥疮气垫	防褥疮气垫由充气垫、气道（连接管）和充气泵组成，主要供卧床患者褥疮防治用。防褥疮气垫通过充气泵让两个气囊交替充气和换气，不需要人工干预，使得卧床人的身体着床部位不断发生变化，起到按摩、促进血液循环、防止肌肉萎缩的作用。

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

1.2.1 助听器

公司助听器按照外观形状分为耳背式助听器、耳内式助听器和盒式助听器。

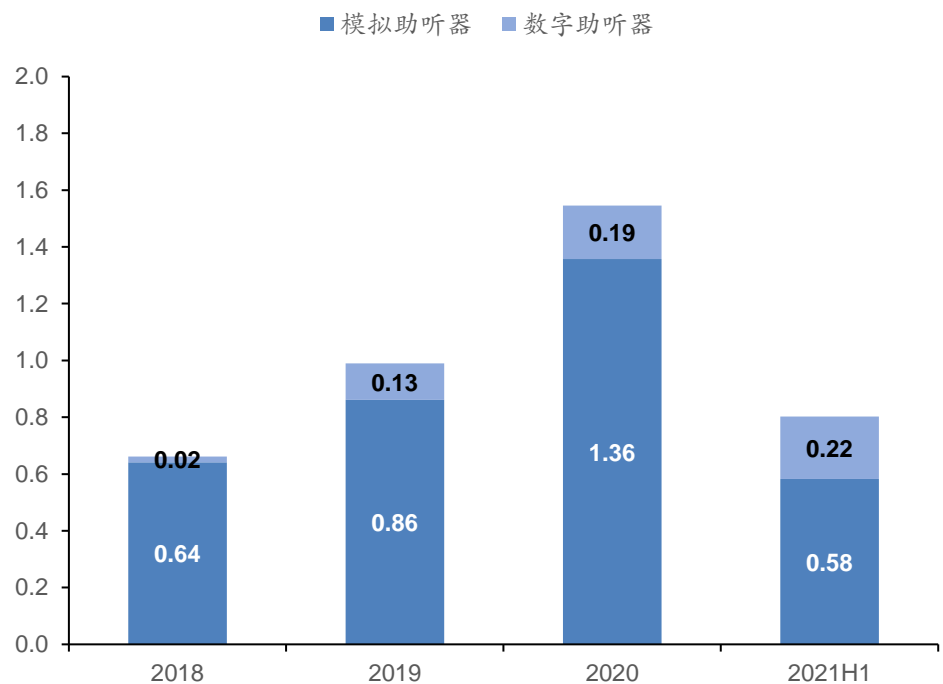
图表 6 公司助听器产品（按外观形状分类）

产品类型	产品介绍	产品图形
耳背式助听器	耳背式助听器又叫耳后式或耳挂式助听器，固定地佩戴在耳朵后面，相较于盒式助听器，其体积和重量更小，隐蔽性较好；相对于耳内式助听器，其机身未置入耳道，长期佩戴的舒适感更强	
耳内式助听器	耳内式助听器形同耳机，使用时直接放在耳内，麦克风、放大器和受话器全部放在助听器外壳内，外部不需要任何导线和软管。一般而言，其输出功率相较于耳背式助听器小。由于其体积较小，故佩戴的隐蔽性更好	
盒式助听器	盒式助听器体积较大，一般而言，其输出功率相较于耳背式助听器大；使用方便，容易调节，多适用于重度及以上耳聋和手部活动欠灵活的老年人患者	

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

根据助听器放大器信号处理方式将助听器划分为模拟助听器和数字助听器，2018-2020 年公司两类助听器产品合计销售额为 0.66 亿元、0.99 亿元、1.55 亿元，其中模拟助听器占比为 96.89%、86.99%、87.78%。2021 年上半年公司数字助听器销售收入明显增加，达到 2203.08 万元，占销售收入比例为 27.45%。

图表 7 2018-2021H1 公司模拟机和数字机销售收入（单位：亿元）



资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

图表 8 公司两种助听器产品对比（按照放大器信号处理方式分类）

比较	模拟助听器	数字助听器
机芯	由半导体基础电子元器件电路组成，采用模拟路线，将模拟信号进行放大处理	采用 DSP 数字信号处理芯片，对传声器采集的信号进行分频段处理，通过 WDRC、降噪、声反馈抑制等算法增强对声音信号的精细化处理能力，达到声音输出的良好效果
声音放大方式	采用线性放大，对所有声音进行相同程度的放大	采用非线性放大，对大的声音进行压缩限制、对小的声音进行放大处理，使得经处理过后的声音听起来舒适清晰
功能	声音放大	除声音放大功能外，还具备降噪、开机延迟、存储记忆等功能
价格	价格较低	价格较高

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

1.2.2 雾化器

雾化器根据技术原理可分为压缩式雾化器、微网雾化器、超声雾化器等。

图表 9 不同雾化器产品技术原理

产品类别	产品技术原理
压缩式雾化器	通过压缩泵产生压缩气流，气流经雾化杯将液体药物撞击为气溶胶药物
微网雾化器	采用压电陶瓷技术将液体药物超声波雾化，再经过微网筛，形成气溶胶药物
超声雾化器	利用超声波将液态药物激发为气溶胶药物

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

公司雾化器产品全部为压缩式雾化器，其主要原理是采用压缩机把通过抗菌网绵基滤过的洁净空气压缩为一股气流由喷气口喷出来冲击雾化杯内的液体使其气化，再由出雾口流出供口鼻吸入达到对呼吸道和肺部的用药治疗。

图表 10 公司雾化器产品参数


参数	图片
喷雾速率 $\geq 0.15\text{mL/min}$ 气体流量 $\geq 6\text{L/min}$ 残留液量 $\leq 1.5\text{mL}$ 输入功率 140VA/180VA	

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

1.2.3 防褥疮气垫

防褥疮气垫床根据气垫床的外观形状和功能设计可分为条形波动型、波动型带便孔型、波动喷气型、球型等，公司销售的防褥疮气垫床全部为球形防褥疮气垫床。

图表 11 公司防褥疮气垫产品参数

参数	图片
防电击类型：II 类	
防电击程度：B 型	
输入电压和频率：220V.50Hz	
设备功率：7VA	
工作载荷：应不小于 135kg	
工作噪声 ≤ 45dB(A)	

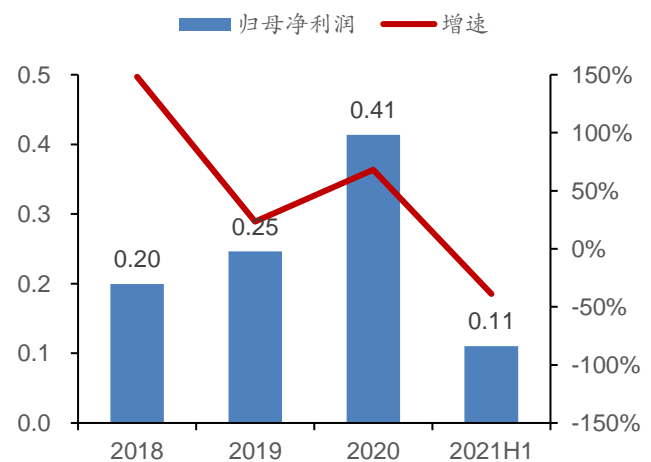
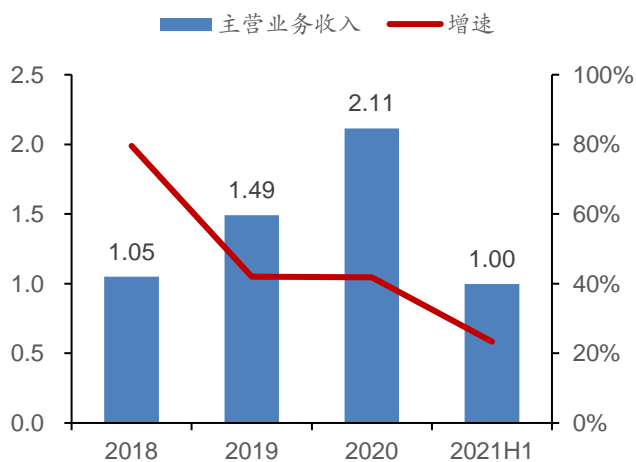
资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

1.3 ODM 模式为主，出口内销双轮驱动

2018 年、2019 年、2020 年和 1H2021，公司主营业务收入分别为 1.05 亿元、1.49 亿元、2.11 亿元和 1.00 亿元，2018-2020 年复合增长率达 41.9%。2018 年、2019 年、2020 年和 1H2021，公司归母净利润分别为 0.20 亿元、0.25 亿元、0.41 亿元和 0.11 亿元，增速分别为 148.3%、23.6%、68.1%和-38.9%，其中，1H2021 归母净利润减少主要由于上半年研发费用同比增加 212.64 万元（研发人员薪酬支出增加 119.79 万元，数字芯片研发项目推进导致委外研发费增加 60.23 万元）。

图表 12 2018-2021H1 公司主营业务收入及增速（亿元）

图表 13 2018-2021H1 公司归母净利润及增速（亿元）



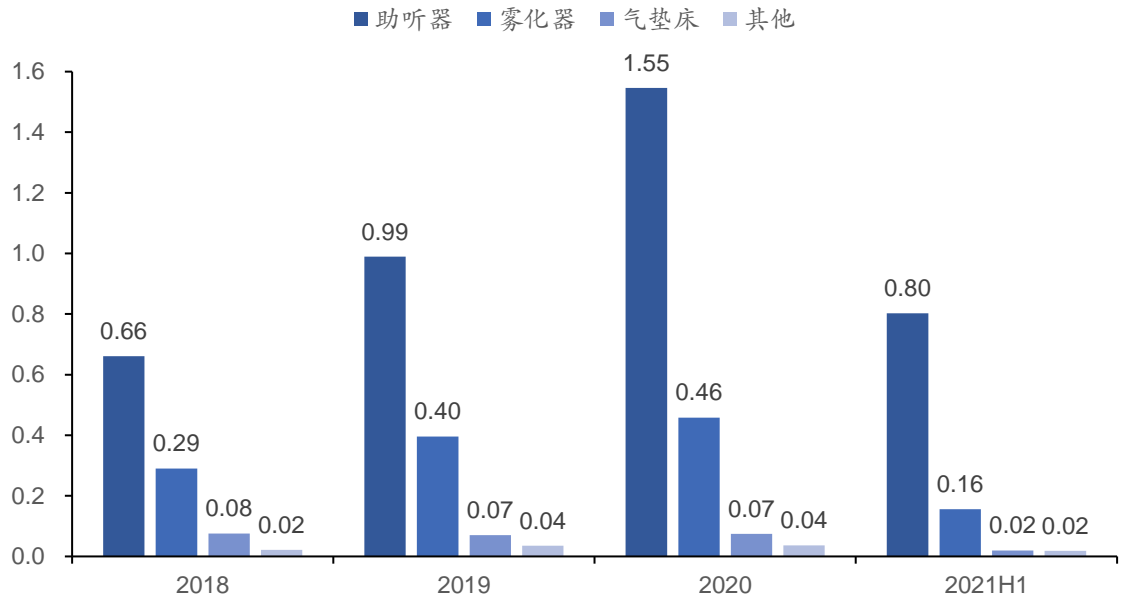
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

分产品类型来看，公司主营业务主要分为助听器、雾化器、气垫床和其他主营业务。助听器产品是公司主要收入来源，2018-2020 年及 1H2021 的收入分别为 0.66 亿元、0.99 亿元、1.55 亿元和 0.80 亿元，占主营业务收入的比重分别为

63.0%、66.4%、73.1%和 80.5%。2018-2020 年及 1H2021，公司雾化器产品收入分别为 0.29 亿元、0.40 亿元、0.46 亿元和 0.16 亿元，占主营业务收入的比重分别为 27.7%、26.5%、21.7%和 15.7%；公司气垫床产品年营业收入维持在 700 万元左右，市场份额较低，有待进一步开发。

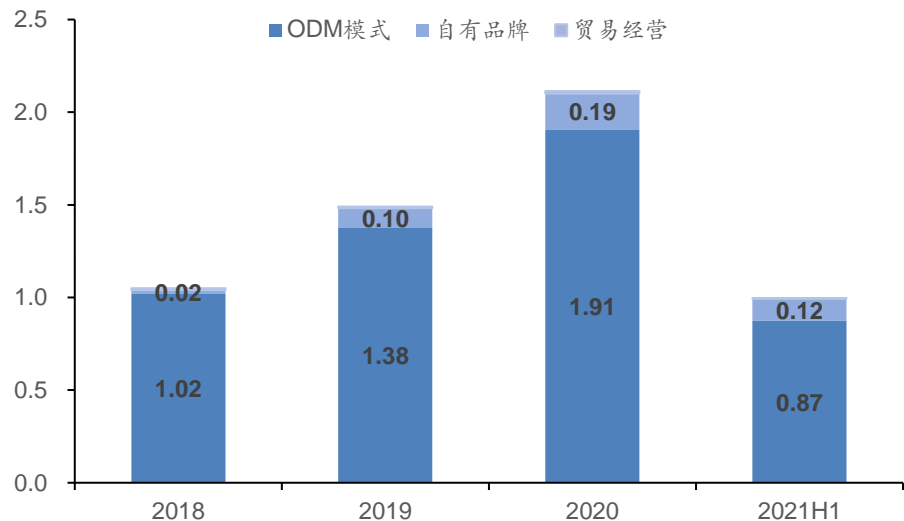
图表 14 2018-2021H1 公司主营业务收入（按产品类型分）（单位：亿元）



资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

分销售模式看，公司销售收入以 ODM 模式为主，2018-2021H1 销售收入分别为 1.02 亿元、1.38 亿元、1.91 亿元和 0.87 亿元，占比均保持 85%以上；公司自有品牌销售收入分别为 0.02 亿元、0.1 亿元、0.19 亿元和 0.12 亿元，占主营业务收入比重分别为 2.0%、6.9%、9.2%和 12.0%；公司贸易经营收入分别为 106.79 万元、90.16 万元、142.58 万元和 38.39 万元。

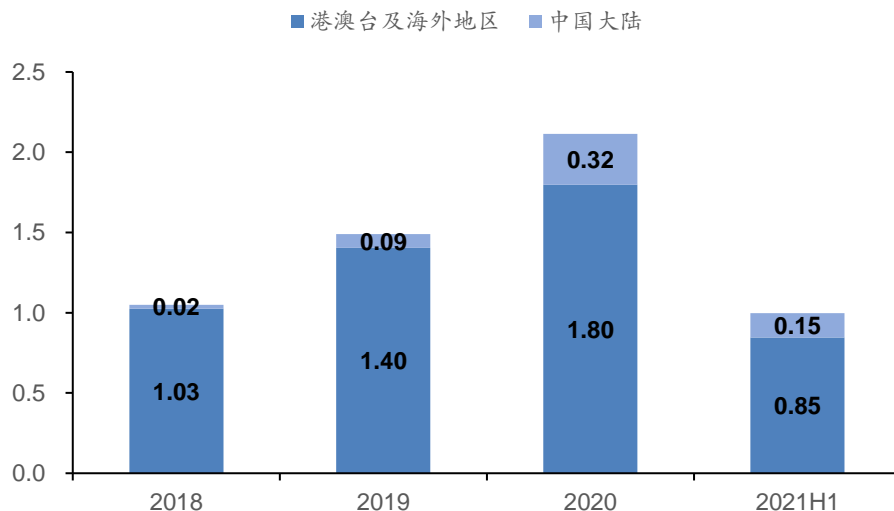
图表 15 2018-2021H1 公司主营业务收入（按销售模式分）（单位：亿元）



资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

分地区看，公司销售收入以港澳台及海外地区为主，2018-2020 年以及 2021 年上半年港澳台及海外地区销售收入为 1.03 亿元、1.40 亿元、1.80 亿元和 0.85 亿元，中国大陆为 0.02 亿元、0.09 亿元、0.32 亿元和 0.15 亿元。

图表 16 2018-2021H1 公司主营业务收入（按不同地区分）（单位：亿元）

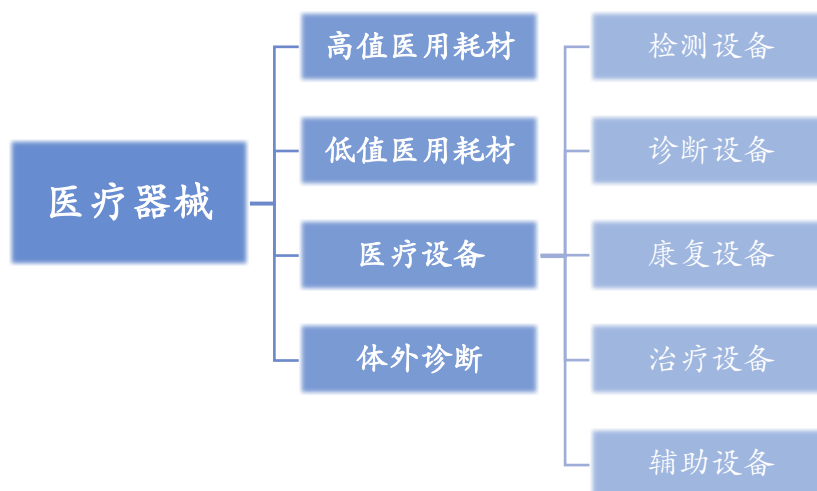


资料来源：wind，华安证券研究所

2 老龄化程度加深，政策扶持助力市场扩容

医疗器械是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。医疗器械产品种类繁多，产品之间差异较大，按照产品特性可以分为高值医用耗材、低值医用耗材、医疗设备、体外诊断四个大类，其中医疗设备又可以依据设备用途细分为检测设备、诊断设备、康复设备、治疗设备和辅助设备类。

图表 17 医疗器械按产品特性分类



资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

根据应用场景的不同，医疗器械可以分为医用医疗器械和家用医疗器械两类。

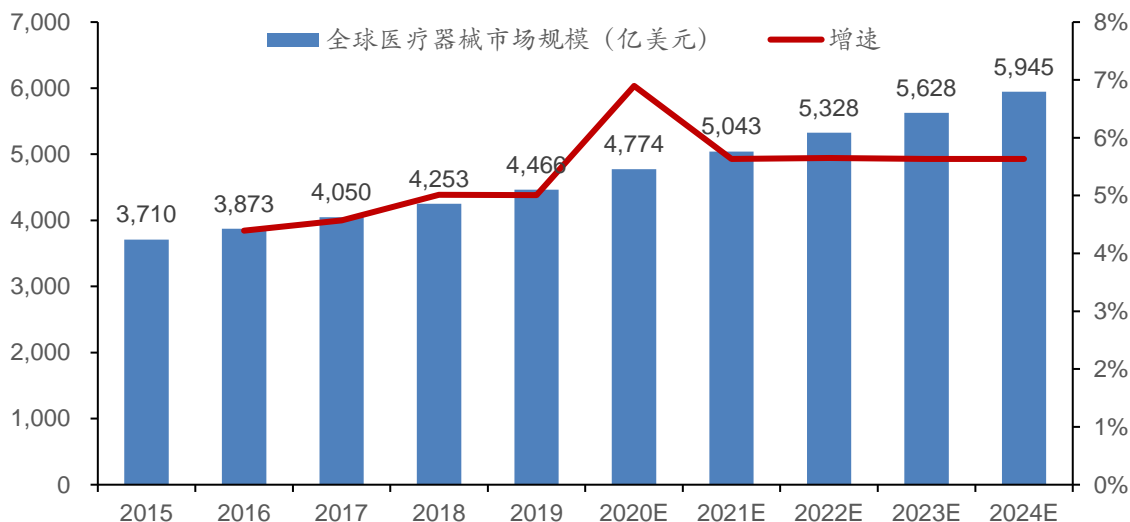
医用医疗器械适合医疗机构使用，通常由专业的医护人员操作，具有专业性强、精确度高的特点；家用医疗器械则是指适合家庭或个人使用的医疗器械。

根据功能及应用的疾病类型的不同，医疗器械可分为体外诊断类、影像类、心血管类、骨科类、眼科类、整形类、内镜类、药物传输类、牙科类、创伤护理类、糖尿病类、肾病类、耳鼻喉科类、神经外科类等类别。

2.1 全球医疗器械市场稳步增长，国内市场前景广阔

Evaluate MedTech、Frost&Sullivan 数据显示：全球医疗器械市场规模从 2015 年 3,710 亿美元增长至 2019 年 4,466 亿美元，年复合增长率 4.75%；预计 2020-2024 年全球医疗器械市场年复合增长率将达到 5.64%，2024 年市场规模有望达到 5,945 亿美元。

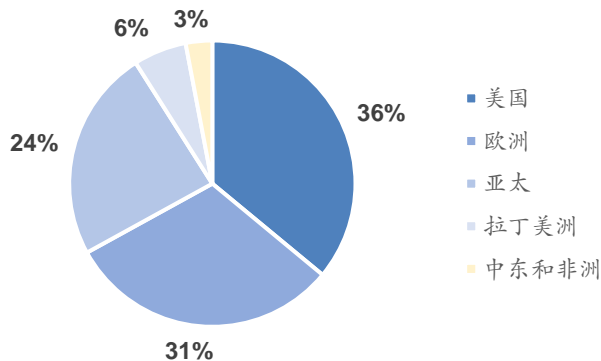
图表 18 2015-2024 年全球医疗器械市场销售额及增长预测（单位：亿美元）



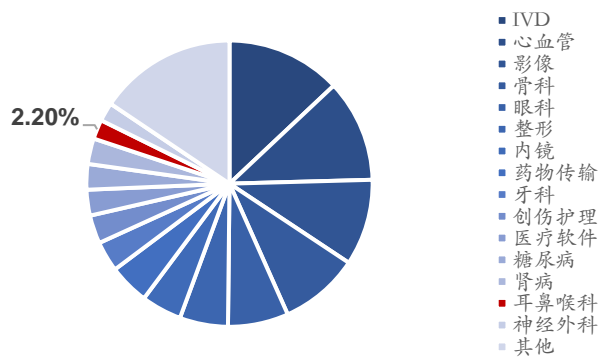
资料来源：Evaluate MedTech《WorldPreview2018,Outlookto2024》，Frost&Sullivan，华安证券研究所

分区域看，美国、欧盟、亚太是全球最主要的医疗器械市场，2017 年，美国、欧盟、亚太（主要是日本）占比分别达到 36%、31%和 24%。Evaluate MedTech 数据显示，医疗器械按用途可划分为 16 个领域，2017 年应用于耳鼻喉科医疗器械的销售额为 89 亿美元，占比 2.2%。

图表 19 2017 年全球医疗器械区域分布



图表 20 2017 年全球医疗器械细分市场销售额情况



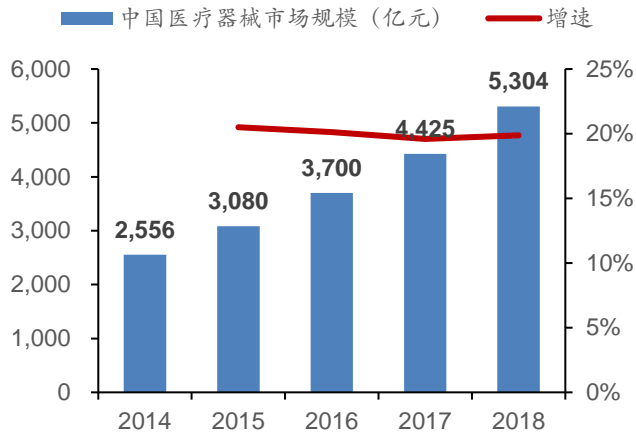
资料来源：药械研究院，Evaluate MedTech，华安证券研究所

资料来源：Evaluate MedTech，华安证券研究所

相较于全球医疗器械市场的平稳增长，国内医疗器械市场增长势头强劲。据中国医疗器械研究院数据显示，中国医疗器械市场规模从 2014 年 2,556 亿元增长至 2018 年 5,304 亿元，年复合增长率高达 20.0%。

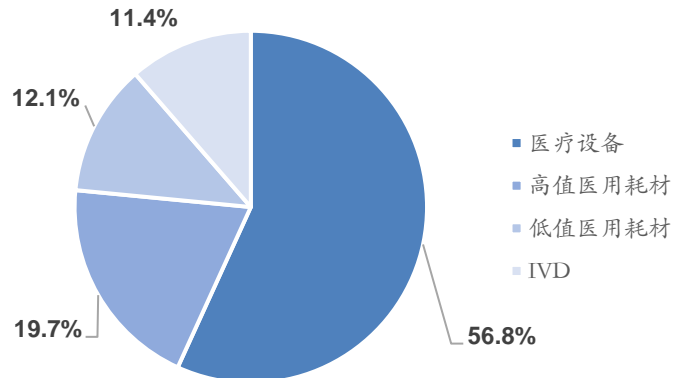
据中国医疗器械研究院发布的《中国医疗器械蓝皮书（2019 版）》数据显示，2018 年中国医疗器械市场规模达到 5,304 亿元，其中，医疗设备占比最高，市场规模 3,013 亿元，市场份额 56.8%；高值医用耗材、低值医用耗材和 IVD 的市场规模分别为 1,046 亿元、641 亿元和 604 亿元，占比分别为 19.7%、12.1%和 11.4%。

图表 21 2014-2018 年中国医疗器械市场规模及增速，亿元



资料来源：中国医疗器械研究院，华安证券研究所

图表 22 2018 年中国医疗器械细分市场占比



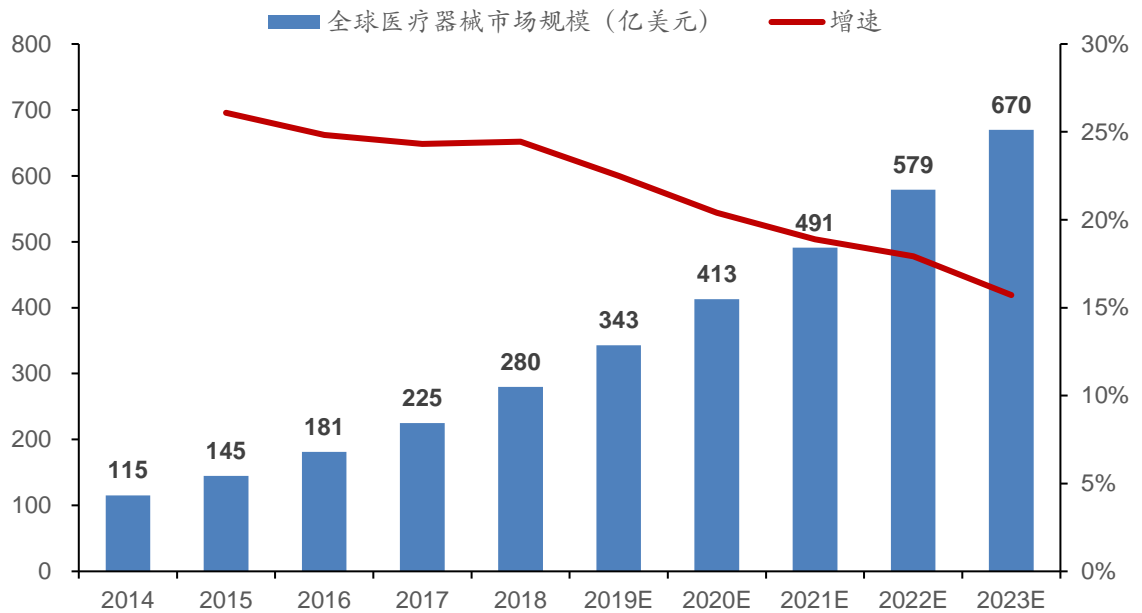
资料来源：中国医疗器械研究院，华安证券研究所

2.2 老龄化趋势推动，医疗器械市场快速崛起

康复医学旨在消除和减轻人的功能障碍、弥补和重建人的功能缺失，设法改善和提高人的各方面功能。随着老龄化进一步加剧，慢性病患者数量的逐年提升，二胎放开后产妇数量的增加，政策对康复医疗的支持，医保覆盖扩大，民众康复意识提高等因素的推动，我国康复医疗服务和康复医疗器械的需求有望持续增长。

据 Frost&Sullivan 数据显示，2014-2018 年，我国康复医疗器械市场规模从 115 亿元增长至 280 亿元，四年内市场规模增长近 1.5 倍，年复合增长率达到 24.9%，高于医疗器械行业整体增速；2023 年中国康复医疗设备市场规模有望达到 670 亿元，2020-2023 年复合增长率 17.5%。

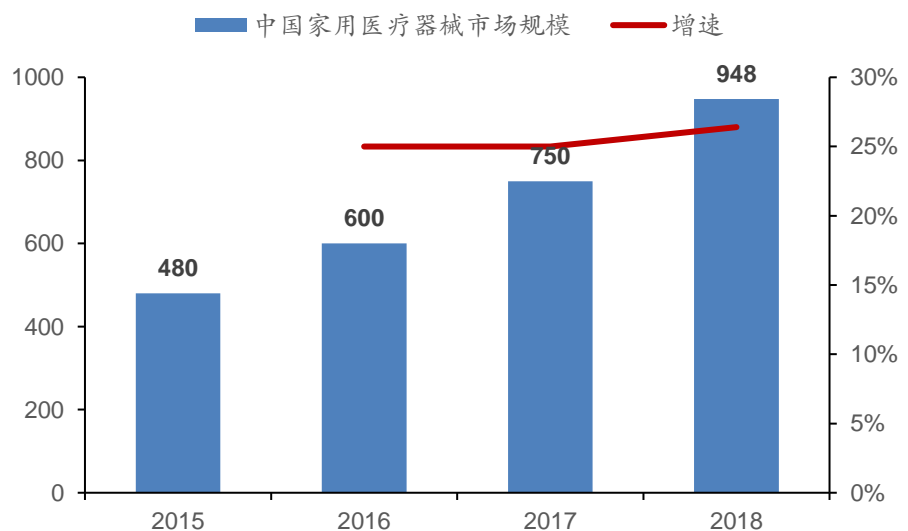
图表 23 2014-2023 年中国康复医疗设备市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

不同于医用医疗器械，家用医疗器械具备操作简单、体积小、携带方便等特征，根据用途一般可分为治疗、监测、康复、保健、护理五大类。目前我国人均医疗器械消费水平远低于美国、日本等发达国家。随着我国人口老龄化加快、慢性病人口增加、社会消费水平的提高、城镇化以及消费结构升级等多种因素的驱动，我国家用医疗器械市场空间广阔。据中国医疗器械研究院发布的《中国医疗器械行业蓝皮书（2019）》数据显示，2015-2018 年我国家用医疗设备市场规模从 480 亿元增长至 948 亿元，年复合增长率 25.5%。

图表 24 2015-2018 年中国家用医疗器械市场规模（单位：亿元）

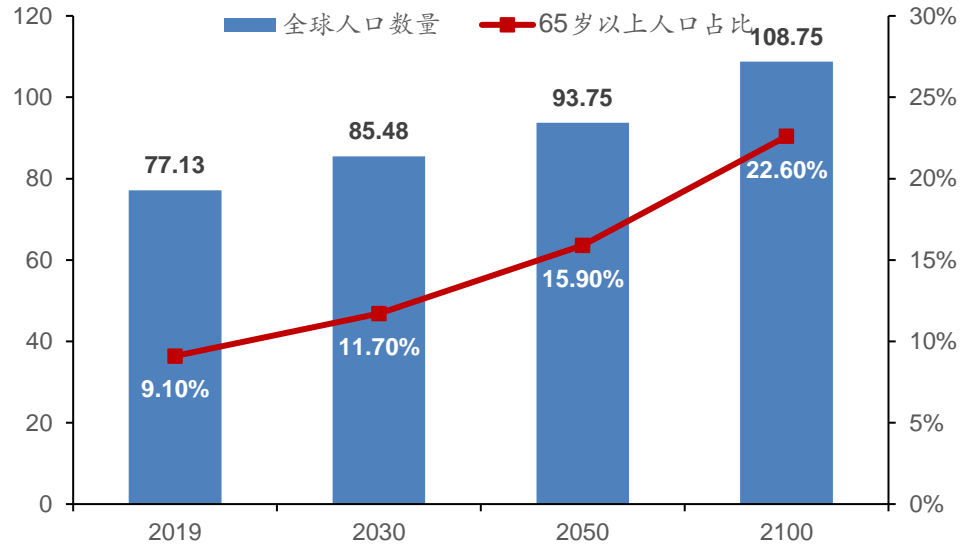


资料来源：中国医疗器械研究院《中国医疗器械行业蓝皮书》（2019），华安证券研究所

据联合国发布的《世界人口展望 2019》预测，2019 年至 2100 年，全球人口

总数将从 77.13 亿增长至 108.75 亿人，而 65 岁及以上人口将成为增长最快的年龄组。目前，全世界超过 65 岁的人口占比约 9.1%，2050 年该比例将达到 15.9%，2100 年将攀升至 22.6%。

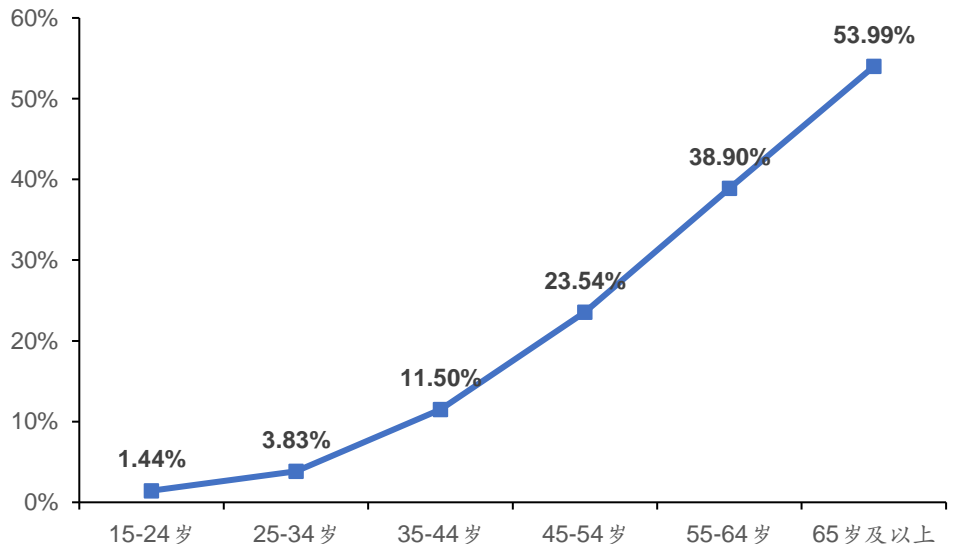
图表 25 2019-2100 年全球人口数量及 65 岁以上人口比重预测（单位：亿人）



资料来源：联合国《世界人口展望 2019》，华安证券研究所

根据我国卫生部统计，65 岁及以上人群慢性病患率达到 53.99%，显著高于一般人群。据经合组织（OECD）数据显示，65 岁以上人口人均医疗费用大概是 65 岁以下人口医疗费用的 2-8 倍，未来全球老年人口的持续增长将极大地增加医疗健康服务的需求，从而为家用医疗器械市场需求带来巨大的增长空间。

图表 26 我国不同年龄人群慢性病患率



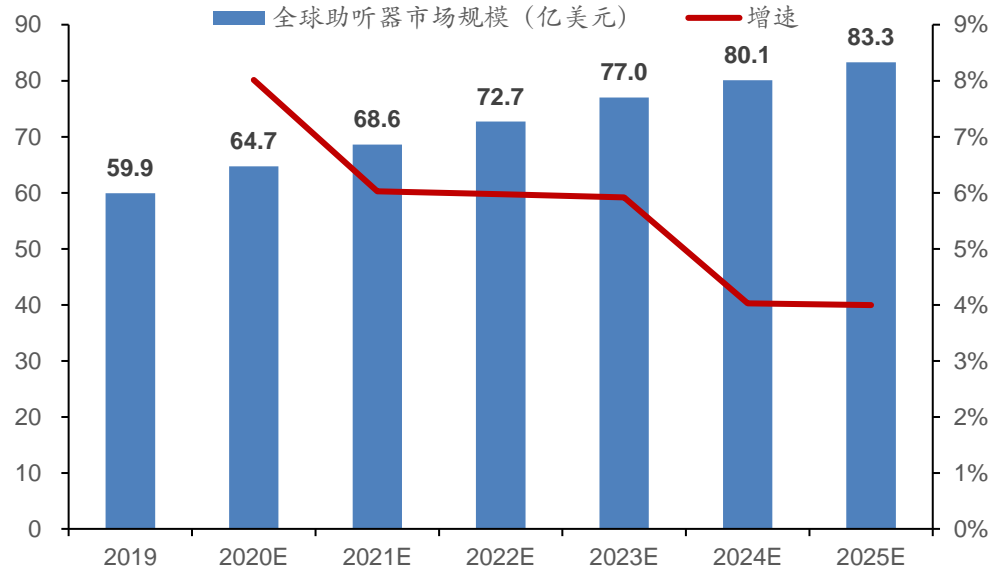
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》（2018），华安证券研究所

2.3 助听器市场规模稳步提升，渗透率提高趋势显著

近年来，随着全球经济增长，及助听器产品性价比的提升，全球助听器规模稳

步增长。根据中国产业调研网《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》数据显示，预计 2020 年全球助听器市场规模为 64.7 亿美元，2025 年将达到 83.3 亿美元，年复合增长率为 5.18%。

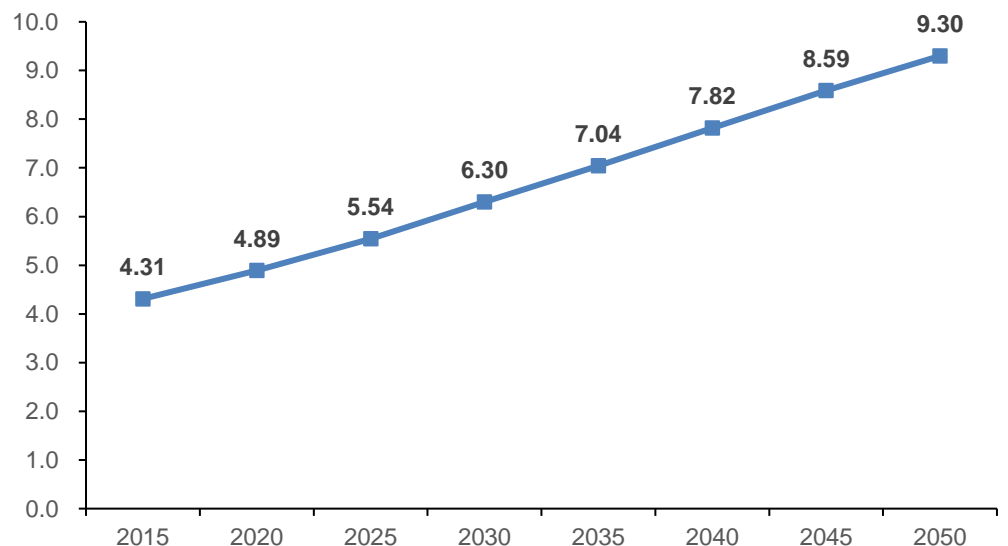
图表 27 2019-2025 年全球助听器市场规模预测（单位：亿美元）



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

据 WHO 数据显示，2018 年全球患有残疾性听力损失的人数约为 4.66 亿人，占全球总人口的 6%，预计 2030 年将达到 6.3 亿人，2050 年将达到 9.3 亿人，全球助听器市场需求将继续维持增长态势。

图表 28 全球残疾性听力损失人群数量预测（单位：亿人）

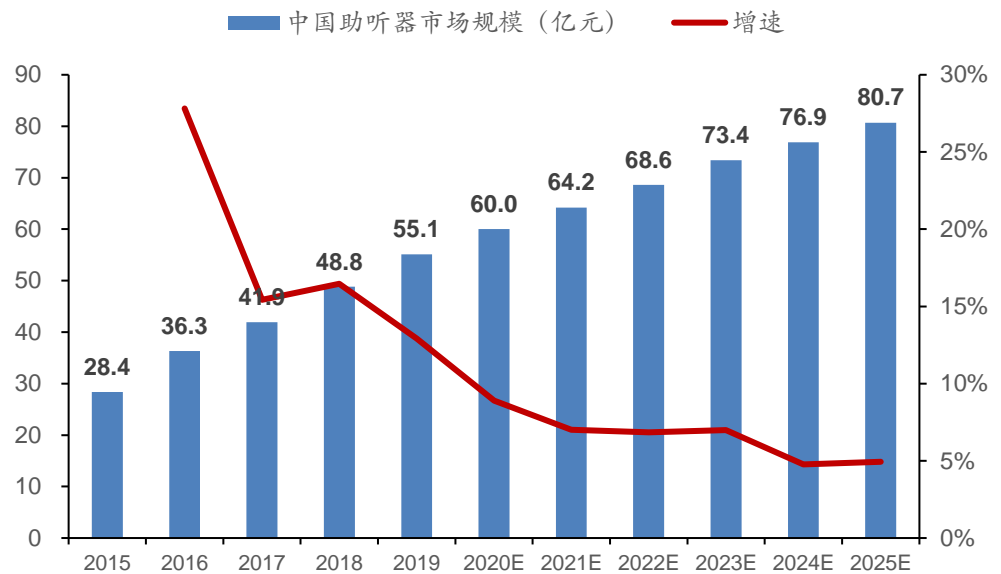


资料来源：WHO，华安证券研究所

我国本土助听器企业起步较晚，随着国外各大品牌的进入和市场推广，近年来国内助听器市场保持持续增长的态势。据中国产业调研网发布的报告《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》显示，2015-2019 年，我国助听

器行业市场规模从 28.4 亿元增长至 55.1 亿元，年复合增长率 18.02%。

图表 29 2015-2025 年我国助听器市场规模预测（单位：亿元）



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

随着国内助听器行业的逐步成熟与发展，国内本土助听器企业生产能力不断提高，行业总体保持净出口的态势。据 Wind 数据显示，2014 年我国助听器出口数量为 1,001.40 万个，2019 年出口数量达到 1,831.23 万个，年均复合增长率为 12.83%，保持较快增长趋势。

图表 30 2014 年-2019 年我国助听器出口数量（单位：万个）



资料来源：wind，华安证券研究所

3 创新机制完善，非验配助听器优势明显

3.1 多项专利筑竞争壁垒，技术优势明显

公司高度重视助听器 DSP 数字信息处理技术的投入和研发，经过多年技术积累，已掌握了以 MCU+Amplifier 技术方案代表的第二代助听器，及以 DSP 数字信号处理技术方案为代表的第三代数字助听器技术。此外，公司自主开发自动化生产线，提高产品生产效率，同时确保产品的一致性和可靠性。截至 2021 年 9 月 29 日，公司共拥有 107 项国内有效专利，包括 3 项发明专利、38 项实用新型专利、66 项外观专利，以及 8 项软件著作权。

图表 31 公司已有三项发明专利情况

专利名称	专利证号	取得日期	期限	取得方式
一种数字助听器降噪方法、系统及专用 DSP	2019108470351	2021/6/1	20 年	原始取得
一种用于耳背式助听器的指敲机体检测方法	2019113627377	2021/5/4	20 年	原始取得
一种数字助听器的啸叫抑制方法、系统及专用 DSP	2019108470474	2020/12/1	20 年	原始取得

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

图表 32 公司已有八项软件著作权情况

著作权名称	登记号	取得日期	期限	取得方式
JH-338 助听器充电座软件 V1.0	2019SR0260833	2019/3/19	永久	原始取得
JH-D26 系列双通道充电盒软件 V1.1	2019SR0368946	2019/4/22	永久	原始取得
JH-D26 系列数字助听器软件 V1.0	2019SR0368944	2019/4/22	永久	原始取得
锦好数字助听器验配软件 V1.0	2019SR1077624	2019/10/24	永久	原始取得
锦好数字助听器啸叫抑制软件 V1.0	2019SR1077636	2019/10/24	永久	原始取得
锦好数字助听器降噪软件 V1.0	2020SR0157789	2020/2/20	永久	原始取得
锦好数字助听器算法与系统版权软件 V1.0	2020SR1195414	2020/10/9	永久	原始取得
《JHSmart》app 软件[简称：JHSmart] V1.0	2021SR0543445	2021/3/25	永久	原始取得

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

与竞争对手相比，公司助听器品类在线下验配渠道不具备优势，但在非验配助听器产品方面，公司助听器产品在助听器的核心技术和功能，包括电池充电管理、数字助听器控制、数字助听器验配调节、助听器声反馈抑制、助听器降噪算法、助听器外观材质、助听器超大功率实现等各个领域均有成熟的自有技术。

图表 33 公司主要核心技术情况

核心技术名称	技术来源	创新类型	所处阶段	应用产品	专利技术或奖项	技术类型
--------	------	------	------	------	---------	------

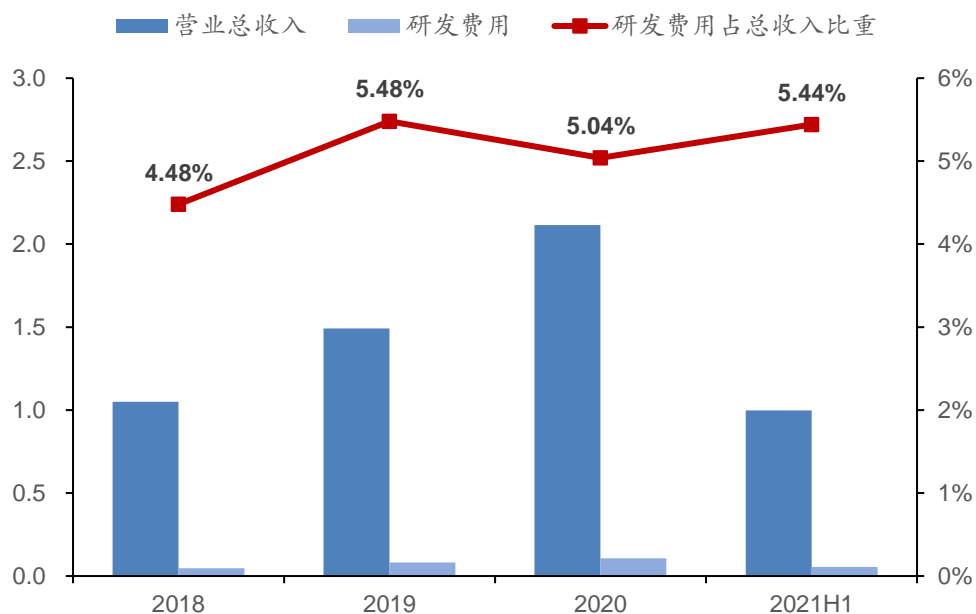
镍氢电池充电管理算法的开发与应用	自主研发	算法开发	大批量生产	JH-D26、JH-D12、JH-338 等	专利证书号 2019207305850	特有技术
数字助听器控制系统软件的开发与应用	自主研发	集成创新	大批量生产	JH-D26、J351 等	著作权登记号 2019SR0368944	特有技术
自主算法 DSP 数字芯片验配软件的开发与应用	合作研发	算法开发	小批量生产	JH-351、JH-W2、JH-D36 等	著作权登记号 2019SR1077624	特有技术
数字助听器 AFC 声反馈抑制算法的开发与应用	合作研发	算法开发	小批量生产	JH-351、JH-W2、JH-D36 等	发明专利 2019108470474 著作权登记号 2019SR1077636	特有技术
数字助听器降噪算法的开发与应用	合作研发	算法开发	小批量生产	JH-351、JH-W2、JH-D36 等	发明专利 2019108470351 著作权登记号 2020SR0157789	特有技术
基于表面处理新技术耳背式助听器	自主研发	集成创新	大批量生产	JH-D18	专利证书号 2018210777462	特有技术
超大功率助听器结构模块化设计方法	自主研发	集成创新	大批量生产	JH-D37	专利证书号 2019204448621	特有技术
兼容受话器内置及外置的结构设计方法	自主研发	集成创新	大批量生产	JH-HA70、JH-D36	专利证书号 201921224761X	特有技术
精密连接器的结构设计与应用	自主研发	集成创新	大批量生产	JH-HA70、JH-HA75	专利证书号 2019218216719	特有技术

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

3.2 研发投入持续增加，核心人员筑技术壁垒

随着公司市场规模的扩大和客户需求的不断增长，公司结合主要产品情况逐步加大研发投入和产品创新设计投入。在研发投入方面，截至 2021 年 6 月 30 日，公司员工总数 353 人，其中，研发及技术人员数量 45 人，占比达到 12.8%。2018-2020 年及 1H2021，公司研发费用投入 470.67 万元、816.51 万元、1,066.50 万元和 542.58 万元，占总营业收入比例维持在 5%左右。

图表 34 2018-2021H1 公司研发投入情况（单位：亿元）



资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

依据任职情况、所承担研发工作的重要性及研发成果等因素，公司认定王华东、龙瑞前、董平、李卓赐、熊志辉、陈旺等 6 人为公司核心技术人员。

图表 35 公司核心技术人员情况

姓名	任职情况	持股情况	主要科研成果或专长
王华东	监事会主席，研发总监	0.0914%	已获得国内授权专利 51 项
龙瑞前	电子主管	0.0273%	精通数模电路原理，擅长电路及 PCB 设计及提供针对 ESD、EMC、NOISE、POP 声问题的解决方案
董平	结构主管	0.0273%	已获得国内授权专利 18 项
李卓赐	软件工程师	0.0273%	已获得国内授权发明专利 1 项
熊志辉	芯海聆总经理	0.4997%	擅长集成电路芯片的研发与设计、音频算法开发等
陈旺	芯海聆技术总监	-	擅长音视频信号处理、嵌入式系统、软件系统开发

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

公司以研发总监和核心技术人员牵头设立研发中心，以提高公司研发创新能力、加强新技术开发和新产品的设计、以及生产工艺的优化改进，并根据产品特性进行研发中心的内部职能分工。研发中心下设研发总监及结构组、电子组、软件组、项目组，目前正在开展 7 项主要研发项目，5 项合作研发或委托开发项目。

图表 36 公司研发中心各部门职责情况

研发职能岗位和部门	主要职能
研发总监	总体把控新产品的研发计划，对产品质量和工艺技术进行质量控制和监督管理
结构组	负责新产品的结构设计及旧产品的结构组升级工作，包括结构件图纸的绘制、开模的跟进、资源的调配、设计评审
电子组	负责完成产品开发需求的拟制、开发方案的确认、电路设计、PCBLAYOUT，对产品技术和功能进行测试
软件组	负责嵌入式软件代码的详细设计、编写、集成与测试，协调推进新产品的研发和已有产品的升级项目
项目组	根据公司规划和项目立项要求，建立项目计划，协调项目团队人员工作，及时完成各个项目的开发，并有效控制项目的成本、质量和风险

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

图表 37 公司目前主要在研项目

序号	项目名称	进展情况	拟达成目标	经费预算（万元）	参与人员
1	自研 DSP 芯片声学算法	部分机型已批量量产和销售	将助听器的声学算法集成到专用 DSP 芯片上，该算法集成 WDR、均衡器、降噪、多种声学算法的动态反馈抑制等，并带有音量调节、程序切换、低电量报警、开机延时、程序与音量记忆、提示音、使用日志等功能	500	15
2	TWS 蓝牙助听器技术	部分机型已批量量产和销售	结合 TWS 蓝牙技术与数字助听器技术，自主研发 TWS 蓝牙助听器应用。该应用在数字助听器基础上实现蓝牙 TWS 功能，要满足通过蓝牙接听立体声音乐、拨打电话等蓝牙音频流的功能	150	10
3	双模蓝牙无线验配助听器	小批量生产，暂未销售	结合双模蓝牙技术与数字助听器技术，自主研发的双模蓝牙无线验配助听器应用。在数字助听器基础上，实现了蓝牙 TWS 功能与 BLE 控制功能，即要满足可通过蓝牙接听立体声音乐、拨打电话等蓝牙音频流的功能，同时也要满足 BLE 无线控制的功能，配套的手机 App 结合助听器端实现了无线听力测试与无线验配等功能	100	12
4	BLE 蓝牙助听器技术	试产阶段	结合 BLE 蓝牙技术与数字助听器技术，自主研发 BLE 蓝牙助听器应用，该应用在数字助听器基础上实现手机或平板通过蓝牙无线控制音量调节、程序切换、频率调节等功能	50	10
5	锂电池快充技术的开发与应用	试产阶段	结合锂电池技术的突破，将快充技术应用于助听器产品，实现助听器充电 15 分钟工作 8 小时以上，提升产品性能及用户满意度	50	5
6	AI 助听器 1.0 之方向性技术算法开发及应用	验证阶段	①打破国际技术壁垒，打造公司首款具有自主算法 AI 特性的助听器；②集成方向性算法的 AI 助听器，听障患者言语感知度平均提高 10%	80	5

7	自主研发数字助听器芯片 1.0	验证阶段	①打破国际技术壁垒，实现数字助听器核心芯片国产化； ②属于超低功耗芯片，延长助听器的工作时间；③芯片支持 32 通道响度补偿算法；④集成 EQ 调节、降噪、反馈抑制等算法，并带有音量调节、程序切换、低电量报警、开机延时、程序与音量记忆、提示音、使用日志等功能；⑤实现与蓝牙 5.0 芯片无缝对接	1,000	20
---	-----------------	------	--	-------	----

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

3.3 专注助听器赛道，盈利能力表现突出

公司助听器产品的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、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。由于公司主要竞争对手未在国内上市或公开披露财务数据，我们结合公司所属的家用医疗器械行业，大类筛选同行业可比公司鱼跃医疗、九安医疗、乐心医疗、鹿得医疗、福建太尔。

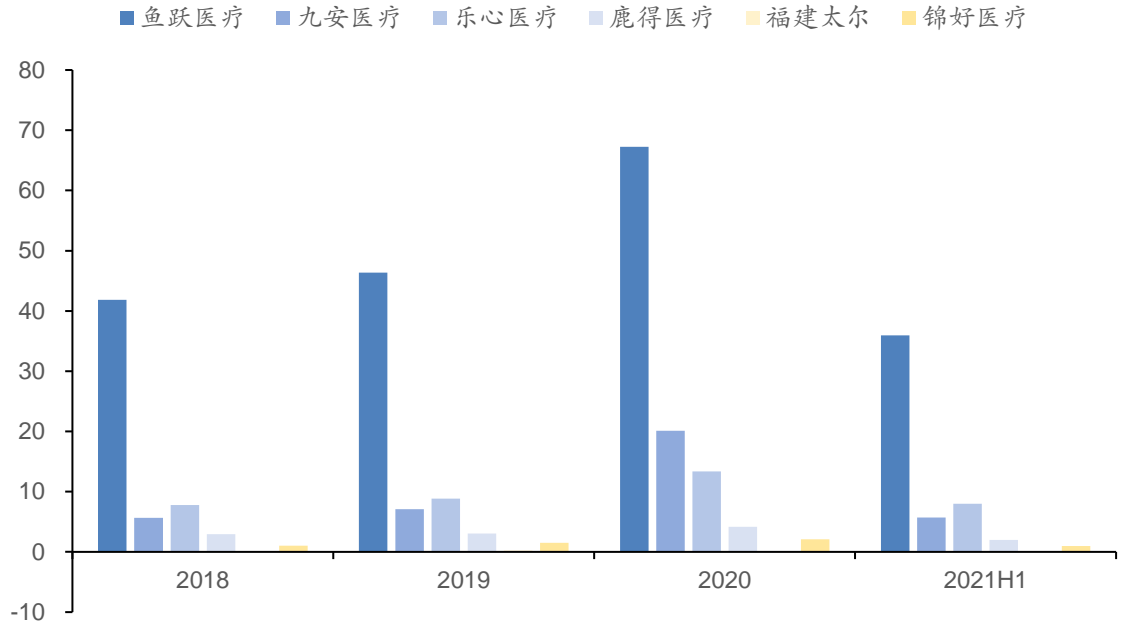
图表 38 可比公司主营业务、主要产品和技术实力对比情况

公司名称	主营业务	主要产品	技术实力
鱼跃医疗	家用医疗器械、医用临床产品以及与之相关的医疗服务	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	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	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	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。	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	智能穿戴及移动医疗产品的研发、生产和销售	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	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	以家用医疗器械为主的医疗器械及保健护理产品的研发、生产和销售	血压计、雾化器、听诊器、冲牙器等	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 1,226.28 万元，占营业收入的 2.95%
福建太尔	骨传导智能助听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	骨传导助听产品、智能穿戴设备	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	康复医疗器械和家用医疗器械的研发、生产和销售	助听器、雾化器、防褥疮气垫	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%

资料来源：锦好医疗公开发行说明书，华安证券研究所

营业收入方面，2018-2020 年及 1H2021 公司营业收入分别为 1.05 亿元、1.49 亿元、2.11 亿元和 1.00 亿元，与可比公司相比总体规模较小，但增长势头强劲，2018-2020 年年均复合增长率达到 41.93%，领先于行业平均水平。

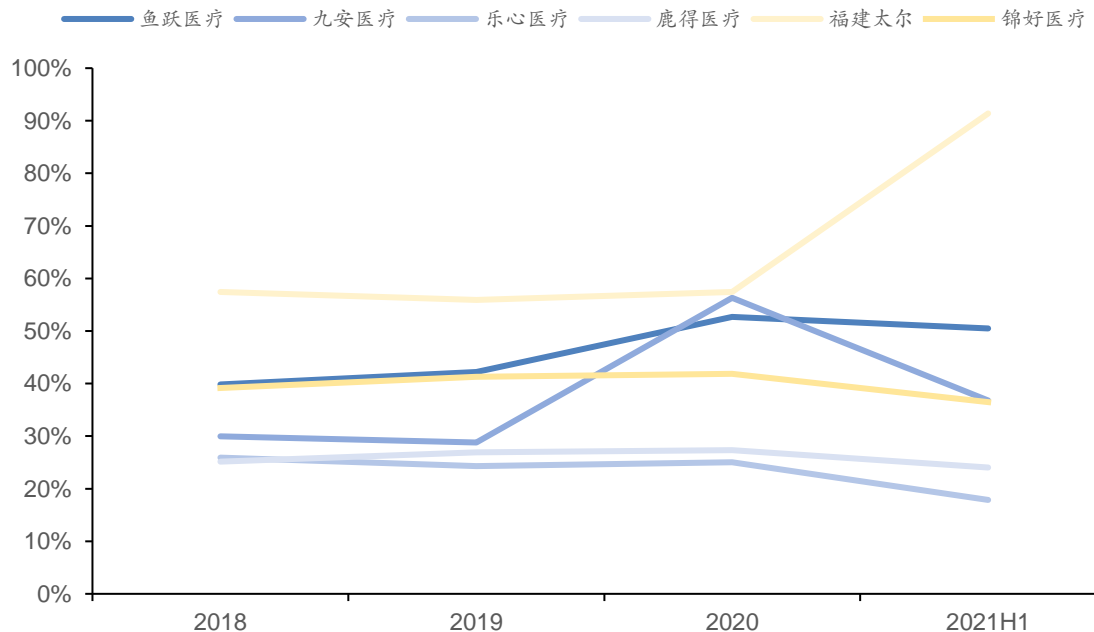
图表 39 2018-2021H1 可比公司营业收入对比 (单位: 亿元)



资料来源: 锦好医疗公开发行说明书, 华安证券研究所

毛利率方面，由于产品种类不同，公司与同行业可比公司的毛利率存在差异。2018-2020 年及 1H2021，公司毛利率分别为 39.2%、41.3%、41.9%和 36.5%，显著高于鹿得医疗和乐心医疗，与九安医疗接近，低于鱼跃医疗和福建太尔。

图表 40 2018-2021H1 可比公司毛利率对比



资料来源: 锦好医疗公开发行说明书, 华安证券研究所

风险提示：

市场风险、经营风险、财务风险、募集资金投资项目风险等

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

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

行业评级体系

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

公司评级体系

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