

锦好医疗 (872925.OC) 植根医疗电子赛道，致力成为国产助听器龙头

2021 年 11 月 08 日

——公司首次覆盖报告

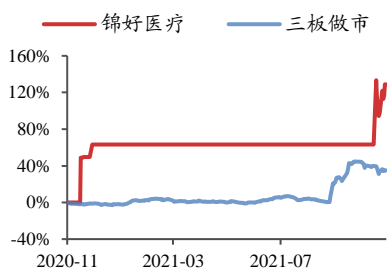
投资评级：买入（首次）
蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

日期	2021/11/5
当前股价(元)	23.55
一年最高最低(元)	31.68/0.00
总市值(亿元)	11.06
流通市值(亿元)	3.48
总股本(亿股)	0.47
流通股本(亿股)	0.15
近 3 个月换手率(%)	98.57

股价走势图



数据来源：聚源

● 致力于成为国产助听器龙头的国际化医疗器械公司

锦好医疗成立以来专注于康复器械和家用器械领域的医疗电子产品产研销业务，产品主要包括助听器、雾化器、防褥疮气垫等。以自主研发方式推进产品的开发和设计，以 ODM 模式为主、部分自有品牌为辅的模式推进产品销售，业务遍及欧美、南美、中东、南亚等 90 多个国家和地区。核心业务助听器基于全球人口老龄化趋势和渗透率空间未来市场潜力可期，公司制定差异化发展战略，兼顾产品结构调整，看好公司发展潜力，预计 2021-2023 年净利润分别为 0.48 亿、0.55 亿、0.63 亿元，同比增速 16.8%、14.6%、14.0%，对应 EPS 分别为 1.03 元、1.18 元和 1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 22.2 倍、19.4 倍、17.0 倍。鉴于公司主营业务助听器市场的长期增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

● 聚焦家用康复器械黄金赛道，全球视野布局助听器业务

我国康复医疗器械市场规模增速高于医疗器械行业整体市场。从需求终端来看，近年来随着分级诊疗推进和政府对社会资本投资康复医疗机构的鼓励，康复医疗逐步走向家庭和社会康复。家用器械市场目前仍处于初级阶段，2015-2018 年复合增长率达到 25.46%。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》提供的数据，2020 年度，全球助听器市场销售规模预计为 64.70 亿美元，较 2018 年增长 9.51 亿美元，年平均增长率达 8.62%。2020 年中国助听器市场规模达到 58.21 亿元，同比增长 10.41%。锦好医疗海外销售收入占主营业务收入的比例在 80%以上，在国际市场具备较强的竞争力。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已达 12.26%。

● 核心业务立足差异化定位战略兼顾产品结构调整

公司以中端产品为主，与国际集团高端市场形成错位竞争格局。基于定位于非验配助听器市场的大方向，公司将适当对公司助听器产品的结构进行优化调整，对各类型助听器产品进行升级优化，提高自主品牌占比和高端产品占比。

● 风险提示：疫情反复影响生产，自有品牌销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	149	211	244	274	313
YOY(%)	2701.0	41.5	15.6	12.1	14.2
归母净利润(百万元)	25	41	48	55	63
YOY(%)	2701.0	63.7	16.8	14.6	14.0
毛利率(%)	100.0	100.0	41.5	42.7	43.7
净利率(%)	16.9	19.6	19.8	20.2	20.2
ROE(%)	31.4	33.8	28.3	25.6	23.4
EPS(摊薄/元)	0.54	0.88	1.03	1.18	1.34
P/E(倍)	42.4	25.9	22.2	19.4	17.0
P/B(倍)	13.3	8.9	6.3	5.0	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 深耕家用康复器械致力于成为国产助听器龙头	3
1.1、 砥砺前行十年，植根医疗电子产品产研销	3
1.2、 公司股权结构清晰	3
1.3、 公司业务以助听器为主，业务规模平稳增长	4
1.4、 公司的生产模式&销售模式：自产及 ODM 为主	6
2、 聚焦家用康复器械黄金赛道，助听器业务驱动增长	7
2.1、 助听器市场潜力可期	8
2.2、 助听器行业国产占有率低，高端赛道亟待开拓	9
2.3、 公司通过差异化定位、产品结构调整战略推进助听器市场增长	10
3、 盈利预测与投资建议	12
3.1、 关键假设	12
3.2、 盈利预测与估值	12
4、 风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

图 1： 公司十年发展纵向精进	3
图 2： 公司股权结构清晰	4
图 3： 公司主要有三类产品	4
图 4： 公司主要业务集中在助听器领域	5
图 5： 公司营业收入增长稳定	6
图 6： 公司归母净利润增长稳定	6
图 7： 公司业务盈利能力稳定	6
图 8： 2023 年中国康复医疗设备市场有望达 670 亿元	8
图 9： 2017 康复医疗中家庭和社会康复占比显著	8
图 10： 中国家用医疗器械市场规模高速增长	8
图 11： 公司助听器中高端占比逐年提升	10
表 1： 公司共有 5 项产品	5
表 2： 康复器械分类较多	7
表 3： 家用医疗器械种类较多	8
表 4： 助听器产品可以依据终端市场分类	10
表 5： 公司储备多项助听器算法技术	11
表 6： 公司业务规划多维度推进	11
表 7： 家用医疗电子行业估值水平	13

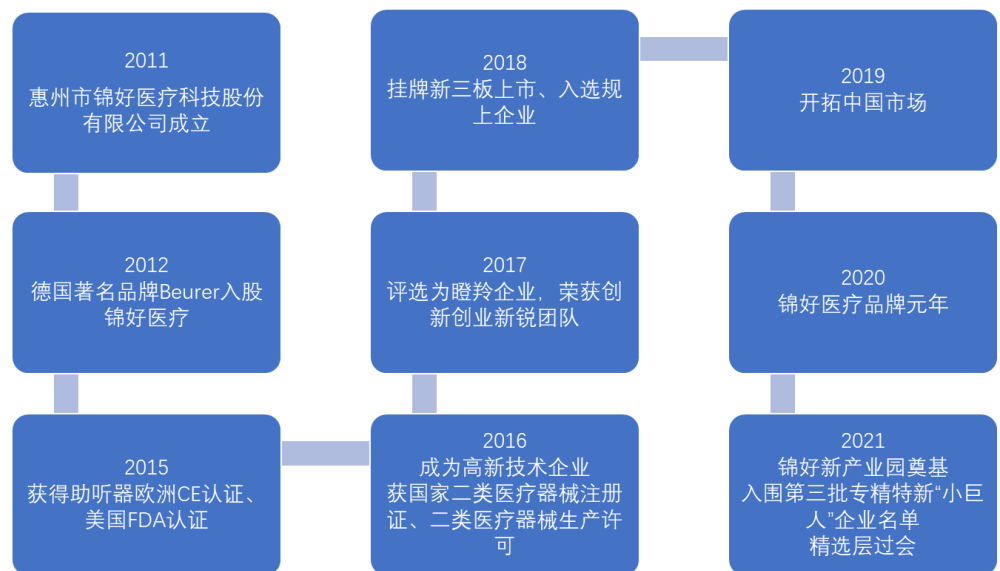
1、深耕家用康复器械致力于成为国产助听器龙头

1.1、砥砺前行十年，植根医疗电子产品产研销

公司成立于 2011 年 8 月，专注于康复器械和家用器械领域的医疗电子产品产研销业务，产品主要包括助听器、雾化器、防褥疮气垫等。以自主研发方式推进产品的开发和设计，以 ODM 模式为主、部分自有品牌为辅的模式推进产品销售。

公司成立以来，相继取得了 ISO13485 等多项医疗器械管理体系认证，与健康生活用品、零售药店、商超等领域的国际巨头建立合作关系，如 Beurer、CVS、APPOLO、家乐福等。公司作为高新技术型企业，同时也是国家级专精特新第三批“小巨人”企业。业务遍及欧美、南美、中东、南亚等 90 多个国家和地区。

图1：公司十年发展纵向精进



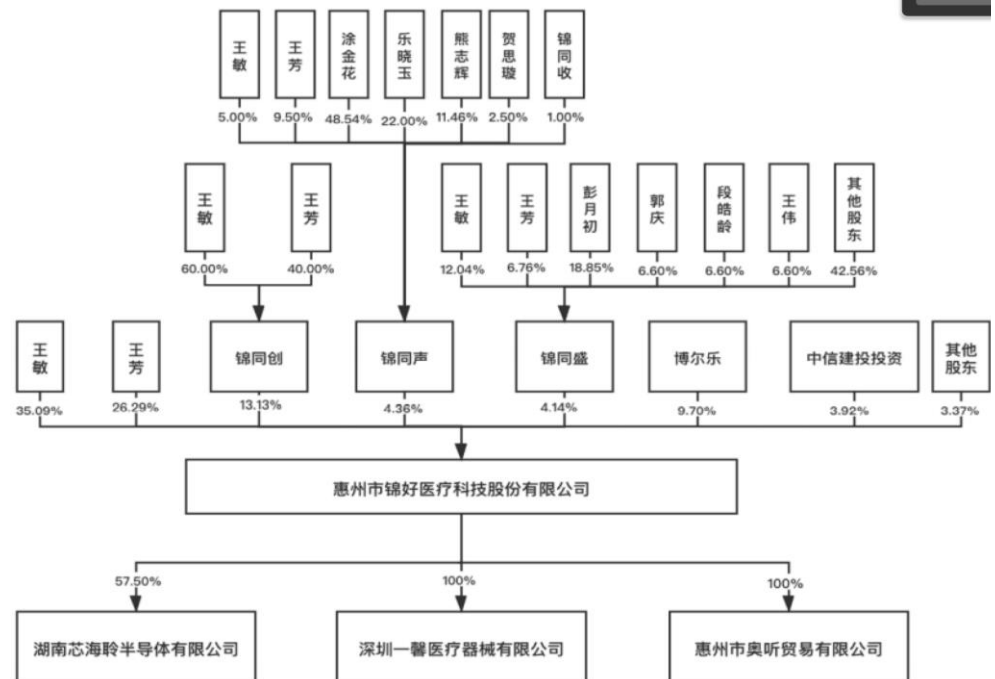
资料来源：锦好医疗官网、开源证券研究所

1.2、公司股权结构清晰

公司股东王敏直接持有公司 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。截至公司公开发行说明书签署日，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2: 公司股权结构清晰



资料来源：锦好医疗公开发行人说明书

1.3、公司业务以助听器为主，业务规模平稳增长

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3: 公司主要有三类产品

助听器



雾化器



防褥疮气垫



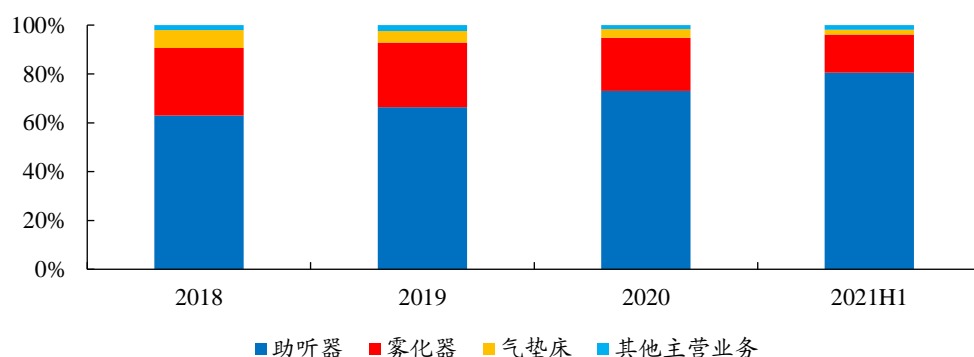
资料来源：锦好医疗公开发行人说明书、开源证券研究所

表1: 公司共有 5 项产品

产品类型	医疗器械产品注册证	医疗器械生产许可	医疗器械经营备案	医疗器械产品出口销售证明
耳内式助听器	《中华人民共和国医疗器械注册证》(证书编号: 粤械注准 20162461587)			《中华人民共和国医疗器械产品出口销售证明》(证明编号: 粤食药监械出 20201426 号)
耳背式助听器	《中华人民共和国医疗器械注册证》(证书编号: 粤械注准 20162461589)	《医疗器械生产许可》(证书编号: 粤食药监械生产许 20172924 号)	《第二类医疗器械经营备案凭证》(备案编号: 粤惠食药监械经营备 20175022 号)	《中华人民共和国医疗器械产品出口销售证明》(证明编号: 粤食药监械出 20201345 号)
盒式助听器	《中华人民共和国医疗器械注册证》(证书编号: 粤械注准 20192190776)			《中华人民共和国医疗器械产品出口销售证明》(证明编号: 粤食药监械出 20191086 号)
压缩式雾化器	《中华人民共和国医疗器械注册证》(证书编号: 粤械注准 20182210243)			《中华人民共和国医疗器械产品出口销售证明》(证明编号: 粤食药监械出 20201623 号)
医用防褥疮气垫	《中华人民共和国医疗器械注册证》(证书编号: 粤械注准 20192150007)			《中华人民共和国医疗器械产品出口销售证明》(证明编号: 粤食药监械出 20210112 号)

资料来源: 锦好医疗公开发行说明书、开源证券研究所

公司产品主要以海外销售为主, 出口地区覆盖欧洲、亚洲、美洲等全球 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。根据海关统计数据在线查询平台获取的数据, 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已达 12.26%。

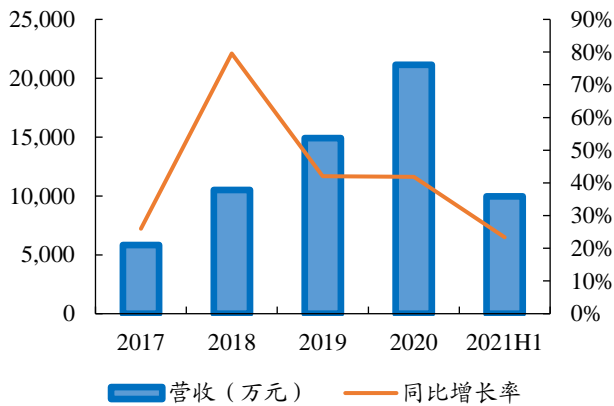
图4: 公司主要业务集中在助听器领域


数据来源: Wind、开源证券研究所

2018-2020 年, 公司主营业务收入分别为 1.05 亿元、1.49 亿元、2.11 亿元, 复

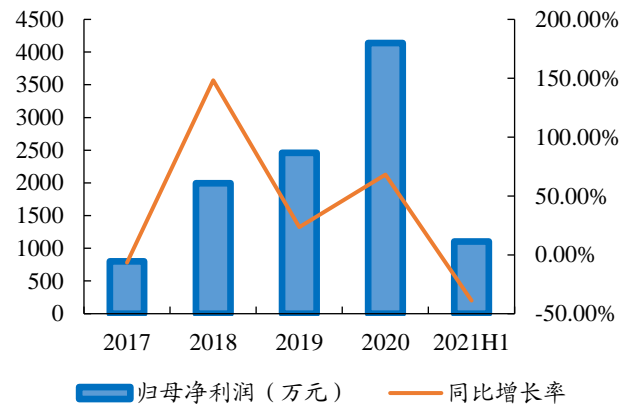
合增长率达 26.30%。2021H1 营业收入 9972.36 万元，同比增长 23.37%，公司在国内和国际的市场份额持续扩大。

图5：公司营业收入增长稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

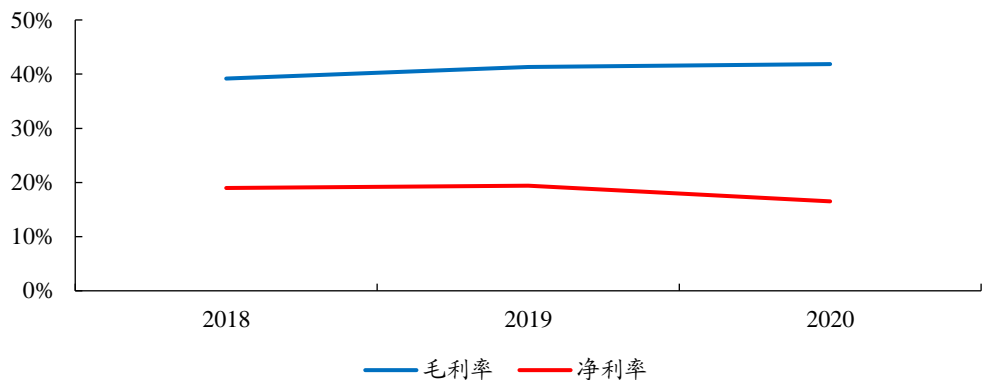
图6：公司归母净利润增长稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

2018-2020 年，锦好医疗毛利率分别为 39.18%、41.31%和 41.85%，总体比较稳定。公司主营业务毛利结构中助听器毛利占比及毛利金额持续增长，是公司主营业务毛利的主要来源。2021H1，毛利率同比减少了 7.49%，主要系汇率波动导致同型号产品售价下降、产品销售结构变化导致毛利率较低的数字机销售占比提升以及内销业务针对部分大客户降价让利。锦好医疗助听器的毛利率稳定在 48%-50%区间，毛利率的小幅变动主要是受产品结构变化影响；雾化器和气垫床的毛利率均比较稳定 2019 年毛利率较 2018 年均有所增长，受益于加强控制零部件采购成本，2020 年毛利率较 2019 年有所回落，主要是汇率波动导致。2021 年 1-6 月毛利率有所下降主要是受汇率波动及产品和客户结构变化的影响。

图7：公司业务盈利能力稳定



数据来源：锦好医疗公开发行说明书、开源证券研究所

1.4、公司的生产模式&销售模式：自产及 ODM 为主

公司生产以自主生产为主，委外生产为辅。公司助听器产品的部分非核心工艺以及雾化器、防褥疮气垫的组装采取外协加工的方式完成生产。公司主要采取“以销定产”的原则，根据客户的订单或者要求制定生产计划，部分自有品牌产品会根据销售情况及市场预判情况采取适当主动备货的策略。

由于公司生产场地限制和整体生产安排的考虑，公司助听器产品的部分焊接、表面处理等非核心工序，以及雾化器和防褥疮气垫的生产采用外协加工方式完成，除 PCB 贴片加工环节有部分原材料由外协厂商自行采购，大部分委外加工方式的原材料均由公司提供，公司仅向外协厂商支付加工费。

公司目前产品销售以 ODM 模式为主、自有品牌为辅，并存在少量贸易经营销售。ODM 模式下，公司产品的研发、生产和销售主要包括两种情况：一是公司根据市场需求情况自行主动开展设计、研发并制造型号样机，然后利用展会等营销推广手段获取客户订单并组织生产；二是客户提出产品需求，公司基于客户产品需求进行定制化的设计、研发并制造样机。新产品研发成功后，提交样品给客户审核，客户确认后双方签署合同，公司组织生产。

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。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，包括京东、天猫、亚马逊等。

2、聚焦家用康复器械黄金赛道，助听器业务驱动增长

康复医学是一门以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的医学学科，与预防医学、临床医学和保健医学被 WHO 称为“四大医学”，在现代医学体系中发挥着越来越重要的作用。随着老龄化的进一步加剧、慢性病患者数量的逐年增加、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、民众康复意识的提高等因素的推动，我国康复医疗服务和康复医疗器械的需求持续增长。

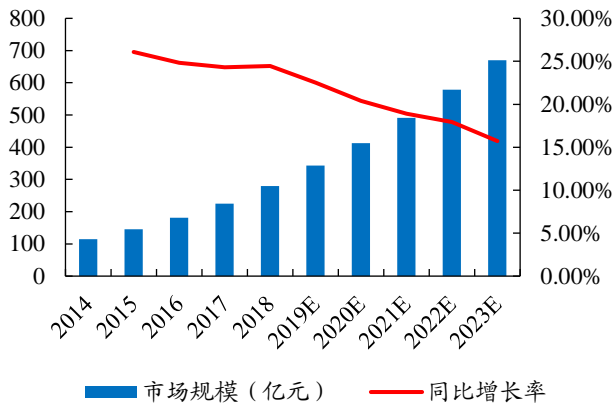
表2：康复器械分类较多

分类	产品
康复评定器械	平衡功能检查训练系统、语言测量系统、步态分析系统、神经功能评价系统、肌力测评系统等
康复训练器械	作业治疗系列、物理治疗系列、语言治疗系列、机器人辅助疗法系列
康复理疗设备	电疗设备、磁疗设备、超声器械、光学器械、水疗设备等
康复教育设备	多感官综合训练室、儿童整合运动训练室、情绪与行为障碍干预系统
康复辅助器具	助听器、医用轮椅、假肢、无障碍设施等

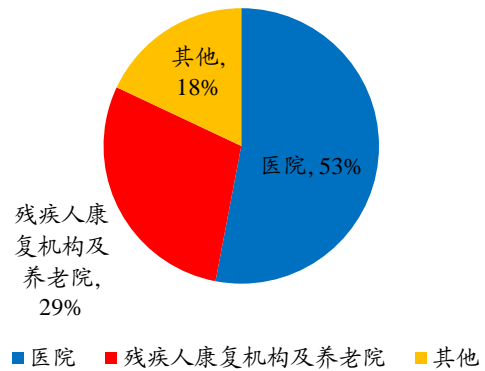
资料来源：锦好医疗公开发行说明书、开源证券研究所

根据公司公开发行说明书数据，2014 年至 2018 年，我国康复医疗器械市场规模从 115 亿元增长至 280 亿元，年均复合增长率为 24.9%，增速高于医疗器械行业整体市场，4 年间市场规模增长近 1.5 倍，反映出行业每年均维持较为高速且稳定的增长速度，行业整体的发展具备持续、强劲的动力。

根据公司公开发行说明书数据，预计 2020 年中国康复医疗设备市场规模或为 413 亿元，这一规模到 2023 年有望达到 670 亿元。根据预测，2020-2023 年间，中国的康复医疗设备市场规模有望增长 62.23%，预计未来 3 年间的年平均复合增长率为 17.50%。从需求终端来看，近年来随着分级诊疗推进和政府对社会资本投资康复医疗机构的鼓励，康复医疗逐步走向家庭和社会康复（如养老院、残疾人康复中心等院外机构）。

图8：2023 年中国康复医疗设备市场有望达 670 亿元


数据来源：锦好医疗公开发行说明书、开源证券研究所

图9：2017 康复医疗中家庭和社会康复占比显著


数据来源：锦好医疗公开发行说明书、开源证券研究所

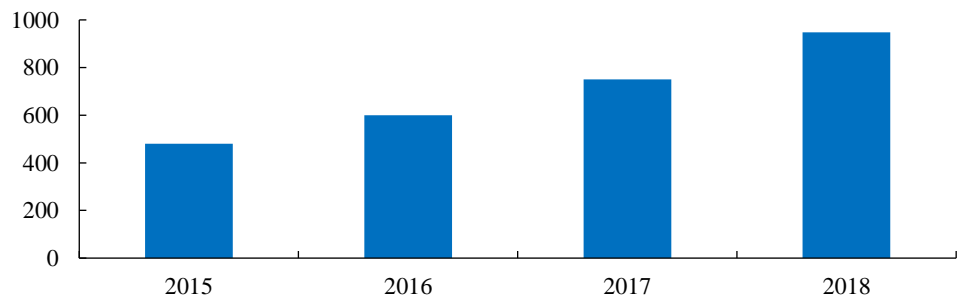
家用医疗器械不同于医用医疗器械，具备操作简单、体积小巧、携带方便等特征。根据用途，一般可分为治疗、监测、康复、保健、护理类家用医疗器械。

表3：家用医疗器械种类较多

类别	产品举例
治疗类	雾化器、远红外线治疗仪、磁疗仪、理疗仪、中频治疗仪等
监测类	血压计、电子体温计、血糖仪、血氧仪、脂肪测量仪等
康复类	助听器、家用呼吸机、视力治疗仪、睡眠治疗仪等
保健类	电动按摩产品、气血循环机、理疗仪器等
护理类	防褥疮气垫、家庭急救药箱、氧气袋等

资料来源：锦好医疗公开发行说明书、开源证券研究所

家庭医疗在我国已经得到了一定的发展，但目前还处于初步阶段，我国居民对于家用医疗器械尚未形成大规模的消费习惯。但随着我国经济增长、消费水平的升级以及老龄化程度的加深，我国居民对于健康管理的重视度越来越高。近年来，我国家庭医疗市场实现了高速发展。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）》，2015年我国家用医疗设备市场规模为480亿元，2018年增长到948亿元，年复合增长率达到25.46%。

图10：中国家用医疗器械市场规模高速增长


数据来源：《中国医疗器械行业蓝皮书（2019）》、开源证券研究所

2.1、助听器市场潜力可期

2021年3月世卫组织发布《世界听力报告》，目前全球约五分之一的人存在听力受损，影响全球超过15亿人口，且约有三分之一的65岁以上老年人有残疾性听力损失。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。报告显示，全球助听器覆盖率大约为17%，助听器覆盖缺口平均高达83%。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20%，日本地区的助听器产品渗透率大约为14.4%，而中国助听器产品的渗透率不超过5%。整体来看，助听器产品的全球渗透率水平不高，在发展中国家助听器的渗透率较低的问题表现更为明显。因此，世界卫生组织在报告中确定了未来10年的目标：使用听力技术（包括助听器或植入物）的听损成年人的有效覆盖率相对增加20%。

随着全球经济增长、医疗卫生事业的发展与进步，以及助听器产品性价比的逐步提升，全球助听器的销售量呈现稳步增长的趋势。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》提供的数据，2020年度，全球助听器市场销售规模预计为64.70亿美元，较2018年增长9.51亿美元，年平均增长率达8.62%。

虽然中国助听器市场发展较晚，但随着我国经济的不断发展，以及人口老龄化速度加快，近年来我国助听器行业保持了较快的增长态势。市场规模从2013年的23.09亿元增长至2018年的49.48亿元，复合年增长率为16.47%；2019年我国助听器市场规模达到52.72亿元左右，同比增长6.55%；2020年中国助听器市场规模达到58.21亿元，同比增长10.41%。

因此，随着老龄人口数量的增长以及听力障碍人群数量的增加、助听器渗透率的逐步提升以及人口收入水平提升对应生活品质要求的提高带来的需求释放，预计全球助听器市场的需求将继续维持增长态势。

2.2、助听器行业国产占有率低，高端赛道亟待开拓

长期以来，全球助听器市场90%以上的份额主要被全球五大听力集团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、斯达克听力集团所占据，助听器的六大品牌包括瑞声达、峰力、西嘉、奥迪康、唯听、斯达克等，上述品牌作为助听器一线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，终端消费者接触到该产品的流程相对复杂，产品单价较高。面对国际巨头对这一市场的高度垄断，全球不同地区的众多中小企业仅占有该市场约10%的市场份额，这类企业较为分散，其产品主要面对大众市场客户群体，服务于轻、中度听力损失用户，无需线下验配即可购买，省去了中间较为复杂的验配环节，产品单价较低。

中国人口基数大，助听器市场潜力较大，基于中国市场的发展空间，全球六大品牌纷纷在中国设立了生产基地、研发中心或营销公司。所以目前中国助听器市场的市场份额90%以上由国外品牌占据。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也逐步获得了一定的市场份额，并快速在国际市场占领一席之地。国内助听器生产企业主要集中于福建地区、广东地区和江浙地区，形成以欧仕达、新声、惠耳、爱可声等为代表的国产助听器品牌。综合来看，我国助听器行业的生产能力不断提高，行业总体保持净出口的态势。中国助听器的出口数量反映了国际市场对于国内企业生产的助听器的需求，根据Wind的数据，中国助听器的出口数量从2014年的1,001.40万个增长至2019年的1,831.23万个，出口数量增长82.87%，年平均复合增长率为12.83%，助听器的出口数量总体保持较快增长的趋势。

助听器产品分验配与非验配模式，产品的终端市场售价差异比较大，根据终端市

场售价的范围，可将助听器产品区分为低端、中端、中高端、高端产品。

表4：助听器产品可以依据终端市场分类

产品类别	分类依据
低端	终端市场售价：小于 400 元人民币
中端	终端市场售价：400-2000 元人民币之间
中高端	终端市场售价：2000-5000 元人民币之间
高端	终端市场售价：大于 5000 元人民币

资料来源：锦好医疗公开发行说明书、开源证券研究所

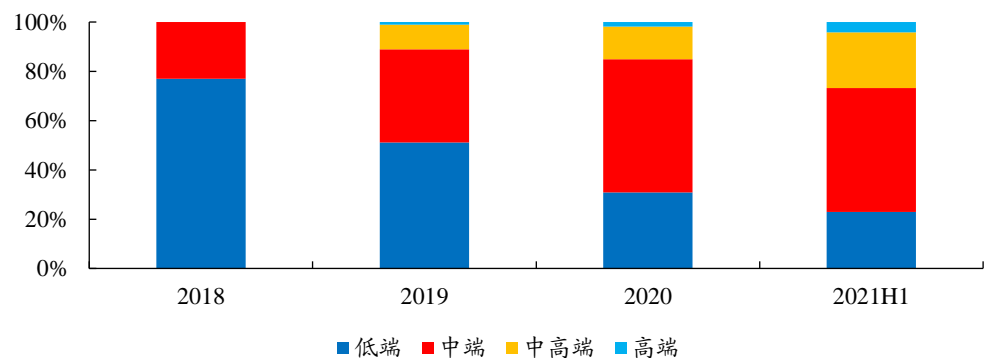
与国外品牌相比，国内助听器企业规模普遍较小，整体研发创新能力不足，产品竞争力较弱，占据了接近 10% 的市场份额，以性价比路线为主，双耳价格基本在万元以下。国内中高端市场仍然是蓝海，急需国内助听器企业提升产品研发创新能力，用更高科技更好体验的产品，填补这一块市场空白。

2.3、公司通过差异化定位、产品结构调整战略推进助听器市场增长

助听器业务为公司的主要业务，占比约 80%。欧美发达国家相较于发展中国家，所在区域听力障碍人群对助听器产品的佩戴和使用的观念更为领先。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%；日本地区的助听器产品渗透率也达到了 14.4%，而中国助听器产品的渗透率不超过 5%。随着中国的经济不断发展，助听器将在中国得到更快的接受和发展。基于市场认知和产品需求的差异，公司采取了先通过 ODM 模式发展海外市场，再逐步树立自有品牌开拓国内市场的经营模式和方向。

公司将延续非验配助听器市场的战略（主要以大众产品为主），并与以传统验配市场为主（主要以高端和中高端产品为主）的国际五大听力集团等形成错位竞争的格局。基于定位于非验配助听器市场的大方向，公司将结合行业发展趋势、市场需求变化以及公司技术水平和研发能力的提升，适当对助听器产品的结构进行优化调整，包括对各类型助听器产品进行升级优化并逐步提升产品的功能和性能，以及提高自主品牌产品的占比，提高数字机产品的占比，提高中端及中高端产品占比等。

图11：公司助听器中高端占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

助听器产品在从模拟机到数字机转化过程中的核心技术门槛主要是数字助听器芯片和实现助听器相关功能的算法。公司为战略规划及产品升级转型，加强人才储备，研发人员达 45 人，由具备助听器芯片设计、算法开发、软件设计、电路设计、结构设计和工艺设计的工程师组成。另外公司将进行研发中心的建设，更新研发设

备,吸引研发人才,为新产品和新技术的开发提供更优越的研发平台。公司研发团队在报告期初即已掌握了镍氢电池充电管理算法的开发与应用技术和数字助听器常用的控制系统软件技术等,并已应用到报告期内销售的数字机产品中。2020年4月,公司研发团队在数字助听器 AFC 声反馈抑制算法、降噪算法等方面实现了突破,具备了在数字芯片上自主完成算法嵌入的技术能力,并储备了多项数字助听器算法技术。

表5: 公司储备多项助听器算法技术

核心技术名称	技术来源	专利技术或奖项
镍氢电池充电管理算法的开发与应用	自主研发	专利证书号 2019207305850
数字助听器控制系统软件的开发与应用	自主研发	著作权登记号 2019SR0368944
自主算法 DSP 数字芯片验配软件的开发与应用	合作研发	著作权登记号 2019SR1077624
数字助听器 AFC 声反馈抑制算法的开发与应用	合作研发	发明专利 2019108470474 著作权登记号 2019SR1077636
数字助听器降噪算法的开发与应用	合作研发	发明专利 2019108470351 著作权登记号 2020SR0157789
锦好数字助听器算法与系统版权软件 V1.0	自主研发	著作权登记号 2020SR1195414
自适应听力补偿方法及装置	合作研发	发明专利申请号 202011180830 (申请中)

资料来源: 锦好医疗公开发行人说明书、开源证券研究所

非验配助听器具备性价比优势,可有效地提升全球助听器的渗透率,预计非验配助听器产品的市场将面临进一步扩容。在非验配助听器市场,模拟机向数字机转型是一个逐步推进的过程,未来助听器产品的市场需求的构成中,数字机的占比将逐步提高,模拟机的占比将逐步下降,但由于用户需求的差异化,预计两类产品的市场需求仍将长期存在。公司有望结合市场需求和变化趋势合理进行产品规划,基于公司已有的模拟助听器的品牌,逐步提升市场份额;数字机的业务占比有望进一步提升,顺应行业趋势逐步调整助听器产品的结构。

表6: 公司业务规划多维度推进

方向	具体发展规划	进展情况
国外市场	(1) 加强与现有优质客户的深度合作关系,扩大对现有客户的销售量;(2) 通过各类渠道加大新客户的开发力度,特别是拓展与海外知名品牌商的合作;(3) 加强对美国、日本、欧洲等主要海外市场的研究,针对当地客户的需求特征,精准开发适合当地客户需求的产品型号;(4) 适时设立境外办事处,提升海外市场的本地化服务,促进境外市场销售	公司与德国 Beurer GmbH、日本绿橡树、德国西万拓等国外大型企业建立合作关系,业务遍及欧洲、亚洲、美洲等 90 余个国家和地区,体现出较强的市场开拓能力
国内市场	(1) 针对国内市场的需求特点适时推出适应于国内市场的产品型号,丰富国内市场产品线;(2) 通过参与品牌推广活动、电商广告等提升线上直营店	公司内销市场占比由 2018 年的 2.36%增长至 2021 年 1-6 月的 15.15%

	<p>的知名度及运营能力，促进电商销售的增长；（3）通过多种渠道加大线下批发商、经销商、代理商渠道的开发，加强深度合作；（4）通过提升产品附加服务，例如远程验配等模式，积累优质中高端终端客户群体；（5）优化销售团队，引进更多高素质和经验丰富销售人才</p>	
自有品牌	<p>（1）通过产品新品发布会、医疗器械展会等进行品牌推广；（2）通过线上广告的投放、塑造热点，强化品牌印象，提升品牌的曝光率；（3）根据市场调研情况，适时推出实体门店进行产品的展示和体验及品牌形象的建立</p>	<p>公司自有品牌的销售占比由 2018 年的 1.95% 增长至 2021 年 1-6 月的 12.03%</p>
技术	<p>（1）公司研发团队重点研究助听器外壳材料、数字控制系统软件、声反馈抑制算法、数字降噪算法、智能化充电技术、蓝牙技术等领域的技术与产品应用；（2）设立子公司芯海聆形成研发团队独立自主进行助听器产品的底层芯片和算法的研究，拟取得相关研究成果后能替代助听器芯片的外部采购，有助于公司进一步掌握行业核心关键技术，建立公司自己的护城河，提升公司的竞争力；（3）加大研发型技术型人才引进</p>	<p>公司已经具备涉及智能充电、蓝牙、数字控制等 9 项核心技术；已设立子公司芯海聆，并在助听器芯片研发上取得实质研发进，目前芯片已完成前端和后端设计、并取得芯片样片</p>
产品	<p>（1）结合市场发展趋势，逐步增加数字助听器的产品种类；在新产品中增加例如记忆控制功能、环境调节功能、降噪功能、蓝牙功能等功能，以提升产品的用户使用体验。（2）通过智慧医疗产品生产基地建设项目提升雾化器产品的产能，在产能建设完成后雾化器由公司自身生产，提升产品线的自动化水平，保证承接大额订单的消化能力</p>	<p>公司数字助听器的销售占比由 2018 年的 3.11% 增长至 2021 年 1-6 月的 27.45%</p>

资料来源：锦好医疗公开发行说明书、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

（1）助听器业务

国内业务增速有望按照略高于国内助听器行业增速增长，预计 2021-2023 年营收同比增速分别为 10%、15%、18%。国外出口业务增速有望按照略高于全球市场增速水平，预计 2021-2023 年营收同比增速分别为 12.80%、13.00%、14.00%。在产品结构改善下毛利率有望略有提高，预计 2021-2023 年分别为 49%、50%、51%。

（2）雾化器与气垫床

公司的雾化器与气垫床业务有望处于稳定增长状态，预计 2021-2023 年同比增速分别为 5%、10%、14%。

3.2、盈利预测与估值

公司深耕助听器市场，国内外市场双线开拓，ODM 模式和自由品牌共同发展，高端助听器产品占比逐步提升，业务结构持续改善，预计 2021-2023 年净利润分别为 0.48 亿、0.55 亿、0.63 亿元，同比增速 16.8%、14.6%、14.0%，对应 EPS 分别为 1.03 元、1.18 元和 1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 22.2 倍、19.4 倍、17.0 倍，与行业平均 PE 水平相符，公司主营业务助听器市场的长期增长空间较大，看好未来业绩增长潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：家用医疗电子行业估值水平

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002223.SZ	鱼跃医疗	35.05	133.74%	-14.50%	13.69%	21.56%	16.1	24.0	21.1	17.4
300562.SZ	乐心医疗	11.98	125.86%	98.50%	58.75%	35.02%	59.4	17.8	11.2	8.3
832278.NQ	鹿得医疗	10.07	66.94%	5.60%	25.73%	22.36%	22.6	29.8	23.7	19.4
	行业平均		66.9%	16.0%	26.1%	27.5%	32.7	23.9	18.7	15.0
872925.NQ	锦好医疗	23.55	68.12%	16.78%	14.56%	14.00%	25.9	22.2	19.4	17.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价对应 2021 年 11 月 5 日，除鹿得医疗外数据来源均为万得一致预测）

4、风险提示

疫情反复影响生产，自有品牌销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	83	105	2075	2083	2094
现金	36	37	32	36	41
应收票据及应收账款	13	20	0	2	0
其他应收款	2	1	10	2	11
预付账款	2	2	1	2	1
存货	30	33	30	39	39
其他流动资产	0	12	2002	2002	2002
非流动资产	22	62	4833	9098	12859
长期投资	0	0	20	40	60
固定资产	4	6	4762	9010	12750
无形资产	4	24	28	33	39
其他非流动资产	13	32	22	15	10
资产总计	104	167	6908	11182	14954
流动负债	24	46	6729	10958	14677
短期借款	0	10	6713	10926	14660
应付票据及应付账款	14	22	0	17	1
其他流动负债	10	15	16	15	16
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	24	47	6730	10958	14678
少数股东权益	0	-1	-2	-3	-4
股本	35	36	47	47	47
资本公积	26	36	36	36	36
留存收益	19	48	87	132	185
归属母公司股东权益	81	121	180	226	280
负债和股东权益	104	167	6908	11182	14954

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	20	45	170	877	1477
净利润	25	41	47	54	62
折旧摊销	0	0	254	760	1265
财务费用	-1	4	-6	171	290
投资损失	-0	-2	-120	-120	-120
营运资金变动	-10	2	-6	12	-20
其他经营现金流	5	0	0	0	0
投资活动现金流	-12	-51	-6895	-4906	-4906
资本支出	12	43	4751	4246	3741
长期投资	0	-10	-20	-20	-20
其他投资现金流	0	-18	-2164	-680	-1185
筹资活动现金流	-11	10	6	-180	-299
短期借款	0	10	-10	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	28	1	11	0	0
资本公积增加	-4	10	0	0	0
其他筹资现金流	-34	-11	6	-180	-299
现金净增加额	-2	1	-6718	-4209	-3728

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	149	211	244	274	313
营业成本	0	0	143	157	176
营业税金及附加	1	1	0	0	1
营业费用	15	20	4	4	6
管理费用	10	8	21	24	27
研发费用	8	11	3	3	5
财务费用	-1	4	-6	171	290
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	0	1	150	170	185
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	120	120	120
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	28	47	349	205	113
营业外收入	2	0	75	19	24
营业外支出	0	0	374	168	72
利润总额	30	47	50	56	65
所得税	4	6	3	2	3
净利润	25	41	47	54	62
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归母净利润	25	41	48	55	63
EBITDA	29	47	421	1124	1777
EPS(元)	0.54	0.88	1.03	1.18	1.34

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2701.0	41.5	15.6	12.1	14.2
营业利润(%)	2701.0	67.7	641.4	-41.4	-44.7
归属于母公司净利润(%)	2701.0	63.7	16.8	14.6	14.0
获利能力					
毛利率(%)	100.0	100.0	41.5	42.7	43.7
净利率(%)	16.9	19.6	19.8	20.2	20.2
ROE(%)	31.4	33.8	28.3	25.6	23.4
ROIC(%)	30.2	30.5	2.3	3.2	3.3
偿债能力					
资产负债率(%)	22.8	28.0	97.4	98.0	98.2
净负债比率(%)	-44.0	-22.0	3986.9	5123.5	5513.4
流动比率	3.5	2.3	0.3	0.2	0.1
速动比率	2.2	1.5	0.3	0.2	0.1
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.6	0.1	0.0	0.0
应收账款周转率	11.2	12.7	250.0	260.0	270.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	18.5	19.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.88	1.03	1.18	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.95	3.62	18.66	31.45
每股净资产(最新摊薄)	1.71	2.57	3.60	4.58	5.72
估值比率					
P/E	42.4	25.9	22.2	19.4	17.0
P/B	13.3	8.9	6.3	5.0	4.0
EV/EBITDA	36.1	22.3	13.7	8.9	7.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn