

2021年11月19日

锦好医疗 (872925): 助听器领域优质企业
审慎推荐 (首次)
医药生物
当前股价: 23.32 元
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	211	213	265	337
(+/-)	41.8%	0.7%	24.4%	27.2%
营业利润	47	52	72	95
(+/-)	63.6%	10.7%	37.6%	32.0%
归属母公司净利润	41	45	62	82
(+/-)	68.1%	8.7%	37.7%	32.1%
EPS (元)	1.15	1.25	1.72	2.27
市盈率	20.3	18.7	13.6	10.3

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

投资要点:

- **国内助听器优质企业。**锦好医疗成立于 2011 年, 2018 年挂牌全国中小企业股份转让系统, 2021 年进入精选层。公司从事康复医疗器械的研发、生产和销售, 主要产品为助听器、雾化器和防褥疮气垫。公司产品主要出口海外, 境外营收占比在 80% 以上。2020 年, 公司实现营业收入 2.11 亿元、归母净利润 4139 万元, 2016-2020 年间营收和归母净利润复合增速分别为 54% 和 73%。

- **听力受损人群日益扩大, 助听器市场平稳发展。**2018 年全球大约有 4.66 亿人患有残疾性听力损失的人群, 占全球总人口的 6%, 根据 WHO 关于未来残疾性听力损失人群的数量预测, 预计 2030 年将达到 6.30 亿人, 2050 年将达到 9.30 亿人。随着听力障碍人群数量的增加以及助听器渗透率的提升, 全球助听器市场规模预计在 2020 年达到 64.7 亿美元, 于 2025 年达到 83.3 亿美元的水平, 年平均复合增长率为 5.18%, 呈现平稳发展的良好势头。

- **高端助听器占比不断提升, 自有品牌推广良好。**公司产品销售以 ODM 模式为主、自有品牌为辅, 其中助听器分为 ODM 产品及自有品牌产品, 雾化器和防褥疮气垫主要通过 ODM 模式销售。助听器为公司的核心产品, 营收占比从 2017 年的 41% 快速提升至 2021H1 的 80%。从助听器产品结构上看, 公司不断推进技术的优化升级, 单价较高的高端数字机占比逐步提升, 2021H1 高端机销售金额占接近 30%。2020 年公司助听器出口数量占比为 12.26%, 出口金额占比为 6.61%, 出口地区覆盖全球 90 多个国家和地区。2018 年开始, 公司逐步加大自有品牌的发展, 积极布局国内市场, 高端产品逐步向自有品牌倾斜,

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

品牌影响力不断提升。随着高端产品占比的稳步提升以及自有品牌建设的持续推进，公司在助听器领域有望维持良好竞争优势，带动公司整体业绩的良好增长。

● **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别为 0.45 亿元、0.62 亿元、0.82 亿元，对应 EPS 分别为 1.25 元、1.72 元、2.27 元，当前股价对应 PE 分别为 18.7/13.6/10.3 倍，首次覆盖，给予“审慎推荐”评级。

● **风险提示：**外币汇率波动风险；技术研发风险；国内市场拓展不及预期风险。

目录

一、公司介绍.....	5
1.1 公司概况	5
1.2.公司主营构成	6
1.3 公司财务分析	6
二、行业分析.....	7
三、公司业务分析	9
四、盈利预测与投资评级	12
五、风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	5
图表 2: 公司产品收入构成.....	6
图表 3: 公司境内境外收入占比.....	6
图表 4: 公司营业收入和归母净利润增长情况.....	7
图表 5: 公司盈利能力分析.....	7
图表 6: 公司产品所处行业.....	8
图表 7: 全球助听器市场规模（单位：亿美元）.....	9
图表 8: 公司助听器出口情况.....	9
图表 9: 助听器产品类型和型号一览.....	10
图表 10: 公司模拟助听器和数字助听器销售情况（单位：万元）.....	10
图表 11: 助听器价格区间.....	11
图表 12: 公司助听器收入构成.....	11
图表 13: 公司销售模式.....	12

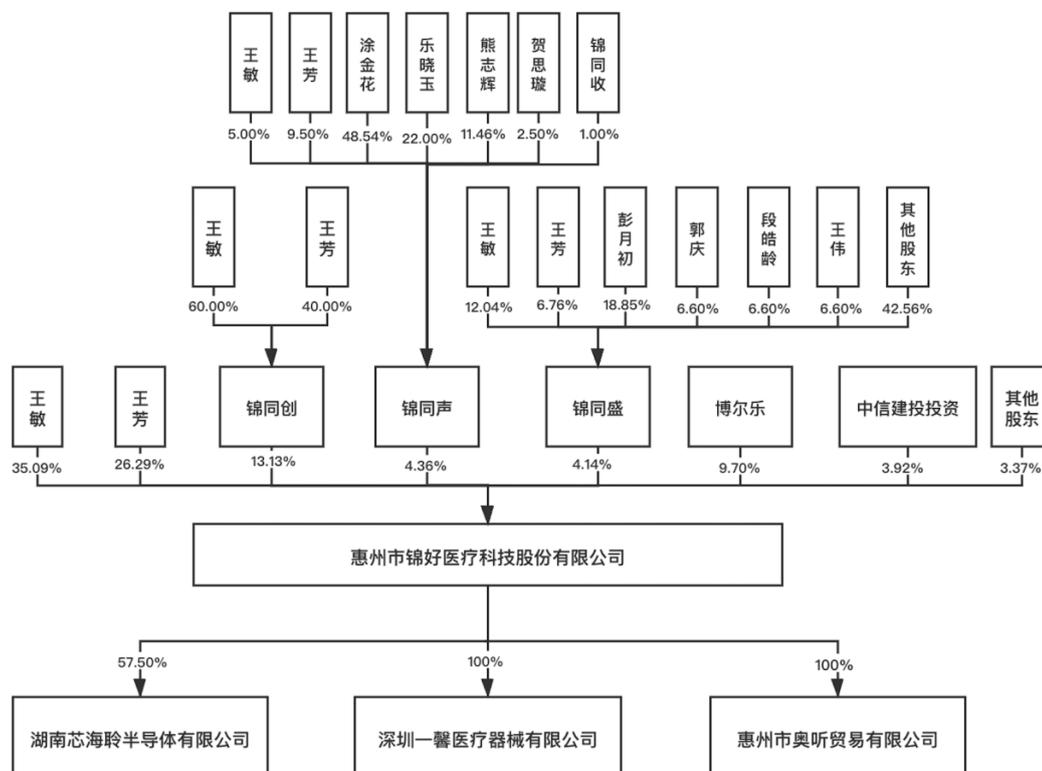
一、公司介绍

1.1 公司概况

惠州市锦好医疗科技股份有限公司（锦好医疗，872925.NQ）成立于2011年，于2018年挂牌全国中小企业股份转让系统，2021年进入新三板精选层。公司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。

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。王芳直接持有公司26.29%的股份，王敏与王芳系兄妹关系，为一致行动人。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。锦同声为公司持股平台，锦同盛为公司员工持股平台。公司共有3家子公司，一馨医疗主要开展自有品牌产品的国内销售和推广；芯海聆主要开发助听器数字芯片及相关算法研究；奥听贸易主要开设境外第三方电商平台网店。

图表 1：公司股权结构

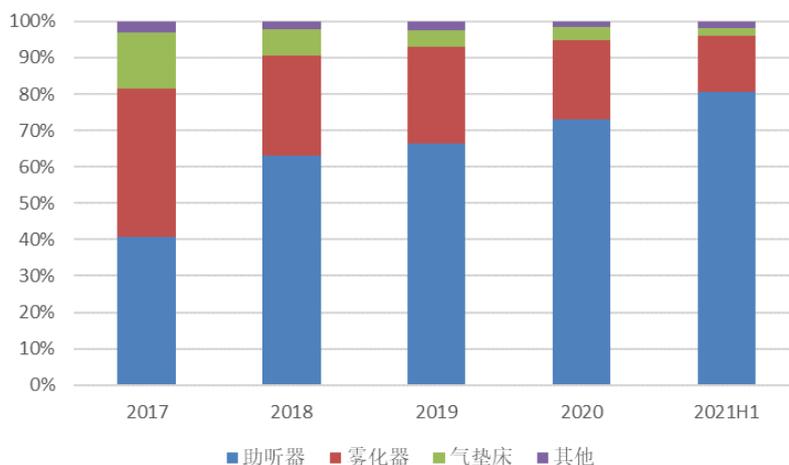


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.2. 公司主营构成

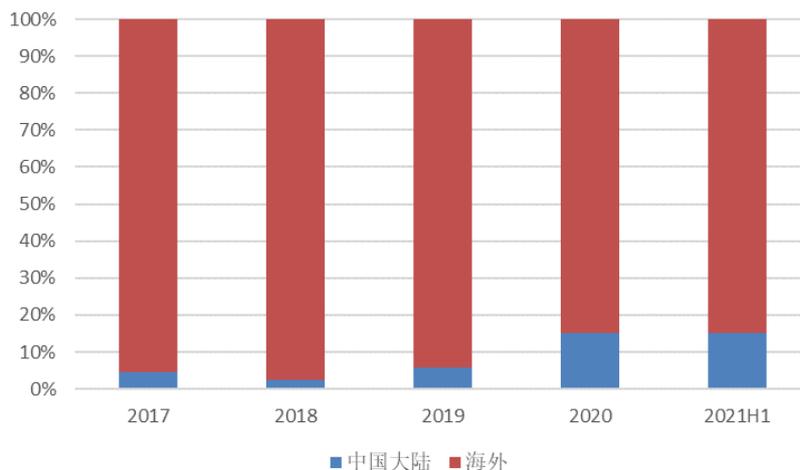
公司主要产品为助听器、雾化器和气垫床等。从收入构成上看，助听器销售收入持续增长，营收占比由 2017 年的 41% 提升至 2021H1 的 80%，为公司的核心产品。雾化器和气垫床的收入占比逐年降低。公司产品以海外销售为主，近年来海外销售收入占主营业务收入的比例在 80% 以上。国内销售收入逐年增长，2021H1 国内营收占比上升至 15%。

图表 2：公司产品收入构成



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3：公司境内境外收入占比



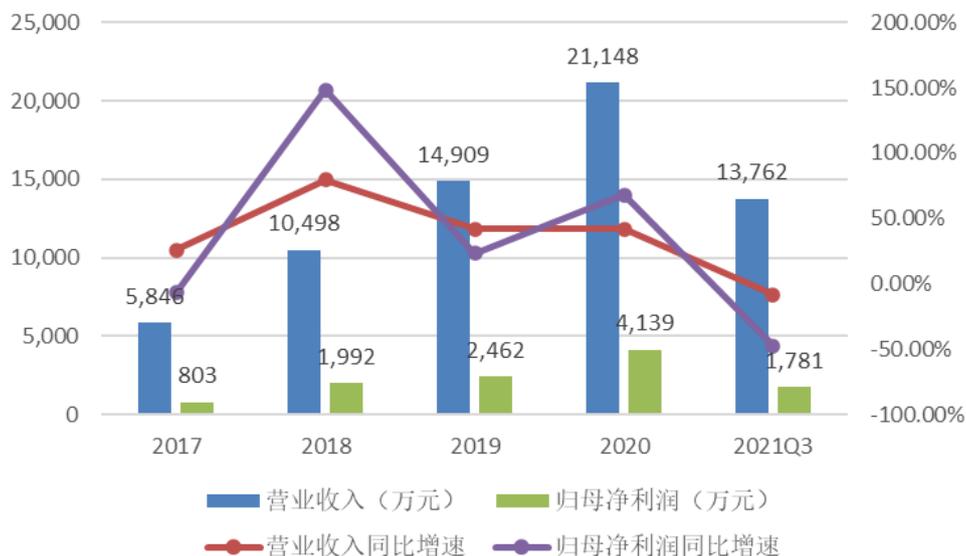
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.3 公司财务分析

近年来，公司营业收入和归母净利润维持快速增长态势。2020 年实现营业收入 2.11 亿元、归母净利润 4139 万元，2016-2020 年间营业收入和归母净利润的复合增速分别

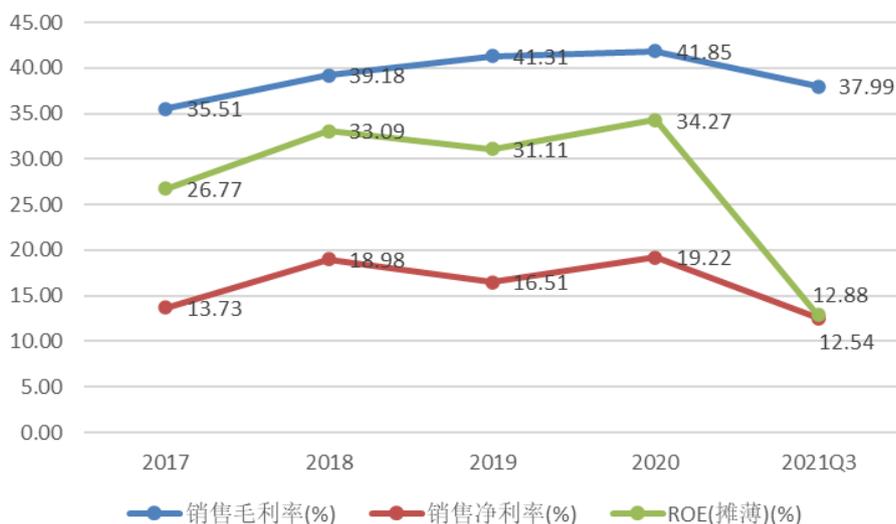
为 54%和 73%。2021 前三季度，公司实现营业收入 1.38 亿元（-8.08%）、归母净利润 1781 万元（-48%）。公司产品销售毛利率维持在 35%-42%之间，净利率维持在 12%-20%之间。2020 年，公司 ROE 为 19.22%。

图表 4：公司营业收入和归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5：公司盈利能力分析



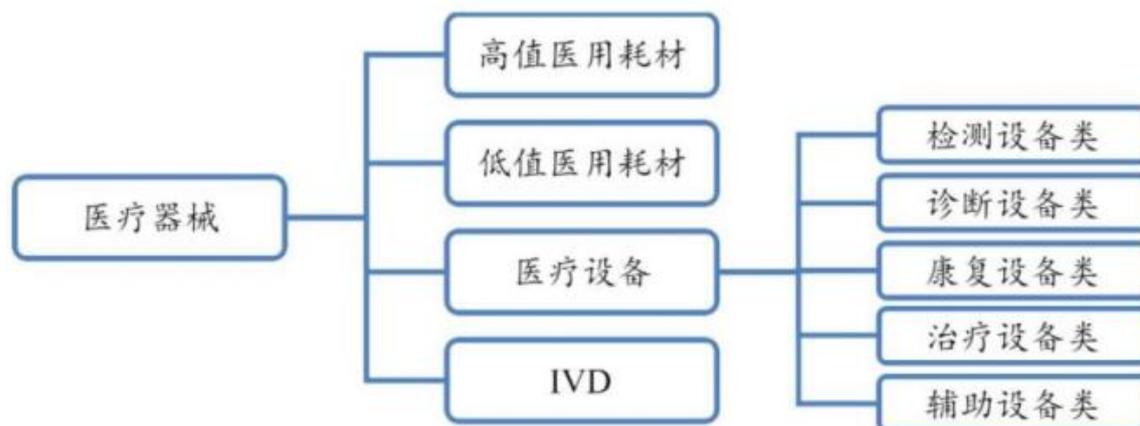
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、行业分析

公司主营业务为康复医疗器械和家用医疗器械的研发、生产和销售，属于医疗器械行业，核心产品为助听器。医疗器械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分为检测设备类、诊断设备类、康复设备类、治疗设备类和辅助设备类。康复医疗设备是指在康复医疗中用于评测、训练与治疗，能够帮助患者评估并提高身体机能、恢复身体力量、弥补功能缺陷的医疗器具。康复医疗作为现代医学的重要组成部分，在医疗体系中发挥了越来越重要的医学、经济和社会价值。

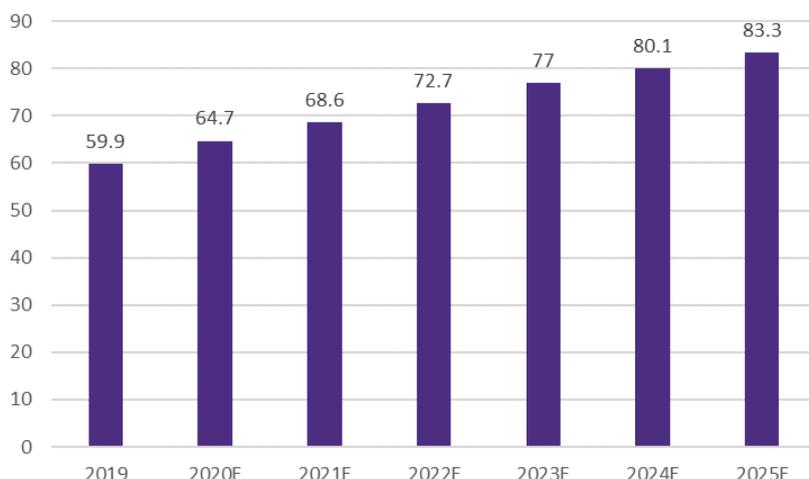
图表 6：公司产品所处行业



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

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，家用医疗器械则是指适合家庭或个人使用的医疗器械。家用医疗器械的使用者主要为普通个人，通常不具备较高的医疗专业知识。因此家用医疗器械需要具备专业性要求低、操作简单的特点。随着人口老龄化的不断加剧，医疗健康服务的需求将持续增长。健康管理理念的兴起和增强促进了家用医疗器械的普及。

根据 WHO 的统计数据，2018 年全球大约有 4.66 亿人患有残疾性听力损失的人群，占全球总人口的 6%。根据 WHO 关于未来残疾性听力损失人群的数量预测，预计 2030 年将达到 6.30 亿人，2050 年将达到 9.30 亿人。随着听力障碍人群数量的增加、医疗卫生事业的进步以及助听器渗透率的提升，全球助听器市场规模有望维持稳定增长态势。根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》，全球助听器市场规模预计于 2020 年达到 64.7 亿美元，于 2025 年达到 83.3 亿美元的水平，年平均复合增长率为 5.18%，呈现平稳发展的良好势头。

图表 7：全球助听器市场规模（单位：亿美元）


资料来源：中国产业调研网，公司公告，华鑫证券研发部

三、公司业务分析

公司主要产品为助听器、雾化器、防褥疮气垫等；其中，助听器为公司最具竞争力的核心产品。从公司公告披露的出口数据上看，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达 12.26%，出口金额占全国境内助听器出口金额的比例达 6.61%；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。

图表 8：公司助听器出口情况

期间	2021 年 1-6 月	2020 年	2019 年	2018 年
公司助听器出口数量 (单位：万件)	59.67	143.66	160.85	174.21
境内助听器总出口数量 (单位：万件)	644.15	1,172.00	1,831.23	1,701.58
数量占比	9.26%	12.26%	8.78%	10.24%
公司助听器出口金额 (单位：万元)	6,330.16	12,393.37	9,082.17	6,483.66
境内助听器总出口金额 (单位：万元)	104,863.04	187,437.33	207,419.06	210,804.27
金额占比	6.04%	6.61%	4.38%	3.08%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

助听器是通过声音放大辅助功能来补偿听损患者的听力损失。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。公司助听器逐步形成了以应用晶体管电路方案为代表的第一代助听器、以 MCU+Amplifer 技术方案代表的第二代助听器、以 DSP 数字信号处理技术方案为代表的第三代数字助听器、以 DSP 数字信号处理技术+蓝牙技术方案的第四代数字助听器。同代次的助听器也会因其他技术和功能的提高和完善而不断优化升级。近年来，公司数字助听器收入占比逐年递增，2021H1 数字助听器收入达到 2203 万元，占比提升至 27.45%。

图表 9：助听器产品类型和型号一览

产品类型	应用技术分类	对应产品型号
模拟机	以应用晶体管电路方案为代表的第一代助听器	JH-113、JH-115、JH-338-A、JH-906、JH-339、JH-907、JH-125、JH-351O、JH-900A、JH-125 等
	以 MCU+Amplifer 技术方案代表的第二代助听器	JH-338-C、JH-351N、JH-A39、JH-351-OL、JH-D26-00F、JH-351A 等
数字机	以 DSP 数字信号处理技术方案为代表的第三代数字助听器	JH-D58-4FA（包括单机、双机 2 类）、JH-D26-4FA、JH-351N-4FA、JH-D12、JH-D101、JH-D18-04BTL、JH-351A-4FS、JH-D101、JH-D18
	以 DSP 数字信号处理技术+蓝牙技术方案的第四代数字助听器	JH-W2、JH-W3

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 10：公司模拟助听器和数字助听器销售情况（单位：万元）

项目	2021 年 1-6 月		2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	销售收入	占比（%）	销售收入	占比（%）	销售收入	占比（%）	销售收入	占比（%）
模拟机	5,823.32	72.55	13,570.20	87.78	8,607.81	86.99	6,407.82	96.89
数字机	2,203.08	27.45	1,889.02	12.22	1,287.12	13.01	205.34	3.11
合计	8,026.40	100	15,459.22	100	9,894.93	100	6,613.16	100

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

助听器产品终端价格差距较大，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。据公司公告披露，近年来公司低端产品销售数量逐年减少，营收占比从 2018 年的 77% 下降至 2021H1 的 23%；中端产品销售数量不断增加，营收占比也从 2018 年的 23% 下降至 2021H1 的 50%，为目前销售金额占比最大的品种。2019 年以后，公司中高端产品和高端产品开始贡献收入，销售占比逐步提升，2021H1 两者的销售占比分别达到 23% 和 4%，单价分别在 400 元和 600 元左右。从近三年的收入构成上看，公司助听器的销售总量基本维持在 170 万，单价的提升是驱动销售收入

增长的主要原因。随着中高端产品占比的提升，公司产品结构不断优化，整体销售收入有望维持良好增长。

图表 11：助听器价格区间

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：公司公告，华鑫证券研发部

图表 12：公司助听器收入构成

分类	2021年1-6月			2020年度			2019年度			2018年度		
	销售金额	销售数量	占比(%)	销售金额	销售数量	占比(%)	销售金额	销售数量	占比(%)	销售金额	销售数量	占比(%)
低端	1,629.49	361,113	22.94	4,760.06	994,706	30.79	5,058.46	1,357,755	51.12	5,091.79	1,670,069	76.99
中端	4,245.03	296,223	50.29	8,373.08	665,789	54.16	3,742.17	341,002	37.82	1,512.37	120,637	23.01
中高端	1,819.98	38,501	22.64	2,030.56	57,193	13.13	986.75	43,750	9.97	-	-	-
高端	331.90	5,150	4.13	295.52	4,708	1.91	107.55	2,000	1.09	-	-	-
合计	8,026.40	700,987	100.00	15,459.22	1,722,396	100.00	9,894.93	1,744,507	100.00	6,613.16	1,790,706.00	100.00

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

雾化器主要用于治疗各种上下呼吸系统疾病，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，公司雾化器产品全部为压缩式雾化器。

2018-2021H1，雾化器实现收入 2905 万元、3957 万元、4585 万元和 1561 万元。

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。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。2018-2021H1，气垫床实现收入 759 万元、701 万元、742 万元和 200 万元。

在生产和销售自有产品之外，公司还会基于客户需求从事适量的其他产品的贸易经营。公司贸易经营产品主要有脉搏器、血压计等，该类产品主要是对公司产品的有益补充，有利于加强公司与客户的合作关系，促进公司核心产品业务的拓展。

公司目前采取以 ODM 模式为主、自有品牌为辅的销售模式。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，线上电商直销包括京东、天猫、亚马逊等。在发展初期，为了尽快开拓海外市场，公司以 ODM 模式与国际品牌运营商合作，基于国际品牌运营商的渠道资源和品牌影响力，将产品迅速推向国际市

场，提升市场占有率。随着公司经营规模的扩大和整体实力的提升，2018年开始公司逐步加大发展自有品牌，积极布局国内市场。

据公司公告披露，未来公司将进一步明确以助听器作为拳头产品、雾化器作为产品补充、逐步弱化气垫床产品的经营策略。助听器分为 ODM 产品及自有品牌产品，高端产品逐步往自有品牌模式倾斜，不断加大品牌推广的投入，提升品牌的曝光度和影响力。雾化器及防褥疮气垫则主要以 ODM 模式销售。近年来，公司自有品牌的收入金额和占比呈逐年提升，销售占比由 2018 年的 1.95% 提升至 2021H1 的 12.03%。随着自主品牌的推广和高端助听器占比的提高，公司产品结构不断优化，盈利能力有望逐步提升。

图表 13：公司销售模式

销售模式	2021 年 1-6 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
DM 模式	8,733.96	87.58	19,069.85	90.17	13,786.88	92.47	10,186.16	97.03
自有品牌	1,200.01	12.03	1,935.63	9.16	1,032.42	6.92	205	1.95
贸易经营	38.39	0.38	142.58	0.67	90.16	0.6	106.79	1.02
总计	9,972.36	100	21,148.06	100	14,909.46	100	10,497.95	100

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

四、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别为 0.45 亿元、0.62 亿元、0.82 亿元，对应 EPS 分别为 1.25 元、1.72 元、2.27 元，当前股价对应 PE 分别为 18.7/13.6/10.3 倍，首次覆盖，给予“审慎推荐”评级。

五、风险提示

- 1) 外币汇率波动风险：公司产品以境外销售为主，外币汇率的变动将对公司盈利水平产生影响；
- 2) 技术研发风险：若公司新技术和新产品研发不及预期，会降低公司的技术优势和竞争力，给公司发展带来一定的风险；
- 3) 国内市场拓展不及预期风险：公司品牌在国内市场的影响力不高，可能存在国内市场拓展不及预期风险。



分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

陈成：华鑫证券分析师，2018年7月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>