

锦好医疗 872925.BJ

医药生物行业

分析师：吴春红

执业证书编号：
S1410524050001

投资评级： 增持（首次）

当前价格： 10.72 元

市场数据

总股本(百万股)	97.69
A 股股本(百万股)	97.69
B/H 股股本(百万股)	0
A 股流通股比例(%)	56.60%
12 个月最高/最低(元)	14.84/7.83
第一大股东	王敏
第一大股东持股比 例(%)	25.99%
上证综指/北证 50	2802.98/641.26

数据来源：

注：2024 年 9 月 3 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	7.93	5.26	53.43
绝对收益	-0.92	-9.84	33.33

注：相对收益与北证 50 相比

数据来源：同花顺 iFinD，截至 2024 年 9 月 3 日数据

相关研究报告

短期承压，自有品牌突破和渠道建设夯实国产助听器龙头企业地位

投资要点：

- ◆ **历经十余载筑造国内助听器龙头。**锦好医疗自 2011 年成立以来，作为助听器领域的领军企业，荣获多项高新技术和专精特新荣誉，并于 2021 年成功登陆北交所，成为行业首家上市企业。2020 年成立子公司芯海聆研发自主芯片技术，引领行业发展。近年来，公司在国际上取得显著成就，如获得 MDSAP 认证和美国 FDA 认证、加拿大医疗器械许可证，同时在国内市场深化布局，拓展线下门店和听力中心，提供优质的助听器验配服务。公司还建立了 DTC 和渠道部，智慧医疗基地与助听器设计中心将增产，自研芯片降低成本提高竞争力，虽然短期中报业绩承压，但自主品牌的发力预计 2024 年下半年将取得成果。
- ◆ **公司股权结构清晰，管理结构稳定，实控人控股超 60%，集中度较高。**锦好医疗股权激励（股票期权与限制性股票）计划旨在激励核心团队，促进公司长期发展，增强团队凝聚力和竞争力。公司根据市场变化积极调整股权激励计划，给予激励对象一定的空间，同时也给投资者一定的积极预期空间。
- ◆ **锦好医疗以助听器为核心业务，占比超八成。**作为全球知名品牌，产品远销 90 余国，与德国博尔乐、日本电视购物公司等合作，进入沃尔玛、家乐福等国际渠道。公司海外销售占比超 8 成，国际市场竞争力强。助听器出口保持领先，2024 年上半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到 7.18%。公司将继续深耕助听器领域，加强研发创新，拓展国内自有品牌，力争成为 ODM 及自有品牌助听器市场的领头羊。
- ◆ **全球经济与医疗进步推动助听器市场稳步增长，锦好医疗发力自主品牌迫在眉睫。**预计至 2025 年，全球助听器市场规模将达 83.3 亿美元，年复合增长率 5.18%。中国市场潜力巨大，老龄化加剧，助听器需求上升。本土助听器企业起步较晚，市场份额多由国际五大听力集团主导，锦好医疗发力自主品牌迫在眉睫。
- ◆ **估值和投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别 141.46/159.88/181.42 百万元，同比增长-19.11%/13.02%/13.47%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.24/15.52/17.09 百万元，同比增长 -80.95%/593.74%/10.09%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 468/68/61 倍。公司作为国产助听器领军者，短期承压，但是公司研发升级、渠道拓展和管理优化，ODM 业务持续发展与自有品牌业务突破夯实国产助听器龙头企业地位。首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**市场竞争加剧风险，地缘政治关系风险，自有品牌拓展不利的风险，汇率波动风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万	195	175	141	160	181
增长率（%）	1.7	-10.4	-19.1	13.0	13.5
归母净利润（百万	40	12	2	16	17
增长率（%）	76.2	-70.9	-80.9	593.7	10.1
EPS（元/股）	0.41	0.12	0.02	0.16	0.17
P/E（倍）	26.0	89.2	468.1	67.5	61.3
P/B（倍）	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9

正文目录

1 公司概况：ODM 和国内自有品牌开发齐头并进夯实国产助听器龙头地位	1
1.1 发展历程：历经十余载筑造国内助听器龙头	1
1.2 股权结构清晰，管理稳定并积极实施股权激励	2
1.2.1 公司股权结构清晰，管理结构稳定，集中度较高	2
1.2.2 公司根据市场变化积极调整股权激励，激发投资者信心	4
1.3 公司主营业务、主要产品与认证	5
1.3.1 公司主营业务：助听器的研发、生产与销售是当前和未来公司的核心	5
1.3.2 公司主要产品：打造国产助听器的龙头企业	5
1.3.3 公司主要认证：资质全面树立品牌龙头地位，打造出海竞争力	7
1.4 研发重点：专注于助听器芯片及核心算法的研发	8
1.5 财务分析：短期承压，自主品牌取得突破，助听器营收占比与毛利贡献第一，国内毛利率提升	10
2 行业概况：老龄化加深和渗透率提升是助听器行业发展的重要引擎	15
2.1 公司所属行业及产业链：康复设备类，位于产业链中游，下游客户为听力受损群体	15
2.2 医疗器械行业：需求刚性和政策扶持，规模保持持续增长	15
2.3 助听器行业：发展势头强劲，国内企业崛起，迅速在国内外市场赢得份额	17
2.3.1 助听器行业发展概述：全球和中国市场都呈现稳步增长态势	17
2.3.2 助听器行业需求：老龄化推动市场需求增长	18
2.3.2 助听器行业竞争格局：全球五大集团垄断，锦好医疗正加速发展自主品牌以打破市场格局	20
3 盈利预测及估值	21
3.1 盈利预测	21
3.2 估值及建议	23
4 风险提示	24

图表目录

图 1、锦好医疗公司发展历程	2
图 2、锦好医疗一致行动人股份明细图	3
图 3、锦好医疗股权结构	3
图 4、公司主要产品助听器	6
图 5、公司产品雾化器	6
图 6、公司产品防褥疮气垫床	6
图 7、助听器按照外观形状和放大器信号处理方式分类	6
图 8、公司主要认证	7
图 9、公司营业收入（万元）	11
图 10、公司归母净利润（万元）	11
图 11、公司主要产品-营业收入构成占比（万元）	11
图 12、公司主要产品-营业收入占比（万元）	11
图 13、公司主要产品-营业成本构成占比（万元）	12
图 14、公司主要产品-营业成本占比（万元）	12
图 15、公司主要产品-毛利占比（万元）	12
图 16、公司主要产品-毛利率占比（万元）	12
图 17、公司毛利率-整体相对平稳	12

图 18、公司毛利率-国内地区毛利率上升趋势	12
图 19、公司业务以境外销售为主	13
图 20、公司国内外毛利率，国内毛利率提升	13
图 21、公司研发费用占比呈现逐年上升态势	13
图 22、公司三大费用随着研发投入的增加呈现逐年上升态势	13
图 23、公司管理费用占比呈现逐年上升态势	13
图 24、公司销售费用占比呈现逐年上升态势	13
图 25、2015-2024 年全球医疗器械销售额及增长预测	16
图 26、2019-2023 年全球医疗器械市场份额、趋势预测	16
图 27、全球和中国医疗器械市场规模及增长率	17
图 28、全球助听器市场销售额及增长预测	18
图 29、2015 年-2025 年中国助听器市场规模及预测	18
图 30、全球残疾性听力损失人群的数量预测（单位：亿人）	19
图 31、2024 年世界人口展望	19
图 32、中国 65 岁以上人口增长趋势和占比	20
图 33、中国不同年龄人群慢性病患率	20
图 34、助听器行业竞争格局梯队	21
图 35、2011-2020 年中国助听器行业线上销售市场规模	21
表 1、锦好医疗董事及高管履历	3
表 2、助听器产品型号与应用具体技术方案的对照情况	6
表 3、2023 年度公司薪酬总额和员工数量按部门统计（单位：万元）	9
表 4、研发项目跟进（单位：万元）	9
表 5、专利情况	10
表 6、公司年度主要出口地区外销收入构成情况如下表所示（万元）	12
表 7、2023 年度公司助听器收入、毛利率情况（单位：万元）	14
表 8、2023 年度公司助听器销量和销售单价	14
表 9、2023 年度助听器芯片按类型的生产领用情况（单位：万元）	14
表 10、销售收入结构预测	23
表 11、可比公司估值	24

1 公司概况：ODM 和国内自有品牌开发齐头并进 实国产助听器龙头地位

锦好医疗成立于 2011 年，连续荣获广东省高新技术企业、“瞪羚企业”，国家工信部第三批专精特新“小巨人”企业，国内首家助听器上市龙头企业。

1.1 发展历程：历经十余载筑造国内助听器龙头

锦好医疗历经十余载后每年都在持续精进，取得了突破性的发展。2019 年，公司致力于发展成为国内外市场的佼佼者，并逐渐将发展的方向拓宽到中国国内市场，为听力障碍人群告别无声世界贡献自己的一份力。

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。

2021 年，锦好医疗登陆北交所，成为中国助听器行业首家上市企业。

2022 年，锦好医疗又迈出一大步，锦好自主设计的助听器产品荣获德国红点设计大奖。公司募投项目智慧医疗产业园主体工程建设顺利封顶。三家锦好助听器体验中心在惠州市惠城区盛大开业。

2023 年，公司 OTC 自适应助听器获得了美国 FDA 510(k) 的批准，成为中国助听器第一家 FDA 510(k) 获批企业。2023 年 11 月 13 日，锦好医疗荣获“国家知识产权优势企业”称号。2023 年 11 月 20 日，公司取得了加拿大卫生部颁发的医疗器械许可证。国内线下市场以奥听医疗为主，通过开设听力中心（助听器门店），给听损人群提供助听器验配服务，截止 2023 年 12 月 31 日，已有 15 家听力中心。公司持续深化线下验配服务，进行网点布局，坚定发展自主品牌。组建了 DTC（直接面对消费者的销售模式）部和渠道部，分别负责独立站和线下渠道（商超、药房、听力连锁机构）自主品牌业务，加上原来的跨境 BTC 部，公司在自主品牌业务上将投入更多的资源，推动自主品牌发展。

2024 年，海外自主品牌继续发力，DTC 和 BTC 将会上线更多产品，丰富产品矩阵，形成合力。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。随着奥听听力中心的增加，奥听医疗的营收稳步提升，公司将不断提升自主产品销售占比。各部门全力支持渠道部开拓线下自主品牌市场，2024 年围绕助听器产品打造 ODM 和国内自有品牌齐头并进新格局，在 2024 年下半年将有望收获成果。

图 1、锦好医疗公司发展历程



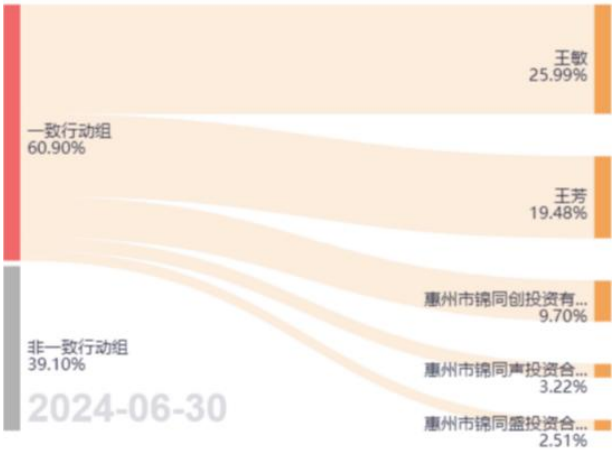
资料来源：公司网站，公司微信公众号，公司年度报告，江海证券研究发展部

1.2 股权结构清晰，管理稳定并积极实施股权激励

1.2.1 公司股权结构清晰，管理结构稳定，集中度较高

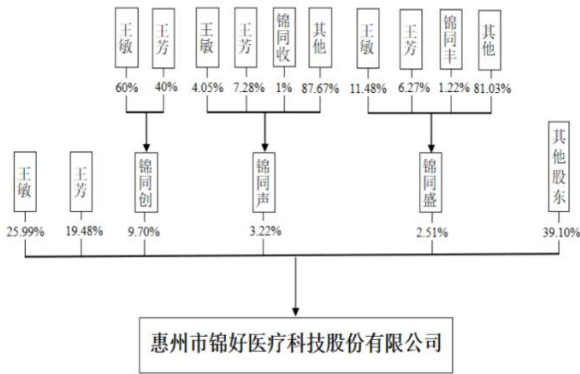
截止 2024 年 6 月 30 日王敏和王芳二人及一致行动人直接或间接控制公司 56.04% 的股权，为公司的实际控制人。公司股东王敏直接持有公司 25.99% 的股份，并通过锦同创、锦同盛和锦同声间接控制公司 6.28% 的表决权，王敏直接及间接控制的股份所享有的表决权足以对发行人股东大会的决议产生重大影响，为公司的控股股东。王芳直接持有公司 19.48% 的股权，王敏和王芳二人及一致行动人直接或间接控制公司 60.9% 的投票权。王敏、王芳共同签署了《一致行动人协议》，协议约定为保障公司持续、稳定发展，提高公司经营、决策的效率，二人拟在公司股东大会中采取“一致行动”以共同控制公司，故王敏与王芳兄妹为公司的实际控制人。截至 2024 年 6 月 30 日前十大股东合计持股超过 71.84%。

图 2、锦好医疗一致行动人股份明细图



资料来源：同花顺 iFind，江海证券研究发展部

图 3、锦好医疗股权结构



资料来源：同花顺 iFind，江海证券研究发展部

锦好医疗的管理团队由一群经验丰富的专业人士组成，他们带领公司在助听器领域取得了显著成就。公司的董事长兼法定代表人是王敏先生，他出生于 1975 年 11 月，拥有大专学历，并在外贸领域有着丰富的工作经验。王敏先生自 2017 年 12 月起担任股份公司的董事长。公司管理团队还包括了其他关键职位的专业人士，例如销售运营总监、高级电子工程师、人力资源总监 HRD 等。他们在各自的领域内具有专业技能和丰富经验，为公司的发展做出了重要贡献。

表 1、锦好医疗董事及高管履历

姓名	职位	出生年份	学历	最新持股 (万股)	履历
王敏	董事长, 董事	1975	大专	2538.51	2000 年 1 月至 2003 年 12 月就职于湖南省天博瓷业有限公司任外贸业务员；2004 年 1 月至 2005 年 12 月就职于泓润塑胶五金（深圳）有限公司任外贸经理；2006 年 3 月至 2010 年 3 月就职于锦好企业股份有限公司任董事总经理；2010 年 4 月至 2011 年 7 月就职于惠城区锦好电子厂任总经理；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	1982	本科	1903.26	1998 年 9 月至 2001 年 12 月就读于湖南对外经济贸易学校大专，2002 年 1 月至 2005 年 12 月就读于北京中新企业管理学院。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 月至今任惠州市锦好医疗科技股份有限公司副董事长、总经理。

彭月初	董事、财务总监	1973	本科	4.90	注册会计师、注册税务师，1997年10月至1999年5月就读于江西财经大学会计专业。1994年9月至1999年12月先后任江西九江化工厂出纳、销售会计、销售组组长；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月入职惠州市锦好医疗科技股份有限公司，2018年10月至2019年5月任惠州市锦好医疗科技股份有限公司财务总监；2019年6月至今，任惠州市锦好医疗科技股份有限公司董事、财务总监。
熊志辉	董事	1976	博士	2.80	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	1985	本科	4.9	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。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.2.2 公司根据市场变化积极调整股权激励，激发投资者信心

股权激励计划主要目的是激励公司核心员工和高层管理人员，促进公司的长期发展。公司股权激励有股票期权与限制性股票两种形式，旨在通过股权激励绑定核心团队，提升公司的凝聚力和竞争力。实施股权激励两个会计年度后，2022年度第一个考核期达成了公司层面考核和部分个人员工达成考核，已经获授权益。

锦好医疗的股权激励计划仍然有效，并且在公司的长期发展中发挥着积极的作用。虽然部分限制性股票的回购注销可能会对部分激励对象产生影响，但这并不妨碍股权激励计划的整体有效性和实施效果。未来，公司会继续完善和优化股权激励计划，以更好地服务于公司的战略目标和长远发展。根据《2022年激励计划》的规定，公司需对限制性股票的数量价和授予价格进行相应调整，尚未解除限售部分限制性股票数量由430,500股（首次授予数量

减去已解除限售部分及已注销部分合计 244,500 股) 调整为 861,000 股, 限制性股票授予价格由 11.10 元/股调整为 5.45 元/股, 给予激励对象一定的空间, 同时也给投资者一定的积极预期空间。综述, 锦好医疗的股权激励计划在公告和实施过程中可能会对股价产生一定的影响。具体影响程度取决于市场对公司未来发展的预期以及股权激励计划的具体设计和实施情况。

1.3 公司主营业务、主要产品与认证

1.3.1 公司主营业务：助听器的研发、生产与销售是当前和未来公司的核心

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。公司主要从事助听器的研发、生产与销售, 2024 年上半年助听器业务收入占营业收入超 89%, 助听器业务是公司当前及未来的核心主营业务。公司作为全球知名的助听器品牌, 一直不断地追求卓越和创新, 公司以海外销售为主, 助听器产品出口覆盖欧洲、亚洲、美洲等全球 90 余个国家和地区。助听器销售收入是公司的主要收入来源, 公司先后与欧洲健康生活领导品牌德国博尔乐、日本知名电视购物公司等建立合作关系, 进入国际连锁零售企业沃尔玛、家乐福、CVS 等销售渠道。近几年来公司的海外销售收入占主营业务收入的比例在 85% 以上, 在国际市场具备较强的竞争力。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保持着较高水平, 2024 年上半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到 7.18%。锦好医疗未来仍将围绕助听器产品, 持续研发和技术创新, 加大国内自有品牌开发力度, 致力于打造 ODM 和国内自有品牌助听器的龙头企业。

1.3.2 公司主要产品：打造国产助听器的龙头企业

公司主要产品包括：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。

公司助听器产品向高端化、自主品牌方向拓展, 致力于打造国产助听器的龙头企业。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。2023 年 4 月, 公司募投新建的锦好智慧医疗产业园落成投产,

为公司研发和生产高品质助听器提供了强大的基础支持，为公司未来高质量发展提供了坚实的保障。公司产品种类丰富，包括模拟机和数字机等多种类型的助听器，能够满足不同客户的需求。

图 4、公司主要产品助听器



图 5、公司产品雾化器



图 6、公司产品防褥疮气垫床



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部 资料来源：公司公告，江海证券研究发展部 资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 7、助听器按照外观形状和放大器信号处理方式分类

产品类型	产品介绍	产品图形	比较	模拟助听器	数字助听器
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		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
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		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，使得经处理后的声音听起来舒适清晰
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		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：公司公告，江海证券研究发展部

表 2、助听器产品型号与应用具体技术方案的对照情况

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+Amplifier 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，江海证券研究发展部

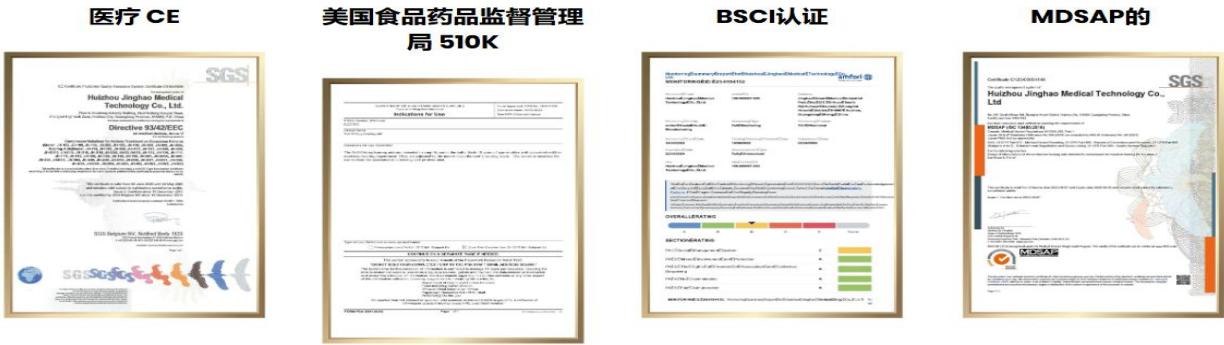
1.3.3 公司主要认证：资质全面树立品牌龙头地位，打造出海竞争力

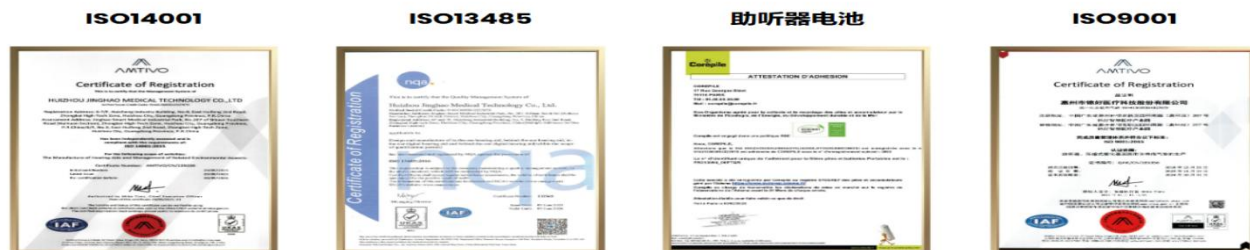
锦好医疗大力发展助听器自主研发技术，现有近百项专利著作和多项研发专利等。公司目前已取得了美国 FDA、欧盟 CE 认证，以及 ISO13485 医疗器械质量管理体系证书等，拥有医疗器械生产资质，已获得 111 项专利和 11 项著作权，其中发明专利 9 项，集成电路布图 1 项。公司同时拥有数字助听器芯片设计和算法研究开发能力，通过了 BSCI、ISO13485、ISO9001、C-TPAT、SQP、CVS HEALTH 等审核，所有产品均通过 CE、RoHS、FDA 认证。拥有自己的研发部门，30 多名经验丰富的工程师。

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 环境质量管理体系认证，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。

2024 年 2 月，公司以 72 项审核条款全部符合的优异成绩通过韩国最大认证机构 KTC 的现场审核，取得助听器产品进入韩国市场的通行证。2024 年 6 月，公司通过 MDSAP 年度审核，MDSAP 认证项目是美国、澳大利亚、巴西、加拿大、日本五国的监管机构认可并加入的审核程序。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。2024 年下半年，体系认证重点工作为获取 MDR CE 证书、新产品国内注册、ISO13485 质量管理体系审核。力争打造 ODM 和 OEM 助听器产品龙头企业。

图 8、公司主要认证





资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.4 研发重点：专注于助听器芯片及核心算法的研发

锦好医疗将重点围绕助听器等产品，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逐渐加大对国内市场和自有品牌的投入。2020年8月，公司与自然人熊志辉博士共同出资设立子公司芯海聆，致力于助听器芯片及相关算法的研究，其中公司持股51%、熊志辉博士团队持股49%，负责人熊志辉为国防科技大学计算机科学与技术博士，专业负责集成电路芯片设计、音视频信号处理与算法的研究，是助听器芯片研究方向紧缺的人才。子公司在自研数字助听器芯片方面取得了显著进展，成功实现了芯片的量产应用。通过自研助听器芯片和算法，满足公司助听器生产的需要，降低芯片采购成本，提升了公司产品竞争力。

2023年度，公司建立了声学实验室、听力学实验室和信赖度实验室，加强助听器技术的基础研究、临床应用研究和制造工艺研究，组建了验配助听器研发团队，着手开发适合线下听力中心销售的产品。成功开发无按键超小助听器声波控制技术、助听器专用芯片与通用蓝牙芯片合封集成技术等多项行业领先技术并应用于产品当中。为了扩大公司产品影响力，加强了数字机的研发，以及做高端、差异化产品，部分项目处于试产的关键阶段，需要投入较多的材料。例如“无按键超小助听器声波控制技术的研发”、“基于小型化助听器的锂电池无线充技术的研发”项目，聚焦高端、差异化产品，其研发的助听器体积为目前世界最小，同时项目也需要攻克较多技术难题，比如研发体积小与能量密度高的电池之间的矛盾，需要与模具厂定制高精密且超薄的结构壳体，需要定制开发专业耳挂，需要定制开发耳内机天线等，这些关键技术，需要反复试验、定制和开模等，从而导致短期直接材料的大幅增加，但是从中长期发展角度来说持续不断的研发投入，有利于公司构筑技术壁垒和核心竞争力的提升，利于增厚后续业绩预期。

2024年上半年，公司继续研发投入和研发人才引进，研发费用为1,098.84万元，研发投入占比为17.36%，研发投入强度维持较高水平。模拟机由于技术含量不高，市场竞争愈加激烈，公司为了长远发展，继续加大

数字机的研发力度，2024 年研发人员增加 24 人，主要是声学、算法人员及 HCP 产品相关的专业人员等，公司研发人员全部为专职研发人员，2024 年中报研发人员 82 人。2024 年技术研发的核心工作和重要成果包括构建助听器啸叫与方向性客观测试系统和言语可懂度主观测试系统、优化助听器充电方案、助听器软硬件方案一体化等。这些技术上的成果，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可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。

表 3、2023 年度公司薪酬总额和员工数量按部门统计（单位：万元）

部门	薪酬总额			员工数量		
	2023 年	2022 年	变动率(%)	2023 年	2022 年	变动率(%)
生产部门	1,442.38	1,568.08	8.02	195	190	2.63
销售部门	1,459.18	1,230.60	18.58	106	89	19.1
管理部门	840.14	592.72	41.74	55	38	44.74
研发部门	1,541.80	950.87	62.15	86	62	56.6
合计	5,283.51	4,342.27	21.68	439	370	18.65

资料来源：公司交易所 2023 年报问询函回复的公告，江海证券研究发展部

表 4、研发项目跟进（单位：万元）

研发项目名称	直接投入内容	直接投入金额	用途	采购对象	成果转换情况
无按键超小助听器声波控制技术的研发	X04 芯片、电阻、电容、电池、塑胶壳料等	197.41	实现公司助听器体积小、型化且控制灵敏度高，提高产品市场竞争力。声波控制算法也可应用于其他声音接收设备，提高公司技术核心竞争力。	主要供应商 S08、S09、S06、S03	小批量试产，2023 年已实现销售 326.09 万元。形成外观专利 2 个，实用新型专利 3 个
基于芯海聆（锦好控股）助听器专用 DSPX04 芯片的研发	X04 芯片、电阻、电容、电池、塑胶壳料等	101.44	解决公司自有芯片短缺的问题，在一定程度上满足公司助听器生产、制造的需要，确保供应链的安全、可靠	主要供应商 S08、S09、S06、S03	形成外观专利 3 个，实用新型专利 5 个
基于 X05DSP 的协议通信技术的研发	X05 芯片、电阻、电容、电池、塑胶壳料等	91.38	作为技术储备，为公司应用 X05 芯片的机型实现 App/ 验配软件无线控制编程打下基础	主要供应商 INTRICON、S09、S06、S03	设计资料输出及试产准备阶段
基于小型化助听器的锂电池无线充技术	X05 芯片、X02 芯片、电阻、电容、电池、塑胶壳料等	68.06	可以有效解决公司助听器充电方式单一的问题，提高产品市场竞争力	主要供应商 INTRICON、S09、S06、S03	处于试产阶段，形成外观专利 1 个

术的研发					
助听器专用芯片与通用蓝牙芯片合封集成技术的研发	X04 芯片、X06 、电阻、电容、电池、塑胶壳料等	54.10	实现公司助听器的小型化、轻量化和多功能化，一定程度上满足了用户的需求，提高产品的市场竞争力	主要供应商 S08、S07、S09、S06、S03	试产阶段。形成1项实用新型专利，4项外观专利申请
其他	-	111.44	-	-	-
合计	-	623.83	-	-	-

资料来源：公司交易所 2023 年报问询函回复的公告，江海证券研究发展部

表 5、专利情况

项目	2024 年上半年数量	2023 年度数量	2022 年度数量
公司拥有的专利数量	111	163	140
公司拥有的发明利数量	9	9	5

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

1.5 财务分析：短期承压，自主品牌取得突破，助听器营收占比与毛利贡献第一，国内毛利率提升

公司主要产品以助听器为主，2024 年度上半年公司助听器业务收入占公司营业收入的 89.73%，其他业务占比 8.18%，并且主动出清传统的雾化器、气垫床业务，这两大业务营业收入占比降低到 1.11%和 0.98%，公司主要是从服务客户角度提供相应产品服务，主要以委外生产为主。公司近五年的助听器毛利率保持平稳，国内市场毛利率提升到 50.48%。2024 年度上半年助听器毛利率 48.93%，雾化器毛利率 0.77%，气垫床毛利率 15.36%，未来公司将进一步巩固以助听器作为拳头产品，逐步弱化雾化器、气垫床产品的经营策略。

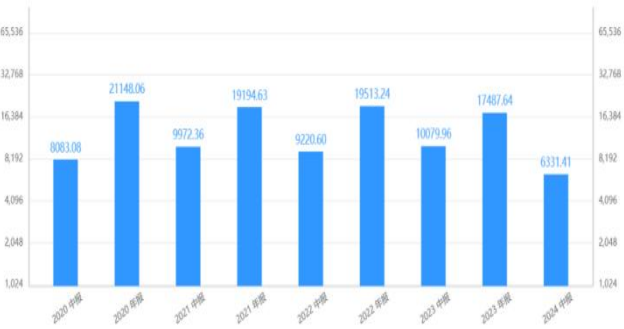
2024 年上半年公司业绩承压，净利亏损。营业收入 6,331.41 万元，较上年同期下降 37.19%，归属于上市公司股东的净利润亏损 457.31 万元，同比下降 130.25%。主要原因系公司营收较上年同期下降 37.19%及销售费用同比增长 525.91 万元，增长 37.56%，具体如下：1、由于战略调整，主动放弃低毛利率的雾化器，牺牲一些短期营业利润；2、增加研发投入，加大芯片和数字助听器的研发和应用；3、迁入新的工业园，折旧和管理费用增加。但国内毛利率上升，同比增加 12.52%；4、欧洲市场保持稳定，亚太市场略有增长，但美国 OTC 助听器市场复苏不及预期，B 端 ODM 业务表现不佳。

公司助听器产品目前采取以 ODM 模式为主、自有品牌为辅，并存在

少量贸易经营的销售模式。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，公司未来将加大自主品牌的销售与推广。公司也在不断推进自主品牌和销售渠道建设，公司未来的盈利增长点主要在自主品牌和高端数字机的销售规模增长。

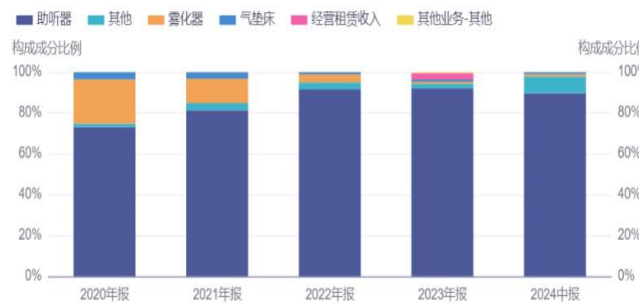
2024 年上半年公司积极拓展各类业务渠道，大单品策略初见成效。得益于海外自主品牌的持续耕耘，自主品牌业务获得突破，2023 年组建的渠道部陆续斩获了大型商超、连锁药房等重要客户的直供订单，预计下半年将贡献业绩。线上自主品牌业务稳步发展，其中，跨境 BTC 业务（海外线上平台，如亚马逊、Ebay、Tiktok、Temu 等）取得增长，2024 年上半年实现营收 641.64 万元，较同期增长 168.35%。根据 2024 年中报数据，公司国内零售业务子公司奥听医疗已开设近 20 家听力中心，分布于大湾区各主要城市。随着奥听听力中心的增加，奥听医疗的营收稳步提升，公司将不断提升自主产品销售占比。预计 2024 年下半年业绩会随着产能扩张和需求提升，数字机的销售提升，自主品牌突破，国内毛利率保持持续增长态势，整体毛利提升，成本管控，净利将会有所改善。

图 9、公司营业收入（万元）



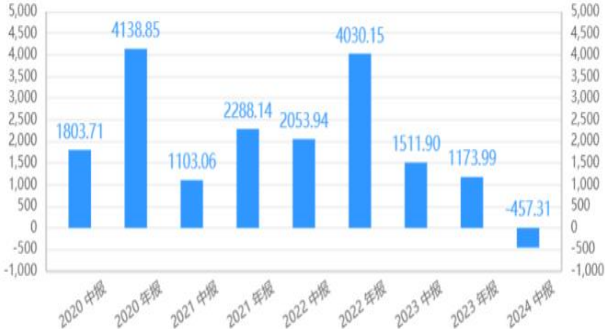
资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 11、公司主要产品-营业收入构成占比（万元）



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 10、公司归母净利润（万元）



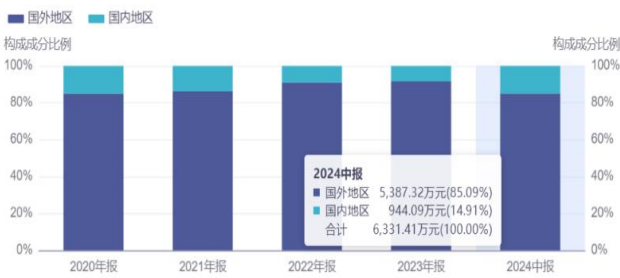
资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 12、公司主要产品-营业收入占比（万元）



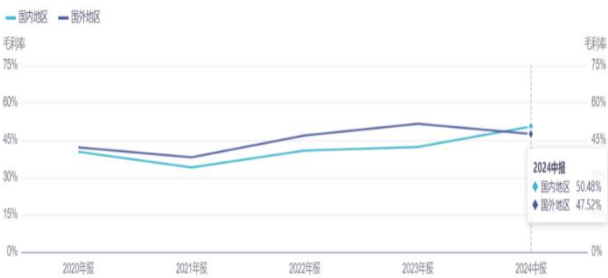
资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 19、公司业务以境外销售为主



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 20、公司国内外毛利率，国内毛利率提升



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

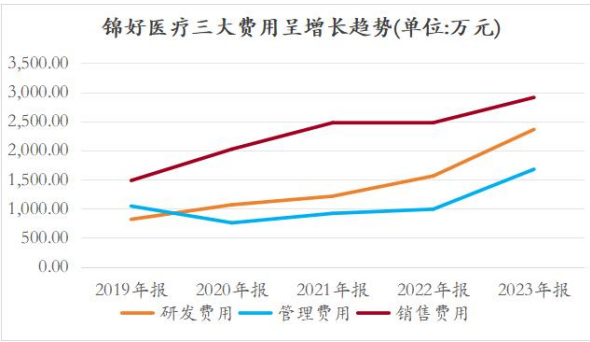
2024 年，公司继续加大研发投入，研发投入强度持续维持高位，促使三大费用呈现逐年上升，也是 2024 年上半年净利润出现亏损的主要原因，但是持续不断的研发投入，有利于公司构筑技术壁垒和核心竞争力的提升。

图 21、公司研发费用占比呈现逐年上升态势



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 22、公司三大费用随着研发投入的增加呈现逐年上升态势



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 23、公司管理费用占比呈现逐年上升态势



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

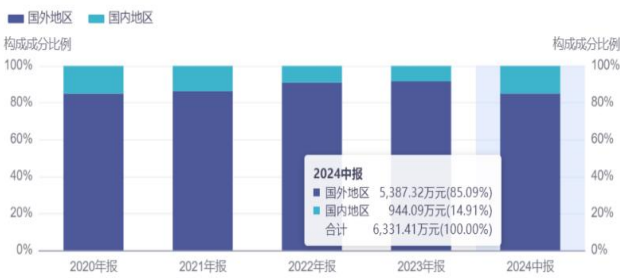
图 24、公司销售费用占比呈现逐年上升态势



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

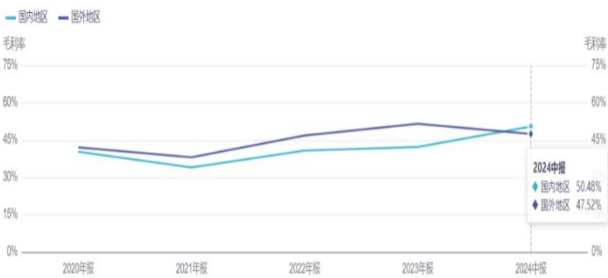
公司助听器按功能区分主要分为数字机和模拟机，公司模拟机收入下滑，虽然数字机收入有所上升，但尚未完全弥补模拟机收入下滑带来的缺口，导致 2023 年整体收入有所下降，预计 2024 年随着公司智慧医疗产品生产基地建设项目及智能助听器设计研究中心项目建成投入使用会使增加产能，以及自研芯片技术的投入，降低数字机的成本，提升产品核心竞争力，增加

图 19、公司业务以境外销售为主



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 20、公司国内外毛利率，国内毛利率提升



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

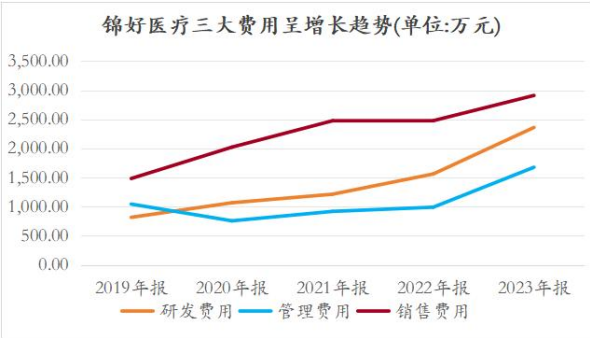
2024 年，公司继续加大研发投入，研发投入强度持续维持高位，促使三大费用呈现逐年上升，也是 2024 年上半年净利润出现亏损的主要原因，但是持续不断的研发投入，有利于公司构筑技术壁垒和核心竞争力的提升。

图 21、公司研发费用占比呈现逐年上升态势



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 22、公司三大费用随着研发投入的增加呈现逐年上升态势



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 23、公司管理费用占比呈现逐年上升态势



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 24、公司销售费用占比呈现逐年上升态势



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

公司助听器按功能区分主要分为数字机和模拟机，公司模拟机收入下滑，虽然数字机收入有所上升，但尚未完全弥补模拟机收入下滑带来的缺口，导致 2023 年整体收入有所下降，预计 2024 年随着公司智慧医疗产品生产基地建设项目及智能助听器设计研究中心项目建成投入使用会使增加产能，以及自研芯片技术的投入，降低数字机的成本，提升产品核心竞争力，增加

公司的利润。其中 2023 年度数字机收入占比由 40.52%提升至 60.94%，数字机的毛利率也由 47.83%上升至 53.65%，模拟机的毛利率也略有提升，数字机的收入占比和毛利率提升使得 2023 年度整体毛利率提升。

表 7、2023 年度公司助听器收入、毛利率情况（单位：万元）

年份	2023年			2022年			变动率	变动率
类别	销售收入	收入占比 (%)	毛利率 (%)	销售收入	收入占比 (%)	毛利率 (%)	收入变化率 (%)	毛利率变动百分比 (%)
数字机	9,812.09	60.94	53.65	7,246.73	40.52	47.83	35.4	5.82
模拟机	6,290.42	39.06	49.83	10,637.53	59.48	48.42	-40.87	1.41
合计	16,102.51	100	52.15	17,884.25	100	48.18	-9.96	3.97

注：①模拟机：指助听器中声音的处理放大采用模拟电路完成。
②数字机：指助听器中声音的处理放大采用专用数字芯片完成，可以实现多种声学算法。

资料来源：公司交易所 2023 年报问询函回复的公告，江海证券研究发展部

表 8、2023 年度公司助听器销量和销售单价

项目	2023年		2022年		变化率 (%)	
	销量 (万台)	平均单价 (元)	销量 (万台)	平均单价 (元)	销量	平均单价
数字机	27.02	335.48	16.33	445.56	65.46	-24.71
模拟机	88.4	71.16	137.77	75.13	-35.84	-5.28

资料来源：公司交易所 2023 年报问询函回复的公告，江海证券研究发展部

表 9、2023 年度助听器芯片按类型的生产领用情况（单位：万元）

芯片类型	2023年			2022年		
	生产领用金额	生产领用占比 (%)	生产领用单价 (元 /pcs)	生产领用 金额	生产领用占比 (%)	生产领用单价 (元 /pcs)
X01	148.32	43.86	21.11	361.49	28.72	20.94
X02	-	-	-	752.56	59.79	101.17
X03	102.29	30.25	52.98	144.63	11.49	53.35
X04	87.55	25.89	1.96	-	-	-
合计	338.16	100	-	1,258.68	100	-

资料来源：公司交易所 2023 年报问询函回复的公告，江海证券研究发展部

公司 2023 年度模拟机销量下滑比例为 35.84%，平均单价下滑比例为 5.28%，主要公司的发展方向主动调整为主推数字机，客户将一些高价位的模拟机改订为数字机，以致模拟机数量和价格均下滑，导致公司 2023 年模拟机收入下降。同时，公司数字机销量增长率为 65.46%，平均单价虽有所下滑，下滑比例为 24.71%，由于自研芯片的成本优势及在 OTC 市场的销售，部份客户减少模拟机的订单，低价位的数字机订单增加，以致数字机销量增加，单价下降，综合看数字机整体销售收入增加。数字机中助听器芯片成本占总成本的比例约为 20%-50%，公司在 2023 年生产大量采用了单位成本更

低的自产芯片 X04,使得整体成本有所降低,公司采取成本加成的定价政策,在此情形下,预计 2024 年延续成本下降策略,会进一步扩展产品的利润空间,有助于提升产品毛利。

2 行业概况：老龄化加深和渗透率提升是助听器行业发展的引擎

2.1 公司所属行业及产业链：康复设备类，位于产业链中游，下游客户为听力受损群体

公司属于医疗器械的康复设备类。康复类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。康复医疗与预防医学、临床医学和保健医学一并被世界卫生组织称为“四大医学”，作为现代医学的重要组成部分，康复医疗服务与康复医疗设备能够帮助患者加快身体机能恢复、降低复发率、减少并发症，并可节约总体治疗费用，在医疗体系中发挥了越来越重要的医学、经济和社会价值。康复类医疗器械行业上游为各种原材料，中游为医疗器械研发生产制造，通过医药商业等销售渠道流通至听力受损人群使用和消费。医用康复设备被广泛应用于各种疾病和损伤的康复治疗，是现代康复医学不可或缺的一部分。

2.2 医疗器械行业：需求刚性和政策扶持，规模保持持续增长

医疗器械主要受到人群疾病谱的影响，需求刚性较强，无明显的周期性。目前来看，随着老龄化社会的出现，消费者医疗意识的不断加强，经济发展水平的提升，国家政策的扶持，医疗卫生机构设备更新换代的趋势医疗器械需求出现持续上升的趋势，生产端行业生产状况稳定发展，综合来看我国医疗器械制造行业还处于成长阶段。医疗器械行业是技术密集型产业和资金密集型产业，只有具备充足的资金实力，才能有效保证医疗器械的研发和规模化生产顺利进行。行业受政策影响明显，近几年国务院、国家药监局、医保局先后出台政策强支持医疗器械，医疗器械行业获得快速发展。

全球医疗器械市场情况，根据 Evaluate MedTech 和 Frost&Sullivan 的数据，全球医疗器械市场规模从 2015 年的 3,710 亿美元增长至 2019 年的 4,466 亿美元，4 年间市场规模增长 20.38%，在此期间，全球医疗器械市场

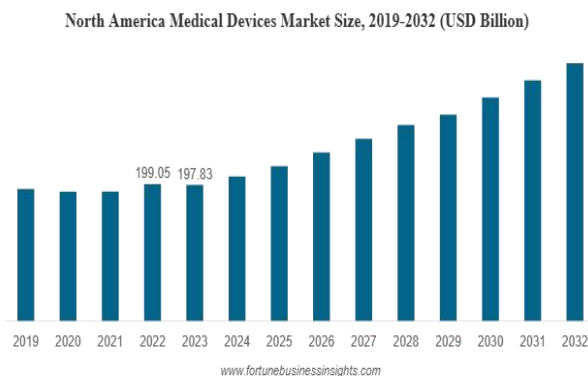
规模的增长速度维持在 5% 左右，年平均复合增长率为 4.75%，从历史数据来看，全球医疗器械行业呈现出稳中有进的发展趋势。根据《财富商业洞察》2023 年全球医疗器械市场规模为 5184.6 亿美元，预计将从 2024 年的 5422.1 亿美元增长到 2032 年的 8868 亿美元，预测期内复合年增长率为 6.3%。

图 25、2015-2024 年全球医疗器械销售额及增长预测



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 26、2019-2023 年全球医疗器械市场份额、趋势预测

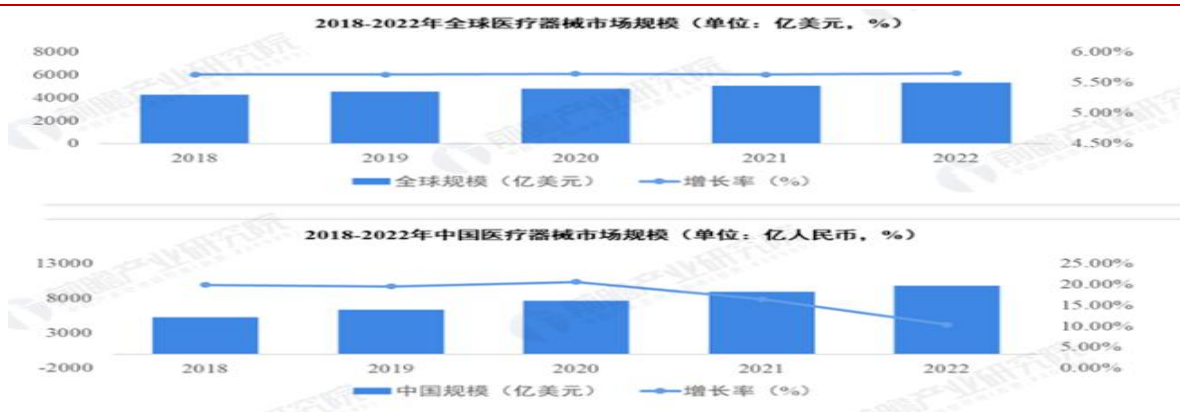


资料来源：公开资料(fortunebusinessinsights.com)，江海证券研究发展部

相比于全球医疗器械市场规模的平稳增长，中国的医疗器械市场则表现出更为强劲的增长势头。根据中国医疗器械研究院的数据，中国医疗器械市场规模从 2014 年的 2,556 亿元增长至 2018 年的 5,304 亿元，四年间市场规模增长超过一倍，在此期间每年的同比增速维持在 20% 左右，年平均复合增长率达到 20.02%，市场呈现高速发展的良好势头。得益于中国本土人民生活水平和医疗水平的迅速提升，中国医疗器械市场相较于全球市场庞大体量下表现出更强劲的增长态势。

根据中国医疗器械研究院发布的《中国医疗器械蓝皮书》2018 至 2022 年全球医疗器械市场规模持续上升，年均增速在 5% 以上，2022 年全球医疗器械规模达到 5328 亿美元，中国 2022 年市场规模达到 9830 亿人民币，同比增加 10.35%。2018 年中国医疗器械市场规模达到 5,304 亿元，医疗设备这一细分领域占据最高的比重，市场规模为 3,013 亿元，市场份额达到 56.81%。在 2022 年中国医疗器械市场规模中，医疗设备规模 3816 亿元，占比 39%，其次是家用医疗器械 2086 亿元，占比 21%。

图 27、全球和中国医疗器械市场规模及增长率



资料来源：公司公告，中国医疗器械研究院发布的《中国医疗器械蓝皮书》，江海证券研究发展部

医疗器械作为现代医疗卫生体系建设的重要支柱之一，受到各国政府的普遍重视，主管部门出台多项政策鼓励国产医疗器械加快创新、推动高端医疗器械国产化，促进新技术的推广和应用，推动国内医疗器械产业的快速发展。在需求端，政策的支持和人口需求的提升将持续推动医疗器械行业的发展，我国持续推进医疗卫生体制改革，加大对基层医疗机构的投入，推动了医疗器械的更新换代需求。同时，医保覆盖范围的提升和人口老龄化加深，使得全国诊疗总人次稳步上升，进一步增加了医疗器械的临床使用需求。2024 年在中国医疗器械行业多重政策利好（设备更新以及贴息贷款等政策）以及人口老龄化刺激下，国内医疗器械市场存在较大的增长潜力。

2.3 助听器行业：发展势头强劲，国内企业崛起，迅速在国内外市场赢得份额

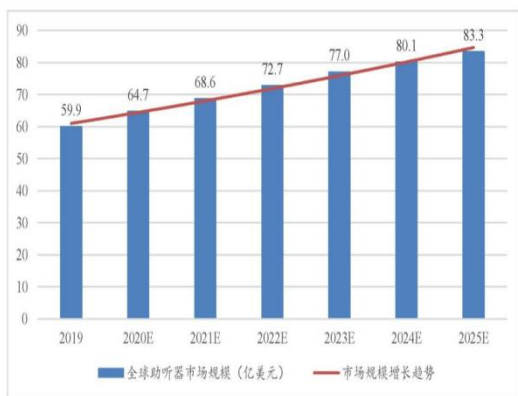
根据国际听力协会 (IHS) 研究资料显示，全球助听器行业起源于 19 世纪，其发展历程经历了集声器、碳晶、电子管、晶体管/集成电路等阶段。经过百年发展，进入 21 世纪后，助听器进入到全数字发展阶段。

2.3.1 助听器行业发展概述：全球和中国市场都呈现稳步增长态势

近年来，随着全球经济的增长和医疗卫生事业的进步，助听器产品性价比的提升，听力障碍人群佩戴助听器的观念的改变，全球助听器规模呈稳步增长的趋势。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》，预计到 2025 年市场规模有望达到 83.3 亿美元的水平，预计 5 年间市场规模增加 28.75%，年平均复合增长率为 5.18%。根据该报告的数据，未来全球助听器行业呈现出平稳发展的良好势头，市场规模逐年增长，市场需求与日俱增。

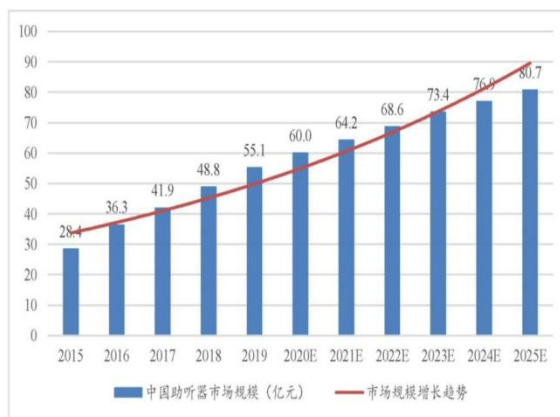
中国本土助听器企业起步较晚，随着国外各大品牌的进入和市场推广，中国助听器市场的需求逐步被激发，近年来保持持续增长的态势。根据中国产业调研网发布的报告《2019-2025 年中国助听器行业发展深度调研与未来趋势预测》，2015-2019 年，中国助听器行业市场规模从 28.4 亿元人民币增长到 55.1 亿元人民币，市场规模增加近一倍，在此期间年平均复合增长率为 18.02%。预计 2024 和 2025 年规模达到 76.9 亿元人民币和 80.7 亿元人民币。

图 28、全球助听器市场销售额及增长预测



资料来源：公司公告，WHO，江海证券研究发展部

图 29、2015 年-2025 年中国助听器市场规模及预测



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

2.3.2 助听器行业需求：老龄化推动市场需求增长

根据世界卫生组织发布的《2021 年世界听力报告》显示，2019 年全球听力受损人群达 15.82 亿，听力障碍人群达 4.3 亿人。世界卫生组织预测，至 2050 年全球或将有约 25 亿人口受到听力损失的影响，在不采取治疗行动的情况下，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。

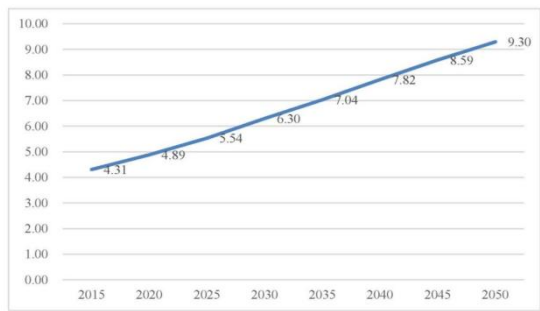
根据 WHO 的统计数据，2018 年全球大约有 4.66 亿人患有残疾性听力损失的人群，占全球总人口的 6%。根据 WHO 关于未来残疾性听力损失人群的数量预测，预计 2030 年将达到 6.30 亿人，2050 年将达到 9.30 亿人。

根据 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%，日本地区的助听器渗透率大约为 14.4%，而中国助听器产品的渗透率不超过 5%，根据发达国家助听器市场的发展规律，人口老龄化、人均收入、佩戴意识和补助政策是助听器市场渗透率高低关键影响因素。

根据联合国发布的《2024 年世界人口展望》报告指出，到 2024 年中期，全球人口达到近 82 亿，预计在未来 60 年内还将增加 20 亿，到 2080 年代中期达到约 103 亿的峰值。随后，全球人口将降至 102 亿左右，比十

年前的预期减少 7 亿。在全球人口急剧增长的同时，生育率和预期寿命近年来在世界范围内也发生了巨大变化。2024 年 1 月，国务院办公厅印发了《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，第十六条提到大力发展康复辅助器具产业，助听器属于康复辅助器械，因此，随着人口老龄化，康复医疗需求的提升，助听器市场的渗透率也将会逐步提高。

图 30、全球残疾性听力损失人群的数量预测（单位：亿人） 图 31、2024 年世界人口展望

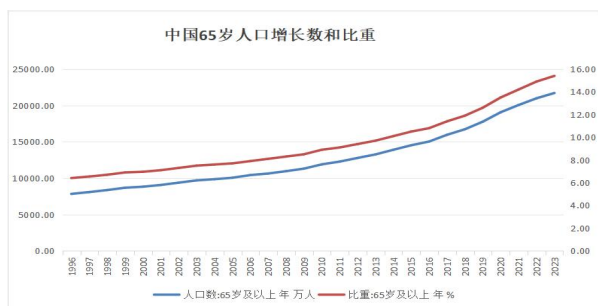


资料来源：公司公告，WHO，江海证券研究发展部

资料来源：联合国新闻网站，江海证券研究发展部

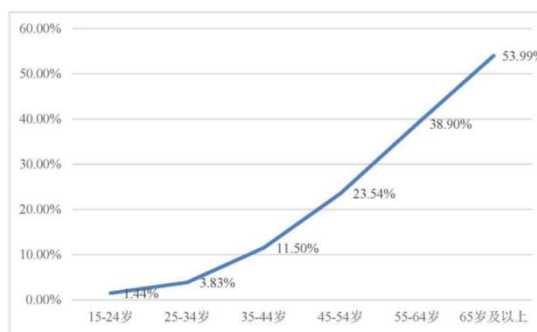
中国 2023 年底老龄化占比达到 15.4%，2.17 亿超过 65 岁。老年人的慢性病患率率和医疗卫生费用需求显著高于一般人群。根据我国卫生部统计，65 岁及以上人群慢性病患率率达到 53.99%。老年群体中，一般来说，60 岁以上的老人，40%-50%会有一定程度的听力下降；到 70 岁，这项占比会增加 10%；到 100 岁左右，至少 90%的人都会出现听力下降。随着人口增长与老龄化程度加深，受耳部和其它感染疾病如腮腺炎和麻疹、耳毒性药物、工作和娱乐噪声等因素影响，听力损失已是严重影响公众健康的重要社会问题。它不但阻碍儿童的言语和认知发育，影响青、中年的学习、就业、婚育、生活和社会融合，也会造成老年人情绪压抑、沟通和认知存在障碍，成为阿尔兹海默病的独立高危致病因素。2024 年 6 月 6 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布开展人工耳蜗类医用耗材产品信息集中维护工作的通知，人工耳蜗或将成为新的国采高耗品种。加速助听器行业需求释放，以量换价将会增加行业的渗透率。参考高耗国采的降价情况，叠加人工耳蜗市场参与者较少，价格降幅有望趋于合理，国产企业有望通过集采推动进口替代。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，预计全球和中国助听器市场的需求将继续维持增长态势。

图 32、中国 65 岁以上人口增长趋势和占比



资料来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

图 33、中国不同年龄人群慢性病患病率



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

2.3.2 助听器行业竞争格局：全球五大集团垄断，锦好医疗正加速发展自主品牌以打破市场格局

全球及中国助听器市场保持良好增长趋势，随着全球听损人群数量的增长以及助听器渗透率的进一步提升，助听器市场将进一步迎来良好发展机遇，未来市场潜力较大。行业发展趋势进入助听器的 OTC 化（随着美国 OTC 助听器法案的正式实施，助听器行业有望开启 OTC 化模式），助听器的数字化和智能化（由于集成电路和助听器生产技术的提高，数字化助听器在产品性能和功能都得到极大的提升，未来有望逐步替代模拟助听器），助听器的个性化（OTC 助听器逐步扩大了使用人群和市场容量，个性化需求也随着突显），远程验配服务的推广和客户健康数据的收集。

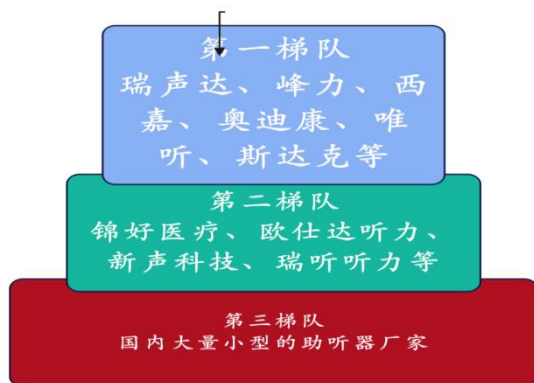
中国本土助听器企业发展起步较晚，长期以来，全球助听器市场 90% 以上的份额主要被全球五大听力集团 WS 听力集团、索诺瓦听力集团、W.D.H 听力集团、瑞声达听力集团、斯达克听力集团所占据，助听器的六大品牌包括瑞声达、峰力、西嘉、奥迪康、唯听、斯达克等，上述品牌作为助听器一线品牌以高端数字机和定制机型为主，主打线下专业验配销售模式，终端消费者接触到该产品的流程相对复杂，产品单价较高。面对国际巨头对这一市场的高度垄断，全球不同地区的众多中小企业仅占有该市场约 10% 的市场份额，其产品主要面对中端、低端市场客户群体，服务于轻、中度听力损失用户，无需线下验配即可购买，省去了中间较为复杂的验配环节，产品单价较低。在这一目标市场区间内，国内本土的助听器生产企业除锦好医疗外，还包括欧仕达听力科技（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等。

中国助听器市场的市场格局与全球助听器市场格局大致相同，五大国际

听力集团主打线下验配的模式，主要销售高端机型，占据 90% 左右的市场份额；其他助听器企业主要销售中端、低端机型产品为主，以非验配模式为主，占据剩余市场份额。从营业收入数据来看，公司与五大国际听力集团的差距较大。锦好医疗重点发力自主品牌迫在眉睫。

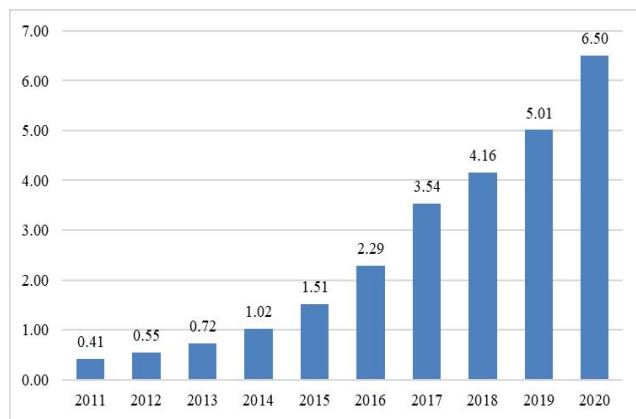
从中国助听器线上销售数据来看，2015 年到 2020 年，助听器线上销售发展迅猛。2020 年度，中国助听器线上销售金额已达 6.50 亿元，较 2019 年增长了 29.90%。锦好助听器产品的 ODM 品牌商和自有品牌销售主要通过线上电商和线下零售的非验配模式实现。公司未来仍将围绕助听器产品，持续进行研发和技术创新，加大自主品牌产品开发力度，致力于打造国产助听器的龙头企业。

图 34、助听器行业竞争格局梯队



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 35、2011-2020 年中国助听器行业线上销售市场规模



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

3 盈利预测及估值

3.1 盈利预测

2024 年公司为应对收入下降的颓势，公司采取了以下应对措施：积极参展，主动拓展市场空间；积极开发新品，顺应不断新增的市场需求；加大品牌投入，开辟商超销售渠道；优化产品工艺，降低成本，为产品利润开辟更大空间。我们对公司主要产品分类别进行盈利预测：

助听器：2024 年上半年公司助听器业务收入占公司营业收入的 89% 以上，根据过去五年的发展趋势判断，助听器仍是公司的主要核心业务，占比逐年提升稳定保持在 80 以上，公司未来发展战略仍将围绕助听器产品，持续进行技术研发和创新，加大产品开发力度，致力于打造国产助听器的龙头企业。2024 年上半年公司营收下滑以及归母净利润出现亏损，主要原因欧美国家和地区助听器终端消费市场的需求仍偏弱，公司外销占比较高，主要市场在欧美地区，受影响较大。但是公司 2024 年上半年自主品牌营收增长

较大，预期未来随着国内外自主品牌业务的突破和国内外渠道的拓展，公司将不断提升助听器自主产品销售占比，预计下半年将贡献业绩。预计 2025-2026 年增速有望提升，我们预计 2024-2026 年助听器收入增速分别为 -20%/15%/15%。我们预计 2024-2026 年助听器毛利率分别为 48.50%/51.50%/51.80%。

雾化器：雾化器业务的处于出清阶段，近年营收占比 1%左右，2024 年上半年雾化器营业收入为 70.43 万元，同比增长 22.33 万元，较上年同期增加 46.62%，主要是公司清理了雾化器库存所致。逐渐出清雾化器业务，我们预计 2024-2026 年雾化器收入增速分别为 -20%/-50%/-90%。我们预计 2024-2026 年雾化器毛利率分别为 0.86%/0.83%/2.26%。

气垫床：气垫床业务 2024 年上半年营收占比不足 1%，气垫床营业收入为 61.93 万元，同比减少 50.84 万元，较上年同期下降 45.08%，主要是公司调整经营策略并主动减少气垫床的相关订单。我们预计 2024-2026 年气垫床收入增速分别为 -50%/-30%/-20%。我们预计 2024-2026 年气垫床毛利率分别为 24.74%/20.09%/25.54%。

其他：2024 年上半年其他收入 518.04 万元，同比增长 71.78%，主要是出租收入增加所致。我们预计 2024-2026 年租金收入相对稳定，增速分别为 171%/1%/1%。我们预计 2024-2026 年其他收入毛利率分别为 46.02%/45.98%/46.03%。

综合毛利率：随着公司持续加强助听器产品的研发以及对成本加强管控，且自主品牌的持续升级，预计公司毛利率水平将稳步提升，预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别为 47.67%/50.78%/51.37%。

期间费用率：随着公司持续加大国内外市场渠道的开发力度，销售费用投入将稳步增加，预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 20%/20.5%/21%；随着公司规模效应的体现和助听器自有品牌的升级，数字机芯片的持续研发和人才的引进，预计公司未来研发费用率将维持高位水平，预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 16%/12%/12%，随着公司规模优势的呈现以及人员结构的管理优化，管理费用将会有所改善，预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 10%/8%/8%。

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 141.46/159.88/181.42 百万元，同比增长 -19.11%/13.02%/13.47%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.24/15.52/17.09 百万元，同比增长 -80.95%/593.74%/10.09%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 469/68/61 倍。

表 10、销售收入结构预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计营收	195.13	174.88	141.46	159.88	181.42
YOY	1.66%	-10.38%	-19.11%	13.02%	13.47%
助听器	178.84	161.03	128.82	148.14	170.36
YOY	14.49%	-9.96%	-20.00%	15.00%	15.00%
雾化器	7.72	1.79	1.43	0.72	0.07
YOY	-66.23%	-76.81%	-20.00%	-50.00%	-90.00%
气垫床	2.04	1.97	0.98	0.69	0.55
YOY	-66.53%	-3.45%	-50.00%	-30.00%	-20.00%
其他	6.53	3.77	10.23	10.33	10.43
YOY	18.24%	-42.22%	171.00%	1.00%	1.00%
其他业务	0.00	6.32	0.00	0.00	0.00
YOY	-100.00%	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%
毛利率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体	46.38%	50.82%	47.67%	50.78%	51.37%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.2 估值及建议

公司深耕助听器市场十多年，2021 年公司正式登陆北交所，成为中国助听器行业首家上市企业。随着自主品牌业务的突破和渠道的拓展，自主品牌和 ODM 产能的逐步爬坡，公司规模效应将逐步提升和管理费用的优化，公司新的渠道拓展，将逐步进入收获期，预计将给公司带来增量订单并形成收入，业绩将会逐渐改善。我们选取中鱼跃医疗、可孚医疗、乐心医疗等公司作为可比公司。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 24.54 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS					PE				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
002223.SZ	鱼跃医疗	1.61	2.41	2.16	2.48	2.88	20.01	13.32	14.74	12.84	11.07
301087.SZ	可孚医疗	1.45	1.24	1.77	2.32	2.91	22.10	26.22	18.02	13.74	10.95
300562.SZ	乐心医疗	-0.15	0.16	0.30	0.40	0.52	-81.67	76.75	40.87	30.34	23.35
算术平均值							-13.19	38.76	24.54	18.97	15.12
872925.BJ	锦好医疗	0.41	0.12	0.02	0.16	0.17	26.0	89.2	468.1	67.5	61.3

资料来源：同花顺iFinD，数据截至2024年9月3日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺iFinD一致预期）

4 风险提示

市场竞争加剧的风险。公司所处行业为资金、技术密集型行业，同时国外同行业公司拥有较大的先发规模优势和品牌优势，市场集中程度较高，中小企业市场竞争激烈。随着听力障碍人士自主购买意识的增强、非验配渠道销售助听器模式的深化以及国内助听器进口税率的调整，五大国际听力集团可能采取品牌下沉策略深度参与公司定位的助听器市场中来，公司将面临市场竞争加剧的风险。

地缘政治关系风险。公司客户主要分布在欧洲、亚洲和北美地区，受到外部市场环境的影响较大，中美贸易摩擦、反倾销等外部不利因素，可能导致公司的海外销售收入减少并给公司的经营业绩带来不利影响的风险。

自有品牌拓展不利的风险。公司逐步加大了对自有品牌的投入，基于公司的战略考虑，在国内市场的开拓方面，公司将进一步通过加大自有品牌投入和品牌建设来获得更大的市场份额。2020年7月，公司设立子公司一馨医疗，致力于开展自有品牌产品的国内销售和推广活动。自有品牌的投入具有一定的投资回报周期，并将增加公司的经营成本。未来，如果公司在自有品牌推广方面存在效果不达预期等情形，将会影响前期自有品牌投入的回收和经营效益的体现，导致公司未来经营业绩和盈利能力增长放缓甚至下降的风险。

汇率波动风险。公司出口业务主要以美元定价及结算，人民币对外币汇率的波动，将会影响公司以人民币折算的产品销售价格以及期末外币资产的汇兑损益，进而导致公司的经营业绩产生波动，预计未来仍存在较大的不确定性，汇率波动风险将继续存在。

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	187	153	158	174	175	营业收入	195	175	141	160	181
现金	22	41	48	53	51	营业成本	105	86	74	79	88
应收票据及应收账款	28	12	20	16	25	营业税金及附加	1	2	1	1	2
其他应收款	3	3	2	4	2	销售费用	25	29	28	33	38
预付账款	4	3	3	3	4	管理费用	10	17	14	13	15
存货	39	39	29	43	37	研发费用	16	24	23	19	22
其他流动资产	91	56	56	56	56	财务费用	-3	-0	-1	-2	-2
非流动资产	231	266	244	242	239	资产和信用减值损失	-3	-7	-2	-3	-4
长期股权投资	8	7	7	6	6	其他收益	2	2	1	2	2
固定资产	27	113	95	88	83	公允价值变动收益	0	-1	0	0	-0
无形资产	21	11	12	13	11	投资净收益	1	-1	1	0	0
其他非流动资产	174	136	130	135	139	资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
资产总计	418	419	402	417	414	营业利润	42	11	2	16	17
流动负债	48	46	36	48	44	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	26	27	18	30	24	利润总额	42	11	2	16	17
其他流动负债	22	19	18	18	20	所得税	2	-0	0	1	1
非流动负债	6	9	9	9	9	净利润	40	12	2	15	17
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	6	9	9	9	9	归属母公司净利润	40	12	2	16	17
负债合计	53	55	45	57	53	EBITDA	46	19	12	26	27
少数股东权益	-1	3	3	2	2	EPS (元)	0.41	0.12	0.02	0.16	0.17
股本	49	98	98	98	98	主要财务比率					
资本公积	223	175	175	175	175	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	101	103	105	113	121	成长能力					
归属母公司股东权益	366	362	354	357	359	营业收入(%)	1.7	-10.4	-19.1	13.0	13.5
负债和股东权益	418	419	402	417	414	营业利润(%)	71.9	-74.2	-80.9	657.2	9.1
						归属于母公司净利润(%)	76.2	-70.9	-80.9	593.7	10.1
						获利能力					
						毛利率(%)	46.4	50.8	47.7	50.8	51.4
						净利率(%)	20.5	6.6	1.6	9.5	9.3
						ROE(%)	11.0	3.2	0.6	4.2	4.7
						ROIC(%)	10.8	3.1	0.3	3.9	4.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	12.7	13.1	11.2	13.7	12.8
						净负债比率(%)	-5.3	-10.4	-13.2	-14.2	-13.7
						流动比率	3.9	3.3	4.4	3.6	4.0
						速动比率	2.9	2.4	3.5	2.7	3.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
						应收账款周转率	10.1	8.8	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	5.1	3.2	5.4	0.0	0.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.41	0.12	0.02	0.16	0.17
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.39	0.06	0.24	0.20
						每股净资产(最新摊薄)	3.75	3.70	3.63	3.66	3.68
						估值比率					
						P/E	26.0	89.2	468.1	67.5	61.3
						P/B	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9
						EV/EBITDA	20.4	49.3	79.6	36.9	34.5

现金流量表(百万元)					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	27	38	6	24	19
净利润	40	12	2	15	17
折旧摊销	4	9	11	11	12
财务费用	-3	-0	-1	-2	-2
投资损失	-1	1	-1	-0	-0
营运资金变动	-19	10	-7	-3	-11
其他经营现金流	6	7	2	3	4
投资活动现金流	-63	-2	12	-9	-8
资本支出	112	34	-11	10	9
长期投资	47	31	0	0	1
其他投资现金流	2	1	1	0	0
筹资活动现金流	-16	-17	-11	-11	-13
短期借款	-13	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	49	0	0	0
资本公积增加	9	-48	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-18	-11	-11	-13
现金净增加额	-50	19	7	4	-2

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，16年证券从业经验，2009年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。