

医药行业研究组

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级： 增持（维持）

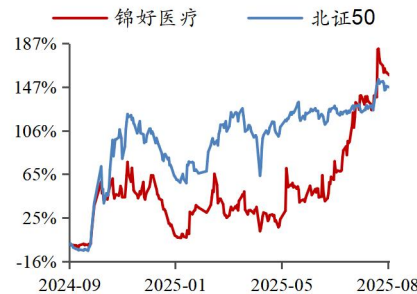
当前价格： 27.64元

### 市场数据

总股本(百万股)	98.46
A股股本(百万股)	98.46
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	56.16
12个月最高/最低(元)	31.98/10.06
第一大股东	王敏
第一大股东持股比例(%)	26.08
上证综指/沪深300	3875.53/4523.71

数据来源：聚源 注：2025年9月1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	-2.27	65.55	14.29
绝对收益	7.97	76.91	154.00

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

### 相关研究报告

- 江海证券-公司点评报告-锦好医疗-872925.BJ: 2024年三季度点评: 环比业绩改善显著 - 2024.11.11
- 公司深度报告(首次覆盖)-锦好医疗-872925: 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 - 2024.09.19

锦好医疗 872925.BJ

医药生物行业

## 2025 半年报业绩营收净利超预期，关注自有品牌和芯片业务的放量情况

事件:

2025年上半年,公司实现营业收入11,343.34万元,较2024年同期增长79.16%。公司通过调整产品和定价策略,加大市场推广力度,ODM和自有品牌业务较2024年同期分别增长了33.39%、365.11%。归属于上市公司股东的净利润为771.06万元,较2024年同期增长1,228.36万元,主要原因系公司营收较2024年同期增长79.16%,营业利润增长224.36%所致。

投资要点:

◆收入端: 多维度驱动增长, 自有品牌放量, 以及海外市场与芯片业务成核心引擎。2025H1 锦好医疗营收达1.13亿元(同比+79.16%), 增长主要源于以下三个维度。产品结构: 核心助听器业务收入9676.26万元(同比+70.33%), 新增助听器芯片销售业务贡献1047.89万元, 成为第二增长极。其中芯片业务依托收购IntriCon后的技术整合, 实现自研算法升级与交互功能增强, 技术壁垒提升。渠道拓展: 自有品牌业务增长365.11%, 其中商超渠道营收1804.29万元, BTC/DTC线上渠道贡献1023.44万元; ODM业务同步增长33.39%, 双轮驱动战略成效显著。区域市场: 海外收入占比83.29%(9447.83万元, 同比+75.37%), 美国市场复苏强劲(自有品牌和ODM业务同时发力, 同比+460.86%), 成为核心增长区域; 欧洲、亚太市场小幅波动, 但加拿大等新认证市场打开增量空间(2025年6月, 公司荣获加拿大MDLE审核认证, 公司产品取得加拿大市场准入许可)。

◆利润端: 规模效应释放净利率转正, 毛利率承压需关注。2025年上半年归母净利润771.06万元(同比扭亏), 较2024年同期增长1,228.36万元, 主要原因系公司营收较2024年同期增长79.16%, 营业利润增长224.36%所致。净利率从-9.82%提升至6.4%, 但毛利率同比下降至42.54%, 呈现以下特征: 销售费用增速(+16.8%)低于收入增速(+79.16%), 规模效应显现; 研发费用占比9.02%, 同比下降6.88%; 虽然芯片业务初期投入较大及市场竞争加剧导致毛利率下降, 但净利率仍转正, 反映费用管控优化(如管理费用率由11.41%下降到7.18%)及收入增长对利润的强拉动作用显现。综合来看, 毛利率下降对利润有一定影响, 但费用率的下降以及收入的增长, 使净利润实现了扭亏为盈且净利率上升。

◆收入增长确定性较高, 净利率有望持续改善, 关注自有品牌和芯片业务的放量。其中海外市场不断深化: 美国需求复苏及加拿大等新市场准入, ODM+自有品牌双渠道扩张。公司多款产品获得了加拿大、韩国、东南亚等多国的准入许可证明。欧盟助听器MDR证书认证产品型号由原15款扩增至42款, 对欧洲市场将产生积极影响; 技术产品迭代: 公司购买IntriCon听力健康业务后, 在充分吸收和消化其算法的基础上, 实现了自研芯片听力补偿算法升级及IntriCon芯片增加交互功能, 芯片业务将会不断贡献增量收入; 费用率优化: 规模效应持续释放, 销售及管理费用率有望进一步下降, 净利率或向以上突破。

◆估值和投资建议: 公司通过技术突破与全球化布局实现业绩反转, 未来需关注自有品牌和芯片业务放量及毛利率改善节奏, 长期增长潜力仍可期。上调盈利预测, 维持增持评级。我们预计2025-2027年公司营业收入分别

236.60/311.84/377.38 百万元，同比增长 27.15%/31.80%/21.02%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.95/24.13/27.89 百万元，同比增长 250.50%/15.21%/15.56%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 129.92/112.77/97.58 倍。维持“增持”评级。

◆**风险提示：**市场竞争加剧风险，自有品牌和芯片业务拓展不利的风险，汇率波动风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	174.88	186.08	236.60	311.84	377.38
增长率 (%)	-10.38%	6.41%	27.15%	31.80%	21.02%
归母净利润 (百万元)	11.74	5.98	20.95	24.13	27.89
增长率 (%)	-70.87%	-49.09%	250.50%	15.21%	15.56%
ROE (%)	3.16%	1.29%	5.15%	5.72%	6.26%
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.12	0.06	0.21	0.25	0.28
P/E (倍)	231.81	455.36	129.92	112.77	97.58
P/B (倍)	7.52	7.65	7.28	7.07	6.78

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>153</b>	<b>212</b>	<b>221</b>	<b>314</b>	<b>336</b>
现金	41	58	74	97	118
应收票据及应收账款	12	18	20	31	31
其他应收款	3	4	5	7	7
预付账款	3	5	5	8	7
存货	39	87	78	131	133
其他流动资产	56	40	40	40	40
<b>非流动资产</b>	<b>266</b>	<b>260</b>	<b>275</b>	<b>300</b>	<b>322</b>
长期股权投资	7	7	7	6	6
固定资产	113	111	117	134	152
无形资产	11	12	13	10	8
其他非流动资产	136	131	138	149	156
<b>资产总计</b>	<b>419</b>	<b>472</b>	<b>496</b>	<b>614</b>	<b>657</b>
<b>流动负债</b>	<b>46</b>	<b>107</b>	<b>115</b>	<b>223</b>	<b>253</b>
短期借款	0	30	36	115	134
应付票据及应付账款	27	55	53	84	89
其他流动负债	19	22	26	24	31
<b>非流动负债</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	8	8	8	8
<b>负债合计</b>	<b>55</b>	<b>115</b>	<b>123</b>	<b>231</b>	<b>261</b>
少数股东权益	3	2	-0	-2	-5
股本	98	98	98	98	98
资本公积	175	171	171	171	171
留存收益	103	100	109	120	130
归属母公司股东权益	362	356	374	385	402
<b>负债和股东权益</b>	<b>419</b>	<b>472</b>	<b>496</b>	<b>614</b>	<b>657</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>38</b>	<b>-7</b>	<b>41</b>	<b>-3</b>	<b>55</b>
净利润	12	5	19	22	25
折旧摊销	9	11	11	13	16
财务费用	-0	0	1	2	4
投资损失	1	-1	-1	-1	-0
营运资金变动	10	-27	8	-43	5
其他经营现金流	7	5	2	4	6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2</b>	<b>8</b>	<b>-25</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>
资本支出	34	8	26	39	39
长期投资	31	15	0	0	0
其他投资现金流	1	1	0	0	-0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-17</b>	<b>16</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>
短期借款	0	30	5	79	19
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	49	-0	0	0	0
资本公积增加	-48	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-18	-10	-11	-94	-34
<b>现金净增加额</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>-55</b>	<b>1</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>175</b>	<b>186</b>	<b>237</b>	<b>312</b>	<b>377</b>
营业成本	86	98	130	165	207
营业税金及附加	2	2	2	3	5
销售费用	29	43	45	62	72
管理费用	17	15	18	25	28
研发费用	24	22	21	31	34
财务费用	-0	0	1	2	4
资产和信用减值损失	-7	-3	-2	-3	-5
其他收益	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	-1	-1	-0	-0	-0
投资净收益	-1	1	1	1	0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>25</b>
营业外收入	1	0	1	1	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>25</b>
所得税	-0	0	1	0	0
<b>净利润</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>25</b>
少数股东损益	-0	-1	-2	-2	-3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>28</b>
EBITDA	19	15	31	38	46
EPS (元)	0.12	0.06	0.21	0.25	0.28

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-10.4	6.4	27.2	31.8	21.0
营业利润(%)	-74.2	-56.9	323.5	12.1	12.5
归属于母公司净利润(%)	-70.9	-49.1	250.5	15.2	15.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	50.8	47.2	45.3	47.2	45.1
净利率(%)	6.6	2.5	8.1	7.0	6.6
ROE(%)	3.2	1.3	5.2	5.7	6.3
ROIC(%)	3.1	1.2	4.7	4.8	5.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	13.1	24.4	24.7	37.7	39.8
净负债比率(%)	-10.4	-7.0	-9.9	4.8	4.3
流动比率	3.3	2.0	1.9	1.4	1.3
速动比率	2.4	1.1	1.2	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	8.8	12.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.2	2.4	4.7	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.06	0.21	0.25	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	-0.07	0.42	-0.03	0.55
每股净资产(最新摊薄)	3.67	3.61	3.80	3.91	4.08
<b>估值比率</b>					
P/E	231.8	455.4	129.9	112.8	97.6
P/B	7.5	7.7	7.3	7.1	6.8
EV/EBITDA	134.0	170.8	84.1	71.1	58.7

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

## 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，17 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。