

佳禾智能（300793）2022年三季度报点评

盈利能力持续提升，募投扩产把握新产品发展机遇

2022年11月21日

【投资要点】

- ◆ **2022 前三季度业绩实现大幅增长，盈利能力持续提升。**根据公司披露 2022 年三季度报，2022 年前三季度公司实现营收 17.91 亿元，同比下降 14.61%，实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 91.01%，实现扣非净利润 1.46 亿元，同比增长 208.69%。对应公司 2022 年第三季度实现营收 7.00 亿元，同比下降 14.84%，环比增长 9.71%，实现单季度归母净利润 8088 万元，同比增长 85.41%，环比增长 48.40%，实现单季度扣非净利润 8285 万元，同比增长 116.06%，环比增长 57.78%。公司主营智能电声产品和智能穿戴产品等智能硬件的研发、生产和销售，与全球顶尖的品牌商保持紧密、稳定、长期的战略合作关系。
- ◆ **智能制造优势显现，盈利能力持续提升。**2022 年前三季度公司实现毛利率 15.86%，同比提升 5.75pct，实现净利率 8.65%，同比提升 4.79pct。三季度单季度公司毛利率 16.35%，同比提升 4.41pct，实现净利率 11.55%，同比提升 6.25pct。目前公司已形成有管理科学、技术先进、较大规模、可柔性运作的生产体系，已打造“东莞-越南-江西”三位一体的基地布局，并充分利用三地综合成本优势，降低运营成本，提高盈利能力，可以更快速响应客户需求。智能制造方面，公司已引入 ERP、MES、WMS、PLM 等信息化系统并在报告期内不断改良升级，显著提升了柔性智能生产制造能力，制造优势凸显。
- ◆ **深耕智能电声领域，积极拓宽产品矩阵。**公司是国内领先的电声产品制造商，与 Harman、Skullcandy 等全球头部客户建立长期稳定的战略合作关系，为客户提供 ODM、OEM 等多样化产品解决方案。在现有产品之外，公司紧抓消费电子行业发展机遇，新增骨传导耳机、智能手表、智能眼镜等新产品，产品矩阵进一步丰富。随着 5G、物联网技术的持续推进，智能穿戴设备有望持续普及，根据 Gartner 数据，2020 年全球智能手表市场规模同比增长 13.32% 达到 267.45 亿美元，预计 2022 年将达到 358.14 亿美元，CAGR 达到 33.91%。根据 FortuneBusinessInsights 数据，2019 年智能眼镜市场空间已达 46.51 亿美元，2027 年市场空间可达 157.88 亿美元，CAGR 达到 17.2%。骨传导耳机对比入耳式耳机，能够有效解决佩戴耳朵胀痛，耳机漏音等问题，是智能耳机未来发展方向之一。随着骨传导技术的成熟，预计骨传导耳机市场将保持高速增长，根据 QY research 预计，2022-2028 年全球骨传导耳机将保持 23.5% 的增速，至 2028 年市场规模有望达到 30 亿美元。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

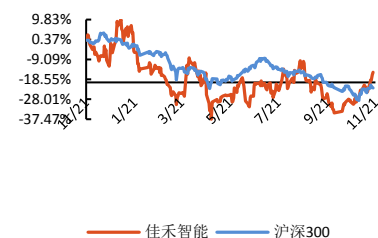
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：夏嘉鑫

电话：021-23586316

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	5715.39
流通市值 (百万元)	5571.42
52 周最高/最低 (元)	23.88/12.22
52 周最高/最低 (PE)	86.62/37.57
52 周最高/最低 (PB)	6.00/1.85
52 周涨幅 (%)	-14.83
52 周换手率 (%)	582.74

相关研究

- ◆ **深入布局产业链上下游，打造整合优势，促进业务长期发展。**在骨传导耳机领域，公司对外投资了其核心器件振子马达等方案研发商苏州索途电子技术有限公司。智能眼镜方面，公司投资瑞欧威尔（上海）智能科技有限公司，并与其合作开发 AR 设备等产品，拟应用于 Honeywell、西门子、宝钢股份等工业级客户，未来有望逐步延伸消费领域。此外，公司或全资子公司还投资参股了中创广通科技有限公司、江西赣锋锂电科技股份有限公司、重庆物奇微电子有限公司，通过对产业链上下游的深入布局，进一步拓展了公司发展相关的产业资源，充分发挥上下游各方优势，实现资源整合，促进公司多元化产品业务的长远发展。
- ◆ **募投扩产把握新技术、新产品发展机遇。**根据公司披露，公司拟通过向不特定对象发行可转债募集资金不超过 10.04 亿元，用于年产 500 万台骨传导耳机项目、年产 900 万台智能手表项目、年产 450 万台智能眼镜项目以及补充流动资金。骨传导耳机项目，公司预计建设期 2 年，第 2 年开始投产，达产期 5 年，预计可实现年销售收入 6.75 亿元。智能手表项目，公司预计项目建设期 2 年，达产年为第 5 年，预计将实现年销售收入 9.63 亿元。智能眼镜项目，预计项目总投资 2.76 亿元，拟使用募集资金 2.50 亿元，预计建设期 2 年，达产年为第 5 年，预计完全达产后实现年销售收入 7.43 亿元。

【投资建议】

- ◆ 公司为国内领先的电声产品解决方案供应商，已于全球顶尖品牌建立并保持长期战略合作关系。在持续提升电声产品研发及制造优势的同时，公司积极拓宽产品矩阵，发展骨传导耳机、智能手表、VR/AR 智能眼镜等新产品，并已通过深入布局上下游快速打造战略资源整合优势。预计公司 2022-2024 年营收分别为 22.80/32.40/42.25/亿元，归母净利润分别为 1.65/2.93/3.62/亿元，EPS 分别为 0.49/0.86/1.07/元/股，对应当前 PE 分别为 34/19/16/倍，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2733.72	2280.00	3240.00	4225.00
增长率(%)	3.03%	-16.60%	42.11%	30.40%
EBITDA（百万元）	88.85	232.80	374.04	464.16
归属母公司净利润（百万元）	52.50	165.38	292.64	362.35
增长率(%)	-23.07%	214.99%	76.95%	23.82%
EPS(元/股)	0.19	0.49	0.86	1.07
市盈率 (P/E)	111.53	34.44	19.46	15.72
市净率 (P/B)	3.17	2.35	2.09	1.85
EV/EBITDA	69.91	19.40	12.43	9.34

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 下游市场需求低于预期
- ◆ 新产品推广进度不及预期
- ◆ 扩产进度不及预期
- ◆ 汇率的剧烈波动

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2676.74	2794.84	3663.69	4079.40
货币资金	1345.78	1693.04	1685.39	2123.12
应收及预付	506.79	568.53	957.08	1030.31
存货	659.04	360.89	842.29	738.05
其他流动资产	165.13	172.39	178.93	187.92
非流动资产	768.19	913.87	1060.64	1194.58
长期股权投资	30.63	51.05	74.87	97.56
固定资产	392.14	442.82	487.39	521.52
在建工程	129.97	176.90	223.30	269.89
无形资产	102.97	127.09	154.95	181.57
其他长期资产	112.48	116.01	120.13	124.05
资产总计	3444.93	3708.71	4724.33	5273.98
流动负债	1160.48	1258.90	1981.90	2169.24
短期借款	381.08	509.36	634.32	760.39
应付及预收	708.04	688.29	1265.43	1301.73
其他流动负债	71.36	61.25	82.15	107.12
非流动负债	21.25	21.25	21.25	21.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.25	21.25	21.25	21.25
负债合计	1181.73	1280.15	2003.16	2190.50
实收资本	338.39	338.39	338.39	338.39
资本公积	1606.46	1606.46	1606.46	1606.46
留存收益	309.34	474.72	767.37	1129.71
归属母公司股东权益	2263.20	2428.58	2721.22	3083.57
少数股东权益	0.00	-0.02	-0.05	-0.09
负债和股东权益	3444.93	3708.71	4724.33	5273.98

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2733.72	2280.00	3240.00	4225.00
营业成本	2472.24	1932.50	2707.16	3555.75
税金及附加	12.86	7.52	9.72	12.68
销售费用	15.92	13.19	18.78	24.48
管理费用	101.50	68.40	87.48	105.63
研发费用	117.28	111.72	152.17	190.13
财务费用	18.31	-9.11	-10.99	-5.81
资产减值损失	-13.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.27	0.46	7.65	6.93
资产处置收益	0.02	-0.01	0.00	-0.01
其他收益	31.50	23.53	34.73	44.73
营业利润	37.72	179.74	318.05	393.81
营业外收入	0.24	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.57	179.74	318.05	393.81
所得税	-14.92	14.38	25.44	31.51
净利润	52.50	165.36	292.61	362.31
少数股东损益	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04
归属母公司净利润	52.50	165.38	292.64	362.35
EBITDA	88.85	232.80	374.04	464.16

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-191.94	444.63	104.01	549.65
净利润	52.50	165.36	292.61	362.31
折旧摊销	53.73	62.61	74.63	83.09
营运资金变动	-289.29	199.29	-278.44	83.29
其它	-8.88	17.36	15.22	20.97
投资活动现金流	-48.31	-207.84	-213.75	-210.10
资本支出	-224.26	-187.88	-197.58	-194.35
投资变动	153.19	-20.42	-23.82	-22.69
其他	22.75	0.46	7.65	6.93
筹资活动现金流	1076.24	110.47	102.09	98.17
银行借款	745.27	128.28	124.96	126.07
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	995.44	0.00	0.00	0.00
其他	-664.47	-17.81	-22.87	-27.89
现金净增加额	829.74	347.25	-7.64	437.72
期初现金余额	514.04	1343.78	1691.04	1683.39
期末现金余额	1343.78	1691.04	1683.39	2121.12

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	3.03%	-16.60%	42.11%	30.40%
营业利润增长	-45.85%	376.51%	76.95%	23.82%
归属母公司净利润增长	-23.07%	214.99%	76.95%	23.82%
获利能力 (%)				
毛利率	9.57%	15.24%	16.45%	15.84%
净利率	1.92%	7.25%	9.03%	8.58%
ROE	2.32%	6.81%	10.75%	11.75%
ROIC	1.85%	5.32%	8.20%	9.11%
偿债能力				
资产负债率 (%)	34.30%	34.52%	42.40%	41.53%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.31	2.22	1.85	1.88
速动比率	1.61	1.82	1.35	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.61	0.69	0.80
应收账款周转率	5.59	4.16	3.47	4.24
存货周转率	4.15	6.32	3.85	5.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.49	0.86	1.07
每股经营现金流	-0.57	1.31	0.31	1.62
每股净资产	6.69	7.18	8.04	9.11
估值比率				
P/E	111.53	34.44	19.46	15.72
P/B	3.17	2.35	2.09	1.85
EV/EBITDA	69.91	19.40	12.43	9.34

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。