

## 降本增效成果显著，骨传导耳机等新品迎来爆发

### 核心观点：

- **“三位一体”的基地布局，成本优势显著。** 公司是国内领先的电声和可穿戴产品研发、制造厂商，公司目前采用 ODM、OEM 直销与自有品牌销售相结合的销售模式。业务上积极推动“大客户、大订单”战略，在生产商积极推动柔性化、智能化生产，降本增效，公司通过“东莞-越南-江西”三位一体的基地布局，利用三地的综合成本优势，降低，生产运营成本，提高盈利能力。前三季度公司实现营收 17.9 亿元，同比-14.6%，归母净利润 1.54 亿元，同比+91%。前三季度毛利率 15.86%，同比去年提高 5.7 个百分点，前三季度净利率 8.65%，同比去年提高 4.8 个百分点。公司降本增效成果显著。
- **骨传导耳机等新品迎来爆发，公司卡位优势明显。** 公司 2022 年上半年的营收结构中耳机产品占主营收入的 77.13%，音箱产品占主营收入的 17.88%。智能穿戴产品占主营收入 4.23%，相比 21 年智能穿戴产品 1.24% 的营收占比大幅增长。在骨传导耳机方面，公司对外投资了核心器件振子马达等的方案研发商苏州索途电子技术有限公司，卡位优势显著。根据 Canalys 的数据，21 年全球骨传导耳机出货量 883 万部，同比增长 97%，是正在爆发的消费电子新品种，预计 22 年出货量超过 1000w 部，公司卡位优势明显与下游诸多客户合作推出的产品出货放量在即，对比 TWS 耳机市场，我们认为骨传导耳机当前渗透率依然较低，未来有较大的增长空间。
- **手表、AR 眼镜等新品订单落地，把握低成本+多品类+垂直整合优势。** 在智能手表方面，公司已经与多家终端品牌建立合作关系，订单持续落地，公司投资瑞欧威尔智能科技有限公司，与其合作开发 AR 设备产品，主要用于 Honeywell、西门子、宝马、中国石油、宝钢股份、伊利等工业级客户，未来将逐步延伸至消费领域。公司充分把握低成本+多品类+垂直整合的优势，实现业务的横向和纵向拓展，为业绩的持续增长打下坚实基础。
- **投资建议** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 1.65/2.98/3.82 亿元，EPS 为 0.49/0.88/1.13 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 34.6X/19.2X/15.0X。首次覆盖，“推荐”评级。
- **风险提示** 下游消费电子需求不及预期，竞争格局恶化，新产品放量不及预期。

佳禾智能 (300793.SZ)

推荐 (首次)

### 分析师

高峰

☎: 010-80927671

✉: gaofeng\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522040001

王子路

☎: 010-80927632

✉: wangzilu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522050001

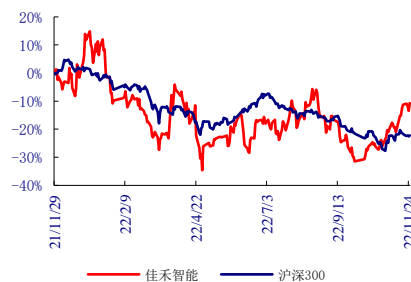
### 市场数据

2022-11-25

A 股收盘价(元)	16.94
股票代码	300793
A 股一年内最高价(元)	21.78
A 股一年内最低价(元)	12.40
上证指数	3,101.69
市盈率	2.37
总股本(万股)	33,839
实际流通 A 股(万股)	32,987
流通 A 股市值(亿元)	56

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

盈利预测与财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	27.34	23.09	35.33	43.59
收入增长率%	3.03	-15.53	53.00	23.39
净利润(亿元)	0.53	1.65	2.98	3.82
净利润增速	-23.07	214.76	80.46	28.03
毛利率	9.57	15.64	16.69	17.05
摊薄 EPS(元)	0.19	0.49	0.88	1.13
PE	111.53	34.69	19.22	15.01
PB	3.17	2.36	2.10	1.84

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

**附表：财务预测表**

利润表					现金流量表				
单位：亿元					单位：亿元				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	27.34	23.09	35.33	43.59	<b>经营活动现金流</b>	-1.92	3.77	1.88	2.88
营业成本	24.72	19.48	29.43	36.16	净利润	0.52	1.65	2.98	3.82
营业税金及附加	0.13	0.14	0.14	0.17	折旧摊销	0.54	0.54	0.63	0.75
营业费用	0.16	0.14	0.21	0.26	财务费用	0.24	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.01	0.88	1.24	1.53	投资损失	-0.18	-0.14	-0.21	-0.26
财务费用	0.18	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	-2.89	1.71	-1.53	-1.43
资产减值损失	-0.13	0.00	0.00	0.00	其它	-0.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.03	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流</b>	-0.48	-1.28	-1.50	-1.59
投资净收益	0.18	0.14	0.21	0.26	资本支出	-2.24	-1.32	-1.58	-1.67
<b>营业利润</b>	0.38	1.88	3.39	4.34	长期投资	1.53	-0.10	-0.14	-0.18
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.23	0.14	0.21	0.26
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流</b>	10.76	-3.81	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	0.38	1.88	3.39	4.34	短期借款	1.18	-3.81	0.00	0.00
所得税	-0.15	0.23	0.41	0.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	0.52	1.65	2.98	3.82	其他	9.58	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>现金净增加额</b>	8.30	-1.32	0.37	1.29
<b>归属母公司净利润</b>	0.53	1.65	2.98	3.82					

资产负债表					主要财务比率				
单位：亿元									
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	26.77	23.59	29.60	33.89	<b>盈利能力</b>				
现金	13.46	12.13	12.51	13.80	毛利率	9.57%	15.64%	16.69%	17.05%
应收账款	4.89	5.00	8.08	9.07	净利率	1.92%	7.16%	8.44%	8.76%
其它应收款	0.14	0.19	0.27	0.30	ROE	2.32%	6.81%	10.94%	12.28%
预付账款	0.17	0.06	0.11	0.17	ROIC	1.85%	5.29%	9.10%	10.29%
存货	6.59	4.69	7.12	9.03	<b>成长能力</b>				
其他	1.51	1.52	1.51	1.52	营业收入增长率	3.03%	-15.53%	53.00%	23.39%
<b>非流动资产</b>	7.68	8.56	9.64	10.74	营业利润增长率	-45.85%	397.85%	80.46%	28.03%
长期投资	0.31	0.41	0.54	0.73	归母净利润增长率	-23.07%	214.76%	80.46%	28.03%
固定资产	3.92	4.25	4.61	4.91	<b>偿债能力</b>				
无形资产	1.03	1.18	1.35	1.58	资产负债率	34.30%	24.46%	30.51%	30.35%
其他	2.42	2.72	3.14	3.52	流动比率	52.22%	32.39%	43.91%	43.57%
<b>资产总计</b>	34.45	32.15	39.24	44.63	速动比率	2.31	3.08	2.52	2.54
流动负债	11.60	7.65	11.76	13.33	总资产周转率	1.72	2.46	1.90	1.85
短期借款	3.81	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	0.79	0.72	0.90	0.98
应付账款	7.08	6.98	10.80	12.19	应付帐款周转率	5.59	4.62	4.37	4.81
其他	0.71	0.67	0.96	1.14	<b>每股指标</b>				
非流动负债	0.21	0.21	0.21	0.21	每股收益	0.19	0.49	0.88	1.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	-0.57	1.11	0.55	0.85
其他	0.21	0.21	0.21	0.21	每股净资产	6.69	7.18	8.06	9.19
<b>负债合计</b>	11.82	7.87	11.97	13.54	<b>估值</b>				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	111.53	34.69	19.22	15.01
<b>归属母公司股东权益</b>	22.63	24.28	27.27	31.09	P/B	3.17	2.36	2.10	1.84
<b>负债和股东权益</b>	34.45	32.15	39.24	44.63	P/S	2.10	2.48	1.62	1.31

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**分析师承诺及简介**

**高峰**，北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2年电子实业工作经验，6年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022年加入中国银河证券研究院，担任电子团队组长，主要从事硬科技方向研究。

**王子路**，英国布里斯托大学金融与投资硕士，山东大学经济学学士，2年科技产业研究经验，2020年加入中国银河证券研究院，从事电子行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**评级标准****行业评级体系**

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

**公司评级体系**

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

**免责声明**

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

**联系****中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐曼羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)