

2022年12月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

“三位一体”实现降本增效，骨传导、AR产品空间广阔

—佳禾智能（300793.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn
联系人：赵心怡 S1050122030021
zhaoxy@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-19

当前股价（元）	16.56
总市值（亿元）	56
总股本（百万股）	338
流通股本（百万股）	330
52周价格范围（元）	12.4-21.78
日均成交额（百万元）	138.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

智能穿戴设备渗透率持续提升，骨传导、AR、手表市场空间广阔

骨传导耳机是目前蓝牙耳机市场一个分类，目前主要聚焦于运动耳机市场。据 QYR 数据，全球骨传导耳机市场从 2014 年的 31.94 百万美元增长到了 2018 年的 160.34 百万美元。并预测到达 2025 年，这一数字将达到 939.06 百万美元，2019 年到 2025 年复合年增长率预测将达到 27.19%。骨传导耳机市场未来发展依旧将呈现快速的增长趋势。智能可穿戴设备方面，受益于物联网、智能生活等领域的创新发展，Gartner 数据显示，2020 年全球用户在智能手表等腕带式智能穿戴设备上的支出达到 267.45 亿美元，同比增长 13.32%；预计到 2022 年该类设备销售金额可达 358.14 亿美元，年复合增长率达 33.91%；据 FortuneBusinessInsights 数据披露，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，年复合增长率达 17.2%。

“东莞-越南-江西”三位一体提升交付能力，深化与大客户合作

公司是国内领先的电声产品制造商，在现有耳机和音箱产品的基础上，公司紧抓消费电子行业发展机遇，紧密追踪客户需求，推出骨传导耳机、智能手表、智能眼镜等产品，拓宽产品矩阵。2022H1 公司耳机产品占主营收入 77.13%，音箱产品占主营收入 17.88%；智能穿戴产品占主营收入 4.23%，占比逐步增加。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科技有限公司，目前主要销往境外市场。在智能手表方面，公司已与多家终端品牌建立合作关系，订单将逐步落地。在智能眼镜方面，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，具有良好的发展前景。

为提高规模化生产能力的同时实现降本增效，公司在东莞、江西、越南均设有生产基地，并引入 ERP、MES、WMS、PLM 等信息化系统，显著提升了柔性智能生产制造能力及客户响应能力。公司已与全球最顶尖的电声品牌商、智能终端商、通信运营商和互联网巨头保持着紧密、稳定、长期的战略合作关系，客户群体包括 Harman、Skullcandy 等国际知名品牌、以及安克、荣耀和传音控股等国内知名厂商。公司坚定执行

“大客户、大订单”的策略，通过不断加大研发投入，加深与客户的合作深度，未来有望随客户产品创新与规模扩大，实现共同成长。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 23.01、32.89、41.06 亿元，EPS 分别为 0.42、0.76、1.00 元，当前股价对应 PE 分别为 40、22、17 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

市场竞争加剧的风险，毛利率波动或下滑风险，客户集中风险，汇率波动风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	2,734	2,301	3,289	4,106
增长率（%）	3.0%	-15.8%	42.9%	24.8%
归母净利润（百万元）	53	140	257	339
增长率（%）	-23.1%	167.5%	83.2%	31.8%
摊薄每股收益（元）	0.16	0.42	0.76	1.00
ROE（%）	2.3%	6.1%	10.8%	13.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,346	1,073	760	531
应收款	504	694	991	1,238
存货	659	590	858	1,080
其他流动资产	168	146	198	241
流动资产合计	2,677	2,502	2,807	3,089
非流动资产:				
金融类资产	25	25	25	25
固定资产	392	405	466	520
在建工程	130	221	213	208
无形资产	103	100	97	92
长期股权投资	31	29	29	29
其他非流动资产	112	180	248	316
非流动资产合计	768	935	1,052	1,164
资产总计	3,445	3,436	3,859	4,253
流动负债:				
短期借款	381	381	381	381
应付账款、票据	708	643	936	1,178
其他流动负债	57	45	65	81
流动负债合计	1,160	1,088	1,409	1,674
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	21	40	59	78
非流动负债合计	21	40	59	78
负债合计	1,182	1,128	1,468	1,752
所有者权益				
股本	338	338	338	338
股东权益	2,263	2,308	2,391	2,501
负债和所有者权益	3,445	3,436	3,859	4,253

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	52	140	257	339
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	47	31	32	36
公允价值变动	3	-5	3	3
营运资金变动	-294	-171	-297	-246
经营活动现金净流量	-192	-4	-5	132
投资活动现金净流量	-48	-170	-121	-117
筹资活动现金净流量	-33	-95	-174	-230
现金流量净额	-273	-269	-300	-214

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,734	2,301	3,289	4,106
营业成本	2,472	1,946	2,832	3,565
营业税金及附加	13	11	15	19
销售费用	16	13	19	24
管理费用	101	76	99	115
财务费用	18	-15	-6	0
研发费用	117	127	164	185
费用合计	253	201	276	324
资产减值损失	3	-2	3	3
公允价值变动	3	-5	3	3
投资收益	18	1	1	1
营业利润	38	144	262	345
加: 营业外收入	0	0	0	0
减: 营业外支出	0	3	3	3
利润总额	38	142	259	342
所得税费用	-15	1	2	3
净利润	52	140	257	339
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	53	140	257	339

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	3.0%	-15.8%	42.9%	24.8%
归母净利润增长率	-23.1%	167.5%	83.2%	31.8%
盈利能力				
毛利率	9.6%	15.5%	13.9%	13.2%
四项费用/营收	9.3%	8.7%	8.4%	7.9%
净利率	1.9%	6.1%	7.8%	8.3%
ROE	2.3%	6.1%	10.8%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	34.3%	32.8%	38.0%	41.2%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	1.0
应收账款周转率	5.4	3.3	3.3	3.3
存货周转率	3.8	3.3	3.3	3.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.16	0.42	0.76	1.00
P/E	106.7	39.9	21.8	16.5
P/S	2.0	2.4	1.7	1.4
P/B	2.5	2.4	2.3	2.2

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

赵心怡：香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 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，华鑫证券研究部门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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

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。