

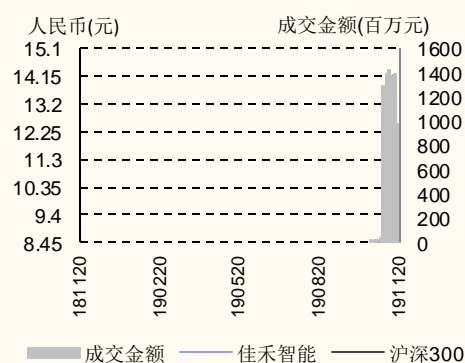
佳禾智能 (300793.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 59.91 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.67
已上市流通 A 股(亿股)	.42
总市值(亿元)	99.86
年内股价最高最低(元)	/
沪深 300 指数	3908
创业板指	1720



景气度高、需求旺，高质增长确定性强

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,218	1,347	2,064	3,180	4,989
营业收入增长率	46.45%	10.59%	53.22%	54.06%	56.92%
归母净利润(百万元)	62	110	133	201	298
归母净利润增长率	106.71%	78.14%	20.34%	51.68%	47.69%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.88	0.80	1.21	1.79
每股经营性现金流净额	1.28	1.58	0.33	0.58	0.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.61%	19.47%	8.13%	11.49%	15.40%
P/E	N/A	N/A	75	50	34
P/B	N/A	N/A	6.1	5.7	5.2

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业景气度高，TWS 耳机发展拐点已到，未来可期。**伴随技术突破，苹果一家独大的市场格局开始被撬动，今年 Q1-Q3 苹果 TWS 耳机市占率从 55% 下降至 45%。手机全球出货量逐步企稳回升，将为 TWS 耳机增长奠定基础。同时，存量手机市场也极具潜力，尤其是支持蓝牙 5.0 版本并取消 3.5mm 耳机插口的机型。目前来看，仅中国市场就可贡献超过 2 亿套确定性较高的 TWS 耳机需求量。TWS 耳机已完成消费者教育，低价白牌激发消费者猎奇与体验消费，实现用户习惯培养，奠定渗透率和出货量增长基础。GFK 数据显示，2018 年 TWS 耳机渗透率为 37.5%，预计到 2020 年将提升至 56.12%，行业规模将实现 43% 的复合增长。
- **老客户有弹性、新客户在开发。**公司以耳机制造为核心主业，相关业务占比达到 93.1%。与同行相比，公司收入体量相对较大，净利润现金含量高，在核心客户方面也具备一定议价能力。第一大客户 Harman 收入占比接近 50%，近年其贡献收入增速高于同期主营收入增速，具备较强增长弹性。2016 年，公司与安克实现合作，2018 年迎来收入放量，今年上半年安克成为第二大客户贡献收入 1.2 亿元超去年全年。次新客户正处在业务放量阶段，相关业务收入有良好增长基础。今年上半年，华为开始贡献收入，同时公司也进入三星供应商名单。看好公司在原有电声品牌客户基础之上，拓展新的智能硬件客户创造新增长点。
- **公司扩张产能匹配行业高景气，未来增长确定性强。**近年公司资产扩张速度不快，今年上半年固定资产为 2.44 亿元，同比仅增加 10.4%，三季度末固定资产规模为 2.47 亿元。结合公司产销以及外协生产比例持续提升 (2016-1H2019 分别为 38.57% 和 63.45%)，公司现阶段存在产能不足情况。明年公司越南工厂将释放产能 4 亿元，IPO 募投产能也将于后年实现全面释放。产能扩充叠加行业高景气度，公司业务增长具备较高确定性。

估值与投资建议

- 公司核心客户收入高弹性，次新客户订单放量，新开发客户开始贡献收入。明年公司越南工厂产能释放，在 TWS 耳机高景气度下，规模快速扩张确定性高。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.80/1.21/1.79 元，首次覆盖给予 2020 年 55 倍 PE 估值，对应目标价 66.55 元，给予“增持”评级。

风险提示

- TWS 耳机全球销量不及预期的风险；公司产能扩张进度不及预期的风险；公司大客户流失的风险；汇率大幅波动的风险。

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

内容目录

估值与投资建议.....	4
公司基本情况：耳机制造为核心主业.....	4
行业景气度高，TWS 耳机发展拐点已到，未来可期.....	5
传统蓝牙有线耳机再进化——TWS 耳机.....	5
TWS 耳机行业苹果一家独大.....	6
技术突破为推动 TWS 耳机需求爆发的因素之一.....	8
智能手机出货将企稳，存量手机市场为 TWS 耳机打开更大市场空间.....	10
佳禾智能：老客户有弹性、新客户在开发，近两年业绩确定性高.....	12
公司属于耳机制造行业中规模较大的企业.....	12
客户端驱动：行业景气度高，公司下游客户多、需求大.....	14
耳机供货价持续提升，利润率有改善可能.....	17
公司扩张产能匹配行业高景气.....	19
盈利预测与关键假设.....	20
关键假设.....	20
风险提示.....	21
TWS 耳机全球销量不及预期的风险.....	21
公司产能扩张进度不及预期的风险.....	21
公司大客户流失的风险.....	21
汇率大幅波动的风险.....	21

图表目录

图表 1：可比公司估值与盈利预测.....	4
图表 2：佳禾智能现有产品展示.....	4
图表 3：1H2019 佳禾智能主营业务占比.....	5
图表 4：1H2019 佳禾智能主营业务毛利占比.....	5
图表 5：佳禾智能股权高度集中，严式家族直接或间接持有公司 55.22%的股权.....	5
图表 6：普通蓝牙有线耳机.....	6
图表 7：TWS 耳机.....	6
图表 8：TWS 蓝牙耳机相比较传统蓝牙耳机优势.....	6
图表 9：全球 TWS 耳机出货量情况.....	7
图表 10：国内线上 TWS 销售高速增长.....	7
图表 11：部分 TWS 耳机产品.....	7
图表 12：苹果占据 TWS 耳机市场主导地位.....	8
图表 13：蓝牙技术发展史.....	8
图表 14：高通 TWS 以及 TWS Plus 示意图.....	8
图表 15：2018 年主流芯片厂商音频解决方案.....	9

图表 16: 三星、小米等安卓阵营品牌 TWS 耳机市占率提升明显	10
图表 17: 全球智能手机出货情况	10
图表 18: 中国存量手机&增量手机情况	11
图表 19: TWS 耳机渗透率将迅猛提升	12
图表 20: 佳禾智能营收情况	12
图表 21: 佳禾智能净利润情况	12
图表 22: 与同业相比佳禾智能规模较大	13
图表 23: 佳禾智能综合毛利率处行业中游	13
图表 24: 佳禾智能耳机产品毛利率相对领先	13
图表 25: 佳禾智能经营性现金流情况	13
图表 26: 佳禾智能利润现金含量高	13
图表 27: 佳禾智能 TWS 相关技术和专利	14
图表 28: 佳禾智能近年客户拓展情况	14
图表 29: 客户集中度高为行业共性	15
图表 30: 可比公司第一大客户占比情况	15
图表 31: 佳禾智能&豪恩声学在安克业务收入情况对比	15
图表 32: 公司在 Harman 收入情况	16
图表 33: 安克无线音频产品收入高速增长	16
图表 34: 苹果耳机线上销售额	17
图表 35: 苹果耳机线上销量	17
图表 36: 华为耳机线上销售额	17
图表 37: 华为耳机线上销售量	17
图表 38: 佳禾智能综合毛利率	18
图表 39: 佳禾智能耳机业务分产品毛利率	18
图表 40: 佳禾智能耳机产品供货价	18
图表 41: 佳禾智能耳机业务分产品收入占比	18
图表 42: 佳禾智能单机型收入贡献大幅提升	19
图表 43: 佳禾智能今年内资本开支增长明显	19
图表 44: 近两年佳禾智能固定资产扩张不快	19
图表 45: 佳禾智能耳机产品产销情况	20
图表 46: 佳禾智能外协加工占比逐年提升	20
图表 47: 佳禾智能未来两年海内外产能布局情况	20
图表 48: 佳禾智能主营预测	21

估值与投资建议

- 伴随安卓 TWS 耳机关键技术突破，智能手机出货量企稳回升，TWS 耳机产品渗透率确定提升，行业整体维持高景气度。公司为国内大型耳机制造厂商，具备 TWS 耳机产品生产和研发能力。看好公司核心客户收入高弹性，次新客户订单放量。同时，推进新客户开发，并开始贡献收入。明年公司越南工厂产能释放，在 TWS 耳机高景气度下，公司规模快速扩张确定性高。我们选取同为电声产品制造企业作为估值参照，我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.80/1.21/1.79 元，首次覆盖给予 2020 年 55 倍 PE 估值，对应目标价 66.55 元，给予“增持”评级。

图表 1：可比公司估值与盈利预测

	股价（元）	市值（亿元）	流通股（万股）	EPS			PE			PB
				19E	20E	21E	19E	20E	21E	
佳禾智能	59.91	99.86	4,168.00	0.80	1.21	1.79	75	50	34	8.5
漫步者	15.42	91.40	29,134.12	0.21	0.50	0.71	74	31	22	5.0
瀛通通讯	39.10	47.98	5,024.45	0.63	0.82	1.05	62	47	37	4.6
歌尔股份	20.25	657.13	276,564.60	0.39	0.56	0.70	52	36	29	4.1
立讯精密	34.70	1,856.10	534,363.99	0.76	1.02	1.31	46	34	26	10.1
奋达科技	4.93	101.48	110,345.75	0.16	0.24	0.28	31	20	18	1.9
估值平均值							56	36	27	
估值中位数							57	35	28	

来源：wind，国金证券研究所，注：股价为 2019/11/20 收盘价

公司基本情况：耳机制造为核心主业

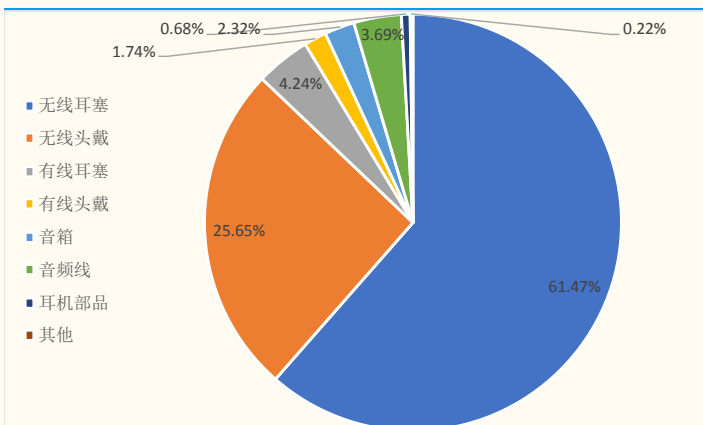
- 佳禾智能科技股份有限公司前身为成立于 2013 年的佳禾声学科技有限公司，2016 年完成股份制公司设立。公司下辖 8 家全资子公司和 2 家全资二级子公司，完整布局耳机、音频线、音箱等电声产品从原材料采购到制造研发销售的全产业链，主要以 ODM 和 OEM 模式开展经营。截至目前，公司产品包括有线、无线耳机、智能音箱、蓝牙音箱和音频线。其中，耳机为核心产品，今年上半年主营占比高达 93.1%。

图表 2：佳禾智能现有产品展示



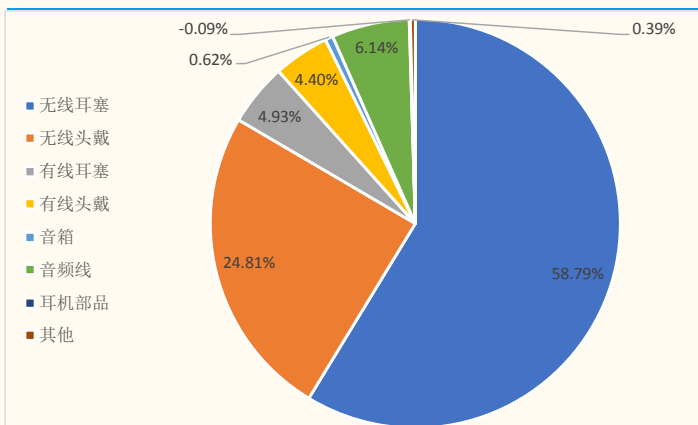
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 3：1H2019 佳禾智能主营业务占比



来源：wind，国金证券研究所

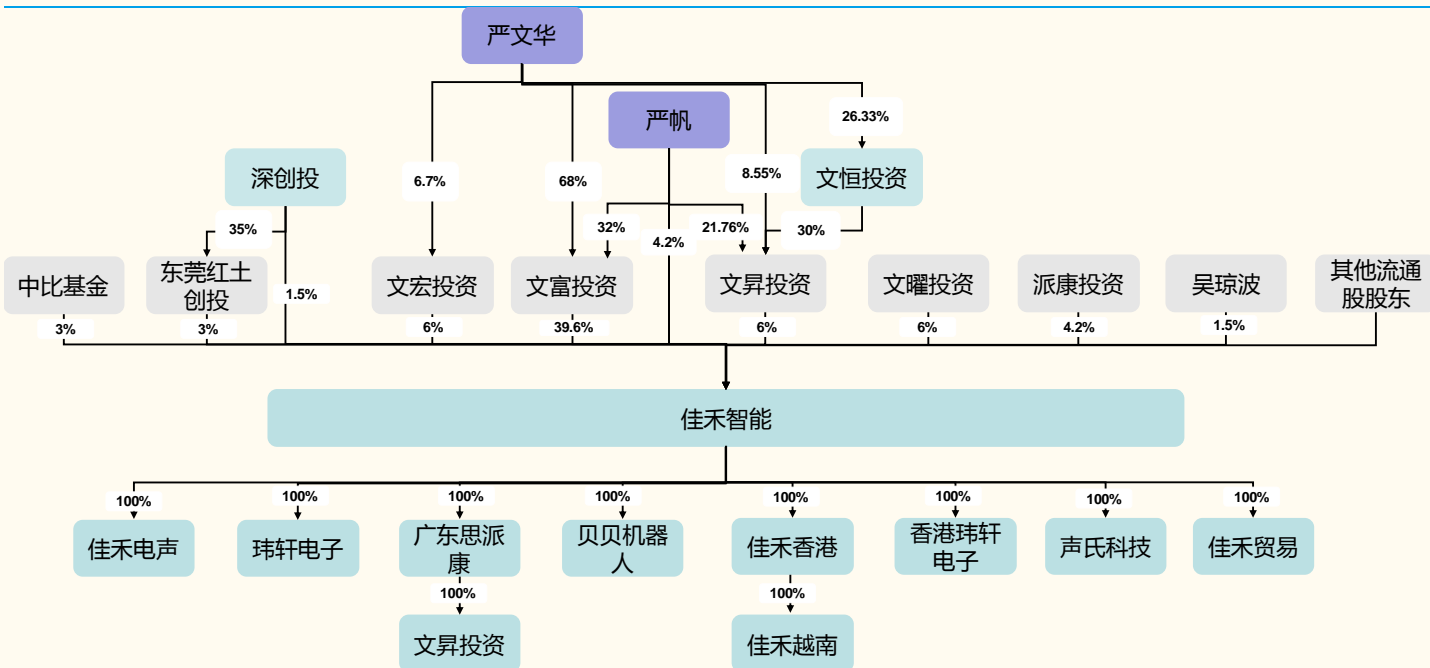
图表 4：1H2019 佳禾智能主营业务毛利占比



来源：wind，国金证券研究所

- 公司于 2019 年 10 月 18 日在创业板上市，发行 4,168 万股募集 5.6 亿元，上市后公司总股本为 1.67 亿股。公司股权高度集中，严式家族通过文宏、文富、文昇和文曜等投资公司，间接或直接持有上市公司 9,204.05 万股，占总股本的 55.22%。其中，公司董事长严文华和董事严帆父子，直接或间接合计持有公司 7,749.05 万股占总股本的 46.49%，为公司共同实际控制人。同时，总经理肖伟群、副总陈亮等公司中高管，也通过文宏、文富、文昇三家投资公司对上市公司实现间接持股。2020 年 10 月 19 日，公司小非解禁 2,200 万股，占总股本的 13.20%。

图表 5：佳禾智能股权高度集中，严式家族直接或间接持有公司 55.22% 的股权



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

行业景气度高，TWS 耳机发展拐点已到，未来可期

传统蓝牙有线耳机再进化——TWS 耳机

- 普通蓝牙耳机只能连接单个耳机，左右耳机通过线材连接同步声音。苹果于 2016 年推出的 AirPods 为首款 TWS 耳机，率先实现了手机—耳机的 1 对 2 连接。但由于苹果的专利封锁，其他耳机制造厂商采用蓝牙转发模式，将声音通过蓝牙传到主耳机，主耳机再通过蓝牙连接将声音传给副耳机。虽然转发技术在不断优化，但是该方案相比苹果的监听模式，仍然存在稳

定性低、延迟高、左右耳机使用功耗不均衡的问题。2019 年高通、华为等安卓阵营厂商相继实现关键技术突破，完成了与 AirPods 类似的连接模式，具备更低的延迟、更好的稳定性，制约安卓 TWS 发展的痛点解决，安卓 TWS 技术拐点已到。目前相比较普通蓝牙耳机，TWS 耳机具备更长的续航时间、更稳定的传输性能、更低的延迟、更好的音质，耳机体验大幅提升。

图表 6：普通蓝牙有线耳机



来源：天猫，国金证券研究所

图表 7：TWS 耳机



来源：天猫，国金证券研究所

图表 8：TWS 蓝牙耳机相比较传统蓝牙耳机优势

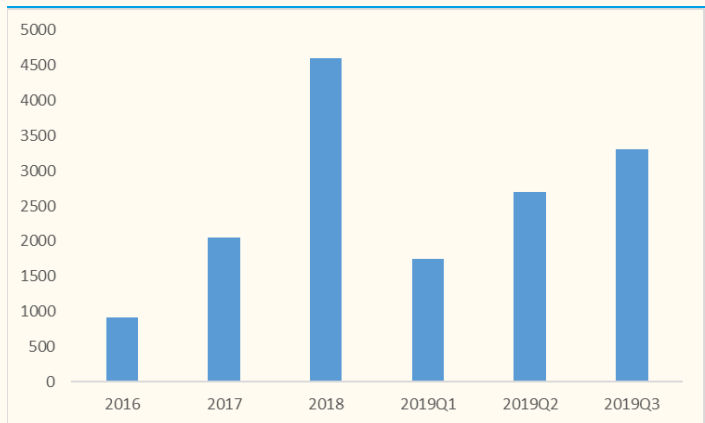
	传统蓝牙耳机	TWS 蓝牙耳机
续航	大部分在两小时左右	airpods pro 单次续航时间最长可达 4.5 小时/ 华为 Free buds 单次充电最长可达 3 小时
传输	存在不同步、易断线问题	蓝牙 5.0 普及，很大程度解决了不同步、易断线的问题
音质	先解析再传输的方式会造成音质折损率大，非立体声	传输音质可达无损级别，立体声

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

TWS 耳机行业苹果一家独大

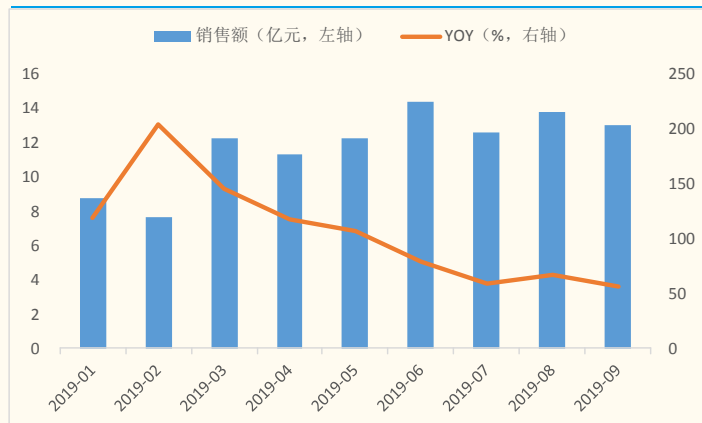
- TWS 耳机近年出货量翻倍增长，行业呈现高景气。2016 年，全球 TWS 耳机出货量不足千万套，至 2018 年出货量已达 4,600 万套，平均年复合增长达到 124%。今年前三季度，全球 TWS 耳机出货量达到 7,750 万套，远超去年全年。国金研究创新中心数据显示，截至今年三季末，京东+阿里系电商平台 TWS 耳机实现累计销售额 105.98 亿元，同比增长 92.38%，行业整体呈现高景气度和高成长性。

图表 9：全球 TWS 耳机出货量情况



来源：counterpoint，国金证券研究所

图表 10：国内线上 TWS 销售高速增长



来源：国金证券研究创新中心

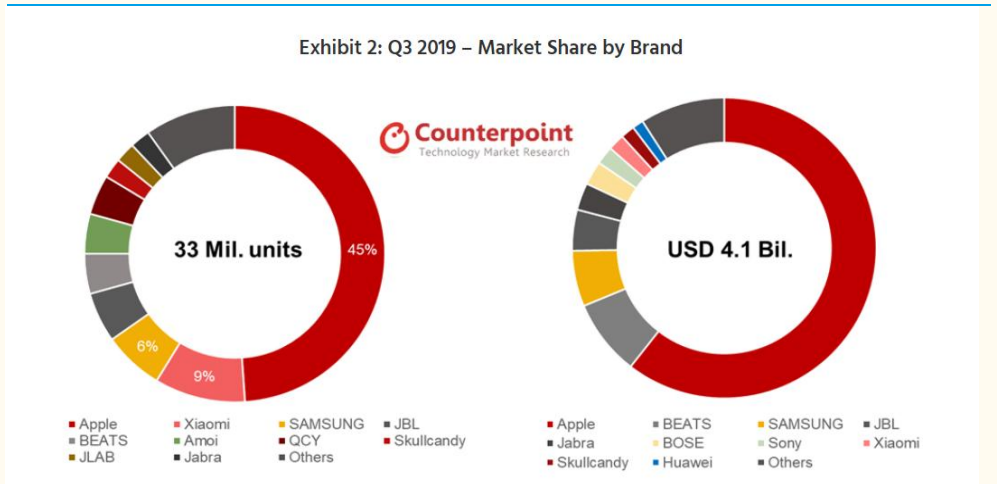
- 目前 TWS 耳机分为三大阵营，一类是老牌音频厂商，如索尼、Bose、森海塞尔、漫步者等，其在音质等领域更具优势；一类是白牌代工厂和品牌知名度一般的电声厂商，产品价格主要覆盖 20-300 元的区间，具有较高的性价比；另一类是智能手机厂商，如苹果、华为、三星等，其在 TWS 耳机与手机适配上更具优势。
- 全球 TWS 市场目前苹果一家独大，其它手机厂商自有品牌、传统电声厂商、小型电声厂商百家争鸣。根据第三方机构 Counterpoint 统计，2019 年第三季度全球 TWS 市场份额苹果占比达到 45%，小米占比 9%，三星占比 8%。数据上看，全球 TWS 耳机市场以手机品牌占据主导地位。虽然传统电声品牌在 TWS 耳机市场占比逊于手机品牌，但头部品牌效应明显。以佳禾智能第一大客户 Harman 为例，其主力品牌 JBL TWS 耳机市占率从今年 Q1 的排名第六，在三季度末提升至第四名。我们认为，在行业呈现高景气度的背景之下，手机品牌的 TWS 耳机无疑将成为优先受益品种，但拥有良好音质，以及全球知名品牌优势的传统电声品牌也将借势行业红利实现出货量与市占率的同比提升。

图表 11：部分 TWS 耳机产品

传统电声品牌部分产品			
品牌	产品	发布时间	发布价格(元)
bose	SoundSport Free	2018.1	1699
索尼	WF-1000XM3	2019.7	1699
漫步者	TWS a1	2019.9	299
铁三角	ATH-CKR7TW	2019.3	1780
万魔	Stylish True	2019.4	690
智能手机厂商部分产品			
品牌	产品	发布时间	发布价格(元)
三星	Galaxy Buds	2019.2	1089
苹果	Airpods Pro	2019.10	1999
华为	FreeBuds2 Pro	2019.2	999
小米	Air2	2019.9	399
小型电声厂商部分产品			
品牌	产品	发布时间	发布价格(元)
夏新	I10	-	39.80
影巨人	T50	-	198
诺必行	F9	-	69.9

来源：天猫，国金证券研究所

图表 12：苹果占据 TWS 耳机市场主导地位

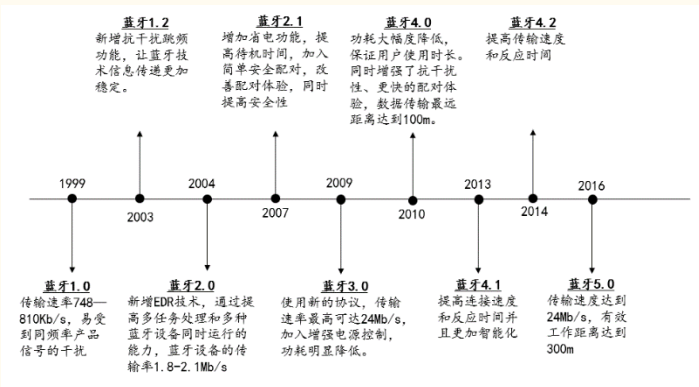


来源：counterpoint，国金证券研究所

技术突破为推动 TWS 耳机需求爆发的因素之一

- 旗舰手机取消 3.5mm 音频接口，且手机系统完美支持 TWS 耳机。苹果在 iPhone7 上率先取消 3.5mm 独立耳机插孔后，越来越多的手机厂商跟进淘汰了 3.5mm 耳机接口，采用了 Lightning 或者 Type-C 接口，推进耳机行业向真无线的变革。由于手机开孔减少，充电、听歌只能二选一，而且有线耳机线材较多、相互缠绕造成日常使用的诸多不便，一定程度上推动了消费者对无线耳机的需求。在苹果 IOS 系统与 AirPods 率先实现无缝配对后，安卓系统也完成了对 TWS 的支持，安卓手机品牌推出的 TWS 耳机均已实现对系统的适配。3.5mm 音频接口的取消以及耳机和手机之间完美的适配，推动了蓝牙耳机市场的发展。
- 蓝牙技术升级，音频芯片解决方案多样，关键技术取得突破。2016 年蓝牙 5.0 技术标准发布，蓝牙 5.0 相比较 4.0，功耗更低，延长了耳机使用时间；速度更快，降低了延迟；覆盖半径更大，提升了设备连接的稳定性。另外，蓝牙 5.0 技术的应用将蓝牙左右耳机都作为主扬声器，使得双边通话成为了可能。自从 2017 年下半年开始，主流手机品牌推出了支持蓝牙 5.0 传输的旗舰机型，为 TWS 普及奠定了硬件基础。而 TWS 耳机的核心部分蓝牙音频 SoC 的升级则进一步提升了使用体验。今年络达、高通、华为相继实现了手机——耳机双路传输的关键技术突破，之前制约真无线耳机发展的续航时长、传输稳定性、延迟、音质等痛点在近期都呈现出较大的边际改善，安卓 TWS 蓝牙耳机——手机也具备甚至超过了 AirPods-Iphone 的连接生态。

图表 13：蓝牙技术发展史



来源：搜狐，国金证券研究所

图表 14：高通 TWS 以及 TWS Plus 示意图



来源：IDC，国金证券研究所

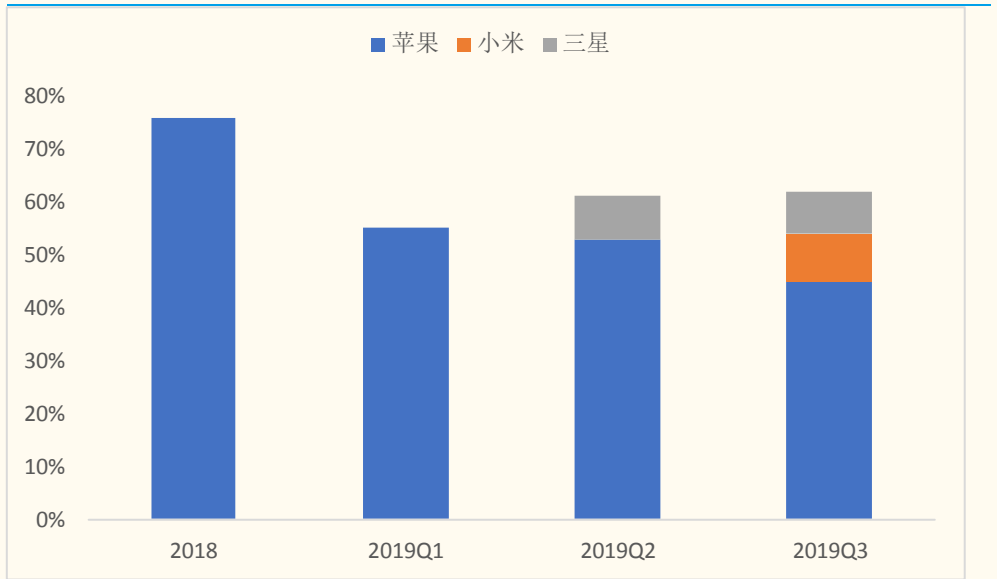
图表 15：2018 年主流芯片厂商音频解决方案

芯片厂	解决方案	具体内容
QualComm 高通	CSR8675	SoC 全新的全集成特性，无需配置独立的 ANC 芯片，降低了主动降噪的复杂成本 引进主动降噪技术，全球首款集成 ANC 功能的期间级音频解决方案 支持 apt X 低延时技术，可以使用无线耳机几乎无延迟的观看视频
	QCC3026	双耳连接方面，增强的立体声协议以及改进的射频提供了稳定的整体无线连接，带来更低延时的播放体验 更高的传输带宽更好地支持 apt X 音频技术，享受到更高音质的无线蓝牙音频 降噪技术支持背景噪音和回声抑制
	AB1526P	内置了用于高保真音频应用的基带和发射器，支持双路麦克风定义的宽带语音，更好的降噪和回声消除性能 内嵌串行闪存，更灵活地支持客户软件升级和第三方软件移植
络达	AB1532	内置高性能 DSP，支持 High-Res 高分辨率音乐、高中低频自动补偿 连接方式采用新型通讯方式，避开苹果双通方式，兼容所有手机 低功耗，左右耳机工作时电流小于 10mA，低延迟，和手机延迟小于 130MS，主副耳机无缝切换时间小于 20ms
AppoTech 卓荣	CW6626B	内置通话音频改善算法，内置浮点处理器
	CW6693D	音频软件支持全解码；混响，全模式消除人声，魔音（变速变调），重低音音效组合，通话音质改善；内置 BUCK DC/DC 转换器
Actions 炬芯	ATS300X	低功耗，内置 RCM 和大容量 RAM，可以在很大程度上满足不同蓝牙应用方案的需求
BES 恒玄	BES2300	全集成自适应主动降噪方案，支持蓝牙 5.0、LBRT 低频转发技术，官方数据表明平均功耗降到 6mA。支持降噪技术，尤其是高性能的自适应主动降噪技术主副耳机之间使用 LBRT 低频转发，同步主副耳机
Broadcom 博通	BCM43436	单声道蓝牙音频芯片
Cypress 赛普拉斯	CYW20721	有效传输距离延长一倍；用户同样能够享受到不间断的耳机音频体验，同时该芯片的功耗比同类产品低 50%，从而将播放时间延长一倍多。
Realtek 瑞昱	RTL8763B	双耳通话功能，采用 32 位 ARM 处理器，24 位 DSP，运行频率最 160MHz，内置 8Mb Flash 内存。在降噪方面，支持降噪功能和环境音监听模式。

来源：我爱音频网，国金证券研究所整理

- **技术突破下，安卓阵营起势，苹果市占率下降。**目前来看，在全球 TWS 耳机市场，苹果虽仍占据绝对主导地位，但今年内其市占率已经开始出现下降，安卓阵营品牌正在崛起。Counterpoint 数据显示，2018 年苹果占据全球 TWS 耳机市场 76.09% 的市场份额，今年前三季度下降至 50.77%，且年内单季度市占率逐季下降。我们认为，安卓阵营品牌 TWS 耳机关键技术突破，激活了终端消费需求，将进一步扩容市场规模。

图表 16: 三星、小米等安卓阵营品牌 TWS 耳机市占率提升明显

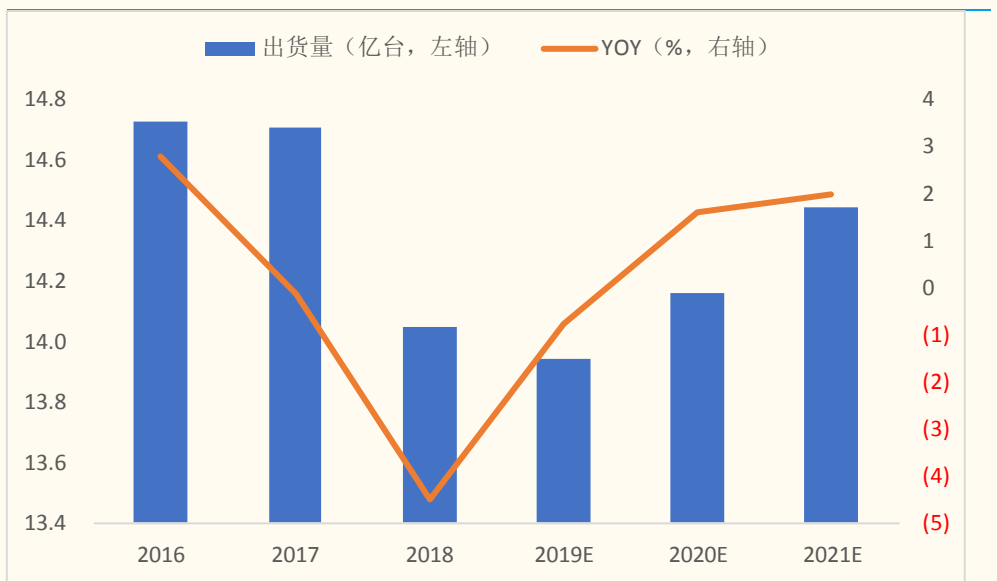


来源: Counterpoint, 国金证券研究所

智能手机出货将企稳，存量手机市场为 TWS 耳机打开更大市场空间

- **5G 手机推出带动新一波换机热潮，智能手机全球出货企稳回升。**全球智能手机于 2017 年二季度开始出现下滑，2018 年全年实现出货量 14.05 亿台，同比下滑 3.66%，下滑幅度较 2017 年扩大 2.79pct。今年前三季度，全球手机出货量延续下滑趋势，累计出货量为 10.02 亿台，同比下滑 2.84%。IDC 预测 2019 年全球智能手机出货量为 13.94 亿台，同比下滑 0.78%，下滑幅度较 2018 年收窄 3.72pct。同时，叠加 5G 手机推出将缩短消费者换机周期，IDC 预计明年智能手机出货量将企稳回升达到 14.16 亿台。手机出货量的企稳回升在推动配机型耳机增长的同时，我们认为，由于 3.5mm 音频接口的取消以及安卓阵营的技术突破，TWS 耳机需求具备持续增长基础。

图表 17: 全球智能手机出货情况

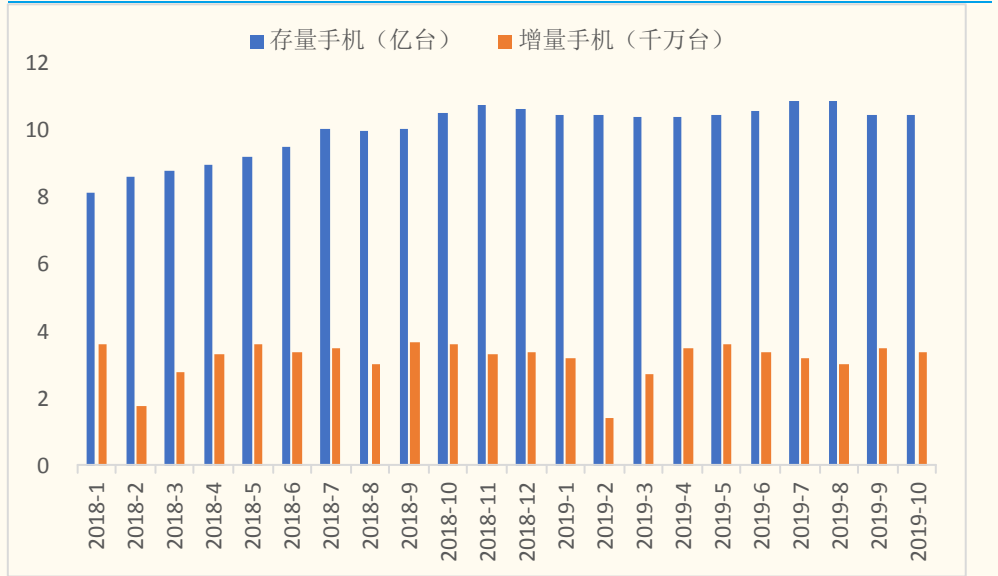


来源: IDC, 国金证券研究所

- **以中国为例，存量手机市场将释放 TWS 耳机更大需求。**国金研究创新中心数据显示，截至今年 10 月末，全国存量手机为 10.49 亿台，同比下滑

0.05%，同期全国智能手机出货量 3.09 亿台。目前来看，国内存量手机体量是增量手机的 3.39 倍。相比之下，TWS 耳机产品在存量手机市场的渗透与普及，将使行业收获更大市场空间。另一方面，我们认为，TWS 耳机产品将优先在支持蓝牙 5.0 版本并取消 3.5mm 耳机插口的机型中渗透。今年 10 月，国内存量手机中具备蓝牙 5.0 版本并取消 3.5mm 耳机插口的手机总量为 1.31 亿台占比 12.5%，而增量手机中为 1.08 亿台占比为 35%。粗略估算，仅中国市场就存在 2.39 亿套确定性较高的 TWS 耳机需求量。

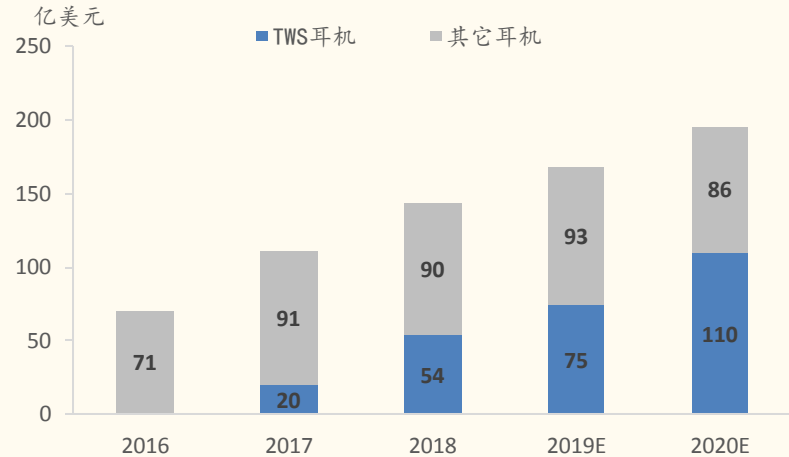
图表 18：中国存量手机&增量手机情况



来源：国金证券研究创新中心

- TWS 耳机渗透率迅猛提升，品牌厂商将迅速崛起。**我们认为，目前 TWS 耳机已完成消费者教育，消费者对 TWS 耳机已经有基本认知。价格低廉的白牌 TWS 耳机激发消费者猎奇与体验消费，实现用户习惯培养，奠定 TWS 耳机渗透率和出货量增长基础。GFK 数据显示，2018 年全球 TWS 耳机市场规模为 54 亿美元，渗透率为 35.06%，未来两年渗透率分别将提升至 44.64%和 56.12%，对应市场规模为 75 亿美元和 110 亿美元。另一方面，伴随品牌厂商关键技术突破，特别是智能手机厂商 TWS 耳机产品质量的显著提升，白牌代工厂市场空间将持续被挤占，市场份额势必向品牌厂商集中。另一方面，5G 以及物联网时代的来临，智能语音成“必争之地”，与主打家庭场景的智能音箱不同，TWS 蓝牙耳机与使用者的交互距离更近，脱离了地域限制，成为第一款具有实际应用意义的可穿戴产品。作为智能语音的入口，TWS 蓝牙耳机将是各大手机厂商 IOT 生态链构建的重要组成部分，未来智能手机品牌将成为 TWS 行业主导，渗透率有望进一步提高。

图表 19: TWS 耳机渗透率将迅猛提升



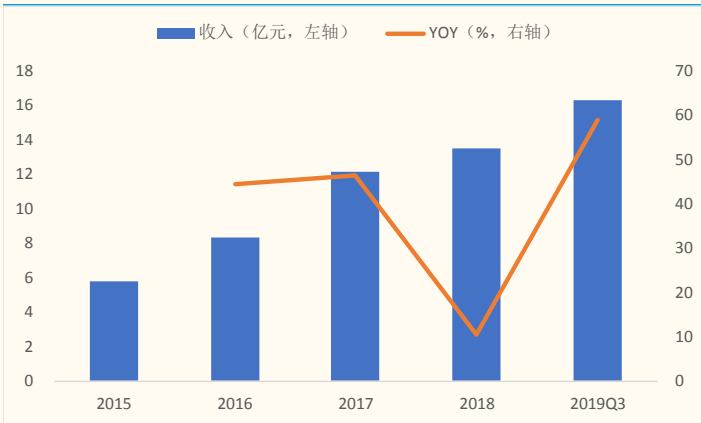
来源: GFK, 国金证券研究所

佳禾智能: 老客户有弹性、新客户在开发, 近两年业绩确定性高

公司属于耳机制造行业中规模较大的企业

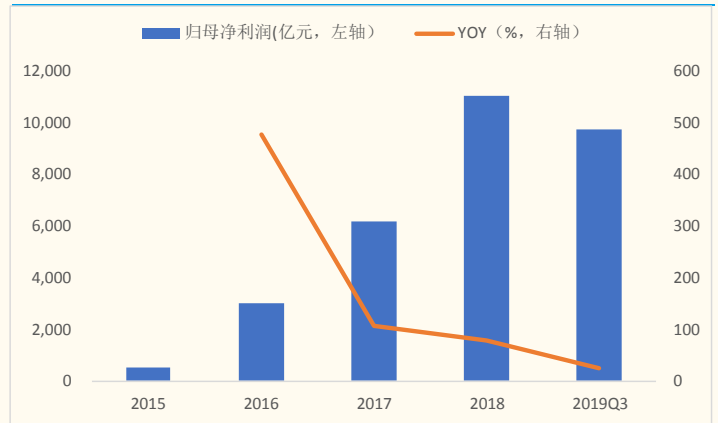
- 新客户开发促使公司收入与利润规模快速扩大。2015-2018 年, 公司收入与归母净利润分别实现 32.8%和 177.15%的复合增长。今年前三季度, 公司实现营收 16.29 亿元, 同比增长 58.89%, 归母净利润 9,764.6 万元, 同比增长 23.91%。公司今年收入规模的持续快速扩大, 一方面得益于核心客户 Harman 的持续放量。另一方面, 近两年公司也新开发了安克、华为和 Skullcandy 等品牌丰富下游客户结构, 扩大收入体量。公司 2018 年 13.47 亿元的收入体量, 在同行业中排名相对靠前, 属于中等规模企业。

图表 20: 佳禾智能营收情况



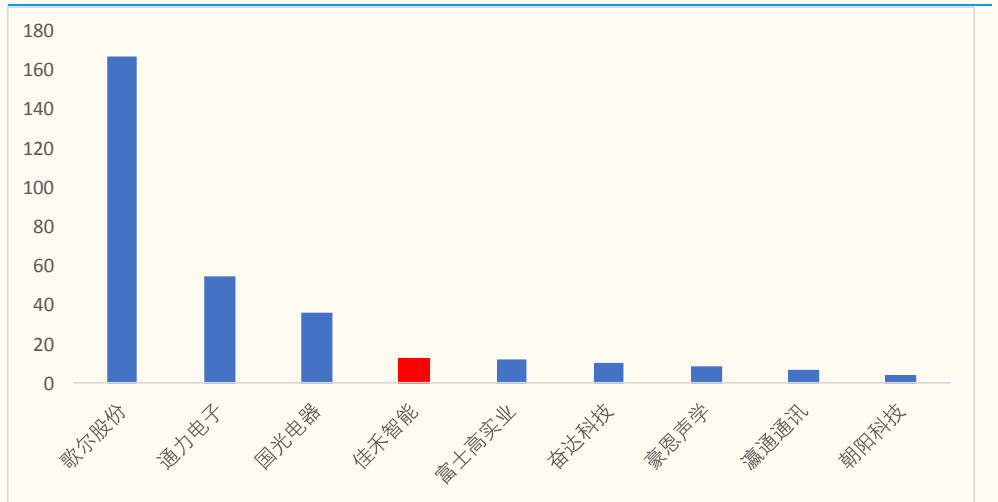
来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 佳禾智能净利润情况



来源: wind, 国金证券研究所

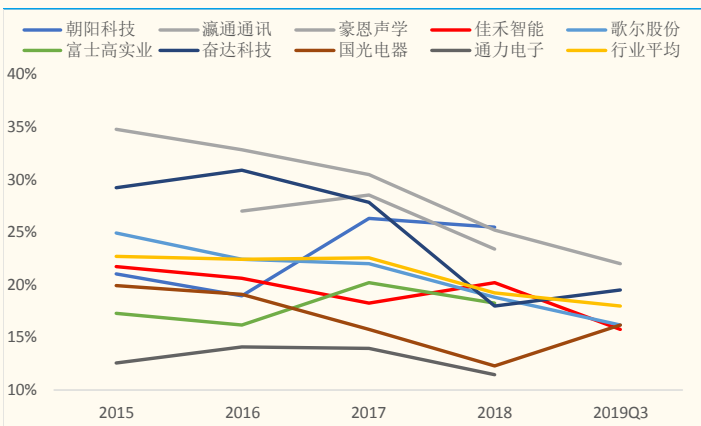
图表 22：与同业相比佳禾智能规模较大



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

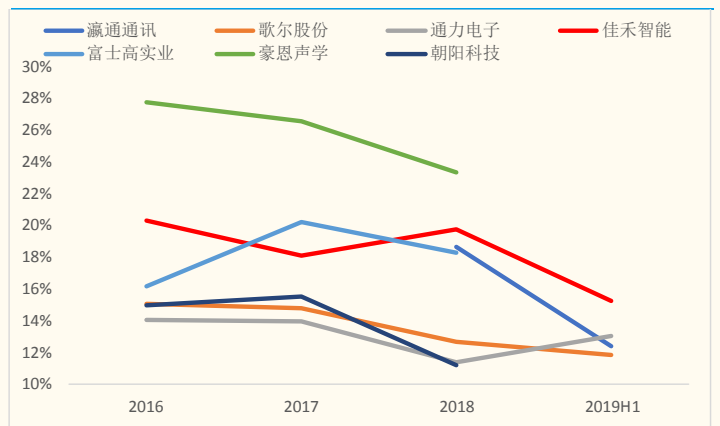
- **综合毛利率有所下降，但耳机产品相较同业盈利并不逊色。**今年前三季度公司综合毛利率为 15.73%，低于同行业公司。同时，从 2015 年至今年三季度末，公司综合毛利率整体呈现下降趋势。但行业平均综合毛利率在同期内也呈现下降，因此公司毛利率的下降属于行业性现象。另一方面，公司核心业务耳机毛利率今年上半年为 15.26%，低于 2018 年的毛利率水平，主要系公司深化与 Harman 的合作关系，进一步下调了产品的利润空间。与同行相比，公司今年上半年耳机毛利率领先，表明耳机制造企业整体利润水平都不高属于相对低利润行业。

图表 23：佳禾智能综合毛利率处行业中游



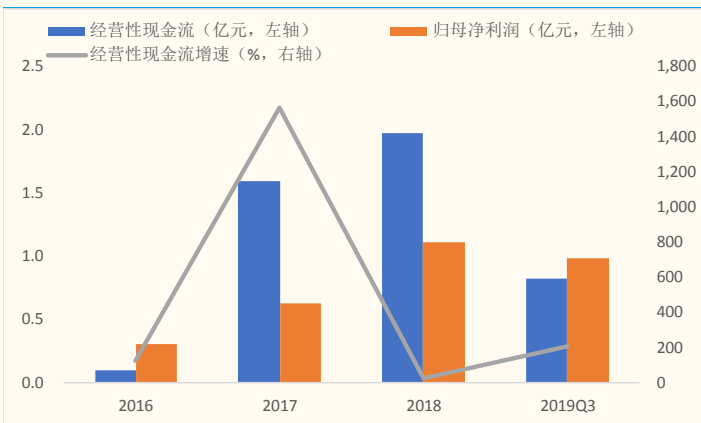
来源：wind，国金证券研究所

图表 24：佳禾智能耳机产品毛利率相对领先

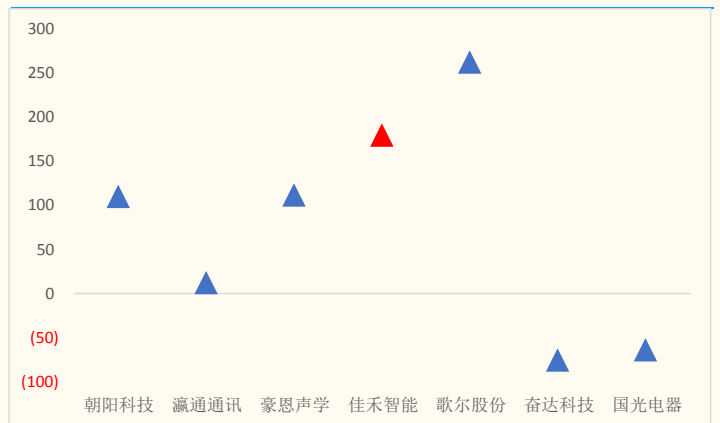


来源：wind，国金证券研究所

图表 25：佳禾智能经营性现金流情况



图表 26：佳禾智能利润现金含量高



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

客户端驱动：行业景气度高，公司下游客户多、需求大

- **公司已掌握 TWS 真无线立体声等无线方案的应用方法。**公司主要技术研发方向为对已有技术的改良应用，通过改变其 ID、结构、电子、软件、声学、生产工艺等，优化技术应用效果。截至今年上半年，公司已掌握 TWS 增强技术，并取得相关专利。目前，公司真无线主动降噪关键技术及应用正处在研发阶段，未来还将开发 TWS 全语音人工智能耳机、主动降噪耳机、健康监测耳机、听力增强耳机等系列产品。

图表 27：佳禾智能 TWS 相关技术和专利

关键技术 技术名称	专利号	专利名称	专利类型
TWS 增强技术	ZL201621297919.2	一种 TWS 配对的圈铁耳机	实用新型
	ZL201720156429.9	一种分离式无线波束形成耳机	实用新型
	ZL201730022232.1	蓝牙耳机（TWS 甲壳虫）	外观设计
	ZL201730243606.2	TWS 蓝牙耳机（CE-1537）	外观设计
在研项目 名称	内容		
真无线主动降噪关键技术及应用	针对 TWS 真无线耳机内部空间小，既要放电池，又要保证 RF 射频性能的前提下，进一步研究如何设计前馈和反馈主动降噪腔体，以及基于 BES/Airoha/QCC 蓝牙芯片平台，完成数字式自适应前馈，反馈和混合主动降噪关键技术的研发		

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **公司开拓客户渠道多，且多为国内外知名企业。**2012 年至今，公司通过主动营销、展会结识、品牌指定和客户推荐等方式，持续推进新客户开发。截至今年上半年，Harman、安克、华为和 JVC 等国内外知名品牌为公司主要客户，结构上呈现出以 Harman 为核心其他品牌逐步放量的多元化趋势。我们认为，公司具备较强的客户开放能力，下游覆盖行业也从电声品牌逐步扩展至手机、电脑等领域的企业。

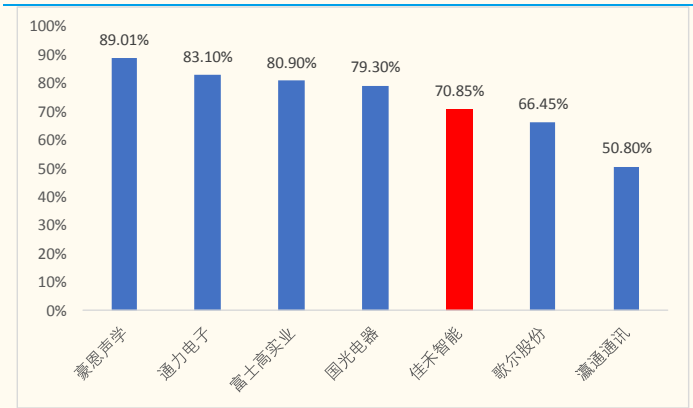
图表 28：佳禾智能近年客户拓展情况

客户名称	合作进程	成为公司客户的原因
House of Marley	2011 年起合作至今	公司主动联系
万魔声学	2014 年起合作至今	公司主动联系
Harman	2014 年起合作至今	公司主动联系
V-Moda	2014 年起合作至今	公司主动联系
Panasonic	2015 年起合作至今	公司主动联系
JVC	2016 年起合作至今	公司主动联系
华为	2017 年起合作至今	公司主动联系
Skullcandy	2012 年起合作至今（其中部分年度没有交易）	公司主动联系
PEAG	2014 年起合作至今	展会结识
Best Buy China Ltd	2014 年起合作至今	展会结识
易力声	2015 年起合作至今	Apple 指定
伟创力	2016 年起合作至今	联想指定
喜日电子	2016 年起合作至今	客户介绍

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

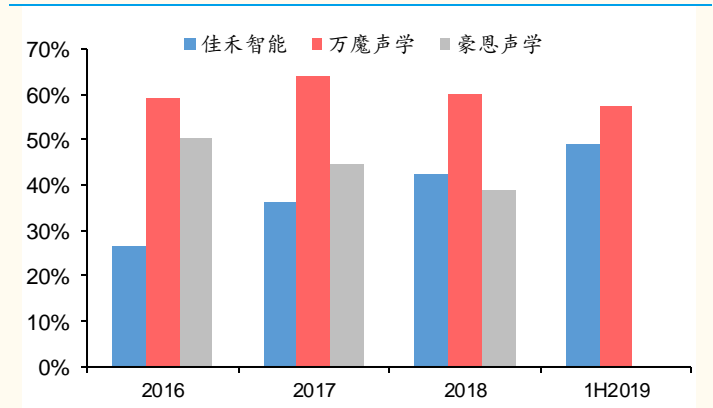
- **客户集中度高为行业共性。**电声品牌制造商身处产业链中游，依托于“大客户、大订单”实现企业规模的快速扩张，因此全行业基本上都属于大客户集中度。2018 年，可比公司平均前五大客户主营占比为 74.34%，公司为 70.85% 低于行业水平，相比同行公司前五大客户集中度相对较低。从第一大客户来看，可比公司该类客户占比集中在 39%-65%，公司核心客户 Harman 2019 年上半年占比 49.18%，集中度仍在进一步提升。

图表 29：客户集中度为行业共性



来源：招股说明书，国金证券研究所

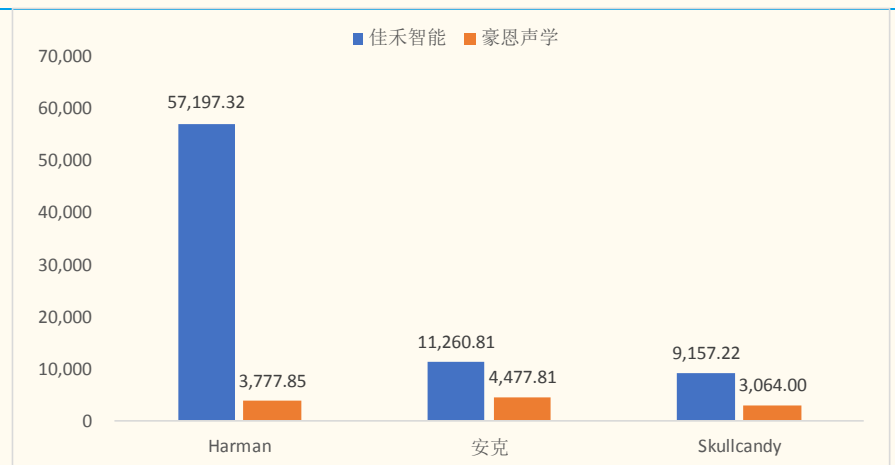
图表 30：可比公司第一大客户占比情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司对同一客户销售额领先同业。Harman、安克和 Skullcandy 三大品牌均为公司与豪恩声学客户。2018 年，公司在 Harman 和安克的销售收入分别为 5.72 亿元和 1.13 亿元，而同期豪恩声学收入分别为 3,777.85 万元和 4,477.81 万元。2017 年，豪恩声学在 Skullcandy 的销售收入为 3,064 万元。公司虽然与 Skullcandy 的合作始于 2012 年但中间部分年份未进行交易，但今年恢复交易后半年度实现收入 9,157.22 万元。我们认为，公司在下游客户端相对具备较高的话语权，获取订单能力更强，在电声制造领域具备一定规模优势。

图表 31：佳禾智能&豪恩声学在安克业务收入情况对比

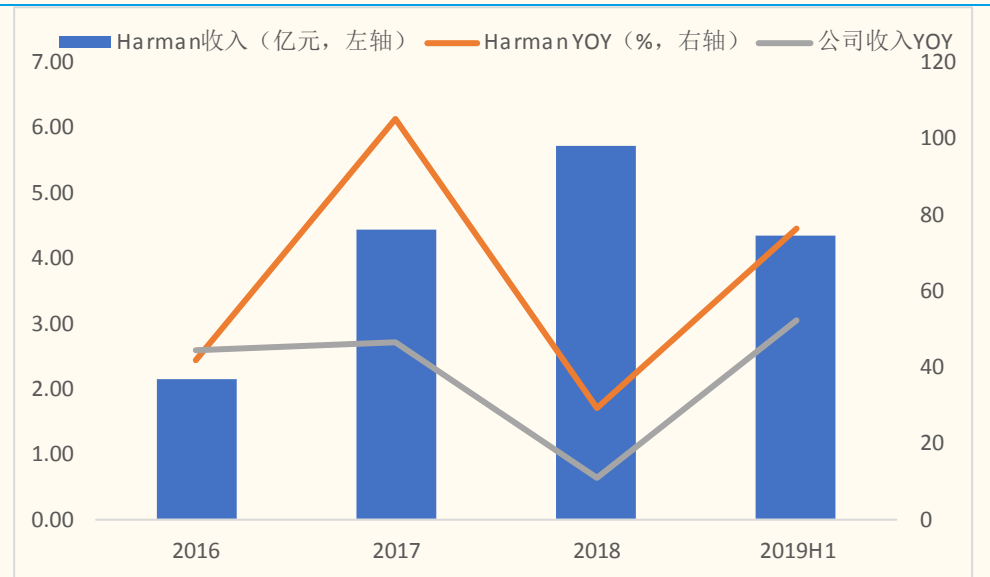


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 核心客户有弹性，新客户逐步放量。我们认为，公司客户端驱动具备三大增长基础：**基础 1**：核心客户 Harman 仍具弹性；**基础 2**：次新客户将逐步放量；**基础 3**：今年导入新客户处在放量前夕。

1) Harman 于 2014 年成为公司客户，2018 年收入占比达到 42.52% 为公司第一大客户，且今年内占比仍在提升，上半年达到 49.18%。2016-2018 年，公司在 Harman 业务端收入实现复合增长 62.79%，而同期公司主营收入复合增长为 27.39%。今年上半年，预计公司在第一大客户收入增速超过 70%，仍高于主营收入增长。我们认为，公司在 Harman 业务端收入仍具高弹性，且与该客户合同有效期还有 3 年，看好公司核心客户收入维持高增长。

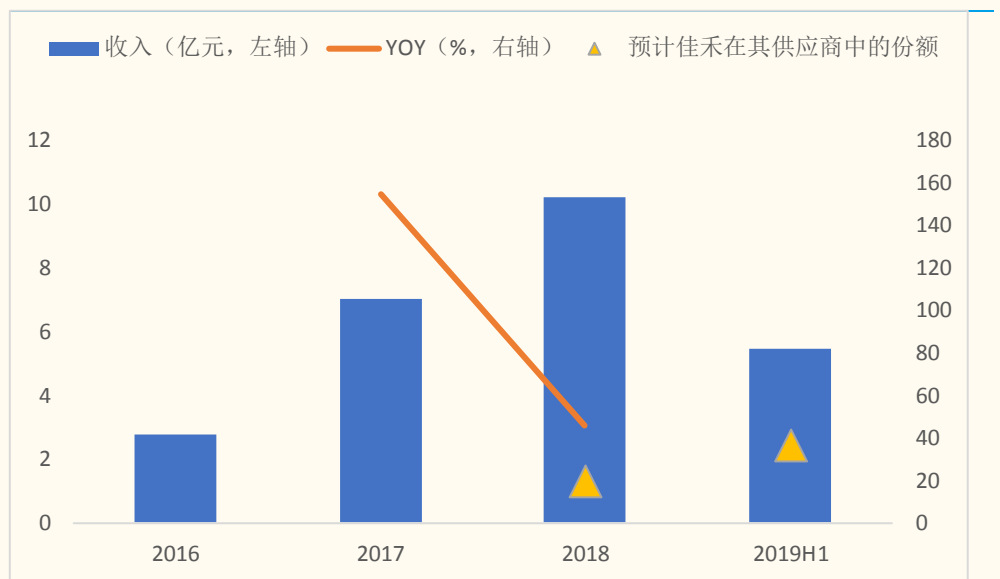
图表 32：公司在 Harman 收入情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 2) 公司 2016 年新增客户安克，主要为其提供耳机及耳机部品。安克为全球知名的高端创新充电品牌，覆盖充电类、无线音频类、创新类产品，为公司前十大核心客户之一。2018 年，安克贡献收入 1.13 亿元，占总收入的 8.37%，为公司第三大客户。今年上半年，安克贡献收入已超越去年全年达到 1.2 亿元，占总收入的 13.66%，为公司第二大客户。根据安克招股说明书数据，2018 年安克无线音频产品销售额为 10.24 亿元，同比增长 45.87%，今年上半年为 5.47 亿元，公司在其供应商中占有率为 7.96%。若结合安克无线音频产品成本与公司相关业务收入测算，预计今年上半年公司在其音频产品供应商占有率较去年全年实现翻倍。我们认为，未来伴随安克无线音频产品持续放量，以及公司在其制造供应商中份额的稳步提升，公司该业务端口收入将具备极佳增长基础。

图表 33：安克无线音频产品收入高速增长

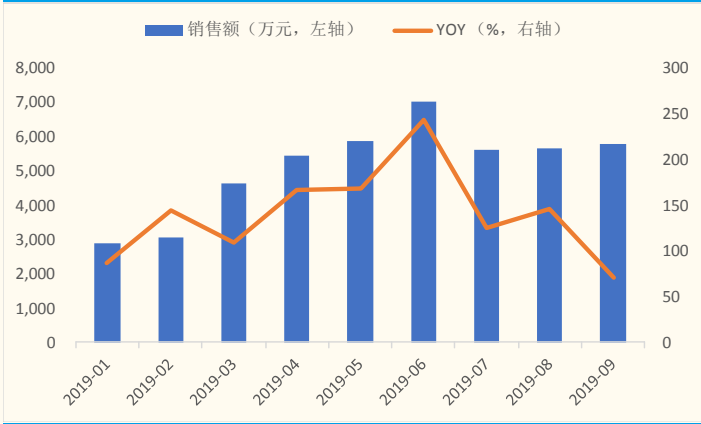


来源：安克创新招股说明书，国金证券研究所

- 3) 今年上半年，公司新引入华为，再次导入 Skullcandy 为公司客户，随即迎来业务放量，两大品牌分别贡献收入 6,713.82 万元（第四大客户）和 9,157.22（第三大客户）。同时，今年上半年，公司进入了三星的音

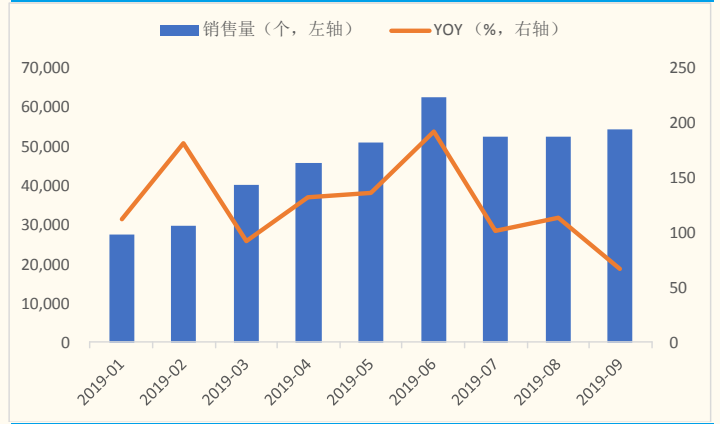
频产品供应链名单。我们认为，智能手机厂商目前已成为耳机产品的主要需求源。根据国金研究创新中心数据显示，前三季苹果和华为两大手机品牌的相关耳机产品，销量分别增长 118.79%和 217.93%。我们看好公司在原有电声品牌客户基础之上，拓展新的智能硬件客户创造新增长点。

图表 34：苹果耳机线上销售额



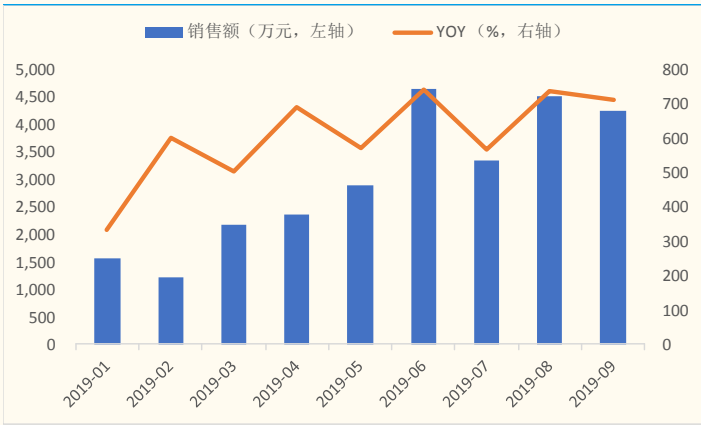
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 35：苹果耳机线上销量



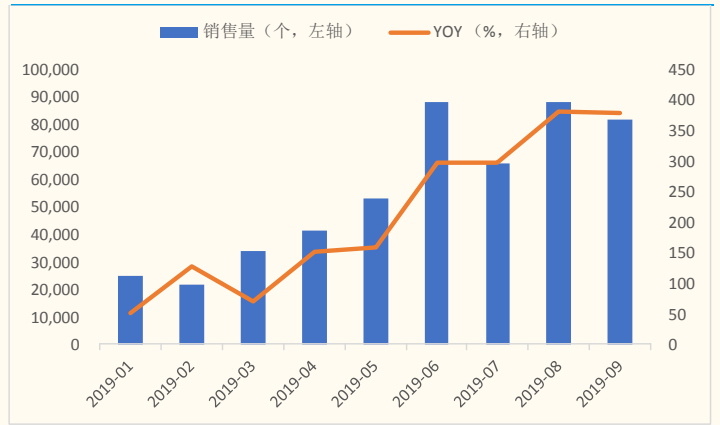
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 36：华为耳机线上销售额



来源：国金证券研究创新中心

图表 37：华为耳机线上销售量

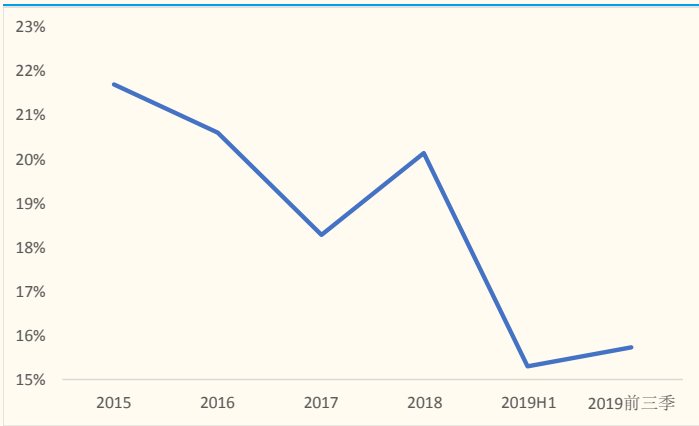


来源：国金证券研究创新中心

耳机供货价持续提升，利润率有改善可能

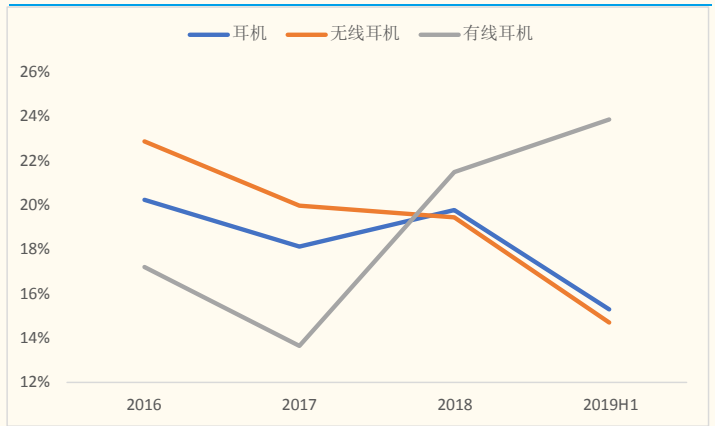
- **近两年无线耳机毛利率下降明显。**前文提到，相关耳机制造企业综合毛利率水平整体上并不算高，与同业相比公司耳机产品毛利率水平处于中等水平。今年上半年，公司无线耳机毛利率为 14.67%，较去年全年下降 4.75pct，为耳机毛利率下降的主要原因。从客户角度看，虽然公司近两年持续通过对 Harman 降价让利的方式深化合作，但去年公司也借助客户结构变化实现了耳机毛利率的提升。2018 年，公司低毛利率客户万魔退出，同时利润相对较高的客户安克开始逐步放量，促使耳机业务毛利率提升 1.65pct。今年上半年，安克已成为公司第二大客户，相关业务收入显著增长，客户结构的变化预计能够为毛利率的提升带来积极作用。另一方面，今年 Q3 公司单季综合毛利率达到 16.23%，较上半年提升 0.92pct，盈利水平已有改善迹象。

图表 38：佳禾智能综合毛利率



来源：wind，国金证券研究所

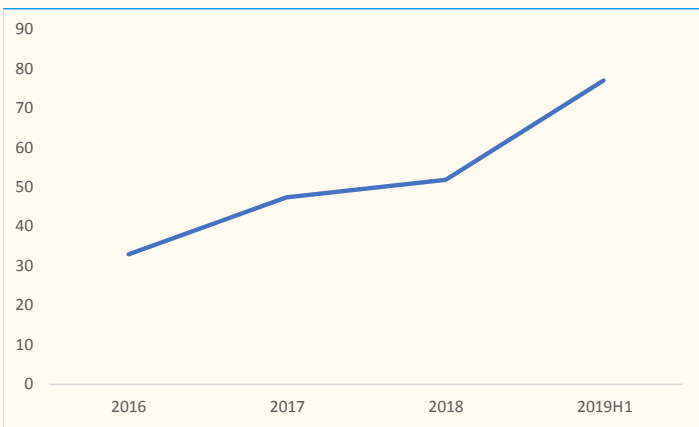
图表 39：佳禾智能耳机业务分产品毛利率



来源：wind，国金证券研究所

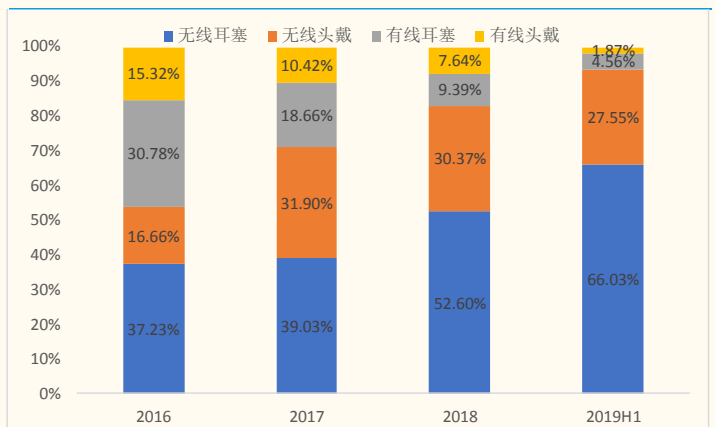
- 产品供货价格持续提升，具备获取利润率的基础。今年上半年为 77.15 元/个，较去年全年提升 48.37%，较 2016 年增长 133.93%。我们认为，公司在近两年对客户维持让利策略之下，仍能实现供货价格快速提升，完全得益于无线耳机在耳机业务占比的大幅提升。2016 年，公司无线耳机占比为 60.85%，其中无线耳塞占比 42.16%，而到今年上半年无线耳机占比达到 89.96%，其中无线耳塞占比 63.26%。粗略估算上半年公司无线耳机供货均价接近 80 元/个，高于有线耳机供货价约 31%。在 TWS 耳机高景气度，产品渗透率快速提升预期之下，公司无线耳机收入在耳机业务中的占比仍将提高，特别是无线耳塞产品收入占比。而在此预期之下，我们看好公司供货均价稳步提升，同时未来也具备获取利润率的基础。

图表 40：佳禾智能耳机产品供货价



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

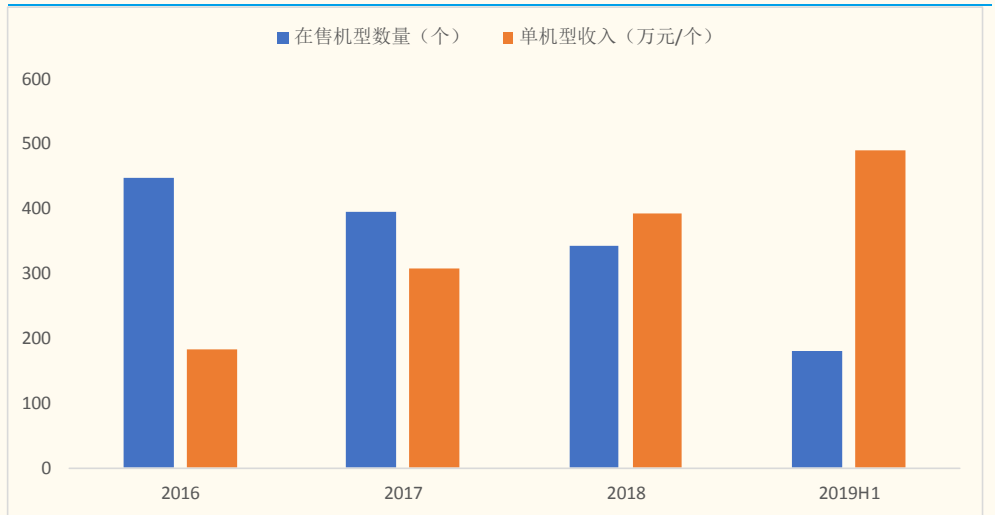
图表 41：佳禾智能耳机业务分产品收入占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- “订单广”转向“订单精”，单机型收入贡献提升明显。2017 年之前，公司产品开发基本不挑选订单，有需求即进行产品开发。“广撒网”策略之下，公司订单量虽多，但也存在客户订单采购量不足、金额小、利润薄无法覆盖原材料和研发等成本。2017 年之后，公司从“订单广”向“订单精”转变，优质大客户开发之下，平均单机型收入贡献显著提升。2018 年，公司单机型贡献收入 393.3 万元，同比增长 27.89%。今年上半年，单机型贡献收入已超越去年达到 489.87 万元。综合来看，我们认为，公司具备较强选单能力，保障客户关系稳定与订单价值提升。单机型收入贡献提升叠加供货价稳定上涨，公司处在量价齐升的阶段。

图表 42：佳禾智能单机型收入贡献大幅提升

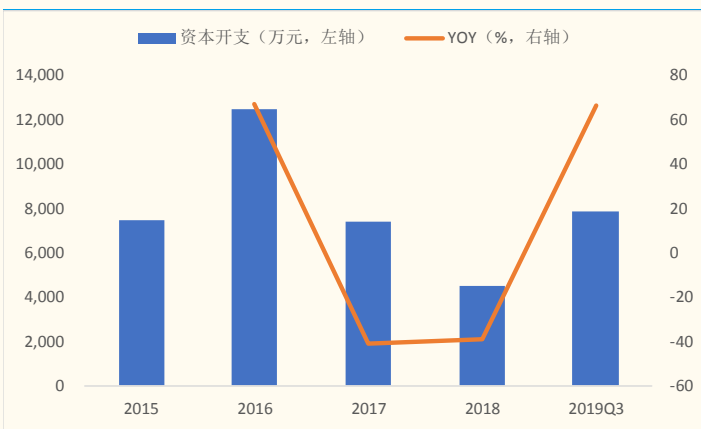


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司扩张产能匹配行业高景气

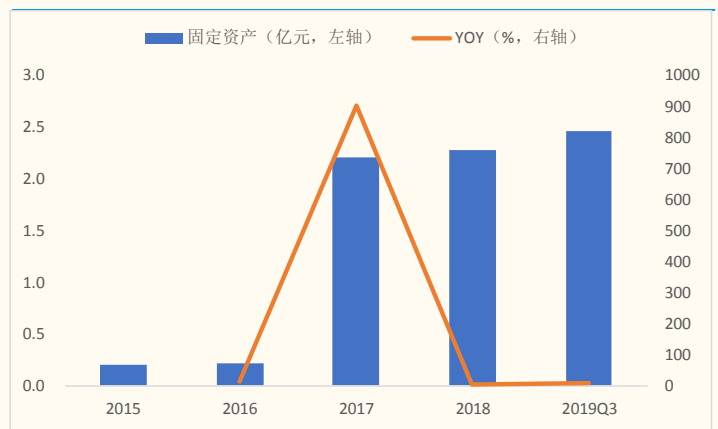
- 近年公司资本开支不大，资产规模扩张不快。2017 和 2018 年，公司资本开支为同比分别下滑 40.93%和 38.9%，且去年全年资本开支绝对金额也仅 4,516.9 万元。今年内，公司资本开支增长明显，前三季度达到 7,836.4 万元，同比增长 66.4%，主要系工厂购地和设备。固定资产方面，近两年公司扩张不快，今年上半年固定资产为 2.44 亿元，同比仅增加 10.4%，三季末固定资产规模为 2.47 亿元。

图表 43：佳禾智能今年内资本开支增长明显



来源：wind，国金证券研究所

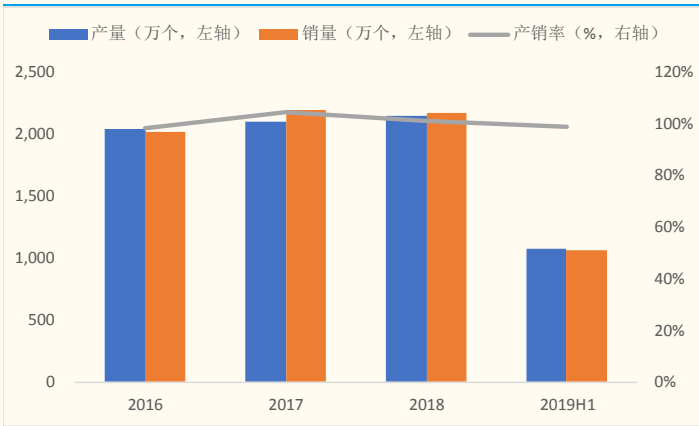
图表 44：近两年佳禾智能固定资产扩张不快



来源：wind，国金证券研究所

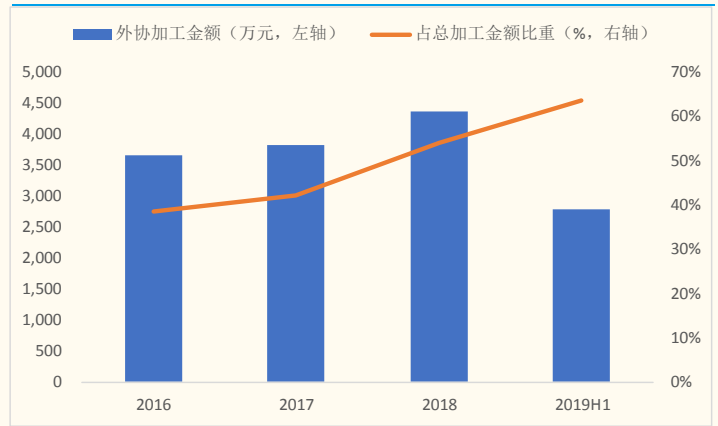
- 高产销率、外协占比提升，公司存在产能不足。2016 年至今年上半年，公司核心产品耳机平均产销率为 100.77%，其中今年上半年为 99.12%。整体上看，下游需求旺盛公司产品销售情况良好。另一方面，今年上半年公司外协加工金额为 2,797.01 万元，占总加工费的 63.45%，较去年全年提高 9.32pct。结合公司资产扩张速度，以及外协加工占比来看，我们认为，在行业高景气度情况下，现阶段公司存在产能不足。

图表 45: 佳禾智能耳机产品产销情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 46: 佳禾智能外协加工占比逐年提升



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 明年越南工厂产能释放, 募投保障后年产能。2018 年, 公司外销收入 11.54 亿元, 其中美国区域收入为 3.84 亿元, 今年上半年对美收入 1.55 亿元, 预期全年为 4 亿元左右。为应对中美贸易摩擦, 公司于去年底开始筹备越南工厂, 今年上半年正式购地开工建厂。越南工厂一期预计投资 6 条生产线对应收入 1.5 亿元, 今年下半年实现投产; 二期工厂投资 10 条线对应收入 2.5 亿元, 预计明年投产。同时, 今年 6 月公司在越南租赁 2,740 平方米厂房作为备用工厂, 预计租赁与自建厂房全部投产合计贡献收入 9 亿元。

公司上市后, 拟将募集资金中的 2.66 亿元用于“电声产品智能工厂建设项目”。该项目建设周期为 2 年, 预计明年底基本实现投产, 有助于支撑公司后年产品销售。另一方面, 结合公司投资规模以及内部收益率测算, 预计募投产项目完成之后对应收入在 8 亿元-9 亿元之间。

图表 47: 佳禾智能未来两年海内外产能布局情况

越南工厂盈利情况

	越南工厂	境内工厂	差异
毛利率	15.72%	14.13%	1.59%
运费率	1.57%	0.71%	0.86%
扣除运费后的利润率	14.15%	13.42%	0.73%

IPO 募投情况

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
电声产品智能工厂建设项目	26,642.66	26642.66
研发中心建设项目	6,460.80	6460.8
补充流动资金	17,695.87	17695.87

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

盈利预测与关键假设

关键假设

- 假设公司 2019-2021 年越南工厂逐步释放产能, 分别对应收入规模为 1.5 亿元、4 亿元和 9 亿元;
- 假设公司 IPO 募投项目今年底开建, 2020 年底初步释放约 30% 产能, 2021 年释放 80% 产能, 2022 年释放全部产能;
- 2019 年上半年, 公司耳机产品均价为 77.15 元, 销量为 1,064.04 万个。我们假设今年全年耳机均价为 80.6 元, 受产能限制耳机全年销量为 2,387.62 万个。基于以上假设, 我们预测, 公司耳机供货均价增速在 2020-2021 年呈现放缓趋势, 预计为 15% 和 12%。而伴随产能释放, 公司耳机产品销量在 2020-2021 年将实现加速增长, 增速分别为 35% 和 42%。

图表 48：佳禾智能主营预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,222.94	1,346.99	2,063.90	3,127.61	4,906.82
耳机	1,037.93	1,128.69	1,924.42	2,987.66	4,751.57
音频线	95.95	95.95	97.10	98.58	101.36
音箱	46.96	100.26	22.56	33.50	46.90
耳机部品	21.99	7.52	6.71	5.89	5.05
其他	20.10	14.56	13.11	1.99	1.94
主营业务成本	993.55	1,075.71	1,728.34	2,609.72	4,058.33
耳机	849.86	905.55	1,628.06	2,503.66	3,939.05
音频线	73.88	66.49	69.91	70.48	71.86
音箱	44.39	90.41	21.43	31.76	44.27
耳机部品	11.55	3.21	3.69	3.06	2.48
其他	13.87	10.05	5.24	0.76	0.66
毛利	229.39	271.28	335.56	517.90	848.50
耳机	188.07	223.14	296.36	484.00	812.52
音频线	22.07	29.46	27.19	28.09	29.49
音箱	2.57	9.86	1.13	1.74	2.63
耳机部品	10.44	4.31	3.02	2.83	2.58
其他	6.23	4.52	7.87	1.23	1.28
毛利率	18.76%	20.14%	16.26%	16.56%	17.29%
耳机	18.12%	19.77%	15.40%	16.20%	17.10%
音频线	23.00%	30.70%	28.00%	28.50%	29.10%
音箱	5.48%	9.83%	5.00%	5.20%	5.60%
耳机部品	47.49%	57.29%	45.00%	48.00%	51.00%
其他	31.00%	31.00%	60.00%	62.00%	66.00%

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

TWS 耳机全球销量不及预期的风险

- TWS 耳机行业目前处高景气度，公司将受益行业红利实现销量的高速增长。若全球 TWS 耳机销量不及预期，则会导致公司下游客户降低相关产品采购，公司订单体量缩水进而影响业绩。

公司产能扩张进度不及预期的风险

- 目前来看，公司存在产能瓶颈，客户需求旺盛在手订单充足，新产能扩充将对收入体量扩大形成支撑。若新产能扩张不及预期，则将导致公司新客户开发能力降低，客户订单交付能力下降。

公司大客户流失的风险

- 目前公司客户集中度较高，第一大客户占比接近 50%。若出现客户订单流失，或份额降低，势必影响公司收入与业绩增长。

汇率大幅波动的风险

- 公司海外销售占比超过 85%，汇率大幅波动将对业绩增长稳定性造成较大影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	832	1,218	1,347	2,064	3,180	4,989	货币资金	43	196	278	1,135	565	326
增长率		46.4%	10.6%	53.2%	54.1%	56.9%	应收账款	359	252	252	435	678	1,076
主营业务成本	-660	-995	-1,076	-1,738	-2,681	-4,207	存货	204	260	277	382	608	977
%销售收入	79.4%	81.7%	79.9%	84.2%	84.3%	84.3%	其他流动资产	27	40	34	68	85	102
毛利	172	223	271	326	499	782	流动资产	633	749	841	2,020	1,935	2,481
%销售收入	20.6%	18.3%	20.1%	15.8%	15.7%	15.7%	%总资产	75.4%	73.2%	73.7%	83.1%	66.3%	67.3%
营业税金及附加	-3	-6	-7	-9	-13	-20	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	160	221	228	278	782	936
销售费用	-22	-23	-22	-23	-34	-50	%总资产	19.1%	21.6%	20.0%	11.4%	26.8%	25.4%
%销售收入	2.7%	1.9%	1.6%	1.1%	1.1%	1.0%	无形资产	42	44	62	134	204	271
管理费用	-61	-56	-60	-72	-110	-176	非流动资产	206	274	301	412	985	1,208
%销售收入	7.3%	4.6%	4.5%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	24.6%	26.8%	26.3%	16.9%	33.7%	32.7%
研发费用	-63	-51	-64	-76	-122	-200	资产总计	840	1,023	1,142	2,432	2,921	3,689
%销售收入	7.6%	4.2%	4.7%	3.7%	3.9%	4.0%	短期借款	43	102	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	23	87	118	146	219	337	应付款项	347	393	458	656	992	1,531
%销售收入	2.8%	7.1%	8.8%	7.1%	6.9%	6.8%	其他流动负债	26	31	34	59	91	142
财务费用	14	-20	1	9	10	1	流动负债	416	526	492	715	1,083	1,673
%销售收入	-1.7%	1.7%	-0.1%	-0.4%	-0.3%	0.0%	长期贷款	0	40	83	83	83	83
资产减值损失	-7	-5	-9	-4	-2	-4	其他长期负债	0	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	417	567	575	798	1,166	1,756
投资收益	1	0	-6	-1	1	2	普通股股东权益	422	455	567	1,633	1,754	1,933
%税前利润	3.3%	0.7%	n.a	n.a	0.4%	0.4%	其中：股本	125	125	125	225	225	225
营业利润	31	67	116	150	228	336	未分配利润	-1	22	125	204	325	504
营业利润率	3.7%	5.5%	8.6%	7.3%	7.2%	6.7%	少数股东权益	1	1	1	1	1	1
营业外收支	4	3	9	0	0	0	负债股东权益合计	840	1,023	1,142	2,432	2,921	3,689
税前利润	35	69	125	150	228	336	比率分析						
利润率	4.2%	5.7%	9.2%	7.3%	7.2%	6.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-6	-7	-14	-17	-26	-38	每股指标						
所得税率	17.8%	10.5%	11.4%	11.6%	11.5%	11.4%	每股收益	0.240	0.496	0.883	0.797	1.209	1.785
净利润	29	62	110	133	201	298	每股净资产	3.380	3.643	4.536	9.798	10.524	11.595
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.077	1.278	1.581	0.332	0.583	0.804
归属于母公司的净利润	30	62	110	133	201	298	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.236	0.358	0.529
净利率	3.6%	5.1%	8.2%	6.4%	6.3%	6.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.10%	13.61%	19.47%	8.13%	11.49%	15.40%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	3.57%	6.06%	9.66%	5.46%	6.90%	8.07%
净利润	29	62	110	133	201	298	投入资本收益率	4.08%	13.02%	16.10%	7.51%	10.56%	14.83%
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	15	19	30	29	45	78	主营业务收入增长率	44.60%	46.45%	10.59%	53.22%	54.06%	56.92%
非经营收益	-1	1	5	15	5	4	EBIT增长率	N/A	276.24%	35.86%	23.47%	50.30%	53.91%
营运资金变动	-34	78	52	-102	-120	-198	净利润增长率	478.16%	106.71%	78.14%	20.34%	51.68%	47.69%
经营活动现金净流	10	160	198	75	131	181	总资产增长率	56.48%	21.79%	11.69%	112.91%	20.11%	26.30%
资本开支	-125	-74	-45	-145	-616	-296	资产管理能力						
投资	-1	2	0	0	0	0	应收账款周转天数	71.9	83.6	62.1	72.0	73.3	74.7
其他	1	2	0	-1	1	2	存货周转天数	89.0	85.1	91.2	81.0	83.6	85.6
投资活动现金净流	-124	-70	-45	-146	-615	-295	应付账款周转天数	91.0	129.9	125.5	130.4	127.5	125.2
股权募资	1	0	0	987	0	0	固定资产周转天数	9.8	66.2	61.8	45.3	57.3	59.6
债权募资	38	99	-59	0	0	0	偿债能力						
其他	-12	-28	-37	-59	-86	-125	净负债/股东权益	0.04%	-11.97%	-34.47%	-64.39%	-27.47%	-12.61%
筹资活动现金净流	27	71	-96	927	-86	-125	EBIT利息保障倍数	-1.6	4.3	-144.1	-16.4	-22.4	-483.9
现金净流量	-87	161	57	856	-570	-238	资产负债率	49.62%	55.41%	50.31%	32.81%	39.92%	47.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH