

2025 年 01 月 26 日

短期业绩承压，静待新兴业务放量

佳禾智能(300793)

事件概述

公司发布 2024 年业绩预告，2024 年公司预计实现归母净利润 5000-6000 万元，同比下滑 54.77-62.31%；扣非净利润 1000-2000 亿元，同比下滑 81.97-90.98%。

► 短期业绩承压

公司业绩短期承压。主要由于：1、收入端：公司营业收入同比增长约 3.8%；2、毛利率：受客户结构及产品迭代影响，毛利率下降约 3%。3、费用端：1) 松山湖总部运营中心、江西产业园运营管理费用同比增加约 1200 万元；2) 公司持续加大研发投入，研发费用同比增加约 1200 万元；3) 可转换公司债券利息计提使财务费用同比增加约 1600 万元；4) 公司计提长期股权投资减值准备与计提存货跌价准备同比增加约 2800 万元。

► 积极推进外延并购，实现横纵拓展

成立之初，公司以电声业务起家，而后依靠外延并购进行产品线的横向拓展和产业链的纵向延伸。2021-24 年公司先后入股索途电子、赣锋锂电、瑞欧威尔、物奇微电子、珑璟光电，纵向延伸布局可穿戴产品核心零部件振子、芯片等环节，同时横向拓展 AR 眼镜、新能源等新兴产品线，开辟第二成长曲线。

投资建议

我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 24.69、26.91、29.21 亿元，同比+3.8%、+9.0%、+8.5%；归母净利润分别为 0.55、1.02、1.50 亿元，同比-58.78%、+87.18%、+46.49%；EPS 分别为 0.14、0.27、0.39 元。2025 年 1 月 24 日股价为 18.08 元，对应 PE 分别为 125.83x、67.23x、45.89x。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

汇率波动风险、下游需求不及预期风险、市场竞争加剧风险。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	18.08
股票代码：	300793
52 周最高价/最低价：	23.7/10.27
总市值(亿)	68.80
自由流通市值(亿)	67.27
自由流通股数(百万)	372.06



分析师：单慧伟

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120004

联系电话：

联系人：陈天然

邮箱：chentn1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,172	2,377	2,469	2,691	2,921
YoY (%)	-20.5%	9.4%	3.8%	9.0%	8.5%
归母净利润(百万元)	174	133	55	102	150
YoY (%)	230.6%	-23.6%	-58.8%	87.2%	46.5%
毛利率 (%)	17.0%	18.2%	15.4%	16.3%	17.1%
每股收益 (元)	0.51	0.39	0.14	0.27	0.39
ROE	7.1%	5.3%	2.1%	3.9%	5.5%
市盈率	35.45	46.36	125.83	67.23	45.89

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 电声领军企业，多元业务开辟新增长点.....	4
2. 盈利预测与估值.....	4
2.1. 盈利预测.....	4
2.2. 相对估值.....	5
3. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 公司产品布局.....	4
表 1 主营业务预测.....	5
表 2 可比公司 Wind 一致预期.....	5

1. 电声领军企业，多元业务开辟新增长点

佳禾智能：国内领先的电声厂商。公司于 2013 年成立，2019 年在深交所上市。成立之初，公司以电声业务起家，而后依靠外延并购进行产品线的横向拓展和产业链的纵向延伸。2021-23 年公司先后入股索途电子、赣锋锂电、瑞欧威尔、物奇微电子、珑璟光电，强化智能可穿戴领域的布局。除此之外，为顺应新能源发展趋势，公司在 23 年上半年启动储能业务的布局与发展，目前子公司佳禾新能源以移动储能及户用储能为切入点，逐步延伸进入工商业储能及光储充一体化项目。目前，公司已形成耳机、音箱、智能可穿戴、储能四大产品矩阵，助力长期发展。

图 1 公司产品布局



资料来源：佳禾智能 2023 年年报，佳禾智能微信公众号，华西证券研究所

2. 盈利预测与估值

2.1. 盈利预测

基本假设：

耳机：下游需求相对稳定，我们预计耳机作为公司传统业务，收入有望保持稳定增长。因此，我们假设 2024-26 年耳机收入分别为 18.93、20.08、21.17 亿元，同比+1.6%、+6.1%、+5.4%。同时，由于下游竞争加剧叠加产品结构的变化，我们预计 2024 年耳机产品毛利率会略有下滑。展望未来，随着公司产品结构的优化叠加降本增效的成果显现，公司耳机产品 2025-26 年毛利率有望实现小幅提升。因此，我们假设 2024-26 年耳机毛利率分别为 16.42%、17.46%、18.47%。

音箱：下游需求增长放缓，我们预计音箱收入有望保持相对稳定。因此，我们假设 2024-26 年音箱收入分别为 4.07、4.15、4.23 亿元，同比-2.5%、+2.0%、+2.0%；毛利率分别为 12.00%、12.00%、12.00%。

智能穿戴及其他：1) AR 眼镜：公司在工业级和消费级 AR 眼镜领域已取得了

实质性进展，并有相关产品实现出货。目前，公司正与多个客户就 AR 眼镜项目进行深入洽谈，并积极开展预研工作。随着市场需求的不断扩大，公司的智能眼镜及 AR 眼镜业务有望迎来新的发展机遇，成为公司的第二成长曲线。2) 智能手表：公司与全球众多智能终端品牌商、互联网品牌商、智能穿戴品牌商保持着紧密、稳定、长期的战略合作关系。后续随着智能手表产品业务的放量，有望助力公司业绩加速。3) 储能：公司于 2023 年上半年启动储能业务板块的布局与发展，目前已进行了打样、试产、量产工作，未来有望成为公司新的盈利增长点。综上所述，我们假设 2024-25 年智能穿戴及其他业务收入分别为 1.69、2.69、3.81 亿元，同比+75.3%、+59.3%、+41.7%。同时随着产品放量后规模效应的体现，公司该板块毛利率有望实现小幅提升。因此，我们假设 2024-26 年智能穿戴及其他毛利率分别为 12.57%、13.90%、15.30%。

盈利预测结果：预计 2024-26 年营业收入分别为 24.69、26.91、29.21 亿元，同比+3.8%、+9.0%、+8.5%；毛利率分别为 15.43%、16.26%、17.12%。

表 1 主营业务预测

百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2653.4	2733.7	2172.3	2377.3	2468.6	2691.4	2920.6
yoy	17.5%	3.0%	-20.5%	9.4%	3.8%	9.0%	8.5%
毛利率	11.46%	9.57%	16.98%	18.18%	15.43%	16.26%	17.12%
耳机	2337.3	2395.1	1673.5	1864.1	1893.4	2008.1	2117.0
yoy	14.9%	2.5%	-30.1%	11.4%	1.6%	6.1%	5.4%
毛利率	11.80%	8.86%	18.18%	19.76%	16.42%	17.46%	18.47%
音箱	284.1	279.6	418.4	417.1	406.6	414.8	423.1
yoy	119.4%	-1.6%	49.6%	-0.3%	-2.5%	2.0%	2.0%
毛利率	5.66%	12.88%	12.86%	11.97%	12.00%	12.00%	12.00%
智能穿戴及其他	31.9	59.0	80.3	96.2	168.5	268.5	380.5
yoy	-65.6%	84.8%	36.1%	19.7%	75.3%	59.3%	41.7%
毛利率	38.16%	22.69%	13.44%	14.48%	12.57%	13.90%	15.30%

资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 相对估值

我们选取电声厂商歌尔股份、国光电器、天键股份作为可比公司。2025 年可比公司 PE 为 29.68x，PEG 为 0.97。我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 24.69、26.91、29.21 亿元，同比+3.8%、+9.0%、+8.5%；归母净利润分别为 0.55、1.02、1.50 亿元，同比-58.78%、+87.18%、+46.49%；EPS 分别为 0.14、0.27、0.39 元。2025 年 1 月 24 日股价为 18.08 元，对应 PE 分别为 125.83x、67.23x、45.89x。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司 Wind 一致预期

公司	代码	股价	EPS (元)			PE (倍)			G	PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024-26	2025
歌尔股份	002241.SZ	28.15	0.79	1.05	1.29	35.64	26.71	21.81	27.83%	0.96
国光电器	002045.SZ	18.43	0.56	0.71	0.94	32.63	25.84	19.54	29.23%	0.88
天键股份	301383.SZ	60.35	1.24	1.65	2.26	48.50	36.49	26.76	34.63%	1.05
平均						38.92	29.68	22.70	30.56%	0.97
佳禾智能	300793.SZ	18.08	0.14	0.27	0.39	125.83	67.23	45.89	65.59%	1.03

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：可比公司数据均为 Wind 一致预期，时间截至 2025 年 1 月 24 日

3. 风险提示

1、汇率波动风险：24H1 公司境外销售占比为 69.02%。公司外销区域集中于北美洲、欧洲、日本等，客户主要以美元结算货款。若公司未能采取有效措施应对汇率风险，则可能对公司盈利水平产生不利影响。

2、下游需求不及预期风险：近年来，在主要经济体贸易政策和货币政策变动、地缘政治局势紧张的背景下，全球经济增长面临较大挑战。若宏观经济的不确定性持续加剧、增长动能不足，居民可支配收入、电子产品购买力及购买意愿或将受到负面影响，对全球消费电子产品行业的持续发展可能造成不利影响，进而给公司业绩表现带来一定压力。

3、市场竞争加剧风险：消费电子行业市场参与数量呈现高速增长态势、同行业竞争对手加速提升产品技术水平、改良设计和优化市场营销，若公司不能紧跟消费电子行业变化，快速应对市场竞争加剧风险，及时推出符合消费者需要的产品，可能面临因产品不能适销对路、无法顺应行业的快速变化而被压低利润空间、甚至被市场淘汰的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,377	2,469	2,691	2,921	净利润	132	55	102	150
YoY (%)	9.4%	3.8%	9.0%	8.5%	折旧和摊销	87	135	138	137
营业成本	1,945	2,088	2,254	2,421	营运资金变动	59	7	-22	-46
营业税金及附加	12	12	13	15	经营活动现金流	326	241	267	289
销售费用	24	22	24	26	资本开支	-343	-2	-3	-2
管理费用	120	136	143	146	投资	156	0	0	0
财务费用	-27	-11	-14	-17	投资活动现金流	-178	-30	-13	-14
研发费用	124	136	143	146	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-47	-65	-40	-40	债务募资	-239	0	0	0
投资收益	-2	10	5	5	筹资活动现金流	-294	13	-40	-58
营业利润	148	58	116	169	现金净流量	-141	225	214	218
营业外收支	-2	-2	-3	-2	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	146	56	114	167	成长能力				
所得税	14	1	11	17	营业收入增长率	9.4%	3.8%	9.0%	8.5%
净利润	132	55	102	150	净利润增长率	-23.6%	-58.8%	87.2%	46.5%
归属于母公司净利润	133	55	102	150	盈利能力				
YoY (%)	-23.6%	-58.8%	87.2%	46.5%	毛利率	18.2%	15.4%	16.3%	17.1%
每股收益	0.39	0.14	0.27	0.39	净利率	5.6%	2.2%	3.8%	5.1%
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	3.9%	1.6%	2.9%	4.1%
货币资金	779	1,004	1,219	1,436	净资产收益率 ROE	5.3%	2.1%	3.9%	5.5%
预付款项	10	13	13	14	偿债能力				
存货	469	512	522	498	流动比率	2.80	2.79	2.81	3.00
其他流动资产	730	692	748	792	速动比率	1.97	2.00	2.09	2.32
流动资产合计	1,988	2,220	2,501	2,740	现金比率	1.10	1.26	1.37	1.57
长期股权投资	23	18	18	18	资产负债率	23.2%	25.3%	26.8%	26.6%
固定资产	961	845	728	612	经营效率				
无形资产	100	91	83	75	总资产周转率	0.70	0.74	0.77	0.80
非流动资产合计	1,275	1,198	1,076	955	每股指标（元）				
资产合计	3,263	3,419	3,577	3,694	每股收益	0.39	0.14	0.27	0.39
短期借款	42	42	42	42	每股净资产	7.40	6.71	6.87	7.12
应付账款及票据	596	683	769	786	每股经营现金流	0.96	0.63	0.70	0.76
其他流动负债	73	70	80	86	每股股利	0.15	0.05	0.10	0.15
流动负债合计	711	796	890	915	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	46.36	125.83	67.23	45.89
其他长期负债	47	68	68	68	PB	2.94	2.70	2.63	2.54
非流动负债合计	47	68	68	68					
负债合计	758	864	959	983					
股本	338	381	381	381					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	2,505	2,555	2,618	2,711					
负债和股东权益合计	3,263	3,419	3,577	3,694					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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