

佳禾智能 (300793.SZ)

2024年业绩短期承压，看好AI+品类打开成长空间

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,172	2,377	2,468	2,650	2,915
增长率 yoy (%)	-20.5	9.4	3.8	7.4	10.0
归母净利润(百万元)	174	133	50	100	147
增长率 yoy (%)	230.6	-23.6	-62.1	98.0	48.1
ROE (%)	7.1	5.3	2.0	3.9	5.5
EPS 最新摊薄(元)	0.46	0.35	0.13	0.26	0.39
P/E(倍)	42.3	55.4	146.2	73.8	49.8
P/B(倍)	3.0	2.9	2.9	2.9	2.7

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 公司发布 2024 年年度业绩预告, 2024 年公司预计实现归母净利润 0.50-0.60 亿元, 同比下降 54.77%-62.31%; 预计实现扣非净利润 0.10-0.20 亿元, 同比下降 81.97%-90.98%。其中单季度 24Q4 公司预计实现归母净利润 -0.22 至 -0.12 亿元, 同比亏损减少, 环比转亏; 预计实现扣非净利润 -0.35 至 -0.25 亿元, 同比亏损扩大, 环比转亏。

毛利率下滑与费用端增长双重挤压, 致使业绩短期承压: 2024 年公司营收同比增长约 3.8%, 利润端同比大幅下滑, 主要系: 1) 受客户结构及产品迭代影响, 毛利率下降约 3%, 导致毛利额减少约 6,100 万元; 2) 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 1,200 万元; 3) 公司持续加大研发投入, 研发费用同比增加约 1,200 万元; 4) 可转债利息计提使财务费用同比增加约 1,600 万元; 5) 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 2,800 万元。

关注 AI 耳机落地进展, 公司业绩有望受益国补刺激需求: 目前电子行业总体处于复苏阶段, 并在部分消费电子领域出现企稳回升趋势。2024 年前三季度公司智能耳机营收占比达 76%, 音箱占比约 14%, 是公司业绩的主要来源。结合 2025 年政策端发力, 公司业绩有望受益国补刺激 3C 消费电子需求。AI 耳机成为智能耳机新亮点, 通过技术进步带来了新功能, 如声音合成和降噪处理, 满足了用户在音乐、娱乐、健身和远程办公等场景下对个性化和智能化耳机的追求。在 AR/AI 眼镜的技术成熟度足够高且价格又足够低之前, 耳机产品仍然是 AI 终端应用落地一个比较重要的载体。随着 AI 技术不断发展, AI 耳机还可能衍生出智能姿态识别、健康监测等非音频功能, 为音频类产品带来更多附加值。公司在声学技术和研发能力上具备优势, 能够更好地把握 AI 耳机的发展机遇, 开发出更具竞争力的产品, 满足市场对 AI 耳机不断增长的需求。

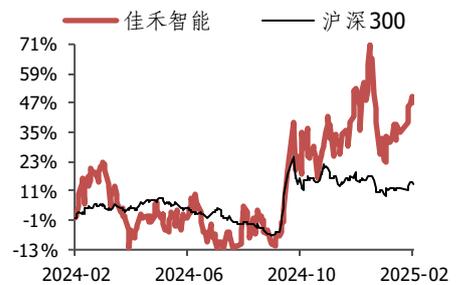
AI/AR 眼镜行业方兴未艾, 公司持续布局新业务: 从行业发展来看, AI/AR 硬件市场规模呈逐年递增趋势, 无论是国内还是全球, 都具备巨大的增长潜力。硬件方面, 正朝着专业化、高性能、低功耗、轻量化方向发展, 以提升用户体验; 软件层面, 随着用户增多, 适配性和更新速度加快, 软硬件深度融合将拓展产品在日常场景的应用。相较于单纯的声学产品, AI/AR 眼镜将成为

增持(首次)

股票信息

行业	电子
2025年2月11日收盘价(元)	19.31
总市值(百万元)	7,347.89
流通市值(百万元)	7,184.56
总股本(百万股)	380.52
流通股本(百万股)	372.06
近3月日均成交额(百万元)	723.87

股价走势



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulalan@cgws.com

相关研究

未来 AI 大模型的更佳载体。公司作为较早一批进入眼镜类消费电子领域的企业，在市场趋势把握和战略布局上具有先发优势，积累了丰富的产品开发和生产制造经验，能够快速响应市场需求变化并进行大规模定制生产。在 AI/AR 硬件业务上，公司为包括 AR 眼镜在内的智能硬件产品提供了灵活的接口设计，以适应客户对不同 AI 技术的需求。公司已经给工业级 AR 眼镜龙头企业瑞欧威尔出货了工业级头戴 AR 设备，给消费级 AR 客户影目科技出货了影目 GO 及迭代产品影目 GO2。在智能音频眼镜方面，公司有为安克、天猫、哈曼等客户进行生产制造，且持续出货。

首次覆盖，给予“增持”评级：公司主营业务为消费电子产品，主要从事电声产品和智能穿戴产品的研发、生产和销售，为全球顶尖的专业电声/智能穿戴品牌商、智能终端品牌商和互联网品牌商进行产品的开发和制造，向其提供高质量的电声产品和智能穿戴产品，主要产品包括 TWS 耳机/头戴耳机、音箱、智能手表/手环、智能眼镜、AR 眼镜、储能产品。我们看好公司主要产品智能耳机及音箱有望受益国补政策，AI+AR 有望打开远期成长空间，预估公司 2024-2026 年归母净利润为 0.50 亿元、1.00 亿元、1.47 亿元，EPS 分别为 0.13 元、0.26 元、0.39 元，对应 PE 分别为 146X、74X、50X。

风险提示：宏观经济环境波动风险，市场竞争加剧，下游需求不及预期，AI 技术发展不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2348	1988	2468	2222	2776
现金	930	779	992	900	1092
应收票据及应收账款	442	524	540	578	645
其他应收款	11	13	12	15	15
预付账款	10	10	11	12	13
存货	566	469	721	525	818
其他流动资产	389	193	193	193	193
非流动资产	1175	1275	1217	1183	1175
长期股权投资	28	23	20	17	15
固定资产	388	961	901	861	841
无形资产	100	100	101	103	104
其他非流动资产	658	191	194	202	214
资产总计	3523	3263	3685	3405	3951
流动负债	1049	711	1134	788	1220
短期借款	281	42	42	42	42
应付票据及应付账款	702	596	1014	672	1100
其他流动负债	66	73	77	74	78
非流动负债	39	47	47	47	47
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	47	47	47	47
负债合计	1088	758	1181	835	1268
少数股东权益	0	2	2	2	2
股本	338	338	338	338	338
资本公积	1602	1603	1603	1603	1603
留存收益	483	565	602	678	782
归属母公司股东权益	2436	2503	2502	2568	2681
负债和股东权益	3523	3263	3685	3405	3951

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	136	326	254	-37	267
净利润	174	132	50	99	147
折旧摊销	59	86	91	95	101
财务费用	-69	-27	-31	-32	-48
投资损失	1	2	-10	-6	-3
营运资金变动	-65	59	150	-197	66
其他经营现金流	37	73	3	3	4
投资活动现金流	-445	-178	-22	-54	-89
资本支出	165	344	36	64	95
长期投资	-290	156	2	3	3
其他投资现金流	10	11	11	7	4
筹资活动现金流	-108	-294	-20	-2	15
短期借款	-100	-238	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3	-56	-20	-2	15
现金净增加额	-423	-141	213	-92	193

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2172	2377	2468	2650	2915
营业成本	1803	1945	2237	2342	2525
营业税金及附加	10	12	11	12	14
销售费用	15	24	18	20	23
管理费用	78	120	96	108	121
研发费用	132	124	120	136	155
财务费用	-69	-27	-31	-32	-48
资产和信用减值损失	-38	-58	-5	-4	-5
其他收益	20	27	25	26	25
公允价值变动收益	-2	3	2	1	1
投资净收益	-1	-2	10	6	3
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	182	148	49	93	148
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	5	3	3	3	3
利润总额	178	146	47	92	146
所得税	4	14	-3	-8	-1
净利润	174	132	50	99	147
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	174	133	50	100	147
EBITDA	231	224	116	162	221
EPS (元/股)	0.46	0.35	0.13	0.26	0.39

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-20.5	9.4	3.8	7.4	10.0
营业利润 (%)	381.3	-18.3	-67.1	91.7	58.8
归属母公司净利润 (%)	230.6	-23.6	-62.1	98.0	48.1
获利能力					
毛利率 (%)	17.0	18.2	9.4	11.6	13.4
净利率 (%)	8.0	5.6	2.0	3.8	5.1
ROE (%)	7.1	5.3	2.0	3.9	5.5
ROIC (%)	6.1	4.8	1.0	2.8	4.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.9	23.2	32.0	24.5	32.1
净负债比率 (%)	-25.2	-27.6	-36.1	-31.6	-37.5
流动比率	2.2	2.8	2.2	2.8	2.3
速动比率	1.6	2.0	1.4	2.0	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.7	4.9	4.6	4.7	4.8
应付账款周转率	2.6	3.0	2.8	2.8	2.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.35	0.13	0.26	0.39
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.36	0.86	0.67	-0.10	0.70
每股净资产 (最新摊薄)	6.40	6.58	6.58	6.75	7.05
估值比率					
P/E	42.3	55.4	146.2	73.8	49.8
P/B	3.0	2.9	2.9	2.9	2.7
EV/EBITDA	24.5	25.7	47.9	34.8	24.6

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686