

收购高端专业音频自主品牌 BDKG，拓展产品与技术布局

佳禾智能 (300793)

事件概述

佳禾智能发布公告，其全资子公司佳禾国际拟以现金方式支付对价，收购 Carol Shirley Beyer、Carina-Gloria Muhling、Kaja Muhling、Daniela Gruidl、Dennis Gruidl、Samantha Carina Edwards、David Edwards 持有的 beyerdynamic GmbH&Co. KG (BD KG) 的全部有限合伙权益、普通合伙人 BEYER DYNAMIC Verwaltungs-GmbH 的全部股份及股东借款。初步收购价款为 1.22 亿欧元，折合人民币约 9.96 亿元。

BD KG 为全球知名高端音频设备制造商

BD KG 是一家全球知名的高端音频设备制造商，自 1960 年在德国成立以来，始终致力于音频技术和产品创新，现有产品线涵盖专业创作耳机、游戏耳机、无线音频设备等多个领域，满足了从录音棚到家庭娱乐、从舞台表演到移动办公等多样化场景的需求。BD KG 定位于高端音频领域，销售网络覆盖欧洲、美国、中国等全球主要市场。凭借卓越的音频技术、精湛的德国制造工艺和持续的创新能力，BD KG 在全球专业耳机市场享有较高品牌知名度，并多次获得国际设计和音频奖项等。2024 年 BD KG 实现营业收入 8445.1 万欧元，同比+16.57%；净利润 854.3 万欧元，实现扭亏为盈。

此次并购有助于拓展产品和技术布局，加速推进全球化

1) 拓展自主品牌业务，提升盈利能力。公司目前主要以 ODM 模式与终端品牌商开展业务合作，逐步拓展自主品牌业务、提升业务附加值是公司的业务发展战略之一。BD KG 依托深厚的品牌底蕴，自主研发、制造和销售品牌产品，在全球高端专业音频产品领域取得较高认可度。通过本次交易，公司可快速提升品牌业务收入规模，增强品牌业务运营能力，享受成熟品牌溢价，提升整体业务盈利能力。

2) 扩充产品品类，实现资源互补。本次交易通过整合双方的技术资源，可实现双方消费级和专业级音频产品的优势互补，拓展公司在上游元器件技术领域的实力，加速公司的技术升级和产品创新。此外，借助公司在消费类音频产品的供应链、制造和渠道资源优势，BD KG 亦有望快速推动其消费类耳机业务发展，促进业务规模持续提升。

3) 开拓欧美市场，完善全球化布局。BD KG 构建了经销、直销、电商、零售等各种方式相结合的多元化营销网络渠道，在

评级及分析师信息

| | |
|--------------|------------|
| 评级: | 增持 |
| 上次评级: | 增持 |
| 目标价格: | |
| 最新收盘价: | 16.58 |
| 股票代码: | 300793 |
| 52 周最高价/最低价: | 23.7/11.24 |
| 总市值(亿) | 63.09 |
| 自由流通市值(亿) | 61.69 |
| 自由流通股数(百万) | 372.07 |



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: chentr1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

相关研究

1. 【华西电子】佳禾智能 (300793.SZ) 2024 年及 2025 年一季度业绩点评: 业绩短期承压, 看好 AI 端侧打开成长空间

2025.04.29

全球拥有 100 余家业务合作伙伴，广泛覆盖欧洲、中国、美国等全球主要市场。本次交易完成后，公司可借助 BD KG 成熟的线上线下销售体系开拓欧美市场，进一步完善全球化市场布局，同时提升公司应对国际贸易政策不确定性的抗风险能力。

投资建议

我们维持 2025-27 年业绩预测。预计公司 2025-27 年营业收入分别为 26.86、29.35、32.19 亿元，同比+8.9%、+9.3%、+9.7%。预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 1.00、1.46、2.00 亿元，同比+142.3%、+45.5%、+37.5%。预计公司 2025-27 年 EPS 分别为 0.26、0.38、0.53 元。2025 年 6 月 6 日股价为 16.58 元，对应 PE 分别为 63.00x、43.31x、31.51x，维持“增持”评级。

风险提示

交易不确定性风险，商誉减值风险，交易完成后的整合风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,377 | 2,467 | 2,686 | 2,935 | 3,219 |
| YoY (%) | 9.4% | 3.8% | 8.9% | 9.3% | 9.7% |
| 归母净利润(百万元) | 133 | 41 | 100 | 146 | 200 |
| YoY (%) | -23.6% | -68.8% | 142.3% | 45.5% | 37.5% |
| 毛利率 (%) | 18.2% | 14.9% | 15.2% | 15.5% | 15.8% |
| 每股收益 (元) | 0.39 | 0.12 | 0.26 | 0.38 | 0.53 |
| ROE | 5.3% | 1.4% | 3.3% | 4.8% | 6.6% |
| 市盈率 | 42.51 | 138.17 | 63.00 | 43.31 | 31.51 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 2,467 | 2,686 | 2,935 | 3,219 | 净利润 | 41 | 100 | 146 | 200 |
| YoY (%) | 3.8% | 8.9% | 9.3% | 9.7% | 折旧和摊销 | 85 | 12 | 14 | 11 |
| 营业成本 | 2,100 | 2,278 | 2,481 | 2,710 | 营运资金变动 | 177 | -94 | -29 | -7 |
| 营业税金及附加 | 18 | 19 | 21 | 21 | 经营活动现金流 | 351 | 59 | 166 | 236 |
| 销售费用 | 24 | 23 | 23 | 24 | 资本开支 | -217 | -2 | -2 | -1 |
| 管理费用 | 133 | 134 | 141 | 145 | 投资 | -1,019 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -5 | -11 | -10 | -10 | 投资活动现金流 | -1,216 | -1 | 1 | 8 |
| 研发费用 | 129 | 134 | 141 | 145 | 股权募资 | 0 | 42 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -79 | -40 | -40 | -40 | 债务募资 | 1,109 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 13 | 15 | 20 | 24 | 筹资活动现金流 | 992 | -113 | -162 | -222 |
| 营业利润 | 47 | 113 | 163 | 224 | 现金净流量 | 140 | -41 | 4 | 21 |
| 营业外收支 | -1 | -2 | -2 | -1 | 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 利润总额 | 47 | 111 | 162 | 222 | 成长能力 | | | | |
| 所得税 | 6 | 11 | 16 | 22 | 营业收入增长率 | 3.8% | 8.9% | 9.3% | 9.7% |
| 净利润 | 41 | 100 | 146 | 200 | 净利润增长率 | -68.8% | 142.3% | 45.5% | 37.5% |
| 归属于母公司净利润 | 41 | 100 | 146 | 200 | 盈利能力 | | | | |
| YoY (%) | -68.8% | 142.3% | 45.5% | 37.5% | 毛利率 | 14.9% | 15.2% | 15.5% | 15.8% |
| 每股收益 | 0.12 | 0.26 | 0.38 | 0.53 | 净利率率 | 1.7% | 3.7% | 5.0% | 6.2% |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 总资产收益率 ROA | 1.1% | 2.3% | 3.2% | 4.4% |
| 货币资金 | 919 | 878 | 882 | 903 | 净资产收益率 ROE | 1.4% | 3.3% | 4.8% | 6.6% |
| 预付款项 | 9 | 11 | 12 | 13 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 488 | 558 | 529 | 549 | 流动比率 | 3.56 | 3.21 | 3.14 | 2.95 |
| 其他流动资产 | 1,646 | 1,753 | 1,788 | 1,807 | 速动比率 | 2.85 | 2.53 | 2.50 | 2.35 |
| 流动资产合计 | 3,062 | 3,201 | 3,210 | 3,272 | 现金比率 | 1.07 | 0.88 | 0.86 | 0.82 |
| 长期股权投资 | 13 | 13 | 13 | 13 | 资产负债率 | 30.3% | 32.4% | 32.9% | 34.3% |
| 固定资产 | 973 | 973 | 973 | 973 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 103 | 103 | 103 | 103 | 总资产周转率 | 0.65 | 0.60 | 0.65 | 0.71 |
| 非流动资产合计 | 1,313 | 1,316 | 1,319 | 1,323 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 4,375 | 4,516 | 4,529 | 4,595 | 每股收益 | 0.12 | 0.26 | 0.38 | 0.53 |
| 短期借款 | 160 | 160 | 160 | 160 | 每股净资产 | 8.01 | 8.02 | 7.98 | 7.93 |
| 应付账款及票据 | 611 | 749 | 766 | 839 | 每股经营现金流 | 0.92 | 0.15 | 0.44 | 0.62 |
| 其他流动负债 | 89 | 87 | 98 | 109 | 每股股利 | 0.12 | 0.29 | 0.42 | 0.58 |
| 流动负债合计 | 861 | 997 | 1,024 | 1,107 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | PE | 138.17 | 63.00 | 43.31 | 31.51 |
| 其他长期负债 | 466 | 466 | 466 | 466 | PB | 2.46 | 2.07 | 2.08 | 2.09 |
| 非流动负债合计 | 466 | 466 | 466 | 466 | | | | | |
| 负债合计 | 1,327 | 1,463 | 1,490 | 1,574 | | | | | |
| 股本 | 381 | 381 | 381 | 381 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 2 | | | | | |
| 股东权益合计 | 3,048 | 3,053 | 3,039 | 3,021 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 4,375 | 4,516 | 4,529 | 4,595 | | | | | |

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在最新状态。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。