



行业高β和公司强α，20年盈利能力向上周期开启

2020.02.04

强烈推荐 (维持)

电子行业

肖明亮(分析师) 李峥嵘(研究助理)
电话: 020-88832290 020-88832290
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn li.zhengrong@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310118080006

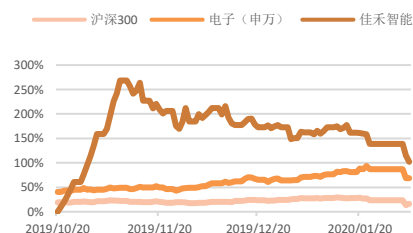
事件:

公司发布 2019 年业绩预告, 报告期内实现归母净利润变动区间预计为 1.22-1.32 亿元, 同比增长 10.08%-19.14%。

核心观点:

- 归母净利润略低预期, 主要系研发投入加大、无线耳机放量初期成本增多及越南工厂建设投入三大因素。按预告中值估计, 2019 年公司归母净利润约为 1.27 亿元, 同比增长 15.45%, 略低于我们前期 1.39 亿预计值。从扣非后归母净利润角度, 2019 年公司扣非后归母净利润约为 1.28 亿元 (取业绩预告中值), 同比增长 31.96%, 维系较高增长。我们认为收入端公司仍维持高速增长态势, 而归母净利润略低预期主要因素在于: 1) 研发投入加大。公司 2019 年前三季度研发费用 0.59 亿元, 已接近 2018 年全年研发费用 0.64 亿元, 预计公司 2019Q4 研发投入进一步加大, 但研发投入增加是产业演进的必要条件, 我们在深度报告《佳禾智能: 行业高β和公司强α进入共振期》认为 TWS 耳机产品体验开始进入硬核阶段, 降噪、音质及智能化将成为产品体验优化三大方向发展。2) 2019 年公司 ODM 无线耳机订单放量初年, 带来成本端增多。2019Q1-Q3 营收 16.29 亿元, 已超 2018 年全年营收 13.47 亿元, 2019 年半年度无线耳塞营收 (5.42 亿元) 已接近 2018 年全年营收 (5.94 亿元), 无线耳机初步放量带来成本端大幅增加, 但是我们认为随着订单规模持续放量, 公司规模效应将会显现, 盈利能力有望回升。3) 越南生产基地建设与投入。2019 年公司设立佳禾越南子公司, 并预计投入现金约 6950 万元用于建设佳禾越南。依据招股说明书数据, 公司首期将投资 6 条产线, 可实现收入 1.5 亿元, 二期投资将产线扩充到 16 条, 可实现收入 4 亿元。首期投资预计将于 2019 年下半年正式投产, 二期投资预计将于 2020 年投产。我们认为随着公司越南工厂建设完毕并投产, 工厂经济效益将会显现。此外该生产基地是公司境外生产基地, 在增加公司产能的同时, 将有助于公司更好服务国际客户, 有利于加强国际客户粘性。展望未来, 行业高β和公司强α进入共振期, 公司有望在 2020 年开启盈利能力向上周期: 1) 行业: TWS 耳机行业景气度高, 订单需求较为饱满, 同时我们认为非 AirPods 耳机市场加速启动, 且随着产品体验开始进入硬核阶段, “中间小”格局有望改善, 这将有利于公司下游手机品牌厂商和顶级音频大厂。2) 公司: 我们认为公司具有客户、研发及规模优势, 将会持续受益行业竞争格局演变。
- TWS 耳机行业景气度高企, 非 AirPods 耳机市场加速启动, “中间小”格局有望改善, 产品体验同时进入硬核阶段。2016-2018 年全球 TWS 耳机出

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
佳禾智能	-23.01	-31.89	101.86
电子行业	1.52	16.21	39.40
沪深 300	-8.67	-5.43	1.02

基本资料

总市值(亿元)	65.07
总股本(亿股)	1.67
流通股比例	25.01%
资产负债率	55.41%
大股东	东莞市文富实业投资有限公司
大股东持股比例	39.60%

广证恒生-佳禾智能 (300793.SZ)-公司深度-行业高β和公司强α进入共振期-20191227



销量从 918 万副增长到 4600 万副，年复合增长率达到 124%，2019 年前三季度出货量合计达 7750 万副，已远远超过 2018 年全年，TWS 耳机当前行业景气度高。我们将 TWS 耳机市场总体分为 AirPods 与非 AirPods 耳机两种市场，看未来增长空间。我们假设 iPhone 手机今年销量 1.98 亿部，AirPods 今年销量 0.62 亿副，渗透率为 32%。而在安卓端，安卓手机假设今年销量 11.92 亿部，其 TWS 耳机销量仅 0.55 亿副，渗透率仅为 5%。按照预期渗透率及出厂价，我们预计非 AirPods 耳机销量开始加速启动，预计 2023 年市场规模相比 2019 年增长 8 倍，而 AirPods 市场规模类比增长近 2 倍。进一步分析，整体 TWS 耳机市场结构呈现“两头大中间小”特征，即高端机型以 AirPods 销量最多，其次是低端机型（售价 200 元以下），最后非 AirPods 中高端。通过对智能手机历史演进对比分析，结合我们对 TWS 耳机进入硬核阶段判断，我们认为非 AirPods 耳机中高端品牌出货将会获得显著增长，“中间小”格局将会获得改善，这将有利于手机品牌厂商和顶级音频大厂。同时，我们从 Bragi 耳机及 AirPods 历程分析出 TWS 耳机将进入硬核阶段。2017-2018 年蓝牙技术传输方案并不成熟，各大厂商均集中解决 TWS 耳机蓝牙断连、延迟等蓝牙技术传输问题，在解决基本无线蓝牙传输问题后，产品将聚焦消费者产品体验本身，**降噪、音质及智能化将成为产品体验优化三大方向发展**，下游手机品牌厂商和顶级音频大厂在这三方面具有优势。

■ **公司三大优势构建竞争优势，受益较为明确。**公司以耳机制造为核心业务，主要以 ODM 模式开展经营，2019 年半年度无线耳塞营收（5.42 亿元）已接近 2018 年全年营收（5.94 亿元），**无线耳塞已成为耳机营收业务贡献主力**。我们认为公司具有我们认为公司具有客户、研发及规模优势，将会持续受益 TWS 耳机高景气度及竞争格局演进。客户方面，2017 年开始**公司推进大客户大订单战略**，客户集中度不断上升，其中**哈曼一直是公司的第一大客户**，2019H1 营收占比 49.18%。2019 年，**公司成功与华为、Skullcandy 实现了合作**，2019H1 华为、Skullcandy 随即成为公司前五大客户。手机品牌方面，**2019 年公司还通过三星认证**。哈曼为顶级音频大厂，华为、三星为全球市占率排名前三手机品牌，公司打入其供应体系，符合行业竞争格局推演。研发方面，公司技术积累深厚，持续向无线化智能化发力，募投研发中心也将促进技术创新升级，进一步提升未来发展潜力。规模方面，公司已经具备制造及质量优势，公司募投智能工厂建设项目，有助推动生产效率提升。产能方面，**公司越南工厂投产在即，助推公司产能提升**。公司还采用外协加工助力产能提升，降低制作成本。**我们对比分析市场上 TWS 耳机主要的 ODM、OEM 企业营收及利润情况，我们认为公司具有相对规模及盈利优势。**

■ **盈利预测：**我们预计 2019/2020/2021 年公司营收为 22.37/30.05/39.11 亿元，归母净利润分别为 1.29/1.99/2.89 亿元，对应 EPS 为 0.77/1.19/1.73 元，当前股价对应 PE 为 50.63/32.70/22.53 倍。我们认为当前 TWS 耳机行业景气度高，非 AirPods 耳机市场加速启动，且随着产品体验开始进入硬核阶段，“中间小”格局有望改善，这将有利于公司下游手机品牌厂商和顶级音频大厂。同时，我们认为公司具有客户、研发及规模优势，哈曼持续为公司第一大客户，且公司打入华为、三星供应链，华为上半年已成前五大客户，未来具有较高的订单弹性，另外明年越南工厂产能也将释放，公司未来业绩确定性较高。因而，我们认为行业高β和公司强α进入共振期，将会持续受益行业竞争格局演变，**我们给予公司 2020 年 50 倍 PE，结合 2020 年 EPS 为 1.19 元，给予目标价 59.5 元，合理估值上涨空间为 52.41%，维持“强**



“强烈推荐”评级。

- **风险提示:** TWS 耳机销量不及预期风险; 公司大客户订单流失风险; 公司产能扩张不及预期风险; 汇率大幅波动风险。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1346.99	2236.99	3004.67	3910.87
同比(%)	10.59%	66.07%	34.32%	30.16%
归属母公司净利润 (百万元)	110.39	128.53	198.97	288.86
同比(%)	78.14%	16.44%	54.81%	45.18%
毛利率(%)	20.14%	15.81%	16.38%	17.01%
ROE(%)	19.47%	18.48%	22.24%	24.41%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.66	0.77	1.19	1.73
P/E	58.95	50.63	32.70	22.53



盈利预测模型:

财务报表预测及比率分析

资产负债表						利润表							
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	42.94	196.47	278.26	306.12	441.33	657.09	营业收入	831.70	1218.01	1346.99	2236.99	3004.67	3910.87
应收票据及账款	330.25	232.00	237.28	394.06	529.29	688.92	营业成本	660.08	995.24	1075.66	1883.28	2512.61	3245.72
预付账款	3.07	3.30	9.29	9.91	14.05	20.86	营业税金及附加	2.62	5.81	6.84	9.69	13.02	16.94
其他应收款	29.19	20.31	14.55	24.16	32.45	42.23	销售费用	22.15	23.09	22.05	23.26	30.05	37.15
存货	204.15	260.14	277.45	440.33	574.46	722.51	管理费用	60.55	56.00	60.36	87.24	105.46	134.93
其他流动资产	23.63	36.78	24.57	57.30	76.96	100.18	研发费用	63.19	50.93	63.98	89.48	120.19	152.52
流动资产总计	633.22	749.00	841.39	1231.87	1668.55	2231.78	财务费用	-14.09	20.42	-0.82	2.98	2.70	2.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	-6.93	-4.56	-9.15	-6.88	-6.88	-6.88
固定资产	22.38	220.92	227.91	235.21	277.96	305.07	投资收益	1.15	0.49	-5.57	0.00	0.00	0.00
在建工程	137.97	0.00	0.00	51.00	51.50	51.50	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	40.96	42.62	58.09	62.58	78.81	92.21	营业利润	31.42	62.44	104.20	134.17	213.77	314.64
长期待摊费用	0.81	1.17	3.55	1.77	0.00	0.00	其他非经营损益	3.36	6.90	20.32	10.23	10.23	10.23
其他非流动资产	4.27	8.87	11.21	28.21	28.71	31.71	利润总额	34.77	69.34	124.53	144.41	224.01	324.87
非流动资产合计	206.39	273.58	300.76	378.77	436.98	480.49	所得税	6.18	7.27	14.18	15.79	25.00	35.89
资产总计	839.61	1022.58	1142.15	1610.64	2105.52	2712.27	净利润	28.59	62.07	110.35	128.62	199.01	288.98
短期借款	43.10	102.07	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-1.39	0.11	-0.04	0.09	0.03	0.12
应付票据及账款	329.22	379.41	439.89	744.05	1010.11	1293.58	归属母公司股东净利润	29.98	61.97	110.39	128.53	198.97	288.86
其他流动负债	43.94	44.52	51.92	87.64	117.45	151.74	EBITDA	29.19	103.89	144.12	205.38	306.50	427.45
流动负债合计	416.27	526.01	491.81	831.69	1127.56	1445.32	NOPLAT	14.25	74.17	91.61	122.16	192.31	281.74
长期借款	0.00	39.80	82.60	82.60	82.60	82.60	EPS (元)	0.18	0.37	0.66	0.77	1.19	1.73
其他非流动负债	0.34	0.79	0.18	0.18	0.18	0.18	主要财务比率						
非流动负债合计	0.34	40.59	82.78	82.78	82.78	82.78	会计年度						
负债合计	416.60	566.60	574.59	914.47	1210.34	1528.10	成长能力						
股本	125.00	125.00	125.00	125.00	125.00	125.00	营收增长率	44.60%	46.45%	10.59%	66.07%	34.32%	30.16%
资本公积	296.72	297.38	296.81	296.81	296.81	296.81	EBIT增长率	446.65%	333.93%	37.82%	19.15%	53.81%	44.22%
留存收益	0.76	32.97	145.15	273.68	472.65	761.51	EBITDA增长率	8523.44%	255.94%	38.72%	42.50%	49.24%	39.46%
归属母公司权益	422.48	455.34	566.96	695.49	894.46	1183.32	净利润增长率	720.88%	117.10%	77.78%	16.55%	54.73%	45.21%
少数股东权益	0.53	0.64	0.60	0.69	0.72	0.85	盈利能力						
股东权益合计	423.01	455.98	567.56	696.17	895.18	1184.17	毛利率	20.63%	18.29%	20.14%	15.81%	16.38%	17.01%
负债和股东权益合计	839.61	1022.58	1142.15	1610.64	2105.52	2712.27	净利率	3.44%	5.10%	8.19%	5.75%	6.62%	7.39%
现金流量表							ROE	7.10%	13.61%	19.47%	18.48%	22.24%	24.41%
会计年度							ROA	3.57%	6.06%	9.66%	7.98%	9.45%	10.65%
税后经营利润	27.73	61.75	110.22	119.50	189.92	279.88	ROIC	4.37%	15.91%	17.51%	24.11%	27.62%	33.66%
折旧与摊销	8.50	14.14	20.42	57.99	79.79	100.49	估值倍数						
财务费用	-14.09	20.42	-0.82	2.98	2.70	2.08	P/E	217.07	105.01	58.95	50.63	32.70	22.53
其他经营资金	-12.55	63.39	67.80	-22.74	-5.59	-29.72	P/S	7.82	5.34	4.83	2.91	2.17	1.66
经营性现金净流量	9.60	159.69	197.62	157.73	266.82	352.73	P/B	15.40	14.29	11.48	9.36	7.27	5.50
投资性现金净流量	-123.86	-69.67	-44.74	-126.89	-128.91	-134.90	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
筹资性现金净流量	26.14	70.94	-98.65	-2.98	-2.70	-2.08	EV/EBIT	238.03	55.12	38.96	33.12	21.27	14.37
现金流量净额	-87.35	161.02	56.94	27.86	135.21	215.75	EV/EBITDA	168.68	47.62	33.44	23.77	15.73	10.99
							EV/NOPLAT	345.55	66.71	52.61	39.95	25.08	16.67



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值。

李峥嵘：华北电力大学工科学士，上海国家会计学院硕士。目前担任电子行业研究员，持续跟踪覆盖电子产业领域。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。