

2023年05月19日

天键股份 (301383.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周三（5月24日）有一家创业板上市公司“天键股份”询价。
- ◆ **天键股份 (301383)**：公司主营业务为微型电声元器件、消费类、工业和车载类电声产品、健康声学产品的研发、制造和销售。公司 2020-2022 年分别实现营业收入 12.56 亿元/14.11 亿元/11.26 亿元，YOY 依次为 126.72%/12.29%/-20.20%，三年营业收入的年复合增速 26.65%；实现归母净利润 0.75 亿元/1.32 亿元/0.67 亿元，YOY 依次为 810.17%/74.81%/-49.25%，三年归母净利润的年复合增速 100.62%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 2.72 亿元，同比增长 20.37%；实现归母净利润 0.19 亿元，同比增长 43.52%。根据初步预测，2023 年 1-6 月公司预计实现归母净利润 5,329.75 万元，较 2022 年半年度增长 97.00%。
- ① **投资亮点**：1、公司已深度绑定全球音频产品龙头哈曼集团，并与其他知名品牌建立了稳定的合作关系。公司深耕电声行业十余年，凭借丰富的精密制造经验以及完善的垂直整合能力，成功进入到包括哈曼集团、森海塞尔、音珀、摩托罗拉、冠捷集团、海盗船、安克创新、博士、传音控股等国内外知名品牌厂商供应链中；其中，公司更是深度绑定全球音频产品领域龙头哈曼集团，合作时间长达八年，报告期间来自哈曼集团的销售收入占比始终维持在 50%以上、为公司的第一大客户。借助与上述的客户合作，公司产品远销北美洲、欧洲等地，报告期间内外销比例达 75%以上；为更好的服务于海外客户，公司在境外设立了香港子公司，并在马来西亚建立了生产基地。2、公司积极向健康声学、医用电声等领域进行业务拓展。2019 年，公司通过取得 II 类医疗器械生产许可证，成为国内少数能够同时生产消费类电声产品和健康声学类产品的企业，大力推进自主品牌的专业验配级助听器、具备蓝牙功能的 TWS 形态辅听器、个性化定制 HIFI 耳机等新产品；报告期间，公司来自健康声学类产品的销售收入实现较快增长，由 2020 年的 676.39 万元增至 2022 年的 2,023.34 万元。同时，公司在医用电声领域，还与武汉大学、华南理工大学相关团队开展合作，进行全自动耳道扫描仪设备、数字听诊器、连续血糖监测仪 (CGM) 等产品研发，其中耳道扫描仪以及数字听诊器已完成工程样机的开发，连续血糖监测仪已完成电子结构部分的设计。
- ② **同行业上市公司对比**：选取佳禾智能、朝阳科技、瀛通通讯为天键股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022 年可比公司的平均收入规模为 14.28 亿元，可比 PE-TTM 为 39.52X，销售毛利率为 17.42%；相较而言，公司营收规模未及同业均值，但销售毛利率处于同业的中高位区间。
- ◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,256.2	1,410.6	1,125.7

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	87.18
流通股本 (百万股)	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

相关报告

- 西山科技-新股专题覆盖报告 (西山科技)-2023 年第 91 期-总第 288 期 2023.5.19
- 翔腾新材-新股专题覆盖报告 (翔腾新材)-2023 年第 92 期-总第 289 期 2023.5.19
- 普莱得-新股专题覆盖报告 (普莱得)-2023 年第 89 期-总第 286 期 2023.5.18
- 天玛智控-新股专题覆盖报告 (天玛智控)-2023 年第 88 期-总第 285 期 2023.5.18
- 新莱福-新股专题覆盖报告 (新莱福)-2023 年第 90 期-总第 287 期 2023.5.18



同比增长(%)	126.72	12.29	-20.20
营业利润(百万元)	90.6	156.4	70.8
同比增长(%)	4,483.83	72.70	-54.70
净利润(百万元)	75.4	131.7	66.9
同比增长(%)	810.17	74.81	-49.25
每股收益(元)	0.87	1.51	0.77

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、天键股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	8
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 全球零售耳机市场销售额情况	5
图 6: 全球 TWS 耳机市场出货量	6
图 7: 2016-2020 年全球 TWS 耳机市场规模	6
图 8: 2013-2021 年中国耳机产品产值	7
图 9: 2016-2020 年中国 TWS 耳机市场规模	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、天键股份

公司主营业务为微型电声元器件、消费类、工业和车载类电声产品、健康声学产品的研发、制造和销售。

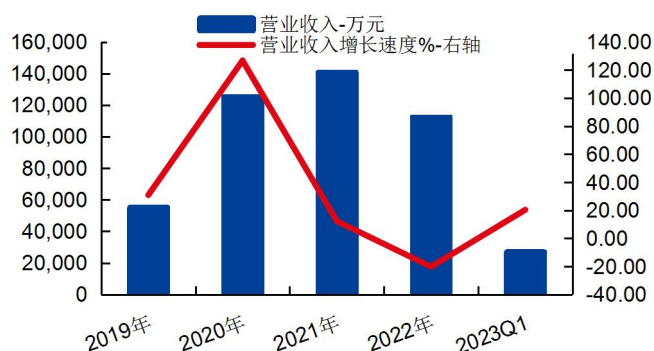
通过持续多年的研发投入和技术积累，公司逐步形成了支撑公司持续发展的一系列核心技术，从而能够开发和制造性能良好、特点突出、具有综合成本优势的电声产品；蓝牙技术、2.4GHz Wifi 技术、LDS 天线技术和双振膜喇叭技术均已成熟应用到公司生产的无线头戴耳机、TWS 耳机、游戏耳机、通讯耳机、助听器、音箱模组等产品上。截至最新，公司已拥有 33 项发明专利，实用新型、外观设计 431 项，共计 464 项专利，软件著作权 95 项。目前公司已经与国内外部分知名品牌厂商建立了合作关系，包括 Harman/哈曼集团(Harman)、森海塞尔(Sennheiser)、音珀(EPOSGROUP A/S)等国内外优质客户(品牌商)。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 12.56 亿元/14.11 亿元/11.26 亿元，YOY 依次为 126.72%/12.29%/-20.20%，三年营业收入的年复合增速 26.65%；实现归母净利润 0.75 亿元/1.32 亿元/0.67 亿元，YOY 依次为 810.17%/74.81%/-49.25%，三年归母净利润的年复合增速 100.62%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 2.72 亿元，同比增长 20.37%；实现归母净利润 0.19 亿元，同比增长 43.52%。

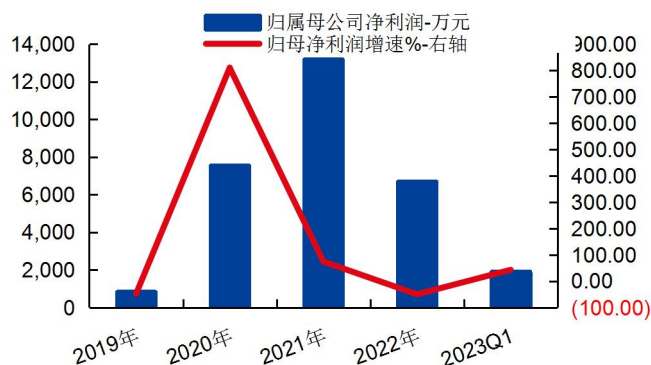
2022 年，公司主营收入按产品类型可分为两大板块，分别为耳机产品(10.12 亿元，90.32%)、其他声学产品(1.09 亿元，9.68%)。2020 年至 2022 年报告期间，耳机产品始终是公司的核心业务及主要收入来源，其销售收入占比基本维持在 90%以上；而在耳机产品中，又以头戴式耳机和 TWS 耳机为主体。

图 1：公司收入规模及增速变化



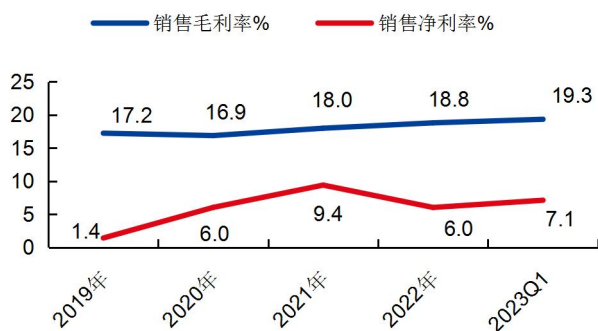
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



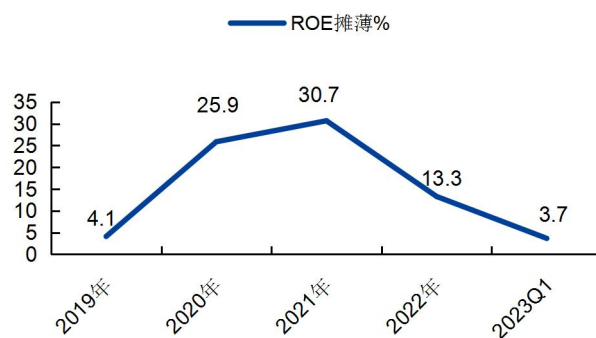
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

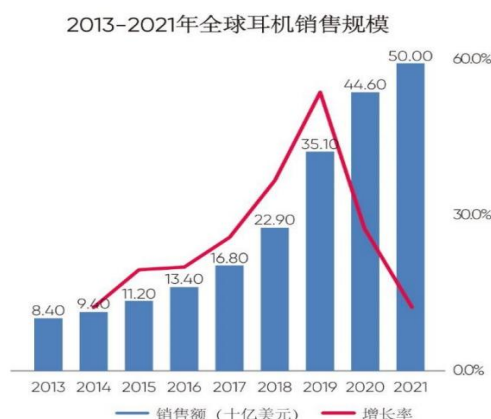
（二）行业情况

公司主要从事微型电声元器件、消费类、工业和车载类电声产品、健康声学产品的研发、制造和销售，主要产品为各类耳机产品；根据业务属性，公司属于电声行业。

从全球来看，全球消费电子行业的持续增长与产品的技术创新为电声市场发展带来发展机遇，全球电声产业规模不断提升。同时，网络视听娱乐及游戏产业刺激提升了电声产品的消费需求。人工智能也为电声产业带来了新的价值，随着人工智能技术的不断成熟，电声行业智能化程度将逐步提升，人工智能主要从计算和分析两方面支持电声技术的发展。

全球耳机市场出货量快速提升，行业规模快速扩张。根据 Statista 的行业数据统计，2021 年全球耳机销售规模提升至 500 亿美元，较 2020 年增长 12.11%，2013 年至 2021 年复合增长率为 24.98%，销售规模增速较快。

图 5：全球零售耳机市场销售额情况



资料来源：Statista，华金证券研究所

根据市场调研机构 Counterpoint 的数据，2016 年全球 TWS 耳机出货量仅为 918 万部，2017-2021 年出货量分别为 2,000 万部、4,600 万部、1.29 亿部、2.33 亿部、3.00 亿部，年增长率分别为 118%、130%、180%、81%、29%，报告期内保持快速增长，2016-2021 年的复合增长率（CAGR）高达 101%。

图 6：全球 TWS 耳机市场出货量



资料来源：Counterpoint，华金证券研究所

根据市场调研机构 IDC 数据显示，2016-2019 年全球 TWS 耳机市场规模（按销售额）从 16.1 亿美元增长至 118.5 亿美元，年复合增长率达 94.4%，预测全球 TWS 耳机市场规模在 2020 年将达到 167.4 亿美元。未来伴随蓝牙、芯片、传感器等技术的成熟，以及在线办公和在线学习需求逐日旺盛，TWS 耳机行业将加速发展，有望成为增长最快的智能穿戴设备领域。

图 7：2016-2020 年全球 TWS 耳机市场规模



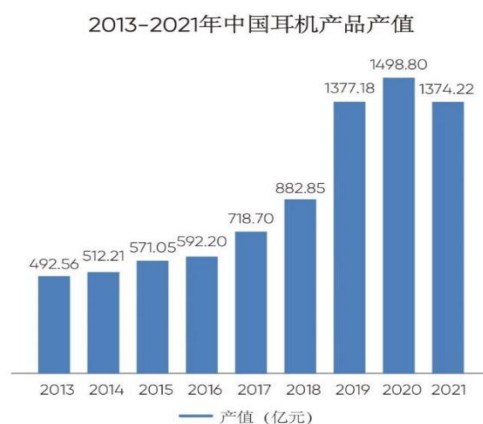
资料来源：IDC、头豹研究院，华金证券研究所

从市场空间看，截至 2020 年全球苹果手机存量超 10 亿，而 AirPods 在 2017 至 2019 年总出货量约为 1.1 亿部，目前 AirPods 的产品渗透率约为 11%。除去苹果手机外，安卓手机总装机量约为 46 亿部，非苹果系的 TWS 耳机 2017-2019 年总出货量约为 9,000 万部，目前安卓机的渗透率约为 2%，安卓市场的用户基数更大。未来随着 TWS 无线耳机各项性能的提升以及规模化生产叠加消费者自由可支配收入的增加，以及对数字产品消费喜好的变化，将推动 TWS 市场继续发展，促使渗透率进一步提升。

从国内来看，中国是最大的耳机生产国家和消费市场，已经形成了包括耳机在内的完整电声产品产业链。电声行业的下游涵盖从高精尖军工产业到家用汽车、家用电器、手机及电脑等产业。经过多年的快速发展，我国电声行业的市场化程度非常高，绝大多数电声企业已经参与到国际竞争中。2013 至 2021 年，我国耳机产业继续保持整体增长态势，根据中国电子音响行业协会统计，

2020 年我国耳机行业总产值为 1,498.80 亿元，2021 年的总产值为 1,374.22 亿元，同比分别增长 8.83%和-8.31%。

图 8：2013-2021 年中国耳机产品产值



资料来源：中国电子音响行业协会（2022 年 8 月），华金证券研究所

2021 年无线耳机产值为 953.51 亿元，同比下降 13.44%，在实现多年的高速增长后，在市场竞争加剧、下游需求疲弱、技术升级放缓等因素的影响下，市场逐步进入调整期。

有线耳机产品 2021 年产值 420.71 亿元，同比增长 5.92%。2020 年以来，越来越多的消费者在远程办公、远程会议场景下以及在线游戏、在线娱乐场景下的第一诉求是“连接稳定”，这一点目前仍是有线耳机的传统优势。2020 年，有线耳机迅速进入办公领域，成为“生产力工具”，市场份额快速扩大，带动有线耳机产值整体上涨。

2016 至 2019 年，中国 TWS 耳机市场规模（按销售额）从 3.4 亿美元增长至 24.1 亿美元，年复合增长率达 92.4%，苹果公司的 AirPods 占市场主导地位。随着信息化和智能化的快速发展，国内用户消费意愿进一步提升，耳机市场渗透率大幅提升，市场 TWS 耳机产品也将越趋多元化，TWS 耳机将成为智能手机的主流标配耳机类型，中国 TWS 耳机市场有望持续保持增长。

图 9：2016-2020 年中国 TWS 耳机市场规模



资料来源：IDC、头豹研究院，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司已深度绑定全球音频产品龙头哈曼集团，并与其他知名品牌建立了稳定的合作关系。公司深耕电声行业十余年，凭借丰富的精密制造经验以及完善的垂直整合能力，成功进入到包括哈曼集团、森海塞尔、音珀、摩托罗拉、冠捷集团、海盗船、安克创新、博士、传音控股等国内外知名品牌厂商供应链中；其中，公司更是深度绑定全球音频产品领域龙头哈曼集团，合作时间长达八年，报告期间来自哈曼集团的销售收入占比始终维持在 50%以上、为公司的第一大客户。借助与上述的客户合作，公司产品远销北美洲、欧洲等地，报告期内外销比例达 75%以上；为更好的服务于海外客户，公司在境外设立了香港子公司，并在马来西亚建立了生产基地。

2、公司积极向健康声学、医用电声等领域进行业务拓展。2019 年，公司通过取得 II 类医疗器械生产许可证，成为国内少数能够同时生产消费类电声产品和健康声学类产品的企业，大力推进自主品牌的专业验配级助听器、具备蓝牙功能的 TWS 形态辅听器、个性化定制 HIFI 耳机等新产品；报告期间，公司来自健康声学类产品的销售收入实现较快增长，由 2020 年的 676.39 万元增至 2022 年的 2,023.34 万元。同时，公司在医用电声领域，还与武汉大学、华南理工大学相关团队开展合作，进行全自动耳道扫描仪设备、数字听诊器、连续血糖监测仪（CGM）等产品研发，其中耳道扫描仪以及数字听诊器已完成工程样机的开发，连续血糖监测仪已完成电子结构部分的设计。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、**赣州欧翔电声产品生产扩产建设项目**：本项目拟通过引入高端自动化生产设备，打造高标准的电声产品生产基地；通过本项目的建设，公司能有效地扩大当前的生产能力，并进一步改进产品质量和服务质量。据初步预测，本项目税后内部收益率为 18.74%，静态投资回收期为 6.73 年（税后）。
- 2、**天键电声研发中心升级建设项目**：本项目计划建设声学、结构、电子等多个实验室，引入高层次技术研发人才，针对电声行业的重点产品开展相关研究，进一步强化在 TWS 耳机以及健康声学领域的技术积累，在定制式助听、辅听产品、游戏耳机、教育耳机等细分领域进行前瞻性战略布局。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	赣州欧翔电声产品生产扩产建设项目	41,039.93	40,935.10	18 个月
2	天键电声研发中心升级建设项目	7,312.54	6,271.52	24 个月
3	补充流动资金项目	12,793.38	12,793.38	-
	总计	66,076.95	66,076.95	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 11.26 亿元，同比下降 20.20%；实现归属于母公司净利润 0.67 亿元，同比下降 49.25%。根据初步预测，2023 年上半年公司预计实现营业收入 64,624.97 万元，较 2022 年半年度增长 31.15%，归属于母公司净利润 5,329.75 万元，较 2022 年半年度增长 97.00%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 3,401.43 万元，较 2022 年半年度增长 14.76%。

公司专注于声学领域，主要产品为耳机；根据主营业务的相似性，选取佳禾智能、朝阳科技、赢通通讯为天键股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022 年可比公司的平均收入规模为 14.28 亿元，可比 PE-TTM（剔除负值/算数平均）为 39.52X，销售毛利率为 17.42%；相较而言，公司营收规模未及同业均值，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年收 入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊 薄
002861.SZ	赢通通讯	17.11	-13.58	7.25	-30.74%	-1.18	-223.62%	17.63%	-12.82%
300793.SZ	佳禾智能	66.73	35.82	21.72	-20.54%	1.74	230.61%	16.98%	7.13%
002981.SZ	朝阳科技	24.36	43.21	13.85	5.79%	0.58	239.70%	17.64%	7.29%
301383.SZ	天键股份	/	/	11.26	-20.20%	0.67	-49.25%	18.79%	13.28%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

创新风险、技术更新换代风险、核心技术泄密风险、下游消费电子行业市场需求放缓风险、对第一大客户 Harman/哈曼集团重大依赖风险、客户集中风险、对其他主要客户收入持续下滑风险、贸易摩擦风险、境外经营风险、原材料采购的风险、委托加工风险、业务快速发展带来的管理风险、实际控制人控制的风险、毛利率波动风险、税收优惠政策变动的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn