

业绩表现优异，AI/AR 眼镜、智能戒指、医疗助听器等新业务空间广阔

天键股份(301383)

事件概述

公司发布 2024 年业绩预告，2024 年预计实现营收 20.50-24.00 亿元，同比+16.75-36.68%；归母净利润 2.00-2.30 亿元，同比+46.95-69.00%；扣非归母净利润 1.50-1.80 亿元，同比+19.13-42.96%。

► 深耕电声行业三十年，积极拓展新客户

凭借技术优势和制造优势，公司与海外 H 客户、森海塞尔、飞利浦、摩托罗拉、海盗船、Nothing、Demant Group、GN Group、博士、迪卡侬、Marshall、Anker、OPPO、VIVO、传音控股等国内外优质客户密切合作。随着新项目的量产落地，公司业绩有望实现持续增长。

► 延伸布局健康医疗，开启第二成长曲线

天键 2017 年进入健康声学领域，2019 年取得 II 类医疗器械生产许可证，差异化布局 OTC 助听器。目前公司 OTC 助听器已在国内外线上渠道销售。伴随助听器产品加速出海，健康医疗自有品牌业务有望开启第二增长曲线。

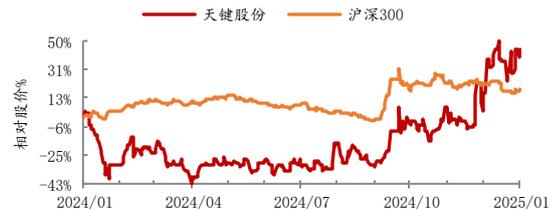
► 新兴业务加速发展，打开业绩增长天花板

1、智能眼镜：公司目前的产品线已覆盖音频眼镜、AR 眼镜、AI 眼镜，全方位满足用户对于高品质视听体验的需求。其中，**1) AI 智能眼镜：**公司采用旗舰级智能眼镜平台方案，配备 1200w 像素摄像头，5 颗高性能麦克风并融入 AI 大模型能力，打造出行业领先的可拍照智能眼镜解决方案；**2) AR 全彩眼镜：**公司采用全彩光波导 + Micro LED 光机方案，并搭载高性能硬件平台，打造行业一流的一体机解决方案。目前公司正在积极与客户进行对接。产品放量后有望成为新的业绩增长点。

2、智能指环：三星于 2024 Unpacked 大会上发布了 Galaxy Ring 智能戒指，用于实现健康监测的功能。与此同时，魅族、INMO、雷鸟等厂商均配合 AR 智能眼镜推出了智能戒指，用于实现精准的手势识别交互。我们认为，三星等大厂的入局有望推动智能指环实现加速渗透，同时“1 副眼镜 + 1 颗戒指”组合也有望成为高度关联的标配模式，为用户带来全新的沉浸式体验。公司深度布局智能戒指产品领域，目前已推出具备健康监测功能的智能戒指，同时在手势识别、智能交互等方面也有相关的核心技术储备，后续有望实现加速放量。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	57.55
股票代码：	301383
52 周最高价/最低价：	62.97/23.35
总市值(亿)	89.62
自由流通市值(亿)	38.66
自由流通股数(百万)	70.26



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

投资建议

我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 22.34、29.24、40.82 亿元，同比+27.2%、+30.9%、+39.6%；归母净利润分别为 2.15、2.81、4.07 亿元，同比+57.9%、+30.6%、+44.9%；EPS 分别为 1.32、1.72、2.50 元。2025 年 1 月 20 日股价为 57.55 元，对应 PE 分别为 43.61x、33.40x、23.05x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

新产品开拓不及预期；消费电子需求放缓；汇率波动风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,126	1,756	2,234	2,924	4,082
YoY (%)	-20.2%	56.0%	27.2%	30.9%	39.6%
归母净利润(百万元)	67	136	215	281	407
YoY (%)	-49.3%	103.6%	57.9%	30.6%	44.9%
毛利率 (%)	18.8%	20.3%	18.8%	19.2%	20.1%
每股收益 (元)	0.77	1.34	1.32	1.72	2.50
ROE	13.3%	7.3%	10.6%	12.6%	16.2%
市盈率	74.74	42.95	43.61	33.40	23.05

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 国内声学领先厂商，消费+医疗助力成长.....	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 公司主要产品.....	4
表 1 主营业务收入预测.....	5
表 2 可比公司估值表.....	6

1. 国内声学领先厂商，消费+医疗助力成长

国内声学领先厂商，深耕电声行业近三十年。天键最早可以追溯到 1995 年，主要从事电声元器件和电声终端产品的研发、制造和销售。公司从传统声学元器件业务（喇叭、扬声器）起家，通过集成声学、结构件、电子件的业务整合切入耳机整机制造，成为智能耳机 ODM 制造商。与此同时，公司通过持续创新拓展产业边界，向声光电一体化领域和智慧医疗领域稳步迈进，进一步衍生成为智慧医疗、AR/VR 等声光电结合产品的方案提供商。目前公司已实现消费和医疗两大板块的业务布局：**1) 消费电子**：以 ODM 业务为主，目前包括 TWS 耳机、头戴耳机、游戏耳机、话务耳机、运动耳机、智能音箱及其他电声系统配件；**2) 健康医疗**：以自有品牌为主，目前包括助听器（妙音 Music 品牌）、定制耳机（RAPTGO 品牌）、智能戒指（Mring 品牌）；除此之外，公司还正在布局研发耳道扫描仪、电子听诊器等产品。

图 1 公司主要产品



资料来源：天键股份 2023 年年报，京东，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：

- **消费电子（ODM）**：产品主要包括耳机、音箱、AR/AI 眼镜等。1) **耳机**：公司与海外 H 客户、森海塞尔、飞利浦、摩托罗拉、海盗船、Nothing、

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

Demant Group、GN Group、博士、迪卡侬、Marshall、Anker、OPPO、VIVO、传音控股等国内外优质客户密切合作。随着新项目的量产落地，公司耳机板块收入有望实现持续增长。**2) 音箱：**公司延伸布局音箱业务，并积极导入新的头部客户，随着新客户和新项目的导入，公司音箱板块收入有望实现加速。**3) 智能眼镜：**公司产品线已覆盖音频眼镜、AR 眼镜、AI 眼镜，全方位满足用户对于高品质视听体验的需求。目前公司正在积极与客户进行对接。产品放量后有望成为新的业绩增长点。综上所述，我们假设公司消费电子板块 2024-26 年收入分别为 21.77、27.84、37.38 亿元，同比+26.4%、+27.9%、+34.3%。毛利率方面，由于 24H1 国内收入占比提升（国内毛利率-2.44%），导致整体毛利率水平略有下滑。随着后续产品结构的优化，我们预计公司消费电子板块毛利率有望实现逐年提升。因此，我们假设公司 2024-26 年毛利率分别为 18.4%、18.6%、19.2%。

➤ **健康医疗（自主品牌）：**产品主要包括助听器、智能指环等。**1) 助听器：**公司差异化布局 OTC 助听器，目前已经取得 II 类医疗器械许可证和 FDA 认证，并已经在国内外线上渠道销售。随着产品销售渠道的逐渐完善，叠加产品出海进程加速，公司助听器板块收入有望实现持续提升。**2) 智能指环：**公司目前已推出具有健康监测功能的智能戒指，同时在手势识别、智能交互等方面也有相关的核心技术储备。随着三星等大厂入局，智能指环有望实现加速渗透，公司智能指环有望实现加速放量。因此，我们假设公司健康医疗板块 2024-26 年收入分别为 0.45、1.25、3.25 亿元，同比+84.4%、+177.8%、+160.0%。毛利率方面，我们假设公司 2024-26 年毛利率分别为 35.3%、31.5%、29.8%。

盈利预测结果：我们预计 2024-26 年公司营业收入分别为 22.34、29.24、40.82 亿元，同比+27.2%、+30.9%、+39.6%；毛利率分别为 18.8%、19.2%、20.1%。

表 1 主营业务收入预测

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1410.67	1125.70	1755.92	2233.80	2923.65	4082.12
yoy	12.3%	-20.2%	56.0%	27.2%	30.9%	39.6%
毛利率	18.0%	18.8%	20.3%	18.8%	19.2%	20.1%
消费电子	1385.62	1100.57	1722.22	2176.72	2783.55	3738.25
yoy	11.1%	-20.6%	56.5%	26.4%	27.9%	34.3%
毛利率	17.7%	18.5%	20.1%	18.4%	18.6%	19.2%
健康医疗	19.72	20.23	24.41	45.00	125.00	325.00
yoy	191.7%	2.6%	20.7%	84.4%	177.8%	160.0%
毛利率	34.7%	31.7%	34.0%	35.3%	31.5%	29.8%
其他	5.33	4.90	9.29	12.08	15.10	18.87
yoy	88.3%	-8.1%	89.6%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	32.2%	39.8%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%

资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 相对估值

我们选取耳机和智能眼镜代工厂商作为可比公司，包括歌尔股份、国光电器、佳禾智能、亿道信息。2025 年可比公司 PE 为 32.85x，PEG 为 1.54。我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 22.34、29.24、40.82 亿元，同比+27.2%、+30.9%、+39.6%；归母净利润分别为 2.15、2.81、4.07 亿元，同比+57.9%、+30.6%、+44.9%；EPS 分别为 1.32、1.72、2.50 元。2025 年 1 月 20 日股价为 57.55 元，对应 PE 分别

为 43.61x、33.40x、23.05x。考虑到公司 AI/AR 眼镜、智能戒指、助听器等新兴业务放量有望带来显著业绩增长弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2 可比公司估值表

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			G	PE/G
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
歌尔股份	002241.SZ	25.09	0.79	1.05	1.29	31.80	23.78	19.48	27.78%	0.86
国光电器	002045.SZ	17.99	0.56	0.71	0.94	31.85	25.22	19.07	29.23%	0.86
佳禾智能	300793.SZ	17.33	0.28	0.43	0.55	63.00	40.28	31.64	41.10%	0.98
亿道信息	001314.SZ	45.84	0.92	1.02	1.16	49.98	44.81	39.50	12.49%	3.59
平均						44.16	33.53	27.42	27.65%	1.57
天键科技	301383.SZ	57.55	1.32	1.72	2.50	43.61	33.40	23.05	37.56%	0.89

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 20 日

3. 风险提示

1、新产品开拓不及预期风险：若新品研发进度或产业化进度不及预期，将会对公司远期收入造成不利影响。

2、消费电子需求放缓风险：公司目前主营业务为耳机、音箱等消费类电声产品，因此下游消费电子行业的需求变化会对公司业绩直接影响。若未来全球经济出现大范围不景气、消费需求进一步变化，下游需求显著放缓，可能对公司生产经营和盈利能力构成不利影响。

3、汇率波动风险：公司与境外客户主要使用外币定价结算；同时，公司外销收入占比较高，人民币汇率波动将直接影响公司汇兑损益金额。因此，如果未来人民币汇率出现剧烈波动，会影响公司在海外市场的竞争力和销售情况，同时会增加因汇兑损益而使经营利润发生波动的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,756	2,234	2,924	4,082	净利润	137	217	283	410
YoY (%)	56.0%	27.2%	30.9%	39.6%	折旧和摊销	36	59	67	76
营业成本	1,399	1,815	2,362	3,261	营运资金变动	-199	58	-62	-35
营业税金及附加	9	9	12	14	经营活动现金流	6	346	299	460
销售费用	13	18	23	32	资本开支	-107	-101	-101	-102
管理费用	73	94	117	163	投资	0	0	0	0
财务费用	-18	-18	-10	0	投资活动现金流	-412	-100	-93	-94
研发费用	114	125	155	208	股权募资	1,220	0	0	0
资产减值损失	-29	-10	-10	-10	债务募资	-94	1	0	0
投资收益	-4	8	8	8	筹资活动现金流	1,124	-62	-86	-125
营业利润	145	224	293	424	现金净流量	730	199	120	241
营业外收支	-3	-1	-1	-2					
利润总额	142	223	292	422	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	5	7	9	13	成长能力				
净利润	137	217	283	410	营业收入增长率	56.0%	27.2%	30.9%	39.6%
归属于母公司净利润	136	215	281	407	净利润增长率	103.6%	57.9%	30.6%	44.9%
YoY (%)	103.6%	57.9%	30.6%	44.9%	盈利能力				
每股收益	1.34	1.32	1.72	2.50	毛利率	20.3%	18.8%	19.2%	20.1%
					净利率	7.8%	9.6%	9.6%	10.0%
					总资产收益率 ROA	7.5%	8.0%	9.1%	11.2%
					净资产收益率 ROE	7.3%	10.6%	12.6%	16.2%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
货币资金	1,011	1,210	1,330	1,571	流动比率	3.32	3.05	2.68	2.41
预付款项	6	4	6	10	速动比率	2.39	2.23	1.98	1.82
存货	211	257	350	464	现金比率	1.62	1.58	1.29	1.11
其他流动资产	846	865	1,082	1,369	资产负债率	26.8%	28.8%	32.9%	37.0%
流动资产合计	2,074	2,336	2,768	3,414	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.96	0.82	0.94	1.11
固定资产	383	403	426	446	每股指标 (元)				
无形资产	27	25	23	22	每股收益	1.34	1.32	1.72	2.50
非流动资产合计	482	531	564	587	每股净资产	16.06	12.49	13.68	15.41
资产合计	2,555	2,867	3,332	4,001	每股经营现金流	0.05	2.12	1.84	2.82
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.36	0.41	0.53	0.77
应付账款及票据	564	678	915	1,266	估值分析				
其他流动负债	60	88	119	154	PE	42.95	43.61	33.40	23.05
流动负债合计	624	766	1,034	1,419	PB	4.05	4.61	4.21	3.73
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	61	60	60	60					
非流动负债合计	61	60	60	60					
负债合计	685	827	1,095	1,480					
股本	116	163	163	163					
少数股东权益	4	6	8	11					
股东权益合计	1,870	2,040	2,237	2,522					
负债和股东权益合计	2,555	2,867	3,332	4,001					

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。