

业绩短期承压，静待新业务放量

天键股份(301383)

事件概述

天键股份发布 2025 年半年报。25H1 公司实现营收 8.95 亿元，同比-6.32%；归母净利润 0.05 亿元，同比-94.47%；扣非归母净利润 0.01 亿元，同比-99.15%。

业绩短期承压

分业务看，25H1 公司耳机产品实现营收 7.99 亿元，同比-11.62%；其他声学产品实现营收 0.86 亿元，同比+30.57%；其他业务实现营收 0.09 亿元，同比+66.51%

单季度看，25Q2 公司实现营收 4.59 亿元，同比-15.15%；环比+5.34%；归母净利润为 0.02 亿元，同比-96.75%，环比-49.02%；扣非归母净利润为-0.01 亿元，同比-101.45%，环比由盈转亏。

毛利率同比下滑，持续加大研发投入

毛利率：25H1 毛利率为 13.60%，同比-4.52pct。其中，25Q2 毛利率为 15.65%，同比-4.19pct，环比+4.21pct。毛利率大幅下滑主要系：1) 客户结构变化影响，低毛利的国内客户收入占比提升；2) 产品结构变化影响，海外业务毛利率同比下滑 5.14pct。

费用率：25H1 期间费用率为 13.12%，同比+4.80pct。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.00%、5.42%、7.81%、-1.11%，同比+0.21、+0.73、+2.70、+1.16pct。公司持续加大研发投入，25H1 研发费用为 0.70 亿元，同比+43.19%。

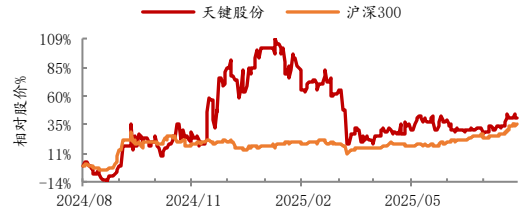
新兴业务加速发展，打开业绩增长天花板

公司加速布局声光电一体化项目。目前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。根据公司官网微信公众号，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。根据公司投关活动记录表，目前公司正在积极与客户进行对接。目前公司智能眼镜年产能超 10 万台，产品放量后有望成为新的业绩增长点。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：41.83

股票代码：301383
52 周最高价/最低价：66.66/25.4
总市值(亿)：68.30
自由流通市值(亿)：29.54
自由流通股数(百万)：70.61



分析师：单慧伟
邮箱：shanhw@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524120004
联系电话：

分析师：陈天然
邮箱：chentn1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120525060001
联系电话：

相关研究

1. 【华西电子】天键股份(301383.SZ) 2024 年及 25Q1 业绩点评：Q1 业绩短期承压，新业务打开成长天花板

2025.04.18

► 全球化产能布局，提升海外服务能力

目前公司拥有江西赣州、广东中山和马来西亚槟城三个制造基地，可较好地满足国内外客户产品需求。其中，马来西亚槟城生产基地的大幅扩产，以及正在泰国投资建设的第二海外生产基地，有望助力公司更好地服务国际专业品牌客户。

投资建议

参考 2025 年半年报，我们调整 2025-27 年盈利预测，预计 2025-27 年营业收入分别为 22.10、25.73、30.19 亿元（原值为 24.99、29.52、35.18 亿元），同比-0.8%、+16.4%、+17.4%。预计 2025-27 年归母净利润为 0.82、1.64、2.31 亿元（原值为 1.50、2.50、3.20 亿元），同比-61.2%、+100.0%、+40.4%。预计 2025-27 年 EPS 分别为 0.50、1.01、1.41 元（原值为 0.92、1.53、1.96 元）。2025 年 8 月 28 日股价为 41.83 元，对应 PE 分别为 83.05x、41.53x、29.58x。维持“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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,756	2,227	2,210	2,573	3,019
YoY (%)	56.0%	26.8%	-0.8%	16.4%	17.4%
归母净利润(百万元)	136	212	82	164	231
YoY (%)	103.6%	55.6%	-61.2%	100.0%	40.4%
毛利率 (%)	20.3%	18.8%	15.4%	17.4%	17.9%
每股收益 (元)	0.96	1.30	0.50	1.01	1.41
ROE	7.3%	10.3%	3.8%	7.1%	9.1%
市盈率	43.57	32.18	83.05	41.53	29.58

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	2,227	2,210	2,573	3,019	净利润	213	83	165	232
YoY (%)	26.8%	-0.8%	16.4%	17.4%	折旧和摊销	51	83	83	83
营业成本	1,809	1,870	2,125	2,478	营运资金变动	-7	95	-46	-50
营业税金及附加	10	9	10	12	经营活动现金流	238	264	208	279
销售费用	19	18	21	24	资本开支	-133	-1	-2	-1
管理费用	101	106	116	121	投资	0	0	0	0
财务费用	-37	-18	-10	0	投资活动现金流	-501	-5	18	11
研发费用	128	155	154	151	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	-22	-25	-25	-25	债务募资	0	0	0	0
投资收益	10	20	20	12	筹资活动现金流	-41	-3	0	0
营业利润	229	86	172	240	现金净流量	-282	259	226	289
营业外收支	-1	-1	-2	-1	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	228	85	170	239	成长能力				
所得税	15	3	5	7	营业收入增长率	26.8%	-0.8%	16.4%	17.4%
净利润	213	83	165	232	净利润增长率	55.6%	-61.2%	100.0%	40.4%
归属于母公司净利润	212	82	164	231	盈利能力				
YoY (%)	55.6%	-61.2%	100.0%	40.4%	毛利率	18.8%	15.4%	17.4%	17.9%
每股收益	1.30	0.50	1.01	1.41	净利率	9.5%	3.7%	6.4%	7.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	8.0%	2.9%	5.3%	6.8%
货币资金	632	892	1,118	1,407	净资产收益率 ROE	10.3%	3.8%	7.1%	9.1%
预付款项	7	6	8	9	偿债能力				
存货	325	288	303	349	流动比率	3.54	3.23	3.31	3.39
其他流动资产	1,235	1,302	1,388	1,468	速动比率	2.29	2.27	2.42	2.55
流动资产合计	2,199	2,488	2,817	3,233	现金比率	1.02	1.16	1.31	1.48
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	25.1%	28.0%	28.4%	28.6%
固定资产	464	385	305	226	经营效率				
无形资产	28	26	24	22	总资产周转率	0.84	0.77	0.83	0.89
非流动资产合计	558	501	419	336	每股指标 (元)				
资产合计	2,757	2,989	3,235	3,569	每股收益	1.30	0.50	1.01	1.41
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	12.65	13.15	14.15	15.57
应付账款及票据	520	671	743	823	每股经营现金流	1.46	1.62	1.27	1.71
其他流动负债	101	99	108	131	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	621	770	851	953	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	32.18	83.05	41.53	29.58
其他长期负债	70	68	68	68	PB	4.16	3.18	2.96	2.69
非流动负债合计	70	68	68	68					
负债合计	691	838	918	1,021					
股本	163	163	163	163					
少数股东权益	5	5	6	7					
股东权益合计	2,066	2,152	2,317	2,549					
负债和股东权益合计	2,757	2,989	3,235	3,569					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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。