



传音控股 (688036.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新兴市场拓展加速, 盈利能力持续改善

业绩简评

2023年8月28日公司披露半年报, H1 营收 250 亿元, 同增 8%; 归母净利润 21 亿元, 同增 27%。其中, Q2 营收 158 亿元, 同增 31%; 归母净利润 15.8 亿元, 同增 84%。

经营分析

根据 IDC, H1、Q2 公司手机出货量达 0.4、0.25 亿台, 同比 11%、34%, 新兴市场增长快速。H1 公司在全球手机市场的占有率为 13.9%, 在全球手机品牌厂商中排名第三, 其中智能机在全球智能机市场的占有率为 7.6%, 排名第六位。在非洲市场, 公司非洲智能机市场的占有率超过 40%, 排名第一。在南亚市场, 公司智能机在巴基斯坦、孟加拉国智能机市场占有率排名第一, 印度市场占有率排名第六。

盈利能力持续改善。H1、Q2 公司毛利率为 24.5%、25.2%, 均较去年同期提升 2.4pct, 公司毛利率连续三个季度环比改善, 我们认为主要系原材料价格下降、公司产品结构持续优化。

经营活动产生的现金流净额持续改善。H1、Q2 公司经营活动产生的现金流净额达 70、50 亿元, 相较于去年同期大幅改善, 主要系公司付现比大幅下降, 体现了终端品牌对上游原材料议价能力进一步提升。6 月末公司应收账款、存货同比下降 8%、29%。

盈利预测、估值与评级

考虑公司新兴市场拓展、盈利能力提升超预期, 上调公司 2023、2024 年归母净利润至 50、58 亿元 (原为 31、36 亿元), 预计 2025 年归母净利润为 68 亿元。公司股票现价对应 PE 估值为 20、17、15 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

汇率波动风险; 市场开拓、新品推广不及预期。

电子组

分析师: 樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师: 刘妍雪 (执业 S1130520090004)

liuyanxue@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 124.98 元

相关报告:

1. 《非洲手机需求扭转颓势, 加大市场开拓力度-传音控股 三季报点评》, 2022.10.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	49,412	46,596	59,298	66,689	75,226
营业收入增长率	30.75%	-5.70%	27.26%	12.46%	12.80%
归母净利润(百万元)	3,909	2,484	4,979	5,764	6,771
归母净利润增长率	45.52%	-36.46%	100.44%	15.78%	17.46%
摊薄每股收益(元)	4.876	3.089	6.173	7.147	8.395
每股经营性现金流净额	4.38	1.79	9.36	8.70	10.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.88%	15.70%	24.80%	23.09%	22.06%
P/E	32.18	25.74	20.25	17.49	14.89
P/B	8.97	4.04	5.02	4.04	3.28

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	37,792	49,412	46,596	59,298	66,689	75,226
增长率		30.7%	-5.7%	27.3%	12.5%	12.8%
主营业务成本	-28,064	-38,889	-36,659	-45,461	-50,859	-57,264
%销售收入	74.3%	78.7%	78.7%	76.7%	76.3%	76.1%
毛利	9,727	10,523	9,937	13,837	15,830	17,962
%销售收入	25.7%	21.3%	21.3%	23.3%	23.7%	23.9%
营业税金及附加	-71	-97	-123	-296	-333	-376
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-3,860	-3,245	-3,622	-4,269	-4,668	-5,266
%销售收入	10.2%	6.6%	7.8%	7.2%	7.0%	7.0%
管理费用	-1,122	-1,294	-1,268	-1,482	-1,667	-1,881
%销售收入	3.0%	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-1,158	-1,511	-2,078	-2,253	-2,401	-2,633
%销售收入	3.1%	3.1%	4.5%	3.8%	3.6%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	3,517	4,376	2,845	5,536	6,761	7,806
%销售收入	9.3%	8.9%	6.1%	9.3%	10.1%	10.4%
财务费用	-425	-110	128	68	25	75
%销售收入	1.1%	0.2%	-0.3%	-0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-196	-207	-195	-256	-241	-224
公允价值变动收益	59	537	-71	50	50	50
投资收益	-50	-119	-85	300	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	5.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,188	4,827	3,032	6,048	6,995	8,207
营业利润率	8.4%	9.8%	6.5%	10.2%	10.5%	10.9%
营业外收支	13	-49	-39	-40	-40	-40
税前利润	3,201	4,778	2,993	6,008	6,955	8,167
利润率	8.5%	9.7%	6.4%	10.1%	10.4%	10.9%
所得税	-523	-866	-527	-1,021	-1,182	-1,388
所得税率	16.3%	18.1%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	2,678	3,912	2,467	4,987	5,772	6,779
少数股东损益	-8	2	-17	8	8	8
归属于母公司的净利润	2,686	3,909	2,484	4,979	5,764	6,771
净利率	7.1%	7.9%	5.3%	8.4%	8.6%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,678	3,912	2,467	4,987	5,772	6,779
少数股东损益	-8	2	-17	8	8	8
非现金支出	-47	-62	-28	369	388	403
非经营收益	395	-223	68	37	21	-13
营运资金变动	868	-115	-1,067	2,134	814	980
经营活动现金净流	3,893	3,511	1,440	7,527	6,995	8,149
资本开支	-315	-629	-836	-468	-485	-485
投资	1,008	-5,388	-1,342	50	50	50
其他	125	176	146	300	0	0
投资活动现金净流	818	-5,840	-2,032	-118	-435	-435
股权募资	27	175	69	0	0	0
债权募资	1,102	-180	454	46	-1,028	0
其他	-1,139	-1,184	-1,204	-815	-919	-1,059
筹资活动现金净流	-9	-1,190	-681	-769	-1,947	-1,059
现金净流量	4,702	-3,519	-1,273	6,639	4,613	6,654

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,201	9,855	9,215	15,854	20,467	27,122
应收款项	1,964	2,506	1,961	2,681	2,951	3,277
存货	5,552	7,579	6,084	8,544	9,412	10,488
其他流动资产	2,288	6,993	8,225	8,368	8,433	8,509
流动资产	23,005	26,933	25,485	35,447	41,263	49,396
%总资产	88.5%	85.9%	83.0%	87.3%	88.3%	89.5%
长期投资	852	1,497	1,659	1,659	1,659	1,659
固定资产	1,186	1,826	2,408	2,711	2,983	3,226
%总资产	4.6%	5.8%	7.8%	6.7%	6.4%	5.8%
无形资产	525	509	495	514	529	543
非流动资产	2,985	4,415	5,211	5,164	5,482	5,769
%总资产	11.5%	14.1%	17.0%	12.7%	11.7%	10.5%
资产总计	25,991	31,349	30,696	40,611	46,745	55,165
短期借款	1,197	1,100	1,304	1,048	20	20
应付款项	10,609	11,315	8,103	14,771	16,531	18,615
其他流动负债	1,723	1,892	1,978	1,893	2,140	2,448
流动负债	13,529	14,308	11,386	17,712	18,691	21,083
长期贷款	0	0	250	250	250	250
其他长期负债	1,952	2,980	3,195	2,521	2,772	3,063
负债	15,481	17,288	14,832	20,483	21,713	24,396
普通股股东权益	10,492	14,023	15,819	20,074	24,970	30,699
其中：股本	800	802	804	804	804	804
未分配利润	4,319	7,174	8,455	12,710	17,606	23,335
少数股东权益	17	38	46	54	62	70
负债股东权益合计	25,991	31,349	30,696	40,611	46,745	55,165

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.358	4.876	3.089	6.173	7.147	8.395
每股净资产	13.115	17.491	19.676	24.888	30.958	38.061
每股经营现金净流	4.867	4.380	1.791	9.363	8.700	10.136
每股股利	0.000	0.000	0.680	0.900	1.080	1.296
回报率						
净资产收益率	25.60%	27.88%	15.70%	24.80%	23.09%	22.06%
总资产收益率	10.34%	12.47%	8.09%	12.26%	12.33%	12.27%
投入资本收益率	25.09%	23.44%	13.37%	21.44%	22.17%	20.87%
增长率						
主营业务收入增长率	49.10%	30.75%	-5.70%	27.26%	12.46%	12.80%
EBIT 增长率	19.88%	24.41%	-34.99%	94.58%	22.13%	15.46%
净利润增长率	49.80%	45.52%	-36.46%	100.44%	15.78%	17.46%
总资产增长率	46.48%	20.62%	-2.08%	32.30%	15.11%	18.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.3	8.8	9.9	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	56.5	61.6	68.0	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	86.6	79.0	72.6	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	7.3	5.8	6.4	6.3	6.6	6.5
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-108.75%	-96.33%	-110.19%	-111.14%	-112.04%
EBIT 利息保障倍数	8.3	39.7	-22.3	-81.6	-272.2	-103.8
资产负债率	59.56%	55.15%	48.32%	50.44%	46.45%	44.22%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-26	买入	157.78	243.00~243.00
2	2022-04-26	买入	83.04	113.00~113.00
3	2022-10-26	买入	59.41	113.00~113.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究