

2022年05月03日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 传音控股(688036):1Q22业绩符合预期,毛利率环比修复

推荐 (维持)

事件

分析师:毛正

执业证书编号:S1050521120001

邮箱:maozheng@cfsc.com.cn

联系人:赵心怡

执业证书编号:S1050122030021

邮箱:zhaoxy@cfsc.com.cn

传音控股发布2022年第一季度报告:2022年第一季度公司实现营业收入110.55亿元,同比减少1.75%;实现归母净利润7.96亿元,同比减少0.70%;实现扣非归母净利润7.11亿元,同比减少7.62%。

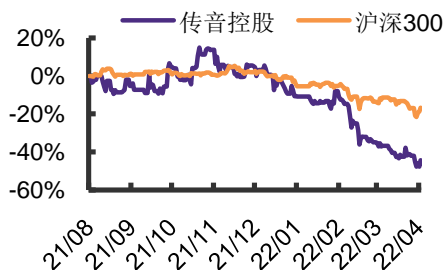
## 投资要点

### 基本数据

2022-04-29

当前股价(元)	84.60
总市值(亿元)	678.2
总股本(百万股)	801.7
流通股本(百万股)	393.3
52周价格范围(元)	76.66-220.8
日均成交额(百万元)	423.2

### 市场表现



资料来源:Wind, 华鑫证券研究

### 相关研究

《奔跑的新兴市场,传音的长期主义》  
20220422

《业绩表现亮眼,新兴市场份额进一步提升》20220426

#### 产品结构持续优化,毛利率环比修复

2022Q1,由于深圳疫情对珠三角供应链造成一定影响,且香港疫情使公司运输与物流受限,且上游SoC供应仍存在一定缺口,一季度公司产品出现一定程度上供应短缺,整体手机出货量3750万台,实现营收102亿元,同比减少4%。2022Q1公司产品结构持续改善,智能手机占手机业务营收占比已提升至87%,带动毛利率回升至21.43%,环比大幅改善。此外,公司战略性调整出货区域,实现新市场出货比例提升。

#### 立足新兴市场国家,“复制”非洲经营道路

2021年,公司持续深耕非洲南亚等新兴市场,实现产品结构迭代升级。公司在非洲市场保持一贯优势地位并进一步扩大领先优势,以超过40%的市占率稳居市场份额第一位。同时,公司持续开拓南亚市场,根据IDC数据统计,2021年公司在巴基斯坦智能机市占率超过40%,排名第一;孟加拉国智能机市占率20.1%,排名第二;印度智能机市占率7.1%,排名第六。此外,公司积极开拓非洲之外的新兴市场,寻求拓展伊拉克、沙特、土耳其等中东市场及拉美、俄罗斯市场的机会。公司有望复刻开拓非洲的经营道路,进一步扩大新兴市场中的品牌份额。

#### 品牌效应逐步加深,本土化运营模式巩固竞争优势

公司专注本土化运营和技术研发创新,坚定执行“因地制宜,因人制宜”的战略,针对不同地区的客观环境和用户需求进行资源差异化配置,不断扩大品牌影响。同时,公司抓住欠发达地区的特点,推出功能机+智能机的产品组合,以多品牌策略划分市场,TECNO、itel、Infinix三大手机品牌对标不同的消费能力用户群体。管理方面,公司专注境外运营,其核心管理团队深耕非洲市场多年,建立了完善的海外经营体系和强大的经营能力。2022年1月,百度的前副总裁向海龙加入传音,为公司移动互联业务未来发展注入新力

量。研发方面，公司立足非洲本地化的深肤色拍照技术、硬件新材料应用创新、大数据用户行为分析和OS系统及移动互联网产品服务领域四大核心技术领域，进一步加大研发投入，先发优势助力公司在非洲市场保持强有力的竞争地位，差异化战略使公司形成独特的竞争优势。

## ■ 盈利预测

预测公司2022-2024年收入分别为605.52、730.32、865.97亿元，EPS分别为5.61、6.70、7.87元，当前股价对应PE分别为15、13、11倍，给予“推荐”投资评级。

## ■ 风险提示

行业景气度下行风险、终端产品销量不及预期风险、行业竞争加剧风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	49,412	60,552	73,032	86,597
增长率（%）	30.7%	22.5%	20.6%	18.6%
归母净利润（百万元）	3,909	4,501	5,374	6,312
增长率（%）	45.5%	15.1%	19.4%	17.5%
摊薄每股收益（元）	4.88	5.61	6.70	7.87
ROE（%）	27.8%	25.7%	24.8%	23.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>49,412</b>	<b>60,552</b>	<b>73,032</b>	<b>86,597</b>
现金及现金等价物	9,855	12,424	15,455	20,343	营业成本	38,889	46,153	55,958	66,603
应收款	2,411	3,318	4,202	4,982	营业税金及附加	97	119	143	170
存货	7,579	9,018	10,933	13,013	销售费用	3,245	4,360	5,258	6,062
其他流动资产	6,993	7,096	7,212	7,337	管理费用	1,294	1,817	2,191	2,598
流动资产合计	26,838	31,856	37,802	45,675	财务费用	110	-69	-101	-153
<b>非流动资产:</b>					研发费用	1,511	2,240	2,702	3,464
金融类资产	6,536	6,536	6,536	6,536	费用合计	6,161	8,347	10,050	11,971
固定资产	786	908	1,017	1,215	资产减值损失	-207	300	200	50
在建工程	1,039	1,489	1,659	1,599	公允价值变动	537	0	0	0
无形资产	474	463	451	439	投资收益	-119	-100	-80	-80
长期股权投资	359	409	439	459	<b>营业利润</b>	<b>4,827</b>	<b>5,534</b>	<b>6,601</b>	<b>7,723</b>
其他非流动资产	1,962	1,962	1,962	1,962	加: 营业外收入	10	10	10	10
非流动资产合计	4,621	5,230	5,528	5,674	减: 营业外支出	58	40	40	15
资产总计	31,459	37,086	43,330	51,350	<b>利润总额</b>	<b>4,778</b>	<b>5,503</b>	<b>6,570</b>	<b>7,718</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	866	998	1,191	1,399
短期借款	1,016	1,016	1,016	1,016	<b>净利润</b>	<b>3,912</b>	<b>4,505</b>	<b>5,379</b>	<b>6,318</b>
应付账款、票据	11,288	13,431	15,516	18,650	少数股东损益	2	5	5	6
其他流动负债	2,003	2,003	2,003	2,003	<b>归母净利润</b>	<b>3,909</b>	<b>4,501</b>	<b>5,374</b>	<b>6,312</b>
流动负债合计	14,308	16,451	18,535	21,670					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	3,091	3,091	3,091	3,091	营业收入增长率	30.7%	22.5%	20.6%	18.6%
非流动负债合计	3,091	3,091	3,091	3,091	归母净利润增长率	45.5%	15.1%	19.4%	17.5%
负债合计	17,399	19,542	21,626	24,761	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	21.3%	23.8%	23.4%	23.1%
股本	802	802	802	802	四项费用/营收	12.5%	13.8%	13.8%	13.8%
股东权益	14,061	17,544	21,704	26,589	净利率	7.9%	7.4%	7.4%	7.3%
负债和所有者权益	31,459	37,086	43,330	51,350	ROE	27.8%	25.7%	24.8%	23.7%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	55.3%	52.7%	49.9%	48.2%
净利润	3912	4505	5379	6318	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	2	5	5	6	总资产周转率	1.6	1.6	1.7	1.7
折旧摊销	126	90	102	113	应收账款周转率	20.5	18.3	17.4	17.4
公允价值变动	537	0	0	0	存货周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
营运资金变动	-539	-306	-830	149	<b>每股数据 (元/股)</b>				
经营活动现金净流量	4039	4295	4656	6586	EPS	4.88	5.61	6.70	7.87
投资活动现金净流量	-5840	-621	-309	-158	P/E	17.3	15.1	12.6	10.7
筹资活动现金净流量	4370	-1022	-1220	-1433	P/S	1.4	1.1	0.9	0.8
现金流量净额	2,568	2,652	3,127	4,995	P/B	4.8	3.9	3.1	2.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020行业最具人气分析师，东方财富2021最佳分析师第二名；2021年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

赵心怡：香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。