

2022年10月26日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新市场持续增长，存货水平环比改善显著

—传音控股（688036.SH）公司三季报点评报告

买入（维持） 事件

分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn
联系人：赵心怡 S1050122030021
zhaoxy@cfsc.com.cn

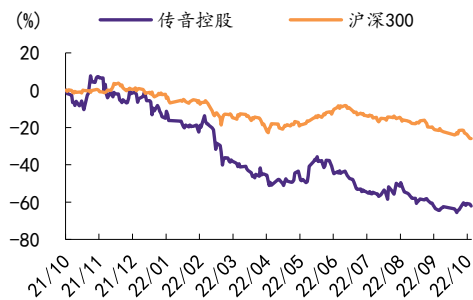
传音控股发布 2022 年第三季度报告：2022 年前三季度公司实现营业收入 360.32 亿元，同比增长 0.72%；实现归母净利润 22.58 亿元，同比减少 21.64%；实现扣非归母净利润 20.35 亿元，同比减少 19.87%。

基本数据

2022-10-26

当前股价（元）	63.36
总市值（亿元）	509
总股本（百万股）	804
流通股本（百万股）	804
52 周价格范围（元）	54.89-174.75
日均成交额（百万元）	344.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《传音控股（688036）：新市场开拓稳中求进，多元业务持续增长》2022-08-25
- 2、《华鑫证券*公司报告*传音控股（688036）：1Q22 业绩符合预期，毛利率环比修复*20220503*毛正，赵心怡》2022-05-03
- 3、《华鑫证券*公司报告*传音控股（688036）：业绩表现亮眼，新兴市场市场份额进一步提升*20220426*毛正，赵心怡》2022-04-26

投资要点

■ 主营业务营收保持稳定，存货环比显著降低

2022 年前三季度面临疫情延续、海外新兴市场通胀、国际性冲突烈度升级等严峻国内外形势，公司营收与去年同期相比基本持平，利润端有所承压，原因为 1) 费用方面，2022 年前三季度公司实现销售、管理、财务费用率分别为 6.91%、2.72%、-0.59%，销售费用方面，由于公司加大市场开拓及品牌宣传推广力度，同比增加 6.12%；管理费用方面，由于支付的职工薪酬增加，同比增加 5.77%。研发费用方面，2022 年前三季度公司持续科技创新、加大产品及移动互联等相关研发投入，研发费用率由去年同期的由去年同期的 2.90% 提升至 4.17%；2) 本期金融资产公允价值为损失，导致非经常性损益同比下降。盈利能力方面，2022 年前三季度公司整体实现销售毛利率 21.17%，销售净利率 6.26%。此外，公司存货从二季度末的 95.98 亿降为三季度末的 74.21 亿，环比减少 22.61%，存货水平环比改善明显。

■ 非洲、南亚外市场开拓成效显著

全球智能手机市场陷入通胀、弱经济预期及功能创新瓶颈的困境，2022H1 手机需求低迷。虽然面临严峻形势，但公司在非洲的智能机市场份额仍保持在较好的水平。此外，前三季度公司在非洲、南亚以外的市场智能机销量同比增长明显，新市场开拓战略成效凸显。

■ 拓品类前景广阔，移动互联整合创新，加大研发投入提升产品力

公司扎根非洲市场多年，凭借高性价比产品与本土化技术创新，在非洲手机市场已获得较高市场占有率，品牌影响力不断加深，同时逐步构建软硬件均衡协同发展生态，探索多业务增长模式，扩品类与移动互联网业务持续增长。扩品类业务方面，根据 Canalys 的数据，2022 年第二季度，传音以 57% 的市场份额稳居非洲 TWS 品牌市场出货量第一；今年九月，TECNO 的首款笔电亮相 IFA，新品类收获 4 项“Best of

IFA”奖项，拓品类进展顺利。在移动互联网业务方面，基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展移动互联网产品的核心基础。公司与国内多家领先互联网公司进行出海战略合作，并对现有移动互联资源进行整合，推出首个聚焦非洲市场的企业级数据洞察平台 DataSparkle，为企业提供专属的推广策略，带动业务增长。同时，2022 年前三季度公司加大研发投入，研发费用为 15.02 亿元，同比大幅增长 44.80%，通过产品力提升与产品创新夯实公司护城河。

■ 盈利预测

我们认为公司布局长线产品规划及技术赛道，夯实中高端产品规划，加大核心技术如 5G、芯片定制、快充、AIoT 互联互通等研发投入，助力公司实现产品力提升与长期成长。预测公司 2022-2024 年收入分别为 462.72、568.23、686.53 亿元，EPS 分别为 3.68、4.54、5.55 元，当前股价对应 PE 分别为 16、13、11 倍，维持“买入”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、海外经营环境风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	49,412	46,272	56,823	68,653
增长率（%）	30.7%	-6.4%	22.8%	20.8%
归母净利润（百万元）	3,909	2,959	3,652	4,463
增长率（%）	45.5%	-24.3%	23.4%	22.2%
摊薄每股收益（元）	4.88	3.68	4.54	5.55
ROE（%）	27.8%	18.1%	19.0%	19.7%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	9,855	11,771	14,817	18,667
应收款	2,411	2,258	2,773	3,350
存货	7,579	7,049	8,644	10,413
其他流动资产	6,993	6,964	7,062	7,171
流动资产合计	26,838	28,042	33,296	39,601
非流动资产:				
金融类资产	6,536	6,536	6,536	6,536
固定资产	786	834	1,028	1,260
在建工程	1,039	1,439	1,389	1,189
无形资产	474	481	487	463
长期股权投资	359	459	459	459
其他非流动资产	1,962	1,962	1,962	1,962
非流动资产合计	4,621	5,175	5,325	5,333
资产总计	31,459	33,217	38,621	44,934
流动负债:				
短期借款	1,016	1,016	1,016	1,016
应付账款、票据	11,288	10,499	12,875	15,509
其他流动负债	1,374	1,374	1,374	1,374
流动负债合计	14,308	13,776	16,355	19,215
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3,091	3,091	3,091	3,091
非流动负债合计	3,091	3,091	3,091	3,091
负债合计	17,399	16,867	19,446	22,306
所有者权益				
股本	802	804	804	804
股东权益	14,061	16,350	19,175	22,628
负债和所有者权益	31,459	33,217	38,621	44,934

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3912	2961	3655	4465
少数股东权益	2	2	2	3
折旧摊销	126	76	80	93
公允价值变动	537	30	30	30
营运资金变动	-539	181	371	405
经营活动现金净流量	4039	3250	4137	4996
投资活动现金净流量	-5840	-548	-144	-31
筹资活动现金净流量	3718	-672	-829	-1013
现金流量净额	1,916	2,030	3,164	3,952

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	49,412	46,272	56,823	68,653
营业成本	38,889	36,079	44,245	53,294
营业税金及附加	97	91	111	134
销售费用	3,245	3,239	3,978	4,806
管理费用	1,294	1,851	2,273	2,746
财务费用	110	-289	-374	-482
研发费用	1,511	1,851	2,273	2,746
费用合计	6,161	6,652	8,149	9,816
资产减值损失	-32	-32	-32	-32
公允价值变动	537	30	30	30
投资收益	-119	-119	-119	-119
营业利润	4,827	3,627	4,474	5,465
加:营业外收入	10	10	10	10
减:营业外支出	58	20	20	20
利润总额	4,778	3,617	4,464	5,454
所得税费用	866	656	809	989
净利润	3,912	2,961	3,655	4,465
少数股东损益	2	2	2	3
归母净利润	3,909	2,959	3,652	4,463

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	30.7%	-6.4%	22.8%	20.8%
归母净利润增长率	45.5%	-24.3%	23.4%	22.2%
盈利能力				
毛利率	21.3%	22.0%	22.1%	22.4%
四项费用/营收	12.5%	14.4%	14.3%	14.3%
净利率	7.9%	6.4%	6.4%	6.5%
ROE	27.8%	18.1%	19.0%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	55.3%	50.8%	50.4%	49.6%
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	20.5	20.5	20.5	20.5
存货周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
每股数据(元/股)				
EPS	4.88	3.68	4.54	5.55
P/E	12.2	16.1	13.1	10.7
P/S	1.0	1.0	0.8	0.7
P/B	3.4	2.9	2.5	2.1

■ 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	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 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。