

电子组

传音控股 (688036.SH) 买入 (维持评级)

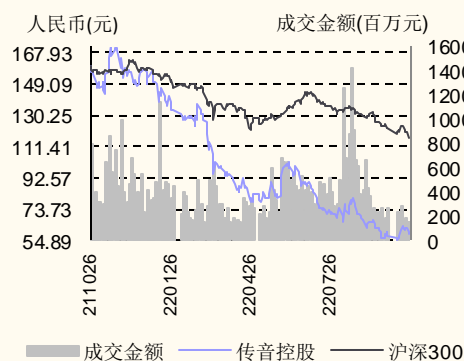
公司点评

市场价格 (人民币): 59.41 元

非洲手机需求扭转颓势，加大市场开拓力度

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.04
已上市流通 A 股(亿股)	8.04
总市值(亿元)	477.63
年内股价最高最低(元)	177.79/56.77
沪深 300 指数	3627
上证指数	2976



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37,792	49,412	55,396	64,954	73,282
营业收入增长率	49.10%	30.75%	12.11%	17.25%	12.82%
归母净利润(百万元)	2,686	3,909	2,634	3,091	3,618
归母净利润增长率	49.80%	45.52%	-32.61%	17.34%	17.03%
摊薄每股收益(元)	3.358	4.876	3.277	3.845	4.500
每股经营性现金流净额	5.11	4.64	5.08	6.01	6.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.60%	27.88%	15.81%	15.65%	15.48%
P/E	45.31	32.18	55.24	47.08	40.22
P/B	11.60	8.97	8.73	7.37	6.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2022年10月25日,公司公告三季报,前三季度营收达360亿元,同比+0.7%,归母净利为22.58亿元、同减21.64%,扣非归母净利为20.35亿元、同减19.87%。Q3营收为129亿元、同增0.03%,归母净利为6.05亿元、同减47.42%,扣非归母净利为5.98亿元、同减39.53%。

## 经营分析

- 公司收入增速萎靡、利润下滑主要系非洲手机市场需求低迷, Q4 需求有望好转。根据 IDC, 2022 年 H1 非洲智能手机出货量同比-11.3%, 公司非洲智能手机出货量同比-11.1%, 市占率达 46%。非洲智能手机市场 Q3 好转, IDC 预测 Q4 出货量将达 0.27 亿部, 同增 27%。
- 公司持续技术创新、加大市场开拓力度, 存货管理效果显著。公司 Q3 毛利率为 19.4%、较去年同期下降 1.5pct, 净利率为 4.7%、较去年同期下降 4.2pct。净利率下降主要系公司持续科技创新、加大产品及移动互联相关等研发投入, 提升手机用户的终端体验及产品竞争力, Q3 研发费率 4.7%, 较去年同期增加 1.7pct; 同时, 公司加大市场开拓力度及品牌宣传推广力度, Q3 销售费率 7.1%, 较去年同期增加 2.2pct。存货周转天数环比减少 14.67 天, 同比回归正常水平, 存货管理能力加强。
- 推出股权激励计划, 彰显业绩发展信心。公司于 8 月 20 日公布 2022 年限制性股票激励计划草案, 并于 9 月 13 日对计划进行了调整, 向 926 人授予 1375.05 万股限制性股票, 考核目标为在 2021 年业绩基础上, 2023、2024 年的营收增长率/扣非净利润增长率不低于 15%、32.25%的门槛值以及 20%、44%的目标值。

## 投资建议:

- 考虑到上半年非洲市场需求疲软, 公司加大费用支出开拓市场, 预计公司 2022~2024 年归母业绩为 26、31、36 亿元, 同比-33%、+17%、+17%, 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。

## 相关报告

- 《非洲智能机需求疲软, 盈利能力总体稳定-传音控股一季报点评》, 2022.4.26
- 《业绩表现亮眼, 盈利能力有望持续修复-传音控股三季报点评》, 2021.10.26

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
(8621)61038318  
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004  
liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003  
dengxiaolu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	25,346	37,792	49,412	55,396	64,954	73,282
增长率		49.1%	30.7%	12.1%	17.3%	12.8%
主营业务成本	-18,412	-28,064	-38,889	-44,317	-51,963	-58,626
%销售收入	72.6%	74.3%	78.7%	80.0%	80.0%	80.0%
毛利	6,934	9,727	10,523	11,079	12,991	14,656
%销售收入	27.4%	25.7%	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
营业税金及附加	-79	-71	-97	-111	-130	-147
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-2,859	-3,860	-3,245	-3,324	-3,897	-4,397
%销售收入	11.3%	10.2%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-1,061	-1,122	-1,294	-1,440	-1,689	-1,905
%销售收入	4.2%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-805	-1,158	-1,511	-2,493	-2,923	-3,298
%销售收入	3.2%	3.1%	3.1%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	2,129	3,517	4,376	3,712	4,352	4,910
%销售收入	8.4%	9.3%	8.9%	6.7%	6.7%	6.7%
财务费用	31	-425	-110	-82	-78	-30
%销售收入	-0.1%	1.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	-246	-254	-227
公允价值变动收益	339	59	537	50	50	50
投资收益	-297	-50	-119	-300	-350	-350
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	2,195	3,188	4,827	3,174	3,724	4,359
营业利润率	8.7%	8.4%	9.8%	5.7%	5.7%	5.9%
营业外收支	-13	13	-49	0	0	0
税前利润	2,182	3,201	4,778	3,174	3,724	4,359
利润率	8.6%	8.5%	9.7%	5.7%	5.7%	5.9%
所得税	-386	-523	-866	-540	-633	-741
所得税率	17.7%	16.3%	18.1%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	1,797	2,678	3,912	2,634	3,091	3,618
少数股东损益	3	-8	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,793	2,686	3,909	2,634	3,091	3,618
净利率	7.1%	7.1%	7.9%	4.8%	4.8%	4.9%

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,717	13,201	9,855	12,523	16,609	21,107
应收款项	1,197	1,964	2,506	2,504	2,874	3,192
存货	3,135	5,552	7,579	8,329	9,617	10,737
其他流动资产	3,414	2,288	6,993	7,267	7,359	7,439
流动资产	15,463	23,005	26,933	30,624	36,459	42,476
%总资产	87.1%	88.5%	85.9%	87.4%	88.5%	89.4%
长期投资	318	852	1,497	1,497	1,497	1,497
固定资产	1,048	1,186	1,826	2,132	2,408	2,655
%总资产	5.9%	4.6%	5.8%	6.1%	5.8%	5.6%
无形资产	657	525	509	526	540	552
非流动资产	2,281	2,985	4,415	4,435	4,755	5,044
%总资产	12.9%	11.5%	14.1%	12.6%	11.5%	10.6%
资产总计	17,744	25,991	31,349	35,058	41,214	47,519
短期借款	0	1,197	1,100	100	100	100
应付款项	7,230	10,609	11,315	14,360	16,838	18,997
其他流动负债	926	1,723	1,892	1,512	1,774	2,020
流动负债	8,156	13,529	14,308	15,973	18,712	21,117
长期贷款	94	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,230	1,952	2,980	2,388	2,713	2,997
负债	9,479	15,481	17,288	18,361	21,425	24,113
普通股股东权益	8,254	10,492	14,023	16,659	19,750	23,368
其中：股本	800	800	802	804	804	804
未分配利润	2,271	4,319	7,174	9,808	12,899	16,517
少数股东权益	11	17	38	38	38	38
负债股东权益合计	17,744	25,991	31,349	35,058	41,214	47,519

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.242	3.358	4.876	3.277	3.845	4.500
每股净资产	10.317	13.115	17.491	20.722	24.567	29.066
每股经营现金净流	4.831	5.112	4.638	5.084	6.008	6.522
每股股利	0.000	0.000	0.680	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.73%	25.60%	27.88%	15.81%	15.65%	15.48%
总资产收益率	10.11%	10.34%	12.47%	7.51%	7.50%	7.61%
投入资本收益率	20.97%	25.09%	23.44%	18.33%	18.16%	17.33%
增长率						
主营业务收入增长率	11.92%	49.10%	30.75%	12.11%	17.25%	12.82%
EBIT增长率	-12.09%	65.21%	24.41%	-15.18%	17.25%	12.82%
净利润增长率	172.80%	49.80%	45.52%	-32.61%	17.34%	17.03%
总资产增长率	71.38%	46.48%	20.62%	11.83%	17.56%	15.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.9	9.3	8.8	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	55.9	56.5	61.6	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	82.2	86.6	79.0	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	11.1	7.3	5.8	6.5	6.6	6.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-128.71%	-127.68%	-108.75%	-113.54%	-116.45%	-117.67%
EBIT利息保障倍数	-68.9	8.3	39.7	45.4	55.4	165.6
资产负债率	53.42%	59.56%	55.15%	52.37%	51.99%	50.74%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,797	2,678	3,912	2,634	3,091	3,618
少数股东损益	3	-8	2	0	0	0
非现金支出	119	149	144	358	399	403
非经营收益	-49	395	-223	491	280	280
营运资金变动	1,999	868	-115	603	1,061	943
经营活动现金净流	3,865	4,089	3,718	4,087	4,831	5,243
资本开支	-415	-315	-629	-456	-445	-445
投资	-2,524	1,008	-5,388	50	50	50
其他	66	125	176	-300	-350	-350
投资活动现金净流	-2,873	818	-5,840	-706	-745	-745
股权募资	2,702	27	175	2	0	0
债权募资	73	1,102	-180	-682	0	0
其他	-177	-1,139	-1,184	-33	0	0
筹资活动现金净流	2,598	-9	-1,190	-713	0	0
现金净流量	3,590	4,897	-3,312	2,668	4,086	4,498

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
买入	0	3	19	34	72
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.03	1.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-17	买入	249.00	364.00 ~ 364.00
2	2021-04-28	买入	184.00	243.00 ~ 243.00
3	2021-08-25	买入	173.40	243.00 ~ 243.00
4	2021-10-26	买入	157.78	243.00 ~ 243.00
5	2022-04-26	买入	83.04	113.00 ~ 113.00

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402