

传音控股 (688036. SH)

3Q23 归母净利润同比增加 194.86%，新兴市场份额持续提升

买入

核心观点

3Q23 营收同比增加 39.23%，归母净利润同比增加 194.86%。公司 1-3Q23 营收 430.22 亿元 (YoY +19.4%)，归母净利润 38.84 亿元 (YoY +34.8%)，毛利率 24.82% (YoY +3.65pct)；其中 3Q23 营收 179.93 亿元 (YoY+39.2%，QoQ +14.2%)，归母净利润 17.83 亿元 (YoY +194.9%，QoQ +13.0%)，扣非后归母净利润 17.34 亿元 (YoY +189.97%，QoQ +18.1%)。随着公司新兴市场开拓及产品升级，总体出货量及销售收入快速增长。

公司 3Q23 毛利率同比增加 5.85pct，智能机渗透率提升为公司增长动力。

3Q23 公司毛利率 25.21% (YoY +5.85pct, QoQ -0.02pct)，同比增加主要系公司产品结构升级及成本优化；新兴市场人口基数超 40 亿且部分国家经济发展水平仍低，人均手机保有量小而市场空间较大；智能机占比随新兴市场国家发展逐步提升，存在较大的结构性改善需求；在此基础上，公司通过在地化的生产与产品定位和全面的营销网络带来产品销量的加速提升。

公司在新兴市场加速拓展，非洲外地区占比持续提升。根据 IDC 数据，2023 年上半年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达到 40%，排名第一。在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率达到第一；孟加拉国智能机市场占有率达到第一；印度智能机市场占有率达到第六。在此基础上，公司在东南亚、中东、中欧和拉美等地区份额持续提升。

扩品类、移动互联等业务带来远期成长空间。移动互联网业务方面，公司自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统及独立的应用软件平台，通过终端建立起移动互联生态。此外，随着非洲市场经济发展，消费者需求多元化，公司创立数码配件品牌 oraimo 和家用电器品牌 Syinxix 进行扩品类发展，为终端产品业务带来长期增长动力。

投资建议：新兴市场增长潜力犹存，维持“买入”评级。我们看好：1) 公司维持非洲市场领先地位的同时，南亚、东南亚、中东、拉美等市场开拓的成效逐步显现；2) 移动互联、家电等新业务快速成长，成为公司第二增长曲线；3) AI 应用场景快速普及将助力公司加速新兴市场移动互联生态建设。我们预计公司 23-25 年，归母净利润为 53.75/65.19/76.86 亿元 (YoY 116.4%/21.3%/17.9%)，对应 PE 为 18.8/15.5/13.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：手机需求不及预期，原材料价格波动。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	49,412	46,596	61,333	73,250	87,394
(+/-%)	30.7%	-5.7%	31.6%	19.4%	19.3%
净利润(百万元)	3909	2484	5375	6519	7686
(+/-%)	45.5%	-36.5%	116.4%	21.3%	17.9%
每股收益(元)	4.88	3.09	6.69	8.11	9.56
EBIT Margin	8.9%	6.1%	10.0%	10.1%	10.1%
净资产收益率(ROE)	27.9%	15.7%	27.5%	27.4%	26.9%
市盈率(PE)	25.8	40.7	18.8	15.5	13.1
EV/EBITDA	26.2	38.8	18.7	15.6	13.4
市净率(PB)	7.19	6.39	5.18	4.25	3.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	135.33 元
总市值/流通市值	109152/109152 百万元
52 周最高价/最低价	156.00/66.00 元
近 3 个月日均成交额	423.58 百万元

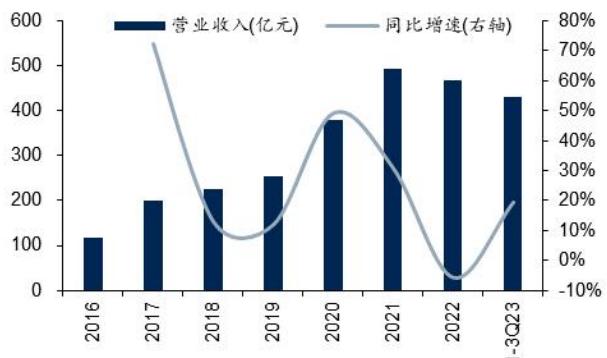
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《传音控股 (688036. SH) -1Q23 毛利率环比上升，库存水平环比下降》——2023-04-29
- 《传音控股 (688036. SH) -三季度净利润承压，库存水平环比下降》——2022-10-27
- 《传音控股 (688036. SH) -上半年经营业绩承压，股权激励彰显中长期增长信心》——2022-08-28
- 《传音控股 (688036. SH) -全球化视野、本地化执行的新兴市场智能终端龙头》——2022-06-13
- 《传音控股 (688036. SH) -1Q22 经营业绩稳健，毛利率环比上升》——2022-04-29

图1: 公司营业收入及同比增速


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速

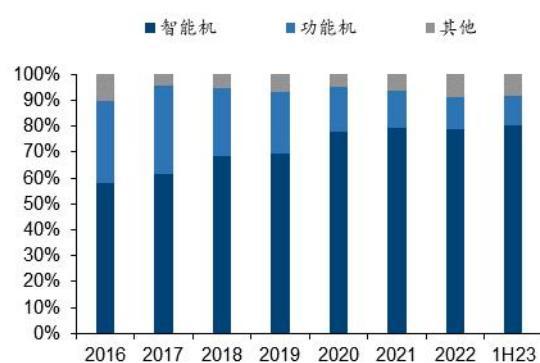

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速

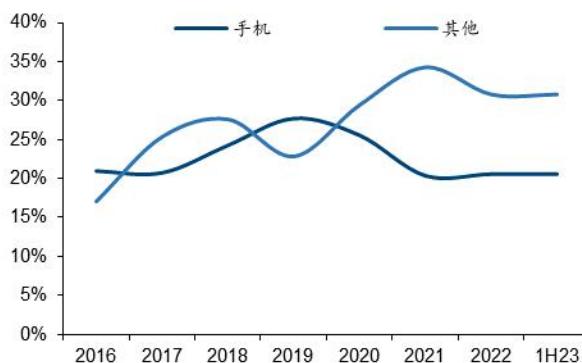

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速

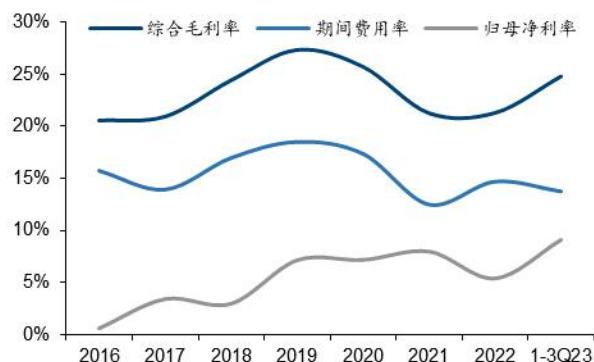

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率


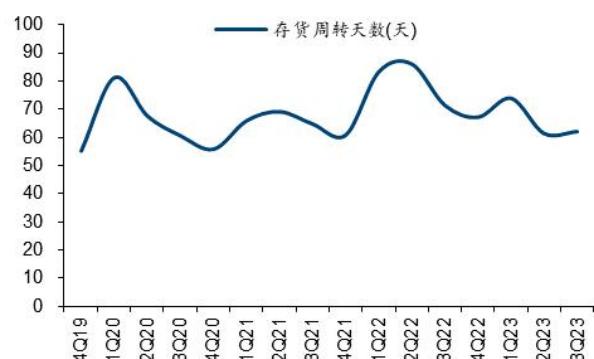
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率


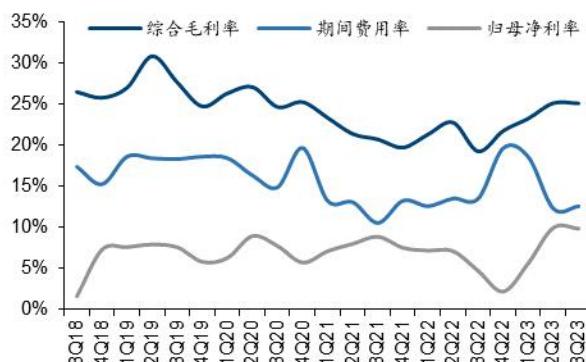
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司销售、管理、研发、财务费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司存货周转天数


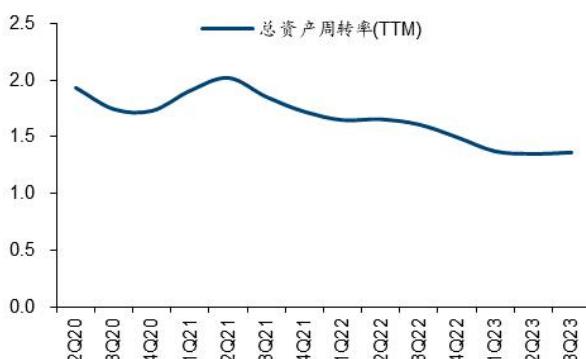
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司总资产周转率(TTM)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9855	9215	13985	17584	23036	营业收入	49412	46596	61333	73250	87394
应收款项	2411	1885	2887	3329	3874	营业成本	38889	36659	46052	54994	65577
存货净额	7579	6084	8560	9984	11629	营业税金及附加	97	123	132	165	205
其他流动资产	6993	8225	6293	7633	7856	销售费用	3245	3622	4673	5525	6591
流动资产合计	26838	25410	31725	38529	46395	管理费用	1294	1268	1672	1993	2374
固定资产	1826	2408	2870	3258	3558	研发费用	1511	2078	2681	3169	3781
无形资产及其他	474	470	452	433	414	财务费用	110	(128)	(221)	(328)	(440)
其他长期资产	1962	2110	2110	2110	2110	投资收益	(119)	(85)	(84)	(96)	(88)
长期股权投资	359	448	551	649	746	资产减值及公允价值变动	331	(266)	(90)	(87)	(255)
资产总计	31459	30846	37708	44980	53224	其他	349	410	332	344	335
短期借款及交易性金融负债	1100	1304	1207	1210	1247	营业利润	4827	3032	6502	7895	9297
应付款项	11288	8058	10100	12033	14344	营业外净收支	(49)	(39)	(25)	(37)	(34)
其他流动负债	1919	2024	2550	2940	3580	利润总额	4778	2993	6478	7857	9264
流动负债合计	14308	11386	13857	16183	19171	所得税费用	866	527	1140	1382	1630
长期借款及应付债券	0	250	250	250	250	少数股东损益	2	(17)	(37)	(45)	(52)
其他长期负债	3091	3346	4051	4751	5304	归属于母公司净利润	3909	2484	5375	6519	7686
长期负债合计	3091	3596	4301	5001	5554	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	17399	14982	18158	21184	24725	净利润	3912	2467	5338	6475	7634
少数股东权益	38	46	25	(1)	(31)	资产减值准备	238	245	266	301	361
股东权益	14023	15819	19525	23797	28530	折旧摊销	126	149	256	441	552
负债和股东权益总计	31459	30846	37708	44980	53224	公允价值变动损失	(537)	71	(175)	(214)	(106)
						财务费用	220	(24)	(221)	(328)	(440)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(914)	(1094)	(528)	1173	1045
每股收益	4.88	3.09	6.69	8.11	9.56	其它	994	167	(45)	27	79
每股红利	1.11	1.54	2.07	2.80	3.67	经营活动现金流	4039	1979	4891	7874	9125
每股净资产	17.49	19.68	24.29	29.60	35.49	资本开支	(740)	(840)	(700)	(809)	(833)
ROIC	53%	46%	70%	78%	94%	其它投资现金流	(5100)	(1192)	2329	(1240)	55
ROE	28%	16%	28%	27%	27%	投资活动现金流	(5840)	(2032)	1629	(2049)	(778)
毛利率	21%	21%	25%	25%	25%	权益性融资	175	69	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	10%	10%	10%	负债净变化	0	250	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(887)	(1235)	(1652)	(2230)	(2931)
收入增长	31%	-6%	32%	19%	19%	其它融资现金流	(268)	101	(97)	3	37
净利润增长率	46%	-36%	116%	21%	18%	融资活动现金流	(981)	(815)	(1750)	(2226)	(2894)
资产负债率	55%	49%	48%	47%	46%	现金净变动	(2992)	(733)	4770	3599	5452
息率	0.9%	1.2%	1.7%	2.2%	2.9%	货币资金的期初余额	12372	9380	8646	13416	17015
P/E	25.8	40.7	18.8	15.5	13.1	货币资金的期末余额	9380	8646	13416	17015	22467
P/B	7.2	6.4	5.2	4.2	3.5	企业自由现金流	2055	559	4075	6907	8069
EV/EBITDA	26.2	38.8	18.7	15.6	13.4	权益自由现金流	1786	910	4159	7180	8468

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032