


2024年04月25日
传音控股(688036.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

消费电子设备

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

175.67元

股价(2024-04-25)

145.18元

交易数据

总市值(百万元)	131,397.54
流通市值(百万元)	131,397.54
总股本(百万股)	806.57
流通股本(百万股)	806.57
12个月价格区间	95.5/172.54元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.8	9.4	66.9
绝对收益	2.1	16.8	55.3

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

相关报告

Q3 业绩创单季新高, 本地化 + 多元化 + 高端化持续推动发展	2023-10-25
三季度业绩符合预期, 库存管理效果明显	2022-10-30

Q1 业绩创一季度新高, 长期成长动能充足

事件: 4月24日公司发布2024年一季度报, 单季度实现营业收入174.43亿元, 同比增长88.10%; 实现归母净利润16.26亿元, 同比增长210.30%; 实现扣非归母净利润13.54亿元, 同比增长342.59%。此前公司已发布2023年度报告, 全年实现营业收入622.95亿元, 同比增长33.69%; 实现归母净利润55.37亿元, 同比增长122.93%; 实现扣非归母净利润51.34亿元, 同比增长131.61%。

新兴市场智能机加速放量, 24Q1 收入/业绩均创一季度新高:

2023年, 公司持续开拓新兴市场, 全年手机出货量达到1.94亿部(yoy+24.23%), 据IDC数据测算, 全球市占率14.0%(yoy+2.3pct)、排名第三, 其中智能机市占率8.1%(yoy+2.1pct)、排名第五; 从地区来看, 公司在非洲、巴基斯坦、孟加拉智能机市占率第一, 分别超40%、40%、30%, 在印度智能机市场排名第六、市占率8.2%, 份额同比均有提升。公司通过产品结构升级及成本优化等措施, 毛利率提升至24.45%(yoy+3.13pct), 手机ASP提升至295元(yoy+8.57%); 公司运营效率持续提升, 同时受益于规模增长, 期间费用率下降至9.99%(yoy-0.23pct)。单季度来看, 23Q4营收达到192.73亿元(yoy+82.44, qoq+7.11%), 创单季历史新高, 归母净利润达到16.53亿元(yoy+632.38%, qoq-7.28%)。据IDC数据, 23Q4公司智能机出货量创单季新高, 达2820万部(yoy+68.6%), 首次跻身全球第四。24Q1营收达到174.43亿元(yoy+88.10%, qoq-9.49%), 归母净利润达到16.26亿元(yoy+210.30%, qoq-1.60%), 均创一季度历史新高。新兴市场具备人口红利, 智能机渗透率提升空间大, 存在较大的结构性改善需求; 此外, 近年来公司进一步深耕东南亚、拉美、中东、东欧等其他新兴市场, 其份额仍处于较低水平, 未来仍有较大提升空间。

扩品类研发渠道齐发力, 移动互联生态逐步完善:

公司通过手机业务在新兴市场的领先口碑推动家电、数码配件等扩品类业务及移动互联网业务的发展, 多元化商业生态模式逐步成型。**扩品类:** 1) 研发: 基于本地用户的深度洞察定制产品, 加大本地化产品研发力度; 2) 渠道: 扩大零售布局, 加强数字化能力, 实现线下各品牌专卖店、专区店、专业店、新业态店面的渠道建设和覆盖; 3) 运营: 完善运营体系以降本增效, 实现可持续发展。**移动互联网:** 1) 中台业务: 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。公司开发了适合非洲弱网及无网环境的用户产品场景——离线模式。2023年10月, 公司与联合国非洲经济委员会签署合作备忘录, 携手促进和加速非洲的数字化转型。2) 产品矩阵: 截至去年底, 有多款自主与合作开发的应用产品月活用户数超过1000万, 主要有音乐类 Boomplay、新闻聚合类 Scooper、综合内容分发类 Phoenix 等。

目 中高端产品竞争力增强，核心技术保持新兴市场领先：

2023 年，公司发布了探索者卫星通信技术、卷轴屏概念手机、全场景快充技术、AirCharge 隔空充电技术、AIGC 人像美拍和数字人等产品技术，并持续优化通信天线、GPS 信号增强、多媒体通信等方面基础体验，提升中高端产品竞争力。核心技术方面，深肤色拍照技术领域，公司发布了 Universal Tone 多肤色影像技术、Pre-ISP 芯片定制技术方案和墨鱼眼可变光圈技术；搭建和持续完善影像实验室，提出了人像金标测评体系；2023 年三篇公司牵头主导制定的移动终端计算摄像领域的国际标准正式发布。硬件新材料应用创新领域，公司在无源变色/低 VOC/环保再生新材料及用户创新交互体验新材技术方面有所突破，为用户提供更美好的环保产品。OS 系统及移动互联网产品服务领域，公司发布了 TECNO AI 以提升用户智能设备移动体验。

目 积极分红回馈股东，全年分红预计超 48 亿元：

据年报披露，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 30 元（含税），以目前总股本测算，合计拟派发约 24.20 亿元。鉴于公司 2023 年前三季度实施了权益分派，共计派发现金红利约 24.20 亿元（含税），公司本年度现金分红总额约 48.39 亿元，占 2023 年归属于上市公司普通股股东的净利润比例为 87.40%。此外，公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，不送红股，以目前总股本测算，合计拟转增股本约 3.23 亿股。

目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 756.50 亿元、886.58 亿元、994.02 亿元，归母净利润分别为 64.40 亿元、78.26 亿元、93.34 亿元，给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 175.67 元，维持“买入-A”投资评级。

目 风险提示：新兴市场开拓不及预期；智能手机需求不及预期；市场竞争加剧；原材料价格波动；汇率波动风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	46,595.9	62,294.9	75,650.2	88,657.8	99,402.0
净利润	2,483.8	5,537.0	6,440.3	7,826.3	9,334.2
每股收益(元)	3.08	6.86	7.98	9.70	11.57
每股净资产(元)	19.61	22.39	26.72	31.69	38.00

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	52.9	23.7	20.4	16.8	14.1
市净率(倍)	8.3	7.3	6.1	5.1	4.3
净利润率	5.3%	8.9%	8.5%	8.8%	9.4%
净资产收益率	15.7%	30.7%	29.9%	30.6%	30.5%
股息收益率	1.1%	1.8%	2.2%	2.9%	3.2%
ROIC	-75.0%	-357.7%	-80.3%	-7,424.3%	-131.9%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	46,595.9	62,294.9	75,650.2	88,657.8	99,402.0	成长性					
减:营业成本	36,659.4	47,063.3	57,975.4	67,734.9	75,696.6	营业收入增长率	-5.7%	33.7%	21.4%	17.2%	12.1%
营业税费	122.9	248.9	216.6	280.6	332.1	营业利润增长率	-37.2%	122.5%	15.7%	21.4%	19.5%
销售费用	3,622.2	4,892.7	5,446.8	6,383.4	7,057.5	净利润增长率	-36.5%	122.9%	16.3%	21.5%	19.3%
管理费用	1,268.4	1,507.0	1,664.3	1,950.5	2,087.4	EBITDA 增长率	-44.6%	145.2%	21.7%	20.8%	18.6%
研发费用	2,078.0	2,256.0	2,496.5	2,925.7	3,180.9	EBIT 增长率	-46.3%	151.4%	23.4%	20.6%	18.5%
财务费用	-127.7	-176.0	-222.0	-328.9	-480.7	NOPLAT 增长率	-40.8%	128.4%	15.1%	20.6%	18.5%
加:资产/信用减值损失	-245.0	-307.2	-263.5	-271.9	-280.9	投资资本增长率	-52.1%	413.1%	-98.7%	6,570.5%	-74.2%
公允价值变动收益	-70.7	-68.2	-	-	-	净资产增长率	12.8%	14.6%	19.3%	18.5%	19.9%
投资和汇兑收益	-84.6	194.8	-2.8	35.8	76.0						
营业利润	3,032.2	6,746.6	7,806.3	9,475.5	11,323.2	利润率					
加:营业外净收支	-38.7	-32.2	-39.9	-36.9	-36.3	毛利率	21.3%	24.5%	23.4%	23.6%	23.8%
利润总额	2,993.5	6,714.4	7,766.4	9,438.6	11,286.8	营业利润率	6.5%	10.8%	10.3%	10.7%	11.4%
减:所得税	526.7	1,127.3	1,320.3	1,604.6	1,918.8	净利润率	5.3%	8.9%	8.5%	8.8%	9.4%
净利润	2,466.8	5,587.1	6,446.1	7,834.0	9,368.0	EBITDA/营业收入	5.6%	10.2%	10.2%	10.5%	11.2%
						EBIT/营业收入	5.2%	9.9%	10.0%	10.3%	10.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	6	11	15	15	14
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-16	-28	-22	-18	-20
货币资金	9,214.9	12,598.7	6,415.1	17,186.5	17,310.2	流动资产周转天数	202	189	177	170	178
交易性金融资产	7,622.2	13,518.9	13,518.9	13,518.9	13,518.9	应收帐款周转天数	17	14	15	15	15
应收帐款	1,885.3	2,866.3	3,615.0	3,896.0	4,277.1	存货周转天数	53	48	49	49	49
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	241	222	206	197	202
预付帐款	183.1	237.6	280.3	327.9	349.6	投资资本周转天数	-18	-27	-19	-14	-16
存货	6,083.9	10,443.4	10,070.5	14,262.1	12,591.1						
其他流动资产	420.1	467.2	398.5	428.6	431.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.7%	30.7%	29.9%	30.6%	30.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	12.1%	15.9%	13.9%	16.9%
长期股权投资	448.2	430.0	430.0	430.0	430.0	ROIC	-75.0%	-357.7%	-80.3%	-7,424.3%	-131.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	822.2	3,065.1	3,444.4	3,777.8	4,065.5	销售费用率	7.8%	7.9%	7.2%	7.2%	7.1%
在建工程	1,585.6	0.6	0.4	0.3	0.2	管理费用率	2.7%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%
无形资产	470.5	508.5	473.2	437.9	402.6	研发费用率	4.5%	3.6%	3.3%	3.3%	3.2%
其他非流动资产	2,110.5	1,984.8	2,006.3	1,998.4	1,969.3	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产总额	30,846.5	46,121.0	40,652.6	56,264.4	55,345.8	四费/营业收入	14.7%	13.6%	12.4%	12.3%	11.9%
短期债务	1,234.7	1,511.6	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	5,831.9	14,117.0	10,194.8	17,871.8	13,859.7	资产负债率	48.6%	60.6%	46.7%	54.3%	44.3%
应付票据	2,271.5	5,068.1	2,956.6	6,621.2	4,374.2	负债权益比	94.4%	153.7%	87.5%	118.9%	79.6%
其他流动负债	2,047.9	3,201.3	2,410.4	2,553.9	2,721.8	流动比率	2.23	1.68	2.20	1.83	2.31
长期借款	250.2	247.1	-	-	-	速动比率	1.70	1.24	1.56	1.31	1.71
其他非流动负债	3,345.6	3,799.1	3,411.9	3,518.9	3,576.6	利息保障倍数	-19.15	-34.93	-34.17	-27.81	-22.55
负债总额	14,981.8	27,944.1	18,973.7	30,565.8	24,532.4	分红指标					
少数股东权益	46.1	121.7	127.1	134.7	167.8	DPS(元)	1.79	3.00	3.53	4.73	5.27
股本	804.0	806.6	806.6	806.6	806.6	分红比率	58.3%	43.7%	44.2%	48.7%	45.6%
留存收益	14,926.1	17,154.1	20,745.2	24,757.3	29,839.0	股息收益率	1.1%	1.8%	2.2%	2.9%	3.2%
股东权益	15,864.6	18,176.9	21,678.8	25,698.6	30,813.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,466.8	5,587.1	6,446.3	7,826.3	9,368.0
						加:折旧和摊销	167.5	233.5	156.3	202.0	247.7
						资产减值准备	245.0	307.2	-	-	-
						公允价值变动损失	70.7	68.2	-	-	-
						财务费用	-24.4	63.0	-222.0	-328.9	-480.7
						投资收益	84.6	-194.8	2.8	-35.8	-76.0
						少数股东损益	-17.0	50.0	5.7	7.8	33.8
						营运资金的变动	-1,212.2	7,023.2	-7,418.7	7,024.9	-4,777.2
						经营活动产生现金流量	1,979.4	11,890.1	-1,035.5	14,696.2	4,282.0
						投资活动产生现金流量	-2,032.3	-6,134.2	-502.8	-464.2	-424.0
						融资活动产生现金流量	-814.7	-3,389.7	-4,645.3	-3,460.6	-3,734.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	3.08	6.86	7.98	9.70	11.57
						BVPS(元)	19.61	22.39	26.72	31.69	38.00
						PE(X)	52.9	23.7	20.4	16.8	14.1
						PB(X)	8.3	7.3	6.1	5.1	4.3
						P/FCF	103.1	10.6	-40.8	9.0	30.5
						P/S	2.8	2.1	1.7	1.5	1.3
						EV/EBITDA	18.0	13.5	14.2	10.6	8.9
						CAGR(%)	47.0%	18.8%	18.1%	47.0%	18.8%
						PEG	1.1	1.3	1.1	0.4	0.7
						ROIC/WACC	-7.1	-34.1	-7.7	-707.6	-12.6
						REP	4.3	0.3	140.3	-	4.5

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034