



买入(维持)

所属行业: 电子/消费电子  
当前价格(元): 148.85

证券分析师

陈蓉芳

资格编号: S0120522060001

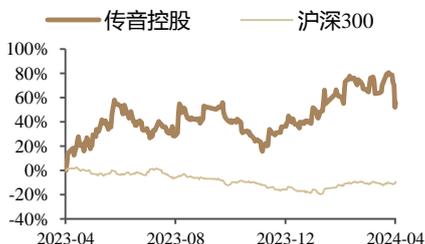
邮箱: chenrf@tebon.com.cn

研究助理

张威震

邮箱: zhangwz5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.41	-3.21	2.66
相对涨幅(%)	-8.07	-5.92	-4.56

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《传音控股(688036.SH): 23年成绩单亮眼, 24年有望再攀高峰》, 2023.12.27
- 《传音控股(688036.SH): Q3业绩历史新高, 持续增长动能充足》, 2023.9.26
- 《传音控股(688036.SH): Q2利润历史新高, AI赋能C端应用空间广阔》, 2023.8.28
- 《传音控股(688036.SH): 大盘复苏叠加产品升级, Q2利润创历史新高》, 2023.7.26
- 《传音控股(688036.SH): Q1毛利率持续向上, 新业务空间巨大》, 2023.4.28

## 传音控股(688036.SH): 营收利润大幅增长, 市场份额稳步提升

### 2023年度报告&2024年第一季度报告点评

投资要点

- 事件: 4月23日, 传音控股发布2023年度报告。4月25日, 公司发布2024年第一季度报告。

1) 2023全年: 公司实现营收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%; 实现扣非后归母净利润51.34亿元, 同比增长131.61%。

2) 2023年Q4: 公司实现单季度营收192.73亿元, 同比增长82.44%; 实现单季度归母净利润16.53亿元, 同比增长632.38%; 实现单季度扣非后归母净利润16.25亿元, 同比增长827.73%。

3) 2024年Q1: 公司实现单季度营收174.43亿元, 同比增长88.10%; 实现单季度归母净利润16.26亿元, 同比增长210.30%; 实现单季度扣非后归母净利润13.54亿元, 同比增长342.59%。

- 营收利润大幅增长, 盈利能力持续回升。1) 成长能力: 从23全年和23Q4/24Q1单季度来看, 公司收入和利润较上年同期均取得大幅增长, 23Q4单季度归母净利润同比增速创下公司上市以来新高。公司收入增长的主要原因为公司持续开拓新兴市场和推进产品结构升级, 手机出货量取得较好增长。2) 盈利能力: 公司2023年毛利率/净利率分别为24.45%/8.97%, 同比+3.13pct/+3.68pct; 24Q1毛利率/净利率为22.15%/9.37%, 同比-1.21pct/+3.72pct, 虽然Q1毛利率略有下降, 但净利率进一步回升。3) 费用控制: 23全年公司销售/管理/研发/财务费用分别为7.85%/2.42%/3.62%/-0.28%, 同比+0.08pct/-0.30pct/-0.84pct/-0.01pct, 研发费用率有所回落, 主要是因为收入增速比研发费用增速更高, 公司在手机产品及移动互联等方面研发投入在持续加强。24Q1各项费用率同比均有回落, 进一步实现降本增效。
- 区域市场拓展叠加产品结构升级, 推动全球市场份额稳步提升。1) 区域拓展: 在巩固非洲地区市场份额的基础上, 公司进一步开拓南亚等新兴市场。2023年, 公司手机整体出货量1.94亿部, 较2022年的约1.56亿部同比增长24.2%。根据IDC数据, 公司在全球手机市场份额14.0%, 手机品牌厂商排名第三, 其中智能手机全球市场份额约8.1%, 排名第五。区域市场方面, 2023年公司在非洲/巴基斯坦地区智能机市场占有率均超过40%, 在孟加拉国智能机市场占有率超过30%, 在印度智能机市场占有率约8.2%, 非洲/巴基斯坦/孟加拉国市场排名均位列第一, 印度市场排名第六。2) 结构升级: 公司持续加强中高端产品突破, 智能手机销量占比持续提升。2023年, 公司智能手机销售额同比增长40.4%至约514亿元, 收入占比提升至82.5%, 毛利率约23.8%; 功能手机销售额约59.42亿元, 同比基本持平, 收入占比降至9.5%, 毛利率约27.5%。中高端产品销售占比的提升有望进一步打开公司远期成长空间。IDC数据显示, 2024Q1传音智能手机出货量同比增长84.9%至约2850万台, 全球市场份额从23Q1的5.7%提升至9.9%, 排名升至第四。
- 持续推动技术迭代与升级, AI革新提升用户移动体验。公司通过基础研究、技术研发和产品开发三级研发体系, 持续进行技术迭代和产品升级。2023年, 公司在影像、颜值、基础体验、游戏、AI、充电等领域持续攻关, 发布了Universal Tone影像技术、W型可变光圈技术、液态长焦微距镜头、变色龙虹彩技术、E-Color

Shift 技术、瞬态音频增强技术、探索者卫星通信技术、260W+110W 全场景快充技术、AirCharge 隔空充电技术、宽温电池技术、AI 数字人、卷轴屏概念手机 PHANTOM Ultimate 等创新技术或产品成果。2024 年 3 月，公司旗下 TECNO 品牌于 MWC 2024 宣布推出 TECNO AIOS，用 AI 提升用户移动体验。TECNO AI 包含升级过的个人 AI 助手 Ella，可实现实时翻译电话、自动生成视频字幕、创意生成壁纸和图片、用简单描述精确搜索照片等功能。我们认为，公司在技术与产品方面的研发，以及 AI 技术的加持将不断提升用户体验，助力公司完善移动互联生态，提升软件服务类产品付费用户数量和 ARPU 值。

- 加快发展移动互联与扩品类业务，逐步构建 AIoT 智能生态。**基于在新兴市场积累的领先优势，公司积极实施多元化战略布局，在新兴市场开展了数码配件、家用电器等扩品类业务，以及提供移动互联网产品及服务。2023 年，公司加大本地化产品研发力度，同时深耕渠道，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。2024 年 1 月，TECNO 宣布全面入驻跨境电商平台 Temu，首发开盘墨西哥，深入开拓全球跨境电商版图，加快全球新兴市场布局。在移动互联网产品及服务方面，公司与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司，在多个应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2023 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，多款应用深受非洲用户认可。
- 持续高分红回馈股东，2023 年现金分红超 48 亿元，股利支付率高达 87.4%。**公司利润分配原则充分重视对投资者的合理投资回报并兼顾公司的可持续发展。根据 2023 年报，公司拟派发现金红利含税金额 24.20 亿元，占公司 2023 年度归上净利润 43.70%。加上公司 2023 年前三季度已实施的权益分派，公司 2023 年度现金分红金额合计约 48.39 亿元，占 2023 年度归上净利润的 87.40%。上市以来，公司坚持积极分红回馈投资者，累计现金分红 6 次，累计现金分红金额 88.97 亿元，平均分红率 49.33%。
- 投资建议：**公司作为深耕新兴市场的全球头部手机厂商，有望通过区域拓展、产品结构升级、技术研发和产品体验优化，不断提升全球手机市场占有率水平。同时，智能手机占比的提升也将带动公司手机 ASP 快速增长，公司长期成长动能充足。鉴于 24Q1 公司业绩超预期表现，我们上调公司 2024 至 2026 年营业收入预测至 762.97 亿元/885.16 亿元/1003.11 亿元，调整公司归母净利润预测至 65.62 亿元/78.93 亿元/91.09 亿元，以 4 月 26 日收盘价计算，对应 2024 至 2026 远期 PE 分别为 18.30 倍/15.21 倍/13.18 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**消费电子市场需求不及预期风险；智能手机行业竞争加剧风险；公司新业务开拓进展不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	806.57					
流通 A 股(百万股):	806.57					
52 周内股价区间(元):	95.50-172.54					
总市值(百万元):	120,057.23					
总资产(百万元):	47,945.21					
每股净资产(元):	24.63					
资料来源:公司公告						
营业收入(百万元)		46,596	62,295	76,297	88,516	100,311
(+/-)YOY(%)		-5.7%	33.7%	22.5%	16.0%	13.3%
净利润(百万元)		2,484	5,537	6,562	7,893	9,109
(+/-)YOY(%)		-36.5%	122.9%	18.5%	20.3%	15.4%
全面摊薄 EPS(元)		3.08	6.86	8.14	9.79	11.29
毛利率(%)		21.3%	24.5%	24.1%	24.2%	24.3%
净资产收益率(%)		15.7%	30.7%	26.4%	24.1%	21.7%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所  
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	6.88	8.14	9.79	11.29
每股净资产	22.39	30.85	40.67	52.01
每股经营现金流	14.74	7.00	14.90	12.95
每股股利	6.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	20.12	18.30	15.21	13.18
P/B	6.18	4.82	3.66	2.86
P/S	1.93	1.57	1.36	1.20
EV/EBITDA	14.98	13.05	9.63	7.58
股息率%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	24.5%	24.1%	24.2%	24.3%
净利润率	9.0%	8.6%	9.0%	9.1%
净资产收益率	30.7%	26.4%	24.1%	21.7%
资产回报率	12.0%	12.4%	11.7%	11.6%
投资回报率	26.2%	23.7%	22.3%	20.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	33.7%	22.5%	16.0%	13.3%
EBIT 增长率	110.6%	20.7%	20.7%	13.9%
净利润增长率	122.9%	18.5%	20.3%	15.4%
偿债能力指标				
资产负债率	60.6%	52.7%	51.0%	46.4%
流动比率	1.7	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.7
现金比率	0.5	0.6	0.8	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.4	9.8	9.6	9.5
存货周转天数	63.2	67.0	66.6	67.7
总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.4
固定资产周转率	32.0	22.0	19.7	18.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,537	6,562	7,893	9,109
少数股东损益	50	20	47	41
非现金支出	622	844	1,023	1,239
非经营收益	-207	-36	-114	-77
营运资金变动	5,888	-1,742	3,169	130
经营活动现金流	11,890	5,648	12,020	10,442
资产	-803	-1,584	-2,264	-1,796
投资	-5,590	-3,436	1,041	878
其他	260	-110	171	133
投资活动现金流	-6,134	-5,130	-1,051	-785
债权募资	529	255	-149	217
股权募资	110	172	0	0
其他	-4,028	109	-64	-65
融资活动现金流	-3,390	536	-213	152
现金净流量	2,383	1,062	10,756	9,809

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	62,295	76,297	88,516	100,311
营业成本	47,063	57,917	67,060	75,902
毛利率%	24.5%	24.1%	24.2%	24.3%
营业税金及附加	249	237	314	333
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
营业费用	4,893	5,799	6,840	7,687
营业费用率%	7.9%	7.6%	7.7%	7.7%
管理费用	1,507	1,869	2,155	2,450
管理费用率%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%
研发费用	2,256	3,037	3,364	3,902
研发费用率%	3.6%	4.0%	3.8%	3.9%
EBIT	6,445	7,781	9,392	10,701
财务费用	-176	-63	-72	-179
财务费用率%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-228	-195	-162	-185
投资收益	195	50	167	128
营业利润	6,747	7,880	9,498	10,915
营业外收支	-32	-35	-34	-35
利润总额	6,714	7,845	9,465	10,880
EBITDA	6,759	8,348	10,175	11,664
所得税	1,127	1,263	1,524	1,730
有效所得税率%	16.8%	16.1%	16.1%	15.9%
少数股东损益	50	20	47	41
归属母公司所有者净利润	5,537	6,562	7,893	9,109

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,599	13,661	24,417	34,226
应收账款及应收票据	1,965	2,174	2,545	2,765
存货	10,443	11,112	13,688	14,847
其它流动资产	15,125	18,658	17,958	17,252
流动资产合计	40,132	45,605	58,607	69,090
长期股权投资	430	465	474	496
固定资产	3,065	3,873	5,102	5,867
在建工程	1	140	315	310
无形资产	509	526	553	576
非流动资产合计	5,989	7,293	8,743	9,558
资产总计	46,121	52,898	67,350	78,648
短期借款	1,512	1,759	1,604	1,804
应付票据及应付账款	19,142	18,144	24,141	25,551
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,245	3,752	4,388	4,870
流动负债合计	23,898	23,655	30,134	32,225
长期借款	247	237	222	227
其它长期负债	3,799	3,983	4,003	4,017
非流动负债合计	4,046	4,219	4,224	4,243
负债总计	27,944	27,874	34,358	36,469
实收资本	807	807	807	807
普通股股东权益	18,055	24,883	32,803	41,949
少数股东权益	122	141	189	230
负债和所有者权益合计	46,121	52,898	67,350	78,648

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈蓉芳，电子组长，南开大学本科，香港中文大学硕士，电子板块全覆盖，对于汽车电子、消费电子等板块跟踪紧密，个股动态反馈迅速，推票脉络清晰。曾任职于民生证券、国金证券，2022年5月加入德邦证券。

张威震，电子研究员，清华大学核工程与核技术学士，中国原子能科学研究院核能科学与工程硕士。曾任职于欧菲光证券部、安永战略咨询部门，4年行业研究经验，2022年10月加入德邦证券。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。