

# 传音控股 (688036)：新兴市场基本盘稳固，横纵业务拓展再度腾飞

2024年9月20日

证券分析师：张世杰

E-MAIL: [zhangsj@tpyzq.com](mailto:zhangsj@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190523020001

证券分析师：罗平

E-MAIL: [luoping@tpyzq.com](mailto:luoping@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190524030001

## 摘要:

- **公司概况：公司定位于科技品牌出海，以非洲为根本不断向新兴市场拓展业务。**公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。主要产品为TECNO、itel和Infinix三大品牌手机，包括功能机和智能机。销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场国家。分产品来看，手机业务收入是公司主要营收来源，近年来营收占比始终维持在90%以上。2019-2023年公司营收由253.46亿元增长至622.95亿元，CAGR高达19.7%。分地区看，公司新市场拓展较为顺利，为公司业绩增长持续注入新活力。公司亚洲及其他地区、非洲区2023年营收占比分别63%、35%，2019-2023年营收年复合增速分别为47.6%、3.0%，来自亚洲及其他地区的新兴市场已经接力非洲成为公司营收的重要来源。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
- **横向：立足非洲绝对领先优势，持续布局新兴市场。**新兴市场人口基数大增速高，人口结构年轻化。年轻人更对于新的科技品牌接受程度较高，更加愿意尝试性价比比较高并且能够更好满足定制化需求的消费电子品牌，以传音控股为代表的定位科技品牌出海的企业有望充分享受于年轻化人口结构红利。同时，新兴市场国家中产阶级快速兴起，手机渗透率较低消费潜力大。根据IDC数据统计显示，2024年上半年，公司在全球手机市场排名第二，市占率为14.4%，其中智能机在全球范围市占率9.1%，排名第四。在非洲市场，公司非洲智能机市场的占有率超过40%，排名第一。在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率排名第一；孟加拉国智能机市场占有率排名第一；印度智能机市场占有率排名第七。**展望未来，我们认为公司在非洲营收规模增长将主要来自于：1. 非洲手机市场整体出货量增长；2. 智能机渗透率提升所带来的ASP提升；3. 当前市占率较低国家的市占率提升。我们认为公司未来在南亚、拉美等新市场业绩增长将主要来自于：1. 前期市占率较低国家的渗透2. 智能手机取代功能机所带来的ASP逐渐提升**
- **纵向：AI+新业态夯实核心竞争力，由浅入深打造传音生态平台。**公司成立以来便始终专注于海外市场，有望依靠立足海外的天然地理优势接入ChatGPT，以ChatGPT赋能移动互联业务、丰富扩品种类、提升应用性能、开发多样化的智能硬件设备。同时，公司借助渠道优势，在非洲等新兴市场市场移动互联业务发展迅速，扩品类业务得到高质量品牌保障，初步完成了“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的生态模式布局。尤其在移动互联网服务方面，传音早期的移动互联网布局从操作系统、应用商店、游戏中心开始，之后拓展到工具等基础产品矩阵，构建了完整的流量流转渠道。在此基础之上，又进一步搭建了基于自有流量的广告分发能力与基于大数据的中台服务能力。在与手机绑定最深的基础能力之外，App生态上，传音与网易、腾讯等伙伴合作，开发了非洲领先的音乐流媒体平台Boomplay、非洲第一名的综合内容分发应用Phoenix、非洲排名前三的新闻聚合应用Scooper等MAU千万级产品，**成为中国互联网先进产品力与资源、资本进入非洲市场的最佳放大器。**目前，传音已经凭借手机与移动互联网业务，打通了非洲全部54个国家全链路运营，通过本地化团队建设，大生态圈的沉淀与摸索，搭建了全新的商业与技术中台，成为非洲“数字基础设施”的重要参与者。伴随公司在硬件市场确立起来的统治地位，叠加前期项目投入的成果逐步落地，预计移动互联网生态领域将成为公司的第二增长极
- **风险提示：**新品开发不达预期风险；行业景气度大幅下滑风险；新客户导入不及预期风险

公司概况：新兴市场智能手机龙头，多元业务布局加速渗透

# 深耕新兴市场市场，“非洲之王”走向全球

定位科技品牌出海，实施多元化战略布局。公司成立于2013年8月，并于2019年于上海证券交易所科创板上市。公司主要产品为TECNO、itel 和Infinix三大品牌手机，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场国家，并在全球手机市场市占率稳步提升。据IDC全球手机季度跟踪报告，2023年传音在全球手机市场的占有率14%，排名第三；其中智能机在全球市场的占有率为8.1%，排名第五。2023年，传音在非洲、巴基斯坦、孟加拉国、菲律宾智能机出货量排名第一，印度智能机出货量排名第六。同时，基于在新兴市场积累的领先优势，公司围绕主营业务积极实施多元化战略布局，创立了数码配件品牌Oraimo，家用电器品牌Syinix以及售后服务品牌Carlcare等

图：公司多元化布局



资料来源：公司招股书、太平洋证券研究院

图：公司手机产品面向多层次消费群体

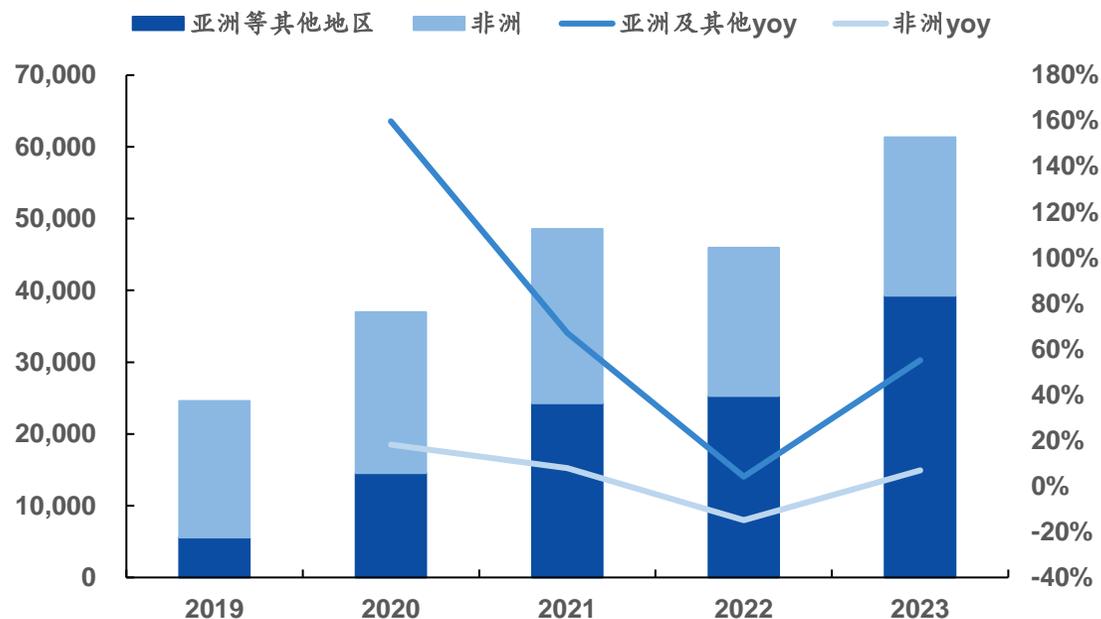
系列名称	定位于特点	产品形态
TECNO	定位于新兴市场中产阶级消费群体，领先的手机摄影技术，前沿的人工智能影像技术	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;"> <p>PHANTOM TECNO子品牌 全能旗舰 集行业顶尖技术于一体</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>CAMON 超越影像 行业标杆</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>SPARK 年轻人 Z世代首选</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>POVA 超越影像 时刻在线 强劲游戏体验</p> </div> </div>
Infinix	针对年轻人群，快速融合前沿科技，时尚设计，智能生活体验	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;"> <p>ZERO 极致拍照体验</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>NOTE 性能强大，至臻设计</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>HOT 终极娱乐体验</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>SMART 品质之选</p> </div> </div>
itel	面向大众市场的智能生活品牌，质量可靠，结实耐用，产品微创新	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;"> <p>A系列 畅快轻体验系列手机</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>S系列 自由社交系列手机</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>P系列 长续航娱乐系列手机</p> </div> </div>

资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

## 营收端：产品升级叠加开拓新兴市场，业绩高速增长

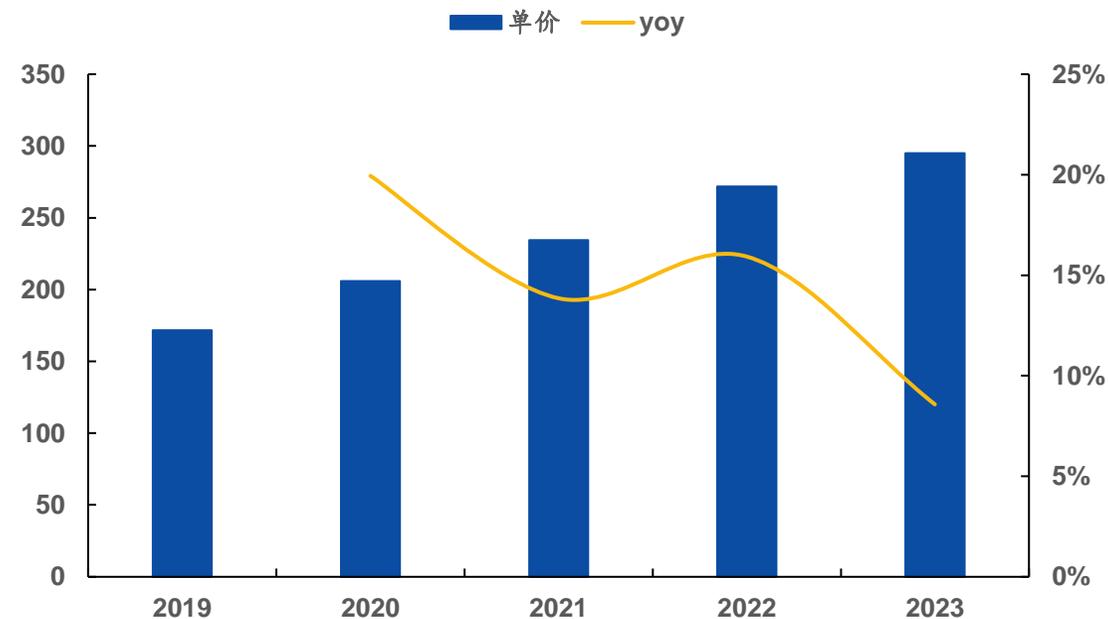
产品升级叠加新兴市场开拓，营收规模快速扩张。分产品来看，手机业务收入是公司主要营收来源，近年来营收占比始终维持在90%以上。近年来，公司围绕“一带一路”重点国家市场加大投入，加速推进业务布局，建立起了由非洲、印度以及多个人口规模较大的国家及地区共同支撑的市场格局。2019-2023年公司营收由253.46亿元增长至622.95亿元，CAGR高达19.7%。分地区看，公司新市场拓展较为顺利，为公司业绩增长持续注入新活力。公司亚洲及其他地区、非洲区2023年营收占比分别63%、35%，2019-2023年营收年复合增速分别为47.6%、3.0%，来自亚洲及其他地区的新兴市场已经接力非洲成为公司营收的重要来源。从产品升级角度来看，公司手机产品均价逐年提升。2019-2023年产品均价由171.7元提升至295.1元，目前，大部分新兴市场国家处于“功能机向智能机切换”的市场发展趋势中，智能机量价齐升为公司带来了坚实的基本盘，是公司后续着力发展移动互联网等业务的重要保证

图：公司2019-2023营收及增速（百万元）



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图：公司手机产品均价（元/台）

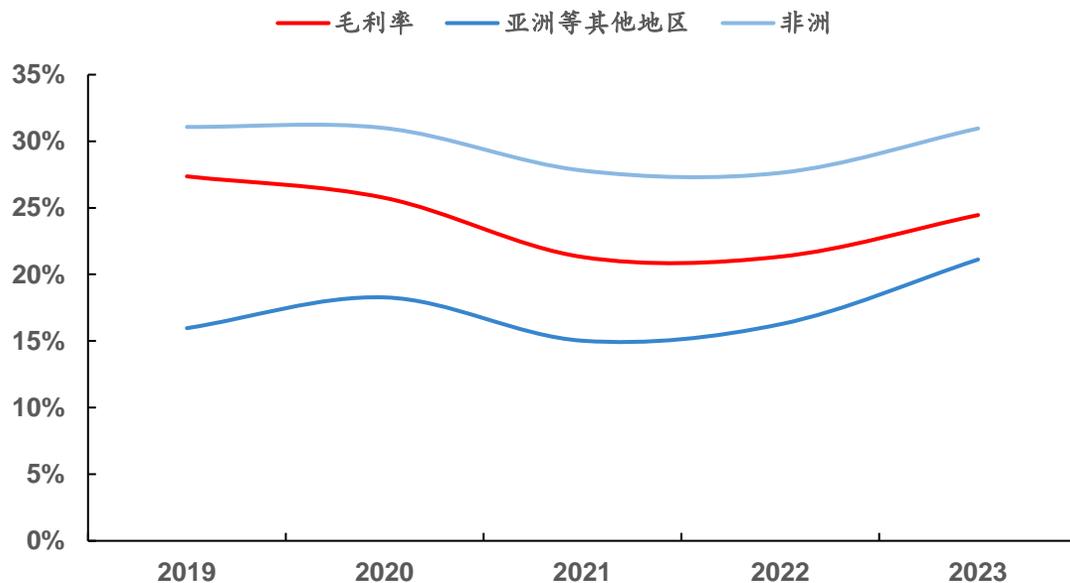


资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

## 利润端：毛利率有波动但回升趋势明显，费用把控合理盈利能力稳步提升

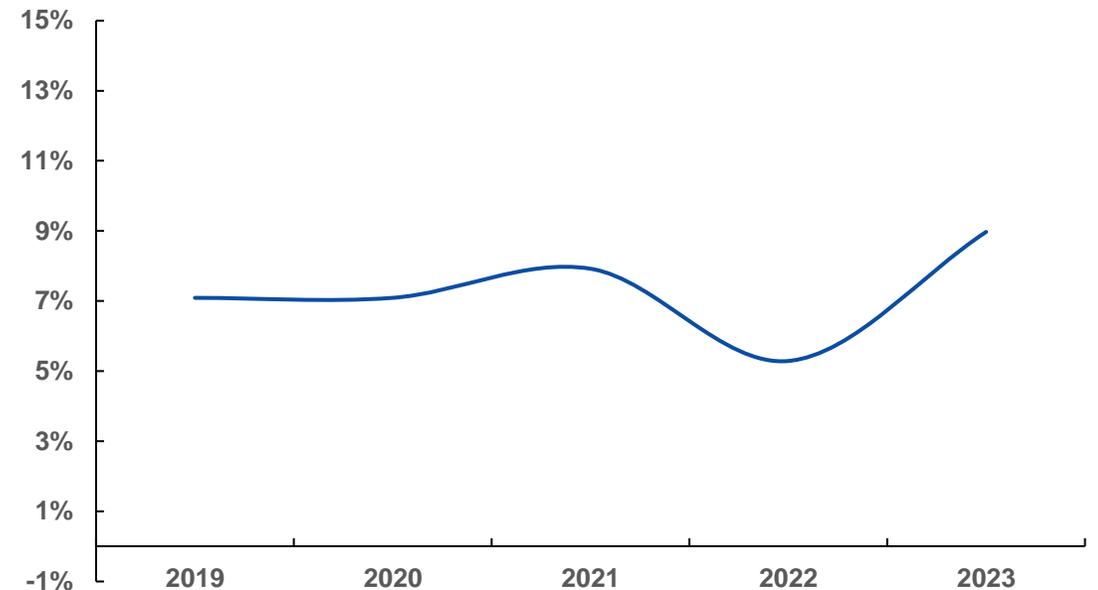
**非洲地区仍处核心地位，公司盈利能力不断加强。**公司2020年开始了非洲以外地区手机销量的快速起量，公司在非洲地区耕耘较久，因此产品议价能力较高，对应非洲地区毛利率也高于其他地区，2023年毛利润占比仍达44.9%，是公司利润的主要来源。总体来看，伴随公司产品在毛利率较低的新拓展亚洲及其他地区新拓展市场销量的快速增长，公司近年来毛利率出现了波动，但随着公司在亚洲及其他地区市场产品结构的优化，以及公司产品口碑和认可度的不断提升，我们认为公司在新市场的压力期已过，后续对于公司盈利能力的压制将逐步减弱。短期来看，2023Q4开始，受手机上游元器件及存储等原材料价格波动影响，公司毛利率短期承压，但公司积极开展成本优化和库存管理，在产品结构升级叠加新兴市场需求强劲的拉动下，我们认为公司毛利率经过短暂调整后，有望在较为稳定的区间内实现维稳回升。同时，公司净利率除2022年受宏观环境冲击影响下行外，均于向上态势，体现了公司盈利能力的持续改善

图：公司2019-2023毛利率（分地区）



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图：公司2019-2023净利率

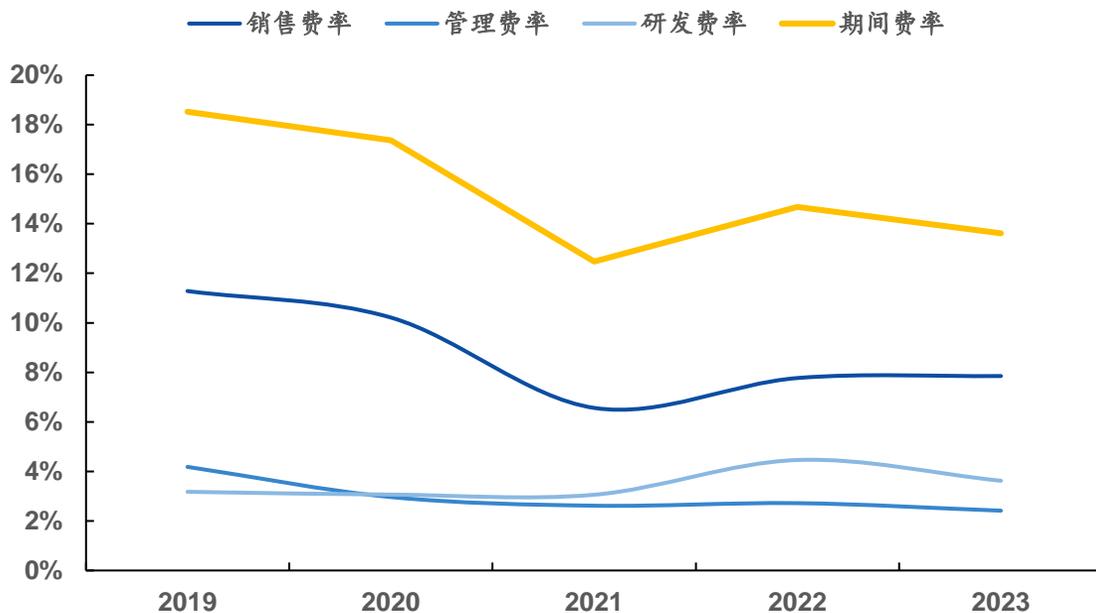


资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

## 利润端：毛利率有波动但回升趋势明显，费用把控合理盈利能力稳步提升

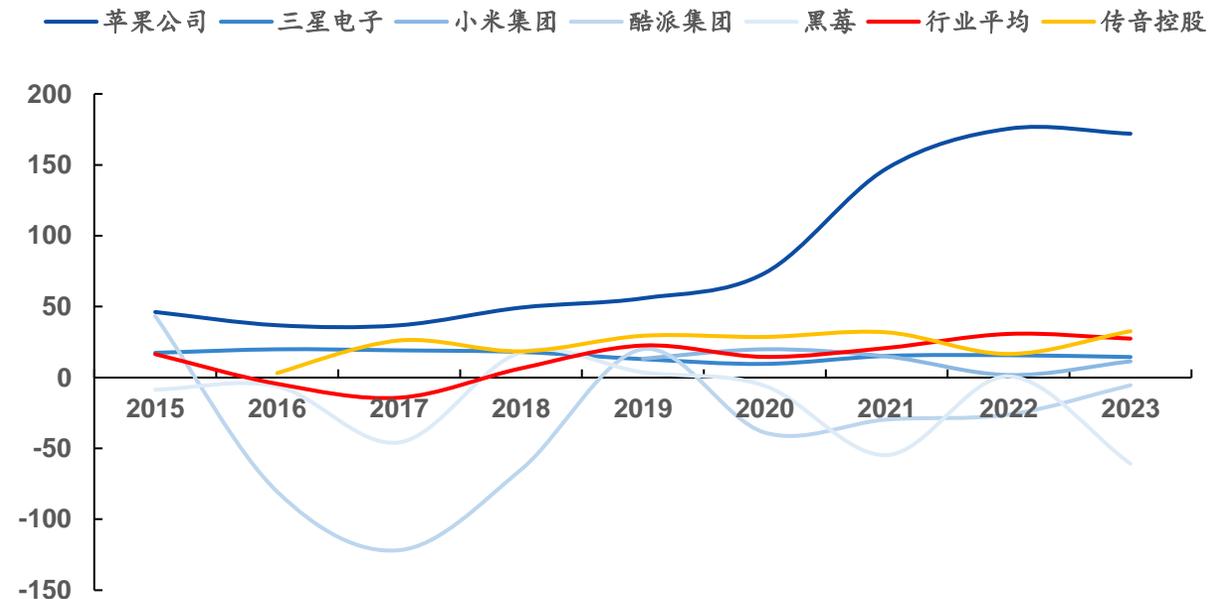
期间费用率稳中有降，重视研发持续投入。随公司在空白新兴市场开拓的逐步完成，本土化销售体系、管理体系的逐步搭建完善，公司销售费率，管理费率均随公司营收规模的扩张而出现了下降趋势。同时，公司为了不断维持产品竞争力，横向、纵向拓展公司产品范围和服务形式，持续科技创新、加大产品及移动互联等研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力，公司研发费用随营业收入的增长而随之增加。横向比较同行业公司可以看到，公司ROE始终处于行业领先地位，高于三星电子等一众企业，也体现了公司优秀的获利能力

图：公司2019-2023期间费率



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图：可比公司ROE水平 (%)



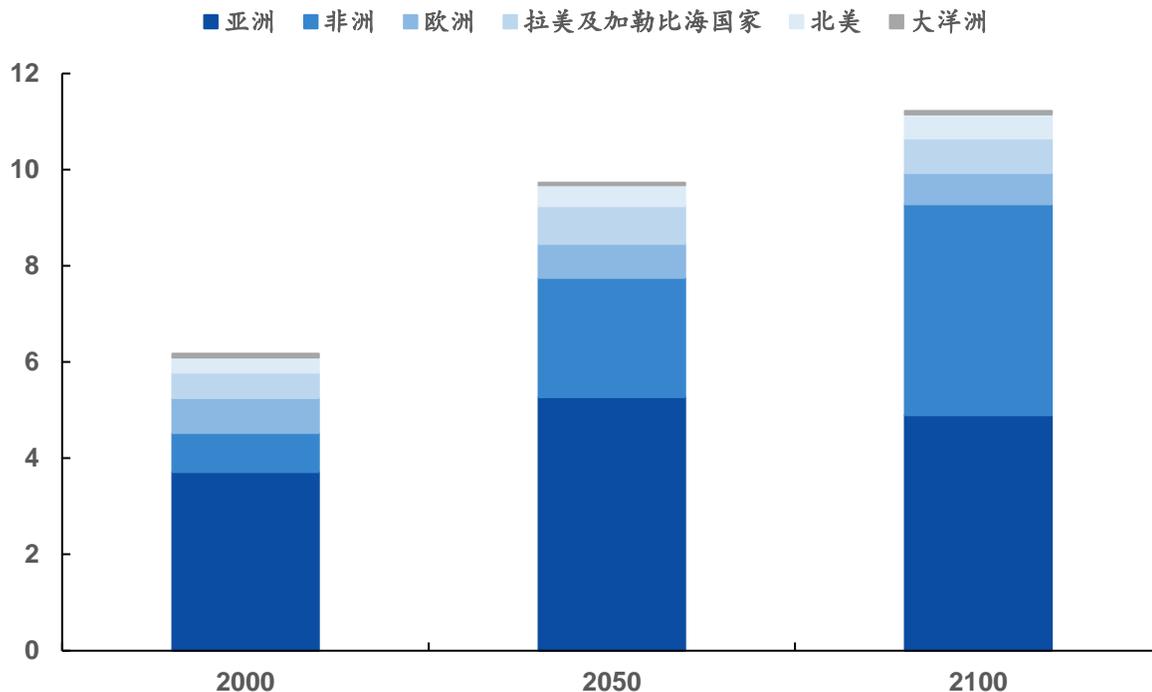
资料来源：iFind、太平洋证券研究院

横向：立足非洲绝对领先优势，持续布局新兴市场

## 新兴国家经济增长迅速，带动消费需求持续向好

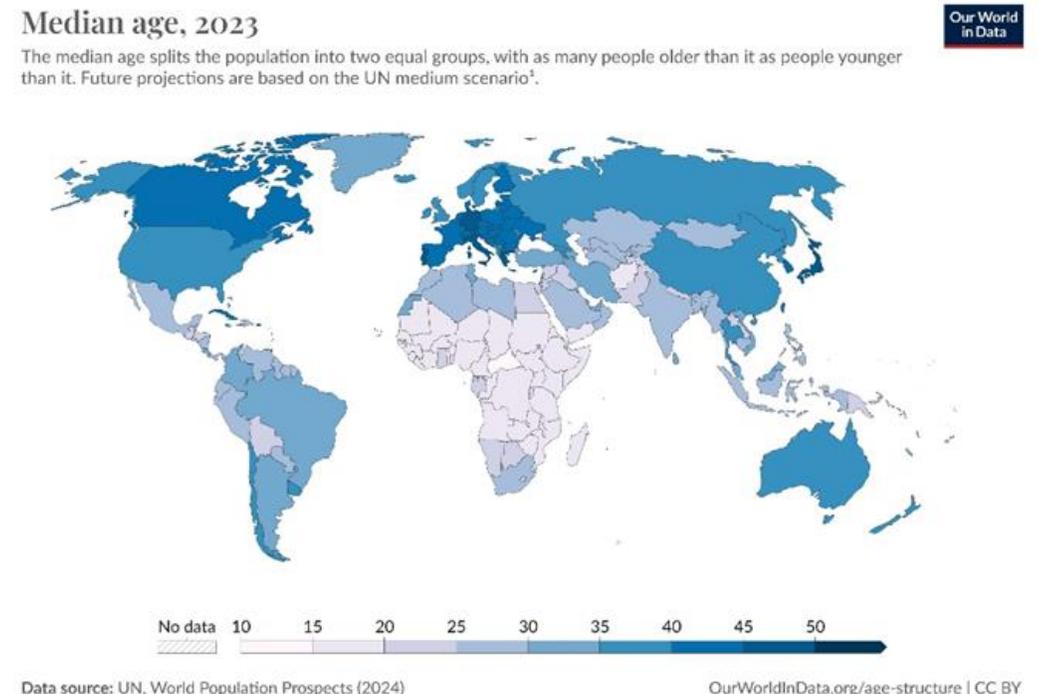
**新兴市场人口基数大增速高，人口结构年轻化。**根据联合国发布的人口数字及预测报告，预计到2050年世界总人口将达97亿，其中，非洲新增人口将达13亿，占全世界新增总人口的50%，成为世界人口增速最快地区，亚洲紧随其后，新增人口高达8.74亿。据联合国统计显示，2023年，在54个非洲国家中，平均年龄在20岁以下国家超70%，年轻人在非洲人口中所占比重非常高。拉美人口同属年轻型的年龄结构，0~14人口占总人口50%左右，大大超过全世界的平均水平35%，也高于一般发展中国家的水平。年轻人更对于新的科技品牌接受程度较高，更加愿意尝试性价比较高并且能够更好满足定制化需求的消费电子品牌，新兴国家市场年轻、充满活力的消费力结构，以传音控股为代表的定位科技品牌出海的企业有望充分享受于年轻化人口结构和人口规模红利

图：联合国世界人口预测（十亿）



资料来源：世界银行博客、太平洋证券研究院

图：世界人口年龄中位数分布图

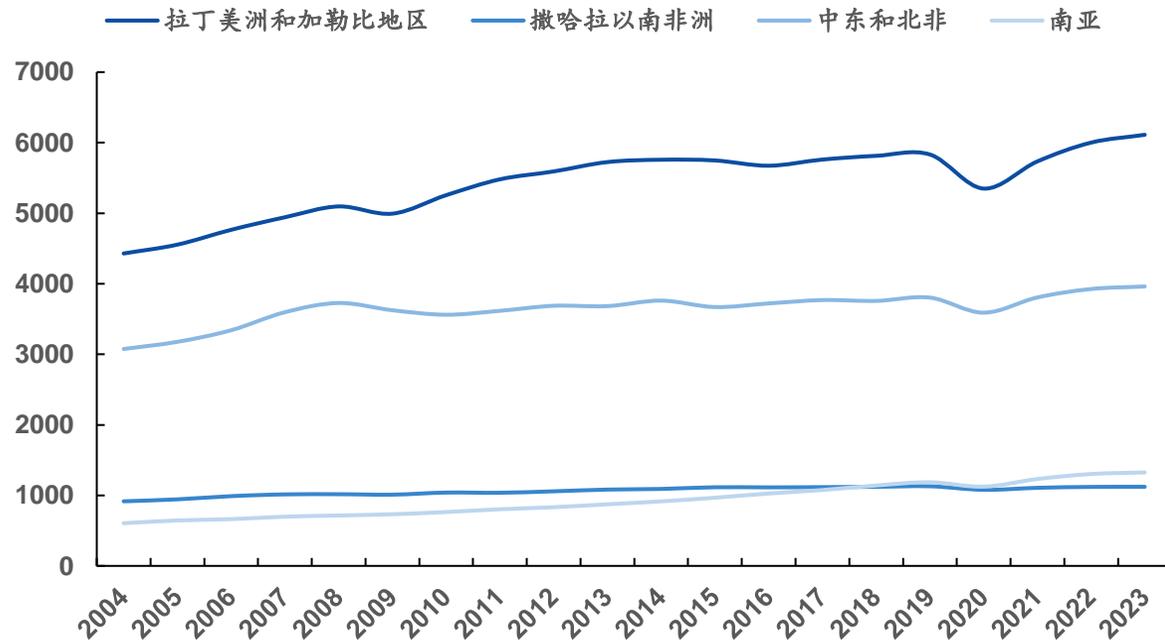


资料来源：UN、太平洋证券研究院

## 新兴国家经济增长迅速，带动消费需求持续向好

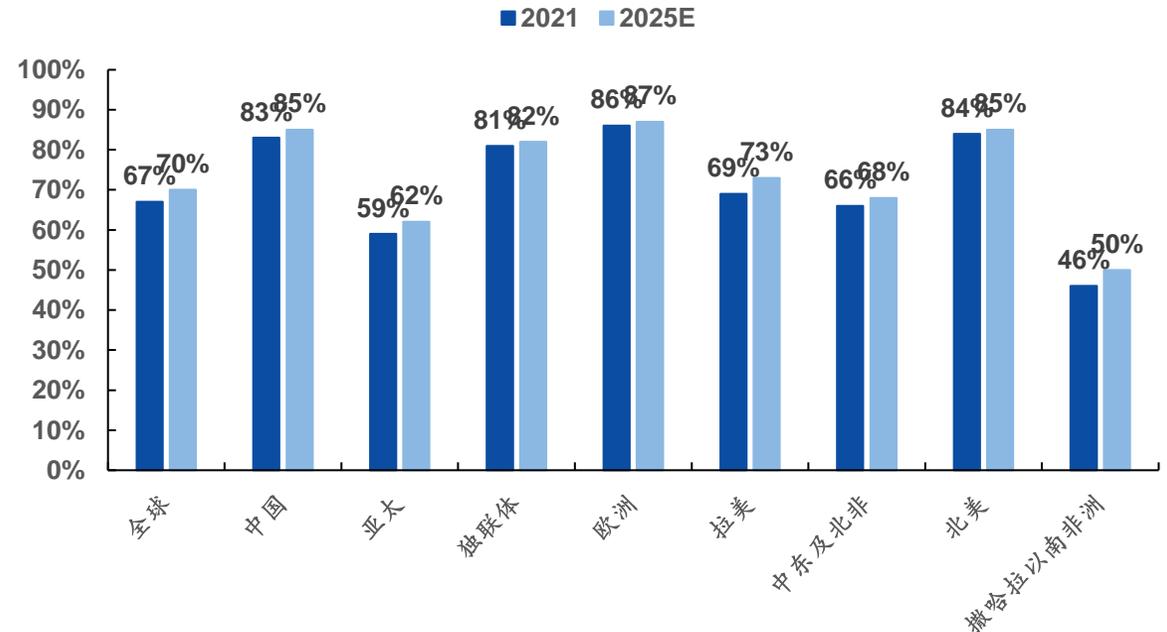
中产阶级快速兴起，手机渗透率较低消费潜力大。据联合国非洲问题特别顾问办公室预测，到2060年，非洲中产阶级的规模可能会增加至非洲大陆总人口的40%以上，这一人口结构变化为非洲消费市场的发展提供了前所未有的机遇。另据世界银行的统计，过去20年中，新兴国家人均家庭最终消费支出始终处于不断增长的态势，其中南亚、拉美及加勒比海、撒哈拉以南非洲、中东和北非地区近20年复合增速分别达4.2%、1.7%、1.1%、1.3%，2023年均达历史高位。据GSMA统计，2021年在中国、欧洲、北美成熟市场的手机渗透率已经到了77%、79%和84%的高位时，在撒哈拉以南非洲、中东及北非和亚太新兴市场地区手机还仍处于较低水平，2021年渗透率分别46%、66%、59%，相比成熟市场仍有较大的提升空间

图：人均家庭最终消费支出（2015价，美元）



资料来源：iFind、太平洋证券研究院

图：分地区手机渗透率

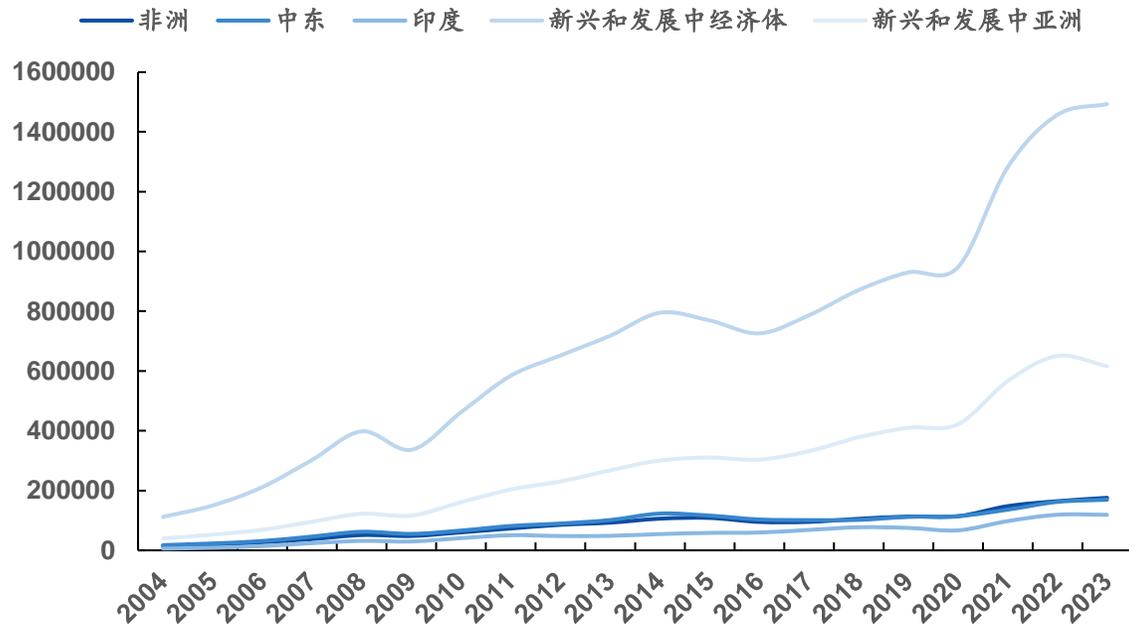


资料来源：GSMA、太平洋证券研究院

## 中非合作开启新篇章，有利于更多中国商品进入新兴市场

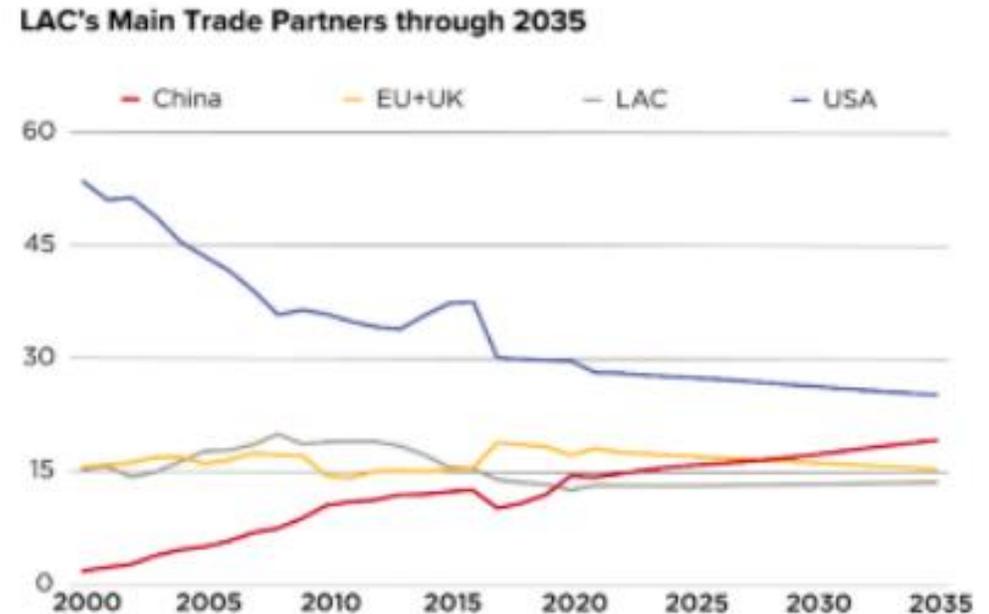
**中非贸易额历史记录不断刷新，营商环境不断优化。**据2024年9月商务部召开的中非经贸深度合作先行区专题新闻发布会，中国已连续15年保持非洲第一大贸易伙伴地位。2023年，中非贸易额达到历史上的峰值2821亿美元，同比增长1.5%。中非贸易规模屡创新高，结构持续优化。在新兴领域，中非拓展了“丝路电商”合作，成功举办非洲好物网购节，实施非洲“百店千品上平台”行动，带动中国企业积极助力非洲电子商务、移动支付、媒体娱乐等行业的发展。据国际货币基金组织统计，近20年来，中国在对非洲等新兴市场出口金额快速增长，2023年对新兴和发展中经济体出口金额达1.49万亿美元，2004年至今年复合增速高达15%。另据印度智库、外交部等机构统计，中印、中拉贸易额也分别在2023、2022年创下了历史新高，其中中国更是在2023—2024财年超越美国，成为印度最大的贸易伙伴。2023—2024财年，印度进口的电子产品、通信设备和电器产品达到了898亿美元，而中国大陆单独占比就达到了43.9%

图：中国出口金额(FOB, 百万美元)



资料来源：iFind、太平洋证券研究院

图：拉美主要合作伙伴

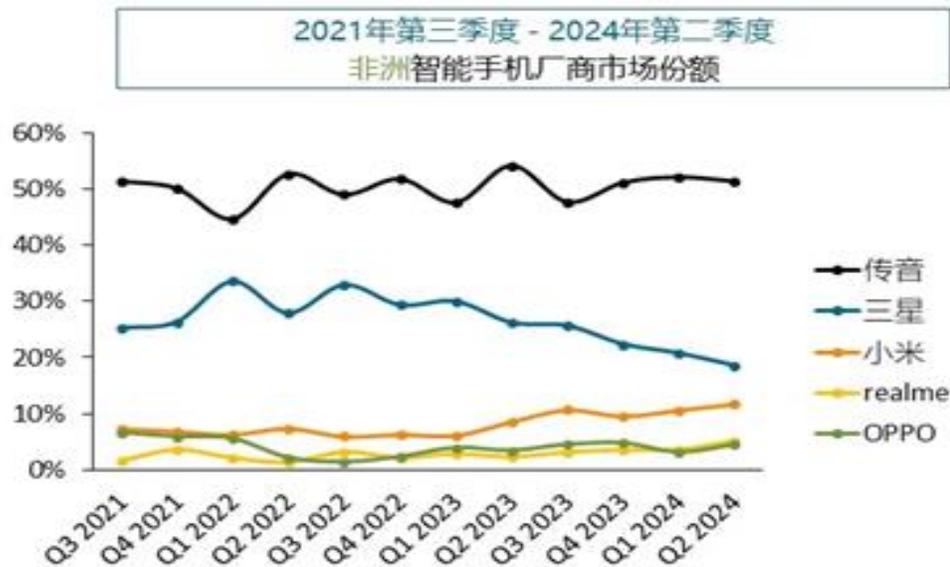


资料来源：Atlantic Council、太平洋证券研究院

## 立足非洲绝对领先优势，持续布局新兴市场

非洲市场绝对领导地位，高市占率高毛利优势明显。公司在非洲市场具有绝对领先的市场份额，连续多年稳居行业第一。据Canalys统计，2024Q2公司在非洲智能机市场以51%的市占率稳居行业第一，同比提升1 pct，出货量达920万台。公司自成立以来专注于深耕非洲手机市场，凭借本地化运营、本土化创新等战略建立起了自己深厚的壁垒和竞争优势，公司在非洲地区毛利率始终维持在30%以上水平。目前，公司在非洲智能机领域聚焦于超低端市场（小于100美金）主要竞争对手包括小米的红米数字系列和A系列以及三星的低端机型，但目前尚未出现对手能够冲击公司在非洲手机市场的领导地位。随着非洲大众市场厂商加强产品供应，2024Q1，传音在入门级机型和来自低平均售价非洲市场的消费者升级的推动下保持强劲的增长势头。据Canalys预测，2024年超低端市场将增长13%。公司在部分非洲国家渗透率仍有较大提升空间，有望进一步受益于当前市占率较低国家的市占率提升

图：非洲智能手机厂商市场份额



注：小米含POCO和紅米

来源：Canalys智能手机分析统计数据(出货量), 2024年8月



资料来源：Canalys、太平洋证券研究院

图：2024Q1各厂商在非洲市场表现



来源：Canalys智能手机分析统计数据(出货量), 2024年5月



资料来源：Canalys、太平洋证券研究院

## 立足非洲绝对领先优势，持续布局新兴市场

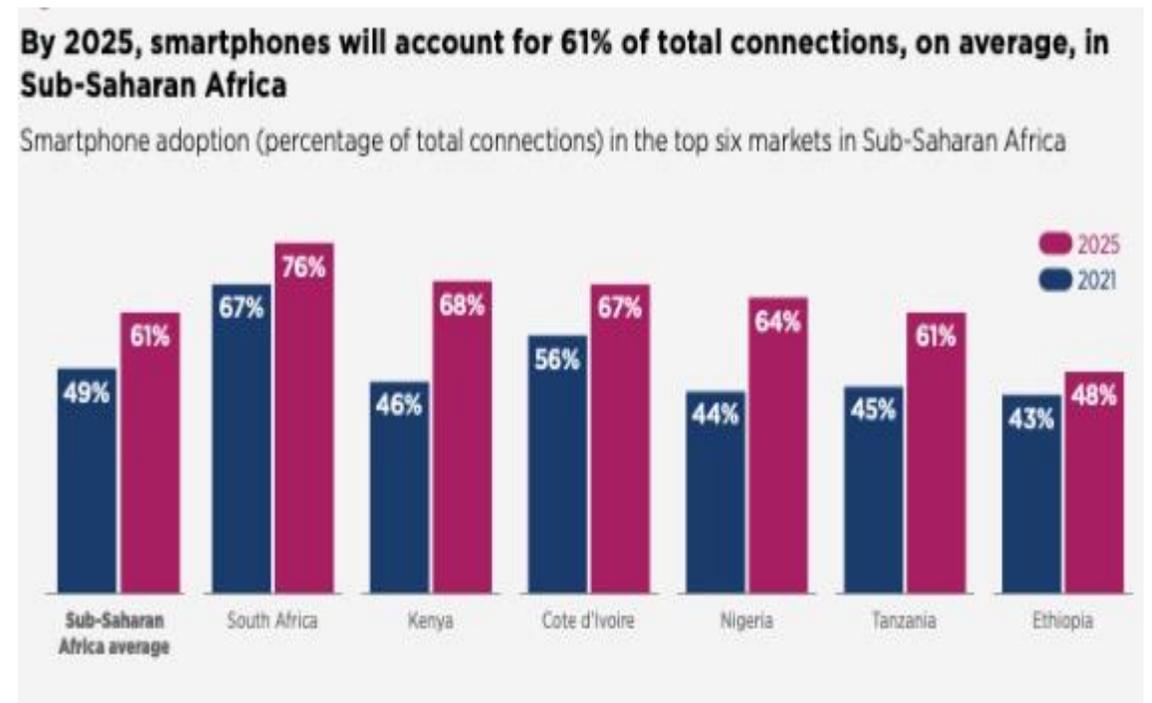
立足非洲本土创新解决痛点，ASP和智能手机渗透率提升带动公司业绩增长。公司始终坚持本地化运营和本土化创新，深度调研非洲市场消费者的核心诉求，打造了深肤色拍照技术、硬件新材料应用创新、大数据用户行为分析和OS系统及移动互联产品服务领域的四大核心优势。公司在非洲手机市场的品牌认可度不断增强，市场地位日益稳固。得益于各大供应商的新品发布和大多数市场通胀缓解，据Canalys统计，2024Q1非洲地区智能手机出货量同比猛增24%，在更高单价智能机渗透率提升的过程中，公司凭借核心优势和过硬的实力，仍有许多扩张机会，当前非洲智能手机市场正处于稳定增长的阶段。我们认为，公司在非洲营收规模有望伴随非洲手机市场出货量增长以及智能机换代所带来的ASP提升而进一步扩大

图：非洲智能手机出货量预测



资料来源：Canalys、太平洋证券研究院

图：非洲智能手机渗透率

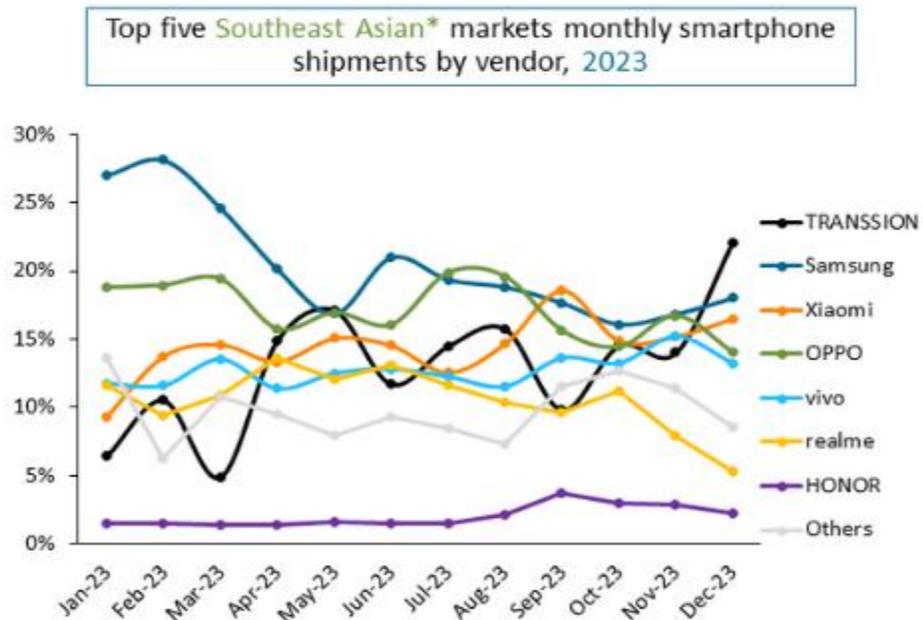


资料来源：GSMA、太平洋证券研究院

## 立足非洲绝对领先优势，持续推进新兴市场布局

率先布局巴基斯坦、孟加拉等国市场，以点带面推动新兴市场全局发展。公司着力开拓的新市场主要包括东南亚、中东、拉美和中东欧等地区，经过数年的布局以及非洲成功经验的复制，公司已经在新市场取得了较好的成绩。据公司2024年中报，公司2024H1取得了巴基斯坦智能机市场占有率排名第一；孟加拉国智能机市场占有率排名第一；印度智能机市场占有率排名第七的成绩。另据Canalys统计，2023年公司凭借在印尼和菲律宾的强劲表现，获得了16%的市场份额，首次获得了第二名的市场地位。目前来看，在南亚、东南亚地区手机销量仍然由价格低于299美元的设备推动，公司在该价格带始终处于领导者地位，出货量居于细分赛道首位。并且由于价格竞争加剧和市场饱和，三星和OPPO等高端厂商很难与公司以价格为中心的机型直接竞争。我们认为公司未来在新市场的业绩增长将持续来自于前期市占率较低国家的渗透，以及智能手机取代功能机所带来的ASP逐渐提升

图：东南亚智能手机市场份额变化



\*Southeast Asian countries: Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam

Source: Canalys estimates, Monthly Smartphone Analysis, February 2024

资料来源：Canalys、太平洋证券研究院



图：拥有优质低端产品线的厂商表现出色



来源：Canalys 智能手机分析统计数据(出货量)，2024年2月



资料来源：Canalys、太平洋证券研究院

纵向：AI+新业态夯实核心竞争力，由浅入深打造传音生态平台

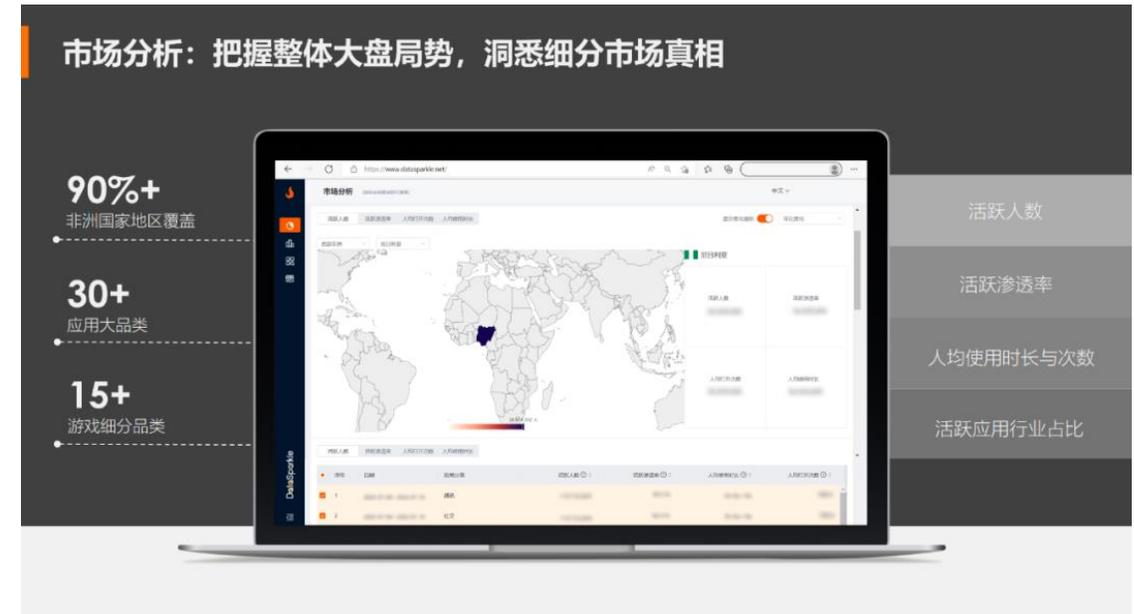
## 不断探索新业态，探索本地化商业模式

搭建非洲本土数字基础设施，打造非洲本土最优商业模式。公司在非洲随处可见的地面推广与服务网络的渠道优势，正是下阶段非洲移动互联网布局与深耕的坚实基础，目前公司已经完成了“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的生态模式布局。尤其在移动互联网服务方面，公司2016年起从操作系统、应用商店、游戏中心开始，之后拓展到工具等基础产品矩阵，构建了完整的流量流转渠道。公司又进一步搭建了基于自有流量的广告分发能力与基于大数据的中台服务能力，凭借其广泛直接触达的第一手非洲互联网用户，获得了与Google、Meta等巨头相当的流量覆盖能力。据统计，非洲开发者从Google、Meta获得的用户60%以上使用传音手机。传音在与手机绑定最深的基础能力之外，App生态上与网易、腾讯等伙伴合作，开发了非洲领先的音乐流媒体平台Boomplay、非洲第一名的综合内容分发应用Phoenix、非洲排名前三的新闻聚合应用Scooper等MAU千万级产品，成为中国互联网先进产品力与资源、资本进入非洲市场的最佳放大器。目前，传音凭借手机与移动互联网业务，打通了非洲全部54个国家全链路运营，通过本地化团队建设，大生态圈的沉淀与摸索，搭建了全新的商业与技术中台，成为非洲“数字基础设施”的重要参与者

图：公司整合290多家电信运营商推出云生态平台TRANSSCMP 图：传音推出首个聚焦非洲市场的企业级数据洞察平台DataSparkle



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

## 不断探索新业态，探索本地化商业模式

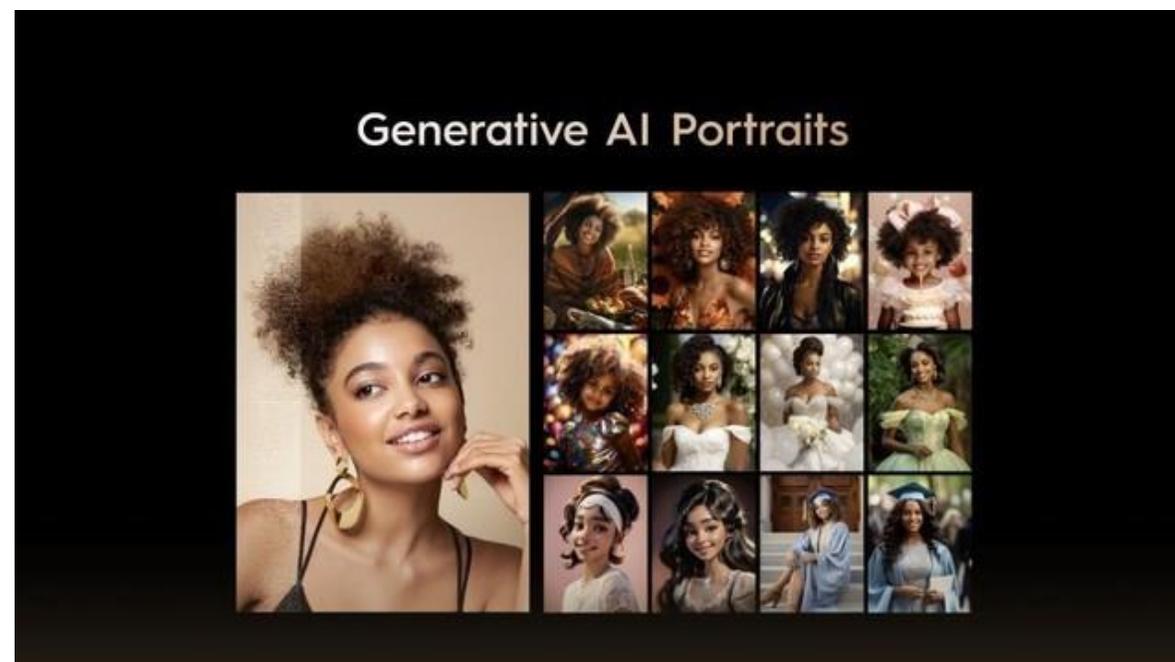
**积极推进AI布局，构建移动互联网生态。**公司依靠立足海外的天然地理优势接入ChatGPT，以ChatGPT赋能移动互联业务、丰富扩品种类、提升应用性能、开发多样化的智能硬件设备。MWC2024中公司品牌TECNO发布TECNO AIOS，计划构建以AI为驱动的智能设备生态系统。核心功能包括：（1）定制化AI助手：支持全球多种语言，可完成实时翻译、笔记生成等任务；（2）AI增强摄影：实现深肤色到多肤色的技术突破。AI赋能有望全面升级手机使用体验，助力公司市场份额提高。未来，AI助手的应用有望与APP融合，进一步加大市场渗透率。伴随公司在新兴市场移动硬件设备确立起来的统治地位，叠加前期通过本地化团队建设，大生态圈的逐步落地，预计移动互联网生态领域将成为公司的第二增长极

图：公司AI业务布局

项目名称	预计投资规模 (万元)	项目进展	拟实现目标
语音信号应用和场景体验创新研究	6400	成果导入	实现情感化、多语种、多技能型人工智能在手机上的落地，优化用户全场景智能服务体验
基于AIGC图像自动生成的内容理解平台研发	3000	验证结项	基于深度学习技术，在音、视频、图、文等领域构建内容理解能力，并且将这些能力搭建成业务可以调用的服务，协助业务更好的理解展现的素材，提升用户体验
基于大语言模型的多语种语音交互技术研发	4000	验证结项	引入ChatGPT相关技术，利用AI相关技术助力语音助手全面升级，创新人机交互方式，实现更加自然的交互方案
基于情境感知和用户理解的全场景智慧服务	8100	开发验证	聚焦连接和场景识别能力构建，全面打破应用形态及设备形态约束，打造令人心动的场景服务体验

资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图：公司部分生成式AI功能效果



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

## 盈利预测与投资建议

公司作为定位“科技品牌出海”的新兴市场手机龙头厂商，在新兴市场竞争优势明显。我们认为，公司的竞争壁垒及在市场竞争中的制胜要素可以理解为：1. “专注”新兴市场手机引领者这一基本盘；2、围绕基本盘，通过本地化运营、本土化创新等方式建立自己的护城河；3、不断拓展这个方向的拓展横向业务覆盖和建立纵深（搭建“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的生态模式布局。我们看好公司在新兴市场的竞争优势，以及多元化战略布局，我们预计公司2024-2026年分别实现营收747.21、869.02、991.41亿元，实现归母净利润59.52、74.61、88.59亿元，对应15.11、12.05、10.15x，维持公司“买入”评级

### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	62,295	74,721	86,902	99,141
营业收入增长率(%)	33.69%	19.95%	16.30%	14.08%
归母净利（百万元）	5,537	5,952	7,461	8,859
净利润增长率(%)	122.93%	7.49%	25.36%	18.74%
摊薄每股收益（元）	6.88	5.27	6.61	7.85
市盈率（PE）	20.12	15.11	12.05	10.15

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 风险提示

汇率波动风险；

新市场拓展不及预期风险；

市场竞争加剧风险；

新业务拓展不及预期风险

# 盈利预测表

## 财务报表及预测

### 资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,215	12,599	11,582	16,641	23,258
应收和预付款项	1,470	2,203	2,457	2,890	3,289
存货	6,084	10,443	11,607	13,499	15,563
其他流动资产	8,640	14,887	19,143	23,225	27,381
<b>流动资产合计</b>	<b>25,410</b>	<b>40,132</b>	<b>44,788</b>	<b>56,255</b>	<b>69,492</b>
长期股权投资	448	430	468	495	518
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	822	3,065	3,682	4,197	4,547
在建工程	1,586	1	-356	-733	-1,059
无形资产开发支出	470	509	525	545	567
长期待摊费用	25	56	60	65	69
其他非流动资产	27,496	42,061	46,782	58,234	71,449
<b>资产总计</b>	<b>30,847</b>	<b>46,121</b>	<b>51,160</b>	<b>62,803</b>	<b>76,092</b>
短期借款	1,235	1,512	1,693	1,912	2,128
应付和预收款项	8,058	19,142	18,867	22,276	25,962
长期借款	250	247	257	267	277
其他负债	5,439	7,044	7,733	8,328	8,876
<b>负债合计</b>	<b>14,982</b>	<b>27,944</b>	<b>28,550</b>	<b>32,783</b>	<b>37,243</b>
股本	804	807	1,129	1,129	1,129
资本公积	6,026	6,583	6,475	6,475	6,475
留存收益	8,900	10,571	14,786	22,173	30,969
归母公司股东权益	15,819	18,055	22,475	29,862	38,658
少数股东权益	46	122	135	158	191
<b>股东权益合计</b>	<b>15,865</b>	<b>18,177</b>	<b>22,611</b>	<b>30,020</b>	<b>38,849</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>30,847</b>	<b>46,121</b>	<b>51,160</b>	<b>62,803</b>	<b>76,092</b>

### 现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,979	11,890	4,890	9,776	11,339
投资性现金流	-2,032	-6,134	-4,876	-4,880	-4,854
融资性现金流	-815	-3,390	-1,081	163	133
现金增加额	-733	2,383	-1,017	5,059	6,618

### 利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>46,596</b>	<b>62,295</b>	<b>74,721</b>	<b>86,902</b>	<b>99,141</b>
营业成本	36,659	47,063	58,051	66,553	75,584
营业税金及附加	123	249	299	347	396
销售费用	3,622	4,893	5,701	6,570	7,297
管理费用	1,268	1,507	1,614	1,842	1,963
财务费用	-128	-176	-132	-107	-182
资产减值损失	-195	-228	162	137	126
投资收益	-85	195	42	89	121
公允价值变动	-71	-68	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,032</b>	<b>6,747</b>	<b>7,209</b>	<b>9,030</b>	<b>10,723</b>
其他非经营损益	-39	-32	-40	-37	-36
<b>利润总额</b>	<b>2,993</b>	<b>6,714</b>	<b>7,169</b>	<b>8,993</b>	<b>10,687</b>
所得税	527	1,127	1,204	1,510	1,794
<b>净利润</b>	<b>2,467</b>	<b>5,587</b>	<b>5,965</b>	<b>7,483</b>	<b>8,892</b>
少数股东损益	-17	50	14	22	33
<b>归母股东净利润</b>	<b>2,484</b>	<b>5,537</b>	<b>5,952</b>	<b>7,461</b>	<b>8,859</b>

### 预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	21.32%	24.45%	22.31%	23.42%	23.76%
销售净利率	5.33%	8.89%	7.97%	8.59%	8.94%
销售收入增长率	-5.70%	33.69%	19.95%	16.30%	14.08%
EBIT 增长率	-32.22%	110.61%	9.18%	26.30%	18.21%
净利润增长率	-36.46%	122.93%	7.49%	25.36%	18.74%
ROE	15.70%	30.67%	26.48%	24.98%	22.92%
ROA	8.05%	12.01%	11.63%	11.88%	11.64%
ROIC	14.35%	26.25%	23.08%	22.39%	20.77%
EPS (X)	3.09	6.88	5.27	6.61	7.85
PE (X)	25.73	20.12	15.11	12.05	10.15
PB (X)	4.04	6.18	4.00	3.01	2.33
PS (X)	1.37	1.79	1.20	1.03	0.91
EV/EBITDA (X)	16.96	14.98	10.69	7.98	6.19

## 行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；  
中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；  
看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

## 公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；  
增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；  
持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： [kefu@tpyzq.com](mailto:kefu@tpyzq.com)