



买入（维持）

所属行业：电子/消费电子
当前价格(元)：96.00

证券分析师

陈蓉芳

资格编号：S0120522060001

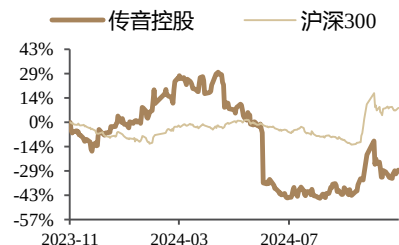
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

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(%)	-11.05	24.92	26.42
相对涨幅(%)	-9.23	4.41	9.86

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《2024 年半年度报告点评-传音控股 (688036.SH)：H1 利润符合预期，手机业务稳健拓展》，2024.8.29
- 《2023 年度报告&2024 年第一季度报告点评-传音控股 (688036.SH)：营收利润大幅增长，市场份额稳步提升》，2024.4.28
- 《传音控股(688036.SH)：23 年成绩单亮眼，24 年有望再攀高峰》，2023.12.27

股票数据

总股本(百万股)：	1,140.35
流通 A 股(百万股)：	1,140.35
52 周内股价区间(元)：	73.84-172.54
总市值(百万元)：	109,473.66
总资产(百万元)：	46,710.40
每股净资产(元)：	17.79

资料来源：公司公告

传音控股 (688036.SH)：Q3 毛利率环比改善，加强 AI 手机布局 2024 年第三季度报告点评

投资要点

事件：10 月 29 日，传音控股发布 2024 年第三季度报告。1) 2024 年前三季度：公司实现营收 512.52 亿元，同比增长 19.13%；归母净利润 39.03 亿元，同比增长 0.50%；扣非后归母净利润 32.48 亿元，同比下滑 7.44%。2) 2024 年第三季度：公司营收 166.93 亿元，同比下滑 7.22%；归母净利润 10.51 亿元，同比下滑 41.02%；扣非后归母净利润 8.20 亿元，同比下滑 52.72%。

- Q3 毛利率环比提升，汇兑因素影响短期净利润表现。**公司第三季度营收和归母净利润较去年同期均出现不同程度下滑，主要与市场竞争和供应链成本等因素综合影响有关。盈利能力方面，公司单三季度毛利率约为 21.72%，同比下降 3.49pct，环比提升 0.83pct；净利率约为 6.44%，同比下降 3.61pct，环比下降 0.74pct。Q3 毛利率同比下滑主要受竞争格局、成本变动和公司价格策略等因素影响，上游元器件价格压力的减轻推动公司 Q3 毛利率环比提升。另外，公司自 2024 年 1 月 1 日起执行新会计准则，剔除售后质保费归属口径变化影响因素后，公司 Q3 毛利率同比下滑约 2.64pct。净利率的下滑则主要受到财务费用影响，公司 Q3 财务费用 1.89 亿元，较 23Q3 的-672 万元大幅增长，预计主要与汇率变动因素有关。
- 持续深耕新兴市场，加强 AI 手机和中高端品类布局。**智能手机业务方面，公司销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等地区，在非洲地区市占率较高且保持稳定，在巴基斯坦、孟加拉市场亦取得了较高的市占率水平，未来公司将持续深耕新兴市场各国家。9 月以来，公司旗下品牌发布多款搭载 AI 功能的手机，包括 PHANTOM 系列第二代折叠屏旗舰 PHANTOM V Fold2 5G，该产品配备全新 TECNO AI，搭配包括通话实时翻译、AI 壁纸、AI 图像消除、AI 抠图、录音转笔记等一系列 AI 功能。10 月，公司旗下 Infinix 品牌推出 Infinix AI，以个性化 AI 为设计理念，以虚拟人工助手 Folax 为核心，融合 Infinix 专有模型与外部尖端模型，支持文本、语音、图片等多模态交互，帮助用户提升生产力、创造力、探索力。扩品类业务上，公司持续增强 AIoT 本地用户体验，逐步构建以 AI 为驱动的智能设备生态系统并进一步构建完整互联互通能力，逐步形成扩品类业务智能生态。
- 投资建议：**鉴于目前智能手机新兴市场竞争压力有所加大，我们调整公司 2024 至 2026 年营业收入预测至 719.19 亿元/791.95 亿元/859.92 亿元，调整公司归母净利润预测至 54.18 亿元/63.85 亿元/72.54 亿元，以 11 月 04 日收盘价计算，对应 2024 年至 2026 年 PE 分别为 20.21 倍/17.14 倍/15.09 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,596	62,295	71,919	79,195	85,992
(+/-)YOY(%)	-5.7%	33.7%	15.4%	10.1%	8.6%
净利润(百万元)	2,484	5,537	5,418	6,385	7,254
(+/-)YOY(%)	-36.5%	122.9%	-2.2%	17.9%	13.6%
全面摊薄 EPS(元)	2.18	4.86	4.75	5.60	6.36
毛利率(%)	21.3%	24.5%	21.7%	22.5%	22.9%
净资产收益率(%)	15.7%	30.7%	24.1%	22.1%	20.1%

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	4.75	5.60	6.36
每股净资产	22.39	19.69	25.31	31.70
每股经营现金流	14.74	3.57	8.56	7.02
每股股利	6.00	1.50	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	20.12	20.21	17.14	15.09
P/B	6.18	4.88	3.79	3.03
P/S	1.79	1.52	1.38	1.27
EV/EBITDA	14.98	14.47	10.99	8.95
股息率%	4.3%	1.6%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	24.5%	21.7%	22.5%	22.9%
净利润率	9.0%	7.6%	8.1%	8.5%
净资产收益率	30.7%	24.1%	22.1%	20.1%
资产回报率	12.0%	10.9%	10.5%	10.5%
投资回报率	26.2%	21.2%	20.2%	18.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	33.7%	15.4%	10.1%	8.6%
EBIT 增长率	110.6%	-0.5%	18.6%	12.1%
净利润增长率	122.9%	-2.2%	17.9%	13.6%
偿债能力指标				
资产负债率	60.6%	54.8%	52.5%	47.4%
流动比率	1.7	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
现金比率	0.5	0.5	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.4	10.0	9.8	9.6
存货周转天数	63.2	67.9	68.3	69.0
总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.3
固定资产周转率	32.0	20.7	17.6	15.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,537	5,418	6,385	7,254
少数股东损益	50	16	38	33
非现金支出	622	844	1,023	1,239
非经营收益	-207	-318	-193	-214
营运资金变动	5,888	-1,892	2,511	-303
经营活动现金流	11,890	4,068	9,765	8,009
资产	-803	-1,584	-2,263	-1,796
投资	-5,590	-3,436	1,041	878
其他	260	253	247	266
投资活动现金流	-6,134	-4,766	-975	-652
债权募资	529	366	-149	217
股权募资	110	745	0	0
其他	-4,028	-1,589	-60	-61
融资活动现金流	-3,390	-478	-210	156
现金净流量	2,383	-1,314	8,580	7,513

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 04 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	71,919	79,195	85,992
营业成本	47,063	56,290	61,376	66,276
毛利率%	24.5%	21.7%	22.5%	22.9%
营业税金及附加	249	223	281	286
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
营业费用	4,893	5,178	5,781	6,320
营业费用率%	7.9%	7.2%	7.3%	7.3%
管理费用	1,507	1,834	1,980	2,193
管理费用率%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	2,256	2,575	2,852	3,182
研发费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.7%
EBIT	6,445	6,410	7,604	8,527
财务费用	-176	-67	-52	-137
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	216	243	261
营业利润	6,747	6,512	7,690	8,699
营业外收支	-32	-35	-34	-35
利润总额	6,714	6,477	7,656	8,664
EBITDA	6,759	6,976	8,387	9,490
所得税	1,127	1,043	1,233	1,378
有效所得税率%	16.8%	16.1%	16.1%	15.9%
少数股东损益	50	16	38	33
归属母公司所有者净利润	5,537	5,418	6,385	7,254

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,599	11,285	19,865	27,378
应收账款及应收票据	1,965	2,045	2,260	2,334
存货	10,443	10,796	12,506	12,913
其它流动资产	15,125	18,590	17,798	17,006
流动资产合计	40,132	42,717	52,429	59,631
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	7,201	8,651	9,466
资产总计	46,121	49,918	61,081	69,097
短期借款	1,512	1,759	1,604	1,804
应付票据及应付账款	19,142	17,634	22,095	22,310
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,245	3,848	4,249	4,507
流动负债合计	23,898	23,241	27,949	28,622
长期借款	247	237	222	227
其它长期负债	3,799	3,853	3,873	3,887
非流动负债合计	4,046	4,089	4,094	4,113
负债总计	27,944	27,331	32,043	32,735
实收资本	807	1,140	1,140	1,140
普通股股东权益	18,055	22,449	28,861	36,152
少数股东权益	122	138	176	209
负债和所有者权益合计	46,121	49,918	61,081	69,097

信息披露

分析师与研究助理简介

陈蓉芳，电子行业首席分析师，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，电子行业分析师，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、安永战略咨询部门等，2022年10月加入德邦证券，主要覆盖消费电子板块。

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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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。