

传音控股 (688036.SH)

单季度毛利率环比增长，积极布局 AI 手机

核心观点：

- 传音控股发布 2024 年三季报。2024 年前三季度，公司实现营业收入 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，同比下降 7.44%。2024Q3，公司实现营业收入 166.93 亿元，同比下降 7.22%，环比下降 2.46%；归母净利润 10.51 亿元，同比下降 41.02%，环比下降 14.21%；扣非归母净利润 8.20 亿元，同比下降 52.72%，环比下降 23.65%；毛利率为 21.72%，环比增长 0.83pct。根据公司 10 月投资者交流公告，目前公司上游元器件的价格压力在减轻，未来公司会根据成本变化和市场竞 争等动态做调整，保持合理的毛利率水平。
- 非洲市场龙头地位稳固，持续深耕新兴市场各国家。根据公司 10 月投资者交流公告，公司最先进入非洲，取得较高且稳定的市占率水平，而后公司进入南亚地区，在巴基斯坦和孟加拉市场取得较高市占率水平。现阶段，公司进入东南亚、拉美、中东、东欧等全球新兴市场国家，公司在新市场的市占率相对较低，未来仍有较大的提升空间。
- 积极布局 AI 端侧，发布多款 AI 手机。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。此外，今年 9 月，公司与联发科技共建的人工智能联合实验室在深圳正式揭牌，聚焦大型语言模型、Agent 智能体、AI 语音、影像等领域在手机端的应用创新，共同探索 AI 智能体服务和手机端应用场景。
- 盈利预测与投资建议：我们预计 24~26 年公司 EPS 分别为 4.68/5.92/6.81 元/股，考虑可比公司估值，给予公司 25 年 20 倍的 PE 估值，对应合理价值 118.31 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：汇率大幅波动、存货跌价、新市场拓展不及预期风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	46596	62295	71577	82252	94292
增长率（%）	-5.7%	33.7%	14.9%	14.9%	14.6%
EBITDA（百万元）	3112	6642	6598	8326	9467
归母净利润（百万元）	2484	5537	5338	6744	7760
增长率（%）	-36.5%	122.9%	-3.6%	26.3%	15.1%
EPS（元/股）	3.09	6.86	4.68	5.92	6.81
市盈率（P/E）	25.74	20.16	20.75	16.42	14.27
ROE（%）	15.7%	30.7%	22.7%	22.6%	21.0%
EV/EBITDA	18.13	15.25	15.02	10.82	8.75

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

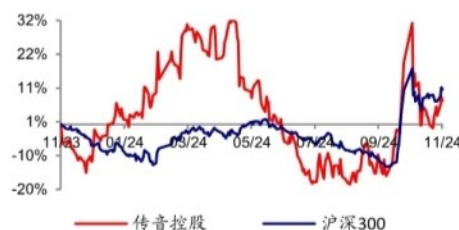
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	97.15 元
合理价值	118.31 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-06

相对市场表现



分析师：王亮



SAC 执证号：S0260519060001

SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

分析师：耿正



SAC 执证号：S0260520090002

021-38003660



gengzheng@gf.com.cn

分析师：王钰乔



SAC 执证号：S0260524070006

021-38003772



wangyuqiao@gf.com.cn

请注意，耿正、王钰乔并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	25,410	40,132	44,208	56,045	65,183
货币资金	9,215	12,599	13,507	22,411	29,689
应收及预付	1,470	2,203	2,400	2,834	3,200
存货	6,084	10,443	10,893	13,213	14,557
其他流动资产	8,640	14,887	17,408	17,588	17,738
非流动资产	5,438	5,989	6,006	6,208	6,183
长期股权投资	448	430	433	433	433
固定资产	822	3,065	4,077	5,327	6,057
在建工程	1,586	1	-519	-1,571	-2,357
无形资产	470	509	681	736	817
其他长期资产	2,111	1,985	1,334	1,284	1,234
资产总计	30,847	46,121	50,214	62,253	71,367
流动负债	11,386	23,898	22,347	28,066	30,105
短期借款	1,235	1,512	1,100	1,000	1,050
应付及预收	8,058	19,142	17,596	22,877	24,389
其他流动负债	2,093	3,245	3,651	4,189	4,666
非流动负债	3,596	4,046	4,192	4,192	4,192
长期借款	250	247	250	250	250
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,346	3,799	3,942	3,942	3,942
负债合计	14,982	27,944	26,539	32,258	34,297
股本	804	807	1,140	1,140	1,140
资本公积	6,026	6,583	6,583	6,583	6,583
留存收益	8,900	10,571	15,753	22,026	29,078
归属母公司股东权益	15,819	18,055	23,547	29,834	36,885
少数股东权益	46	122	127	161	185
负债和股东权益	30,847	46,121	50,214	62,253	71,367

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	46596	62295	71577	82252	94292
营业成本	36659	47063	56170	63548	72450
营业税金及附加	123	249	179	21	283
销售费用	3622	4893	4724	5511	6412
管理费用	1268	1507	1861	2221	2546
研发费用	2078	2256	2290	2879	3395
财务费用	-128	-176	10	-26	-68
资产减值损失	-195	-228	-261	-300	-344
公允价值变动收益	-71	-68	0	0	0
投资净收益	-85	195	-215	-247	-283
营业利润	3032	6747	6453	8165	9387
营业外收支	-39	-32	0	0	0
利润总额	2993	6714	6453	8165	9387
所得税	527	1127	1109	1387	1604
净利润	2467	5587	5344	6778	7783
少数股东损益	-17	50	6	34	23
归属母公司净利润	2484	5537	5338	6744	7760
EBITDA	3112	6642	6598	8326	9467
EPS (元)	3.09	6.86	4.68	5.92	6.81

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,979	11,890	4,392	10,224	8,514
净利润	2,467	5,587	5,344	6,778	7,783
折旧摊销	267	315	245	253	260
营运资金变动	-1,067	5,888	-2,181	2,586	-216
其它	313	101	984	608	687
投资活动现金流	-2,032	-6,134	-3,493	-1,173	-1,225
资本支出	-836	-803	-966	-877	-892
投资变动	-1,342	-5,590	-2,392	0	0
其他	146	260	-134	-297	-333
筹资活动现金流	-815	-3,390	9	-147	-11
银行借款	2,470	2,250	-409	-100	50
股权融资	69	110	333	0	0
其他	-3,354	-5,749	84	-47	-61
现金净增加额	-733	2,383	908	8,904	7,278
期初现金余额	9,380	8,646	12,599	13,507	22,411
期末现金余额	8,646	11,029	13,507	22,411	29,689

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-5.7%	33.7%	14.9%	14.9%	14.6%
营业利润	-37.2%	122.5%	-4.4%	26.5%	15.0%
归母净利润	-36.5%	122.9%	-3.6%	26.3%	15.1%
获利能力					
毛利率	21.3%	24.5%	21.5%	22.7%	23.2%
净利率	5.3%	9.0%	7.5%	8.2%	8.3%
ROE	15.7%	30.7%	22.7%	22.6%	21.0%
ROIC	13.3%	25.8%	20.6%	21.1%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	48.6%	60.6%	52.9%	51.8%	48.1%
净负债比率	94.4%	153.7%	112.1%	107.5%	92.5%
流动比率	2.23	1.68	1.98	2.00	2.17
速动比率	1.68	1.23	1.48	1.51	1.67
营运能力					
总资产周转率	1.51	1.35	1.43	1.32	1.32
应收账款周转率	36.19	31.70	33.80	32.72	33.25
存货周转率	7.66	5.97	6.57	6.23	6.48
每股指标 (元)					
每股收益	3.09	6.86	4.68	5.92	6.81
每股经营现金流	2.46	14.74	3.85	8.97	7.47
每股净资产	19.68	22.39	20.66	26.17	32.36
估值比率					
P/E	25.74	20.16	20.75	16.42	14.27
P/B	4.04	6.18	4.70	3.71	3.00
EV/EBITDA	18.13	15.25	15.02	10.82	8.75

广发电子行业研究小组

耿正：上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
王亮：复旦大学经济学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。
谢淑颖：厦门大学电子工程学士、上海财经大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
焦鼎：中国科学院大学博士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
张大伟：复旦大学电子与通信工程硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
王钰乔：上海交通大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
李佳蔚：京都大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
赵雨心：清华大学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。