

传音控股 (688036.SH)

1Q23 毛利率环比回升, 库存水平环比下降

买入

核心观点

2022 年营收同比下降 5.7%，归母净利润同比下滑 36.5%。公司 2022 年营收 465.96 亿元 (YoY -5.7%)，归母净利润 24.84 亿元 (YoY -36.5%)，毛利率 21.32% (YoY +0.03pct)，期间费用率 14.68% (YoY +2.21pct)；其中 4Q22 营收 105.64 亿元 (YoY -22.5%)，归母净利润 2.26 亿元 (YoY -78.0%)，毛利率 21.86% (YoY +2.03pct)。在美联储加息、部分新兴市场国家汇率波动较大、通货膨胀等因素影响下，22 年公司营收小幅下滑。22 年净利润下滑较多主要系：1) 公司加大市场开拓及促销力度，加大产品及移动互联研发投入，期间费用率同比提升；2) 非经常性损益同比减少 5.23 亿元至 2.74 亿元。

1Q23 营收同比下降 16.1%，毛利率环比回升 1.50pct。公司 1Q23 营收 92.73 亿元 (YoY -16.1%，QoQ -12.2%)，归母净利润 5.24 亿元 (YoY -34.1%，QoQ +132.2%)，同比下滑主要系：1) 宏观经济不利，消费需求疲软；2) 公司加大市场开拓及品牌推广力度，加大研发投入力度，期间费用率同比提升。公司 1Q23 毛利率同比、环比分别提升 1.94、1.50pct 至 23.36%，自 3Q22 以来毛利率持续回升，得益于上游原材料价格下降以及渠道库存恢复至健康水平。1Q23 末公司存货 55.72 亿元，环比下降 8.4%，较 3Q22 末高点已下降 41.9%。

全球智能手机出货承压，公司在新兴市场保持较高的市场份额。根据 IDC，2022 年全球智能机出货量 12.06 亿部 (YoY -11.3%)，行业需求承压。公司 2022 年手机业务营收 425.18 亿元 (YoY -8.0%)，其中智能机营收 366.19 亿元 (YoY -6.8%)，功能机营收 59.00 亿元 (YoY -14.4%)。公司保持在非洲的竞争优势以及积极扩展新兴市场，根据 IDC，2022 年公司在全球智能机市场的占有率为 6.0%，排名第六；在非洲市场，公司智能机市占率 45.3%，排名第一；在南亚市场，公司巴基斯坦智能机市占率 37.9%，排名第一；孟加拉国智能机市占率 21.5%，排名第一；印度智能机市占率 6.4%，排名第六。

投资建议：新兴市场增长潜力犹存，维持“买入”评级。我们看好：1) 今明年在疫情、通胀等负面影响减弱后公司手机业务重回增长正轨，公司维持非洲市场领先地位的同时，南亚、东南亚、中东、拉美等市场开拓的成效将逐步显现；2) 移动互联、家电等新业务快速成长，成为公司第二增长曲线；3) AI 应用场景快速普及将助力公司加速新兴市场移动互联生态建设。我们预计公司 23-25 年营收为 550.36/676.90/815.26 亿元 (YoY 18.1%/23.0%/20.4%)，归母净利润为 35.34/45.68/57.05 亿元 (YoY 42.3%/29.3%/24.9%)，对应 PE 为 22.9/17.7/14.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：手机需求不及预期，新市场开拓不及预期，原材料价格波动。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	49,412	46,596	55,036	67,690	81,526
(+/-%)	30.7%	-5.7%	18.1%	23.0%	20.4%
净利润(百万元)	3,909	2,484	3,534	4,568	5,705
(+/-%)	45.5%	-36.5%	42.3%	29.3%	24.9%
每股收益(元)	4.88	3.09	4.40	5.68	7.10
EBIT Margin	8.9%	6.1%	7.1%	7.5%	8.0%
净资产收益率 (ROE)	27.9%	15.7%	19.4%	21.5%	23.0%
市盈率 (PE)	20.7	32.6	22.9	17.7	14.2
EV/EBITDA	21.8	32.1	23.7	18.4	14.8
市净率 (PB)	5.76	5.12	4.44	3.81	3.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

联系人：詹浏洋

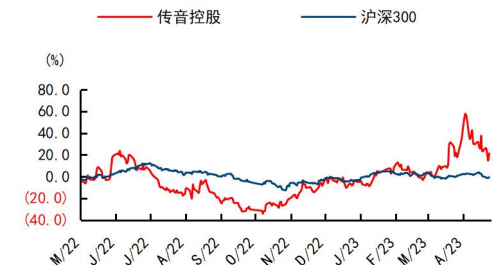
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	100.80 元
总市值/流通市值	81038/81038 百万元
52 周最高价/最低价	142.50/53.00 元
近 3 个月日均成交额	751.26 百万元

市场走势

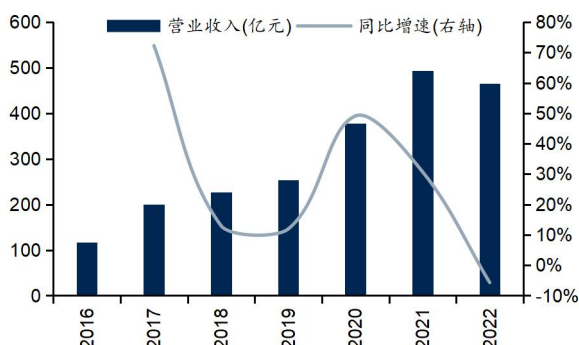


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

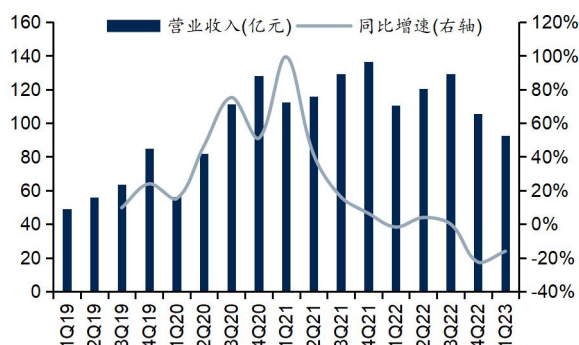
- 《传音控股 (688036.SH) - 三季度净利润承压, 库存水平环比下降》——2022-10-27
- 《传音控股 (688036.SH) - 上半年经营业绩承压, 股权激励彰显中长期增长信心》——2022-08-28
- 《传音控股 (688036.SH) - 全球化视野、本地化执行的新兴市场智能终端龙头》——2022-06-13
- 《传音控股 (688036.SH) - 1Q22 经营业绩稳健, 毛利率环比回升》——2022-04-29
- 《传音控股 (688036.SH) —— 2021 年业绩快报点评-21 年业绩高增长, 新兴市场拓展成效显著》——2022-03-01

图1: 公司营业收入及同比增速



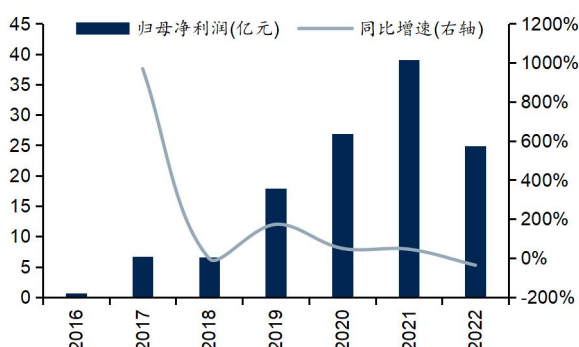
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



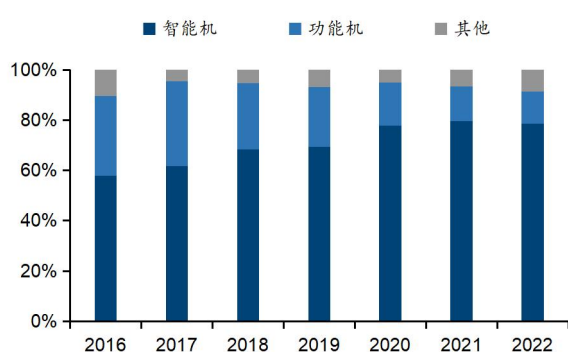
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



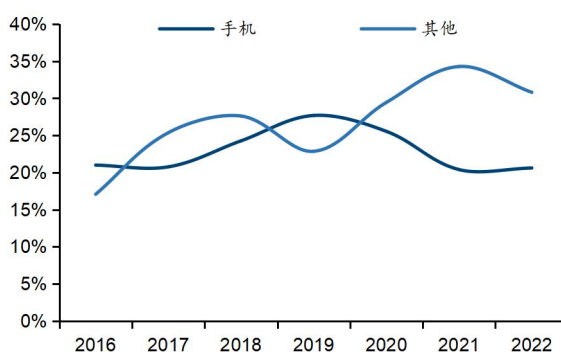
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



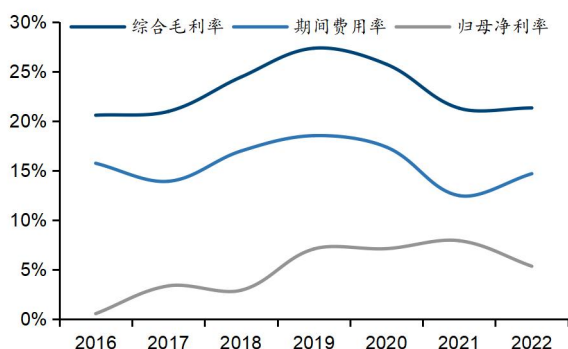
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



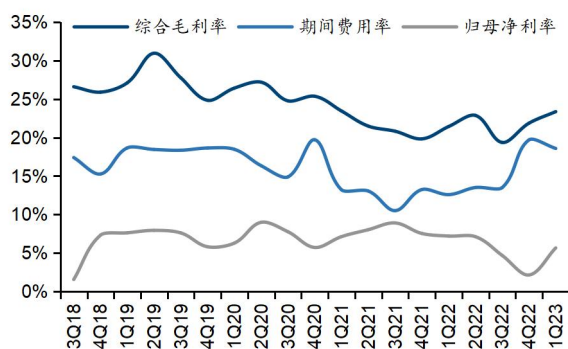
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



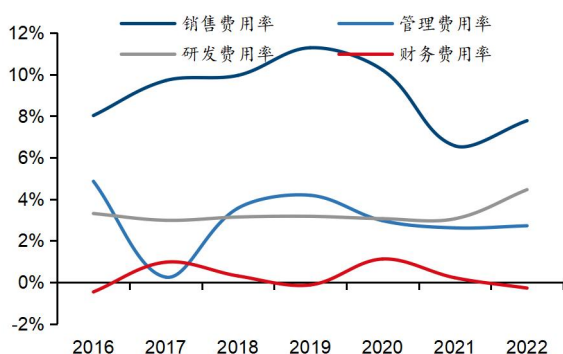
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



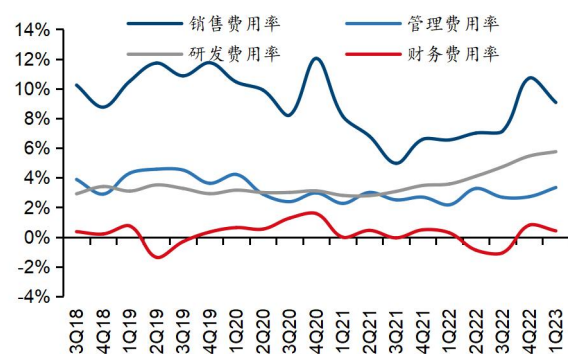
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司销售、管理、研发、财务费用率



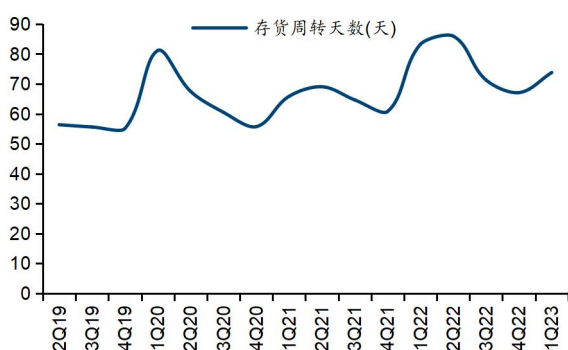
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



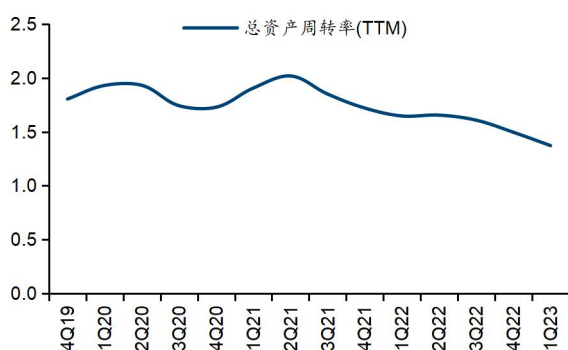
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司存货周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司总资产周转率 (TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9855	9215	12849	15163	19385	营业收入	49412	46596	55036	67690	81526
应收款项	2411	1885	2591	3076	3614	营业成本	38889	36659	42888	52541	62861
存货净额	7579	6084	7969	9535	11143	营业税金及附加	97	123	119	152	191
其他流动资产	6993	8225	6198	7564	7777	销售费用	3245	3622	4214	5131	6180
流动资产合计	26838	25410	29606	35338	41919	管理费用	1294	1268	1502	1843	2216
固定资产	1826	2408	2843	3233	3530	研发费用	1511	2078	2418	2944	3545
无形资产及其他	474	470	452	433	414	财务费用	110	(128)	(207)	(284)	(364)
其他长期资产	1962	2110	2110	2110	2110	投资收益	(119)	(85)	(84)	(96)	(88)
长期股权投资	359	448	551	649	746	资产减值及公允价值变动	331	(266)	(72)	(73)	(240)
资产总计	31459	30846	35562	41763	48720	其他	349	410	337	349	341
短期借款及交易性金融负债	1100	1304	1207	1210	1247	营业利润	4827	3032	4284	5543	6909
应付款项	11288	8058	9402	11491	13744	营业外净收支	(49)	(39)	(25)	(37)	(34)
其他流动负债	1919	2024	2364	2798	3421	利润总额	4778	2993	4259	5505	6876
流动负债合计	14308	11386	12973	15500	18413	所得税费用	866	527	749	969	1210
长期借款及应付债券	0	250	250	250	250	少数股东损益	2	(17)	(24)	(31)	(39)
其他长期负债	3091	3346	4051	4751	5304	归属于母公司净利润	3909	2484	3534	4568	5705
长期负债合计	3091	3596	4301	5001	5554	现金流量表 (百万元)					
负债合计	17399	14982	17274	20501	23967	净利润	3912	2467	3510	4537	5666
少数股东权益	38	46	32	14	(8)	资产减值准备	238	245	247	287	346
股东权益	14023	15819	18256	21248	24762	折旧摊销	126	149	255	437	547
负债和股东权益总计	31459	30846	35562	41763	48720	公允价值变动损失	(537)	71	(175)	(214)	(106)
关键财务与估值指标						财务费用	220	(24)	(207)	(284)	(364)
每股收益	4.88	3.09	4.40	5.68	7.10	营运资本变动	(914)	(1094)	(429)	1161	1024
每股红利	1.11	1.54	1.36	1.96	2.73	其它	994	167	(40)	(4)	18
每股净资产	17.49	19.68	22.71	26.43	30.80	经营活动现金流	4039	1979	3160	5921	7132
ROIC	53%	46%	52%	62%	78%	资本开支	(740)	(840)	(671)	(808)	(826)
ROE	28%	16%	19%	21%	23%	其它投资现金流	(5100)	(1192)	2329	(1240)	55
毛利率	21%	21%	22%	22%	23%	投资活动现金流	(5840)	(2032)	1657	(2048)	(771)
EBIT Margin	9%	6%	7%	8%	8%	权益性融资	175	69	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	8%	8%	9%	负债净变化	0	250	0	0	0
收入增长	31%	-6%	18%	23%	20%	支付股利、利息	(887)	(1235)	(1087)	(1562)	(2175)
净利润增长率	46%	-36%	42%	29%	25%	其它融资现金流	(268)	101	(97)	3	37
资产负债率	55%	49%	49%	49%	49%	融资活动现金流	(981)	(815)	(1184)	(1559)	(2138)
息率	1.1%	1.5%	1.4%	1.9%	2.7%	现金净变动	(2992)	(733)	3634	2314	4223
P/E	20.7	32.6	22.9	17.7	14.2	货币资金的期初余额	12372	9380	8646	12280	14594
P/B	5.8	5.1	4.4	3.8	3.3	货币资金的期末余额	9380	8646	12280	14594	18817
EV/EBITDA	21.8	32.1	23.7	18.4	14.8	企业自由现金流	2055	559	2365	4976	6129
						权益自由现金流	1786	910	2438	5213	6466

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032