



买入（维持）

所属行业：电子
当前价格(元)：100.80

证券分析师

陈海进

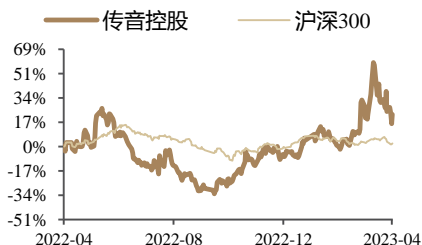
资格编号：S0120521120001
邮箱：chenhj3@tebon.com.cn

研究助理

陈妙杨

邮箱：chenmy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.65	21.45	17.44
相对涨幅(%)	-6.69	23.23	22.06

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《传音控股(688036.SH)：“非洲手机之王”，新兴市场再启程》，2023.4.18

传音控股(688036.SH)：Q1 毛利率持续向上，新业务空间巨大

投资要点

- **事件**：公司公告 23Q1 实现营收 92.7 亿，同比-16.1%，归母净利 5.24 亿元，同比-34.1%。
- **通胀回落有望加快非洲手机市场触底回升，毛利率已持续两季度环比向上**。2022 年由于通胀等外部冲击，非洲手机市场萎缩明显，公司 22 年非洲营收同比减少 14.9%。进入 23 年，非洲粮食价格指数逐月环比回落，预计通胀对非洲消费能力的掣肘将逐渐减少，目前 22 年 3 月已回落至 21Q3 水平。通胀回落手机出货量有望增加，叠加持续进行中的智能化，23 年传音非洲手机业务有望迎来量价齐升。同时，公司的毛利率已经连续两个季度环比回升，22Q3-23Q1 分别为 19.4%/21.9%/23.4%，未来随着通胀回落有望继续提升。
- **“新”业务逆势成长，有望受益 AI 浪潮**。新区域拓展上，22 年全球智能机出货量同比下跌 11.3%，公司非洲以外地区收入 253 亿，同比+4.1%，实现逆势增长。新产品上，公司积极拓展家电、配件和移动互联网业务，公司 22 年手机以外业务营收同比+45.6%，未来区域+产品双向拓展，新业务空间巨大。同时我们认为手机作为目前最普及的移动终端不会错过 AIGC 的赋能机遇，手机厂商基于硬件入口有望充分受益 AI 浪潮。
- **投资建议**：预计 2023-2025 年实现收入 598/722/815 亿元，实现归母净利润 40.3/52.2/58.6 亿元，以 4 月 27 日市值对应 PE 分别为 20/16/14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：市场需求不及预期、市场竞争加剧、产能建设不及预期

股票数据

总股本(百万股)：	803.95
流通 A 股(百万股)：	803.95
52 周内股价区间(元)：	54.89-130.98
总市值(百万元)：	81,038.20
总资产(百万元)：	33,295.49
每股净资产(元)：	20.34

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	49,412	46,596	59,783	72,228	81,473
(+/-)YOY(%)	30.7%	-5.7%	28.3%	20.8%	12.8%
净利润(百万元)	3,909	2,484	4,026	5,219	5,862
(+/-)YOY(%)	45.5%	-36.5%	62.1%	29.6%	12.3%
全面摊薄 EPS(元)	4.88	3.09	5.01	6.49	7.29
毛利率(%)	21.3%	21.3%	22.0%	22.4%	22.7%
净资产收益率(%)	27.9%	15.7%	22.0%	24.2%	23.2%

资料来源：公司年报(2021-2022)，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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	3.09	5.01	6.49	7.29
每股净资产	19.68	22.75	26.84	31.43
每股经营现金流	2.46	9.22	7.22	9.18
每股股利	1.80	2.00	2.40	2.70
价值评估(倍)				
P/E	25.73	20.13	15.53	13.82
P/B	4.04	4.43	3.76	3.21
P/S	1.74	1.36	1.12	0.99
EV/EBITDA	16.96	13.31	9.51	7.81
股息率%	2.3%	2.0%	2.4%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.3%	22.0%	22.4%	22.7%
净利润率	5.3%	6.7%	7.2%	7.2%
净资产收益率	15.7%	22.0%	24.2%	23.2%
资产回报率	8.1%	10.2%	11.7%	11.6%
投资回报率	14.4%	19.2%	21.7%	20.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.7%	28.3%	20.8%	12.8%
EBIT 增长率	-32.2%	53.5%	32.1%	12.4%
净利润增长率	-36.5%	62.1%	29.6%	12.3%
偿债能力指标				
资产负债率	48.6%	53.6%	51.7%	49.9%
流动比率	2.2	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.7	1.4	1.5	1.6
现金比率	0.8	0.8	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	10.1	10.1	9.7	10.0
存货周转天数	60.6	67.3	66.3	64.7
总资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.6
固定资产周转率	56.7	50.8	58.8	76.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,484	4,026	5,219	5,862
少数股东损益	-17	-13	-16	-26
非现金支出	512	626	847	1,043
非经营收益	68	171	237	239
营运资金变动	-1,067	2,599	-484	262
经营活动现金流	1,979	7,410	5,804	7,381
资产	-836	-407	-502	-516
投资	-1,342	-103	-98	-97
其他	146	-90	-152	-147
投资活动现金流	-2,032	-600	-751	-760
债权募资	454	102	126	212
股权募资	69	54	0	0
其他	-1,338	-1,659	-1,984	-2,230
融资活动现金流	-815	-1,503	-1,858	-2,018
现金净流量	-733	5,307	3,194	4,603

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	46,596	59,783	72,228	81,473
营业成本	36,659	46,658	56,042	62,979
毛利率%	21.3%	22.0%	22.4%	22.7%
营业税金及附加	123	129	163	191
营业税金率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	3,622	4,364	5,309	6,029
营业费用率%	7.8%	7.3%	7.3%	7.4%
管理费用	1,268	1,584	1,936	2,200
管理费用率%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%
研发费用	2,078	2,108	2,659	3,177
研发费用率%	4.5%	3.5%	3.7%	3.9%
EBIT	3,060	4,697	6,205	6,973
财务费用	-128	-186	-139	-141
财务费用率%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-195	-189	-192	-226
投资收益	-85	-90	-152	-147
营业利润	3,032	4,903	6,361	7,122
营业外收支	-39	-32	-34	-34
利润总额	2,993	4,871	6,328	7,088
EBITDA	3,327	5,134	6,860	7,790
所得税	527	858	1,125	1,252
有效所得税率%	17.6%	17.6%	17.8%	17.7%
少数股东损益	-17	-13	-16	-26
归属母公司所有者净利润	2,484	4,026	5,219	5,862

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,215	14,522	17,716	22,319
应收账款及应收票据	1,287	1,650	1,929	2,225
存货	6,084	8,415	9,994	10,945
其它流动资产	8,823	9,447	9,657	9,740
流动资产合计	25,410	34,035	39,296	45,229
长期股权投资	448	551	649	746
固定资产	822	1,176	1,229	1,060
在建工程	1,586	1,204	966	839
无形资产	470	422	402	378
非流动资产合计	5,437	5,479	5,393	5,156
资产总计	30,846	39,514	44,689	50,385
短期借款	1,235	1,337	1,463	1,675
应付票据及应付账款	8,058	13,630	14,986	16,361
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,093	2,628	3,048	3,491
流动负债合计	11,386	17,595	19,496	21,527
长期借款	250	250	250	250
其它长期负债	3,346	3,346	3,346	3,346
非流动负债合计	3,596	3,596	3,596	3,596
负债总计	14,982	21,191	23,092	25,122
实收资本	804	804	804	804
普通股股东权益	15,819	18,290	21,580	25,271
少数股东权益	46	34	17	-8
负债和所有者权益合计	30,846	39,514	44,689	50,385

信息披露

分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

陈妙杨，电子行业研究助理，上海财经大学金融硕士，覆盖PCB、面板、LED等领域。

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
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；	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。
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。	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。