

传音控股 (688036.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023年5月3日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 109.00 元/股

分析师: 王芳

执业证书编号: S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

研究助理: 张琼

Email: zhangqiong@zts.com.cn

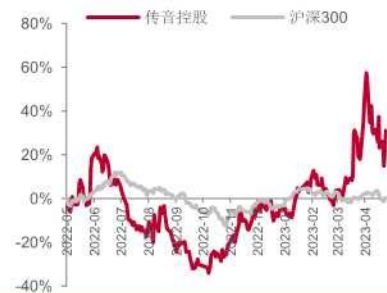
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	49,412	46,596	56,908	68,356	81,455
增长率 yoy%	31%	-6%	22%	20%	19%
净利润 (百万元)	3,909	2,484	3,908	5,013	5,817
增长率 yoy%	46%	-36%	57%	28%	16%
每股收益 (元)	4.86	3.09	4.86	6.24	7.24
每股现金流量	5.02	2.46	14.57	-0.62	16.81
净资产收益率	28%	16%	20%	21%	19%
P/E	22.4	35.3	22.4	17.5	15.1
P/B	6.2	5.5	4.5	3.6	2.9

备注: 以 2023 年 4 月 28 日收盘价计算

**基本状况**

总股本(百万股)	804
流通股本(百万股)	804
市价(元)	109.00
市值(百万元)	87,631
流通市值(百万元)	87,631

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 事件:** 4.25-27 日公司发布 2022 年报和 2023 一季报: **1) 2022 年:** 营收 466.0 亿元, yoy-5.7%, 归母净利润 24.8 亿元, yoy-36.5%, 扣非归母净利润 22.1 亿元, yoy-29.0%; **2) 22Q4:** 营收 105.6 亿元, yoy-22.5%, qoq-18.3%, 归母净利润 2.3 亿元, yoy-78%, qoq-62.7%, 扣非归母净利润 1.8 亿元, yoy-69.4%, qoq-70.7%; **3) 23Q1:** 营收 92.7 亿元, yoy-16.1%, qoq-12.2%, 归母净利润 5.2 亿元, yoy-34.1%, qoq+132.2%, 扣非归母净利润 3.1 亿元, yoy-57%, qoq-86.2%; **4) 存货:** 22Q2-23Q1 存货分别为 96.0、74.2、60.8、55.7 亿元。
- 新兴市场潜力尚在, 产品升级 ASP 持续提升。**2022 年公司手机业务营收 425.2 亿元, 同比-8.0%, 出货量 1.56 亿部, 同比-20.8%, 在全球手机品牌厂商中排名第三(11.7%), 在全球智能机市场排名第六(6%)。分市场来看, 智能机非洲市占率稳居第一, 超 40%; 南亚市场, 智能机在巴基斯坦/孟加拉国/印度市场排名第 1/1/6 名, 市占率为 37.9%/21.5%/6.4%; 此外, 22 年公司在非洲和南亚以外的其他新兴市场(东南亚/中东/拉美等)整体智能机销量实现同比正增长。同时, 公司持续推进产品升级, 22 年手机 ASP 约 272.6 元, 同比+16.3%, 在整体出货量下滑较多的情况下毛利率仍同比提升 0.2pct。
- 积极推进多元化战略, 非手机业务持续高增。**公司积极实施多元化战略, 22 年非手机业务营收 34.1 亿元, 同比+45.6%, 营收占比提升 2.6pct。 **1) 移动互联网:** 公司与网易、腾讯等公司积极合作, 22 年底音乐类应用 Boomplay 的 MAU 约 6800 万, 新闻类 Scooper 的 MAU 约 5500 万, 综合内容分发类 Phoenix 的 MAU 约 1.2 亿。 **2) 扩品类:** 公司持续发力家电和数码配件等扩品类业务, 创造持续增长点。
- 库存逐季下降, 23Q1 费用率提升影响利润。**公司库存逐季下降, 从 22Q2 末 96 亿元下降至 23Q1 末 55.7 亿元, 有利于后续的成本管控优化。23Q1 全球手机需求仍然疲软导致收入下滑, 但受益产品结构升级和成本优化, 毛利率同比+1.9pct, 利润降幅大于收入主因费用率同比增长(销售/管理/研发费用率同比+2.5/+1.2/2.2pct)。
- 手机+AIGC 新机遇, 有望推出 GPT 语音助手机型。**AIGC 在文字、语音、图像、视频、音乐创作等领域具备广泛应用空间, 手机作为 AIGC 重要应用端口, GPT 语音助手有望率先落地。目前公司与海外互联网大厂在 GPT 领域展开合作, 有望推出 GPT 语音助手中高端机型, 为手机、移动互联网业务带来全新机遇。
- 投资建议:** 考虑到手机终端需求尚未明显复苏, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 2023-25 年实现归母净利润 39/50/58 亿元(23-24 年对应前值 46/55 亿元), 对应 PE 估值 22/18/15 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件:** 终端需求不及预期; 新市场开拓不及预期; 研报使用的信息更新不及时风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,215	19,319	20,507	31,931	营业收入	46,596	56,908	68,356	81,455
应收票据	0	0	0	0	营业成本	36,659	44,673	53,454	63,616
应收账款	1,287	1,184	933	891	税金及附加	123	114	137	163
预付账款	183	670	802	954	销售费用	3,622	3,870	4,648	5,498
存货	6,084	7,509	16,549	12,838	管理费用	1,268	1,565	1,866	2,224
合同资产	0	0	0	0	研发费用	2,078	2,191	2,598	3,095
其他流动资产	8,640	8,191	8,306	8,437	财务费用	-128	-167	-273	-261
流动资产合计	25,410	36,874	47,097	55,051	信用减值损失	-50	-50	-30	-30
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-195	-300	-200	-200
长期股权投资	448	448	448	448	公允价值变动收益	-71	60	80	60
固定资产	822	1,104	1,402	1,714	投资收益	-85	-84	-96	-100
在建工程	1,586	1,686	1,686	1,586	其他收益	460	460	400	200
无形资产	470	399	362	326	<b>营业利润</b>	<b>3,032</b>	<b>4,748</b>	<b>6,080</b>	<b>7,049</b>
其他非流动资产	2,110	2,121	2,128	2,132	营业外收入	3	3	4	4
非流动资产合计	5,437	5,758	6,027	6,205	营业外支出	42	42	42	42
<b>资产合计</b>	<b>30,846</b>	<b>42,632</b>	<b>53,124</b>	<b>61,256</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,993</b>	<b>4,709</b>	<b>6,042</b>	<b>7,011</b>
短期借款	1,235	97	2,125	335	所得税	526	828	1,063	1,234
应付票据	2,272	3,319	3,888	4,342	<b>净利润</b>	<b>2,467</b>	<b>3,881</b>	<b>4,979</b>	<b>5,777</b>
应付账款	5,787	13,402	16,197	19,467	少数股东损益	-17	-27	-34	-40
预收款项	0	243	73	108	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,484</b>	<b>3,908</b>	<b>5,013</b>	<b>5,817</b>
合同负债	880	1,024	1,230	1,466	NOPLAT	2,362	3,743	4,753	5,562
其他应付款	45	45	45	45	EPS (按最新股本摊薄)	3.09	4.86	6.24	7.24
一年内到期的非流动负债	70	70	70	70					
其他流动负债	1,098	1,290	1,485	1,717					
流动负债合计	11,386	19,490	25,114	27,549					
长期借款	250	300	350	430					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	3,346	3,346	3,346	3,346					
非流动负债合计	3,596	3,646	3,696	3,776					
<b>负债合计</b>	<b>14,982</b>	<b>23,135</b>	<b>28,810</b>	<b>31,325</b>					
归属母公司所有者权益	15,819	19,477	24,329	29,985					
少数股东权益	46	19	-15	-55					
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,865</b>	<b>19,496</b>	<b>24,314</b>	<b>29,931</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>30,846</b>	<b>42,632</b>	<b>53,124</b>	<b>61,256</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,979</b>	<b>11,711</b>	<b>-500</b>	<b>13,516</b>
现金收益	2,507	3,894	4,924	5,779
存货影响	1,495	-1,425	-9,040	3,711
经营性应收影响	104	-84	319	90
经营性应付影响	-3,210	8,906	3,194	3,759
其他影响	1,083	420	103	176
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,032</b>	<b>-525</b>	<b>-503</b>	<b>-482</b>
资本支出	-746	-491	-480	-438
股权投资	-89	0	0	0
其他长期资产变化	-1,197	-34	-23	-44
<b>融资活动现金流</b>	<b>-815</b>	<b>-1,082</b>	<b>2,191</b>	<b>-1,610</b>
借款增加	454	-1,088	2,079	-1,711
股利及利息支付	-1,235	-268	-369	-417
股东融资	69	0	0	0
其他影响	-103	274	481	518

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-5.7%	22.1%	20.1%	19.2%
EBIT 增长率	-41.4%	58.5%	27.0%	17.0%
归母公司净利润增长率	-36.5%	57.3%	28.3%	16.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.3%	21.5%	21.8%	21.9%
净利率	5.3%	6.8%	7.3%	7.1%
ROE	15.7%	20.0%	20.6%	19.4%
ROIC	27.4%	34.8%	29.0%	28.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.5%	43.4%	48.6%	54.3%
债务权益比	30.9%	19.6%	24.2%	14.0%
流动比率	2.2	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.7	1.5	1.2	1.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.3
应收账款周转天数	10	8	6	4
应付账款周转天数	72	77	100	101
存货周转天数	67	55	81	83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.09	4.86	6.24	7.24
每股经营现金流	2.46	14.57	-0.62	16.81
每股净资产	19.68	24.23	30.26	37.30
<b>估值比率</b>				
P/E	35	22	17	15
P/B	6	4	4	3
EV/EBITDA	279	179	141	121

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。