

公司研究

23Q1 盈利能力显著提升，静待消费电子需求复苏

——传音控股（688036.SH）跟踪报告之三

买入（维持）

当前价：109 元

作者

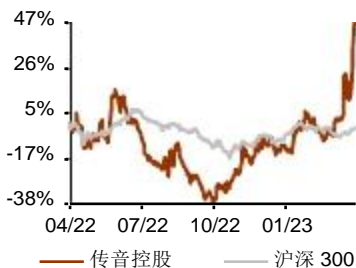
分析师：刘凯
 执业证书编号：S0930517100002
 021-52523849
kailiu@ebsecn.com

分析师：蔡微未
 执业证书编号：S0930522040001
 021-52523856
caweiwei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股) 8.04
 总市值(亿元)： 876.31
 一年最低/最高(元)： 53.00/142.50
 近 3 月换手率： 57.75%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.33	26.02	28.52
绝对	7.90	21.92	30.97

资料来源：Wind

相关研报

OS 业务预装和本土化双管齐下，美元走强有望带动业绩成长——传音控股（688036.SH）跟踪报告之二（2022-05-27）

要点

事件：

公司发布 2022 年年度报告及 2023 年第一季度报告，2022 年公司实现营收 465.96 亿元，同降 5.70%；实现归母净利润 24.84 亿元，同降 36.46%。2023Q1 公司实现营收 92.73 亿元，同降 16.12%；实现归母净利润 5.24 亿元，同降 34.12%。

点评：

需求疲软及加大投入短暂影响业绩，库存降至低位盈利能力显著提升。受美联储加息、部分新兴市场国家汇率大幅波动、通货膨胀及国际突发性事件等宏观因素影响，2022 年公司实现营收 465.96 亿元，同降 5.70%，实现归母净利润 24.84 亿元，同降 36.46%。23Q1，受下游需求疲软、且公司持续加大销售、管理、研发上的投入等方面影响，公司实现营收 92.73 亿元，同降 16.12%，实现归母净利润 5.24 亿元，同降 34.12%。盈利能力方面，2022 年度及 2023Q1 公司毛利率分别为 21.32%/23.36%，分别同比提升 0.02pct/ 1.93pct，23 年一季度毛利率显著回升，主要系 1) 一季度发布折叠机等高毛利新品；2) 上游原材料价格下降；3) 库存低位，各厂商停止主动去库存降价策略，2022 及 2023Q1 公司存货分别为 60.84 亿/ 55.72 亿元，分别同比下降 19.73%/ 34.34%，目前库存已降至低位。

手机业务：市占率维持高位，静待需求复苏。2022 年公司手机整体出货量约 1.56 亿部，手机业务同比降低 7.96%至 425.18 亿元，智能机和功能机分别实现营收 366.19 亿元/59.00 亿元。受制于全球宏观因素影响及消费需求疲软，公司手机出货量同比下降，但依旧维持高位市占率。据 IDC 数据，2022 年公司在全球手机市场的占有率 11.7%，在全球手机品牌厂商中排名第三，其中智能机在全球智能机市场的占有率 6.0%，排名第六位；非洲智能机市场的占有率超过 40%，非洲排名第一。2022 年公司在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率 37.9%，排名第一；孟加拉国智能机市场占有率 21.5%，排名第一；印度智能机市场占有率 6.4%，排名第六。

持续加大研发投入，领先推进 AIGC 手机端应用。公司旗下 Infinix 品牌已公布 AIGC 应用 X-bartender，可进行多国语言对话，目前已内置于 Infinix 全球粉丝社区 XClub 手机应用中，手机作为最大体量消费电子产品为 AIGC 应用终极载体，公司领先与 Open AI 合作且自研大模型，有望提升品牌形象、增加客户粘度。公司近年于研发上加大投入，2022/2023Q1 研发费用分别为 20.78 亿元/5.34 亿元，分别同增 37.54%/34.97%，研发费用率分别较上年同期提升 1.4pct/ 2.2pct。截至 2022 年末，公司累计获得授权专利 3282 件，其中发明专利 832 件，累计拥有软件著作权 919 件，研发人员数量提升 37.12%至 3901 人，人数占比提升 6.35pct 至 24.03%。公司持续在 AIGC、深肤色人像拍照、无源创新材料和低碳环保新材、多语种 AI 语音助手、芯片定制、折叠转轴技术、OS 大屏多任务交互系统、AIOT 互联互通以及超大功率快充等技术赛道上加大投入，加强核心技术成果的产品转化，不断创造用户价值。

拓品类业务：多款应用月活达千万级，家电等产品品类持续拓宽。2022 年，包括家电、数码配件等扩品类业务和移动互联网产品及服务在内的其他主营业务收入为 34.09 亿元，同比增长 45.55%。截至 2022 年底，有多款自主与合作开发的应用产品月活用户超过 1,000 万。音乐类应用 Boomplay 月活跃用户数约 6,800 万，曲库规模超过 9,000 万首，是目前非洲领先的音乐流媒体平台；新闻聚合类应用 Scooper 为非洲头部信息流与内容聚合平台之一，月活跃用户数约 5,500 万；综合内容分发

应用 Phoenix 月活跃用户数约 1.2 亿，是非洲用户规模领先的综合内容分发平台。公司扩品类业务快速拓展，增添发展动能。

盈利预测、估值与评级：考虑到非洲等地消费电子需求疲软，我们下调 23-24 年净利润至 37.43 亿 (-36.96%)、45.46 亿 (-33.33%)，新增 25 年净利润预测 55.98 亿元，对应 PE 为 23X/19X/16X。鉴于公司手机业务市占率全球领先且不断开拓新兴市场，此外移动互联等业务高增长，维持“买入”评级。

风险提示：境外经营风险，汇率波动风险、新市场拓展不利风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	49,412	46,596	56,008	67,378	81,527
营业收入增长率	30.75%	-5.70%	20.20%	20.30%	21.00%
净利润 (百万元)	3,909	2,484	3,743	4,546	5,598
净利润增长率	45.52%	-36.46%	50.68%	21.46%	23.13%
EPS (元)	4.88	3.09	4.66	5.65	6.96
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.88%	15.70%	20.81%	22.35%	24.06%
P/E	22	35	23	19	16
P/B	6.2	5.5	4.9	4.3	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-28,2021 总股本为 8.02 亿股，2022-2025 总股本为 8.04 亿

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,412	46,596	56,008	67,378	81,527
营业成本	38,889	36,659	43,014	51,679	62,368
折旧和摊销	126	149	176	280	379
税金及附加	97	123	168	270	342
销售费用	3,245	3,622	4,201	4,919	5,870
管理费用	1,294	1,268	1,848	2,156	2,527
财务费用	110	-128	157	221	248
研发费用	1,511	2,078	2,520	3,167	4,076
投资收益	-119	-85	0	0	0
营业利润	4,827	3,032	4,506	5,470	6,730
利润总额	4,778	2,993	4,455	5,412	6,664
所得税	866	527	713	866	1,066
净利润	3,912	2,467	3,743	4,546	5,598
少数股东损益	2	-17	0	0	0
归属母公司净利润	3,909	2,484	3,743	4,546	5,598
EPS(元)	4.88	3.09	4.66	5.65	6.96

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,039	1,979	4,653	5,773	7,040
净利润	3,909	2,484	3,743	4,546	5,598
折旧摊销	126	149	176	280	379
净营运资金增加	4,755	407	2,621	3,095	3,869
其他	-4,752	-1,060	-1,886	-2,148	-2,806
投资活动产生现金流	-5,840	-2,032	-992	-840	-840
净资本支出	-629	-836	-840	-840	-840
长期投资变化	359	448	0	0	0
其他资产变化	-5,570	-1,644	-152	0	0
融资活动现金流	-981	-815	3,927	-1,522	-1,955
股本变化	2	2	0	0	0
债务净变化	-97	454	5,659	895	960
无息负债变化	2,014	-2,871	1,773	2,537	3,084
净现金流	-2,992	-733	7,588	3,411	4,245

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	21.30%	21.32%	23.20%	23.30%	23.50%
EBITDA 率	10.33%	7.87%	9.13%	9.31%	9.40%
EBIT 率	10.04%	7.51%	8.81%	8.89%	8.94%
税前净利润率	9.67%	6.42%	7.96%	8.03%	8.17%
归母净利润率	7.91%	5.33%	6.68%	6.75%	6.87%
ROA	12.43%	8.00%	9.25%	9.83%	10.52%
ROE (摊薄)	27.88%	15.70%	20.81%	22.35%	24.06%
经营性 ROIC	28.38%	18.67%	22.10%	22.58%	23.11%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	55%	49%	55%	56%	56%
流动比率	1.88	2.23	1.84	1.82	1.81
速动比率	1.35	1.70	1.46	1.43	1.41
归母权益/有息债务	12.75	10.18	2.49	2.51	2.57
有形资产/有息债务	27.62	19.14	5.46	5.57	5.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	31,459	30,846	40,446	46,228	53,204
货币资金	9,855	9,215	16,802	20,213	24,458
交易性金融资产	6,536	7,622	7,622	7,622	7,622
应收账款	1,230	1,287	1,547	1,862	2,252
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,181	598	719	865	1,046
存货	7,579	6,084	7,139	8,576	10,350
其他流动资产	308	420	420	420	420
流动资产合计	26,838	25,410	34,464	39,816	46,461
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	359	448	448	448	448
固定资产	786	822	1,631	2,276	2,777
在建工程	1,039	1,586	1,378	1,223	1,106
无形资产	474	470	461	452	443
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	19	47	47	47	47
非流动资产合计	4,621	5,437	5,982	6,411	6,742
总负债	17,399	14,982	22,414	25,846	29,891
短期借款	1,016	1,235	6,894	7,789	8,749
应付账款	8,800	5,787	6,790	8,158	9,845
应付票据	2,488	2,272	2,665	3,202	3,865
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	15	23	23	23	23
流动负债合计	14,308	11,386	18,714	21,865	25,602
长期借款	0	250	250	250	250
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	648	536	536	536	536
非流动负债合计	3,091	3,596	3,700	3,981	4,289
股东权益	14,061	15,865	18,032	20,382	23,313
股本	802	804	804	804	804
公积金	6,087	6,471	6,471	6,471	6,471
未分配利润	7,174	8,455	10,751	13,101	16,032
归属母公司权益	14,023	15,819	17,986	20,336	23,267
少数股东权益	38	46	46	46	46

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	6.57%	7.77%	7.50%	7.30%	7.20%
管理费用率	2.62%	2.72%	3.30%	3.20%	3.10%
财务费用率	0.22%	-0.27%	0.28%	0.33%	0.30%
研发费用率	3.06%	4.46%	4.50%	4.70%	5.00%
所得税率	18.13%	17.59%	16.00%	16.00%	16.00%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	1.50	1.80	2.73	3.32	4.08
每股经营现金流	5.04	2.46	5.79	7.18	8.76
每股净资产	17.49	19.68	22.37	25.30	28.94
每股销售收入	61.63	57.96	69.67	83.81	101.41

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	22.35	35.28	23.41	19.28	15.66
PB	6.23	5.54	4.87	4.31	3.77
EV/EBITDA	17.04	23.56	16.99	13.99	11.57
股息率	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE