

2023年05月08日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 新市场开拓成效显著，硬件+AIGC 打造新空间

## —传音控股（688036.SH）公司事件点评报告

### 买入(维持)

### 事件

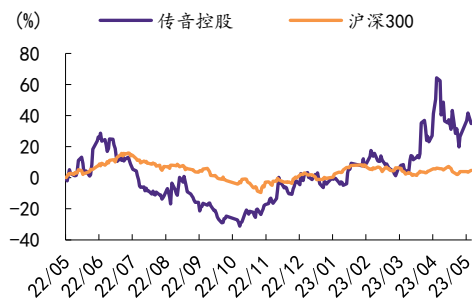
分析师：毛正 S1050521120001  
maozheng@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2023-05-08

当前股价(元)	115.5
总市值(亿元)	929
总股本(百万股)	804
流通股本(百万股)	804
52周价格范围(元)	54.89-130.98
日均成交额(百万元)	451.95

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《传音控股（688036）：新市场持续增长，存货水平环比改善显著》2022-10-26
- 《传音控股（688036）：新市场开拓稳中求进，多元业务持续增长》2022-08-25
- 《华鑫证券\*公司报告\*传音控股（688036）：1Q22 业绩符合预期，毛利率环比修复\*20220503\*毛正，赵心怡》2022-05-03

传音控股发布 2022 年年度报告：公司 2022 年实现营收 465.96 亿元，同比下降 5.70%；实现归母净利润 24.84 亿元，同比下降 36.46%；实现扣非后归母净利润 22.10 亿元，同比下降 28.99%。2023 年一季报显示，公司主营收入 92.74 亿元，同比下降 16.12%；归母净利润 5.24 亿元，同比下降 34.12%。

### 投资要点

#### ■ 22 年业绩短期承压，存货环比进一步降低

2022 年受美联储加息、汇率大幅波动、通货膨胀等宏观因素的影响，手机需求疲软，公司实现营收 465.96 亿元，同比下降 5.70%；实现归母净利润 24.84 亿元，同比下降 36.46%。在费用方面，2022 年公司实现销售、管理、财务费用率分别为 7.77%、2.72%、-0.72%，销售费用方面，公司加大市场开拓及品牌宣传力度，同比增加 11.61%。研发费用方面，公司在 2022 年持续加大产品及移动互联等研发投入，研发费用率由去年同期的 3.06% 提升至 4.46%。盈利能力方面，2022 年公司实现整体毛利率 21.32%，销售净利率 5.29%。此外，公司存货从二季度末的 95.98 亿降为 60.84 亿元，环比减少 36.61%，库存降至低位。

#### ■ 手机市占率位居全球高位，新市场开拓成效显著

2022 年公司手机整体出货量约 1.56 亿部，手机业务实现营收 425.18 亿元，受全球宏观经济因素及消费需求疲软的影响较去年同期有所下降，同比降低 7.96%。根据 IDC 数据统计，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。

虽然面临较为严峻的市场环境，公司新市场开拓战略仍取得较好的成绩，2022 年在非洲、南亚以外的市场整体智能机销量同比有所增加。根据年报数据，在非洲以外的其他地区，营业收入占比逐年递增，并在 2022 年首次实现占比超过 50%，新市场开拓成效显著。

#### ■ 智能机业务有望增长，“移动互联+扩品类”打造新成长

智能手机公司推陈出新，产品等级逐步提升，智能机占比越

来越高，长期看 ASP 是逐步向上的；并且新兴市场手机行业发展相对滞后，人均手机保有量小，人口基数大，存在较大的市场空间，公司借助形成的品牌优势，有望在新兴市场进一步扩大智能机的市场占有率，促使智能机业务有所回升。

2022 年公司“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式初步形成，海外地区的移动互联和扩品类业务等其他主营业务实现营收 34.09 亿元，同比增长 45.55%。其中移动互联网业务基于用户流量和数据资源，通过洞察本地用户需求，打造本地化内容，公司积极构建流量、广告、用户等数字化平台，赋能非洲的商业合作伙伴，推进非洲数字化进程。同时手机+AIGC 新业态公司也积极探索，公司作为海外新兴市场硬件入口龙头，将充分享受 AI 发展的红利。

### ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 557.66、672.02、805.18 亿元，EPS 分别为 5.06、6.25、7.77 元，当前股价对应 PE 分别为 21.2、17.2、13.8 倍，给予“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

宏观环境剧烈波动风险、境外经营风险、新兴市场开拓不及预期风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	46,596	55,766	67,202	80,518
增长率（%）	-5.7%	19.7%	20.5%	19.8%
归母净利润（百万元）	2,484	4,066	5,025	6,244
增长率（%）	-36.5%	63.7%	23.6%	24.3%
摊薄每股收益（元）	3.09	5.06	6.25	7.77
ROE（%）	15.7%	21.7%	22.6%	23.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	9,215	12,625	17,217	22,679
应收款	1,885	1,986	2,209	2,427
存货	6,084	7,298	8,886	10,744
其他流动资产	8,225	8,459	8,630	8,830
流动资产合计	25,410	30,368	36,942	44,679
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	7,622	7,622	7,622	7,622
固定资产	822	960	1,064	1,058
在建工程	1,586	1,387	1,219	1,159
无形资产	470	462	453	438
长期股权投资	448	448	448	448
其他非流动资产	2,110	2,110	2,110	2,110
非流动资产合计	5,437	5,367	5,295	5,213
资产总计	30,846	35,735	42,237	49,893
<b>流动负债:</b>				
短期借款	1,235	2,235	3,235	4,235
应付账款、票据	8,058	9,063	10,860	12,926
其他流动负债	1,213	1,213	1,213	1,213
流动负债合计	11,386	13,428	16,413	19,697
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	250	250	250	250
其他非流动负债	3,346	3,346	3,346	3,346
非流动负债合计	3,596	3,596	3,596	3,596
负债合计	14,982	17,024	20,009	23,293
<b>所有者权益</b>				
股本	804	804	804	804
股东权益	15,865	18,711	22,228	26,599
负债和所有者权益	30,846	35,735	42,237	49,893

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2467	4066	5025	6244
少数股东权益	-17	0	0	0
折旧摊销	149	106	119	129
公允价值变动	-71	-70	-70	-70
营运资金变动	-549	-506	2	10
经营活动现金净流量	1979	3596	5076	6313
投资活动现金净流量	-2032	61	64	66
筹资活动现金净流量	3463	-220	-507	-873
现金流量净额	3,410	3,437	4,633	5,506

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>46,596</b>	<b>55,766</b>	<b>67,202</b>	<b>80,518</b>
营业成本	36,659	42,795	51,280	61,031
营业税金及附加	123	167	202	242
销售费用	3,622	3,848	4,637	5,556
管理费用	1,268	1,617	2,016	2,416
财务费用	-128	48	69	86
研发费用	2,078	2,621	3,226	3,945
费用合计	6,841	8,134	9,947	12,003
资产减值损失	-50	-20	-20	-20
公允价值变动	-71	-70	-70	-70
投资收益	-85	-70	-70	-70
<b>营业利润</b>	<b>3,032</b>	<b>4,919</b>	<b>6,074</b>	<b>7,543</b>
加:营业外收入	4	10	10	10
减:营业外支出	42	30	30	30
<b>利润总额</b>	<b>2,993</b>	<b>4,899</b>	<b>6,054</b>	<b>7,523</b>
所得税费用	527	833	1,029	1,279
<b>净利润</b>	<b>2,467</b>	<b>4,066</b>	<b>5,025</b>	<b>6,244</b>
少数股东损益	-17	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>2,484</b>	<b>4,066</b>	<b>5,025</b>	<b>6,244</b>

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-5.7%	19.7%	20.5%	19.8%
归母净利润增长率	-36.5%	63.7%	23.6%	24.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	21.3%	23.3%	23.7%	24.2%
四项费用/营收	14.7%	14.6%	14.8%	14.9%
净利率	5.3%	7.3%	7.5%	7.8%
ROE	15.7%	21.7%	22.6%	23.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.6%	47.6%	47.4%	46.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	24.7	28.1	30.4	33.2
存货周转率	6.0	5.9	5.8	5.7
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	3.09	5.06	6.25	7.77
P/E	34.8	21.2	17.2	13.8
P/S	1.9	1.5	1.3	1.1
P/B	5.5	4.6	3.9	3.3

## ■ 电子组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

## ■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。