



2019年9月12日

科创板询价报告之传音控股

通信

建议询价区间：[38.47, 50.01]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,646	23,985	25,564	27,220
(+/-)	13.0%	5.9%	6.6%	6.5%
营业利润	857	2,358	2,677	2,968
(+/-)	6.0%	175.0%	13.5%	10.9%
归属母公	657	1,798	2,035	2,257
司净利润				
(+/-)	-2.1%	173.5%	13.2%	10.9%
EPS (元)	0.91	2.25	2.54	2.82

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 公司在手机行业内享有“非洲之王”的美誉。传音控股以手机终端为核心，旗下拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场。此外，公司积极实施多元化战略布局，逐步开发了数码配件、家用电器业务以及移动互联网服务。2018年公司手机出货量在非洲市场占有率高达 48.71%，排名第一，享有“非洲之王”的美誉。（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 4 月 15 日发布的报告《科创板通信系列之二：传音控股》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司 2018 年实现营业收入 226.5 亿元，同比增长 13.0%；实现归母净利润 6.57 亿元，同比小幅下降 2.1%；2019 年上半年，公司实现营业收入 105.0 亿元，实现归母净利润 8.18 亿元；公司预计 2019 年 1-9 月实现营业收入 163.7-172.5 亿元，同比增长约 3.68-9.24%；实现扣非后归母净利润 10.42-11.78 亿元，同比增长 48.7-68.1%。2019 年 1-9 月公司业绩保持稳定增长态势，毛利率稳步提升。我们预测公司 2019-2021 年实现营收分别为 239.9、255.6 和 272.2 亿元；实现归属于母公司净利润分别为 17.98、20.35 和 22.57 亿元。

● 公司估值及询价建议。我们采用历史估值参考法预测公司估值为 43.02 元/股，采用 PE 法预测公司估值为 39.18 元/股，采用 DCF 法预测公司估值为 50.51 元/股。考虑到科创板具有比 A 更高的门槛，机构投资者拥有比 A 股更高的话语权，初期市场情绪较高，长期来看预计市场更为理性，估值可能逐渐向港股靠拢。综合考虑以上因素，我们采用历史估值参考法和 DCF 估值法的平均值作为公司的合理估值，即公司的合理估值中枢为 44.24 元/股，以 30%的询价区间计算，建议询价区间是 [38.47, 50.01] 元/股。

● 风险提示：手机行需求不及预期、竞争加剧导致盈利能力下滑、新兴市场开拓不及预期、贸易摩擦风险、市场系统性风险等。

分析师：徐鹏
执业证书编号：S1050516020001
联系人：谢玉磊
电话：021-54967579
邮箱：xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(8621) 64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn



目录

1. 历史估值参考法	3
2. 相对估值 PE 法分析	3
3. 绝对估值 DCF 法分析	5
4. 询价建议	5
图表 1 公司近年融资历程	3
图表 2 公司历史估值溢价分析	3
图表 3 同行及部分消费电子领域重要品牌企业估值（截止 2019 年 9 月 10 日）	4
图表 4 DCF 估值核心假设	5
图表 5 公司估值与询价建议	5
图表 6 公司盈利预测	6

1. 历史估值参考法

公司成立后经历多轮融资。最后一轮融资发生在 2017 年 6 月，公司前身传音有限第三次增资，投后估值为 206.5 亿元。

图表 1 公司近年融资历程

时间	股本变动明细	估值
2013年8月21日有限公司设立	传音投资认缴出资4,353万元、传力投资认缴出资647万元。	-
2016年7月传音有限第一次增资	源科基金以货币方式向传音有限投入1.1亿美元。	56.0亿元
2016年11月传音有限第二次增资	源科基金以货币方式向传音有限投入2,000万美元。	53.5亿元
2017年6月传音有限第三次增资	TETRAD出资5,000万美元，GAMNAT出资4,000万美元，香港网易互娱出资3,000万美元，睿启和盛出资25,300万元，竺洲展飞出资20,000万元，鸿泰投资出资6,000万元，麦星致远出资9,000万元。	206.5亿元

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

最后一轮融资至今，公司业绩大幅增长。2016 年公司收入为 116.4 亿元，2018 年公司收入达到 226.5 亿元，增长 94.6%；2016 年公司归母净利润 6280 万元，2018 年归母净利润为 6.57 亿元，超过 2016 年的 10 倍。在中性情景下，我们给予公司 50% 的溢价，即公司 IPO 前的合理估值为 309.8 亿元，对应每股价值为 43.02 元/股。

图表 2 公司历史估值溢价分析

溢价率	悲观预期			中性预期			乐观预期		
	25%	30%	35%	45%	50%	55%	65%	70%	75%
估值（亿元）	258.1	268.5	278.8	299.4	309.8	320.1	340.7	351.1	361.4

资料来源：华鑫证券研发部

2. 相对估值 PE 法分析

1. 假设条件及盈利预测

1) 新兴市场手机领域保持稳定增长的态势，公司未来几年凭借成本优势进一步扩大市场份额，我们预计 2019-2021 年智能手机业务增速分别为 11.2%、10.5%和 9.5%，功能机业务则每年下滑约 10%；

2) 其他主营业务（数码配件、家用电器等产品销售以及移动互联网服务等）2019-2021 年增速分别为 35.0%、30.0%和 25.0%。

3) 随着公司收入规模的扩大，规模效应逐渐显现，费用率稳中有降；

4) 公司其他收入及利润、税率等其他影响因素保持稳定；

5) 公司本次发行股份数量为 8,000 万股 (不考虑超额配售选择权)。

基于以上假设,我们预测公司 2019-2021 年实现营收分别为 239.9、255.6 和 272.2 亿元;实现归属于母公司净利润分别为 17.98、20.35 和 22.57 亿元。

2. PE 相对估值

根据 IDC 数据,2018 年全球全品类手机市场占有率排名前五位的厂商有三星 (韩国上市公司)、苹果 (美国上市公司),华为 (未上市) 和小米 (港股上市)。其中,三星是全球手机市场龙头,除了手机业务,三星还有各类消费电子、IT 等终端产品,三星还在芯片、屏幕、存储器等上游领域占有重要地位。苹果在全球占据高端手机市场,凭借 iOS 生态构筑很深的护城河,并以此发展内容产业。小米以手机为核心打造智能硬件生态链,在中国及发展中国家中低端手机市场占据重要地位。

与国际巨头不同,公司专注于非洲等新兴市场。手机市场竞争激烈,品牌和口碑成为消费者考虑的最重要因素。公司多品牌战略覆盖了非洲不同的消费群,同时在三大手机品牌基础上,公司又创办数码配件品牌 Oraimo,售后服务品牌 Carlcare 和家用电器品牌 Syinix 等,并自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统及独立的应用软件平台。公司立足于非洲本土化的创新和专注于用户体验的产品定位,目前“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式已初步成型。

由于上市公司中不存在产品定位及业务模式完全相同的可比公司,因此我们选取三星、苹果、小米等同行作为可比公司。同时,我们还选取消费电子领域中的 LG、联想集团、惠普、华硕等品牌企业的估值作为参考。相比较而言,虽然商业模式上存在一定差异,中低端手机出货量居多的小米与传音的业务更为接近一些。若以小米集团的 2019 年 17.4 倍 PE 来计算,传音控股的估值为 39.18 元/股 (IPO 摊薄后)。

图表 3 同行及部分消费电子领域重要品牌企业估值 (截止 2019 年 9 月 10 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	营业收入 (TTM, RMB亿元)	EPS		PE	
						TTM	2019E	TTM	2019E
005930.KS	三星电子	韩国	47,000.0	18,497	14,931	6,837		6.87	
066570.KS	LG ELECTRONICS	韩国	64,900.0	633	3,751	10,546		6.15	
AAPL.O	苹果公司 (APPLE)	美国	216.7	69,380	17,808	12.32	11.56	17.58	18.8
1810.HK	小米集团-W	中国香港	9.2	1,998	1,910	0.46	0.53	20.13	17.4
0992.HK	联想集团	中国香港	5.4	591	3,550	0.06	0.06	-	89.8
HPQ.N	惠普公司 (HP)	美国	19.0	1,994	4,042	2.84	n.a.	6.68	n.a.
2357.TW	华硕	中国台湾	207.5	351	742	5.08		40.87	

注: A 股以外的公司总市值单位是人民币,其余指标单位是当地货币
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

3、绝对估值 DCF 法分析

我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。在 DCF 模型中，核心假设如下：假设公司 Beta 系数为 1.30、目标权益比为 85%，无风险利率为 3.04%，WACC（加权平均资本成本）为 9.1%，永续增长率为 1%。

图表 4 DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	3.04%
Beta	1.30
WACC	9.1%
股权比例	85.00%
永续增长率	1%
合理估值	50.51

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 50.51 元/股。对应 2019 年 PE 为 22.5 倍。

4、询价建议

综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 43.02 元/股，采用 PE 法预测公司估值为 39.18 元/股，采用 DCF 法预测公司估值为 50.51 元/股。

考虑到科创板具有比 A 更高的门槛，机构投资者拥有比 A 股更高的话语权，初期市场情绪较高，长期来看预计市场更为理性，估值可能逐渐向港股靠拢。综合考虑以上因素，我们采用历史估值参考法、PE 估值法和 DCF 估值法的平均值作为公司的合理估值，即公司的合理估值中枢为 44.24 元/股，以 30%的询价区间计算，建议询价区间是 [38.47, 50.01] 元/股。

图表 5 公司估值与询价建议

	合理估值	
历史估值法估值	43.02	
PE 估值法估值	39.18	
DCF 估值法估值	50.51	
平均	44.24	
	询价下限	询价上限
询价区间（元/股）	38.47	50.01

资料来源：华鑫证券研发部

5. 风险提示

我们认为风险因素主要包括：手机行需求不及预期、竞争加剧导致盈利能力下滑、新兴市场开拓不及预期、贸易摩擦风险、市场系统性风险等。

图表 6 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	22,646	23,985	25,564	27,220
货币资金	3,772	8,037	9,532	11,257	营业成本	17,109	17,150	18,228	19,351
应收款	850	933	994	1,059	营业税金及附加	52	52	52	52
存货	2,499	2,525	2,684	2,849	销售费用	2,254	2,518	2,684	2,831
待摊费用和其他流动资产	141,805	141,805	141,805	141,805	管理费用	808	935	971	1,007
流动资产合计	8,539	11,494	13,210	15,164	财务费用	70	-28	-43	-51
非流动资产:					费用合计	3,132	3,425	3,613	3,787
可供出售金融资产	41	41	41	41	资产减值损失	110	116	124	132
固定资产+在建工程	785	1,013	1,128	1,183	公允价值变动	-328	330	0	0
无形资产+商誉	62,880	62,160	54,120	44,340	投资收益	-476	-400	0	0
其他非流动资产	320	320	320	320	营业利润	857	2,358	2,677	2,968
非流动资产合计	1,814	2,035	2,070	2,027	加: 营业外收入	11	12	5	5
资产总计	10,353	13,530	15,280	17,191	减: 营业外支出	4	4	4	4
流动负债:					利润总额	865	2,366	2,678	2,969
短期借款	21	21	21	21	所得税费用	211	568	643	713
应付账款、票据	4,067	4,049	4,304	4,569	净利润	654	1,798	2,035	2,257
其他流动负债	1,369	1,369	1,369	1,369	少数股东损益	-4	0	0	0
流动负债合计	5,457	5,439	5,694	5,959	归母净利润	657	1,798	2,035	2,257
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	974	974	974	974	成长性				
非流动负债合计	974	974	974	974	营业收入增长率	13.0%	5.9%	6.6%	6.5%
负债合计	6,431	6,414	6,668	6,933	营业利润增长率	6.0%	175.0%	13.5%	10.9%
所有者权益					归母净利润增长率	-2.1%	173.5%	13.2%	10.9%
股本	720	800	800	800	总资产增长率	18.3%	30.7%	12.9%	12.5%
资本公积金	2,268	5,199	5,199	5,199	盈利能力				
未分配利润	738	2,159	3,451	4,872	毛利率	24.4%	28.5%	28.7%	28.9%
少数股东权益	6	6	6	6	营业利润率	3.8%	9.8%	10.5%	10.9%
所有者权益合计	3,922	8,534	10,030	11,676	三项费用/营收	13.8%	14.3%	14.1%	13.9%
负债和所有者权益	10,353	14,948	16,698	18,609	EBIT/销售收入	7.7%	9.9%	10.5%	10.9%
					净利润率	2.9%	7.5%	8.0%	8.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	16.7%	21.1%	20.3%	19.3%
净利润	654	1798	2035	2257	营运能力				
折旧与摊销	68	279	265	243	总资产周转率	218.7%	177.3%	167.3%	158.3%
财务费用	81	-28	-43	-51	资产结构				
存货的减少	-163	-25	-159	-165	资产负债率	62.1%	47.4%	43.6%	40.3%
营运资本变化	599	-101	193	201	现金流质量				
其他非现金部分	816	0	0	0	经营净现金流/净利	3.17	1.07	1.13	1.10
经营活动现金净流量	2073	1923	2292	2484	每股数据(元/股)				
投资活动现金净流量	-739	-500	-300	-200	每股收益	0.91	2.25	2.54	2.82
筹资活动现金净流量	-275	2842	-497	-560	每股净资产	5.45	10.67	12.54	14.60
现金流量净额	1,053	4,265	1,496	1,725					

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部



分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



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，华鑫证券研究发展部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。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>