



买入 (维持)

所属行业: 电子-电子制造
当前价格(元): 179.00

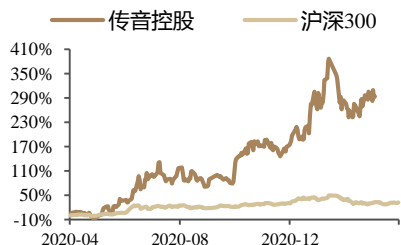
证券分析师

张世杰
资格编号: S0120521020002
邮箱: zhangsj3@tebon.com.cn

研究助理

王俊之
邮箱: wangjz3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.93	2.49	8.80
相对涨幅(%)	-4.55	6.56	13.60

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《传音控股(688036.SH)非洲品牌优势明显,产品与区域双向拓展构建多成长曲线》,2021.4.14

传音控股 (688036.SH)

区域拓展增收效果明显,生态构建长期发展空间

投资要点

传音控股发布 2020 年年报及 2021 年一季报, 2020 年全年公司营收 337.92 亿元, 同比增长 49.10%; 归母净利润 26.86 亿元, 同比提高 49.80%。2021 年 Q1 营收 112.52 亿元, 同比增加 99.34%; 归母净利润 8.01 亿元, 同比上升 125.93%。

- **低基数叠加非洲以外市场快速扩张, Q1 营收显著增长。**2020 年, 传音在亚洲等其他地区实现营收 145.38 亿元, 同比增速高达 159.72%, 占主营业务营收比达 39.30%, 占比提升 16.03pct; 公司在非洲地区实现营收 224.52 亿元, 同比上升 18.29%, 增速较去年同期增加 7.21pct。2021 年 Q1 公司营收 112.52 亿元, 增速高达 99.34%, 去年同期低基数叠加非洲以外市场的快速扩张拉动公司营收同比超高速增长。伴随着非洲智能机深化趋势加速、公司继续发力新兴市场拓展, 公司有望持续高速增长。
- **新兴市场占比提升叠加上游成本上升压低公司 Q1 毛利率。**2020 年, 公司在非洲地区毛利率为 30.99%, 与上年大体持平; 公司在亚洲等其他地区毛利率为 18.27%, 较 2019 年提高 2.31 个百分点, 亚洲等其他地区占营收比的不断提升, 拉低 2020 年公司总体毛利率。2021 年 Q1 公司整体毛利率 23.44%, 较 2020 年 Q4 下降 1.92pct, 2020 年下半年起, 手机上游电子元器件供应紧张, 公司元器件成本的上升叠加非洲以外新兴市场更加快速的增长压低了整体毛利率。随着公司逐步进行价格调整和新型号产品的不断推出, 全年毛利率有望维持在当前水平。
- **研发费率维持稳定, 运营效率持续优化。**公司 2020 年研发费率为 3.06%, 继续维持在 3% 左右水平; 公司 2020 年管理费率、销售费率分别为 2.97%、10.21%, 较上一年分别下降 1.22pct、1.07pct。2021 年 Q1 公司管理费率、销售费率分别为 2.27%、8.15%, 较去年同期下降分别大幅下降 1.95pct、2.30pct, 伴随着公司营收规模的扩大, 公司运营效率有望持续提升。“手机+移动互联网+家电、数码配件”商业生态模式初步成型, 构建公司长期增长空间。在继续稳固发展手机业务的同时, 公司加快发展移动互联网、家电、数码配件业务, 公司手机传音 OS 在非洲市占率不断提升, 作为非洲最大的移动流量入口, 为公司发力非洲移动互联网市场打下坚实基础; 截至 2020 年底, 公司已经拥有 8 款自主与合作开发的 APP 月活超过 1000 万, 大量热门 APP 将为公司带来巨大潜在盈利空间; 公司积极拓展线上线下渠道, 多品牌策略加入良性发展。公司在“移动互联网+家电、数码配件”等产品拓展方面投入显著增加, 这将为公司构建手机以外新的长期增长曲线。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 2021-2023 年净利润 38.00、50.92、67.76 亿元, 对应 PE 分别为 37.69、28.12、21.13, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新兴市场开拓不及预期, 印度等国家疫情爆发影响公司销售, 上游成本大幅上升。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	800.00		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	389.17	营业收入(百万元)	25,346	37,792	50,867	63,281	76,922
52 周内股价区间(元):	47.67-249.00	(+/-)YOY(%)	11.9%	49.1%	34.6%	24.4%	21.6%
总市值(百万元):	143,200.00	净利润(百万元)	1,793	2,686	3,800	5,092	6,776
总资产(百万元):	27,731.09	(+/-)YOY(%)	172.8%	49.8%	41.4%	34.0%	33.1%
每股净资产(元):	14.31	全面摊薄 EPS(元)	2.24	3.36	4.75	6.37	8.47
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	27.4%	25.7%	24.7%	24.2%	24.6%
		净资产收益率(%)	21.7%	25.6%	26.2%	25.7%	25.3%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 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	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.36	4.75	6.37	8.47
每股净资产	13.12	18.34	25.26	34.34
每股经营现金流	5.38	7.95	10.98	10.89
每股股利	1.08	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	45.31	37.69	28.12	21.13
P/B	11.60	9.76	7.09	5.21
P/S	3.79	2.82	2.26	1.86
EV/EBITDA	29.92	27.93	20.99	14.46
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.7%	24.7%	24.2%	24.6%
净利润率	7.1%	7.5%	8.0%	8.8%
净资产收益率	25.6%	25.9%	25.2%	24.7%
资产回报率	10.3%	10.4%	10.9%	11.7%
投资回报率	25.1%	25.3%	22.8%	22.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	49.1%	34.6%	24.4%	21.6%
EBIT 增长率	65.2%	27.3%	24.0%	34.6%
净利润增长率	49.8%	41.4%	34.0%	33.1%
偿债能力指标				
资产负债率	59.6%	59.6%	56.8%	52.4%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.9
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.5
现金比率	1.0	0.9	1.1	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.1	15.7	14.5	14.0
存货周转天数	72.2	80.0	70.0	65.0
总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.3
固定资产周转率	50.0	54.6	53.7	52.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,686	3,800	5,092	6,776
少数股东损益	-8	3	4	4
非现金支出	367	200	200	200
非经营收益	395	13	26	41
营运资金变动	868	2,341	3,461	1,689
经营活动现金流	4,308	6,357	8,783	8,711
资产	-315	-177	-227	-127
投资	1,008	0	0	0
其他	125	-37	-51	-66
投资活动现金流	818	-213	-277	-192
债权募资	1,403	-1,197	0	0
股权募资	27	0	0	0
其他	-855	0	0	0
融资活动现金流	576	-1,197	0	0
现金净流量	5,116	4,947	8,506	8,518

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	37,792	50,867	63,281	76,922
营业成本	28,064	38,300	47,940	58,025
毛利率%	25.7%	24.7%	24.2%	24.6%
营业税金及附加	71	81	100	125
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	3,860	5,178	6,284	7,409
营业费用率%	10.2%	10.2%	9.9%	9.6%
管理费用	1,122	1,290	1,506	1,585
管理费用率%	3.0%	2.5%	2.4%	2.1%
研发费用	1,158	1,540	1,898	2,308
研发费用率%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	3,517	4,478	5,552	7,471
财务费用	425	283	-115	-115
财务费用率%	1.1%	0.6%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-196	-200	-200	-200
投资收益	-50	-56	-70	-85
营业利润	3,188	4,558	6,116	8,146
营业外收支	13	23	23	23
利润总额	3,201	4,582	6,139	8,169
EBITDA	3,666	4,478	5,552	7,471
所得税	523	779	1,044	1,389
有效所得税率%	16.3%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	-8	3	4	4
归属母公司所有者净利润	2,686	3,800	5,092	6,776

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,201	18,148	26,654	35,172
应收账款及应收票据	1,145	2,188	2,514	2,950
存货	5,552	8,395	9,194	10,333
其它流动资产	3,107	4,280	4,644	4,979
流动资产合计	23,005	33,010	43,006	53,435
长期股权投资	257	257	257	257
固定资产	756	932	1,179	1,467
在建工程	430	630	880	1,030
无形资产	483	483	483	483
非流动资产合计	2,985	3,363	3,860	4,299
资产总计	25,991	36,373	46,866	57,734
短期借款	1,197	0	0	0
应付票据及应付账款	10,571	15,740	19,701	22,256
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,761	3,992	4,982	6,026
流动负债合计	13,529	19,732	24,683	28,282
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,952	1,952	1,952	1,952
非流动负债合计	1,952	1,952	1,952	1,952
负债总计	15,481	21,684	26,635	30,234
实收资本	800	800	800	800
普通股股东权益	10,492	14,668	20,207	27,471
少数股东权益	17	21	24	28
负债和所有者权益合计	25,991	36,373	46,866	57,734

信息披露

分析师与研究助理简介

张世杰，德邦证券电子行业首席分析师，北京大学光学博士，曾任职于东北证券及中国科学院物理研究所。具备多年光学及光电方向前沿科学研究经验，在国际知名刊物发表多篇文章；具备多个科技行业二级研究经历，2016、2017年水晶球团队成员，2018年每市TMT行业券商收益第1。

王俊之，德邦证券电子行业研究员，北京大学国家发展研究院（CCER）金融学硕士，曾任职于安信证券研究中心。2021年2月加入德邦证券研究所。

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。