

上半年业绩高增，多维完善商业生态

传音控股(688036)

事件概述

公司发布 2021 年半年报，2021 年上半年公司业务规模稳定增长，营业利润保持增长。公司实现营业收入 228.53 亿元，较上年同期增长 65.06%；营业利润 20.23 亿元，较上年同期增长 53.79%；利润总额 20.26 亿元，较上年同期增长 52.33%；归属于母公司所有者的净利润 17.32 亿元，较上年同期增长 58.71%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 15.50 亿元，较上年同期增长 65.03%。

分析判断：

► 多维度持续完善商业生态模式，未来可期

公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。主要产品为 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，包括功能机和智能机。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国家。公司多年来扎根于非洲市场，凭借优异的产品性能和本地化的技术创新，在非洲市场获得了高于其他手机厂商的市场占有率和广泛的品牌影响，在业界被称为“非洲之王”。2020 年公司在非洲的市场份额持续提升，智能机市场占有率超过 40%，非洲第一的领先优势进一步扩大。我们认为，公司在非洲的领先优势已经非常明显，在非洲的品牌影响力已经建立起来，是公司业绩增长的基本盘。公司在战略上深耕非洲市场，在关键价值点上做深做透，产品结构升级迭代；在夯实南亚市场拓展成果的同时，进一步对非洲以外的新兴市场展开突破。公司在新兴市场手机业务基础上，推动“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式逐步完善。2020 年，公司在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率超过 40%，排名第一、孟加拉国智能机市场占有率 18.3%，排名第一、印度智能机市场占有率 5.1%，排名第六。在市场开拓方面，公司的销售模式以经销为主，逐步建立和完善了一套覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络。公司产品已进入全球超过 70 个国家和地区，与各市场国家超过 2,000 家具有丰富销售经验的经销商客户建立了密切的合作关系，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球主要新兴市场的销售网络。移动互联网业务方面，随着公司生产的智能手机出货量持续增长，传音 OS 系统用户数量不断提升。截至 2021 年上半年期末，公司已经有超过 10 款自主与合作开发的应用程序月活用户数达到 1,000 万以上。上半年，由于上游供应链涨价的压力，公司销售毛利率环比有所下滑，但考虑到后续供应链供需紧张在边际缓解，我们认为后续公司销售毛利率有望企稳。考虑到公司渠道还在持续开拓，公司产品品牌建设还在持续提升公司的竞争力，用户激活数持续提升对

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	173.4
股票代码：	688036
52 周最高价/最低价：	261.94/85.34
总市值(亿)	1,390.13
自由流通市值(亿)	677.76
自由流通股数(百万)	390.87



分析师：孙远峰
邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080005

分析师：王臣复
邮箱：wangcf1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110004

相关研究

- 【华西电子】传音控股(688036)一季报点评：上游供应稳定，下游市场、品类多维扩张
2021.04.29
- 【华西电子】传音控股(688036.SH)首次覆盖报告：科技出海领先企业，手机品牌非洲之王
2020.12.21

于公司发展移动互联网业务打下坚实基础，我们认为公司还具备很大的发展前景，未来可期。

投资建议

维持前次预测，预计 2021-2023 年公司营收分别为 512.89 亿元、643.73 亿元、837.21 亿元，归母净利润分别为 37.61 亿元、49.10 亿元、63.17 亿元，2021-2023 年对应的 PE 分别为 36.96 倍、28.31 倍、22.01 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观环境风险；疫情再次爆发风险；海外市场开拓不及预期的风险；新品类扩张不及预期的风险；竞争加剧引发的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,346	37,792	51,289	64,373	83,721
YoY (%)	11.9%	49.1%	35.7%	25.5%	30.1%
归母净利润(百万元)	1,793	2,686	3,761	4,910	6,317
YoY (%)	172.8%	49.8%	40.0%	30.5%	28.7%
毛利率 (%)	27.4%	25.7%	24.9%	24.5%	24.7%
每股收益 (元)	2.24	3.35	4.69	6.12	7.88
ROE	21.7%	25.6%	26.1%	25.2%	24.3%
市盈率	77.52	51.75	36.96	28.31	22.01

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	37,792	51,289	64,373	83,721	净利润	2,678	3,761	4,910	6,317
YoY (%)	49.1%	35.7%	25.5%	30.1%	折旧和摊销	149	90	110	130
营业成本	28,064	38,511	48,612	63,068	营运资金变动	868	2,200	1,679	2,446
营业税金及附加	71	97	122	159	经营活动现金流	4,308	6,325	6,699	8,893
销售费用	3,860	5,129	6,309	8,205	资本开支	-315	-210	-210	-210
管理费用	1,122	1,513	1,880	2,445	投资	1,008	0	0	0
财务费用	425	-137	-211	-287	投资活动现金流	818	-466	-210	-210
资产减值损失	-196	0	0	0	股权募资	27	0	0	0
投资收益	-50	-256	0	0	债务募资	1,403	-1,197	0	0
营业利润	3,188	4,587	5,988	7,704	筹资活动现金流	576	-1,215	0	0
营业外收支	13	0	0	0	现金净流量	5,116	4,644	6,489	8,683
利润总额	3,201	4,587	5,988	7,704	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	523	826	1,078	1,387	成长能力				
净利润	2,678	3,761	4,910	6,317	营业收入增长率	49.1%	35.7%	25.5%	30.1%
归属于母公司净利润	2,686	3,761	4,910	6,317	净利润增长率	49.8%	40.0%	30.5%	28.7%
YoY (%)	49.8%	40.0%	30.5%	28.7%	盈利能力				
每股收益	3.35	4.69	6.12	7.88	毛利率	25.7%	24.9%	24.5%	24.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	7.1%	7.3%	7.6%	7.5%
货币资金	13,201	17,845	24,334	33,017	总资产收益率 ROA	10.3%	11.1%	11.4%	11.2%
预付款项	193	385	486	631	净资产收益率 ROE	25.6%	26.1%	25.2%	24.3%
存货	5,552	7,702	9,589	12,441	偿债能力				
其他流动资产	4,059	4,625	5,270	6,224	流动比率	1.70	1.75	1.82	1.86
流动资产合计	23,005	30,557	39,680	52,313	速动比率	1.27	1.28	1.36	1.39
长期股权投资	257	257	257	257	现金比率	0.98	1.02	1.12	1.17
固定资产	756	865	984	1,113	资产负债率	59.6%	57.3%	54.8%	53.6%
无形资产	483	553	623	693	经营效率				
非流动资产合计	2,985	3,264	3,553	3,852	总资产周转率	1.45	1.52	1.49	1.49
资产合计	25,991	33,822	43,233	56,166	每股指标 (元)				
短期借款	1,197	0	0	0	每股收益	3.35	4.69	6.12	7.88
应付账款及票据	10,571	14,560	18,379	23,845	每股净资产	13.09	17.98	24.34	32.49
其他流动负债	1,761	2,880	3,373	4,304	每股经营现金流	5.37	7.89	8.36	11.09
流动负债合计	13,529	17,440	21,753	28,149	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	1,952	1,952	1,952	1,952	PE	51.75	36.96	28.31	22.01
非流动负债合计	1,952	1,952	1,952	1,952	PB	11.62	9.65	7.12	5.34
负债合计	15,481	19,392	23,705	30,101					
股本	800	800	800	800					
少数股东权益	17	17	17	17					
股东权益合计	10,509	14,429	19,528	26,064					
负债和股东权益合计	25,991	33,822	43,233	56,166					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员；多次获得保险资管IAMAC、水晶球、金牛等奖项最佳分析师；清华大学校友总会电子系分会理事会副秘书长；2019年6月加入华西证券研究所。

王臣复：华西证券研究所电子行业分析师，北京航空航天大学工学学士和管理学硕士，曾就职于欧菲光集团投资部、融通资本、平安基金、华西证券资产管理总部等，2019年9月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。