

传音控股 (688036.SH)

业绩符合预期，中长期成长逻辑清晰

核心观点:

- 传音控股发布 2021 年半年报，2021 年上半年实现营业收入 228.53 亿元，同比增长 65.06%，归母净利润 17.32 亿元，同比增长 58.71%，扣非后归母净利润 15.50 亿元，同比增长 65.03%，其中 Q2 单季度实现营业收入 116.01 亿元，同比增长 41.46%，归母净利润 9.31 亿元，同比增长 26.36%，扣非后归母净利润 7.80 亿元，同比增长 21.28%。
- 手机出货高景气度延续，上游原材料、元器件供应稳定。2021 年上半年受益于公司智能手机在非洲和其他新兴市场销售的强劲，公司手机业务实现营收 216.77 亿元，同比增长 69.88%，其中智能机业务实现营收 183.60 亿元，我们预计上半年公司智能机出货量约为 3740 万部，同比增长约 70%，其中 Q2 单季度智能手机出货量约为 1870 万部，同比增长约 44%，环比持平，主要系由于以印度为代表的东南亚地区受到疫情影响，但同时我们看到公司在非洲、印度、巴基斯坦等地区的智能手机 ASP 环比小幅提升。市场担心今年以来上游原材料和元器件普遍涨价，我们认为公司与主芯片厂商的战略合作伙伴关系有望保障其受到的影响相对较小。
- 非洲地区量价齐升，新兴市场拓展顺利。非洲地区智能机渗透率的提高有望带动非洲地区手机 ASP 的提升，有望带动传音控股维持快速增长。同时公司在以印度、中东、孟加拉国和印度尼西亚为代表的非洲外新兴市场有望复制非洲的成功经验，并横向拓展智能设备业务。
- 盈利预测与投资建议：我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 503/672/874 亿元，同比增长 33%/34%/30%；归母净利润分别为 36/48/64 亿元，同比增长 34%/32%/34%，对应 PE 为 35/27/20，我们认为适合给予公司 21 年 50 倍的 PE 估值，对应合理价值 225.24 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。汇率大幅波动、市场竞争加剧、新市场不确定性风险。

盈利预测:

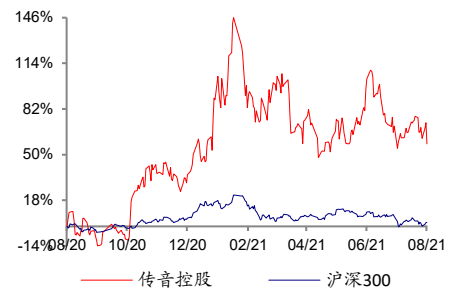
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	25,346	37,792	50,335	67,227	87,395
增长率 (%)	11.9	49.1	33.2	33.6	30.0
EBITDA (百万元)	2,248	3,666	4,270	5,533	7,366
归母净利润 (百万元)	1,793	2,686	3,611	4,763	6,377
增长率 (%)	172.8	49.8	34.4	31.9	33.9
EPS (元/股)	2.24	3.36	4.50	5.94	7.95
市盈率 (P/E)	20.36	45.31	35.21	26.70	19.94
ROE (%)	21.7	25.6	25.1	24.6	24.5
EV/EBITDA	12.85	29.92	25.50	18.58	12.74

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	158.60 元
合理价值	225.24 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-26

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

分析师:

彭雾



SAC 执证号: S0260519030001



021-60750604



pengwu@gf.com.cn

请注意，许兴军、彭雾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

传音控股 (688036.SH): 年报 2021-05-09

& 一季报业绩亮眼，下游景气度持续提升

传音控股 (688036.SH): 新兴 2021-01-31

市场手机之王，不断拓展成长边界

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,463	23,005	29,277	38,159	50,504
货币资金	7,717	13,201	19,470	24,729	33,338
应收及预付	989	1,337	1,877	2,443	3,216
存货	3,135	5,552	6,869	9,515	12,126
其他流动资产	3,621	2,915	1,062	1,473	1,823
非流动资产	2,281	2,985	2,849	3,169	3,531
长期股权投资	139	257	0	0	0
固定资产	767	756	919	1,123	1,366
在建工程	281	430	584	736	888
无形资产	615	483	478	461	445
其他长期资产	478	1,059	868	850	831
资产总计	17,744	25,991	32,127	41,328	54,034
流动负债	8,156	13,529	17,224	21,461	27,544
短期借款	0	1,197	1,197	399	0
应付及预收	7,211	10,571	14,328	18,951	24,713
其他流动负债	944	1,761	1,699	2,111	2,831
非流动负债	1,323	1,952	505	505	505
长期借款	94	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,230	1,952	505	505	505
负债合计	9,479	15,481	17,729	21,966	28,050
股本	800	800	802	802	802
资本公积	4,923	5,107	5,150	5,150	5,150
留存收益	2,431	4,574	8,360	13,344	19,987
归属母公司股东权益	8,254	10,492	14,383	19,356	25,986
少数股东权益	11	17	15	6	-2
负债和股东权益	17,744	25,991	32,127	41,328	54,034

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,041	4,308	6,208	6,376	9,324
净利润	1,797	2,678	3,609	4,754	6,369
折旧摊销	119	149	118	124	130
营运资金变动	1,999	868	2,037	1,064	2,294
其它	126	613	445	434	531
投资活动现金流	-2,873	818	1,467	-269	-292
资本支出	-415	-315	-219	-206	-207
投资变动	-2,524	1,008	1,671	0	0
其他	66	125	15	-63	-85
筹资活动现金流	2,568	576	-1,406	-848	-422
银行借款	156	1,403	0	-798	-399
股权融资	2,702	27	2	0	0
其他	-290	-855	-1,408	-50	-23
现金净增加额	3,766	5,116	6,269	5,259	8,609
期初现金余额	3,490	7,255	13,201	19,470	24,729
期末现金余额	7,255	12,372	19,470	24,729	33,338

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	11.9%	49.1%	33.2%	33.6%	30.0%
营业利润增长	156.0%	45.2%	35.5%	31.6%	34.2%
归母净利润增长	172.8%	49.8%	34.4%	31.9%	33.9%
获利能力					
毛利率	27.4%	25.7%	25.9%	25.9%	26.0%
净利率	7.1%	7.1%	7.2%	7.1%	7.3%
ROE	21.7%	25.6%	25.1%	24.6%	24.5%
ROIC	21.0%	25.1%	22.2%	22.8%	23.2%
偿债能力					
资产负债率	53.4%	59.6%	55.2%	53.2%	51.9%
净负债比率	114.7%	147.3%	123.1%	113.5%	107.9%
流动比率	1.90	1.70	1.70	1.78	1.83
速动比率	1.49	1.27	1.28	1.31	1.37
营运能力					
总资产周转率	1.43	1.45	1.57	1.63	1.62
应收账款周转率	32.33	33.01	32.67	32.84	32.75
存货周转率	8.08	6.81	7.33	7.07	7.21
每股指标 (元)					
每股收益	2.24	3.36	4.50	5.94	7.95
每股经营现金流	5.05	5.38	7.74	7.95	11.63
每股净资产	10.32	13.12	17.94	24.14	32.41
估值比率					
P/E	20.36	45.31	35.21	26.70	19.94
P/B	4.42	11.60	8.84	6.57	4.89
EV/EBITDA	12.85	29.92	25.50	18.58	12.74

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25,346	37,792	50,335	67,227	87,395
营业成本	18,412	28,064	37,319	49,831	64,672
营业税金及附加	79	71	96	127	165
销售费用	2,859	3,860	5,285	7,160	9,242
管理费用	1,061	1,122	1,913	2,622	3,365
研发费用	805	1,158	1,570	2,078	2,714
财务费用	-31	425	-98	-179	-280
资产减值损失	-112	-196	-261	-349	-453
公允价值变动收益	339	59	11	11	11
投资净收益	-297	-50	-40	-74	-96
营业利润	2,195	3,188	4,320	5,685	7,627
营业外收支	-13	13	17	17	17
利润总额	2,182	3,201	4,337	5,702	7,644
所得税	386	523	728	948	1,275
净利润	1,797	2,678	3,609	4,754	6,369
少数股东损益	3	-8	-2	-9	-8
归属母公司净利润	1,793	2,686	3,611	4,763	6,377
EBITDA	2,248	3,666	4,270	5,533	7,366
EPS (元)	2.24	3.36	4.50	5.94	7.95

广发电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：联席首席分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 叶秀贤：资深分析师，天津大学材料科学与工程学士，天津大学管理科学与工程硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：资深分析师，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 耿正：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 于畅：上海交通大学微电子科学与工程学士，上海交通大学微电子科学与工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 邰正林：中国科学院大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。