



买入（维持）

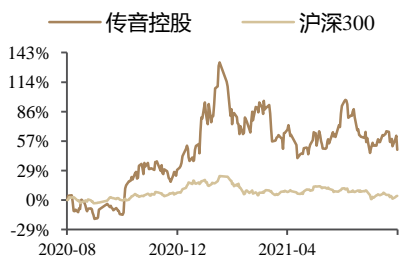
所属行业：电子
当前价格(元)：158.60

证券分析师

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

王俊之
资格编号：S0120521080002
邮箱：wangjz3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.25	-22.29	-9.83
相对涨幅(%)	-3.50	-15.77	-1.92

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《短期盈利韧性十足，长期布局空间广阔-传音控股（688036.SH）》，2021.7.2
- 2.《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》，2021.4.29
- 3.《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）

双拓战略带来大幅增长，移动互联业务构建长期空间

投资要点

8月24日，传音控股公布2021年半年度报告，2020年H1公司实现营收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%；扣非净利润15.50亿元，同比增长65.03%，均小幅超过7月公布的上半年业绩预增。

- **疫情短期影响Q2营收增速，双拓战略带来H1大幅增长。**公司2021年Q2实现营收116.01亿元，同比增长41.46%，环比增长3.10%，环比变动低于历史均值，4月以来印度疫情大面积爆发及随后变异病毒在新兴市场的传播，对公司Q2营收造成一定负面影响。按业务拆分，2021年H1功能机营收为33.17亿元，同比增长33.05%；智能机营收为183.60亿，同比增长78.82%；其他主营业务（主要是拓品类业务和移动互联网业务）营收为8.28亿元，同比增长54.11%，在“拓区域+拓品类”的战略驱动下，公司上半年实现了大幅增长，虽然疫情短暂影响了公司业绩，但随着新兴国家人民生活逐步恢复常态，公司业绩将继续高速增长，甚至可能出现补偿性消费进一步拉升公司营收。
- **Q2毛利率出现企稳回升，未来有望继续上行。**公司2021年H1整体毛利率22.45%，较去年H2下降2.64pct，但具体拆分来看，主要系公司半年报将运输费用计入营业成本的影响。根据一季度季报，未计入运输成本时公司Q1毛利率为23.44%，扣除运输费用影响后，通过假设测算得到原口径下Q2毛利率约为25.60%¹，公司毛利率出现明显企稳回升。往后看，随着公司在印度、孟加拉、巴基斯坦等新兴市场的品牌壁垒逐步建立，成本计算方式改变一次性影响的消失，公司下半年毛利率有望继续企稳回升。
- **研发投入持续加大，助力公司产品价格段向上突破。**2021年H1公司研发投入达6.40亿元，同比增长50.72%，受营收规模快速扩大影响，公司研发费率较去年同期下降0.27pct，除了传统的摄影及材料方面的研发投入外，公司加大了对云端数据库、人工智能等软件相关研发，同时布局5G相关研发，这有利于提升公司产品的客户体验，助力公司产品价格段向上突破。2021年H1公司管理费率及销售费率分别为2.64%、7.46%，较去年H1分别下降0.79pct、2.67pct，随着公司营收的快速增长，公司运营效率有望继续稳步提升。
- **移动互联网业务构建公司长期增长曲线。**传音OS已经成为包括非洲在内的全球新兴市场的主流手机操作系统之一；公司拥有超过10款自主与合作开发的App月活跃用户达到1000万以上。非洲作为全球最后一个十亿人口级的移动互联蓝海市场，公司利用手机作为流量入口的市场优势，叠加持续深耕非洲市场带来的本地化优势，有望在非洲互联时代到来时，获得重要的市场地位，这将极大地扩张公司长期的增长空间。
- **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8月25日市值PE分别为33.46、24.97、18.76，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新兴市场开拓不及预期，国家疫情爆发影响公司销售，上游成本大幅上升。

¹ 2021年H1交通运输费用根据2020H1情况和2021H1与2020H1的营收比估算。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	801.69		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	390.87	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):	87.42-249.00	(+/-)YOY(%)	11.9%	49.1%	34.6%	24.4%	21.6%
总市值(百万元):	127,148.18	净利润(百万元)	1,793	2,686	3,800	5,092	6,776
总资产(百万元):	27,254.77	(+/-)YOY(%)	172.8%	49.8%	41.4%	34.0%	33.1%
每股净资产(元):	14.42	全面摊薄 EPS(元)	2.24	3.35	4.74	6.35	8.45
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%	25.9%	25.2%	24.7%

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	3.35	4.74	6.35	8.45
每股净资产	13.09	18.30	25.21	34.27
每股经营现金流	5.37	7.93	10.96	10.87
每股股利	1.08	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	45.40	33.46	24.97	18.76
P/B	11.62	8.67	6.29	4.63
P/S	3.36	2.49	2.01	1.65
EV/EBITDA	29.92	24.28	18.05	12.27
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 8 月 25 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，德邦证券电子行业分析师，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，目前关注模拟芯片、汽车电子、半导体测试设备和光通信器件等领域。

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。