

业绩高速增长，新兴市场开拓顺利

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 228.5 亿元, 较上年同期增长 65.1%; 实现归母净利润 17.3 亿元, 较上年同期增长 58.7%。
- **公司业绩实现高速增长, 智能手机业务加速放量。** 2021H1: 1) 从营收端来看, 公司主营业务增长强劲, 营收同比增长 65.1%。分业务来看, 公司手机业务总收入为 216.8 亿元, 同比增长 69.9%; 其中智能机收入 183.6 亿元, 同比增长 78.8%; 功能机收入为 33.2 亿元, 同比增长 33.1%; 其他主营业务收入 8.3 亿元, 同比增长 54.1%。2) 从利润端来看, 公司归母净利润同比增长 58.7%; 公司毛利率为 22.4%, 同比下降 4.4pp; 净利率为 7.6%, 同比下降 0.3pp。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 7.5%, 同比下降 2.7pp; 管理费用率为 2.6%, 同比下降 0.8pp; 研发费用率为 2.8%, 同比下降 0.4pp。公司三费率均有所收窄, 期间费用控制效果显著。
- **公司发力推动“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式。** 从家电来看, 非洲目前家电市场仍然处于相对蓝海的状态, 电视的渗透率约 40%, 但以白牌产品为主; 冰箱、空调、洗衣机的渗透率则更低。从移动互联网业务来看, 公司智能手机出货量持续增长、传音 OS 系统用户数量不断提升, 为公司发展移动互联网业务提供了用户流量基础和数据资源。目前公司与网易、腾讯、阅文集团等多家互联网公司, 在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域进行出海战略的合作, 积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2021 年上半年, 公司已经有超过 10 款自主与合作开发的应用程序的月活用户数达到 1000 万以上。随着智能手机渗透率的提升, 加上通信技术的提升, 公司移动互联网业务长期来看放量指日可待。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 4.80 元、6.37 元、8.23 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 35% 左右。考虑到公司在非洲市场份额进一步提升、智能手机渗透率提升空间巨大, 公司在新市场开拓推进顺利, 家电和移动互联网业务高速增长且面临蓝海市场, “软件+硬件”的生态给公司带来长期的发展潜力。我们给予公司 2021 年 42 倍 PE, 对应目标价 201.45 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧; 地缘政治风险; 移动互联网业务拓展不达预期。

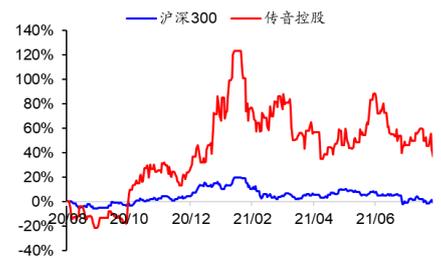
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37791.89	50486.86	66356.60	82440.92
增长率	49.10%	33.59%	31.43%	24.24%
归属母公司净利润(百万元)	2686.43	3845.24	5106.28	6596.58
增长率	49.80%	43.14%	32.79%	29.19%
每股收益 EPS(元)	3.35	4.80	6.37	8.23
净资产收益率 ROE	25.48%	27.30%	27.72%	27.48%
PE	45	32	24	18
PB	11.61	8.65	6.62	5.08

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn
联系人: 徐一丹
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	8.02
流通 A 股(亿股)	3.91
52 周内股价区间(元)	87.42-249.00
总市值(亿元)	1,218.57
总资产(亿元)	272.55
每股净资产(元)	13.12

相关研究

1 公司是非洲手机之王，市场地位和品牌影响力优势尽显

传音控股最早可追溯到 2006 年，公司创始人竺兆江离开波导公司并创立传音。2013 年传音有限责任公司在深圳成立，2017 年公司整体变更为股份有限公司，2019 年公司于科创板成功上市。公司是一家以手机为核心智能终端的设计、研发、生产及品牌运营的企业，主要产品为 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，业务集中在非洲、南亚、东南亚等新兴市场国家。同时，公司实施多元化战略，拓展了数码配件、家用电器以及移动互联网服务，创立数码配件品牌 Oraimo，家用电器品牌 Syinix 及售后服务品牌 Caricare，自主研发 HIOS、itelOS、和 XOS 等智能终端操作系统。

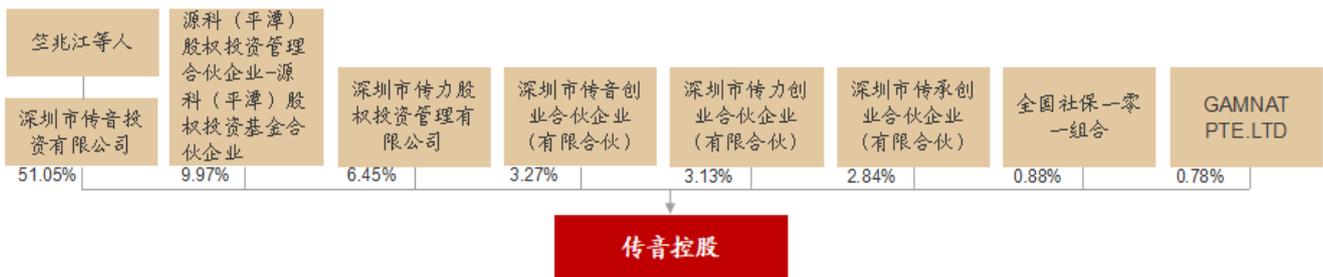
图 1：公司主要发展历程



资料来源：西南证券整理

公司股权结构较为集中。竺兆江为传音控股的实际控制人。深圳传音投资有限公司拥有传音控股 51.05% 的股权，为公司第一大股东，传音投资由竺兆江、孟严和刘仰宏等 38 人共有。竺兆江 1996 年进入波导公司，在 7 年后做到波导销售公司的常务副总经理，并提出主动开拓波导国际业务，走遍了 90 多个国家和地区。2006 年，竺兆江在香港成立传音科技，专业从事移动通信产品研发、生产、销售和服务。当时国内手机市场竞争激烈，山寨机泛滥，做品牌的难度很大。由于之前有做国际业务的经验，竺兆江将目标对准了通讯暂不发达的非洲，这一选择也为传音日后成为“非洲机王”奠定基础。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司在新兴市场推动“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式。公司主营业务为以手机为代表的移动通讯产品，旗下三个手机品牌覆盖低中高端全市场。2020 年，传音在非洲智能机市场占有率超过 40%，排名第一。随着手机市场的发展，公司逐渐推出智能数码品牌 Oramo、家电品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Carlcare，同时还开始推出自主音乐播放软件、移动支付、短视频等 App。其中，Boomplay 目前是非洲最大的音乐流媒体平台，全球总用户达 1.3 亿，曲库数超过 5000 万；短视频方面，公司旗下 App 在黑非洲的很多国家排名第一；支付业务在整个非洲大概排名排二，在黑非洲区域排第一。

图 3：公司主要业务和产品



数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司营业收入增长稳健，归母净利润进入高速增长通道。回顾公司往年经营情况：2016-2020 年，公司营业收入复合增长率约为 34.2%；其中，2020 年公司营业收入 377.9 亿元，同比增长 49.1%，主要因为公司手机业务在非洲市场稳健增长，同时在非洲以外的新兴市场开拓上取得了较为明显的成效。同期，公司归母净利润复合增长率约为 155.7%；其中 2020 年归母净利润为 26.9 亿元，同比上升 49.8%。2021 上半年，公司业务规模稳定增长，实现营业收入 228.5 亿元，较上年同期增长 65.1%，主要因为去年同期受疫情影响基数相对较小、公司继续保持在非洲市场的竞争优势的同时拓展新市场较为顺利；归母净利润为 17.3 亿元，较上年同期增长 58.7%。

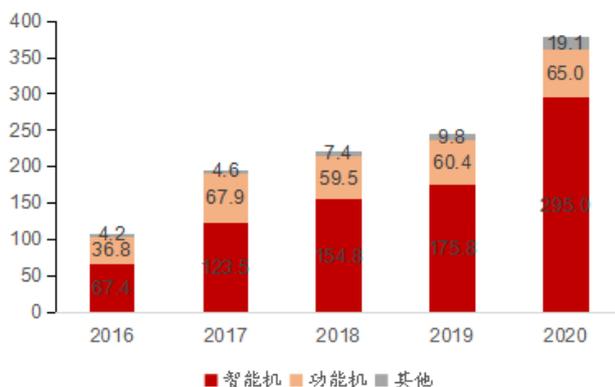
图 4：公司营业收入及增速情况


数据来源：iFind, 西南证券整理

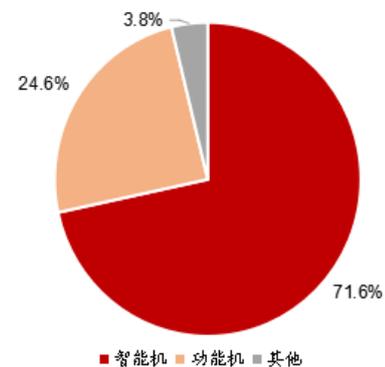
图 5：公司归母净利润及增速情况


数据来源：iFind, 西南证券整理

分业务来看，公司 2020 年智能机收入为 295.0 亿元，同比增长 68.6%；功能机收入 65.0 亿元，同比增长 7.6%，手机业务总体毛利率为 25.5%；公司其他业务收入 19.1 亿元，同比增长 10.8%。**2021H1**，公司手机业务总收入为 216.8 亿元，同比增长 69.9%；其中智能机收入 183.6 亿元，同比增长 78.8%，该业务毛利率为 22.0%；功能机收入为 33.2 亿元，同比增长 33.1%，该业务毛利率为 22.5%；其他主营业务收入 8.3 亿元，同比增长 54.1%。

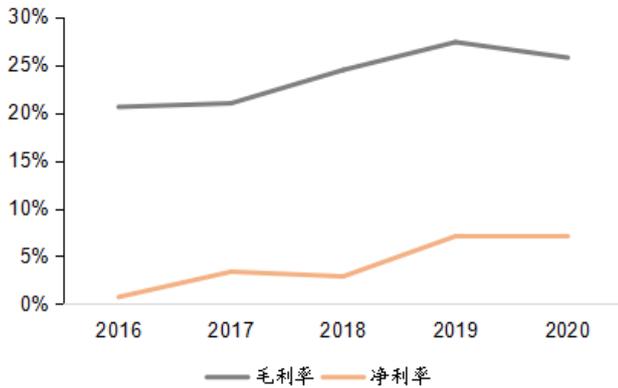
图 6：公司营业收入构成


数据来源：iFind, 西南证券整理

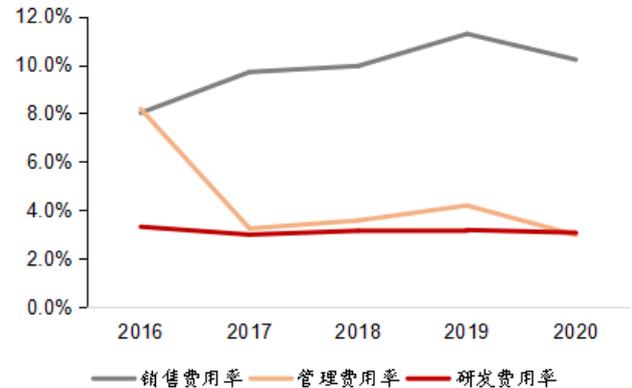
图 7：公司 2020 年毛利构成


数据来源：iFind, 西南证券整理

公司盈利水平整体呈上行态势，费用端控制成效逐渐显露。1) 利润率方面：2020 年，公司毛利率为 25.7%，同比下降 1.7pp；净利率为 7.1%，与去年基本持平。**2021H1**，公司毛利率为 22.4%，同比下降 4.4pp，主要因为 Q2 开始公司将物流计入成本端费；净利率为 7.6%，同比下降 0.3pp。2) 费用率方面：2020 年公司销售费用率为 10.2%，同比下降 1.1pp；管理费用率为 3.0%，同比下降 1.2pp；研发费用率为 3.1%，同比下降 0.1pp。**2021H1**，公司期间费用控制效果良好，销售费用率为 7.5%，同比下降 2.7pp；管理费用率为 2.6%，同比下降 0.8pp；研发费用率为 2.8%，同比下降 0.4pp。

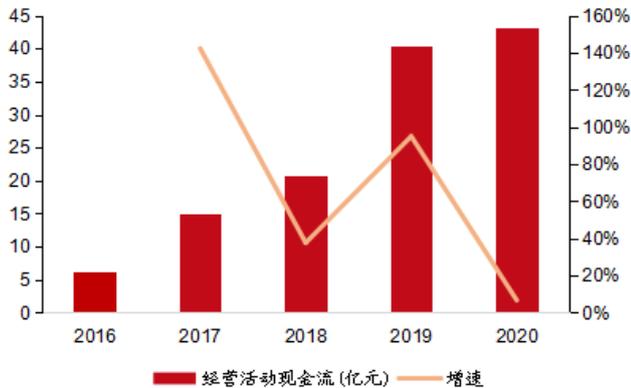
图 8：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：公司费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司经营性现金流净额稳步提升，净现比常年居于良好水平。1) **经营活动现金流**：2020 年，公司经营活动现金流净额为 43.1 亿元，同比增长 6.6%。**2021H1**，公司经营活动现金流为 -2.5 亿元，主要由于随着销售规模的扩大，公司总体库存备货量上升，本期支付的货款有所增加导致经营活动产生的现金流量净额为负数。2) **净现比**：公司净现比呈下降趋势，主要因为公司归母净利润增速较快所致。2020 年，公司净现比为 1.6，仍保持良好的水平。

图 10：公司经营活动现金流情况及增速


数据来源：iFind, 西南证券整理

图 11：公司净现比


数据来源：iFind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：手机业务：目前非洲、南亚手机普及率不到 50%，智能手机普及率更低。三个因素有望进一步打开公司手机业务的增长空间：新兴市场国家人口增速快、年轻群体庞大提供了人口红利；手机渗透率还有很大的提升空间；非洲目前还是以 3G 网络为主，随着通讯技术提升有望加速迎来功能手机向智能手机的替换潮。随着公司手机逐渐高端化，我们假设 2021-2023 年公司手机 ASP 呈上行趋势，手机销量复合增速达到 28% 左右。

假设 2：其他主营业务：公司在积极拓展家电、移动互联网业务，未来有望打开公司的第二成长曲线。从家电来看，非洲目前家电市场仍然处于相对蓝海的状态，电视的渗透率约 40%，但以白牌产品为主；冰箱、空调、洗衣机的渗透率则更低。从移动互联网业务来看，公司手机用户的增长积累了用户基数和数据资源，随着智能手机渗透率的提升、通信技术的升级，公司移动互联业务长期来看放量指日可待。我们预计 2021-2023 年，公司其他主营业务将进入高增长通道，收入占比三年内有望翻 3 倍，至 2023 年达到 7%。

假设 3：由于公司 2021Q2 开始将物流费用计入营业成本，或将导致 2021 年毛利率有所下滑。随着公司成本管控进一步加强，新兴市场优势进一步扩大，我们预计 2021-2023 年，公司毛利率将逐步上行。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
手机业务	收入	358.9	477.3	620.5	757.0
	增速	51.9%	33.0%	30.0%	22.0%
	毛利率	25.5%	24.8%	25.3%	25.5%
其他主营业务	收入	11.0	18.8	33.4	56.8
	增速	13.0%	70.0%	78.0%	70.0%
	毛利率	40.6%	40.0%	41.0%	41.5%
其他业务	收入	8.0	8.8	9.7	10.7
	增速	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	377.9	504.9	663.6	824.4
	增速	49.1%	33.6%	31.4%	24.2%
	毛利率	25.7%	25.2%	25.9%	26.5%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了两家主流可比公司，分别是安克创新、小米集团。2020 年，两家公司的平均 PE 约为 56 倍，2021 年 Wind 一致预期的平均 PE 约为 33 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司 EPS 分别为 4.80 元、6.37 元、8.23 元，未来三年归母净利润复合增速有望达到 35% 左右。考虑到公司在非洲市场份额进一步提升、智能手机渗透率提升空间巨大，公司在新市场开拓推进顺利，家电和移动互联网业务高速增长且面临蓝海市场，“软件+硬件”的生态给公司带来长期的发展潜力，我们给予公司一定的估值溢价。我们给予公司 2021 年 42 倍 PE，对应目标价 201.45 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300866	安克创新	124.99	2.11	3.01	3.95	5.08	78.00	41.53	31.61	24.62
1810.HK	小米集团-W	24.45	0.82	0.86	0.98	1.23	34.58	23.56	20.70	16.55
平均值							56.29	32.55	26.15	20.59

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.08.26 收盘）

3 风险提示

市场竞争加剧；地缘政治风险；移动互联网业务拓展不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	37791.89	50486.86	66356.60	82440.92	净利润	2678.12	3850.63	5113.44	6605.83
营业成本	28064.40	37767.55	49144.27	60622.61	折旧与摊销	148.85	113.71	113.71	113.71
营业税金及附加	70.56	100.97	132.71	164.88	财务费用	424.60	451.77	648.67	854.58
销售费用	3859.82	5149.66	6768.37	8408.97	资产减值损失	-195.98	-210.88	-125.59	-144.98
管理费用	1121.95	3029.21	3981.40	4946.46	经营营运资本变动	441.95	1148.21	1397.99	1320.20
财务费用	424.60	451.77	648.67	854.58	其他	810.40	-130.35	-146.13	-135.66
资产减值损失	-195.98	-210.88	-125.59	-144.98	经营活动现金流净额	4307.93	5223.09	7002.09	8613.67
投资收益	-50.00	-67.80	-67.45	-71.85	资本支出	-145.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	59.31	352.58	354.83	354.08	其他	962.91	375.36	121.49	159.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	817.53	375.36	121.49	159.12
营业利润	3187.61	4483.35	6094.14	7870.63	短期借款	1196.73	-1196.73	0.00	0.00
其他非经营损益	13.43	20.31	29.75	40.55	长期借款	-93.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	3201.04	4503.66	6123.88	7911.17	股权融资	184.57	245.52	0.00	0.00
所得税	522.92	653.03	1010.44	1305.34	支付股利	-544.00	-537.29	-769.05	-1021.26
净利润	2678.12	3850.63	5113.44	6605.83	其他	-167.61	-50.81	-270.47	-472.85
少数股东损益	-8.31	5.39	7.16	9.25	筹资活动现金流净额	575.79	-1539.31	-1039.52	-1494.11
归属母公司股东净利润	2686.43	3845.24	5106.28	6596.58	现金流量净额	5116.13	4059.14	6084.06	7278.69
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13201.06	17260.20	23344.26	30622.95	成长能力				
应收和预付款项	2156.39	2848.19	3737.47	4650.16	销售收入增长率	49.10%	33.59%	31.43%	24.24%
存货	5551.94	7592.90	9904.03	12250.02	营业利润增长率	45.21%	40.65%	35.93%	29.15%
其他流动资产	2095.75	2043.57	2414.98	2747.92	净利润增长率	49.07%	43.78%	32.79%	29.19%
长期股权投资	257.31	257.31	257.31	257.31	EBITDA 增长率	64.72%	34.24%	35.80%	28.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1185.91	1118.71	1051.50	984.30	毛利率	25.74%	25.19%	25.94%	26.47%
无形资产和开发支出	482.78	440.54	398.29	356.05	三费率	14.31%	17.09%	17.18%	17.24%
其他非流动资产	1059.35	1103.27	1135.09	1165.85	净利率	7.09%	7.63%	7.71%	8.01%
资产总计	25990.51	32664.68	42242.93	53034.56	ROE	25.48%	27.30%	27.72%	27.48%
短期借款	1196.73	0.00	0.00	0.00	ROA	10.30%	11.79%	12.10%	12.46%
应付和预收款项	11623.94	16010.56	20806.16	25578.09	ROIC	-739.27%	-763.19%	-656.26%	-653.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.95%	10.00%	10.33%	10.72%
其他负债	2660.53	2551.77	2987.30	3421.82	营运能力				
负债合计	15481.20	18562.33	23793.46	28999.91	总资产周转率	1.73	1.72	1.77	1.73
股本	800.00	801.69	801.69	801.69	固定资产周转率	49.62	69.91	101.31	140.25
资本公积	5107.31	5351.14	5351.14	5351.14	应收账款周转率	39.19	37.76	37.50	36.58
留存收益	4573.59	7881.54	12218.78	17794.11	存货周转率	6.25	5.61	5.53	5.40
归属母公司股东权益	10492.11	14079.75	18419.71	23995.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.65%	—	—	—
少数股东权益	17.20	22.60	29.75	39.00	资本结构				
股东权益合计	10509.31	14102.35	18449.47	24034.65	资产负债率	59.56%	56.83%	56.33%	54.68%
负债和股东权益合计	25990.51	32664.68	42242.93	53034.56	带息债务/总负债	7.73%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.70	1.83	1.87	1.94
					速动比率	1.29	1.36	1.40	1.47
					股利支付率	20.25%	13.97%	15.06%	15.48%
					每股指标				
					每股收益	3.35	4.80	6.37	8.23
					每股净资产	13.09	17.56	22.98	29.93
					每股经营现金	5.37	6.52	8.73	10.74
					每股股利	0.68	0.67	0.96	1.27
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	3761.06	5048.83	6856.51	8838.91					
PE	45.36	31.69	23.86	18.47					
PB	11.61	8.65	6.62	5.08					
PS	3.22	2.41	1.84	1.48					
EV/EBITDA	28.49	20.25	14.00	10.02					
股息率	0.45%	0.44%	0.63%	0.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn