

传音控股 (688036.SH)

上半年利润高增长，多元化战略布局加速

事件：传音控股披露 2021 年中报，上半年营收及利润端皆实现较高增长，公司研发投入加速，多元化战略布局，新兴市场加速拓展打开增量空间。2021 年上半年公司实现营业收入 228.53 亿元，较上年同期增长 65.06%；归母净利润 17.32 亿元，较上年同期增长 58.71%；扣非净利润 15.50 亿元，较上年同期增长 65.03%。Q2 在上半年海外疫情反复、芯片较为紧缺的背景下，公司逆势实现利润的稳定增长，公司继续致力于为全球新兴市场的广大用户提供优质的智能终端及移动互联服务，深耕非洲市场同时进一步对非洲以外的新兴市场展开突破。

非洲以及新兴市场人口基数大，保持非洲市场手机业务领先优势，未来有望量价齐升。非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场人口基数超过 30 亿，经济发展水平较低，手机行业发展相对滞后，人均手机保有量较小，市场空间较大。同时，随着新兴市场的日益成熟，智能手机占比将不断提高，存在较大的结构性改善需求。公司围绕非洲本地化的深肤色拍照技术、硬件新材料应用创新、大数据用户行为分析和 OS 系统及移动互联产品服务四大核心技术领域持续展开投入，在非洲的领先优势进一步扩大。非洲人口增速全球领先，人口结构年轻。但人均 GDP 及通信基础设施较为落后，随着经济发展、通信技术升级、功能机向智能机切换的大趋势，未来非洲智能机出货量以及 ASP 将呈上升趋势。

积极实施多元化布局，发挥渠道优势，新兴市场加速拓展打开增量空间。传音正加速拓展以孟加拉国、巴基斯坦、印度为代表的非洲以外新兴市场。传音基于在新兴市场积累的领先优势，公司积极实施多元化战略布局，凭借着公司在深入客户解决痛点、广宣到位渠道为王、售后服务、高效供应链管理等核心竞争力，在新兴市场也迅速占据市场。同时公司在新兴市场开展了数码配件、家用电器等扩品类业务以及提供移动互联网产品及服务，核心竞争力进一步提升。公司建立销售渠道的先发优势，为巩固新兴市场的市场占有率奠定了坚实的基础，同时不断加强与一级经销商下游分销商甚至终端零售渠道的合作，竞争力不断提升。

加快移动互联、家电、配件等业务的发展。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，公司由“产品为王”向“应用为王”转型。并与国内外领先的互联网企业合作开发移动互联网产品，目前已经有超过 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，为公司带来新的增长动力。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。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展移动互联网产品的核心基础。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 2021E/2022E/2023E 年将实现营收 498.85/623.57/779.46 亿元，归母净利润 37.62/47.25/61.93 亿元，目前股价对应 PE 为 32.4/25.8/19.7x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,346	37,792	49,885	62,357	77,946
增长率 yoy (%)	11.9	49.1	32.0	25.0	25.0
归母净利润(百万元)	1,793	2,686	3,762	4,725	6,193
增长率 yoy (%)	172.8	49.8	40.0	25.6	31.1
EPS 最新摊薄(元/股)	2.24	3.35	4.69	5.89	7.72
净资产收益率(%)	21.7	25.5	28.0	27.2	27.2
P/E(倍)	67.9	45.4	32.4	25.8	19.7
P/B(倍)	14.8	11.6	9.1	7.0	5.4

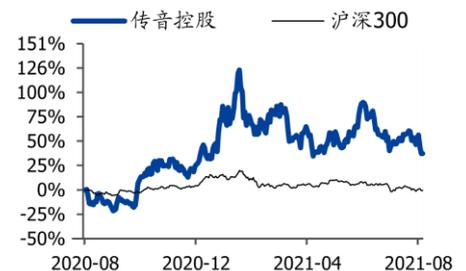
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	电子制造
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	151.98
总市值(百万元)	121,840.99
总股本(百万股)	801.69
其中自由流通股(%)	48.76
30日日均成交量(百万股)	3.33

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 钟琳

执业证书编号：S0680520070004

邮箱：zhonglin@gszq.com

相关研究

- 《传音控股(688036.SH)：二季度环比持续增长，积极拓展新市场》2021-07-02
- 《传音控股(688036.SH)：继续扩大非洲竞争优势，加速开拓新市场》2021-04-28
- 《传音控股(688036.SH)：紧抓非洲升级机遇，新市场攻城略地》2021-03-15



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15463	23005	27912	35230	43745
现金	7717	13201	17402	21395	28317
应收票据及应收账款	784	1145	1401	1781	2197
其他应收款	412	819	806	1225	1314
预付账款	205	193	332	324	496
存货	3135	5552	5875	8409	9325
其他流动资产	3209	2096	2096	2096	2096
非流动资产	2281	2985	3221	3483	3824
长期投资	139	257	209	159	110
固定资产	767	756	991	1226	1536
无形资产	615	483	561	651	708
其他非流动资产	759	1489	1460	1447	1471
资产总计	17744	25991	31134	38713	47569
流动负债	8156	13529	15776	19396	22863
短期借款	0	1197	1197	1197	1197
应付票据及应付账款	6779	10571	12251	16277	19142
其他流动负债	1376	1761	2328	1923	2524
非流动负债	1323	1952	1954	1957	1960
长期借款	94	0	2	5	8
其他非流动负债	1230	1952	1952	1952	1952
负债合计	9479	15481	17730	21353	24823
少数股东权益	11	17	12	2	-9
股本	800	800	802	802	802
资本公积	4923	5107	5107	5107	5107
留存收益	2431	4574	7145	10363	14585
归属母公司股东权益	8254	10492	13392	17358	22756
负债和股东权益	17744	25991	31134	38713	47569

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4041	4308	5481	5384	8446
净利润	1797	2678	3756	4716	6181
折旧摊销	119	149	130	172	205
财务费用	-31	425	74	217	206
投资损失	297	50	132	105	114
营运资金变动	1999	791	1540	296	1872
其他经营现金流	-139	216	-152	-121	-131
投资活动现金流	-2873	818	-347	-418	-529
资本支出	418	319	284	312	391
长期投资	-2599	1008	48	50	49
其他投资现金流	-5054	2144	-15	-56	-89
筹资活动现金流	2568	576	-933	-973	-996
短期借款	-21	1197	0	0	0
长期借款	94	-94	2	2	3
普通股增加	80	0	2	0	0
资本公积增加	2655	185	0	0	0
其他筹资现金流	-241	-712	-937	-975	-999
现金净增加额	3766	5116	4201	3994	6921

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25346	37792	49885	62357	77946
营业成本	18412	28064	36915	46144	57290
营业税金及附加	79	71	114	134	171
营业费用	2859	3860	5273	6517	8177
管理费用	1061	1122	1684	2020	2560
研发费用	805	1158	1596	1967	2416
财务费用	-31	425	74	217	206
资产减值损失	-112	-196	0	0	0
其他收益	169	305	260	275	270
公允价值变动收益	339	59	153	121	132
投资净收益	-297	-50	-132	-105	-114
资产处置收益	0	-1	-1	-1	-1
营业利润	2195	3188	4509	5649	7412
营业外收入	10	24	19	21	20
营业外支出	23	10	15	13	14
利润总额	2182	3201	4514	5656	7419
所得税	386	523	757	941	1238
净利润	1797	2678	3756	4716	6181
少数股东损益	3	-8	-5	-9	-11
归属母公司净利润	1793	2686	3762	4725	6193
EBITDA	2076	3026	4258	5319	6951
EPS (元)	2.24	3.35	4.69	5.89	7.72

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.9	49.1	32.0	25.0	25.0
营业利润(%)	156.0	45.2	41.5	25.3	31.2
归属于母公司净利润(%)	172.8	49.8	40.0	25.6	31.1
获利能力					
毛利率(%)	27.4	25.7	26.0	26.0	26.5
净利率(%)	7.1	7.1	7.5	7.6	7.9
ROE(%)	21.7	25.5	28.0	27.2	27.2
ROIC(%)	18.8	19.7	22.8	22.5	23.0
偿债能力					
资产负债率(%)	53.4	59.6	56.9	55.2	52.2
净负债比率(%)	-89.4	-109.5	-117.2	-113.4	-117.0
流动比率	1.9	1.7	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.2	1.3	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	40.5	39.2	39.2	39.2	39.2
应付账款周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.24	3.35	4.69	5.89	7.72
每股经营现金流(最新摊薄)	5.04	5.37	6.84	6.72	10.54
每股净资产(最新摊薄)	10.30	13.09	16.70	21.65	28.38
估值比率					
P/E	67.9	45.4	32.4	25.8	19.7
P/B	14.8	11.6	9.1	7.0	5.4
EV/EBITDA	53.7	36.0	24.6	18.9	13.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

内容目录

传音控股：营收利润高增长，研发投入加速	4
盈利预测及投资建议	5
风险提示	5

图表目录

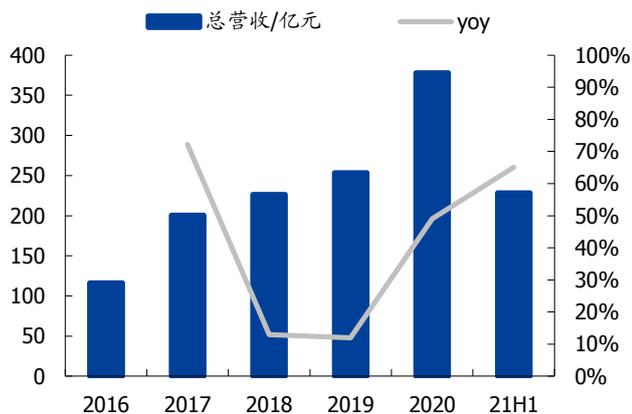
图表 1: 公司营收及其增速	4
图表 2: 公司归母净利及其增速	4
图表 3: 公司毛利率情况	4
图表 4: 公司期间费用率情况	4
图表 5: 公司各业务 2021H1 情况	5
图表 6: 公司研发费用及其占比、增速情况	5

传音控股：营收利润高增长，研发投入加速

公司 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%，扣非净利润 15.50 亿元，同比增长 65.03%。

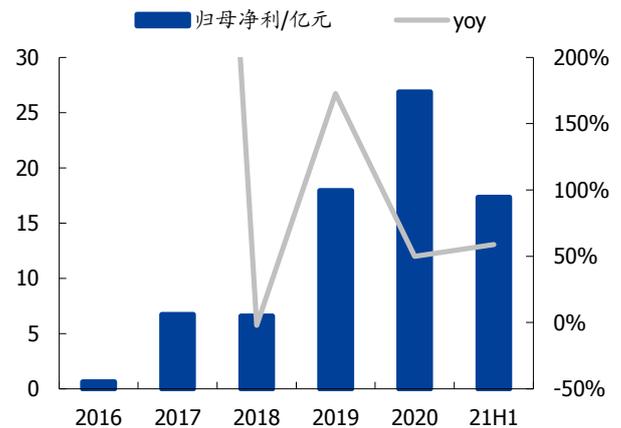
2021Q2 营收 116.01 亿元，同比增长 41.46%，环比增长 3.10%；Q2 归母净利润 9.31 亿元，同比增长 26.36%，环比增长 16.17%。

图表 1: 公司营收及其增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

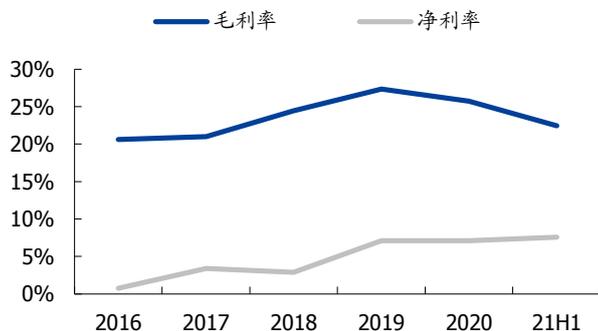
图表 2: 公司归母净利及其增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

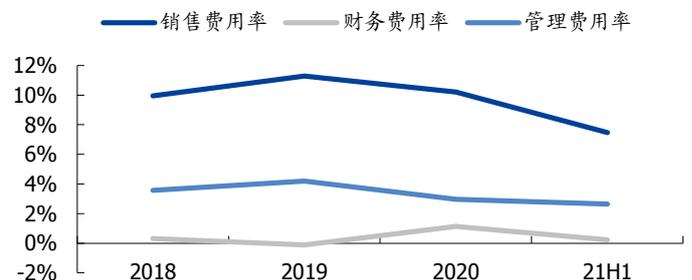
利润率较稳健，期间费用率有所优化。2021H1，公司毛利率 22.45%，同比-4.43pt；净利率 7.56%，同比-0.34pt。2021Q2，公司毛利率 21.48%，同比-5.71pt，环比-1.96pt；净利率 8.02%，同比-1.00pt，环比+0.93pt。2021H1，公司销售费用率 7.46%，较去年同期-2.67pt；财务费用率 0.22%；同比-0.36pt；管理费用率 2.64%，同比-0.79pt。

图表 3: 公司毛利率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 4: 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司智能机为营收主力，2021H1 营收 183.60 亿元，占比 80.3%，毛利率 21.99%。2021H1 公司功能机营收 33.17 亿元，占比 14.5%，毛利率 22.52%。

图表 5: 公司各业务 2021H1 情况

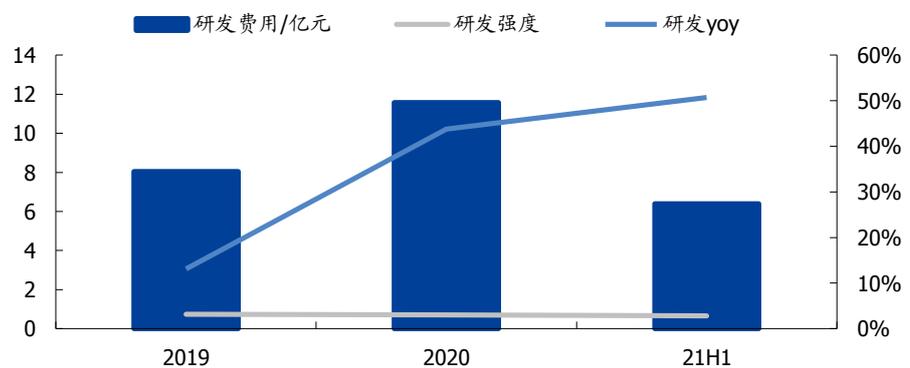
	营收/亿元	占比	毛利率
智能机	183.60	80.3%	21.99%
功能机	33.17	14.5%	22.52%
其他	11.76	5.1%	29.36%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司数码配件、家电等扩品类业务继续多品牌发展策略。移动互联网业务方面, 随公司智能机出货量持续增长, 传音 OS 系统用户数量不断提升。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台, 是公司发展移动互联网产品的核心基础。公司与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网公司, 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合作, 积极开发和孵化移动互联网产品。截至报告期末, 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 1000 万以上。

公司研发投入加速, 研发团队快速扩容。2021H1 公司研发费用 6.40 亿元, 占营收比例 2.80%, 研发费用较去年同期增长 50.72%。2021 年中, 公司研发人员数量为 2096 人, 较上年同期增长 30.84%。2021H1 公司累计获得授权专利 1515 件, 其中发明专利 608 件; 累计拥有软件著作权 591 件。

图表 6: 公司研发费用及其占比、增速情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测及投资建议

公司在新兴市场加速拓展打开增量, 移动互联网、数码、家电带来另一成长曲线。我们预计公司 2021E/2022E/2023E 年将实现营收 498.85/623.57/779.46 亿元, 归母净利润 37.62/47.25/61.93 亿元, 目前股价对应 PE 为 32.4/25.8/19.7x, 维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期, 行业竞争加剧。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com