



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

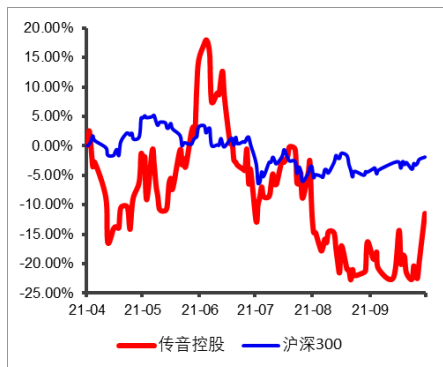
## 买入 (维持)

行业： 电子行业  
日期： 2021年10月26日  
分析师： 袁威津  
Tel: 021-53686157  
E-mail: yuanweijin@shzq.com  
SAC 编号: S0870520020001

### 基本数据 (20211025)

报告日股价 (元)	157.78
12mth A 股价格区间 (元)	134.6-220.8
总股本 (亿股)	8.02
无限售 A 股/总股本	49.12%
流通市值 (亿元)	639

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

《传音控股深度报告: 移动互联网润泽非洲终端龙头迎风而起》

## 盈利能力依旧优秀 非洲之王成长持续

### ■ 事件

10月25日, 公司发布2021年三季报, 单季度实现营收129.20亿元, 同比16.13%; 归母11.50亿元, 同比33.29%; 扣非9.89亿元, 同比22.29%。前三季度实现营收357.73亿元, 同比43.26%; 归母28.82亿元, 同比47.79%; 扣非25.39亿元, 同比45.25%。

### ■ 点评

#### 会计准则变动影响表观毛利率 盈利能力依旧优秀

物料涨价背景中公司盈利能力依旧强劲。由于会计准则变更影响, 公司3季度物流费用约2亿计入物料成本, 并且经销商返利金额约4-5亿直接抵扣营收, 相关操作对公司表观毛利率形成一定影响。假设去除会计准则影响, 公司单季度毛利率约25%, 环比提升3.5pct。公司单三季度净利率8.9%, 环比微增0.9pct。其中费用率改善与本报告期内经销商返利额度未计入销售费用有关。另外, 公司三季度计提长期激励基金费用以及限制性股票激励费用1.6亿, 若剔除相关费用, 净利率仍有望提升1.1pct。从三季报看, 公司盈利能力依旧良好, 物料上涨的成本压力可控。

#### 智能手机占比提升 公司成长逻辑持续

根据公司营收规模、智能手机与功能手机单机价值量推算, 公司单三季度智能手机与功能机出货量在2000万和3300万左右, 智能手机占比37.7%。公司前三季度智能手机出货量5500万以上, 同比提升50%+。公司智能手机快速提升一方面受益于非洲智能手机占比提升, 同时巴基斯坦、孟加拉等地区市场开拓为公司成长提供动力。另外, 公司目前智能手机均价约500元, 与全球智能手机均价仍旧存在较大差距。随着智能手机占比和单机价值量的提升, 公司未来成长逻辑持续。

### ■ 盈利预测

我们预期公司2021-2023年实现营业收入498.5亿元、616.3亿元、748.3亿元, 同比增长分别为31.9%、23.6%和21.4%; 归属于母公司股东净利润为37.8亿元、46.9亿元和62.7亿元, 同比增长分别为40.8%、23.9%和33.7%; EPS分别为4.72元、5.85元和7.82元, 对应PE为33X、27X和20X。未来六个月内, 维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

(1) 新冠疫情反转导致全球需求不及预期; (2) 价格边际变化导致市

场情绪变化。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	37791.9	49847.0	61627.0	74825.0
年增长率	49.1%	31.9%	23.6%	21.4%
归属于母公司的净利润	2,686.4	3,783.8	4,689.8	6,269.6
年增长率	49.8%	40.8%	23.9%	33.7%
每股收益（元）	3.36	4.72	5.85	7.82
市盈率（X）	47	33	27	20

数据来源：Wind，上海证券研究所（2021年10月25日收盘价）

**■ 附表**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13201	6779	10122	14855
应收票据及应收账款	1145	16415	20295	24641
存货	5552	7552	9337	11315
其他流动资产	575	576	576	576
长期股权投资	257	257	257	257
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1186	1732	1731	1729
无形资产和开发支出	483	-64	-64	-64
其他非流动资产	21	21	21	21
<b>资产总计</b>	<b>25991</b>	<b>37013</b>	<b>46324</b>	<b>57716</b>
短期借款	1197	1197	1197	1197
应付票据及应付账款	10571	17262	21342	25863
长期借款	0	0	0	0
其他负债	3713	4254	4787	5379
<b>负债合计</b>	<b>15481</b>	<b>22713</b>	<b>27326</b>	<b>32439</b>
股本	800	802	802	802
资本公积	5107	5107	5107	5107
留存收益	4574	8357	13047	19317
归属母公司股东权益	10492	14278	18967	25237
少数股东权益	17	23	30	39
<b>股东权益合计</b>	<b>10509</b>	<b>14300</b>	<b>18997</b>	<b>25276</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>25991</b>	<b>37013</b>	<b>46324</b>	<b>57716</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	4308	-6329	3436	4826
投资活动产生现金流量	818	-35	-34	-32
筹资活动产生现金流量	576	-58	-60	-60
<b>现金流量净额</b>	<b>5116</b>	<b>-6422</b>	<b>3342</b>	<b>4734</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>37792</b>	<b>49847</b>	<b>61627</b>	<b>74825</b>
营业成本	28064	39379	48685	59000
营业税金及附加	71	100	123	150
销售费用	3860	3489	4314	4864
管理费用	1122	1246	1541	1721
研发费用	1158	1421	1756	2133
财务费用	425	60	60	60
资产减值损失	-196	0	0	0
投资收益	-50	0	0	0
公允价值变动损益	59	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3188</b>	<b>4566</b>	<b>5659</b>	<b>7520</b>
营业外收支净额	13	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3201</b>	<b>4566</b>	<b>5659</b>	<b>7520</b>
所得税	523	776	962	1241
净利润	2678	3789	4697	6279
少数股东损益	-8	6	7	9
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2686</b>	<b>3784</b>	<b>4690</b>	<b>6270</b>

**比率分析**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	26%	21%	21%	21%
净利率	7%	8%	8%	8%
ROE	26%	27%	25%	25%
资产负债率	60%	62%	60%	57%
流动比率	1.70	1.64	1.71	1.80
速动比率	1.27	1.26	1.33	1.41
总资产周转率	1	1	1	1
应收账款周转率	33	3	3	3
存货周转率	5	5	5	5

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师声明

袁威津

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

**股票投资评级：** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20% 以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5% 以上

无评级 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级

**行业投资评级：** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。