

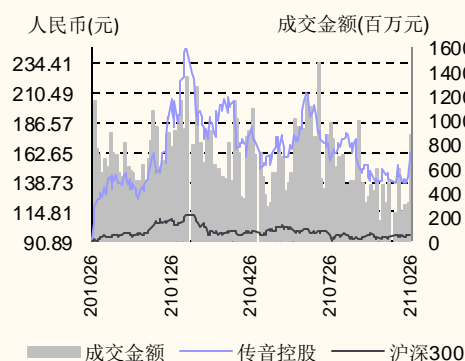
传音控股 (688036.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 162.28 元
 目标价格 (人民币): 243.00-243.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.02
已上市流通 A 股(亿股)	3.93
总市值(亿元)	1,300.98
年内股价最高最低(元)	251.71/92.47
沪深 300 指数	4963
上证指数	3598



相关报告

- 《H1 业绩亮眼, 新兴市场&移动互联网快速放量-传音中报点评》, 2021.8.25
- 《新兴市场快速放量, Q1 收入、业绩翻倍增长-传音控股 Q1 点评》, 2021.4.28
- 《非洲手机之王的征途将是星辰大海-传音控股深度报告》, 2021.2.17

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003 dengxiaolu@gjzq.com.cn

业绩表现亮眼, 盈利能力有望持续修复

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,346	37,792	49,585	59,263	69,694
营业收入增长率	11.92%	49.10%	31.20%	19.52%	17.60%
归母净利润(百万元)	1,793	2,686	3,787	4,859	6,010
归母净利润增长率	172.80%	49.80%	40.97%	28.32%	23.68%
摊薄每股收益(元)	2.242	3.358	4.734	6.074	7.512
每股经营性现金流净额	4.97	4.87	4.97	7.91	9.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.73%	25.60%	27.93%	27.68%	26.68%
P/E	20.36	45.31	38.24	29.80	24.09
P/B	4.42	11.60	10.68	8.25	6.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021年10月26日, 公司公告三季报, 公司前三季度营收为 358 亿元、同增 43%, 归母净利为 28.8 亿元、同增 47%, 归母扣非净利为 25.39 亿元、同增 45%。符合预期。若加回中长期激励基金费用 (3.2 亿), 前三季度净利达 32 亿元、表现亮眼。

经营分析

- 公司净利率同比提升系财务费率下降、公允价值变动损益增加。** 1) 公司 Q3 营收为 129 亿元, 同增 16%、环增 11%, 归母净利为 11.5 亿元、同增 33%、环增 24%, 归母扣非净利为 9.9 亿元、同增 22%、环增 27%。营收、净利快速增长主要系非洲市场蓬勃发展。2) Q3 公司净利率为 8.9%、较去年同期提升 1.1pct, 环增 0.9pct, 盈利能力改善主要系公司 Q3 财务费率同比降低 1.3pct, 公允价值变动损益率同比提升 1pct。财务费率下降主要系汇率波动减弱, 公允价值变动损益增加主要系格科微股价上涨。
- Q3 实际毛利率维持稳定, 原材料上涨压力顺利传导, 盈利能力有望持续修复。** 1) 公司 Q3 财务报表表观毛利率为 20.8%、较去年同期下降 3.9pct、环比下降 0.7pct。主要系公司“销售返利”调整会计准则所致。2) 根据会计准则, “销售返利”一般有两种处理方式: ①直接冲抵当期销售收入; ②返利预提为销售费用并在下一期兑现冲回。公司 Q3 调整会计准则, 将此前计入销售费用的“销售返利”直接冲抵营业收入, 预计影响在 4.5 亿元。3) 剔除 Q2 的“运输费用”、Q3 的“销售返利”会计政策变动, 按 2020 年口径估算, 公司 2021 年 Q1~Q3 毛利率为 23%、25%、25.3%。在原材料上涨影响下, 公司毛利率维持稳定, 彰显非洲智能手机之王的价格传导能力。预估伴随原材料价格回落, 公司盈利能力有望持续修复。

投资建议:

- 我们看好非洲市场智能机渗透率持续提升和公司作为非洲移动互联网入口的价值。预计公司 2021~2023 年归母业绩为 37.9、48.6、60 亿元, 采用 PE 估值, 给予目标价 243 元 (40*2022EPS) 维持“买入”评级。

风险提示: 汇率波动、原材料价格波动、海外疫情反复、市场竞争等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	22,646	25,346	37,792	49,585	59,263	69,694	货币资金	3,772	7,717	13,201	14,961	19,982	26,077
增长率		11.9%	49.1%	31.2%	19.5%	17.6%	应收款项	850	1,197	1,964	2,242	2,622	3,036
主营业务成本	-17,109	-18,412	-28,064	-37,029	-44,437	-52,261	存货	2,499	3,135	5,552	6,960	8,224	9,572
%销售收入	75.6%	72.6%	74.3%	74.7%	75.0%	75.0%	其他流动资产	1,418	3,414	2,288	2,058	2,147	2,241
毛利	5,537	6,934	9,727	12,555	14,826	17,433	流动资产	8,539	15,463	23,005	26,220	32,976	40,926
%销售收入	24.4%	27.4%	25.7%	25.3%	25.0%	25.0%	%总资产	82.5%	87.1%	88.5%	89.2%	90.4%	91.5%
营业税金及附加	-52	-79	-71	-99	-119	-139	长期投资	81	318	852	852	852	852
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	785	1,048	1,186	1,495	1,775	2,024
销售费用	-2,254	-2,859	-3,860	-4,711	-5,452	-6,272	%总资产	7.6%	5.9%	4.6%	5.1%	4.9%	4.5%
%销售收入	10.0%	11.3%	10.2%	9.5%	9.2%	9.0%	无形资产	671	657	525	540	553	564
管理费用	-808	-1,061	-1,122	-1,488	-1,778	-2,021	非流动资产	1,814	2,281	2,985	3,167	3,489	3,780
%销售收入	3.6%	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	%总资产	17.5%	12.9%	11.5%	10.8%	9.6%	8.5%
研发费用	0	0	0	-1,488	-1,778	-2,091	资产总计	10,353	17,744	25,991	29,387	36,465	44,706
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	21	0	1,197	20	20	20
息税前利润 (EBIT)	2,422	2,934	4,675	4,770	5,699	6,909	应付款项	4,485	7,230	10,609	12,053	14,461	17,006
%销售收入	10.7%	11.6%	12.4%	9.6%	9.6%	9.9%	其他流动负债	951	926	1,723	1,547	1,892	2,260
财务费用	-70	31	-425	-228	-18	57	流动负债	5,457	8,156	13,529	13,620	16,373	19,286
%销售收入	0.3%	-0.1%	1.1%	0.5%	0.0%	-0.1%	长期贷款	0	94	0	0	0	0
资产减值损失	-110	-112	196	-210	-226	-225	其他长期负债	974	1,230	1,952	2,191	2,520	2,875
公允价值变动收益	-328	339	59	0	0	0	负债	6,431	9,479	15,481	15,811	18,893	22,161
投资收益	-476	-297	-50	-70	0	0	普通股股东权益	3,916	8,254	10,492	13,559	17,555	22,528
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	720	800	800	800	800	800
营业利润	857	2,195	3,188	4,563	5,855	7,241	未分配利润	738	2,271	4,319	7,386	11,382	16,355
营业利润率	3.8%	8.7%	8.4%	9.2%	9.9%	10.4%	少数股东权益	6	11	17	17	17	17
营业外收支	7	-13	13	0	0	0	负债股东权益合计	10,353	17,744	25,991	29,387	36,465	44,706
税前利润	865	2,182	3,201	4,563	5,855	7,241	比率分析						
利润率	3.8%	8.6%	8.5%	9.2%	9.9%	10.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-211	-386	-523	-776	-995	-1,231	每股指标						
所得税率	24.4%	17.7%	16.3%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.913	2.242	3.358	4.734	6.074	7.512
净利润	654	1,797	2,678	3,787	4,859	6,010	每股净资产	5.439	10.317	13.115	16.949	21.943	28.160
少数股东损益	-4	3	-8	0	0	0	每股经营现金净流	2.880	4.972	4.867	4.966	7.913	9.471
归属于母公司的净利润	657	1,793	2,686	3,787	4,859	6,010	每股股利	0.000	0.000	0.680	0.900	1.080	1.296
净利率	2.9%	7.1%	7.1%	7.6%	8.2%	8.6%	回报率						
							净资产收益率	16.79%	21.73%	25.60%	27.93%	27.68%	26.68%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.35%	10.11%	10.34%	12.89%	13.33%	13.44%
净利润	654	1,797	2,678	3,787	4,859	6,010	投入资本收益率	46.44%	28.90%	33.35%	29.11%	26.88%	25.41%
少数股东损益	-4	3	-8	0	0	0	增长率						
非现金支出	196	231	-47	321	369	399	主营业务收入增长率	12.98%	11.92%	49.10%	31.20%	19.52%	17.60%
非经营收益	787	-49	395	255	-20	-20	EBIT增长率	54.44%	21.15%	59.34%	2.04%	19.47%	21.22%
营运资金变动	437	1,999	868	-390	1,122	1,188	净利润增长率	-2.10%	172.80%	49.80%	40.97%	28.32%	23.68%
经营活动现金净流	2,073	3,977	3,893	3,972	6,330	7,577	总资产增长率	18.35%	71.38%	46.48%	13.07%	24.08%	22.60%
资本开支	-727	-415	-315	-454	-445	-445	资产管理能力						
投资	-347	-2,524	1,008	0	0	0	应收账款周转天数	6.9	8.9	9.3	10.0	10.0	10.0
其他	335	66	125	-70	0	0	存货周转天数	52.4	55.9	56.5	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-739	-2,873	818	-524	-445	-445	应付账款周转天数	66.3	82.2	86.6	85.0	85.0	85.0
股权募资	3	2,702	27	0	0	0	固定资产周转天数	10.7	11.1	7.3	7.1	7.0	6.8
债权募资	-216	73	1,102	-929	0	0	偿债能力						
其他	-70	-177	-1,139	-759	-864	-1,037	净负债/股东权益	-95.64%	-128.71%	-127.68%	-120.47%	-121.65%	-121.85%
筹资活动现金净流	-282	2,598	-9	-1,688	-864	-1,037	EBIT利息保障倍数	34.5	-95.0	11.0	20.9	310.8	-121.8
现金净流量	1,053	3,702	4,702	1,760	5,021	6,095	资产负债率	62.12%	53.42%	59.56%	53.80%	51.81%	49.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	8	21	34	80
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

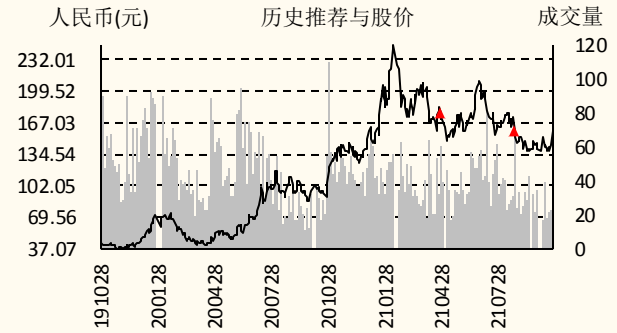
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-17	买入	249.00	364.00 ~ 364.00
2	2021-04-28	买入	184.00	243.00 ~ 243.00
3	2021-08-25	买入	173.40	243.00 ~ 243.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402