

中信证券研究部


**徐涛**

首席电子分析师

S1010517080003


**苗丰**

电子分析师

S1010519120001

## 核心观点

**传音控股 2020 年上半年实现营业收入 138.46 亿元，同比+31.81%，扣非归母净利润 9.39 亿元，同比+36.14%，超市场预期。公司在疫情期间逆势扩张，体现在产品、供应链、物流渠道的全面强把控力。我们坚定看好公司在手机、数码配件、家电、移动互联网等多领域的业务布局和稳健推进，维持“买入”评级。**

**■ 中报业绩超预期，同比高速增长。**公司 2020H1 实现营业收入 138.46 亿元，同比+31.81%，其中手机、家电配件、互联网业务收入分别为 127.60 亿元、2.76 亿元、9100 万元；归母净利润 10.91 亿元，同比+33.42%；扣非归母净利润 9.39 亿元，同比+36.14%，主要受益于疫情期间非洲份额提升、新兴市场快速扩张。20H1 毛利率 26.9%，同比-2.3pct，主要由于新拓展市场毛利率较低。销售+管理+研发三项费用率 16.6%，同比-2.3pct，主要由于收入增速较快摊薄费用率。Q2 单季营业收入 82.01 亿元，同比+46.41%；归母净利润 7.37 亿元，同比+65.73%；扣非归母净利润 6.43 亿元，同比+47.79%；毛利率 27.2%，同比-3.8pct；三项费用率 15.8%，同比-4.0pct。

**■ 上半年逆势扩张，下半年预期向好。**上半年，全球手机销量受到新冠疫情影响，公司仍保持逆势增长，功能机销量约 4200 万台，同比+12%，智能机销量约 2100 万台，同比+29%，主要得益于份额的逆势扩张。我们认为，公司份额提升的主要原因包括：1) 产品定位精准，及时调整产品的发布节奏、结构和定价，2) 本地化程度高，通过线上会议及本地员工团队执行商业活动，实现当地的高效运营，3) 物流及渠道把控力强，在疫情影响空运期间，通过航空包机、海运等方式保障物流配送和当地销售。展望下半年，我们认为公司产品力、品牌力持续提升，对上游供应链和下游物流渠道的把控力不断增强，预期在撒哈拉以南非洲份额将维持稳定、新拓展市场份额快速提升。

**■ 长期动能：更大市场、更多品类、更高端机型。**1) 公司持续拓展非洲以外市场。2020H1 非洲、印度、巴基斯坦、孟加拉、其他市场手机收入占比分别为 70%、10%、11%、3%、6%，非洲占比较 2019 年的 78%显著下降，巴基斯坦、孟加拉等其他地区快速提升。此外，公司目前已经开拓新的市场，包括印尼、菲律宾、泰国、沙特、缅甸、俄罗斯等，更中长期来看预计将覆盖包括非洲、中东、拉美、东欧等全球市场共 47 亿人口，享受目标市场人口红利、以及从功能机升级智能机的红利。2) 公司持续发力家电、配件、互联网等业务。2020H1 实现家电配件收入 2.76 亿元，同比基本持平，主要受到疫情影响承压。我们预期下半年收入增速逐渐向好，全年增速 50%-70%；互联网业务收入 9100 万元，同比+72%，主要受益于智能手机 MAU 和 ARPU 持续提升，全年翻番可期；此外 MAU 超 1000 万的独立 app 已经提升到 7 个。3) 公司重点研发投入高端智能机，2020H1 智能机、功能机在总收入占比分别约 74%、18%，对比 2019 年分别约 70%、23%，智能机收入占比提升。上半年智能机 ASP 同比+9%，公司高端智能机价格已上探至 2000 元，看好长期结构性改善。

**■ 风险因素：**海外疫情持续时间较长影响下游需求的**风险**；汇率波动导致大额非经常性损失**的风险**；国内品牌出海导致新兴市场手机行业竞争加剧**的风险**等。

<b>传音控股</b>	<b>688036.SH</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	111.04 元
总股本	8.00 亿股
流通股本	0.75 亿股
近 1 月绝对涨幅	8.87%
近 6 月绝对涨幅	81.71%
近 12 月绝对涨幅	94.19%

■ **投资建议：**公司深耕非洲市场，并开拓印度、孟加拉、巴基斯坦等其他新兴市场，同时布局数码配件、家用电器及移动互联网服务。上半年疫情下公司业绩逆势增长，看好全年及更长期稳健增长。我们上调 2020/21/22 年扣非归母净利润预测至 20.2/23.4/25.8 亿元(原预测为 18.0/20.1/24.0 亿元)，对应 EPS 为 2.52/2.92/3.23 元(原预测为 2.25/2.52/3.00 元)，现价对应估值为 42/37/34 倍 PE，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,646	25,346	33,191	40,680	49,900
营业收入增长率 YoY	13.0%	11.9%	31.0%	22.6%	22.7%
归母净利润(百万元)	657	1,793	2,219	2,537	2,782
扣非归母净利润(百万元)	1,224	1,553	2,019	2,337	2,582
扣非归母净利润增长率 YoY	94.7%	26.8%	30.0%	15.8%	10.5%
扣非每股收益 EPS(基本)(元)	1.53	1.94	2.52	2.92	3.23
毛利率	24.4%	27.4%	25.3%	24.1%	23.1%
扣非净资产收益率 ROE	16.79%	21.73%	22.35%	20.73%	18.95%
每股净资产 (元)	4.90	10.32	12.41	15.30	18.35
PE	70	55	42	37	34
PB	22	10	9	7	6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 27 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	22,646	25,346	33,191	40,680	49,900
营业成本	17,109	18,412	24,789	30,869	38,368
毛利率	24.45%	27.36%	25.31%	24.12%	23.11%
营业税金及附加	52	79	83	108	137
销售费用	2,254	2,859	3,485	4,271	5,239
营业费用率	9.95%	11.28%	10.50%	10.50%	10.50%
管理费用	808	1,061	1,361	1,424	1,647
管理费用率	3.57%	4.19%	4.10%	3.50%	3.30%
财务费用	70	(31)	(189)	(238)	(296)
财务费用率	0.31%	-0.12%	-0.57%	-0.59%	-0.59%
投资收益	(476)	(297)	0	0	0
营业利润	857	2,195	2,762	3,193	3,453
营业利润率	3.79%	8.66%	8.32%	7.85%	6.92%
营业外收入	11	10	8	10	9
营业外支出	4	23	10	12	15
利润总额	865	2,182	2,761	3,190	3,447
所得税	211	386	538	654	662
所得税率	24.40%	17.67%	19.48%	20.51%	19.22%
少数股东损益	(4)	3	4	(2)	3
归属于母公司股东的净利润	657	1,793	2,219	2,537	2,782
净利率	2.90%	7.08%	6.69%	6.24%	5.57%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	865	2,182	2,761	3,190	3,447
所得税支出	-211	-386	-538	-654	-662
折旧和摊销	86	119	0	0	0
营运资金的变化	437	1,999	1,562	1,099	1,473
其他经营现金流	897	126	-250	-205	-241
经营现金流合计	2,073	4,041	3,534	3,430	4,016
资本支出	-727	-418	-975	-975	-975
投资收益	-476	-297	0	0	0
其他投资现金流	464	-2,158	-60	-79	-106
投资现金流合计	-739	-2,873	-1,035	-1,055	-1,081
权益变化	3	2,702	0	0	0
负债变化	664	240	0	0	0
股利支出	0	0	-544	-224	-342
其他融资现金流	-942	-374	189	238	296
融资现金流合计	-275	2,568	-355	14	-46
现金及现金等价物净增加额	1,060	3,735	2,144	2,389	2,889

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,772	7,717	9,861	12,250	15,139
存货	2,499	3,135	4,322	5,361	6,629
应收票据及应收账款	455	784	787	1,013	1,323
其他流动资产	1,813	3,827	3,975	4,220	4,425
流动资产	8,539	15,463	18,945	22,845	27,515
固定资产	662	767	1,535	2,302	3,069
长期股权投资	41	139	139	139	139
无形资产	629	615	665	715	765
其他长期资产	483	759	977	1,214	1,478
非流动资产	1,814	2,281	3,316	4,371	5,452
资产总计	10,353	17,744	22,261	27,215	32,967
短期借款	21	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,993	5,296	7,131	8,880	11,037
其他流动负债	2,443	2,859	3,623	4,284	5,196
流动负债	5,457	8,156	10,754	13,164	16,232
长期借款	0	94	94	94	94
其他长期负债	974	1,230	1,469	1,702	1,944
非流动性负债	974	1,323	1,563	1,796	2,038
负债合计	6,431	9,479	12,317	14,960	18,270
股本	720	800	800	800	800
资本公积	2,268	4,923	4,923	4,923	4,923
归属于母公司所有者权益合计	3,916	8,254	9,929	12,242	14,682
少数股东权益	6	11	14	13	15
股东权益合计	3,922	8,265	9,944	12,255	14,697
负债股东权益总计	10,353	17,744	22,261	27,215	32,967

主要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	12.98%	11.92%	30.95%	22.56%	22.66%
营业利润	6.05%	156.05%	25.82%	15.59%	8.14%
净利润	-2.10%	172.80%	23.75%	14.34%	9.63%
利润率 (%)					
毛利率	24.45%	27.36%	25.31%	24.12%	23.11%
EBITDA Margin	4.00%	8.77%	7.74%	7.26%	6.31%
净利率	2.90%	7.08%	6.69%	6.24%	5.57%
回报率 (%)					
净资产收益率	16.79%	21.73%	22.35%	20.73%	18.95%
总资产收益率	6.35%	10.11%	9.97%	9.32%	8.44%
其他 (%)					
资产负债率	62.12%	53.42%	55.33%	54.97%	55.42%
所得税率	24.40%	17.67%	19.48%	20.51%	19.22%
股利支付率	0.00%	30.34%	10.11%	13.48%	17.98%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的IN200001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。