

证券研究报告—动态报告

信息技术

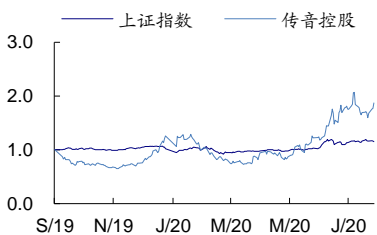
IT 硬件与设备

传音控股(688036)
买入

财报点评

(维持评级)

2020年08月27日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	800/76
总市值/流通(百万元)	85,360/8,106
上证综指/深圳成指	3,330/13,428
12个月最高/最低(元)	123.78/37.28

相关研究报告:

《传音控股-688036-深度报告: 非洲之王, 内外循环的成功典范》——2020-08-03
 《传音控股-688036-重大事件快评: 手机区域品牌龙头, 成长在希望的田野上》——2020-06-11
 《传音控股-688036-财报点评: 亚非手机的互联网先锋, 业绩保持快速增长》——2020-04-28

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

证券分析师: 许亮

电话: 0755-81981025
 E-MAIL: xuliang1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518120001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
疫情影响有限, 品牌推广卓有成效
● 业绩超预期

2020H1 公司实现营收 138.5 亿元, 同比增长+31.8%, 净利润 10.9 亿元, 同比增长+33.4%; Q2 实现营收 82.0 亿元, 同比+46.4%, 净利润 7.4 亿元, 同比+66.9%。Q2 毛利率 27.2%, 环比略有提升, 净利率 9.02%, 创历史新高。公司业绩超越市场预期, 主要原因包括: 公司疫情后复工复产迅速有效, 非洲市场疫情影响有限, 同时公司在新兴市场品牌推广卓有成效, 从而实现了业绩的高速增长。公司 Q2 盈利能力显著提升源于公司采取了提前备货的策略, Q2 成本费用支出减少。

● 积极备货应对疫情, 市场推广卓有成效

在 2020 疫情海外持续爆发的背景下, 公司业绩实现超预期发展是难能可贵的。公司一方面依托国内疫情的有效控制, 实现了高效快速的复工复产; 另一方面, 公司主要市场由于其人口结构和地理特点的因素, 并没有因为疫情而导致市场需求萎缩。特别值得指出的是, 公司在 Q1 为了保证供应链的安全, 提前大规模备货, 虽然导致公司经营现金流大幅下降和存货显著提升, 但这也为公司 Q2 业绩的大幅提升奠定了坚实的基础。在新兴市场, 公司在孟加拉, 巴基斯坦以及印度的品牌推广均实现了市占率的提升, 公司的品牌力以及产品力正在持续上升。在移动互联网业务方面, 公司凭借领先的市场占有率扩大了定制操作系统传音 OS 和自研 APP 的行业影响力。目前, 公司已合作开发 7 款月活跃用户超过 1,000 万的应用程序。

● 风险提示: 下游需求不及预期, 市场竞争加剧, 海外疫情失控。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

公司所处的非洲以及新兴市场人口红利明显, 且正处于功能机向智能手机切换的黄金时间, 我们看好公司在海外市场的持续发展, 预计 2020-2022 净利润 21.08/26.1/32.32 亿元, 同比增长 17%/24%/24%, 当前股价对应 PE=40/33/26x。基于公司在亚非地区的品牌竞争力以及当地人口红利的长期确定性趋势, 公司凭借市占率优势正在发展成为综合硬件+OS 平台+独立 APP+IoT 的电子生态平台企业, 我们对公司维持“买入”评级。

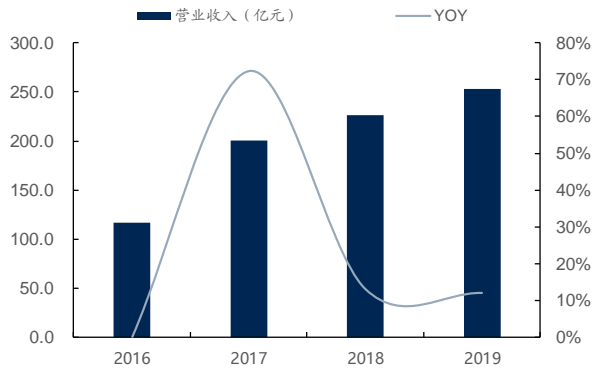
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,646	25,346	30,478	38,068	47,556
(+/-%)	13.0%	11.9%	20.2%	24.9%	24.9%
净利润(百万元)	657	1793	2119	2610	3249
(+/-%)	-2.1%	172.8%	18.2%	23.2%	24.5%
摊薄每股收益(元)	0.91	2.24	2.65	3.26	4.06
EBIT Margin	10.7%	11.6%	7.7%	7.6%	7.7%
净资产收益率(ROE)	16.8%	21.7%	20.9%	21.0%	21.3%
市盈率(PE)	116.9	47.6	40.3	32.7	26.3
EV/EBITDA	33.4	31.3	39.2	32.4	26.5
市净率(PB)	19.62	10.34	8.44	6.88	5.59

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

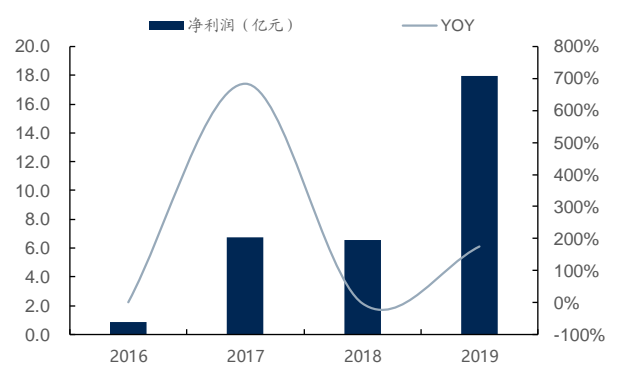
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入



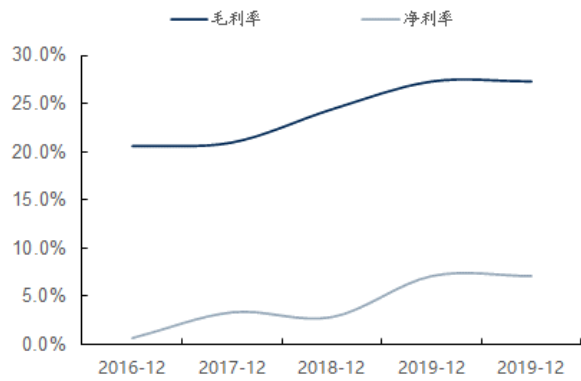
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司净利润



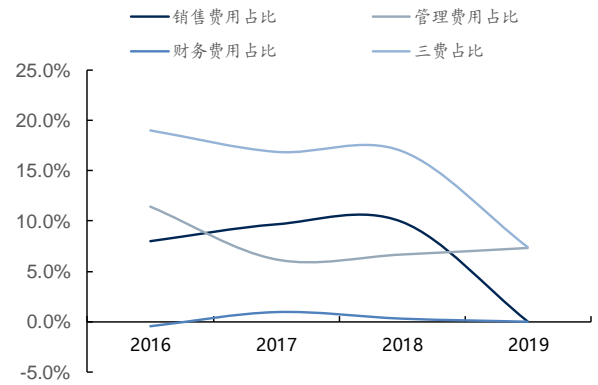
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司盈利能力



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7717	8185	8690	7992	营业收入	25346	30478	38068	47556
应收款项	1197	1202	1576	2030	营业成本	18412	22084	27787	34918
存货净额	3135	3447	4372	5628	营业税金及附加	79	91	114	143
其他流动资产	400	1520	1628	1718	销售费用	2859	3353	4188	5231
流动资产合计	15463	19176	23981	29714	管理费用	1061	2615	3070	3591
固定资产	1048	1278	1540	1791	财务费用	(31)	(192)	(203)	(202)
无形资产及其他	615	590	566	541	投资收益	(297)	0	0	0
投资性房地产	478	478	478	478	资产减值及公允价值变动	452	0	0	0
长期股权投资	139	186	258	331	其他收入	(925)	0	0	0
资产总计	17744	21708	26823	32855	营业利润	2195	2527	3112	3875
短期借款及交易性金融负债	0	85	35	40	营业外净收支	(13)	0	0	0
应付款项	6779	8122	10218	12843	利润总额	2182	2527	3112	3875
其他流动负债	1376	1728	2158	2695	所得税费用	386	404	498	620
流动负债合计	8156	9935	12411	15578	少数股东损益	3	4	5	6
长期借款及应付债券	94	94	94	94	归属于母公司净利润	1793	2119	2610	3249
其他长期负债	1230	1547	1884	1886					
长期负债合计	1323	1641	1978	1980	现金流量表 (百万元)				
负债合计	9479	11576	14390	17557	净利润	1793	2119	2610	3249
少数股东权益	11	14	18	23	资产减值准备	66	94	49	54
股东权益	8254	10119	12415	15275	折旧摊销	100	140	174	203
负债和股东权益总计	17744	21708	26823	32855	公允价值变动损失	(452)	0	0	0
					财务费用	(31)	(192)	(203)	(202)
					营运资本变动	2958	668	1507	1415
					其它	(63)	(90)	(45)	(49)
					经营活动现金流	4403	2930	4295	4873
					资本开支	(859)	(439)	(461)	(484)
					其它投资现金流	(3014)	(1808)	(2893)	(4629)
					投资活动现金流	(3972)	(2293)	(3427)	(5186)
					权益性融资	2702	0	0	0
					负债净变化	94	0	0	0
					支付股利、利息	(219)	(254)	(313)	(390)
					其它融资现金流	1063	85	(50)	5
					融资活动现金流	3515	(169)	(363)	(385)
					现金净变动	3946	467	505	(698)
					货币资金的期初余额	3772	7717	8185	8690
					货币资金的期末余额	7717	8185	8690	7992
					企业自由现金流	4615	2331	3664	4221
					权益自由现金流	5772	2577	3785	4395

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032