



传音控股 (688036.CH):

三季度业绩大超预期, 利润加速增长

传音控股的三季度营收和利润同比增速在二季度基础上再上台阶, 充分体现传音在非洲以外新兴市场的拓展能力。维持“买入”评级, 并维持目标价 158 元。

• **传音三季度业绩超预期, 维持“买入”评级:** 昨晚, 传音控股公布三季度业绩。前三季度累计利润人民币 19.5 亿元, 达到 Wind 2020 年一致预期净利润的 89%, 大超我们的和市场的预期。除了非洲地区以外, 印度、巴基斯坦和孟加拉国贡献了较高的增速。传音前三季度累计利润同比增长 50%。利润高增长有利于消化今年科创板上漲帶來的高估值, 为传音后续的股价增长奠定基础。另外, 传音也在布局土耳其、泰国和俄罗斯等可以复制传音成功经验的新兴市场。这些国家区域有望在未来几年为传音提供手机出货量的增长动能。我们维持对传音的“买入”评级, 维持目标价 158 元, 并且看好未来五年传音作为中国手机品牌在海外新兴市场的布局 and 拓展。

• **传音三季度业绩亮点:** 分部业务详情参见[正文部分](#)

- 三季度营收和利润同比增速分别为 75% 和 79%, 均较二季度的 46% 和 66% 加速上行 (见图表 3 和图表 4);
- 三季度毛利率略微下降至 24.8%, 主要原因是产品组合变化, 非洲以外的相对毛利率较低的地区扩张迅速;
- 由于营收增速较快, 经营杠杆效果凸显, 因此费用率下降至 13.6%, 为过去两年的最低值;
- 因此, 营业利润率达到 11.2%, 维持在相对高位。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	22,646	25,346	30,206	35,054	40,743
营收同比增速	13%	12%	19%	16%	16%
毛利率	24.4%	27.4%	26.4%	27.2%	27.1%
净利润	657	1,793	2,157	2,719	3,159
净利润同比增速	-2%	173%	20%	26%	16%
EPS		2.24	2.70	3.40	3.95
目标 P/E		70.5	58.6	46.5	40.0
目标 P/B		15.3	12.8	10.6	8.9

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2020 年 10 月 28 日

评级 **买入**

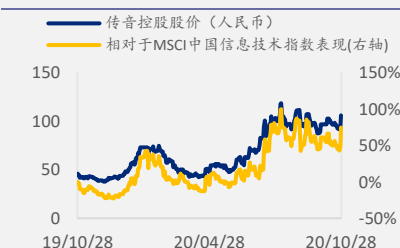
目标价 (人民币)	158
潜在升幅/降幅	+49.2%
目前股价 (人民币)	105.9
52 周内股价区间	37.3-123.8
总市值 (百万人民币)	84,720
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	257

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Wind、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《中国智能手机品牌征战全球》

(2020-09-01)

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	22,646	25,346	30,206	35,054	40,743
销售成本	(17,109)	(18,412)	(22,227)	(25,518)	(29,690)
毛利润	5,537	6,934	7,979	9,536	11,053
经营支出	(3,774)	(4,726)	(5,320)	(6,178)	(7,161)
销售费用	(712)	(805)	(928)	(1,079)	(1,255)
管理费用	(2,254)	(2,859)	(3,262)	(3,780)	(4,398)
研发费用	(808)	(1,061)	(1,131)	(1,319)	(1,508)
经营利润	1,763	2,208	2,659	3,357	3,892
非经营收入	(898)	(26)	(111)	(121)	(137)
财务费用	(70)	(31)	(90)	(97)	(113)
投资收益	(476)	(297)	(29)	(23)	(23)
其他	(352)	302	8	-	-
税前利润	865	2,182	2,548	3,237	3,755
税务费用	(211)	(386)	(384)	(511)	(590)
税后利润含少数股东权益	654	1,797	2,164	2,725	3,166
少数股东权益	(4)	3	7	7	7
净利润	657	1,793	2,157	2,719	3,159
基本股数 (百万)		800	800	800	800
摊销股数 (百万)		800	800	800	800
基本EPS (元)		2.24	2.70	3.40	3.95
摊销EPS (元)		2.24	2.70	3.40	3.95

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,073	4,041	2,422	2,918	3,493
税前利润	865	2,182	2,548	3,237	3,755
折旧	51	78	91	129	200
摊销	35	41	40	37	35
其他经营活动现金流	1,250	2,621	83	91	106
营运资金变动	418	(259)	135	33	100
应收账款减少 (增加)	(50)	(316)	(150)	(150)	(176)
库存减少 (增加)	(82)	(636)	(650)	(561)	(710)
应付账款增加 (减少)	227	2,712	1,404	1,212	1,536
其他经营资金变动	323	(2,019)	(470)	(469)	(550)
税务费用	(464)	(612)	(384)	(511)	(590)
利息收入 (支出)	(81)	(10)	(90)	(97)	(113)
投资活动现金流	(739)	(2,873)	(415)	(727)	(845)
资本支出	(727)	(415)	(415)	(727)	(845)
取得或购买长期投资	-	75	-	-	-
其他投资活动现金流	(12)	(2,533)	-	-	-
融资活动现金流	(275)	2,568	(544)	(654)	(825)
借款	(216)	73	-	-	-
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(24)	(219)	(544)	(654)	(825)
其他融资活动现金流	(35)	2,713	-	-	-
外汇损益	(7)	30	-	-	-
现金及现金等价物净流量	1,053	3,766	1,463	1,537	1,824
期初现金及现金等价物	2,437	3,490	7,255	8,719	10,255
期末现金及现金等价物	3,490	7,255	8,719	10,255	12,079

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金和受限制资金	3,772	7,717	9,181	10,717	12,541
应收账款和应收票据	468	784	935	1,085	1,261
存货	2,499	3,135	3,785	4,345	5,056
其他流动资产	1,800	3,826	4,560	5,292	6,151
流动资产合计	8,539	15,463	18,460	21,439	25,008
物业、厂房及设备	662	767	1,092	1,689	2,334
无形资产	629	615	575	538	504
其他非流动资产	523	898	898	898	898
总资产	10,353	17,744	21,025	24,565	28,744
短期借贷	21	-	-	-	-
应付账款和应付票据	4,067	6,779	8,184	9,396	10,932
其他流动负债	1,369	1,376	1,640	1,904	2,213
流动负债合计	5,457	8,156	9,824	11,299	13,144
其他负债	974	1,323	1,323	1,323	1,323
总负债	6,431	9,479	11,147	12,623	14,468
股本	720	800	800	800	800
储备	2,384	5,083	6,696	8,760	11,095
未分配利润	738	2,271	2,271	2,271	2,271
少数股东权益	6	11	11	11	11
其他综合收益	75	100	100	100	100
股东权益总额	3,922	8,265	9,878	11,942	14,276
负债和股东权益总计	10,353	17,744	21,025	24,565	28,744

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运指标增速					
营业收入增速	13%	12%	19%	16%	16%
毛利润增速	32%	25%	15%	20%	16%
营业利润增速	74%	25%	20%	26%	16%
净利润增速	-2%	173%	20%	26%	16%
盈利能力					
净资产收益率(平均)	18%	29%	24%	25%	24%
总资产报酬率	7%	13%	11%	12%	12%
投入资本回报率	50%	31%	31%	32%	31%
利润率					
毛利率	24%	27%	26%	27%	27%
营业利润率	8%	9%	9%	10%	10%
净利润率	3%	7%	7%	8%	8%
营运能力					
现金循环周期	(25)	(43)	(56)	(57)	(57)
应收账款周转天数	7	9	10	11	11
存货周转天数	52	56	57	58	58
应付账款周转天数	84	108	123	126	125
净债务 (净现金)	(3,751)	(7,717)	(9,181)	(10,717)	(12,541)
自由现金流	1,075	1,116	2,125	2,319	2,792
目标 P/E (x)		70.5	58.6	46.5	40.0
目标 P/B (x)		15.3	12.8	10.6	8.9

传音控股三季度业绩详情

传音公布 2020 年三季度业绩，大超市场预期：

- 三季度收入达 111 亿，同比增长 75%，环比增长 36%，得益于其他新兴地区（印度、巴基斯坦、孟加拉国）的快速扩张和非洲手机市场的稳定增长；
- 3Q20 毛利率略微下降为 24.8% vs 3Q19/2Q20 27.8%/27.2%，主要原因是非洲以外相对毛利率低的地区扩张迅速导致产品组合变化；**非洲地区毛利率为 30%，保持稳定**；
- 但是，3Q20 费用率也快速下降；
- 三季度净利润同比增长 79%，环比增长 17%。

传音前三季度累计盈利 19.5 亿元，2020 年净利润有望超 Wind 一致预期的 21.9 亿以及我们预测的 21.6 亿。

我们预测 2021 年净利润为 27.2 亿，同比增长 26%，与 Wind 一致预期一样，也与传音的股权激励的目标接近。

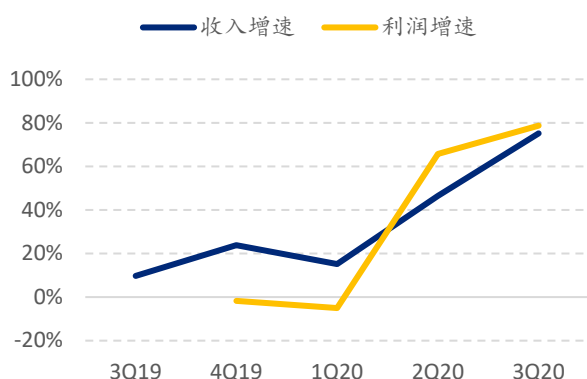
图表 2: 传音控股：三季度业绩详情

人民币 百万	3Q20	3Q19	同比	2Q20	环比
收入	11,125	6,351	75%	8,201	36%
毛利润	2,755	1,763	56%	2,230	24%
经营利润	1,241	578	115%	934	33%
净利润	863	483	79%	737	17%
每股收益 (人民币)	1.08	0.60	79%	0.92	17%

利润率	3Q20	3Q19	百分点	2Q20	百分点
毛利率	24.8%	27.8%	-3.0	27.2%	-2.4
费用率	-13.6%	-18.7%	5.0	-15.8%	2.2
营业利润率	11.2%	9.1%	2.1	11.4%	-0.2
净利润率	7.8%	7.6%	0.2	9.0%	-1.2

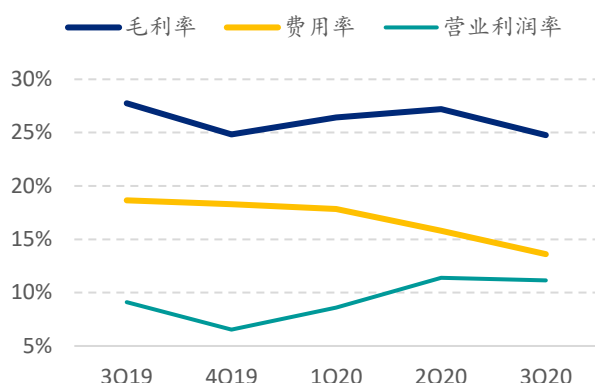
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3: 传音控股: 三季度营收和利润同比增长加速上行



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 4: 传音控股: 同比来看, 三季度费用率下行抵消毛利率下行, 营业利润率稳中有升



资料来源: 公司公告、浦银国际

● 传音控股前三季度按业务分拆详情

以 2020 年一季度到第三季度的累计为统计口径:

- **手机营收达 236 亿元, 同比增长 50%, 占总营收 95%**
 - 智能手机收入 191 亿元, 同比增长 66%
 - 功能机收入 45 亿元, 同比增长 6%
 - 智能手机占手机收入比重提升, 从去年的 74% 提升到今年的 80%
- **手机出货量为 1.19 亿部**
 - 智能手机出货约 3900 万部, 同比增长 52%
 - 智能手机 ASP 同比增长 9%
 - 功能机出货 8000 万, 同比增长 17%
 - 非洲地区保持稳定成长
 - 印度、巴基斯坦和孟加拉国都保持高速增长
- **扩品类营收达 6 亿, 同比增长 42%**
- **OS (Operating System) 营收 1.65 亿, 同比增长 115%**
 - 到三季度末, OS 用户数达 1.43 亿

● 可比公司估值比较

图表 5: 传音控股可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今 (%)	EPS同比增长			P/E(市盈率)			P/B(市净率)		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
手机品牌													
688036 CH Equity	传音控股	12,619	105.9	132.1	20%	26%	16%	39.3	31.2	26.8	8.5	6.9	5.7
1810 HK Equity	小米	66,636	21.4	98.5	20%	52%	24%	37.8	24.9	20.0	4.8	4.2	3.6
005930 KS Equity	三星	310,039	59,000	5.7	27%	33%	21%	14.6	11.0	9.2	1.4	1.3	1.2
AAPL US Equity	苹果	1,994,156	116.6	58.8	8%	21%	8%	36.0	29.8	27.6	32.0	43.3	479.8
平均								31.9	24.2	20.9	11.7	13.9	122.6
手机代工													
600745 CH Equity	闻泰科技	18,387	99.2	7.2	73%	18%	22%	32.6	27.7	22.7	4.1	3.6	2.9
285 HK Equity	比亚迪电子	10,917	37.6	150.7	244%	7%	12%	13.7	12.8	11.4	3.2	2.8	2.6
2317 TT Equity	鸿海	37,977	78.3	-13.8	-10%	21%	11%	10.4	8.6	7.7	0.8	0.8	0.7
002475 CH Equity	立讯精密	61,832	59.4	111.7	58%	41%	30%	55.6	39.4	30.4	14.3	10.9	8.2
平均								28.1	22.1	18.1	5.6	4.5	3.6
电子零部件													
2382 HK Equity	舜宇	18,526	130.9	-3.0	11%	28%	22%	28.0	21.8	17.9	7.7	6.0	4.7
1478 HK Equity	丘钛	1,324	8.8	-32.2	32%	23%	19%	12.1	9.9	8.3	2.5	2.1	1.8
002456 CH Equity	欧菲光	6,522	16.3	4.2	168%	35%	30%	32.1	23.8	18.3	4.0	3.5	2.9
002241 CH Equity	歌尔声学	23,032	47.7	139.2	108%	39%	26%	57.2	41.1	32.5	8.3	7.1	5.8
300207 CH Equity	欣旺达	6,639	28.3	45.0	-6%	75%	36%	61.5	35.2	25.8	6.8	5.8	4.9
300433 CH Equity	蓝思科技	23,997	36.8	165.9	62%	27%	19%	36.5	28.8	24.1	5.8	5.0	4.2
300136 CH Equity	信维通信	7,291	50.8	12.0	34%	41%	23%	36.1	25.6	20.8	8.1	6.1	4.7
平均								37.6	26.6	21.1	6.2	5.1	4.1

注: 小米、传音、比亚迪电子和闻泰科技为浦银国际预测, 其余公司为 Bloomberg 一致预测, 数据截至 2020 年 10 月 28 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼