



传音控股 (688036.CH): 4Q20 业绩保持强劲增长

传音控股公布的 2020 业绩预告略高于市场预期，成长确定性提升估值。我们将传音 2021 年和 2022 年的净利润预测分别提升了 24% 和 18%，并将传音的目标价提升至 235 人民币，维持“买入”评级。

· 传音控股 2020 年业绩预告略高于 Wind 一致预期，成长确定性进一步推升估值；提高目标价并维持“买入”评级：在 1 月 29 日，传音控股公布 2020 年业绩预增公告，预计实现 2020 年净利润 26.4 亿元，同比增长 47%，比 Wind 一致预期高 2%。按此计算，传音 4Q20 净利润预计达 6.85 亿元，同比增长 39%，环比下降 21%。利润环比下降是来自于股权激励摊销费用，但是传音 4Q20 利润依然维持较高的同比增速。由于传音连续两个季度净利润超过我们的预测，长期成长确定性进一步提高，因此我们提升传音未来两年的净利润 24% 和 18%，同时提升传音目标价至 235 人民币，对应 2021 年 56x PE 和 2022 年 50x PE。考虑到传音未来五年成长的确定性，我们认为估值合理。

· 传音长期成长确定性较高：我们在《[2021 年科技行业展望](#)》中提过，新兴的发展中地区如非洲、印度等地区的功能机用户向智能机切换的需求有望成为 2022 年之后全球智能手机的成长动力。传音控股目前对于这些市场的智能手机布局可以很好的帮助公司享受长期成长红利，因而公司成长确定性较高。除了已经成功拓展的巴基斯坦、孟加拉国等地区，传音正积极拓展土耳其、泰国、俄罗斯等可以复制传音成功经验的地区。长期看，传音也努力在这些新兴地区拓展手机周边的 IoT 产品以及互联网服务业务，为公司长期发展奠定基础。

· 估值：我们采用 DCF 估值方法，得到 235 人民币目标价，潜在上升空间 26%，维持“买入”评级。

· 投资风险：1) 资本市场波动导致传音估值回调；2) 新兴市场经济波动拖累手机需求；3) 新地区拓展提升传音费用；4) 汇率波动较大。

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	22,646	25,346	36,023	39,969	44,239
总收入同比增速	13%	12%	42%	11%	11%
净利润	657	1,793	2,639	3,368	3,728
净利润同比增速	-2%	173%	47%	28%	11%
PE (X)		110.6	75.2	55.8	50.4
ROE	18%	29%	28%	29%	26%

E=浦银国际预测 资料来源: Bloomberg、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

2021 年 2 月 1 日

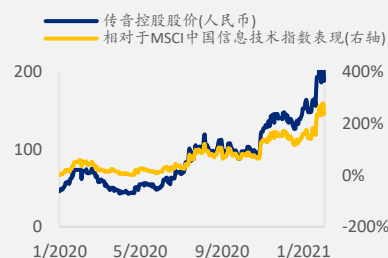
评级

买入

目标价 (人民币)	235
潜在升幅/降幅	+26%
目前股价 (人民币)	187
52 周内股价区间	42-212
总市值 (百万人民币)	149,712
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	595

注：截至 2021 年 2 月 1 日收盘价

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《传音控股：三季度业绩大超预期，利润加速增长》(2020-10-28)
 《智能手机品牌征战全球》(2020-09-01)

● 浦银预测：新预测 vs 前预测

图表 2：传音控股业绩预测：新预测 vs 前预测

人民币 百万	2020E			2021E			2022E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	36,023	30,206	19%	39,969	35,054	14%	44,239	40,743	9%
毛利润	9,218	7,979	16%	10,867	9,536	14%	12,001	11,053	9%
营业利润	3,382	2,659	27%	4,348	3,357	29%	4,798	3,892	23%
净利润	2,639	2,157	22%	3,368	2,719	24%	3,728	3,159	18%
每股盈利 人民币	3.30	2.70	22%	4.21	3.40	24%	4.66	3.95	18%
利润率	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点
毛利率	25.6%	26.4%	(0.8)	27.2%	27.2%	(0.0)	27.1%	27.1%	(0.0)
营业利润率	9.4%	8.8%	0.6	10.9%	9.6%	1.3	10.8%	9.6%	1.3
净利率	7.3%	7.1%	0.2	8.4%	7.8%	0.7	8.4%	7.8%	0.7

资料来源：浦银国际

● 估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法，对传音控股进行估值。由于公司长期成长确定性较高，我们提高了传音 2025 年至 2030 年的营收增速至 15%。其他假设包括永久增长率 5%、WACC 为 9.8% 基本保持不变。最终，得到传音控股 235 人民币的目标价，潜在上升空间 26%，维持“买入”评级。

图表 3：传音控股 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.03	债务成本	9.2%
无风险利率	0.7%	债务股本比	1%
股权风险溢价	8.1%	所得税率	16.0%
国家风险溢价	0.7%		
股本成本	9.8%	WACC	9.8%

资料来源：浦银国际预测

图表 4：传音控股自由现金流预测

人民币百万	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	39,969	44,239	50,278	56,658	65,157	74,930	86,170	99,095	113,960	131,053	
营收增速	11%	11%	14%	13%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
经营利润	4,348	4,798	5,432	6,146	8,145	8,992	11,633	13,378	17,094	20,182	
加：折旧及摊销	166	235	304	378	522	720	993	1,371	1,892	2,611	
EBITDA	4,514	5,032	5,736	6,524	8,666	9,711	12,626	14,749	18,986	22,793	
EBITDA 率	11.3%	11.4%	11.4%	11.5%	13.3%	13.0%	14.7%	14.9%	16.7%	17.4%	
所得税	(644)	(706)	(801)	(907)	(1,043)	(1,199)	(1,379)	(1,586)	(1,824)	(2,097)	
资本支出	(727)	(804)	(914)	(1,030)	(1,185)	(1,362)	(1,567)	(1,802)	(2,072)	(2,383)	
资本支出占营收比	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	
净营运资本变动	(49)	76	120	111	153	211	290	401	553	763	
自由现金流	3,095	3,597	4,142	4,697	6,591	7,360	9,971	11,762	15,643	19,076	
永续增长率											3.0%
自由现金流现值	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	终值
	3,095	3,278	3,438	3,553	4,543	4,622	5,705	6,131	7,430	8,256	125,927

资料来源：浦银国际预测

图表 5：传音控股 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币元)
9.75%	175,978	11,784	187,762	800	235

资料来源：浦银国际预测

图表 6: 传音控股历史市盈率: 历史均值 26.6x



资料来源: Wind、浦银国际

图表 7: 传音控股可比公司估值比较

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
传音控股	23,163	187.1	23.0	33%	31%	25%	58.2	44.4	35.6	14.3	11.0	8.6
小米	96,811	29.8	-10.2	23%	36%	24%	47.7	35.2	28.5	6.1	5.2	4.4
三星	442,724	83,000.0	2.5	29%	32%	29%	20.4	15.4	11.9	2.1	1.9	1.7
苹果	2,215,357	132.0	-0.6	8%	35%	4%	40.7	30.1	28.8	36.2	43.9	56.2
							41.7	31.3	26.2	14.7	15.5	17.7
闻泰科技	19,069	99.0	0.0	51%	45%	28%	37.2	25.7	20.0	3.9	3.4	2.8
比亚迪电子	16,798	57.8	42.4	249%	-10%	13%	19.4	21.6	19.1	4.9	4.1	3.4
鸿海	55,945	113.0	22.8	-8%	22%	14%	14.8	12.1	10.5	1.2	1.1	1.0
立讯精密	57,559	53.2	-5.3	53%	42%	28%	51.4	36.3	28.4	13.3	10.0	7.6
							30.7	23.9	19.5	5.8	4.7	3.7
舜宇	29,143	206.0	21.4	9%	31%	23%	43.0	32.8	26.6	11.7	9.0	7.1
丘钛	2,489	16.5	25.3	41%	28%	21%	20.4	15.9	13.1	4.6	3.7	3.0
欧菲光	4,173	10.0	-24.1	128%	40%	30%	23.2	16.6	12.8	2.6	2.3	2.0
歌尔声学	17,530	34.1	-8.6	117%	39%	26%	39.3	28.3	22.5	5.8	4.9	4.1
欣旺达	6,458	26.5	-13.7	-3%	74%	44%	56.0	32.1	22.2	6.4	5.4	4.5
蓝思科技	25,239	32.8	7.2	64%	31%	25%	32.3	24.6	19.7	5.1	4.4	3.7
信维通信	4,720	31.5	-12.1	27%	45%	28%	23.7	16.3	12.7	5.0	3.8	2.9
							34.0	23.8	18.5	5.9	4.8	3.9

E=Bloomberg 一致预测, 股价为 2021 年 2 月 1 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 传音控股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

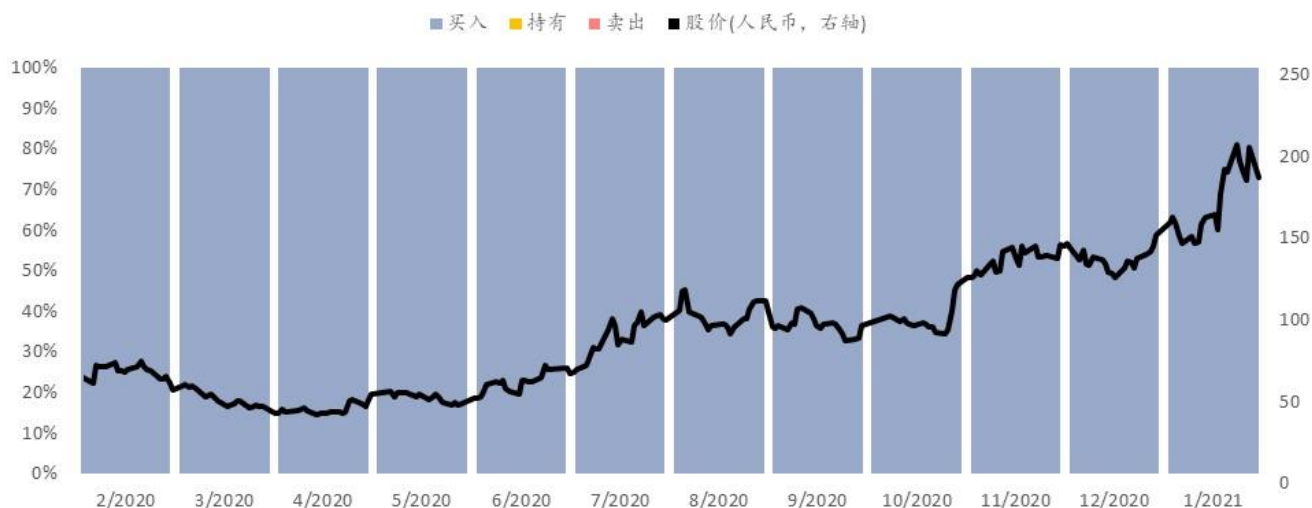
图表 9: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	行业
1810 HK Equity	小米	29.8	买入	42.0	手机品牌
688036 CH Equity	传音	187.1	买入	235.0	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	57.8	买入	45.0	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰	99.0	买入	123.0	ODM 功率表半导体
NIO US Equity	蔚来	57.0	卖出	34.6	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏	48.2	卖出	23.2	新能源汽车
LI US Equity	理想	32.3	卖出	21.4	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉	793.5	卖出	480.0	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪	245.0	卖出	149.0	新能源汽车

资料来源: Bloomberg、浦银国际。2月1日收盘价

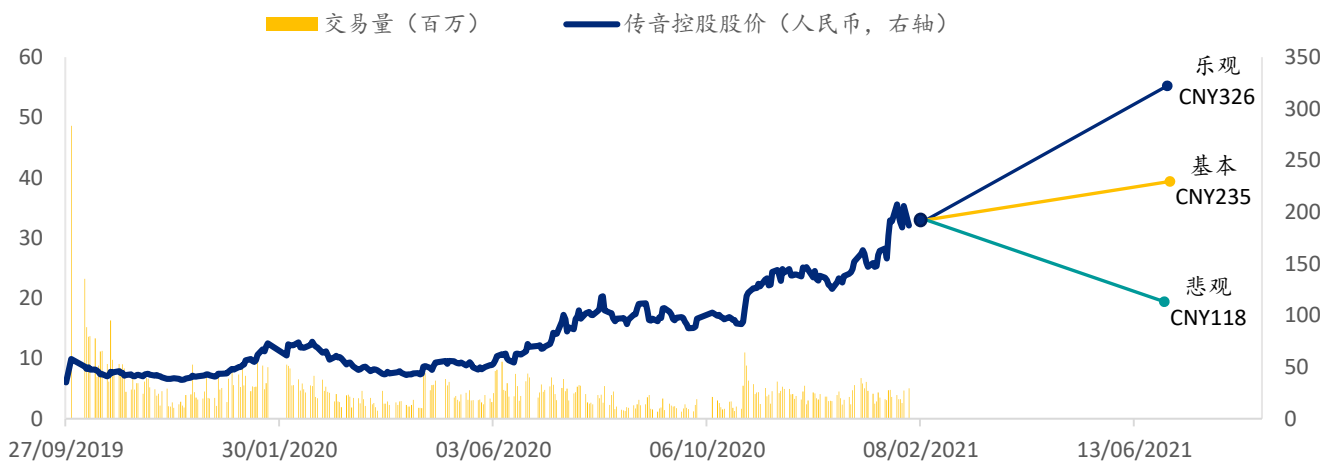
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 传音控股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际, 2月1日收盘价

图表 11: 传音控股 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率 20%)

目标价: 人民币 326 元, 对应 62x 2021 年 EPS

- 非洲市场功能机切换智能机速度快于预期, 推动传音手机平均单价迅速上升;
- 非洲以外的新兴国家拓展顺利, 并且毛利率保持较高水平;
- 数码产品呈现爆发式成长, 对于营收贡献显著。

悲观情景 (概率 10%)

目标价: 人民币 118 元, 对应 40x 2021 年 EPS

- 新兴地区经济波动拖累手机需求;
- 非洲以外地区市场拓展拉低公司平均毛利率, 降低公司利润增速;
- 新兴市场功能机向智能切换速度较慢, 传音手机平均单价增长速度不及预期。

资料来源: 浦银国际

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	36,023	39,969	44,239
销售成本	(17,109)	(18,412)	(26,805)	(29,103)	(32,239)
毛利润	5,537	6,934	9,218	10,867	12,001
经营支出	(3,774)	(4,726)	(5,836)	(6,519)	(7,203)
销售费用	(712)	(805)	(1,082)	(1,203)	(1,331)
管理费用	(2,254)	(2,859)	(3,612)	(4,033)	(4,473)
研发费用	(808)	(1,061)	(1,141)	(1,284)	(1,399)
经营利润	1,763	2,208	3,382	4,348	4,798
非经营收入	(898)	(26)	(246)	(320)	(347)
财务费用	(70)	(31)	(259)	(276)	(303)
投资收益	(476)	(297)	(40)	(44)	(44)
其他	(352)	302	53	-	-
税前利润	865	2,182	3,136	4,028	4,451
税务费用	(211)	(386)	(481)	(644)	(706)
税后利润含少数股东权益	654	1,797	2,655	3,384	3,744
少数股东权益	(4)	3	17	17	17
净利润	657	1,793	2,639	3,368	3,728
基本股数(百万)	-	800	800	800	800
摊薄股数(百万)	-	800	800	800	800
基本EPS(元)	-	2.24	3.30	4.21	4.66
摊薄EPS(元)	-	2.24	3.30	4.21	4.66

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	3,068	3,485	4,038
税前利润	865	2,182	3,136	4,028	4,451
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	242	259	286
营运资金变动	418	(259)	299	(49)	76
应收账款减少(增加)	(50)	(316)	(330)	(122)	(132)
库存减少(增加)	(82)	(636)	(1,429)	(391)	(534)
应付账款增加(减少)	227	2,712	3,090	846	1,155
其他经营资金变动	323	(2,019)	(1,032)	(381)	(413)
税务费用	(464)	(612)	(481)	(644)	(706)
利息收入(支出)	(81)	(10)	(259)	(276)	(303)
投资活动现金流	(739)	(2,873)	(415)	(727)	(804)
资本支出	(727)	(415)	(415)	(727)	(804)
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)	(800)	(1,022)
借款	(216)	73	-	-	-
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(24)	(219)	(544)	(800)	(1,022)
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	2,109	1,958	2,212
期初现金及现金等价物	2,437	3,490	7,255	9,364	11,322
期末现金及现金等价物	3,490	7,255	9,364	11,322	13,534

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	9,826	11,784	13,996
应收账款和应收票据	468	784	1,115	1,237	1,369
存货	2,499	3,135	4,564	4,956	5,490
其他流动资产	1,800	3,826	5,438	6,034	6,679
流动资产合计	8,539	15,463	20,943	24,010	27,533
物业、厂房及设备	662	767	1,092	1,689	2,294
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	23,508	27,136	31,228
短期借贷	21	-	-	-	-
应付账款和应付票据	4,067	6,779	9,870	10,715	11,870
其他流动负债	1,369	1,376	1,956	2,171	2,402
流动负债合计	5,457	8,156	11,826	12,886	14,273
其他负债	974	1,323	1,323	1,323	1,323
总负债	6,431	9,479	13,149	14,209	15,596
股本	720	800	800	800	800
储备	2,384	5,083	7,178	9,745	12,451
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	10,359	12,927	15,632
负债和股东权益总计	10,353	17,744	23,508	27,136	31,228

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%	42%	11%	11%
毛利润增速	32%	25%	33%	18%	10%
营业利润增速	74%	25%	53%	29%	10%
净利润增速	-2%	173%	47%	28%	11%
盈利能力					
净资产收益率(平均)	18%	29%	28%	29%	26%
总资产报酬率	7%	13%	13%	13%	13%
投入资本回报率	50%	31%	37%	39%	35%
利润率					
毛利率	24%	27%	26%	27%	27%
营业利润率	8%	9%	9%	11%	11%
净利润率	3%	7%	7%	8%	8%
营运能力					
现金循环周期	(25)	(43)	(51)	(59)	(58)
应收账款周转天数	7	9	10	11	11
存货周转天数	52	56	52	60	59
应付账款周转天数	84	108	113	129	128
净债务(净现金)	(3,751)	(7,717)	(9,826)	(11,784)	(13,996)
自由现金流	1,075	1,116	2,916	3,095	3,597
目标 P/E (x)		104.8	71.3	55.8	50.4
目标 P/B (x)		22.7	18.1	14.5	12.0

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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) 浦银国际持有本报告所述公司(小米集团 1810.HK)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

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

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