

传音控股 (688036)

手机业务稳定增长，新业务打开成长空间

增持 (首次)

2023年06月25日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 金晶

执业证书: S0600523050003

jinj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	46,596	58,342	67,446	78,044
同比	-6%	25%	16%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	2,484	4,101	5,154	6,368
同比	-36%	65%	26%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.09	5.10	6.41	7.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	45.15	27.35	21.76	17.61

关键词: #出口导向 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- 新兴市场领先智能机品牌，多元化布局全球市场:** 公司为非洲手机行业龙头公司，以手机业务为基本盘，已发展出手机、数码配件/家电、移动互联网、服务与支持/售后服务等四大类业务。公司 17-22 年业绩保持高速增长，营收/归母净利润 CAGR 达 18.4%/29.9%，期间受新冠疫情影响，全球手机市场景气度低迷，业绩略有承压，伴随宏观经济复苏、公司全球化布局推进，公司业绩有望得到有效修复。
- 持续推动全球化布局，新兴市场业务空间明确:** 1) 非洲: 非洲手机市场基本盘稳固，渗透率与 ASP 双重驱动公司业务发展; 2) 东南亚: 印度 5G 替换 4G 趋势明确，疫情退去孟加拉国对外贸易恢复，手机市场增长因素明晰; 3) 拉丁美洲: LG 退出巴西市场，传音替代部分份额，2022Q2 出货同比增长 393%，跻身前五手机厂商; 4) 中东: 通胀压力及供给问题得到缓解，公司份额逆转节点浮现; 5) 俄罗斯: 受俄乌战争影响三星、苹果份额下降，中国厂商填补空白，2022 年公司市占率达 14%。
- “AI+”赋能智能终端，传音生态迎来新机遇:** 1) 移动互联业务: OS 系统迎来广阔市场空间，预计 2025 年 OS 系统收入达 40.8 亿元，2022-2025 三年间 CAGR 达 80.3%。与此同时，第三方 APP 的 MAU 大幅提高，部分 APP 开始变现; AI 助手终极入口再中心化，新产品实现 ChatGPT 文字交互，未来有望带来营收增量; 2) 扩品类业务: 复刻手机差异化策略经验，多品牌共同发展，开展立体化多维度业务; 2025 年公司扩品类业务预计达到 11.3 亿美元，21-25 年期间 CAGR 约 50%; 3) 智能领域创新: 传音数字人落地，智能语音助手开启本地化 AI 内容服务生态，新老业务持续创新，赋能“AI+公司产品”新融合。
- 盈利预测与投资评级:** 我们看好公司的多元化战略布局与本地化运营策略，同时全球手机市场回暖，公司持续开拓新兴市场，市场份额逐年提升，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润 41/52/64 亿元，行业 23-25 年 PE 均值为 37/30/26 倍，公司当前市值对应 PE 分别 27/22/18 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 汇率风险、政策波动风险、市场竞争激烈，新市场开拓不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	148.26
一年最低/最高价	53.00/153.67
市净率(倍)	7.29
流通 A 股市值(百万元)	119,193.68
总市值(百万元)	119,193.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.34
资产负债率(% ,LF)	50.72
总股本(百万股)	803.95
流通 A 股(百万股)	803.95

相关研究

内容目录

1. 新兴市场领先智能机品牌，多元化布局全球市场	5
1.1. 非洲手机行业龙头，多元布局迈向全球.....	5
1.2. 营收利润逐年增长，各大新兴市场共发力.....	7
1.3. 公司股权结构集中，股权激励调动员工积极性.....	8
1.4. 多方面优势共铸三大核心竞争力，构筑企业护城河.....	9
2. 非洲市场基本盘稳固，新兴市场业务空间明确	11
2.1. 非洲：智能手机基本盘稳固，本土化创新构筑先发优势.....	12
2.1.1. 非洲市场潜在空间仍广阔，多重因素利好与风险并存.....	12
2.1.2. 市占率连续多年第一，本土化创新推动业务平稳发展.....	14
2.2. 其他地区：新兴市场持续开拓打开成长空间，本土化策略助力份额提升.....	16
2.2.1. 东南亚：手机市场潜在需求庞大，市占率稳步提升.....	16
2.2.2. 拉丁美洲：市场份额实现有效突破，跻身前五手机厂商.....	18
2.2.3. 中东：手机市场出货恢复增长，公司逆转节点浮现.....	19
2.2.4. 俄罗斯：俄乌战争影响巨大，中国品牌填补市场份额.....	20
2.3. 强技术、新业态、优品牌相辅相成助力传音手机业务全球化战略.....	21
3. 新业务展望：“AI+”赋能智能终端，传音生态迎来新机遇	23
3.1. 软件硬件协同发力，智能生态格局已现.....	24
3.1.1. 移动互联业务：全面布局非洲市场，打造系统生态增强用户粘性.....	24
3.1.2. 扩品类业务：复刻手机业务经验，加速全产品覆盖.....	28
3.2. 引领新兴市场智能领域创新，把握未来航向.....	29
3.2.1. 多语种语音助手取得突破，开启本地化 AI 内容服务生态	29
3.2.2. 多业务并进，挺进新兴地区“AI+”市场	30
4. 盈利预测与投资建议	31
4.1. 盈利预测.....	31
4.2. 投资建议.....	31
5. 风险提示	32

图表目录

图 1: 传音控股历史沿革.....	5
图 2: 传音多元化战略布局.....	6
图 3: 传音旗下产品概览图.....	6
图 4: 公司营业收入及 YOY (亿元)	7
图 5: 公司归母净利润及 YoY (亿元)	7
图 6: 公司分业务收入情况 (亿元)	8
图 7: 公司销售毛利率、净利率情况 (%)	8
图 8: 公司研发费用及 YoY (亿元)	8
图 9: 公司费用率 (%)	8
图 10: 公司股权结构 (截至 2023/4/21)	9
图 11: 公司手机出货量 (亿部) 及产销率.....	10
图 12: 非洲智能机市场 2021Q4-2022Q4 竞争格局	10
图 13: 传音核心竞争力及业务展望.....	11
图 14: 全球手机出货量 (百万部)	12
图 15: 传音全球手机市场占有率.....	12
图 16: 2021-2024 年非洲 GDP 增长率 (%)	13
图 17: 2022 年非洲人口结构.....	13
图 18: 非洲智能手机市场竞争格局.....	14
图 19: 2022 年公司非洲业务营收占比.....	14
图 20: 2022Q3-2022Q4 手机市场份额 (按价格区间)	15
图 21: CAMON 19 双核 3D LUT 图片美化效果	15
图 22: CAMON 19 夜晚成像技术效果.....	15
图 23: 传音非洲市场手机业务发展驱动因素.....	16
图 24: 2021-2022 印度智能机出货量 (百万台)	17
图 25: 印度 5G 渗透率 (%)	17
图 26: 孟加拉国 2021Q4、2022Q4 智能手机市场竞争格局.....	18
图 27: 2022Q1-Q2 拉美智能机市场出货	19
图 28: 2022Q1-Q2 拉美智能机市场竞争格局	19
图 29: 2021Q4-2022Q4 中东手机市场各厂商出货量	20
图 30: 2022 俄罗斯智能手机出货量占比.....	21
图 31: 传音手机业务核心竞争力与业务展望.....	22
图 32: 2020-2022 年公司收入占比情况	23
图 33: 公司新业务拓展状况.....	24
图 34: 传音手机非洲市占率 (2020Q2—2022Q4)	24
图 35: 2022 年 1 月各地区互联网用户占总人口比例.....	25
图 36: 2022 年世界不同地区网络覆盖情况.....	25
图 37: 以传音 OS 为载体的移动互联业务模式	26
图 38: 传音扩品类业务主要产品.....	28
图 39: 非洲移动通讯业收入与增长率.....	30
图 40: 传音数字人.....	30

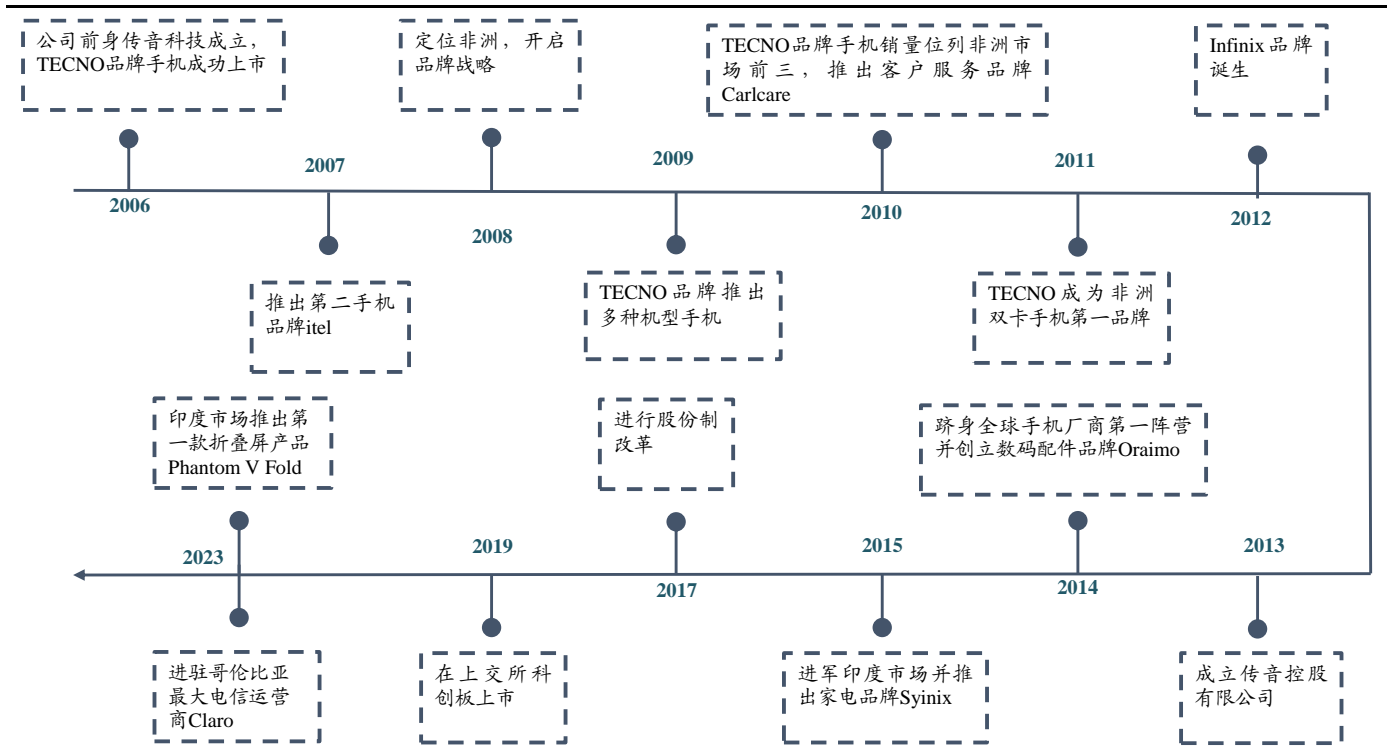
表 1:	2022 年公司股权激励计划.....	9
表 2:	非洲手机市场空间预测.....	13
表 3:	印度手机市场空间预测.....	17
表 4:	孟加拉国手机市场空间预测.....	18
表 5:	拉丁美洲手机市场空间预测.....	19
表 6:	中东手机市场空间预测.....	20
表 7:	俄罗斯手机市场空间预测.....	21
表 8:	新兴市场整体空间预测.....	23
表 9:	2022-2025 年公司 OS 系统增量空间测算.....	26
表 10:	全球移动 APP 市场规模测算.....	27
表 11:	2022 年公司移动互联网业务第三方 APP 代表一览.....	27
表 12:	2023-2025 年公司配件及家电业务增量空间.....	29
表 13:	“AI+产业”赋能梳理.....	31
表 14:	可比公司估值（截至 2023 年 6 月 20 日）.....	32

1. 新兴市场领先智能机品牌，多元化布局全球市场

1.1. 非洲手机行业龙头，多元布局迈向全球

非洲智能手机行业龙头，深耕行业十余载。公司前身传音科技于2006年成立，2006-2008年公司专注于手机的研发，推出了TECNO和itel两大手机品牌，2008-2013年瞄准非洲市场，开启品牌战略，手机产品在非洲市场销量位列前三；同时公司进行多元化业务布局，大力发展数码配件，移动互联网及相关售后服务。2013年传音投资、传力投资共同出资成立了传音控股有限公司，于2015年进军印度市场并推出家电品牌Syinix，同年业务逐渐向东南亚、拉美、中东等地新兴市场扩展，2017年将有限责任公司整体变更为股份有限公司，2019年在上交所科创板上市。公司发展至今，已拥有手机、数码配件/家电、移动互联网、服务与支持/售后服务四大类业务。

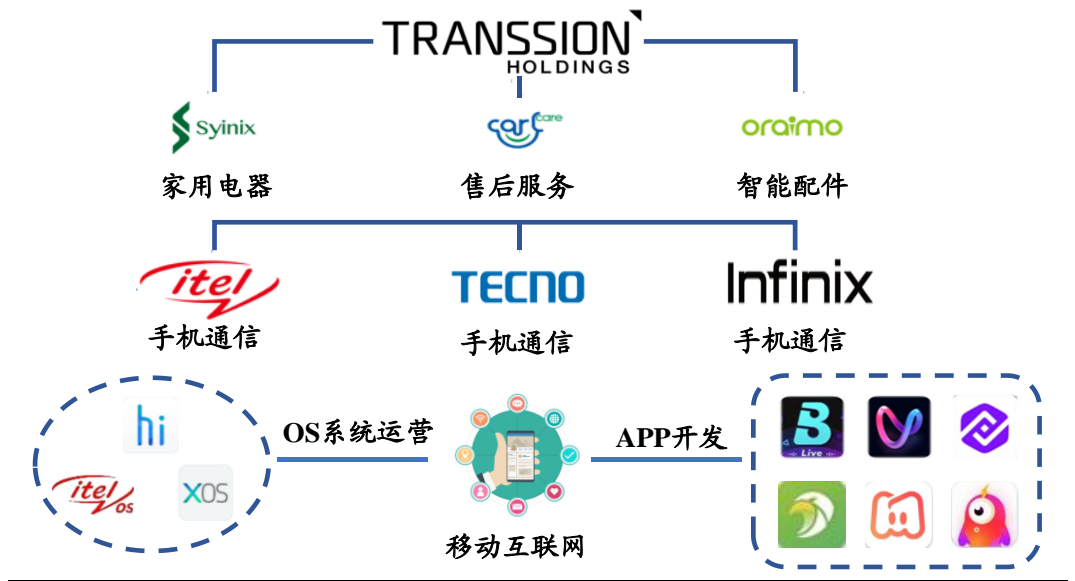
图1：传音控股历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，Wind，东吴证券研究所

积累新兴市场领先优势，实施多元化战略布局。从业务构成看，公司依靠手机业务起家，形成TECNO、Infinix、itel三大品牌手机，并在手机业务基础上不断开展新业务，发展出数码配件品牌Oraimo和家电品牌Syinix；此外，公司还建立起了基于Android系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统和服务与支持/售后服务。从销售区域布局看，公司产品主要面向海外，集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场，截至2022年，公司在非洲、南亚、孟加拉国的市场占有率排名第一；此外，公司已在全球范围内建设超过2000个售后服务网点（含第三方合作网点），构建了以非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等地为核心的跨境经营全球性布局。

图2: 传音多元化战略布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

多品牌面向多层次消费群体, 满足新兴市场需求。公司的主要产品为智能手机, 目前旗下推出了三大品牌, 共 11 系列的智能手机, 面向不同的消费群体。其中 TECNO 是中高端品牌, 定位于新兴市场中产阶级消费群体, 主打拍照影像技术; Infinix 面向追求时尚科技的年轻人群; itel 面向大众, 定位于中低端, 其特点为质量好、价格优惠; 立足本土化的创新和专注于用户体验的产品定位, 使得公司品牌拥有较高的用户忠诚度。据 IDC 数据, 2022 年公司全球手机市场的占有率为 11.7%, 排名第三, 产品主要客户来自非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场地区。

图3: 传音旗下产品概览图

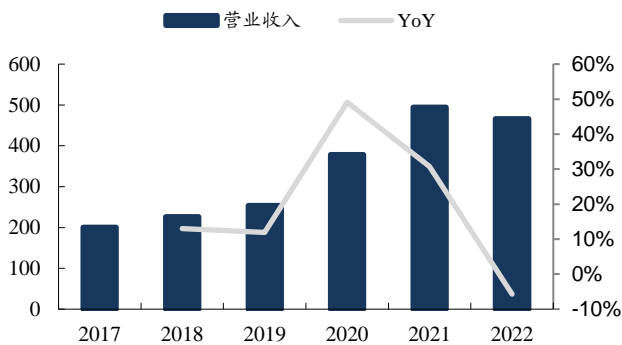
	主要业务			拓展业务			
	TECNO	Infinix	itel	Oraimo	Syinix	移动互联网产品服务	服务与支持/售后服务
主要产品	 SPARK POP CAMON 20 Pro POVA 4	 Infinix	 itel	 magpower smart clipper Highway Nano freepods oraimo watch	 Q51 Series Soundbar Side-by-side Series Stainless Steel Blender	 XOS hi itel OS	 Caricare Service Caricare
产品定位	适合新兴市场中产阶级群体的优质品牌	适合年轻群体的时尚科技品牌	面向大众市场的智能生活品牌	数码配件品牌, 产品包括TWS蓝牙耳机、智能手表、蓝牙音箱、移动电源、吸尘器	中高端家电品牌, 产品有智能电视机、空调、冰箱、冰柜、洗衣机、微波炉等	手机品牌均搭载了基于Android系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统OS	为传音旗下的手机、配件、家用产品提供全方位服务
主要客户	 MICRO-STATION MS TDAfrica Redington mobile zone Egmore Velachery flipkart.com						

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 营收利润逐年增长，各大新兴市场共发力

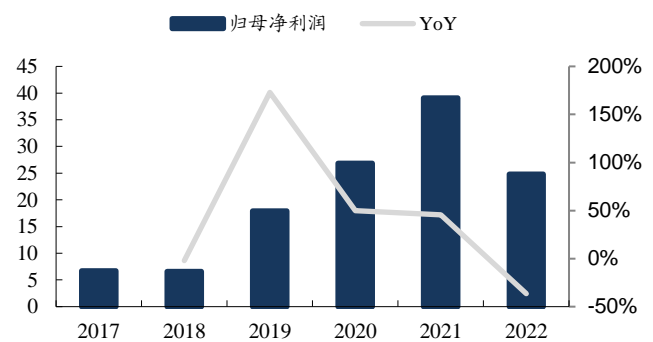
公司规模快速扩张，营业收入稳步提升。近年来，公司沿“一带一路”不断扩张，在非洲市场市占率排名第一的基础上，致力于非洲以外市场的开拓，南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场销售收入同比上升。2017-2022年，公司营业收入/归母净利润由200.4/6.7亿元增长至466.0/24.8亿元，期间CAGR达18.4%/29.9%。2020、2021年受新冠疫情影响，全球手机市场景气度低迷，公司牢牢把握新兴市场持续扩张，实现营收逆势增长；利润水平下降主要系非洲手机市场需求下滑、公司加大研发和销售投入等因素导致。

图4：公司营业收入及YOY（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司归母净利润及YoY（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从收入结构来看，公司营收规模快速增长，2022年手机业务和其他业务营收贡献分别为425.2亿元和34.1亿元，营收占比分别为91.2%和8.8%，包括智能机和功能机在内的手机业务收入是公司主要营收来源。目前，大部分新兴市场国家处于“功能机向智能机切换”的市场发展趋势中，2022年传音智能机收入在手机业务营收中的占比约为79%，较2016年上涨21.1%，智能机销量的增加为公司带来了持续稳定的流量，是公司发展移动互联网业务的保证。

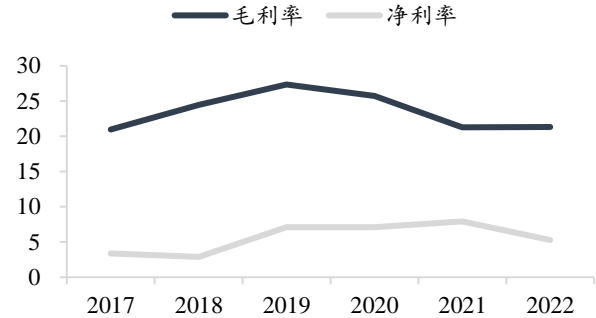
毛利率波动幅度较大，净利率呈上升趋势。随着公司品牌的建立和扩张，公司的盈利能力得到加强。2019年，公司的毛利率高达27.4%，相较于2017年提升了6.4个pct。2021-2022年毛利率出现下滑趋势，主要受全球宏观经济不景气的影响，部分新兴国家汇率大幅度波动，消费需求疲软，导致公司销售收入有所下降。综合近六年来看，毛利率在2019年达到峰值，随后逐步回落；净利率逐步提升，22年出现些许回落，这主要因为公司今年加强创新技术布局，加大研发投入力度，研发费用率持续走高。

图6: 公司分业务收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

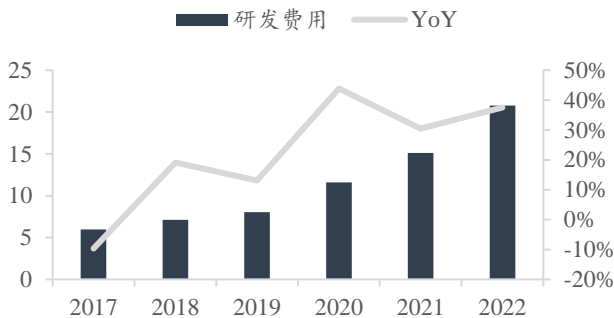
图7: 公司销售毛利率、净利率情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

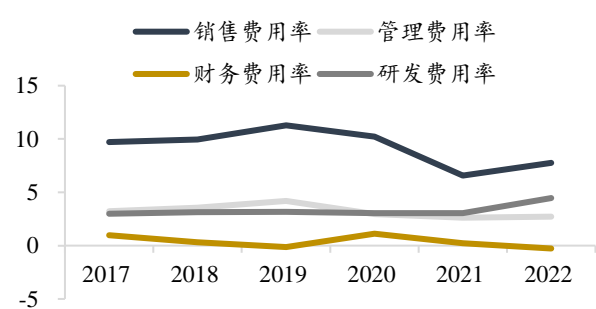
除研发费用率外, 其他三大费用率呈现下降趋势。公司研发费用随营收增加而逐步升高, 研发费用走高的效用体现在公司的产品创新上, 使公司产品在市场竞争中形成差异化优势, 进一步提高品牌竞争力。此外, 公司的销售费用率在2017-2019年有所上升, 主要原因是公司致力于开拓非洲以外新兴市场, 加大经费投入; 2021-2022年销售费用率有所回落, 主要系新兴市场产品布局已基本完成, 营销费用减少所致。

图8: 公司研发费用及 YoY (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 公司费用率 (%)

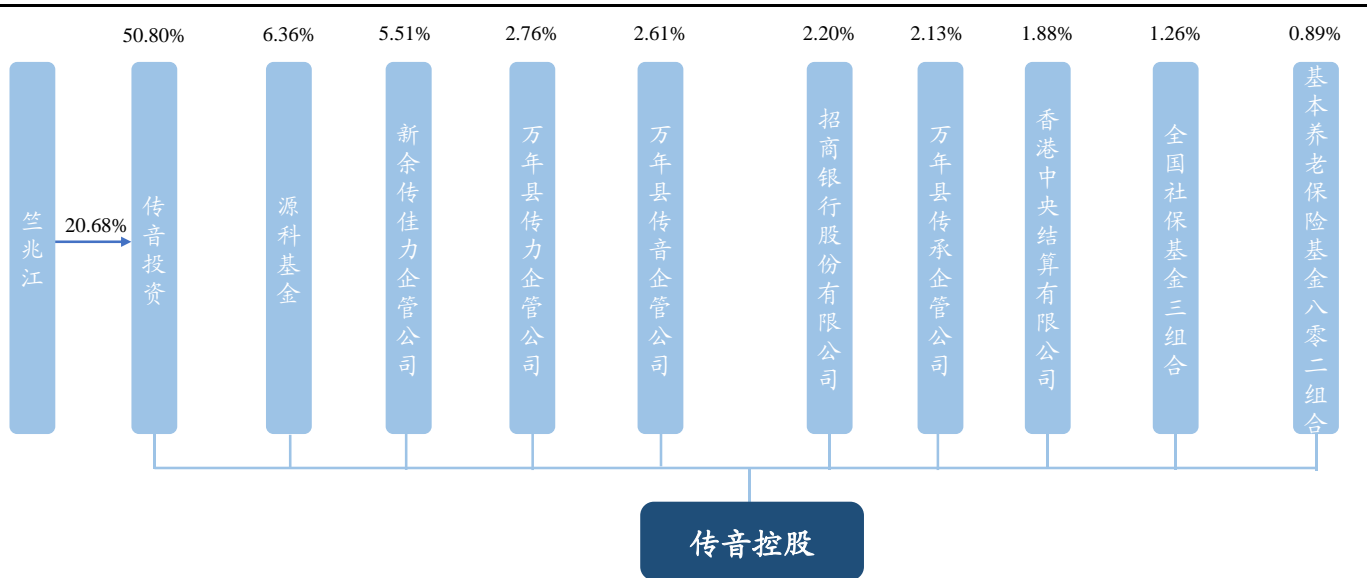


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 公司股权结构集中, 股权激励调动员工积极性

公司股权集中, 前十大股东拥有较强话语权。公司前十大股东共计持股 76.40%, 第一大股东传音投资有限公司持股比例为 50.80%, 实际控制人竺兆江先生通过传音投资有限公司间接持股 10.51%。传音投资有限公司、新余传佳力企管公司、万年县传力企管公司、万年县传音企管公司、万年县传承企管公司为员工持股公司。

图10: 公司股权结构 (截至 2023/4/21)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

截至 2023 年一季度, 公司共进行两次股权激励。第一次股权激励于 2020 年 6 月 11 日发起, 拟向激励对象授予 817.5 万股限制性股票, 约占公司股本总额 80,000 万股的 1.02%, 首次授予部分涉及的激励对象共计 296 人, 包括中层管理人员、技术骨干、业务骨干, 占公司员工总人数的 1.86%。第二次股权激励拟于 2022 年 9 月 14 日发起, 向激励对象授予 1,722.85 万股限制性股票, 约占公司股本总额 80,395 万股的 2.14%。首次授予部分涉及的激励对象共计 932 人, 包括董事、高级管理人员、中层管理人员、技术骨干、业务骨干, 占公司员工总人数的 5.79%。公司的两次股权激励降低了前十大股东的持股比例, 激发了企业员工的工作积极性, 也表明公司对未来业绩的看好。

表1: 2022 年公司股权激励计划

考核年度	业绩考核标准	
2023	营业收入相对于 2021 年的增长率 目标为 20%, 门槛值为 15%	扣非后净利润相对于 2021 年增长率 目标为 20%, 门槛值为 15%
2024	营业收入相对于 2021 年的增长率 目标为 44%, 门槛值为 32.25%	扣非后净利润相对于 2021 年增长率 目标为 44%, 门槛值为 32.25%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 多方面优势共铸三大核心竞争力, 构筑企业护城河

公司的竞争具备本土化运营、品牌打造、技术创新和渠道优势等多个方面优势, 其核心竞争力可总结为: **明晰定位、核心技术、品牌战略** 三个方面。

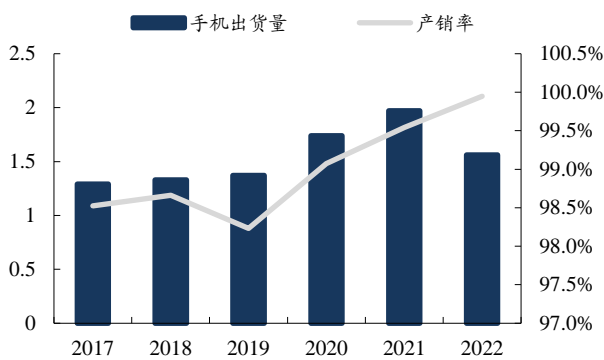
明晰定位: 明确定位新兴市场, 始终坚持本土化运营。公司聚焦新兴市场, 从非洲起家, 主营手机业务, 秉持 “Think Globally, Act Locally” 理念, 及时跟踪掌握消费者市场需求动向, 对客户需求深入调研, 使得其产品研发方向定位精准, 产品能够及时满足市场需求; 公司围绕新兴市场战略, 从非洲走向拉美、东南亚、南亚, 版图逐步扩张,

产品已进入全球超过 70 个国家和地区，如今手机业务在全球市场占有率排名第三。公司将复制已有成功经验，继续以新兴市场为主要销售区域，不断拓宽业务版图。

核心技术：聚焦技术创新，解决个性化需求。针对非洲及其他新兴市场消费者的市场需求，公司取得了切合当地市场的研发成果，研制了深肤色摄像技术、夜间拍照捕捉技术和暗处人脸识别解锁功能等个性化应用技术；针对非洲国家局部地区经常停电、早晚温差大、使用者手部汗液多等问题，公司研制了低成本高压快充技术、超长待机、环境温度检测的电流控制技术和防汗液 USB 端口等。公司通过四个领域的核心技术为客户提供定制化和个性化服务，树立独特优势。

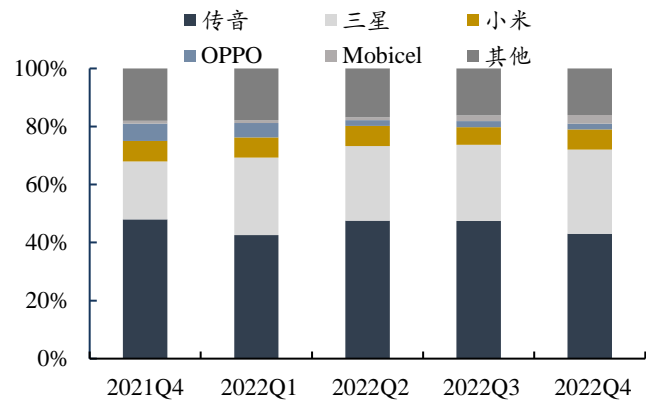
品牌战略：专业售后服务+多品牌战略，形成坚固品牌壁垒。TECNO、Infinix、itel 三大手机品牌分别定位新兴中产阶级消费群体、时尚的年轻群体和大众群体，针对不同群体的不同需求进行个性化设计，受到广大消费者欢迎。在此基础上，公司的专业售后服务品牌 Carlcare 为传音旗下的手机、配件、家电产品提供全方位保障，为传音的手机和移动互联用户提供在线咨询、远程协助等增值服务，形成了良好的品牌效应。同时，公司致力于打造多元化商业生态模式，Oramio 和 Synix 两大消费电子和家电品牌进一步提升了公司的品牌价值，“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式初步成型，多品牌战略覆盖了非洲不同的消费群，对进入非洲的单一品牌而言，形成了坚固的竞争壁垒。

图11：公司手机出货量（亿部）及产销率



数据来源：IDC，东吴证券研究所

图12：非洲智能机市场 2021Q4-2022Q4 竞争格局

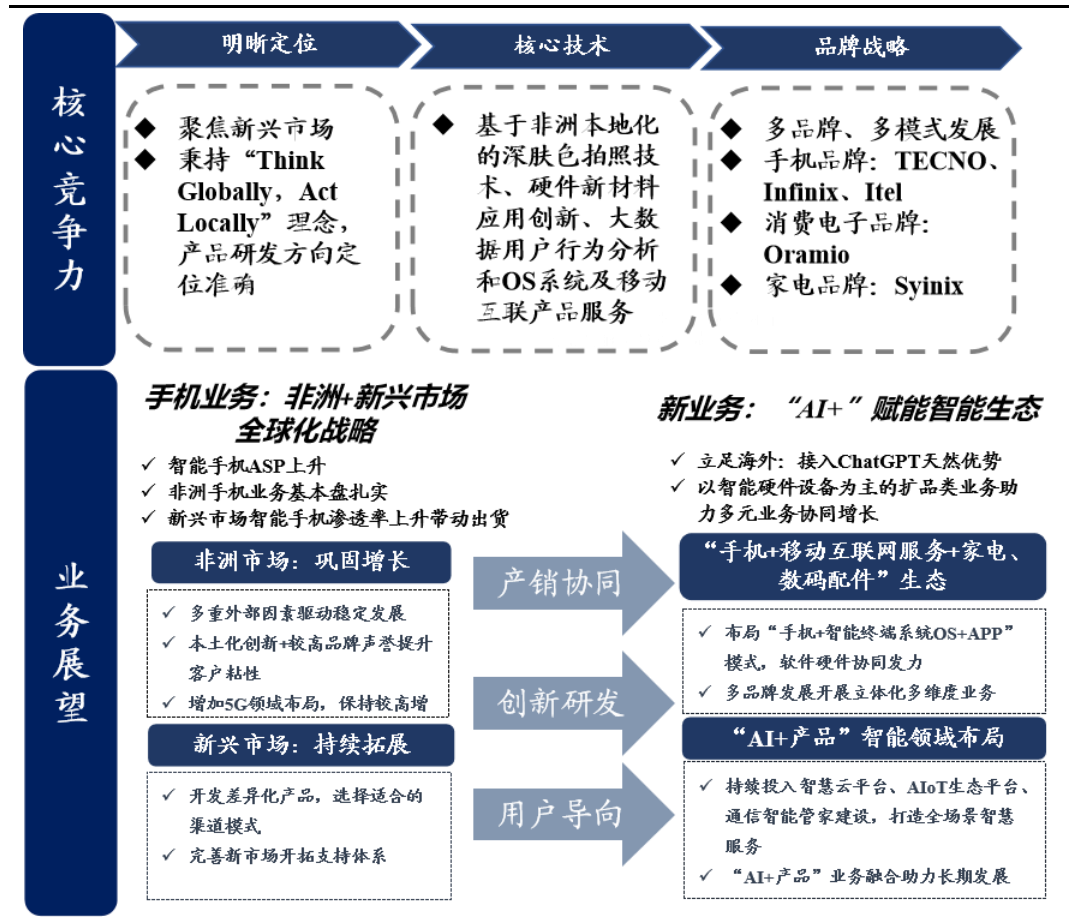


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

立足非洲，拓展全球，手机及新业务板块协同健康发展。公司多年扎根于非洲市场，凭借优异的产品性能及瞄向本土需求的技术创新已取得较大成效，公司出货总体维持平稳，产销率自 2020 年起突破 99%，稳步攀升。2022 年，公司非洲智能机市场份额维持在 43% 以上，排名第一，与第二名三星拉开较大差距。同时公司凭借“渠道下沉+产品优越+品牌响亮+本土运营”多重优势，奋力开拓“一带一路”新兴市场，将手机业务拓向全球，中东、南亚、东南亚、拉美等区域相较非洲经济增速更高，预计将为当地手机市场带来可观的量价增长空间。此外，公司积极接入 ChatGPT，利用“AI+”赋能智能领域关键布局，提供“全场景智慧”服务，坚持多品牌、多模式发展，实现手机业务和

新业务的结合，助力多维度新老业务协同发展，打造传音独特智能生态。

图13: 传音核心竞争力及业务展望

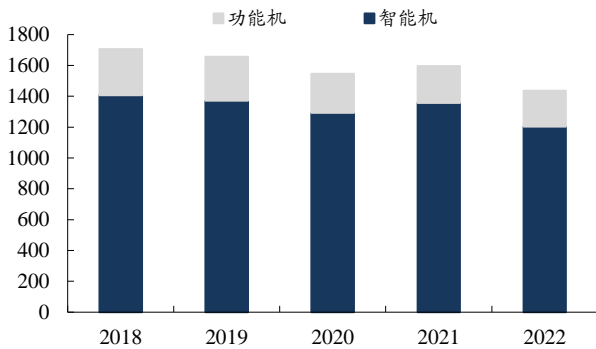


数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

2. 非洲市场基本盘稳固，新兴市场业务空间明确

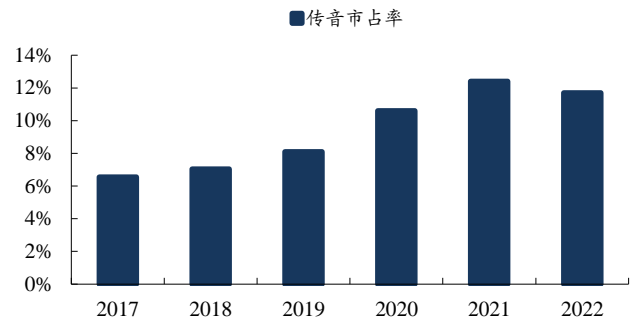
手机业务为公司主要收入来源，持续布局全球各地区。公司在保持非洲手机市场份额第一名的同时，持续开拓南亚、中东、欧洲、拉美等地区的手机市场。得益于新兴市场带来的销量增长，尽管 2022 年全球智能机、功能机出货量均出现下滑，公司凭借其全球化战略仍在其他地区（南亚、欧洲、拉美、中东）实现 67% 的收入增长，占总营收 49.2%，非洲市场贡献了公司 49.1% 的营收。在新兴市场实现从 0 到 1 的突破后，传音将继续开拓新兴市场并提高新进入地区的渗透率，从全球手机市场的竞争格局来看，根据 IDC 数据，传音手机的全球市占率从 2017 年的 6.5% 提高到 2022 年的 12.7%，提高了 6.2 个 pct，具有相当可观的竞争力。

图14: 全球手机出货量 (百万部)



数据来源: IDC, Statista, 东吴证券研究所

图15: 传音全球手机市场占有率



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

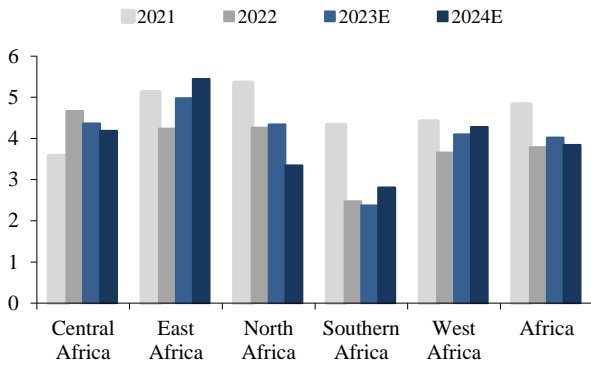
2.1. 非洲: 智能手机基本盘稳固, 本土化创新构筑先发优势

2.1.1. 非洲市场潜在空间仍广阔, 多重因素利好与风险并存

非洲基础设施建设加速, 自贸区建设释放经济增长动力。2021年非洲大陆自贸区正式开始建设, 旨在进一步降低关税、消除贸易壁垒, 促进区域内贸易和投资发展。中非双方共同制定《中非合作2035年愿景》, 一体化合作深入推进中非贸易关系, 并为非洲基础设施建设注入新动能。据非洲发展银行统计, 2010年以来, 非洲整体经济增长率几乎每年都高于全球平均水平, 2022年非洲经济虽有放缓, 但发展势头不减, 仍超过欧洲、北美、南美及世界平均水平, 平均GDP增速维持在3.8%, 并预计2023-2024年非洲平均GDP增长水平将稳定在4%左右, 因此为传音在非洲的市场拓展提供了优良的宏观经济环境。

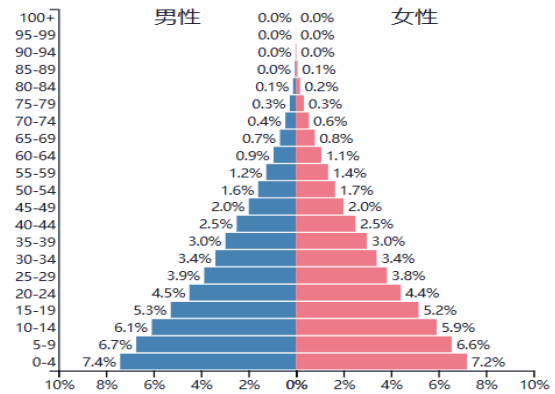
非洲手机市场受益于年轻化人口结构和人口规模红利。据CIA数据, 在全球各地区中, 非洲国家年龄中位数普遍较低, 最低的尼日尔年龄中位数仅为14.8岁, 同时据联合国经济和社会事务部人口司数据, 2022年非洲大陆19岁及以下人口占总人口数的50.4%, 65岁以上人口仅占比3.5%。人口结构年轻, 更易于接受新鲜事物。据Statista数据, 非洲大陆2022年互联网用户达5.7亿, 相比2015年实现翻倍发展, 互联网的铺开进一步推动非洲智能手机市场发展, 使得公司的硬件设备和软件服务均有望从中受益。

图16: 2021-2024年非洲 GDP 增长率 (%)



数据来源: 非洲发展银行, 东吴证券研究所

图17: 2022年非洲人口结构



数据来源: 联合国数据, 东吴证券研究所

智能手机渗透率上升和 ASP 提高双重因素驱动公司发展。渗透率方面, 由于非洲经济发展水平和基建水平都较为落后, 手机市场功能机占比较高, 但随着通信网络建设升级, 智能手机渗透率正不断提升。据 GSMA 预测, 2025 年撒哈拉以南非洲的智能手机渗透率将从 2021 年的 49% 上升至 61%; 根据 Statista 数据显示, 非洲智能机占比预计从 2022 年的 71.7% 提高至 2025 年的 77.2%。**手机价格方面**, 据 Counterpoint 数据, 2022 年三季度公司旗下品牌 TECNO 和 Infinix 的智能手机 ASP 分别上升 26% 和 28%, 呈现不断提高的趋势; 同时 Statista 也给出智能机 ASP 不断上升的预测。综合非洲智能机正不断替代功能机空间、智能机 ASP 上升两项因素, 预计 2025 年非洲手机市场空间将达到 469.4 亿美元。

表2: 非洲手机市场空间预测

	2022	2023E	2024E	2025E
智能机容量 (百万台)	145.4	157.5	165.9	173.0
功能机容量 (百万台)	57.3	56.0	53.8	51.1
智能机 ASP (美元)	245.8	249.4	249.6	257.5
功能机 ASP (美元)	46.3	46.3	46.4	46.7
智能机市场空间 (亿美元)	357.4	392.8	414.1	445.5
功能机市场空间 (亿美元)	26.5	25.9	25.0	23.9
合计市场空间 (亿美元)	383.9	418.7	439.1	469.4

数据来源: Statista, 东吴证券研究所

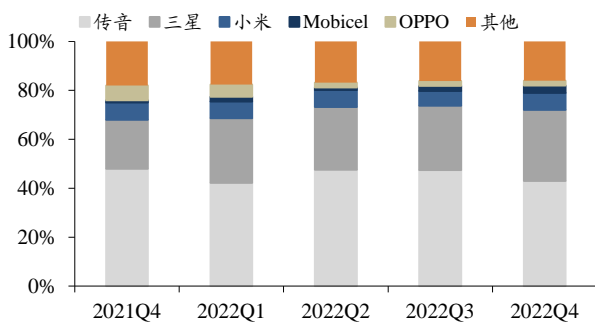
粮食短缺、通货膨胀、5G 更新换代可能对于传音非洲市场产生扰动。据联合国贸发会议 (UNCTAD) 数据, 2018 年至 2020 年, 非洲从俄乌两国进口了价值 51 亿美元的小麦, 占非洲小麦进口总额近 45%; 据非洲开发银行数据, 2022 年非洲农作物价格上升 21.4%; 据红十字国际委员会表示, 俄乌冲突和东非严重旱灾造成的粮食危机已使得约 3.46 亿非洲民众受到影响, 这些因素使得非洲民众可支配收入大大降低。其次, 据非洲开发银行数据, 非洲 2022 年的平均通胀率达到 13.5%, 同比 2021 年上升 0.5%, 其中南

非、埃及和尼日利亚通胀率为 7.4%/13.2%/18.6%，通胀高企使得非洲生活必需品价格激增，降低非洲人民对于手机的购买欲望。此外，据 EIU 数据，截至 2022 年底非洲 53 个国家中已有 13 个国家使用 5G 网络，同时 IDC 报告 2022 年二季度非洲市场 5G 设备出货量同比增长 26.9%，显示出非洲 5G 手机市场的强大潜能；相比于提前布局的三星、小米、华为，公司发展 5G 的脚步相对落后，但后续有望通过追加相关布局和深耕非洲市场及客户形成的综合竞争优势获取 5G 市场的增量份额。

2.1.2. 市占率连续多年第一，本土化创新推动业务平稳发展

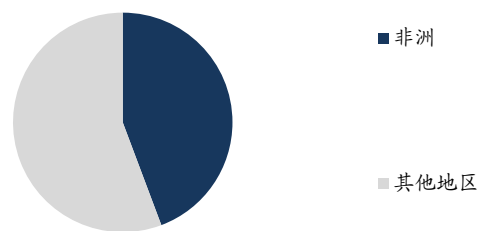
非洲地区传音市占率多年位居首位，市场格局相对稳定。公司多年深耕非洲市场，在非洲市占率长期保持第一，在业界被称为“非洲之王”。据 IDC 数据，传音非洲市场份额长期保持 40%以上，2022 年市占率超 45%，仍稳坐同业首位。2022 年公司手机整体出货量约 1.56 亿部，全球手机市场占有率 11.7%，排名第三，其中智能机在全球智能机市场占有率为 6.0%，排名第六。非洲手机市场竞争格局相对稳定，公司在智能机领域的竞争对手是三星、小米、Mobicel 和 OPPO，在功能机领域的竞争对手是 HMD，尚未有对手能冲击公司在非洲的领先地位。

图18: 非洲智能手机市场竞争格局



数据来源：IDC，东吴证券研究所

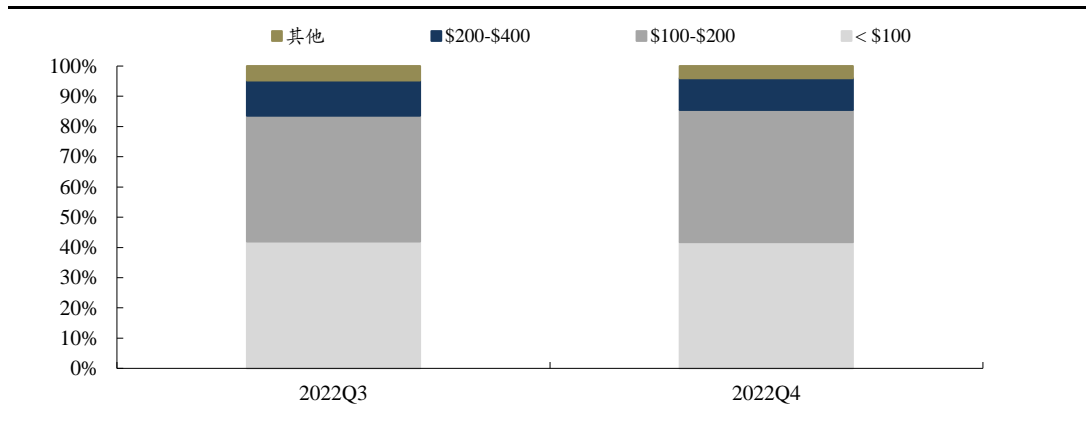
图19: 2022年公司非洲业务营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

非洲经济发展，智能机市场竞争压力可能加剧。传音品牌凭借其强大的入门级设备产品组合，在 2022 年引领非洲地区智能手机市场，三星凭借其 A04 等机型位居第二。2022Q4，传音在非洲的市占率为 43%。目前，低于 200 美元的低端手机继续主导非洲智能手机市场，但随着非洲经济的发展，低端手机的销售情况有所萎缩；中高端手机的销量正在慢慢崛起。价格方面，低于 100 美元的智能机份额保持不变，同期价格为 100-200 美元的设备份额从 2022Q3 的 41.6%增加到 2022Q4 的 43.8%，这得益于三星 A 系列的表现。预计该区间价位将保持增长势头。

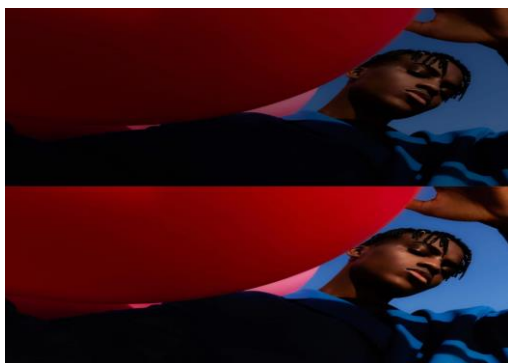
图20: 2022Q3-2022Q4 手机市场份额（按价格区间）



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

解决用户痛点，本土化创新成为传音非洲市场护城河。公司针对非洲市场的气候和用户特点，定制化推出四项核心技术，即深肤色拍照技术、硬件新材料应用创新、大数据用户行为分析和 OS 系统及移动互联产品服务领域。公司基于非洲本地化需求为深肤色消费人群深度定制 Camera 器件，自主研发取得包括深肤色人脸检测识别技术，身体骨骼关键点检测，深肤色人像分割、多肤色智能美颜等多项核心技术成果，同时针对非洲本地酷热的气候和用户体质多汗易造成腐蚀及脏污问题，研发出了导热性好、耐手汗、重量轻的手机外壳，并在各种型号的手机搭载了基于 Android 系统二次开发、根据非洲口音深度定制的传音 OS，结合 AI 场景识别技术，构筑 OS 智慧体验，受到非洲智能手机用户的青睐。根据《African Business》2022 年 6 月发布的“2022 年最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜上，公司下属三个手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第 6、15 及 25 名，其中 TECNO 连续多年位居入选的中国品牌榜首。

图21: CAMON 19 双核 3D LUT 图片美化效果



数据来源: TECNO 官网, 东吴证券研究所

图22: CAMON 19 夜晚成像技术效果



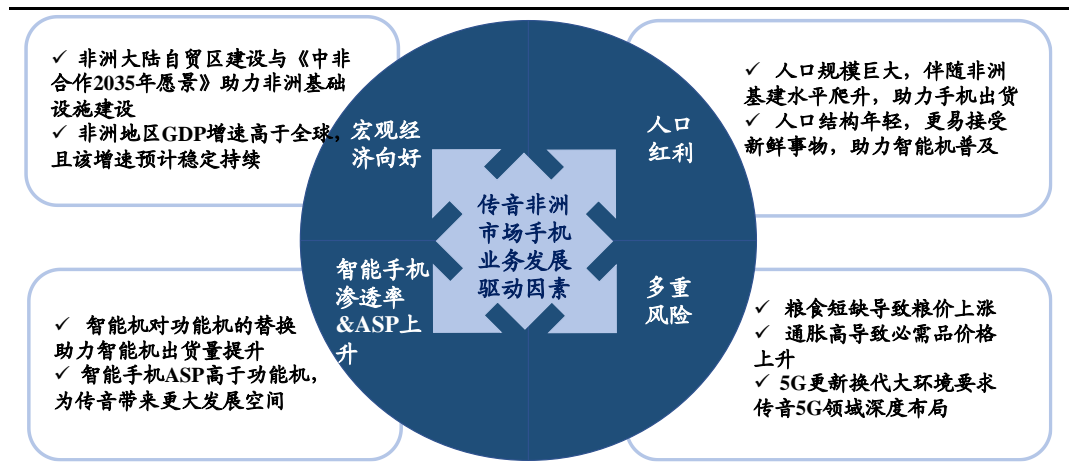
数据来源: TECNO 官网, 东吴证券研究所

积极承担社会责任提升品牌美誉度，培养用户忠诚度。公司积极融入社区、回馈社会，在非洲开展慈善事业。公司与联合国难民署达成合作伙伴关系，改善非洲难民儿童的教育条件，助力肯尼亚、乌干达的难民儿童；截至 2022 年 8 月，itel 小小图书馆捐赠计划已在非洲 13 个国家顺利落地，超 500 个小小图书馆进驻本地不同学校，当中受益学生人数超过 5 万，为非洲儿童提供了更好的学习资源。公司的慈善义举广受美誉，继

2021 年公司旗下品牌 itel 获得非洲 GWYT 人道主义奖之后，在 2022 年非洲品牌峰会再次获得“非洲最具人道主义服务品牌”称号，体现了传音做“一个有温度的品牌”使命感，提升了用户忠诚度，树立独特的竞争优势。

非洲手机业务基本盘坚实，推动公司平稳发展。人口结构年轻、基础设施和自贸区加速建设，这些因素都在不断释放非洲的经济潜力，推动智能手机行业的发展。虽由于通胀高企、粮食危机和 5G 升级潮对公司拓展业务提出挑战，但公司凭借现有的本土化创新优势以及较高的用户忠诚度，加之公司增加在 5G 领域产品的开发和布局，有望稳住非洲业务基石，依旧保持较高的增长速度。

图23: 传音非洲市场手机业务发展驱动因素



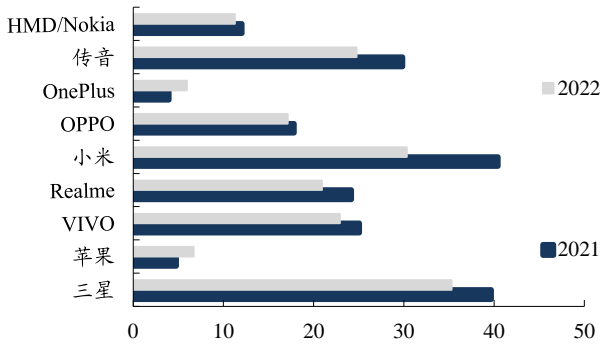
数据来源：公司公告，GSMA，联合国，非洲发展银行，we are social，东吴证券研究所

2.2. 其他地区：新兴市场持续开拓打开成长空间，本土化策略助力份额提升

2.2.1. 东南亚：手机市场潜在需求庞大，市占率稳步提升

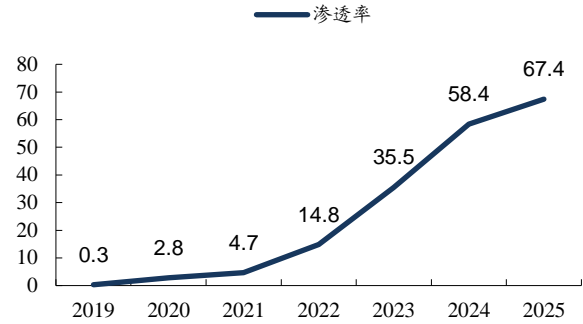
印度市场竞争激烈，公司处于去库存阶段毛利短期承压。2022 年传音在印度市场同时与三星、小米、OPPO 以及苹果等厂商竞争，市占率约 6.4%，排名第六，上升空间广阔。据 IDC 数据，传音 2022 年在印度市场实现出货量 2474 万台，虽同比下滑 17%，但 2022 年印度智能手机 ASP 打破历史记录，同比增长 18%，其中高端智能手机（>365 美元）出货量占 11%，对市场收入的贡献达 35%，创历史新高。此外，印度市场 5G 智能手机发展取得长足进步，据相关机构数据，2022 年印度智能机全年出货量超 1.4 亿台，其中 5G 智能机占比从 2020 年的不到 3%到 2023 年超过 35%，2025 年预计印度市场推出的新智能手机中将近 68%将支持 5G。考虑到印度智能机 4G 替代 5G 趋势、智能机 ASP 上升势态强劲，预计 2025 年印度手机市场空间将达到 502.9 亿美元。

图24: 2021-2022 印度智能机出货量 (百万台)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图25: 印度 5G 渗透率 (%)



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

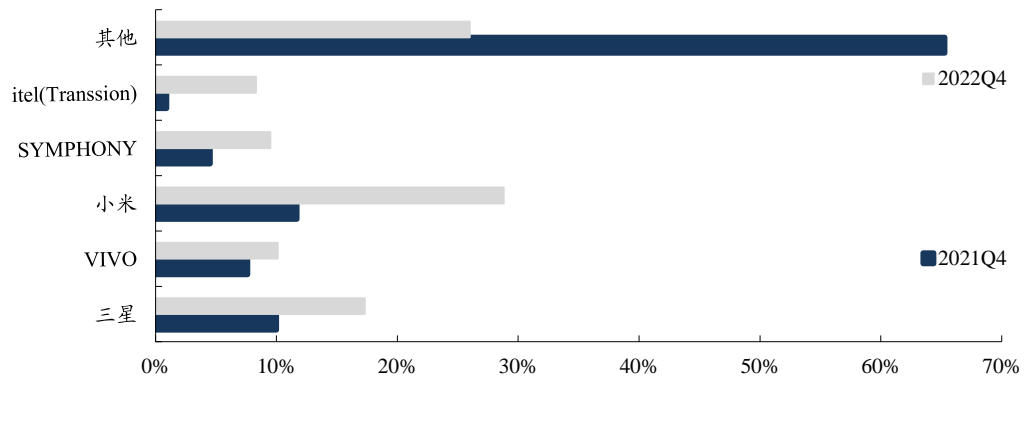
表3: 印度手机市场空间预测

	2022	2023E	2024E	2025E
智能机容量 (百万台)	172.6	187.6	198.7	207.7
功能机容量 (百万台)	49.8	48.7	47.0	44.7
智能机 ASP (美元)	219.1	222.4	224.7	232.2
功能机 ASP (美元)	45.8	45.8	45.9	46.2
智能机市场空间 (亿美元)	378.2	417.2	446.5	482.3
功能机市场空间 (亿美元)	22.8	22.3	21.6	20.6
合计市场空间 (亿美元)	401.0	439.5	468.1	502.9

数据来源: Statista, 东吴证券研究所

孟加拉国为公司重点关注的新兴市场之一。2023年5月24日, 传音 ISMARTU 孟加拉国新工厂正式投入生产, 近年来, 基于当地庞大的人口规模及避税需要, 众多中国手机厂商如 vivo、OPPO、Realme 等于孟加拉国投资建厂, 伴随手机厂商不断涌入, 孟加拉国逐渐成为国际手机品牌继印度、巴西之后的下一个“厮杀”的战场。2022年公司年报中披露, 传音在孟加拉国智能机市场占有率为 21.5%, 排名第一。根据 Counterpoint 数据, 2022Q4 公司旗下 itel 系列产品所实现市占率 8%, 相较于 2021Q4 增长 7 个 pct。随着智能手机需求回暖, 市场竞争会进一步白热化, 小米在 2022Q4 把持 29% 的市场份额, 三星紧随其后。在全球整体经济环境变暖、对外贸易恢复的趋势下, 孟加拉国智能手机市场有望实现快速增长, 预计 2025 年孟加拉国手机市场空间将达到 73.4 亿美元, 2022-2025 期间 CAGR 高达 9.6%, 公司份额有望进一步提升。

图26: 孟加拉国 2021Q4、2022Q4 智能手机市场竞争格局



数据来源: Counterpoint, 东吴证券研究所

表4: 孟加拉国手机市场空间预测

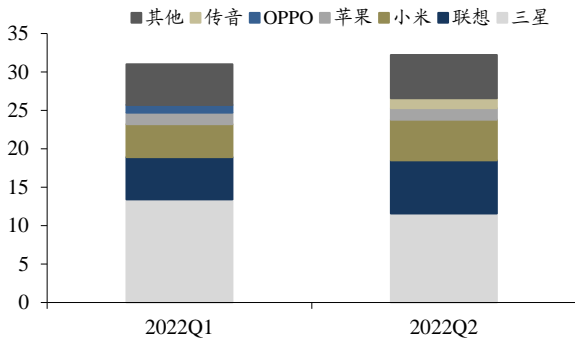
	2022	2023E	2024E	2025E
智能机容量 (百万台)	20.6	23.0	24.7	25.8
功能机容量 (百万台)	8.5	8.3	8.0	7.6
智能机 ASP (美元)	250.8	254.6	259.5	269.9
功能及 ASP (美元)	47.0	47.3	47.7	48.3
智能机市场空间 (亿美元)	51.7	58.6	64.0	69.7
功能及市场空间 (亿美元)	4.0	3.9	3.8	3.7
合计市场空间 (亿美元)	55.7	62.5	67.9	73.4

数据来源: Statista, 东吴证券研究所

2.2.2. 拉丁美洲: 市场份额实现有效突破, 跻身前五手机厂商

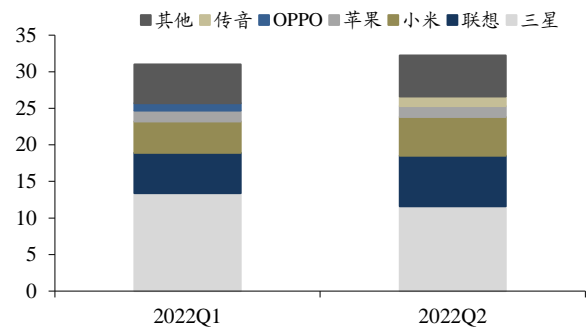
拉丁美洲目前仍然处于抢夺市场份额的阶段, 据 IDC 数据, 拉丁美洲智能手机出货量在 2022Q2 同比下滑 3%, 在市占率排名前三的三星与联想出货量下降的情况下, 传音 2022Q2 出货量升至 130 万台, 同比增长 393%, 市占率达到 4%, 取代 OPPO 排名第五位。公司在 2021 年与巴西 Positivo Tecnologia 签订独家长期合作协议, 通过 Positivo 在巴西独家生产、销售旗下 Infinix 系列手机产品。此外, 得益于韩国 LG 公司在巴西停产并关闭工厂的决策, 传音有望通过 Infinix 争夺 LG 市场份额。据 Statista 数据, 拉美市场功能机占比极低, 预计拉美市场智能机容量以及 ASP 均维持稳定, 2025 年拉美手机市场空间有望达到 309.3 亿美元。

图27: 2022Q1-Q2 拉美智能机市场出货



数据来源: Canalis, 东吴证券研究所

图28: 2022Q1-Q2 拉美智能机市场竞争格局



数据来源: Canalis, 东吴证券研究所

表5: 拉丁美洲手机市场空间预测

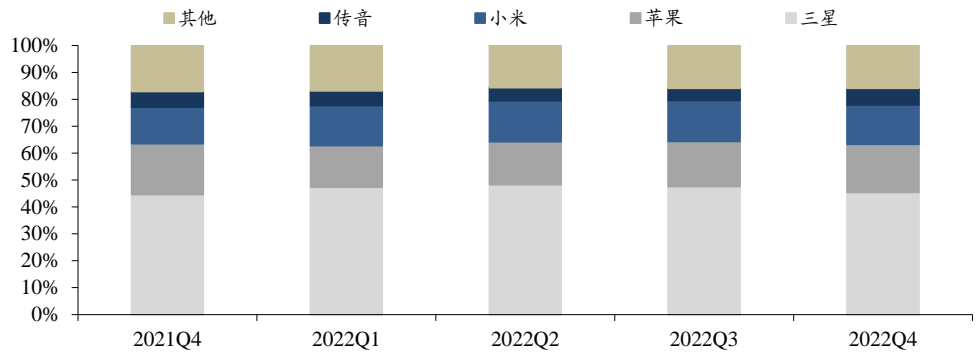
	2022	2023E	2024E	2025E
智能机容量 (百万台)	88.4	90.1	90.1	89.4
功能机容量 (百万台)	9.4	9.2	8.9	8.4
智能机 ASP (美元)	335.8	339.0	331.9	340.9
功能及 ASP (美元)	53.3	53.1	53.1	53.3
智能机市场空间 (亿美元)	296.8	305.5	299.0	304.8
功能及市场空间 (亿美元)	5.0	4.9	4.7	4.5
合计市场空间 (亿美元)	301.8	310.4	303.7	309.3

数据来源: Statista, 东吴证券研究所

2.2.3. 中东: 手机市场出货恢复增长, 公司逆转节点浮现

据 IDC 数据, 中东手机市场在 2022Q4 出货量达到 551 万台, 环比增长 5.3%, 其中智能机环比增长 5.4%至 500 万台。2022 年通货膨胀带给需求市场的压力将慢慢减轻以及手机市场供给不足的问题在四季度进一步得到解决, 带动整体手机出货量增长。其中, 传音市占率在 2022Q4 实现了自 2021Q4 连续三个季度下滑后的首次回升, 达到 6.1%。目前, 中东地区三星始终维持着超过 45% 的市场份额, 占据市场首位, 苹果与小米也在中东市场持续发力。据 Statista 预测, 未来中东市场智能机容量将进一步得到加强, 预计至 2025 年达到 9180 万台, 2025 年中东地区手机市场空间有望达 240.4 亿美元。

图29: 2021Q4-2022Q4 中东手机市场各厂商出货量



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

表6: 中东手机市场空间预测

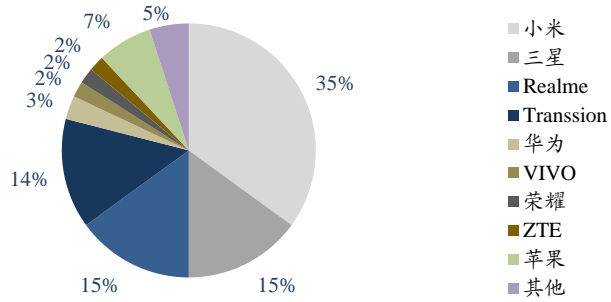
	2022	2023E	2024E	2025E
智能机容量 (百万台)	84.6	89.1	90.8	91.8
功能机容量 (百万台)	13.6	13.4	12.9	12.3
智能机 ASP (美元)	257.9	257.5	253.3	255.8
功能机 ASP (美元)	46.3	46.1	46.1	46.3
智能机市场空间 (亿美元)	218.1	229.5	230.1	234.7
功能机市场空间 (亿美元)	6.3	6.2	6.0	5.7
合计市场空间 (亿美元)	224.4	235.7	236.0	240.4

数据来源: Statista, 东吴证券研究所

2.2.4. 俄罗斯: 俄乌战争影响巨大, 中国品牌填补市场份额

俄罗斯智能手机市场出现七年来的首次衰退, MTS 指出, 2022 年俄罗斯智能手机销量同比下降 19%, 同比销售额下降 22%。数据显示, 中国品牌在俄罗斯手机市场的地位得到有效加强, 2022 年以来三星和苹果在俄罗斯智能手机市场的份额下降了三分之一, 而该市场份额由中国智能手机品牌填补, 中国品牌的总市场份额从 50% 增加到 65%, 是俄罗斯手机市场增长的重要力量。其中, 小米在俄罗斯的市场占有率最高达 35%, 俄罗斯已成为小米在印度之后的第二大海外市场; Realme 在 2022 年的俄罗斯的市场份额也增加了 6.4 个 pct; 传音的市场占有率达到 14%。据 Statista 预测, 俄罗斯智能手机市场受俄乌战争及当年销量下滑因素影响在 2022 年表现不佳, 但预计未来可以得到有效修复, 至 2025 年预计俄罗斯手机市场空间达 76.9 亿美元。

图30: 2022 俄罗斯智能手机出货量占比



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

表7: 俄罗斯手机市场空间预测

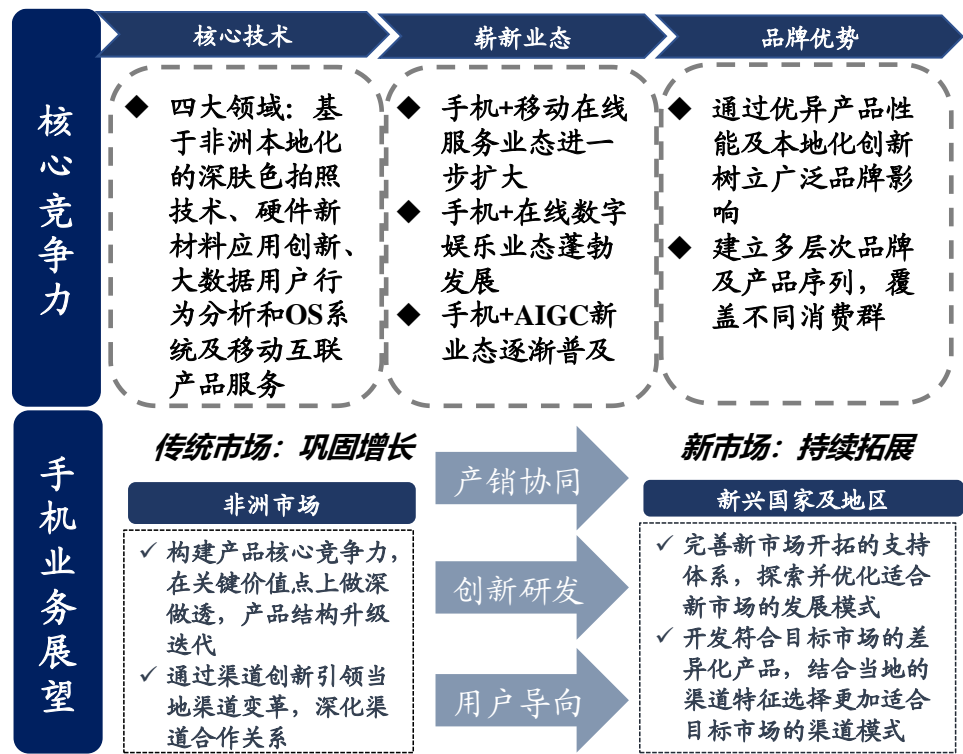
	2022	2023E	2024E	2025E
智能机容量 (百万台)	28.7	33.6	34.2	34.4
功能机容量 (百万台)	2.2	2.4	2.3	2.2
智能机 ASP (美元)	211.6	215.5	214.2	220.7
功能及 ASP (美元)	44.1	44.1	44.3	44.6
智能机市场空间 (亿美元)	60.7	72.3	73.2	76.0
功能及市场空间 (亿美元)	0.9	1.0	1.0	1.0
合计市场空间 (亿美元)	61.6	73.4	74.2	76.9

数据来源: Statista, 东吴证券研究所

2.3. 强技术、新业态、优品牌相辅相成助力传音手机业务全球化战略

核心技术奠定基础，崭新业态和品牌优势助推手机业务高速发展。 1) **核心技术:** 公司注重市场本地需求，通过新材料、新工艺、新应用搭配四大领域核心技术，在人工智能语音识别和视觉感知、深肤色拍照算法、智能充电和超级省电、云端系统软件、智能数据引擎等领域形成研发优势； 2) **崭新业态:** 公司积极将手机业务与其他服务相结合，通过手机+在线消费服务的移动互联网服务、手机+AR/VR 的融合服务、手机+AIGC 产品的创新服务构建崭新业态，助力公司手机业务健康发展； 3) **品牌优势:** 公司通过在技术研发、产品性能、销售网络、专业服务、企业文化等多方面长期不懈的努力，树立起良好的品牌口碑，形成坚固的竞争壁垒。

图31：传音手机业务核心竞争力与业务展望



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新兴市场空间广阔，智能机逐渐取代功能机。非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等新兴市场人口基数超过 40 亿，部分国家经济发展水平较低，手机行业发展相对滞后，人均手机保有量较小，市场空间较大。随着新兴市场的不断发展，智能手机占比将不断提高，存在较大的结构性改善需求。据 Statista 预测，至 2025 年预计非洲、印度、孟加拉国、拉丁美洲、俄罗斯六大市场的手机市场空间将增长至 1672.4 亿美元，较 2022 年增长幅度为 244 亿美元，增长空间广阔；其中，智能机的市场规模为 1613 亿美元，功能机市场规模为 59.4 亿美元。预计至 2025 年，各新兴市场的功能机容量均有所下降，智能机容量大幅上升，渐渐取代功能机。

表8: 新兴市场整体空间预测

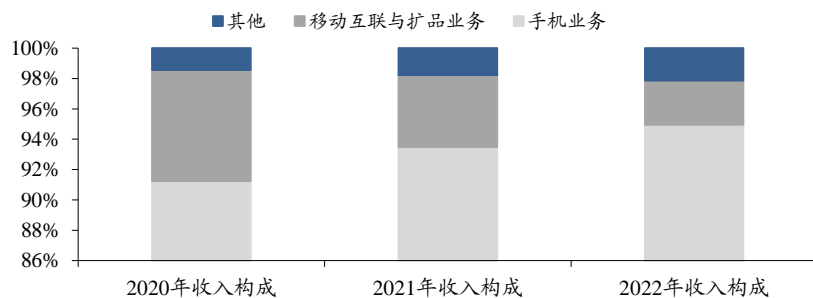
	非洲		印度		孟加拉国		拉丁美洲		中东		俄罗斯		合计	
	2022	2025E	2022	2025E	2022	2025E	2022	2025E	2022	2025E	2022	2025E	2022	2025E
智能机容量 (百万台)	145.4	173.0	172.6	207.7	20.6	25.8	88.4	89.4	84.6	91.8	28.7	34.4	-	-
功能机容量 (百万台)	57.3	51.1	49.8	44.7	8.5	7.6	9.4	8.4	13.6	12.3	2.2	2.2	-	-
智能机 ASP (美元)	245.8	257.5	219.1	232.2	250.8	269.9	335.8	340.9	257.9	255.8	211.6	220.7	-	-
功能及 ASP (美元)	46.3	46.7	45.8	46.2	47.0	48.3	53.3	53.3	46.3	46.3	44.1	44.6	-	-
智能机市场空 间 (亿美元)	357.4	445.5	378.2	482.3	51.7	69.7	296.8	304.8	218.1	234.7	60.7	76.0	1362.9	1613
功能及市场空 间 (亿美元)	26.5	23.9	22.8	20.6	4.0	3.7	5.0	4.5	6.3	5.7	0.9	1.0	65.5	59.4
合计市场空间 (亿美元)	383.9	469.4	401.0	502.9	55.7	73.4	301.8	309.3	224.4	240.4	61.6	76.9	1428.4	1672.4

数据来源: Statista, 东吴证券研究所

3. 新业务展望: “AI+” 赋能智能终端, 传音生态迎来新机遇

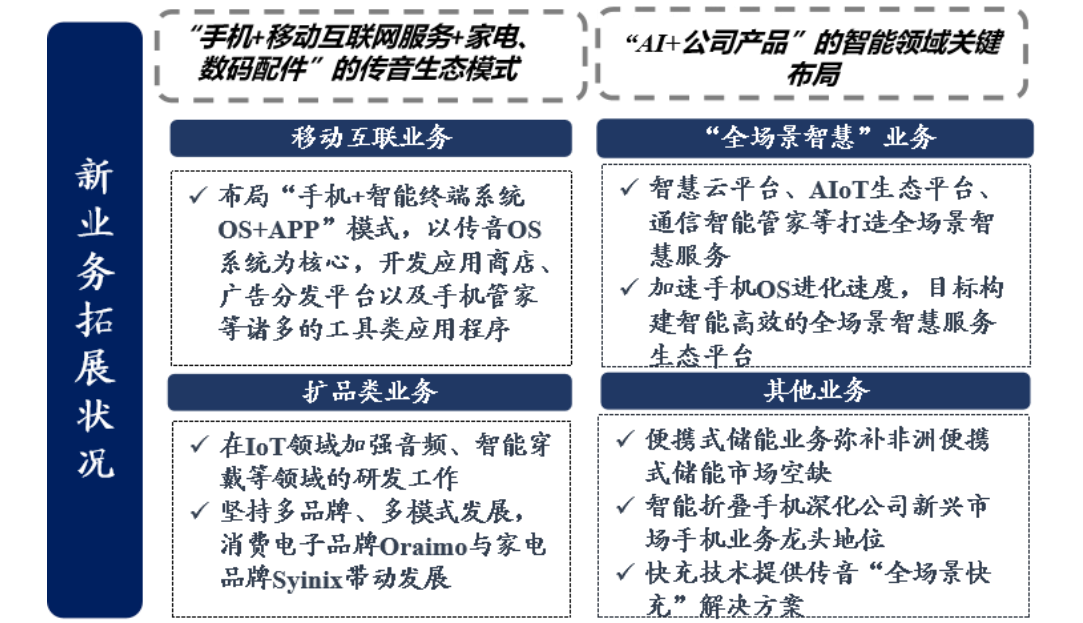
公司有望直接受益于 AI 发展, 为公司带来更多元的增长。以 ChatGPT 为代表的 AI 正式向应用层迈进, 催生出了智能家居、智能音箱、智能耳机等市场, 加速了万物互联从概念走向现实的进程。公司深耕非洲等全球新兴手机市场, 秉持 “Think Globally, Act Locally” (全球化思维, 本地化创新) 的理念, 依靠立足海外的天然地理优势接入 ChatGPT, 以 ChatGPT 赋能移动互联网业务、丰富扩品种类、提升应用性能、开发多样化的智能硬件设备。目前公司以智能硬件设备为主的扩品类业务收入基数低, AI 蓬勃发展有望助力公司扩品类业务收入放量增长, 得益于公司前期培养的传音生态模式以及用户粘性, 公司多元业务有望看到协同增长。

图32: 2020-2022 年公司收入占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图33: 公司新业务拓展状况

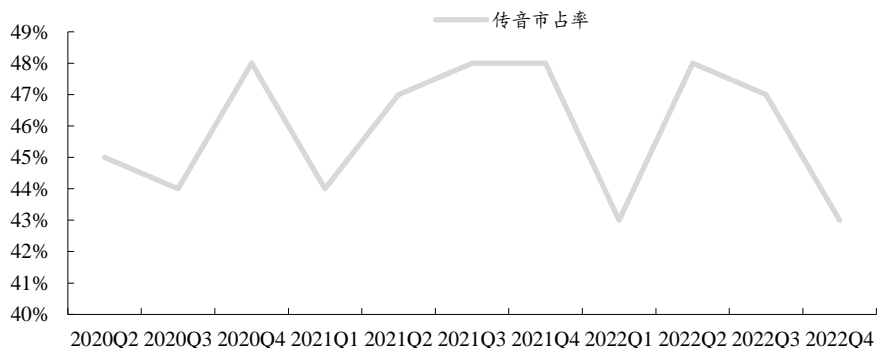


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

3.1. 软件硬件协同发力，智能生态格局已现

借助渠道优势，“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”生态模式初步成型。非洲有 50 多个国家和地区，各国在经济、文化、社会结构上的差异提高了入市门槛，其他品牌难以在短时间内碎片化逐一攻克，公司在非洲渠道优势显著。2021-2022 年间，传音旗下手机品牌在非洲市场市占率稳定在 40%以上，为传音带来了天然、稳定的流量。借助其渠道优势，公司移动互联网业务发展迅速，扩品类业务得到高质量品牌保障。目前公司“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的传音生态模式已初步成型。

图34: 传音手机非洲市占率（2020Q2—2022Q4）

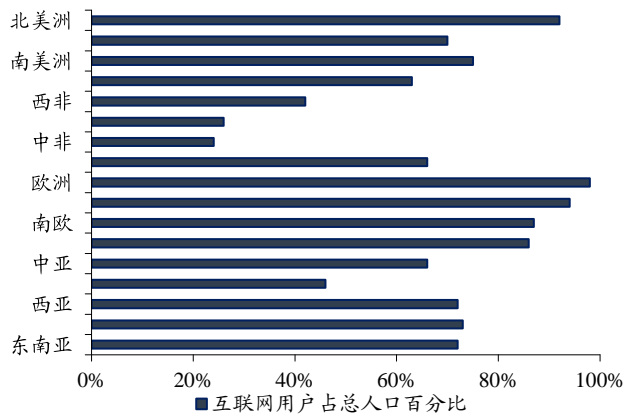


数据来源：Statista，东吴证券研究所

3.1.1. 移动互联网业务：全面布局非洲市场，打造系统生态增强用户粘性

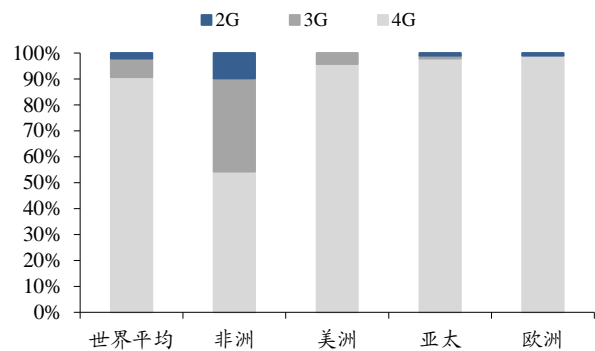
非洲用户基数小，网络架构落后，用户增量与互联网业务升级上有强势发展潜力。根据 ITU 的《Facts and Figures 2022》，截至 2022 年底，近 17 年来全球互联网使用节节攀升，非洲各地区互联网普及率均低于世界其他地区，且城市与农村区域均低于世界平均，在互联网业务增量上有着广阔的增长空间。网络架构上，2022 年世界 4G 普及率达 88%，非洲一半区域还停留在 3G 甚至 2G 阶段，非洲在互联网业务升级方面也存在大幅成长空间。

图35: 2022 年 1 月各地区互联网用户占总人口比例



数据来源: ITU, 东吴证券研究所

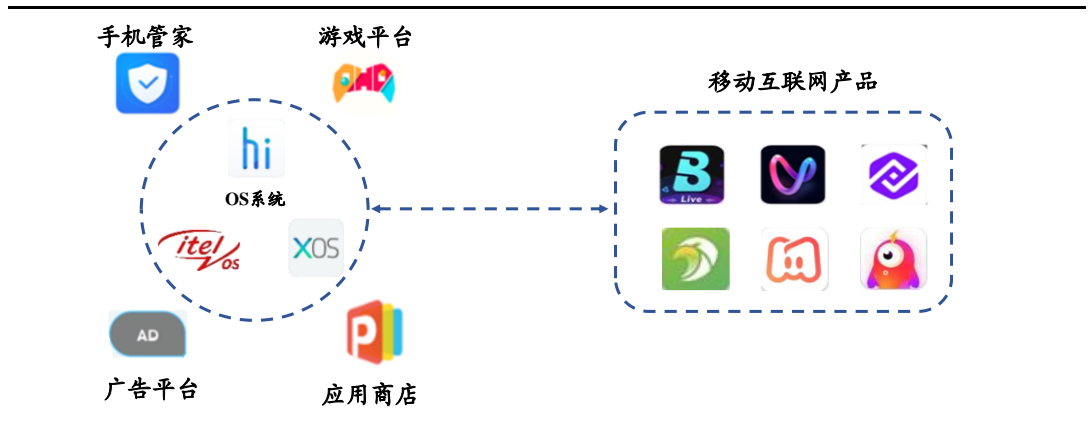
图36: 2022 年世界不同地区网络覆盖情况



数据来源: ITU, 东吴证券研究所

布局“手机+智能终端系统 OS+APP”模式，推动公司战略业务。智能机领域，公司旗下手机均采用搭载了基于 Android 系统平台二次开发、针对特定市场深度定制了三款智能终端系统 HiOS、itelOS 和 XOS，分别应用于 TECNO、itel 和 Infinix。公司以传音 OS 系统为核心，开发了应用商店、广告分发平台以及手机管家等诸多的工具类应用程序，基于 OS 系统实现增值变现。同时，公司与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司，在多领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2021 年末，已有多款自主与合作开发的应用程序月活跃用户数达 1,000 万以上。2022 年 3 月，AppsFlyer 发布的《广告平台综合表现报告第十四版》显示，传音移动互联的表现位居全球增长指数榜单第 2 位，公司移动互联业务发展势头迅猛，“手机+智能终端系统 OS+APP”格局已成型。

图37: 以传音 OS 为载体的移动互联业务模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数字化生态助力移动互联业务，传音的数字化生态包括市场洞察工具 DataSparkle、云服务平台 TRANSSCMP、媒体变现工具 Hisavana、品牌营销工具 Sunnbird 和广告平台 Eagllwin 等产品。DataSparkle 可以帮助企业分析市场趋势、消费者行为、竞争对手情况等,从而制定更好的市场策略。Eagllwin 可以辅助合作伙伴制定数字营销策略，通过海量用户数据、多元化展示场景、智能广告系统以及丰富的广告资源，助力企业加速拓展非洲市场。

移动互联业务收入主要划分为 OS 系统、第三方 APP 业务两大板块:

移动互联业务的迅猛发展，为 OS 系统带来市场空间。MAU（月活跃用户数）和 ARPU 的增长为 OS 系统带来了广阔的空间，OS 系统的收入分为：预装/其他。其中预装收入基于出货量判断；其他收入包括了广告、游戏、云服务等，为手机使用过程的持续收入，基于活跃用户的人数进行测算。经测算得到 2022 年的 OS 收入约为 7 亿元，预装/其他 ARPU 分别为 4.5/1.6 元，预装/其他的收入分别为 3.0/4.0 亿元，随着非洲数字化进程的推动与系统服务的完善，我们预测 2025 年其他 ARPU 有望达到 10 元以上，保守估计预装的 ARPU 恒定不变，保持 4.5 元，则 2025 年，OS 系统的收入为 40.8 亿元。

表9: 2022-2025 年公司 OS 系统增量空间测算

收入（单位：亿元）	2022	2022-2025CAGR	2025E
预装	3.0	12.0%	4.2
智能手机出货量（百万）	66	-	92.7
预装 ARPU（元）	4.5	-	4.5
其他	4.0	109.3%	36.7
OS 系统 MAU（亿）	2.5	-	3.7
其他 ARPU（元）	1.6	-	10.0
合计	7.0	80.3%	40.8

数据来源：IDC, Canals, Statista, Market Data Forecast, 公司公告，东吴证券研究所

移动互联未来可期，全球 APP 市场规模不断扩大。GSMA 发布《2022 全球移动经济发展》报告，预计到 2025 年，移动用户数从 2021 年的 53 亿上升到 57 亿，覆盖人口从 67% 上升到 70%；运营商营收从 2021 年的 1.1 万亿美元增加到 2025 年的 1.2 万亿美元；2021 年，全球移动技术和服务创造了 4.5 万亿美元的经济附加值，预计到 2025 年可达到近 5 万亿美元，其中 APP 市场规模占比约 6%。根据 Research and Markets 预测，2025 年移动 APP 市场规模将会达到 3016.4 亿美元，CAGR 为 13.4%，2022-2025 年市场空间为 947.7 亿美元，增长空间广阔。

表10: 全球移动 APP 市场规模测算

	2022	2023E	2024E	2025E
APP 下载量 (亿次)	1186.6	1348.0	1505.0	1605.5
月活 APRU (美元)	1.7	2.0	2.2	2.5
移动 APP 市场规模 (亿美元)	2068.5	2345.7	2660.0	3016.4

数据来源: Research and Markets, Statista, 东吴证券研究所

第三方 APP 月活跃用户数大幅提高，部分 APP 开始变现。公司与网易等多家互联网公司合作，积极开发、孵化移动互联网产品。截至 2022 年底，有多款自主与合作开发的应用产品月活跃用户数超过 1000 万，对于月活跃用户数达到一定规模的 APP，公司已在尝试变现。对于不同 APP，公司采取不同节奏，部分 APP 收入已经超过 500 万美金/月，虽然目前大多 APP 还是处于前期投入状态，但随着 APP 月活跃用户数的不断增长，未来 APP 变现能力随之增强。

表11: 2022 年公司移动互联网业务第三方 APP 代表一览

应用	合作方	类型	月活跃用户数	说明
Boomplay	网易	音乐类应用	6800 万	曲库规模超过 9000 万首
Scooper	传音自有	新闻聚合类应用	5500 万	非洲头部信息流与内容聚合平台之一
Phoenix	腾讯	综合内容分发应用	1.2 亿	非洲用户规模领先，推出多个本地化功能

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

AI 助手终极入口再中心化，AIGC 加速智能机升级。传音控股 AI 最终商业核心模式是 AI 个人助手终极入口再中心化，激活生态方面，大幅提升第三方支付软件 Palmpay 的生态活力；同时打通支付水电煤等生活费用类似支付宝降本增效，包括: GPT 替代人工提供 7*24 小时态度完美的自然语言客服交流，降低成本；AIGC (AI Generated Content) 技术可以利用人工智能来生成所需要的内容，作为公司咨询内容的生产者，提高公司效率；为公司的 Boomplay 音乐软件创作者提供内容生成辅助等。

新产品实现 ChatGPT 文字交互，AI 助手有望带来营收增量。公司从 2018 年起着手布局 AI，2020 年成立 AI 专门技术部门，未来有望打造垂直领域 AI 模型。2023 年 5 月公司发布的 TECNO Camon 20 可接入 OpenAI，拥有可实现 ChatGPT 文字交互的 AI 助

手。未来，AI 助手的应用有望与 APP 融合，进一步加大市场渗透率，实现如社交媒体、情感服务、通过虚拟人与消费者互动宣传品牌和产品等功能。据麦肯锡数据，2020-2025 年间，非洲区域电子支付收入增长预计超过 400 亿美元，交易额可达约 1880 亿美元；根据 Cable.co.uk 的研究结果可知，撒哈拉以南非洲地区每月宽带的平均费用高达 75.5 美元。如此资费下，每月 20 美金的 GPT 付费服务占比不大。具有较好增量空间。

3.1.2. 扩品类业务：复刻手机业务经验，加速全产品覆盖

差异化策略强化竞争力，本土化创新提升产品力。公司致力于实施差异化策略以增长市场份额，培养忠实用户，专注于细分领域市场的研发。公司并不将非洲看作一个大市场，其洞察团队走进非洲三、四、五线地区，深入了解当地痛点需求。在家电领域，协同上游关键器件供应商共同研发针对新兴市场的产品；在 IoT 领域，继续加大开发力度，加强音频、智能穿戴等领域的研发工作，针对不同肤色、不同区域的用户特点，结合研发团队在人体工学、声学等维度的研究成果，不断推出满足用户需求的产品。

多品牌共同发展，开展立体化多维度业务。公司在非洲的品牌声誉积累了大量诸如流量、渠道等显性资源以及团队、本地资源等隐性资源，保障扩品类业务有序扩张。在发展模式上，公司扩品类业务践行多品牌、多模式的发展之路，进行多品牌差异化定位和运营。传音旗下消费电子品牌 Oramo 已覆盖非洲、南亚、东南亚、拉美等 50 多个国家和地区，用户规模超 1 亿，产品包括 TWS 蓝牙耳机、智能手表、移动电源等。

非洲地区目前家电渗透率较低，公司扩品类业务发展空间巨大。据 IDC 统计，中东及非洲（MEA）地区家电市场在 2017 年时市场规模即达到了 63 亿美元，至 2023 年预计超过 80 亿美元。公司主推的家电品牌 Syinix 业务已覆盖非洲超 20 个国家，定位中高端市场，产品包括电视机、冰箱、洗衣机等，手机品牌 itel 和 Infinix 也已推出了家电相关的业务；目前非洲的家电市场处于相对蓝海的状态，电视的渗透率仅为约 40%，冰箱、空调、洗衣机的渗透率更低，且大都以白牌产品为主；传音抢先布局，伴随未来非洲经济发展水平逐步提高、电网覆盖率提高，家电走入千家万户，传音有望从中深度收益。

图38：传音扩品类业务主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

立足新兴市场，配件及家电业务短期内增长。据 Global Information 统计，随着智能手机在新兴市场的普及，非洲手机配件市场规模已在 2021 年达到 25.9 亿美元。三星、小米等公司之间的竞争以及智能手机出货量的上升为非洲手机配件市场创造巨大的机会。公司在非洲构筑了庞大的线下网络，子品牌 TECNO 的线下门店覆盖非洲 21 个国家，覆盖范围包括了大城市和偏远地区。公司还构建强大的售后服务中心 Carlcare，拥有 2000 多家门店，覆盖 50 多个国家和地区。公司立足新兴市场，在手机配件及家电业务进一步扩展业务范围。我们测算，2025 年公司扩品类业务预计达到 11.3 亿美元，即 81 亿元，2021-2025 年扩品类业务 CAGR 约为 50%。

表12：2023-2025 年公司配件及家电业务增量空间

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
非洲手机配件市场规模 (亿美元)	25.9	27.4	29.0	30.6	32.4
非洲家电市场规模 (亿美元)	24.3	27.0	29.2	31.0	32.5
手机配件市占率	6%	8%	11%	16%	23%
家电市占率	3%	4%	5%	5%	5%
公司数码配件业务收入 (亿美元)	1.5	2.2	3.3	5.0	7.4
公司家电业务收入 (亿美元)	0.8	1.2	1.7	2.6	3.9
扩品类业务收入 (亿美元)	2.2	3.3	5.0	7.6	11.3

数据来源：Global Information, Statista, 公司公告，东吴证券研究所

3.2. 引领新兴市场智能领域创新，把握未来航向

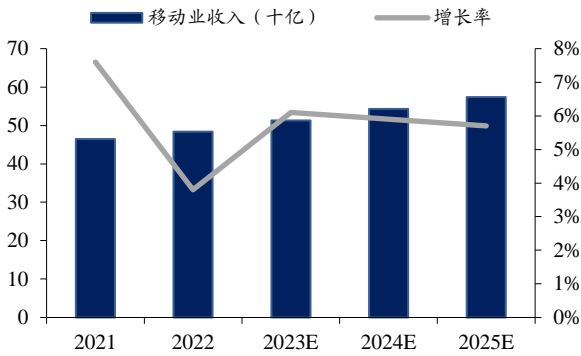
多元布局打通线上线下，紧抓非洲数字化转型关键机遇。疫情让人们逐渐适应了通过网络远程获得服务或彼此沟通的“无接触社会”，这也直接刺激了非洲地区数字化转型进程的加速。在非洲数字化转型的关键时期，传音始终保持高强度研发投入，在多语种智能语音助手、折叠等核心技术赛道持续加大研发投入，在 AI 语音识别和视觉感知、快充领域、储能领域、云端系统软件等领域开展创新研究并取得一定进展。传音紧抓转型机遇，布局新兴市场 AI 市场，“AI+公司产品”将为公司带来更多元的增长。

3.2.1. 多语种语音助手取得突破，开启本地化 AI 内容服务生态

传音数字人落地，为业务增长注入创新能量。传音数字人系统是公司针对新兴市场研发的集多种语音唤醒、语音识别、语义理解、语音合成等功能于一体的语音交互算法。在技术落地上，公司秉持差异化战略思想，结合新兴市场本地化审美、外观肤色、穿搭装饰等多个维度打造了个性化数字人形象。在业务优势上，公司近年来深耕新兴市场 AI 语音技术，已经具备了小语种语音识别、语义理解、知识图谱等核心技术能力，传音数字人系统在多语种语音对话、智能化场景交互等领域形成了自身的本地化特色和行业领

先性。目前虚拟数字人正赋能多场景业务，打造全新的智能交互体验。传音数字人已经落地海外手机门店，为用户担任智能导购员，同时作为智能助手，正在多个品牌和类型的终端上落地。

图39: 非洲移动通讯业收入与增长率



数据来源: GSMA, 东吴证券研究所

图40: 传音数字人



数据来源: TECNO 广告, 东吴证券研究所

3.2.2. 多业务并进，挺进新兴地区“AI+”市场

布局传音“全场景智慧”业务，把握“AI+”趋势。全场景智慧是指面向城市、企业和行业等不同场景，通过多种技术与行业知识深度融合创新，以达到提升城市综合治理水平、企业生产效率更高、行业创造力更强的目的。传音在非洲硬件软件基础夯实，为其开发全场景智慧服务提供天然优势。目前公司在智慧云平台、AIoT生态平台、通信智能管家等方面持续投入研发，目标打造全场景智慧服务，支持智能终端间的互联互通，应用于智能家庭、商务办公、运动健康、影音娱乐等场景。公司正加速产品通信竞争力，支持加大公司扩品类业务研发，加速手机OS进化速度，目标构建智能高效的全场景智慧服务生态平台。全场景智慧服务将帮助公司把握“AI+”趋势，开辟新兴地区“AI+”市场。

新老业务持续创新，赋能公司各项业务长期发展。针对非洲经常停电、储能设备落后的情况，公司响应非洲痛点需求，从便携式储能业务入手，不同品牌对标不同容量储能产品，弥补非洲便携式储能市场空缺，助力公司扩品类业务份额提升。2023年2月，公司推出智能折叠手机，超大内屏和自适应高刷新率为核心业务发展继续加码，深化公司新兴市场手机业务龙头地位。新推出的快充技术提供传音“全场景快充”解决方案，满足用户全天候充电需求，为智能家庭、智能办公、智能语音助手等公司未来业务布局。公司各项创新将持续支持“AI+公司产品”的新融合。

表13: “AI+产业”赋能梳理

行业	AI 赋能方式
AI+电子	AI 催生硬件支持需求，加速电子全产业链高端化迭代
AI+计算机	通过 AI+办公软件/企业服务软件/信息服务软件/工业软件，提高企业与个人效益
AI+互联网	主要应用于七大领域：安全防护、翻译、语音助手、智能推荐、图片与视频处理、旅行规划和内容生产与审核。
AI+家电	提升使用体验，重要 C 端落地应用场景。智能家居板块，AI 加强交互能力，助力提升算法精确度。
AI+显示	智能显示板块，AI 助力智能化，全息影像有望落地。

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 手机业务：**非洲地区手机市场量价上均有提升空间，为公司非洲地区手机业务稳步增长创造了空间；非洲以外地区的半成熟市场市占率逐步稳定，为公司关注毛利率提升提供了条件；非洲以外地区的新市场成为公司手机产品 ASP 增长的主动力，公司每年选取重点战略新市场挑战新份额。因此我们预测，公司手机业务 23-25 年营收分别为 531/611/703 亿元，毛利率预计为 21.2%/21.3%/21.5%。
- 2) 其他主营业务：**OS 业务增长空间来自于广告和分发，业务弹性大上升空间大；独立 APP 将打造 3+N 布局，相关业务毛利率高，发展前景广阔；扩品业务借助公司渠道优势进展顺利，利润能保持较高增速。因此我们预计公司其他主营业务 23-25 年营收分别为 41/46/51 亿元，毛利率预计为 45%/50%/50%。
- 3) 其他业务：**随着公司不断扩展业务种类、开拓海外市场，以售后服务为主的其他业务也将看到稳步增长的趋势，因此我们预计公司其他业务 23-25 年营收分别为 11/18/26 亿元，毛利率预计保持为 20%。
- 4) 考虑公司新增股权费用及规模效应，**预计 23-25 年销售费用率为 7.3%/7.2%/7%，管理费用率保持为 2.5%，研发费用率为 4.3%/4.2%/4%。

4.2. 投资建议

我们看好公司的多元化战略布局与本地化运营策略，同时全球手机市场回暖，公司持续开拓新兴市场，市场份额逐年提升，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润 41/52/64 亿元，可比公司安克创新（全球领先的消费电子品牌运营商）、漫步者（专业化音频企

业)、石头科技(专注创新的智能硬件厂商)23-25年PE均值为37/30/26倍,公司当前市值对应PE分别27/22/18倍,首次覆盖给予“买入”评级。

表14: 可比公司估值(截至2023年6月20日)

公司代码	名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023PE	2024PE	2025PE
002351.SZ	漫步者	198.7	0.0	3.1	3.9	63.3	51.1	45.3
688169.SH	石头科技	285.5	13.8	16.5	19.3	20.7	17.3	14.8
300866.SZ	安克创新	346.2	13.5	15.8	18.7	25.6	21.9	18.5
	均值					36.5	30.1	26.2
688036.SH	传音控股	1189.0	41.0	51.5	63.7	27.3	21.8	17.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 漫步者、石头科技、安克创新盈利预测均来自wind一致预测

5. 风险提示

1) 汇率波动风险: 由于传音的主战场在国外的新兴市场, 汇率的波动会使公司的营收发生变动, 未来如果人民币贬值或者客户所在国货币升值则会给公司业绩带来不利影响。

2) 政策风险: 某些国家政策的影响会给公司在当地的销售带来阻挠, 如果公司不能采取有效措施来减轻或者规避不利政策的影响, 公司的营收会有所下降。

3) 市场竞争加剧的风险: 当前发达国家的渗透率已经达到很高水平, 市场发展前景不大, 越来越多的厂商将转向渗透率较低的新兴市场, 竞争的加剧会给公司的盈利带来不利影响。

4) 新兴市场需求不及预期的风险: 由于新兴市场发展相对落后, 其通电率和基础设施建设水平低于世界平均水平, 如果用户对各种电子产品的需求不及预期会给公司的营收带来不利影响。

传音控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	25,410	35,920	37,530	52,545	营业总收入	46,596	58,342	67,446	78,044
货币资金及交易性金融资产	16,837	21,939	25,864	34,649	营业成本(含金融类)	36,659	45,013	51,794	59,848
经营性应收款项	1,470	1,867	1,956	2,476	税金及附加	123	154	178	206
存货	6,084	9,991	8,333	12,879	销售费用	3,622	4,259	4,856	5,463
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,268	1,459	1,686	1,951
其他流动资产	1,018	2,123	1,377	2,541	研发费用	2,078	2,509	2,833	3,122
非流动资产	5,437	5,722	5,820	5,782	财务费用	(128)	(202)	(355)	(473)
长期股权投资	448	548	648	748	加:其他收益	460	8	7	7
固定资产及使用权资产	1,048	1,901	2,283	2,387	投资净收益	(85)	29	25	25
在建工程	1,586	918	534	292	公允价值变动	(71)	0	0	0
无形资产	470	470	470	470	减值损失	(245)	(210)	(230)	(230)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	3,032	4,978	6,257	7,729
其他非流动资产	1,860	1,860	1,860	1,860	营业外净收支	(39)	0	0	0
资产总计	30,846	41,642	43,350	58,327	利润总额	2,993	4,978	6,256	7,729
流动负债	11,386	19,507	16,034	24,612	减:所得税	527	856	1,076	1,329
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,304	1,304	1,304	1,304	净利润	2,467	4,122	5,180	6,400
经营性应付款项	8,058	15,774	11,936	20,083	减:少数股东损益	(17)	21	26	32
合同负债	880	945	1,088	1,257	归属母公司净利润	2,484	4,101	5,154	6,368
其他流动负债	1,144	1,484	1,706	1,969	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.09	5.10	6.41	7.92
非流动负债	3,596	3,596	3,596	3,596	EBIT	3,060	4,987	6,136	7,491
长期借款	250	250	250	250	EBITDA	3,327	5,222	6,428	7,819
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.32	22.85	23.21	23.31
租赁负债	150	150	150	150	归母净利率(%)	5.33	7.03	7.64	8.16
其他非流动负债	3,195	3,195	3,195	3,195	收入增长率(%)	(5.70)	25.21	15.61	15.71
负债合计	14,982	23,103	19,630	28,208	归母净利润增长率(%)	(36.46)	65.11	25.69	23.53
归属母公司股东权益	15,819	18,473	23,627	29,995					
少数股东权益	46	67	93	125					
所有者权益合计	15,865	18,539	23,720	30,119					
负债和股东权益	30,846	41,642	43,350	58,327					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,979	7,114	4,364	9,124	每股净资产(元)	19.68	22.98	29.39	37.31
投资活动现金流	(2,032)	(491)	(365)	(265)	最新发行在外股份(百万股)	804	804	804	804
筹资活动现金流	(815)	(1,521)	(74)	(74)	ROIC(%)	15.36	21.84	22.25	21.67
现金净增加额	(733)	5,102	3,925	8,785	ROE-摊薄(%)	15.70	22.20	21.82	21.23
折旧和摊销	267	235	292	328	资产负债率(%)	48.57	55.48	45.28	48.36
资本开支	(836)	(420)	(290)	(190)	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.15	27.35	21.76	17.61
营运资本变动	(1,067)	2,502	(1,387)	2,117	P/B(现价)	7.09	6.07	4.75	3.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>