

2019年4月15日

科创板通信系列之二：传音控股
通信
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A
营业收入	11637	20044	22646
(+/-)	-	+72%	+13%
营业利润	118	808	857
(+/-)	-	+587%	+6%
归属母公	63	671	657
司净利润			
(+/-)	-	+969%	-2%
EPS (元)	-	0.94	0.91

科创板已受理企业名单中，传音控股是唯一一家手机终端企业。本次科创板通信系列之二我们聚焦传音控股。传音控股以手机终端为核心，旗下拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场国家。此外，公司积极实施多元化战略布局，逐步开发了数码配件、家用电器业务以及移动互联网服务。

● **公司在手机行业内享有“非洲之王”的美誉。**在全球市场，2018年公司手机出货量占有率达7.04%，排名第四；在非洲市场占有率高达48.71%，排名第一。根据《AfricanBusiness》2018年6月发布的“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜，公司下属三个手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第7、16及28名；在百强榜中，仅有5个中国品牌入选，其中 TECNO 连续多年位居入选的中国品牌之首，itel 位居中国品牌第二名。多品牌战略覆盖了非洲不同的消费群，同时在三大手机品牌基础上，公司又创办数码配件品牌 Oraimo，售后服务品牌 Caricare 和家用电器品牌 Syinix 等，并自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统及独立的应有软件平台。公司立足于非洲本土化的创新和专注于用户体验的产品定位，且公司“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式已初步成型。

● **新兴市场智能手机发展仍具潜力。**新兴市场手机行业发展相对滞后。2018年新兴市场手机合计出货量为7.06亿部，出货金额为674.03亿美元。2018年智能手机在新兴市场的出货量占该等市场手机出货总量的47.44%。IDC预计新兴市场智能手机渗透率将于2022年达到70.38%，提升空间较大。

● **对标公司估值：**公司竞争对手中，巨头公司如三星、苹果体量庞大，凭借成熟的产品线、强大的研发能力和长期以来良好的用户口碑铸就了手机行业的帝国。消费行业竞争激烈，各公司都有特色的产品线或生态链，不同公司的估值差别较大。我们还选取消费电子领域中的 LG、联想集团、惠普、华硕等品牌企业的估值作为参考，剔除部分微利的公司，可比公司估值对应 TTM-PE 平均为 17.02 倍。

● **风险提示：**手机行业需求不及预期的风险、新市场拓展不力的风险、技术更新换代风险、市场系统性风险等等。

分析师：徐鹏
 执业证书编号：S1050516020001
 电话：021-54967573
 邮箱：xupeng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号
 邮编：200030
 电话：(86 21) 64339000
 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

一、公司概况.....	3
1.公司简介	3
2.新兴市场手机发展仍具潜力.....	3
3.公司非洲手机市占率遥遥领先.....	5
3.主要客户	5
二、财务数据.....	6
三、股权结构及融资历程.....	6
四、对标公司分析及同类公司估值.....	8
五、风险提示.....	8
图表 1 公司产品与服务.....	3
图表 2 2011-2022 年全球手机出货量和出货金额情况.....	3
图表 3 2011-2022 年全球智能手机出货量和出货金额占比.....	3
图表 4 2011-2022 年部分新兴市场手机出货量和出货金额情况.....	4
图表 5 2011-2022 年部分新兴市场智能手机出货量及占比.....	4
图表 6 2013-2017 年中国与“一带一路”国家贸易额.....	4
图表 7 2018 年非洲市场全品类手机出货量和市占率（单位：百万部）	5
图表 8 全球全品类手机出货量和市占率（单位：百万部）	5
图表 9 印度市场全品类手机出货量和市占率（单位：百万部）	5
图表 10 2018 年公司前五大客户	6
图表 11 2018 年公司营收划分（按产品）	6
图表 12 2015-2018 年公司营收及净利润	6
图表 13 公司股权结构.....	7
图表 14 公司成立以来历次股权转让及增资情况.....	7
图表 15 募集资金用途.....	7
图表 16 同行及部分消费电子领域重要品牌企业估值（截止 2019 年 4 月 12 日）	8

一、公司概况

1. 公司简介

公司成立于 2013 年，主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，旗下拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场国家。此外，公司积极实施多元化战略布局，逐步开发了数码配件、家用电器业务以及移动互联网服务。

图表 1 公司产品与服务

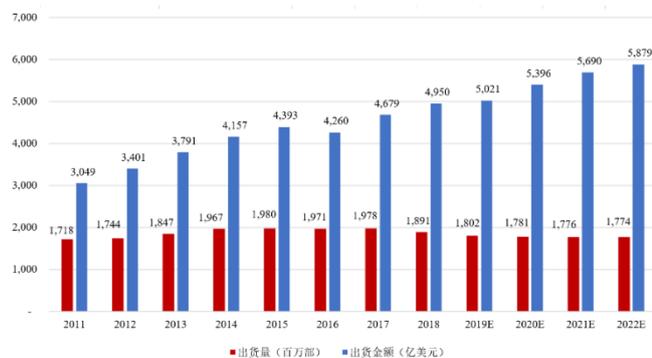


资料来源：公司招股说明书申报稿

2. 新兴市场手机发展仍具潜力

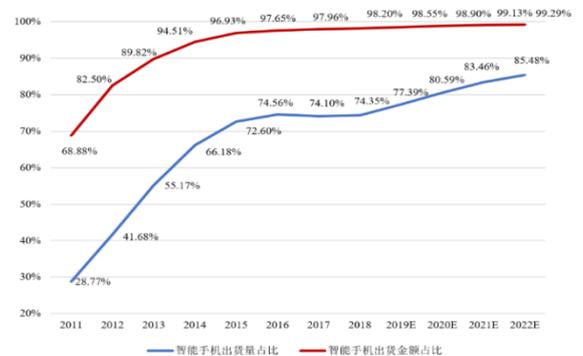
全球手机出货量由 2011 年的 17.18 亿部增长到 2018 年的 18.91 亿部，出货金额由 3,094 亿美元增长到了 4,950 亿美元。2018 年，全球智能手机出货量为 14.06 亿部，占全球手机出货总量的 74.35%，出货金额为 4,861 亿美元，占全球出货总金额的 98.20%

图表 2 2011-2022 年全球手机出货量和出货金额情况



资料来源：IDC, 公司招股说明书申报稿

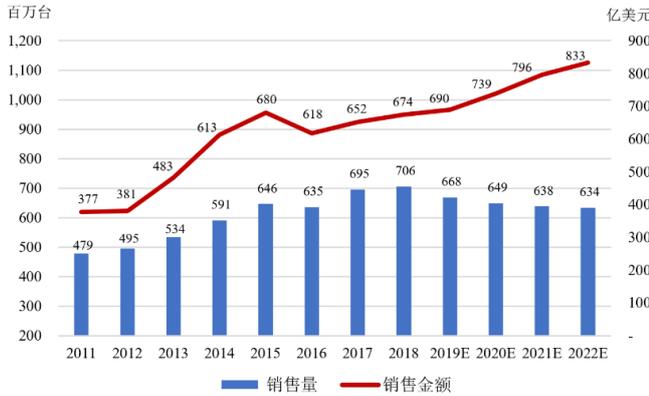
图表 3 2011-2022 年全球智能手机出货量和出货金额占比



资料来源：IDC, 公司招股说明书申报稿

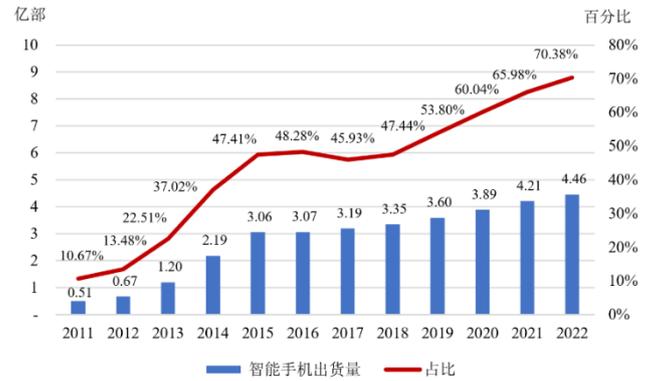
新兴市场手机量的 47.44%。IDC 预计新兴市场智能手机渗透率将于 2022 年达到 70.38%，提升空行业发展相对滞后，手机发展仍具潜力。2018 年新兴市场手机合计出货量 7.06 亿部，出货金额为 674.03 亿美元。2018 年智能手机在新兴市场的出货量占该等市场手机出货总间较大。

图表 4 2011-2022 年部分新兴市场手机出货量和出货金额情况



资料来源：IDC（注：主要新兴市场样本包括非洲、印度、中东、孟加拉国、印度尼西亚，其中，孟加拉国市场 2011-2014 年数据缺失），公司招股说明书申报稿

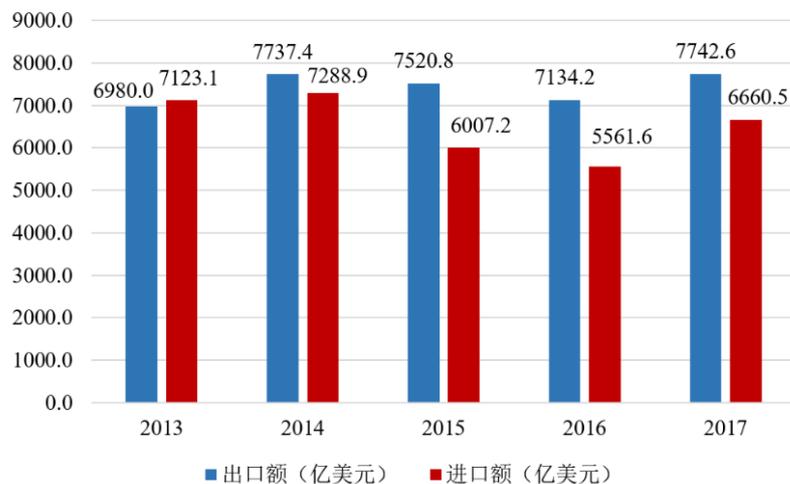
图表 5 2011-2022 年部分新兴市场智能手机出货量及占比



资料来源：IDC（注：主要新兴市场样本包括非洲、印度、中东、孟加拉国、印度尼西亚，其中，孟加拉国市场 2011-2014 年数据缺失），公司招股说明书申报稿

“一带一路”战略助力中国手机企业开拓新兴市场。在“一带一路”倡议的指引下，随着中国与非洲、印度在信息通信等领域基础设施建设的合作，以传音控股为代表的扎根于当地的移动通信终端设备品牌商，将借助我国在“一带一路”沿线国家的政策和资金配套支持，进入新的发展阶段。同时，在电子信息产业链体系不断完善的过程中，我国不仅培育出了数量众多且实力较强的电子元器件供应商和 ODM、OEM 等手机设计制造服务商，还培养了大量高素质、从业经验丰富的研发人员和产业工人，供应链厂商在技术等领域的领先和创新为手机品牌厂商参与国际化竞争提供了强有力的保障。另外，以非洲和印度为代表的新兴市场的人口红利也带来了庞大增量需求。

图表 6 2013-2017 年中国与“一带一路”国家贸易额



资料来源：国家信息中心,公司招股说明书申报稿

3.公司非洲手机市占率遥遥领先

公司是最早进入非洲地区的国内手机厂商之一，多年扎根于当地市场，在行业内享有“非洲之王”的美誉。2016年至2018年，公司手机出货量由7,557万台增长至12,428万台，年均复合增长率为28.24%；销售金额由116.37亿元增长至226.46亿元，年均复合增长率为39.5%。

2018年公司手机出货量在非洲市场份额合计达48.71%，市占率遥遥领先。

图表 7 2018 非洲市场全品类手机出货量和市占率（单位：百万部）

排名	厂商	2018 年市场占有率	2017 年市场占有率	2016 年市场占有率
1	传音控股	48.71%	45.12%	33.73%
2	三星	10.27%	12.85%	16.29%
3	HMD	6.78%	3.96%	0.00%
4	华为	4.05%	2.69%	4.02%
5	TCL	3.75%	4.22%	4.24%
6	Condor Electronics	2.42%	2.61%	2.11%
7	Mobicel	2.25%	1.70%	1.73%
8	X-Tigi	1.65%	1.23%	2.00%
9	Starlight	0.93%	0.00%	0.00%
10	Stylo	0.89%	0.46%	0.02%

资料来源：IDC,公司招股说明书申报稿

2018年公司全品类手机出货量在全市场占有率排名第四；印度市场占有率达6.72%，位列印度第四。

图表 8 全球全品类手机出货量和市占率（单位：百万部）

排名	厂商	2018 年出货量	2018 年市场占有率	2017 年出货量	2017 年市场占有率	2016 年出货量	2016 年市场占有率
1	三星	324.14	17.14%	369.29	18.67%	364.24	18.48%
2	苹果	208.80	11.04%	215.78	10.91%	215.40	10.93%
3	华为	206.01	10.89%	154.28	7.80%	139.61	7.08%
4	传音控股	133.11	7.04%	129.28	6.54%	77.90	3.95%
5	小米	122.51	6.48%	92.72	4.69%	53.04	2.69%
6	OPPO	113.31	5.99%	111.70	5.65%	99.78	5.06%
7	vivo	101.13	5.35%	87.62	4.43%	77.25	3.92%
8	HMD	84.94	4.49%	69.28	3.50%	-	0.00%
9	Lyf	65.54	3.47%	14.79	0.75%	7.75	0.39%
10	LG	41.65	2.20%	62.58	3.16%	65.06	3.30%
11	Lenovo	40.89	2.16%	50.48	2.55%	51.18	2.60%
12	TCL	37.08	1.96%	42.14	2.13%	59.41	3.01%

资料来源：IDC,公司招股说明书申报稿

图表 9 印度市场全品类手机出货量和市占率（单位：百万部）

排名	厂商	2018 年市场占有率	2017 年市场占有率	2016 年市场占有率
1	Lyf	20.25%	5.13%	3.12%
2	三星	17.29%	22.28%	23.89%
3	小米	12.71%	9.00%	2.90%
4	传音控股	6.72%	9.03%	3.40%
5	HMD	5.46%	4.07%	0.00%
6	Lava	5.11%	5.28%	8.85%
7	vivo	4.40%	4.06%	1.95%
8	Micromax	3.43%	6.78%	9.92%
9	OPPO	3.15%	3.22%	2.35%
10	Karbons	1.86%	3.47%	5.19%

资料来源：IDC,公司招股说明书申报稿

3.主要客户

公司客户集中度较低，2018年前五大客户销售收入占比为15.39%。其中，来自于第一大客户的收入占比为3.99%。

图表 10 2018 公司前五大客户

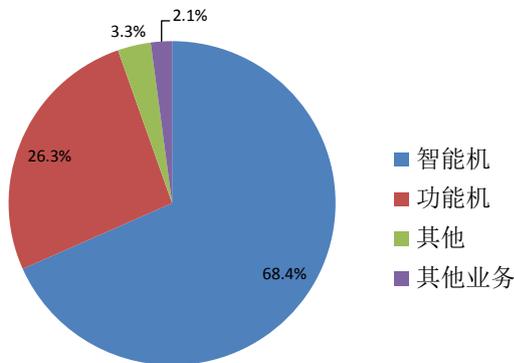
序号	客户名称	销售额 (万元)	占比
1	MICRO-STATION LIMITED、MEGA STATION LIMITED	90,442	3.99%
2	IKNORBERT COMMUNICATIONS LIMITED 、IKNORBERT COMMUNICATIONS SARL 、FASIK DISTRIBUTION SARL	87,222	3.85%
3	REDINGTON GULF FZE	71,114	3.14%
4	GUURE COMMUNICATION LIMITED	60,073	2.65%
5	SANNI PHIL COMPANY LIMITED	39,756	1.76%
	合计	348,608	15.39%

资料来源：公司招股说明书申报稿

二、财务数据

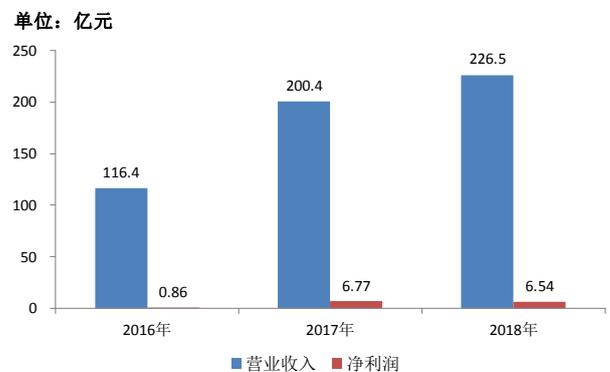
近三年,公司营业收入保持较快增速。2018年,公司实现营业收入 226.46 亿元,净利润 6.54 亿元。按产品划分来看,智能机收入 154.79 亿元,占 68.4%,功能机占 26.3%。

图表 11 2018 年公司营收划分 (按产品)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 12 2015-2018 年公司营收及净利润

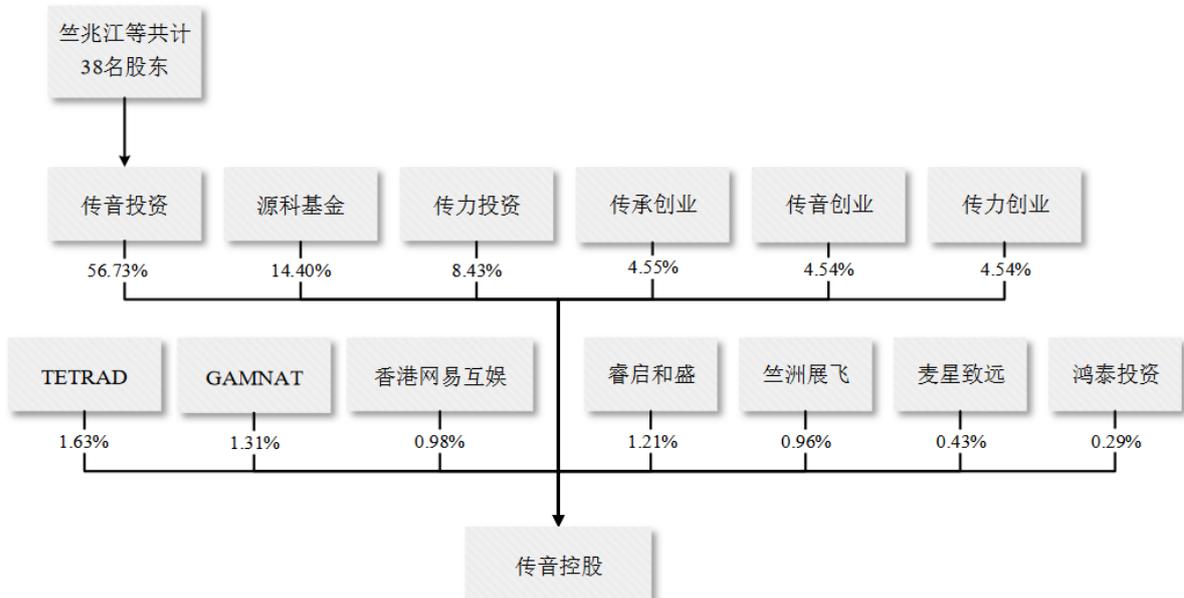


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

三、股权结构及融资历程

公司控股股东是深圳市传音投资有限公司,实际控制人、董事长兼总经理均为竺兆江先生,在手机和电子信息领域拥有多年的沉淀。

图表 13 公司股权结构



注：传音投资、传力投资、传承创业、传音创业、传力创业通过易为控股间接持有源科基金的上层合伙人部分出资份额。
资料来源：公司招股说明书申报稿

公司自成立以来，经历多轮股权融资和股权转让，其股权变更历程如下图所示：

图表 14 公司成立以来历次股权转让及增资情况

时间	股本变动明细	估值
2013年8月21日有限公司设立	传音投资认缴出资4,353万元、传力投资认缴出资647万元。	-
2016年7月传音有限第一次增资	源科基金以货币方式向传音有限投入1.1亿美元。	56亿元
2016年11月传音有限第二次增资	源科基金以货币方式向传音有限投入2,000万美元。	54亿元
2017年6月传音有限第三次增资	TETRAD出资5,000万美元，GAMNAT出资4,000万美元，香港网易互娱出资3,000万美元，睿启和盛出资25,300万元，竺洲展飞出资20,000万元，鸿泰投资出资6,000万元，麦星致远出资9,000万元。	207亿元

注：增资估值为投后估值

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

本次公司申请在科创板上市，拟募集资金 30 亿元，主要用于手机制造、移动互联网系统平台建设等主业。

图表 15 募集资金用途

序号	项目名称	总投资额 (万元)	使用募集资金 投入金额 (万元)
1	传音智汇园手机制造基地项目	105,879	105,879
2	手机生产基地（重庆）项目	51,842	51,842
3	移动互联网系统平台建设项目	37,146	37,146
4	上海手机研发中心建设项目	20,511	20,511
5	深圳手机及家电研发中心建设项目	22,412	22,412
6	市场终端信息化建设项目	33,312	33,312
7	补充流动资金	30,000	30,000
合计		301,103	301,103

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

四、对标公司分析及同类公司估值

根据 IDC 数据，2018 年全球全品类手机市场占有率排名前五位的厂商有三星（韩国上市公司）、苹果（美国上市公司），华为（未上市）和小米（港股上市）。其中，三星是全球手机市场龙头，除了手机业务，三星还有各类消费电子、IT 等终端产品，三星还在芯片、屏幕、存储器等上游领域占有重要地位。苹果在全球占据高端手机市场，凭借 iOS 生态构筑很深的护城河，并以此发展内容产业。小米以手机为核心打造智能硬件生态链，在中国及发展中国家中低端手机市场占据重要地位。

与国际巨头不同，公司专注于新兴市场。手机市场竞争激烈，品牌和口碑成为消费者考虑的最重要因素。公司多品牌战略覆盖了非洲不同的消费群，同时在三大手机品牌基础上，公司又创办数码配件品牌 Oraimo，售后服务品牌 Caricare 和家用电器品牌 Syinix 等，并自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统及独立的应有软件平台。公司立足于非洲本土化的创新和专注于用户体验的产品定位，目前“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式已初步成型。

由于上市公司中不存在产品定位及业务模式完全相同的可比公司，因此我们选取三星、苹果、小米等同行作为可比公司。同时，我们还选取消费电子领域中的 LG、联想集团、惠普、华硕等品牌企业的估值作为参考。剔除部分微利的公司，可比公司估值对应 TTM-PE 平均为 17.02 倍。

图表 16 同行及部分消费电子领域重要品牌企业估值（截止 2019 年 4 月 12 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	营业收入 (TTM, RMB 亿元)	EPS		PE	
						TTM	2019E	TTM	2019E
005930.KS	三星电子	韩国	46,250.0	18,497	14,636	6,441		7.18	
066570.KS	LG ELECTRONICS	韩国	77,400.0	747	3,751	10,546		7.34	
AAPL.O	苹果公司 (APPLE)	美国	198.9	63,034	17,955	12.60	13.89	15.78	14.3
1810.HK	小米集团-W	中国香港	11.6	2,387	1,750	0.57	0.53	20.55	22.0
0992.HK	联想集团	中国香港	7.2	736	3,429	0.04	0.06	-	124.6
HPQ.N	惠普公司 (HP)	美国	20.2	2,091	3,932	2.72		7.42	
2357.TW	华硕	中国台湾	230.0	371	916	5.24		43.86	
平均值								17.02	

注：A 股以外的公司总市值单位是人民币，其余指标单位是当地货币

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

五、风险提示

公司的风险主要包括：手机行业需求不及预期的风险、新市场拓展不力的风险、技术更新换代风险、市场系统性风险等等。

分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>