

日期: 2019年12月10日

行业: 计算机、通信和其他电子设备制造业

## 手机智能终端的“非洲之王”



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 发行价 RMB35.15 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	80.00
发行后总股本 (百万股)	800.00
发行方式	战略配售
	网下询价
	上网定价
保荐机构	中信证券

## 主要股东 (2019Q3)

深圳市传音投资有限公司	51.05%
源科 (平潭) 股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	12.96%
深圳市传力股权投资管理有限公司	7.56%

## 收入结构 (2019H1)

手机	92.33%
----	--------

报告编号: JLJ19-NSP02

首次报告日期:

## ■ 投资摘要

## 手机智能终端的“非洲之王”

公司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,营业收入和营业利润均主要来自于手机产品销售。除手机产品外,公司还为客户提供移动互联网服务、数码配件、家用电器等其他产品或服务。2018年,公司全品类手机出货量位列全球第四,非洲市场占有率位列第一。凭借在非洲市场远高于其他手机厂商的市场占有率和广泛的品牌影响力,在业界被称为“非洲之王”。公司专注于以非洲为代表的新兴市场进行本土化产品研发和技术创新,在品牌影响力、用户规模、技术创新、销售网络、供应链管控、售后服务方面具备领先优势。非洲、印度等新兴市场广阔的市场空间将进一步推动公司经营业绩提升。

## 募投项目有利于提升盈利能力

公司本次募集资金将用于传音智汇园手机制造基地项目、手机生产基地 (重庆) 项目、移动互联网系统平台建设项目、上海手机研发中心建设项目、深圳手机及家电研发中心建设项目、市场终端信息化建设项目和补充流动资金。募集资金到位后,公司净资产、总资产的规模将增加,公司产能规模将稳步提升,研发能力将进一步增强,产品线将得到丰富,公司长期积累的技术和品牌优势也将得到充分发挥,有利于进一步提升公司的持续盈利能力和市场竞争能力。

## 盈利预测

我们预计 2019-2021 年实现收入 232.71 亿元、243.13 亿元、254.66 亿元,分别增长 2.76%、4.48%、4.74%,归母净利润分别为 18.57 亿元、19.62 亿元、20.40 亿元,同比增长 182.41%、5.68%、3.96%,相应的稀释后每股收益为 2.32 元、2.45 元和 2.55 元。

**风险因素:** 市场竞争风险、规模扩张引发的管理风险、技术创新无法满足市场需求的风险、汇率波动风险、境外子公司管控风险等。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22645.88	23270.91	24313.44	25465.9
年增长率	12.98%	2.76%	4.48%	4.74%
归属于母公司的净利润	657.38	1856.5	1961.98	2039.67
年增长率	-2.09	182.41%	5.68%	3.96%
每股收益 (元)	0.82	2.32	2.45	2.55
PER (X)	47.46	16.81	15.90	15.30

注: 有关指标按当年股本摊薄

## 一、行业背景

### 1.1 公司的行业分类及简况

公司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,主要产品为 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。基于在新兴市场积累的领先优势,公司围绕主营业务积极实施多元化战略布局,创立了数码配件品牌 Oramo,家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Caricare 等。公司自主研发 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统,围绕 OS 操作系统开发应用商店、游戏平台、广告分发平台以及手机管家等工具类软件。同时公司与网易等多家国内领先的互联网公司,积极开发和孵化移动互联网产品,在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域进行出海战略合作。基于用户流量和数据资源开展的移动互联网业务是公司经营业绩增长的新动力。

公司所处行业为计算机、通信和其他电子设备制造。

图 1 公司主营业务图



数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

2018 年,公司全品类手机出货量位列全球第四,非洲市场占有率位列第一。2019 年 1-6 月,公司智能手机销量为 1,657 万台,销售金额为 731,895.97 万元,功能手机销量为 3,815 万台,销售金额为 237,961.99 万元。智能机销售量及销售金额、占比不断上升。根据《African Business》2019 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 5、17 及 26 名；在百强榜中，仅有 7 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。凭借在非洲市场远高于其他手机厂商的市场占有率和广泛的品牌影响力，在业界被称为“非洲之王”。

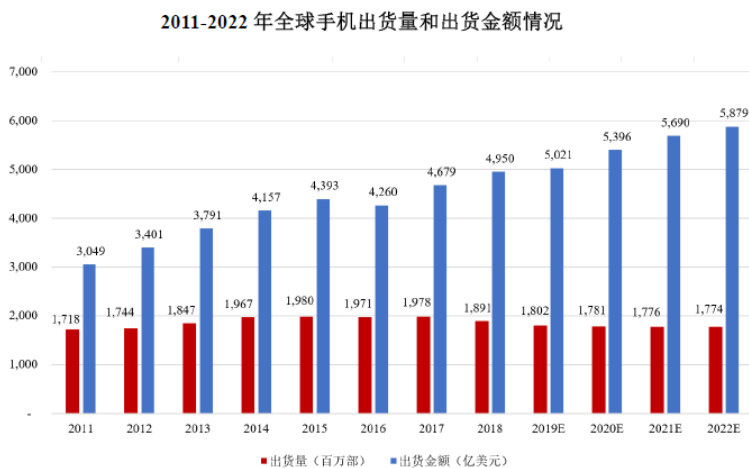
## 1.2 行业发展情况

移动通信终端设备作为通信载体，是人们与外界交流、沟通的连接工具。手机产品作为高精密、高集成化的移动通信终端设备，跟随着历代移动通信网络系统的发展不断升级。

以手机为代表的移动终端集合了通信技术、集成电路、硬件制造、信息服务、数据安全等多项高科技领域的核心技术，是各个国家重点角逐的领域，也是我国当前着重培育和发展的战略新兴产业，受到国家的多项政策支持。国务院先后出台《中国制造 2025》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》及 2018 年 3 月份《政府工作报告》，国家发展改革委发布《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 年版）》均鼓励手机行业发展。手机行业的快速发展对于我国整个电子信息产业链结构升级，从单一总量扩张转变为多样化、多层次、高效率的体系建设起到了巨大的推动作用。

受益于通信技术和手机零部件的不断升级带来的历次换机潮，全球手机市场目前维持着稳定增长的趋势。根据美国国际数据公司 IDC 统计，全球手机出货量由 2011 年的 17.18 亿部增长至 2018 年的 18.91 亿部，出货金额由 2011 年的 3,049 亿美元增长至 4,950 亿美元。随着 5G 时代的到来，2019 年至 2022 年，全球手机年平均出货金额预计将稳步提升至近 6,000 亿美元。

图 2 2011-2022 年全球手机出货量和出货金额情况



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场人口基数超过 30 亿，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，市场空间巨大。

2014 年至 2018 年，非洲市场功能手机出货量由 1.07 亿部增长为 1.27 亿部，保有量由 4.98 亿部下降为 3.57 亿部，人均保有量由 0.43 部下降为 0.28 部，年均复合增长率为-10.25%。智能手机出货量由 0.54 亿部增长为 0.88 亿部，保有量由 1.52 亿部增长为 4.30 亿部，人均保有量由 0.13 部增长为 0.33 部，年均复合增长率为 26.54%。根据 GSMA5 统计，非洲市场的手机普及率由 44% 上升至 52%。

2014 年至 2018 年，印度市场功能手机出货量由 1.79 亿部增长为 1.81 亿部，保有量由 5.67 亿部下降为 4.90 亿部，人均保有量由 0.44 部下降为 0.36 部，年均复合增长率为-4.66%。智能手机出货量由 0.80 亿部增长为 1.42 亿部，保有量由 1.29 亿部增长为 3.69 亿部，人均保有量由 0.10 部增长为 0.27 部，年均复合增长率为 28.52%。根据 eMarketer6 统计，并结合联合国人口署统计的各年度人口数量计算得出印度市场的手机普及率由 45% 上升至 57%。

2014 年至 2018 年，非洲、印度智能机的保有量及人均保有量快速上升，功能机的保有量及人均保有量有所下降，但仍有一定市场份额。随着非洲、印度等市场的经济发展水平不断提高与通信设施的不断完善，人均消费能力逐渐增强，市场对于智能手机的需求日趋增长。而非洲、印度等地区的保有量及人均保有量仍低于世界平均水平，通信设施相比于世界平均水平仍较为落后，存在较大的发展空间。

公司专注于以非洲为代表的新兴市场进行本土化产品研发和技术创新，在品牌影响力、用户规模、技术创新、销售网络、供应链管控、售后服务方面具备领先优势。非洲、印度等新兴市场广阔的市场空间将进一步推动公司经营业绩提升。

### 1.3 行业竞争结构及公司的地位

经过多年的发展，手机行业的竞争日益激烈。随着成熟市场移动通信系统更新换代周期的来临和新兴市场的日渐崛起，行业已进入竞争的关键阶段，淘汰速度越来越快。市场竞争使得前期技术研发与原型设计成本快速提升，行业准入门槛不断提高，未来产品竞争将主要集中在领先的品牌厂商之间，市场集中度将进一步增加。

## (1) 全品类手机市场的全球竞争情况

从全品类手机来看，三星和苹果的出货量市场占有率较高，分别排在全球手机品牌厂商的第一和第二位，整体竞争优势较为明显。与此同时，国产手机品牌厂商的市场占有率快速增长，2018年全球前二十大品牌中国产品牌的市场占有率约40%。2018年公司全品类手机全球市场占有率为7.04%，全球排名第4。

**表 1 全球手机品牌厂商按照全品类口径统计的出货量和市场占有率情况单位：百万部**

排名	厂商	2018	2018	2017	2017	2016	2016
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%
13	Lava	19.58	1.04%	18.31	0.93%	28.11	1.43%
14	Micromax	13.42	0.71%	23.87	1.21%	29.92	1.52%
15	ZTE	12.86	0.68%	39.28	1.99%	55.22	2.80%
16	Symphony	9.37	0.50%	10.37	0.52%	10.47	0.53%
17	ASUS	9.24	0.49%	12.75	0.64%	16.16	0.82%
18	Sony	8.11	0.43%	13.77	0.70%	14.88	0.76%
19	OnePlus	6.73	0.36%	3.99	0.20%	2.49	0.13%
20	Wiko	6.48	0.34%	7.22	0.37%	7.27	0.37%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## (2) 智能手机

从智能手机的全球市场占有率来看，排名前两位的仍为三星和苹果，竞争优势较为明显。2018年公司智能手机的全球市场占有率为2.75%，排名第9。

**表 2 全球手机品牌厂商智能手机的出货量和市场占有率情况单位：百万部**

排名	厂商	2018	2018	2017	2017	2016	2016
1	三星	292.17	20.78%	317.66	21.68%	311.42	21.19%
2	苹果	208.80	14.85%	215.78	14.72%	215.40	14.66%
3	华为	206.01	14.65%	154.20	10.52%	139.34	9.48%
4	小米	122.51	8.71%	92.72	6.33%	53.04	3.61%
5	OPPO	113.31	8.06%	111.70	7.62%	99.78	6.79%

6	vivo	101.13	7.19%	87.62	5.98%	77.25	5.26%
7	Lenovo	40.76	2.90%	50.33	3.43%	51.00	3.47%
8	LG	39.51	2.81%	55.78	3.81%	55.13	3.75%
9	传音控股	38.66	2.75%	28.82	1.97%	17.15	1.17%
10	HMD	18.82	1.34%	10.08	0.69%	-	0.00%
11	TCL	17.29	1.23%	19.15	1.31%	32.88	2.24%
12	ZTE	10.50	0.75%	34.36	2.34%	47.42	3.23%
13	ASUS	9.24	0.66%	12.75	0.87%	16.16	1.10%
14	Sony	8.11	0.58%	13.77	0.94%	14.88	1.01%
15	OnePlus	6.73	0.48%	3.99	0.27%	2.49	0.17%
16	Micromax	6.60	0.47%	6.61	0.45%	11.54	0.79%
17	Wiko	6.25	0.44%	6.93	0.47%	6.41	0.44%
18	Meizu	5.51	0.39%	21.54	1.47%	19.87	1.35%
19	Sharp	4.82	0.34%	3.56	0.24%	3.32	0.23%
20	Hisense	4.76	0.34%	7.08	0.48%	5.87	0.40%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### (3) 功能手机

从功能手机的全球市场占有率来看，2016年至2018年，公司功能手机全球出货量均排名第一，市场占有率分别为12.12%、19.62%和19.47%。

表 3 全球手机品牌厂商功能手机的出货量和市场占有率情况单位：百万部

排名	厂商	2018	2018	2017	2017	2016	2016
1	传音控股	94.45	19.47%	100.47	19.62%	60.76	12.12%
2	HMD	66.12	13.63%	59.20	11.56%	-	0.00%
3	Lyf	65.52	13.51%	13.55	2.65%	-	0.00%
4	三星	31.97	6.59%	51.62	10.08%	52.82	10.53%
5	TCL	19.79	4.08%	22.99	4.49%	26.54	5.29%
6	Lava	14.96	3.08%	12.20	2.38%	19.29	3.85%
7	Symphony	7.84	1.62%	7.93	1.55%	7.40	1.48%
8	Micromax	6.82	1.41%	17.25	3.37%	18.38	3.67%
9	Karbons	5.18	1.07%	7.49	1.46%	10.00	1.99%
10	X-Tigi	3.36	0.69%	2.60	0.51%	2.60	0.52%
11	Q-Mobile (PK)	3.26	0.67%	5.00	0.98%	8.97	1.79%
12	Condor Electronics	2.67	0.55%	2.51	0.49%	2.10	0.42%
13	Intex	2.47	0.51%	7.56	1.48%	17.71	3.53%
14	ZTE	2.36	0.49%	4.92	0.96%	7.80	1.56%
15	VGO TEL	2.34	0.48%	4.42	0.86%	1.42	0.28%
16	LG	2.13	0.44%	6.80	1.33%	9.93	1.98%
17	DORO	2.11	0.44%	2.51	0.49%	2.93	0.59%
18	Masstel	2.11	0.43%	2.63	0.51%	2.62	0.52%
19	Cherry Mobile	2.08	0.43%	2.90	0.57%	3.09	0.62%
20	SQ	1.79	0.37%	0.92	0.18%	1.39	0.28%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

经过多年的积累，公司已在品牌影响力、用户规模、技术创新、销售网络、供应链管控、售后服务等领域具备突出的优势。2018年公司手机出货量超过1亿部，全球市场占有率达7.04%，在全球手机品牌厂商中排名第四；非洲市场出货量合计占有率高达48.71%，位列非洲第一；印度市场的出货量合计市场占有率达6.72%，位列印度第四。

## 1.4 公司的竞争优势

### (1) 品牌优势

对于手机行业而言，品牌是综合实力的体现。公司多年来扎根于非洲市场，凭借优异的产品性能和本地化的技术创新，在非洲市场获得了远高于其他手机厂商的市场占有率和广泛的品牌影响，在业界被称为“非洲之王”。

立足于非洲本土化的创新和专注于用户体验的产品定位，公司产品拥有较高的用户忠诚度，是公司独特的竞争优势。借助于公司在手机产品领域的优势，公司移动互联网业务及家电、配件等手机周边产品业务拥有高质量的品牌保障。通过过硬品质获得较高的用户粘性，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，从而进一步强化了公司的竞争优势。

### (2) 研发优势

公司是最早进入非洲的国产手机厂商，拥有多年技术沉淀，对于非洲市场及用户群体有着深刻的洞察与理解，引领着当地的手机设计、工艺等方面的升级方向。经过多年的持续积累，公司已具备较强应用性技术创新能力。

公司将技术创新作为公司核心战略之一，创立以来始终保持对技术研发的较高金额的投入。公司分别在上海和深圳建立了自主研发中心，并与尼日利亚和肯尼亚等地的研发团队紧密合作。公司拥有研发人员1,500多人，主要集中在手机产品硬件、软件及移动互联网开发。公司在硬件研发的基础上坚持将大数据、云计算、互联网等软件技术与移动终端产品深度结合，持续提升产品及服务。

### (3) 渠道优势

公司的销售模式以经销为主，凭借敏锐的战略眼光和科学的渠

道建设计划，逐步建立和完善了一套覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络。销售渠道的先发优势，为巩固和提升非洲、印度等新兴市场的市场占有率奠定了坚实的基础。公司产品已进入全球 70 多个国家和地区，与各市场国家超过 2,000 家具有丰富销售经验的经销商客户建立了密切的合作关系，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球主要新兴市场的销售网络。

#### (4) 综合化售后服务优势

公司拥有专业的售后服务品牌 Carlcare，服务品类已覆盖自有品牌的手机产品和家用电器产品，并逐步向非自有品牌及其他品类拓展。Carlcare 致力于为全球市场提供本土化一站式服务，目前已在全球建有超过 2,000 个服务网点（含第三方合作网点），是非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商。Carlcare 旗下拥有多位来自行业顶尖专家组成的管理团队和技术团队，涵盖非洲、南亚、中东、东南亚等地区，为全球用户提供专业高效的售后服务。专业化的售后服务体系为公司巩固和提升新兴市场销售份额提供了强有力的保障，进一步增强了与终端用户的产品粘性。

## 二、公司分析及募集资金投向

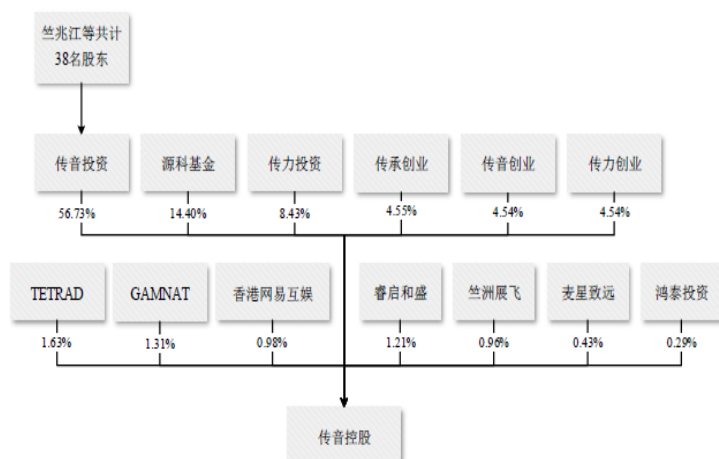
### 2.1 公司股权结构，实际控制人的简况

本次发行前，公司的总股本为 7.2 亿股，传音投资为传音控股的控股股东，持有公司的股份比例为 56.73%。竺兆江为传音投资的第一大股东，持有传音投资的股权比例为 20.68%。公司控股股东为传音投资，实际控制人为竺兆江。公司实际控制人的一致行动人包括阿里夫、严孟、刘仰宏、秦霖、俞卫国、张祺、叶伟强、邓翔、胡盛龙、雷伟国、杨宏。

公司此次发行股份 8000 万股，发行价格为 35.15 元/股。



图 3 发行前公司股权结构



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## 2.2 公司业务简况及收入利润结构

公司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，营业收入和营业利润均主要来自于手机产品销售。除手机产品外，公司还为客户提供移动互联网服务、数码配件、家用电器等其他产品或服务。

表 4 主营业务收入构成 单位：万元

项目	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
一、手机	969,857.9	95.40%	2,142,891.	96.65	1,913,507.	97.68	1,042,163.	96.14%
1、智能手机	731,895.9	71.99%	1,547,877.	69.81	1,234,572.	63.02	674,133.31	62.19%
2、功能手机	237,961.9	23.41%	595,013.94	26.84	678,935.52	34.66	368,029.69	33.95%
二、其他	46,738.63	4.60%	74,304.58	3.35%	45,539.53	2.32%	41,840.93	3.86%
合计	1,016,596.	100.00	2,217,196.	100.00	1,959,047.	100.00	1,084,003.	100.00%
	59	%	08	%	25	%	93	

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 5 主营业务收入区域销售情况 单位：万元

项目	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
非洲	817,079.1	80.37%	1,713,985.	77.30	1,505,778.	76.86	960,628.63	88.62%
亚洲等其他	199,517.5	19.63%	503,210.95	22.70	453,268.79	23.14	123,375.30	11.38%

地区	0	%	%					
合计	1,016,596.	100.00	2,217,196.	100.00	1,959,047.	100.00	1,084,003.	100.00%
	59	%	08	%	25	%	93	

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 6 手机排名情况

序号	项目	2018	2017	2016
市场容量(出货量:亿部)	非洲	2.15	2.19	2.05
	印度	3.24	2.88	2.49
	合计	5.39	5.08	4.53
市场容量增长率	非洲	-1.83%	6.83%	-
	印度	12.50%	15.66%	-
	合计	6.10%	12.14%	-
非洲市场占有率	公司	48.71%	45.12%	33.73%
	三星	10.27%	12.85%	16.29%
	HMD	6.78%	3.96%	0.00%
	华为	4.05%	2.69%	4.02%
印度市场占有率	公司	6.72%	9.03%	3.40%
	Lyf	20.25%	5.13%	3.12%
	三星	17.29%	22.28%	23.89%
	小米	12.71%	9.00%	2.90%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 7 公司非洲、印度等区域主要品牌智能手机功能手机销售金额 单位：万元

区域	机型	品牌	2019 年 1-6 月	2018	2017	2016
非洲	功能机	itel	90,324.53	219,902.00	238,277.25	204,363.24
		TECNO	96,328.78	229,166.88	223,709.97	99,331.31
	智能机	Infinix	164,509.76	370,818.50	300,827.92	199,210.44
		itel	124,827.85	256,791.32	221,258.30	101,722.51
		TECNO	312,024.88	576,774.92	479,938.83	315,591.78
		总计	<b>788,015.80</b>	<b>1,653,453.61</b>	<b>1,464,012.28</b>	<b>920,219.29</b>
印度及其他	功能机	itel	47,195.17	135,215.96	205,324.33	62,501.66
		TECNO	4,113.51	10,729.10	11,623.97	1,833.49
	智能机	Infinix	25,110.68	53,298.24	39,892.54	17,384.68
		itel	44,144.11	125,570.25	126,364.33	28,556.35
		TECNO	61,278.69	164,624.34	66,290.27	11,667.55
		总计	<b>181,842.16</b>	<b>489,437.89</b>	<b>449,495.45</b>	<b>121,943.72</b>

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 8 公司非洲、印度等区域主要品牌智能手机功能手机销售数量 单位：万部

区域	机型	品牌	2019 年 1-6 月	2018	2017	2016
非洲	功能机	itel	1,768.57	3,825.28	3,926.90	3,491.00

		TECNO	1,244.29	2,965.37	3,017.49	1,474.74
	智能机	Infinix	276.65	588.47	487.05	331.14
		itel	425.95	875.49	779.02	426.50
		TECNO	646.80	1,189.42	1,038.35	744.77
		总计	4,362.26	9,444.02	9,248.81	6,468.15
印度及其他	功能机	itel	751.70	2,086.90	2,778.19	903.45
		TECNO	49.98	144.27	154.02	26.86
	智能机	Infinix	50.98	87.03	59.77	25.35
		itel	136.55	365.03	374.12	109.67
		TECNO	119.95	301.13	117.27	23.58
		总计	1,109.16	2,984.35	3,483.37	1,088.90

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 9 主营业务成本构成 单位：万元

项目	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
一、手机	692,343.5	96.40%	1,622,838.	97.01	1,516,153.	97.94	823,312.06	96.23%
	8		26	%	49	%		
1、智能手机	522,072.1	72.69%	1,171,853.	70.05	974,316.37	62.94	525,936.66	61.48%
	5		48	%		%		
2、功能手机	170,271.4	23.71%	450,984.78	26.96	541,837.12	35.00	297,375.40	34.76%
	3			%		%		
二、其他	25,888.79	3.60%	49,940.94	2.99%	31,874.60	2.06%	32,214.57	3.77%
合计	718,232.3	100.00	1,672,779.	100.00	1,548,028.	100.00	855,526.62	100.00%
	8	%	20	%	09	%		

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 10 公司各类手机平均售价、单位成本情况 单位：元/部

	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	平均售价	单位成本	平均售价	单位成本	平均售价	单位成本	平均售价	单位成本
智能机	441.73	315.09	454.38	344.00	432.34	341.20	405.86	316.64
功能机	62.38	44.64	65.95	49.99	68.74	54.86	62.42	50.44

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 11 公司毛利率情况

项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
一、手机	28.61%	24.27%	20.77%	21.00%
1、智能手机	28.67%	24.29%	21.08%	21.98%
2、功能手机	28.45%	24.21%	20.19%	19.20%

二、其他	44.61%	32.79%	30.01%	23.01%
合计	29.35%	24.55%	20.98%	21.08%

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## 2.3 募集资金投向

公司本次募集资金将用于传音智汇园手机制造基地项目、手机生产基地（重庆）项目、移动互联网系统平台建设项目、上海手机研发中心建设项目、深圳手机及家电研发中心建设项目、市场终端信息化建设项目和补充流动资金。

本次募集资金到位后，公司净资产、总资产的规模将增加，公司产能规模将稳步提升，研发能力将进一步增强，产品线将得到丰富，公司长期积累的技术和品牌优势也将得到充分发挥，有利于进一步提升公司的持续盈利能力和市场竞争能力。

由于募集资金投资项目存在建设期，因此短期内公司的净资产收益率将有所下降。但从长期来看，随着募集资金投资项目的逐步建成投产，公司产能规模将稳步提升，届时净资产收益率也将逐步改善。

表 12 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资额	建设期
1	传音智汇园手机制造基地项目	105,878.54	105,878.54	24 个月
2	手机生产基地（重庆）项目	51,842.35	51,842.35	24 个月
3	移动互联网系统平台建设项目	37,146.28	37,146.28	24 个月
4	上海手机研发中心建设项目	20,511.29	20,511.29	18 个月
5	深圳手机及家电研发中心建设项目	22,412.46	22,412.46	36 个月
6	市场终端信息化建设项目	33,312.30	33,312.30	24 个月
7	补充流动资金	30,000.00	30,000.00	
	合计	<b>301,103.22</b>	<b>301,103.22</b>	

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 三、盈利预测及主要假设

主要假设：1) 公司产品销量在新兴市场中保持稳定增长态势；2) 产品毛利率保持稳定；3) 汇率、税率等其他影响因素稳定。

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年实现收入 232.71 亿元、243.13 亿元、254.66 亿元，分别增长 2.76%、4.48%、4.74%，归母净利润分别为 18.57 亿元、19.62 亿元、20.40 亿元，同比增长 182.41%、5.68%、3.96%，相应的稀释后每股收益为 2.32 元、2.45 元和 2.55

元。

## 四、风险因素

### 市场竞争风险

手机市场是一个充分竞争的市场，以欧美为代表的成熟市场起步较早，并经历了高速发展阶段，国际知名品牌厂商在全球手机市场占据优势地位。但近年来，国内手机厂商的综合实力大幅提升，市场份额快速增加。

随着经济发展、人口增长以及通讯基础设施的不断完善，以非洲、印度为代表的主要新兴市场是未来全球手机销量增长的主要来源。目前新兴市场智能手机市场普及率相对较低，尚处于功能手机向智能手机的过渡阶段，功能手机仍占据较高的市场份额。由于新兴市场巨大的手机市场空间及增长潜力，越来越多的手机厂商进入到新兴市场，导致新兴市场的竞争亦日渐加剧。随着成熟市场未来的进一步饱和，不排除其他手机厂商进入并加大对非洲、印度等新兴市场的开拓力度。公司面临的市场竞争风险将日益加剧。公司主要销售区域为非洲、印度等全球新兴市场，虽然在非洲和印度市场取得了较高的市场份额，但公司未来如无法保持产品的技术创新，持续提高产品品质和服务水平，继续在技术研发、品牌运营、市场推广、售后服务、供应链管理等方面加大投入，则可能面临客户资源流失、市场份额下降的风险。

### 规模扩张引发的管理风险

报告期内，随着经营规模快速增长，公司的产销规模快速扩张，对公司的组织结构、管理体系以及经营管理人才均提出了更高的要求。未来，如果公司不能在管理方式上及时创新，以适应其规模快速扩张的需要，可能会出现竞争力削弱及经营成本上升等风险。

### 技术创新无法满足市场需求的风险

随着互联网技术和移动通信技术的快速发展，手机已从简单的移动通讯工具转变为集通信、商务和娱乐等多功能于一身的综合电子消费品。总体而言，手机行业技术更新周期在不断缩短，对于行业内企业的研发实力、市场反应速度提出了更高的要求。一项新技术的运用或一款新产品的发布，就可能掀起一股新的消费潮流，并对手机产品的市场竞争格局带来十分重大的影响。如果公司未来在新材料研究、技术革新、工艺创新等领域不能持续投入研发资源、不断更新技术、对市场做出快速反应，会导致公司产品销量的下滑，因此，公司的经营业绩存在技术创新无法满足市场需求的风险。

### 汇率波动风险

公司手机产品全部销往海外，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚等全球新兴市场国家，公司境外销售主要使用美元等外币结算，相应公司持有美元等外币货币性资产及负债。因此，报告期内受美元等外币兑人民币的汇率不断波动影响，汇兑损益对经营业绩影响较大。

#### 境外子公司管控风险

公司手机产品全部出口海外，在境外拥有多家销售主体，主要销售区域覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美等 70 多个国家地区。对于手机产品，相关国家整体政治形势稳定且通常无限制性监管政策或禁止性规定，但由于各新兴市场国家或地区的政治环境、社会环境、经济发展水平、财税和贸易政策均存在一定差异，不同国家或地区在产品进口关税、产品认证、当地投资比例等方面存在不同规定或要求。公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家和地区的法律法规。如果境外业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化，或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力等情形，而公司无法适应多个国家和地区的监管环境、建立有效的境外子公司管控体系或国际化管理能力不足，将对公司生产经营产生不利影响。

## 五、估值分析

### 5.1 同行业可比公司 PE、PB 估值比较分析

根据公司产品结构、市场地位以及行业竞争格局，选取三星、苹果、华为、小米作为竞争对手与可比公司。

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，可比上市公司 2018 年静态平均市盈率为 15.37 倍，2019 年、2020 年平均动态市盈率为 22.12 倍、19.08 倍。

公司每股发行价为 35.15 元，对应 2018-2020 年 PE 为 42.78、15.14、14.33 倍。目前公司股价为 39.00 元，对应 2018-2020 年 PE 为 47.46、16.81、15.90 倍，公司 2018 年 PE 高于可比公司均值，2019 年和 2020 年 PE 低于可比公司均值。

从 PB 比较来看，目前可比公司 PB 均值为 8.69，公司的 PB 为 4.03，低于可比公司 PB 均值。

表 13 可比公司的 PE、PB

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)	市盈率(倍)	PB
------	------	----	-----------	--------	----

			18A	19A/E	20E	21E	18PE	19PE	20PE	21PE	
1810.HK	小米集团 -W APPELL	9.07	0.56	0.43	0.55	0.66	16.08	20.99	16.61	13.80	2.72
APPL	PETE CORP	270.71	11.88	11.64	12.56	13.79	22.79	23.26	21.55	19.63	13.02
005930.KS	三星电子	49,500.00	6,837.30	--	--	--	7.24	--	--	--	10.33
	平均						15.37	22.12	19.08	16.72	8.69
688036	传音控股	39.00	0.82	2.32	2.45	2.55	47.46	16.81	15.90	15.30	4.03

资料来源: Wind 上海证券研究所 (12.6 股价)

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3127.67	3339.62	4650.08	5716.03
应收和预付款项	1071.03	802.71	1154.69	895.32
存货	2499.48	1501.63	2674.85	1697.27
其他流动资产	1196.90	1196.90	1196.90	1196.90
长期股权投资	40.59	40.59	40.59	40.59
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	784.64	1959.51	3130.29	3661.08
无形资产和开发支出	628.80	612.43	596.07	579.70
其他非流动资产	156.24	154.84	153.44	152.03
<b>资产总计</b>	<b>10353</b>	<b>9608</b>	<b>13597</b>	<b>13939</b>
短期借款	20.72	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4485.11	2763.44	4802.01	3116.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1077.50	1077.50	1077.50	1077.50
<b>负债合计</b>	<b>6431.18</b>	<b>3840.94</b>	<b>5879.52</b>	<b>4194.22</b>
股本	720.00	800.00	800.00	800.00
资本公积	2267.68	2187.68	2187.68	2187.68
留存收益	928.62	2785.12	4747.10	6786.78
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3916.30</b>	<b>5772.80</b>	<b>7734.78</b>	<b>9774.46</b>
少数股东权益	5.72	-5.52	-17.40	-29.75
<b>股东权益合计</b>	<b>3922.02</b>	<b>5767.28</b>	<b>7717.38</b>	<b>9744.70</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10353</b>	<b>9608</b>	<b>13597</b>	<b>13939</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	2073.32	1028.63	2388.75	1517.51
投资活动产生现金流量	-738.53	-868.17	7	-568.17
融资活动产生现金流量	-275.01	51.49	89.88	116.62
<b>现金流量净额</b>	<b>1052.51</b>	<b>211.95</b>	<b>1310.46</b>	<b>1065.95</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22645.88	23270.9	24313.4	25465.90
营业成本	17109.37	17550.9	18320.1	19178.37
营业税金及附加	52.46	69.81	72.94	76.40
销售费用	2254.03	2373.63	2431.34	2546.59
管理费用	808.13	930.84	972.54	1018.64
财务费用	70.13	-72.21	-41.26	-14.76
公允价值变动损益	-327.92	300.00	0.00	0.00
投资收益	-475.64	0.00	0.00	0.00
其他收益	130.84	150.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>857.35</b>	<b>2317.91</b>	<b>2557.70</b>	<b>2660.66</b>
营业外收支净额	7.44	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>864.79</b>	<b>2317.91</b>	<b>2557.70</b>	<b>2660.66</b>
所得税	210.99	472.65	607.60	633.34
净利润	653.80	1845.26	1950.10	2027.32
少数股东损益	-3.58	-11.24	-11.88	-12.35
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>657.38</b>	<b>1856.50</b>	<b>1961.98</b>	<b>2039.67</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	24.45%	24.58%	24.65%	24.69%
EBIT/销售收入	4.00%	9.83%	10.34%	10.33%
销售净利率	2.89%	9.83%	10.34%	10.33%
ROE	16.79%	32.16%	25.37%	20.87%
资产负债率	62.12%	39.98%	43.24%	30.09%
流动比率	1.56	2.21	1.88	2.76
速动比率	1.11	1.34	1.13	1.92
总资产周转率	2.37	2.42	1.79	1.83
应收账款周转率	52.77	51.51	47.76	51.21
存货周转率	6.96	11.69	6.85	11.30

数据来源: WIND 上海证券研究所



## 分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。