

新兴市场前景广阔，新业务成长可期
买入 (首次)

2020年07月14日

证券分析师 王平阳

执业证号: S0600519060001
021-60199775

wangpingyang@dwzq.com.cn

研究助理 王少南

wangshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	25,346	29,768	35,773	45,997
同比 (%)	11.9%	17.4%	20.2%	28.6%
归母净利润 (百万元)	1,793	2,090	2,408	2,853
同比 (%)	172.8%	16.6%	15.2%	18.5%
每股收益 (元/股)	2.24	2.61	3.01	3.57
P/E (倍)	44.92	38.54	33.45	28.24

投资要点

- **近四年营收 CAGR 达 29.63%，彰显业务和管理能力：**公司以手机为主营业务，同时创立了数码配件品牌 Oraimo、家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Caricare，积极实施多元化战略布局。加强科技创新，促进技术升级，目前自主研发成果包括 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统。2019 年，公司全品牌手机出货量 1.37 亿部，位居全球第四，市场规模扩张迅速。2016-2019 年，公司总营收从 116.37 亿元增长到 253.46 亿元，复合年均增速达 29.63%。
- **人口红利+通信升级+经济增长释放市场增量，助力手机业务量价齐升：**全球手机市场受益于通信技术升级，手机更新换代带来的换机潮，目前出货量维持着稳定增长的趋势，2011-2019 年，全球手机出货量由 17.18 亿部增长到 18.34 亿部。随着新兴市场人口的高速增长，人口结构相对年轻化，在人口红利的加持下，新兴市场手机容量有望进一步扩大；同时，新兴地区经济逐年上行，2010-2019 年印度地区人均 GDP 从 1357.56 美元增长到 2127 美元。此外，通信技术不断升级、基础设施逐渐完善，据 GSMA 预测，2019-2025 年，撒哈拉以南的非洲 4G 连接率将从 10% 上升到 27%，5G 连接率达到 3%。印度地区 4G 连接率会从 39% 增长到 77%，5G 连接率预计将在 2025 年达到 7%。多因素推动下，新兴地区市场存在较大增长潜力。行业市场集中度较高，龙头企业强者愈强，公司作为新兴市场手机龙头，逐步优化产品结构，积极开拓新兴市场，融合市场强劲的增长动力，继续保持营收高增长。
- **多元化业务全面开花，移动互联网未来可期：**2019 年，公司的数码配件品牌 Oraimo 在非洲市场占有率领先；公司旗下的售后服务品牌 Caricare 在全球已建立起 2000 个服务网点。移动互联网方面，传音控股是非洲三大流量入口之一，旗下手机的 OS 系统已成为非洲等主要新兴市场的主流操作系统，将通过软件分发、广告分发、游戏分布等渠道进行变现，未来有望呈现倍增趋势。
- **盈利预测与投资评级：**新兴市场手机量价齐升，公司作为新兴市场手机龙头，营收有望继续高增长；公司的其他多元化业务也将优化营收结构，助力公司业绩。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 297.68/357.73/459.97 亿元，同比增长 17.4%/20.2%/28.6%；归母净利润分别为 20.90/24.08/28.53 亿元，同比增长 16.6%/15.2%/18.5%，实现 EPS 为 2.61/3.01/3.57 元，当前股价对应 PE 为 39/33/28 倍。我们看好公司在新兴市场手机业务的成长空间以及新业务的全面普及，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 受疫情影响，下游需求不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 汇率风险；4) 人工成本上升；5) 宏观经济波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	100.70
一年最低/最高价	37.28/107.55
市净率(倍)	9.30
流通 A 股市值(百万元)	7649.79

基础数据

每股净资产(元)	10.82
资产负债率(%)	51.33
总股本(百万股)	800.00
流通 A 股(百万股)	75.97

相关研究

内容目录

1. 传音控股——营收迅速增长，新兴市场手机龙头	5
1.1. 非洲手机之王	5
1.2. 股权结构清晰	7
1.3. 业绩表现亮眼，毛/净利率稳步上升	7
2. 新兴市场释放增量红利，竞争优势移植争夺存量市场	8
2.1. 全球手机市场稳定增长	9
2.2. 新兴市场手机普及率及智能机渗透率升高，增长空间可期	10
2.2.1. 非洲手机普及率上升，智能机持有意愿提升	10
2.2.2. 印度市场容量提升，存量市场竞争激烈	11
2.3. 多因素推动手机普及率与智能机渗透率上升，市场不断扩容	12
2.3.1. 4G 基站大规模建设+人均 GDP 增长推动中国智能机市场发展	12
2.3.2. 新兴市场前景可期，手机业务即将开启新一轮成长	14
2.4. 公司产品结构优化，智能机量价齐升	16
2.5. 五大核心优势明显，增量+存量助力营收增长	18
3. 深耕电子领域，不断发展新业务	20
3.1. 数码配件需求大幅增长，市场前景广阔	20
3.1.1. 行业规模稳步提升，数码配件处在快速成长期	20
3.1.2. 迎合新时代发展浪潮，产品功能出现新突破	21
3.1.3. 公司在非洲数码配件市场优势明显	23
3.2. 家电市场稳定发展，家电产品智能升级	24
3.2.1. 传音家电业务营收良好，全球家电行业发展景气	24
3.2.2. 全球家电销量增加，未来家电产品技术稳步提升	24
3.2.3. 品牌本地化凸显公司竞争优势	26
3.3. 售后服务遍布全球，凸显本地化优势	27
3.4. 移动互联网市场不断发展	28
3.4.1. 全球互联网渗透率稳步提升，非洲成为移动先行市场	28
3.4.2. 创新操作系统，提高用户体验	29
3.4.3. 创新互联网技术，注重用户体验	29
4. 盈利预测与投资建议	30
4.1. 核心假设	30
4.2. 盈利预测与投资建议	31
5. 风险提示	32

图表目录

图 1: 公司发展历史.....	5
图 2: 公司专利情况 (截至 2019 年 9 月 25 日)	6
图 3: 公司员工构成 (2019 年)	6
图 4: 研发投入 (亿元)	6
图 5: 研发人员学历构成 (2019 年)	7
图 6: 公司股权结构 (截至 2019 年年报)	7
图 7: 营业收入.....	8
图 8: 归母净利润.....	8
图 9: 公司期间费用变化.....	8
图 10: 公司毛利率、净利率.....	8
图 11: 全球手机市场规模 (亿美元)	9
图 12: 全球手机出货量 (百万部)	9
图 13: 2018 年全球手机市场格局 (百万部)	10
图 14: 2019 年全球智能机出货量及占比 (百万部)	10
图 15: 非洲手机出货量.....	11
图 16: 非洲市场主要厂商出货量市占率.....	11
图 17: 非洲总体手机保有量.....	11
图 18: 非洲人均手机保有量.....	11
图 19: 印度市场手机出货量规模.....	12
图 20: 印度市场主要品牌出货量市占率.....	12
图 21: 印度总体手机保有量.....	12
图 22: 印度人均手机保有量.....	12
图 23: 中国手机出货总量.....	13
图 24: 中国 4G 手机出货量及渗透率.....	13
图 25: 中国 4G 基站建设与 4G 手机渗透率对比.....	13
图 26: 中国人均 GDP 与 4G 手机渗透率对比.....	13
图 27: 非洲人均 GDP.....	14
图 28: 印度人均 GDP.....	14
图 29: 撒哈拉以南非洲通信市场发展预测.....	15
图 30: 印度通信市场发展预测.....	15
图 31: 撒哈拉以南非洲手机普及率.....	15
图 32: 全球智能机价位占比.....	15
图 33: 新兴市场手机总出货量及销售金额.....	16
图 34: 新兴市场智能机出货量及占比.....	16
图 35: 公司手机业务营收 (亿元)	17
图 36: 公司手机业务毛利率.....	17
图 37: 2019 年公司业务格局 (按地区分)	18
图 38: 公司手机单价.....	18
图 39: 公司手机业务五大核心优势.....	19
图 40: 数码配件产品.....	20
图 41: 数码配件市场规模及增速.....	21
图 42: 智能手表.....	21

图 43: 智能手表出货量及预测.....	21
图 44: 智能音响结构.....	22
图 45: 智能音箱部分品牌功能及售价.....	22
图 46: 移动电源结构.....	23
图 47: 蓝牙耳机结构.....	23
图 48: 全球 TWS 耳机销量及增速.....	23
图 49: 公司主要家电产品.....	24
图 50: 印度空调销量及增速.....	25
图 51: 非洲空调销量及增速.....	25
图 52: 巴基斯坦空调销量及增速.....	25
图 53: 全球部分地区空调销量 (百万) 及预测.....	25
图 54: 2017 年全球冰箱市场格局.....	26
图 55: 2018 年全球洗衣机市场格局.....	26
图 56: 2018H1 全球电视厂商出货量 (百万).....	26
图 57: 2018 年全球电视机厂商市场格局.....	26
图 58: 售后服务.....	27
图 59: 全球互联网渗透率及手机出货量 (亿部).....	28
图 60: 2018 年南非移动互联网使用情况.....	28
图 61: 2018 年南非操作系统占比.....	28
图 62: 2018 年南非主流设备厂商占比.....	28
图 63: 移动互联网的应用.....	29
图 64: 公司收入预测 (百万元).....	31

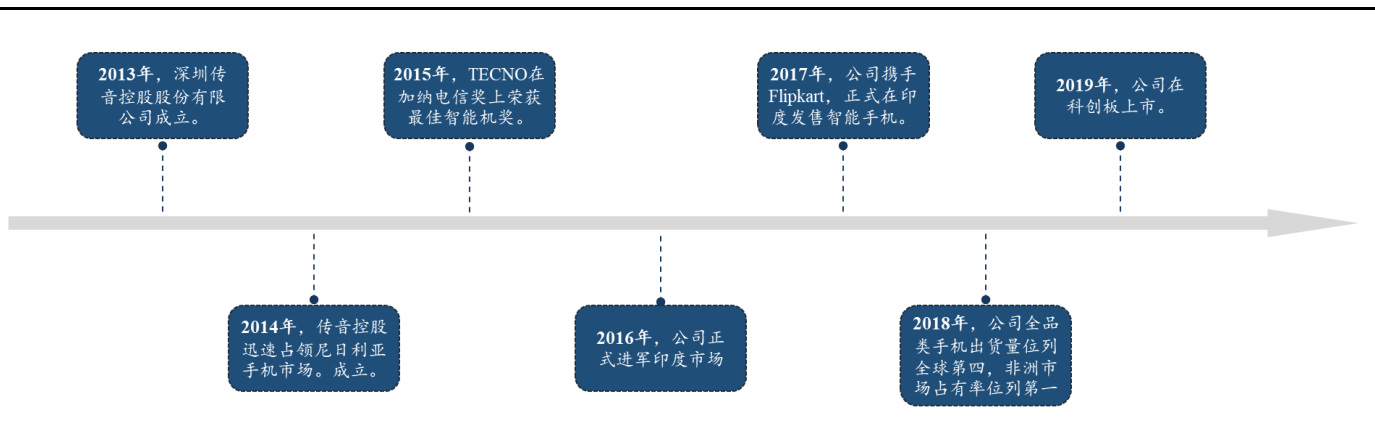
1. 传音控股——营收迅速增长，新兴市场手机龙头

1.1. 非洲手机之王

以手机业务为核心。公司成立于2013年，2019年9月30日上市，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，包括功能机和智能机，主要产品为TECNO、itel和Infinix三大品牌。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。2019年公司手机出货量1.37亿部，根据IDC数据，全球市场占有率8.1%，排名第四；非洲市场占有率52.5%，排名第一；印度市场占有率6.8%，排名第五；孟加拉国市场占有率15.6%，排名第二。

积极实施多元化布局。在新兴市场创立了数码配件品牌Oraimo、家用电器品牌Syninx以及售后服务品牌Caricare等；此外，自主研发HiOS、itelOS和XOS等智能终端操作系统。

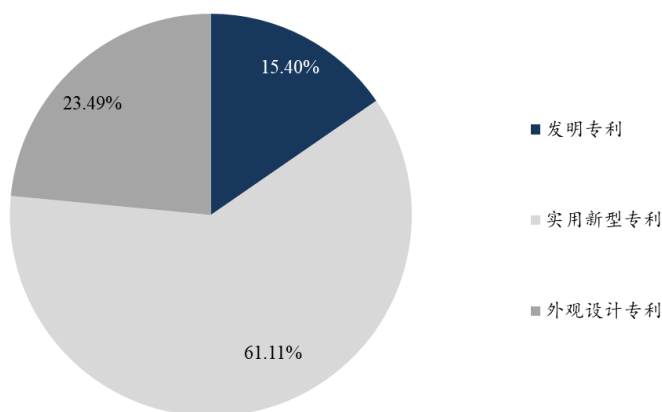
图 1：公司发展历史



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

加强科技创新，促进技术升级。截至2019年9月25日，在专利方面，公司及其子公司已取得国家知识产权在中国境内拥有的专利共计630项，其中发明专利97项，占比15%，实用新型专利385项，占比61%，外观设计专利148项，占比24%。在软件著作权方面，传音控股及其控股子公司共计拥有355项，其中计算机软件著作权286项，生产经营相关的核心软件著作权69件。2019年度新增软件著作权171件，新增授权专利164件，其中发明专利120件，占新增授权专利比例高达73%。

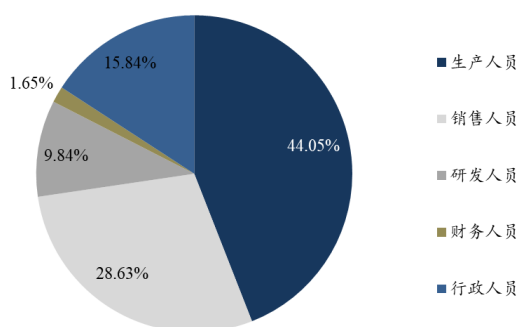
图 2: 公司专利情况 (截至 2019 年 9 月 25 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

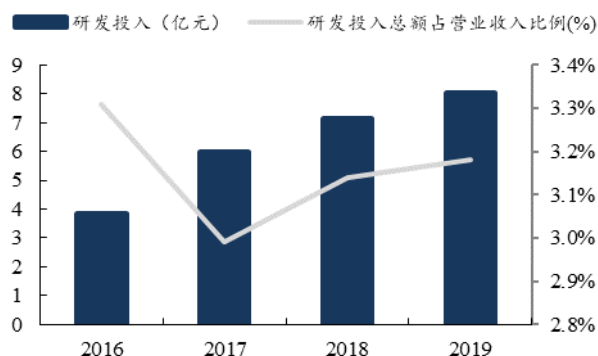
研发人员占比较大, 研发支出不断增加。为了推动公司技术进步和产品升级, 经过多年的发展、积累、磨合, 公司已培养出一支核心员工团队。截至 2019 年底, 员工总数 15933 人, 其中生产人员 7018 人, 占比 44.05%; 销售人员 4561 人, 占比 28.63%; 研发人员 1568 人, 占比 9.84%; 财务人员 263 人, 占比 1.65%; 行政人员 2523 人, 占比 15.84%。研发支出占比常年维持在 3% 以上, 并实现连年增长, 从 2016 年的 3.85 亿元增长到 2019 年的 8.05 亿元。截至 2019 年底, 公司的研发人员中, 本科学历 1076 人, 占比 68.62%; 大专学历 255 人, 占比 16.26%; 硕士及以上学历 211 人, 占比 13.46%; 大专以下学历 26 人, 占比 1.66%。

图 3: 公司员工构成 (2019 年)



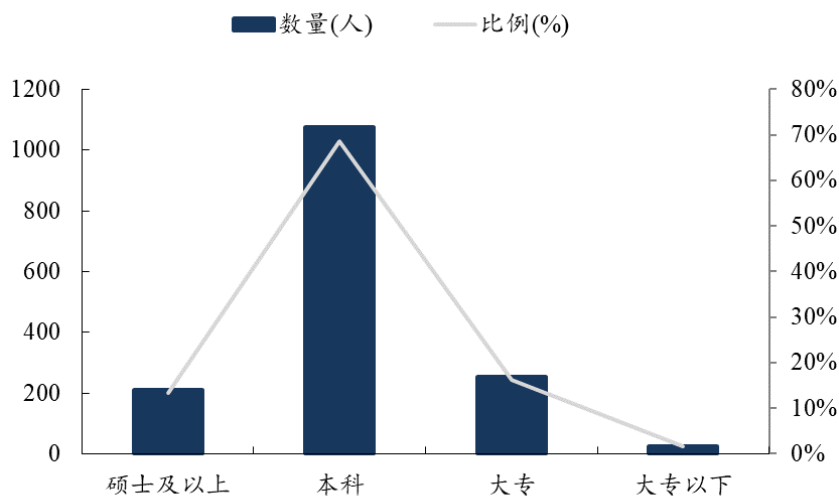
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 研发投入 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 5: 研发人员学历构成 (2019 年)

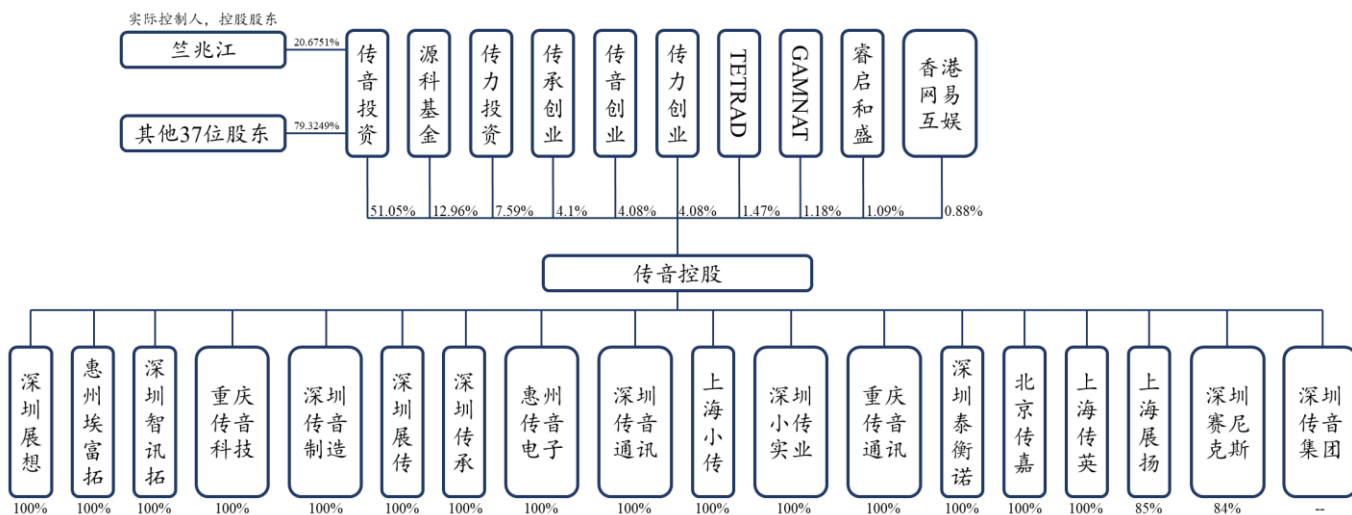


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

1.2. 股权结构清晰

股权结构清晰。公司实际控制人为董事长竺兆江, 控股股东为深圳市传音投资有限公司, 直接持有公司 51.05% 的股份, 第二大股东源科(平潭)股权投资基金合伙企业持股比例为 12.96%。第三大股东深圳市传力股权投资管理有限公司持股比例 7.59%。公司下设深圳市展信息技术有限公司、惠州埃富拓科技有限公司、深圳市智讯拓科有限公司等共计十五家全资子公司。

图 6: 公司股权结构 (截至 2019 年年报)

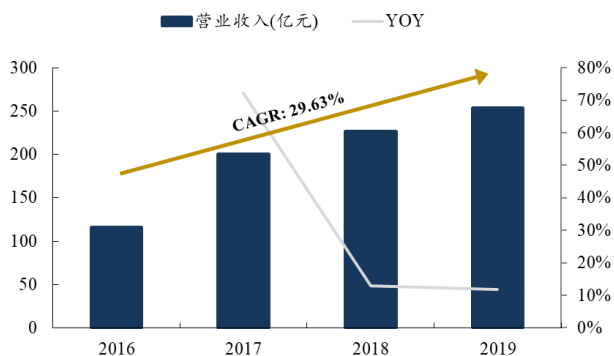


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 业绩表现亮眼, 毛/净利率稳步上升

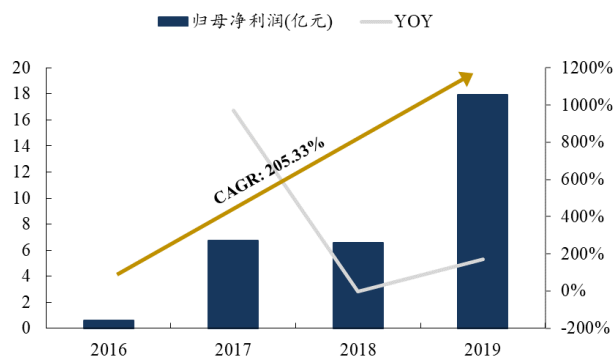
2016-2019 年营收 CAGR 达 29.63%，归母净利润 CAGR 超 205%。公司近年业务扩展迅速，营收及归母净利润增速较快。2016-2019 年，公司营收从 116.37 亿元增长到 253.46 亿元，复合年均增速达 29.63%；归母净利润从 0.63 亿元增长到 17.93 亿元，复合年均增速达 205.33%。

图 7：营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

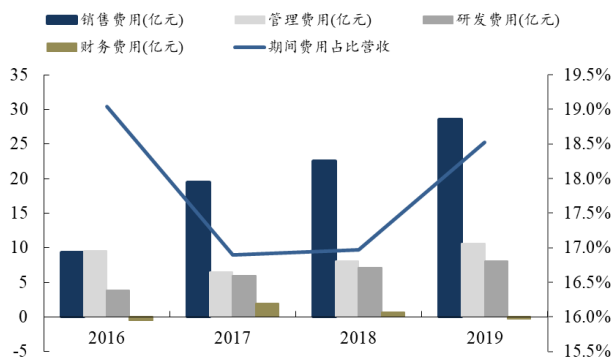
图 8：归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

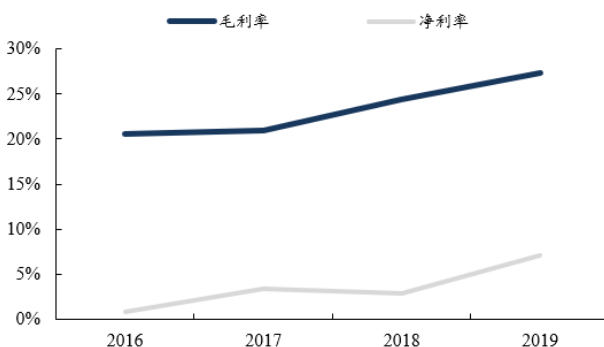
期间费用占比较低，毛利率和净利率总体呈上升态势。2019 年公司四费合计占比 18.52%，其中销售费用 28.59 亿元、管理费用 10.61 亿元、研发费用 8.05 亿元、财务费用 -0.31 亿元。毛/净利率近年来也稳步提升，2019 年，公司毛利率为 27.36%，比 2018 年增加 2.91 个百分点；净利率为 7.09%，比 2018 年增加 4.2 个百分点，主要原因在于：1) 公司业务发展势头良好，规模持续扩大；2) 公司印度地区手机业务毛利率水平改善；3) 毛利率较高的非洲地区收入占比提升。

图 9：公司期间费用变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：公司毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

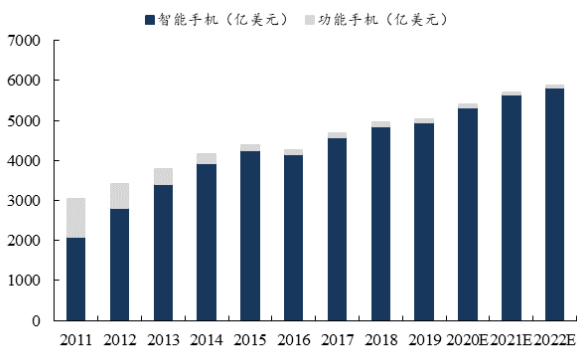
2. 新兴市场释放增量红利，竞争优势移植争夺存量市场

2.1. 全球手机市场稳定增长

全球手机市场规模稳定增长。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 IDC 和 Strategy Analytics 数据，2011-2019 年，全球手机（智能机+功能机）出货量由 17.18 亿部增长到 18.34 亿部，CAGR 为 0.82%；2011-2019 年，市场规模从 3049 亿美元增长至 5021 亿美元，CAGR 为 6.43%。随着 5G 时代的到来，2020-2022 年，IDC 预计全球手机市场规模将从 5396 亿美元稳步扩大到近 6000 亿美元。

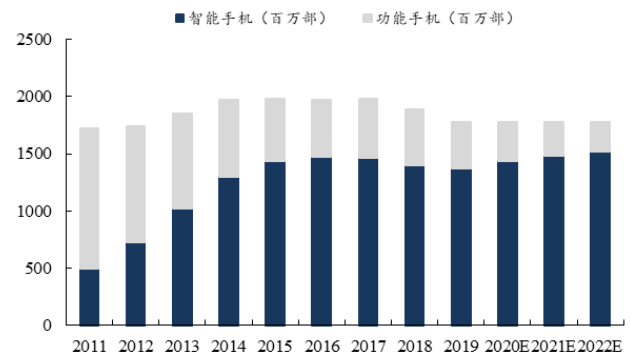
智能机出货量受疫情影响略微下降，不改市场积极趋势。根据 IDC 和 Strategy Analytics 数据，2019 年全球智能机出货量达到 13.71 亿部，占全球手机出货量的 74.75%。2018 年出货金额达到 4861 亿美元，占全球出货金额的 98.20%，智能机普及率进一步提升。受疫情影响，2020 年预测全球智能机出货量将同比下降 12% 至 12.0 亿部，但不改未来智能机市场有望不断扩大的趋势，渗透率进一步提升。

图 11: 全球手机市场规模 (亿美元)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

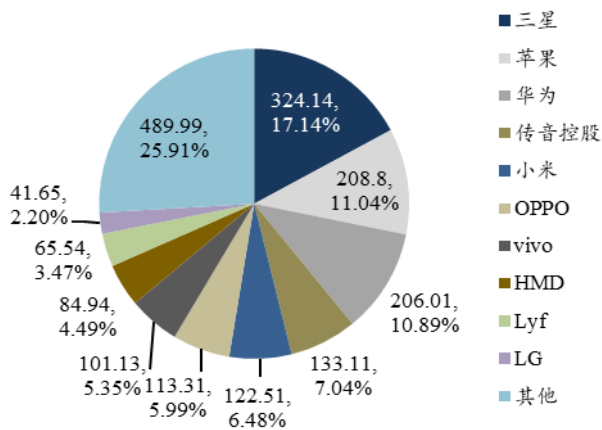
图 12: 全球手机出货量 (百万部)



数据来源: IDC, Strategy Analytics, 东吴证券研究所

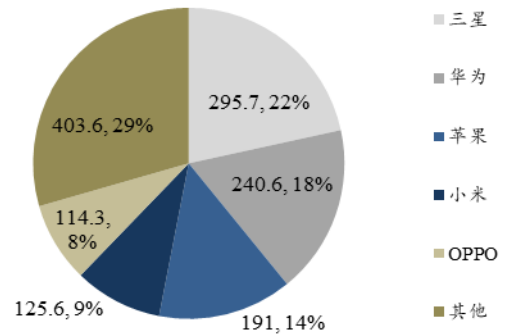
市场集中度高。2018 年全球手机市场出货量占比前五名分别为三星 (17.14%)，苹果 (11.04%)，华为 (10.89%)，传音控股 (7.04%)，小米 (6.48%)，CR5 为 52.59%，市场集中度较高，龙头企业强者愈强，其中三星出货量远远领先于其他企业，2018 年出货量达到 3.24 亿部，苹果和华为为则是不相上下，出货量均在 2 亿部左右，紧随其后的是传音和小米，出货量均超 1 亿部。手机制造行业壁垒较高，市场竞争激烈，基本已经形成多寡头鼎立的局面，有利于避免行业内低水平的价格竞争，促进行业技术水平不断推升，保障行业健康快速发展。2019 年公司手机出货量为 1.37 亿部，在全球市场中占比为 8.1%，处于行业领先地位。而在智能机市场中，出货量占比前五名分别为三星 (21.6%)，华为 (17.6%)，苹果 (13.9%)，小米 (9.2%)，OPPO (8.3%)，CR5 为 70.6%，市场同样是高度集中，主要厂商垄断大部分智能机市场。2019 年公司在全球智能机市场占有率为 3.1%，排名第七位，同比上升两位。

图 13: 2018 年全球手机市场格局 (百万部)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 14: 2019 年全球智能机出货量及占比 (百万部)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

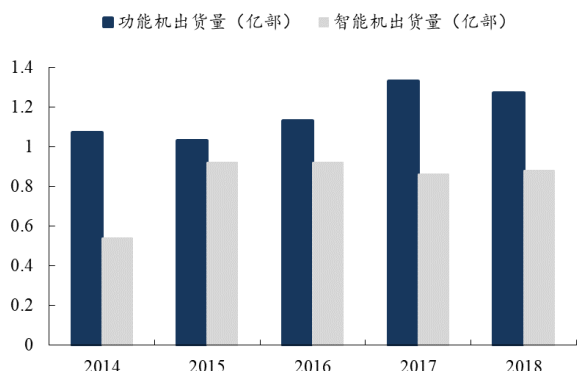
2.2. 新兴市场手机普及率及智能机渗透率升高, 增长空间可期

2.2.1. 非洲手机普及率上升, 智能机持有意愿提升

手机普及率上升, 非洲增量市场空间大。非洲拥有庞大的人口基数和年轻的人口结构, 并且保持着较快的人口增长速度。非洲由 50 多个国家组成, 根据联合国人口署的数据, 截至 2019 年, 非洲总人口 13.08 亿, 占据世界总人口的 16.96%, 年均复合增长率为 2.5%。人口的快速增长为行业提供了大规模的潜在用户群体, 市场需求增长广阔。根据 IDC 数据, 2014-2018 年, 功能机出货量从 1.07 亿部增长到 1.27 亿部, CAGR 为 3.49%, 保有量则一路下滑, 总保有量由 4.98 亿部下降到 3.57 亿部, CAGR 为 -6.44%, 人均保有量从 0.43 部下降到 0.28 部, CAGR 为 -8.22%; 智能机出货量从 0.54 亿部增长到 0.88 亿部, CAGR 为 10.26%, 智能机的渗透率从 30.89% 增长到 43.96%, 保有量持续稳定上升, 总保有量从 1.52 亿部增长到 4.30 亿部, CAGR 为 23.12%, 人均保有量从 0.13 部增长到 0.33 部, CAGR 为 26.54%。智能机出货量近两年呈上升趋势, 同时, 总保有量和人均保有量也一直在上升, 功能机则在全面下滑, 2018 年智能机总保有量和人均保有量已经超过功能机, 说明智能机更受非洲市场欢迎, 非洲已处于功能机切换为智能机的战略性机遇期, 未来有望持续扩大市场规模及份额。

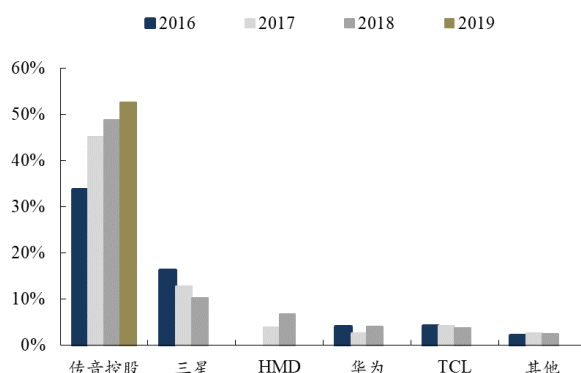
非洲市场高度集中, 公司是绝对龙头。从出货量角度看, 2018 年非洲手机市场前五大厂商分别为传音 (48.71%), 三星 (10.27%), HMD (6.78%), 华为 (4.06%), TCL (3.75%), CR5 为 73.57%, 市场高度集中, 公司自成立以来始终坚持深耕以非洲为代表的全球新兴市场, 是非洲手机市场的绝对龙头, 2016-2019 年市场份额从 33.73% 增长到 52.50%, 龙头地位不断巩固增强。

图 15: 非洲手机出货量



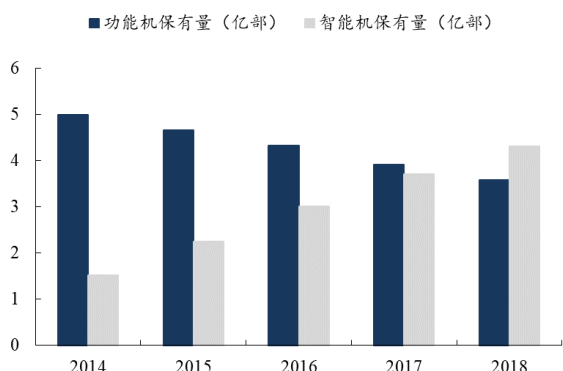
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 16: 非洲市场主要厂商出货量市占率



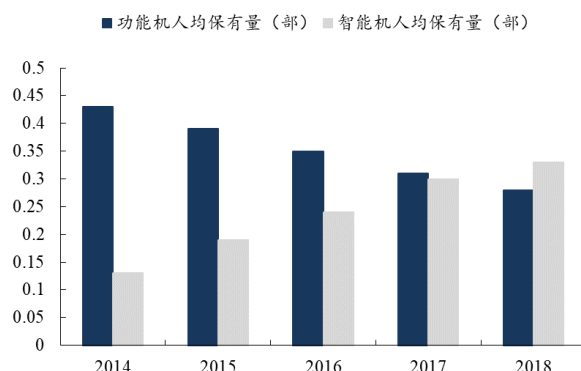
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 17: 非洲总体手机保有量



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 18: 非洲人均手机保有量



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

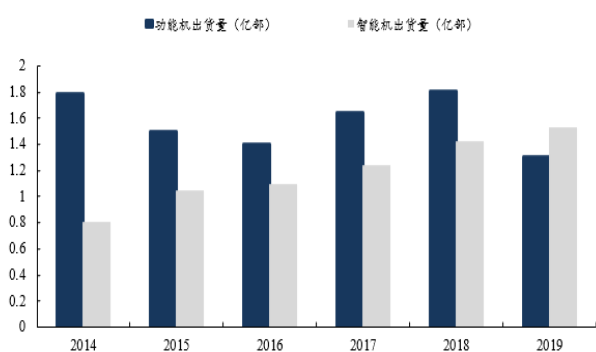
2.2.2. 印度市场容量提升, 存量市场竞争激烈

印度市场容量提升。截至 2019 年, 印度人口已经达到 13.66 亿, 占世界总人口的 17.71%, 近年来印度经济快速增长, 已成长为全球主要手机消费市场之一, 市场容量逐步提升。CMR 统计数据显示, 公司旗下功能机品牌 itel 在 2020Q1 抢占印度功能机市场出货量第一名, 占比从 2019Q1 的 7% 提升至 22%。根据 IDC 数据, 2014-2018 年, 印度市场功能机出货量从 1.79 亿部增长到 1.81 亿部, CAGR 为 0.22%, 总保有量从 5.67 亿部下降到 4.90 亿部, CAGR 为 -2.88%, 人均保有量从 0.44 部下降到 0.36 部, CAGR 为 -3.93%; 智能机出货量从 0.80 亿部增长到 1.42 亿部, CAGR 为 12.16%, 总保有量从 1.29 亿部增长到 3.69 亿部, CAGR 为 23.39%, 人均保有量从 0.10 部增长为 0.27 部, CAGR 为 28.52%。IDC 数据显示, 2019 年印度市场功能机出货量下降至 1.30 亿部, 同比下降达 27.96%; 智能机出货量增长至 1.53 亿部, 同比增长 7.39%。与非洲市场情况类似, 印

度市场智能机上升趋势明显。

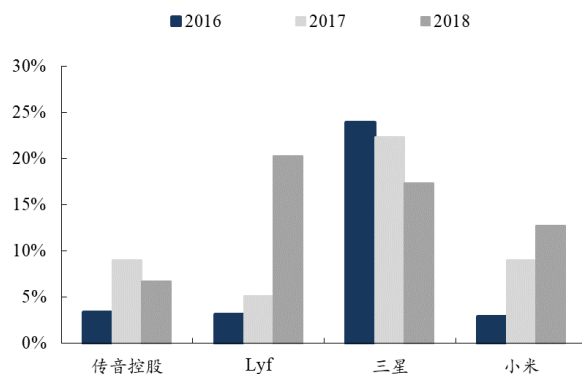
印度市场集中度高，竞争激烈。2018年印度手机市场出货量前四大厂商分别为 Lyf (20.25%)，三星 (17.29%)，小米 (12.71%)，传音控股 (6.72%)，CR4 为 56.97%，市场集中高但并没有绝对龙头，市场处于开发阶段，各厂商都在加紧布局，加大竞争力度，抢占市场份额。在 2017 年公司市场份额有较明显提升，但在 2018 年印度市场竞争加剧，印度本地运营商 reliance jio (旗下手机品牌 Lyf) 在功能机领域推出了绑定流量的超低价功能机业务，市占率突飞猛进，增长了 15.12%，成为印度市场最大的厂商，这对各手机厂商均造成一定的影响，导致当年公司在印度市场所占份额有所下滑。

图 19: 印度市场手机出货量规模



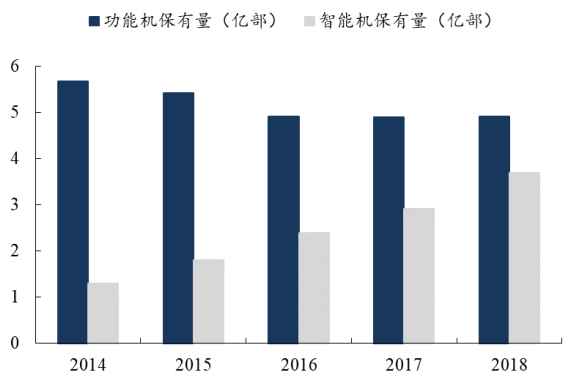
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 20: 印度市场主要品牌出货量市占率



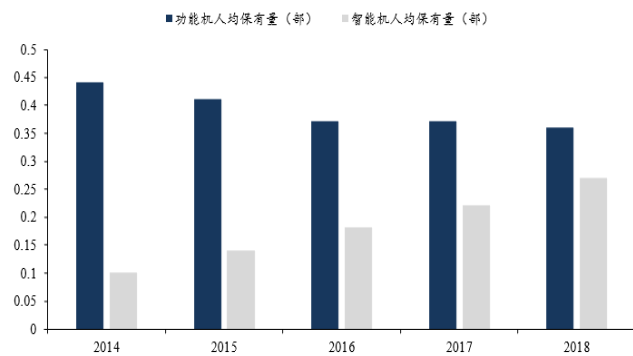
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 21: 印度总体手机保有量



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 22: 印度人均手机保有量



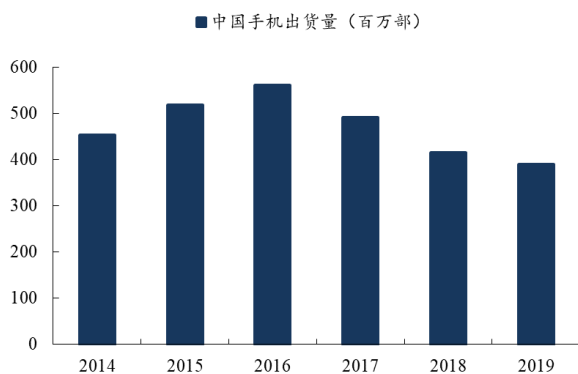
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

2.3. 多因素推动手机普及率与智能机渗透率上升，市场不断扩容

2.3.1. 4G 基站大规模建设+人均 GDP 增长推动中国智能机市场发展

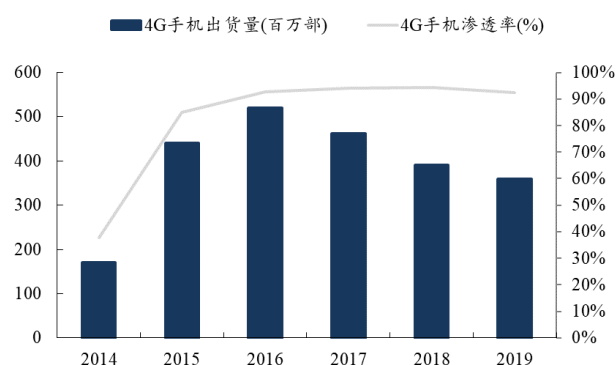
中国 4G 手机市场迎来大规模增长。2014-2016 年，中国手机市场总体出货量从 4.52 亿部增长到 5.6 亿部，CAGR 为 3.64%，其中 4G 手机出货量从 1.71 亿部增长到 5.19 亿部，CAGR 高达 44.79%，渗透率从 37.81% 增长至 92.72%，手机市场全面进入 4G 时代。虽然在 2016 年后由于市场需求逐渐饱和导致手机总体出货量和 4G 手机出货量下滑，但是 4G 手机的渗透率在 2019 年 5G 手机出现前一直处于增长态势。

图 23: 中国手机出货总量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

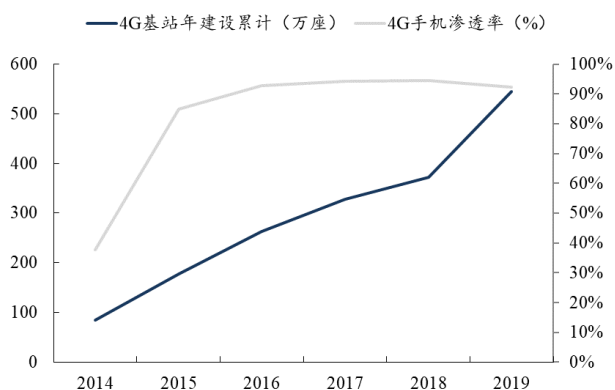
图 24: 中国 4G 手机出货量及渗透率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

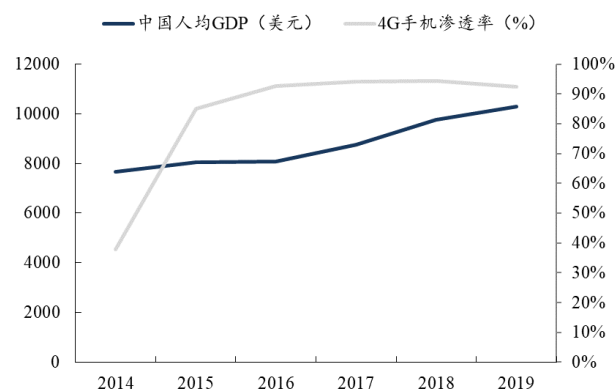
4G 基站大规模建设+人均消费能力提升，带动中国 4G 手机出货量与渗透率增长。随着移动经济的发展，手机游戏、手机视频、手机购物等行为规模不断扩大，用户对网速提出了更高的要求，对手机更新迭代的需求不断增长。2013 年 12 月，工信部正式向三大运营商中国移动、中国电信、中国联通发放了 4G 牌照，预示着中国正式进入了 4G 时代。2014-2019 年，4G 基站建设总量从 85 万座增长到 544 万座，CAGR 达到 36.26%，全国通信基础设施快速升级，4G 基站的快速建设为 4G 网络的快速普及提供了设备条件；加上中国近年来经济增长迅速，2014-2019 年，中国人均 GDP 从 7651 美元增长到 10276 美元，CAGR 为 5.04%，经济发展水平带动人均消费能力提升，为 4G 手机增长提供了经济条件。

图 25: 中国 4G 基站建设与 4G 手机渗透率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 中国人均 GDP 与 4G 手机渗透率对比



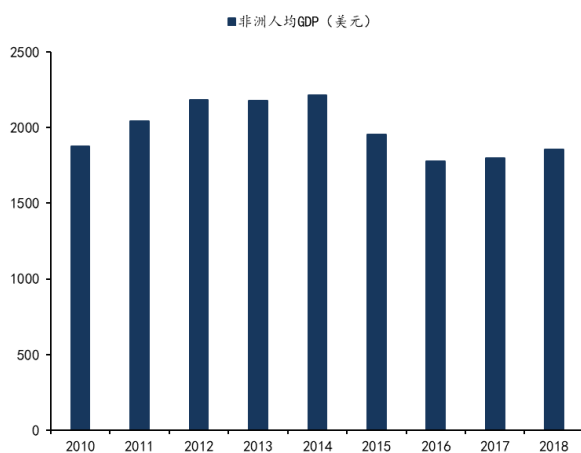
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3.2. 新兴市场前景可期，手机业务即将开启新一轮成长

人口年轻化+4G 网络+人均收入增长推动手机市场需求增量。新兴市场国家(地区)普遍具有相对年轻化的人口结构，每年都有数以千万计的年轻人进入到劳动力市场，对手机消费形成刚性的需求；以非洲为代表的新兴市场空间广阔，庞大的人口规模、相对年轻的人口年龄结构以及高出全球平均水平的生育率将为行业长期提供大规模的潜在用户群体，随着当地经济水平的逐步提升和基础设施建设的逐渐完善，用户群体的需求不断增长。人口的增长和年轻化可以推动智能机的普及，根据中国市场经验，人均 GDP、4G 基站建设数量与智能机出货量呈现正相关关系，因此人均 GDP 增长和通信网络升级是智能机快速普及的重要影响因素。

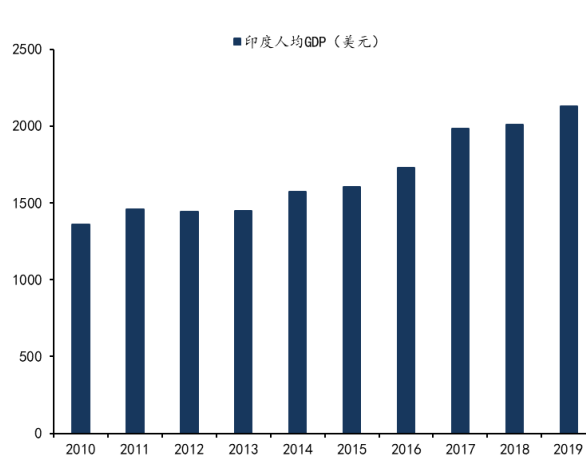
经济增长将拉动手机消费，手机市场增长可期。2010-2014 年，非洲人均 GDP 由 1878.44 美元增长到 2213.29 美元，CAGR 为 3.34%，2014-2016 年由于非洲人口增速高于经济增速，导致人均 GDP 被拉低，2016-2018 年，人均 GDP 从 1776.75 美元增长到 1856.25 美元，CAGR 为 1.47%，呈现增长趋势。而印度人均 GDP 则是长期增长，2010-2019 年，人均 GDP 从 1357.56 美元增长到 2127 美元，CAGR 为 5.12%。两国人均 GDP 呈现增长态势，人均 GDP 的升高将提高居民的消费水平，能够助力推动手机、尤其是智能机渗透率的提升。

图 27: 非洲人均 GDP



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

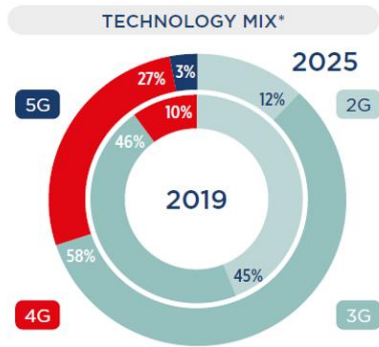
图 28: 印度人均 GDP



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

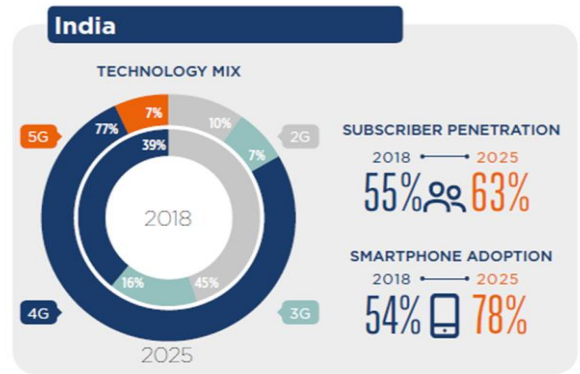
通信网络不断升级。根据 GSMA 预测，2019-2025 年，预计撒哈拉以南的非洲 2G 连接率从 45% 下滑到 12%，3G 连接率从 46% 上升到 58%，4G 连接率从 10% 上升到 27%，2G 逐步退出历史舞台，5G 开始小规模使用，到 2025 年占比达到 3%；2018-2025 年，预计印度 2G 连接率从 45% 下降到 10%，3G 连接率从 16% 下降到 7%，4G 连接率从 39% 增长到 77%，并且新出现的 5G 连接率将在 2025 年达到 7%。撒哈拉以南的非洲和印度等新兴市场网络升级是必然趋势，但是非洲地区受制于运营商的资金实力，铺设 4G、5G 的进度缓慢，通信连接才刚要进入 3G 普适时代；印度网络升级则相对快速的多，2025 将全面进入 4G 时代甚至开始跨入 5G 时代。

图 29: 撒哈拉以南非洲通信市场发展预测



数据来源: GSMA, 东吴证券研究所

图 30: 印度通信市场发展预测

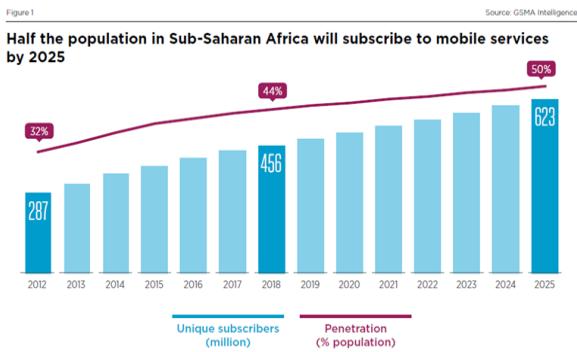


数据来源: GSMA, 东吴证券研究所

手机普及率提升, 智能机渗透率提升。根据 GSMA 数据, 2018-2025 年, 撒哈拉以南的非洲的手机普及率将从 44% 提升到 50%, 手机用户将从 4.56 亿增长到 6.23 亿, 智能机渗透率将从 39% 增长到 67%; 2018-2025 年, 印度手机普及率将从 55% 提升到 63%, 智能机渗透率将从 54% 增长到 78%, 新型手机市场特别是智能机市场提升空间较大, 但受制于通信基础设施建设进度, 增长空间大而缓慢。

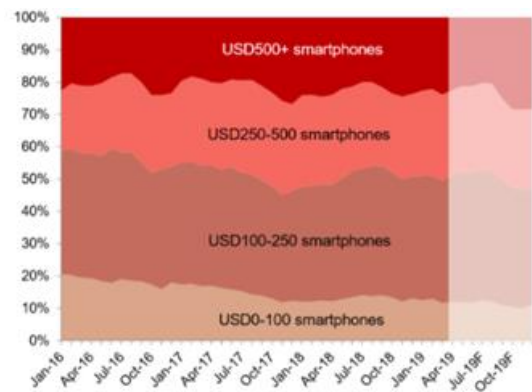
智能机价格呈上升趋势。同时, 受限于经济发展水平和通信基础设施建设的相对滞后, 与成熟手机市场相比, 新兴市场智能机产品的竞争目前主要集中在中低端价位产品。但是随着全球消费水平的提升, 以及智能机的更新换代, 智能机单价将呈上升趋势, 中低端价位智能机在智能机市场中的占比将下降, 新兴市场智能机的价格有望呈上升趋势。

图 31: 撒哈拉以南非洲手机普及率



数据来源: GSMA, 东吴证券研究所

图 32: 全球智能机价位占比



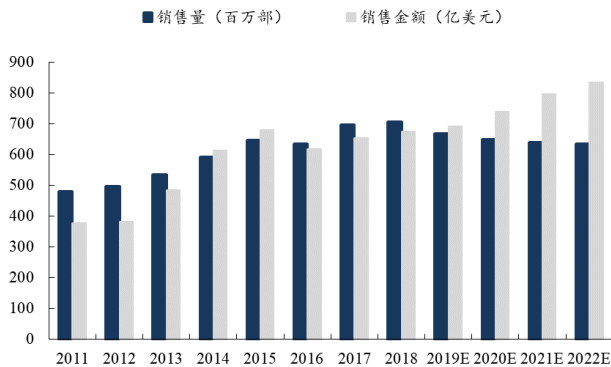
数据来源: GSMA, 东吴证券研究所

新兴智能机市场增长潜力较大。由于成熟市场经济发展程度和智能机普及率均处于较高水平, 手机出货量增速放缓并趋于稳定, 市场需求主要来自于智能机的更新换代。新兴市场通信基础设施落后, 手机普及率远低于世界平均水平, 还有较大比例人口尚未使用手机设备, 处于功能机向智能机过渡阶段。2018 年主要新兴市场功能机出货量为 3.71 亿部, 占该市场手机出货总量的比重达 52.56%, 该比重在 2019 年有所下降, 但功

能机市场份额仍高于智能机，智能机市场渗透率相对较低。随着经济发展水平和人均消费能力的提升，在手机智能化发展的大趋势下，新兴市场的智能机具备市场潜力。随着经济发展水平和人均消费能力的提升，在手机智能化发展的大趋势下，新兴市场的智能机市场前景可观。

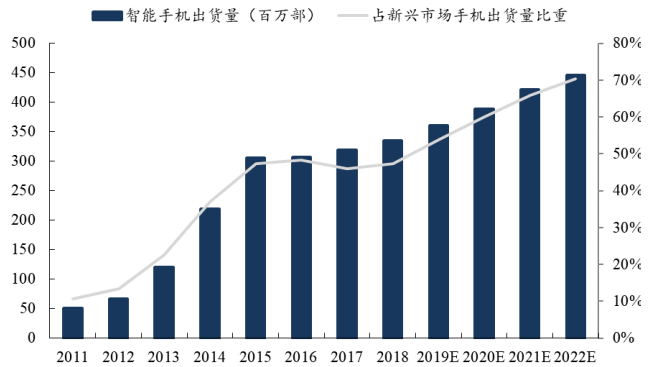
多因素推动，智能机市场前景可期。类比中国人均消费能力提升与通信设施升级带来 4G 智能机增长的过程，随着新兴市场经济快速发展拉动消费水平的提高、人口红利释放手机市场增量加上通信设施升级，新兴市场的手机市场尤其是智能机的市场规模以及渗透率，将在未来实现快速增长。根据 IDC 数据，2011-2018 年，以非洲、印度、中东、孟加拉国和印度尼西亚为代表的主要新兴市场手机出货量从 4.79 亿部增长到 7.06 亿部，CAGR 为 5.70%，IDC 预计 2022 年新兴市场手机总出货量达到 6.34 亿部；出货金额从 377 亿美元增长到 674 亿美元，CAGR 为 8.95%，增速较快，远高于全球出货量和出货金额的 CAGR，IDC 预计 2022 年出货金额达到 833 亿美元。2011-2018 年，智能机出货量从 5100 万部增长到 3.35 亿部，CAGR 为 26.53%，IDC 预计 2022 年出货量达到 4.46 亿部；智能机出货量市占率从 10.67% 快速增长到 47.44%，IDC 预计 2022 年出货量市占率达到 70.38%。新兴手机市场存在较大的结构性改善需求，智能机出货量增长迅速，其中非洲、印度、孟加拉国在 2018-2022 年智能机出货量的 CAGR 预计将分别达到 5.31%、11.10% 和 7.60%，显著高于全球市场智能机 1.90% 的平均增速水平；而智能机出货金额 CAGR 将分别达到 12.66%、12.46% 和 6.77%，同样领先于全球市场的平均增速水平。

图 33: 新兴市场手机总出货量及销售金额



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 34: 新兴市场智能机出货量及占比



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

2.4. 公司产品结构优化，智能机量价齐升

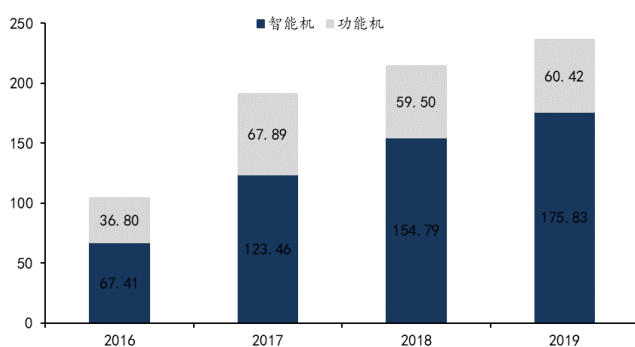
三大品牌定位不同。公司主要从事以手机为核心的智能终端的生产、研发、销售及品牌运营。2019 年公司手机业务收入占营业总收入的 93.21%，是公司的绝对核心业务。产品包括功能机和智能机，有 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌，其中 TECNO 品牌是公

司旗下的中高端品牌，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体，产品类型涵盖智能机和功能机；itel 品牌系公司旗下的大众品牌，目标消费者定位于新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户，产品类型涵盖入门级智能机和功能机；Infinix 品牌致力于成为新兴市场年轻人喜爱的时尚科技品牌，产品类型为智能机。

手机营收持续增长，产品结构逐步优化。2019 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。2016-2019 年，手机业务总营收从 104.22 亿元增长到 236.26 亿元，智能机的业务收入由 67.41 亿元增长到 175.83 亿元，收入占比不断上升，功能机业务收入从 36.80 亿元增长到 60.42 亿元。2016-2019 年，智能机营收占比从 64.69% 增长到 71.47%，公司手机产品结构逐步优化。

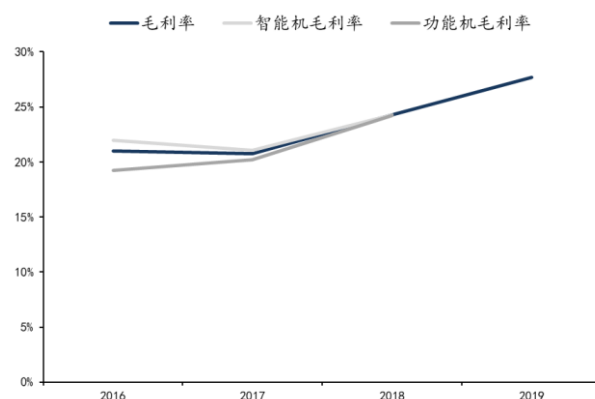
毛利率总体提升。2016-2019 年，公司手机业务整体毛利率从 20.59% 增长到 27.36%，其中 2016-2018 年，智能机毛利率 21.98% 增长到 24.29%，功能机毛利率从 19.21% 增长到 24.21%。公司智能机的毛利率长期高于功能机的毛利率，而智能机业务营收占比上升，使产品结构优化，公司手机业务的毛利率呈上升趋势。公司毛利率提升的深层原因因为公司非洲市场份额领先、竞争优势明显，美元汇率继续保持高位运行加上非洲市场手机产品毛利率提升所致。并且 2018 年印度激烈的市场竞争市场和印度关税导致了印度市场毛利率下滑，而在 2019 年市场竞争状况缓和情况下，公司印度工厂生产通过增加贴片工序降低关税影响并优化产品结构，经营状况得到显著改善，2018-2019 年印度市场手机产品毛利率显著回升，从 7.57% 快速上升到 15.31%，促进了公司整体毛利率的提升。

图 35: 公司手机业务营收 (亿元)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

图 36: 公司手机业务毛利率

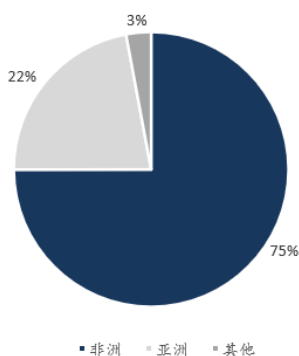


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以非洲为核心市场，积极开拓新兴市场。公司 2019 年营收按地区划分，非洲占比 75%，亚洲占 22%，其余地区占 3%。非洲地区是公司的核心市场，公司在业界有着“非洲手机之王”的美誉。根据 IDC 数据，2018 年公司在非洲市场占比 48.7%，2019 年达到 52.5%，其中第四季度高达 57.5%，是非洲手机市场的绝对龙头。其中在智能机方面，公司在非洲北部市场占有率为 5-15%，而深耕非洲市场的同时，还积极采取跨区域扩张的经营策略，逐步进入印度等其他新兴市场，在各新兴市场均占有一席之地。公司

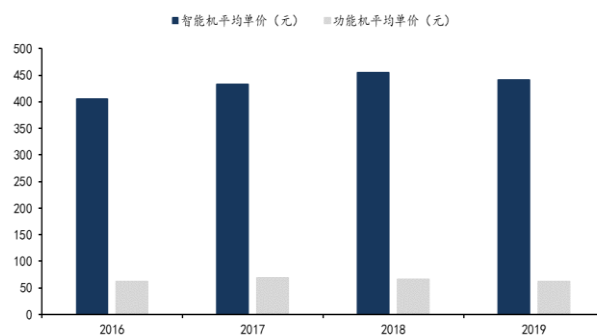
2019Q4 在印度市占率为 6.72%，在孟加拉市占率为 16.8%，在巴基斯坦市占率为 37.2%，到了 2020Q1，在孟加拉市占率为 19.7%，在巴基斯坦市占率为 33.9%，2019Q4-2020Q1 连续 2 个季度在孟加拉国和巴基斯坦第一。此外，公司智能机价格在 2016-2018 年持续提升，在 2019 年价格轻微下调。功能机价格也呈相同趋势，手机价格顺应行业趋势，加上智能机市场扩容趋势，未来智能机业务有望价格回升，实现营收增长。

图 37: 2019 年公司业务格局 (按地区分)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 38: 公司手机单价



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.5. 五大核心优势明显, 增量+存量助力营收增长

公司在非洲是绝对龙头公司, 2019 年手机市场占有率为 52.5%, 在与其他手机厂商的竞争中占有绝对优势, 在深耕非洲同时, 未来有望将技术创新本地化优势、销售渠道优势、专业售后服务优势以及供应链优势移植到东南亚新兴市场, 为公司争夺新市场的存量空间提供保障。

技术创新本地化。公司是最早进入新兴市场的国产手机厂商, 并一直致力于本土化研发创新。以非洲为例, 公司研制了黑人肤色摄像技术, 夜间拍照捕捉技术; 针对非洲国家局部地区经常停电、早晚温差大的特点, 公司研制了低成本高压快充技术、环境温度检测的电流控制技术; 针对非洲消费者的娱乐方式, 研制了适合非洲音乐的低音设计和喇叭设计。技术创新优势有望移植到南亚新市场, 比如公司在巴基斯坦进行产品本地化: 通过本地化 APP 引入手机业务, 而公司在非洲地区研制的非洲黑人肤色摄像技术、低成本高压快充技术、环境温度检测的电流控制技术可以移植在南亚地区使用。

销售渠道覆盖面广、渗透力强、稳定性高。公司的销售模式以经销为主, 产品进入全球 70 多个国家和地区, 与全球约 2000 家经销商建立密切合作关系, 其中非洲地区合作经销商 360 个、线下渠道覆盖率 80% 以上; 在建立经销渠道的同时, 加强与下游分销商甚至终端零售渠道的合作, 建立完整的管理体系, 确保及时获取一手市场反馈和需求信息; 公司安排驻场人员及时了解客户销售情况, 将客户反馈与产品研发相结合, 从而提升产品质量, 提高客户满意度, 达到互利共赢的效果, 在非洲和南亚新兴市场的手

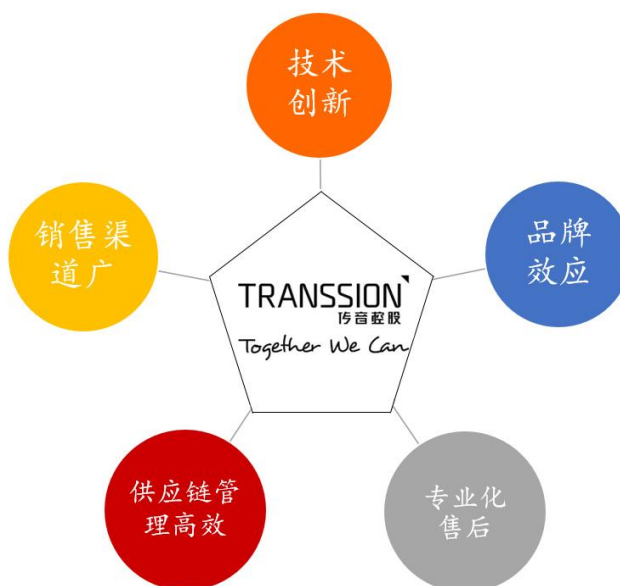
机销售渠道优势显著。

公司品牌影响力已形成坚固壁垒。公司在新兴市场深耕多年，针对不同阶层消费者需求，公司推出多层次的手机品牌，积累了庞大且忠实的用户。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，在非洲的品牌优势加上公司规模庞大带来的规模效应形成强大竞争壁垒。

专业化售后服务增强用户粘性，用户规模庞大且稳定。许多新兴市场消费者手机损坏或在使用智能机过程中有问题，缺乏便捷的售后服务，公司自建的售后服务品牌Carlcare解决了消费者的痛点，增强了用户粘性，保持了庞大的用户规模的稳定。目前公司在全球有2000多个售后网点，而在非洲的1000余个网点满足了非洲用户群体的诉求，传音公司是在非洲唯一有自己的售后服务的手机厂商，且只为传音旗下的产品提供售后服务。Carlcare具有顶尖的管理团队和技术团队，为全球用户提供专业化本土化一站式售后服务，为公司进一步提升新兴市场份额提供保障。

及时、稳定、高质量的供应链。公司在采购时实行严格的供应商考评与审批制度，在降低原材料成本的同时，保持材料的高品质；同时，积极推动零部件供应商出海建厂，进一步增强采购的及时性与稳定性。另一方面，公司采购的产品也能满足定制化需求，公司可与供应商进行联合调试，以应对多变的市场需求。

图 39：公司手机业务五大核心优势



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

增量释放+存量争夺，业务结构优化。新兴市场地区通信技术落后，手机普及率和智能机渗透率都远低于成熟市场，但成长空间大。人口的高增速和相对年轻化的人口结构带来的人口红利将会释放手机增量市场，进一步扩大新兴市场容量；且地区经济不断增长，推动国民消费水平提升加上通信技术升级，基础设施建设完善，会促进手机普及

率进一步提升，用户群体的手机迭代周期不断缩短，手机市场结构优化，智能机渗透率快速提升，市场规模持续增长，而智能机价格上升的趋势将进一步为手机存量市场扩容，新兴市场手机市场增长潜力大，预计未来将成为世界手机市场的主要增长动力。根据 IDC 数据，2019 年公司的业务核心地区在非洲中东西部，市场占有率在 50% 以上，而在其他新兴市场占有率较低，手机业务成长空间大。公司是非洲市场的绝对龙头，在非洲市场竞争优势得到进一步巩固，在争夺新兴市场存量及增量空间上优势明显，功能机、智能机的市占率都进一步提高，继续保持较强盈利能力，未来有望深受受益于市场增量释放与存量争夺，智能机出货量增长动力强劲，加上公司产品结构优化，顺应全球手机价格上升趋势，手机业务有望实现量价齐升，营收增长可期。

3. 深耕电子领域，不断发展新业务

公司凭借手机业务积攒的优势，围绕主营业务实行多元化战略布局，根据当地客户需求，为客户提供数码配件、家用电器、售后服务、移动互联网等其他产品或服务。

3.1. 数码配件需求大幅增长，市场前景广阔

产品种类众多。公司 2019 年配件业务营业收入为 3.7 亿，Oraimo 是公司创立的专业 3C 产品配件品牌，致力于为消费者提供时尚、精美的产品，主要包括智能音箱、智能手环、移动电源、蓝牙耳机等，在非洲市占率领先。

图 40: 数码配件产品



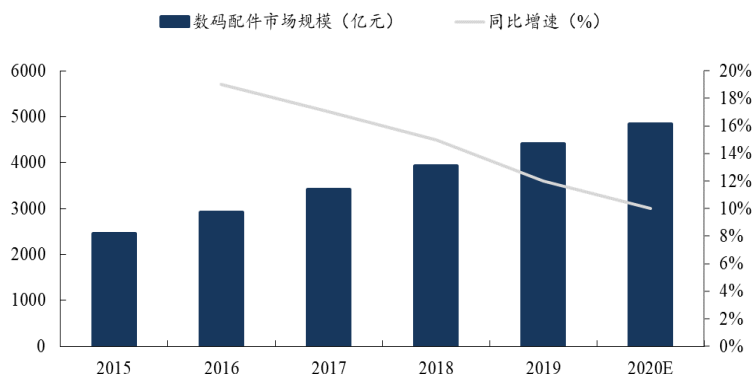
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.1.1. 行业规模稳步提升，数码配件处在快速成长期

智能手机带动配件增长。根据 CNMO 数据，自 2015 年至 2020 年，全球数码配件市场规模将从 2456 亿元增加至 4845 亿元，行业规模不断扩大。主要原因在于以智能手机为代表的消费电子的快速发展，带动了众多数码配件（如移动电源、无线蓝牙耳机等）

的需求。

图 41: 数码配件市场规模及增速



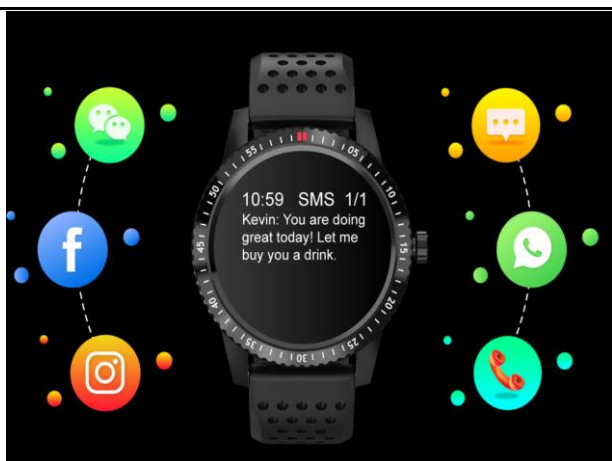
数据来源: CNMO, 东吴证券研究所

3.1.2. 迎合新时代发展浪潮, 产品功能出现新突破

智能手环、手表应用广泛, 市场空间大。智能手环小巧方便, 便于携带, 已具有强大的数据采集功能。随着 5G 技术的发展, 智能手环可以做到低延迟、高密度地传输到其他电子设备上, 广泛应用到健康监测、运动辅助、日常生活的方方面面。根据 Strategy Analytics 的预测, 从 2015 年到 2022 年, 全球智能手表出货量将从 1940 万块增长到 9430 万块, CAGR 为 25.34%。

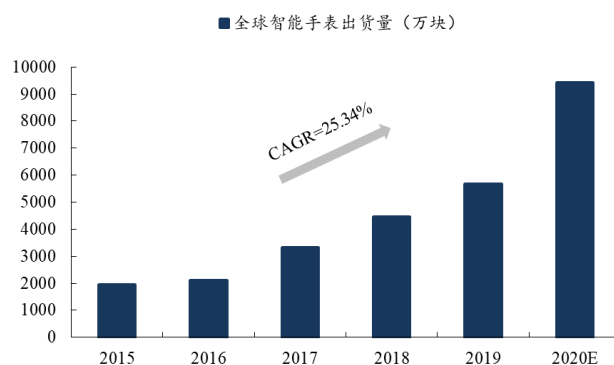
未来市场细分、垂直化, 技术出现新突破。当前智能手环同质化严重, 不同品牌之间差异不明显, 没有明确的市场定位。未来, 随着居民收入水平的提高, 人们更加重视健康、形体、教育等方面, 智能企业将会细分目标客户群体, 为不同需求的人提供功能不同的产品; 此外, 更多技术将会应用于智能手环, 比如人脸识别、GPS 精准定位等。

图 42: 智能手表



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 43: 智能手表出货量及预测



数据来源: Strategy Analytics, 东吴证券研究所

智能音响快速发展。全球智能音箱市场快速发展, 2018 年第三季度出货量达到 2270 万台, 同比 2017 年第三季度的 770 万台增长了 197%, 亚马逊持续领跑智能音箱市场,

但份额大不如前，越来越多的竞争品牌进入，尤其是中国品牌，使中国市场迅猛增长。

智能音响功能趋向智能化和语音交互化。除了强化智能音响音质等基础功能，未来的智能音箱还要接入多方平台，实现产品之间互联互通；同时随着物联网、智能家居的应用，智能音箱将趋向小巧低价，并搭载智能家控，覆盖日常生活的方方面面。

图 44: 智能音响结构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 45: 智能音箱部分品牌功能及售价

品牌	音箱	价格 (美元)	特色定位	语音功能覆盖
亚马逊	Echo	180	首款智能音响	内容技能：音乐、视频、新闻；工具技能：智能家控、购物打车；互动娱乐：故事、智力问答、单词接龙等近4w项技能应用
	Echo dot	50	小巧低价	
	Echo tap	100	内置电池蓝牙便携	
	Echo show	250	首款带屏音箱	
	Echo 2	100	音效更佳，价更低	
谷歌	Echo spot	130	床头智能可视“闹钟”音箱	内容技能：音乐、新闻、饮食健康；工具技能：智能家控、邮件日历；互动娱乐：互动游戏、讲笑话等近100w项功能操作
	Google Home	129	全面接入google服务	
	Google Home mini	49	极简小巧	
	Google Home max	349	高端，音质更佳	
苹果	Google Home hub	149	触控屏色温、亮线自动调节	
苹果	homepod	349	音质极佳	播报新闻、天气、交通、音乐等
传音Oraimo	Soundpro OBS-52D	23	设计前卫，便携简约	广播、音乐等功能，音效极佳

数据来源：艾媒咨询，paytmall，东吴证券研究所

移动电源市场规模暴增，无线充电成为主流趋势。根据国际市场研究机构 Markets and Markets 发布的报告，预计 2024 年全球移动电源市场规模将增至 179 亿美元，期间复合年增长率将达到 10.8%。未来，锂离子电池凭借其安全性、体积小、能量密度大等特点，仍将在移动电源市场占据主导地位，移动电源将配备更多不同类型的接口，同时为多个电子设备充电；无线充电、快速充电等技术将广泛应用，个性化、轻薄智能化的移动电源将广受消费者青睐。

图 46: 移动电源结构



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

全球蓝牙耳机市场销量暴增。全球耳机和移动立体声耳机的总收入在 2018 年增长了近 40%，达到约 140 亿欧元，收入的一半以上来自采用蓝牙技术的设备。根据 Counterpoint 数据，2016-2019 年，全球 TWS 耳机销量大幅增长，由 918 万部增至 1.3 亿部，2020 年有望达到 2.3 亿部。

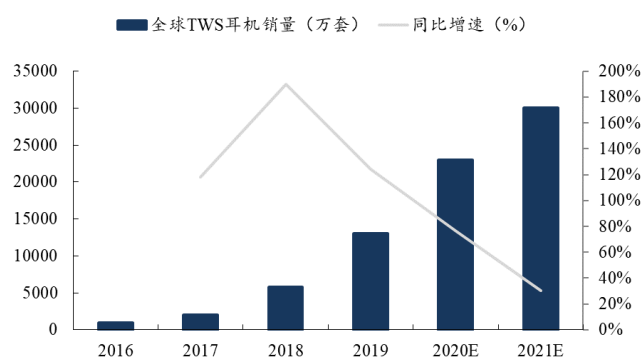
智能手机无孔化推进无线蓝牙耳机发展。由于智能手机制造商越来越多地从设备中取消耳机插孔，因此具有蓝牙功能的耳机和头戴式耳机将继续保持其增长趋势。未来蓝牙耳机将继续创新低功耗高频，TWS 无线蓝牙耳机将在 AI、生活、大健康等方面的不断延伸，给客户id提供舒适、智能降噪及健康睡眠交互体验。

图 47: 蓝牙耳机结构



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 48: 全球 TWS 耳机销量及增速



数据来源: Counterpoint, 东吴证券研究所

3.1.3. 公司在非洲数码配件市场优势明显

依托手机销售网络，产品性价比高。公司深耕非洲市场，与非洲经销商达成了稳定的合作关系，拥有可靠的销售网络，经销商与企业共同成长，对企业认可度、忠诚度高；此外，公司手机业务在非洲等地发展良好，带动了数码配件的销售。目前市场上数码配件需求量不大，门槛较低，很多中国的小品牌出口到非洲等地，价格低廉，质量较差，而公司在配件市场方面，注重产品的极致性价比，并建立品牌影响力，以逐步取代粗制滥造的山寨品牌。

3.2. 家电市场稳定发展，家电产品智能升级

3.2.1. 传音家电业务营收良好，全球家电行业发展景气

Syinx 是公司创立的家电品牌，致力于促进非洲地区的家电产业发展，产品主要有电视、冰箱、空调、洗衣机和电风扇等。2018 年公司家电业务营收 1.4 亿，2019 年实现营收 2.8 亿。据 Euromonitor International 预测，到 2020 年，全球家用电器市场的收入将达到 156.45 亿美元，2020-2025 年的 CAGR 为 5.1%。

图 49：公司主要家电产品

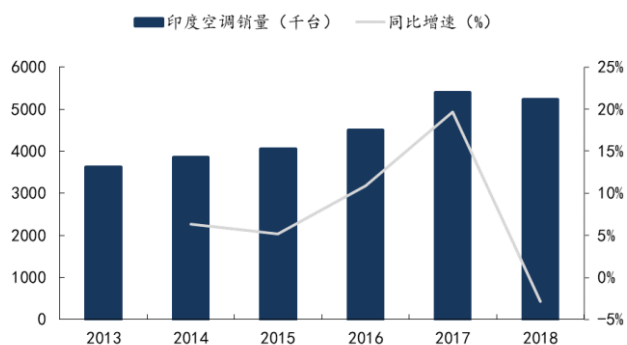


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2.2. 全球家电销量增加，未来家电产品技术稳步提升

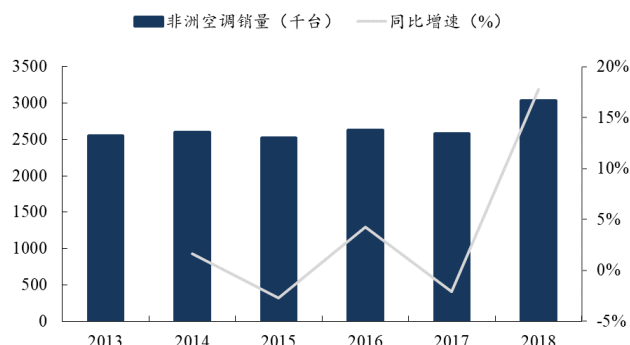
全球空调市场回暖，新市场空调销量增加。全球空调产量自 2015 年开始稳步增长，由 2015 年的 9935.5 万台增加至 2018 年的 11097.1 万台，增速放缓；而印度、非洲、巴基斯坦等地的空调销量总体上稳步增长。根据 IEA 的预测，2020 至 2023 年，全球空调销量将保持增长趋势，其中印度、中国等地增长迅速，在全球市场中将占据很大份额，印度空调市场在中产阶层崛起、城市化程度提高以及气温上升等因素综合作用下快速增长。据 BSRIA 最新发布的数据显示，预计 2017 年至 2023 年，非洲空调市场的年复合增长率将达 5.5% 左右，超过全球 4.9% 的同期增速。

图 50: 印度空调销量及增速



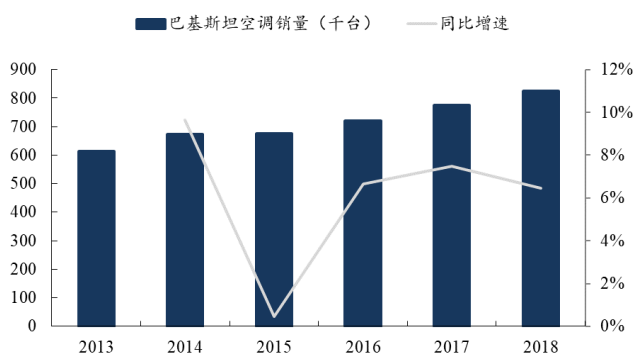
数据来源: JRAIA, 东吴证券研究所

图 51: 非洲空调销量及增速



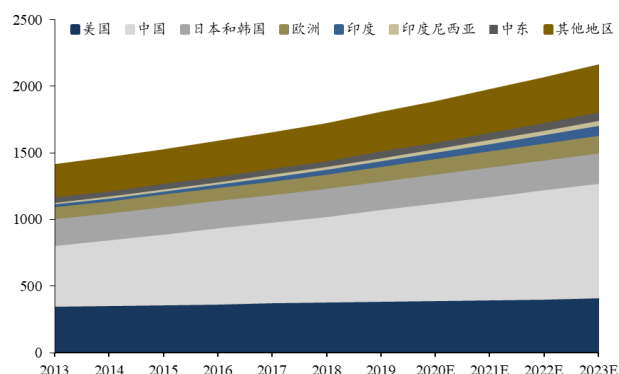
数据来源: JRAIA, 东吴证券研究所

图 52: 巴基斯坦空调销量及增速



数据来源: JRAIA, 东吴证券研究所

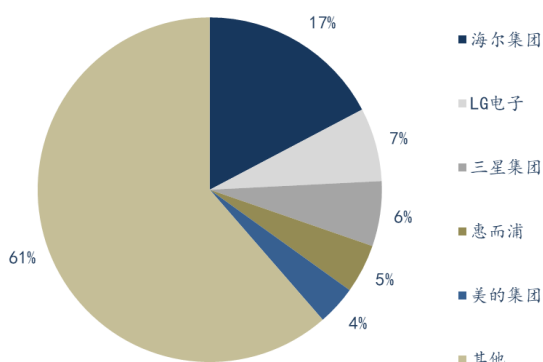
图 53: 全球部分地区空调销量 (百万) 及预测



数据来源: JRAIA, 东吴证券研究所

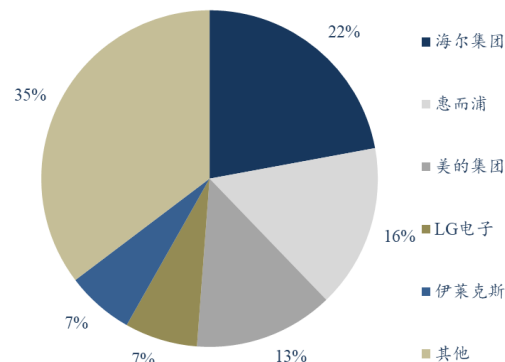
中国厂商在全球冰箱、洗衣机市场表现良好。根据 Euromonitor International 的数据，2017 年海尔以 17.3% 的市场份额连续十年位列全球冰箱市场第一，美的集团占据 3.7% 的市场份额；2018 年，海尔以 22.1% 的市场份额占据全球洗衣机市场第一名，中国本土企业在全世界冰箱和洗衣机市场表现良好。

图 54: 2017 年全球冰箱市场格局



数据来源: Euromonitor International, 东吴证券研究所

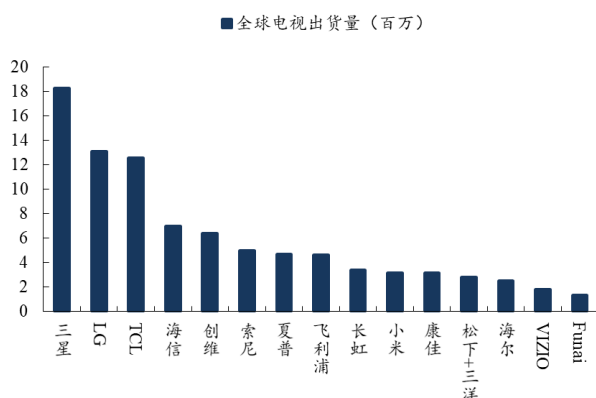
图 55: 2018 年全球洗衣机市场格局



数据来源: Euromonitor International, 东吴证券研究所

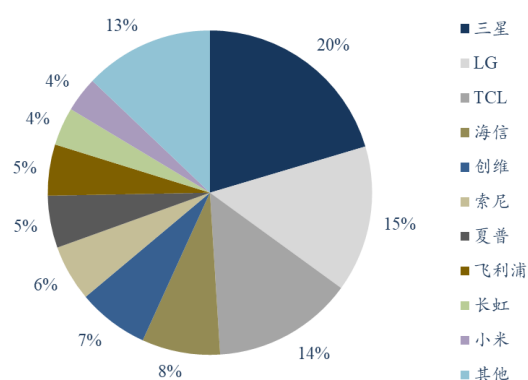
电视机行业竞争激烈,日韩企业占领高端电视机市场。根据智能电视网的数据,电视机行业竞争比较激烈,2018年只有三星、LG、TCL三个品牌的市场占有率超过10%,且出货量遥遥领先其他品牌。目前高端电视多由LG、三星、索尼等国外厂商生产。

图 56: 2018H1 全球电视厂商出货量 (百万)



数据来源: 智能电视网, 东吴证券研究所

图 57: 2018 年全球电视机厂商市场格局



数据来源: 智能电视网, 东吴证券研究所

新时代浪潮促进家电产品发展。5G、物联网、人工智能技术的发展,带动了智能家居的需求,智能小家电在新的时代背景下将迎来新的增长契机;同时家电产品逐渐细分,针对不同消费群体打造个性化家电;AI技术促进家电行业产业供应链重构,为传统家电提供制造、销售、研发、供应链、售后服务等环节,促进企业数字化转型。

3.2.3. 品牌本地化凸显公司竞争优势

完善的供应链与物流配送体系。凭借规模及品牌优势,公司在采购环节与供应商建立了稳定友好的合作关系,搭建了多元化的柔性生产线,这使得公司在市场中获得了良好的口碑和信誉,进一步构筑市场进入壁垒。此外,公司重视物流网络建设,经过多年积累,已形成销售市场联动、中央物流与区域物流优势互补的物流配送体系

销售渠道竞争优势明显。公司采用经销的销售方式，产品已进入全球 70 多个国家和地区，与各市场国家约 2000 家具有丰富销售经验的经销商建立了密切的合作关系，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美中东等全球主要新兴市场的销售网络。同时，公司加强与一级经销商下游分销商甚至终端零售渠道的合作，与经销商共同成长，经销商忠诚度较高。

3.3. 售后服务遍布全球，凸显本地化优势

全球性售后服务网点，提供高效售后服务。公司创立了专门提供售后服务的品牌 Carcare，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 2000 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，服务涵盖非洲、中东、东南亚、美洲等地区的多个国家和地区，为全球用户提供专业高效的售后服务。

售后服务使公司在业内脱颖而出。公司洞察用户需求，受到非洲消费者的广泛赞誉。目前只有公司在非洲有自己的售后服务，在行业内产品硬件基本同质化的情况下，公司的用户体验和售后服务凸显优势，成为一大亮点。

图 58: 售后服务



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

智能机销量带动售后服务行业发展。公司为旗下品牌产品提供售后维保服务，基本保修期通常为自产品购买之日起 12 个月。2016-2018 年度以及 2019 年上半年，公司计提售后质保费分别为 2.28 亿元、4.17 亿元、4.55 亿元和 2.07 亿元，退换货产品金额分别为 0.33 亿元、0.99 亿元、1.85 亿元和 0.65 亿元，占当期营业收入的比例分别为 0.29%、0.49%、0.82%和 0.62%。售后质保费和退换产品金额逐年增长主要源于智能机销量增加。

售后服务+本地化，竞争者进入壁垒高。公司是唯一一家在非洲及全球为自营产品设立售后服务网点的企业，本地化程度高，用户粘性高，其他企业进入壁垒较高。另外

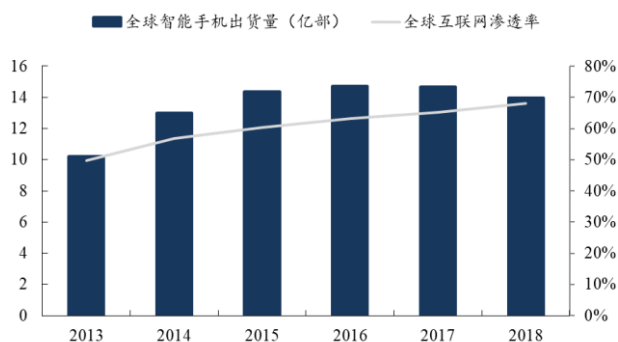
本地自建的售后中心下沉到了非洲各国主要城市，真正能帮消费者解决机器问题。只有长期的本地化投入，才能赢得消费者对品牌的信任，公司优于竞争对手的本土化程度，也是其抢占市场份额的利器。

3.4. 移动互联网市场不断发展

3.4.1. 全球互联网渗透率稳步提升，非洲成为移动先行市场

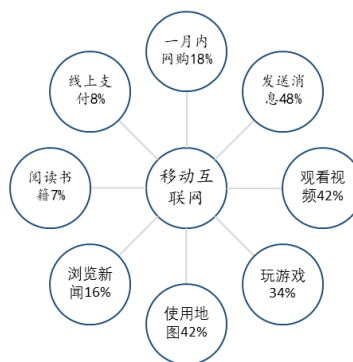
全球互联网普及率不断提高。根据 Emarketer 调研，全球智能手机出货量全球互联网渗透率逐年稳步提升，尤其是非洲和印度等地。南非地区人民大部分时间使用互联网进行通讯、观看电视和使用地图等。

图 59: 全球互联网渗透率及手机出货量 (亿部)



数据来源: Emarketer, Wind, 东吴证券研究所

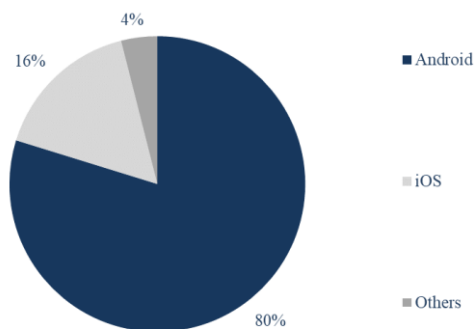
图 60: 2018 年南非移动互联网使用情况



数据来源: 有米科技, 东吴证券研究所

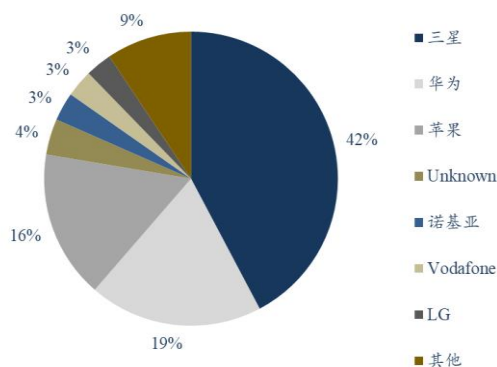
安卓系统主导非洲市场，三星领跑终端市场。南非的 Android 占比约 79.78%，iOS 的占比为 16.27%，Android 市场占比远远超过 iOS。主流设备厂商中，三星凭借 42.26% 的市场份额占据主导地位，相比其他地区，诺基亚、黑莓手机在南非地区颇受欢迎，分别占比 3.13% 和 1.28%。

图 61: 2018 年南非操作系统占比



数据来源: 有米科技, 东吴证券研究所

图 62: 2018 年南非主流设备厂商占比



数据来源: 有米科技, 东吴证券研究所

3.4.2. 创新操作系统，提高用户体验

传音 OS 已成为新兴市场主流系统之一。操作系统是其他硬件的扩充，为其它软件系统提供运行环境。公司旗下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），包括 HiOS、itelOS 和 XOS。公司生产的智能手机出货量快速增长，传音 OS 系统市场占有率不断提升。截至目前，公司自主研发的传音 OS 已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一。

图 63：移动互联网的应用



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

操作系统衍生出一系列平台工具。围绕传音 OS，公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展非洲移动互联网产品的核心基础。

加强企业合作，不断开发互联网应用产品。公司与网易等多家国内领先的互联网公司，在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域进行合作，合作开发 5 款月活跃用户超过 1000 万的应用程序。其中音乐流媒体平台 Boomplay，截止 2020 年一季度末拥有总用户数 7200 万以及 30 亿/月播放曲数，是目前非洲最大的音乐流媒体平台；浏览器 Phoenix Browser 拥有 4600 万总激活用户数；新闻聚合类应用 Scooper，深耕本地化内容创作和资讯聚合，在尼日利亚、肯尼亚、加纳、埃及等国家新闻 APP 用户数排名前三；短视频类应用程序 Vskit 拥有 2600 万总激活用户数，与非洲本地 KOL 合作构建本地的 MCN 生态，积累本地短视频内容。此外，公司凭借良好的品牌及庞大的用户流量与 Google、Facebook 等国际互联网公司形成了紧密的合作共赢关系。

3.4.3. 创新互联网技术，注重用户体验

互联网生态孕育云计算和人工智能等技术。建立在大数据和用户画像基础上，未来

移动互联网将趋向精细化，各个环节效率将大大提升（如广告投放和交易等）。随着电子设备价格更优、移动支付的普及、人口红利带来的消费驱动，未来非洲和其他新市场将涌现出一大批互联网企业。

以时间为尺，聚焦用户体验。公司开发的APP普及率很高，并且在自家手机进行测试，保证在传音公司手机的使用效果最佳，因此会形成一定的客户沉淀，在市场上硬件相差无几的条件下，OS系统的用户体验极为重要。未来，为了丰富用户体验，公司互联网产品将继续本地化，根据目标市场消费者的特点，开发合适的应用，不断丰富互联网产品功能，增加应用和内存。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

手机业务：公司在新兴市场手机领域产品线布局深入，凭借技术创新本地化、销售渠道、品牌影响力、专业售后服务以及供应链五大优势，占据龙头地位。受益于新兴市场智能机趋势的到来，新兴市场人口的高速增长以及人口结构相对年轻化，公司手机业务的价值量和出货量有望快速增长，从而带动营收规模快速增长。我们预计2020-2022年该业务实现营收275.13/330.69/428.14亿元，同比增长16.45%/20.19%/29.47%。

其他主营业务：公司凭借手机业务积攒的较大优势，围绕主营业务实行多元化战略布局，为客户提供数码配件、家用电器、移动互联网等其他产品或服务，形成良好的品牌生态。我们预计2020-2022年其他主营业务实现营收12.83/14.84/17.17亿元，同比增长31.39%/15.70%/15.70%。

其他业务：公司其他业务主要为售后维修业务及原材料销售，售后服务遍布全球，本地化优势显著。受益于智能机以及其他家电销量增长的带动，公司该项业务的营收规模有望持续增长。我们预计2020-2022年该业务实现营收9.72/12.20/14.66亿元，同比增长30.74%/25.54%/20.14%。

图 64: 公司收入预测 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
手机业务	23626.07	27512.75	33068.64	42813.62
YOY	10.25%	16.45%	20.19%	29.47%
毛利率	27.68%	28.00%	28.10%	28.00%
其他主营业务	976.31	1282.78	1484.18	1717.19
YOY	31.39%	31.39%	15.70%	15.70%
毛利率	26.59%	27.00%	27.10%	27.20%
其他业务	743.54	972.10	1220.38	1466.16
YOY	56.89%	30.74%	25.54%	20.14%
毛利率	17.96%	18.00%	18.10%	18.20%
合计	25345.93	29767.63	35773.20	45996.97
YOY	11.92%	17.45%	20.17%	28.58%
毛利率	27.36%	27.63%	27.72%	27.66%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 盈利预测与投资建议

随着新兴市场智能机趋势到来、公司手机业务新兴市场的份额提升、公司品牌影响力进一步增强、数码产品和家电等新业务规模扩大,我们认为公司将迎来业绩高增长,我们预计 2020/2021/2022 年公司营收分别为 297.68/357.73/459.97 亿元,同比增速分别为 17.4%/20.2%/28.6%; 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 20.90/24.08/28.53 亿元,同比增速分别为 16.6%/15.2%/18.5%,实现 EPS 分别为 2.61/3.01/3.57 元,当前股价对应 PE 分别为 39/33/28 倍。

图 65: 盈利预测 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25346	29768	35773	45997
YOY	11.9%	17.4%	20.2%	28.6%
归母净利润	1793	2090	2408	2853
YOY	172.8%	16.6%	15.2%	18.5%
毛利率	27.4%	27.6%	27.7%	27.7%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

参考可比公司估值,虽然公司 PE 较可比公司高,但作为手机整机厂商中唯一的 A

股标的，具备较强的稀缺性，同时，公司手机业务在新兴市场占据绝对的龙头地位，凭借在新兴市场耕耘多年积攒的资源优势以及市场龙头地位，在新兴市场功能机升级智能机趋势下，公司业绩有望得到快速提升。我们看好公司未来的高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 66: 可比公司盈利预测

可比公司	7月14日收盘价	营收(亿元)				归母净利润(亿元)				EPS(元)				PE			
		19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E
小米集团	¥14.828	2058.39	2501.61	3057.33	3686.40	100.44	122.17	153.96	186.07	0.41	0.50	0.60	0.80	36.17	29.66	24.71	18.54
苹果公司	\$381.91	2601.74	2653.74	3098.05	3297.46	552.56	554.58	666.45	707.06	11.89	12.59	15.38	16.31	32.12	29.85	24.84	23.41
传音控股	¥100.70	253.46	297.68	357.73	459.97	17.93	20.90	24.08	28.53	2.24	2.61	3.01	3.57	44.92	38.54	33.45	28.24

数据来源: Wind, 东吴证券研究所(注: 除小米集团、传音控股外, 苹果公司数据来自 Wind 一致预期)

5. 风险提示

1) 受疫情影响, 下游需求不及预期: 如果疫情得不到有效遏制, 在全球进一步扩散, 导致消费电子市场需求不及预期, 公司境外经营将受到一定程度的影响, 从而影响公司营收的增长。

2) 行业竞争加剧: 由于新兴市场手机市场空间大且增长潜力高, 越来越多的手机厂商进入新兴市场, 导致新兴市场的竞争日渐加剧。

3) 汇率风险: 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。若相关外币兑人民币的结算汇率短期内出现大幅波动, 将对公司的经营业绩产生较大影响。

4) 人工成本上升: 随着新兴市场经济水平的提升, 人口结构相对年轻化, 公司在新兴市场的人工成本将会增长, 进而影响公司利润水平。

5) 宏观经济波动: 随着宏观经济的景气度下降, 消费市场需求将随之下滑, 新兴市场智能机替代功能机的进度也将受到影响, 从而影响手机产品的总体销量。若全球经济未来出现剧烈波动, 将对公司所处行业的发展产生负面影响。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15,463	16,311	21,392	24,622	营业收入	25,346	29,768	35,773	45,997
现金	7,717	8,250	11,928	13,614	减:营业成本	18,412	21,543	25,858	33,275
应收账款	784	671	1,078	1,171	营业税金及附加	79	74	90	120
存货	3,135	3,458	4,456	5,728	营业费用	2,859	3,691	4,651	6,072
其他流动资产	3,827	3,932	3,931	4,109	管理费用	1,061	1,429	1,932	2,530
非流动资产	2,281	2,379	2,598	2,916	财务费用	-31	-237	-112	-64
长期股权投资	139	217	290	357	资产减值损失	-112	0	0	0
固定资产	767	746	798	909	加:投资净收益	-297	-186	-235	-298
在建工程	281	227	205	210	其他收益	339	2	2	4
无形资产	615	714	834	973	营业利润	2,195	3,083	3,123	3,770
其他非流动资产	478	475	472	466	加:营业外净收支	-13	14	2	3
资产总计	17,744	18,690	23,990	27,537	利润总额	2,182	3,097	3,125	3,773
流动负债	8,156	7,419	10,912	12,125	减:所得税费用	386	851	671	858
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	3	156	46	61
应付账款	5,296	4,403	7,239	7,742	归属母公司净利润	1,793	2,090	2,408	2,853
其他流动负债	2,859	3,016	3,673	4,383	EBIT	1,957	2,860	2,825	3,391
非流动负债	1,323	1,305	1,287	1,270	EBITDA	2,076	2,973	2,955	3,546
长期借款	94	75	57	41					
其他非流动负债	1,230	1,230	1,230	1,230	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	9,479	8,724	12,199	13,396	每股收益(元)	2.24	2.61	3.01	3.57
少数股东权益	11	166	212	273	每股净资产(元)	10.32	12.25	14.47	17.34
					发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
归属母公司股东权益	8,254	9,800	11,579	13,868	ROIC(%)	18.8%	20.5%	18.7%	18.5%
负债和股东权益	17,744	18,690	23,990	27,537	ROE(%)	21.7%	22.5%	20.8%	20.6%
					毛利率(%)	27.4%	27.6%	27.7%	27.7%
					销售净利率(%)	7.1%	7.0%	6.7%	6.2%
					资产负债率(%)	53.4%	46.7%	50.9%	48.6%
					收入增长率(%)	11.9%	17.4%	20.2%	28.6%
					净利润增长率(%)	172.8%	16.6%	15.2%	18.5%
					P/E	44.92	38.54	33.45	28.24
					P/B	9.76	8.22	6.96	5.81
					EV/EBITDA	33.80	23.47	22.38	18.19

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

