

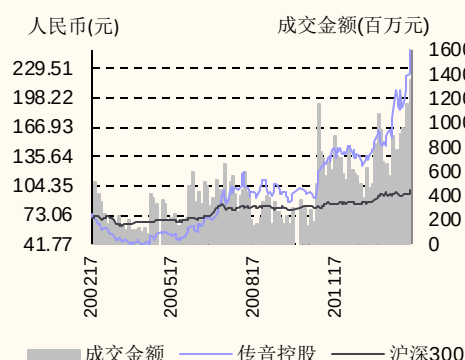
传音控股 (688036.SH) 买入 (首次评级)
公司深度研究

市场价格(人民币): 249.00元

目标价格(人民币): 364.00-364.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.00
已上市流通A股(亿股)	3.89
总市值(亿元)	1,992.00
年内股价最高最低(元)	251.71/42.22
沪深300指数	5808
上证指数	3655


非洲手机之王的征途将是星辰大海
公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,646	25,346	37,705	50,713	62,900
营业收入增长率	12.98%	11.92%	48.76%	34.50%	24.03%
归母净利润(百万元)	657	1,793	2,639	3,750	4,850
归母净利润增长率	-2.10%	172.80%	47.18%	42.06%	29.34%
摊薄每股收益(元)	0.913	2.242	3.299	4.687	6.062
每股经营性现金流净额	2.88	4.97	3.20	7.01	8.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.79%	21.73%	25.94%	28.71%	28.74%
P/E	N/A	20.36	75.47	53.13	41.08
P/B	N/A	4.42	19.58	15.25	11.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **非洲智能机市场空间广阔, 非洲之王护城河深厚。** 1) 公司是非洲手机市场的绝对龙头, 2019 年公司在非洲手机市占率达 53%, 手机业务收入占比为 96%, 非洲市场收入占比达 77%。2) 人口众多 (13 亿人) 决定了非洲智能手机市场的广阔性, 人口稳定增长 (年均增长 2.6%) + 人均智能机保有量低 (仅 0.33 部) + 智能机占比低 (仅 42%) 决定了非洲智能机市场的成长性, 预计未来出货量年均增速达 10%。3) 公司以“用户尊重”为核心价值观, 聚焦新兴市场, 公司产品把握用户需求、针对性研发解决用户痛点 (推出多卡多待、深肤美颜、超长待机等功能)、性价比突出 (智能机平均单价不足 500 元), 渠道优势明显, 售后服务完善, 深受消费者青睐。2016-2019 年, 公司产品在非洲手机市场的份额从 34% 提升 19pct 至 53%, 市占率持续提升, 其中在东非、西非市占率高达 70%。
- **积极开拓新兴市场, 印度、孟加拉、巴基斯坦表现亮眼。** 1) 非洲之外的新兴国家人口超 25 亿人, 智能机出货量年均增长 10%。2019 年公司非洲之外的新兴市场收入占比仅 23%, 2016 年公司开始在非洲之外的印度及其他新兴市场积极布局, 2016 年~2019 年在印度及其他新兴市场新增经销商超 2000 家、是非洲经销商数量的 6 倍, 考虑公司产品优势突出, 未来伴随渠道放量, 新兴市场将为公司贡献主要增量。2) 2019 年公司在 14 亿人口的印度手机市占率达 7%、2 亿人口的孟加拉手机市占率达 16%。
- **布局家电&移动互联网, 打造第二成长曲线。** 公司目前拥有数码品牌 Oramo、家电品牌 Syinix、7 款月活跃用户超过 1000 万的应用程序 (涵盖音乐、短视频、支付、新闻)。2020 年 H1 公司新兴业务 (数码配件、家用电器的销售以及移动互联业务) 收入仅 5 亿元、占总收入的 4%, 同期小米的 IoT、生活消费产品以及互联网服务收入达 400 亿元、占总收入的 39%。未来伴随新兴市场家电渗透率提升、移动互联网市场放量, 新兴业务为公司打造第二成长曲线。

盈利估值与估值:

- 预计 2020~2022 年公司业绩为 26.4、37.5、48.5 亿元, 同增 47%、42%、29%。采用 PE 估值法, 给予买入评级、目标价 364 元 (60*2022EPS)。

风险: 市场竞争风险、境外经营风险、汇率波动风险、限售股解禁风险等。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004
liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003
dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、非洲市场：人口稳健增长，手机普及率提升，智能手机快速渗透	4
1. 人口众多且稳定增长、人均 GDP 低、具有较大发展空间	4
2. 智能手机：人口增长+普及率提升保障出货量增长，产品性价比为王	6
二、护城河：立足非洲市场，产品+渠道+售后+品牌优势突出	7
三、区域拓展：开拓新兴市场，印度、孟加拉、巴基斯坦表现亮眼	13
四、第二条成长曲线：布局家电&移动互联网未来可期	15
1. 依托手机业务，积极实施多元化布局战略	15
2. 完善数码家电品牌，构建品牌完整生态链	16
3. 布局移动互联业务，拓展公司发展空间	17
五、盈利预测与估值	19
六、风险提示	20

图表目录

图表 1：非洲人口增长远超其他地区	4
图表 2：非洲人口结构呈现年轻化	4
图表 3：非洲各区域人口（单位：亿人）	4
图表 4：非洲各区域人口增长	4
图表 5：世界主要地区人均 GDP（现价美元）	5
图表 6：非洲各区域人均 GDP（现价美元）	5
图表 7：2019 年非洲各国人均 GDP 和人口	5
图表 8：非洲各国语言差异巨大	5
图表 9：南非（撒哈拉以南）地区仍处在 2G/3G 时代	6
图表 10：中东及北非地区处在 3G 向 4G 的过渡阶段	6
图表 11：非洲手机人均保有量低	6
图表 12：非洲智能手机保有量低于全球	6
图表 13：非洲手机出货量持续稳定增长	7
图表 14：2019 年非洲智能手机占比远低于全球	7
图表 15：非洲智能手机售价结构	7
图表 16：公司主营收入按地区分布情况（亿元）	8
图表 17：公司手机在非洲市场的市场份额	8
图表 18：非洲地区智能机市场份额	8
图表 19：中东及非洲地区功能机市场份额	8
图表 20：东非地区智能机市场份额	8
图表 21：西非地区智能机市场份额	8
图表 22：2013 年非洲各国移动运营商数量	9
图表 23：TECNO Camon C8	10
图表 24：深肤色拍照技术效果对比图	10

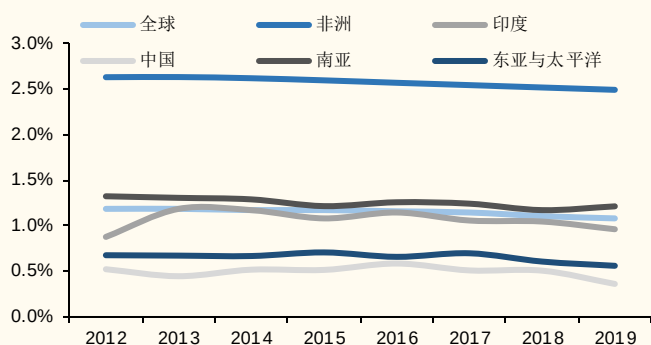
图表 25: 公司各类研发成果.....	10
图表 26: 公司三大品牌绑定不同消费群, 性价比突出	11
图表 27: 公司在非洲墙体广告营销	11
图表 28: 公司主要采用经销模式进行销售	12
图表 29: 公司经销商数量增长迅速.....	12
图表 30: 非洲地区经销商合作年限分布	12
图表 31: 非洲地区经销商收入规模分布	12
图表 32: 售后服务品牌 Caricare.....	13
图表 33: 全球及新兴市场手机出货量	13
图表 34: 新兴市场智能机出货量及占比情况	13
图表 35: 印度智能手机出货量稳步上升.....	14
图表 36: 印度市场智能机正在逐步替代功能机.....	14
图表 37: 印度地区功能机市场份额	14
图表 38: 印度地区智能机市场份额.....	14
图表 39: 2019 年孟加拉国智能机市场份额	15
图表 40: 公司品牌生态链.....	15
图表 41: 公司数码配件产品收入 (亿元)	16
图表 42: 公司数码配件产品	16
图表 43: 公司家电产品	17
图表 44: HiOS 7.0 系统	17
图表 45: Boomplay 同索尼音乐达成战略合作	18
图表 46: Boomplay 非洲市场 2020 年 Q2 音乐类榜单排名第二.....	18
图表 47: Palmplay 页面	18
图表 48: 非洲新闻类 APP 周活跃度.....	18
图表 49: 《广告平台综合表现报告》区域增长榜单.....	19
图表 50: 预计公司 2020~2022 年营收同增 49%、35%、24%	19
图表 51: 采取 PE 估值, 给予目标价 364 元.....	20

一、非洲市场：人口稳健增长，手机普及率提升，智能手机快速渗透

1. 人口众多且稳定增长、人均 GDP 低、具有较大发展空间

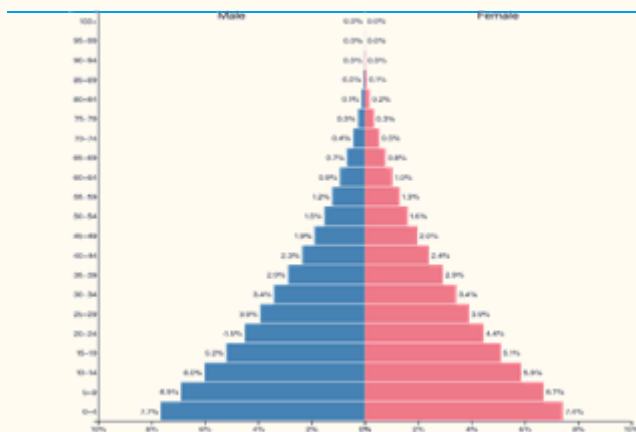
- 非洲是世界面积第二大，国家数量最多的洲，共有 54 个国家和 6 个地区。呈现出“人口红利高、人均 GDP 较低、各国经济宗教语言差异巨大”三大特征。
- 非洲人口众多、且稳定增长。1) 2019 年非洲人口总数为 13.18 亿人，2011~2019 年非洲人口 CAGR 达 2.58%，远超全球其他地区人口增长。且非洲人口结构明显表现出年轻化的金字塔特点，0-24 岁人口占比 59.8%，人口年龄主要集中于中低年龄段，人口红利高。2) 分区域来看，东非、西非人口总数均超 3 亿人、占比超 30%，其中尼日利亚（西非）是非洲人口数量最多的国家、人口超 2 亿人。各区域人口增速相近。

图表 1：非洲人口增长远超其他地区



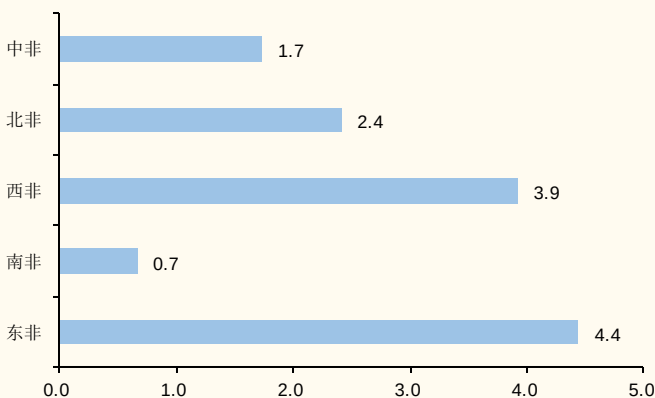
来源：世界银行，国金证券研究所

图表 2：非洲人口结构呈现年轻化



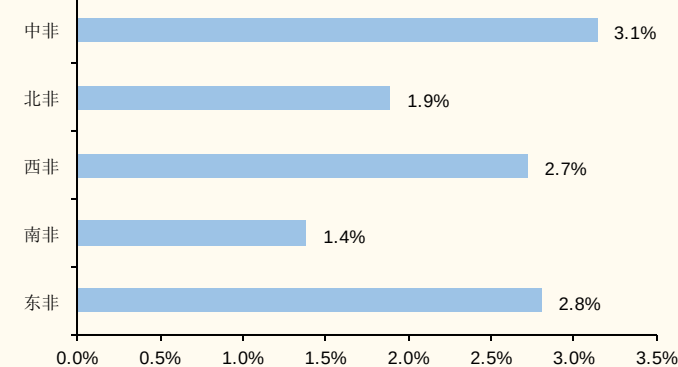
来源：PopulationPyramid，国金证券研究所

图表 3：非洲各区域人口（单位：亿人）



来源：世界银行，非洲开发银行，国金证券研究所

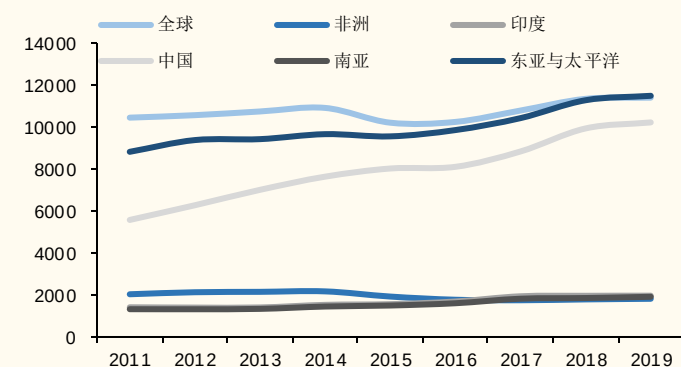
图表 4：非洲各区域人口增长



来源：非洲开发银行，国金证券研究所

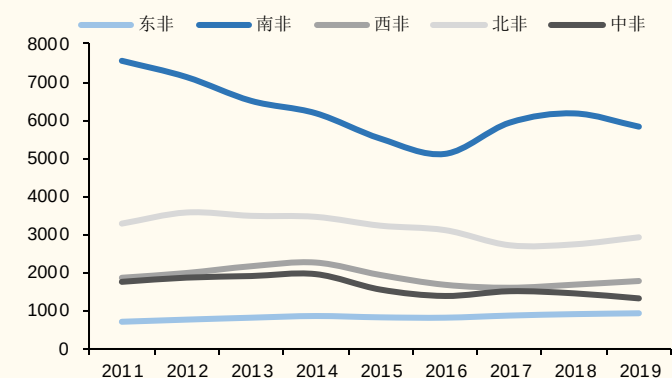
- 非洲人均 GDP 低，各国差异较大。1) 2019 年非洲地区人均 GDP 为 1862 美元，仅为世界平均 GDP 11442 美元的 1/6。2) 分区域来看，4 个人口小国人均 GDP 超 8000 美元、对应人口 500 万人，5 个国家人均 GDP 在 3000~8000 美元、对应人口 2.6 亿人，人均 GDP 低于 3000 美元的人口超 10 亿人。

图表 5：世界主要地区人均 GDP（现价美元）



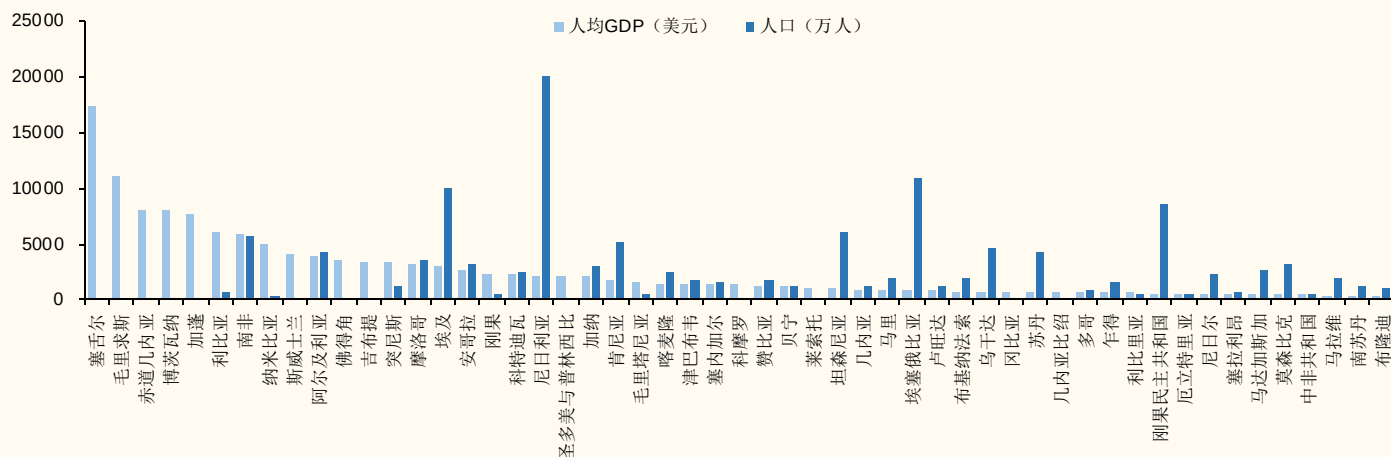
来源：世界银行，非洲开发银行，国金证券研究所

图表 6：非洲各区域人均 GDP（现价美元）



来源：非洲开发银行，国金证券研究所

图表 7：2019 年非洲各国人均 GDP 和人口



来源：非洲开发银行，国金证券研究所

- **民族、宗教、语言多样化。**以撒哈拉为界，非洲又可分为北非和撒哈拉以南非洲地区。北非靠近中东，多信仰伊斯兰教，官方语言为阿拉伯语，北非通常被认为是阿拉伯世界的一部分。撒哈拉以南非洲地区 90%以上是黑种人，又被称为“黑非洲”。这部分地区民族众多，宗教更为多样，除传统宗教、基督教和伊斯兰教外还有些小规模新兴宗教。语言方面，虽多以英语、法语、葡萄牙语作为官方语言，但各国人民平时更习惯用当地盛行的地方语言来交流。

图表 8：非洲各国语言差异巨大

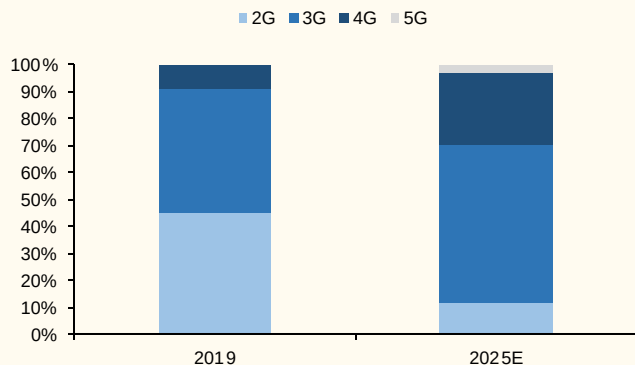
主要语系	常流行语言	主要分布地区
亚非语系 (又称闪含语系)	阿拉伯语、索马里语、柏柏尔语、豪萨语、阿姆哈拉语等 240 多种语言，约 2.8 亿人使用	非洲北部
尼罗-撒哈拉语系	卡努里语、富尔语、森海语等 100 多种语言，3000 多万人使用	尼罗河岸沿岸、非洲中部的撒哈拉地区
尼日-刚果语系	班图语支为主，有数百种语言，7 亿多人使用	非洲中部、南部地区
南岛语系	马达加斯加语	印度洋岛、马达加斯加
科依桑语系	50 多种语言	非洲南部
印欧语系	英语、法语、葡萄牙语、南非语	非洲南部

来源：维基百科，国金证券研究所

2. 智能手机：人口增长+普及率提升保障出货量增长，产品性价比为王

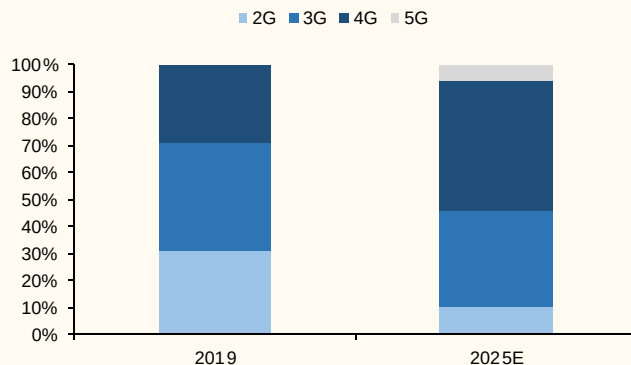
- 非洲地区通信逐步由 2G 时代步入 3G 时代。根据 GSMA 的数据，2019 年，南非（撒哈拉以南）地区仍处在 2G/3G 时代，2G/3G 覆盖率为 91%，4G 覆盖率仅为 9%，预计到 2025 年 4G 覆盖率将提升至 27%，5G 覆盖率也将增加到 3%；中东及北非地区正处在 3G 向 4G 转变的过渡阶段，2G/3G 覆盖率为 71%，4G 覆盖率为 29%，预计到 2025 年 4G 覆盖率将提升至 48%，5G 覆盖率将提升至 6%。

图表 9：南非（撒哈拉以南）地区仍处在 2G/3G 时代



来源：GSMA，国金证券研究所

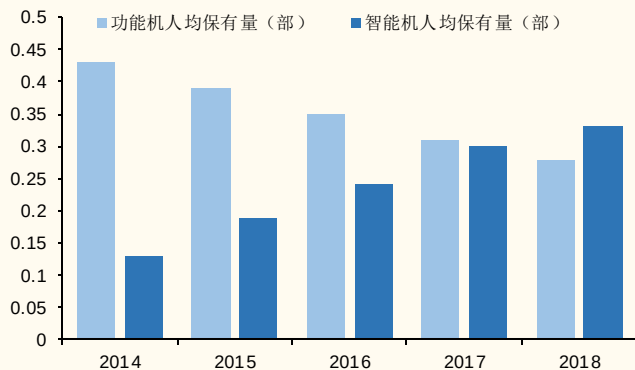
图表 10：中东及北非地区处在 3G 向 4G 的过渡阶段



来源：GSMA，国金证券研究所

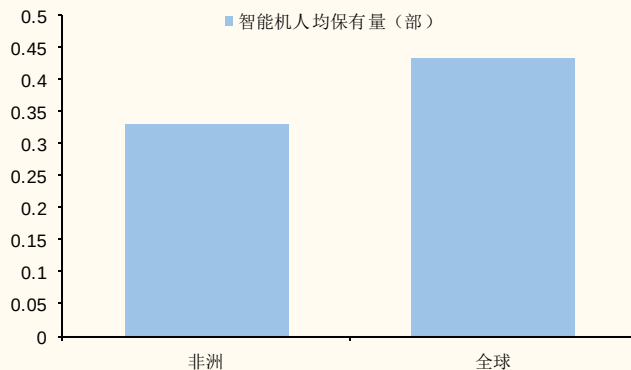
- 非洲手机人均保有量低，预计未来智能机需求保持快速增长。1) 2018 年，非洲手机人均保有量为 0.6 部，2014-2018 年 CAGR 仅为 2.2%；智能机人均保有量为 0.33 部，2014-2018 年 CAGR 为 26%，目前非洲智能机人均保有量远低于全球智能机人均保有量（0.43 部），未来空间广阔；功能机人均保有量为 0.3 部，2014-2018 年 CAGR 为 -10%。2) 2019 年非洲手机出货量为 2.2 亿部，2014-2019 年 CAGR 为 6.4%，其中智能手机出货量为 0.9 亿部，占比 41%，五年 CAGR 为 10.8%；功能手机出货量为 1.3 亿部，占比 59%，五年 CAGR 为 3.9%。

图表 11：非洲手机人均保有量低



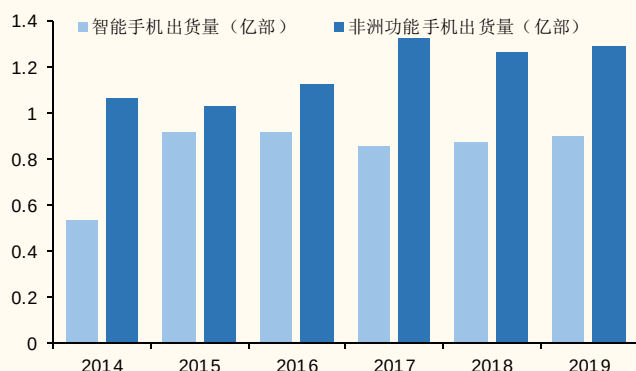
来源：IDC，国金证券研究所

图表 12：非洲智能手机保有量低于全球



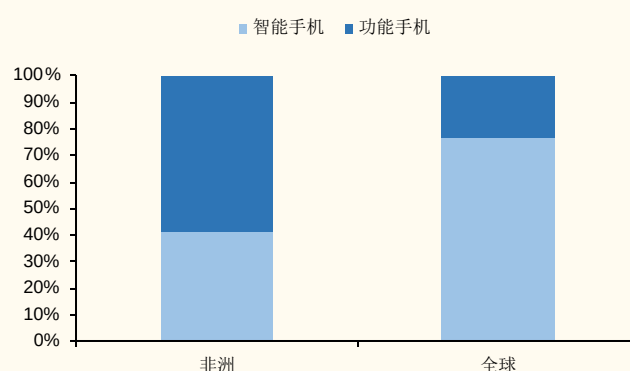
来源：IDC，国金证券研究所

图表 13：非洲手机出货量持续稳定增长



来源：IDC，国金证券研究所

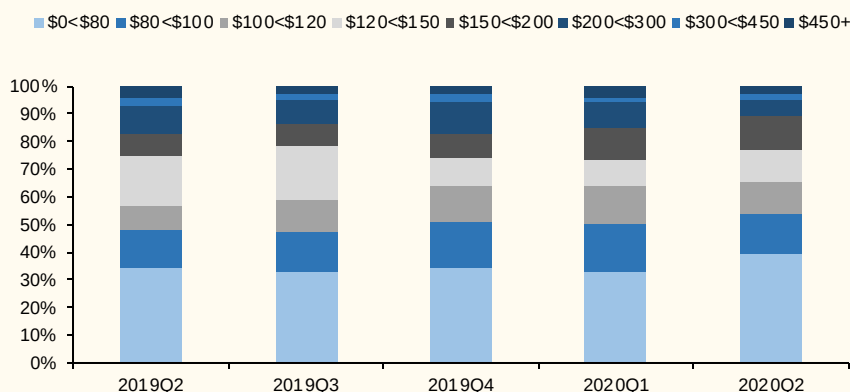
图表 14：2019 年非洲智能手机占比远低于全球



来源：IDC，国金证券研究所

- **非洲手机市场 ASP 低，高性价比品牌竞争优势明显。**2020 年第三季度，非洲智能手机市场中，低端手机（200 美元以下）占智能手机出货量的 89%，占据市场绝对主导地位，中高端手机（200 美元以上）仅占比 11%。在这种市场环境下，消费者更倾向于选择同等性能下价格更低的智能手机产品，因此，高性价比的手机品牌竞争优势更明显。

图表 15：非洲智能手机售价结构



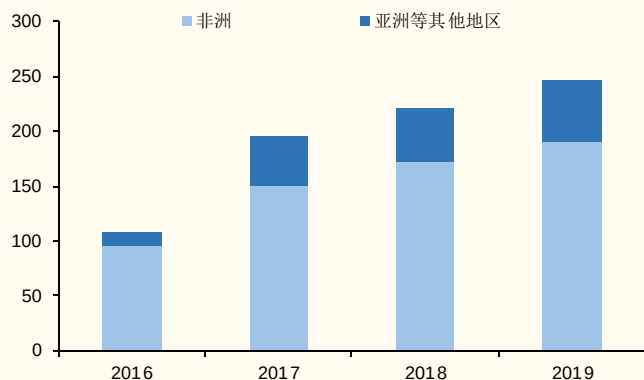
来源：IDC，国金证券研究所

二、护城河：立足非洲市场，产品+渠道+售后+品牌优势突出

- **以“用户尊重”为核心价值观，公司品牌深受消费者喜爱。**2006 年竺兆江（前波导手机海外负责人）在香港创立传音，公司以“成为新兴市场消费者最喜爱的智能终端产品和移动互联服务提供商”为愿景，以“用户、尊重、开放、创新、共享、底线”为核心价值观，以“全球化视野，本土化执行”为战略，聚焦新兴市场，2006 年公司推出手机品牌 TECNO 试水尼日利亚，公司产品把握用户需求、针对性研发解决用户痛点、性价比突出，渠道优势明显，售后服务完善，深受消费者喜爱，2017-2020 年，公司旗下三大品牌 TECNO、itel 及 Infinix 均入选《African Business》发布的“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜，2020 年分别位列第 5、21 和 27 位。
- **公司是非洲手机市场的绝对龙头，市占率持续提升。**2019 年公司主营业务收入中有 77%是来自于非洲地区的手机销售，2016-2019 年，公司产品在非洲手机市场的份额从 34%提升 19pct 至 53%，非洲市场手机龙头地位稳固。

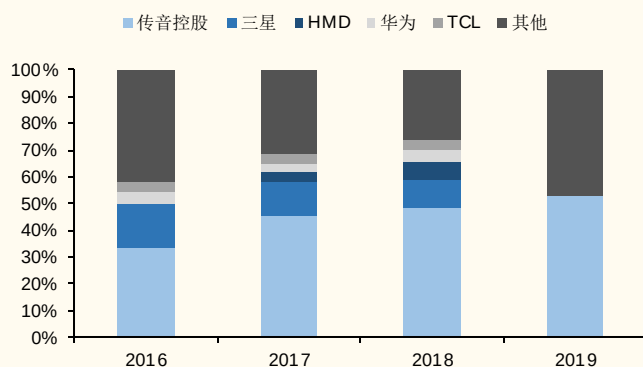
- 智能机方面，2019 年公司市占率达 37%，2020 年 Q3 传音智能机市占率达 44%，较 2019 年 Q3 提升 8pct。
- 功能机方面，2019 年公司旗下的 itel 和 TECNO 在中东及非洲地区的市占率 54%，2020 年 Q3 市占率达 73%，市占率快速提升。
- 分区域来看，在人均 GDP 较低、人口基数较大的东非、西非公司市占率更高（其中东非人口为 4.4 亿人、人均 GDP 为 927 美元，西非人口为 3.9 亿人、人均 GDP 为 1774 美元），公司智能机在东非市占率达 66%、在西非市占率达 75%。

图表 16：公司主营收入按地区分布情况（亿元）



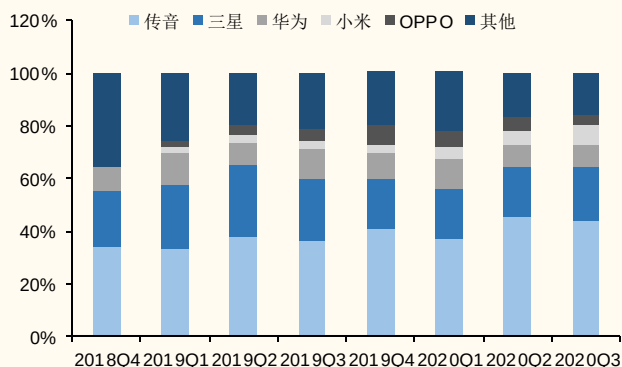
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：公司手机在非洲市场的市场份额



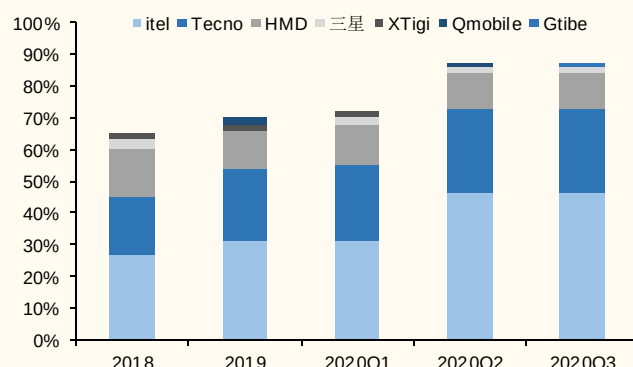
来源：IDC，国金证券研究所

图表 18：非洲地区智能机市场份额



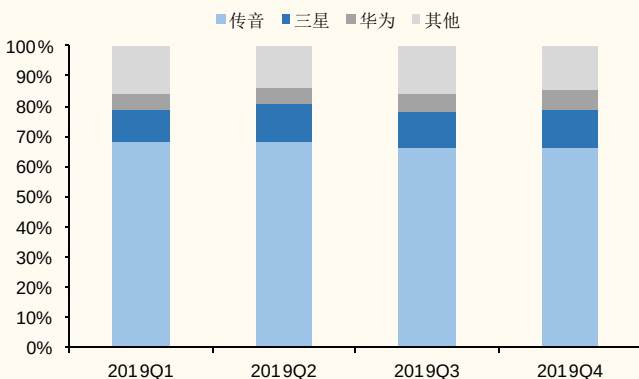
来源：IDC，国金证券研究所

图表 19：中东及非洲地区功能机市场份额

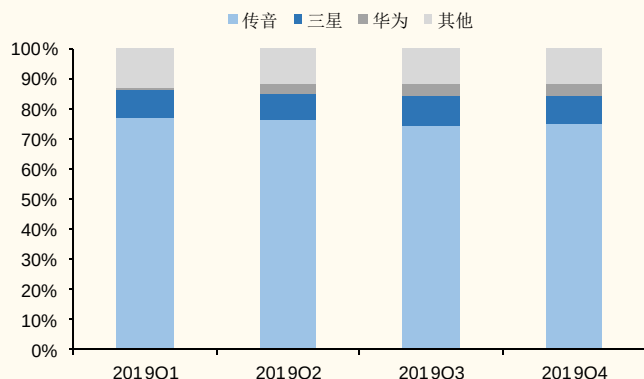


来源：Counterpoint，国金证券研究所

图表 20：东非地区智能机市场份额



图表 21：西非地区智能机市场份额



来源：IDC，国金证券研究所

注：东非地区数据包括肯尼亚、坦桑尼亚和乌干达

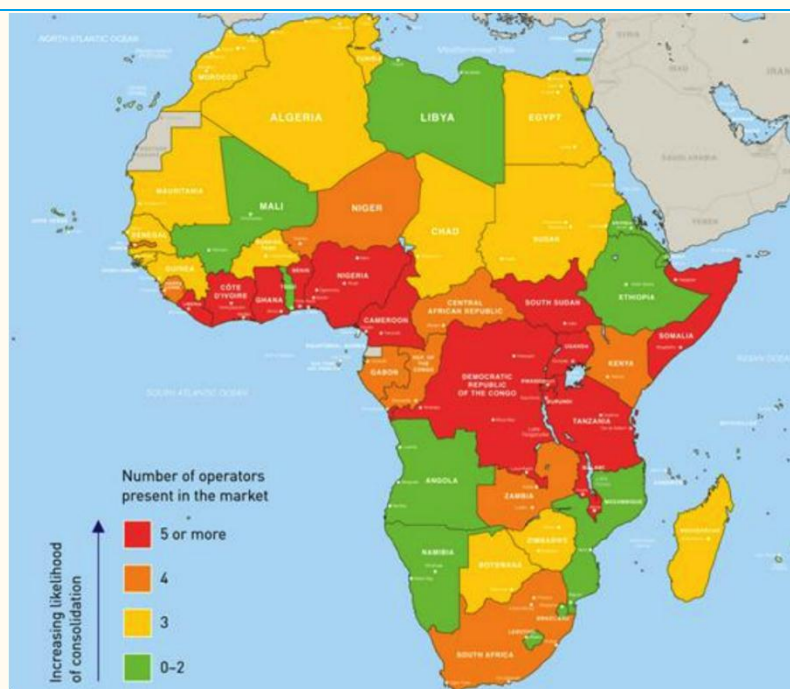
来源：IDC，国金证券研究所

注：西非地区数据包括尼日利亚和加纳

■ 产品端：洞察用户需求，针对性研发解决用户痛点，性价比突出。

- “多卡多待”功能是公司试水非洲的“第一桶金”。非洲地区运营商数量众多，各运营商网络资费差别巨大，跨网电话费用高昂，非洲消费者普遍手持多张 SIM 卡。针对这一痛点，公司于 2007 年在非洲率先推出双卡双待手机 TECNO T780，这一爆款手机是公司试水非洲的“第一桶金”。2008 年公司趁热打铁、继而推出“四卡四待”手机 TECNO 4Runner。

图表 22：2013 年非洲各国移动运营商数量



来源：analysysmason，国金证券研究所

- “超长待机”解决手机充电难的问题。非洲地区电力基础设施不足，时常限电关闸，手机要保持充电数小时十分困难，针对供电不足、充电又刚需的情况，公司推出大容量电池手机，待机时间可达二三十天。考虑温度高手机充电散热慢，公司研制出低压直充技术，采用定制接口及私有分段温控技术，可以实现在高温场景下高效率充电。
- 大功率外放喇叭、音乐手机迎合用户习惯。非洲人民热衷音乐舞蹈，公司通过喇叭 BOX 技术方式提高了手机整体音量和音质。2015 年 3 月推出 TECNO Boom J7 音乐手机上搭载了为非洲本土用户设计的音乐 APP Boomplay。2016 年推出 Boom J8，购买手机随赠定制头戴耳机，充分迎合了非洲消费者的生活习惯。
- 深肤色拍照技术，更好满足深肤色用户拍照需求。考虑深肤色人像的脸部在暗光下成像不佳，针对这一问题，公司率先推出了深肤色拍照技术，通过软件算法对深肤色人的五官进行采样和定位分析，准确区分人脸和背景，单独对脸部进行提亮优化。该技术使得深肤色人脸在暗光下检测准确率达到 90%以上，人像自拍成片率达到 90%以上。2014 年该技术进入产业化，2015 年公司推出的 Camon C8 手机上配备了双 LED 闪光灯的低光摄像头，深受消费者的喜爱。

图表 23: TECNO Camon C8



来源: TECNO 官网, 国金证券研究所

图表 24: 深肤色拍照技术效果对比图



来源: TECNO 官网, 国金证券研究所

- **针对语言多样化特点, 创建非洲语言库。**非洲地区小语种众多, 公司创建独有的非洲语言大数据库, 能更为精准的贴合本地用户的输入习惯。在埃塞尔比亚这样语言丰富的国家, 公司 2012 年还推出支持多种当地语言的手机 TECNO T3。
- **针对非洲消费者易出汗, 自研 UV 喷涂防腐蚀技术。**非洲气候炎热, 消费者手部易出汗且汗液酸性度偏高, 公司通过多年技术积累, 建立首家基于非洲消费者汗液酸碱度的数据库, 针对非洲本地用户体质多汗容易造成腐蚀及脏污的问题, 研发 UV 喷涂防腐蚀技术。

图表 25: 公司各类研发成果

应用	技术名称
拍照	深肤色夜间拍照
	深肤色智能美颜
	深肤色人脸识别
	拍照智能场景识别
	人工智能相册
	拍照补光技术
手机硬件	相机、镜头、显示屏、电池开发技术
	防水防腐蚀技术
	大电流快充技术
	XPEN 手写笔设计
用户体验	基础体验大数据分析与策略测试系统
	智能用户场景识别和预测技术
	深度定制本地化操作系统
	通用技术管理技术
网络	高可用服务端架构技术
	应用分发技术
系统	动态资源分配技术
	精准资源分配技术
	系统模块解耦技术

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- **产品性价比突出。**考虑非洲人均 GDP 较低、市场以低端手机为主, 2018 年公司智能机平均售价为 454 元, 其中三大品牌 Infinix、TECNO、itel 智能机均价为 628 元、497 元、308 元。2018 年公司功能机平均售价为 66 元, 公司产品性价比突出。

图表 26：公司三大品牌绑定不同消费群，性价比突出

品牌名称	代表机型	定位市场	
Infinix	    S3X NOTE 5 NOTE 5 Stylus ZERO 6	年轻人喜爱的时尚科技品牌	高端市场 ASP: 628元
TECNO	    CAMON 11 Pova 3 Spark 3 Pro Spark 3	正在兴起的中产阶级消费群体	中高端市场 ASP: 497元
itel	    S13 It1508 It5625 It5600	广大基层消费者以及价值导向型用户	性价比市场 ASP: 308元

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 渠道端：经销商拓展快、且关系稳定。

- “农村包围城市”战略渗透非洲市场。2007 年非洲人口约 9.63 亿人，而手机渗透率不足 20%，公司进入非洲之初选择从四五线小城市开始拓荒，主推功能机和低价智能机。
- “遍地营销”策略提高品牌知名度。非洲地区地域广阔，手机难以做到集中推广，公司便在各地采取了“刷墙”营销方式提高品牌影响力。

图表 27：公司在非洲墙体广告营销

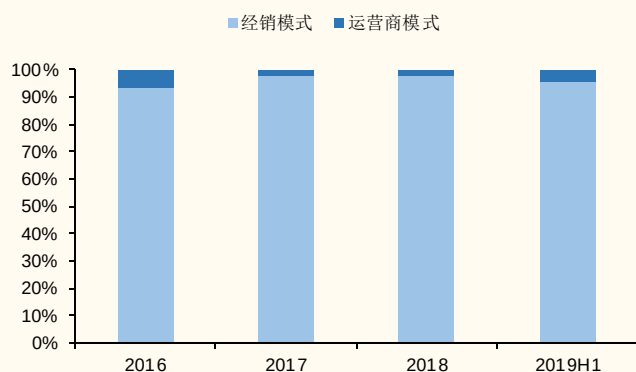


来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司销售以经销商为主，经销商拓展快、且关系稳定。1) 截至 2018 年，公司共有经销商 2737 个，2016-2018 年 CAGR 为 57%。目前，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

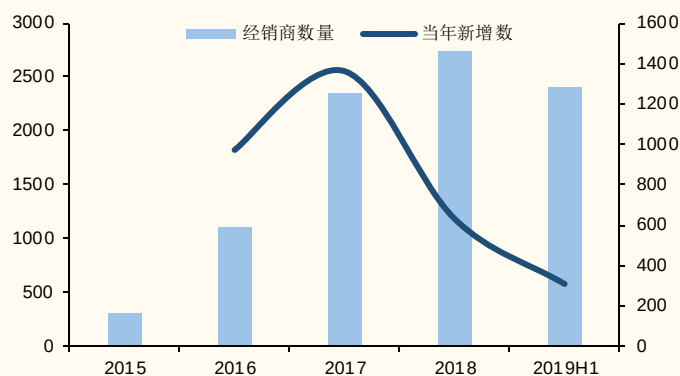
具有丰富销售经验的经销商客户建立了密切的合作关系，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美中东等全球主要新兴市场的销售网络；2)截至2019年上半年，公司在非洲市场的经销商共有360个，其中同公司合作4年及以上的经销商占比77%，在非洲之外的新兴市场的经销商共有2028个，同公司合作4年及以上的经销商占比37%；2016-2019年上半年，公司各期收入主要由原有老经销商收入贡献，2019年上半年，非洲市场老经销商收入贡献为97%，且规模在3000万以上的经销商对应收入占非洲地区收入合计76%。

图表 28：公司主要采用经销模式进行销售



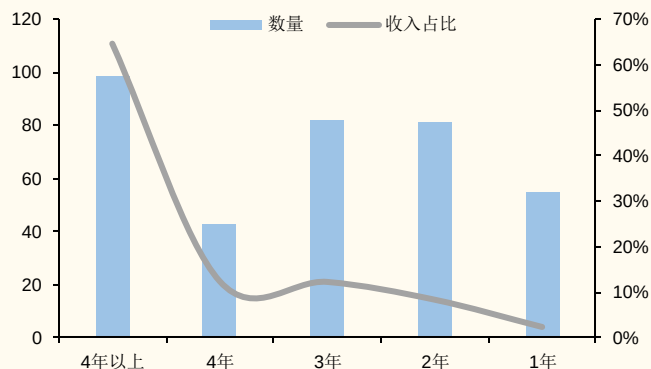
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：公司经销商数量增长迅速



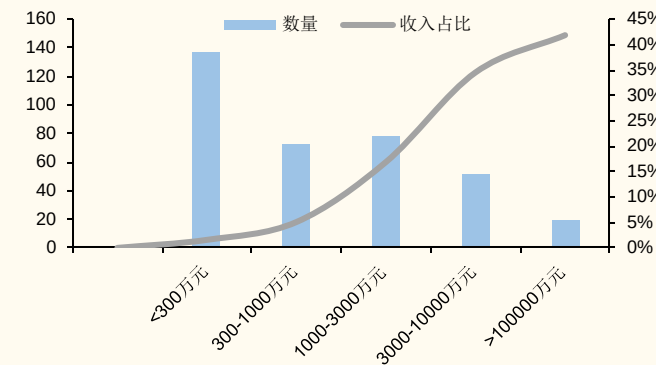
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：非洲地区经销商合作年限分布



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 31：非洲地区经销商收入规模分布



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **售后端：售后品牌 Carlcare 是非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商。**为了更好地与消费者进行绑定，提升品牌形象，公司在2009年创立了售后品牌 Carlcare，服务产品类别涵盖电子产品、家用电器和照明电器等。目前 Carlcare 已在全球建有超过2000个服务网点，在海外建立了7大售后维修中心，涵盖非洲、中东、东南亚、美洲等地区的多个国家和地区，是非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商。

图表 32: 售后服务品牌 Caricare

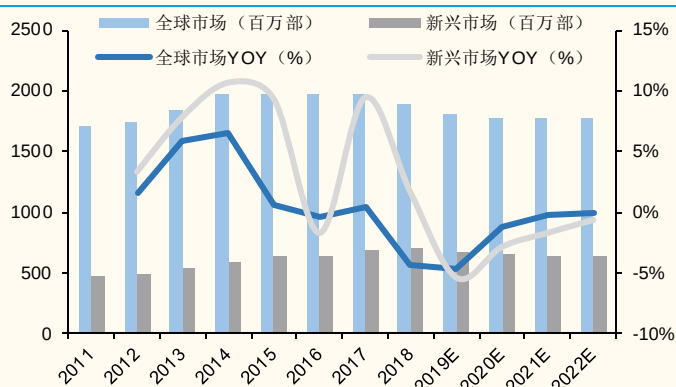


来源：招股说明书，国金证券研究所

三、区域拓展：开拓新兴市场，印度、孟加拉、巴基斯坦表现亮眼

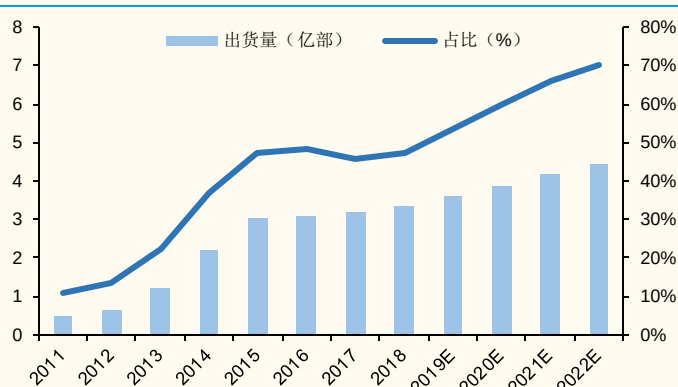
- **新兴市场智能机出货量增速迅猛。**1) 2018 年新兴市场手机出货量合计 6.74 亿部，2011-2018 年 CAGR 为 8.65%；全球手机出货量为 18.91 亿部，2011-2018 年 CAGR 为 1.38%，新兴手机市场发展潜力大于全球市场，预计 2022 年新兴市场手机出货量将达到 8.33 亿部，CAGR 为 5.44%。2) 2011-2018 年，新兴市场智能机出货量由 0.51 亿部增长至 3.35 亿部，CAGR 达 31%，增长迅猛。2018 年智能机出货量占比不足 50%，预计未来仍处于高速增长期。

图表 33: 全球及新兴市场手机出货量



来源：IDC，国金证券研究所注：主要新兴市场样本包括非洲、印度、中东、印度尼西亚，其中，孟加拉国市场 2011-2014 年数据缺失。

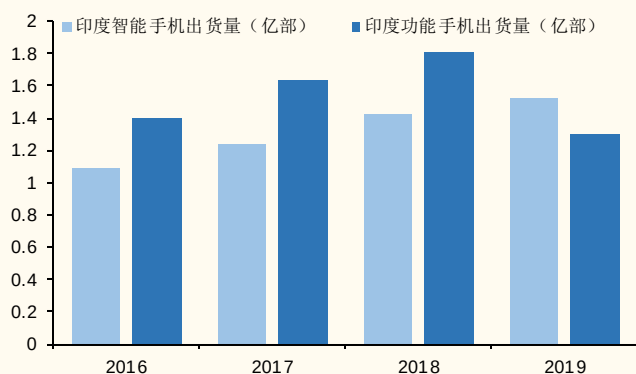
图表 34: 新兴市场智能机出货量及占比情况



来源：IDC，国金证券研究所

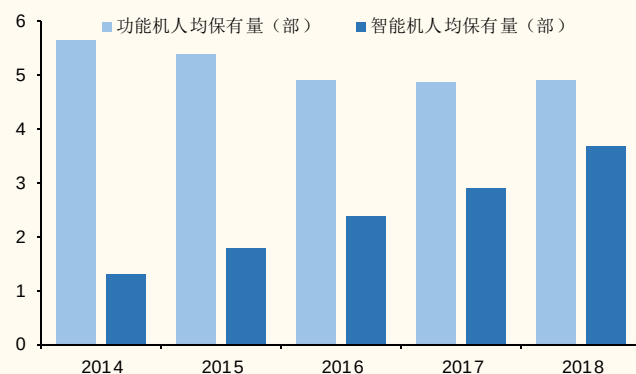
- **印度智能手机市场稳健增长。**1) 2019 年，印度手机出货量为 2.8 亿部，同比去年降低 12%，主要系功能手机出货量同比去年降低 28%；智能手机出货量为 1.5 亿部，同比去年增加 7.4%，占手机整体出货量的 54%。2) 2018 年印度功能机人均保有量为 4.9 部，同比上升 0.2%，基本维持稳定，智能机人均保有量为 3.7 部，同比上升 26.8%，增长迅速。

图表 35：印度智能手机出货量稳步上升



来源：IDC，国金证券研究所

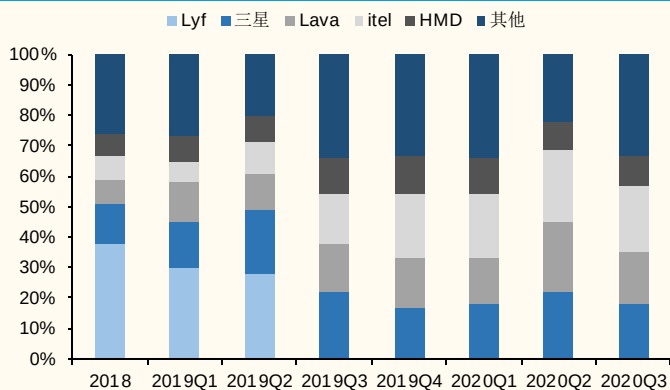
图表 36：印度市场智能机正在逐步替代功能机



来源：IDC，国金证券研究所

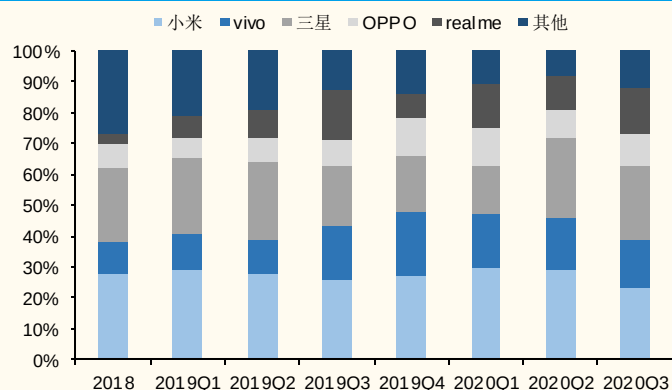
- 印度手机市占率排名第五，功能机市占率排名第一。1) 公司 2016 年进入印度市场，2019 年公司手机在印度市场的市占率为 6.8%，排名第五。2) 功能机市场：得益于卓越的产品力，公司功能机市占率快速提升，2018 年公司旗下 itel 品牌市占率 8%，位列第三，2020 年 Q3 公司旗下 itel 品牌市占率达 22%，位列第二。3) 智能机：印度智能机市场上排名前五的依旧是小米、三星、vivo、OPPO 和 realme，公司市占率较低。

图表 37：印度地区功能机市场份额



来源：Counterpoint，国金证券研究所

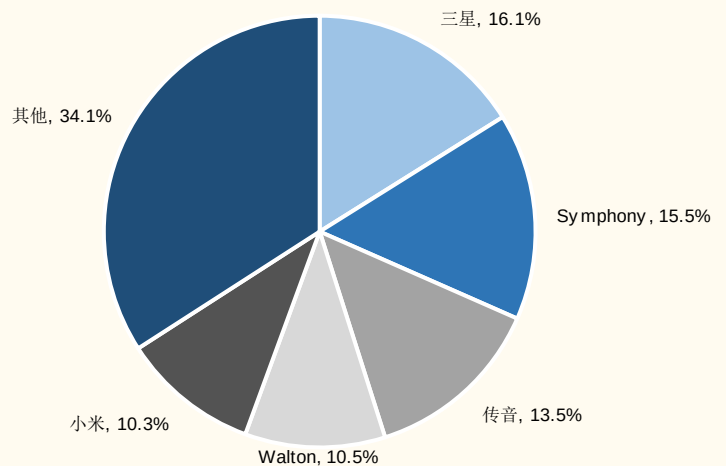
图表 38：印度地区智能机市场份额



来源：Counterpoint，国金证券研究所

- 孟加拉手机市占率排名第二，智能机市占率排名第三。1) 孟加拉国 2019 年手机出货量 0.3 亿部，增长率为 4.1%。功能机继续占主导地位，出货量为 0.23 亿部，占比 76.6%，年增长率为 4.9%；智能机出货量 0.7 亿部，年增长率为 1.4%。2) 传音于 2017 年 7 月进入孟加拉市场，2019 年公司在孟加拉手机市场市占率为 15.6%、排名第二，智能机市场市占率为 13.5%、排名第三。

图表 39：2019 年孟加拉国智能机市场份额



来源：IDC，国金证券研究所

四、第二条成长曲线：布局家电&移动互联网未来可期

1. 依托手机业务，积极实施多元化布局战略

- 近年来，公司凭借在非洲市场积累的优秀品牌效应，积极布局品牌生态链，以 itel、TECNO、Infinix 三大手机品牌为中心形成了 Syinix（家用电器品牌）、Oraimo（智能配件品牌）、Caricare（售后服务品牌）等多个知名品牌；同时，公司以强大市占率为根基，积极拓展下游移动互联网领域，自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，开发了音乐、移动支付、短视频等多项应用程序，在天然、持续和稳定的流量加持下，未来公司移动互联网业务将持续受益。

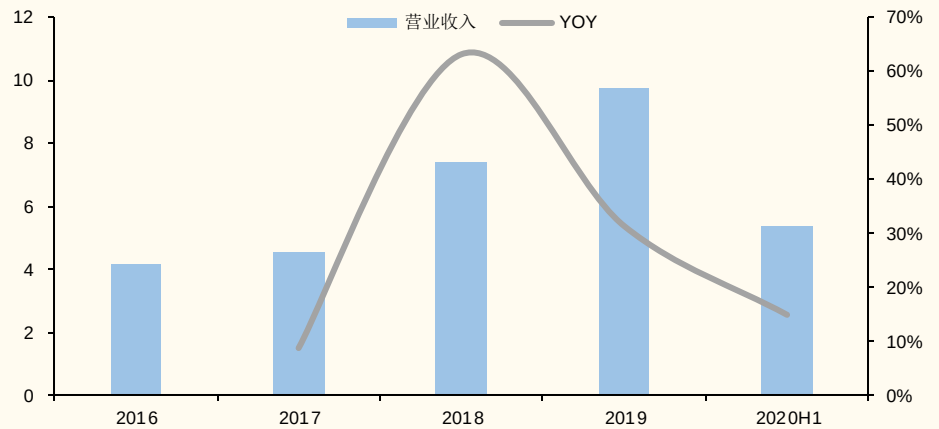
图表 40：公司品牌生态链



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 年公司其他主营业务（数码配件、家用电器的销售以及移动互联业务）收入达 10 亿元、同增 31%，预计未来伴随新兴市场家电渗透率提升、互联网市场放量，为公司打造新增长点。

图表 41：公司数码配件产品收入（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

2. 完善数码家电品牌，构建品牌完整生态链

- 数码品牌 Oramo 创立于 2014 年，品牌旗下涵盖移动电源、智能手环、移动音箱、蓝牙耳机等产品。目前，Oramo 已成功覆盖非洲及亚洲的 40 多个国家和地区，销售方式为线下线上结合方式，线上合作平台有 Amazon、Jumia 和 Flikpart。2019 年 Oramo 品牌成功参与 Amazon Star 计划，并被亚马逊作为成功案例推广。

图表 42：公司数码配件产品



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 家电品牌 Synix 创立于 2015 年，品牌旗下涵盖智能电视、空调、冰箱、洗衣机、微波炉、电热水壶等产品。2017 年 6 月 Synix 与非洲 Jumia 达成线上合作。2018 年非洲空调、电视销量均为 300 万台、远低于中国空调、电视销量（5000 万台、1800 万台），当前非洲家电渗透率极低，未来伴随非洲家电渗透率提升、公司家电业务有望快速增长。

图表 43：公司家电产品

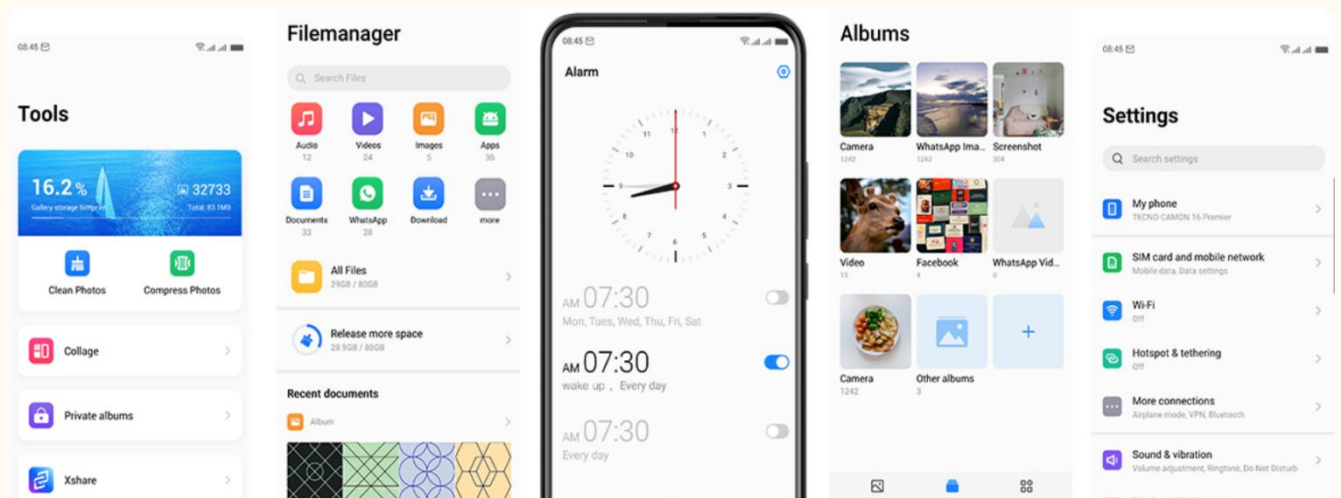


来源：招股说明书，国金证券研究所

3. 布局移动互联业务，拓展公司发展空间

- 自主研发的 OS 已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一。公司基于 Android 系统二次开发，为旗下手机品牌 TECNO、itel 和 Infinix 深度定制了三款智能终端系统 HiOS、itelOS 和 XOS。围绕 OS 系统，公司还开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。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，具备巨量的手机入口资源。基于此，公司移动互联网产品成长能力将逐步增强，未来通过流量变现等模式，将为公司带来可观收入。

图表 44：HiOS 7.0 系统

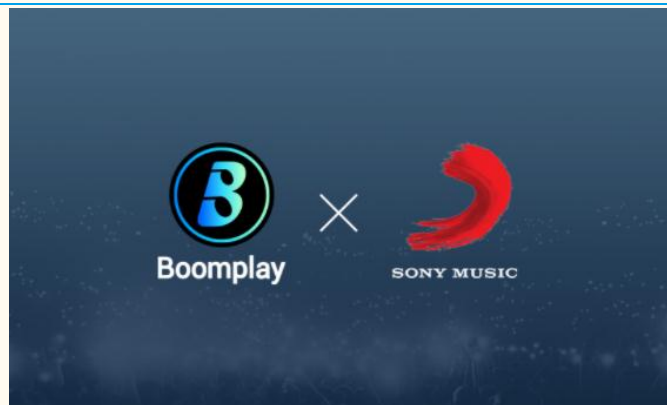


来源：HiOS 官网，国金证券研究所

- 积极开发和孵化移动互联网产品。公司与网易、腾讯、阅文等多家国内领先的互联网公司，在音乐、短视频、游戏、内容及其他应用领域出海合作。截止 2020H1，已合作开发 7 款月活跃用户超过 1000 万的应用程序。
- 公司与网易集团共同创办的传易集团，集团旗下主要的产品包括 Boomplay、Vskit 和 PalmPay。
- Boomplay 由公司与网易集团合作创办，于 2016 年上线，是专为非洲用户打造的音乐和视频流平台，Boomplay 已与全球三大唱片公司环球音乐、华纳音乐、索尼音乐以及全球独立音乐数字版权代理巨头 Merlin 达成合作，为非洲消费者提供正版的欧美流行音乐和非洲本土

音乐。截至 2020 年 7 月，Boomplay 在全球已经拥有超过 9500 万的激活用户，曲库规模高达 4000 万首。根据触宝大数据，2020 年 Q2 Boomplay 周活跃率 15.48%，周人均打开 20.9 次，周人均使用时长 40.49 分钟，已成为非洲地区最大的音乐流媒体平台。

图表 45: Boomplay 同索尼音乐达成战略合作



来源：公司公告，国金证券研究所

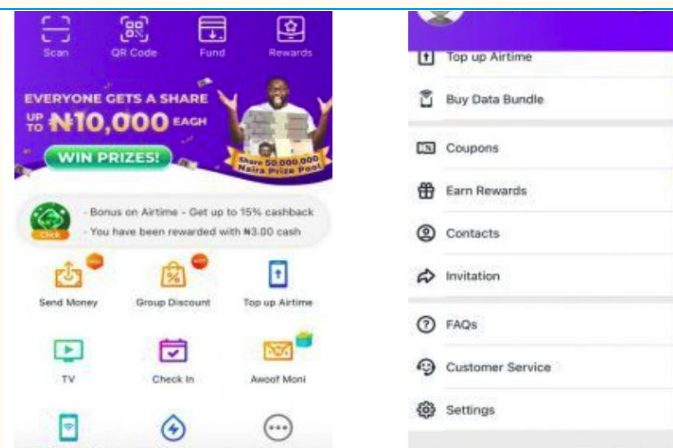
图表 46: Boomplay 非洲市场 2020 年 Q2 音乐类榜单排名第二

排名	APP名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时长 (分钟)
1	Google Play Music	Google LLC	16.53%	15.0	10.97
2	Boomplay	Transnet Music Limited	15.48%	20.9	40.49
3	SoundCloud	SoundCloud	3.54%	29.7	23.85
4	Audiomack	Audiomack	1.18%	28.9	26.17
5	Lark Player	Mobiuspace Tech Top Player	1.16%	17.7	25.81

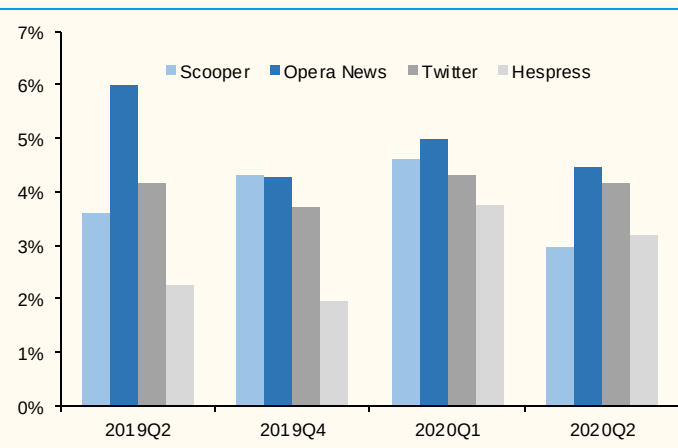
来源：触宝大数据，国金证券研究所

- Vskit 由公司与网易集团合作创办，于 2018 年上线，是一款专注非洲市场的短视频社区产品，累计拥有超 4000 万用户。根据触宝大数据，2019 年 Q3 Vskit 在非洲地区娱乐类 APP 排行第七，周活跃率 0.9%，周人均打开 2.1 次，周人均使用时长 4 分钟。短视频领域竞争更为激烈，目前 Vskit 活跃度还处于孵化期，后期将透过与非洲本地 KOL（关键意见领袖）合作，通过积累本地视频内容来提高渗透率。
- PalmPay 由公司与网易集团合作创办，于 2018 年上线，是一款移动支付产品，2019 年 PalmPay 拿下尼日利亚移动货币运营商牌照正式推出，同月拿到 4000 万美元融资之后，PalmPay 加快了推广步伐。2020 年传音将在旗下 2000 万台手机上安装 PalmPay。虽然目前 PalmPay 的功能还十分基础，限于银行转账、交水电费、充值话费等等，但非洲地区银行卡普及率低，移动支付钱包有可能超过传统支付模式，迎来巨大的发展空间。
- 新闻聚合类应用程序 Scooper 由公司创办，于 2017 年上线，专注于本地化内容创作和资讯聚合，已在 5 个国家搭建起本地化运营团队，在尼日利亚、肯尼亚、加纳、埃及等国家新闻 APP 用户数排名前 3。根据触宝大数据，2020Q2 Scooper 在非洲地区新闻类 APP 排行第 4，周活跃率 2.97%，周人均打开 4.7 次，周人均使用时长 10.5 分钟。

图表 47: Palmpay 页面



图表 48: 非洲新闻类 APP 周活跃度

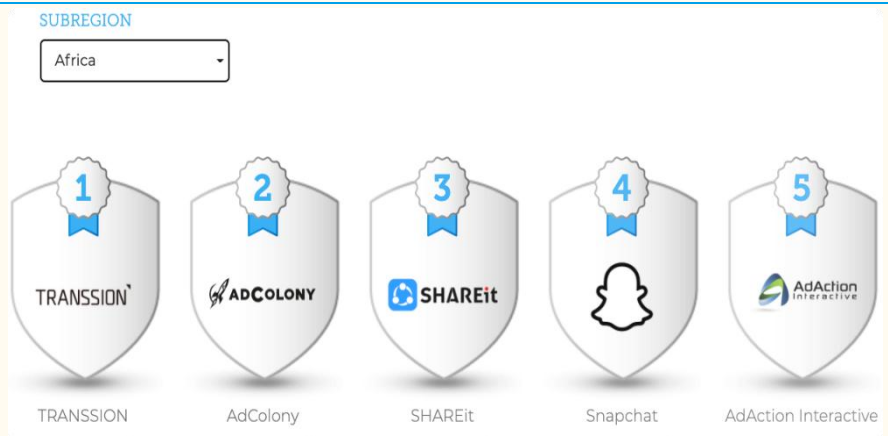


来源：Palmpay，国金证券研究所

来源：触宝大数据，国金证券研究所；注：2019Q3 数据缺失

- 在线阅读类应用程序 Ficool 由公司与阅文集团合作创办，于 2019 年上线，平台首先推出阅文现有的近三万部英文作品，并将陆续上线其他当地语言版本以及本地原创的内容，Ficool 将预装在传音于非洲销售的全品牌手机上。
- 移动互联非洲地区增长指数排名第一，全球增长榜单中排名第四。根据全球领先的移动营销分析公司 AppsFlyer 2020 年 10 月发布的《广告平台综合表现报告》，公司移动互联增长速度在非洲地区排名第一，是增速最快、最具潜力的新兴平台之一。在全球增速榜上，公司排名第四，表现亦十分亮眼。

图表 49：《广告平台综合表现报告》区域增长榜单



来源：AppsFlyer，国金证券研究所

五、盈利预测与估值

- 预计公司 2020~2022 年营收为 377、507、629 亿元，同增 49%、35%、24%，业绩为 26.4、37.5、48.5 亿元，同增 47%、42%、29%。1) 2018、2019、2020 年公司收入同增 13%、12%、49%，2020 年公司收入高增主要系非洲、印度及其他新兴市场快速放量。公司 2016 年开始在非洲之外的印度及其他新兴市场积极布局，2016 年~2019 年在印度及其他新兴市场新增经销商超 2000 家，考虑公司合作时间更长的经销商贡献的平均收入更高，预计 2021、2022 年公司智能机业务持续快速增长。2) 预计公司智能机业绩稳健增长，2021、2022 年营收同增 40%、25%，考虑汇率影响，预计 2020 年智能机业务毛利率下降 2pct 至 26%，2021、2022 汇率影响下降、毛利率年逐年提升 0.5pct。3) 考虑公司积极布局家电、移动互联网业务，预计其他主营业务维持快速增长，毛利率保持平稳。4) 预计公司 2021、2022 年销售费率、管理费、研发费率维持不变。

图表 50：预计公司 2020~2022 年营收同增 49%、35%、24%

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计							
营业收入	116	200	226	253	377	507	629
YOY		72%	13%	12%	49%	35%	24%
营业成本	92	158	171	184	284	380	468
毛利	24	42	55	69	93	127	161
毛利率	21%	21%	24%	27%	25%	25%	26%
智能机							

营业收入	67	123	155	176	281	394	492
YOY		83%	25%	14%	60%	40%	25%
营业成本	53	97	117	127	211	293	364
毛利	15	26	38	49	70	100	128
毛利率	22%	21%	24%	28%	25.0%	25.5%	26.0%
功能机							
营业收入	37	68	60	60	66	66	66
YOY		84%	-12%	2%	10%	0%	0%
营业成本	30	54	45	44	50	50	49
毛利	7	14	14	17	17	17	17
毛利率	19%	20%	24%	28%	25.0%	25.5%	26.0%
其他主营业务							
营业收入	4	5	7	10	17	27	40
YOY		9%	63%	31%	70%	60%	50%
营业成本	3	3	5	7	12	20	29
毛利	1	1	2	3	4	7	10
毛利率	23%	30%	33%	27%	25.0%	25.5%	26.0%
其他业务							
营业收入	8	5	5	7	13	20	30
YOY		-43%	5%	57%	70%	60%	50%
营业成本	7	4	4	6	11	17	25
毛利	1	1	1	1	2	3	5
毛利率	14%	21%	19%	18%	16.0%	16.5%	17.0%

来源：wind，国金证券研究所

- 采用 PE 估值，给予目标价 364 元。我们选取品牌消费电子企业安克创新、小米集团为公司可比公司，考虑公司深耕新兴市场、成长性更优，移动互联网打开想象空间，给予公司 2022 年 60 倍 PE 估值，目标价 364 元，给予买入评级。

图表 51：采取 PE 估值，给予目标价 364 元

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300866.SZ	安克创新	178	723	1.97	2.16	2.94	3.71	90	82	61	48
1810.HK	小米集团-W	30	7446	0.41	0.52	0.64	0.80	72	57	46	37
688036.SH	传音控股	249	1992	2.24	3.30	4.69	6.06	111	75	53	41

来源：wind，国金证券研究所

六、风险提示

- **市场竞争风险：**新兴市场智能手机普及率相对较低，巨大手机市场空间吸引越来越多的手机厂商进入新兴市场，如 2019 年开始小米、OPPO 等国内手机厂商就加大对非洲市场的布局。公司虽然在非洲等市场取得了较高的市场份额，但如果公司未来无法保持产品的技术创新，继续在技术研发、品牌运营、市场推广、售后服务、供应链管理等加大投入，或竞争对手早于公司完成新技术的研发及推广，公司可能面临市场份额下降的风险。
- **新市场拓展不力风险：**除非洲市场以外，公司从 2016 年开始逐步开拓印度、孟加拉国、巴基斯坦、印度尼西亚和越南等国的手机市场。各国之间文化、经济水平、行业监管政策等多方面存在较大差异。针对新市场的产

品研发和生产、品牌宣传，渠道建设等都需要持续的资金和人力投入。若新市场的开拓未能达到预期目标，将对公司业绩增长产生不利影响。

- **境外经营风险：**公司的产品全部销往海外，且公司在境外拥有工厂和多家销售主体，若境外地区法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化，或者国家之间政治和外交关系紧张或恶化，将对公司的境外采购、生产和销售产生不利影响。此外，若新冠疫情得不到有效控制，公司境外经营会受到一定程度影响。
- **疫情反复风险：**若未来出现新冠疫情反复的情况，可能部分区域市场会影响需求。
- **汇率波动风险：**公司境外销售主要使用美元等外币结算，2016-2019 年，公司各期汇兑损益（正数为损失）分别为-0.52 亿元、1.99 亿元、0.77 亿元、0.09 亿元，汇兑损益绝对值占当期利润总额的 29.07%、24.52%、8.93%和 0.41%。如果外币兑人民币的结算汇率短期内出现大幅波动，仍会对公司的经营业绩产生较大影响。
- **限售股解禁风险：**公司 2020 年 9 月解禁 3.13 亿股，占解禁后总股本的 80%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	20,044	22,646	25,346	37,705	50,713	62,900
增长率		13.0%	11.9%	48.8%	34.5%	24.0%
主营业务成本	-15,840	-17,109	-18,412	-28,393	-37,964	-46,819
%销售收入	79.0%	75.6%	72.6%	75.3%	74.9%	74.4%
毛利	4,204	5,537	6,934	9,312	12,750	16,081
%销售收入	21.0%	24.4%	27.4%	24.7%	25.1%	25.6%
营业税金及附加	-42	-52	-79	-75	-101	-126
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-1,945	-2,254	-2,859	-3,582	-4,818	-5,975
%销售收入	9.7%	10.0%	11.3%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-649	-808	-1,061	-1,131	-1,521	-1,887
%销售收入	3.2%	3.6%	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-598	-712	-805	-1,131	-1,521	-1,887
%销售收入	3.0%	3.1%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	970	1,710	2,129	3,393	4,788	6,205
%销售收入	4.8%	7.6%	8.4%	9.0%	9.4%	9.9%
财务费用	-195	-70	31	-83	-88	-123
%销售收入	1.0%	0.3%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-73	-110	-112	-161	-212	-221
公允价值变动收益	-5	-328	339	0	0	0
投资收益	19	-476	-297	-50	0	0
%税前利润	2.3%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	808	857	2,195	3,299	4,687	6,062
营业利润率	4.0%	3.8%	8.7%	8.8%	9.2%	9.6%
营业外收支	1	7	-13	0	0	0
税前利润	810	865	2,182	3,299	4,687	6,062
利润率	4.0%	3.8%	8.6%	8.8%	9.2%	9.6%
所得税	-132	-211	-386	-660	-937	-1,212
所得税率	16.4%	24.4%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	677	654	1,797	2,639	3,750	4,850
少数股东损益	6	-4	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	671	657	1,793	2,639	3,750	4,850
净利率	3.3%	2.9%	7.1%	7.0%	7.4%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	677	654	1,797	2,639	3,750	4,850
少数股东损益	6	-4	3	0	0	0
非现金支出	109	196	231	275	359	399
非经营收益	137	787	-49	69	43	30
营运资金变动	584	437	1,999	-427	1,454	1,359
经营活动现金净流	1,507	2,073	3,977	2,557	5,605	6,637
资本开支	-579	-727	-415	-440	-445	-445
投资	-462	-347	-2,524	0	0	0
其他	580	335	66	-50	0	0
投资活动现金净流	-461	-739	-2,873	-490	-445	-445
股权募资	1,424	3	2,702	0	0	0
债权募资	-937	-216	73	1,077	140	-537
其他	-1,050	-70	-177	-752	-927	-1,087
筹资活动现金净流	-563	-282	2,598	325	-787	-1,624
现金净流量	483	1,053	3,702	2,391	4,373	4,568

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,004	3,772	7,717	10,109	14,482	19,050
应收款项	678	850	1,197	1,704	2,244	2,740
存货	2,417	2,499	3,135	5,336	7,026	8,575
其他流动资产	1,422	1,418	3,414	3,555	3,670	3,776
流动资产	7,522	8,539	15,463	20,704	27,421	34,141
%总资产	86.0%	82.5%	87.1%	88.8%	90.3%	91.4%
长期投资	94	81	318	318	318	318
固定资产	251	785	1,048	1,356	1,634	1,883
%总资产	2.9%	7.6%	5.9%	5.8%	5.4%	5.0%
无形资产	302	671	657	669	679	688
非流动资产	1,227	1,814	2,281	2,623	2,942	3,229
%总资产	14.0%	17.5%	12.9%	11.2%	9.7%	8.6%
资产总计	8,748	10,353	17,744	23,327	30,363	37,370
短期借款	235	21	0	809	949	412
应付款项	4,336	4,485	7,230	9,237	12,356	15,243
其他流动负债	432	951	926	1,216	1,665	2,094
流动负债	5,003	5,457	8,156	11,262	14,970	17,750
长期贷款	0	0	94	94	94	94
其他长期负债	535	974	1,230	1,787	2,229	2,644
负债	5,538	6,431	9,479	13,143	17,293	20,487
普通股股东权益	3,194	3,916	8,254	10,173	13,059	16,872
其中：股本	720	720	800	800	800	800
未分配利润	107	738	2,271	4,190	7,076	10,889
少数股东权益	16	6	11	11	11	11
负债股东权益合计	8,748	10,353	17,744	23,327	30,363	37,370

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	N/A	0.913	2.242	3.299	4.687	6.062
每股净资产	N/A	5.439	10.317	12.717	16.324	21.090
每股经营现金净流	N/A	2.880	4.972	3.196	7.006	8.296
每股股利	0.000	0.000	0.680	0.900	1.080	1.296
回报率						
净资产收益率	21.02%	16.79%	21.73%	25.94%	28.71%	28.74%
总资产收益率	7.68%	6.35%	10.11%	11.31%	12.35%	12.98%
投入资本收益率	23.54%	32.79%	20.97%	24.47%	27.13%	28.54%
增长率						
主营业务收入增长率	72.24%	12.98%	11.92%	48.76%	34.50%	24.03%
EBIT增长率	100.78%	76.34%	24.50%	59.35%	41.12%	29.61%
净利润增长率	969.25%	-2.10%	172.80%	47.18%	42.06%	29.34%
总资产增长率	29.62%	18.35%	71.38%	31.47%	30.16%	23.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.6	6.9	8.9	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	46.4	52.4	55.9	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	63.6	66.3	82.2	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	2.2	10.7	11.1	9.4	8.3	7.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-86.27%	-95.64%	-128.71%	-119.99%	-125.88%	-127.70%
EBIT利息保障倍数	5.0	24.4	-68.9	40.9	54.1	50.5
资产负债率	63.30%	62.12%	53.42%	56.34%	56.96%	54.82%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	14	18	22	38
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.07	1.05	1.08	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402