



Research and
Development Center

新兴市场异军突起，非洲之王再启征程

—传音控股（688036.SH）深度报告

2021年2月21日

方竞 电子行业分析师
S1500520030001
+86 15618995441
fangjing@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

深度报告

传音控股 (688036.SH)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	224.00
52周内股价	41.06-261.94
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	37.76%
总股本(亿股)	8.00
流通A股比例(%)	48.63
总市值(亿港元)	1792

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

新兴市场异军突起，非洲之王再启征程

2021年2月21日

本期内容提要：

◆**营收净利高增长，股权激励锁定核心团队。**传音控股的主营业务是面向新兴市场的智能手机和功能机产品，旗下拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌。同时，公司亦围绕主营业务多元化布局，建立了数码配件品牌 Oramo，家用电器品牌 Syinix，售后服务品牌 Caricare，并拓展多种手机应用和服务业务。**2016-2020年，公司营收规模快速增长，由 116.37 亿元增长至 253.46 亿元，CAGR 高达 34.22%。**其营收主要来自非洲地区，2019 年非洲地区收入贡献达 74.98%。利润方面，2020 年 Q1-Q3 公司毛利率为 25.93%，全年净利率为 6.99%，利润表现上佳。此外，公司于 2020 年 6 月公布了股权激励计划，首次授予对象包含中层管理人员、技术骨干、业务骨干在内共 296 人，覆盖面广泛。股权激励计划彰显公司对业绩高增长的信心，有利于员工共享公司发展成果，深度绑定核心员工利益。

◆**新兴国家市场广阔，智能升级大势所趋。**在全球手机市场趋于饱和的当今，新兴市场人均保有量较低，仍有可观的增量空间。据 IDC 数据，2020 年 1H 非洲市场手机出货量 9080 万台，疫情之下仍基本持平，展现了新兴市场的需求韧性。同时，从出货结构上看，新兴市场功能机占比较高，拉低了其 ASP 水平，2020 年 H1 中东及非洲地区功能机出货占比达 46.6%，ASP 仅为 105.75 美元。我们预测，随着智能机渗透率的提高，2019-2022 年非洲地区手机市场销售额规模 CAGR 将达 13.7%，结构性升级潜力巨大。

◆**探寻传音成功要素，业务版图不断扩张。**新兴国家市场具有碎片化、低均价、应用和服务不成熟等地域特征，传音采取了因地制宜的策略，在非洲等地区获得了庞大的市占率，拥有“非洲之王”的美誉。公司多品牌策略精确划分市场，采取多层次产品布局，三种手机品牌对标不同消费能力的用户群体，从几十元的功能机到上千元的智能机覆盖了广阔的价位段，扩大受众范围。此外传音还拥有完备的营销渠道，综合化的售后服务，建立了覆盖面广、渗透力强的营销渠道，并通过综合化售后服务品牌 Caricare 实现本土化、多品类的售后服务，提升用户体验。

公司在深耕非洲市场的同时，亦积极拓展业务版图，将其在非洲的成功经验复刻到印度、巴基斯坦、孟加拉、俄罗斯等其他新兴市场国家，在巴基斯坦市占率达到第一，在孟加拉进入前三。**2019年，公司手机出货总量达到 1.4 亿台，高掌远跃，成绩斐然。**

◆**把握流量入口，应用和服务前景广阔。**除了硬件产品的成功，传音在应用服务方向有着前瞻性的布局，得益于手机产品高市占率带来的系统装机量，和多种爆款 APP 开发带来的活跃用户数量，公司坐拥非洲最大的数据流量入口。系统服务方面，公司依靠流量优势与 Google 在 APK 预装、产品定制、系统搭载和推广上达成合作；软件开发方面，公司与网易、腾讯、阅文集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战略合作，开发和孵化移动互联网产品。截至 2020 年半年报公布，已合作开发 7 款月活跃用户超过 1,000 万的应用程序，应用服务前景广阔，潜在盈利点丰富。此外，作用庞大的用户数据库，公司得以对用户的使用习惯、本地化场景等进行分析，不断提升用户使用体验。

◆**IoT 方兴未艾，多元化布局，全新成长动力。**基于在手机市场积累的先发优势，传音亦积极实施多元化战略布局，设立了 3C 配件品牌 Oramo 和家电品牌 Syinix，切入 IoT 业务。得益于公司极高的品牌认可度、成熟的销售渠道、完备的售后服务体系，以及 IoT 行业稳健的增长和广阔的市场空间，新业务将成为公司业绩增长的又一强劲推力。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 377.41 亿元、473.67 亿元和 595.21 亿元，归母净利 26.35 亿元、37.65 亿元和 48.00 亿元，对应 2021 年 2 月 19 日市值 1792 亿元计算，市盈率分别为 69 倍、48 倍

和 38 倍。考虑到新兴市场增量空间和结构性升级潜力，以及公司在非洲等地的龙头地位，未来业绩增长空间可观，给予公司“增持”评级。

风险因素：海外疫情反复；竞争格局变化；市场需求不及预期

主要财务及估值数据（百万元）

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	22,645.88	25,345.93	37,741.22	47,367.35	59,520.86
同比 (%)	12.98%	11.92%	48.90%	25.51%	25.66%
归属母公司净利润	657.38	1,793.30	2,635.07	3,764.79	4,800.47
同比 (%)	-2.10%	172.80%	46.94%	42.87%	27.51%
毛利率 (%)	24.45%	27.36%	26.39%	26.12%	25.93%
ROE (%)	18.49%	29.47%	27.89%	30.53%	29.66%
EPS (摊薄) (元)	0.82	2.24	3.24	4.63	5.90
P/E	273	102	69	48	38

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

投资聚焦	6
一、龙头出海企业，非洲手机之王	7
1、多品牌战略，多品类布局.....	7
2、营收强劲增长，利润表现上佳.....	7
3、股权结构清晰，激励计划绑定核心员工.....	9
二、新兴国家市场广阔，智能化升级大势所趋	11
1、增量空间广阔，成就非洲之王.....	11
2、复制成功经验，拓展业务版图.....	13
3、多品牌划分市场，多层次产品布局.....	16
4、完备营销渠道，综合化售后服务.....	18
5、量价齐增，成绩斐然.....	19
三、把握流量入口，应用和服务前景广阔	21
1、自研传音 OS，多样化系统服务.....	21
2、战略合作，打造爆款 APP.....	21
3、坐拥庞大用户数据库，深挖大数据价值.....	23
四、IOT 方兴未艾，多元化布局，全新成长动力	24
五、盈利预测、估值与投资评级	26
六、风险因素	27

表目录

表 1: 公司自主生产基地产能情况.....	9
表 2: 传音旗下智能机配置对比.....	17
表 3: 触宝大数据 2020Q2 非洲地区音乐类 APP 排行榜.....	22
表 4: 触宝大数据 2020Q2 非洲地区新闻资讯类 APP 排行榜.....	23
表 5: 各业务营收及毛利率预测 (百万元).....	26
表 6: 可比公司估值情况.....	27

图目录

图 1: 传音旗下主要品牌和业务.....	7
图 2: 2016-2020 传音控股营业收入 (亿元).....	8
图 3: 2020H1 传音控股营收占比.....	8
图 4: 2016-2019 传音分地区收入 (亿元).....	8
图 5: 2020 年 Q2 非洲市场手机品牌市占率.....	8
图 6: 2016-2020 传音主要业务毛利率.....	9
图 7: 2016-2020 传音净利率.....	9
图 8: 2016-2019H1 传音生产模式成本占比.....	9
图 9: 2016-2019H1 传音外协加工费用及成本占比.....	9
图 10: 传音控股股权结构.....	10
图 11: 撒哈拉以南非洲移动宽带网络 (3G 及以上) 覆盖的人口数量.....	11
图 12: 2014-2018 非洲手机保有量 (亿台).....	11
图 13: 2014-2018 非洲手机人均保有量 (台).....	11
图 14: 2016-2020H1 全球手机出货量 (百万台).....	12
图 15: 2016-2020H1 非洲手机出货量 (百万台).....	12
图 16: 2015-2020H1 全球各地区手机 ASP (美元).....	12
图 17: 2020H1 各地区手机出货结构.....	12
图 18: 2015-2020H1 非洲智能机市占率.....	13
图 19: 2015-2020H1 非洲功能机市占率.....	13
图 20: 2016 年全球各国人均国民总收入 (GNI).....	13
图 21: 2000-2019 年部分新兴市场国家人均 GDP (美元).....	14
图 22: 2014-2018 印度手机人均保有量 (台).....	14
图 23: 2020H1 传音手机出货量地区占比.....	14
图 24: 2015-2020H1 印度手机出货量 (百万台).....	15
图 25: 2020H1 印度功能机市占率.....	15
图 26: 2015-2020H1 巴基斯坦手机出货量 (百万台).....	15
图 27: 2015-2020H1 巴基斯坦手机市占率.....	15
图 28: 2020H1 部分新兴市场国家手机 ASP (美元).....	15
图 29: 2020H1 巴基斯坦智能机市占率.....	15
图 30: 2015-2020H1 孟加拉手机出货量 (百万台).....	16
图 31: 2020H1 孟加拉国手机市占率.....	16
图 32: 2019H1 传音各品牌手机 ASP (元).....	17
图 33: 传音营销区域.....	18

图 34: Carlcare 提供从多品类的售后服务	19
图 35: 2016-2020 传音手机出货量 (百万台)	19
图 36: 2016-2020 传音手机销售额 (亿元)	19
图 37: 2016-2019H1 传音手机 ASP (元)	20
图 38: Google Lens.....	21
图 39: Android Go 系统存储空间需求更少	21
图 40: 短视频 app VSkit.....	22
图 41: 音乐 app Boomplay	22
图 42: 移动支付 app Palmpay	22
图 43: 传音深肤色人像摄影	23
图 44: Oraimo 产品线.....	24
图 45: 全球移动电源市场规模 (亿美元)	24
图 46: 16-20 年全球 TWS 耳机出货量 (百万副) (不含白牌)	24
图 47: Syinix 主要家电产品	25
图 48: 2011-2019 年全球家电出货量情况 (百万台)	25

投资聚焦

新兴市场不断涌现：虽然全球智能手机市场已进入存量市场，增速放缓。但成长中的新兴市场仍有增量空间，无论是手机渗透率、亦或是智能机渗透率都有长足的提升空间。传音抓住了新兴市场欠发达地区手机市场高速增长的机遇，推出功能机+智能机的产品组合，异军突起一举成为全球出货量第四的手机厂商。当前传音已有三大品牌，产品覆盖广泛的价位段和用户群体，亦积极拓展手机应用和服务业务，并设立了数码配件、家用电器、售后服务品牌，扩大业务范围。

传音通过完备的产品及市场策略在非洲攻城略地，被冠之以“非洲之王”的美誉。同时亦不断将成功经验复制至其他欠发达地区，在孟加拉、巴基斯坦等国取得成功。未来中东欧、拉美等地区也望成为公司潜在市场。

功能机升级空间巨大：市场普遍认为传音功能机出货量占比高，导致 ASP 较低，对功能机的依赖将成为公司发展的瓶颈。但我们认为功能机业务恰恰是公司的优势。非洲、中东、印度等新兴市场发展相对较为落后，功能机用户规模大，消费升级需要假以时日。而功能机由于较低的 ASP 一直以来被其他厂商忽视，市场上缺乏有竞争力的产品，传音的切入迅速获得了极高的市场份额，品牌认知度高，不仅有利于传音获得市场增量红利，更有利于传音在功能机用户消费升级的存量竞争中占据先机。而对于新进入者而言，树立公司品牌所需的时间和成本更是传音在市场竞争中深广的护城河。

IoT 市场将再造新传音：近年来 IoT 市场呈现了爆发式增长，可穿戴、智能家居皆为当前风口。传音设立 3C 配件品牌 Oraimo 和家电品牌 Syinix，紧跟 IoT 浪潮。凭借自身的品牌知名度、售后服务体系和既有的经销渠道，我们认为传音 IoT 业务有望快速成长，成为其业绩新增长点。

一、龙头出海企业，非洲手机之王

1、多品牌战略，多品类布局

公司成立于 2013 年，主营业务是以手机为主的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，并基于自主研发的智能终端操作系统和流量入口，为用户提供移动互联网服务。公司主要产品为 **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。此外，公司围绕主营业务多元布局，旗下还有**数码配件品牌 Oramo**，**家用电器品牌 Syinix** 以及**售后服务品牌 Caricare** 等。此外，公司自主研发手机操作系统 **HiOS**、**itelOS** 和 **XOS**，并围绕操作系统开发多种移动应用、游戏平台、广告分发等服务，业务多元化发展。

图 1：传音旗下主要品牌和业务



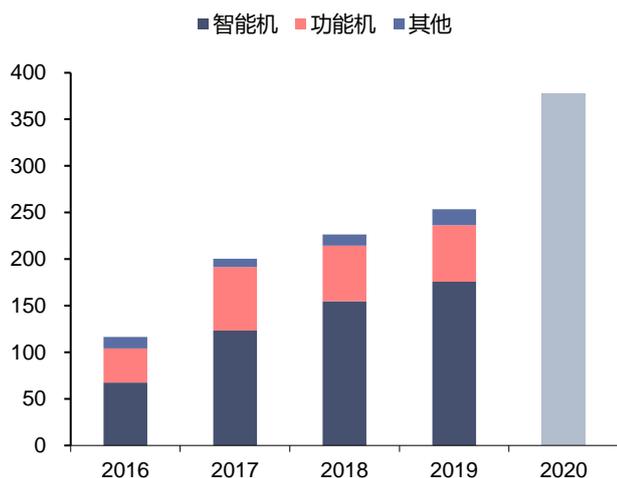
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

2、营收强劲增长，利润表现上佳

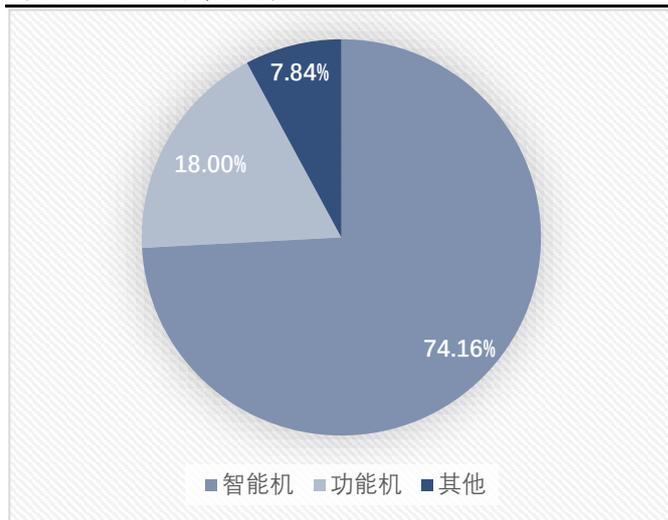
2016-2020 年，公司营收规模快速增长，由 116.37 亿元增长至 377.64 亿元，年均复合增长率 34.22%。尤其是在 2020 年，尽管有新冠疫情影响，全球手机市场大幅下滑，但公司抓住机遇，在新兴市场持续扩张，营收同比增长高达 48.99%，逆势增长势头强劲。

从收入结构来看，据公司公告，2020 年 H1 公司实现营收 138.46 亿元，其中，智能机、功能机和其他业务营收贡献分别为 102.67 亿元、24.93 亿元和 10.85 亿元，营收占比分别为 74.16%、18.00%和 7.84%。包括智能机和功能机在内的手机销售收入是公司主要营收来源。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

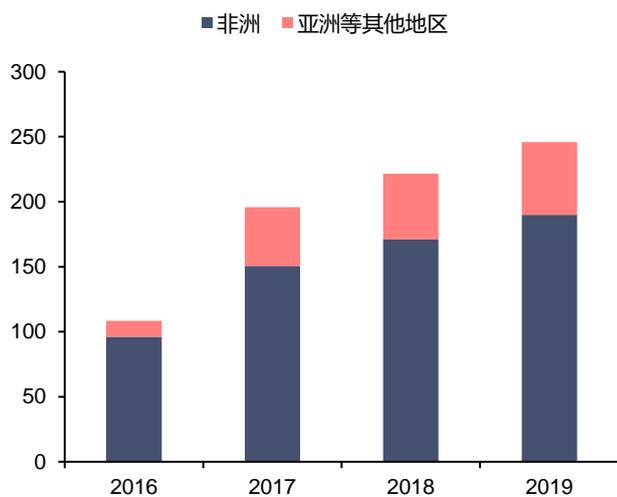
图 2：2016-2020 传音控股营业收入（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

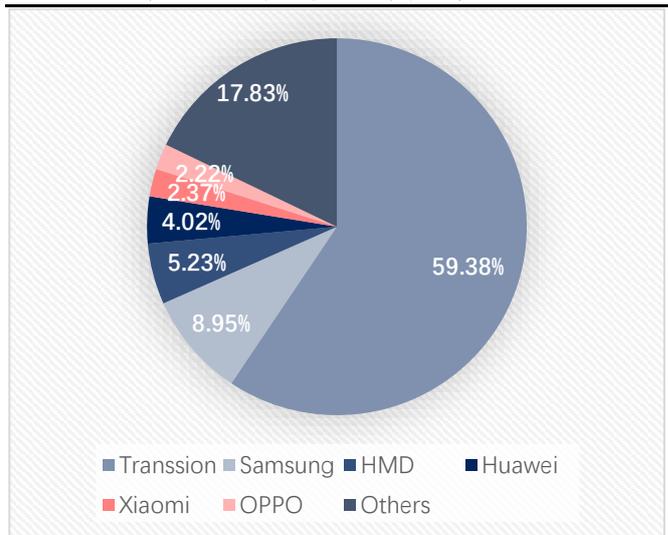
图 3：2020H1 传音控股营收占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从地区收入来看，公司主要销售区域为非洲、印度、东南亚、中东和南美等全球新兴市场国家。2019 年，公司在非洲地区营收达 190.05 亿元，是公司主要目标市场，亚洲等其他地区为 55.97 亿元。据 IDC 数据，2020 年 Q2 公司手机产品在非洲市场占有率达到 59.38%，远超排名其后的三星、HMD 等品牌，凭借其远超同行的市占率和品牌影响力，传音被业界成为“非洲之王”。

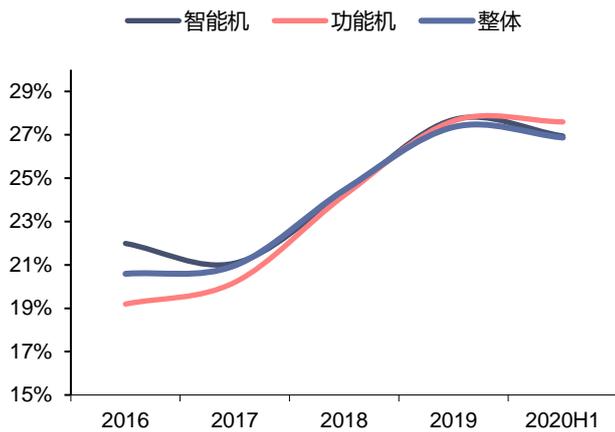
图 4：2016-2019 传音分地区收入（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

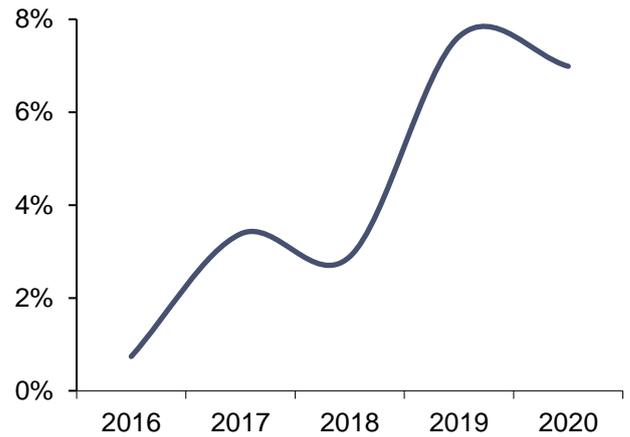
图 5：2020 年 Q2 非洲市场手机品牌市占率


资料来源：IDC，信达证券研发中心

利润方面，得益于手机产品在新兴市场领先的竞争优势，公司毛利率均保持在较高水平，并呈增长趋势，2020 年 H1 公司毛利率为 26.88，相较 2016 年提升了 6 个百分点，其中智能机和功能机毛利率分别为 26.94%和 27.59%。得益于毛利率的提高，公司的净利润也实现了稳步增长。2020 年实现净利润 26.39 亿元，对应净利率 6.99%。净利率同比略有下降主要是因为公司 2020 年实现了股权激励计划，产生了较高的股份支付费用。

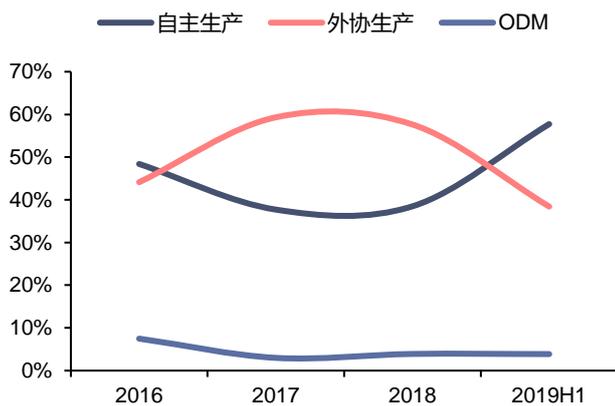
图 6：2016-2020 传音主要业务毛利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2016-2020 传音净利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率的提升除了与公司出货规模扩大、生产效率提高以外，还与公司的生产模式变化有关。公司有自主生产、外协加工、ODM 三种生产模式。2019 年随着公司泰衡诺工厂搬迁投产、重庆工厂投产和印度工厂扩产，公司自有工厂生产能力逐步提升，相应降低了外协加工比例，因此主营业务成本中外协加工费占比相应下降，带来毛利率的提高。

图 8：2016-2019H1 传音生产模式成本占比


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 9：2016-2019H1 传音外协加工费用及成本占比


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

据公司招股说明书，截止 2019 年 6 月，公司共有 6 个自主生产基地，随着自有工厂的产能爬坡，公司产品生产成本将逐渐降低，带来更大利润空间。

表 1：公司自主生产基地产能情况

工厂名称	所在地	产品类型	2018 年产能	2019 年 1-6 月产能
泰衡诺	深圳	智能机	658.78	556.19
重庆传音	重庆	智能机、功能机	3,117.16	1,915.36
埃富拓	惠州	功能机	567.84	-
TRANSSION MANUFACTURING PLC	埃塞	智能机、功能机	384.52	187.62
TRANSSION INDIA PRIVATE LIMITED	印度	智能机、功能机	371.00	294.09
CARLCARE TECHNOLOGY BD LIMITED	孟加拉	智能机、功能机	30.70	110.89

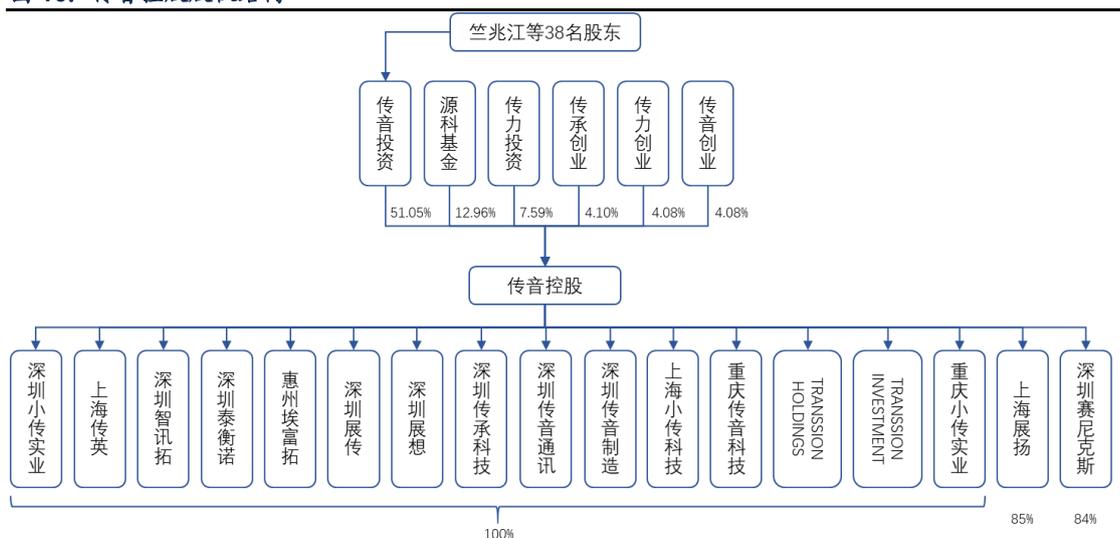
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

3、股权结构清晰，激励计划绑定核心员工

公司股权结构清晰，董事长竺兆江为实际控制人，与其他 37 名股东通过传音投资合计持有公司 51.05% 股份。下设采购子公司深圳小传实业、重庆小传实业；制造子公司深圳智讯拓、深圳泰衡诺、惠州埃富拓；研发子公司上海传英、上海展扬、深圳传音通讯、重庆传音科技

等 18 家一级子公司。

图 10: 传音控股股权结构



资料来源: wind, 信达证券研发中心 (截止 2020 年半年报)

2020 年 6 月，公司公布了股权激励计划，拟向激励对象授予股票 817.5 万股，约占公司总股本的 1.02%。本次激励计划首次授予对象包含中层管理人员、技术骨干、业务骨干在内共 296 人，覆盖面广泛。公司为本次激励计划设置了 2020 年营收增速不低于 10%，扣非净利增速不低于 10% 的考核目标，业绩考核目标相对保守，有利于员工共享公司发展成果，深度绑定核心员工利益，增强核心团队凝聚力。

二、新兴国家市场广阔，智能化升级大势所趋

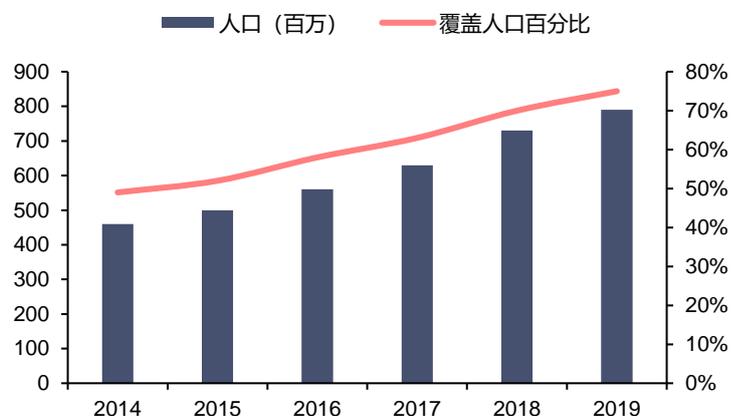
近年来，全球手机市场趋近饱和，进入存量竞争，而以非洲、中东、东南亚等第三世界地区组成的新兴市场手机渗透率尚低，尚有较大增量空间，出货量持续增长。传音抓住了第三世界的机遇，在非洲及部分中东、东南亚国家取得了巨大成功，荣膺“非洲之王”美誉。

传音的成功主要得益于其针对新兴市场特殊性而做出的因地制宜的品牌、运营和产品策略，其在非洲等地区获得的庞大市占率给其带来的较高自研系统装机量又进一步为手机应用和服务的开展奠定了基础。

1、增量空间广阔，成就非洲之王

受到经济发展水平制约，当前非洲市场的通信基础设施建设仍相对落后，据 GSMA 数据，2019 年非洲 3G 及以上移动宽带网络覆盖人口仅有 75%，虽然较 2014 年同比增长了 26 个百分点，但仍有大量人口没有用上移动网络。

图 11：撒哈拉以南非洲移动宽带网络（3G 及以上）覆盖的人口数量



资料来源：GSMA，信达证券研发中心

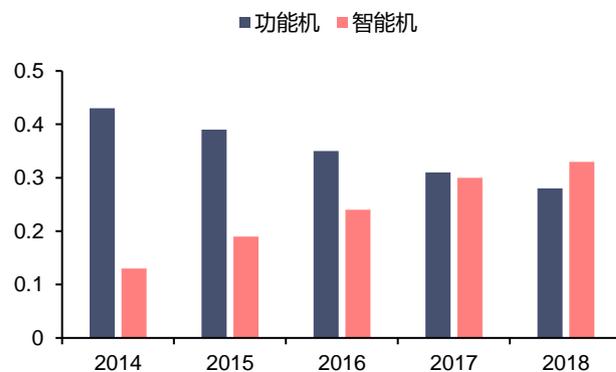
基础设施建设的落后导致了该地区较低的手机保有量。据 IDC 数据，2018 年非洲智能机保有量 4.3 亿台，功能机 3.6 亿台，对应人均保有量分别为 0.33 台和 0.28 台。非洲市场智能机人均保有量基数较低，目前处于快速增长趋势中，而功能机保有量虽然逐年下降，但仍有较大市场规模。

图 12：2014-2018 非洲手机保有量（亿台）



资料来源：IDC，招股说明书，信达证券研发中心

图 13：2014-2018 非洲手机人均保有量（台）



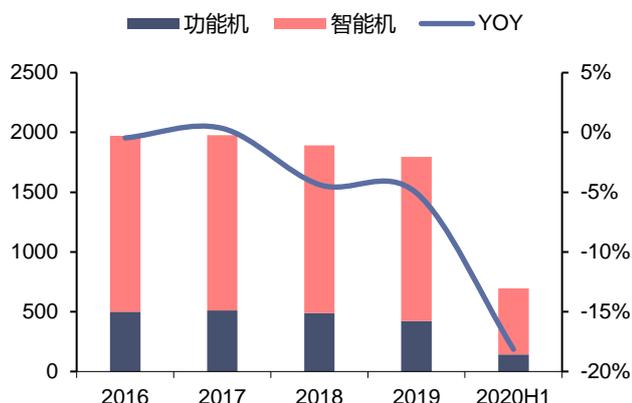
资料来源：IDC，招股说明书，信达证券研发中心

出货量方面，据 IDC 数据，2019 年全球智能手机出货量 17.95 亿台（包括智能机和功能机），同比下降 5.07%，2020H1 受疫情影响，全球手机市场出货量降幅扩大，同比下降 18.14%。

而非洲市场仍呈整体上升趋势，2019 年出货量 2.20 亿台，同比增长 2.15%。我们相信，随

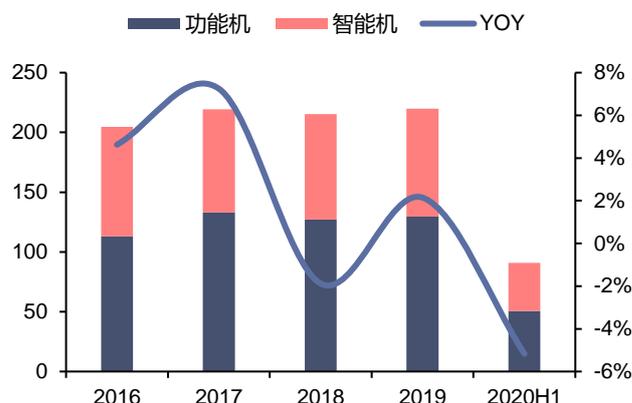
随着非洲地区经济发展水平提高、通信基础设施建设完善，对于手机的需求将日趋增长，非洲市场规模还有广阔的增长空间。

图 14: 2016-2020H1 全球手机出货量 (百万台)



资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 15: 2016-2020H1 非洲手机出货量 (百万台)

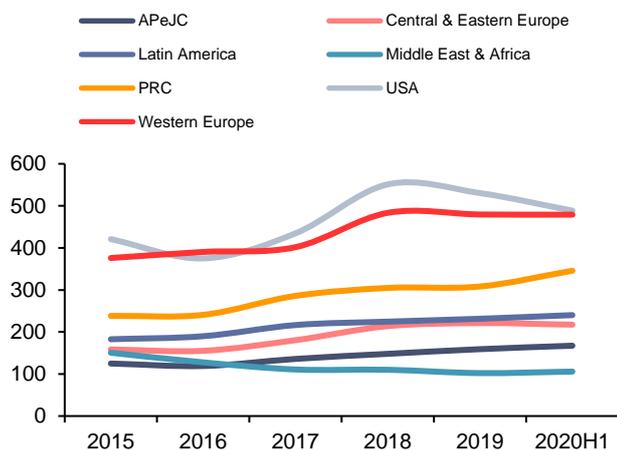


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

ASP 和出货结构方面, 据 IDC 数据, 2020 年 H1, 非洲及中东市场手机 ASP 为 105.75 美元, 亚太欠发达地区 (APeJC) 手机 ASP 为 167.29 美元, 远低于美国市场的 488.62 美元, 西欧市场的 479.06 美元和中国大陆的 345.63 美元。造成这种现状的原因是新兴市场低端手机和功能机出货量占比较高。

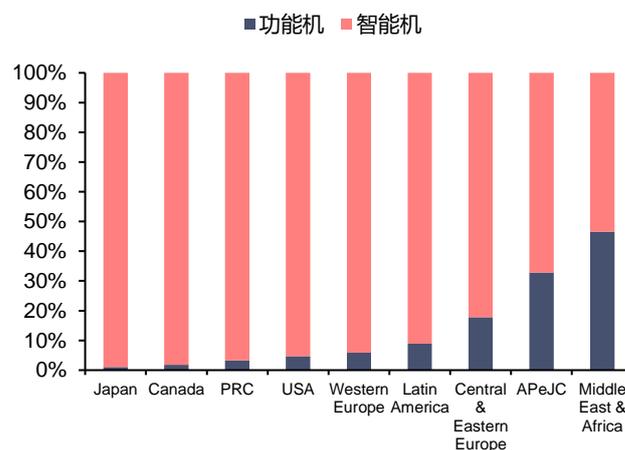
2020 年 H1, 非洲及中东地区手机出货量中功能机占比达 46.6%, 亚太欠发达地区则为 32.9%, 功能机占比远高于全球其他地区。IDC 预测, 到 2022 年新兴市场智能手机出货量占比将提升至 70.38%, 结构性升级趋势显著。以中东和非洲地区功能机 12.5 美元, 智能机 200 美元的均价, 3.3 亿台的年出货量估算, 2022 年非洲市场规模将达到 450 亿美元以上, 较 2019 年提升 47%, 增长潜力巨大。

图 16: 2015-2020H1 全球各地区手机 ASP (美元)



资料来源: IDC, 信达证券研发中心

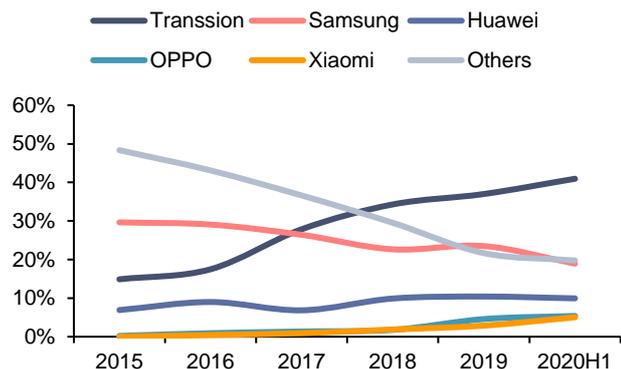
图 17: 2020H1 各地区手机出货结构



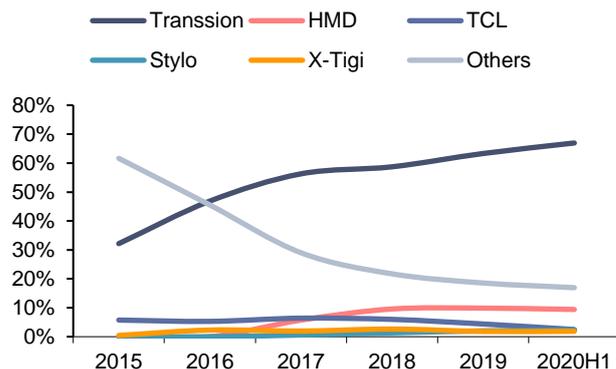
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

竞争格局方面, 非洲市场品牌市占率头部集中趋势显著, 而传音更是占据过半的市场份额。据 IDC 数据, 2020 年 H1 传音在非洲智能机市场和功能机市场市占率分别高达 41% 和 67%, 远超竞争对手, 在当地有极高的市场认可度。

传音在非洲智能机市场的主要竞争对手是三星 (19%)、华为 (10%)、OPPO (5%) 和小米 (5%), 而在功能机市场的主要竞争对手为 HMD (9%), 其市占率均远低于传音, 传音在市场地位和出货规模上遥遥领先。

图 18: 2015-2020H1 非洲智能机市占率


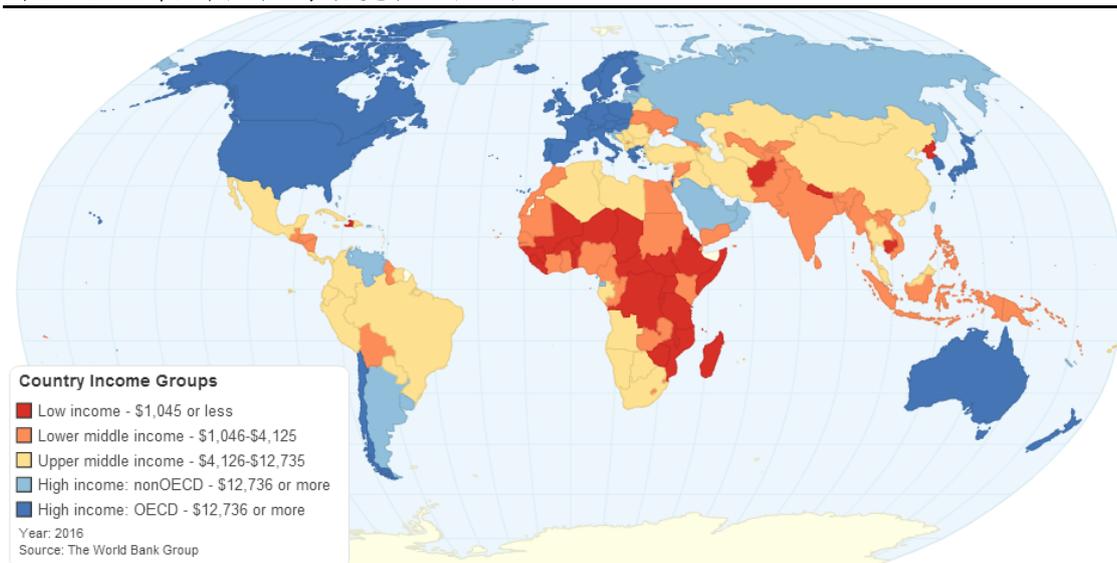
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 19: 2015-2020H1 非洲功能机市占率


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

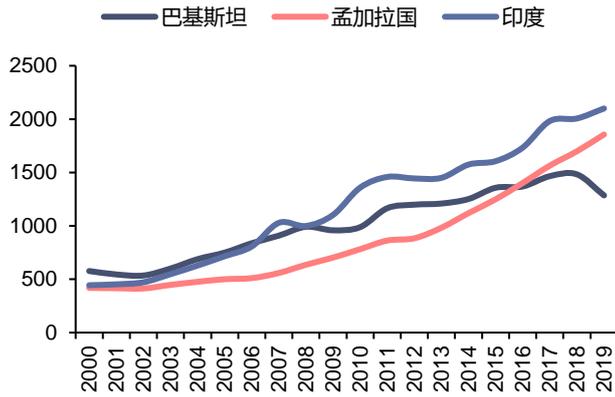
2、复制成功经验，拓展业务版图

新兴市场区域广阔，除了非洲以外，还有中东、南亚、东南亚、拉美、中东欧等国家和地区。这些地区往往人均国民总收入低于 4000 美元，人口基数大，消费水平较低，与非洲市场具有一定的相似之处。

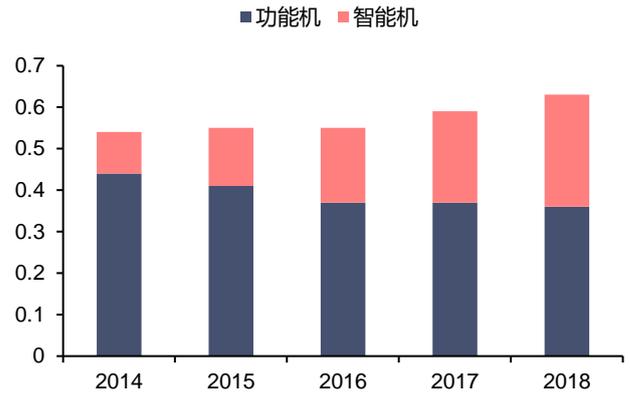
图 20: 2016 年全球各国人均国民总收入 (GNI)


资料来源: The World Bank Group, 信达证券研发中心

相较非洲，这些地区更高的经济增速会带动其消费水平的更快提升，给手机市场带来可观的增量增长空间。以印度为例，其人均 GDP 自 2010 年的 1358 美元增长至 2019 年的 2100 美元，CAGR 约 5%。较高的经济增速带动了其手机市场的稳健增长。据 IDC 数据，2014 年印度手机人均保有量 0.54 台，而 2018 年增长至 0.63 台，并且其中智能手机人均保有量由 0.1 台增长至 0.27 台，智能机渗透率提升迅速。

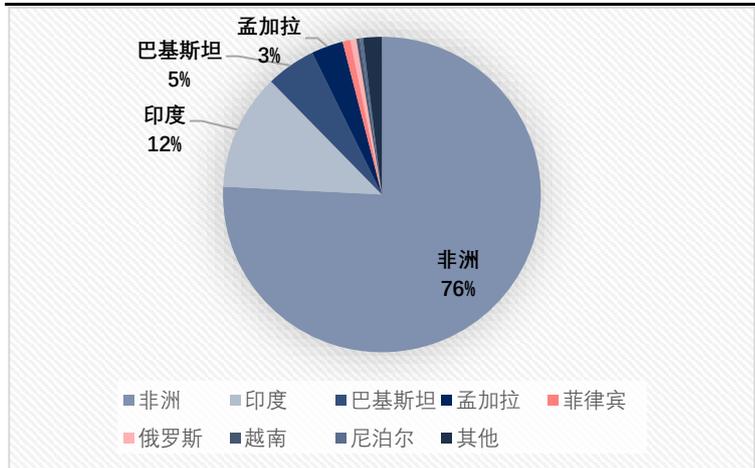
图 21: 2000-2019 年部分新兴市场国家人均 GDP (美元)


资料来源: The World Bank Group, 信达证券研发中心

图 22: 2014-2018 印度手机人均保有量 (台)


资料来源: IDC, 招股说明书, 信达证券研发中心

而传音在深耕非洲市场的同时, 亦在积极拓展业务版图, 覆盖其他新兴市场。据 IDC 数据, 传音手机 2020 年 H1 出货量 6,642 万台, 除去主力市场非洲的 5,035 万台, 还有印度 791 万台, 巴基斯坦 336 万台, 孟加拉 215 万台。菲律宾、俄罗斯、越南等国家亦有覆盖。

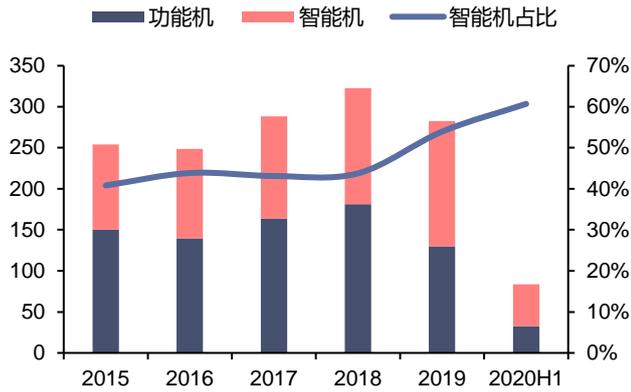
图 23: 2020H1 传音手机出货量地区占比


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

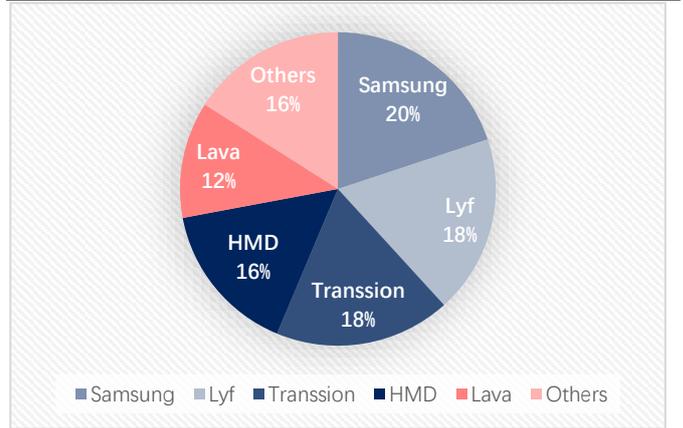
(1) 印度: 市场规模庞大, 功能机已有一席之地

印度市场由于人口基数大, 市场规模总量大, 潜在空间可观, 公司亦在该地区取得了阶段性成果。与非洲市场类似, 印度手机市场仍处于持续增长中, 功能机出货占比较高, 据 IDC 数据, 2020 年 H1 印度市场智能手机出货量 8,352 万台, 功能机出货量 3,282 万台, 智能机占比 61%。

传音在该市场的主要竞争对手为小米、三星、HMD (诺基亚) 等, 小米以较高的市占率领跑印度市场, 但产品均为智能机产品, 而传音发挥了自己在功能机产品方面的技术积累, 以功能机为出货主力, **2020 年 H1 在印度功能机市场取得了 18.03% 的市占率**, 与三星、Lyf、HMD 等竞争对手平分秋色。以功能机作为切入口, 传音在印度市场打开了增量空间, 未来份额增长值得期待。

图 24: 2015-2020H1 印度手机出货量 (百万台)


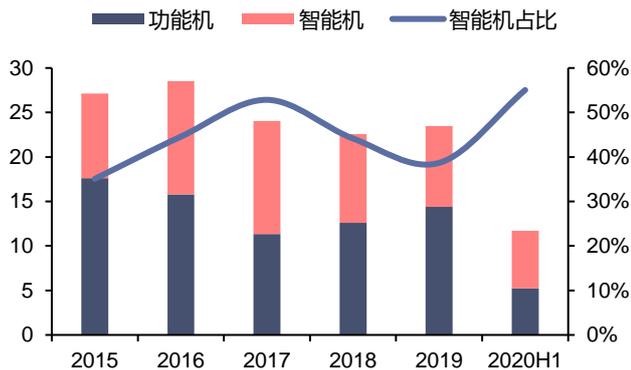
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 25: 2020H1 印度功能机市占率


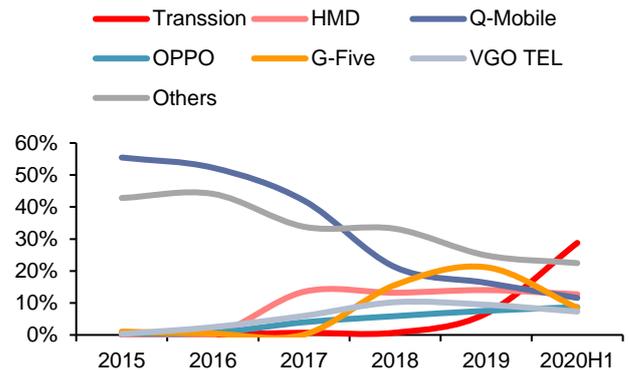
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

(2) 巴基斯坦: 经济短期受挫, 传音市占率问鼎

由于经济政策和国际政治环境影响, 巴基斯坦国内经济近几年产生了一定程度的下滑, 手机市场规模略有收缩, 2020 年 H1 手机出货总量 1,169 万台, 智能机占比 55%。市占率方面, 传音在巴基斯坦市场自 2019 年起快速放量, 2020 年 H1 成为市占率第一的品牌, 总体市占率达 29%。

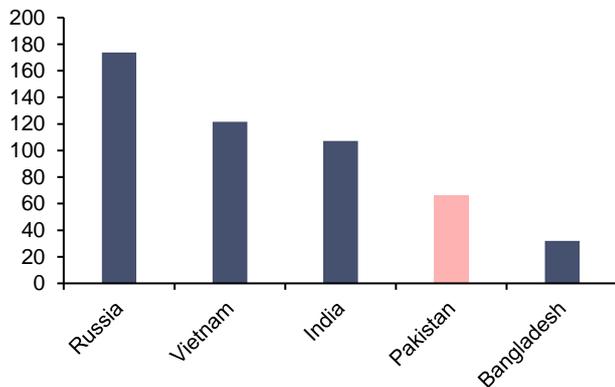
图 26: 2015-2020H1 巴基斯坦手机出货量 (百万台)


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

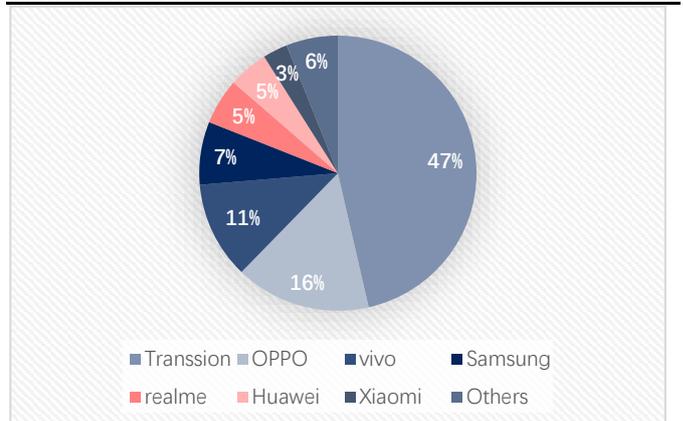
图 27: 2015-2020H1 巴基斯坦手机市占率


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

与印度不同, 巴基斯坦由于较低的经济水平, 手机平均 ASP 较低, 仅有 66.57 美元, 因此传音凭借价格优势在巴基斯坦智能机市场获得了远超竞争对手的份额, 市占率达 47%, 智能机产品是传音在巴基斯坦的出货主力。

图 28: 2020H1 部分新兴市场国家手机 ASP (美元)


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 29: 2020H1 巴基斯坦智能机市占率


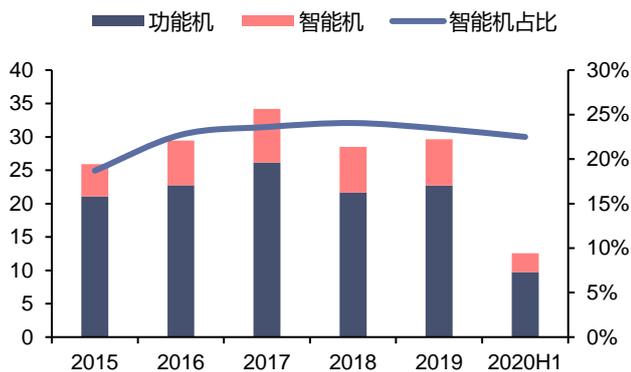
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

（3）孟加拉国：智能机占比低，结构性升级机遇可观

孟加拉是东南亚人口大国，据联合国统计数据 2019 年孟加拉有 1.63 亿人口，2019 年手机市场规模达到 2,965 万台。然而该国通信基建起步较晚，2012 年才刚刚迈入 3G 时代，2017 年 3 月，孟加拉国通信监管委员会才开始向移动运营商颁发 4G 牌照，因此该国智能手机渗透率远低于其他国家和地区，据 IDC 数据，**孟加拉 2020 年 H1 智能机出货占比为 22%**。

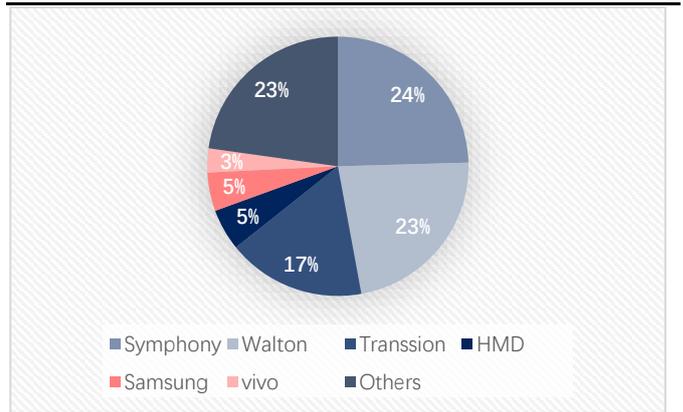
市占率方面，据 IDC 数据 2020 年 H1 传音在孟加拉国出货量 215 万台，市占率 17% 位列第三。值得注意的是，尽管该国智能机出货量规模仍较低，但传音在 **2020 年 H1 以 20% 的市占率位列智能机市场第一**。随着其通信基础设施的逐渐完善，4G 网络的全面覆盖，智能机渗透率的逐渐提高，我们认为传音有望实现持续的出货增长。

图 30：2015-2020H1 孟加拉手机出货量（百万台）



资料来源：IDC，信达证券研发中心

图 31：2020H1 孟加拉国手机市占率



资料来源：IDC，信达证券研发中心

得益于新兴市场共性和公司在功能机与低价智能机上积累的优势，传音得以将自身在非洲市场的成功经验复制到南亚、东南亚、中东等地区，我们看好公司在新兴市场的业务版图拓展，而新的市场亦将为公司带来更多业绩增长点。

3、多品牌划分市场，多层次产品布局

新兴市场如非洲等地区，相比于中国大陆、北美等大国市场有诸多不同，用户消费水平和使用需求都与其他地区有较大差异，很多手机品牌采取的是统一产品线策略，并未针对这些地区对产品进行定制化，他们在其他地区市场的主力产品线并不适合新兴市场消费者。

而传音深耕新兴市场多年，以新兴市场为主要收入来源，其产品自设计之初就针对当地用户的特征和需求进行定制。基于对新兴市场用户群体的充分理解，公司针对不同细分消费人群，建立了不同定位的三大品牌。

TECNO 定位中高端，面向新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体；**itel 定位大众品牌**，面向广大基层消费者以及价值导向型用户；而 **Infinix 定位时尚科技品牌**，重点发展数字营销和粉丝运营，面向年轻消费者，产品均为智能机。

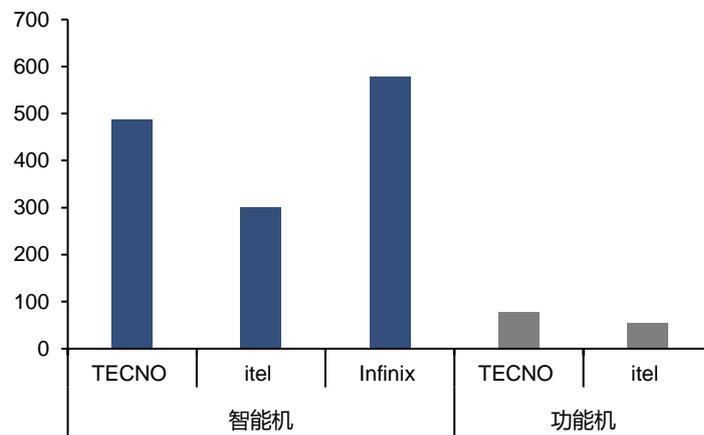
从产品配置参数上我们亦能看出其品牌定位的差异化，**TECNO 品牌在主摄像头、镜头数量、存储容量、电池容量、SoC 规格上都相对更为高端**，而 **itel 则较为亲民**。**Infinix 则贴合年轻用户的游戏需求配备了更适合游戏的 MTK Helio 系列 SoC 和更大的 RAM 容量。**

表 2: 传音旗下智能机配置对比


品牌	TECNO	itel	Infinix
型号	CAMON 16	S16	Note 8
光学	48MP 主摄+微距+景深+AI 摄像头	8MP 主摄+微距+景深	64MP 主摄+人像+微距+AI 镜头
存储	128GB+4GB	16GB+1GB	128GB+6GB
显示	6.8" 720P	6.5" 720P	6.95" 720P
SoC	MTK G70	紫光展锐 SC7731E	MTK Helio G80
电池	5000 mAh	4000 mAh	5200 mAh
OS	HiOS	itel OS	XOS

资料来源: TECNO, itel, Infinix 信达证券研发中心

价格方面,三种品牌覆盖了较为广阔的价位段。据招股书数据,2019年 H1 Infinix、TECNO、itel 智能机均价分别为 578.76 元、486.86 元和 300.40 元。TECNO 和 itel 另有功能机产品,均价分别为 77.61 元和 54.57 元。传音的手机产品覆盖了几十元到上千元的各个价位段,并且其智能机在较低的价格上依然搭载了多摄像头、大容量电池、大容量存储等,性价比优势极为显著,这也是其能够在新兴市场获得成功的重要原因。

图 32: 2019H1 传音各品牌手机 ASP (元)


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

市场有观点认为,传音在非洲的成功过于依赖功能机产品,并且功能机出货量占比过高,单价较低,将成为公司发展的瓶颈,然而我们认为功能机产品的成功恰恰是传音的优势之一。

原因在于,功能机是传音维持市占率的关键,而市占率将给传音带来品牌知名度和认可度。非洲地区有较多用户当前收入水平和消费能力都不足以负担智能手机,消费升级需要假以时日。而功能机由于较低的 ASP 一直以来被其他厂商忽视,市场上缺乏有竞争力的产品,传音的切入迅速获得了极高的市场份额,同时扩大了传音手机的价位段覆盖和用户群体覆盖。

对于手机行业而言,品牌是消费者选择手机产品时首先考虑的因素,品牌知名度的打造使得

传音能在存量和增量的市场竞争中领先竞争对手，亦能使得消费者在日后的消费升级中继续选择传音的智能机产品。对于新进入者而言，树立公司品牌不仅需要较长时间，而且成本要数倍于原有企业维持和巩固品牌的成本。**传音当前的品牌市占率和品牌影响力是其在市场竞争中深广的护城河。**

此外，得益于有效的供应链管理，传音的功能机毛利率高达 28%，虽然单价较低，但在传音的出货规模下依然给公司贡献了不菲的利润，不容忽视。

4、完备营销渠道，综合化售后服务

除了消费能力和使用需求的差异，**非洲地区市场还有碎片化的特点**，由诸多小国组成，要在各个国家都建立销售和售后服务渠道需要的时间和成本很高，而传音经过多年深耕已经拥有了一套完备且深入的渠道体系，这是其相比其他品牌最大的优势，也是在他竞争对手向新兴市场扩张时，传音拥有的最强大的竞争壁垒和护城河。

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。

公司营销渠道覆盖广阔，据公司招股书，截止 2019 年 9 月，公司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。

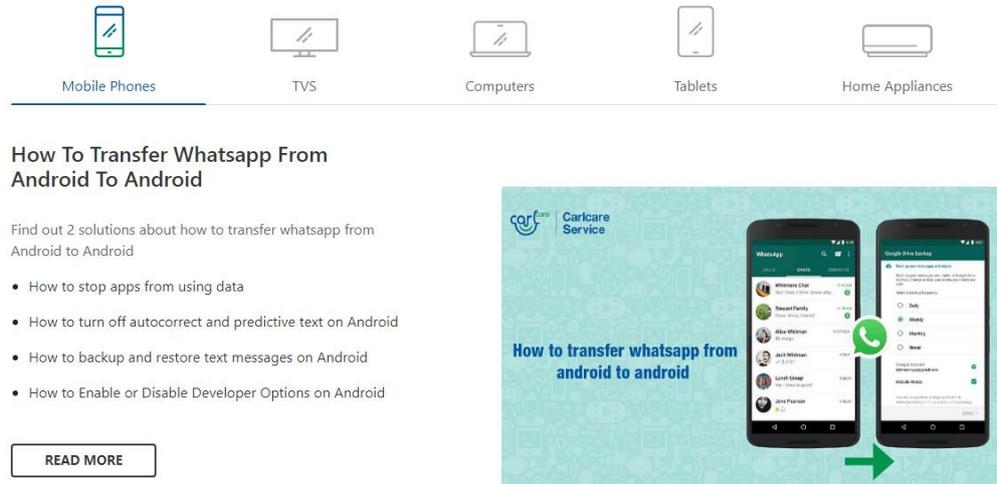
图 33: 传音营销区域



资料来源：传音官网，信达证券研发中心

公司针对零售终端资源建立了完整的管理体系，通过对各级经销门店信息化升级和改造，公司在信息不发达的非洲市场建立了较为通畅的销售网络，并通过后台的实时监控、定期分析、提前预测等操作保持对于经销网络 and 市场需求变化的及时反应，形成了独特的准入壁垒，保证在销售渠道的领先优势。

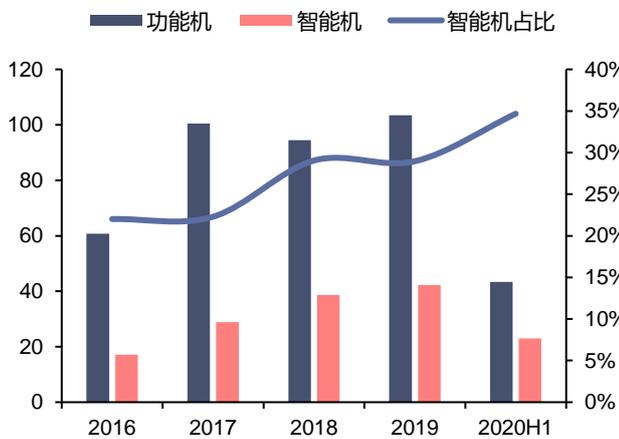
除了销售以外，公司亦拥有综合化的**售后服务品牌 Caricare**，服务品类已覆盖自有品牌的手机产品和家用电器产品，并逐步向非自有品牌及其他品类拓展。Caricare 致力于为全球市场提供本土化一站式服务，目前已在全球建有超过 2,000 个服务网点(含第三方合作网点)，是非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商。Caricare 旗下拥有多位来自行业顶尖专家组成的管理团队和技术团队，涵盖非洲、南亚、中东、东南亚等地区，为全球用户提供专业高效的售后服务。专业化的售后服务体系为公司巩固和提升新兴市场销售份额提供了强有力的保障，进一步增强了与终端用户的产品粘性。

图 34: Carlcare 提供从多品类的售后服务


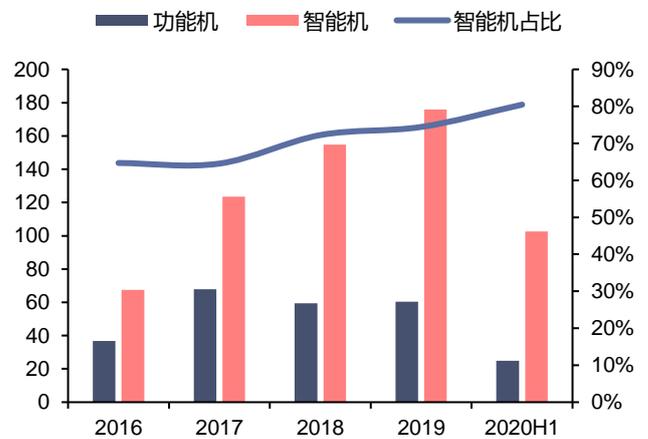
资料来源: Carcare 官网, 信达证券研发中心

5、量价齐增，成绩斐然

得益于公司成功的产品及市场策略。公司在过去数年间保持了出货量的快速增长。据 IDC 数据，2016-2019 年，传音手机出货量由 0.78 亿台增长至 1.4 亿台，增速显著。并且，得益于新兴市场的成熟，智能机渗透率的逐渐提升，以及公司自身的产品升级，公司手机出货结构中智能机占比逐年提升，2020H1 达到 35%，较 2016 年提升 13 个百分点。由于智能机较高的 ASP，同期智能机营收更是提升至 102.67 亿元，较 2019 年同比提升 40.3%。

图 35: 2016-2020 传音手机出货量 (百万台)


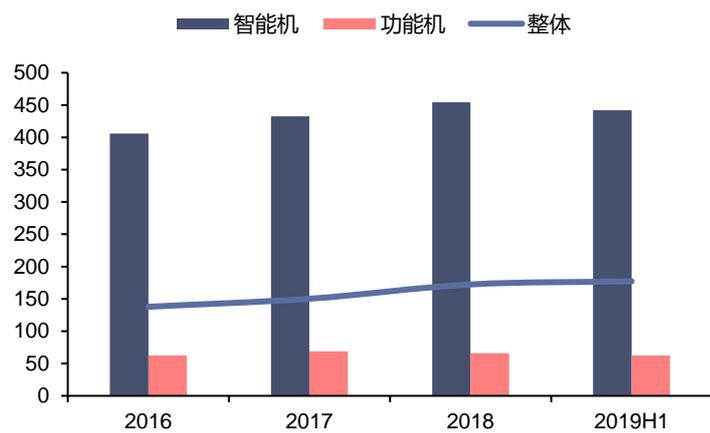
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 36: 2016-2020 传音手机销售额 (亿元)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

ASP 方面，据公司招股书，2019 年 H1 智能机 ASP 为 441.73 元，并自 2016 年以来呈整体持续上升趋势。并且由于智能机 ASP 显著较高，以及出货结构的优化，智能机占比的提高，公司手机产品的平均 ASP 亦保持了稳健增长，实现量价齐增。

图 37: 2016-2019H1 传音手机 ASP (元)



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

三、把握流量入口，应用和服务前景广阔

除了硬件产品的成功，传音在应用服务方向有着前瞻性的布局，公司坐拥非洲最大的数据流量入口：首先，极高的市占率使得传音基于安卓系统自研的操作系统拥有庞大的装机量；其次，传音还与多方合作开发了多种爆款 APP，拥有海量用户。尽管当前这些业务尚贡献营收，但公司已经在新兴市场抢占了宝贵的流量资源，在应用服务的开展上占据了先机。

1、自研传音 OS，多样化系统服务

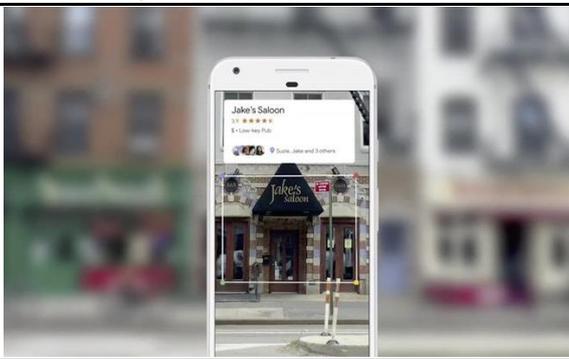
传音旗下手机品牌均搭载了基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统，包括 HiOS、itelOS 和 XOS（以下统称“传音 OS”）。围绕传音 OS，公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台等工具类应用程序。服务方面，公司依靠流量优势与 Google 达成密切合作，包括：

1) APK 预装，率先在手机上搭载图像识别和 OCR 应用 Google Lens，开启谷歌增强现实应用程序的软件平台 AR Core 在低价手机产品上的应用，并在设备上引入谷歌语音助手 Google Assistant 的专用按钮。

2) 产品定制，公司在高度洞察新兴市场用户需求的基础上，结合对目标市场特点的理解定制相关应用，如公司将自有产品的照片编辑器集成到 Google 相册中，使得照片编辑更加本地化、高效化。

3) 系统搭载和推广，考虑到新兴市场智能机配置不高，传音在低端智能机上的操作系统基于 Android Go 开发，Android Go 是一款轻量化的 Android 系统，在低配手机上运行更加流畅，节省存储空间以及数据流量，提升低端机型用户体验。

图 38: Google Lens



资料来源: ifanr, 信达证券研发中心

图 39: Android Go 系统存储空间需求更少



资料来源: Google, 信达证券研发中心

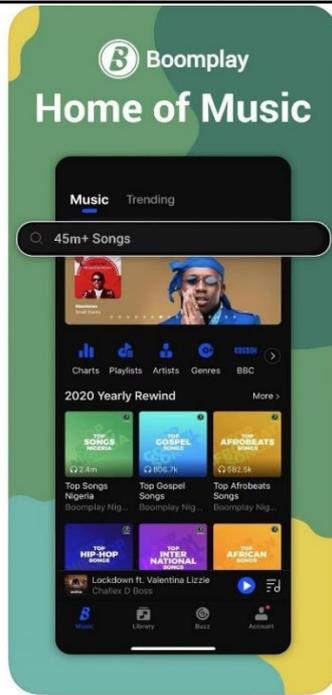
当前的系统服务主要以功能优化和推广为主，但公司与 Google 形成了的紧密合作。随着新兴市场的成长，应用预装、应用/游戏分发、广告展示、付费素材/主题以及本地化服务聚合等移动互联网增值服务的发展，将形成自流量聚集、分发至流量变现的商业盈利模式。有望在未来给传音带来可观的业绩增长。

2、战略合作，打造爆款 APP

除了操作系统，公司亦与网易、腾讯、阅文集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出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2020 年半年报公布，已合作开发 7 款月活跃用户超过 1,000 万的应用程序。

图 40: 短视频 app VSkIt


资料来源: Apple Appstore, 信达证券研发中心

图 41: 音乐 app Boomplay


资料来源: Apple Appstore, 信达证券研发中心

图 42: 移动支付 app Palmpay


资料来源: Apple Appstore, 信达证券研发中心

其中, 传音与网易合作成立合资公司传易, 开发多款应用, 音乐流媒体平台 **Boomplay** 即为其软件产品之一。截止 2020 年 9 月, Boomplay 拥有激活用户超过 6,200 万, 曲库规模超过 4,000 万首, 并与全球三大唱片公司 (环球音乐、华纳音乐、索尼音乐) 达成版权合作, 是目前非洲最大的音乐流媒体平台, 荣膺 2017 年度非洲最佳移动应用软件奖。

据市调机构触宝大数据, 2020 年 Q2 非洲地区音乐类 APP 排行榜中, Boomplay 以 15.48% 的周活跃率位居第二, 而其周人均打开次数达 20.9 次, 人均使用时长达 40.49 分钟, 均远高于安卓系统预装的 Google Play Music。

表 3: 触宝大数据 2020Q2 非洲地区音乐类 APP 排行榜

排名	APP 名称	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时长 (min)
1	Google Play Music	16.53%	15.0	10.97
2	Boomplay	15.48%	20.9	40.49
3	SoundCloud	3.54%	29.7	23.85
4	Audiomack	1.18%	28.9	26.12
5	LarkPlayer	1.16%	17.7	25.81

资料来源: 触宝大数据, 信达证券研发中心预测

短视频类应用程序 VSkIt 同样是传易旗下软件产品。短视频应用在近年来快速兴起, 日渐取代图文成为大众碎片化时间里消遣的主要娱乐方式, 其在年轻人群中的高流行度也带来了用户的年强化, 是更多信息、多种传播的载体, 促进着全球移动广告业发展。VSkIt 在尼日利亚、肯尼亚、埃塞俄比亚、加纳等国家分类排名前 3。

与其他地区不同的是, 非洲当地几乎没有 MCN 机构, Vskit 则充分发挥本土化优势, 构建本地的 MCN 生态, 来保证优质内容的输出。Vskit 内设有专门的工作组, 管理当地的 KOL。公司还会定期举办选美、走秀、唱歌等比赛, 选出艺人并孵化成为 KOL。公司还在和当地一些 YouTube 长视频的工作室、艺人经纪公司合作, 协助其向短视频内容制作方转化。

不同于 Tik Tok 这样的成熟短视频应用, 当前 VSkIt 尚处于内容积累阶段, 但 VSkIt 的优势在于, 得益于传易的本土化优势, 公司在当地有大量的签约艺人、培养了大量本地 KOL, 而

Tik Tok 的内容制作往往都在其他成熟市场地区。随着 VSkit 逐渐积累本地短视频内容的优势与壁垒，未来发展可期。

此外，还有新闻聚合类应用 **Scooper**，深耕本地化内容创作和资讯聚合，已于 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。据触宝大数据，2020 年 Q2 Scooper 在非洲地区新闻资讯类 APP 中周活数据以排名第 4。

表 4: 触宝大数据 2020Q2 非洲地区新闻资讯类 APP 排行榜

排名	APP 名称	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时长 (min)
1	Opera News	4.46%	17.3	57.13
2	Twitter	4.17%	29.8	81.73
3	Hespress	3.21%	23.0	46.09
4	Scooper News	2.97%	4.7	10.53

资料来源：触宝大数据，信达证券研发中心预测

3、坐拥庞大用户数据库，深挖大数据价值

此外，传音巨大的联网用户规模还给公司带来了庞大而完整的数据资源，使得公司得以对用户的使用习惯、配置偏好以及手机性能、发热、系统/应用稳定性、通信环境等多个维度的基础体验特征进行采集、计算、脱敏，利用大规模分布式计算、存储集群对数据进行基础体验分析与用户行为预测建模，指导研发、测试、生产、售后等多维度，全链条业务迭代，不断提升用户使用体验。

大数据还被用于公司优化拍照功能，提升用户体验，公司得以在拍照、深肤色人脸识别、本地化场景等领域通过针对用户习惯和偏好，开发了人脸特征点检测、自动场景识别等多项技术，并进行了多次产品和功能迭代。基于丰富的手机移动端数据，公司已建立用户画像、云存储、用户活跃度模型等一系列数据分析和策略系统。目前公司有基于大数据的深肤色人像夜间拍照、深肤色智能美颜、深肤色人脸识别等自研技术。2020 年 6 月传音影像研发团队斩获 CVPR 2020 LIP 国际竞赛深肤色人像分割赛道冠军。

图 43: 传音深肤色人像摄影



资料来源：传音官网，信达证券研发中心

传音在数字化布局上有长远而超前的眼光和视野，其对数据流量资源的重视是有高度前瞻性的，尽管当前还没有变现，但这些资源为其未来的软件开发和服务奠定了基础，传音已经发现并把握住了未来新的增长潜力。

四、IOT 方兴未艾，多元化布局，全新成长动力

基于在手机市场积累的先发优势，传音亦积极实施多元化战略布局，在非洲市场逐步开发了数码配件和家用电器等新业务。

数码配件方面，公司设立专业 3C 配件品牌 Oramo，覆盖可穿戴、音频、充电、存储、车载等多种产品线。销售覆盖非洲、亚洲 30 多个国家和地区，现已成为非洲最受消费者欢迎的 3C 配件品牌之一。

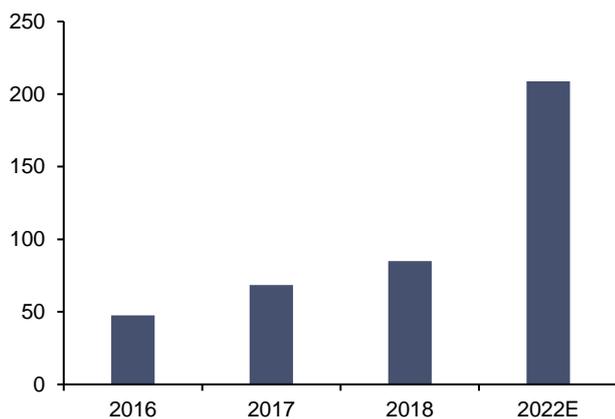
图 44: Oramo 产品线



资料来源: Oramo, 信达证券研发中心

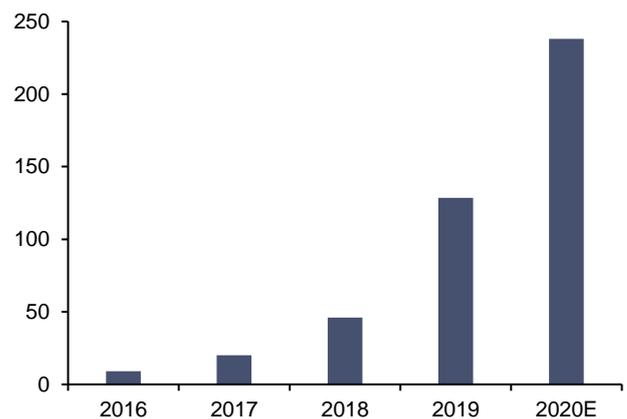
公司的数码配件产品均依托其手机业务延伸。近年来得益于智能手机行业的持续繁荣，手机配件市场规模稳定增长，据 Grand View Research 预计，2022 年全球移动电源市场规模将达到 208.8 亿美元，而 Oramo 适时推出 10000 mAh 18W PD 快充移动电源 Toast 10 PD 等产品，受到市场欢迎。可穿戴设备近年来呈现爆发式增长，公司亦紧跟可穿戴风口，推出智能手表 Tempo S，TWS 耳机 FreePods 系列，据 Counterpoint 预测 2020 年 TWS 耳机全球出货量将达到 2.38 亿副，市场空间广阔。

图 45: 全球移动电源市场规模 (亿美元)



资料来源: Grand View Research, 信达证券研发中心

图 46: 16-20 年全球 TWS 耳机出货量 (百万副) (不含白牌)



资料来源: Counterpoint, 信达证券研发中心

传音多年扎根非洲，在手机市场占据庞大份额，用户基数大，品牌认可度高，这将有效带动其配件产品的销售。并且公司通过手机业务建立了一套覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络，遍布全球 70 多个国家和超过 2,000 名经销商客户将在新产品拓展的过程中发挥重要作用。此外，除了受益于手机业务带来的智能手表、TWS 耳机等可穿戴设备新业务的开拓又将反哺智能手机业务，提升用户体验，增强用户粘性，形成多元的商业生态模式，强化公司的竞争优势。

家用电器方面，公司创立 **Syinx** 定位中高端家电品牌，覆盖电视机、冰箱、空调、洗衣机和电风扇等产品，同时 itel 亦有拓展家电业务，定位为入门级家电品牌，Infinix 也开始筹备智能电视业务，为年轻用户提供“时尚科技”的智能家居体验。

图 47: Syinx 主要家电产品



资料来源: Syinx, 信达证券研发中心

家用电器出货量且增速稳定，据艾媒数据，2019 年全球家电出货 5.7 亿台，2011-2019 年的 CAGR 为 2.6%，空间广阔。家电市场规模与各地的人均收入水平直接相关，非洲及其他新兴市场地区人口基数大，但发展水平较低，随着其经济社会发展，家电行业还有很大增长空间。

我们认为在家电行业，传音在新兴市场有较大的竞争优势。首先，非洲等地缺乏当地品牌，主要依赖进口，竞争格局尚未固化，传音发展机会较大。其次也是更为重要的是，家用电器产品使用寿命长，换新周期长，对质量要求和售后服务要求高，其销售渠道也多以线下经销门店为主。而传音在新兴市场扎根多年，有成熟的销售渠道，完备的售后服务体系，以及手机业务带来的品牌知名度和认可度，这是其独特的竞争优势。

图 48: 2011-2019 年全球家电出货量情况 (百万台)



资料来源: 艾媒数据, 信达证券研发中心

五、盈利预测、估值与投资评级

基本假设:

1、非洲手机市场对于传音仍有持续挖掘的价值，而其他新兴市场国家潜藏更多发展机遇。非洲手机市场仍有增量空间和结构性升级潜力，据 IDC 数据 2020H1 传音在非洲智能机市场市占率达到 40.9%，我们认为仍有上升空间，2022 年有望达到 50%。而同期非洲市场智能机出货占比仅有 44.1%，经济发展和通信基础设施建设将带来结构性升级的确定性。此外，印度、巴基斯坦、孟加拉、菲律宾、越南等新兴市场国家亦已被传音纳入业务版图，随着传音在这些地区的持续扩张，手机出货量有望展现更大弹性。

2、在市场竞争中我们认为传音具备难以被后来者取代的竞争壁垒。首先是品牌认知，对于手机乃至数码配件和家电等商品，品牌是消费者选择产品的首要考虑，传音的品牌知名度和认可度是基于其庞大市场占有率的，这一点很难被其他后来者超越。其次是营销与售后渠道，非洲和东南亚等市场具有碎片化特点，新进入者的渠道建设需要大量的时间与成本，传音具有先发优势。因此，我们认为传音既有的市场地位足够稳固，市占率仍有提升空间。

3、IoT 业务将成新增长点。IoT 行业近年来呈现爆发式增长，但在新兴市场发展相对滞后，非洲等地区的 IoT 市场亦缺乏有力的竞品，因此我们认为传音的 IoT 业务未来可期。凭借自身的品牌认可度、售后服务体系和既有的经销渠道，IoT 业务有望成为推动传音业绩增长的新动力。

表 5: 各业务营收及毛利率预测 (百万元)

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
手机	营收	19,135.08	21,428.92	23,626.07	35,345.07	44,078.64	55,081.10
	YOY	-	12.0%	10.3%	49.6%	24.7%	25.0%
	毛利	3,973.55	5,200.54	6,540.81	9,384.21	11,566.24	14,321.09
	毛利率	20.8%	24.3%	27.7%	26.6%	26.2%	26.0%
其他主营业务	营收	455.40	743.05	976.31	1,318.02	1,779.32	2,402.09
	YOY	-	63.2%	31.4%	35.0%	35.0%	35.0%
	毛利	136.65	243.64	259.58	355.86	489.31	672.58
	毛利率	30.0%	32.8%	26.6%	27.0%	27.5%	28.0%
其他业务	营收	453.15	473.92	743.54	1,078.13	1,509.39	2,037.67
	YOY	-	4.6%	56.9%	45.0%	40.0%	35.0%
	毛利	93.83	92.34	133.55	221.02	316.97	438.10
	毛利率	20.7%	19.5%	18.0%	20.5%	21.0%	21.5%
合计	营收	20,043.63	22,645.88	25,345.93	37,741.22	47,367.35	59,520.86
	YOY	-	13.0%	11.9%	48.9%	25.5%	25.7%
	毛利	4,204.03	5,536.51	6,933.94	9,961.09	12,372.52	15,431.77
	毛利率	21.0%	24.4%	27.4%	26.4%	26.1%	25.9%

资料来源: 信达证券研发中心预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 377.41 亿元、473.67 亿元和 595.21 亿元，归母净利润 26.35 亿元、37.65 亿元和 48.00 亿元，对应 2021 年 2 月 19 日市值 1792 亿元计算，市盈率分别为 69 倍、48 倍和 38 倍。考虑到新兴市场增量空间和结构性升级潜力，以及公司在非洲等地的龙头地位，未来业绩增长空间可观，对比同行业可比公司，传音 PS 低于平均水平，给予公司“增持”评级。

表 6: 可比公司估值情况

公司	代码	股价	市值	PS			PE			PB(MRQ)
				20E	21E	22E	20E	21E	22E	
小米集团-W (港元)	1810.HK	27.55	6,939.10	2.34	1.74	1.45	44.44	32.41	26.49	6.46
苹果 (美元)	AAPL.O	133.94	22,485.98	7.04	6.73	6.47	33.24	30.93	29.12	33.95
平均估值				4.69	4.24	3.96	38.84	31.67	27.80	20.21
传音控股 (元)	688036	205.75	1,646.00	4.17	3.32	2.64	59.74	41.81	32.79	15.92

资料来源: Wind, Bloomberg, 信达研发中心预测 (单位: 原始币种, 苹果为美元; 传音控股为人民币, 小米集团为港币)

六、风险因素

海外疫情反复; 竞争格局变化; 市场需求不及预期

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	85.39	154.63	204.78	268.21	352.19
货币资金	37.72	77.17	120.04	165.70	225.54
应收票据	0.13	0.00	0.17	0.16	0.16
应收账款	4.55	7.84	15.02	18.85	23.70
预付账款	2.21	2.05	3.42	4.30	5.42
存货	24.99	31.35	49.61	59.83	72.65
其他	0.16	0.36	0.17	0.19	0.25
非流动资产	18.14	22.81	36.20	37.06	34.58
长期股权投资	0.41	1.39	2.81	2.81	2.81
固定资产(合计)	6.62	7.67	15.21	20.01	18.41
无形资产	6.29	6.15	5.53	4.98	4.49
其他	0.05	0.08	0.13	0.09	0.09
资产总计	103.53	177.44	240.98	305.28	386.77
流动负债	54.57	81.56	121.00	151.05	188.87
短期借款	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	10.74	14.83	22.37	28.19	35.51
应付账款	29.93	52.96	79.91	100.66	126.82
其他	0.14	0.14	0.19	0.22	0.27
非流动负债	9.74	13.23	13.22	13.22	13.23
长期借款	0.00	0.94	0.94	0.94	0.94
其他	0.10	0.12	0.12	0.12	0.12
负债合计	64.31	94.79	134.23	164.27	202.09
少数股东权益	0.06	0.11	0.36	0.73	1.20
归属母公司股东权益	39.16	82.54	106.39	140.27	183.48
负债和股东权益	103.53	177.44	240.98	305.28	386.77

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	226.46	253.46	377.41	473.67	595.21
同比(%)	12.98%	11.92%	48.90%	25.51%	25.66%
归属母公司净利润	6.57	17.93	26.35	37.65	48.00
同比(%)	-2.10%	172.80%	46.94%	42.87%	27.51%
毛利率(%)	24.45%	27.36%	26.39%	26.12%	25.93%
ROE%	18.49%	29.47%	27.89%	30.53%	29.66%
EPS(摊薄)(元)	0.82	2.24	3.24	4.63	5.90
P/E	272.60	101.59	69.14	48.39	37.95
P/S	8.04	7.19	4.83	3.85	3.06
EV/EBITDA	156.37	77.57	48.77	36.19	29.04

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	226.46	253.46	377.41	473.67	595.21
营业成本	171.09	184.12	277.80	349.95	440.89
营业税金及附加	0.52	0.79	0.76	0.95	1.20
销售费用	22.54	28.59	35.68	44.53	55.35
管理费用	8.08	10.61	14.81	14.21	17.86
研发费用	7.12	8.05	11.61	14.45	18.15
财务费用	0.70	-0.31	2.78	0.81	-0.23
减值损失合计	1.10	-1.76	-3.75	-4.82	-5.28
投资净收益	-4.76	-2.97	-0.43	0.00	0.00
其他	-0.02	0.02	-0.04	-0.07	-0.07
营业利润	8.57	21.95	32.92	47.07	60.02
营业外收支	0.07	-0.13	0.21	0.26	0.32
利润总额	8.65	21.82	33.12	47.32	60.34
所得税	2.11	3.86	6.52	9.31	11.87
净利润	6.54	17.97	26.61	38.02	48.47
少数股东损益	-0.04	0.03	0.26	0.37	0.47
归属母公司净利润	6.57	17.93	26.35	37.65	48.00
EBITDA	1.75	1.51	4.58	3.51	3.03
EPS(当年)(元)	0.91	2.24	3.24	4.63	5.90

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	20.73	40.41	41.58	54.99	66.77
净利润	6.54	17.97	26.61	38.02	48.47
折旧摊销	0.86	1.19	1.47	2.23	2.65
财务费用	0.81	0.10	2.78	0.81	-0.23
投资损失		4.76	2.97	0.43	0.00
营运资金变动	8.74	17.05	8.54	14.33	14.90
其它	-0.01	0.01	0.02	0.00	0.01
投资活动现金流	-7.39	-28.73	6.57	-4.75	-2.36
资本支出	-2.51	-1.21	-11.78	-2.53	-0.33
长期投资	7.99	12.15	14.61	21.18	-1.88
其他	-0.13	-0.40	0.04	-0.23	0.00
筹资活动现金流	-2.75	25.68	-5.29	-4.58	-4.57
吸收投资	0.65	27.60	2.77	3.76	4.80
借款	4.40	3.48	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-0.70	0.31	-5.42	-4.58	-4.57
现金流净增加额	10.60	37.35	42.86	45.66	59.84

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等龙头企业工作经历，熟悉半导体及消费电子的产业链，同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017 年在太平洋证券,2018 年在招商证券,2020 年加入信达证券任首席分析师。所在团队曾获 19 年新财富电子行业第 3 名;18/19 年《水晶球》电子行业第 2/3 名;18/19 年《金牛奖》电子行业第 3/2 名。

刘少青，武汉大学硕士,2018 年加入西南证券,2020 年加入信达证券,熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士,2020 年加入信达证券,从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学硕士,2020 年加入信达证券,从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。