

传音控股 (688036.SH)

紧抓非洲升级机遇，新市场攻城略地

“非洲之王”成就全球新兴市场中坚力量。传音控股成立于2013年，主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。旗下有三大手机品牌 TECNO、itel 和 Infinix，包括功能机和智能机。公司的销售主要面向非洲、南亚等全球新兴市场国家。根据 IDC 数据显示，2020 年第三季度非洲智能手机出货量同比增长 14.1%，传音以 44% 的份额继续占据非洲智能手机市场主导地位，在功能手机方面优势更加明显，在非洲市场份额达到 76.6%。在新兴市场手机领域积累了一定客户及资源优势基础上，公司积极进行多元化战略布局，拓展了数码配件、家用电器、移动互联网产品及售后服务业务。

非洲市场手机业务望量价齐升。公司主要销售区域为新兴市场，2019 年非洲市场营收占比接近 75%。目前公司手机业务营收超过 90%。我们认为未来非洲手机市场机遇 1) 非洲人口增速全球领先，人口结构年轻。但人均 GDP 及通信基础设施较为落后，随着经济发展、通信技术升级、功能机向智能机切换的大趋势，未来非洲智能机出货量将呈上升趋势；2) 功能机短期内仍将占据一定份额，根据 IDC，2020Q3 传音在非洲功能机市占率达到 76.6%；3) 智能手机渗透率及 ASP 有望提升，传音智能机产品目前 ASP 处于超低价范畴，未来有望提升至中低端范围。

新兴市场加速拓展打开增量空间。传音正加速拓展以孟加拉国、巴基斯坦、印度为代表的非洲以外新兴市场。根据 IDC，在孟加拉国公司 Tecno 系列手机出货 2019 年同比快速增长 75.5%。未来，随着孟加拉国关税政策推动手机组装本地化，传音在当地建有自己的组装工厂，出货量及份额有望进一步提升。2020Q2 传音智能手机在巴基斯坦市占率大幅提升至近 57%，主要受益于传音能够在疫情期间其他厂商供货困难的情况下保证供货。我们认为，凭借着公司在深入客户解决痛点、广宣到位渠道为王、售后服务、高效供应链管理等核心竞争力，在其他新兴市场也将迅速占据一定份额。

移动化联网业务变现可期。除手机业务外，公司还布局了数码、家电等硬件。依托自主研发的操作系统以及手机带来的用户资源，公司由“产品为王”向“应用为王”转型。并与国内外领先的互联网企业合作开发移动互联网产品，截至 2020 年 6 月底，公司已经拥有 7 款月活超过 1000 万的应用程序，将为公司业绩增长带来新动力。我们预计公司 2020E/2021E/2022E 年将实现营收 377.63/466.37/589.96 亿元，归母净利润 26.35/34.69/44.25 亿元，目前股价对应对应 PE 57.0x/43.3x/34.0x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新兴市场拓展不及预期、新业务开展不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,646	25,346	37,763	46,637	58,996
增长率 yoy (%)	13.0	11.9	49.0	23.5	26.5
归母净利润(百万元)	657	1,793	2,635	3,469	4,425
增长率 yoy (%)	-2.1	172.8	46.9	31.6	27.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.82	2.24	3.29	4.34	5.53
净资产收益率(%)	16.7	21.7	25.6	26.3	26.0
P/E(倍)	228.6	83.8	57.0	43.3	34.0
P/B(倍)	38.4	18.2	14.5	11.4	8.8

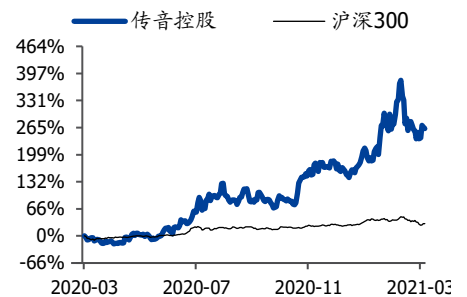
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	电子制造
最新收盘价	187.82
总市值(百万元)	150,256.00
总股本(百万股)	800.00
其中自由流通股(%)	48.65
30 日日均成交量(百万股)	2.19

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 钟琳

执业证书编号: S0680520070004

邮箱: zhonglin@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8539	15463	20563	24054	32313	营业收入	22646	25346	37763	46637	58996
现金	3772	7717	9770	13517	17587	营业成本	17109	18412	27567	33859	42772
应收票据及应收账款	468	784	1081	1223	1692	营业税金及附加	52	79	94	117	154
其他应收款	382	412	771	690	1158	营业费用	2254	2859	3523	4655	5723
预付账款	221	205	430	354	638	管理费用	808	1061	1699	2099	2655
存货	2499	3135	5301	5061	8029	研发费用	712	805	1191	1453	1857
其他流动资产	1197	3209	3209	3209	3209	财务费用	70	-31	307	119	175
非流动资产	1814	2281	2379	2651	3009	资产减值损失	-110	-112	-189	-140	-177
长期投资	41	139	217	290	357	其他收益	131	169	150	159	155
固定资产	662	767	746	840	984	公允价值变动收益	-328	339	2	2	4
无形资产	629	615	714	834	973	投资净收益	-476	-297	-186	-235	-298
其他非流动资产	483	759	702	687	694	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	10353	17744	22942	26705	35322	营业利润	857	2195	3535	4403	5698
流动负债	5457	8156	11255	12178	16928	营业外收入	11	10	22	12	14
短期借款	21	0	0	0	0	营业外支出	4	23	8	9	11
应付票据及应付账款	4067	6779	9460	10485	14711	利润总额	865	2182	3549	4405	5701
其他流动负债	1369	1376	1795	1693	2217	所得税	211	386	887	919	1253
非流动负债	974	1323	1305	1287	1271	净利润	654	1797	2662	3486	4448
长期借款	0	94	75	58	41	少数股东损益	-4	3	27	17	22
其他非流动负债	974	1230	1230	1230	1230	归属母公司净利润	657	1793	2635	3469	4425
负债合计	6431	9479	12560	13465	18199	EBITDA	839	2076	3403	4190	5397
少数股东权益	6	11	37	55	77	EPS (元/股)	0.82	2.24	3.29	4.34	5.53
股本	720	800	800	800	800						
资本公积	2268	4923	4923	4923	4923						
留存收益	854	2431	3075	4369	6572						
归属母公司股东权益	3916	8254	10345	13184	17046						
负债和股东权益	10353	17744	22942	26705	35322						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2073	4041	3301	5149	5639
净利润	654	1797	2662	3486	4448
折旧摊销	86	119	113	132	162
财务费用	70	-31	307	119	175
投资损失	476	297	186	235	298
营运资金变动	437	1999	34	1178	560
其他经营现金流	351	-139	-1	-2	-4
投资活动现金流	-739	-2873	-397	-637	-814
资本支出	727	418	21	199	291
长期投资	-347	-2599	-78	-73	-67
其他投资现金流	-359	-5054	-454	-510	-591
筹资活动现金流	-275	2568	-851	-766	-754
短期借款	-214	-21	0	0	0
长期借款	0	94	-19	-17	-16
普通股增加	0	80	0	0	0
资本公积增加	-4	2655	0	0	0
其他筹资现金流	-57	-241	-832	-749	-738
现金净增加额	1053	3766	2053	3746	4071

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	13.0	11.9	49.0	23.5	26.5
营业利润 (%)	6.0	156.0	61.0	24.5	29.4
归属母公司净利润 (%)	-2.1	172.8	46.9	31.6	27.6
获利能力					
毛利率 (%)	24.4	27.4	27.0	27.4	27.5
净利率 (%)	2.9	7.1	7.0	7.4	7.5
ROE (%)	16.7	21.7	25.6	26.3	26.0
ROIC (%)	13.7	18.8	23.1	23.8	23.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.1	53.4	54.7	50.4	51.5
净负债比率 (%)	-89.8	-89.4	-91.0	-99.8	-101.0
流动比率	1.6	1.9	1.8	2.0	1.9
速动比率	0.8	1.5	1.3	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	2.4	1.8	1.9	1.9	1.9
应收账款周转率	51.1	40.5	40.5	40.5	40.5
应付账款周转率	4.3	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.82	2.24	3.29	4.34	5.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.59	5.05	4.13	6.44	7.05
每股净资产 (最新摊薄)	4.90	10.32	12.93	16.48	21.31
估值比率					
P/E	228.6	83.8	57.0	43.3	34.0
P/B	38.4	18.2	14.5	11.4	8.8
EV/EBITDA	174.9	67.4	40.5	32.0	24.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、“非洲之王”成就全球新兴市场中坚力量	5
1.1 全球新兴市场领先的手机厂商	5
1.2 股权结构集中，股权激励聚人心	7
1.3 技术积累驱动业绩放量，盈利能力持续提升	8
二、非洲市场手机量价齐升，加速开拓其他新兴市场	11
2.1 非洲市场手机业务量价齐升	11
2.2 印度等其他新兴市场同样广阔	15
2.3 数码及家电业务打开新增量空间	17
三、核心竞争力	19
3.1 品牌层面：深入客户，渠道为王	19
3.2 运营层面：供应链管控力强，对下游具备话语权	20
3.3 移动互联网服务变现可期	21
四、盈利预测及估值分析	22
五、风险提示	25

图表目录

图表 1: 传音控股发展历程	5
图表 2: 传音三大手机品牌及操作系统	5
图表 3: 传音主营业务架构	6
图表 4: 传音控股股权结构及子公司情况 (截至 2021.2.4)	7
图表 5: 划首次授予限制性股票对各期会计成本的影响 (万元)	7
图表 6: 公司营收情况 (亿元)	8
图表 7: 公司归母净利润情况 (亿元)	8
图表 8: 产品营收结构 (亿元)	8
图表 9: 手机营收结构 (亿元)	8
图表 10: 分地域营收结构及增速 (亿元)	9
图表 11: 公司手机业务毛利率情况	9
图表 12: 分业务毛利率情况	9
图表 13: 公司综合毛利率及净利率情况	9
图表 14: 公司费用率情况	10
图表 15: 公司研发费用情况 (亿元)	10
图表 16: 公司研发费用情况	10
图表 17: 普利特现金流净额及营收质量情况 (亿元)	10
图表 18: 全球各地区手机渗透率 (单位%)	11
图表 19: 非洲人口结构	11
图表 20: 部分地区智能手机渗透率情况	12
图表 21: 非洲手机出货情况	12
图表 22: 2019 年全球各地区名义 GDP 情况 (颜色越浅, GDP 越低)	12
图表 23: 2019 年全球各地区人均 GDP 情况 (绿色高, 红色低)	12
图表 24: 非洲各地区 2020 年人均 GDP 及人口分布情况 (颜色越深, 数值越大)	13
图表 25: 撒哈拉以南地区通信技术渗透率情况	13
图表 26: 中东及北非地区通信技术渗透率情况	13
图表 27: 撒哈拉以南地区及全球城镇化率	14

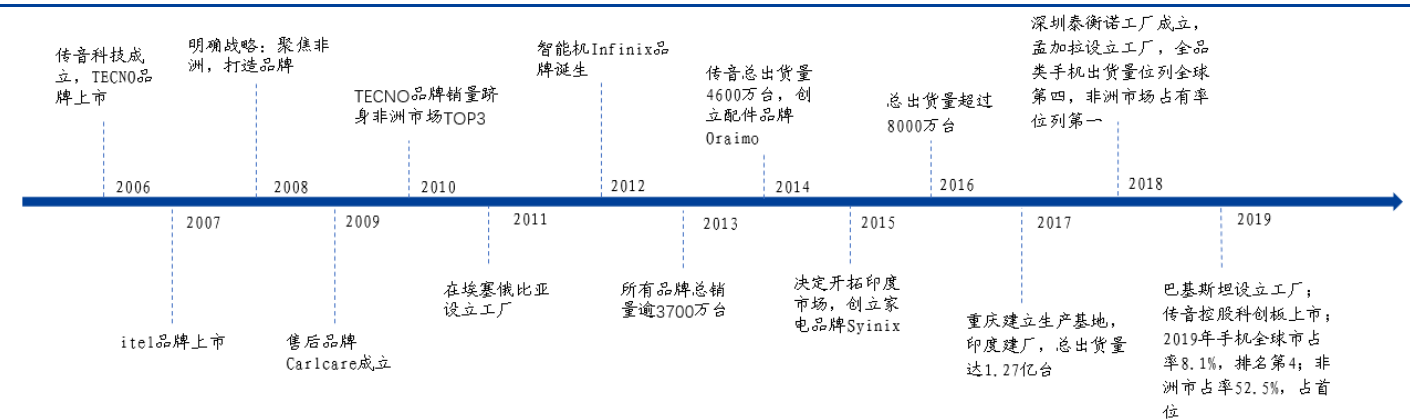
图表 28: 撒哈拉以南地区 3G 及以上网络覆盖人口及覆盖率.....	14
图表 29: 非洲智能手机出货价格结构 (2020)	14
图表 30: 非洲智能手机出货价格结构 (2019)	14
图表 31: 2011-2022 年部分新兴市场手机出货量和出货金额情况.....	15
图表 32: 2011-2022 年部分新兴市场智能手机出货量及占比情况.....	15
图表 33: 2014-2018 年印度手机出货量 (亿部)	16
图表 34: 印度智能手机季度出货量情况 (百万部)	16
图表 35: 2019 年孟加拉国智能手机市场情况	16
图表 36: 巴基斯坦智能手机季度市占率.....	17
图表 37: 全球可穿戴设备出货量及占比情况 (百万部)	17
图表 38: IDC 全球可穿戴设备出货情况预测 (百万部)	18
图表 39: TWS 无线耳机出货量 (万台)	18
图表 40: IDC 预测 2019-2023 全球智能手表出货量复合增长率 9.4%.....	18
图表 41: 公司部分核心技术具体应用情况	19
图表 42: 公司手机销售单价及单位成本情况 (元)	20
图表 43: 传音应收账款周转率高于行业平均.....	20
图表 44: 传音净营业周期为负	21
图表 45: 传音预收账款占营收比不断提升	21
图表 46: 传音控股营收拆分	23
图表 47: 公司主要盈利预测指标.....	23
图表 48: 可比公司估值比较 (总市值取 2021/3/12 收盘价, 传音控股盈利预测为国盛电子测算; 可比标的盈利预测取彭博、Wind 一致预期)	24

一、“非洲之王”成就全球新兴市场中坚力量

1.1 全球新兴市场领先的手机厂商

传音控股成立于2013年，主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。旗下有三大手机品牌 TECNO、itel 和 Infinix，包括功能机和智能机。公司的销售主要面向非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场国家。在新兴市场手机领域积累了一定客户及资源优势基础上，公司积极进行多元化战略布局，拓展了数码配件、家用电器、移动互联网产品及售后服务业务。

图表 1: 传音控股发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

传音已成为新兴市场手机行业中坚力量。2018年传音手机出货量1.24亿部，根据IDC数据，全球市占率达7.0%，排名第4，印度市占率6.7%，排第4，非洲市占率达到48.7%，排首位。2019年传音手机出货量增长至1.37亿部，根据IDC，全球市占率提升至8.1%，排名第4；非洲市占率上升到52.5%，仍占首位；印度市场占有率6.8%，排名第5；孟加拉国市场占有率15.6%，排名第2。

移动通信终端产品覆盖高端、高性价比、追求个性等各类人群。传音移动通信终端分为TECNO、itel和Infinix三大品牌，其中TECNO定位中高端，对应新兴市场正在兴起的中产阶级群体；itel是大众品牌，定位新兴市场广大基层消费者，性价比高。TECNO和itel系列均包含智能手机和功能机，但itel功能机型号更多。Infinix定位年轻人喜爱的时尚科技品牌，重点发展数字营销和粉丝运营，在印度市场与红米直接竞争。

图表 2: 传音三大手机品牌及操作系统



资料来源：招股说明书，公司官网，国盛证券研究所

拓展手机+硬件，布局其他智能终端、软件及服务：

硬件：公司凭借手机在新兴市场的领先优势，目前正积极拓展其他硬件、互联网产品及服务。其中硬件有数码配件品牌 Oramo，家用电器品牌 Syinix。Oramo 旗下产品有无线耳机、智能手表、充电宝等，Syinix 现有产品覆盖了电视、冰箱、空调、洗衣机和厨房家电，定位高端家电。itel 品牌旗下也有家电，定位入门级。Infinix 开始筹备智能电视业务，与品牌手机产品定位一直，对应年轻用户。

售后服务：公司还创立了售后服务品牌 Caricare，提供手机、平板电脑、电脑、电视和其他家居的售后维保、安装清洁、软件升级等服务。

操作系统及服务：公司自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，为新兴市场消费者提供符合当地文化的移动互联网应用服务，如软件预装、分发推送、广告投放等。公司还与国内领先互联网公司，在音乐、游戏、短视频等领域进行战略合作，截止 2020 年半年度末，已合作开发 7 款活跃用户超 1000 万的应用程序，例如音乐流媒体播放平台 Boomplay 月单曲播放量达 20 亿次，拥有超过 6,500 万激活用户，与环球音乐、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。

图表 3: 传音主营业务架构



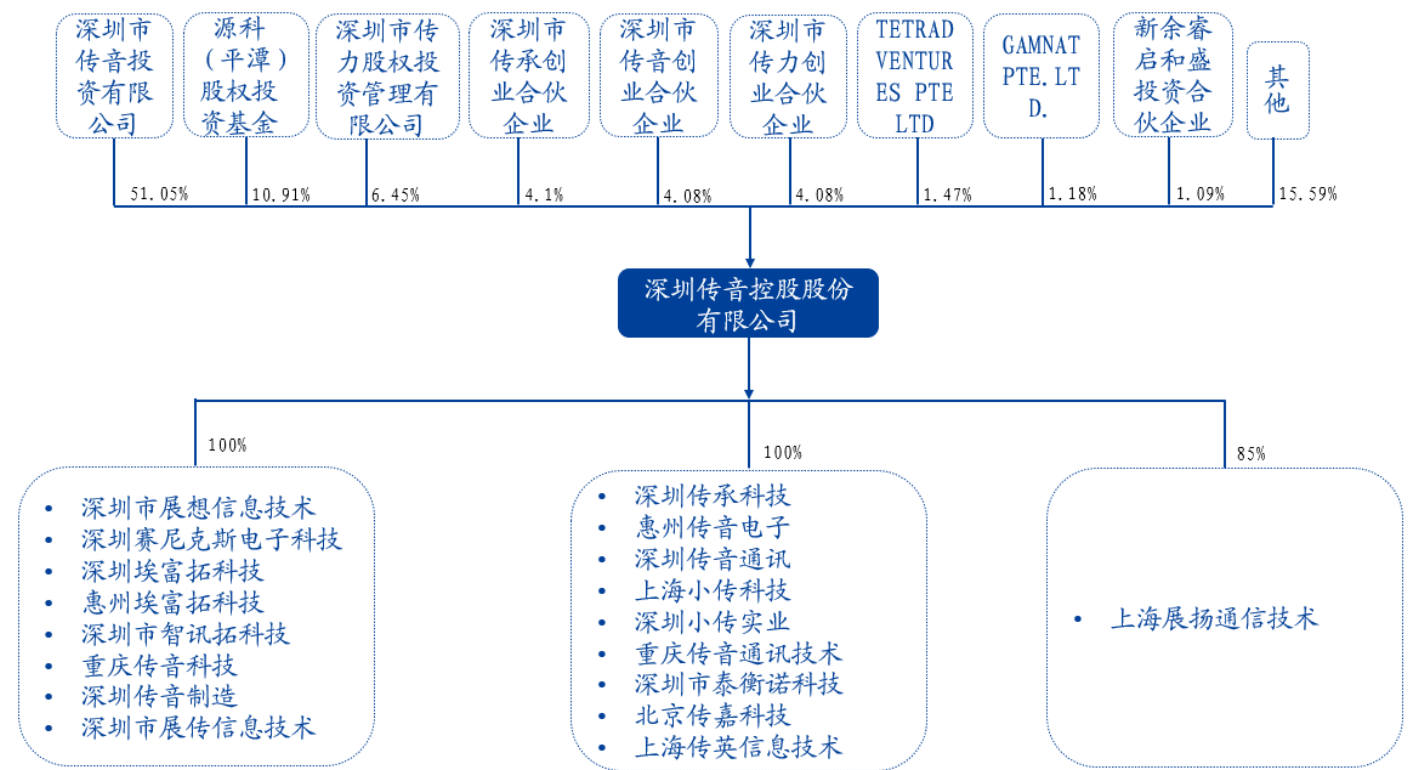
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

深耕非洲市场，跨区域扩张印度等新兴市场。公司从成立之初就着眼非洲市场，一方面，公司在技术层面针对当地人需求，如深色皮肤拍照、气候炎热出汗指纹识别问题、双卡双待、长续航等，推出适合当地市场需求的手机，并做好售后服务；另一方面，同样根据当地经济发展状况，推出性价比高的产品，同时在当地线上销售不发达的情况下，积极打通扩张线下渠道，因而首先在非洲市场获得过半的手机市占率。在此基础上，传音积极向印度等其他新兴市场跨区域扩张，同样凭借切合当地市场的营销策略，迅速打开市场，占据一定市场份额。

1.2 股权结构集中，股权激励聚人心

管理层持股，深谙新兴市场营销管理。目前公司第一大股东为深圳传音投资，持股占比51.05%，公司管理层持有传音投资接近60%的股份，此外公司管理层还通过传力股权投资、传承创业等其他组织持有公司股份。公司的实控人竺兆江是传音的董事长兼创始人，曾在宁波波导股份有限公司长期担任海外事业部总经理，拥有十多年海外管理经验。公司管理团队深耕非洲多年，对非洲及印度等新兴市场理解深刻，并始终积极参与海外业务经营管理，带领公司不断提升经营能力。

图表 4: 传音控股股权结构及子公司情况 (截至 2021.2.4)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

股权激励彰显信心，推动公司中长期成长。2020年6月，公司公告进行2020年限制性股票激励计划，授予对象总人数294人，主要为公司中层管理人员、技术骨干、业务骨干。计划授予限制性股票总量776.2万股，首次授予621.0万股，授予价格28元/股。业绩考核要求为，均以2019年营收/扣非净利润为基数，2020年营收增长率不低于10%，或扣非净利润增速不低于10%；2021年营收增长率不低于33%，或扣非净利润增速不低于33%；2022年营收增长率不低于55%，或扣非净利润增速不低于55%。

图表 5: 划首次授予限制性股票对各期会计成本的影响 (万元)

首次授予数量 (万股)	预计摊销的总费用	2020年	2021年	2022年	2023年
621.0	26,019.9	7,589.1	11,275.3	5,420.8	1,734.7

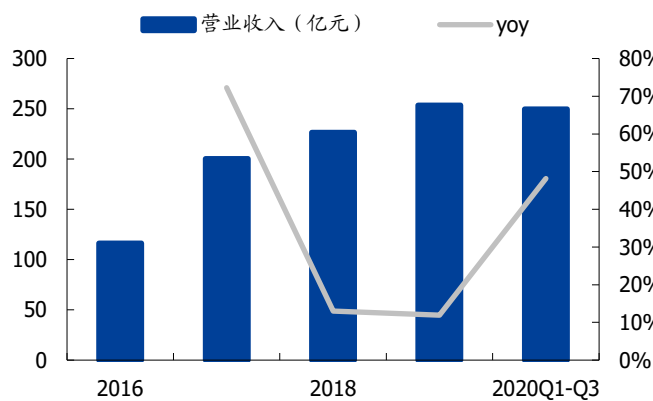
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 技术积累驱动业绩放量，盈利能力持续提升

营收业绩持续增长，非洲外市场加速开拓。2020年上半年公司手机业务收入127.6亿元，同比增幅31.6%。除了手机外，数码配件、家电等市场需求也逐步提升。在硬件出货量持续增长的基础上，公司积极拓展移动互联网业务，截至2020年上半年末，公司已经与国家国内先进互联网公司合作研发了超过7款活跃用户超过1000万的应用程序。

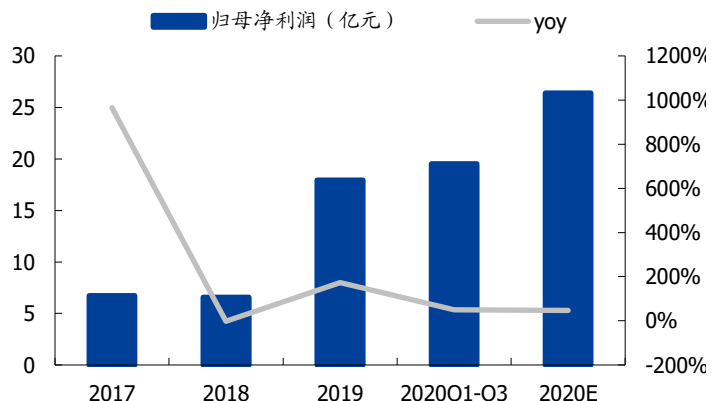
2020年前三季度归母净利润达19.5亿元，同比增长50.2%。净利润的增长主要得益于费用率的稳步减少。公司发布业绩预告，预计2020年度，传音控股实现营业收入377.6亿元，同比增长48.99%；归属于母公司所有者的净利润26.4亿元，同比增长47.13%；归属于母公司的扣非净利润23.4亿元，同比增长50.47%；全年扣非净利润23.4亿元左右，同比增长约50.5%。业绩增长一方面得益于非洲市场手机产品竞争力提升，另一方面，公司在非洲以外市场的营收同比预计增长48%，并加强成本费用管控力。

图表6：公司营收情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

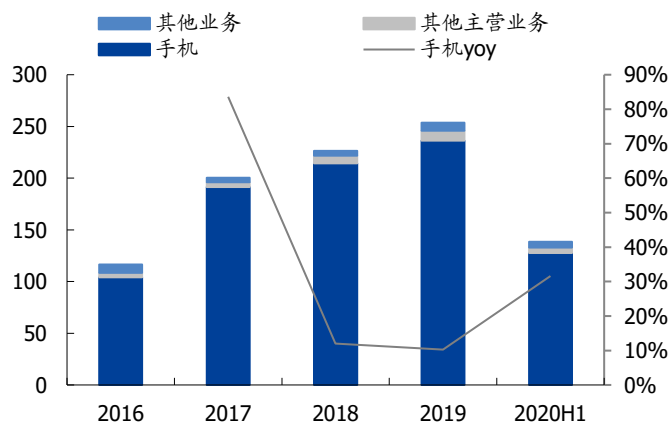
图表7：公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

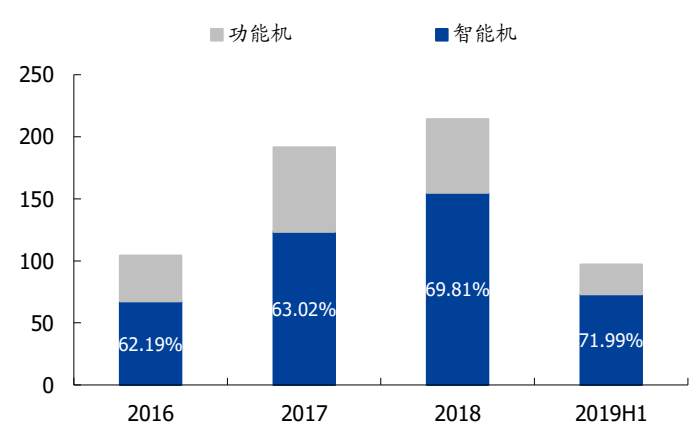
按产品划分来看，手机仍是公司营收最重要的来源，手机营收从2016年的104亿元提升到2019年的236亿元，2020年上半年营收近128亿元。其中智能机的营收占比持续提升，反映了新兴市场手机需求由功能机向智能机的过渡。其他主营业务包括数码配件、家电及移动互联网服务营收2019年达到9.8亿元，2020年上半年为5.4亿元，保持增长态势。其他业务主要包括售后服务及原材料销售等，2020年上半年营收5.5亿元。

图表8：产品营收结构（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

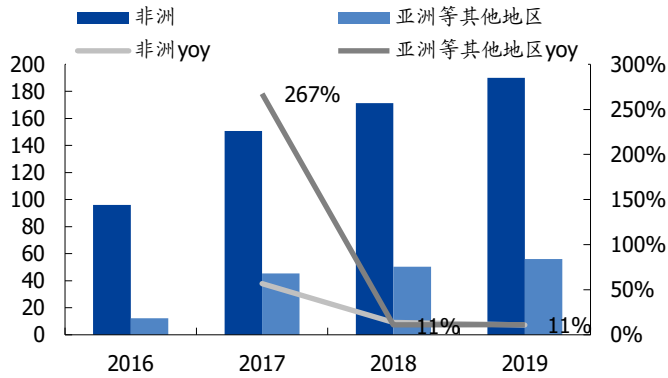
图表9：手机营收结构（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

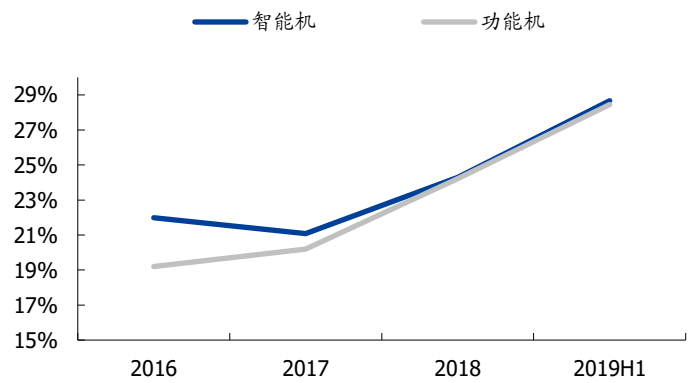
产品结构动态变化，净利率拉升。2017-2019年，公司手机业务智能机与功能机产品毛利率同步提升。2019年上半年，剔除汇率影响的手机业务毛利率约为26%，毛利率的提升主要是因为印度市场竞争缓和，以及非洲手机业务占比提升。此外，由于公司持续加强费用管控，净利率逐步提升。

图表 10: 分地域营收结构及增速 (亿元)



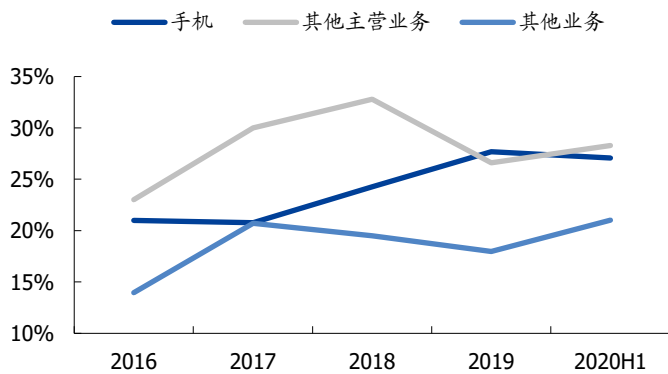
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 公司手机业务毛利率情况



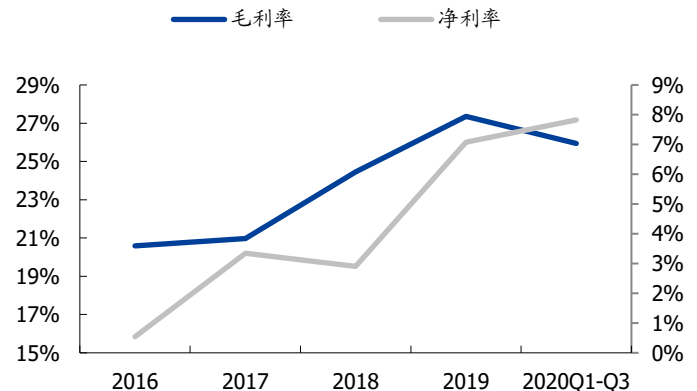
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

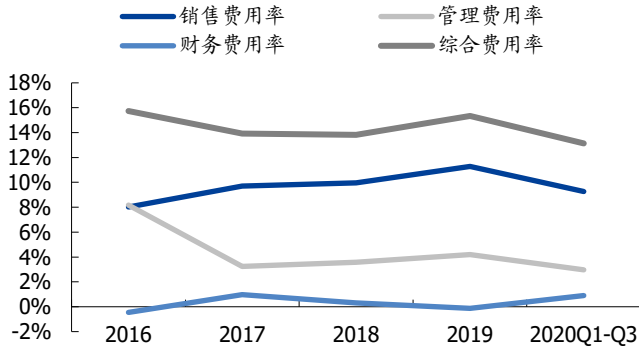
图表 13: 公司综合毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

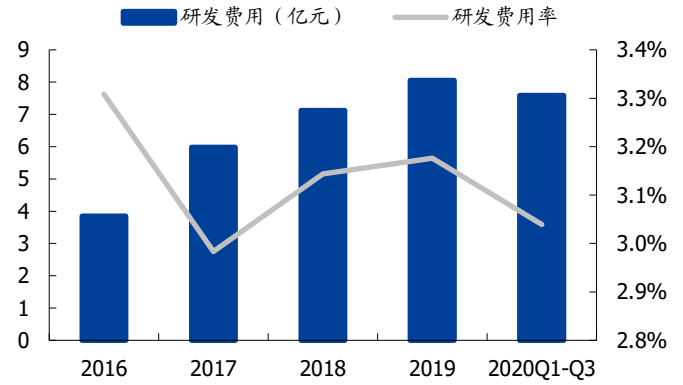
精益求精，费用率稳中有降。2020年前三季度，剥离研发费用率后的三费费用率约13.1%。销售费用率占比较高，主要包括宣传推广费、售后质保费、物流费用和职工薪酬。由于要不断开拓新市场，公司宣传推广费较高，售后质保费与印绶的比率较为稳定。总体上看，公司持续降本增效，费用管控能力较好。

图表 14: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 公司研发费用情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司持续大力进行研发投入。公司 2017-2019 年三年研发费用总计超过 21 亿元，2020 年前三季度研发费用达到 7.6 亿元，研发费用率约为 3% 水平。公司一贯重视产品设计研发能力的提升，研发费用规模持续增长，正是通过公司对深肤色拍照、人脸识别、美颜、生物识别等契合客户需求的技术的不断开发，才使得公司不断在非洲市场巩固地位，并快速拓展其他新兴市场业务。未来随着公司持续研发，不断拓展产品品类，提升产品功能，满足下游需求，有望进一步提升自身竞争力，巩固甚至提升行业地位。

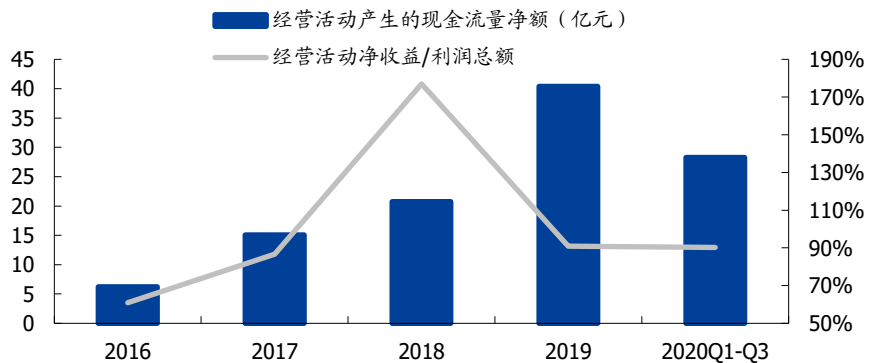
图表 16: 公司研发费用情况

	2017	2018	2019	2020Q1-Q3
研发费用 (亿元)	5.98	7.12	8.05	7.59
yoy	55.26%	19.06%	13.06%	36.30%
研发费用率	2.98%	3.14%	3.18%	3.04%
研发人员数量 (人)	1,392	1,517	1,568	
研发人员数量占比	9.85%	10.60%	9.84%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

现金流及收益质量不断提升。公司经营性现金流净额近年来持续增加，2019 年达到 40.4 亿元，2020 年前三季度为 28.29 亿元。2016 年以来，公司经营性现金流水平及占利润比持续提升，其中 2018 年达到 177% 主要是因为公司投资的外汇远期合约产品由于汇率原因产生较大亏损，总体上看，公司收益质量向好。

图表 17: 普利特现金流净额及营收质量情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、非洲市场手机量价齐升，加速开拓其他新兴市场

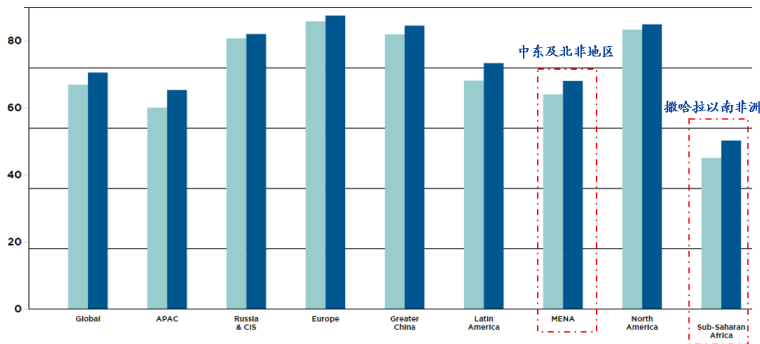
2.1 非洲市场手机业务量价齐升

公司主要销售区域为新兴市场，其中 2019 年非洲市场营收占比接近 75%。目前公司手机业务营收超过 90%。

非洲手机渗透率低于全球平均水平，未来将逐步提升。根据 GSMA，2019 年全球手机渗透率为 66.9%，而撒哈拉以南非洲仅 45%，仍有提升空间。2019 年非洲 SIM 卡渗透率 77%，到 2025 年将提升至 86%，CAGR 4.3%。拥有手机的人口数量也将从 4.8 亿增加至 6.1 亿人，智能机渗透率将提升至 67%。

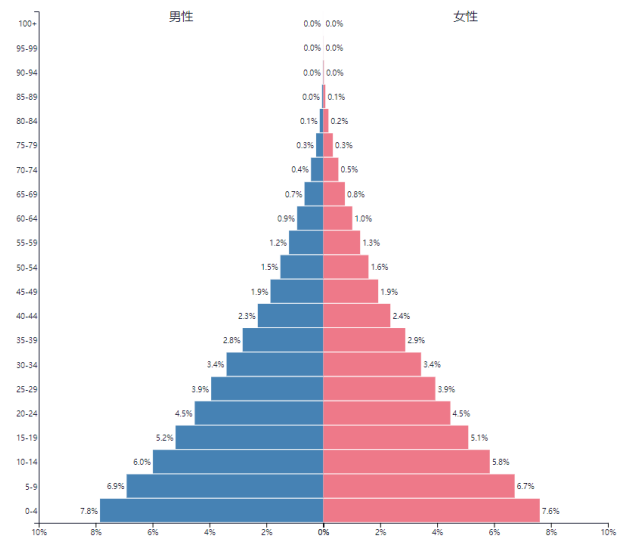
非洲是全球人口增长最快的大陆，人口结构年轻。联合国预计，从现在到 2050 年，非洲将占全球人口增长的一半以上。非洲人口增长率最高的地区，人口 2010 年到 2015 年年均增长 2.55%。虽然非洲生育率未来存在不确定性，但确定的一点是：非洲大陆当前有大量青年将在未来几年进入成年期并生育子女，即使生育水平在不远的将来出现大幅下降，该地区人口仍将高速增长。根据世界银行数据，非洲人口年龄中位数约为 19 岁。

图表 18: 全球各地区手机渗透率 (单位%)



资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

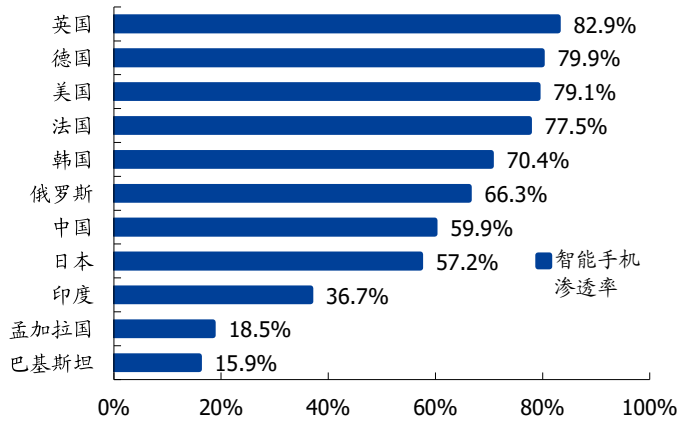
图表 19: 非洲人口结构



资料来源: PopulationPyramid, 国盛证券研究所

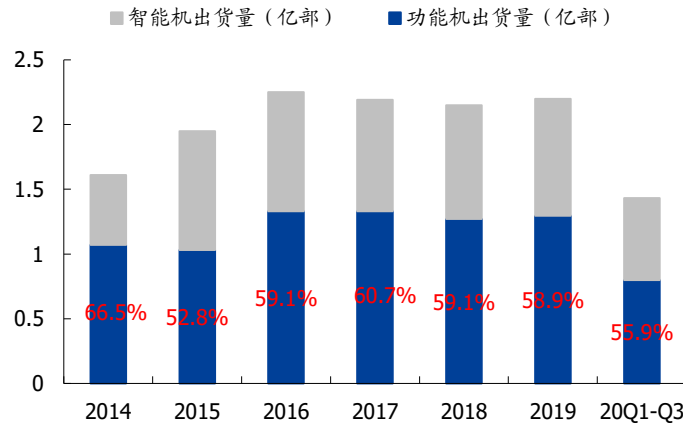
不同于中国和欧美发达国家，新兴市场手机行业智能机渗透率不高，功能机仍占据一定市场。

图表 20: 部分地区智能手机渗透率情况



资料来源: Newzoo 2019, 国盛证券研究所

图表 21: 非洲手机出货情况

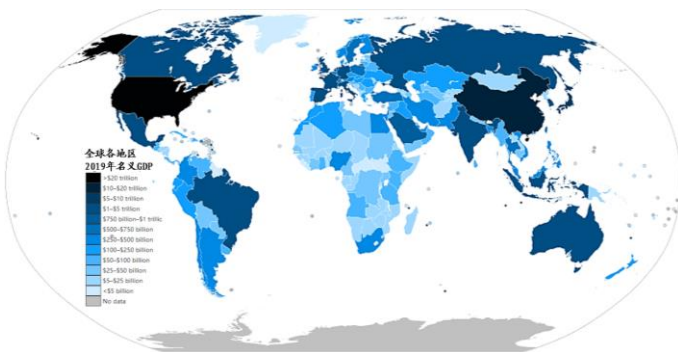


资料来源: IDC, 国盛证券研究所

智能手机渗透率差异主要来源于各国经济发展水平的差异。一方面, 人均购买力较低限制了人们用价格较高的智能机替换价格较低的功能机, 全球还有一定比例人口尚未使用上手机。另一方面, 国家总体经济水平落后限制了通信基础设施投资, 3G、4G 网络尚未在全球范围内取代 2G 网络。在非洲、印度等市场, 由于电力供应短缺、通信基础设施建设滞后, 使得消费者即使有能力购买智能手机, 也会同时使用一部功能机保持联系。

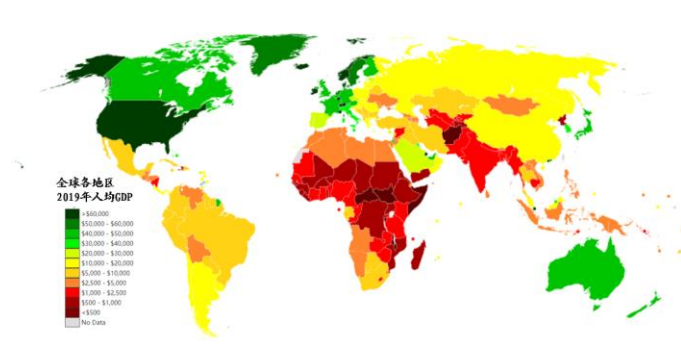
全球范围内, 非洲人均 GDP 水平靠后。根据联合国, 非洲人口约 13 亿, 中国人口约 14.4 亿, 人口规模相近。但中国 GDP 达到 14.34 万亿美元, 2019 年非洲 GDP 为 2.6 万亿美元, 仅为中国的 18%。此外, 东南亚部分国家 GDP 水平也较低。

图表 22: 2019 年全球各地区名义 GDP 情况 (颜色越浅, GDP 越低)



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

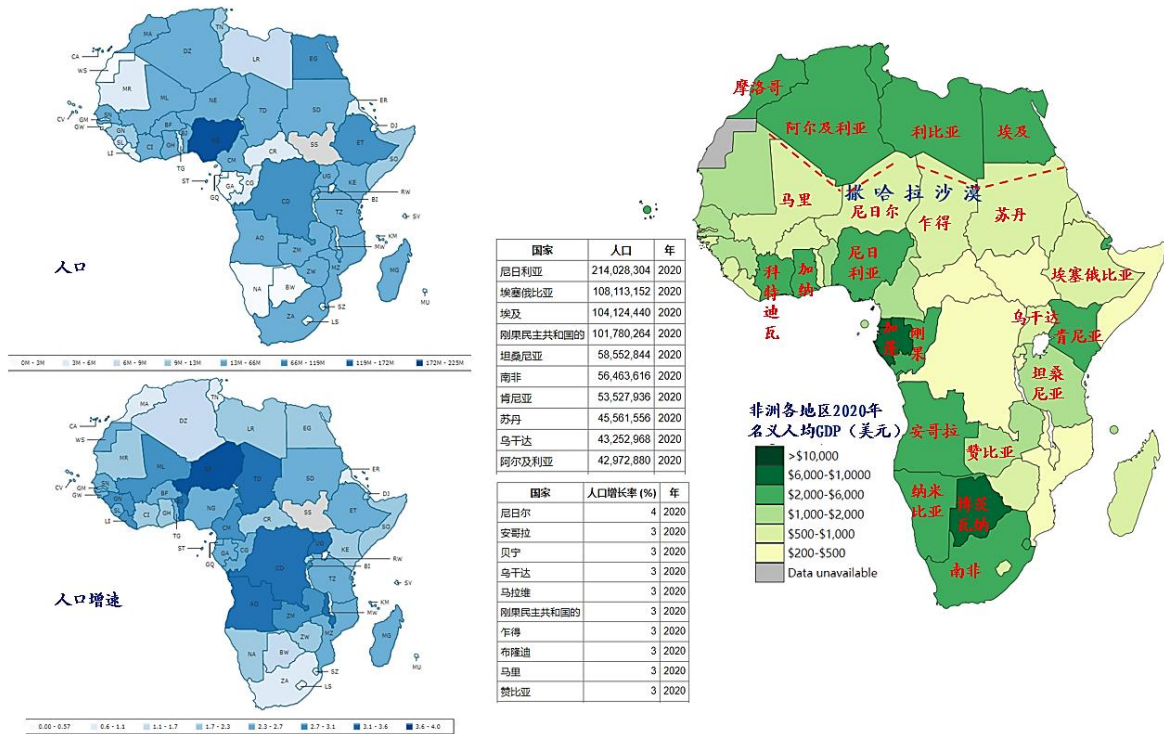
图表 23: 2019 年全球各地区人均 GDP 情况 (绿色高, 红色低)



资料来源: 国际货币基金组织, 世界银行, 国盛证券研究所

非洲各国经济发展水平不均。即使在非洲内部, 各国人均 GDP 也非常不均。撒哈拉沙漠以北的国家占据大西洋和地中海沿岸地区, 经济较其他非洲国家发达。人口前十的国家中, 6 个国家人均 GDP 超过 2000 美元, 而埃塞俄比亚、苏丹、乌干达人均 GDP 低于 1000 美元。而且可以看到, 人口增速靠前的国家人均 GDP 都较低。

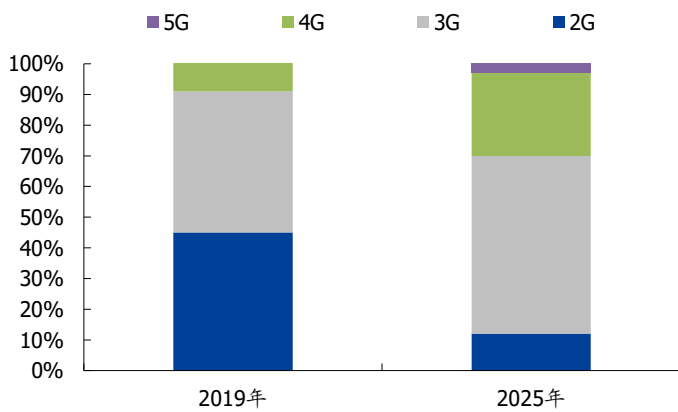
图表 24: 非洲各地区 2020 年人均 GDP 及人口分布情况 (颜色越深, 数值越大)



资料来源: 维基百科, CIA World Factbook, 国盛电子整理, 国盛证券研究所

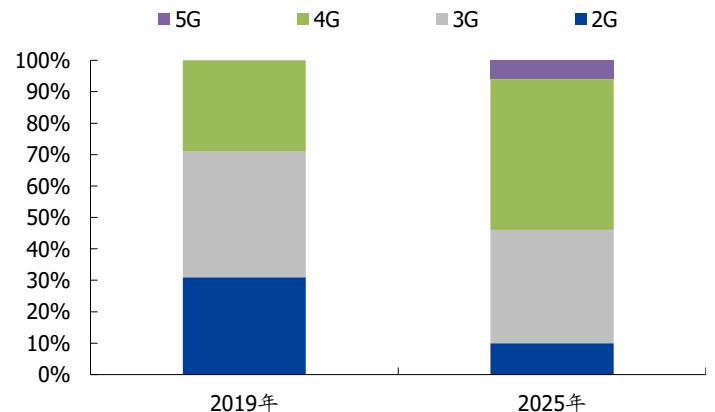
撒哈拉以南非洲地区由 2G 向 3G 过渡。从通信技术来看, 撒哈拉以南非洲正处于从 2G 向 3G 过渡阶段, 根据 GSMA, 2019 年撒哈拉以南地区 2G 与 3G 占比超过 90%。中东及北非地区由 3G 向 4G 过渡, 预计到 2025 年 3G 及 4G 覆盖率由 69% 提升至 84%。

图表 25: 撒哈拉以南地区通信技术渗透率情况



资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

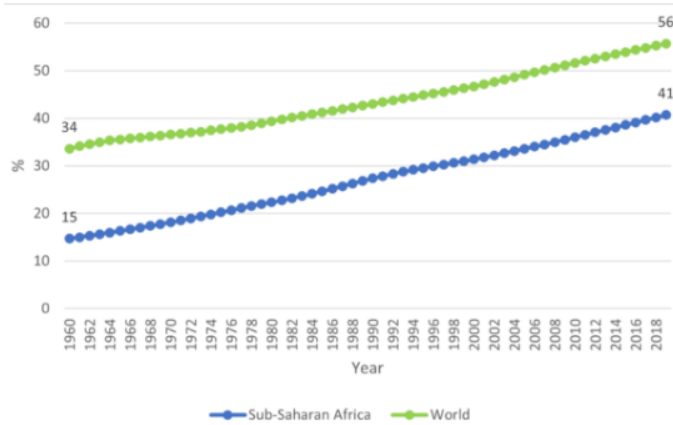
图表 26: 中东及北非地区通信技术渗透率情况



资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

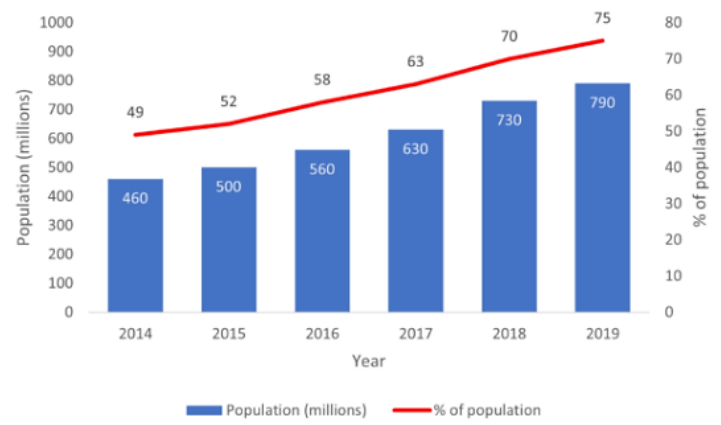
非洲智能手机渗透率提升, 出货量金额领先全球。随着非洲市场经济水平不断提高与通信设施的完善, 人均消费能力增强。根据 IDC, 2020 年前三个季度, 非洲智能手机占比提升至 44%, 出货量 2018 年至 2022 年 CAGR 达 5.3%, 高于全球市场 1.9% 的水平。同期非洲市场智能手机出货量金额增速也将达到 12.7%, 领先全球平均水平。

图表 27: 撒哈拉以南地区及全球城镇化率



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表 28: 撒哈拉以南地区 3G 及以上网络覆盖人口及覆盖率



资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

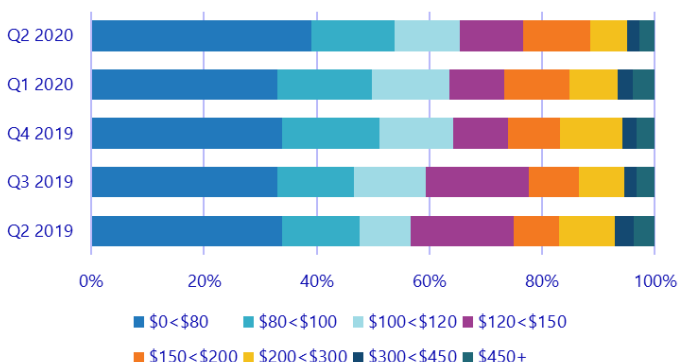
因此我们认为, 未来一段时间内非洲手机市场出货量将稳步提升, 并且呈现两个特征, 一是功能手机仍存在较大的市场空间和结构性需求, 在未来一段时期内仍会存在特定的消费群体, 占据一定市场比例; 二是随着通信技术升级, 智能手机渗透率将不断提升。

高性价比仍是非洲市场主流。考虑经济水平因素, 功能机在非洲市场仍占一定比例, 而根据传音招股说明书, 2019 年上半年, 其智能机平均售价为 442 元/部, 功能机为 62 元/部, 智能机约为功能机的 7.1 倍。智能机价格方面, 根据 IDC, 受疫情影响 2020 年前三季度非洲手机整体出货量减少, 但智能机出货量自三季度开始回升。目前非洲智能机市场仍以高性价比为主流, 尤其因为疫情带来的就业及经济不确定性, 低价智能手机占比有逐季提升趋势。

长期看, 非洲智能手机 ASP 有望提升。根据 IDC, 疫情前 2019 年与 2018 年相比, 传音与三星在非洲中低端市场竞争机型, 推动 100 到 400 美元的中低端智能机市场份额由 42.7% 提升至 49.5%。传音和三星 2020Q3 在非洲智能手机市占率合计达到 64%。根据招股说明书, 传音 2019 年上半年智能机 ASP 约 442 元, 属于极低端范畴。因此我们认为, 疫情短期内带来中低价机型占比提升, 长期看, 非洲市场智能手机 ASP 将呈上升趋势。

图表 29: 非洲智能手机出货价格结构 (2020)

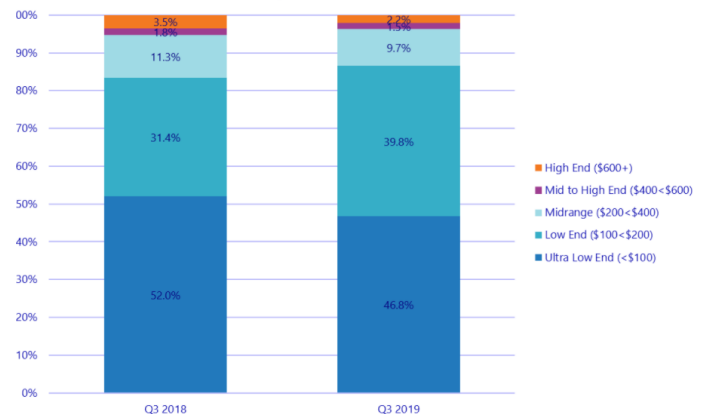
Africa Smartphone Market – Unit Share by Price Band



资料来源: IDC 2020, 国盛证券研究所

图表 30: 非洲智能手机出货价格结构 (2019)

Africa Smartphone Price Band Shares (Units)



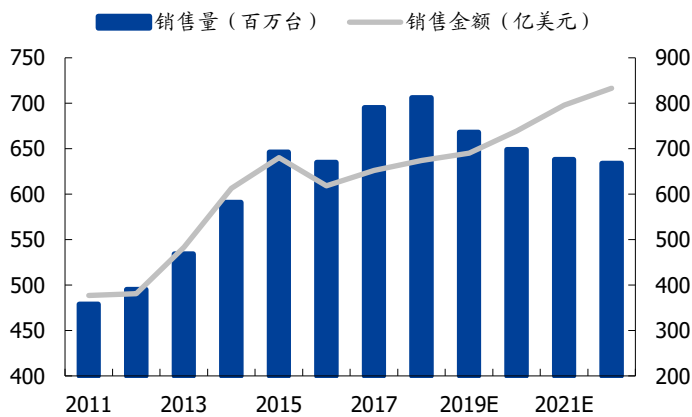
资料来源: IDC 2019, 国盛证券研究所

2.2 新兴市场发展前景广阔

2022年新兴市场手机出货规模达833亿美元。非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场人口基数超过30亿，经济水平及人均手机保有量较低，市场空间广阔。根据IDC，非洲、印度、中东、孟加拉国和印尼等新兴市场2018年手机出货量为7.06亿部，出货金额达到674亿美元。2011-2018年出货量及金额CAGR分别为5.7%和8.95%，高于全球平均的1.42%和7.16%。IDC预计，到2022年新兴市场手机出货金额将达到833亿美元。

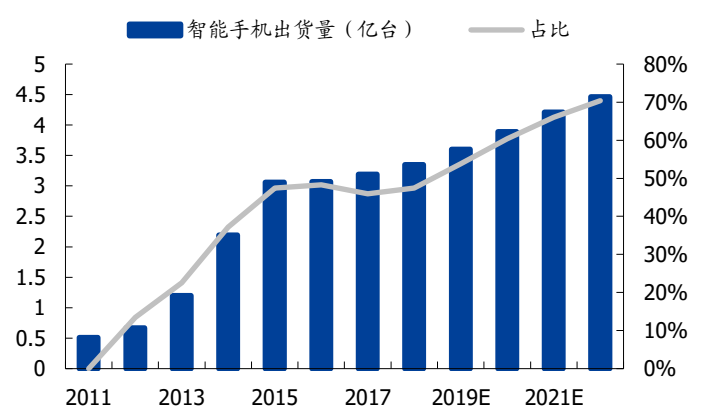
印度手机普及率持续提升，智能手机出货快速增长。同非洲市场类似，印度功能手机保有量下降，智能手机出货量及保有量快速提升。与非洲市场不同的是，印度线上销售渠道更畅通，根据IDC，2020年印度手机线上销售年占比达到51%。根据canalys，2020年三季度，印度智能手机出货量创新高，单季出货量达到5000万部。

图表 31: 2011-2022 年部分新兴市场手机出货量和出货金额情况



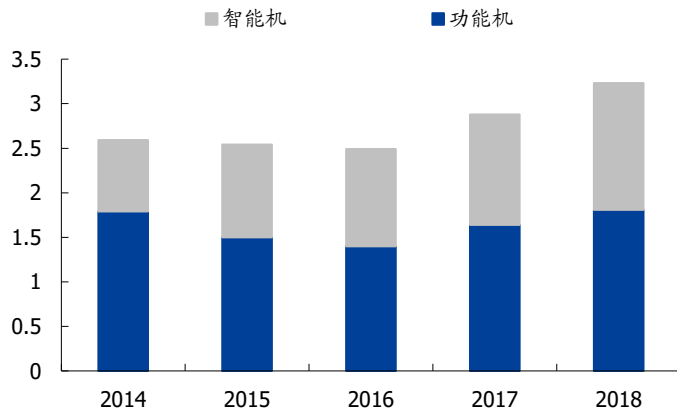
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 32: 2011-2022 年部分新兴市场智能手机出货量及占比情况



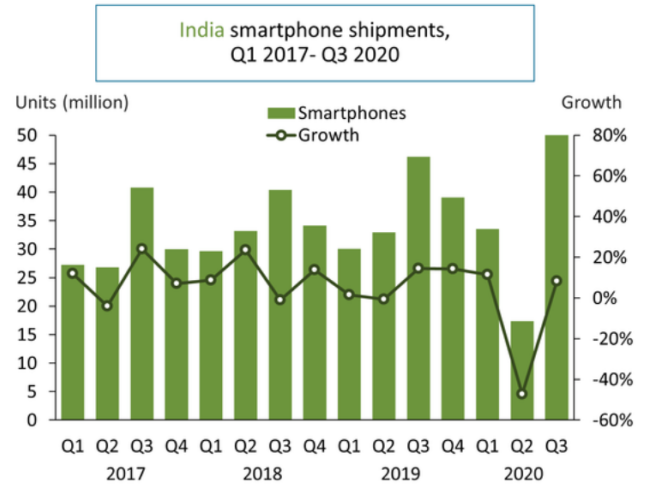
资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 33: 2014-2018 年印度手机出货量 (亿部)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 34: 印度智能手机季度出货量情况 (百万部)



资料来源: canalis, 国盛证券研究所

2019 年传音在孟加拉国智能机市占率达 13.5% 排名第三。根据 IDC, 2019 年孟加拉国智能手机出货量达到 695 万部, 同比增长 1.4%, ASP 为 99 美元。功能机仍占孟加拉国手机市场主流, 占比约 76.6%, 2019 年出货达 2270 万部, 同比增长 4.9%。传音在孟加拉国智能机市场主打超低价位高性价比智能机, 凭借其高效的渠道管理能力以及出色的市场营销, 公司 Tecno 系列手机出货 2019 年同比快速增长 75.5%。未来, 随着孟加拉国关税政策推动手机组装本地化, 传音在当地建有自己的组装工厂, 出货量及份额有望进一步提升。

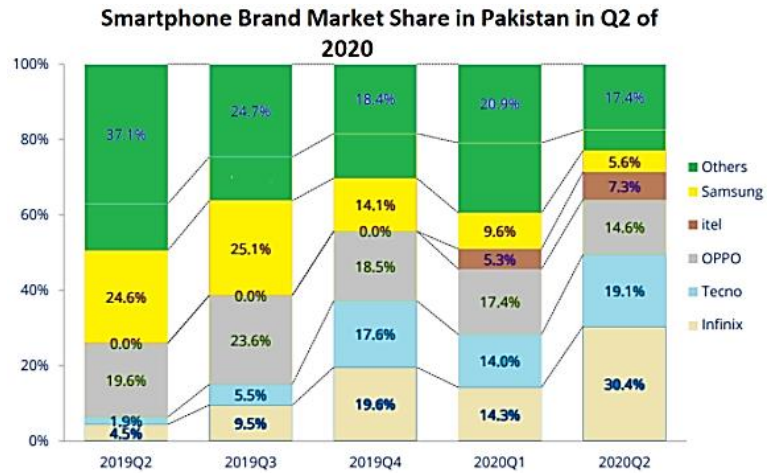
图表 35: 2019 年孟加拉国智能手机市场情况

公司	2019 年智能手机出货量 (百万部)	市占率	出货量 yoy
三星	1.12	16.1%	87.1%
Symphony	1.08	15.5%	-29.5%
传神	0.94	13.5%	14.3%
Walton	0.73	10.5%	23.6%
小米	0.71	10.2%	80.6%
其他	2.37	34.1%	-18.8%
总计	6.95	100.0%	1.4%

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

2020Q2 传音在巴基斯坦智能手机市占率近 57%。根据 IDC, 2020 年二季度, 尽管受疫情影响, 巴基斯坦智能手机出货量仍环比增长 23.9% 至 360 万部。传音手机二季度市场份额提升, 一方面得益于传音三大手机品牌高性价比, 另一方面也受益于传音能够在疫情期间其他厂商供货困难的情况下, 保证供货。

图表 36: 巴基斯坦智能手机季度市占率



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

2.3 数码及家电业务打开新增量空间

全球可穿戴市场空间大、增速快。根据 IDC, 2020 年全球可穿戴设备出货量将达到 3.96 亿部, 同比增长 14.5%。尽管受疫情影响, 销售及生产放缓, 但消费者对可穿戴设备的需求不减。IDC 预计 2020 年-2024 年, 可穿戴设备出货量将保持两位数增长。

图表 37: 全球可穿戴设备出货量及占比情况 (百万部)

	2020 年 出货量	2020 年 市场份额	2024 年 出货量	2024 年 市场份额	2020-2024 CAGR
耳机等	234.3	59.2%	396.6	62.8%	14.1%
手表	91.4	23.1%	156.0	24.7%	14.3%
手环	67.7	17.1%	74.4	11.8%	2.4%
其他	2.6	0.6%	4.8	0.8%	16.7%
总计	396.0	100.0%	631.7	100.0%	12.4%

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

TWS 无线耳机在 2019 年迎来爆发年, 出货量持续超预期, 2020 年消费电子领域 TWS 耳机进一步提升景气度。由于 TWS 耳机、智能手表等可穿戴产品由于仍处于爆发初期阶段, 根据 CounterpointResearch 统计, TWS 无线耳机的市场渗透率仅为 15%, 渗透率较低, 因此受疫情影响极为有限, 未来我们认为 TWS 耳机市场仍然能够维持高增长。

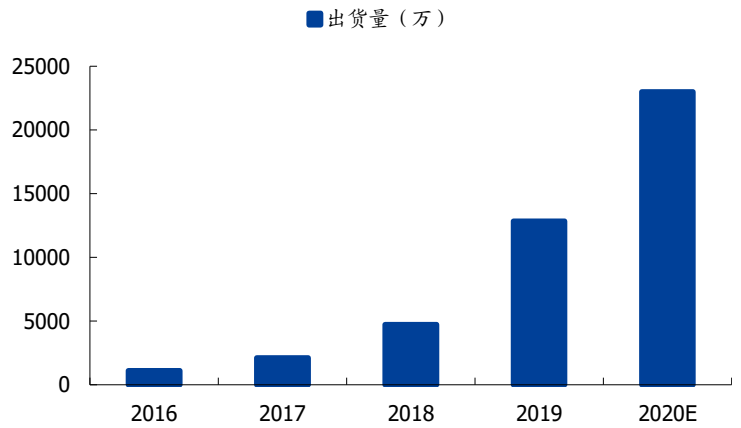
CounterpointResearch 预测, 2020 年 TWS 无线耳机的出货量将达到 2.3 亿副, 相对于 2019 年仍然继续维持翻倍的增长。随着蓝牙技术的升级、3.5mm 耳机孔的取消以及 TWS 耳机体验感的提升, 未来 TWS 耳机市场前景广阔。

图表 38: IDC 全球可穿戴设备出货情况预测 (百万部)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

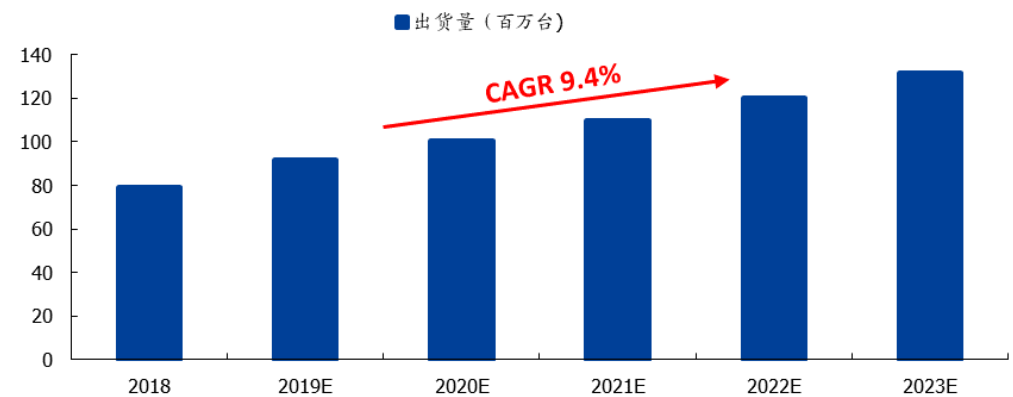
图表 39: TWS 无线耳机出货量 (万台)



资料来源: CounterpointResearch, 国盛证券研究所

智能手表出货量快速增长, 是可穿戴设备的主要产品之一。自 2014 年三星首次推出智能手表以来, 智能手表的出货量迅速增加, 根据 trendfore 数据, 2019 年全球智能手表出货量为 6263 万块, 同比增长 43%。根据市场调查机构 IDC 的预测, **2023 年市场规模将增加至 1.32 亿台**。随着 Apple Watch 以及来自其他电子产品制造商的各种智能手表越来越受欢迎, 智能手表在整个可穿戴设备市场的份额将从去年的 44% 增长到 2023 年的 47%。

图表 40: IDC 预测 2019-2023 全球智能手表出货量复合增长率 9.4%



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

中东及非洲可穿戴 **2020Q3 市场规模 4 亿美元**。根据 IDC, 2020Q1 中东及非洲可穿戴出货量同比大幅增长 97.4% 至 300 万部, 2020Q2 受疫情影响, 出货量同比下降 2.7% 至 200 万部。中东及非洲市场可穿戴设备以手环为主, 占比达到 46.6%, 其次是耳机, 占比 33.3%。二季度出货量下降主要是 ASP 较高的智能可穿戴设备出货量下降, 基础的手表手环出货量保持增长。2020Q3 出货量同比恢复增长 15.8% 至 300 万部, 销售额同比增长 33.9% 至 4.1 亿美元。

非洲家电市场规模 **2021 年将达到 12 亿美元**。根据 Statista, 非洲家电市场 2021 年将同比增长 23.5% 至 11.99 亿美元, 2021-2025 年 CAGR 13.8%, 2025 年市场规模有望达到 20.14 亿美元, 接近翻倍。

三、核心竞争力

3.1 品牌层面：深入客户，渠道为王

大力投入研发，产品贴近客户需求。传音多年来深耕新兴市场，针对当地自然环境、人文特征，持续大力投入研发。目前已经积累了基于非洲本地化的深肤色拍照、硬件新材料等技术，并建立了专注于非洲、印度等新兴市场用户体验的大数据分析和策略测试系统，拥有千万级以上非洲和印度用户人群数据库。

图表 41: 公司部分核心技术具体应用情况

核心技术名称	在产品或服务中的应用	产业化时间
深肤色人像夜间拍照	应用于 TECNO、Infinix、itel 部分系列智能机产品，解决深肤色用户群体的暗光自拍问题	2014 年
深肤色智能美颜	应用于 TECNO、Infinix、itel 的部分系列智能机产品，解决深肤色消费群体美颜拍照问题	2015 年
深肤色人脸识别	应用于 TECNO、Infinix 部分系列智能机产品，提高深肤色人脸识别准确率	2016 年
基于本地化的硬件深度定制	应用于 TECNO、Infinix、itel 部分系列智能机、功能机产品，提高产品性价比、用户满意度	2016 年
生物识别技术	应用于 TECNO、Infinix、itel 部分系列智能机产品，导入指纹及人脸识别功能	2016 年

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

广宣到位，品牌形象深入人心。公司手机业务一直坚持品牌战略，TECNO、itel 和 Infinix 三个品牌定位清晰，公司通过在线、电视机线下广告活动、邀请知名人士代言等方式不断加大品牌宣传力度，提高品牌知名度、吸引新用户。2019 年上半年广宣费用达到 1 亿元。传音手机在非洲市占率由 2016 年的 38% 连年提升至 2019 年的近 53%，也体现了当地消费者对品牌的认可。

渠道为王，加速下沉完善覆盖。根据非洲市场线上市场较不发达、区域市场分散、货币多样化等特点，公司主要采取经销商销售的模式，多年来持续耕耘线下渠道。截至 2019 年上半年，公司已建立了近 2400 家经销商，其中非洲地区 77% 的经销商与公司在 2016 年及以前就开始了合作。未来，公司将进一步下沉，将销售网络由一二线发达区域逐步向三四线区域下沉。另一方面，公司积极拓展新的销售区域，加大主营业务对亚洲其他国家地区的覆盖，优化印度渠道布局。

独立售后品牌，产品全生命周期保障。传音成立了独立的售后服务品牌 Carlcare，目前在全球范围内已经建立非洲、中东、东南亚、美洲等 7 大售后维修中心，超过 2000 个售后服务销售网点。公司产品基本保修期为自购买之日起 12 个月，2019 年上半年产品退换货金额占比约 0.62%。

3.2 运营层面：供应链管控力强，对下游具备话语权

供应链管控力强。传音面向非洲、中东市场客户以及非洲、东南亚新兴市场客户的生产基地主要在境内，并分别通过迪拜销售公司和相关销售公司进行销售。对印度、埃塞俄比亚、孟加拉国等的销售则是在当地建立本地工厂，通过将套料销售给当地工厂进行生产。从公司过去几年手机单位成本可以看出，公司的成本管控能力较强。

图表 42：公司手机销售单价及单位成本情况（元）

	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	ASP	UC	ASP	UC	ASP	UC	ASP	UC
智能机	441.7	315.1	454.4	344.0	432.3	341.2	405.9	316.6
功能机	62.4	44.6	66.0	50.0	68.7	54.9	62.4	50.4
合计	504.1	359.7	520.3	394.0	501.1	396.1	468.3	367.1

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

对下游经销商具有话语权。公司主要采取经销商销售，且对经销商采取预收款方式进行货款结算。经销价格按照成本加成模式，与经销商之间采用卖断式销售。因此公司应收账款周转率高于同行可比公司水平，存货周转率也高于出苹果公司外的行业平均水平。此外，公司的净营业周期为负数，预收账款占营收比重提升，表明公司在产业链中话语权很强，营运能力优秀。

图表 43：传音应收账款周转率高于行业平均

	公司	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转率（次）	天玑移动	2.2	5.3	5.1	5.9
	小米集团	14.8	31.6	30.3	38.5
	苹果公司	7.4	12.9	13.6	13.2
	三星电子	-	7.9	8.6	7.6
	平均	-	14.4	14.4	16.3
	传音	23.5	52.8	47.9	39.1
存货周转率（次）	天玑移动	1.8	3.8	3.0	3.8
	小米集团	3.0	6.7	8.1	7.2
	苹果公司	20.0	37.2	40.4	58.6
	三星电子	-	4.9	6.0	6.5
	平均	-	13.1	14.4	19.0
	传音	3.2	7.0	7.9	8.1

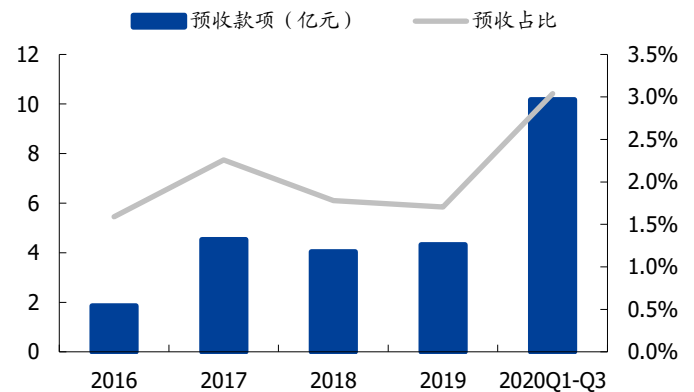
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 44: 传音净营业周期为负

传音控股 - 营运能力	2016	2017	2018	2019	2020Q1-Q3
营业周期(天)	76.1	53.3	58.6	63.9	70.4
存货周转天数(天)	62.7	45.8	51.7	55.1	60.5
应收账款周转天数(天)	13.4	7.5	6.8	8.8	9.9
应付账款周转天数(天)	89.3	62.7	65.4	81.0	90.2
净营业周期(天)	-13.2	-9.4	-6.9	-17.2	-19.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 传音预收账款占营收比不断提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 移动互联网服务变现可期

自主研发操作系统, 由“产品为王”向“应用为王”转型。目前, 公司旗下品牌均搭载了基于安卓深度定制开发的操作系统, 包括 HiOS、itel OS 和 XOS。围绕操作系统, 公司开发了应用商店、游戏平台、广告分发平台以及手机管家等工具类软件。智能手机为公司积累了大量的用户资源。公司基于用户资源和移动互联网流量开展了应用软件预装, 分发和广告投放等移动互联网增值服务。

与领先互联网公司合作开发产品, 为业绩增长增加新动力。公司依托自主研发的操作系统和流量入口, 目前已经与网易等多家国内领先的互联网公司, 开发移动互联网产品, 在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域进行出海战略合作。

- **音乐流媒体播放平台 Boomplay:** 2020 年 6 月, 总用户数达 7,500 万, 曲库规模超过 1500 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。
- **新闻聚合类应用 Scooper:** 深耕本地化内容创作和资讯聚合, 已经在 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 用户数排名前三。
- **短视频类应用程序 Vskit:** 类似于抖音的短视频创作平台, 主要覆盖撒哈拉以南的非洲国家, 通过与非洲本地 KOL (关键意见领袖) 合作, 构建本地 MCN 生态 (一种多频道网络的产品形态), 积累本地短视频内容优势及壁垒。

与谷歌、脸书等公司形成紧密合作共赢关系。公司所有设备获得谷歌认证, 通过 APK 预装 (手机导入应用)、产品定制、系统搭载于推广等方式, 在用户数据、互联网应用程序等领域与谷歌、脸书等公司进行深度合作。

四、盈利预测及估值分析

非洲市场手机业务望量价齐升。传音深耕非洲手机市场，2019年非洲市占率超过50%。我们认为未来非洲手机市场机遇1)非洲人口增速全球领先，人口结构年轻。但人均GDP及通信基础设施较为落后，随着经济发展、通信技术升级，未来非洲手机出货量将呈上升趋势；2)功能机短期内仍将占据一定份额，根据IDC，2019Q3传音在非洲功能机市占率为64%；3)智能手机渗透率及ASP有望提升，传音智能机产品目前ASP处于超低价范畴(<80美元)，未来有望提升至中低端(100-400美元)范围。

新兴市场加速拓展打开增量空间。传音正加速拓展以孟加拉国、巴基斯坦、印度为代表的非洲以外新兴市场，2019年在孟加拉国、印度市占率已达到第二、五位。凭借着公司深入客户解决痛点、广宣到位渠道为王、售后服务、高效供应链管理等核心竞争力，我们认为公司将成为新兴市场手机领域中坚力量。

移动互联网、数码、家电未来可期。除手机业务外，公司也布局了数码、家电等硬件。依托自主研发的操作系统以及手机带来的用户资源，公司由“产品为王”向“应用为王”转型。并与国内外领先的互联网企业合作开发移动互联网产品，截至2020年上半年末公司已经拥有7款月活超过1000万的应用程序，这些都将成为公司业绩增长增加新动力。我们预计公司2020E/2021E/2022E年将实现营收377.63/466.37/589.96亿元，归母净利润26.35/34.69/44.25亿元，目前股价对应对应PE 57.0x/43.3x/34.0x，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46: 传音控股营收拆分

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (亿元)	116.4	200.4	226.5	253.5	377.6	466.4	590.0
手机	104.2	191.4	214.3	236.3	356.0	439.2	555.7
——智能机	67.4	123.5	154.8	184.3	284.8	360.1	472.3
——功能机	36.8	67.9	59.5	52.0	71.2	79.0	83.3
其他主营业务	4.2	4.6	7.4	9.8	12.7	16.5	21.4
其他业务	8.0	4.5	4.7	7.4	8.9	10.7	12.9
YoY							
总收入		72.2%	13.0%	11.9%	49.0%	23.5%	26.5%
手机		83.6%	12.0%	10.3%	50.7%	23.4%	26.5%
——智能机		83.1%	25.4%	19.1%	54.6%	26.4%	31.2%
——功能机		84.5%	-12.4%	-12.6%	37.0%	11.0%	5.4%
其他主营业务		8.9%	63.3%	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务		-43.2%	4.6%	57.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率							
综合毛利率 (%)	20.6%	21.0%	24.5%	27.4%	27.0%	27.4%	27.5%
手机	21.0%	20.8%	24.3%	27.7%	27.1%	27.5%	27.6%
其他主营业务	23.0%	30.0%	32.8%	26.6%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	14.0%	20.7%	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源: Wind、国盛证券研究所预测

图表 47: 公司主要盈利预测指标

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	22,646	25,346	37,763	46,637	58,996
增长率 yoy (%)	13.0	11.9	49.0	23.5	26.5
归母净利润 (百万元)	657	1,793	2,635	3,469	4,425
增长率 yoy (%)	-2.1	172.8	46.9	31.6	27.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.82	2.24	3.29	4.34	5.53
净资产收益率 (%)	16.7	21.7	25.6	26.3	26.0
P/E (倍)	228.6	83.8	57.0	43.3	34.0
P/B (倍)	38.4	18.2	14.5	11.4	8.8

资料来源: 贝格数据、国盛证券研究所

苹果公司设计、制造并销售移动通信设备及相关软件、服务、配件等, 主营手机和 PC 等消费类电子产品, 1980 年在美国纳斯达克交易所上市。小米公司是一家以智能手机、智能硬件及 IoT 平台为核心的互联网公司, 创立初期以高性价比、网络营销等经营方式循序打开市场, 2018 年在香港交易所上市。根据 Counterpoint, 2020 年苹果、小米智能

手机出货量分别位居全球第二、四名。

我们选取苹果、小米作为可比公司估值分析，传音控股虽然 PE 较高，但在 A 股极具稀缺性，而且科创板估值相对于美股以及港股偏高。相对于 A 股精密制造企业来讲，传音是 A 股目前唯一一家从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营的公司，非洲市场手机业务望量价齐升，新兴市场加速拓展打开增量空间。公司在未来几年也享受高成长，应享受一定的估值溢价，我们充分看好传音未来的发展空间。

图表 48: 可比公司估值比较 (总市值取 2021/3/12 收盘价, 传音控股盈利预测为国盛电子测算; 可比标的盈利预测取彭博、Wind 一致预期)

	总市值	归母净利润			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
苹果 (亿美元)	20,474.8	574.11	747.43	757.36	33.45	28.26	26.35
小米 (亿港元)	5,733.3	125.59	176.49	219.63	35.09	28.71	22.82
传音控股 (亿元)	1,502.6	26.35	34.69	44.25	57.00	43.30	34.00
立讯精密 (亿元)	2,869.0	71.99	101.69	131.39	39.85	28.21	21.83

资料来源: Wind, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

五、风险提示

新兴市场拓展不及预期：公司正积极拓展非洲以外的新型市场，由于不同国家、地区自然、人文环境不同，传音在非洲的成功不能照搬复制到其他市场。如果公司在进入其他市场面临激烈竞争，则将对公司营收业绩的快速增长产生不利影响。

新业务开展不及预期：除手机业务外，公司还在数码、家电等硬件以及移动互联网领域进行布局。如果公司的新业务开展不及预期，例如移动互联网产品变现能力受限，则将对公司营收利润贡献产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com