



买入 (首次)

所属行业: 电子-电子制造
当前价格(元): 168.15

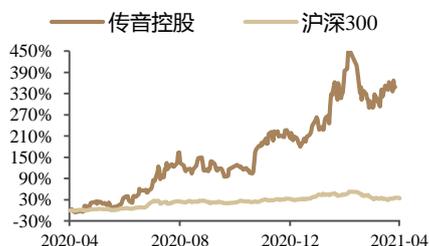
证券分析师

张世杰
资格编号: S0120521020002
邮箱: zhangsj3@tebon.com.cn

研究助理

王俊之
邮箱: wangjz3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.11	-9.23	26.17
相对涨幅(%)	13.13	-2.31	31.96

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

传音控股 (688036.SH)

非洲品牌优势明显, 产品与区域双向拓展构建多成长曲线

投资要点

- **产品本地化+深耕非洲渠道构建品牌壁垒, 功能机向智能机转型提升竞争优势。**公司为非洲手机龙头企业, 2020年Q3非洲智能机市占率为44.0%, 功能机市占率更是高达76.6%, 均稳居非洲第一。公司深耕非洲市场, 推行产品本地化策略, 切实解决非洲客户痛点问题, 在非洲形成稳固的品牌壁垒。随着非洲智能手机渗透率的不断提升(包括功能机向智能机切换), 非洲智能机市场总量不断扩大, 叠加公司品牌壁垒, 公司在非洲的市场份额将继续稳中有升, 在非洲手机市场营收将快速增长。
- **区域+产品双向拓展, 构建公司多成长曲线。**一方面, 公司手机业务向非洲以外新兴市场进军, 新兴市场智能手机潜力巨大, 叠加公司本地化的产品策略及性价比优势, 公司在新兴市场手机营收将显著增长; 另一方面, 公司产品拓展到家用电器、数码配件等电子产品和软件及互联网服务, 包括非洲在内的新兴市场在相关赛道具有极大潜力, 利用自有品牌壁垒及渠道优势, 公司拥有巨大营收空间。
- **投资建议。**预计公司2020-2022年每股收益分别为3.30、4.77和6.37元, 对应PE分别为50.96、35.23和26.39倍。我们考虑非洲市场空间巨大, 且公司在非洲地区壁垒深厚, 其在非洲地区的智能手机销售具有较强确定性; 同时公司对本地客户痛点理解深刻, 向其他电子及家电品类拓展, 相对于其他厂商更具优势, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 非洲智能机市场发展不及预期、新兴市场开拓不及预期、汇率大幅波动。

股票数据

总股本(百万股):	800.00
流通A股(百万股):	389.17
52周内股价区间(元):	42.22-249.00
总市值(百万元):	161,200.00
总资产(百万元):	23,207.57
每股净资产(元):	12.16

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,646	25,346	37,764	47,435	59,365
(+/-)YOY(%)	13.0%	11.9%	49.0%	25.6%	25.2%
净利润(百万元)	657	1,793	2,640	3,818	5,098
(+/-)YOY(%)	-2.1%	172.8%	47.2%	44.7%	33.5%
全面摊薄EPS(元)	0.82	2.24	3.30	4.77	6.37
毛利率(%)	24.4%	27.4%	25.9%	25.8%	26.1%
净资产收益率(%)	16.8%	21.7%	23.8%	25.3%	25.0%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 产品本地化+深耕非洲渠道构建品牌壁垒，功能机向智能机转型提升竞争优势.....	5
1.1. 传音：“非洲手机之王”	5
1.1.1. 立足非洲手机市场，积极实施区域+产品拓展战略	5
1.1.2. 高管团队行业经验丰富，股权结构稳定且集中	7
1.1.3. 营收规模快速增长，盈利能力持续提升	8
1.1.4. 股权激励凝聚人心，助力公司加速增长	11
1.2. 产品本地化+深耕非洲渠道构建品牌壁垒，行业规模扩大+公司份额稳中有升共同驱动公司手机收入持续提升	11
1.2.1. 非洲智能手机市场潜力巨大，进入井喷式增长期	11
1.2.2. 产品本地化+渠道深耕，品牌壁垒助力传音在非洲手机市场份额持续提升	14
1.3. 智能机形成使用数据闭环，客户粘性增强加固品牌壁垒	18
2. 区域+产品双向拓展，构建公司多成长曲线	19
2.1. 区域拓展：传音手机向广阔新兴市场进军	19
2.1.1. 新兴国家智能手机市场潜力巨大，进入井喷式增长期	19
2.1.2. 利用产品本地化策略及性价比优势，公司在新兴市场份额持续提升	21
2.2. 产品拓展：从手机向多电子产品线发展	21
2.2.1. 硬件产品：家电及智能配件产品带来新的成长空间	22
2.2.2. 软件及互联网服务：持续布局，孕育强大利润增量	23
3. 盈利预测与投资建议	24
4. 风险提示	25

图表目录

图 1: 十年磨砺, 终成“非洲手机之王”	5
图 2: 区域拓展: 亚洲等其他地区营收持续增长	6
图 3: 产品拓展: 构建硬件+软件及互联网服务产品矩阵	6
图 4: 传音控股业务构架	6
图 5: 公司股权集中且稳定, 子公司全球化布局分工明确	8
图 6: 营收规模快速扩张	9
图 7: 智能手机营收占比不断提升	9
图 8: 归母净利润大幅提升	9
图 9: 公司综合费率稳步下降	9
图 10: 公司采取先款后货模式, 应收账款周转率显著较高	10
图 11: 公司供应链高效运营, 总资产周转率高于行业平均水平	10
图 12: 公司毛利率小幅回落, 净利率持续提升	10
图 13: 功能机和智能机毛利率大体一致且维持高位	11
图 14: 手机业务印度等新兴市场毛利率低于非洲市场	11
图 15: 非洲智能手机渗透率发展空间巨大	12
图 16: 非洲人口基数大且 15-44 岁人口占比高	12
图 17: 非洲人口飞速增长	12
图 18: 非洲人口增长率持续高位	12
图 19: 非洲 GDP 水平相当于中国 2006 年水平	13
图 20: 非洲 GDP 维持中高速增长	13
图 21: 2008 年左右中国手机累计销量飞速增长	13
图 22: 2009-2018 年全球手机单价	13
图 23: 撒哈拉以南非洲地区 3G 快速普及	13
图 24: 中东及北非地区来到 3G 向 4G 的过渡阶段	13
图 25: 非洲智能手机市场进入爆发期	14
图 26: 传音推出三大手机品牌, 差异化覆盖消费者	14
图 27: 传音深肤色摄像技术, 让非洲消费者拍出靓丽的咖啡色皮肤	16
图 28: 传音“刷墙运动”, 营销效果明显	17
图 29: 传音与核心经销商有着长期稳固的合作关系	17
图 30: 传音非洲手机市场占有率持续上行	17
图 31: 传音非洲智能机市场占有率大幅提升	17
图 32: 一键换机, 利用非洲功能机市场的绝对领先地位拉升智能机市场占有率	18

图 33: 大数据助力公司根据用户习惯优化产品, 提升品牌壁垒	18
图 34: 2019 年全球各地区人均 GDP 情况	19
图 35: 印度尼西亚 15-44 岁人口占比达 46.9%	20
图 36: 菲律宾 15-44 岁人口占比达 47.4%	20
图 37: 印度等新兴市场智能手机渗透率极低	20
图 38: 巴基斯坦通信基础设施迅速升级扩建	20
图 39: 新兴市场手机市场销售金额继续快速增长	21
图 40: 新兴市场智能手机市场进入爆发式增长期	21
图 41: 传音采用本地化的产品+超高的性价比	21
图 42: 传音在巴基斯坦市场占有率持续提升	21
图 43: 传音家电及智能配件产品	22
图 44: 非洲空调市场潜力巨大	23
图 45: 非洲电视市场持续快速增长	23
图 46: Boomplay 界面	23
图 47: Vskit 界面	23
表 1: 公司高管团队经验丰富、年富力强	7
表 2: 股权激励助力公司发展	11
表 3: 主要手机品牌类似价格手机配置对比中, 传音手机全面占优	15
表 4: 解决客户需求痛点的核心技术积累	16
表 5: 公司各板块业绩拆分和盈利预测	24
表 6: 可比公司估值分析	25

1. 产品本地化+深耕非洲渠道构建品牌壁垒，功能机向智能机转型提升竞争优势

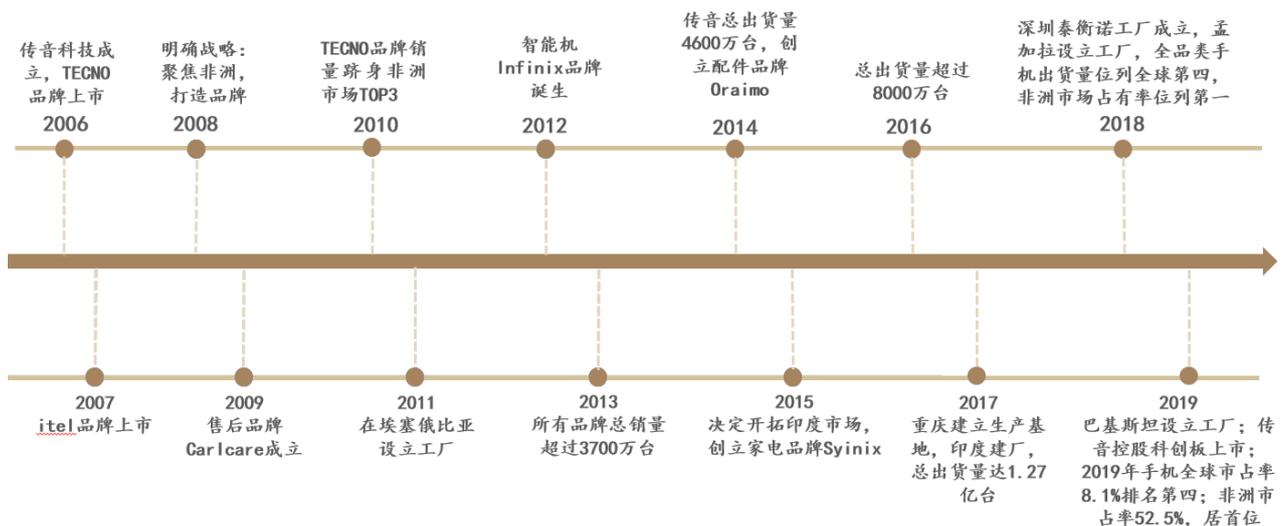
1.1. 传音：“非洲手机之王”

深圳传音控股股份有限公司成立于 2013 年 8 月，2019 年 9 月于科创板上市，公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，致力于成为新兴市场消费者最喜欢的智能终端和移动互联网服务提供商。旗下拥有 TECNO、itel 和 Infinix 等三大知名手机品牌。

1.1.1. 立足非洲手机市场，积极实施区域+产品拓展战略

十年磨砺，终成“非洲手机之王”，继续扎根非洲。公司 2006 年从东非功能机市场起步，通过多年深耕非洲市场，逐步发展成为“非洲手机之王”，根据 IDC 数据，传音 2019 年功能机市场占有率超过 60%，智能机市场占有率达 36.9%，均稳居非洲第一。公司 2019 年实现营收 253.5 亿元人民币，其中非洲市场营收达 190.0 亿元，占公司营收比达 75.0%，非洲市场是公司持续发展和壮大的根据地，公司将继续深耕非洲市场。

图 1：十年磨砺，终成“非洲手机之王”



资料来源：爱集微，公司官网，德邦研究所

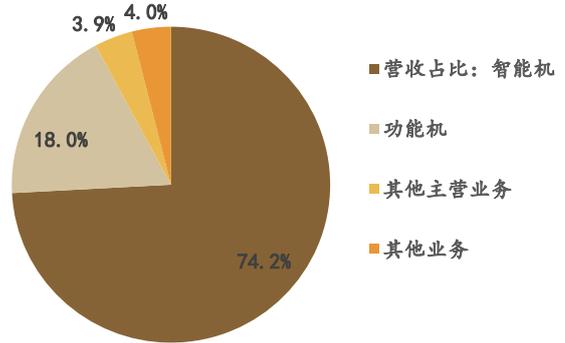
区域拓展：积极开拓南亚、东南亚等新兴市场。公司在多年深耕非洲手机市场的基础上，2016 年开始进入印度市场，随后逐步向孟加拉、巴基斯坦、印尼、缅甸等新兴市场进行区域拓展。公司高性价比产品十分符合新兴市场消费者需求，叠加公司多年来产品本地化和销售渠道构建的相关经验，公司区域拓展战略取得了良好成果，2019 年传音非洲手机市场占有率高达 52.5%，继续稳居第一；印度市场占有率 6.8%，排名第五；孟加拉市场占有率 15.6%，排名第二。2020 年 Q3，公司在非洲智能机市占率达 44%，功能机市占率更是高达 76.6%，均稳居第一。

图 2：区域拓展：亚洲等其他地区营收持续增长



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所
注：由于公司将部分营收统计到“其他营收（地区）”，故非洲地区和亚洲等其他地区营收总和低于公司总营收

图 3：产品拓展：构建硬件+软件及互联网服务产品矩阵



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所
注：其他主营业务包括数码配件、家电销售以及移动互联网业务；其他业务包括售后服务及原材料销售

产品拓展：构建硬件+软件及互联网服务产品矩阵。公司积极构建包括手机（TECNO、itel 和 Infinix）、数码配件（Oraimo）、家用电器（Syinix）等硬件，以及包括自主研发的智能终端操作系统（Hios、itelOS 和 XOS）和多款非洲热门 app（音乐媒体平台 Boomplay、新闻聚合类应用 Scooper、短视频平台 Viskit 等）在内的软件和互联网服务产品矩阵。在更加全面地为消费者提供产品和服务的同时，提高了公司销售渠道和售后服务的利用效率，极大的加固了公司的护城河。

拥有专业售后服务品牌，助力公司多样化战略。传音拥有专业的售后服务（Carlcare），服务品类已覆盖自有品牌的手机产品和家用电器产品，并逐步向其品类拓展。Carlcare 致力于为全球市场提供本土化一站式服务，目前已在全球建有超过 2,000 个服务网点（含第三方合作网点），是非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商。Carlcare 旗下拥有由多位行业专家组成的管理团队和技术团队，覆盖非洲、南亚、东亚、东南亚、中东和南美等地区，为全球用户提供专业高效的售后服务。

图 4：传音控股业务构架



资料来源：招股说明书，德邦研究所

1.1.2. 高管团队行业经验丰富，股权结构稳定且集中

公司高管团队拥有丰富的新兴市场销售渠道构建和产品本地化设计生产经验。传音前身成立于 2006 年，以公司实际控制人、董事长兼总经理竺兆江先生为代表的公司创始人团队大多有原宁波波导手机事业部工作经历，拥有超过 10 年的手机生产与新兴市场（特别是非洲）销售经验，积累了丰富的新兴市场销售渠道构建经验，建立了强大的解决客户痛点的产品定向设计与生产能力。领导团队正处壮年，极具开拓精神、创新精神。

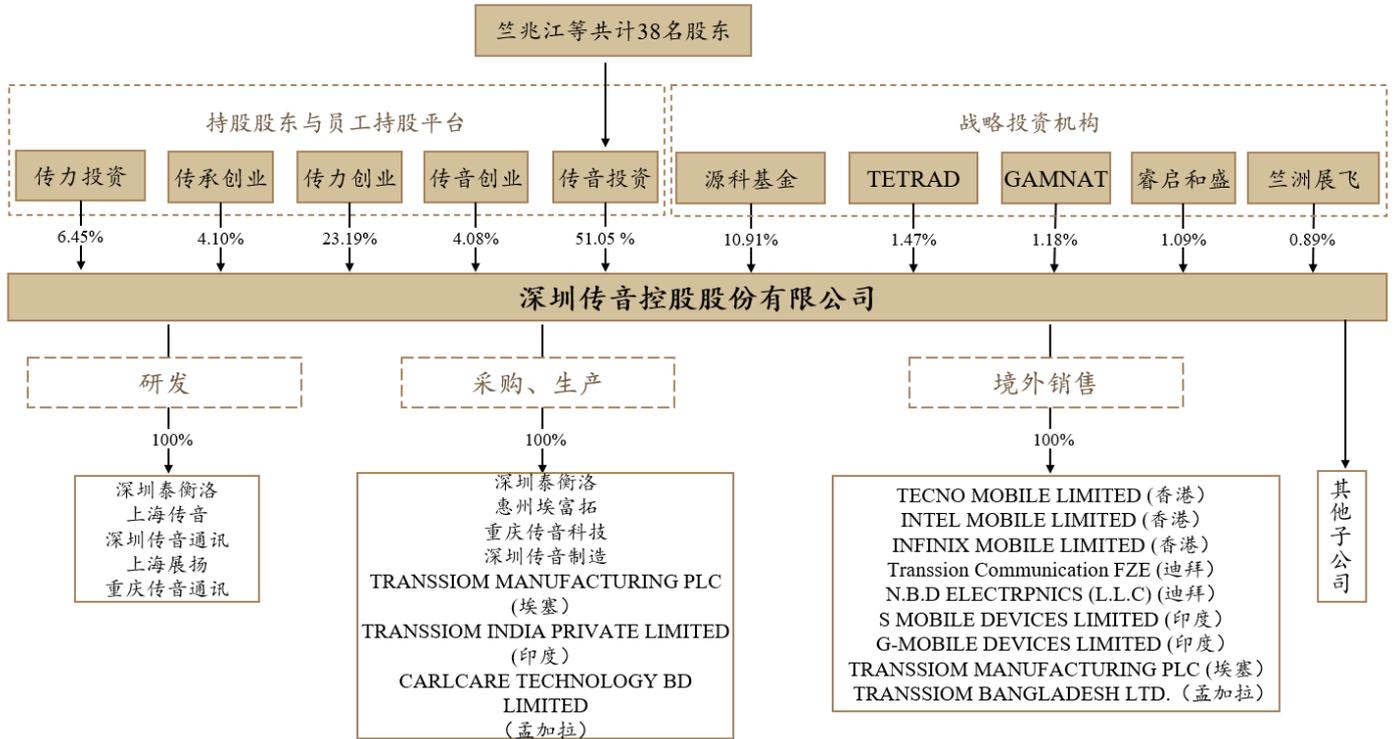
表 1：公司高管团队经验丰富、年富力强

序号	姓名	出生年份	职务	持股比例	工作经历
1	竺兆江	1973 年	实际控制人，董事长，总经理	13.71%	曾在浙江奉通股份有限公司，宁波波导股份有限公司等公司任职，2006 年带领宁波波导海外市场开发团队创立深圳传音，2013 年 8 月至今担任公司董事长，总经理
2	雷伟国	1981 年	副总经理	2.02%	曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013 年 8 月至今在公司任职，现任公司副总经理
3	严孟	1980 年	董事，副总经理	4.00%	曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013 年 8 月至今在公司任职，现任公司董事，副总经理
4	杨宏	1969 年	副总经理	1.71%	曾在中国石油吉化化肥厂，宁波波导股份有限公司等公司任职，2013 年 8 月至今在公司任职，现任公司副总经理
5	张祺	1978 年	董事，副总经理	3.06%	曾在宁波波导股份有限公司，宁波波导萨基姆电子有限公司等公司任职，2013 年 8 月至今在公司任职，现任公司董事，副总经理
6	哈乐	1979 年	副总经理	0.09%	曾在联想(北京)，三星(中国)投资有限公司等公司任职，2015 年 9 月至今在公司任职，现任公司 TECNO 事业部总经理
7	肖永辉	1969 年	财务负责人	0.73%	曾在江西庆江化工厂，宁波波导股份有限公司等公司任职，2014 年 1 月至今在公司任职，现任公司财务负责人
8	曾春	1980 年	董事会秘书	0.00%	曾在渤海证券股份有限公司，中信证券股份有限公司等公司任职，2020 年 4 月至今在公司任职，现任公司董秘办公室主任
9	刘世超	1981 年	核心技术人员	0.00%	曾先后就职于西门子(中国)，Destinator Technologies (China), Inc.，腾讯，金立通信，深圳筑天科技有限公司，2016 年 11 月至今任深圳传音通讯副总经理
10	陆伟峰	1976 年	核心技术人员	1.33%	曾先后就职于华为技上海研究所，思佳讯通讯，锐嘉科集团有限公司和上海锐来科信息技术有限公司，2014 年 9 月至今担任上海传英副总经理
11	王海滨	1983 年	核心技术人员	1.01%	曾就职于宁波波导萨，2013 年 8 月至今在公司任职，现任公司硬件中心总经理

资料来源：Wind，公开信息，德邦研究所

公司股权稳定且集中，竺兆江先生拥有绝对控制权。公司实际控制人竺兆江先生总计持有股份比例为 13.71%。竺兆江持有传音投资股权比例为 20.68%，并与传音投资其他主要股东签署一致行动协议、表决委托协议，拥有传音控股的绝对控制权。公司员工通过传音投资、传力投资、传承创业、传音创业、传力创业等持股平台合计持有公司 69.76% 的股份，董监高共 17 人合计持有公司总股本的 50.6%，公司高管雷伟国、严孟、杨宏、张祺等分别间接持股 2.0%、4.0%、1.7%、3.1%。稳定的股权结构、明确的实际控制人，都有利于公司的长期发展。

图 5：公司股权集中且稳定，子公司全球化布局分工明确



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

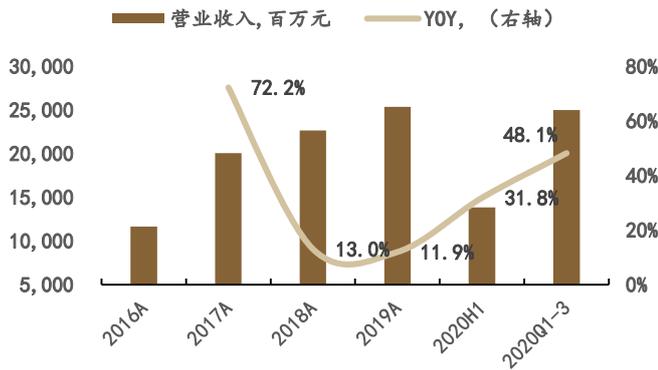
注：最新股权数据来自 Wind 截止日期为 2021 年 4 月 6 日

传音子公司全球化布局，研发、采购、生产、境外销售和商标持有及市场服务分工合理。截止 2020 年 6 月，公司下属境内外子公司共计 99 家。其中境内 19 家，主要负责研发、采购和生产等业务；境外 80 家，主要由两家香港子公司 TRANSSION HOLDINGS LIMITED 和 TRANSSION INVESTMENT LIMITED 持有，负责生产、销售、市场服务、物业及商标持有等业务。具体来看，公司生产主要在境内、埃塞俄比亚、印度和孟加拉完成；主要销售及市场服务目的地为东非、北非、中东、南亚和东南亚等地区。

1.1.3. 营收规模快速增长，盈利能力持续提升

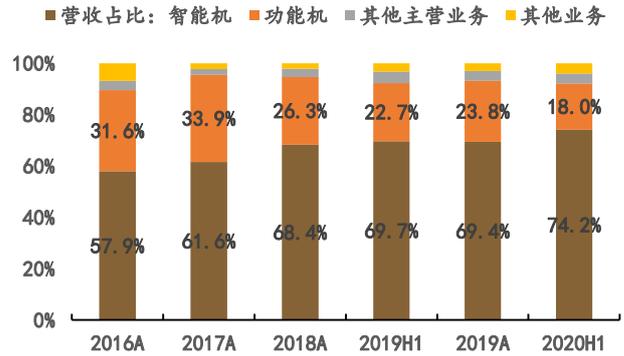
智能机业务飞速发展拉动公司营收快速增长。2019 年公司实现总营收 253.5 亿元，2020 年前三季度达 249.7 亿元。在经历 2017 年快速增长后，营收增速在 2018、2019 年回落至 12% 左右，2020 年前三季度再次快速扩张至 48.1%。据半年报数据，随着印度、巴基斯坦、孟加拉等新兴市场的快速增长，2020 年上半年公司营收增速为 31.8%，其中智能机营收在 2020 年上半年大幅上涨达 40.3%，成为拉升公司营收的主要动力，非洲智能机市场的快速扩张，叠加公司在印度及其他新兴国家智能机市场份额的提升，共同拉升了公司智能机营收增速。

图 6：营收规模快速扩张



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

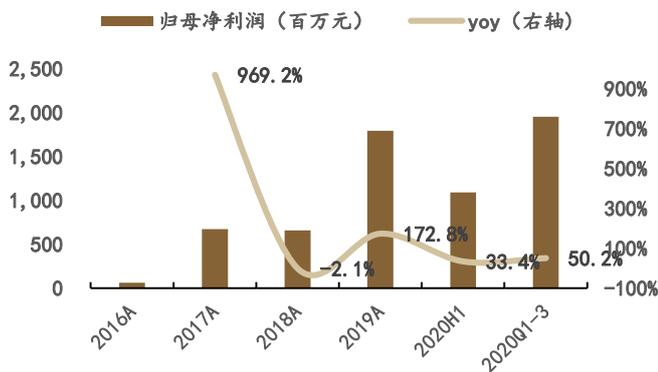
图 7：智能手机营收占比不断提升



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

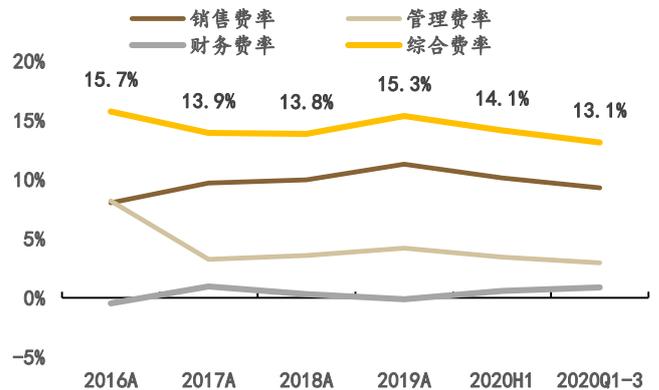
综合费率下降持续助力公司盈利快速增长。公司 2019 年全年实现归母净利润 17.9 亿元，同比增长 172.8%；2020 年前三季度共实现归母净利润 19.5 亿元，同比增长 50.2%。2018-2019 年汇率变动及外汇管理工具公允价值变动引发了公司归母净利润的异常波动；公司营收的快速增长叠加综合费率下降使得 2020 年前三季度归母净利润的大幅提升。

图 8：归母净利润大幅提升



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 9：公司综合费率稳步下降



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

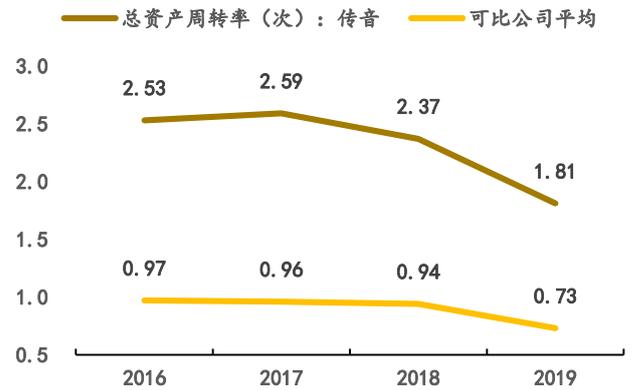
运营效率处于行业领先水平。公司主要面向海外销售，为了避免风险且对下游经销商具有较高的议价能力，公司主要采用先款后货的模式，公司应收账款周转率显著高于行业内可比公司平均水平；公司在供产销等供应链环节保持极高的运营效率，总资产周转率相较于行业平均水平明显更高。

图 10: 公司采取先款后货模式, 应收账款周转率显著较高



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所
注: 可对比公司包括苹果公司、小米集团及三星电子

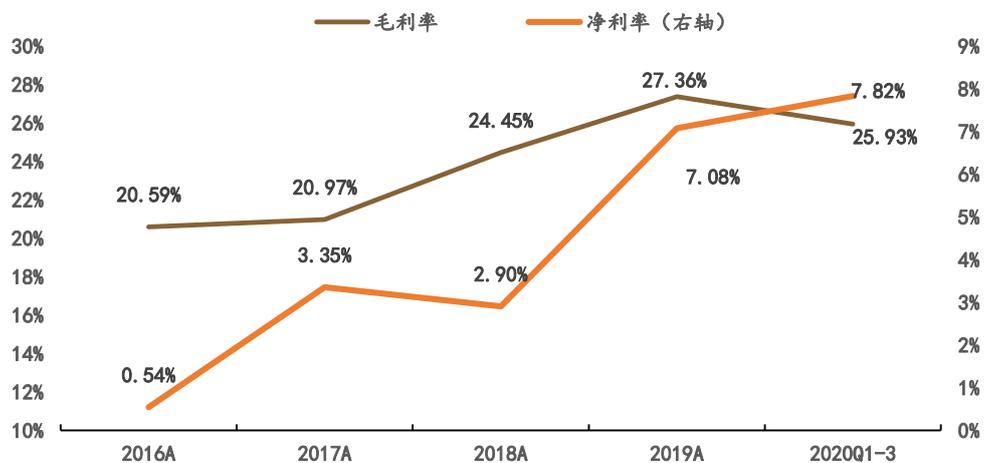
图 11: 公司供应链高效运营, 总资产周转率高于行业平均水平



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所
注: 可对比公司包括苹果公司、小米集团及三星电子

印度等新兴市场营收占比提升, 小幅拉低公司毛利率。2016-2019 年公司毛利率稳步提升, 2019 年上半年, 剔除美元兑人民币升值影响¹后毛利率为 26%, 由于印度等新兴市场毛利率低于非洲市场, 随着公司对印度等市场的开拓力度不断加大, 新兴市场营收占比提升, 2020 年上半年公司毛利率同比回落 2.3 个百分点²。公司持续加强费用管控, 带来了净利率的稳步提升。

图 12: 公司毛利率小幅回落, 净利率持续提升



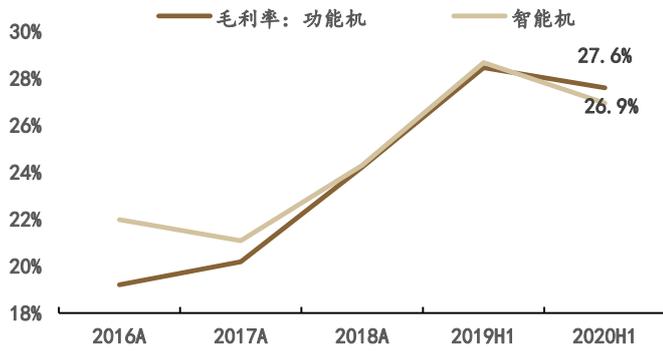
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

聚焦手机业务:分机型看, 公司智能机和功能机毛利率大体一致, 2020 年上半年两者均维持在 27% 左右。分区域看, 公司在非洲手机业务毛利率显著高于印度等新兴市场, 其中非洲手机市场毛利率持续上升, 2019 年上半年非洲手机业务毛利率达 30.8%, 印度毛利率回升至 15.3%, 随着公司新兴市场营收占比的逐步提升, 公司毛利率存在小幅下行趋势。

¹ 公司原材料购买及手机生产主要在国内完成, 成本主要以人民币计价; 公司产品销售全都在海外, 以美元计价, 美元对人民币升值将拉升公司毛利率。

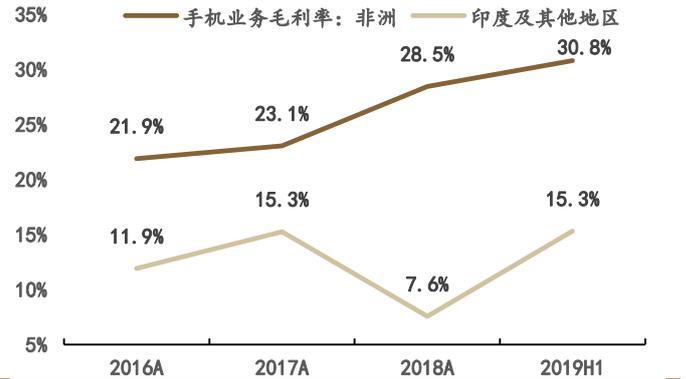
² 由于公司未公布 2019 年前三季度毛利率, 故我们比较了 2019 年上半年毛利率与 2020 年上半年度毛利率。

图 13：功能机和智能机毛利率大体一致且维持高位



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 14：手机业务印度等新兴市场毛利率低于非洲市场³



资料来源：公司公告，德邦研究所

1.1.4. 股权激励凝聚人心，助力公司加速增长

公司推出股权激励计划，促进 2020-2022 年业绩快速增长。2020 年 6 月，公司发布股权激励计划，拟向包括中层管理人员、技术骨干、业务骨干在内的 296 人授予总计 817.5 万股限制性股票，首次授予 657.5 万股，预留 160 万股，授予价格 28 元/股，本次激励对象不包括公司董事、高管。

表 2：股权激励助力公司发展

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
预计摊销费用 (万元)	26019.9	11275.3	5420.8	1734.7
业绩考核指标：				
营收或扣非净利润增速	≥10%	≥33%	≥55%	

资料来源：公司公告，德邦研究所

本次限制性股票激励计划在公司层面的业绩考核要求为：以 2019 年营收/扣非净利润为基数，2020-2022 年增长率分别不低于 10%、33%、55%，且“扣非净利润”指标需剔除公司实施股权激励计划所产生的股份支付费用。

1.2. 产品本地化+深耕非洲渠道构建品牌壁垒，行业规模扩大+公司份额稳中有升共同驱动公司手机收入持续提升

随着非洲人口的快速增长、人均收入的稳步提升、基建的逐步完善，非洲智能机市场潜力巨大，公司产品贴合非洲本地需求，叠加多年深耕的营销渠道，传音有望伴随非洲手机市场的显著扩大，获得手机收入继续快速提升。

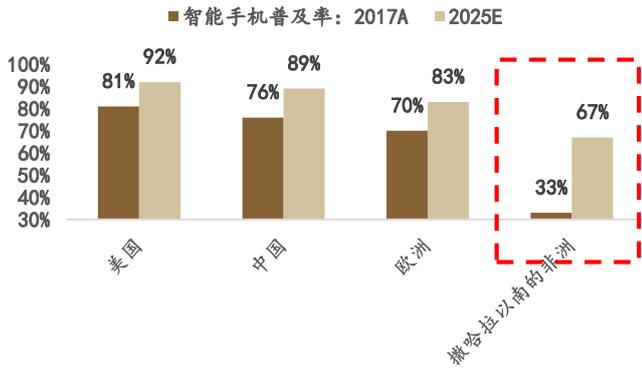
1.2.1. 非洲智能手机市场潜力巨大，进入井喷式增长长期

对比中国、欧洲等国家，非洲智能机市场渗透率极低，潜力巨大。根据 GSMA 相关数据，2017 年非洲智能手机渗透率仅为 33%，远低于同期美国、欧洲和中国渗透率水平，预计到 2025 年非洲智能手机渗透率将提升至 67%，年均提升 4.25

³ 2018 年印度及其他地区毛利率大幅下降，一方面由于印度本地运营商 reliance jio 采用超低价营销策略，导致市场竞争加剧，行业毛利率下降；另一方面由于印度提升关税税率导致手机产品成本。以上影响在 2019 年开始逐步消失。

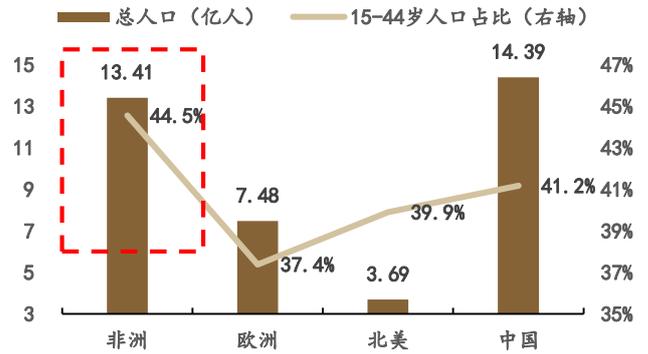
个百分点，非洲智能机市场潜力巨大。

图 15: 非洲智能手机渗透率发展空间巨大



资料来源: GSMA, 德邦研究所
注: 2019 年南亚智能机渗透率 60%，撒哈拉以南非洲地区 46%

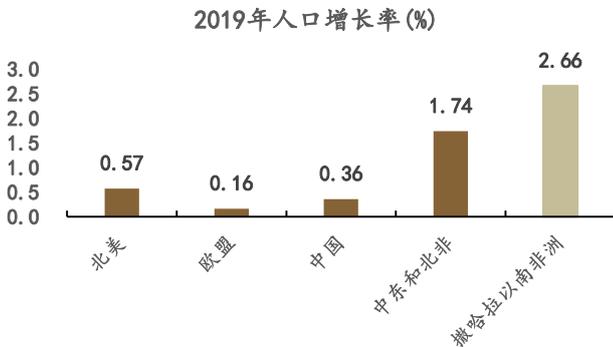
图 16: 非洲人口基数大且 15-44 岁人口占比高



资料来源: United Nations, 德邦研究所

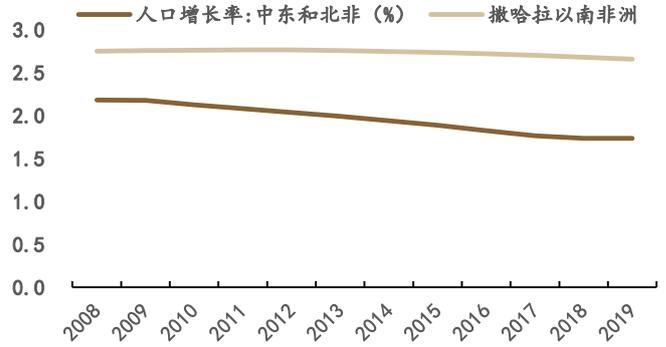
非洲人口基数大，15-44 岁人口占比明显更高，且持续高速增长。根据联合国数据，2020 年非洲人口数量约为 13.41 亿人，略低于中国，远高于欧洲和北美的总和，非洲拥有庞大的人口基数；其 15-44 岁人口占比达 44.5%，人口结构最为年轻。根据世界银行数据，2019 年撒哈拉以南非洲人口增速高达 2.66%，北非及中东为 1.74%，远高于中国、欧盟和北美等地区，且增速多年维持高位。非洲巨大的人口基数、年轻的人口结构以及持续高人口速增，意味着其拥有巨大的市场潜力。

图 17: 非洲人口飞速增长



资料来源: World Bank, 德邦研究所

图 18: 非洲人口增长率持续高位

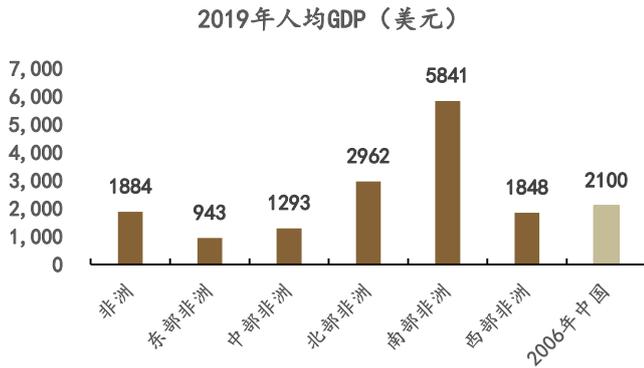


资料来源: World Bank, 德邦研究所

非洲人均 GDP 稳步增长。根据世界银行数据，2019 年非洲人均 GDP 为 1884 美元，大体相当于中国 2006 年水平，其中北部非洲和南部非洲人均收入相对更高，大体分别相当于中国 2008 年、2011 年水平。2006 年千元 NOKIA 功能机开始在中国畅销，根据中国电子信息产业年鉴，2008 年 4 月我国手机累计销量高达 5.6 亿部，随后快速增长，并在 2011 年突破 10 亿部。随着非洲人均 GDP 的稳步增长，适应本地化需求及支付能力的手机产品推出，非洲手机市场，特别是智能机市场拥有巨大发展空间。

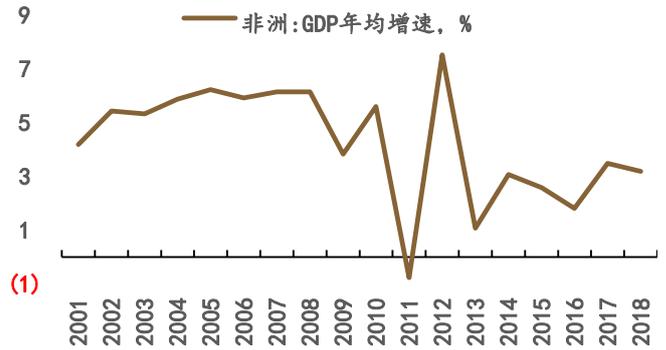
4 由于没有 2006 年我国手机销量的权威数据，此处我们考察了 2008 年以来数据

图 19: 非洲 GDP 水平相当于中国 2006 年水平



资料来源: United Nations, Wind, 德邦研究所
注: 为了方便理解非洲人均 GDP 水平, 中国选择了 2006 年人均 GDP

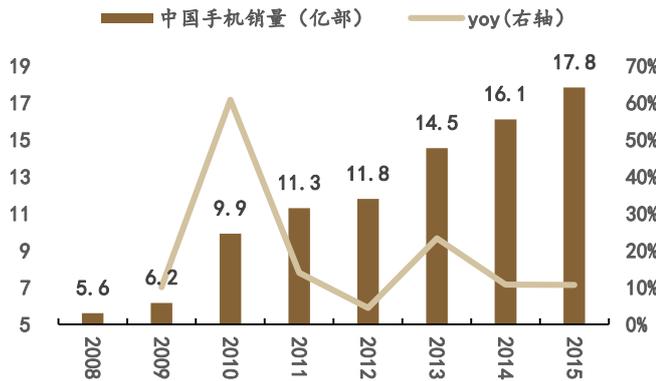
图 20: 非洲 GDP 维持中高速增长



资料来源: UN, 德邦研究所

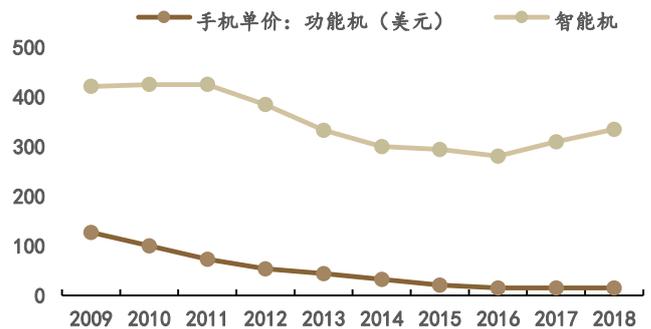
非洲通信相关基建快速发展。根据 GSMA 数据, 2019 年撒哈拉以南非洲地区 2G 覆盖率约为 48%, 预计到 2025 年, 3G/4G/5G 覆盖率将达到 90% 水平; 而中东及北非地区 2G 覆盖率也将从 30% 水平, 迅速下降到低于 10% 水平, 同时 4G/5G 覆盖率将提升至 54% 水平, 标志着非洲通信基础设施进入持续升级阶段。

图 21: 2008 年左右中国手机累计销量飞速增长



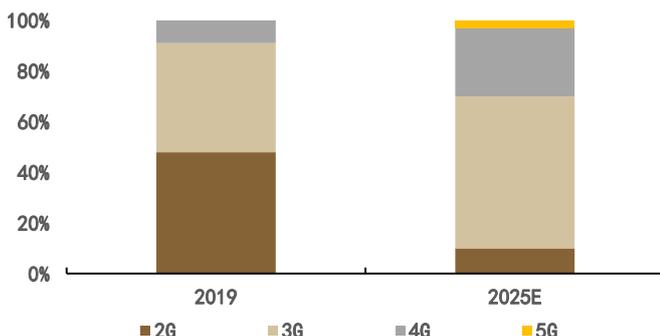
资料来源: 中国信息统计年鉴, Wind, 德邦研究所

图 22: 2009-2018 年全球手机单价



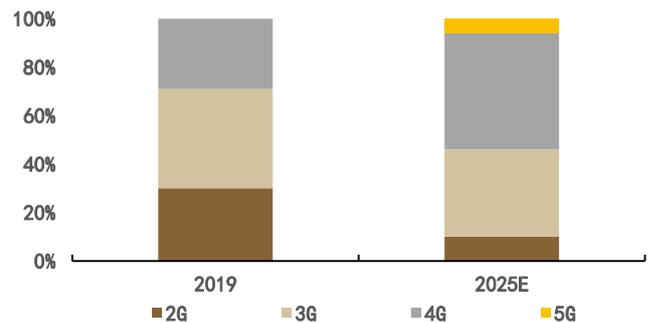
资料来源: IDC, 德邦研究所

图 23: 撒哈拉以南非洲地区 3G 快速普及



资料来源: GSMA, 德邦研究所

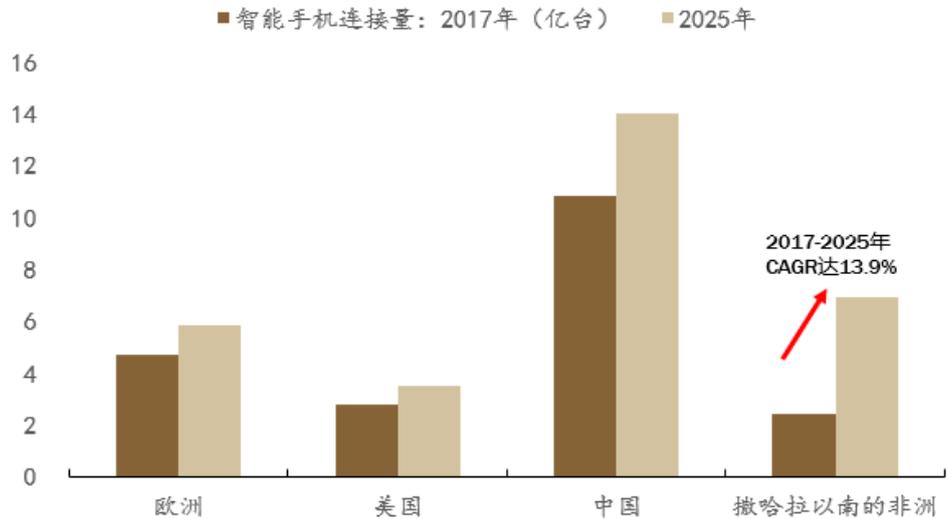
图 24: 中东及北非地区来到 3G 向 4G 的过渡阶段



资料来源: GSMA, 德邦研究所

非洲智能机市场进入飞速发展阶段。考虑到非洲的人口基数、人口结构、人口增速，叠加非洲人均 GDP 水平及其增速、非洲通信基础设施的发展程度，再对照中国 2006 年-2015 年长达 10 年的手机销量飞速发展期，我们认为非洲手机市场，特别是智能机市场将迎来爆发期。根据 GSMA 数据，2017 年撒哈拉以南非洲地区智能手机接入量仅为 2.44 亿台，预期到达 2025 年其接入量将飞速提升至 6.91 亿台，复合年均增长率将高达 13.9%，非洲智能机市场进入井喷式增长期。

图 25：非洲智能手机市场进入爆发期

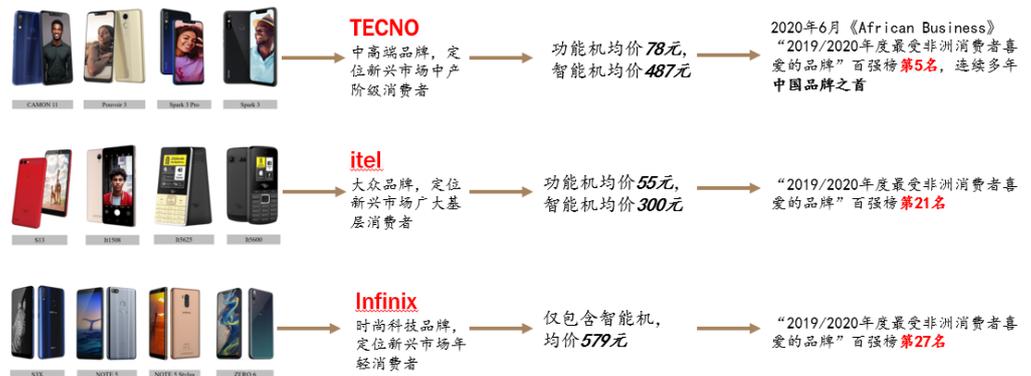


资料来源：GSMA，德邦研究所

1.2.2. 产品本地化+渠道深耕，品牌壁垒助力传音在非洲手机市场份额持续提升

推出三大品牌，差异化覆盖非洲消费者。公司 2006 年进入非洲市场时仅拥有 TECNO 一个品牌售卖国产功能机，随着公司扎根非洲，为了更好的覆盖非洲多元化消费人群，公司陆续推出了 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌。其中 TECNO 为公司旗下中高端品牌，包含智能机和功能机，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体；itel 为公司旗下大众品牌，包含智能机和功能机，目标客户为新兴市场广大基层消费者；Infinix 为公司旗下科技时尚产品，致力于成为新兴市场年轻人喜爱的时尚科技品牌。丰富的品牌和产品类型，有利于公司更好地覆盖消费者，助力稳固甚至提升公司在非洲的手机市场份额。

图 26：传音推出三大手机品牌，差异化覆盖消费者



资料来源：招股说明书，公司官网，德邦研究所

注：此处各手机均价均根据公司招股说明书中 2019 年 H1 数据推算得出，为公司出货价格，非市场销售价格，市场销售均价大约高出 30% 的经销商毛利率。

面对人均收入较低的非洲市场，公司手机具有极高的性价比。2019年上半年，传音公司功能机均价仅为 62.4 元，智能机均价也仅为 441.7 元，低到极致的价格，也使得公司产品能够更好地贴合非洲本地需求。在降低价格的同时，公司生产和销售的手机配置并不比各主流手机品牌差。在表 3 中，我们收集了相似价格区间的非洲主流厂商的手机配置，传音在价格最低的同时，几乎做到了配置的全面领先。极致的性价比使得公司产品更好地扎根非洲，这也将为公司手机向新兴市场拓展打下坚实的基础。

表 3：主要手机品牌类似价格手机配置对比中，传音手机全面占优

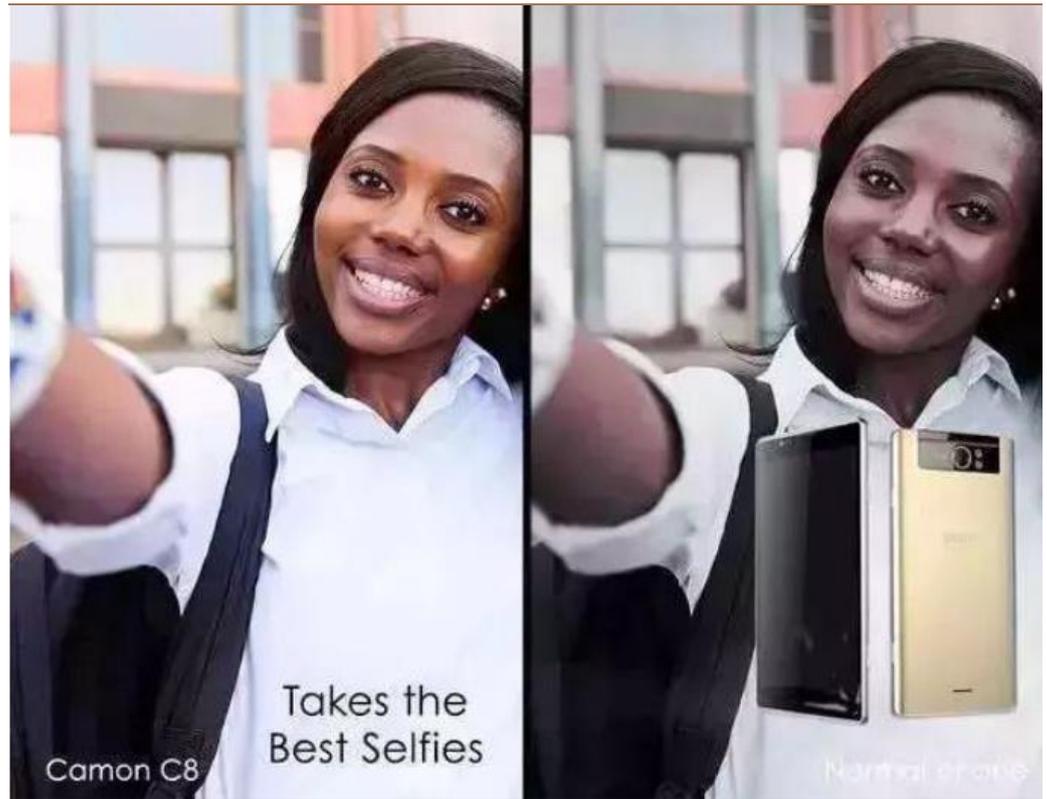
品牌	Infinix	HUAWEI	OPPO	Samsung	Realme
屏幕 (寸)	6.6	5.45	6.2	5.7	6.1
电池 (mAh)	5000	3020	4230	3000	4000
内存	32G, RAM 2G	16G, RAM 1G	32G, RAM 2G	16G, RAM 2G	16G, RAM 2G
价格 (\$)	74	81	110	90	87

资料来源：canalys，德邦研究所

丰富的核心技术积累，灵活及时地推出能够有效解决手机用户痛点的产品。针对非洲消费者的摄影需求，公司研制了深肤色摄像技术、夜间拍照捕捉技术和暗处人脸识别解锁功能等个性化应用技术；针对非洲国家局部地区经常停电、早晚温差大、使用者手部汗液多等问题，公司针对性地研制了低成本高压快充技术、超长待机、基于环境温度检测的电流控制技术和防汗液 USB 端口等；针对非洲消费者的娱乐方式，研制了适合非洲音乐的低音、喇叭设计，以及适合非洲人的收音机功能设计；针对非洲跨运营商通话价格昂贵问题，公司推出了多卡多待功能。

传音产品研发高度重视本地化的特色，包括本地语言、本地声音、本地审美观，为了非洲、深入非洲、了解非洲，灵活及时地推出符合客户需求的产品，是传音作为“非洲手机之王”的“致胜法宝”。

图 27：传音深肤色摄像技术，让非洲消费者拍出靓丽的咖啡色皮肤



资料来源：传音宣传图，德邦研究所

表 4：解决客户需求痛点的核心技术积累

核心技术	技术描述	解决客户痛点问题
深肤色人像夜间拍照	对面部轮廓及五官特征进行采样和定位分析，优化深肤色人拍照的成片效果	深肤色人群拍照清晰度不足
基于本地化的硬件深度定制	创新产品硬件架构设计，关键器件深度定制，压低成本	客户购买力相对有限
拍照补光技术	通过屏幕补光和闪光灯补光，提升拍照效果	夜间亮度不够，照相或视频效果极差
手机防水防侵蚀设计	修改金属氧化工艺，改善 UV 油漆配方，提升产品防腐蚀度	非洲雨季潮湿及非洲用户多汗
大电流快充技术	运用主板散热及新材料实现大电流快充，同时缩减线材及充电器成本	非洲电力不足，供电时间有限；大电流充电散热难度大

资料来源：招股说明书，德邦研究所

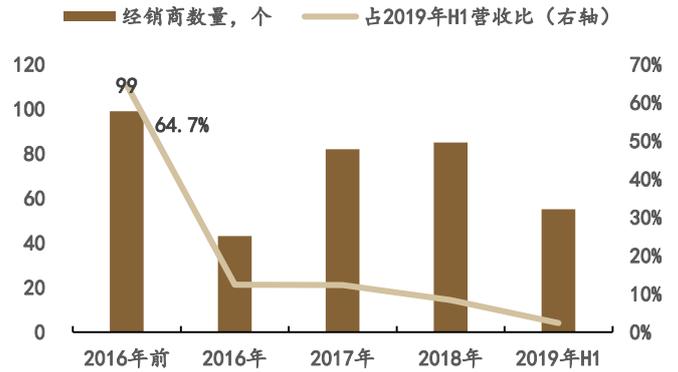
特色鲜明的营销方式，打造非洲版“农村包围城市”之路。由于非洲城市化水平较低，各国、各地区没有形成全面覆盖的大型通信运营商网络。传音针对非洲市场采取了“农村包围城市”的策略，公司结合地推销售，户外广告、报纸、电视处处可见传音的广告。传音在非洲广大地区搞起了“刷墙运动”，在基础设施、互联网不发达的非洲，这种做法效果十分显著。

图 28: 传音“刷墙运动”，营销效果明显



资料来源: BiaNews, 德邦研究所

图 29: 传音与核心经销商有着长期稳固的合作关系

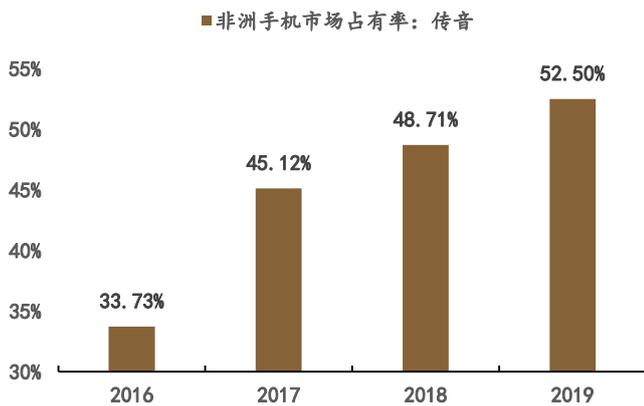


资料来源: 招股说明书, 德邦研究所
注: 横轴指经销商与传音签约时间

与经销商建立亲密的合作关系，搭建稳固销售渠道。公司销售模式以经销为主，通过多年深耕非洲市场，在非洲建立了一套覆盖面广、渗透性强、稳定性高的销售渠道。在非洲地区主要经销商大都拥有 5 年及以上合作关系，且规模明显更大，双方合作关系稳定，公司给渠道经销商分享的毛利率 30%⁵，在共同成长中实现了互利共赢。

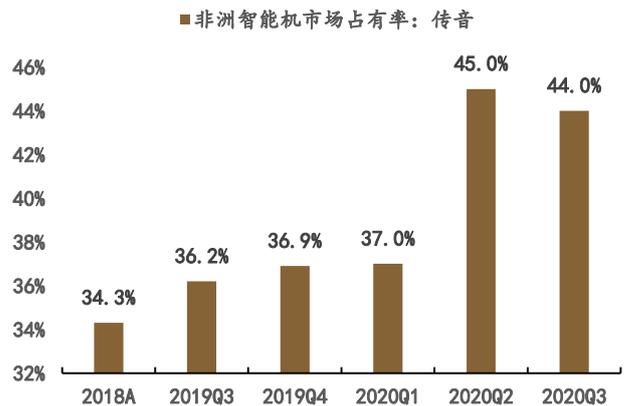
产品、营销叠加销售渠道，铸就传音成为非洲知名品牌。在知名泛非商业杂志《African Business》(2020 年 6 月版) 发布的“2019/2020 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜中，传音旗下三大手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第 5、21 及 27 名；在百强榜中，TECNO 连续多年位居入选的中国品牌之首，itel 位居中国品牌第二名。

图 30: 传音非洲手机市场占有率持续上行



资料来源: 招股说明书, IDC, 德邦研究所

图 31: 传音非洲智能机市场占有率大幅提升



资料来源: IDC, 德邦研究所

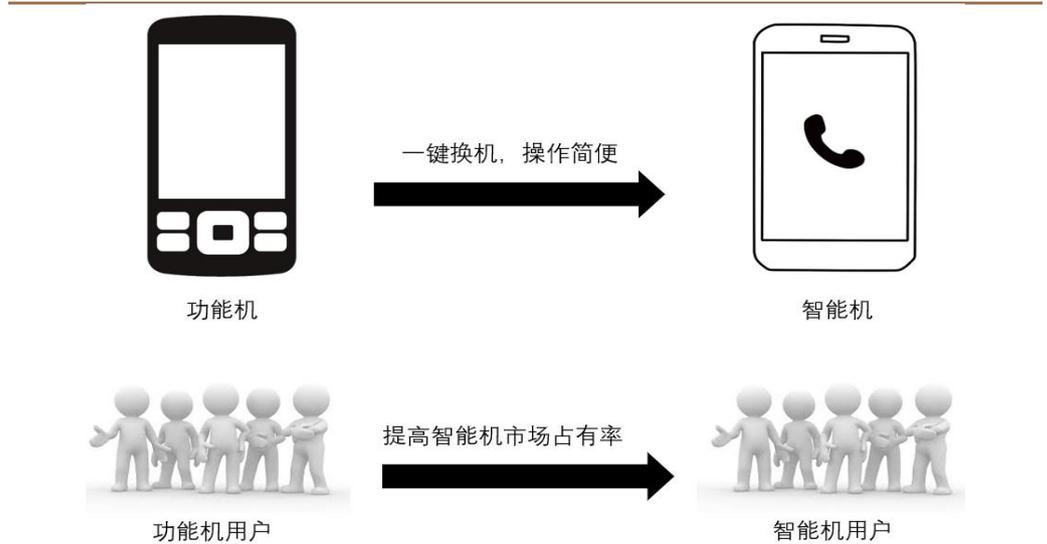
品牌壁垒助力公司非洲市场份额持续提升。2019 年传音在非洲手机市场占有率达 52.5%，其中智能机占有率达 36.9%、功能机占有率达 64.0%，市场占有率位居第一并持续提升。根据 IDC 最新数据，2020 年第三季度，传音在非洲手机市场份额再次得到明显提升，其中智能机市场占有率达 44.0%，同比提升 7.8 个百分点，疫情影响叠加品牌壁垒显著提升了公司在非洲手机市场占有率。

⁵ 此处 30%的经销商毛利率指从出货到终端销售，中间几级经销商合计毛利率。

1.3. 智能机形成使用数据闭环，客户粘性增强加固品牌壁垒

智能机同步积累大量用户信息，加大了用户手机跨品牌的“迁移成本”，提升用户粘性。对比功能机，智能机具有更大内存和独立的操作系统，用户可以自行安装各类软件，这使得用户在手机内积累了大量信息。通过云技术，手机厂商一般支持存储信息低成本向同品牌跨机迁移。传音甚至支持本厂功能机数据向智能机迁移，利用自己在非洲功能机市场的绝对领先地位，加固公司品牌壁垒，护航公司在非洲智能机市场占有率稳中有升。

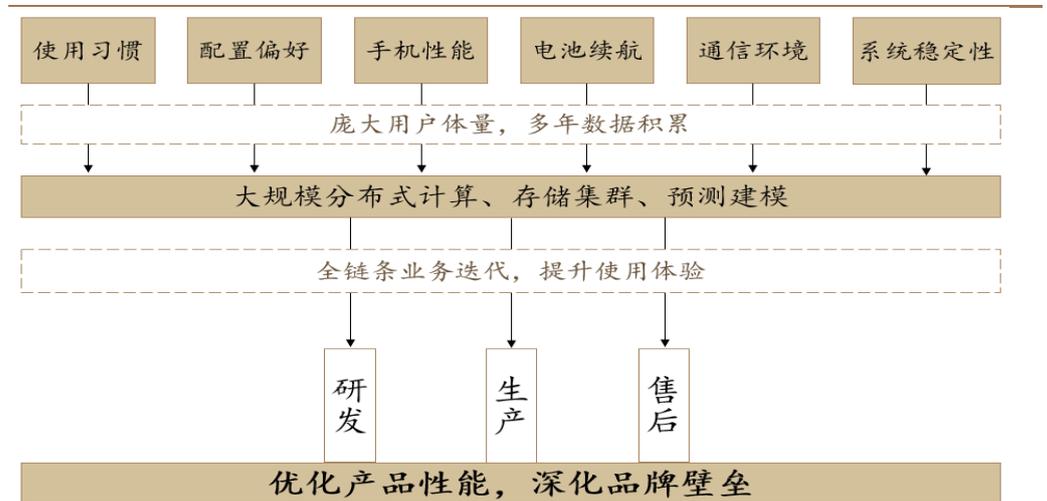
图 32：一键换机，利用非洲功能机市场的绝对领先地位拉升智能机市场占有率



资料来源：德邦研究所

大数据技术助力公司根据用户习惯优化产品性能，加固公司品牌壁垒。基于公司在非洲庞大的用户体量，公司自研手机部署了高端数据采集计算引擎，在遵循当地法律法规并充分保护用户隐私的前提下，对用户的使用习惯、配置偏好以及手机性能、电池续航、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，进一步加固公司品牌壁垒。

图 33：大数据助力公司根据用户习惯优化产品，提升品牌壁垒



资料来源：德邦研究所

2. 区域+产品双向拓展，构建公司多成长曲线

在享受非洲智能机渗透率提升带来非洲手机市场总量扩大、公司品牌壁垒驱动公司市场份额稳中有升的双重红利的同时，公司进一步通过区域+产品拓展策略，在销售区域拓展和丰富产品生态链两方面发力，构建公司多成长曲线，护航公司长远发展。

2.1. 区域拓展：传音手机向广阔新兴市场进军

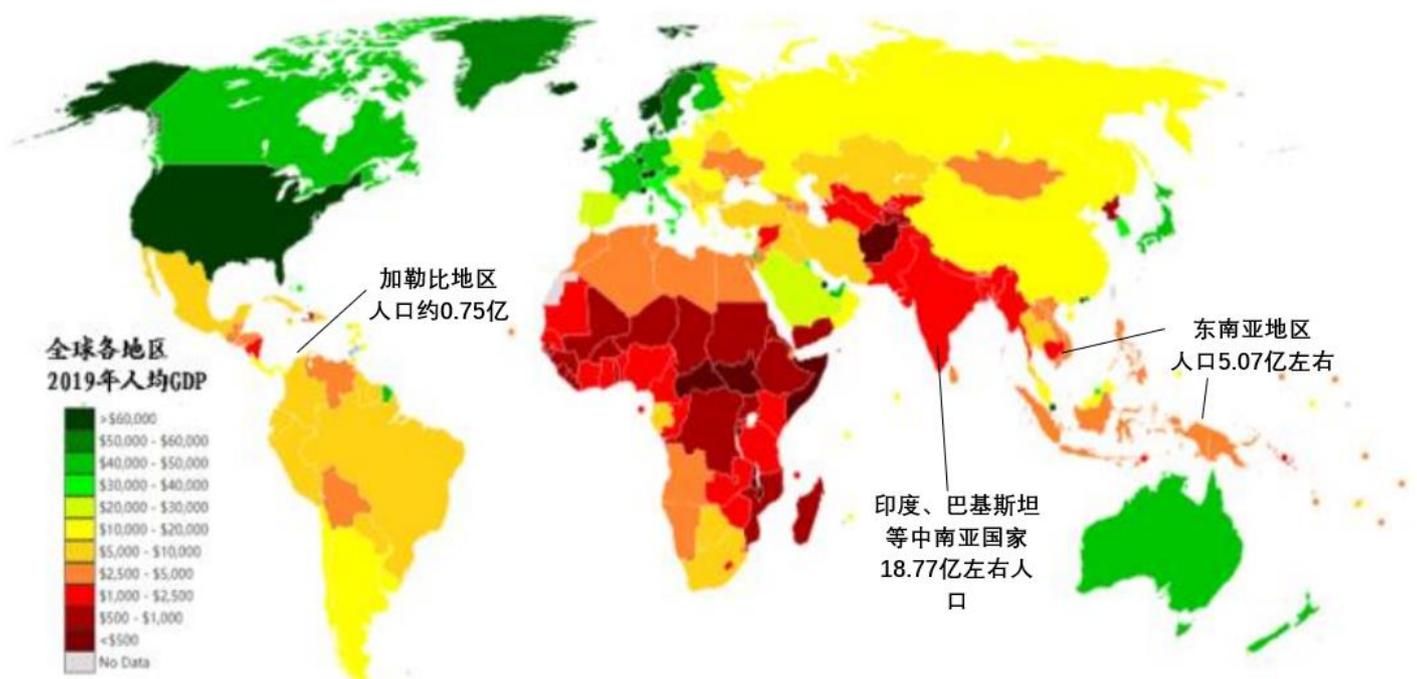
与非洲类似，印度、孟加拉、巴基斯坦等新兴市场拥有庞大的中青年人口基数、极低的手机渗透率。当地政府开始大力加强通信基础设施建设，伴随着其人均收入的提高，新兴国家智能手机市场将迎来迅速发展。

传音基于其长期开拓非洲手机市场的成功经验，利用其产品本地化策略和产品性价比优势，在不断开拓新兴市场中获得市场份额的大幅提升。我们认为公司向新兴市场进行区域拓展，将持续利好公司发展。

2.1.1. 新兴国家智能手机市场潜力巨大，进入井喷式增长长期

与非洲处于同一收入水平的新兴市场人口基数巨大、人口结构年轻。全球范围内，与非洲处于同一人均收入水平的新兴市场拥有超过 24.5 亿 人口。这样的人均收入水平，一般伴随着较高的生育率和较为年轻的人口结构。以印度尼西亚和菲律宾为例，其 2019 年总人口分别为 2.71 亿、1.08 亿，智能手机的主要购买人群 15-44 岁人口占比分别高达 46.9%、47.4%。巨大的人口基数、年轻的人口结构，意味着庞大的智能手机市场。

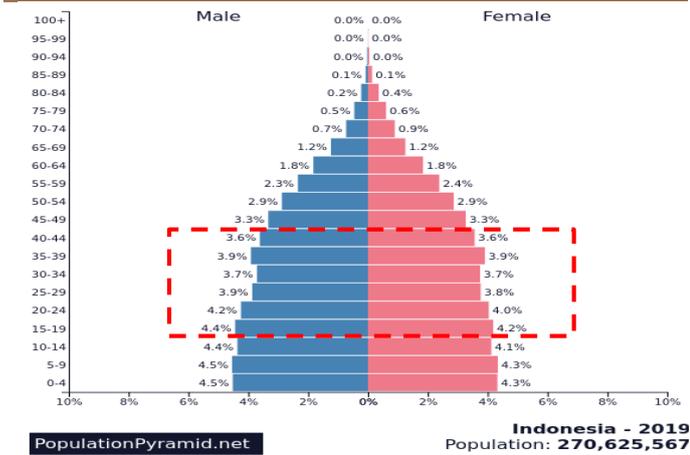
图 34：2019 年全球各地区人均 GDP 情况



资料来源：IMF, World Bank, 联合国, 德邦研究所

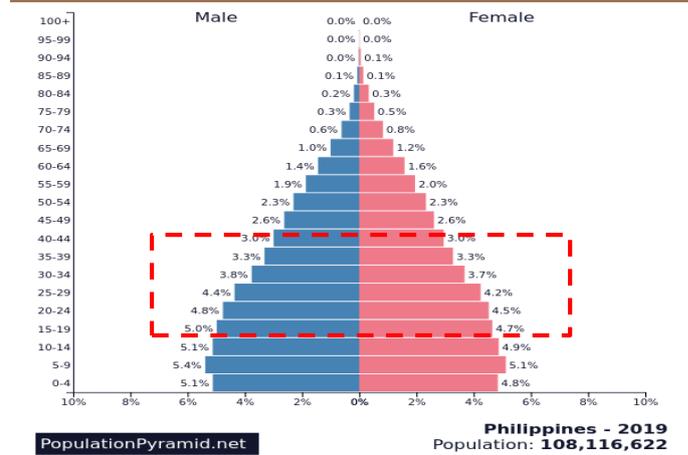
注：根据 2019 年 IMF 和联合国数据，东南亚主要包括：印尼 (2.71)、菲律宾 (1.08)、巴布亚新几内亚 (0.09)、越南 (0.96)、柬埔寨 (0.16)、老挝 (0.07)，总计 5.07 亿人；南亚和中亚：印度 (13.66)、巴基斯坦 (2.17)、孟加拉 (1.63)、缅甸 (0.54)、阿富汗 (0.38)、乌兹别克斯坦 (0.33)、土库曼斯坦 (0.06)，总计 18.77 亿人；加勒比地区：委内瑞拉 (0.29)、尼加拉瓜 (0.07)、洪都拉斯 (0.1)、危地马拉 (0.18)、海地 (0.11)，共计 0.75 亿人。以上地区合计 24.59 亿人。

图 35: 印度尼西亚 15-44 岁人口占比达 46.9%



资料来源: population pyramid, 德邦研究所

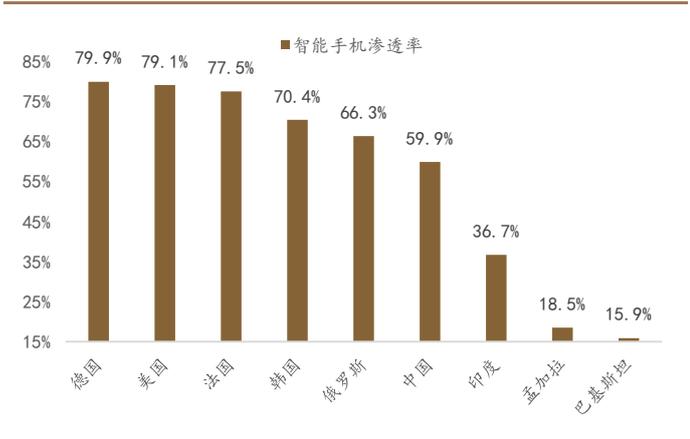
图 36: 菲律宾 15-44 岁人口占比达 47.4%



资料来源: population pyramid, 德邦研究所

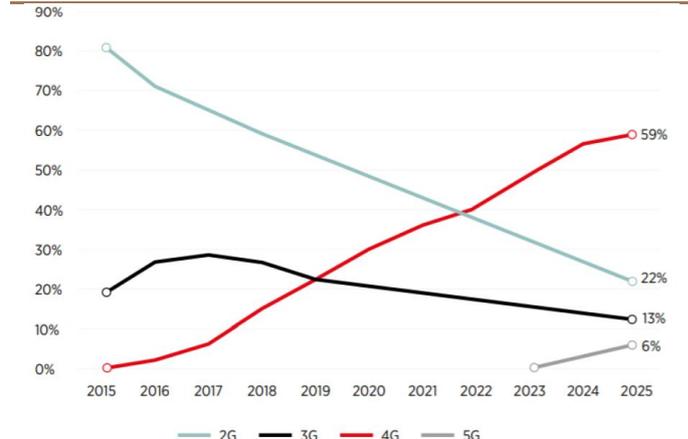
新兴市场智能手机渗透率较低, 具有广阔提升空间。根据 Newzoo(2019)数据, 截至 2019 年, 印度、孟加拉、巴基斯坦的智能手机渗透率分别为 36.7%、18.5%和 15.9%, 远低于欧美和中国水平, 具有极大的提升空间。

图 37: 印度等新兴市场智能手机渗透率极低



资料来源: Newzoo(2019), 德邦研究所

图 38: 巴基斯坦通信基础设施迅速升级扩建

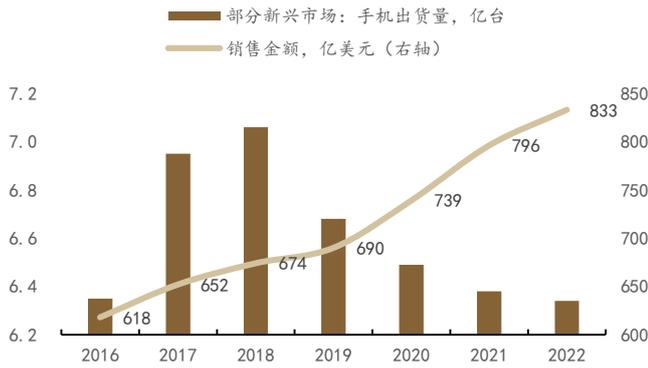


资料来源: GSMA, 德邦研究所

政府加强移动通讯基础设施建设推动了新兴国家智能手机市场的发展。以巴基斯坦为例, 根据 GSMA 统计, 2020 年巴基斯坦 4G 移动网络普及率为 30%, 预计 2025 年将提升至 59%, 年均提升 6 个百分点, 且该国 5G 网络也将于 2023 年开始部署, 结合该国基数巨大的中青年人口以及不断提高的人均收入, 该国智能手机市场无疑将进入发展快车道。

新兴国家智能手机持续快速增长。根据 IDC 数据, 2018 年全球手机出货量达到阶段高点 7.06 亿台, 但由于功能机向智能机不断转化, 手机销售金额将继续持续提升, 预计至 2022 年将达 833 亿美元, 较 2018 年的 674 亿美元增幅达 23.6%, 年复合增速达 5.5%; 其中智能手机出货量持续快速增长, 预计到 2022 年达 4.46 亿台, 较 2018 年的 3.35 亿台增幅达 33.1%, 年复合增速 7.4%, 智能手机市场进入爆发式增长期。

图 39: 新兴市场手机市场销售金额继续快速增长



资料来源: IDC, 德邦研究所

图 40: 新兴市场智能手机市场进入爆发式增长期



资料来源: IDC, 德邦研究所

2.1.2. 利用产品本地化策略及性价比优势, 公司在新兴市场份额持续提升

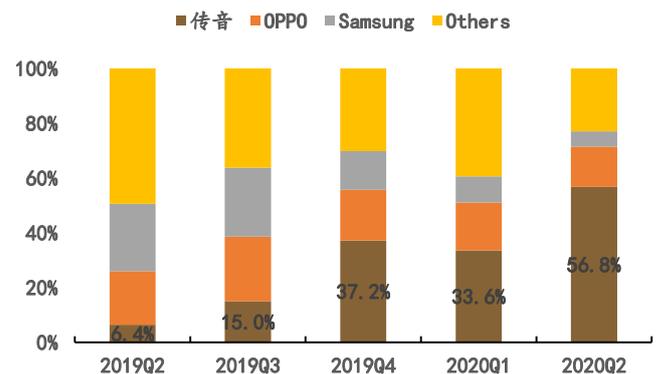
传音坚持以新兴市场为核心的产品本地化策略, 结合产品的高性价比, 在新兴市场占有率不断提升。以传音在巴基斯坦推出的爆款 Spark 系列中的 TECNO Spark 6 为例, 该款手机针对巴基斯坦消费者的大屏和长待机的需求, 采用了 6.8 寸大屏幕, 电池规格为 5000mAh。对比于小米公司推出的红米 Note 9 Pro 的 6.67 寸屏幕和 5020mAh, 略微占优。TECNO Spark 6 售价仅 20280 巴基斯坦卢比 (约为 850 元人民币), 仅为红米 Note 9Pro 的六成左右, 性价比超高。根据 IDC 数据, 2020 第二季度公司在巴基斯坦市占率达 56.8%, 稳居第一。根据 Canalsys 数据, 2020 年第四季度公司在中东市占率达 9%, 排名第五; 在缅甸市占率达 15%, 排名第四。传音手机在新兴市场份额, 持续快速提升。

图 41: 传音采用本地化的产品+超高的性价比

	TECNO Spark 6	红米 Note 9 Pro
		
屏幕	6.8 寸 (83.2% 屏占比)	6.67 寸 (84.5% 屏占比)
电池	Li-Po 5000mAh, 不可拆卸	Li-Po 5020mAh, 不可拆卸
内存	64G 4G RAM	64G 6G RAM, 128G 6G RAM 128G 8GB
尺寸	170.8x77.3x9.2mm (6.72x3.04x0.36 in)	165.8x76.7x8.8mm (6.53x3.02x0.35 in)
价格	20280 巴基斯坦卢比 (约 850 元人民币)	32450 巴基斯坦卢比 (约 1360 元人民币)

资料来源: GSMARENA, 德邦研究所

图 42: 传音在巴基斯坦市场占有率持续提升



资料来源: IDC, 德邦研究所

2.2. 产品拓展: 从手机向多电子产品线发展

除了进行区域拓展外, 公司同步发力于产品拓展, 进行了多元化产品布局, 构建硬件+软件及互联网服务产品矩阵。

在手机以外硬件方面, 新兴市场, 特别是非洲市场的家用电器、智能配件渗透率极低, 有着巨大的发展空间。

在软件及移动互联网服务方面。随着公司智能手机出货量的持续增长，传音 OS 系统用户不断增多。公司与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2020 年上半年，已合作开发 7 款月活跃用户超过 1,000 万的应用程序。

专业售后服务，加固公司护城河。传音拥有专业的售后服务品牌 Caricare 在全球建有超过 2,000 个服务网点（含第三方合作网点），可为客户的电子及家电类产品提供解决方案，方便的售后增值服务将有效提升公司品牌壁垒。

2.2.1. 硬件产品：家电及智能配件产品带来新的成长空间

非洲家电市场快速成长，传音可利用品牌及渠道优势，获得较快增长。以空调为例，BSRIA 预测，非洲空调市场 2017 年至 2023 年年复合增长率可达 5.5%，超过全球 4.9% 的同期增速。以电视为例，据中国投资相关数据，撒哈拉以南非洲的电视家庭渗透率仅为 38.4%，即仅有 6800 万户家庭拥有电视，超过 1 亿户家庭没有电视。相对于已经接近饱和的中国和发达国家市场，新兴市场，特别是非洲市场拥有巨大的发展潜力。根据 Future Market Insights 数据，2015 年光是消费性电视的市场规模就有 1.3 亿美元，预估到了 2026 年左右达 8.65 亿美元，年复合增长率会来到 18.8%。

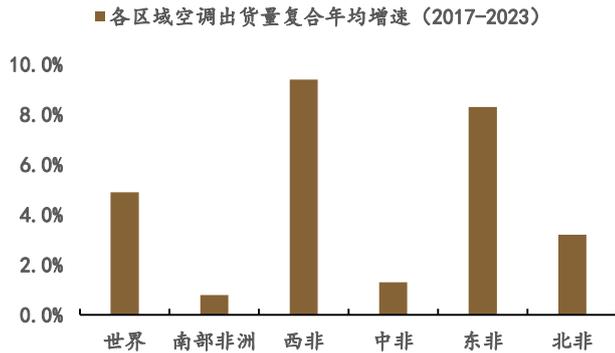
传音在非洲拥有巨大的品牌影响力，叠加传音在非洲销售渠道构建的丰富经验，其硬件产品，特别是家电产品生产销售有望获得持续飞速增长。

图 43：传音家电及智能配件产品



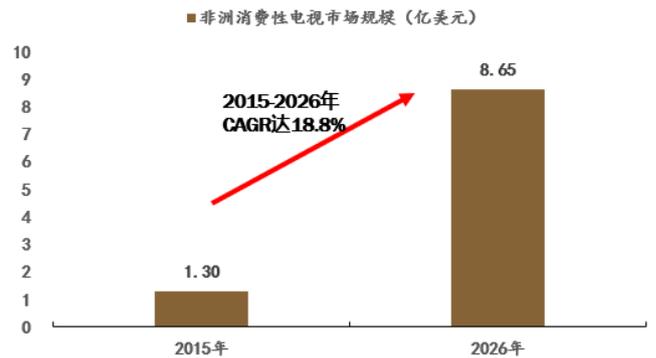
资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 44: 非洲空调市场潜力巨大



资料来源: BSRIA, 德邦研究所

图 45: 非洲电视市场持续快速增长

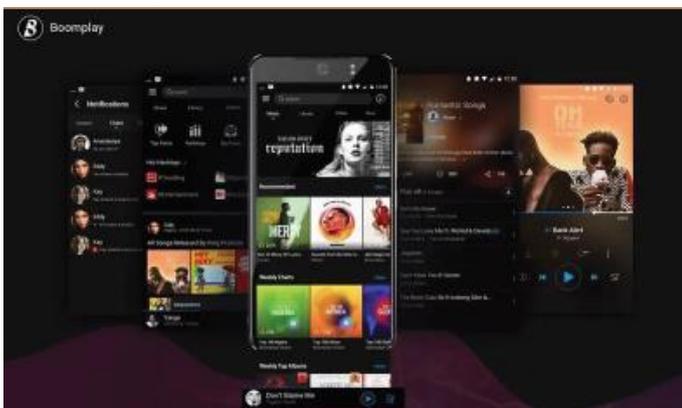


资料来源: Future Market Insights, 德邦研究所

2.2.2. 软件及互联网服务: 持续布局, 孕育强大利润增量

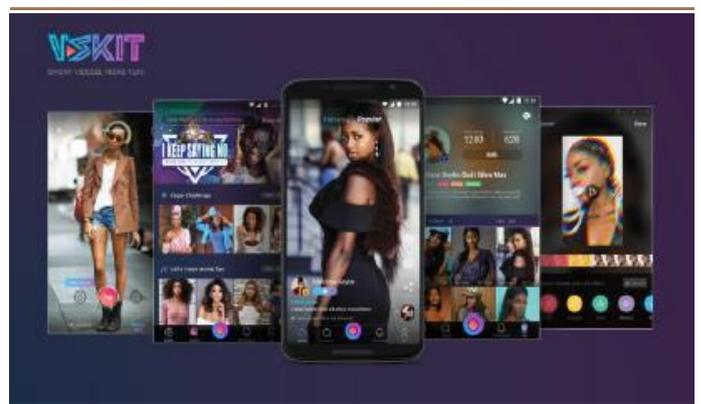
公司持续布局软件及互联网业务, 该业务毛利率极高, 潜力巨大。公司旗下品牌手机均搭载传音 OS, 随着公司出货量的快速提升, 传音 OS 系统占有率不断提升, 据估计当前传音 OS 用户超过 1 亿。围绕传音 OS, 公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台, 是公司发展非洲移动互联网产品的核心基础。

图 46: Boomplay 界面



资料来源: 凤凰网, 德邦研究所

图 47: Vskit 界面



资料来源: 36Kr, 德邦研究所

公司拥有多款月活跃用户超过 1000 万的 APP, 且积累了大量音乐版权和本地内容。公司与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 6 月, 已合作开发 7 款月活跃用户超过 1000 万的应用程序。

---音乐流媒体播放平台 Boomplay: 截至 2020 年 12 月全球总用户达 1.3 亿, 与全球大型唱片公司环球音乐、华纳音乐、索尼音乐等达成版权合作, 是目前非洲最大的音乐流媒体平台, 曲库数超过 5000 万, 拥有大多非洲热门歌曲版权。

---新闻聚合类应用程序 Scooper News: 在尼日利亚、肯尼亚、加纳、埃及等国家新闻 APP 榜单排名前 5。

---短视频类应用程序 Vskit: 非洲版“抖音”, 在尼日利亚、肯尼亚、埃塞俄比亚、加纳等国家分类榜单排名前 3, 积累大量本地内容, 形成了巨大的用户粘性。

公司旗下大量热门 APP 将为公司带来巨大的潜在盈利空间。

3. 盈利预测与投资建议

1. 手机板块：非洲手机市场是公司的利基，公司将持续深耕，预计量层面将略快于行业增速；价格层面，享受行业智能机逐步替代功能机带来的价格提升。我们预计手机板块 20 年-22 年收入增速分别为 52.0%、24.6%、23.3%。
2. 其他主营业务板块：非洲地区家电渗透率低，公司深耕非洲，持续围绕本地用户痛点进行研发设计布局，有望实现快速增长；利用智能手机市占率优势，公司加强与国内领先互联网公司合作，互联网服务在较低基数下将飞速增长；新兴市场数码配件市场空间巨大，结合公司品牌壁垒和销售渠道，智能配件业务将高速增长。预计该板块 20 年-22 年收入增速分别为 47.0%、52.4%、63.7%。
3. 其他业务板块：该板块主要为售后服务及原材料销售，2020 年受疫情影响出现下滑，随着公司手机、家电和数码配件销量的提升，该板块恢复快速增长。我们预计该板块业务 20 年-22 年收入增速分别约为 -43.6%、20%、20%。

基于上述假设，我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 3.30、4.77、6.37 元，对应 PE 分别为 50.96、35.23、26.39 倍。

表 5：公司各板块业绩拆分和盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
手机业务						
营收 (亿元)	191.35	214.29	236.26	359.09	447.44	551.81
yoy	83.60%	11.99%	10.25%	51.99%	24.60%	23.33%
成本 (亿元)	151.62	162.28	170.86	266.06	332.59	409.88
毛利 (亿元)	39.735	52.005	65.405	93.027	114.851	141.930
毛利率	20.77%	24.27%	27.68%	25.91%	25.67%	25.72%
占营收比	95.47%	94.63%	93.21%	95.09%	94.33%	92.95%
其他主营业务						
营收 (亿元)	4.55	7.43	9.76	14.35	21.88	35.80
yoy	8.84%	63.17%	31.39%	47.00%	52.43%	63.66%
成本 (亿元)	3.19	4.99	7.17	10.33	15.31	23.99
毛利 (亿元)	1.37	2.44	2.60	4.02	6.56	11.81
毛利率	30.01%	32.79%	26.59%	28.00%	30.00%	33.00%
占营收比	2.27%	3.28%	3.85%	3.80%	4.61%	6.03%
其他业务						
营收 (亿元)	4.53	4.74	7.44	4.19	5.03	6.04
yoy	-43.10%	4.58%	56.89%	-43.59%	20.00%	20.00%
成本 (亿元)	3.59	3.82	6.10	3.29	3.95	4.74
毛利 (亿元)	0.94	0.92	1.34	0.91	1.09	1.30
毛利率	20.71%	19.49%	18.00%	21.60%	21.60%	21.60%
占营收比	2.26%	2.09%	2.93%	1.11%	1.06%	1.02%
合计						
营收 (亿元)	200.44	226.46	253.46	377.64	474.35	593.65
yoy	72.20%	12.98%	11.92%	48.99%	25.61%	25.15%
成本 (亿元)	158.40	171.09	184.12	279.68	351.85	438.60
毛利 (亿元)	42.04	55.37	69.34	97.95	122.50	155.05
综合毛利率	20.97%	24.45%	27.36%	25.94%	25.82%	26.12%

资料来源：Wind，德邦研究所

根据公司所处行业及核心业务特点，我们采用了相对估值法，选取了苹果公司、小米集团，据测算，可对比公司 2020 年、2021 年、2022 年平均估值为 32.6、30.0、26.0 倍。同时，我们认为非洲市场，从人口总数及成长性、部分地区经济增速等方面来看，拥有巨大潜力。公司持续深耕非洲市场，了解地区用户痛点且对适用于当地特点的手机实现大量销售，具有较强的规模效应优势。基于其在非洲地区的智能手机销售具有较强确定性；同时对本地客户痛点理解深刻，向其他电子及家电品类拓展，相对于其他厂商更具优势，其在非洲市场拓展电子类产品的确定性，给与公司相对于其他科技品牌更高的估值溢价。综上，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
苹果公司	879.2	147709.0	3752.5	4736.4	5079.0	39.4	31.2	29.1
小米集团	20.9	5276.9	203.6	183.2	229.7	25.9	28.8	23.0
平均						32.6	30.0	26.0
传音控股	168.2	1345.2	26.4	38.2	51.0	51.0	35.2	26.4

资料来源：Wind，德邦研究所

注：苹果公司和小米集团估值均为 Wind 一致预期；表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 13 日

4. 风险提示

非洲智能机市场发展不及预期：非洲作为公司核心市场，智能机的快速发展依赖于人口、人均收入、通信基础设施以及政策等多方面因素。如果非洲智能市场发展不及预期，将对公司营收业绩的快速增长产生不利影响。

新兴市场开拓不及预期：公司正积极开拓以印度为代表的非洲以外新兴市场，由于不同国家和地区存在政策、经济发展水平、人文环境差异等差异，公司在新兴市场的开拓存在不确定性。如果公司进入新兴市场未能成功的进行产品本地化、营销渠道构建不及预期等，则将对公司营收业绩的快速增长产生负面影响。

汇率大幅波动风险：由于公司外销为主，公司营收主要以美元计价；公司生产及核心成本主要在国内发生，美元兑人民币汇率的大幅波动可能对公司毛利率形成明显影响。如果美元出现快速贬值，将对公司利润率形成负面影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	2.24	3.30	4.77	6.37
每股净资产	10.32	13.87	18.89	25.51
每股经营现金流	5.05	5.31	8.22	8.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	20.36	50.96	35.23	26.39
P/B	4.42	12.13	8.90	6.59
P/S	5.31	3.56	2.84	2.27
EV/EBITDA	12.85	38.62	28.32	19.75
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.4%	25.9%	25.8%	26.1%
净利润率	7.1%	7.0%	8.0%	8.6%
净资产收益率	21.7%	23.8%	25.3%	25.0%
资产回报率	10.1%	9.8%	11.1%	11.8%
投资回报率	21.0%	23.5%	22.3%	22.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.9%	49.0%	25.6%	25.2%
EBIT 增长率	24.5%	49.2%	29.0%	35.0%
净利润增长率	172.8%	47.2%	44.7%	33.5%
偿债能力指标				
资产负债率	53.4%	58.6%	56.2%	52.6%
流动比率	1.9	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.2	1.4	1.5
现金比率	0.9	0.8	1.0	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.3	15.7	14.5	14.0
存货周转天数	62.2	80.0	70.0	65.0
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
固定资产周转率	33.0	49.2	61.8	77.4

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,793	2,640	3,818	5,098
少数股东损益	3	3	3	3
非现金支出	295	200	200	200
非经营收益	-49	-2	9	22
营运资金变动	1,999	1,403	2,545	1,498
经营活动现金流	4,041	4,244	6,575	6,820
资产	-415	23	23	23
投资	-2,524	0	0	0
其他	66	-22	-32	-45
投资活动现金流	-2,873	2	-9	-22
债权募资	156	0	0	0
股权募资	2,702	0	0	0
其他	-290	0	0	0
融资活动现金流	2,568	0	0	0
现金净流量	3,766	4,246	6,566	6,799

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 13 日
 资料来源：公司年报 (2018-2019)，德邦研究所

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	25,346	37,764	47,435	59,365
营业成本	18,412	27,968	35,185	43,860
毛利率%	27.4%	25.9%	25.8%	26.1%
营业税金及附加	79	64	81	101
营业税金率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	2,859	4,449	5,508	6,885
营业费用率%	11.3%	11.8%	11.6%	11.6%
管理费用	1,061	1,111	1,290	1,354
管理费用率%	4.2%	2.9%	2.7%	2.3%
研发费用	805	994	1,273	1,632
研发费用率%	3.2%	2.6%	2.7%	2.7%
EBIT	2,129	3,176	4,098	5,533
财务费用	-31	283	-115	-115
财务费用率%	-0.1%	0.8%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-112	-200	-200	-200
投资收益	-297	-42	-52	-65
营业利润	2,195	3,171	4,581	6,122
营业外收支	-13	23	23	23
利润总额	2,182	3,194	4,604	6,146
EBITDA	2,248	3,176	4,098	5,533
所得税	386	551	783	1,045
有效所得税率%	17.7%	17.3%	17.0%	17.0%
少数股东损益	3	3	3	3
归属母公司所有者净利润	1,793	2,640	3,818	5,098

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,717	11,964	18,530	25,328
应收账款及应收票据	784	1,624	1,884	2,277
存货	3,135	6,130	6,748	7,811
其它流动资产	3,826	4,823	5,107	5,419
流动资产合计	15,463	24,541	32,269	40,835
长期股权投资	139	139	139	139
固定资产	767	767	767	767
在建工程	281	281	281	281
无形资产	615	615	615	615
非流动资产合计	2,281	2,281	2,281	2,281
资产总计	17,744	26,821	34,550	43,115
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6,779	11,494	14,460	16,823
预收账款	432	0	0	0
其它流动负债	944	2,896	3,637	4,538
流动负债合计	8,156	14,390	18,097	21,361
长期借款	94	94	94	94
其它长期负债	1,230	1,230	1,230	1,230
非流动负债合计	1,323	1,323	1,323	1,323
负债总计	9,479	15,713	19,420	22,685
实收资本	800	800	800	800
普通股股东权益	8,254	11,094	15,112	20,410
少数股东权益	11	14	17	21
负债和所有者权益合计	17,744	26,821	34,550	43,115

信息披露

分析师与研究助理简介

张世杰，德邦证券电子行业首席分析师，北京大学光学博士，曾任职于东北证券及中国科学院物理研究所。具备多年光学及光电方向前沿科学研究经验，在国际知名刊物发表多篇文章；具备多个科技行业二级研究经历，2016、2017年水晶球团队成员，2018年每市TMT行业券商收益第1。

王俊之，德邦证券电子行业研究员，北京大学国家发展研究院（CCER）金融学硕士，曾任职于安信证券研究中心。2021年2月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。