

传音控股 (688036)

公司研究/深度报告

非洲手机领导品牌，持续拓宽版图与边界

深度研究报告/电子

2021年04月30日

报告摘要:

● 非洲手机绝对王者，打造消费者认可的手机品牌

手机是公司的基本盘，营收占比超过90%，其中智能机收入占比超过80%。公司以非洲为核心，业务逐渐向南亚、东南亚、中东、南美等全球新兴市场拓展，凭借在非洲地区多年的运维经验，在全球新兴市场迅速建立起领先优势，2020年手机出货量达到1.74亿部，市占率排名全球第四，智能机市占率排名全球第七、非洲第一、巴基斯坦第一、孟加拉国第一、印度第六。贴合非洲本土用户的个性化需求，公司有针对性地开发出深肤色摄像、夜间拍照捕捉、暗处人脸识别解锁、防水防汗等核心技术，通过打造出消费者认可的手机产品形成核心竞争力。同时，凭借优秀的供应链和生产流程管理、完善的销售渠道和售后服务网络，以及通过多品牌运营覆盖不同消费群体、业务横向拓展布局中长期发展机遇，公司在以线下销售为主的海外新兴市场逐渐构筑起深厚的护城河。

● 高人口增速叠加智能机持续渗透，新兴市场国家手机增长潜力大

海外新兴市场国家4G网络覆盖率低，人均消费水平远低于世界平均水平，导致智能机的渗透率较低。以非洲为例，据GSMA统计，2019年撒哈拉以南非洲、中东及北非地区的4G网络覆盖率仅有9%和29%，智能机渗透率低于60%，存在较大提升空间。目前，非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场人口基数超过30亿，且人口增速较高，非洲的人口增速超过世界平均人口增速的2倍。在年轻化的人口结构、4G网络覆盖率不断提升和消费水平保持增长的背景下，新兴市场国家的智能机渗透率将持续提升。预计2025年非洲、印度和孟加拉国的智能手机市场规模有望达到1305亿元、2815亿元和277亿元，2020-2025年的CAGR分别达到26%/13%/32%。公司在非洲已经建立起高品牌认可度，采取提升产品力打造畅销单品的策略带动全系列产品销售，在非洲之外的海外新兴市场国家亦形成了较高的品牌竞争力。从智能机市占率来看，目前公司在非洲超过40%，在巴基斯坦超过40%，在孟加拉国达到18.3%，在印度达到5.1%，有望充分受益海外新兴市场国家人口自然增长和智能机持续渗透带来的增长机遇。

● 横向拓展3C配件、家电业务，最大化品牌价值

公司以手机业务为核心，横向拓展3C配件和家电业务，创造3C配件品牌oramilio和家电品牌Syinix，同时开启多品牌、多模式的发展之路，实现高中低端市场的全面覆盖。目前公司的3C配件和家电业务主要在非洲地区开展，公司借助在非洲地区强大的品牌影响力和广泛的售后服务网络，为消费者提供高质量的品牌保障和售后服务。当前非洲地区的IoT市场仍处于起步阶段，市场空间广阔；家电的渗透率较低，电视为渗透率最高的品类，渗透率约为40%-50%，成为公司目前销量最多的家电产品。随着4G网络的建设铺开、发电量提升带动用电成本下降，非洲的3C配件和家电销量有望快速增长。

● 移动互联创造附加值，打开公司长期成长空间

公司基于Android系统二次开发、深度定制智能终端操作系统，通过应用商店、广告分发等软硬件融合的方式创造营收。围绕操作系统，公司与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网企业在独立APP领域进行出海战略合作，截止2020年末已自主与合作开发出8款MAU超过1,000万的应用程序。截止2020年末，公司的音乐流媒体平台Boomplay在全球拥有1.3亿的激活用户，与全球三大唱片公司（环球音乐、华纳音乐和索尼音乐）达成版权合作，曲库规模超过5000万首，已经成为非洲地区最受欢迎的音乐流媒体软件，稳居非洲地区音乐类APP周活跃率前二。

推荐

首次评级

当前价格：172.99元

交易数据 2021-4-29

近12个月最高/最低(元)	249.0/47.67
总股本(百万股)	800
流通股本(百万股)	389
流通股比例(%)	48.65
总市值(亿元)	1,384
流通市值(亿元)	673

该股与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 王芳

执业证号: S0100519090004

电话: 021-60876730

邮箱: wangfang@mszq.com

分析师: 陈海进

执业证号: S0100521030001

电话: 021-60876730

邮箱: chenhaijin@mszq.com

相关研究

● 投资建议:

公司是非洲手机市场的领导品牌,受益非洲等新兴市场国家智能机渗透率的持续提升,加上横向拓展3C电子&家电和移动互联业务,布局中长期发展机遇,业绩有望持续增长。我们预测公司21-23年营收分别达到497/641/828亿元,归母净利润分别为35/46/59亿元,对应PE估值分别为40/30/23倍,参考SW电子2021/4/29最新TTM估值45倍,以及可比公司2021年平均估值41倍,考虑公司在非洲手机市场的龙头地位,以及是A股唯一的手机自有品牌厂商,我们认为公司低估,首次覆盖,给予“推荐”评级。

● 风险提示:

海外新兴市场拓展不顺利、手机市场竞争激烈、新冠疫情影响风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,792	49,705	64,142	82,810
增长率(%)	49.1	31.5	29.0	29.1
归属母公司股东净利润(百万元)	2,686	3,492	4,553	5,921
增长率(%)	49.8	30.0	30.4	30.0
每股收益(元)	3.36	4.36	5.69	7.40
PE(现价)	51.5	39.6	30.4	23.4
PB	13.2	9.9	7.5	5.7

资料来源:公司公告、民生证券研究院

目录

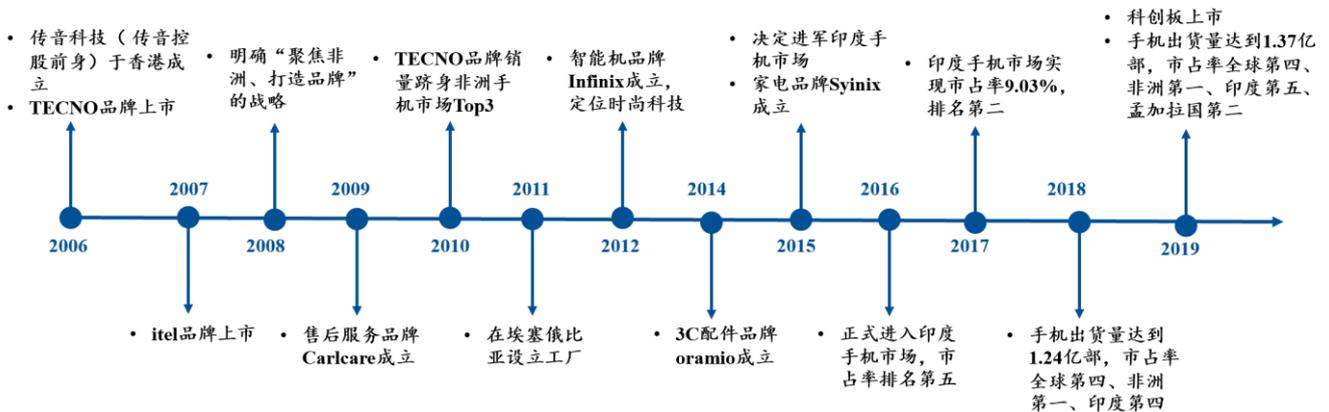
1	深耕海外新兴市场，打造非洲手机之王	4
1.1	十余载精耕细作，立足海外新兴市场	4
1.2	针对性技术创新打造产品力，业务拓展配合多品牌运营加深护城河	7
2	新兴市场手机需求潜力大，向智能机切换带来增长机遇	13
2.1	高人口增速叠加智能机换机需求，非洲市场持续带来营收增量	13
2.2	进军亚洲新兴市场，拓宽手机事业版图	16
3	以手机为核心，横向延伸至 3C 配件、家电业务	22
3.1	成立 3C 配件品牌 ORAIMO，打造消费电子生态链	22
3.2	非洲家电市场广阔，电视为公司主攻方向	25
4	布局移动互联创造附加值，打开公司长期成长空间	28
5	管理层行业背景深厚，股权激励调动员工积极性	31
6	盈利预测	33
6.1	基本假设与收入拆分	33
6.2	相对估值	34
6.3	投资建议	34
7	风险提示	35
	插图目录	37
	表格目录	38

1 深耕海外新兴市场，打造非洲手机之王

1.1 十余载精耕细作，立足海外新兴市场

公司以手机业务为基本盘，深耕海外新兴市场十余载。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，旗下有 TECNO、Infinix 和 itel 三大手机品牌，以及售后服务品牌 Caricare。公司的前身是 2006 年在香港成立的传音科技有限公司 (TECNO TELECOM)，2013 年传音投资、传力投资共同出资在深圳设立传音有限，2017 年公司整体变更为传音控股。2008 年公司开始进军非洲手机市场，明确“聚焦非洲，打造品牌”的战略，2016 年下半年正式进军印度市场，之后又拓展到孟加拉国、巴基斯坦、中东等全球新兴市场国家。2019 年，公司在非洲手机市场的市占率达到 52.5%，智能机市占率达到 36.9%，被业界称为“非洲之王”。2020 年，公司的手机出货量达到 1.74 亿部，市占率排名全球第四，智能机市占率排名全球第七、非洲第一、巴基斯坦第一、孟加拉国第一、印度第六。具体来看，2020 年公司的智能机市占率在非洲超过 40%，在巴基斯坦超过 40%，在孟加拉国达到 18.3%，在印度达到 5.1%，公司在全球新兴市场国家的领先优势进一步扩大。

图 1：公司发展历程

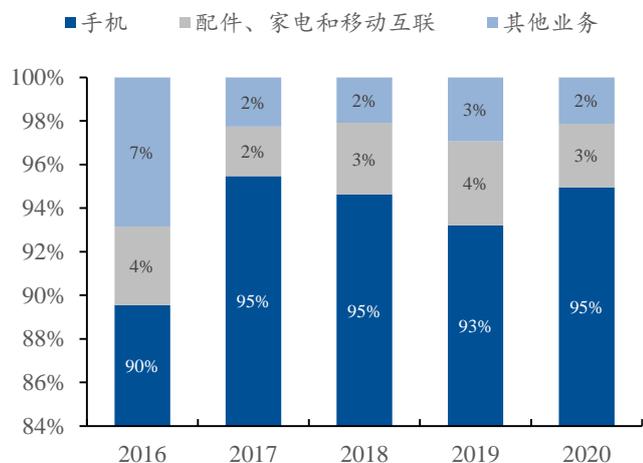


资料来源：电子发烧友，公司官网，民生证券研究院

主营业务以手机为主，3C 配件&家电和移动互联业务尚处于起步阶段，营收占比较小。

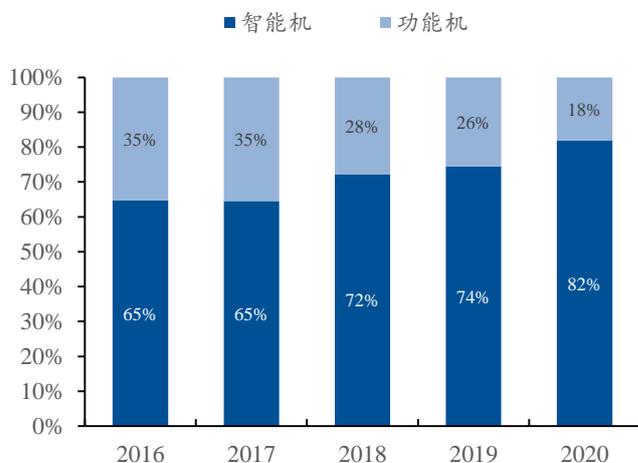
目前手机业务仍然是公司的基本盘，在公司营收中的占比超过 90%，2020 年占比达到 95%，其中智能手机的营收占比为 82%，功能手机的营收占比为 18%。2014、2015 年公司先后成立 3C 配件品牌 oraimo 和家电品牌 Synix，同时基于自主研发的智能终端操作系统 (OS) 和手机用户流量，为用户提供移动互联网服务和产品。目前 3C 配件&家电和移动互联等其他主营业务的营收占比较小，2020 年在总营收中的占比仅为 3%，仍处于发展初期。

图 2: 历年营收占比情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

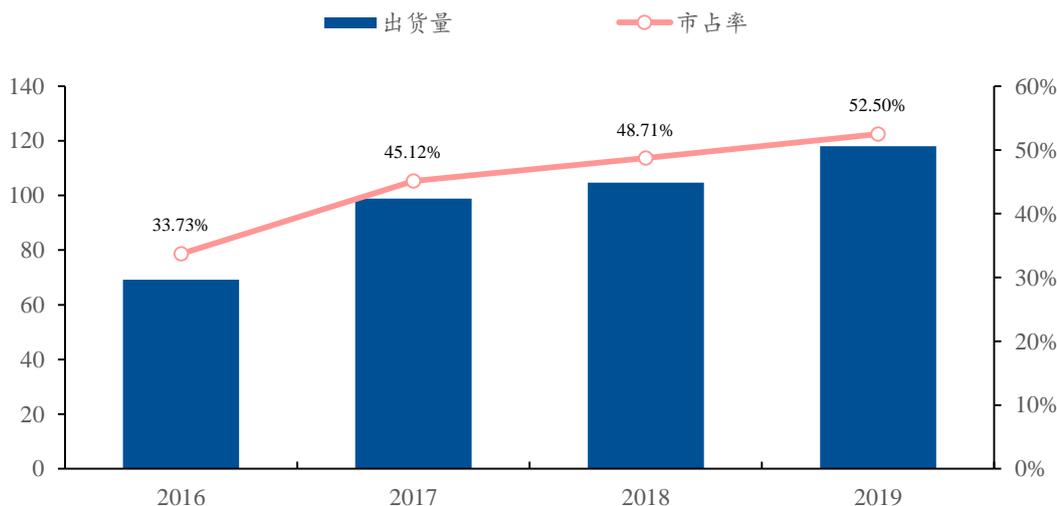
图 3: 功能机和智能机在手机业务中的营收占比情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

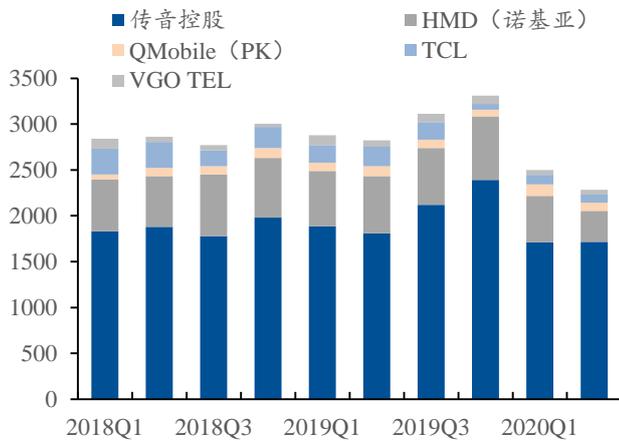
公司在非洲手机市场已经处于绝对领先地位，20Q2 在非洲的智能机和功能机销量均排名第一。公司自成立以来便聚焦非洲手机市场，面对早先在非洲市场占据主导地位的诺基亚和三星，公司凭借立足于非洲本土化的创新和专注于用户体验的产品定位，打造出消费者认可的产品，加上优秀的供应链和生产管理、完善的销售渠道和售后服务网络作为支撑，公司在非洲已经形成了绝对领先地位。2019年在非洲地区的出货量约为 1.18 亿部，市占率为 52.5%，排名第一。分智能机和功能机来看，20Q2 公司在非洲的功能机销量约为 1,715 万部，智能机销量约为 900 万部，均排名非洲第一。从市占率来看，20Q3 公司在非洲功能机的市占率已经达到 76.6%，在非洲智能机的市占率达到 44%，占据绝对领先地位。

图 4: 2016-2019 年公司在非洲的手机出货量和市占率变化



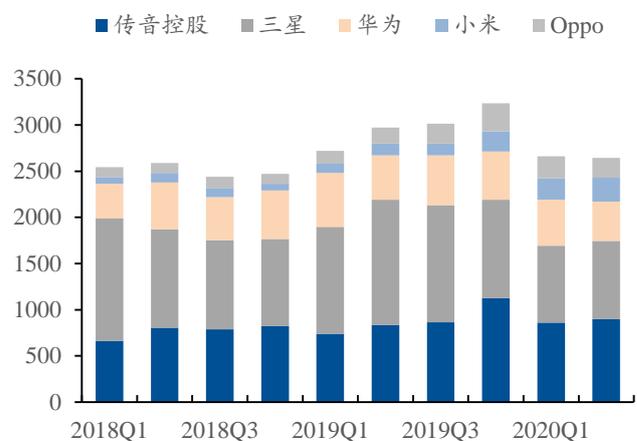
资料来源: 招股说明书, IDC, 民生证券研究院

图 5: 公司在非洲功能机市场的销量占比变化



资料来源: IDC, 民生证券研究院

图 6: 公司在非洲智能机市场的销量占比变化



资料来源: IDC, 民生证券研究院

经过多年产品打磨和品牌运营, 公司在非洲已经建立起高品牌认可度。一方面, 凭借在非洲市场的高市占率和庞大的手机出货量, 公司的品牌产品具备坚实的用户基础; 另一方面, 通过与曼城足球俱乐部、英超莱斯特城足球俱乐部合作, 公司得以扩大品牌影响力, 提高品牌认可度。从知名泛非杂志《African Business》每年公布的“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜来看, 公司旗下手机品牌 TECNO 常年位居入选中国品牌第一, itel 位居入选中国品牌第二。2019-2020 年, 中国仅有 5 个品牌入选百强榜, 公司品牌占据三席, TECNO、itel 和 Infinix 分别排名第 5、第 21 和第 27 名, 稳居非洲最喜爱中国品牌之首。

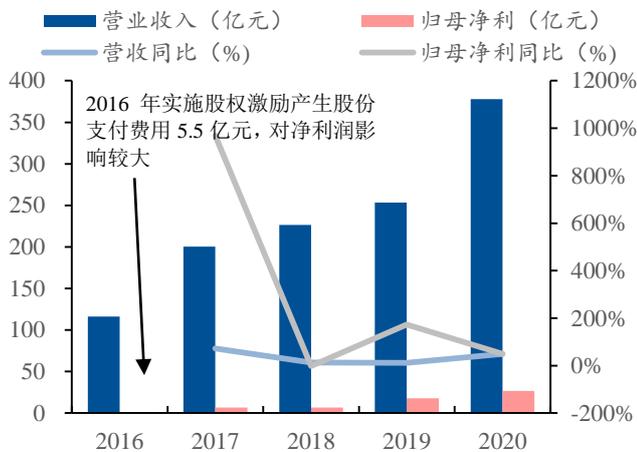
表 1: 公司常年位居非洲品牌百强榜中国第一

品牌	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
三星	1	2	3	3
TECNO	14	7	5	5
苹果	5	5	7	6
诺基亚	7	13	15	20
itel	25	16	17	21
华为	40	26	18	24
Infinix	37	28	26	27
小米	-	69	-	-

资料来源: 《African Business》, 民生证券研究院

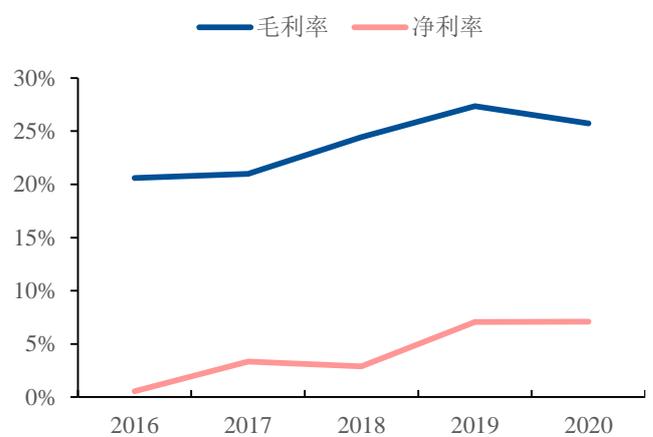
借助在非洲市场的成功经验, 2016 年后公司开始逐步拓展非洲以外的海外新兴市场, 并迅速建立起领先优势, 营收规模持续稳健增长, 盈利能力逐渐增强。公司的营收规模从 2016 年的 116 亿元增长到 2020 年的 378 亿元, CAGR 达到 34%, 21Q1 实现收入 112.5 亿元, 同比+99%; 归母净利润从 2017 年的 6.71 亿元增长到 2020 年的 26.86 亿元, CAGR 达到 59%, 21Q1 实现归母净利润 8.0 亿元, 同比+126%。2016 年, 公司实施股权激励计划, 产生股份支付费用 5.5 亿元, 对归母净利润产生较大影响。此外, 公司凭借在非洲地区的领导优势, 具备较高的成本把控和产品定价能力, 2016-2019 年毛利率和净利率水平持续提升, 目前毛利率维持在 26% 左右, 净利率维持在 7% 左右。

图 7: 营收规模稳健增长



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 毛利率维持在 26% 左右, 净利率维持在 7% 左右



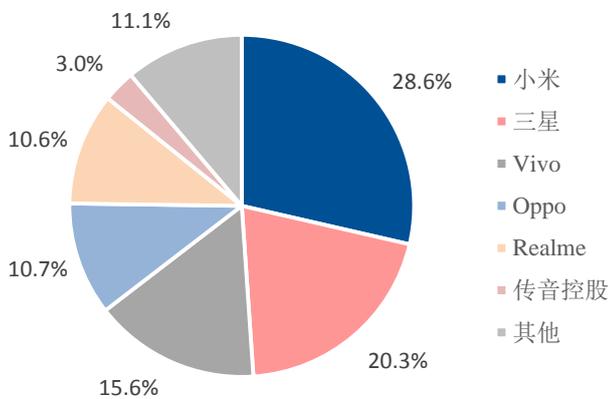
资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2 针对性技术创新打造产品力, 业务拓展配合多品牌运营加深护城河

公司深耕海外新兴市场多年, 核心优势在于贴合本地特色化需求的产品力, 在此基础上凭借优秀的供应链和生产流程管理、完善的销售渠道和售后服务网络构筑强竞争壁垒, 同时通过多品牌运营覆盖不同消费群体、业务横向拓展布局中长期发展机遇, 不断加深自身的护城河。

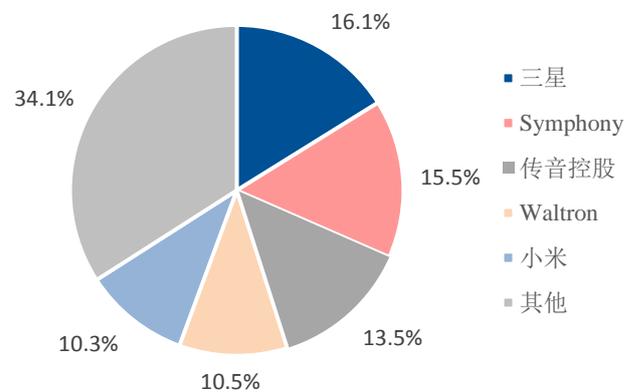
与主流手机品牌错位竞争, 在海外新兴市场占据主要份额。全球手机市场竞争激烈, 三星、华为、小米、苹果等主流品牌占据全球智能手机市场的主要份额, 20Q3 前五大品牌合计市占率达到 73%。公司自成立以来始终坚持深耕以非洲市场为代表的全球新兴市场, 在新兴市场经济增长缓慢、居民消费水平落后的背景下, 公司通过推出高性价比的功能机快速抢占市场, 20Q3 公司在全球功能机市场的份额超过 35%, 排名全球第一。借助早期销售功能机在管理和营销方面的积累, 公司也为切换到智能机的竞争打下基础, 2020 年公司在全球手机市场的市占率达到 10.6%, 排名第四, 其中智能机的销量排名从 2018 年的全球第九上升到 2020 年的全球第七。具体到海外新兴市场国家, 2020 年公司的智能手机出货量排名非洲第一、巴基斯坦第一、孟加拉国第一、印度第六。

图 9: 2019 年印度智能手机市占率情况



资料来源: IDC, 民生证券研究院

图 10: 2019 年孟加拉国智能手机市占率情况

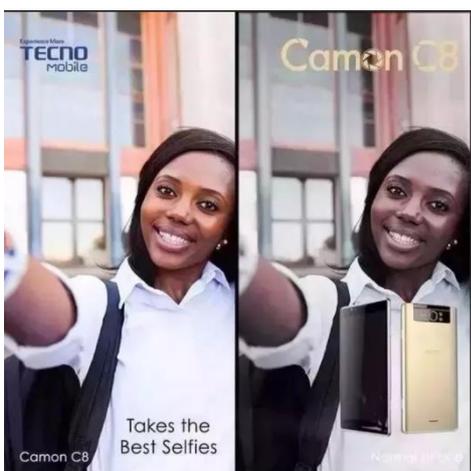


资料来源: IDC, 民生证券研究院

贴合本地特色化需求进行技术创新，打造出消费者认可的产品力是公司的核心竞争力。

公司作为最早一批进入非洲市场的国内手机厂商，对于非洲用户群体的消费需求具备深刻的洞察和理解，拥有多年针对当地特色化需求进行技术创新的积淀。针对非洲人群深肤色皮肤不易识别的问题，公司创新性研发出黑人肤色摄像技术、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；针对非洲部分地区经常停电、早晚温差大、使用者手部多汗液的问题，公司针对性研发出低成本高压快充、超长待机、防水防汗、防抖降噪等技术，有效提升用户体验。一系列深度契合本地消费者使用偏好的研发设计，不仅成功培养了消费者的使用习惯，而且通过强化在消费者心中的品牌认可度建立起品牌竞争力。此外，公司持续投入研发保持技术创新能力，研发费用从 2016 年的 3.85 亿元增加到 2020 年的 11.58 亿元，CAGR 达到 32%，每年的研发费用率保持在 3% 以上。

图 11: 公司的深肤色摄像技术



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图 12: 公司持续投入技术研发



资料来源: wind, 民生证券研究院

表 2: 非洲线上销售平台中相似价位的手机性能对比

品牌	TECNO	三星	华为	小米
型号	Camon 16 Premier	Galaxy M31	Nova 7i	Redmi Note 9 Pro
价格 (人民币元)	1,911	1,923	2,102	1,713
屏幕	6.9 英寸全高清显示屏	6.4 英寸 Super AMOLED 电容式触摸屏	6.4 英寸 LCD 电容式触摸屏	6.67 英寸全高清显示屏
分辨率	1080*2460	1080 x 2340	1080x2310	2400x1080
处理器	联发科 Helio G90T	三星 Exynos 9611	麒麟 810	骁龙 720G
电池容量	4500 mAh	6000mAh	4,200 mAh	5020 mAh
存储 (ROM/RAM)	128GB / 8GB	128GB / 6GB	128GB / 8GB	64GB / 6GB
摄像头	48MP 双前置 (双闪光灯) / 64MP 四后置 (5 个闪光灯)	32MP 前置 / (64MP+8MP+5MP+5MP) 后置	16MP 前置 / (48MP + 8MP + 2MP + 2MP) 后置	16MP 前置 / (64MP+8MP+5MP+2MP) 后置
重量	0.3 kg	0.3 kg	0.1 kg	0.209 kg
快充	33W	15W	-	30W

资料来源: Jumia 尼日利亚官网, 民生证券研究院

注: 汇率为人民币:尼日利亚币=1:61

公司具备优秀的供应链管理能力和议价能力, 通过与二三线的厂商建立深度合作, 保证原材料供应的稳定, 同时提高议价能力。芯片方面, 公司的主要供应商包括 MTK (联发科)、中国电子等; 屏幕方面, 主要包括华显光电、江西合力泰、重庆中光电显示等; 摄像头方面, 主要包括湖北三赢兴、江西盛泰光学等; 电池方面, 主要包括广东风华新能源、中山天贸电池等; 存储方面, 主要包括金士顿、拓达电子等。公司选择的原材料供应商多为二三线品牌, 借助规模和品牌优势具备较强的议价能力, 加上采用以销定产的采购模式, 有效降低采购成本。同时, 公司积极推动国内手机零部件供应商出海建厂, 进一步增强原材料采购的及时性和稳定性。

表 3: 主要原材料供应商

原材料种类	主要供应商
屏幕	华显光电技术 (惠州) 有限公司 重庆市中光电显示技术有限公司 江西合力泰科技有限公司
芯片	鸿博科技有限公司 中国电子器材国际有限公司/中国电子器材技术有限公司
摄像头	江西盛泰光学有限公司 湖北三赢兴电子科技有限公司
电池	广东风华新能源股份有限公司/肇庆市风华锂电池有限公司 中山天贸电池有限公司
存储	金士顿电子股份有限公司 拓达电子有限公司

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

注: 公司通过鸿博科技有限公司向 MTK 采购芯片

在海外建立生产子工厂保证当地产品供应, 同时提高自有工厂生产比例, 提高对产品的质量把控能力。公司采用自有工厂、外协工厂和 ODM 工厂相协同的生产模式, 目前自有工厂包括国内的深圳泰衡诺、重庆传音科技, 以及在埃塞俄比亚、印度和孟加拉国设立的海外子工厂。通过在海外设立生产子工厂, 可以对当地的市场需求进行快速响应, 保证产品供应。同时, 公司逐年提高自有工厂的生产比例, 提高了对产品的质量把控能力, 自主生产比例从 2016 年的 48.39% 提升到 2019H1 的 57.72%。销售流程方面, 公司产品通过香港销售主体或

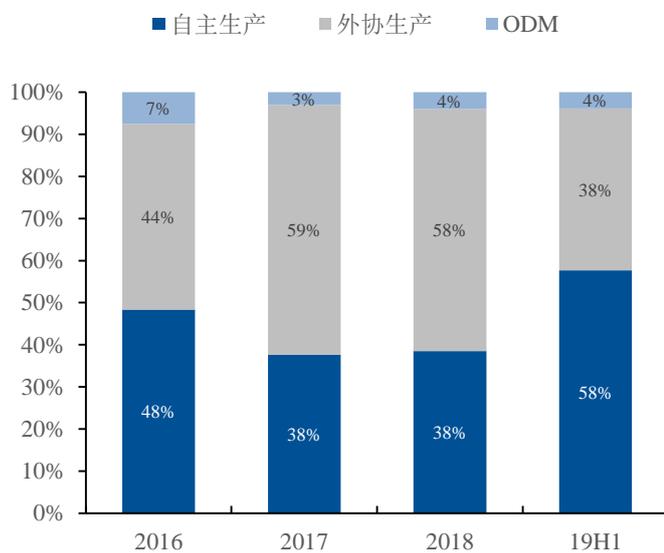
者迪拜销售主体直接销往非洲、东南亚、中东等市场，或者由香港销售主体将货物发往印度、埃塞和孟加拉等本地工厂加工后间接销往印度、埃塞等本地市场。

表 4：自有工厂产能分布情况

工厂名称	所在地	产品类型	2018 年产能 (万台)	2019H1 产能 (万台)
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

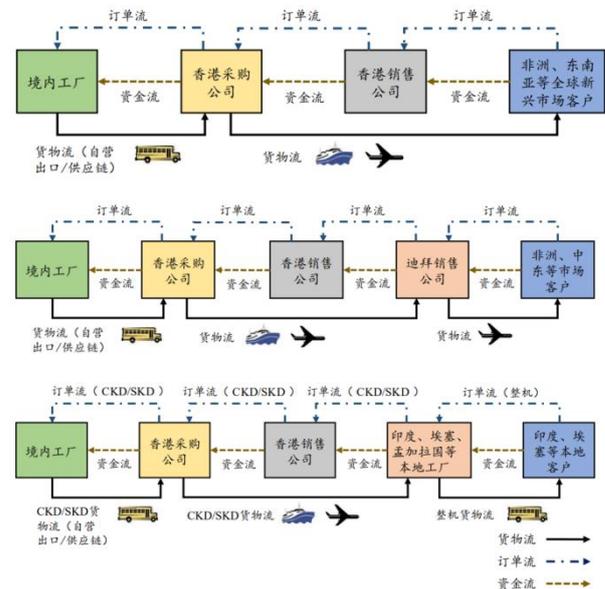
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 13：公司逐年提高自主生产比例



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

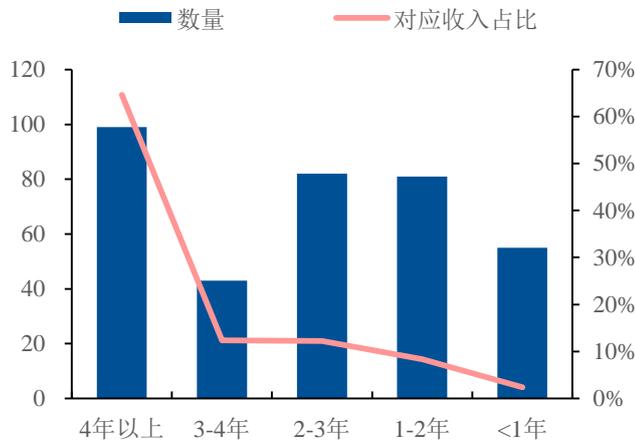
图 14：公司的销售流程示意图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

非洲 4G 网络覆盖率低，销售以线下为主，公司已与 360 家经销商深度合作，构筑强护城河。非洲地区共有 54 个国家和地区，各个国家和地区的地理位置分散、文化语言不尽相同，加上基础设施建设较为落后，2019 年撒哈拉以南非洲的 4G 网络覆盖率只有 9%，导致目前非洲手机市场仍然以线下销售为主。公司通过在非洲市场的多年积累，截止 2019H1 与 360 家经销商进行了合作。其中，合作年限超过 3 年（以 2019 年 6 月统计数据为计算依据）的经销商达到 99 个，对应收入占比 64.65%；收入规模在 1 亿元以上的经销商数量达到 20 个，对应收入占比 41.88%。同时，公司与经销商之间的合作模式为卖断式销售，在不存在质量或外包装问题的情况下，经销商无权要求退货，公司具备较高的产品定价权。

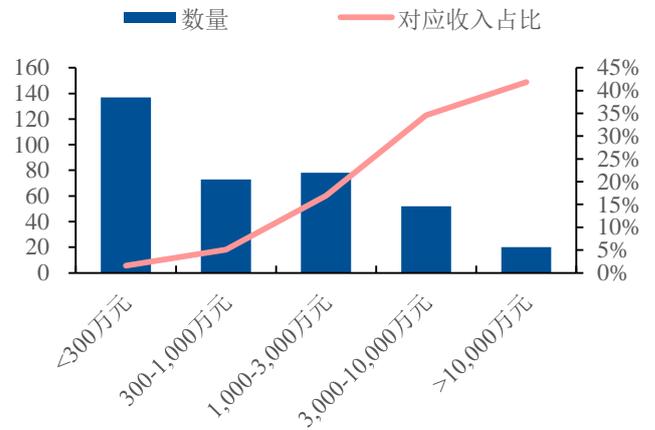
图 15: 非洲合作经销商合作年限分布



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

注: 经销商收入规模系公司 2019 年 1-6 月向截止 2019 年 6 月末经销商销售产品规模

图 16: 非洲合作经销商收入规模分布



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

售后服务品牌 Caricare 为公司的产品销售提供支持, 提高消费者使用体验, 同时为家电等大型消费品的销售打下基础。公司手机产品全部销往海外, 主要销售区域覆盖全球 70 多个国家和地区, 公司在全球的售后服务网点超过 2000 个 (含第三方合作网点), 涵盖非洲、南亚、中东、东南亚和南美等地区, 可以为全球用户提供专业高效的售后服务, 有效满足新兴市场国家的多元化需求, 提高消费者使用体验。此外, 家电等大型消费产品对线下售后服务依赖度高, 依托手机销售建立起的售后服务网点, 也可以为公司的家电产品销售打下基础。

图 17: 公司销售区域覆盖全球 70 多个国家和地区



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

通过多品牌运营覆盖不同消费群体, 加上业务横向拓展至 3C 配件&家电、移动互联服务把握中长期发展机遇, 不断加深护城河。针对新兴市场的多元化消费需求, 公司采取多品牌运营策略, 实现高中低端市场全面覆盖。以手机为例, TECNO 主打中高端品牌, 定位中产阶级消费群体; itel 主打大众品牌, 定位基层消费者以及价值导向型用户; Infinix 主打时尚科

技品牌，定位年轻消费群体。同时，公司在短期手机业务的基础上，前瞻布局 3C 配件&家电和移动互联网业务，把握新兴市场的中长期发展机遇，形成“手机+3C 配件&家电+移动互联网服务”的商业生态模式。目前新兴市场在 3C 配件、家电和移动互联网服务方面仍然存在巨大的消费潜力，随着新兴市场经济的持续增长、网络基础设施建设的逐渐完善，3C 配件、家电和移动互联网服务将成为公司手机业务的重要补充，为公司未来的业务发展提供持续的竞争力。

图 18：形成“手机+3C 配件&家电 +移动互联网服务”的商业生态模式



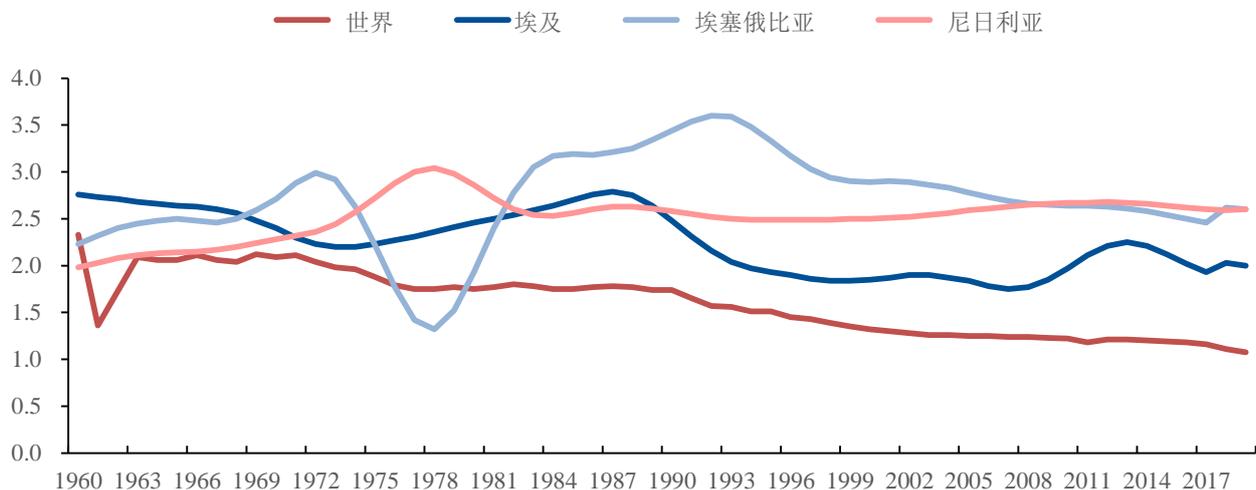
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2 新兴市场手机需求潜力大，向智能机切换带来增长机遇

2.1 高人口增速叠加智能机换机需求，非洲市场持续带来营收增量

非洲的人口增速高于全球平均人口增速，年轻化的人口结构为手机的销量增长提供动力，公司凭借在非洲的高市占率和品牌优势将显著受益。据联合国人口司统计，目前世界人口平均增长率约为 1.1%，非洲地区整体的人口年增长率约为 2.5%，是世界人口平均增长率的 2 倍以上。非洲人口总数约为 13 亿，约占全球人口总数的 17%，以非洲地区人口最多的三个国家尼日利亚、埃塞俄比亚和埃及为例，2019 年这三个国家的人口增长率分别达到 2.6%、2.6%和 2.0%，均远高于世界人口平均增长率。非洲地区的高人口增速将成为公司手机销量持续增长的基础。

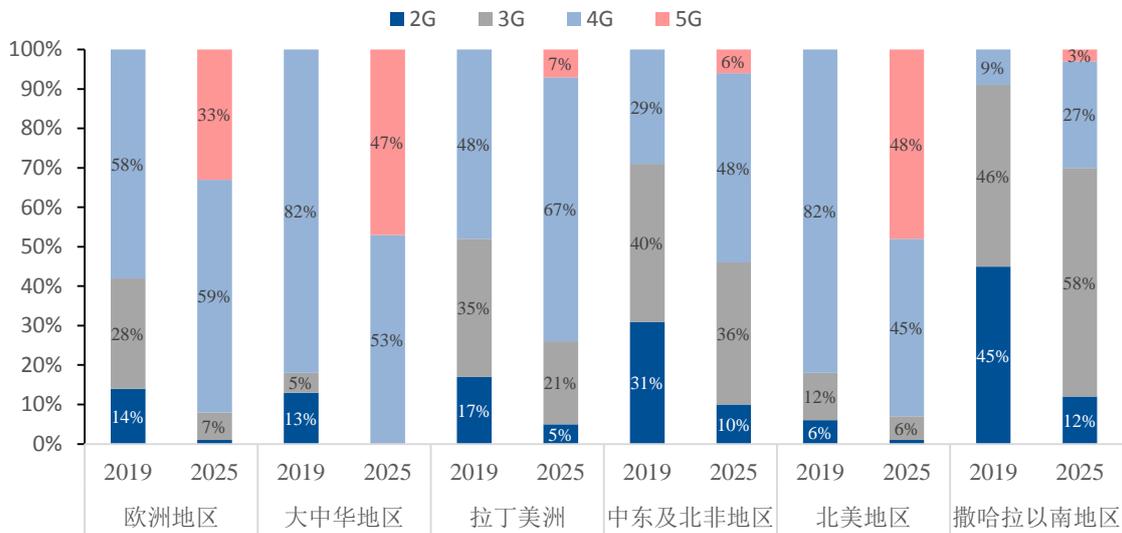
图 19：非洲地区的人口增长率远高于世界平均水平（单位：%）



资料来源：世界银行，民生证券研究院

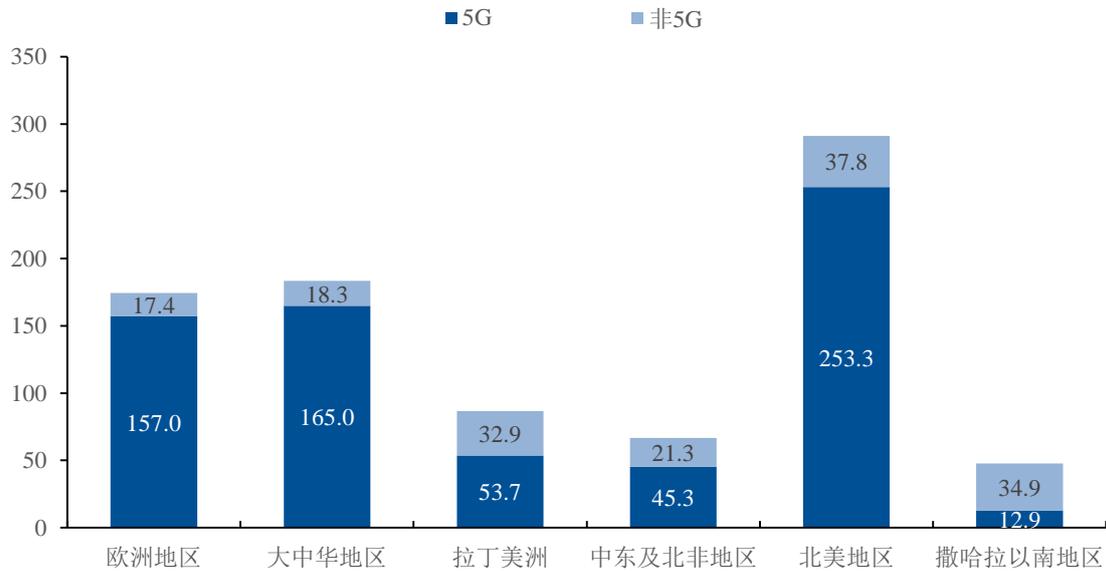
非洲地区的网络基础设施建设较为落后，正处于 2G 网络向 3G、4G 网络过渡的阶段。据 GSMA（全球移动通信系统协会）统计，2019 年撒哈拉以南非洲的 3G、4G 网络占比分别为 46%和 9%，中东及北非地区的 3G、4G 网络占比分别为 40%和 29%，2G 网络在非洲地区仍然占据较大份额。预计 2020-2025 年，撒哈拉以南非洲、中东及北非地区用于网络基础设施建设的资本开支将分别达到 478 亿美元和 667 亿美元，其中用于 5G 网络建设的资本开支占比分别达到 27%和 68%，有望大幅提升非洲地区的网络覆盖率。

图 20: 全球各地区通信网络的变化情况



资料来源: GSMA, 民生证券研究院

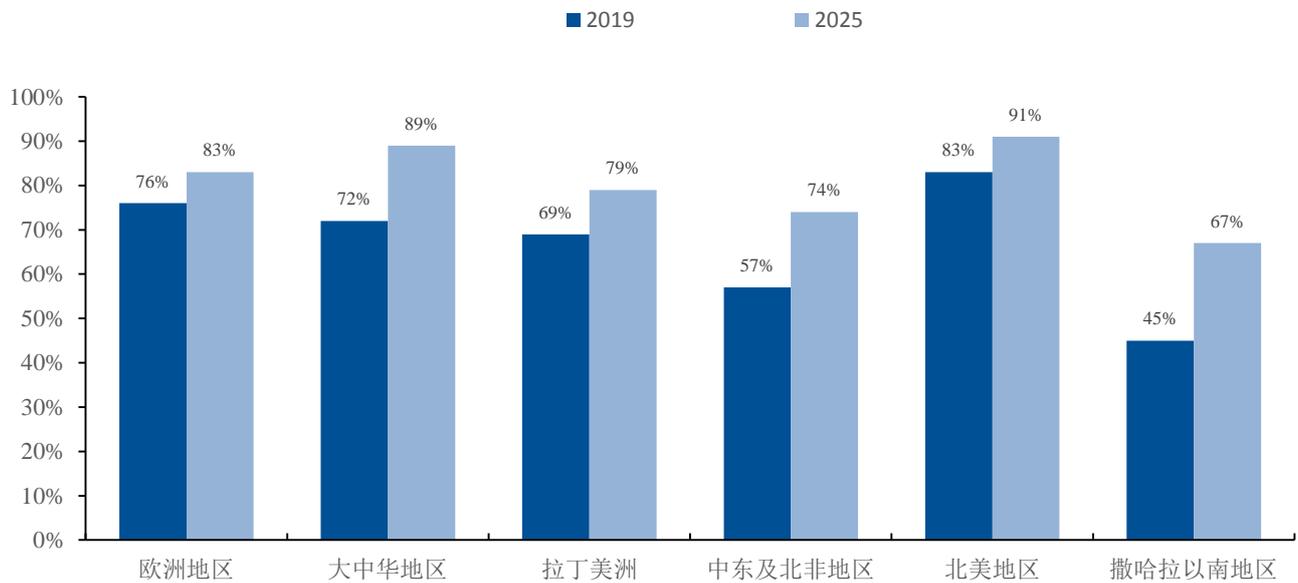
图 21: 2020-2025 年全球各地区用于网络建设的资本开支情况 (单位: 10 亿美元)



资料来源: GSMA, 民生证券研究院

目前非洲地区智能手机的渗透率低于 60%，存在较大提升空间。据 GSMA 统计，2019 年撒哈拉以南非洲的智能手机渗透率约为 45%，网络用户普及率约为 45%；中东及北非地区的智能手机渗透率约为 57%，网络用户的普及率约为 64%。随着非洲的网络基础设施建设逐渐完善，3G、4G 网络的占比持续提升，预计到 2025 年撒哈拉以南非洲、中东及北非地区的智能手机渗透率将分别上升至 67% 和 74%，有望显著扩大非洲地区的智能机市场规模。

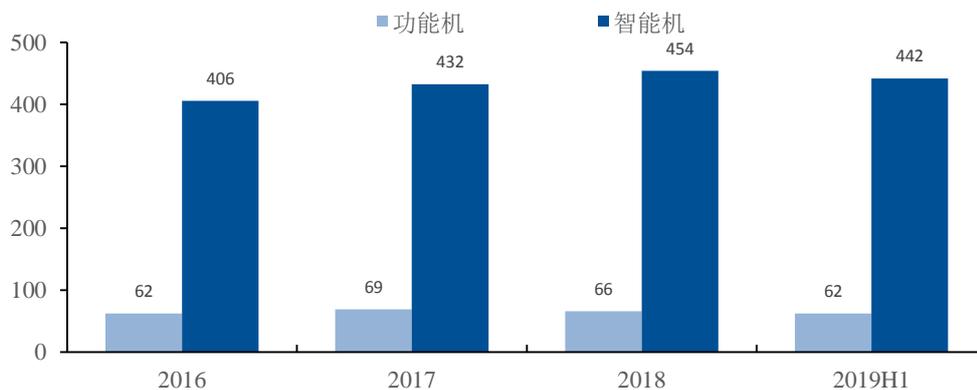
图 22: 全球各地区的智能手机渗透率情况



资料来源: GSMA, 民生证券研究院

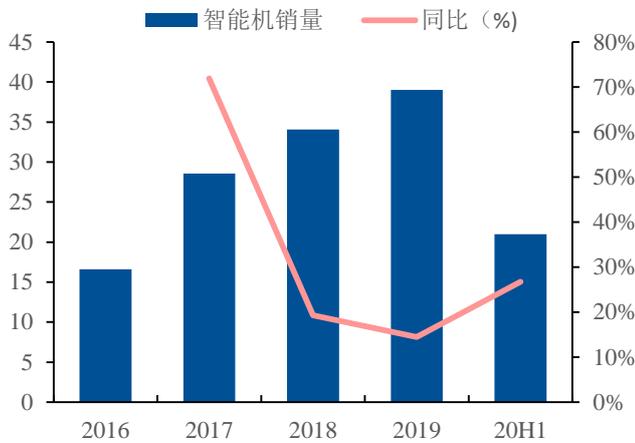
公司在非洲的智能机销量快速增长, 智能机 ASP 约为功能机 ASP 的 7-8 倍。公司的智能机销量从 2016 年的 0.17 亿部上升至 2019 年的 0.39 亿部, CAGR 高达 31.9%; 20H1 的出货量为 0.21 亿部, 同比提升 26.7%。从 2019H1 的销售单价来看, 公司的功能机平均定价约为 62 元/部, 智能机定价约为 442 元/部, 相比功能机存在 7-8 倍的价值上涨空间。

图 23: 公司的智能机 ASP 约为功能机的 7-8 倍 (单位: 元/部)



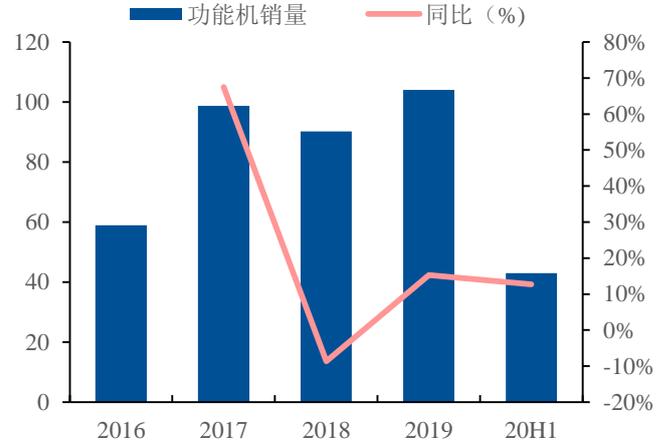
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图 24: 公司的智能机销量情况 (单位: 百万台)



资料来源: 公司招股说明书, IDC, 民生证券研究院

图 25: 公司的功能机销量情况 (单位: 百万台)



资料来源: 公司招股说明书, IDC, 民生证券研究

我们预计 2025 年非洲的手机出货量有望超过 3 亿部, 对应手机总市场规模约为 1360 亿元, 2020-2025 年的 CAGR 达到 23%; 其中智能手机市场规模约为 1305 亿元, 2020-2025 年的 CAGR 达到 26%, 公司将显著受益非洲由功能机向智能机升级带来的价值提升。假设非洲地区的换机周期为 3 年, 加上非洲自然人口增长每年新增约 3250 万部的手机需求 (以 13 亿人口为基数, 人口年增长率约为 2.5%), 预计非洲地区的手机出货量将从 2019 年的 1.98 亿部增长至 2025 年的 3 亿部。同时, 据 IDC 统计非洲 2019 年的智能机渗透率约为 41%, 考虑到非洲地区由功能机向智能机切换是大趋势, 加上 4G 网络覆盖率的持续提升, 假设非洲地区智能机渗透率持续增长至 2025 年的 71%, 预计 2025 年非洲地区的智能机出货量将达到 2.13 亿部。参考南非 2015-2020 年的手机均价 CAGR 为 10.65%, 考虑非洲整体的经济增速, 我们假设非洲地区智能手机 ASP 在 2021-25 年保持约 5% 的增速, 对应 2025 年非洲的智能机市场规模约为 1305 亿元。公司在非洲手机市场已经形成绝对领先地位, 有望充分受益非洲智能机市场的快速发展。

表 5: 非洲地区的智能机和功能机市场空间测算

年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
换机需求 (百万部)	-	-	-	211.0	220.4	231.5	253.5	267.6
人口自然增长需求 (百万部)	-	-	-	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5
非洲手机出货量 (百万部)	215.3	219.9	197.9	243.5	252.9	264.0	286.0	300.1
非洲智能机渗透率	41%	41%	44%	49%	55%	60%	66%	71%
非洲功能机渗透率	59%	59%	56%	51%	45%	40%	34%	29%
非洲智能机出货量 (百万部)	88.2	90.3	86.2	119.4	137.9	158.4	187.3	213.1
非洲功能机出货量 (百万部)	127.1	129.6	111.6	124.1	115.0	105.6	98.6	87.0
非洲智能机 ASP (元)	454	442	480	504	529	556	583	613
非洲功能机 ASP (元)	66	62	62	62	62	62	62	62
非洲智能机市场空间 (亿元)	400.8	398.9	413.6	601.8	729.8	880.2	1093.0	1305.4
非洲功能机市场空间 (亿元)	83.8	80.8	69.7	77.4	71.8	65.8	61.5	54.3
非洲手机市场总空间 (亿元)	484.6	479.7	483.3	679.2	801.6	946.1	1154.5	1359.7

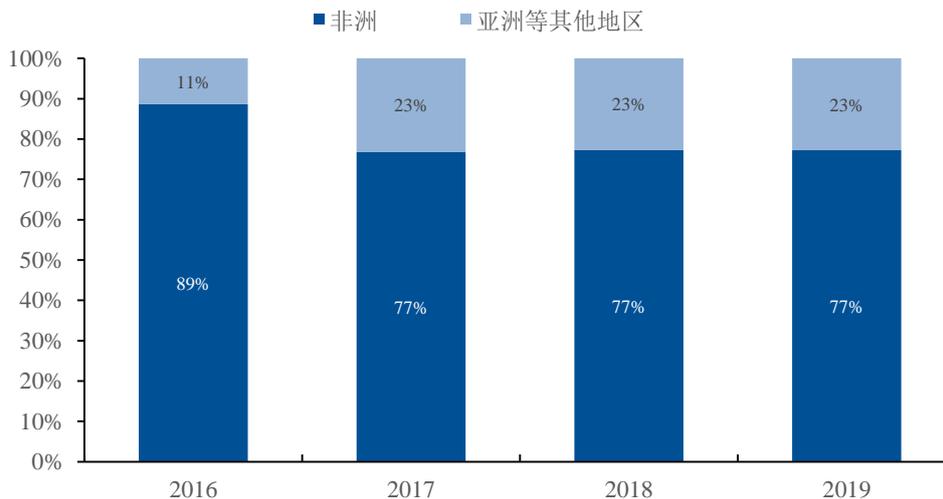
资料来源: IDC, GSMA, 民生证券研究院

2.2 进军亚洲新兴市场, 拓宽手机事业版图

公司以非洲市场为基础, 逐渐拓宽手机事业版图, 进军以印巴孟为代表的亚洲新兴市场

国家。公司自 2016-2017 年进入非洲以外的新兴市场，以非洲市场多年的运维经验为基础，采取贴合当地市场需求和文化特色的经营策略，快速打入印度、孟加拉国、巴基斯坦等亚洲新兴市场国家，主营业务中来自亚洲等其他地区的收入占比逐渐提升，从 2016 年的 11.38% 提升至 2019 年的 22.75%，提升幅度接近 2 倍。

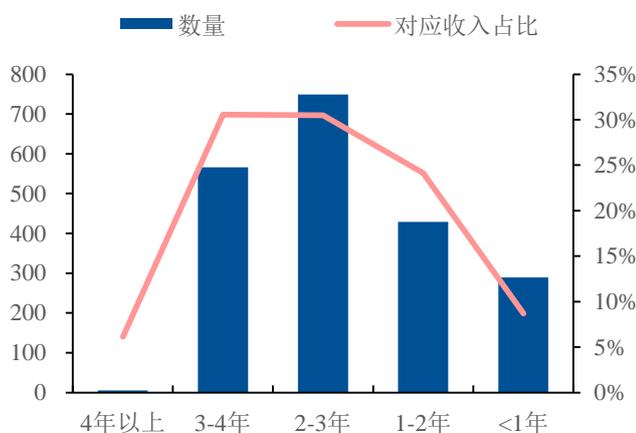
图 26：主营业务收入中来自亚洲等其他地区的比例逐渐提升



资料来源：wind，民生证券研究院

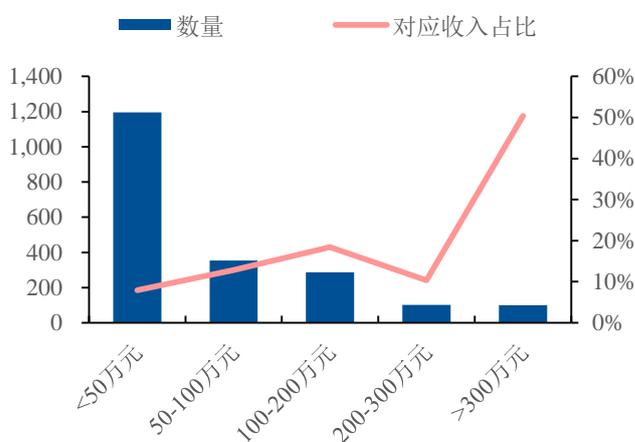
面对非洲以外的新兴市场，公司通过与本地经销商加强合作，采取提升产品力打造畅销单品的策略带动全系列产品销售，逐渐提高品牌竞争力。据公司招股说明书披露，截止 2019 年 6 月，公司在印度及其他地区签约合作的经销商数量达到 2038 家。2016 年以来公司在印度及其他地区的合作经销商数量快速增加，一方面是公司自 2016 年才开始逐步拓展非洲以外的新兴市场，另一方面是因为印度的经销渠道扁平化，经销商数量多且规模小。从收入占比来看，与公司在 2016 年和 2017 年签约的经销商收入占比最高，分别达到 30.56% 和 30.49%，其中收入规模在 300 万元以上的经销商收入占比达到 50.40%。此外，公司采取提升产品力打造畅销单品的策略带动全系列产品销售，以点带面逐渐增加市场份额，提高品牌竞争力。目前公司的智能机销量在孟加拉国的市占率已经达到约 18-19%，在巴基斯坦的市占率超过 40%，均位列当地市场第一。

图 27: 印度及其他地区合作经销商合作年限分布



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院
注: 经销商收入规模系公司 2019 年 1-6 月向截止 2019 年 6 月末经销商销售产品规模

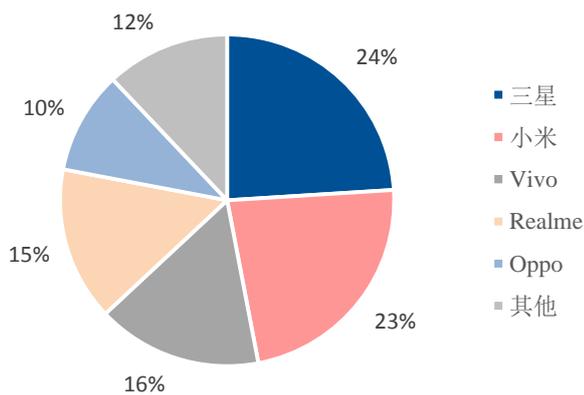
图 28: 印度及其他地区合作经销商收入规模分布



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

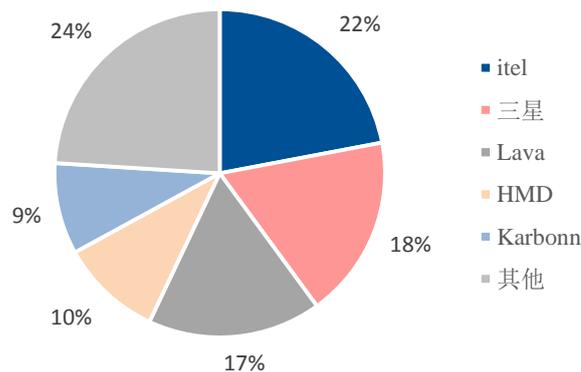
印度手机市场竞争激烈, 2019 年公司市占率约为 6.8%, 排名第五, 仍然存在较大提升空间。印度市场是国内手机品牌竞争的主战场之一, 以智能机为例, 据 Counterpoint 统计, 20Q3 国内品牌小米、Vivo、Realme 和 Oppo 包揽印度智能机出货量第 2-5 名, 合计市占率超过 60%。同时, 目前印度仍然存在较大比例的功能机用户, 据 IDC 统计, 2019 年印度手机市场总出货量为 2.83 亿部, 其中 1.30 亿部为功能机, 占比达到 46%。公司在印度功能机市场中处于领先地位, 20Q3 旗下功能机品牌 itel 在印度功能机市场的市占率达到 22%, 排名第一, 未来公司有望通过功能机逐渐渗透至智能机市场, 提高智能机市占率。

图 29: 20Q3 各品牌在印度智能机市场的市占率



资料来源: Counterpoint, 民生证券研究院

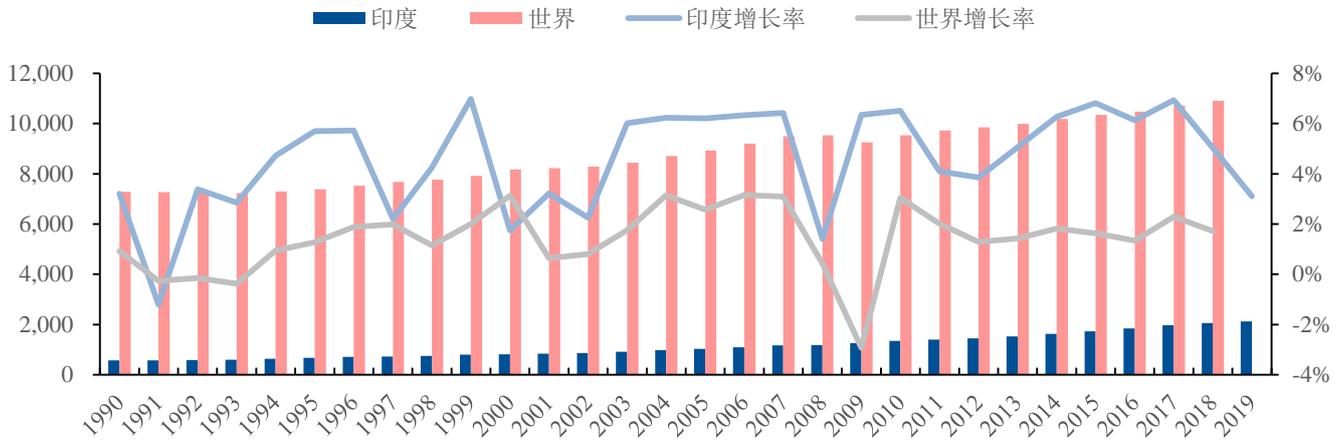
图 30: 20Q3 各品牌在印度功能机市场的市占率



资料来源: Counterpoint, 民生证券研究

印度人口基数大, 经济增速高, 消费潜力有望逐渐释放。目前印度的人口总数约为 13.5 亿, 约占全球总人口的 18%, 是仅次于中国的第二大人口国。据世界银行统计, 2018 年印度的人均 GNI (年人均国民总收入, 2010 年不变价美元) 为 2,064 美元, 低于世界人均 GNI (10,905 美元) 的 1/5。但印度的人均 GNI 增速较快, 2018 年达到 5.03%, 接近世界人均 GNI 增长率 (1.72%) 的 3 倍, 消费潜力大。

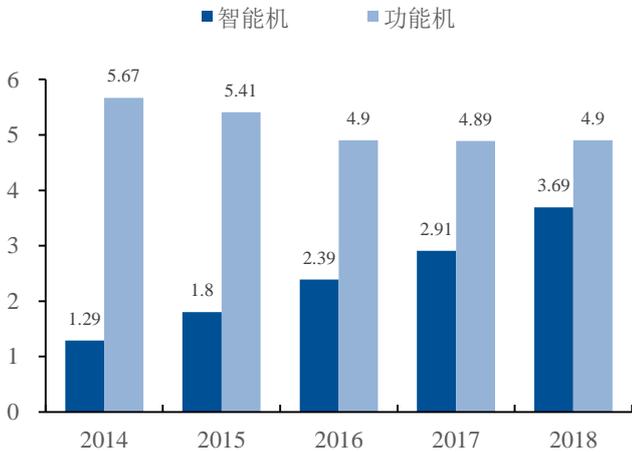
图 31: 印度和世界人均 GNI (2010 年不变价美元) 的变化情况



资料来源: 世界银行, 民生证券研究院

印度的手机保有量仍然较低, 随着印度经济增长提升居民消费力, 有望持续提升印度的手机销量和平均销售单价。从总体趋势来看, 印度智能机的保有量逐年上升, 功能机的保有量则逐年下降, 符合经济增长的消费规律。但印度的手机保有量仍然存在较大的提升空间, 2018 年智能机人均保有量只有 0.27, 功能机的人均保有量甚至超过智能机达到 0.36。随着印度居民消费水平的提升, 智能机有望加速渗透扩大销量, 同时抬升手机平均销售单价。

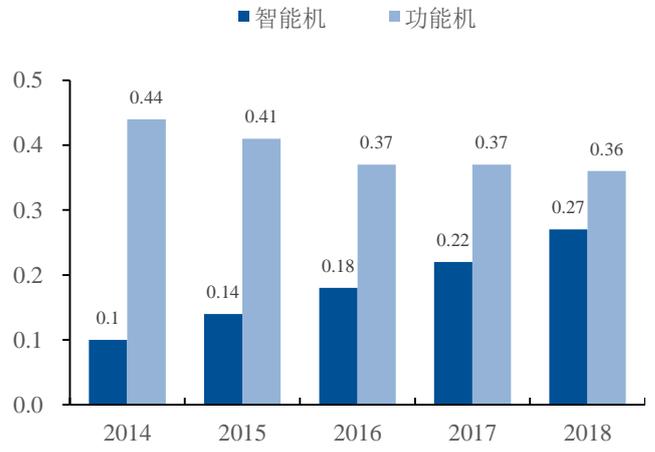
图 32: 印度智能机和功能机的保有量变化 (亿部)



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

注: 人均保有量计算方式为保有量除以联合国人口署统计的各年人口数

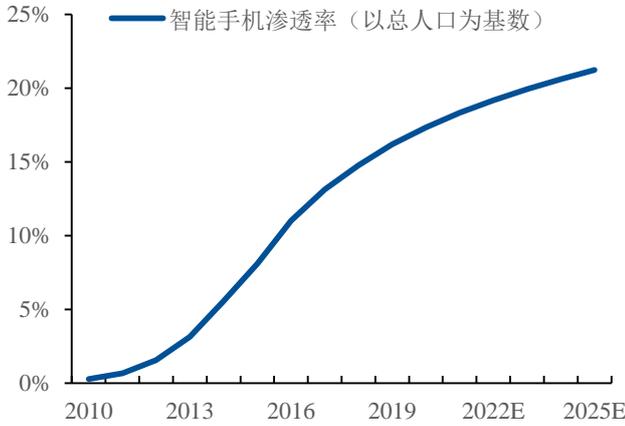
图 33: 印度智能机和功能机的人均保有量变化 (部/人)



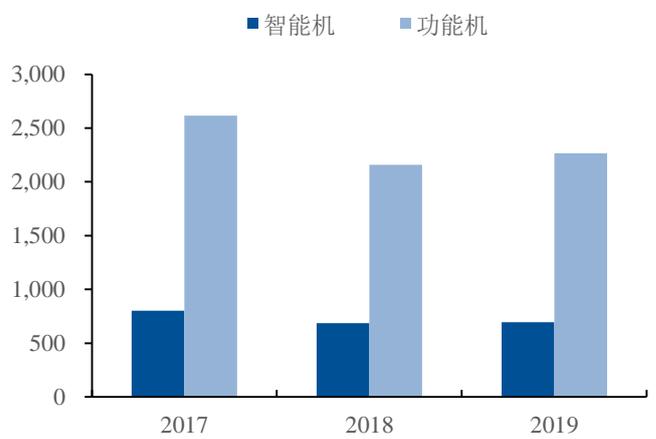
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究

公司在孟加拉国和巴基斯坦的智能机市场占据主要份额, 受益该地区功能机向智能机升级红利。经过 3-4 年的市场开拓, 公司凭借出色的产品差异化策略和渠道管理优势, 快速提升在孟加拉、巴基斯坦等国家的市场份额, 目前公司的智能机销量在孟加拉国的市占率约为 18-19%, 在巴基斯坦的市占率超过 40%, 均位列第一。随着 4G 网络覆盖率的提升, 新兴市场国家的手机用户更换智能机的意愿加强, 带动智能机出货量持续增长。据 Statistic 预测, 以巴基斯坦总人口为基数 (目前约为 2.21 亿人), 巴基斯坦的智能手机渗透率将从 2019 年的 16.18% 增加到 2025 年的 21.23%。据 IDC 统计, 2019 年孟加拉国的智能机出货量达到 695 万

部, 同比增长 1.4%。同时公司在孟加拉国建立小规模产线, 以快速响应本地客户的需求, 提高市场竞争力。

图 34: 巴基斯坦智能手机渗透率变化 (以总人口为基数)


资料来源: Statistic, 民生证券研究院

图 35: 2017-2019 年孟加拉国手机出货量 (单位: 万部)


资料来源: IDC, 民生证券研究

我们预计 2025 年印度手机市场总规模有望达到 2831 亿元, 其中智能手机的市场规模为 2815 亿元, 2020-2025 年的 CAGR 达到 13%; 孟加拉国手机市场总规模有望达到 282 亿元, 其中智能手机的市场规模为 277 亿元, 2020-2025 年的 CAGR 达到 32%。印度 2021-25 年的手机出货量数据参考第三方机构欧睿的预测数据, 同时假设 2021-25 年印度的智能机 ASP 增速维持为 5% (印度 2017-19 年人均 GNI 的平均增速); 孟加拉国 2019 年的手机出货量同比增速为 4.1%, 假设孟加拉国手机总出货量在 2020-25 年维持约 4% 的同比增速, 其中智能手机渗透率从 2019 年的 23% 持续提升至 2025 年的 81%, 2020-25 年孟加拉国的智能手机 ASP 增速维持为 6% (孟加拉国 2017-19 年人均 GNI 的平均增速)。因此, 我们预计 2025 年印度的手机出货量将达到 2.24 亿部, 对应的市场规模约为 2831 亿元; 智能手机的出货量将达到 1.98 亿部, 对应的市场规模为 2815 亿元。预计 2025 年孟加拉国的手机出货量将达到 0.38 亿部, 对应的市场规模为 282 亿元; 智能手机的出货量将达到 0.30 亿部, 对应的市场规模为 277 亿元。

表 6: 印度和孟加拉国的智能机和功能机市场空间测算

年份	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
印度	手机总出货量 (百万部)	288.3	242.0	229.8	222.0	219.2	219.0	224.0
	智能机渗透率	54%	57%	64%	72%	79%	84%	88%
	智能机出货量 (百万部)	154.6	136.9	148.0	159.6	172.3	184.1	198.2
	功能机出货量 (百万部)	133.8	105.1	81.8	62.4	47.0	34.9	25.8
	智能机 ASP (元)	1060	1113	1169	1227	1288	1353	1421
	功能机 ASP (元)	62	62	62	62	62	62	62
	智能机市场规模 (亿元)	1638.2	1523.7	1729.8	1958.4	2219.3	2490.4	2815.4
	功能机市场规模 (亿元)	83.0	65.1	50.7	38.7	29.1	21.7	16.0
	手机总市场规模 (亿元)	1721.2	1588.8	1780.5	1997.0	2248.5	2512.1	2831.4
	孟加拉国	手机总出货量 (百万部)	29.6	30.8	32.0	33.3	34.6	36.0
智能机渗透率		23%	33%	43%	52%	62%	71%	81%
智能机出货量 (百万部)		6.95	10.2	13.7	17.4	21.4	25.7	30.3
功能机出货量 (百万部)		22.7	20.6	18.4	15.9	13.2	10.3	7.1
智能机 ASP (元)		644	683	724	767	813	862	914
功能机 ASP (元)		62	62	62	62	62	62	62

智能机市场规模 (亿元)	44.8	69.5	98.8	133.4	174.1	221.6	277.1
功能机市场规模 (亿元)	14.0	12.8	11.4	9.9	8.2	6.4	4.4
手机总市场规模 (亿元)	58.8	82.3	110.2	143.3	182.3	228.0	281.6

资料来源: IDC, GSMA, 民生证券研究院

3 以手机为核心，横向延伸至 3C 配件、家电业务

3.1 成立 3C 配件品牌 oraimo，打造消费电子生态链

oraimo 是公司创立的专业 3C 配件品牌，销售范围覆盖非洲、亚洲 30 多个国家和地区。

oraimo 品牌创立于 2014 年，主要产品包括智能音箱、智能手环、移动电源、蓝牙耳机等，目前已经初步完成高中低端市场的全面覆盖。借助在非洲手机端庞大的用户基数和品牌影响力，公司的 3C 配件品牌已经成为非洲消费者最喜爱的品牌之一。同时，公司在大力发展线下业务的同时，也积极拓展线上业务，加上完善的售后服务体系，公司可以为 3C 配件产品提供高质量的品牌保障和售后服务。

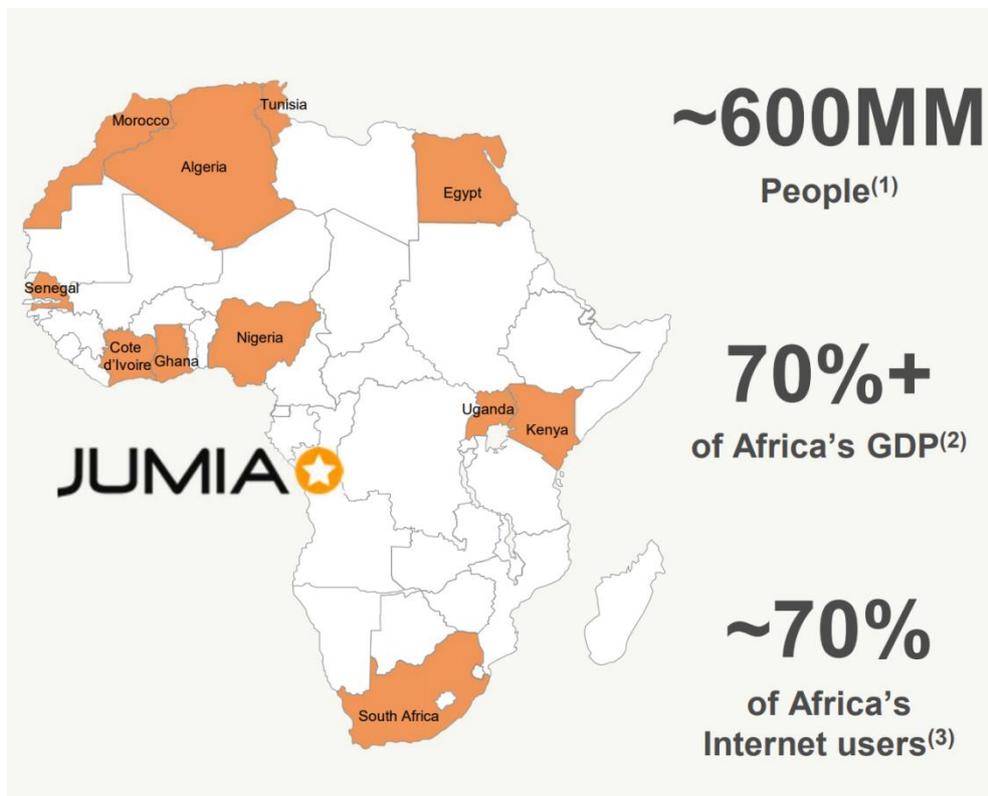
图 36：公司旗下 3C 配件品牌的主要产品



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

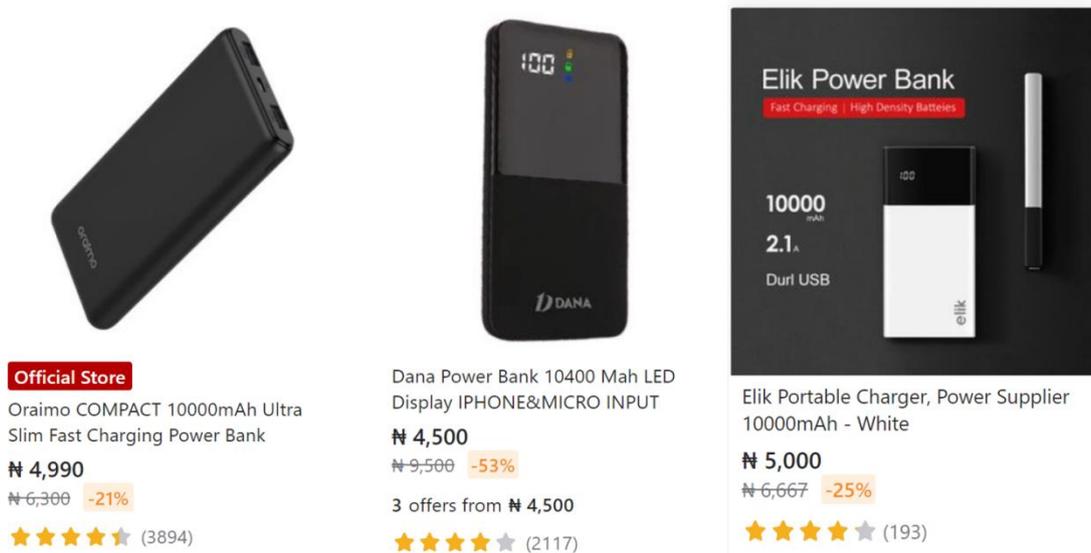
移动电源为公司线上销量最高的 3C 配件产品，在非洲最大电商平台 Jumia 中具备较高品牌认可度。Jumia 是非洲最大的电商平台，业务覆盖尼日利亚、埃及、南非等 11 个非洲国家，覆盖网络用户约为非洲网络用户总数的 70%。以人口最多的尼日利亚为例，在 Jumia 上搜索移动电源产品，oraimo 品牌旗下容量为 10000mAh 的产品在评分四星及以上的移动电源产品中评分人数最多，具备较高的品牌认可度。

图 37: Jumia 是非洲最大的电商平台



资料来源: Jumia 公告, 民生证券研究院

图 38: Jumia 尼日利亚官网评分四星及以上中用户评论数 Top3 的移动电源产品 (截止 2021 年 1 月 13 日)

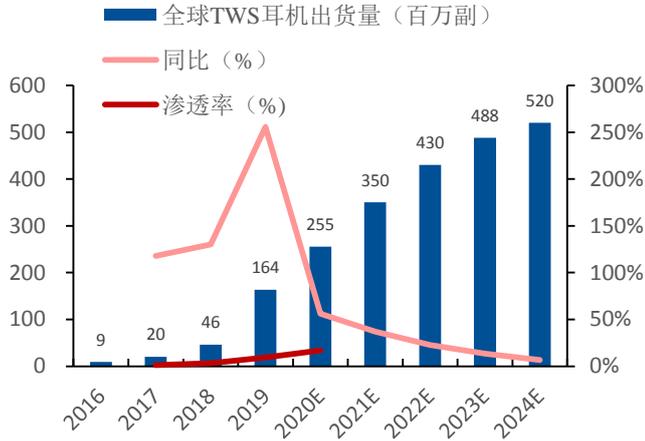


资料来源: Jumia 尼日利亚官网, 民生证券研究院

智能硬件市场蓬勃发展, 成为延伸手机价值的重要领域。按照产品形式, 智能硬件包括可穿戴设备、VR/AR 设备、智能家居设备、无人机、电子笔等多类产品。近几年, 全球智能硬件市场蓬勃发展, 各种爆品迭出。以 TWS 耳机和智能音箱为例, 2020 年全球 TWS 耳机出

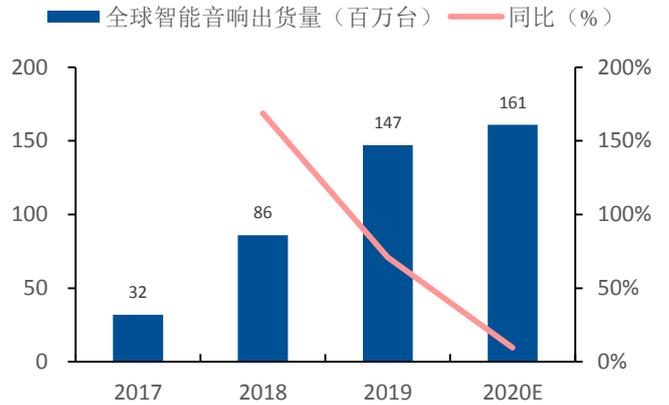
销量将达到 2.55 亿副，渗透率有望超过 16%，2019-2024 年 TWS 耳机出货量的 CAGR 可达 26%，渗透率将快速提升；全球智能音响出货量持续增长，预计 2020 年将达到 1.61 亿台，2017-2020 年的 CAGR 达到 71.35%。

图 39：全球 TWS 耳机出货量快速增长



资料来源：前瞻产业研究院，Canalys，Counterpoint，民生证券研究院

图 40：全球智能音箱产品出货量持续增长



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

非洲地区智能机渗透率较低，IoT 市场仍处于起步阶段，具备巨大发展潜力。目前非洲地区 4G 网络覆盖率仍然较低，导致智能手机的渗透率还不够高，据 GSMA 统计，目前撒哈拉以南非洲的智能手机渗透率仅为 45%，2025 年有望提升到 67%。由于智能硬件产品依赖智能手机作为操作终端，随着非洲地区智能机渗透率的提升，非洲地区广阔的智能硬件市场有望被打开。

图 41：智能手机是 IoT 网络的智慧核心



资料来源：TechNews，民生证券研究院

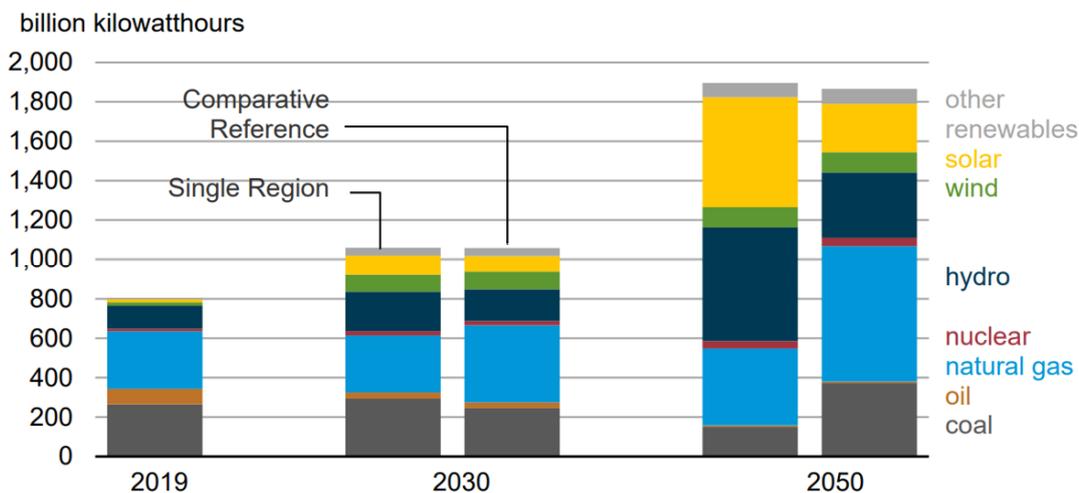
图 43: 公司家电品牌的主要产品



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

非洲地区家电渗透率低, 用电成本下降有望提高非洲家庭对家电的购买需求。由于非洲地区发电量低, 人均用电成本高, 导致非洲的家电渗透率仍然较低, 比如埃及约有 20% 的家庭没有电视。据 EIA (美国能源信息署) 统计, 2019 年非洲地区的人口总数约为美国的 4 倍, 但总发电量只有 804 TWh (太瓦时, 等于 10 亿 kWh), 相当于美国的 20%; 人均发电量约为 600 kWh, 低于美国的 6%。为了满足日益增长的用电需求, 降低用电成本, 非洲地区也在抓紧铺设电网, 利用本土丰富的天然气和太阳能资源提高发电量水平, 预计 2030 年非洲地区的总发电量能够超过 1,000 TWh。

图 44: 非洲地区的发电量预测



资料来源: 美国能源信息署, 民生证券研究院

注: Comparative Reference 情况考虑非洲南部和北部之间的电力传输限制, Single Region 情况则不考虑

非洲家电市场竞争激烈, 公司具备销售网络和性价比优势。非洲的高人口基数和低家电渗透率, 为家电厂商提供了广阔的成长空间, 从而吸引了三星、索尼、LG、海尔等国际家电大品牌先后进入非洲市场抢占份额, 市场竞争激烈。相比竞争厂商, 公司定位提供高性价比的家电品牌产品, 致力于促进非洲地区的家电产业发展。更低的产品定价加上遍布非洲的售后服务网点, 有利于公司的家电产品快速进入非洲中低消费收入群体, 提高公司在非洲家电

市场的占有率。以电视为例，在 Jumia 尼日利亚上搜索 55 英寸的 LED&LCD 电视机，选取 Synix、Infinix、三星和索尼在线上售价最低的一款产品进行对比，发现公司的 Infinix 定价最低，Synix 定价第二低，换算成人民币分别为 3,443 元和 3,852 元，相比之下索尼的定价最高，相当于 5,721 元。

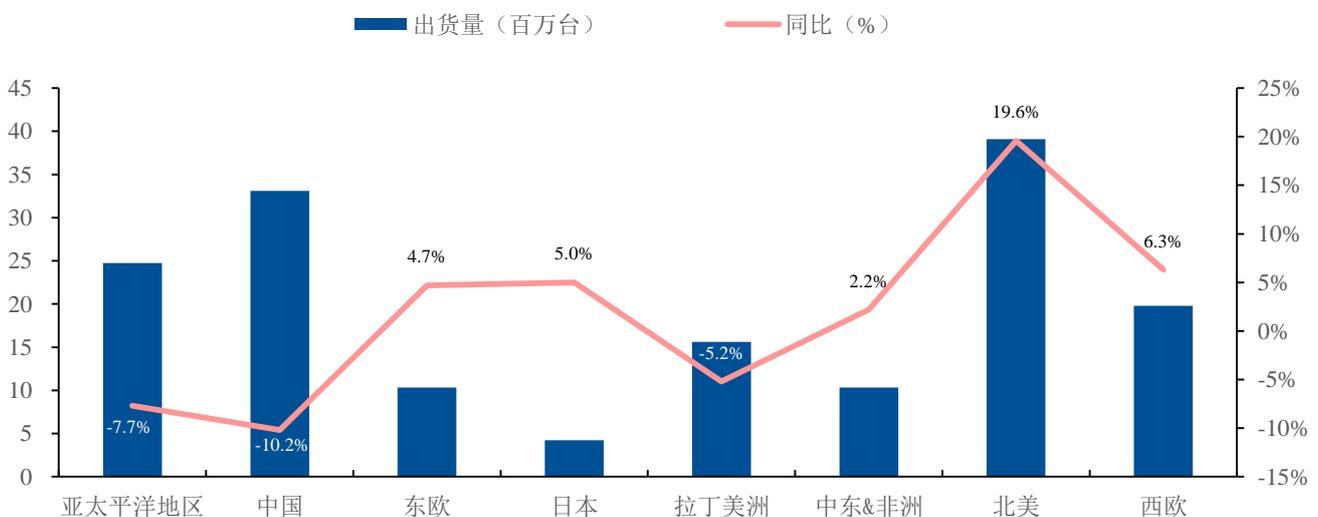
表 7：在 Jumia 尼日利亚上销售的电视品牌销售单价和性能对比

品牌	Synix	Infinix	索尼	三星
产品类型	LED UHD Android 4K Version TV	4K UHD Smart TV	UHD 4K SMART LED TV	Crystal UHD 4K HDR Smart LED TV
价格 (人民币元)	3,852	3,443	5,721	5,082
屏幕大小 (英寸)	55	55	55	55
重量 (kg)	-	20	76	20
分辨率	3,840×2,160	3,840×2,160	3,840×2,160	3,840×2,160
亮度 (cd/m ²)	320	-	-	-
对比度	208.33	-	-	-
背光寿命 (小时)	> 30,000	-	-	-
面板刷新率 (Hz)	60	50/60	-	-
DDR/Flash (GB)	1.5/8	1.0/8	-	-
HDMI 数量	4	-	-	-
USB 数量	2	-	-	-

资料来源：Jumia 尼日利亚官网，民生证券研究院
注：汇率为人民币:尼日利亚币=1:61

电视是非洲渗透率最高的家电品类，但相比中国和北美地区仍然具备巨大增长潜力，因此公司将电视作为家电品牌的主攻方向。目前非洲的电视渗透率约为 40%-50%，在所有家电产品中渗透率最高，电视机成为公司家电品牌中出货量最大的产品。从人口基数来看，非洲地区的人口总数约为 13 亿，中国的人口总数约为 14 亿，北美地区的人口总数约为 6 亿。从全球 2020 年前三季度的电视出货量来看，非洲和中东地区的出货量约为 1,032 万台，同比增长 2.2%，只相当于中国出货量的 1/3、北美地区出货量的 1/4，考虑到非洲地区的人口基数和电视渗透率，仍然存在巨大的增长潜力。

图 45：2020 年前三季度全球电视机出货量和同比变化情况



资料来源：奥维睿沃，民生证券研究院

4 布局移动互联创造附加值，打开公司长期成长空间

围绕二次开发的操作系统，公司深度布局移动互联产品和服务。公司基于 Android 系统进行二次开发，深度定制智能终端操作系统 (OS)，包括 HiOS、itelOS 和 XOS，同时将开发的 OS 搭载在旗下所有手机品牌中。借助在海外新兴市场庞大的手机出货量，公司的 OS 具备广泛的用户基础，目前公司的 OS 已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一。围绕操作系统，公司进一步开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台和手机管家等工具类应用程序，通过应用预装、应用分发和广告分发等方式创造营收。此外，公司还与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网企业合资成立子公司，在音乐、游戏、短视频、新闻资讯等独立 APP 领域进行出海战略合作，截止 2020 年末已自主与合作开发出 8 款 MAU (月活跃用户) 超过 1,000 万的应用程序。

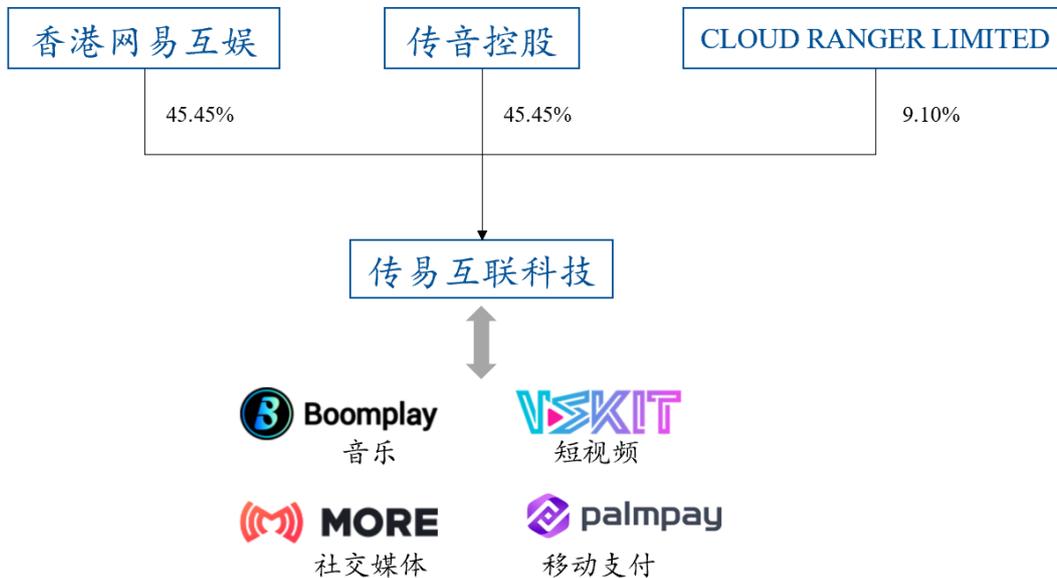
图 46：公司围绕操作系统深度布局移动互联产品和服务



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

与网易合资成立传易互联，专注打造非洲地区多元化移动互联产品。2017 年公司与网易合资成立传易互联科技，致力于为非洲地区提供满足本地生活需求的多元化、定制化的移动互联解决方案。根据公司招股说明书的披露信息，公司与香港网易互娱各持有传易互联 45.45% 的股份，第三方 CLOUD RANGER LIMITED 持有剩余 9.10% 的股份。经过 3 年多的开发和孵化，传易互联已经拥有音乐流媒体平台 Boomplay、短视频平台 Vskit、移动支付平台 Palmpay 和社交媒体平台 More 四款移动互联产品。

图 47: 公司与网易合资成立传易互联



资料来源: 传易互联官网, 公司招股说明书, 民生证券研究院

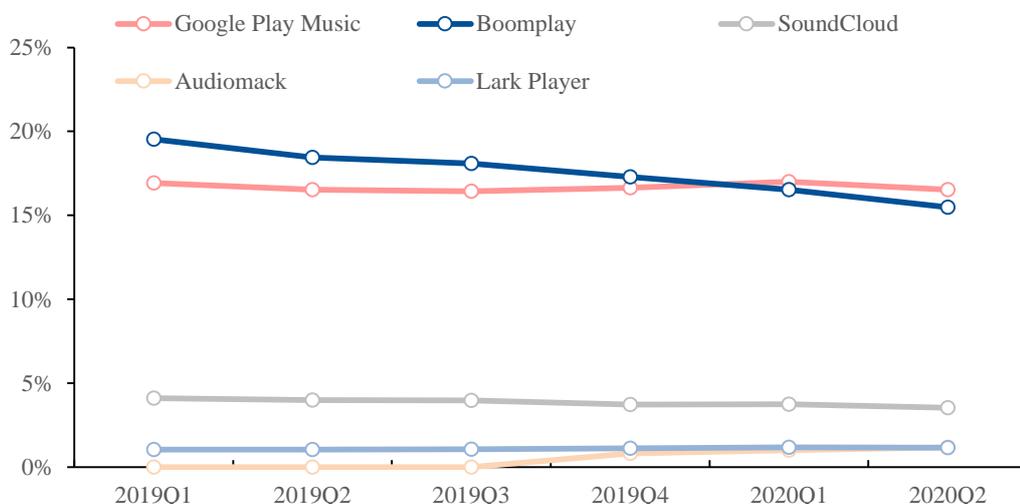
Boomplay 已成为非洲地区最受欢迎的音乐流媒体软件, 稳居非洲地区音乐类 APP 周活跃率前二。截止 2020 年末, Boomplay 在全球拥有 1.3 亿的激活用户, 与全球三大唱片公司 (环球音乐、华纳音乐和索尼音乐) 达成版权合作, 曲库规模超过 5,000 万首。据触宝大数据统计, Boomplay 在 2019 年各个季度非洲地区音乐类 APP 排行榜中一直位居第一, 20Q1 - 20Q2 Google Play Music 以微弱的优势取得第一。具体来看, 20Q2 Boomplay 的周活跃率为 15.48%, 低于 Google Play Music 的 16.53%, 但周人均打开次数和周人均使用时长均高于 Google Play Music。考虑到 Google Play Music 仅为音乐播放器, 不涉及内容运营, Boomplay 已经成为非洲地区最受欢迎的音乐流媒体软件。

表 8: 2020Q2 非洲地区音乐类 APP 排名 Top5

排名	APP 名称	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时长 (分钟)
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	Lark Player	1.16%	17.7	25.81

资料来源: 触宝大数据, 民生证券研究院

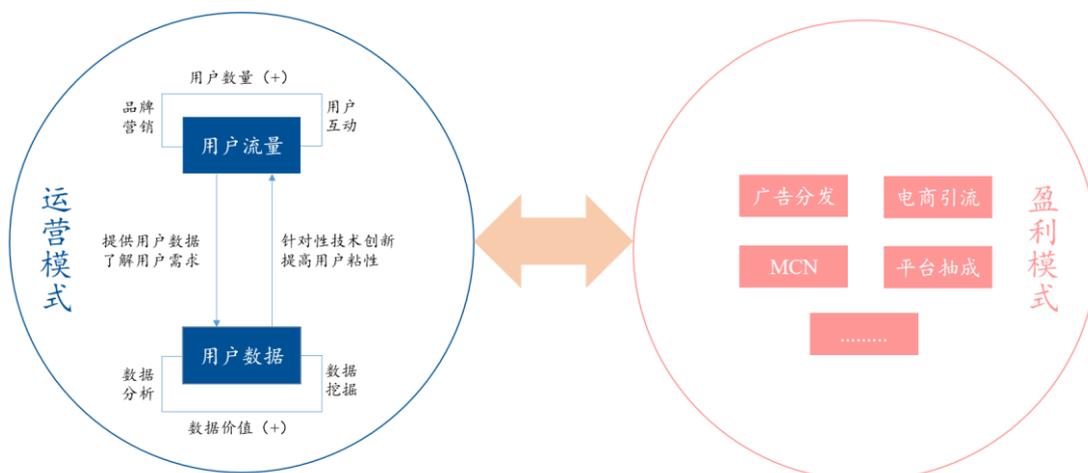
图 48: 非洲地区音乐类 APP 排名 Top 5 的周活跃率变化



资料来源: 触宝大数据, 民生证券研究院

流量和数据是移动互联网业务的核心资源, 公司短期以积累用户、培养用户粘性为主, 长期移动互联网业务有望成为公司重要的业绩增长极。移动互联网产品前期通过发掘用户需求或解决某类用户痛点吸引用户, 在用户流量达到一定程度后, 往往通过用户之间的口碑营销和良好互动提升产品知名度, 从而带动用户规模激增, 之后可以通过广告、引流等方式进行变现。此外, 足够大的用户流量得以创造海量的用户数据, 产品方通过建立数据库进行数据分析和挖掘, 可以做出更贴合用户需求和个性化的创新, 并精准响应用户诉求, 进而巩固用户忠诚度和产品影响力。因此, 流量和数据之间往往形成正反馈循环, 在持续创造价值的同时加深产品的护城河。公司初期借手机端庞大的用户基数进行应用导流, 具备一定的竞争优势, 短期仍然需要根据用户反馈不断打磨产品, 积累客户、培养客户粘性, 长期有望抓住新兴市场移动互联网需求快速兴起带来的机遇, 从而打开公司长期成长空间。

图 49: 流媒体 APP 等移动互联网产品主要的运营模式和盈利模式



资料来源: 民生证券研究院

5 管理层行业背景深厚，股权激励调动员工积极性

管理层具备深厚行业背景，境外管理经验丰富。公司核心管理层大多出身于宁波波导股份有限公司的手机事业部，早期从事海外手机市场的开拓业务。董事长及创始人竺兆江先生曾在宁波波导股份有限公司长期担任海外事业部总经理，拥有十多年的海外管理经验；董事阿里夫、肖明等人均具备跨国企业工作经验，并长期从事海外业务的管理工作。自2006年公司成立以来，核心管理层一直专注于非洲市场的开拓，积极参与海外业务的经营管理，对于非洲、印度等新兴市场有着深刻的理解。

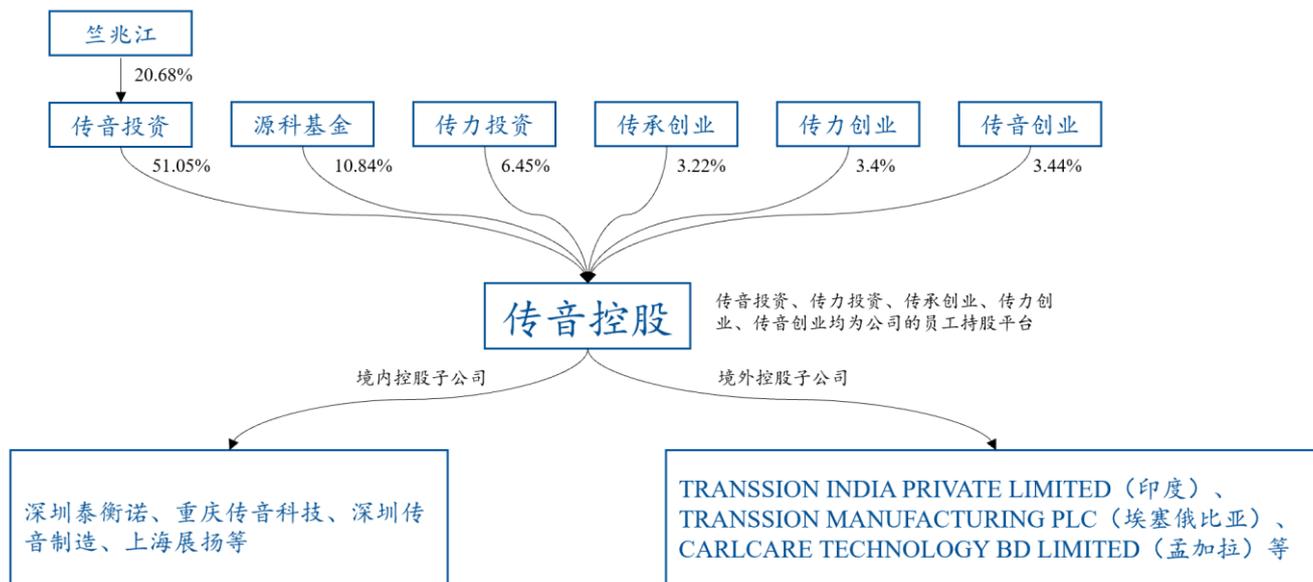
表 9：公司主要管理人员

姓名	职位	履历
竺兆江	董事长、总经理	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，2013年8月至今担任公司董事长、总经理
阿里夫	董事	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
肖明	董事	曾在上海贝尔有限公司、科胜讯通讯技术有限公司、德信无线通讯科技(上海)有限公司、锐嘉科通信技术有限公司、上海锐来科通信技术有限公司等公司任职，2014年8月至今在公司任职，现任公司董事
雷伟国	副总经理	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
严孟	董事、副总经理	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
杨宏	副总经理	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
张祺	董事、副总经理	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
哈乐	副总经理	曾在联想(北京)有限公司、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
肖永辉	财务总监	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
曾春	董事会秘书	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，现任公司董事会秘书

资料来源：wind，民生证券研究院

引入战略投资方，强化股东背景。2016年7月，外部投资者源科基金以货币方式向公司投入1.1亿美元，对应13.2%的出资比例；2016年11月，源科基金再次以货币方式向公司投入2,000万美元，对应2.25%的出资比例。2017年6月，战略投资者TETRAD、GAMNAT、睿启和盛、香港网易互娱、竺洲展飞、麦星致远以及鸿泰投资合计向公司投入约14.2亿元，对应6.81%的出资比例。其中，源科基金的有限合伙人包括MTK的子公司Gaintech Co. Limited（讯发有限公司），鸿泰投资的有限合伙人包括大基金和紫光集团，Tetrad和Gamnat为新加坡财政部旗下的投资基金。

公司股权结构清晰，核心管理层通过员工持股平台与公司深度绑定。公司第一大股东为董事和高管组建的投资平台传音投资，持股比例达到51.05%，其中董事长和创始人竺兆江先生直接持有传音投资20.68%的股份，加上与传音投资其他主要股东签署《一致行动协议》和《表决权委托协议》获得的间接控制权，竺兆江先生为公司的实际控制人。同时，通过传音投资、传力投资、传承创业、传力创业和传音创业等员工持股平台，核心管理层与公司深度绑定。

图 50: 公司的股权结构清晰 (截止 2021 年 4 月 27 日)


资料来源: wind, 民生证券研究院

推出股权激励计划健全公司长效激励机制, 进一步调动员工积极性。2020 年 6 月, 公司发布《2020 年限制性股票激励计划(草案)》, 拟通过定向发行股票的方式, 向中层管理人员、技术骨干和业务骨干 (不包括独立董事、监事、单独或合计持有上市公司 5% 以上股份的股东、上市公司实际控制人及其配偶、父母、子女) 等激励对象授予 817.5 万股限制性股票, 首次授予 657.5 万股, 涉及员工人数共计 296 人。首次授予部分的激励对象考核年度为 2020-2022 年, 归属权益数量占首次授予权益总量的比例分别为 30%/30%/40%, 业绩考核目标以 2019 年营业收入(或扣非后净利润)为基数, 2020-2022 年的营收增长率(或扣非后净利润)增长率不低于 10%/33%/55%。

表 10: 2020 年 6 月公司发布的股权激励计划业绩考核目标

归属安排	考核年度	业绩考核目标
首次授予第一个归属期	2020	以 2019 年营业收入为基数, 2020 年营业收入增长率不低于 10%; 或以 2019 年扣非后净利润为基数, 2020 年扣非后净利润增长率不低于 10%
首次授予第二个归属期	2021	以 2019 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 33%; 或以 2019 年扣非后净利润为基数, 2021 年扣非后净利润增长率不低于 33%
首次授予第三个归属期	2022	以 2019 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 55%; 或以 2019 年扣非后净利润为基数, 2022 年扣非后净利润增长率不低于 55%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

6 盈利预测

6.1 基本假设与收入拆分

一、营业收入预测

1) 手机业务

公司在不断巩固非洲手机市场优势地位的基础上，逐步拓展手机版图至南亚、东南亚、中东和南美等其他海外新兴市场，凭借本土化创新和贴合当地消费需求的产品差异化策略，公司在除非洲以外的新兴市场国家的手机销量迅速增长，2020年手机出货量达到1.74亿部，市占率排名全球第四，智能机市占率排名全球第七、非洲第一、巴基斯坦第一、孟加拉国第一、印度第六，公司在海外新兴市场国家的领先优势进一步扩大，有望显著受益海外新兴市场的人口自然增长和智能机渗透率持续提升带来的发展机遇。因此，我们预计公司的手机业务营收在2021-23年将分别达到457/582/738亿元，同比分别增长27.4%/27.2%/26.8%。其中，智能机业务营收在2021-23年将分别达到376/504/663亿元，同比分别增长35.5%/33.9%/31.7%；功能机营收在2021-23年将分别达到81/78/74亿元，同比分别下降0.4%/3.8%/4.4%。

2) 其他主营业务

公司以手机业务为核心，逐渐拓展3C配件&家电、移动互联业务，把握中长期发展机遇。目前公司的3C配件&家电、移动互联业务主要在非洲地区开展，非洲的IoT、家电和移动互联服务市场仍处于初期阶段，未来成长空间巨大，公司借助在非洲手机市场的庞大出货量和多年积累形成的高品牌认可度，提前抢占非洲地区中长期发展的优质赛道。随着非洲地区消费水平逐渐抬升、网络基础设施建设的逐步完善以及用电成本的下降，公司的3C配件&家电、移动互联业务有望得到快速发展，成为公司未来重要的业务增长极，我们预计2021-23年其他主营业务营收将分别达到26/43/69亿元，同比分别增长137.4%/63.1%/61.7%。

表 11：公司营业收入预测（单位：百万元）

营业收入	2020A	2021E	2022E	2023E
总营业收入	37,792	49,341	63,688	82,243
增长率 (%)	49.10%	30.56%	29.08%	29.13%
智能机	27,785	37,649	50,399	66,348
增长率 (%)		35.50%	33.87%	31.65%
手机业务	8,101	8,071	7,764	7,421
增长率 (%)		-0.37%	-3.81%	-4.42%
手机总收入	35,886	45,720	58,163	73,769
增长率 (%)	51.89%	27.40%	27.22%	26.83%
其他主营业务	1,103	2,619	4,271	6,907
增长率 (%)	13.00%	137.35%	63.12%	61.70%
其他业务	802	1,003	1,254	1,567
增长率 (%)	7.91%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、毛利率预测：一方面，随着公司在海外新兴市场的优势进一步扩大，以及供应链管理和整合能力的持续强化，公司的成本管控能力进一步加强；另一方面，公司持续拓展海外新兴市场，初期以抢占市场份额为主要目标，对毛利率将有所影响。因此，我们预计2021-23年公司的综合毛利率将分别达到25.9%/25.8%/25.8%。

三、期间费用率预测：随着公司规模扩大和内部管理结构的优化，预计公司的期间费用率将基本保持稳定，预计 2021-23 年销售费用率分别为 10.60%/10.62%/10.56%，管理费用率分别为 3.50%/3.45%/3.39%，研发费用率分别为 3.14%/3.13%/3.12%。

综上，我们预计公司 21-23 年营收分别达到 497/641/828 亿元，同比增长 31.5%/29.0%/29.1%；实现归母净利润分别为 35/46/59 亿元，同比增长 30.0%/30.4%/30.0%。

6.2 相对估值

我们选取 A 股的安克创新和港股的小米集团-W 作为公司的可比公司。参考 Wind 盈利一致预期，截止 2021 年 4 月 29 日，可比公司 2021 年对应的平均 PE 估值水平为 41 倍，公司对应 2021 年的 PE 估值为 40 倍，与可比公司平均估值接近。此外，参考 SW 电子 2021/4/29 最新 TTM 估值 45 倍，高于公司 2021 年的 PE 估值水平。

表 12：可比公司相对估值

代码	可比公司	现价 4月29日	EPS			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
1810.HK	小米集团-W	20.97	0.82	0.73	0.91	25.6	28.7	23.0
300866.SZ	安克创新	160.81	2.11	3.01	3.94	76.2	53.4	40.8
可比公司平均值		-	-	-	-	50.9	41.1	31.9
688036.SH	传音控股	172.99	3.36	4.36	5.69	51.5	39.6	30.4

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：港股小米集团-W 的现价和 EPS 均使用人民币元为货币单位

6.3 投资建议

公司是非洲手机市场的领导品牌，受益非洲等新兴市场国家智能机渗透率的持续提升，加上横向拓展 3C 电子&家电和移动互联业务，布局中长期发展机遇，业绩有望持续增长。我们预测公司 21-23 年营收分别达到 497/641/828 亿元，归母净利润分别为 35/46/59 亿元，对应 PE 估值分别为 40/30/23 倍，参考 SW 电子 2021/4/29 最新 TTM 估值 45 倍，以及可比公司 2021 年平均估值 41 倍，考虑公司在非洲手机市场的龙头地位，以及是 A 股唯一的手机自有品牌厂商，我们认为公司低估，首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

海外市场开拓不顺利的风险：公司以非洲为核心，业务逐渐向南亚、东南亚、中东、南美等全球新兴市场进行拓展，如果海外新兴市场开拓不顺利，可能拖累公司整体收益。

手机市场竞争激烈的风险：目前全球手机市场竞争激烈，公司凭借销售渠道优势和针对性技术创新在海外新兴市场占据领先优势，如果公司不能保持技术创新维持竞争优势，或者为了保持市场份额而采取降价促销等营销方式，可能降低公司的盈利能力。

新冠疫情影响风险：若海外新兴市场新冠疫情不能得到有效控制，导致经济复苏受阻和产业链遭受冲击，可能影响公司的业务开拓和产品销售，从而影响公司的营业收入。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	37,792	49,705	64,142	82,810
营业成本	28,064	36,814	47,571	61,478
营业税金及附加	71	117	149	187
销售费用	3,860	5,232	6,765	8,682
管理费用	1,122	1,727	2,197	2,787
研发费用	1,158	1,548	1,993	2,569
EBIT	3,517	4,267	5,466	7,106
财务费用	425	42	42	42
资产减值损失	(196)	0	0	0
投资收益	(50)	(203)	(168)	(160)
营业利润	3,188	4,251	5,501	7,154
营业外收支	13	0	0	0
利润总额	3,201	4,255	5,505	7,159
所得税	523	771	961	1,252
净利润	2,678	3,484	4,544	5,907
归属于母公司净利润	2,686	3,492	4,553	5,921
EBITDA	3,666	4,388	5,597	7,245
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	13201	19525	24676	34599
应收账款及票据	1145	1437	1905	2446
预付款项	193	342	418	531
存货	5552	5664	8917	9920
其他流动资产	682	682	682	682
流动资产合计	23005	29808	39309	50931
长期股权投资	257	54	(114)	(274)
固定资产	756	875	948	1023
无形资产	483	450	379	311
非流动资产合计	2985	3488	3349	3209
资产合计	25991	33296	42658	54140
短期借款	1197	1197	1197	1197
应付账款及票据	10571	12910	17234	22182
其他流动负债	24	24	24	24
流动负债合计	13529	16756	21574	27149
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1704	1704	1704	1704
非流动负债合计	1952	1952	1952	1952
负债合计	15481	18709	23526	29101
股本	800	800	800	800
少数股东权益	17	9	0	(14)
股东权益合计	10509	13993	18537	24445
负债和股东权益合计	25991	33296	42658	54140

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	49.1	31.5	29.0	29.1
EBIT 增长率	65.2	21.3	28.1	30.0
净利润增长率	49.8	30.0	30.4	30.0
盈利能力				
毛利率	25.7	25.9	25.8	25.8
净利率	7.1	7.0	7.1	7.2
总资产收益率 ROA	10.3	10.7	10.8	11.1
净资产收益率 ROE	25.6	25.0	24.6	24.2
偿债能力				
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
现金比率	1.1	1.2	1.2	1.3
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	9.2	8.7	8.9	8.8
存货周转天数	55.7	54.8	55.2	55.2
总资产周转率	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标 (元)				
每股收益	3.4	4.4	5.7	7.4
每股净资产	13.1	17.5	23.2	30.6
每股经营现金流	5.3	8.3	6.7	12.6
每股股利	1.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	51.5	39.6	30.4	23.4
PB	13.2	9.9	7.5	5.7
EV/EBITDA	26.2	20.2	15.1	10.7
股息收益率	0.6	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,678	3,484	4,544	5,907
折旧和摊销	345	122	131	139
营运资金变动	791	2,768	468	3,875
经营活动现金流	4,208	6,615	5,349	10,118
资本开支	315	229	156	153
投资	1,008	0	0	0
投资活动现金流	818	(229)	(156)	(153)
股权募资	27	0	0	0
债务募资	1,102	(20)	0	0
筹资活动现金流	576	(62)	(42)	(42)
现金净流量	5,601	6,324	5,151	9,923

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 历年营收占比情况	5
图 3: 功能机和智能机在手机业务中的营收占比情况	5
图 4: 2016-2019 年公司在非洲的手机出货量和市占率变化	5
图 5: 公司在非洲功能机市场的销量占比变化	6
图 6: 公司在非洲智能机市场的销量占比变化	6
图 7: 营收规模稳健增长	7
图 8: 毛利率维持在 26% 左右, 净利率维持在 7% 左右	7
图 9: 2019 年印度智能手机市占率情况	8
图 10: 2019 年孟加拉国智能手机市占率情况	8
图 11: 公司的深肤色摄像技术	8
图 12: 公司持续投入技术研发	8
图 13: 公司逐年提高自主生产比例	10
图 14: 公司的销售流程示意图	10
图 15: 非洲合作经销商合作年限分布	11
图 16: 非洲合作经销商收入规模分布	11
图 17: 公司销售区域覆盖全球 70 多个国家和地区	11
图 18: 形成“手机+3C 配件&家电 +移动互联网服务”的商业生态模式	12
图 19: 非洲地区的人口增长率远高于世界平均水平 (单位: %)	13
图 20: 全球各地区通信网络的变化情况	14
图 21: 2020-2025 年全球各地区用于网络建设的资本开支情况 (单位: 10 亿美元)	14
图 22: 全球各地区的智能手机渗透率情况	15
图 23: 公司的智能机 ASP 约为功能机的 7-8 倍 (单位: 元/部)	15
图 24: 公司的智能机销量情况 (单位: 百万台)	16
图 25: 公司的功能机销量情况 (单位: 百万台)	16
图 26: 主营业务收入中来自亚洲等其他地区的比例逐渐提升	17
图 27: 印度及其他地区合作经销商合作年限分布	18
图 28: 印度及其他地区合作经销商收入规模分布	18
图 29: 20Q3 各品牌在印度智能机市场的市占率	18
图 30: 20Q3 各品牌在印度功能机市场的市占率	18
图 31: 印度和世界人均 GNI (2010 年不变价美元) 的变化情况	19
图 32: 印度智能机和功能机的保有量变化 (亿部)	19
图 33: 印度智能机和功能机的人均保有量变化 (部/人)	19
图 34: 巴基斯坦智能手机渗透率变化 (以总人口为基数)	20
图 35: 2017-2019 年孟加拉国手机出货量 (单位: 万部)	20
图 36: 公司旗下 3C 配件品牌的主要产品	22
图 37: Jumia 是非洲最大的电商平台	23
图 38: Jumia 尼日利亚官网评分四星及以上中用户评论数 Top3 的移动电源产品 (截止 2021 年 1 月 13 日)	23
图 39: 全球 TWS 耳机出货量快速增长	24
图 40: 全球智能音箱产品出货量持续增长	24
图 41: 智能手机是 IoT 网络的智慧核心	24
图 42: 小米生态链	25
图 43: 公司家电品牌的主要产品	26
图 44: 非洲地区的发电量预测	26
图 45: 2020 年前三季度全球电视机出货量和同比变化情况	27
图 46: 公司围绕操作系统深度布局移动互联产品和服务	28
图 47: 公司与网易合资成立传易互联	29
图 48: 非洲地区音乐类 APP 排名 Top 5 的周活跃率变化	30
图 49: 流媒体 APP 等移动互联产品主要的运营模式和盈利模式	30
图 50: 公司的股权结构清晰 (截止 2021 年 4 月 27 日)	32

表格目录

表 1: 公司常年位居非洲品牌百强榜中国第一.....	6
表 2: 非洲线上销售平台中相似价位的手机性能对比.....	9
表 3: 主要原材料供应商.....	9
表 4: 自有工厂产能分布情况.....	10
表 5: 非洲地区的智能机和功能机市场空间测算.....	16
表 6: 印度和孟加拉国的智能机和功能机市场空间测算.....	20
表 7: 在 Jumia 尼日利亚上销售的电视品牌销售单价和性能对比.....	27
表 8: 2020Q2 非洲地区音乐类 APP 排名 Top5.....	29
表 9: 公司主要管理人员.....	31
表 10: 2020 年 6 月公司发布的股权激励计划业绩考核目标.....	32
表 11: 公司营业收入预测 (单位: 百万元).....	33
表 12: 可比公司相对估值.....	34
公司财务报表数据预测汇总.....	36

分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

陈海进，电子行业核心分析师，6年从业经验，曾任职于方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。