

传音控股(688036)

报告日期: 2021年5月31日

领航新兴市场: 定位、渠道与生态链共塑全球品牌价值

——传音控股深度报告

深度报告

公司研究——其他电子器件II

证券研究报告

✍ : 蒋高振 执业证书编号: S1230520050002
☎ : 021-80106844
✉ : jianggaozhen@stocke.com.cn

报告导读

我们认为,传音控股的企业价值最终仍将以品牌竞争力与新兴市场硬件及互联网市场潜力来判定。公司作为海外第三世界及新兴市场国家最优秀手机终端品牌厂商,其长期价值依托非洲市场基本盘已构建稳固护城河,非洲以外新兴市场拓展及硬件/互联网生态布局正酝酿累积公司中长期成长动力。

投资要点

□ **做新兴市场优质赛道中的优等生: 定位、渠道和生态链共塑全球品牌价值**
复盘十余年发展史,传音控股长期坚持深耕新兴市场手机产品赛道,沉淀品牌价值,积极塑造公司在全球新兴市场的手机及硬件品牌竞争力(功能机→智能机+家电/硬件配件等)。作为消费电子市场最为重要的产品,智能机兼具消费品与流量终端属性,其核心成长驱动力来自于人口基数红利与电子消费品升级趋势(非洲→印度/东南亚等),我们认为传音控股有望依托稳固护城河及渠道壁垒下的品牌认可度,尽享新兴市场智能机及家电/硬件产品的强成长驱动力。

□ **解读优等生的晋级之路: Think Globally, Act Locally**

我们认为传音控股在海外市场的持续成功取决于定位+渠道+品牌的联动效应,以及未来在此护城河基础上的生态链布局。①定位:深耕差异化,洞察显精心。公司专业洞察客户需求,利用多年技术沉淀和纵深研究团队解决非洲本地客户需求痛点。②渠道:优势可复用,软硬件并行。全球布局研发/采购/生产/销售中心,整合国内高效产能与海外渠道网络,凝聚各区域比较优势打造品牌高性价比。③品牌:全球化视野,本地化执行。三大手机品牌 INFIX、TECNO、iTEL 及生态链产品明确梯队定位,非洲及新兴市场具备高认可度。

□ **盈利预测及估值**

基于 21Q1 全球手机销量及供应链芯片端跟踪,及对疫情、汇率等各因素下的稳健假设,当前时点我们预计公司 2021~2023 年实现营收 491.2 亿元(+30.0%)、610.5 亿元(+24.27%)、761.0 亿元(+24.7%);实现归母净利润 38.6 亿元(+43.7%)、47.3 亿元(+22.7%)、58.4 亿元(+23.4%);当前股价对应 PE 为 33.8X、27.6X、22.3X,给予 236.5 元目标价,对应 2022 年 40XPE,维持“买入”评级。

□ **风险提示**

1) 海外市场疫情持续超预期; 2) 非洲家电/硬件业务不及预期; 4) 汇率波动风险。

评级

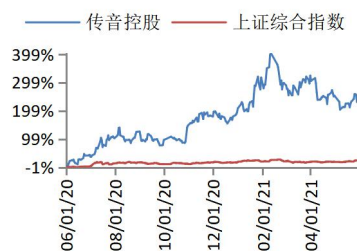
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥163.00

单季度业绩

元/股

1Q/2021	1.00
4Q/2020	0.88
3Q/2020	1.10
2Q/2020	0.92



公司简介

相关报告

- 1 《【浙商电子】单季利润历史新高,智能机份额提升逻辑持续兑现——传音控股三季度点评》2020.10.28
- 2 《传音控股半年报点评: 新兴市场爆发增长,迎接不确定的环境与确定性的机遇!》2020.08.27

报告撰写人: 蒋高振
联系人: 赵洪

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	37792	49123	61047	76097
(+/-)	49.10%	29.98%	24.27%	24.65%
净利润	2686	3859	4734	5840
(+/-)	25.26%	43.65%	22.67%	23.37%
每股收益(元)	3.36	4.82	5.92	7.30
P/E	49	34	28	22

正文目录

1. 新兴市场优等生：定位、渠道与生态链共塑全球品牌价值。.....	5
1.1. 着重发力新兴市场：手机兼具消费品和流量终端属性。.....	5
1.2. 新兴市场手机终端：市场规模仍具备较强成长驱动力。.....	7
2. 优等生的晋级之路：Think Globally, Act Locally.....	10
2.1. 定位：深耕差异化，洞察显精心。.....	11
2.1. 渠道：优势可复用，软硬件并行。.....	13
2.3. 品牌：全球化视野，本地化执行。.....	14
2.4. 盈利预测与估值.....	16
2.5. 风险提示：.....	17

图表目录

图 1: 传音控股发展历程.....	5
图 2: 全球智能手机用户规模及预测.....	5
图 3: 2020 年全球智能手机用户分布.....	5
图 4: 传音控股营业收入和利润增长情况.....	6
图 5: 传音控股现金流表现.....	6
图 6: 《广告平台综合表现报告》区域增长榜单.....	7
图 7: 传音以手机为中心的生态链建设.....	7
图 8: 2019-2021 全球手机出货量.....	7
图 9: 2020 年全球智能手机出货量市场份额.....	7
图 10: 非洲手机出货量情况.....	8
图 11: 印度手机出货量情况.....	8
图 12: 非洲分地区经济增长情况.....	8
图 13: 非洲人口结构.....	8
图 14: 2020 年尼日利亚的 3G 网络覆盖程度.....	9
图 15: 2013 至 2022 非洲互联网用户数及渗透率.....	9
图 16: 全球分地区智能手机渗透率.....	9
图 17: 2020 年 Q2 非洲手机品牌市占率.....	9
图 18: 印度手机市场各品牌市占比.....	10
图 19: 2019 年孟加拉国智能机品牌出货及份额情况.....	10
图 20: 非洲市场份额占比及非洲主营业务毛利率.....	11
图 21: 非洲手机市场各品牌市占比.....	11
图 22: 传音控股股权结构.....	11
图 23: 传音控股研发费用投入及增速.....	12
图 24: 传音控股研发团队年龄及学历分布.....	12
图 25: 传音控股经销商期初数目与当年新增.....	14
图 26: 非洲经销商收入规模分布.....	14

图 27: 传音控股手机售价变化 (单位: 元)	14
图 28: 传音控股手机成本变化 (单位: 元)	14
图 29: 传音控股售后服务品牌 Caricare.....	15
表 1: 传音控股主要互联网产品.....	6
表 2: 传音控股 2020 年 6 月股权激励情况.....	12
表 3: 传音控股切合目标市场研发成果.....	13
表 4: 传音控股全球布局.....	13
表 5: 传音控股三大手机品牌介绍.....	15
表 6: 可比公司估值对比.....	16
表附录: 三大报表预测值.....	18

1. 新兴市场优等生：定位、渠道与生态链共塑全球品牌价值。

传音控股成立于2013年，总部位于深圳，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。主要产品为TECNO、itel和Infinix三大品牌手机，包括功能机和智能机。销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东南美等全球新兴市场国家。基于在新兴市场积累的领先优势，公司积极实施多元化战略布局，在新兴市场开展了数码配件品牌、家用电器品牌等扩品类业务以及提供移动互联网产品及服务。

图 1：传音控股发展历程

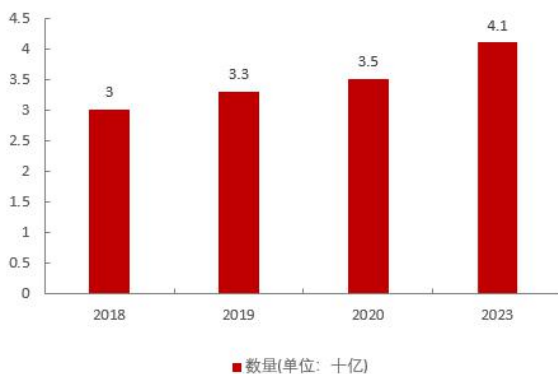


资料来源：公司官网、浙商证券研究所整理

1.1. 着重发力新兴市场：手机兼具消费品和流量终端属性。

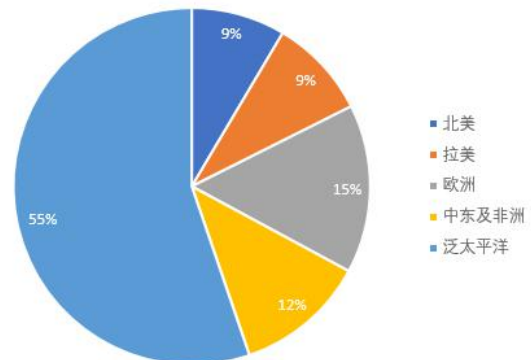
从消费品角度，随着世界经济的发展，手机已经成为世界人民的刚需产品，手机的使用频次不断增加。2020年全球智能手机用户规模已经达到35亿，预计2023年能够达到40亿。目前智能手机用户主要集中在泛太平洋地区，未来手机的增长点将在中南亚、撒哈拉以南非洲、东南亚等新兴地区。

图 2：全球智能手机用户规模及预测



资料来源：newzoo，浙商证券研究所

图 3：2020 年全球智能手机用户分布

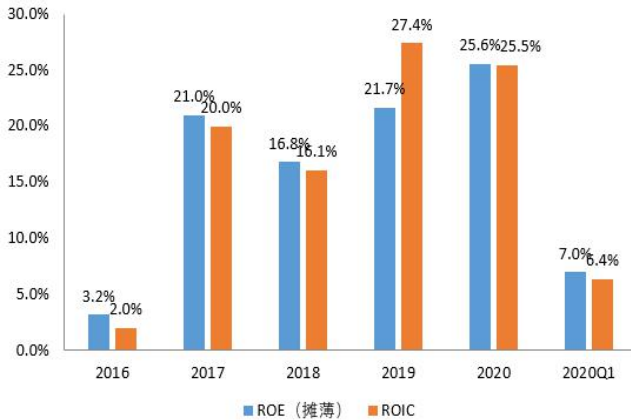


资料来源：newzoo，浙商证券研究所

传音控股的手机业务十分出色，在各大新兴市场都取得很好成绩。2020年公司手机整体出货量1.74亿部。据IDC数据统计，2020年公司在全球手机市场的占有率10.6%，在全球手机品牌厂商中排名第四，其中智能机在全球智能机市场的占有率为4.7%，排名第七位。2020年公司在非洲的市场份额持续提升，智能机市场占有率超过40%，非洲第一的领先优势进一步扩大。在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率超过40%，排名第一、孟加拉国智能机市场占有率18.3%，排名第一、印度智能机市场占有率5.1%，排名第六。手机业务能带来高营收和可观的现金流。全球市场手机需求维稳向好，手机品牌能带来

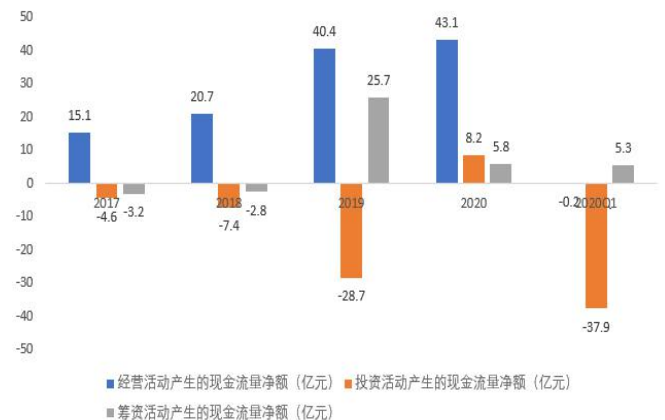
大规模的产品销售，带来高利润；同时，手机品牌上下游议价能力强，现金流表现好。传音控股凭借在新兴市场手机业务的出色表现，2021年第一季度实现营业利润10亿元，同比增长133.24%，销售净利率高达7.09%；2020年经营活动净现金流达到43亿元，投资活动现金流为8.17亿元。

图 4：传音控股营业收入和利润增长情况



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 5：传音控股现金流表现



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

手机具有很好的终端流量平台属性，能为互联网服务发展和生态链构建提供良好的流量和数据支撑。传音控股凭借在非洲市场手机销售的绝对优势，与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司合作，以传音手机自装等形式促进旗下互联网产品的发展。开发多款月活千万的产品，如旗下音乐播放平台 Boomplay，激活用户达 4000 万，周活跃度 15.48%，周人均打开 20.9 次。

手机和互联网流量的深度积累加速了流量变现的进程，2021 年全球领先的移动归因于营销分析公司 AppsFlyer 发布的《广告平台综合表现报告》显示，传音成为全球增速第三的媒体渠道，应用安装份额提升 240%，且位于非洲地区的绝对一位；基于手机和互联网平台的用户积累，传音建成非洲规模最大，覆盖最广，最了解用户的数据中心，打造数据正向循环，服务于传音集团产品开发与服务完善；用户和数据的累计还促进了以手机为中心的智能配件+售后服务+智能家电的生态链发展，将促进新的利润增长点形成。

表 1：传音控股主要互联网产品

应用程序名称	用途	用户规模	使用情况
PalmStore	应用分发平台	9700 万	1700 万月活用户
AHA Game	致力打造非洲最大移动游戏平台	5600 万	月总分发量达到 330 万次
Phonemaster	手机清理工具	9500 万	平均每用户单月打开 10 次
Boomplay	音乐播放平台	4000 万	周活跃率为 15.48%，周人均打开 20.9 次，周人均使用时长 40.49 分钟
Vskit	短视频社区平台	4500 万	周活跃度 0.9%，周人均打开 2.1 次，周人均使用时长 4 分钟。
Scooper	新闻聚合类应用	4500 万	40 万条内容总量

资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

图 6: 《广告平台综合表现报告》区域增长榜单



资料来源: AppsFlyer, 浙商证券研究所

图 7: 传音以手机为中心的生态链建设

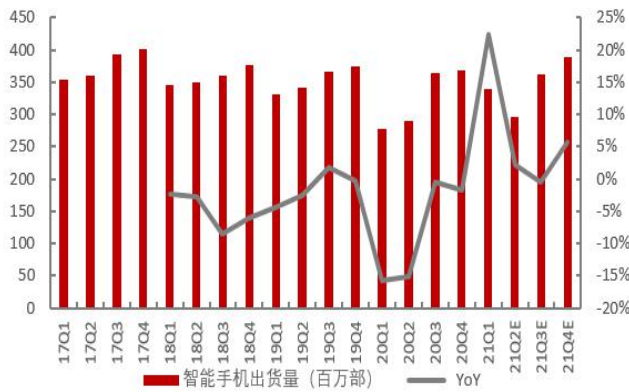


资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

1.2. 新兴市场手机终端: 市场规模仍具备较强成长驱动力。

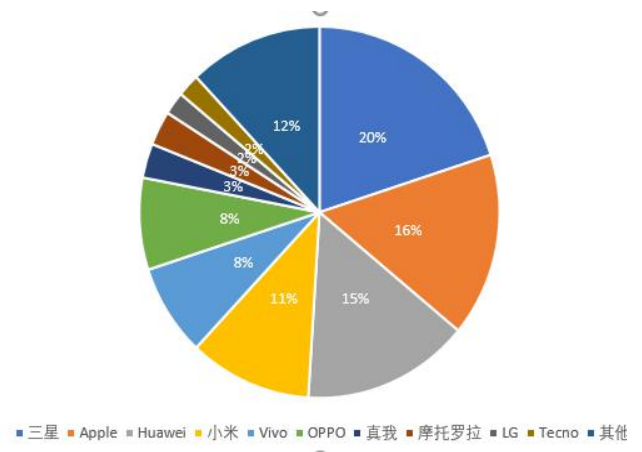
2017 年始全球手机厂商出货量及增速进入波动区间, 持续成长动力减弱。受疫情影响 2020 年手机出货量下降 6%, 其次全球手机品牌竞争格局基本稳定 (2021 年开始华为供应链变动会导致部分厂商份额波动)。

图 8: 2019-2021 全球手机出货量



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

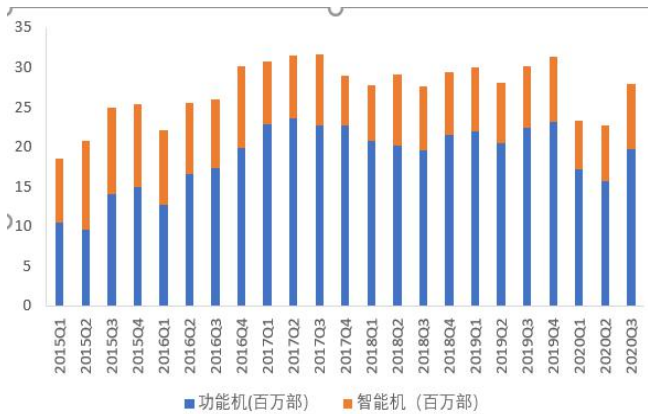
图 9: 2020 年全球智能手机出货量市场份额



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

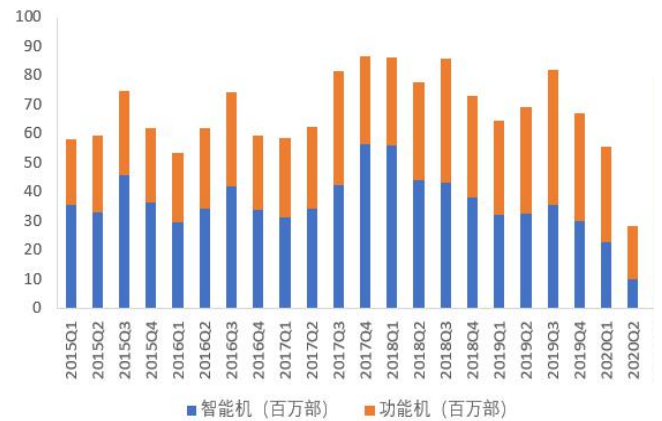
与全球手机出货量增速波动对比, 新兴市场的手机规模仍具备较强的成长驱动力。非洲市场和印度市场的手机出货量不断增长, 2020 年第三季度非洲手机出货高达 2800 万部, 印度手机出货高达 8000 万部, 较 2015 年第一季度分别增长 47.36% 和 36.2%。

图 10: 非洲手机出货量情况



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

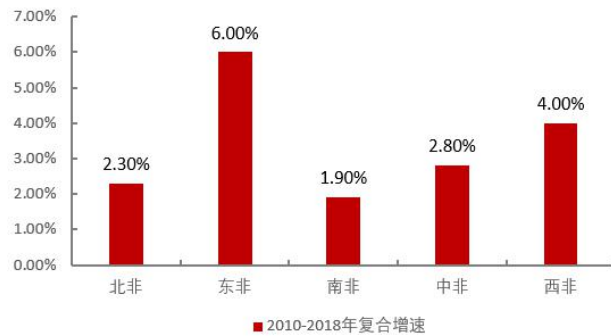
图 11: 印度手机出货量情况



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

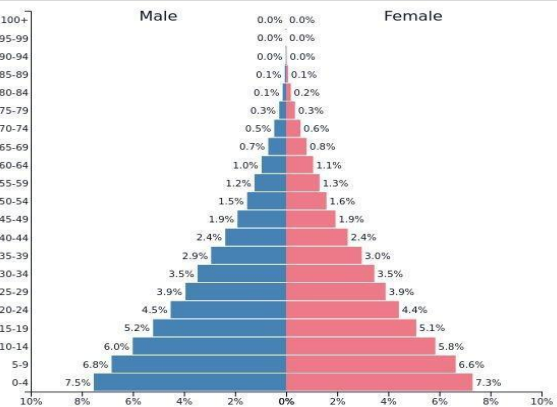
新兴市场手机的井喷式增长, 来源于当地经济水平的发展和人口结构的年轻化。非洲经济的增长速度已经高于世界, 随着经济的中高速发展, 人均可支配收入提高, 2018年非洲的人均GDP达到2000美元, 其中传音主要市场东非与西非增长情况领先于非洲, 2010-2018年经济复合增速分别为6%和4%; 非洲人口结构年轻化, 大部分人口年龄在35岁以下, 对于手机消费的内在驱动力强。充盈的口袋加上年轻的消费需求, 促进了手机出货量在新兴市场的增长。

图 12: 非洲分地区经济增长情况



资料来源: 非洲发展银行, 浙商证券研究所

图 13: 非洲人口结构

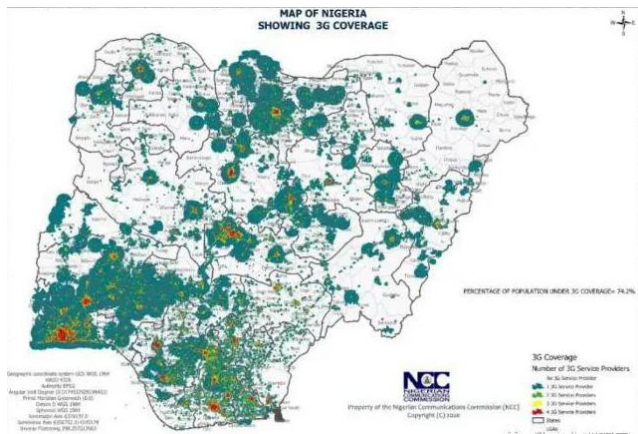


资料来源: PopulationPyramid, 浙商证券研究所

新兴市场的基础设施建设, 运营商资费的降低促进了手机需求量的提高。新兴国家普遍实行支持通讯设施发展的政策, 例如非洲最大的移动通讯市场尼日利亚, 实行了为期多年的数字经济战略和国家宽带计划, 促进通讯基础设施不断进步; 全球移动通信成本在过去十年下降了一半, 全球 1.5G 的移动数据包平均价格从 2013 年的 20.4 美元下降至 2019 年 13.2 美元, 非洲通话价格虽然仍然高于世界平均水平, 但是价格的相对下跌无疑促进手机需求和使用量的提升。

非洲逐步实现了 2G 到 3G 的转换, 移动宽带网络的覆盖率不断上升, 2019 年撒哈拉以南非洲移动宽带网络覆盖比已经达到 75%; 预计未来非洲的互联网用户数目将不断增长, 互联网渗透率已经由 2013 年底的 15.6% 提高至 2020 年年底的 34.2%。

图 14：2020 年尼日利亚的 3G 网络覆盖程度



资料来源：NCC，浙商证券研究所

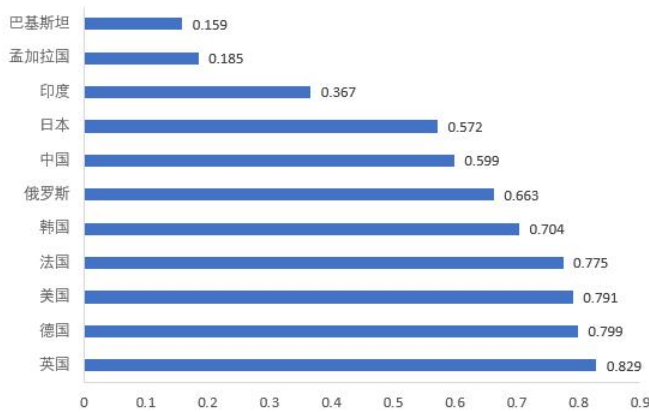
图 15：2013 至 2022 非洲互联网用户数及渗透率



资料来源：ITU，浙商证券研究所

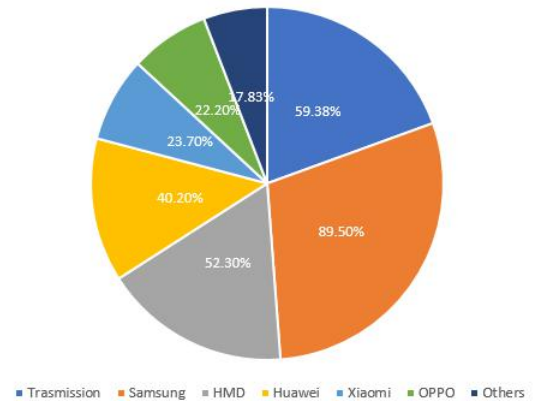
新兴市场的渗透率低，竞争格局不稳定，仍是未来大有可为的市场。新兴市场的手机出货量虽然逐步增长，但是手机渗透率依然非常低，具有很强的发展前景；同时，三星、华为等全球市场领先企业在非洲、印度、孟加拉国等新兴市场表现不佳，没有形成垄断市场份额和绝对优势的竞争地位，传音在新兴市场大有可为。

图 16：全球分地区智能手机渗透率



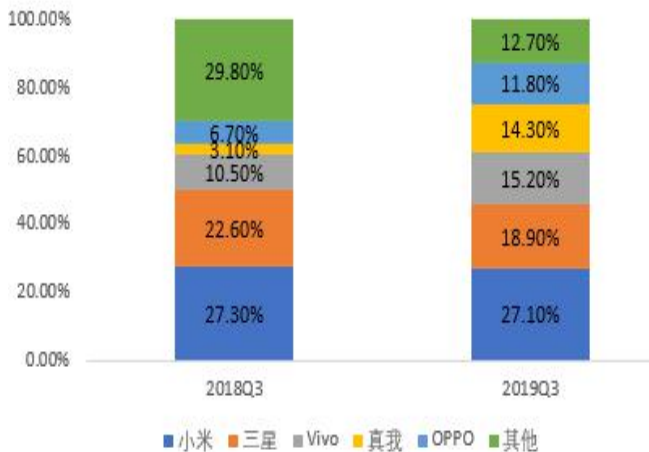
资料来源：Newzoo，浙商证券研究所

图 17：2020 年 Q2 非洲手机品牌市占率



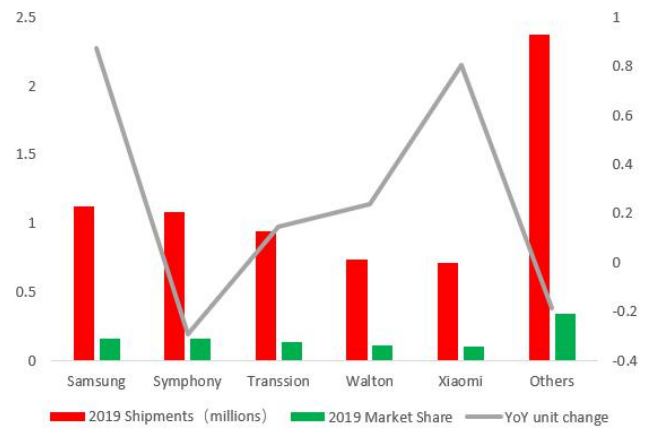
资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 18：印度手机市场各品牌市占比



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 19：2019 年孟加拉国智能机品牌出货及份额情况



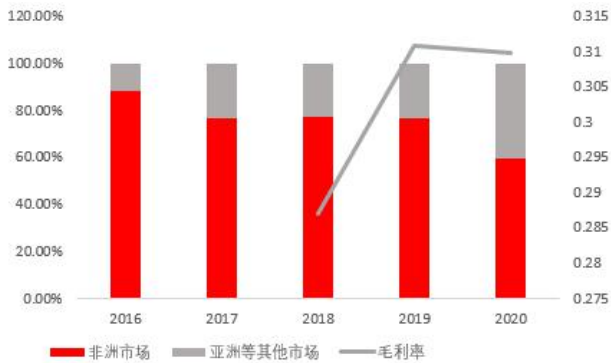
资料来源：IDC，浙商证券研究所

2. 优等生的晋级之路：Think Globally, Act Locally.

传音作为专注新兴市场的手机品牌，的确把握住了新兴市场的发展优势。传音控股是非洲手机市场的绝对龙头，市占率第一并逐年扩大领先优势。2020 年 60% 的主要业务收入来自非洲地区，毛利率为 30.99%，营业收入比上年增长 18.14%。2016-2020 年，公司产品在非洲手机市场份额从 34% 提高到 50%，成为非洲第一并与非洲其他品牌差距逐渐拉大，在业内有非洲之王的称号。

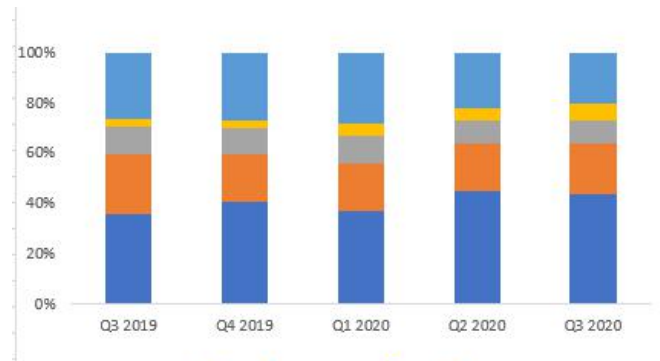
传音控股的优等生晋级之路，离不开定位，品牌和渠道三大护城河。定位：1) 组织架构专业，传音股权结构集中，管理层经验丰富，且股权激励推动公司中期成长；2) 专业洞察客户需求，寻求差异化竞争，利用多年技术沉淀和研究团队纵深解决非洲客户需求痛点。渠道：1) 全球布局研发、采购、生产、销售中心，利用世界各地比较优势，促进品牌高性价比；2) 传音凭借规模和品牌，形成了良好的原料供应链关系；3) 经销为主，逐步建立了一套覆盖面广、渗透力强，稳定性高的营销渠道网路 4) 渠道优势带来超高性价比。品牌：1) 传音 Infix、TECNO、itel 三大手机品牌在非洲定位明确，认可度高；2) 生态链品牌也得到初步发展。

图 20：非洲市场份额占比及非洲主营业务毛利率



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 21：非洲手机市场各品牌市占比

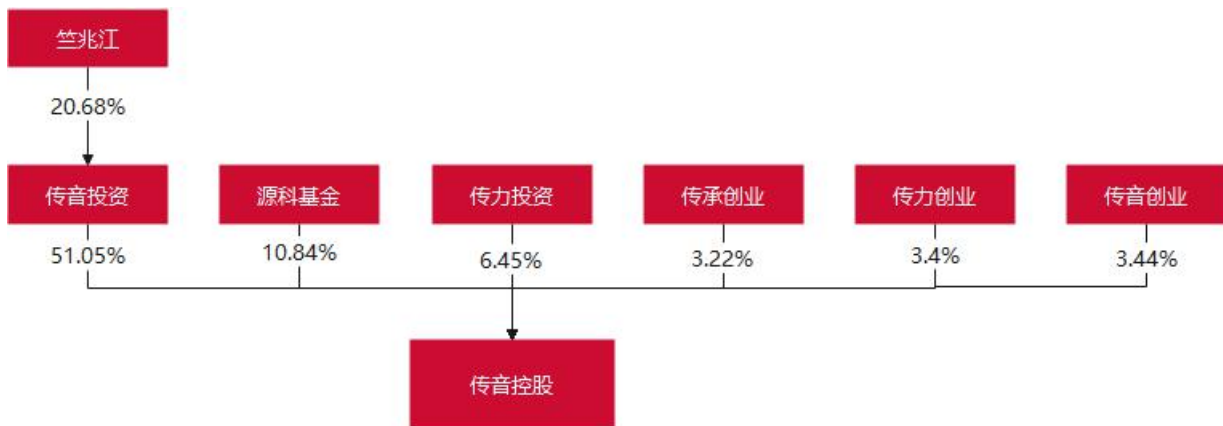


资料来源：IDC，浙商证券研究所

2.1. 定位：深耕差异化，洞察显精心。

传音控股组织架构专业：股权结构集中、管理层经验丰富。传音控股的股权较为集中，第一大股东为深圳市传音投资有限公司，持股比例为 51.05%。竺兆江先生为公司法人与实际控制人，在公司担任董事长、总经理职务，对公司的战略决策与经营管理起着重大作用。竺兆江先生曾任宁波波导股份有限公司手机海外负责人，具有丰富的海外销售经验，对新兴市场理解深刻，带领公司不断进步。

图 22：传音控股股权结构



资料来源：wind、浙商证券研究所

股权激励彰显公司信心，推动公司中长期成长。2020年6月，传音控股发布公告，将实行2020年限制性股权激励计划，向激励对象定向发行公司A股普通股股票。传音控股拟向激励对象授予817.5万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时传音控股股本总额80,000万股的1.02%。激励计划首次授予部分涉及的激励对象为传音控股中层管理人员、技术骨干、业务骨干，激励对象296人，占传音控股员工总人数的1.86%。

表 2：传音控股 2020 年 6 月股权激励情况

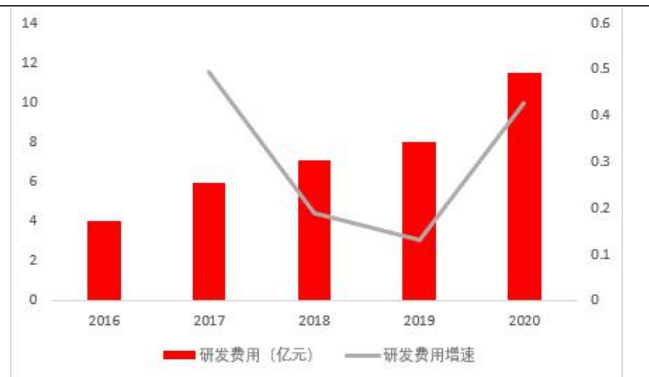
激励对象职务	激励对象人数	获授限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总 数比例	占激励计划公告日股 本总额比例
中层管理人员	185	337.50	41.28%	0.42%
技术骨干	42	159	19.45%	0.20%
业务骨干	69	161	19.69%	0.20%
小计	296	657.5	80.43%	0.82%

公司招股说明书、浙商证券研究所

传音秉持“Think Globally, Act Locally”（全球化视野、本地化执行）的理念，致力于进行目标市场本地化产品规划和技术研发创新。传音及时跟踪掌握消费者市场需求动向，对客户需求深入调研，使得产品研发方向定位精准，产品能及时反映市场需求，抢占市场先机。

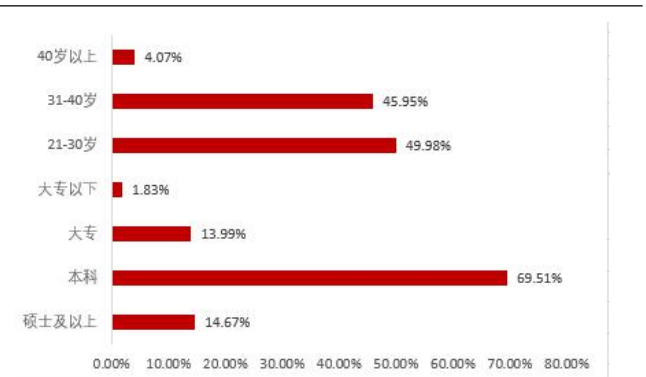
公司拥有多年技术沉淀并具有纵深的研发团队，2020 年传音具备研发人员 1915 人，年平均薪酬 43.71 万元。其中硕士及以上比例 14.67%，本科比例高达 69.51%。传音分别在上海、深圳、重庆建立了研发中心，研发投入逐年增加。先进的研发团队给传音带来众多研究成果，2020 年传音新增专利数 930 个，累积专利数 3472 个。

图 23：传音控股研发费用投入及增速



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 24：传音控股研发团队年龄及学历分布



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

传音专业洞察客户需求并进行针对性研发，定位差异化竞争。针对用户深肤色在暗光下成像不佳问题，开发基于神经网络优化的深肤色拍照算法技术，建立了 AutoML 技术框架平台，实现了多种影响场景算法模型的智能训练；针对非洲店里基础设施不足，退出了大容量电池手机，提高待机市场，应对非洲温度高，手机散热慢的冲电话叫，开发了低压直充技术实现高效率充电；针对非洲种族多，使用语言多样，开发三方语言控制技术，实现目标地区小语种语音命令控制、生活服务独特本地化功能。

表 3：传音控股切合目标市场研发成果

现实条件	客户需求	开发技术
非洲常住人口多为深色皮肤	深肤色的拍照精确成像及美化	深肤色人像夜间拍照 深肤色智能美颜 深肤色人脸识别 拍照补光技术
非洲电力基础设施不足	手机快速充电，待机能力强	大电流快充技术
不同运营商跨网电话费昂贵，SIM卡相对便宜，用户持有多张电话卡	手机多卡多待	多卡多待功能
非洲人民爱好歌舞	手机播放音量大、音质好	高品质音乐响度技术
非洲普遍较热，用户易出汗	手机防汗液	手机防水、防腐蚀设计

公司招股说明书、浙商证券研究所

2.1. 渠道：优势可复用，软硬件并行。

传音实现了全球布局，在世界各地建立研发、采购、生产、销售中心，利用世界各地比较优势，降低成本。公司建立上海、深圳、重庆三大研发中心，在埃塞俄比亚，印度、孟加拉国设立工厂，一方面对市场需求快速响应，另一方面带动了当地就业和基础设施建设，同时降低产品成本；采购、销售则主要由香港子公司负责，以全球经销商网络进行销售。

表 4：传音控股全球布局

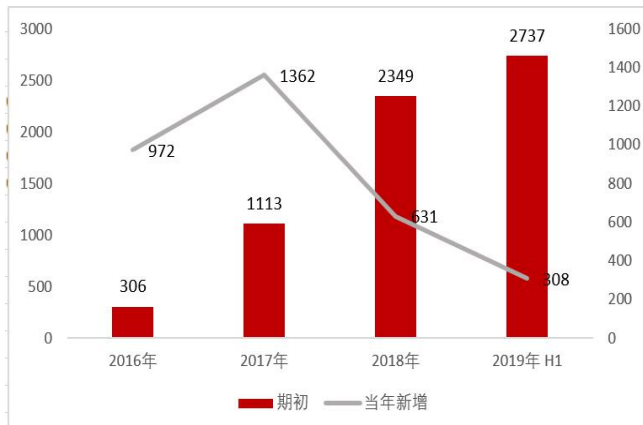
公司名称	注册地	主要业务	公司名称	注册地	主要业务
上海传英	上海	研发	TRANSSION MANUFACTURING PLC	埃塞俄比亚	生产制造、销售
深圳传音通讯	深圳	研发	TRANSSION INDIA PRIVATE LIMITED	印度	生产制造
重庆传音通讯	重庆	研发	CARLCARE TECHNOLOGY BD LIMITED	孟加拉国	生产制造
TECNO REALLYTEK LIMITED	香港	采购	WELLCOM COMMUNICATION LIMITED	香港	采购业务
TECNO MOBILE LIMITED	香港	销售	ITEL MOBILE LIMITED	香港	销售

公司招股说明书、浙商证券研究所

传音凭借规模和品牌，形成了良好的原料供应链关系。在采购环节与供应商建立了稳定合作的友好关系，通过供应商考评体系商考评体系和严格的采购审批制度，在降低原材料的采购成本的同时，保证了原材料的品质和交期；重视物流网络建设，形成销售市场联动，中央物流与区域物流优势互补的物流配送体系，实现了产品及原料的快速交付。

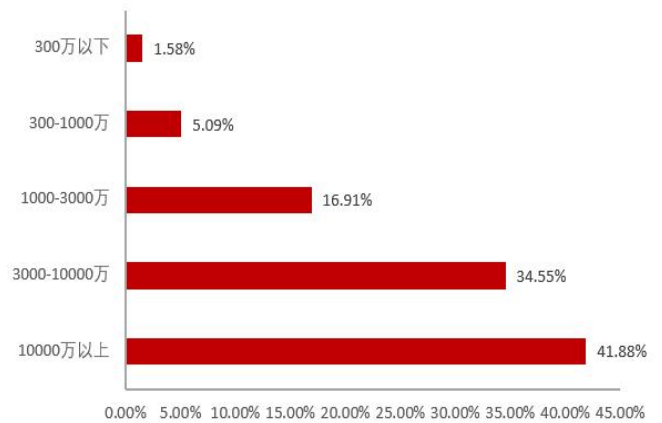
传音销售以经销为主，逐步建立了一套覆盖面广、渗透力强，稳定性高的营销渠道网路。公司的产品销售覆盖全球 70 多个国家和地区，与各国超过 2000 家经销商客户建立密切联系。2019 年初经销商数目达到 2737，非洲 1000 万元以上收入规模经销商占比 41.88%。

图 25: 传音控股经销商期初数目与当年新增



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

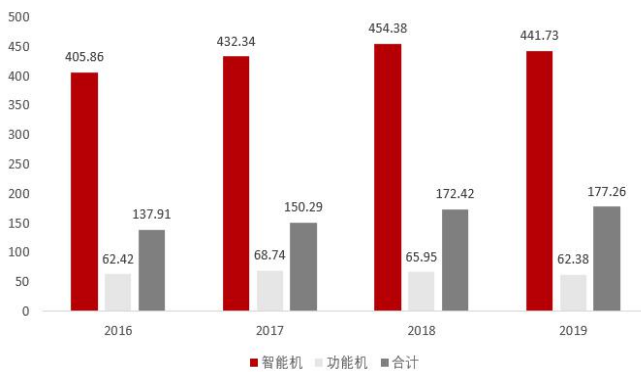
图 26: 非洲经销商收入规模分布



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

传音的渠道优势造就了极高的性价比, 2019 年传音手机平均售价 177.26, 其中功能机平均售价 62.38 元, 智能机平均售价 441.73 元。2018 年三大品牌 Infinix、TECNO、itel 智能机均价为 628 元、497 元、308 元, 功能机平均售价 66 元, 手机性价比突出。

图 27: 传音控股手机售价变化 (单位: 元)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 28: 传音控股手机成本变化 (单位: 元)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

2.3. 品牌: 全球化视野, 本地化执行。

经过多年的运营和发展, 传音形成了 Infinix、TECNO、itel 三大不同定位, 备受欢迎的手机品牌。三大品牌均在《Africa Business》发布“最受非洲消费者喜爱的品牌“中上榜, 推动非洲的手机消费从二手品牌、其他杂牌到传音品牌的转变。2020 年传音手机的出货量 1.74 亿部, 在全球手机市场的占有率 10.6%, 在全球手机品牌厂商中排名第四, 其中智能机在全球智能机市场的市占率为 4.7%, 排名第七。

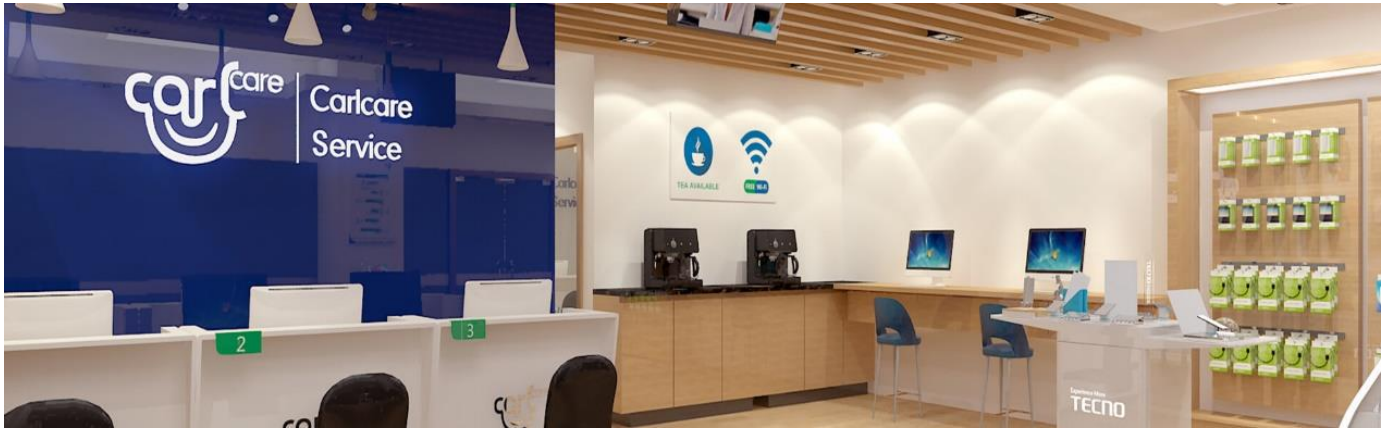
表 5：传音控股三大手机品牌介绍

品牌名称	代表机型	定位市场	品牌荣誉
Infiix	 <p>S3X NOTE 5 NOTE 5 Stylus ZERO 6</p>	<p>高端市场：致力于成为新兴市场年轻人喜爱的时尚科技品牌</p>	<p>2019 年《Africa Business》发布“最受非洲消费者喜爱的品牌”第 17 位</p>
TECNO	 <p>CAMON 11 Pouvoir 3 Spark 3 Pro Spark 3</p>	<p>中高端品牌：定位于新兴市场正在新奇的中产阶级消费群体</p>	<p>2019 年“最受非洲消费者喜爱的品牌”第五位； 2019 年非洲商会颁布的最佳社会贡献奖</p>
itel	 <p>S13 It1508 It5625 It5600</p>	<p>性价比市场：定位于新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户</p>	<p>2019 年《Africa Business》发布“最受非洲消费者喜爱的品牌”第 28 位； 尼日利亚品牌营销届领先杂志 MarketingEdge 所颁发的“2019 创新手机品牌”奖。</p>

公司招股说明书、浙商证券研究所

除此之外，传音还打造了全面的生态链品牌：家电品牌 Synix，2019 年 Synix 携手莱斯特城成为足球俱乐部的品牌合作伙伴，获得消费者的信赖和喜爱；创建了专业 3C 产品配件品牌 Oraimo，致力于为消费者提供时尚、精美的产品，现已成为非洲最受消费者欢迎的 3C 配件品牌之一。截至 2020 年，Oraimo 已经销售至 40 多个国家，获得超过 1.7 亿的社交平台赞赏，销售量破 3 亿；创建售后服务品牌 Carlcare，已在全球建有超过 2,000 个服务网点（含第三方合作网点），在海外建立了 7 大售后维修中心，涵盖非洲、中东、东南亚、美洲等地区的多个国家和地区，为全球用户提供专业高效的售后服务。

图 29：传音控股售后服务品牌 Carlcare



资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

2.4. 盈利预测与估值

一、盈利拆分：

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，2020年手机出货量达到1.74亿部，我们认为公司将继续受益于海外新兴市场的人口增长和智能机渗透率持续提升，销量有望进一步提升。价值量方面，随着智能手机高端化趋势，我们认为单价ASP也将继续保持上升趋势。因此，我们预计公司的手机业务营收在2021-23年将分别达到461/568/691亿元，同比分别增长36.4%/23.2%/21.6%。

2) 其他主营业务：公司以手机业务为核心，拓展3C配件&家电、移动互联业务。目前公司的3C配件、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，未来成长空间大。我们预计公司非手机业务未来有望保持高成长。预计2021-23年其他主营业务营收将分别达到30/43/70亿元，同比分别增长36.4%/43.3%/62.8%。

二、毛利率预测：

随着公司在海外新兴市场的优势进一步扩大，以及成本管控能力进一步加强；因此，预计2021-23年公司的综合毛利率将分别达到27.5%/27.6%/27.3%。

三、盈利预测及估值：

综上所述我们预计公司2021-2023年实现营收491.2亿元(+30.0%)、610.5亿元(+24.27%)、761.0亿元(+24.7%)；实现归母净利润38.6亿元(+43.7%)、47.3亿元(+22.7%)、58.4亿元(+23.4%)；当前股价对应PE为33.8X、27.6X、22.3X。

由于非洲地区为新兴发展地区，未来成长空间大，参考可比公司给予40XPE，236.5元目标价，维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值对比

简称	总市值(亿)	归母净利润(亿元)			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
小米集团	7373	208.75	244.42	311.27	35.32	30.16	23.69
传音控股	1424	38.59	47.34	58.40	33.79	27.55	22.33

资料来源：wind 一致预期，浙商证券研究所

2.5. 风险提示:

- 1) 海外市场疫情持续超预期;
- 2) 非洲家电/硬件业务不及预期;
- 3) 汇率波动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	23005	27281	36511	46523	营业收入	37792	49123	61047	76097
现金	13201	16697	23610	31323	营业成本	28064	35627	44221	55307
交易性金融资产	1414	1476	1968	1619	营业税金及附加	71	119	151	172
应收账款	1145	1046	896	848	营业费用	3860	5256	6715	7990
其它应收款	819	897	1144	1488	管理费用	1122	1965	2442	3044
预付账款	193	367	417	491	研发费用	1158	1572	1954	2435
存货	5552	6106	7953	10122	财务费用	425	122	(204)	(190)
其他	682	691	523	632	资产减值损失	219	295	610	457
非流动资产	2985	2746	2984	3168	公允价值变动损益	59	0	0	0
金额资产类	0	14	5	6	投资净收益	(50)	203	253	(161)
长期投资	257	146	181	195	其他经营收益	304	199	199	199
固定资产	756	1016	1157	1287	营业利润	3188	4569	5610	6920
无形资产	483	528	479	425	营业外收支	13	11	9	11
在建工程	430	425	449	462	利润总额	3201	4580	5618	6931
其他	1059	617	714	794	所得税	523	733	899	1109
资产总计	25991	30027	39494	49692	净利润	2678	3847	4719	5822
流动负债	13529	14285	18896	23174	少数股东损益	(8)	(12)	(15)	(18)
短期借款	1197	406	534	712	归属母公司净利润	2686	3859	4734	5840
应付款项	10571	11669	15808	19573	EBITDA	3212	4494	5456	6681
预收账款	0	570	583	537	EPS (最新摊薄)	3.36	4.82	5.92	7.30
其他	1761	1640	1971	2352	主要财务比率				
非流动负债	1952	1385	1522	1620		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1952	1385	1522	1620	营业收入	49.10%	29.98%	24.27%	24.65%
负债合计	15481	15670	20419	24794	营业利润	25.17%	43.32%	22.79%	23.36%
少数股东权益	17	5	(9)	(27)	归属母公司净利润	25.26%	43.65%	22.67%	23.37%
归属母公司股东权益	10492	14351	19085	24926	获利能力				
负债和股东权益	25991	30027	39494	49692	毛利率	25.74%	27.47%	27.56%	27.32%
					净利率	7.09%	7.83%	7.73%	7.65%
					ROE	28.62%	31.04%	28.32%	26.56%
					ROIC	21.43%	24.69%	22.68%	21.29%
					偿债能力				
					资产负债率	59.56%	52.19%	51.70%	49.89%
					净负债比率	7.73%	2.59%	2.62%	2.87%
					流动比率	1.70	1.91	1.93	2.01
					速动比率	1.29	1.48	1.51	1.57
					营运能力				
					总资产周转率	1.73	1.75	1.76	1.71
					应收账款周转率	39.19	39.67	39.02	38.05
					应付账款周转率	4.21	4.21	4.21	4.09
					每股指标(元)				
					每股收益	3.36	4.82	5.92	7.30
					每股经营现金	5.38	5.59	8.94	9.22
					每股净资产	13.12	17.94	23.86	31.16
					估值比率				
					P/E	48.54	33.79	27.55	22.33
					P/B	12.43	9.09	6.83	5.23
					EV/EBITDA	33.81	25.11	19.34	14.72

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>