

增持

——维持

传音控股 (688036)

证券研究报告/公司研究/公司深度

日期: 2021年06月29日

行业: 电子



分析师: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870520020001

研究助理: 席钊耀

Tel: 021-53686153

E-mail: xiqian Yao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870120080006

基本数据 (2021.6.25)

报告日股价 (元)	204.1
12mth A 股价格区间 (元)	69.25-260.27
总股本 (亿股)	8.00
无限售 A 股/总股本 (亿股)	48.63%
流通市值 (亿元)	795
每股净资产 (元)	14.31
PER (X)	43.24

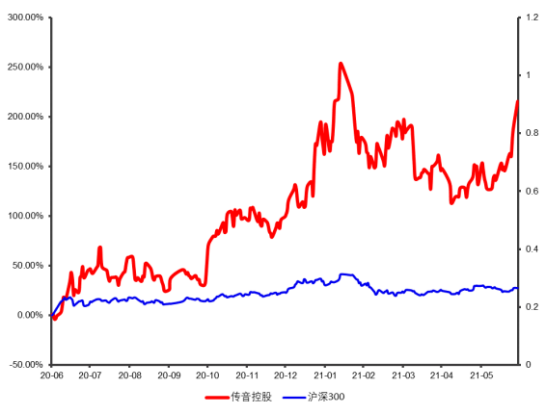
主要股东 (2021Q1)

深圳市传音投资有限公司	51.05%
源科(平潭)股权投资管理合伙企业 (有限合伙)	9.97%
深圳市传力股权投资管理有限公司	6.45%

收入结构 (2020.12.31)

手机	94.96%
其他主营业务	2.92%
其他业务	2.12%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

移动互联润泽非洲 终端龙头迎风而起

■ 投资摘要

公司立足非洲手机市场 业务多元布局打开成长空间

深圳传音控股股份有限公司成立于 2006 年, 并于 2019 年科创板上市, 主营产品包括手机、家电、智能配件、互联网软件等。公司手机市场主要针对非洲、中东、东南亚等新兴市场。2020 年, 公司手机出货量 1.74 亿部, 全球市场的占有率 10.6%, 其中非洲、孟加拉和印度智能手机出货量占比分别达到 40%、18.3% 和 5.1%。公司手机品牌包括 TECNO、Itel、Infinix, 差异化的品牌定位对新兴市场的不同需求做到更好覆盖。

围绕传音手机的存量客户, 公司积极进行移动互联网业务布局。2021 年 3 月, AppsFlyer 发布的《广告平台综合表现报告第十二版》显示, 在全球增长榜单中, 传音移动互联排名第三, 非洲、印度/东南亚地区增长排名分别位列第一和第四。公司与网易联合开发的 APP 中, 音乐流媒体平台 Boomplay、短视频应用 Vskit 等程序月活用户超过 1000 万。

公司除手机外, 积极加码家电和数码配件产品, 丰富产品线。公司旗下家电品牌 Syinix 与英超球队莱斯特城达成合作, 市场定位中高端, 业务保持中高速增长。另外, 公司布局智能配件业务, 旗下品牌 oraimo 为公司智能硬件生态布局打造基础。

全球化思维 本地化创新夯实企业护城河

公司发展过程中, 始终坚持全球化思维, 本地化创新的经营理念, 逐步在品牌、渠道、售后、管理和研发等方面强化公司护城河。2007 年, 公司凭借 Tecno 双卡双待机 T780 迅速风靡尼日利亚, 并持续通过长续航、“美黑”、防汗、音乐手机等产品特点夯实非洲市场。在市场推广中, 公司通过“刷墙运动”强化大众市场的品牌认知, 同时也结合音乐明星代言、冠名球队等营销方式打造品牌形象。公司持续推出迎合新兴市场需求升级的智能机产品, 智能机营收额从 2016 年 67 亿提升至 2020 年 294 亿。

公司渠道建设成为夯实非洲市场的重要因素。公司一方面通过数年的市场运营建立丰富渠道资源, 同时通过良好的终端销售定价保障渠道商利益, 稳定销售渠道。公司在运营、供应链等领域同样积极打造“本地化”元素, 通过本地化人员雇佣、物流仓储建设、埃塞俄比亚设厂等方式强化市场认可。在售后保障方面, 公司售后服务品牌 Caricare 覆盖手机产品和家用电器, 目前已在全球建有超过 2,000 个服务网点。公司“Glocal”经营理念以及本土化创新的实践为企业品牌不断加深市场壁垒与护城河。

投资建议

我们预期公司 2021-2023 年实现营业收入 498.47 亿元、616.27 亿元、748.25 亿元，同比增长分别为 31.90%、23.63% 和 21.42%；归属于母公司股东净利润为 37.79 亿元、46.87 亿元和 62.79 亿元，同比增长分别为 40.66%、24.04% 和 33.96%；EPS 分别为 4.72 元、5.86 元和 7.85 元，对应 PE 为 43X、35X 和 26X。未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 风险提示

- (1) 新冠疫情导致全球需求压制；(2) 新市场开拓不及预期；
- (3) 业绩增速边际变化；(4) 市场流动性影响股价波动

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	37791.89	49847.00	61627.00	74825.00
年增长率	49.10%	31.90%	23.63%	21.42%
归属于母公司的净利润	2686.43	3778.75	4687.21	6278.89
年增长率	49.80%	40.66%	24.04%	33.96%
每股收益 (元)	3.36	4.72	5.86	7.85
PER (X)	60.74	43.24	34.83	26.00

注：有关指标按当年股本摊薄；收盘价取 2021.6.25

目 录

一、互联网浪潮润泽非洲 智能终端龙头深度受益.....	5
1.1 立足非洲手机市场 业务多元布局.....	5
1.2 公司股权集中 管理层稳固.....	6
1.3 市场开拓成效显著 业绩增长亮眼.....	7
二、软硬加码 全面把握新兴市场机遇.....	9
2.1 手机产品梯度定位 市场需求覆盖全面.....	9
2.2 通讯制式升级与经济发展带动中国手机市场黄金 10 年.....	10
2.3 非洲手机市场量价齐升已在酝酿.....	12
2.4 移动互联网业务有望成为未来业绩爆发点.....	18
三、公司积极加码家电与智能配件业务.....	20
3.1 非洲通电率上升带动家电市场 公司业务增长迅速.....	20
3.2 公司智能穿戴拓宽硬件生态.....	21
四、深耕市场 多元布局 公司成长迎快车道.....	22
4.1 全球化思维 本地化创新.....	22
4.2 多元布局持续推升成长空间.....	23
4.3 股权激励稳固团队.....	24
投资建议.....	25

图

图 1 公司历史沿革及主营业务.....	5
图 2 公司历年营收（百万元）及同比（%）.....	7
图 3 公司历年营收拆分（百万元）.....	7
图 4 公司历年毛利（百万元）及同比（%）.....	7
图 5 公司历年毛利拆分（百万元）.....	7
图 6 公司各地区业务毛利率（%）.....	7
图 7 公司历年利润（百万元）及同比（%）.....	7
图 8 公司历年盈利能力数据（%）.....	8
图 9 公司历年费用率情况（%）.....	8
图 10 公司历年流动资产一览（百万元）.....	8
图 11 公司历年固定资产一览（百万元）.....	8
图 12 公司历年现金流情况（百万元）.....	8
图 13 公司历年资产负债率一览（%）.....	8
图 14 公司历年功能机与智能机销售额一览（亿元）.....	9
图 15 公司积极加码新兴市场开拓.....	9
图 16 中国通讯制式升级与经济发展共推手机市场发展.....	10
图 17 中国手机市场竞争格局变化.....	11
图 18 中国消费电子品牌在全球范围内崛起.....	11
图 19 中国消费电子企业营收（亿元）.....	12
图 20 非洲手机销量.....	12

图 21 非洲智能手机出货量份额情况.....	12
图 22 非洲手机出货量情况.....	13
图 23 非洲光缆铺设为互联网发展奠定硬件基础.....	13
图 24 非洲各国 5G 建设进度.....	13
图 25 非洲与中国人口密度分布对比.....	14
图 26 SpaceX Starlink 基本架构.....	14
图 27 Starlink 建设时间规划.....	14
图 28 各低轨卫星星座发射成本一览.....	15
图 29 各低轨卫星系统运营费用一览.....	15
图 30 非洲 2017 年人口结构分布.....	15
图 31 各地区人口数量及预测.....	15
图 32 非洲智能手机人均拥有量.....	15
图 33 非洲手机价格区间分布.....	15
图 34 公司各地区营收分布（亿元）.....	17
图 35 公司历年功能机与智能机销售量（万部）及预测.....	17
图 36 历年中国移动资费均价与同比.....	18
图 37 中国移动互联网流量接入量与同比.....	18
图 38 2020 年中国各类应用软件启动次数.....	19
图 39 2020 年 12 月中国移动互联网月活用户 TOP20.....	19
图 40 2020 年中国各互联网企业营收（百万美元）.....	19
图 41 美国互联网巨头营收规模（百万美元）.....	19
图 42 非洲互联网市场增长潜力大.....	19
图 43 传音控股互联网业务布局.....	19
图 44 非洲互联网市场增长潜力大.....	20
图 45 传音控股互联网业务布局.....	20
图 46 2019 年非洲各国城市通电率水平.....	20
图 47 部分非洲国家历年通电率情况一览.....	20
图 48 中国各类家电市场销售额（亿元）.....	21
图 49 公司家电品牌积极开拓.....	21
图 50 全球智能硬件年出货量.....	21
图 51 智能硬件市场结构.....	21
图 52 全球智能硬件市场份额（出货量）.....	22
图 53 中国智能硬件市场份额（出货量）.....	22
图 54 公司智能硬件品牌 oraimo 及相关产品.....	22
图 55 公司持续夯实经营护城河.....	23
图 56 公司成长天花板将持续打开.....	24

表

表 1 公司前十大股东.....	6
表 2 公司高管一览.....	6
表 3 公司手机品牌介绍.....	9
表 4 公司非洲地区渠道商布局一览.....	16
表 5 公司非洲以外市场开拓进展.....	18
表 6 公司股权激励情况一览.....	24

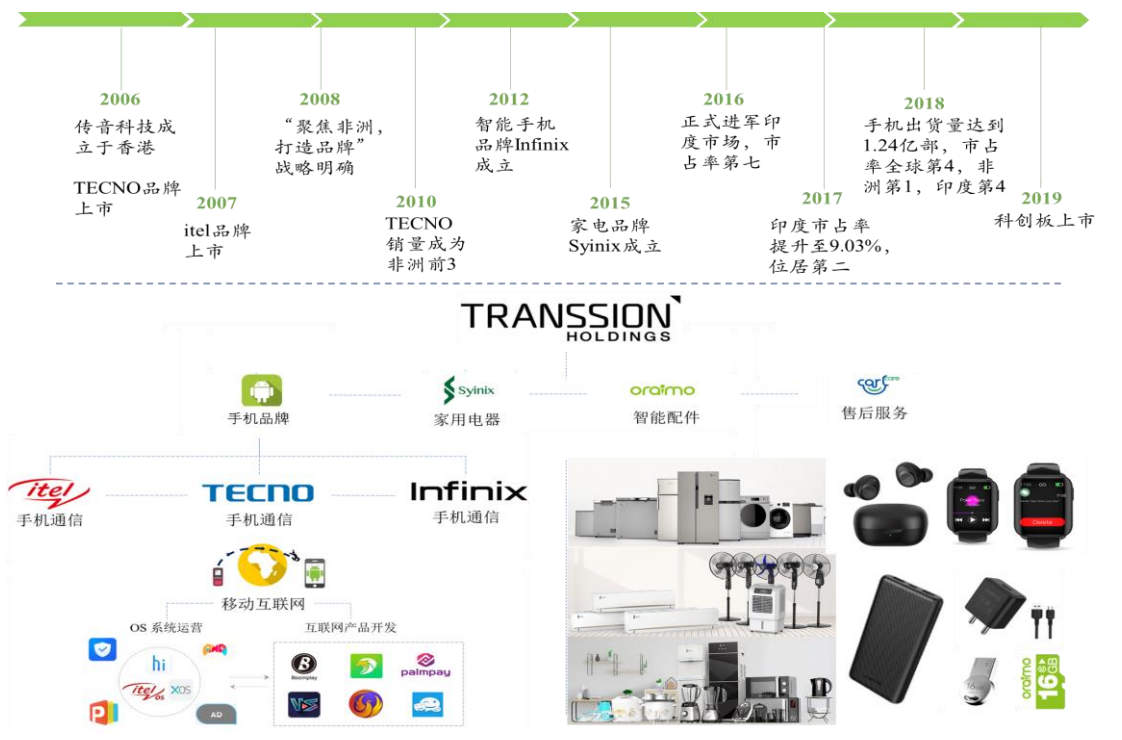
一、互联网浪潮润泽非洲 智能终端龙头深度受益

1.1 立足非洲手机市场 业务多元布局

深圳传音控股股份有限公司成立于2006年，并于2019年科创板上市，主营产品包括手机、家电、智能配件、互联网软件等。公司手机市场主要针对非洲、中东、东南亚等新兴市场。2020年，公司手机出货量1.74亿部，全球市场的占有率10.6%，其中非洲、孟加拉和印度智能手机出货量占比分别达到40%、18.3%和5.1%。公司手机品牌包括TECNO、Itel、Infinix，差异化的品牌定位对新市场的不同需求做到更好覆盖。围绕传音手机的存量客户，公司积极进行移动互联网业务布局。2021年3月，AppsFlyer发布的《广告平台综合表现报告第十二版》显示，在全球增长榜单中，传音移动互联网排名第三，非洲、印度/东南亚地区增长排名分别位列第一和第四。公司与网易联合开发的APP中，音乐流媒体平台Boomplay、短视频应用Vskit等程序月活用户已经超过1000万。

公司除手机外，积极加码家电和数码配件产品，丰富产品线。公司旗下家电品牌Syinix与英超球队莱斯特城达成合作，市场定位中高端，业务保持中高速增长。另外，公司布局智能配件业务，旗下品牌oraimo为公司智能硬件生态布局打造基础。

图1 公司历史沿革及主营业务



数据来源：公司官网 上海证券研究所

1.2 公司股权集中 管理层稳固

公司前十股东合计持股 80.81%。第一大股东传音投资占比 51.05%，实控方竺兆江 20.7%，严孟、叶伟强、张祺等公司高管均持有该平台股份。二股东源科投资系魅族手机实控方。公司股东排名 3-6 位均属公司高管/员工持股平台。美林证券持有公司 1.18%，排名第七大股东。另外，根据招股书披露，国家集成电路产投基金通过鸿泰基金参股公司股份。

表 1 公司前十大股东

排名	股东名称	持股数量	占总股本比例 (%)
1	深圳市传音投资有限公司	408,425,276	51.05
2	源科(平潭)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	79,764,649	9.97
3	深圳市传力股权投资管理有限公司	51,579,526	6.45
4	深圳市传音创业合伙企业(有限合伙)	26,777,415	3.35
5	深圳市传力创业合伙企业(有限合伙)	26,354,016	3.29
6	深圳市传承创业合伙企业(有限合伙)	24,476,161	3.06
7	MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	9,477,720	1.18
8	全国社保基金一零一组合	7,028,060	0.88
9	华夏上证科创板 50 成份交易型开放式指数证券投资基金	6,429,189	0.80
10	GAMNAT PTE. LTD.	6,200,655	0.78
合计		646,512,667	80.81

数据来源: wind、上海证券研究所

从公司高管履历来看，公司董事会中包括董事长竺兆江有 5 名董事曾经任职宁波波导股份有限公司，公司团队组成稳固。董事会成员阿里夫系孟加拉人，为产品渠道建设与本土化推广提供支持。公司技术高管包括刘世超、陆伟峰、王海滨等，其中刘世超曾任职于腾讯，主要研究方向为移动互联网技术开发。

表 2 公司高管一览

姓名	职务	履历
竺兆江	董事长、总经理	竺兆江先生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。
严孟	董事、副总经理	严孟先生曾在宁波波导股份有限公司任职，2013 年 8 月至今在公司任职。
叶伟强	董事、副总经理	叶伟强先生曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013 年 8 月在公司任职。
张祺	董事、副总经理	张祺先生曾在宁波波导股份有限公司任职，2013 年 8 月至今在公司任职。
阿里夫	董事、副总经理	阿里夫先生曾在宁波波导股份有限公司，2013 年 8 月至今在公司任职。
肖明	董事、副总经理	肖明先生曾在上海贝尔、科胜讯通等公司任职，2014 年 8 月至今在公司任职，系公司核心技术人员。
刘世超	核心技术高管	刘世超先生曾先后就职于西门子(中国)、腾讯科技、金立通信等公司，2016 年 11 月至今任深圳传音通讯副总经理，主要研究方向为移动互联网技术开发。
陆伟峰	核心技术高管	陆伟峰先生曾先后就职于华为、思佳讯(上海)等公司，2014 年 9 月至今担任上海传英副总经理，主要研究软件系统架构、软件系统工程，大数据和人工智能。
王海滨	核心技术高管	王海滨先生曾就职宁波波导，2013 年至今在公司任职，现任硬件中心总经理。

数据来源: wind、上海证券研究所

1.3 市场开拓成效显著 业绩增长亮眼

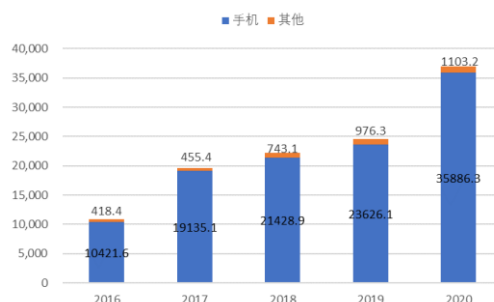
公司 2019-2021Q1 营收分别为 253.5 亿元、377.9 亿元和 112.5 亿元，同比增长分别为 11.9%、49.1%和 99.3%。从营收拆分情况来看，2020 年手机业务 358.9 亿元，其他业务 11.0 亿元。其他业务涵盖移动互联网、家居和数码配件等产品。

图 2 公司历年营收 (百万元) 及同比 (%)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

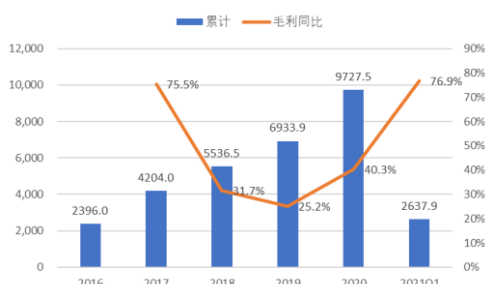
图 3 公司历年营收拆分 (百万元)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

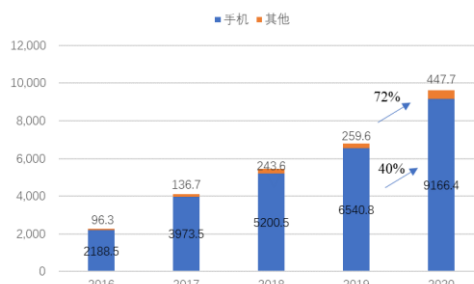
公司 2019-2021Q1 毛利分别为 69.3 亿元、97.3 亿元和 26.4 亿元，同比增长分别为 25.2%、40.3%和 76.9%。2020 年，公司手机业务毛利 91.66 亿元，其他业务毛利 4.47 亿元。

图 4 公司历年毛利 (百万元) 及同比 (%)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

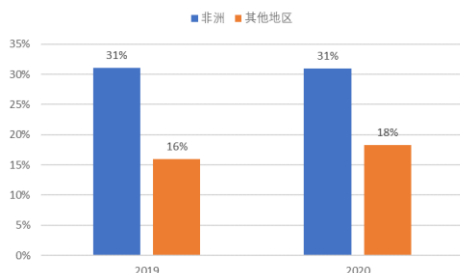
图 5 公司历年毛利拆分 (百万元)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

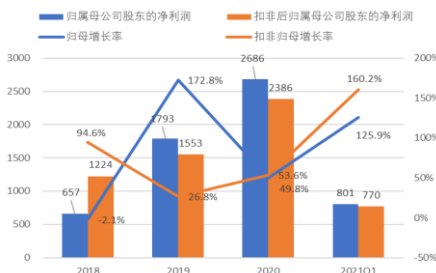
从盈利能力来看，公司非洲地区毛利率约 31%，其他地区业务毛利率 18%。非洲相对稳定的渠道带动较高毛利率。公司 2019-2021Q1 扣非净利润分别为 15.5 亿、23.9 亿、7.7 亿，同比增长分别为 26.8%、53.6%、160.2%。

图 6 公司各地区业务毛利率 (%)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

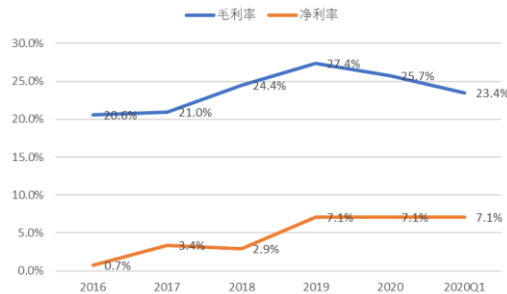
图 7 公司历年利润 (百万元) 及同比 (%)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

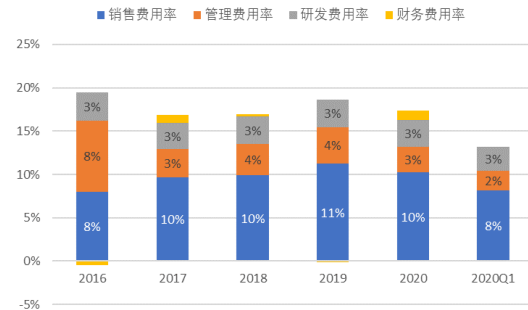
公司近两年毛利率呈现下降趋势，主要系功能机的价格调整，以及智能手机占比提升。公司净利率稳定在7.1%，主要受益于销售渠道稳定与营收体量增加带动销售费用率改善。

图 8 公司历年盈利能力数据 (%)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

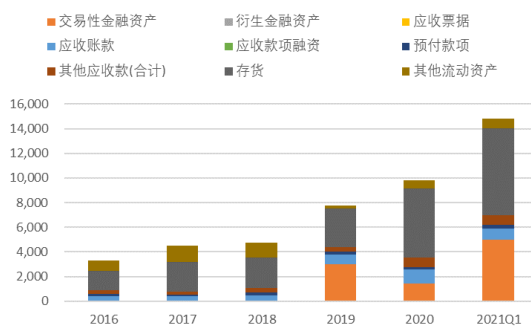
图 9 公司历年费用率情况 (%)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

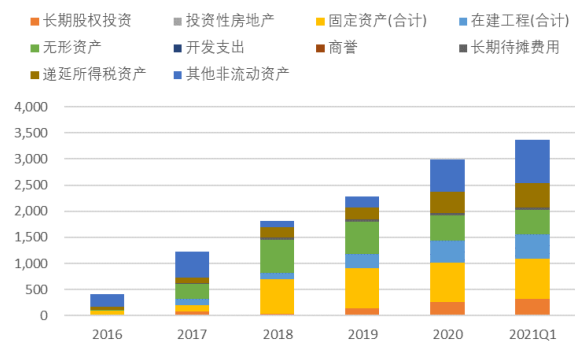
公司流动资产中，交易性金融资产与存货占据主要份额。交易性金融资产主要为外汇远期合约，存货增长主要由销售增长带动。公司在建工程包括传音总部研发中心、手机生产基地（重庆）、印度生产车间、传音智汇园手机制造基地项目等。

图 10 公司历年流动资产一览 (百万元)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

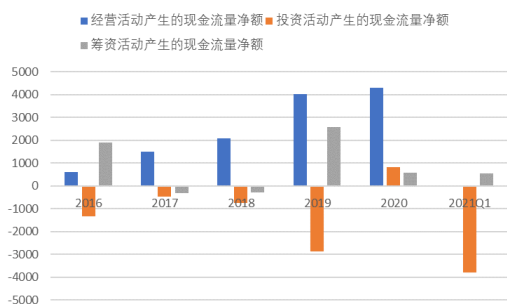
图 11 公司历年固定资产一览 (百万元)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

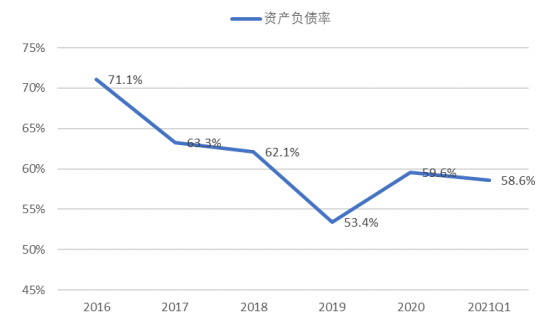
从年度现金流情况来看，随着公司上市以及营收体量增长，公司近两年筹资活动和经营活动现金流净额持续增长；投资活动现金流净额波动主要受汇率波动影响。从负债率来看，公司近两年持续稳定在53%和60%之间。

图 12 公司历年现金流情况 (百万元)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

图 13 公司历年资产负债率一览 (%)



数据来源：传音控股，上海证券研究所

二、软硬加码 全面把握新兴市场机遇

2.1 手机产品梯度定位 市场需求覆盖全面

公司旗下拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三款手机品牌。其中 TECNO 定位中高端品牌、itel 定位大众品牌，Infinix 风格偏向时尚科技。从价位来看，TECNO 代表机型 IT5081、SPARK 和 CAMON 17 Pro 价格分别为 119 元、1052 元和 2550 元。公司手机产品的不同定位为新兴市场多元需求提供保障，同时也证明了自身在新兴市场智能机进阶过程中具备机型升级的良好产品力。

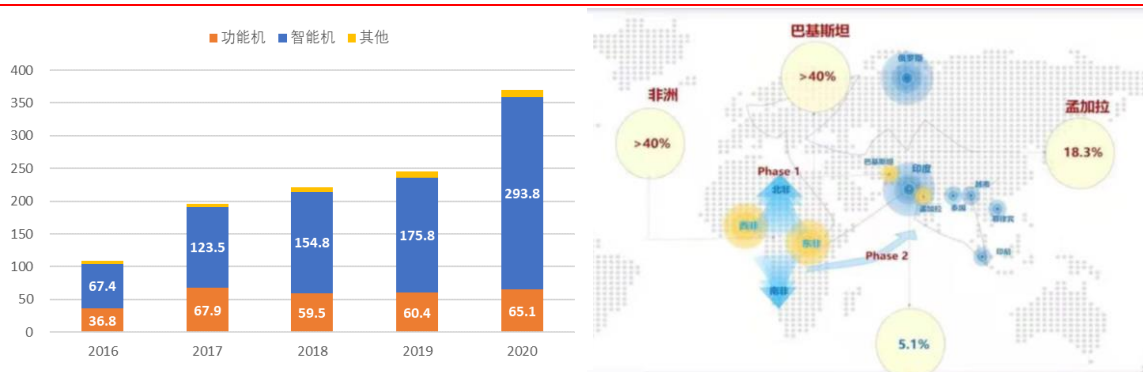
表 3 公司手机品牌介绍

品牌	代表机型	价格 (元)	产品定位
TECNO	IT5081	119	传音旗下中高端品牌，2019-2020 年该品牌在“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜上，TECNO 均位列第 5。
	SPARK	1052	
	CAMON 17 Pro	2550	
itel	P37	676	传音旗下大众品牌，2019-2020 年该品牌在“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜上，itel 分别位列第 17 和 21 位。
	A37	476	
	S16	601	
Infinix	NOTE8	1700	传音旗下时尚科技品牌，2019-2020 年该品牌在“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜上，Infinix 分别位列第 26 和 27 位。
	HOT10	909	
	ZERO8	2888	

数据来源：wind、jumia、上海证券研究所；注：奈拉汇率取 0.017

公司在 2018-2020 年智能手机销售额分别为 154.8 亿元、175.8 亿元和 293.8 亿元，同比分别为 25.4%、13.6%和 67.1%。公司积极开拓印度、巴基斯坦、孟加拉等非洲以外新兴市场，为公司智能机业务持续增长提供动力。

图 14 公司历年功能机与智能机销售额一览(亿元) 图 15 公司积极加码新兴市场开拓



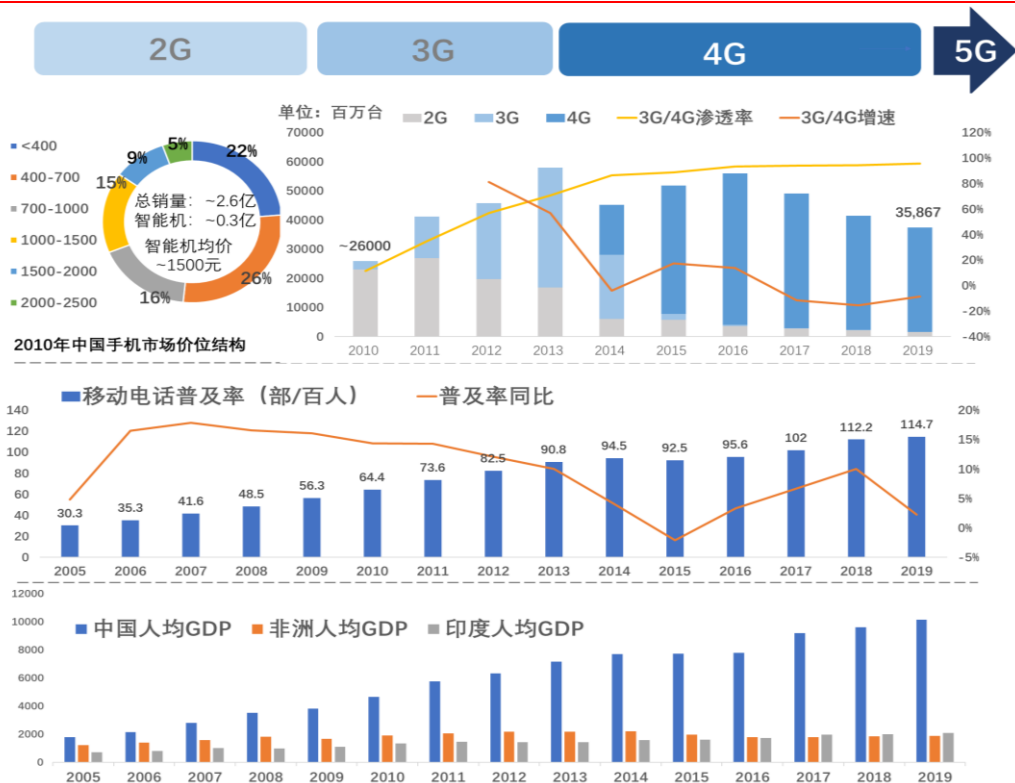
数据来源：传音控股，上海证券研究所

数据来源：传音控股，上海证券研究所

2.2 通讯制式升级与经济发展带动中国手机市场黄金 10 年

手机市场发展需要通讯制式的升级与经济发展共同推动。复盘中国手机市场，2010 年开始，中国经济的高速发展与通讯制式的升级，带动了智能手机产业发展的黄金 10 年。从通讯制式来看，中国 2010 年发布 3G 商用牌照，2013 年发布 4G 牌照，中国智能手机渗透率在两次通讯制式的升级中快速提升。中国经济的快速发展推动了人均 GDP 的提升，进一步为智能手机出货量增加以及手机单机价值提升奠定基础。

图 16 中国通讯制式升级与经济发展共推手机市场发展



数据来源: 公司官网 上海证券研究所

中国的手机产业从 2010 年开始进入快速洗牌重整。2010 年中国手机出货量大约 2.6 亿部，其中智能机出货量约 3000 万。手机市场格局散乱，包括了传统电信业巨头诺基亚、三星、摩托罗拉，以及众多国产品牌包括华为、中兴、TCL、步步高。2010 年年底，宏达电发布首款搭载安卓系统的智能手机 G1，智能手机市场开始进入苹果和安卓两大阵营的统治时代，传统手机巨头如诺基亚、摩托罗拉等品牌逐渐淡出手机市场。经过 5 年的洗牌重构，中国智能手机市场进入到寡头竞争的时代。2019 年，HOVM 和苹果 5 家智能手机厂商占据国内 90% 市场。回顾 2010 年与目前中国手机市场的变化，经过粗略测算，中国手机市场从 550 亿的体量逐步成长至目前约 6000 亿的体量。

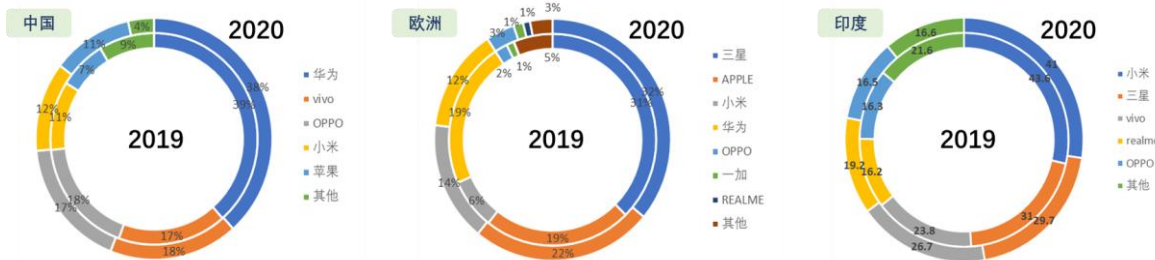
图 17 中国手机市场竞争格局变化



数据来源：IDC 上海证券研究所

中国智能手机市场的壮大培育了国产手机品牌，而疫情的良好管控为国产品牌手机稳定生产提供保障，并进一步打开海外市场份额。根据 IDC 统计，2020 年，小米、OPPO、vivo 等品牌在印度、欧洲等海外市场获得良好增长。

图 18 中国消费电子品牌在全球范围内崛起

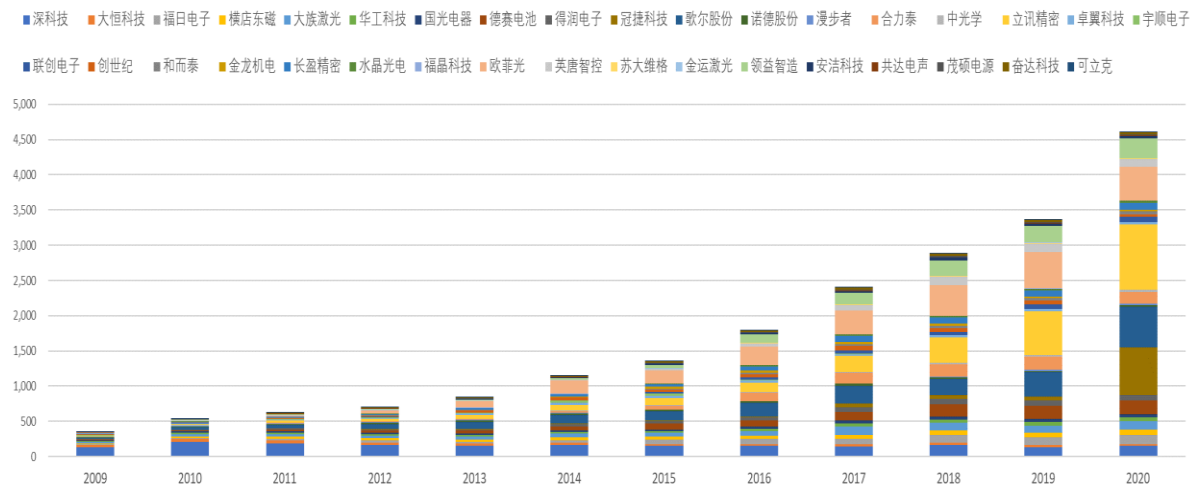


数据来源：wind 上海证券研究所

国内成熟的智能手机制造供应链为国产手机的海外市场开拓提供保障。根据信通院统计，中国智能手机产量占全球智能手机产量 77%。我们选取了 35 家消费电子产业上市公司，根据统计，2009 年-2020 年，企业累计营收从 356 亿元提升至 4618 亿元。从供应链水平看，集成电路领域有华为海思、卓胜微等企业引领高端芯片自主可控，同时也有京东方、闻泰科技、舜宇光学、鹏鼎控股等企业逐步扩大海外智能手机龙头供应链的市场份额。

综合来看，中国智能手机市场的发展受到国内通讯制式升级和经济快速发展双轮推动，经过 10 余年的发展成长至 6000 亿的市场规模。凭借巨大的国内市场，国内电子制造产业链和国产终端品牌逐渐崛起，完善的产业链为我国制造业向上游芯片和下游终端品牌升级发展奠定基础。中国手机市场的成长路径为非洲手机市场的发展提供参考借鉴。

图 19 中国消费电子企业营收 (亿元)

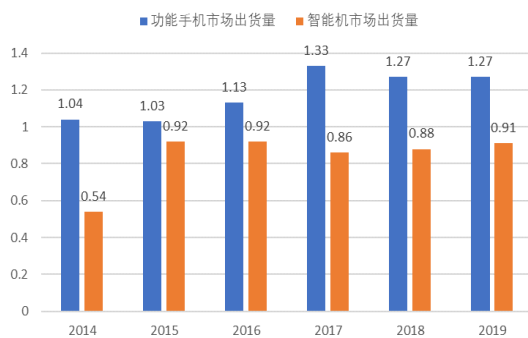


数据来源: wind 上海证券研究所

2.3 非洲手机市场量价齐升已在酝酿

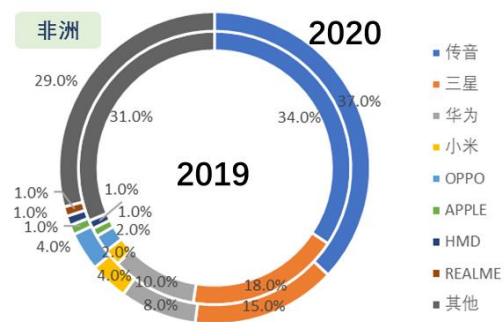
非洲手机一年累计出货量 2 亿部以上, 根据三方数据显示, 非洲 2019 年功能机和智能手机出货量分别为 1.27 亿部和 0.91 亿部。由于智能手机市占率低以及经济发展水平所限, 非洲整体手机市场仍旧处在较低水平。从市场份额来看, 2020 年传音和三星在非洲智能手机出货量分别占比 37% 和 15%, 华为、小米和 OPPO 分别占 8%、4% 和 4%, 其他品牌占比 32%。非洲手机市场头部企业已经获得较高市场占有率, 但由于非洲各个国家经济水平的差异, 市场参与者数量依旧较多, 整体手机市场洗牌趋势仍将延续。

图 20 非洲手机销量



数据来源: 传音控股, 上海证券研究所

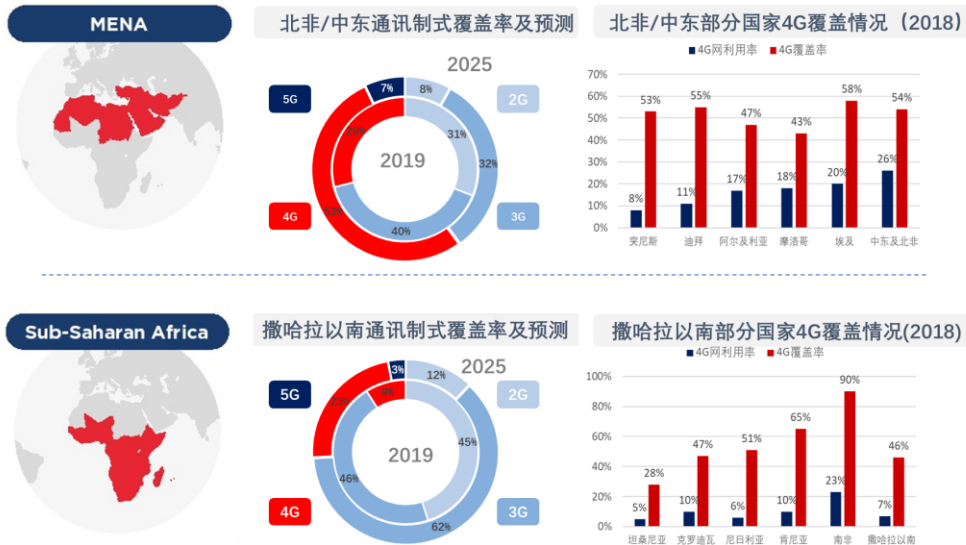
图 21 非洲智能手机出货量份额情况



数据来源: Counterpoint, 上海证券研究所

从通讯制式情况看非洲, 2019 年北非 (含中东) 和撒哈拉以南非洲地区 4G 渗透率 (4G 注册用户占手机用户比例) 分别为 29% 和 9%, 相当于中国 2013-2014 年时期。非洲大陆国家不同的经济发展水平使得各地区通信制式水平各有差异, 未来发展速度也存在不同。根据 GSMA 的预测, 2025 年北非以及撒哈拉以南地区 4G 渗透率将分别达到 53% 和 23%。

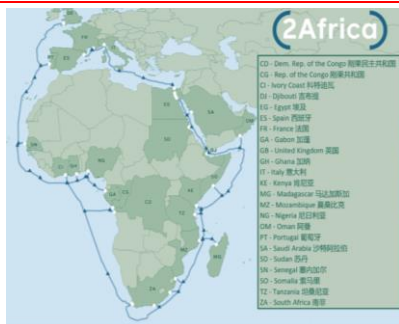
图 22 非洲手机出货量情况



数据来源: GSMA, 上海证券研究所

具体看非洲的通信业发展，近期埃塞俄比亚向 Global Partnership for Ethiopia 财团发布新牌照，埃国通信产业的对外开放有望为非洲通信业更快发展提供示范工程（Global Partnership for Ethiopia 财团由肯尼亚运营商 Safaricom 牵头，并包括英国运营商沃达丰、南非运营商沃达康、英国主权基金 CDC Group 和日本住友集团在内）。2020 年 5 月 14 日，中国移动国际有限公司(CMI)、Facebook、南非电信运营商 MTN GlobalConnect、法国电信运营商 Orange、沙特电信公司、埃及电信、沃达丰及西印度洋电缆公司宣布将合作铺设 2Africa 海底电缆以服务非洲大陆和中东，并经由东非与其他海缆相连以进一步延伸至亚洲。各投资组成员为此项目提供充裕资金支持，并委托阿尔卡特海底网络（“ASN”）负责建设。该项目是非洲大陆覆盖面最广的海底电缆，建成后将提升整个非洲和中东的连接性。从 5G 建设来看，目前南非已经实现商用，尼日利亚、肯尼亚、马达加斯加、利比亚等国正在筹备 5G 商用建设。

图 23 非洲光缆铺设为互联网发展奠定硬件基础 图 24 非洲各国 5G 建设进度



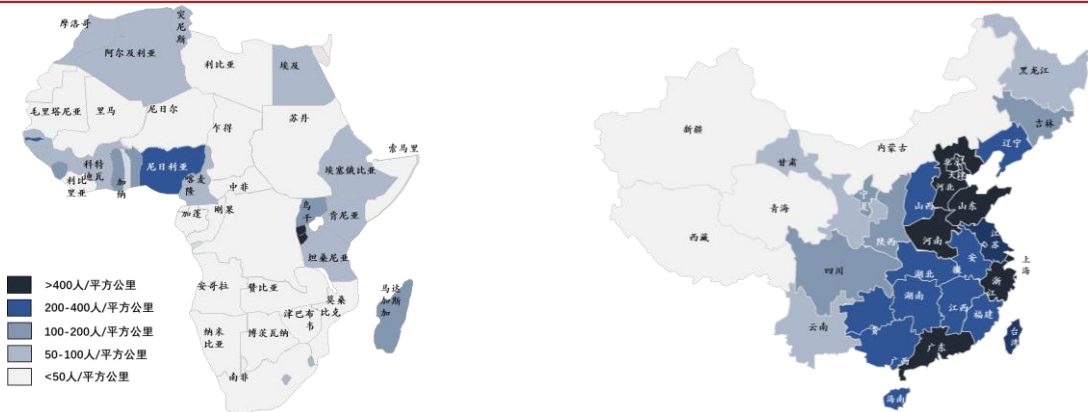
数据来源: 2AFRICA, 上海证券研究所



数据来源: GSMA, 上海证券研究所

人口密度直接影响移动运营商运营效益。地面基站的信号覆盖面积有限，以 4G 基站为例，单基站覆盖半径约 1-3 公里，基站信号覆盖内的用户数量对运营商资本开支的回收期与盈利能力息息相关。从人口密度情况来看，非洲相较于中国地广人稀，从运营商对盈利能力的要求来推测，非洲未来基站建设效率与中国的建设速度相比或将存在差距。

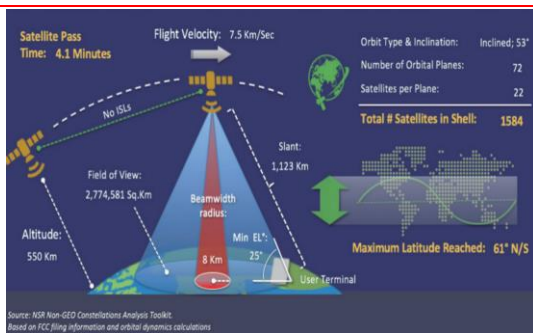
图 25 非洲与中国人口密度分布对比



数据来源：百度 政府官网

中国通讯设备产业同样形成了成熟的产业链，产品价格的逐年调整或许为未来非洲市场的建设带去后发优势。另外，全球范围内的低轨卫星建设为地广人稀地区的移动互联网接入提供了新的可行性方案。以美国太空探索技术公司（SpaceX）为例，公司规划在离地轨道 300-550 公里距离范围内铺设 1 万颗以上的低轨卫星星座，在全球范围内实现移动互联网接入。

图 26 SpaceX Starlink 基本架构



数据来源：SpaceX，上海证券研究所

图 27 Starlink 建设时间规划

阶段	轨道高度 (公里)	卫星数 (颗)	轨道倾角	使用频段	50%建设时间	建设完成时间
1	550	1584	53	Ku/Ka		
	540-570	1600	53.8	Ku/Ka		
	540-570	400	70	Ku/Ka	2024.3	2027.3
	540-570	374	74	Ku/Ka		
2	540-570	450	80	Ku/Ka		
	335.9	2493	42	V		
	340.8	2478	48	V	2024.11	2027.11
	345.6	2547	53	V		

数据来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

低轨卫星星座一方面有利于智能驾驶等物联网应用可以脱离基站信号覆盖的局限，同时也有可以解决地广人稀地区通信基站建设资本收益率低的问题。虽然目前 SpaceX 的用户支付费用仍旧较高，但未来随着用户数量的增加，以及产业链的逐渐成熟，单用户费用支出将获得改善。低轨卫星星座或为非洲地区移动互联网发展提供新思路。

图 28 各低轨卫星星座发射成本一览

	Iridium Next	Oneweb	Starlink
使用火箭	猎鹰9号 Block5	联盟号2.1b	猎鹰9号 Block5
发射价格 (万美元)	6375	8000	3692
单次数量 (颗)	9-10	34	60
单颗卫星发射价 (万美元)	680	235.29	61.53
卫星重量 (kg)	860	147	260
平均发射成本 (万美元/公斤)	0.79	1.6	0.24

数据来源: 艾瑞咨询, 上海证券研究所

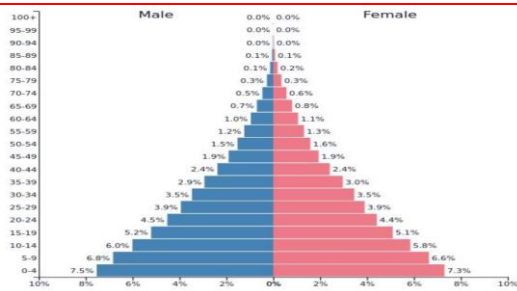
图 29 各低轨卫星系统运营费用一览

序号	价格 (美元/月)	下载速度	数据上限
Starlink	80	50Mbps	/
Viasat	100	25Mbps	60GB
HughesNet	150	25Mbps	50GB

数据来源: 艾瑞咨询, 上海证券研究所

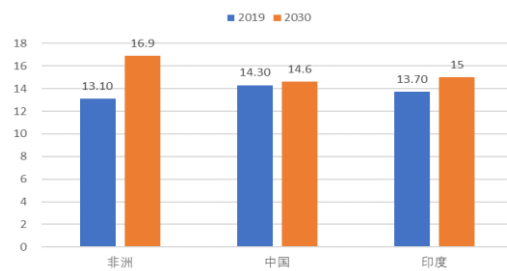
从人口结构和数量来看, 非洲手机市场发展可期。非洲目前平均年龄约 19 岁, 远低于中国 37 岁和欧洲 43 岁, 15 岁以下人口占比达到 41%。从人口总量来看, 2030 年非洲人口总数有望从目前 13.10 亿增长至 16.90 亿。我们认为, 非洲地区人口总数与人口结构在经济发展过程中逐步改善, 手机消费群体数量以及人均消费能力均有望持续增强。

图 30 非洲 2017 年人口结构分布



数据来源: PopulationPyramid 上海证券研究所

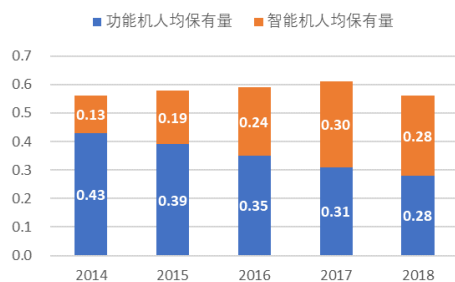
图 31 各地区人口数量及预测



数据来源: 传音控股 上海证券研究所

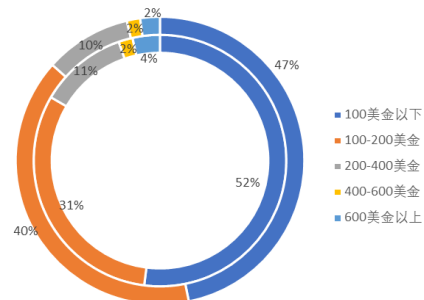
从每百人手机保有量来看, 非洲目前约 56 部, 其中智能手机保有量约 28 部。中国作为手机相对成熟市场, 每百人手机保有量已经超过百部。相较于中国手机市场, 非洲人均保有量远未饱和。从非洲手机销量和价格分布来看, 功能机总市场约 100 亿, 智能机总市场在 500-1000 亿之间, 智能手机的渗透率提升将持续打开非洲手机市场总量。综合以上分析, 我们认为, 随着非洲地区人均 GDP 的增长和手机市场需求不断升级, 非洲智能手机市场量价齐升的发展阶段正在酝酿。

图 32 非洲智能手机人均拥有量



数据来源: 传音控股, 上海证券研究所

图 33 非洲手机价格区间分布



数据来源: 传音控股, 上海证券研究所

我们针对非洲各国人口数量、人均 GDP 等参数进行手机市场空间测算，用以比较非洲各国手机市场。结果显示，非洲手机市场第一梯队国家（>30 亿美金以上）包括尼日利亚、埃及和南非，第二梯队国家（10-30 亿美金）包括埃塞俄比亚、肯尼亚、阿尔及利亚、摩洛哥；第三梯队国家（5-10 亿美金）包括坦桑尼亚、加纳、科特迪瓦、安哥拉、刚果。其余国家手机市场预估在 5 亿美金以下。公司在招股书中披露了 2019 年年中在非洲各国的渠道商布局情况。我们以渠道商数量进行排序，公司渠道商分布前五国家分别为尼日利亚、埃塞俄比亚、坦桑尼亚、肯尼亚和卢旺达，对应渠道商数量分别为 59、35、29、25、17。从数据来看，公司在非洲重点的手机市场布局良好。

表 4 公司非洲地区渠道商布局一览

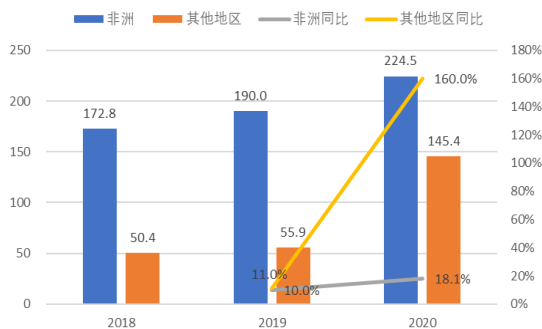
排序	国家	人均 GDP (美金)	GDP 总量 (亿美金)	人口总数 (万人)	人均 GDP 排名	年手机市场预 估 (亿美金)	渠道商数 量 (2019)
1	尼日利亚	2083	4294.0	20614.5	19	48.96	59
2	埃塞俄比亚	994	966.0	9718.0	31	12.72	35
3	坦桑尼亚	1090	632.2	5800.0	29	7.73	29
4	肯尼亚	2039	993.0	4870.0	20	12.47	25
5	卢旺达	819	103.8	1267.0	36	1.23	17
6	埃及	3587	3618.0	10086.4	8	42.78	15
7	喀麦隆	1470	390.0	2653.1	23	4.35	14
8	加纳	2223	684.0	3076.9	17	7.86	13
9	科特迪瓦	2278	614.0	2695.3	16	6.81	10
10	赞比亚	981	185.2	1888.0	32	2.07	9
11	多哥	905	75.0	829.0	34	0.87	9
12	几内亚	1106	154.5	1397.0	28	1.73	6
13	马里	897	176.4	1966.0	35	2.06	6
14	布基纳法索	791	165.4	2091.0	37	1.87	4
15	塞舌尔	11639	11.0	9.5	1	0.13	
16	毛里求斯	8993	114.0	126.8	2	1.37	
17	加蓬	7421	156.0	210.2	3	1.84	
18	博茨瓦纳	6781	159.0	234.5	4	1.90	
19	赤道几内亚	6773	95.0	140.3	5	1.07	
20	南非	5067	3021.0	5962.1	6	34.90	
21	纳米比亚	4175	106.0	253.9	7	1.30	
22	斯威士兰	3504	39.0	111.3	9	0.59	96
23	突尼斯	3323	396.0	1191.7	10	4.65	
24	利比亚	3281	218.0	664.4	11	2.55	
25	阿尔及利亚	3263	1443.0	4422.3	12	16.45	
26	摩洛哥	3158	1135.0	3594.0	13	13.72	
27	佛得角	3148	18.0	57.2	14	0.21	
28	吉布提	3074	34.0	110.6	15	0.36	

29	刚果共和国	2186	102.0	466.6	18	1.42
30	安哥拉	2012	624.0	3101.4	21	7.43
31	毛里塔尼亚	1971	82.0	416.0	22	1.07
32	塞内加尔	1460	244.0	1671.2	24	2.85
33	津巴布韦	1385	210.0	1516.2	25	2.81
34	科摩罗	1362	12.3	90.0	26	0.14
35	贝宁	1251	152.0	1215.0	27	1.72
36	莱索托	1003	20.7	206.0	30	0.27
37	乌干达	912	375.9	4122.0	33	4.84
38	冈比亚	791	19.0	240.2	38	0.21
39	几内亚比绍	790	14.4	182.0	39	0.18
40	苏丹	775	343.7	4435.0	40	3.86
41	乍得	654	107.5	1643.0	41	1.20
42	利比里亚	646	30.3	469.0	42	0.38
43	厄立特里亚	588	20.9	355.0	43	0.37
44	尼日尔	566	137.0	2421.0	44	1.52
45	刚果民主共和国	541	491.2	9079.0	45	5.37
46	塞拉利昂	527	42.1	798.0	46	0.49
47	马达加斯加	502	138.5	2758.0	47	1.58
48	中非共和国	490	23.7	483.0	48	0.28
49	莫桑比克	450	144.0	3199.0	49	1.65
50	马拉维	407	84.9	2087.0	50	0.94
51	索马里	327	49.2	1505.0	51	0.60
52	南苏丹	296	40.8	1378.0	52	0.46
53	布隆迪	254	30.2	1188.0	53	0.34

数据来源: wind、上海证券研究所; 注: 各国手机市场测算中, 均价取人均 GDP 的 8%, 出货量取人口总数 15%

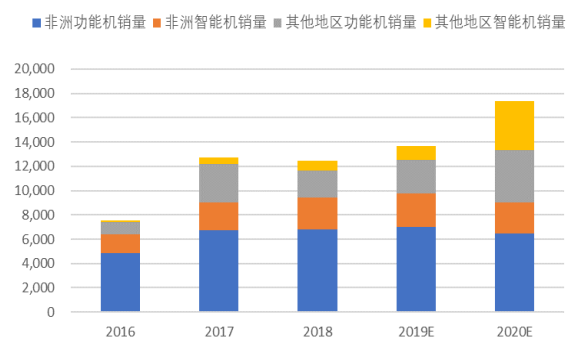
除非洲地区以外, 公司积极开拓新兴市场。2020 年, 公司非洲以外地区营收 145.4 亿元, 同比增长 160%。结合功能机与智能机销售额, 并按照功能机与智能机均价 60 元和 450 元进行测算, 公司 2020 年手机业务增长主要受益于非洲以外市场的智能机销售。

图 34 公司各地区营收分布 (亿元)



数据来源: 传音控股, 上海证券研究所

图 35 公司历年功能机与智能机销售量 (万部) 及预测



数据来源: 传音控股, 上海证券研究所

根据公司年报披露,2020年公司在巴基斯坦和孟加拉智能机市场占有率分别超过40%和18.3%,当地市场排名均为第一。巴基斯坦与孟加拉的市场开拓成为2020年公司手机业务成长提供重要推动力。我们将公司重点聚焦的非洲以外手机市场进行了梳理。公司在2017年针对印度手机市场进行重点布局,不过近年来印度功能手机市场逐渐式微,智能手机市场格局逐渐集中在小米、三星、vivo等品牌手中。根据公司官网披露,公司2020年在印度的智能手机市场份额约5.1%,排名第六。公司在巴基斯坦和孟加拉两国智能机市场已经形成良好的市场份额,两国手机市场空间24-27亿美金(测算方法见表5)。另外需要特别关注公司在印度尼西亚、菲律宾等国的市场开拓进展。根据测算,印尼手机市场体量约87亿美金,市场空间接近巴基斯坦、孟加拉和菲律宾市场总和。俄罗斯具有较高的人均GDP水平,手机市场以智能机为主,相关市场的开拓进度仍需保持关注。

表5 公司非洲以外市场开拓进展

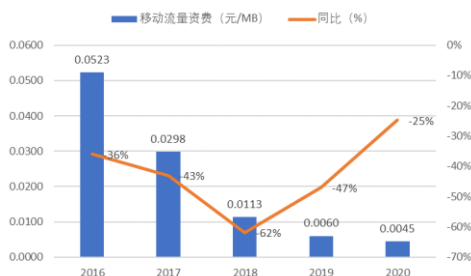
国家	人口密度 (人/公里 ²)	人均GDP (美金)	GDP总量 (亿美金)	人口总数 (万人)	年手机市场预 测(亿美金)	渠道商数量 (2019)
印度	464	2104	29000	130000	228	2159
巴基斯坦	287	1363	2782	20800	24	
孟加拉	1265	1970	3026	16470	27	
菲律宾	368	3300	3622	10800	30	
印度尼西亚	151	3894	11100	26800	87	203
越南	314	2800	2620	9620	22	
泰国	137	7274	5092	6900	42	
俄罗斯	8.8	11585	17000	14623	141	

数据来源:wind、上海证券研究所;注:各国手机市场测算中,均价取人均GDP的5%,出货量取人口总数17%

2.4 移动互联网业务有望成为未来业绩爆点

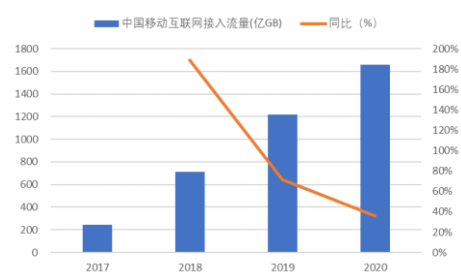
移动互联网产业将是通信基建铺设以及移动智能终端渗透后重要的发展方向。以中国为例,2020年,中国移动流量资费下降至2017年的15%,对应2020年移动互联网接入流量从2017年约200亿GB提升至1600亿GB。

图36 历年中国移动资费均价与同比



数据来源:传音控股 上海证券研究所

图37 中国移动互联网流量接入量与同比



数据来源:传音控股 上海证券研究所

移动互联网应用精彩纷呈，凭借不同的市场定位，移动互联网应用黑马频出。从社交软件到移动电商，从游戏到短视频应用，爆款移动应用往往凭借流量的指数级增长带动利润的快速提升。从国内移动应用来看，社交、短视频应用、移动支付成为活跃度最高的领域，微信、手机淘宝、支付宝、抖音等成为国内月活用户（MAU）最高软件应用。

图 38 2020 年中国各类应用软件启动次数



数据来源: Trustdata 上海证券研究所

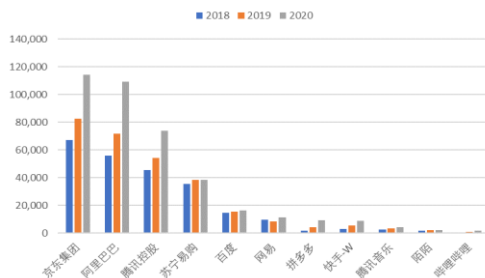
图 39 2020 年 12 月中国移动互联网月活用户 TOP20



数据来源: Trustdata 上海证券研究所

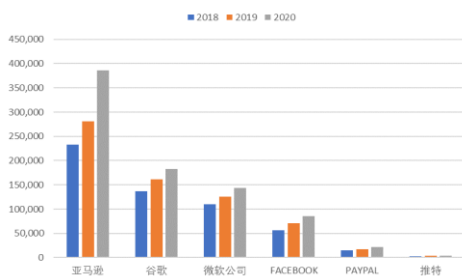
从营收体量来看，自营电商京东集团 2020 年营收达到 1143 亿美金，阿里、腾讯的营收分别为 1092 亿美金、739 亿美金。从海外巨头的营收体量来看，亚马逊、谷歌、微软在 2020 年营收分别为 3861 亿美金、1825 亿美金、1430 亿美金。

图 40 2020 年中国各互联网企业营收 (百万美元)



数据来源: wind 上海证券研究所

图 41 美国互联网巨头营收规模 (百万美元)



数据来源: wind 上海证券研究所

非洲目前移动互联网人均消费水平较低，但从增速来看，撒哈拉以南地区移动互联网消费水平的增长远超全球平均水平。中国互联网诸多细分赛道已经形成寡头垄断格局，非洲互联网市场目前仍旧处在起步阶段，各细分领域市场格局仍未明朗。

图 42 非洲互联网市场增长潜力大



数据来源: 传音控股 上海证券研究所

图 43 传音控股互联网业务布局



数据来源: 传音控股 上海证券研究所

公司基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，与网易、腾讯、阅文集团等多家领先的互联网公司，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。公司凭借手机硬件存量，自主研发了 HiOS、iteLOS 和 XOS 等智能终端操作系统及独立的应用软件平台，并通过应用预装、应用/游戏分发、游戏联运、广告展示、付费素材/主题以及本地化服务聚合等移动互联网增值服务，形成自流量聚集、分发至流量变现的商业盈利模式。从月活用户量来看，公司手机浏览器软件 Phoenix、音乐播放器软件 Boomplay 月活用户在 5000 万以上，短视频应用 Vskit 月活用户 1700 万以上。从公司互联网业务营收来看，公司全资子公司上海传音信息技术有限公司 2020 年营收 10.45 亿元，净利润 5.31 亿元。公司互联网业务的布局或将为未来利润增长打开更高空间。

图 44 非洲互联网市场增长潜力大

图 45 传音控股互联网业务布局

				
软件名	Vskit	Phoenix Browser	Boomplay	Palmpay
软件类型	短视频	手机浏览器	音乐播放器	移动支付
MAU (万人)	1700	7800	5200	--



数据来源：传音控股 上海证券研究所

数据来源：传音控股 上海证券研究所

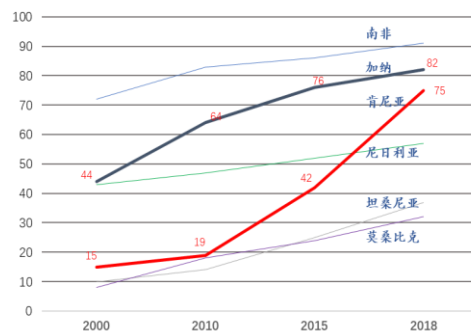
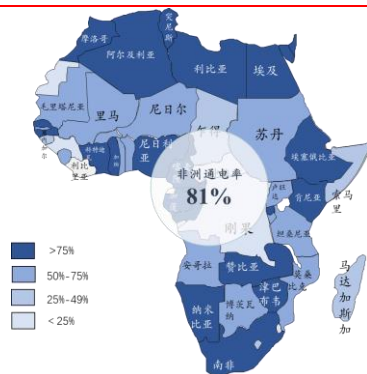
三、公司积极加码家电与智能配件业务

3.1 非洲通电率上升带动家电市场 公司业务增长迅速

根据 World Energy Outlook 报告，非洲 2019 年通电率 81%，非洲国家近年来通电率逐渐提升。电力普及带动家电市场逐渐提升，

图 46 2019 年非洲各国城市通电率水平

图 47 部分非洲国家历年通电率情况一览

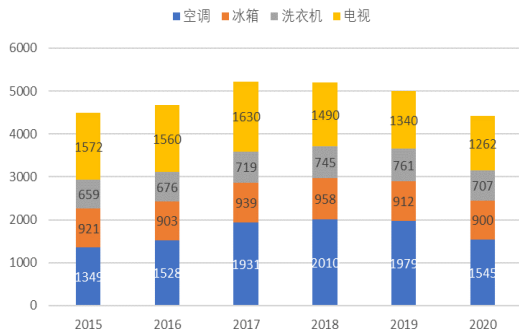


数据来源：World Energy Outlook 2020 上海证券研究所

数据来源：World Energy Outlook 2020 上海证券研究所

从人口体量看，非洲未来的家电市场空间有望与中国市场作对标。中国空调、冰箱、洗衣机、电视四类产品累计年销售额约 4500 亿元。公司在非洲地区开拓家电市场营销。公司旗下中高端家电品牌 Syinix 产品包括智能电视、空调、冰箱、洗衣机、微波炉等，其销售网点覆盖非洲、中东、南亚、东南亚等多个国家。2020 年 9 月，Syinix 宣布正式成为英超莱斯特城足球俱乐部合作伙伴，持续打造公司品牌影响力。根据公司披露，Syinix Android TV 已进入非洲 26 个国家。我们根据公司营收情况预计 2020 年家电业务营收规模约 10 亿，未来仍将保持高速增长。

图 48 中国各类家电市场销售额 (亿元)



数据来源: wind 上海证券研究所

图 49 公司家电品牌积极开拓

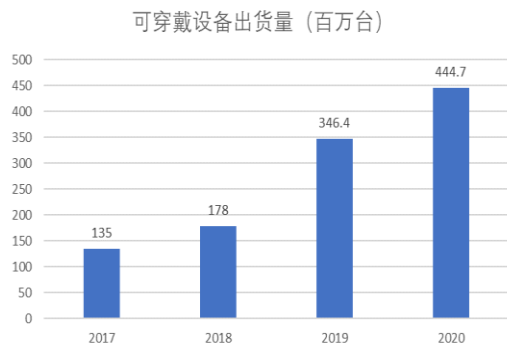


数据来源: 公司官网 上海证券研究所

3.2 公司智能穿戴拓宽硬件生态

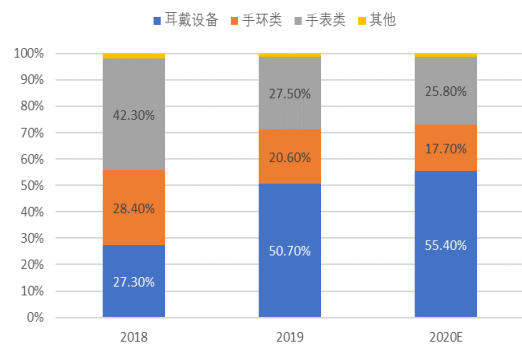
可穿戴产品在智能手机渗透后销量逐渐增长，根据 IDC 统计，2020 年全球可穿戴产品销量 4.44 亿台，同比增长 28%。可穿戴产品中，耳戴产品占比 55.40%，手环和手表类产品占比约 17.70%和 25.80%。

图 50 全球智能硬件年出货量



数据来源: IDC 上海证券研究所

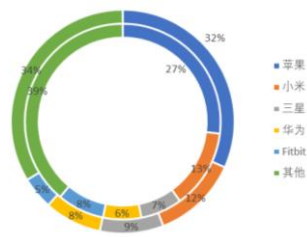
图 51 智能硬件市场结构



数据来源: IDC 上海证券研究所

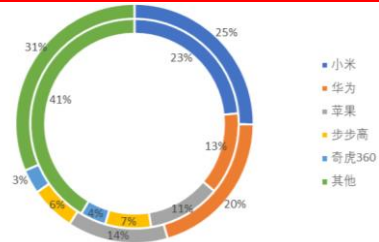
从全球智能硬件出货量市场份额来看，苹果凭借 airpods 和 apple watch 等产品占据全球 32% 的出货量，另外小米和三星凭借手环等产品位居前三。中国智能穿戴市场份额中，小米、华为和苹果位列前三。

图 52 全球智能硬件市场份额（出货量）



数据来源：IDC 上海证券研究所

图 53 中国智能硬件市场份额（出货量）



数据来源：IDC 上海证券研究所

传音控股旗下智能硬件品牌 oraimo 产品包括无线耳机、智能手表、充电宝、存储等产品。根据尼日利亚电商平台 jumia 的产品信息看，公司产品价位折合人民币 150-250 元之间，产品价格定位有利于市场培养与品牌推广。智能硬件产品在 2020 年营收体量预计较小。随着公司品牌推广与市场的逐渐成熟，公司相关业务发展值得关注。

图 54 公司智能硬件品牌 oraimo 及相关产品



数据来源：jumia 上海证券研究所

四、深耕市场 多元布局 公司成长天花板高

4.1 全球化思维 本地化创新

公司发展过程中，始终坚持全球化思维，本地化创新的经营理念，逐步在品牌、渠道、售后、管理和研发等方面强化公司护城河。非洲大陆移动运营市场较分散，手机用户往往需要多卡适应多运营商间切换。2007 年，公司凭借 Tecno 双卡双待机 T780 迅速风靡尼日利亚。非洲电力供应稳定性差，公司推出以长续航为特点的手机产品抢占市场。针对用户多汗的特点，公司研发特殊机身材质改善锈蚀、褪色和表层脱落等问题。在市场推广中，公司通过“刷墙运动”强化大众市场的品牌认知，同时也结合音乐明星代言、冠名球队等营销方式打造品牌形象。从出货量来看，2012 年和 2014 年，公司手机销量从接近 2000 万跃升至 4600 万。随着智能手机渗透率的提升，公司同样紧抓产品力，不断推出市场需求升级过程中的智能手机产品。2015 年，公司搭载 Boomplay 音乐软件的手机 Tecno

Boom J8 推出，首发当日邀请 18 位尼日利亚明星共同助阵。Boomplay 在之后逐渐成为非洲用户量第一阵营的音乐软件。在“美黑”领域，公司打造深肤色数据库，自主研发影像算法，使深肤色用户可以获得理想影像效果。2020 年，公司在计算机视觉领域顶级会议 CVPR 获得深肤色人像分割赛道国际冠军。从智能机销量来看，公司非洲地区销量从 2016 年约 1500 万提升至 2020 年 3600 万。

公司渠道建设成为夯实非洲市场的重要因素。公司一方面通过数年的市场运营建立丰富渠道资源，同时通过良好的终端销售定价保障渠道商利益，稳定销售渠道。公司在运营、供应链等领域同样积极打造“本地化”元素，通过本地化人员雇佣、物流仓储建设、埃塞俄比亚设厂等方式，传音手机品牌的本地化形象获得市场广泛认可。在售后保障方面，公司售后服务品牌 Caricare 覆盖手机产品和家用电器，目前已在全球建有超过 2,000 个服务网点。专业化的售后服务体系为公司巩固新兴市场提供保障，并进一步增强客户粘性。公司“Glocal”经营理念以及本土化创新的实践为企业品牌不断加深市场壁垒与护城河。

图 55 公司持续夯实经营护城河



数据来源：传音控股 上海证券研究所

4.2 多元布局持续推升成长空间

公司未来成长有望通过智能手机、家电和数码配件以及互联网业务逐步跃迁。非洲和新兴市场智能手机渗透率的提升以及单机价值量的抬升为公司营收体量增长提供保障。公司家电业务在 2020 年营收约 10 亿，随着品牌推广加速，以及市场需求抬升，公司家电业务迎来快速增长。

公司互联网业务或将成为未来业绩跃迁的重要机遇。基于用户流量，公司与网易、腾讯、阅文集团等多家互联网公司在音乐、游戏、短视频等领域合作。从月活用户量来看，公司手机浏览器软件Phoenix、音乐播放器软件Boomplay月活用户在5000万以上，短视频应用Vskit月活用户1700万以上。公司基于庞大的硬件存量用户，有望在新兴市场移动互联网产业发展浪潮中获得业绩的指数级增长，并带动企业成长进入新高度。

图 56 公司成长天花板将持续打开



数据来源：传音控股 上海证券研究所

4.3 股权激励稳固团队

公司2020年6月11日发布公告实施股权激励。根据信息披露，公司激励人员涵盖管理人员、技术骨干及业务骨干，累计激励人数294人，激励条件为以2019年业绩为基数，2020、2021和2022年营收或扣非净利润增长不低于10%、33%和55%。股权激励稳固公司核心团队，优化企业管理稳定性。

表 6 公司股权激励情况一览

项目	内容	
首次授予日	2020/7/3	
激励总量（万股）	776.2	
激励条件	以2019年业绩为基数，2020、2021和2022年营收或扣非净利润增长不低于10%、33%和55%	
相关人员（人数/万股）	中层管理人员	184/336
	技术骨干	42/127
	业务骨干	68/158
	合计	294/621

数据来源：wind、上海证券研究所

投资建议

我们预期公司 2021-2023 年实现营业收入 498.47 亿元、616.27 亿元、748.25 亿元，同比增长分别为 31.90%、23.63% 和 21.42%；归属于母公司股东净利润为 37.79 亿元、46.87 亿元和 62.79 亿元，同比增长分别为 40.66%、24.04% 和 33.96%；EPS 分别为 4.72 元、5.86 元和 7.85 元，对应 PE 为 43X、35X 和 26X。未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 风险提示

- (1) 新冠疫情导致全球需求压制；(2) 新市场开拓不及预期；
- (3) 业绩增速边际变化；(4) 市场流动性影响股价波动

■ 数据预测与估值：

至 6 月 24 日 (¥.百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	37791.89	49847.00	61627.00	74825.00
年增长率	49.10%	31.90%	23.63%	21.42%
归属于母公司的净利润	2686.43	3778.75	4687.21	6278.89
年增长率	49.80%	40.66%	24.04%	33.96%
每股收益 (元)	3.36	4.72	5.86	7.85
PER (X)	60.74	43.24	34.83	26.00

注：有关指标按当年股本摊薄

附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13201	19086	25049	33294
应收和预付款项	1145	1526	1877	2285
存货	5552	6813	8794	10487
其他流动资产	1501	1628	1934	2152
长期股权投资	257	257	257	257
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	756	756	756	756
无形资产和开发支出	483	483	483	483
其他非流动资产	1088	1088	1088	1088
资产总计	25991	33785	42418	53090
短期借款	1197	1197	1197	1197
应付和预收款项	10571	13786	17250	20890
长期借款	0	0	0	0
其他负债	1931	1931	1931	1931
负债合计	15481	19477	23400	27762
股本	800	800	800	800
资本公积	5107	5107	5107	5107
留存收益	1931	1931	1931	1931
归属母公司股东权益	10492	14271	18958	25237
少数股东权益	17	36	60	91
股东权益合计	10509	14307	19018	25328
负债和股东权益合计	25991	33785	42418	53090

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	4308	5885	5964	8245
投资活动产生现金流量	818	0	0	0
融资活动产生现金流量	576	0	0	0
现金流量净额	5116	5885	5964	8245

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	37792	49847	61627	74825
营业成本	28064	37016	46054	55932
营业税金及附加	71	85	105	127
营业费用	3860	5483	6779	7512
管理费用	2280	3489	3698	4490
财务费用	425	0	0	0
资产减值损失	-196	0	0	0
投资收益	-50	0	0	0
公允价值变动损益	59	0	0	0
营业利润	3188	4521	5608	7512
营业外收支净额	305	748	616	748
利润总额	3201	4521	5608	7512
所得税	523	723	897	1202
净利润	2678	3798	4711	6310
少数股东损益	-8	19	24	32
归属母公司股东净利润	2686	3779	4687	6279

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	25.7%	25.7%	25.3%	25.3%
EBIT/销售收入	9.3%	7.6%	8.1%	9.0%
销售净利率	7.1%	7.6%	7.6%	8.4%
ROE	25.6%	26.5%	24.7%	24.9%
资产负债率	59.6%	57.7%	55.2%	52.3%
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	32.6	32.2	32.4	32.3
存货周转率	5.0	5.4	5.2	5.3

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师声明

袁威津 席钊耀

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。