

传音控股 (688036)

证券研究报告

2021年07月05日

卡位优势明显，看好新兴市场增长潜力

传音控股：深耕新兴市场，收获发展红利

公司前身传音科技于2006年成立，至今已有十余年发展历史，目前已在全球新兴市场占据主导地位。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。

新兴市场手机行业正处于量价齐升阶段，看好增长潜力

我们以“(人口*渗透率*市占率)*ASP”为收入模型，看好公司手机业务在新兴市场的量价齐升的机遇。公司主要业务所处的非洲地区人口自然增速全球最高，人口结构年轻，经济增长潜力大。目前非洲手机渗透率仅48%，其中智能机占比仅44%，未来渗透率提升和智能机/功能机结构优化空间大。同时我们观察到目前在中国4G换5G的时间节点，非洲4G渗透率仅12%，3G渗透率为52%，2G渗透率为36%，随着经济发展，换机趋势有望持续。根据传音年报披露，2020年公司手机业务销售量1.74亿，收入359亿，ASP仅206元(包涵功能机和智能机)，功能机和智能机收入结构的变化会成为公司整体ASP提升的动力。

手机是流量入口，互联网业务处于高速增长期，受益于非洲经济增长

传音以其硬件销售作为流量入口，通过提供应用预装、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互联网增值服务，形成自流量聚集、分发至流量变现的商务盈利模式。公司目前互联网业务与网易、腾讯、阅文集团等战略合作，处于高速增长期，2020年10月，据AppsFlyer发布的《广告平台综合表现报告第十一版》显示，公司全球应用安装份额提升143%，全球增长榜中排名第四，区域增长单中非洲地区增长排名第一。公司旗下APP Vskit类似非洲抖音，Scooper类似非洲今日头条，Bloomplay用户数过亿，互联网业务潜力大。

盈利预测及评级：2023年目标价276.61元，首次覆盖给予“买入”评级

我们看好新兴市场经济增长为公司带来的超预期动力。根据我们测算，公司2021/2022/2023年归母净利润预计达到35.88/47.27/63.17亿元人民币，2020-2023年CAGR为33%，同时根据wind和bloomberg一致预期，我们选取三家对标公司小米集团、苹果公司、安克创新目前股价对应2023年平均PEG为1.06，选取1.06为传音控股的合理PEG，计算得合理市值为2213亿元，对应276.61元目标价，相较于7月5日收盘价194.20元有42.4%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：地缘政治风险，中美贸易加剧，疫情加剧，市场竞争加剧，跨市场估值风险，产品迭代不及预期

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 25,345.93 | 37,791.89 | 49,817.55 | 64,833.78 | 79,525.80 |
| 增长率(%) | 11.92 | 49.10 | 31.82 | 30.14 | 22.66 |
| EBITDA(百万元) | 3,189.31 | 5,006.72 | 4,444.58 | 5,740.75 | 7,547.37 |
| 净利润(百万元) | 1,793.30 | 2,686.43 | 3,588.13 | 4,727.11 | 6,316.96 |
| 增长率(%) | 172.80 | 49.80 | 33.57 | 31.74 | 33.63 |
| EPS(元/股) | 2.24 | 3.36 | 4.49 | 5.91 | 7.90 |
| 市盈率(P/E) | 85.47 | 57.06 | 42.72 | 32.43 | 24.26 |
| 市净率(P/B) | 18.57 | 14.61 | 11.51 | 9.16 | 7.18 |
| 市销率(P/S) | 6.05 | 4.06 | 3.08 | 2.36 | 1.93 |
| EV/EBITDA | 7.96 | 21.42 | 30.28 | 22.38 | 16.15 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 电子/电子制造 |
| 6个月评级 | 买入(首次评级) |
| 当前价格 | 194.2元 |
| 目标价格 | 276.61元 |

基本数据

| | |
|-------------|--------------|
| A股总股本(百万股) | 800.00 |
| 流通A股股本(百万股) | 389.17 |
| A股总市值(百万元) | 155,360.00 |
| 流通A股市值(百万元) | 75,577.73 |
| 每股净资产(元) | 14.31 |
| 资产负债率(%) | 58.65 |
| 一年内最高/最低(元) | 261.94/68.04 |

作者

| | |
|--------------------------|-----|
| 潘暕 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110517070005 | |
| panjian@tfzq.com | |
| 骆奕扬 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110521050001 | |
| luoyiyang@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 传音控股：深耕新兴市场，收获发展红利 | 4 |
| 1.1. 公司已在新兴市场取得市场地位，品牌影响力逐步扩大 | 4 |
| 1.2. 十余年高速发展，产品 SKU 丰富，快速迭代 | 6 |
| 1.3. 股权架构清晰且集中，管理层经验丰富正值当打之年 | 7 |
| 1.4. 战略聚焦新兴市场，以手机为流量入口，互联网变现潜力大 | 8 |
| 2. 新兴市场手机行业正处于量价齐升阶段，看好增长潜力 | 9 |
| 2.1. 量的增长：新兴市场人口自然增速高，手机渗透率稳步提升 | 9 |
| 2.1.1. 人口：新兴市场自然增速高，人口结构年轻 | 10 |
| 2.1.2. 渗透率：受益于数字化浪潮持续提高 | 10 |
| 2.1.3. 市占率：传音在非洲智能机市占第一，深度运营用户社群 | 11 |
| 2.2. 价的增长：享受智能机替换功能机带来的 ASP 提升 | 13 |
| 3. 互联网板块 8 款 APP MAU 已过千万，ARPU 长期增长空间大 | 14 |
| 4. 盈利预测和估值 | 15 |
| 4.1. 盈利预测 | 15 |
| 4.2. 估值：2023 年目标价 276.61 元 | 17 |
| 5. 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司 2020 年业务概览 | 4 |
| 图 2：公司产品地图 | 5 |
| 图 3：传音深肤色摄像技术 | 5 |
| 图 4：四卡四待 | 5 |
| 图 5：2021 年度最受非洲消费者喜爱的品牌 Top10 | 6 |
| 图 6：公司发展历程 | 6 |
| 图 7：公司股权架构及工厂和研发主要子公司（截至 2021/3/31） | 7 |
| 图 8：公司业务主要销售区域及市占率 | 8 |
| 图 9：Vskit APP（左），抖音 APP（右） | 9 |
| 图 10：Bloomplay APP 随处可见的广告 | 9 |
| 图 11：全球智能机出货量预测（百万部） | 9 |
| 图 12：撒哈拉以南非洲智能机出货量预测（百万部） | 9 |
| 图 13：全球各地区人口增长率（%） | 10 |
| 图 14：全球各地区人口 2020-2050 年增长预测（十亿人） | 10 |
| 图 15：撒哈拉以南非洲人口年龄结构占比（%） | 10 |
| 图 16：非洲人口年龄中位数 | 10 |
| 图 17：全球手机渗透率分地区 | 11 |
| 图 18：2020 年智能手机渗透率分国家 | 11 |
| 图 19：2021 年 6 月传音旗下 TECNO、Itel、Infinix 手机出货量在尼日利亚占比 52.67%（单 | |

| | |
|---|----|
| 位：%) | 12 |
| 图 20：2021 年 6 月传音旗下 TECNO、IteI、Infinix 手机出货量在肯尼亚占比 34.11%(单位：%) | 12 |
| 图 21：2021 年 6 月传音旗下 TECNO、IteI、Infinix 手机出货量在刚果共和国占比 34.26% (单位：%) | 12 |
| 图 22：2021 年 6 月传音旗下 TECNO、IteI、Infinix 手机出货量在埃塞俄比亚占比 23.86% (单位：%) | 13 |
| 图 23：撒哈拉以南非洲通信技术占比预测 | 13 |
| 图 24：非洲智能机和功能机销量（百万部） | 13 |
| 图 25：传音手机销售量 | 14 |
| 图 26：传音手机销售单价 | 14 |
| 图 27：公司智能机及功能机 2018 年销售均价 | 14 |
| 图 28：传音互联网业务布局 | 15 |
| | |
| 表 1：公司高管简介 | 7 |
| 表 2：传音控股盈利预测 | 16 |
| 表 3：传音控股 PEG 估值 | 17 |
| 表 4：可比公司对标 | 17 |

1. 传音控股：深耕新兴市场，收获发展红利

1.1. 公司已在新兴市场取得市场地位，品牌影响力逐步扩大

深耕新兴市场，横跨软硬件，传音控股致力于成为新兴市场消费者最喜爱的智能终端产品和移动互联服务提供商。公司一直着力为用户提供优质的以手机为核心的多品牌智能终端，并基于自主研发的智能终端操作系统和流量入口，为用户提供移动互联网服务。自 2013 年成立以来，公司专注于深耕非洲等全球新兴手机市场，依靠产品本地化创新优势、渠道优势以及综合售后服务优势，在非洲等全球主要新兴市场已取得了领先的市场地位，并形成了广泛的品牌影响力。

手机业务贡献公司主要营收和毛利，互联网业务具有想象空间。2020 年按收入构成来看，智能机收入占比 77.59%，YoY+66.82%，毛利占比 75.25%，毛利率 24.96%，是主要贡献收入和利润的业务，未来预计随着智能机渗透率提高，能持续增长；功能机收入占比 18.34%，YoY+8.48%，毛利占比 18.53%，毛利率 27.50%，近年来稳中有升；家电、配件收入占比 2.15%，YoY+25.25%，毛利占比 1.92%，毛利率 23.00%，快速增长；移动互联网业务收入占比 0.79%，YoY+149.94%，毛利占比 2.71%，毛利率 88%，是以手机为流量入口的新商业模式下的潜力业务。

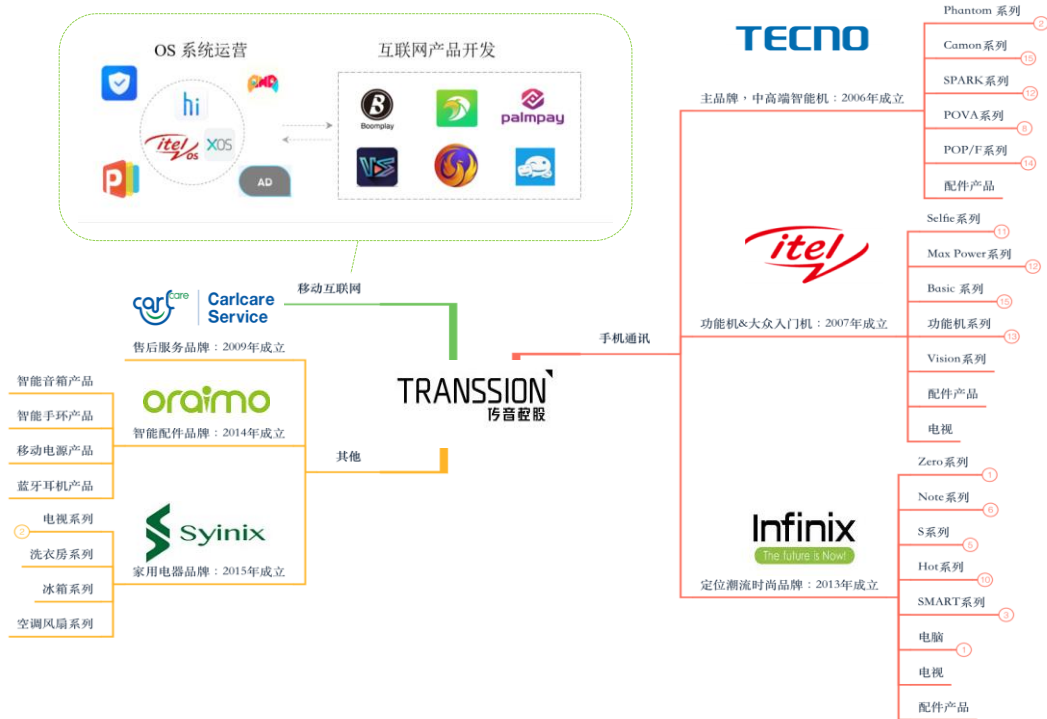
图 1：公司 2020 年业务概览

| | 收入占比 | 收入增速 | 毛利占比 | 毛利率 | 2018~2020 收入 CAGR | |
|--|--------|---------|--------|--------|-------------------|--------|
| 智能机 | 77.59% | 66.82% | 75.25% | 24.96% | 37.66% | |
| + | | | | | | |
| 功能机 | 18.34% | 8.48% | 18.53% | 27.50% | 4.96% | |
| + | | | | | | |
| 传音控股 TRANSSION 传音控股 Together We Can | 家电、配件 | 2.15% | 25.25% | 1.92% | 23.00% | 48.34% |
| + | | | | | | |
| 移动互联网 | 0.79% | 149.94% | 2.71% | 88.00% | 131.43% | |
| + | | | | | | |
| 其他 | 2.12% | 7.91% | 1.17% | 14.13% | 30.12% | |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

传音手机已在全球新兴市场占据主导地位。公司主要产品为 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、中东和南美等全球新兴市场国家。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。

图 2：公司产品地图

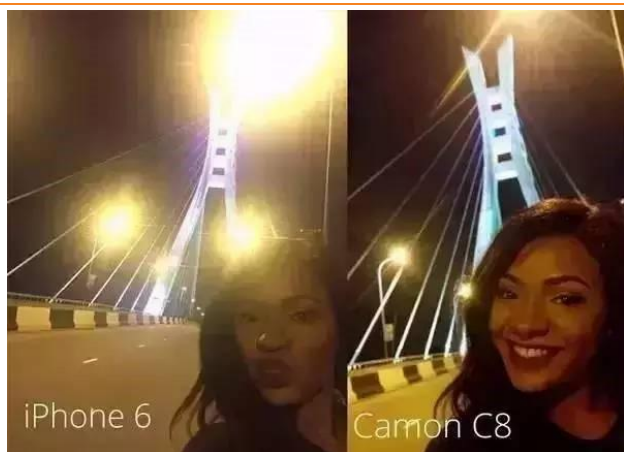


资料来源：各品牌官网，公司公告，公司官网，天风证券研究所

深度运营本地社群，构筑品牌壁垒。传音旗下拥有新兴市场知名手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix，还包括数码配件品牌 Oraimo、家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Caricare。公司针对本地人特点和喜好深度运营本地社群，以本地用户为中心，时刻关注本地消费需求的变化和用户体验。公司用全球化技术和解决方案，通过研发创新、产品升级，来满足本地消费者不断变化的需求和用户体验，获得了较好的品牌声誉。**以非洲为例：**

- 针对非洲消费者的市场需求，公司取得了高度切合当地市场的研发成果，研制了深肤色摄像技术、夜间拍照捕捉技术和暗处人脸识别解锁功能等个性化应用技术；
- 针对非洲国家局部地区经常停电、早晚温差大、使用者手部汗液多等问题，公司还针对性地研制了低成本高压快充技术、超长待机、环境温度检测的电流控制技术和防汗液 USB 端口等；
- 针对非洲消费者的娱乐方式，研制了适合非洲音乐的低音设计和喇叭设计，适合非洲人的收音机功能设计，并在多个应用领域开发了契合非洲用户偏好的移动互联网应用。

图 3：传音深肤色摄像技术



资料来源：EDN，天风证券研究所

图 4：四卡四待



资料来源：七禾网，天风证券研究所

优先卡位新兴市场, 目前已有较高知名度和市场认可度。根据非洲商业杂志《Africa Business》的评选, 在“2019/2020 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜中, 传音旗下三大手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第 5、21 及 27 名。其中 TECNO 连续多年在入选的中国品牌中居于第一位。根据《Brand Africa》的评选, 在“2021 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜中, TECNO 位列第 6。

图 5: 2021 年度最受非洲消费者喜爱的品牌 10

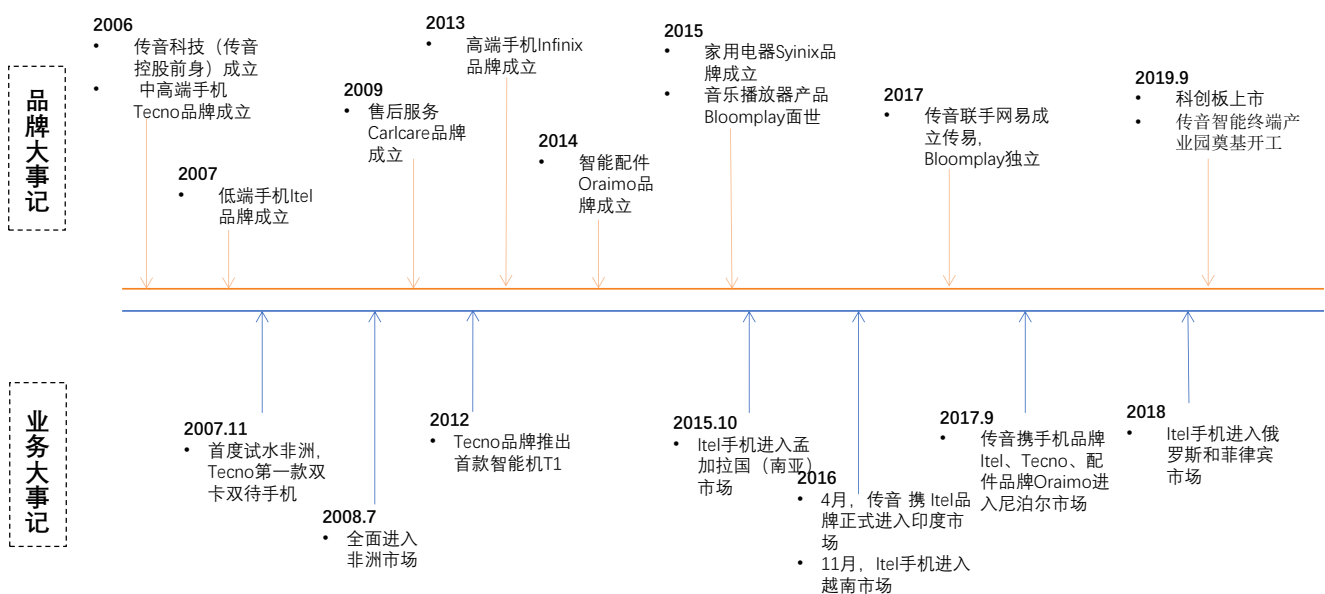
| 排名 | 品牌 |
|----|-----------|
| 1 | Nike |
| 2 | Adidas |
| 3 | Samsung |
| 4 | Coca Cola |
| 5 | Apple |
| 6 | Tecno |
| 7 | Puma |
| 8 | Gucci |
| 9 | Toyota |
| 10 | Zara |

资料来源: 《Brand Africa》, 天风证券研究所

1.2. 十余年高速发展, 产品 SKU 丰富, 快速迭代

公司十余年高速发展, 生态初建成。公司前身传音科技于 2006 年成立, 至今已有十余年发展历史。公司成立当年创立了定位中高端的手机品牌 TECNO (2006 年), 随后公司相继成立了定位大众入门手机品牌的 itel (2007 年)、定位售后服务品牌的 Caricare (2009 年)、定位潮流时尚手机品牌的 infinix (2013 年)、定位智能配件品牌的 Oramo (2014 年)、定位家用电器品牌的 Syinix (2015 年)、定位音乐播放器品牌的 Bloomplay (2015 年)。目前公司产品种类多样, 以手机为中心的软硬件生态初步建设而完成。

图 6: 公司发展历程



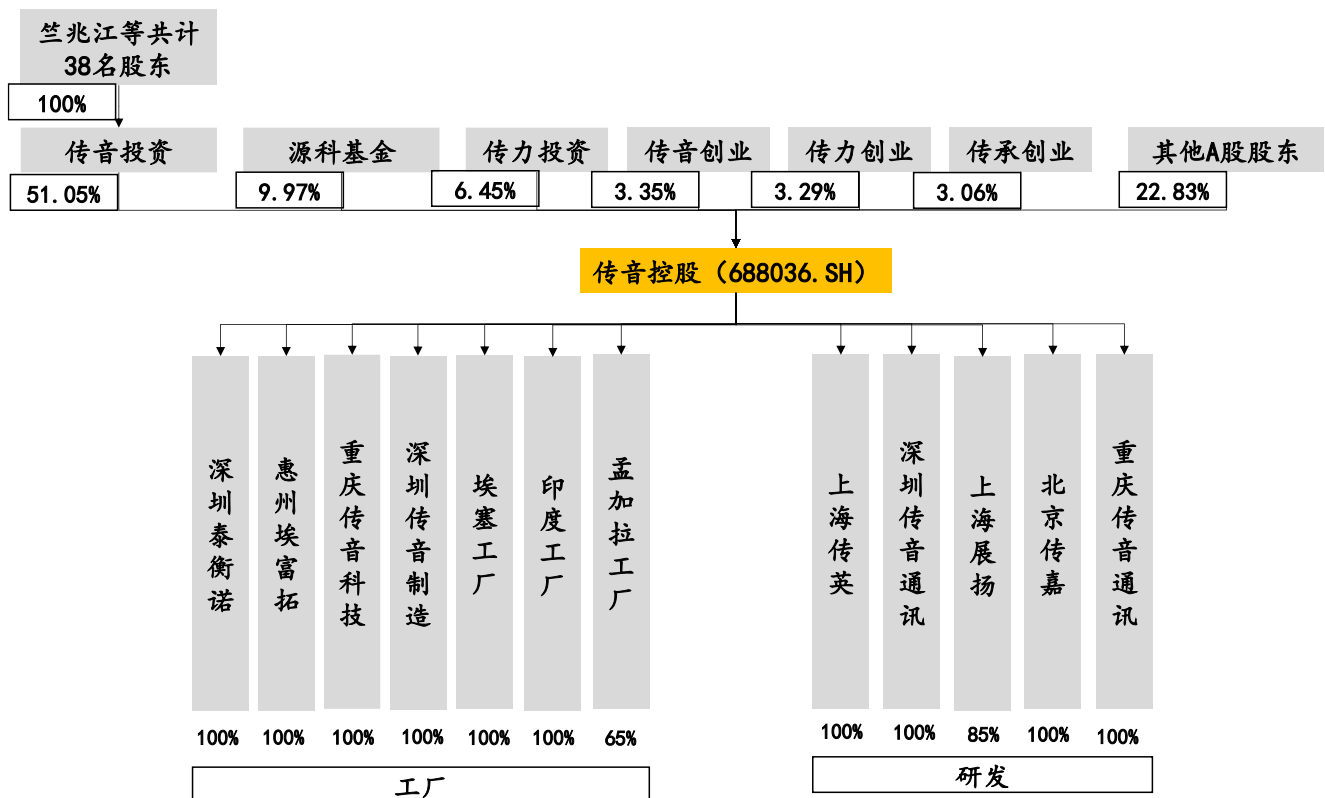
资料来源: 公司公告, 公司官网, 全天候科技, 中非合作论坛, 天风证券研究所

SKU 丰富，产品迭代速度快，迅速适应市场变化。公司手机产品共有三大品牌，16 大系列，每个系列产品迭代速度较快，以 TECNO 品牌旗下的 Camon 系列为例，Camon12 于 2019 年 9 月发布，Camon15 于 2020 年 4 月发布，Camon16 于 2020 年 9 月发布，Camon17 于 2021 年 5 月发布，大约每年迭代两次。快速的迭代产品给公司带来了灵活适应市场的能力，一方面能及时更新产品功能迎合消费者的新需求，另外新品新定价有助于公司维护硬件综合毛利率，同时也让产品拥有更强的价格竞争力。

1.3. 股权架构清晰且集中，管理层经验丰富正值当打之年

公司股权架构清晰。公司员工通过传音投资、传力投资、传音创业、传力创业、传承创业等持股平台合计持有公司 67.2% 的股份，源科基金持有公司 9.97% 的股份，其余 A 股股东持有公司 22.83% 的股份。公司控股股东为传音投资，实际控制人为董事长竺兆江。截至 2021/3/31，公司前十名股东持股占比合计 80.81%，股权较为集中。

图 7：公司股权架构及工厂和研发主要子公司（截至 2021/3/31）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：埃塞工厂为 TRANSSION MANUFACTURING PLC，印度工厂为 TRANSSION INDIA PRIVATE LIMITED，孟加拉工厂为 CARLCARE TECHNOLOGY BD LIMITED

管理层经验丰富，正值当打之年。公司高管团队平均年龄 45 岁，在加入公司前，董事长、4 位副总经理、财务负责人均有宁波波导股份有限公司工作经历，该公司 1995 年成立，为中国传统手机品牌之一。高管团队在手机行业经验丰富，正值当打之年，给公司未来的发展奠定了坚实基础。

表 1：公司高管简介

| 姓名 | 职务 | 出生年份 | 履历 |
|-----|---------|------|--|
| 竺兆江 | 董事长，总经理 | 1973 | 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 |
| 雷伟国 | 副总经理 | 1981 | 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 | 副总经理 | 1980 | 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 |

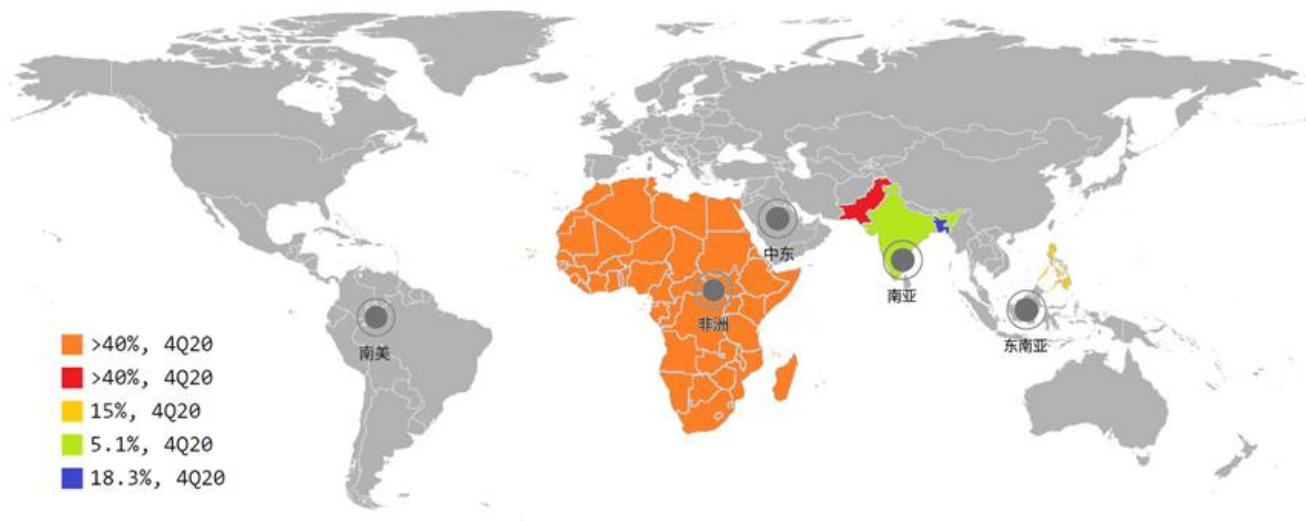
| | | | |
|-----|-------|------|---|
| 杨宏 | 副总经理 | 1969 | 曾在中国石油吉化化肥厂,宁波波导股份有限公司等公司任职,2013年8月至今在公司任职,现任公司副总经理 |
| 张祺 | 副总经理 | 1978 | 曾在宁波波导股份有限公司,宁波波导萨基姆电子有限公司等公司任职,2013年8月至今在公司任职,现任公司董事,副总经理 |
| 哈乐 | 副总经理 | 1979 | 曾在联想(北京)有限公司,三星(中国)投资有限公司等公司任职,2015年9月至今在公司任职,现任公司 TECNO 事业部总经理 |
| 肖永辉 | 财务负责人 | 1969 | 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 | 1980 | 曾在渤海证券股份有限公司,中信证券股份有限公司等公司任职,2020年4月至今在公司任职,现任公司董秘办公室主任 |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.4. 战略聚焦新兴市场，以手机为流量入口，互联网变现潜力大

战略聚焦新兴市场，非洲地区龙头地位稳固，持续向外拓展。从时间维度上看，公司 2007 年开始首度试水非洲，2008 年全面进入非洲市场，2015 年进入孟加拉国市场，2016 年进入印度市场，同年 11 月进入越南市场，2017 年进入尼泊尔市场，2018 年进入俄罗斯和菲律宾市场。公司从非洲开始，持续向外拓展新兴市场，规模持续扩大。目前传音的全球销售网络已覆盖 70 多个非洲、中东、东南亚及南亚国家和地区，其中包括尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、埃及、阿联酋（迪拜）、印度、巴基斯坦、孟加拉国等。

图 8：公司业务主要销售区域及市占率



资料来源: 公司官网, IDC, 天风证券研究所

手机是流量入口，互联网业务处于高速增长期，APP 安装量大幅提升。全球手机行业商业模式持续创新，基于智能终端操作系统（OS）的应用软件预装、分发和广告投放等移动互联网增值服务已成为手机品牌厂商的重要盈利增长点和核心竞争力之一。传音以其硬件销售作为流量入口，通过提供应用预装、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互联网增值服务，形成自流量聚集、分发至流量变现的商务盈利模式。互联网技术和通讯基础设施的发展推动了手机行业盈利模式的发展和创新，创新的盈利模式同时又为手机品牌厂商经营业绩的增长提供了新的动能。公司目前互联网业务与网易、腾讯、阅文集团等战略合作，处于高速增长期。

Vskit 类似非洲抖音，Scooper 类似非洲今日头条，Bloomplay 用户数过亿，互联网业务潜力大。2020 年底，公司已经有 8 款自主与合作开发的应用程序月活用户数超过 1000 万，Bloomplay 拥有总用户数 1.26 亿，曲库规模 5000 万首，是目前非洲最大的音乐流媒体平台；短视频类 APP Vskit，功能和交互界面类似抖音 APP，通过与非洲本地 KOL 的合作创作内容，积累流量；新闻聚合类 APP Scooper，功能类似今日头条，已在 5 个国家搭建起

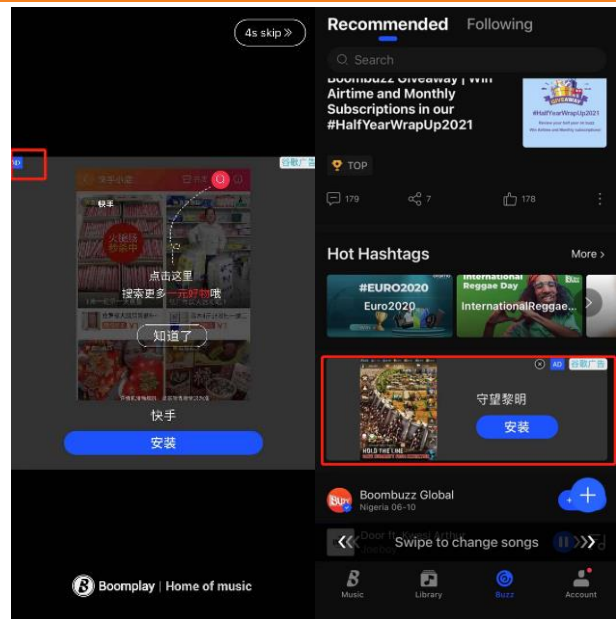
本地化运营团队，在多个国家的新闻类 APP 的用户数排名中名列前茅。未来公司基于快速上升的流量，互联网业务有充足想象空间。

图 9: Vskit APP (左), 抖音 APP (右)



资料来源: Vikit APP, 抖音 APP, 天风证券研究所

图 10: Bloomplay APP 随处可见的广告



资料来源: Bloomplay APP, 天风证券研究所

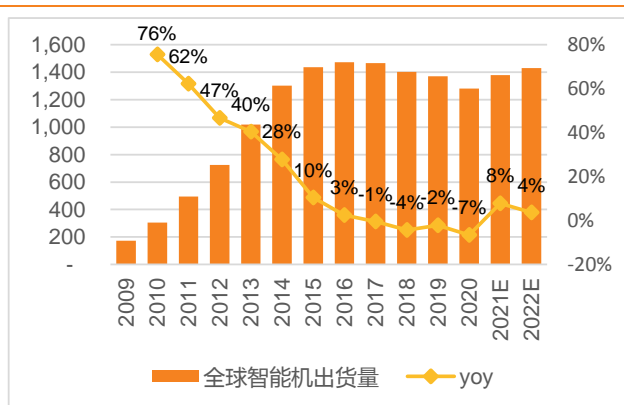
2. 新兴市场手机行业正处于量价齐升阶段，看好增长潜力

我们以“(人口*渗透率*市占率)*ASP”为收入模型，看好公司手机业务在新兴市场的量价齐升的机遇。公司主要业务所处的非洲地区人口自然增速全球最高，人口结构年轻，经济增长潜力大。目前非洲手机渗透率仅 48%，其中智能机占比仅 44%，未来渗透率提升和智能机/功能机结构优化空间大。同时我们观察到目前在中国 4G 换 5G 的时间节点，非洲 4G 渗透率仅 12%，3G 渗透率为 52%，2G 渗透率为 36%，随着经济发展，换机趋势有望持续。根据传音年报披露，2020 年公司手机业务销售量 1.74 亿，收入 359 亿，ASP 仅 206 元（包涵功能机和智能机），功能机和智能机收入结构的变化会成为公司整体 ASP 提升的动力。

2.1. 量的增长：新兴市场人口自然增速高，手机渗透率稳步提升

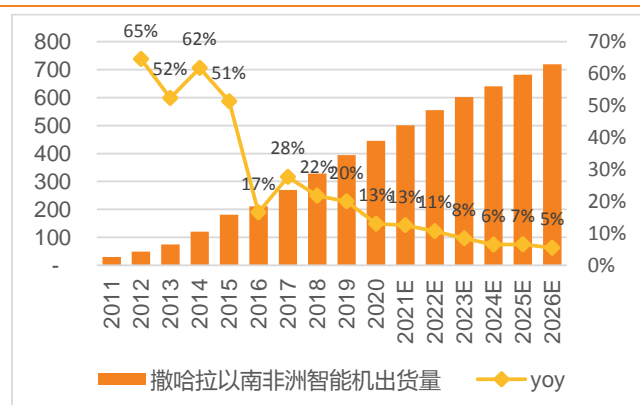
非洲手机增速预计持续高于全球平均，传音有望分一杯羹。根据 IDC 数据显示，全球智能机出货量 2021/2022 年预计增长 8%/4%。由于非洲地区人口自然增速全球最高、手机渗透率低等原因，我们判断非洲手机增速预计持续高于全球平均。Ericsson 预测 2021/2022 年撒哈拉以南非洲智能机出货量增速达到 13%/11%。公司依托对本地用户社群的深度运营，持续打造品牌和渠道，有望在高速增长的手机市场中分一杯羹。

图 11: 全球智能机出货量预测 (百万部)



资料来源: IDC, 天风证券研究所

图 12: 撒哈拉以南非洲智能机出货量预测 (百万部)

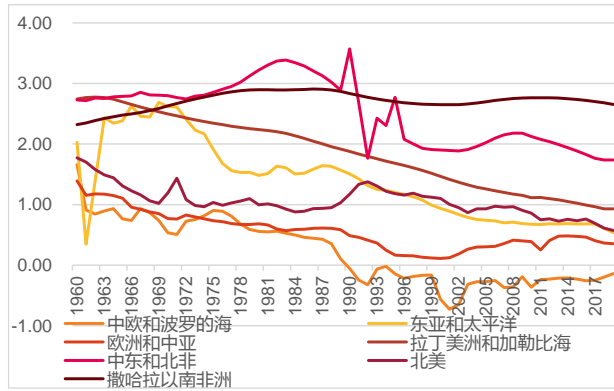


资料来源: Ericsson, 天风证券研究所

2.1.1. 人口：新兴市场自然增速高，人口结构年轻

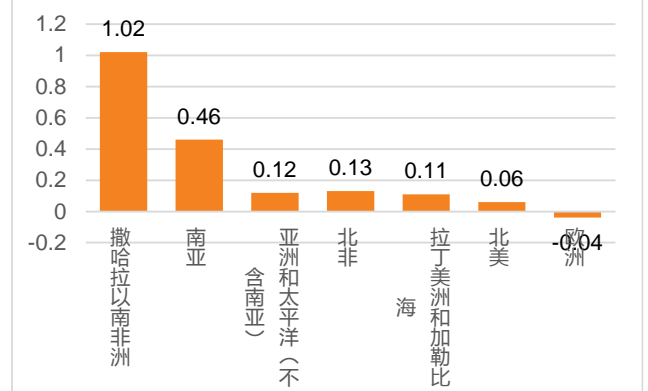
非洲人口增长率全球领先，2020-2025 年有望新增 10.2 亿人口。根据 Wind 的数据显示，撒哈拉以南非洲的人口增长率 2019 年达到 2.66%，2000 年以来一直维持全球领先水平，并且趋势上相对稳定。2020-2025 年，根据 UNCTADStat 预测，全球各地区人口增长中，非洲预计达到 10.2 亿，为全球主要人口增长地区。人口持续增长为当地经济发展带来人口增长红利。

图 13：全球各地区人口增长率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

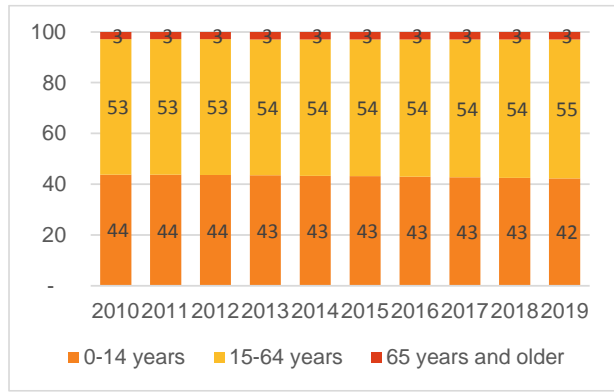
图 14：全球各地区人口 2020-2050 年增长预测 (十亿人)



资料来源：UNCTADStat，天风证券研究所

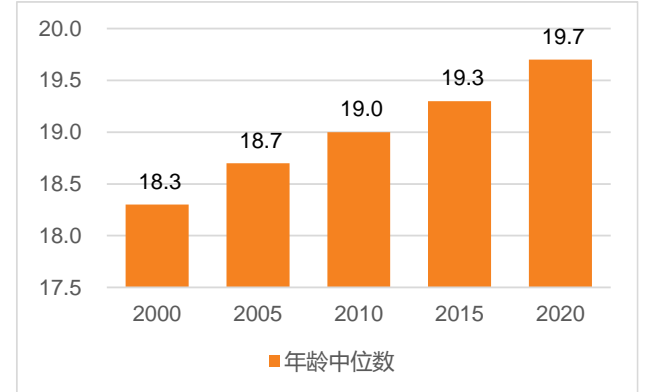
非洲人口结构年轻，经济增长空间大。根据世界银行统计，截至 2019 年，撒哈拉以南非洲地区人口结构为：1-14 岁占 42%，15-64 岁占 55%，65 岁以上占 3%，Worldometer 数据显示，2020 年非洲人口年龄中位数仅为 19.7。非洲人口年龄结构年轻，对新事物、新模式有较高的接受度，随着新一代年轻人的成长，非洲经济将展现出较强的活力。

图 15：撒哈拉以南非洲人口年龄结构占比 (%)



资料来源：世界银行，天风证券研究所

图 16：非洲人口年龄中位数

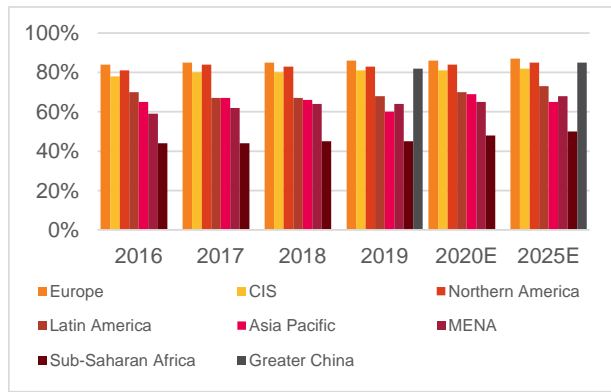


资料来源：Worldometer, UN DESA，天风证券研究所

2.1.2. 渗透率：受益于数字化浪潮持续提高

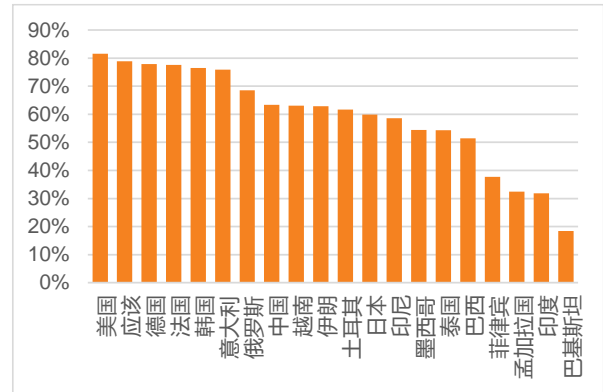
非洲手机渗透率仅 48%，提升空间大。根据 GSMA 数据，2020 年全球手机渗透率分布中，撒哈拉以南非洲地区仅为 48%，欧洲为 86%，独立国家联合体为 81%，北美地区 84%，拉丁美洲 70%，亚太 69%，中东及北非 65%，非洲远低于全球其他地区。目前手机已成为数字化生活中不可或缺的设备，我们预计随着非洲经济发展，非洲手机渗透率有望持续提升。

图 17：全球手机渗透率分地区



资料来源：GSMA, 天风证券研究所

图 18：2020 年智能手机渗透率分国家



资料来源：Newzoo, 天风证券研究所

2.1.3. 市占率：传音在非洲智能机市占第一，深度运营用户社群

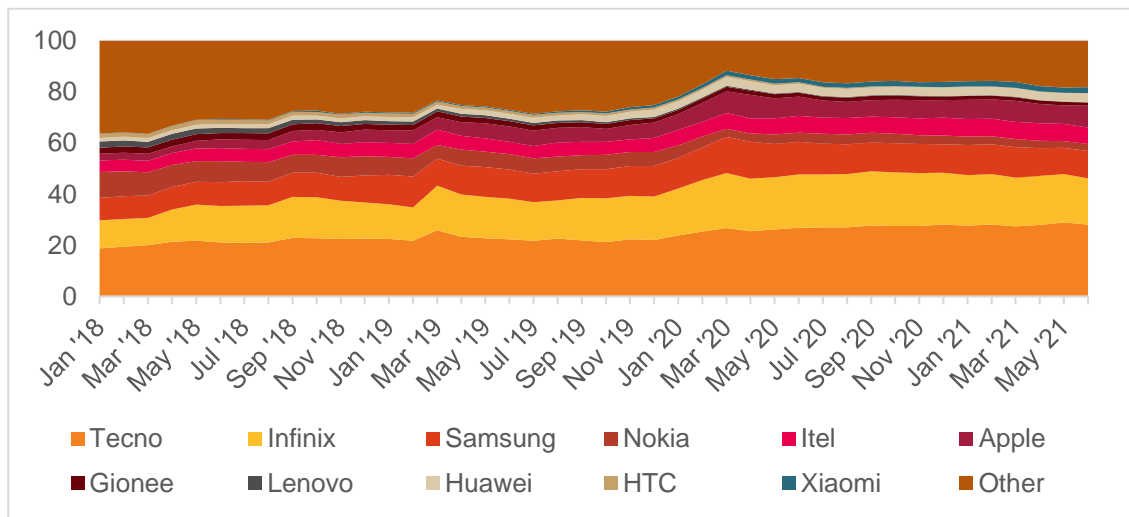
传音目前已取得非洲地区市占第一。根据 IDC 数据，2020 年公司在非洲的市场份额持续提升，智能机市场占有率超过 40%，非洲第一的领先优势进一步扩大。在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率超过 40%，排名第一、孟加拉国智能机市场占有率 18.3%，排名第一、印度智能机市场占有率 5.1%，排名第六。根据 StatCounter 数据，传音旗下 TECNO、Itel、Infinix 三大品牌手机在非洲不同国家中，尼日利亚市占率高达 52.67%，肯尼亚达到 34.11%，刚果共和国达 34.26%，埃塞俄比亚达 23.86%。

非洲地区销售系统复杂度较高，公司与渠道商共同成长。非洲地区由于国家众多，总体经济较为落后，手机销售网络复杂度较高，对手机企业铺设渠道提出了较大的挑战。传音的销售模式以经销为主，逐步建立和完善了一套覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络。销售渠道的先发优势，为巩固和提升非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场的市场占有率奠定了坚实的基础。公司产品已进入全球 70 多个国家和地区，与各市场国家超过 2,000 家具有丰富销售经验的经销商客户建立了密切的合作关系，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球主要新兴市场的销售网络。在建立覆盖广泛的一级经销渠道的同时，致力于加强与一级经销商下游分销商甚至终端零售渠道的合作。对于重点市场及重点经销商客户，公司坚持渠道下沉策略，配备销售专员与经销商、分销商和零售商保持长期稳定的日常沟通，以及时获取一手市场反馈和需求信息，与渠道商共同成长，使得产品竞争力和市场占有率不断提高。

深度运营用户社群是关键，持续打造品牌矩阵。公司坚持“全球化视野，本地化执行 (Think Globally, Act Locally)”的发展理念，在进入市场前充分调研，了解本地市场，国内的研发中心和非洲本地产品经理之间保持密切联系，关注本地消费需求的变化，用全球化技术和解决方案，通过研发创新、产品升级，来满足本地消费者的需求，深度运营本地用户社群，公司针对非洲消费者做了相关功能的优化，例如：

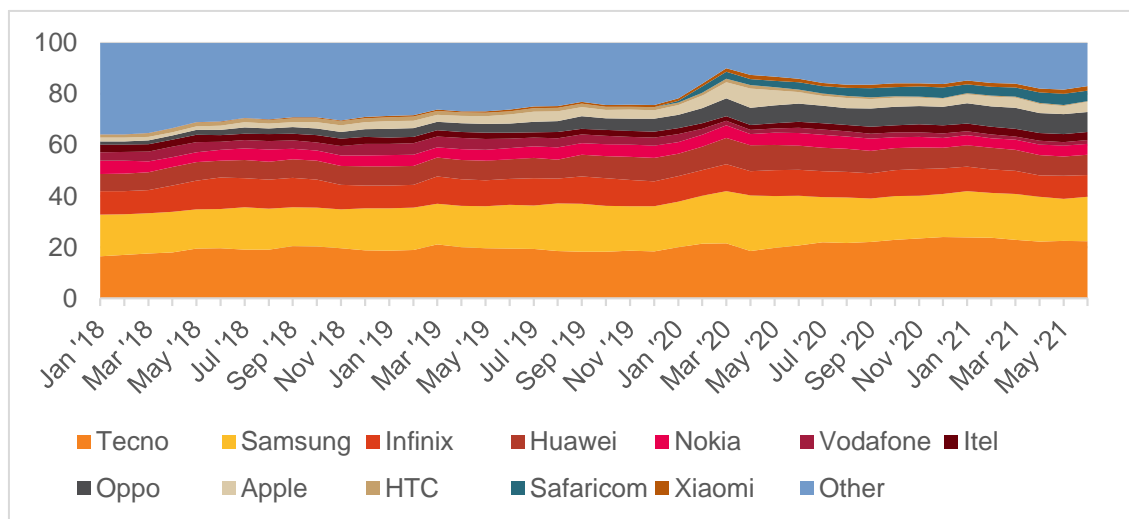
- (1) 拍照效果——适合当地消费者审美的拍照效果。
- (2) 产品功能——早期关注诸如：多卡多待、长待机、FM 收音机手机功能、防油防腐功能等。
- (3) 产品设计——在审美风格上，如机身弧线设计、绚丽的机身颜色等；在用户使用体验上，手机界面用更多图形、更少文字指示引导用户使用。
- (4) 本地化语言支持——除了英语、法语、阿拉伯语等官方语言以外，非洲有多种多样的本地语言，为此我们内置了多种本地语言，如阿姆哈拉语、豪萨语、斯瓦西里语等等。
- (5) 售后服务——传音是最早将售后服务体系引入非洲的手机厂商之一，通过完善的售后服务，让用户买得安心，用得放心。

图 19：2021 年 6 月传音旗下 TECNO、Itel、Infinix 手机出货量在尼日利亚占比 52.67%（单位：%）



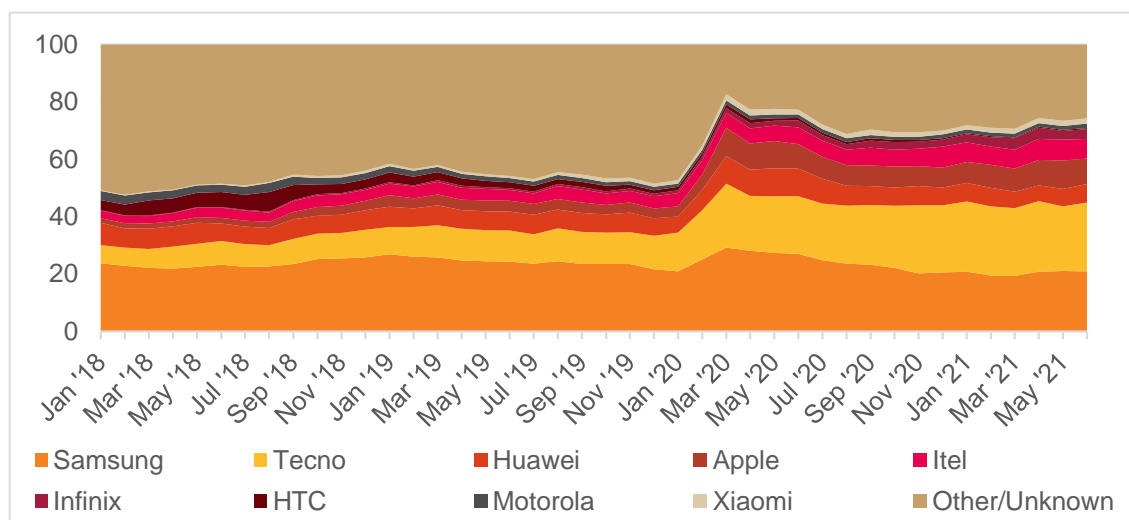
资料来源：StatCounter，天风证券研究所

图 20：2021 年 6 月传音旗下 TECNO、Itel、Infinix 手机出货量在肯尼亚占比 34.11%（单位：%）



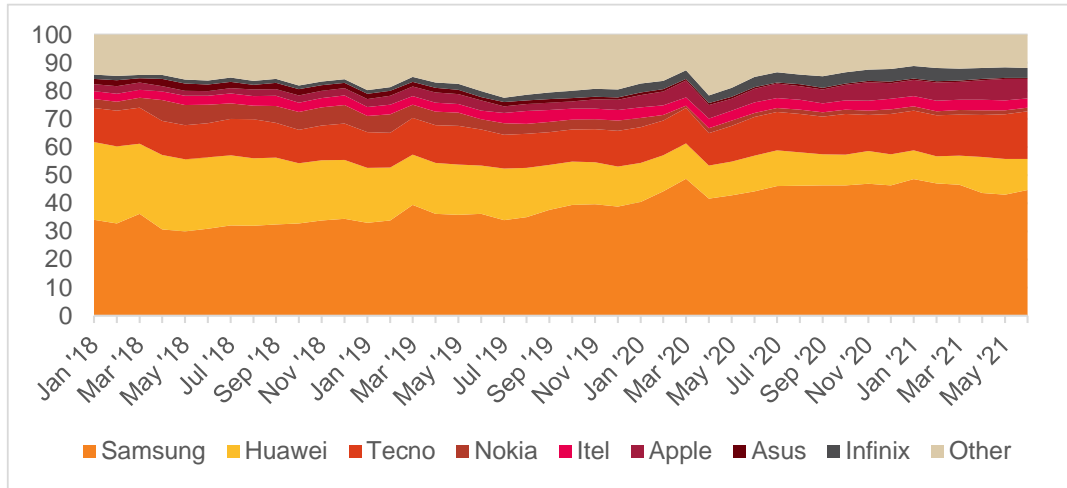
资料来源：StatCounter，天风证券研究所

图 21：2021 年 6 月传音旗下 TECNO、Itel、Infinix 手机出货量在刚果共和国占比 34.26%（单位：%）



资料来源：StatCounter，天风证券研究所

图 22：2021 年 6 月传音旗下 TECNO、IteI、Infinix 手机出货量在埃塞俄比亚占比 23.86% (单位：%)

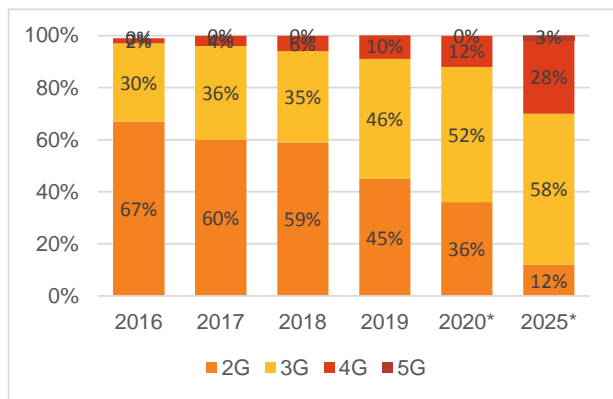


资料来源：StatCounter，天风证券研究所

2.2. 价的增长：享受智能机替换功能机带来的 ASP 提升

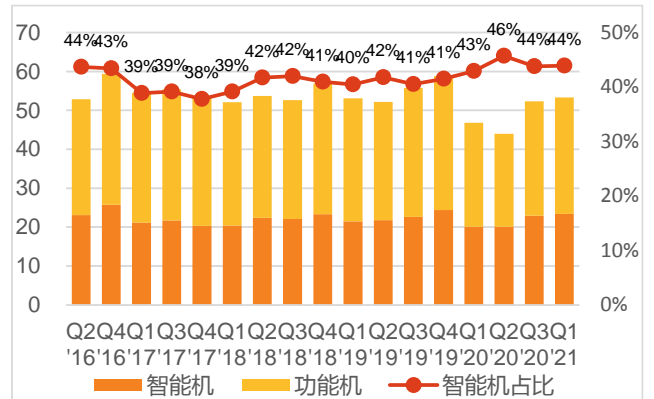
3G 换 4G，智能机替代功能机，非洲手机换机需求持续，单机价值量持续提高。目前中国 4G 换 5G 的时间节点上，非洲手机市场仍处于 3G 换 4G 的浪潮中，根据 GSMA 数据，2020 年，非洲 2G 占比 36%，3G 占比 52%，4G 占比仅 12%，预计 2025 年 2G 占比缩小至 12%，3G 占比扩大到 58%，4G 占比扩大到 28%。2020-2025 年，非洲手机 2G 换 3G，3G 换 4G 大势所趋，而分品类看，功能机在非洲市场仍占据过半的市场，2021 年一季度，根据 IDC 数据，非洲智能机占比仅 44%，智能机逐渐成为数字化生活的入口，未来预计非洲智能机占比有较大提升空间。未来 5 年非洲换机需求持续，预计单机价值量有望持续提高。

图 23：撒哈拉以南非洲通信技术占比预测



资料来源：GSMA，天风证券研究所

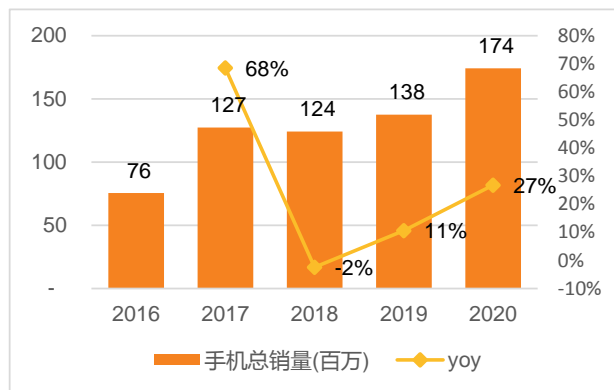
图 24：非洲智能机和功能机销量 (百万部)



资料来源：IDC，天风证券研究所

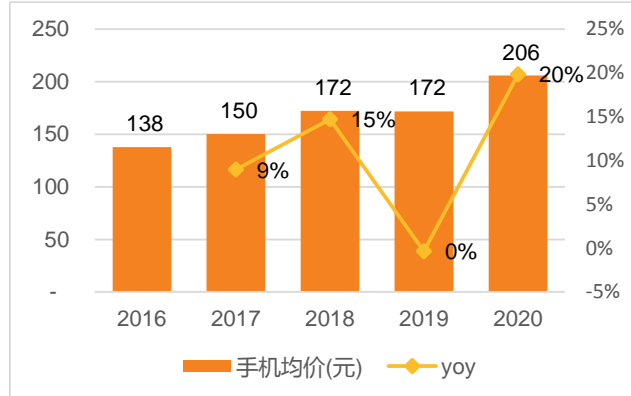
智能机 ASP 约是功能机 8 倍，智能机销售占比提高带动公司 ASP 增长。根据公司招股书显示，2018 年公司智能机平均售价为 454.38 元，其中高端品牌 Infinix 均价 627.86 元，TECNO 智能机均价为 497.40 元，itel 智能机均价为 308.23 元，同期，公司功能机均价为 65.95 元，其中 TECNO 品牌功能机均价为 77.15 元，itel 功能机均价为 60.07 元。2018 年公司智能机 ASP 是功能机的 6.78 倍，2020 年据我们测算超过 8 倍。我们预计未来公司手机销售量的增长主要靠智能机贡献，智能机销售占比的提高将对公司手机业务 ASP 业务有显著拉动。

图 25：传音手机销售量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：传音手机销售单价



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：公司智能机及功能机 2018 年销售均价

深圳传音控股股份有限公司

招股说明书（上会稿）

| 智能手机类型 | | 销售收入 (万元) | 销售占比 | 销售数量 (万部) | 平均售价 (元/部) |
|------------|-------|--------------|----------|--------------|---------------|
| 2018 年度 | 智能机 | TECNO | 47.90% | 1,490.55 | 497.40 |
| | | itel | 24.70% | 1,240.51 | 308.23 |
| | | Infinix | 27.40% | 675.50 | 627.86 |
| | 合计 | 1,547,877.56 | 100.00% | 3,406.56 | 454.38 |
| 功能机 | TECNO | 40.32% | 3,109.63 | 77.15 | |
| | itel | 59.68% | 5,912.18 | 60.07 | |
| | 合计 | 595,013.94 | 100.00% | 9,021.81 | 65.95 |

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

3. 互联网板块 8 款 APP MAU 已过千万，ARPU 长期增长空间大

OS+APP，传音软件生态初具形态。公司移动互联网业务方面主要分为两大块，OS 和独立 APP。公司旗下手机品牌均搭载了基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统（OS）。围绕传音 OS，公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展移动互联网产品的核心基础。2020 年 10 月，据 AppsFlyer 发布的《广告平台综合表现报告第十一版》显示，公司全球应用安装份额提升 143%，全球增长榜中排名第四；在区域增长榜单中，获得非洲地区增长排名第一。这个榜单主要是将包含多个应用安装的数据样本，在应用的安装增长、应用数量增长，以及该渠道在全球或地区的安装占比增长进行考量。传音作为渠道之一，在增长榜单中脱颖而出。

与互联网巨头合作，8 款 APP MAU 过千万，Bloomplay 用户数过亿。在独立 APP 业务上，公司与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网公司，在多个应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2020 年底，已经有 8 款自主与合作开发的应用程序月活用户数超过 1,000 万。Bloomplay 拥有总用户数 1.26 亿，是目前非洲最大的音乐流媒体平台。新闻聚合类应用 Scooper，已在 5 个国家搭建起本地化运营团队，在多个国家的新闻类 APP 的用户数排名中名列前茅。短视频类应用程序 Vskit，透过与非洲本地关键意见领袖（KOL）的合作，积累起本地短视频内容的优势与壁垒，并深化视频内容的多样性与品质。

图 28：传音互联网业务布局

| logo | 应用名称 | 类别 | 对标 | 备注 |
|---|----------|------|------------|--|
|  | Vskit | 短视频 | 抖音、Tik Tok | 与网易合作 |
|  | Boomplay | 音乐 | QQ音乐 | 与网易合作，总用户数1.26亿，曲库规模5000万首，是目前非洲最大的音乐流媒体平台 |
|  | Phoenix | 浏览器 | Safari | 与腾讯合作 |
|  | Ficool | 在线阅读 | 微信阅读 | 与阅文集团合作 |
|  | Scoopert | 新闻 | 今日头条 | |
|  | Palmpay | 移动支付 | 支付宝 | 与网易合作 |

资料来源：公司公告，36Kr，IT之家，北京商报网，拿 offer 网，天风证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

核心假设：

手机：我们假设公司业务在非洲、印度、巴基斯坦、孟加拉等主要经营地区进展顺利，进入平稳增长期，而其他新兴市场的开拓将为公司手机业务创造超预期的动力，我们保守预计智能机有望 2021 年实现 28.57%的销量增长以及 7.32%的单价增长，功能机有望 2021 年实现量价预计同比持平，保守估计手机业务整体 2021 年营收增速达到 37.98%，毛利率达到 24.20%；

其他主营业务：我们假设公司在新经济地区品牌优势持续，以手机为流量入口，互联网变现的商业模式持续进行，家电、配件在非洲地区市占率持续提升，移动互联网 ARPU 持续提升，预估其他主营业务 2021 年实现 69.38%收入增长，38.02%毛利率；

其他业务：考虑到其他业务经营较为平稳，2021 年收入预计同比持平，毛利率同比略增至 15.00%；

具体盈利预测如下表：

表 2：传音控股盈利预测

| 百万人民币 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 手机 | 10,422 | 19,135 | 21,429 | 23,626 | 35,886 | 47,149 | 60,767 | 73,145 |
| yoy | | 84% | 12% | 10% | 52% | 31% | 29% | 20% |
| 智能机 | 6,741 | 12,346 | 15,479 | 17,584 | 29,379 | 40,536 | 55,017 | 67,395 |
| yoy | | 83% | 25% | 14% | 67% | 38% | 36% | 22% |
| 销量 | 17 | 29 | 34 | 39 | 60 | 77 | 97 | 111 |
| yoy | | 72% | 19% | 14% | 55% | 29% | 26% | 14% |
| 单价 | 406 | 432 | 454 | 451 | 487 | 523 | 566 | 609 |
| yoy | | 7% | 5% | -1% | 8% | 7% | 8% | 8% |
| 功能机 | 3,680 | 6,789 | 5,950 | 6,042 | 6,555 | 6,613 | 5,750 | 5,750 |
| yoy | | 84% | -12% | 2% | 8% | 1% | -13% | 0% |
| 销量 | 59 | 99 | 90 | 99 | 114 | 115 | 100 | 100 |
| yoy | | 68% | -9% | 9% | 16% | 1% | -13% | 0% |
| 单价 | 62 | 69 | 66 | 61 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| yoy | | 10% | -4% | -7% | -6% | 0% | 0% | 0% |
| 其他主营业务 | 418 | 455 | 743 | 976 | 1,103 | 1,869 | 3,267 | 5,581 |
| yoy | | 9% | 63% | 31% | 13% | 69% | 75% | 71% |
| 家电、配件 | | | 370 | 650 | 814 | 1,272 | 2,067 | 3,224 |
| yoy | | | | 76% | 25% | 56% | 63% | 56% |
| 移动互联网 | | | 56 | 120 | 300 | 597 | 1,200 | 2,357 |
| yoy | | | | 114% | 150% | 99% | 101% | 96% |
| 其他业务 | 797 | 453 | 474 | 744 | 802 | 800 | 800 | 800 |
| yoy | | -43% | 5% | 57% | 8% | 0% | 0% | 0% |
| 收入合计 | 11,637 | 20,044 | 22,646 | 25,346 | 37,792 | 49,818 | 64,834 | 79,526 |
| 毛利率 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 手机 | 21.0% | 20.8% | 24.3% | 27.7% | 25.5% | 24.6% | 24.1% | 24.4% |
| 智能机 | 22.0% | 21.1% | 24.3% | 27.7% | 25.1% | 24.2% | 23.8% | 24.2% |
| 功能机 | 19.2% | 20.2% | 24.2% | 27.6% | 27.5% | 27.0% | 27.0% | 27.0% |
| 其他主营业务 | 23.0% | 30.0% | 32.8% | 26.6% | 40.6% | 38.0% | 40.3% | 38.6% |
| 家电、配件 | | | | 20.0% | 23.0% | 23.0% | 23.0% | 23.0% |
| 移动互联网 | | | | 60.0% | 88.0% | 70.0% | 70.0% | 60.0% |
| 其他业务 | 14.0% | 20.7% | 19.5% | 18.0% | 14.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 合计 | 20.6% | 21.0% | 24.4% | 27.4% | 25.7% | 24.9% | 24.8% | 25.3% |
| 毛利润 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 手机 | 21.89 | 39.74 | 52.01 | 65.41 | 91.66 | 115.96 | 146.65 | 178.52 |
| 智能机 | 14.82 | 26.02 | 37.60 | 48.71 | 73.69 | 98.11 | 131.13 | 163.00 |
| 功能机 | 7.07 | 13.71 | 14.41 | 16.70 | 17.90 | 17.85 | 15.53 | 15.53 |
| 其他主营业务 | 0.96 | 1.37 | 2.44 | 2.60 | 4.48 | 7.10 | 13.15 | 21.56 |
| 家电、配件 | | | | 1.30 | 1.87 | 2.92 | 4.75 | 7.41 |
| 移动互联网 | | | | 0.72 | 2.64 | 4.18 | 8.40 | 14.14 |
| 其他业务 | 1.11 | 0.94 | 0.92 | 1.34 | 1.13 | 1.20 | 1.20 | 1.20 |
| 合计 | 23.96 | 42.05 | 55.37 | 69.34 | 97.27 | 124.26 | 161.00 | 201.28 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：手机单价单位为：元，手机销量单位为：百万部，其余均为百万元

4.2. 估值：2023 年目标价 276.61 元

对标公司和估值方法的选取：考虑到公司业务涉及手机、家电、配件、移动互联网等，我们选取小米集团（1810.HK）、苹果公司（AAPL.O）、安克创新（300866.SZ）作为对标公司。我们认为公司业务所聚焦的全球新兴市场的发展进度，有望给公司业务增长带来超预期动力，未来三年业绩增速可期，因此我们选取 PEG 作为估值方法，2020-2023 年业绩 CAGR 作为核心跟踪指标。

2023 年目标价 276.61 元，首次覆盖给予“买入”评级：根据我们测算，公司 2021/2022/2023 年归母净利润预计达到 35.88/47.27/63.17 亿元人民币，2020-2023 年 CAGR 为 33%，同时根据 wind 和 bloomberg 一致预期，我们选取的三家对标公司目前股价对应 2023 年平均 PEG 为 1.06，选取 1.06 为传音控股的合理 PEG，计算得合理市值为 2213 亿元，对应 276.61 元目标价，相较于 7 月 5 日收盘价 194.20 元有 42.4%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：传音控股 PEG 估值

| 亿人民币 | 证券简称 | 市值 | 2023年归母净利润 | 2023年PE | 2020-2023年归母净利润CAGR | PEG |
|------------|--------------|---------|------------|---------|---------------------|-------|
| 1810. HK | 小米集团-W | 5,474 | 292.04 | 18.74 | 30.9% | 0.61 |
| AAPL. O | 苹果公司 (APPLE) | 151,141 | 5,658.33 | 26.71 | 15.2% | 1.76 |
| 300866. SZ | 安克创新 | 632 | 21.40 | 29.53 | 35.7% | 0.83 |
| | | | | | 平均PEG | 1.06 |
| 亿人民币 | 证券简称 | 预期市值 | 2023年归母净利润 | 2023年PE | 2020-2023年归母净利润CAGR | 合理PEG |
| 688036. SH | 传音控股 | 2,213 | 63.03 | 35.11 | 33.0% | 1.06 |
| 对应股价 | 276.61 | 元 | | | | |
| 现价 | 194.20 | 元 | | | | |
| 预期涨幅 | 42.4% | | | | | |

资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

表 4：可比公司对标

| 单位：亿元 | 市值 | 净利润 | | | 当前股价对应 PE | | |
|--------|----------|----------|----------|----------|-----------|-------|-------|
| 公司名称 | 2021/7/2 | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 小米集团-W | 5,474 | 198.79 | 238.30 | 292.04 | 27.54 | 22.97 | 18.74 |
| 苹果公司 | 151,141 | 5,641.49 | 5,571.73 | 5,658.33 | 26.79 | 27.13 | 26.71 |
| 安克创新 | 632 | 12.58 | 16.46 | 21.40 | 50.23 | 38.39 | 29.53 |
| 传音控股 | 1,533 | 35.88 | 47.27 | 63.17 | 42.72 | 32.43 | 24.26 |

资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

5. 风险提示

- 中美贸易加剧：**由于公司，如果中美贸易加剧，会对公司产生不利影响；
- 疫情加剧：**公司涉及线下销售，如果疫情加剧，会对手机业务产生不利影响；
- 市场竞争加剧：**如果新兴市场各公司竞争加剧，会对公司业务产生不利影响。
- 地缘政治风险：**公司业务所处的新兴市场具有地缘政治不确定性，如果当地发生政治冲突将对公司业务造成不利影响。
- 跨市场估值风险：**公司对标公司所处港股美股不同市场，如果港美股市场估值有较大波动会对公司估值水平造成不利影响。
- 产品迭代不及预期：**如果公司新产品迭代速度不及预期，将对公司业务产生不利影响

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 7,717.30 | 13,201.06 | 16,675.39 | 22,699.18 | 29,172.56 |
| 应收票据及应收账款 | 784.21 | 1,144.78 | 1,172.93 | (212.86) | (261.10) |
| 预付账款 | 205.01 | 192.68 | 337.18 | 353.41 | 488.30 |
| 存货 | 3,135.15 | 5,551.94 | 6,022.16 | 9,062.82 | 9,323.24 |
| 其他 | 3,621.44 | 2,914.67 | 2,818.40 | 3,269.30 | 3,228.61 |
| 流动资产合计 | 15,463.11 | 23,005.15 | 27,026.05 | 35,171.84 | 41,951.61 |
| 长期股权投资 | 139.40 | 257.31 | 257.31 | 257.31 | 257.31 |
| 固定资产 | 767.36 | 755.81 | 903.68 | 997.65 | 1,046.29 |
| 在建工程 | 280.59 | 430.10 | 294.06 | 224.44 | 164.66 |
| 无形资产 | 615.00 | 482.78 | 459.58 | 436.38 | 413.17 |
| 其他 | 478.30 | 1,059.35 | 596.70 | 676.74 | 756.81 |
| 非流动资产合计 | 2,280.64 | 2,985.36 | 2,511.33 | 2,592.52 | 2,638.24 |
| 资产总计 | 17,743.75 | 25,990.51 | 29,537.38 | 37,764.36 | 44,589.85 |
| 短期借款 | 0.00 | 1,196.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 6,779.18 | 10,571.21 | 12,545.30 | 17,583.34 | 19,138.41 |
| 其他 | 1,376.41 | 1,761.08 | 1,708.80 | 1,489.07 | 2,156.67 |
| 流动负债合计 | 8,155.60 | 13,529.02 | 14,254.10 | 19,072.42 | 21,295.09 |
| 长期借款 | 93.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1,229.53 | 1,952.18 | 1,952.18 | 1,952.18 | 1,952.18 |
| 非流动负债合计 | 1,323.45 | 1,952.18 | 1,952.18 | 1,952.18 | 1,952.18 |
| 负债合计 | 9,479.04 | 15,481.20 | 16,206.28 | 21,024.59 | 23,247.26 |
| 少数股东权益 | 10.72 | 17.20 | 9.57 | 4.13 | (9.26) |
| 股本 | 800.00 | 800.00 | 800.00 | 800.00 | 800.00 |
| 资本公积 | 4,922.74 | 5,107.31 | 5,107.31 | 5,107.31 | 5,107.31 |
| 留存收益 | 7,353.90 | 9,680.90 | 12,521.54 | 15,935.63 | 20,551.85 |
| 其他 | (4,822.65) | (5,096.10) | (5,107.31) | (5,107.31) | (5,107.31) |
| 股东权益合计 | 8,264.71 | 10,509.31 | 13,331.11 | 16,739.76 | 21,342.59 |
| 负债和股东权益总计 | 17,743.75 | 25,990.51 | 29,537.38 | 37,764.36 | 44,589.85 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 1,796.60 | 2,678.12 | 3,588.13 | 4,727.11 | 6,316.96 |
| 折旧摊销 | 118.93 | 148.85 | 71.37 | 78.85 | 84.34 |
| 财务费用 | 10.46 | 536.71 | 94.07 | 18.38 | (71.00) |
| 投资损失 | 296.82 | 50.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 3,403.16 | 1,224.21 | 1,837.89 | 2,616.27 | 1,836.21 |
| 其它 | (1,585.46) | (329.95) | (8.04) | (5.53) | (13.70) |
| 经营活动现金流 | 4,040.52 | 4,307.93 | 5,583.43 | 7,435.09 | 8,152.82 |
| 资本支出 | 193.32 | (472.71) | 60.00 | 80.00 | 50.00 |
| 长期投资 | 98.81 | 117.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (3,165.11) | 1,172.33 | (120.00) | (160.00) | (100.00) |
| 投资活动现金流 | (2,872.99) | 817.53 | (60.00) | (80.00) | (50.00) |
| 债权融资 | 93.91 | 1,196.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 2,809.40 | (310.78) | (87.15) | (0.25) | 89.13 |
| 其他 | (335.60) | (310.17) | (1,961.95) | (1,331.06) | (1,718.57) |
| 筹资活动现金流 | 2,567.71 | 575.79 | (2,049.10) | (1,331.31) | (1,629.44) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 3,735.24 | 5,701.25 | 3,474.33 | 6,023.78 | 6,473.38 |

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 25,345.93 | 37,791.89 | 49,817.55 | 64,833.78 | 79,525.80 |
| 营业成本 | 18,411.99 | 28,064.40 | 37,391.14 | 48,733.33 | 59,397.74 |
| 营业税金及附加 | 78.93 | 70.56 | 121.18 | 160.22 | 179.48 |
| 营业费用 | 2,859.40 | 3,859.82 | 4,958.53 | 6,453.15 | 7,873.05 |
| 管理费用 | 1,061.44 | 1,121.95 | 1,478.96 | 1,880.18 | 2,226.72 |
| 研发费用 | 805.08 | 1,157.67 | 1,494.53 | 1,945.01 | 2,385.77 |
| 财务费用 | (30.88) | 424.60 | 94.07 | 18.38 | (71.00) |
| 资产减值损失 | (112.43) | (195.98) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 339.13 | 59.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (296.82) | (50.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 34.89 | 91.95 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 营业利润 | 2,195.20 | 3,187.61 | 4,279.13 | 5,643.51 | 7,534.03 |
| 营业外收入 | 10.03 | 23.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 23.12 | 10.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 2,182.11 | 3,201.04 | 4,279.13 | 5,643.51 | 7,534.03 |
| 所得税 | 385.51 | 522.92 | 699.04 | 921.93 | 1,230.76 |
| 净利润 | 1,796.60 | 2,678.12 | 3,580.09 | 4,721.58 | 6,303.27 |
| 少数股东损益 | 3.30 | (8.31) | (8.04) | (5.53) | (13.70) |
| 归属于母公司净利润 | 1,793.30 | 2,686.43 | 3,588.13 | 4,727.11 | 6,316.96 |
| 每股收益(元) | 2.24 | 3.36 | 4.49 | 5.91 | 7.90 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 11.92% | 49.10% | 31.82% | 30.14% | 22.66% |
| 营业利润 | 156.05% | 45.21% | 34.24% | 31.88% | 33.50% |
| 归属于母公司净利润 | 172.80% | 49.80% | 33.57% | 31.74% | 33.63% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 27.36% | 25.74% | 24.94% | 24.83% | 25.31% |
| 净利率 | 7.08% | 7.11% | 7.20% | 7.29% | 7.94% |
| ROE | 21.73% | 25.60% | 26.93% | 28.25% | 29.59% |
| ROIC | -94.65% | -106.00% | -92.21% | -88.46% | -77.56% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 53.42% | 59.56% | 54.87% | 55.67% | 52.14% |
| 净负债率 | -92.24% | -114.23% | -125.09% | -135.60% | -136.69% |
| 流动比率 | 1.90 | 1.70 | 1.90 | 1.84 | 1.97 |
| 速动比率 | 1.51 | 1.29 | 1.47 | 1.37 | 1.53 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 40.48 | 39.18 | 42.99 | 135.06 | -335.58 |
| 存货周转率 | 9.00 | 8.70 | 8.61 | 8.60 | 8.65 |
| 总资产周转率 | 1.80 | 1.73 | 1.79 | 1.93 | 1.93 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.24 | 3.36 | 4.49 | 5.91 | 7.90 |
| 每股经营现金流 | 5.05 | 5.38 | 6.98 | 9.29 | 10.19 |
| 每股净资产 | 10.32 | 13.12 | 16.65 | 20.92 | 26.69 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 85.47 | 57.06 | 42.72 | 32.43 | 24.26 |
| 市净率 | 18.57 | 14.61 | 11.51 | 9.16 | 7.18 |
| EV/EBITDA | 7.96 | 21.42 | 30.28 | 22.38 | 16.15 |
| EV/EBIT | 8.22 | 21.98 | 30.78 | 22.69 | 16.34 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |