

公司研究

非洲市场手机王者，互联网和配件业务前景可期

——传音控股（688036.SH）投资价值分析报告

要点

十年一剑铸就非洲手机之王：十五年耕耘非洲手机市场，经过多年的积累和发展，在全球主要新兴市场已取得了领先的市场地位及广泛的品牌影响力，并在非洲拥有超过 50% 的市场份额，被业界称为“非洲之王”。2018-2020 年，公司营收分别为 226、253 和 378 亿元，净利润 6.54、17.97 和 26.78 亿；2021 年 Q1，公司实现收入和净利润分别为 113 和 8 亿元。

全球手机销售进入存量竞争，新兴国家市场存在结构性的换机转型需求：2011 年以来，全球手机出货量总体保持平稳，受疫情影响，2020 年出货量较 2019 年下跌 5.9%。2020 年手机出货量 16.1 亿部，其中智能机出货量 12.9 亿部。以非洲为代表的新兴国家拥有数量庞大的年轻人口，智能手机渗透率尚有提升空间。华为承压后，新兴国家市场释放出更多智能机销售空间，传音、小米、OPPO、VIVO 等公司有望深度受益于格局的变化。

手机业务：复制非洲成功经验，全球新兴市场探索大有可为。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。2020 年公司智能机在非洲的市场份额持续提升，占有率超过 40%，领先优势进一步扩大。非洲以外新兴市场业务扩展态势良好，在南亚市场，巴基斯坦市场占有率超过 40%，排名第一；孟加拉国市场占有率 18.3%，排名第一；印度市场占有率 5.1%，排名第六。

家电和智能配件业务：公司创立家电品牌 Syinix，3C 设备品牌 Oraimo 和售后服务品牌 Carlcare，围绕硬件设备积极拓展数码配件、家电等新的盈利增长点。我们预计公司数码配件和家电业务 2021-2023 年收入为 9.1、11.0 和 13.0 亿元。

互联网与软件业务：多元化布局，前瞻性进入互联网与软件。公司业务不止步于以手机为核心，家电、智能配件为两翼的硬件设备，公司十分重视移动互联，对软件生态的长期重视，与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司，进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品如非洲最大的音乐流媒体平台 Boomplay，短视频应用 Vskit，新闻聚合应用 Scooper。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。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司智能机销量超预期，上调 21~22 年净利润由 27.45/34.49 亿元至 42.77/56.78 亿元，上调幅度+56%/+65%，预测 23 年净利润 73.82 亿元，对应 PE 为 31X/23X/18X。我们看好传音控股新兴市场智能机及互联网业务发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：境外经营风险，汇率波动风险、新市场拓展不利风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,346	37,792	43,218	50,054	57,352
营业收入增长率	11.92%	49.10%	14.36%	15.82%	14.58%
净利润(百万元)	1,793	2,686	4,277	5,678	7,382
净利润增长率	172.80%	49.80%	59.22%	32.74%	30.02%
EPS(元)	2.24	3.36	5.35	7.10	9.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.73%	25.60%	30.56%	31.04%	30.96%
P/E	74	50	31	23	18
P/B	16	13	10	7	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-18

买入（维持）

当前价：166.76 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.02
总市值(亿元)	1336.90
一年最低/最高(元)	85.34/261.94
近 3 月换手率	28.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.21	6.90	-0.43
绝对	2.29	2.29	2.29

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

公司业务增长主要源自智能机销售，我们预计 21-23 年收入分别为 432.18/500.54/573.52 亿元，其中：

1.手机板块：包括智能机销售和功能机销售。受益于新兴市场功能机向智能机的消费需求转变，智能机销售有望维持高速增长，功能机销售有所下降，我们预测 21-23 年智能机销售增长率为 19.44%/18.56%/16.69%； 21-23 年功能机销售增速为-10.32%/-2.30%/-2.35%。

2.家电配件板块：包括家电、消费电子产品的销售。我们预测 21-23 年销售收入增长率为 20%/20%/18%。

3.互联网板块：受益于广大的手机终端数量，以及长期新兴市场地区移动通信技术的提升，我们预计互联网业务 21-23 年增速为 50%/40%/30%。

我们的创新之处

我们详细分析非洲市场人口结构以及通信技术发展带来的智能机渗透的整体机遇，传音控股在手机营销保持稳步前进的基础上，未来收入和毛利率提升可期。

我们分析传音控股非洲以外地区的布局和进展，并考虑到华为手机海外销售受阻给传音在诸多市场带来的潜在新兴市场的机遇。

股价上涨的催化因素

公司业务以手机为核心，积极向外拓展，家电、智能配件成为公司业务两翼。同时，公司十分重视移动互联，对软件生态的长期重视，多线推动公司营收增长。

电信技术持续升级带动了智能机在新兴市场的销售，通过复制非洲的成功经验，不断拓展智能机渗透率仍有待提高的新兴市场，叠加销售产品结构的转换将会进一步推高公司主营业务营收和利润。

前瞻性发展互联网软件业务，长期来看，新兴市场移动互联网的普及将进一步带动公司非硬件收入。

估值与评级

传音控股作为新兴市场手机出海销售的龙头企业，结合可比公司 2021PE 估值水平，传音控股的 PE 估值水平相对较低。公司手机产品在全球占有量排名第四，功能机占有量排名第七，在非洲、南亚等新兴市场的销量保持增长。预测 21-23 年净利润为 42.77/56.78/73.82 亿元，维持“买入”评级。

目 录

1、传音控股：非洲手机之王	6
1.1、业务涵盖以手机为核心的多品牌智能终端，逐步发力移动互联网服务	6
1.2、股权清晰，团队成熟，股权激励聚人心	7
1.3、营收利润双增长，业绩表现突出	9
2、全球手机市场：新兴市场大有可为，华为承压格局剧变	12
2.1、全球智能手机进入存量竞争，新兴市场仍有增量空间	12
2.2、非洲市场持续消费升级	14
2.3、华为承压后格局的变化	15
3、手机业务：从非洲走向全球	18
3.1、本土化优势高筑护城河，高端化是长期战略	18
3.2、传音手机业务在非洲市场渗透率持续提升	21
3.3、借鉴非洲成功经验，积极拓展南亚等新兴市场	22
3.3.1、印度市场：2020 出货量逆势录得大幅增长，市场份额持续提升	22
3.3.2、巴基斯坦市场：围绕一带一路经济带，出海破局有转机	24
4、其他业务：1+N 战略布局，互联网和配件持续发力	24
4.1、互联网业务：流量入口奠定变现基础，着眼长期数字化布局	25
4.2、白牌市场：家电市场尚有广阔市场提升空间	29
4.3、手机配件：市场大有可为	29
4.4、售后服务：幕后英雄，助力 3C 产品全生命周期	29
5、盈利预测	31
关键假设及盈利预测	31
6、估值水平与投资评级	32
6.1、相对估值	32
6.2、绝对估值	32
6.3、估值结论与投资评级	34
6.4、股价驱动因素	34
7、风险分析	34

图目录

图 1: 传音控股发展历程.....	6
图 2: 传音控股主营业务布局	7
图 3: 传音控股股权结构 (截至 2021 年 8 月 8 日)	7
图 4: 2016-2020 公司营业收入	9
图 5: 2016-2020 公司归母净利润	9
图 6: 传音控股分业务收入变化 (单位: 亿元)	10
图 7: 传音控股分地区收入变化 (单位: 亿元)	10
图 8: 传音控股毛利率及净利率变化 (单位: %)	10
图 9: 传音现金周转天数.....	11
图 10: 可比公司应收账款周转天数	11
图 11: 公司收现比(其中, 收现比为右轴; 左轴单位: 亿元).....	11
图 12: 2016-2020 公司研发投入 (单位: 亿元, %)	11
图 13: 2016-2020 公司期间费用率 (单位: %)	11
图 14: 全球手机出货量和出货金额	12
图 15: 部分地区每百人手机保有数量.....	12
图 16: 全球与非洲手机用户渗透率对比 (%)	12
图 17: 全球第二代至第五代移动通信技术的普及率.....	13
图 18: 全球功能机与智能机出货量走势	13
图 19: 全球智能机出货量与出货金额占比	13
图 20: 不同地区功能机出货量	14
图 21: 2019 年非洲各国人口及人均 GDP	14
图 22: 非洲人口结构与全球人口结构对比 (纵轴: 年龄, 横轴: 比例)	15
图 23: 非洲手机保有量	15
图 24: 非洲手机人均保有量	15
图 25: 华为主流机型零部件来源拆解.....	16
图 26: 华为的零部件来源比率	16
图 27: 华为在海外收入大幅缩减 (右图为 2020 年数据)	16
图 28: 华为与传音手机全球范围内不同售价区间出货量 (2020 年)	17
图 29: 华为和传音手机在非洲 ASP (单位: 美元)	17
图 30: 华为和传音手机在印度 ASP (单位: 美元)	17
图 31: 传音旗下品牌 Calcare 提供本土化一站式服务.....	19
图 32: 经销商数量 (家)	19
图 33: 2019H1 经销商规模及对应收入 (非洲)	19
图 34: 传音销售网络遍布全球	20
图 35: 传音在非洲/中东智能机份额	21
图 36: 传音在非洲/中东功能机份额	21
图 37: 非洲智能手机不同价格区间出货量	21
图 38: 非洲/中东不同品牌智能机平均出货价 (美元, 2020 年)	21
图 39: 传音在印度智能机份额	22

图 40: 传音在印度功能机份额	22
图 41: 全球各地区手机用户平均每月消耗流量 (GB)	25
图 42: 全球移动应用增长榜单	25
图 43: 非洲移动应用增长榜单	25
图 44: 传音爆款应用一览	26
图 45: Boomplay 的月活量	27
图 46: Vskit 在 Google play 下载量	27
图 47: Boomplay 在 Google play 下载量	27
图 48: Palmpay 在 Google play 下载量	28
图 49: Caricare 在 Google play 下载量	28
图 50: 公司爆款移动应用界面	28
图 51: 公司家电产品	29
图 52: 公司消费电子产品	29
图 53: 售后服务收入 (其他收入) 增速 (单位: 亿元)	30
图 54: 公司上市以来的 PE-Band	32

表目录

表 1: 传音旗下品牌销售情况	6
表 2: 2020 年限制性股票激励计划首次授予激励情况	8
表 3: 2020 年限制性股票激励计划首次授予激励对象名单	8
表 4: 2020 年限制性股票激励计划考核目标	8
表 5: 授予限制性股票对各期会计成本的影响 (万元)	9
表 6: 为本土化服务的技术创新 (部分)	18
表 7: 传音和竞争对手的产品结构和技术特点	18
表 8: 2020 年公司海外生产、售后、销售人员比重较高	20
表 9: 传音在印度经销商拓展数量	23
表 10: 传音在印度不同规模经销商数量和收入占比 (2018 年)	23
表 11: 公司主营业务拆分及盈利预测 (单位: 百万元)	31
表 12: 可比公司估值比较	32
表 13: 绝对估值核心假设表	33
表 14: 现金流折现及估值表	33
表 15: 敏感性分析表	33
表 16: 绝对估值法结果汇总表	34

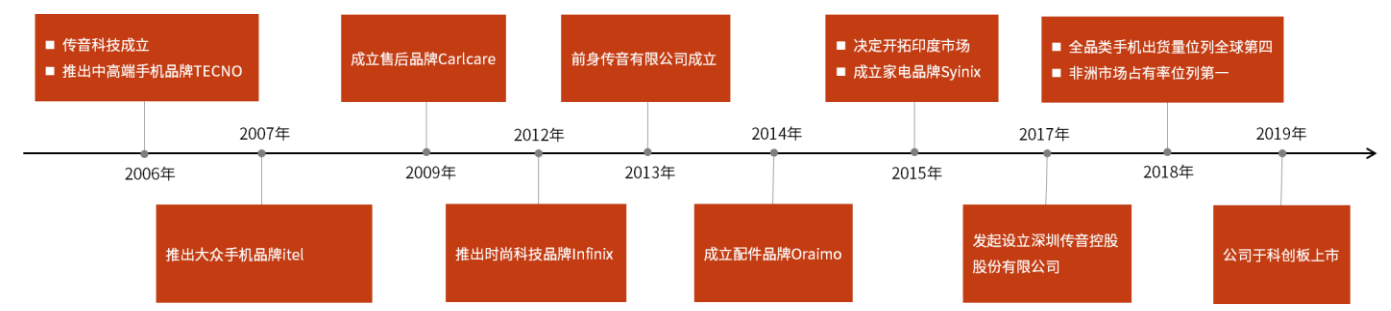
1、传音控股：非洲手机之王

1.1、业务涵盖以手机为核心的多品牌智能终端，逐步发力移动互联网服务

传音控股是从非洲起步、面向全球新兴市场的智能终端产品和移动互联网服务提供商。公司成立以来，瞄准新兴市场，积累品牌优势，致力于提供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。

2006年，传音科技成立，推出手机品牌 TECNO；此后分别于 2007 年、2012 年推出 itel、Infinix，完善手机品牌线布局，传音科技为传音有限的前身。2013 年，传音控股前身传音有限成立。2015 年，公司基于非洲市场的成功经验，进军印度市场。2017 年，传音有限全体股东发起设立深圳传音控股股份有限公司，并于 2018 年达到全品类手机出货量全球第四、非洲市场占有率第一。2019 年，公司于科创板上市，证券代码为 688036.SH。

图 1：传音控股发展历程



资料来源：集微网，招股说明书，Wind，光大证券研究所

专注新兴市场手机业务。传音旗下拥有新兴市场知名手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix，覆盖不同层次消费群体，其中 TECNO 品牌是公司旗下的中高端品牌，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体，产品类型涵盖智能机和功能机；itel 品牌系公司旗下的大众品牌，目标消费者定位于新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户，产品类型涵盖入门级智能机和功能机；Infinix 品牌致力于成为新兴市场年轻人喜爱的时尚科技品牌，产品类型为智能机。

表 1：传音旗下品牌销售情况

品牌	销售机器种类	销售范围
itel	功能机、智能机	全球 50 多个国家和地区
TECNO	功能机、智能机	全球 60 多个国家和地区
Infinix	智能机	全球 30 多个国家和地区

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

积极实施多元化战略布局。公司围绕主营业务积极实施多元化战略布局，创立了数码配件品牌 Oraimo，家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Caricare 等。公司自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，提升用户硬件体验，并围绕 OS 操作系统开发应用商店、游戏平台、广告分发平台以及手机

管家等服务。同时公司与网易等多家国内领先的互联网公司战略合作，积极在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域开发和孵化移动互联网产品和服务。

图 2：传音控股主营业务布局

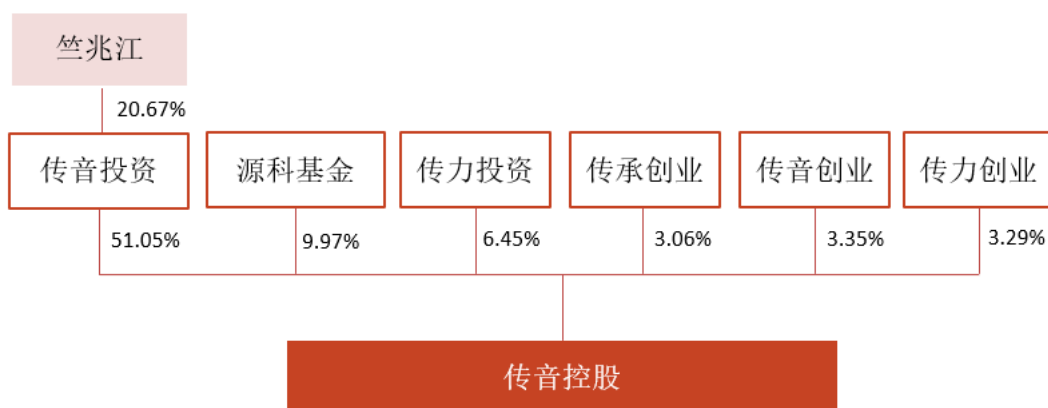


资料来源：招股说明书，光大证券研究所

1.2、 股权清晰，团队成熟，股权激励聚人心

股权结构：竺兆江先生是传音控股的实际控制人。公司控股股东为深圳市传音投资有限公司，持有公司 51.01% 股份。竺兆江持有传音投资 20.67% 的股权，为传音投资第一大股东，根据竺兆江与传音投资部分股东在 2014 年签订的《一致行动协议》及 2016 年签订的《表决权委托协议》，竺兆江能够控制的传音投资的股权比例达 70% 以上，为传音投资的控股股东。公司第二大股东为源科基金，占比 9.97%，其余股东持股比例均在 10% 以下，股权结构较为稳定集中。

图 3：传音控股股权结构（截至 2021 年 8 月 8 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

IPO 员工持股及后续股权激励旨在共创价值。公司股东传音投资、传力投资、传承创业、传力创业及传音创业为五个 IPO 员工持股平台，经穿透后共计 116 名公司核心骨干员工，于 2016 年确认了股份。2020 年 7 月，公司推出激励计划。首次授予的激励对象共计 294 人，占公司员工总人数（截至 2019 年 12 月 31 日公司员工总人数为 15,933 人）的 1.86%，包括中层管理人员、技术骨干和业务骨干（含外籍员工）。2020 年 7 月 3 日，向符合授予条件的 294 名激励对象授予 621.00 万股限制性股票，授予价格为 28.00 元/股。

表 2：2020 年限制性股票激励计划首次授予激励情况

激励对象姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
一、董事、高级管理人员、核心技术人员				
/	/	/	/	/
二、其他激励对象				
董事会认为需要激励的其他人员(294 人)		621	80.01%	0.78%
首次授予限制性股票数量合计		621	80.01%	0.78%
预留部分		155.2	19.99%	0.19%
合计		776.2	100%	0.97%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 3：2020 年限制性股票激励计划首次授予激励对象名单

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	占本激励计划公告日股本总额比例
中层管理人员	184	336	43.29%	0.42%
技术骨干	42	127	16.36%	0.16%
业务骨干	68	158	20.36%	0.20%
小计	294	621	80.01%	0.78%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

激励计划首次授予部分的激励对象考核年度为 2020-2022 年 3 个会计年度，每个会计年度考核一次，各年度对应归属批次的业绩考核目标如下图表所示：

表 4：2020 年限制性股票激励计划考核目标

归属安排	对应考核年度	业务考核目标
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，光大证券研究所

2021 年 6 月，公司发布公告《关于向 2020 年限制性股票激励计划激励对象授予预留限制性股票的公告》，确认 6 月 25 日向 134 名激励对象授予 145.15

万股限制性股票，授予价格为 26.24 元/股。至此，两次授予股票公司需要摊销的费用如下：

表 5：授予限制性股票对各期会计成本的影响（万元）

授予的限制性股票数量（万股）	预计摊销的总费用（万元）	2020	2021	2022	2023
621.00	26,019.90	7,589.14	11,275.29	5,420.81	1,734.66
145.15	25,942.16		9,719.86	12,971.08	3,251.22
	51,962.06		20,995.15	18,391.89	4,985.88

资料来源：公司公告，光大证券研究所

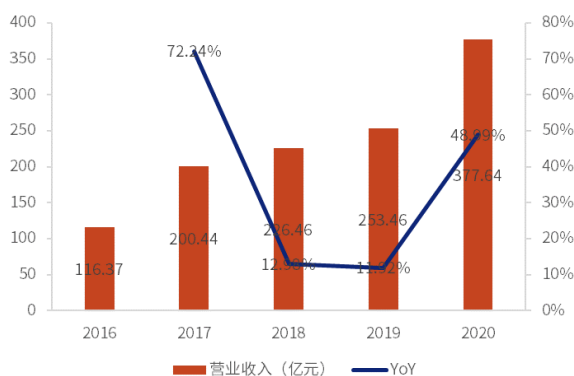
公司自设立以来便聚焦于境外经营与运作，核心管理团队具备丰富的境外管理经验。公司凝聚了一支行业经验丰富、团结进取的高素质管理团队，形成了稳定高效的核心管理架构。公司的核心管理人员具有丰富的手机行业经验，深刻了解手机行业发展及行业内企业经营运作情况。公司多年扎根非洲，对非洲的文化有着深刻的理解和尊重。

公司董事长及创始人竺兆江曾在宁波波导股份有限公司长期担任海外事业部总经理，拥有十多年海外管理经验。公司副总经理阿里夫、肖明等人均拥有跨国企业工作经验，并长期从事海外业务的管理工作。公司管理团队深耕非洲多年，对于非洲及印度等新兴市场有着深刻的理解。公司管理团队始终积极参与海外业务的经营管理，通过梳理和完善海外管理流程，实施本地化管理模式，不断提高经营的综合能力。

1.3、 营收利润双增长，业绩表现突出

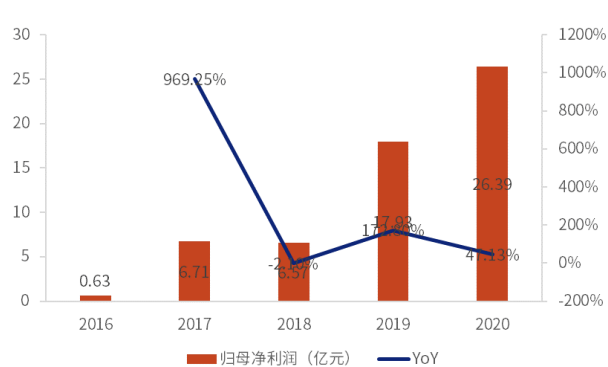
作为最早进入非洲地区的国内手机厂商之一，公司多年来扎根于当地市场，凭借优异的产品性能、领先的技术优势及良好的综合服务能力，取得领先市场地位。此外，公司依托非洲市场的成功经验，积极拓展销售网络，进军其他新兴手机市场，并基于公司在非洲手机市场的领先地位，大力发展移动互联业务，业绩实现高速增长。

图 4：2016-2020 公司营业收入



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：2016-2020 公司归母净利润

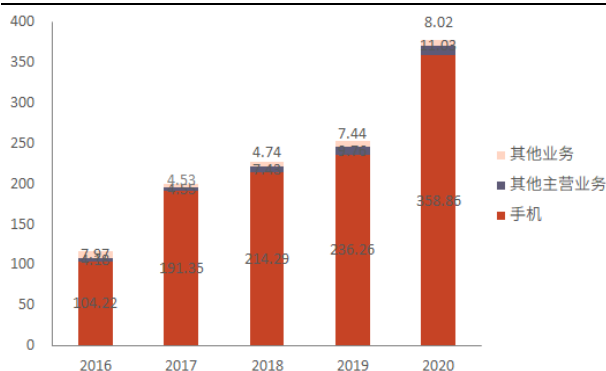


资料来源：Wind，光大证券研究所

2020年，公司持续加大非洲以外市场的开拓及品牌宣传推广力度，非洲市场保持稳定增长，非洲以外市场销售收入同比上升较高。此外，公司通过强化供应链管理及整合能力等措施加强成本管控，提升了运营效率。2020年，公司实现营业收入377.64亿元，同比增长48.99%；实现归母净利润26.39亿元，同比增长47.13%。

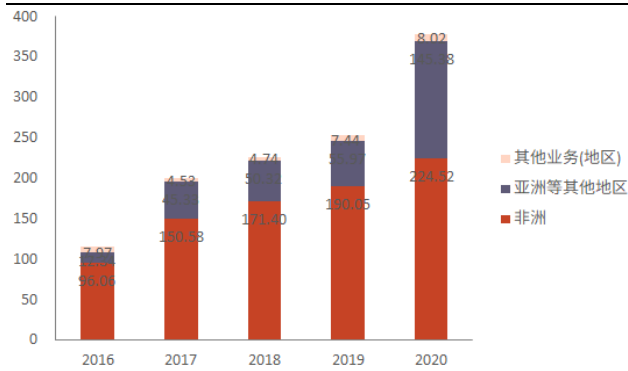
手机仍为营收主力，非洲以外地区开始发力。公司目前产品仍以手机为主，2018-2020年手机营收分别为214.29、236.26和358.86亿元，手机业务占收入比重的95%左右。非洲市场保持稳定增长，公司在此基础上开拓其他市场，初步取得成效，亚洲等其他市场营收占比从2016年的10.6%增长到2020年的28.47%。此外，由于公司在非洲等新兴市场多年深耕积累的品牌优势，以及逐渐加强的成本管控，公司毛利率、净利率也持续提高。

图6：传音控股分业务收入变化（单位：亿元）



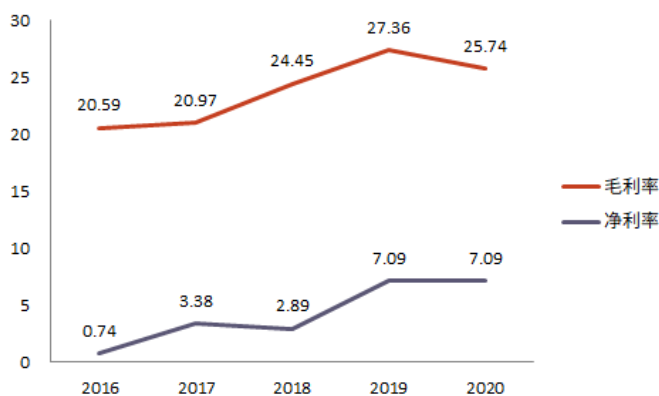
资料来源：Wind，光大证券研究所

图7：传音控股分地区收入变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

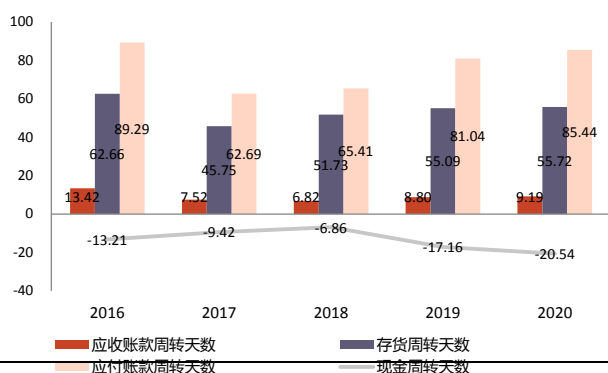
图8：传音控股毛利率及净利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

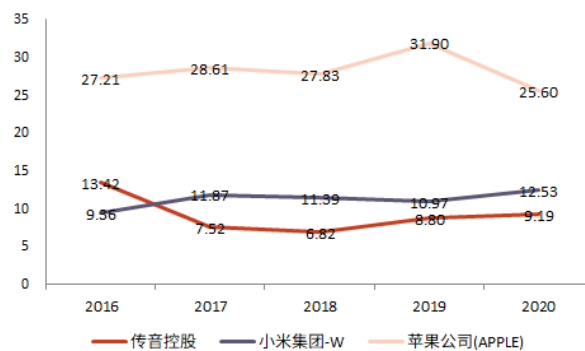
营运能力较强，收款能力强。公司2018-2020年现金周转天数分别为-6.9、-17.2和-21天，究其原因，是公司的应收账款周转天数较低，且应付账款周转天数较大所致。与可比公司对比可以发现，传音主要采用经销、和运营商合作、和供应链管理公司合作的模式，且先款后货，很少赊销，且账龄均在一年以内，故其回款较快，收现比大于1。

图 9: 传音现金周转天数



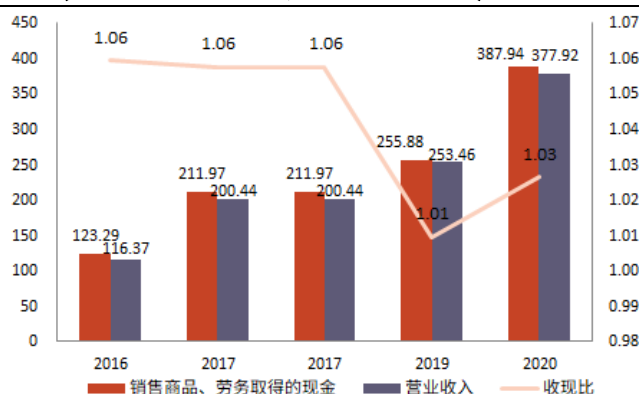
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 10: 可比公司应收账款周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

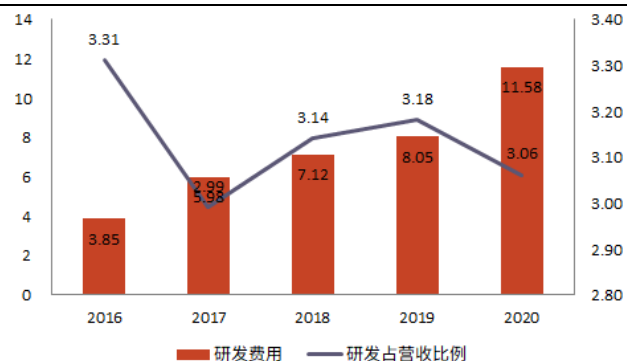
图 11: 公司收现比(其中, 收现比为右轴; 左轴单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

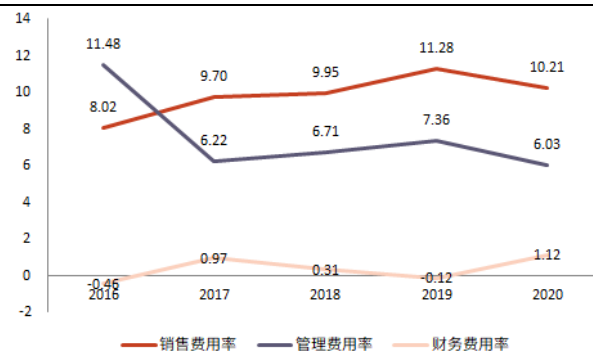
持续重视技术创新, 不断加码研发投入。2018-2020年, 公司研发费用分别为 7.12、8.05 和 11.58 亿元, 占营收比例为 3.14%、3.18% 和 3.06%, 占比较为稳定。截止 2020 年末, 公司拥有研发人员 1912 人, 占公司总人数的比例为 12.69%, 其中具有硕士及以上学历的有 281 人。公司将技术创新作为核心战略之一, 分别在上海和深圳建立了自主研发中心, 且不断加大研发投入, 2020 年研发费用为 11.58 亿, 比 19 年同期增长 44%。连年较高金额的技术研发投入有助于公司更好地适应新兴市场的需求, 增强品牌优势。同时, 公司积极扩张销售版图, 销售费用总体呈逐年增加趋势; 管理费用把控到位, 近年逐渐下降。

图 12: 2016-2020 公司研发投入 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 2016-2020 公司期间费用率 (单位: %)



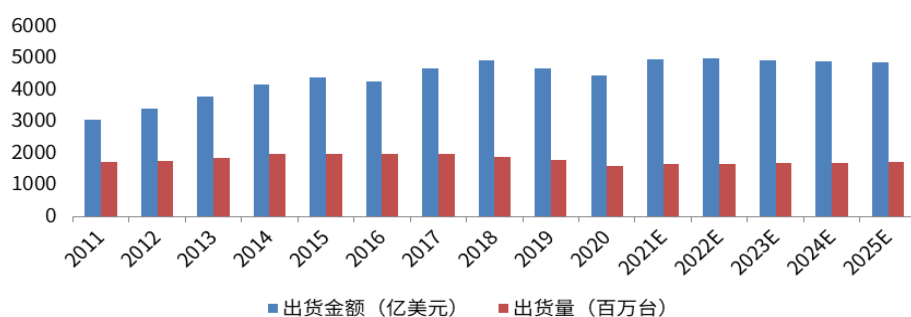
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、全球手机市场：新兴市场大有可为，华为承压格局剧变

2.1、全球智能手机进入存量竞争，新兴市场仍有增量空间

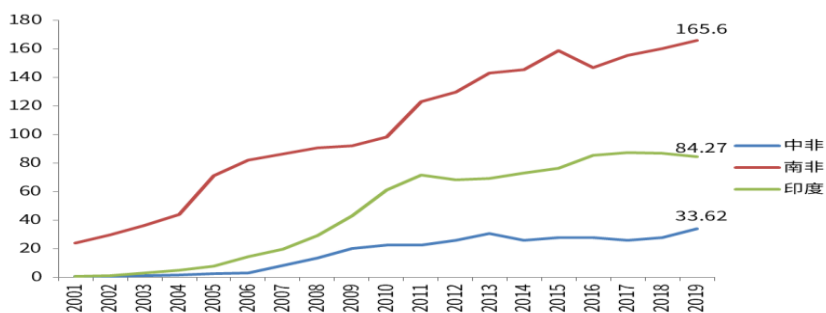
全球手机市场进入存量时代，竞争激烈，但新兴国家市场需求空间巨大。根据 IDC 在 2021 年 1 月发布的数据，自 2011 年来，全球手机出货量总体保持平稳，受制于疫情影响，2020 年出货量 12.9 亿部，较 2019 年下跌 5.9%。IDC 预计 2021-2025 年全球手机出货量保持平稳；非洲、东南亚、中东和南美等新兴市场人口基数超过 30 亿，经济发展水平较低，人均手机保有量较小，市场空间巨大。

图 14：全球手机出货量和出货金额



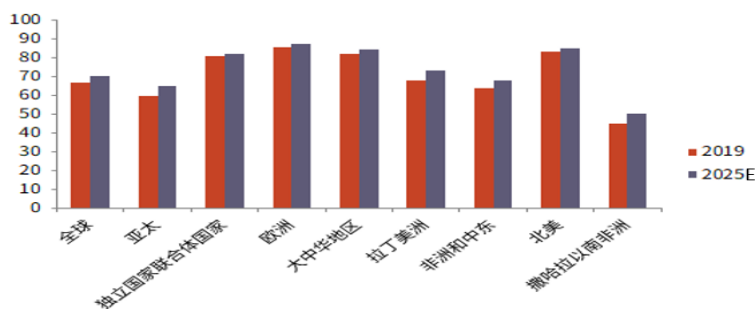
资料来源：IDC 预测, Bloomberg, 光大证券研究所

图 15：部分地区每百人手机保有数量



资料来源：Bloomberg 光大证券研究所

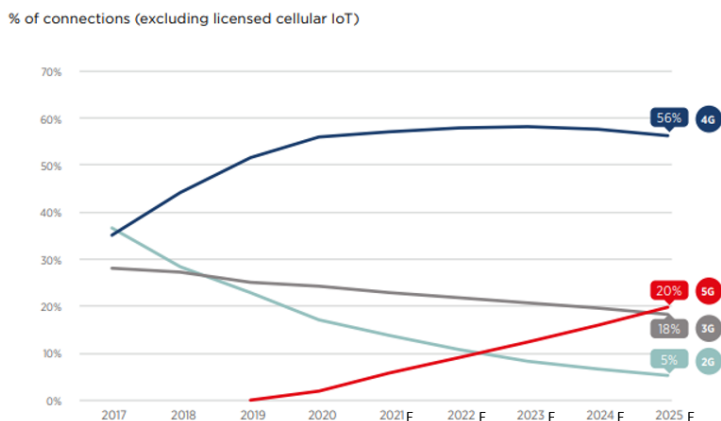
图 16：全球与非洲手机用户渗透率对比 (%)



资料来源：GSMA 预测, 光大证券研究所

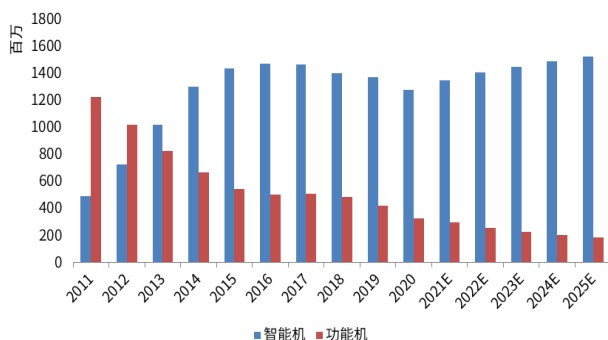
通信行业的进步推动智能机成为市场主流。伴随通信技术的逐步升级，到2020年，4G已经是全球范围内最普及的网络技术。2G的连接数占比预计持续降低，推动功能机向智能机的转换，4G技术衍生出的短视频领域和移动互联网时代的到来进一步推进了这一趋势。预计未来功能机出货量持续降低，由于智能机均价远高于功能机，未来市场出货金额将由智能机主导，5G基站也逐步在新兴市场铺展建设，将进一步带动智能机在当地的普及。

图 17: 全球第二代至第五代移动通信技术的普及率



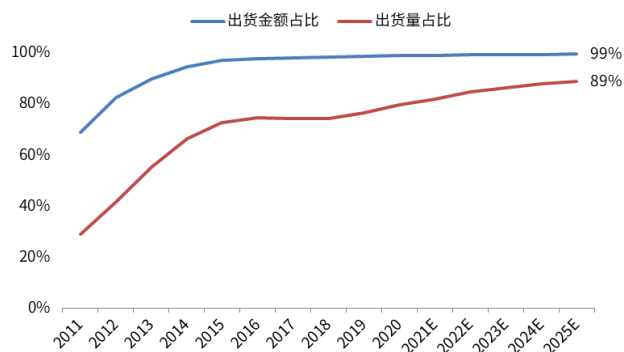
资料来源: GSMA 预测, 光大证券研究所

图 18: 全球功能机与智能机出货量走势



资料来源: IDC 预测, Bloomberg, 光大证券研究所

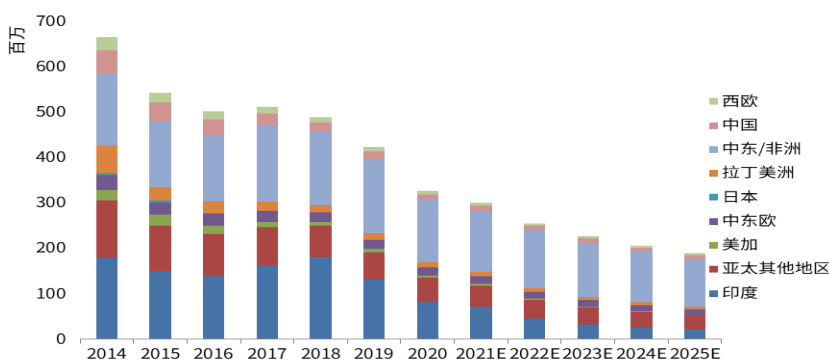
图 19: 全球智能机出货量与出货金额占比



资料来源: IDC 预测, Bloomberg, 光大证券研究所

以非洲、印度为代表的新兴市场在未来仍有望维持功能机出货量，功能机换智能机是大势所趋。以非洲、印度为代表的新兴市场通常存在电力供应短缺、通信基础设施建设滞后、经济发展水平落后等特点，许多消费者习惯于同时使用两部手机，一部智能手机，主要用于上网和娱乐；另外一部功能手机，主要用于语音通话。由于功能手机一般待机时间较长，可以保证用户在智能手机没电的情况下保持联系。因此，虽然全球范围内功能机出货量伴随技术升级、消费升级而有所降低，但功能手机在以非洲和印度为代表的新兴市场仍然存在较大的市场空间和结构性需求，在未来一段时期内仍会存在特定的消费群体，根据 IDC 发布的数据显示，中东/非洲、亚太新兴市场功能机出货量在短期内仍有望保持稳定。

图 20: 不同地区功能机出货量



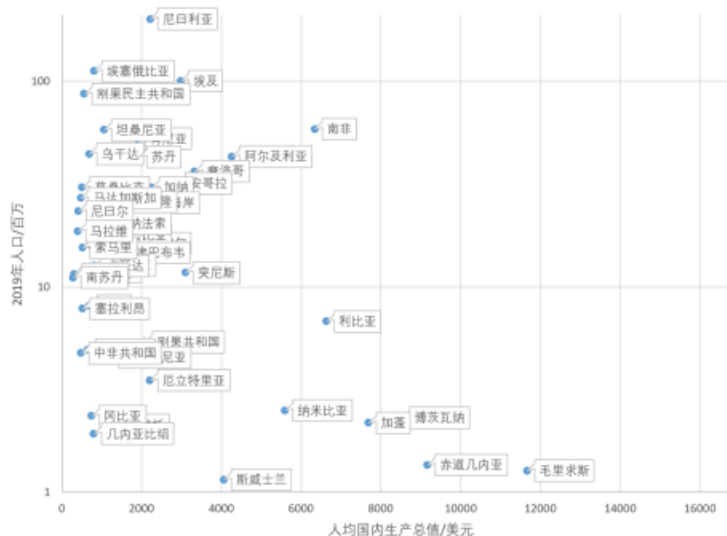
资料来源: IDC 预测, Bloomberg, 光大证券研究所

新兴市场尚处于功能手机向智能手机过渡阶段, 功能手机仍占据较高的市场份额, 智能手机市场普及率相对较低, 甚至还有一定比例尚未使用手机设备的人口。随着经济发展水平和人均消费能力的提升, 在手机智能化发展的大趋势下, 新兴市场的智能手机市场潜力巨大。

2.2、非洲市场持续消费升级

非洲大陆地理特点: 区域化差异明显, 传音积极拓展逐个攻破。非洲可以分三个区域: 第一是北非, 主要国家包括埃及、摩洛哥、阿尔及利亚等, 具有阿拉伯文化特点。第二是撒哈拉以南非洲, 主要包括东非的坦桑尼亚、肯尼亚、埃塞俄比亚, 西非的尼日利亚, 还有马里、科特迪瓦、加纳、喀麦隆等国家, 基本是深肤色非洲人。第三是南非, 白人居多, 社会更像欧洲。传音进入非洲后, 先是选择了东非、西非等人口基数较大, 人均 GDP 水平较好的国家作为核心市场。目前在撒哈拉以南的地区和国家已经取得了很好的市场份额和地位, 传音也在积极拓展北非和南非市场。目前传音在北非的重点国家如埃及、摩洛哥等市场表现向好, 根据 IDC 数据, 2020 年第二季度的市占率同比有所提升。南非是运营商渠道为主, 传音在南非亦有专门的团队开拓运营业务。传音目标在非洲各个区域都取得比较好的份额。

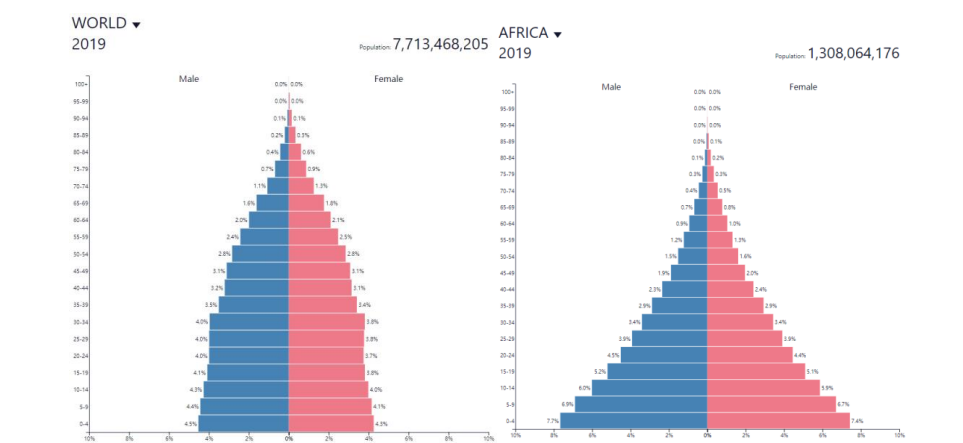
图 21: 2019 年非洲各国人口及人均 GDP



资料来源: 中国排行网, 光大证券研究所整理

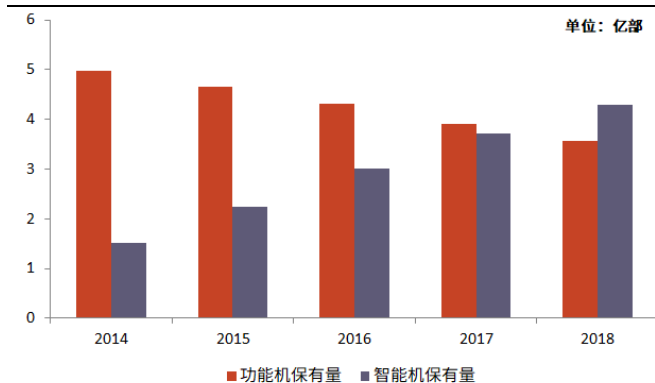
非洲市场特点：潜在年轻用户群体占比高，智能机增长快。非洲拥有庞大的人口基数和年轻的人口结构，并且保持着较快的人口增长速度。非洲由 54 个国家组成，根据世界银行数据，2019 年非洲总人口约 13.8 亿，占据世界总人口的 17%，年均复合增长率为 2.5%。人口的快速增长为行业提供了大规模的潜在用户群体，市场需求增长广阔。而目前非洲的智能手机市场普及率相对较低，尚处于功能手机向智能手机的过渡阶段，根据 IDC 统计，2014 到 2018 年，非洲市场功能手机出货量由 1.07 亿部增长为 1.27 亿部；智能手机出货量由 0.54 亿部增长为 0.88 亿部。据 GSMA 统计，非洲市场的手机普及率由 2014 年的 44% 上升为 2018 年的 52%。同时随着当地经济水平的逐步提升和基础设施建设的逐渐完善，用户群体的手机迭代周期不断缩短，手机需求将不断增长。GSMA 数据显示，撒哈拉以南非洲地区 2018 年智能机渗透率为 39%，预计到 2025 年智能机渗透率将提升至 67%。智能手机渗透率提升空间大。

图 22：非洲人口结构与全球人口结构对比（纵轴：年龄，横轴：比例）



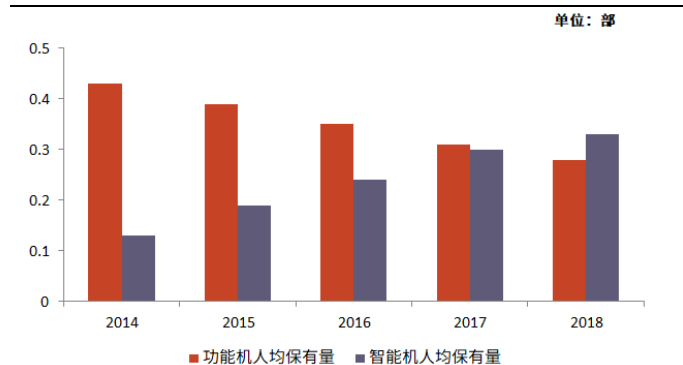
资料来源：Population pyramid, 光大证券研究所整理

图 23：非洲手机保有量



资料来源：IDC

图 24：非洲手机人均保有量



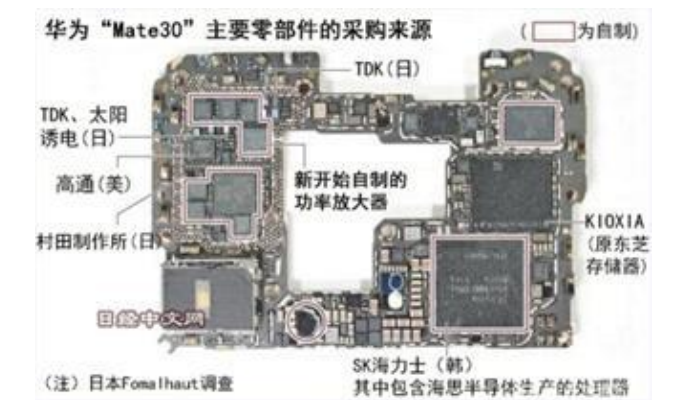
资料来源：IDC

2.3、华为承压后格局的变化

华为极限承压，非洲智能机迎来新变局。2019 年第一季度，华为发布首款折叠屏智能手机 Mate X 和 P 系列旗舰机 P30 国行版，并迎来 Q1 智能手机出货量暴涨 50% 达 5843 万部，超越苹果位居全球市场第二位，在高速增长的大好形

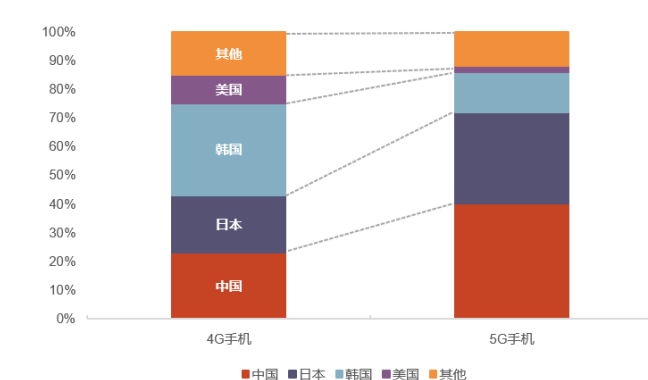
势下，美国一纸禁令压制了华为手机的成长趋势。2019年5月16日，美国总统特朗普签署行政命令要求美国进入紧急状态：美国企业不得使用对国家安全构成风险的企业所生产的电信设备；当天美国商务部在官网宣布，将华为技术有限公司及其附属公司列入管制“实体名单”；5月20日，谷歌母公司 Alphabet 停止与华为的业务。华为只能使用 Android 的公开版本，无法访问谷歌的专有应用和服务。这一套组合拳招招致命，直击华为公司的核心通信业务及智能手机海外业务。虽然 Q2Q3 的出货量数据表明，华为手机依然在高速增长，这是因为当季旗舰机型已经发布并留有库存，且同年5月20日，美国商务部官方网站发布：给华为及其合作伙伴 90 天的临时许可，后将这一许可延期至次年 8 月后不再延长，因此禁令对出货量的影响是具有滞后性的。

图 25：华为主流机型零部件来源拆解



资料来源：Fomalhaut，日经中文网，光大证券研究所

图 26：华为的零部件来源比率

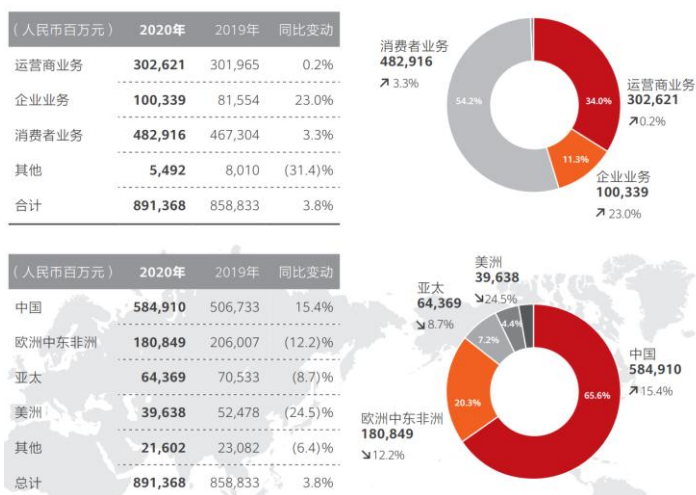


资料来源：Fomalhaut，日经中文网，光大证券研究所

注：以高配机型的价格计算，不包括手机屏。以 Fomalhaut 的推定为基础算出

风波再起，华为迎来至暗时刻。2020年5月15日，美国商务部在官网上再次发布禁令限制华为使用美国软件和技术设计芯片和全球代工厂为华为海思代工产品，缓冲期为 120 天。2020 年各季度的手机出货量和全年度年报数据也印证了华为受到美国压制的趋势。

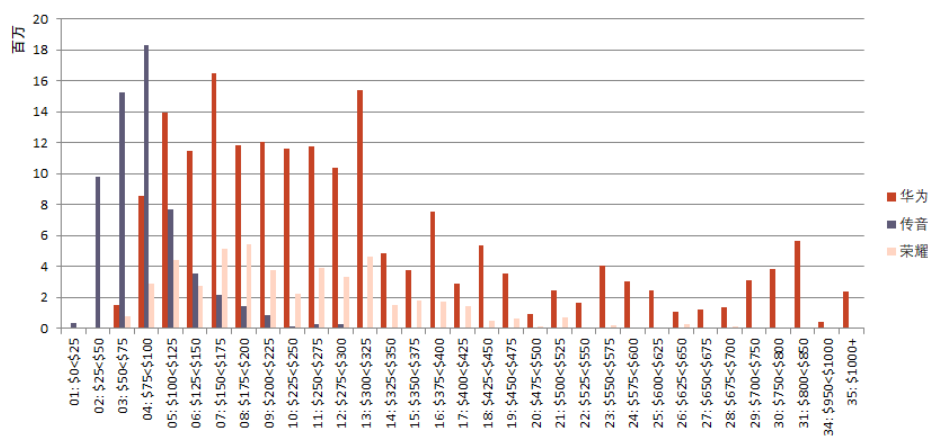
图 27：华为在海外收入大幅缩减 (右图为 2020 年数据)



资料来源：华为年报，光大证券研究所

空窗期十年一遇，传音能否接下接力棒？ 我们发现在售价\$75-\$150、总出货量达 7200 万部的非洲低端智能机市场，传音手机和华为（含荣耀）手机有着超过 30%的市场重叠，在华为手机逐步退出非洲市场的真空期，传音手机具有抢占低端智能机份额、扩展高端智能机空白份额的巨大空间。同时，华为手机在海外市场的全面退出，也意味着与非洲印度人口经济状况类似的亚非拉美国出现了智能机市场份额的空白，传音也可以复制非洲印度的成功经验，合理选择合适的国家适时进入，以填补华为手机留下的市场空白。

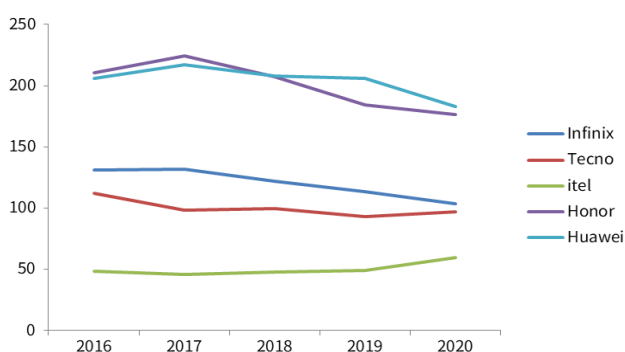
图 28: 华为与传音手机全球范围内不同售价区间出货量 (2020 年)



资料来源: IDC, Bloomberg, 光大证券研究所

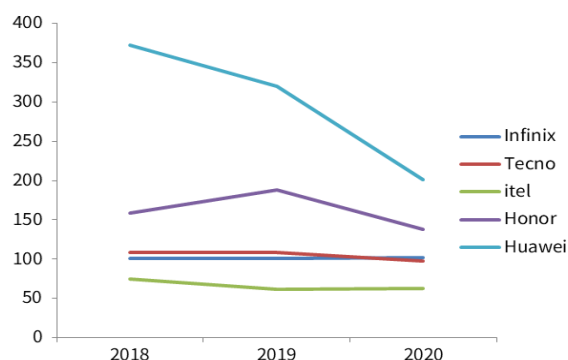
荣耀剥离之后，虽将作为独立品牌单独运营，可以取得关键的谷歌和高端芯片授权，但是一方面由于荣耀运营仍需时间的空窗期，另一方面对比定价策略可以发现，在人均收入和经济水平均较低、5G 基站并未大规模建设的印度和非洲地区，华为和荣耀手机三年来均价持续下降。友商的策略变化表明，这一地区高端手机市场的推广依然需要时间，传音三款主打品牌 Tecno、Itel、Infinix 在定价上依然具有很大优势，定价策略依然可以延续。

图 29: 华为和传音手机在非洲 ASP (单位: 美元)



资料来源: IDC, Bloomberg, 光大证券研究所

图 30: 华为和传音手机在印度 ASP (单位: 美元)



资料来源: IDC, Bloomberg, 光大证券研究所

3、手机业务：从非洲走向全球

3.1、本土化优势高筑护城河，高端化是长期战略

坚持长期主义，重视市场研究，以本地化用户为中心。公司是最早进入非洲的国产手机厂商，深谙当地消费者需求，致力于积累本土化技术优势。经过多年的持续积累，公司已具备较强应用性技术创新能力。公司积极引入新材料、新工艺以及新技术并在手机产品上进行应用，实现应用性技术上的持续创新。例如，公司深肤色拍照技术应用于公司手机产品，基于不同硬件设备，面对不同场景进行性能调优，并基于深色人像数据库定制算法，提高用户的使用体验。此外，公司拥有专业的售后服务品牌 Carlcare，服务品类覆盖自有品牌的手机、家用电器产品，并逐步向非自有品牌及其他品类拓展。Carlcare 致力于为全球市场提供本土化一站式服务，目前已在全球建有超过 2,000 个服务网点（含第三方合作网点），涵盖非洲、南亚、中东、东南亚、中东和南美等地区，为全球用户提供专业高效并有针对性的售后服务，增强了用户粘性，为公司巩固和提升市场份额提供了强有力的保障。

表 6：为本土化服务的技术创新（部分）

核心技术名称	应用	解决痛点	与同业比较
深肤色人像夜间拍照	智能机	解决深肤色用户群体的暗光自拍的问题	行业内其他厂商较少专门开发针对深肤色人群的高清晰度拍照技术。
深肤色智能美颜	智能机	解决了深肤色消费群体美颜拍照的问题	行业内其他厂商较少开发针对深肤色人像数据的定制算法。
大电流快充技术	智能机	非洲电力不足，大电流快满足了快速充电的需求；非洲气候炎热，散热难度大，高效率充电改善了目标市场人群充电的温升体验。	目前行业内较少厂商基于新兴市场电力环境开发针对性的充电技术
手机防水防腐蚀设计	智能机、功能机	满足非洲雨季的使用环境以及非洲用户多汗液的使用需求；同档位功能机无防水设计	目前行业内较少厂商基于新兴市场用户及环境开发针对性的防水防腐蚀设计
多卡设置	功能机	针对新兴市场运营商数量众多的状况，开发三卡三待、四卡四待等设计，可较为便捷地提升信号强度	新兴市场技术领先

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

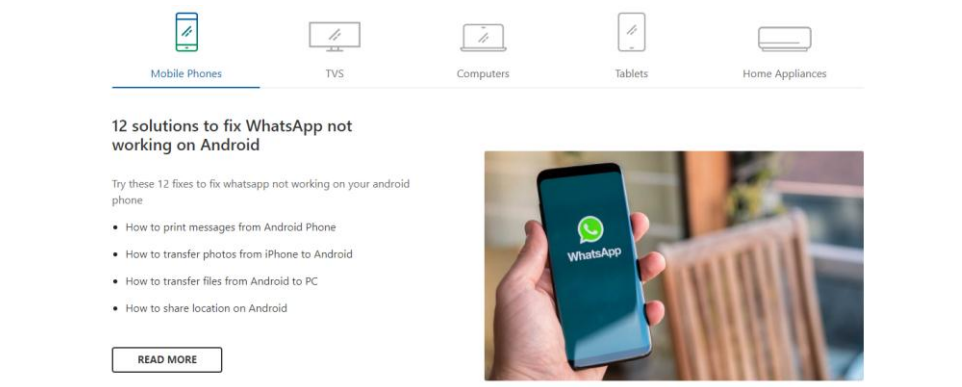
表 7：传音和竞争对手的产品结构和技术特点

可比公司	2020 年出货情况	产品结构	技术特点
三星	功能机 0.22 亿部 智能机 2.57 亿部	其经营业务包括三个部分，消费电子部分主要从事电视、显示器、空调等的制造；信息技术与移动通信部门主要从事计算机、手持电话、网络系统、数码相机等的制造；器件解决方案部门主要从事半导体和显示部件的制造。手机产品结构以智能机为主，功能机占比较低，产品线布局较为全面	在手机硬件如半导体、显示器件等领域拥有技术领先优势
苹果	智能机 2.03 亿部	产品包括 iPhone、iPad、Mac、Apple Watch 等硬件以及操作系统（iOS、macOS、watchOS、tvOS）、iCloud、Apple Pay 互联网应用软件等。手机产品为智能机，以高端型为主	在手机设计、操作系统、大数据及云计算、移动互联网应用、商业生态模式构建等方面拥有技术领先优势
华为	智能机 1.88 亿部	产品包含通信网络、IT、智能终端和云服务。产品为智能机，以中高端机型为主，并已覆盖高中低端机型	在手机移动通信、摄像模组及算法等领域拥有领先的技术优势，并在 5G、芯片、人工智能、充电管理等领域拥有技术领先优势
小米	智能机 1.47 亿部	产品包含手机、IoT 和生活消费产品以及互联网服务等。手机产品为智能机，覆盖高中低端机型	在硬件注重性价比的基础上，自主研发操作系统及移动互联网应用，“硬件+互联网服务+新零售”的商业模式包括：创新、高质量、精心设计且专注于卓越用户体验的硬件产品；使公司能以厚道的价格销售产品的高效新零售渠道和丰富的互联网服务
HMD	功能机 0.52 亿部	产品包含通信网络、手机、云服务等，	在手机移动通信、工业设计以及摄像等硬件领域拥

	手机产品结构中功能机占比较高	有较为领先的优势，并在功能机产品的充电、通信、摄像等方面拥有深厚的经验
传音	功能机 1.10 亿部 智能机 0.60 亿部	产品以手机为主，并向家电、数码配件、移动互联网服务和大数据运用领域延伸。手机产品类型包含功能机及智能机
		在针对深肤色人群的拍照、人脸识别、人像美颜、图像处理、场景本地化大数据等领域技术领先，并基于新兴市场的本地化特点开发针对当地环境的低成本快速充电、材料等创新技术，并通过研发大数据、云计算等技术，打造非洲领先的操作系统及移动互联网应用

资料来源：IDC, Bloomberg, 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 31：传音旗下品牌 Calcare 提供本土化一站式服务



资料来源：公司官网, 光大证券研究所

对于手机行业而言，品牌是综合实力的体现。品牌的树立需要企业在技术研发、产品性能、销售网络、专业服务、企业文化等多方面长期不懈的努力，是手机行业的重要壁垒。对于新进入者而言，树立公司品牌不仅需要较长时间，而且成本要数倍高于老企业维持和巩固现有品牌的成本。IDC 数据显示，2020 年 Q4，传音在非洲智能机市场市占率达 44%，遥遥领先第二名。根据《African Business》于 2020 年 6 月发布的“2019/2020 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜，传音旗下三大手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第 5、21 及 27 名。高市占率和良好的品牌美誉度使得传音有望在存量和增量市场中均延续优势。

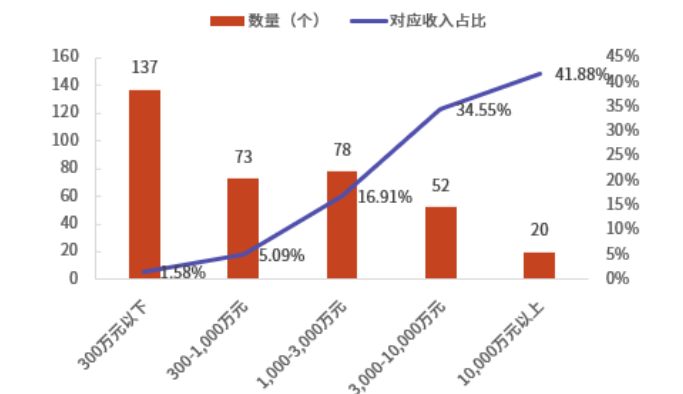
销售模式以经销商为主，营销渠道覆盖面广。非洲国家分布分散，逐个渗透需要付出较多的时间和成本。传音深耕非洲市场多年，形成了广泛完备的销售网络，具备先发优势，并借鉴非洲经验继续开拓其他新兴市场。目前，公司产品已进入全球 70 多个国家和地区，与各市场国家超过 2,000 家具有丰富销售经验的经销商客户密切合作，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球主要新兴市场的销售网络。

图 32：经销商数量 (家)



资料来源：Wind, 光大证券研究所

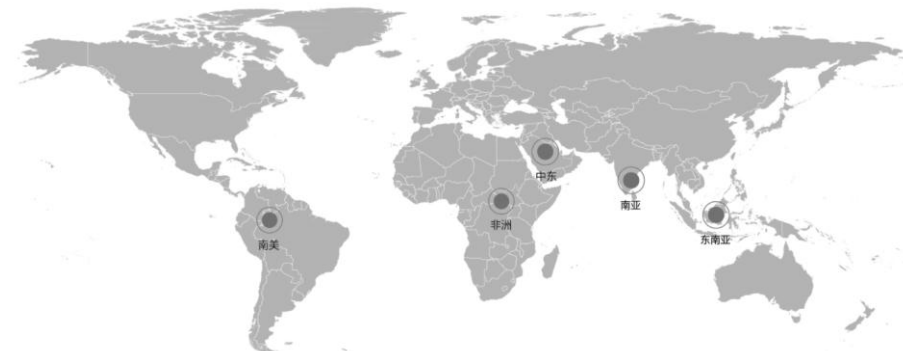
图 33：2019H1 经销商规模及对应收入 (非洲)



资料来源：Wind, 光大证券研究所

公司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。积极布局低线城市,加强渠道下沉,也致力于与渠道商共成长。强大的销售渠道使得公司产品竞争力和市场占有率不断提高。

图 34: 传音销售网络遍布全球



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

本地化运营带来经营和供应链管理优势。公司在埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等地设立自有工厂,一方面对于市场需求可进行快速响应,另一方面也带动了当地就业及生产配套设施建设。公司快速的市场响应及柔性化生产能力使得公司在市场中获得了良好的口碑和信誉,进一步构筑市场进入壁垒。

公司及时跟踪掌握消费者市场需求动向,对客户深入调研,使得其产品研发方向定位精准,产品能够及时满足市场需求,抢占市场先机。公司凭借优异的产品性能和本地化的技术创新,提高了手机用户的终端体验。公司在非洲市场获得了高于其他手机厂商的市场占有率和广泛的品牌影响。

传音高度重视本地化人才队伍的建设,长期吸收和培养当地人才。公司的生产、研发、采购、销售团队均包含外籍本地员工,为协助经销商不断下沉销售渠道,将销售网络由当地一二线的发达区域逐步向三四线区域下沉、覆盖,完善现有市场销售网络,公司海外销售人员占比较高,稳定的海外员工团队在公司的生产经营中发挥着重要作用。

表 8: 2020 年公司海外生产、售后、销售人员比重较高

	薪酬费用 (万元)			人员数量 (人)			平均薪酬 (万元)		
	境内	境外	小计	境内	境外	小计	境内	境外	小计
管理(含采购及质量)	50394.12	3140.04	53534.16	2138.00	560.00	2698.00	23.57	5.61	19.84
研发	43859.35	251.79	44111.14	1498.00	19.00	1517.00	29.28	13.25	29.08
生产	18906.59	3124.79	22031.38	2867.00	2299.00	5166.00	6.59	1.36	4.26
售后	2083.91	5167.16	7251.07	59.00	1573.00	1632.00	35.32	3.28	4.44
销售	21765.27	28664.32	50429.59	385.00	2919.00	3304.00	56.53	9.82	15.26
合计	137009.24	40348.10	177357.34	6947.00	7370.00	14317.00	19.72	5.47	12.39

资料来源: 第二轮审核问询函回复报告, 光大证券研究所

从硬件到软件, 贯彻智能终端和移动互联网服务协同发展的战略, 拓展领先优势。移动互联网业务方面, 公司在非洲及印度市场领先的市场占有率为公司带来了天然、持续和稳定的流量, 是公司发展移动互联网业务的强大保证。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), 包括 HiOS、itelOS 和 XOS。围绕传音 OS, 公司开发了应用商

店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展非洲移动互联网产品的核心基础。

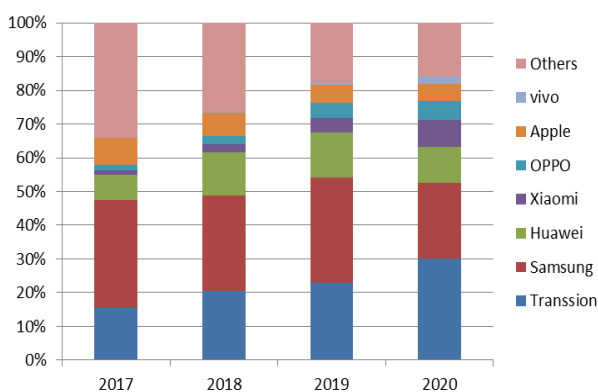
此外，公司与网易等多家国内领先的互联网公司，在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。未来的移动互联网发展不可限量。

3.2、传音手机业务在非洲市场渗透率持续提升

智能机：传音手机在非洲占有率第一。根据 IDC 统计数据，2020 年公司在非洲的市场份额持续提升，其中非洲智能机市场的占有率超过 40%

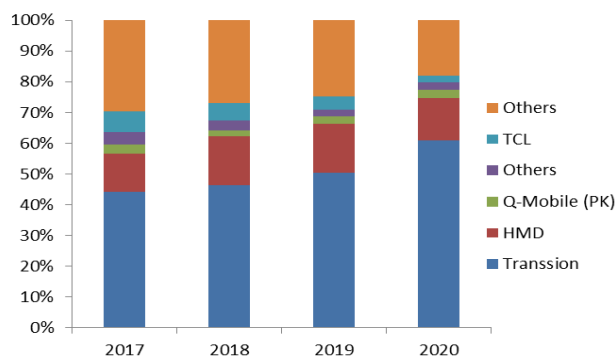
功能机：传音在非洲/中东市场上，功能机出货占比超过 60%。价格优势明显，位居绝对领先地位，处于市场第一的位置。

图 35：传音在非洲/中东智能机份额



资料来源：IDC, Bloomberg, 光大证券研究所

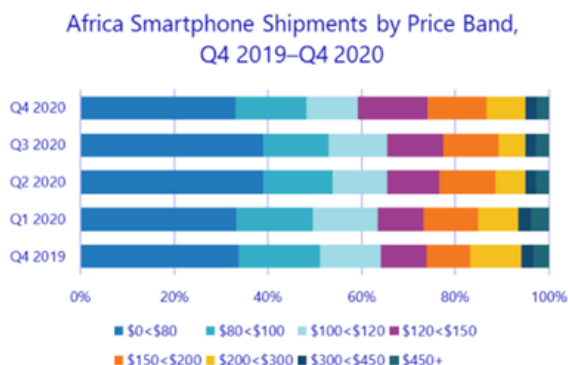
图 36：传音在非洲/中东功能机份额



资料来源：IDC, Bloomberg, 光大证券研究所

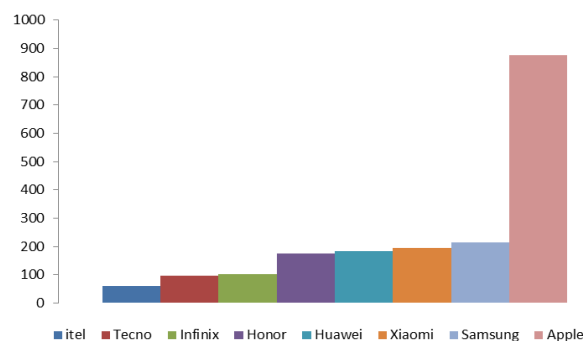
智能机：传音在非洲智能机份额接近四成，物美价廉，拍照优势突出，市场潜力巨大。根据 IDC 数据统计，到 2020 年末，低于 100 美元的细分市场占据了非洲智能手机市场的 50% 以上。高端市场（400 美元及以上）在价格敏感的非洲市场中获得个位数的市场份额。传音高性价比的策略使得其在非洲第一的领先优势进一步扩大，相比于三星、华为等竞争对手，性价比优势明显，深肤色人脸识别和拍照等主要功能独步天下。在华为逐步退出海外市场的大环境下，但智能手机的渗透率依然有巨大提升空间，传音智能机可凭借巨大的市场份额和品牌传播力，在非洲地区适当溢价，进一步提高盈利能力。

图 37：非洲智能手机不同价格区间出货量



资料来源：IDC, 光大证券研究所

图 38：非洲/中东不同品牌智能机平均出货价 (美元, 2020 年)



资料来源：IDC, Bloomberg, 光大证券研究所

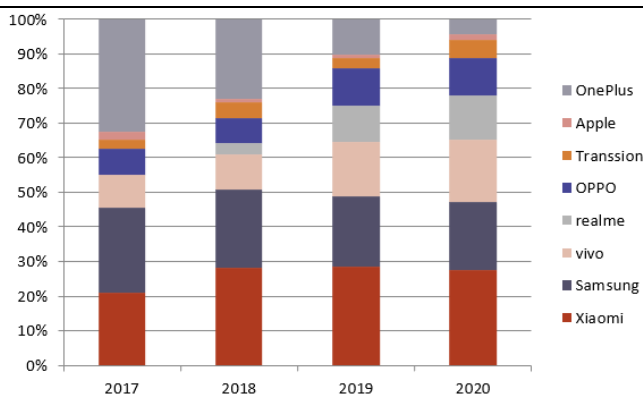
3.3、 借鉴非洲成功经验，积极拓展南亚等新兴市场

3.3.1、 印度市场：2020 出货量逆势录得大幅增长，市场份额继续提升

印度市场特点：人口基数大经济增长快，本地化品牌竞争激烈。作为金砖四国之一和世界第二大人口国家，印度具备消费电子产业蓬勃发展的天然优势。截至 2020 年初，印度人口已经达到 13.66 亿，连续 20 年 GDP 保持 5% 以上的增长，已成长为全球主要手机消费市场之一。据 eMarketer 统计，2014 年到 2018 年，印度市场功能机出货量由 1.79 亿部增长为 1.81 亿部，人均保有量由 0.44 部下降为 0.36 部；智能机出货量由 9.80 亿部增长为 1.42 亿部，人均保有量由 0.10 部增长为 0.27 部，手机市场的数据还不及非洲市场，这与印度 GDP 全球第五的经济大国地位不符，市场潜力巨大，因此各大厂商三星、小米、OPPO、VIVO、华为等在印度均积极布局智能机市场，竞争惨烈，功能机方面，本土品牌 Lyf 也在 2018 年至 2019 年推出免费送机活动，抢占了大量份额。

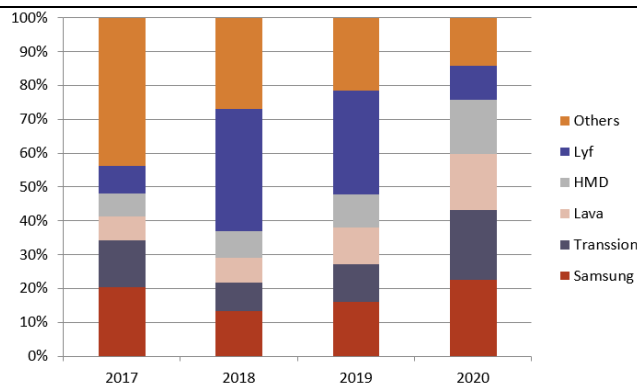
逆势增长，2020 年传音手机在印度市场份额排名第四。2020 年印度市场智能机、功能机出货量均呈现下降的趋势，传音智能机、功能机在印度均录得大幅增长。据 IDC 数据，2020 年传音手机在印度市场份额 10.6%，排名第四。功能机出货量市场第二、智能机出货量市场第六。

图 39：传音在印度智能机份额



资料来源：IDC, Bloomberg, 光大证券研究所

图 40：传音在印度功能机份额



资料来源：IDC, Bloomberg, 光大证券研究所

印度增长动能：深耕本地化运营，移动互联网培养下沉用户粘性。公司于 2016 年进入印度手机市场，在印度的经销渠道较为扁平化，经销商规模小、数量多、覆盖广等特点。公司 2017 年印度市场份额有较明显提升，但由于 2018 年印度市场竞争加剧，比如部分本地运营商在功能机领域推出了绑定流量的超低价功能机业务，对各手机厂商均造成一定的影响，导致当年公司印度市场份额有所下滑。2018 年受市场竞争加剧和印度关税提升影响，当年毛利率水平出现下滑。公司 2019 年印度市场通过优化产品结构，提高当地采购及生产制造的比例降低关税影响，经营状况逐步呈现良好态势。

表 9：传音在印度经销商拓展数量

合作年限	数量 (个)	对应收入占比
2016 年以前签约合作	5	6.13%
2016 年开始签约合作	566	30.56%
2017 年开始签约合作	749	30.49%
2018 年开始签约合作	429	24.14%
2019 年 1-6 月开始签约合作	289	8.69%
合计	2,038	100.00%

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

表 10：传音在印度不同规模经销商数量和收入占比 (2018 年)

收入规模	数量 (个)	对应收入占比
50 万元以下	1,196	7.96%
50-100 万元	354	12.83%
100-200 万元	287	18.44%
200-300 万元	101	10.36%
300 万元以上	100	50.40%
合计	2,038	100.00%

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

印度未来发展：既有战略延续，发力移动互联网市场，追随友商成功经验

经过数年在印度市场的摸索，传音公司的市场策略和未来发展路径可以归纳为：

第一、坚持长期投资和本地化品牌建设，三个品牌布局和设计上根据不同消费者人群、渠道特点去进行从电商到零售渠道到四五线城市的分销渠道的广泛布局，同时在产品的设计上更加贴合印度消费者的需求，解决印度消费者在日常使用中的痛点，专注于用户体验的持续改进。

第二、深耕印度本地市场。传音从 2017 年起即开始逐步建设印度本地的生产工厂，从组装生产到贴片工艺，从渠道建设和生产制造出发，紧跟印度莫迪总理“Make in India”的倡议，逐步拓展到品牌渠道建设、生产制造、供应链体系和本地化运营，希望在印度建立一个更长期的健康和稳定的业务模型。

第三，复制传音在非洲市场移动互联网领域的成功布局，发力生态建设和爆款 APP 培育。印度互联网生态成熟，互联网用户数量约为 4.62 亿，巨大的用户基数与人口红利昭示着其拥有充满潜力的市场，预计到 2025 年印度互联网市场规模将达到中国在 2017 年的 1/3 至 1/2；印度也是全球拥有 IT 开发人才最多的国家之一，在莫迪总理 2015 年为了鼓励年轻人创业的“Startup India, Standup India”口号下，越来越多人才投身互联网创业，为印度互联网生态贡献了丰富的商业应用。本地互联网生态的成熟度让传音可以在印度复制其在非洲的操作系统、预装 app 以及独立 app 打造的策略。

第四，小米在印度市场的成功经验可以为传音提供借鉴，诸如人员管理本地化、硬件制造本地化、软件生态本地化、战略投资布局等带来的强力竞争壁垒，尤其是电商领域的成功值得一提。印度互联网尚处于瓜分领地的早期阶段，小米和本地电商 Flipkart 合作，垄断了印度智能手机线上 50% 的市场，并采用饥饿营销的策略解决了前期供应不足的问题，这些电商打法都非常值得传音学习。

3.3.2、巴基斯坦市场：围绕一带一路经济带，出海破局有转机

自成立以来，传音公司始终坚持深耕以非洲、印度为代表的全球新兴市场，并取得了巨大成功，这些成功经验完全可以复制到与非洲印度类似的新兴市场，继续扩大传音手机的市场版图。但是在民粹主义逐渐盛行的当今世界，出海品牌面临的不可抗力因素会越来越多，在市场的选择上，传音紧密追随“一带一路”建设，围绕“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”沿线国家拓展业务。传音不断拓展海外新兴市场和业务，在致力于成为全球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的同时，成为中国出海企业成功践行国家战略的杰出代表。

巴基斯坦：复制非洲经验，华为退出后的最大受益者

近年来，随着南亚地区国家经济发展，不仅仅是金砖四国之一的印度，其邻国巴基斯坦的消费者也对智能手机的需求也愈加增长。与印度类似，巴基斯坦亦是一个人口超过 2 亿的年轻化战略市场，是全球人口增长较快的国家之一，每年有大量的年轻人进入到劳动力市场。随着移动网络基础设施的不断改善，手机消费已逐渐成为巴基斯坦年轻人的刚性需求产品。GSMA 报告和 IDC 数据显示，2018 年至 2025 年，巴基斯坦将新增 3100 万移动用户，大部分手机用户将通过智能机，实现与世界的万物互联，受益于 2020 年华为在巴基斯坦市场的退出以及传音和其他竞品厂家的差异化全球战略布局，在 2020 年华为退出海外市场的大背景下，传音获得了难得的市场机遇占领巴基斯坦市场。截至 2020 年末，智能机出货量占巴基斯坦手机市场的 40%，相比 2019 年同期有较大提升，巴基斯坦正处于功能机向智能机转换的战略机遇期，智能机还有较大上升空间。

作为出海市场的第一站，巴基斯坦不仅是印度一衣带水的邻国，具有相似的宗教文化信息和生活习俗，更是“中国人民的老朋友”，具备最为友好的宽松政治环境，中巴经济走廊项目建设也快速改善了当地移动网络基础设施条件，这为智能手机的迅速普及奠定了坚实基础。传音在探索巴基斯坦新兴市场过程中重视“打造优质品牌”、“本地化创新”和“共创·共享”，坚持本地化战略，针对当地消费者的需求，不断加大产品研发投入，打造令消费者满意的产品。据 IDC 数据，截至 2020 年，传音在巴基斯坦手机市场占有率达 40%，排名第一，发展势头良好。

同时巴基斯坦政府也一直推进本地化工厂的建设，为当地创造更多就业机会。据悉，传音或将考虑在巴基斯坦建立合资工厂，未来有可能会将部分 Infinix 手机产能转移到巴基斯坦境内，这将进一步助推传音在巴基斯坦继续开拓手机业务，推出更符合巴基斯坦本地市场的、差异化的产品，早日构建本地竞争高壁垒。同时，传音还将在巴基斯坦加快发展家电、配件业务，探索多模式业务增长之路，多维度、立体化发展新业务。

4、其他业务：1+N 战略布局，互联网和配件持续发力

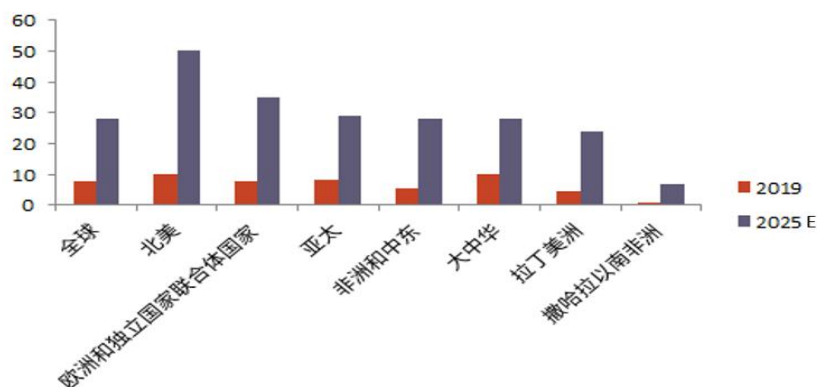
公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，营业收入和营业利润均主要来自于手机产品销售。除手机产品外，公司还为客户提供移动互联网服务、数码配件、家用电器等其他产品或服务。大数据、云计算、移动互联网功能的软件与手机硬件融合是手机产品附加值的主要来源。公司移动互联网业务及家电、配件等手机周边产品业务拥有高质量的品牌保障。通过用户间的口碑营销和良好互动，公司“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式已初步成型，从而进一步强化了公司的竞争优势。

4.1、互联网业务：流量入口奠定变现基础，着眼长期数字化布局

受益于未来数据流量在非洲高速增长，移动互联网或将成为下一业绩增长点。

根据 GSMA 的预测，非洲市场自 2019 年-2025 年单个用户每月消耗网络数据流量增长高达 8.5 倍，远高于全球 4 倍不到的用户平均单月消耗数据流量增速。相比其他区域，非洲市场有着独到的优势：跳过 PC 时代，直接进入移动互联网时代，用户心智无需经历从 PC 到智能机的“迭代”过程，许多新颖产品和服务得以跳跃式地抢占市场；年轻、城镇化的用户非常利于新消费习惯成形，市场对新事物的接受度和付费意愿快速成长。

图 41：全球各地区手机用户平均每月消耗流量 (GB)

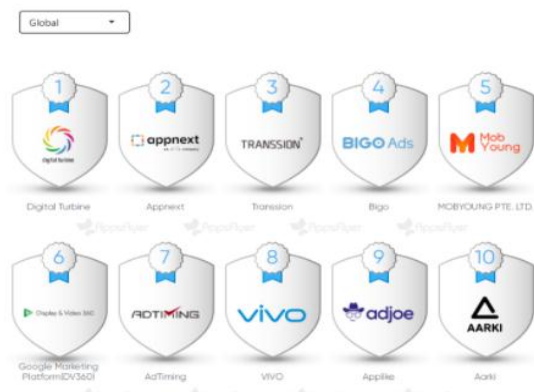


资料来源：GSMA 预测，光大证券研究所

依托智能手机积累大量用户，传音移动应用表现抢眼。在坚持手机为核心产品的基础上，公司将依托渠道资源及智能手机积累的大量用户资源，同时在数码配件、家电业务及移动互联网业务领域积极布局，打造 1+N 战略布局，追求新的盈利增长点，不断提升持续盈利能力。

2021 年 3 月 24 日，全球领先的移动归因与营销分析公司 AppsFlyer 发布了《广告平台综合表现报告第十二版》(以下简称报告)。在这份全新出炉的报告中，传音移动互联网业务表现抢眼：得益于在新兴市场的持续开拓和布局，传音成为全球增速第三的媒体渠道，较上一年上升一位，应用安装份额提升 240%。在区域增长指数榜单中，传音移动互联在非洲地区排名第一，印度、东南亚地区排名第四，以及中东地区排名第七。

图 42：全球移动应用增长榜单



资料来源：公司官网，AppsFlyer，光大证券研究所

图 43：非洲移动应用增长榜单



资料来源：公司官网，AppsFlyer，光大证券研究所

公司生产的智能手机出货量快速增长，传音 OS 系统市场占有率不断提升，公司自主研发的传音 OS 已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一。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），包括 HiOS、itelOS 和 XOS（以下统称“传音 OS”）。目前，传音 OS 已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一。围绕传音 OS，公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展非洲移动互联网产品的核心基础。

公司与 Google、Facebook 等国际互联网公司形成了紧密的合作共赢关系。与 Google 进行密切合作。公司所有设备均获得 Google 认证，并经过严格的安全和性能测试。公司与 Google 的合作包括：

(1) APK 预装。公司是最早一批将 Google Lens 导入产品的厂商之一，并率先开启 AR CORE 在低价手机设备上的应用，同时在设备上引入专用 Google Assistant 按钮并扩展相关的语音助手命令。

(2) 产品定制。公司在高度洞察新兴市场用户需求的基础上，结合对目标市场特点的理解定制相关应用，如公司将自有产品的照片编辑器集成到 Google 相册中，使得照片编辑更加本地化、高效化。

(3) 系统搭载与推广。基于非洲等地市场占有率的优势，公司是多个 Google Android 系统计划的重要合作伙伴。Android Go 产品全面提升入门级智能手机的使用体验，与公司高度本地化的产品设计产生协同。在 Android One 项目中，公司协助 Google 在非洲主要市场成功推出了具有全新体验的 Android One 产品；公司与 Facebook 签订软件预置合约，在非洲用户数据、互联网应用程序等领域进行深度合作。公司庞大的用户规模是 Facebook 在非洲等新兴市场的重要流量入口；

孵化非洲的爆款互联网产品。公司与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网公司，在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。多款移动互联网产品均发展势头良好。截至 2020 年年末，已合作开发 8 款月活跃用户超过 1,000 万的应用程序。

图 44：传音爆款应用一览

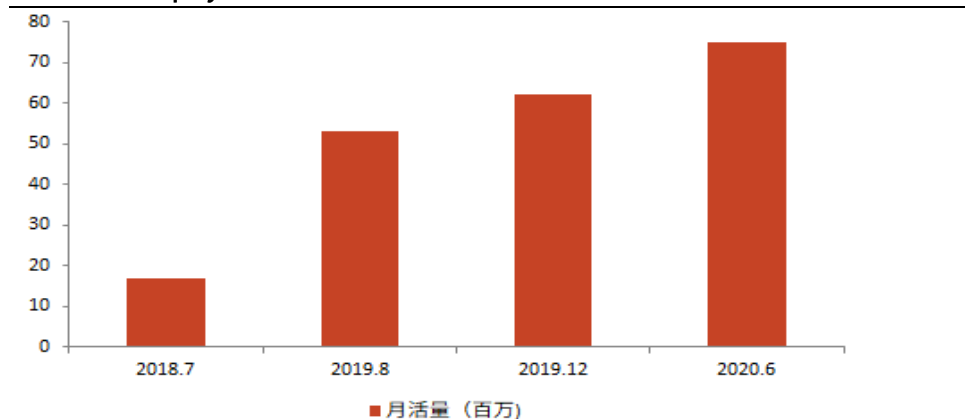


资料来源：招股说明书，光大证券研究所

代表产品 1: Boomplay ——2018 年 11 月，Boomplay 与环球音乐首次达成版权合作，第一次将全球音乐带向非洲大陆。在短短 2 年多的时间，Boomplay 先后完成了与环球音乐、华纳音乐、索尼音乐全球三大唱片公司的版权合作，构建起了广阔的音乐版图和坚实的内容壁垒。截至 2020 年 12 月，全

球总用户已经增长至 1.3 亿，曲库数超过 5000 万，同时也是全球范围内拥有最多非洲本地内容的音乐流媒体平台。2021 年 3 月 17 日，Boomplay 与环球音乐的合作再次升级，其版权区域由原来的非洲 7 国扩展到泛非 47 国。新的版权协议将覆盖包括科特迪瓦、喀麦隆和塞内加尔在内的法语区非洲国家，及南非和埃塞俄比亚等重点国家和地区。这也是环球音乐集团首次面向法语区非洲国家开放版权内容，具有里程碑式的意义。

图 45: Boomplay 的月活量

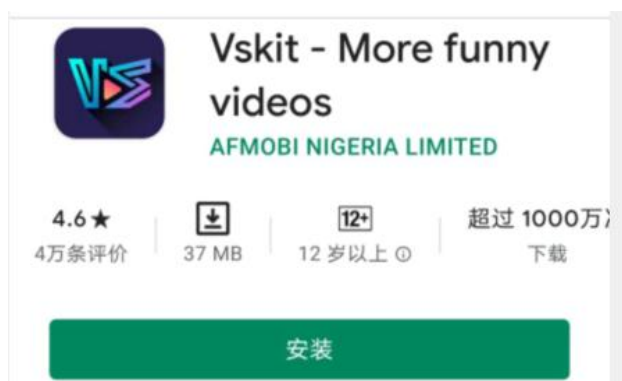


资料来源: Statista, 光大证券研究所

代表产品 2: 新闻聚合类应用 Scooper——深耕本地化内容创作和资讯聚合，已于 5 个国家搭建起本地化运营团队，在尼日利亚、肯尼亚、加纳、埃及等国家新闻 APP 用户数排名前 3；

代表产品 3: 短视频类应用程序 Vskit——通过与非洲本地 KOL (Key Opinion Leader 关键意见领袖) 的合作，构建本地的 MCN 生态 (Multi-Channel Network 一种多频道网络的产品形态)，积累本地短视频内容的优势与壁垒。

图 46: Vskit 在 Google play 下载量



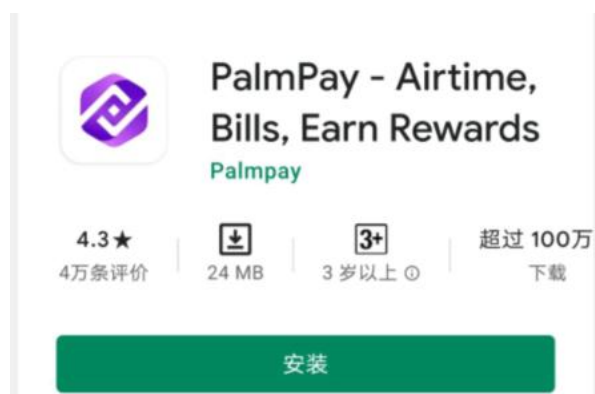
资料来源: 谷歌应用, 光大证券研究所

图 47: Boomplay 在 Google play 下载量



资料来源: 谷歌应用, 光大证券研究所

图 48: Palmpay 在 Google play 下载量



资料来源: 谷歌应用, 光大证券研究所

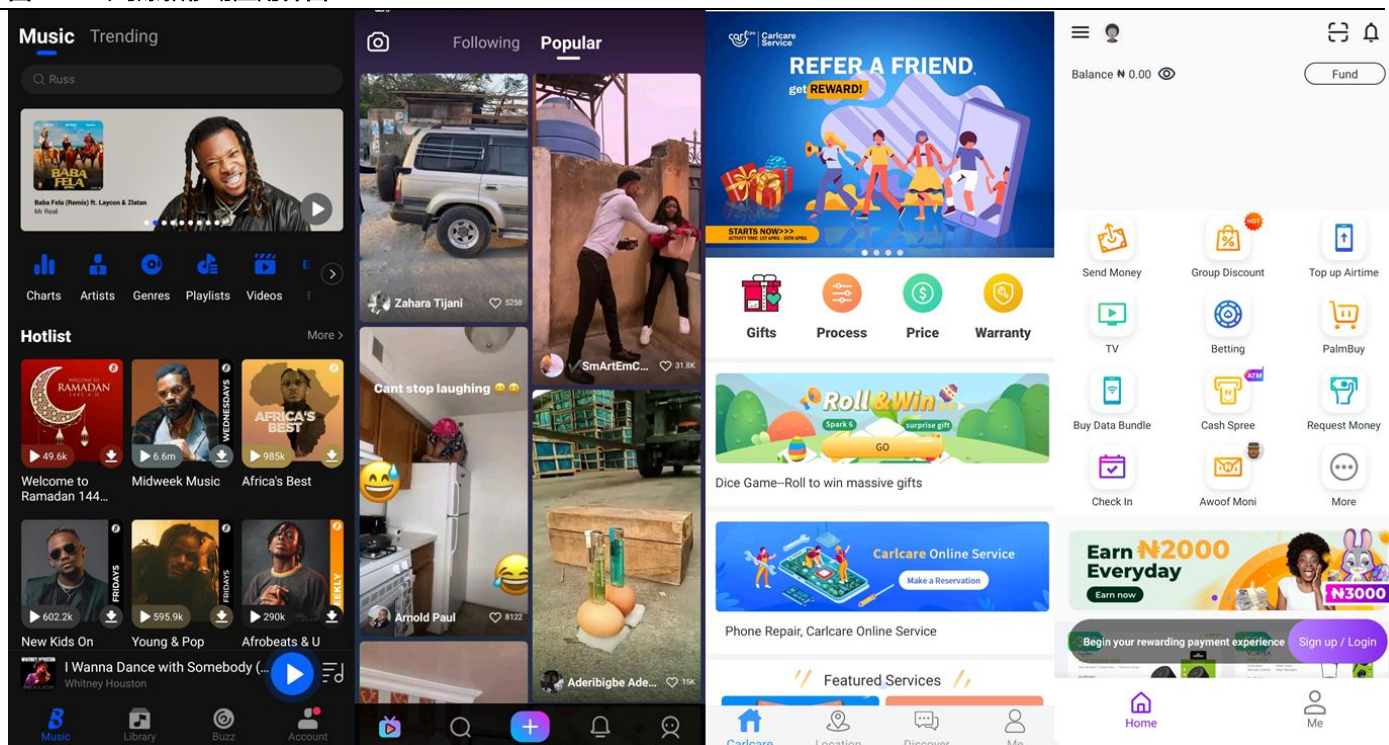
图 49: Carlcare 在 Google play 下载量



资料来源: 谷歌应用, 光大证券研究所

代表产品 4: 社交聊天软件 Palmchat——于 2012 年在非洲大陆上线, 目前总用户数已超 1 亿用户, 被誉为非洲版的“微信”, 发展前景广阔。

图 50: 公司爆款移动应用界面



Boomplay, Vskit, Carlcare, Palmpay

资料来源: APP 截图, 光大证券研究所整理

4.2、白牌市场：家电市场尚有广阔市场提升空间

非洲的家电市场以白牌为主，尚有广阔的市场提升空间。Syinix 是公司创立的家电品牌，致力于促进非洲地区的家电产业发展，力争成为非洲家电市场的第一品牌。公司家用电器产品主要有电视、冰箱、空调、洗衣机和电风扇等。

2019 年开始，传音家电业务开启了多品牌、多模式的发展之路，进行差异化运营：Syinix 定位中高端家电品牌，2015 年起运营至今，在“Starting Smart Life”理念的指导下，Syinix 致力为消费者提供高质量的智能电视、空调、冰箱、洗衣机、微波炉、电热水壶等家用电器产品；itel 定位入门级家电品牌；Infinix 主打智能电视业务，为年轻用户提供“时尚科技”的智能家居体验。配件业务发展态势良好，初步完成了多品牌布局，覆盖不同消费群体，在大力发展线下业务的同时，亦积极拓展线上业务。2020 年，公司数码配件、家用电器继续多品牌发展策略，市场需求逐步提升。

图 51：公司家电产品



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

4.3、手机配件：市场大有可为

Oraimo 是公司于 2014 年创立的专业 3C 产品配件品牌，专注于为全球年轻消费者打造酷炫的、独具创意的智能配件产品，使他们能够探索更多的精彩体验。Oraimo 的产品主要包括智能音箱、智能手环、移动电源、蓝牙耳机等，目前已经成功覆盖非洲及亚洲的 30 多个国家和地区，成为非洲最受消费者欢迎的 3C 配件品牌之一。

图 52：公司消费电子产品



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

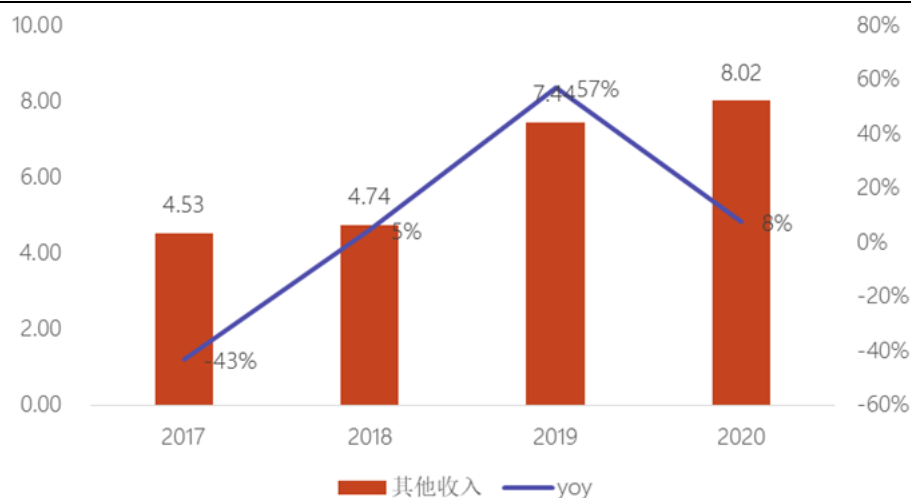
4.4、售后服务：幕后英雄，助力 3C 产品全生命周期

Carlcare 是公司创立的提供专业售后服务的品牌，服务产品类别涵盖电子

产品、家用电器和照明电器等。Carlcare 品牌已在全球建有超过 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, 是非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商。Carlcare 旗下拥有多位来自行业顶尖专家组成的管理团队和技术团队, 涵盖非洲、南亚、中东、东南亚等地区, 为全球用户提供专业高效的售后服务。专业化的售后服务体系为公司巩固和提升新兴市场销售份额提供了强有力的保障, 进一步增强了与终端用户的产品粘性。

在售后服务和其他收入上, 公司近年保持较为稳中有升的水平。

图 53: 售后服务收入 (其他收入) 增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

5、盈利预测

关键假设及盈利预测

1.手机板块：包括智能机销售和功能机销售。受益于新兴市场功能机向智能机的消费需求转变，智能机销量有望维持高速增长，功能机销售有所下降。2021-2023 年智能机收入增长率为 19.44%/18.56%/16.69%，2021-2023 功能机销售收入增速为-10.32%/-2.30%/-2.35%。

2.家电配件板块：包括家电、消费电子产品的销售。随着智能家居的发展，未来家电、消费电子产品市场将出现更新换代和增长，我们预测 2021-2023 年收入增长率为 20%/20%/18%。

3.互联网板块：受益于广大的手机终端数目，以及长期新兴市场地区移动通信技术的提升，预计 2021-2023 年互联网板块增速为 50%/40%/30%。

表 11：公司主营业务拆分及盈利预测（单位：百万元）

单位:百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	24370	37791	43217	50053	57351
增长率	11.26%	55.08%	14.36%	15.82%	14.58%
毛利	6675	9656	11773	13648	15712
主营毛利率	27.39%	25.55%	27.24%	27.27%	27.40%
智能机					
收入	17584	29380	35091	41604	48549
增长率	13.60%	67.09%	19.44%	18.56%	16.69%
毛利	4871	7393	9475	11233	13108
毛利率	27.70%	25.16%	27.00%	27.00%	27.00%
功能机					
收入	6042	6506	5835	5701	5567
增长率	1.54	7.68%	-10.32%	-2.30%	-2.35%
毛利	1670	1700	1459	1368	1336
毛利率	27.64%	26.13%	25.00%	24.00%	24.00%
数码配件、家电					
收入	-	761	913	1096	1293
增长率	-	0.00%	20.00%	20.00%	18.00%
毛利	-	228	274	329	388
毛利率	-	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
互联网					
收入	-	341	512	716	931
增长率	-	0.00%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利	-	222	332	465	605
毛利率	-	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
其他收入					
收入	744	802	866	935	1010
增长率	56.96%	7.80%	8.00%	8.00%	8.00%

毛利	134	113	233	252	274
毛利率	18.01%	14.09%	26.90%	26.94%	27.12%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

考虑到公司智能机销量超预期, 上调 21~22 年归母净利润由 27.45/34.49 亿元至 42.77/56.78 亿元, 上调幅度+56%/+65%, 预测 23 年净利润 73.82 亿元, 对应 2021-2023 年 EPS 分别为 5.35/7.10/9.23 元, 对应 PE 为 31X/23X/18X。

6、估值水平与投资评级

6.1、相对估值

考虑到传音控股作为新兴市场手机行业的龙头企业, 选择小米和苹果作为可比公司。结合可比公司的估值水平, 预测传音控股 21-23 年 PE 估值水平平均低于行业可比公司。

表 12: 可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (原始货币)		归母净利润 (亿元)					PE (X)				市值 (亿原始货币)
	2021/8/18	20 年	21 年 E	22 年 E	23 年 E	20 年	21 年 E	22 年 E	23 年 E			
小米集团	24.6	203.56	183.23	229.66	293.65	30	34	27	21	6,171		
苹果公司	146.36	574.11	782.54	836.81	899.29	42	31	29	27	24,194		
平均						36	32	28	24			
传音控股	166.76	26.86	42.77	56.78	73.82	53	31	23	18	1,337		

资料来源: wind 一致预期, 其中, 传音控股来自光大证券研究所预测, 其中, 小米集团原始货币为港元、苹果公司为美元、传音控股为人民币, 汇率: 按 1HKD=0.8335CNY 换算, 股价日期截至 2021 年 8 月 18 日

从 PE-band 可以观察到, 公司历史 PE 估值中枢约 41x, 我们预测公司 21 年动态 PE 为 31x, 估值水平略低于估值中枢。

图 54: 公司上市以来的 PE-Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 8 月 18 日

6.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率：由于传音是非洲最大的手机设备生产企业，已进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 2%；
- 2、β值选取：采用申万二级行业分类-通讯设备的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 19%。

表 13：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.09%
β(βlevered)	1.23
Rm-Rf	3.10%
Ke(levered)	6.92%
税率	19.00%
Kd	3.44%
Ve	70,498.5
Vd	1,726.2
目标资本结构	2.39%
WACC	6.83%

资料来源：光大证券研究所预测

表 14：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	24,002.91	13.33%
第二阶段	47,570.71	26.43%
第三阶段 (终值)	108,434.37	60.24%
企业价值 AEV	180,007.99	100.00%
加：非经营性净资产价值	6,531.65	3.63%
减：少数股东权益 (市值)	41.45	-0.02%
减：债务价值	1,726.16	-0.96%
总股本价值	184,772.03	102.65%
股本 (百万股)	800.00	-
每股价值 (元)	230.97	-
PE (隐含)	43.20	-
PE (动态)	30.47	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：敏感性分析表

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.83%	252.23	270.47	293.48	323.39	363.87
6.33%	227.26	241.31	258.59	280.39	308.73
6.83%	206.62	217.65	230.97	247.35	268.01
7.33%	189.29	198.10	208.55	221.17	236.70
7.83%	174.54	181.66	190.01	199.92	211.89

资料来源：光大证券研究所预测

表 16: 绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间
FCFF	231	175	— 364	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

根据以上绝对估值方法，得到公司每股价值区间为 175-364 元。

6.3、 估值结论与投资评级

我们认为，受益于海外新兴市场的智能机转换趋势、以及由通信技术升级带来的互联网红利，公司在新兴市场的手机销量以及未来互联网相关收入将呈现快速发展。公司手机销量在非洲处于绝对领先地位，并在非洲外其他新兴市场获得快速突破，互联网业务的不断渗透将在长期提高公司盈利水平，未来业绩将持续快速增长，维持“买入”评级。

6.4、 股价驱动因素

- 1) 华为海外手机销售瓶颈腾出较大的市场空间
- 2) 新兴市场智能机消费持续提高
- 3) 互联网收入逐渐发力

7、 风险分析

(1) 境外经营风险

虽然新兴市场国家经济发展速度较快，但是与发达国家或成熟市场相比，其经济基础较为薄弱，政治环境和经济环境均存在一定程度的不确定性。此外，若中美、中印等国家间政治和外交关系出现紧张或恶化，可能会引发贸易战、市场准入以及进出口限制等恶性贸易事件，将对公司的境外采购、生产和销售产生不利影响。

(2) 汇率波动风险

公司境外销售主要使用美元等外币结算，相应公司持有美元等外币货币性资产及负债，如果相关外币兑人民币的结算汇率短期内出现大幅波动，将对公司的经营业绩产生较大影响

(3) 新兴市场拓展不利风险

若对新市场的开拓未能达到预期目标，将对公司业绩增长产生不利影响

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	25,346	37,792	43,218	50,054	57,352
营业成本	18,412	28,064	31,445	36,406	41,640
折旧和摊销	100	126	146	177	208
税金及附加	79	71	81	93	107
销售费用	2,859	3,860	3,982	4,111	4,137
管理费用	1,061	1,122	1,513	1,502	1,434
研发费用	805	1,158	1,237	1,333	1,413
财务费用	-31	425	-9	-60	-100
投资收益	-297	-50	0	0	0
营业利润	2,195	3,188	5,138	6,823	8,873
利润总额	2,182	3,201	5,153	6,840	8,894
所得税	386	523	876	1,163	1,512
净利润	1,797	2,678	4,277	5,678	7,382
少数股东损益	3	-8	0	0	0
归属母公司净利润	1,793	2,686	4,277	5,678	7,382
EPS(按最新股本计)	2.24	3.36	5.35	7.10	9.23

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,041	4,308	5,136	6,806	8,556
净利润	1,793	2,686	4,277	5,678	7,382
折旧摊销	100	126	146	177	208
净营运资金增加	-2,276	3,128	1,169	1,327	1,427
其他	4,423	-1,633	-456	-376	-460
投资活动产生现金流	-2,873	818	-339	-319	-319
净资本支出	-415	-315	-319	-319	-319
长期投资变化	139	257	0	0	0
其他资产变化	-2,597	875	-20	0	0
融资活动现金流	2,568	576	-1,963	-1,320	-1,732
股本变化	80	0	0	0	0
债务净变化	73	1,103	-1,197	0	0
无息负债变化	2,975	4,899	1,579	2,285	2,422
净现金流	3,766	5,116	2,834	5,167	6,505

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.4%	25.7%	27.2%	27.3%	27.4%
EBITDA 率	10.0%	11.0%	12.8%	14.4%	16.2%
EBIT 率	9.5%	10.6%	12.5%	14.1%	15.8%
税前净利润率	8.6%	8.5%	11.9%	13.7%	15.5%
归母净利润率	7.1%	7.1%	9.9%	11.3%	12.9%
ROA	10.1%	10.3%	14.3%	15.6%	16.6%
ROE (摊薄)	21.7%	25.6%	30.6%	31.0%	31.0%
经营性 ROIC	33.6%	37.7%	44.1%	50.9%	58.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	53%	60%	53%	50%	46%
流动比率	1.90	1.70	1.95	2.10	2.28
速动比率	1.51	1.29	1.50	1.65	1.82
归母权益/有息债务	87.89	8.77	-	-	-
有形资产/有息债务	179.57	20.94	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	17,744	25,991	29,875	36,457	44,429
货币资金	7,717	13,201	16,036	21,203	27,708
交易性金融资产	3,014	1,414	1,414	1,414	1,414
应收帐款	784	1,145	1,309	1,516	1,737
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	412	819	937	1,085	1,243
存货	3,135	5,552	6,243	7,258	8,329
其他流动资产	195	575	575	575	575
流动资产合计	15,463	23,005	26,836	33,407	41,398
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	139	257	257	257	257
固定资产	767	756	942	1,082	1,179
在建工程	281	430	394	368	347
无形资产	615	483	473	464	454
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	35	21	21	21	21
非流动资产合计	2,281	2,985	3,038	3,050	3,031
总负债	9,479	15,481	15,863	18,148	20,570
短期借款	0	1,197	0	0	0
应付账款	5,296	8,025	8,992	10,410	11,907
应付票据	1,483	2,546	2,853	3,303	3,778
预收账款	432	0	0	0	0
其他流动负债	0	24	24	24	24
流动负债合计	8,156	13,529	13,768	15,896	18,144
长期借款	94	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	232	501	501	501	501
非流动负债合计	1,323	1,952	2,095	2,253	2,426
股东权益	8,265	10,509	14,012	18,309	23,859
股本	800	800	800	800	800
公积金	5,083	5,362	5,507	5,507	5,507
未分配利润	2,271	4,319	7,587	11,884	17,435
归属母公司权益	8,254	10,492	13,994	18,292	23,842
少数股东权益	11	17	17	17	17

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.28%	10.21%	9.21%	8.21%	7.21%
管理费用率	4.19%	2.97%	3.50%	3.00%	2.50%
财务费用率	-0.12%	1.12%	-0.02%	-0.12%	-0.17%
研发费用率	3.18%	3.06%	2.86%	2.66%	2.46%
所得税率	18%	16%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.68	1.08	1.72	2.29	2.98
每股经营现金流	5.05	5.38	6.42	8.51	10.69
每股净资产	10.32	13.12	17.49	22.86	29.80
每股销售收入	31.68	47.24	54.02	62.57	71.69

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	74	50	31	23	18
PB	16	13	10	7	6
EV/EBITDA	50.7	30.9	22.7	17.0	12.8
股息率	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE