

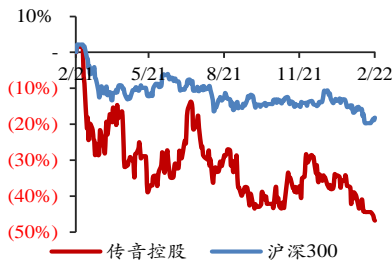
非洲手机之王，构建软硬件生态完善商业版图

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-02-09

收盘价（元）	129.60
近 12 个月最高/最低（元）	247.41/129.60
总股本（百万股）	801.69
流通股本（百万股）	393.27
流通股比例（%）	49.05
总市值（亿元）	1039
流通市值（亿元）	510

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

分析师：郑超君

执业证书号：S0010521120001

邮箱：zhengcj@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 耕耘新兴市场十余年，非洲手机市场“王者”。

公司成立之初就投身于非洲市场手机产业，耕耘新兴市场十余年，目前拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌，销售区域集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场国家。2020 年公司手机出货量 1.74 亿部，在全球占有率为 10.6%，排名第四，其中非洲市场占有率常年保持第一，智能机占有率超过 40%，被业界称为“非洲之王”。立足于手机领域的优势，公司横向拓展硬件产品矩阵，创立了 3C 配件品牌和家电品牌，同时基于自有的智能终端操作系统传音 OS 开展移动互联网业务。

● 手机业务：新兴市场仍有增长，立足非洲，进军南亚、东南亚等。

公司秉承本地化创新的策略造就了非洲市场的成功，市占率排名常年保持第一。非洲市场的优势仍有进一步扩大的空间，当前非洲智能机渗透率远低于全球水平，随着通信基础设施升级，智能机在非洲市场的占比将逐步提升，而智能机 ASP 是功能机的 7 倍左右，ASP 提升将是非洲市场增长的主要动力。除非洲市场以外，公司已进入印度、孟加拉、巴基斯坦、菲律宾等南亚、东南亚等市场，新兴市场手机出货量未来仍将保持增长，非洲的成功经验有望拓展至其他区域。同时，公司在售后服务、经销渠道、供应链的持续深耕全方位构筑起了品牌护城河。

● 其他业务：纵向开展移动互联网业务，横向拓展硬件品类。

手机业务在非洲等市场的领先优势带来天然、持续、稳定的流量，成为发展移动互联网业务的强大保证。公司旗下手机均搭载了传音 OS，围绕传音 OS 开发了一系列工具类应用程序，并同领先互联网企业合作，目前拥有 8 款月活用户超过 1,000 万的应用程序，打造了高流量的软件产品矩阵。传音移动互联在非洲增长排名第一，打开了公司长期成长空间。硬件端，公司创立家电品牌 Syinix 和数码配件品牌 Oraimo，借助手机良好的品牌形象与口碑，完成消费电子终端多品类布局。至此，公司在软件和硬件层面均形成了自有生态圈，逐步完善“手机+移动互联网+家电、数码配件”的商业版图。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 36.6、47.0、60.1 亿元，对应市盈率为 28.4x、22.1x、17.3x，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

境外经营风险；汇率波动风险；新兴市场拓展不力风险；竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	37792	49879	63239	79868
收入同比 (%)	49.1%	32.0%	26.8%	26.3%
归属母公司净利润	2686	3658	4696	6006
净利润同比 (%)	49.8%	36.2%	28.3%	27.9%
毛利率 (%)	25.7%	24.7%	25.5%	26.1%
ROE (%)	25.6%	27.5%	27.4%	26.9%
每股收益 (元)	3.36	4.56	5.86	7.49
P/E	45.28	28.40	22.13	17.30
P/B	11.60	7.82	6.06	4.65
EV/EBITDA	28.11	20.65	15.18	11.03

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：非洲手机市场王者，软硬件多元化布局	5
1.1 起步于手机，立足于非洲	5
1.2 多品牌覆盖不同消费群，软硬件协同施加合力	6
1.3 股权集中，管理团队行业经验丰富	8
1.4 营收利润稳步上升，非洲以外市场逐渐发力	8
2 手机业务：立足非洲辐射全球，持续深耕构筑护城河	10
2.1 本地化创新造就成功，非洲市场领先优势扩大	10
2.2 复刻非洲经验，进军其他新兴市场	12
2.3 持续深耕，全方位构筑品牌护城河	13
3 其他业务：软件+硬件，构建品牌生态	13
3.1 基于硬件优势开展移动互联网业务，打造平台型巨舰	13
3.2 3C 配件+家电拓宽硬件品类，横向延伸影响力	14
4 盈利预测与估值分析	14
4.1 盈利预测	14
4.2 估值分析	15
风险提示	15
财务报表与盈利预测	16

图表目录

图表 1 传音控股历史沿革	5
图表 2 公司战略布局	6
图表 3 公司主要产品	7
图表 4 公司股权结构 (截至 2021/09/30)	8
图表 5 公司营业收入及增速	9
图表 6 公司归母净利润及增速	9
图表 7 分业务收入情况 (百万元)	9
图表 8 分地区主营业务收入情况 (百万元)	9
图表 9 公司历年盈利水平	10
图表 10 公司手机出货量及非洲市场占有率	10
图表 11 非洲手机市场品牌份额	10
图表 12 CAMON 15 深肤色美颜效果	11
图表 13 CAMON 15 夜间拍照效果	11
图表 14 公司历年研发费用 (百万元) 及同比增速	11
图表 15 全球及各地区智能手机连接渗透率	12
图表 16 公司各类手机平均销售单价 (元/部)	12
图表 17 印度 VS 全球智能手机出货量同比增速	12
图表 18 部分新兴市场智能手机出货量及占比情况	12
图表 19 传音移动互联非洲增长指数排名第一	13
图表 20 基于传音 OS 的移动互联网生态	14
图表 21 传音控股盈利预测	15
图表 22 可比公司估值对比	15

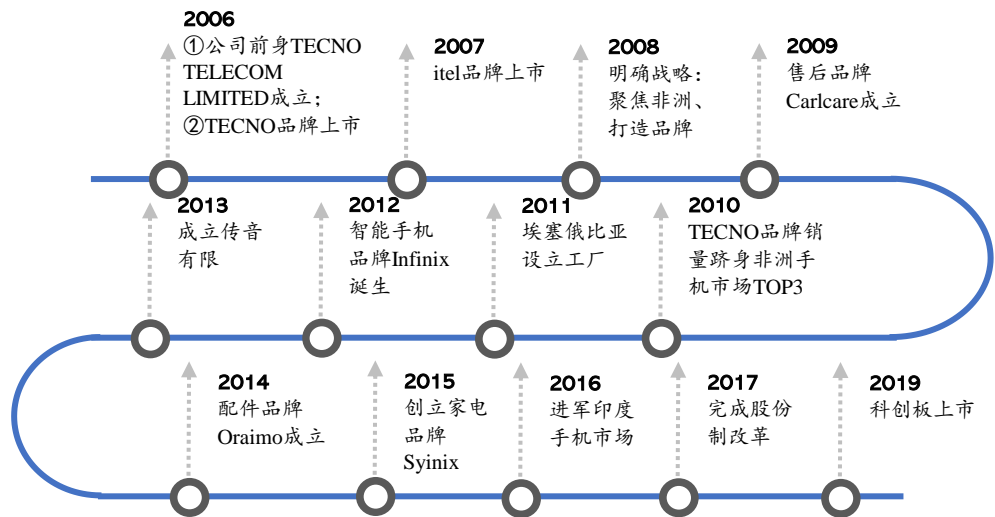
1 公司概况：非洲手机市场王者，软硬件多元化布局

传音控股主要从事以手机为核心的智能终端设计、研发、生产、销售和品牌运营，主要产品为 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌，销售区域集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴市场国家。根据 IDC 统计，2020 年公司手机出货量 1.74 亿部，在全球手机市场占有率为 10.6%，排名第四，其中非洲市场占有率常年保持第一，被业界称为“非洲之王”。

1.1 起步于手机，立足于非洲

2006 年，公司前身 TECNO TELECOM 在香港成立，主要从事手机产品的设计、研发、生产、销售和品牌运营。2013 年，传音投资、传力投资共同出资设立传音有限，并于 2017 年整体变更为股份有限公司，2019 年科创板成功上市。

图表 1 传音控股历史沿革



资料来源：公司招股书，电子发烧友，华安证券研究所

起步于手机，打造三大核心品牌。公司前身成立同年即推出 TECNO 手机品牌，随后于 2007 年、2012 年分别推出针对新兴市场大众消费者的入门级手机品牌 itel 和面向年轻消费者的时尚科技手机品牌 Infinix，实现多层次消费群体的覆盖。基于在新兴市场国家手机领域积累的领先优势，公司围绕主业开展多元化布局，2009、2014、2015 年先后创立了售后服务品牌 Caricare、3C 配件品牌 Oramo 和家电品牌 Syinix，构建完善的智能硬件生态矩阵。

立足于非洲，开拓全球新兴市场。2008 年，公司明确了聚焦非洲的战略，经过多年积累，在非洲市场的市占率和影响力远超其他品牌，2019 年非洲手机市场占有率达 52.5%，其中智能机在非洲的市占率 36.9%。2020 年公司在非洲的市场份额进一步提升，非洲智能机市场占有率超过 40%，是当之无愧的“非洲之王”。2016 年，公司正式进军印度市场，随后进入到孟加拉、巴基斯坦、越南和印度尼西亚等新兴市场国家，目前销售网络覆盖全球 70 多个国家（地区）。

1.2 多品牌覆盖不同消费群，软硬件协同施加合力

基于手机终端开拓的多元化战略布局。公司核心业务以手机终端为主，包括 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，并在此基础上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，此外自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统及独立的应用软件平台。

图表 2 公司战略布局



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

移动终端业务：以 TECNO、itel、Infinix 三大手机品牌为主，覆盖新兴市场不同消费层次需求，包括功能机和智能机。2020 年公司手机整体出货量 1.74 亿部，根据 IDC 数据统计，全球市占率 10.6%，排名第四，其中智能机市占率 4.7%，排名第七位。2020 年公司在非洲智能机市场占比超过 40%，非洲第一的领先优势进一步扩大，南亚市场的扩展势态良好，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。

其他产品或服务：手机终端基础上延伸的硬件产品和软件应用。①3C 配件产品和家电产品；②售后服务品牌 Caricare；③移动互联网服务业务，基于 Android 平台二次开发的传音 OS，并围绕传音 OS 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。此外，同网易等多家互联网公司展开合作，开发音乐、短视频等应用程序。

图表 3 公司主要产品

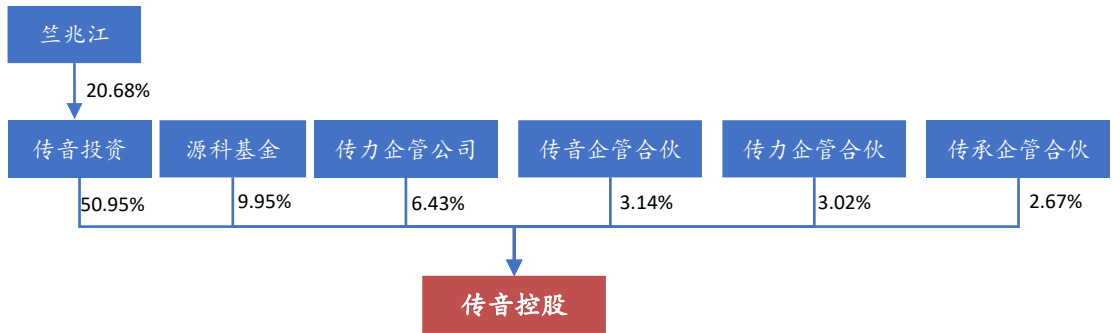
业务	品牌	定位	产品
	TECNO	高中端品牌，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体	 <p>CAMON 11 Pouvoir 3 Spark 3 Pro Spark 3</p>
移动通信终端业务	itel	大众品牌，定位于新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户	 <p>S13 It1508 It5625 It5600</p>
	Infinix	新兴市场年轻人喜爱的时尚科技品牌	 <p>S3X NOTE 5 NOTE 5 Stylus ZERO 6</p>
	数码产品 Oraimo	专业 3C 产品配件品牌，包括智能音箱、智能手环、移动电源、蓝牙耳机等	 <p>智能音箱 智能手环 移动电源 蓝牙耳机</p>
其他产品或服务	家用电器 Syinix	力争成为非洲家电市场的第一品牌，包括电视、冰箱、空调、洗衣机和电风扇等	 <p>电视 65T730U 洗衣机 WMDTL9914 冰箱 FD668SBFFWH 空调 ACS12C01</p>
	售后服务 Carlcare	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	
	移动互联网服务	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。	

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

1.3 股权集中，管理团队行业经验丰富

公司实际控制人为竺兆江先生。公司前十大股东持股比例 80.49%，第一大股东为传音投资，占比 50.95%，其中实控人竺兆江先生持有传音投资 20.68%的股权，拥有传音投资的控制权。传音投资、传力企管公司、传音企管合伙、传力企管合伙、传承企管合伙均为员工持股平台。

图表 4 公司股权结构 (截至 2021/09/30)



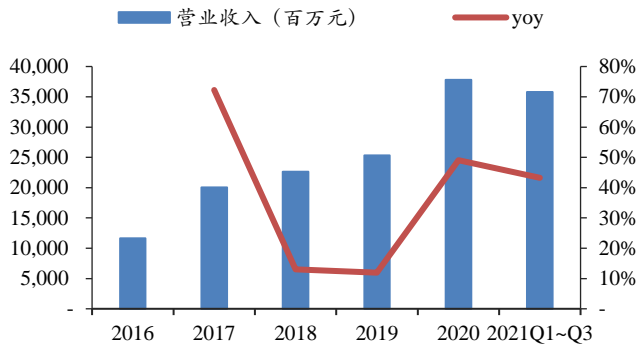
资料来源：公司公告，Wind，华安证券研究所

核心团队具备丰富的手机行业经验和境外管理经验。公司核心管理团队来自宁波波导手机，具有丰富的手机行业经验。公司董事长及创始人竺兆江先生 1996 年加入波导手机，长期担任海外事业部总经理，拥有十多年的海外业务管理经验。2006 年，竺兆江带领原波导团队创业成立传音科技，在非洲深耕多年，对于非洲及印度等新兴市场有着深刻理解。管理团队的手机行业背景和海外经营积累成为公司核心竞争优势之一。

1.4 营收利润稳步上升，非洲以外市场逐渐发力

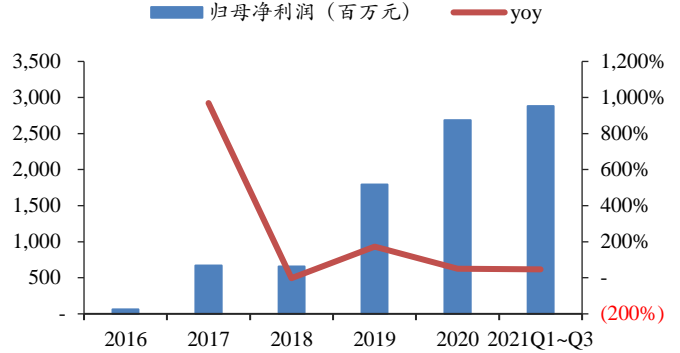
营收和利润规模增长迅速，2020 年非洲以外市场提升较大。2016 年~2020 年，公司营业收入稳步增加，CAGR 为 34.2%，收入规模的快速增长来自非洲等新兴市场手机需求的提升。2020 年营业收入 377.9 亿元，同比增长 49.1%，疫情冲击下仍实现逆势成长，主要系公司在非洲市场保持稳定增长，非洲以外市场收入有较大提升。2021 年前三季度实现收入 357.7 亿元，同比增长 43.3%，归母净利润 28.8 亿元，同比增长 47.5%。

图表 5 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润及增速

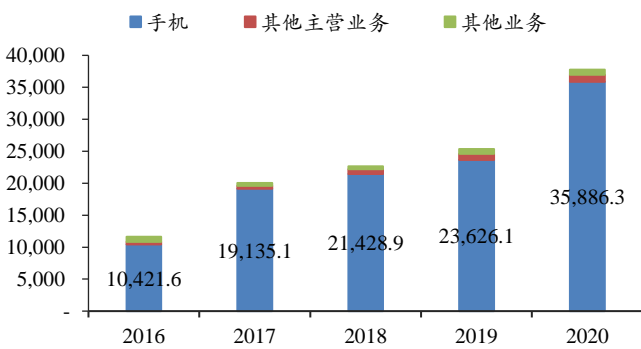


资料来源: Wind, 华安证券研究所

分业务看,手机贡献主要营收。2016~2020年,公司手机业务营收分别为104.2、191.4、214.3、236.3和358.9亿元,占营收总收入的比重约95%,是主要的收入贡献来源。围绕手机核心业务,公司拓展多品类硬件产品和移动互联业务,尽管收入占比仍较低,但表现出较快的增长趋势,目前已超过10亿元规模。

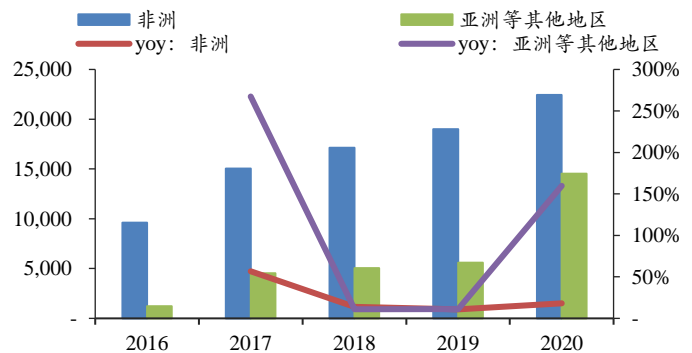
分地区看,非洲以外市场提供新的驱动力。2016~2019年,来自非洲地区的收入占主营业务收入的比重超过75%,是公司发展壮大的主力市场。由于在非洲手机市场的市占率保持高位,2018年后非洲市场进入平稳增长阶段,非洲以外新兴市场逐步发力。2020年亚洲等其他地区的营业收入达到145.4亿元,占主营业务收入占比提高至39.3%,同比增速为159.7%,表现出了强劲的增长势头,新市场拓展成效显著。

图表 7 分业务收入情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

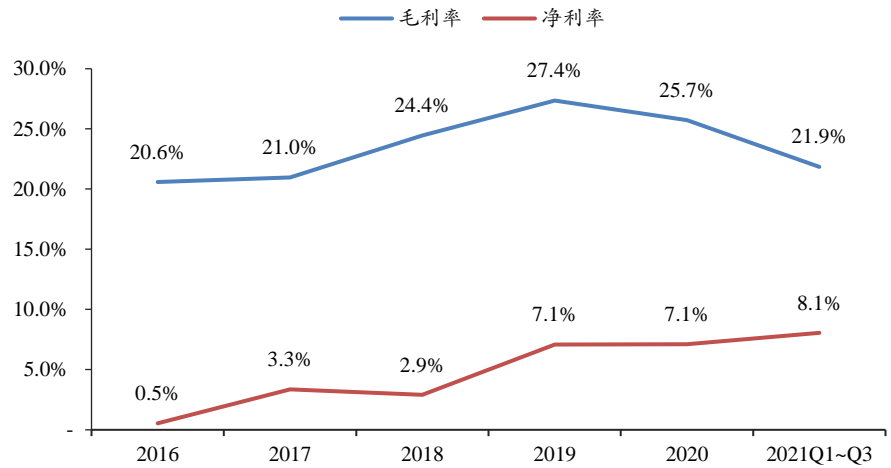
图表 8 分地区主营业务收入情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

净利率水平逐年提升。公司毛利率水平受汇率波动和收入结构影响较大。2018~2019年毛利率提升较快,主要系美元持续贬值、印度市场毛利率改善、非洲市场稳步发展共同作用的结果。2021年毛利率下滑较多系运输成本由销售费用计入营业成本所致,以及供应链紧张导致成本端有所上涨侵蚀部分毛利。净利率水平逐年提升,得益于公司良好的供应链管理和降本增效措施。

图表 9 公司历年盈利水平



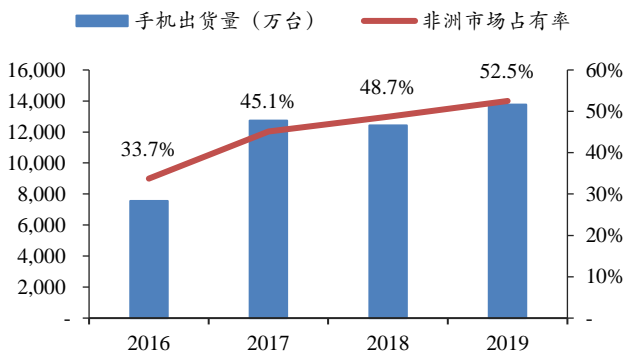
资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 手机业务: 立足非洲辐射全球, 持续深耕构筑护城河

2.1 本地化创新造就成功, 非洲市场领先优势扩大

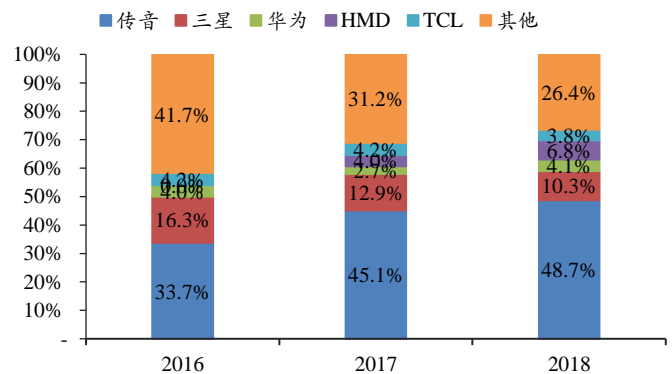
非洲手机市场市占率第一, 领先优势持续扩大。公司成立以来就聚焦非洲市场, 深耕多年成为非洲手机市场“绝对王者”, 市占率排名常年保持第一。2019年, 公司手机出货量1.37亿部, 根据IDC统计, 非洲市占率达到52.5%, 其中智能机在非洲市场占有率为36.9%。2020年, 公司手机出货量1.74亿部, 全球手机市场份额为10.6%, 排名第四, 非洲市场的领先优势进一步扩大, 智能机在非洲市占率超过40%。

图表 10 公司手机出货量及非洲市场占有率



资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华安证券研究所

图表 11 非洲手机市场品牌份额



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

解决用户痛点, 本地化创新策略造就成功。公司定位科技品牌出海, 致力于向海外新兴市场用户提供优质的智能终端设备, 本地化创新是造就非洲市场成功的核心要素。秉承“Think Globally, Act Locally”理念, 针对非洲市场的特征, 公司

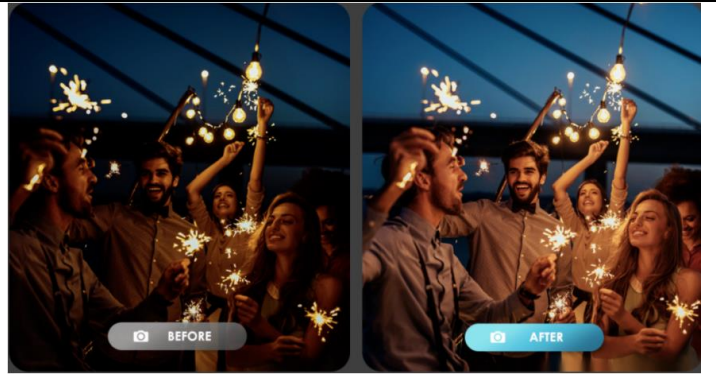
及时跟踪消费者需求动向，解决用户痛点，进行目标市场本土化产品创新，围绕深肤色拍照技术、硬件新材料应用创新、大数据用户行为分析和 OS 系统及移动互联产品服务四大领域，自主研发核心技术，筑造品牌护城河。根据《African Business》2020 年 6 月发布的“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜上，公司下属三个手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第 5、21 及 27 名。其中 TECNO 连续多年位居入选的中国品牌之首，是非洲消费者最喜爱的中国品牌，itel 位居中国品牌第二名。

图表 12 Camon 15 深肤色美颜效果



资料来源：KARMA，华安证券研究所

图表 13 Camon 15 夜间拍照效果



资料来源：KARMA，华安证券研究所

研发投入提供创新动力，构筑竞争力优势。本土化产品创新离不开大量的技术储备和技术研发，公司在研发上的投入逐年增加，2020 年研发费用 11.6 亿元，同比增加 43.8%，收入占比 3.1%，2021 年前三季度研发费用已超过 10 亿元。持续增加的研发投入反映公司在技术创新上的动力，也是构筑新兴市场竞争力的基石。

图表 14 公司历年研发费用（百万元）及同比增速

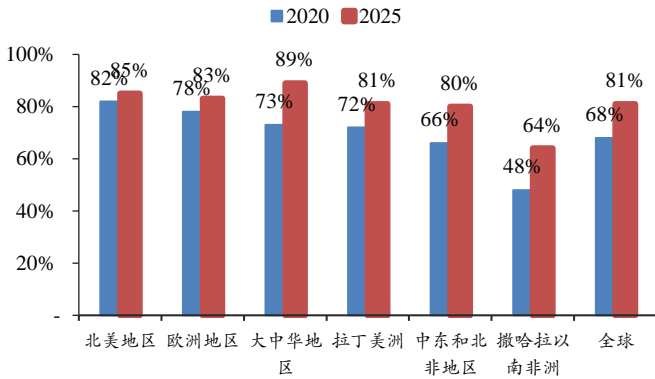


资料来源：Wind，华安证券研究所

非洲市场智能机渗透率有待提升，ASP 提高是重要动力。非洲地区经济发展水平较低，网络基础设施建设滞后，手机市场以功能机占据主要份额。随着通信网络建设的升级，智能手机占比将不断提高，根据 GSMA 的预测，2025 年撒哈拉以南非洲的智能手机渗透率将从 2020 年的 48% 提升至 64%，是全球所有地区发展空间最大的

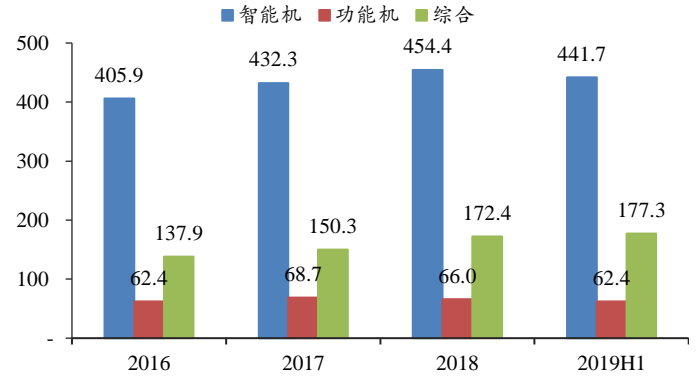
市场。智能手机相比功能机 ASP 更高, 根据公司公布的往年数据, 智能手机平均销售单价约是功能机的 7 倍, 高 ASP 的智能手机出货占比提升是非洲市场保持增长的主要驱动力。

图表 15 全球及各地区智能手机连接渗透率



资料来源: GSMA, 华安证券研究所

图表 16 公司各类手机平均销售单价 (元/部)



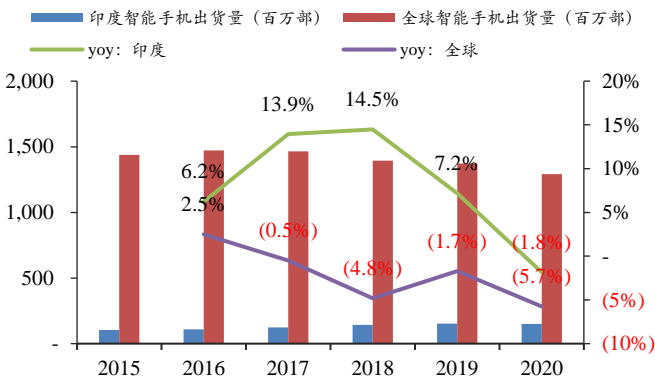
资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

2.2 复刻非洲经验, 进军其他新兴市场

进军印度等其他新兴市场, 拓宽手机业务地域版图。基于非洲市场的成功经验, 公司自 2016 年逐步进军其他新兴市场, 首先进入的是印度、孟加拉、巴基斯坦等南亚市场, 目前已拓宽至菲律宾、印尼等东南亚市场, 业务版图辐射全球。2020 年, 公司在巴基斯坦智能手机市场占有率超过 40%, 排名第一; 孟加拉国智能手机市场占有率 18.3%, 排名第一; 印度智能手机市场占有率 5.1%, 排名第六。

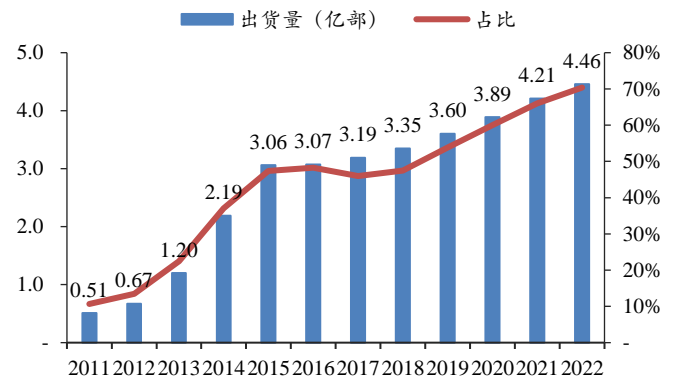
智能手机在新兴市场仍有巨大空间。新兴市场 (包括非洲、南亚、东南亚、中东和南美等) 人口基数超过 30 亿, 经济发展水平较低, 手机行业发展相对滞后, 人均手机保有量较小, 通信基础设施建设落后, 智能手机普及率低, 因此, 新兴市场对智能手机的需求仍有增长空间。根据 IDC 数据, 全球智能手机出货量自 2017 年开始负增长, 而以印度为代表的新兴市场国家仍具增长潜力, 印度市场 2015~2020 年智能手机出货量复合增速 7.8% (全球复合增速为-2.1%)。

图表 17 印度 vs 全球智能手机出货量同比增速



资料来源: IDC, 华安证券研究所

图表 18 部分新兴市场智能手机出货量及占比情况



资料来源: 公司招股书, IDC, 华安证券研究所

2.3 持续深耕，全方位构筑品牌护城河

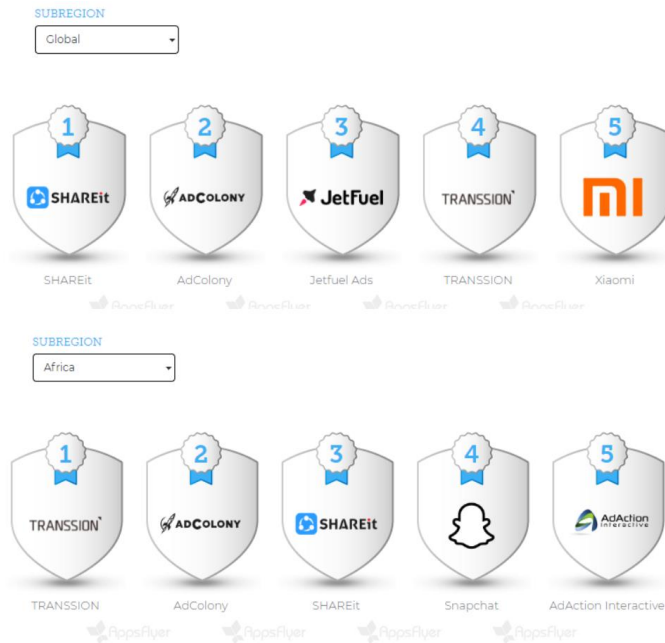
售后、渠道、供应链，软实力构建牢固护城河。1) 公司拥有专业的售后服务品牌 Caricare，致力于提供本土化一站式服务，服务品类包括自有品牌的手机、家电，并逐步向非自有品牌及其他品类拓展。目前，Caricare 在全球有逾 2000 个服务站点，覆盖非洲、南亚、中亚、东南亚、中东和拉丁美洲地区，巩固提升了公司在新兴市场的份额，加强了用户粘性和品牌认知度。2) 公司根据新兴市场国家分散、渗透成本高的特点，采取以经销商为主的销售模式，建立了覆盖范围广、渗透力强的经销体系，减持渠道下沉策略，先发优势十分明显。3) 公司在埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等地设立自有工厂，在迪拜、埃塞俄比亚、印度等地建有物流仓库，供应链体系完备，能做到对市场需求的快速响应。同时，上述设施为当地拉动就业及配套设施建设提供助力，建立了良好的品牌形象和信誉。以上优势为公司构筑了牢固的护城河。

3 其他业务：软件+硬件，构建品牌生态

3.1 基于硬件优势开展移动互联网业务，打造平台型巨舰

手机业务提供天然优势，传音移动互联网增长迅速。公司手机产品在非洲、印度等市场的领先优势带来了天然、持续和稳定的流量，成为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，包括 HiOS、itelOS 和 XOS，传音 OS 已成为新兴市场主流操作系统之一。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。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。

图表 19 传音移动互联非洲增长指数排名第一



资料来源: AppsFlyer, 公司官网, 华安证券研究所

同领先互联网公司合作, 形成高流量应用产品矩阵。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。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。在“全球化视野, 本地化执行”的发展理念指引下, 公司深化本地化服务和内容合作, 形成了高流量的应用产品矩阵。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超过 1,000 万。其中, Boomplay 拥有总用户数 1.26 亿, 曲库规模 5,000 万首, 是目前非洲最大的音乐流媒体平台。

图表 20 基于传音 OS 的移动互联网生态



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

3.2 3C 配件+家电拓宽硬件品类, 横向延伸影响力

借助手机领域的优势, 进行智能硬件生态模式的本地化探索。公司于 2014、2015 年分别创立了 3C 配件品牌 Oraimo 和家电品牌 Syinix, 以手机为核心, 打造智能硬件终端的生态圈。Oraimo 销售的数码配件主要包括智能音箱、智能手环、移动电源、蓝牙耳机等, 目前已经成功覆盖非洲、亚洲 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。Syinix 是公司创立的家电品牌, 主要有电视、冰箱、空调、洗衣机和电风扇等产品。公司家电业务于 2019 年开启多品牌、多模式的发展之路, 进行多品牌差异化定位和运营, 瞄准新兴市场的智能家居终端产品发展空间。公司在硬件领域拓宽品类, 横向延伸了品牌影响力, 也积累了新兴市场 AIoT 领域的先发优势, 打开未来发展增长空间。

4 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

关键假设 1: 手机业务版图从非洲向南亚、东南亚等其他新兴市场扩张, 新市场的开拓提供公司手机产品销量增长的动力, 同时新兴市场智能机出货占比逐步提升, 智能机销量有望维持高增长, 而功能机销量保持平稳并小幅下降。

关键假设 2: 其他主营业务包括 1) 家电&3C 配件业务, 目前主要在非洲地区开展,

受益于新兴市场 IoT 和智能家居消费需求的提升,有望得到快速发展并向其他新兴市场开拓。2) 移动互联网业务,基于庞大的手机用户和传音 OS 市占率优势,实现流量变现提升附加值,受益于新兴市场智能机渗透率的提升及网络质量的优化,打开公司长期发展的空间。

图表 21 传音控股盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
手机业务					
营业收入 (百万元)	23,626.1	35,886.3	46,985.5	58,955.4	73,526.0
YoY	10.3%	51.9%	30.9%	25.5%	24.7%
毛利率	27.7%	25.5%	24.6%	25.2%	25.3%
其他主营业务					
营业收入 (百万元)	976.3	1,103.2	1,930.6	3,146.9	5,035.1
YoY	31.4%	13.0%	75.0%	63.0%	60.0%
毛利率	26.6%	40.6%	35.0%	36.0%	40.0%
合计					
营业总收入 (百万元)	25,345.9	37,791.9	49,879.0	63,238.5	79,867.6
YoY	<i>11.9%</i>	<i>49.1%</i>	<i>32.0%</i>	<i>26.8%</i>	<i>26.3%</i>
毛利 (百万元)	6,933.9	9,727.5	12,315.7	16,135.9	20,835.5
毛利率	<i>27.4%</i>	<i>25.7%</i>	<i>24.7%</i>	<i>25.5%</i>	<i>26.1%</i>
归母净利润 (百万元)	1,793.3	2,686.4	3,658.5	4,695.6	6,005.5
YoY	<i>172.8%</i>	<i>49.8%</i>	<i>36.2%</i>	<i>28.3%</i>	<i>27.9%</i>

资料来源: Wind, 华安证券研究所

4.2 估值分析

公司是新兴市场手机产业龙头,持续处于盈利状态,具备行业可比性,我们选取小米集团-W、苹果作为可比公司。我们预计 2021-2023 年传音控股市盈率分别为 28.4 倍、22.1 倍、17.3 倍,首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 22 可比公司估值对比

代码	公司	市值 (亿原始货币)	净利润 (亿元/亿美元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
1810.HK	小米集团-W	3,990	203.6	237.1	266.5	316.6	16.0	13.7	12.2	10.3
AAPL.O	苹果	28,531	574.1	946.8	1,019.8	1,104.2	49.7	30.1	28.0	25.8
平均							32.8	21.9	20.1	18.1

资料来源: Wind, 华安证券研究所

注: 采用 Wind 一致预期, 最新收盘价采用 2022 年 2 月 8 日。小米集团-W 原始货币为港币, 苹果为美元。

风险提示

境外经营风险; 汇率波动风险; 新兴市场拓展不力风险; 竞争加剧风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23005	26292	34459	43556	营业收入	37792	49879	63239	79868
现金	13201	15255	21336	27766	营业成本	28064	37563	47103	59032
应收账款	1145	1367	1559	1751	营业税金及附加	71	150	190	240
其他应收款	819	911	1185	1562	销售费用	3860	5088	6640	8466
预付账款	193	225	283	354	管理费用	1122	1397	1897	2556
存货	5552	6438	8001	10027	财务费用	425	-87	-146	-196
其他流动资产	2096	2096	2096	2096	资产减值损失	-196	0	0	0
非流动资产	2985	3167	3363	3512	公允价值变动收益	59	0	0	0
长期投资	257	343	444	545	投资净收益	-50	-249	-316	-399
固定资产	756	749	757	736	营业利润	3188	4363	5606	7163
无形资产	483	441	379	300	营业外收入	24	0	0	0
其他非流动资产	1489	1633	1783	1931	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	25991	29459	37822	47068	利润总额	3201	4363	5606	7163
流动负债	13529	14210	18732	22786	所得税	523	713	916	1170
短期借款	1197	0	0	0	净利润	2678	3650	4690	5993
应付账款	8025	9373	12924	15936	少数股东损益	-8	-8	-5	-13
其他流动负债	4307	4837	5809	6850	归属母公司净利润	2686	3658	4696	6006
非流动负债	1952	1952	1952	1952	EBITDA	3902	4293	5439	6905
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.36	4.56	5.86	7.49
其他非流动负债	1952	1952	1952	1952					
负债合计	15481	16162	20685	24738					
少数股东权益	17	9	4	-10	主要财务比率				
股本	800	802	802	802	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	5107	5107	5107	5107	成长能力				
留存收益	4585	7379	11225	16430	营业收入	49.1%	32.0%	26.8%	26.3%
归属母公司股东权益	10492	13288	17134	22339	营业利润	45.2%	36.9%	28.5%	27.8%
负债和股东权益	25991	29459	37822	47068	归属于母公司净利润	49.8%	36.2%	28.3%	27.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	25.7%	24.7%	25.5%	26.1%
					净利率 (%)	7.1%	7.3%	7.4%	7.5%
					ROE (%)	25.6%	27.5%	27.4%	26.9%
					ROIC (%)	26.8%	26.3%	26.0%	25.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	59.6%	54.9%	54.7%	52.6%
					净负债比率 (%)	147.3%	121.5%	120.7%	110.8%
					流动比率	1.70	1.85	1.84	1.91
					速动比率	1.27	1.37	1.39	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.45	1.69	1.67	1.70
					应收账款周转率	33.01	36.50	40.56	45.63
					应付账款周转率	3.50	4.01	3.64	3.70
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.36	4.56	5.86	7.49
					每股经营现金流薄)	5.38	5.84	9.43	9.86
					每股净资产	13.12	16.58	21.37	27.87
					估值比率				
					P/E	45.28	28.40	22.13	17.30
					P/B	11.60	7.82	6.06	4.65
					EV/EBITDA	28.11	20.65	15.18	11.03

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收受任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。