

2022年04月22日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 传音控股(688036):奔跑的新兴市场,传音的长期主义

推荐 (维持)

投资要点

分析师:毛正

执业证书编号:S1050521120001

邮箱:maozheng@cfsc.com.cn

联系人:赵心怡

执业证书编号:S1050122030021

邮箱:zhaoxy@cfsc.com.cn

## 基本数据

2022-04-21

当前股价(元)	89.36
总市值(亿元)	716.4
总股本(百万股)	801.7
流通股本(百万股)	393.3
52周价格范围(元)	85.32-220.8
日均成交额(百万元)	436.5

## 市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

### ■ 新兴市场手机龙头,持续筑高非洲市场竞争壁垒,不断挖掘新市场机遇

公司立足非洲市场,通过TECNO、itel和Infinix三大品牌手机,定位多层次消费者群体,并持续优化产品结构,同时提高公司产品品牌形象。2021H1公司中高端机型销售占比达到20%,且公司前三季度智能手机的营收占比已上升至85%。公司智能手机及中高端机型销售占比不断提高,带动公司手机产品平均ASP的提升,为公司长期盈利奠定基石。此外,公司积极开拓非洲之外的新兴市场,2021年前三季度公司在印度、巴基斯坦、孟加拉国的智能手机出货量分别达到15%、10%及2.8%,其中智能手机的市占率已在孟加拉、巴基斯坦保持第一,印尼等战略市场的收入占比提升较快。同时公司也在寻求拓展伊拉克、沙特、土耳其等中东市场及拉美、俄罗斯市场的机会,未来有望复刻公司开拓非洲的经营道路,实现新市场的突破。

### ■ 多赛道业务齐头并进,持续打造品牌生态闭环

公司在聚焦手机业务发展的同时,软件端与硬件端同时发力,多维度提升公司品牌力:1)软件端,公司充分享受旗下手机在非洲等市场领先优势带来的流量红利,从OS与独立APP两方面布局移动互联业务。截至2021Q3,传音OS的用户数已达2.2亿,针对存量活跃用户增值变现的应用分发及广告业务对营收贡献占比亦持续提升。独立APP方面,截至2021H1,公司已有超过10款月活用户数达1000万以上的自主与合作开发的应用程序。各APP团队独立运营,抢先布局各应用赛道。2)硬件端,公司拓品类业务坚定聚焦品类、打造爆款战略,重点发力TV、充电宝、TWS耳机等产品,线上线下双渠道同时发力,持续构建该业务销售平台,同时配合旗下售后服务品牌Carlcare,提升消费者的购物体验,助力公司形成良好的口碑效应。

### ■ 盈利预测

预测公司2021-2023年收入分别为492.98、615.08、738.41亿元, EPS分别为4.88、5.91、7.10元,当前股价对应PE分别为18、15、13倍,给予“推荐”投资评级。

### ■ 风险提示

行业竞争加剧风险;下游需求不及预期风险;新市场开拓不及预期风险;新兴市场经济发展不及预期风险等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	37,792	49,298	61,508	73,841
增长率 (%)	49.1%	30.4%	24.8%	20.1%
归母净利润 (百万元)	2,686	3,903	4,731	5,683
增长率 (%)	49.8%	45.3%	21.2%	20.1%
摊薄每股收益 (元)	3.36	4.88	5.91	7.10
ROE (%)	25.6%	28.7%	27.3%	26.0%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## 正文目录

1、传音控股：新兴市场智能硬件龙头.....	6
1.1、致力于打造“手机+移动互联+家电配件”的生态圈.....	6
1.2、营收状况良好，盈利能力持续提升.....	7
2、手机业务：以非洲为基，剑指全球新兴市场.....	9
2.1、非洲经济水平较低，人口红利和基础设施建设将带来巨大潜力.....	9
2.1.1、非洲人口基数大、增速快，手机消费存在刚性需求.....	9
2.1.2、通讯网络升级驱动非洲手机和移动互联网快速成长.....	12
2.2、深耕非洲市场，构筑品牌及渠道护城河.....	15
2.2.1、非洲市场优势显著，充分享受人口红利、换机趋势.....	15
2.2.2、以高性价比开拓市场，持续优化产品结构.....	16
2.2.3、坚持本地化产品研发及宣传推广，提升产品力筑高护城河.....	17
2.2.4、线下渠道不断下沉，线上渠道持续拓展.....	19
2.2.5、复制非洲市场成功经验，发力全球其他新兴市场，打开增量空间.....	20
3、IOT：拓展硬件产品边界，打开增长新空间.....	21
3.1、人口多、需求大，非洲家电市场前景广阔.....	21
3.1.1、电力资源不稳定，家电渗透率有待提升.....	21
3.1.2、非洲家电市场以白牌为主，品牌家电占比较低.....	22
3.1.3、因地制宜推出产品，抢占新兴国家市场份额.....	22
3.2、手机销量提升，拉动3C配件产品销售规模.....	24
4、移动互联：OS+APP双线推进，构筑生态闭环.....	25
4.1、互联网渗透率飙升，引发相关经济热潮.....	25
4.1.1、大城市4G逐步铺开，Vskit成为短视频应用发展先锋.....	26
4.1.2、智能机日益普及，非洲音乐应用市场趋于稳定.....	28
4.1.3、“风口”已至，非洲移动支付发展势头正盛.....	29
4.2、百度前高级副总裁向海龙加盟传音，开启移动互联新征程.....	30
5、投资建议及盈利预测.....	32
6、风险提示.....	32

## 图表目录

图表1：传音控股发展历程.....	6
图表2：公司主营业务.....	6
图表3：公司首次公开发行前股权结构.....	7
图表4：公司营业收入及同比增速.....	7
图表5：公司归母净利润及同比增速.....	7
图表6：公司毛利率及净利率情况.....	8
图表7：公司各主营业务毛利率情况.....	8

图表8: 公司各区域手机业务毛利率情况 .....	8
图表9: 公司期间费用率情况 .....	8
图表10: 公司各业务收入情况 .....	9
图表11: 公司各区域主营收入情况 .....	9
图表12: 非洲人口增长率稳居世界之首 (%) .....	10
图表13: 非洲拥有非常年轻的人口结构 .....	10
图表14: 非洲人均GDP低于世界平均水平 (美元) .....	10
图表15: 非洲内部经济发展不平衡 (美元) .....	10
图表16: 2010-2020各地区GDP增长率对比 (%) .....	11
图表17: 2020年非洲部分国家GDP数据 (亿美元) .....	11
图表18: 中国对非投资流量 (亿美元) .....	12
图表19: 2020年中国对非洲直接投资存量 (分行业) .....	12
图表20: 手机消费占每月人均GDP的百分比 .....	12
图表21: 非洲移动通信网络渗透率 .....	13
图表22: 尼日利亚四大运营商 .....	13
图表23: 尼日利亚3G和4G网络覆盖率及用户量 .....	13
图表24: 非洲部分国家每1GB移动流量资费 (美元) .....	14
图表25: 非洲功能机和智能机出货量(亿部) .....	15
图表26: 非洲功能机和智能机人均保有量 (部) .....	15
图表27: 撒哈拉以南非洲智能机连接率呈上升趋势 (%) .....	15
图表28: 新兴市场国家智能手机出货量及占比 .....	15
图表29: 传音智能手机出货量占比位列非洲第一 .....	16
图表30: 非洲功能机市场品牌市占率 .....	16
图表31: 非洲智能手机各价格区域占比 .....	17
图表32: 传音手机产品整体ASP保持上行 .....	17
图表33: 传音非洲地区手机产品ASP (元) .....	17
图表34: 传音印度地区手机产品ASP (元) .....	17
图表35: 公司研发人员数量 .....	18
图表36: 公司研发费用不断提升 .....	18
图表37: it5081支持三重Sim卡功能 .....	18
图表38: Infinix HOT 11 Play配备6000毫安大电池 .....	18
图表39: 公司销售人员及占比情况 .....	19
图表40: 公司销售费用持续增加 .....	19
图表41: TECNO CAMON 15系列线上发布会 .....	20
图表42: 印度智能手机市场品牌市占率 .....	20
图表43: 印度功能机市场品牌市占率 .....	20

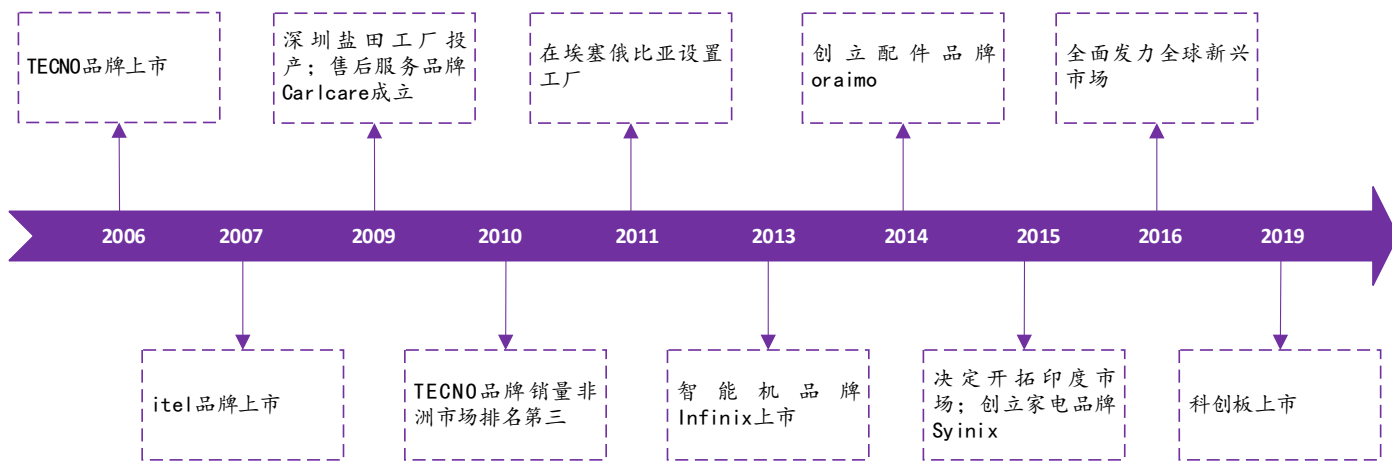
图表44: 非洲人均年用电量分布 .....	21
图表45: 非洲用电量持续提升 (十亿千瓦时) .....	21
图表46: 非洲家电市场规模及增速 .....	22
图表47: 非洲家电用户渗透率 .....	22
图表48: 公司Syinix家电品牌主要产品 .....	23
图表49: Syinix成为英超莱斯特城足球俱乐部的合作伙伴 .....	23
图表50: Carlcare售后服务网点4000+, 年服务用户90M+ .....	24
图表51: 公司Oraimo配件品牌主要产品 .....	24
图表52: 全球各区互联网用户占比 .....	25
图表53: 非洲互联网经济规模持续增加 .....	25
图表54: 埃及、尼日利亚、南非部分电商平台用户数量 .....	26
图表55: 非洲电商仍以货到付款为主要支付方式 .....	26
图表56: 传音主要APP月活数 (万人/月) .....	26
图表57: Vskit拥有超过5000个内容标签 .....	27
图表58: Vskit成为新兴潮流网红聚集地 .....	27
图表59: 2019Q3非洲地区娱乐类APP排行榜 .....	27
图表60: Vskit用户数量、内容创作均快速增长 .....	28
图表61: Vskit不同国家创作者增长情况 .....	28
图表62: 2020Q2非洲地区娱乐类APP排行榜 .....	28
图表63: Boomplay核心竞争优势 .....	29
图表64: 疫情催化下2020年非洲移动支付持续快速增长 .....	29
图表65: Palmpay与各类企业达成合作 .....	30
图表66: 2021前三季度传音OS业务收入结构 .....	31
图表67: 传音移动互联的表现位居全球增长指数第2位 .....	31
图表68: 传音控股可比公司估值 .....	32

# 1、传音控股：新兴市场智能硬件龙头

## 1.1、致力于打造“手机+移动互联+家电配件”的生态圈

传音控股成立于2013年，总部位于深圳，是一家以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产及品牌运营的高新技术企业，业务集中在非洲、南亚、东南亚等新兴市场国家。公司主要产品为TECNO、itel和Infinix三大品牌手机，同时实施多元化战略，开发了数码配件、家用电器以及移动互联网服务，包括创立数码配件品牌oraimo，家用电器品牌Syinix及售后服务品牌Carlcare，自主研发HIOS、itelOS、和XOS等智能终端操作系统。针对特定市场需求，完成了切合当地市场的研发成果，包括深肤色摄像技术、防汗液USB端口等。

图表 1：传音控股发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 2：公司主营业务



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

公司股权较为集中，实际控制人为董事长竺兆江。据wind最新数据，深圳市传音投资有限公司为公司第一大股东，持有公司50.95%股份，第二大股东为源科（平潭）股权投资基金合伙企业（有限合伙），持股比例为8.80%，第三大股东为新余传音企业管理合伙企业，持股比例为3.14%。公司实控人竺兆江曾在浙江奉通股份有限公司、宁波波导股份有限公司、深圳赛特尔科技有限公司任职，具有丰富的海外通信市场开拓经验，对公司经营管理起着重大作用。

图表 3：公司首次公开发行前股权结构

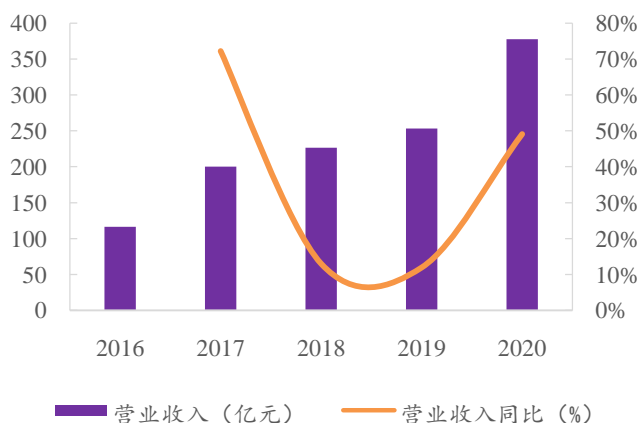


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

## 1.2、营收状况良好，盈利能力持续提升

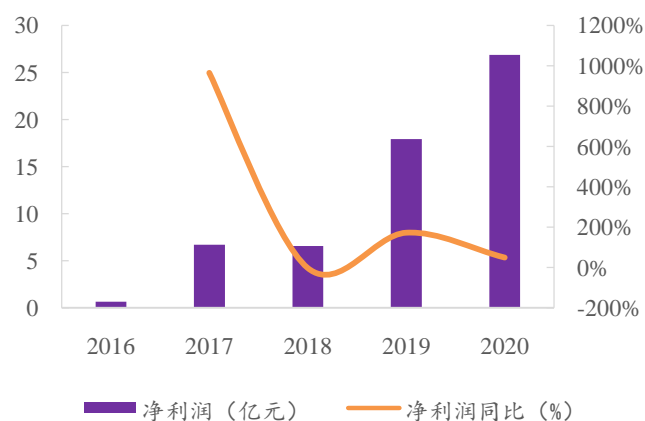
2020年公司营业收入和净利润快速增长。2016-2019年公司营业收入分别为116.37亿元、200.44亿元、226.46亿元和253.46亿元。2020年得益于公司在新市场的快速扩展，2020年公司实现营收377.92亿元，同比增加49.10%。2016-2020年公司净利润分别为0.86亿元、6.71亿元、6.57亿元、17.93亿元及26.86亿元，CAGR高达155.53%。其中2018年净利润收入小幅低于2017年，其原因为公司所购外汇产品产生较大亏损，从而影响净利润水平。

图表 4：公司营业收入及同比增速



资料来源：wind，华鑫证券研究

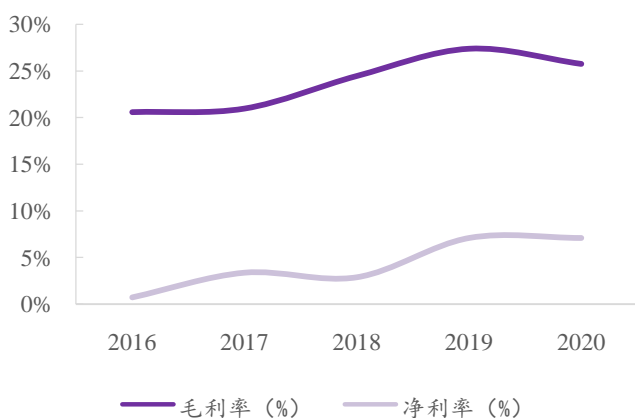
图表 5：公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，华鑫证券研究

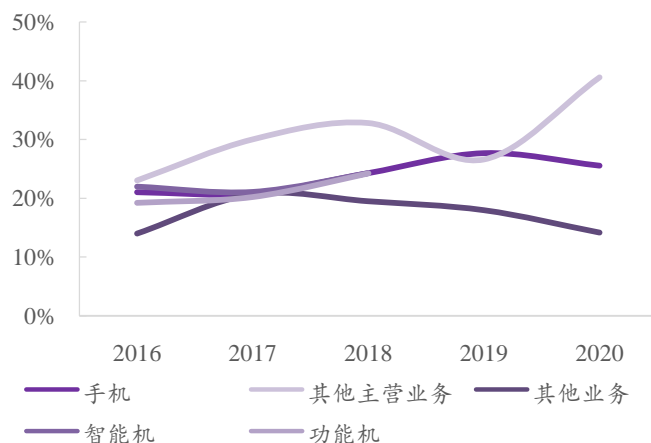
**盈利能力稳健，期间费用率稳重有降。**从毛利率与净利率水平来看，2016-2020年公司整体毛利率水平由20.59%提升至25.74%，净利率水平由0.74%增长至7.09%，且非洲地区销售毛利率高于亚洲及其他地区。从期间费用来看，2016-2020年的期间费用率分别为19.04%、16.90%、16.97%、18.52%及17.37%，公司期间费用率总体呈现稳中有降趋势，其中公司销售费用率小幅上升，主要系公司不断拓展非洲以外的销售区域，业务扩张速度较快，宣传推广费用持续增加。

图表 6：公司毛利率及净利率情况



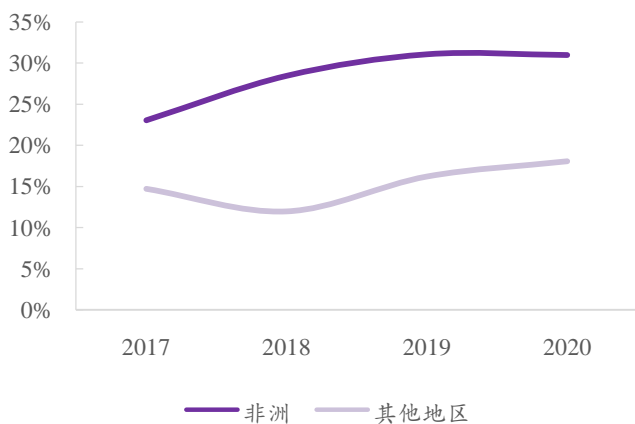
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 7：公司各主营业务毛利率情况



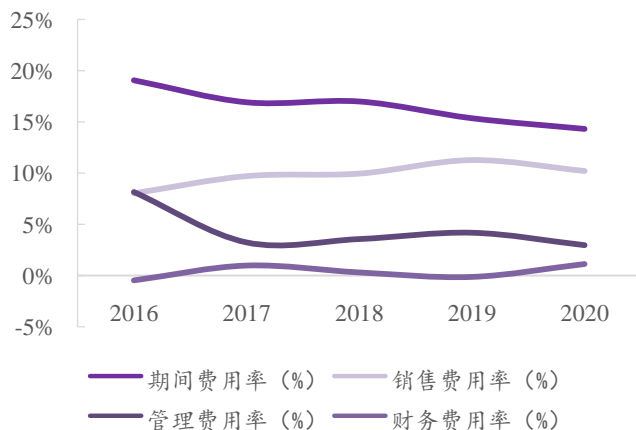
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：公司各区域手机业务毛利率情况



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 9：公司期间费用率情况



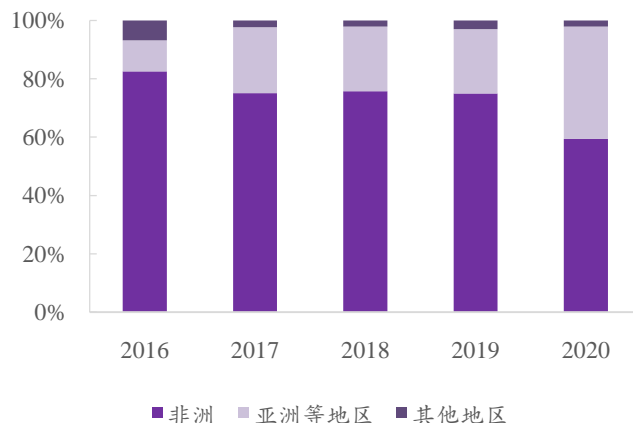
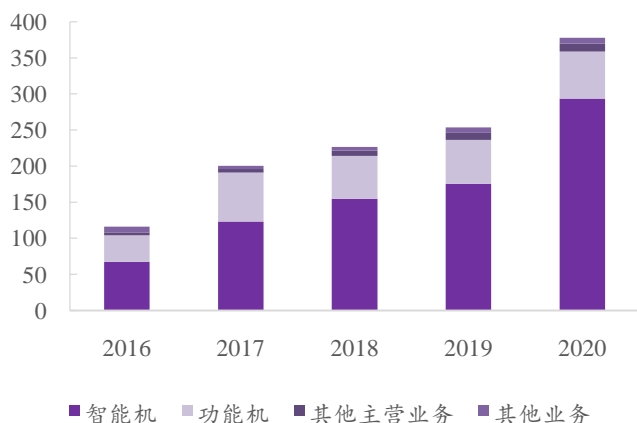
资料来源：wind，华鑫证券研究

**智能手机营收占比提升，非洲之外地区销售规模持续扩大。**由于技术升级和功能创新所引发的新产品需求推动手机行业实现渗透率的快速提升，公司手机业务销售收入持续增加。2020年公司手机业务营收为358.87亿元，同比增长51.89%。另一方面，随着新兴市场的日益成熟，新兴市场存在较大的结构性改善需求，智能手机占比不断提高，公司手机产品销售结构不断优化，中高端智能手机占比持续提升。2020年公司智能手机营收占比已达到77.74%，2021H1公司中高端机型销售占比已提升至20%。从销售地区来看，公司产品主要销售地区为非洲，其次为印度与孟加拉等亚洲地区。2020年非洲地区主营业务收入224.52亿元，同比增长18.14%，公司在非洲地区优势进一步扩大。同时，公司逐步加大印度等亚洲市场的拓展力度，亚洲等其他地区市场的收入增长较快。2020年公

司非洲以外地区销售占比提升至40.59%，同比增加15.57pct。

图表 10：公司各业务收入情况

图表 11：公司各区域主营收入情况



资料来源：wind，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

## 2、手机业务：以非洲为基，剑指全球新兴市场

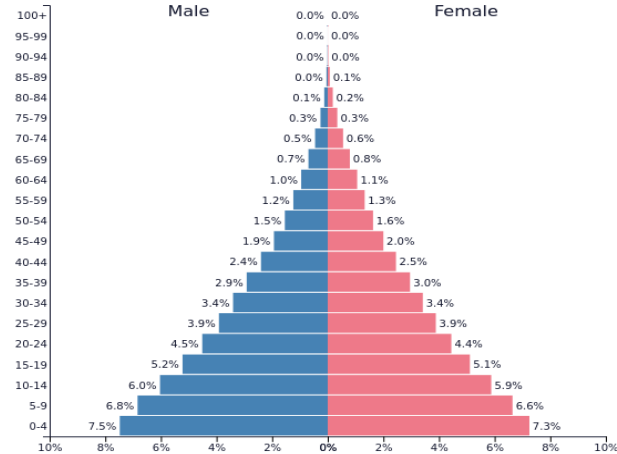
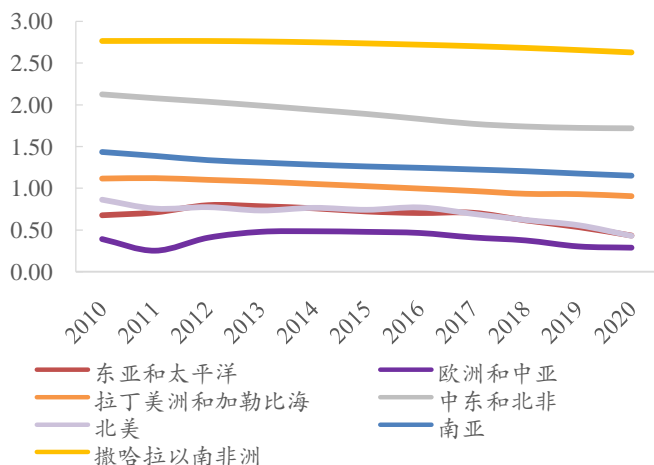
### 2.1、非洲经济水平较低，人口红利和基础设施建设将带来巨大潜力

#### 2.1.1、非洲人口基数大、增速快，手机消费存在刚性需求

非洲拥有50多个国家及地区，是地球上的第二大洲，也是人口第二多的大陆，目前人口达到13.73亿。无论是从人口总量、人口增长率，还是人口结构来看，非洲手机市场发展可期。首先，从人口总量来看，根据Statista数据，2030年非洲人口总数有望从目前的13.40亿增长至16.88亿；其次，从人口增长率来看，根据世界银行数据，非洲2020年人口增长率为2.63%，远超世界平均人口增长率水平1.02%，且10年来人口增长率保持在2.5%以上，稳居世界之首；从人口结构来看，2021年撒哈拉南非洲19岁以下人口占总人口数50.4%，19-65岁人口占比46.1%，65岁以上人口占比仅3.5%。非洲共有两亿多15岁到24岁青少年。到2025年，非洲青年人口将占世界青年人口的四分之一，每年有1000万至1200万青年人进入就业市场，丰富的年轻人口有利于加快工业化进程。从人口年龄结构来看，非洲地区大部分人口年龄处于20岁以下，劳动力人群充足，人口结构健康，增长潜力充足。

图表 12: 非洲人口增长率稳居世界之首 (%)

图表 13: 非洲拥有非常年轻的人口结构



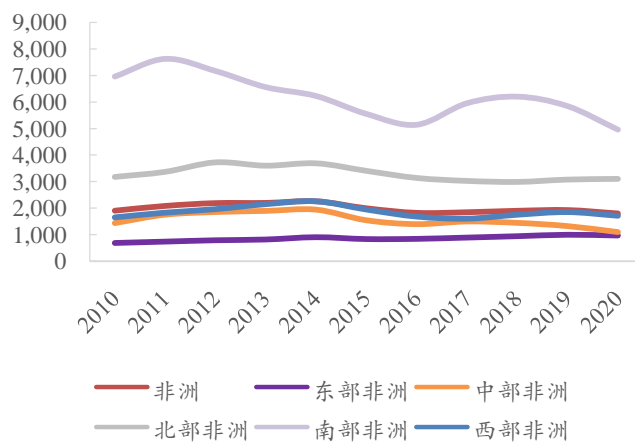
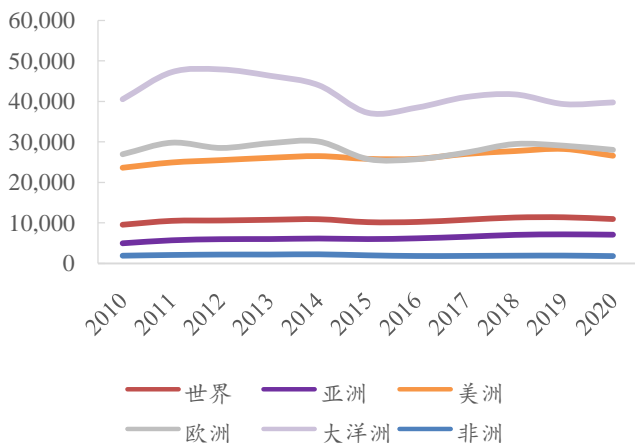
资料来源: 世界银行, 华鑫证券研究

资料来源: PopulationPyramid, 华鑫证券研究

非洲经济发展水平低于世界平均水平, 内部经济发展不平衡。非洲的经济发展总体上还比较落后, 根据联合国统计司数据, 2020年非洲人均GDP为1803.52美元, 远低于世界平均水平10949.49美元。由于农业、矿业和轻工业是非洲的主要经济支柱。热带经济作物地区和石油、钴、金、钻石和铜地区的分布影响着非洲的经济分布, 使得非洲区域内部经济发展不平衡, 其中北非的人均GDP明显高于非洲其他区域的人均GDP, 南非、尼日利亚是相对富裕的地区, 中非、东非和西非的大部分地区极其贫穷, 整个非洲大陆仍然处于发展的初级阶段。未来随着非洲的不断发展, 非洲人民消费水平也将不断提升。

图表 14: 非洲人均 GDP 低于世界平均水平 (美元)

图表 15: 非洲内部经济发展不平衡 (美元)



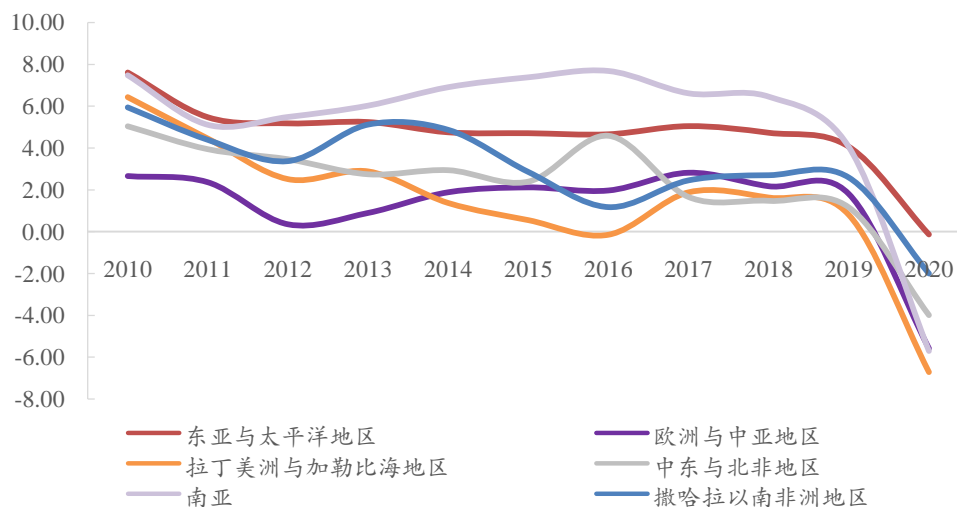
资料来源: 联合国统计司, 华鑫证券研究

资料来源: 联合国统计司, 华鑫证券研究

非洲经济增长的内生动力正逐步积累, 未来有望推动世界经济增长。在1995-2014年间, 非洲经济年均增长5%左右, 发展速度仅次于东亚板块, 呈现出勃勃生机。非洲经济内生动力潜力大的原因有几个方面。

➤ **和平红利显现。**当前非洲安全形势较之冷战期间和冷战结束初期已大为改善, 莫桑比克、塞拉利昂、安哥拉、利比里亚等国的长期内战相继结束, 埃塞俄比亚与厄立特里亚的边界冲突于21世纪初逐渐平息, 长期陷入无政府状态的索马里也于2012年成立联邦政府。目前来看, 除南苏丹、中非共和国、刚果(金)东部、马里北部等少数国家和地区仍有局部冲突外, 非洲国家进入独立以后较为稳定的阶段。总体和平的局面为非洲国家经济增长奠定了基础。

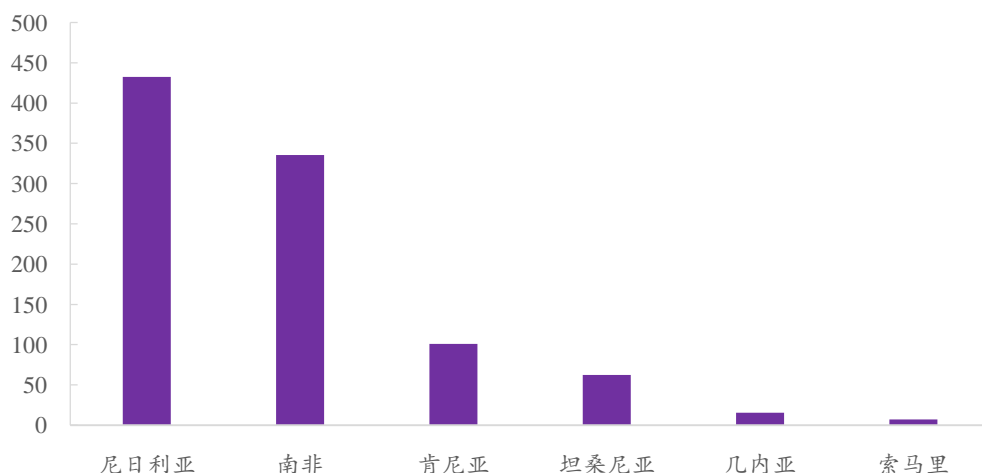
图表 16: 2010-2020 各地区 GDP 增长率对比 (%)



资料来源: 世界银行, 华鑫证券研究

- **年轻劳动力充足, “人口红利” 逐渐显现。**联合国报告称, 拥有众多年轻人的撒哈拉以南非洲经济发展潜力巨大, 2050年之前每年有望获得“人口红利” 5000亿美元。据推算, 2015-2025年非洲将新增适龄工作人口2.1亿, 占全球42%。未来50年内, 非洲将成为全球最大的劳动力市场。
- **中等收入阶层的扩大带动了内需。**非洲开发银行报告显示, 以每人每天收入在20美元以上为标准, 非洲已有约3.7亿人(占非洲总人口的34%)进入中产阶层。非洲各国经济水平差异较大, 经济较好的国家电子行业发展迅速, 隐含的消费市场极大。例如, 在非洲第一人口大国尼日利亚, 内需对经济增长的贡献度超过70%。受城市化加快和居民收入水平提高的驱动, 非洲消费规模不断增大, 2020年有望达到1.4万亿美元, 其中的增长空间蕴藏有巨大利润。

图表 17: 2020 年非洲部分国家 GDP 数据 (亿美元)

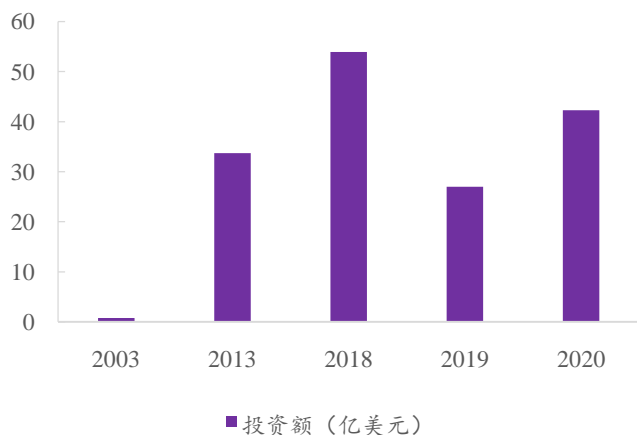


资料来源: 世界银行, 华鑫证券研究

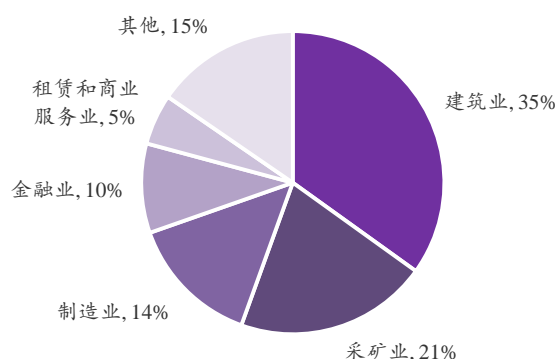
- **基础设施投资不断增加。**据世界银行统计, 近十余年非洲每年基础设施开支约450亿美元, 占GDP总量的5%以上。中国对非洲的基础设施水平改善作出了重要贡献, 铁路、公路、桥梁等一大批基础设施项目竣工投入使用, 为非洲经济增长提供了重

要保障。

图表 18: 中国对非投资流量 (亿美元)



图表 19: 2020 年中国对非洲直接投资存量 (分行业)

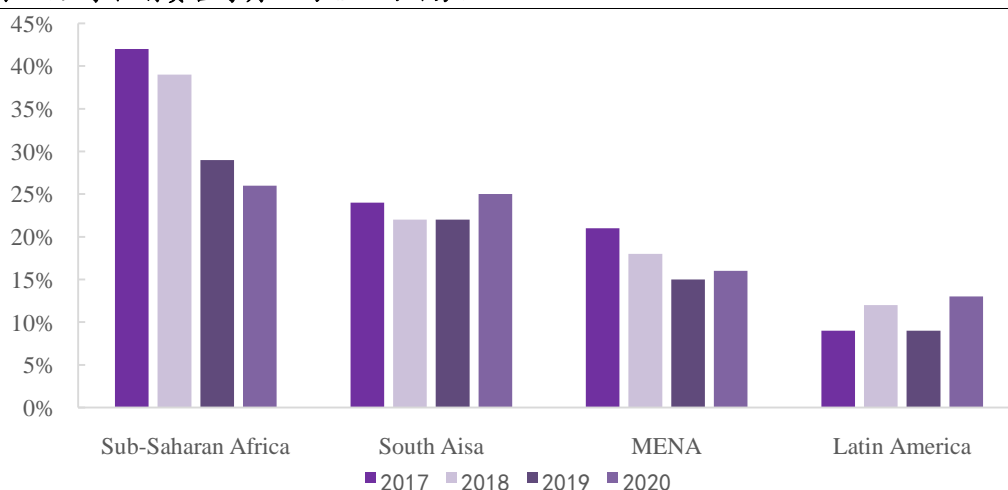


资料来源:《新时代的中非合作》白皮书, 华鑫证券研究

资料来源:《中国与非洲经贸关系报告》, 华鑫证券研究

非洲人均可支配收入仍有提升空间, 消费能力提升将带来更多智能手机用户。据 GSMA 统计, 2015-2020 年, 撒哈拉以南非洲地区的智能手机普及率已实现翻倍增长, 但智能手机用户仍然只占总手机用户的一半左右。我们认为非洲人均可支配收入仍处于较低水平, 大部分非洲用户仍无法负担使用智能手机带来的设备及网络资费开销是非洲地区智能手机渗透率相对较低的主要原因。尽管自 2017 年以来, 智能手机成本占非洲地区每月人均 GDP 的百分比在持续下滑, 2020 年已达到 26% 的水平, 但与南亚、中东、拉丁美洲等地区相比仍有一定差距。我们认为在非洲经济发展, 通信基础设施建设进一步完善的大背景下, 非洲人民的消费能力将持续提升, 将带来更多智能手机用户, 非洲智能手机市场仍有广阔空间。

图表 20: 手机消费占每月人均 GDP 的百分比



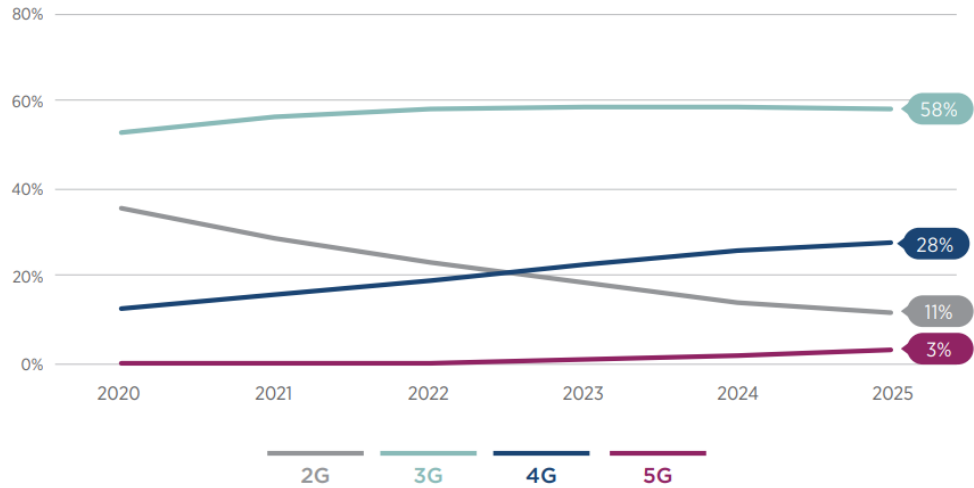
资料来源: GSMA, 华鑫证券研究

## 2.1.2、通讯网络升级驱动非洲手机和移动互联网快速成长

非洲通讯建设不完善, 目前仍以 2G、3G 为主。从通讯制式情况看非洲, 现阶段非洲地区通讯基础设施建设不完善, 落后于世界其他地区。根据 GSMA 发布的《2021 年全球移

动趋势报告》，2020年撒哈拉以南非洲的2G和3G渗透率分别为36%和52%，但4G渗透率仅为12%，4G建设水平远远落后于其他国家和地区。GSMA认为非洲4G通讯发展仍有较大空间，并且暂时无法完全取代2G与3G网络。非洲大陆国家不同的经济发展水平使得各地区通信制式水平各有差异，未来发展速度也存在不同。根据GSMA的预测，2025年撒哈拉以南地区4G渗透率将达到28%，3G渗透率也将会继续增长。

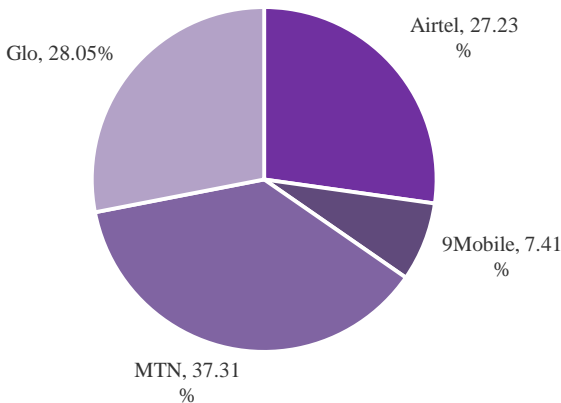
图表 21：非洲移动通信网络渗透率



资料来源：GSMA，华鑫证券研究

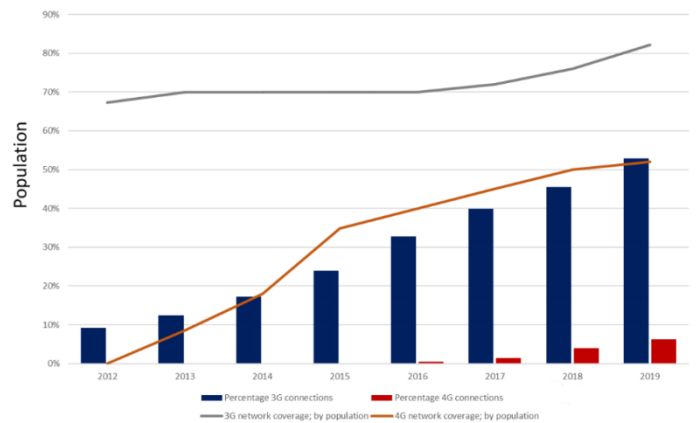
非洲市场网络普及率区域差异大，4G用户主要位于大城市。考虑到非洲各城市中，用户的消费水平有较大差异，当地运营商主要的战略为在大城市推广4G与智能机，在人均收入较低的中小城市与农村保证基本的网络与通信服务覆盖。以尼日利亚为例，作为非洲最大的移动通信市场，截至2019年12月，尼日利亚有超过1.84亿个SIM卡，其中1.26亿个有互联网服务。根据NCC的数据，2019年尼日利亚的电信语音服务覆盖率达到约89%，且大城市与政府的4G与光纤覆盖率日益上涨。尼日利亚3G服务覆盖了约75%的人口，4G部署仅限于在主要城市地区，有37%的人口可以享受到4G网络覆盖。尼日利亚前四大运营商为MTN、Globacom、Airtel、9Mobile，市场份额分别为37.31%、28.05%、7.23%和7.41%。NCC数据显示，私营部门在这一领域的投资已经从2G转向3G和日益增长的4G，覆盖率分别为74%和37%。

图表 22：尼日利亚四大运营商



资料来源：NCC，华鑫证券研究

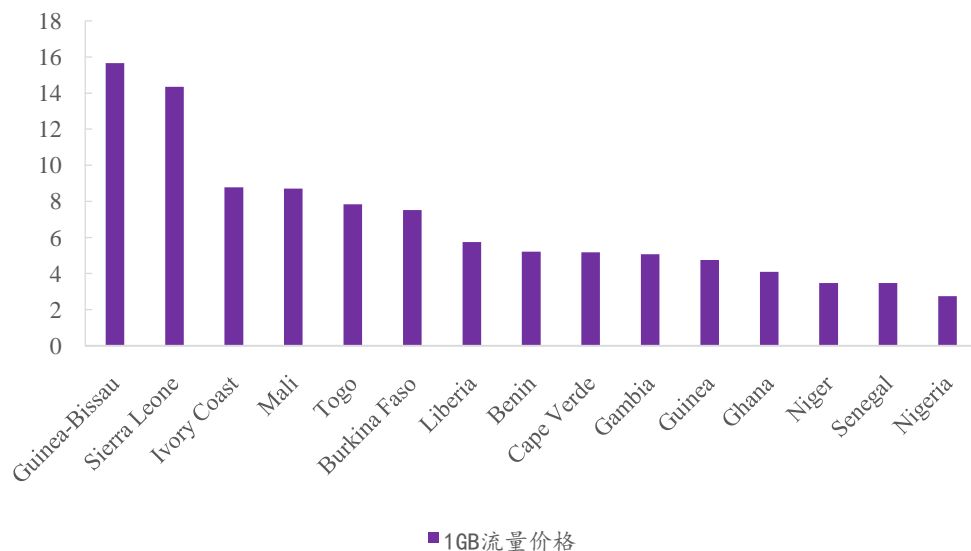
图表 23：尼日利亚 3G 和 4G 网络覆盖率及用户量



资料来源：数字非洲观察，华鑫证券研究

非洲4G接入的主要障碍是较低的人均收入。根据平价网络联盟（Alliance for Affordable Internet）发布的报告，2020年最新统计的34个非洲国家，1GB流量包约占人均月收入的5.7%，即假设人均约收入5000元人民币，购买1GB上网流量包需要花费285元人民币。平价网络联盟的报告称70%的女性手机用户会买350MB及以下的套餐，不到10%会买超过1GB的套餐，而超过32%的男性会选择购买超过1GB以上的套餐。此外，非洲宽带网络以无线移动宽带为主，固定宽带网络不足占比1%。在非洲，特别是撒哈拉以南非洲国家，人均收入低、上网价格贵、上网速度慢，均是非洲4G入网率低的原因。

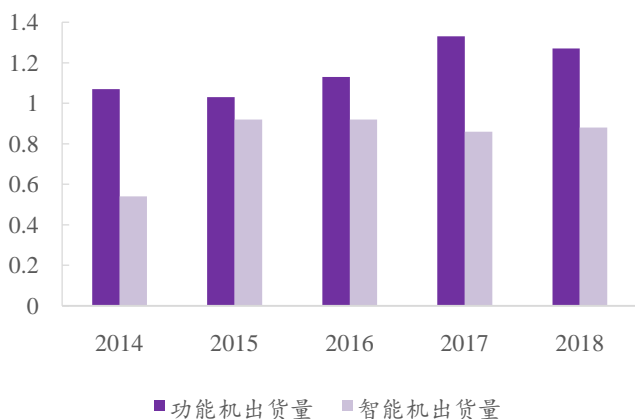
图表 24：非洲部分国家每 1GB 移动流量资费（美元）



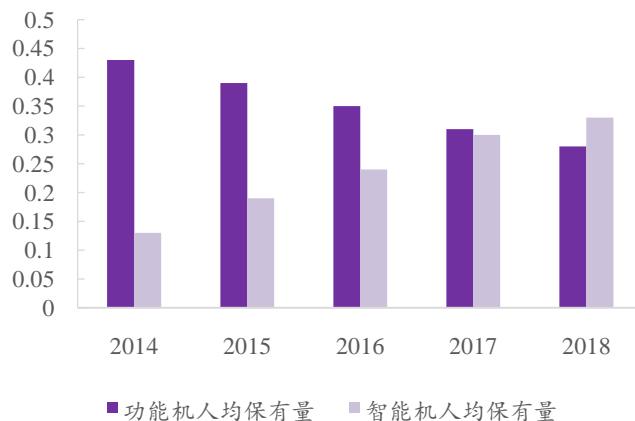
资料来源：CNR，华鑫证券研究

以2G、3G为主的市场下，非洲功能机市场仍存在一定空间，但智能机替代趋势不改。一方面，以非洲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。此外，对于不熟悉智能手机的发展中国家儿童和老年人来说，一部功能简单易操作的功能机更能够满足其需求。因此，功能手机在以非洲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。另一方面，随着非洲市场的经济发展水平不断提高与通信设施的不断完善，人均消费能力逐渐增强，市场对于智能手机的需求日趋增长。而非洲的智能机保有量虽逐年增长，但其人均保有量仍低于世界平均水平，通信设施相比于世界平均水平仍较为落后，智能机市场存在较大的发展空间。

图表 25: 非洲功能机和智能机出货量(亿部)



图表 26: 非洲功能机和智能机人均保有量 (部)



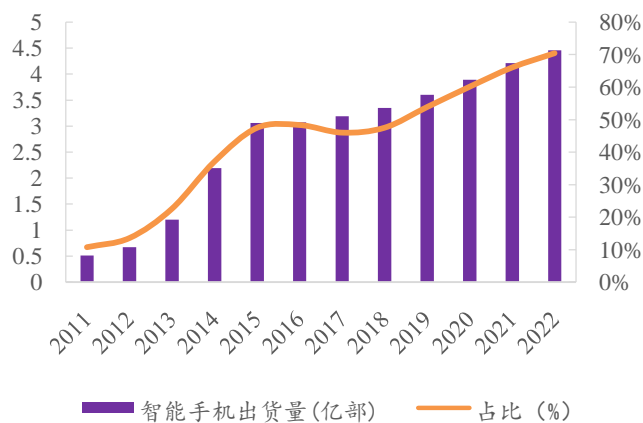
资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

以非洲为代表的新兴市场国家智能机渗透率不断提升, 增速较大。根据GSMA预测, 2025年撒哈拉以南非洲的智能手机连接率将提升至64%。同时, 根据IDC统计数据, 以非洲、印度、孟加拉国为代表的国家(地区)市场未来智能机将维持较高的增速, 预计2018年至2022年年均复合增长率分别为5.31%、11.10%和7.60%, 显著高于全球市场智能机1.90%的平均增速水平; 同时, 非洲、印度和孟加拉国的智能手机出货金额年复合增长率预计在2018年至2022年期间分别可达12.66%、12.46%和6.77%, 同样领先于全球市场的平均增速水平。因此, 以非洲为代表的新兴市场智能手机存在较大发展空间, 替代功能机趋势不改。

图表 27: 撒哈拉以南非洲智能机连接率呈上升趋势 (%)

图表 28: 新兴市场国家智能手机出货量及占比



资料来源: GSMA, 华鑫证券研究

资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

## 2.2、深耕非洲市场, 构筑品牌及渠道护城河

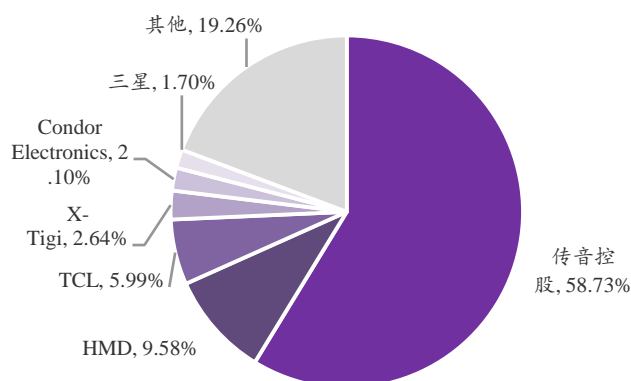
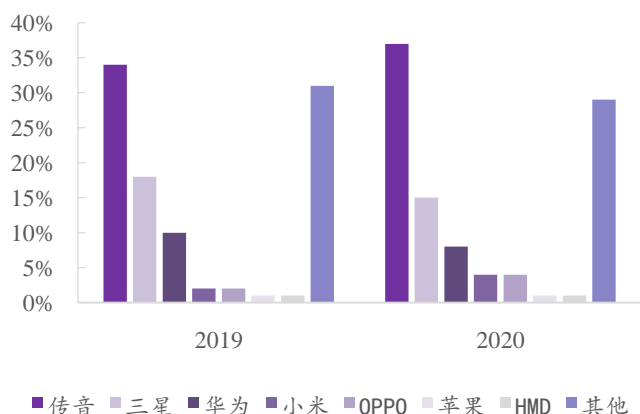
### 2.2.1、非洲市场优势显著, 充分享受人口红利、换机趋势

传音多品牌策略定位各层次消费者, 手机市场占有率位列非洲第一。由于成熟市场经济发展程度和智能手机普及率均处于较高水平, 手机出货量增速放缓并趋于稳定, 市场需求主要来自于智能手机的更新换代。非洲等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，非洲的智能手机市场潜力巨大。同时，与成熟手机市场相比，受限于经济发展水平和通信基础设施建设的相对滞后，非洲智能手机产品的竞争目前主要集中在中低端价位产品。传音抓住欠发达地区的特点，推出功能机+智能机的产品组合，以多品牌策略划分市场，TECNO、itel、Infinix三大手机品牌对标不同的消费能力用户群体。经过多年的积累和发展，传音产品在主要销售区域已形成较强的品牌影响力和较高的市场占有率。据IDC数据，传音三大品牌在2021年第四季度继续领跑非洲智能手机市场，合计份额为47.9%；传音品牌也在功能手机市场占据主导地位，合计份额已达到78.0%。

图表 29：传音智能手机出货量占比位列非洲第一

图表 30：非洲功能机市场品牌市占率



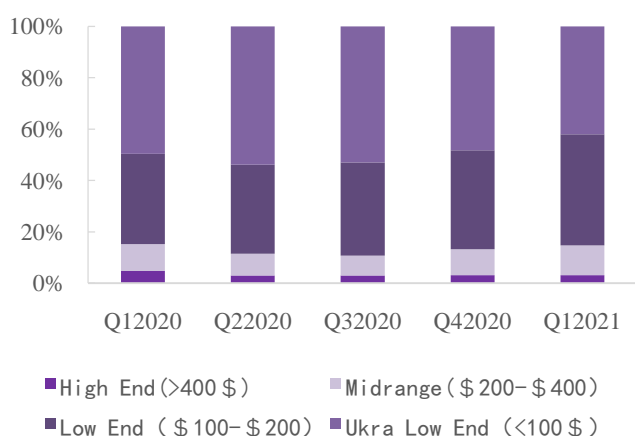
资料来源：Counterpoint，华鑫证券研究

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

## 2.2.2、以高性价比开拓市场，持续优化产品结构

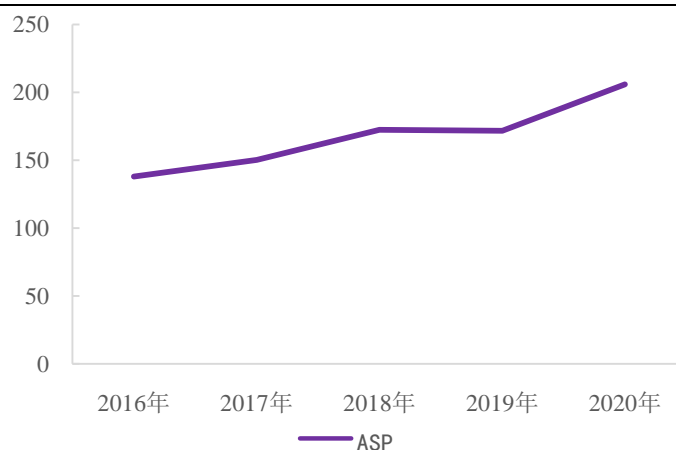
传音以价格优势率先统领非洲市场，中高端产品占比持续提升，手机产品ASP上行增厚公司盈利能力。据IDC观察，2021年低于200美元的低端价格区间智能手机在2021Q4占出货量份额为81.1%，继续主导非洲智能手机市场。中段区间所占份额从2020Q4的10.1%增至2021Q4的14.0%。中端价位的增长可归因于三星、小米和传音等主要供应商推出功能丰富的新机型，预计该价位将长期保持增长势头。传音智能手机主动打造高性价比，致力于做出让非洲用户用得起的高质量手机。根据公司招股说明书，2019年H1，Infinix、TECNO、itel智能机售价均价分别为578.76元、486.86元和300.40元，TECNO和itel另外拥有功能机产品，均价分别为77.61元和54.57元。无论是智能机还是功能机，传音精确定位用户需求，匹配当地人民消费水平，产品价格均具有较强竞争力。在取得市占率领先优势的背景下，公司战略布局中高端手机产品，在匹配当地人消费能力背景下实现产品结构的升级。2020年公司中高端机型销售占比约15%，2021H1，中高端手机销量同比增加超过70%，占比已经达到20%。我们认为公司推进中高端产品占比提升战略，将带动手机ASP持续上行，有助于增强公司盈利能力。

图表 31: 非洲智能手机各价格区域占比



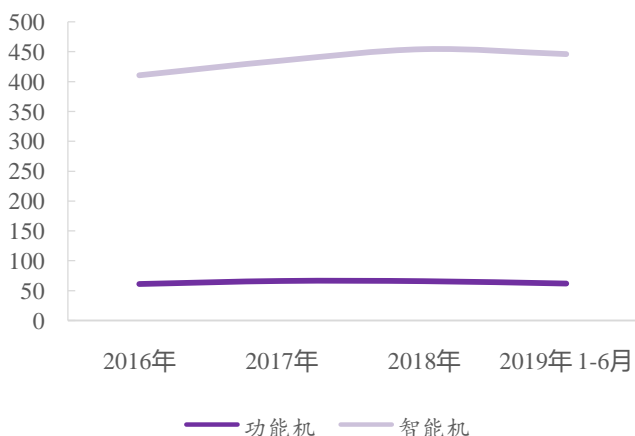
资料来源: IDC, 华鑫证券研究

图表 32: 传音手机产品整体 ASP 保持上行



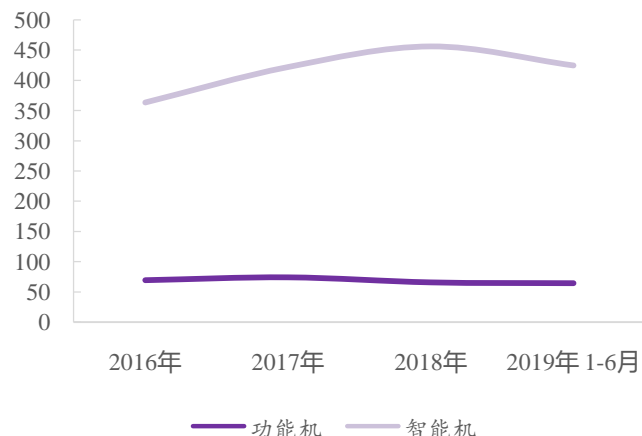
资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 33: 传音非洲地区手机产品 ASP (元)



资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

图表 34: 传音印度地区手机产品 ASP (元)



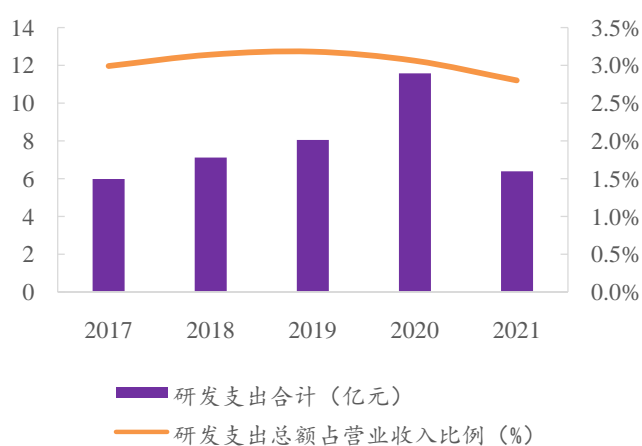
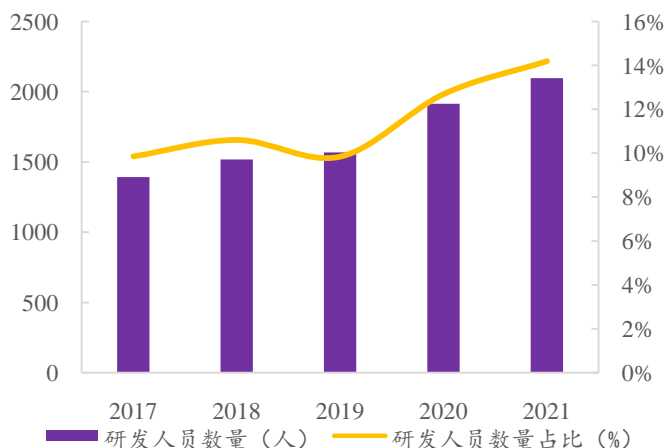
资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

### 2.2.3、坚持本地化产品研发及宣传推广, 提升产品力筑高护城河

坚持本土化技术创新的核心战略, 不断加大产品研发与投入。公司坚持新兴市场本土化产品的规划和技术研发创新, 并率先将行业内的前沿技术与非洲市场特点相结合, 通过技术融合与迭代开发形成产品竞争力。为提升整体的研发实力, 公司不断完善研发梯队建设, 研发人员数量不断增加, 研发费用不断增长。2020年, 公司研发投入11.58亿元, 较上年增长了43.80%。2020年末研发人员数量为1,915人, 较2019年期末增长22.13%。

图表 35: 公司研发人员数量

图表 36: 公司研发费用不断提升



资料来源: wind, 华鑫证券研究

资料来源: wind, 华鑫证券研究

**产品直击用户痛点，有效提升用户体验，筑高产品力护城河。**10年间，传音凭借着市场敏感度因地制宜，不仅利用营销手段提高品牌在非洲的知名度，还使用专业技术瞄准用户痛点：四卡四待手机帮助用户低成本跨网，深肤色专用拍照系统优化人脸定位与曝光，防汗防摔功能适应热带气候，专属铃声适应文化氛围。为提高功能机的用户体验，传音还加入了专属游戏应用下载等功能。针对非洲普遍流量成本高、网络不稳定、带宽低、内存配置低等特点，传音研发了流量节省技术、客户端/服务端多级缓存技术、资源差异化配置等。针对非洲的基础电力设施薄弱，传音因地制宜，降低手机用电门槛，提高续航时长。传音手机主打超长续航，推出了能安装6000毫安大电池与5号电池的手机，大大降低了手机使用者所在地区电力供应导致的使用门槛，用超长待机产品抓住用户。

图表 37: it5081 支持三重 Sim 卡功能

图表 38: Infinix HOT 11 Play 配备 6000 毫安大电池



资料来源: itel 官网, 华鑫证券研究

资料来源: Infinix 官网, 华鑫证券研究

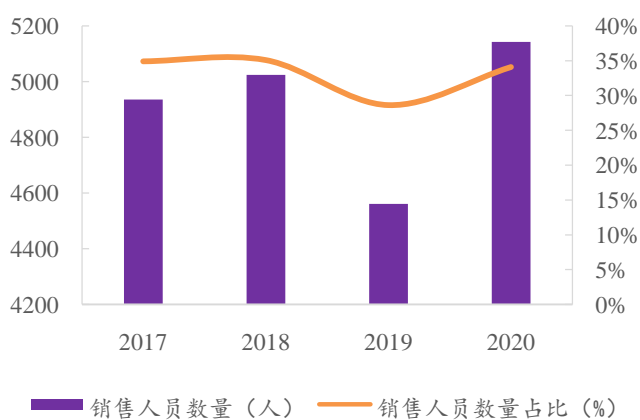
**覆盖式宣传营销，强调“售服一体”的概念，提升品牌知名度。**目前非洲很多国家的广告方式仍以刷墙广告、贴海报广告、FM广告等传统形式为主。传音深谙非洲广告宣传手段，在非洲的大街小巷，无论是电线杆还是围墙，随处印刷传音旗下手机品牌的广告，从内罗毕的机场道路到坎帕拉的贫民窟，从肯尼亚的边境小城Kisii到卢旺达的旅游城市Rubevu，只要有墙的地方，就少不了传音手机的涂墙广告。针对非洲人民热爱足球的特点，传音就先后赞助了英超曼城、莱斯特城等球队，成为其官方球队官方合作伙伴，提升传音品牌影响力。同时传音强调“售服一体”的概念，建设了完整的售后服务

网络，售后服务品牌Carlcare已在全球建有超过4000个直营或合作网点，手机销售+售后服务强化消费者的信任感，培育消费者忠诚度，有助于传音良好口碑的传播，为手机产品的长远发展打下坚实基础。

## 2.2.4、线下渠道不断下沉，线上渠道持续拓展

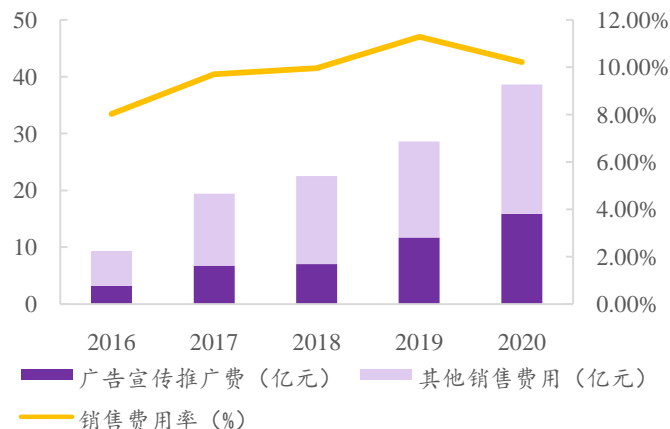
传音具有深度下沉的销售渠道，线下渠道全面铺开。通过多年的渠道建设，公司与非洲经销和零售资源进行深度合作，并对重点国家及地区的销售网络进行信息化升级和改造。由于非洲互联网渗透率有限，因此线上电商目前市场占有率很低，传音在非洲总共有360个经销商，并通过分销商大范围开设了线下零售店。同时，公司协助经销商不断下沉销售渠道，将销售网络由当地一二线的发达区域逐步向三四线区域下沉、覆盖，完善现有市场销售网络。对于重点市场及重点经销商客户，公司坚持渠道下沉策略，配备销售专员与经销商、分销商和零售商保持长期稳定的日常沟通。2020年公司拥有销售人员数量超过5000人，占公司员工总数的30%以上。公司销售人员与经销商、分销商和零售商保持长期稳定的日常沟通，能够及时获取一手市场反馈和需求信息，有助于公司提升产品竞争力及市占率。同时，公司还会协助经销商进行宣传推广、组织促销来促进产品的终端销售，2020年公司销售费用为38.60亿元，其中宣传推广费达到15.86亿元，同比增加35.37%，占公司营收的4.20%。公司加大营销投入实现与合作伙伴的共同发展，提升了客户的满意度和稳定性。

图表 39：公司销售人员及占比情况



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 40：公司销售费用持续增加



资料来源：wind，华鑫证券研究

**紧跟发展趋势，积极拓展线上渠道。**随着新兴市场国家科技的进步，基础通讯设施的不断完善，用户的消费习惯也逐渐改变，越来越多的人开始接受线上购买产品的模式，传音加大线上渠道的力度，通过线上发布会、在线预订、线上线下相结合的方式，对线上营销模式不断创新。面对全球疫情挑战，传音积极求变，灵活应对，突破传统线下发布模式，转战线上。2020年4月，TECNO与尼日利亚王牌电视台Channels Television合作，通过在线发布会发布了新款拍照手机CAMON 15系列，成功打造非洲首场智能手机线上发布会，同时开放线上预订，全面覆盖线上线下消费者，发布会当日线上观看量及收视率不断飙升，全网观看人数达255万人次，其中电视渠道播放收视率为日常的1.5倍。CAMON15Launch#的Twitter话题讨论热烈，登上实时热搜榜第一名。传音此次发布会不仅开创了非洲市场先河，更收到了市场的热烈反馈。我们认为公司顺应非洲消费者群体购物方式的发展，积极进行线上渠道拓展，强调线上线下结合，面对更多的用户群体进

行全渠道的销售建设，将进一步巩固在新兴市场的渠道优势，提高竞争壁垒，助力销售取得新突破。

图表 41: TECNO CAMON 15 系列线上发布会

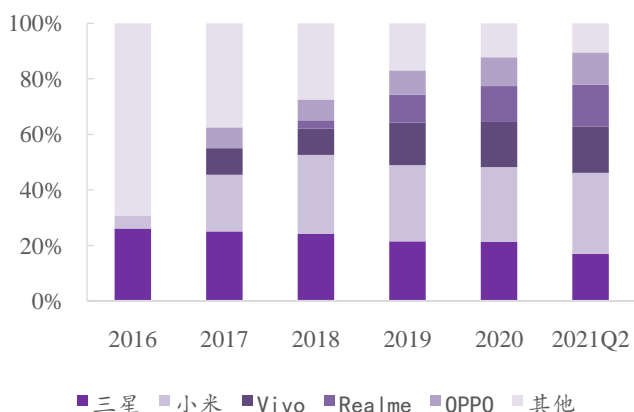


资料来源：腾讯网，华鑫证券研究

### 2.2.5、复制非洲市场成功经验，发力全球其他新兴市场，打开增量空间

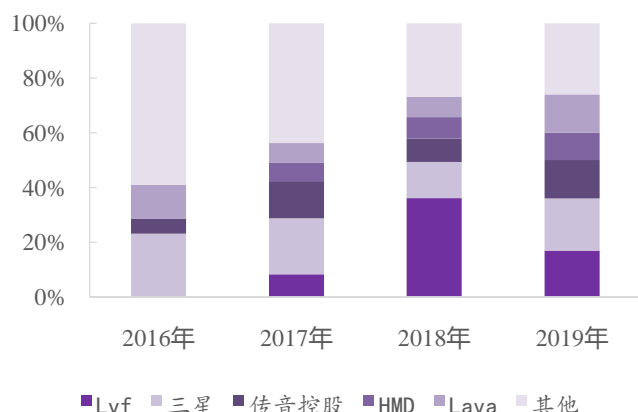
传音手机作为走出国门，于非洲成功立足的手机品牌，其成功最重要的原因之一是传音的本土化运营，本土化的运营让传音手机在非洲站稳了脚跟，斩获了“非洲手机之王”的美誉。同时，公司亦着眼全球其他新兴市场的开拓。目前，传音全球销售网络已覆盖70多个国家和地区，除非洲外，公司也在寻求拓展印度、巴基斯坦等东南亚国家、伊拉克、沙特、土耳其等中东市场及拉美、俄罗斯市场的机会，未来有望复刻公司开拓非洲的经营道路，实现新市场的突破。2020年公司在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率超过40%，排名第一，孟加拉国智能机市场占有率18.3%，排名第一，印度智能机市场占有率5.1%，排名第六，南亚市场的开发已取得一定成效。我们认为非洲市场的成功开拓为公司积累了深厚的新兴市场运营经验，未来公司有望复制非洲市场成功经验，继续探索“本土化运营”模式，实现公司销售覆盖面的扩大。

图表 42: 印度智能手机市场品牌市占率



资料来源：IDC，华鑫证券研究

图表 43: 印度功能机市场品牌市占率



资料来源：Counterpoint，华鑫证券研究

### 3、IoT：拓展硬件产品边界，打开增长新空间

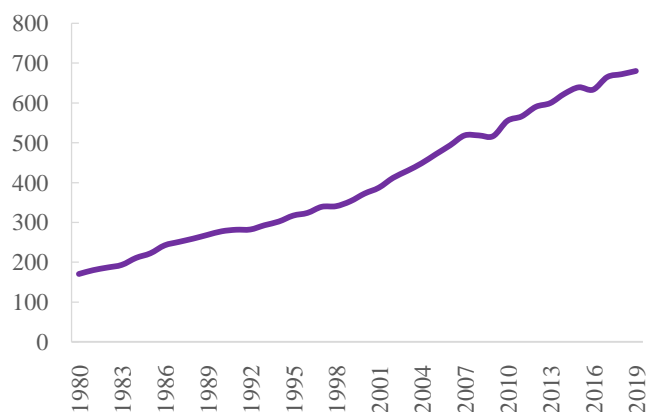
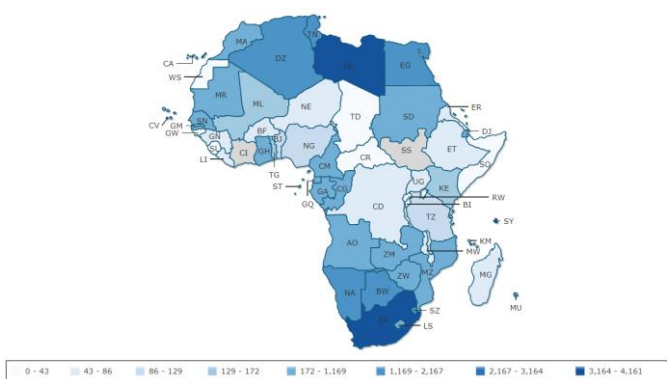
#### 3.1、人口多、需求大，非洲家电市场前景广阔

##### 3.1.1、电力资源不稳定，家电渗透率有待提升

非洲电力基础设施不完善，成为制约家电普及的因素之一。非洲地区由于受到经济发展水平、电力基础设施不完善、电力资源不稳定等因素的影响，家电渗透率水平较低。根据非洲开发银行的数据，目前，非洲通电率仅约40%，仍有超过6.4亿非洲人生活在无电地区，其中撒哈拉以南非洲地区通电率在全球最低，人均能源消费量仅为180千瓦时/年，即使是非洲最大的经济体尼日利亚，电气化率也仅为54%。非洲内部各地区用电发展水平不平衡，用电量集中于北部和南部非洲，即便在有电网的地方，经常存在供电的不稳定性问题。供电短缺已成为制约非洲家电普及的主要因素之一。

图表 44：非洲人均年用电量分布

图表 45：非洲用电量持续提升（十亿千瓦时）

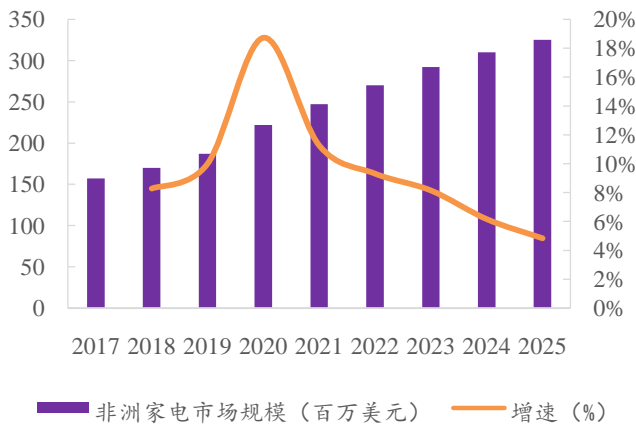


资料来源：indexmundi，华鑫证券研究

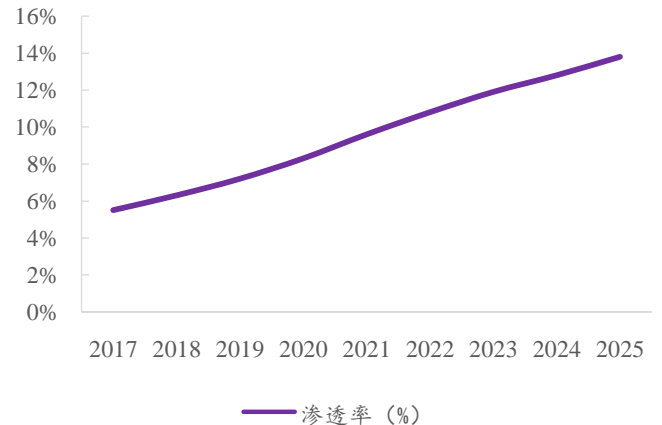
资料来源：wind，华鑫证券研究

伴随基础建设的投入，非洲用电量保持平稳增长水平，家电潜在市场持续开发。据wind数据显示，2019年，非洲用电量为6801.8亿千瓦时，同比增长1.18%。我们认为未来伴随通电率水平的提升，家电市场的渗透率有望持续提高。根据Statista统计，2020年非洲家电用户渗透率不足10%，预计到2025年将达到13.8%，用户数量将达到860万。从市场规模来看，2020年，非洲家用电器领域市场规模达到2.22亿美元，预计到2025年市场规模将达到3.25亿美元，2020-2025年CAGR为7.92%，家电需求将持续旺盛。

图表 46: 非洲家电市场规模及增速



图表 47: 非洲家电用户渗透率



资料来源: Statista, 华鑫证券研究

资料来源: Statista, 华鑫证券研究

### 3.1.2、非洲家电市场以白牌为主，品牌家电占比较低

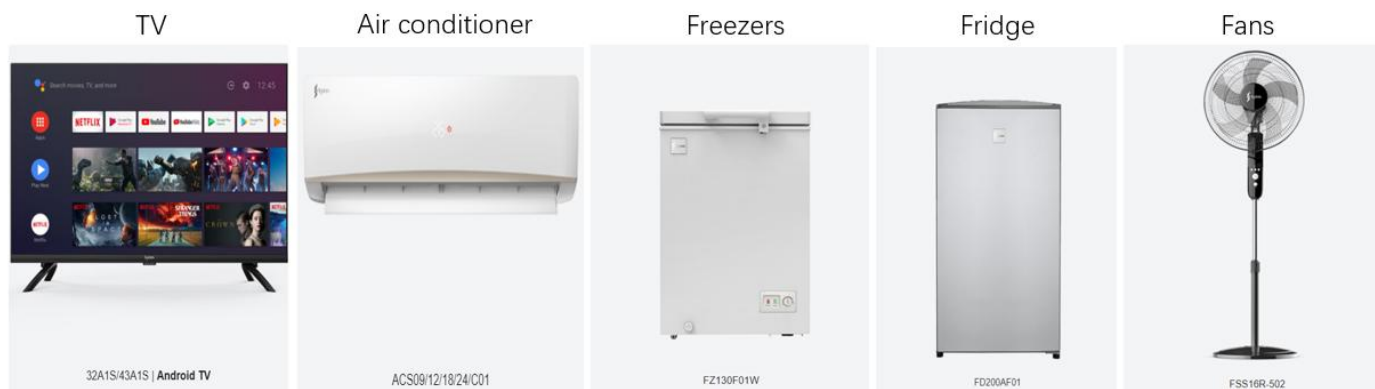
非洲家电市场结构较为分散。非洲家电市场已经历过两次品牌迭代，第一次是在上世纪90年代至2010年间，韩系品牌通过更高性价比、更大市场推广力度，逐步占领非洲市场超过80%的市场份额。第二次是2010年到2017年期间，海星、TCL、美的、创维等中国品牌形成出海热潮，同样通过高性价比的打法，把韩系品牌市场份额挤到10%左右。但由于大多中国品牌对非洲市场的重视度不足，且并没有坚持推进高性价比的产品路径，使得中国品牌厂商没能占领非洲市场，导致了较为分散的竞争格局。目前中国品牌在非洲的市场份额只有15-20%，三星、LG、索尼占比约10%，剩下70%的市场是掌握在本地杂牌手中。

目前，埃及、南非、尼日利亚等非洲国家的家电市场具有良好的发展基础，并形成一定的规模和发展环境。然而，大多数非洲国家现有的家电制造业并不完善，缺乏上游原材料供应商，家电产品依赖进口。其中，韩国的三星、LG占据了相对高端的生态利基，韩国的三星、LG占据了相对高端的生态利基，而中国的海尔、海信、美的进入非洲较早，在主流消费价格上占有优势。未来，随着新兴市场需求转向智能手机，非洲将面临更加激烈的市场竞争。

### 3.1.3、因地制宜推出产品，抢占新兴国家市场份额

传音控股瞄准非洲家电市场，加强其在非布局，打造第二增长曲线。传音在2015年已成立家电品牌Syinix，在非洲推互联网电视，产品包括洗衣机、冰箱等家电，开启了多品牌、多模式的发展之路。公司复刻手机产品在非洲开拓市场的路径，进行多品牌差异化定位和运营，其中Syinix定位为中高端家电品牌，itel定位为入门级家电品牌，Infinix也正筹备智能电视业务。传音在非目标是持续积极拓展包括家电、配件在内的智能终端周边产品，利用其在非洲的竞争优势，探索多模式业务增长之路，多维度、立体化发展非洲新业务。截至2021Q3，公司家电业务已实现营收5.5亿元，预计能够实现年增长50%-70%的营收目标，家电板块整体发展迅猛。

图表 48: 公司 Syinix 家电品牌主要产品



资料来源: Syinix 官网, 华鑫证券研究

结合当地用户使用痛点, 因地制宜推出主打高性价比产品。和手机一样, 大多数传音控股的家电产品主打高性价比, 致力于用低价拓宽市场。产品力方面, 持续进行本地化创新, 如针对非洲电力不稳定, 推出可适应179V-265V电压的空调; 针对非洲天气炎热, 推出带有制冷净水器的冰箱等。公司着力同时发展线上与线下的销售渠道, 有针对性的打造宣传推广方案。2020年9月Syinix正式成为英超莱斯特城足球俱乐部 (LCFC) 官方品牌合作伙伴, 有望借助莱斯特城的全球号召力和影响力揽获更多消费群体。疫情期间, Syinix将新品发布会转战线上, 携手传音旗下售后服务品牌Carlcare共同打造电话销售平台, 同时产品上线Facebook Shop, 由当地人气网红直播带货。发布会当天, 50英寸电视产品即售罄。作为新兴的跨界者, 我们认为传音控股将凭借其手机品牌的高知名度和对线下销售渠道的强势控制, 努力推动非洲家电行业的发展, 抢占新兴国家的市场份额。

图表 49: Syinix 成为英超莱斯特城足球俱乐部的合作伙伴



资料来源: Syinix 官网, 华鑫证券研究

推出专业售后品牌, 增强与终端用户的产品粘性。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, 旗下拥有超过4000个服务接触点 (含第三方合作网点), 业务覆盖非洲、中东、东欧、东南亚、南亚、南美的60多个国家及地区, 年服务用户超过9亿人次, 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。Carlcare也已经成为非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商。

图表 50: Carlcare 售后服务网点 4000+, 年服务用户 90M+

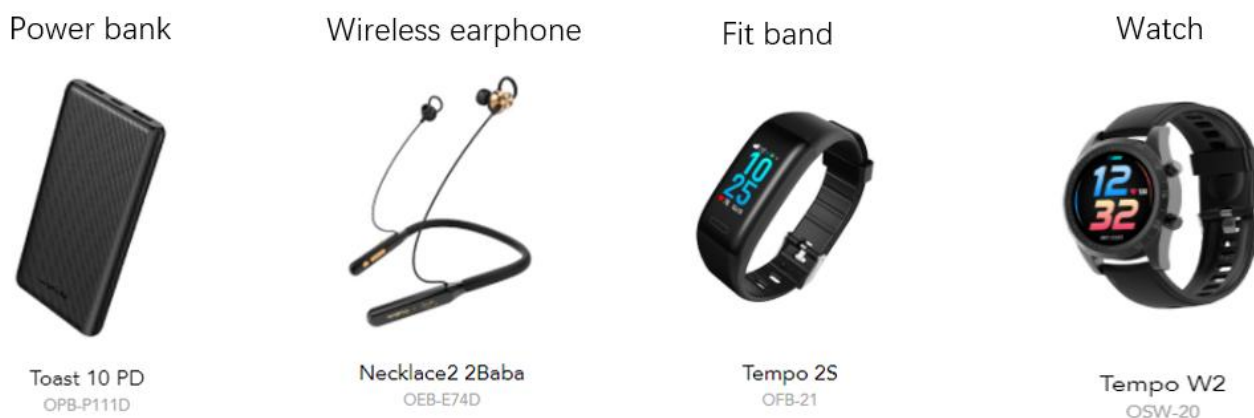


资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

### 3.2、手机销量提升，拉动3C配件产品销售规模

随着手机出货量的不断增长以及互联网渗透率的逐步提升，手机数码配件业务也进一步发展，以智能音箱、智能手环、可穿戴设备为代表的新兴消费电子产品迅速发展，为市场提供新鲜活力。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，现已成为非洲最受消费者欢迎的3C配件品牌之一。

图表 51: 公司 Oraimo 配件品牌主要产品



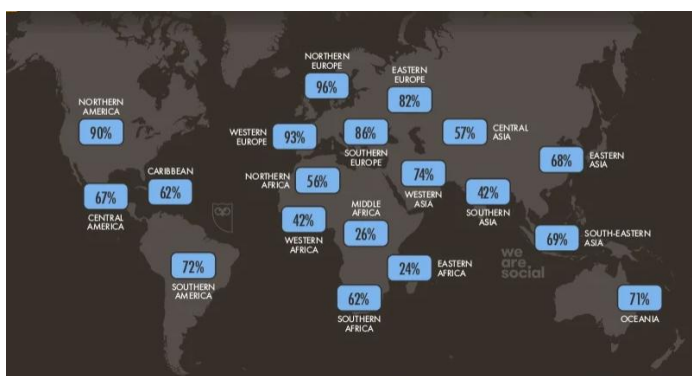
资料来源: oraimo 官网, 华鑫证券研究

## 4、 移动互联： OS+APP双线推进， 构筑生态闭环

### 4.1、 互联网渗透率飙升， 引发相关经济热潮

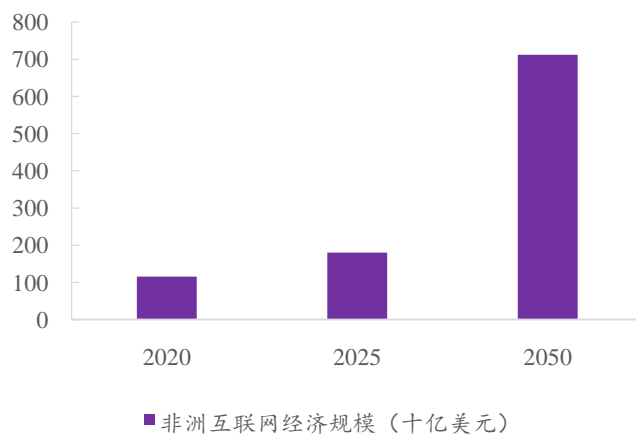
非洲互联网用户的基数小，受全球技术发展影响，近年来增速较大。据国际金融公司（IFC）报告显示，自2000年以来，非洲地区接入互联网的人数已经超过了5.2亿，占非洲人口总数的40%，其中60%的用户是通过手机上网的。IFC预计在未来10年中，非洲的互联网用户预计将增长11%，占全球互联网用户总量的16%。2020年，非洲的互联网经济对国内生产总值（GDP）的贡献值已达1150亿美元，占非洲GDP的4.5%。报告预测，至2025年，非洲互联网经济可达非洲GDP的5.2%，即近1800亿美元，且2050年的市场规模将达7120亿美元。企业的数字化转型与政策引导可正向影响非洲数字经济增长，基础设施投资、数字服务消费、公共和私人投资以及新的政策法规也都将发挥重要作用。

图表 52： 全球各区互联网用户占比



资料来源：Hootsuite, We Are Social, 华鑫证券研究

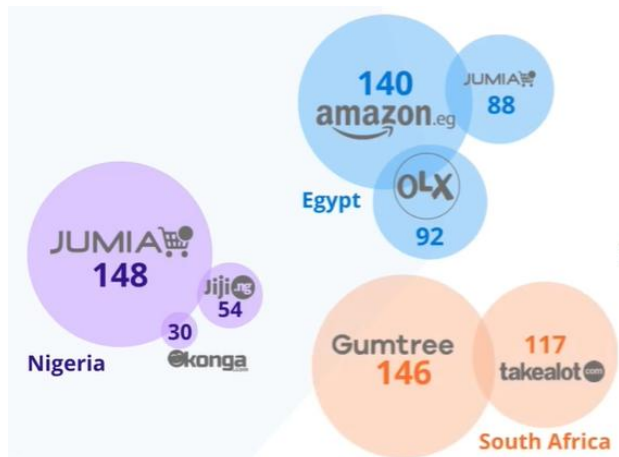
图表 53： 非洲互联网经济规模持续增加



资料来源：ifc, 华鑫证券研究

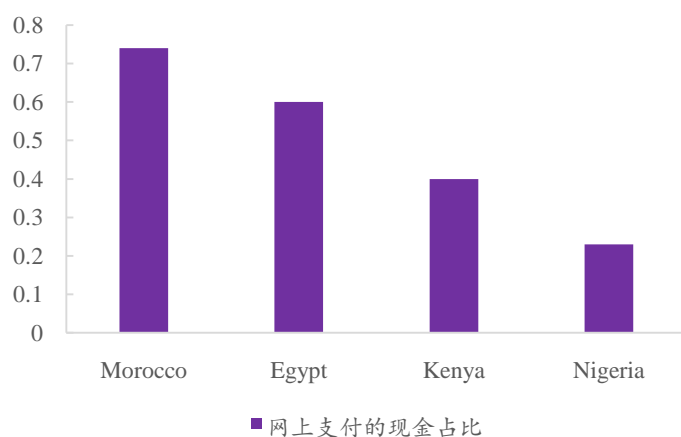
非洲互联网市场是一片蓝海，也是深海。一方面，电商市场作为互联网的代表，渗透率仍处于较低水平。非洲电商平台Jumia于2019年成为非洲第一个独角兽企业，可见市场发展潜力巨大。同时，购物平台Konga也因为较好的前景多次得到腾讯的最大股东南非报业Naspers融资，目前市值1.9亿。另一方面，在巨大的市场潜力下，非洲互联网存在长期的结构性痛点。与世界其他地区相比，非洲的支付和物流作为基础设施，发展缓慢。随着PalmPay的入局与发展，非洲移动支付市场或有新转机。

图表 54: 埃及、尼日利亚、南非部分电商平台用户数量



资料来源: Statista, 华鑫证券研究

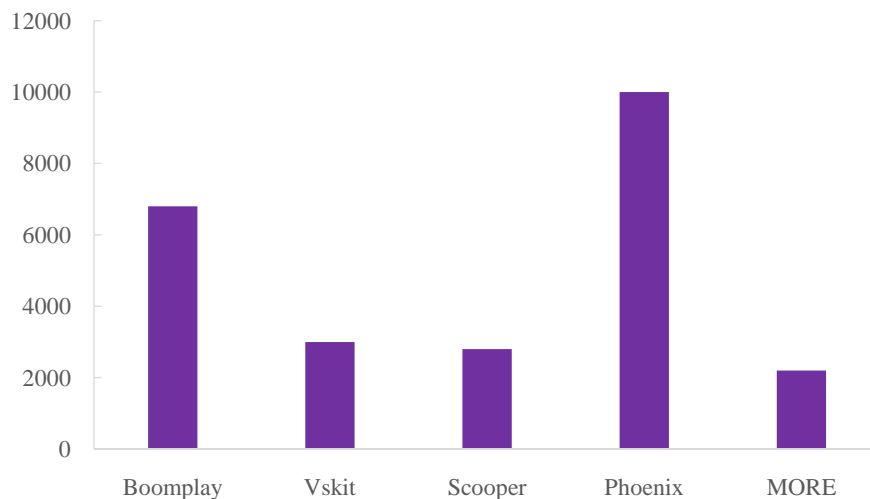
图表 55: 非洲电商仍以货到付款为主要支付方式



资料来源: Statista, 华鑫证券研究

巨大的市场潜力使得非洲互联网市场竞争激烈。互联网企业在部分细分市场中的竞争催动发展。就短视频而言, 网易、传音、字节跳动等互联网企业纷纷入局, 促使市场迅速成熟。相比而言, 音乐应用却呈现Boomplay和Google Play Music独大的现象, 市场日趋稳定。以传音为代表的新兴跨界选手也正在开辟互联网领域。基于其手机出货量的优势, 传音正在非洲打造独有的移动互联网生态, 推出非洲音乐流媒体平台Boomplay, 被称为“非洲抖音”的Vskit, 新闻聚合工具Scooper, 浏览器Phoenix, 移动支付Palmpay等独立APP业务, 各大APP月活数持续增长。

图表 56: 传音主要 APP 月活数 (万人/月)



资料来源: 公司业绩交流会, 华鑫证券研究

#### 4.1.1、大城市4G逐步铺开, Vskit成为短视频应用发展先锋

各大社交娱乐类APP均已入驻非洲市场。非洲人口年轻化程度高, 且歌舞文化深厚, 因此非洲用户与短视频的调性非常吻合。加之各大现有产品, 包括Facebook, Instagram, Tik Tok 等涌入, 非洲短视频应用在近年快速发展, 市场趋于成熟。但非洲短视频呈现“僧多肉少”的特点, 即用户更倾向于吸收而非输出内容, 内容体系缺失。非洲没有MCN机构, 几乎不存在职业短视频内容创作者, 现有短视频App上活跃的KOL多

是素人，导致平台内容“粗糙”。因此，各大短视频平台需要在未来充当MCN机构，拓展并培养内容创作者，以保证APP内容质量。

图表 57: Vskit 拥有超过 5000 个内容标签



资料来源：传易官网，华鑫证券研究

图表 58: Vskit 成为新兴潮流网红聚集地



资料来源：传易官网，华鑫证券研究

**Vskit加速非洲短视频内容生态发展，孵化潜力强大。** Vskit是传音控股与网易共同创办的合资公司传易集团打造的短视频平台，于2018年3月在非洲正式上线，用户可以通过拍摄15秒以内的UGC短视频内容并上传至Vskit。Vskit上线之初非常重视“内容本土化”输出，凭借深肤色滤镜拍照技术，借助当地语言、当地视角，不断输出有趣的符合当地文化特点的视频。在2019年第三季度便跻身社交短视频娱乐类APP排名中的Top7。2021年，Vskit月活跃用户已达到3000万，内容生产量同比增长500%。由于公司硬件在当地的市场占有率较高，本地化运营的成本降低，在短视频应用渗透率加速提升的情况下Vskit获得流量较为迅速。目前各家国内外公司短视频有直播打赏、电商、内容付费、品牌合作、全平台推广等主要变现模式，但是Vskit在非洲市场仍旧是以积累用户与流量为主，后期将通过与非洲本地KOL的合作，构建本地的MCN生态，积累本地短视频内容的优势与壁垒。尽管目前该业务营收体量不明显，但是孵化潜力巨大。

图表 59: 2019Q3 非洲地区娱乐类 APP 排行榜

排名	APP 名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时常 (分钟)
1	Google Play Games	Google LL	0.0271	5.4	3.17
2	Igitabo cyLndirimbo	Gabriel BAZIRAMWABO	0.0181	3	11.48
3	Yabadoo	APLITV S. AL (OFFSHORE)	0.011	8	63.02
4	Viusasa	Viusasa	0.0106	5	26.05
5	TV dorange Côte dlvoire	Orange Côte dlvoire S. A	0.0103	8	73.75
6	Viu	Vuclip Mobile Video	0.0093	7.1	63.03
7	Vskit	Transsnet Media	0.009	2.1	4.26
8	Katamars+Orsozoxi	Beshoy Adel	0.0073	6	31.08
9	DJ Mwanga	DJ Mwanga	0.0065	8	7.17
10	StarTimes ON	Free TV & Live	0.0064	5.6	56.87

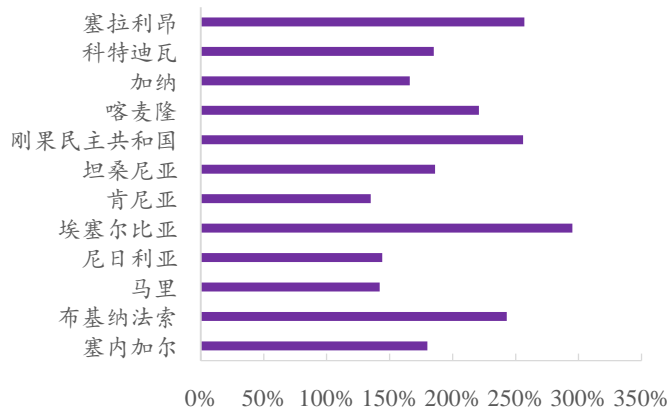
资料来源：触宝大数据，华鑫证券研究

图表 60: Vskit 用户数量、内容创作均快速增长



资料来源：传易官网，华鑫证券研究

图表 61: Vskit 不同国家创作者增长情况



资料来源：传易官网，华鑫证券研究

### 4.1.2、智能机日益普及，非洲音乐应用市场趋于稳定

受益于年轻人口与智能机普及，非洲音乐应用市场已在快速发展后基本饱和，日趋稳定。此前，在非洲音乐流媒体市场格局方面，Boomplay、Google Play Music和国际音乐流媒体巨头Spotify呈竞争态势，Boomplay主要占领西非到东非的多个国家，包括尼日利亚、加纳、肯尼亚和坦桑尼亚这四大市场。而国际巨头spotify来到非洲后却在本土化方面失利，只掌握部分北非市场，逐步被取代。

图表 62: 2020Q2 非洲地区娱乐类 APP 排行榜

排名	APP 名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时常 (分钟)
1	Google Play Music	Google LLC	0.17	15	10.63
2	Boomplay	Transsnnet Music Limited	0.1652	21.6	40.78
3	SoundCloud	SoundCloud	0.0374	28.7	22.95
4	Lark Player	Mobiuspace Tech Top Player	0.0118	15.9	26.77
5	رناتدينية - اناشيداسلامية	apps islamic 2017	0.0118	5	6.43
6	Audiomiak	Audiomiak	0.0101	32	27
7	appsgames55	appsgames55	0.0098	17	12.11
8	Shazam	Apple, Inc.	0.0082	4.6	4.08
9	Klistu Mu Nyimbo	MLK	0.0078	5	8.49
10	Anghami	Anghami	0.0066	23.5	19.26

资料来源：触宝大数据，华鑫证券研究

背靠大股东网易与传音，本土化产品定位驱动Boomplay成为音乐APP类老牌名将。Boomplay持续延续品牌本土化特色，有着清晰的产品定位和全球布局。截至2020年12月，Boomplay全球总用户达1.3亿，曲库数超过5000万，其版权区域由原来的非洲7国扩展到泛非47国，站稳非洲最大的流媒体音乐平台市场。非洲音乐市场的关键在于非洲人民对于本土音乐文化的极致热爱，在2019全年-2020年Q1阶段，Boompaly一度成为非洲地区年轻人听音乐的最佳选择，根据触宝大数据最新显示，Boomplay的周人均使用时长在TOP10的音乐软件排名中始终位列第一。2019年第四季度，Boomplay的周人均打开次数为21.2次，周人均使用时常达到35.26分钟，2020年第一季度周人均打开次数为21.6次，

周人均使用时常为40.78分钟，大幅领先其他类型音乐软件，Boomplay建立了强大的客户粘性，拥有一批热爱音乐的流量用户，预计这将是Boomplay进一步开拓音乐消费市场的主力军。

图表 63: Boomplay 核心竞争优势

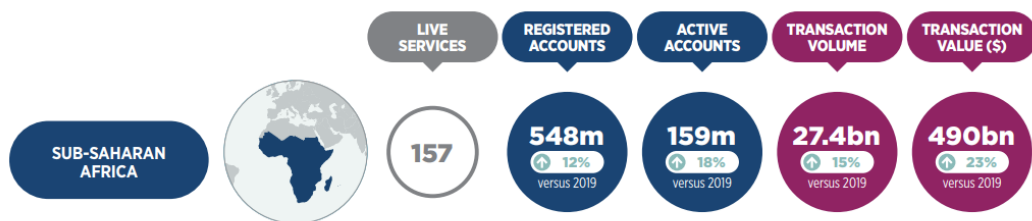


资料来源：华鑫证券研究所整理

### 4.1.3、“风口”已至，非洲移动支付发展势头正盛

4G普及率不断提升，非洲移动支付发展势头正盛，汇聚各路玩家。非洲发展较为核心的地区其移动支付需要的软硬件设施正快速发展。2020年，撒哈拉以南非洲地区的移动支付交易额已占全球总额的64%，达到4900亿美元，较上年增长了23%，移动支付注册账户的数量突破5亿，月活用户超过1/3，其中西非和东非的绝对增长率最高，但南部非洲增长最快，同比增长24%。在新冠疫情的催化下，移动支付正逐渐成为年轻人的消费支付方式之一，非洲核心地区的移动支付情况好于预期。与人们传统刻板印象不同，非洲是全球移动支付发展最早领先的地区。M-PESA最先在肯尼亚问世，此后不断发展但并没有形成垄断优势，2016年M-PESA业务受阻，非洲移动支付市场出现新的转机。目前，非洲的移动支付领域尚未形成明显的垄断市场，Palmpay、MFS Africa、Flutterwave、Interswitch、M-Pesa等移动支付公司都在抢占市场份额。移动支付是非洲投资的热门赛道，虽然头部已经逐渐显现，但是尚不知花落谁家。

图表 64: 疫情催化下 2020 年非洲移动支付持续快速增长



资料来源：GSMA，华鑫证券研究

非洲金服“风口”已至，传音布局移动支付领域未来可期。Palmpay是非洲发展较为成熟的移动支付公司，现有业务主要在非洲加纳，服务包括电子支付、转账汇款、手机话费及流量充值、水电煤及有线电视缴费等服务。自2019年Palmpay首次在尼日利亚和加纳推出以来，Palmpay已拥有超过500万人的用户。自2020年起，传音每年将在2000万部TECNO手机上预装Palmpay APP，借助其在智能手机市场拥有的用户及流量优势，助力Palmpay的推广。Palmpay除了与传音控股旗下的TECNO进行融资交易外，还与Visa达成合作，向Palmpay移动钱包用户提供Visa金融产品。Palmpay还计划纳入超过10万家支持Visa支付的商户，从而完善其线上支付网络。

图表 65: Palmpay 与各类企业达成合作

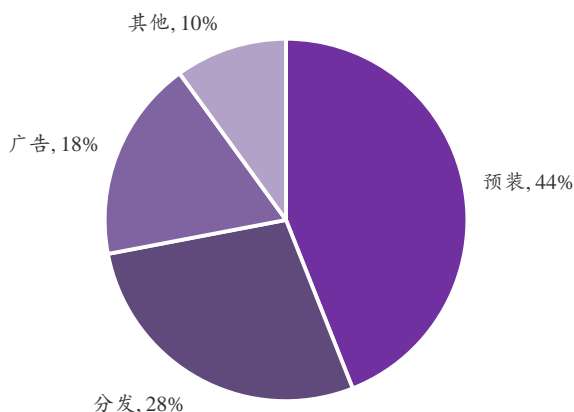


资料来源：Palmpay 官网，华鑫证券研究

## 4.2、百度前高级副总裁向海龙加盟传音，开启移动互联网新征程

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。传音OS系统，是公司基于Android系统平台二次开发、深度定制的手机智能终端操作系统，具有流量节省、客户端/服务端多级缓存、资源差异化配置等优势，可以有效提升用户体验。公司旗下手机品牌均搭载了自主研发的HiOS、itelOS和XOS等智能终端操作系统，传音OS在提升用户硬件体验的同时，为新兴市场消费者提供如软件预装、分发推送、广告投放等符合当地文化的移动互联网应用服务。伴随传音智能手机出货量的快速增长，传音OS系统市场占有率不断提升，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。目前公司的OS业务相对处于早期，预装占OS业务营收较大比例。据公司2021Q3业绩发布会披露，2021年前三季度OS业务营收中，预装占比约44%，分发推送占比28%，广告投放占比18%，弹性较大的分发及广告投放业务仍有较大成长空间。

图表 66: 2021 前三季度传音 OS 业务收入结构



资料来源: 公司业绩交流会, 华鑫证券研究

**百度的前副总裁向海龙加入传音, 开启移动互联新征程。**2022年1月, 前百度高级副总裁向海龙加入传音控股, 主要负责传音移动互联业务, 负责软件产品开发, 同时主导应用商店和APP等商业化变现。目前, 非洲、巴基斯坦等新兴市场的互联网市场仍为蓝海市场, 具有广阔的成长空间, 传音已具有一定先发优势。据AppsFlyer报告, 传音移动互联的表现位居全球增长指数第2位, 较去年同期上升1位, 在非洲留存指数中, 传音移动互联的表现同样出色, 在生活文化领域广告渠道规模榜与实力榜上均排名第3。向海龙在广告平台搭建、广告投放方面具有丰厚的经验, 我们认为公司已先行抢占非洲移动互联市场, 未来将凭借先发及流量优势, 着力打造广告平台, 将自身的“本土化”特点与向海龙丰富的移动互联网运营的经验、广告变现的能力相结合, 有望更快地提升ARPU值, 促进传音移动互联业务进一步发展。

图表 67: 传音移动互联的表现位居全球增长指数第 2 位



资料来源: AppsFlyer, 华鑫证券研究

## 5、投资建议及盈利预测

传音控股作为全球新兴市场中领先的手机品牌厂商，在非洲积累深厚，拥有“非洲手机之王”的称誉。我们认为公司不断完善“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业模式，在手机业务扎根非洲、拓展新市场的同时发力移动互联及拓品类业务，未来有望伴随新兴市场手机产品结构升级与消费水平提升、家电及配件业务的扩张与移动互联网业务的流量变现，实现快速发展。我们预测公司2021-2023年收入分别为492.98、615.08、738.41亿元，EPS分别为4.88、5.91、7.10元，当前股价对应PE分别为18、15、13倍，给予“推荐”投资评级。

图表 68：传音控股可比公司估值

公司代码	名称	报告日股价	EPS			PE		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
1810.HK	小米集团-W	12.02港币	0.82	0.76	0.89	15	16	14
APPL.O	苹果公司	167.23美元	3.28	5.61	6.25	51	30	27
688036.SH	传音控股	89.47元	3.36	4.88	5.91	27	18	15

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：小米集团、苹果公司盈利预测取自万得一致预期，2022年4月20日）

## 6、风险提示

- (1) 行业竞争加剧风险；
- (2) 下游需求不及预期风险；
- (3) 新市场开拓不及预期风险；
- (4) 新兴市场经济发展不及预期风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>37,792</b>	<b>49,298</b>	<b>61,508</b>	<b>73,841</b>
现金及现金等价物	13,201	17,061	19,446	24,003	营业成本	28,064	34,795	42,107	49,227
应收款	1,964	2,701	3,707	4,451	营业税金及附加	71	92	115	138
存货	5,552	6,902	8,584	10,036	销售费用	3,860	5,423	7,381	9,599
其他流动资产	2,288	2,555	2,837	3,123	管理费用	1,122	1,972	2,768	3,692
流动资产合计	23,005	29,219	34,574	41,613	财务费用	425	-107	-132	-180
<b>非流动资产:</b>					研发费用	1,158	1,972	2,768	3,692
金融类资产	1,414	1,414	1,414	1,414	费用合计	6,564	9,259	12,784	16,803
固定资产	756	1,180	1,462	1,636	资产减值损失	-196	600	800	830
在建工程	430	230	135	120	公允价值变动	59	100	0	0
无形资产	483	471	459	447	投资收益	-50	0	-60	-60
长期股权投资	257	307	337	357	<b>营业利润</b>	<b>3,188</b>	<b>4,651</b>	<b>5,642</b>	<b>6,783</b>
其他非流动资产	1,059	1,059	1,059	1,059	加: 营业外收入	24	24	24	24
非流动资产合计	2,985	3,248	3,453	3,620	减: 营业外支出	10	10	10	15
资产总计	25,991	32,467	38,027	45,232	<b>利润总额</b>	<b>3,201</b>	<b>4,665</b>	<b>5,655</b>	<b>6,792</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	523	762	924	1,110
短期借款	1,197	1,197	1,197	1,197	<b>净利润</b>	<b>2,678</b>	<b>3,903</b>	<b>4,731</b>	<b>5,683</b>
应付账款、票据	10,571	13,141	14,747	17,242	少数股东损益	-8	0	0	0
其他流动负债	1,761	1,761	1,761	1,761	<b>归母净利润</b>	<b>2,686</b>	<b>3,903</b>	<b>4,731</b>	<b>5,683</b>
流动负债合计	13,529	16,909	18,716	21,414					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	1,952	1,952	1,952	1,952	营业收入增长率	49.1%	30.4%	24.8%	20.1%
非流动负债合计	1,952	1,952	1,952	1,952	归母净利润增长率	49.8%	45.3%	21.2%	20.1%
负债合计	15,481	18,862	20,668	23,366	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	25.7%	29.4%	31.5%	33.3%
股本	800	800	800	800	四项费用/营收	17.4%	18.8%	20.8%	22.8%
股东权益	10,509	13,605	17,359	21,867	净利率	7.1%	7.9%	7.7%	7.7%
负债和所有者权益	25,991	32,467	38,027	45,232	ROE	25.6%	28.7%	27.3%	26.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>偿债能力</b>				
净利润	2678	3903	4731	5683	资产负债率	59.6%	58.1%	54.4%	51.7%
少数股东权益	-8	0	0	0	<b>营运能力</b>				
折旧摊销	126	88	130	158	总资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.6
公允价值变动	59	100	0	0	应收账款周转率	19.2	18.3	16.6	16.6
营运资金变动	1453	1027	-1164	217	存货周转率	5.1	5.1	4.9	4.9
经营活动现金净流量	4308	5117	3697	6057	<b>每股数据 (元/股)</b>				
投资活动现金净流量	818	-274	-217	-179	EPS	3.36	4.88	5.91	7.10
筹资活动现金净流量	-1265	-807	-978	-1175	P/E	26.6	18.3	15.1	12.6
现金流量净额	3,860	4,036	2,502	4,703	P/S	1.9	1.5	1.2	1.0
					P/B	6.8	5.3	4.1	3.3

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电子组简介

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020行业最具人气分析师，东方财富2021最佳分析师第二名；2021年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

赵心怡：香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

## ■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。