



买入（维持）

所属行业：电子  
当前价格(元)：109.54

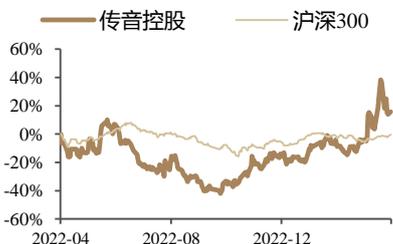
证券分析师

陈海进  
资格编号：S0120521120001  
邮箱：chenhj3@tebon.com.cn

研究助理

陈妙杨  
邮箱：chenmy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	21.27	26.80	29.17
相对涨幅(%)	16.45	23.95	28.88

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

# 传音控股（688036.SH）：“非洲手机之王”，新兴市场再启程

## 投资要点

- 新兴市场的智能终端龙头，手机智能化红利驱动业绩增长。**公司致力于为全球新兴市场国家提供当地消费者最喜爱的智能终端和移动互联网服务。手机业务近5年营收占比均在90%以上，是公司营收主力。公司2021年全球手机市场份额为12.4%，智能机份额为6.1%。公司智能机均价是功能机的6倍以上，手机智能化带来的量价齐升是业绩增长的主要动力。2016-2021年，公司手机出货量从1.49亿增长至2.51亿部，其中智能机出货增长超过6千万。智能机出货比例从2016年的22%提升至2021年的42%。2022年公司实现营收464亿元，归母净利润25亿元。2017-22年公司营收CAGR为26%，归母净利润CAGR为30%。
- 非洲市场潜力依然巨大，智能化将是长期主旋律。**非洲市场作为人口数量和增速全球领先但消费能力有限的市场，未来智能手机渗透依然是非洲手机市场的最主要驱动力。2022年撒南非洲手机覆盖率和智能手机渗透率仅为43%/51%，2030年有望提升至50%/87%。我们认为非洲智能手机渗透的关键在于降低移动互联网使用缺口，其限制了40%以上的消费者使用智能手机，而其瓶颈就在于4G覆盖率和移动数据资费负担较重。根据GSMA，2022年撒南非洲4G覆盖率为22%，25/30年有望提升至29%/47%，大幅降低资费负担。参考印度17年Q1降低资费后，2016-2019年印度智能机出货量CAGR为12%，相较全球平均高14%，资费下降对新兴市场国际智能手机出货量拉动明显，尤其利好中低端手机。
- 产品和渠道打造“非洲手机之王”。**公司通过聚焦非洲市场，凭借从产品到渠道的深度本土化深受消费者喜爱，21Q4功能机市占率为78%，2022年智能机市占率为45%。具体至非洲目标国家市场，我们认为公司智能机市占率高于40-50%区间，显示公司强大的市场竞争力。
- 区域+产品双向拓展开启第二成长曲线。**公司2016年发力南亚市场，凭借本地化和渠道建设能力持续突破。2021年公司在巴基斯坦智能机市场占有率超40%，排名第一；孟加拉国/印度智能机市场占有率为20.1%/7.1%，分列第2/6名；此外，公司借助手机平台发展其它硬件和移动互联网业务，进一步加速成长。
- 投资建议：**公司享受非洲智能手机蓝海市场的同时，区域+产品双向拓展开启第二成长曲线。我们预计公司2022/2023/2024年实现收入464/598/722亿元，实现归母净利润25.2/40.2/52.1亿元，以4月17日市值对应PE分别为35/22/17倍，维持公司“买入”评级
- 风险提示：**市场需求不及预期、市场竞争加剧、产能建设不及预期

**股票数据**

总股本(百万股):	803.95
流通 A 股(百万股):	803.95
52 周内股价区间(元):	54.89-130.98
总市值(百万元):	88,064.72
总资产(百万元):	32,469.62
每股净资产(元):	19.32

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37,792	49,412	46,361	59,783	72,228
(+/-)YOY(%)	49.1%	30.7%	-6.2%	29.0%	20.8%
净利润(百万元)	2,686	3,909	2,525	4,020	5,210
(+/-)YOY(%)	49.8%	45.5%	-35.4%	59.2%	29.6%
全面摊薄 EPS(元)	3.36	4.88	3.14	5.00	6.48
毛利率(%)	23.6%	21.3%	21.7%	21.8%	22.4%
净资产收益率(%)	25.6%	27.9%	16.4%	22.4%	24.2%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 新兴市场的智能终端龙头，软硬件一体化布局.....	6
1.1. 立足手机业务与非洲市场，积极实施“产品+区域”多元化布局战略.....	6
1.2. 高管团队行业经验丰富，股权结构稳定且集中.....	7
1.3. “走出非洲”+智能机渗透驱动业绩增长.....	8
2. 产品+渠道双驱动体系打造“非洲之王”.....	11
2.1. 智能机渗透是非洲手机市场的主要驱动力.....	11
2.2. 非洲手机市场增长潜力依然巨大.....	12
2.3. 非洲手机市场的看点在于通信建设和运营商策略.....	13
2.4. 产品和渠道深度本地化造就“非洲手机之王”.....	17
3. 区域+产品双向拓展开启第二成长曲线.....	21
3.1. 本地化能力复制，渠道建设能力加速区域拓展.....	21
3.2. 硬件产品扩张至家电及智能配件产品.....	23
3.3. 借助硬件平台，移动互联网业务发展顺利.....	23
4. 盈利预测及投资建议.....	25
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1: 传音控股品牌与业务布局历程.....	6
图 2: 传音控股产品与业务布局.....	7
图 3: 传音控股股权结构情况.....	8
图 4: 公司营业收入 (亿元) .....	8
图 5: 公司归母净利润 (亿元) .....	8
图 6: 公司分地区营业收入 (亿元, %) .....	9
图 7: 公司分地区营业毛利率 (%) .....	9
图 8: 公司分产品营业占比 (亿元, %) .....	9
图 9: 公司分业务毛利率 (%) .....	9
图 10: 公司智能机与功能机平均售价情况 (元) .....	10
图 11: 公司智能机与功能机出货量情况 .....	10
图 12: 公司费用率下降明显 (%) .....	10
图 13: 非洲市场正处于满足内容需求的智能机快速渗透.....	11
图 14: 主要地区中非洲人口数量巨大且增长最快(亿, %) .....	12
图 15: 非洲有非常年轻的人口结构 (2022) .....	12
图 16: 部分地区人均 GDP (美元/年, 2020) .....	12
图 17: 非洲手机覆盖率有望进一步提升 .....	13
图 18: 非洲智能手机渗透率有望进一步提升.....	13
图 19: 非洲智能手机均价整体提升较快.....	13
图 20: 2020 年全球主要地区智能手机平均售价 (美元) .....	13
图 21: 全球部分地区智能手机人均使用时间 (分钟/) .....	14
图 22: 各地区互联网接入比例.....	14
图 23: 各地区 18 岁以上成年人使用移动互联网比例 (%) .....	15
图 24: 全球流量价格概览.....	15
图 25: 全球主要地区流量费用 (美元/GB) .....	15
图 26: 1GB 流量资费占每月人均 GDP 比例 (%) .....	16
图 27: 5GB 流量资费占每月人均 GDP 比例 (%) .....	16
图 28: 各地区不同移动技术占比及预测.....	16
图 29: 各地区移动数据流量使用量情况 (GB/月) .....	17
图 30: 资费下降带动印度智能手机快速增长 (%) .....	17
图 31: 印度智能手机市场三星和小米市占率对比 (%) .....	17
图 32: 非洲功能机市场各厂商份额 (2021Q4) .....	18

图 33: 传音在非洲智能机市场占有率已超过 40%.....	18
图 34: TECNO 门店分布区域及当地人口经济情况.....	18
图 35: 传音深肤色摄像技术.....	19
图 36: 传音旗下 TECNO 采用线下方式密集宣传.....	19
图 37: 最受非洲消费者喜爱的品牌排名.....	19
图 38: B2C 电子商务指数 (2020).....	20
图 39: 2019H1 非洲经销售规模及对应收入占比 (个, 万元).....	20
图 40: 官方售后服务提高旗下品牌全生命周期使用体验.....	20
图 41: 印孟巴人口总数及人均 GDP.....	21
图 42: 印孟巴人口结构非常年轻 (2022).....	21
图 43: 印孟巴 4G 制式移动通信网络占比预计将快速提升.....	21
图 44: 印孟巴智能手机渗透率将快速提升.....	22
图 45: B2C 电子商务指数.....	22
图 46: 部分地区智能手机线上销售份额 (2020Q1).....	22
图 47: 印度及其它地区经销商合作年限分布 (2019 年 6 月末).....	23
图 48: 印度及其它地区经销商收入规模分布 (2019 年 6 月末).....	23
图 49: 传音家电及智能配件产品.....	23
图 50: 非洲消费性电视市场规模及预测 (亿美元).....	23
图 51: Boomplay 界面.....	24
图 52: Boomplay 在非洲 App Store 音乐类别排名靠前.....	24
图 53: 传音移动互联表现居全球第二.....	24
图 54: 传音移动互联的流量质量高.....	24
表 1: 主营业务拆分 (亿元, %).....	25
表 2: 可比公司估值分析 (采用 2023/4/17 收盘价).....	25

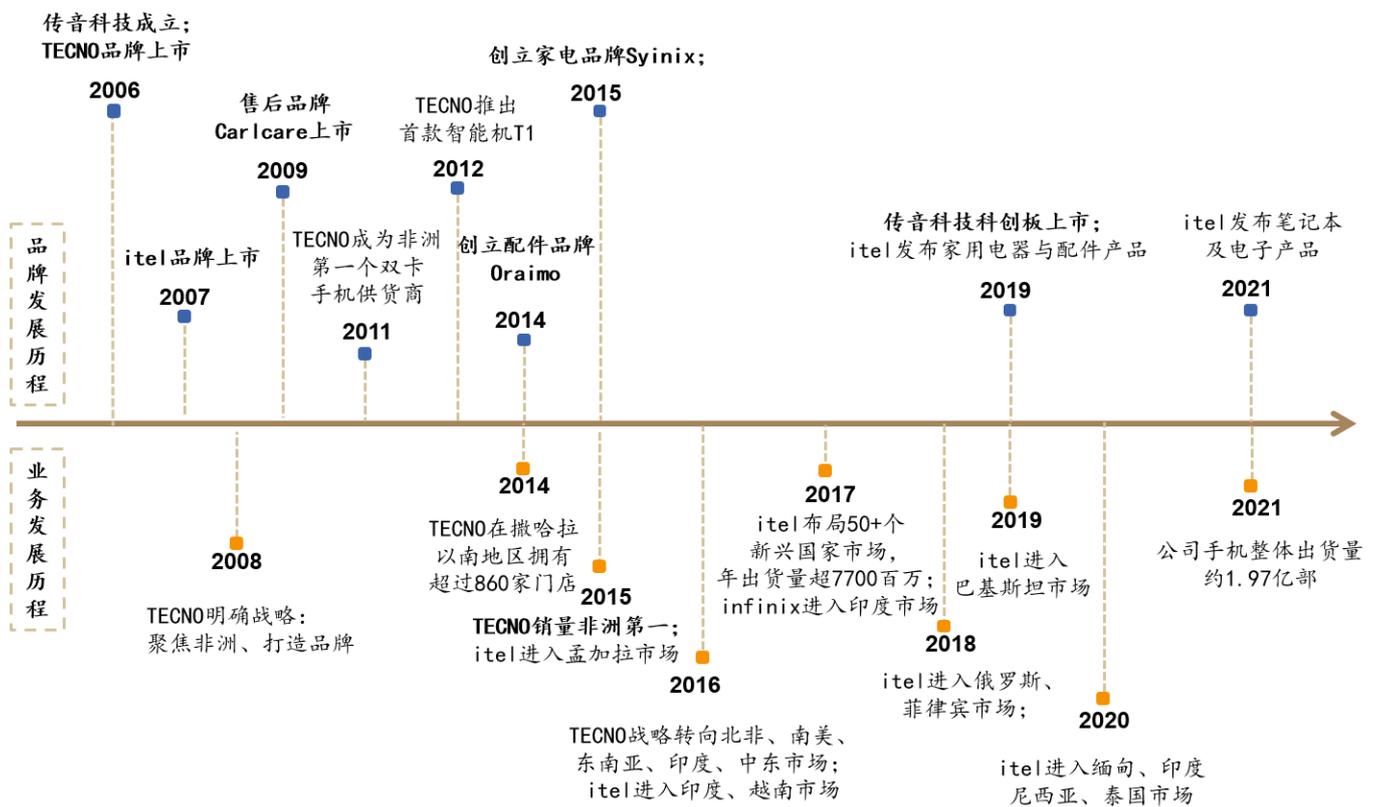
## 1. 新兴市场的智能终端龙头，软硬件一体化布局

### 1.1. 立足手机业务与非洲市场，积极实施“产品+区域”多元化布局战略

深圳传音控股股份有限公司成立于 2013 年 8 月，2019 年 9 月于科创板上市，主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产及品牌运营。公司秉承“为全球新兴市场国家提供当地消费者最喜爱的智能终端和移动互联网服务”的经营理念，致力于向海外新兴市场用户提供优质的智能终端设备。公司 2021 年全球手机市场占有率 12.4%，智能机市占率 6.1%，并基于自主研发的智能终端操作系统和流量入口，为用户提供互联网服务。

深耕非洲市场多年，本土化优势与渠道优势构筑品牌壁垒。作为最早进入非洲的中国手机品牌厂商，公司 2006 年从东非功能机市场起步，通过多年深耕非洲市场，逐步发展成为“非洲手机之王”。立足非洲，高速渗透新兴市场。凭借在非洲市场多年来产品本地化和销售渠道构建的成功经验，公司 2016 年开始进入印度市场，随后逐步向孟加拉、巴基斯坦、印尼、缅甸等新兴市场进行区域拓展。公司高性价比产品符合新兴市场消费者需求，区域拓展战略取得了良好成果。

图 1：传音控股品牌与业务布局历程



资料来源：TECNO 官网，itel 官网，Infinix 官网，传音控股招股说明书，德邦研究所

公司主营业务为手机业务，旗下拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌。公司针对不同消费群体进行差异化定位，TECNO 作为中高端品牌，定位于新兴市场 中产阶级消费群体；Infinix 针对追求时尚科技的年轻人群；itel 定位为大众品牌。公司建立了能够满足不同阶层消费者需求的多层次品牌以及产品序列，覆盖了非洲不同的消费群。同时公司积极实施多元化战略布局，加快发展家电、配件等周边硬件产品+售后服务、移动互联等业务。公司创立了数码配件品牌 Oramo、家

用电器品牌 Syinix 及售后服务品牌 Caricare，自主研发 HIOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，同时围绕传音 OS 开发游戏平台、广告分发平台等工具类软件。

图 2：传音控股产品与业务布局



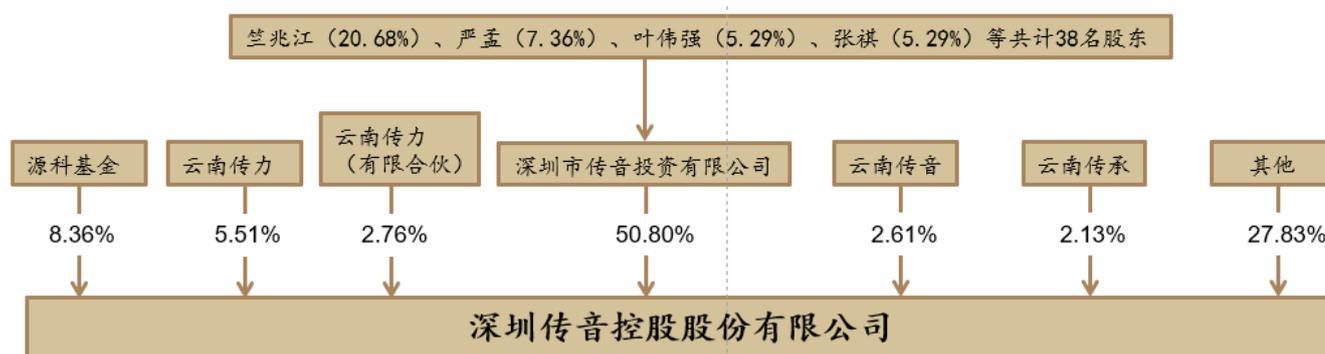
资料来源：传音控股招股说明书，德邦研究所

## 1.2. 高管团队行业经验丰富，股权结构稳定且集中

手机业务公司高管团队拥有丰富的新兴市场销售渠道构建和产品本地化设计生产经验。传音前身成立于 2006 年，以公司实际控制人、董事长兼总经理竺兆江先生为代表的公司创始人团队大多有原宁波波导手机事业部工作经历，拥有超过 10 年的手机生产与新兴市场销售经验，积累了丰富的新兴市场销售渠道构建经验，建立了强大的解决客户痛点的产品定向设计与生产能力。领导团队正处壮年，极具开拓精神、创新精神。

公司股权稳定且集中，控股股东为传音投资，实际控制人为竺兆江。传音投资持有公司 50.95% 的股份，公司高管竺兆江、严孟、叶伟强、张祺分别持有传音投资 20.68%、7.36%、5.29%、5.29% 的股份，其中竺兆江先生在传音控股的表决权为 67%，超过三分之二，拥有传音控股的绝对控制权。稳定的股权结构、明确的实际控制人，都有利于公司的长期发展。

图 3：传音控股股权结构情况



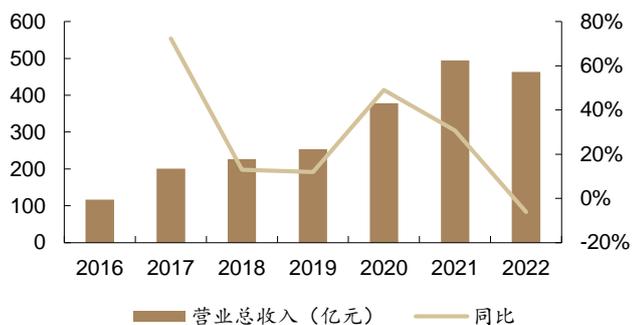
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

注：传音控股股权比例来自 22 年三季报，传音投资股权比例来自 2022 年中报

### 1.3. “走出非洲”+智能机渗透驱动业绩增长

公司业绩高速增长，17-22 年营收 CAGR 为 26%，归母净利 CAGR 为 30%。2016 年至 2021 年，公司营业总收入持续上涨，2016 年营业总收入为 116.37 亿元，2021 年营业总收入为 494 亿元。2022 年由于受到美联储加息、通货膨胀、部分新兴国家汇率大幅波动等宏观因素的影响，消费者需求下降，公司营业收入有所下滑，实现营业总收入 463.61 亿元。但基于公司在新兴市场已积累较大领先优势，产品多元化战略布局顺利，公司未来营收增长动力仍然强劲。公司 2017 年实现归母净利 6.7 亿元，2021 年实现归母净利 39 亿元，2022 年实现归母净利 25 亿元，归母净利润实现快速增长，17-22 年 CAGR 高达 30%。（注：2022 年数据来自业绩快报）

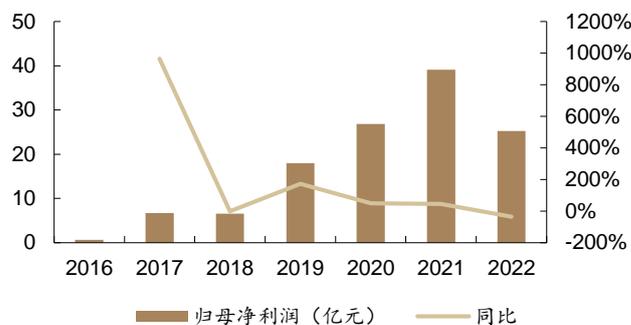
图 4：公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

备注：2022 年数据来自业绩快报

图 5：公司归母净利润（亿元）

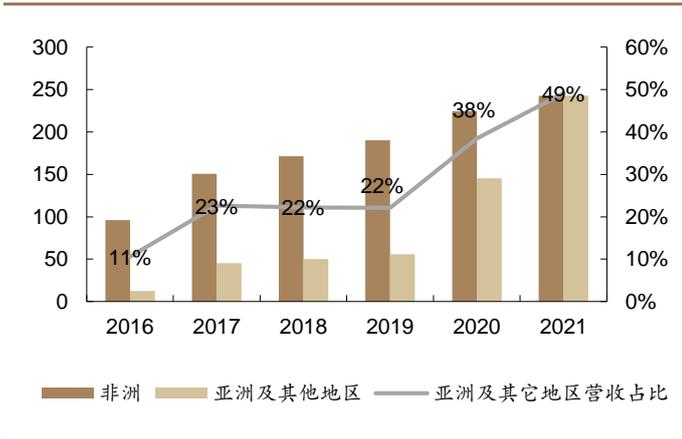


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

备注：2022 年数据来自业绩快报

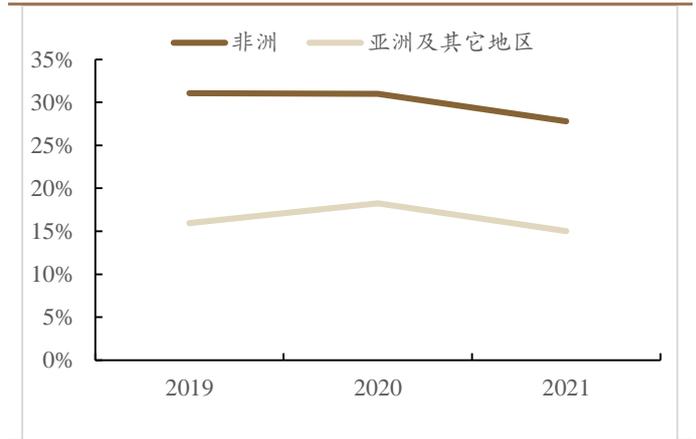
非洲手机市场的绝对王者，新兴市场高速增长。2021 年公司在非洲智能机市场的占有率超过 40%，继续稳居第一。2021 年，公司实现营业收入 494.1 亿元，其中非洲市场营业收入 242.4 亿元，营收占比达 49%。2016-2021 年公司非洲市场营业收入 CAGR 达 20.3%，非洲业务的高速增长态势将为公司发展提供重要支撑。新兴市场业务拓展顺利，潜力巨大。2016-2021 年，亚洲及其他地区的营业收入从 12.3 亿元增至 243 亿元，营业收入 CAGR 高达 81%。2016 年，亚洲及其它地区的营业收入占比仅为 10.6%，2021 年占比大幅提高至 49%。具体而言，2021 年，公司在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 20.1%，排名第二；印度智能机市场占有率 7.1%，排名第六。公司非洲业务毛利率显著高于其它地区，19-21 年分别高 15.1/12.7/12.8pcts。

图 6: 公司分地区营业收入 (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

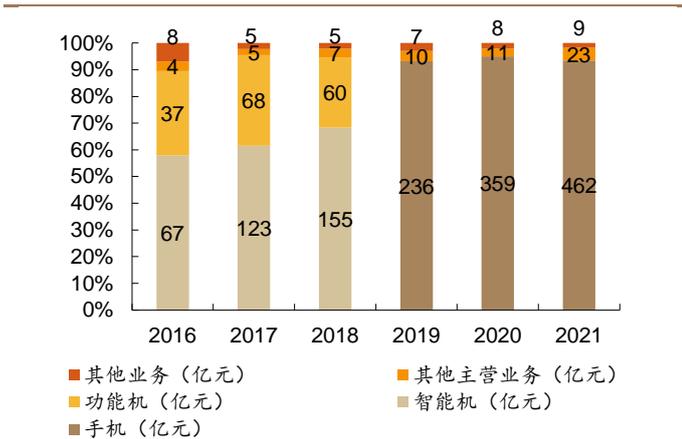
图 7: 公司分地区营业毛利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

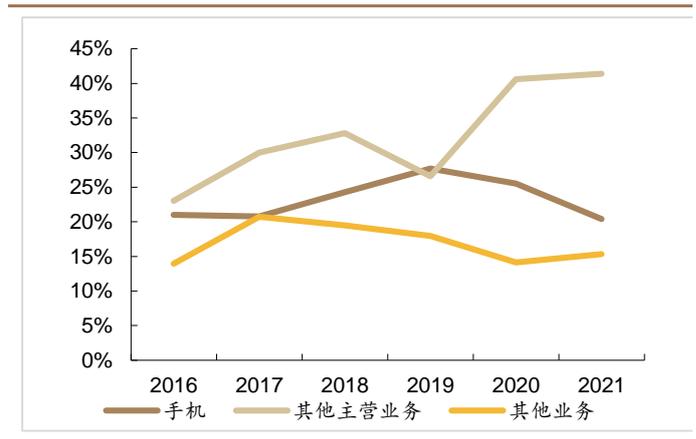
手机业务是驱动公司营收助力, 近 5 年占比 90% 以上。2016-2021 年, 公司手机业务营收占比分别为 89.6%/95.5%/94.6%/93.2%/95.0%/93.5%, 是公司的核心业务。公司手机业务毛利率 20、21 年有所下降, 我们认为主要系非洲以外的新兴市场业务开拓尚在前, 20、21 年营收占比快速提升, 而毛利率低于非洲业务导致整体毛利率有所下降。

图 8: 公司分产品营业占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

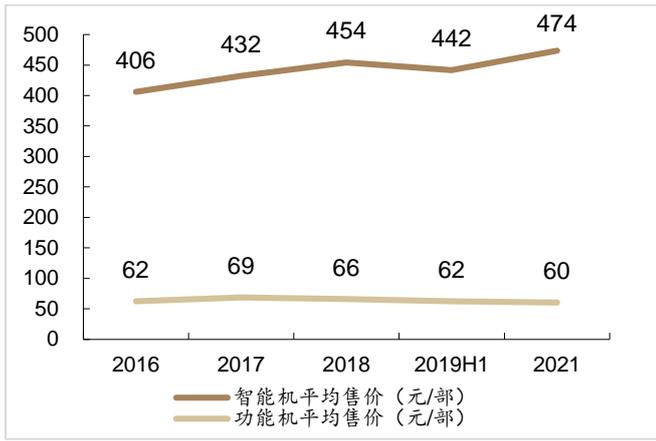
图 9: 公司分业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

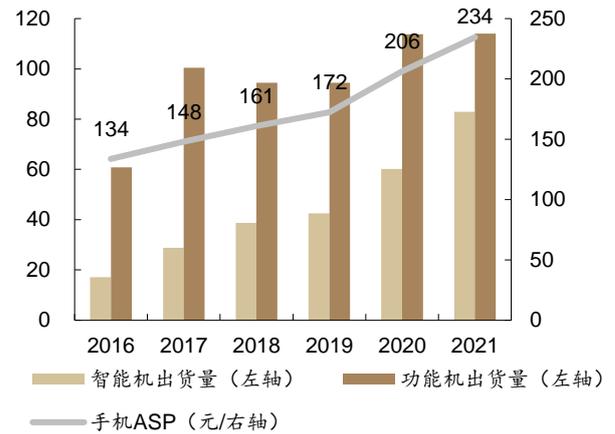
智能机业务是手机业务的主要增长点, 带动公司整体手机 ASP 从 16 年的 134 元快速提升至 21 年的 234 元。手机作为公司最核心的业务, 智能机的出货增长是公司业绩增长的核心原因。根据公司招股书, 公司智能机产品平均售价为功能机的 6 倍以上。公司智能机的出货量快速提升, 根据 IDC, 2016 公司智能机出货量为 1715 万部, 2021 年超过 8 千万部。智能机出货量占公司整体手机出货量比例从 2016 年的 22% 提升至 2021 年的 42%, 带动公司手机 ASP 从 2016 年的 134 元提升至 2021 年的 234 元。

图 10: 公司智能机与功能机平均售价情况 (元)



资料来源: 传音控股招股说明书, IDC, 德邦研究所测算

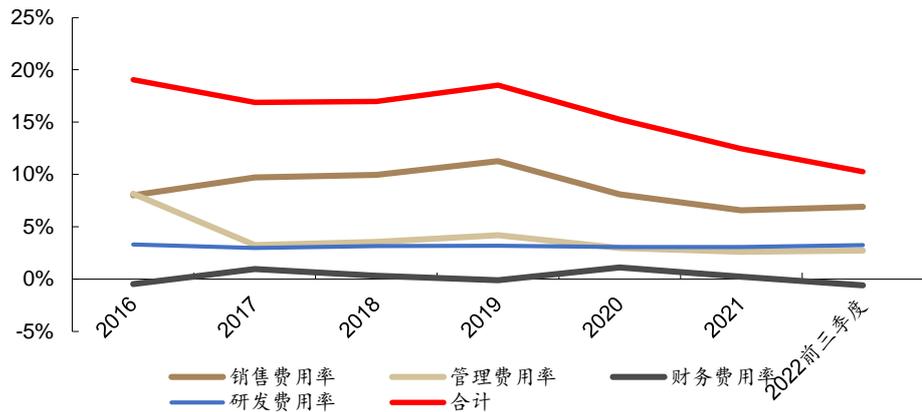
图 11: 公司智能机与功能机出货量情况



资料来源: 传音控股招股说明书, IDC, 德邦研究所测算

费用率合计从 2019 年的 18.5% 下降至 2021 年的 12.5%，主要系销售费用率下降明显。2016-2021 年，公司销售/管理/财务/研发合计费用率分别为 19.05%/16.90%/16.97%/18.52%/15.27%/12.47%，22 年前三季度仅为 10.27%。公司费用率在近三年下降明显，主要系销售费用率下降明显，从 2019 年的 11.3% 下降至 2021 年的 6.6%，显示了公司销售体系的强大规模效应。

图 12: 公司费用率下降明显 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

## 2. 产品+渠道双驱动体系打造“非洲之王”

### 2.1. 智能机渗透是非洲手机市场的主要驱动力

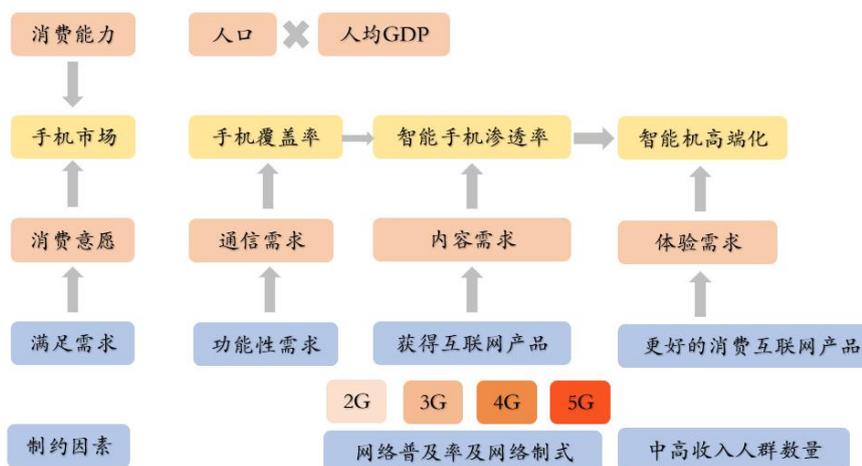
消费能力上，非洲人口数量众多且未来增长速度快，年龄结构年轻，整体市场虽然目前消费能力有限但是未来潜力巨大。

对内容需求和通信需求的满足是非洲手机市场快速增长的关键。我们认为消费能力和消费意愿共同决定了非洲手机市场的增长速度，其中内容需求和通信需求的基础满足是快速增长的关键。

消费意愿度上，我们认为通信需求和内容需求的满足是非洲手机市场的最大关注点。我们认为功能机只能满足电话方式的基础通信需求，由于非洲特殊的消费者市场需求，功能机预计将长时间占据相当的出货量但是未来增长趋缓。智能机作为的网络内容分发载体，能满足广大非洲人民基础的信息娱乐，解决的是“有”和“无”的问题，智能机特别是中低端智能机的市场潜力巨大。目前制约非洲智能机渗透率的原因——网络制式问题和资费问题也可通过基础建设投资在中短期突破瓶颈。同时，随着 2G-3G-4G 的升级，网络内容的传播方式会实现文字-图片-视频、音频的演变，为消费更好的互联网内容，智能机的单机价值量随之提升。智能机的高端化则主要决定于消费群体的收入状况，满足更好地消费体验，相对长期。

(1)关注网络制式升级和资费下降带动的智能手机升级和渗透率提升以及对中低端手机的巨大拉动作用。我们认为文字-图片-视频的内容形式对消费者的吸引力依次增强，也有望带动智能手机渗透率提升。相关应用和平台早已在其他多个国家普及，制约非洲渗透的主要是普及率和资费问题，主要由后续加大投资突破。资费降低对智能机出货拉动作用巨大，参考印度 2017Q1 开始流量单价大幅降低，2016-2019 年印度智能机出货量 CAGR 为 12%，相较全球平均高 14%，中低端手机受益更大。(2) 关注智能手机普及至一定阶段后，由内容需求转到通信需求的智能机渗透率提升。我们认为通信需求相比内容需求更加刚性，非洲智能机保有量增长至一定阶段后，网络通信工具的普及有望带来智能手机的快速渗透。

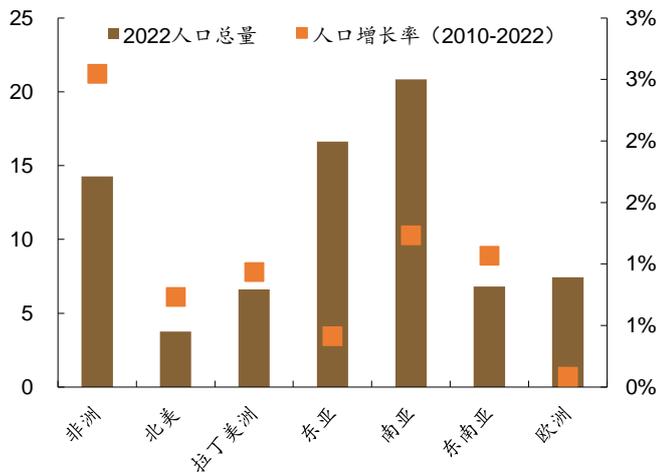
图 13：非洲市场正处于满足内容需求的智能机快速渗透



## 2.2. 非洲手机市场增长潜力依然巨大

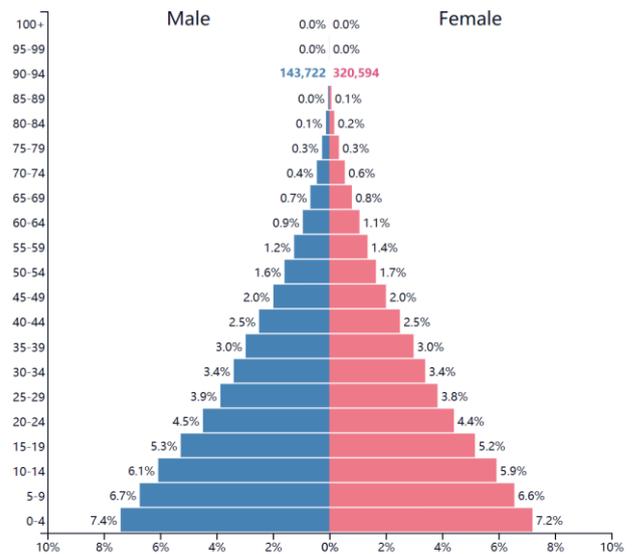
非洲市场目前消费能力有限，非洲人口总量、人口增长率与人口结构特点勾勒手机市场未来巨大空间。2022 年非洲总人口超过 14 亿，并且人口长期增速保持在 2.5% 左右，远超其它主要地区。根据 Population Pyramid，非洲人口预计将长期保持 2% 以上的高速增长，2030 年超过 17 亿，2040 年超过 40 亿。同时非洲人口结构非常年轻，20 岁以下人口占比高达 50%，60 岁以上人口仅仅占约 5%。劳动力人群充足，人口结构健康，增长潜力充足。人口基数大、增速高叠加年轻化人口结构，为挖掘非洲手机市场巨大潜力提供重要驱动力。但是目前非洲人民消费能力有限，尤其是人口占比大的南部非洲。根据联合国数据，占非洲人口超过 80% 的撒哈拉以南非洲地区 20 年人均 GDP 仅为 1500 美元左右，约为北部非洲的一半，与全球平均相距更远。

图 14：主要地区中非洲人口数量巨大且增长最快(亿, %)



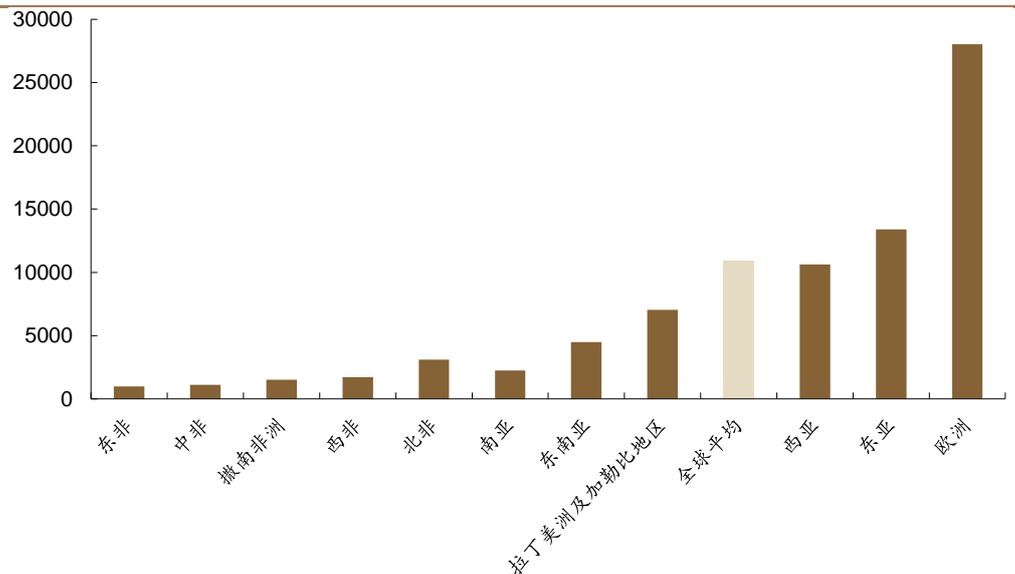
资料来源：联合国，德邦研究所

图 15：非洲有非常年轻的人口结构 (2022)



资料来源：Population Pyramid，德邦研究所

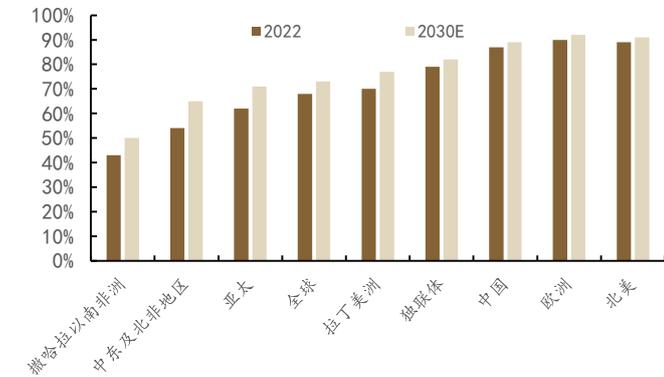
图 16：部分地区人均 GDP (美元/年, 2020)



资料来源：联合国，德邦研究所

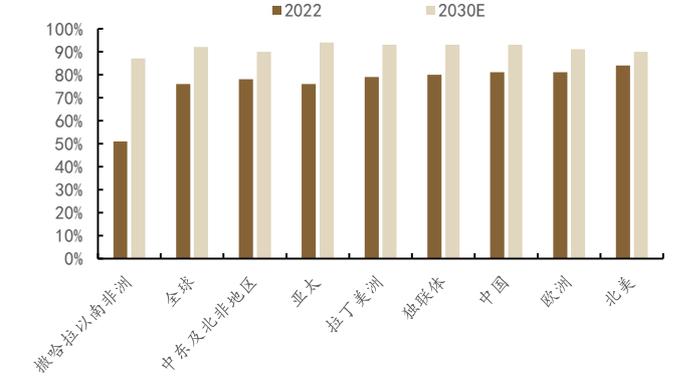
撒南非洲手机覆盖率和智能手机渗透率仅为 43%/51%，远低于全球平均的 68%/76%，2030 年有望提升至 50%/87%。根据 GSMA，撒哈拉以南非洲区域 2022 年手机覆盖率为 43%，低于全球平均的 68%，2030 年有望达到 50%；2022 年智能手机渗透率为 51%，远低于全球平均的 76%，预计 2030 年渗透率有望达到 87%，智能手机出货量提升空间巨大。

图 17：非洲手机覆盖率有望进一步提升



资料来源：GSMA，德邦研究所

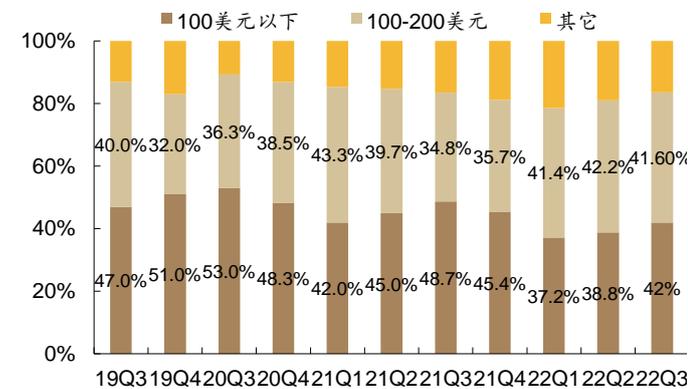
图 18：非洲智能手机渗透率有望进一步提升



资料来源：GSMA，德邦研究所

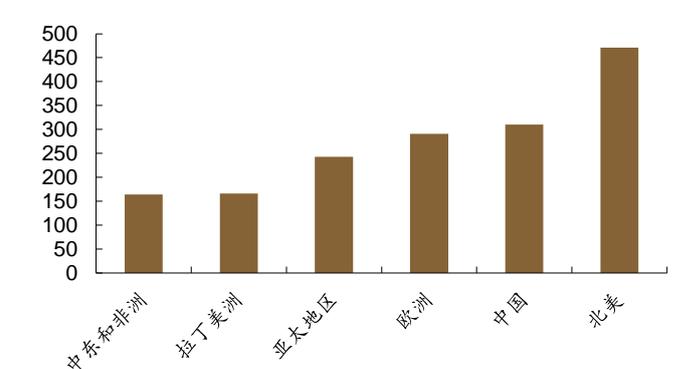
非洲智能手机 ASP 提升趋势明确，与其它地区仍有较大差距。2019-2022 年，非洲智能手机 100 美元以下出货占比从约 50%降低至约 40%，同时 100-200 美金机型占比提升约 5pcts。根据 Counterpoint 数据，2020 年中东和非洲的智能手机平均单价为 164 美元，明显低于除拉丁美洲外的其它地区，未来智能手机 ASP 的提升也是非洲市场的主要看点之一。

图 19：非洲智能手机均价整体提升较快



资料来源：Statista，IDC，德邦研究所

图 20：2020 年全球主要地区智能手机平均售价（美元）



资料来源：Counterpoint，前瞻研究院，德邦研究所  
注：亚太地区不包括中国

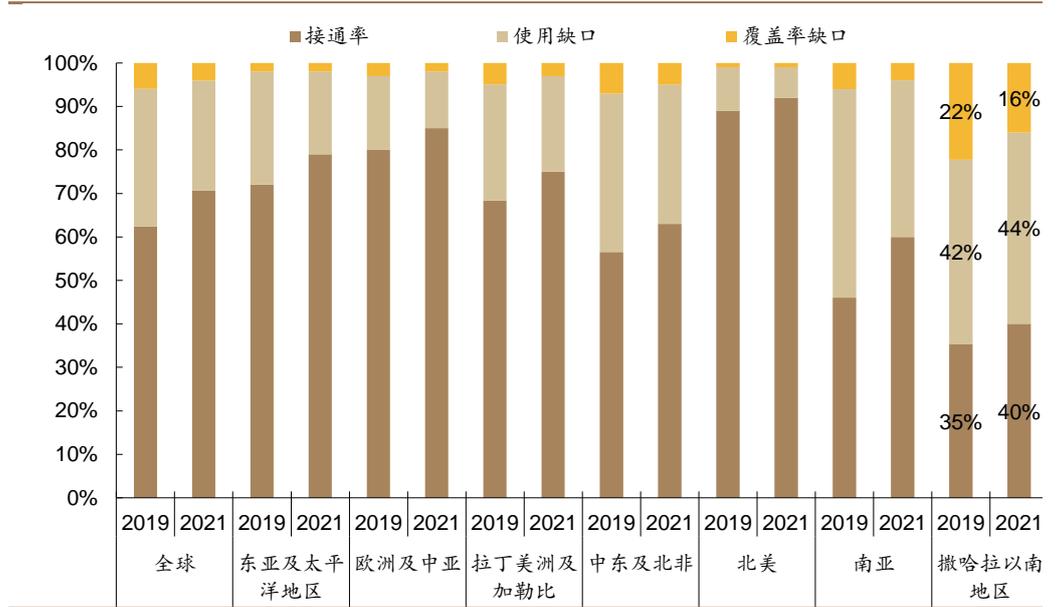
### 2.3. 非洲手机市场的看点在于通信建设和运营商策略

非洲、东南亚等新兴国家人民对智能手机的潜在使用需求高于其它地区。我们认为智能手机作为连接互联网世界的入口，是提供互联网内容的硬件工具。而新兴市场国家由于人均消费能力较低、交通便利程度差等原因，通过智能手机消费互联网内容是最具性价比的信息娱乐方式。根据 Accesspath 数据，非洲用户智能手机人均使用时间普遍较高，6 个受调查非洲国家中 5 个超过世界平均水平，前 10 名中有 4 个东南亚国家，众多欧洲国家只有 1 个超过了世界平均水平，新兴市场国家对手机的潜在需求显著高于全球。



读写技能门槛和流量价格是最常被提及的障碍。

图 23: 各地区 18 岁以上成年人使用移动互联网比例 (%)

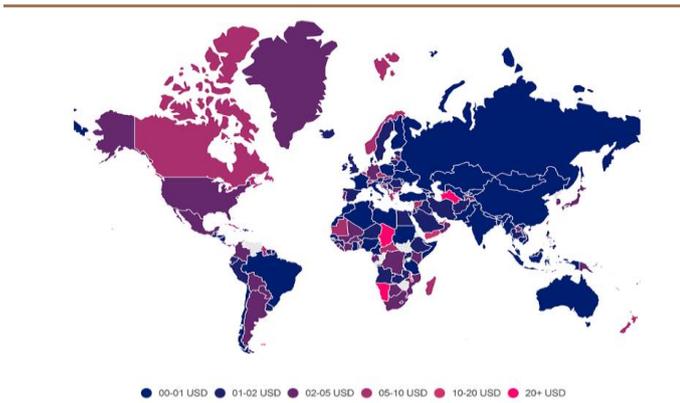


资料来源: GSMA, 德邦研究所

注: “接通率”指使用移动网络的人口占比, “使用缺口”指所在区域已经覆盖但未使用移动网络的人口占比, “覆盖率缺口”指移动网络未覆盖区域的人口占比

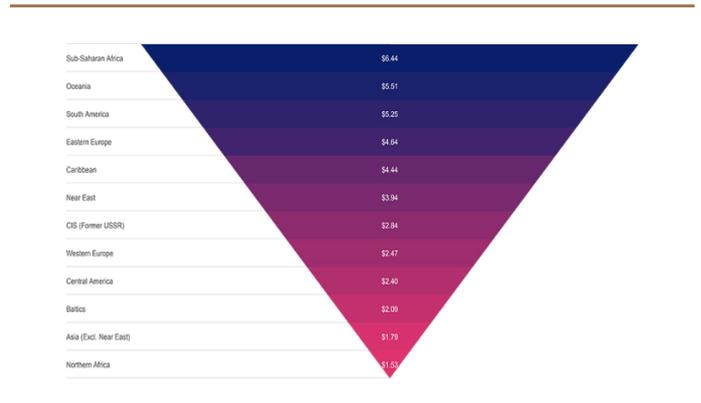
撒哈拉以南地区目前资费占人均 GDP 比重高, 目前正在快速下降中。根据 Cable, 撒哈拉以南非洲地区移动数据价格全球最高, 达到 6.44 美元/GB。相比其它流量费用较高的地区, 撒南区域收入较低, 造成流量资费占收入比较高, 影响了智能手机的渗透和升级, 近年来占比已经快速下降, 未来有望带来智能手机进一步的渗透和升级。根据 GSMA 数据, 2017 年撒南地区和全球平均 1GB 流量资费占人均月 GDP 的比重分别为 4.5%、2.0%, 2021 年已分别降低至 3.4%、1.7%。5GB 对应数据, 2017 年分别为 13.9%、5.5%, 2021 年已分别降低至 7.9%、2.8%。

图 24: 全球流量价格概览



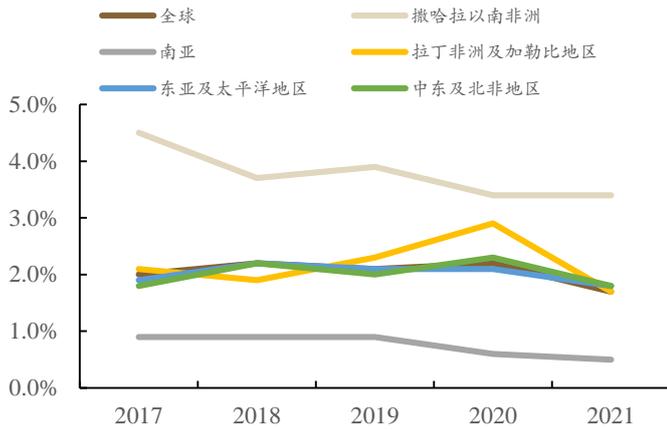
资料来源: Cable, 德邦研究所

图 25: 全球主要地区流量费用 (美元/GB)



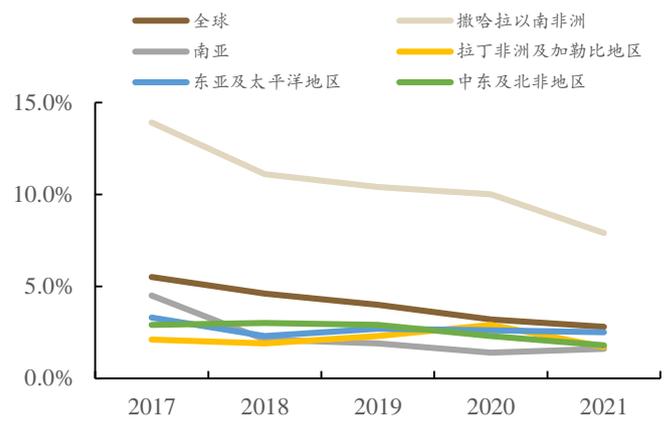
资料来源: Cable, 德邦研究所

图 26: 1GB 流量资费占每月人均 GDP 比例 (%)



资料来源: GSMA, 德邦研究所

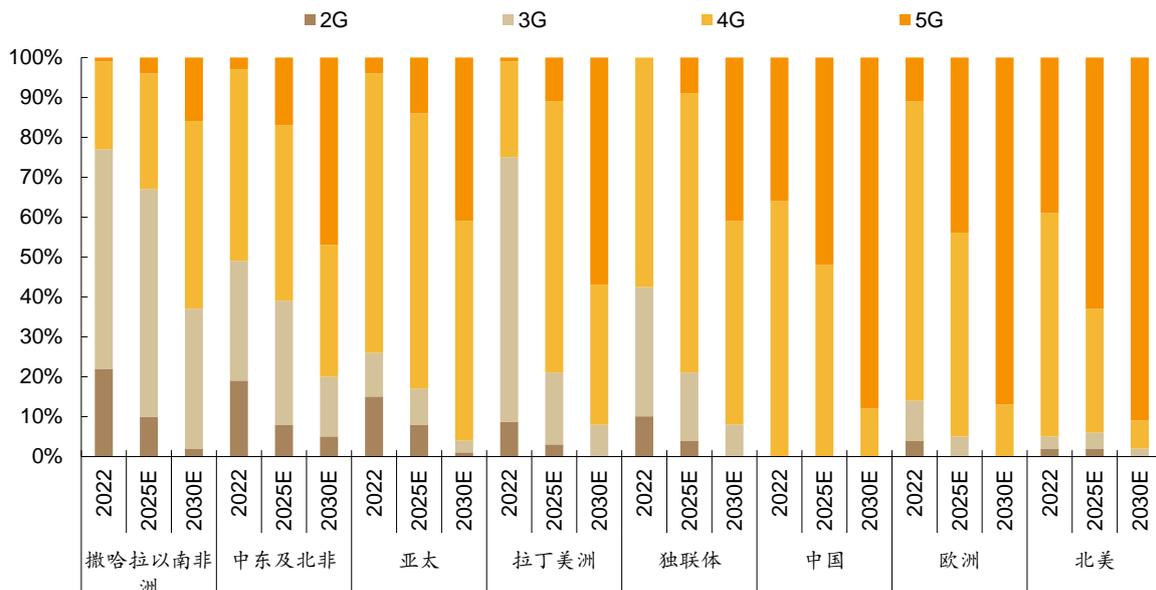
图 27: 5GB 流量资费占每月人均 GDP 比例 (%)



资料来源: GSMA, 德邦研究所

非洲地区接入网络目前以 2G/3G 为主, 4G 占比预计提升较快。根据 GSMA, 2022 年撒哈拉以南非洲的 2G/3G/4G 网络占比分别为 22%/55%/22%, 与全球其它地区差距较大。随着非洲地区网络基础设施建设的资本持续投入, 预计到 2025 年 3G/4G/5G 比例分别达到 57%/29%/4%, 2030 各自占比预计为 35%/47%/16%, 4G+5G 占比有望达到 63%。

图 28: 各地区不同移动技术占比及预测



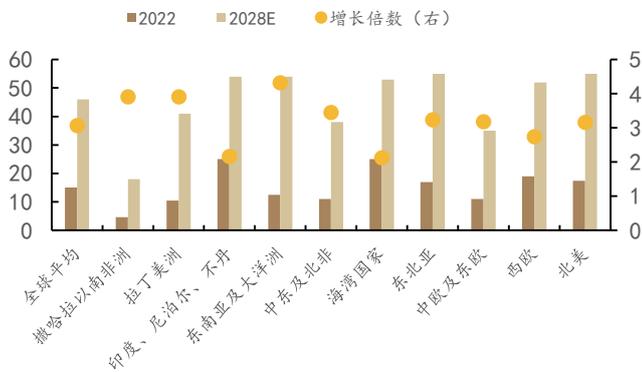
资料来源: GSMA, 德邦研究所

4G 是解锁撒哈拉以南移动网络市场的关键, 对降低网络资费、提高移动数据使用量, 使用技能门槛, 提升智能手机渗透率起重要作用。4G 对移动网络资费降低起着重要作用, 有望带动非洲互联网内容主体从图文时代跨入视频时代, 大大降低智能手机使用门槛, 提升智能手机渗透率。根据 GSMA 预计, 撒南非洲 2022-2028 年流量使用将从 4.6GB/月提升至 18GB/月, 是全球增长最快的区域之一。

印度 17Q1 开始流量单价大幅降低, 2016-2019 年印度智能机出货量 CAGR 为 12%, 相较全球平均高 14%。17Q1 开始, Jio 带动其它运营商大幅降低流量费用, 16Q4 流量费用为 164 卢比/GB, 17Q1 为 19 卢比/GB, 此后流量费用又基本维持稳定。印度市场智能手机市场在 2016 年出货量为 1.09 亿部, 增速为 5.3%;

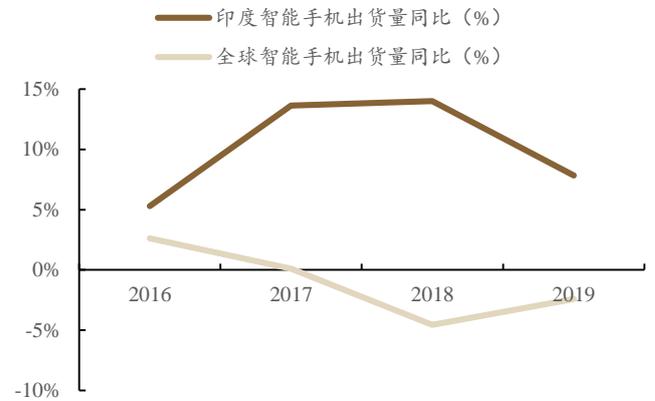
17-19 年分别同比增长 14%/14%/8%，3 年增长 40%。同期全球手机出货量减少 6.8%至 13.77 亿。2016-2019 年，印度智能手机出货量 CAGR 为 11.8%，全球为 -2.3%，超额增长为 14.1%。

图 29：各地区移动数据流量使用情况 (GB/月)



资料来源：GSMA，德邦研究所

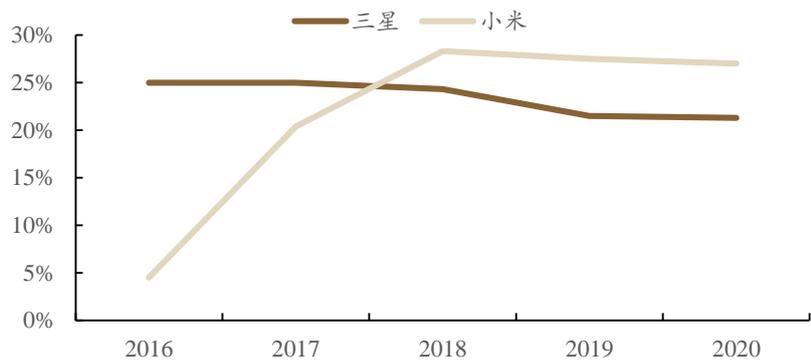
图 30：资费下降带动印度智能手机快速增长 (%)



资料来源：IDC，印度电信管理局等，德邦研究所

中低端手机消费者需求价格弹性大，流量资费对中低价手机销量拉动效应明显。我们认为由于资费较贵而不使用智能手机的用户群体，在资费降低后选择购买中低价手机可能性较大。以在中低价位段优势明显的小米手机为例，小米 2014 年将印度作为国际化首站并于当年推出小米 3，2015 年印度本地化生产的手机发布，但 2016 年小米智能手机的市占率仅为 4.5%。直到 2017 年印度移动数据资费大幅降低，运营商用户量迅速提升，智能手机厂商随之受益，其中小米在增量市场需求中受益较大，2017 年其印度市场市占率快速从 4.5% 提升至 20%，并于 2018 年继续提升至 28%。

图 31：印度智能手机市场三星和小米市占率对比 (%)



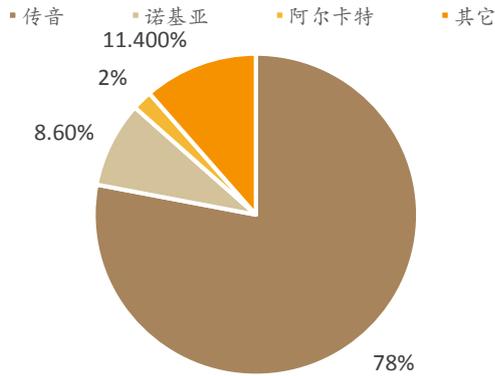
资料来源：Canalys，前瞻产业研究，德邦研究所

## 2.4. 产品和渠道深度本地化造就“非洲手机之王”

功能机的绝对领先者，智能机市场占比快速提升至约 45%，两大品类均稳居市场第一。传音在非洲的业务以功能机起家，经过多年的发展已成为非洲地区毫无争议的第一。据 IDC，21Q4 传音在非洲功能机市场占有率为 78%，远高于第二名的 8.6%。随着非洲智能机需求的提升，公司凭借渠道优势错位竞争并把握市

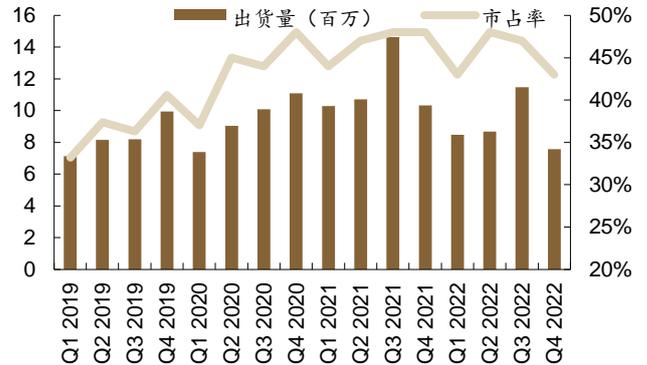
场波动机会，2019/2020/2021/2022 年公司在非洲智能机市占率为 37%/44%/47%/45%，已是非洲出货量第一的智能手机厂商。

图 32：非洲功能机市场各厂商份额（2021Q4）



资料来源：IDC，德邦研究所

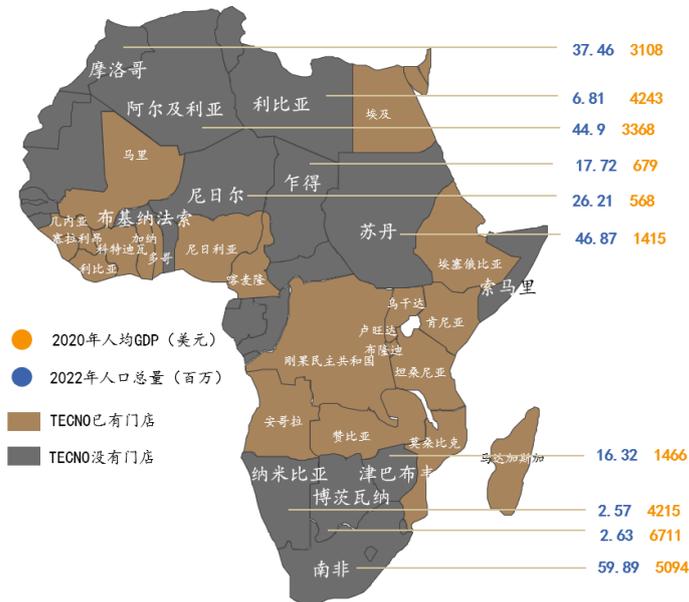
图 33：传音在非洲智能机市场占有率已超过 40%



资料来源：IDC，德邦研究所

我们认为传音在非洲目标区域智能手机市场市占率高于非洲整体智能机市占率。根据 TECNO 官网，我们认为传音在非洲的发展区域性较为明显。摩洛哥、阿尔及利亚、南非等部分国家没有门店。根据对应人口及非洲人口数据，我们认为公司在目标国家的智能手机市占率高于 40-50% 区间。

图 34：TECNO 门店分布区域及当地人口经济情况



资料来源：TECNO 官网，德邦研究所

备注：2022 年人口总量数据为联合国 2022 年人口年鉴预估数据

聚焦非洲，本土化的团队搭建助力本土化创新。公司董事长在内的核心管理团队拥有丰富的海外管理经验，对非洲印度等新兴市场有着深刻的理解，公司致力于进行目标市场本土化产品规划和技术研发创新。公司重视本地化的人才引进和培养上，通过与当地大学合作，本地化生产等方式，在生产、研发、采购、销售团队均引进外籍员工，对公司的本地化发挥重要作用。

产品本土化解决非洲用户痛点打造产品竞争力。传音最为最早进入非洲的国

产手机厂商，对非洲市场及用户群体有着深刻的洞察和理解。针对非洲消费者的摄影需求，公司研制了深肤色摄像技术、夜间拍照捕捉技术和暗处人脸识别解锁功能等个性化应用技术；针对非洲国家局部地区经常停电、早晚温差大、使用者手部汗液多等问题，公司针对性地研制了低成本高压快充技术、超长待机、基于环境温度检测的电流控制技术和防汗液 USB 端口等；针对非洲消费者的娱乐方式，研制了适合非洲音乐的低音、喇叭设计，以及适合非洲人的收音机功能设计；针对非洲跨运营商通话价格昂贵问题，公司推出了多卡多待功能。

图 35：传音深肤色摄像技术



资料来源：TECNO 官网宣传图，德邦研究所

品牌建设和营销深度本土化，非洲消费者喜爱手机品牌前五独占三席。传音控股通过冠名非洲影视和综艺节目、合作球队、支持非洲公益等方式进行品牌形象建设。在营销上，受限于基础设施和互联网不发达，传音在非洲地区结合地推销售，以户外广告、报纸、电视等方式进行密集的宣传。根据《African Business》每年公布的“最受非洲消费者喜爱的品牌百强榜看，传音旗下 Tecno/Itel/Infinix 常年排位靠前，2022 年分列第 6/15/25 名，占据全部入选中国品牌前三；在手机品牌中，传音前五独占三席。

图 36：传音旗下 TECNO 采用线下方式密集宣传



资料来源：Nairobi Mews，德邦研究所

图 37：最受非洲消费者喜爱的品牌排名

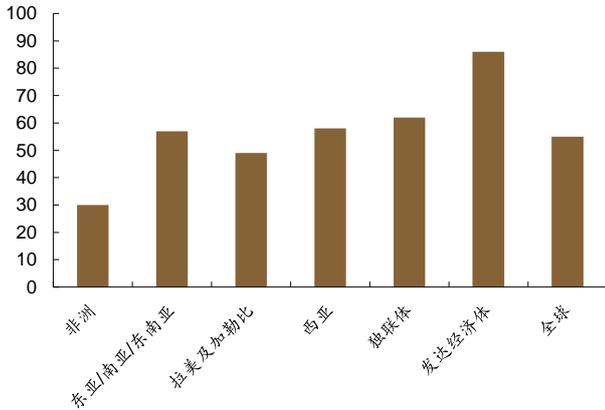
品牌	2022	2021	2020
三星	3	3	3
苹果	5	5	6
Tecno	6	6	5
LG	14	14	12
Itel	15	21	21
Sony	23	19	23
Infinix	25	25	27
Nokia	26	24	20
Huawei	27	22	24
Xiaomi	41	64	-

资料来源：African Business，德邦研究所

公司经销渠道网络覆盖面广、渗透率强、稳定性高，先发优势壁垒稳固。由于物流配送落后、网络覆盖率低和支付安全性不足等原因，非洲地区 B2C 电子商务发展较为落后。根据 UNCTAD 评估，2022 非洲 B2C 电子商务指数得分仅为 30 分，落后全球平均较多。针对非洲市场这一特点，公司在非洲建立和完善了一套覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络。公司坚持渠道下沉策略，通过大

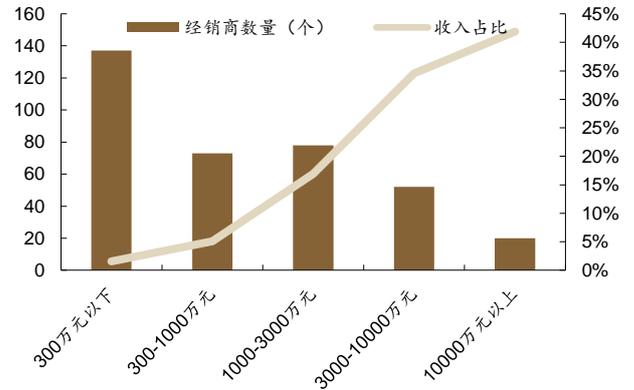
量小型供应商占据各零散市场渠道。公司与经销商关系稳定,根据招股书 2019H1 非洲收入中 65%由 2016 年以前签约合作的经销商贡献。

图 38: B2C 电子商务指数 (2020)



资料来源: UNCTAD, 德邦研究所

图 39: 2019H1 非洲经销售规模及对应收入占比 (个, 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

注: 经销商收入规模系公司 2019 年 1-6 月经销商销售产品规模

**本土化一站式服务, 加固公司护城河。**传音拥有专业的售后服务品牌 Caricare, 产品销售到哪里, 售后网点就同步建到哪里。Caricare 在全球建有超过 2,000 个服务网点, 为公司旗下各类手机和家电类产品提供官方的售后服务。我们认为售后服务对公司目标客户群价值较大, 有助于树立良好的品牌形象, 持续深耕积累优势。

图 40: 官方售后服务提高旗下品牌全生命周期使用体验

## Official Customer Support

Caricare is the official customer service provider for Infinix, TECNO, itel and more



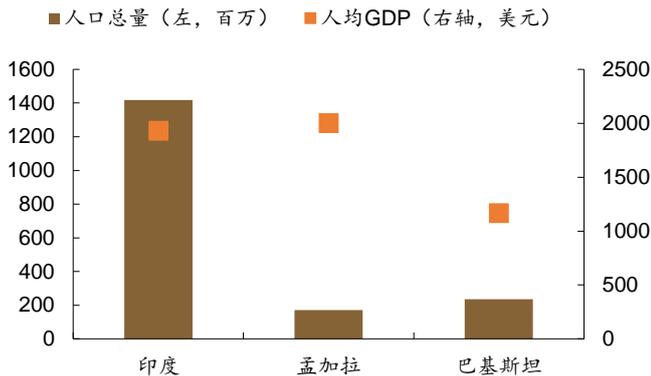
资料来源: Caricare 官网, 德邦研究所

### 3. 区域+产品双向拓展开启第二成长曲线

#### 3.1. 本地化能力复制，渠道建设能力加速区域拓展

与非洲类似，印度、孟加拉、巴基斯坦（以下简称印孟巴）等新兴市场拥有庞大的人口基数、较低的人均 GDP 以及年轻的人口结构。根据联合国数据，最新印孟巴人口分别为 14.2/1.71/2.36 亿，2022 年人均 GDP 分别为 1931/2001/1167 美元。同时印孟巴 60 岁以上人口占比均低于全球平均，巴基斯坦的 14 岁以下人口占比更是高达 36.6%。

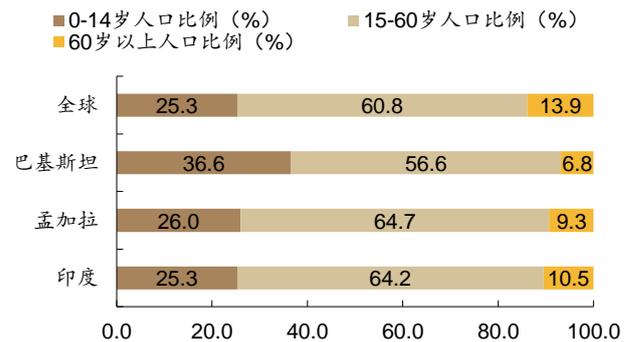
图 41：印孟巴人口总数及人均 GDP



资料来源：联合国，德邦研究所

注：人口总量为 2022 年数据，人均 GDP 为 2020 年数据

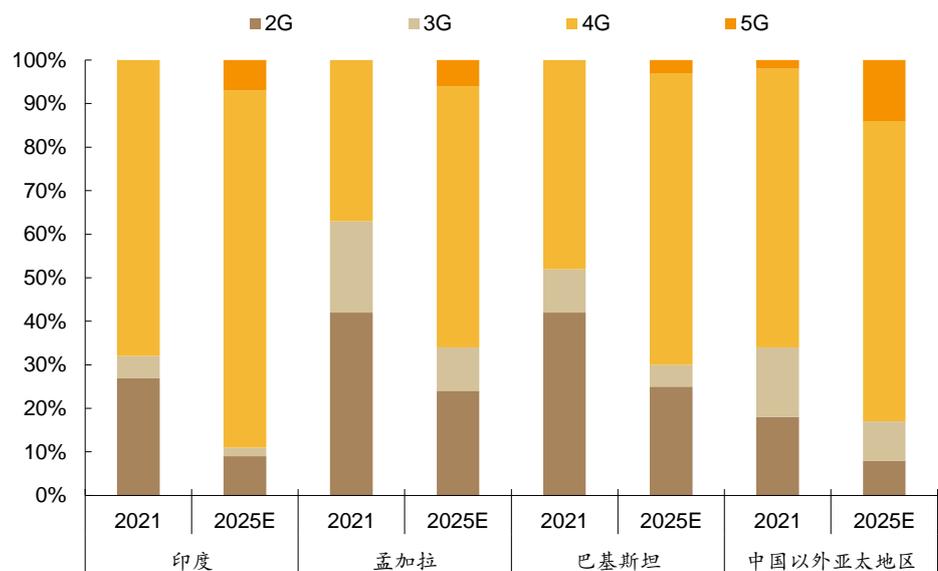
图 42：印孟巴人口结构非常年轻（2022）



资料来源：联合国，德邦研究所

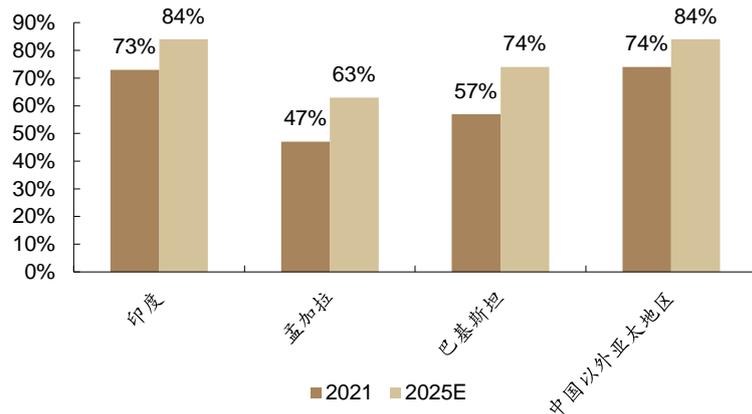
印孟巴 4G&5G 接入占比预计将快速提升，有望大幅提升智能手机渗透率。根据 GSMA 数据，2021 年印孟巴 4G&5G 制式合计占比分别为 68%/37%/48%，预计 2025 年分别提升 21/29/22 pct 至 89%/66%/70%。移动网络的快速升级对智能手机的渗透促进作用明显，预计印孟巴 2021-2025 年智能手机渗透率分别提升 11/16/17pcts 至 84%/63%/74%。

图 43：印孟巴 4G 制式移动通信网络占比预计将快速提升



资料来源：GSMA，德邦研究所

图 44：印孟巴智能手机渗透率将快速提升



资料来源：GSMA，德邦研究所

公司线下经销渠道的建设能力在大部分新兴国家都是业务拓展的核心能力。据 Counterpoint 数据，2019 年全球 20% 的智能手机通过线上渠道销售。即使 2020Q1 疫情影响大幅提升了该比例，但全球最高的印度也仅有 40%，中国和美国分别为 30% 和 17%。其中我们认为印度线上销售占比领先全球，有一部分印度线上支付等服务安全性和邮政可靠性尚可，更大的原因是小米的强力推动，小米占据线上 51% 的销售份额。对于大部分新兴国家，我们认为由于物流运输和网络支付等限制，线下渠道将会长期占据智能机销售渠道的主体，公司的渠道建设能力在大部分新兴国家的智能手机市场都是核心能力。

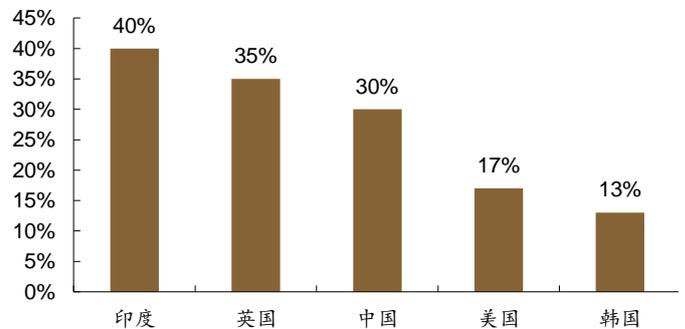
图 45：B2C 电子商务指数

	排名 (2020)	网络使用率 (2019 及之后)	有账户的个人比例 (15岁+, 2017)	网络安全服务 (2019)	邮政可靠性 (2019及之后)
印度	71	34	80	49	65
孟加拉	115	13	50	39	32
巴基斯坦	116	24	21	35	50

资料来源：UNCTAD，德邦研究所

备注：样本总量为 152 个国家或地区；除排名外其余数据数据为得分

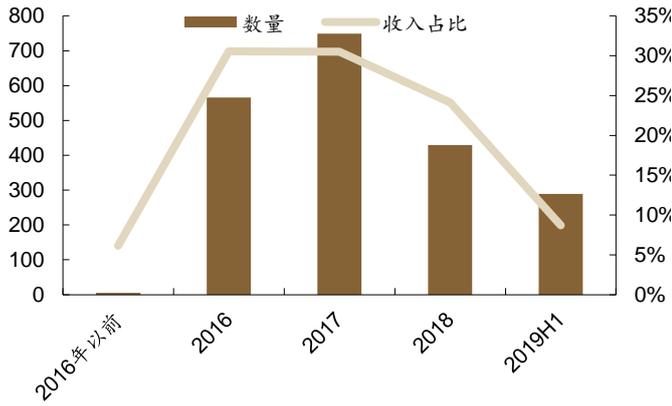
图 46：部分地区智能手机线上销售份额 (2020Q1)



资料来源：Counterpoint，德邦研究所

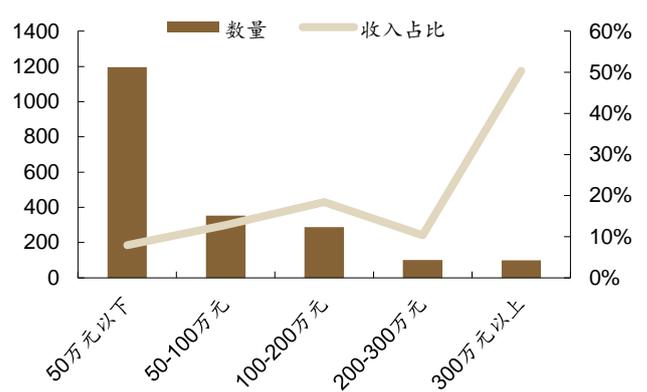
本地化、渠道建设和成本控制能力助力传音在新兴国家持续突破。传音基于其长期开拓非洲手机市场的成功经验，利用其产品本地化策略和产品性价比优势突破其它新兴市场。以公司率先发力的南亚市场为例，公司 2016 年开始逐步拓展以印度为代表的亚洲新兴市场国家，而印度等市场竞争激烈，经销渠道较为扁平化，经销商规模小、数量多的特点也对手机厂商的渠道管理能力提出了更高的要求。公司凭借强大的渠道建设能力迅速占据市场的一席之地，根据 IDC 数据统计，2021 年公司在巴基斯坦智能机市场占有率超 40%，排名第一；孟加拉国智能机市场占有率 20.1%，排名第二；印度智能机市场占有率 7.1%，排名第六。

图 47: 印度及其它地区经销商合作年限分布 (2019 年 6 月末)



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所  
注：经销商收入规模系公司 2019 年 1-6 月经销商销售产品规模

图 48: 印度及其它地区经销商收入规模分布 (2019 年 6 月末)



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所  
注：经销商收入规模系公司 2019 年 1-6 月经销商销售产品规模

### 3.2. 硬件产品扩张至家电及智能配件产品

传音在非洲拥有巨大的品牌影响力，叠加广泛的销售渠道和高效的售后服务，其硬件产品，特别是家电产品生产销售有望获得持续飞速增长。

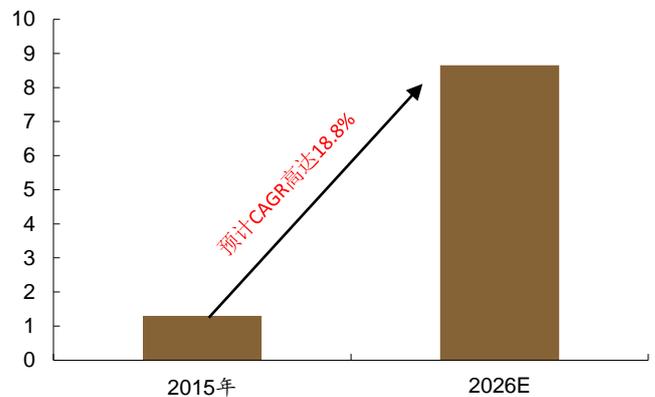
非洲硬件和家电市场快速成长，传音可利用品牌及渠道优势，有望获得较快增长。相对于已经接近饱和的中国和发达国家市场，新兴市场，特别是非洲市场的家电市场拥有巨大的发展潜力。以电视为例，根据 Future Market Insights 数据，2015 年非洲消费性电视的市场规模为 1.3 亿美元，预估 2026 年左右达到 8.65 亿美元，年复合成长率高达 18.8%。

图 49: 传音家电及智能配件产品



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 50: 非洲消费性电视市场规模及预测 (亿美元)



资料来源：Future Market Insights，德邦研究所

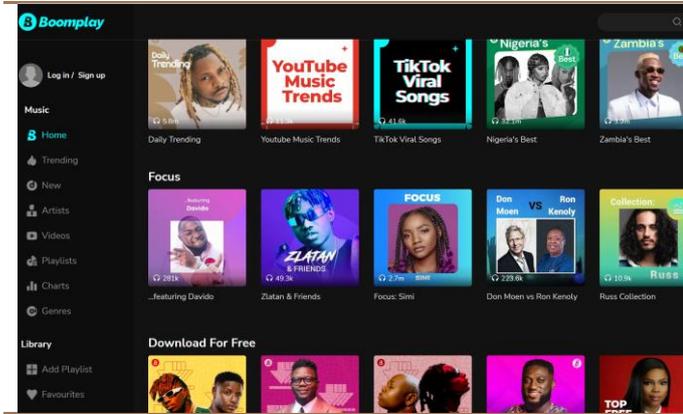
### 3.3. 借助硬件平台，移动互联网业务发展顺利

公司持续布局软件及互联网业务，潜力巨大。公司旗下品牌手机均搭载传音 OS。围绕传音 OS，公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展非洲移动互联网产品的核心基础。

传音硬件平台为流量入口，本土化开发 App 大受用户欢迎。公司互联网产品开发也及其注重本土化。传音旗下手机以预装方式推广后，后期应用全平台发展

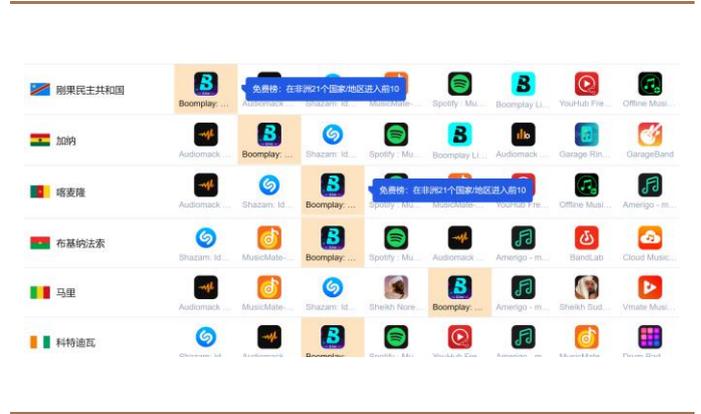
打开天花板。以 Boomplay 为例，音乐内容以本土音乐人为主，用户粘性极强。23 年 3 月 21 日数据为例，Boomplay 在非洲 21 个国家进入苹果手机应用商店 App Store 音乐免费类前 10。考虑到 Boomplay Lite 版本分流以及音频播放器软件影响，传音开发的以 Boomplay 为代表的软件在非洲市场受欢迎程度较高。

图 51: Boomplay 界面



资料来源: Boom play 官网, 德邦研究所

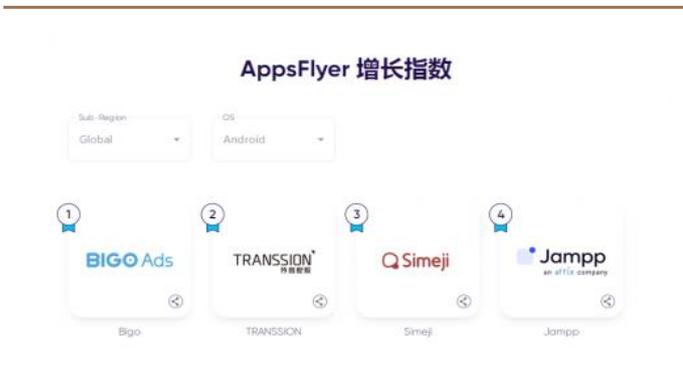
图 52: Boomplay 在非洲 App Store 音乐类别排名靠前



资料来源: 点点数据, 德邦研究所

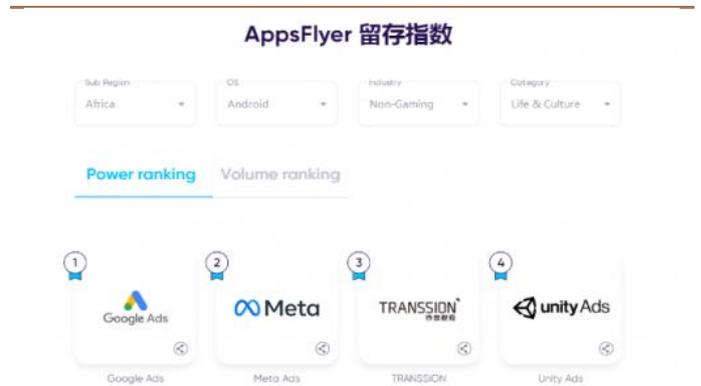
增长速度和留存比率均居全球前列，显示公司流量入口价值吸引的流量质量较高。2022 年 AppsFlyer 发布的《广告平台综合表现报告第十四版》显示，传音移动互联的表现位居全球增长指数第 2 位，较 2021 年上升 1 位。用户留存作为影响产品变现空间和生命周期的关键因素，可直接体现流量优劣。在非洲生活与文化领域，传音移动互联流量规模与实力获得双认可，与谷歌、Meta 一同闯进前三。

图 53: 传音移动互联表现居全球第二



资料来源: AppsFlyer, 德邦研究所

图 54: 传音移动互联的流量质量高



资料来源: AppsFlyer, 德邦研究所

公司针对非洲市场成功开发热门 APP，带来巨大潜在盈利空间。截至 2021 年上半年，传音旗下已经有超过 10 款自主与合作开发的应用程序月活用户数超过 1000 万，包括新闻聚合类应用程序 Scooper News，短视频类应用程序 Vskit，音乐流媒体播放平台 Boomplay 等。截至 2020 年底，Boomplay 全球总用户达 1.26 亿，是目前非洲最大的音乐流媒体平台，曲库数 5000 万，拥有大多非洲热门歌曲版权。公司旗下大量热门 APP 将为公司带来巨大的潜在盈利空间。

## 4. 盈利预测及投资建议

1、手机板块：非洲手机市场是公司的优势传统市场，市场地位稳固，公司将持续深耕，预计量价层面将略快于行业增速；价格层面，享受行业智能机逐步替代功能机带来的价格提升。2022年由于受到美联储加息、疫情、通胀和汇率波动影响，消费者需求下滑，预计23年有望恢复高增长。我们预计手机板块2022/2023/2024年将以-9%/25%/15%增长，实现营收418/523/602亿元，毛利率分别为20%/19%/18%。

2、其他主营业务板块：非洲地区家电渗透率低，公司深耕非洲，持续围绕本地用户痛点进行研发设计布局，有望实现快速增长；利用智能手机硬件入口优势，公司互联网服务在有望较低基数下将飞速增长；新兴市场数码配件市场空间巨大，结合公司品牌壁垒和销售渠道，智能配件业务将高速增长。我们预计其他主营业务板块2022/2023/2024年将以50%/80%/70%增长，实现营收35/63/108亿元，毛利率分别为44%/46%/48%。

表 1：主营业务拆分（亿元，%）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>					
收入	377.9	494.1	463.6	597.8	722.3
YoY	49.1%	30.7%	-6.2%	29.0%	20.8%
毛利率	25.7%	21.3%	21.7%	20.9%	21.6%
<b>手机</b>					
营收	358.9	461.9	418.4	523.0	601.5
YoY	51.9%	28.7%	-9.4%	25.0%	15.0%
毛利率	25.5%	20.4%	20.0%	19.0%	18.0%
<b>其他主营业务</b>					
营收	11.0	23.4	35.1	63.2	107.5
YOY	13.0%	112.3%	50.0%	80.0%	70.0%
毛利率	40.6%	41.4%	44.0%	46.0%	48.0%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所测算

表 2：可比公司估值分析（采用 2023/4/17 收盘价）

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
小米集团-W	12.66	3,162.96	28.28	103.18	125.07	111.85	30.66	25.29
安克创新	68.24	277.35	11.80	14.08	17.02	23.51	19.70	16.30
平均						67.68	25.18	20.79
传音控股	109.54	880.65	25.25	40.20	52.10	34.88	21.91	16.90

资料来源：Wind，德邦研究所

注：小米集团-W、安克创新归母净利润为 Wind 一致预期；小米集团-W 市值和利润预测单位为港币；

**投资建议：**公司享受非洲智能手机蓝海市场的同时，区域+产品双向拓展开启第二成长曲线。我们预计公司2022/2023/2024年实现收入464/598/722亿元，实现归母净利润25.2/40.2/52.1亿元，以4月17日市值对应PE分别为35/22/17倍，维持公司“买入”评级。

## 5. 风险提示

市场需求不及预期、市场竞争加剧、产能建设不及预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	4.88	3.14	5.00	6.48
每股净资产	17.44	19.15	22.35	26.73
每股经营现金流	5.02	6.31	6.75	8.02
每股股利	1.50	1.50	1.80	2.10
价值评估(倍)				
P/E	32.15	34.88	21.91	16.90
P/B	9.00	5.72	4.90	4.10
P/S	1.78	1.90	1.47	1.22
EV/EBITDA	24.71	24.11	14.17	10.24
股息率%	1.0%	1.4%	1.6%	1.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.3%	21.7%	21.8%	22.4%
净利润率	7.9%	5.4%	6.7%	7.2%
净资产收益率	27.9%	16.4%	22.4%	24.2%
资产回报率	12.4%	7.4%	9.9%	11.0%
投资回报率	24.2%	13.9%	19.9%	21.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	30.7%	-6.2%	29.0%	20.8%
EBIT 增长率	25.0%	-36.5%	64.8%	31.0%
净利润增长率	45.5%	-35.4%	59.2%	29.6%
偿债能力指标				
资产负债率	55.3%	55.0%	55.8%	54.5%
流动比率	1.9	1.9	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.4
现金比率	0.7	0.9	0.9	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.1	10.5	10.2	9.9
存货周转天数	71.1	67.8	69.7	69.6
总资产周转率	1.6	1.4	1.5	1.5
固定资产周转率	62.8	43.1	50.5	61.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,909	2,525	4,020	5,210
少数股东损益	2	-1	-4	-1
非现金支出	465	478	602	754
非经营收益	-223	104	145	180
营运资金变动	-115	1,965	661	303
经营活动现金流	4,039	5,072	5,424	6,446
资产	-629	-368	-388	-502
投资	-5,388	-106	-109	-105
其他	176	-70	-104	-136
投资活动现金流	-5,840	-543	-601	-743
债权募资	-180	321	126	212
股权募资	175	56	0	0
其他	-975	-1,241	-1,489	-1,735
融资活动现金流	-981	-865	-1,363	-1,523
现金净流量	-2,992	3,664	3,460	4,179

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 17 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	49,412	46,361	59,783	72,228
营业成本	38,889	36,296	46,763	56,042
毛利率%	21.3%	21.7%	21.8%	22.4%
营业税金及附加	97	107	122	152
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	3,245	3,929	4,614	5,480
营业费用率%	6.6%	8.5%	7.7%	7.6%
管理费用	1,294	1,511	1,763	2,125
管理费用率%	2.6%	3.3%	2.9%	2.9%
研发费用	1,511	1,437	1,837	2,222
研发费用率%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
EBIT	4,514	2,867	4,723	6,188
财务费用	110	-198	-141	-144
财务费用率%	0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-207	-189	-192	-226
投资收益	-119	-70	-104	-136
营业利润	4,827	3,065	4,861	6,330
营业外收支	-49	0	0	0
利润总额	4,778	3,065	4,861	6,330
EBITDA	4,741	3,156	5,133	6,716
所得税	866	540	844	1,121
有效所得税率%	18.1%	17.6%	17.4%	17.7%
少数股东损益	2	-1	-4	-1
归属母公司所有者净利润	3,909	2,525	4,020	5,210

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,855	13,519	16,979	21,159
应收账款及应收票据	1,230	1,331	1,672	1,964
存货	7,579	6,557	8,741	10,455
其它流动资产	8,174	8,061	8,439	8,764
流动资产合计	26,838	29,468	35,832	42,341
长期股权投资	359	465	574	679
固定资产	786	1,077	1,184	1,175
在建工程	1,039	838	720	675
无形资产	474	423	359	318
非流动资产合计	4,621	4,806	4,895	4,977
资产总计	31,459	34,274	40,726	47,318
短期借款	1,016	1,337	1,463	1,675
应付票据及应付账款	11,288	12,398	15,559	18,019
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,003	2,013	2,609	3,008
流动负债合计	14,308	15,748	19,631	22,702
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	3,091	3,091	3,091	3,091
非流动负债合计	3,091	3,091	3,091	3,091
负债总计	17,399	18,839	22,722	25,793
实收资本	802	804	804	804
普通股股东权益	14,023	15,397	17,970	21,492
少数股东权益	38	37	34	33
负债和所有者权益合计	31,459	34,274	40,726	47,318

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

陈妙杨，电子行业研究助理，上海财经大学金融硕士，覆盖 PCB、面板、LED 等领域。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。