

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

产品+渠道双轮驱动，非洲之王扬帆起航

——出海龙头系列报告

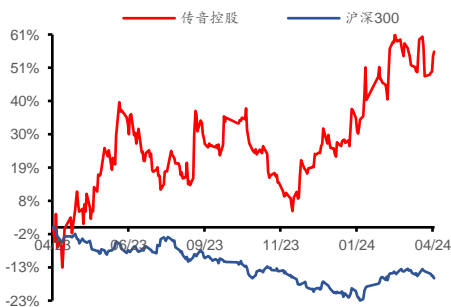
买入 (首次)

行业： 电子
日期： 2024年04月15日分析师： 马永正
Tel: 021-53686147
E-mail: mayongzheng@shzq.com
SAC 编号: S0870523090001
联系人： 潘恒
Tel: 021-53686248
E-mail: panheng@shzq.com
SAC 编号: S0870122070021

基本数据

最新收盘价 (元) 164.24
12mth A 股价格区间 (元) 95.50-169.94
总股本 (百万股) 806.57
无限售 A 股/总股本 100.00%
流通市值 (亿元) 1,324.70

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

投资建议

海外新兴市场智能手机龙头，产品+渠道双轮驱动。传音在其 TECNO、itel、Infinix 三大手机品牌的基础上，创办数码配件品牌 oraimo，售后服务品牌 Caricare 和家用电器品牌 Syinix 等，打造“手机+移动互联网服务+家电数码配件”的商业生态模式，进一步丰富公司产品矩阵，实现业务多元化。

全球智能手机市场回暖趋势或将延续，传音市场份额有望提升。据群智咨询数据显示，2023 年全球智能手机出货量约为 11.1 亿部，同比-3.9%，降幅收窄至低个位数百分比，其中 23Q4 全球智能手机出货量约为 3.1 亿部，同比增长约 6.2%，近十个季度同比首次呈现增长。海外新兴市场销量表现亮眼，据 Canalys 数据，2024 年 1 月东南亚五大市场的智能手机出货量提升至 726 万部，同比+20%，其中印尼、菲律宾、泰国等市场出货量分别同比增长 12%、77%、5%。传音非洲基本盘稳固，新兴市场有望进入高速增长期。据 Canalys 数据，2023 年传音非洲地区智能手机出货量同比+8%，市场份额为 50%，较 2022 年同比+1 pct，其他新兴市场诸如中东、拉丁美洲等地区智能手机出货量同比+54%、110%，受益于海外新兴市场的快速增长，2023 年传音智能手机销量逆袭跻身全球前五。

AI 赋能公司产品持续升级叠加折叠机新品发力高端市场，公司未来成长空间广阔。据 IDC 数据显示，2023 年全年中国折叠屏手机市场出货约 700.7 万台，同比增长 114.5%，传音发布其首款横向折叠机 Phantom V Fold，未来在印度市场率先推出，其次是非洲和拉丁美洲市场。此外，传音 TECON 推出手机 AIOS，通过与谷歌、联发科等第三方的合作，助力 AI 功能终端应用落地，进一步加强产品竞争力。

■ 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 55.03/67.39/83.87 亿元，同比+121.55%/+22.46%/+24.46%，对应 EPS 分别为 6.82/8.35/10.40 元，PE 为 24.07/19.66/15.79。

■ 风险提示

终端需求复苏不及预期、行业竞争加剧、研发进度不及预期

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	466	624	740	896
年增长率	-5.7%	33.9%	18.7%	21.0%
归母净利润	25	55	67	84
年增长率	-36.5%	121.5%	22.5%	24.5%
每股收益 (元)	3.08	6.82	8.35	10.40
市盈率 (X)	53.33	24.07	19.66	15.79
市净率 (X)	8.37	7.45	5.40	4.03

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 04 月 12 日收盘价)

目录

1 公司产品矩阵日益丰富，业绩有望实现高速增长.....	3
1.1 多元化业务布局，移动互联加速用户渗透.....	3
1.2 业绩保持高速增长，盈利能力稳步提升.....	5
2 公司非洲业务基本盘稳固，新兴市场打造新增长极.....	7
3 “AI+折叠机”共同催化终端创新，公司有望迎来新发展机遇....	10
4 盈利预测与投资建议.....	11
5 风险提示.....	13

图

图 1：公司业务布局.....	4
图 2：传音控股营业收入情况.....	5
图 3：传音控股归母净利润情况.....	5
图 4：传音控股各区域产品营收占比情况.....	5
图 5：传音控股产品毛利率.....	5
图 6：传音控股期间费用率.....	6
图 7：传音控股研发费用.....	6
图 8：全球智能手机出货量（百万部）.....	8
图 9：2023 年全球各地区智能手机出货量同比增速.....	8
图 10：2023 年非洲智能手机竞争格局.....	9
图 11：2023 年全球智能手机竞争格局.....	9
图 12：传音首款折叠屏旗舰.....	10
图 13：传音 AI 图像功能.....	10

表

表 1：国际货币基金组织《世界经济展望》实际 GDP 增长预测（百分比变化）.....	7
表 2：盈利预测（单位：亿元）.....	11

1 公司产品矩阵日益丰富，业绩有望实现高速增长

1.1 多元化业务布局，移动互联加速用户渗透

“软件+硬件+内容”三大方向全方位布局共同打造公司产品护城河，并且公司扎根海外多年，深耕渠道，正在步入高速增长期。**产品：**传音打造了 TECNO、itel、Infinix 三大手机品牌，同时创办数码配件品牌 oraimo，售后服务品牌 Carlcare 和家用电器品牌 Syinix 等，此外公司自主研发 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，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工具类软件。并且传音与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司，在多领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。目前已有多款自主与合作开发的应用程序月活跃用户数达 1000 万以上，包括非洲音乐流媒体平台 Boomplay、新闻聚合应用 Scooper、综合内容分发应用 Phoenix 等。公司打造“手机+移动互联网服务+家电数码配件”的商业生态模式进一步强化了公司的竞争优势。**渠道：**传音在全球设立多个生产制造中心，包括中国、埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等。其售后服务品牌 Carlcare 在全球拥有超过 2,000 个售后服务网点（含第三方合作网点），是新兴市场主要的电子类及家电类产品服务方案解决商之一。目前，传音全球销售网络已覆盖超过 70 个国家和地区，包括尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、埃及、印度、巴基斯坦、孟加拉国、印度尼西亚、菲律宾、哥伦比亚等。

图 1：公司业务布局

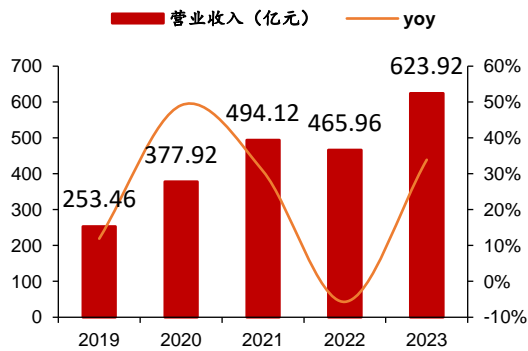


资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

1.2 业绩保持高速增长，盈利能力稳步提升

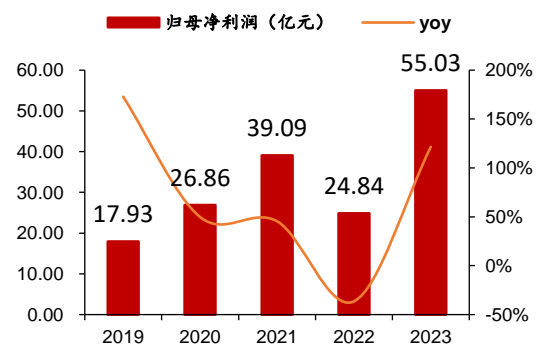
受益于公司持续推进产品升级叠加开拓新兴市场，业绩保持高速增长。公司2023年实现营收623.92亿，同比+33.90%；归母净利润55.03亿，同比+121.55%。非洲市场为基，持续开拓其他市场，2019、2022年公司非洲收入占比分别为74.98%、44.28%。毛利率企稳回升，23Q3单季度毛利率为25.21%，yoy+5.85pct，环比基本保持稳定。

图 2：传音控股营业收入情况



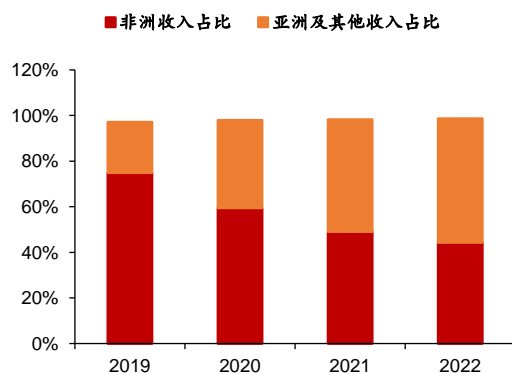
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：传音控股归母净利润情况



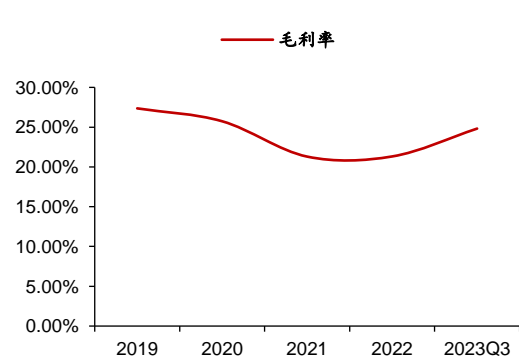
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：传音控股各区域产品营收占比情况



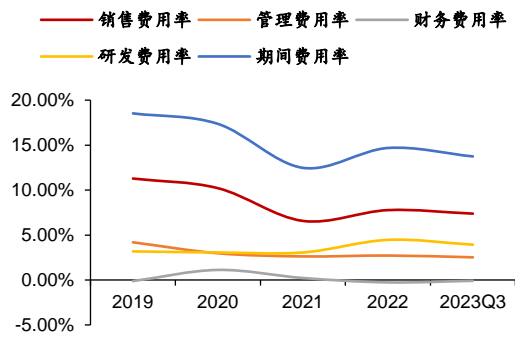
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：传音控股产品毛利率



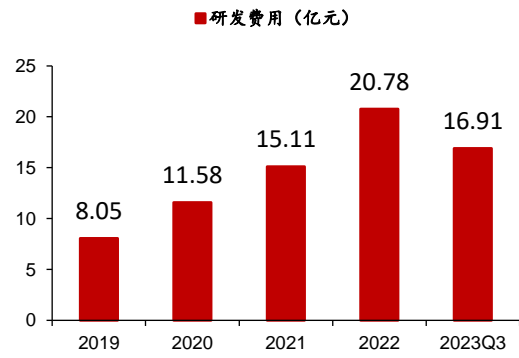
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：传音控股期间费用率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：传音控股研发费用



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 公司非洲业务基本盘稳固，新兴市场打造新增长极

海外新兴市场整体继续保持较高经济增速。据 IMF 预测 2024 年全球实际 GDP 增速为 3.1%，其中诸如美国、日本等发达经济体 GDP 增速有所放缓，分别为 2.1%、0.9%，而印度、东盟五国等新兴市场国家经济增长继续保持较高增速，分别为 6.5%、2.9%、4.7%。

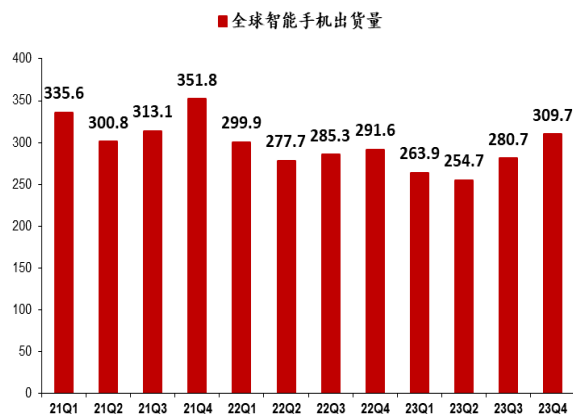
表 1：国际货币基金组织《世界经济展望》实际 GDP 增长预测（百分比变化）

	年同比	预测值	
	2023	2024E	2025E
世界产出	3.1	3.1	3.2
发达经济体	1.6	1.5	1.8
美国	2.5	2.1	1.7
欧元区	0.5	0.9	1.7
德国	-0.3	0.5	1.6
法国	0.8	1.0	1.7
意大利	0.7	0.7	1.1
西班牙	2.4	1.5	2.1
日本	1.9	0.9	0.8
英国	0.5	0.6	1.6
新兴市场和发展中经济体	4.1	4.1	4.2
中国	5.2	4.6	4.1
印度	6.7	6.5	6.5
东盟五国	4.2	4.7	4.4
中东和中亚地区	2	2.9	4.2
拉丁美洲及加勒比地区	2.5	1.9	2.5
巴西	3.1	1.7	1.9
墨西哥	3.4	2.7	1.5
南非	0.6	1.0	1.3

资料来源：国际货币基金组织，数据截至 2024 年 1 月 30 日，上海证券研究所

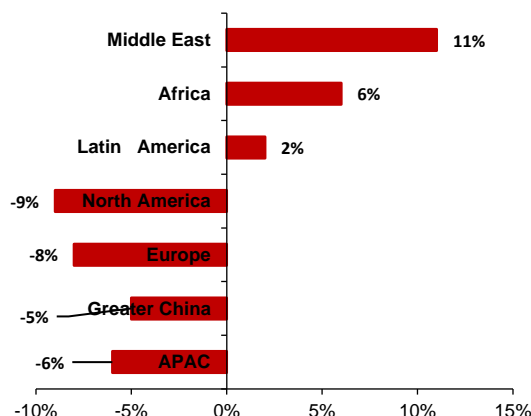
全球智能手机市场销量回暖趋势延续，新兴市场表现亮眼。据群智咨询数据显示，2023 年全球智能手机出货量约为 11.1 亿部，同比下滑 3.9%，降幅收窄至低个位数百分比，其中 23Q4 全球智能手机出货量约为 3.1 亿部，同比增长约 6.2%，近十个季度同比首次呈现增长。据 Canalys 数据，拉丁美洲，非洲和中东从 2023 年第三季度开始表现出强劲的复苏势头，2023 年拉丁美洲/非洲/中东智能手机出货量分别同比增长 2%、6%、11%，而诸如北美、欧洲等成熟市场由于消费者支出低迷、渠道投资减少等因素智能手机销量承压，销量分别同比下滑 9%、8%。据 Canalys 数据，2024 年 1 月东南亚五大市场的智能手机出货量增长至 726 万部，同比+20%，其中印尼、菲律宾、泰国等市场出货量分别同比增长 12%、77%、5%。

图 8：全球智能手机出货量（百万部）



资料来源：群智咨询，上海证券研究所

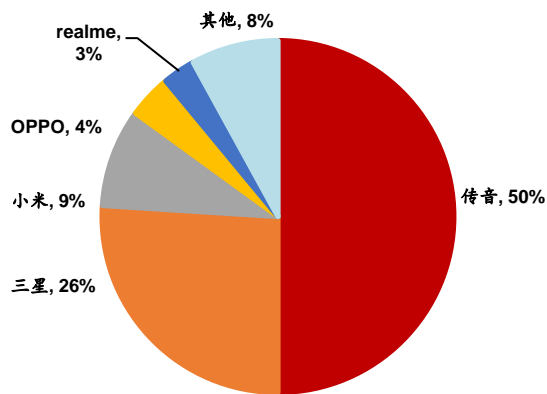
图 9：2023 年全球各地区智能手机出货量同比增速



资料来源：Canalys，上海证券研究所

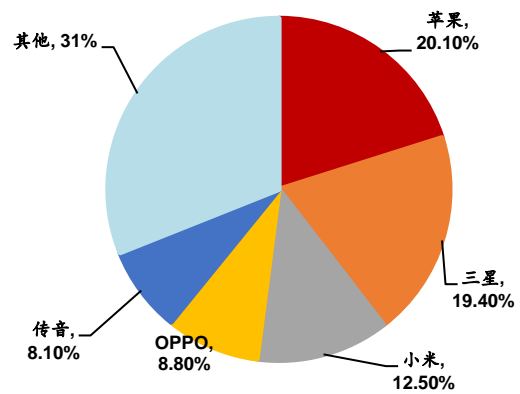
受益于海外新兴市场的快速增长，传音智能手机销量逆势增长，市场份额稳步提升。据 IDC 数据，传音智能手机销量逆袭跻身全球前五，全球前五大智能手机品牌仅苹果、传音销量实现了同比增长，其中传音 2023 年智能手机销量同比+30.8%，市场份额为 8.1%，yoy+2.1pct。分地区来看，传音在中东、非洲、拉丁美洲、欧洲智能手机销量分别同比增长 54%、8%、110%、68%。我们认为传音非洲业务基本盘稳中有升，中东、拉丁美洲等新兴市场正在步入高速增长期。

图 10：2023 年非洲智能手机竞争格局



资料来源：Canalys，上海证券研究所

图 11：2023 年全球智能手机竞争格局



资料来源：Canalys，上海证券研究所

3 “AI+折叠机”共同催化终端创新，公司有望迎来新发展机遇

传音旗舰折叠机新品发力高端市场，产品性价比优势凸显。传音首款折叠屏手机 Phantom V Fold 采用联发科天玑 9000+处理器，全系标配 12GB LPDDR5X RAM 和 UFS 3.1 ROM，其中 128GB 版本售价 1099 美元（约合 7600 多元人民币），256GB 版本售价 1222 美元（约合 8400 多元人民币）。两块屏幕都是采用支持 120Hz 高刷的 LTPO AMOLED 面板，展开状态几乎“零折痕”。Phantom V Fold 配备了 5 个摄像头，背面为 5000 万像素主摄+5000 万像素 2 倍长焦+1300 万像素超广角组合，外屏上有一颗 3200 万像素摄像头，内屏上还有一颗 1600 万像素镜头，未来在印度市场率先推出，其次是非洲和拉丁美洲市场。

我们认为未来 AI 有望赋能公司产品升级迭代，未来成长空间广阔。传音 TECON 推出手机 AIOS，通过与谷歌、联发科等第三方的合作，AI 功能被整合至移动端，能够借助联发科天玑 9300 芯片全大核设计，给用户生成式 AI 能力。新增的 TECNO AIOS 不仅可以完成网页搜索、笔记生成之类的日常任务，还具备实时通话翻译、自动生成视频字幕、精确搜索照片等功能。此外，支持 AI 增强摄影，能够适应多种肤色，生成高品质图像；提供 AI 橡皮擦功能，轻松擦去照片中不想要的部分；通过 AI 美颜、模拟化妆效果及 AR 脸部增强功能，同步提升视频通话体验。

图 12：传音首款折叠屏旗舰



资料来源：PConline，上海证券研究所

图 13：传音 AI 图像功能



资料来源：IT之家，上海证券研究所

4 盈利预测与投资建议

1) 手机业务

我们认为公司非洲业务基本盘稳固，市场份额稳步提升，并持续拓展新兴市场，打开新一轮成长空间，实现产品+驱动双轮驱动，此外伴随诸如 AI、折叠机等手机新品有望放量，我们预计手机业务 2023-2025 年收入增速分别为 31.80%、18.30%、20.50%，毛利率为 24.20%、24.50%、24.80%。

2) 其他主营业务

我们认为传音创办数码配件品牌 oraimo，售后服务品牌 Carlcare 和家用电器品牌 Syinix，打造“手机+移动互联网服务+家电数码配件”的商业生态模式进一步强化了公司的竞争优势，丰富产品矩阵，借助自身手机市场多年耕耘的优势实现业务多点开花，预计 2023-2025 年收入增速为 59.50%、23.40%、27.30%，毛利率分别为 33.20%、33.50%、33.70%。

3) 其他

预计 2023-2025 年收入增速分别为 36.93%、13.00%、15.70%，毛利率分别为 15.97%、16.30%、16.80%。

4) 营收与毛利率总体预测

我们预计 2023-2025 年公司的营业收入将分别达到 623.92/740.40/896.25 亿元，同比增长+33.90%/+13.80%/18.90%，2023-2025 年公司的毛利率将分别达到 24.86%/25.20%/25.54%。

表 2：盈利预测（单位：亿元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
手机业务 (亿元)	425.18	560.39	662.95	798.85
yoy	-7.96%	31.80%	18.30%	20.50%
毛利率	20.61%	24.20%	24.50%	24.80%
其他主营业务 (亿元)	34.09	54.37	67.10	85.41
yoy	45.55%	59.50%	23.40%	27.30%
毛利率	30.80%	33.20%	33.50%	33.70%
其他 (亿元)	6.68	9.15	10.36	11.99
yoy	-23.67%	36.93%	13.00%	15.70%
毛利率	18.46%	15.97%	16.30%	16.80%
合计 (亿元)	465.96	623.92	740.40	896.25
yoy	-5.70%	33.90%	13.80%	18.90%
毛利率	21.32%	24.86%	25.20%	25.54%

资料来源：Wind，上海证券研究所

投资建议：

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 55.03/67.39/83.87 亿元，同比+121.55%/+22.46%/+24.46%，对应 EPS 分别为 6.82/8.35/10.40 元，PE 为 24.07/19.66/15.79。

5 风险提示

1) 终端需求复苏不及预期

如果下游终端需求复苏不及预期，公司业绩或将受影响；

2) 行业竞争加剧

行业竞争加剧，公司对终端品牌市场开拓不及预期，这将会对公司生产经营造成不利影响。

3) 研发进度不及预期

若公司新技术研发速度不及预期，可能影响公司业务拓展。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	92	69	105	174
应收票据及应收账款	13	17	20	24
存货	61	84	98	118
其他流动资产	88	148	176	195
流动资产合计	254	318	400	511
长期股权投资	4	6	7	8
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	8	10	10	11
在建工程	16	21	27	32
无形资产	5	5	6	6
其他非流动资产	21	23	24	25
非流动资产合计	54	66	74	82
资产总计	308	384	473	593
短期借款	12	15	17	19
应付票据及应付账款	81	126	142	169
合同负债	9	10	12	15
其他流动负债	12	16	19	23
流动负债合计	114	167	189	226
长期借款	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	33	37	37	37
非流动负债合计	36	39	39	39
负债合计	150	206	228	265
股本	8	8	8	8
资本公积	60	63	63	63
留存收益	89	105	173	256
归属母公司股东权益	158	178	245	329
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	159	178	245	329
负债和股东权益合计	308	384	473	593

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	20	73	72	95
净利润	25	55	67	83
折旧摊销	3	2	2	2
营运资金变动	-11	16	1	7
其他	3	0	2	2
投资活动现金流量	-20	-66	-37	-28
资本支出	-8	-11	-10	-10
投资变动	-13	-54	-26	-16
其他	1	-1	-1	-2
筹资活动现金流量	-8	-30	2	2
债权融资	5	2	2	2
股权融资	1	3	0	0
其他	-13	-35	0	0
现金净流量	-7	-23	36	69

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	466	624	740	896
营业成本	367	469	554	667
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	36	46	55	67
管理费用	13	17	20	24
研发费用	21	28	33	40
财务费用	-1	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	-1	-1	-1	-2
公允价值变动损益	-1	0	0	0
营业利润	30	67	82	102
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	30	67	82	101
所得税	5	12	14	18
净利润	25	55	67	83
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	25	55	67	84

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	21.3%	24.9%	25.2%	25.5%
净利率	5.3%	8.8%	9.1%	9.4%
净资产收益率	15.7%	30.9%	27.5%	25.5%
资产回报率	8.1%	14.3%	14.2%	14.1%
投资回报率	14.4%	27.7%	25.2%	23.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	-5.7%	33.9%	18.7%	21.0%
EBIT 增长率	-32.2%	117.3%	22.6%	24.3%
归母净利润增长率	-36.5%	121.5%	22.5%	24.5%
每股指标 (元)				
每股收益	3.08	6.82	8.35	10.40
每股净资产	19.61	22.05	30.40	40.80
每股经营现金流	2.45	9.04	8.89	11.75
每股股利	2	3	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	1.50	1.80	1.73	1.68
应收账款周转率	37.01	41.84	40.14	40.50
存货周转率	5.37	6.46	6.06	6.17
偿债能力指标				
资产负债率	48.6%	53.6%	48.2%	44.6%
流动比率	2.23	1.91	2.11	2.27
速动比率	1.64	1.36	1.54	1.70
估值指标				
P/E	53.33	24.07	19.66	15.79
P/B	8.37	7.45	5.40	4.03
EV/EBITDA	16.96	18.62	14.81	11.31

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。