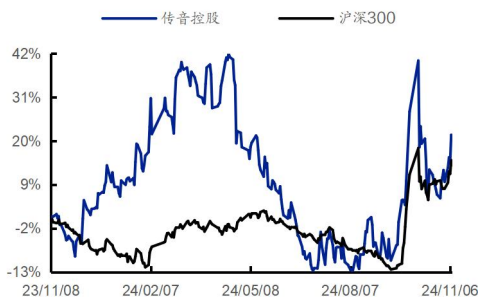


研究所:
 证券分析师: 姚丹丹 S0350524060002
 yaodd@ghzq.com.cn
 联系人: 李晓康 S0350124080022
 lixk02@ghzq.com.cn

美元降息推动新兴市场复苏, 扩品类和移动互联未来可期

——传音控股 (688036) 科创板公司深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/11/08		
表现	1M	3M	12M	
传音控股	-13.8%	37.8%	20.5%	
沪深 300	-3.6%	22.8%	13.7%	

市场数据		2024/11/08
当前价格 (元)		102.39
52 周价格区间 (元)		71.00-179.17
总市值 (百万)		116,760.50
流通市值 (百万)		116,760.50
总股本 (万股)		114,035.06
流通股本 (万股)		114,035.06
日均成交额 (百万)		1,638.33
近一月换手 (%)		28.57

相关报告

《传音控股 (688036) 2024 年中报点评: Q2 业绩表现稳健, 降息周期下公司业绩有望再增长 (买入) *消费电子*姚丹丹》——2024-08-30
 《传音控股 (688036) 科创板公司动态研究: 业绩保持高速增长, 新兴市场需求持续旺盛 (买入) *消费电子*郑奇, 高力洋》——2024-05-02

投资要点:

- **手机业务起家, 打造“手机+扩品类+移动互联”业务体系。**公司成立于 2006 年, 以手机业务起家, 旗下有 TECNO、Infinix、itel 三大智能机品牌, 精准定位客户群体。传音深耕非洲市场, 后逐渐拓展到其他国家和地区, 市场份额不断提升, 同时, 公司积极布局扩品类和移动互联业务, 打造“手机+扩品类+移动互联”业务体系。
- **新兴市场宏观环境改善, 智能机业务有望受益。**美国联邦储备委员会于 2024 年 9 月 18 日宣布下调联邦基金利率目标区间, 新兴市场消费者购买力有望得到释放, 有望带动公司智能机出货量增加: 1) 非洲市场、南亚部分国家, 公司已经占据较高市占率, 有望享受人口快速增长红利和智能机渗透率稳步提升带来的销量增长; 2) 新市场如东南亚、拉美、中东等, 公司积极开拓, 坚持本地化战略, 包括需求、渠道等方面, 不断提高自身份额, 带动盈利能力提升。
- **扩品类和移动互联发展空间大, 有望成为公司第二、三增长曲线。**公司扩品类业务主要包括配件和家电等, 配件方面有望依靠智能机高市占率夺取更多份额, 家电方面深耕当地用户需求积极推新, 如 Swallow Maker 和储能产品, 有望抢占当地白牌份额。非洲移动互联市场仍为蓝海, 公司体内体外双管齐下, 依托智能机硬件入口, ARPU 值有望提高, 同时独立 APP 已有多款月活破千万, 变现进程加速。
- **盈利预测和投资评级:**公司是非洲智能机龙头企业, 并积极开拓其他国家和地区, 智能机份额持续提升, 同时公司扩品类和移动互联业务收入快速增长, 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 715.62、856.83、1049.70 亿元, 同比分别+14.9%、+19.7%、+22.5%, 归母净利润分别为 52.96、65.12、82.09 亿元, 同比分别-4.4%、+23.0%、+26.1%, 对应 PE 分别为 22、18、14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧、新兴市场拓展不及预期、渠道建设和拓展不及预期、新业务开展不及预期、原材料价格波动风险、汇率波

动风险、各公司不具备完全可比性，对标数据仅供参考。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	62295	71562	85683	104970
增长率(%)	34	15	20	23
归母净利润（百万元）	5537	5296	6512	8209
增长率(%)	123	-4	23	26
摊薄每股收益（元）	4.86	4.64	5.71	7.20
ROE(%)	31	24	24	25
P/E	20.12	22.05	17.93	14.22
P/B	6.18	5.19	4.31	3.56
P/S	1.79	1.63	1.36	1.11
EV/EBITDA	14.98	16.24	13.26	10.54

资料来源：wind、国海证券研究所

内容目录

1、以手机市场为基石，多元化战略布局	6
1.1、深耕非洲市场多年，形成手机+扩品类+移动互联体系	6
1.2、持续开拓新市场，美国降息周期开启利好公司业绩	9
2、巩固非洲龙头优势，持续开拓全球其他新兴市场	13
2.1、新兴市场仍是增量市场，智能手机仍有较大空间	13
2.2、本地化策略铸就竞争力，持续巩固非洲地区+拓展新市场	15
2.3、布局折叠机和 AI，持续提升品牌形象和影响力	18
3、扩品类+移动互联发展空间大，有望成为公司第二、三增长曲线	20
3.1、享受非洲人口红利，配件、家电、储能多品类布局	20
3.1.1、配件：领跑非洲 TWS 耳机市场，三大品牌齐齐布局配件	20
3.1.2、家电：非洲家电渗透率低，国产替代空间大	22
3.1.3、储能：非洲通电率低+断电频繁，储能市场空间大	23
3.2、移动互联蓝海市场，体内体外双管齐下	26
4、盈利预测与评级	29
5、风险提示	30

图表目录

图 1: 传音控股发展历程	6
图 2: 传音控股股权结构图 (截至 2024 年三季报)	6
图 3: 三大手机品牌均入围“2023 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜	7
图 4: 公司多元化业务布局	8
图 5: 公司移动互联网业务布局	9
图 6: 公司营业总收入及同比	9
图 7: 公司归母净利润及同比	9
图 8: 公司分业务营收结构	10
图 9: 公司分地区营收结构	10
图 10: 美国有效联邦基金利率(EFFR)(日)	10
图 11: 美元指数 (1973 年 3 月=100)	10
图 12: 美元指数变动与公司营收增速趋势图	11
图 13: 公司毛利率和归母净利率情况	12
图 14: 2024Q3 和 2024Q4 各 Dram 产品价格预测	12
图 15: 公司各业务毛利率情况	12
图 16: 公司部分费用率情况	13
图 17: 公司研发投入情况	13
图 18: 全球智能机出货量	13
图 19: 非洲智能机出货量情况	14
图 20: 东南亚智能机出货量情况	14
图 21: 拉美智能机出货量情况	14
图 22: 中东 (不包括土耳其) 智能机出货量情况	14
图 23: 2023 年部分新兴市场人口情况	15
图 24: 部分新兴市场人口同比增速显著高于全球水平	15
图 25: 新兴市场人口金字塔基本呈现正向三角形	15
图 26: 传音经销商数量	16
图 27: 传音经销商收入规模分布 (截至 2019.06)	16
图 28: 非洲主要国家智能机普及率有较大提高空间	16
图 29: 非洲市场各智能机品牌市占率	16
图 30: 东南亚地区各智能机品牌市占率	17
图 31: 拉美地区各智能机品牌市占率	17
图 32: 公司分地区毛利率情况	17
图 33: 传音控股多肤色成像技术	18
图 34: Infinix GT 20 Pro	18
图 35: 公司在小折叠和大折叠机型均有布局	19
图 36: 公司布局三折叠和卷轴屏智能机	19
图 37: TECNO AIOS 的部分 AI 功能	19
图 38: 中东非市场智能手表市场规模 (亿美元)	20
图 39: 传音 oraimo 品牌部分配件类产品	21
图 40: 2024Q1 非洲市场 TWS 耳机竞争格局	21
图 41: 三大手机品牌均推出配件产品	21
图 42: 非洲家电市场规模 (单位: 十亿美元)	22
图 43: 2021 年非洲家电市场竞争格局	22
图 44: Syinix 部分产品	22

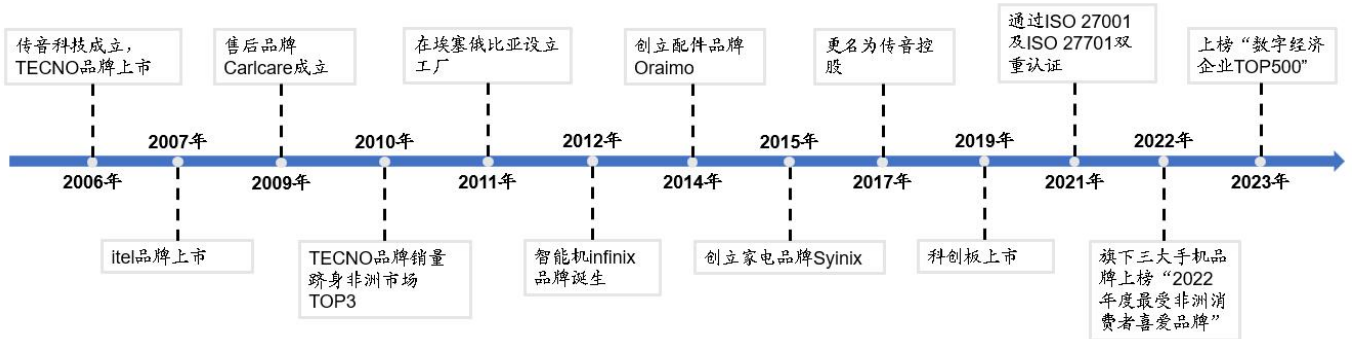
图 45: Swallow Maker 可以制作多种主食	23
图 46: 2022 年非洲地区通电率情况	24
图 47: 撒哈拉以南非洲地区通电率较低	24
图 48: itel 储能产品 Solar Generator 600	24
图 49: DYQUE 产品	25
图 50: itel home	25
图 51: Caricare Service	26
图 52: 非洲 4G 及以上覆盖率还较低 (2023 年)	26
图 53: 撒哈拉以南非洲 4G 及以上渗透率逐渐提高	26
图 54: 纯数据移动宽带 (2GB) 一揽子价格占人均国民总收入之比	27
图 55: 2023 年非洲日人均手机亮屏时长	27
图 56: 公司移动互联业务体内体外双管齐下	28
图 57: 传音 OS 运营	28
图 58: 小米集团境外互联网业务收入及 ARPU 值	28
图 59: 公司部分独立 APP	29
图 60: 2023 年非洲财务类移动应用年度用户使用排行榜	29
表 1: 传音旗下三大手机品牌	7
表 2: 传音和小米手机部分参数对比	18
表 3: 公司分业务盈利预测 (单位: 亿元)	30
表 4: 可比公司估值 (截至 2024.11.08)	30

1、以手机市场为基石，多元化战略布局

1.1、深耕非洲市场多年，形成手机+扩品类+移动互联体系

传音控股成立于2006年，前身为传音有限，2019年登陆科创板，公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，主要产品为TECNO、itel和Infinix三大品牌手机，包括功能机和智能机。公司主营业务具体可分为手机业务、扩品类业务和移动互联业务。

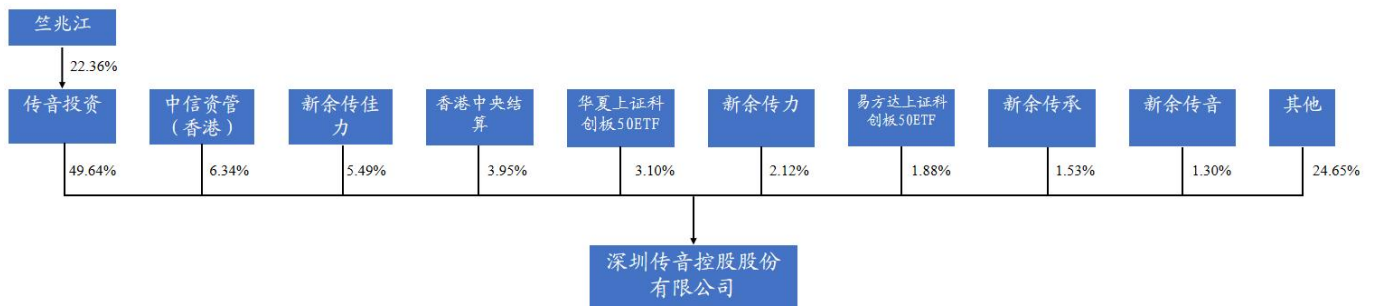
图 1：传音控股发展历程



资料来源：集微网，公司官网，国海证券研究所

公司股权结构较为集中，实控人为竺兆江。截至2024年三季报，传音投资持有公司49.64%的股份，为公司第一大股东，竺兆江总经理持有传音投资22.36%的股份，是其第一大股东，也是公司的实际控制人。公司有多员工持股平台，包括新余传佳力、新余传力、新余传承及新余传音等，深度绑定核心员工。

图 2：传音控股股权结构图（截至2024年三季报）



资料来源：wind，国海证券研究所

公司手机业务旗下有三大品牌：TECNO、Infinix和itel，其中TECNO定位是新兴市场的中高端智能手机和智能硬件品牌；Infinix是新兴市场为年轻消费者打造的潮酷科技品牌；itel为面向大众市场，可信赖的智能生活品牌。公司三大品牌精准定位各类消费者群体，覆盖了多个价格带。

表 1: 传音旗下三大手机品牌

品牌	定位	产品/系列
TECNO	新兴市场的中高端智能手机和智能硬件品牌	 PHANTOM  CAMON  POVA  SPARK  POP
Infinix	为年轻消费者打造的潮酷科技品牌	 ZERO  GT  NOTE  HOT  SMART
itel	面向大众市场，可信赖的智能生活品牌	 A系列  P系列  RS系列  S系列

资料来源：公司官网，TECNO 官网，Infinix 官网，itel 官网，国海证券研究所

公司手机销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场国家，并已经在非洲、巴基斯坦、孟加拉国等市场取得了领先地位，根据 IDC，2023 年公司在非洲、巴基斯坦、孟加拉国三大市场智能机市占率均位列第一。三大品牌均入围“2023 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜，被业界誉为“非洲之王”。

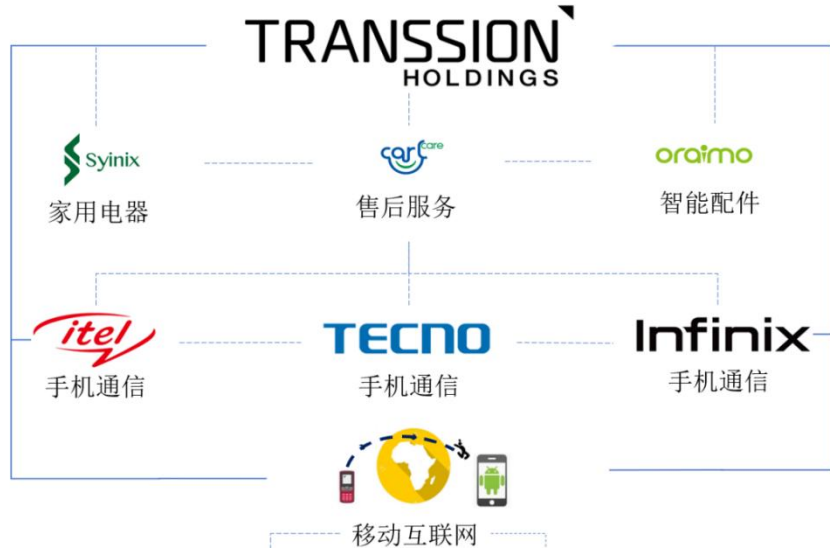
图 3: 三大手机品牌均入围“2023 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜

Rank 2023	Rank 2022	Brand Name	Category	Country	Conti
1	1	Nike	Sports & Fitness	USA	North America
2	2	Adidas	Sports & Fitness	Germany	Europe
3	3	Samsung	Electronics/Computers	South Korea	Asia
4	4	Coca Cola	Non-alcoholic Beverages	USA	North America
5	5	Apple	Electronics/Computers	USA	North America
6	7	Gucci	Luxury	Italy	Europe
7	11	Zara	Apparel Retailer	Spain	Europe
8	8	Toyota	Auto-Manufacturers	Japan	Asia
9	6	Tecno	Electronics/Computers	China	Asia
10	9	Puma	Sports & Fitness	Germany	Europe
11	10	MTN	Telecommunications	South Africa	Africa
12	14	LG	Electronics/Computers	South Korea	Asia
13	17	Pepsi	Non-alcoholic Beverages	USA	North America
14	13	Vodafone/com/Safaricom/Mpesa	Telecommunications	UK/Kenya	Europe
15	19	Mercedes Benz	Auto-Manufacturers	Germany	Europe
16	16	Nestlé	Consumer, non-cyclical	Switzerland	Europe
17	18	Louis Vuitton	Luxury	France	Europe
18	29	Orange	Telecommunications	France	Europe
19	30	H&M	Apparel Retailer	Sweden	Europe
20	28	Unilever	Consumer, non-cyclical	UK	Europe
21	12	Airtel	Telecommunications	India	Asia
22	27	Huawei	Electronics/Computers	China	Asia
23	23	Sony	Electronics/Computers	Japan	Asia
24	26	Nokia	Electronics/Computers	Finland	Europe
25	33	BMW	Auto-Manufacturers	Germany	Europe
26	21	Google	Technology	USA	North America
27	22	Dangote	Consumer, non-cyclical	Nigeria	Africa
28	20	Christian Dior	Luxury	France	Europe
29	25	Infinix	Electronics/Computers	China	Asia
30	15	itel	Electronics/Computers	China	Asia

资料来源：African Business

以手机业务为基石进行多元化战略布局，“手机-扩品类-移动互联”的生态模式已成型。公司以手机业务为核心业务，拓展了扩品类和移动互联网业务。扩品类业务方面，公司创立了家用电器品牌 Syinix 和智能配件品牌 oraimo，移动互联网业务方面，公司自主研发了 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、广告分发平台、大数据服务平台以及手机管家等应用程序，并积极开发和孵化多款移动互联网产品，涉及音乐、新闻、内容分发等方面。此外，公司设立售后服务品牌 Caricare，为公司旗下的手机、配件、家电产品提供全方位保障。

图 4：公司多元化业务布局



资料来源：公司招股说明书

三大手机品牌均拓展扩品类业务，持续推新，品类日益丰富。扩品类业务主要依托家电品牌 Syinix 和配件品牌 oraimo 开展，但公司三大手机品牌 TECNO、Infinix、itel 都在逐步推出家电或配件类产品，近年来，公司积极推出新的家电、配件产品，进军储能市场，品类日益丰富。

移动互联业务体内体外双管齐下，未来发展空间较大。公司是全球知名手机品牌，旗下手机搭载自研操作系统，体内依托公司智能机通过预装、分发、广告等方式创收，体外与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司合作开发多款应用产品，依靠智能机硬件高市占率，公司可以积累大数据、用户需求、本地渠道等资源，有望占据先发优势，静待非洲移动互联网市场爆发。

图 5：公司移动互联网业务布局



资料来源：公司官网，国海证券研究所

1.2、持续开拓新市场，美国降息周期开启利好公司业绩

新市场开拓战略、产品升级战略显成效，业绩稳步增长。2016-2023年，公司深耕老市场，同时积极开拓新市场，业绩实现快速增长，营收和归母净利润7年复合增速分别为27.08%和89.63%。2023年，受益于公司新市场开拓顺利以及产品升级和成本优化，公司实现营收622.95亿元，同比增加33.69%，实现归母净利润55.37亿元，同比增加122.93%。

图 6：公司营业总收入及同比

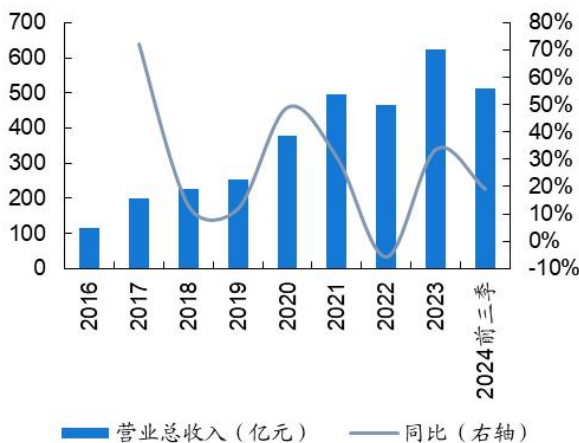
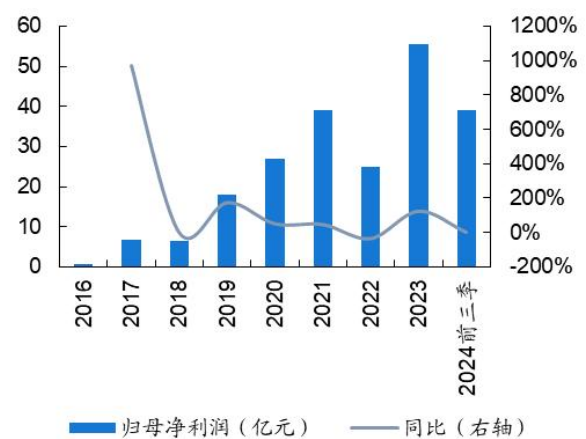


图 7：公司归母净利润及同比



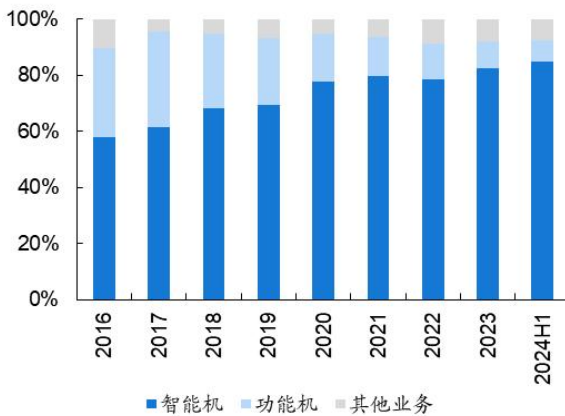
资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

公司营收主要由手机业务贡献，2024年上半年占比高于90%。2016年-2023年，公司手机业务是营收主要贡献点，2024年H1占比超90%，其中，智能机收入占比基本呈现上升趋势，2016年为57.93%，2023年达82.53%。

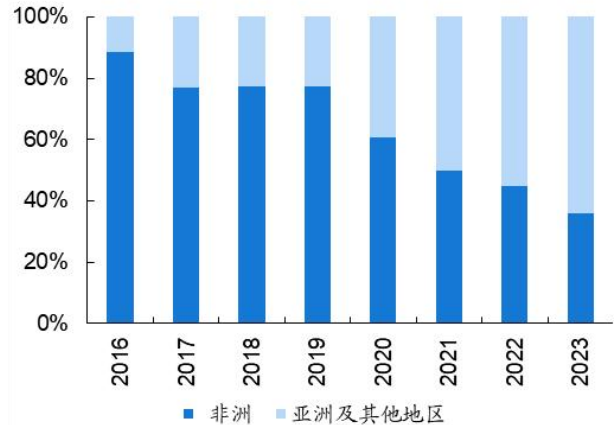
非洲地区收入占比有所下滑，新兴市场占比呈现提高趋势。2016年，公司在非洲地区的收入占比高达88.62%，但随着近几年公司在东南亚市场和拉美市场迅速扩张，非洲地区收入占比开始下滑，2023年为35.98%，非洲以外的地区收入占比则从2016年的11.38%提高52.63pct至2023年的64.02%，新兴市场占比呈现提高趋势，逐渐降低对单一区域的依赖。

图 8：公司分业务营收结构



资料来源：wind，国海证券研究所

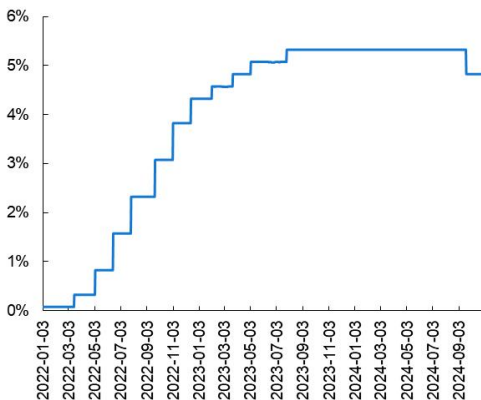
图 9：公司分地区营收结构



资料来源：wind，国海证券研究所

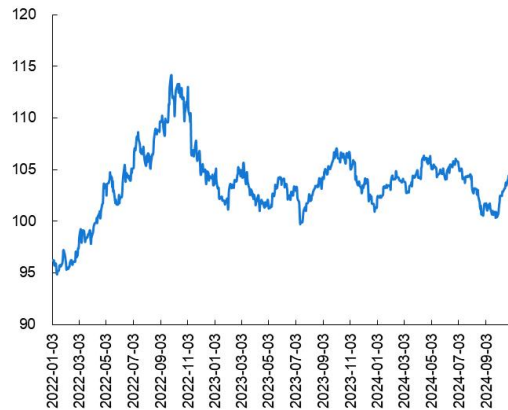
美国降息周期开启，美元指数有所回落，有望刺激市场需求。美国联邦储备委员会于2024年9月18日宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%至5.00%之间的水平，美国降息周期开启，新兴市场消费者购买力有望得到释放，市场需求有望受到刺激。美元指数自2022年Q4达到高点后也逐渐回落，2024年10月基本维持在100左右。

图 10：美国有效联邦基金利率(EFFR)(日)



资料来源：wind，国海证券研究所

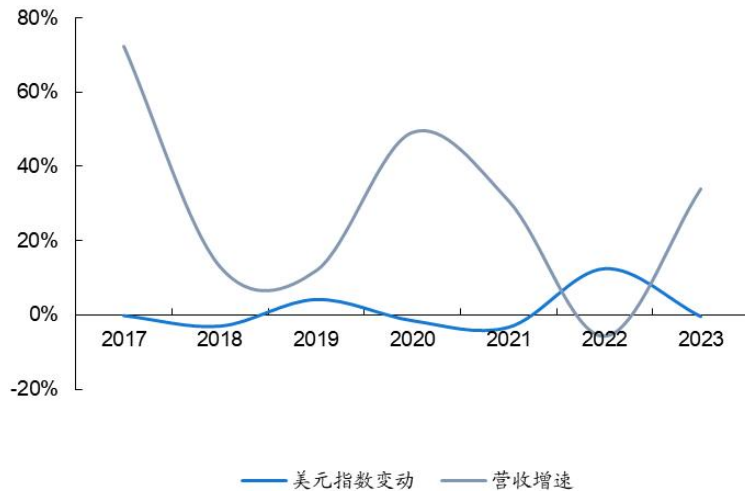
图 11：美元指数 (1973年3月=100)



资料来源：wind，国海证券研究所

复盘历史数据，美元指数变动与公司营收增速呈现一定程度负相关关系。美元升值会影响消费者购买力，进而影响公司智能机出货量，根据 2017-2023 年数据，美元指数向下变动时，公司营收往往实现增长，因此我们判断随着美联储降息，美元指数逐渐回落，公司营收有望上行。

图 12: 美元指数变动与公司营收增速趋势图

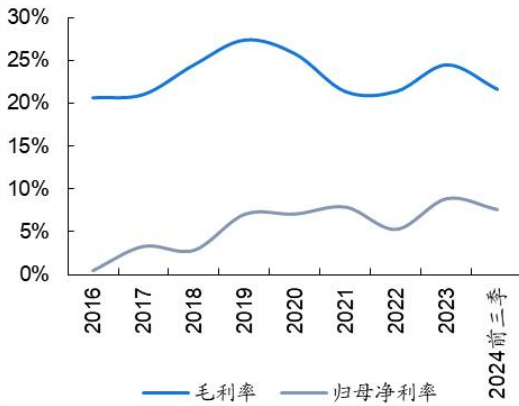


资料来源: wind, 国海证券研究所

因新兴市场开拓、产品结构升级及成本优化等，去年盈利能力有所恢复。2021 年公司毛利率下滑主要原因是，1) 会计准则变更，运费支出从销售费用重分类至营业成本，2) 部分上游物料价格上涨等。2016-2023 年，公司归母净利率水平整体呈现上升趋势，盈利能力较强，2022 年公司归母净利率为 5.33%，同比 -2.58pct，主要是公司加大研发投入。2023 年，公司积极降本增效，归母净利率为 8.89%，同比 +3.56pct。

Q3 毛利率环比改善，原材料价格压力有望缓解。2024 前三季，公司毛利率为 21.59%，同比 -3.23pct，归母净利率为 7.62%，同比 -1.41pct。2024Q2，公司毛利率为 20.89%，同比 -4.34pct，环比略有下滑，主要是受会计准则调整影响，公司公告《关于会计政策变更的公告》，将计提的保证类质保费用计入“营业成本”，不再计入“销售费用”，剔除会计政策变更影响，调整前 2024Q2 公司毛利率为 22.48%，环比 +0.33pct。2024Q3，公司毛利率 21.72%，环比 +0.83pct。部分原材料价格上涨趋势或将有所放缓，如 TrendForce 预计 2024Q4 Mobile DRAM 中的 LPDDR4X 价格下滑 5-10%，LPDDR5X 大致持平，展望未来，公司毛利率有望继续改善。

图 13: 公司毛利率和归母净利率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

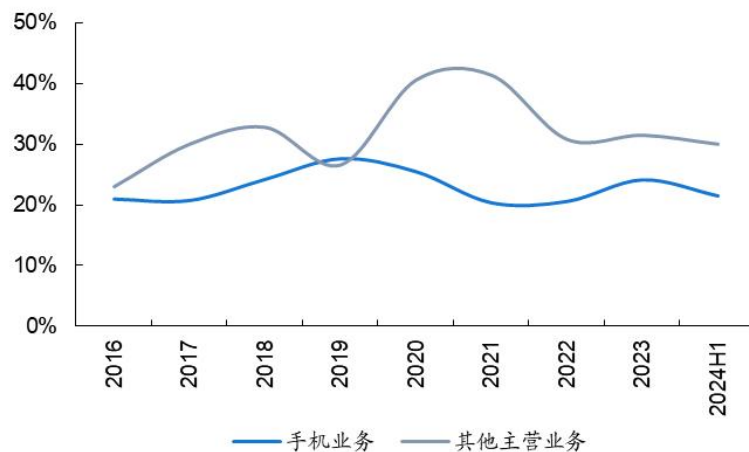
图 14: 2024Q3 和 2024Q4 各 Dram 产品价格预测

	3Q24	4Q24E
PC DRAM	DDR4: up 8-13% DDR5: up 8-13% Blended: up 8-13%	DDR4: mostly flat DDR5: mostly flat Blended: mostly flat
Server DRAM	DDR4: up 8-13% DDR5: up 13-18% Blended: up 13-18%	DDR4: mostly flat DDR5: up 3-8% Blended: up 0-5%
Mobile DRAM	mostly flat	LPDDR4X: down 5-10% LPDDR5X: mostly flat
Graphics DRAM	up 3-8%	mostly flat
Consumer DRAM	DDR3: mostly flat DDR4: up 3-8%	DDR3: down 0-5% DDR4: mostly flat
Total DRAM	Conventional DRAM: up 8-13% HBM Blended: up 10-15% (HBM Penetration: 6%)	Conventional DRAM: up 0-5% HBM Blended: up 8-13% (HBM Penetration: 7%)

资料来源: TrendForce

手机高端化趋势有望带动手机业务毛利率回升, 其他主营业务毛利率较高。2016-2022 年, 公司其他主营业务毛利率水平基本都高于手机业务, 其中, 手机业务毛利率于 2019 年达到峰值后开始下滑, 除会计准则调整和原材料价格上涨因素外, 还受到除非洲外的其他新市场占比逐渐提高的影响, 公司近年来积极开拓其他新兴市场, 而其他新兴市场盈利能力不如非洲高, 但公司智能机正迈向高端化, ASP 提升有望带动毛利率回升。公司其他主营业务的毛利率较高, 2021 年达到 41.37%, 2022 年回落至 30.80%, 2023 年同比+0.69pct 达 31.49%。未来随着公司其他主营业务(扩品类+移动互联)营收占比逐渐提高+上游材料成本回落, 公司整体毛利率有望持续增加。

图 15: 公司各业务毛利率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

2019-2023 年公司销售、管理、财务费用率总体呈现下降趋势。销售费用率方面, 2016-2019 年因公司大力开拓新兴市场, 市场投入较大, 销售费用率有所上升, 2022 年因收入下降费用刚性, 导致销售费用率略有提升。2023 年公司为加大市场开拓及品牌宣传推广力度, 导致销售费用率有所提升, 同比+0.08pct。公司近年来管理费用率管控较好, 2020 年开始基本维持在 3% 以下。财务费用率主要受到汇率影响而小幅波动。

公司注重研发投入，积极布局 5G 和 AI 领域。2016-2021 年，公司研发投入水平基本维持在 3% 左右，2022 年，公司加大研发力度，研发费用率达 4.46%，同比+1.40pct，逆市加大在产品、移动互联等业务研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力，2023 年公司注重研发投入，提高研发效率，推进产品更新迭代，研发费用率为 3.62%，同比-0.84pct。目前公司旗下 TECNO 和 Infinix 均向 5G 手机进军，Infinix 已经推出 Infinix Hot 50 5G 等，TECNO 已经推出 Canon 30 Premier 5G 等，此外，公司发布 TECNO AI，带来新一代的智慧助手 Ella。

图 16: 公司部分费用率情况

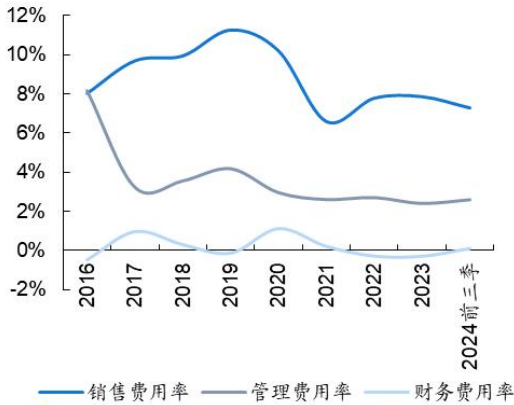
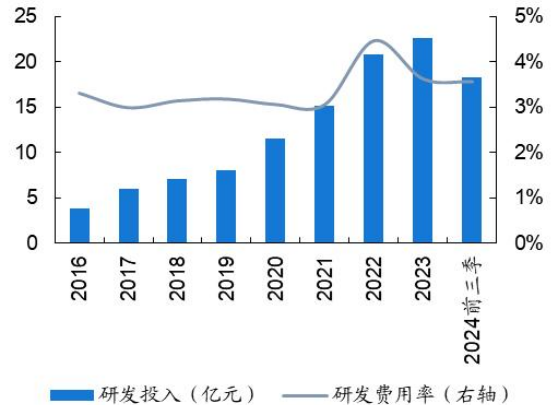


图 17: 公司研发投入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

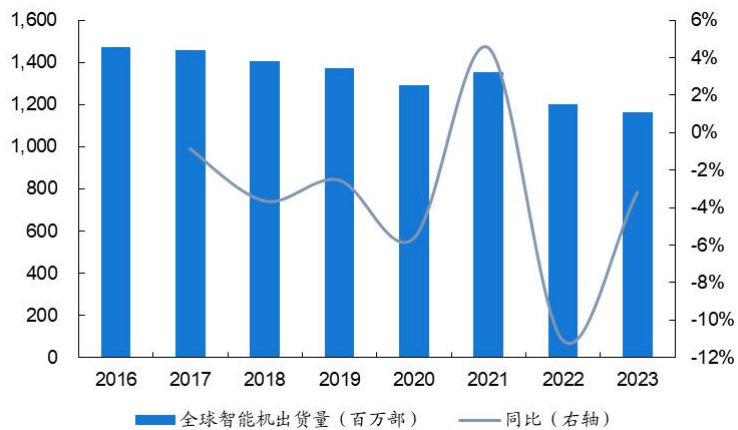
资料来源: wind, 国海证券研究所

2、巩固非洲龙头优势，持续开拓全球其他新兴市场

2.1、新兴市场仍是增量市场，智能手机仍有较大空间

全球智能机市场增速逐渐放缓，已迈入存量市场。2023 年全球智能机出货量为 11.64 亿部，同比-3.2%，IDC 预计 2024 年全球智能机出货量将增长 4.0%，达到 12.1 亿部，全球智能机市场已经步入存量市场。

图 18: 全球智能机出货量



资料来源: wind, 国海证券研究所

新兴市场智能机仍是增量市场。根据 Canalsy, 2024 年 Q2, 非洲/东南亚/拉美/中东 (不包括土耳其) 智能机出货量分别为 1780/2390/3350/1150 万部, 同比分别+6%/+14%/+20%/+20%, 新兴市场智能机渗透率较低, 还处于功能机往智能机转换期, 行业红利仍在, 仍是增量市场。

图 19: 非洲智能机出货量情况



资料来源: Canalsy

图 20: 东南亚智能机出货量情况



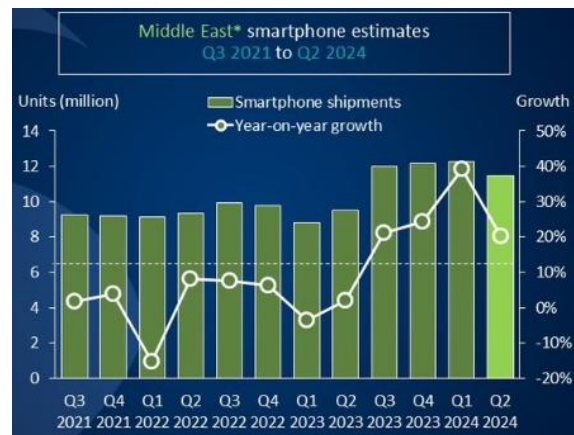
资料来源: Canalsy

图 21: 拉美智能机出货量情况



资料来源: Canalsy

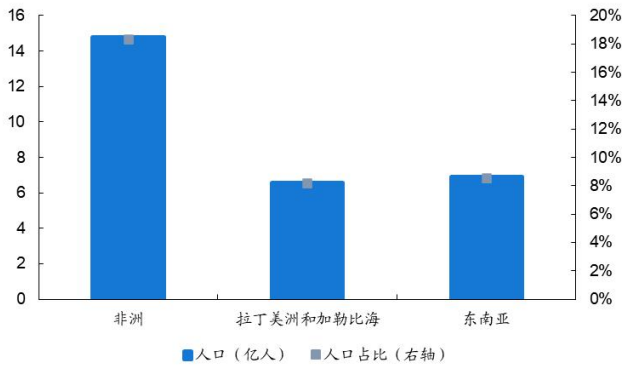
图 22: 中东 (不包括土耳其) 智能机出货量情况



资料来源: Canalsy

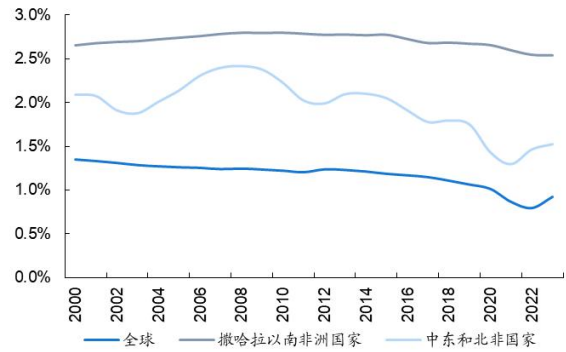
新兴市场国家人口基数较大, 增长率高。根据 populationpyramid, 2023 年, 全球人口数量为 80.92 亿人, 其中, 非洲地区为 14.81 亿人, 占全球人口的 18.3%。根据世界银行, 2021 年开始, 全球人口增长率已经跌落至 1% 以下, 而撒哈拉以南非洲人口增长率始终高于 2.5%, 中东和北非地区人口增长率也显著高于全球水平。新兴市场具备高人口基数+高人口增长率的特性, 有望推动手机市场规模增长。

图 23: 2023 年部分新兴市场人口情况



资料来源: populationpyramid, 国海证券研究所

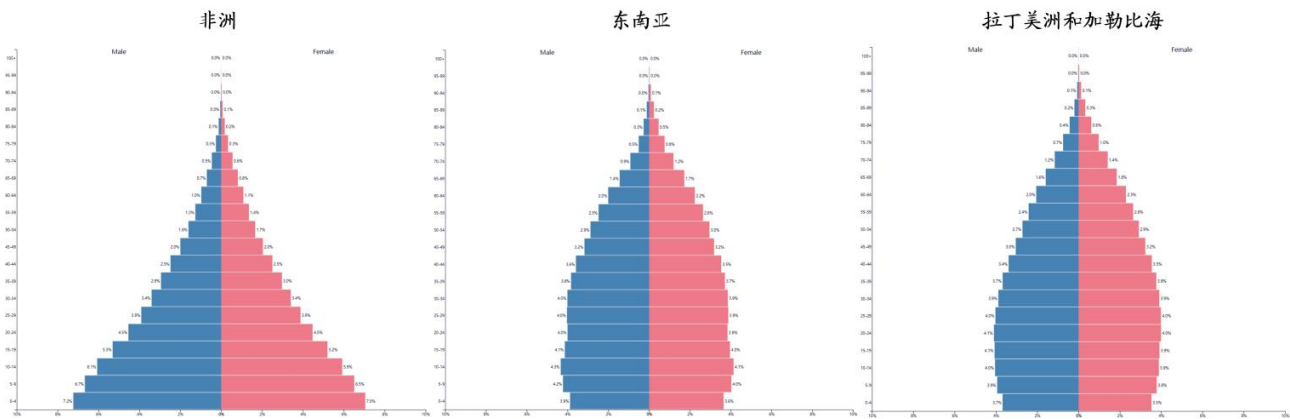
图 24: 部分新兴市场人口同比增速显著高于全球水平



资料来源: iFind, 世界银行, 国海证券研究所

新兴市场年轻人口多，新增劳动力提供购买力。根据 populationpyramid, 2023 年，非洲地区 15 岁以下人口数量占比达 39%，25 岁以下人口数量占比近 60%，人口结构年轻；东南亚地区、拉美和加勒比海地区人口结构同样也比较年轻。新兴市场年轻人口多，每年大量年轻人进入劳动力市场，提供购买力。

图 25: 新兴市场人口金字塔基本呈现正向三角形



资料来源: populationpyramid, 国海证券研究所

2.2、本地化策略铸就竞争力，持续巩固非洲地区+拓展新兴市场

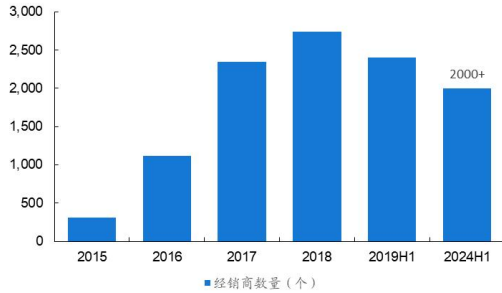
公司秉承“全球化视野，本地化执行”理念，深耕本地用户需求，研发制造适配本地消费者的产品，并寻找本地经销商合作伙伴，在用户需求、渠道经营等多个方面结合本地化提升自身竞争力。

全球化视野，研发、生产制造、销售均实现全球化布局。公司进行全球化布局，在中国上海、深圳和重庆建立了自主研发中心，同时在全球有多个生产制造中心，包括中国、埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等。公司产品已进入全球超 70 个国家

和地区，销售网络覆盖尼日利亚、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、沙特阿拉伯、哥伦比亚、巴西等。

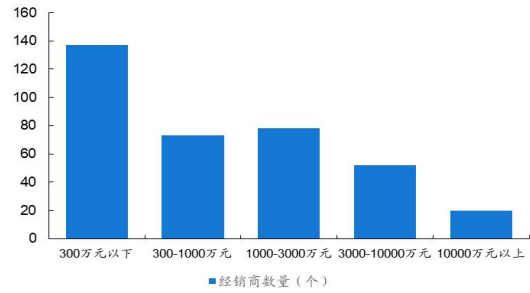
渠道铺设面广+下沉力度大，经销商“广度+深度”。公司广泛建立一级经销商渠道，同时积极协助经销商不断下沉销售渠道，从一二线发达区域逐渐拓展到三四线区域，渠道不断下沉。公司的生产、研发、采购、销售团队均包含外籍本地员工。根据公司 2024 年半年报，截至 2024 年 6 月，公司已经与各市场国家超过 2,000 家具有丰富销售经验的经销商客户建立了密切的合作关系。

图 26: 传音经销商数量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国海证券研究所

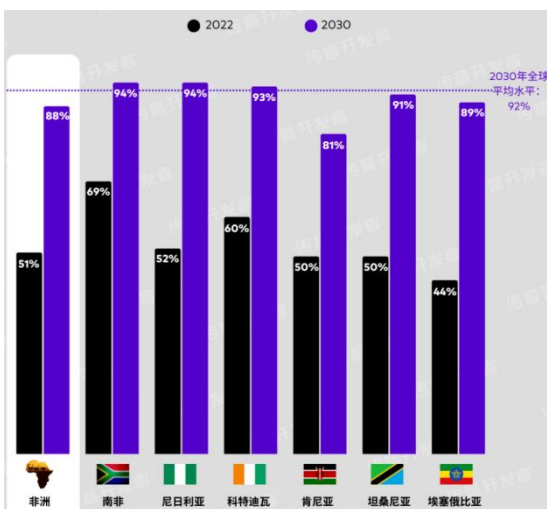
图 27: 传音经销商收入规模分布 (截至 2019.06)



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

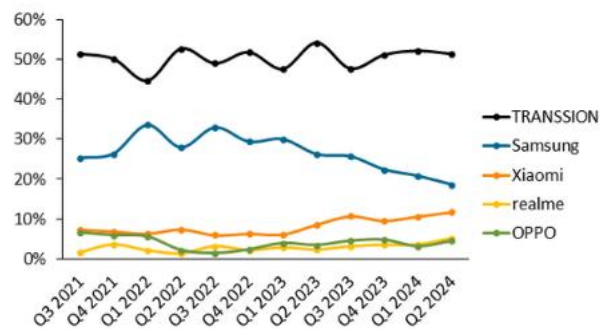
非洲智能机市场份额第一，未来有望跟随大盘增长。公司自成立以来聚焦非洲市场，深耕多年成为非洲手机市场龙头，市占率排名常年保持第一。根据 Canalsy，公司在非洲智能机市场份额常年在 50% 左右，排名第一，断层式领先。非洲目前主要国家的智能机普及率仍有较大提高空间，根据 TECHNEXT，2022 年非洲整体智能机普及率为 51%，其中尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚、埃塞俄比亚均在 50% 左右，预计 2030 年非洲整体智能机普及率将达到 88%，随着智能机渗透率提高，公司凭借自身高份额，出货量有望进一步提高。

图 28: 非洲主要国家智能机普及率有较大提高空间



资料来源：传音开发者公众号，TECHNEXT

图 29: 非洲市场各智能机品牌市占率

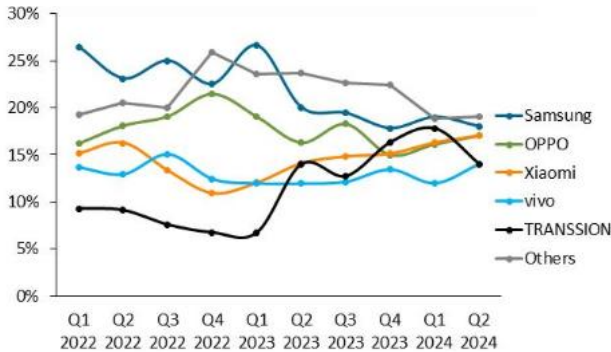


资料来源：Canalsy

新兴市场拓展顺利，份额快速提升。公司积极拓展非洲以外的新市场，目前进展顺利，份额快速提升，根据 Canalsy，2024 年 Q2，传音在东南亚地区智能机出

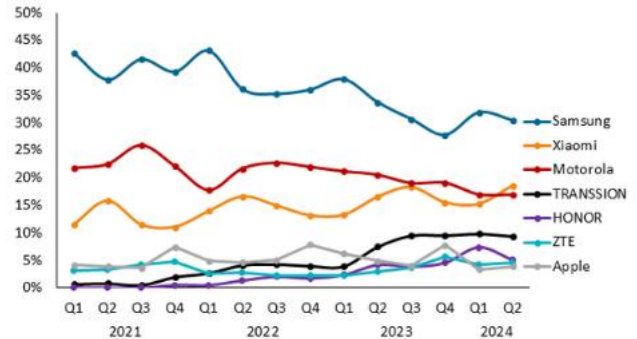
销量约为 330 万部，同比+12%，市占率为 14%，在拉美地区智能机出货量约为 320 万部，同比+52%，市占率为 9%。未来随着公司继续加大在新市场投入力度，通过本地化策略继续深耕新市场，份额有望继续提高。

图 30: 东南亚地区各智能机品牌市占率



资料来源: Canalys

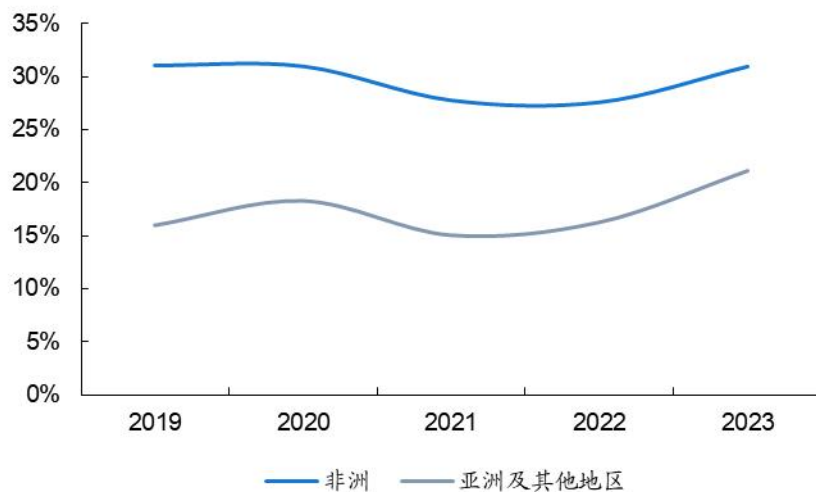
图 31: 拉美地区各智能机品牌市占率



资料来源: Canalys

新市场毛利率仍有提升空间，市占率提升后有望拉动毛利率提升。公司初进入新市场时，因有所投入+需要提升份额，因此毛利率较低，随着公司份额逐渐提升，品牌影响力逐渐加大后，自身议价权有望得到加强，带动毛利率提升，根据 Canalys，2024 年 Q2 公司在非洲地区份额约 50%，2023 年公司在非洲地区毛利率在 30%左右，而公司在其他地区毛利率仍有提升空间，2023 年为 21.11%，同比+4.86pct。

图 32: 公司分地区毛利率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

深耕本地化策略，解决用户痛点。公司持续以用户价值为导向，深入调研当地用户需求，在深肤色拍照领域发布 Universal Tone 多肤色影像技术，同时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，研制了低成本高压快充技术、超长待机、环境温度检测的电流控制技术和防汗液 USB 端口等，此外印度尼西亚游戏氛围较浓，公司针对性推出了专为游戏而设计的手机，2023 年公司旗下品牌 Infinix 发布 GT 10 Pro，2024 年推出 Infinix GT 20 Pro，

是全球首批支持腾讯手游《PUBG MOBILE》120 帧的机型。公司聚焦用户痛点，契合用户使用偏好，提高用户使用体验。

图 33: 传音控股多肤色成像技术



资料来源: TECNO 官网

图 34: Infinix GT 20 Pro



资料来源: 传音控股官方公众号

公司供应链管理能力和成本控制能力较强，手机性价比较高。以 Infinix Hot 50 和 xiaomi Redmi 14C 为例，综合 CPU、GPU、屏幕、摄像头、电池等参数来看，两款手机配置基本相似，但根据 kalvo, Redmi 14C 起售价为 125 欧元, Infinix Hot 50 起售价为 110 欧元，价格低 12%，性价比较高，侧面映证公司较强的供应链管理能力和成本控制能力。

表 2: 传音和小米手机部分参数对比

	Infinix Hot 50	xiaomi Redmi 14C
起售价格	110 欧元	125 欧元
尺寸 (高*宽*厚)	165.7*77.1*7.8mm	171.9*77.8*8.2mm
重量	188g	211g
屏幕	IPS LCD, 6.7 英寸	IPS LCD, 6.88 英寸
芯片组	MediaTek Dimensity 6300 (6nm)	MediaTek Helio G81 Ultra (12nm)
GPU	ARM Mali-G57 MC2	ARM Mali-G52 MC2
运行内存	4GB/8GB	4GB/6GB/8GB
机身容量	128GB	128GB/256GB
前摄	8MP	13MP
后摄	48MP 广角+2MP 深度+0.08MP 辅助镜头	50MP 广角+2MP 深度+0.08MP 辅助镜头
电池	5000 毫安	5160 毫安
发布日期	2024.10.01	2024.08.30

资料来源: kalvo, 国海证券研究所

2.3、布局折叠机和 AI，持续提升品牌形象和影响力

公司已有相关折叠机型推出，积极布局先进领域。2023 年初，公司推出旗下首款折叠机 TECNO PHANTOM V Fold，此后又推出小折叠机型--PHANTOM V Flip，今年公司推出了第二代大折叠和小折叠机型。此外，公司还推出了卷轴屏

概念机--PHANTOM ULTIMATE，以及三折叠概念机--PHANTOM ULTIMATE 2，公司积极布局先进技术领域，持续提升自身品牌形象和影响力。

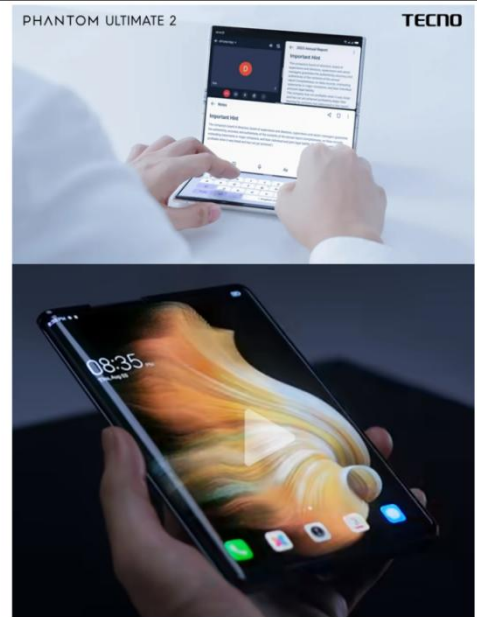
图 35：公司在小折叠和大折叠机型均有布局

图 36：公司布局三折叠和卷轴屏智能机



三折叠概念机

卷轴屏概念机



资料来源：公司官网，国海证券研究所

资料来源：传音控股官方公众号，国海证券研究所

AI 加速落地端侧，公司推出 TECNO AIOS 紧跟浪潮。2024 年 MWC 大会上，公司推出 TECNO AIOS，整合 MediaTek 天玑 9300 芯片，为用户提供生成式 AI 功能。TECNO AI 迎全面升级的个人 AI 助手 Ella，可以支持网页搜索、笔记生成之类的日常任务处理，此外 TECNO AI 也具备实时翻译电话、自动生成视频字幕等功能，有望提高消费者使用体验，带动公司产品销量。

图 37：TECNO AIOS 的部分 AI 功能



资料来源：传音控股官方公众号

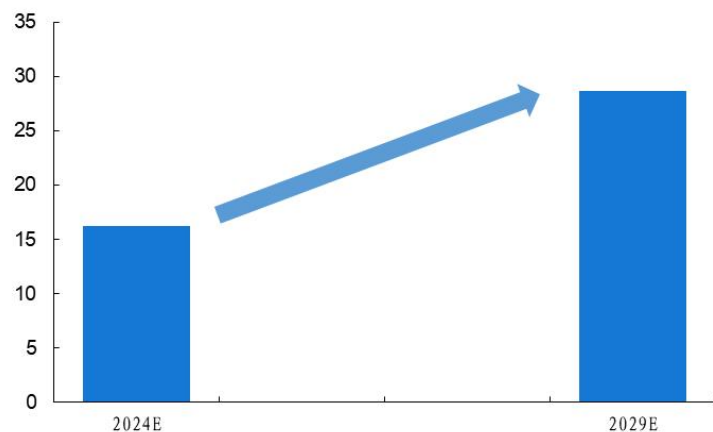
3、扩品类+移动互联发展空间大，有望成为公司第二、三增长曲线

3.1、享受非洲人口红利，配件、家电、储能多品类布局

3.1.1、配件：领跑非洲 TWS 耳机市场，三大品牌齐齐布局配件

非洲人口基数大，市场需求大。2022 年非洲整体智能机普及率还较低，随着智能机渗透率的提高，智能机周边产品的出货量预计有望保持增长，如耳机、智能手表、音箱、充电宝等。以智能手表为例，mordorintelligence 预测 2024 年中东非市场智能手表市场规模为 16.2 亿美元，预计到 2029 年将达到 28.7 亿美元，年均复合增速为 12%。

图 38：中东非市场智能手表市场规模（亿美元）



资料来源：mordorintelligence，国海证券研究所

公司设立配件品牌 **oraimo**，产品种类丰富。公司创立 **oraimo** 品牌，产品包括 TWS 蓝牙耳机、智能手表、蓝牙音箱、移动电源等，已经覆盖非洲、南亚、东南亚、拉美等 50 多个国家或地区，用户规模庞大，超 1 亿人次，线上线下业务均积极发展，品牌影响力有望逐渐加大。

图 39: 传音 oraimo 品牌部分配件类产品



资料来源: oraimo 官网, 国海证券研究所

公司领跑非洲 TWS 耳机市场, 三大手机品牌均有配件推出。目前公司在非洲配件市场已经占据一席之地, 以 TWS 耳机为例, 根据 Canalys, 2024 年 Q1, 公司 TWS 耳机在非洲市场出货量同比+84%, 市占率 52%, 遥遥领先, 紧随其后的三星市占率为 11%。目前公司三大手机品牌 itel、TECNO、Infinix 均推出配件产品, 如 TWS 耳机、智能手表、充电宝等, 未来公司依靠自身智能机高市占率以及强大的品牌影响力, 有望在多个配件产品中占据较高份额。

图 40: 2024Q1 非洲市场 TWS 耳机竞争格局

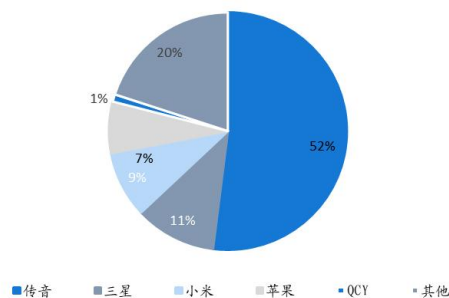
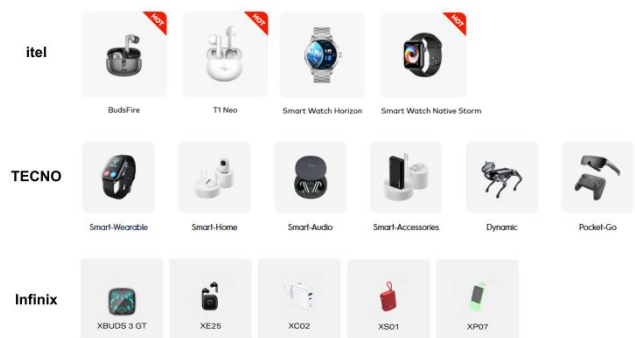


图 41: 三大手机品牌均推出配件产品



资料来源: Canalys, 国海证券研究所

资料来源: 各品牌官网, 国海证券研究所

3.1.2、家电：非洲家电渗透率低，国产替代空间大

非洲家电市场空间大，白牌占据较大份额。根据 statista，2023 年非洲家电市场规模为 614 亿美元，预计到 2029 年将达到 947 亿美元，年均复合增速为 7.5%，市场空间较大。竞争格局方面，根据《Mooved 掘金非洲》，2021 年非洲当地家电市场仍以当地品牌为主，占据约 70% 的市场份额，中国品牌市占率约 15-20%，还有较大替代空间。

图 42：非洲家电市场规模（单位：十亿美元）

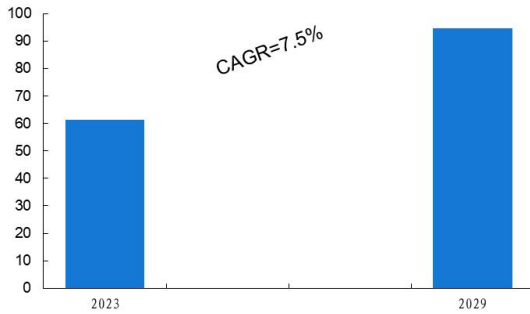
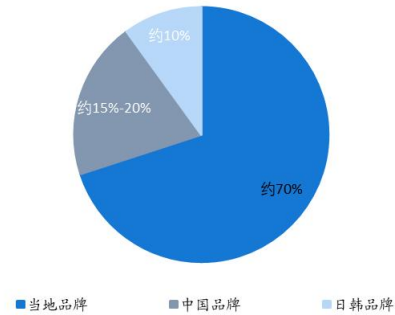


图 43：2021 年非洲家电市场竞争格局



资料来源：statista，国海证券研究所

资料来源：《Mooved 掘金非洲》李惠琳，国海证券研究所

设立家电品牌 Syinix，产品种类多。公司设立 Syinix 品牌，产品种类较多，涵盖智能电视机、空调、冰箱、冰柜、洗衣机、微波炉等，致力于成为非洲市场家电品牌的领导者，业务已经遍及非洲超过 20 个国家。

图 44：Syinix 部分产品



资料来源：Syinix 官网，国海证券研究所

深刻调研消费者需求，有望打造爆款品类。公司坚持“本地化”理念，深耕市场，调研当地消费者需求，当地人主食以 fufu 为主，但 fufu 制作难度较大，公司针对性研发出 Swallow Maker，可以制造 fufu、banku、Konkonte 等多种主食，大容量可以满足五口之家，帮助用户省时省力。

图 45: Swallow Maker 可以制作多种主食



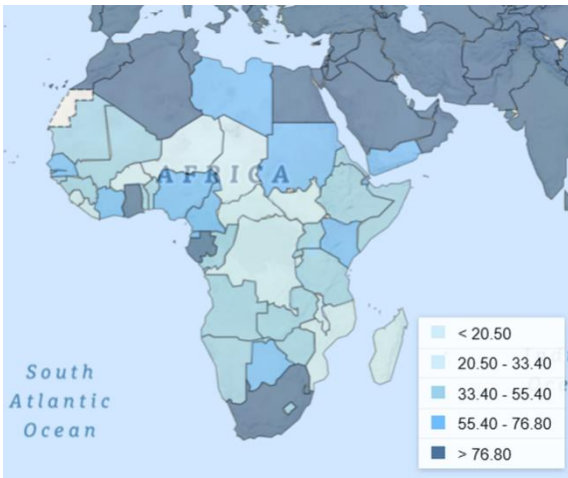
资料来源: Syinix 官网

配件方面，随着非洲等地区智能机渗透率提高，有望带动配件出货量增长，公司依靠自身在非洲的智能机高市占率，份额有望持续提升；家电方面，非洲家电渗透率较低，还有较大提升空间，同时白牌市占率较高，公司旗下 Syinix 品牌产品种类丰富，并深耕消费者需求持续推新，未来有望受益非洲家电市场规模增长，同时抢占更多当地品牌份额。

3.1.3、储能：非洲通电率低+断电频繁，储能市场空间大

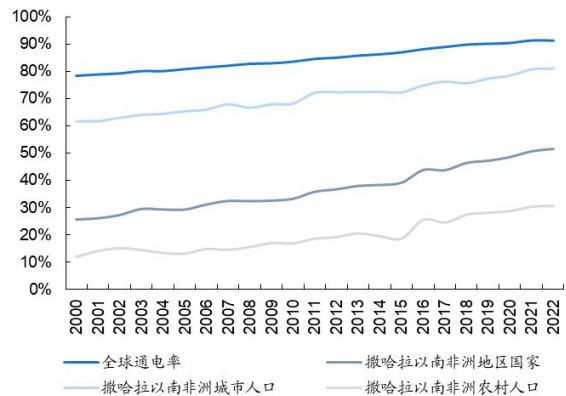
非洲通电率较低，且断电次数较多。根据世界银行数据，相较全球通电率情况，撒哈拉以南地区通电率较低，2022 年，全球通电率为 91.35%，撒哈拉以南非洲地区为 51.43%，其中城市和农村差距较大，城市为 80.97%，农村为 30.66%。同时，非洲地区部分国家因基础设施较差，断电次数较多，影响居民生活质量。

图 46: 2022 年非洲地区通电率情况



资料来源: 世界银行

图 47: 撒哈拉以南非洲地区通电率较低



资料来源: wind, 世界银行, 国海证券研究所

itel 推出储能产品, 进军储能市场。itel 推出移动储能产品 Solar Generator 600, 锂电池容量为 544Wh (21.6V/25.2Ah), 具备 Car、DC、AC、USB 等多种输出端口, 可满足约 90% 的家电产品, 如电扇、电视、电灯泡等。Solar Generator 600 支持用快充以 90W 在 6 小时内充满电, 或通过 100W 太阳能充电板在 10 小时内充满电。随着非洲人民用电需求的提升, 储能市场空间大, 公司储能产品出货量未来可期。

图 48: itel 储能产品 Solar Generator 600

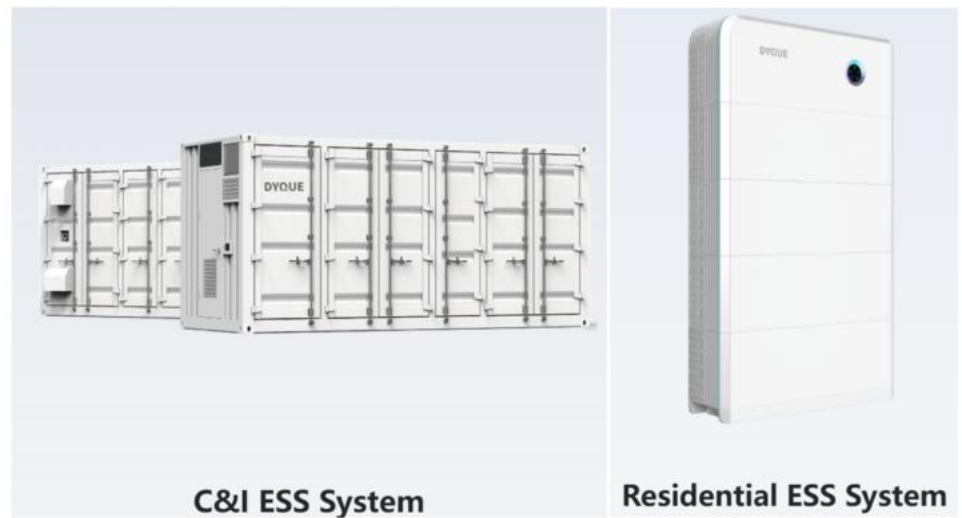


资料来源: itel 官网

公司设立储能品牌 DYQUE, 致力成为住宅和商业清洁能源解决方案的优质提供商。DYQUE 是全球清洁能源电力解决方案的先驱制造商, 具体产品包括工商业储能系统和住宅储能系统。DYQUE 全球研发总部有超过 300 名员工, 其中超 70% 是研发工程师, 研发团队强大。2024 年 2 月, DYQUE 推出全球首个五合

一人工智能绿色能源解决方案--Dyque Cube，兼容多种充电系统，包括太阳能、ESS 和 EV 充电、离网系统等，为家庭和小型企业供电。

图 49: DYQUE 产品



资料来源：DYQUE 官网，国海证券研究所

itel home 门店数量增大，助力产品销售。itel home 可以整合供应链和渠道资源，提供优质产品，如手机、配件、电视、家用电器、电器等，依靠实体店渠道，有助于公司众多产品的销售。截至 2023 年 2 月，itel Home Kenya 已经达 200 家，门店数量快速增长。

图 50: itel home



资料来源：itel 官网

创立售后品牌 Caricare，为公司产品保驾护航。公司 Caricare 品牌为传音旗下的手机、配件、家电产品提供全方位保障，也为手机和移动互联网用户提供在线咨询、远程协助、增值服务，硬件和软件层面均有保障。目前公司 Caricare 的售后服务网点已经超 2,000 家，年服务用户数超 9,000 万人次。

图 51: Caricare Service

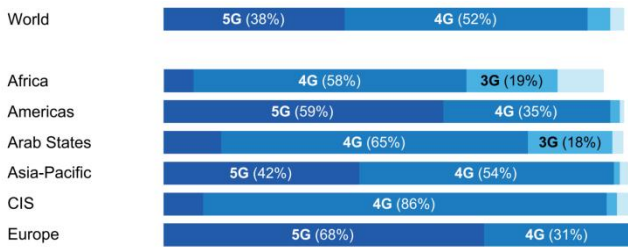


资料来源: 公司官网

3.2、移动互联蓝海市场，体内体外双管齐下

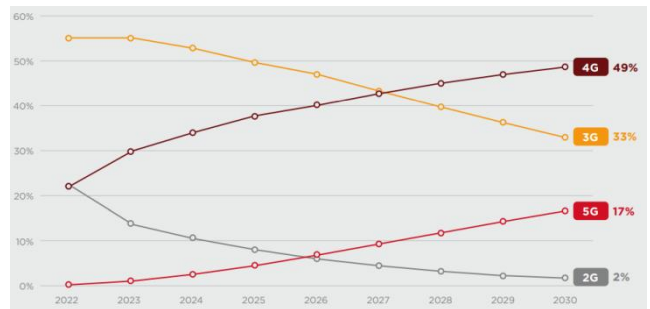
非洲仍是移动互联网蓝海市场，4G 及以上网络覆盖率有望逐渐提升。根据 ITU，2023 年全球 4G 及以上网络覆盖率为 90%，远高于非洲，同时与其他地区如美洲、亚太地区等相比，非洲 4G 及以上网络覆盖率较低。GSMA 预测到 2030 年撒哈拉以南非洲 4G 网络覆盖率达 49%，5G 网络覆盖率达 17%，随着网络覆盖率的提升，用户的上网质量预计有望得到保障。

图 52: 非洲 4G 及以上覆盖率还较低 (2023 年)



资料来源: 《Measuring Digital Development - Facts and Figures 2023》ITU

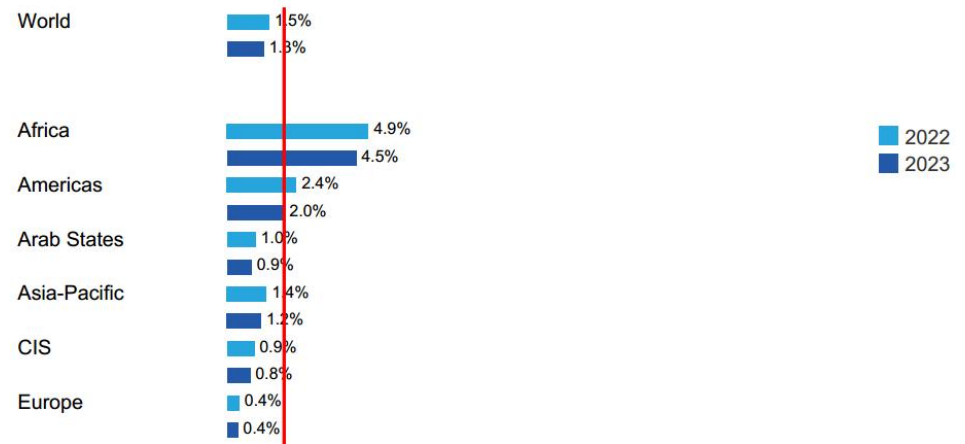
图 53: 撒哈拉以南非洲 4G 及以上渗透率逐渐提高



资料来源: 《The Mobile Economy Sub-Saharan Africa 2023》GSMA Intelligence

非洲移动数据价格占人均国民总收入之比较高，但已有下降趋势。ITU 数据显示，2023 年非洲地区纯数据移动宽带（2GB）一揽子价格占人均国民总收入之比为 4.5%，仍远高于美洲、阿拉伯国家、亚太地区、独联体国家和欧洲，但相较 2022 年的 4.9% 已有所下滑。移动数据是非洲用户最主要的上网方式，根据 DataSparkle，2023 年非洲移动用户月人均使用流量为 13.2GB，同比+11%，其中使用移动数据为 7.3GB，占比 56%，移动数据流量价格的下滑预计能够带动居民上网需求的提升。

图 54: 纯数据移动宽带 (2GB) 一揽子价格占人均国民总收入之比



资料来源: 《Measuring Digital Development - Facts and Figures 2023》ITU

非洲用户使用手机时间较长, 用户智能机依赖度高。根据 DataSparkle, 2023 年, 非洲移动用户日人均手机使用时长 (日均手机亮屏时长) 接近 4.2 小时, 未来随着智能机渗透率提升、互联网覆盖率提高、移动数据流量成本下滑等, 非洲移动互联市场空间大。

图 55: 2023 年非洲日人均手机亮屏时长



资料来源: 《不一样的 365 天: 2024 非洲移动应用市场格局之变》DataSparkle, 传音开发者公众号

公司体内体外双管齐下, 移动互联业务收入增长可期。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, 公司体内业务主要是通过应用商店、广告分发平台以及手机管家等公司开发的诸多工具类应用程序实现增值变现, 体外业务是通过多款独立 APP 形成流量聚集, 从而创造营收。

图 56: 公司移动互联网业务体内体外双管齐下

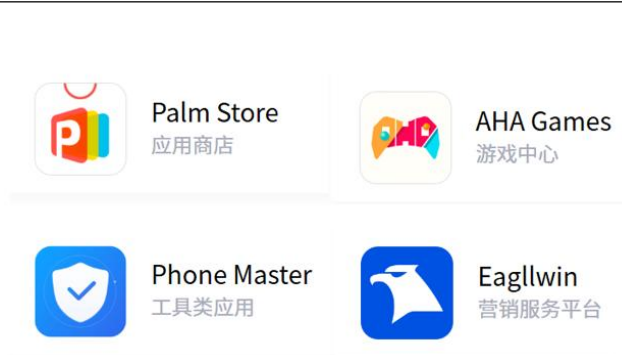


资料来源: 扬帆出海公众号

➤ 体内:

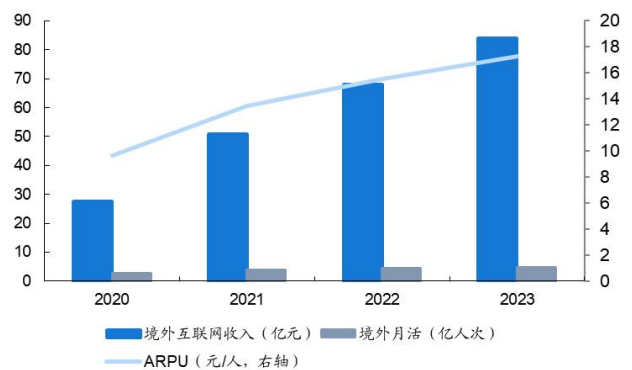
公司移动互联网业务收入较少,有较大提升空间。2023 年公司其他主营业务(主要是扩品类和移动互联网业务)收入为 39.72 亿元,营收占比为 6.38%,占比较小。小米集团移动互联网业务收入和 ARPU 值较高,2023 年小米境外互联网收入为 84 亿元,境外月活人次为 4.9 亿人,ARPU 值为 17.3 元/人。未来公司依靠自身智能机的高市占率,ARPU 值有望持续提高,移动互联网业务收入有望快速提升。

图 57: 传音 OS 运营



资料来源: 公司官网

图 58: 小米集团境外互联网业务收入及 ARPU 值



资料来源: 小米集团-W 公告, 国海证券研究所

➤ 体外:

体外拥有多个独立 APP,涉及多个领域,多款 APP 月活人次破千万。公司孵化了多个独立 APP,包括音乐类应用 Boomplay、新闻聚合类应用 Scooper、综合内容分发应用 Phoenix 等。截至 2023 年底,有多款自主与合作开发的应用产品月活用户数超过 1,000 万,主要有 Boomplay、Scooper、Phoenix 等。此外,公司财务类移动应用 PalmPay 表现同样亮眼,在《2023 年非洲财务类移动应用

年度用户使用排行榜》中排名第二。未来随着独立 APP 的月活人次增加，变现能力也有望提高。

图 59：公司部分独立 APP



资料来源：公司官网

图 60：2023 年非洲财务类移动应用年度用户使用排行榜

排名	应用名称
1	OPay
2	PalmPay – Transfers, Bills
3	Wave – Mobile Money
4	Capitec Bank
5	FirstMobile
6	Access More
7	MoMo
8	UBA Mobile Banking
9	Binance: Buy Bitcoin & Crypto
10	M-PESA

资料来源：《不一样的 365 天：2024 非洲移动应用市场格局之变》DataSparkle，传音开发者公众号

4、盈利预测与评级

公司是非洲智能机龙头企业，并积极开拓其他国家和地区，智能机份额持续提升，同时公司扩品类和移动互联业务收入快速增长，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 715.62、856.83、1049.70 亿元，同比分别+14.9%、+19.7%、+22.5%，归母净利润分别为 52.96、65.12、82.09 亿元，同比分别-4.4%、+23.0%、+26.1%。

智能机业务：公司在非洲和南亚部分国家智能机市占率较高，预计受益于智能机渗透率的提高，且正积极开拓其他国家和地区，份额有望持续提升。我们预计公司 2024-2026 年智能机业务营收增速分别为 16.2%、21.3%、23.8%，智能机业务毛利率为 21.1%、21.4%、21.6%。

功能机业务：公司在非洲等地区的功能机出货量较高，而非洲等地区仍处于功能机向智能机切换的过程，因此我们预计公司 2024-2026 年功能机业务营收增速分别为-4.5%、-5.0%、-5.0%，功能机业务毛利率维持在 24.0%左右。

其他主营业务：扩品类业务方面，公司的家电、配件等产品出货量正逐渐提高，移动互联业务也依托自身高智能机市占率在快速发展。我们预计公司 2024-2026 年扩品类和移动互联业务营收增速分别为 34.4%、30.2%、31.7%，毛利率分别为 32.0%、31.9%、31.6%。

表 3: 公司分业务盈利预测 (单位: 亿元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	622.95	715.62	856.83	1049.70
同比	33.7%	14.9%	19.7%	22.5%
毛利率	24.5%	22.4%	22.7%	22.8%
智能机	516.76	600.57	728.36	901.76
同比	40.4%	16.2%	21.3%	23.8%
毛利率	24.0%	21.1%	21.4%	21.6%
功能机	56.72	54.17	51.46	48.89
同比	0.0%	-4.5%	-5.0%	-5.0%
毛利率	26.1%	24.0%	24.0%	24.0%
其他主营业务	39.72	53.38	69.51	91.56
同比	16.5%	34.4%	30.2%	31.7%
毛利率	31.5%	32.0%	31.9%	31.6%
其他业务	9.75	7.50	7.50	7.50
毛利率	11.5%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: wind, 国海证券研究所

传音控股主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营,我们选取了安克创新、漫步者、小米集团-W 作为可比公司,我们预计公司 2024-2026 年的 PE (对应 2024.11.08 收盘价)分别为 22、18、14 倍,维持“买入”评级。

表 4: 可比公司估值 (截至 2024.11.08)

公司代码	公司简称	股价 (元)	摊薄 EPS (元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300866.SZ	安克创新	87.60	3.97	3.82	4.67	5.58	22	23	19	16
002351.SZ	漫步者	14.50	0.47	0.58	0.68	0.81	37	25	21	18
1810.HK	小米集团-W	28.30	0.69	0.69	0.86	1.05	20	37	30	25
平均值							27	28	23	19
688036.SH	传音控股	102.39	4.86	4.64	5.71	7.20	20	22	18	14

资料来源: wind, 国海证券研究所 (除传音控股外, 其余公司均采用 wind 一致预测数据) (注: 港股标的小米集团-W 股价单位为港元, EPS 单位为人民币)

5、风险提示

- 1) 市场竞争加剧: 公司目前收入主要贡献来源仍为手机业务,若未来公司所在市场竞争加剧,可能导致公司出货量受到影响;
- 2) 新兴市场拓展不及预期: 公司持续拓展新市场,若开拓进度不及预期,可能会影响公司出货量;
- 3) 渠道建设和拓展不及预期: 公司积极建设和拓展新渠道,新市场的渠道建设需要一定时间周期,若渠道建设和拓展不及预期,可能会影响公司产品销售。

- 4) 新业务开展不及预期: 公司正积极拓展扩品类和移动互联业务, 若新业务开展不及预期, 可能会影响公司收入和利润;
- 5) 原材料价格波动风险: 如果相关原材料供应不足或者价格出现大幅波动, 可能对公司的盈利水平产生影响;
- 6) 汇率波动风险: 公司的手机产品销售区域在海外, 若美元指数大幅提升, 可能会影响公司业绩;
- 7) 各公司不具备完全可比性, 对标数据仅供参考: 本报告选取的各家公司并不具备完全可比性, 相关对标数据仅供参考。

附表：传音控股盈利预测表

证券代码:	688036				股价:	102.39				投资评级:	买入				日期:	2024/11/08			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	31%	24%	24%	25%	EPS	6.88	4.64	5.71	7.20										
毛利率	24%	22%	23%	23%	BVPS	22.39	19.73	23.78	28.77										
期间费率	10%	10%	10%	10%	估值														
销售净利率	9%	7%	8%	8%	P/E	20.12	22.05	17.93	14.22										
成长能力					P/B	6.18	5.19	4.31	3.56										
收入增长率	34%	15%	20%	23%	P/S	1.79	1.63	1.36	1.11										
利润增长率	123%	-4%	23%	26%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.62	1.49	1.63	1.76	营业收入	62295	71562	85683	104970										
应收账款周转率	38.31	33.13	32.88	31.59	营业成本	47063	55499	66236	81020										
存货周转率	5.70	4.78	4.88	5.26	营业税金及附加	249	250	308	367										
偿债能力					销售费用	4893	5582	6666	8146										
资产负债率	61%	54%	51%	48%	管理费用	1507	1717	2039	2477										
流动比	1.68	1.90	2.04	2.16	财务费用	-176	-70	-4	29										
速动比	1.21	1.30	1.41	1.50	其他费用/(-收入)	2256	2576	3067	3747										
					营业利润	6747	6422	7917	9993										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-32	-13	-35	-46										
现金及现金等价物	26118	26159	29541	34136	利润总额	6714	6409	7882	9948										
应收款项	1965	2356	2856	3791	所得税费用	1127	1101	1353	1713										
存货净额	10443	12795	14351	16429	净利润	5587	5308	6528	8235										
其他流动资产	1606	1943	2255	2649	少数股东损益	50	12	16	26										
流动资产合计	40132	43253	49003	57004	归属于母公司净利润	5537	5296	6512	8209										
固定资产	3065	3143	3215	3294															
在建工程	1	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	2493	2754	2808	2868	经营活动现金流	11890	1490	6047	7773										
长期股权投资	430	468	495	518	净利润	5537	5296	6512	8209										
资产总计	46121	49618	55521	63685	少数股东损益	50	12	16	26										
短期借款	1512	1302	1202	1123	折旧摊销	315	476	529	591										
应付款项	19142	18484	19227	20930	公允价值变动	68	0	0	0										
合同负债	930	787	1028	1312	营运资金变动	5888	-4197	-1073	-962										
其他流动负债	2314	2248	2561	3018	投资活动现金流	-6134	-4619	-4723	-4971										
流动负债合计	23898	22821	24017	26383	资本支出	-803	-635	-691	-777										
长期借款及应付债券	247	307	369	439	长期投资	-5590	-4202	-4256	-4508										
其他长期负债	3799	3853	3864	3876	其他	260	218	224	315										
长期负债合计	4046	4159	4233	4314	筹资活动现金流	-3390	-856	-2172	-2692										
负债合计	27944	26980	28250	30697	债务融资	529	-27	-26	2										
股本	807	1140	1140	1140	权益融资	110	745	0	0										
股东权益	18177	22638	27271	32988	其它	-4028	-1574	-2146	-2695										
负债和股东权益总计	46121	49618	55521	63685	现金净增加额	2383	-4122	-847	110										

资料来源: wind、国海证券研究所

【电子小组介绍】

姚丹丹，电子首席分析师，复旦大学金融硕士，8年证券从业经验，6年电子行业研究经验，曾是“新财富”、“水晶球”、“金麒麟”团队重要核心成员，关注产业趋势，研究发掘价值。作为核心成员，曾获得2022年新浪“金麒麟”最佳分析师（半导体第四名/消费电子第六名），2021年“新财富最佳分析师”第四名，2021年“卖方分析师水晶球奖”第三名，2021年新浪“金麒麟”最佳分析师第三名等。

郑奇，电子行业分析师，北京理工大学工学硕士，7年实业经验，3年证券研究经验。

高力洋，电子行业分析师，福特汉姆大学硕士，加州大学圣巴巴拉分校学士，3年证券研究经验。

李明明，电子行业研究助理，纽约大学硕士，加州大学圣地亚哥分校学士，2年证券研究经验。

傅麒丞，电子行业分析师，谢菲尔德大学金融硕士、国际商务管理硕士，2022、2023年所在团队新财富最佳分析师入围，2年证券研究经验。

李晓康，电子行业研究助理，中国科学技术大学硕士，1年证券研究经验。

【分析师承诺】

姚丹丹，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。