

中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



郑泽科
电子分析师
S1010517100002



胡叶倩雯
电子分析师
S1010517100004



苗丰
电子分析师
S1010519120001

传音控股 688036.SH

评级	买入 (首次)
当前价	41.69 元
目标价	51.80 元
总股本	8.00 亿股
流通股本	0.72 亿股
近1月绝对涨幅	-2.48%

核心观点

传音控股为“非洲手机之王”，并开拓印度等其他新兴国家市场。公司在产品、销售、运营等维度深度本地化，构筑较强竞争壁垒。伴随新兴市场手机渗透率持续提升、新开拓地区市场份额上行，叠加功能机向智能机转换带来的均价提升，我们看好公司市场地位及业绩增速。此外，公司布局数码配件、家用电器及移动互联网服务，打开未来更大增长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司概况：非洲手机之王，拓展配件、家电、互联网。。2018 年公司营业收入 226 亿元，扣非归母净利润 12.2 亿元，手机销量 1.24 亿部，来自非洲的收入占比 76%、印度及其他市场占比 22%。其中，功能机收入 60 亿元，销量 9022 万部，均价 66 元；智能机收入 155 亿元，销量 3407 万部，均价 454 元。根据 IDC 数据，2018 年公司在全球出货市占率达 7.04%，排名第四；在非洲市场占 48.71%，排名第一。此外，公司围绕主营业务布局智能配件（配件品牌 oraimo）、家用电器（品牌 Syinix）及移动互联网等领域，2018 年收入 7 亿元。

竞争壁垒：目标市场定位精准，深耕本地化壁垒高筑。全球手机市场进入存量阶段，新兴市场尚存结构性机遇，国内手机厂商纷纷出海。我们测算了几大主流地区的手机市场规模：国内 1490 亿美元、印度 507 亿美元、西欧 559 亿美元、非洲 102 亿美元。HOVM 一致选择印度、西欧作为海外主力地区，主要因为市场规模较大、货币较为统一。传音选择差异化竞争策略，深耕非洲市场，并拓展印度等其他新兴市场，主要因为人口基数较大、手机行业发展相对滞后但快速成长。公司在非洲的本地化优势明显：1）品牌知名度，公司旗下三大手机品牌 TECNO（中产）、itel（经济）、Infinix（互联网）适配不同客群，分别入选最受非洲消费者喜爱品牌百强的第 5/17/26 位，2）产品定制化，深肤色拍照、超长待机、防抖降噪等软硬件创新形成差异化卖点；3）渠道、售后本地化，非洲地区合作经销商 360 个、线下渠道覆盖率 80%以上，全球超过 2,000 个维修网点；4）运营团队本地化，截至 2018 年，公司全体员工 1.43 万人，其中境外 7370 人，管理、销售、生产团队中境外人员占比分别为 20.8%、91.0%、44.5%。

核心动能：销量受益于新兴市场渗透率提升、市场份额上行，均价受益于从功能机向智能机的升级切换。1）非洲市场：公司自 2013 年起持续增长，相继在功能机、智能机领域赶超 HMD（诺基亚的品牌运营商）和三星，2018 年出货份额分别为 58.73%、34.27%，且份额增速超过 TCL 和华为；公司产品由功能机向智能机逐步升级，2016 年智能机出货量占比 22%、2018 年 27%，2021 年有望达 36%，结构性切换带来手机均价上行。2）印度及其他市场：公司 2016 年进入印度市场，2018 年功能机、智能机出货量份额分别为 8.45%、4.50%，公司在当地合作经销商已快速拓展至超 2000 家，主攻中低价大众市场，有望推动市场份额上行。

其他增量：依托庞大的用户基础，互联网及配件家电可期高速增长。基于领先的手机保有量，公司拓展了基于 OS 系统的增值业务和跨平台 APP，已在非洲当地形成良好的品牌基础和用户粘性。公司在互联网领域具备快速变现潜力，已与 Google、Facebook 等在广告分发、软件分发、游戏分发领域进行合作；此外，公司与国内互联网公司合作打造独立 APP 探索长期价值，音乐、新闻、短视频等运营初见成效。基于广泛的线下门店布局，公司推出手环、耳机等智能配件，以及电视、空调、冰箱、洗衣机等家电产品，在非洲当地成为爆款，收入有望稳健增长。

风险因素：汇率波动导致大额非经常性损失的风险；国内品牌出海导致新兴市场手机行业竞争加剧的风险；移动互联网业务不及预期带来估值下行风险等。

盈利预测和估值：公司深耕非洲市场，并开拓印度等其他新兴国家市场，同时布局数码配件、家用电器及移动互联网服务。伴随新兴市场手机渗透率的持续提升，叠加功能机向智能机转换带来的均价提升，我们预测公司 2019/20/21 年扣非归母净利润分别为 15.0/18.0/20.1 亿元。给予 2020 年 23 倍 PE，对应目标价 51.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,044	22,646	25,158	31,182	37,479
营业收入增长率 YoY	72.2%	13.0%	11.1%	23.9%	20.2%
归母净利润(百万元)	671	657	1,701	1,902	2,113
扣非归母净利润(百万元)	629	1,224	1,501	1,802	2,013
扣非归母净利润增长率 YoY	12.7%	94.6%	22.6%	20.2%	11.8%
扣非每股收益 EPS(基本)(元)	0.79	1.53	1.88	2.25	2.52
毛利率	21.0%	24.4%	27.1%	25.3%	25.1%
扣非净资产收益率 ROE	19.7%	16.8%	18.2%	18.7%	18.2%
每股净资产（元）	3.99	4.90	10.33	12.02	13.86
PE	53	27	22	18	17
PB	10	9	4	3	3

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部预测 注：截至 2019 年 12 月 10 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
公司概况：新兴市场手机行业隐形冠军	1
公司概况：非洲手机之王，拓展配件、家电、互联网.....	1
股权架构：管理层主导，引入紫光、网易等投资者	2
财务分析：业绩稳健增长，现金流表现稳定	4
手机业务：精准定位新兴市场，享渗透率提升及智能化升级红利	11
全球趋势：新兴市场尚存结构性机遇，国内厂商纷纷出海	11
公司战略：深耕非洲、印度市场，享差异化竞争红利.....	16
非洲市场：本地化、广渠道构筑壁垒，渗透率提升、智能机升级贡献动能	22
印度市场：国内厂商竞争激烈，深耕低线寻求突破	29
其他业务：依托功能机培养用户习惯，互联网及配件家电可期高速增长	34
风险因素	37
关键假设及盈利预测	37
关键假设.....	37
盈利预测.....	38

插图目录

图 1：公司业务布局概况	2
图 2：公司发展历程	2
图 3：公司股权结构	3
图 4：公司股权演进历程	4
图 5：公司营业收入	5
图 6：公司扣非归母净利润	5
图 7：公司收入按产品分类	5
图 8：公司收入按地区分类	5
图 9：2018 年公司收入构成	6
图 10：2018 年公司收入构成	6
图 11：公司分业务毛利率	6
图 12：公司分地区毛利率	6
图 13：公司费用构成及期间费用率	8
图 14：公司人员构成	9
图 15：公司员工数量及人均创收	9
图 16：公司收现比	9
图 17：公司资产负债率	10
图 18：公司在手现金	10
图 19：公司资产负债率	10
图 20：全球手机出货量及出货金额	11
图 21：全球手机出货量及出货金额占比	12
图 22：智能机与功能机单价趋势	12
图 23：全球分区域手机用户渗透率	13
图 24：部分新兴市场手机出货量和出货金额	13
图 25：部分新兴市场智能手机出货量及占比	13
图 26：2018 年 Q1-Q2 全球功能机出货量分布情况	14
图 27：2018 年 Q1-Q2 全球智能机出货量分布情况	14
图 28：全球分区域手机终端均价	14
图 29：全球分区域移动用户结构	15
图 30：全球分区域人均 GDP	17
图 31：中国人均 GDP	17
图 32：公司手机销量	18
图 33：公司手机均价	18
图 34：公司三大手机品牌	18
图 35：传音三大品牌入选杂志排行版	错误!未定义书签。
图 36：公司主要原材料采购单价	20
图 37：公司生产模式占比	21
图 38：公司分销模式收入	22
图 39：公司经销商数量	22
图 40：非洲市场功能机及智能机出货量	22
图 41：非洲市场功能机及智能机保有量	23
图 42：非洲市场功能机及智能机人均保有量	23
图 43：公司在非洲市场手机销量	23

图 44：非洲手机市场份额	23
图 45：公司在非洲市场手机销量拆分	24
图 46：公司在非洲市场手机销售额拆分	24
图 47：中东&非洲市场功能机出货份额	24
图 48：中东&非洲市场功能机均价	24
图 49：中东&非洲市场智能机出货份额	25
图 50：中东&非洲市场智能机均价	25
图 51：公司研究开发体系	26
图 52：公司销售人员数量	27
图 53：公司在非洲的经销商合作年限分布	27
图 54：公司售后服务人员	错误!未定义书签。
图 55：公司售后服务业务	28
图 56：印度市场功能机及智能机出货量	29
图 57：印度市场功能机及智能机保有量	30
图 58：印度市场功能机及智能机人均保有量	30
图 59：公司在印度及其他市场手机销量	31
图 60：印度手机市场份额	31
图 61：公司在印度及其他市场手机销量拆分	31
图 62：公司在印度及其他市场手机销售额拆分	31
图 63：公司在印度市场功能机份额	32
图 64：公司在印度及其他市场功能机销量	32
图 65：公司在印度市场智能机份额	32
图 66：公司在印度及其他市场智能机销量	32
图 67：公司在印度的经销商合作年限分布	33
图 68：公司移动互联网商业化探索	34
图 69：公司家电数码业务产品	36

表格目录

表 1：可比公司盈利预测及估值情况	1
表 2：传音控股在全球手机终端销售量份额及排名	2
表 3：公司高管及核心技术人员持股情况	3
表 4：公司融资事件及估值	4
表 5：限售股份解禁明细	4
表 6：2018 年汇率对毛利率影响	7
表 7：2019H1 汇率对毛利率影响	7
表 8：公司非经常性损益	7
表 9：2018 年公司购入外汇远期合约情况	8
表 10：公司正在进行的部分主要研发项目	9
表 11：募投资金投资项目表	11
表 12：全球市场手机厂商市占率	15
表 13：全球市场智能手机厂商市占率	15
表 14：全球市场功能手机厂商市占率	16
表 15：全球主要国家和地区 2018 年手机市场规模对比	16
表 16：非洲市场手机厂商市占率	17
表 17：印度市场手机出货市占率	17
表 18：公司分品牌销售情况	19
表 19：公司主要原材料供应商	19
表 20：公司自有厂房产能	21
表 21：公司主要外协及 ODM 生产厂商	21
表 22：公司代表性智能机产品	25
表 23：公司关键核心技术	27
表 24：公司渠道布局	28
表 25：公司非洲市场终端销售预测	29
表 26：印度市场销售的主要品牌及终端举例	32
表 27：公司印度及其他市场（除非洲）终端销售预测	33
表 28：公司移动互联网业务	35
表 29：收入结构对比	36
表 30：公司收入及毛利率预测	37
表 31：公司费用预测	37
表 32：公司盈利预测简表	38

■ 估值及投资评级

可比公司选取：公司主营通信终端的研发、生产、销售，并拓展至数码配件、家用电器业务以及移动互联网业务。我们分别选取美股苹果、港股小米集团，可比公司 2019/20 年预测 PE 平均值为 20.0/17.8 倍，传音控股 2019/20 年预测 PE 为 18.9/17.2 倍。公司当前估值水平相比可比公司较低。

传音控股盈利预测及估值：公司深耕非洲市场，并开拓印度等其他新兴国家市场，同时布局数码配件、家用电器及移动互联网服务。伴随新兴市场手机渗透率持续提升，叠加功能机向智能机转换带来的均价快速上行，我们预测公司 2019/20/21 年扣非归母净利润分别为 15.0/18.0/20.1 亿元。给予 2020 年 23 倍 PE，对应目标价 51.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1：可比公司盈利预测及估值情况

简称	股价	EPS			PE (x)		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
苹果公司	270.71	11.97	12.56	13.79	22.6	21.6	19.6
小米集团-W	9.34	0.36	0.46	0.53	23.6	18.5	16.0
平均值						20.0	17.8
传音控股	41.69	1.53	1.88	2.25	27.2	22.2	18.5

资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部 截至 2019 年 12 月 10 日收盘价；苹果公司股价、EPS 均为美元，小米集团股价为港币、EPS 为人民币，传音控股股价、EPS 均为人民币；苹果公司 2019/20 年 EPS 为 Wind 一致预期；小米集团-W 和传音控股 2019/20 年 EPS 为中信证券研究部预测

■ 公司概况：新兴市场手机行业隐形冠军

公司概况：非洲手机之王，拓展配件、家电、互联网

非洲市场移动终端行业“隐形冠军”，拓展配件、家电、互联网。深圳传音控股股份有限公司（传音控股）的前身是传音有限，由传音投资、传力投资共同出资设立。公司长期深耕手机终端，拥有三大知名手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix。公司由非洲起步，逐步向新兴市场延伸发力，自 2013 年成立以来经过六年的发展已成为全球出货领先的手机厂商。2018 年公司手机出货量 1.24 亿部，根据 IDC 统计数据，该年度公司在全球市场占有率达 7.04%、排名第四；非洲市场占有率高达 48.71%，排名第一。此外，公司围绕主营业务布局售后服务（品牌 Caricare）、智能配件（配件品牌 oraimo）、家用电器（品牌 Syinix）及移动互联网等领域。

图 1：公司业务布局概况



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 2：公司发展历程

- 发行人前身“传音有限”系由传音投资、传力投资共同出资设立
- 2013年，“传音有限”在深圳市市场监督管理局完成工商注册登记
- 2017年，“传音有限”董事会作出决议，同意整体变更为股份有限公司

资料来源：公司招股说明书

表 2：传音控股在全球手机终端销售量份额及排名

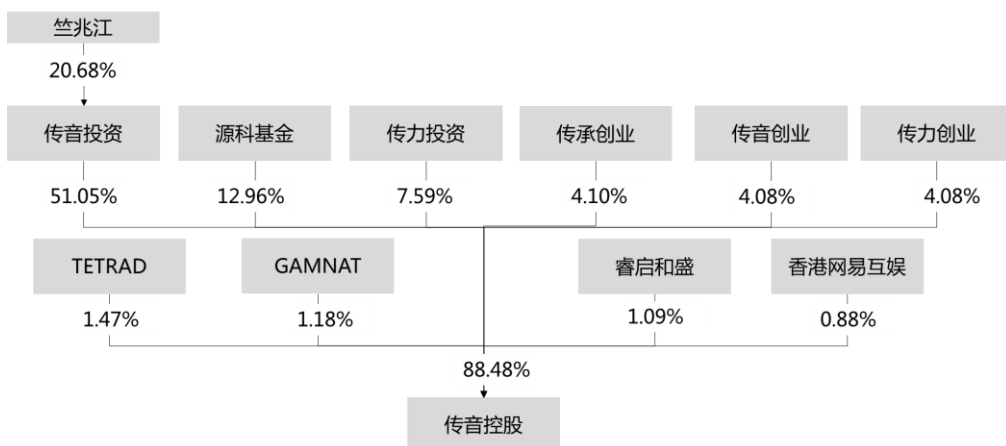
	2018 年	2017 年	2016 年
出货量（亿部）	1.24	1.27	0.76
出货份额	7.04%	6.54%	3.95%
排名	第 4 名	第 4 名	第 5 名

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

股权架构：管理层主导，引入紫光、网易等投资者

股权结构稳定且集中度高，创始人竺兆江为实际控制人。深圳市传音投资有限公司（简称“传音投资”，下同）持股 51.05%为控股股东；竺兆江持有传音投资的股权比例为 20.68%，并与传音投资其他主要股东签署一致行动协议、表决权委托协议，拥有传音投资的控制权，是传音控股的实际控制人。传音投资、传力投资、传承创业、传力创业及传音创业为员工持股平台，竺兆江在其中持股比例分别为 20.68%、10.21%、1.37%、1.38%、1.38%。

图 3：公司股权结构（IPO 后）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

高管具备多年行业经验，股权激励到位。公司创始团队主要来自原波导手机事业部，当前竺兆江、严孟、刘仰宏、张祺、叶伟强、顾全担任公司第一届董事会成员。高管及核心技术人员共 17 人合计持股占公司总股本的 50.6%，其中：董事长竺兆江间接持股 13.9%，董事严孟、刘仰宏、张祺、叶伟强分别间接持股 4.0%、3.9%、3.1%、3.0%。

表 3：公司高管及核心技术人员持股情况（IPO 后）

序号	姓名	任职	持股方式	持股数量 (万股)	持股比例
1	竺兆江	董事长、总经理	间接持股	11,084.17	13.9%
2	张祺	董事、副总经理	间接持股	2,453.51	3.1%
3	严孟	董事、副总经理	间接持股	3,205.45	4.0%
4	叶伟强	董事、副总经理	间接持股	2,399.89	3.0%
5	刘仰宏	董事	间接持股	3,096.32	3.9%
6	宋英男	监事会主席	间接持股	234.61	0.3%
7	韩靖羽	监事	间接持股	506.32	0.6%
8	肖明	副总经理	间接持股	2,186.16	2.7%
9	雷伟国	副总经理	间接持股	1,651.02	2.1%
10	杨宏	副总经理、董事会秘书	间接持股	1,368.94	1.7%
11	肖永辉	财务总监	间接持股	632.32	0.8%
12	阿里夫	副总经理	间接持股	3,138.65	3.9%
13	邓翔	副总经理	间接持股	2,198.18	2.7%
14	秦霖	副总经理	间接持股	2,521.21	3.2%
15	胡盛龙	副总经理	间接持股	1,645.92	2.1%
16	王海滨	核心技术人员	间接持股	839.16	1.0%
17	陆伟峰	核心技术人员	间接持股	1,332.41	1.7%
合计				40,494.23	50.6%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

引入紫光、网易等投资者，强化产业链合作共赢。2016 年 7 月公司首次引入外部投资者源科基金，1.10 亿美元出资款对应 13.20%出资比例，测算投资后估值 8.33 亿美元。2017 年 6 月公司引入战略投资者，主要包括：（1）新加坡政府投资基金（GIC）全资持有

的 TETRAD 和 GAMNAT 合计持有公司 2.94% 股权；（2）香港网易互动娱乐有限公司持有公司 0.98% 股权；（3）健坤载物投资管理有限公司（紫光集团与赵伟国为主要股东）出资成立的宁波梅山保税港竺洲展飞投资中心持有 0.96% 股权；（4）国家集成电路产业投资基金与深圳市引导基金投资有限公司参股的南山鸿泰股权投资基金持有 0.29% 股权。本轮共融资 1.20 亿美金及 6.03 亿元人民币，测算投资后估值在 30 亿~31 亿美元。

图 4：公司股权演进历程



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 4：公司融资事件及估值

时间	2016 年	2017 年
融资事件	首次引入战投	引入网易、GIC 等
投后估值	8.33 亿美元	30 亿~31 亿美金

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

限售股份解禁集中在上市一周年、三周年。本次 IPO 公司新发行股份数量 8000 万股，其中战略配售数量为 403.3886 万股。当前公司总股本 8 亿股。公司将于上市一周年 2020 年 9 月 30 日解禁 3.1 亿股，占总股本的 39.15%，包括首发原股东限售股份、首发战略配售股份；于上市三周年 2022 年 9 月 30 日解禁 4.1 亿股，占总股本的 51.05%，主要为首发原股东限售股份。

表 5：限售股份解禁明细

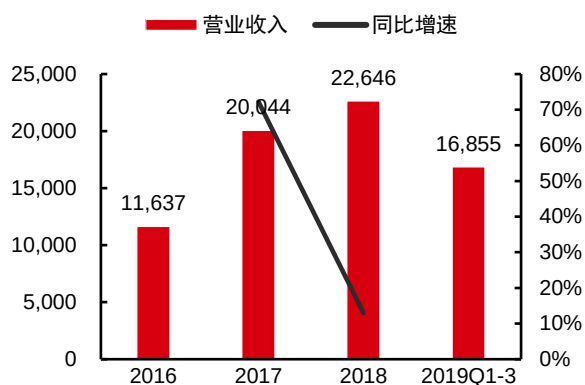
解禁日期	本次解禁股份（万股）	占总股本	上市股份类型
2022/9/30	40,842.53	51.05%	首发原股东限售股份
2021/9/30	240	0.30%	首发战略配售股份
2020/9/30	31,320.86	39.15%	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
2020/3/30	440.33	0.55%	首发一般股份,首发机构配售股份
2019/9/30	7156.28	8.95%	首发一般股份,首发机构配售股份

资料来源：Wind，中信证券研究部

财务分析：业绩稳健增长，现金流表现稳定

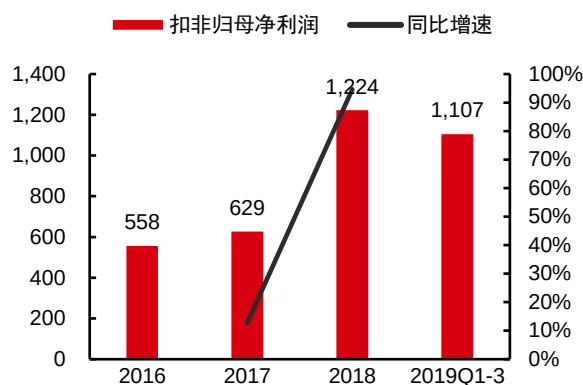
营业收入及净利润稳步增长。2016-2018 年公司营收由 116.37 亿元增长至 226.46 亿元，CAGR 为 39.5%；扣非归母净利润由 5.6 亿增长至 12.2 亿，CAGR 为 48.1%。2017 年公司营收同比快速增长，印度市场突破有较大贡献。2018 年收入增速放缓，但净利润增速提升，主要源于非洲市场份额稳定后的毛利率上行。

图 5：公司营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

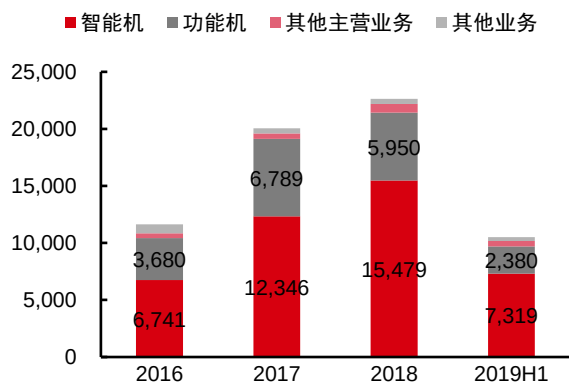
图 6：公司扣非归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

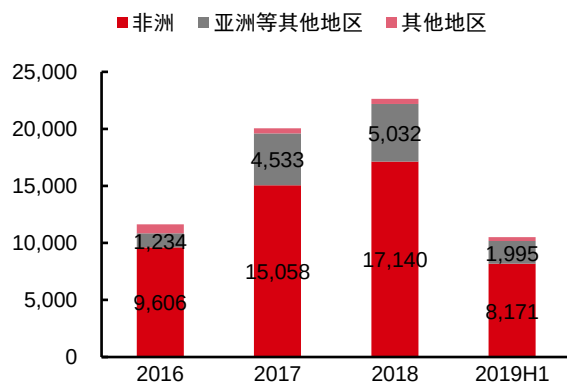
智能机：功能机收入占比约 7:3，智能机增速快于功能机，非洲收入占比约 80%。公司 2018 年营业收入按产品分类，来自“智能机”、“功能机”、“其他主营业务”（数码配件、家用电器及移动互联网服务）以及“其他业务”的营收占比分别为 68%/26%/3%/2%，2016~2018 年各类业务营收 CAGR 分别为 52%/27%/33%/23%。公司重点拓展非洲等新兴市场，根据公司招股说明书，主营业务收入按区域分布，2018 年“非洲”与“亚洲等其他地区”在总收入中的占比分别为 76%/22%。

图 7：公司收入按产品分类（单位：百万元）



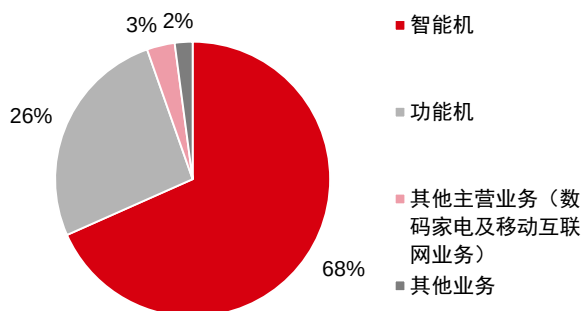
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 8：公司收入按地区分类（单位：百万元）



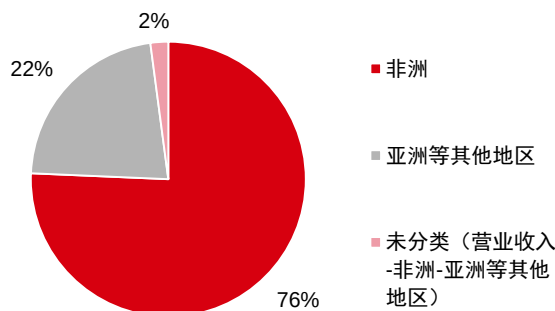
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 9：2018 年公司收入构成（按项目）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 10：2018 年公司收入构成（按区域）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司毛利率整体上行，我们测算 2018-2019H1 汇率波动对毛利率的影响在 2~2.5pct，未来汇率波动对毛利率的影响将弱化。公司在非洲市场市占率领先，面向渠道和消费者具有一定的定价权，采用成本加成模式确保毛利率水平。公司 2018 年综合毛利率 24.5%、同比提升 3.5pcts；2019H1 综合毛利率继续上行至 29.2%。公司成本端主要以人民币计价、收入端以美元计价，产品具体定价会在人民币计价成本加成基础上以即期美元汇率作为美元定价汇率折算美元售价。2016 年度、2017 年度公司年度平均美元定价汇率和年度平均美元折算汇率（将美元收入折算为人民币收入的汇率）基本一致，汇率波动对于产品毛利率波动影响较小，公司 2016 年度和 2017 年度手机产品毛利率也较为稳定，分别为 21.00%/20.77%。2018-19 年美元升值使得公司以人民币计算的终端均价有提升，相应对毛利率提升带来积极贡献。其中 2018 年美元呈现先贬值后快速升值的趋势，当年公司美元平均定价汇率为 6.4219、美元平均折算汇率为 6.6261，折算汇率较定价汇率高出部分即汇率因素导致的收入增加部分，对 2018 年手机产品毛利率正向贡献+2.41 pcts。2018 年扣除汇率因素后，公司手机业务毛利率为 21.86%，相比 2017 年增长 1.35pcts。2019H1 汇率波动对手机产品毛利率正向贡献为+2.24pcts。2019Q3 以来，中美贸易摩擦逐渐成为新常态，美元兑人民币汇率呈现整体稳定、小幅震荡趋势，汇率波动对公司毛利率的影响明显弱化。

图 11：公司分业务毛利率

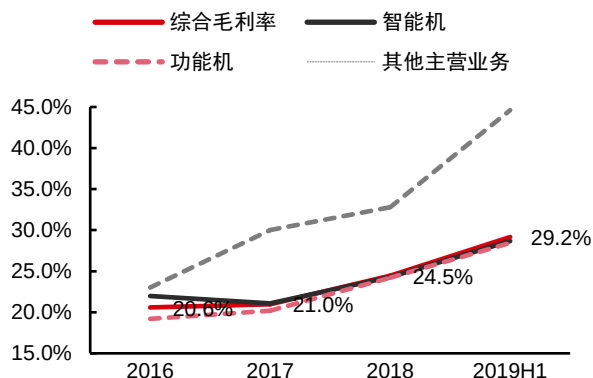
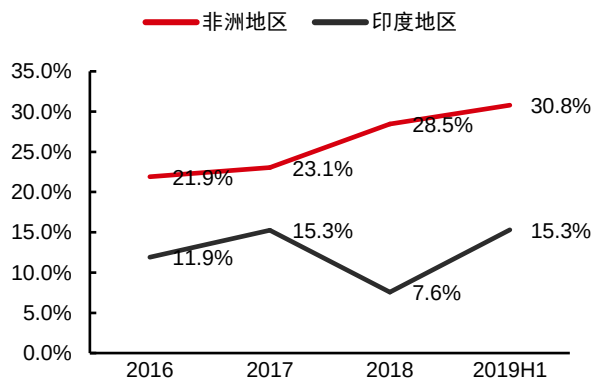


图 12：公司分地区毛利率



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 6：2018 年汇率对毛利率影响

	收入	成本	毛利率
年度平均美元折算汇率下		6.6261	
手机销售额（万元）	2,142,892	1,622,838	24.27%
年度平均美元定价汇率下（即剔除汇率影响后）		6.4219	
手机销售额（万元）	2,076,853	1,622,838	21.86%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 7：2019H1 汇率对毛利率影响

	收入	成本	毛利率
年度平均美元折算汇率下			6.7845
手机销售额（万元）	969,858	692,344	28.61%
年度平均美元定价汇率下（即剔除汇率影响后）			6.5778
手机销售额（万元）	940,310	692,344	26.37%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

非经常性损益影响利润表现，历史非经常性损益主要源于股权激励、远期合约，未来非经常性损益主要是政府补助及理财收益。近三年非经常性损益对归母净利润影响分别为 -5.0 亿/0.4 亿/-5.7 亿元，2016 年主要是确认股权激励成本（涉及股权激励费用 5.54 亿元），2018 年主要是当年购入外汇远期合约产品产生亏损（税前影响 7.80 亿元）。2016~2017 年公司购入外汇远期合约较小，2018 年公司购入外汇远期合约 1,479,790.02 万元。但由于 2018 年 5 月至年底美元对人民币快速升值，公司购入外汇远期合约产品在到期交割时产生大额亏损计入当期投资收益，2018 年底尚未交割的合约产品按照公允价值计算的未实现的亏损计入公允价值变动损失。2019 年 1-6 月，非经常损益主要为 2018 年末未交割的外汇远期合约在 2019 年上半年实际交割时，损失低于 2018 年末未交割外汇产品根据预期汇率确认的公允价值变动损失，导致收益转回 10,165.93 万元。截止目前，公司未购买新的美元外汇产品，**2018 年 6 月之前购买的外汇对冲产品已经在 2019 年中报之前出清，后续公司净利润受外汇对冲产品的影响较小。**

表 8：公司非经常性损益（单位：万元）

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月	2019 年 1-9 月
非经常性损益合计	-46,608	5,278	-67,439	15,304	23,173
其中：计入当期损益的政府补助	2,866	2,352	4,271	3,480	9,614
其中：同一控制下企业合并影响	4,573	-	-	-	-

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月	2019 年 1-9 月
其中：公允价值变动收益及相关投资收益	914	2,649	-72,416	11,178	12,696
其中：其他损益项目	-55,353	-	-	-	-
归属于母公司所有者的非经常性损益净额	-49,525	4,238	-56,700	12,803	19,321
归属母公司所有者的净利润	6,279.70	67,145.42	65,737.80	81,789.99	130,060.89
扣除非经常性损益的归母净利润	55,805.17	62,907.91	122,437.41	68,987.43	110,740.33

资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

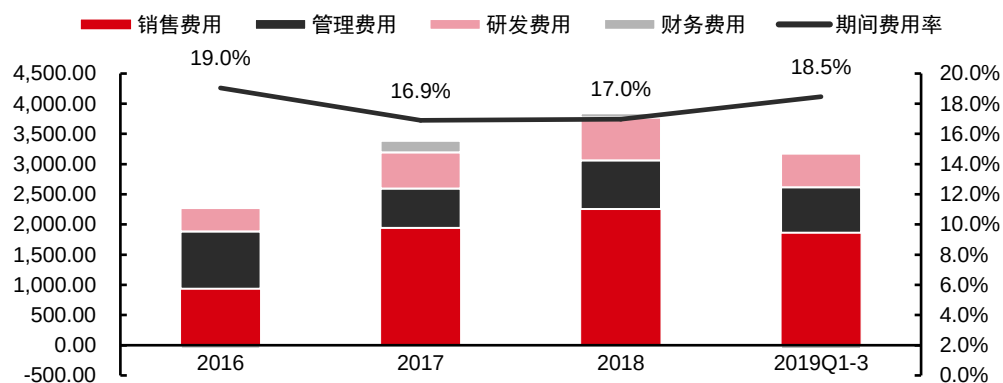
表 9：2018 年公司购入外汇远期合约情况（单位：万元）

项目	当期购入规模	当期交割部分	期末未交割部分
卖出美元	原币 206,900.00	135,300.00	71,600.00
	折人民币 1,370,940.09	896,511.33	474,428.76
卖出印度卢比	原币 1,081,890.49	1,193,409.79	308,951.75
	折人民币 105,159.76	115,999.43	30,030.11
卖出南非兰特	原币 7,314.51	5,464.75	1,849.75
	折人民币 3,690.17	2,756.97	933.20
合计（人民币单位）	1,479,790.02	1,015,267.73	505,392.07
占当年营业收入的比重		44.83%	

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

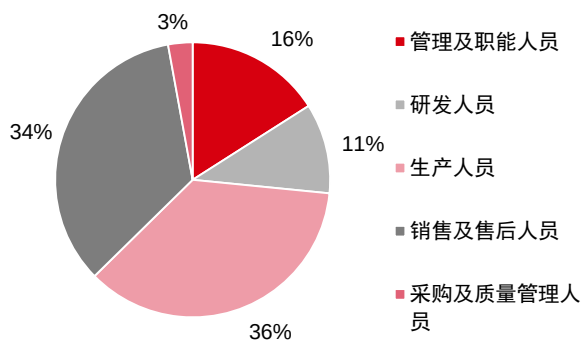
期间费用整体随营收规模增长，保持研发投入。公司在 2016~2018 年：销售费用率分别为 8.0%/9.7%/10.0%，主要是加大市场拓展所致；管理费用率分别为 8.2%/3.2%/3.6%，剔除 2016 年股份支付的影响后基本持平；研发费用率分别为 3.3%/3.0%/3.1%，基本与收入同步投入研发；财务费用率变动较大分别为-0.46%/0.97%/0.31%，其中汇兑损益影响分别为-0.52 亿/1.99 亿/0.77 亿元。手机行业对技术创新高度依赖，公司三年累计研发投入 17 亿元，截至 2019 年 6 月底拥有研发人员 1559 人，相关人员主要集中在手机产品硬件及软件开发两部分，同时还包括预研、测试、质量、项目等部门的相关研发人员，持续提升软硬件能力：（1）在手机软件部分主要涉及软件应用开发、OS 系统研发、图像处理、人脸识别、互联网大数据、云计算等；（2）在手机硬件部分主要涉及基带、射频、天线、ID、结构、电池、影像、声学等结构。

图 13：公司费用构成及期间费用率（单位：百万元、100%）



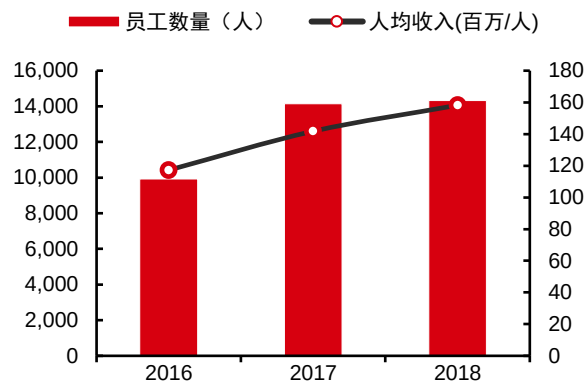
资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

图 14：公司人员构成（2018 年底）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 15：公司员工数量及人均创收



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

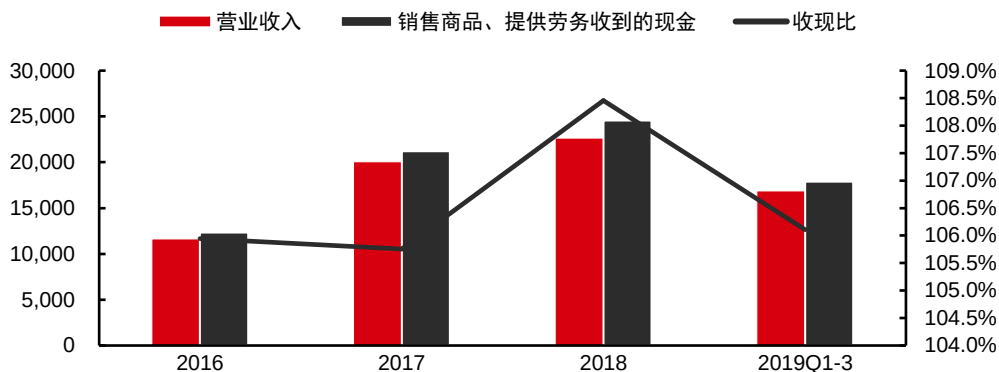
表 10：公司正在进行的部分主要研发项目

序号	研发内容	研发阶段
1	智能充电器开发项目	概念开发
2	人工智能语音项目	概念开发
3	多喇叭方案及声场控制技术研发	概念开发
4	智能硬件控制云平台	概念开发
5	人工智能视觉技术项目	技术产品研发
6	全面屏幕架构创新设计项目	技术产品研发
7	升降式摄像头设计	技术产品研发
8	手机防水防腐蚀设计	技术产品研发
9	智能机应用差分升级技术	产品试生产

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部筛选

经营性现金流与收入匹配。公司 2016-2018 年收现比分别为 106.0%/105.8%/108.5%，销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入大致相当，主要采用先款后货的方式同经销商客户进行结算。经营性现金流量净额均大幅高于同期净利润，除上述流入端原因外，流出端对上游供应商采用月结付款方式亦有贡献。

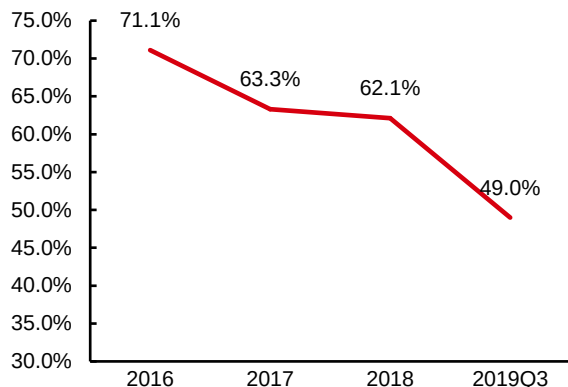
图 16：公司收现比（百万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

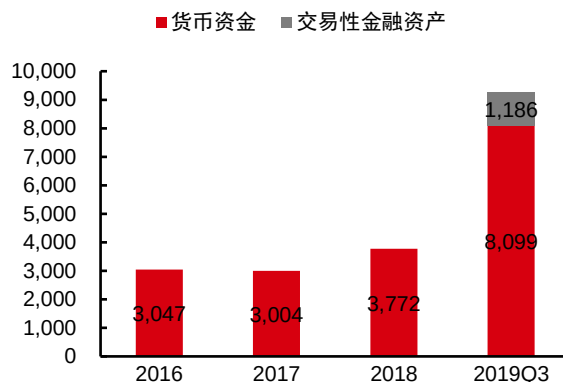
资本结构持续改善，负债率逐步降低，在手现金充裕。公司 2016-2018 年资产端结构基本保持稳定，货币资金由 30.47 亿元增长至 37.72 亿元，存货随着营收规模扩大有所增长、2018 年占成本比重达到 14.6%。负债端结构持续改善，应付票据及应付账款随着营收规模同步增加由 27.49 亿元增长至 40.67 亿元。2016~2018 年资产负债率分别为 71.1%/63.3%/ 62.1%，呈现逐步下降趋势。公司在手现金充裕，截至 2019Q3 货币资金 81 亿元、交易性金融资产 12 亿元。

图 17：公司资产负债率



资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

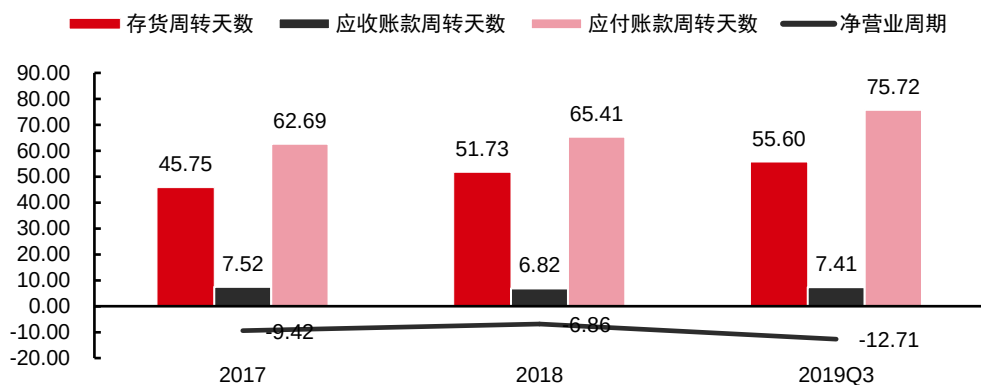
图 18：公司在手现金（百万元）



资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

营运能力较强，净营业周期常年为负。公司采用以销定产、以产定购、先预收再发货的方式经营，2017-2019 年间存货周转天数不超过 60 天，应收账款周转天数维持在 10 天以内，应付账款周转天数维持在 70 天上下，净营业周期常年保持为负。

图 19：公司资产负债率



资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

公司募集资金拟主要投向产能扩张。其中：用于手机产线建设合计 15.8 亿元、占比 52.4%；用于手机（含家电）研发中心建设 4.3 亿元、占比 14.3%；用于移动互联网平台建设 3.7 亿元、占比 12.3%；其他项目投入 3.3 亿元、占比 11.1%；补充流动资金 3 亿元、占比 10.0%。公司计划建成手机生产基地（重庆）、传音智汇园手机制造基地两大项目，用于扩大产能。目前重庆正在积极布局成为全球智能终端产研销一体化集散中心，已形成了覆盖整机、摄像头、显示模组、触摸屏、玻璃盖板等关键零部件生产以及检测、供应链服

务为一体的手机产业链，确立了以智能终端厂商、ODM 厂商及手机周边配套龙头项目为引领，带动战略性新兴产业集群发展的思路。深圳消费电子产业链比重庆更加成熟。公司将生产基地设在重庆和深圳，有望产生协同效应，降低生产成本，发挥规模集聚效应。

表 11：募投资金投资项目表（单位：万元）

序号	项目名称	总投资规模	拟投入募集资金
1	传音智汇园手机制造基地项目	105,878.54	105,878.54
2	手机生产基地（重庆）项目	51,842.35	51,842.35
3	移动互联网系统平台建设项目	37,146.28	37,146.28
4	上海手机研发中心建设项目	20,511.29	20,511.29
5	深圳手机及家电研发中心建设项目	22,412.46	22,412.46
6	市场终端信息化建设项目	33,312.30	33,312.30
7	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计		301,103.22	301,103.22

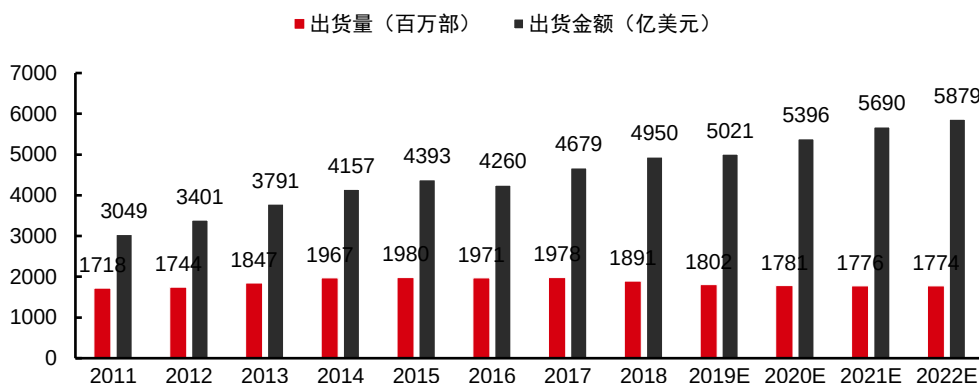
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

手机业务：精准定位新兴市场，享渗透率提升及智能化升级红利

全球趋势：新兴市场尚存结构性机遇，国内厂商纷纷出海

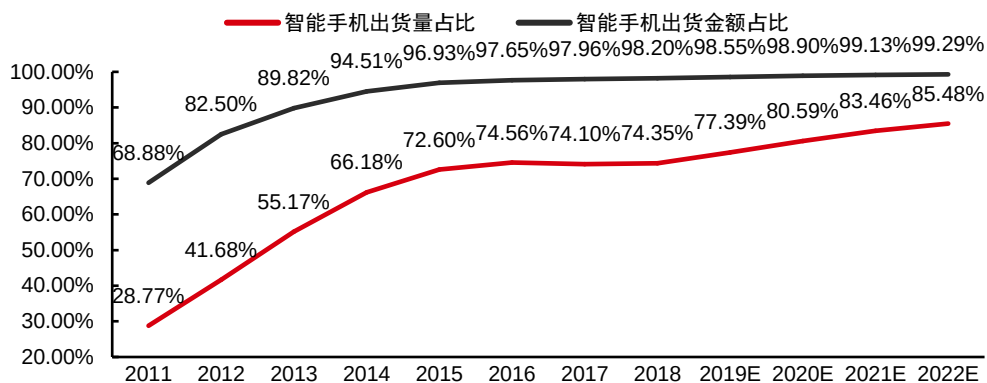
全球手机市场整体进入存量时代，出货量略有下降，出货金额有望持续增长。根据 IDC 数据，2018 年全球手机出货量 18.91 亿部（YoY -4.4%）、对应出货金额 4950 亿美元。根据爱立信移动市场报告，2018 年底全球移动用户渗透率达到 104%，叠加换机周期拉长，导致手机出货进入下行周期。智能机已经成为主流，2018H1 出货量份额达到 72.85%；功能机面向特定市场及人群仍有需求。2016 年以来，智能机随着平均性能攀升及创新技术应用，功能创新推动平均单价上行。

图 20：全球手机出货量及出货金额



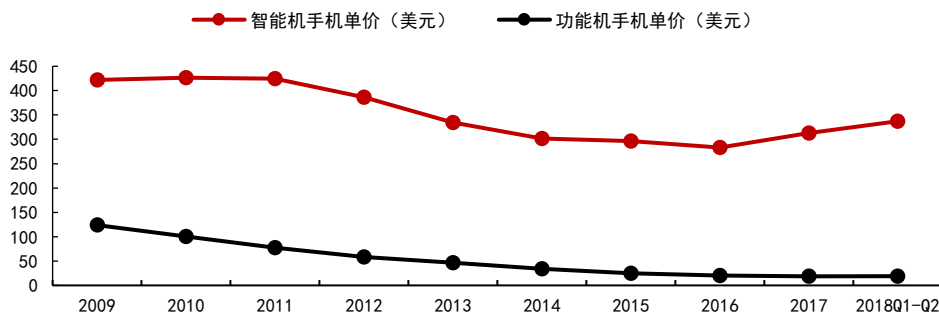
资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

图 21：全球智能手机出货量及出货金额占比



资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

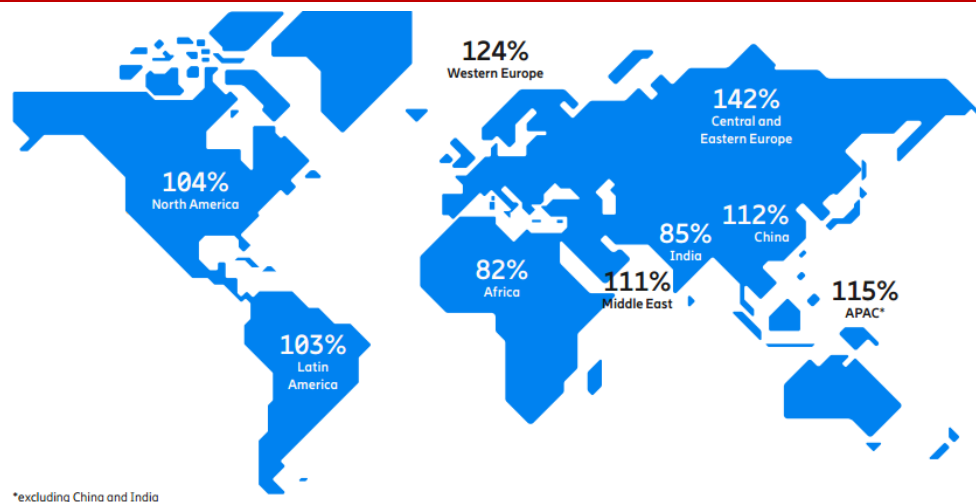
图 22：智能机与功能机单价趋势



资料来源：IDC，中信证券研究部

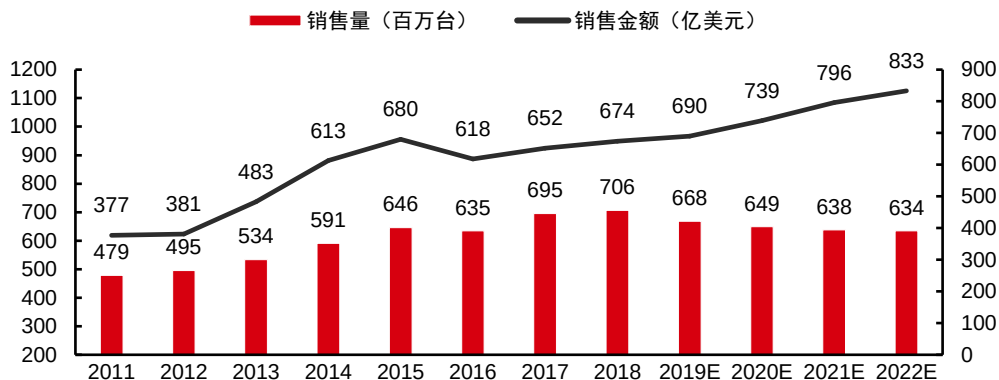
新兴市场手机渗透率尚低，面临从功能机向智能机的切换。手机销量及结构与本地人口分布、消费能力、网络覆盖、应用服务等因素相关，社会平均经济水平是核心。整体上，非洲、印度及周边地区的手机产业发展滞后于全球水平，2018年上半年非洲及中东、亚太地区（含印度）功能机出货量占比仍有 50.3%及 29.3%。我们认为全球向智能机升级的整体趋势明确，但不同国家或地区呈现功能机普及、低价智能机渗透、中高端智能机升级等有明显差异的特征。

图 23：全球分区域手机用户渗透率



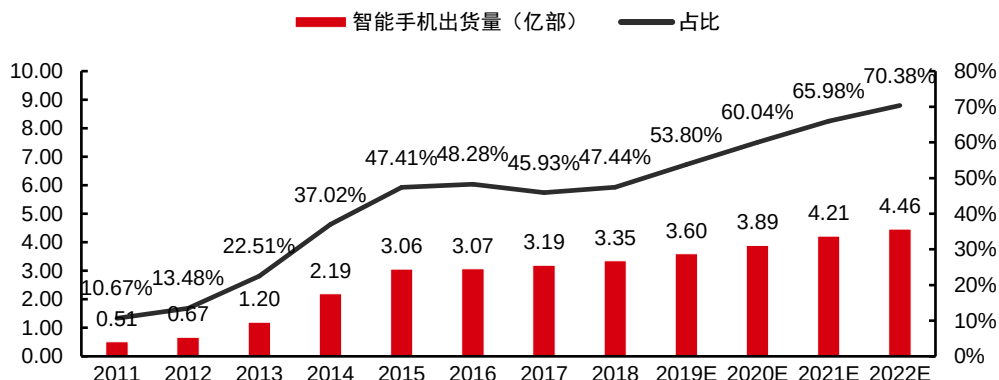
资料来源：爱立信移动市场报告（2018）

图 24：部分新兴市场手机出货量和出货金额



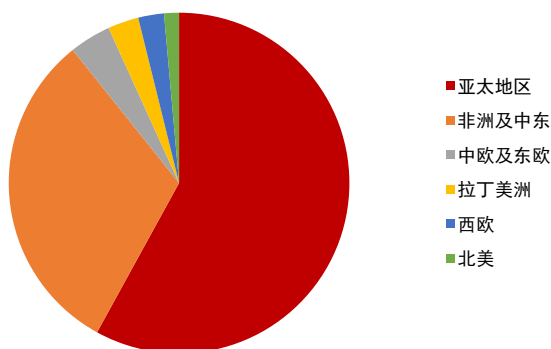
资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部 注：主要新兴市场包括非洲、印度、中东、孟加拉国、印度尼西亚，其中孟加拉国市场 2011-2014 年数据缺失

图 25：部分新兴市场智能手机出货量及占比



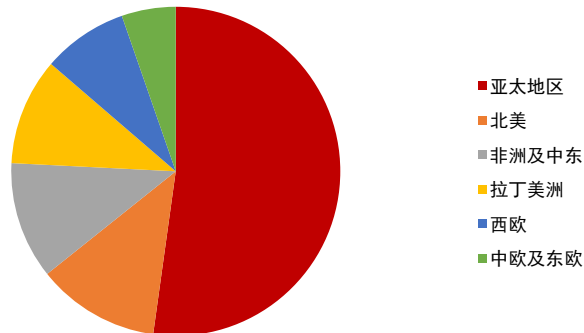
资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部 注：主要新兴市场包括非洲、印度、中东、孟加拉国、印度尼西亚，其中孟加拉国市场 2011-2014 年数据缺失

图 26：2018 年 Q1-Q2 全球功能机出货量分布情况



资料来源：IDC，中信证券研究部

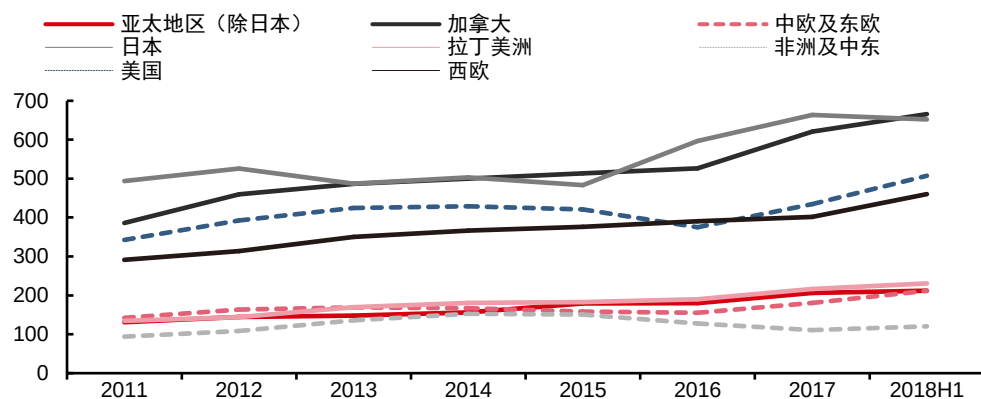
图 27：2018 年 Q1-Q2 全球智能机出货量分布情况



资料来源：IDC，中信证券研究部

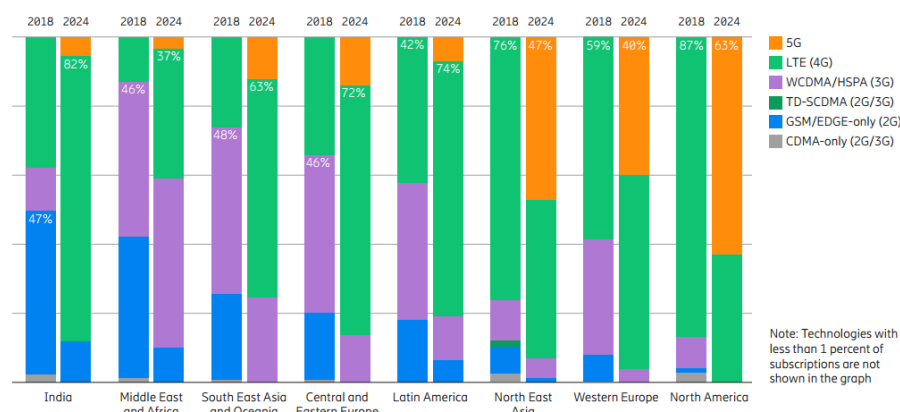
新兴市场通信基础设施滞后，对高性价比移动终端仍有需求。根据 IDC 2018H1 统计数据，全球移动终端均价大致可以分为四档：（1）日本和加拿大，均价接近 660 美元；（2）美国和西欧，均价接近 480 美元；（3）拉美、亚太（除日本）、中东欧，均价接近 220 美元；（4）非洲及中东，均价接近 120 美元。移动终端均价水平与区域平均 GDP 及通信基础设施水平匹配；根据爱立信移动市场报告：2018 年非洲和中东区域 2G 和 3G 用户占比超过 85%、预测到 2024 年仍接近 60%。对比起来看，印度的 4G 产业发展将明显快于非洲市场。

图 28：全球分区域手机终端均价（单位：美元）



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 29：全球分区域移动用户结构



资料来源：爱立信移动市场报告（含预测）

中国品牌崛起，全球市场占有率领先。以智能手机为代表的消费电子领域，国内厂商已经在份额排名前列。根据 CountPointer 数据，2018 年四季度华为/OPPO/Xiaomi/VIVO 在全球智能手机合计市占率达到 37%，在上游模组领域国内厂商的竞争力更加明显。国内手机产业链一方面受益规模扩大，在精细制造环节成为全球产业链的重要组成部分，规模效应有利于降低产业平均成本；另一方面持续技术提升，逐渐向高价值的核心部件延展，在部分领域引领手机行业创新。

表 12：全球市场手机厂商市占率（按出货量）

厂商	2018 年市场占有率	2017 年市场占有率	2016 年市场占有率
三星	17.14%	18.67%	18.48%
苹果	11.04%	10.91%	10.93%
华为	10.89%	7.80%	7.08%
传音控股	7.04%	6.54%	3.95%
小米	6.48%	4.69%	2.69%
OPPO	5.99%	5.65%	5.06%
vivo	5.35%	4.43%	3.92%
HMD	4.49%	3.50%	0.00%
Lyf	3.47%	0.75%	0.39%
LG	2.20%	3.16%	3.30%

资料来源：IDC，中信证券研究部

表 13：全球市场智能手机厂商市占率（按出货量，百万部）

厂商	2018 年出货量	2018 年市场占有率	2017 年出货量	2017 年市场占有率	2016 年出货量	2016 年市场占有率
三星	292.17	20.78%	317.66	21.68%	311.42	21.19%
苹果	208.80	14.85%	215.78	14.72%	215.40	14.66%
华为	206.01	14.65%	154.20	10.52%	139.34	9.48%
小米	122.51	8.71%	92.72	6.33%	53.04	3.61%
OPPO	113.31	8.06%	111.70	7.62%	99.78	6.79%
vivo	101.13	7.19%	87.62	5.98%	77.25	5.26%
Lenovo	40.76	2.90%	50.33	3.43%	51.00	3.47%
LG	39.51	2.81%	55.78	3.81%	55.13	3.75%

厂商	2018 年 出货量	2018 年 市场占有率	2017 年 出货量	2017 年 市场占有率	2016 年 出货量	2016 年 市场占有率
传音控股	38.66	2.75%	28.82	1.97%	17.15	1.17%
HMD	18.82	1.34%	10.08	0.69%	-	0.00%

资料来源：IDC，中信证券研究部

表 14：全球市场功能手机厂商市占率（按出货量，百万部）

厂商	2018 年 出货量	2018 年 市场占有率	2017 年 出货量	2017 年 市场占有率	2016 年 出货量	2016 年 市场占有率
传音控股	94.45	19.47%	100.47	19.62%	60.76	12.12%
HMD	66.12	13.63%	59.20	11.56%	-	0.00%
Lyf	65.52	13.51%	13.55	2.65%	-	0.00%
三星	31.97	6.59%	51.62	10.08%	52.82	10.53%
TCL	19.79	4.08%	22.99	4.49%	26.54	5.29%
Lava	14.96	3.08%	12.20	2.38%	19.29	3.85%
Symphony	7.84	1.62%	7.93	1.55%	7.40	1.48%
Micromax	6.82	1.41%	17.25	3.37%	18.38	3.67%
Karbonn	5.18	1.07%	7.49	1.46%	10.00	1.99%
X-Tigi	3.36	0.69%	2.60	0.51%	2.60	0.52%

资料来源：IDC，中信证券研究部

公司战略：深耕非洲、印度市场，享差异化竞争红利

公司深耕非洲、印度等新兴市场，享差异化竞争红利。由于国内市场增量有限，国内品牌纷纷出海，HOVM 争夺东南亚、西欧市场，传音则专注非洲、拓展印度。根据 IMF 统计数据，2018 年非洲人均 GDP 为 1890 美元，约等于 1.3 万元人民币，与中国 2004~2005 年水平接近。根据公司在招股说明书中的测算，2018 年非洲功能机人均保有量 0.28 部、智能机人均保有量 0.33 部，累加人均保有量 0.61 与中国 2010 年水平接近。经过综合对比，我们认为当前非洲移动终端产业与 2009 年中国 3G 启动初期具有一定相似性。公司销售网络覆盖尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、埃及、阿联酋、沙特、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、越南、孟加拉国等 70 多个国家和地区。根据 IDC 数据，2018 年公司在非洲市占率达到 48.7%。小米、OPPO、VIVO 在印度市场布局较早，传音控股在 2017 年发力亦取得一定规模。

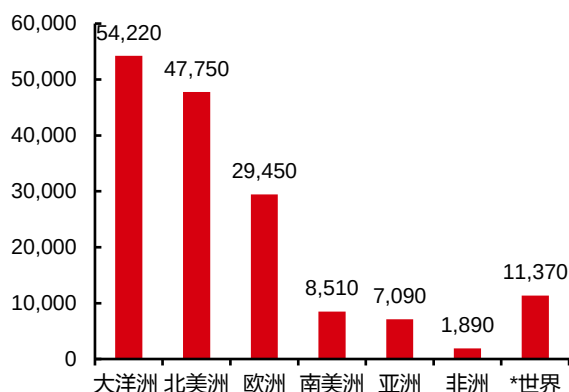
表 15：全球主要国家和地区 2018 年手机市场规模对比

	人口（亿 人）	手机销量 （亿部）	人均 GDP（美 元）	手机均价 （美元）	手机市场规模 （亿美元）
中国	13.95	4.14	9,770	360	1,490
印度	13.53	3.23	2,016	157	507
西欧（19 个国家）	3.42	1.25	36,546	447	559
非洲（56 个国家）	12.27	2.15	1,890	47	102

资料来源：IDC、国家统计局、中国信通院、世界银行、欧洲央行、IMF，中信证券研究部

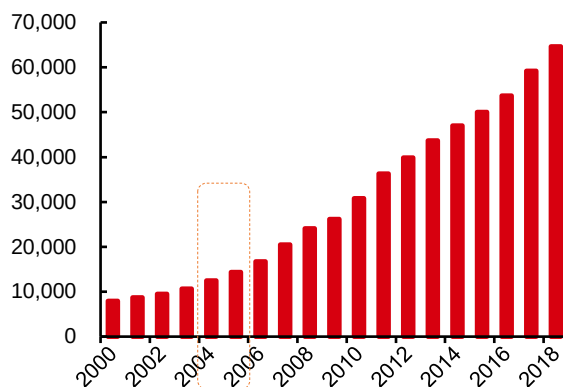
注：西欧人口为欧洲央行统计的欧元区人口，西欧人均 GDP 为世界银行统计的欧盟人均 GDP

图 30：全球分区域人均 GDP（USD，2018 年）



资料来源：Wind、IMF，中信证券研究部

图 31：中国人均 GDP（元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 16：非洲市场手机厂商市占率（按出货量）

厂商	2018 年市场占有率	2017 年市场占有率	2016 年市场占有率
传音控股	48.71%	45.12%	33.73%
三星	10.27%	12.85%	16.29%
HMD	6.78%	3.96%	0.00%
华为	4.05%	2.69%	4.02%
TCL	3.75%	4.22%	4.24%
Condor Electronics	2.42%	2.61%	2.11%
Mobicel	2.25%	1.70%	1.73%
X-Tigi	1.65%	1.23%	2.00%
Starlight	0.93%	0.00%	0.00%
Stylo	0.89%	0.46%	0.02%

资料来源：IDC，中信证券研究部

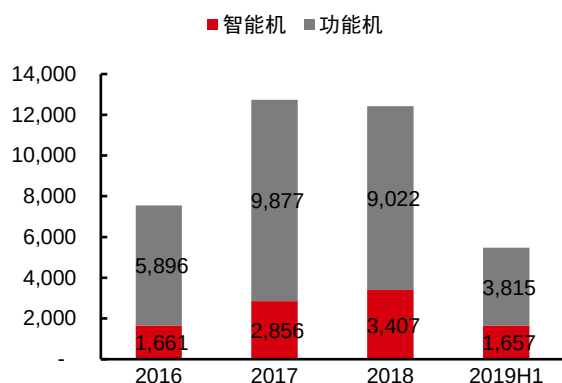
表 17：印度市场手机出货量市占率

厂商	2018 年市场占有率	2017 年市场占有率	2016 年市场占有率
Lyf	20.25%	5.13%	3.12%
三星	17.29%	22.28%	23.89%
小米	12.71%	9.00%	2.90%
传音控股	6.72%	9.03%	3.40%
HMD	5.46%	4.07%	0.00%
Lava	5.11%	5.28%	8.85%
vivo	4.40%	4.06%	1.95%
Micromax	3.43%	6.78%	9.92%
OPPO	3.15%	3.22%	2.35%
Karboonn	1.86%	3.47%	5.19%

资料来源：IDC，中信证券研究部

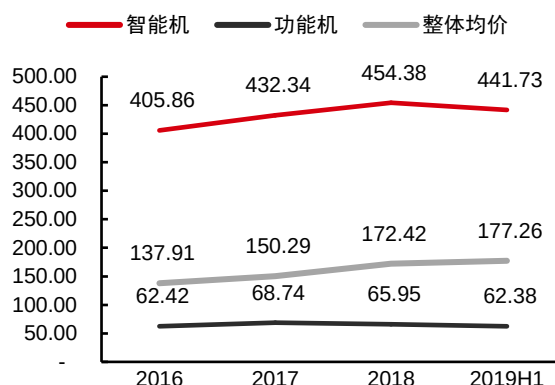
公司 2018 年手机销量 1.24 亿部，智能机：功能机销量占比约 3:7，收入占比约 7:3，整体均价 172 元人民币。2016-2018 年公司手机销量分别为 0.76/1.27/1.24 亿部，其中智能机销量占比持续提升，2019H1 智能机销量占比 30.3%。目前平均单价较低，2018 年平均为 172 元，其中功能机、智能机平均单价分别为 66 元、454 元。

图 32：公司手机销量（单位：百万部）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 33：公司手机均价（单位：人民币元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

品牌策略：推出三大品牌，差异化覆盖主流人群。公司目前在手机主业领域主要有 TECNO、itel、Infinix 三大品牌，销量占比约 4:5:1，收入占比约 5:3:2。1) TECNO 包含功能机和智能机，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体，覆盖 60 多个新兴市场；2018 年智能机销量、销售额占比分别为 32.4%、75.6%。2) itel 包含功能机和智能机，定位于新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户，销售网络已覆盖全球将近 50 多个新兴市场；2018 年智能机销量、销售额占比分别为 17.3%、51.8%。3) Infinix 100%为智能机，定位于追求时尚科技的面向年轻消费者打造的高端互联网手机品牌，目前已在全球 30 多个国家销售。从平均单价看，排序依次为 Infinix、TECNO、itel，2018 年智能机销售均价分别为 628、497、308 元/部。2018 年 TECNO、itel 功能机销售均价分别为 77、60 元/部。从时间维度看，公司各品牌终端 ASP 整体处于上升趋势。

图 34：公司三大手机品牌



资料来源：手机图片引自公司招股说明书，中信证券研究部绘制

表 18：公司分品牌销售情况

		销售额（万元）	占比	销量（万部）	均价（元）	
2019H1	智能机	TECNO	373,303.57	51.01%	766.75	486.86
		itel	168,971.96	23.09%	562.50	300.4
		Infinix	189,620.44	25.91%	327.63	578.76
		合计	731,895.97	100.00%	1,656.88	441.73
	功能机	TECNO	100,442.29	42.21%	1,294.27	77.61
		itel	137,519.69	57.79%	2,520.26	54.57
		合计	237,961.99	100.00%	3,814.54	62.38
2018	智能机	TECNO	741,399.26	47.90%	1,490.55	497.40
		itel	382,361.56	24.70%	1,240.51	308.23
		Infinix	424,116.74	27.40%	675.50	627.86
		合计	1,547,877.56	100.00%	3,406.56	454.38
	功能机	TECNO	239,895.98	40.32%	3,109.63	77.15
		itel	355,117.96	59.68%	5,912.18	60.07
		合计	595,013.94	100.00%	9,021.81	65.95
2017	智能机	TECNO	546,229.10	44.24%	1,155.62	472.67
		itel	347,622.64	28.16%	1,153.15	301.46
		Infinix	340,720.47	27.60%	546.82	623.09
		合计	1,234,572.20	100.00%	2,855.59	432.34
	功能机	TECNO	235,333.94	34.66%	3,171.50	74.20
		itel	443,601.58	65.34%	6,705.08	66.16
		合计	678,935.52	100.00%	9,876.59	68.74
2016	智能机	TECNO	327,259.33	48.55%	768.35	425.93
		itel	130,278.86	19.33%	536.17	242.98
		Infinix	216,595.13	32.13%	356.48	607.59
		合计	674,133.31	100.00%	1,661.00	405.86
	功能机	TECNO	101,164.79	27.49%	1,501.60	67.37
		itel	266,864.90	72.51%	4,394.45	60.73
		合计	368,029.69	100.00%	5,896.05	62.42

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

采购：以产订购，国内供应商为主，供应链管控保障低成本。公司原材料的采购主要采用以产定购的模式，根据市场预测或客户订单，计算物料总需求量并保证预留一定的安全库存，然后向供应商发出采购订单。公司采购的产品中，屏幕、存储器、芯片（包括基带芯片、射频功放芯片及外围芯片）、电池、摄像头占据采购总金额的 65-70%，其中屏幕、电池、摄像头等基本均采购自国内厂商，基带芯片、存储器等部分采购自境外厂商。

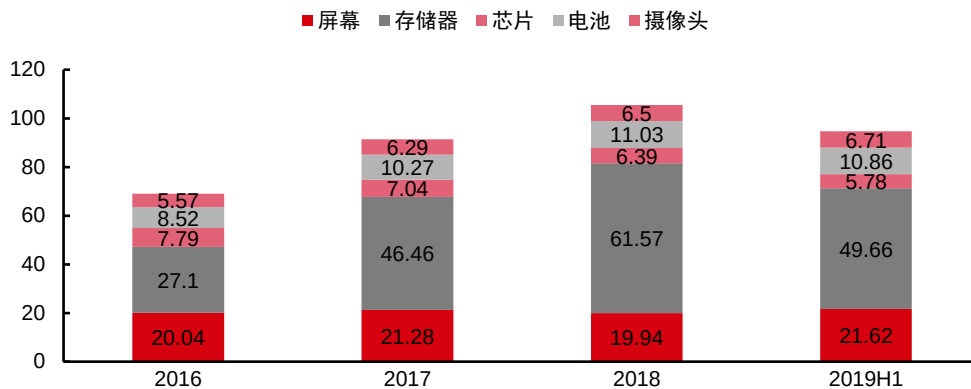
表 19：公司主要原材料供应商

主要原材料	主要供应商
屏幕	华显光电、合力泰、帝晶光电、中显智能
存储器	金士顿、拓达电子
芯片	MTK、展锐、展讯
电池	风华新能源、天贸电池

主要原材料	主要供应商
摄像头	盛泰光学、三赢兴电子、欧菲光

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

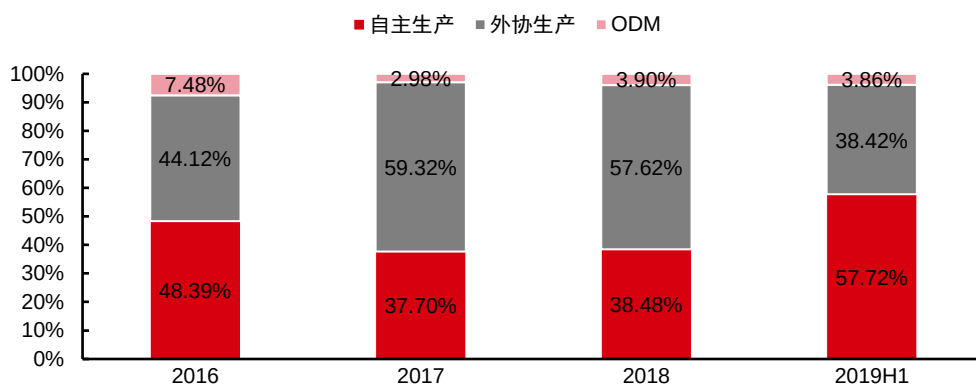
图 35：公司主要原材料采购单价（人民币元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

生产：以销定产，自有工厂生产比例增加。公司自有工厂包括深圳泰衡诺、重庆传音科技、惠州埃富拓，以及位于埃塞俄比亚的 Transsion Manufacturing PLC、位于印度的 Transsion India Private Limited 和位于孟加拉的 Caricare Technology BD Limited。此外，公司也采用外协、ODM 厂商协同完成生产任务。伴随公司自有产能扩张，自主生产占比提升，2019H1 自主生产：外协生产约 6:4。公司外协加工所形成的成本占营业成本的比重在 5% 以下，且有下降趋势。

图 36：公司生产模式占比



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 20：公司自有厂房产能（产能单位：万台）

工厂名称	所在地	产品类型	2018 年产能	2019 年 1-6 月产能
泰衡诺	深圳	智能机	658.78	556.19
重庆传音	重庆	智能机、功能机	3,117.16	1,915.36
埃富拓	惠州	功能机	567.84	-
TRANSSION MANUFACTURING PLC	埃塞	智能机、功能机	384.52	187.62
TRANSSION INDIA PRIVATE LIMITED	印度	智能机、功能机	371.00	294.09
CARLCARE TECHNOLOGY BD LIMITED	孟加拉	智能机、功能机	30.70	110.89
合计			5,130.00	3,064.15

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

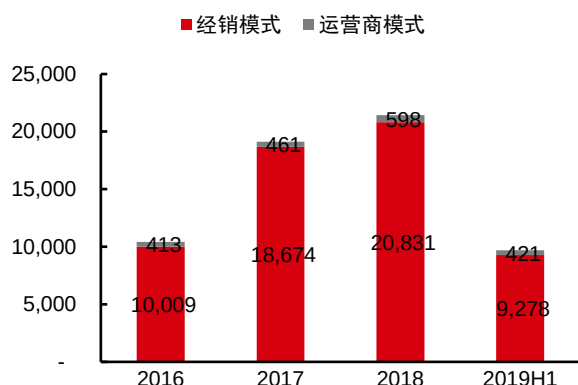
表 21：公司主要外协及 ODM 生产厂商

主要外协厂商	主要 ODM 厂商
深圳市世鼎通信科技有限公司	东莞华贝电子科技有限公司
惠州海弘科技有限公司	锐嘉科集团有限公司
广州盛科电子有限公司	WingtechGroup(HongKong) Limited
深圳联宇华电子有限公司	华勤通讯香港有限公司
东莞市凯歌电子科技有限公司	宁波麦博韦尔移动电话有限公司
深圳市溢旭电子有限公司	辉烨国际（香港）有限公司
东莞市华泰泰电子科技有限公司	成都智慧海派科技有限公司
	Hing Lung Technology(HK) Company
	英迈技术有限公司

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

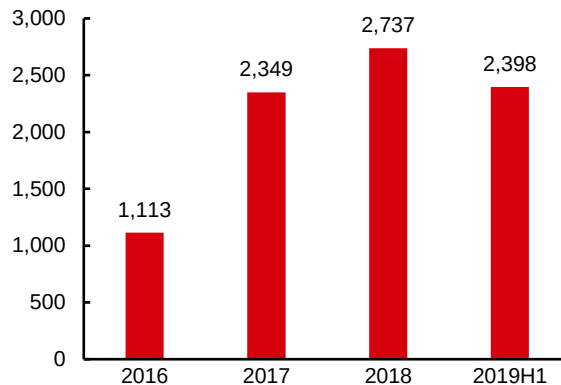
销售：以经销商销售为主，以少量运营商销售为辅，先预收再发货。非洲市场运营商市场较为分散，手机分销主要采用经销商模式。2017~2018 年公司经销模式收入占比分别为 97.6%/97.2%。公司持续拓展经销商数量，2016~2018 年分别为 1113 家、2349 家、2737 家。对于经销商模式，公司主要采取预收款方式进行货款结算，订货周期通常为一到两周，卖断式销售，不存在质量或外包装问题的情况下经销商无权要求退货；对于运营商销售模式，公司采取预收款或赊销两种方式进行货款结算。

图 37：公司分销模式收入（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 38：公司经销商数量（单位：个）

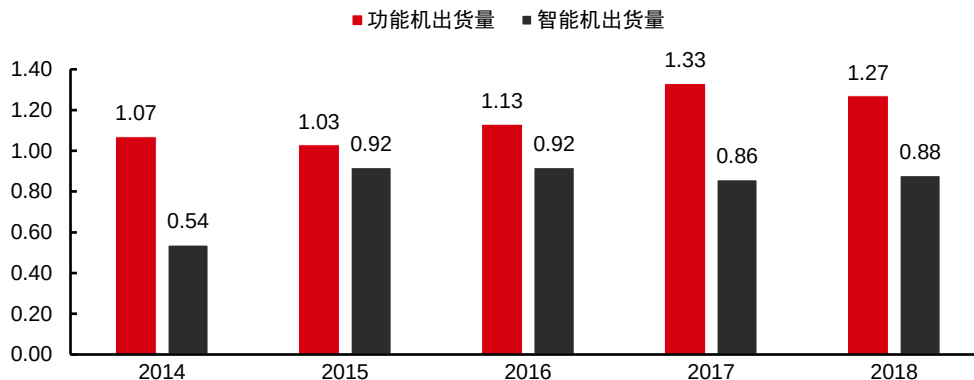


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

非洲市场：本地化、广渠道构筑壁垒，渗透率提升、智能机升级贡献动能

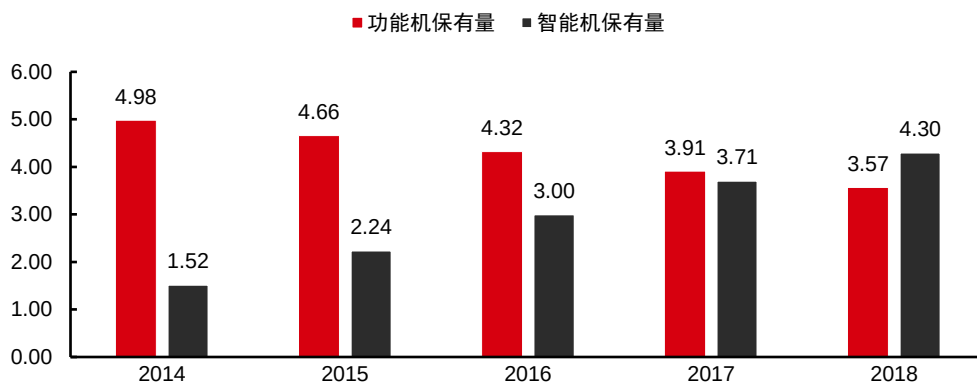
非洲市场特点：手机渗透率低，功能机占比较高。2014 到 2018 年，非洲市场功能手机出货量由 1.07 亿部增长为 1.27 亿部，保有量由 4.98 亿部下降为 3.57 亿部，人均保有量由 0.43 部下降为 0.28 部。智能手机出货量由 0.54 亿部增长为 0.88 亿部，保有量由 1.52 亿部增长为 4.30 亿部，人均保有量由 0.13 亿部增长为 0.33 部。据 GSMA 统计，非洲市场的手机普及率由 44% 上升为 52%。

图 39：非洲市场功能机及智能机出货量（亿部）



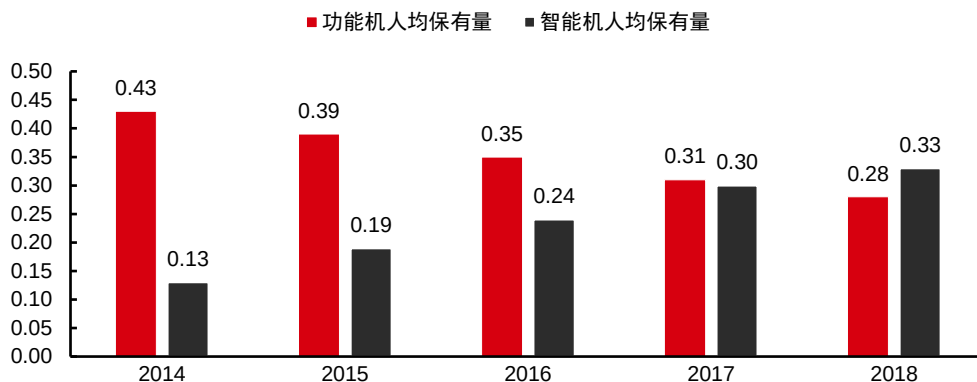
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 40：非洲市场功能机及智能机保有量（亿部）



资料来源：IDC，中信证券研究部

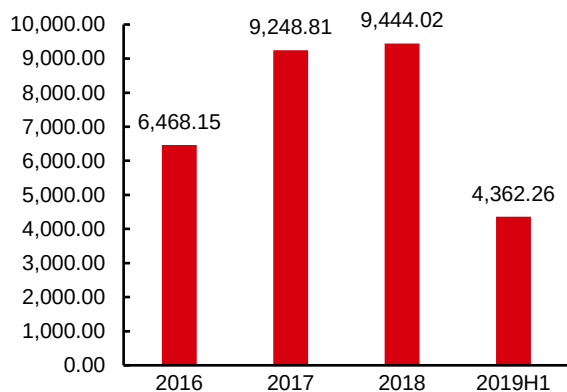
图 41：非洲市场功能机及智能机人均保有量（亿部）



资料来源：IDC，中信证券研究部

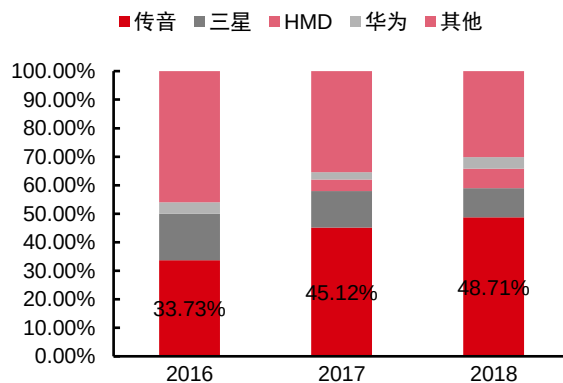
传音手机占据非洲一半市场。据 IDC 数据，2018 年传音手机在非洲市场份额 48.7%，2019 前三季度已超 50%。按销量拆分来看，2018 年传音手机在非洲市场总销量 9444 万部，其中功能机 6790 万部，智能机 2653 万部。

图 42：公司在非洲市场手机销量（万部）



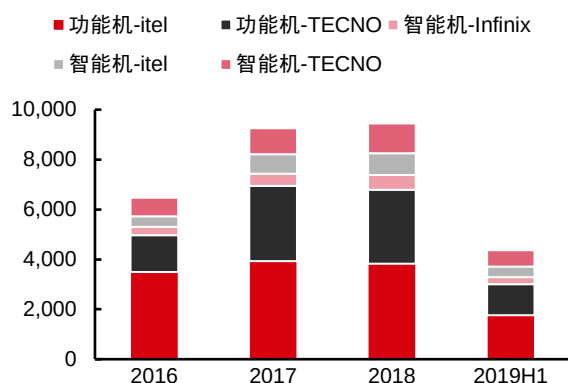
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 43：非洲手机市场份额（万元）



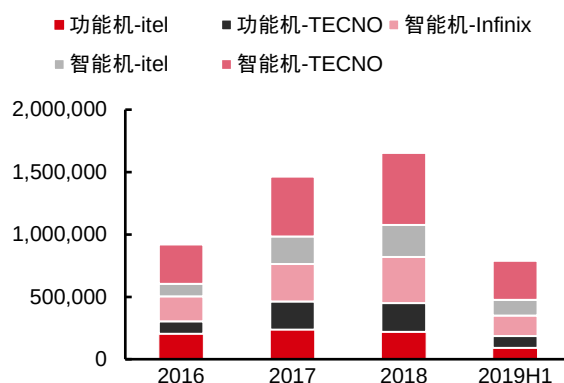
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 44：公司在非洲市场手机销量拆分（万部）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

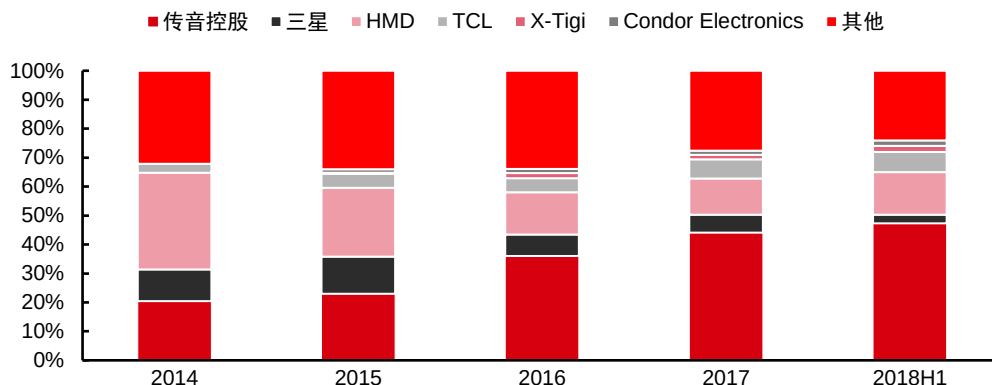
图 45：公司在非洲市场手机销售额拆分（万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

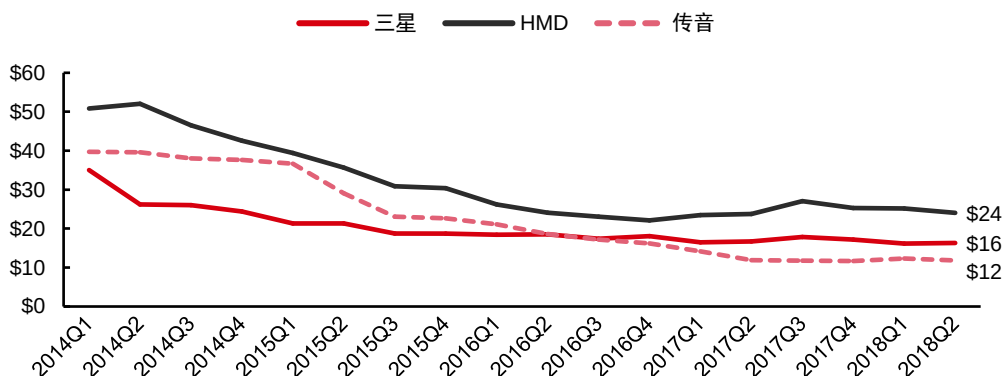
功能机：传音在非洲销量份额超 50%，价格显著低于竞争对手，抢占 HMD 市场份额。
2018 年，传音功能机在非洲销量 6790 万部，市场份额 53.5%。据 IDC 统计，中东&非洲市场功能机主要竞品包括三星、HMD 等，截至 2018Q2，三星均价 16 美元、HMD 均价 24 美元，均高于传音均价 12 美元。

图 46：中东&非洲市场功能机出货份额



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 47：中东&非洲市场功能机均价（美元）



资料来源：IDC，中信证券研究部

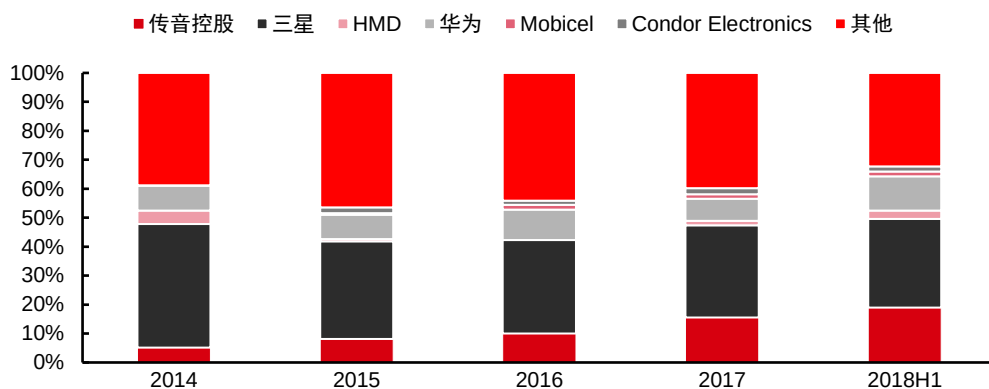
智能机：传音在非洲销量份额约 30%，性价比优势突出，抢占三星市场份额。2018 年，传音智能机在非洲销量 2653 万部，市场份额 34.3%。据 IDC 统计，中东&非洲市场智能机主要竞品包括三星、华为等，三星主要销售 J 系列（现已被并入 A 系列）、A 系列智能机，华为主要销售 Y 系列智能机。截至 2018Q2，三星均价 277 美元、华为均价 203 美元，均高于传音均价 89 美元。

表 22：公司代表性智能机产品

品牌	型号	SIM 卡数	尺寸	电池容量	相机像素	价格
TECNO	WX3	2	5.0 英寸	2500mAh	5M	约 55 美元
TECNO	WX4	2	5.0 英寸	2800mAh	8M	约 70 美元
TECNO	Spark 2	2	6.0 英寸	3500mAh	13M	约 110 美元
TECNO	Camon 11	2	6.2 英寸	3750mAh	13M	约 180 美元
TECNO	Phantom 8	2	5.7 英寸	3500mAh	20M	约 200 美元
itel	P12	2	5.0 英寸	5000mAh	5M	约 80 美元
itel	S13	2	5.5 英寸	2400mAh	双 5M	约 90 美元
itel	S32	2	5.5 英寸	3000mAh	8M	约 120 美元
Infinix	Smart 2	2	5.5 英寸	3050mAh	13M	约 90 美元
Infinix	Note 5	2	5.99 英寸	4500mAh	12M	约 180 美元
Infinix	Zero 5 Pro	2	5.98 英寸	4350mAh	12M	约 200 美元

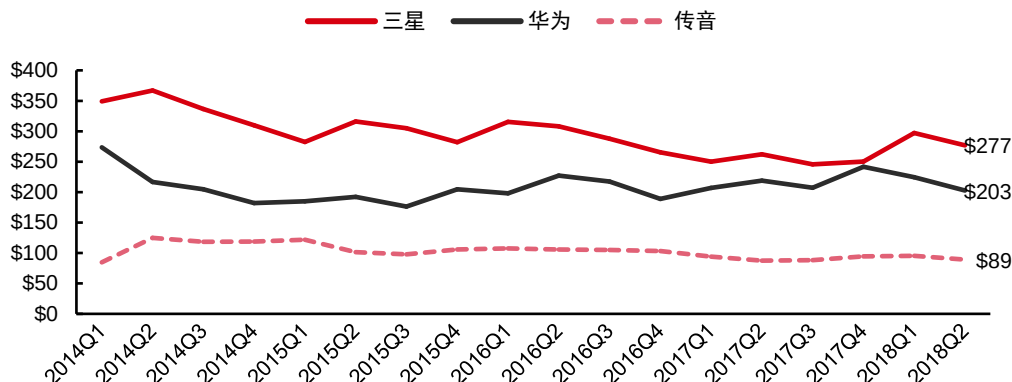
资料来源：BestMobs，中信证券研究部

图 48：中东&非洲市场智能机出货份额



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 49：中东&非洲市场智能机均价（美元）



资料来源：IDC，中信证券研究部

传音在非洲的壁垒 1：品牌知名度高，三大品牌均入选最受非洲消费者喜爱品牌百强。公司在非洲当地持续加大品牌宣传及产品销售和推广活动力度，包括开展在线、电视及其他线下广告活动和邀请知名人士代言等进行品牌宣传。公司旗下三大手机品牌 TECNO（中产）、itel（经济）、Infinix（互联网）适配不同客群，分别入选最受非洲消费者喜爱品牌百强的第 5/17/26 位。

图 50：传音三大品牌入选杂志排行版



资料来源：公司官网

传音在非洲的壁垒 2：产品定制化，针对拍照、上网、充电等进行本地化优化，直击用户痛点。公司应用成熟技术提升研发效率，在上海、深圳建立研发中心，研发人员约 1,500 人，2016~18 年研发投入占收比分别为 3.3%/3.0%/3.1%，三年累计投入 17 亿元。截至招股说明书签署日，公司及其子公司已取得国家知识产权局授予在中国境内拥有的专利共计 630 项，其中：发明专利 97 项，实用新型专利 385 项，外观设计专利 148 项。针对非洲用户，公司特别开发了照相适配、视频压缩、高压快充、云端数据等技术。公司自主研发相机模组设计开发技术，定制 DSP 器件与自研去雾算法相融合，在前摄镜头圆台尺寸做到与可比公司一致的基础上，降低成本、价格，同时提升深肤色用户夜间拍照的效果。

图 51：公司研究开发体系

上海和深圳建立了自主研发中心，与尼日利亚、肯尼亚等地的研发团队紧密合作

与海内外多家手机设计制造服务商建立了稳定的合作关系

凝聚全球顶级手机厂商的软、硬件技术骨干，积累项目管理经验

独立自主的开发主体，层次分明、科学规范的创新体系、持续的研发投入

资料来源：公司官方网站

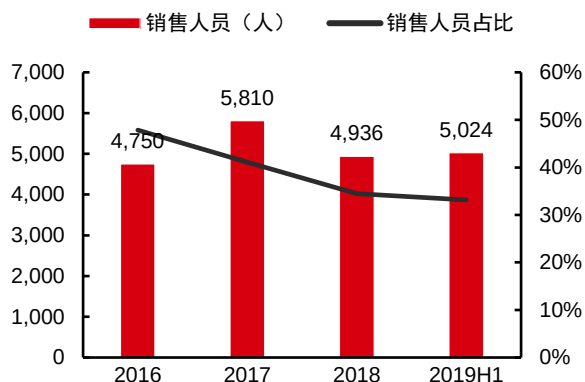
表 23：公司关键核心技术

应用领域	核心技术名称	类别
拍照	深肤色人像夜间拍照	软件算法
	深肤色智能美颜	软件算法
	深肤色人脸识别	软件算法
	拍照场景智能识别	软件算法
	基于本地化的硬件深度定制（1/3 大光圈镜头等）	硬件设计
	拍照补光技术（闪光灯及光罩设计等）	软件算法、硬件设计
充电	手机电池模组材料开发技术（适用于高温高湿环境）	硬件设计
	大电流快充技术（适用于电力不足、电力不稳）	软件算法、硬件设计
存储	动态资源分配技术（适用于内存不足、存储空间小）	软件算法
	精准资源分配技术（适用于 CPU、内存等配置较低）	软件算法
上网	应用分发技术（针对非洲网络带宽和稳定性进行优化）	软件算法

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

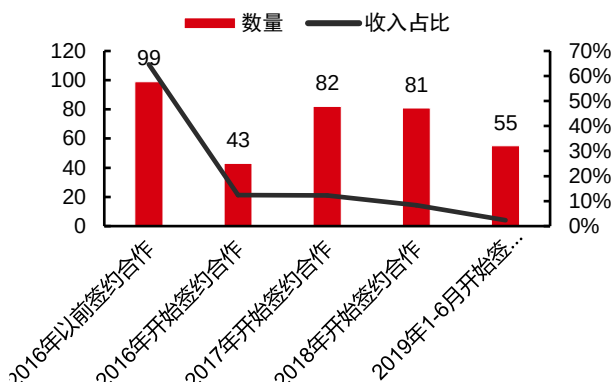
传音在非洲的壁垒 3：渠道、售后本地化，覆盖范围广，，增强用户粘性。2016 年至今，公司销售人员始终保持在 5000 人上下，在总员工人数的占比在 30%以上，主要因为公司协助经销商不断下沉销售渠道，将销售网络由当地一二线的发达区域逐渐向三四线区域下沉。公司根据销售目标和渠道拓展目标，策划和实施营销推广工作，费用由公司承担。经销商也可在区域内自行对产品进行广告或促销活动，与此相关的费用由经销商承担。截至 2019 年 6 月，公司在非洲的经销商 360 个，主要为 2016 年以前开始签约的长期合作客户，该部分经销商对应收入占非洲地区收入比例达 64.65%。此外，公司旗下经营售后服务品牌 Caricare，在全球范围内设有超过 30 家售后服务公司，建有超过 2000 个售后服务网点（含第三方合作网点）。

图 52：公司销售人员数量



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 53：公司在非洲的经销商合作年限分布（家）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 24：公司渠道布局

项目	具体布局
物流网络	- 在迪拜、埃塞俄比亚、印度、孟加拉等海外国家设立物流仓 - 形成销售市场联动、中央物流与区域物流优势互补的配送体系
网上订货	- 提供线上订货平台，经销商网上订货 - 新产品线上展示及订货信息管理
零售渠道	- 对各级经销门店信息化升级和改造 - 对门店销售进行指导，组织线下粉丝活动
售后服务	- 拥有专业的售后服务品牌 Caricare - 已在全球建有超过 2,000 个服务网点（含第三方合作网点）

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 54：公司售后服务业务



资料来源：公司官方网站

传音在非洲的壁垒 4：运营团队本地化。截至 2018 年，公司全体员工 1.43 万人，其中境外 7370 人。管理（含采购及质量）团队中境外人员 560 人，占比 20.8%；销售（含售后）团队中境外人员 4492 人，占比 91.0%；生产团队中境外人员 2299 人，占比 44.5%。公司在运营的各个环节均已实现本地化渗透。

表 25：公司各类人员境内外占比

类别/国家	薪酬费用(万元)			人员数量(人)			平均薪酬(万元)		
	境内	境外	小计	境内	境外	小计	境内	境外	小计
管理（含采购及质量）	50,394.13	3,140.04	53,534.17	2,138	560	2,698	23.57	5.61	19.84
销售（含售后）	23,849.18	33831.48	57,680.66	444	4,492	4,936	53.71	7.53	11.69
研发	43,859.35	251.79	44,111.14	1,498	19	1,517	29.28	13.25	29.08
生产	18,906.59	3,124.79	22,031.38	2,867	2,299	5,166	6.59	1.36	4.26
合计	137,009.2	40348.1	177,357.35	6,947	7,370	14,317	19.43	5.75	12.39

资料来源：《深圳传音控股股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函》之回复报告，中信证券研究部

传音在非洲的增长动能：手机渗透率提升、智能机普及。非洲手机市场与全球对比有明显特点：（1）移动用户渗透率低，人口红利还在延续；（2）智能机占比较低，智能终端和移动互联具有广阔空间；（3）人均 GDP 和消费能力低于全球水平，2018H1 终端平均售

价 120 美元，仅为亚太地区（除日本）的一半。未来公司在非洲等新兴市场主要增长来自移动渗透率提升和智能手机普及两方面。一方面，非洲等新兴市场人口增速和年龄结构在全球最具活力，人口红利仍在持续释放。根据 GSMA 统计及预测：2017 年非洲市场的手机渗透率为 34%，预计年复合增长率可达到 8.85%，到 2025 年手机渗透率有望达到 67%。公司凭借高于其他手机厂商的市场占有率，面对增量市场具备先发优势，对公司功能机销售有望带来正面帮助。另一方面，存量市场具有升级改善需求，智能机占比有望持续提升，3G/4G 用户渗透率有望持续提升，推动终端换机需求。目前公司智能机业务在经济发展较快的东西岸国家已经打开市场，通过终端和渠道适配不同消费能力的智能机升级需求。我们判断在未来 3 年内，非洲市场终端仍以高性价比为主，公司在非洲市场有望仍旧保持增长态势，我们预测：公司 2019~2021 年在非洲市场手机终端销售分别 100.06 百万/96.17 百万/96.19 百万部，手机终端销售额分别为 17,356 百万/18,266 百万/19,602 百万元。

表 26：公司非洲市场终端销售预测

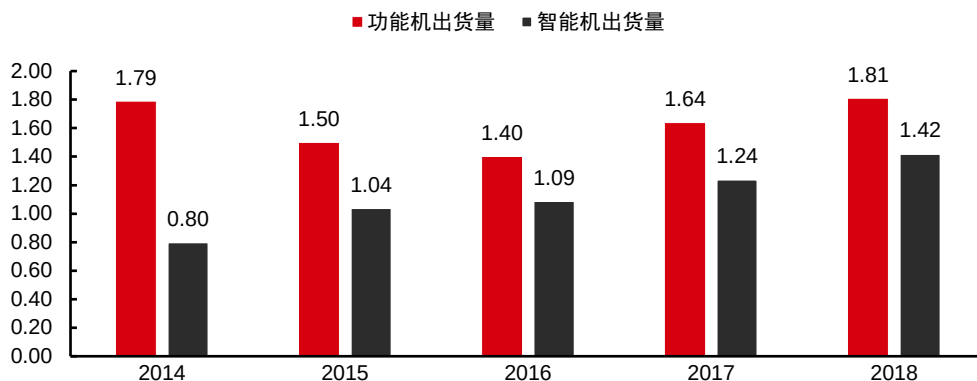
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非洲手机出货量（百万台）	205.00	219.00	215.00	223.11	227.60	232.31
功能机	113.00	133.00	127.00	133.35	133.35	133.35
智能机	92.00	86.00	88.00	89.76	94.25	98.96
传音非洲份额	31.6%	42.2%	43.9%	48.32%	50.01%	50.62%
功能机	43.9%	52.2%	53.5%	58.50%	58.50%	58.50%
智能机	16.3%	26.8%	30.2%	33.20%	38.00%	40.00%
传音非洲销量（百万台）	64.68	92.49	94.44	107.81	113.82	117.59
功能机	49.66	69.44	67.91	78.01	78.01	78.01
智能机	15.02	23.04	26.53	29.80	35.81	39.58
传音非洲销售额（百万元）	9,197.28	14,736.53	16,535.10	18,582.78	21,590.44	23,888.06
功能机	3,099.60	4,773.71	4,478.63	5,042.07	4,991.64	4,991.64
智能机	6,097.68	9,962.82	12,056.47	13,540.72	16,598.80	18,896.42

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部测算

印度市场：国内厂商竞争激烈，深耕低线寻求突破

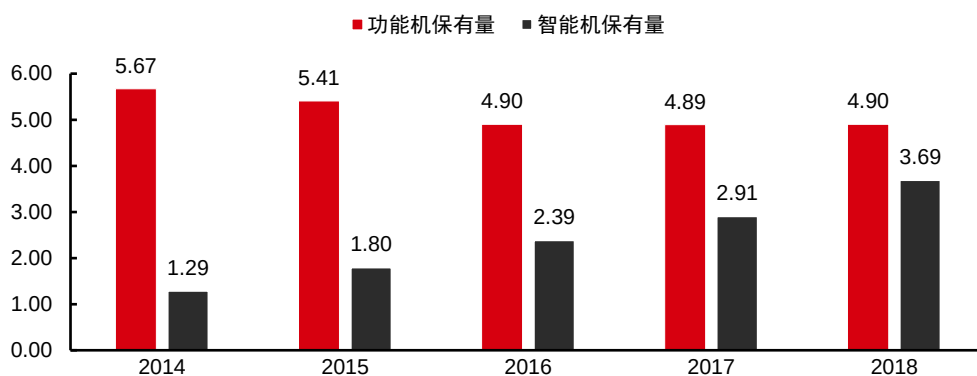
印度市场特点：手机渗透率低，功能机占比较高。2014 到 2018 年，印度市场功能手机出货量由 1.79 亿部增长为 1.81 亿部，保有量由 5.67 亿部下降为 4.90 亿部，人均保有量由 0.44 部下降为 0.36 部。智能手机出货量由 0.80 亿部增长为 1.42 亿部，保有量由 1.29 亿部增长为 3.69 亿部，人均保有量由 0.10 部增长为 0.27 部。据 eMarketer 统计，印度市场的手机普及率由 45% 上升至 57%。

图 55：印度市场功能机及智能机出货量（亿部）



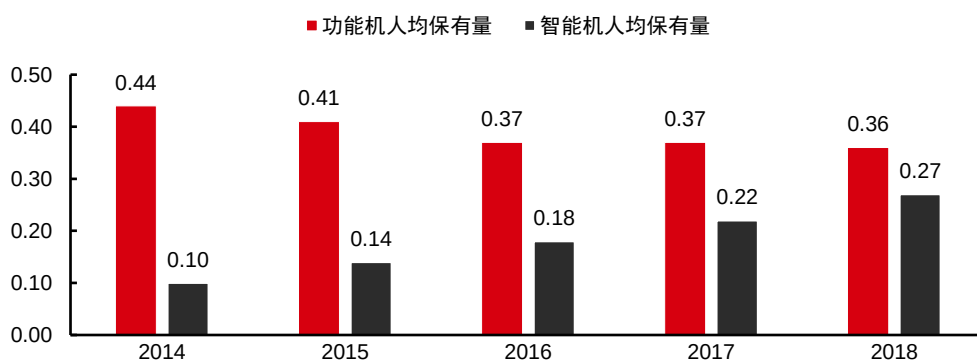
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 56：印度市场功能机及智能机保有量（亿部）



资料来源：IDC，中信证券研究部

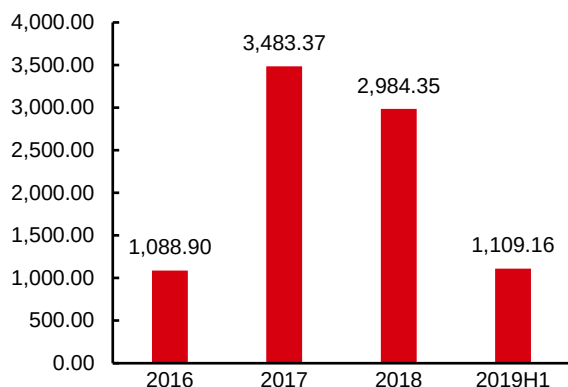
图 57：印度市场功能机及智能机人均保有量（亿部）



资料来源：IDC，中信证券研究部

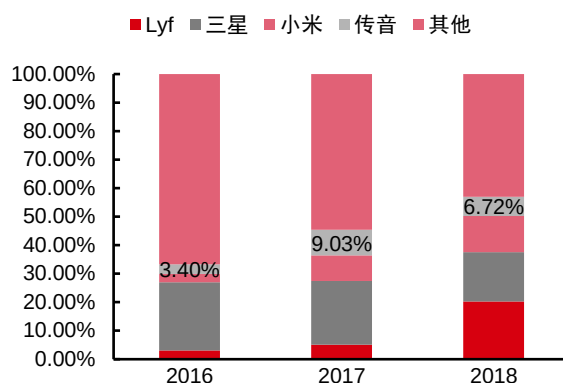
传音手机在印度市场份额 6.7%。据 IDC 数据,2018 年传音手机在印度市场份额 6.72%。按销量拆分来看,2018 年传音手机在印度及其他市场总销量 2984 万部,其中功能机 2231 万部,智能机 753 万部。

图 58：公司在印度及其他市场手机销量（万部）



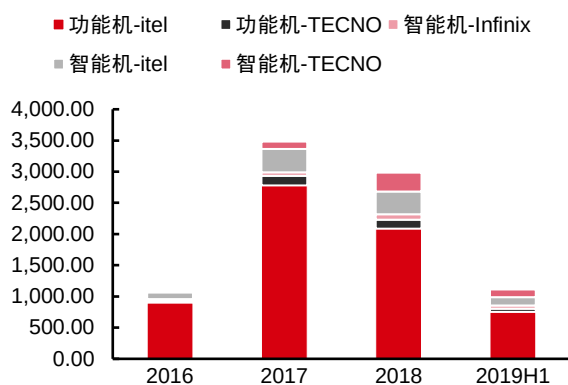
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 59：印度手机市场份额



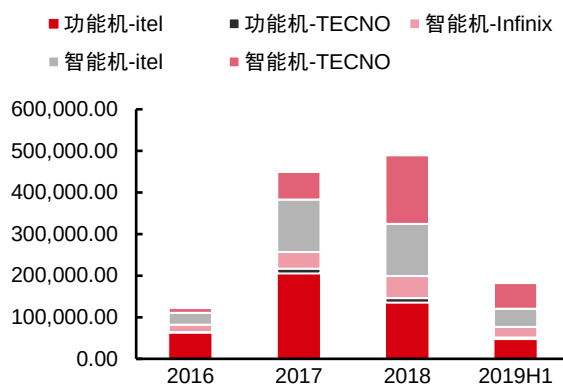
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 60：公司在印度及其他市场手机销量拆分（万部）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

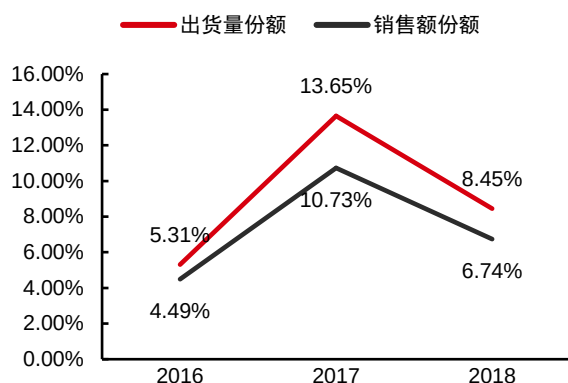
图 61：公司在印度及其他市场手机销售额拆分（万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

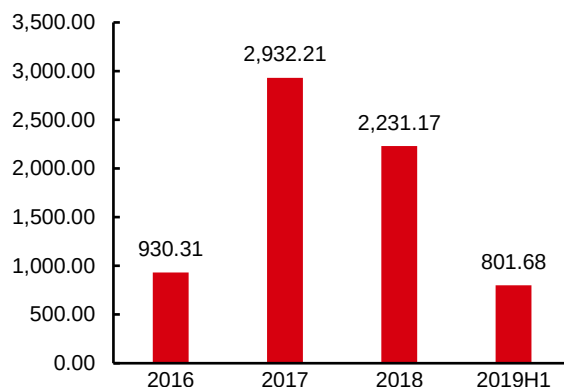
功能机：2018 年受印度本土品牌 Lyf 免费送机冲击销量下滑，2019Q3 开始回暖。公司 2016 年开始规模拓展印度市场，2017 年终端销售超过 2000 万部，占据终端出货份额 9.0%排名第二；2018 年公司在印度市场出货份额下降到 6.7%，排名第四。2018 年公司市占率下降，主要原因是印度本地运营商 Reliance Jio 推出自有手机品牌，免费送机并捆绑流量服务，其 Lyf 品牌手机市占率从 2017 年的 5.13%提升到 2018 年的 20.25%。由于 Lyf 的终端档位和客户群体与传音控股的功能机客户高度重合，在 Jio 的竞争冲击下，2018 年公司功能机出货量显著下降，带动整体出货份额下滑。2019Q3 开始，Lyf 品牌终端送机活动停止，公司市场份额显著回升。

图 62：公司在印度市场功能机份额



资料来源：IDC，中信证券研究部

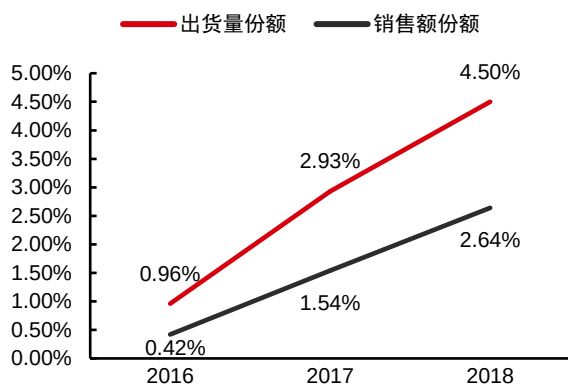
图 63：公司在印度及其他市场功能机销量（万部）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

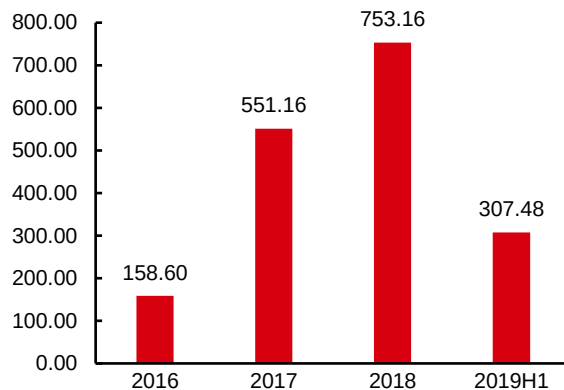
智能机：基数较低，主打中低价大众市场，市场份额有望提升。2016~2018 年，公司在印度及其他市场（主要是印度）智能机出货量分别为 1.59/5.51/7.53 百万部，对应销售额分别为 576 百万/2,325 百万/3,435 百万元。根据 IDC 统计数据：公司 2018 年在印度智能机出货量、销售份额分别为 4.50%（同比+1.57 ppts）、2.64%（同比+1.10 ppts），智能机业务仍有正向增长。印度智能机市场竞争激烈，三星、小米/红米、OPPO、VIVO 等主流手机厂商均积极布局，提升了本地品牌宣传和渠道拓展成本，并一定程度上压缩了手机终端行业的毛利率空间。与竞争对手相比，公司智能手机主打经济适用档位，2018 年平均销售单价 456 元，而 HOVM 主推产品单价在 1000 元及以上，公司结合自身产品特点避开了竞争最激烈的档位。根据 IDC 统计数据：2018 年印度市场 100 美元以下智能机销量近 4000 万部、占比约 30%，该细分领域后续虽有下降压力，但仍旧具有经营价值。

图 64：公司在印度市场智能机份额



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 65：公司在印度及其他市场智能机销量（万部）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 27：印度市场销售的主要品牌及终端举例

品牌	型号	处理器	内存	屏幕尺寸	屏幕分辨率	摄像头数量	主摄像头	售价
小米	POCO F1	骁龙 845	6GB / 8GB	6.18 英寸	2248x1080	前摄+2 后摄	2500 万	20999
	Redmi K20 Pro	骁龙 855	6GB / 8GB	6.39 英寸	2340x 1080	前摄+3 后摄	4800 万	30000
VIVO	Y95	骁龙 439	4GB	6.22 英寸	1520 x 720	前摄+2 后摄	1300 万	16990
	Z1 Pro	骁龙 712	4/6GB	6.53 英寸	2340x1080	前摄+3 后摄	1700 万	17990

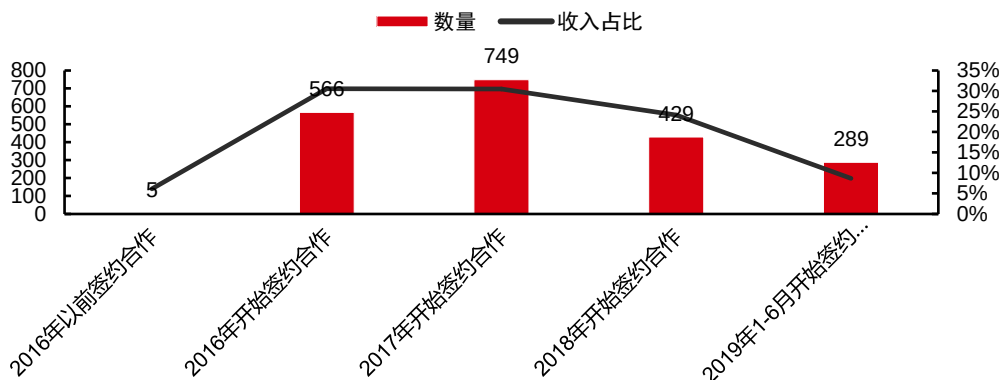
品牌	型号	处理器	内存	屏幕尺寸	屏幕分辨率	摄像头数量	主摄像头像素	售价
OPPO	Realme 3i	Helio P60	4GB	6.2 英寸	1520x720	前摄+2 后摄	1300 万	9999
	Realme X	骁龙 710	8GB	6.53 英寸	2340x1080	前摄+2 后摄	4800 万	19999
LYF	FLAME 8	骁龙 210	1 GB	4.5 英寸	480 x 854	前摄+1 后摄	800 万	4199
	EARTH 2	骁龙 615	3GB	5 英寸	1920 x 1080	前摄+1 后摄	1300 万	19999
华为	Y9 Prime	麒麟 710	4G	6.59 英寸	2340 x 1080	前摄+3 后摄	1600 万	17000
Spice (传音)	XLife 511 Pro	MTK	1G	5 英寸	800X400	前摄+1 后摄	800 万	5799
	V801	MTK MT6737	3GB	5 英寸	1080X720	前摄+1 后摄	800 万	9490

资料来源：亚马逊，中信证券研究部

备注：Spice 为传音在印度主推终端品牌；售价单位为卢比，1 卢比约 0.1 元人民币

印度增长动能：主打下沉市场，深耕渠道有望推动市占率提升。印度由于 2017~2018 年 4G 通信网络超常规建设，移动互联网产业快速发展，根据 eMarketer 统计：印度市场的手机普及率从 2014 年的 45% 提升到 2018 年的 57%，仍处于持续提升阶段。公司在印度市场，可以复用公司多年积累的研发、产品和供应链优势。此外，公司侧重于积极拓展本地销售渠道，2016~2018 年公司在印度经销商数量快速增长，截至 2019 年 6 月，公司在印度共有 2038 家合作经销商，深耕低线城市市场。2017~2018 年，公司在印度市场的主要子公司录得亏损，我们判断未来一两年公司在智能机销售方面有望逐渐突破，印度市场盈利能力有望逐渐回升。综合功能机及智能机，根据我们的预测：公司 2019~2021 年在印度及其他市场手机终端销售分别为 32.38 百万/40.52 百万/55.62 百万部，手机终端销售额分别为 5779 百万/8348 百万/11072 百万元，经过 2018~2019 产品调整后收入有望恢复增长。

图 66：公司在印度的经销商合作年限分布



资料来源：IDC，中信证券研究部

表 28：公司印度及其他市场（除非洲）终端销售预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
印度手机出货量（百万台）	249.0	288.0	323.0	323.0	330.1	342.0
功能机	140.0	164.0	181.0	181.00	181.00	181.00
智能机	109.0	124.0	142.0	142.00	149.10	161.03
传音印度份额	3.4%	9.0%	6.7%	5.30%	6.36%	7.35%
功能机	5.3%	13.7%	8.5%	7.50%	8.30%	9.00%
智能机	1.0%	2.9%	4.5%	2.50%	4.00%	5.50%
传音印度销量（百万台）	8.48	26.02	21.68	17.13	20.99	25.15
功能机	7.43	22.39	15.29	13.58	15.02	16.29

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能机	1.05	3.63	6.39	3.55	5.96	8.86
传音其他市场销量（百万台）	2.41	8.81	8.16	13.19	18.02	24.03
功能机	1.87	6.94	7.02	8.28	10.02	12.02
智能机	0.54	1.88	1.14	4.91	8.00	12.00
传音印度销售额（百万元）	888.72	3,109.62	3,912.21	2,490.46	3,725.41	5,270.23
功能机	464.03	1,538.86	1,008.72	877.40	961.28	1,042.36
智能机	424.69	1,570.76	2,903.50	1,613.05	2,764.13	4,227.88
传音其他地区销售额（百万元）	335.63	1,288.94	981.61	2,766.07	4,350.18	6,499.85
功能机	116.67	476.79	462.80	535.18	641.09	769.31
智能机	218.96	812.14	518.81	2,230.90	3,709.09	5,730.54

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部预测

■ 其他业务：依托庞大的用户基础，互联网及配件家电可期高速增长

基于领先的手机保有量，公司打造了跨平台 OS 和 app，已在非洲当地形成良好的品牌基础和用户粘性。公司目前手机活跃用户超 2.5 亿，在操作系统、预装 app 等领域均完成了用户习惯的培养，大幅提升用户粘性，为互联网变现提供强大保证。公司在移动互联网领域的布局包括两部分：1) 基于手机 OS 的变现，包括软件分发、游戏分发、广告分发等，此部分业务依赖于传音手机硬件；2) 独立 APP，公司与网易、阅文等互联网公司合作开发非洲本地化的音乐、短视频、阅读等 APP，此部分业务不依赖于传音手机硬件，可以独立运营于任何品牌的手机终端。公司未披露互联网服务营收规模，我们估算 2018 年在 5000 万元左右，未来几年有望实现快速增长。

图 67：公司移动互联网商业化探索



资料来源：公司招股说明书

1、基于 OS 的移动互联网服务：与 Google、Facebook 等合作共赢。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、

itel OS、XOS 等。伴随公司智能手机销量提升，传音 OS 系统市占率亦持续提升。公司凭借良好的品牌及庞大的用户流量，已经与 Google、Facebook 等国际互联网公司形成了紧密的合作共赢关系，与硬件、与系统强捆绑的泛广告类业务具备快速变现潜力，具体包括定制化广告、应用预装和分发、游戏推广或联运等。公司是多个 Google Android 系统计划的重要合作伙伴，是最早一批将 Google Lens（图像识别 APP）导入产品的厂商之一，并率先开启 AR CORE 在低价手机设备上的应用，公司通过与谷歌的合作获得系列 APK 预装收入。公司与 Facebook 签订软件预置合约，在非洲用户数据、互联网应用程序等领域进行深度合作。

2、独立 APP：与互联网公司合作，打造爆款 APP。公司与网易等领先的互联网公司，在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至目前，已合作开发 5 款月活跃用户超过 1000 万的应用程序。音乐应用程序 Boomplay Music 拥有超过 6000 万激活用户，与全球音乐巨头环球、华纳、索尼达成版权合作，已成为非洲市场用户规模最大且活跃度最高的移动互联产品之一。新闻聚合类应用程序在尼日利亚、肯尼亚、加纳、埃及等国家新闻 APP 排名进入前 5，短视频类应用程序在尼日利亚、肯尼亚、埃塞俄比亚、加纳等国家分类排名进入前 3。公司音乐等 APP 采用子公司独立运营模式，着眼于抢占非洲等新兴市场的移动互联网用户，长期看具备成长为独角兽的可能。公司具备本地化应用推广、内容开发、平台运维能力，通过自研或者与互联网巨头合作，其中长期价值有望逐步兑现。

表 29：公司移动互联网业务

项目	具体布局
应用商店	•非洲活跃的第三方应用商店
Boomplay 音乐	•非洲最大的音乐媒体平台 •6000 万总用户数
Scooper 内容聚合	•新闻类应用排名前五，月新增评论 10 万+
Vskit 短视频	•非洲发展最快的短视频平台，号称“非洲抖音”

资料来源：公司官方网站，中信证券研究部

此外，公司丰富数码及家电产品，探索构建智能生态。Oraimo 是公司 2014 年创立的智能配件品牌，为全球年轻消费者打造酷炫的、独具创意的智能配件产品，已覆盖非洲及亚洲的 30 多个国家和地区。Syinix 是公司于 2015 年推出的专业家用电器品牌，致力用简洁而精致的设计，为消费者提供高质量的家电产品。Syinix 广泛的产品组合覆盖家庭生活的方方面面，其中包括智能电视、空调、冰箱、洗衣机、微波炉、电热水壶等，目前其销售网点覆盖多个非洲、中东、南亚、东南亚国家。公司智能家电属于卡位性质，当前重点在于品牌培育，根据市场需求开展渠道建设和市场销售。2016~2018 年公司其他主营业务（数码家电及移动互联网服务）收入分别为 4.2 亿/4.6 亿/7.4 亿元，在营收中比重较低，预计未来几年随着品类拓展有望实现稳健增长。

图 68：公司家电数码业务产品



资料来源：公司招股说明书

公司对于手机硬件的依赖度有望降低，收入结构有望优化。可比公司苹果公司、小米集团经过多年发展，非手机类硬件（智能可穿戴、智能家居等）、软件及服务收入已经具有一定规模，2018 年占收比分别为 20.6%、34.2%。非手机类硬件、软件及服务相比手机具有更高的毛利率，以小米集团为例：2018 年智能手机毛利率为 6.19%，IoT 毛利率为 10.65%，互联网服务毛利率为 64.38%，互联网服务毛利贡献超过了手机。传音控股非手机类业务仍处于起步阶段，基于具有成熟的 OS 平台和大量终端用户，以及广泛的线下渠道，公司此两项业务有望稳健增长。

表 30：收入结构对比

财年		2016	2017	2018
小米集团 (港币百万元)	产品	76,505	137,126	199,630
	智能手机收入	54,515	96,378	129,879
	IoT 与生活消费产品	13,880	28,051	50,008
	互联网服务	7,309	11,839	18,210
	其他产品	801	858	1,532
	IoT、互联网服务占比	27.7%	29.1%	34.2%
苹果公司 (美元百万元)	产品	215,639	229,234	265,595
	iPhone 产品	136,700	141,319	166,699
	iTunes ,软件及服务	24,348	29,980	37,190
	Mac 销售额	22,831	25,850	25,484
	iPad 产品	20,628	19,222	18,805
	其他产品	11,132	12,863	17,417
	其他产品、iTunes ,软件及服务占比	16.5%	18.7%	20.6%
传音控股 (人民币百万元)	产品	10,840	19,590	22,172
	手机	10,422	19,135	21,429
	智能机	6,741	12,346	15,479
	功能机	3,680	6,789	5,950
	其他主营业务	418	455	743
	非手机业务占比	3.9%	2.3%	3.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 风险因素

汇率波动导致大额非经常性损失的风险；

国内品牌出海导致新兴市场手机行业竞争加剧的风险；

移动互联网业务不及预期带来估值下行风险等。

■ 关键假设及盈利预测

关键假设

收入关键假设：（1）功能机受益人口红利延续，以及印度等其他新兴市场拓展，销量缓慢增长、ASP 降幅趋缓；（2）智能机受益非洲市场渗透率提升以及印度及其他新兴市场开拓，销量稳步增长、ASP 实现低个位数增长；（3）数码家电等稳健增长，移动互联网快速成长。

毛利率关键假设：2018 年至 2019 年上半年汇率变动对公司毛利率提升有积极贡献，预计 2019 年下半年起汇率基本保持稳定，公司按成本加成定价我们预计毛利率维持在 25% 左右，预计 2019~2021 年综合毛利率分别为 27.1%/25.3%/25.1%。

表 31：公司收入及毛利率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入合计（百万元）	11,636.76	20,043.63	22,645.88	25,158.33	31,182.07	37,479.34
1、手机业务	10,421.63	19,135.08	21,428.92	23,839.31	29,666.03	35,658.14
1.1 功能机	3,680.30	6,789.36	5,950.14	6,454.65	6,594.02	6,803.31
销量（百万部）	58.96	98.77	90.22	99.86	103.05	106.32
单价（元）	62.42	68.74	65.95	64.63	63.99	63.99
1.2 智能机	6,741.33	12,345.72	15,478.78	17,384.67	23,072.01	28,854.83
销量（百万部）	16.61	28.56	34.07	38.26	49.78	60.45
单价（元）	405.86	432.34	454.38	454.38	463.47	477.37
2、家电、配件			687.05	721.40	793.54	912.57
3、移动互联网			56.00	100.00	200.00	360.00
4、其他业务	796.72	453.15	473.92	497.62	522.50	548.62
综合毛利率	20.6%	21.0%	24.4%	27.1%	25.3%	25.1%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

费用关键假设：预计 2019~2021 年销售费用率分别为 11.0%/11.2%/11.6%，管理费用率分别为 4.0%/3.0%/3.0%，研发费用率分别为 3.5%/3.2%/3.16%。

表 32：公司费用预测（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	933.46	1944.95	2254.03	2,767	3,492	4,348
销售费用率	8.02%	9.70%	9.95%	11.00%	11.20%	11.60%
管理费用	950.79	649.09	808.13	1,006	935	1,124

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
管理费用率	8.17%	3.24%	3.57%	4.00%	3.00%	3.00%
研发费用	385.38	598.35	711.79	881	998	1,184
研发费用率	3.31%	2.99%	3.14%	3.50%	3.20%	3.16%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部预测

盈利预测

我们预测公司 2019/20/21 年扣非归母净利润分别为 15.0/18.0/20.1 亿元。给予公司 2020 年 23 倍 PE，对应目标价 51.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 33：公司盈利预测简表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,044	22,646	25,158	31,182	37,479
营业收入增长率 YoY	72.2%	13.0%	11.1%	23.9%	20.2%
归母净利润(百万元)	671	657	1,701	1,902	2,113
扣非归母净利润(百万元)	629	1,224	1,501	1,802	2,013
扣非归母净利润增长率 YoY	12.7%	94.6%	22.6%	20.0%	11.8%
扣非每股收益 EPS(基本)(元)	0.79	1.53	1.88	2.25	2.52
毛利率	21.0%	24.4%	27.1%	25.3%	25.1%
扣非净资产收益率 ROE	19.7%	16.8%	18.2%	18.7%	18.2%
每股净资产（元）	3.99	4.90	10.33	12.02	13.86
PE	53	27	22	18	17
PB	10	9	4	3	3

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部预测 截至 2019 年 12 月 10 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,044	22,646	25,158	31,182	37,479
营业成本	15,840	17,109	18,346	23,299	28,060
毛利率	20.97%	24.45%	27.08%	25.28%	25.13%
营业税金及附加	42	52	58	70	85
销售费用	1,945	2,254	2,767	3,492	4,348
营业费用率	9.70%	9.95%	11.00%	11.20%	11.60%
管理费用	649	808	1,006	935	1,124
管理费用率	3.24%	3.57%	4.00%	3.00%	3.00%
研发费用	598	712	881	998	1,184
研发费用率	2.99%	3.14%	3.50%	3.20%	3.16%
财务费用	195	70	(10)	(47)	(56)
财务费用率	0.97%	0.31%	-0.04%	-0.15%	-0.15%
投资收益	19	(476)	(130)	0	0
营业利润	808	857	1,961	2,370	2,670
营业利润率	4.03%	3.79%	7.80%	7.60%	7.12%
营业外收入	4	11	10	9	8
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	810	865	1,969	2,375	2,675
所得税	132	211	453	546	615
所得税率	16.36%	24.40%	23.00%	23.00%	23.00%
少数股东损益	6	(4)	15	27	46
归属于母公司股东的净利润	671	657	1,501	1,802	2,013
净利率	3.35%	2.90%	5.97%	5.78%	5.37%

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	810	865	1,969	2,375	2,675
所得税支出	-132	-211	-453	-546	-615
折旧和摊销	36	86	112	140	168
营运资金的变化	584	437	781	609	771
其他经营现金流	210	897	140	19	8
经营现金流合计	1,507	2,073	2,548	2,597	3,007
资本支出	-590	-727	-309	-368	-340
投资收益	19	-476	-130	0	0
其他投资现金流	110	464	-250	-100	-100
投资现金流合计	-461	-739	-689	-468	-440
权益变化	1,424	3	2,850	0	0
负债变化	2,407	664	-21	0	0
股利支出	0	0	0	-450	-540
其他融资现金流	-4,151	-942	10	47	56
融资现金流合计	-321	-275	2,839	-404	-484
现金及现金等价物净增加额	725	1,060	4,698	1,725	2,083

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,004	3,772	8,470	10,195	12,278
存货	2,417	2,499	2,680	3,404	4,099
应收票据及应收账款	418	468	530	657	790
其他流动资产	1,682	1,800	1,805	1,956	2,110
流动资产	7,522	8,539	13,485	16,212	19,277
固定资产	123	662	803	934	1,053
长期股权投资	75	41	191	191	191
无形资产	280	629	652	704	737
其他长期资产	749	483	616	760	879
非流动资产	1,227	1,814	2,261	2,589	2,860
资产总计	8,748	10,353	15,746	18,801	22,137
短期借款	235	21	0	0	0
应付票据及应付账款	3,840	4,067	4,586	5,825	7,015
其他流动负债	928	1,369	1,669	1,828	2,126
流动负债	5,003	5,457	6,255	7,652	9,141
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	535	974	1,203	1,482	1,810
非流动性负债	535	974	1,203	1,482	1,810
负债合计	5,538	6,431	7,459	9,134	10,951
股本	720	720	800	800	800
资本公积	2,271	2,268	5,038	5,038	5,038
归属于母公司所有者权益合计	3,194	3,916	8,267	9,618	11,091
少数股东权益	16	6	21	48	95
股东权益合计	3,210	3,922	8,288	9,667	11,186
负债股东权益总计	8,748	10,353	15,746	18,801	22,137

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）					
营业收入	72.24%	12.98%	11.09%	23.94%	20.20%
营业利润	587.26%	6.05%	128.78%	20.80%	12.69%
净利润	969.25%	-2.10%	128.29%	20.04%	11.76%
利润率（%）					
毛利率	20.97%	24.45%	27.08%	25.28%	25.13%
EBITDA Margin	4.11%	4.00%	8.17%	7.83%	7.31%
净利率	3.35%	2.90%	5.97%	5.78%	5.37%
回报率（%）					
净资产收益率	21.02%	16.79%	18.15%	18.73%	18.15%
总资产收益率	7.68%	6.35%	9.53%	9.58%	9.10%
其他（%）					
资产负债率	63.30%	62.12%	47.37%	48.58%	49.47%
所得税率	16.36%	24.40%	23.00%	23.00%	23.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。