

电子

2020年11月09日

传音控股 (688036)

——以品牌思维深筑护城河，构建非洲消费 IoT 闭环

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020年11月06日

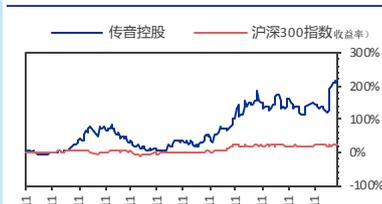
收盘价(元)	128.01
一年内最高/最低(元)	132.2/37.28
市净率	10.5
息率(分红/股价)	0.53
流通A股市值(百万元)	49818
上证指数/深证成指	3312.16/13838.42

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年09月30日

每股净资产(元)	12.16
资产负债率%	57.94
总股本/流通A股(百万)	800/389
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

杨海燕 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com

联系人

杨海燕
(8621)23297818x7467
yanghy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **传音是新兴市场龙头，非洲手机之王。**传音手机主要销售于非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴国家。2019年传音手机出货量1.37亿部，约80%销售于非洲，约18%销售于印度为代表的亚太市场。传音全球手机市占率8.1%，排名第四；非洲市场占有率52.5%，排名第一；印度市场占有率6.8%，排名第五；孟加拉国市场占有率15.6%，排名第二。
- **兼顾在地化创新和定价，实现全球供应链与服务本地化，传音手机品牌护城河深筑。**一)传音深耕非洲市场12年，针对非洲用户需求做在地化创新，推出深肤色人像摄影、多卡多待、语言适配、超长待机等功能。二)传音智能机ASP仅为竞争品牌1/3，功能机均价贴近市场均价。三)传音以中国成熟的供应链服务海外需求，制造环节以中国为主、国外为辅。四)经销及售后服务本地化。传音与2000余家海外经销商建立长期良性的合作关系，并在海外市场建立本地销售团队；传音Carlcare已成为非洲最大的电子产品售后服务商，截止2019年已在建有超2,000个服务网点。
- **非洲区域发展差异大、经济低增速，手机市场将呈现渐进式量价提升。**首先，非洲手机市场仍处于发展初期，消费水平受GDP限制。非洲是人口最年轻的大洲，人口增长率为世界平均两倍以上。非洲手机市场渗透率相当于10年前的中国，人均GDP水平相当于15年前的中国，但过去10年南非洲的人均GDP未有增长。其次，非洲4G网络将触发智能机需求。南非洲地区2019年3G网络已超过2G网络，2023年4G网络将超过2G网络。第三，非洲中产阶级扩大，功能机到智能机切换成为必然，单价7-10倍提升空间。
- **“手机+移动互联网+家电/数码配件”商业生态模式打开传音长期成长空间。**依托手机品牌影响力，传音孵化互联网业务。截至2019年末，已合作开发出5款月活跃用户超过1,000万的应用程序。音乐播放器Boomplay近两年在非洲音乐类APP排名仅次于Google Play；新闻聚合类应用Scoopier近两年稳居非洲新闻资讯类APP前四；短视频类应用程序Vskit 2019Q3在非洲地区娱乐类APP排行第七。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**2020-2022年传音控股营收预测352/445/569亿元，归母净利润预测27/34/45亿元。可比公司2020平均PE 46X，传音控股当前估值PE 38X，上升空间21%，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1)传音目标客户是海外终端消费者，市场拓展节奏存在不确定性。2)公司收入结算以美元为主，毛利率、财务费用、公允价值变动收益均受汇率波动影响。3)家电业务与现有手机业务代工、渠道不协同，跨产品经营可能低于预期。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	25,346	24,971	35,205	44,455	56,888
同比增长率(%)	11.9	48.1	38.9	26.3	28.0
归母净利润(百万元)	1,793	1,954	2,662	3,448	4,462
同比增长率(%)	172.8	50.2	48.5	29.5	29.4
每股收益(元/股)	2.24	2.44	3.33	4.31	5.58
毛利率(%)	27.4	25.9	25.9	26.2	26.2
ROE(%)	21.7	20.1	24.4	24.0	23.7
市盈率	57		38	30	23

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。2020-2022年传音控股营收预测352/445/569亿元，归母净利润预测27/34/45亿元。可比公司2020年平均PE 46X，传音控股当前估值PE 38X，上升空间21%，给予“买入”评级。

关键假设点

1) 智能机业务：传音智能机出货量4219万台，在目标新兴市场份额仅12%，假设2020-2022年传音智能机出货量分别为57/67/79kk，营收分别为260/336/436亿元。

2) 功能机业务：假设2020-2022年传音功能机出货量分别为113/122/133kk，营收分别为63/64/66亿元。

3) 配件、家电等其他主营业务：2019年，其他主营业务占营收比重仅3.9%，同类型的苹果公司该收入比例为45.3%，其中除软件服务以外的产品占比约27.5%。此外，配件业务中的家电产品在非洲市场尚未起步，非洲电视机年销量仅为中国的1/10。假设2020-2022年，传音其他主营业务营收分别为19/31/51亿元。

有别于大众的认识

市场认为非洲手机市场空间成长后，传音会迎来更多品牌竞争。首先，过去十年，非洲市场人均GDP增速几乎为0，未来也未见快速增长预期，因此我们认为非洲手机市场将以出货量增长及需求缓慢变化为主要特征。其次，主流手机品牌近年均已陆续涉足非洲市场，竞争已存在多年。传音在中东非市场的智能机ASP仅为三星的1/3，价格护城河优势明显。主流智能机品牌通常定价在100美元以上，由奢入俭难，小米、OPPO、VIVO等品牌难以进入100美元以下市场。

市场认为传音手机的壁垒主要是价格优势，以及深耕非洲市场12年建立的先发优势。我们认为传音产品除价格优势外，其在深度改善产品本地化体验、售后服务和本地渠道等方面均建立了竞争壁垒。

市场将传音定位为手机产品公司，我们认为传音是消费电子品牌公司，其发展边界可参考苹果公司。传音旗下手机品牌多年被评为最受非洲消费者喜爱的品牌，基于长期积累的手机用户群，传音控股可穿戴、电脑及互联网业务潜力较大。基于硬件+软件的业务模式，公司的用户粘性将进一步提升，品牌生命力更强。

股价表现的催化剂

1) 传音手机在新兴市场拓展节奏、市场价格超预期。2) 家电业务品牌崛起超预期。3) 互联网业务变现，深度挖掘用户服务价值。

核心假设风险

1) 传音目标客户是海外终端消费者，市场拓展节奏存在不确定性。2) 公司收入结算以美元为主，毛利率、财务费用、公允价值变动收益均受汇率波动影响。3) 家电业务与现有手机业务代工、渠道不协同，跨产品经营可能低于预期。

目录

1. 非洲手机之王传音控股发展史	6
2. 贯彻“在地化”策略，深筑品牌护城河	8
2.1 贴合市场需求形成品牌梯队	9
2.2 针对性研发解决本地用户痛点	10
2.3 中国供应链服务全球市场	12
2.4 经销及售后服务本地化	14
3. 非洲市场消费潜力分析	15
3.1 54 个差异市场，人均 GDP 十年无增长	15
3.2 人口高增、基建加速，手机销量提升潜力大	16
3.3 功能机向智能机切换，单价 7-10 倍空间	18
3.4 非洲手机市场竞争格局：一超多强	20
4. 亚洲新兴市场，传音智能机贴合需求	22
5. 推出配件、家电品牌，丰富非洲消费 IoT 生态	25
5.1 Oraimo 进军 3C 配件市场	25
5.2 Syinix 开拓非洲家电市场	26
6. 储备传音 OS 用户数，互联网业务从长计议	27
7. 盈利预测与估值	29

图表目录

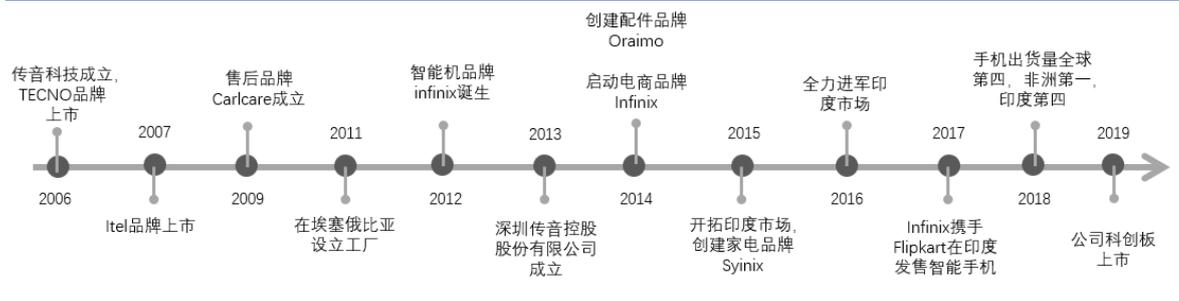
图 1：传音控股重要发展历程	6
图 2：传音手机收入占比逾 96%（亿元）	6
图 3：传音功能机及智能机销量对比（百万部）	6
图 4：2016-2018 年，传音手机非洲市场龙头地位稳中有升	7
图 5：传音控股“手机+移动互联网+家电/数码配件”消费生态	8
图 6：传音控股毛利率位于行业中上水平	8
图 7：传音手机三大品牌形成价格梯度（元）	10
图 8：中东及非洲地区智能机 ASP 对比（美元）	10
图 9：中东及非洲地区功能机 ASP 对比（美元）	10
图 10：深肤色人群拍照技术对比	11
图 11：非洲运营商用户数排名（百万人，截至 2020 年 7 月）	11
图 12：传音手机产业链	12
图 13：传音手机主要原材料成本（亿元）	12
图 14：传音自产、外协生产和 ODM 生产占营业成本比例	13
图 15：经销商合作年限与收入规模对比（截止 2019 年 6 月）	14
图 16：非洲地区各收入梯队经销商数（个）	15
图 17：印度地区各收入梯队经销商数（个）	15
图 18：2019 年非洲国家 GDP 及人均 GDP 排名（美元）	16
图 19：世界主要地区人均 GDP 统计（现价美元）	16
图 20：南非洲人口增长率为全球平均 2 倍以上（%）	17
图 21：2019 年，非洲移动网络费用仅次于北美	17
图 22：非洲手机渗透率提升潜力较大（%）	18
图 23：独立手机用户数预测（百万人）	18
图 24：主要新兴市场人均国民收入增长率	18
图 25：南非洲智能机渗透率 39% 显著低于其他地区	18
图 26：中东及非洲地区智能机 80% 需求为 200 美元以下机型	19
图 27：中东及非洲市场功能机与智能机 ASP 均呈微降趋势（美元）	19
图 28：传音智能机收入占比显著提升	20
图 29：主要手机品牌进入非洲时间表	21

图 30 : 中东及非洲地区功能机 TOP5 厂商出货量(万台)	21
图 31 : 中东及非洲地区智能机 TOP 5 厂商出货量(万台)	22
图 32 : 2011-2022 部分新兴市场智能手机出货量及占比情况	22
图 33 : 2010-2019 年, 印度人均 GDP 增速 5.0%领先全球 (现价美元)	23
图 34 : 印度智能机需求集中于 100-200 美元.....	23
图 35 : 印度功能机及智能机人均保有量 (部)	23
图 36 : 印度地区功能机 TOP 5 厂商出货量 (万台)	24
图 37 : 印度地区智能机 TOP6 厂商出货量 (万台)	24
图 38 : 印度智能机 TOP 6 厂商 ASP (美元)	25
图 39 : 3C 产品配件 Oramo 品牌产品	25
图 40 : 尼日利亚 JUMIA 移动电源类别点赞 TOP3 (截止 2020 年 9 月 16 日) 26	
图 41 : 家电品牌 Syinix	26
图 42 : 肯尼亚 JUMIA 电视类别点赞 TOP3.....	27
图 43 : 2016-2019 年全球电视分区域出货量变化 (单位: 百万台)	27
图 44 : 非洲地区音乐类 APP 排行 (2018Q2 部分数据缺失)	28
图 45 : 非洲地区新闻资讯类 APP 排行 (2019Q3 数据缺失)	28
表 1 : 《African Business》非洲品牌百强榜.....	9
表 2 : 传音手机三大品牌定位	9
表 3 : 传音六大厂区产能合计逾 5000 万台 (截止 2019 年 6 月) (万台)	13
表 4 : 传音 IPO 募投项目新增 7000 万台手机产能	14
表 5 : 2019Q3 非洲地区娱乐类 APP 排行	29
表 6 : 传音控股关键假设.....	30
表 7 : 可比公司估值表	30

1. 非洲手机之王传音控股发展史

传音控股深耕海外新兴市场 12 年，建立知名手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 及售后服务品牌 Carlcare。2006 年，传音控股的前身传音科技 TECNO TELECOM 在香港成立；2007 年，itel 品牌上市；2009 年，售后品牌 Carlcare 成立；2012 年，智能机品牌 infinix 诞生；2013 年，深圳传音控股股份有限公司成立。

图 1：传音控股重要发展历程



资料来源：公司官网，知乎网，集微网，申万宏源研究

传音控股营收约 96% 为手机产品，功能机出货量占比约七成，智能机收入占比约七成。2016-2019 年，传音收入结构中手机占比维持在 96% 以上，数码配件、家用电器和互联网服务等业务仍在孕育期，收入占比小于 4%。2019 年，功能机出货量 1.04 亿部，占传音手机整体出货量 71%；由于智能机 ASP 显著高于功能机，同时智能机出货量稳步增长，智能机收入占比从 2016 年 62% 提升至 2020H1 的 77%。

图 2：传音手机收入占比逾 96% (亿元)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：“其他”主要包括数码配件、家用电器和互联网服务业务等。

图 3：传音功能机及智能机销量对比 (百万部)



资料来源：传音控股招股说明书，IDC，申万宏源研究

注：2016-2018 年出货量为传音披露数据，2019-2020H1 为 IDC 数据

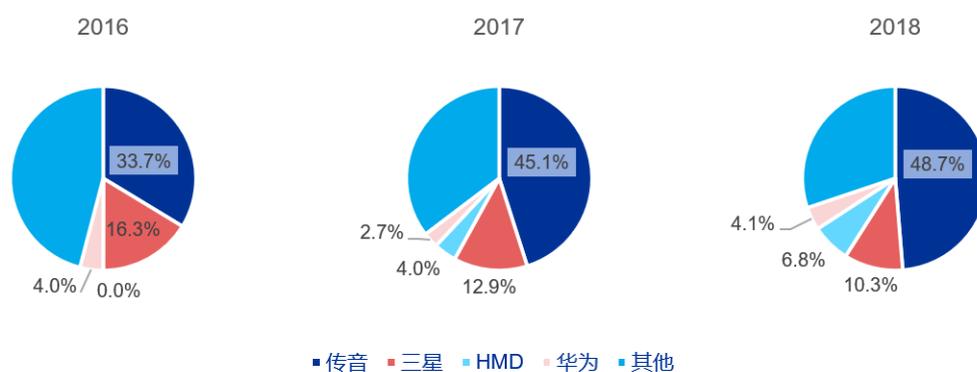
非洲手机之王地位连年攀升，2019 年市占率高达 53%。2008 年，传音确立以非洲市场为战略核心。2015 年，传音手机出货量达 5324 万台¹，2019 年增至 1.46 亿台，CAGR 28.6%。2016-2019 年，传音手机在非洲市占率分别为 34%、45%、49%、53%，龙头地位稳中有升，大幅度领先三星等同市场竞争品牌。

¹ 资料来源：IDC 数据。

印度市场崭露头角，调整两年后，2020 年恢复增长。2015 年，传音开始进军印度市场，同时三星、OPPO、VIVO、小米等国内外厂商持续对印度市场加大投入。2017 年，传音在印度市场出货量达 2604 万台，其中功能机 2240 万台。2018 年，印度电信运营商 Reliance Jio（手机品牌 Lyf）在功能机领域推出了绑定流量的超低价功能机服务，传音在印度市场的销售受到较大影响。2018-2019 年，传音在印度市场出货量降至 2174 万台、1899 万台。2020 年，传音在印度市场出货量恢复增长。

传音手机约 80% 销售于非洲市场，约 18% 销售于印度为代表的亚太市场。截止 2020 年，传音手机主要销售于非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新兴国家。IDC 统计数据显示，2019 年传音手机出货量 1.37 亿部，全球市场占有率 8.1%，综合排名第四；非洲市场占有率 52.5%，排名第一；印度市场占有率 6.8%，排名第五；孟加拉国市场占有率 15.6%，排名第二。

图 4：2016-2018 年，传音手机非洲市场龙头地位稳中有升



资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

以手机为核心，构建“手机+移动互联网+家电/数码配件”消费生态。传音在三大手机品牌基础上，2014 年创办数码配件品牌 Oraimo 和家用电器品牌 Syinix。此外，传音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（OS），包括 HiOS、itelOS 和 XOS。围绕传音 OS，传音开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等诸多的工具类应用程序，开拓移动互联网业务。

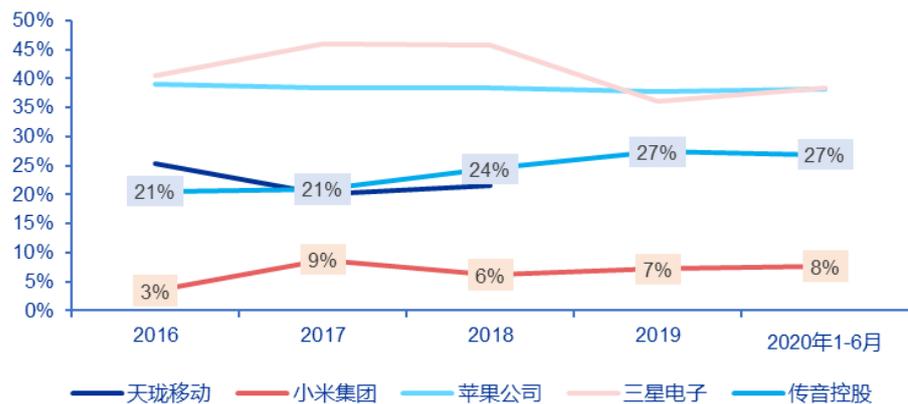
图 5：传音控股“手机+移动互联网+家电/数码配件”消费生态



资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

作为消费电子品牌公司，传音控股综合毛利率 21-27%，位居行业中上水平。可比上市公司苹果、三星、小米等位于消费电子品牌第一梯队，均以自主品牌手机为核心产品。目前，传音控股手机收入占据约 96% 高位，在手机产品定位、主营产品品类和结构方面与可比公司均存在差异。2016-2019 年及 2020H1 综合毛利率 21-27%，仅次于苹果及三星。

图 6：传音控股毛利率位于行业中上水平



资料来源：Wind，传音控股招股说明书，申万宏源研究

2. 贯彻“在地化”策略，深筑品牌护城河

传音手机在非洲享有高美誉度，成功树立消费品牌形象。在知名泛非商业杂志《African Business》（2020年6月版）发布的“2019/2020年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜中，传音旗下三大手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第 5、21 及 27 名；在百强榜中，TECNO 连续多年位居入选的中国品牌之首，itel 位居中国品牌第二名。

表 1：《African Business》非洲品牌百强榜

品牌	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
三星	2	1	2	3	3
TECNO	16	14	7	5	5
苹果	11	5	5	7	6
诺基亚	6	7	13	15	20
Itel	52	25	16	17	21
华为	58	40	26	18	24
Infinix		37	28	26	27

资料来源：African Business，申万宏源研究

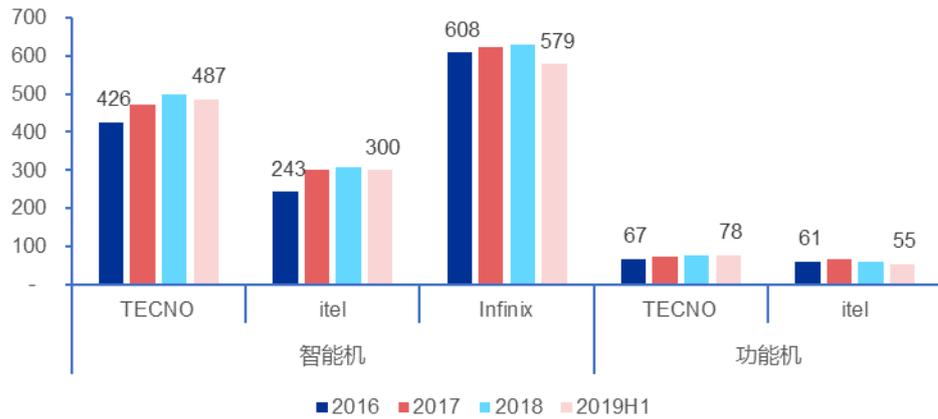
2.1 贴合市场需求形成品牌梯队

传音手机形成三个品牌梯度，TECNO、itel 和 Infinix 分别定位中高端群体、大众群体、年轻时尚科技群体。中高端品牌 TECNO，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体，销售覆盖 60 多个国家和地区；大众品牌 itel 定位于新兴市场的广大基层消费者，覆盖 50 多个国家和地区；infinix 智能机品牌定位于年轻人的时尚科技品牌，Infinix 推出了 ZERO、NOTE、S、HOT 及 SMART 五大产品系列，销售覆盖 30 多个国家和地区。

表 2：传音手机三大品牌定位

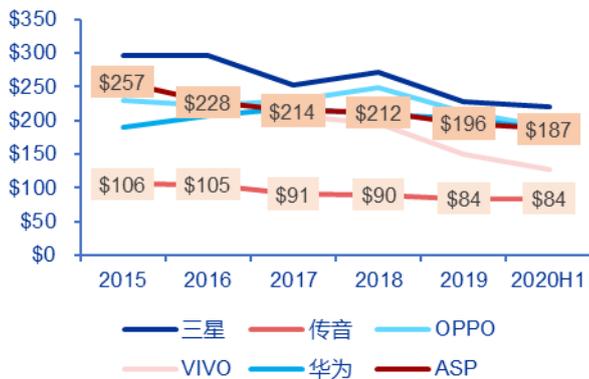
品牌	定位	特点	销售覆盖	产品外观
TECNO	中高端品牌，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体	忠实用户多，通过赞助英超曼城足球俱乐部等方式扩大品牌影响力	全球 60 多个国家和地区	
itel	大众品牌，目标消费者定位于新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户	主打耐用性及性价比，通过可靠的质量以及围绕目标消费人群痛点的需求创新打开市场	全球 50 多个国家和地区	
Infinix	致力于成为新兴市场年轻人喜爱的时尚科技品牌	线上与线下结合，重点发展数字营销和粉丝运营	全球 30 多个国家和地区	

资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

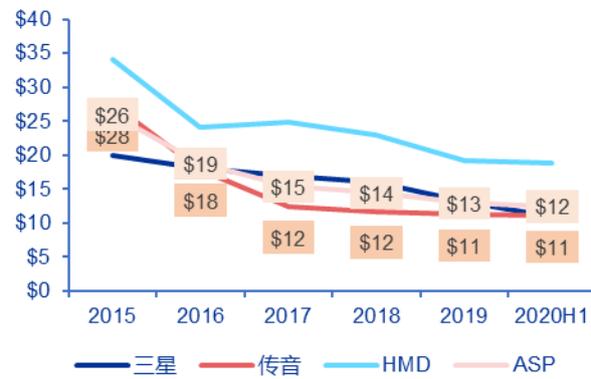
图 7：传音手机三大品牌形成价格梯度（元）


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

针对低消费力市场，传音智能机均价仅为三星的 1/3，功能机均价贴近市场均价。2019 年 1-6 月，传音智能机平均价格为 441.73 元，功能机平均价格为 62.38 元²。在中东非洲市场，2015-2020H1 传音手机智能机 ASP 为 84-106 美元，仅为三星的 1/3，也显著低于 OPPO、VIVO、华为等竞争品牌定价；功能机 ASP 从 28 美元逐年降低至 11 美元，相比三星、HMD 的定价，更贴近行业平均价格。

图 8：中东及非洲地区智能机 ASP 对比（美元）


资料来源：IDC，申万宏源研究

图 9：中东及非洲地区功能机 ASP 对比（美元）


资料来源：IDC，申万宏源研究

2.2 针对性研发解决本地用户痛点

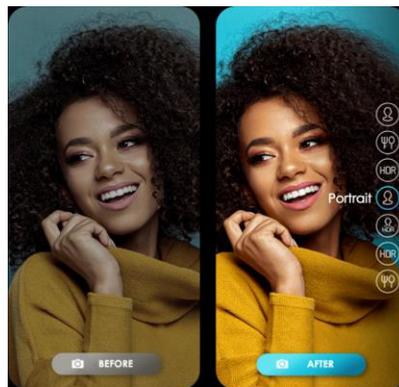
2016-2020H1，传音研发投入比维持 3% 以上。截止 2020 上半年，公司研发人员 1602 人，占公司总人数比例逾 10%；累计获得授权专利 769 件，其中发明专利 149 件，累计拥有软件著作权 439 件。传音核心技术主要体现在四大领域：基于非洲等新兴市场本地化的深肤色拍照技术、硬件新材料应用创新、大数据用户行为分析和 OS 系统及移动互联产品服务领域。

传音坚持以市场为驱动，用户为导向的研发模式进行自主创新，提供适合用户需求的产品：

² 招股说明书

1) 注重深肤色拍照技术创新，建立行业领先的数据库及独创的深肤色影像引擎技术。深肤色人群拍照容易曝光不足，主流的手机拍照主要采用面部识别技术，传音的深肤色拍照技术能基于眼睛和牙齿进行定位，加强曝光。传音积累了样本量行业第一的深肤色人群数据库，通过算法训练使暗光环境下深肤色人群人脸准确度达到 90%以上，深肤色人群自拍成片率达到 90%以上，比行业内其他公司成片率高 10%。由于行业内其他公司很少有针对深肤色人群的高清晰拍照技术，以及训练样本主要基于黄种人和白种人面孔，传音手机具备差异化的竞争优势。此外，传音首创无支架工艺，率先把双摄功能用于 100 美金以下的产品。

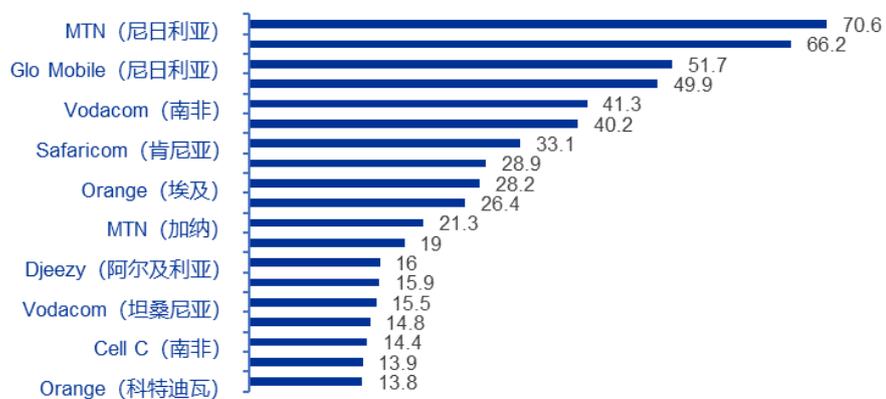
图 10：深肤色人群拍照技术对比



资料来源：Tenco Camon15 官方示意图，申万宏源研究

2) 针对多运营商、一人多卡的本地特征，贴合需求推出双卡、四卡机型。由于非洲地区运营商数量多，资费差异大，非洲用户需要同时使用多种 SIM 卡。根据行业研究公司 Wireless Intelligence 在 2012 年 11 月公布的一项研究显示，非洲的用户已有超过 7 亿张 SIM 卡，其中大部分用户都拥有至少两张 SIM 卡；市场研究公司 Informa 曾有数据显示，尼日利亚的移动互联网用户平均每人拥有 2.39 张 SIM 卡。针对这个用户特性，传音开发出双卡甚至四卡的机型，切合了用户需求。

图 11：非洲运营商用户数排名（百万人，截至 2020 年 7 月）



资料来源：TECHZIM，申万宏源研究

3) 建立海量语料库，注重小语种服务体验。非洲市场有 54 个主权国家，大部分语音控制软件不支持非洲等不发达地区的语种。2012 年 7 月，传音在埃塞俄比亚推出支持多种当地语言的 TECNO T3，成为第一个支持埃塞俄比亚官方语言阿姆哈拉语的主流手机厂商。

传音构建非洲本地小语种用户意图、领域实体等海量语料库，研发小语种任务型对话系统框架与精准语义理解的算法模型，持续接入本地化三方内容服务，打造语音服务生态。

4) 针对炎热气候、汗液多等本地特有^{问题}研制^{解决}方案。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，传音针对性地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。

2.3 中国供应链服务全球市场

传音手机供应链建立了全球据点。传音在香港、迪拜设有销售主体，在深圳、印度、埃塞俄比亚、孟加拉国设有工厂及销售主体。在迪拜、埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等地区设有物流仓。公司手机整机一般经香港直接发货或在迪拜中转发货至客户，CKD/SKD 套料一般经香港直接发货至境外工厂安排生产。

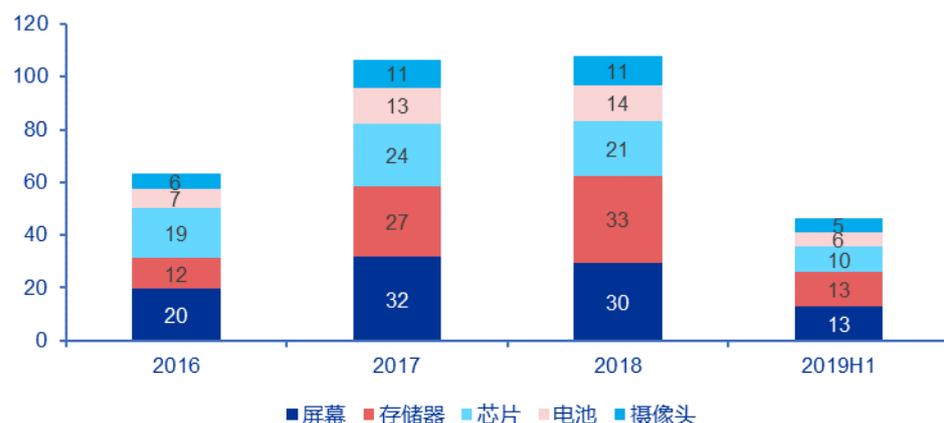
图 12：传音手机产业链



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

传音手机采购原材料主要包括电子元器件、光学器件、电子配件及包材、结构类器件等。其中，屏幕、存储器、芯片、电池、摄像头占据手机原材料成本 65%以上。传音控股主要供应商包括华显光电（LCD/CTP），鸿博科技/中国电子器材（芯片），金士顿/拓达电子（存储器）等。

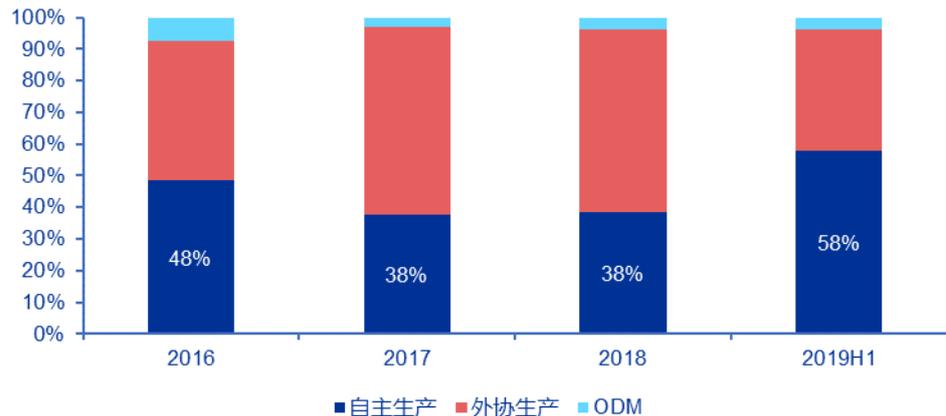
图 13：传音手机主要原材料成本（亿元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

生产环节由自有工厂、外协工厂以及 ODM 厂商协同完成 自主生产比例提升至 58%。传音自有工厂主要负责 Infinix 和 TECNO 较高端机型，外协工厂主要负责 ITEL 和 TECNO 较低端机型。自有及外协工厂负责 PCBA 贴片、组装以及手机包装，ODM 厂商则参与部分设计。2019 年 1-6 月，传音外协厂商包括深圳世鼎通信、广州盛科等，ODM 厂商包括闻泰、华勤等。由于自有工厂较外协工厂成本低、可控性高，传音手机自有工厂生产占比逐年上升，2017 年至 2019H1，自主生产比例从 38% 上升至 58%。

图 14：传音自产、外协生产和 ODM 生产占营业成本比例



资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

传音目前拥有 6 个生产基地，国内产能占比逾 80%，在东南亚、非洲均有布局。2007 年，传音在深圳设立第一家工厂，2009 年深圳盐田工厂投产，2011 年在非洲埃塞俄比亚设立工厂。海外工厂中，埃塞俄比亚工厂投资额最大，2019 年 6 月埃塞工厂固定资产达 6705 万人民币；孟加拉工厂规模最小，主要负责 Carlcare 维修业务，固定资产为 684 万人民币。由于印度手机关税提升，为配合本地市场，传音 2019 年加大对印度工厂的投资，固定资产从 2018 年 1648 万元上升至 2019 年 6 月底 4238 万元人民币。

海外工厂有利于公司降低关税负担。2018 年 4 月，印度地区手机进口关税从 15% 提升至 20%，并对 PCB、摄像头模组、连接器等零部件加征 10% 关税。传音手机及时调整策略，2019 年印度工厂增加贴片工序来降低关税影响。传音印度地区手机毛利率从 2018 年 7.57% 回升至 2019H1 的 15.31%。

表 3：传音六大厂区产能合计逾 5000 万台（截止 2019 年 6 月）（万台）

工厂名称	所在地	产品类型	2018 年产能	2019H1 产能
泰衡诺	深圳	智能机	659	556
重庆传音	重庆	智能机、功能机	3,117	1,915
埃富拓	惠州	功能机	568	-
TRANSSION MANUFACTURING PLC	埃塞俄比亚	智能机、功能机	385	188
TRANSSION INDIA PRIVATE LIMITED	印度	智能机、功能机	371	294
CARLCARE TECHNOLOGY BD LIMITED	孟加拉	智能机、功能机	31	111

资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

未来 4 年，传音智能机、功能机产能将各新增 3500 万台。传音 IPO 筹集资金主要用于移动互联网系统平台建设、深圳手机及家电研发以及扩大手机生产规模等，预计 2021 年产能开始释放，2022-2023 年手机产能会提升一倍以上。

表 4：传音 IPO 募投项目新增 7000 万台手机产能

项目名称	总投资规模 (万元)	预计新增产能 (万台)	建设期 (年)	备注
传音智汇园手机制造基地项目	105,878.54	智能机 2000	2	投产后第三年满产能
手机生产基地 (重庆) 项目	51,842.35	智能机 1500 功能机 3500	2	投产后第四年满产能

资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

2.4 经销及售后服务本地化

传音销售模式以经销商销售为主、少量运营商销售为辅，深度构建本地经销商渠道。

传音产品已进入全球 70 多个国家和地区，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，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球主要新兴市场的销售网络。公司与经销商之间合作模式均为卖断式销售，经销商先款后货，采取小批量、多批次的订货方式，订货周期通常一到两周。2019 年 1-6 月，传音前五大经销商包括 MICRO-STATION、IKNORBERT、REDINGTON GULF 等。得益于对渠道的把控力，传音手机产销率 2016-2019H1 维持 96% 以上高位。

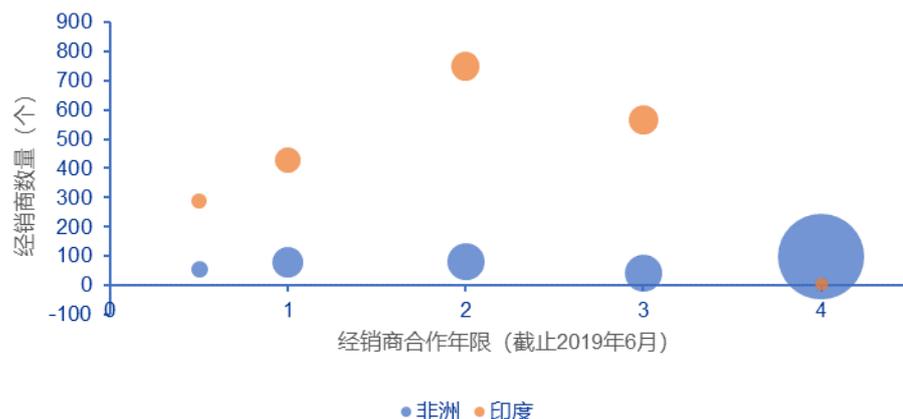
非洲地区经销商合作数年，规模较大。非洲地区经销商规模较大，非洲地区有 99 个经销商在 2016 年前开始合作（按 2019 年 6 月计算，合作年限 4 年），贡献 64% 以上营业收入。

印度市场在起步阶段，经销商收入规模较小。印度市场，2016-2018 年传音签约大量经销商，加快搭建经销网络。由于尚处于市场开拓早期，经销商收入规模较小。

传音的售后服务品牌 Carlcare 是非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商。

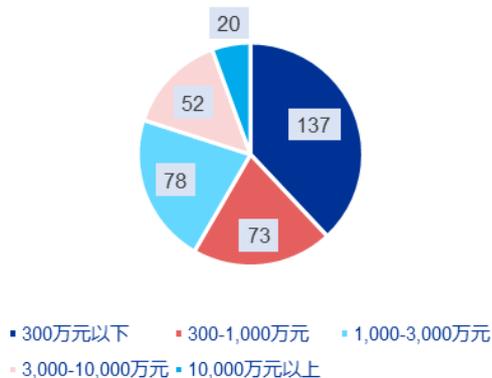
Carlcare 致力于为全球市场提供本土化一站式服务，截止 2019 年已在全球建有超过 2,000 个服务网点（含第三方合作网点）。Carlcare 切合了新兴国家手机维修需求大的用户痛点，让传音在低消费力市场建立了高品质的品牌形象，同时增加了用户粘度。Carlcare 服务品类已覆盖自有品牌的手机产品和家用电器产品，并逐步向非自有品牌及其他品类拓展。

图 15：经销商合作年限与收入规模对比（截止 2019 年 6 月）



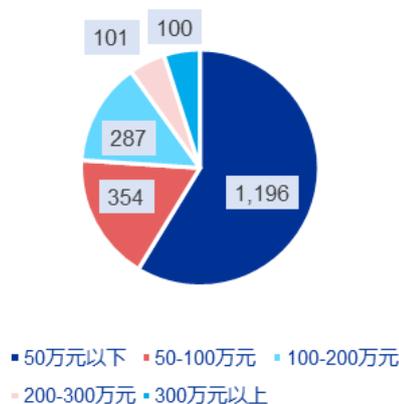
资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

图 16：非洲地区各收入梯队经销商数（个）



资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究
 注：经销商收入规模系公司 2019 年 1-6 月向截至 2019 年 6 月未经销商销售产品规模

图 17：印度地区各收入梯队经销商数（个）



资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究
 注：经销商收入规模系公司 2019 年 1-6 月向截至 2019 年 6 月未经销商销售产品规模

3. 非洲市场消费潜力分析

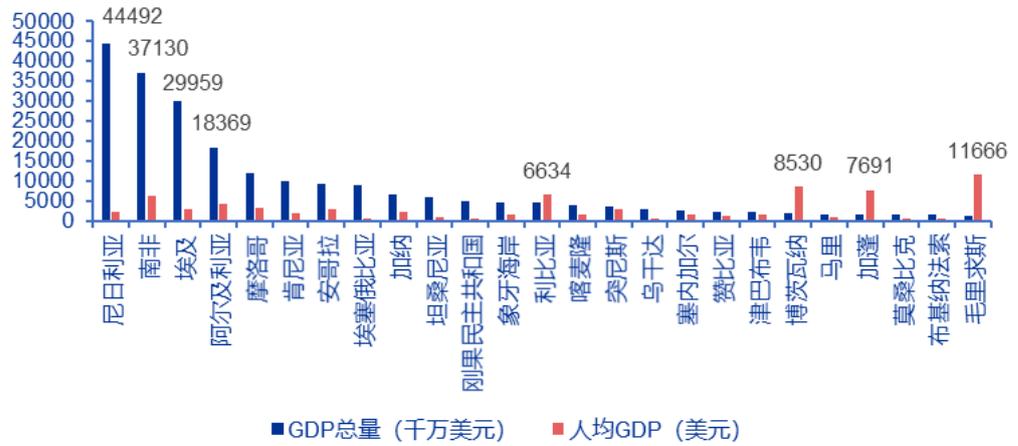
3.1 54 个差异市场，人均 GDP 十年无增长

非洲是世界面积第二大洲，由 54 个主权国家组成，同时也是人口第二大洲，大量的年轻人口孕育了新的消费市场机遇。

1) 非洲南北区域差异大。非洲以撒哈拉沙漠为界，一般被划分为南非洲及北非洲。在联合国的定义里，北非一般包括埃及、利比亚、阿尔及利亚、突尼斯、摩洛哥等国家。由于北非与中东经济文化上接近，都拥有丰富的石油天然气资源以及信奉伊斯兰教，北非常被认为是阿拉伯世界的一部分。

2) 非洲虽然人口数量位居全球第二，但由 54 个差异化国家市场组成。非洲人口总数为 12.86 亿人，其中尼日利亚以 1.96 亿人口位居第一，同时也是非洲第一大经济体；埃塞俄比亚以 1.07 亿人口位居第二，第三至第十名分别是埃及、刚果民主共和国、坦桑尼亚、南非、肯尼亚、乌干达、阿尔及利亚等等。各个国家的经济、文化、社会结构差异提高了进入门槛，构筑了传音的护城河，其他手机厂商进入非洲市场需要逐个国家攻破。

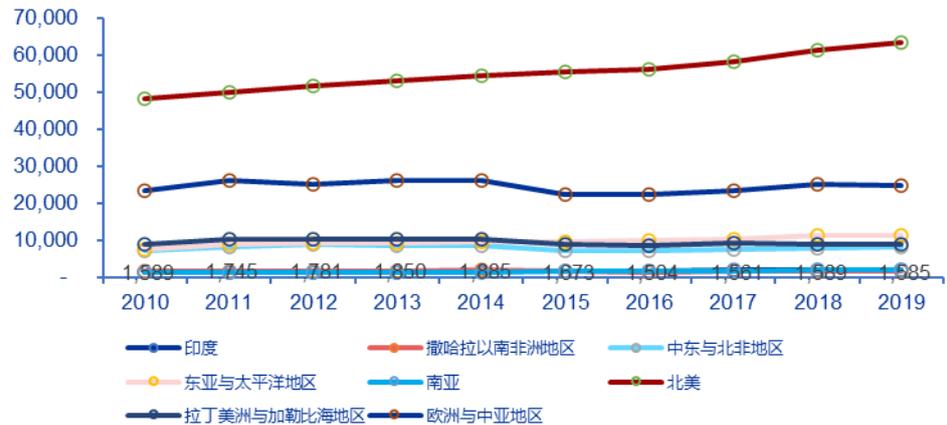
图 18 : 2019 年非洲国家 GDP 及人均 GDP 排名 (美元)



资料来源：IMF, 世界经济网, 申万宏源研究

3) 南非洲人均 GDP 仅为全球平均 GDP 的 1/7, 过去十年无增长。根据世界银行数据, 2019 年非洲人均 GDP 处在世界较低水平, 中东与北非地区人均 GDP 8105 美元, 撒哈拉以南非洲人均 GDP 为 1585 美元, 仅为世界平均 GDP 11435 美元的 1/7。2019 年, 撒哈拉以南非洲地区的城镇化率仅约 41%, 较世界平均水平低 15%。2010-2019 年, 撒哈拉以南的非洲 GDP 总量增速为 2.7% 但由于人口增长较快, 人均 GDP CAGR 为 -0.02%, 十年间无增长。

图 19 : 世界主要地区人均 GDP 统计 (现价美元)



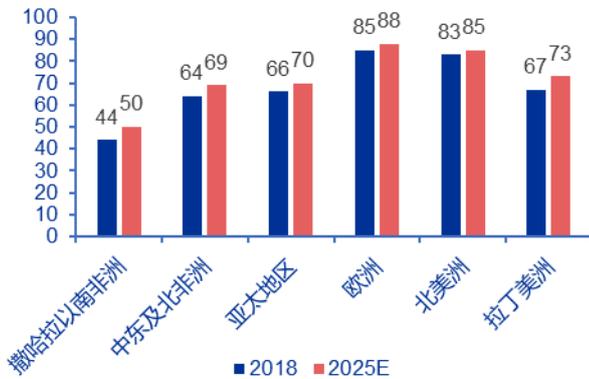
资料来源：世界银行, 申万宏源研究

3.2 人口高增、基建加速, 手机销量提升潜力大

非洲人口增长率 2.7-2.8%, 较世界平均水平高出 1 倍以上。非洲总人口 12.86 亿, 占据世界总人口的 17%, 是人口第二大洲。2010-2019 年, 非洲人口增长率维持 2.7-2.8% 高位, 2019 年撒哈拉以南非洲增长率 2.66%, 远高于世界平均增速 1.07%。联合国报告显示, 到 2050 年, 印度、尼日利亚、巴基斯坦、刚果民主共和国、埃塞俄比亚、坦桑尼亚、印度尼西亚、埃及和美国等 9 个国家将占全球人口预计增长的一半以上。

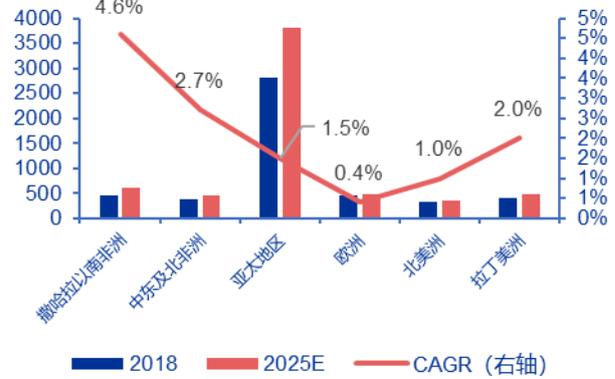
第二。根据 GSMA 预测，南非洲地区独立手机用户数未来的增长将领先全球，2025 年手机渗透率将提升至 50%。

图 22：非洲手机渗透率提升潜力较大（%）



资料来源：GSMA，申万宏源研究

图 23：独立手机用户数预测（百万人）



资料来源：GSMA，申万宏源研究

3.3 功能机向智能机切换，单价 7-10 倍空间

撒哈拉以南非洲，手机渗透率与 10 年前的中国市场相当，人均 GDP 与 15 年前的中国相当。根据国家统计局及世界银行 WDI 数据，中国移动电话渗透率自 2000 年起迅速发展，2000、2005、2010 年中国每千人拥有移动电话数分别为 48.2、268.5 及 765.6 部；根据 GSMA 数据，2018 年南非洲地区手机渗透率 44%，2025 年预计到达 50%。根据世界银行数据，中国 2004、2005 年人均 GDP 分别为 1508、1753 美元，2018 年南非洲人均 GDP 为 1585 美元，相当于 15 年前中国人均 GDP 水平。

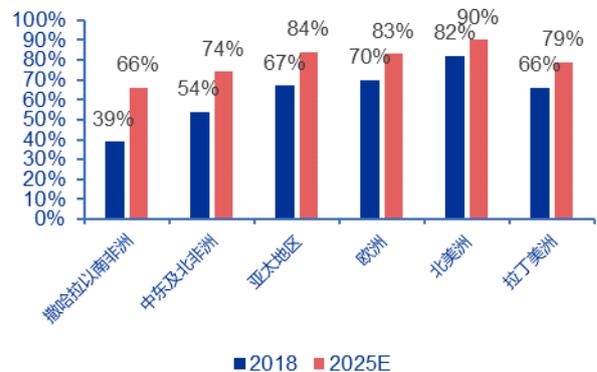
非洲中产阶级规模扩大，有望带动智能机换机潮。根据德勤在《The Deloitte Consumer Review Africa: A 21st century view》预测，从 2013-2030 年，非洲的中产阶级数量将从 3.75 亿增加至 5 亿，年轻的中产阶级愿意为品质商品支付更高价格。

图 24：主要新兴市场人均国民收入增长率



资料来源：世界银行，申万宏源研究

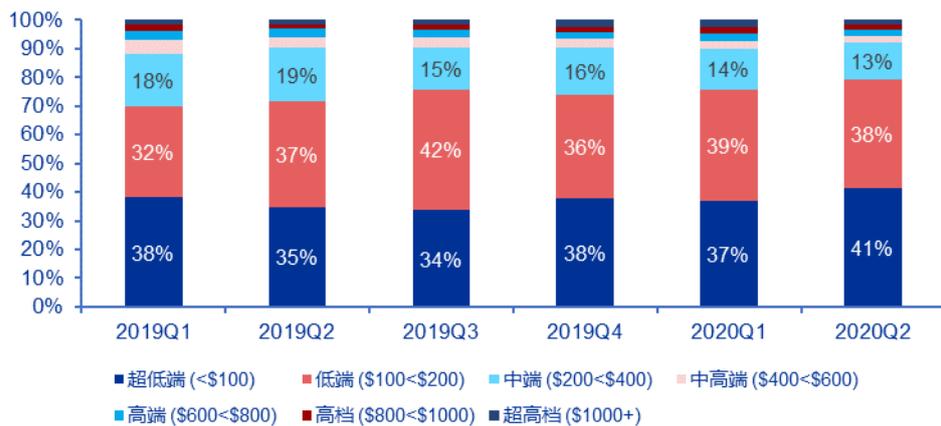
图 25：南非洲智能机渗透率 39% 显著低于其他地区



资料来源：GSMA，申万宏源研究

非洲的主流价格区间（200 美元以下）是传音手机的优势区。根据 IDC 统计，2020Q2 中东及非洲 79% 智能机为 200 美元以下低端机，其中 41% 的手机在 100 美元以下。

图 26：中东及非洲地区智能机 80%需求为 200 美元以下机型



资料来源：IDC，申万宏源研究

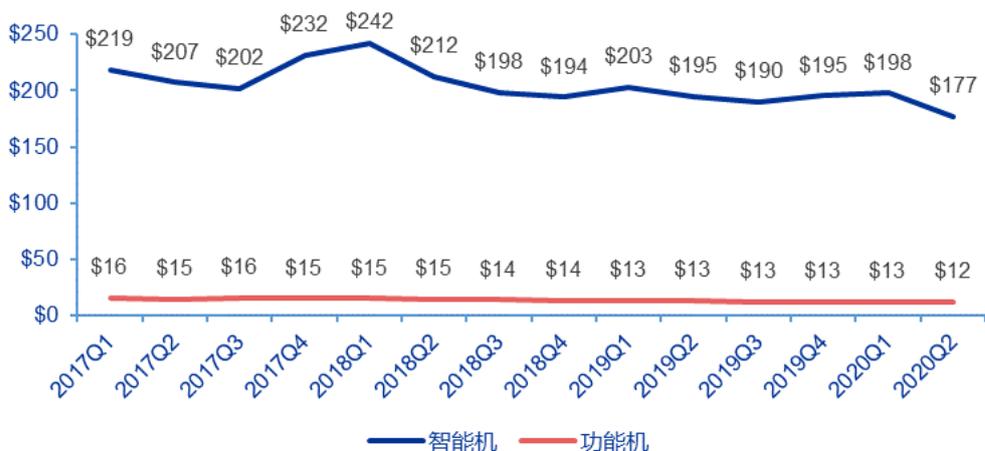
南非洲 GDP 低速增长、人均 GDP 无增长的经济结构，为高性价比手机提供土壤。

2010-2019 年，中东与北非 GDP 年均复合增速达 3.3%，与全球 GDP 同期增速相当，撒哈拉以南非洲 GDP 年均复合增速为 2.7%，低于全球增速。从人均收入角度看，非洲人均国民收入增长率处于世界较低水平，尤其是撒哈拉以南非洲的人均 GDP 十年无增长，为高性价比手机提供稳定的需求市场。

中东及非洲市场智能机 ASP 微降至 177 美元，仍为传音智能机 ASP 两倍以上。

根据 IDC 统计，2017Q1 至 2020Q2，功能机和智能机的 ASP 均处于微降态势，其中，智能机 ASP 从 219 美元降至 177 美元。传音手机 2019 年 1-6 月智能机平均售价为 441 人民币，其中高端智能机品牌 Infinix 售价 578 人民币，TECNO 售价 486 人民币，itel 售价 300 人民币，切合 100 美金以下的市场特征。ASP 的趋势性下降将带给主打性价比的传音手机更多机会，而当前市场智能机 ASP 177 美元，仍较传音产品 ASP 高出一倍。

图 27：中东及非洲市场功能机与智能机 ASP 均呈微降趋势（美元）



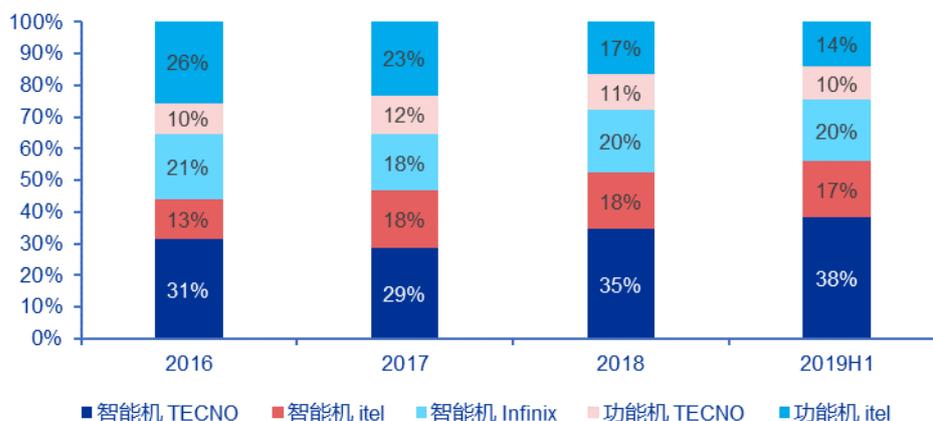
资料来源：IDC，申万宏源研究

传音智能机价格为功能机 7 倍以上，智能机收入占比提升至 76%。

2019 年 1-6 月，传音功能机均价 62 元，智能机均价 441 元，智能机单机价值量是功能机的 7 倍以上，传音智能机的占比提升将带动手机 ASP 以及销售收入上行。2016-2019H1，TECNO 智能机

收入占比从 31% 上升至 38%，而主打性价比的 itel 功能机收入占比从 26% 下降至 14%。
2019H1，智能机、功能机占总收入分别为 75%、25%。

图 28：传音智能机收入占比显著提升



资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

3.4 非洲手机市场竞争格局：一超多强

主流手机品牌进入非洲市场节奏：

- 传音手机 2008 年进入非洲，专注并深耕在非洲。
- 2009 年，三星电子在南非开设非洲总部。虽然三星电子早在 1995 年已将事业矛头指向非洲，但开设地区总部意味着非洲首次拥有了战略地位。2010 年，三星在约翰内斯堡举行第一届非洲论坛，加快拓展非洲的脚步。
- 2015 年 4 月，OPPO 正式进军非洲市场，在摩洛哥举行 N3 和 R5 的新品发布会，2019 年，OPPO 把阵地拓宽到尼日利亚等多个国家。同年，诞生于 OPPO 的手机品牌 Realme 也宣布正式进军中东和非洲，并和海信集团探讨合作事宜，海信集团于 1996 年开始在非洲布局，以南非为大本营，渠道覆盖南非 18 家大型连锁店旗下超 5000 家分店。
- 2016 年，华为与南非邮电签署 ICT 战略合作协议，2019 年在非洲等地推出线上平台“华为商城”。2017 年底，华为调整非洲市场策略，把非洲作为重要的海外阵地。创始人兼总裁任正非在 IRB 会议中表示，要关注低端手机市场。在此之前，虽然华为 2011 年曾在尼日利亚试水推出 100 美元 Ideos 智能手机，但公司的关注重心始终在欧洲的高端市场。
- 2015 年，小米便开始对非洲市场试探，与当地经销商 Mobile in Africa 合作，在南非、尼日利亚、肯尼亚开始销售红米 2 和小米 4，但反响平平。2019 年 1 月 19 日，小米成立非洲地区部，同年 4 月份，小米宣布与尼日利亚 Jumia 合作，在该国推出 Redmi Note 7、Redmi 7。
- 2019 年 7 月，VIVO 宣布在中东及非洲的扩张计划，并将很快在该地区推出最新的 Y 系列智能手机，打入肯尼亚、沙特阿拉伯、尼日利亚、埃及等市场。

图 29：主要手机品牌进入非洲时间表



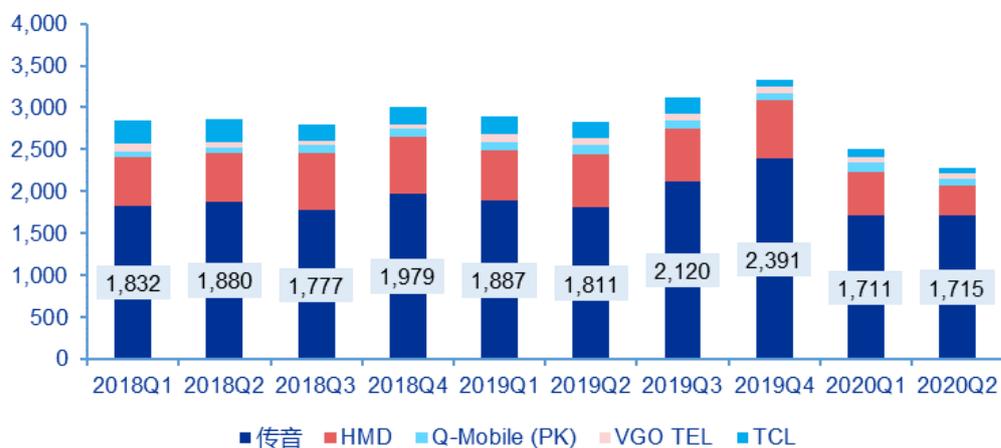
资料来源：三星官网，腾讯新闻，新浪新闻，申万宏源研究

2019 年，传音手机非洲市场占有率 52.5%，功能机及智能机市占率均排名第一。

功能机领域，根据 IDC 统计，传音功能机在中东及非洲地区出货量及市占率第一，遥遥领先于排名第二的 HMD。TCL 功能机份额从 2018Q1 的第三位跌至 2020Q2 的第五位。受疫情影响，2020 年前半年各品牌出货量均有一定程度下滑。

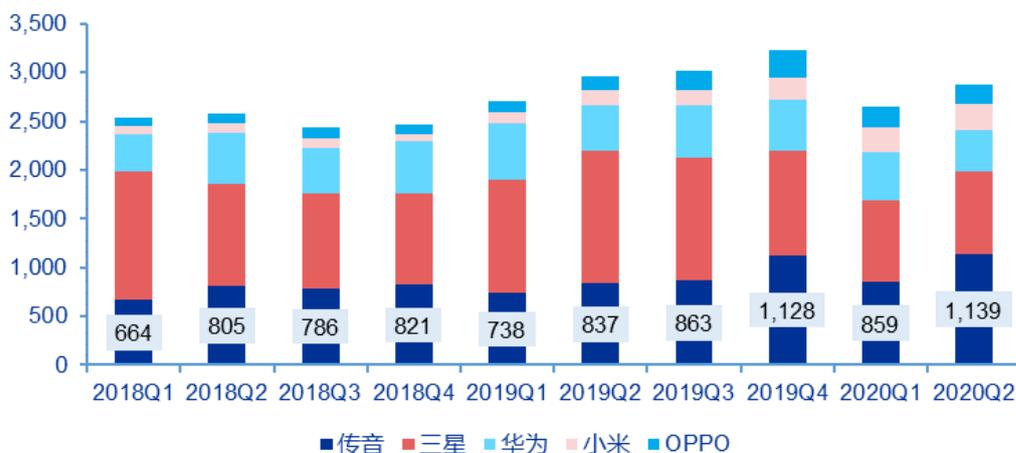
智能机领域，传音 2019Q4 首度超越三星，成为中东及非洲地区出货量最大的智能机厂商，传音智能机的优势在近两个季度持续扩大。

图 30：中东及非洲地区功能机 TOP5 厂商出货量(万台)



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 31：中东及非洲地区智能机 TOP 5 厂商出货量(万台)



资料来源：IDC，申万宏源研究

4. 亚洲新兴市场，传音智能机贴合需求

2019 年，非洲、印度、中东、印度尼西亚为代表的新兴市场智能手机合计出货量 3.6 亿部。传音智能手机出货量 4219 万台，在上述新兴市场市占率约 12%，远低于传音功能机市占率。

图 32：2011-2022 部分新兴市场智能手机出货量及占比情况



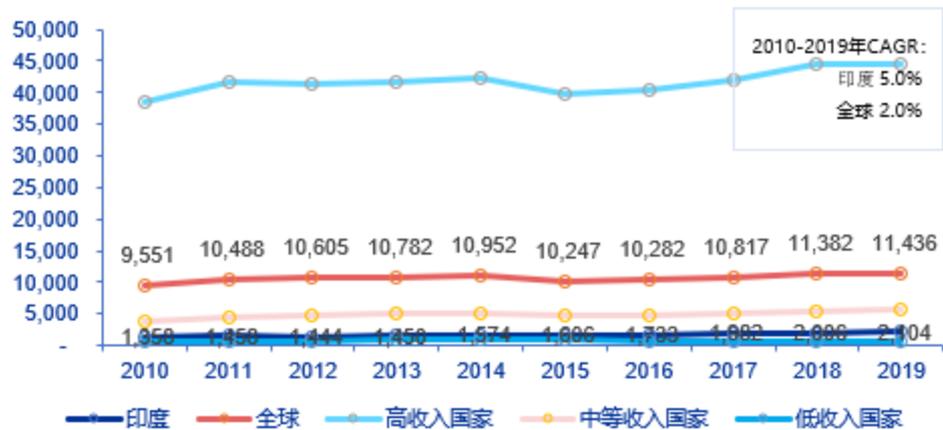
资料来源：传音控股招股说明书，IDC，申万宏源研究

注：主要新兴市场样本包括非洲、印度、中东、印度尼西亚，其中，孟加拉国市场 2011-2014 年数据缺失。

截止 2020 年 9 月，东南亚拥有 6.7 亿人口，是世界上人口密度最高的地区之一。作为主要的新兴国家地区，东南亚人均 GDP 略高于非洲地区，存在与非洲市场类似的量价齐升机会。

印度人均 GDP 低基数、高增速发展，消费潜力大。2019 年印度人均 GDP 2104 美元，属于中低收入国家。但 2009-2019 年人均 GDP 复合增速 6.68%，位于全球领先水平。高速的发展让印度市场成为手机厂商必争之地。

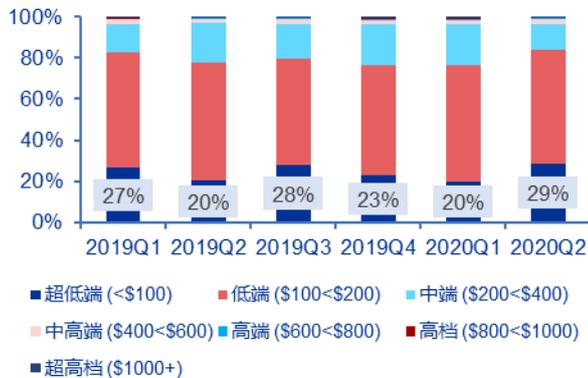
图 33 : 2010-2019 年, 印度人均 GDP 增速 5.0% 领先全球 (现价美元)



资料来源：世界银行，申万宏源研究

印度智能机市场以低价机型为主，手机厂商竞争激烈。根据 IDC 2020Q2 数据，100 美元以下智能机出货量占智能机出货总量 28.8%；100-200 美元占比 55.2%，100-200 美元是国内厂商 Oppo、Vivo、小米集中竞争的价格区间；400 美金以上机型份额不足 4%。受疫情等因素影响，2020Q2 印度地区 200-400 美元手机占比急速下行，同时 100 美元以下机型占比提升至 28.8%。

图 34 : 印度智能机需求集中于 100-200 美元



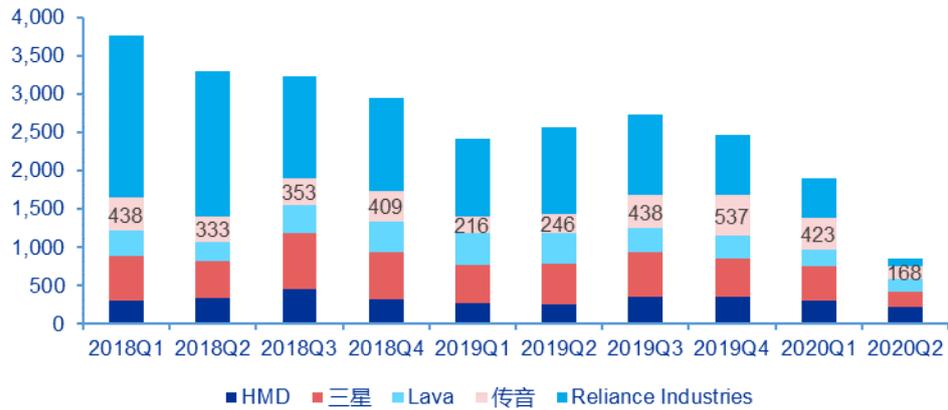
资料来源：IDC，申万宏源研究

图 35 : 印度功能机及智能机人均保有量 (部)

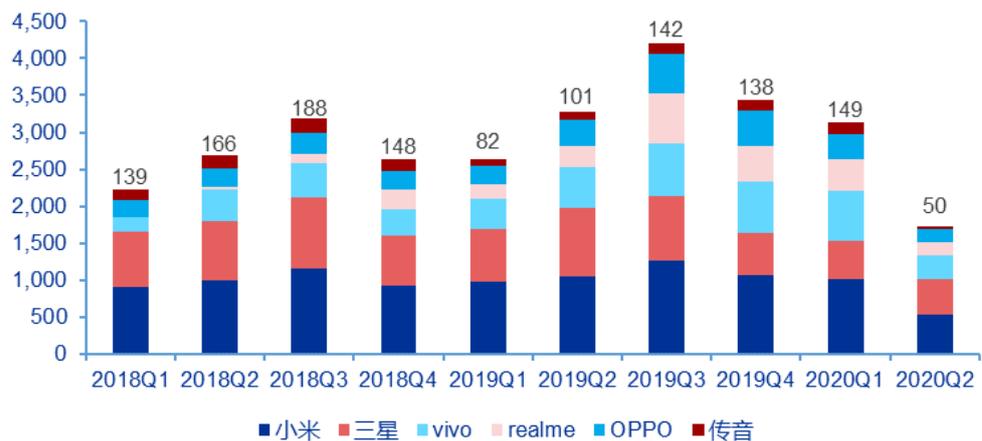


资料来源：IDC，申万宏源研究

印度经销商渠道扁平化，传音借鉴非洲经验，积极拓展印度经销商渠道。印度经销商具有规模小、数量多的特点。2016 年，传音新增 566 个合作经销商，而此前只有 5 个。2017 年，传音手机印度市场份额有较明显提升。2019 年，传音手机功能机在印度地区出货量排行第四，智能机出货量排行第六。

图 36：印度地区功能机 TOP 5 厂商出货量（万台）


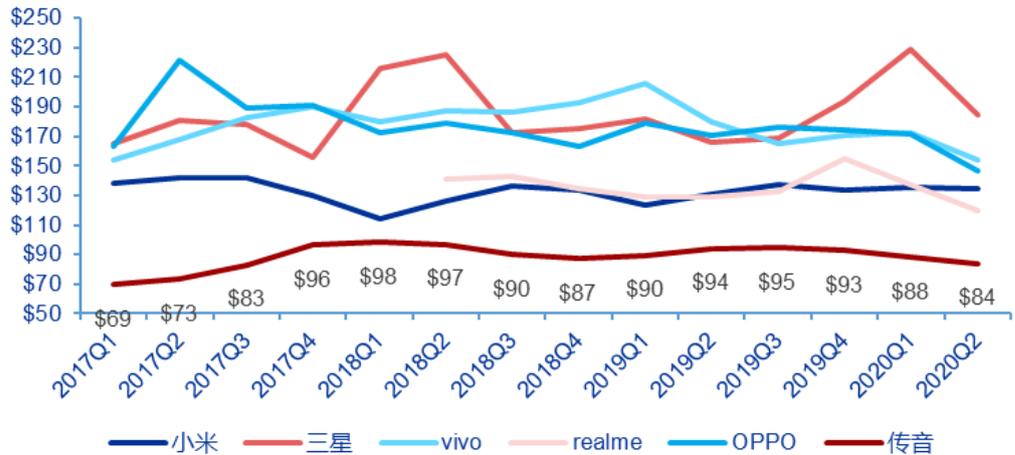
资料来源：IDC，申万宏源研究

图 37：印度地区智能机 TOP6 厂商出货量（万台）


资料来源：IDC，申万宏源研究

传音手机在印度采取差异化定价策略，避开主流竞争市场。印度市场智能机 ASP 近 3 年在 155-170 美元之间波动，也是印度智能机主要竞争市场。排行前六的其他五个智能机厂商里，三星、OPPO 定价较高，近两年 ASP 在 160-220 美元浮动；小米和 realme 的定价较低，近两年 ASP 在 130-145 美元浮动。传音的差异化定价策略，有利于传音在新的市场站稳脚跟，积累渠道，抢夺低价手机的空间和市场。根据 IDC 数据，传音智能机 ASP 从 2018Q1 开始进入下行轨道，从 98 美元下沉到 2020Q2 84 美元。

图 38：印度智能机 TOP 6 厂商 ASP (美元)



资料来源：IDC，申万宏源研究

传音在孟加拉市场排名第二。传音在孟加拉建立有小规模生产线，用于满足小批量产品加工或维修需求。同时，传音在孟加拉设有物流仓，是中央物流与区域物流供应链管理中的一环。凭借物流、生产、客服上的优势，传音在孟加拉市场的布局初见成效。据 IDC 统计，传音 2019 年在孟加拉国市场占有率 15.6%，排行第二。

5. 推出配件、家电品牌，丰富非洲消费 IoT 生态

凭借品牌影响力和销售渠道，发展除手机以外的电子硬件品牌及增值服务，是消费 IoT 重要一环。传音在 3C 数码产品及家电领域均有布局，积极打造万物互联的生态链。

5.1 Oramo 进军 3C 配件市场

创立于 2014 年，Oraimo 专注于消费电子产品设计、制造及销售的智能配件，打造高质量与良好的品牌形象。3C 配件业务产品包括智能音箱、智能手环、移动电源、蓝牙耳机等，与手机业务有很好的协同效应。Oraimo 注重品牌服务，对 Micro SD 卡提供永久保修，对电池、移动电源、闪存等提供一年保修，耳机、数据线等提供半年保修。2019 年，Oraimo 品牌成功参与 Amazon Star 计划。目前，Oraimo 的销售已经成功覆盖非洲、亚洲 30 多个国家和地区，是非洲最受消费者欢迎的 3C 配件品牌之一。

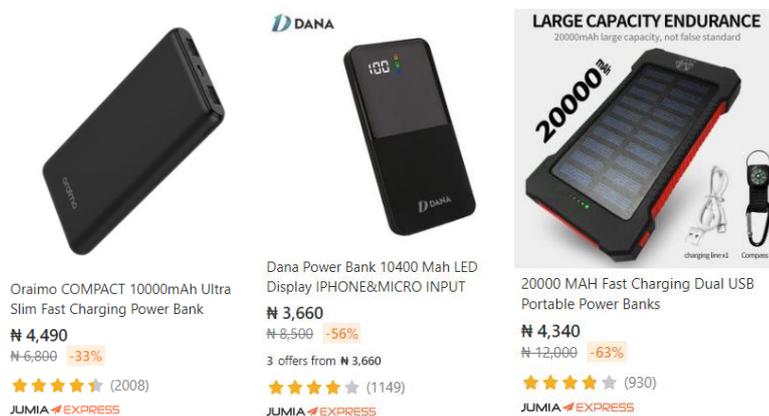
图 39：3C 产品配件 Oramo 品牌产品



资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

Oraimo 产品在 Amazon、Flipkart、JUMIA 等平台进行线上销售。根据非洲电商平台 JUMIA 尼日利亚地区官网，10000mAh 快充移动电源是 Oraimo 品牌线上销售最好的产品之一，同时也是平台上移动充电电源品类点赞最多的产品。移动充电电源类的成功有助于 Oraimo 建立安全、高质量的品牌形象。

图 40：尼日利亚 JUMIA 移动电源类别点赞 TOP3 (截止 2020 年 9 月 16 日)



资料来源：JUMIA，申万宏源研究

5.2 Syinix 开拓非洲家电市场

Syinix 是传音创立的家电品牌，致力于非洲地区的家电业务开拓，力争成为非洲家电市场的第一品牌。传音家用电器产品主要有电视、冰箱、空调、洗衣机和电风扇等。

图 41：家电品牌 Syinix



资料来源：传音控股招股说明书，申万宏源研究

家电品牌竞争激烈，Syinix 电视机处于孕育阶段。根据非洲电商平台 JUMIA 肯尼亚地区官网的数据，电视机是 Syinix 品牌销售较多的品类，目前在推广的是 32 英寸高清 LED 数字电视，定价 13000 肯尼亚先令，折合人民币 811 元，目前销量尚在初期。在“电视机”类别里面，搜索排名较高的品牌分别是 Hifinit (与小米及海尔合作)、海尔、Royal、UKA (与三星及海尔合作)、LG、索尼、海信、HTC Vitron 等。

图 42：肯尼亚 JUMIA 电视类别点赞 TOP3



资料来源：JUMIA，申万宏源研究

非洲市场彩电的出货量仅为中国市场 1/10，发展空间较大。中国彩电市场处于成熟期，根据 AVC Revo 数据，2016-2019 年中国地区电视出货量处于下降趋势，2019 年出货 55.8M，同比下降 2.8%。相比而言，2019 年中东及非洲地区电视出货量仅约 13M，其中非洲地区大约占据一半份额。

图 43：2016-2019 年全球电视分区域出货量变化（单位：百万台）



资料来源：AVC Revo，申万宏源研究

2019-2025 年，南非洲地区付费电视用户数预期增长 54%，侧面印证彩电市场的旺盛需求。根据 Digital TV Research 数据，非洲地区截止 2019 年底共拥有 30.7KK 付费电视用户，预计 2025 年将会增长到 47.26KK，增长 54%。其中，尼日利亚将会拥有 10KK 付费电视用户，将在 2020 年超越南非成为南非洲第一大市场。TV 付费收入将从 2019 年 54.8 亿美元，提升至 2025 年 72 亿美元，增长 31%。

6. 储备传音 OS 用户数，互联网业务从长计议

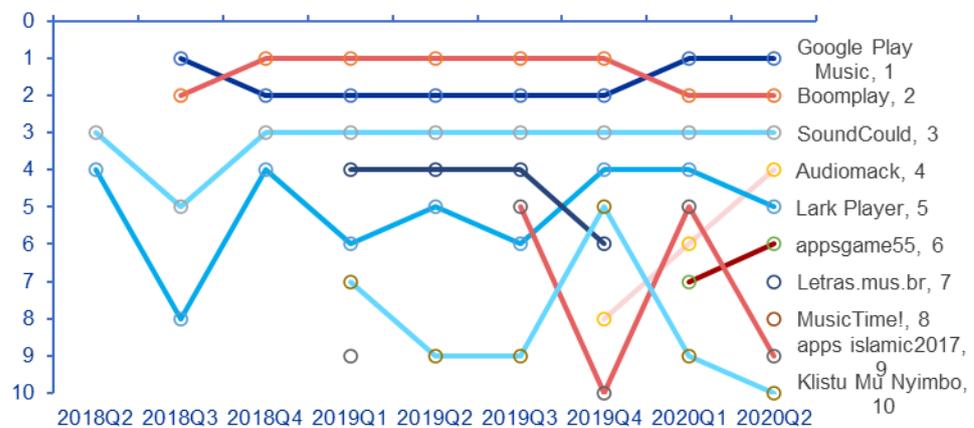
传音 OS 系统在非洲拥有 8000 万以上用户规模。传音手机均搭载了基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的手机智能终端操作系统，包括 HiOS、itelOS 和 XOS。围绕传音 OS，开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台、大数据服务平台以及手机管家等工具类应用程序。2019 年，传音控股智能手机出货量 4219 万台，随着传音客户群向智能机切换，传音 OS 系统用户数将持续提升。

基于 OS 平台提供互联网服务，是手机厂商的潜力业务。以小米集团为例，小米的互联网服务主要围绕 MIUI 用户，进行广告推送、游戏推广、互联网金融等业务拓展，互联网服务的毛利率高达 60%以上，远高于其智能手机毛利率。

与领先的互联网公司合作，打造精品 APP。传音与网易等多家国内领先的互联网公司，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 2019 年末，已合作开发出 5 款月活跃用户超过 1,000 万的应用程序。

音乐播放器 Boomplay 非洲用户数仅次于 Google Play。Boomplay 拥有总用户数 6,500 万，曲库规模 1500 万首，并与全球三大唱片公司（环球音乐、华纳音乐、索尼音乐）达成版权合作。根据触宝大数据统计，Boomplay 近两年稳居非洲音乐类 APP 前二。2020Q2 Boomplay 周活跃率 15.48% 周人均打开 20.9 次 周人均使用时长 40.49 分钟。

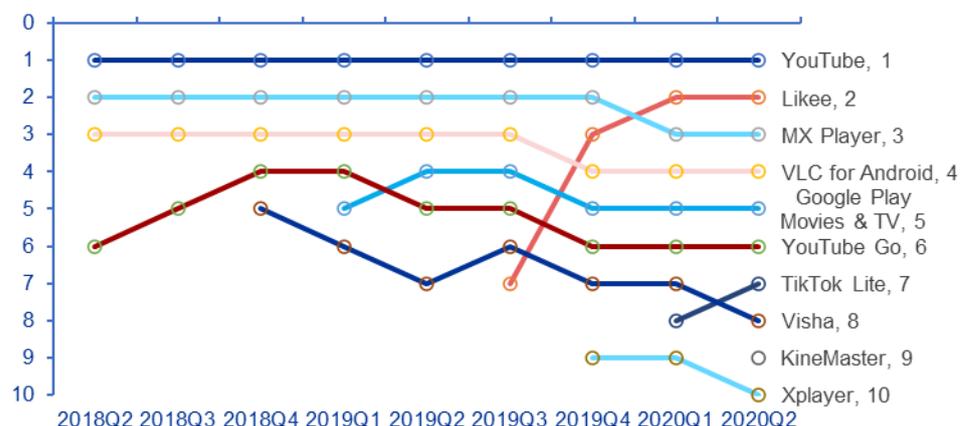
图 44：非洲地区音乐类 APP 排行（2018Q2 部分数据缺失）



资料来源：触宝大数据，申万宏源研究

新闻聚合类应用 Scooper，深耕本地化内容创作和资讯聚合，已于 5 个国家搭建起本地化运营团队，在尼日利亚、肯尼亚、加纳、埃及等国家新闻 APP 用户数排名前 3。根据触宝大数据统计，Scooper 近两年稳居非洲地区前四，2019Q4 曾冲进榜首，但近 3 个季度有一定的下降趋势。2020Q2，Scooper 周活跃率 2.97%，周人均打开 4.7 次，周人均使用时长 10.53 分钟。

图 45：非洲地区新闻资讯类 APP 排行（2019Q3 数据缺失）



资料来源：触宝大数据，申万宏源研究

短视频类应用程序 Vskit, 透过与非洲本地 KOL(Key Opinion Leader 关键意见领袖) 的合作, 构建本地的 MCN 生态(Multi-Channel Network), 积累本地短视频内容的优势与壁垒。Vskit 排名的公开讯息较少, 根据触宝大数据, 2019 年 Q3 Vskit 在非洲地区娱乐类 APP 排行第七, 周活跃率 0.9%, 周人均打开 2.1 次, 周人均使用时长 4.26 分钟。

表 5 : 2019Q3 非洲地区娱乐类 APP 排行

APP 名称	排名	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时长
Google Play Games	1	2.71%	5.4	3.17
Igitabo cyIndirimbo	2	1.81%	3	11.48
Yabadoo	3	1.10%	8	63.02
Viusasa	4	1.06%	5	26.05
TV dOrange	5	1.03%	8	73.75
Viu	6	0.93%	7.1	63.03
Vskit	7	0.90%	2.1	4.26
Katamars + Orsozxi	8	0.73%	6	31.98
DJ Mwanga	9	0.65%	8	7.17
StarTimes ON	10	0.64%	5.6	56.87

资料来源: 触宝大数据, 申万宏源研究

7. 盈利预测与估值

关键假设

- 1) 智能机业务: 传音智能机出货量 4219 万台, 在目标新兴市场份额仅 12%, 而新兴市场 100 美元以下机型需求占比约 30-40%, 100-200 美元智能机需求约占 40%, 传音智能机出货量有数倍成长空间。假设 2020-2022 年, 传音智能机出货量分别为 57/67/79kk, 营收分别为 260/336/436 亿元, 毛利率维持 26%。
- 2) 功能机业务: 传音在非洲功能机市占率约 53%, 随着非洲人口自然增长以及进入其他新兴市场, 功能机有望凭借竞争力保持平稳增长。长期来看, 随着 2023 年以后 4G 落地, 智能机将逐步取代功能机市场。假设 2020-2022 年, 传音功能机出货量分别为 113/122/133kk, 营收分别为 63/64/66 亿元, 毛利率维持 28%。
- 3) 配件、家电等其他主营业务: 2019 年, 其他主营业务占营收比重仅 3.9%, 同类型的苹果公司该收入比例为 45.3%, 其中除软件服务以外的产品占比约 27.5%。此外, 配件业务中的家电产品在非洲市场尚未起步, 非洲电视机年销量仅为中国的 1/10。假设 2020-2022 年, 传音其他主营业务营收分别为 19/31/51 亿元。

表 6：传音控股关键假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
手机出货量（百万台）					
功能机	94	104	113	122	133
智能机	39	42	57	67	79
营业收入（百万元）					
手机收入	21,429	23,626	32,234	40,056	50,232
功能机	5,950	6,042	6,252	6,440	6,634
智能机	15,479	17,584	25,983	33,616	43,598
其他主营业务收入	743	976	1,855	3,061	5,050
其他业务	474	744	1,115	1,338	1,606

资料来源：Wind，申万宏源研究

首次覆盖，给予“买入”评级。基于以上假设，给予 2020-2022 年传音控股营收预测 352/445/569 亿元，归母净利润预测 27/34/45 亿元。从业务属性及所处产业链环节角度，传音控股可比公司为港股的小米集团及美股苹果公司，在 A 股可比公司较少；从营收规模、盈利能力、行业地位角度，选取 A 股电子头部代表企业领益智造、立讯精密、歌尔股份作为可比公司，五家可比公司 2020 平均 PE 46X，传音控股当前估值 PE 38X，上升空间 21%，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

公司代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002600.SZ	领益智造	939	24	35	43	39	27	22
002475.SZ	立讯精密	4,124	71	99	127	58	42	33
002241.SZ	歌尔股份	1,558	28	40	52	56	39	30
1810.HK	小米集团-W	5,179	118	151	189	44	34	27
AAPL.O	苹果公司	20,179	574	666	700	35	30	29
	简单平均值					46	35	28
688036.SH	传音控股	1,024	27	34	45	38	30	23

资料来源：Wind（2020/11/06），申万宏源研究

注：2020-2022 年，领益智造、立讯精密、歌尔股份取自 Wind 一致预期，小米集团与苹果公司取自彭博一致预期；外股货币单位：小米集团为人民币，苹果公司为美元。

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	22,646	25,346	35,205	44,455	56,888
营业收入	22,646	25,346	35,205	44,455	56,888
智能机	6,741	12,346	15,479	17,584	25,983
功能机	3,680	6,789	5,950	6,042	6,252
其他主营业务	418	455	743	976	1,855
其他业务	797	453	474	744	1,115
营业总成本	21,115	23,186	32,082	40,428	51,705
营业成本	17,109	18,412	26,086	32,787	41,960
智能机	5,259	9,743	11,719	0	19,357
功能机	2,974	5,418	4,510	0	4,501
其他主营业务	322	319	499	717	1,336
其他业务	686	359	382	610	892
税金及附加	52	79	110	138	177
销售费用	2,254	2,859	3,168	4,179	5,404
管理费用	808	1,061	1,408	1,823	2,276
研发费用	712	805	1,118	1,412	1,807
财务费用	70	-31	192	89	82
其他收益	131	169	200	200	200
投资收益	-476	-297	-100	-100	-50
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-328	339	0	0	0
信用减值损失	0	-63	0	0	0
资产减值损失	-110	-112	-46	-28	-40
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	857	2,195	3,177	4,099	5,293
营业外收支	7	-13	0	10	10
利润总额	865	2,182	3,177	4,109	5,303
所得税	211	386	510	655	832
净利润	654	1,797	2,667	3,455	4,470
少数股东损益	-4	3	5	6	8
归母净利润	657	1,793	2,662	3,448	4,462

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	654	1,797	2,667	3,455	4,470
加：折旧摊销减值	196	295	126	153	195
财务费用	81	10	192	89	82
非经营损失	707	-60	100	100	50
营运资本变动	437	1,999	487	-355	-488
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	2,073	4,041	3,573	3,442	4,309
资本开支	727	415	100	200	300
其它投资现金流	-12	-2,458	-3,114	-3,114	-3,064
投资活动现金流	-739	-2,873	-3,214	-3,314	-3,364
吸收投资	3	2,702	0	0	0
负债净变化	-216	73	94	94	94
支付股利、利息	24	219	192	89	82
其它融资现金流	-38	12	0	0	0
融资活动现金流	-275	2,568	-98	5	12
净现金流	1,053	3,766	261	133	957

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,539	15,463	18,218	21,712	26,151
现金及等价物	3,772	10,731	14,006	17,153	21,124
应收款项	1,071	1,402	1,419	1,676	2,061
存货净额	2,499	3,135	2,598	2,689	2,772
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,197	195	195	195	195
长期投资	81	318	318	318	318
固定资产	785	1,048	1,054	1,109	1,234
无形资产及其他资产	948	915	915	915	915
资产总计	10,353	17,744	20,505	24,053	28,618
流动负债	5,457	8,156	8,156	8,156	8,156
短期借款	21	0	0	0	0
应付款项	5,088	8,136	8,136	8,136	8,136
其它流动负债	348	19	19	19	19
非流动负债	974	1,323	1,417	1,511	1,605
负债合计	6,431	9,479	9,573	9,667	9,761
股本	720	800	800	800	800
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,268	4,923	4,923	4,923	4,923
其他综合收益	75	100	100	100	100
盈余公积	116	160	226	311	422
未分配利润	738	2,271	4,867	8,230	12,582
少数股东权益	6	11	16	22	30
股东权益	3,922	8,265	10,932	14,387	18,857
负债和股东权益合计	10,353	17,744	20,505	24,053	28,618

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.82	2.24	3.33	4.31	5.58
每股经营现金流	2.59	5.05	4.47	4.30	5.39
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.90	10.32	13.65	17.96	23.53
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	62.6	-148.8	-155.1	-247.5	-541.5
ROE	16.8	21.7	24.4	24.0	23.7
毛利率	24.5	27.4	25.9	26.2	26.2
EBITDA Margin	4.5	9.0	9.8	9.7	9.7
EBIT Margin	4.1	8.5	9.6	9.4	9.5
营业总收入同比增长	13.0	11.9	38.9	26.3	28.0
归母净利润同比增长	-2.1	172.8	48.5	29.5	29.4
资产负债率	62.1	53.4	46.7	40.2	34.1
净资产周转率	5.78	3.07	3.22	3.09	3.02
总资产周转率	2.19	1.43	1.72	1.85	1.99
有效税率	15.7	15.6	15.6	15.6	15.6
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	155.9	57.1	38.5	29.7	22.9
P/B	26.7	12.7	9.6	7.3	5.5
EV/Sale	4.5	3.7	2.6	2.0	1.5
EV/EBITDA	99.8	41.8	26.6	20.5	15.3
股本	720	800	800	800	800

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。