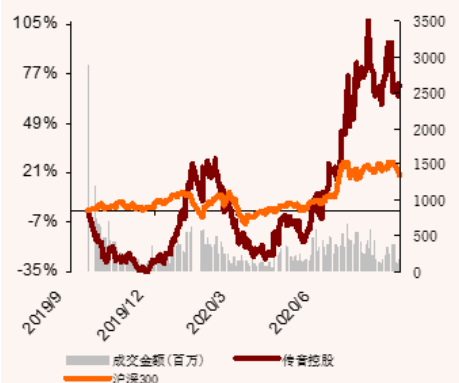


方正证券研究所证券研究报告

分析师： 陈杭
执业证书编号： S1220519110008
E-mail chenhang@foundersec.com

历史表现：


数据来源：wind, 方正证券研究所

相关研究

《传音控股：智能机出货提升，业绩超预期》
2020.08.27

请务必阅读最后特别声明与免责条款

传音控股 (688036)

公司研究

电子行业

公司深度报告

2020.09.10/推荐(维持)

- 过去：进入非洲市场，抢占三星份额。**非洲手机市场原先由诺基亚、三星占主导，传音采取“全球化视野，本地化执行”的策略，在近 60 个非洲国家中立足二、三线城市，建立了广泛且有效的线下销售渠道，通过本土化产品解决消费者痛点，在非洲消费者中建立品牌认同感。公司成功从三星手中抢占非洲手机市场份额，后进入者将面临较高的竞争壁垒。
- 现在：智能机占比提升，开拓新兴市场。**公司持续加大印度、巴基斯坦、孟加拉国等新市场的开拓，新市场收入持续增长，来自于非洲市场的收入占比逐渐降低。随着新市场的开拓，公司智能机收入占比持续提升，截止 2020 年 6 月，智能机占比较 2019 年同期上升了 5.22 个百分点。一方面公司依靠国内产业链降低成本，建立了成熟的供应链体系，另一方面在印度、孟加拉、巴基斯坦、埃塞俄比亚建立了当地工厂，覆盖当地市场。
- 未来：布局非洲互联网，构建完整生态链。**依靠公司在手机领域的优势，公司初步形成了“手机+移动互联网+家电、数码配件”的商业生态模式，互联网业务已经覆盖了音乐、短视频、支付、电商、物流等方面。国内 APP 商业模式已经成熟，非洲互联网产业则刚刚开始发展，公司与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网公司进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。我们认为非洲互联网尚处于成长阶段，未来持续看好公司互联网产品孵化。

盈利预测：我们预计 2020-2022 年，公司营业收入将达到 335/404/443 亿元，归母净利润达到 25/33/36 亿元，维持“推荐”评级。

风险提示：(1) 新兴市场竞争激烈；(2) 互联网业务进展不及预期；(3) 上游供应紧缺，原材料涨价；(4) 公司智能机渗透不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	25345.93	33454.45	40371.93	44281.92
(+/-) (%)	11.92	31.99	20.68	9.68
净利润	1793.30	2475.88	3256.19	3575.29
(+/-) (%)	172.80	38.06	31.52	9.80
EPS (元)	2.24	3.09	4.07	4.47
P/E	47.60	34.48	26.21	23.87

数据来源：wind, 方正证券研究所

目录

1	过去：进入非洲市场，抢占三星份额	5
1.1	非洲市场原先由诺基亚、三星主导	5
1.2	传音采取“全球化视野，本地化执行”策略打开非洲市场	6
1.2.1	立足二、三线城市，打造利基市场	6
1.2.2	产品极致本土化，解决消费者痛点	7
1.2.3	“广告+渠道”打造文化认同	9
1.2.4	功能机为本，抢占非洲智能机市场	10
2	现在：立足非洲，开拓手机新兴市场	11
2.1	新兴市场潜力兑现，公司营收持续增长	11
2.1.1	功能机：持续高毛利，非洲市场需求仍在	15
2.1.2	智能机：持续发展基石，营收占比逐年增长	16
2.2	新兴市场手机渗透加速，传音持续受益	17
2.3	全球供应链体系完备，“线上+线下”因地制宜	20
2.3.1	国内制造国外销售，公司全球化供应链体系已成	20
2.3.2	线下主推，线上亟待物流与电商成熟	21
3	未来：布局非洲互联网，构建完整生态链	22
3.1	复制手机端经验，拓展数码家电市场	22
3.2	布局互联网业务，拓宽公司发展空间	24
3.2.1	内容消费积累未来增长动能	24
3.2.2	PC 时代缺失，移动端培养用户黏性	25
3.2.3	与网易强强联合，探索非洲移动互联市场	26
3.2.4	复制国内运营模式，阅文入局非洲市场	28
4	盈利预测	29
5	风险提示	30

图表目录

图表 1:	2011 年手机系统广告投放量.....	5
图表 2:	2011 年手机广告投放量.....	5
图表 3:	2015 年前非洲手机市场份额	5
图表 4:	三星进军非洲市场	6
图表 5:	传音控股高管团队	6
图表 6:	2005 年外资品牌主导中国手机产品出口	7
图表 7:	大陆品牌在国内市场占有率的变化趋势.....	7
图表 8:	传音针对深色皮肤开发智能美黑算法	8
图表 9:	2013 年非洲各国运营商数量	8
图表 10:	传音自主研发的核心技术	9
图表 11:	传音与英超冠军成为品牌合作伙伴.....	9
图表 12:	2020 年非洲最佳品牌	10
图表 13:	2014-2018 年非洲及中东地区手机市占率	11
图表 14:	2018-2020 年非洲及中东功能机市占率	11
图表 15:	2015-2020 年非洲及中东智能机市占率	11
图表 16:	2019 年非洲智能手机市场结构.....	12
图表 17:	传音控股产品生态	12
图表 18:	传音控股营业收入及增速	13
图表 19:	传音控股归母净利润及增速	13
图表 20:	传音控股毛、净利率	13
图表 21:	传音控股各产品营收占比	14
图表 22:	传音控股各产品毛利率	14
图表 23:	公司销售量与 ASP 情况	14
图表 24:	非洲地区手机 ASP	14
图表 25:	印度地区手机 ASP	14
图表 26:	2020Q1 非洲、中东地区功能机市场份额.....	15
图表 27:	非洲整体功能机出货量（亿部）	15
图表 28:	印度整体功能机出货量（亿部）	15
图表 29:	小米手机、传音功能机毛利率对比.....	16
图表 30:	2019Q4 非洲地区智能机市场份额.....	16
图表 31:	公司手机业务营收占比	17
图表 32:	公司手机分产品毛利率	17
图表 33:	全球手机出货量与出货金额情况	17
图表 34:	全球手机出货量与出货金额增长率.....	17
图表 35:	2018 年新兴市场手机渗透率	18
图表 36:	新兴市场手机销售量与销售金额	18
图表 37:	2017 年非洲部分国家手机渗透率.....	19
图表 38:	撒哈拉以南非洲手机保有量及渗透率.....	19
图表 39:	撒哈拉以南非洲 2G/3G/4G/5G 渗透率.....	19
图表 40:	撒哈拉以南非洲连接方式资本支出.....	19
图表 41:	非洲手机出货量（百万台）	19
图表 42:	公司产能情况	20
图表 43:	公司供应量情况	20
图表 44:	传音控股销售链	20
图表 45:	传音在非洲采用墙体广告营销	21
图表 46:	公司经销商数量情况	21

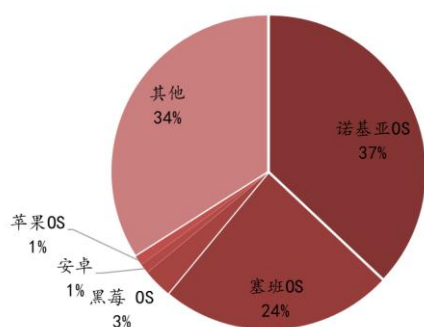
图表 47:	经销商收入规模分布	21
图表 48:	线上、线下销售对比	22
图表 49:	速达非物流公司	22
图表 50:	速达非业务分类	22
图表 51:	公司数码家电产品	23
图表 52:	尼日利亚电视市场规模	23
图表 53:	Caricare 全球分布	24
图表 54:	HiOS 系统界面	24
图表 55:	从内容打造互联网集成平台	25
图表 56:	公司 APP 业务策略	25
图表 57:	公司移动互联业务布局	26
图表 58:	2019Q3 非洲地区娱乐类周活跃率榜单	27
图表 59:	流量类 APP 变现方式	27
图表 60:	2020Q1 非洲地区音乐类周活跃率榜单	27
图表 61:	Boomplay 付费用户特权	27
图表 62:	Palmpay 使用界面	28
图表 63:	传音发展主营业务收入预测	29
图表 64:	可比公司估值	29

1 过去：进入非洲市场，抢占三星份额

1.1 非洲市场原先由诺基亚、三星主导

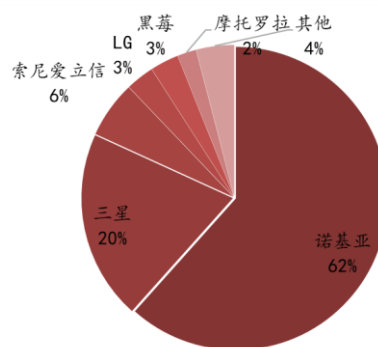
功能机时期，诺基亚称霸非洲。受益于诺基亚手机性价比，诺基亚占据了非洲功能机市场。而在智能机时代，诺基亚采用 Windows Phone 系统，而不是安卓系统，导致诺基亚在非洲市场式微。根据 Opera Software 数据，在 2010 年 12 月非洲前十大手机市场中，最受欢迎的前十大手机其中 87 部为诺基亚手机，此外 8 部为三星。然而随着诺基亚手机市场逐渐失去领导地位，三星成为了非洲市场上的领导厂商。

图表1： 2011 年手机系统广告投放量



资料来源：InMobi，方正证券研究所

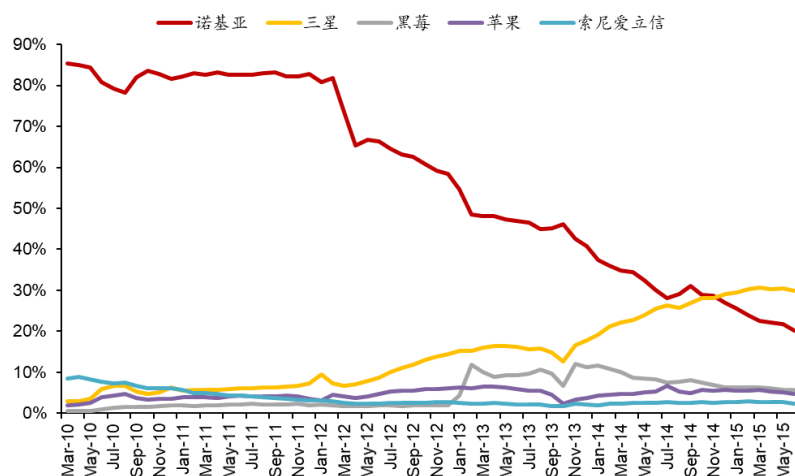
图表2： 2011 年手机广告投放量



资料来源：InMobi，方正证券研究所

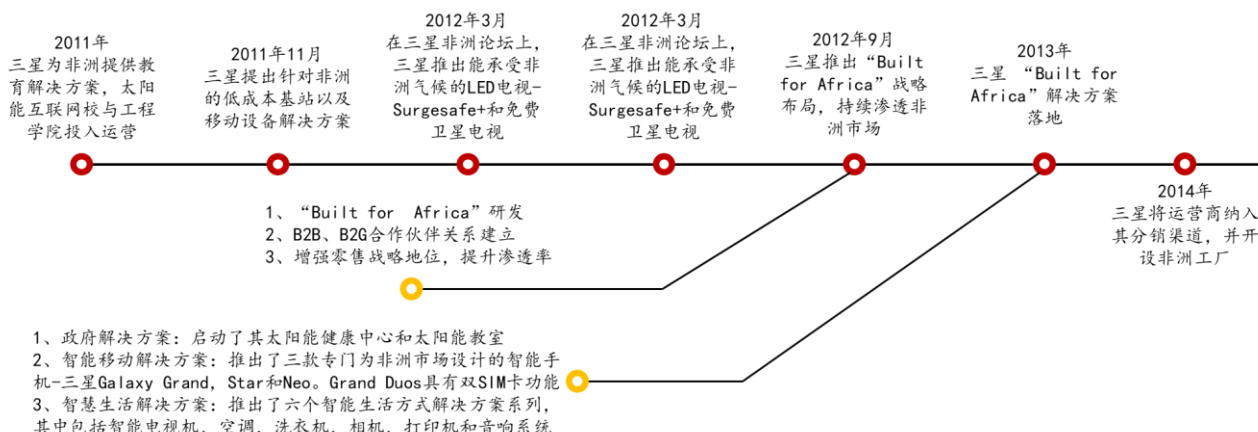
三星取代诺基亚成为非洲手机市场领导厂商。2012 年三星提出“Built for Africa”产品线吸引非洲消费者，通过开发在高温下耐用、同时适用于不稳定电源的节能电器打入非洲市场。2013 年，三星专门为非洲设计了 3 款智能手机 Grand、Star 和 Neo，为非洲消费者提供了双卡双待的手机产品。

图表3： 2015 年前非洲手机市场份额



资料来源：StatCounter Global Stats，方正证券研究所

图表4：三星进军非洲市场



资料来源：三星官网，方正证券研究所

1.2 传音采取“全球化视野，本地化执行”策略打开非洲市场

1.2.1 立足二、三线城市，打造利基市场

公司创始团队主要来自波导股份手机事业部。董事长竺兆江先生曾担任波导股份海外市场负责人，是波导最早提出开拓海外市场的人之一，在创立传音前曾前往 90 多个国家调研。竺兆江先生 2006 年离开波导创立传音公司。2003 年后由于国外厂商在国内开始进行渠道下沉，利用成本优势抢占市场份额，大陆品牌在国内市场占有率也逐步走低。

图表5：传音控股高管团队

姓名	职位	履历
竺兆江	董事长、总经理	竺兆江先生曾在浙江奉通、宁波波导、深圳赛特任任职；2013 年 8 月至今担任公司董事长、总经理
阿里夫	副总经理	阿里夫先生曾在宁波波导，宁波波导萨基姆，TECNO TELECOM LIMITED (HK) 任职，2015 年 3 月至今担任公司副总经理
邓翔	副总经理	邓翔先生曾在宁波波导，UT 斯达康通讯，宁波翼达龙任职，2013 年 8 月至今担任公司副总经理
胡盛龙	副总经理	胡盛龙先生曾在宁波波导，九五八五九八电讯（波导子公司）任职，2013 年 8 月至今担任公司副总经理
雷卫国	副总经理	雷伟国先生曾在宁波波导任职，2013 年 8 月至今担任公司 itel 事业部总经理，2017 年 3 月至今担任公司副总经理
秦霖	副总经理	秦霖先生曾在宁波波导任职，2013 年 8 月至今担任公司副总经理
肖明	副总经理	肖明先生曾在上海贝尔、科胜讯、德信无线通讯、锐嘉科、上海锐来科等公司任职，2014 年 8 月至今担任公司副总经理
严孟	董事、副总经理	严孟先生曾在宁波波导任职，2013 年 8 月至今担任公司董事，副总经理
叶伟强	董事、副总经理	叶伟强先生曾在宁波波导任职，2013 年 8 月至今担任公司董事，副总经理
张祺	董事、副总经理	张祺先生曾在宁波波导，宁波波导萨基姆，宁波波导随州分公司任职，2013 年 8 月至今担任公司董事，副总经理
肖永辉	财务总监	肖永辉先生曾在宁波波导任职，2014 年 1 月至今在公司担任财务总监
杨宏	副总经理、董秘	杨宏女士曾在宁波波导任职，2013 年 9 月至今担任公司副总经理，2019 年 2 月担任公司董事会秘书

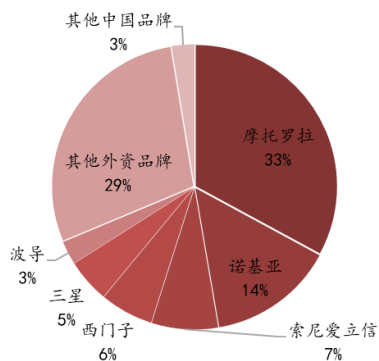
资料来源：Wind，方正证券研究所

进军非洲，打造利基市场。2003 年后国产手机品牌由于受到国外手机

研究源于数据 6 研究创造价值

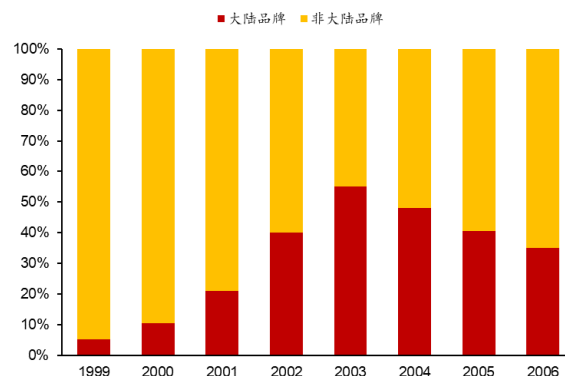
品牌的冲击，市场占有率逐年下降。2006 年传音成立，随着 itel 品牌上市，公司开始进军非洲手机市场。基于公司自身实力以及竞争环境后，传音采取了重点布局非洲二三线城市，以低价吸引消费者，加大市场营销力度，建立起销售渠道网络推动农村、城市地区销售。

图表6： 2005 年外资品牌主导中国手机产品出口



资料来源：中国信息产业部，方正证券研究所

图表7： 大陆品牌在国内市场占有率的变化趋势



资料来源：中国信息产业部，方正证券研究所

1.2.2 产品极致本土化，解决消费者痛点

公司专注于细分领域市场的研发，在进入非洲不同国家的每一个市场，公司都会利用当地团队深入了解当地市场消费者的实际需求，并为他们做出个性化地创新。

- （1）深肤色拍照技术：**公司拥有海量的深肤色影像数据样本，在此基础上建立的数据库可用于深肤色面部特征点检测及人脸属性检测模型训练测试。同时公司自主开发基于本地化场景数据开发分类训练模型算法、实际场景开发参数调优算法，开发深肤色美颜功能的产品重点解决非洲印度深肤色用户的拍照美颜问题。2020 年 6 月，在计算机视觉领域顶级会议 CVPR 2020(国际计算机视觉与模式识别会议 2020)主办的“Look Into Person (LIP)”国际竞赛中，传音控股旗下影像研发团队斩获深肤色人像分割赛道冠军。

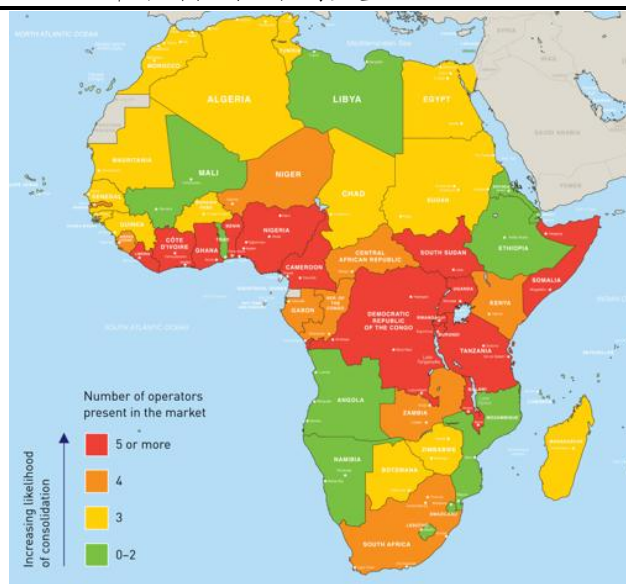
图表8： 传音针对深色皮肤开发智能美黑算法



资料来源：传音控股宣传海报，方正证券研究所

- (2) 多卡多待：2008-2013 年非洲手机渗透率由 29% 提升到了 69%，根据 GSMA Intelligence 数据，2013 年非洲国家平均 GSMA 牌照数量为 3.8 张，至少有 13 个国家拥有 4 个或 4 个以上的 GSM 运营商。运营商覆盖范围小，不同运营商在不同地点的信号效果都不一样，再加上跨运营商之间的资费也比较贵，因此非洲消费者习惯随身携带多个 SIM 卡。传音 2017 年在非洲推出了第一款双卡双待手机，此后更是推出 4 卡 4 待手机迎合当地消费者需求。

图表9： 2013 年非洲各国运营商数量



资料来源：analysysmason，方正证券研究所

- (3) 针对不同市场，定制个性化服务：非洲消费者汗液酸性度高，对手机腐蚀性强，传音基于非洲消费者汗液酸碱度数据库，开发表面防腐蚀涂层技术，防水防腐蚀设计功能能抗酸达到 PH3.5。除此之外，传音开发了指纹防汗防油污算法，对于经

常沾有油污的、易出汗的手，传音手机指纹解锁成功概率高于同行业。

图表10：传音自主研发的核心技术

应用领域	核心技术
存储	动态资源分配技术
	精准资源分配技术
网络	应用分发技术
	高可用服务端架构技术
系统	系统模块解耦技术
拍照	深肤色人像夜间拍照
	人工智能相册
	拍照补光技术
用户体验	基础体验大数据分析与策略测试系统
	深度定制本地化操作系统
	智能用户场景识别和预测技术
	通用数据管理技术
手机硬件	基于本地化的硬件深度定制
	手机防水防腐蚀设计

资料来源：传音控股招股说明书，方正证券研究所

1.2.3 “广告+渠道”打造文化认同

传音先后与英超曼城、莱斯特城签署合作协议，成为球队官方合作伙伴。2019年TECNO与曼城签约三年合作协议，提升传音在中东影响力，2020年TECNO与曼城在迪拜建设足球训练营。2020年传音旗下中高端家电品牌Syinix与莱斯特城成为官方品牌合作伙伴。随着宣传工作的开展，传音影响力和知名度将得到提升。

图表11：传音与英超冠军成为品牌合作伙伴



资料来源：曼城、莱斯特城官网，方正证券研究所

在非洲传音采用以渠道经销为主的销售模式。目前传音在全球共有2000多家经销商，形成了广覆盖、强渗透。传音的经销商从公司采购手机等产品后，一般通过下级经销商或自有终端门店将产品销售出

去。传音在二级经销商和终端门店都派驻了员工，以此获得终端的信息，并反馈给经销商，同时为经销商提供解决方案。

本土化形成文化认同，传音知名度形成进入壁垒。根据 Africa Business 的评选，2020 年非洲最佳品牌种类，TECNO 位居第五，itel 位居第 17，Infinix 位居第 26。其中 TECNO 位列苹果之前，在中国品牌中常年居于第一位。传音在非洲深耕多年，其名誉、知名度、影响力经过多年打造已经形成了一个比较高的竞争壁垒。

图表12： 2020 年非洲最佳品牌

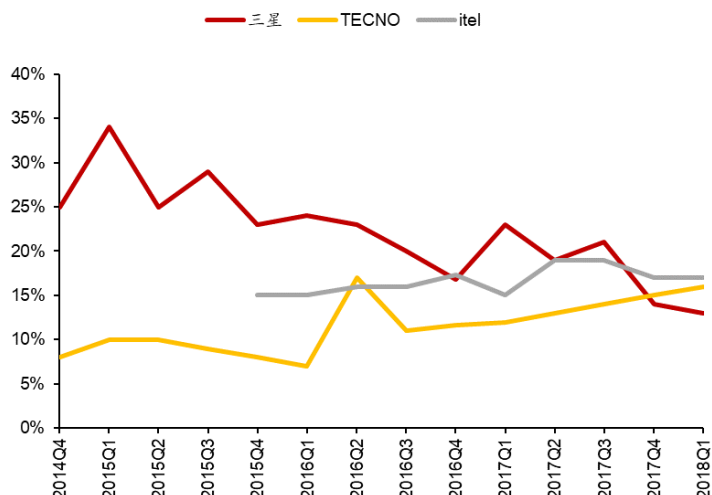
Most Admired Brands in Africa				
Rank	Brand	Category	Country of Origin	Change
1		Sport and Fitness		-
2		Sport and Fitness		-
3		Electronics/Computers		-
4		Non-alcoholic Beverages		-
5		Technology		-
6		Electronics/Computers		+1
7		Telecom Provider		+1
8		Sport and Fitness		-2
9		Luxury		-
10		Telecom Provider		+3

资料来源：Africa business，方正证券研究所

1.2.4 功能机为本，抢占非洲智能机市场

公司凭借性价比优势快速抢占非洲市场，三星市场份额挤出明显。2013 年公司进入非洲市场，迅速抢占市场份额，三星的市场份额从最高点 34%迅速下滑至 13%。2015 年起，随着公司产品本地化程度的加深以及销售网络的覆盖，TECNO 和 itel 的市场份额加速提升。2016 年末，itel 已成为非洲市场市占率最高的手机品牌，占比达 20%，超过了三星的 19%。至 2018 年第一季度，itel 和 TECNO 在非洲及中东市场市占率分别为 16%和 17%。

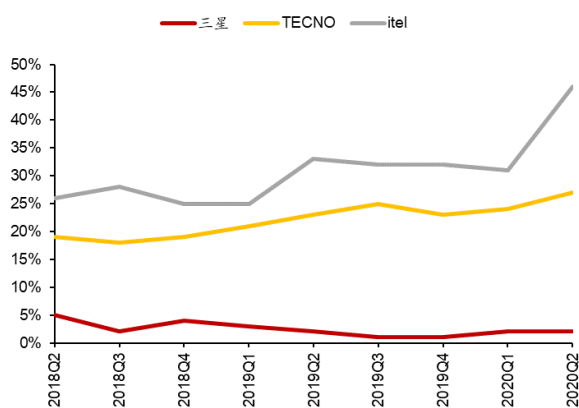
图表13： 2014-2018 年非洲及中东地区手机市占率



资料来源：Counterpoint，方正证券研究所

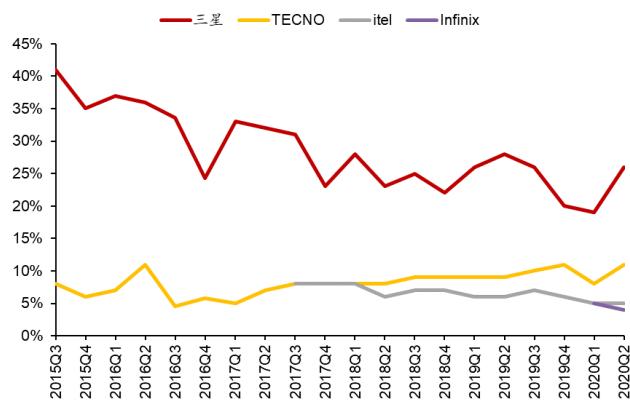
公司功能机市场市占率遥遥领先，TECNO、itel、Infinix 共同发力进军智能机市场。根据 Counterpoint 的数据，在非洲及中东地区功能机市场，公司 TECNO 和 itel 2020 年第二季度是占比分别高达 27%、46%，远高于三星的 2%，市占率排名第三的 HMD 在 10%-15% 之间徘徊。在智能机市场，2020 年第二季度三星市占率仍然高达 26%，公司通过产品精准定位逐渐蚕食三星市占率。TECNO、itel、Infinix 分别覆盖高端、低端以及时尚青少年市场，特别是 Infinix 的推出，迅速抢占了 5% 的市场份额。2020 年第二季度，TECNO、itel、Infinix 市占率分别为 11%、5%、4%。

图表14： 2018-2020 年非洲及中东功能机市占率



资料来源：Counterpoint，方正证券研究所

图表15： 2015-2020 年非洲及中东智能机市占率



资料来源：Counterpoint，方正证券研究所

2 现在：立足非洲，开拓手机新兴市场

2.1 新兴市场潜力兑现，公司营收持续增长

公司产品以手机为核心，主要产品为 TECNO、itel、Infinix。传音控股是一家以手机为核心，从事智能终端设计、研发、生产、销售和品牌运营的公司。公司的主要市场集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉

丁美洲等新兴市场，并已取得市场领先地位。根据 IDC 的数据，2019 年公司产品全球市场占有率为 8.1%，排名第四，其中印度市场占有率 6.8%，非洲市场占有率 52.5%，为非洲市场的绝对龙头。从 2018Q4 到 2019Q4，智能手机市场占比由 34% 上升至 40%。

图表16： 2019 年非洲智能手机市场结构

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
TECNO	17%	18%	18%	18%	20%
itel	10%	10%	12%	11%	13%
Infinix	7%	6%	8%	7%	7%
三星	21%	25%	26%	24%	19%
华为	9%	10%	8%	10%	9%
其他	36%	31%	28%	30%	32%

资料来源：IDC，方正证券研究所

公司积极实施多元化布局，充分利用自身优势。公司的手机产品在新兴市场获得优势地位后，开展了数码配件 (Oraimo)、家用电器 (Syinix) 和售后服务 (Caricare) 业务，以及提供软件和互联网产品及服务，其中包括公司自研的 HiOS、itelOS 和 XOS 智能终端操作系统。与此同时，公司还与其他互联网公司合作推出了 Vskit、Boomplay、Ficool 和 PalmPay 等手机 APP，覆盖短视频、音乐播放、电子小说、移动支付等领域。

图表17： 传音控股产品生态

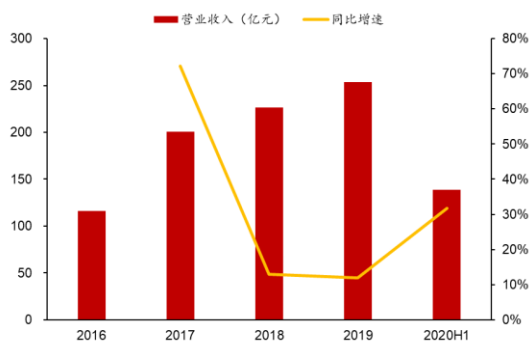


资料来源：传音控股招股说明书，方正证券研究所

公司业务收入稳定增长。2019 年公司实现营业收入 253.46 亿元，同比增长 11.92%，归母净利润 17.93 亿元，同比增长 172.80%。2020 年上半年，公司实现营收 138.46 亿元，同比增长 31.81%，实现归母净利润 10.91 亿元，同比增长 33.42%。

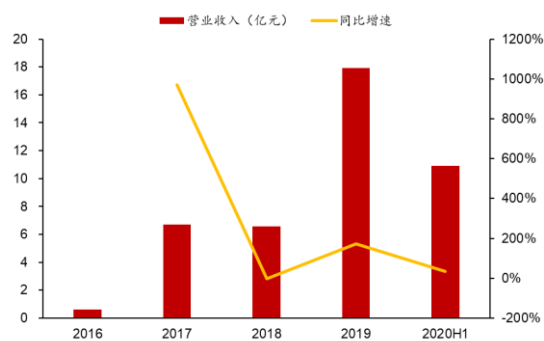
新兴市场发展潜力巨大，公司市占率进一步提升。与 2018 年相比，公司在 2019 年全球市占率从 7.04% 提升至 8.10%，非洲手机市场市占率从 48.7% 提升至 52.5%，孟加拉国市占率达到 15.6%，排名第二。

图表18： 传音控股营业收入及增速



资料来源：传音控股年报，方正证券研究所

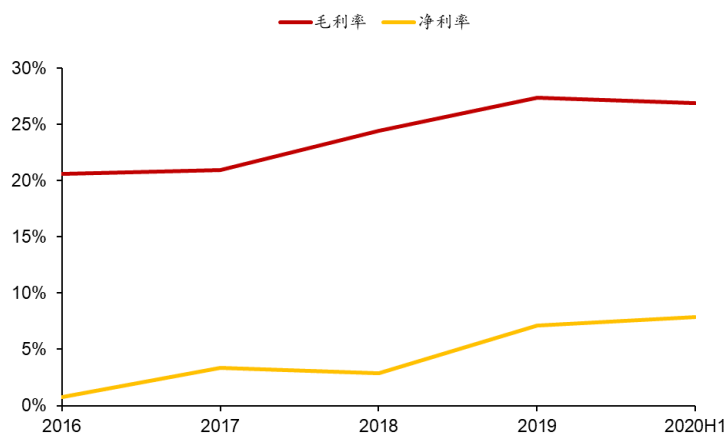
图表19： 传音控股归母净利润及增速



资料来源：传音控股年报，方正证券研究所

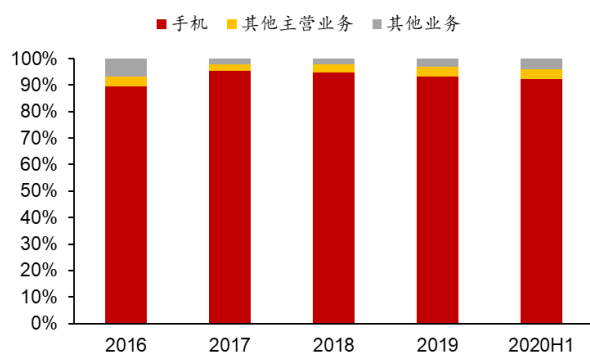
毛、净利率略微下滑，非手机业务开始扩张。2019 年公司毛、净利率分别为 27.36% 和 7.09%，较 2018 年分别上升 2.91、4.11 个百分点。但从 2019 年下半年，公司毛、净利率处于下滑的态势，从 2019 年上半年的 29.16%、7.78% 下滑至 2020 年第一季度的 26.42%、6.27%。2019 年整体毛、净利率的上升是由于公司手机业务的利润率的提升。目前的下滑态势是由于公司在其他主营业务方面的扩张导致，2019 年公司其他主营业务营收同比增加 31.39%，毛利率下降了 6.20 个百分点。在公司完成其他主营业务的市场拓展后，毛、净利率有望恢复。

图表20： 传音控股毛、净利率



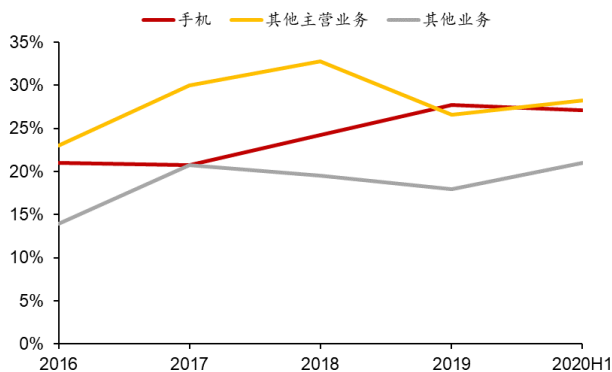
资料来源：传音控股年报，方正证券研究所

图表21: 传音控股各产品营收占比



资料来源: 传音控股年报, 方正证券研究所

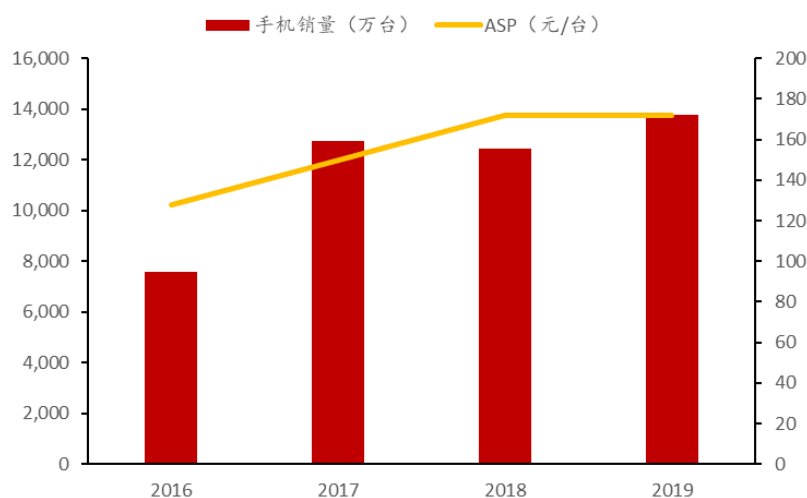
图表22: 传音控股各产品毛利率



资料来源: 传音控股年报, 方正证券研究所

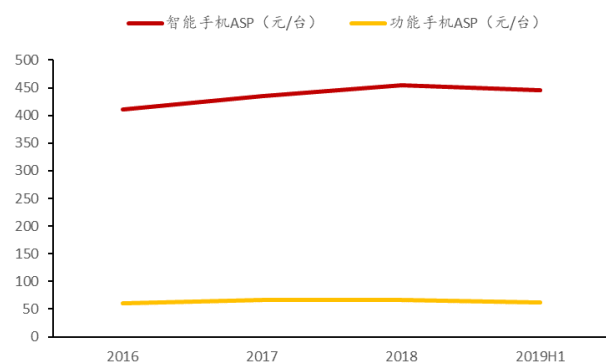
公司 ASP 总体呈上升趋势。非洲手机市场与印度相比更为平稳, 功能机 ASP 在 61 元-67 元之间波动, 智能机 ASP 在 410 元-454 元之间波动。印度市场功能机 ASP 在 64-74 元之间波动, 智能机在 363 元-467 元之间波动。2016 年公司 ASP 为 138 元, 2019 年增长至 172 元, 涨幅领先于市场, 有利于提升公司营收。

图表23: 公司销售量与 ASP 情况



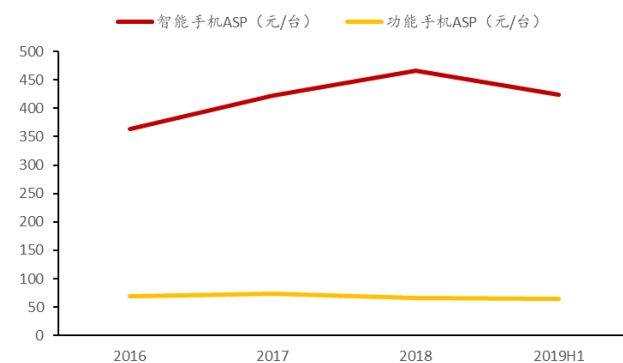
资料来源: 传音控股招股说明书, 方正证券研究所

图表24: 非洲地区手机 ASP



资料来源: 传音控股招股说明书, 方正证券研究所

图表25: 印度地区手机 ASP

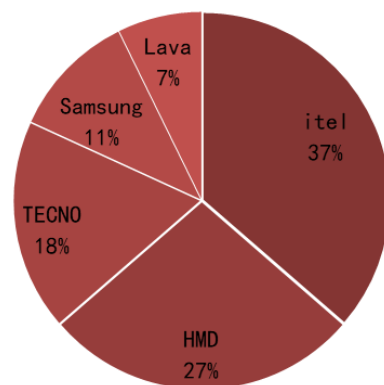


资料来源: 传音控股招股说明书, 方正证券研究所

2.1.1 功能机：持续高毛利，非洲市场需求仍在

高性价比打入低端市场，公司功能手机产品市占率领跑。公司推出的 TECNO 与 itel 系列手机中都有功能机产品，TECNO 定位中高端，itel 定位为入门级品牌，2019 年上半年时两款手机的平均售价分别为 78 元和 55 元。根据 Counterpoint 的数据显示，2020Q1 在非洲和中东地区，itel 市场占比高达 37%，位居第一，TECNO 市场占比 18%，位居第三。在公司竞争品牌中，HMD 占比位居第二，达 27%，三星和 Lava 分别占 11%和 7%。在功能机市场中，公司具有绝对的优势。

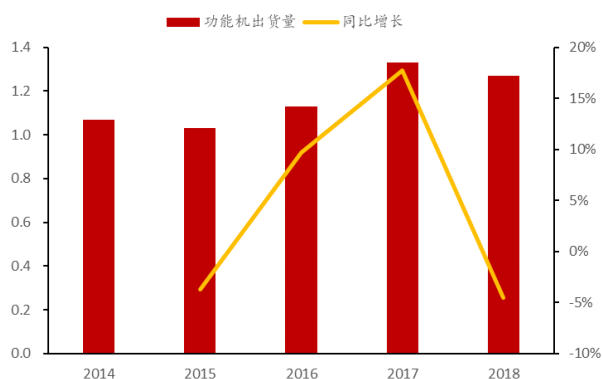
图表26： 2020Q1 非洲、中东地区功能机市场份额



资料来源：Counterpoint，方正证券研究所

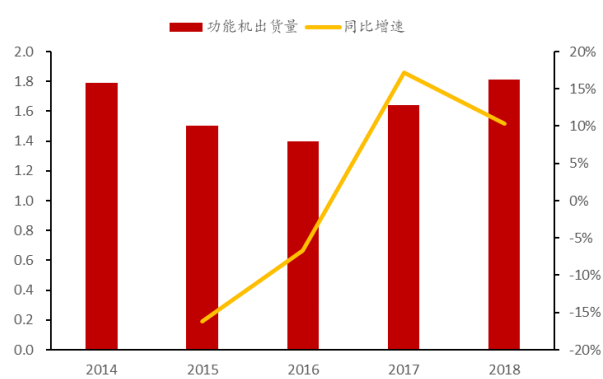
新兴市场智能机换机周期不变，功能机增长趋稳。全球手机市场中绝大多数已完成从功能机到智能机的结构性改革，智能手机在性能上远优于功能机，其价格优势开始逐渐被抹平。因此，即使在低端市场，各厂商与消费者也开始转向智能手机。根据 IDC 发布的统计数据，2018 年非洲整体功能机市场出货量同比下降 4.5%，至 1.27 亿部，自 2015 年首次下降。印度整体功能机市场增速放缓，2018 年同比增长 10.4%，较 2017 年下降将近 7 个百分点。

图表27： 非洲整体功能机出货量（亿部）



资料来源：IDC，方正证券研究所

图表28： 印度整体功能机出货量（亿部）

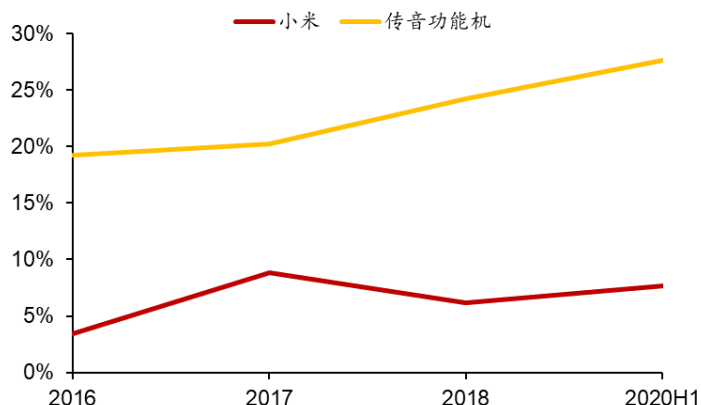


资料来源：IDC，方正证券研究所

基层销售网络与专卖店巩固低端市场，功能手机产品毛利率持续提升。公司 itel 主要通过线下销售网络的形式售卖，其产品销售目前已研究源于数据 15 研究创造价值

遍布 50 多个国家和地区,TECNO 专卖店也已遍布 60 多个国家各地区。公司通过这种方式扩张低端市场,同时也增强了用户粘性,有利于提高产品毛利。2016 年至 2020 年上半年,功能手机毛利率显著提升,特别是在 2017 年之后,从 20.19%提升至 27.6%,幅度大于智能手机的 21.08%至 27.6%。

图表29: 小米手机、传音功能机毛利率对比

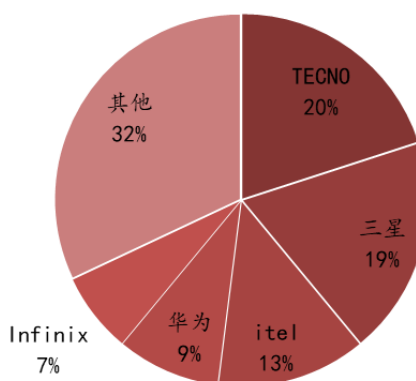


资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.1.2 智能机: 持续发展基石, 营收占比逐年增长

瞄准不同细分市场, 抢占智能手机市场份额。TECNO 定位中高端市场, 采用专卖店的形式售卖, 均价 490 元, itel 定位大众市场, 采用基层销售网络的形式售卖, 均价 300 元, Infinix 定位青少年时尚市场, 以电商、线下结合的形式在 30 多个国家和地区推广, 均价 580 元。以划分市场的方式, 公司成为新兴市场手机龙头。根据 IDC 的数据, 公司 2019 年 Q4 非洲市场占有率达到 40%, 排名第一, 其中 TECNO 占比 20%, itel 占比 13%, Infinix 占比 7%。三星和华为市场份额减少, 分别占 19%和 9%。

图表30: 2019Q4 非洲地区智能机市场份额

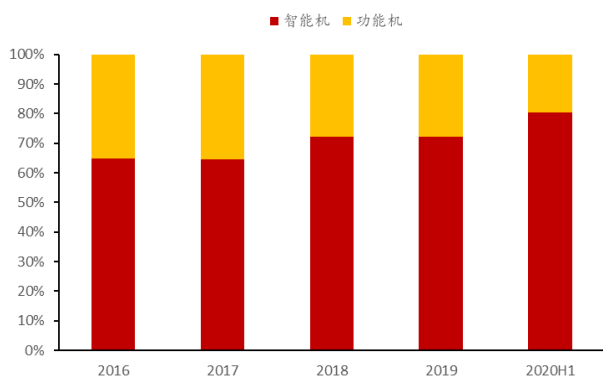


资料来源: IDC, 方正证券研究所

发力智能手机市场, 改善公司产品结构。与功能机相比, 智能机属于

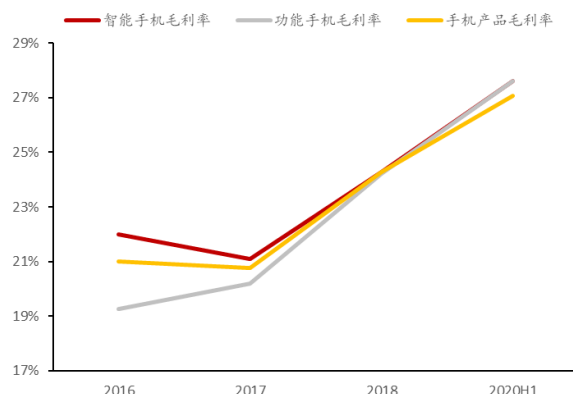
高毛利产品，并且其售价较高，公司将重心转移至智能手机。另一方面，智能手机随着 3G/4G/5G 推进的加速，有利于提高公司营收。从公司财报看，智能手机毛利率从 2016 年至 2019 年始终高于功能机。同时，智能手机在手机业务中的占比逐年提升，2016 年占比 64.69%，2020 年上半年占比 80.46%，提高了 15.8 个百分点。公司产品结构不断改善，预计至 2025 年公司手机业务营收将会持续增加。

图表31： 公司手机业务营收占比



资料来源：传音控股年报，方正证券研究所

图表32： 公司手机分产品毛利率

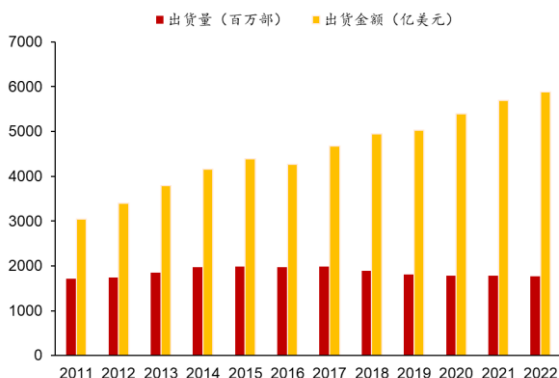


资料来源：传音控股年报，方正证券研究所

2.2 新兴市场手机渗透加速，传音持续受益

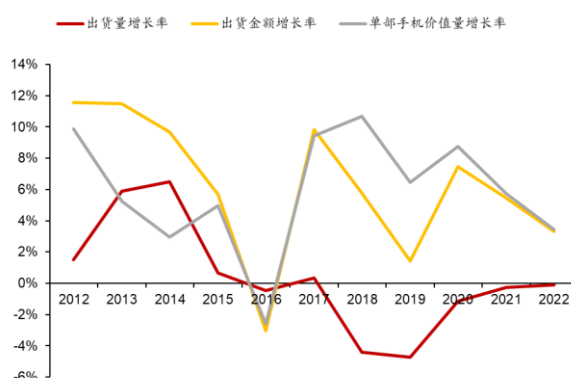
全球手机市场容量巨大，单位手机价值量提升明显。根据 IDC 的统计数据，全球手机出货金额 2019 年超过 5000 亿美元，至 2022 年，出货金额将达 5879 亿美元，年均复合增长率 5.4%。手机市场规模较大且在持续增长，但全球手机出货量从 2018 年开始持续下降，2022 年预计手机出货量将降至 17.74 亿台。单位手机价值量的提升是手机市场不断增长的主要因素。单位手机价值量从 2011 年起总体呈现上升趋势，2016 年后价值量增长加速，至 2022 年，年均复合增长率 7.4%。

图表33： 全球手机出货量与出货金额情况



资料来源：IDC，方正证券研究所

图表34： 全球手机出货量与出货金额增长率

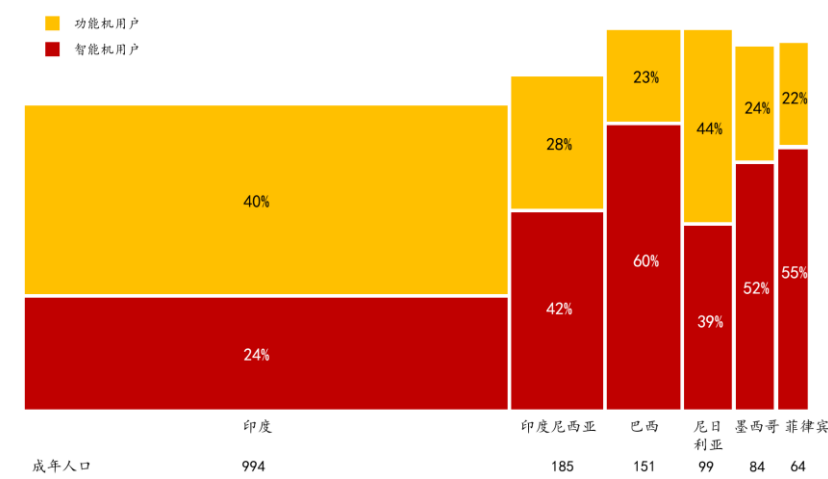


资料来源：IDC，方正证券研究所

新兴国家手机渗透率较低，当地政府出台政策打击水货，市场增量空间较大。MEKKO 的数据显示，2018 年，新兴市场手机渗透率不足 90%，智能手机渗透率最高不足 50%。其中巴西、尼日利亚手机渗透率达 83%，菲律宾、墨西哥达到 77%、76%，印度只有 64%。而智能手机研究源于数据 17 研究创造价值

渗透率普遍较低，印度和尼日利亚分别为 40%和 44%，其他国家渗透率不足 30%，具有较大的市场潜力。巴基斯坦电信管理局启动了设备标识注册和阻止系统（DIRBS），以打击假冒手机的使用，阻止手机盗窃并保护消费者利益。在 2020 年 1 月 16 日以来，有 5650 万部手机列入了黑名单。其中 2050 万部手机具有无效 IMEI，而 3400 万部手机是具有有效 IMEI 的手机，但在规定的 60 天内未对这些手机支付税款。传音将受益新兴市场政府对水货打击带来的市场空间提升。

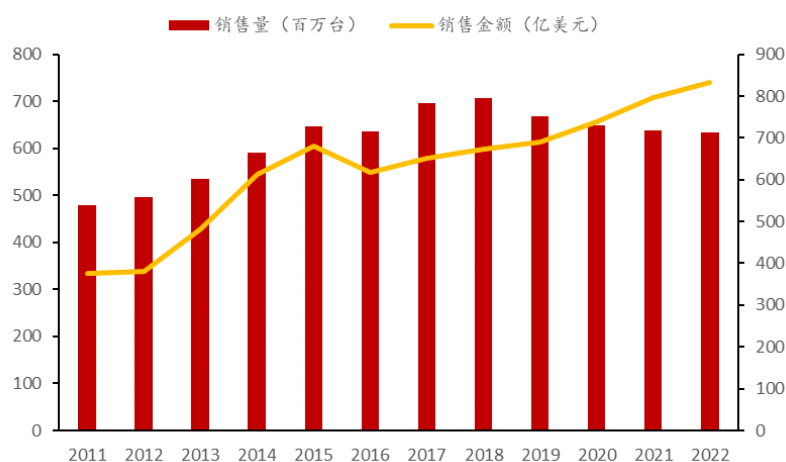
图表35： 2018 年新兴市场手机渗透率



资料来源：MEKKO，方正证券研究所

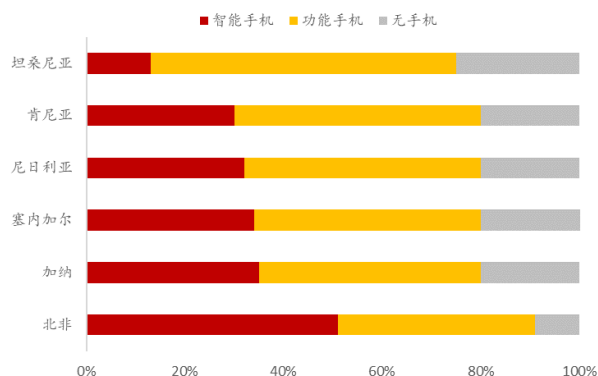
发展中国家手机市场存在结构性机会，渗透率稳步上涨。发展中国家人口基数大，手机市场发展滞后，平均无手机人数占比高达 22%，特别是非洲、中东、印度等地。根据 IDC 的统计数据，以非洲、中东、孟加拉国等地区为代表的市场 2011 年至 2018 年出货量年均复合增长率 5.7%，高于全球市场。2018 年至 2022 年出货量将缓慢下降。销售金额与全球手机市场一致，维持上涨趋势。对于非洲地区，根据 GSMA 的数据，撒哈拉以南非洲地区手机渗透率增速较为稳定，至 2025 年，渗透率将超过 50%。

图表36： 新兴市场手机销售量与销售金额



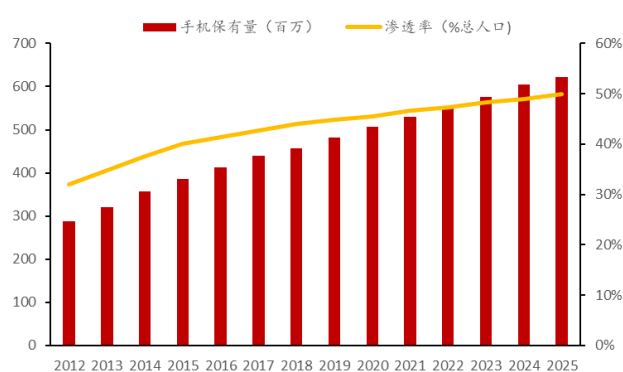
资料来源：IDC，方正证券研究所

图表37： 2017 年非洲部分国家手机渗透率



资料来源：PEW Research，方正证券研究所

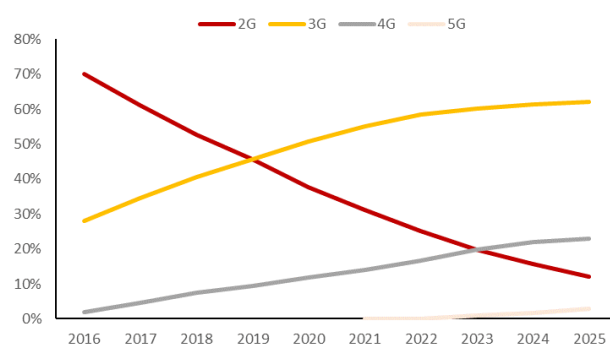
图表38： 撒哈拉以南非洲手机保有量及渗透率



资料来源：GSMA，方正证券研究所

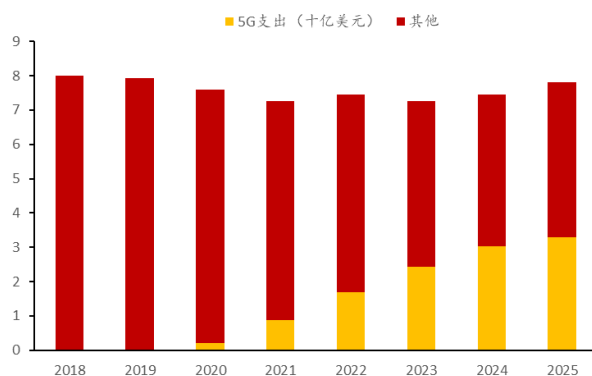
新兴市场国家 3G/4G/5G 建设进入加速通道。发展中国家手机市场发展较为滞后，其通信基础设施建设也未建设完善。GSMA 调查显示，2019 年撒哈拉以南非洲地区 3G 渗透率迎来拐点，与 2G 的渗透率都为 45.55%左右，预计之后 3G 将成为此地区的主流手机连接方式，并且将会在 2025 年左右其渗透率达到最高，处于 62%左右。4G 建设也将在之后几年内维持增长，2019 年 4G 渗透率为 9.34%，预计在 2025 年提升至 23%。与此同时，撒哈拉以南非洲地区的 5G 建设也将在 2021 年提上议程，2025 年 5G 基础建设资本支出达到 33 亿美元，年均复合增长率为 75.18%。

图表39： 撒哈拉以南非洲 2G/3G/4G/5G 渗透率



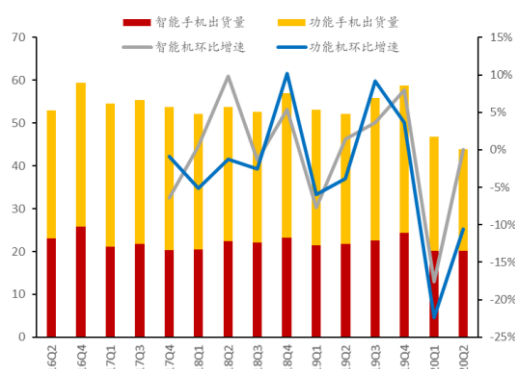
资料来源：GSMA，方正证券研究所

图表40： 撒哈拉以南非洲连接方式资本支出



资料来源：GSMA，方正证券研究所

图表41： 非洲手机出货量 (百万台)



资料来源：Statista，方正证券研究所

研究源于数据 19 研究创造价值

2.3.2 线下主推，线上亟待物流与电商成熟

相较于欧美以及国内较为统一的市场，非洲市场更为分散，传音在非洲采取了遍地营销策略。非洲大陆上共有近 60 个国家或地区，缺少线上零售，线下零售商、代理商、经销商错综复杂。因此传音采取遍地营销策略，使得非洲的消费者能够在各个地方都看见传音旗下三款手机的 Logo。相较于中国农村刷在马路两旁墙壁上的广告，传音将广告直接覆盖在建筑外墙上。

图表45： 传音在非洲采用墙体广告营销



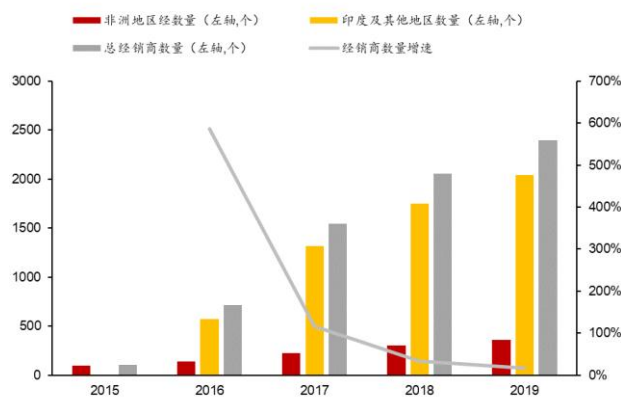
国内墙体广告

传音在非洲的墙体广告

资料来源：方正证券根据公开信息整理

小经销商数量增加显著，大经销商提供主要营收。从 2015 年至 2019 年，受益于公司高市占率，下游经销商数量增长迅猛，已达 2398 个，年复合增长率达 119%，其中非洲地区经销商 360 个，印度及其他地区经销商数量 2038 个。而公司主要营收主要由大经销商提供，非洲地区 20 个超过 1 亿收入的经销商对公司非洲地区营收贡献达 41.88%，印度及其他地区收入规模超过 300 万的 100 个经销商贡献了该地区 50.4% 的营收。

图表46： 公司经销商数量情况



资料来源：传音控股招股说明书，方正证券研究所

图表47： 经销商收入规模分布

	收入规模	数量 (个)	对应收入占比
非洲地区	300万元以下	137	1.58%
	300-1,000万元	73	5.09%
	1,000-3,000万元	78	16.91%
	3,000-100,000万元	52	34.55%
	100,000万元以上	20	41.88%
印度及其他地区	50万元以下	1196	7.96%
	50-100万元	354	12.83%
	100-200万元	287	18.44%
	200-300万元	101	10.36%
	300万元以上	100	50.40%

资料来源：传音控股招股说明书，方正证券研究所

销售策略因地制宜，非洲主要以线下销售为主，印度主要以线上销售

为主。线上模式凭借低成本、低门槛、方便快捷的优势，已经成为了国内以及一些其他国家的销售首选，但线上模式需要有物流体系以及移动互联服务体系的支撑，因此针对非洲发展程度较低、国家区域众多以及需求多样化的特点，公司选择了线下销售的模式。目前公司与非洲多家经销商合作，打造了下沉式高渗透的线下销售模式。而在非洲，公司选择采用线上销售的模式。

图表48： 线上、线下销售对比

	销售时间	销售地域	购物体验	销售产品	门槛
线上销售	取决于物流	物流覆盖区域	一般	标准化程度高	低
线下销售	快	取决于门店数量	极好	多样化程度高	高

资料来源：方正证券研究所

线上销售前景广阔，物流与电商孵化是关键。随着非洲电商市场的发展，线上销售模式未来仍将成为主流，目前公司是非洲电商 Jumia 最大的手机销售商，小米也于 2019 年与 Jumia 达成合作进军非洲线上手机销售。在物流方面，传音子公司易为控股与中通快递合资成立速达非物流公司，业务覆盖快递、仓储、货运和中非跨境货运，意图解决非洲缺少物流公司的情况。疫情期间，速达非与传音旗下专业售后服务品牌 Caricare 形成业务联动，提供“免费维修寄回”服务。

图表49： 速达非物流公司



资料来源：速达非官网，方正证券研究所

图表50： 速达非业务分类



资料来源：速达非官网，方正证券研究所

3 未来：布局非洲互联网，构建完整生态链

3.1 复制手机端经验，拓展数码家电市场

公司数码家电产品已初具市场规模，家电品类全覆盖。Oraimo 是公司创立的 3C 产品配件品牌，主要产品为智能音箱、智能手环、移动电源、蓝牙耳机等，目前已覆盖非洲、亚洲等 30 多个国家地区。Syinix 是公司创立的家电品牌，主要产品为电视、冰箱、空调、洗衣机等。公司的数码家电市场在非洲地区初具规模，Oraimo 目前已成为最受消费者欢迎的 3C 配件品牌之一。

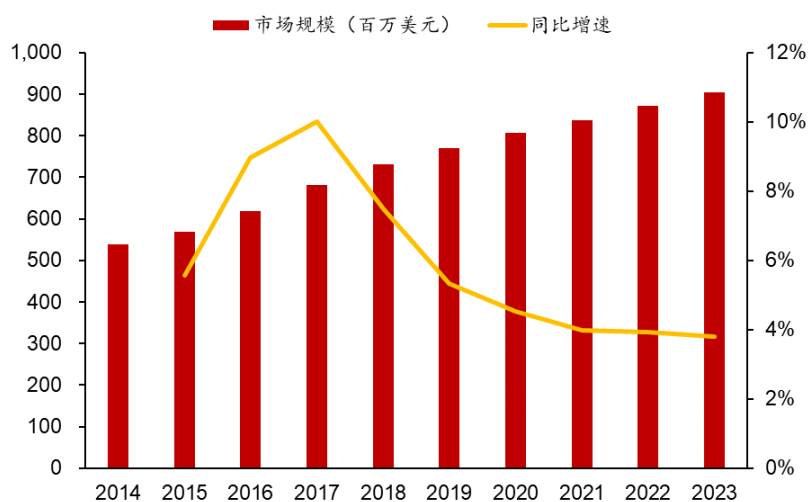
图表51： 公司数码家电产品



资料来源：传音控股招股说明书，方正证券研究所

公司大力推广电视，与手机形成联动。电视在非洲的渗透率高于其他家电，因此传音选择电视作为家电品类的主攻方向，在高端电视品牌 Syinix 之外推出了智能电视 Infinix 和入门级电视 itel，利用原先手机销售渠道，在非洲迅速推广电视业务。同时依靠传音已拥有的技术，为电视提供支持互联网功能，与手机形成联动。

图表52： 尼日利亚电视市场规模



资料来源：PwC，方正证券研究所

本土化售后服务完善业务流程。Carlcare 是公司创立的专业售后服务品牌，服务品类只要包括手机、平板、家用电器、照明等电子产品。现已拥有超过 2300 个服务网点，7 个维修工厂，覆盖非洲、中东、东南亚、南亚、拉美等地区。此外客户还可以通过 Carlcare APP 预约 2 小时的快速维修服务，截止 2019 年 11 月，Carlcare APP 每月活跃用户已经达到 1000 万。

图表53: Carlcare 全球分布



资料来源: Carlcare, 方正证券研究所

3.2 布局互联网业务, 拓宽公司发展空间

独立开发移动互联业务将成为公司未来的增长点。公司完成移动互联业务的布局后, 将打通手机业务上下游, 在非洲等新兴市场形成以手机为核心的生态链。届时, 公司可以通过独立开发 APP 来拓展市场, 这将极大的促进公司业绩的增长。预计移动互联业务将成为传音控股既手机之外另外一块重要的主营业务。截止 2020 年 6 月底, 已合作开发 7 款月活跃用户超过 1,000 万的应用程序。

3.2.1 内容消费积累未来增长动能

三类 OS 系统完整覆盖高中低端市场。公司基于 Android 系统二次开发, 深度定制了三款智能终端系统 HiOS、itelOS 和 XOS, 分别应用于 TECNO、itel 和 Infinix。其中 XOS 为了顺应年轻时尚的消费观念, 推出了双时钟锁屏、电话手势、屏外游戏、Wi-Fi 共享、屏下按压等一系列前沿功能。传音 OS 已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一。

图表54: HiOS 系统界面



资料来源: HiOS 官网, 方正证券研究所

借助已经建立的消费者基础，与多家领先互联网企业合作，共同布局移动互联业务。公司在新兴市场巨大的占有量，使其成为互联网公司在非洲发展业务的首选合作伙伴，包括网易、环球音乐、华纳音乐、索尼音乐、Palmpay、阅文、Google、Facebook 等。已合作开发 5 款月活超过 1000 万的应用程序，其中 Vskit、Boomplay、Palmpay、Ficool 最具代表性。

图表55： 从内容打造互联网集成平台



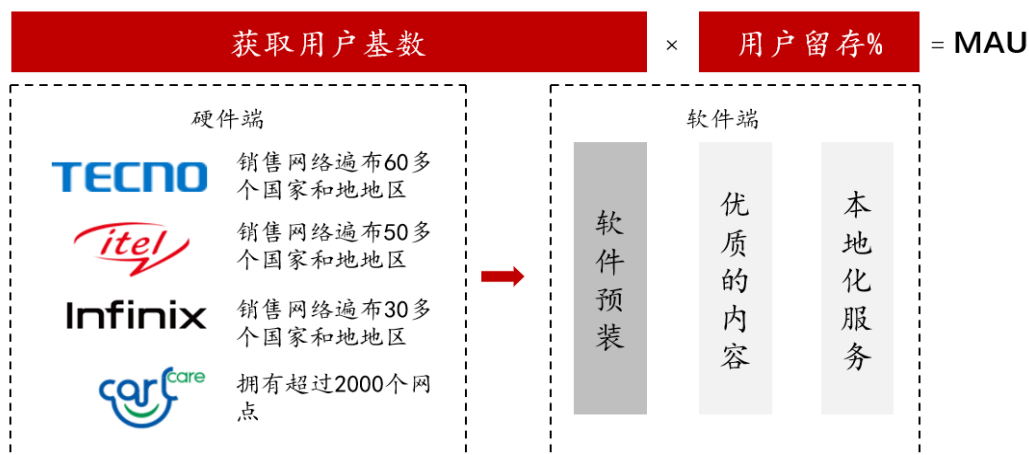
资料来源：方正证券研究所

公司与 Google 和 Facebook 达成合作协议，增强公司产品竞争力。公司所有手机产品名已获得 Google 认证，并经过了严格的安全和性能测试。Google 同时为公司产品提供 APK 预装、产品定制、系统搭载与推广等服务。公司与 Google 相互协作，极大的提升了手机产品在非洲地区的体验感和竞争力。另一方面，2019 年公司也与 Facebook 签订软件预置合约，成为了 Facebook 在非洲等新兴市场的重要流量入口。

3.2.2 PC 时代缺失，移动端培养用户黏性

手机预装，本土化策略助力公司渗透 APP 市场。首先，公司通过市场下沉，在多地布局销售网络和售后服务点，扩大手机市占率，并增强用户对传音品牌手机的依赖。其次公司通过手机预装获取初步用户，最后通过优质的 APP 内容以及本土化的服务达到用户留存的目的。

图表56： 公司 APP 业务策略



资料来源：方正证券研究所

非洲没有经历 PC 时代，APP 用户粘性从移动端培养。以米聊为例，米聊当时所处的中国市场，经历过 PC 时代的，各家公司拥有着一一定的客户基础，客户粘性高，这对公司拓展业务，抢占市场份额具有极大的优势。但米聊只是一款新型的免费即时通信工具，用户基数低且很难快速积累。除去产品本身差异，腾讯微信可直接导入 QQ 联系人，借助于 QQ 庞大的用户体量快速抢占市场。硬件+软件的模式是有一定优势的，但需要结合市场的特点来运用。非洲等一些不发达地区没有经历过 PC 时代，所以各种软件都没有客户基础的，传音手机的渗透率高，依靠硬件上搭载软件便可以积累用户，形成客户粘性，从而开拓市场，占取大量的市场份额。

图表57： 公司移动互联业务布局



资料来源：传音控股招股说明书，方正证券研究所

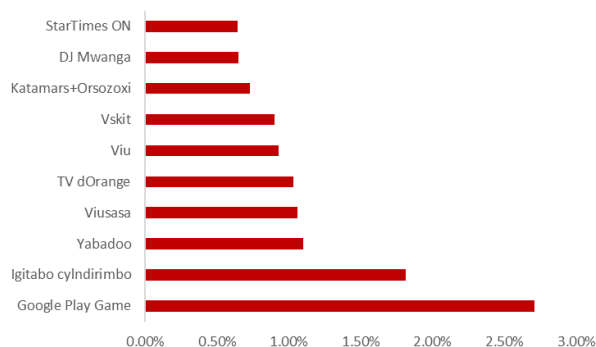
3.2.3 与网易强强联合，探索非洲移动互联市场

率先深入非洲市场，公司受益人口红利。传音控股与中国领先的互联网公司网易集团共同创办合资公司——传易集团 (Transsnnet)，聚焦于移动互联网领域，为非洲市场提供多样化、定制化的服务。目前传易集团旗下的产品包括 Boomplay、Vskit、MORE 和 Palmpay。

- (1) **Vskit**：是传易集团 2018 年打造的短视频平台，至今已累计拥有超过 4000 万用户。2019 年第三季度在非洲地区娱乐类 APP 榜单中排名第 7，随后在与 TikTok 的竞争中落后。其积累的本地化优势有望使其焕发第二春。

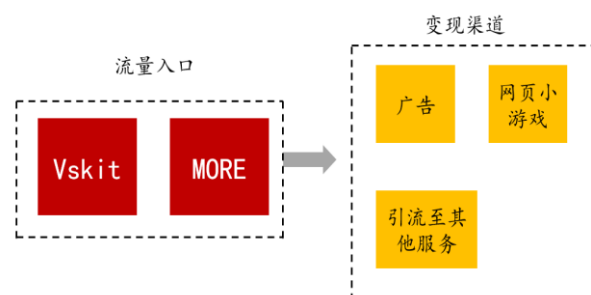
依托高流量的广告收入是目前短视频等流量 APP 变现的主要方式。Vskit 是非洲市场优质的流量入口，主要可通过广告的方式进行变现，例如开屏广告、信息流广告等。

图表58： 2019Q3 非洲地区娱乐类周活跃率榜单



资料来源：触宝大数据，方正证券研究所

图表59： 流量类 APP 变现方式



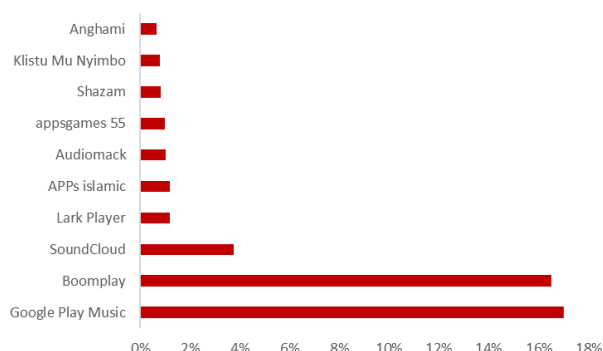
资料来源：方正证券研究所

(2) Boomplay 完成 A 轮 2000 万美元融资，月活跃用户超过 1000 万。

Boomplay 是传易集团推出的音乐流媒体和下载服务平台，专注于赋能非洲数字音乐生态系统。2015 年 Boomplay 被预先安装在 TECNO Boom J7 音乐手机中，为非洲用户提供全球正版音乐播放和下载。Boomplay 目前已和环球音乐、华纳音乐、索尼音乐以及全球最大的独立音乐发行商 Merlin Network 达成版权合作，曲库规模达到 4000 万首，拥有超过 9500 万的激活用户。

Boomplay 已成为非洲地区主流音乐类 APP，主要以用户付费的形式创造营收。在触宝大数据发布的 2020 年第一季度非洲地区音乐类周活跃率 APP 榜单中，Boomplay 排名第二，周活跃率 16.52% 与 Google Play Music 不相上下，但其周人均使用时长为 40.78 小时，远高于 Google Play Music 的 10.62 小时。占领市场后，Boomplay 以用户付费的形式创造营收，为付费用户提供广告免除、无限制音乐播放、离线缓存等特权。

图表60： 2020Q1 非洲地区音乐类周活跃率榜单



资料来源：触宝大数据，方正证券研究所

图表61： Boomplay 付费用户特权

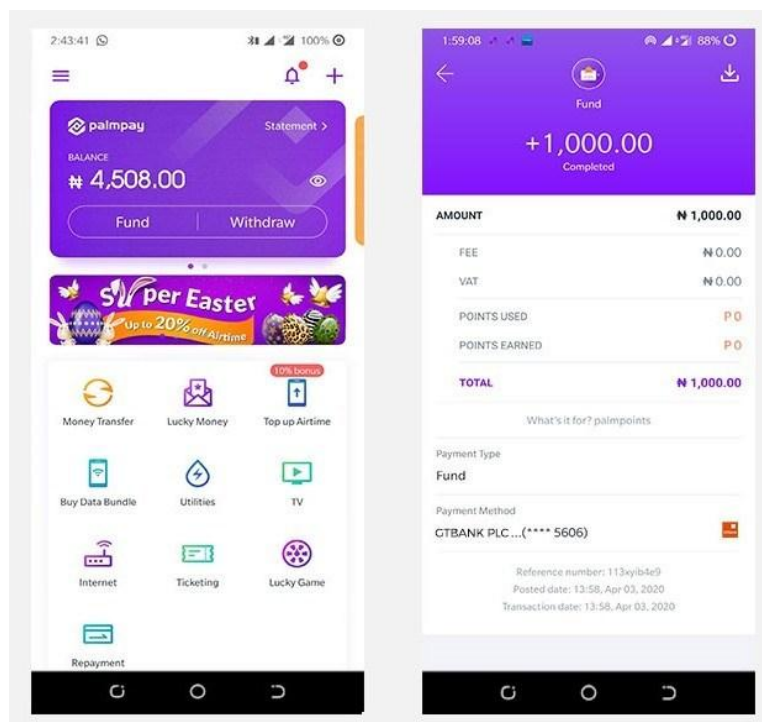
用户类型	Boomplay Music Free	Boomplay Music Premium
广告免除	否	是
音乐播放	限制	无限制
高清音质	是	是
离线缓存	否	可
音乐下载	可	可

资料来源：Boompplay 官网，方正证券研究所

(3) Palmpay：移动支付，牌照为王。2019 年 11 月，Palmpay 宣布

从 Tecno 获得了 4000 万美元的种子期注资，同时对 Palmpay 进行投资的公司还包括网易、联发科。Palmpay 是非洲最出色的移动支付公司之一，并以获得尼日利亚、坦桑尼亚、加纳的支付牌照，并正在继续扩大业务范围。根据 TechCrunch 的数据，到 2020 年传音手机中将有 2000 万台手机预安装 PalmPay 应用程序。

图表62: Palmpay 使用界面



资料来源: Palmpay 公司官网, 方正证券研究所

除了 Palmpay 之外, 传音集团还拥有数字借贷平台 PalmCredit, 传音子公司 Transsnet Financial Nigeria 拥有另外一家金融服务公司 Easybuy。Easybuy 与一些智能手机零售平台合作, 其中就包括了传音最大的销售商——3Chub。应用平台搭配手机硬件的分发系统, 将加速金融服务在非洲的渗透率。

3.2.4 复制国内运营模式, 阅文入局非洲市场

公司在 2019 年 6 月公司与网络文学平台阅文达成合作意向, 并推出了 Ficool, 进军互联网阅读平台。目前 Ficool 已有超过 30 万本授权图书, 包括小说、漫画、非洲地区原创书籍、短故事、传奇类图书、恐怖类图书、经典文学等众多品类。Ficool 将被预装在传音在非洲发售的全品牌系列手机上。

用户基数、付费率与 ARPPU 值(平均每付费用户收入)为影响付费阅读的主要因素。非洲地区此市场相对较为空白, 依托传音手机产品的高市占率以及 APP 的预装情况, 公司有望抢占客观的市场份额, 形成较大的用户基数。在付费率方面, 公司目前以提供大量多种类的图书, 并且引入了非洲本地化图书, 其对非洲市场的定制化服务将促进付费率的提升。在 ARPPU 方面, 公司打通硬件软件上下游, 其协同效应有利于提升 ARPPU。

4 盈利预测

公司在新冠疫情席卷全球的大背景下，2020 年上半年取得了超出市场预期的业绩表现，实现营收/归母净利润 138.46/10.91 亿元，同比增长 31.81%，33.42%。目前公司在非洲手机市场拥有其他手机厂商不具备的渠道和品牌地位，并且逐渐向非洲以外的新兴市场扩张，同时公司控股了多家根植于非洲的互联网公司，从中长期看，未来可期。

我们预计 2020-2022 年，公司营业收入将达到 335/404/443 亿元，同比增长 32%/21%/10%，归母净利润达到 25/33/36 亿元，同比增长 38%/32%/10%。

主要假设如下：

- (1) 智能机、功能机 ASP 小幅上涨，销量逐年提升。我们预计 2020-2022 年，智能机 ASP 同比增幅为 4%/3%/2%，销量同比增幅为 35%/20%/8%，功能机 ASP 同比增幅保持在 1%，销量同比增幅为 4%/3%/2%。
- (2) 家电、配件快速增长，互联网业务变现尚需等待。我们预计 2020-2022 年，公司除手机业务外的主营业务收入同比增幅为 60%/50%/20%。

图表63： 传音发展主营业务收入预测

		2016年	2017年	2018年	2019年	预估2020年	预估2021	预估2022
智能机	销售收入（百万元）	6741	12346	15479	17584	24749	30590	33765
	销售收入增长率（%）		83%	25%	14%	41%	24%	10%
	单价（元）	406	432	454	439	458	471	482
	毛利率（%）	22%	21%	24%	28%	28%	28%	28%
	毛利（百万元）	1482	2602	3760	4871	6855	8565	9285
功能机	销售收入（百万元）	3680	6789	5950	6043	6363	6619	6844
	销售收入增长率（%）		84%	-12%	2%	5%	4%	3%
	单价（元）	62	69	66	62	63	64	65
	毛利率（%）	19%	20%	24%	28%	28%	29%	29%
	毛利（百万元）	707	1371	1440	1671	1782	1920	1985
家电、配件、移动互联网	销售收入（百万元）	418	455	743	976	1562	2343	2812
	销售收入增长率（%）		9%	63%	31%	60%	50%	20%
	毛利率（%）	23%	30%	33%	27%	27%	28%	29%
	毛利（百万元）	96	137	244	260	422	656	815
其他业务	销售收入（百万元）	797	453	474	744	781	820	861
	销售收入增长率（%）		-43%	5%	57%	5%	5%	5%
	毛利率（%）	14%	21%	19%	18%	18%	18%	18%
	毛利（百万元）	111	94	92	134	141	148	155
总计	销售收入（百万元）	11637	20044	22646	25346	33454	40372	44282
	销售收入增长率（%）		72%	13%	12%	32%	21%	10%
	毛利率（%）	21%	21%	24%	27%	27%	28%	28%
	毛利（百万元）	2396	4204	5536	6934	9199	11288	12241
	归母净利率（%）	1%	3%	3%	7%	7%	8%	8%
	归母净利润（百万元）	63	671	657	1793	2476	3256	3575

资料来源：Wind，方正证券研究所预测

图表64： 可比公司估值

证券代码	证券简称	市值（亿元）	TTM	归母净利润（亿元）			TTM	市盈率（倍）		
				2020E	2021E	2022E		2020E	2021E	2022E
002475.SZ	立讯精密	3,708.4	60.0	67.5	91.6	117.7	61.8	54.9	40.5	31.5
002415.SZ	海康威视	3,354.9	129.1	138.5	163.0	192.6	26.0	24.2	20.6	17.4
601138.SH	工业富联	2,694.7	181.7	192.3	222.8	255.2	14.8	14.0	12.1	10.6
600745.SH	闻泰科技	1,456.7	29.1	34.6	47.0	58.6	50.1	42.1	31.0	24.8
300433.SZ	蓝思科技	1,398.9	45.4	41.2	51.2	62.2	30.8	34.0	27.3	22.5
002241.SZ	歌尔股份	1,265.6	15.4	22.8	32.6	41.3	82.4	55.5	38.8	30.7
002600.SZ	领益智造	761.9	14.1	25.5	35.0	43.5	54.1	29.9	21.8	17.5
002236.SZ	大华股份	621.7	33.3	37.5	44.9	54.3	18.7	16.6	13.8	11.4
300136.SZ	信维通信	546.3	9.8	14.0	19.2	23.9	55.7	39.1	28.5	22.8

资料来源：Wind 一致预期，方正证券研究所

5 风险提示

- (1) 新兴市场竞争激烈；
- (2) 互联网业务进展不及预期；
- (3) 上游供应紧缺，原材料涨价；
- (4) 公司智能机渗透不及预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15463.11	20623.75	25994.29	30822.64	营业总收入	25345.93	33454.45	40371.93	44281.92
现金	7717.30	12538.37	17710.15	22647.71	营业成本	18411.99	24255.17	29083.57	32041.32
应收账款	783.96	806.57	973.35	1067.62	营业税金及附加	78.93	104.18	125.72	137.90
其它应收款	412.35	449.11	541.98	594.47	营业费用	2859.40	3813.81	4440.91	4915.29
预付账款	205.01	266.81	698.01	768.99	管理费用	1061.44	1338.18	1614.88	1771.28
存货	3135.15	3123.27	3187.24	3072.46	财务费用	-30.88	-303.84	-453.73	-605.37
其他	3209.35	3439.61	2883.56	2671.40	资产减值损失	-112.43	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2280.64	2540.67	2657.09	2764.71	公允价值变动收益	339.13	0.00	-200.00	-200.00
长期投资	318.06	66.90	-274.31	-570.70	投资净收益	-296.82	-251.16	-341.21	-296.40
固定资产	1047.95	1594.48	2086.17	2523.04	营业利润	2195.20	3026.95	3976.82	4365.26
无形资产	656.77	621.44	587.37	554.52	营业外收入	10.03	0.00	0.00	0.00
其他	257.86	257.86	257.86	257.86	营业外支出	23.12	0.00	0.00	0.00
资产总计	17743.75	23164.42	28651.38	33587.35	利润总额	2182.11	3013.86	3963.73	4352.16
流动负债	8155.60	11087.86	13304.34	14650.03	所得税	385.51	532.45	700.26	768.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1796.60	2481.41	3263.47	3583.28
应付账款	5296.23	5714.92	5976.08	5705.99	少数股东损益	3.30	5.53	7.28	7.99
其他	2859.37	5372.94	7328.27	8944.04	归属母公司净利润	1793.30	2475.88	3256.19	3575.29
非流动负债	1323.45	1330.45	1337.45	1344.45	EBITDA	2248.02	2938.77	4082.36	4327.96
长期借款	93.91	100.91	107.91	114.91	EPS（元）	2.24	3.09	4.07	4.47
其他	1229.53	1229.53	1229.53	1229.53					
负债合计	9479.04	12418.30	14641.79	15994.48	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	10.72	16.25	23.53	31.52	成长能力				
股本	800.00	800.00	800.00	800.00	营业收入	0.12	0.32	0.21	0.10
资本公积	4922.74	4922.74	4922.74	4922.74	营业利润	1.56	0.38	0.31	0.10
留存收益	2431.16	4907.04	8163.23	11738.53	归属母公司净利润	1.73	0.38	0.32	0.10
归属母公司股东权益	8253.99	10729.87	13986.06	17561.35	获利能力				
负债和股东权益	17743.75	23164.42	28651.38	33587.35	毛利率	0.27	0.27	0.28	0.28
					净利率	0.07	0.07	0.08	0.08
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	0.22	0.23	0.23	0.20
经营活动现金流	4040.52	5471.46	5822.17	5587.95	ROIC	-0.65	-0.48	-0.52	-0.48
净利润	1796.60	2481.41	3263.47	3583.28	偿债能力				
折旧摊销	118.93	133.10	186.67	240.28	资产负债率	0.53	0.54	0.51	0.48
财务费用	10.46	0.00	0.00	0.00	净负债比率	0.01	0.01	0.01	0.01
投资损失	296.82	251.16	341.21	296.40	流动比率	1.90	1.86	1.95	2.10
营运资金变动	1998.51	2592.69	1817.73	1254.89	速动比率	1.51	1.58	1.71	1.89
其他	-180.80	13.10	213.10	213.10	营运能力				
投资活动现金流	-2872.99	-657.39	-657.39	-657.39	总资产周转率	1.80	1.64	1.56	1.42
资本支出	-415.11	-657.39	-657.39	-657.39	应收账款周转率	40.91	42.07	45.36	43.39
长期投资	-2523.93	0.00	200.00	200.00	应付账款周转率	6.12	6.08	6.91	7.58
其他	66.06	0.00	-200.00	-200.00	每股指标（元）				
筹资活动现金流	2567.71	7.00	7.00	7.00	每股收益	2.24	3.09	4.07	4.47
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	5.05	6.84	7.28	6.98
长期借款	0.00	7.00	7.00	7.00	每股净资产	10.32	13.41	17.48	21.95
普通股增加	2701.67	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	13.80	13.80	13.80	P/E	47.60	34.48	26.21	23.87
其他	-133.96	-13.80	-13.80	-13.80	P/B	10.34	7.96	6.10	4.86
现金净增加额	3735.24	4821.07	5171.78	4937.56	EV/EBITDA	34.58	50.21	34.88	31.76

数据来源：Wind, 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com