

传音控股 (688036.SH)

全球化视野、本地化执行的新兴市场智能终端龙头

买入

核心观点

聚焦新兴市场的智能终端产品和移动互联服务提供商。公司成立于2006年，主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。公司拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌，包括功能机和智能机产品，面向非洲、印度、巴基斯坦等新兴市场。基于在新兴市场积累的领先优势，公司布局家电及消费电子配件业务，同时从传音 OS、独立 APP 两方面发力非洲移动互联业务，打造未来第二增长曲线。2021 年公司营收 494 亿元，其中智能机占比 79.5%，功能机占比 14.0%，家电、配件、OS 等其他业务占比 6.5%。

新兴市场人口基数大、智能手机渗透率低支撑终端需求持续扩增。2016 年以来全球手机行业进入存量发展阶段，但新兴市场（包括非洲、印度、孟加拉国、巴基斯坦、中东、印尼、泰国、菲律宾）智能手机出货量从 16 年的 3.45 亿部增长至 21 年的 4.13 亿部（CAGR：3.70%）。我们看好新兴市场智能手机出货量持续增长，基于：1) 新兴市场人口基数大、出生率高、人均手机保有量低，手机需求扩增；2) 新兴市场智能机渗透率低，21 年非洲智能机渗透率仅为 44.0%，远低于欧美等成熟市场的 90%+，智能机渗透空间仍较大。

扎根新兴市场，“全球化视野、本地化执行”构筑公司护城河。相较之下，其他国际领先的手机品牌长期以全球化理念运作，推出的标准化产品难以满足新兴市场用户需求。公司始终扎根新兴市场，以用户为中心进行本土化产品创新，同时构建了从生产、销售到售后服务的本地化运营全链条，构筑了独特的护城河。21 年公司智能手机出货量在非洲、巴基斯坦排名第一，在孟加拉国排名第二，在印度排名第六，份额分别为 46.7%、41.3%、20.1%、7.1%。

布局家电、配件业务及移动互联业务，打造未来第二增长曲线。非洲人口规模大、电力覆盖率正逐步提升，家电需求稳步扩增，公司 2015 年创立家电品牌 Syinix，有望凭借国内成熟供应链的优势以及公司非洲本地化运营的经验推动家电业务快速增长。此外，非洲是全球最后一个 10 亿级以上人口的移动互联网蓝海市场，目前传音 OS 已成为非洲等新兴市场的主流操作系统之一，同时公司与网易、腾讯等国内领先的互联网公司合作，率先在非洲布局音乐流媒体、新闻聚合、浏览器等赛道，截至 21 年末，公司已有超过 10 款 APP 的 MAU 超过 1000 万，包括 Boomplay、Vskit、Scooper、Phoenix 等。

投资建议：目标价 130.41-131.65 元，维持买入评级。我们预计 22-24 年公司归母净利润为 47.52/58.76/71.25 亿元（YoY 21.6%/23.6%/21.3%），综合相对估值与绝对估值，给予目标价 130.41-131.65 元，维持买入评级。

风险提示：手机需求不及预期，新市场开拓不及预期，原材料短缺或涨价。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37,792	49,412	61,860	76,445	92,874
(+/-%)	49.1%	30.7%	25.2%	23.6%	21.5%
净利润(百万元)	2686	3909	4752	5876	7125
(+/-%)	49.8%	45.5%	21.6%	23.6%	21.3%
每股收益(元)	3.36	4.88	5.93	7.33	8.89
EBIT Margin	9.3%	8.9%	8.6%	8.7%	8.7%
净资产收益率(ROE)	25.6%	27.9%	26.6%	26.0%	25.3%
市盈率(PE)	30.1	20.7	17.0	13.8	11.4
EV/EBITDA	26.4	21.8	18.5	15.3	12.9
市净率(PB)	7.70	5.77	4.52	3.59	2.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	130.41 - 131.65 元
收盘价	101.00 元
总市值/流通市值	81002/39693 百万元
52 周最高价/最低价	220.80/76.66 元
近 3 个月日均成交额	289.89 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《传音控股(688036.SH)-1Q22 经营业绩稳健，毛利率环比回升》——2022-04-29
- 《传音控股(688036.SH)-21 年业绩高速增长，新兴市场拓展成效显著》——2022-03-01
- 《传音控股-688036-财报点评：2021 迎来新的机遇与挑战》——2021-04-27
- 《传音控股-688036-财报点评：业绩超预期，新兴市场多点开花》——2021-02-01
- 《传音控股-688036-财报点评：业绩加速成长，超越市场预期》——2020-10-29

内容目录

全球化视野、本地化执行的新兴市场手机龙头	6
聚焦全球新兴市场的智能终端产品和移动互联服务提供商	6
手机业务三大品牌齐头并进，聚焦非洲、印度等全球新兴市场	7
实施多元化战略布局，开拓家电、配件、移动互联业务	10
公司营收以 33.5% 的 CAGR 从 16 年 116 亿元增至 21 年 494 亿元	12
扎根手机行业新兴市场，本土化创新构筑护城河	15
扎根新兴市场，“全球化视野、本地化执行”构筑独特护城河	15
全球手机行业进入存量发展阶段，新兴市场增长潜力犹存	17
新兴市场人口基数大、人均手机保有量低支撑手机需求持续扩增	18
新兴市场智能手机渗透率仍较低，智能机替代功能机空间较大	21
公司在非洲、印度等智能手机新兴市场具备较强竞争力	22
布局家电及配件业务，打造公司第二增长曲线	26
非洲家电市场空间广阔，公司家电业务多品牌差异化定位和运营	26
公司消费电子配件品牌 oraimo 在非洲等新兴市场备受青睐	29
非洲移动互联迎来飞跃式发展契机，公司布局成果初现	30
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	31
Boomplay、Vskit、Scooper、Phoenix 等多款 APP 月活超千万	31
盈利预测	33
估值及投资建议	34
相对估值：合理估值区间 130.41-133.38 元	34
绝对估值：合理估值区间 128.64-131.65 元	35
投资建议：目标价 130.41-131.65 元，维持“买入”评级	36
风险提示	36
财务预测与估值	38
免责声明	39

图表目录

图 1: 公司智能终端产品和移动互联服务业务布局	6
图 2: 公司发展历程: 先后推出 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机子品牌	7
图 3: 公司股权结构	7
图 4: 传音控股分国家/地区智能手机出货量(百万部)	8
图 5: 传音控股分国家/地区功能手机出货量(百万部)	8
图 6: TECNO 品牌部分智能手机系列产品	8
图 7: TECNO 品牌功能机及智能机出货量	9
图 8: itel 品牌部分手机系列产品	9
图 9: itel 品牌功能机及智能机出货量	9
图 10: Infinix 品牌智能手机系列产品	10
图 11: Infinix 品牌智能手机出货量及同比增速	10
图 12: Oraimo 品牌部分消费电子配件产品	10
图 13: Syinix 品牌部分家用电器产品	11
图 14: 公司移动互联业务布局	11
图 15: 公司营业收入及同比增速	12
图 16: 公司归母净利润及同比增速	12
图 17: 公司单季度营业收入及同比增速	12
图 18: 公司归母净利润及同比增速	12
图 19: 公司分产品营收结构	13
图 20: 公司分产品毛利率	13
图 21: 公司分地区营收结构	13
图 22: 公司分地区毛利率	13
图 23: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率	14
图 24: 公司销售、管理、研发、财务费用率	14
图 25: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率	14
图 26: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率	14
图 27: 其他国际领先智能手机品牌的出货量更多集中在欧洲、美国、中国等成熟市场	15
图 28: 公司深肤色拍照技术	16
图 29: 公司推出四卡四待手机	16
图 30: 公司埃塞俄比亚工厂	16
图 31: 公司售后服务品牌 Carlcare	16
图 32: 在非洲随处可见公司旗下品牌的墙体广告	17
图 33: 公司 TECNO 品牌与英超曼城足球俱乐部形成合作	17
图 34: 全球智能手机出货量及同比增速	18
图 35: 各国家/地区智能手机出货量(百万部)	18
图 36: 智能手机新兴市场人口基数大(单位: 百万人)	19
图 37: 智能手机新兴市场与成熟市场人口出生率对比	19

图 38: 智能手机新兴市场与成熟市场 0-14 岁人口占比对比	20
图 39: 全球各地区人均手机保有量 (单位: 部)	20
图 40: 全球智能手机出货量及智能手机渗透率	21
图 41: 美国、欧洲、中国、日本、韩国智能手机渗透率	21
图 42: 非洲、南亚、中东等新兴市场智能手机渗透率仍较低	21
图 43: 非洲、南亚、中东等新兴市场功能手机出货量仍较高	22
图 44: 非洲智能手机市场竞争格局	23
图 45: 非洲功能手机市场竞争格局	23
图 46: 公司印度、巴基斯坦、孟加拉国智能手机出货量	24
图 47: 印度智能手机市场竞争格局 (按出货量)	24
图 48: 巴基斯坦智能手机市场竞争格局 (按出货量)	24
图 49: 孟加拉国智能手机市场竞争格局 (按出货量)	24
图 50: 公司在其他新兴市场的智能手机出货量	25
图 51: 其他智能手机新兴市场竞争格局 (按出货量)	25
图 52: 中东及非洲大家电销售量及同比增速	26
图 53: 中东及非洲大家电销售额及同比增速	26
图 54: 中东及非洲、亚洲、欧洲、北美人口规模对比 (单位: 百万)	26
图 55: 非洲、全球人口电力覆盖比例	27
图 56: 非洲家电市场竞争格局	27
图 57: 2017 年 Syinix 位于埃塞俄比亚的组装工厂落成	28
图 58: Syinix 成为英超莱斯特城足球俱乐部官方合作伙伴	28
图 59: oraimo 涵盖智能穿戴、数码周边、智能家居等产品	29
图 60: 2022 年 5 月 Oramo 在尼日利亚开设第一家旗舰店	29
图 61: 撒哈拉以南非洲互联网用户数及覆盖率	30
图 62: 1Q22 公司 OS 业务收入结构	31
图 63: AppsFlyer 全球增长指数榜	31
图 64: AppsFlyer 非洲生活与文化领域留存指数榜	31
图 65: 公司携手网易等中国互联网巨头孵化出 Boomplay、Vskit、Scoop、Phoenix 等独立 APP	32

表1：公司营业收入及毛利率预测	33
表2：公司未来3年盈利预测表(单位：亿元)	34
表3：可比公司估值比较（股价截至2022年6月10日）	34
表4：公司盈利预测假设条件	35
表5：资本成本假设	35
表6：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	36

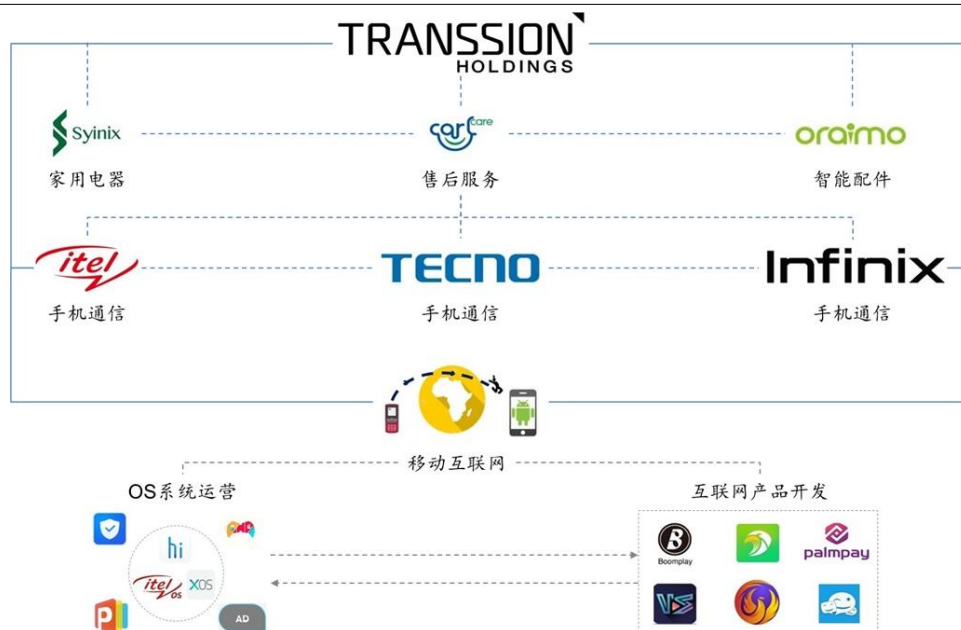
全球化视野、本地化执行的新兴市场手机龙头

聚焦全球新兴市场的智能终端产品和移动互联服务提供商

传音控股成立于 2006 年，主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。公司主要产品为 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，包括功能机和智能机，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场国家。经过多年发展，公司已成为全球新兴市场手机行业的中坚力量，根据 IDC，2021 年公司在全球手机市场的占有率为 12.4%，排名第三；其中在全球智能机市场的占有率为 6.1%，排名第六。2021 年公司在非洲、巴基斯坦智能机出货量排名第一，孟加拉国智能机出货量排名第二，印度智能机出货量排名第六。

公司致力于成为新兴市场消费者最喜爱的智能终端产品和移动互联服务提供商。基于在新兴市场积累的领先优势，公司围绕手机业务积极实施多元化战略布局，创立了数码配件品牌 Oramo，家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Carlcare 等。此外，公司基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统，包括 HiOS、itelOS 和 XOS（统称为“传音 OS”），为新兴市场消费者提供符合当地文化的移动互联网应用服务，如软件预装、分发推送、广告投放等，以及在音乐、新闻、内容聚合、短视频和其他领域开发独立的移动互联网产品及服务。

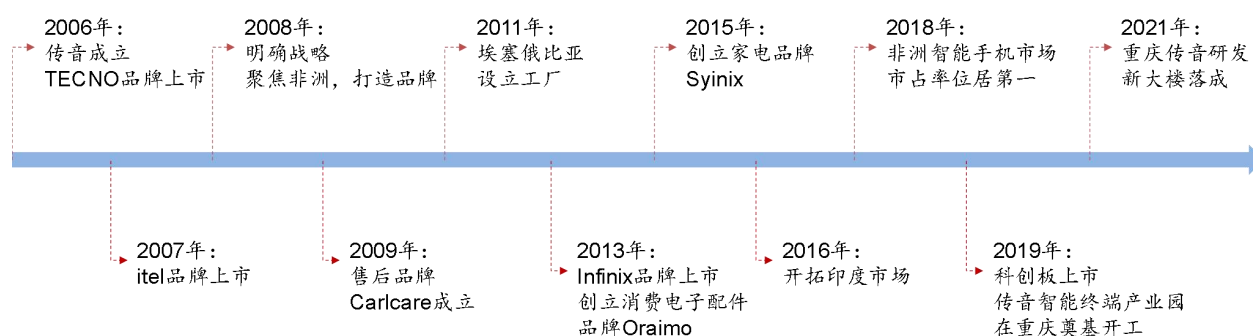
图1：公司智能终端产品和移动互联服务业务布局



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司 2008 年明确“聚焦非洲”品牌战略，TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌先后上市，2016 年开始拓展印度市场。传音 2006 年成立，公司三大手机品牌 TECNO、itel、Infinix 分别于 2006、2007、2013 年上市，其中 TECNO 致力于为广大消费者带来融入最新科技趋势、高性价比的手机产品，itel 定位为一个可信赖的入门级手机品牌，Infinix 则是一个为年轻消费者打造的高端互联网手机品牌。公司 2008 年明确“聚焦非洲、打造品牌”的发展战略，2013 年创立配件品牌 Oramo，2015 年创立家电品牌 Syinix，2016 年开始拓展印度市场，2018 年起超越三星成为非洲智能手机市场市占率的第一位，2019 年于科创板上市。

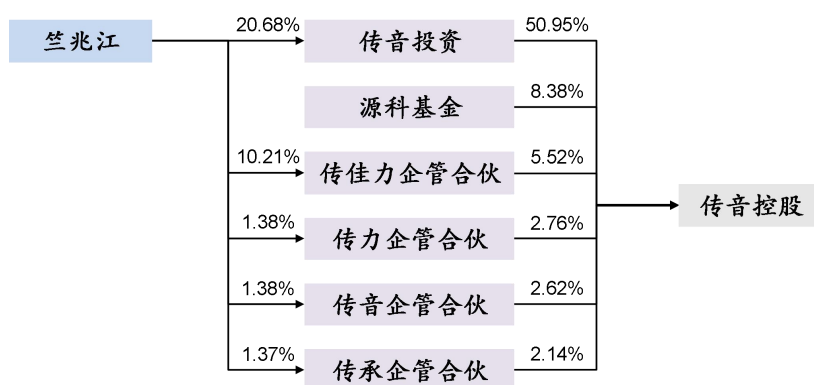
图2：公司发展历程：先后推出 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机子品牌



资料来源：公司官网，爱集微，国信证券经济研究所整理

传音投资为公司控股股东，竺兆江先生为实际控制人。截至 2022 年一季度末，深圳市传音投资有限公司（“传音投资”）持有公司 50.95% 的股份，为公司控股股东。公司董事长、总经理竺兆江先生持有传音投资 20.68% 的股份，同时已分别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，是公司的实际控制人。竺兆江先生在创立传音控股前曾在浙江奉通股份有限公司、宁波波导股份有限公司、深圳赛特利科技有限公司任职，在移动通讯行业具有多年市场及管理经验。

图3：公司股权结构



资料来源：公司 2022 年一季报，国信证券经济研究所整理

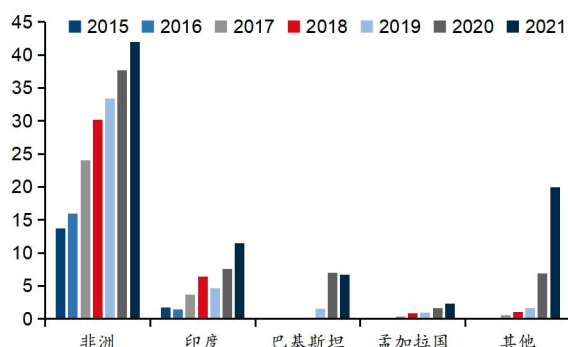
手机业务三大品牌齐头并进，聚焦非洲、印度等全球新兴市场

公司手机出货主要集中在非洲、印度、巴基斯坦、孟加拉国等新兴市场

2021 年公司智能手机出货量 8239 万部，其中非洲占比 50.9%，印度占比 13.9%。根据 IDC 数据，公司智能手机出货量从 2015 年的 1555 万部增长至 2021 年的 8239 万部 (CAGR: 32.0%)。其中：2021 年公司在非洲的智能手机出货量 4197 万部，占比 50.9%；2021 年公司在印度的智能手机出货量 1144 万部，占比 13.9%；2021 年公司在巴基斯坦的智能手机出货量 670 万部，占比 8.1%；2021 年公司在孟加拉国的智能手机出货量 229 万部，占比 2.8%。此外，2021 年公司在其他市场 (印尼、泰国、菲律宾、俄罗斯、中东等) 的智能手机出货量 1999 万部，占比 24.3%。

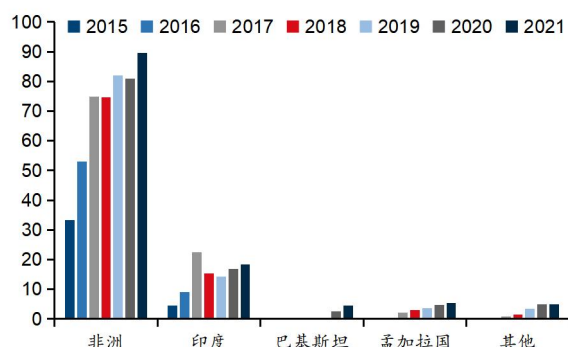
2021 年公司功能手机出货量 1.23 亿部，其中非洲占比 72.9%，印度占比 15.0%。根据 IDC 数据，公司功能手机出货量从 2015 年的 3769 万部增长至 2021 年的 1.23 亿部 (CAGR: 21.8%)。其中：公司在非洲的功能手机出货量从 2015 年的 3323 万部 (占比 88.2%) 增长至 2021 年的 8955 万部 (占比 72.9%)，对应 2015-2021 年 CAGR 为 18.0%；公司在印度的功能手机出货量从 2015 年的 446 万部 (占比 11.8%) 增长至 2021 年的 1841 万部 (占比 15.0%)，对应 2015-2021 年 CAGR 为 26.6%。

图4：传音控股分国家/地区智能手机出货量(百万部)



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图5：传音控股分国家/地区功能手机出货量(百万部)



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

公司拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌，定位各有侧重

TECNO 是公司旗下的中高端智能手机和智能硬件品牌，致力于服务全球新兴市场年轻于心的消费者。TECNO 致力于为全球新兴市场积极尝试最新科技并探索未来发展机遇的年轻用户，提供融合当代前沿技术和优雅时尚设计的智能科技产品，提供本地化的技术创新和突破性的优雅设计。TECNO 产品组合涵盖了智能手机、平板、智能可穿戴设备与智能家居设备等。目前，TECNO 业务覆盖全球 70 多个新兴市场；TECNO 也是 2021-2022 赛季英超联赛冠军曼城队的官方合作伙伴。

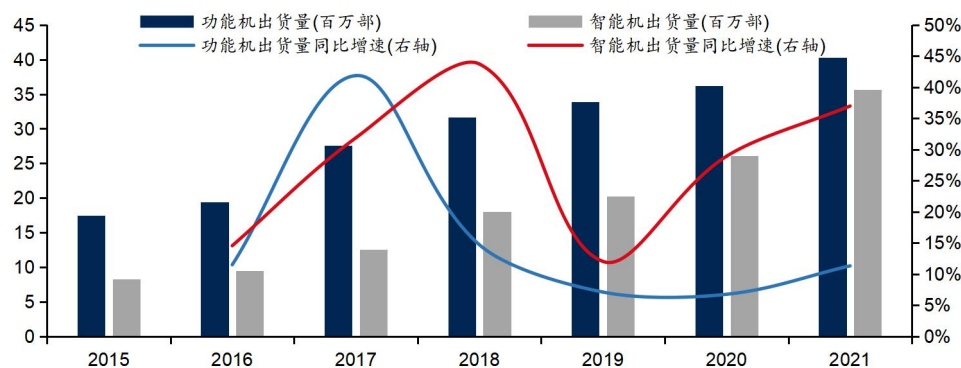
根据 IDC 数据，2021 年 TECNO 功能手机出货量 4029 万部 (YoY +11.3%)，占传音整体功能手机出货量的 32.8%；2021 年 TECNO 智能手机出货量 3568 万部 (YoY +37.0%)，占传音整体智能手机出货量的 43.3%。

图6：TECNO 品牌部分智能手机系列产品



资料来源：TECNO 官网，国信证券经济研究所整理

图7: TECNO 品牌功能机及智能机出货量



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

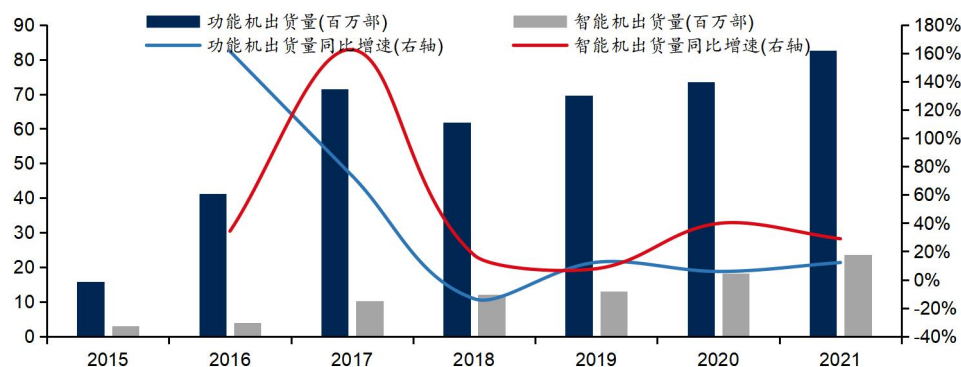
itel 是公司旗下的大众品牌，致力于为广大消费者提供价格友好的消费电子产品和生活方式产品。itel 为大众消费者提供价格友好的移动通讯技术、普及技术，让初次使用手机产品的消费者也能够接触技术并进入互联世界。itel 旗下拥有手机、基础配件、生活家电等产品，销售网络遍及全球 50 多个国家和地区。根据 IDC 数据，2021 年 itel 功能手机出货量 8254 万部 (YoY +12.1%)，占传音整体功能手机出货量的 67.2%；2021 年 itel 智能手机出货量 2357 万部 (YoY +28.9%)，占传音整体智能手机出货量的 28.6%。

图8: itel 品牌部分手机系列产品



资料来源：itel 官网，国信证券经济研究所整理

图9: itel 品牌功能机及智能机出货量



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

Infinix 致力于成为新兴市场年轻人喜爱的时尚科技品牌。Infinix 强调线上与线下结合，重点发展数字营销和粉丝运营，推出 ZERO、NOTE、S、HOT 及 SMART 五大产品系列，为年轻消费者带来更多体验创新技术及智能生活方式的选择。除手机产品外，Infinix 亦推出了 TWS、笔记本电脑、智能电视等扩品类产品。根据传音官网，Infinix 产品已覆盖全球 40 多个国家，包括非洲、拉美、中东、南亚和东南亚。根据 IDC 数据，2021 年 Infinix 智能手机出货量 2313 万部 (YoY +40.7%)，占传音整体智能手机出货量的 28.1%。

图 10: Infinix 品牌智能手机系列产品



资料来源：Infinix 官网，国信证券经济研究所整理

图 11: Infinix 品牌智能手机出货量及同比增速



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

实施多元化战略布局，开拓家电、配件、移动互联业务

2013 年公司创立消费电子配件品牌 **oraimo**，致力于为消费者提供时尚、精美的产品。Oraimo 产品包括 TWS 蓝牙耳机、智能手表、蓝牙音箱、移动电源、吸尘器等，目前已成功覆盖非洲、南亚，东南亚，拉美等 50 多个国家和地区，用户规模超 1 亿，同时成为非洲最受消费者欢迎的消费电子配件品牌之一。

图 12: Oraimo 品牌部分消费电子配件产品



资料来源：Oraimo 官网，国信证券经济研究所整理

2015 年公司创立家电品牌 **Synix**，力争成为非洲市场家电品牌的领导者。Synix 致力于促进非洲地区的家电产业发展，产品主要有智能电视机、空调、冰箱、冰柜、洗衣机、微波炉等。Synix 致力于本地化产品创新与产品品质提升，通过更好的产品体验，为用户带来更好的生活品质，业务遍及非洲超过 20 个国家。

图 13: Syinix 品牌部分家用电器产品



资料来源: Syinix 官网, 国信证券经济研究所整理

基于智能手机销量增加带来的持续稳定的流量, 公司积极开拓移动互联业务。公司旗下手机品牌均搭载了传音 OS, 围绕传音 OS, 公司开发了应用商店、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台, 是公司发展移动互联网产品的核心基础, 通过洞察本地用户需求, 打造本地化内容, 构建大平台的用户、产品、研发一体化能力, 创造可持续的盈利模式, 与公司的手机业务、扩品类业务结合, 探索多维度、立体化的业务增长模式。

此外, 公司与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司, 在多个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 2021 年底, 有多款自主与合作开发的应用产品月活用户数超过 1000 万, 其中音乐类应用 Boomplay 月活跃用户数约 6800 万, 曲库规模超过 6000 万首, 是目前非洲领先的音乐流媒体平台; 新闻聚合类应用 Scooper 已成为非洲头部信息流与内容聚合平台之一, 月活跃用户数约 2700 万, 已进入 9 个国家市场开展运营; 综合内容分发应用 Phoenix 月活跃用户数约 1 亿, 已成为非洲用户规模领先的综合内容分发平台。

图 14: 公司移动互联业务布局



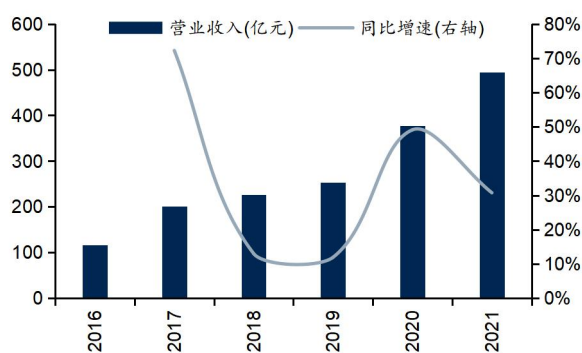
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司营收以 33.5% 的 CAGR 从 16 年 116 亿元增至 21 年 494 亿元

2016 年以来公司业绩实现快速增长。公司营收从 2016 年的 116.37 亿元增长至 2021 年的 494.12 亿元 (CAGR: 33.5%)；归母净利润从 2016 年的 0.63 亿元增长至 2021 年的 39.09 亿元 (CAGR: 128.5%)。2016 年以来公司业绩快速增长，主要得益于：1) 非洲等新兴市场智能机渗透率持续提升，需求不断扩大；2) 公司致力于进行目标市场本土化产品规划和技术研发创新，市场份额持续增加；3) 公司加大印度、巴基斯坦、孟加拉国、印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美等新市场的销售网络建设力度，覆盖国家数量逐步增加。

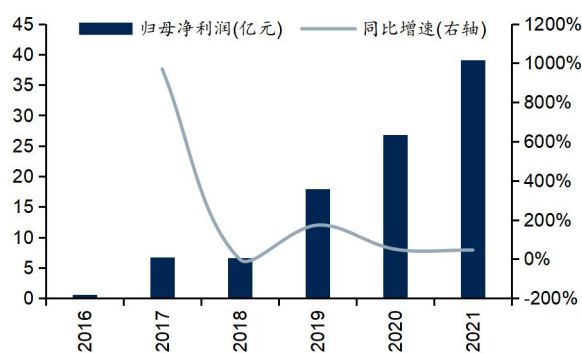
1Q22 经营业绩在较多负面因素的影响下仍保持稳健。1Q22 在疫情反复、俄乌冲突、全球通胀、部分 4G SoC 紧缺等负面因素的影响下，公司营收 110.55 亿元 (YoY -1.8%)，归母净利润 7.96 亿元 (YoY -0.7%)，保持稳健的经营业绩。

图 15: 公司营业收入及同比增速



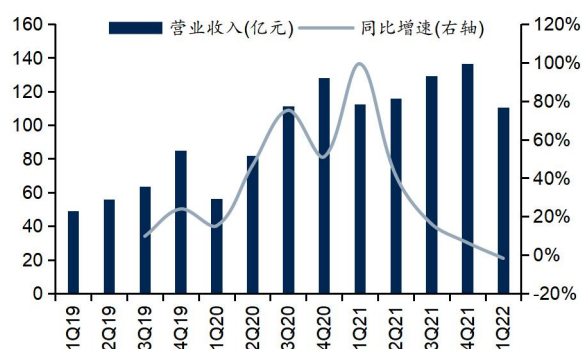
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 公司单季度营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

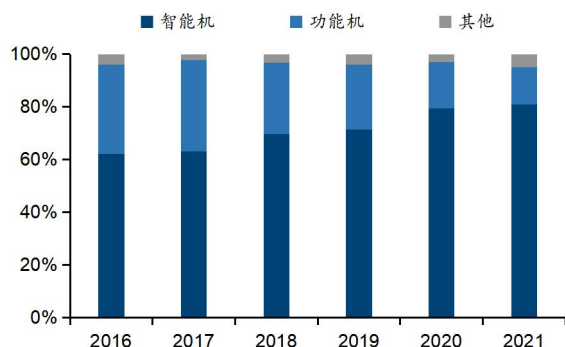
图 18: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

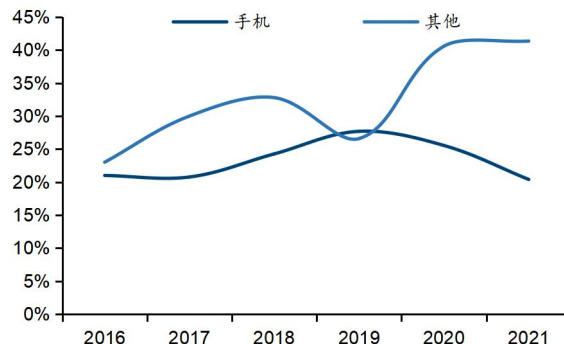
2021 年公司 95% 以上营收来自于手机业务，约 50% 营收来自于非洲市场。2016-2021 年公司手机业务营收占主营业务收入的比例分别为 96.1%、97.7%、96.6%、96.0%、97.0%、95.2%，始终保持在 95% 以上；其中智能机营收占主营业务收入的比例从 2016 年的 62.2% 提升至 2021 年的 81.0%。近几年由于公司在印度、巴基斯坦、孟加拉国、印尼、泰国、菲律宾等市场实现快速拓展，公司非洲地区营收占主营业务收入的比例从 2016 年的 88.6% 下降至 2021 年的 49.9%。

图 19: 公司分产品营收结构



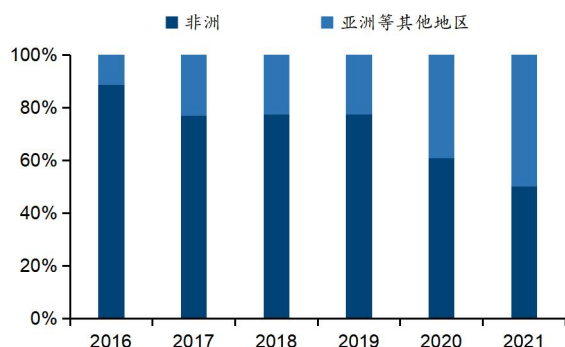
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 公司分产品毛利率



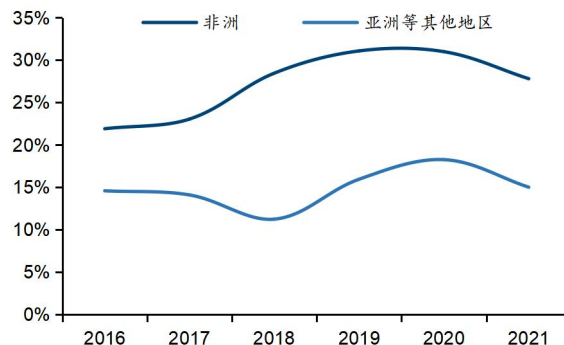
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 公司分地区营收结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 公司分地区毛利率



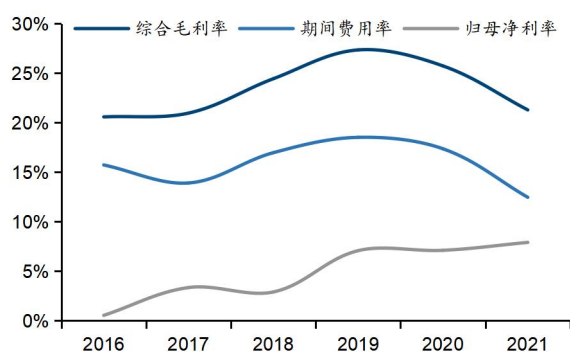
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司产品定价采用成本加成模式，产品成本主要以人民币计价，而产品销售主要以美元计价，因此公司毛利率水平受美元汇率影响较大。根据公司招股书，举例来说，假设公司某款手机产品人民币成本为 320 元，考虑 20% 毛利空间人民币售价为 400 元；假设公司取 6.4 作为美元定价汇率（“定价汇率”），则产品美元售价为 62.5 美元；若产品销售时美元即期汇率（“折算汇率”）上涨至 6.6，则该款手机报表折算人民币收入为 $62.5 \times 6.6 = 412.5$ 元，该产品毛利率由 20% 增加至 $(412.5 - 320) / 412.5 = 22.42\%$ ，汇率因素导致毛利率增加 2.42pct；若产品销售时折算汇率下降至 6.2，则该款手机报表折算人民币收入为 $62.5 \times 6.2 = 387.5$ 元，该产品毛利率由 20% 下降至 $(387.5 - 320) / 387.5 = 17.42\%$ ，导致毛利率下降 2.58pct。

公司 2016、2017 年毛利率水平分别为 20.59%、20.97%，较为平稳，主要系 2016、2017 年公司年度平均美元定价汇率（“定价汇率”）和年度平均美元折算汇率（“折算汇率”）基本一致。2018 年公司毛利率同比提升 3.48pct 至 24.45%，主要系定价汇率低于折算汇率所致；2019 年公司毛利率同比提升 2.91pct 至 27.36%，主要系：1) 定价汇率低于折算汇率；2) 印度市场竞争激烈的状况有所缓和；3) 公司在非洲市场的竞争优势加强；2020 年公司毛利率同比下降 2.69pct 至 25.93%，主要系：1) 2020 年芯片、屏幕、存储器等关键原材料价格上涨；2) 定价汇率高于折算汇率。2021 年公司毛利率同比下降 4.44pct 至 21.30%，主要系：1) 运费支出从销售费用重分类至营业成本；2) 二级经销返利从销售费用变更为抵消营业收入。

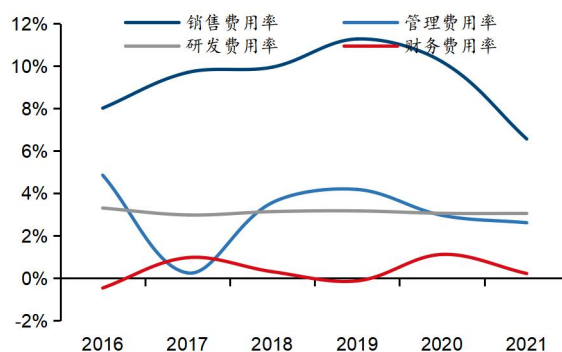
2017 年以来公司期间费用率总体较稳定。公司销售费用率从 2016 年的 8.02% 提升至 2020 年的 10.21%，主要系公司 2016 年起大力开拓印度等新市场所致；2021 年公司销售费用率同比下降 3.65pct 至 6.57%，主要系约 8 亿元运费从销售费用重分类至营业成本所致。公司 2016 年管理费用率较高 (4.86%)，主要系确认 5.54 亿元股份支付费用所致；2017–2019 年管理费用率分别为 0.25%、3.57%、4.19%，逐年提升主要系公司业务规模与市场覆盖区域扩大所致；2020、2021 年公司管理费用率分别同比下滑 1.22、0.35pct 至 2.97%、2.62%，主要系新冠疫情导致差旅费减少所致。2016–2021 年公司研发费用率较稳定，维持在 3.1% 左右。2016–2021 年公司财务费用率波动较大，主要受汇兑损益等因素影响。

图 23：公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



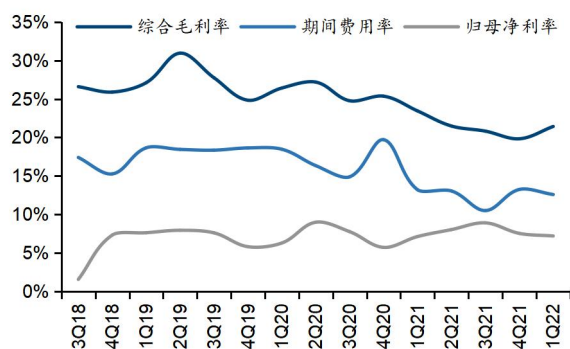
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 24：公司销售、管理、研发、财务费用率



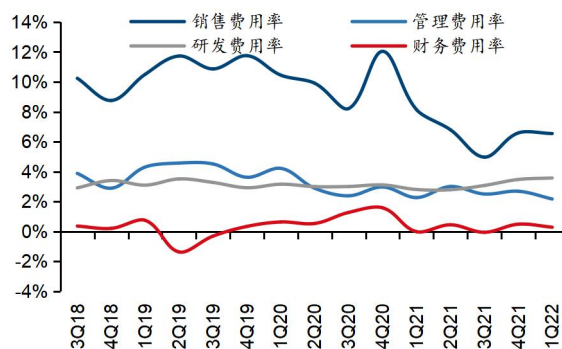
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 25：公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 26：公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



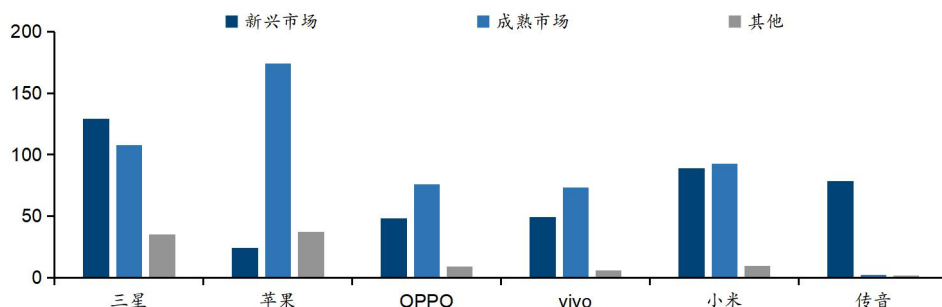
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

扎根手机行业新兴市场，本土化创新构筑护城河

扎根新兴市场，“全球化视野、本地化执行”构筑独特护城河

扎根新兴市场，公司始终秉承“全球化视野，本地化执行”的发展理念，整合全球资源，与非洲等新兴市场本地化价值相结合，搭建并形成了符合自身业务特点的研发、生产、销售和售后业务体系。相较之下，其他国际领先的手机品牌长期以全球化理念运作，对与成熟市场差距较大的新兴市场缺乏认知，推出的标准化产品难以满足当地用户的需求；而其他手机品牌虽然可能了解当地居民的痛点，但囿于实力不足难以真正解决问题；介于二者之间的断层为公司提供了发展机遇。

图 27：其他国际领先智能手机品牌的出货量更多集中在欧洲、美国、中国等成熟市场



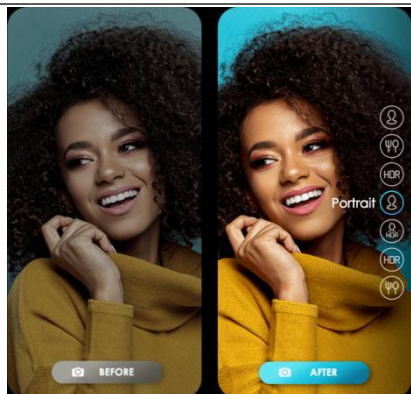
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理 注：新兴市场包括非洲、印度、巴基斯坦、孟加拉国、印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美市场；成熟市场包括欧洲、美国、中国。

真正读懂用户，公司以新兴市场当地用户为中心进行本地化产品创新。

在进入非洲市场时，公司进行了充分的调研准备，了解到当地消费者在拍照、本地语言、用电等方面的痛点，并将其作为手机产品研发的方向。比如：1) 非洲消费者喜爱拍照并热衷于分享，公司广泛收集非洲当地人的照片，开展脸部轮廓、曝光补偿、成像效果分析，开发出深肤色美颜功能的产品解决深肤色用户的拍照美颜问题；2) 非洲国家因不同运营商网络的资费差别较大，跨网络的电话费相对较贵，一般非洲消费者会拥有多张 SIM 卡，因此公司推出了双卡双待甚至四卡四待的手机解决了这个痛点；3) 针对非洲手机充电难的问题，公司将长续航作为发力点，研制出低成本高压快充技术，推出待机时长超过 20 天的功能手机；4) 此外，公司还推出高品质音乐响度、手机防水防腐蚀等多项功能。

在 2016 年进入印度市场时，公司将本地化产品创新的经验复制到当地市场，光前期调研便花费一年时间，找到了直击用户痛点的解决方案。比如：1) 由于生活方式不同，印度人喜欢用手吃饭，手指会沾有油污，为了解决手机解锁问题，公司开发出防油污指纹识别功能的手机；2) 不同于非洲，印度人吃饭和睡觉的时间较晚，因此在黄昏时分拍照的人最多，为了解决这一时段弱光线的曝光问题，公司专门开发出了更高成像质量的拍照功能，以便还原色彩鲜明的画面。

图 28：公司深肤色拍照技术



资料来源：TECNO 官网，国信证券经济研究所整理

图 29：公司推出四卡四待手机



资料来源：环球网，国信证券经济研究所整理

公司在新兴市场构建从生产、销售到服务的本地化运营全链条。

生产端：公司在埃塞俄比亚、印度、孟加拉国设立组装工厂，满足当地用户的消费需求。以埃塞俄比亚为例，公司 2011 年在埃塞俄比亚设立组装工厂，2012 年全厂合计不到 40 名员工，到 2020 年工厂已雇用超过 1000 名当地员工，在非洲雇用本地员工比例超过 95%。

销售端：公司建立了以经销商销售为主，少量运营商销售为辅的一套覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络。目前公司在全球 70 多个国家和地区与超过 2000 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。此外，公司重视物流网络建设，通过在海外多地设置物流仓库，实现原料与货品的快速交付。

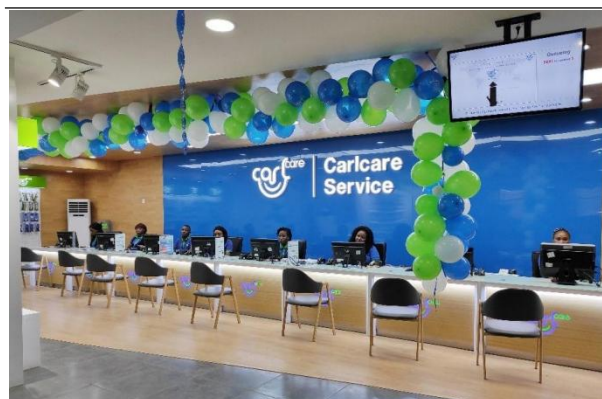
服务端：为了品牌的长远发展，公司将售后服务全部整合，建立了专门的售后服务品牌 Caricare。目前 Caricare 已拥有超过 2000 个售后服务点，帮助消费者维修传音及其他品牌的手机，成为非洲最强的手机售后服务品牌。

图 30：公司埃塞俄比亚工厂



资料来源：南方日报，国信证券经济研究所整理

图 31：公司售后服务品牌 Caricare



资料来源：现代广告杂志社，国信证券经济研究所整理

营销策略与时俱进，公司在新兴市场形成良好的品牌口碑。

在进入非洲市场的早期，公司采用饱和式墙体广告的营销策略，在非洲的报纸、户外墙体、电视等随处可见传音旗下 TECNO、itel、Infinix 等品牌的 LOGO，该策略在基础设施、互联网不发达的非洲效果显著，达到了饱和式触达消费者的目的，同时公司形成了广告与线下销售网络协同推进的效果。

随着非洲数字时代的到来，公司加大了在海外社交媒体平台上的品牌营销，率先在非洲市场引进粉丝经济、线上销售等互联网玩法。同时，考虑到音乐与足球是非洲本地人最爱的娱乐和运动项目，公司旗下品牌通过聘请非洲知名音乐人士担任品牌大使，与英超曼城、莱斯特城足球俱乐部合作等方式，结合本地化的营销战术，在消费者当中拓展品牌影响力，赢得消费者的喜爱。

此外，公司致力于帮助非洲难民儿童改善教育条件，2020 年公司携手旗下手机品牌 TECNO 和联合国难民署达成战略合作伙伴关系，支持全球教育项目。在《African Business》发布的“2021 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜中，公司旗下三大手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix 分别位列第 6、21 及 25 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。

图 32：在非洲随处可见公司旗下品牌的墙体广告



资料来源：新华社，国信证券经济研究所整理

图 33：公司 TECNO 品牌与英超曼城足球俱乐部形成合作

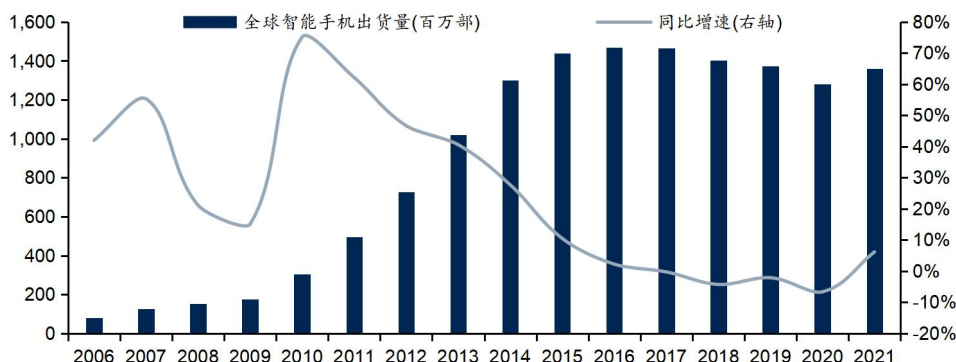


资料来源：新华社，国信证券经济研究所整理

全球手机行业进入存量发展阶段，新兴市场增长潜力犹存

2006 年以来全球智能手机市场经历“黄金十年”，现已进入存量发展阶段。2006-2016 年智能手机不断升级换代，逐步实现对于功能手机的全面替代；根据 IDC 数据，全球智能手机出货量从 2006 年的 8050 万部增长至 2016 年的 14.69 亿部，对应 2006-2016 年的 CAGR 为 33.7%。全球智能手机市场在经历了快速发展的“黄金十年”后，现已进入存量发展的阶段，根据 IDC 数据，全球智能手机出货量从 2016 年 14.69 亿部的高点连续四年下滑，2021 年出货量虽然同比回升 6.2% 至 13.60 亿部，但仍低于 2019 年新冠疫情蔓延前的水平。

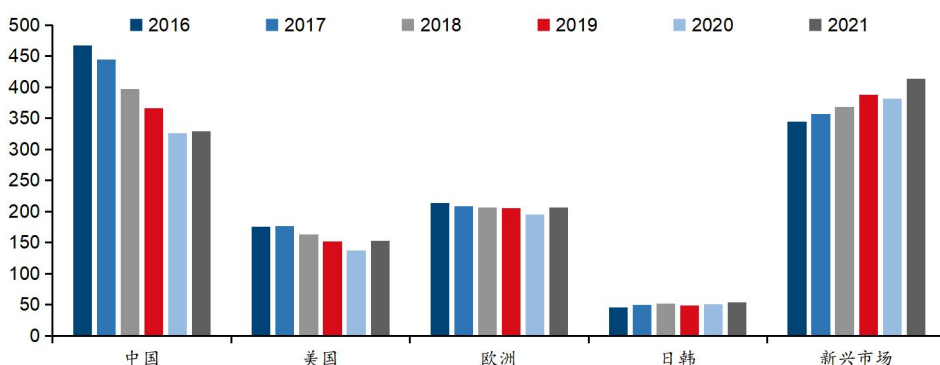
图 34: 全球智能手机出货量及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

2016 年以来全球智能手机出货量持续下滑，但新兴市场智能手机出货量仍保持稳定增长。根据 IDC 数据，全球智能手机出货量自 2016 年以来持续下滑，从 2016 年的 14.69 亿部下滑至 2021 年的 13.60 亿部，但 2016 年以来新兴市场（包括非洲、印度、孟加拉国、巴基斯坦、中东、印尼、泰国、菲律宾）智能手机出货量仍保持稳定增长，出货量从 2016 年的 3.45 亿部增长至 2021 年的 4.13 亿部，5 年复合增速达到 3.70%，高于全球的-1.54%。

图 35: 各国家/地区智能手机出货量 (百万部)



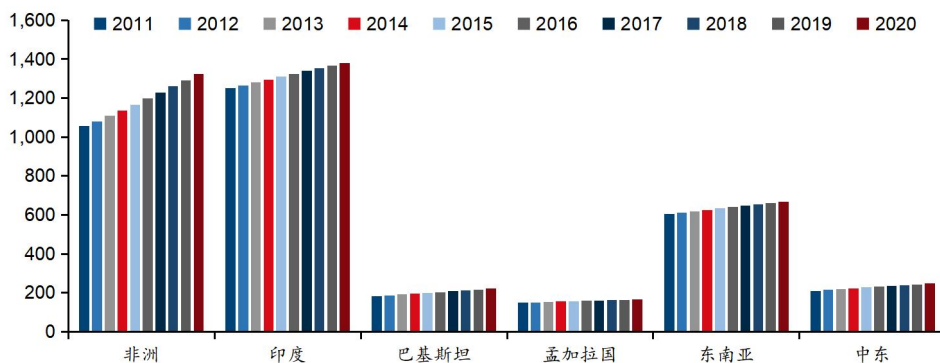
资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

注: 新兴市场包括非洲、印度、孟加拉国、巴基斯坦、中东、印尼、泰国、菲律宾

新兴市场人口基数大、人均手机保有量低支撑手机需求持续扩增

非洲、南亚、东南亚、中东等新兴市场人口基数大。根据联合国人口司数据，2020 年全球人口 80.50 亿 (YoY +0.99%)，其中: 2020 年非洲人口 13.24 亿 (YoY +2.50%)，占比 16.45%；印度人口 13.80 亿 (YoY +0.99%)，占比 17.14%；巴基斯坦人口 2.21 亿 (YoY +1.99%)，占比 2.74%；孟加拉国人口 1.65 亿 (YoY +1.01%)，占比 2.05%；东南亚（不包含印度）人口 6.67 亿 (YoY +0.99%)，占比 8.29%；中东人口 2.47 亿 (YoY +1.70%)，占比 3.07%。由此可见，手机行业的主要新兴市场人口合计 40.04 亿，占全球的比例为 49.74%，人口基数较大。

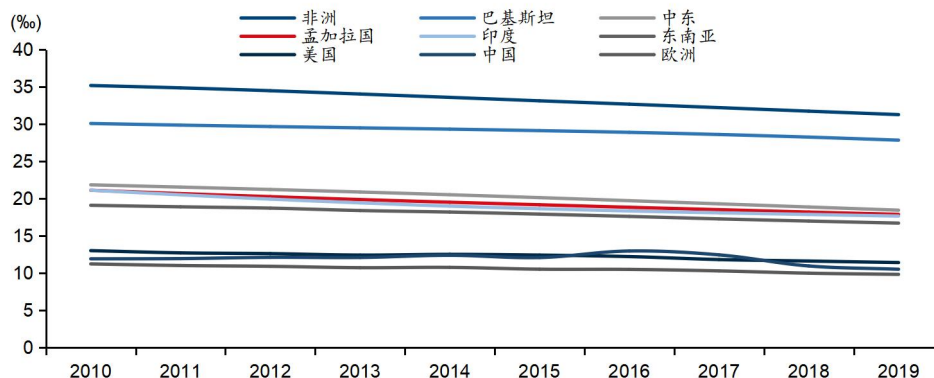
图 36: 智能手机新兴市场人口基数大(单位: 百万人)



资料来源: 联合国人口司, 国信证券经济研究所整理

新兴市场人口出生率高。根据联合国人口司数据, 2019 年全球人口出生率(出生人数/总人口数 $\times 1000\%$)平均为 19.53%, 其中 2019 年非洲、巴基斯坦、中东、孟加拉国、印度、东南亚等新兴市场的出生率分别为 31.27%、27.84%、18.44%、17.87%、17.64%、16.70%, 高于美国、中国、欧洲等手机成熟市场的 11.40%、10.50%、9.81%, 可见新兴市场在人口基数较大的同时出生率也较高。

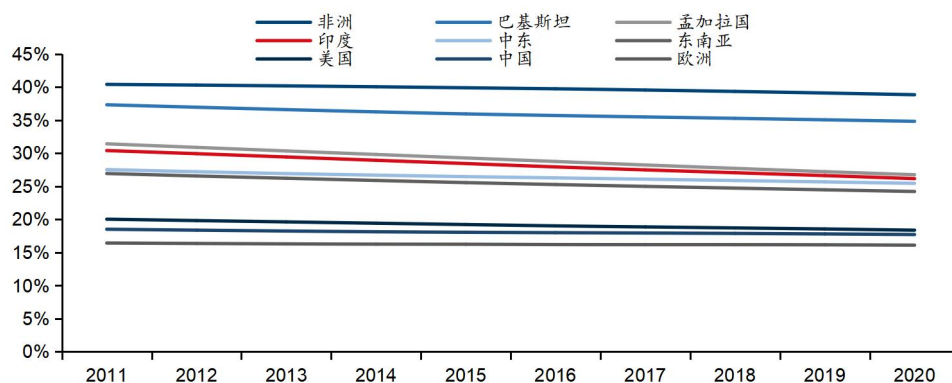
图 37: 智能手机新兴市场与成熟市场人口出生率对比



资料来源: 联合国人口司, 国信证券经济研究所整理 注: 出生率=(出生人数/总人口数) $\times 1000\%$

新兴市场年轻人口占比大。根据联合国人口司数据, 2020 年全球 0-14 岁人口平均占比为 27.09%, 其中 2020 年非洲、巴基斯坦、孟加拉国、印度、中东、东南亚等手机新兴市场的 0-14 岁人口占比分别为 38.84%、34.82%、26.75%、26.16%、25.45%、24.22%, 高于美国、中国、欧洲等手机成熟市场的 18.37%、17.71%、16.10%, 由此可见新兴市场年轻人口占总人口的比例相对更高。

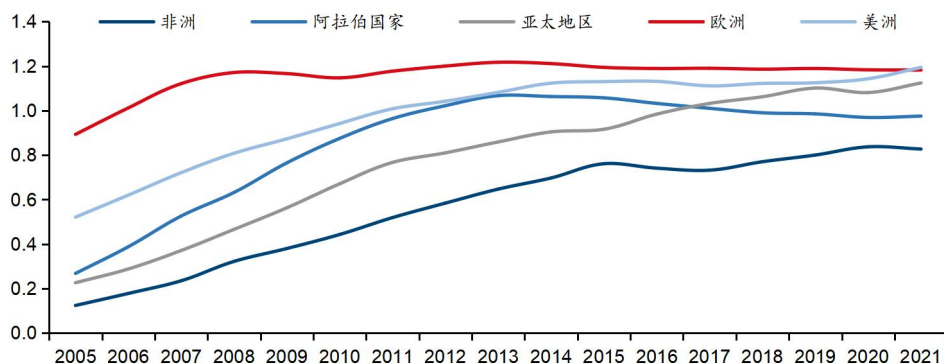
图 38: 智能手机新兴市场与成熟市场 0-14 岁人口占比对比



资料来源：联合国人口司，国信证券经济研究所整理

新兴市场人均手机保有量仍相对较低。根据国际电信联盟 (ITU) 数据，2021 年全球人均手机保有量为 1.10 部，其中非洲、阿拉伯国家、亚太地区、欧洲、美洲的人均手机保有量分别为 0.83、0.98、1.12、1.18、1.19 部。由此可见，与欧洲、美洲等手机成熟市场相比，非洲、阿拉伯国家、亚太等手机新兴市场的手机人均保有量仍相对较低，仍有较大提升空间。

图 39: 全球各地区人均手机保有量 (单位: 部)



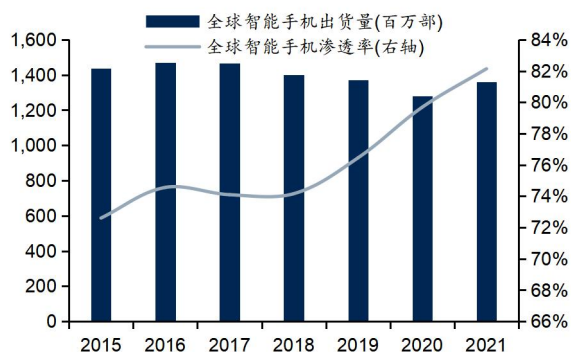
资料来源：国际电信联盟，国信证券经济研究所整理

新兴市场人口基数大、出生率高、年轻人口占比大，同时人均手机保有量较低，手机需求增长空间可观。非洲、印度、巴基斯坦、孟加拉国、东南亚、中东等新兴市场人口基数超过 40 亿，同时出生率较高、年轻人口占比较高，但经济发展水平相对落后，人均手机保有量相对较低。伴随着新兴市场的经济发展、人口红利释放以及通讯技术设施建设，同时考虑到年轻人对于手机等消费电子产品的接受程度更高、需求更强烈，新兴市场对于手机尤其是智能手机的需求规模将持续扩增，支撑了新兴市场手机行业的较大增长空间。

新兴市场智能手机渗透率仍较低，智能机替代功能机空间较大

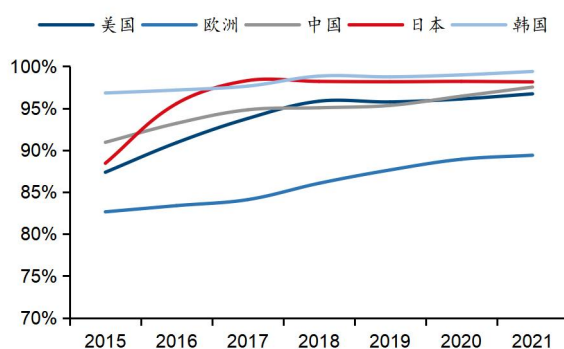
2021 年全球智能手机渗透率超过 80%，美国、中国、日韩等成熟市场智能手机渗透率已超过 95%。根据 IDC 数据，全球智能手机渗透率（智能手机出货量/手机出货量）从 2015 年的 72.60% 逐步提升至 2021 年的 82.14%。其中 2021 年美国、欧洲、中国、日本、韩国的智能手机渗透率分别为 96.72%、89.40%、97.52%、98.14%、99.39%。因此，对于美国、中国、日本、韩国等智能手机成熟市场，智能手机渗透率已超过 95%，欧洲的智能手机渗透率也已接近 90%。

图 40：全球智能手机出货量及智能手机渗透率



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

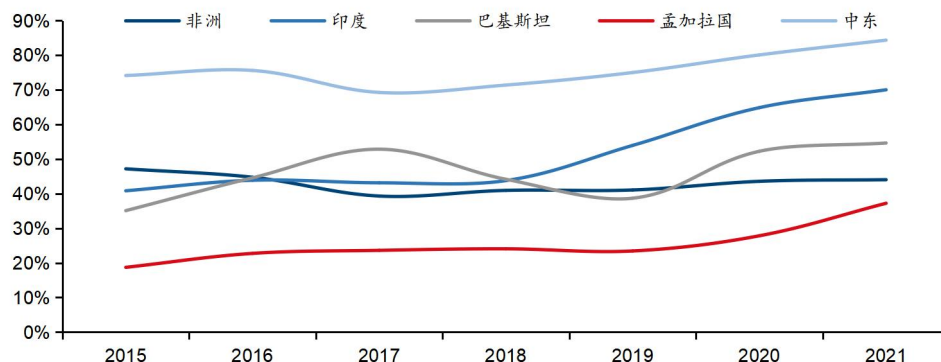
图 41：美国、欧洲、中国、日本、韩国智能手机渗透率



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

非洲、南亚、中东等新兴市场智能手机渗透率仍较低。根据 IDC 数据，2021 年非洲智能手机渗透率为 44.02%，同比提升 0.46pct，由于非洲无线通讯基础设施的建设仍较滞后，因此 2015 年以来非洲智能手机渗透率维持在 40%-50% 的水平；印度智能手机渗透率从 2015 年的 40.82% 快速提升至 2021 年的 70.01%，主要得益于近几年印度经济的快速增长以及通讯基础设施的建设；2021 年中东地区的智能手机渗透率为 84.35%，巴基斯坦、孟加拉国的智能手机渗透率分别为 54.63%、37.21%。可见，与美国、中国、日本、韩国等成熟市场 95% 以上的智能手机渗透率相比，非洲、南亚、中东等新兴市场智能手机渗透率仍较低。

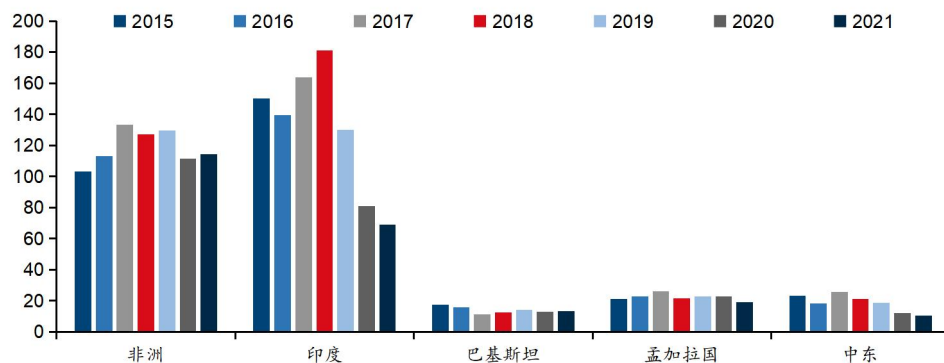
图 42：非洲、南亚、中东等新兴市场智能手机渗透率仍较低



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

新兴市场功能手机出货量规模仍较大。根据 IDC 数据，2021 年非洲功能手机出货量 1.14 亿部 (YoY +2.29%)，仍处于较高水平；印度功能手机出货量从 2018 年峰值的 1.81 亿部下降至 2021 年的 6885 万部，但绝对体量仍较大；2021 年巴基斯坦、孟加拉国、中东地区的功能手机出货量分别为 1346、1922、1030 万部。由此可见，新兴市场功能手机出货量仍较高，仍具备较大的智能手机替代空间。

图 43: 非洲、南亚、中东等新兴市场功能手机出货量仍较高



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

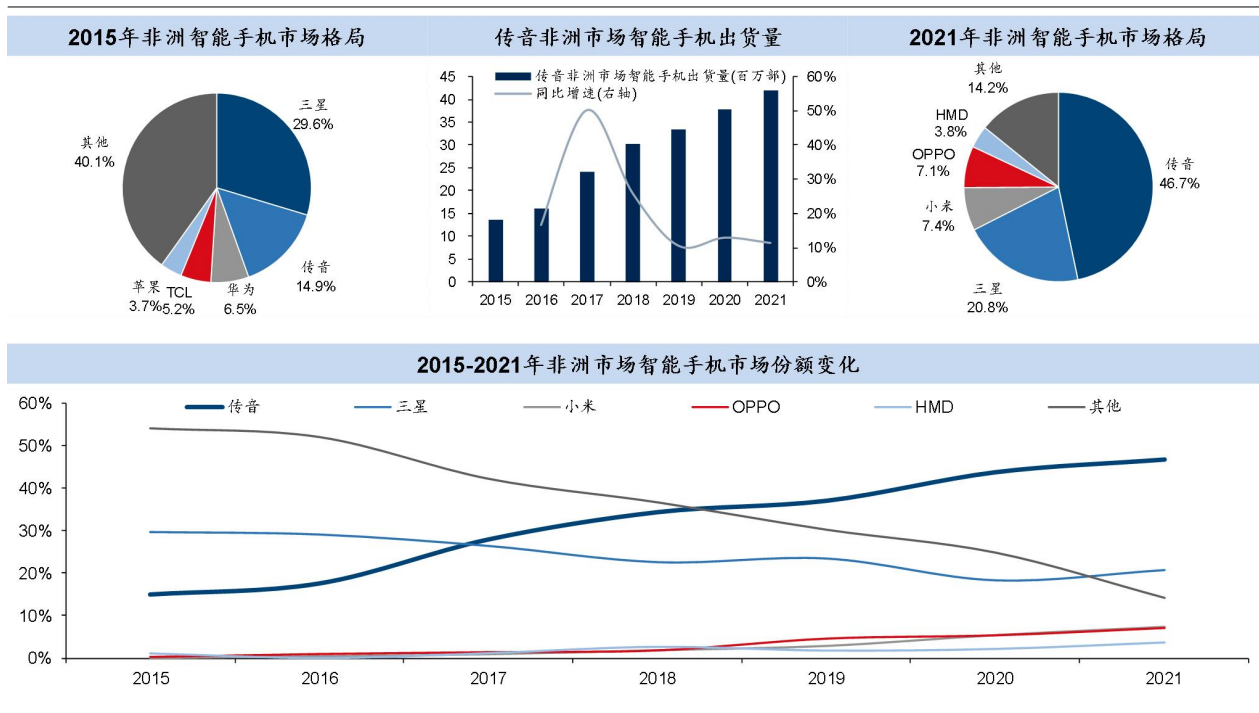
公司在非洲、印度等智能手机新兴市场具备较强竞争力

2008 年公司明确“聚焦非洲”品牌战略，十余年时间造就“非洲手机之王”。公司在进入非洲市场前对当地市场进行了充分的考察，由于手机需求量与人口规模直接相关，考虑到东非的国家和地区人口基数相对较大，公司选择从东非“登陆”，然后扩展至中非、西非的国家和地区，并进一步拓展北非和南非市场。公司多年来扎根非洲市场，凭借优异的产品性能和本地化的技术创新，在非洲市场获得了远高于其他手机厂商的市场份额和广泛的品牌影响，在业界被称为“非洲之王”。

2021 年公司在非洲智能手机市场的市场份额达到 46.71%。根据 IDC 数据，公司在非洲市场的智能手机出货量从 2015 年的 1372 万部快速增长至 2021 年的 4197 万部 (CAGR: 20.48%)，市场份额也从 2015 年的 14.88% 快速提升至 2021 年的 46.71%。除传音外，非洲智能手机市场的参与者还包括三星、小米、OPPO、HMD 等，2021 年市场份额分别为 20.82%、7.37%、7.10%、3.80%，位居二至五位。公司在东非、西非智能手机市场具备相对更强的影响力，根据 IDC 数据，2021 年公司在东非三国（肯尼亚、坦桑尼亚、乌干达）的智能手机市场份额达到 63.80%；在西非两国（加纳、尼日利亚）的智能手机市场份额达到 73.76%。

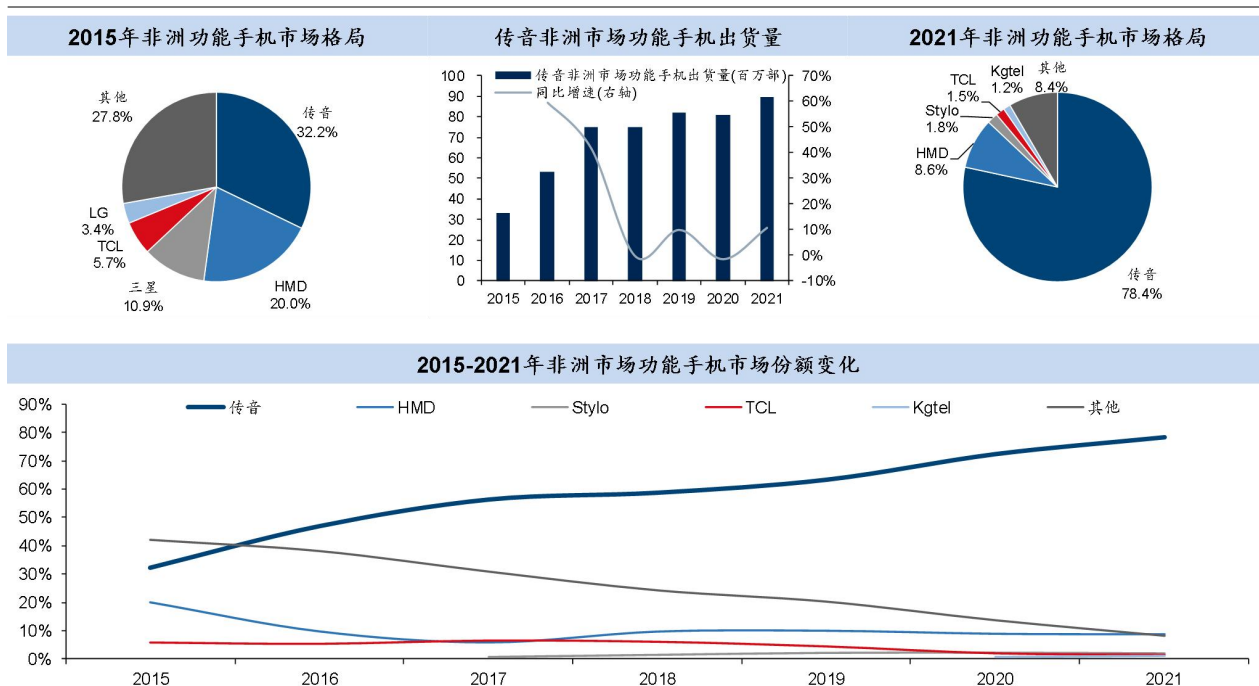
2021 年公司在非洲功能手机市场的市场份额达到 78.37%。根据 IDC 数据，公司在非洲市场的功能手机出货量从 2015 年的 3323 万部增长至 2021 年的 8955 万部 (CAGR: 17.96%)，市场份额从 2015 年的 32.17% 提升至 2021 年的 78.37%。除传音外，非洲功能手机市场的参与者还包括 HMD、Stylo、TCL、Kgtel 等，2021 年市场份额分别为 8.64%、1.85%、1.53%、1.22%，位居二至五位。

图44: 非洲智能手机市场竞争格局



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图45: 非洲功能手机市场竞争格局



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

2015-2016 年公司陆续开拓印度、巴基斯坦、孟加拉国等新兴市场，迅速站稳脚跟并实现市场份额快速提升。

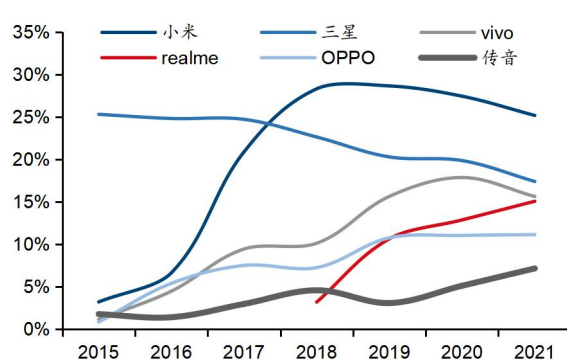
- **印度：**根据 IDC 数据，公司在印度市场的智能手机出货量从 2015 年的 179 万部快速增长至 2021 年的 1144 万部 (CAGR: 36.20%)，市场份额也从 2015 年的 1.73% 快速提升至 2021 年的 7.12%，位居第六位。根据 IDC 数据，2021 年印度智能手机市场份额前五位分别为小米、三星、vivo、realme、OPPO，份额分别为 25.15%、17.37%、15.60%、15.03%、11.10%。
- **巴基斯坦：**根据 IDC 数据，公司在巴基斯坦市场的智能手机出货量从 2016 年的 3 万部快速增长至 2021 年的 670 万部 (CAGR: 186.66%)，市场份额也从 2016 年的 0.27% 快速提升至 2021 年的 41.33%，位居第一位。根据 IDC 数据，2021 年巴基斯坦智能手机市场份额二至六位分别为 vivo、OPPO、小米、三星、realme，份额分别为 27.40%、9.13%、8.94%、8.24%、2.98%。
- **孟加拉国：**根据 IDC 数据，公司在孟加拉国市场的智能手机出货量从 2017 年的 43 万部快速增长至 2021 年的 229 万部 (CAGR: 51.98%)，市场份额也从 2017 年的 5.31% 快速提升至 2021 年的 20.10%，位居第二位。根据 IDC 数据，2021 年孟加拉国智能手机市场份额第一为 vivo，份额为 20.76%；第三至六位为 realme、三星、OPPO、小米，份额分别为 18.60%、11.34%、10.57%、7.26%。

图 46: 公司印度、巴基斯坦、孟加拉国智能手机出货量



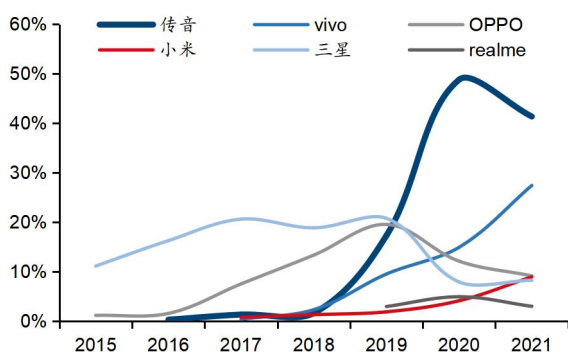
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 47: 印度智能手机市场竞争格局 (按出货量)



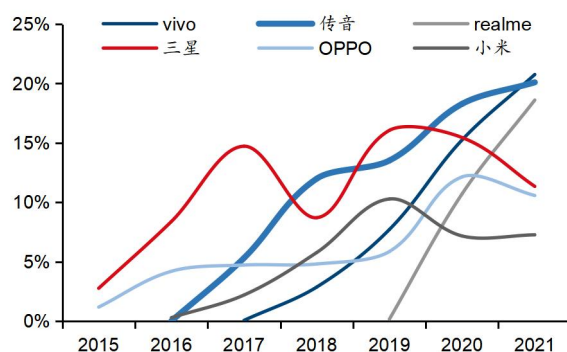
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 48: 巴基斯坦智能手机市场竞争格局 (按出货量)



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 49: 孟加拉国智能手机市场竞争格局 (按出货量)



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

2018 年以来公司进一步开拓印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美等新兴市场。根据 IDC 数据，2021 年其他新兴市场（包含印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美）智能手机合计出货量 2.86 亿部 (YoY +9.69%)，其中印尼智能手机出货量 4090 万部 (YoY +10.91%)，公司市场份额 9.74% (YoY +5.64pct)；泰国智能手机出货量 2096 万部 (YoY +20.93%)，公司市场份额 5.66% (YoY +1.51pct)；菲律宾智能手机出货量 1783 万部 (YoY -5.64%)，公司市场份额 13.82% (YoY +4.83pct)；中东智能手机出货量 5550 万部 (YoY +12.21%)，公司市场份额 11.20% (YoY +8.38pct)；拉美智能手机出货量 1.35 亿部 (YoY +8.69%)，公司市场份额 1.56%。

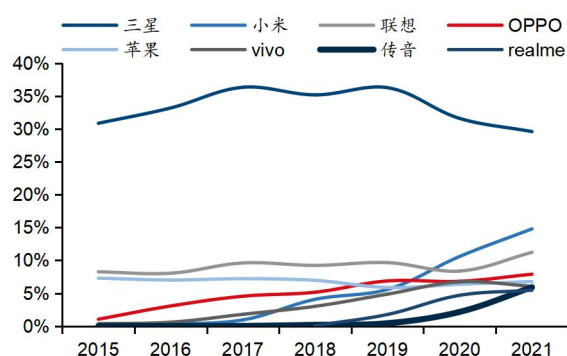
总体来看，公司在其他智能手机新兴市场（包含印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美）的市场份额从 2015 年的 0.01% 提升到 2021 年的 5.91%。

图 50：公司在其他新兴市场的智能手机出货量



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理 注：其他智能手机新兴市场包括印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美。

图 51：其他智能手机新兴市场竞争格局 (按出货量)



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理 注：其他智能手机新兴市场包括印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美。

布局家电及配件业务，打造公司第二增长曲线

非洲家电市场空间广阔，公司家电业务多品牌差异化定位和运营

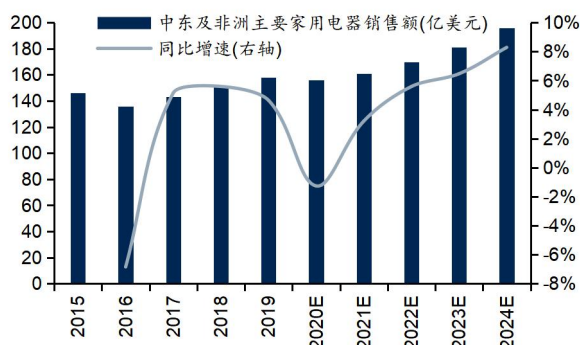
2019 年中东及非洲大家电销售额 158 亿美元，2024 年有望增长至 196 亿美元。根据 Euromonitor 数据，中东及非洲大家电销售量从 2015 年的 3520 万台增长至 2019 年的 3800 万台，对应 15-19 年 CAGR 为 1.93%；销售额从 2015 年的 146 亿美元增长至 2019 年的 158 亿美元，对应 15-19 年 CAGR 为 1.99%。Euromonitor 预计 2024 年中东及非洲大家电销售量将达到 4150 万台，对应 19-24 年 CAGR 为 1.78%；预测 2024 年销售额将达到 196 亿美元，对应 19-24 年 CAGR 为 4.40%。

图 52：中东及非洲大家电销售量及同比增速



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

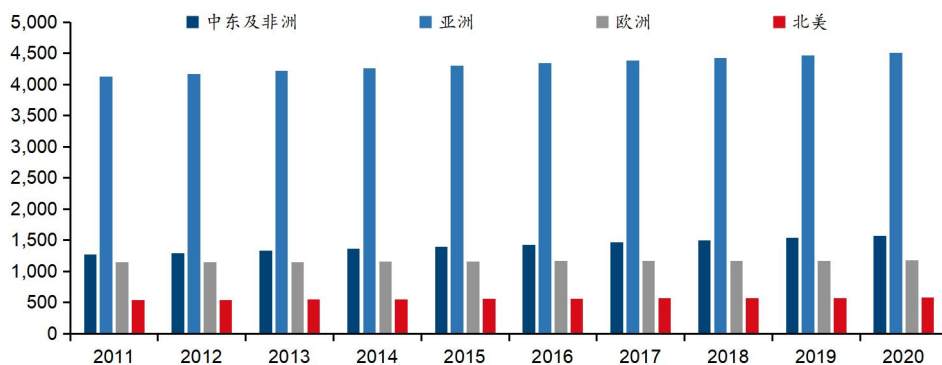
图 53：中东及非洲大家电销售额及同比增速



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

非洲较大的人口规模支撑非洲家电市场未来增长空间。从大家电销售额的对比来看，根据 Euromonitor 数据，2019 年亚洲、北美、欧洲大家电销售额分别为 1548、692、628 亿美元，中东及非洲大家电销售额的体量仅为亚洲、北美、欧洲等家电行业成熟市场的 10.2%、22.8%、25.2%。但从人口规模的对比来看，2020 年中东及非洲人口合计为 15.71 亿，分别为亚洲、北美、欧洲的 34.9%、134.0%、272.2%。近年来，随着非洲经济持续发展，非洲人民对于物质追求正日益提升，由于非洲大部分地区处于热带，常年高温多雨，因此人们对于空调、冰箱等家电的需求较旺盛，尤其在经济相对发达的国家和城市，许多商业场所都开始安装空调。

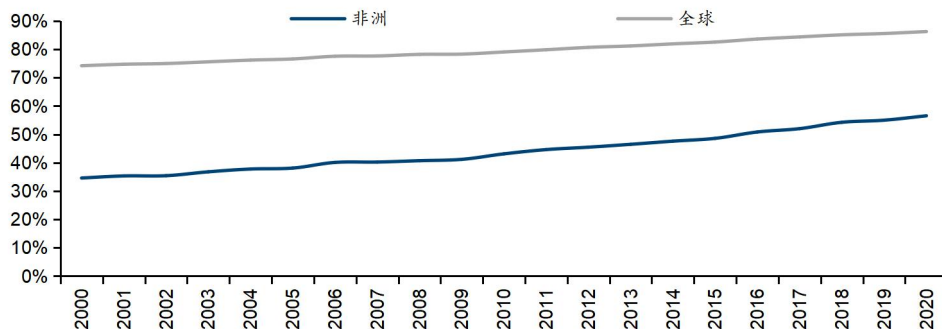
图 54：中东及非洲、亚洲、欧洲、北美人口规模对比(单位：百万)



资料来源：联合国人口司，国信证券经济研究所整理

非洲电力覆盖率逐步提升，有望带动家电需求提升。过去非洲人口的电力覆盖率较低，直接导致了非洲的家电普及率较低，2000年非洲人口的电力覆盖率仅为34.59%，远低于全球平均的74.21%。随着非洲工业和基础设施的逐步完善，2020年非洲人口的电力覆盖率提升至56.54%，与全球平均的86.26%差距有所收窄。我们认为，非洲电力设施配套的逐步完善将带动非洲家电需求的稳步提升。

图55：非洲、全球人口电力覆盖比例

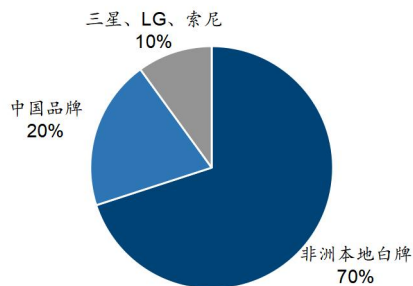


资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理

非洲家电市场经历两次品牌迭代，目前市场格局分散，本地白牌份额较高。在1990年至2010年间，韩系品牌通过更高性价比、更大市场推广力度，逐步占领非洲市场超过80%的市场份额；在2010年至2017年间，海信、TCL、美的、创维等中国品牌形成出海热潮，同样通过高性价比的打法，把韩系品牌市场份额挤到10%左右。但是2017年后中国品牌在非洲没有完成对韩系品牌的完全取代，反而市场份额逐步下降至只有15-20%，主要是由于：1) 中国品牌对非洲市场重视程度不够，本土化研发和推广投入力度不足，甚至把非洲当成倾销产品的目的地；2) 中国品牌正在走高端化路线，与非洲市场追求性价比的市场导向相悖。目前非洲家电市场形成了较分散的竞争格局，目前中国品牌在非洲的市场份额只有15-20%左右，三星、LG、索尼占比约10%，剩下70%的市场掌握在非洲本地白牌手中。

中国家电企业受益于国内成熟的供应链体系在非洲市场大有可为。非洲家电市场容量大，且目前竞争格局以本土白牌为主，类似2008年前后的中国手机市场，正处于从“白牌家电”向“品牌家电”过渡的拐点，存在结构性市场机遇。传音、Mooved等中国企业陆续进军非洲家电市场，并从原来的贸易出口型向生产布局、本土化生产转变，凭借国内成熟的供应链体系在非洲市场大有可为。

图56：非洲家电市场竞争格局



资料来源：Mooved，国信证券经济研究所整理

2015 年公司创立中高端家电品牌 Syinix，2019 年起公司家电业务开启多品牌、多模式发展之路，进行多品牌差异化定位和运营。Syinix 是专门的家电品牌，定位为中高端；手机品牌 itel 和 Infinix 也推出了家电相关产品，其中 itel 定位为入门级家电品牌，Infinix 推出了智能电视业务。公司深耕非洲多年，本地员工团队、产品洞察能力、销售渠道和售后服务体系均可为家电业务发展提供助力。

本地化生产：2017 年 3 月 Syinix 位于埃塞俄比亚工厂的电视组装产线投产，具备 5000 台电视的生产能力，覆盖 22 英寸至 55 英寸不同型号的电视产品。

产品精准创新：类似于手机业务，家电业务公司同样会针对非洲市场、切合用户的需求和痛点做差异化的产品和研发，比如：1) 目前非洲很多家庭依然消费不起智能电视，仍然选择购买功能电视，但是非洲人民又非常喜欢看足球比赛，所以公司在功能电视上推出了通过手机就能投屏的功能；2) 非洲的电压很不稳定，国际大厂做的标品很难做适配，公司产品能够保证在电压不稳定的时候电器能够照常使用，电器寿命相对较长；3) 非洲天气炎热，公司推出带有制冷净水器的冰箱。此外，为持续提升产品竞争力，公司强化供应链战略联盟体系，协同上游关键器件供应商共同研发针对新兴市场的产品。

丰富的渠道及营销经验：对于家电业务，在大力发展线下业务的同时，公司积极拓展线上渠道，积极探索新的合作模式和商业模式。疫情期间，Syinix 将新品发布会转战线上，2020 年 7 月 Syinix A20 系列电视在肯尼亚上市，同时上线 Facebook Shop，由当地人气网红 Size 8 Reborn 直播带货，取得了良好的销售效果。此外，2020 年 9 月 Syinix 宣布正式成为英超莱斯特城足球俱乐部的官方合作伙伴，有望借助莱斯特城俱乐部的影响力进一步开拓品牌知名度。

售后服务体系：公司家电业务的售后服务由公司售后服务子品牌 Carlcare 承担。自成立以来，Carlcare 始终从用户需求出发，致力于为新兴市场的消费者带来专业、高效、便利、值得信赖的售后服务。

图 57：2017 年 Syinix 位于埃塞俄比亚的组装工厂落成



资料来源：Syinix 官网，国信证券经济研究所整理

图 58：Syinix 成为英超莱斯特城足球俱乐部官方合作伙伴



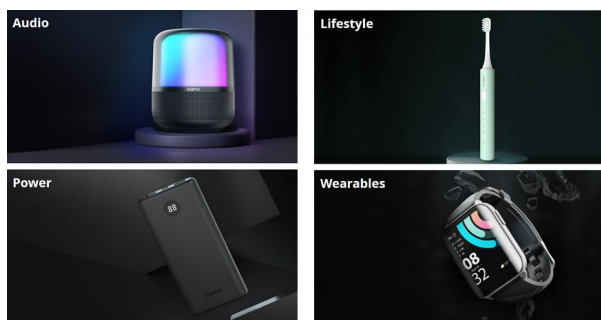
资料来源：Syinix 官网，国信证券经济研究所整理

公司消费电子配件品牌 oraimo 在非洲等新兴市场备受青睐

2013 年公司成立消费电子配件品牌 oraimo，目前已覆盖非洲、亚洲、拉美的 50 多个国家和地区。oraimo 产品包括 TWS 蓝牙耳机、智能手表等智能穿戴产品，充电器、充电宝、内存卡、电池等手机周边配件，智能音箱、电动牙刷、电动剃须刀、体重秤等智能家居产品。在产品方面，公司继续加大在音频、智能穿戴等 IoT 领域的研发力度，针对不同肤色、不同区域的用户特点，结合研发团队在人体工学、声学等维度的研究成果，不断推出满足用户需求的产品。

此外，在新冠疫情的挑战下，越来越多的非洲线下零售商店开始寻求线上突破，oraimo 借此契机推动尼日利亚的电商业务发展。2020 年 7 月 oraimo 与中非领先的综合物流服务商速达非展开合作，通过订单区域大数据分析并提前布货、稳定的代收货款服务及派送 100%电联客户等多项有效举措，逐步解决本地物流痛点，在保障运输时效的同时优化整体物流成本。经过双方在策略和流程上的不断优化，oraimo 品牌线上商城 90%的包裹可实现次日达或隔日达。目前，oraimo 用户规模超 1 亿，成为非洲最受消费者欢迎的消费电子配件品牌之一。

图 59: oraimo 涵盖智能穿戴、数码周边、智能家居等产品



资料来源: oraimo 官网, 国信证券经济研究所整理

图 60: 2022 年 5 月 Oraimo 在尼日利亚开设第一家旗舰店



资料来源: Daily Post, 国信证券经济研究所整理

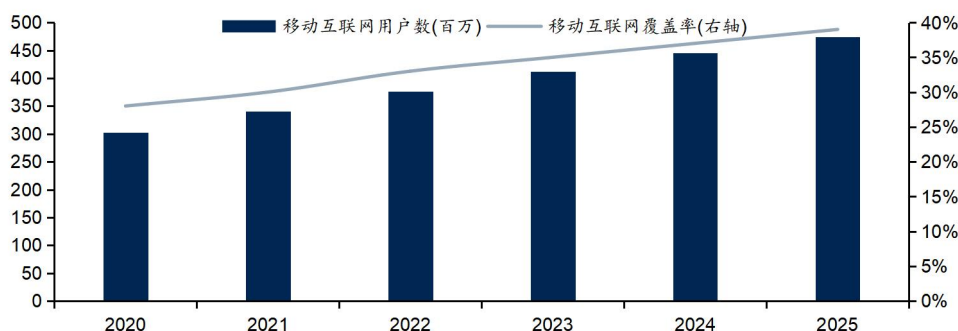
非洲移动互联网迎来飞跃式发展契机,公司布局成果初现

非洲是全球最后一个 10 亿级以上人口的移动互联网蓝海市场,非洲移动互联网市场处于飞跃式生长阶段。过去几年在国际资本的加持下,非洲移动互联生态实现了从 0 到 1 的突破:根据 Partech Ventures 报告,2019 年非洲移动互联网融资总额达 11.63 亿美元(YoY +108%),完成融资 164 起(YoY +28%)。根据 GSMA 数据,撒哈拉以南非洲移动互联网用户将从 2020 年的 3.03 亿增长至 2025 年的 4.74 亿(CAGR: 9.36%),移动互联网的覆盖率将从 2020 年的 28%提升至 2025 年的 39%。

非洲移动互联网产业的发展具有得天独厚的优势,包括:1)非洲跳过 PC 时代直接进入移动互联网时代,新产品、新服务得以跨越式地抢占市场;2)非洲人口平均年龄只有 19 岁,且处在迅速城镇化的过程中,年轻、城镇化的用户对新事物的接受度较高;3)非洲物流、金融、交通、医疗等基础设施落后,智能手机给许多产业带来跨量级提升效率的可能性,移动互联网不仅是“最优解”,也是“唯一解”。

非洲移动互联网的发展也存在诸多挑战,包括:1)非洲由 54 个国家组成,语言、宗教、体制、文化和收入水平各不相同,割裂的市场给业务扩张和用户裂变带来挑战;2)非洲人均收入仍然偏低,互联网产品变现和商业化处于早期,同时数据流量资费与人均收入相比仍然偏高;3)此外,非洲监管不透明、营商环境差、宏观经济不稳定、高端人才匮乏等也对非洲移动互联网的发展造成挑战。

图 61: 撒哈拉以南非洲互联网用户数及覆盖率



资料来源: GSMA, 国信证券经济研究所整理

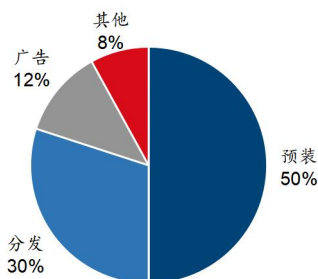
深耕非洲多年,公司在非洲布局移动互联网的优势在于流量和渠道。第一,根据 IDC 数据,2021 年公司在非洲智能手机的市场份额达到 46.7%,在非洲功能手机的市场份额达到 78.4%,因此公司在非洲拥有良好的智能手机入口资源,从而得以将一个手机用户裂变为多个可运营的移动互联网用户。第二,公司在非洲建立了覆盖面广、渗透力强、稳定性高的线下销售网络,公司可充分利用线下渠道优势布局非洲移动互联网及数字化新经济。第三,在多年深耕非洲的过程中,公司沉淀出了较强的市场洞察力、本地化创新、跨文化协作能力等,这些“软实力”将转化成为公司移动互联生态建设的基础优势。

公司从 OS 与独立 APP 两方面打造非洲移动互联生态。其中传音 OS 已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一,并针对存量用户增值变现,加速打造应用分发及广告业务。独立 APP 方面,公司与网易、腾讯等国内领先的互联网公司合作,率先在非洲布局音乐流媒体、新闻聚合、浏览器等赛道,截至 2021 年末,公司已有超过 10 款自主与合作开发的产品月活跃用户数超过 1000 万。

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

公司手机均搭载了基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的手机智能终端操作系统（传音 OS）。围绕传音 OS，公司开发了应用商店、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。根据业绩说明会，公司 OS 业务 2021 年收入约 5.5 亿元 (YoY +84%)；1Q22 收入约 1.6 亿元 (YoY +100%)，其中预装占比 50%，分发占比 30%，广告占比 12%；截至 1Q22 末公司 OS 用户数达到 2.39 亿。

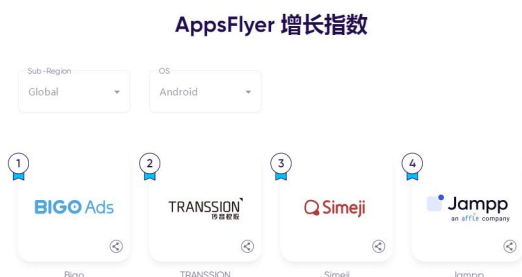
图 62: 1Q22 公司 OS 业务收入结构



资料来源：公司业绩说明会，国信证券经济研究所整理

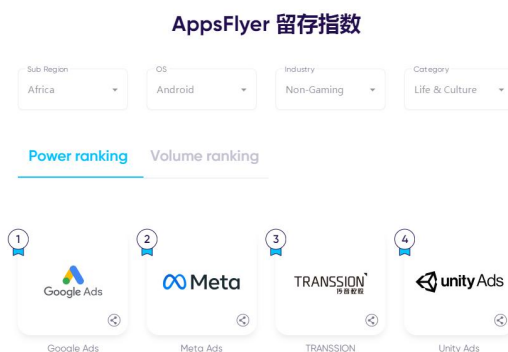
基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展非洲移动互联网产品的核心基础。根据 2022 年 3 月 AppsFlyer 发布的《广告平台综合表现报告第十四版》，公司移动互联的表现位居全球增长指数榜第 2 位，较去年同期上升 1 位；在非洲留存指数中，公司移动互联的表现同样出色，在生活文化领域广告渠道规模榜与实力榜上均排名第 3，与谷歌、Meta 一同闯进前三。

图 63: AppsFlyer 全球增长指数榜



资料来源：AppsFlyer，国信证券经济研究所整理

图 64: AppsFlyer 非洲生活与文化领域留存指数榜



资料来源：AppsFlyer，国信证券经济研究所整理

Boomplay、Vskit、Scooper、Phoenix 等多款 APP 月活超千万

在 APP 方面，公司积极引入外部优质资源，携手网易、阅文、腾讯等中国互联网巨头在音乐、短视频、信息流、线上阅读等赛道进行了合作与布局，将中国领先的产品和技术能力落地到非洲。目前已合作孵化出多款备受非洲移动用户喜爱的产品，包括音乐流媒体和下载服务平台 Boomplay、短视频社交平台 Vskit、新闻聚合 Scooper、在线阅读 Ficool 和移动支付 Palmpay 等。

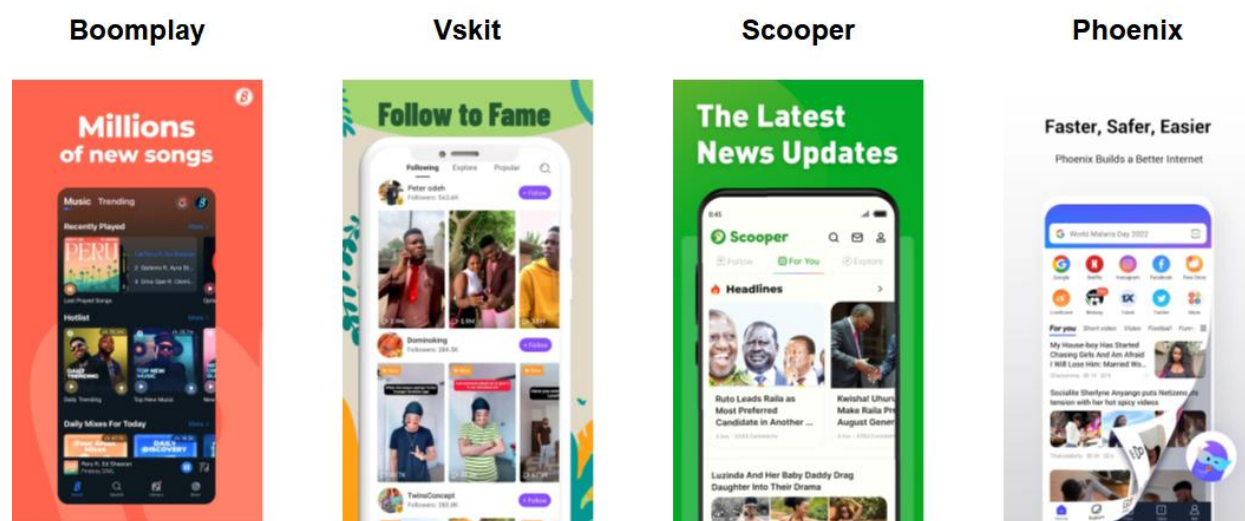
Boomplay: 最初是传音 TECNO Boom 系列手机预装的音乐播放器，2016 年起公司与网易合作将 Boomplay 作为独立发行的 App 上架谷歌应用商店，在短短几年内 Boomplay 成为非洲领先的流媒体音乐平台。2018 年以来，Boomplay 先后完成了与环球音乐、华纳音乐、索尼音乐全球三大唱片公司的版权合作，构建起了广阔的音乐版图和坚实的内容壁垒。根据公告，截至 2021 年底，Boomplay 月活跃用户数超过 6800 万，曲库数超过 6000 万，持续赋能并全力发展非洲音乐产业。

Vskit: 2018 年 3 月由传音与网易的合资公司传易推出，是全球唯一聚焦非洲用户的短视频社区产品。Vskit 通过深耕本土内容文化，挖掘本土内容生产者，打造本土化的内容生态，对非洲短视频行业的发展、对非洲文化的传播与推广产生了积极的价值。根据官网，截至 2021 年底，Vskit 月活跃用户数达到 3000 万，创作者遍布非洲 40 多个国家和地区。

Scooper: 非洲头部信息流与内容聚合平台之一，在非洲多国建立本地运营团队，通过“PUGC+版权合作”的方式，使得平台能够源源不断产出海量本地化内容。根据公告，截至 2021 年底，Scooper 月活跃用户数超过 2700 万。

Phoenix: 非洲领先的综合内容分发平台，致力于为本地用户提供丰富多彩的移动数字内容，包括搜索、图文资讯、短视频、资源下载、音乐、小说、动漫等信息与服务。产品本地化功能让 Phoenix 受到了广大本地用户的认可及好评，根据公告，截至 2021 年底，Phoenix 月活跃用户数超过 1 亿。

图 65: 公司携手网易等中国互联网巨头孵化出 Boomplay、Vskit、Scooper、Phoenix 等独立 APP



资料来源: Boomplay、Vskit、Scooper、Phoenix 官网, 国信证券经济研究所整理

长期来看，公司希望成为非洲移动互联生态底层平台和工具的提供者，携手众多合作伙伴，共创共享。公司将自身资源（包括线上线下用户流量、用户需求画像、跨国家的本地资源、不同文化差异的洞察、团队人才与开发资源、品牌影响力、以及过往成功孵化经验）汇整成为开放式创新平台。“传音新创平台”将帮助非洲缩小数字鸿沟，为本地用户提供融合最新科技趋势的优质产品与服务，让尽可能多的人尽早享受科技和创新带来的美好生活，推进非洲移动互联生态繁荣。

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

手机业务：我们预计 22-24 年公司手机业务营业收入同比增长 23.7%/21.9%/19.6% 至 571.52/696.79/833.51 亿元，对应毛利率维持为 20.5%，其中：

- **智能机：**我们预计 22-24 年公司智能手机出货量同比增长 23.4%/19.7%/17.4% 至 1.02/1.22/1.43 亿部，智能手机销售单价同比增长 5.2%/5.0%/4.0% 至 501.68/526.56/547.62 元/部，对应 22-24 年公司智能机营业收入同比增长 29.8%/25.7%/22.1% 至 509.92/640.87/782.64 亿元。
- **功能机：**我们预计 22-24 年公司功能手机出货量同比下降 7.9%/6.4%/6.2% 至 1.13/1.06/0.99 亿部，功能手机销售单价同比下降 3.0%/3.0%/3.0% 至 54.46/52.82/51.24 元/部，对应 22-24 年公司功能机营业收入同比下降 10.7%/9.2%/9.0% 至 61.60/55.91/50.87 亿元。

家电、配件及 OS 业务：2021 年公司家电、配件及 OS 业务营收为 23.42 亿元，毛利率为 41.4%，我们预计 22-24 年公司家电、配件及 OS 业务营业收入同比增长 56.2%/50.5%/45.5% 至 36.57/55.06/80.10 亿元，毛利率为 34.3%/35.1%/35.6%。

表 1：公司营业收入及毛利率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	253.46	377.92	494.12	618.60	764.45	928.74
手机业务	236.26	358.86	461.94	571.52	696.79	833.51
智能机	175.84	293.80	392.98	509.92	640.87	782.64
功能机	60.42	65.07	68.95	61.60	55.91	50.87
家电、配件及 OS 业务	9.76	11.03	23.42	36.57	55.06	80.10
其它业务	7.44	8.02	8.76	10.51	12.61	15.13
同比增速(%)	11.9%	49.1%	30.7%	25.2%	23.6%	21.5%
手机业务	10.3%	51.9%	28.7%	23.7%	21.9%	19.6%
智能机	13.6%	67.1%	33.8%	29.8%	25.7%	22.1%
功能机	1.6%	7.7%	6.0%	-10.7%	-9.2%	-9.0%
家电、配件及 OS 业务	31.4%	13.0%	112.3%	56.2%	50.5%	45.5%
其它业务	56.9%	7.9%	9.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率(%)	27.4%	25.7%	21.3%	21.3%	21.5%	21.7%
手机业务	27.7%	25.5%	20.4%	20.5%	20.5%	20.5%
智能机	27.7%	25.2%				
功能机	27.6%	27.3%				
家电、配件及 OS 业务	26.6%	40.6%	41.4%	34.3%	35.1%	35.6%
其它业务	18.0%	14.1%	15.3%	17.5%	16.9%	16.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计 22-24 年公司营业收入分别同比增长 25.2%/23.6%/21.5% 至 618.60/764.45/928.74 亿元，对应综合毛利率为 21.3%/21.5%/21.7%。我们预计 22-24 年公司期间费用率为 11.9%/12.1%/12.4%；预计 22-24 年公司归母净利润分别同比增长 21.6%/23.6%/21.3% 至 47.52/58.76/71.25 亿元。

表2：公司未来3年盈利预测表(单位：亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	253.46	377.92	494.12	618.60	764.45	928.74
YoY	11.9%	49.1%	30.7%	25.2%	23.6%	21.5%
营业成本	184.12	280.64	388.89	487.13	600.32	727.07
销售费用	28.59	38.60	32.45	41.04	51.73	64.10
管理费用	10.61	11.22	12.94	16.04	19.82	24.08
研发费用	8.05	11.58	15.11	19.29	24.56	30.73
财务费用	-0.31	4.25	1.10	-2.46	-3.32	-4.20
营业利润	21.95	31.88	48.27	58.24	71.99	87.36
利润总额	21.82	32.01	47.78	58.08	71.81	87.09
归母净利润	17.93	26.86	39.09	47.52	58.76	71.25
YoY	172.8%	49.8%	45.5%	21.6%	23.6%	21.3%
EPS(元)	2.42	3.36	4.88	5.93	7.33	8.89
ROE(%)	21.7%	25.6%	27.9%	26.6%	26.0%	25.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

估值及投资建议

公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理估值区间。

相对估值：合理估值区间 130.41-133.38 元

我们选择同样以手机为核心的终端品牌上市企业小米集团-W(1810 HK)、苹果公司(AAPL US)作为公司的可比公司。其中：

- 小米集团成立于2010年4月，是一家以智能手机、智能硬件和IoT平台为核心的消费电子及智能制造公司，根据IDC数据，2021年小米智能手机出货量1.91亿部，市场份额14.0%，位居全球第三；
- 苹果公司设计、制造、销售智能手机、笔记本电脑、平板电脑、可穿戴设备和配件，并提供各种相关服务，根据IDC数据，2021年苹果智能手机出货量2.36亿部，市场份额17.3%，位居全球第二。

我们预计2022-2024年公司归母净利润为47.52/58.76/71.25亿元，参考可比公司彭博一致预期下2022年PE均值(20.04倍)，考虑到传音所处的非洲、印度等新兴市场人口基数相对较大、智能手机渗透率仍较低，公司延续高速增长的潜力犹存，给予公司2022年22-22.5倍预期PE，对应公司的合理估值区间为1046-1069亿元，对应130.41-133.38元/股。

表3：可比公司估值比较（股价截至2022年6月10日）

代码	简称	股价 (原始货币)	EPS(原始货币)				CAGR (21-24E)	PE(倍)				PEG (2022E)	总市值 (亿原始货币)
			2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		
688036	传音控股	101.00	4.88	5.93	7.33	8.89	22.2%	20.71	17.04	13.78	11.36	0.62	810
可比公司													
1810	小米集团-W	12.18	0.89	0.58	0.79	0.93	1.5%	11.77	17.70	14.10	12.17	9.54	3039
AAPL	苹果	137.13	5.61	6.13	6.53	6.91	7.2%	24.43	22.38	21.01	19.85	2.93	22195
可比公司平均							4.3%	18.10	20.04	17.56	16.01	6.24	

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理和预测 注：小米集团-W、苹果(APPLE)盈利预测均基于彭博一致预期

绝对估值：合理估值区间 128.64-131.65 元

我们将公司的成长分为增长期（22-24 年）、过渡期（25-31 年）和永续期（32 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值。

对于 22-24 年增长期，参考前文盈利预测，我们预计公司 22-24 年营收同比增长 25.2%/23.6%/21.5%至 618.60/764.45/928.74 亿元，预计 22-24 年归母净利润同比增长 21.6%/23.6%/21.3%至 47.52/58.76/71.25 亿元，对应 22-24 年公司 EBIT 为 53.48/66.27/80.60 亿元。

对于 25-31 年过渡期，在非洲、印度等新兴市场国家人口基数大、人均手机保有量低、智能手机渗透率低的背景下，我们看好新兴市场智能手机出货量保持稳定增长。公司在非洲手机市场具备较强竞争力，同时积极开拓印度、巴基斯坦、孟加拉国、印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美等其他新兴市场，“全球化视野、本地化执行”构筑公司护城河。此外公司积极布局家电、配件和移动互联网业务，力争打造公司第二增长曲线。我们基于审慎原则假设公司 25-31 年过渡期营业收入 CAGR 为 11.6%，同时假设公司 25-31 年过渡期营业收入年增长率逐步收窄。

对于 32 年起的永续增长期，市场常用永续增长率区间为 1%-5%，而发达国家 GDP 长期增长率不超过 3%，因此我们基于审慎原则假设永续增长率为 2.0%。

表4：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	11.92%	49.10%	30.75%	25.19%	23.58%	21.49%	19.05%	16.62%	14.18%	11.75%	9.31%	6.87%	4.44%
毛利率	27.36%	25.74%	21.30%	21.25%	21.47%	21.71%	21.71%	21.71%	21.71%	21.71%	21.71%	21.71%	27.36%
管理费用/营业收入	4.10%	2.90%	2.57%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%
研发费用/营业收入	3.18%	3.06%	3.06%	3.12%	3.21%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%
销售费用/销售收入	11.28%	10.21%	6.57%	6.63%	6.77%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%
营业税及附加/营业收入	0.31%	0.19%	0.20%	0.23%	0.20%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
所得税税率	17.67%	16.34%	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%
股利分配比率	12.20%	20.67%	22.70%	18.52%	20.63%	20.62%	20.62%	20.62%	20.62%	20.62%	20.62%	20.62%	20.62%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

考虑到公司的业务及产品属于电子行业，beta 系数采用申万一级行业“电子”板块过去 3 年的 beta 算数平均值（1.2526x）；股票风险溢价率采用万得全 A 指数过去 3 年的年化收益率（10.5479%）与无风险利率 2.75% 的差值，由此计算出 WACC 为 12.52%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理估值区间为 1031-1055 亿元，对应 128.64-131.65 元/股。

表5：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2526	T	18.13%
无风险利率	2.75%	Ka	12.52%
股票风险溢价	7.80%	有杠杆 Beta	1.27
公司股价（元）	101	Ke	12.64%
发行在外股数（百万）	802	E/(D+E)	98.55%
股票市值（E，百万元）	80971	D/(D+E)	1.45%
债务总额（D，百万元）	1193	WACC	12.52%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设 注：数据截至 2022 年 6 月 10 日

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表6：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		12.1%	12.3%	12.52%	12.7%	12.9%
永续增长率变化	2.6%	139.94	136.85	133.89	131.06	128.33
	2.4%	138.48	135.47	132.59	129.82	127.17
	2.2%	137.08	134.15	131.34	128.64	126.05
	2.0%	135.73	132.88	130.13	127.50	124.96
	1.8%	134.44	131.65	128.98	126.40	123.92
	1.6%	133.20	130.48	127.86	125.34	122.92
	1.4%	132.00	129.34	126.78	124.32	121.95

资料来源：国信证券经济研究所分析

投资建议：目标价 130.41–131.65 元，维持“买入”评级

我们看好：1) 新兴市场智能手机出货量稳步提升，“全球化视野、本地化执行”构筑公司护城河；2) 家电及配件等“扩品类”业务以及移动互联业务成为公司第二增长曲线。综合相对估值与绝对估值，我们认为公司估值的合理区间为 1046–1055 亿元，对应 130.41–131.65 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

估值风险

我们采取绝对估值和相对估值方法得出公司的合理估值在 130.41–131.65 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.80%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测风险

在盈利预测中，我们看好非洲等新兴市场智能手机出货量保持稳定增长，同时在公司积极开拓除非洲外的印度、巴基斯坦、孟加拉国、印尼、泰国、菲律宾、中东、拉美等智能手机新兴市场，以及积极布局家电、配件和移动互联网业务打造未来第二增长曲线的背景下，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润同比增长 21.6%/23.6%/21.3%至 47.52/58.76/71.25 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

1、境外经营风险。公司的手机产品销售区域在海外，同时公司在埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等新兴市场国家建设自有工厂，在全球范围内建有超过 2000 个售后服务网点，已构建了以非洲、南亚、东南亚、中东和南美等跨境经营全球性布局。虽然新兴市场国家经济发展速度较快，但是与发达国家或成熟市场相比，其经济基础较为薄弱，政治环境和经济环境均存在一定程度的不确定性。此外，若中美、中印等国家间政治和外交关系出现紧张或恶化，可能会引发贸易战、市场准入以及进出口限制等恶性贸易事件，将对公司的境外采购、生产和销售产生不利影响。

2、主要原材料供应集中及价格波动风险。公司采购的原材料主要包括电子元器件、光学器件、结构类物料、电子配件及包材等，其中以芯片、屏幕和存储器为代表的电子元器件占营业成本的比重较高。如果公司的电子元器件供应商出现较大的经营变化或外贸环境出现重大不利变化，将导致相关原材料供应不足或者价格出现大幅波动，可能对公司的盈利水平产生较大影响。

3、规模扩张引发的管理风险。随着经营规模快速增长，公司的产销规模快速扩张，对公司的组织结构、管理体系以及经营管理人才均提出了更高的要求。如果公司不能在管理方式上及时创新，以适应其规模快速扩张的需要，可能会出现竞争力削弱及经营成本上升等风险。

4、新市场拓展不利的风险。由于各新兴市场之间在社会文化差异、经济发展程度、行业监管政策和消费者喜好等多方面存在较大差异，且新市场的渠道建设、品牌的宣传推广和消费者的认同需要一定时间周期，产品的生产及物流组织亦需要持续的资金和人力投入。若新市场开拓不及预期，将对公司业绩增长产生不利影响。

市场风险

1、宏观环境风险。作为消费类电子产品，手机行业没有明显的周期性，但是与其他消费类电子产品相似，随着宏观经济的景气度下降，消费市场需求将随之下滑。新兴市场智能机替代功能机的进度也将受到影响，从而影响手机产品的总体销量。如果全球经济未来出现剧烈波动，将对公司所处行业的发展产生不利影响。

2、汇率波动风险。公司境外销售主要使用美元等外币结算，相应公司持有美元等外币货币性资产及负债。尽管公司未来将平衡外币货币性资产及负债规模以降低汇兑损益对经营业绩的影响，但如果相关外币兑人民币的结算汇率短期内出现大幅波动，仍将对公司的经营业绩产生较大影响。

3、行业竞争加剧。公司在新兴市场已建立了领先的市场优势和较高的品牌知名度，如果未来新兴市场竞争加剧，而公司无法持续保持产品创新并提高产品品质和服务水平，从而在激烈行业竞争环境中持续保持市场领先竞争优势，公司亦将面临市场地位下滑，毛利率水平下降风险，进而导致公司整体盈利能力下降风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	13201	9855	13961	17064	21313	营业收入	37792	49412	61860	76445	92874
应收款项	1964	2411	3051	3824	4586	营业成本	28064	38889	48713	60032	72707
存货净额	5552	7579	9145	11610	13954	营业税金及附加	71	97	143	156	196
其他流动资产	875	457	994	1235	1284	销售费用	3860	3245	4104	5173	6410
流动资产合计	23005	26838	34235	41374	49327	管理费用	1122	1294	1623	2001	2427
固定资产	1186	1826	2041	2355	2737	研发费用	1158	1511	1929	2456	3073
无形资产及其他	483	474	455	436	417	财务费用	425	110	(246)	(332)	(420)
投资性房地产	1059	1962	1962	1962	1962	投资收益	(50)	(119)	(155)	(108)	(127)
长期股权投资	257	359	465	574	679	资产减值及公允价值变动	(137)	331	140	56	88
资产总计	25991	31459	39159	46701	55122	其他收入	281	349	245	292	295
短期借款及交易性金融负债	1197	1100	1193	1286	1378	营业利润	3188	4827	5824	7199	8736
应付款项	10571	11288	13345	14789	15923	营业外净收支	13	(49)	(16)	(17)	(27)
其他流动负债	1761	1919	2889	3372	4007	利润总额	3201	4778	5808	7181	8709
流动负债合计	13529	14308	17427	19447	21309	所得税费用	523	866	1053	1302	1579
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(8)	2	3	4	4
其他长期负债	1952	3091	3797	4652	5553	归属于母公司净利润	2686	3909	4752	5876	7125
长期负债合计	1952	3091	3797	4652	5553	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	15481	17399	21224	24100	26861	净利润	2678	3912	4755	5879	7130
少数股东权益	17	38	40	43	47	资产减值准备	43	20	311	102	112
股东权益	10492	14023	17895	22558	28214	折旧摊销	126	126	166	231	272
负债和股东权益总计	25991	31459	39159	46701	55122	公允价值变动损失	137	(331)	(140)	(56)	(88)
						财务费用	425	110	(246)	(332)	(420)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	703	(926)	1302	(595)	(375)
每股收益	3.36	4.88	5.93	7.33	8.89	其它	197	1128	(66)	229	307
每股红利	0.69	1.11	1.10	1.51	1.83	经营活动现金流	4308	4039	6082	5459	6939
每股净资产	13.12	17.49	22.32	28.14	35.19	资本开支	(319)	(740)	(534)	(573)	(660)
ROIC	52%	53%	74%	85%	93%	其它投资现金流	1136	(5100)	(655)	(665)	(653)
ROE	26%	28%	27%	26%	25%	投资活动现金流	818	(5840)	(1189)	(1238)	(1312)
毛利率	26%	21%	21%	21%	22%	权益性融资	(585)	175	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	(94)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(555)	(887)	(880)	(1212)	(1469)
收入增长	49%	31%	25%	24%	21%	其它融资现金流	1810	(268)	92	94	92
净利润增长率	50%	46%	22%	24%	21%	融资活动现金流	576	(981)	(788)	(1119)	(1377)
资产负债率	60%	55%	54%	52%	49%	现金净变动	5116	(2992)	4106	3103	4249
息率	0.7%	1.1%	1.1%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	7255	12372	9380	13486	16588
P/E	30.1	20.7	17.0	13.8	11.4	货币资金的期末余额	12372	9380	13486	16588	20838
P/B	7.7	5.8	4.5	3.6	2.9	企业自由现金流	0	2043	5313	4489	5837
EV/EBITDA	26.4	21.8	18.5	15.3	12.9	权益自由现金流	0	1774	5606	4855	6273

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032