掘金新兴市场的手机龙头，边界不断扩张的智能终端品牌

——传音控股首次覆盖报告

公司深度

● 公司是海外市场优秀的手机和移动互联服务提供商

公司是一家以非洲、亚洲为主要市场的手机及 3C 产品品牌厂商。主要从事以手机为核心的多品牌智能终端设计、研发、生产、销售和品牌运营，并基于自主研发的智能终端操作系统和流量入口，为用户提供移动互联网服务。

● 差异化战略深耕非洲、南亚市场，构筑品牌和渠道强大护城河

公司成立两年即差异化战略聚焦非洲市场，深耕非洲市场带来公司在非洲地区的快速壮大。非洲、南亚地区人口数量正增长以及手机普及率不足 50%带来充足市场增长空间；同时非洲、南亚等地区人均收入不足 2k 美元，功能机和中低端智能机仍是市场主流，随着功能机向智能机转化以及渗透率的不断提高，公司具有广阔的发展空间。公司手机产品 2019 年非洲市占率 52.5%（第一），孟加拉国市占率 15.6%（第二），印度市占率 6.8%（第五）。公司旗下三大手机品牌均入选“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜。公司已构筑强大的渠道优势，全球超过 2000 家经销商与公司密切合作，在全球已建立超 2000 个售后服务网点，品牌和渠道构筑强大护城河。

● 不断拓展硬件产品边界，新产品打造新空间

公司基于手机产品的品牌优势相继发展了家电和 3C 配件业务，并分别成立对应品牌 Syinix 和 Oraimo。以智能生活为理念，开启了多品牌+多产品的硬件生态发展之路。2019 年家电业务同比增速超过 90%，配件业务同比增速超过 60%。随着撒哈拉以南的非洲地区经济的不断发展，非洲家电及配件的未来市场规模还在持续扩大，新产品给公司带来新的成长空间。

● 发展移动互联业务，打造软硬件生态带来巨大发展潜力

公司基于 Android 进二次自主开发，深度定制了 HiOS、iTelOS 和 XOS 三款智能终端操作系统。公司相继开发 Boomplay（音乐播放）、PalmPay（移动支付）、Vskit（短视频）等移动 APP，Boomplay 位列非洲音乐播放软件第一位，活跃用户超 0.7 亿人。打造软件硬件生态给公司带来巨大发展潜力。

● 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.52/3.15/3.70 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 38/31/26 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：消费电子需求复苏不及预期；智能硬件渗透速度不及预期；非洲本地运营商渠道发展过快消解公司经销商优势。

财务摘要和估值指标 （PE 保留个位，PB 一位小数）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,646	25,346	28,769	34,988	41,076
增长率(%)	13.0	11.9	13.5	21.6	17.4
净利润(百万元)	657	1,793	2,014	2,519	2,957
增长率(%)	-2.1	172.8	12.3	25.1	17.4
毛利率(%)	24.4	27.4	27.4	27.7	27.8
净利率(%)	2.9	7.1	7.0	7.2	7.2
ROE(%)	16.7	21.7	20.7	21.3	20.7
EPS(摊薄/元)	0.82	2.24	2.52	3.15	3.70
P/E	123	45	38	31	26
P/B	20.6	9.8	8.3	6.8	5.6

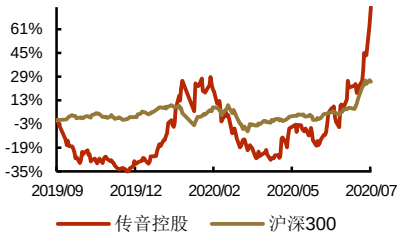
资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 15 日

推荐（首次评级）

毛正（分析师）
证书编号：S0280520050002

市场数据	时间 2020.07.15
收盘价(元):	96.25
一年最低/最高(元):	37.28/107.55
总股本(亿股):	8.0
总市值(亿元):	770.0
流通股本(亿股):	0.76
流通市值(亿元):	73.12
近 3 月换手率:	373.01%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

1）盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 288、350 和 411 亿元，对应的增速分别为 13.5%、21.6%、17.4%。

2）我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.52/3.15/3.70 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 38/31/26 倍。

3）首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

1）**手机：**营收增长来自三部分。1.非洲、南亚人口自然增长带来消费群体扩大；2.智能机对功能机的替换，此为手机营收增长、销售毛利率提升的最大动力；3.传音市场份额的提升。假设非洲智能手机份额上升节奏，受限于 4G 网络铺开速度，在 2020-2021 年智能机份额分别为 43%、46%、47%。根据测算，2019 年传音智能机单价为 431 元、功能机为 61 元，假设随着 4G 手机甚至 5G 手机出货占比提升，手机单价在 2020 年上升至 432 元，2021 年分别为 440、460 元，功能机则由于市场需求下降，价格将以 5 元/部的幅度逐年下降。毛利率方面，参考 2017-2018 年提升节奏并放缓，假设 2020-2022 年手机业务毛利率分别为 27.7%、28%、28%。

2）**家电及配件：**营收方面，假设 2020 年家电及配件营收同比增长略高于 2019 年分别为 90%、60%，2020 年后分别稳定在 80%/55%、70%/50%。毛利率方面，假设家电及配件业务毛利率等同其他主营业务毛利率稳定在 27%。

3）**OS 及互联网服务：**假设 2020 年 OS 及互联网服务营收及毛利率延续 2019 年，即同比增长和毛利率分别为 95%、41%，并假设 2020 年后分别在 95%/40%、90%/40%。

4）**其他业务：**营收方面，假设其他业务营收延续 2019 年稳定在 20%；毛利率方面，假设其他业务毛利率等于年报里其他业务较低毛利率稳定在 18%。

我们与市场的观点的差异

1）部分市场认为公司产品用于非洲过于低端，盈利能力弱。其实公司产品体系丰富，从定于中产阶级的中高端产品到平民化的低价产品均有覆盖，随着非洲网络的普及，智能机的渗透率正在逐步提升。受益于公司丰富产品体系和优秀的供应链管理能力，公司产品平均毛利率水平超过 25%。

2）部分市场认为传音在非洲的成功，靠的是手机产品的本土化定位如摄像效果好等。我们认为，传音之所以在非洲能取得如此之高的市占率，依靠的是自身综合的阿尔法因素：产品细致入微的本土化创新，贴近终端的渠道下沉，开放共享的企业文化，优秀的供应链管理，硬件产品和品牌的拓展，软硬件生态的建设等。

股价上涨的催化因素

非洲受疫情影响较小、成长性的市场，手机需求仍旧强劲；从供给端，传音的主要生产在国内，中国良好的疫情控制使得复工较早，产能不受影响。

投资风险

消费电子需求复苏不及预期；智能硬件渗透速度不及预期；非洲本地运营商渠道发展过快消解公司经销商优势。

公司收入历史及盈利预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计	营收	226.46	253.46	287.70	349.89	410.76
	YoY	12.98%	11.92%	13.51%	21.62%	17.40%
	成本	171.09	184.12	208.88	252.93	296.65
	毛利率	24.45%	27.36%	27.40%	27.71%	27.78%
手机	营收	214.29	236.26	262.72	312.89	355.63
	YoY	11.99%	10.25%	11.20%	19.10%	13.66%
	成本	162.28	170.85	189.94	225.28	256.05
	毛利率	24.27%	27.69%	27.70%	28.00%	28.00%
家电及配件	营收	3.70	6.50	11.24	18.75	30.04
	YoY		75.60%	72.92%	66.83%	60.21%
	成本	2.70	4.77	8.21	13.69	21.93
	毛利率	27.00%	26.59%	27.00%	27.00%	27.00%
OS 及互联网服务	营收	0.57	1.20	2.34	4.563	8.6697
	YoY		111.37%	95.00%	95.00%	90.00%
	成本	0.31	0.70	1.38	2.74	5.20
	毛利率	45.00%	41.29%	41.00%	40.00%	40.00%
其他	营收	7.90	9.50	11.40	13.68	16.42
	YoY		20.24%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	5.80	7.79	9.35	11.22	13.46
	毛利率	26.64%	17.96%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

目 录

1、 传音控股：非洲手机之王 7
1.1、 致力于智能终端产品和移动互联网服务提供商 7
1.2、 公司控股较为集中，子公司分工明确 8
1.3、 公司营收状况良好，盈利能力稳步增强 9
2、 深耕非洲、南亚市场，构筑品牌和渠道强大护城河 11
2.1、 全球手机市场饱和，但新兴市场仍有机会 11
2.2、 公司深耕新兴市场，差异化策略覆盖当地主流人群 13
2.3、 三大护城河助力公司在非洲取得成功 15
2.3.1、 性价比助力公司维持市场份额 15
2.3.2、 公司加码研发，本地化运营解决客户痛点 16
2.3.3、 运营和渠道是公司保持竞争力的关键 17
2.4、 复制经验拓展印度、孟加拉等新兴市场国家，打开增量空间 19
2.4.1、 印度市场仍存在较大发展空间，增长动能强劲 19
2.4.2、 孟加拉国手机市场回暖，公司有望受益 4G 网络的覆盖 21
3、 发展家电及配件业务，受益于非洲广阔人口基数 22
3.1、 非洲人口基数大，家电市场尚处于初级阶段 22
3.2、 传音以智能硬件生态切入，多品牌多产品策略收效显著 23
4、 高装机量下的移动互联业务，发展潜力巨大 24
4.1.1、 传音三大 OS 系统覆盖高中低三个档次 24
4.1.2、 高市占率下带来 OS 系统的海量装机量 25
4.2、 独立 APP 业务或为传音股份带来新一轮发展契机 26
4.2.1、 Vskit：打造非洲短视频 APP 先锋 26
4.2.2、 Boomplay：手握非洲本土音乐 85%版权 27
4.2.3、 PalmPay：非洲移动支付的先锋公司 29
4.2.4、 Ficool：与阅文合作进军非洲在线小说市场 31
5、 财务分析 31
5.1、 营收净利润持续稳定增长，存货周转率尚需提升 31
5.2、 公司盈利能力持续提高，现金流成长稳健 32
5.3、 费用率管控良好，研发开支不断上升 33
6、 盈利预测 34
6.1、 关键假设及盈利预测 34
6.2、 投资建议及评级 35
附：财务预测摘要 37

图表目录

图 1： 公司主要产品及服务 7
图 2： 传音控股发展历程 7
图 3： 为深肤色人士打造独有的美肤算法 8
图 4： 传音控股股权结构 8
图 5： 近四年营业总收入及增速（亿元、%） 9
图 6： 近四年扣非归母净利润及增速（亿元、%） 9
图 7： 分地区产品营收占比（%） 10

图 8: 2019 年按业务拆分营收占比（%）.....10
图 9: 过去四年分销售毛利率增速（%）.....10
图 10: 2017Q1-2020Q1 全球智能手机出货量.....11
图 11: 2017-2020Q1 全球功能机出货量.....11
图 12: 各地区功能机出货量预测.....12
图 13: 2020Q1 中东及非洲地区智能手机市场份额.....12
图 14: 2020Q1 功能手机市场份额.....12
图 15: 公司手机均价稳中有升.....13
图 16: 2014-2018 非洲地区手机人均保有量.....13
图 17: 2017-2020Q1 各厂商中东及非洲市场份额.....13
图 18: 我国手机人均保有量变化.....14
图 19: 三大品牌销售额占比.....14
图 20: 三大品牌平均单价.....14
图 21: 公司自主生产占比不断提高.....15
图 22: 公司以经销模式为主.....15
图 23: 非洲市场手机销售额按产品类型拆分（万元）.....16
图 24: 非洲市场手机销量按产品类型拆分（万部）.....16
图 25: 2016-2019 年研发费用及增长率.....16
图 26: 非洲消费者使用 Tecno 手机进行自拍.....17
图 27: 公司销售人员数量.....18
图 28: 公司在非洲的经销商合作年限分布（家）.....18
图 29: 公司各类人员境内外分布.....18
图 30: 公司售后服务业务.....19
图 31: 印度智能机人均保有量快速提升.....19
图 32: 印度智能机渗透速度放缓，占比不足一半.....19
图 33: 印度 GDP 保持稳定增长.....20
图 34: 公司在印度功能机市场占有最大的市场份额.....20
图 35: 2017-2019 年孟加拉国手机出货量（万部）.....21
图 36: 2019 年孟加拉国各厂商市场份额.....21
图 37: 非洲地区人口增长较快（单位：亿）.....22
图 38: 非洲各国用电量情况.....23
图 39: Syinix 主要产品.....23
图 40: HiOS 手势导航.....24
图 41: XOS 双时钟锁屏.....24
图 42: 撒哈拉以南地区移动网络占比情况.....29
图 43: 非洲移动支付商的发展历程.....30
图 44: 非洲移动支付的竞争格局.....30
图 45: 2016-20Q1 传音控股营业收入（亿元）及同比.....31
图 46: 2016-20Q1 传音控股扣非净利（亿元）及同比.....31
图 47: 2016-2019 年同行业公司存货周转率对比.....32
图 48: 2016-2019 年同行业公司存货周转天数对比.....32
图 49: 2016-20Q1 传音控股毛利率、净利率情况.....32
图 50: 2016-2019 传音控股业务收入结构.....32
图 51: 2016-2019 传音控股经营现金流情况（亿元）.....33
图 52: 2016-2019 传音控股预收账款（亿元）及占比.....33

图 53: 2016-20Q1 传音控股三费变化情况.....33
图 54: 2016-20Q1 传音控股研发费用（亿元）及占比.....34
图 55: 2016-2019 同行业公司研发费用率对比.....34

表 1: 各地区手机用户结构.....11
表 2: 公司自有产能.....15
表 3: 公司部分研发项目与所属核心技术.....17
表 4: 公司渠道布局.....18
表 5: 印度及其他地区手机销售金额保持稳定增长.....20
表 6: 全球手机品牌厂商智能手机出货量和市场占有率.....25
表 7: 全球手机品牌厂商功能手机出货量和市场占有率.....25
表 8: 2019 年 Q3 非洲地区娱乐类 APP 榜单.....26
表 9: 2020 年 Q1 非洲地区社交类 APP 榜单.....27
表 10: 2019 年 Q4 非洲地区音乐类 APP 榜单.....28
表 11: 2020 年 Q1 非洲地区音乐类 APP 榜单.....28
表 12: 非洲较发达地区成年人口数以及拥有移动账户比例情况.....31
表 13: 2016-2019 传音控股与同行业可比公司毛利率水平对比.....32
表 14: 传音控股盈利预测.....35
表 15: 可比公司的 PE 比较.....35

1、 传音控股：非洲手机之王

1.1、 致力于智能终端产品和移动互联网服务提供商

传音控股是一家以非洲、亚洲为主要市场的手机及 3C 产品公司。公司主要从事以手机为核心的多品牌智能终端设计、研发、生产、销售和品牌运营，主要手机品牌有 TECNO、iTel 及 Infinix，并基于自主研发的智能终端操作系统和流量入口，创立了数码配件品牌 Oraimo，家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Carlcare 等，为用户提供移动互联网服务。销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球新业市场国家，根据公司统计，2020Q1 公司在非洲、孟加拉、巴基斯坦的市场占有率都排名第一，依次为 52.5%、19.7%、33.9%。

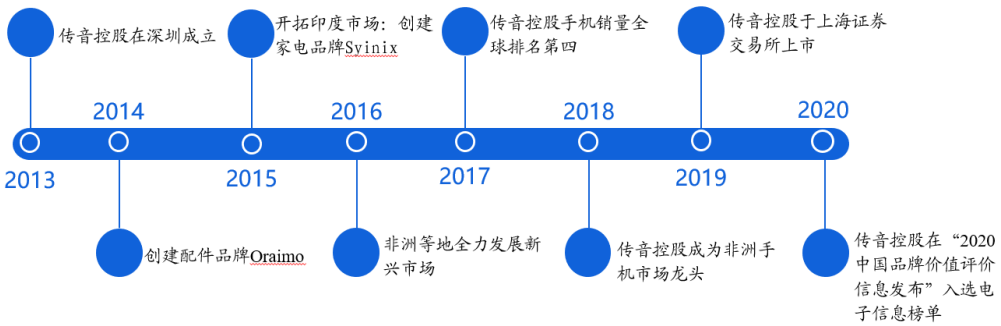
图1： 公司主要产品及服务



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

传音控股于 2013 年在深圳成立。公司在 2014 年创建配件品牌 Oraimo，2015 年在印度市场创建家电品牌 Syinix，2017 年公司手机销量全球排名第四，2018 年传音控股成为非洲手机市场龙头，2019 年传音控股在上海证券交易所上市，2020 年在“中国品牌价值评价信息发布”入选电子信息榜单。

图2： 传音控股发展历程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

行业深耕、增强差异化品牌竞争力，扩大科技创新的竞争优势，提升客户体验与服务。传音控股在上海和深圳建立了自主研发中心，主要集中在手机产品硬件、软件及移动互联网开发等方面。结合行业技术发展趋势及在非洲积累的大量用户基础、数据资源，在人工智能语音识别和视觉感知、深肤色拍照算法、智能充电和超级省电、云端系统软件、智能数据引擎、5G 通信等领域，开展了大量符合当地用户使用习惯的科技创新研究。

图3： 为深肤色人士打造独有的美肤算法

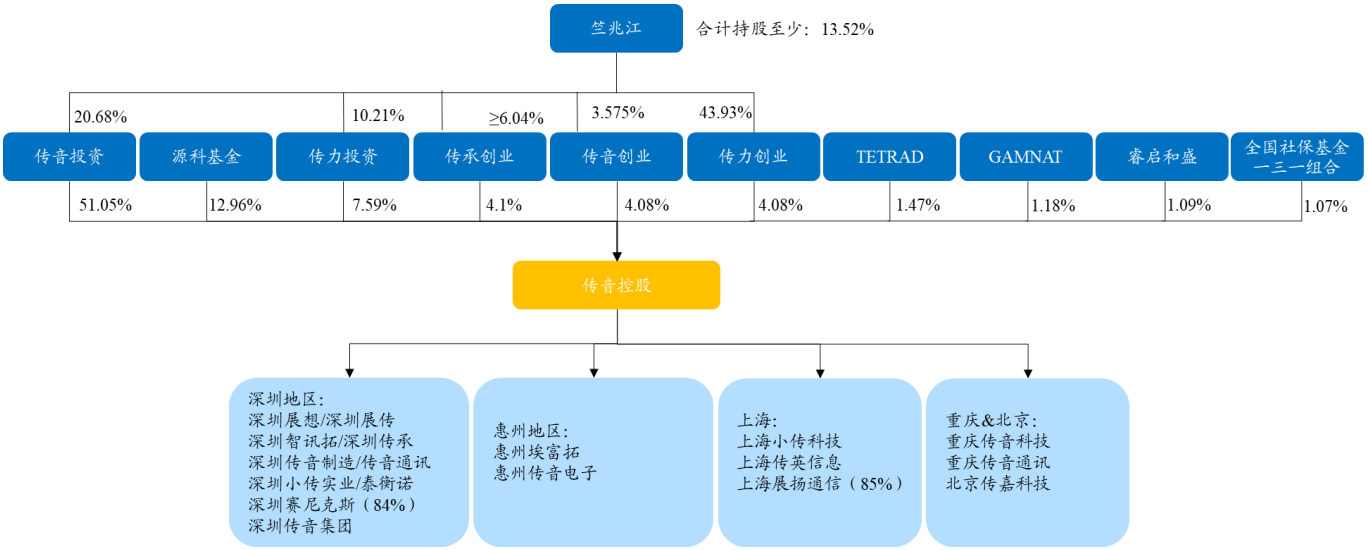


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、 公司控股较为集中，子公司分工明确

公司控股集中，实际控制人为竺兆江。根据公司 2020Q1 披露，公司最大股东为深圳市传音投资有限公司，持股比例为 51.05%。股权穿透后，公司创始人竺兆江为实际控制人，通过各持股公司累计持有公司股份至少达 13.52%。

图4： 传音控股股权结构



资料来源：Wind，新时代证券研究所

注：子公司未标注者默认持股比例为 100%，竺兆江先生对部分公司的持股比例无法获知明确数据

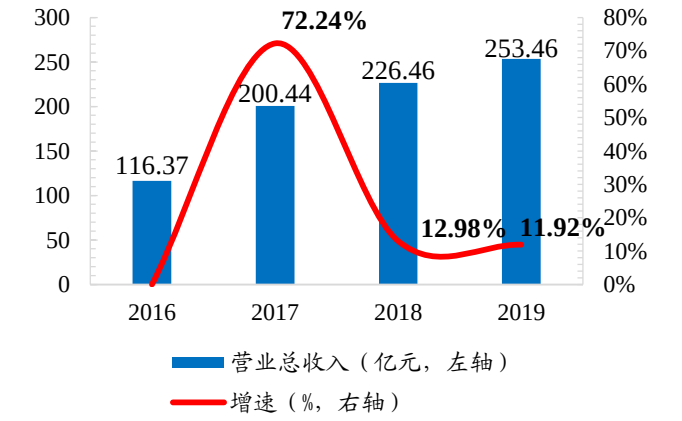
旗下子公司众多，分工明确。公司下属境内外子公司共计 89 家，主要从事采购、生产、销售、技术研发、售后及市场服务、物业及商标持有等业务。其中采购、销售与商标持有主要由香港子公司负责；技术研发主要由境内子公司负责；生产制造主要由境内及印度、埃塞俄比亚、孟加拉的子公司负责；物业持有、售后及市场服务主要由境外子公司负责。

1.3、 公司营收状况良好，盈利能力稳步增强

公司营业收入状况良好且持续增强。2016 年至 2019 年，传音控股的营业收入分别为 116.37 亿元、200.44 亿元、226.46 亿元和 253.46 亿元，营业收入年均复合增长率达 29.63%，说明公司过去四年营收保持稳步增长。2020Q1 公司营收为 56.45 亿元，同比增长为 15.12%高于 2018 年度和 2019 年度，预计公司在 2020 年度营收仍会处于上升状态。

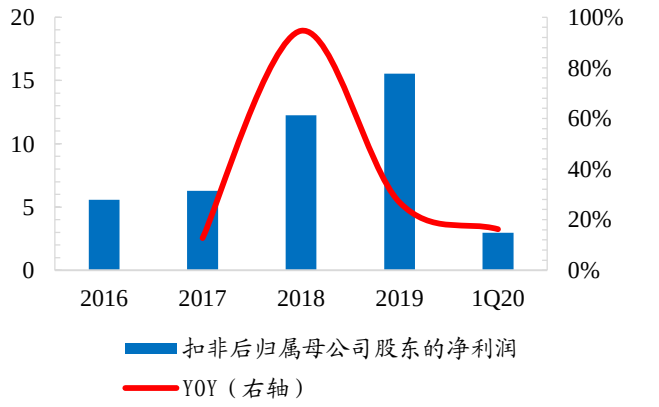
在净利润方面，扣非后的归母净利润实现稳步增长，且增速较快。其中，2016 年-2018 年扣非后归母净利分别为 5.58 亿、6.29 亿和 12.24 亿。2019 年，公司实现扣非后归母净利润 15.53 亿元，同比增 26.84%。扣非具体事项上，2016 年，公司对员工进行股权激励确认股份费用 5.54 亿元。2018 度为合理规避和降低汇率波动风险公司购入 7.79 亿元外汇远期合约，导致净利润水平受到影响。

图5： 近四年营业总收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

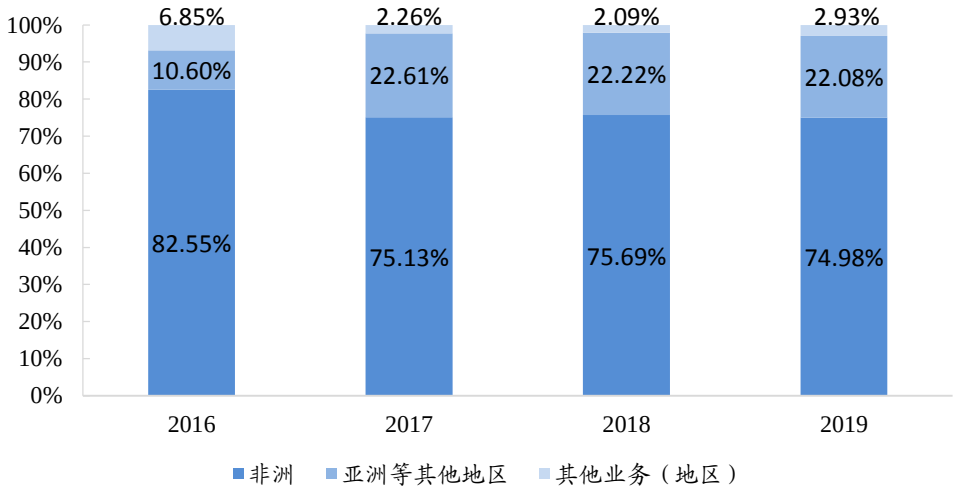
图6： 近四年扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

公司业务遍布海外，全力拓展亚非新兴市场。公司近几年在国际竞争越发激烈的格局中始终在非洲市场拥有强力的竞争力，并且在亚洲市场不断拓展。公司主营业务收入主要来自于非洲市场，来自非洲市场的收入分别为 96.06 亿元、150.58 亿元、171.40 亿元和 190.05 亿元，年复合增长率高达 25.54%，呈现快速增长势头，非洲市场主营业务收入占比分别为 82.55%、75.13%、75.69%、74.98%。公司在稳定发展非洲市场的基础上，逐步加大印度等亚洲市场的拓展力度，亚洲等其他地区市场的收入增长较快。结合非洲、亚洲市场需求以及人口增速，公司将在未来多年内依然在亚非地区具有强大的消费市场和发展空间。

图7： 分地区产品营收占比（%）



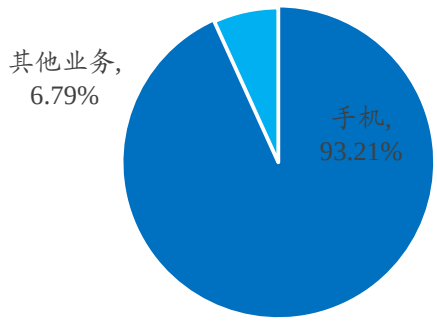
资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司全力开发手机业务，手机营收占比巨大。公司 2018 年度与 2019 年度主要营收来自于手机，分别为 214.29 亿元、236.26 亿元，占全年营收比例分别为 94.63%、93.21%。其他业务包括家电、配件、OS&移动互联的营收也在迅速上升，2018-2019 年度营收从 12.17 亿元增长到 17.20 亿元，占全年营收比例分别为 5.37%、6.79%。由于非洲为公司第一大市场，并且非洲人口增长迅速与智能手机的市场占有率增长，因此未来估计手机依然会占据公司主要营收。

家电、互联网服务以及配件等营收增长迅猛。2019 年度，公司家电营收 2.8 亿元，同比增长 96.18%；配件营收 3.7 亿元，同比增长 62.69%；OS&移动互联服务营收 1.2 亿元，同比增长 111.37%，OS 用户更是高达 1.13 亿人。

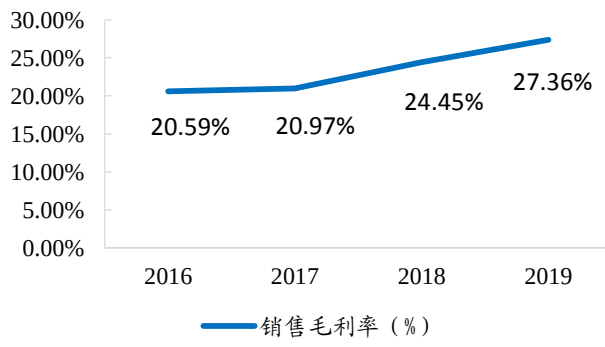
公司整体毛利率有所上升。公司整体毛利率由 2018 年的 24.45%提升到 2019 年的 27.36%。随着在亚非市场智能手机对功能机的逐渐替代，以及公司对于智能手机的扩展与研发，公司手机的毛利率从 2018 年的 24.72%增长到 27.68%，这要得益于智能手机的毛利率相对高于功能机。但其他业务的毛利率有明显下滑，从 2018 年的 32.79%下降到 26.59%（这个是其他业务毛利率）。

图8： 2019 年按业务拆分营收占比（%）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图9： 过去四年分销售毛利率增速（%）



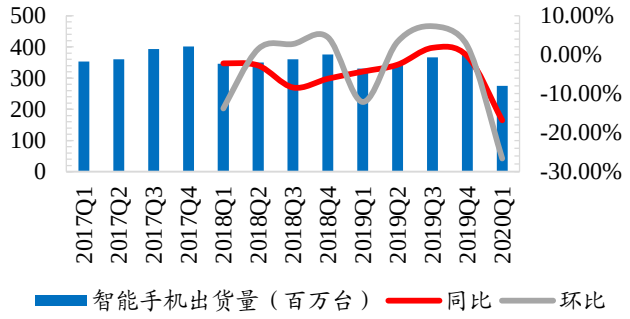
资料来源：Wind、新时代证券研究所

2、 深耕非洲、南亚市场，构筑品牌和渠道强大护城河

2.1、 全球手机市场饱和，但新兴市场仍有机会

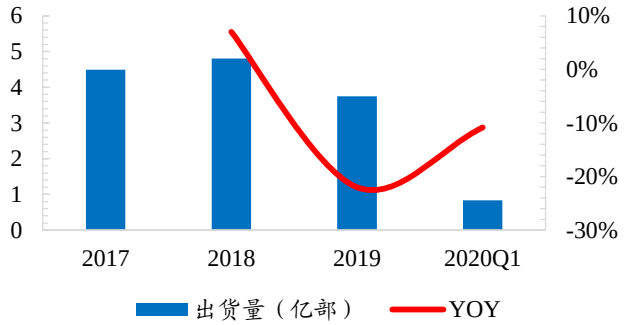
全球手机进入存量时代。功能机方面，Counterpoint 数据显示，2019 年全球功能机出货量为 3.75 亿部，较 2018 年下降 1.05 亿部，跌幅超 20%，2020Q1 出货量 0.84 亿部，年化同比下降 10.84%；智能手机方面，Strategy Analytics 统计显示，2018 年出货量开始下跌，虽然第二至四季度有所回暖，全年出货量仍同比下跌 5%，达 14.3 亿台；2019 年出货量 14.1 亿部，同比下跌 1%。进入 2020 年，受疫情影响，第一季度智能手机出货量 2750 万台，同比下降达创纪录的 17%。

图10： 2017Q1-2020Q1 全球智能手机出货量



资料来源：Strategy Analytics，新时代证券研究所

图11： 2017-2020Q1 全球功能机出货量



资料来源：Counterpoint，新时代证券研究所

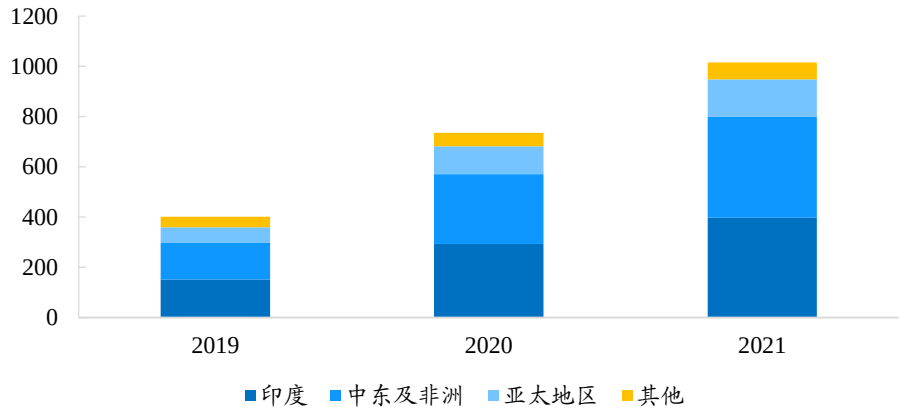
全球发展不平衡，仍存在结构性机会。Pew Research 2018 年数据显示，发达国家平均智能手机渗透率达 76%，功能机渗透率 17%，总体渗透率 93%。而印度、印尼等发展中国家智能手机渗透率不足 50%，功能机渗透率约 30%，仍有 22%无手机。虽然全球智能手机增长乏力，但由于各国发展阶段不一致，发展中国家尚存在功能机普及以及智能机渗透的窗口期。Counterpoint 预测，2021 年，全球功能机出货将超 10 亿部，印度以及中东和非洲地区贡献大头，占比近八成。

表1： 各地区手机用户结构

国家	智能手机	功能手机	无手机
美国	81%	13%	6%
德国	78%	16%	6%
法国	75%	19%	6%
日本	66%	26%	8%
发达国家平均	76%	17%	7%
南非	60%	33%	7%
尼日利亚	39%	44%	17%
肯尼亚	41%	45%	14%
突尼斯	45%	45%	10%
菲律宾	55%	22%	23%
印度	24%	40%	36%
印尼	42%	28%	30%
发展中国家平均	45%	33%	22%

资料来源：Pew Research(2018 年春季数据)，新时代证券研究所

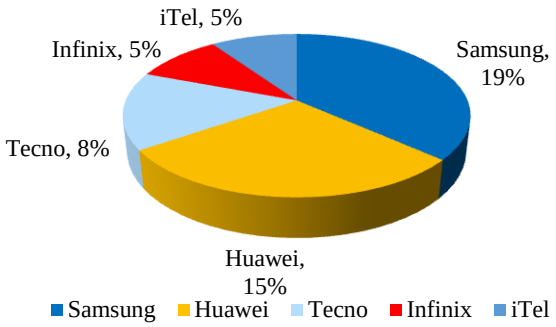
图12： 各地区功能机出货量预测



资料来源：Counterpoint，新时代证券研究所

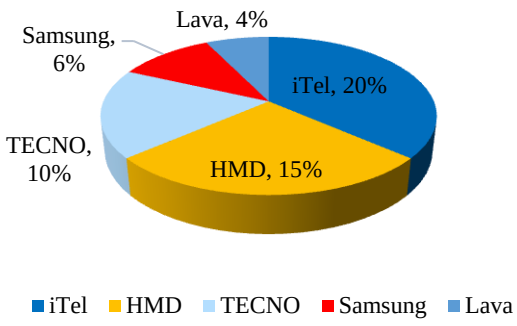
公司未来有望受益量价齐升提升业绩。量方面，新兴市场国家仍有超两成人口无手机，未来随着手机渗透率提升，公司作为全球功能机龙头（2020Q1 整体市占率 20%，领先第二名 5 个百分点），有望率先受益；此外，新兴市场国家智能手机占比落后发达国家约 30 个百分点，未来有望复制发达国家发展轨迹，提升智能手机渗透率。价方面，2016-2018 年公司智能机均价分别为 62.42、68.74、65.95 元/部，总体较为稳定，智能机均价从 2016 年的 405.86 元/部升至 2018 年的 454.38 元/部，稳步提升。我们认为，公司深耕新兴市场国家，随着这些国家手机渗透率的提升，以及从功能机向智能机转化，未来量价齐升有望增厚公司业绩。

图13： 2020Q1 中东及非洲地区智能手机市场份额



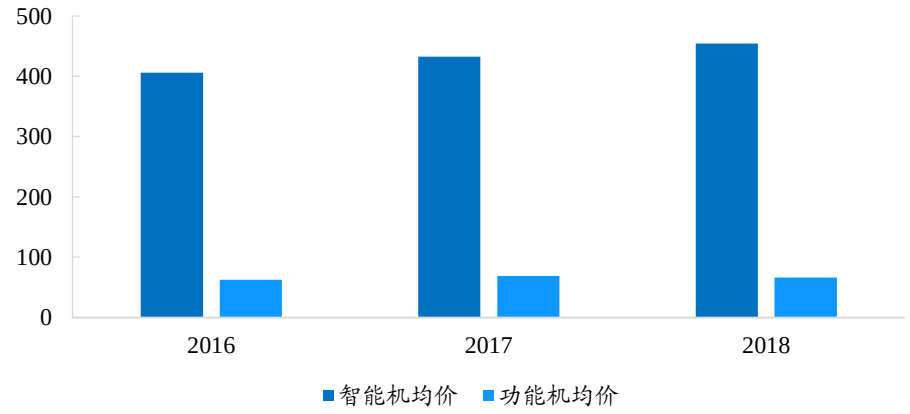
资料来源：Counterpoint，新时代证券研究所

图14： 2020Q1 功能手机市场份额



资料来源：Counterpoint，新时代证券研究所

图15： 公司手机均价稳中有升

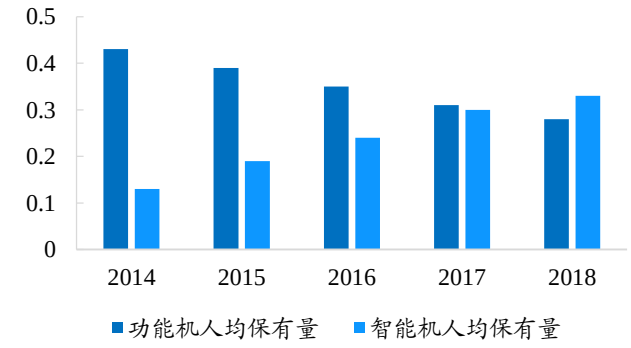


资料来源：Counterpoint，新时代证券研究所

2.2、公司深耕新兴市场，差异化策略覆盖当地主流人群

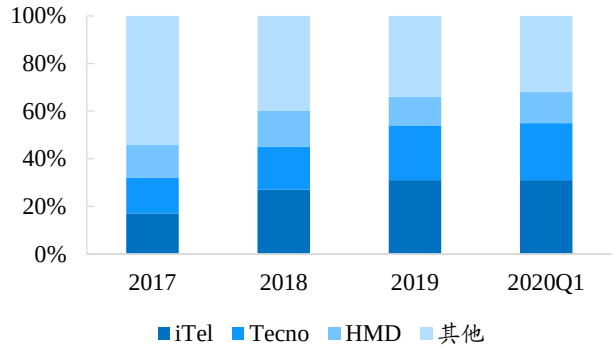
公司深耕以非洲为代表的新兴市场。我国手机人均保有量稳步提升，从 2010 年的人均 0.64 部升至 2019 年的 1.14 部，CAGR 为 6.64%。2014 年以后，人均保有量增速下降，2014-2019 增速不足 4%。面对国内市场基本饱和、市场增量有限这一态势，国内品牌出海寻求增量，公司深耕非洲市场，同时拓展印度、孟加拉等新兴市场国家。根据公司招股书数据，2018 年非洲地区功能机人均保有量 0.28 部、智能机人均保有量 0.33 部，总计 0.61 部，大约相当于国内 2010 年的水平。公司出海寻求差异化竞争，市占率稳步提升，Counterpoint 数据显示，公司在 MEA（中东及非洲）市占率稳居第一（iTel+Tecno），从 2017 年的 31%升至 2020Q1 的 55%，且与第二名的差距不断拉大。

图16： 2014-2018 非洲地区手机人均保有量



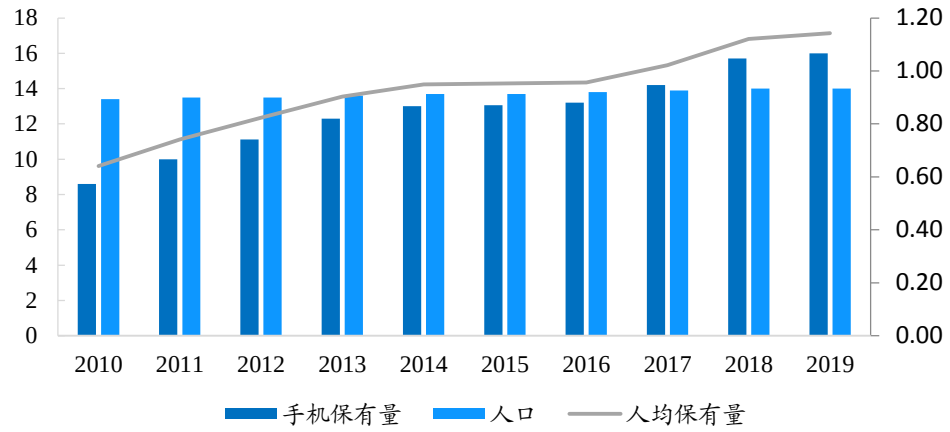
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图17： 2017-2020Q1 各厂商中东及非洲市场份额



资料来源：Counterpoint，新时代证券研究所

图18： 我国手机人均保有量变化

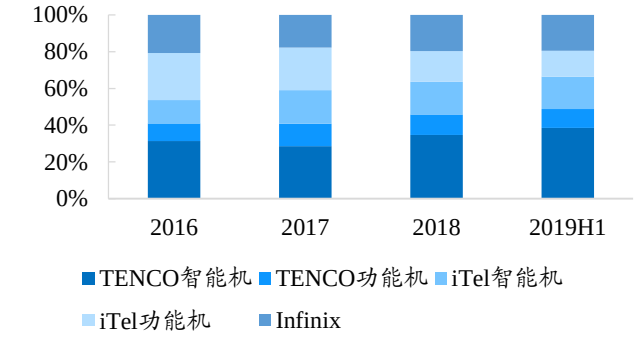


资料来源：中商产业研究院，国家统计局，新时代证券研究所

三大品牌定位不同，差异化营销策略覆盖主流人群。手机业务中，公司目前有 TECNO、iTel 和 Infinix 三大品牌，TECNO 和 iTel 均包含智能机与功能机，前者定位本地中产阶级消费群体，后者定位本地基层消费者和价值导向用户，Infinix 均为智能机，定位时尚科技，目标消费者为本地年轻消费群体。

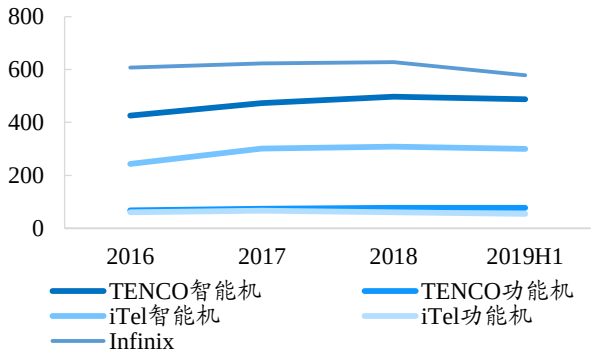
从收入结构看，由于单机价格较高，智能机和功能机营收占比约为 3:1，TECNO 智能机营收占比近四成，其次为 Infinix 智能机，营收占比近两成，iTel 智能机占据约 17.5%市场份额。功能机方面，iTel 和 TECNO 营收占比约为 6:4。单机均价方面，2019H1 均价稳重有降，Infinix 均价最高，近 600 元/部，TECNO 均价近 500 元/部，Infinix 均价近 300 元/部，与公司市场定位相符。功能机均价总体保持稳定，TECNO 均价约 77 元/部，、iTel 功能机均价近年稳定在 54-60 元/部。

图19： 三大品牌销售额占比



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图20： 三大品牌平均单价



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

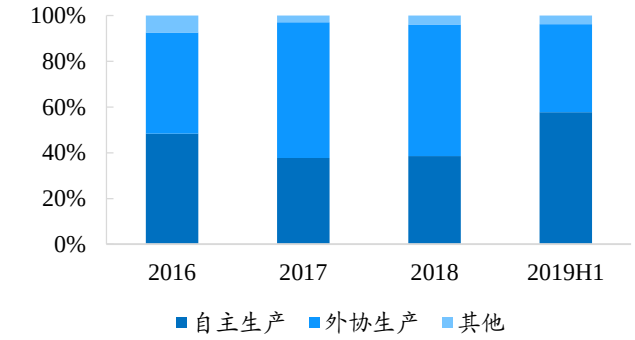
公司自主生产占比增加，以经销商销售为主。从生产模式来看，公司自主生产和外协生产相结合，且自主生产占比逐年上升，2019 年上半年自主生产占比近六成。公司自有工厂包括国内的泰衡诺、重庆传音，以及位于埃塞俄比亚的 Transsion Manufacturing PLC、位于印度的 Transsion India Private Limited 和位于孟加拉的 Carlcare Technology BD Limited，2019H1 总产能合计 3064.15 万台。从渠道来看，公司以经销模式为主，经销模式占比稳定在 95%以上。从结算方式来看，经销模式项下公司主要采取预收款进行结算，有利于减少公司自身资金占用。

表2： 公司自有产能

工厂	生产产品	2019H1 产能（万台）
泰衡诺	智能机	556.19
重庆传音	智能机，功能机	1915.36
Transsion Manufacturing PLC	智能机，功能机	187.62
Transsion India Private Limited	智能机，功能机	294.09
Carlcare Technology BD Limited	智能机，功能机	110.89
总产能		3064.15

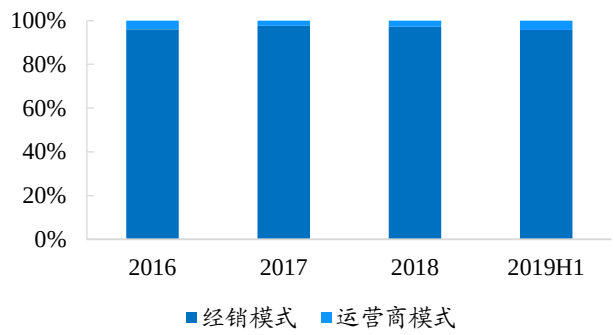
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图21： 公司自主生产占比不断提高



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图22： 公司以经销模式为主



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

2.3、 三大护城河助力公司在非洲取得成功

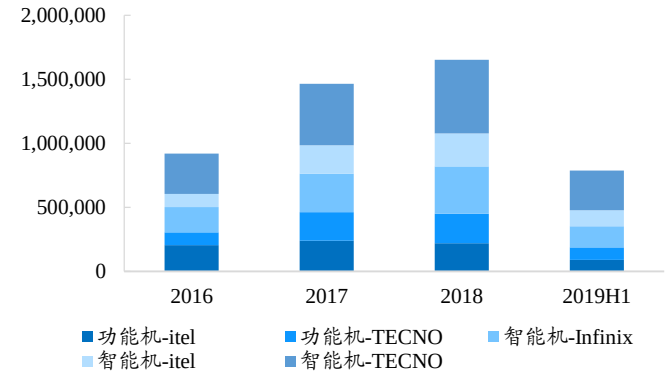
2.3.1、 性价比助力公司维持市场份额

公司在非洲市场份额将近一半，具备显著性价比。根据 IDC 数据显示，仅 2018 年全年传音手机在非洲的市场份额就达到 48.5%,其中智能机销量 2653 万部，功能机销量 6790 万部。2019 年销量占市场份额预计将超 50%。传音手机具有高市占率原因之一为其较高的性价比:

（1）公司功能机市场份额超 50%，性价比优势大幅显现。2018 年，传音的功能机总销量达到 6790 万部，市场份额高达 53.5%，传音功能机均价在 12 美元。据 IDC 统计，功能机主要竞争对手旗下产品包括三星、HMD，平均市场均价为 16 美元、24 美元，远超传音。

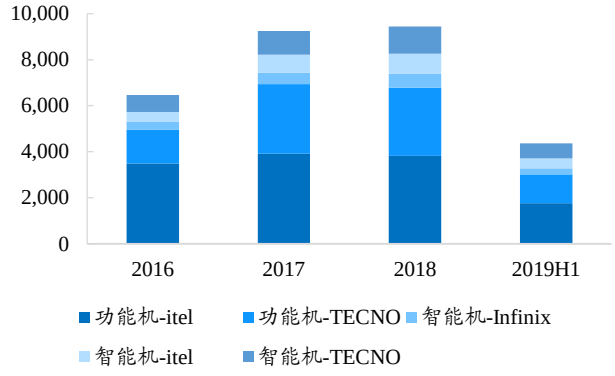
（2）公司智能机市场份额超 30%，智能机均价远低于同市场竞品价格。2018 年，传音智能手机在非洲总销量为 2653 万部，市场份额高达 34.3%，传音智能机均价在 63 美元。非洲智能手机业务市场竞争激烈，主要竞品来自三星旗下的 A 系列智能机，华为旗下的 Y 系列智能机，两款智能机平均市场均价为 140 美元、190 美元。对比之下，传音智能机的性价比优势更加突显。

图23： 非洲市场手机销售额按产品类型拆分（万元）



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图24： 非洲市场手机销量按产品类型拆分（万部）

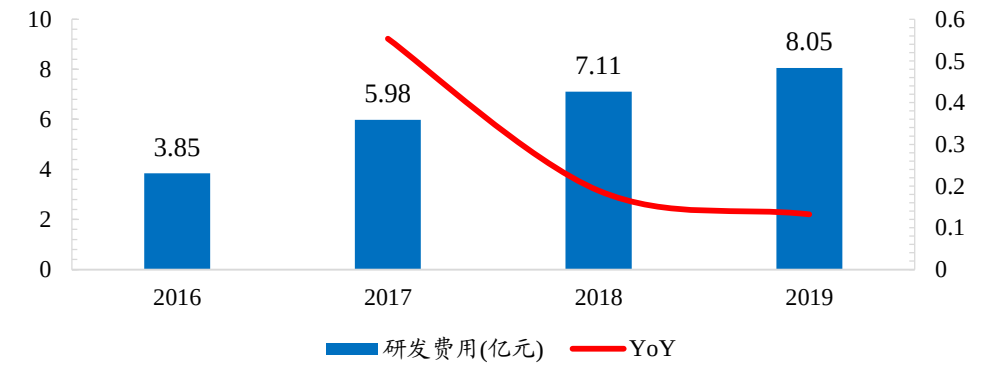


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

2.3.2、 公司加码研发，本地化运营解决客户痛点

公司加码研发，加强企业的持续创新能力。2016 年至今，公司不断完善研发梯队建设、增加研发人员数量，公司的研发费用从 2016 年的 3.85 亿元增长至 2019 年的 8.05 亿元，增幅达到了 109%，2016-2019 年研发投入的营业收入占比分别为 3.31%，2.99%、3.14%和 3.18%，基本保持在较高水平。

图25： 2016-2019 年研发费用及增长率



资料来源：招股说明书，公司年报，新时代证券研究所

公司针对非洲本土市场进行了一系列项目的研发，例如深肤色拍照系统解决方案、深肤色人脸识别算法开发、深肤色智能美颜技术开发等。尤其在拍照技术方面，为了解决非洲消费者的拍照需求，传音成立了特别小组，大量搜集当地人的照片，分析脸部轮廓、曝光补偿、成像效果等，并研发出基于眼睛和牙齿来定位聚焦的拍照技术，使得非洲用户在镜头下呈现出健康的咖啡色。

图26： 非洲消费者使用 Tecno 手机进行自拍



资料来源：NAIROBINEWS，新时代证券研究所

表3： 公司部分研发项目与所属核心技术

序号	项目名称	所属核心技术（或研究成果）
1	深肤色拍照系统解决方案	深肤色人像夜间拍照
2	深肤色人脸识别算法开发	深肤色智能美颜
3	深肤色智能美颜技术开发	深肤色智能美颜
4	拍照补光硬件设计方案	深肤色人像夜间拍照
5	8M/13M（摄像头像素）的四合一拍照传感器及 F1.8 光圈镜头	深肤色人像夜间拍照
6	人工智能与计算机视觉感知技术项目	深肤色人脸识别

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

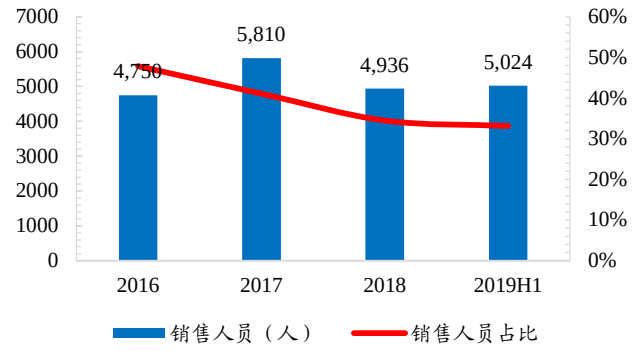
除此之外，传音还加大了电池容量、推出了超长待机手机，排除了非洲部分地区充电难所带来的障碍；非洲地区温度高，手机用户容易出汗，影响手机的使用并对手机外壳产生腐蚀，传音则通过修改金属氧化工艺，做出了防摔防腐蚀的手机壳；传音还基于当地 SIM 卡价格低但是运营商间跨网电话费贵的特性，推出了双卡甚至四卡的设计，方便用户 SIM 的切换。**这一系列的技术研发都契合了非洲消费者的需求，解决了相关群体的消费痛点，获得了当地消费者的热捧**。

2.3.3、 运营和渠道是公司保持竞争力的关键

公司渠道和售后本地化。2016 年度至 2019 年度上半年，公司销售人员数量分别为 4750 人、5810 人、4936 人、5024 人，占总员工人数比分别为 47.85%、41.09%、34.48%、33.15%，销售人员占比持续下降是由于公司逐渐从线下销售渠道发展为线上销售。至 2019 年 6 月，公司在非洲的经销商 360 家，其中有 99 家在 2016 年以前签约合作，43 家在 2016 年签约合作；82 家在 2017 年签约合作；81 家在 2018 年签约合作；55 家在 2019 年上半年签约合作；分别占非洲地区收入比例 64.45%、12.40%、12.26%、8.35%、2.35%。公司的售后服务品牌 Carlcare 遍布全球，拥有超过 30 家售后服务公司以及超过两千个售后服务网点。

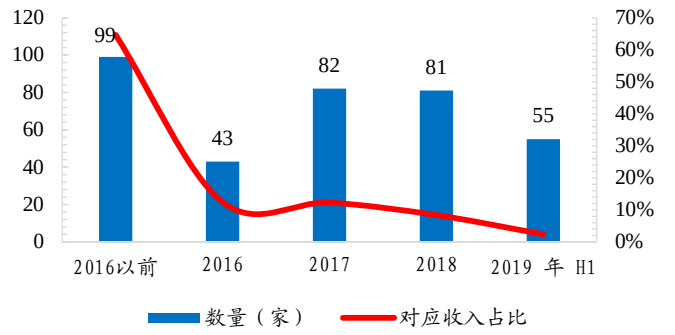
运营团队本地化。截至 2018 年，公司全体员工 1.43 万人，其中境外有 7370 人，占总员工半成。管理（含采购及质量）团队、销售（含售后）团队、生产团队中境外人员各位 560 人、4492 人、2299 人，分别占比 20.8%、91.0%、44.5%。由此说明公司在非洲市场各个运营及生产环节已达到高本地渗透化，具备强有力的本地市场竞争资格。

图27： 公司销售人员数量



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图28： 公司在非洲的经销商合作年限分布（家）



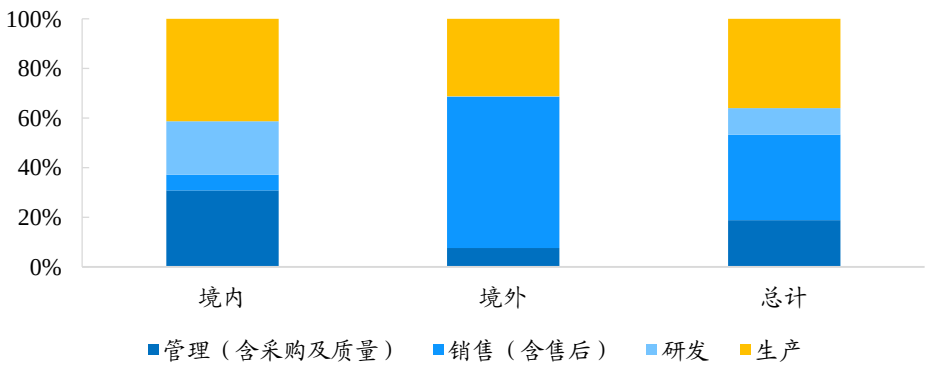
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

表4： 公司渠道布局

项目	具体布局
物流网络	● 公司在埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等地设立自有工厂，可以对市场需求进行快速响应，同时也带动了当地就业及生产配套设施建设 ● 公司在迪拜、埃塞俄比亚、印度、孟加拉等海外国家设立物流仓，实现非洲、东南亚、南亚等地区产品及原材料的快速交付
零售渠道	● 公司针对零售终端资源建立了完整的管理体系，在信息不发达的非洲市场建立了较为通畅的销售网络 ● 公司配备销售专员与经销商、分销商和零售商保持长期稳定的日常沟通，以及时获取一手市场反馈和需求信息，与渠道商共同成长
线上销售	● 2018 年 7 月开始与当地最大零售电商平台 Flipkart India Private Limited 合作，与其签订了销售框架合同
售后服务	● 公司销售人员与客户保持密切的日常沟通，通过客户的市场反馈加大产品升级研发力度、提升产品质量 ● 公司拥有专业的售后服务品牌 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

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

图29： 公司各类人员境内外分布



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图30： 公司售后服务业务



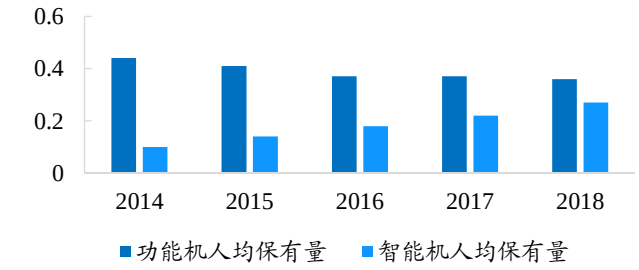
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2.4、 复制经验拓展印度、孟加拉等新兴市场国家，打开增量空间

2.4.1、 印度市场仍存在较大发展空间，增长动能强劲

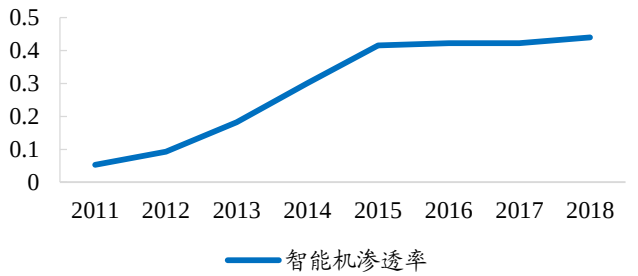
印度手机市场仍存在较大的发展空间。从增量上来看，印度功能机人均保有量有所下降，智能机人均保有量正在快速上升；从增速的角度来看，经过 2013-2015 年的快速渗透，印度手机市场智能机渗透速度开始放缓。2017 年印度手机出货量大约 2.89 亿，智能机出货 1.22 亿，渗透率 42.2%。

图31： 印度智能机人均保有量快速提升



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

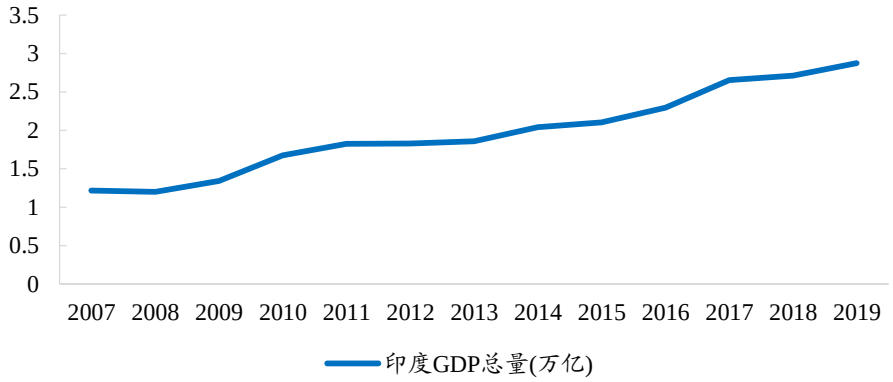
图32： 印度智能机渗透速度放缓，占比不足一半



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

印度经济增长较快。近十年来，印度 GDP 增速持续保持在 5%-6%的增速区间，在各大新兴经济体中，印度一直保持着较高的增长水平。2018 年，印度 GDP 规模高达 1.04 万亿美元，其中家庭消费占 GDP 一半以上，其 GDP 在东南亚占比为 40%，以绝对优势居于东南亚各经济体之首。年轻化的人口结构和持续 5%左右的 GDP 增速，为印度经济增长释放出巨大的动能。而偏年轻化的市场结构，有利于手机市场的快速发展。

图33： 印度 GDP 保持稳定增长



资料来源：World Bank，新时代证券研究所

公司积极布局印度，销售额稳定增长。2016-2019 年印度地区手机销售金额稳定增长，其中功能机总量有所下降，而智能机总量正在快速提升，主要来自于宏观市场环境正处在功能机向智能机转型的结构性升级时期。从总体上来看，企业抓住了整体的转型机会，公司在印度及其他地区的手机销量金额保持稳定增长。

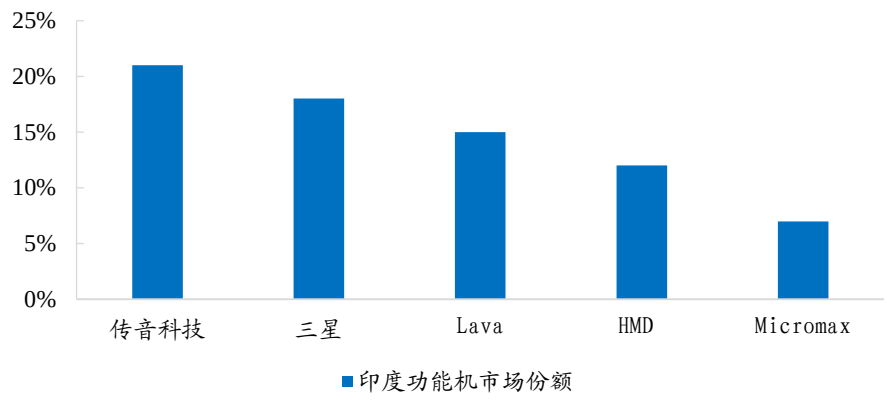
表5： 印度及其他地区手机销售金额保持稳定增长

机型	品牌	2016 年	2017 年	2018 年
功能机	ITel	62,501.66	205,324.33	135,215.96
	TECNO	1,833.49	11,623.97	10,729.10
智能机	Infinix	17,384.68	39,892.54	53,298.24
	ITel	28,556.35	126,364.33	125,570.25
	TECNO	11,667.55	66,290.27	164,624.34
	总计	121,943.72	449,495.45	489,437.89

资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司在印度市场份额领先。总体来看，公司在印度手机市场占有率达到 6.8%，排名第五。在功能机市场市场上，传音旗下 iTel 品牌市场占有率达到 21%，排名第一。公司结合自身优势特点，避开了竞争最激烈的价位,以提高自身品牌知名度。

图34： 公司在印度功能机市场占有最大的市场份额



资料来源：Counterpoint，新时代证券研究所

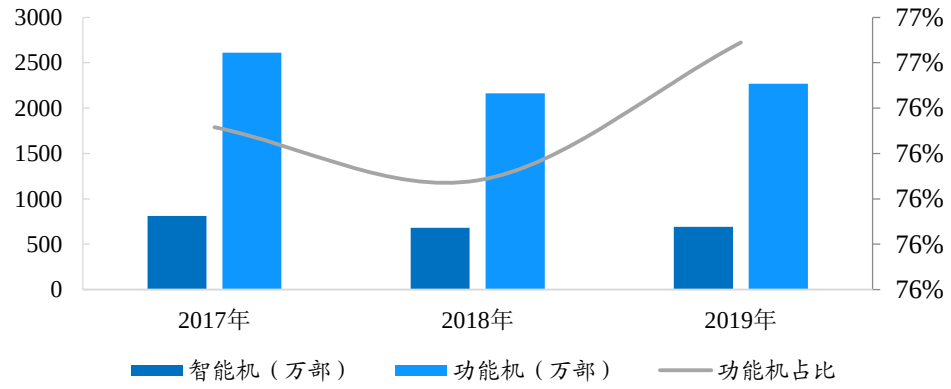
印度市场与非洲类似，具有较强的增长动能。依靠深肤色拍照技术领域，硬件

新材料应用创新领域，大数据用户行为分析领域和 OS 系统及移动互联网产品服务领域的优势，公司正在积极开拓印度市场。公司具有销售渠道的先发优势，截止 2019 年 6 月，公司在印度共有 2038 家合作经销商，公司在印度也设立自有工厂，快速响应城市需求。公司的售后服务品牌 Carlcare 已经成为非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商，专业的团队为公司巩固和提升新兴市场份额提供了有力保障。

2.4.2、 孟加拉国手机市场回暖，公司有望受益 4G 网络的覆盖

孟加拉国手机市场回暖，功能机占比较为稳定。根据 IDC 数据显示，2017-2019 年手机出货量分别为 3420、2843 和 2960 万部，功能机占比一直保持在 76%左右的水平。在经历 2018 年手机市场低谷期后，2019 年孟加拉国手机市场恢复了正增长，同比增长了 4.1%，其中功能机出货量为 2270 万部，年增长率为 4.9%；智能机出货量为 690 万部，同比增长 1.4%。

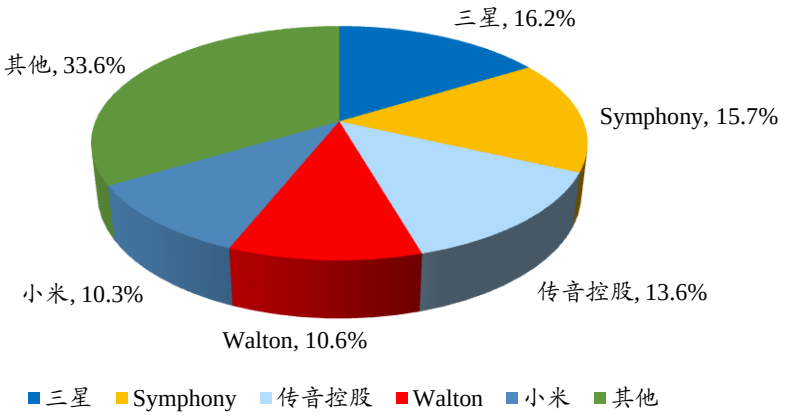
图35： 2017-2019 年孟加拉国手机出货量（万部）



资料来源：IDC，新时代证券研究所

公司在孟加拉国市场占有率为 15.6%。公司于 2017 年 7 月进入孟加拉国；2018 年 7 月，在孟加拉国建设的手机组装厂开始生产；Counterpoint 数据显示，公司 2019 年在孟加拉国市场占有率达到 15.6%，排名第二。

图36： 2019 年孟加拉国各厂商市场份额



资料来源：Counterpoint，新时代证券研究所

4G 网络全面覆盖后，传音控股智能机市场份额有望提升。一方面，虽然孟加

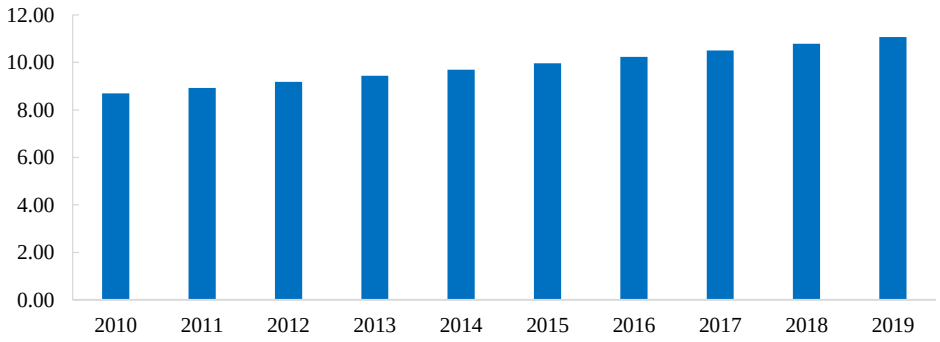
拉国已于 2017 年正式推出 4G 服务，但是目前其 4G 网络仍然存在覆盖范围有限、质量较差的问题，并且 3G 手机售价不及 4G 手机的一半，导致大量用户不愿升级 4G 手机。随着 4G 服务的升级甚至 5G 网络的布局，孟加拉国智能机市场将会迎来较大增长空间。另一方面，传音控股得益于高性价比和出色的渠道管理，深耕低端智能机市场，2019 年智能机出货量为 94 万部，同比增长了 14.3%,市场份额达到 13.5%，排名第三，且公司子品牌"Tecno"2019 年同比增长 75.5%，有着极高的市场知名度。我们认为随着 4G 网络全面覆盖，主打低端市场的传音控股智能机市场份额有望提升。

3、 发展家电及配件业务，受益于非洲广阔人口基数

3.1、 非洲人口基数大，家电市场尚处于初级阶段

非洲人口超过 12 亿，家电市场潜力巨大。据人口排行榜网站，截至 2020 年 7 月，非洲总人口 12.86 亿。与庞大人口相对的，是非洲较低的电视、冰箱等家电的普及率。据伦敦数字电视研究有限公司预测，到 2020 年，撒哈拉以南非洲电视的家庭渗透率仅为 38.4%，。另据前瞻产业研究院数据，2018 年中东及非洲冰箱渗透率仅为 50.6%,远低于全球平均的 75.8%,更低于发达地区普遍 90%以上的普及率。根据 IHS Markit 的数据，从 2010 年到 2017 年间，撒哈拉以南非洲地区的人均 GDP 增长了 19.1%，而在这 7 年内，该地区人均可支配收入增长了 25.5%。简言之，随着非洲人均收入的提高、消费能力增强，非洲家电及配件的普及率提升空间广阔。

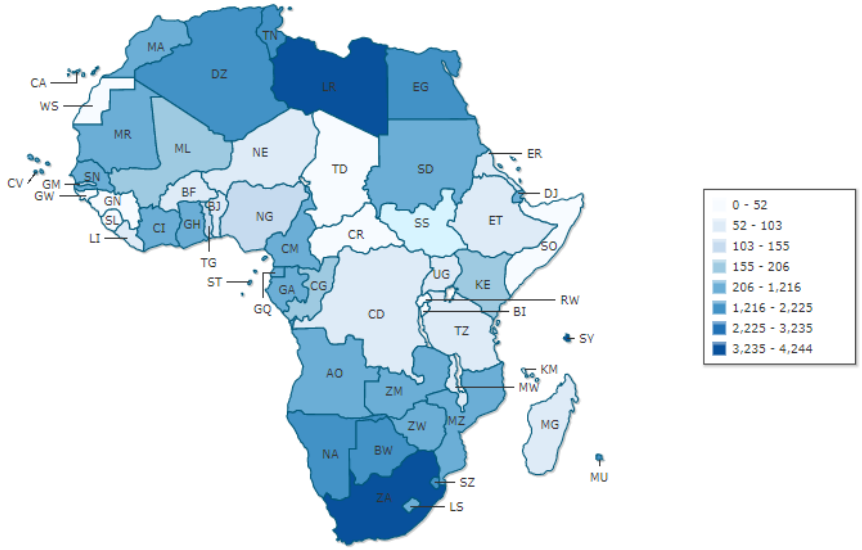
图37： 非洲地区人口增长较快（单位：亿）



资料来源：世界银行，新时代证券研究所

非洲人均用电量偏低，或为制约家电普及的因素之一。据 indexmundi 网站统计，2018 年非洲人均用电量最高的国家为南非，达到 3740 千瓦时/人，其次为北非国家，普遍在 1000-2000 千瓦时/人水平，而大部分撒哈拉以南的非洲国家，人均用电量在 500 千瓦时/人以下,较 2017 年全球人均用电量 3300 千瓦时/人有较大差距。

图38： 非洲各国用电量情况



资料来源：indexmundi，新时代证券研究所

当前非洲家电市场杂牌与品牌并存，格局较为混乱。从供应来说，非洲有一些本地厂商具备冰箱、电视等生产能力，但大多数国家的家电依赖进口。而对于进口品牌，韩国的三星、LG 占据了较高端的生态位，而国产的海尔、春兰、志高等在主流消费价位上占比较高，且进入非洲市场时间较早。至于传音，近年来依托手机品牌在非洲市场的高知名度，开始向家电及配件拓展，为非洲家电市场的新兴力量。

3.2、 传音以智能硬件生态切入，多品牌多产品策略收效显著

以智能生活为理念，传音开启多品牌+多品类的发展之路。公司承袭在手机品牌上的高中低三档定位，将 Syinix 定位为中高端家电品牌，iTel 定位为入门级家电品牌，Infinix 则旨在为年轻用户提供“时尚科技”的智能家居体验。

图39： Syinix 主要产品



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

传音家电业务目前营收占比较小，但增长快速。由于家电业务处于刚起步阶段，总体营收规模较小，但增速较高，2019 年家电业务同比增速超 90%。从公司自身战略定位出发，公司计划未来重点发展电视品类，因为凭借公司手机在非洲市场的高占有率，通过手机与电视的联动，可大规模地拓展智能家居的设备连接数。

此外，**传音在智能手环、VR 等智能配件领域亦有布局，未来有望扩容以手机为中心的传音智能生态**。

4、 高装机量下的移动互联业务，发展潜力巨大

传音控股在互联网领域的业务，主要分为依托自家手机 OS 的工具类应用，以及在非洲、南亚地区运营的独立 APP。

4.1、 OS 系统为互联网增值服务的基础设施

OS 是指操作系统 (Operating System)，是管理和控制计算机硬件与软件资源的计算机程序。OS 是直接运行在“裸机”上的最基本的系统软件，任何其他软件都必须在操作系统的支持下才能运行。移动操作系统 (Mobile OS)，即在嵌入式操作系统基础之上发展而来的专门为手机设计的操作系统，可以为用户使用手机提供统一的接口和友好的交互界面，也可以为手机功能的扩展、第三方软件的安装与运行提供平台。目前市场上主要的移动操作系统有 Android、iOS、KaiOS 等，其中包括基于 Android 深度定制的 Smartisan OS、MIUI 等一大批移动操作系统。

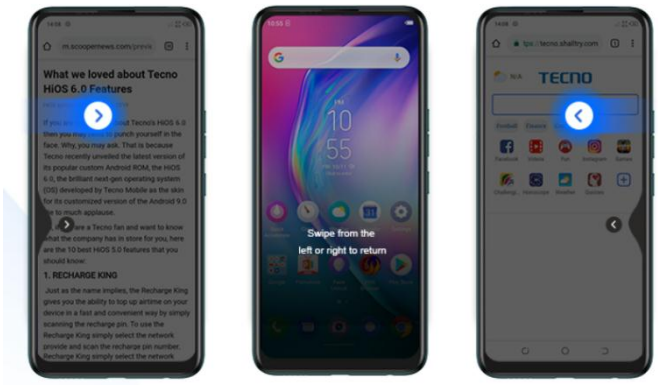
4.1.1、 传音三大 OS 系统覆盖高中低三个档次

公司作为智能终端产品和移动互联服务提供商，在提升用户硬件体验的同时，**基于 Android 系统平台进行二次自主研发开发，深度定制了 HiOS、iTelOS 和 XOS 等三款智能终端操作系统**，并围绕 OS 操作系统开发应用商店、游戏平台、广告分发以及手机管家等工具类软件，推动互联网增值服务发展并拓展盈利空间。

iTelOS 主要应用于传音控股旗下入门级手机品牌 iTel，该品牌试图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能够接触技术并进入互联世界。目前的 iTel 手机的操作系统基本上基于 Android 9.0 Pie (Go Edition)，可以在入门品牌 iTel 手机上流畅运行。

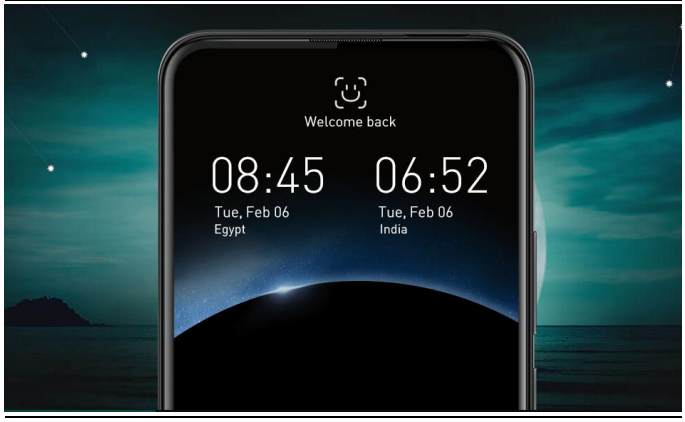
HiOS 主要应用于传音控股旗下高端手机品牌 TECNO，该品牌致力于为广大消费者带来高性价比的手机产品，根据新兴市场消费者的需求，为他们提供融入本地化创新的智能机、平板以及功能机等产品。HiOS 还推出了手势导航、WhatsApp 状态救援程序、WiFi 共享等诸多实用性较强的功能。

图40： HiOS 手势导航



资料来源：TECNO 官网，新时代证券研究所

图41： XOS 双时钟锁屏



资料来源：Infinix 官网，新时代证券研究所

XOS 主要应用于为年轻消费者打造的高端互联网手机品牌 Infinix，该品牌旨

在为消费者带来最前沿的技术、大胆并时尚的设计，推出了 ZERO、NOTE、S、HOT 及 SMART 五大产品系列。最新 XOS 6.1 也与年轻消费者需求相契合，推出了双时钟锁屏、全新 Social Turbo、电话手势、屏外游戏等一系列新潮酷炫的功能。

4.1.2、 高市占率下带来 OS 系统的海量装机量

手机产品高市占率带动定制化 OS 系统大量普及。根据 IDC 统计数据，传音控股近年来智能手机出货量和市场占有率不断攀升，2018 年公司智能手机的出货量达到 3866 万台，全球市场占有率达到 2.75%，排名第 9，而传音手机所配备的智能手机 OS 系统也相应挤入全球市场份额的前十。相较于 2016 年 1715 万台的数据，2018 年的出货量增长了 125.4%，市场份额也增加了 1.58 个百分点。

表6： 全球手机品牌厂商智能手机出货量和市场占有率

排名	厂商	2018年出货量（百万台）	2018 年市场占有率	2017年出货量（百万台）	2017 年市场占有率	2016 出货量（百万台）	2016年市场占有率
1	三星	292.17	20.78%	317.66	21.68%	311.42	21.19%
2	苹果	208.80	14.85%	215.78	14.72%	215.40	14.66%
3	华为	206.01	14.65%	154.20	10.52%	139.34	9.48%
4	小米	122.51	8.71%	92.72	6.33%	53.04	3.61%
5	OPPO	113.31	8.06%	111.70	7.62%	99.78	6.79%
6	vivo	101.13	7.19%	87.62	5.98%	77.25	5.26%
7	Lenovo	40.76	2.90%	50.33	3.43%	51.00	3.47%
8	LG	39.51	2.81%	55.78	3.81%	55.13	3.75%
9	传音控股	38.66	2.75%	28.82	1.97%	17.15	1.17%
10	HMD	18.82	1.34%	10.08	0.69%	-	0.00%

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

而在功能机方面，传音控股则占据着明显的优势。2016 至 2018 年，公司功能手机的全球出货量均排名第一，市场占有率分别为 12.12%、19.62%、19.47%，iTel OS 和 HiOS 操作系统也因此占据着全球功能机操作系统市场的头把交椅。

表7： 全球手机品牌厂商功能手机出货量和市场占有率

排名	厂商	2018年出货量（百万台）	2018 年市场占有率	2017年出货量（百万台）	2017 年市场占有率	2016 出货量（百万台）	2016年市场占有率
1	传音控股	94.45	19.47%	100.47	19.62%	60.76	12.12%
2	HMD	66.12	13.63%	59.20	11.56%	-	0.00%
3	Lyf	65.52	13.51%	13.55	2.65%	-	0.00%
4	三星	31.97	6.59%	51.62	10.08%	52.82	10.53%
5	TCL	19.79	4.08%	22.99	4.49%	26.54	5.29%
6	Lava	14.96	3.08%	12.20	2.38%	19.29	3.85%
7	Symphony	7.84	1.62%	7.93	1.55%	7.40	1.48%
8	Micromax	6.82	1.41%	17.25	3.37%	18.38	3.67%
9	Karbonn	5.18	1.07%	7.49	1.46%	10.00	1.99%
10	X-Tigi	3.36	0.69%	2.60	0.51%	2.60	0.52%

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

高市占率带来 OS 系统的海量装机量。OS 系统随手机出厂时预装，从而手机销量理论上等于 OS 系统的装机量。而传音可以凭借其庞大的手机出货量，收获众

多的 OS 终端用户。可以发现，传音控股无论是在智能机还是功能机领域，都占据着前十的出货量和市场份额,由此，传音的 OS 客观上是全球主流 OS 之一。未来随着非洲移动互联网基础设施的普及，依托 OS 的互联网增值服务的商业价值，有望迎来极具想象的市场空间。

4.2、 独立 APP 业务或为传音股份带来新一轮发展契机

传音控股除了在传统手机市场不断深耕，也致力于开辟互联网产品的蓝海市场，公司与网易等国内互联网巨头开展多项出海战略合作，涉及游戏、短视频、内容聚合以及其他应用领域，积极开发和孵化移动互联网产品。公司架构独立，旗下产品品牌信誉度高，公司协作开发出多款独立 APP，包括 Vskit、Boomplay 等，涵盖了短视频、移动支付、在线音乐、在线小说等多种互联网服务。

4.2.1、 Vskit：打造非洲短视频 APP 先锋

Vskit 是传音控股与网易共同创办的合资公司传易集团打造的短视频平台，于 2018 年 3 月在非洲正式上线目前有 2600 万激活用户。用户可以通过拍摄 15 秒以内的 UGC 短视频内容并上传至 Vskit。Vskit 上线之初非常重视“内容本土化”输出，凭借深肤色滤镜拍照技术，借助当地语言、当地视角，不断输出有趣的符合当地文化特点的视频。在 2019 年第三季度便跻身社交短视频娱乐类 APP 排名中的 Top7，由于公司硬件在当地的市场占有率较高，本地化运营的成本降低，在短视频应用渗透率加速提升的情况下 Vskit 获得流量较为迅速。

表8： 2019 年 Q3 非洲地区娱乐类 APP 榜单

排名	APP 名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时常（分钟）
1	Google Play Games	Google LL	2.71%	5.4	3.17
2	Igitabo cylndirimbo	Gabriel BAZIRAMWABO	1.81%	3.0	11.48
3	Yabadoo	APLITV S.AL(OFSHORE)	1.10%	8.0	63.02
4	Viusasa	Viusasa	1.06%	5.0	26.05
5	TV dorange Côte dlvoire	Orange Côte dlvoire S.A	1.03%	8.0	73.75
6	Viu	Vuclip Mobile Video	0.93%	7.1	63.03
7	**Vskit**	**Transsnet Media**	**0.90%**	**2.1**	**4.26**
8	Katamars+Orsozoxi	Beshoy Adel	0.73%	6.0	31.08
9	DJ Mwanga	DJ Mwanga	0.65%	8.0	7.17
10	StarTimes ON	Free TV & Live	0.64%	5.6	56.87

资料来源：触宝大数据，新时代证券研究所

表9： 2020 年 Q1 非洲地区社交类 APP 榜单

排名	APP 名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时常（分钟）
1	Facebook	Facebook	55.37%	100.1	321.15
2	Facebook Lite	Facebook Lite	25.98%	75.8	191.16
3	Instagram	Instagram	23.96%	45.1	108.85
4	Snapchat	Snap Inc	10.64%	17.5	29.12
5	**Tik Tok**	**musical.ly**	**7.01%**	**29.8**	**150.07**
6	Status Saver	Lazy GeNiouz InC.	4.44%	8.1	9.42
7	XClub	Infinix Mobile,lnc.	2.93%	2.0	1.09
8	Pinterest	Pinterest	1.16%	11.0	31.63
9	Google+ for G Suite	Google LLC	1.13%	10.7	12.16
10	Number Book	Number Book	1.10%	5.0	3.28

资料来源：触宝大数据，新时代证券研究所

短视频竞争领域竞争激烈，Vskit 爆发还需时机。TikTok（抖音）较 Vskit 较晚进入非洲市场，靠着强有力的营销，抢占了非洲短视频的市场份额，随即成为中国打进非洲短视频市场的后来者，一度超越 Vskit，成为劲敌。目前各家国内外公司短视频有直播打赏、电商、内容付费、品牌合作、全平台推广等主要变现模式，但是 Vskit 在非洲市场仍旧是以积累用户与流量为主，后期将透过与非洲本地 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。目前该业务营收体量不明显，但是孵化潜力巨大。

4.2.2、 Boomplay：手握非洲本土音乐 85%版权

2015 年，传音控股旗下 TECNO Boom J7 手机推出预装音乐播放器 Boomplay，面向非洲用户提供全球正版音乐和视频在线播放下载服务，其后 Boomplay 宣布与全球三大唱片公司环球音乐、华纳音乐、索尼音乐以及全球最大独立音乐发行商 Merlin Network 达成版权合作。

Boomplay 目前激活用户数为 7200 万，超过 2000 万的歌曲版权，拥有着非洲本地音乐将近 85%的版权，月播放歌曲数达到 30 亿次，站稳非洲最大的流媒体音乐平台市场。非洲音乐市场的关键在于非洲人民对于本土音乐文化的极致热爱，在 2019 全年-2020 年 Q1 阶段，Boompaly 一度成为非洲地区年轻人听音乐的最佳选择，根据触宝大数据最新显示，Boomplay 的周人均使用时长在 TOP10 的音乐软件排名中始终位列第一。2019 年第四季度，Boomplay 的周人均打开次数为 21.2 次，周人均使用时常达到 35.26 分钟，2020 年第一季度虽然周活跃率不是最高，但是周人均打开次数为 21.6 次，周人均使用时常为 40.78 分钟，遥遥领先其他类型音乐软件，Boomplay 建立了强大的客户粘性，拥有一批热爱音乐的流量用户，预计这将是 Boomplay 进一步开拓音乐消费市场的主力军。

表10： 2019 年 Q4 非洲地区音乐类 APP 榜单

排名	APP 名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时常（分钟）
1	**Boomplay**	**Transsnet Music Limited**	**7.29%**	**21.2**	**35.26**
2	Google Play Music	Google LLC	16.64%	15.3	10.82
3	SoundCloud	SoundCloud	3.72%	29.7	24.35
4	Lark Player	Mobiuspace Tech Top Player	1.11%	18.1	28.76
5	Klistu Mu Nyimbo	MLK	1.11%	6.0	9.52
6	Letras.mus.br	Studio Sol	1.06%	16.0	22.52
7	Shazam	Apple, Inc.	0.90%	2.1	4.26
8	Audiomiak	Audiomiak	0.83%	4.6	3.91
9	Anghami	Anghami	0.81%	30.2	25.22
10	اسلامية اناشيد - دينية رنات	apps islamic 2017	0.65%	5.0	6.33

资料来源：触宝大数据，新时代证券研究所

表11： 2020 年 Q1 非洲地区音乐类 APP 榜单

排名	APP 名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时常（分钟
1	Google Play Music	Google LLC	17.00%	15.0	10.63
2	**Boomplay**	**Transsnet Music Limited**	**16.52%**	**21.6**	**40.78**
3	SoundCloud	SoundCloud	3.74%	28.7	22.95
4	Lark Player	Mobiuspace Tech Top Player	1.18%	15.9	26.77
5	رنات - اسلامية اناشيد دينية	apps islamic 2017	1.18%	5.0	6.43
6	Audiomiak	Audiomiak	1.01%	32.0	27
7	appsgames55	appsgames55	0.98%	17.0	12.11
8	Shazam	Apple, Inc.	0.82%	4.6	4.08
9	Klistu Mu Nyimbo	MLK	0.78%	5.0	8.49
10	Anghami	Anghami	0.66%	23.5	19.26

资料来源：触宝大数据，新时代证券研究所

本土化产品定位驱动 Boomplay 成为音乐 APP 类老牌名将。Boomplay 持续延续品牌本土化特色，有着清晰的产品定位和全球布局。

- **内容驱动**：Boomplay 专门为非洲用户打造当地非洲音乐曲库，深度挖掘非洲用户的需求，持续超越 Spotify 等一众国外音乐流媒体平台。
- **前景驱动：**音乐是非洲当地非常头部的品类，无论非洲是经济增长的潜力，还是 C 端对于音乐的消费意愿都充满前景。
- **硬件支持：**Boomplay 适用于 Android 和 iOS 的移动应用程序，可以在更广泛的智能手机上满足用户需求。

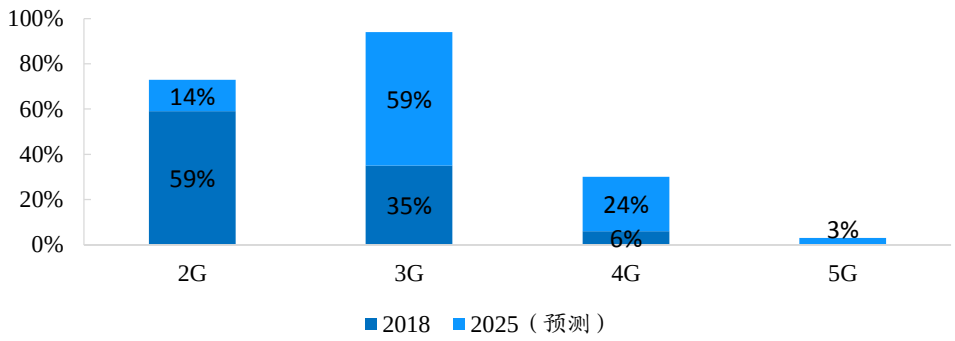
- **品牌推广：**Boomplay 利用国际增长机会，特别是通过向移民到世界其他地区并继续收听非洲音乐的非洲人推广自身产品。
- **战略布局**：Boomplay 以扩大内容版权布局的广度、重视版权储备的深度为战略目标，致力于把非洲音乐带向全世界。

4.2.3、 PalmPay：非洲移动支付的先锋公司

4G 普及率不断提升，撒哈拉以南地区移动支付领域值得挖掘。

非洲地区一直以来都是全球发展最为落后的区域，尤其是撒哈拉以南地区。根据 GSMA 预测，随着网络设施的不断完善，撒哈拉以南非洲或将成为移动用户数量增长最快的地区。到 2025 年时，该地区的移动用户的年均增长率将达到 4.6%，总数量将突破 6 亿，相当于撒哈拉以南非洲总人口的近一半，对比数据不难发现，在 4G 网络建设上，截止 2018 年该地区整体网络覆盖率情况好转，2G 占比 59%，3G 占比 35%，4G 占比 6%。网络是移动支付最基础的硬件条件，预测 2025 年，该地区整体网络设施建设水平将有巨大提升，3G 和 4G 网络覆盖率分别占比为 59%和 24%，其中 5G 也将落地，占比达 3%。4G 普及率的不断提升，将会为非洲的移动支付领域带来新的发展市场。

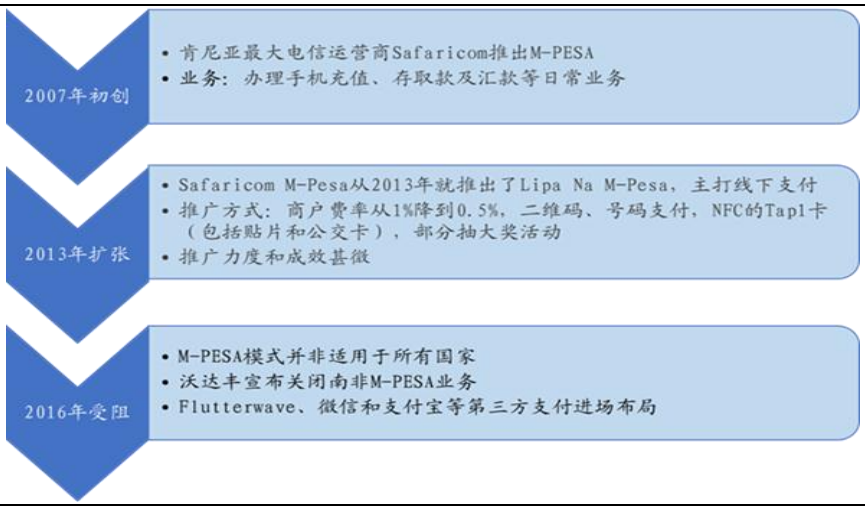
图42： 撒哈拉以南地区移动网络占比情况



资料来源：GSMA，新时代证券研究所

非洲移动支付发展势头正盛，汇聚各路玩家。Palmpay 是非洲发展较为成熟的移动支付公司，现有业务主要在非洲加纳，服务包括电子支付、转账汇款、手机话费及流量充值、水电煤及有线电视缴费等服务。传音控股（Transsion）旗下子公司 TECNO 领投 4000 万美元融资，**自 2020 年起，传音控股每年将在 2000 万部手机上预装 PalmPay APP。目前，Palmpay 已经获得尼日利亚、坦桑尼亚、加纳 3 国的支付牌照，处试商用阶段，另外仍在申请 7 国支付牌照，并获 4 国运营许可。**与人们传统刻板印象不同，非洲是全球移动支付发展最早领先的地区。M-PESA 最先在肯尼亚问世，此后不断发展但并没有形成垄断优势， 2016 年 M-PESA 业务受阻，非洲移动支付市场出现新的转机。

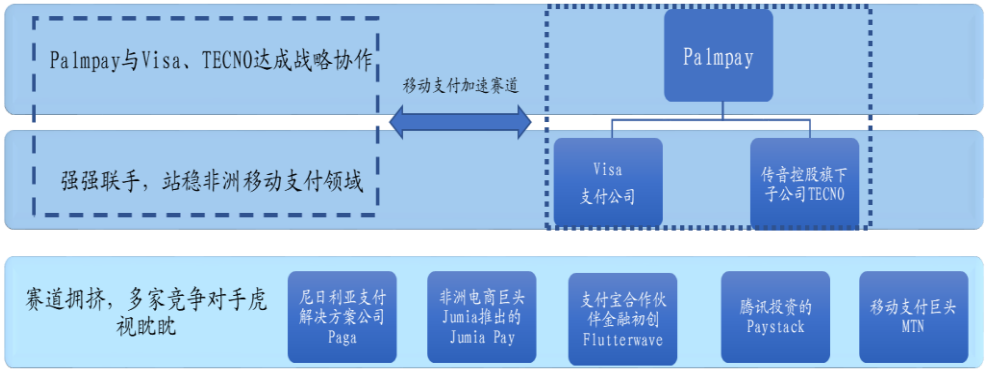
图43： 非洲移动支付商的发展历程



资料来源：GSMA，新时代证券研究所

非洲金服“风口”已至，移动支付必须强强联手。PalmPay 除了与传音控股旗下的 TECNO 进行融资交易还将与 Visa 达成合作，向 PalmPay 移动钱包用户提供 Visa 金融产品。**PalmPay 还计划纳入超过 10 万家支持 Visa 支付的商户，从而完善其线上支付网络。**目前，非洲的移动支付领域尚未形成明显的垄断市场，MFS Africa、Flutterwave、Interswitch、M-Pesa 等移动支付公司都在这块市场上深挖。移动支付是非洲投资的热门赛道，虽然头部已经逐渐显现，但是尚不知花落谁家。

图44： 非洲移动支付的竞争格局



资料来源：移动支付网，新时代证券研究所

传音竞争优势明显，移动支付领域未来可期。非洲发展较为核心的地区其移动支付需要的软硬件设施已较为成熟。以埃及、尼日尼亚、埃塞尔比亚三个地区为例，2018 年，三个地区的成年人口数分别达到 6700 万、1.1 亿和 6400 万，其中成年人拥有移动账户的比例分别为 32.8%，39.7%和 34.8%，移动支付已经逐渐成为年轻人的消费支付方式之一，非洲核心地区的移动支付情况好于预期。公司在智能手机市场具有领先地位，拥有一定的存量用户和流量优势，预计未来在移动支付业务发展上将有较大潜力。

表12： 非洲较发达地区成年人口数以及拥有移动账户比例情况

国家	埃及	尼日尼亚	埃塞俄比亚
成年人口数	6700 万	1.11 亿	6400 万
成年人拥有移动账户比例	32.8%	39.7%	34.8%
移动货币监管指数	67.21	65.67	65.83

资料来源：GSMA，新时代证券研究所

4.2.4、 Ficool：与阅文合作进军非洲在线小说市场

2019 年 6 月，传音控股与网络文学平台阅文集团达成合作，将面向非洲推出新阅读 App“Ficool”。非洲以前是殖民地，主要语言以英语、法语为主，因此 app 上线首期推出了近 3 万部英文作品。 Ficool 主要是预装在传音控股在非洲发售的全品牌系列手机上。非洲数字化阅读仍在起步阶段，凭借传音控股深耕非洲多年获取的本地化资源，以及阅文集团在线阅读领域的业务优势，该项线上业务值得期待。后续公司将通过招募本地化管理团队进行运营，陆续上线其他当地语言版本以及本地原创的内容，市场空间无限。

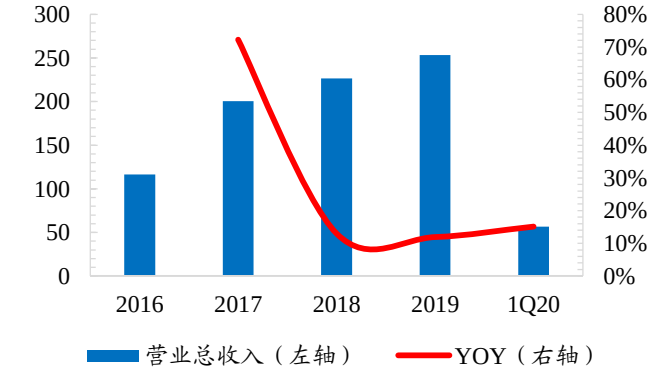
5、 财务分析

5.1、 营收净利润持续稳定增长，存货周转率尚需提升

公司营业收入与净利润稳步增长。营业收入方面，公司 2016 年实现营收 116.37 亿元，2019 年该指标增至 253.46 亿元，CAGR 达到 29.63%。1Q20 公司实现单季营收 56.45 亿元，同比增长 15.12%，增速稳定。

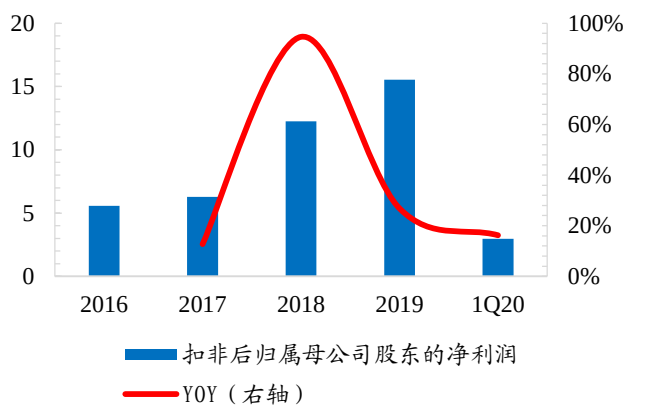
在净利润方面，扣非后的归母净利润实现稳步增长，且增速较快。其中，2016 年-2018 年扣非后归母净利分别为 5.58 亿、6.29 亿和 12.24 亿。2019 年，公司实现扣非后归母净利润 15.53 亿元，同比增 26.84%。扣非具体事项上，2016 年，公司对员工进行股权激励确认股份费用 5.54 亿元。2018 度为合理规避和降低汇率波动风险公司购入 7.79 亿元外汇远期合约，导致净利润水平受到影响。

图45： 2016-20Q1 传音控股营业收入（亿元）及同比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图46： 2016-20Q1 传音控股扣非净利（亿元）及同比

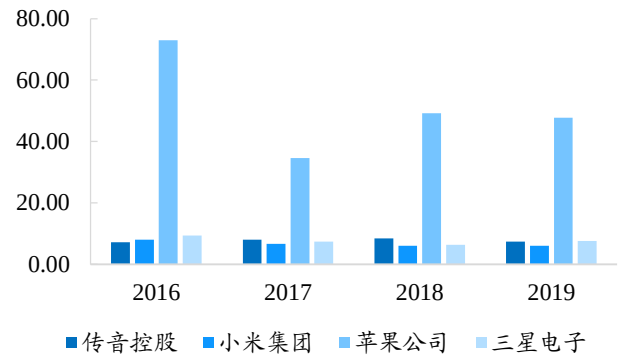


资料来源：Wind，新时代证券研究所

传音控股存货周转居于行业中游。自 2016 年开始，公司的存货周转率最高达到 2018 年的 8.45 次。受手机市场不景气的影响，该指标在 19 年有所回落，与同行业的小米和三星电子水平接近，但远低于苹果公司的周转水平。由于传音控股的

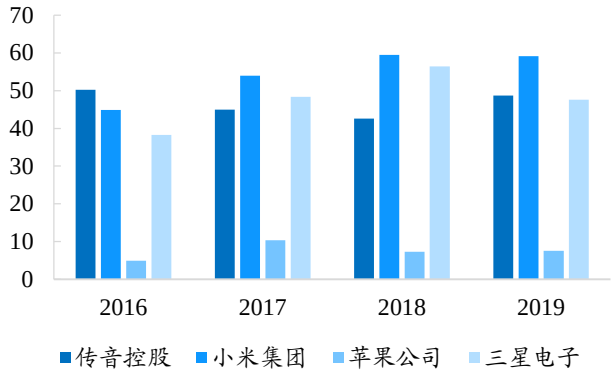
主营产品更新换代快，因此较强的存货周转能力是公司稳定经营的保证。

图47： 2016-2019 年同行业公司存货周转率对比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图48： 2016-2019 年同行业公司存货周转天数对比

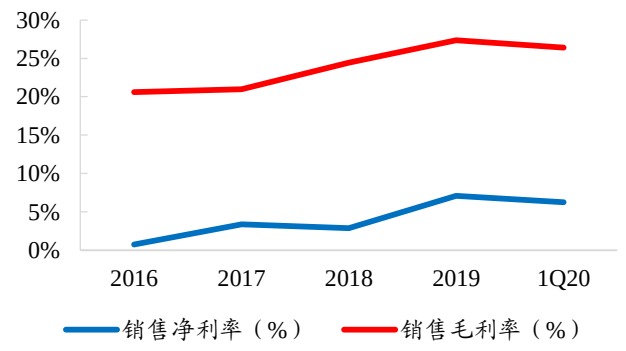


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.2、 公司盈利能力持续提高，现金流成长稳健

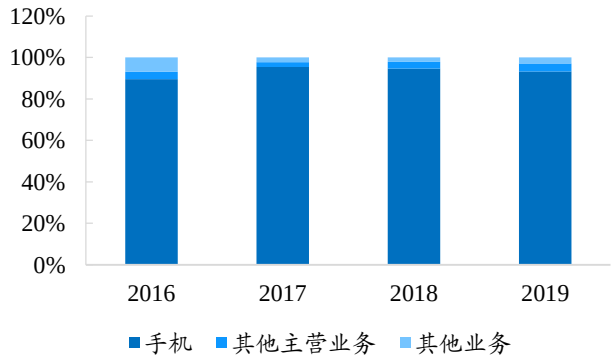
公司盈利能力不断提高，手机板块是公司的主要成长来源。2016-2019 年，公司的销售毛利率从 20.59%提高至 27.36%，销售净利率也从 16 年的 0.74%增长至 7.09%，盈利水平大幅提高。从公司业务结构来看，手机是公司主要的收入来源。自 2017 年以后，该部分业务收入占比稳定超过 90%，公司在手机业务上的战略布局决定了公司的长期发展能力。

图49： 2016-20Q1 传音控股毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图50： 2016-2019 传音控股业务收入结构



资料来源：Wind，新时代证券研究所

横向对比，公司的盈利能力处于同行中游。对于手机产销商而言，公司的毛利率水平受产品定位较大影响。传音控股专注于低端手机市场，产品主要销往非洲、东南亚等国，毛利率低于做高端产品并经营互联网或半导体业务的苹果公司和三星电子，但显著高于奉行薄利多销定价策略的小米集团。

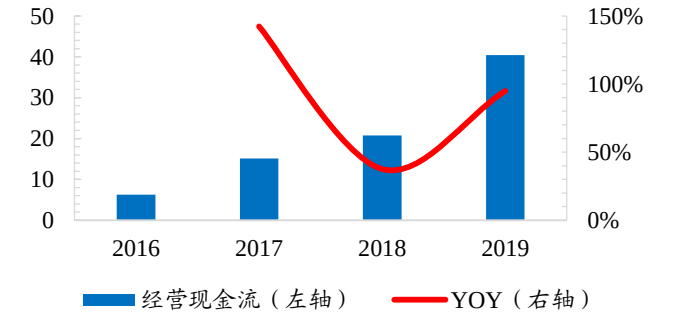
表13： 2016-2019 传音控股与同行业可比公司毛利率水平对比

指标	公司名称		2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
毛利率	国内公司	小米集团	7.17%	6.19%	8.81%	3.45%
	国外公司	苹果公司	37.82%	38.34%	38.47%	39.08%
		三星电子	36.09%	45.69%	46.03%	40.42%
	传音控股		27.36%	24.45%	20.97%	20.59%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

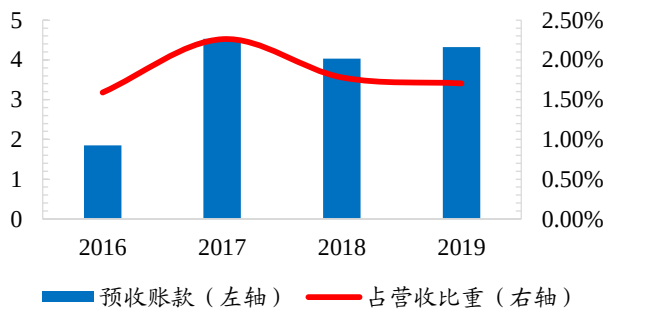
公司经营现金流充沛，预收账款的占比有所回落。2016-2019 年，公司经营现金流成长稳健，从 16 年的 6.22 亿元增长至 19 年的 40.41 亿元。在预收账款方面，公司 2019 年的预收账款占比降至 1.70%，与此同时，公司通过经销商所获收入占比也略有下降。

图51： 2016-2019 传音控股经营现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图52： 2016-2019 传音控股预收账款（亿元）及占比

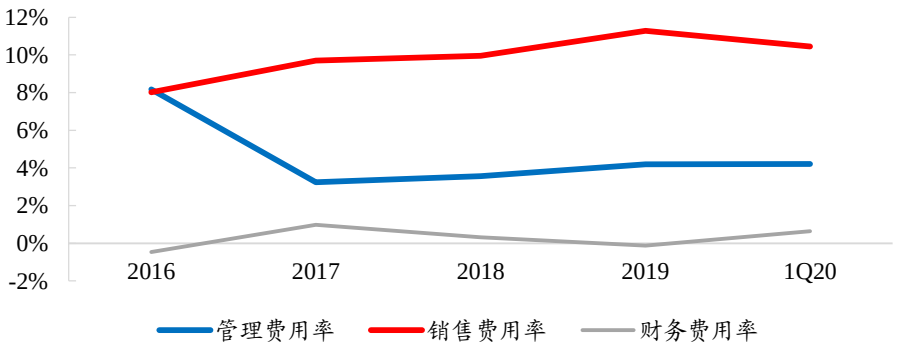


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.3、 费用率管控良好，研发开支不断上升

公司费用管控良好，各期间费用率维持在合理水平。扣除 2016 年股份支付的影响，公司的三费中销售费用占比最高，各费用率水平基本稳定。2018-1Q20 销售费用率分别为 9.95%、11.28%和 10.45% ，较高的销售费用支出为公司在非洲市场赢得了品牌认可度。同时期管理费用率分别为 3.57%、4.19%和 4.22%，财务费用率分别为 0.31%、-0.12%和 0.64%，较为平稳。

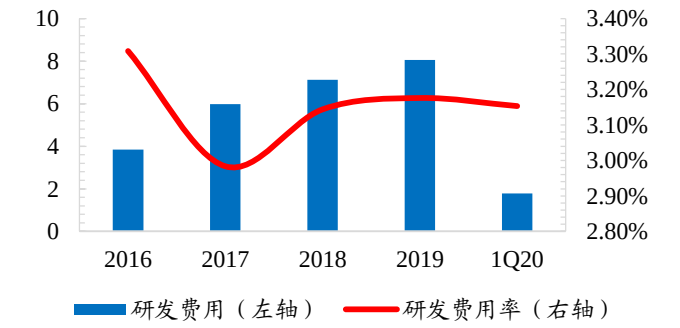
图53： 2016-20Q1 传音控股三费变化情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

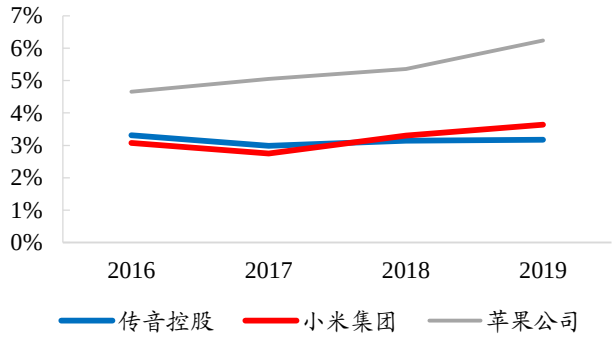
公司研发投入不断增强。2016-2019 年，公司的研发费用从 3.85 亿元增长至 8.05 亿元，研发费用率基本维持在 3%到 3.5%的区间内，与小米集团指标相近。苹果公司的研发费用率自 2017 年突破 5%后持续不断增加，公司产品的竞争优势得到强化。

图54： 2016-20Q1 传音控股研发费用（亿元）及占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图55： 2016-2019 同行业公司研发费用率对比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

6、 盈利预测

6.1、 关键假设及盈利预测

盈利预测。传音控股营业收入由四部分构成：手机、家电及配件、OS 及互联网服务、其他。目前营业收入主要来自手机业务，2019 年手机营收占比总营收超 93%，按产品类型可以分为智能机和功能机两类，主要市场在非洲和南亚，2019 年手机营收主要集中在非洲。

盈利预测关键假设。

（1） **手机：**营收增长来自三部分。1.非洲、南亚人口自然增长带来消费群体扩大；2.智能机对功能机的替换，此为手机营收增长、销售毛利率提升的最大动力；3.传音市场份额的提升。假设非洲智能手机份额上升节奏，受限于 4G 网络铺开速度，在 2020-2021 年智能机份额分别为 43%、46%、47%。根据测算，2019 年传音智能机单价为 431 元、功能机为 61 元，假设随着 4G 手机甚至 5G 手机出货占比提升，手机单价在 2020 年上升至 432 元，2021 年分别为 440、460 元，功能机则由于市场需求下降，价格将以 5 元/部的幅度逐年下降。毛利率方面，参考 2017-2018 年提升节奏并适当放缓，假设 2020-2022 年手机业务毛利率分别为 27.7%、28%、28%。

（2） **家电及配件：**营收方面，假设 2020 年家电及配件营收同比增长略高于 2019 年分别为 90%、60%，2020 年后分别稳定在 80%/55%、70%/50%。毛利率方面，假设家电及配件业务毛利率等同其他主营业务毛利率稳定在 27%。

（3） **OS 及互联网服务：**假设 2020 年 OS 及互联网服务营收及毛利率延续 2019 年，即同比增长和毛利率分别为 95%、41%，并假设 2020 年后分别在 95%/40%、90%/40%。

（4） **其他业务：**营收方面，假设其他业务营收延续 2019 年稳定在 20%；毛利率方面，假设其他业务毛利率等于年报里其他业务较低毛利率稳定在 18%。

表14： 传音控股盈利预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计	营收	226.46	253.46	287.70	349.89	410.76
	YoY	12.98%	11.92%	13.51%	21.62%	17.40%
	成本	171.09	184.12	208.88	252.93	296.65
	毛利率	24.45%	27.36%	27.40%	27.71%	27.78%
手机	营收	214.29	236.26	262.72	312.89	355.63
	YoY	11.99%	10.25%	11.20%	19.10%	13.66%
	成本	162.28	170.85	189.94	225.28	256.05
	毛利率	24.27%	27.69%	27.70%	28.00%	28.00%
家电及配件	营收	3.70	6.50	11.24	18.75	30.04
	YoY		75.60%	72.92%	66.83%	60.21%
	成本	2.70	4.77	8.21	13.69	21.93
	毛利率	27.00%	26.59%	27.00%	27.00%	27.00%
OS 及互联网服务	营收	0.57	1.20	2.34	4.563	8.6697
	YoY		111.37%	95.00%	95.00%	90.00%
	成本	0.31	0.70	1.38	2.74	5.20
	毛利率	45.00%	41.29%	41.00%	40.00%	40.00%
其他	营收	7.90	9.50	11.40	13.68	16.42
	YoY		20.24%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	5.80	7.79	9.35	11.22	13.46
	毛利率	26.64%	17.96%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上市公司中，可比公司主要有在高端市场较有话语权的苹果公司和主打性价比的安卓生产商小米集团，鉴于公司与两家公司的产品定位和服务区域有所不同，我们针对 PE 和 PEG 进行相对比较，公司未来 2 年市盈率水平与两家公司接近，考虑到公司非洲、南亚等市场的成长性特点，公司未来具备更高的增速，同时考虑科创板相对于港股和美股的估值溢价，从成长性和估值角度我们认为公司当前股价中长周期范围内仍处于低估的水平。

表15： 可比公司的 PE 比较

代码	公司	市盈率 PE			20PEG（FY3）
		20PE	21PE	22PE	
1810.HK	小米集团	35.7	27.8	22.8	1.7
AAPL.O	苹果公司	30.8	25.2	23.8	2.8
平均		33.7	33.3	26.5	23.3
688036	传音控股	38.2	30.6	26.0	2.1

资料来源：Wind 一致预期，新时代证券研究所

注：传音控股以 7 月 15 日收盘价计算 PE，小米集团和苹果公司以 7 月 14 日收盘价计算 PE

6.2、 投资建议及评级

传音控股作为非洲和南非市场上消费电子龙头企业，受益于手机渗透率提升和智能化升级红利。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.52/3.15/3.70 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 38/31/26 倍。公司 2021-2022 年平均 EPS 为 3.42 元/股，

给予公司 37X 估值，则对应公司合理价值 126 元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

7、 风险提示

消费电子需求复苏不及预期；智能硬件渗透速度不及预期；非洲本地运营商渠道发展过快消解公司经销商优势。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**8539**	**15463**	**26091**	**28588**	**32914**
现金	3772	7717	19451	19721	24204
应收票据及应收账款合计	468	784	582	1104	898
其他应收款	382	412	502	607	718
预付账款	221	205	278	311	391
存货	2499	3135	3242	4167	4364
其他流动资产	1197	3209	2036	2678	2339
非流动资产	**1814**	**2281**	**2013**	**2231**	**2435**
长期投资	41	139	172	237	286
固定资产	662	767	750	810	872
无形资产	629	615	735	857	973
其他非流动资产	483	759	356	327	303
资产总计	**10353**	**17744**	**28103**	**30818**	**35349**
流动负债	**5457**	**8156**	**17140**	**17674**	**19546**
短期借款	21	0	9000	9000	9000
应付票据及应付账款合计	4067	6779	6869	7297	9333
其他流动负债	1369	1376	1271	1377	1213
非流动负债	**974**	**1323**	**1099**	**1114**	**1120**
长期借款	0	94	70	27	29
其他非流动负债	974	1230	1029	1086	1091
负债合计	**6431**	**9479**	**18239**	**18788**	**20667**
少数股东权益	6	11	9	10	10
股本	720	800	800	800	800
资本公积	2268	4923	4923	4923	4923
留存收益	854	2431	3907	5709	7868
归属母公司股东权益	3916	8254	9855	12021	14672
负债和股东权益	**10353**	**17744**	**28103**	**30818**	**35349**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2073**	**4041**	**2358**	**3085**	**7021**
净利润	654	1797	2144	2609	3128
折旧摊销	86	119	113	130	151
财务费用	70	-31	261	430	539
投资损失	476	297	0	644	1010
营运资金变动	437	1999	-487	-967	1693
其他经营现金流	351	-139	328	238	499
投资活动现金流	**-739**	**-2873**	**1333**	**-1984**	**-1488**
资本支出	727	418	203	114	148
长期投资	-347	-2599	-32	-57	-49
其他投资现金流	-359	-5054	1504	-1927	-1389
筹资活动现金流	**-275**	**2568**	**8042**	**-831**	**-1050**
短期借款	-214	-21	9000	0	0
长期借款	0	94	-23	-43	2
普通股增加	0	80	0	0	0
资本公积增加	-4	2655	0	0	0
其他筹资现金流	-57	-241	-934	-788	-1052
现金净增加额	**1053**	**3766**	**11734**	**270**	**4483**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**22646**	**25346**	**30207**	**36228**	**43442**
营业成本	17109	18412	21290	24559	28346
营业税金及附加	52	79	106	127	152
营业费用	2254	2859	3413	4112	4996
管理费用	808	1061	1299	1558	1955
研发费用	712	805	997	1268	1607
财务费用	70	-31	261	430	539
资产减值损失	-110	-112	-133	0	-191
公允价值变动收益	-328	339	-181	-193	-177
其他收益	131	169	0	0	0
投资净收益	-476	-297	0	-644	-1010
营业利润	**857**	**2195**	**2794**	**3292**	**4529**
营业外收入	11	10	0	0	0
营业外支出	4	23	189	122	467
利润总额	**865**	**2182**	**2605**	**3170**	**4062**
所得税	211	386	461	561	934
净利润	**654**	**1797**	**2144**	**2609**	**3128**
少数股东损益	-4	3	-1	1	-0
归属母公司净利润	**657**	**1793**	**2145**	**2608**	**3128**
EBITDA	839	2076	2586	3259	4101
EPS（元）	0.82	2.24	2.68	3.26	3.91

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.0	11.9	19.2	19.9	19.9
营业利润(%)	6.0	156.0	27.3	17.8	37.6
归属于母公司净利润(%)	-2.1	172.8	19.6	21.6	19.9
获利能力					
毛利率(%)	24.4	27.4	29.5	32.2	34.8
净利率(%)	2.9	7.1	7.1	7.2	7.2
ROE(%)	16.7	21.7	21.7	21.7	21.3
ROIC(%)	237.5	-64.3	-103.9	-292.8	-125.4
偿债能力					
资产负债率(%)	62.1	53.4	64.9	61.0	58.5
净负债比率(%)	-89.8	-89.4	-102.6	-86.3	-101.5
流动比率	1.6	1.9	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.8	1.5	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	2.4	1.8	1.3	1.2	1.3
应收账款周转率	51.1	40.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.3	3.4	3.8	3.8	3.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.82	2.24	2.68	3.26	3.91
每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	5.72	2.95	3.86	8.78
每股净资产(最新摊薄)	4.90	10.32	12.32	15.03	18.34
估值比率					
P/E	122.5	44.9	37.6	30.9	25.8
P/B	20.6	9.8	8.2	6.7	5.5
EV/EBITDA	91.8	33.8	26.7	20.8	15.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

毛正，复旦大学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，五年商品证券领域投研经验。曾就职于国元证券研究所，担任电子行业分析师，2020 年加入新时代证券，任电子行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监**
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监**
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/