

增持 (维持)

传音控股 (688036)

新兴市场手机迎复苏, 扩品类+互联网相继发力

2023年04月27日

市场数据

市场数据日期	2023-04-26
收盘价(元)	95.50
总股本(百万股)	803.95
流通股本(百万股)	803.95
净资产(百万元)	15818.57
总资产(百万元)	30846.49
每股净资产(元)	19.68

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证电子】传音控股三季报点评: 库存调整至正常水平, 逆市加大研发投入提升产品竞争力》2022-10-26

《【兴证电子】传音控股半年报点评: 手机业务持续发力, 新兴市场占有率先遥遥领先》2022-08-24

《【兴证电子】传音控股年报及一季报点评: 业绩快速增长, 新兴市场持续发力》2022-04-26

分析师:

李双亮

lishuangliang@xyzq.com.cn

S0190520070005

姚丹丹

yaodandan@xyzq.com.cn

S0190519120001

投资要点

- 公司深耕手机市场, 逐步打造“手机+扩品类+移动互联”生态体系。传音控股成立于2006年, 深耕手机市场十余年, 旗下有itel、TECNO、Infinix三大品牌, 随着公司持续拓展新兴市场带动份额提升+新兴市场人口红利释放, 手机业务增长确定性强, 目前扩品类+移动互联业务营收占比快速增长, 公司正逐步打造“手机+扩品类+移动互联”的生态体系。
- 宏观环境改善, 新兴市场复苏助推公司手机出货量增长。去年, 受美元加息+通胀加剧+粮价上涨等, 手机销量承压, 目前宏观环境逐渐改善: 1) 成熟市场非洲, 公司市占率超40%, 未来享受人口红利+智能机渗透率提升, 跟随大盘量价齐升; 2) 半成熟市场印孟巴, 公司继续深耕提份额+享受手机总量提升; 3) 新兴市场, 公司份额较低, 加大投入持续拓展, 不断提高份额。
- 扩品类业务市场空间大, 有望成为公司第二增长曲线。公司扩品类业务包括家电和配件: 1) 非洲通电率逐年提高, 家电市场规模大+非主流品牌市占率高, 公司以Syinix为主, itel和Infinix也布局家电, 挤占非主流品牌提高份额, 深耕本地化需求不断推新, 户储和fufu机等新品销量可期; 2) 配件业务, 公司Oriamo品牌受当地用户青睐, 品牌影响力逐渐加大。
- 移动互联业务蓝海市场, 公司依靠手机高市占率提前卡位。非洲地区互联网普及率提升速度快, 为全球唯一超10亿人次的互联网蓝海市场, 公司倚仗手机硬件入口提前布局, 目前旗下多款月活千万级APP, 体内体外同时发力, 百度前副总裁向总强势加盟, 公司互联网业务进入新发展阶段。
- 盈利预测及投资建议: 考虑到公司前期去库存, 我们略微下调公司的盈利预测。预计公司2023/2024/2025年的营业总收入分别为574.99、681.48和815.60亿元, 同比+23.4%、+18.5%和+19.7%, 预计归母净利润分别为36.79、45.94和57.10亿元, 同比+48.1%、+24.9%和+24.3%, 对应2023年4月26日收盘价的PE分别为20.9、16.7和13.4倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 市场竞争加剧、新兴市场拓展不及预期、通胀加剧和美元加息。
(注: 传音控股为兴业证券科创板做市公司)

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	46596	57499	68148	81560
同比增长	-5.7%	23.4%	18.5%	19.7%
归母净利润(百万元)	2484	3679	4594	5710
同比增长	-36.5%	48.1%	24.9%	24.3%
毛利率	21.3%	22.0%	22.2%	22.5%
ROE	15.7%	20.4%	21.7%	22.8%
每股收益(元)	3.09	4.58	5.71	7.10
市盈率	30.9	20.9	16.7	13.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、着力手机市场，多元化业务战略布局	- 5 -
1.1、深耕非洲手机业务多年，三大品牌称霸非洲	- 5 -
1.2、多元化业务战略布局，逐步聚焦扩品类和移动互联业务	- 6 -
1.3、手机目前仍为收入贡献主力，去年受宏观影响业绩承压	- 10 -
2、非洲手机市场龙头，持续开拓全球其他新兴市场	- 15 -
2.1、新兴市场仍是增量市场，智能机渗透率+单价提升空间大	- 15 -
2.2、公司手机业务全球化布局，深耕本地化打开增长空间	- 20 -
2.3、深耕本地化战略，铸就公司高渠道壁垒+产品竞争力	- 24 -
3、大力拓展扩品类业务，创造公司第二增长曲线	- 27 -
3.1、非洲家电市场容量大，公司针对本地需求不断研发新产品	- 27 -
3.2、公司配件产品进军储能市场，TWS 非洲市占第一	- 31 -
4、积极布局移动互联产品，打造非洲移动互联生态	- 35 -
4.1、非洲移动互联网蓝海市场，手机高市占率助推公司产品发展	- 35 -
4.2、互联网业务体内体外双管齐下，收入增长可期	- 37 -
5、盈利预测与投资建议	- 42 -
6、风险提示	- 44 -

图目录

图 1、传音发展历程图	- 5 -
图 2、公司股权结构图（截至 2022 年报）	- 5 -
图 3、三大手机品牌均入围“2022 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜	- 6 -
图 4、公司三大品牌部分产品	- 7 -
图 5、itel 品牌手机销量情况（单位：百万台）	- 7 -
图 6、itel 智能机 ASP 情况（单位：美元）	- 7 -
图 7、TECNO 品牌手机销量情况（单位：百万台）	- 8 -
图 8、TECNO 智能机 ASP 情况（单位：美元）	- 8 -
图 9、Infinix 品牌手机销量情况（单位：百万台）	- 8 -
图 10、Infinix 智能机 ASP 情况（单位：美元）	- 8 -
图 11、公司多元化业务布局	- 9 -
图 12、公司移动互联业务布局	- 10 -
图 13、公司收入和 YOY 情况	- 11 -
图 14、公司归母净利润和 YOY 情况	- 11 -
图 15、公司分业务营收结构	- 11 -
图 16、公司分地区营收结构	- 11 -
图 17、美联储不断加息	- 12 -
图 18、美元已显著回落	- 12 -
图 19、肯尼亚恩格尔系数情况	- 12 -
图 20、全球食品价格指数	- 12 -
图 21、公司营收增速与美元指数增速趋势图	- 13 -
图 22、公司毛利率和净利率情况	- 14 -
图 23、公司各业务毛利率情况	- 14 -
图 24、公司费用率情况	- 14 -
图 25、公司研发投入情况	- 14 -
图 26、全球手机出货量情况	- 15 -
图 27、新兴市场手机出货量情况	- 16 -
图 28、新兴市场智能机出货量情况	- 16 -
图 29、2022 年新兴市场人口数量情况	- 16 -
图 30、新兴市场人口增长率高于全球水平	- 16 -

图 31、新兴市场人口年龄结构偏低（2022 年）	- 17 -
图 32、发达地区人口结构呈老龄化趋势（2022 年）	- 17 -
图 33、成熟市场智能机渗透率	- 18 -
图 34、新兴市场智能机渗透率	- 18 -
图 35、新兴市场非主流品牌机市占率	- 18 -
图 36、成熟市场智能机 ASP（单位：美元）	- 19 -
图 37、新兴市场智能机 ASP（单位：美元）	- 19 -
图 38、中东和非洲智能机市场各价格段情况（单位：美元）	- 19 -
图 39、中东非多摄智能机占比迅速提高	- 20 -
图 40、中东非智能机手机屏幕升级空间较大	- 20 -
图 41、传音智能机出货量情况	- 20 -
图 42、2022 年全球智能机市场格局	- 20 -
图 43、非洲手机出货量情况	- 21 -
图 44、非洲市场智能机竞争格局	- 22 -
图 45、公司分地区毛利率情况	- 22 -
图 46、半成熟市场智能机出货量情况	- 22 -
图 47、半成熟市场智能机渗透率	- 22 -
图 48、公司在半成熟市场的智能机市占率	- 23 -
图 49、2022 年印孟巴智能机市场格局	- 23 -
图 50、部分纯新兴市场智能机出货量（百万部）	- 23 -
图 51、部分纯新兴市场智能机渗透率	- 23 -
图 52、2022 年纯新兴市场非主流品牌机市占率	- 24 -
图 53、公司智能机在纯新兴市场的市占率	- 24 -
图 54、巴基斯坦市场非主流品牌机和传音智能机出货量及市占率	- 24 -
图 55、公司经销商数量	- 25 -
图 56、公司在非洲地区经销商数量和营收（截至 2019 年 6 月）	- 25 -
图 57、Tecno 针对深肤色人群拍照	- 26 -
图 58、公司四卡四待机型	- 26 -
图 59、2010-2020 年全球与黑非洲通电率情况	- 27 -
图 60、黑非洲城市和农村通电率情况	- 28 -
图 61、2020 年非洲地区通电率情况	- 28 -
图 62、非洲家电市场规模（亿美元）	- 28 -
图 63、2021 年非洲家电竞争格局	- 29 -
图 64、公司部分家电电器产品	- 29 -
图 65、BrandOS TOP30 2022Q4 工业制造类出海品牌社媒影响力榜单	- 30 -
图 66、itel 旗下的 Smart TV 产品—G 系列	- 30 -
图 67、itel home 图示	- 31 -
图 68、非洲居民主要主食 fufu	- 31 -
图 69、Swallow Maker 图示	- 31 -
图 70、公司部分配件产品	- 32 -
图 71、2022 年 Q3 非洲 TWS 耳机市场格局	- 33 -
图 72、2022 年非洲能源结构	- 33 -
图 73、非洲太阳能潜力大（单位：kWh/kWp/day）	- 33 -
图 74、itel 旗下充电宝 Powerbank Star200	- 34 -
图 75、Powerbank Star200 相关评价	- 34 -
图 76、移动储能产品 Solar Generator 600	- 34 -
图 77、公司 Caricare 门店图示	- 35 -
图 78、2021 年全球和非洲互联网覆盖率情况	- 36 -
图 79、2021 年全球各地区 4G 覆盖率情况	- 36 -
图 80、非洲国际互联网带宽发展迅速	- 36 -

图 81、2021 年全球互联网数据成本与 GNI 之比	- 37 -
图 82、1GB 移动数据平均价格（美元）	- 37 -
图 83、公司移动互联业务全域布局	- 38 -
图 84、小米集团-W 境外互联网业务收入及 ARPU 值情况	- 38 -
图 85、中国开发者领跑非洲移动应用开发者市场	- 39 -
图 86、《2022 年非洲移动应用音乐与音频类年度用户使用排行榜》	- 41 -
图 87、《2022 年非洲移动应用财务类年度用户使用排行榜》	- 41 -
图 88、2023 年部分独立 APP 月点击量（单位：万次）	- 42 -
图 89、AppsFlyer 增长指数榜单	- 42 -

表目录

表 1、公司生产基地情况	- 25 -
表 2、传音手机性价比高于小米	- 26 -
表 3、公司部分独立 APP 情况	- 40 -
表 4、公司各业务拆分情况（单位：亿元）	- 43 -
表 5、可比公司估值	- 44 -

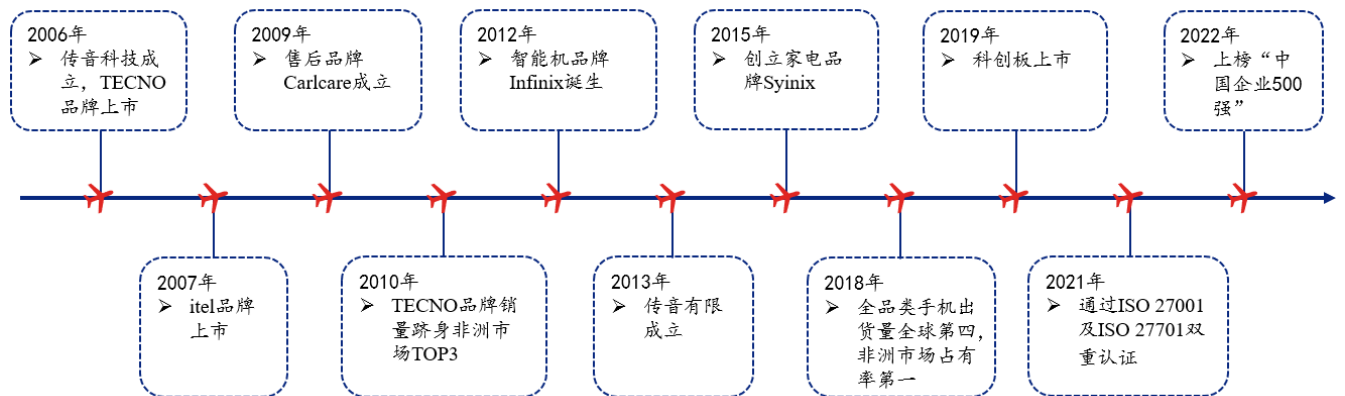
报告正文

1、着力手机市场，多元化业务战略布局

1.1、深耕非洲手机业务多年，三大品牌称霸非洲

传音控股成立于 2006 年，前身为传音有限，2019 年登陆科创板，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，主营业务具体可分为手机业务、扩品类业务和移动互联业务。

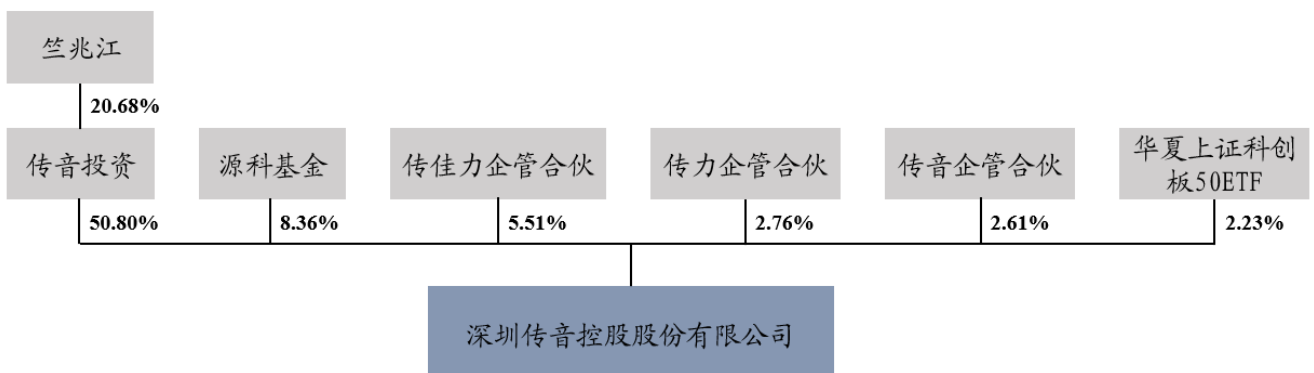
图 1、传音发展历程图



资料来源：公司官网，爱集微，兴业证券经济与金融研究院整理

公司股权结构较为集中，实控人为竺兆江。截至 2022 年报，传音投资持有公司 50.80% 的股份，为公司第一大股东，竺兆江总经理持有传音投资 20.68% 的股份，是其第一大股东，也是公司的实际控制人，此外，源科基金持有公司 8.36% 的股份。公司有多个员工持股平台，深度绑定核心员工，传音投资、传佳力企管合伙、传力企管合伙、传音企管合伙及传承企管合伙均为公司员工持股平台。

图 2、公司股权结构图（截至 2022 年报）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司手机业务旗下有三大品牌：itel, TECNO 和 Infinix，产品主要是智能机和功能机，其中 itel 为大众品牌，TECNO 为中高端品牌，Infinix 为时尚科技品牌，公司手机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兴市场国家，并已经在非洲、巴基斯坦等市场取得了领先地位，2022 年公司在非洲市占率位列第一，品牌影响力大，三大品牌均入围“2022 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜，被业界誉为“非洲之王”。

图 3、三大手机品牌均入围“2022 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜

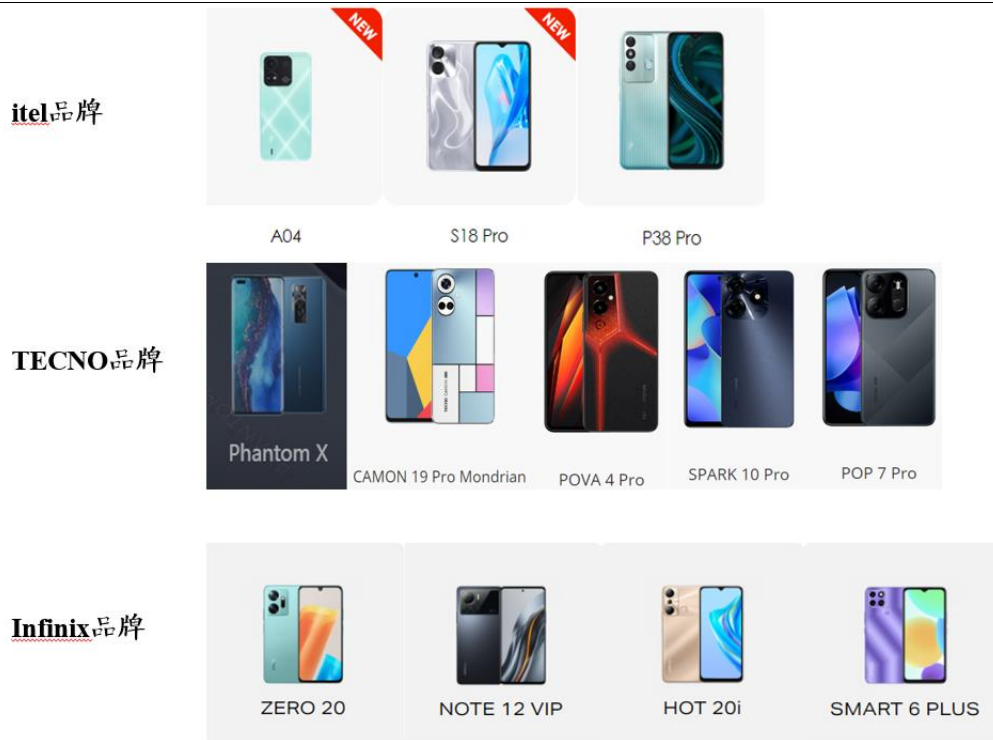


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、多元化业务战略布局，逐步聚焦扩品类和移动互联业务

公司手机业务运营三大品牌，定位不同目标人群。itel、TECNO、Infinix 三大品牌面向不同客户群体，不断推出新机型，共同助力公司手机出货量增长，进而带动营收增长。itel 有 3 大系列，TECNO 目前有 5 大系列，Infinix 有 4 大系列。

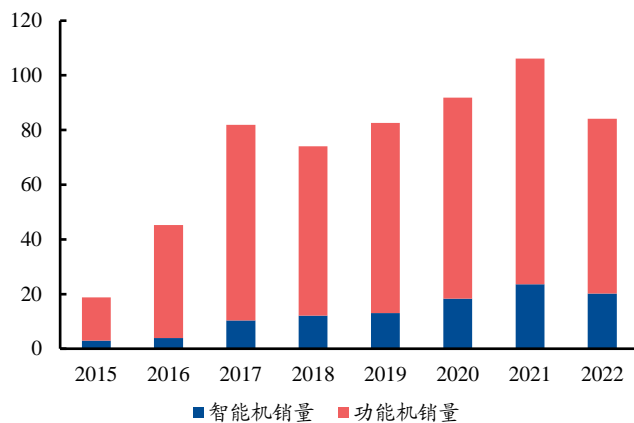
图 4、公司三大品牌部分产品



资料来源：itel、TECNO、Infinix 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

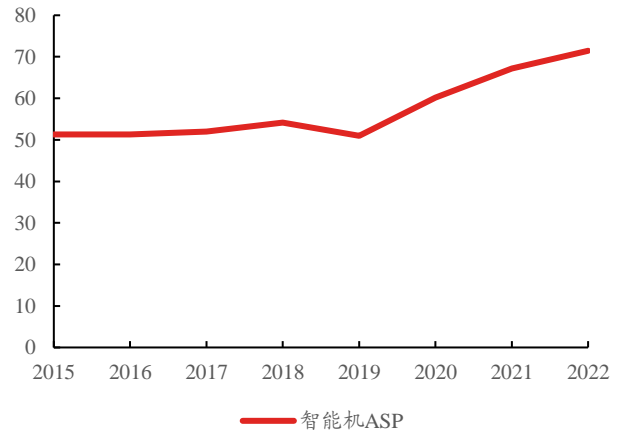
itel 品牌是公司旗下的大众品牌，目标人群为新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户。itel 作为公司旗下大众品牌，目前销售网络已经遍及全球超过 50 个国家和地区，在“2022 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜中排名第 15。itel 品牌目前仍以功能机为主，2022 年 itel 旗下功能机销量占 itel 总销量之比为 76%，但智能机销量占比在逐年提升，2015 年占比为 16%，2022 年占比提高至 24%，同时 itel 品牌智能机也正逐渐朝高端化发展，2022 年智能机平均 ASP 为 71 美元。

图 5、itel 品牌手机销量情况（单位：百万台）



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、itel 智能机 ASP 情况（单位：美元）

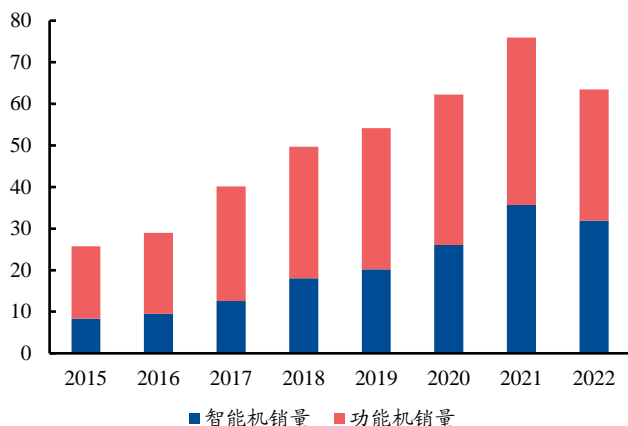


资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

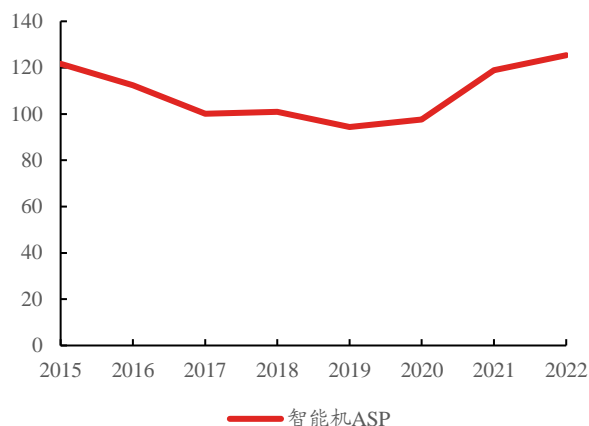
TECNO 是公司旗下的中高端品牌，目标人群为中产阶级消费群体。TECNO 为中
 高端品牌，目前业务已经遍及全球 70 多个国家，在“2022 年度最受非洲消费者
 喜爱的品牌”百强榜中排名第六。TECNO 品牌手机销量中，2022 年智能机销量
 占比已经达到 50%，且仍在不断提高过程中。TECNO 品牌智能机 ASP 近年来呈
 现上升趋势，2022 年智能机平均 ASP 为 125 美元，往中高端化升级趋势明显。

图 7、TECNO 品牌手机销量情况（单位：百万台）



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

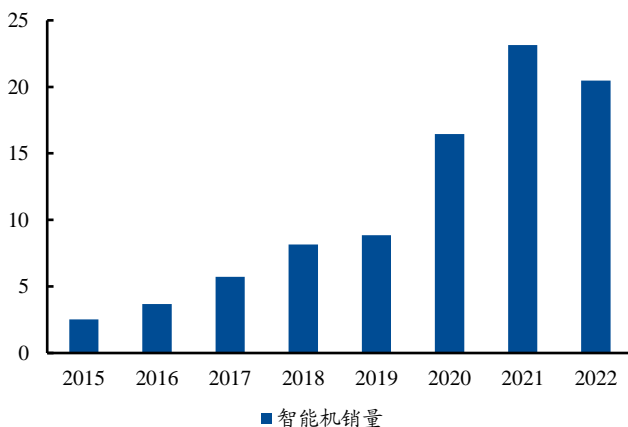
图 8、TECNO 智能机 ASP 情况（单位：美元）



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

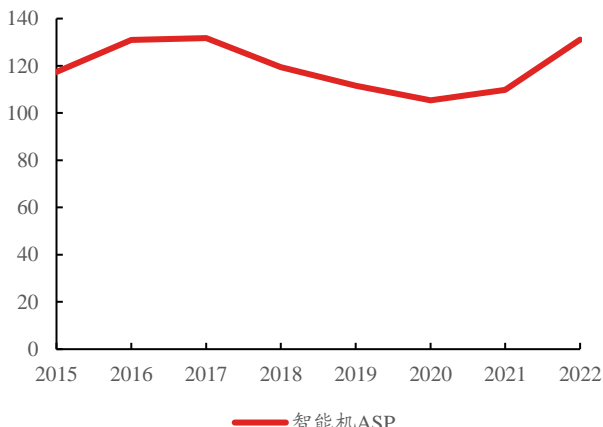
Infinix 品牌是公司旗下的时尚科技品牌，目标人群为年轻消费者。目前销售网络
 覆盖全球 40 多个国家。在“2022 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜中排
 名第 25。Infinix 品牌于 2017 年 Q2 开始，出货全部为智能机。Infinix 品牌智能机
 2022 年平均 ASP 为 131 美元，同比+19.46%。

图 9、Infinix 品牌手机销量情况（单位：百万台）



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、Infinix 智能机 ASP 情况（单位：美元）



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

公司实施多元化业务战略布局，构建“手机-扩品类-移动互联”业务体系。公司以

手机业务为核心业务，拓展了扩品类和移动互联网业务。扩品类业务方面，公司创立了家用电器品牌 Syinix 和智能配件品牌 Oraimo，移动互联网业务方面，公司自主研发了 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，围绕 OS 操作系统开发应用商店、游戏平台、广告分发平台以及手机管家等工具类软件，并积极开发和孵化多款移动互联网产品，涉及音乐、游戏、内容、支付等方面。此外，公司设立售后服务品牌 Caricare，为公司旗下的手机、配件、家电产品提供全方位保障。

图 11、公司多元化业务布局



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 itel 和 Infinix 也辐射扩品类业务，品类不断丰富+持续推新。扩品类业务主要依托家电品牌 Syinix 和配件品牌 Oraimo 开展，目前 itel 和 Infinix 品牌也在逐步推出家电产品。近年来，公司积极推出新的家电产品和配件产品，不断扩充产品品类，进军储能市场。

移动互联网业务可分为体内和体外，双管齐下未来空间大。公司作为自主品牌手机厂商，旗下手机搭载自研操作系统，体内依托公司智能机通过预装 APK、应用分发、广告平台等方式创收，体外与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司合作开发多款 APP，依靠自身累积的大量显性资源（流量、渠道、大数据等）和隐性资源（团队、用户洞察、本地资源等），占据非洲数字经济的先发优势。

图 12、公司移动互联网业务布局



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、手机目前仍为收入贡献主力，去年受宏观影响业绩承压

2016-2021 年，公司营业收入和归母净利润呈现快速增长趋势。2016 年-2021 年，公司营收 CAGR5 为 33.54%，增速强劲，归母净利润表现更优，CAGR5 为 128.47%，这主要是受益于非洲智能机渗透率的不断提高，以及公司积极拓展非洲以外市场带来的新市场手机份额快速提升。

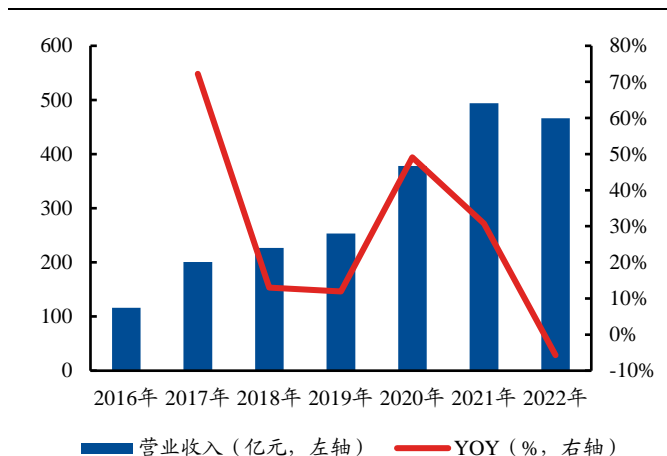
2022 年，美联储不断加息+物价上涨，宏观环境拖累较大。2022 年宏观经济形势严峻，主要是美联储加息、通货膨胀走高、部分新兴市场国家汇率大幅波动等，具体而言：

- 1) 美元走强导致本地币贬值，2022 年美联储加息 8 次，以尼日利亚为例，2022 年 1 月 4 日，美元兑尼日利亚奈拉的汇率中间价为 413.17，而到年底 2022 年 12 月 30 日，已经提高至 448.55，奈拉贬值 8.56%，美元升值影响消费者购买力；
- 2) 去年俄乌冲突的爆发+美元走强，以致非洲等地区通货膨胀加剧+粮价上涨，2022 年 1 月-11 月，全球食品价格指数均高于 135，3 月峰值一度达到 159.3，2022 年全年平均为 143.75，显著高于 2021 年的 125.18，同时叠加公司所处销售区域（非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴地区）的恩格尔系数较高，如 2012-2021 年，肯尼亚的恩格尔系数始终高于 45%，尼日利亚则高于 55%，两相作用，消费者满足温饱的刚性需求占据过多资金，手机换机能力被压制；
- 3) 公司在海外结算主要采用美元结算，新兴市场进口手机需要用美元，美元升值和美元定价的进口大宗品涨价导致许多国家美元不足，以肯尼亚为例，2022 年其官方外汇储备资产为 73.8 万亿美元，相较 2021 年下滑 16.04%，美元储备下滑致使手机经销商获取美金受限，进口手机受限。

受宏观环境压力，去年公司业绩有所回落。去年美元升值+高通胀使得消费者换机能力被压制，2022 年公司智能机销量有所下降，以致营收和归母净利润下滑。2022

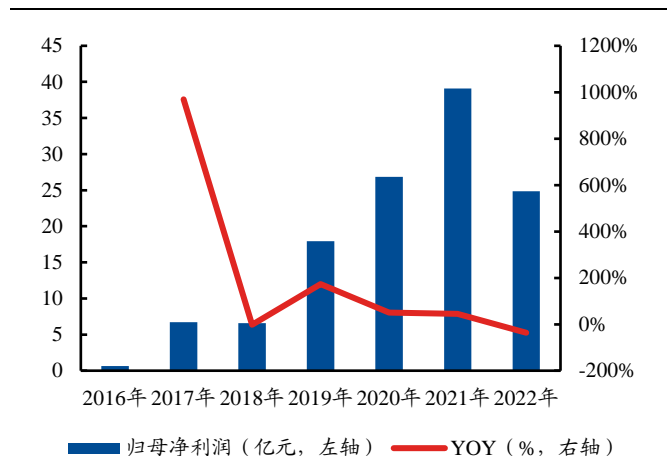
年，公司实现营收 465.96 亿元，同比下降 5.70%，实现归母净利润 24.84 亿元，同比下降 36.46%。

图 13、公司收入和 YOY 情况



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司归母净利润和 YOY 情况

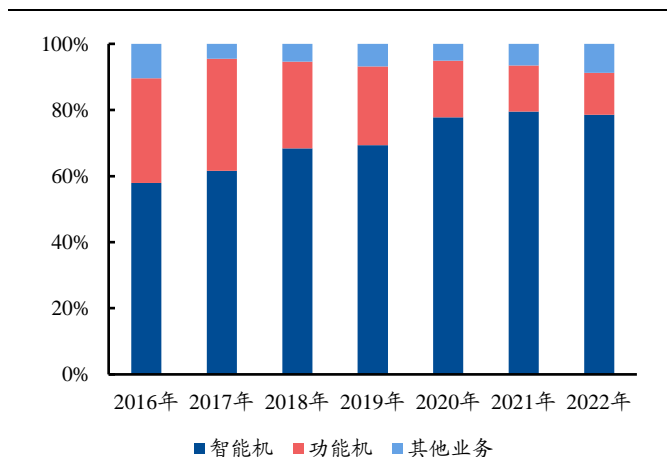


资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司营收主要由手机业务贡献，占比目前高于 90%。2016 年-2022 年，公司手机业务是营收主要贡献点，目前占比超 90%，其中，智能机收入占比基本呈现上升趋势，2016 年为 57.93%，2022 年达 78.59%。

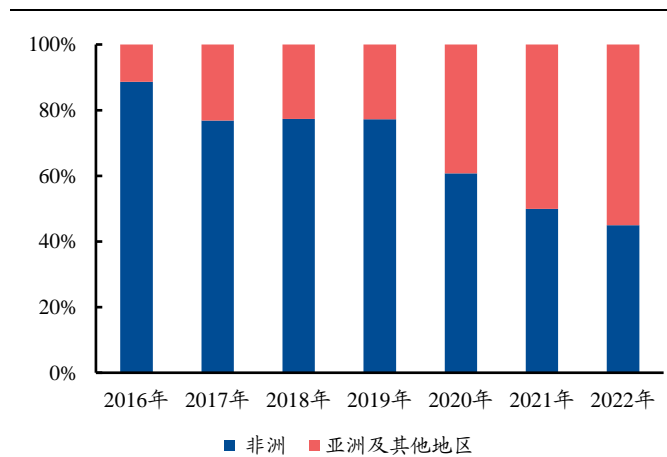
非洲地区收入占比有所下滑，新兴市场占比逐年提高。2016 年，公司在非洲地区的收入占比高达 88.62%，但随着近几年公司在东南亚市场和拉美市场迅速扩张，非洲地区收入占比开始下滑，2022 年为 44.92%，非洲以外的地区收入占比则从 2016 年的 11.38%提高 43.69pct 至 2022 年的 55.08%，逐渐降低对单一区域的依赖。

图 15、公司分业务营收结构



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

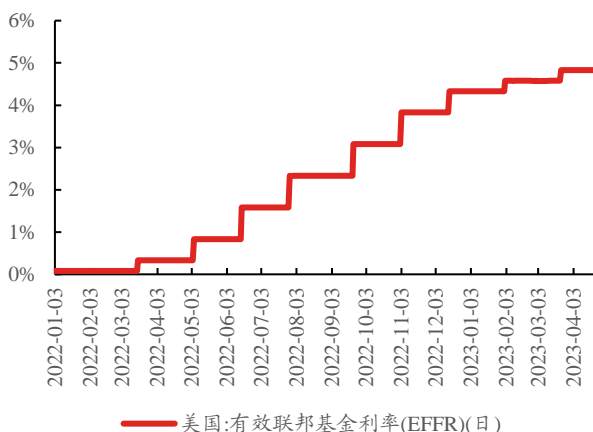
图 16、公司分地区营收结构



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

去年美联储多次加息，目前美元指数有所回落。2022年初至今，美联储已连续加息8次，2022年初联邦基金利率仅为0.08%，目前为4.83%。在美联储大力加息下，美元持续走强，2022年美元指数持续爬高，2022年9月27日达到峰值为114.16，目前美元指数有所回落，美元进入贬值通道。

图 17、美联储不断加息



资料来源: wind, 美联储, 兴业证券经济与金融研究院整理

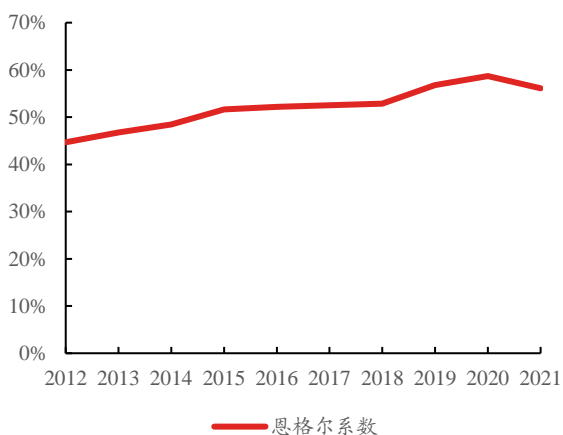
图 18、美元已显著回落



资料来源: wind, 中国货币网, 兴业证券经济与金融研究院整理

今年全球粮食价格下滑趋势明显，消费者被压制的换机需求有望得到释放，市场有望重回增长。去年受俄乌冲突+美联储加息等多种因素影响，非洲等地区通货膨胀加剧+粮价上涨，2022年Q1全球食品价格指数持续上涨，峰值直逼160，此后开始下滑，2023年3月，食品价格指数为126.9，已经连续十二个月下降。去年粮食价格处于高位，以致消费者为满足食物需求而无力支付换机需求，伴随着粮食价格的回落，消费者被压制的换机需求有望得到释放。

图 19、肯尼亚恩格尔系数情况



资料来源: USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

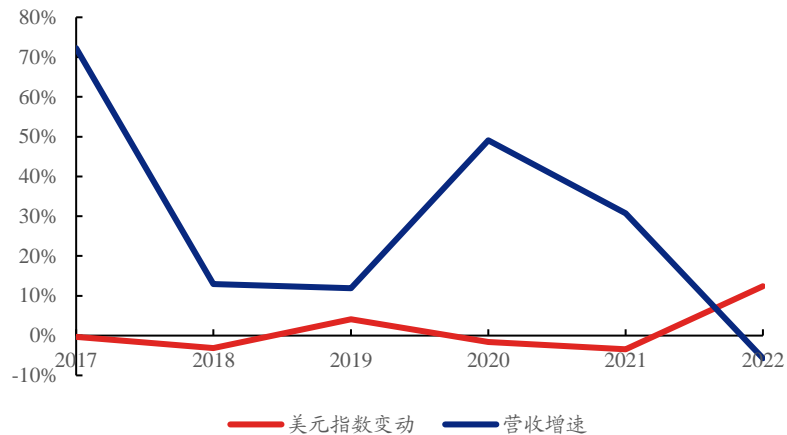
图 20、全球食品价格指数



资料来源: wind, 联合国粮农组织, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司历史业绩与美元指数负相关性较明显，随着美元指数回落，公司业绩有望回升。从公司历史业绩看，美元升值影响购买力，是影响公司业绩的核心因素，2016年-2022年期间，当美元指数向上变动时，公司营收增速出现明显下滑，反之当美元指数下滑时，公司营收增速则明显上行，伴随着美元指数的下滑，公司的业绩有望回升。

图 21、公司营收增速与美元指数增速趋势图

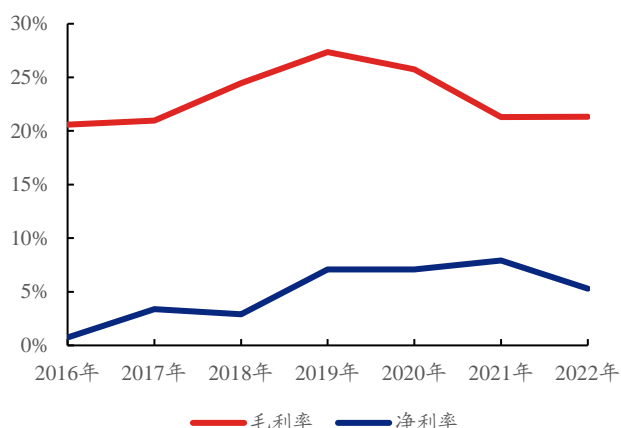


资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司毛利率近几年略有下降主要因会计准则调整，净利率整体增长态势良好，去年因加大研发投入有所下滑。2016-2019年，公司毛利率呈现上升趋势，主要系公司供应链管理能力强，以及公司在非洲市场盈利能力较强+份额迅速提高等。2021年公司毛利率下滑主要原因是，1)公司对部分营销费用采用直接冲减收入，2)会计准则变更，运费支出从销售费用重分类至营业成本，3)上游物料价格上涨。公司净利率水平整体呈现逐年上升趋势，盈利能力较强，2022年公司净利率为5.29%，同比-2.63pct，主要是因为公司加大了研发投入。

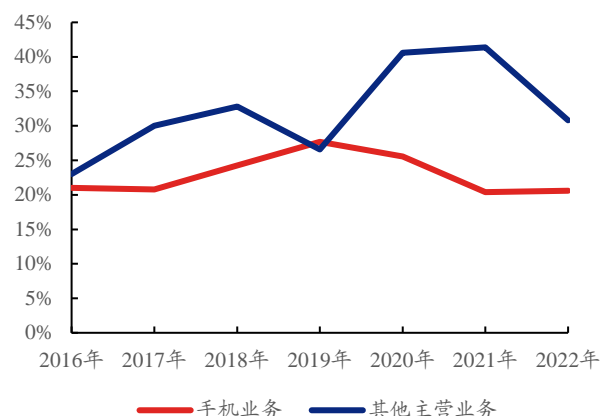
手机高端化趋势有望带动手机业务毛利率回升，其他主营业务毛利率较高。2016-2022年，公司其他主营业务毛利率水平基本都高于手机业务，其中，手机业务毛利率于2019年达到峰值后开始下滑，除会计准则调整和原材料价格上涨因素外，还受到新兴市场占比逐渐提高的影响，公司近年来积极开拓其他新兴市场，而其他新兴市场盈利能力不如非洲高，但公司智能机正迈向高端化，ASP提升有望带动毛利率回升。公司其他主营业务的毛利率较高，2021年达到41.37%，2022年同比-10.57pct达30.80%，主要因原材料价格上涨所致。未来随着公司其他主营业务（扩品类+移动互联）营收占比逐渐提高+上游材料成本回落，公司整体毛利率有望回升。

图 22、公司毛利率和净利率情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、公司各业务毛利率情况

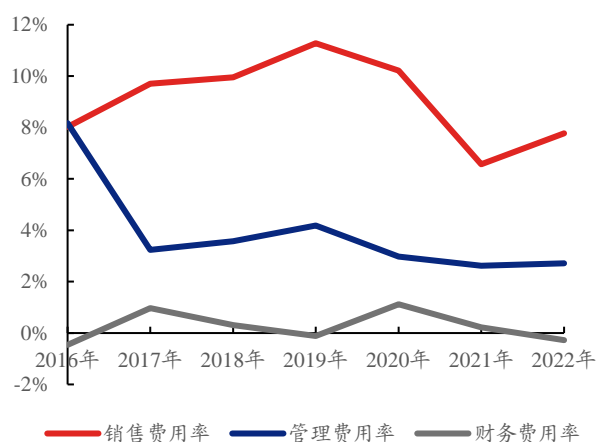


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司三费率总体呈现下降趋势。销售费用率方面，2016-2019 年因公司大力开拓新兴市场，市场投入较大，因而销售费用率有所上升，2022 年因收入下降费用刚性，导致销售费用率略有提升。公司近年来管理费用率管控较好，近两年基本维持在 3% 以下。财务费用率主要受到汇率影响而小幅波动。

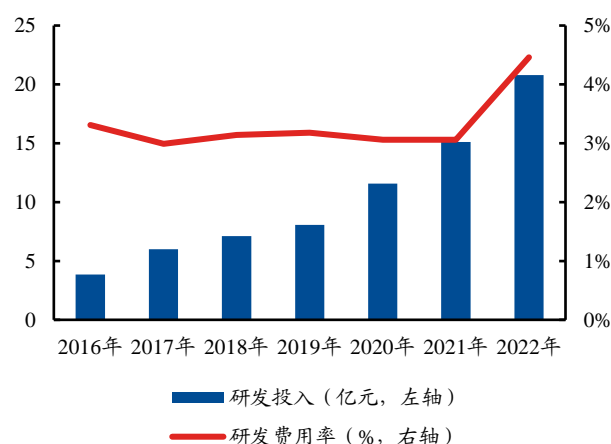
公司研发投入稳中有升，去年逆市加大研发费用提升产品竞争力。2016-2021 年，公司研发投入水平基本维持在 3% 左右，2022 年，公司加大研发力度，研发费用率达 4.46%，同比+1.40pct，逆市加大在产品、移动互联等业务的研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力，为公司后续进入中高端市场奠定基础，目前公司旗下 TECNO 和 Infinix 均向 5G 手机进军，Infinix 已经推出多款 5G 手机，如 Infinix Zero 5G、Infinix Hot 20 5G 等，TECNO 已经推出折叠旗舰机 PHANTOM V Fold，今年还将推出 Camon 20 Premier 5G 手机。

图 24、公司费用率情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、公司研发投入情况



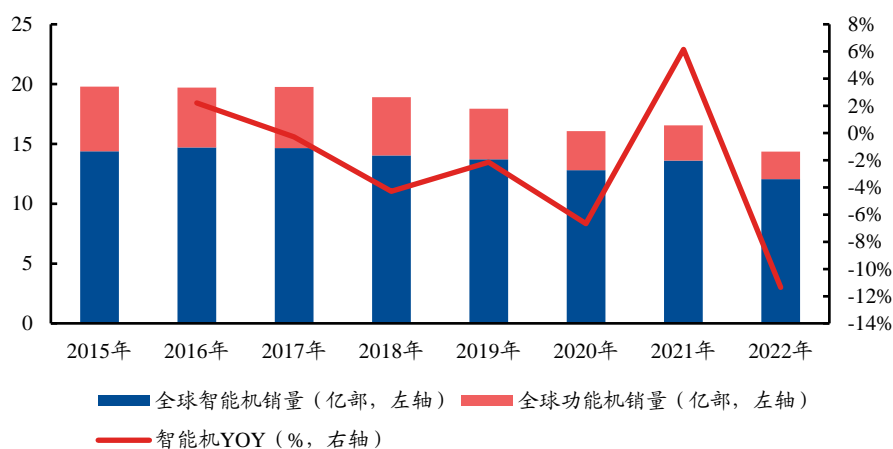
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、非洲手机市场龙头，持续开拓全球其他新兴市场

2.1、新兴市场仍是增量市场，智能机渗透率+单价提升空间大

全球手机市场增速逐渐放缓，已迈入存量市场。根据 IDC 数据，2015-2022 年，手机出货量呈现下滑趋势，手机市场已进入存量市场，2022 年全球手机销量为 14.37 亿部，同比-13.21%，其中智能机占比不断提高，由 2015 年的 72.60%提高至 2022 年的 83.91%。IDC 预测 2023 年智能机出货量将小幅下滑 1.1%至 11.9 亿部，到 2024 年全球智能机市场会复苏。

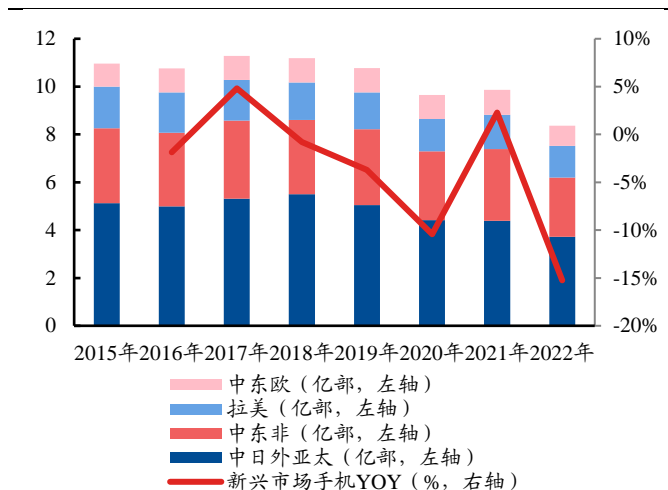
图 26、全球手机出货量情况



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

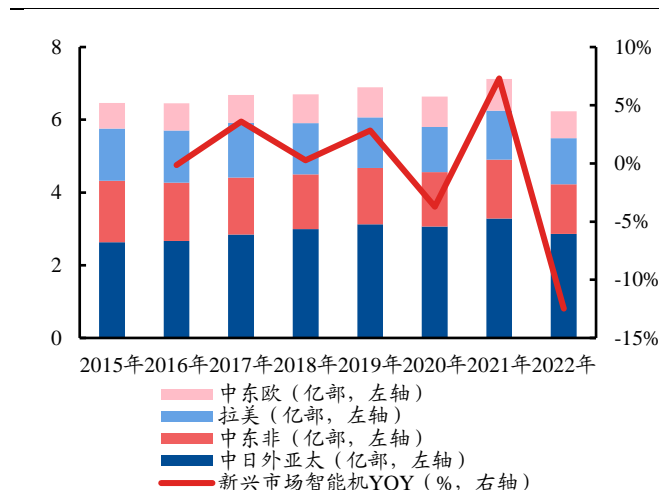
新兴市场手机出货量去年虽受宏观经济影响下滑，但智能机下滑幅度小于手机整体。2016-2021 年，新兴市场（此处指中东欧地区、拉美地区、中东及非洲地区、中日外亚太地区）手机出货量基本稳定，2022 年因宏观经济影响，粮价上涨+本地币贬值等，新兴市场地区智能机销量下滑程度为 12.48%，新兴市场由于还处于功能机往智能机转换期，行业红利仍在，消费有一定韧性。

图 27、新兴市场手机出货量情况



资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、新兴市场智能机出货量情况

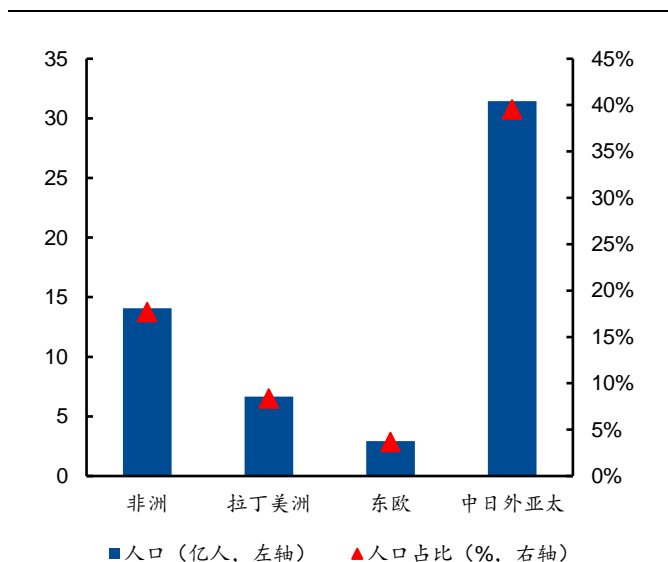


资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

1) 新兴市场人口基数较大, 人口年龄结构偏低

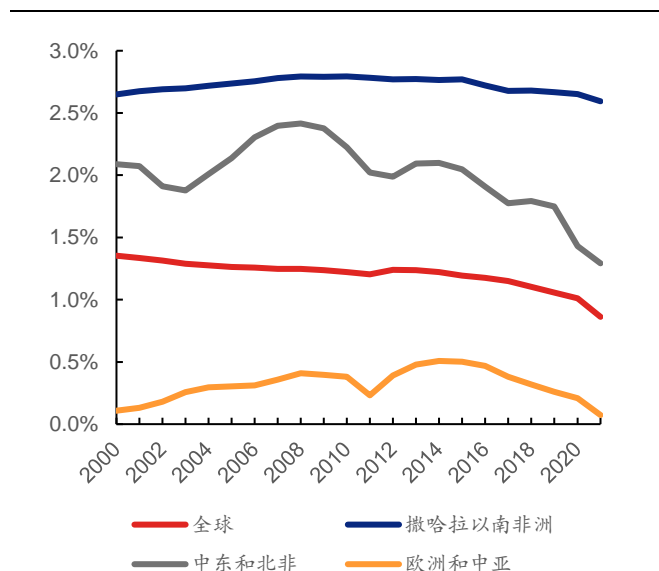
新兴市场人口基数大, 增速快。根据人口金字塔数据, 2022 年, 全球人口数量达 79.54 亿人, 其中, 中日外亚太地区为 31.43 亿人, 非洲地区为 14.07 亿人, 分别占全球人口的 39.5%和 17.7%, 人口基数较大。根据世界银行, 2000-2021 年, 全球人口增长率呈现下降趋势, 2021 年已经跌落 1%, 低至 0.86%, 而撒哈拉以南非洲人口增长率始终高于 2.5%, 同时, 中东和北非地区人口增长率虽呈现下滑趋势但仍显著高于全球水平。新兴市场高人口基数+高人口增长率, 奠定了其手机市场规模增长的趋势。

图 29、2022 年新兴市场人口数量情况



资料来源: populationpyramid, 兴业证券经济与金融研究院整理

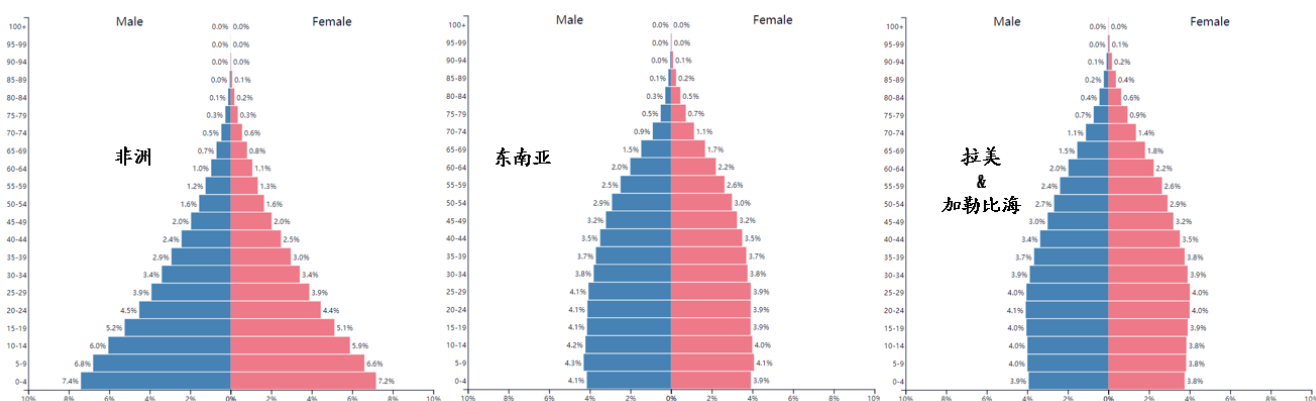
图 30、新兴市场人口增长率高于全球水平



资料来源: 世界银行, 兴业证券经济与金融研究院整理

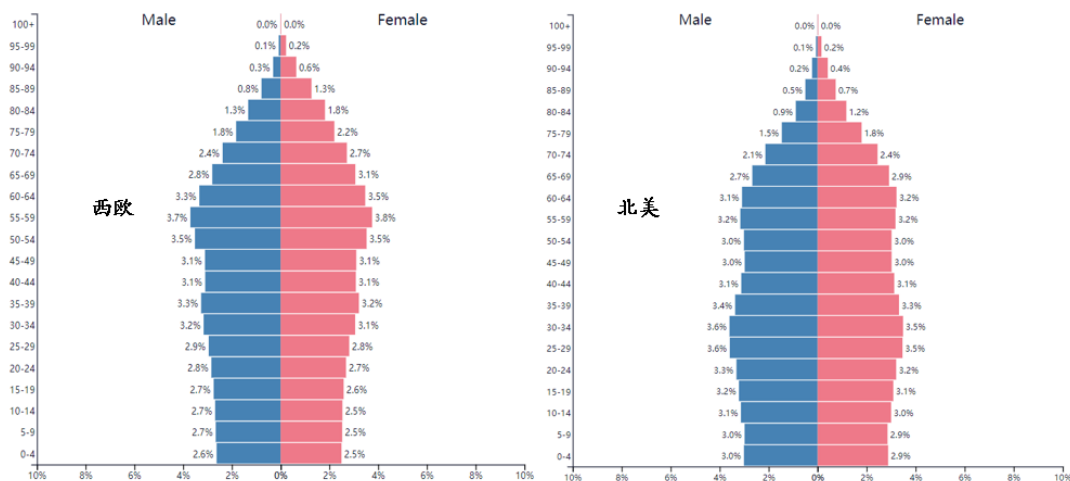
新兴市场人口年龄结构偏低，新增劳动力提供购买力。根据人口金字塔数据，2022年，非洲地区15岁以下人口数量占比达39.9%，20岁以下人口数量占比已经过半，达50.2%，人口结构十分年轻。东南亚地区、拉美和加勒比海地区人口结构亦呈现明显“金字塔”。新兴市场年轻人口多，每年大量年轻人进入劳动力市场，带来购买力。

图 31、新兴市场人口年龄结构偏低（2022 年）



资料来源: populationpyramid, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、发达地区人口结构呈老龄化趋势（2022 年）

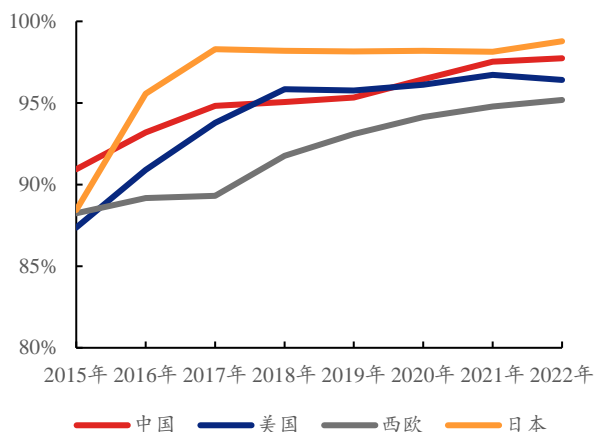


资料来源: populationpyramid, 兴业证券经济与金融研究院整理

2) 新兴市场智能机渗透率较低，且非主流品牌手机市占率高

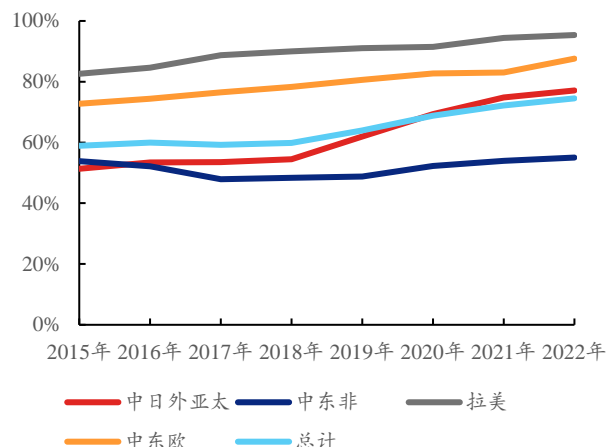
与成熟市场相比，部分新兴市场智能机渗透率还比较低。2016-2022年，中、美、西欧、日等国家或地区的智能机渗透率迅速提升，2022年已经均超95%。而与之相比，新兴市场的智能机渗透率还有待提高，除中东欧和拉美市场外，其余市场渗透率仍不足80%，中东和非洲只有55%左右，渗透率提升空间大，新兴市场智能机仍是增量市场。

图 33、成熟市场智能机渗透率



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

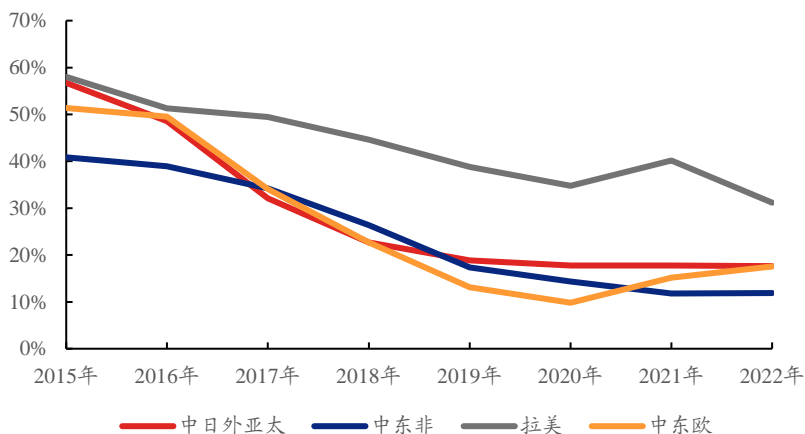
图 34、新兴市场智能机渗透率



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

新兴市场非主流品牌手机市占率还较高，可替代空间较大。2016-2022 年，新兴市场的非主流品牌（除苹果、三星、华为、荣耀、小米、OPPO、vivo、传音外手机）份额在逐渐下滑，2022 年，中日外亚太地区、中东和非洲地区、拉美、中东欧的非主流品牌机市占率分别为 17.62%、11.88%、31.16%和 17.56%，非主流品牌市占率仍超 10%，拉美地区更是超 30%。2022 年全球非主流品牌手机体量达 2.02 亿部，传音手机价格带更贴近功能机和非主流品牌手机，新兴市场的手机市场仍存在较大的替代非主流品牌手机空间。

图 35、新兴市场非主流品牌机市占率



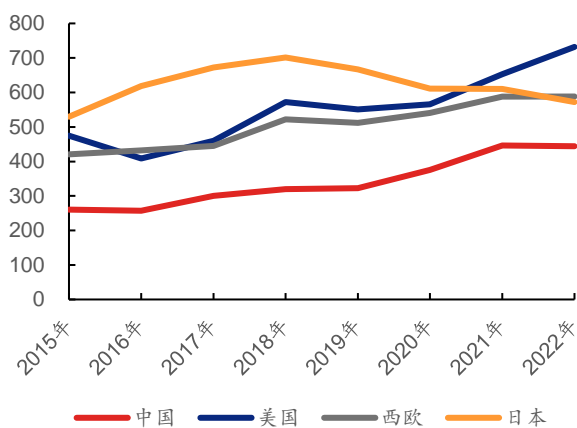
资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 新兴市场智能机主要是低端机，功能升级有望带动换机需求+提高 ASP

新兴市场智能机单机 ASP 低，ASP 提升空间较大。成熟市场智能机的 ASP 较高，2022 年，中国、美国、西欧、日本的智能机平均单价分别为 444.02、731.90、588.15 和 571.66 美元。2016-2022 年，新兴市场智能机单机 ASP 总体呈现上升趋势，但是 2022 年均价仍低于 350 美元。与成熟市场相比，新兴市场智能机的单机 ASP

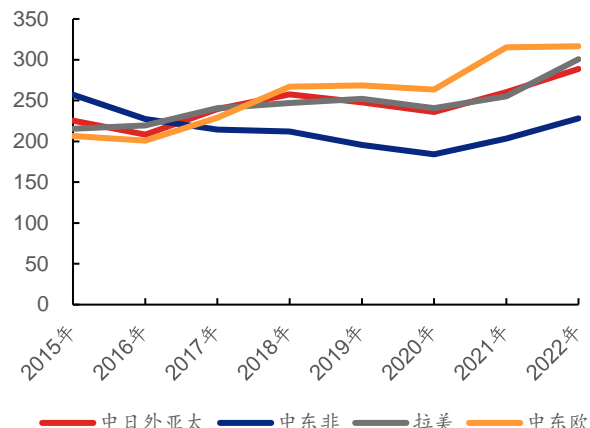
提升空间较大。

图 36、成熟市场智能机 ASP (单位: 美元)



资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

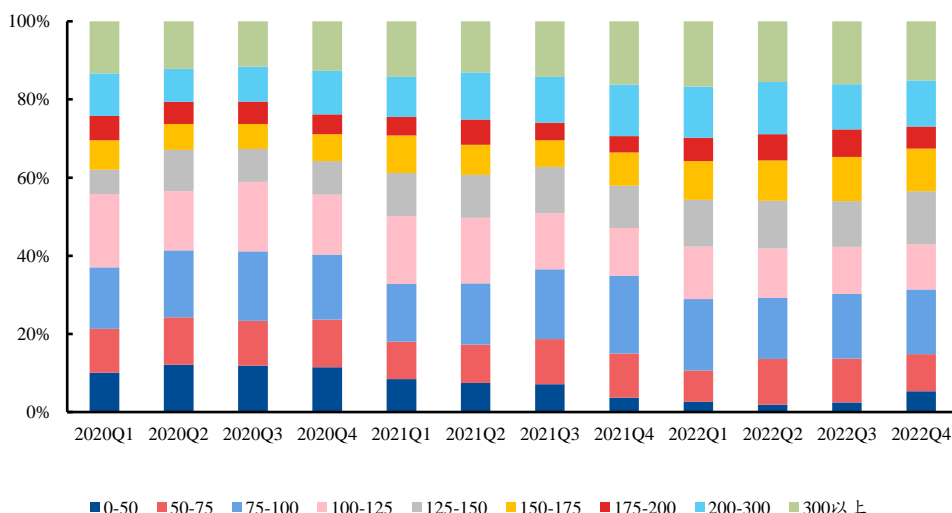
图 37、新兴市场智能机 ASP (单位: 美元)



资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

中东非市场手机虽低端, 但升级需求强。根据 Counterpoint, 近五年来, 新兴市场有越来越多的人开始有意愿为高端手机的高端功能付费, 尤其集中在相机和 SoC 方面。以中东和非洲市场为例, 200 美金以下的智能机是手机市场的绝对主力, 2020Q1-2022Q4, 占比始终超 70%, 但这几年 200 美金以上手机占比整体呈提高趋势, 随着新兴市场经济增长和消费者购买力提高, 新兴市场手机预计将继续保持升级趋势。

图 38、中东和非洲智能机市场各价格段情况 (单位: 美元)

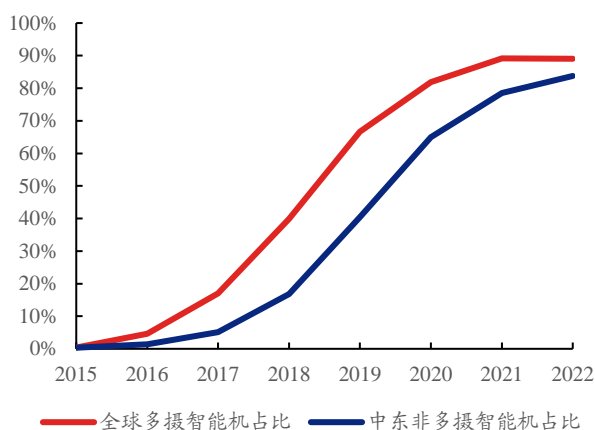


资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

新兴市场手机配置与全球相比仍存在升级空间。2016-2022 年, 中东非区域智能机

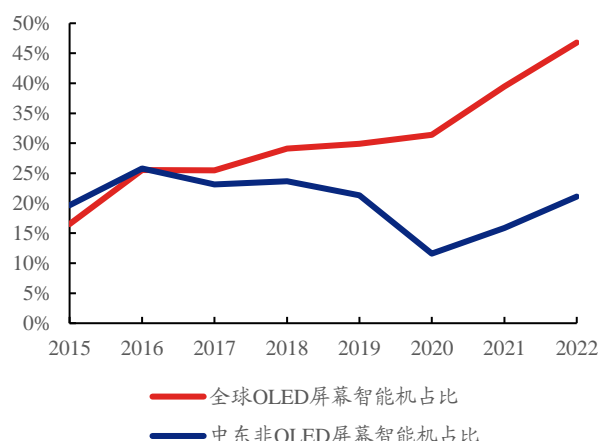
功能升级迅速，摄像头方面，2016 年中东非地区多摄智能机占比不到 1%，2022 年占比已经达到 83.76%，功能升级飞快，但较全球多摄 89.07% 的占比还存在一定升级空间。手机屏幕方面，2022 年全球和 中东非使用 OLED 屏幕的智能机占比分别为 46.78% 和 21.10%，中东非与全球相比提高空间较大。新兴市场智能机功能升级趋势明显，并且升级空间较大，伴随功能升级，智能机单价将继续提升。

图 39、中东非多摄智能机占比迅速提高



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、中东非智能机手机屏幕升级空间较大

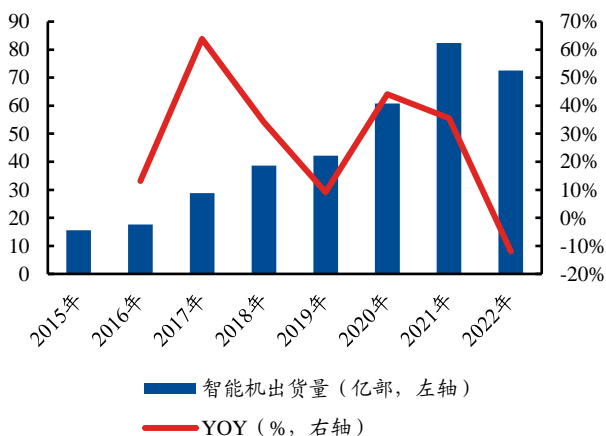


资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、公司手机业务全球化布局，深耕本地化打开增长空间

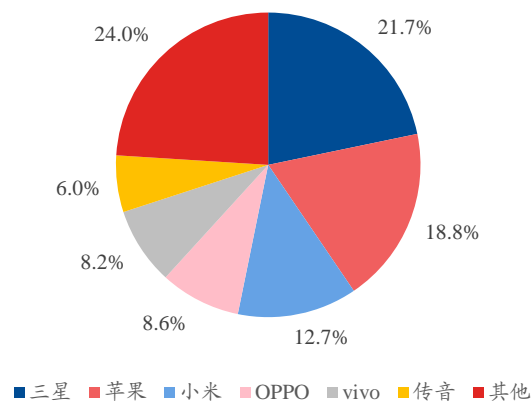
公司智能机出货量迅速增长，全球份额快步提升。根据 IDC 数据，2015-2022 年，公司智能机出货量增速较快，CAGR7 为 24.61%，其中 2022 年出货量为 72.6 亿部，受到宏观环境影响同比-11.93%。2022 年，公司智能机全球份额已经达到 6.0%，全球智能机销量排名位列第六。

图 41、传音智能机出货量情况



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、2022 年全球智能机市场格局



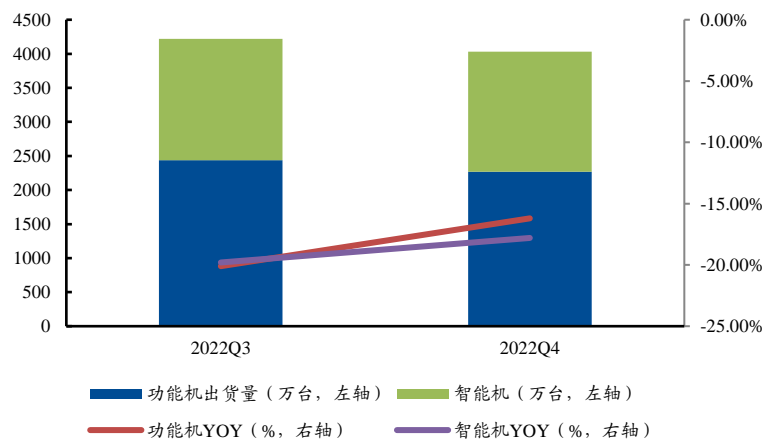
资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

公司推行“全球化布局+本地化实施”的战略，在非洲、东南亚、南美洲等都有布局。公司所在的市场可以被分为三类，成熟市场、半成熟市场、纯新兴市场。成熟市场即非洲地区，半成熟市场包括印度、孟加拉、巴基斯坦，其他则为纯新兴市场，如泰国、菲律宾、墨西哥、哥伦比亚等。

1) 成熟市场

受益非洲地区人口红利+智能机低渗透率，未来增量空间可观。非洲地区人口基数较大+人口年龄结构偏低，根据 Worldometers 预测，非洲人口将从 2020 年的 13.4 亿增长到 2030 年的 16.9 亿。同时非洲智能机渗透率比较低，根据 GSMA，2020 年撒哈拉以南非洲智能机渗透率为 48%，预计 2025 年将达到 64%，非洲智能机市场增量空间较大。

图 43、非洲手机出货量情况

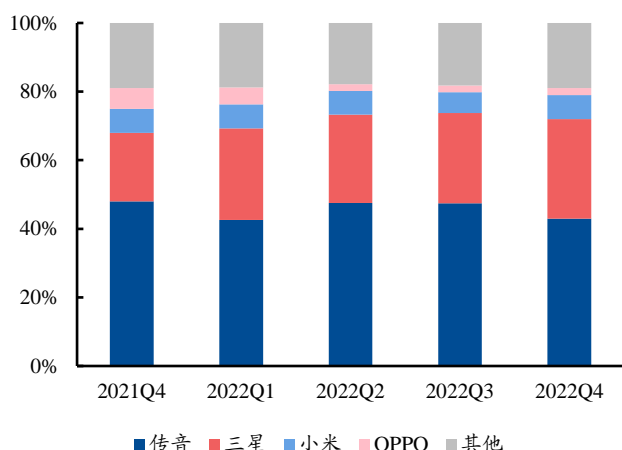


资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

公司目前在非洲市场的市占率将近一半，是当之无愧的“非洲之王”。2006 年，公司就开始进军非洲手机市场，2022 年，公司智能机在非洲市占率已接近一半，远超其他品牌厂商。2022 年 Q4，公司在非洲智能机市场市占率为 43%，排名第一。

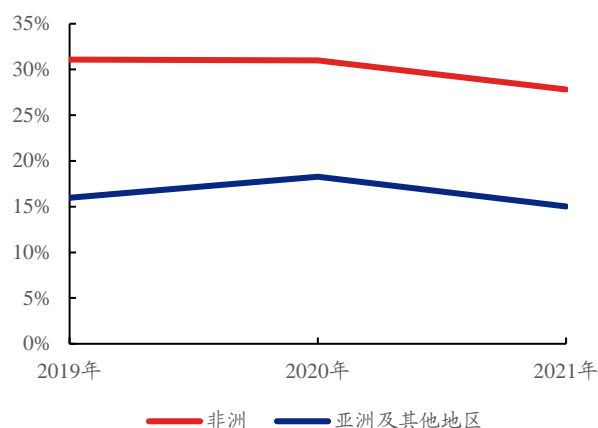
非洲智能机市场竞争格局相对稳定，伴随非洲手机大盘增长，高份额和高毛利率带动公司营收+利润双成长。目前，非洲智能机市场的竞争格局相对稳定，公司在非洲的毛利率较高，2021 年为 27.81%。因此，对于传音而言，在成熟市场主要是享受非洲手机整体市场增长的红利，根据 IDC 预测，2023 年非洲智能机市场出货量有望同比增长 8.8%。随着非洲人口红利释放+智能机渗透率提高，公司倚仗自身高份额和高毛利率，非洲市场未来营收+利润贡献可观。

图 44、非洲市场智能机竞争格局



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、公司分地区毛利率情况

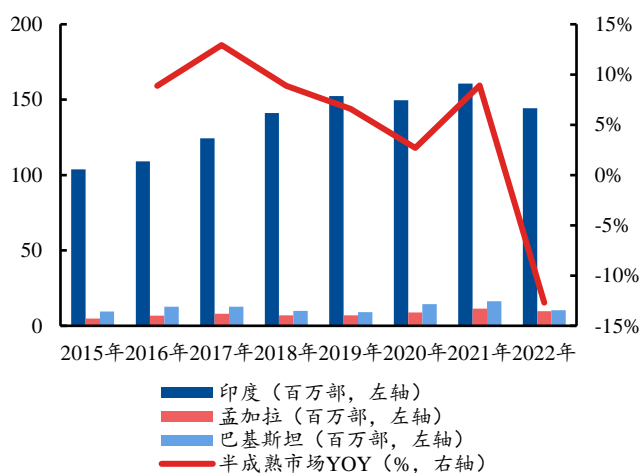


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 半成熟市场

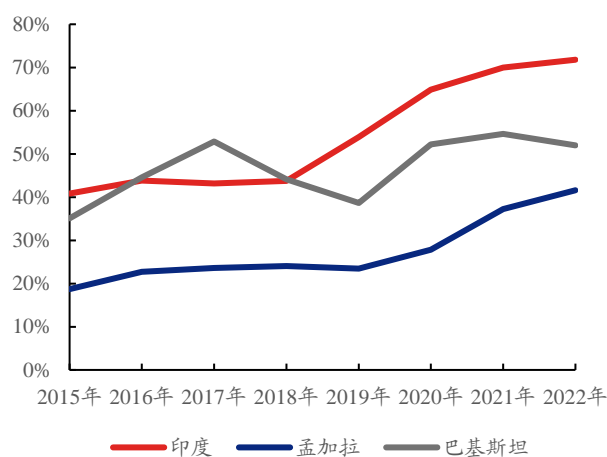
半成熟市场主要包括印度、孟加拉和巴基斯坦，智能机渗透率较低。2015-2022年，印孟巴智能机出货量总体呈现上升趋势，2022年三地整体出货量合计为1.64亿部，同比-12.69%，下降系宏观环境原因。渗透率方面，印度智能机市场目前渗透率相对较高，2022年为71.8%，巴基斯坦为52.0%，孟加拉则仅有41.6%，三大市场智能机渗透率都有较大的提升空间。

图 46、半成熟市场智能机出货量情况



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

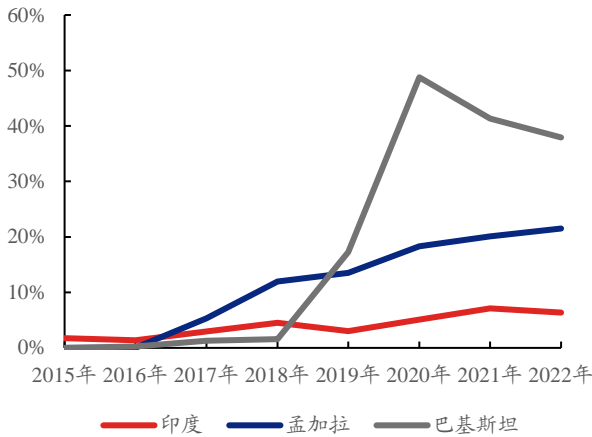
图 47、半成熟市场智能机渗透率



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

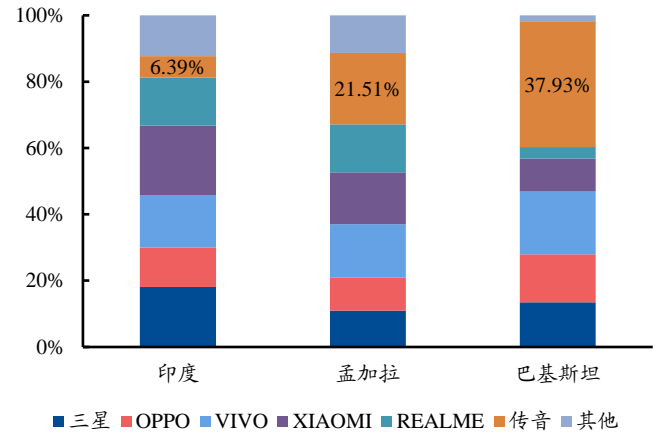
公司在半成熟市场已占据“一席之地”，未来增长主要靠大盘增长+份额提升。2015-2022年，公司在印孟巴的市占率逐渐提高。2022年，公司在印度、孟加拉和巴基斯坦的市占率分别为6.4%、21.5%和37.9%，分别排第六、第一和第一，相较于孟加拉和巴基斯坦，印度市场较大，但竞争更为激烈，公司目前份额仅为6.4%，提升空间大。公司近几年在半成熟市场提份额进展顺利，未来几年，公司在半成熟市场增量来源主要是大盘的增长和渗透率的提高。

图 48、公司在半成熟市场的智能机市占率



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、2022 年印孟巴智能机市场格局

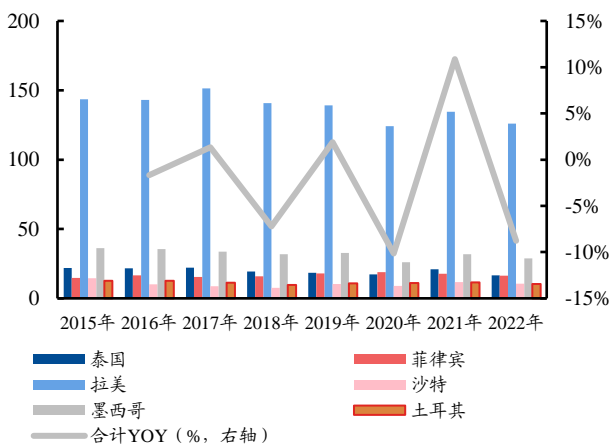


资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 纯新兴市场

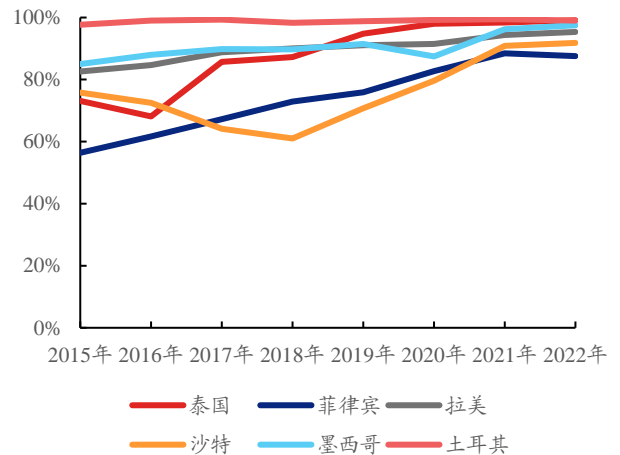
纯新兴市场主要包括除非洲和印孟巴以外的国家或地区，是公司未来大力开拓的市场。以泰国、菲律宾、拉美、沙特、墨西哥、土耳其六个国家或地区为例，2022 年以上国家或地区全年智能机出货量合计为 2.08 亿部，体量较大，且智能机渗透率是较高的，均在 85% 以上，但公司在以菲律宾为代表的智能机渗透率较高的市场仍能不断提高份额，产品竞争力可见一斑。

图 50、部分纯新兴市场智能机出货量 (百万部)



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、部分纯新兴市场智能机渗透率

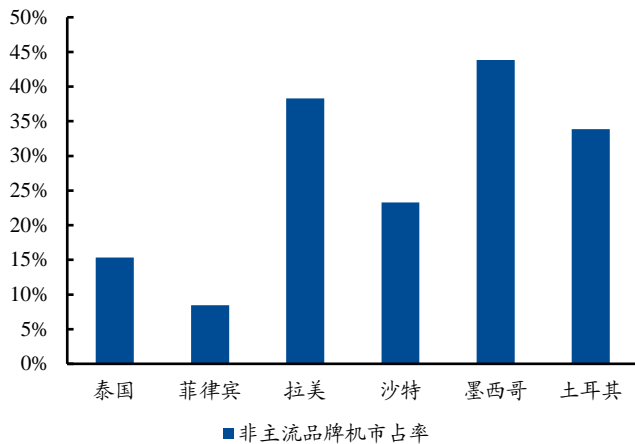


资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

纯新兴市场非主流品牌机市占率仍较高，而公司目前份额较低，增长空间大。2022 年，纯新兴市场中除菲律宾外，泰国和沙特的非主流品牌机市占率均超过 15%，拉美、墨西哥和土耳其的非主流品牌机市占率均超过 30%。传音进入纯新兴市场时间较短，均是在 2019 年左右进入，其中公司在菲律宾和沙特份额提升较快，2022 年分别为 17.9% 和 9.7%，其他市场份额则在 5% 左右或更低，仍有较大提升

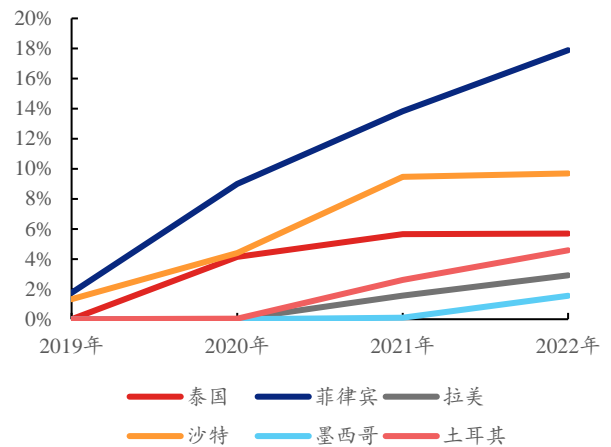
空间。近年来，公司加大资源投放到纯新兴市场，其市占率有望进一步提升。

图 52、2022 年纯新兴市场非主流品牌机市占率



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

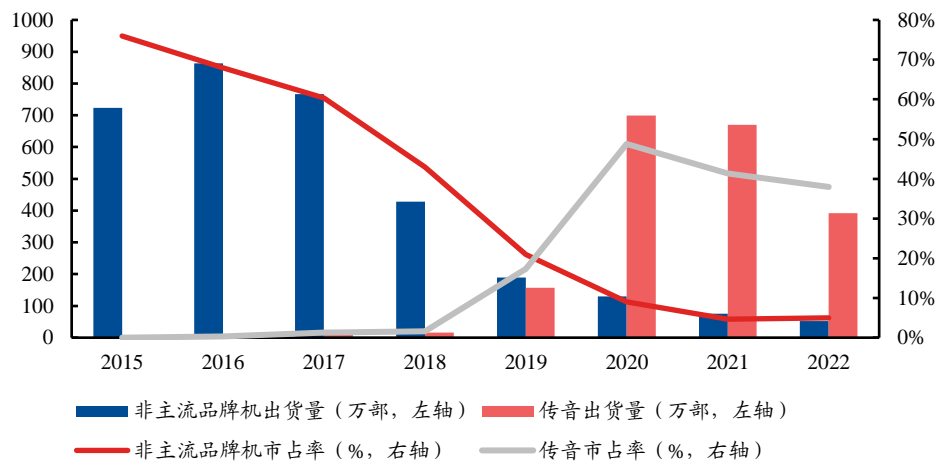
图 53、公司智能机在纯新兴市场的市占率



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

以巴基斯坦为例，公司切入后非主流品牌手机市占率骤然下降，未来公司在其他市场有望复制此路径。2016 年，公司开始进入巴基斯坦市场，此后公司智能机出货量快速增加，市占率由 2016 年的 0.27% 提高至 2022 年的 37.93%，而非主流品牌手机市占率则由 2016 年的 67.92% 下滑至 2022 年的 5.02%，伴随公司本地化布局逐渐落地，非主流品牌手机市场首当其冲。展望未来，公司进入其他新兴市场，有望依靠自身品牌和渠道等优势复刻巴基斯坦市场市占率提升逻辑。

图 54、巴基斯坦市场非主流品牌机和传音智能机出货量及市占率



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

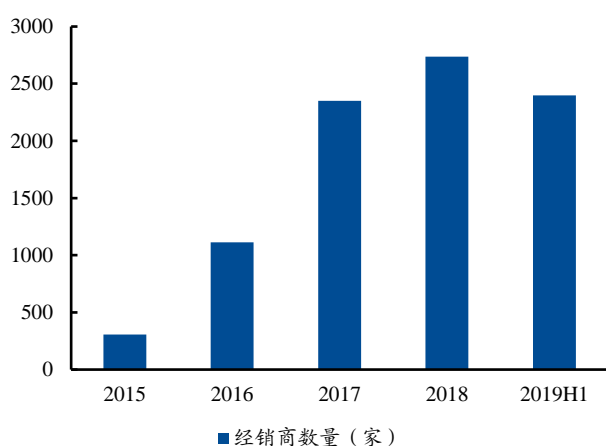
2.3、深耕本地化战略，铸就公司高渠道壁垒+产品竞争力

公司采用“本地化实施”战略，经销商团队规模庞大。根据公司招股书，公司已

在中国、埃塞俄比亚、印度和孟加拉等国家设立柔性生产基地，销售网络已覆盖尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、埃及、阿联酋（迪拜）、沙特、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、越南、孟加拉国等 70 多个国家。

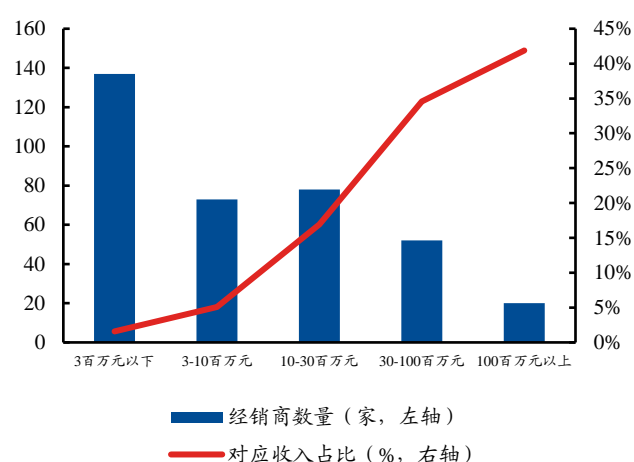
经销商“广度+深度”兼具，采用本地员工执行。公司广泛建立一级经销商渠道，同时积极协助经销商不断下沉销售渠道，从一二线区域逐渐拓展到三四五线区域，渠道渗透力度不断下沉。公司的生产、研发、采购、销售团队均包含外籍本地员工，大力采用本地员工。

图 55、公司经销商数量



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、公司在非洲地区经销商数量和营收（截至 2019 年 6 月）



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在全球有多个自主生产基地，匹配全球销售网络。根据公司招股书和公司官网，公司分别在上海、深圳和重庆建立了自主研发中心，并与尼日利亚和肯尼亚等地的研发团队紧密合作，不断进行新技术的研发。此外，公司在全球有多个自主生产基地，其中，国内分别在深圳、重庆和惠州，公司去年 3 月底宣布在江西南昌再建厂，境外生产基地则分别在埃塞俄比亚、印度和孟加拉，全球布局生产基地，一定程度上匹配了公司的全球化销售网络。

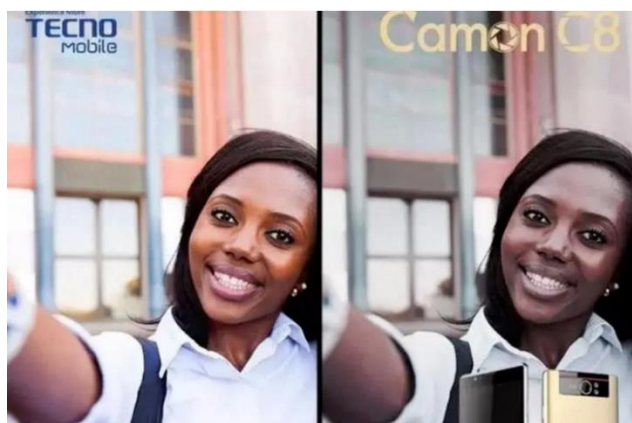
表 1、公司生产基地情况

工厂	所在地	产品类型
泰衡诺	深圳	智能机
重庆传音	重庆	智能机、功能机
埃富拓	惠州	功能机
TRANSSION MANUFACTURING PLC	埃塞	智能机、功能机
TRANSSION INDIA PRIVATE LIMITED	印度	智能机、功能机
CARLCARE TECHNOLOGY BD LIMITED	孟加拉	智能机、功能机

资料来源：公司招股说明书，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司深入研究当地用户需求，切实解决用户痛点。公司在拍照、深肤色人脸识别等领域，调研当地用户习惯和偏好，开发了人脸特征点检测、自动场景识别等多项技术。此外，虽然非洲地区运营商较分散，但通话资费仍旧极高，为避免高昂通信的支出，用户往往拥有多个手机卡，针对此问题，公司设计四卡四待机型。同时，公司针对非洲高停电率、早晚温差大、使用者手部汗液多等问题，研制了低成本高压快充技术、超长待机、环境温度检测的电流控制技术和防汗液 USB 端口等。公司深入调研所在市场的用户习惯，进行差异化设计与研发，切实解决了当地用户的痛点，大幅提高产品竞争力。

图 57、Tecno 针对深肤色人群拍照



资料来源：搜狐新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、公司四卡四待机型





资料来源：搜狐新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

相似配置和功能的手机，公司性价比优于友商。以配置类似的传音 Tecno Phantom X2 和小米的 Xiaomi 12T Pro 为例，两款手机均登陆印度市场，小米 Xiaomi 12T Pro 为\$607 起，传音 Tecno Phantom X2 售价则为\$509，价格比友商同款低 20%，性价比更高，市场竞争力更强，产品的高性价比反映公司优秀的供应链管理和成本控制能力。

表 2、传音手机性价比高于小米

机型	Tecno Phantom X2	Xiaomi 12T Pro
价格	\$509	\$607
外观	高*宽*厚: 6.48*2.86*0.35 英寸; 重 203 克	高*宽*厚: 6.42*2.99*0.34 英寸; 重 205 克
屏幕	6.8 英寸、1080*2400 像素	6.67 英寸、1220*2712 像素
芯片组	联发科 Dimensity 9000	高通骁龙 8 第一代
内存	运行内存为 8GB; 机身容量为 256GB	运行内存 8/12GB; 机身容量为 128/256GB
前置摄像头	单摄像头 32MP, f/2.5(广角); 具备 LED 闪光灯	单摄像头 20MP, f/2.2(广角), 0.8μm, 1/3.47" 传感器尺寸
后置摄像头	三摄为 64MP、13MP 及 2MP, 其中 64MP 摄像头具备光学图像稳定及 PDAF	三摄为 200MP、8MP 及 2MP, 其中 200MP 摄像头具备 0.64μm, 1/1.22" 传感器
电池	锂电 5160 毫安; 有线充电速度为 45 瓦	锂电池为 5000 毫安; 有线充电速度为 120 瓦

娱乐功能	喇叭、收音机调频	喇叭、24-bit/192kHz 音频
特征	加速度计、指南针、陀螺仪、接近传感器、屏下指纹传感器	加速度计、颜色光谱传感器、指南针、陀螺仪、接近传感器、屏下指纹传感器
发布时间	2023 年 1 月 9 日	2022 年 10 月 6 日
图示		

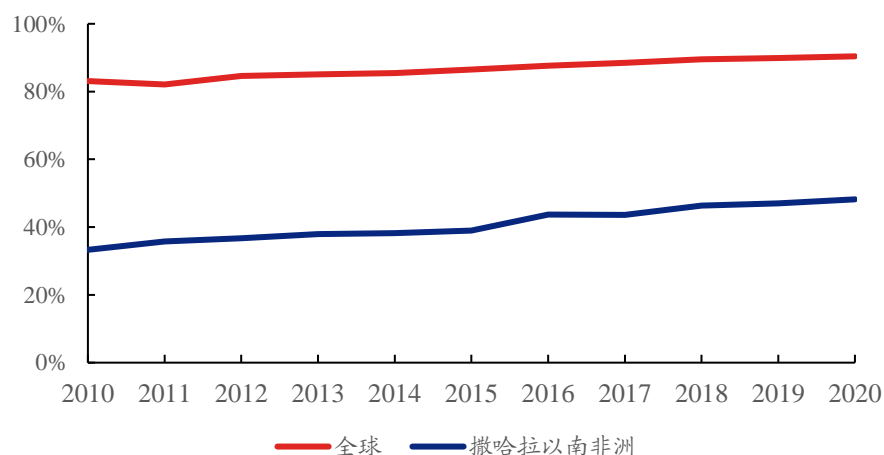
资料来源: kalvo, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、大力拓展扩品类业务，创造公司第二增长曲线

3.1、非洲家电市场容量大，公司针对本地需求不断研发新产品

非洲地区整体电力覆盖率较低,提升空间较大。根据世界银行数据,2010-2020 年,撒哈拉以南非洲地区的通电率由 33.3%提高至 48.2%,根据非洲开发银行数据,2021 年非洲通电率再度提升至 56%,增长较为迅速,但是与全球通电率相比还存在较大差距,2020 年全球通电率已达 90.4%。目前,非洲多国正积极布局可再生能源,未来随着可再生能源产业的发展,非洲地区的通电率有望进一步提高。

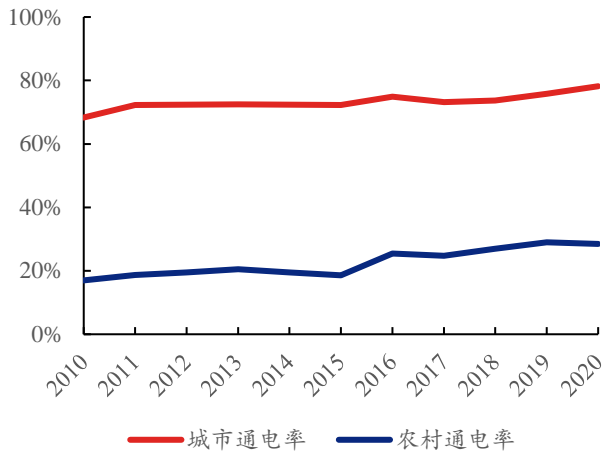
图 59、2010-2020 年全球与黑非洲通电率情况



资料来源: 世界银行, 兴业证券经济与金融研究院整理

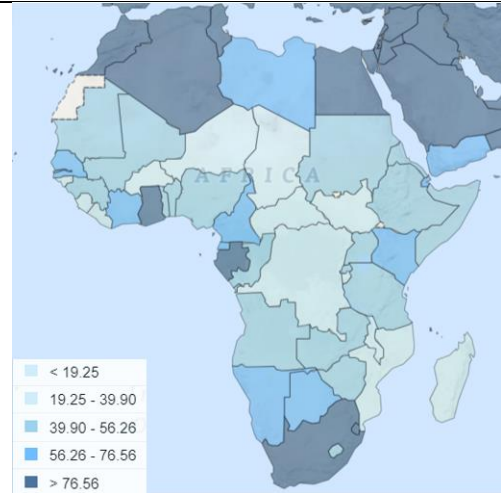
非洲各国之间通电率情况差异均较大,农村通电率显著低于城市。根据世界银行数据,撒哈拉以南非洲地区的城市和农村之间通电率情况差异较大,2020 年,城市通电率已经达到 78.18%,农村通电率仅为 28.52%。同样,非洲不同国家之间,通电率情况存在差异,如 2020 年南非通电率为 84.39%,而尼日尔为 19.25%。

图 60、黑非洲城市和农村通电率情况



资料来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

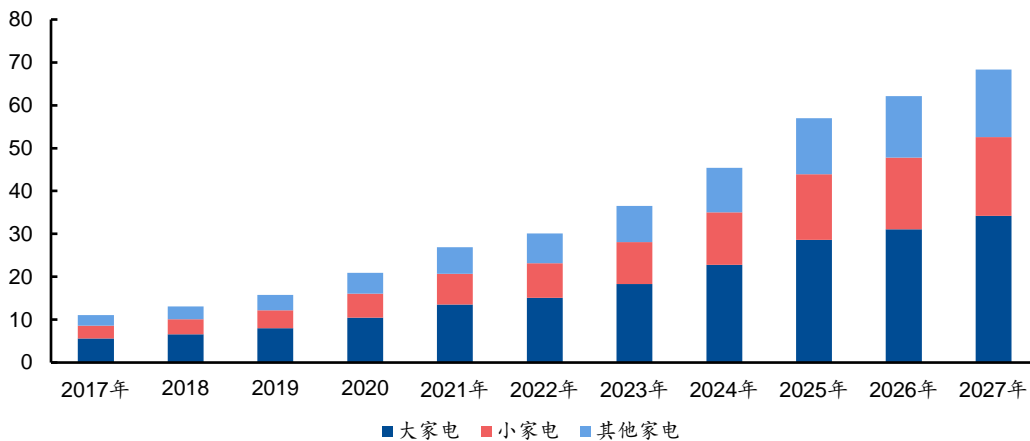
图 61、2020 年非洲地区通电率情况



资料来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

非洲家电市场规模还较小，未来增长空间大。根据统计网站 Statista，2022 年非洲家电市场规模为 30 亿美元，其中，大家电为 15.1 亿美元，小家电为 8.1 亿美元，其他家电为 6.9 亿美元，预计到 2027 年非洲家电市场规模将达到 68.4 亿美元，CAGR5 为 17.92%，增长迅速。此外，家电品牌 MOOVED 创始人徐冉曾言“非洲现在所处阶段很类似于中国的 80-90 年代，基础设施差、人口数量大、人口结构年轻、劳动力廉价”，未来非洲家电市场规模可期。

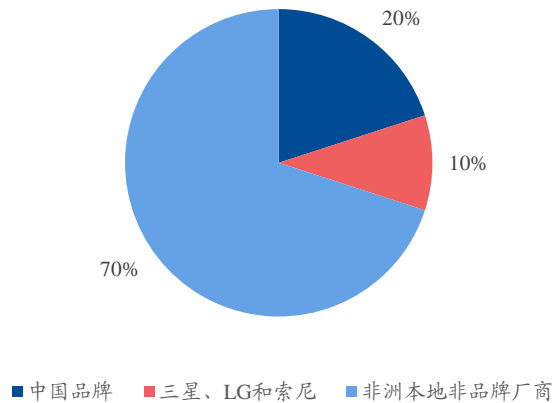
图 62、非洲家电市场规模（亿美元）



资料来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

非洲家电市场以当地非品牌厂商为主，品牌厂商仍有较大替代空间。根据《Mooved 掘金非洲》，2021 年，中国品牌在非洲家电市场中份额约 15%-20%，三星等韩系厂商占比约 10%，剩下 70%左右由当地厂商占据。因此，对于传音等品牌厂商而言，可替代空间较大。

图 63、2021 年非洲家电竞争格局



资料来源：《Mooved 掘金非洲》，兴业证券经济与金融研究院整理

公司设立家电品牌 Syinix，家用电器产品种类繁多。2015 年，公司设立 Syinix 品牌，定位为中高端家电品牌，产品主要有笔记本电脑、平板电脑、智能电视机、空调、冰箱、冰柜、洗衣机、微波炉等，致力于成为非洲市场家电品牌的领导者，目前业务已经遍及非洲 20 多个国家。公司针对非洲地区实际情况，积极进行产品的研发与创新。

图 64、公司部分家电电器产品



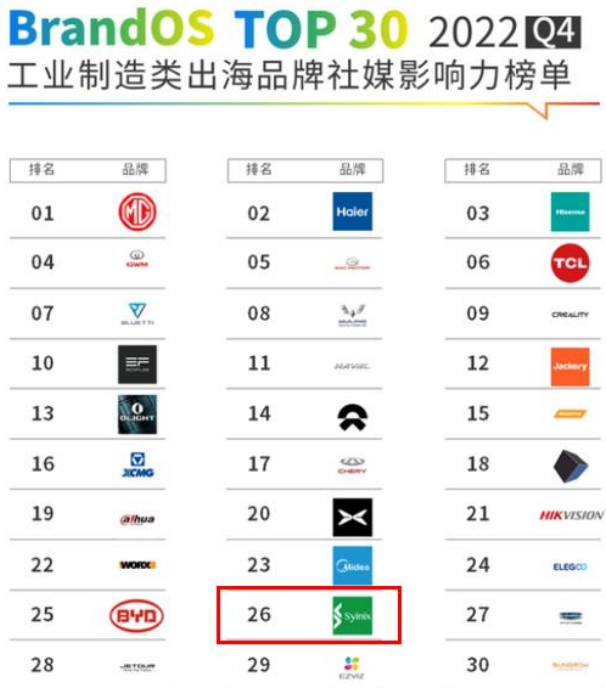
资料来源：公司官网，Syinix 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

Syinix 品牌影响力逐渐加强，itel 和 Infinix 新推家电产品丰富品类。2022 年 Q4，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

BrandOS 发布《TOP100 出海品牌社媒影响力榜单》，中国家电公司共有五家上榜，分别是海尔、海信、TCL、美的和 Syinix，其中 Syinix 位列第 26，Syinix 的品牌影响力在日益加大。目前公司手机品牌 itel 和 Infinix 也在逐步推出家电产品，itel 定位为入门级家电品牌，目前有 G 系列、L 系列和 N 系列等，借助 itel home 渠道，家电份额有望快速提升。

图 65、BrandOS TOP30 2022Q4 工业制造类出海品牌社媒影响力榜单



资料来源：BrandOS，兴业证券经济与金融研究院整理

图 66、itel 旗下的 Smart TV 产品—G 系列



G Series, TV

G5066/G5566

资料来源：itel 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

itel home 门店数量不断扩大。itel home 整合 itel 品牌高效的供应链和渠道资源，用于提供广泛的高质量 and 实惠的产品。2022 年 7 月份，公司在非洲当地开设了 50 家 itel home（其中，尼日利亚 18 家，肯尼亚 32 家），2023 年 2 月，公司在肯尼亚的 itel home 门店数已经达到 200 多家，门店数快速提升。

图 67、itel home 图示



资料来源：itel 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

延续手机“本地化战略”，针对本地需求不断研发新品。根据 Syinix 官网，约 83% 的非洲人以 banku/fufu 为主食，而这种主食难煮熟，需要耗费较多时间和人力，公司针对此情况，进行调研和分析，研制出 swallow maker，售价为 69999 尼日利亚奈拉，约为 1000 元人民币。swallow maker 目前是世界第一台 banku/fufu 自动蒸煮机，切实解决了当地人饮食痛点，省时省力，可以满足五口之家的主食需求，拥有多项技术专利，并荣获 2022 年德国“红点奖”。

图 68、非洲居民主要主食 fufu



资料来源：维基百科，兴业证券经济与金融研究院整理

图 69、Swallow Maker 图示



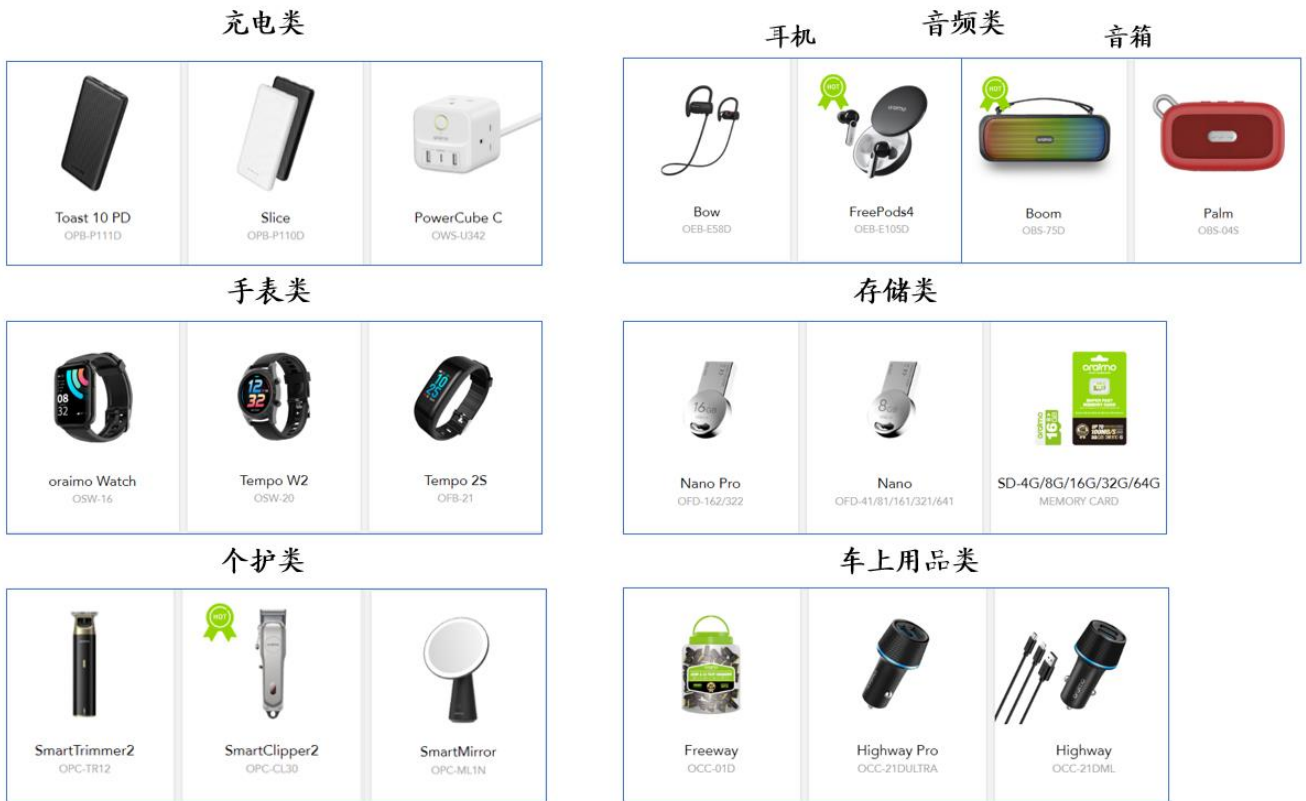
资料来源：Syinix 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、公司配件产品进军储能市场，TWS 非洲市占第一

公司设立配件品牌 Oriamo，产品种类丰富。公司于 2013 年 5 月创立 Oriamo 品牌，旗下产品主要可分为六类，分别是充电类、音频类、手表类、存储类、个护

类和车上用品类，具体包括 TWS 蓝牙耳机、智能手表、蓝牙音箱、移动电源、吸尘器等，已经覆盖非洲、南亚、东南亚、拉美等 50 多个国家或地区，用户规模庞大，超 1 亿人次，线下零售店超 10 万家，已成为非洲最大的 3C 配件品牌之一。

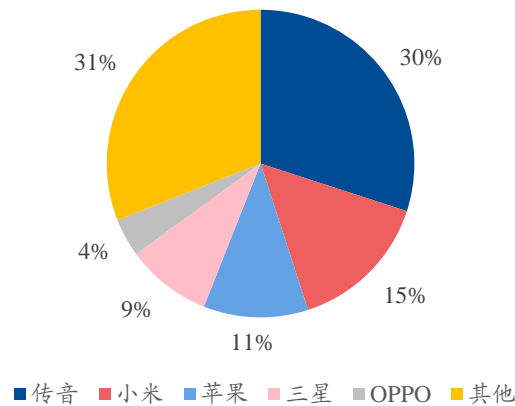
图 70、公司部分配件产品



资料来源：Oraimo 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

中东和非洲地区可穿戴设备规模增大，公司领跑非洲 TWS 耳机市场。根据 IDC 数据，2022 年，中东和非洲地区的可穿戴设备出货量为 1489 万台，同比+9.8%，市场规模为 28.6 亿美元，同比+25.4%，增长较为迅速。根据 Canalys，2022 年第三季度，传音在非洲 TWS 耳机市场中市占率达 30%，遥遥领先小米（15%）、苹果（11%）、三星（9%）和 OPPO（4%）。

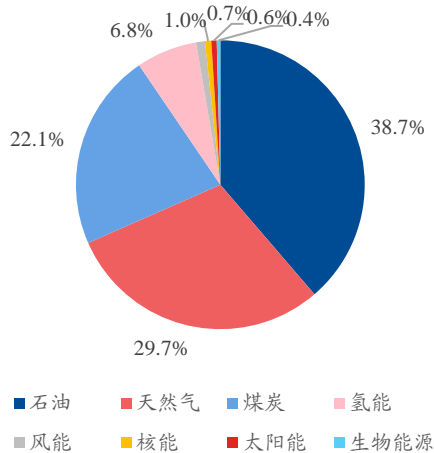
图 71、2022 年 Q3 非洲 TWS 耳机市场格局



资料来源：Canalys，兴业证券经济与金融研究院整理

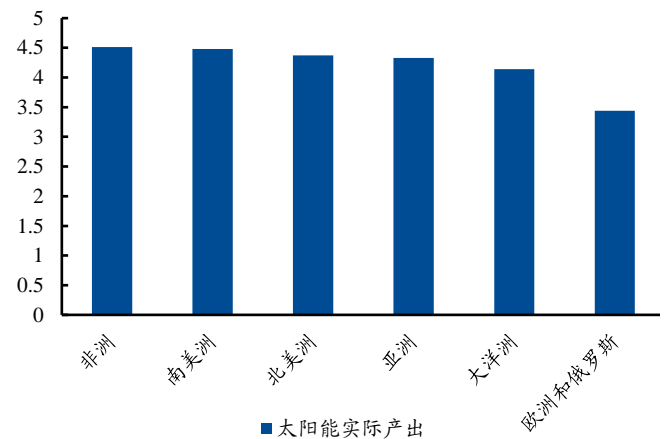
非洲地理条件优越，储能市场空间大。非洲地区基建尚未完善，通电率低+断电率高，对于储能是刚需。目前非洲能源主要为石油，但可再生能源发展潜力大。以太阳能为例，非洲东北部的东撒哈拉地区全年日照时间极长，每年约有 4300 小时的光照时间。根据国际能源署（IEA）的数据，非洲拥有世界上 60% 的太阳能资源，但光伏发电量仅为 1%。根据非洲太阳能行业协会（AFSIA），2022 年，非洲太阳能装机容量为 949MW，累计装机规模超 10GW。

图 72、2022 年非洲能源结构



资料来源：《BP energy outlook 2020》，兴业证券经济与金融研究院整理

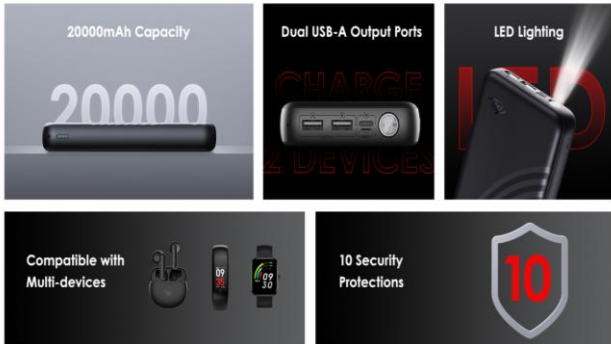
图 73、非洲太阳能潜力大（单位：kWh/kWp/day）



资料来源：世界银行《Global Solar Atlas》，兴业证券经济与金融研究院整理

itel 充电宝产品已出，口碑良好。itel 目前已经推出多款充电宝产品，充电宝相关技术较为成熟，Powerbank Star200 容量为 20000mAh，售价为 1499 卢比，约合人民币 125 元。Powerbank Star200 口碑良好，外媒评价“好用、结实、性价比高、容量大且充电速度快”，亚马逊网站上 5 星好评率为 46%。

图 74、itel 旗下充电宝 Powerbank Star200



资料来源：itel 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 75、Powerbank Star200 相关评价



资料来源：亚马逊，兴业证券经济与金融研究院整理

公司进军储能市场，已经推出移动储能产品。itel 旗下发布--移动储能产品 Solar Generator 600, 锂电池容量为 544Wh (21.6V/25.2Ah), 为用户提供 AC、DC、USB、Car Port 等多种接口, 可用于多种用途, 充电速率也快, 通过 100W 太阳能充电板在十小时内充满电, 也可用快充以 90W 在 6 小时充满电。此外, 产品还具备内置 LED 灯以应急使用。公司储能产品技术逐渐成熟, 正式进军储能市场, 未来发展可期。

图 76、移动储能产品 Solar Generator 600



资料来源：itel 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司设立了售后服务品牌 Carlcare，为旗下的手机、配件、家电产品提供全方位保障。目前公司 Carlcare 的售后服务网点已经超 2000 家（含第三方合作网点），每年服务用户数超 9000 万人次，并且公司在海外建立了 7 大售后维修中心，包括非洲、中东、东南亚、美洲等地区。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。

图 77、公司 Carlcare 门店图示



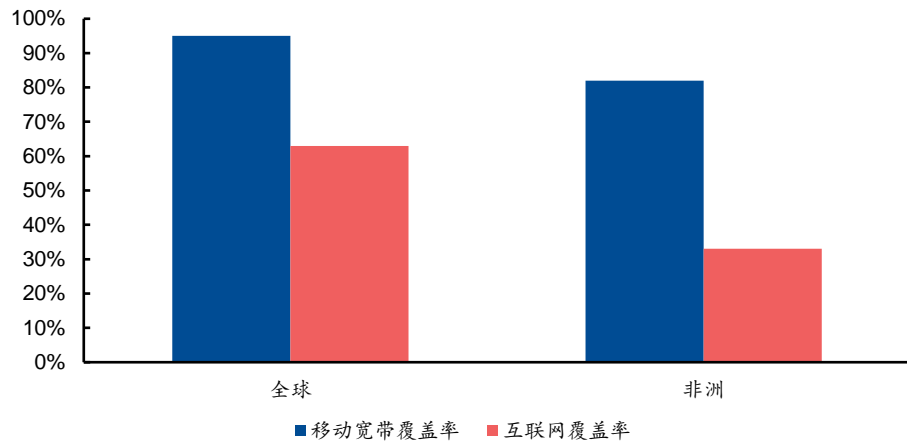
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4、积极布局移动互联产品，打造非洲移动互联生态

4.1、非洲移动互联网蓝海市场，手机高市占率助推公司产品发展

非洲互联网覆盖率还较低，移动互联网蓝海市场，与全球相比提升空间较大。目前，非洲是全球唯一一个十亿级人口以上的移动互联网蓝海市场，发展潜力大，并且跳过 PC 时代直接进入移动互联网时代。根据 ITU 数据，2021 年，全球移动宽带网络覆盖率为 95%，互联网用户的覆盖率为 63%，而非洲互联网用户的覆盖率为 33%，与全球相比差距较大，有较大的提升空间。同时，ITU 预计到 2025 年非洲的移动互联网用户将约达到 6.7 亿人次，覆盖率将达到 51%。

图 78、2021 年全球和非洲互联网覆盖率情况

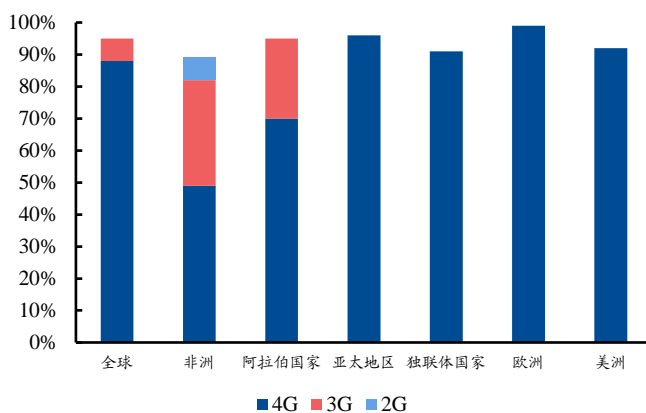


资料来源：ITU，兴业证券经济与金融研究院整理

非洲地区 4G 覆盖率远低于全球平均水平，但发展潜力强劲。根据 ITU 数据，2021 年，全球 4G 覆盖率为 88%，非洲为 49%，相差甚远，且目前非洲仍有 33% 的用户使用 3G 网络。但非洲地区发展潜能较大，根据 GSMA 发布的《2022 年撒哈拉以南非洲移动经济报告》，预计到 2030 年，非洲的 5G 用户数将超 3.4 亿人次，占比约 20%，2G 用户数量占比将下降至 2%。

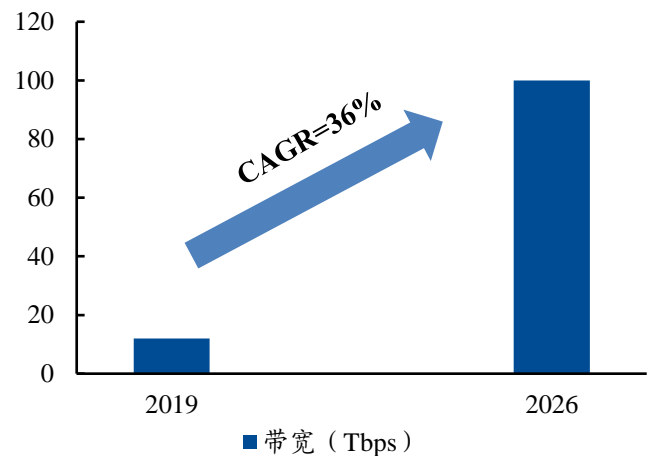
非洲地区带宽发展迅速，互联网访问质量提高有望带动使用率提高。2010-2019 年，非洲国际互联网带宽(IIB)提高了 10 倍至 120Tbps，增速较快，但与中国的 36Tbps 相比差距仍较大，国际金融公司(IFC)预测，2026 年非洲的 IIB 有望达到 100Tbps。伴随着非洲移动互联网覆盖率提高+互联网带宽发展，非洲地区的互联网使用人数有望增长迅速，进而带动移动互联市场发展。

图 79、2021 年全球各地区 4G 覆盖率情况



资料来源：ITU《Facts and Figures 2021》，兴业证券经济与金融研究院整理

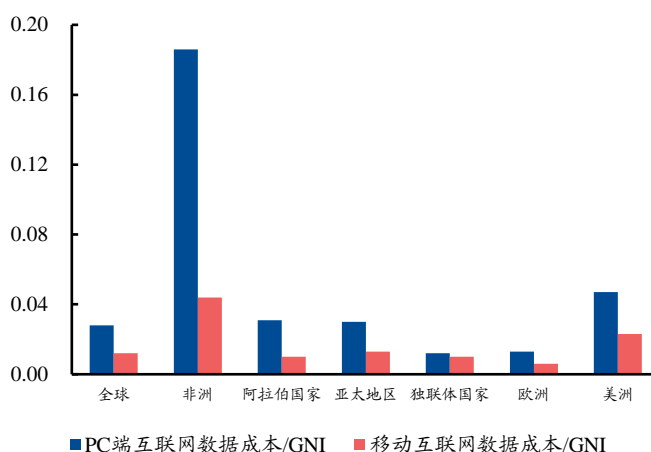
图 80、非洲国际互联网带宽发展迅速



资料来源：国际金融公司 (IFC)，兴业证券经济与金融研究院整理

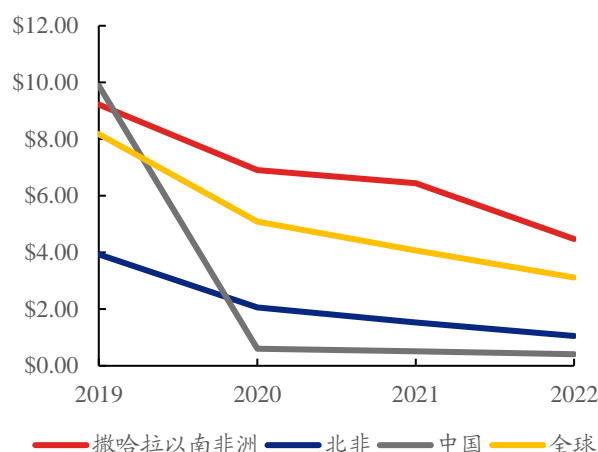
非洲互联网数据成本偏高,但移动数据成本正快速下降。根据 ITU 数据,2021 年,全球移动互联网数据成本与 GNI 之比为 0.012,非洲地区为 0.044,差距近三倍,而全球 PC 端互联网数据成本与 GNI 之比为 0.028,非洲地区为 0.186,差距扩大至近 7 倍。根据 cable.co.uk,尽管撒哈拉以南非洲的 1GB 移动数据价格仍显著高于全球平均水平,但是下降趋势明显,2019 年撒哈拉以南非洲的 1GB 移动数据平均价格为和\$9.22,2022 年已经下降至\$4.47。

图 81、2021 年全球互联网数据成本与 GNI 之比



资料来源: ITU《Facts and Figures 2021》,兴业证券经济与金融研究院整理

图 82、1GB 移动数据平均价格(美元)



资料来源: cable.co.uk,兴业证券经济与金融研究院整理

非洲跳过 PC 时代进入移动互联网时代,智能机用户手机依赖度较高。根据 DataSpark,2022 年,非洲人均每天使用手机时长超 4 小时,根据 App Annie,2021 年全球使用时长排名前 10 位的移动市场平均每天使用手机 4.8 小时,中国用户平均每天使用手机 3.3 小时。非洲智能机用户手机日均使用时间较长,随着智能机渗透率提升+互联网覆盖率提高,非洲移动互联网业务发展空间大。

传音在非洲智能机市场市占率断层式领先,高份额助推公司在移动互联网发展中抢占先机。公司在非洲智能机市场市占率遥遥领先,智能机本身是移动互联网最重要的流量入口,随着非洲移动网络基站设备不断完善+流量资费价格下滑等,公司移动互联网业务未来可期。

4.2、互联网业务体内体外双管齐下,收入增长可期

公司域内和域外同时布局,移动互联业务收入增长可期。公司旗下手机品牌均搭载了基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统,包括 HiOS、itelOS 和 XOS。公司体内业务主要通过传音 OS 系统进行应用预装、应用分发、广告展示来实现营收,体外业务则通过多款独立 APP 来形成自流量聚集,进而变现。

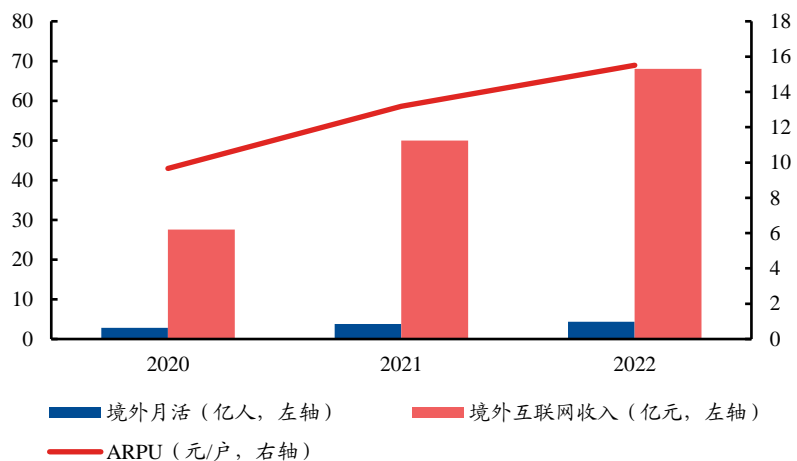
图 83、公司移动互联网业务全域布局



资料来源：扬帆出海公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

公司移动互联网业务收入体量较小，提升空间大。目前公司移动互联网收入并在其他主营业务收入中，2022年，公司其他主营业务收入占比为7.32%，考虑到里面还有家电和数码配件业务，互联网收入体量较小。参考小米集团-W（以下简称“小米”）境外互联网业务，2020-2022年，小米的境外互联网业务收入和ARPU值逐步提高，2020年，境外互联网收入为28亿元，ARPU值为9.66元/户，2022年为68亿元，ARPU值为15.51元/户，复合年均增速为26.7%。传音目前移动互联网业务收入体量小，且ARPU值较低，提高空间大。

图 84、小米集团-W 境外互联网业务收入及 ARPU 值情况

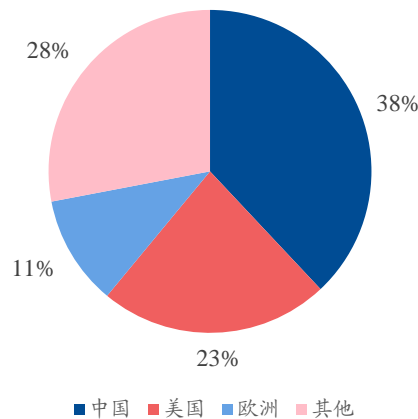


资料来源：小米集团-W 财报，兴业证券经济与金融研究院整理

非洲移动应用开发者生态愈加丰富，中国开发者领跑市场。2022年非洲移动应用

开发者中，来自中国的开发者占比为 38%，其次是美国和欧洲开发者，分别占比 23%和 11%，中国开发者领跑市场。在中国开发者中，头部公司包括 transsnet MORE 等，transsnet MORE 是传音控股与香港网易互娱共同设立的传易互联的下设子公司。传音在非洲移动应用布局深远，静待市场爆发。

图 85、中国开发者领跑非洲移动应用开发者市场



资料来源：《DataSparkle-2023 非洲移动应用市场格局之变》，兴业证券经济与金融研究院整理

公司引入百度前高级副总裁向总，补强公司软件人才。公司在非洲智能机市占率极高，硬件发展强劲，而向总在软件方面经验丰富，擅长营销、用户变现，向总在百度负责的搜索业务曾贡献过百度超七成的营收，超强的变现能力受百度多位人士认可，此次强强联合，有望带动公司移动互联业务进入新的发展阶段。

公司有多款头部的独立 APP，与国内互联网巨头携手出海。目前公司和国内互联网巨头合作，旗下多个非洲头部 APP，主要有：音乐类软件 Boomplay、新闻聚合类软件 Scooper、内容分发类软件 Phoenix、支付类软件 Palmpay、短视频类软件 Vskit 等。公司多赛道布局，可以将一个手机用户裂变为多个移动互联网用户，并借助国内互联网巨头之力，静待非洲移动互联市场爆发。

Boomplay: 截至 2022 年底，Boomplay 在全球范围内拥有月活用户 6800 万，曲库规模超 9000 万首，平台艺人达 750 万，与环球音乐、华纳音乐、索尼音乐全球三大唱片公司达成合作，是非洲领先的音乐流媒体平台。

Scooper: 截至 2022 年底，月活跃用户数约 5550 万，进入 9 个国家市场开展运营，已经和超过 200 家的专业媒体机构达成合作。

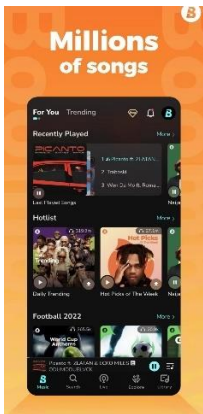

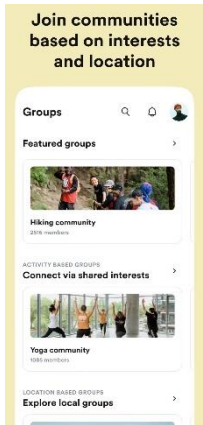
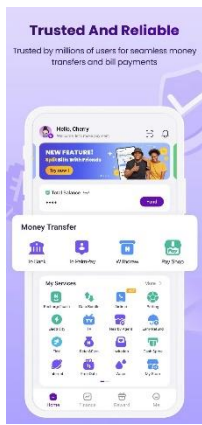

Phoenix: 截至 2022 年底，月活跃用户数约 1.2 亿，非洲用户规模领先的综合内容分发平台，Appstore 下载量累计超过 4 亿。

Palmpay: 截至 2022 年 10 月，PalmPay 用户数量突破 1500 万，服务商户数量超 20 万,每日处理数百万笔交易，年处理交易金额超百亿美元。

Vskit: 截至 2021 年 6 月，月活用户达 3000 万，创作者遍布非洲 40 多个国家和

地区，是撒哈拉以南非洲地区第一大短视频娱乐社交产品，结合当地实情，为非洲用户定制了“黑人专属美颜”、“非洲定制化美妆”、“非洲本土特效”等功能。











表 3、公司部分独立 APP 情况

APP 名称	Boomplay	Scooper	Phoenix	Palmpay	Vskit
APP 性质	音乐类，与网易合作	新闻聚合类	内容分发类，与腾讯合作	支付类	短视频类，与网易合作
APP 图示					

资料来源：公司官网，公司公告，APP STORE 应用商店，兴业证券经济与金融研究院整理











Boomplay 已是非洲音乐 APP 龙头，Palmpay 发展迅速。《2022 年非洲移动应用音乐与音频类年度用户使用排行榜》中，Boomplay 位列非洲第一，并且在多个国家中同样排名第一，包括肯尼亚、尼日利亚和南非等。《2022 年非洲移动应用财务类年度用户使用排行榜》中，Palmpay 位列第三，并在尼日利亚中排名第一，2019 年 6 月成立，2 年时间发展迅速，正逐渐朝非洲最大的金融服务平台迈进。

图 86、《2022 年非洲移动应用音乐与音频类年度用户使用排行榜》

排名	非洲
1	 Boomplay: Music Downloader
2	 YouTube Music
3	 Musix - Play&Share Pop Music
4	 Spotify: Music and Podcasts
5	 Music Player &MP3- Lark Player
6	 Music player
7	 Shazam: Music Discovery
8	 Audiomack: Music Downloader
9	 Music Player & MP3 Player
10	 SoundCloud: Play Music & Songs

资料来源:《DataSparkle-2023 非洲移动应用市场格局之变》, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 87、《2022 年非洲移动应用财务类年度用户使用排行榜》

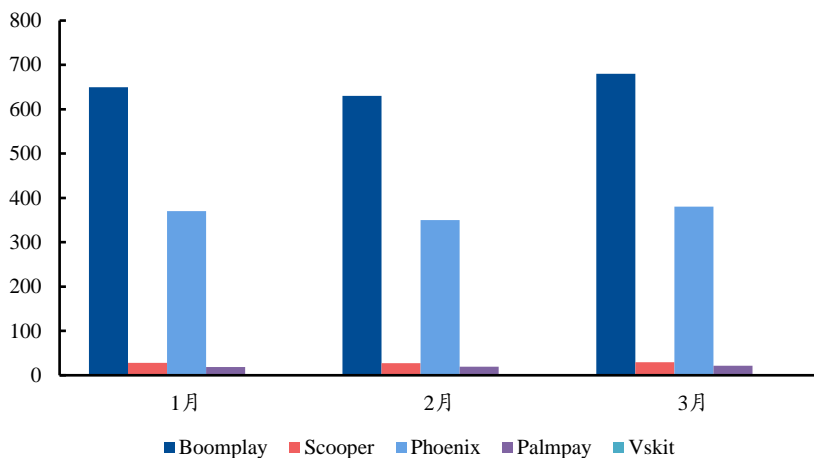
排名	非洲
1	 Wave - Mobile Money
2	 Copitec Bank
3	 PalmPay - Transfers, Bills
4	 OPay
5	 FirstMobile
6	 Access More
7	 Palmcredit-instant loan online
8	 UBA Mobile Banking
9	 Trust: Crypto & Bitcoin Wallet
10	 M-PESA

资料来源:《DataSparkle-2023 非洲移动应用市场格局之变》, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司移动互联网业务深耕本地化，匹配用户实际需求。1) 非洲网络环境差+流量资费贵，公司产品力争省流量以及在弱网环境下提供流畅体验等，比如产品的包体更小，图片分辨率根据网络环境优化等；2) 非洲用户在本地语言、教育程度、文化习惯等存在差异，公司产品注重多语言覆盖等，例如，非洲用户受教育水平不一，公司产品会采用更多图形、更少文字；3) 针对非洲用户的文化习俗推送相关的内容，如非洲人民热爱足球和音乐，公司内容资讯类 APP 会及时推送、精细运营。

目前各独立 APP 发展态势良好，月活人次+点击量不断增加。截至 2021 年上半年，公司已有超过 10 款自主或合作开发的 APP 月活用户数破千万，且各 APP 的月活人次仍在持续增加，同时公司各 APP 的月点击量也较为不错。非洲用户多为初次互联网使用者，可塑性较强，针对其实际需求，公司提前卡位，增强用户黏性。

图 88、2023 年部分独立 APP 月点击量（单位：万次）



资料来源：similarweb，兴业证券经济与金融研究院整理

公司移动互联业务发展潜力较大。2022 年 3 月，AppsFlyer 发布《广告平台综合表现报告第十四版》，其中显示，传音移动互联表现优异，位居全球增长指数榜单第 2 位。此外，公司在全球留存指数实力榜单排名第 6，规模榜单排名第 9，而在非洲留存指数规模榜单与实力榜单均位列第三，仅次于 Google 和 Meta。

图 89、AppsFlyer 增长指数榜单



资料来源：AppsFlyer，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与投资建议

考虑到公司前期去库存拖累业绩，我们略微下修公司的盈利预测。预计公司 2023/2024/2025 年的营业总收入分别为 574.99、681.48 和 815.60 亿元，同比+23.4%、+18.5%和+19.7%，预计归母净利润分别为 36.79、45.94 和 57.10 亿元，同比+48.1%、+24.9%和+24.3%，对应 2023 年 4 月 26 日收盘价的 PE 分别为 20.9、16.7 和 13.4 倍，维持“增持”评级。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 4、公司各业务拆分情况 (单位: 亿元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	465.96	574.99	681.48	815.60
YOY	-6.17%	23.40%	18.52%	19.68%
归母净利润	24.84	36.79	45.94	57.10
YOY	-36.46%	48.14%	24.87%	24.27%
智能机				
收入	366.19	455.41	530.88	614.05
YOY	-7.33%	24.36%	16.57%	15.67%
毛利率	19.60%	25.22%	25.04%	24.84%
功能机				
收入	59.00	57.00	54.15	51.44
YOY	-14.52%	-3.39%	-5.00%	-5.00%
毛利率	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
扩品类业务				
收入	25.96	42.35	67.77	107.29
YOY	45.94%	63.16%	60.00%	58.31%
毛利率	21.29%	22.74%	23.43%	23.42%
移动互联业务				
收入	8.09	13.23	21.68	35.82
YOY	57.48%	63.43%	63.89%	65.23%
毛利率	66.60%	70.00%	70.00%	70.00%
其他业务				
收入	6.72	7.00	7.00	7.00
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

传音控股是消费电子品牌公司, 选取 A 股上市的安克创新、漫步者和极米科技作为可比公司, 考虑到公司正积极开拓新兴市场, 品牌优势不断显现, 且公司扩品类+移动互联网业务发展速度较快, 给予公司一定的估值溢价。

表 5、可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE	
				2022A	2023E	2024E	2023E	2024E
300866.SZ	安克创新	60.68	246.62	2.81	3.43	4.16	17.7	14.6
002351.SZ	漫步者	18.58	165.20	0.28	0.35	0.45	53.6	41.7
688696.SH	极米科技	176.20	123.34	11.30	8.82	10.77	20.0	16.4
			平均 PE				30.4	24.2
688036.SH	传音控股	95.50	767.77	3.09	4.58	5.71	20.9	16.7

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理（安克创新和传音控股采用兴业证券相关研究报告，其他公司估值引用wind一致预测，收盘价日期为 2023.4.26）

6、风险提示

1.市场竞争加剧

公司目前收入主要贡献来源仍为手机业务，若未来公司所在市场，竞争加剧，可能导致公司出货量不及预期。

2.新兴市场拓展不及预期

公司未来将大力开拓新兴市场，若公司开拓进度不及预期，市占率提升进度可能受阻，影响公司收入和利润。

3.通胀加剧和美元加息

目前全球通货膨胀率仍未显著改善，叠加美元存在加息可能性，若未来情况进一步恶化，会影响公司所在市场的消费力水平，进而影响公司收入。

（注：传音控股为兴业证券科创板做市公司）

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	25410	32239	38158	44922
货币资金	9215	14567	18110	22465
交易性金融资产	7622	6225	6743	6717
应收票据及应收账款	1287	1680	1978	2385
预付款项	183	219	252	306
存货	6084	8066	9416	11150
其他	1018	1481	1660	1899
非流动资产	5437	4589	4440	4206
长期股权投资	448	387	403	405
固定资产	822	1478	1670	1631
在建工程	1586	793	396	198
无形资产	470	439	391	347
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	25	2	-23	-48
其他	2086	1492	1604	1674
资产总计	30846	36828	42599	49128
流动负债	11386	15832	18174	20725
短期借款	1235	923	1000	1042
应付票据及应付账款	8058	12958	15178	17662
其他	2093	1951	1996	2021
非流动负债	3596	2950	3192	3333
长期借款	250	327	413	507
其他	3346	2623	2779	2827
负债合计	14982	18782	21366	24059
股本	804	804	804	804
资本公积	6026	6026	6026	6026
未分配利润	8455	10522	13527	17129
少数股东权益	46	45	42	39
股东权益合计	15865	18046	21232	25069
负债及权益合计	30846	36828	42599	49128

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2484	3679	4594	5710
折旧和摊销	167	180	247	280
资产减值准备	245	73	73	96
资产处置损失	0	-1	-1	-1
公允价值变动损失	71	-155	-161	-163
财务费用	-24	42	128	255
投资损失	85	48	52	71
少数股东损益	-17	-1	-3	-3
营运资金的变动	-1282	1528	406	30
经营活动产生现金流量	1979	5227	5403	6265
投资活动产生现金流量	-2032	1918	-495	77
融资活动产生现金流量	-815	-1793	-1365	-1987
现金净变动	-733	5352	3543	4355
现金的期初余额	9380	9215	14567	18110
现金的期末余额	8646	14567	18110	22465

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	46596	57499	68148	81560
营业成本	36659	44855	53006	63176
税金及附加	123	126	143	163
销售费用	3622	4301	4934	5832
管理费用	1268	1524	1772	2039
研发费用	2078	2478	2876	3409
财务费用	-128	42	128	255
其他收益	460	452	461	448
投资收益	-85	-48	-52	-71
公允价值变动收益	-71	155	161	163
信用减值损失	-50	-17	-25	-30
资产减值损失	-195	-180	-180	-182
资产处置收益	-0	1	1	1
营业利润	3032	4535	5654	7016
营业外收入	4	9	7	7
营业外支出	42	52	55	52
利润总额	2993	4492	5607	6971
所得税	527	814	1017	1264
净利润	2467	3677	4591	5707
少数股东损益	-17	-1	-3	-3
归属母公司净利润	2484	3679	4594	5710
EPS(元)	3.09	4.58	5.71	7.10

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-5.7%	23.4%	18.5%	19.7%
营业利润增长率	-37.2%	49.6%	24.7%	24.1%
归母净利润增长率	-36.5%	48.1%	24.9%	24.3%
盈利能力				
毛利率	21.3%	22.0%	22.2%	22.5%
归母净利率	5.3%	6.4%	6.7%	7.0%
ROE	15.7%	20.4%	21.7%	22.8%
偿债能力				
资产负债率	48.6%	51.0%	50.2%	49.0%
流动比率	2.23	2.04	2.10	2.17
速动比率	1.70	1.53	1.58	1.63
营运能力				
资产周转率	149.6%	169.9%	171.6%	177.8%
应收帐款周转率	3320.2%	3600.6%	3593.6%	3604.1%
存货周转率	521.3%	614.4%	587.9%	595.7%
每股资料(元)				
每股收益	3.09	4.58	5.71	7.10
每股经营现金	2.46	6.50	6.72	7.79
每股净资产	19.68	22.39	26.36	31.13
估值比率(倍)				
PE	30.9	20.9	16.7	13.4
PB	4.9	4.3	3.6	3.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn