

传音控股 (688036.SH)

全球新兴市场智能手机龙头，远期成长空间广阔

传音控股是全球新兴市场智能手机龙头。传音控股主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。公司创立了 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场国家。IDC 数据显示，2023 年传音以 0.949 亿智能机出货量占据了全球智能机市场 8.1% 的市场份额跻身全球前五。通过复盘公司发展可以看出，受益于新兴市场人口红利带来的需求拉动，公司走出了较好的成长趋势，同时通过品牌高端化和新市场开拓战略，中高端品牌 TECNO 和 Infinix 出货量占比持续提升，带动公司营收结构改善。

新市场需求持续向好，公司远期出货量目标空间广阔。受益于新兴市场人口红利、经济发展以及手机和智能手机渗透率的提升，公司下游需求持续旺盛。当前公司在非洲、孟加拉和巴基斯坦等地区市占率稳居高位，通过持续推动新市场开拓战略，在拉美、东南亚、中东和中东欧等新市场的市占率快速提升。IDC 数据显示，2024Q1，公司智能手机出货量为 2850 万部，位居全球第四。当前，传音覆盖全球 50% 以上的智能手机市场，我们测算，可触达全球 6 亿部智能手机市场，预计远期智能机出货量目标为 2 亿部。公司凭借在产品、渠道和运营端的积累的核心竞争力使其可以把握海外新兴市场需求，持续推动公司国际化、全球化。

高端化战略和新业务布局打开公司长期成长空间。传音通过深耕新兴市场的中低端需求构建了核心竞争壁垒，同时，公司也在积极推动高端化战略，2023 年，公司在折叠屏市场积极尝试，未来有望凭借 AI 手机的浪潮和公司现有品牌分层战略进一步推动产品高端化，同时新市场开拓战略也将进一步提升高价位端占比，带动公司 ASP 稳步提升。此外，公司凭借在手机市场建立的竞争优势，积极推动扩品类和移动互联新业务，这两块业务还处于布局早期，但未来有望随着新兴市场经济发展，为公司贡献长期业绩增量。

投资建议：传音控股作为全球新兴市场智能手机龙头，在传统优势市场竞争壁垒深厚、市占率稳居高位，在新市场加大开拓力度，市占率不断提升。同时公司积极推进高端化战略，推进扩品类和移动互联业务，未来有望充分享受新兴市场的人口红利和经济发展，预计 2024-2026 年分别实现营收 728、850、991 亿元，同比增速为 16.9%、16.7%和 16.6%，实现归母净利润为 56.87、67.94、82.06 亿元，对应 PE 分别为 16.7X/13.9X/11.5X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新兴市场发展及下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；上游原材料价格波动风险；境外经营及境外子公司管控风险；市场空间测算偏差风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	466	623	728	850	991
增长率 yoy (%)	-5.7	33.7	16.9	16.7	16.6
归母净利润 (亿元)	25	55	57	68	82
增长率 yoy (%)	-36.5	122.9	2.7	19.5	20.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.20	4.90	5.04	6.02	7.27
净资产收益率 (%)	15.7	30.7	27.3	28.5	29.8
P/E (倍)	38.1	17.1	16.7	13.9	11.5
P/B (倍)	6.0	5.2	4.6	4.0	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 08 月 27 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	消费电子
08 月 27 日收盘价 (元)	83.88
总市值 (百万元)	94,716.56
总股本 (百万股)	1,129.19
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	5.70

股价走势



作者

分析师	葛星甫
执业证书编号:	S0680524040003
邮箱:	gexingfu@gszq.com
分析师	王硕
执业证书编号:	S0680524040004
邮箱:	wangshuo@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	254	401	422	496	585
现金	92	126	137	189	250
应收票据及应收账款	13	20	21	25	30
其他应收款	6	9	11	12	15
预付账款	2	2	3	3	4
存货	61	104	110	128	148
其他流动资产	80	140	139	139	138
非流动资产	54	60	66	68	68
长期投资	4	4	5	5	5
固定资产	8	31	38	46	53
无形资产	5	5	5	5	6
其他非流动资产	37	20	18	11	4
资产总计	308	461	488	564	653
流动负债	114	239	236	281	332
短期借款	12	15	17	19	21
应付票据及应付账款	81	191	184	220	263
其他流动负债	21	32	36	42	48
非流动负债	36	40	42	42	42
长期借款	3	2	2	2	2
其他非流动负债	33	38	40	40	40
负债合计	150	279	279	323	374
少数股东权益	0	1	2	2	3
股本	8	8	11	11	11
资本公积	60	66	64	64	64
留存收益	89	106	131	162	199
归属母公司股东权益	158	181	208	239	276
负债和股东权益	308	461	488	564	653

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20	119	46	93	111
净利润	25	56	57	68	83
折旧摊销	3	3	6	7	9
财务费用	0	1	0	0	0
投资损失	1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-11	59	-17	17	18
其他经营现金流	3	2	1	3	4
投资活动现金流	-20	-61	-9	-7	-6
资本支出	-8	-8	-9	-9	-9
长期投资	-13	-56	0	0	0
其他投资现金流	1	3	1	2	2
筹资活动现金流	-8	-34	-26	-35	-43
短期借款	2	3	2	2	2
长期借款	3	0	0	0	0
普通股增加	0	0	3	0	0
资本公积增加	4	6	-2	0	0
其他筹资现金流	-17	-42	-30	-37	-45
现金净增加额	-7	24	11	51	62

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	466	623	728	850	991
营业成本	367	471	565	657	765
营业税金及附加	1	2	3	3	3
营业费用	36	49	55	64	73
管理费用	13	15	17	20	23
研发费用	21	23	25	30	34
财务费用	-1	-2	-3	-3	-4
资产减值损失	-2	-2	-2	-3	-3
其他收益	5	4	4	5	5
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1	-1
投资净收益	-1	2	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	30	67	69	83	100
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	30	67	69	83	100
所得税	5	11	12	14	17
净利润	25	56	57	68	83
少数股东损益	0	1	0	1	1
归属母公司净利润	25	55	57	68	82
EBITDA	33	68	72	87	105
EPS (元/股)	2.20	4.90	5.04	6.02	7.27

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-5.7	33.7	16.9	16.7	16.6
营业利润(%)	-37.2	122.5	2.2	19.7	21.1
归属母公司净利润(%)	-36.5	122.9	2.7	19.5	20.8
获利能力					
毛利率(%)	21.3	24.5	22.4	22.7	22.8
净利率(%)	5.3	8.9	7.8	8.0	8.3
ROE(%)	15.7	30.7	27.3	28.5	29.8
ROIC(%)	14.4	26.2	23.6	24.8	25.9
偿债能力					
资产负债率(%)	48.6	60.6	57.0	57.3	57.3
净负债比率(%)	-47.3	-56.9	-53.8	-67.3	-79.6
流动比率	2.2	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.6	1.2	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	37.0	38.3	35.6	36.6	36.2
应付账款周转率	5.0	4.7	4.1	4.4	4.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.20	4.90	5.04	6.02	7.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	10.53	4.04	8.25	9.85
每股净资产(最新摊薄)	14.01	15.99	18.42	21.13	24.40
估值比率					
P/E	38.1	17.1	16.7	13.9	11.5
P/B	6.0	5.2	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	17.0	15.0	11.6	9.0	6.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年08月27日收盘价

内容目录

1. 传音控股：全球新兴市场智能手机龙头	6
1.1 智能手机行业龙头全面布局新兴市场	6
1.2 公司发展历程：不断突破、持续开拓新市场	7
1.2.1 拓荒非洲力压三星（公司成立-2019 年）	7
1.2.2 开拓南亚直面竞争（2016-2021 年）	9
1.2.3 继续开拓新市场，推动公司逆势增长（2021 年至今）	10
1.3 营收结构持续改善，短期波动不改长期成长	10
1.3.1 中高端占比不断提升，营收结构持续改善	10
1.3.2 经营质地：植根新兴市场，持续推动公司成长	12
2. 新兴市场需求持续向好	14
2.1 新兴市场需求潜力广阔	14
2.1.1 人口红利持续释放	14
2.1.2 资源优势明显，城市化进程加快	15
2.1.3 中非、中拉经贸合作日益加深	16
2.1.4 自贸区、电商市场持续提供发展动力	17
2.1.5 智能手机在新兴市场仍有增量空间	18
2.2 经营现状分析：传统优势市场市稳居高位，新市场快速开拓	20
2.2.1 非洲地区：高市占率带来稳定利润	20
2.2.2 南亚地区：孟巴稳定，印度持续提升	20
2.2.3 新市场：品牌势能不断提升，出货量高增	21
2.3 市场空间分析：公司远期稳态年度出货量有望达 2 亿部	24
2.3.1 触达全球 6 亿部智能手机市场	24
2.3.2 远期出货量目标或将达到 2 亿部	25
2.3.3 低端智能手机市场竞争或有放松趋势，传音市占率有望进一步提升	26
2.4 产品+渠道+运营，构建公司核心能力	26
2.4.1 产品：战略+能力构建本地化竞争壁垒	26
2.4.2 渠道：坚持渠道下沉战略，自身掌握分销能力	27
2.4.3 运营：全球化视角，本地化运营	28
3. 高端化和新业务，打开长期成长空间	29
3.1 布局折叠屏+AIOS，持续推动品牌高端化	29
3.1.1 高端化折叠屏小试牛刀，AI+多品牌矩阵带来破局机会	29
3.1.2 非洲外智能手机市场均价较高，高端化+新市场推动产品结构升级	31
3.2 拓品类：拓展重点产品赛道，聚焦核心区域份额突破	32
3.2.1 十亿人口规模市场等待放量，家电、储能双向布局	32
3.2.2 3C：渠道复用推动带来快速增长	33
3.3 移动互联业务：体内体外协同布局，迎接非洲移动互联时代	33
3.3.1 非洲跨越 PC，进入移动互联网	34
3.3.2 公司体内体外协同布局，兼顾短期变现和长期发展	34
4. 盈利预测	36
5. 风险提示	37

图表目录

图表 1：传音控股业务布局	6
图表 2：传音控股手机品牌矩阵	6
图表 3：传音控股股权结构图（截止 2024 年 5 月）	6
图表 4：公司核心管理团队简介	7
图表 5：全球智能手机出货量变动（2007-2019 年）	8
图表 6：部分新兴市场手机出货量情况（2011-2018 年）	8
图表 7：前期三星在中东和非洲智能手机市场优势明显	8
图表 8：非洲手机市占率变动（2016-2018 年）	8
图表 9：公司营收变动（2016-2019 年）	9

图表 10: 公司利润变动 (2016-2019 年)	9
图表 11: 全球智能手机市占率变化 (2016Q4、2021Q4)	9
图表 12: 印度智能手机市场市占率变动 (2016Q4、2021Q4)	9
图表 13: 全球智能手机出货量	10
图表 14: 公司 2023 年在重点市场取得市占率快速提升	10
图表 15: 2016-2019H1 公司智能机分品牌出货情况 (万部、%)	11
图表 16: 2016-2019H1 公司非洲外智能机分品牌出货情况 (万部、%)	11
图表 17: itel 功能机下游区域分布 (万部)	11
图表 18: itel 智能机下游区域分布 (万部)	11
图表 19: 2016-2019H1 传音 Infinix 分地区销售情况	12
图表 20: 2016-2019H1 传音 TECNO 分地区销售情况	12
图表 21: 传音控股单季度营收和归母净利润情况 (亿元)	13
图表 22: 公司盈利能力变动 (2018Q4-2024Q1)	13
图表 23: 2021 年上半年原材料价格快速上涨 (美元)	13
图表 24: 公司会计政策变更公告 (公告编号: 2022-007)	14
图表 25: 传音控股分地区营收和毛利率情况 (2018 年-2023 年)	14
图表 26: 联合国区域人口预测 (十亿, 2015-2100 年)	15
图表 27: 世界年轻人口所占比重分布 (2015 年)	15
图表 28: 拉美地区人口平均年龄为 31 岁	15
图表 29: 城镇化率比较 (非洲)	16
图表 30: 制造业比重和城镇化率 (拉美)	16
图表 31: 对中国的喜爱程度 (百分比)	17
图表 32: 中非、美非贸易额比较	17
图表 33: 拉美主要合作伙伴 (百分比)	17
图表 34: 电商交易额年复合增速	18
图表 35: 拉丁美洲市场潜力广阔	18
图表 36: 各地区手机渗透率及展望	18
图表 37: 各地区智能手机渗透率及展望	18
图表 38: 分地区移动通信技术构成 (2022 年)	19
图表 39: 分地区移动通信技术构成预测 (2030 年)	19
图表 40: 全球流量资费情况	19
图表 41: 非洲地区智能手机市场份额 (2021-2023)	20
图表 42: 分地区毛利率情况 (2019-2023 年)	20
图表 43: 传音在南亚三国智能手机市场的市占率变动	20
图表 44: 印度智能手机市场格局 (2022、2023 年)	21
图表 45: 传音在印度智能手机市场实现较快增长	21
图表 46: 东南亚地区智能手机出货量持续反弹	21
图表 47: 2023 年东南亚 5 国智能手机市占率变动	22
图表 48: 2024Q1 东南亚 5 国智能手机市占率	22
图表 49: 中东地区智能手机出货量	22
图表 50: 中东地区智能手机市占率变动	23
图表 51: 2024Q1 中东地区各国智能手机市占率	23
图表 52: 欧洲地区智能手机市场相对稳定	23
图表 53: 欧洲市场两级分化严重	23
图表 54: 拉美地区智能手机市场规模	24
图表 55: 拉美地区智能手机竞争格局	24
图表 56: IDC 全球智能手机出货量和预测	24
图表 57: canalys 全球智能手机出货量和预测	24
图表 58: 新兴市场在全球智能手机市场的占比提升	25
图表 59: 非洲智能手机出货量	25
图表 60: 非洲智能手机渗透率有望稳步提升	25
图表 61: 2023 年三星总体出货量下滑	26
图表 62: 2023 年三星高端机市占率提升	26
图表 63: 2024Q1 全球畅销智能手机 TOP20 各价格段销量占比	27
图表 64: 非洲智能手机出货量 (按价格区间划分)	27
图表 65: 2016-2023 年公司研发费用投入 (亿元)	27

图表 66: 公司在四大领域积累的核心技术	27
图表 67: 传音控股在新兴市场建立的三级经销体系	28
图表 68: 公司在孟加拉国设立的自有工厂	29
图表 69: 公司积极推进本地化人才队伍建设	29
图表 70: 传音左右折叠手机 Phantom V Fold	29
图表 71: 传音上下折叠手机 Phantom V Flip	29
图表 72: TECNO AIOS 具备增强摄影和美颜功能	30
图表 73: TECNO AIOS 支持由简单草图生成图像	30
图表 74: 2024Q1 全球最畅销的十大 Gen AI 功能智能手机	30
图表 75: 全球人均 GDP (2022 年)	31
图表 76: 全球智能手机出货量分价格段 (2023Q2、2024Q2)	31
图表 77: 非洲家电市场及预测 (亿美元)	32
图表 78: 非洲整体通电率约为 40%	32
图表 79: 传音旗下家电部分产品布局	33
图表 80: MEA 智能手表市场规模	33
图表 81: Oraimo 下游产品持续丰富	33
图表 82: 传音移动互联业务布局	34
图表 83: 传音打造全域联动服务	34
图表 84: 传音部分 APP 情况	35
图表 85: 分业务收入一览表 (亿元)	36
图表 86: 公司费用率预测	36
图表 87: 可比公司情况	37

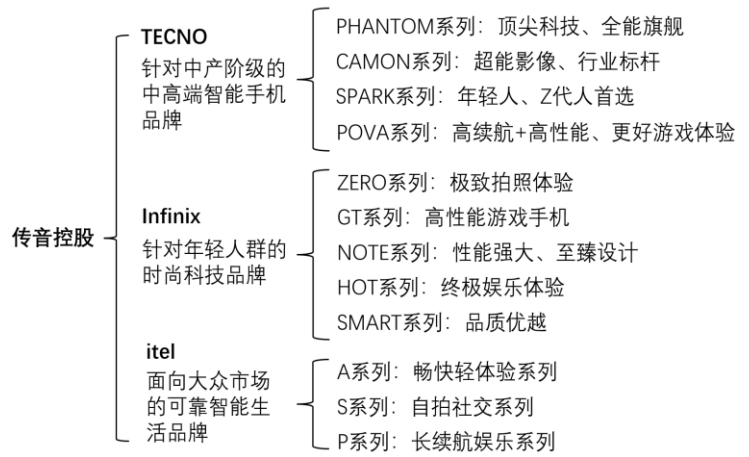
1. 传音控股：全球新兴市场智能手机龙头

1.1 智能手机行业龙头全面布局新兴市场

传音控股主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。公司创立了 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场国家。IDC 数据显示，2023 年传音以 0.949 亿部智能机出货量占据了全球 8.1% 的智能机市场份额、跻身全球前五。同时，公司基于在新兴市场积累的领先优势，公司积极实施多元化战略布局，在新兴市场开展了数码配件、家用电器等扩品类业务以及提供移动互联网产品及服务。

图表 1: 传音控股业务布局

图表 2: 传音控股手机品牌矩阵

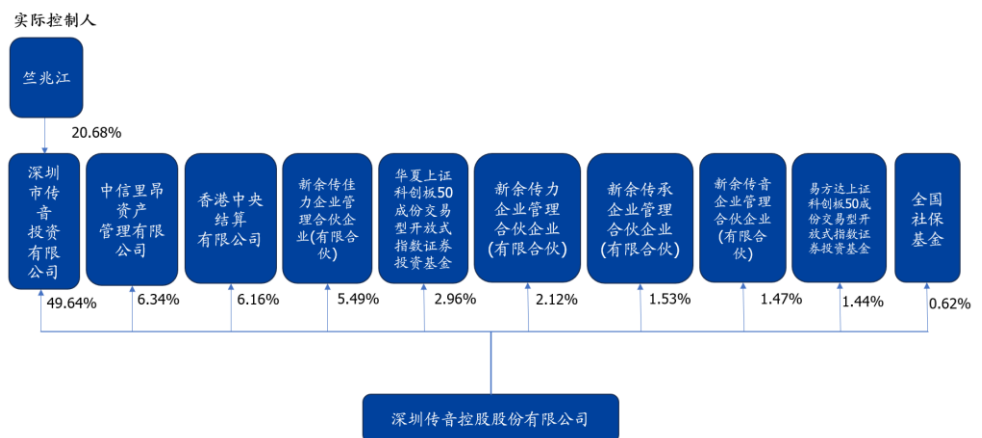


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司股权结构清晰，核心管理层与战略投资方深度绑定公司发展。公司第一大股东为公司核心团队组建的投资平台传音投资，截至 2024 年 5 月，共计持有公司 49.64% 的股份，公司董事长竺兆江先生持有该平台 20.68% 的股份是公司的实际控制人。公司的第二大股东为中信里昂资产管理有限公司，其股权于 2023 年 7 月经由源科基金转让而来，而股份转让价款的唯一资金来源为 Digimoc Holdings Limited，因此穿透来看，此次股权交易的实质是 MTK 将所持股权在旗下两个持股平台之间的腾挪，MTK 作为公司核心供应商和战略投资方，在股权层面和公司高度绑定，表明其对公司发展持续看好的态度。

图表 3: 传音控股股权结构图 (截止 2024 年 5 月)



资料来源：wind，国盛证券研究所

核心团队海外管理经验丰富，认知壁垒深厚。公司核心管理团队大多具有在波导的工作经历，董事长竺兆江先生本人曾在宁波波导股份有限公司长期担任海外事业部总经理，拥有十多年的海外管理经验，早期为开拓国际业务做准备，曾和同事一起考察了海外90多个国家和地区，建立了深厚的认知壁垒。基于非洲庞大的人口数量和年轻化的人口结构，公司非常看好非洲的潜力，因而从成立之初就将核心发展目标定在了非洲市场，在尼日利亚、肯尼亚登陆后，随即快速辐射到其他撒哈拉以南的非洲国家。

图表 4: 公司核心管理团队简介

姓名	职位	履历
竺兆江	董事长、总经理	曾在浙江奉通股份有限公司、宁波波导股份有限公司等公司任职，2013年8月至今担任公司董事长、总经理
严孟	副总经理	曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职、现任公司副总经理
雷伟国	副总经理	曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司副总经理
杨宏	副总经理	曾在中国石油吉化化肥厂，宁波波导股份有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司董事、副总经理
张祺	副总经理	曾在宁波波导股份有限公司、宁波波导萨基姆电子有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司董事、副总经理
姜曙明	副总经理	曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司助理总裁
王海滨	副总经理	公司核心技术人员，主要研究方向为产品规划、硬件系统工程，曾在宁波波导萨基姆电子有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司助理总裁
吴文	副总经理	曾在宁波波导股份有限公司、宁波波导萨基姆电子有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司助理总裁
肖永辉	财务负责人	曾在江西庆江化工厂，宁波波导股份有限公司等公司任职，2014年1月至今在公司担任财务负责人
曾春	董事会秘书	曾在渤海证券股份有限公司，中信证券股份有限公司等公司任职，2020年4月至今在公司任职，现任公司董秘会秘书

资料来源: wind, 国盛证券研究所

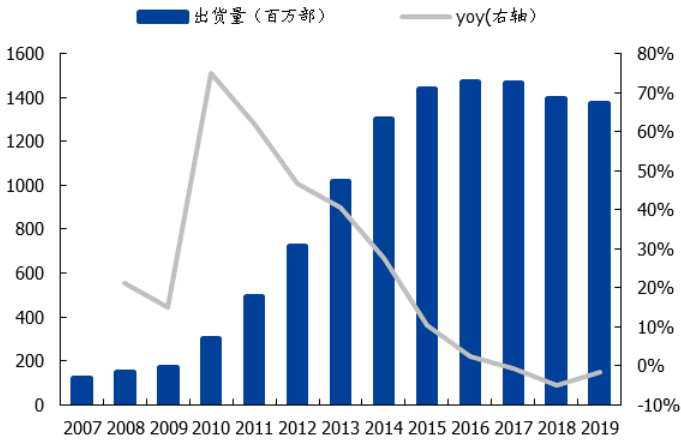
1.2 公司发展历程：不断突破、持续开拓新市场

公司自成立以来，手机业务都是公司的核心营收来源，但是根据公司在不同时期的重点区域不同，可以将公司发展分为以下三个阶段：

1.2.1 拓荒非洲力压三星（公司成立-2019年）

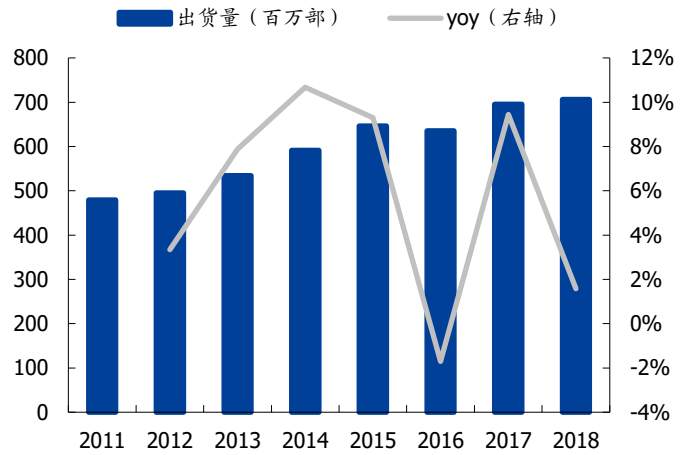
新兴市场智能手机起步较晚，但发展速度较快。回溯全球智能手机发展，可以发现，2016年之前，全球智能手机渗透率经历了快速提升，年度出货量屡创新高。而新兴市场智能手机发展低于全球平均水平，直到2013年，新兴市场智能手机品牌市场才出现明显起量，之后与全球市场智能手机渗透率缓慢提升不同的是，该市场智能手机迎来了一波较快发展，从出货量角度看，新兴市场与全球市场达峰时间几乎同步，市场容量持续提升至2017年，2018年市场增长开始乏力。

图表 5: 全球智能手机出货量变动 (2007-2019 年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 部分新兴市场手机出货量情况 (2011-2018 年)



资料来源: IDC, 招股说明书, 国盛证券研究所 注: 主要新兴市场样本包括非洲、印度、中东、孟加拉国、印度尼西亚, 其中, 孟加拉国市场 2011-2014 年数据缺失

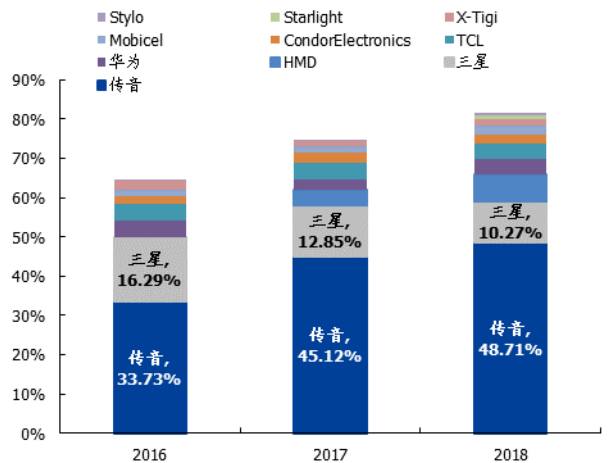
凭借功能机高市占率优势, 把握非洲市场快速发展机会。从非洲&中东智能手机市场竞争格局来看, 2014 年三星在该市场优势明显。counterpoint 数据显示, 2014Q3, 三星在该地区智能手机市场市占率为 49.8%, 远超其他竞争对手, 同时期传音 Tecno 市占率只有 4.8%, 随着传音在非洲市场发力, 二者差距迅速缩小, 2015Q3, 三星市占率下滑至 41.1%、传音 Tecno 市占率提升至 8.2%。数据显示, 2016-2018 年, 传音在非洲市场实现了较快的发展, 手机市占率从 33.7%迅速提升至 48.7%, 其中就 2018 年而言, 分产品来看, 在非洲功能机市场, 公司的市占率为 58.7%, 相比第二名诺基亚市占率 9.6% 优势明显; 在智能机市场, 公司市占率为 34.3%, 同样相比三星市占率 22.6% 拉开较大差距。

图表 7: 前期三星在中东和非洲智能手机市场优势明显

Rank	MEA Smartphone Shipments Market Share (%)	2014Q3	2015Q3
1	Samsung	49.8%	41.1%
2	Huawei	7.0%	9.3%
3	Tecno	4.8%	8.2%
4	TCL-Alcatel	5.9%	4.5%
5	Apple	2.2%	3.9%
	Others	30.3%	33.0%
	Total	100.0%	100.0%

资料来源: counterpoint, 国盛证券研究所

图表 8: 非洲手机市占率变动 (2016-2018 年)



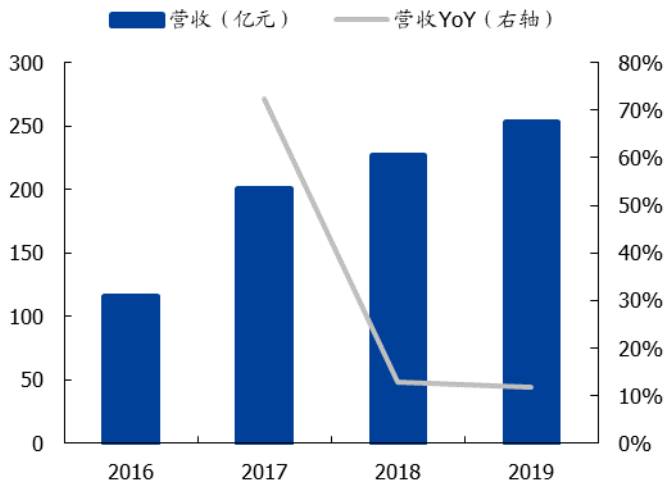
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司营收快速增长, 扣非归母净利润稳步提升。2016-2019 年, 公司整体经营情况持续向好, 营收稳步增长, 公司自 2016 年下半年进入印度市场, 2017 年印度市场份额有较明显提升, 带动公司营收提升; 2018 年印度市场竞争激烈, 公司在该市场出货量增速减缓, 导致公司 2018 年收入增速放缓。此外, 公司利润端在 2016 年和 2018 年出现较大波动, 其中 2016 年是由于公司对员工股权激励确认股份费用 5.54 亿元所致; 2018 年度主要是由于公司为合理的规避和降低汇率波动风险, 当年购入外汇远期合约产品在当年产生亏损 7.79 亿元所致。排除非经常性收益影响, 公司扣非归母净利润呈现较为稳定的增长态势。

鉴于公司 2018 年在外汇远期市场产生的大额亏损, 公司制定了外汇远期合约相应的管

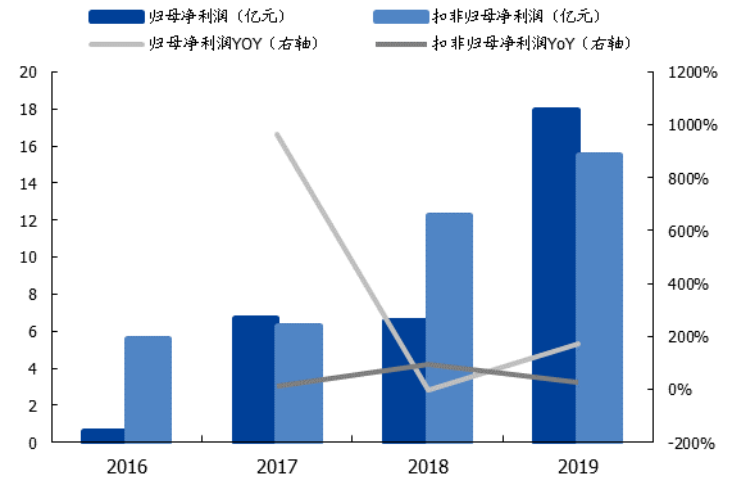
理制度和约束措施，为进一步防范外汇风险，公司对相应制度和风险防范措施进行了进一步优化。

图表 9: 公司营收变动 (2016-2019 年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司利润变动 (2016-2019 年)

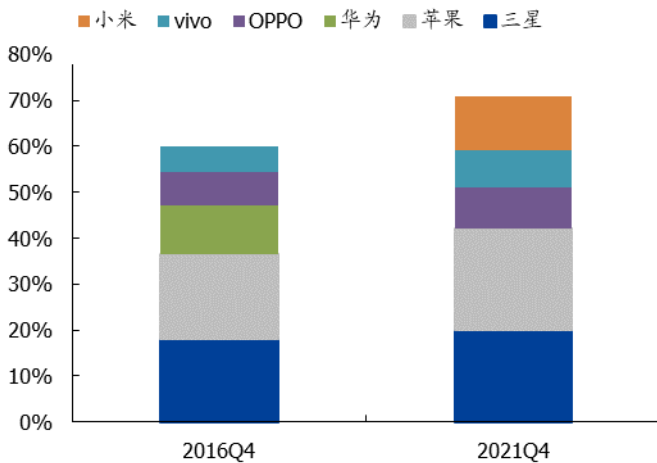


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2.2 开拓南亚直面竞争 (2016-2021 年)

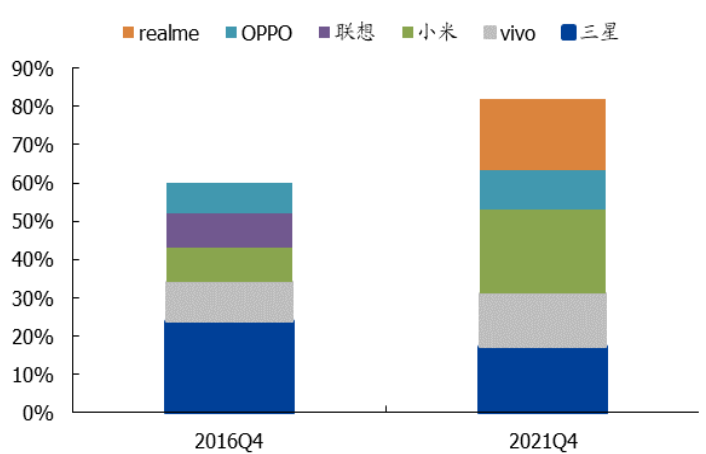
全球智能手机行业在经历了 2010-2015 年的快速增长之后,行业快速发展的红利期已过,2016 年以成熟市场为主导的全球市场增长稍显疲态,在此背景下,以南亚地区,尤其是印度,为代表的新兴市场,成为众多手机厂商的重点发力区域。此时智能手机技术研发与原型设计成本快速提升,行业准入门槛不断提高,市场竞争主要集中在前期建立了领先的品牌厂商之间。因此,虽然主要增长点已在新兴市场,但无论从全球市场还是新兴市场角度,智能手机市场集中度不断提升是大势所趋,2016Q4-2021Q4,全球智能手机厂商 CR5 市占率从 60.1%提升至 71%,同时期,印度智能手机市场的 CR5 市占率从 60%提升到了 82%。

图表 11: 全球智能手机市占率变化 (2016Q4, 2021Q4)



资料来源: IDC, canalys, 国盛证券研究所

图表 12: 印度智能手机市场市占率变动 (2016Q4, 2021Q4)



资料来源: counterpoint, IDC, 国盛证券研究所

印度市场功能机快速起量,带动智能机稳步提升。公司 2016 年下半年进入印度市场,早期凭借降价销售的营销策略,在印度市场快速占领市场份额。IDC 数据显示,公司进入印度市场第一年就取得了 3.4% 的市场占有率,位列印度第五,初步建立了在印度市场的地位;2017 年,公司凭借前期市场积累及切合当地市场的营销策略,行业地位进一步提升,根据 IDC 统计,2017 年度公司手机印度市场排名第二。但由于印度市场竞争仍较为激烈,整体毛利率水平仍然较低,因而公司在该市场采取了较为稳健的发展策略,截

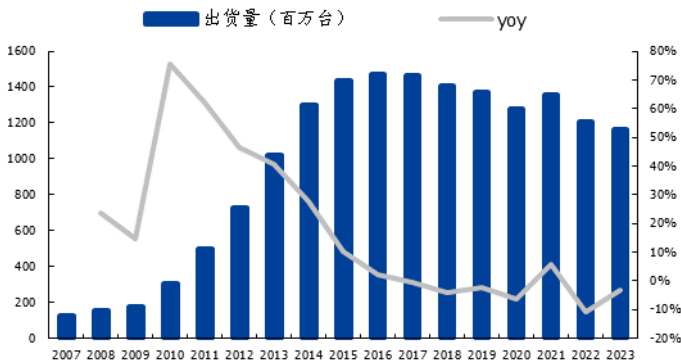
止 2023 年末，传音在印度智能手机市场的市占率为 8.2%，排名第六。

孟加拉和巴基斯坦市场市占率多年保持第一。在南亚的孟加拉和巴基斯坦市场，公司经过前期积累，2020 年，公司在这两个国家市占率出现明显提升，成为市占率第一的智能手机厂商，并将优势保持至今，截止 2023 年，公司在巴基斯坦智能手机市场占有率超过 40%，在孟加拉国智能手机市场占有率超过 30%，持续保持领先。

1.2.3 继续开拓新市场，推动公司逆势增长（2021 年至今）

全球智能手机市场见顶后持续下滑。全球智能手机市场出货量在 2016 年达到顶峰，全年智能手机出货量为 14.7 亿部，同比增长 2.3%，此后，全球智能手机市场进入下行区间，除去 2021 年，行业在全球疫后经济修复和 5G 技术的快速普及之下，出现的增长之外，其他年份出货量均呈下降趋势，尤其是在 2022 年，在消费者需求大幅下降、通货膨胀和经济不确定性等因素共同作用下，全球智能手机出货量为 12.05 亿部，同比下滑超过 11%，2023 年，全球智能手机出货量第四季度在新兴市场拉动下出现回升，但整体仍呈现下滑趋势，全年出货量为 11.7 亿部，同比下滑 3.2%，绝对值为十年来最低的全年出货量。

图表 13: 全球智能手机出货量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 公司 2023 年在重点市场取得市占率快速提升

	市占率	同比增速
拉美地区	8%	110%
东南亚地区	13%	37%
中东地区	18%	47%
印尼	18%	-
菲律宾	38%	-

资料来源: canalis, 国盛证券研究所

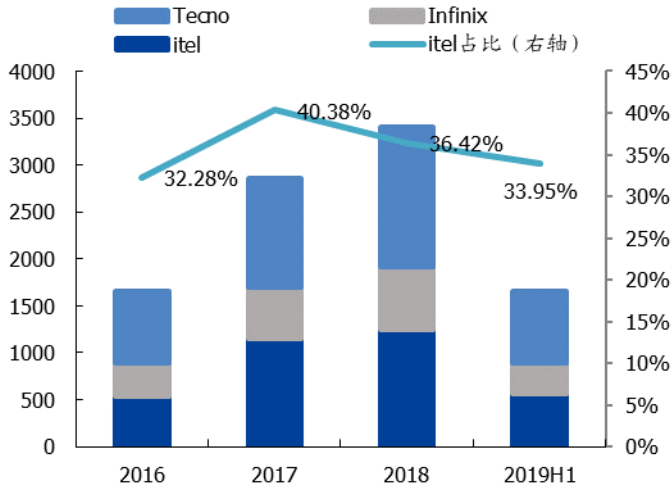
传音积极推动非洲、南亚之外新兴市场区域的开拓。2022 年，全球智能手机出货量同比下降 11.3%，行业整体表现较弱，但公司在新市场出货量逆势增长，数据显示，2022 年，传音控股在拉丁美洲和中东欧智能手机市场的出货量均首次跻身前五名。传音在拉美地区出货量同比增长 75%，在中东欧地区，传音出货量同比增长 122%。2023 年，新市场的出货量进一步提升，拉美、中东和东南亚等新市场市占率保持快速成长，其中又以拉美地区的出货量提升最为显著，canalis 数据显示，2023 年，公司在拉美地区出货量为 920 万部，同比增速达 110%。

1.3 营收结构持续改善，短期波动不改长期成长

1.3.1 中高端占比不断提升，营收结构持续改善

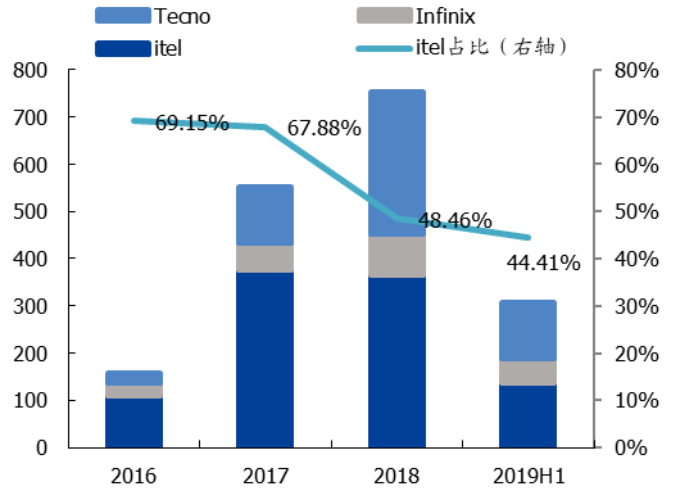
品牌矩阵持续优化，itel 占比不断缩小。公司三个品牌当中 TECNO 和 Infinix 定位偏高端，均价较高，而 itel 作为公司的品牌护城河，定位偏低端，均价相比其他两个品牌相对较低。itel 品牌成立早于 Infinix、晚于 TECNO，因而早期出货量占比较高，招股说明书数据显示，2017 年 itel 智能手机出货量超过 1000 万部，占公司整体出货量的比重为超过 40%，随着公司不断开拓非洲外新市场，itel 在新市场的占比不断下降，推动 itel 在公司整体出货量占比不断下降，2017-2019H1，itel 在非洲外新市场的占比从 67.88% 下滑至 44.41%，整体占比从 40.38% 下滑至 33.95% 品牌占比的变化对应了公司持续推动的高端化战略和内部品牌矩阵的格局优化。

图表 15: 2016-2019H1 公司智能机分品牌出货情况 (万部, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

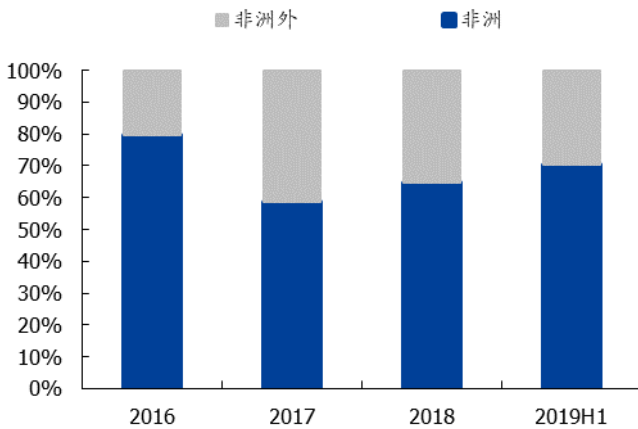
图表 16: 2016-2019H1 公司非洲外智能机分品牌出货情况 (万部, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

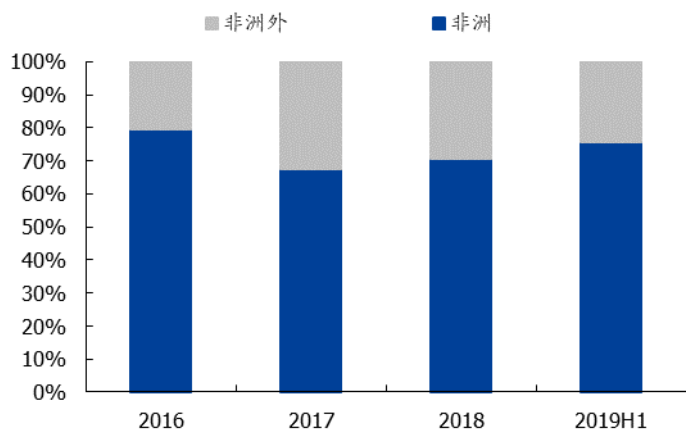
itel 深耕传统优势市场, 为公司构建品牌护城河。 itel 作为公司旗下定位于大众市场的品牌, 以其高性价比优势吸引了广泛的消费者群体, 成功构建了庞大的用户基础。itel 品牌在非洲等新兴市场拥有强大的影响力, 并凭借多样化的产品线满足不同消费者的需求, 从功能手机到智能手机, 覆盖了各个价格区间。此外, itel 通过本土化策略深入研究当地消费者需求, 开发创新产品, 并通过广泛的销售与服务网络加强与消费者的联系。这些因素共同构成了 itel 品牌作为公司品牌护城河的核心要素, 主要以非洲为主要市场, 有助于公司在市场竞争中保持其领先地位, 不断稳固和扩大市场分额。

图表 17: itel 功能机下游区域分布 (万部)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

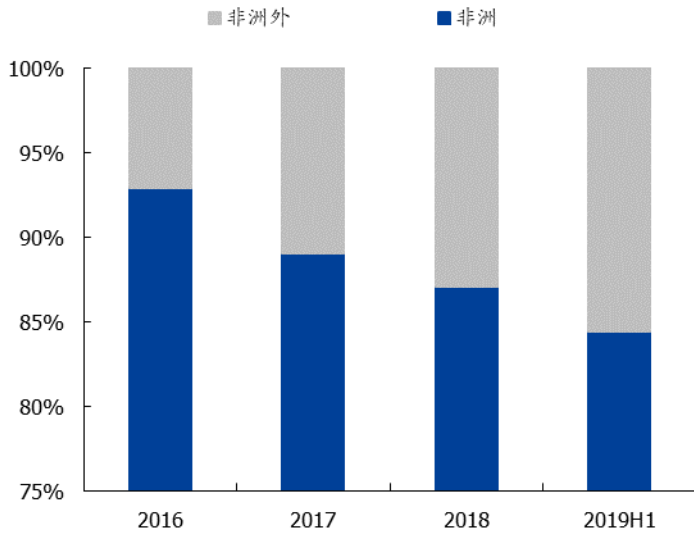
图表 18: itel 智能机下游区域分布 (万部)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

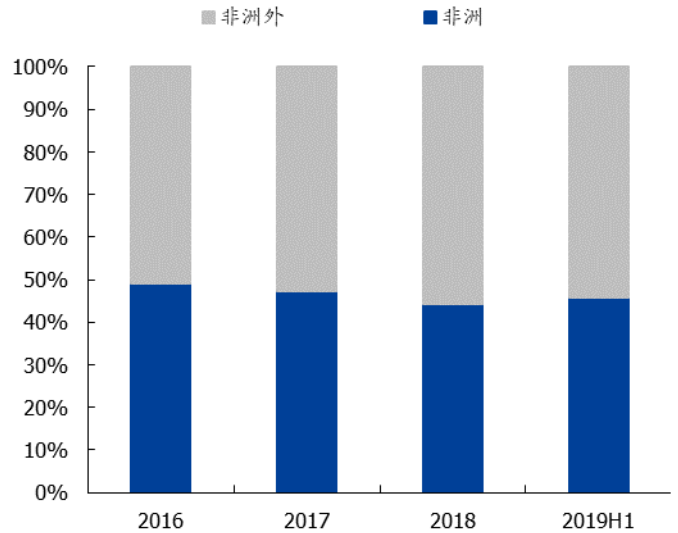
TECNO 和 Infinix 持续发力新市场。 TECNO 和 Infinix 作为传音旗下的两大手机品牌, 最初主要面向非洲市场。随着公司积极拓展新的市场领域, 这两个品牌在非洲外市场表现出较好的增长趋势。与 itel 深耕非洲市场不同, TECNO 非洲外市场占比在 2018 年已经超过了 55%, 并保持较好增长趋势; Infinix 非洲外占比相对较小, 但是展现出较快的提升速度。

图表 19: 2016-2019H1 传音 Infinix 分地区销售情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 20: 2016-2019H1 传音 TECNO 分地区销售情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

持续发力中高端、开拓新市场，营收结构改善趋势维持演绎。据界面新闻报道，公司于 2021 年启动中高端战略，其中 TECNO 作为主力品牌，在 100 美元市场已经足够成熟，后续目标是 200-300 美元甚至更高的市场。比如 Camon 20 系列的售价在 150-250 美元、PHANTOM 系列的 V Fold 机型售价约合人民币 6500 元。此外，公司在继续加强研发技术开发，优化产品体验的同时，营销也在配合转型，不再是单纯的密集式刷楼广告，而是转向针对性拿下核心区域的广告，以及赞助非洲杯这样的顶级赛事。共同推动下，2022 年，Tecno 品牌智能机销量占比达 50%，均价为 125 美元，呈较好的上升趋势；Infinix 智能机均价为 131 美元，同比增长 19.46%。公司在 2023 年度暨 2024 年第一季度业绩说明会上也提到，将继续推动产品向中高端领域迈进，公司已发布探索者卫星通信技术、AIGC 人像美拍等多项技术，未来有望不断提升中高端产品竞争力。

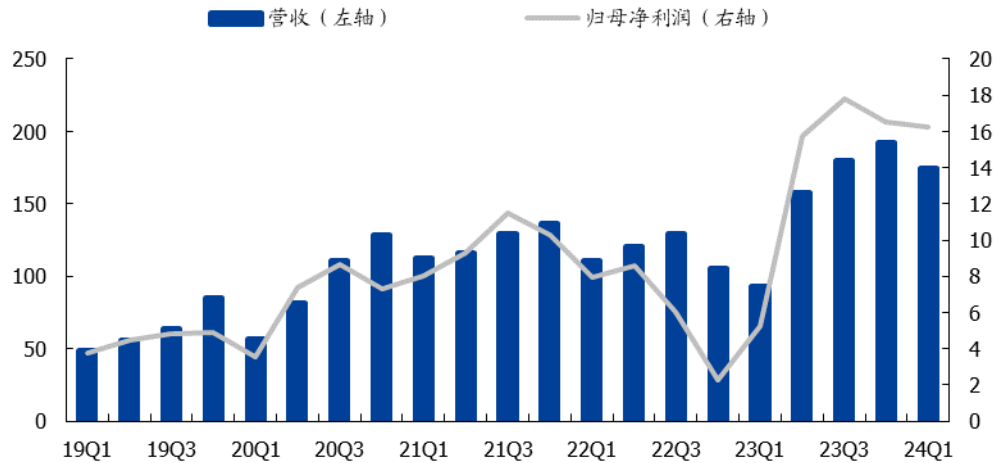
此外，公司新市场开拓也已进入高速增长期，公司自 2015 年走出非洲，以印尼为起点进入东南亚市场，2016 年布局印度，2017 年后进入哥伦比亚和墨西哥等拉美国家。到 2021 年，公司“亚洲等其他地区”营收与“非洲地区”营收就基本持平。2023 年，“亚洲等其他地区”营收增加 55.19%，“非洲地区”营收增幅放缓，为 6.74%。IDC 数据显示，分地区看，2023 年，传音在中东、拉美、欧洲智能手机销量分别同比增长 54%、110%、68%。

综合而言，公司持续推动中高端和新市场开拓战略，使公司表现出较好的营收结构改善趋势，未来，公司将继续维持发力中高端市场，推动新市场开拓，多元布局成长曲线，推动营收结构持续改善。

1.3.2 经营质地：植根新兴市场，持续推动公司成长

2022 年，美联储激进加息叠加粮价上涨，多重因素叠压制新兴市场需求。从历史上看，2022 年美联储加息是 40 年来节奏最快的加息操作。自 2022 年 3 月至 2023 年 2 月，美联储快速连续加息 8 次，累计加息 450 个基点，联邦基金利率达到 4.5%—4.75% 区间。这一轮快速大幅加息操作在美联储历史上极其少见，是美联储自上世纪 80 年代以来最为激进的加息节奏。此外，受俄乌冲突、异常气候、粮食贸易保护主义等负面因素影响，全球出现新一轮粮食价格上涨。受以上因素的叠加影响，以非洲、南亚等为代表的新兴市场，经济发展和美元获取能力受到冲击，因而对消费能力造成压制。

图表 21: 传音控股单季度营收和归母净利润情况 (亿元)

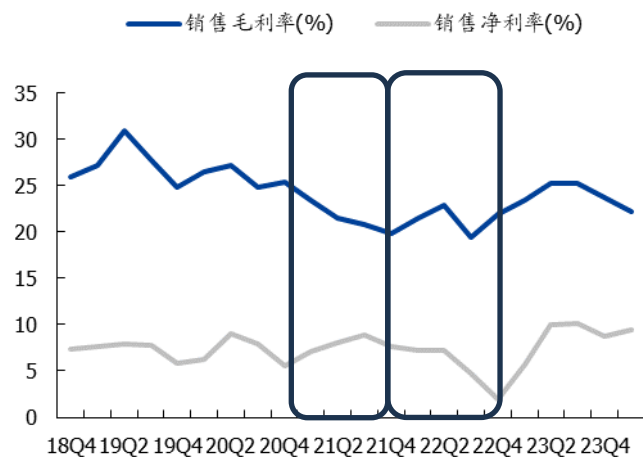


资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司植根新兴市场成长性显著，2024 年一季度淡季不淡。从历史经营数据可以看出，公司依靠新兴市场的广阔需求，过往几年营收和利润均实现了稳定增长。尽管在 2022 年第二季度至 2023 年第一季度期间，极端宏观环境冲击下游需求，导致公司经营出现阶段性下降，但随着宏观环境的逐步改善，公司的整体经营已经触底反弹，重新回到了增长轨道。此外，从历史数据可以看出，一季度作为消费电子的传统淡季往往是全年业绩低点，公司在 2024 年一季度实现营收 174.43 亿元，同比增速达 88.10%，实现归母净利润 16.26 亿元，同比增速为 210.30%，对比公司过往表现，2024 年一季度可谓“淡季不淡”。

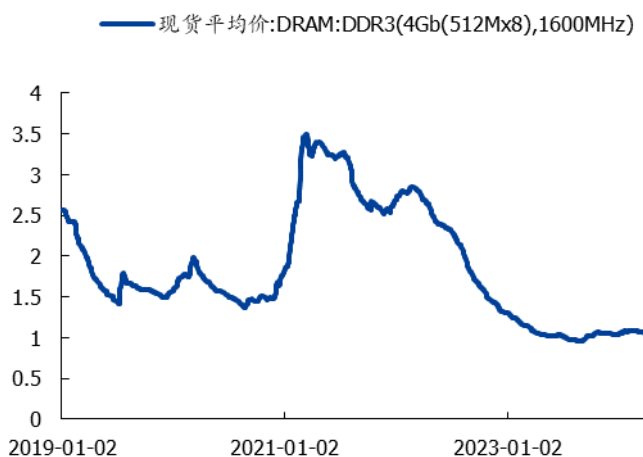
公司盈利能力主要和下游需求相关，上游原材料价格影响有限。通过公司历史盈利能力数据可以看出，在下游需求较好的时期，即便上游原材料价格上涨，公司盈利能力仍能保持在较高的水平，以 2021 年上半年为例，以存储芯片代表的上游原材料价格快速上涨，对应公司毛利率虽有下滑，但主要是会计准则变更和营收结构变化带来的影响，2021 年全年，公司净利率稳中有增。相反，在下游需求较差的 2022 年下半年，公司盈利能力出现较大波动，净利率自 2022Q2 的 7.14% 逐步下滑至 2022Q4 的 2%，进入 2023 年，需求恢复逐步带动公司盈利能力修复。

图表 22: 公司盈利能力变动 (2018Q4-2024Q1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2021 年上半年原材料价格快速上涨 (美元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

盈利能力压力高点已过，短期波动不改长期定价逻辑。2021 年，公司表现毛利率出现波动，其背后主要是会计准则变更以及公司非洲外营收占比快速提升带来的影响。根据公司公告，自 2021 年起，针对发生在商品控制权转移给客户之前，为履行客户销售合

同而发生的运输成本，其自销售费用全部重分类至营业成本，由此造成公司营业成本增加、毛利率承压，据我们测算，该因素对2020年全年的毛利率的影响超过2%，以此类推，对2021年毛利率的影响也约为2%，将这一因素剔除后，公司当年毛利率会有更好表现。

图表 24: 公司会计政策变更公告 (公告编号: 2022-007)

一、本次会计政策变更概述

根据财政部于2021年11月发布的《企业会计准则相关实施问答》，企业商品或服务的控制权转移给客户之前、为了履行客户合同而发生的运输活动不构成单项履约义务的，相关运输成本应当作为合同履约成本，采用与商品或服务收入确认相同的基础进行摊销计入当期损益。该合同履约成本应当在确认商品或服务收入时结转计入“主营业务成本”或“其他业务成本”科目，并在利润表“营业成本”项目中列示。

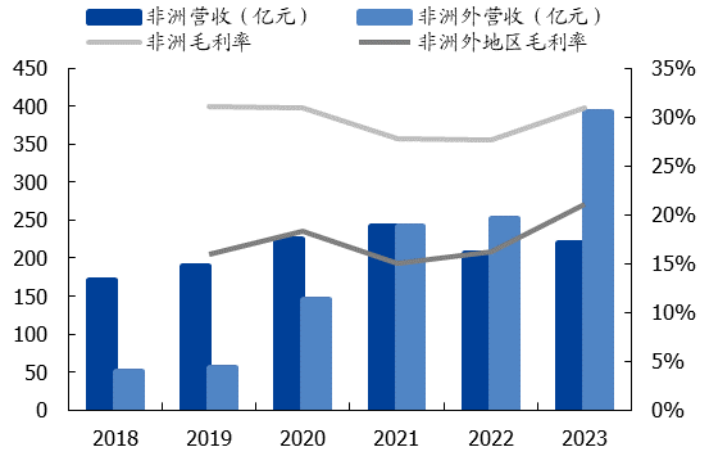
二、本次会计政策变更的具体情况及对公司的影响

根据《企业会计准则相关实施问答》相关规定，公司对商品或服务的控制权转移给客户之前，且为履行客户合同而发生的运输费用等合同履约成本，将其自“销售费用”重分类至“营业成本”项目中列示。

本次会计政策变更系根据财政部会计实施问答相关规定进行的合理变更。本公司自2021年1月1日起执行变更后的会计政策，并追溯调整2020年财务报表相关科目，具体调整如下：

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 传音控股分地区营收和毛利率情况 (2018年-2023年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司在2020-2021年经历了非洲之外地区的营收快速起量，2020、2021年非洲之外营收增速分别为160%和67%，对比之下非洲的营收增速为18%和8%，而且，当年其他地区的毛利率和非洲差距较大，因而相对而言低毛利率的其他地区营收快速增长对公司整体毛利率造成一定压制。该时期不同地区营收结构的变化对公司毛利率造成一定影响，但是，公司净利率端保持较好增长趋势。向后看，随着新市场放量增速高点已过以及其他地区毛利率逐步提升，公司营收结构的变化对公司盈利能力的压制或将持续减弱。

公司作为手机品牌厂商在终端消费市场具有一定的市场影响力和品牌认知度，使其可以在一定程度上能够将上游成本的增加传导给消费者，虽然具体传导效果受多方面因素影响，导致公司毛利率会出现小幅波动，但整体而言，公司因为营收结构等自身因素压制公司毛利率的压力高点已过，公司整体盈利能力有望保持在较为稳定的区间内。

公司盈利能力短期波动、但下游需求持续向好，公司长期成长性明显。2023年，公司持续开拓新兴市场，同时受益于产品结构升级及成本优化，公司整体出货量有所增加、毛利率有所提升。但2023年单四季度开始，受上游原材料价格波动影响，造成公司盈利能力短期承压，但当前新兴市场智能手机需求持续向好，IDC数据，2024年一季度，公司智能手机出货量为2850万部，同比增长84.9%。我们预计在新兴市场的强劲需求拉动下，公司盈利能力经过短暂调整后，有望实现维稳回升。

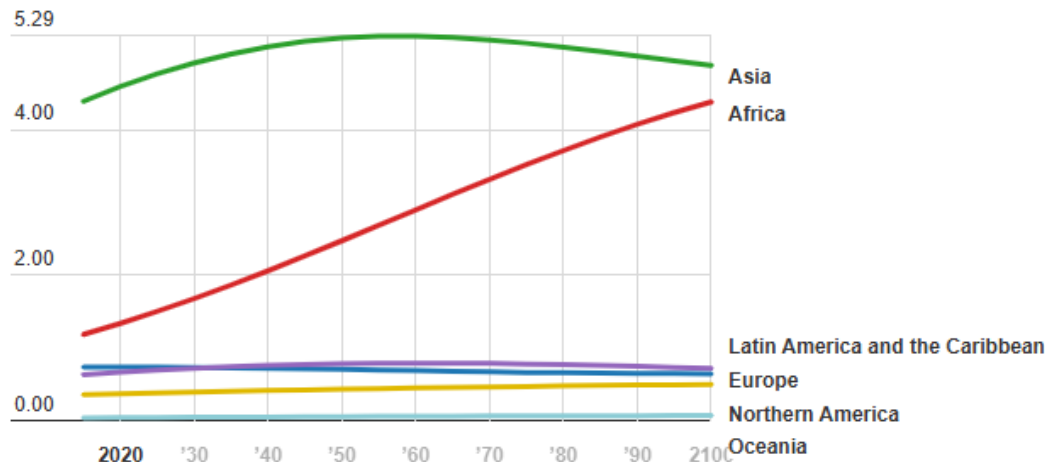
2. 新兴市场需求持续向好

2.1 新兴市场需求潜力广阔

2.1.1 人口红利持续释放

新兴市场人口基数大，人口增长率高。根据联合国经济和社会事务部发布的《世界人口展望2022》，截止2022年，非洲人口已达14.27亿，约占世界总人口的1/6，法国国家人口统计研究所预测，未来几十年，非洲将成为全球人口增长最快的地区。到2050年，非洲人口预计将翻倍，由目前的12.5亿增至25.7亿，将占全球的1/4。根据联合国最新估计，2024年拉丁美洲和加勒比地区人口超6.7亿，相当于世界总人口的8.28%，预计拉美地区将在2050年达到高峰，总人口将达到近7.5亿。以非洲和拉美为代表的新兴市场蕴含大量劳动力优势和消费潜力。

图表 26: 联合国区域人口预测 (十亿, 2015-2100 年)



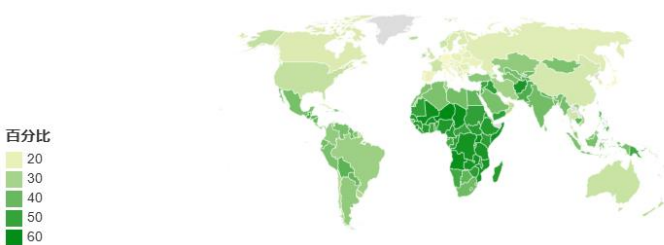
资料来源: 联合国《世界人口展望 2022》, 国盛证券研究所

人口结构年轻化, 对新产品接受度高。根据人民日报的报道, 截至 2018 年, 15-24 岁的非洲青年人口占总人口 20%, 数量高达 2 亿之多。世界银行博客的图表 (2015 年) 显示, 在约 40 个非洲国家中, 20 岁以下的非洲人口超过 50%, 年轻人在非洲人口中所占比重非常高。拉美人口同属年轻型的年龄结构, 该地区人口比发达地区年轻, 平均年龄为 31 岁, 近三分之一的人口在 20 岁以下。84% 的人口居住在城市。年轻人更愿意尝试新产品, 为新兴市场的消费潜力带来更大的增长点。

图表 27: 世界年轻人口所占比重分布 (2015 年)

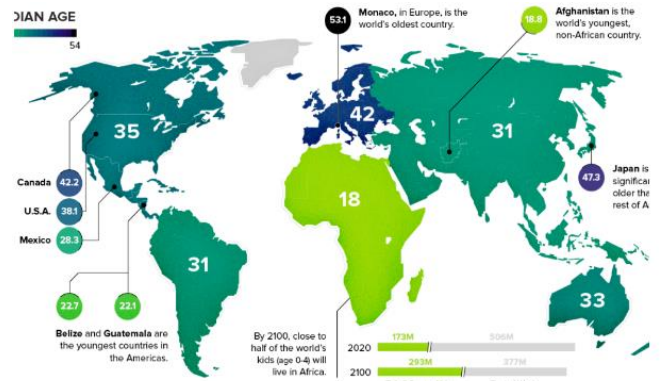
世界上最年轻的人口在非洲

2015 年 20 岁以下人口占国家人口比例



资料来源: 世界银行博客, 国盛证券研究所

图表 28: 拉美地区人口平均年龄为 31 岁



资料来源: Aztlan Capital, 传音开发者, 国盛证券研究所

中产阶级崛起, 带动经济长期发展。根据非洲开发银行数据 (2014 年), 至少 3.7 亿非洲人属于中产阶级, 大约占非洲大陆总人口数 (11 亿) 的 34%, 非洲开发银行预计 2060 年, 非洲中产阶级所占比重将进一步上升至 42%。根据拉丁美洲及加勒比社会经济数据库 (SEDLAC) 数据, 拉美的贫困率从 2002 年的 45.4% 下降到 2018 年的 29.6%, 表明大量人口跻身中产阶级, OECD 预计 2030 年, 拉美的中产阶级人口将达到 3.1 亿。随着新兴市场中产阶级人口增加, 对各种商品和服务的需求也随之增加, 促进经济的长期发展。

2.1.2 资源优势明显, 城市化进程加快

资源禀赋优越, 市场前景广阔。非洲拥有丰富的自然资源, 包括石油、天然气、矿产 (如黄金、钻石、铜等)、农业资源等。其中, 矿产资源分布广泛, 2019 年生产的矿物价值高达 4060 亿美元; 生物多样性极为丰富, 拥有至少 40000 种植物; 土地广阔, 具有发展农业的潜力。拉美在能源、矿产、林业、农业、海洋资源以及可再生能源等方面极占

优势。例如，在能源上，拉美拥有丰富的石油、天然气和煤炭资源，截止 2021 年年底，已探明的石油储量占全世界石油储量的 12%，主要集中在墨西哥和委内瑞拉。丰富的资源推动了新兴市场的经贸合作。

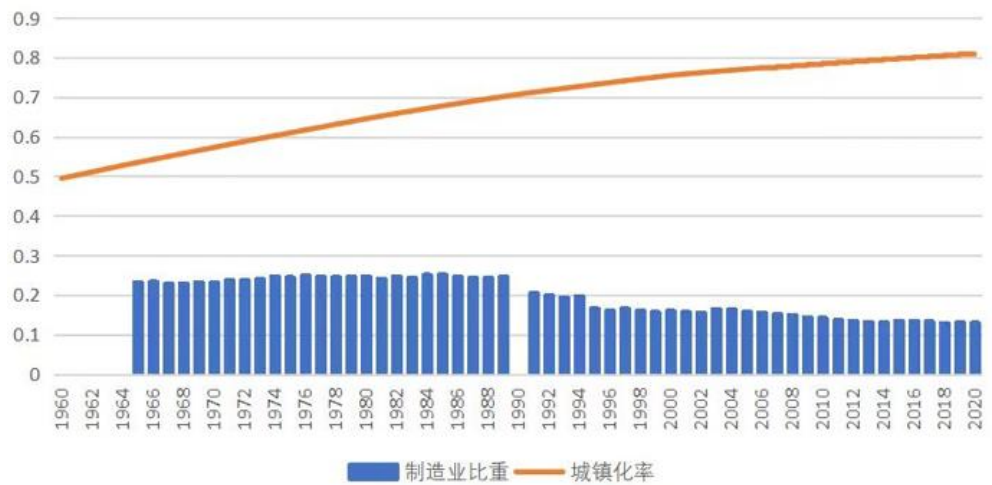
新兴市场城市化率不断提高，释放经济增长动力。非洲城市化率从 1950 年 14.4% 增长到 2020 年 43.8%，从 1950 年 2.37 亿城市人口上升至 2015 年 4.72 亿城市人口，城市化速度达到每年 4% 增加，大量人口向城市地区集中。1950 年拉美城市化率为 41.4%，2010 年为 79.6%，目前的城市化率已经超过 80%（截止 2024 年），仅次于北美地区，远高于欧洲、亚洲、非洲。联合国预计 2050 年，拉美城市化率将达到 91.4%，在各大洲中排名第一。根据国务院发展研究中心的数据，城市化率每提高 1%，将拉动经济增长 0.4%-0.6%。城市化进程加快刺激了新兴市场对基础设施的需求，包括交通、能源和供水等，扩大劳动市场，创造就业机会。

图表 29: 城镇化率比较（非洲）

年份	世界 城镇化率	日本 城镇化率	非洲 城镇化率	中国 城镇化率	美国 城镇化率	法国 城镇化率	英国 城镇化率
2020年	56.2%	91.8%	43.8%	60.8%	82.8%	81.5%	83.2%
2019年	55.7%	91.6%	43.4%	59.7%	82.5%	81.1%	82.9%
2018年	55.3%	91.5%	42.9%	58.6%	82.2%	80.7%	82.7%

资料来源：世界银行数据，国盛证券研究所

图表 30: 制造业比重和城镇化率（拉美）

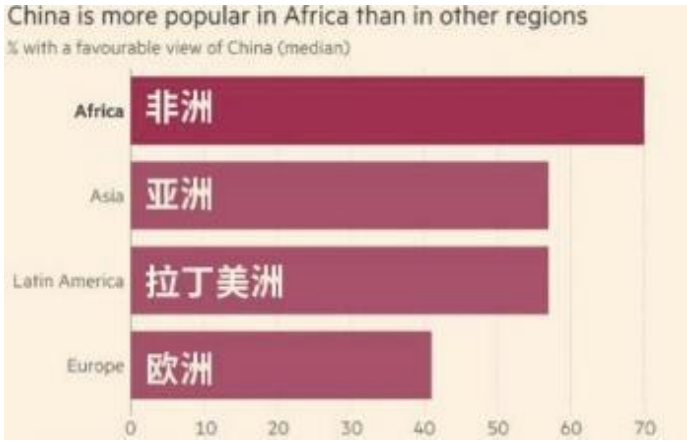


资料来源：澎湃研究所，世界银行，国盛证券研究所

2.1.3 中非、中拉经贸合作日益加深

中国已连续多年保持非洲第一大贸易伙伴国的地位。2022 年，中非双边贸易额达到 2820 亿美元，同比增长 11.1%，其中，中国自非洲进口 1175 亿美元，对非洲出口 1645 亿美元。2023 年中非贸易额达到历史上的峰值 2821 亿美元，同比增长 1.5%。中国自非洲进口的农产品，特别是坚果、蔬菜、花卉、水果同比分别增长 130%、32%、14%和 7%，中国对非洲出口的机电产品成为“主力军”，新能源汽车、锂电池、光伏产品出口同比增长 291%、109%和 57%。

图表 31: 对中国的喜爱程度 (百分比)



资料来源: 皮尤全球民意调查, 国盛证券研究所

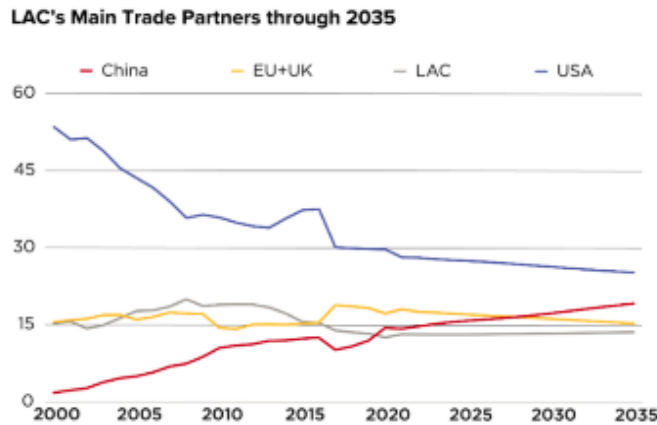
图表 32: 中非、美非贸易额比较



资料来源: IMF, 国盛证券研究所

中拉双方的贸易合作不断深化, 发展前景良好。根据人民日报报道, 2023年, 中国对拉美进出口贸易额达 3.44 万亿元人民币, 同比增长 6.8%, 连续数年保持增长。中拉经贸合作持续深化, 为拉美国家扩大出口贸易、促进经济可持续增长提供了重要助力。近年来, 中国与拉丁美洲的贸易额实现了稳步增长, 贸易结构不断优化, 双方的经贸合作持续深化, 展现出良好的发展前景。

图表 33: 拉美主要合作伙伴 (百分比)



资料来源: Atlantic Council, 国盛证券研究所

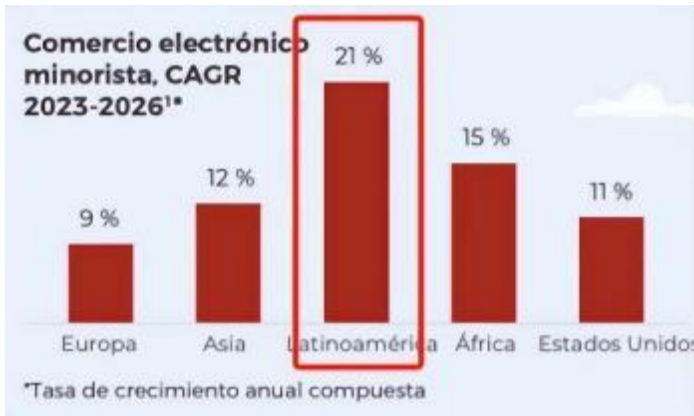
2.1.4 自贸区、电商市场持续提供发展动力

非洲自贸区建设取得重大成果。2019年7月7日非洲大陆自贸区正式成立, 因疫情等原因, 未按原计划于2020年7月1日正式实施自贸协定。2021年1月1日, 非洲大陆自贸区启动, 这是非洲一体化和经济转型的一个重要里程碑。截止2022年, 已有39个国家向非盟确认批准非洲大陆自由贸易协定, 非盟成员国就超过80%的非洲原产地商品关税问题达成共识, 并已启动争端解决机制。各缔约方已完成8000余种产品原产地规则谈判进程的88%。此外, 非洲自贸区秘书长与非洲进出口银行等机构合作, 在加纳首都阿克拉正式推出了泛非支付结算系统, 预计每年可以节省50亿美元的支付成本。非洲大陆自贸协定将使非洲成为WTO成立以来按成员国数量计最大的自由贸易区, 形成一个覆盖12亿人口、拥有2.5万亿美元GDP的非洲单一市场。据世界银行和联合国贸发会议等机构预测, 到2035年非洲地区总出口量将增加近29%, 其中区域内出口增长逾81%。

拉美被认为是全球电商增长最快、最有潜力的市场之一。根据eMarketer数据, 2022年拉美电商增速为20.4%, 仅次于东南亚地区的20.6%。当地电商巨头Mercado Libre的出现, 进一步推动了拉美地区电商及相关金融的发展。2021年, 拉美电商市场规模为

1393 亿美元，到 2025 年将增至 2500 亿美元，电商整体增长速度高于线下零售增长速度。2022 年全球电商增长最快的 10 个国家中，拉美的巴西、阿根廷和墨西哥占据了 3 个席位。同时，拉美地区的互联网普及率已经达到了比较高的水平，为电商市场的增长提供了良好的基础。巴西作为拉美人口大国，截止到 2024 年，互联网普及率达到 84.3%，智利的互联网普及率达到 90.2%，拉美地区互联网普及率平均达到 74.63%，预计在接下来几年将会不断攀升。

图表 34: 电商交易额年复合增速



资料来源: Americas Market Intelligence, 国盛证券研究所

图表 35: 拉丁美洲市场潜力广阔

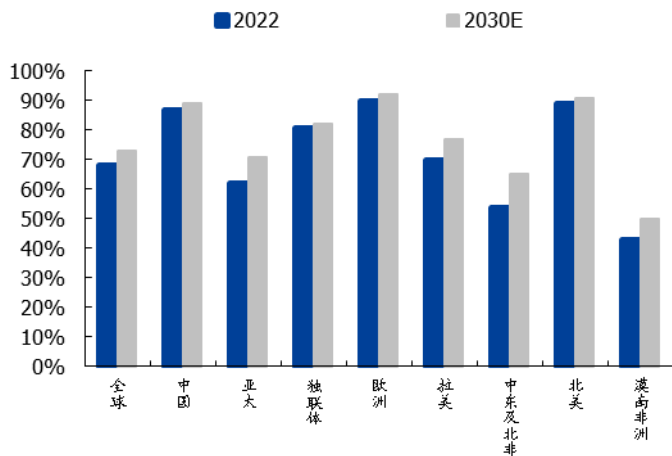


资料来源: 美客多, 国盛证券研究所

2.1.5 智能手机在新兴市场仍有增量空间

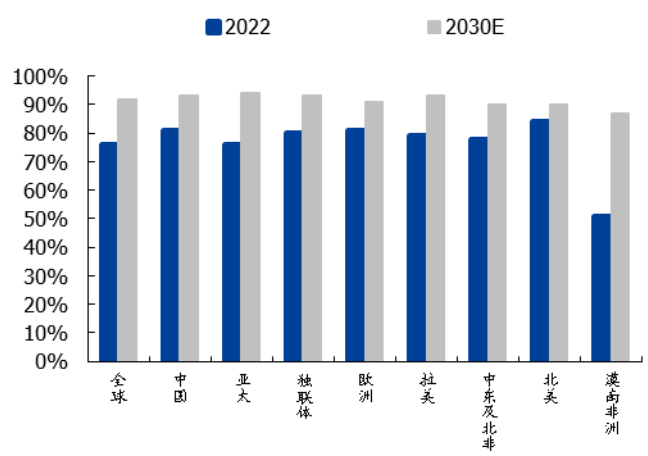
智能手机在新兴市场仍有发展潜力。手机行业经过多年的发展，全球市场已经相当成熟，根据 GSMA 发布的《The Mobile Economy 2023》，截止 2022 年，全球手机渗透率已经达到了 68%，其中以中国、欧洲和北美为代表的成熟市场渗透率已经接近 90%，远超平均水平，对应新兴市场的整体渗透率水平相对较低，尤其是漠南非洲和中东及北非两地的渗透率仅为 43%和 54%，在亚太和拉美地区的渗透率约为 70%，GSMA 预测，预计 2030 年，新兴市场整体手机渗透率有望得到显著提升，并带动全球整体市场渗透率提升至 73%。同时，在新兴市场的智能手机渗透率水平也相对较低，2022 年，全球智能手机渗透率为 76%，而漠南非洲的渗透率仅为 51%，预计 2030 年对应渗透率将分别提升至 92%和 87%，以漠南非洲为代表的新兴市场表现出较强的增长潜力。

图表 36: 各地区手机渗透率及展望



资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

图表 37: 各地区智能手机渗透率及展望

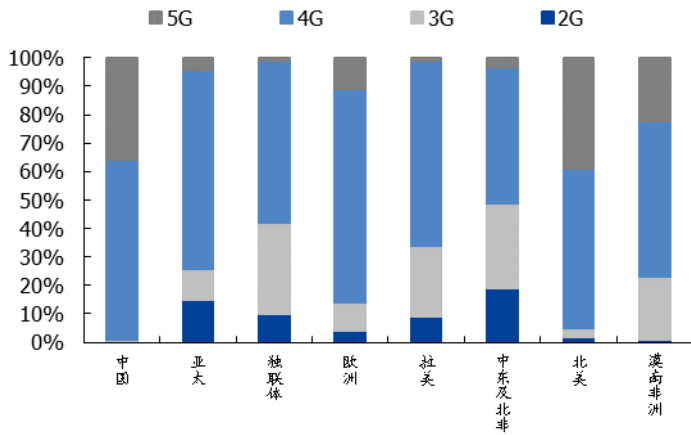


资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

新兴市场通信基础设施搭建完备，移动互联网服务已经相对成熟。GSMA 数据显示，截止 2022 年，全球移动通信基础设施建设已经初步成熟，3G 以上网络占据全球绝大多数市场份额，即便是在相对落后的中东及北非地区，2G 网络的占比只有 19%，GSMA 进一

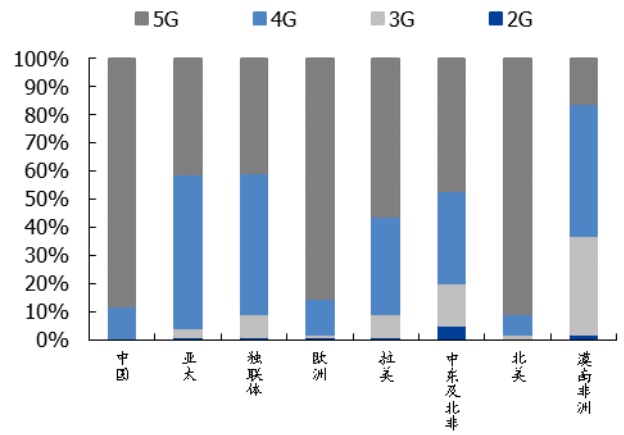
步预测，2030年，该地区2G网络的占比将进一步下滑到5%，对应的是5G网络的占比从2022年的3%，提升至2030年的47%。总之，新兴市场相比成熟市场虽然存在差距，但截止2022年，3G及以上网络覆盖率已经超过80%，为智能手机渗透率的进一步提升奠定了基础。

图表 38: 分地区移动通信技术构成 (2022 年)



资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

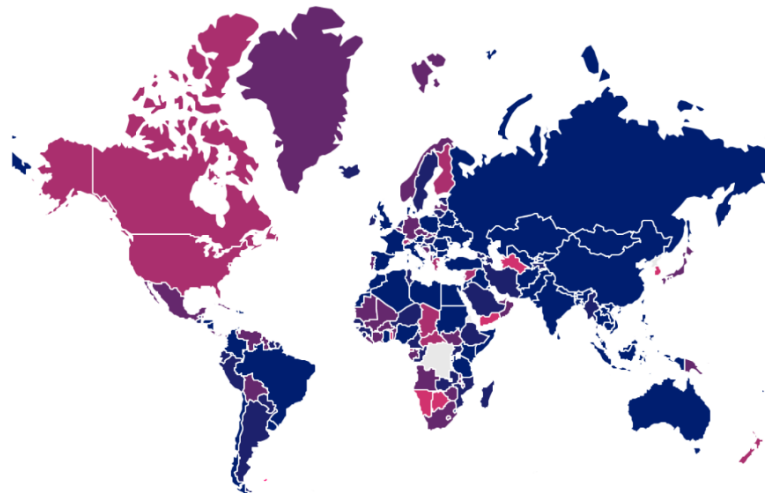
图表 39: 分地区移动通信技术构成预测 (2030 年)



资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

新兴市场流量资费呈下降趋势，也将进一步带动智能机渗透率提升。新兴市场流量资费受多种因素影响，包括经济发展水平、基础设施建设、市场竞争和政府政策等，共同作用下，导致新兴市场早期流量费用较高，特别是对比当地居民收入水平而言，流量开支在收入中的占比高，也导致新兴市场前期智能机渗透率较低。但随着基础设施建设推进、竞争加剧以及相关政策法规的推动，流量费用当前正处于下降的趋势，从而进一步促进当地智能手机以及相关产业的发展。

图表 40: 全球流量资费情况



● 00-01 USD ● 01-02 USD ● 02-05 USD ● 05-10 USD ● 10-20 USD ● 20+ USD

资料来源: cable, 国盛证券研究所

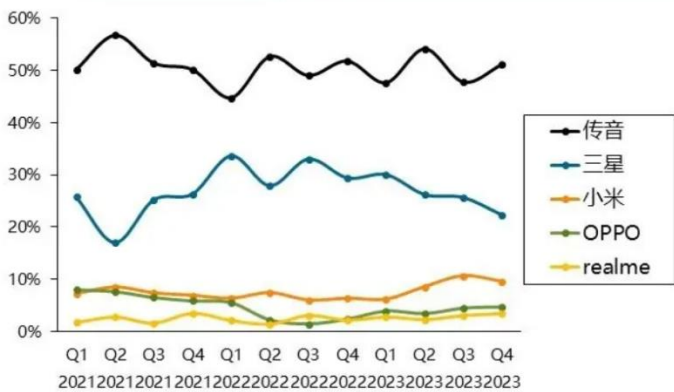
2.2 经营现状分析：传统优势市场市稳居高位，新市场快速开拓

2.2.1 非洲地区：高市占率带来稳定利润

非洲市场竞争壁垒深厚，带来高市占率和高毛利率。

非洲市场市占率稳定在 50%，已与竞争对手拉开差距。公司自设立以来始终坚持深耕以非洲为代表的全球新兴市场，同时，公司作为较早进入非洲的国产手机厂商，坚持深耕非洲战略，积累多年技术沉淀，对于非洲市场及用户群体有着深刻的洞察与理解，并以此为基础建立在非洲深厚的竞争壁垒。canalys 数据显示，2023 年，公司在非洲的智能手机出货量为 3450 万部，市占率为 50%，单四季度的市占率更是达到了 51%，2024 年一季度，传音市占率进一步提升至 52%，拉长来看，虽然公司在非洲的市占率略有波动，但是整体维持在 50%上下，和其他竞争对手已经拉开了较大的差距。

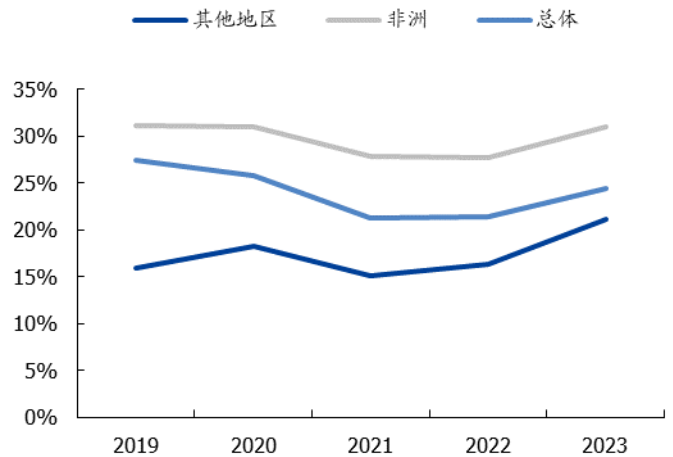
图表 41：非洲地区智能手机市场份额（2021-2023）



注：小米含子品牌POCO和红米，传音含Tecno, Infinix and iTel
来源：Canalys智能手机分析统计数据（出货量），2024年2月

canalys

图表 42：分地区毛利率情况（2019-2023 年）



资料来源：wind, 国盛证券研究所

资料来源：canalys, 国盛证券研究所

非洲市场保持竞争优势，毛利率稳定在约 30%。公司在非洲市场坚持以用户价值为导向，在关键价值点上做深做透，构建产品核心竞争力，推动产品结构升级迭代。以此，公司在非洲市场得以保持竞争优势，获得消费者认可，从而取得较好的盈利能力，使其可以在非洲市场维持较高市占率的基础上，毛利率稳定在 30%上下，为公司发展持续贡献利润。

2.2.2 南亚地区：孟巴稳定，印度持续提升

孟加拉国和巴基斯坦市占率稳定高位。公司在南亚市场的业务集中在印度、孟加拉和巴基斯坦三个国家，其中在孟加拉和巴基斯坦已经获得了较好的市场份额。公司在 2020 年突破巴基斯坦市场，市占率一跃提升至 40%以上，随后公司市占率稳定在 40%左右；在孟加拉国，公司智能手机市占率呈稳步提升态势，逐步从 2019 年的 15.6%逐步提升至 2023 年的超过 30%。公司在以上两个国家均已稳定在了较高市占率，整体市场状态已和非洲类似。

图表 43：传音在南亚三国智能手机市场的市占率变动

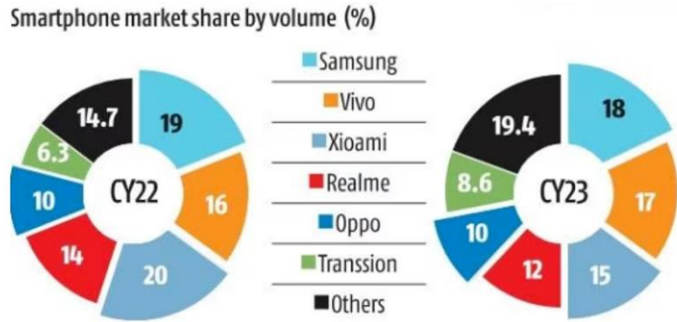
	2019	2020	2021	2022	2023
印度	6.8%	5.1%	7.1%	6.4%	8.2%
孟加拉国	15.6%	18.3%	20.1%	21.5%	超 30%
巴基斯坦	-	超 40%	超 40%	37.9%	超 40%

资料来源：公司公告, 国盛证券研究所

印度市场持续发力，有望成为下一阶段增长来源。公司于 2016 年开始开拓印度地区市

场，与其他市场快速放量、市占率快速提升不同的是，由于早期印度智能手机市场内卷严重，因而公司并未将资源过度集中于该市场。近期随着印度市场竞争趋缓，counterpoint 数据显示，印度智能手机市场 CR5 市占率由 2022 年的 79% 下降至 2023 年的 72%，公司对应加大在该市场的投入，市占率从 6.3% 提升至 8.6%。Canalys 预计，2024 年，印度智能手机市场在价格合理的 5G 手机和更换周期的推动下，有望实现中个位数增长，公司有望借助市场总量提升带来在印度市场出货量的进一步提升。

图表 44: 印度智能手机市场格局 (2022、2023 年)



资料来源: counterpoint, 国盛证券研究所

图表 45: 传音在印度智能手机市场实现较快增长



资料来源: counterpoint, 国盛证券研究所

2.2.3 新市场: 品牌势能不断提升, 出货量高增

公司新市场主要包括东南亚、中东、拉美和中东欧等地区。2023 年，公司在新市场开拓取得较好的进展，canalys 数据显示，公司智能手机在东南亚、拉美和中东地区分别实现了 13%、8%、和 18% 的市占率，同比增速分别为 37%、110% 和 47%。

东南亚: 市场持续反弹, 公司通过高性价比、高性能产品拉动出货量提升。

Canalys 报告显示，2023Q4，东南亚地区智能手机市场同比增长 4%，达到了 2380 万部。受宏观经济不利因素和通货膨胀的影响，该地区在 2023 年年初表现疲软，导致消费者支出大幅下降。但市场随后出现反弹，在品牌积极发布新品和渠道激励措施推动下，消费者对智能手机的需求有所恢复。2024Q1，东南亚地区智能手机市场同比增长 12% 达到 2350 万部，出货量出反弹预示乐观预期，但是相比 2023 年之前的水平目前仍有较大继续提升空间。Canalys 进一步预测，东南亚市场的前景乐观。年轻人口和日益普遍的数字金融服务有力地促进消费的增长，这将刺激市场对高端设备的需求，预计 2024 年东南亚市场智能手机出货量将增长 4%。

图表 46: 东南亚地区智能手机出货量持续反弹



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

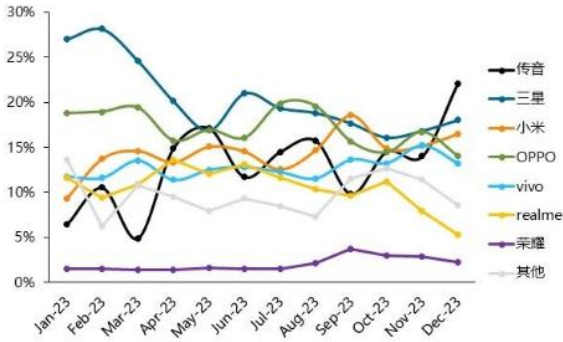
以高性价比、高性能游戏设备打开细分市场，提升市占率。2023 年，传音通过通过增加

Smart 和 Spark 系列的出货量，并有效利用社交媒体平台推广其 Phantom V Flip 机型，带动市场复苏；受益于在印尼和菲律宾的强劲表现以及在新兴市场的扩张，2023 年以 1100 万部的出货量占据了 13% 的市场份额，同比增长 37%；其中 2023Q4 更是以 390 万部的份额占据了 16% 的市场份额，同比增速为 153%。

2024 年，公司与移动游戏公司合作推出联合品牌，在年轻人中获得不错反响。传音通过提供价格亲民的高性能游戏设备，成功地吸引到了这一细分市场，推动公司在 2024 年一季度出货量进一步提升。2024Q1 传音智能手机出货量进一步提升至 420 万部，出货量同比增速达 197%，市占率提升至 18%、排名第二，距离第一名三星只差 1%。

图表 47: 2023 年东南亚 5 国智能手机市占率变动

图表 48: 2024Q1 东南亚 5 国智能手机市占率



*东南亚地区包括：印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、越南
来源：Canalys 月度智能手机分析统计数据(出货量)，2024年2月



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

资料来源: canalys, 国盛证券研究所

中东地区：占据大众市场，加快推进扩张。

中东地区：市场将实现中高个位数增长。canalys 数据显示，2024Q1，得益于通胀率降低以及石油出口国对经济多元化的持续投入，带来的非石油产业的强劲增长，推动中东地区智能手机出货量达到了 1220 万部，同比增长 39%，canalys 进一步预测，在各地区政府致力于推动经济多元化和市场适应性的背景下，2024 年中东智能手机市场将实现高个位数的增长。

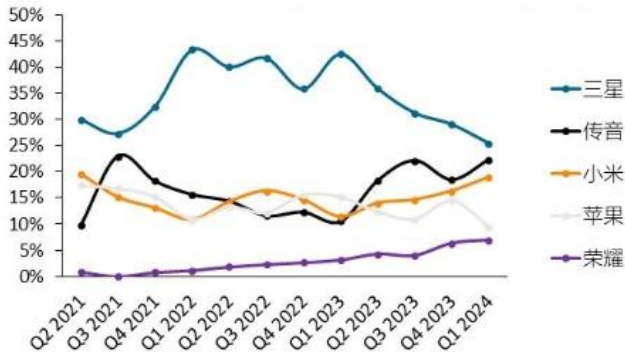
图表 49: 中东地区智能手机出货量



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

传音在中东地区智能手机市场加快扩张。中东地区两极分化的消费市场为新进入玩家提供了不同的机会，一方面，该地区正在吸引大量工作移民，为大众市场设备带来新的需求；另一方面，该地区拥有大量财富，中东地区（不包括土耳其）一半以上的销售额来自 500 美元以上价格段。2023 年，传音在中东市场实现出货量 760 万部、市占率 18%，同比增速为 47%；2024Q1 实现出货量 270 万部，市占率提升至 22%，同比增速达 194%。传音在中东高增长的背后是 Infinix 在沙特和伊拉克战略经销商的正确选择，实现了销量的大幅增长，此外，Tecno 也正通过积极获取资源和强化营销工作来巩固其在该地区的地位。

图表 50: 中东地区智能手机市占率变动



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

图表 51: 2024Q1 中东地区各国智能手机市占率



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

欧洲地区: 市场需求两级分化, 公司开拓早期、提升空间大。

低端需求改善将推动欧洲市场恢复增长。欧洲地区作为成熟的智能手机市场, 出货量相对稳定, canalys 数据显示, 2024Q1, 欧洲(不包括俄罗斯)智能手机市场出货量为 3310 万部, 同比增速 2%, 市场整体呈现出较强的两级分化趋势, 高产市场偏向超高端, 而大众市场偏向更低端, 价格段之间的差距逐步拉大。尽管高端机型在 AI 功能加持下表现强劲, 但欧洲对性价比设备的需求也在持续复苏, canalys 预测, 2024 年, 低端设备将是拉动整体市场复苏的重要动力。

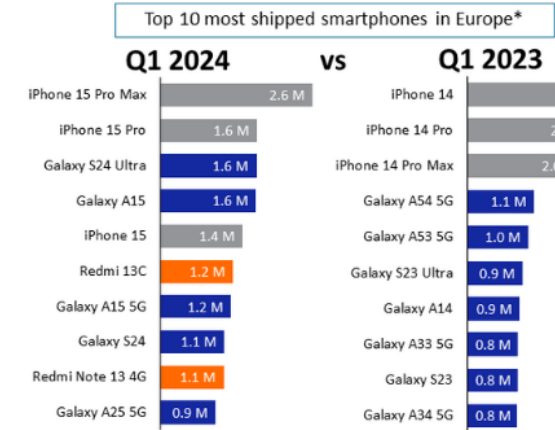
传音当前主要集中在中东欧市场, 未来或将持续受益于欧洲市场需求分化。公司在欧洲市场处于开拓早期, 目前主要集中在中东欧市场, 据格隆汇报道, 2024 年一季度, 传音集团在东欧地区实现了显著增长, 在子品牌 TECNO 的推动下, 公司在东欧地区实现了超越苹果。未来伴随欧洲市场两级分化趋势, 以及公司持续加强在欧洲市场的开拓力度, 有望带动传音在欧洲市场的出货量持续提升。

图表 52: 欧洲地区智能手机市场相对稳定



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

图表 53: 欧洲市场两级分化严重



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

拉美地区: 市场持续扩张, 龙头公司调整经营策略, 公司市占率有望继续提升。

拉美地区智能手机市场持续繁荣, 200 美金以下市场份额持续提升。Canalys 报告显示, 2024 年第二季度, 拉美地区智能手机出货量达到 3350 万台, 同比增长 20%, 连续四个季度实现双位数增长。这一增长主要得益于 200 美元以下价位段的在 market 中的份额占比创下自 2021 年第二季度以来的新高。

拉美市场原有龙头调整经营策略, 为传音市占率提升带来机会。拉美市场智能手机竞争格局相比其他地区而言存在其特殊性, 三星和摩托罗拉在该市场处于领先地位。随着传音等手机厂商持续加大在拉美市场的扩张力度, 三星和摩托罗拉对其长期经营策略进行了调整, 业务重心从入门的低端市场调整到中高端市场、从优先考虑数量和市占率转移到优先考虑盈利能力, 三星现在以其 A 系列、Galaxy S 和 Galaxy Z 瞄准中高端和高端市

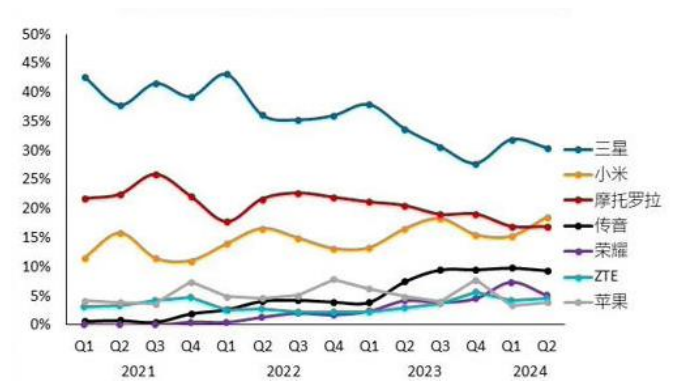
场,而摩托罗拉则通过与主要运营商和零售商建立牢固的合作关系来巩固其亚军地位。在此背景下,Infinix 和 Tecno 品牌在公开市场上瞄准了注重价值的年轻消费者,在中美洲、加勒比海和厄瓜多尔等未开发市场实现了出货量和市占率的快速提升。2023年,传音在拉美市场的出货量为920万部,同比增长110%,2024Q2实现出货量320万部,同比增速为52%。未来公司或将持续受益于拉美市场竞争格局变动带来的增长机会。

图表 54: 拉美地区智能手机市场规模



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

图表 55: 拉美地区智能手机竞争格局



资料来源: canalys, 国盛证券研究所

2.3 市场空间分析: 公司远期稳态年度出货量有望达 2 亿部

2.3.1 触达全球 6 亿部智能手机市场

全球智能手机有望保持小幅增长,稳态出货量或将超过 12 亿部。全球智能手机短期受益于设备更新周期和新兴市场需求提升,预计 2024 年将会迎来增长。IDC 数据,预估 2024 年全球智能手机出货量将达到 12 亿部,同比增长 2.8%,随后到 2028 年将保持较低的个位数增长。同时,Canalys 也预测,预计全球智能手机出货量将在 2024 年恢复增长至 11.7 亿,同比增长 4%,并进一步预测,2027 年全球出货量将达到 12.5 亿,2023-2027 年 CAGR 为 2.6%。

图表 56: IDC 全球智能手机出货量和预测



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 57: canalys 全球智能手机出货量和预测

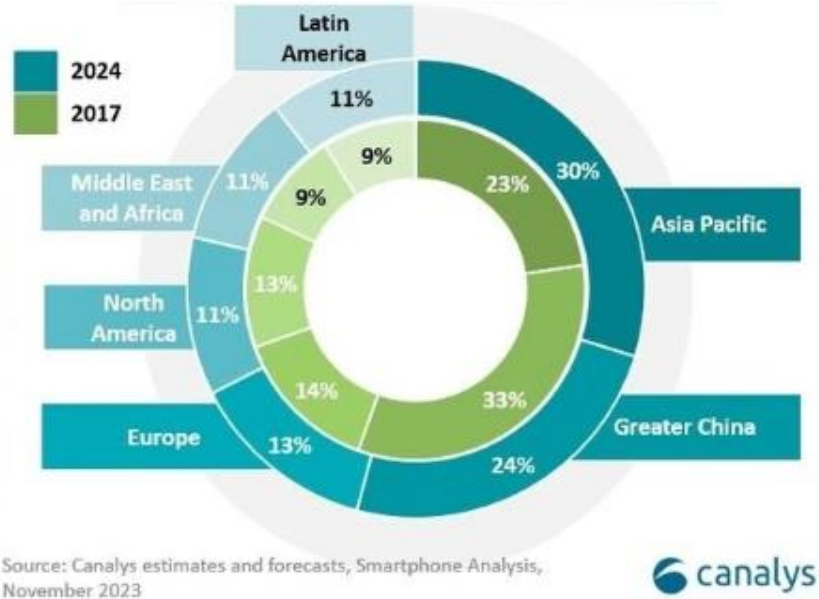


资料来源: canalys, 国盛证券研究所

传音覆盖全球 50%以上智能手机市场,可触达 6 亿部智能手机市场。公司的销售模式以经销为主,逐步建立和完善了一套覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络。公司产品已进入全球超过 70 个国家和地区,与各市场国家超过 2000 多家具有丰富销售经验的经销商客户建立了密切的合作关系,已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球主要新兴市场的销售网络。参考 canalys 对全球智能手机市场的预测,随着新

兴市场在全球智能手机市场中的占比提升，2024年，传音覆盖下游市场在全球市场的占比超过50%，保守估计，按照全球12亿部智能手机出货量测算，传音可触达市场空间或将超过6亿部。

图表 58: 新兴市场在全球智能手机市场的占比提升



资料来源: canalis, 国盛证券研究所

2.3.2 远期出货量目标或将达到 2 亿部

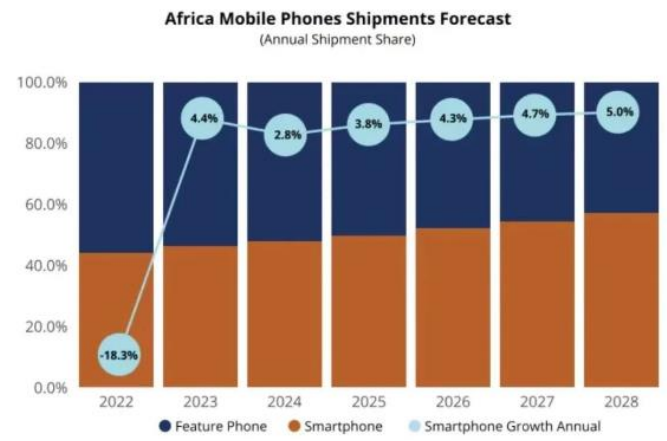
非洲智能手机市场出货量远期将超过 1 亿部，传音或将保持 50% 市占率。Canalis 数据显示，2023 年，非洲智能手机出货量达到 6870 万部，同比增长 6%。然后，尽管智能手机市场增长，功能手机在非洲市场依然占有一席之地。2024 年一季度，非洲智能机出货量首次超过功能机出货量，IDC 数据显示，2024Q1，非洲智能手机出货量同比增长 17.9%，达到 2020 万台，同期功能手机出货量总计为 1880 万部。此外，GSMA 报告显示，2022 年，撒哈拉以南非洲智能机渗透率约为 51%，由此看来，非洲市场仍存在较大的智能机需求未被满足。预计未来随着非洲经济增长和消费能力提升，人口红利持续释放，叠加功能机向智能机的转移，预计未来非洲智能机市场有望保持稳定的增长，远期功能机市场年度出货量有望超过 1 亿部。传音在非洲市占率稳固，在智能手机市场市占率稳定在 50% 上下，功能机手机市场市占率更高（2022 年前三季度，传音在非洲功能机市场市占率为 79.1%），未来随着功能机用户向智能机替换，假设传音保持 50% 市占率，非洲市场有望每年贡献 5000 万部智能机出货量。

图表 59: 非洲智能手机出货量



资料来源: canalis, 国盛证券研究所

图表 60: 非洲智能手机渗透率有望稳步提升



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

非洲外其他新兴市场 5 亿部空间，传音有望获取约 30% 市占率。参考全球分地区手机渗透率和智能手机渗透率水平，漠南非洲或将是未来智能手机市场增长重要来源之一，随着非洲之外其他新兴智能手机市场进一步成熟，非洲市场在增量市场的比重或将会有提升，在维持新兴市场 6 亿部智能手机总量不变的情况下，除去非洲市场外，其他市场每年出货量约为 5 亿部，考虑当前传音在非洲、孟加拉国和巴基斯坦等传统优势市场市占率超过 30%，以及在新市场持续增强的市占率和品牌影响力，预计未来在非洲之外新兴市场整体市占率有望达到 30%，对应约 1.5 亿部智能手机出货量。

2.3.3 低端智能手机市场竞争或有放松趋势，传音市占率有望进一步提升

中低端智能手机市场竞争格局有望进一步松动。中低端智能手机市场产品整体呈配置趋同态势，在手机硬件配置相似的情况下，手机厂商的竞争主要集中在渠道、品牌和供应链管理上，并通过快速迭代和市场细分尽可能多的获得更多消费者，因而市场竞争较为激烈。在此背景下，友商出现战略调整倾向，业务重心从以销量为中心入门级和低端市场转向优先实现盈利的高端市场。

以三星为例，2023 年三星为保证盈利将重心转移到中高端市场，counterpoint 数据显示，2023 年三星在 600 美金以上市场市占率为 17%，同比增长 1pct，同时，IDC 数据显示，三星在整体市场的市占率为 19.4%，同比下滑 2.3pcts，全年出货量下滑 13.6%，全球中低端市场格局变动，有利于传音进一步开拓新市场、提升市占率。此外，国内手机厂商持续推动新业务和品牌高端化也将进一步改善竞争情况。未来，海外新兴市场，特别在中低端价格段，市场竞争格局有望迎来变动，传音有望凭借自身对市场的深刻理解和深度本地化，推动市占率继续提升。

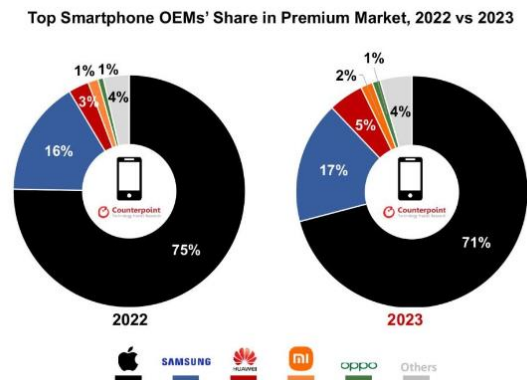
图表 61: 2023 年三星总体出货量下滑

Company	2023 Shipments	2023 Market Share	2022 Shipments	2022 Market Share	2023/2022 Growth
1. Apple	234.6	20.1%	226.3	18.8%	3.7%
2. Samsung	226.6	19.4%	262.2	21.7%	-13.6%
3. Xiaomi	145.9	12.5%	153.2	12.7%	-4.7%
4. OPPO	103.1	8.8%	114.4	9.5%	-9.9%
5. Transsion	94.9	8.1%	72.6	6.0%	30.8%
Others	361.8	31.0%	377.2	31.3%	-4.1%
TOTAL	1,166.9	100.0%	1,205.9	100.0%	-3.2%

Source: IDC Worldwide Quarterly Mobile Phone Tracker, January 15, 2024

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 62: 2023 年三星高端机市占率提升



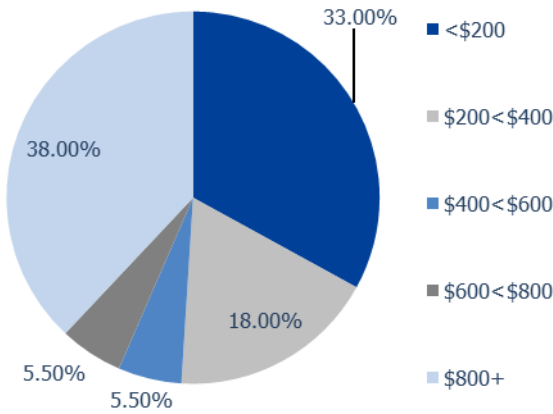
资料来源: Counterpoint, 国盛证券研究所

2.4 产品+渠道+运营，构建公司核心能力

2.4.1 产品：战略+能力构建本地化竞争壁垒

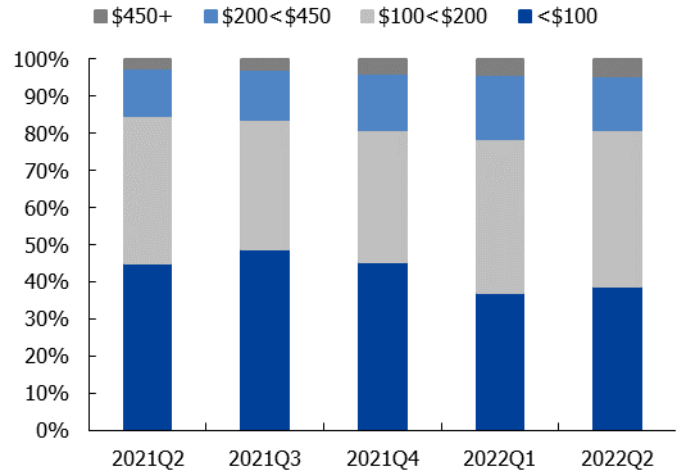
新兴市场智能手机均价较低，行业发展早期是为长尾市场。全球智能手机市场价格分布较为均匀，据潮电智库统计，2024Q1 全球畅销智能手机 TOP20 中，200 美金以下的占比约为 33%；与之相对应的是，以非洲为代表的新兴市场中智能手机均价较低，非洲市场接近 80% 的智能手机售价不足 200 美金。因此以非洲为代表的新兴市场相比成熟市场并没有表现出较强的吸引力，尤其是在 2016 年之前，以中国、北美和西欧为代表的成熟市场蓬勃发展，出货量屡创新高的情况下，非洲等新兴市场是较为典型的“长尾市场”。

图表 63: 2024Q1 全球畅销智能手机 TOP20 各价格段销量占比



资料来源: 潮电智库, 国盛证券研究所

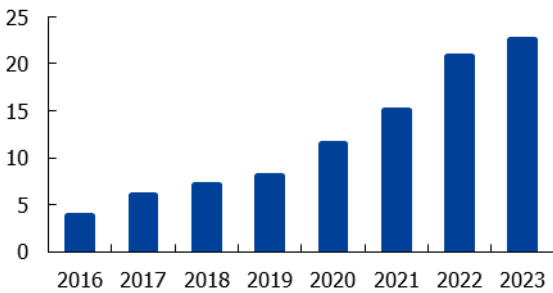
图表 64: 非洲智能手机出货量 (按价格区间划分)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

坚持深耕新兴市场, 深度本地化构建产品竞争力。公司自成立以来就坚持深耕以非洲为代表的全球新兴市场, 战略上高度重视新兴市场, 并持续致力于进行目标市场本地化产品规划和技术研发创新, 持续加大研发投入, 针对拍照、上网、充电等进行深度本地化优化, 解决消费者痛点。截止目前, 公司已积累多项核心技术, 战略深耕新兴市场的举措已经演化成技术竞争实力的长期积累和较高的品牌影响力。

图表 65: 2016-2023 年公司研发费用投入 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 66: 公司在四大领域积累的核心技术

核心技术	针对优化
深肤色拍照技术	围绕本地市场消费者的影像成像核心诉求, 精准捕捉并真实呈现每种肤色和质感, 解决新兴市场多地区不同肤色和审美的用户的个性化影像需求
硬件新材料应用创新	深入研究非洲及其他等新兴市场, 并将绿色发展理念融入日常经营管理, 致力于研究低碳、环保新材料, 为用户提供更美好的环保产品
大数据用户行为分析	自研手机端高效数据计算引擎并进行产品化部署, 优化产品设计和开发, 不断提升用户使用体验和满意度
OS 系统及移动互联	通过洞察市场本地化需求, 深耕建设本地化服务和内容合作, 并依托于公司市场占有率, 形成高流量的应用产品矩阵
网产品服务	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

持续推进技术创新, 不断创造差异化用户价值。公司继续加大研发投入, 持续提升产品开发、技术研发和基础研究三级研发体系成熟度, 增强研发创新能力。**产品维度**推进 IPD 集成产品开发管理体系优化, 提升产品开发质量、开发效率、本地化用户价值和体验, 全面提升产品力;**技术维度**完善技术管理体系的组织建设和流程设计, 在影像、游戏、AI、充电、基础体验等技术航道构建核心能力; 在**影像技术**领域, 公司借助 AI 赋能在影像技术上持续深耕、多点突破, 满足不同的审美需求, 通过布局多肤色算法, 从深肤色到多肤色实现技术突破, 满足全球多个地区、不同肤色和审美的用户个性化影像需求; 同时结合最前沿的多肤色色彩科学研究成果, 攻关 AI 多肤色影像技术, 力求完美还原和展现全球多元文化场景下的人类不同肤色之美。在**充电技术**领域, 公司持续推进全场景快充智慧进化, 推出多功能的智慧充电模式, 为用户提供无缝充电生态, 满足用户在全天候、全场景的需求。围绕差异化的用户价值实现, 公司持续加大研发体系各维度建设和技术创新, 同步构建数字化研发平台提升开发效率, 赋能公司业务快速发展。

2.4.2 渠道: 坚持渠道下沉战略, 自身掌握分销能力

公司在非洲等新兴市场主要是三级经销商体系。据芯流智库报道, 传音在非洲市场的经

销商体系也是属于三级经销商体系，一级经销商属于国代，负责换汇和仓储物流中心的建设；二级经销商为省代，主要负责批发；三级经销商是以夫妻店为代表的终端门店，同时兼有直营店体系，主要负责零售。整个体系的加价率约30%，受不同国家、不同地区的市占率或渠道掌控力有所波动。

高周转来保证经销体系的忠诚度，形成竞争壁垒。举例而言，传音的一级经销商可以实现较高周转次数，通过高周转+正常加价幅度，经销商可以达成较为可观的利润率水平，这种高周转率和高毛利率的组合，为经销商带来了显著的经济效益，从而增强了他们对传音品牌的忠诚度。对于其他厂商而言，想要进入非洲市场并争夺传音的经销商资源，将面临重大挑战。因为即便能够提供较高的加价率，但若无法保证相应的高周转次数，经销商的实际收益将受到影响，且现金流的使用效率降低，这将减弱经销商对新品牌的兴趣和动力。

图表 67: 传音控股在新兴市场建立的三级经销体系

一级（国代）：负责换汇和仓储物流建设

二级（省代）：主要负责批发

三级（终端门店）：主要负责零售

资料来源：芯流智库，国盛证券研究所

坚持渠道下沉，掌握分销能力。公司在建立覆盖广泛的一级经销渠道的同时，致力于加强与一级经销商下游分销商甚至终端零售渠道的合作。对于重点市场及重点经销商客户，公司坚持渠道下沉策略，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，安排驻场人员及时了解客户销售情况，以及及时获取一手市场反馈和需求信息，与渠道商共同成长，使得产品竞争力和市场占有率不断提高。

推动渠道创新变革，稳固竞争优势。渠道作为公司核心竞争壁垒之一，未来将继续推动创新变革以适应不同地区的不同需求：**在重点国家**，通过渠道创新引领当地渠道变革，深化渠道合作关系；提升旗下各品牌在零售店的形象，线上线下联动，大力支持当地零售连锁店协同发展；加大与当地传统媒体和新媒体的合作力度；持续推进深度本地化运营。**在新市场**，公司将公司将继续完善新市场开拓的支持体系，重视扩展新市场国家的可持续发展性，开发更加符合目标市场的差异化产品，结合当地的渠道特性选择更加适合目标市场的渠道模式。

2.4.3 运营：全球化视角，本地化运营

公司秉承“全球化视野，本地化创新”的发展理念，积极推动公司国际化、全球化。为满足不同国家消费者差异化的市场需求，公司搭建了多元化的柔性生产线，具有多品种、多批量的生产制造能力。此外，公司在埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等地设立工厂，一方面对于市场需求可进行快速响应，另一方面也带动了当地就业及生产配套设施建设，推动员工的本地化和全球化。公司自设立以来就高度重视本地化人才队伍的建设，长期吸收和培养当地人才。公司的生产、研发、采购、销售团队均包含外籍本地员工，并在公司的生产经营中发挥着重要作用。公司凭借全球化经营建立起较为强势的产业链地位，以及高信誉度和品牌影响力，使得公司在海外销售主要采取先款后货的模式，仅对运营商客户及少量经销商客户采用赊销结算模式。

图表 68: 公司在孟加拉国设立的自有工厂



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 69: 公司积极推进本地化人才队伍建设



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3. 高端化和新业务, 打开长期成长空间

3.1 布局折叠屏+AIOS, 持续推动品牌高端化

3.1.1 高端化折叠屏小试牛刀, AI+多品牌矩阵带来破局机会

积极探索产品形态, 推动品牌高端化。2023 年 MWC 世界移动通信大会上, 传音旗下 TECNO 品牌推出了首款折叠旗舰 Phantom V Fold, 该机型搭载联发科天玑 9000+ 主控芯片, 于 2023 年第二季度上市, 首先在印度地区推出, 售价区间约合人民币 7551-8390 元; 此外, 传音也在 2023 年推出了 Phantom V Flip 小折叠屏手机, 该机型搭载联发科天玑 8050 处理器, 在印度的售价约合人民币 4395 元。借助两款折叠屏手机, 传音在印度市场高端化进展顺利, PTI 数据显示, 传音控股在印度智能手机市场的 ASP 从 2023 年 1 月的 11000-12000 印度卢比(约合 945-1031 元人民币)上涨到 2023 年 12 月的 18000-19000 印度卢比(约合 1546-1632 元人民币)。

图表 70: 传音左右折叠手机 Phantom V Fold



资料来源: IT之家, 国盛证券研究所

图表 71: 传音上下折叠手机 Phantom V Flip



资料来源: IT之家, 国盛证券研究所

多品牌分层矩阵, 带来高端化破局机会。传音在早期进入非洲时, 手机业务已经确立品牌分层布局。针对不同的细分消费人群, 公司建立了满足不同消费者需求的多品牌和产品序列, 旗下 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌分别聚焦中高端、普罗大众以及青年市场, 覆盖从中高端到性价比的多个消费层级, 不断提升用户体验和价值。在《African Business》发布的“2024 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜单中, 公司三个品牌

全部上榜，其中 TECNO 更是位列第 8 位，连续多年位居入选的中国品牌之首，TECNO 聚焦中高端消费者的行为偏好和需求层次，致力于提升传音国际化高端化的海外形象，为传音进一步的高端化奠定了品牌基础。

AI 浪潮带来无穷可能，TECNO AIOS 预告高端化路径。 TECNO 在 2024 年 MWC 上推出全新的手机操作系统 TECNO AIOS，旨在全方位提升用户的 AI 体验。通过与谷歌、联发科等第三方的合作，TECNO AIOS 集成了先进的 AI 功能，特别是利用联发科天玑 9300 芯片的全大核设计，具备了强大的生成式 AI 能力。该系统将包括定制化 AI 助手，能够完成网页搜索、笔记生成等任务，并具备实时通话翻译、视频字幕生成、创意壁纸和图片生成、以及基于描述的照片搜索等功能。在摄影方面，TECNO AIOS 支持 AI 增强摄影技术，适应多种肤色，提供 AI 橡皮擦功能，以及美颜、模拟化妆效果和 AR 脸部增强功能，以改善视频通话体验。

图表 72: TECNO AIOS 具备增强摄影和美颜功能



资料来源: IT之家, 国盛证券研究所

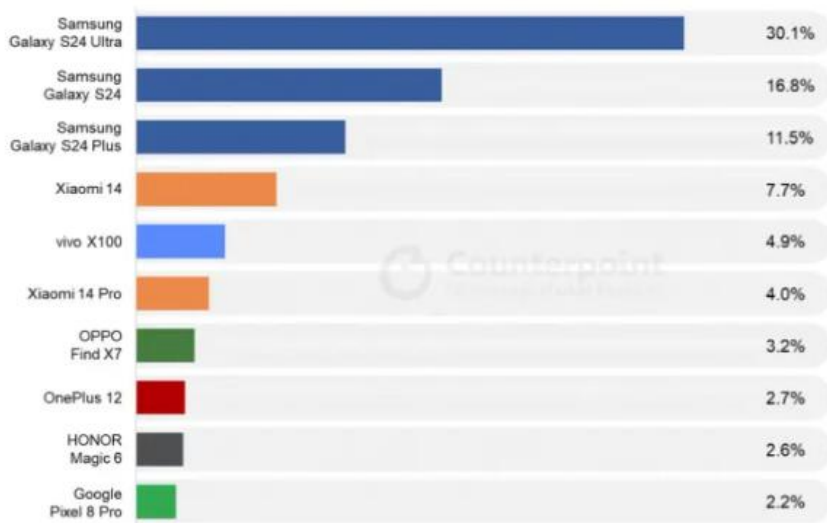
图表 73: TECNO AIOS 支持由简单草图生成图像



资料来源: IT之家, 国盛证券研究所

TECNO AIOS 的发布预示着品牌在具变革性 AI 领域的开启，致力于运用 AI 将移动互联生活向更简单、高效及更具个性及创造性的方向迈进，长期来看，这不仅是面向未来的技术迭代，更是不断丰富和改变智能手机用户生活的全面革新；短期来看，参考三星 S24 系列等 AI 手机在高端智能手机的快速放量，预计 TECNO AIOS 也将为推动品牌高端化贡献增量。

图表 74: 2024Q1 全球最畅销的十大 Gen AI 功能智能手机



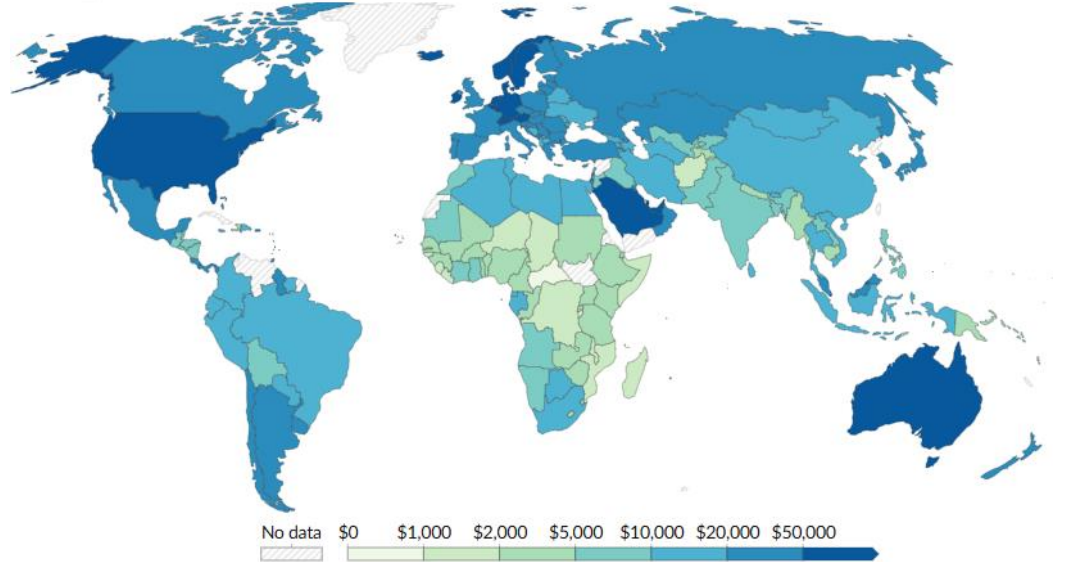
Source: Counterpoint's Global Monthly Handset Model Sales (Sell-through) Tracker, Mar 2024

资料来源: Counterpoint, 国盛证券研究所

3.1.2 非洲外智能手机市场均价较高，高端化+新市场推动产品结构升级

非洲外新兴市场经济较为发达，可以承担更高单价手机。非洲受限于自身发展阶段，当前人均 GDP 仍相对较低，对比之下，拉美、中东欧、东南亚以及中东等新兴市场人均 GDP 明显更高，这意味着非洲外新兴市场拥有更高的消费能力，可以承担更高单价的手机产品。

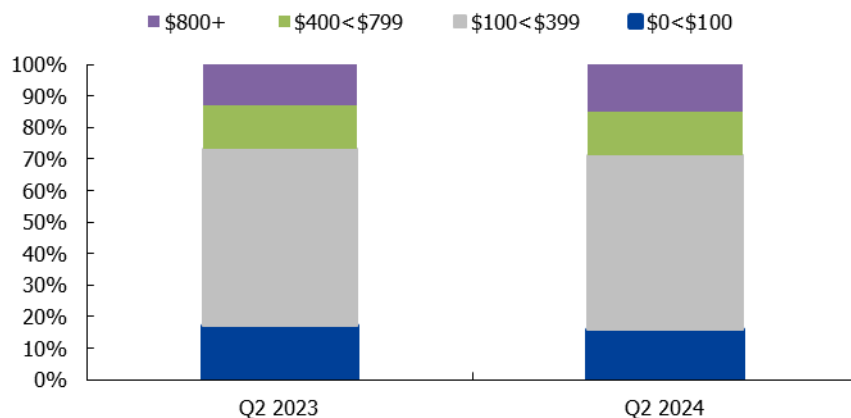
图表 75: 全球人均 GDP (2022 年)



资料来源: Our World in Data, 国盛证券研究所

非洲约 80% 智能手机不足 200 美金，新市场拓展优化出货结构。IDC 数据显示，非洲智能手机市场整体均价较低，约有 40% 的智能手机售价不足 100 美金，又有约 40% 的智能手机售价在 100-200 美金区间，超过 200 美金的市场约为 20%。对比之下，全球智能手机市场整体分布较为均匀，counterpoint 数据，2024 年 Q2，全球智能手机市场 100 美元以下价位段市场份额为 16%，100-399 美元价位段市场份额为 55%，400-799 美元、以及 800 美元以上的产品合计占比为 29%。由此可见，非洲最为全球智能手机市场均价低于全球平均水平，因而公司持续推动新市场开拓，将有利于公司不断优化产品出货结构。

图表 76: 全球智能手机出货量分价格段 (2023Q2、2024Q2)



资料来源: counterpoint, 国盛证券研究所

持续加强中高端探索，有望进一步优化公司出货结构。随着公司持续推动品牌高端化战略和新市场开拓，公司持续以用户价值为导向，重视中高端体验，提升产品口碑；持续加大中高端和研发资源投入，强化中高端产品价值点选择，在硬件新材料应用创新领域形成新的突破，进一步深化与行业上下游伙伴、高校机构深度联合开发及战略合作，致

力本地场景体验领先，助力实现中高端销量突破，持续带动公司智能手机结构改善和均价提升。

3.2 拓品类：拓展重点产品赛道，聚焦核心区域份额突破

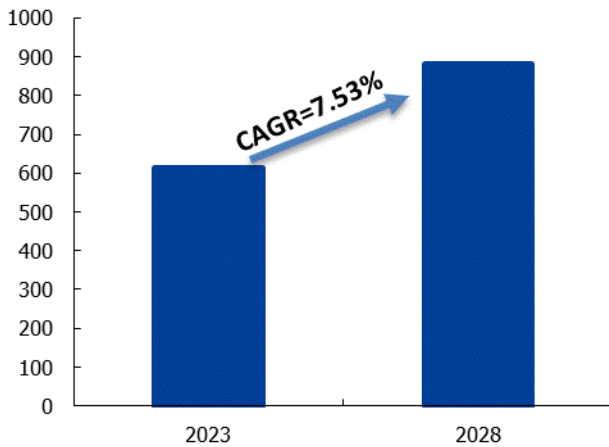
基于在新兴市场积累的领先优势，公司积极实施多元化战略布局，在新兴市场开展了数码配件、家用电器等扩品类业务。

3.2.1 十亿人口规模市场等待放量，家电、储能双向布局

人口红利带来广阔市场需求，非洲家电市场快速增长。非洲人口超过 14 亿，预计在 2050 年左右翻一番，市场增长前景十分可观。近些年来，非洲经济进入加速发展阶段，在基本解决温饱后，对物质追求正日益膨胀，而且非洲大部分地区处于热带，常年高温多雨，因此人们对于空调、冰箱产品的需求明显，数据显示，目前非洲家电市场基本每年都以两位数的幅度增长。Statista 数据显示，在非洲，2023 年家用电器市场的收入预计为 613.6 亿美元，2023-2028 年，预计该市场的复合年增长率将达到 7.53%。

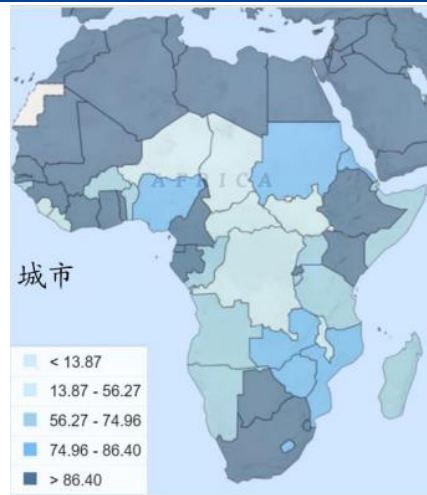
非洲市场通电率较低，公司家电、储能双向布局。根据非洲开发银行公布的数据，目前非洲通电率仅约 40%，有超过 6.4 亿非洲人生活在无电地区。电力基础设施不完善、电力资源不稳定等因素持续对家电市场发展形成压制。针对非洲市场现状，公司在积极布局家电业务，等待市场放量的同时，也在积极布局储能业务的发展。对于非洲市场而言，发展新能源不仅可以减缓全球气候变暖带来的冲击、推动碳中和进程，同时可以提升非洲居民用电体验，为经济发展提供动力。

图表 77: 非洲家电市场及预测 (亿美元)



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

图表 78: 非洲整体通电率约为 40%



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

多品牌全面布局家电市场，等待市场需求提升。公司复刻手机产品在非洲开拓市场的路径，进行多品牌差异化定位和运营，于 2015 年创立家电品牌 Synix，定位为中高端家电品牌，itel 定位为入门级家电品牌，Infinix 也推出了智能电视业务。在家电领域，公司将持续提高产品力、品牌力；构建供应链成本优势，建立成本、效率、品质领先的本地采购、制造；扩大渠道网络、精细化零售运营，聚焦市场。考虑公司当前在家电业务的布局，公司未来有望充分享受到非洲人口红利带来的家电市场需求释放。

图表 79: 传音旗下家电部分产品布局



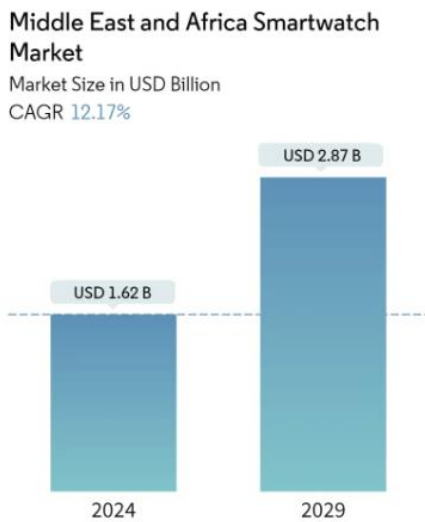
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2.2 3C: 渠道复用推动带来快速增长

3C 消费电子借助手机积累快速起量。Oraimo 是公司创立的专业 3C 产品配件品牌, 产品包括 TWS 蓝牙耳机、智能手表、蓝牙音箱、移动电源、吸尘器等。下游覆盖非洲、南亚, 东南亚, 拉美等 50 多个国家和地区, canalys 数据显示, 截止 2022 年, 用户规模已经突破 1 亿。

中东&非洲智能穿戴市场规模约 16.2 亿美元, 未来仍将保持较高增速。随着城市化普及率不断上升, 以及技术的进步和消费者对健康意识的提高, 共同推动智能穿戴设备需求增长; 叠加随着智能手机渗透率提升, 带来的 TWS 增量市场, 共同作用下, 预计非洲等新兴市场可穿戴需求规模将会持续提升, Mordor intelligence 数据显示, 中东和非洲智能手表市场规模预计到 2024 年为 16.2 亿美元, 预计到 2029 年将达到 28.7 亿美元, 2024-2029 年复合增长率为 12.17%。

图表 80: MEA 智能手表市场规模



资料来源: Mordor intelligence, 国盛证券研究所

图表 81: Oraimo 下游产品持续丰富



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.3 移动互联业务: 体内体外协同布局, 迎接非洲移动互联时代

传音在移动互联业务的布局分为两个方面: 1) 基于手机 OS 系统的变现。凭借公司在非洲市场接近 50% 的市占率, 打造流量平台, 给第三方 APP 引流, 通过软件分发、游戏分发、广告分发等业务实现快速变现; 2) 投资并打造多个爆款 APP 布局未来。公司凭借对非洲市场和消费者的深度理解, 通过与网易等互联网公司合作, 打造了多个爆款 APP, 涉及音乐、浏览器、阅读、游戏平台、移动支付等多个领域。此部分业务不依赖于传音手机硬件, 可以独立运营于任何品牌的手机终端。

图表 82: 传音移动互联业务布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3.1 非洲跨越 PC, 进入移动互联网

自 2019 年起, 非洲地区的通讯和电力基础设施逐步完善, 智能手机的普及率也随之迅速提高。这一变化标志着非洲市场经历了一次显著的跨越式发展: 非洲跳过了传统的 PC 时代, 直接迈入了移动互联网时代。得益于非洲拥有全球最年轻的人口结构, 新技术的推广和应用在这里得到了快速的响应。在多种有利因素的共同推动下, 非洲移动互联网市场呈现出迅猛增长的态势。据人民日报预测, 到 2025 年, 将有大约 65% 的非洲人口能够接入移动互联网。

直接进入移动互联时代的非洲, 公司存在流量、渠道和认知壁垒优势。传音在非洲拥有广泛的用户基础, 公司在非洲市场的流量覆盖能力与 Google, Meta 等巨头相当, 非洲开发者从 Google、Meta 获得的用户中, 超过 60% 使用的是传音手机; 同时, 传音在非洲随处可见的地面推广与服务网络, 将会是下一阶段非洲移动互联网布局与深耕的最坚实基础。此外, 传音在非洲拥有的多年本土经验, 深入理解非洲市场, 可以提供符合当地需求的产品和服务, 这也会是公司在移动互联网时代的重要竞争壁垒。

3.3.2 公司体内体外协同布局, 兼顾短期变现和长期发展

整合最优质资源, 打造全域联动服务。在非洲移动互联网起飞前夕, 传音移动互联聚合传音自有与全生态亿级流量池, 联动场域内外优质资源, 整合线上线下渠道, 为出海用户及开发者提供可复制的传音营销助力, 从活动运营到品牌运营, 从建站到延伸品牌触点, 在全新大陆开拓从平台到媒体的全新营销路径, 助力非洲开发者放大品牌声量, 达成业务效果。

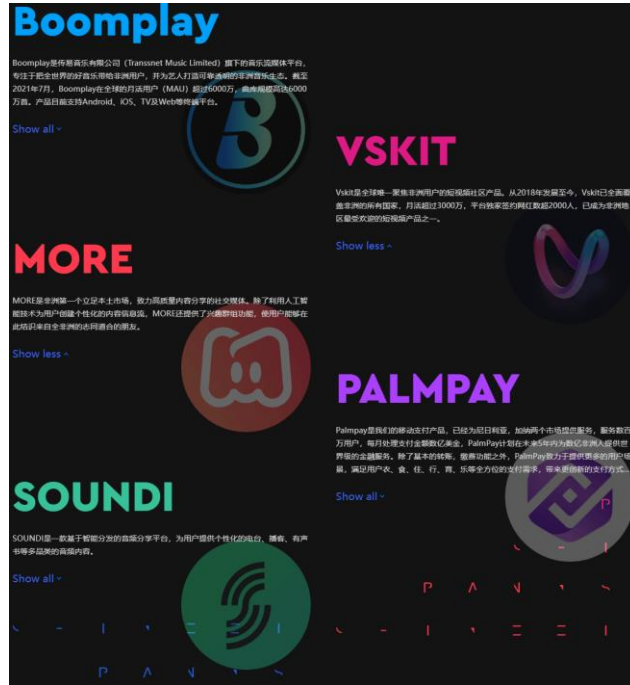
图表 83: 传音打造全域联动服务



资料来源: 传音开发者, 国盛证券研究所

独立 APP 运营良好，打开公司长期成长空间。传音与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司，在多领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2023 年末，已有多款自主与合作开发的应用程序月活跃用户数达 1,000 万以上，包括非洲音乐流媒体平台 Boomplay、新闻聚合应用 Scooper、综合内容分发应用 Phoenix 等。

图表 84: 传音部分 APP 情况



资料来源：传音集团官网，国盛证券研究所

4. 盈利预测

收入端:

1)手机板块:公司在非洲、南亚等传统优势市场,地位稳固,新市场开拓战略快速推进,预计未来公司在传统优势市场保持中高个数增速,新市场出货量仍将保持20%左右增速,叠加公司ASP在高端化战略下不断提升,预计公司手机业务2024-2026年将实现营收670.32、781.82、910.82亿元,同比增速为16.89%、16.63%、16.50%,毛利率分别为22.15%、22.30%、22.40%。

2)其他主营业务板块:非洲地区家电渗透率低,公司深耕非洲,持续围绕本地用户痛点进行针对性研发布局,未来有望推动扩品类业务快速增长;此外,公司数码配件业务,借助手机渠道,有望继续保持较高增速。叠加公司在移动互联业务上基数较低,未来也将在公司自身能力加持下实现快速增长,因此,预计公司其他主营业务2024-2026年将实现营收47.66、57.20、68.64亿元,同比增速为20%,毛利率分别为28%、30%、30%。

3)其他业务:预计公司其他业务2024-2026年将实现营收10.24、10.75、11.29亿元,同比增速为5%,毛利率为10%。

图表 85: 分业务收入一览表 (亿元)

分业务营收 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收	623.95	728.24	849.76	990.74
yoy	33.69%	16.90%	16.69%	16.59%
1) 手机板块	573.48	670.34	781.82	910.82
yoy	34.88%	16.89%	16.63%	16.50%
2) 其他主营业务板块	39.72	47.66	57.20	68.64
yoy	16.52%	20.00%	20.00%	20.00%
3) 其他业务	9.75	10.24	10.75	11.29
yoy	45.96%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

盈利端:

毛利率方面,随着新市场市占率不断提升,以及公司全球出货量不断提升,我们预计,公司毛利率将稳中有升,预计2024-2026年毛利率分别为22.36%/22.66%/22.79%。费用率方面,随着公司收入规模的不断扩大,预计各项费用率均稳中有降。

图表 86: 公司费用率预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	22.45%	22.36%	22.66%	22.79%
销售费用率	7.85%	7.50%	7.50%	7.40%
管理费用率	2.42%	2.40%	2.35%	2.30%
研发费用率	3.62%	3.50%	3.50%	3.40%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

综上所述,传音控股作为全球新兴市场智能手机龙头,在传统优势市场竞争壁垒深厚、市占率稳居高位,在新市场加大开拓力度,市占率不断提升。同时公司积极推进高端化战略,推进扩品类和移动互联业务,未来有望充分享受新兴市场的人口红利和经济发展,预计2024-2026年分别实现营收728、850、991亿元,同比增速为16.9%、16.7%和16.6%,实现归母净利润为56.87、67.94、82.06亿元,对应PE分别为16.7X/13.9X/11.5X。

小米集团主要经营以手机、智能硬件和 IoT 平台等业务，安克创新主要从事智能移动周边产品、智能生活周边产品及计算机周边产品的研发和销售，漫步者主要从事家用音响、专业音响、汽车音响、耳机及麦克风等消费电子产品的研发、生产、销售，因此选取小米集团、安克创新与漫步者作为公司可比公司。由下表所示，传音控股相比可比公司估值水平较低。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 87: 可比公司情况

公司	最新收盘价 (HKD/CNY)	EPS (HKD/CNY)		市盈率 (PE)	
		2024E	2025E	2024E	2025E
小米集团-W	18.8	0.65	0.78	26.55	22.11
安克创新	55.68	3.6	4.27	15.46	13.04
漫步者	9.76	0.56	0.66	17.33	14.72
	平均值			19.78	16.62
传音控股	83.88	5.04	6.02	16.66	13.94

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价; 可比公司 EPS 预测来自 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) 新兴市场发展及下游需求不及预期风险:** 公司下游主要是以新兴市场为主，相比成熟市场，新兴市场发展处于早期，未来发展潜力大，但同时经济发展和消费需求受多方面因素影响，如果存在不利因素导致新兴市场发展以及需求不及预期，将会对公司影响造成影响。
- 2) 市场竞争加剧风险:** 当前智能手机行业整体发展较为成熟，尤其是中国大陆、西欧、北美等市场手机渗透率和智能手机渗透率都居于高位，随着成熟市场进入周期性波动，新兴市场的成长性或将吸引更多手机厂商加入，由此或将引发市场竞争加剧，将会对公司影响造成不利影响。
- 3) 上游原材料价格波动风险:** 公司上游原材料价格若出现大幅波动，或将影响公司供应，造成供应链短缺或者影响公司盈利能力的风险。
- 4) 境外经营及境外子公司管控风险:** 公司下游市场全部集中在海外新兴市场，考虑到境外经营面临的法律、市场等多方面因素更加复杂，可能存在影响公司经营的不利因素。
- 5) 市场空间测算偏差风险:** 因市场空间测算假设条件较多，市场竞争格局存在不确定性，市场空间测算存在偏差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com