

2025 年 07 月 16 日
传音控股 (688036. SH)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

消费电子设备

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

98.8 元

股价 (2025-07-15)

75.16 元

交易数据

总市值(百万元)

85,708.75

流通市值(百万元)

85,708.75

总股本(百万股)

1,140.35

流通股本(百万股)

1,140.35

12 个月价格区间

71.88/118.8 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.2	-17.0	-15.9
绝对收益	-3.2	-10.1	-0.3

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

相关报告

24H1 盈利稳健, 多元布局创 增长空间	2024-08-30
Q1 业绩创一季度新高, 长期 成长动能充足	2024-04-25
Q3 业绩创单季新高, 本地化 +多元化+高端化持续推动发 展	2023-10-25
三季度业绩符合预期, 库存 管理效果明显	2022-10-30

“非洲手机领军者”多元化布局, 品类扩张+生态链延伸打开成长空间

聚焦新兴市场构建多元布局, 扩品类布局打造智能生活全场景闭环:

公司成立于 2013 年, 主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营, 致力于成为新兴市场消费者最喜爱的智能终端产品和移动互联服务提供商。截至目前公司旗下已拥有新兴市场手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix, 涵盖功能机和智能机; 数码配件品牌 oraimo、家用电器品牌 Syinix; 售后服务品牌 Carlcare; 两轮电动车品牌 REV00 和换电出行品牌 TankVolt。同时公司与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司, 在多个应用领域进行出海战略合作, 积极开发和孵化移动互联网产品。通过“硬件产品矩阵+移动互联服务+本地化生态”的深度协同, 公司已在非洲等新兴市场形成覆盖通信、娱乐、家居、出行、商业的全场景生态闭环, 成为新兴市场智能生活服务的标杆企业。

坚持“全球化思维, 本地化经营”, 扎根非洲走向全球:

2024 年全球智能手机市场强劲复苏, 但政治环境不确定性预计导致未来增速放缓, 头部厂商逐鹿新兴市场竞争激烈。2024 年公司智能手机全球出货量市占率 8.7%, 世界排名第四; 智能机+功能机的市占率为 14.0%, 世界排名第三。近年来非洲市场竞争压力加剧, 换机需求逐步提升; 新兴市场人口红利显著, 高端化需求打开市场空间。公司从非洲起步, 随后向南亚、东南亚、中东、拉美等新兴市场扩张, 其中, 南亚地区: 人口红利带动市场增长, 优化渠道+创新驱动有望突破固化格局; 东南亚地区: 公司 2024Q4 领跑东南亚市场, 新机型 Infinix GT 30 Pro 在马来西亚发布引发全球关注; 中东地区: 市场需求两极分化明显, AI 手机或将成为新的增长点; 拉美地区: 人口红利叠加移动互联网普及, 成中企手机出海新蓝海。我们认为新兴市场智能手机需求仍有广阔增长空间, 公司有望凭借现有优势持续扩大市场份额。

“全球化+多元化+高端化”, 三位一体开启新篇章:

全球化方面, 公司聚焦超 40 亿人口的新兴市场, 2024 年在非洲、巴基斯坦、孟加拉国和菲律宾等国家智能手机市占率排名第一, 在东南亚、中东和拉美地区市场份额排名前五, 构建了覆盖 70 多个国家和地区的销售网络与物流体系。同时, 公司深入洞察需求, 开发了多肤

色影像、长续航等技术，并联动游戏电竞、影视娱乐开展多元营销，下沉渠道并投资建厂助力本土经济发展。此外，公司围绕用户生活场景需求打造“从硬到软、从小到大、从家居到出行”的多元化产品生态圈，旗下品牌在智能配件、家电、移动应用、电动出行领域表现亮眼。在高端化方面，公司依托多肤色拍照、硬件新材料、大数据分析 & AIOS 系统等技术，持续提升中高端产品竞争力。我们认为，随着公司不断加大研发投入、加速拓展多元业务生态圈，公司移动互联业务有望借助庞大用户基础实现变现突破，成为新的盈利增长点。

投资建议：

我们预计公司 2025 年-2027 年的收入增速分别为 9.9%、11.1%、12.9%，净利润的增速分别为 1.4%、16.1%、19.5%。考虑到公司在新兴市场的竞争实力不断提升以及 AI 等新技术带来的高端化机会，我们给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 98.8 元，相当于 2025 年 20X 的动态市盈率。

风险提示：公司市场竞争加剧风险、新兴市场开拓不及预期风

险、新业务开展不及预期、原材料供应集中及价格波动风险、通信专利许可风险、汇率波动风险、计算假设不及预期风险。

（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	62,295	68,715	75,512	83,860	94,647
净利润	5,537	5,549	5,629	6,537	7,810
每股收益(元)	4.86	4.87	4.94	5.73	6.85
市盈率(倍)	15.5	15.4	15.2	13.1	11.0
市净率(倍)	4.7	4.2	3.9	3.6	3.3
净利润率	8.9%	8.1%	7.5%	7.8%	8.3%
净资产收益率	30.7%	27.4%	25.8%	27.7%	29.9%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

目 录

1. 传音控股：起源于非洲的新兴市场手机龙头品牌	6
1.1. “非洲手机领军者”的成长之路：拓荒积淀+快速扩张+转型升级	6
1.2. 稳固渠道支持品类横向拓展，深耕当地打造移动互联生态	8
1.3. 公司多年业绩稳定增长，短期承压不改长期投资逻辑	10
2. 坚持“全球化思维，本地化经营”，扎根非洲走向全球	15
2.1. 全球手机市场复苏，头部厂商逐鹿新兴市场竞争激烈	15
2.2. 非洲市场 GDP 增速不断提升，智能机换机需求逐步加大	17
2.3. 新兴市场人口红利显著，高端化需求打开市场空间	20
2.3.1. 南亚：人口红利带动市场增长，优化渠道+创新驱动有望突破固化格局	20
2.3.2. 东南亚：公司 2024Q4 领跑东南亚市场，新机型 Infinix GT 30 Pro 在马来西亚发布引发全球关注	21
2.3.3. 中东：市场需求两极分化明显，AI 手机或将成为新的增长点	22
2.3.4. 拉美：人口红利叠加移动互联网普及，成中企手机出海新蓝海	23
3. “全球化+多元化+高端化”，三位一体开启新篇章	24
3.1. 全球化：以新兴市场为核心构建全球业务网络，深度洞察客户需求打造本地特色产品	24
3.2. 多元化：围绕用户生活场景需求，全方位打造“从硬到软、从小到大、从家居到出行”的多元立体产品生态圈	28
3.3. 高端化：四大核心技术助力提升中高端产品竞争力	29
3.3.1. 多肤色拍照技术：开辟影像新赛道	29
3.3.2. 硬件新材料应用创新：优化用户体验	30
3.3.3. 大数据用户行为分析：驱动产品迭代	31
3.3.4. AIOS 系统及移动互联产品服务：构建本地化生态	31
4. 盈利预测与估值分析	32
4.1. 盈利预测	32
4.2. 估值分析	32
5. 风险提示	33

目 录

图 1. 传音控股历史沿革	6
图 2. 传音控股股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）	7
图 3. 公司主营业务构成	10
图 4. 公司移动互联网业务构成	10
图 5. 公司营业收入及同比变动（亿元、%）	10
图 6. 公司归母净利润及同比变动（亿元、%）	11
图 7. 公司业务收入分产品构成及同比变动（亿元、%）	11
图 8. 公司业务收入分产品占比（%）	11
图 9. 公司主营业务收入分地区构成及同比变动（亿元、%）	12
图 10. 公司主营业务收入分地区占比（%）	12
图 11. 公司毛利率、净利率情况（%）	12
图 12. 公司手机 ASP 情况及同比变动（%）	12
图 13. 公司分产品毛利率（%）	12
图 14. 公司分地区毛利率（%）	12
图 15. 公司手机库存量变动情况（万台、%）	13



图 16. 公司存货及环比变动情况 (亿元、%)	13
图 17. 公司期间费用情况 (%)	13
图 18. 公司期间费用率情况 (%)	13
图 19. 公司研发费用及同比增长率 (亿元、%)	14
图 20. 公司研发人员数量及占比 (人、%)	14
图 21. 经营性现金流量净额及同比变动 (亿元、%)	15
图 22. 公司应付账款及票据及同比变动 (亿元、%)	15
图 23. 季度经营性现金流量净额及同比变动 (亿元、%)	15
图 24. 公司应收付账款及票据及同比变动 (亿元、%)	15
图 25. 全球智能手机出货量及同比变动情况 (亿部、%)	16
图 26. 全球智能手机出货量及预测 (百万部、%)	16
图 27. 2024 年全球智能手机厂商市场份额及出货量同比变动 (%)	16
图 28. 2009-2024 年全球头部智能手机厂商市场份额按季度变化情况 (%)	16
图 29. 2024 年全球各地区智能手机销量市场份额及同比变动 (%)	17
图 30. 2021-2024 年世界各地智能手机 ASP (美元)	17
图 31. 2024-2026 年世界各地实际 GDP 增长率 (%)	17
图 32. 2024 年非洲人口年龄结构金字塔 (%)	17
图 33. 2023 年世界各地人口数量最多的年龄段 (岁)	18
图 34. 1995-2050 年非洲及其他地区人口年龄中位数 (岁)	18
图 35. 选定国家不同年龄阶段移动互联网不同活动每周的平均使用量 (项)	18
图 36. 2021-2024 年撒哈拉以南非洲地区移动互联网覆盖情况 (%)	19
图 37. 2019-2030 年撒哈拉以南非洲地区移动互联网用户使用设备分布情况 (%)	19
图 38. 2023-2025Q1 非洲地区智能手机市场份额构成 (%)	19
图 39. 2023Q1-2025Q1 非洲地区主要智能手机厂商市场份额变动情况 (%)	19
图 40. 2023-2025Q1 印度智能手机厂商市场份额构成 (%)	20
图 41. 2022Q1-2024Q4 印度主要智能手机厂商市场份额变动情况 (%)	20
图 42. 2022Q1-2024Q4 东南亚地区主要智能手机厂商市场份额变动情况 (%)	21
图 43. 2024Q4 及 2025Q1 东南亚地区主要智能手机厂商市场份额情况 (%)	21
图 44. 2025Q1 东南亚主要国家 top5 智能手机厂商市场份额及排名情况 (%)	21
图 45. 全新电竞旗舰机型 Infinix GT 30 Pro 在马来西亚发布	22
图 46. 2023-2025Q1 中东地区 top5 智能手机厂商市场份额情况 (%)	23
图 47. 2024-2028 中东地区 AI 手机渗透情况预测 (百万台、%)	23
图 48. 2023-2024 拉美地区 top5 智能手机厂商市场份额情况 (%)	24
图 49. 2023-2024 拉美地区主要智能手机厂商出货量按价格段位划分占比情况 (%)	24
图 50. 2024 年全球移动互联网及智能手机普及情况 (%)	25
图 51. 2024 年全球出货量最高的智能手机型号及占比情况 (%)	25
图 52. Carlcare 门店形象全新升级, 为用户带来更舒适、愉悦的服务体验	25
图 53. Universal Tone 全肤色影像技术效果对比	26
图 54. 钙钛矿光伏储能概念机型	26
图 55. 刷墙式广告遍布非洲街头	27
图 56. Infinix NOTE 50 Pro+ 5G 与《崩坏: 星穹铁道》破次元联动	27
图 57. 孟加拉国 ISMARTU 新工厂产线	27
图 58. 2024 年非洲地区 TWS 市场份额及年增长率情况 (%)	28
图 59. 2024 年非洲地区可穿戴设备市场份额及年增长率情况 (%)	28
图 60. 2023 年非洲移动应用音乐与音频类年度用户使用排行榜 Top 10	29

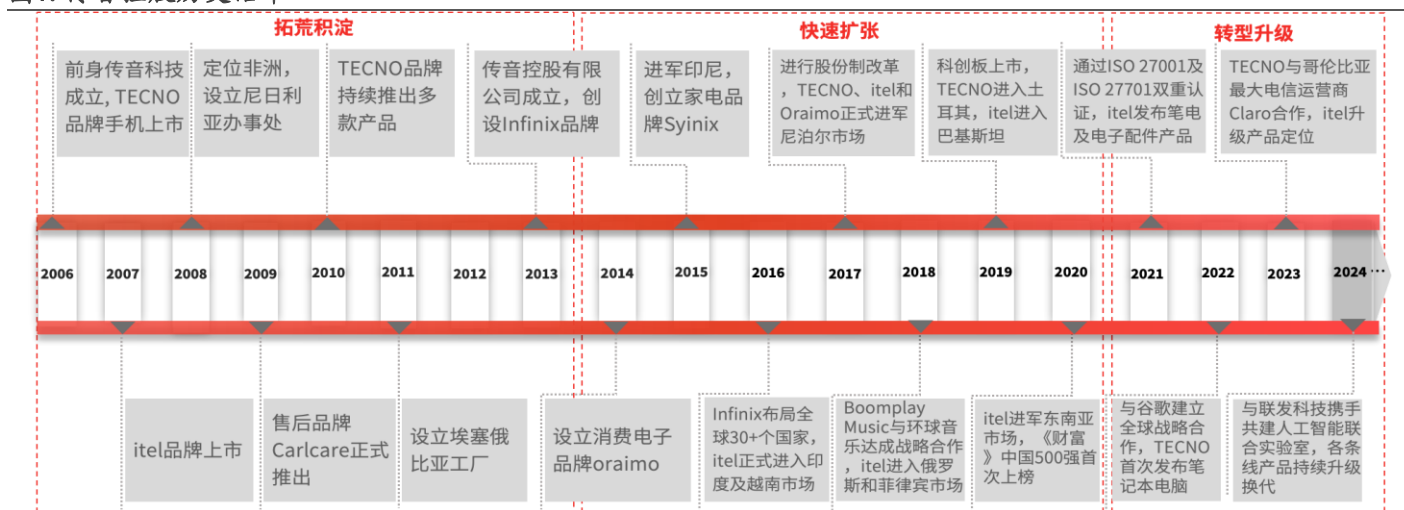
图 61. 公司移动互联业务布局	29
图 62. 《广告平台综合表现-第 17 版》中公司应用的综合实力按分类及地区排名.....	29
图 63. Infinix NOTE 50 Pro+应用了 AI RAW 画质增强技术使颜色准确度提升 50%.....	30
图 64. AIGC 图像创作技术可以通过照片生成高质量图画.....	30
图 65. 咖啡渣二次加工制成的手机电池盖已应用于 TECNO CAMON 30 系列 LOEWE 设计款..	30
图 66. PopData 产品声量洞察系统深度解读用户情感态度.....	31
图 67. SnowBall 应用数据采集分析工具打通多源数据标签.....	31
图 68. 公司 TECNO AI 技术全景图	31
表 1: 公司手机品牌定位及产品构成	7
表 2: 公司 2022 年限制性股票激励计划方案	8
表 3: 公司数码配件及家用电器品牌定位及构成	9
表 4: 公司电动出行品牌产品构成及特色	9
表 5: 2025Q1-Q2 存储 DRAM 价格预测.....	14
表 6: 非洲手机市场空间测算	19
表 7: 南亚手机市场空间测算	20
表 8: 东南亚手机市场空间测算	22
表 9: 中东手机市场空间测算	23
表 10: 拉美手机市场空间测算	24
表 11: 公司分业务盈利预测（亿元）	32
表 12: 可比公司估值表	33

1. 传音控股：起源于非洲的新兴市场手机龙头品牌

1.1. “非洲手机领军者”的成长之路：拓荒积淀+快速扩张+转型升级

传音控股成立于 2013 年，主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，致力于成为新兴市场消费者最喜爱的智能终端产品和移动互联服务提供商。公司的前身传音科技成立于 2006 年，成立之初即瞄准拥有巨大潜力的非洲市场，并于同年推出第一个定位于中高端智能机的手机品牌 TECNO，次年又推出定位于大众低端市场的手机品牌 itel，均取得积极反响。截至目前公司旗下已拥有新兴市场手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix，涵盖功能机和智能机；数码配件品牌 oraimo、家用电器品牌 Syinix；以及售后服务品牌 Carlcare。2019 年公司于上海证券交易所科创板上市，现已被纳入 MSCI 中国 A 股指数、MSCI 中国 A 股在岸指数、MSCI 中国全股票指数、沪深 300 指数、中证科创创业 50 指数及上证科创板 50 成分指数等。

图1. 传音控股历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、新浪财经、国投证券证券研究所

纵观公司的发展历程，可以概括为三个阶段。1) 拓荒积淀阶段（2006-2013 年）：2006 年的智能手机市场方兴未艾，非洲市场的手机普及率不到 10%，各大国际知名手机品牌并未把非洲作为重点市场布局，非洲的手机用户面临功能机价格高昂、运营商信号适配差、缺乏针对深肤色人群的拍照软件等问题。公司自主手机品牌 TECNO 和 itel 针对当地用户痛点开发出深肤色拍照优化算法，解决暗光环境下成像模糊问题；推出多 SIM 卡卡槽手机，满足当地通信资费高、多运营商切换的需求；针对供电不稳定的情况，设计出可连续使用 21 天的超长待机电池；考虑到非洲气候炎热，用户易出手汗，公司设计出具有防汗功能的手机壳材料；同时，针对非洲人热爱歌舞的特质，公司推出了适合多人聚会大音量外放的音乐 app Hiparty。2008 年公司明确了聚焦非洲的战略目标，在尼日利亚设立了第一个非洲办事处，此后不断完善手机产品结构，2009 年公司推出了售后品牌 Carlcare；2013 年传音控股有限公司成立，同年公司推出定位于年轻潮流人群，注重科技感与个性化的手机品牌 Infinix。

2) 快速扩张阶段（2014-2020 年）：经过在非洲市场多年的持续深耕和本地化产品策略不断推进，传音手机的出货量和市占率自 2014 年起飞速提升。根据 IDC 数据统计，2014 年传音手机在非洲的出货量高达 4,600 万，市占率超 20%；2015 年出货量超 5,000 万，销量成为非洲第二，仅次于三星。而到了 2017 年，传音手机在非洲的出货量首次破亿，市占率高达 45.12%，超越三星成为当之无愧的“非洲手机之王”。在非洲大获成功后，公司把目光投向同为新兴市场的南亚及东南亚地区，从 2015 年开始逐步进军印尼、印度、越南、尼泊尔、俄罗斯、菲律宾、土耳其、巴基斯坦、缅甸、泰国等市场，2019 年科创板成功上市，2020 年首次进入《财富》中国 500 强榜单。此外，公司还积极拓展 AIoT 业务，分别于 2014 年和 2015 年新设立了数码配件品牌 oraimo 和家用电器品牌 Syinix，致力于打造围绕核心手机产品的智能生态系统。

3) 转型升级阶段（2021-至今）：随着公司在非洲市场市占率第一的地位逐渐稳定，公司智能机产品在非洲的市占率常年高于 40%，非洲市场成长空间受限，公司一方面加强在其他新兴市场的营销力度，一方面开始调整部分产品定位，加大研发投入，从主打性价比的低价策略逐步向中高端化转变。同时，公司积极推进扩品类业务发展，旗下三大手机品牌除了手机业务外，还增加了数码配件、笔电平板及智能家居等产品；2022 年，公司设立出行事业部，推出两轮电动车品牌 REV00 和换电出行品牌 TankVolt，为品牌开辟第二、第三成长曲线。2024 年，公司手机整体出货量约 2.01 亿部。根据 IDC 数据统计，2024 年公司在全球手机市场的占有率为 14.0%，在全球手机品牌厂商中排名第三，其中智能机在全球智能机市场的占有率为 8.7%，排名第四；公司非洲智能机市场的占有率超过 40%，排名第一。公司在南亚市场巴基斯坦智能机市场占有率超过 40%，排名第一；孟加拉国智能机市场占有率 29.2%，排名第一；印度智能机市场占有率为 5.7%，排名第八。

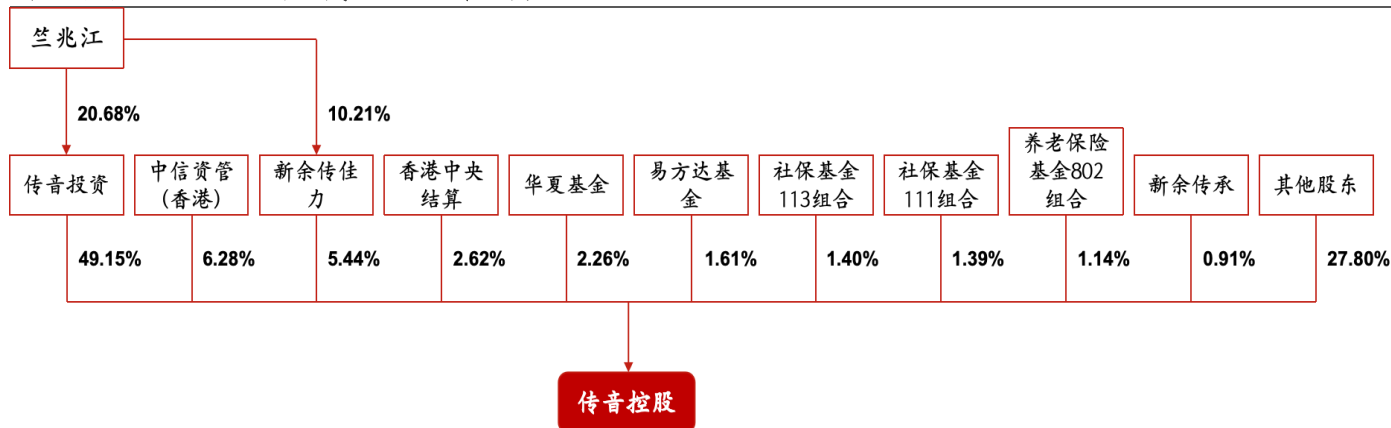
表1：公司手机品牌定位及产品构成

品牌名称	品牌定位	手机产品展示					扩展产品
TECNO	专为新兴时尚精英用户打造的高端科技品牌						智能可穿戴设备、笔记本电脑、平板电脑、移动电源、智能游戏装备、智能家居等
		PHANTO系列 先锋旗舰	CAMON系列 专业影像	POVA系列 极致续航	SPARK系列 影音游戏	POP系列 入门体验	
Infinix	为年轻消费者打造的潮酷科技品牌						无线耳机、智能手表、笔记本电脑、平板电脑、智能电视、AI 指环、移动电源等
		ZERO系列 摄像旗舰	GT系列 电竞游戏	NOTE系列 炫酷设计	HOT系列 高性价比	SMART系列 入门耐用	
itel	面向大众市场可信赖的智能生活品牌						平板电脑、移动电源、智能手表、有线及无线耳机、家用电器等
		S 系列 平衡性能	P 系列 超长续航	A 系列 超值易用	CITY 系列 超薄娱乐		

资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

公司股权结构相对集中，管理层深耕手机行业经验丰富。截至 2025 年 3 月 31 日，公司前十大股东共计持股 72.20%，股权结构较为集中。其中，公司第一大股东深圳传音投资有限公司持股 49.15%，新余传佳力、新余传承为公司员工持股平台。公司实际控制人竺兆江先生持有传音投资 20.68%的股份，持有新余传佳力 10.21%的股份，合计持股比例为 10.81%。除三位独立董事和董事会秘书外，公司董事长、总经理竺兆江先生所带领的核心高管团队均曾在宁波波导股份有限公司或宁波波导萨基姆电子有限公司任职，拥有深厚的手机行业境外管理经验，对于非洲及印度等新兴市场有深刻的理解。

图2. 传音控股股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

公司实施股权激励计划，聚焦长远发展并确保战略目标达成。为健全长效激励机制，调动核心团队积极性并维持稳定性，公司分别于2020年6月和2022年8月公告限制性股票激励计划，激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、技术骨干、业务骨干等。2024年9月18日，公司召开第三届董事会第十次会议并审议通过了《关于2022年限制性股票激励计划首次授予部分第一个归属期符合归属条件的议案》和《关于2022年限制性股票激励计划预留授予部分第一个归属期符合归属条件的议案》，同意以30.1429元/股的价格将首次授予部分1,772.82万股授予激励对象815人；将预留授予部分462.84万股授予激励对象211人。其中，首次授予部分第一个归属期可归属股票数量为884.7720万股；预留授予部分一个归属期可归属股票数量为231.1575万股，合计共1,115.9295万股。2024年10月17日，公司首次及预留授予部分第一个归属期可归属股票1,115.9295万股上市流通。根据公司年报，2024年公司营业收入687.15亿元，相较2021年增长39.07%，高于32.25%的门槛值，低于44%的目标值；扣非净利润45.41亿元，相较2021年增长45.92%，高于44%的目标值，按照取营业收入增长率和扣非后净利润增长率的业绩完成度孰高者对应归属比例的原则，预计首次及预留授予的限制性股票第二个归属期公司层面所对应的归属比例为100%，达成激励目标。

表2：公司2022年限制性股票激励计划方案

归属安排	考核年度	考核指标	完成情况	公司层面归属比例	授予人数	授予价格	已获授数量(股)	可归属数量(股)
首次及预留授予的限制性股票第一个归属期	2023	营业收入相对于2021年增长率目标值20%，门槛值15%	以2021年营业收入为基数测算，2023年营业收入增长率为26.07%，达到目标值	100%（注）	首次授予815人； 预留授予211人	30.1429元/股	首次授予17,728,200股； 预留授予4,628,400股	首次授予8,847,720股； 预留授予2,311,575股
		扣非后净利润相对于2021年增长率目标值20%，门槛值15%	以2021年扣非后净利润为基数测算，2023年扣非后净利润增长率为64.98%（剔除公司实施股权激励计划所产生的股份支付费用的数值后，2023年扣非后净利润增长率为65.22%），达到目标值					
首次及预留授予的限制性股票第二个归属期	2024	营业收入相对于2021年增长率目标值44%，门槛值32.25%	以2021年营业收入为基数测算，2024年营业收入增长率为39.07%，未达到目标值，高于门槛值	100%（未经审计）	未实施	未实施	未实施	未实施
		扣非后净利润相对于2021年增长率目标值44%，门槛值32.25%	以2021年扣非后净利润为基数测算，2024年营业收入增长率为45.92%，达到目标值					

资料来源：公司公告、国投证券证券研究所





注：业绩指标高于目标值公司层面归属比例为100%；高于门槛值低于目标值公司层面归属比例为80%；低于门槛公司层面归属比例为0%。公司层面归属比例取公司营业收入增长率和扣非后净利润增长率的业绩完成度孰高者所对应的归属比例。

1.2. 稳固渠道支持品类横向拓展，深耕当地打造移动互联生态

完善营销渠道建设，建立多元化品牌矩阵。公司主要产品为TECNO、itel和Infinix三大品牌手机，基于在新兴市场积累的领先优势，公司围绕主营业务积极实施多元化战略布局，创立了数码配件品牌Oraimo，家用电器品牌Synix以及售后服务品牌Carlcare。其中，数码配件品牌Oraimo在2024年度《African Business》杂志发布的“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜上升至第81位，较2023年度上升了15位。截至目前公司数码配件品牌Oraimo

成功覆盖非洲、南亚、东南亚、拉美等超过 60 个国家和地区，用户规模超 2 亿，在大力发展线下业务的同时，积极拓展线上业务。公司家用电器品牌 Syinix 致力于本地化产品创新与产品品质提升，通过更好的产品体验，为用户带来更好的生活品质，成为非洲市场家电品牌的领导者；业务遍及非洲超过 20 个国家。截至目前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 2,000 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，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。未来公司将继续推进扩品类业务发展，洞察本地用户需求，强化产品力与渠道覆盖，持续推出 AIoT 智慧互联产品，逐步构建 AIoT 智能生态。

表3：公司数码配件及家用电器品牌定位及构成

品牌名称	品牌定位	产品内容	产品展示
	消费电子品牌	TWS 蓝牙耳机、智能手表、蓝牙音箱、移动电源、吸尘器等	
	中高端家电品牌	智能电视机、空调、冰箱、冰柜、洗衣机、料理机、微波炉等	

资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

进军电动出行产业，生命曲线再度延伸。公司于 2022 年首次成立出行事业部，并于 2023 年创立两轮电动车品牌 REV00 和换电出行品牌 TankVolt。REV00 品牌设立于 2023 年，2024 年开始在巴基斯坦与孟加拉国等地上线两轮电动车产品，产品推出的第一年即实现了零售业务的快速增长，并拥有 60 家专卖店和 30 个大客户，其目标是到 2025 年扩张至 120 家专卖店并拥有 50 个大客户。2023 年公司在乌干达推出电动车品牌 TankVolt，主要出售可换电的电动两轮车、电动三轮车，并提供充电站、换电站及电池租赁服务，截至目前 TankVolt 品牌业务已扩张至尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚和埃塞俄比亚等四个国家。

表4：公司电动出行品牌产品构成及特色

品牌名称	市场定位	部分产品展示	产品特色
	南亚、非洲	  	相较于传统燃油摩托车具有可控的出行成本、更低的维修次数、更灵活便捷的出行体验
	非洲	   	所有车型均配有固定或可更换电池，电池内置 4G IoT 系统，可实时检测电池状态；目前主要面向政府和运营车队销售

资料来源：公司官网、RestOfWorld、尺度商业、国投证券证券研究所

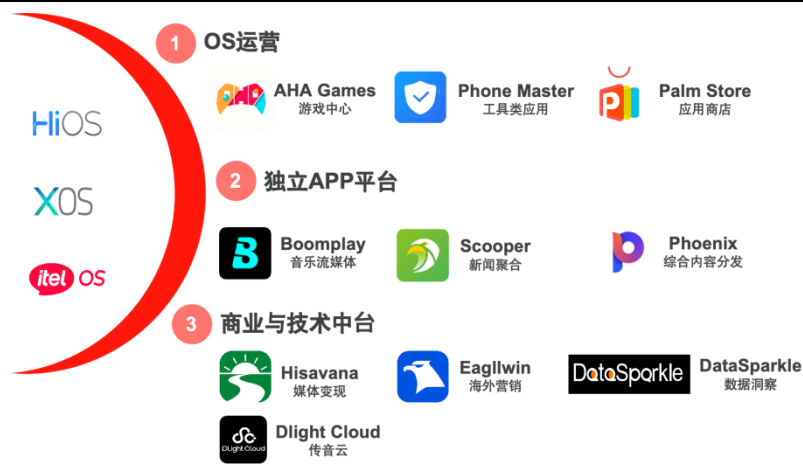
打造移动互联生态，探索本地化商业模式。公司通过洞察市场本地化需求自主研发了适用于不同手机品牌的 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，围绕 OS 操作系统开发了应用商店、游戏平台、广告分发平台以及手机管家等工具类软件。同时公司与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司在多个应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2024 年底，公司多款自主与合作开发的应用产品月活用户数超过 1,000 万，包括非洲最大的音乐流媒体平台 Boomplay、非洲头部信息流与内容聚合平台之一 Scooper、非洲用户规模领先的综合内容分发平台 Phoenix 等。

图3. 公司主营业务构成



资料来源：公司招股说明书、国投证券证券研究所

图4. 公司移动互联网业务构成



资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

1.3. 公司多年业绩稳定增长，短期承压不改长期投资逻辑

公司 2024 年业绩保持稳定增长，2025Q1 营收利润短期波动。根据公司年报数据，2016-2024 年，公司营业收入/归母净利润由 116.37/0.63 亿元增长至 687.15/55.49 亿元，期间 CAGR 达 24.85%/64.47%。2024 年公司营业收入同比增长 10.31%，主要得益于公司持续开拓新兴市场及推进产品升级，总体出货量同比增长，2024 年公司手机整体出货量首次突破 2 亿台，但相较于 2023 年 33.69% 的营业收入同比增长率有所放缓；公司 2024 年归母净利润同比微增 0.21%，相较于 2023 年 122.93% 的同比增长率大幅下滑，主要原因系受市场竞争以及供应链成本综合影响，毛利率有所下降。2025 年 Q1 公司营业收入为 130.04 亿元，同比下降 25.45%；归母净利润为 4.9 亿元，同比下降 69.87%，主要系受市场竞争以及供应链成本综合影响，营业收入及毛利额减少所致。

图5. 公司营业收入及同比变动（亿元、%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

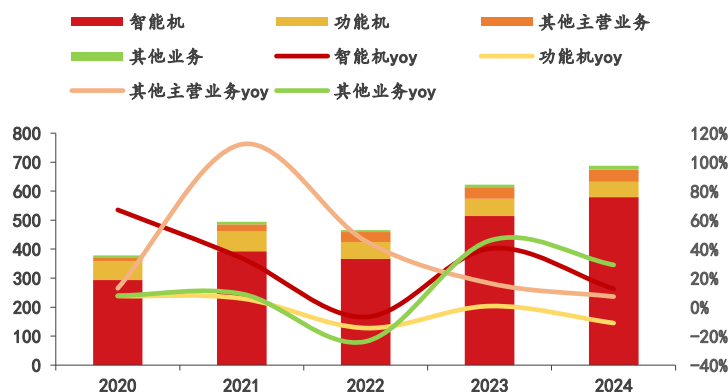
图6. 公司归母净利润及同比变动（亿元、%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

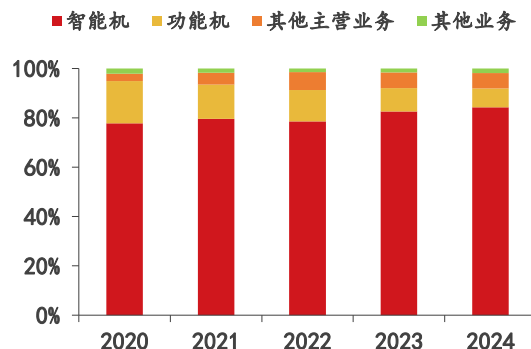
公司收入结构相对稳定，智能机及扩品类业务占比稳步提升。公司产品结构在过去五年保持相对稳定，其中智能机占比从2020年的77.74%逐步提升至2024年的84.27%；功能机受新兴市场“功能机向智能机切换”需求上升的大趋势影响占比不断降低，从2020年的17.22%下降至2024年的7.7%。过去五年智能机为公司主要收入来源，销售收入从2020年的293.80亿元上升至2024年的579.06亿元，CAGR达18.49%。此外，随着公司持续推动多元化产品线的战略布局，公司其他主营业务，包括数码配件等扩品类业务和移动互联网产品及服务的业务收入同比提升7.25%，收入占比也逐步由2020年的2.92%提升至2024年的6.20%，有望为公司拓展新的增长点。

图7. 公司业务收入分产品构成及同比变动（亿元、%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

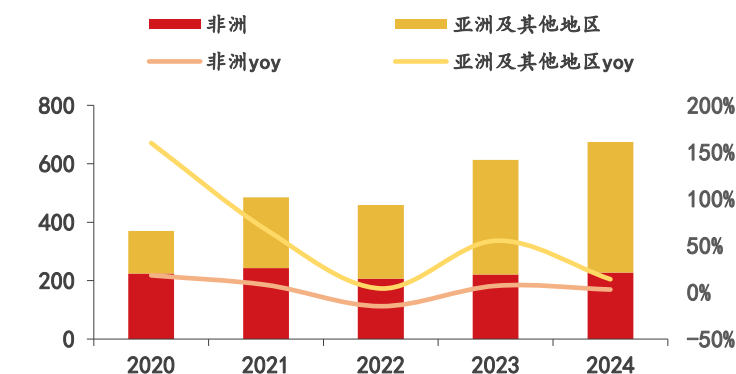
图8. 公司业务收入分产品占比（%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

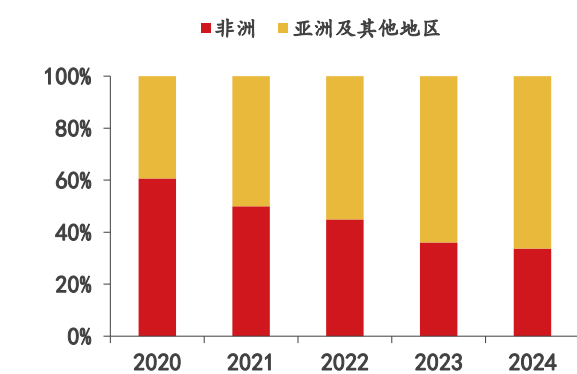
持续加大新兴市场开拓力度，降低对非洲单一市场依赖。2024年公司在非洲地区的主营业务收入为227.19亿元，同比增长2.97%；公司在亚洲及其他地区市场的主营业务收入为447.37亿元，同比增长13.96%。2020-2024年公司非洲地区主营业务收入连续五年在200亿元至250亿元区间内变动，而公司亚洲及其他地区主营业务收入从145.38亿元增长至447.37亿元，CAGR达32.45%，可以看出公司在非洲地区的增长势头有所放缓，为了降低对单一市场的依赖、穿越周期获得长期增长，公司近年来持续聚焦于对亚洲、中东、拉美等新兴市场的开拓。从地区收入占比来看，2021年公司在亚洲及其他地区的主营业务收入首次超过在非洲地区的主营业务收入，2020-2024年公司在非洲以外地区销售占比从39.30%提升至66.32%，大幅提升了27.02pcts，公司在新兴市场多年的布局和积累取得一定成效。值得注意的是，公司2024年在亚洲及其他地区的主营业务收入增速相较于2023年的55.19%下滑了41.23pcts，说明手机行业在非洲之外的新兴市场竞争状况十分激烈。

图9. 公司主营业务收入分地区构成及同比变动（亿元、%）



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

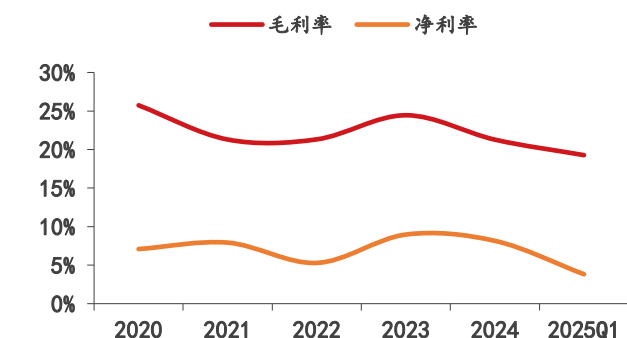
图10. 公司主营业务收入分地区占比 (%)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

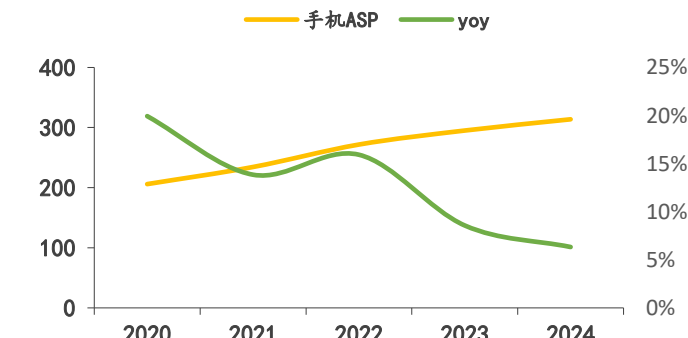
受市场竞争及供应链成本影响毛利率下滑，智能手机高端化有望助力毛利率回升。盈利能力方面，受愈发激烈的市场竞争以及供应链成本上升综合影响，公司2024年及2025Q1综合毛利率和综合净利率同比均有所下降，2024/2025Q1公司综合毛利率为21.28%/19.27%，同比下降3.17pcts/2.01pcts；公司综合净利率为8.15%/3.82%，同比下降0.82pcts/4.33pcts。2020-2024年公司包括配件、家电及移动互联在内的拓展类业务毛利率普遍高于手机业务及其他业务，同时，公司在“大本营”非洲地区的毛利率整体高于亚洲及其他新兴市场的毛利率。我们认为，虽然公司在非洲地区的业绩增长进入平台期，但通过紧跟非洲市场智能机高端化的需求，不断推进深度本地化运营，公司手机ASP将有望延续近年来的上升趋势，有利于改善手机毛利率进而推动整体毛利率提升。

图11. 公司毛利率、净利率情况 (%)



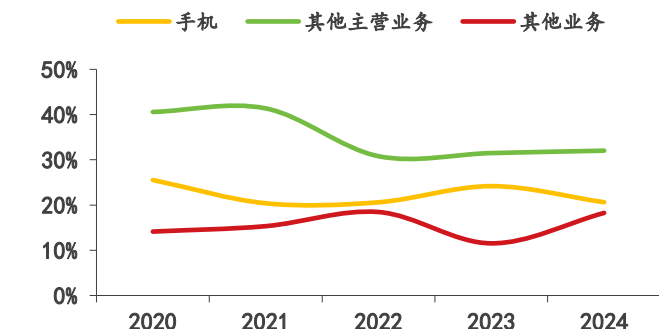
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图12. 公司手机ASP情况及同比变动 (%)



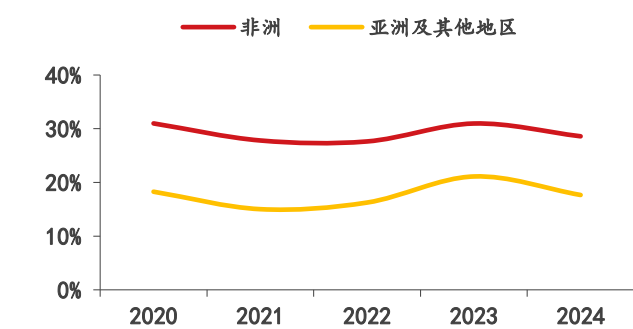
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图13. 公司分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

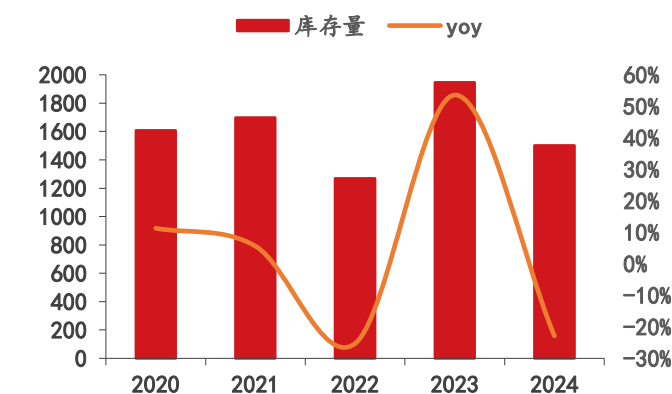
图14. 公司分地区毛利率 (%)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

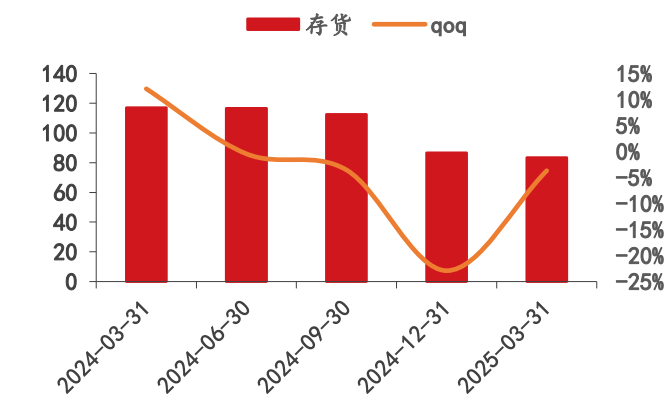
手机市场需求回暖，公司去库存周期步入尾声。近年来，受宏观经济下行、终端创新能力放缓等因素影响，全球手机市场需求疲软，公司 2023 年手机库存量为 1,947.26 万台，达上市以来的峰值。2024 年手机市场需求逐渐回暖，各手机品牌商开始大力推动去库存策略，2024Q4 公司的去库存行动取得一定成效，存货由 2024Q3 的 112.37 亿元降至 86.63 亿元，环比大幅减少了 22.91%，截至 2024 年末，公司手机库存量下降至 1,501.88 万台，同比下降 22.87%。2025Q1 公司存货为 83.43 亿元，与 2024Q4 的 86.63 亿元基本持平，环比仅降低 3.69%，由此可见公司存货趋于稳定，去库存行动取得一定进展。随着新机型的集中发布并进入新兴市场，公司手机出货量有望持续增长，进而为公司业绩改善提供有力支撑。

图15. 公司手机库存量变动情况（万台、%）



资料来源：公司年报、国投证券证券研究所

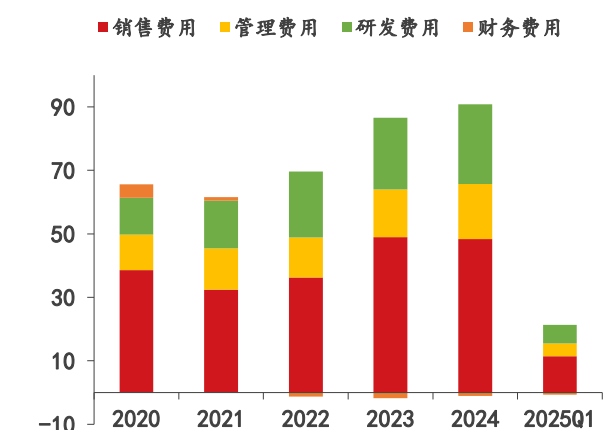
图16. 公司存货及环比变动情况（亿元、%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

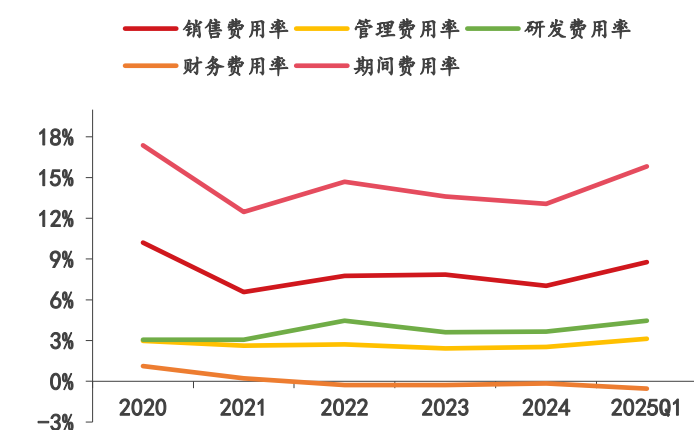
2024 年期间费用整体稳中有降，上游存储价格下降缓解供应链成本压力。从成本端来看，由于公司持续加大市场开拓及品牌宣传推广力度、坚持科技创新、加大研发投入，2024 年公司各项期间费用均有所上升，销售/管理/研发费用分别为 48.36/17.33/25.17 亿元，同比分别上升 11.72%/14.99%/11.55%；此外，受汇兑损益波动影响公司财务费用同比减少 6,923.92 万元。2020-2024 年公司期间费用率整体呈下降趋势，2025Q1 受业绩下滑影响期间费用率有所上升。根据 TrendForce 预测，手机产业链上游存储的价格在 2025Q1 大幅走低，2025Q2 将维持低位，有望缓解公司供应链成本压力，为毛利上升释放空间。

图17. 公司期间费用情况（%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图18. 公司期间费用率情况（%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

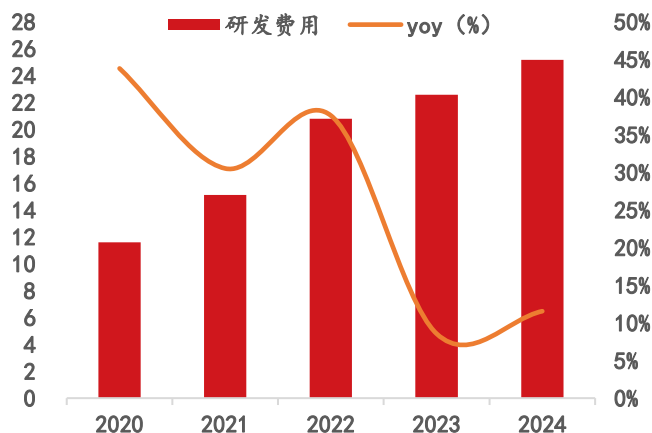
表5：2025Q1-Q2 存储 DRAM 价格预测

存储类型	1Q25E	2Q25F
PC DRAM	DDR4: 下降 13~18%	DDR4: 下降 3~8%
	DDR5: 下降 10~15%	DDR5: 基本持平
	Blended: 下降 10~15%	Blended: 基本持平
Server DRAM	DDR4: 下降 10~15%	DDR4: 下降 3~8%
	DDR5: 下降 3~8%	DDR5: 基本持平
	Blended: 下降 5~10%	Blended: 基本持平
Mobile DRAM	LPDDR4X: 下降 8~13%	LPDDR4X: 下降 0~5%
	LPDDR5X: 下降 3~8%	LPDDR5X: 上升 0~5%
Graphics DRAM	GDDR6: 下降 8~13%	GDDR6: 下降 3~8%
	GDDR7: 下降 0~5%	GDDR7: 下降 0~5%
Consumer DRAM	DDR3: 下降 3~8%	DDR3: 基本持平
	DDR4: 下降 10~15%	DDR4: 上升 0~5%
Total DRAM	Conventional DRAM: 下降 8~13%	Conventional DRAM: 下降 0~5%
	HBM Blended: 下降 0~5%	HBM Blended: 上升 3~8%
	(HBM Penetration: 8%)	(HBM Penetration: 9%)

资料来源：TrendForce、国投证券证券研究所

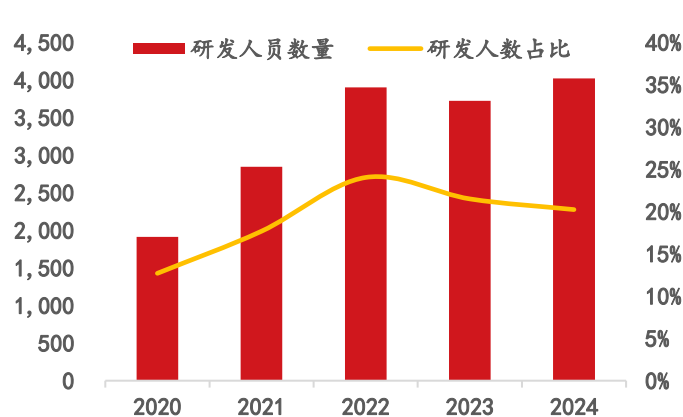
研发投入持续加大，不断提升中高端产品竞争力。公司近五年研发费用增长明显，2020-2024 年研发费用分别为 11.58/15.11/20.78/22.56/25.17 亿元，期间 CAGR 达 21.42%，2024 年公司研发费用同比增加 11.55%。为持续推进科技创新、加大产品及移动互联业务的研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力，公司研发费用率整体呈上升趋势，研发人员数量不断攀升，2024 年公司拥有研发人员 4,020 人，达到 2020 年研发人员数量的两倍以上。

图19. 公司研发费用及同比增长率（亿元、%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图20. 公司研发人员数量及占比（人、%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

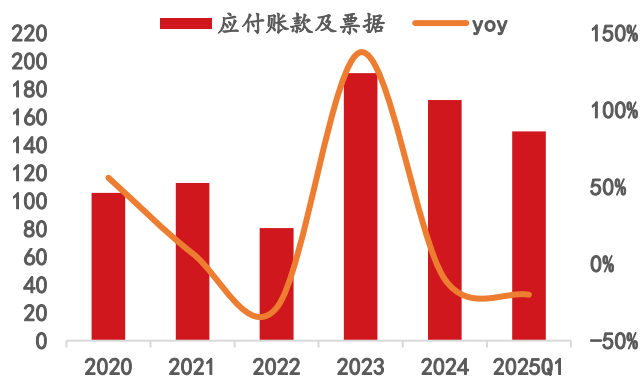
公司经营性现金流承压，应收账款持续增加回款风险需关注。2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额从 2023 年的 118.9 亿元大幅缩水至 28.48 亿元，同比下降 76.05%。根据公司年报，2023 年公司经营性现金净流量曾实现 500.70% 的超额增长，主要原因一方面得益于营业收入增长带来的销售收款增加，另一方面由于部分应付原材料采购款尚未到期支付；而 2024 年公司到期的采购款较大，付款同比增长较多，从而导致经营性现金流的大幅下滑。2025Q1，公司经营活动产生的现金流量净额为-7.41 亿元，同比下滑 583.95%，主要由于公司 2025Q1 销售商品、提供劳务收到的现金减少额大于购买商品接受劳务支付的现金减少额，反映出公司在采购付款、市场扩张过程中的资金周转面临一定压力。从往年的季度经营性现金流量净额数据来看，受季节性因素影响，除 2023 年外，公司在第一、二季度的经营性现金净流量普遍为负且大幅低于第三、四季度。此外，公司应收账款近年来大幅上升，2022-2024 年 CAGR 达 37.93%，应收账款的增加会伴随一定回款风险，若不能及时收回将影响公司的资金周转和现金流状况，需持续关注公司对于应收账款的管理政策和客户信用情况。

图21. 经营性现金流量净额及同比变动 (亿元、%)



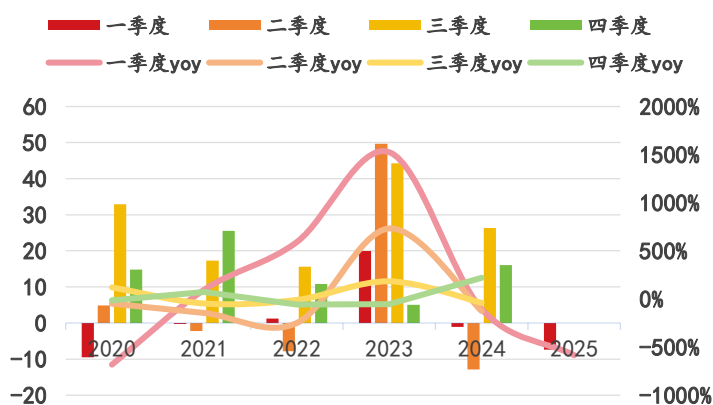
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图22. 公司应付账款及票据及同比变动 (亿元、%)



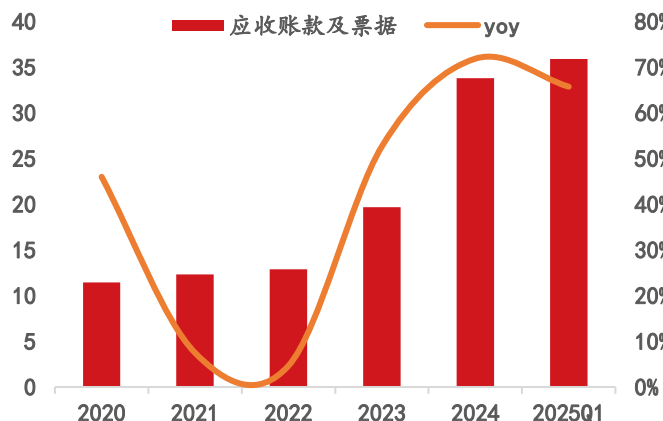
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图23. 季度经营性现金流量净额及同比变动 (亿元、%)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图24. 公司应收付账款及票据及同比变动 (亿元、%)



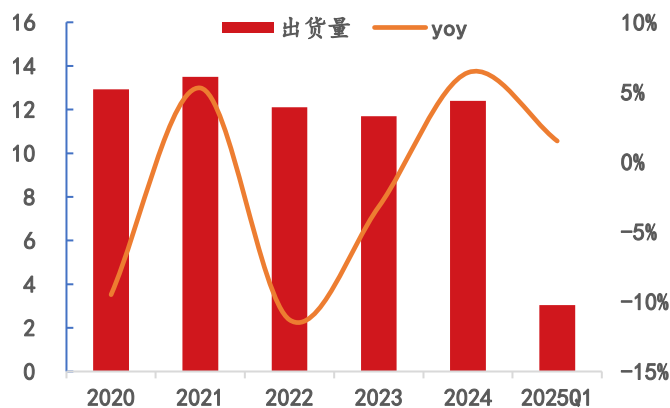
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

2. 坚持“全球化思维，本地化经营”，扎根非洲走向全球

2.1. 全球手机市场复苏，头部厂商逐鹿新兴市场竞争激烈

2024 年全球智能手机市场强劲复苏，政治环境不确定性预计导致未来增速放缓。根据国际数据公司(IDC)统计,2024 年全球智能手机出货量为 12.4 亿台,相较于 2023 年同比增长 6.4%,在连续两年的下滑后出现强劲复苏,但由于手机换机周期不断延长,过去几年积压的换机需求已在 2024 年逐渐得到释放,预计 2025 年增速将有所放缓。2025Q1 全球智能手机出货量达 3.049 亿部,同比增长 1.5%,主要系手机厂商们为应对美国政府对进口商品加收关税而加紧生产提前出货所致。根据 Canalys 预测,长期来看全球智能手机出货量将维持稳定的小幅增长,在当今世界面临俄乌冲突、中美贸易战、大国关税争端种种挑战和不确定的大环境下,未来智能手机出货量或难以出现显著激增。

图25. 全球智能手机出货量及同比变动情况（亿部、%）



资料来源：IDC、国投证券证券研究所

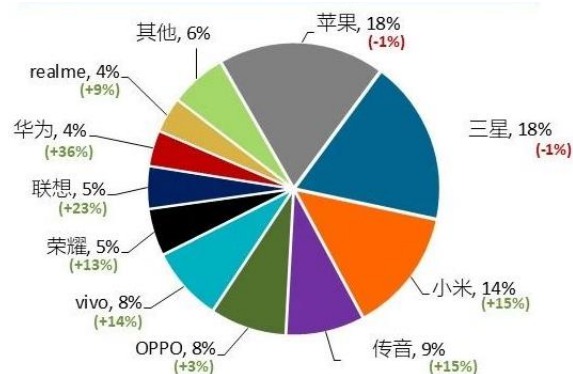
图26. 全球智能手机出货量及预测（百万部、%）



资料来源：Canalys、国投证券证券研究所

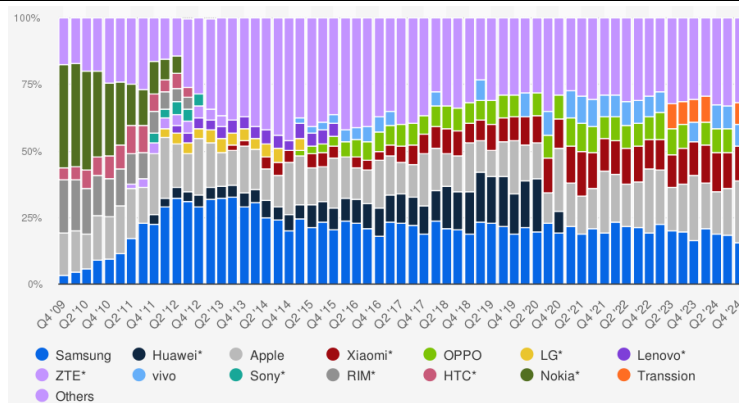
全球智能手机市场头部集中效应明显,各大厂商抢占新兴市场竞争激烈。根据 Canalys 统计, 2024 年全球出货量排名前五的智能手机厂商依次分别为苹果/三星/小米/传音/OPPO, 出货量分别为 225.9/222.9/168.6/106.7/103.6 万台, 市场占有率分别为 18%/18%/14%/9%/8%, 共计约 67%, 占全球总市场的 2/3, 头部集中效应显著。纵观 2009-2024 年全球头部智能手机厂商市场份额变化, 自从 2011 年诺基亚实力大幅衰减后, 三星和苹果就在绝大部分时间包揽前二的位置。2018Q2 华为的市占率首次超越苹果, 2019 年全年市占率荣登世界第二, 随之而来的却是美国强硬的打压和制裁, 2020 年底为应对美国断芯令华为出售了旗下的荣耀品牌, 受此影响 2021 年的市占率直线下滑并退出世界前五。华为淡出世界前五的同年小米的市占率大幅提升, 同比增长 29.3%, 2021-2024 年稳居世界第三。剩下的头部厂商主要为 OPPO、vivo、以及 2023 年新上榜的传音, 公司自 2023Q2 首次进入智能手机出货量世界前五后已连续两年上榜, 2024 年排名从世界第五上升至世界第四; 根据公司年报, 2024 年公司在全球手机市场 (智能机+功能机) 的占有率为 14.0%, 位列世界第三。然而值得注意的是, 根据 IDC 最新统计, 受新兴市场竞争加剧等因素影响, 公司并未进入 2025Q1 全球智能手机出货量排名前五。

图27. 2024 年全球智能手机厂商市场份额及出货量同比变动 (%)



资料来源：Canalys、国投证券证券研究所

图28. 2009-2024 年全球头部智能手机厂商市场份额按季度变化情况 (%)

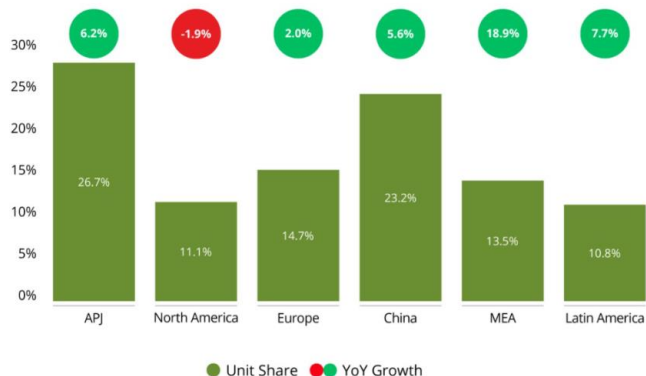


资料来源：IDC、Statista、国投证券证券研究所

新兴市场智能手机销量份额增速加快,“消费降级”导致 2024 年全球 ASP 降低。根据 IDC 统计, 2024 年全球智能手机市场除北美地区的销量市场份额同比下降 1.9%外均有不同程度的提升, 中东及非洲地区 (MEA) 同比增长尤为显著, 高达 18.9%。其次分别是拉丁美洲 (Latin America)、亚太及日本地区 (APJ) 和中国, 销量市场份额同比分别增长 7.7%/6.2%/5.6%, 而相对成熟的欧洲地区 2024 年智能手机销量市场份额仅同比增长 2%, 新兴市场增长动力十足。2024 年, 全球智能手机市场的 ASP 同比下降了 3.1%, 为 2019 年以来的首次下降。ASP

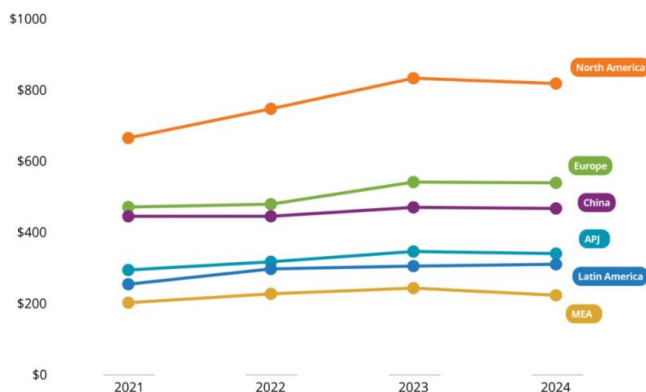
下降的原因主要系：1) 世界宏观经济正面临巨大挑战，通货膨胀、俄乌冲突以及汇率波动，巨大的不确定性迫使人们降低消费，从而减少对智能手机高端机型的支出，使得 ASP 下移；2) 智能手机的质量和性能不断提升导致换机周期延长，消费者新购买高端机型的意愿减弱，导致 ASP 降低；3) 在增长较快的新兴市场里消费者们更为价格敏感，相较于昂贵的高端机型，中低端手机在性价比方面有一定优势，而随着以小米、OPPO、vivo、传音为代表，聚焦于中低端机型的中国品牌在新兴市场崛起，中低端手机的市场份额不断扩大，从而下拉了全球的 ASP 中枢。

图29. 2024 年全球各地区智能手机销量市场份额及同比变动 (%)



资料来源：IDC、国投证券证券研究所

图30. 2021-2024 年世界各地区智能手机 ASP (美元)

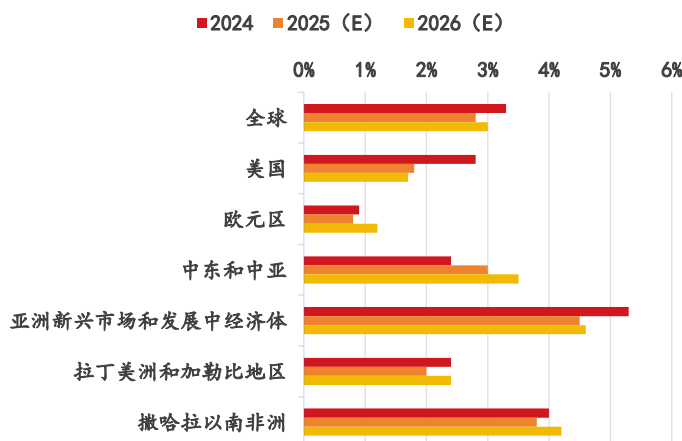


资料来源：IDC、国投证券证券研究所

2.2. 非洲市场 GDP 增速不断提升，智能机换机需求逐步加大

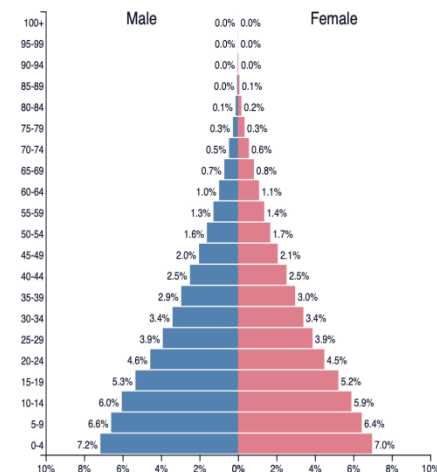
非洲地区 GDP 增长势头迅猛，人口结构年轻红利不断凸显。根据国际货币基金组织（IMF）统计，2024 年撒哈拉以南非洲地区的实际 GDP 经历了 4% 的增长，仅次于亚洲新兴市场和发展中经济体 5.3% 的实际 GDP 增速，预计未来两年仍将保持 4% 左右的增长率。根据联合国数据，2024 年非洲地区总人口突破 15 亿，年龄结构成标准的“金字塔”形，20 岁以下人口占比约为总人口的一半，预计到 2051 年非洲人口将突破 25 亿。此外，2023 年非洲地区人数最多的年龄阶段为 0-9 岁，2024 年非洲地区人口年龄的中位数为 19.2 岁，而同年中国和美国人口年龄中位数分别为 39.6/38.3 岁，世界人口年龄中位数为 30.6 岁，非洲人口结构显著年轻于世界其他国家。根据 GSMA 近期做的一项调查，年龄在 18-34 岁的人群平均比 35 岁以上的人群更广泛地使用移动互联网，非洲大陆年轻的人口结构将对手机行业带来巨大的消费潜力。

图31. 2024-2026 年世界各地区实际 GDP 增长率 (%)



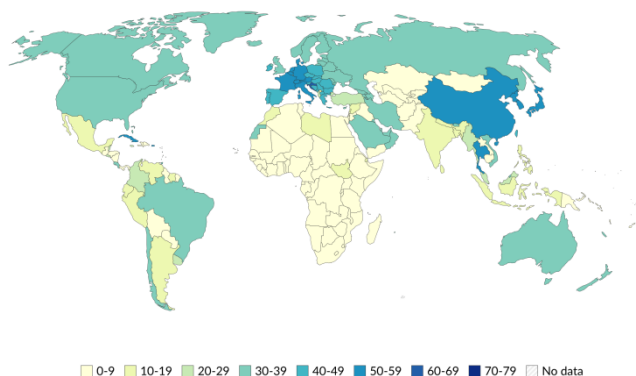
资料来源：IMF、国投证券证券研究所

图32. 2024 年非洲人口年龄结构金字塔 (%)



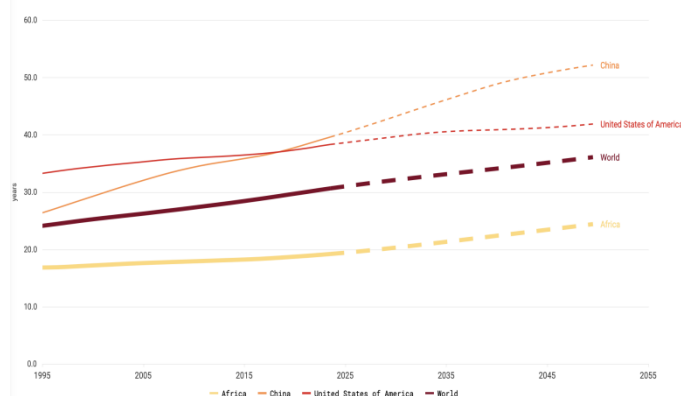
资料来源：PopulationPyramid、国投证券证券研究所

图33. 2023 年世界各地人口数量最多的年龄段（岁）



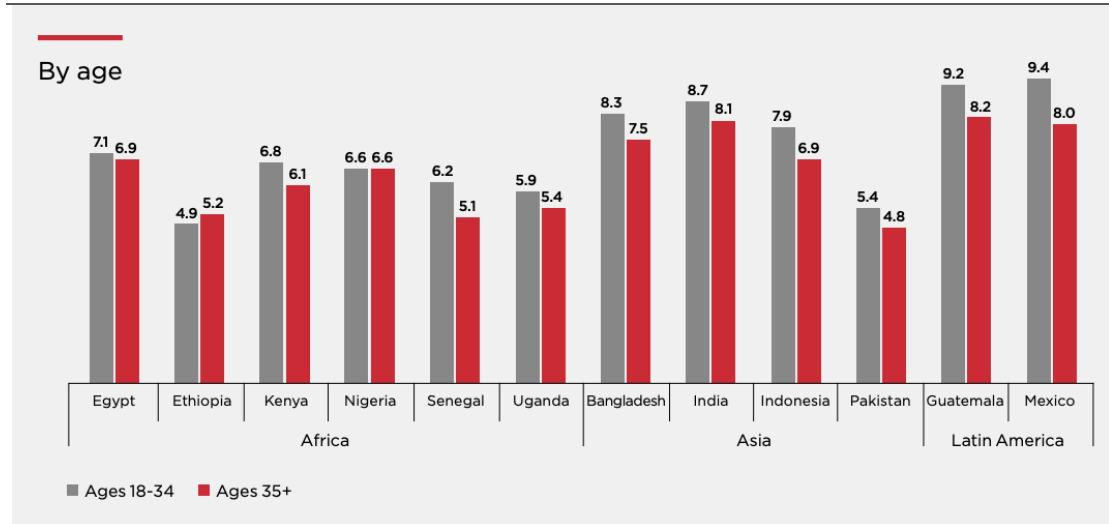
资料来源：OurWorldinData、国投证券证券研究所

图34. 1995-2050 年非洲及其他地区人口年龄中位数（岁）



资料来源：联合国、国投证券证券研究所

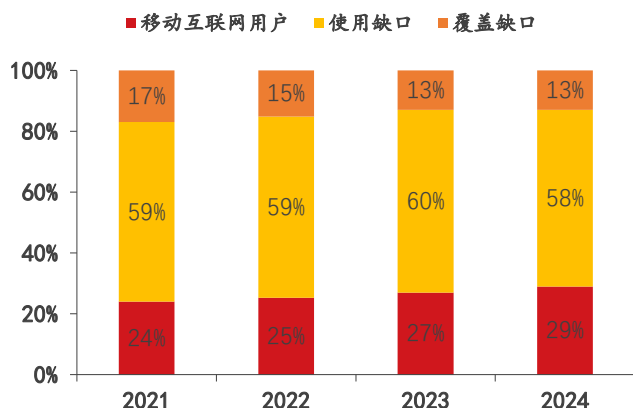
图35. 选定国家不同年龄阶段移动互联网不同活动每周的平均使用量（项）



资料来源：GSMA、国投证券证券研究所

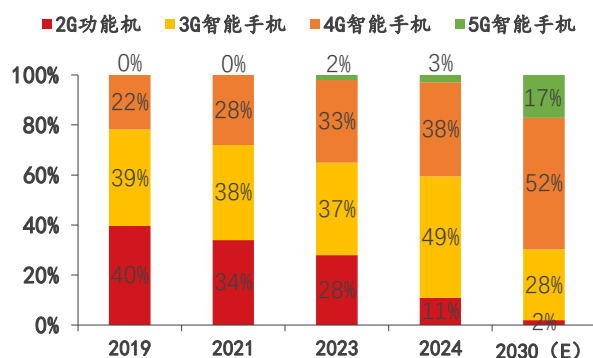
非洲地区移动互联网渗透率不断增加，智能手机换机需求逐步提升。根据 GSMA 报告，2024 年撒哈拉以南非洲地区的移动用户订阅渗透率为 46%，预计 2030 年这一数字将上升至 55%；智能手机采用率为 54%，预计到 2030 年将大幅提升至 81%。2024 年当地有 87% 的人口已被移动互联网覆盖，其中，29% 的人口可以链接并使用移动互联网，58% 的人口虽被覆盖但并未使用或没有设备可使用移动互联网；另外有 13% 的人口还未被移动互联网所覆盖。相较于 2021 年，移动互联网用户占人口比例上升了 5pcts，使用缺口虽然仅降低 1pct，但覆盖缺口减少了 4pcts，随着移动用户渗透率和智能手机采用率的不断提升，新的购机需求将带来巨大的市场空间。从订阅用户使用设备的类型来看，2019-2024 年，撒哈拉以南非洲地区的移动互联网用户使用 2G 功能机的占比从 40% 降低至 11%，使用 3G 和 4G 智能手机的用户占比分别从 39% 和 22% 提升至 49% 和 38%，同时，有 3% 的用户用了上 5G 智能手机，GSMA 预测到 2030 年这一分布将持续优化，届时将仅有 2% 的用户仍使用 2G 功能机，28% 的用户使用 3G 智能手机，而使用 4G、5G 智能手机的用户占比将分别达到 52% 和 17%，非洲地区的手机需求正向着智能化、高端化飞速发展。

图36. 2021-2024 年撒哈拉以南非洲地区移动互联网覆盖情况 (%)



资料来源: GSMA、国投证券证券研究所

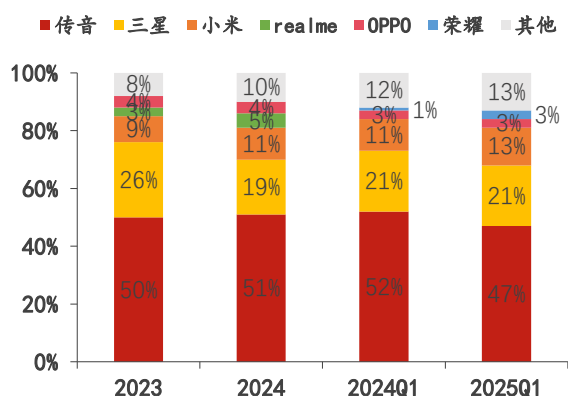
图37. 2019-2030 年撒哈拉以南非洲地区移动互联网用户使用设备分布情况 (%)



资料来源: GSMA、国投证券证券研究所

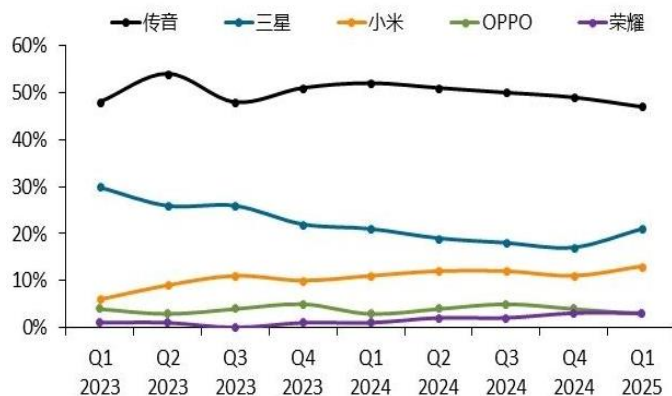
公司领先地位维持稳定,在竞争中巩固差异化优势。一直以来,公司所销售的手机在非洲地区独占鳌头,市场份额大幅领先于排在市场第二名的三星,然而近年来公司却遭到了其他国内手机厂商的“围追堵截”。2024 年原本更重视印度及东南亚市场的小米决定加大非洲市场的开拓力度,通过一系列本地化的促销活动和售价仅 75 美元的 Redmi 10A 手机打开了非洲市场,2024 年市场份额同比增长了 2pcts;市场排名第四的 realme 手机也依靠售价一百美元以内的 Note 12C 手机成为非洲新的爆款,全年市场份额实现了同比增长 2pcts。2025Q1 公司在非洲地区的市占率同比下滑了 5pcts,而小米和荣耀市场份额持续扩大,均同比上升了 2pcts,不过总体而言公司在非洲地区依旧维持领先的市场地位。根据 Statista 数据预测,未来四年智能机和功能机的消费量和 ASP 将呈上升趋势,到 2028 年预计非洲地区手机市场空间将达到 553.7 亿美元,为公司发展提供广阔的增量空间。

图38. 2023-2025Q1 非洲地区智能手机市场份额构成 (%)



资料来源: CanaIys、国投证券证券研究所

图39. 2023Q1-2025Q1 非洲地区主要智能手机厂商市场份额变动情况 (%)



资料来源: CanaIys、国投证券证券研究所

表6: 非洲手机市场空间测算

测算指标	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
智能机消费量(百万台)	165.9	173.0	180.0	187.0	193.9
功能机消费量(百万台)	23.9	24.5	25.1	25.6	28.2
智能机 ASP(美元)	249.6	257.5	264.8	271.5	278.6
功能机 ASP(美元)	46.4	46.7	47.0	47.4	47.7

智能机市场空间(亿美元)	414.1	445.4	476.6	507.7	540.2
功能机市场空间(亿美元)	11.1	11.4	11.8	12.1	13.5
合计市场空间(亿美元)	425.2	456.9	488.4	519.8	553.7

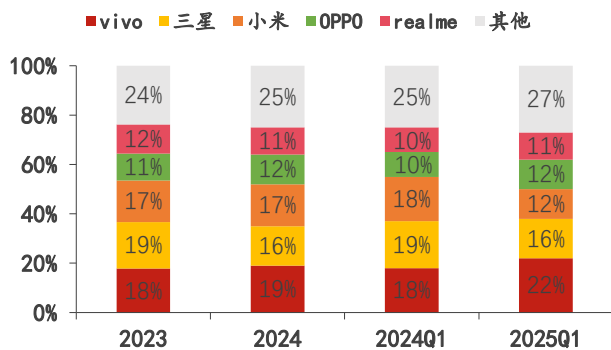
资料来源: Statista、国投证券证券研究所

2.3. 新兴市场人口红利显著，高端化需求打开市场空间

2.3.1. 南亚：人口红利带动市场增长，优化渠道+创新驱动有望突破固化格局

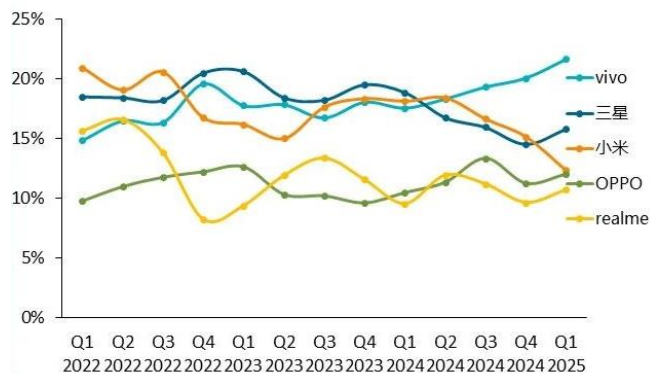
除了在非洲稳居榜首，公司在南亚市场也取得了一定市场地位。根据公司年报披露，2024 年公司在巴基斯坦智能机市场占有率超过 40%，排名第一；在孟加拉国智能机市场占有率 29.2%，排名第一；在印度智能机市场占有率为 5.7%，排名第八。印度作为南亚地区最大的手机消费市场，拥有庞大的人口红利和市场规模，据联合国统计，2024 年印度总人口达 14.42 亿左右，已超越中国成为世界人口第一大国。目前印度地区的智能手机市场基本形成了以 vivo、三星、小米、OPPO、realme 垄断前五的格局，根据 Canalys 数据统计，2025 年第一季度印度智能手机出货量为 3,240 万部，同比下降 8%，主要原因系全球经济放缓导致的消费需求疲软以及 2024 年底库存积压较高影响了新品发布的节奏，叠加疫情期间的换机潮进入尾声，预计未来印度智能手机市场将实现温和增长。同时，金融分期推动的高端化的趋势仍然存在，根据 Statista 数据，2025-2028 年智能手机的 ASP 将持续上涨，2028 年印度地区手机市场空间将达到 752.3 亿美元。公司已在孟加拉国等地设立工厂，在印度和孟加拉国等地设立物流仓，我们认为若公司能够持续加深本地化渠道布局，提高渠道效率，优化手机生态系统打造与 AI 驱动创新，未来在南亚地区的市场份额将有可能逐步提升。

图40. 2023-2025Q1 印度智能手机厂商市场份额构成 (%)



资料来源: Canalys、国投证券证券研究所

图41. 2022Q1-2024Q4 印度主要智能手机厂商市场份额变动情况 (%)



资料来源: Canalys、国投证券证券研究所

表7: 南亚手机市场空间测算

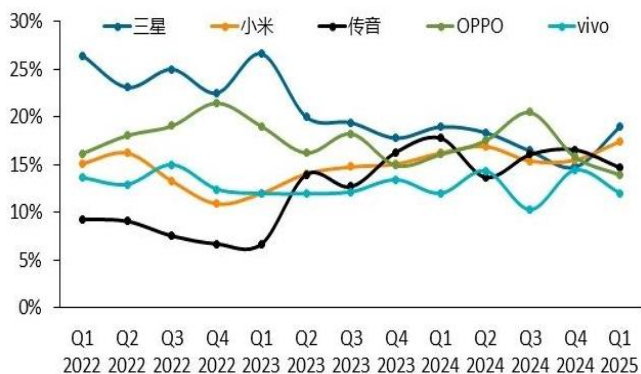
测算指标	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
智能机消费量(百万台)	244.3	254.9	254.9	254.9	286.3
功能机消费量(百万台)	70.3	66.8	63.3	59.8	56.2
智能机 ASP(美元)	232.4	239.9	246.9	253.3	253.3
功能机 ASP(美元)	47.0	47.3	47.6	48.0	48.4
智能机市场空间(亿美元)	567.6	611.5	629.2	645.6	725.1
功能机市场空间(亿美元)	33.0	31.6	30.2	28.7	27.2
合计市场空间(亿美元)	600.7	643.1	659.4	674.3	752.3

资料来源: Statista、国投证券证券研究所

2.3.2. 东南亚：公司 2024Q4 领跑东南亚市场，新机型 Infinix GT 30 Pro 在马来西亚发布引发全球关注

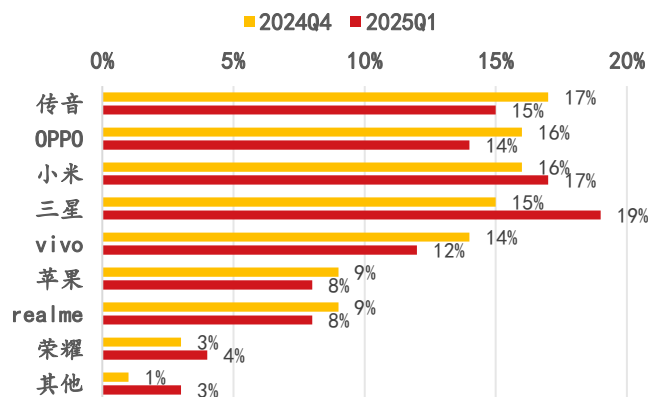
近年来东南亚地区经济实现快速发展，其中，印尼地区 2023 年的 GDP 总量最高，达 1.37 万亿美元（yoy +3.95%）；菲律宾地区的 GDP 总量为 0.44 万亿美元，但 GDP 增速高达 8.11%。2024 年东南亚智能手机出货量整体增长 11%，2025Q1 受通胀压力导致的消费疲软和 2024 年年底库存积压影响，东南亚市场整体出货量同比下降 3%，为连续 5 个季度增长后的首次下滑。回顾 2022Q1-2025Q1 东南亚头部厂商的市场份额变动情况，可以看出市场排名变化频繁，尚未形成稳定的市场格局。公司 2015 年以印尼为首站进入东南亚市场，随后不断开拓下沉销售渠道，并通过对当地文化的深入调研和洞察开发出符合本地用户喜爱的特色功能，市场份额不断提升。2022Q2 公司首次进入印尼智能手机出货量榜单前五，2023Q2-2025Q1 名次不断上升，目前已稳定在第二名左右；而自 2023Q1 以来，公司在菲律宾的智能手机出货量已连续 9 个季度稳居榜首。2024Q4 公司在东南亚地区智能手机总出货量为 410 万部，市场占比 17%，首次领跑东南亚市场；公司 2024 年全年出货量达 1,550 万部，以 16% 的市场份额排名第三。尽管因 2024 年初新品提前发布导致出货量同比下滑 20%，公司 2025Q1 仍以 15% 的市场份额位居第三。

图42. 2022Q1-2024Q4 东南亚地区主要智能手机厂商市场份额变动情况（%）



资料来源：Canalys、国投证券证券研究所

图43. 2024Q4 及 2025Q1 东南亚地区主要智能手机厂商市场份额情况（%）



资料来源：Canalys、国投证券证券研究所

图44. 2025Q1 东南亚主要国家 top5 智能手机厂商市场份额及排名情况（%）

印尼			菲律宾			泰国		
#1	三星	19%	#1	Transsion	33%	#1	Samsung	22%
#2	Transsion	17%	#2	Xiaomi	16%	#2	Xiaomi	17%
#3	OPPO	17%	#3	Samsung	13%	#3	OPPO	15%
#4	Samsung	16%	#4	realme	11%	#4	Apple	14%
#5	vivo	16%	#5	vivo	8%	#5	vivo	13%
越南			马来西亚					
#1	Samsung	28%	#1	Xiaomi	18%			
#2	Xiaomi	19%	#2	Samsung	17%			
#3	Apple	18%	#3	vivo	13%			
#4	OPPO	17%	#4	HONOR	11%			
#5	realme	6%	#5	OPPO	10%			

资料来源：Canalys、国投证券证券研究所

目前东南亚智能手机市场正面临日益严峻的挑战，全球贸易局势紧张、汇率波动以及通胀等问题都将为市场增长带来一定阻力。同时，进口成本的提高以及由通胀压力导致的价格敏感型消费者对于中低端手机需求下降将导致东南亚地区智能手机 ASP 不断上升，根据 Statista 数据测算，2028 年东南亚地区智能手机 ASP 将达到 371.4 美元，整体手机市场空间将达到

270.9 亿美元。2025 年 5 月 21 日公司在马来西亚发布全新电竞旗舰机型 Infinix GT 30 Pro，首次在 Infinix 系列中加入双侧电容式肩键设计，可实现低延迟触控响应，并支持映射、连点等组合操作，同时，手机搭载联发科天玑 8350 Ultimate 芯片，配合最高 12GB LPDDR5X 内存与 512GB UFS 4.0 闪存，在性能和流畅度上显著提升。凭借出色的配置组合和亲民价格，定位于中端机型的 Infinix GT 30 Pro 一经发布便凭借极高的性价比引发全球热议，并于当周登上全球十大热门手机排行榜第二名。我们认为，公司通过敏锐的消费者需求洞察、对细分市场的精准定位以及针对不同品牌做到差异化的渠道铺设，将有望在东南亚的土地上重演非洲的传奇故事。

图45. 全新电竞旗舰机型 Infinix GT 30 Pro 在马来西亚发布



资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

表8：东南亚手机市场空间测算

测算指标	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
智能机消费量(百万台)	70.2	70.8	71.3	71.9	72.4
功能机消费量(百万台)	4.6	4.3	4.1	3.9	3.7
智能机 ASP(美元)	335.4	344.5	353.3	362.0	371.4
功能机 ASP(美元)	53.2	53.2	53.1	53.1	53.0
智能机市场空间(亿美元)	235.5	243.9	251.9	260.3	268.9
功能机市场空间(亿美元)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
合计市场空间(亿美元)	237.9	246.2	254.1	262.4	270.9

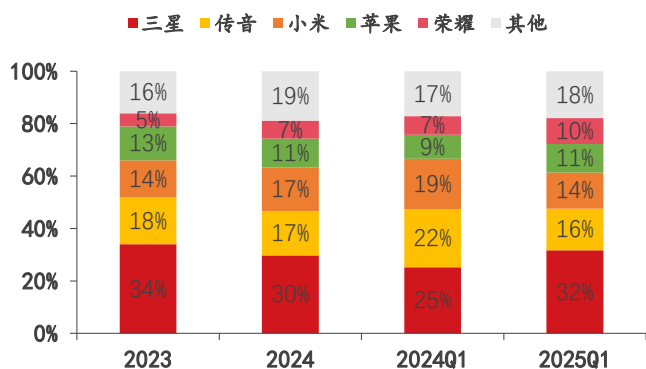
资料来源：Statista、国投证券证券研究所

2.3.3. 中东：市场需求两极分化明显，AI 手机或将成为新的增长点

受地缘冲突、社会矛盾与劳动力市场僵化影响，中东及北非地区近年来经济呈现显著分化特征，黎巴嫩 2024 年通胀率达 45.2%，加沙地区更是高达 238%；而海湾国家（GCC）通胀则普遍低于 3%。据中国产业研究院统计，2024 年中东 4.8 亿人口中，60%为 25 岁以下年轻群体，沙特、阿联酋人均 GDP 分别达 3.3 万、5.3 万美元，形成“高净值+年轻态”的消费结构。2024 年中东智能手机市场出货量达 4,840 万部，实现了 14%的强劲增长，主要得益于手机厂商市场扩展以及高端设备需求上升。2025Q1 受零售需求放缓和石油下跌导致消费者信心下降等因素的影响，整体市场出现小幅回落同比下降 4%。2024 年及 2025 年 Q1 公司在中东地区的出货量分别为 830 万部和 190 万部，市场排名稳定保持第二；2025Q1 公司在沙特和伊拉克等关键市场以 43%的份额领跑 100 美元以下价位段，但较 2024 年同期的 51%有所下滑。据 Canalys 统计，2025 年第一季度中东地区 AI 智能手机出货量占比已达到 53%，预计在苹果和三星高

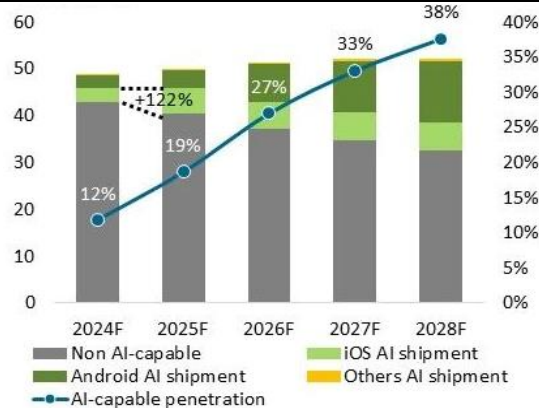
端机型的推动下，2025 年 AI 手机将实现 62% 的强劲增长。根据 Statista 数据测算，2028 年中东地区智能手机 ASP 将达到 285.7 美元，整体手机市场空间将达到 147.3 亿美元。我们认为 AI、内容生成及智能硬件融合的高端机型已成为驱动中东智能手机市场长期增长的核心动力，公司在保持中端机型稳定发展的基础上，持续加大在 AI 领域积极探索与研发将有助于稳固在中东市场的综合地位。

图46. 2023-2025Q1 中东地区 top5 智能手机厂商市场份额情况 (%)



资料来源: CanaIys、国投证券证券研究所

图47. 2024-2028 中东地区 AI 手机渗透情况预测 (百万台、%)



资料来源: CanaIys、国投证券证券研究所

表9: 中东手机市场空间测算

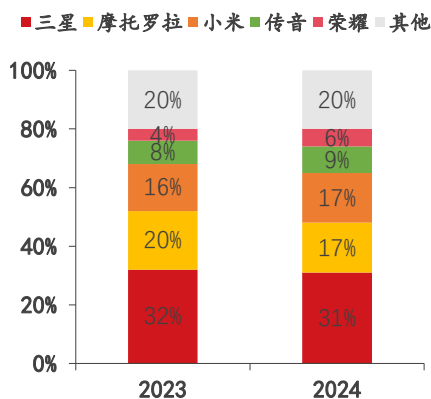
测算指标	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
智能机消费量(百万台)	50.3	50.5	50.6	50.8	51.0
功能机消费量(百万台)	4.1	3.9	3.7	3.5	3.3
智能机 ASP(美元)	282.7	283.4	284.1	284.9	285.7
功能机 ASP(美元)	48.7	48.6	48.6	48.5	48.4
智能机市场空间(亿美元)	142.2	143.1	143.8	144.7	145.7
功能机市场空间(亿美元)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
合计市场空间(亿美元)	144.2	145.0	145.6	146.4	147.3

资料来源: Statista、国投证券证券研究所

2.3.4. 拉美: 人口红利叠加移动互联网普及, 成中企手机出海新蓝海

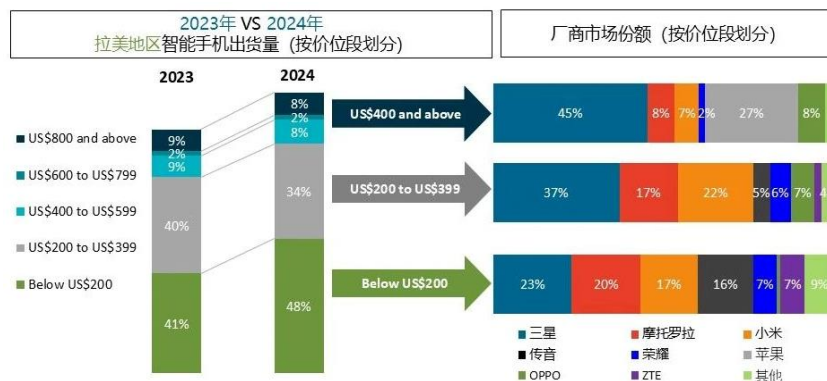
拉美地区近年来已成为中国企业出海布局新兴市场的重要据点, 截至 2024 年拉美及加勒比地区总人口数量达到 6.6 亿, 年龄中位数仅为 31 岁左右, 城市化率高达 85.2%, 据 GSMA 数据统计, 2024 年拉美及加勒比地区的移动互联网渗透率为 70%, 其中智能手机的采用率为 81%, 为手机行业的发展奠定了坚实的基础。2024 年, 受设备需求复苏叠加换机周期和厂商激进促销策略的推动, 拉美地区智能手机市场增长 15%, 出货量创下 1.37 亿部的历史新高, 以性价比为核心策略的小米、传音、荣耀等中国厂商正不断挤压三星和摩托罗拉等传统厂商的市场份额。从价格段位来看, 200 美元以下的智能手机为 2024 年市场增长的主要推手, 同时也带动了公司智能手机份额的增长, 2024 年公司在拉美地区的智能手机出货量为 1,280 万部, 年增长率为 40%, 排名保持第四。然而值得注意的是, 过度依赖于低价策略将会压缩厂商和渠道的盈利空间, 并在一定程度上限制前沿移动设备技术在市场上的推广和变现机会。根据 Statista 数据预测, 到 2028 年拉美手机市场智能机消费量将维持当前的 1.37 亿台左右, 但 ASP 将从 315 美元提升至 348.2 美元, 智能机与功能机合计市场空间将达到 484.7 亿美元。

图48. 2023-2024 拉美地区 top5 智能手机厂商市场份额情况 (%)



资料来源: CanaIys、国投证券证券研究所

图49. 2023-2024 拉美地区主要智能手机厂商出货量按价格段位划分占比情况 (%)



资料来源: CanaIys、国投证券证券研究所

表10: 拉美手机市场空间测算

测算指标	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
智能机消费量(百万台)	137.7	137.6	137.5	137.5	137.3
功能机消费量(百万台)	15.9	15.1	14.3	13.5	12.7
智能机 ASP(美元)	315.0	323.4	331.6	339.7	348.2
功能机 ASP(美元)	51.6	51.6	51.7	51.9	52.0
智能机市场空间(亿美元)	433.8	445.0	456.0	467.0	478.1
功能机市场空间(亿美元)	8.2	7.8	7.4	7.0	6.6
合计市场空间(亿美元)	442.0	452.8	463.4	474.0	484.7

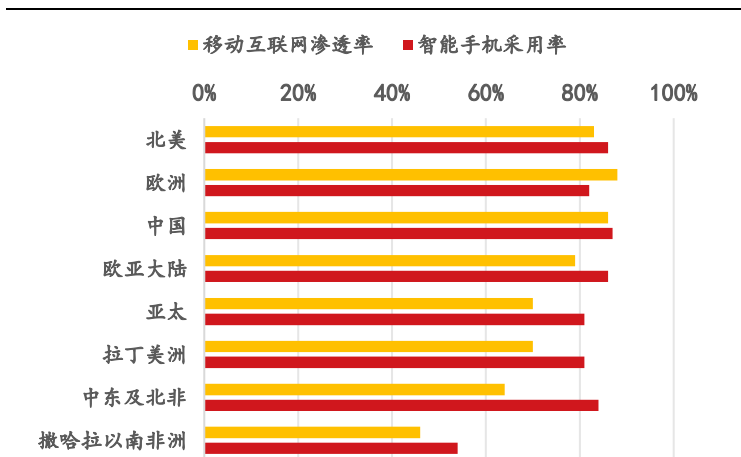
资料来源: Statista、国投证券证券研究所

3. “全球化+多元化+高端化”，三位一体开启新篇章

3.1. 全球化：以新兴市场为核心构建全球业务网络，深度洞察客户需求打造本地特色产品

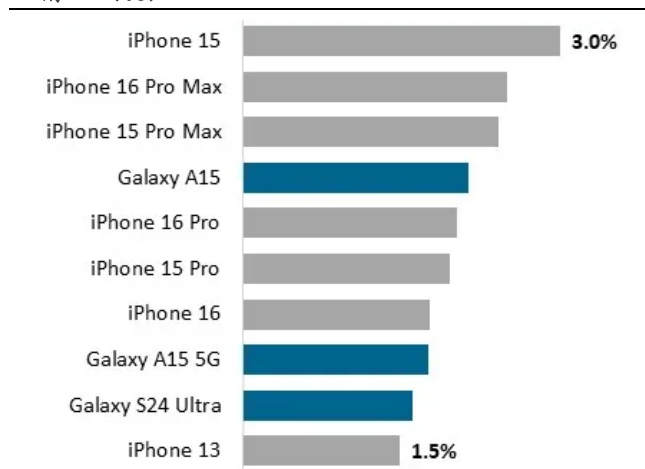
新兴市场全面开花，持续拓展商业版图。放眼全球手机市场格局，北美、欧洲、中国及亚太发达地区的移动互联网渗透率及智能机采用率普遍较高，换机周期不断延长，市场基本被苹果、三星的高端机型垄断，而包括非洲、南亚、东南亚、中东和拉美在内的新兴市场人口基数超过 40 亿，部分国家经济发展水平较低，手机行业发展相对滞后，人均手机保有量及智能手机渗透率低于成熟市场，仍存在“功能机向智能机切换”的结构性升级需求。公司自 2006 年成立之初即携带着“走出国门扎根新兴市场”的基因，在非洲地区完成了原始积累与品牌影响力打造之后便果断向南亚、东南亚、中东以及拉美等地区不断扩张，2024 年公司在非洲、巴基斯坦、孟加拉国和菲律宾等国家智能手机市占率排名第一，在东南亚、中东和拉美地区市场份额排名前五。根据公司年报，2024 年公司在非洲地区的销售收入为 227.19 亿元，而在亚洲及其他地区的销售收入为 447.37 亿元，几乎是非洲地区的 2 倍，展现了公司全球化布局的决心与成果。

图50. 2024 年全球移动互联网及智能手机普及情况 (%)



资料来源: GSMA、国投证券证券研究所

图51. 2024 年全球出货量最高的智能手机型号及占比情况 (%)



资料来源: CanaIys、国投证券证券研究所

经销网络深度下沉，售后服务全域覆盖。目前，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 2,000 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，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。公司旗下售后品牌 Carlcare 目前已在全球范围内建有 2,000 多家服务网点和 19 个维修工厂，年服务用户数超 9 千万人，服务品类覆盖自有品牌 Tecno、Infinix 和 itel 的手机产品和 Oraimo、Synix 的配件及家用电器产品，并逐步向非自有品牌及其他品类拓展。全球化的渠道布局以及专业化的售后服务体系为公司巩固和提升新兴市场销售份额提供了有力保障，有助于进一步增强与终端用户的产品粘性。此外，公司在迪拜、埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等国家或地区设立了物流仓，综合运用空运、海运等多种运输方式，实现非洲、东南亚、南亚等地区产品及原材料的快速交付，已形成销售市场联动、中央物流与区域物流优势互补的物流配送体系。

图52. Carlcare 门店形象全新升级，为用户带来更舒适、愉悦的服务体验



资料来源: 公司官网、国投证券证券研究所

“全球化经营，本土化创新”是公司一直秉持的经营理念，深入骨髓的本地化是公司成功的关键因素。公司通过对客户需求深入调研，精准定位产品的研发方向使之满足目标地区消费者需求，抢占市场先机。从公司为解决非洲运营商覆盖区域小需频繁切换SIM卡问题，而在非洲推出的第一部双卡双待手机 TECNO T780 开始，到为保护本土文化打破语言壁垒开发出支持小语种、能听懂本地口音的AI翻译及语音助手功能；从专为非洲用户开发“深肤美颜”摄影功能到与海外知名高校合作调整算法满足亚洲女孩对于美白、美妆妆感的特定审美偏好开发“TECNO Universal Tone”变革性全肤色影像技术；为解决非洲等新兴市场电网覆盖率不足的痛点公司还发布了itel Power 70 10000mAh 超长续航方案和Infinix 钙钛矿光伏储能技术。这种长期对用户需求的持续发现与重视使公司得到了消费者的认可，在《African Business》发布的“2024年度最受非洲消费者喜爱品牌百强”榜单中，公司旗下三大手机品牌 TECNO、Infinix 及 itel 分别位列第8、25及31名，数码配件品牌 oraimo 位列第81名；TECNO 连续多年位居百强榜中入选的中国品牌之首。

图53. Universal Tone 全肤色影像技术效果对比



资料来源：公司官方公众号、国投证券证券研究所

图54. 钙钛矿光伏储能概念机型



资料来源：公司官方公众号、国投证券证券研究所

本地化的营销策略和渠道部署也是公司能快速崛起的原因之一。在网络覆盖率较低的非洲，公司采用线下“遍地营销”的策略，在大街小巷挂满了公司的广告牌，报纸、电视、建筑的墙壁铺天盖地都是公司旗下品牌的广告；在电影业十分发达的印度，公司邀请宝莱坞知名影星 Deepika Padukone 和 Hrithik Roshan 分别担任 TECNO 和 Itel 的品牌大使并在地铁站等人流量较大的地区投放广告牌，拉近当地用户与品牌的距离；在热爱潮玩娱乐的东南亚，公司与热门“吃鸡”游戏 Free Fire 合作推出联名版游戏手机 Infinix Hot 40 Series，并参与赞助中泰合作的热门选秀类综艺节目《CHUANG ASIA》（“创造营亚洲”），将年轻文化与品牌创新完美融合；在中东地区公司作为亚足联俱乐部联赛官方全球赞助商，策划了一系列创新活动，共同点燃足球热情的同时将品牌与当地人民建立深度链接；在拉美地区公司联名游戏《崩坏：星穹铁道》推出限量 Infinix NOTE 50 Pro+ 5G 礼盒并在墨西哥城等地举办周年演唱会观影和快闪活动，将硬核科技转化为年轻世代的热爱表达。同时，公司建立了“一级经销商+二级分销商+终端零售商”的三级经销体系，坚持渠道下沉策略，将零售店铺从一、二线发达地区下沉至三、四线的小城镇，配备销售专员与经销商、分销商和零售商保持长期稳定的日常沟通，以及时获取一手市场反馈和需求信息，与渠道商共同成长，使得产品竞争力和市场占有率不断提高。

图55. 刷墙式广告遍布非洲街头



资料来源：网络、国投证券证券研究所

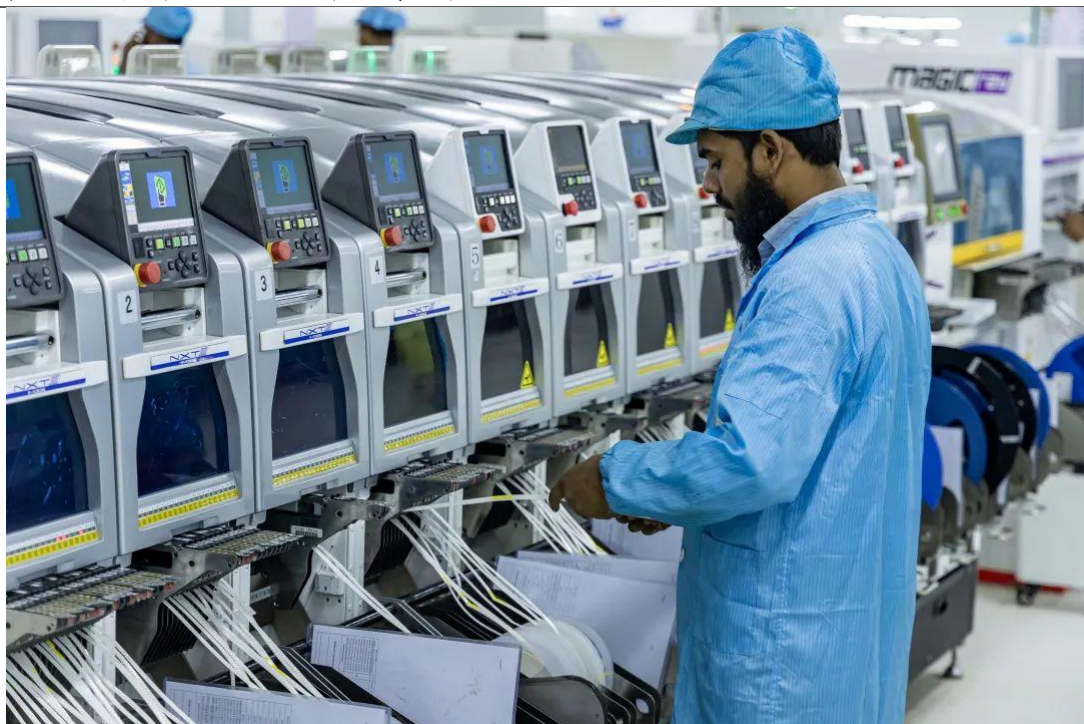
图56. Infinix NOTE 50 Pro+ 5G 与《崩坏：星穹铁道》破次元联动



资料来源：公司官方公众号、国投证券证券研究所

在拓展业务的同时，公司还积极推动当地产业发展，投资建设工厂创造就业机会。2011年，公司在东非国家埃塞俄比亚设立了第一座海外组装工厂，成为埃塞俄比亚首个出口创汇的电子企业；2016年，公司在埃塞信息产业园 Ethio-ICT Village 建设大型生产制造中心，2018年完成 A 期建设并投入使用，目前公司在非洲的 5,000 名员工中，90% 以上为本地员工。2023 年 5 月，公司在孟加拉国的 ISMARTU 新工厂正式投产，一期总投资约 1.4 亿人民币，建筑面积超过 22,000 平方米，月产智能机可达 40 万台、功能机 60 万台，在满员生产的情况下可为本地提供超过 2,000 个工作岗位，以满足当地消费者对智能终端设备日益增长的需求。在印度地区，公司 70% 的智能手机由在当地建设的 Noida 工厂生产的，其余则由 Dixon Technologies 和 BPL 代工；在拉美地区，公司同巴西电子产品制造商 Positivo Tecnologia 达成独家合作，通过 Positivo 在巴西独家生产、销售旗下 Infinix 系列手机产品。

图57. 孟加拉国 ISMARTU 新工厂产线

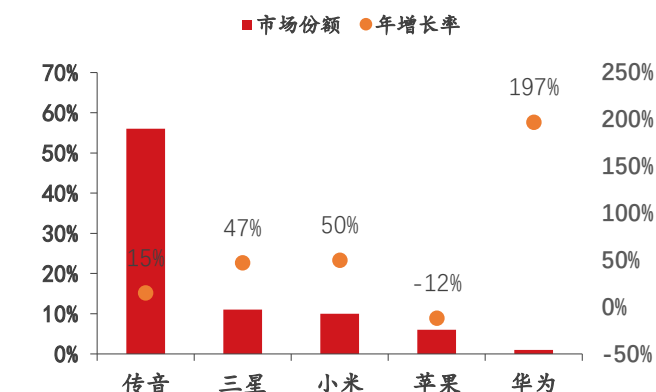


资料来源：公司官方公众号、国投证券证券研究所

3.2. 多元化：围绕用户生活场景需求，全方位打造“从硬到软、从小到大、从家居到出行”的多元立体产品生态圈

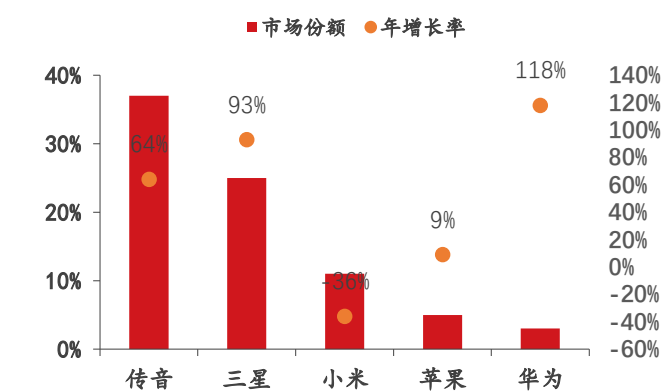
在手机业务的基础上，公司正持续发展移动互联、扩品类等业务，围绕日常生活中各个场景所需，逐步形成“从硬件到软件、从小家电到大家电、从家居场景到智能出行”协同发展的良性生态体系。公司旗下三大手机品牌 TECNO、Infinix、itel 在手机之外均有向智能配件、笔记本电脑、平板电脑、蓝牙耳机、智能手表、智能家电等领域扩张。智能配件品牌 Oraimo 在全球 60 多个国家拥有超过 10 万家零售店铺和 2 亿多用户，产品种类涵盖音频设备、可穿戴设备、充电设备、个人护理设备和智能家电五大板块。据 Canalys 统计，2024 年公司旗下 Oraimo 品牌的 TWS 耳机和智能手表产品在非洲地区的市占率分别为 56% 和 37%，均位列非洲第一。此外，Oraimo 还在 2024 年度《African Business》杂志发布的“最受非洲消费者喜爱的品牌”百强榜排名第 81 位，较 2023 年度上升了 15 位。家用电器品牌 Syinix 业务遍及 20 多个非洲国家，产品线包括智能电视、空调、冰箱、冰柜、洗衣机和专业厨房电器，专为非洲用户制作传统美食 Fufu 而开发的料理机产品 Swallow Maker 在 2022 年荣获德国红点产品设计奖。2023 年，公司相继推出两轮电动车品牌 REV00 和换电出行品牌 TankVolT，为非洲和南亚地区的用户提供低成本、安全、便捷的电动出行服务。

图58. 2024 年非洲地区 TWS 市场份额及年增长率情况 (%)



资料来源：Canalys、国投证券证券研究所

图59. 2024 年非洲地区可穿戴设备市场份额及年增长率情况 (%)



资料来源：Canalys、国投证券证券研究所

公司一直坚持“软硬结合”的双轮驱动发展战略。2017 年 10 月，公司与网易集团合资成立传易互联（深圳）有限公司，旗下运营音乐流媒体平台 Boomplay、短视频社区产品 Vskit、社交媒体平台 MORE、移动支付应用 Palmpay 和音频分享平台 SOUNDI，其中 Boomplay 月活跃用户超过 9,400 万人次，在非洲音乐类应用排行榜中名列前茅。公司其他移动互联业务板块聚焦出海领域，与 Google、Facebook、Netflix、Lazada、Shareit 及 airtel 等海内外品牌达成深度合作伙伴关系，通过持续科技创新联接海外新兴市场，与商业合作伙伴共建移动互联生态。截至目前公司已成功打造数据洞察平台 DataSparkle、一站式海外营销平台 Eagllwin、品牌全域服务平台 Sunnbird、一站式海外流量变现平台 Hisavana、全栈式企业云服务平台 Dlight Cloud 和万亿级新兴市场游戏联运平台 AHA Games 等产品矩阵，为商业客户提供市场洞察、用户获取、增值服务移动互联解决方案。

图60. 2023 年非洲移动应用音乐与音频类年度用户使用排行榜 Top 10

排名	非洲	埃及	肯尼亚	尼日利亚	南非
1	YouTube Music	YouTube Music	Boomplay - Download Music MP3	Boomplay - Download Music MP3	Boomplay - Download Music MP3
2	Boomplay - Download Music MP3	Boomplay - Download Music MP3	YouTube Music	YouTube Music	YouTube Music
3	MusiX - Share Offline Music	Music Player & MP3: Lark Player	MusiX - Share Offline Music	Audiomack: Music Downloader	Spotify: Music and Podcasts
4	Audiomack: Music Downloader	SoundCloud: Play Music & Songs	Spotify: Music and Podcasts	MusiX - Share Offline Music	Shazam: Find Music & Concerts
5	Music Player & MP3: Lark Player	Spotify: Music and Podcasts	Shazam: Find Music & Concerts	Music player	My Muze
6	Music player	Music player	Music player	MusiX - Music Player & Share	Music Player & MP3 Player
7	Spotify: Music and Podcasts	Music player	Music Player - MP3 Player App	Shazam: Find Music & Concerts	Cross DJ Pro - Mix & Remix
8	MusiX - Music Player & Share	Music Player - MP3 Player App	Music Player & MP3: Lark Player	Music Player - MP3 Player App	Music Player - MP3 Player App
9	Shazam: Find Music & Concerts	Music Player & MP3 Player	Music Player & MP3 Player	Spotify: Music and Podcasts	Music Player - Audio Player
10	Music Player & MP3 Player	جد الياطين فران كامل بدون نت	Audiomack: Music Downloader	MusiX	Download Music Mp3

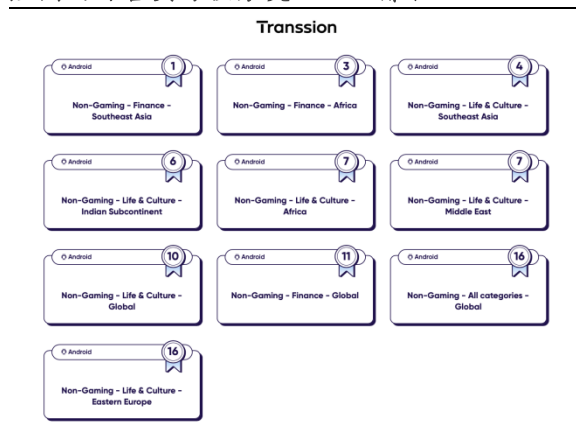
资料来源: DataSparkle、国投证券证券研究所

图61. 公司移动互联业务布局



资料来源: 公司官方公众号、国投证券证券研究所

图62. 《广告平台综合表现-第 17 版》中公司应用的综合实力按分类及地区排名



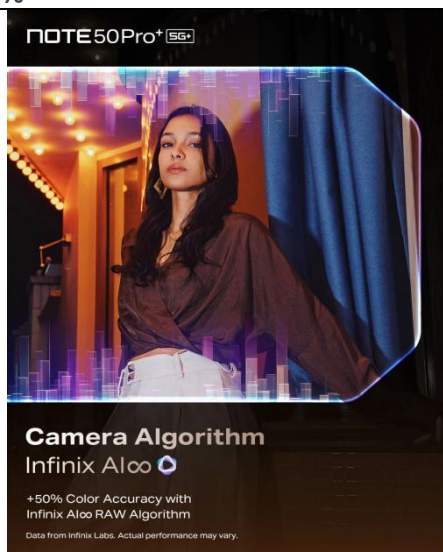
资料来源: AppsFlyer、国投证券证券研究所

3.3. 高端化: 四大核心技术助力提升中高端产品竞争力

3.3.1. 多肤色拍照技术: 开辟影像新赛道

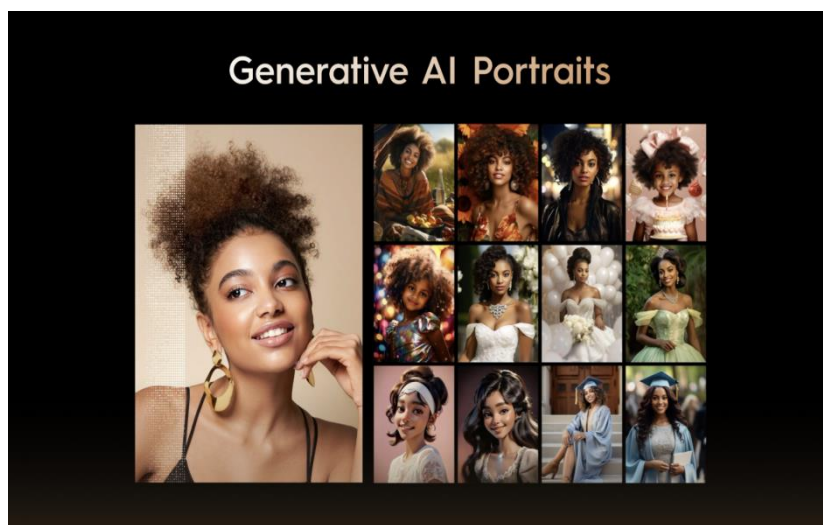
公司在深肤色拍照技术领先的基础上, 深化多肤色拍照技术布局。通过与海内外高校机构合作, 将色彩科学研究与人像算法融合, 搭建专属肤色影像数据库, 实现对不同肤色的精准捕捉与真实还原。公司打造的多肤色人像拍照解决方案涵盖人像智能美化算法系统、区域差异化场景参数定制系统及人像多肤色精准还原技术, 满足新兴市场不同地区用户个性化影像需求。同时, 公司持续推进影像技术创新, 研发出 AI-Best Moment 技术、AIGC 图像编辑和创作技术、AI-Universal Tone 2.0 人像技术和 AI RAW 画质增强技术、多光谱感知的多肤色还原技术、EVS 暗光成像及 Tap Any Zoom 抓拍技术等一系列前沿技术, 并通过影像平台 (TIM) 整合至 AI 影像系统。此外, ALD 镀膜&镜片涂黑技术、2 亿像素超清画质技术、12bit DAG/DCG 技术、Pre-ISP (Image Signal Processor) 视频芯片定制技术等多项创新技术的应用, 进一步提升用户拍照视频体验。为进一步提升公司影像技术国际影响力, 公司积极参与 ITU (International Telecommunication Union 国际电信联盟) 国际标准制定工作, 持续巩固在拍照技术领域的优势地位。

图63. Infinix NOTE 50 Pro+应用了 AI RAW 画质增强技术使颜色准确度提升 50%



资料来源：公司官方公众号、国投证券证券研究所

图64. AIGC 图像创作技术可以通过照片生成高质量图画

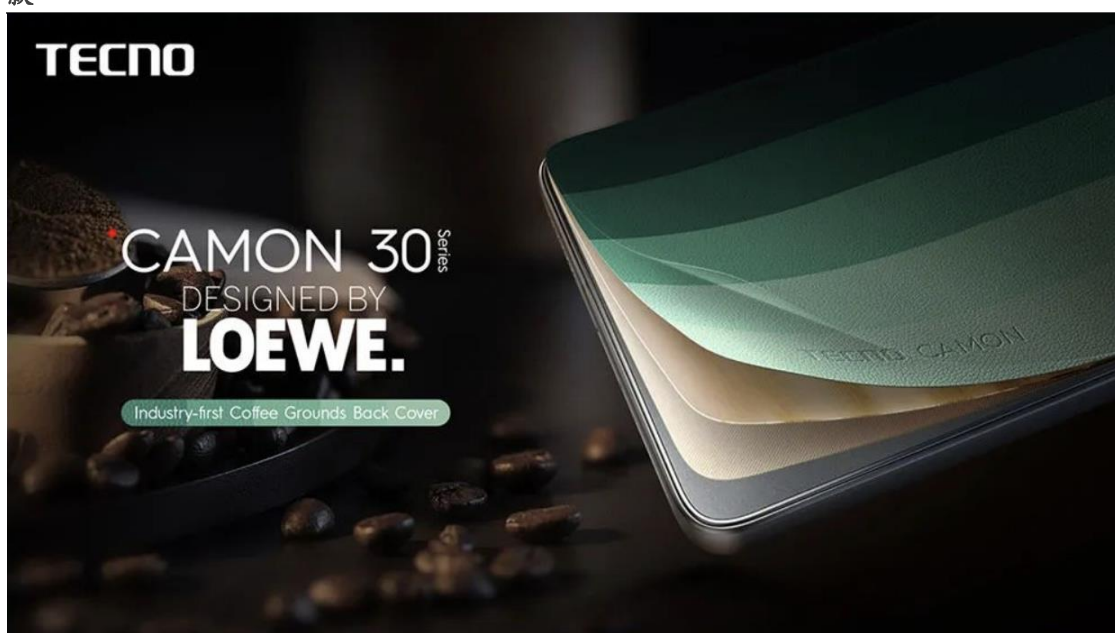


资料来源：公司官方公众号、国投证券证券研究所

3.3.2. 硬件新材料应用创新：优化用户体验

公司针对不同新兴市场用户的特定需求，在硬件新材料应用上不断创新。在轻薄减重方面，公司将纤维布与环氧树脂结合，通过 3D 成型及表面喷涂拓印，实现轻薄的时尚外观效果；在无源新材料方面，公司开发无源降温技术，通过将高分子材料涂布在手机电池盖实现整机降温效果，有效解决游戏过程中手机发热的痛点；在耐用新材料方面，公司以硅基聚合物制成触感皮材料，兼具亲肤、轻便、抗污等特性；在环保新材料上，公司将回收咖啡渣制成咖啡环保素皮并应用于手机电池盖，践行环保理念的同时带来全新亲肤触感。这些新材料的应用，从多个维度优化用户使用体验，增强产品吸引力。

图65. 咖啡渣二次加工制成的手机电池盖已应用于 TECNO CAMON 30 系列 LOEWE 设计款

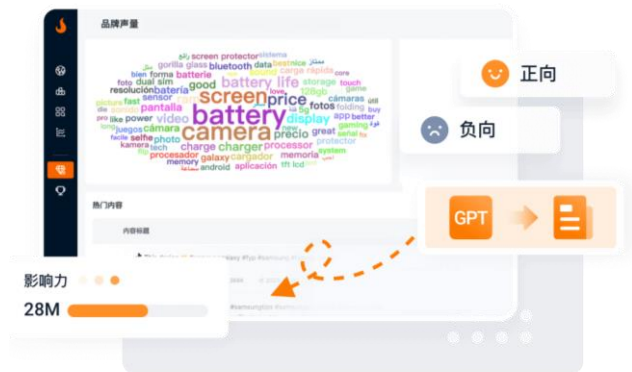


资料来源：公司官方公众号、国投证券证券研究所

3.3.3. 大数据用户行为分析：驱动产品迭代

公司自研的手机端高效数据计算引擎已覆盖 TECNO、Infinix、itel 等多条产品线。在合规保护用户隐私的前提下，对用户使用习惯、手机性能等多维度数据进行脱敏处理和计算分析，并结合用户反馈数据，利用大数据技术进行度量建模。通过分析结果及时发现产品和服务存在的问题以及用户需求的变化，从而指导产品设计、研发、测试和售后等全链条业务迭代，确保产品能够持续满足用户需求，优化用户体验，提升用户满意度，使产品在市场上更具竞争力。

图66. PopData 产品声量洞察系统深度解读用户情感态度



资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

图67. SnowBall 应用数据采集分析工具打通多源数据标签

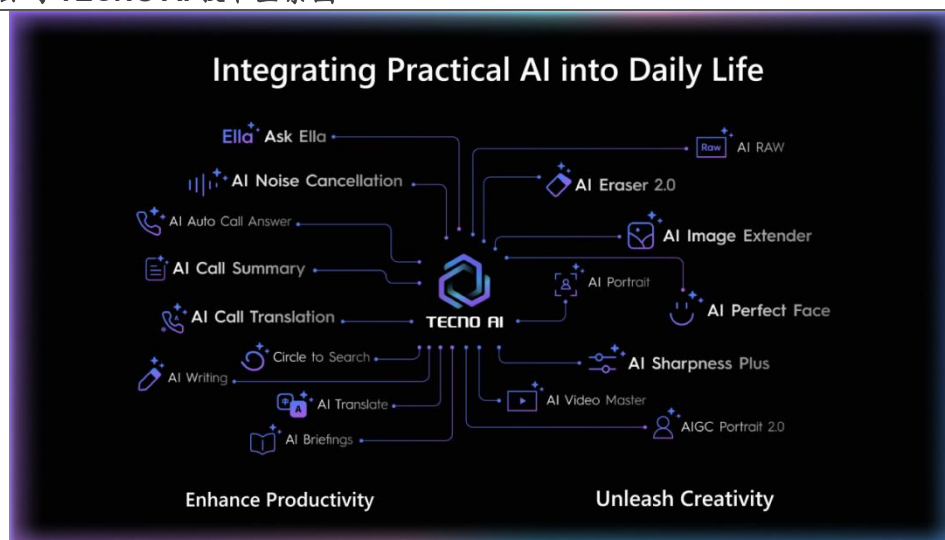


资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

3.3.4. AIOS 系统及移动互联产品服务：构建本地化生态

基于对新兴市场本地化需求的深刻洞察，公司针对新兴市场网络和设备特点，自主研发流量节省、弱网连接、内存融合、感知调度、本地化小语种语音识别、AI 环境声降噪、AI 声纹降噪、画质增强等多项技术，优化系统性能。围绕基于 Android 系统二次开发、深度定制的手机智能终端操作系统（传音 OS）构建高流量应用产品矩阵，聚焦用户社交、办公、影音等场景体验，开发了应用商店、广告分发平台、大数据服务平台以及手机管家等应用程序。在 AI 领域，公司积极探索大模型和互联互通技术，构建了 AI 智能多端融合互通、AIOS 系统级应用重构、AI 端侧应用以及 AI 的端云协同应用的架构，不断完善移动互联产品服务生态，以生态优势提升中高端产品的综合竞争力，增强用户粘性。我们认为，随着公司不断加大研发投入、加速拓展多元业务生态圈，公司移动互联业务有望借助庞大用户基础实现变现突破，成为新的盈利增长点。

图68. 公司 TECNO AI 技术全景图



资料来源：公司官方公众号、国投证券证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 755.1/838.6/946.5 亿元，营业总收入增速分别为 9.9%、11.1%、12.9%。具体来看：

1) **手机业务**：目前新兴市场智能机渗透率较成熟市场仍有显著提升空间，伴随 5G 技术在新兴市场的兴起，以及公司 AIOS 系统、多肤色影像 2.0 技术、无源降温材料等创新技术落地公司在非洲、东南亚等核心市场智能手机的份额将进一步巩固，带动收入逐步提升，我们预计 2025-2027 年公司智能机收入增速将维持在 11%-14% 区间。而随着新兴市场功能机向智能机切换的需求逐步上升，功能机在公司收入中的占比将逐步下降。我们预计 2025-2027 年公司手机业务收入将达到 689.6/759.6/851.3 亿元，毛利率分别为 20.9%/21.7%/22.4%。

2) **其他主营业务**：公司其他主营业务包括数码配件、家用电器等扩品类业务和移动互联网产品及服务，依托于庞大的手机用户基数及渠道复用优势，截至目前公司 Oraimo 耳机、智能手表业务在非洲的市占率已达 56%/37%，移动应用 Boomplay 月活跃用户超过 9,400 万人次。随着公司在多元化战略布局上持续发力，打造“线下+线上”立体布局，推进重点市场的零售布局，优化电商平台与社交媒体运营，其他主营业务收入有望进一步提升。我们预计 2025-2027 年公司其他主营业务收入将分别达到 49.2/57.7/67.1 亿元，毛利率分别为 31.9%/32.3%/32.5%。

表11：公司分业务盈利预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业总收入	687.15	755.12	838.59	946.46
yoy	10.3%	9.9%	11.1%	12.9%
毛利率	21.3%	21.5%	22.3%	23.0%
手机				
收入	631.97	689.58	759.57	851.33
yoy	10.2%	9.1%	10.2%	12.1%
毛利率	20.6%	20.9%	21.7%	22.4%
其他主营业务				
收入	42.59	49.17	57.73	67.09
yoy	7.2%	15.5%	17.4%	16.2%
毛利率	32.0%	31.9%	32.3%	32.5%
其他业务				
收入	12.59	16.36	21.30	28.04
yoy	29.1%	30.0%	30.2%	31.7%
毛利率	18.3%	17.2%	16.7%	17.4%

资料来源：wind、国投证券证券研究所

4.2. 估值分析

我们选取手机苹果公司、小米集团、安克创新和漫步者作为可比公司。上述公司中，苹果公司和小米集团同为全球知名的智能手机制造商，业务涵盖智能手机、智能家电及物联网设备等多个领域，在全球市场都有广泛布局，但由于苹果和小米品牌知名度较高且以中高端机型为主，估值相对较高。安克创新（全球化消费电子品牌企业）和漫步者（专业化音频设备企业）均在消费电子领域有一定市场份额且注重海外市场，与公司部分业务存在一定相似性。与可比公司相比目前公司估值相对较低，考虑到公司在新兴市场的竞争实力不断提升以及 AI 等新技术带来的高端化机会，我们给予公司 2025 年 20 倍动态市盈率，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 98.8 元。

表12：可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
苹果 (APPLE)	31,232.31	209.11	93,736.00	108,881.19	118,347.46	126,008.45	36.95	28.68	26.39	24.79
小米集团-W	14,961.84	57.65	23,658.13	39,328.87	51,957.40	64,353.12	33.89	34.65	26.23	21.18
安克创新	661.92	124.53	2,114.43	2,565.21	3,231.77	3,993.32	24.54	25.80	20.48	16.58
漫步者	116.83	13.14	449.23	559.50	660.50	769.00	32.66	20.88	17.69	15.19
平均值							32.01	27.50	22.70	19.44
传音控股	857.09	75.16	5,548.95	5,629.10	6,536.90	7,810.40	15.45	15.23	13.11	10.97

资料来源：Wind、国投证券证券研究所；注：苹果 (APPLE)、小米集团、安克创新、漫步者和传音控股数据截至 2025 年 7 月 15 日收盘价

*苹果 (APPLE)、小米集团、安克创新、漫步者数据均采用 Wind 一致预期；苹果 (APPLE) 的市值、股价和利润预测单位为美元，小米集团-W 的市值、股价和利润预测单位为港币

5. 风险提示

- 市场竞争加剧风险：**随着经济发展、人口增长以及通讯基础设施的不断完善，新兴市场存在较大的手机市场空间及增长潜力，苹果、三星等国际品牌及中国本土品牌加速布局新兴市场，或将挤压公司的市场份额从而导致竞争加剧或引发价格战的风险。
- 新兴市场开拓不及预期风险：**部分新兴市场存在政治不稳定、经济增速放缓、消费习惯变迁或政策壁垒（如进口限制、数据合规要求）等不确定性，若公司对当地需求洞察滞后或应对政策风险能力不足，将导致用户获取速度、市占率提升及营收增长不及预期，错失区域市场增量机会。
- 新业务开展不及预期风险：**公司 AIOT、移动互联和电动出行业务需要持续进行高强度的研发投入与营销布局，若新业务未能突破技术创新融合与用户价值转化瓶颈，将导致“手机+”生态的协同效应难以释放，多元化战略对营收和利润的贡献将低于预期。
- 原材料供应集中及价格波动风险：**手机产品的芯片、显示屏、存储器等核心原材料供应来源有限，价格受全球供应链波动、地缘冲突或产能周期影响较大，若公司在产业链条上缺乏议价能力或价格传导能力，可能对公司的盈利水平产生较大影响。
- 通信专利许可风险：**公司在全球市场拓展中需依赖通信领域标准必要专利（SEP）授权，通信行业的快速发展使得纳入到移动通信协议标准的标准必要专利持续变化，公司可能无法实时掌握变化情况并判断，故存在使用第三方标准必要专利的可能性，部分专利持有方可能发起侵权诉讼或提高授权费用。若公司未能提前完成专利布局或达成合理授权协议，将导致面临法律纠纷、高额赔偿或产品禁售风险，亦不排除不能通过提高产品价格而消除成本增加的可能性。
- 汇率波动风险：**公司大部分收入来自海外新兴市场，若当地货币对美元大幅贬值，将导致公司面临汇兑损失直接侵蚀利润，或因收入端本币计价增长虚高而导致实际盈利能力下降。
- 计算假设不及预期风险：**报告中不同国家和地区手机市场空间和公司盈利预测基于多方面假设，因此存在假设情况与未来实际发展情况不符，导致测算结果与实际行业、公司发展情况存在偏差的可能。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,295	68,715	75,512	83,860	94,647	成长性					
减:营业成本	47,063	54,091	59,250	65,157	72,909	营业收入增长率	33.7%	10.3%	9.9%	11.1%	12.9%
营业税费	249	206	243	285	304	营业利润增长率	122.5%	-2.6%	2.5%	17.5%	18.5%
销售费用	4,893	4,836	5,705	6,275	6,964	净利润增长率	122.9%	0.2%	1.4%	16.1%	19.5%
管理费用	1,507	1,733	1,929	2,095	2,390	EBITDA 增长率	142.0%	-8.2%	13.3%	15.9%	17.7%
研发费用	2,256	2,517	2,583	2,692	3,086	EBIT 增长率	147.8%	-9.8%	14.1%	16.6%	18.4%
财务费用	-176	-107	-251	-350	-429	NOPLAT 增长率	128.4%	-0.9%	0.5%	15.2%	19.1%
加:资产/信用减值损失	-148	-285	-193	-208	-229	投资资本增长率	413.1%	-54.8%	8.0%	89.3%	-25.7%
公允价值变动收益	-68	-157	573	75	-106	净资产增长率	14.6%	11.9%	8.1%	8.3%	10.8%
投资和汇兑收益	195	796	302	340	290						
营业利润	6,747	6,574	6,736	7,913	9,380	利润率					
加:营业外净收支	-32	104	11	28	47	毛利率	24.5%	21.3%	21.5%	22.3%	23.0%
利润总额	6,714	6,678	6,747	7,940	9,428	营业利润率	10.8%	9.6%	8.9%	9.4%	9.9%
减:所得税	1,127	1,080	1,080	1,350	1,556	净利润率	8.9%	8.1%	7.5%	7.8%	8.3%
净利润	5,537	5,549	5,629	6,537	7,810	EBITDA/营业收入	10.5%	8.7%	9.0%	9.4%	9.8%
						EBIT/营业收入	10.1%	8.3%	8.6%	9.0%	9.5%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	固定资产周转天数	11	16	14	12	9
货币资金	12,599	12,216	10,938	16,257	17,082	流动营业资本周转天数	-28	-41	-31	-30	-30
交易性金融资产	13,519	12,599	13,170	13,245	13,140	流动资产周转天数	189	207	187	184	183
应收帐款	2,866	4,595	2,379	5,370	3,885	应收帐款周转天数	14	20	17	17	18
应收票据	0	0	0	0	0	存货周转天数	48	50	51	50	49
预付帐款	238	439	164	523	284	总资产周转天数	222	239	216	210	205
存货	10,443	8,663	12,609	10,487	15,437	投资资本周转天数	-27	-30	-18	-24	-24
其他流动资产	467	296	395	386	359						
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资回报率					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	30.7%	27.4%	25.8%	27.7%	29.9%
长期股权投资	430	774	774	774	774	ROA	12.1%	12.4%	12.4%	12.7%	14.2%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	-357.7%	-69.1%	-153.8%	-164.0%	-103.1%
固定资产	3,065	3,130	2,874	2,619	2,363	费用率					
在建工程	1	32	32	32	32	销售费用率	7.9%	7.0%	7.6%	7.5%	7.4%
无形资产	509	477	440	404	367	管理费用率	2.4%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	1,985	1,841	1,957	1,874	1,856	研发费用率	3.6%	3.7%	3.4%	3.2%	3.3%
资产总额	46,121	45,062	45,732	51,971	55,579	财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
短期债务	1,512	2,194	0	0	0	四费/营业收入	13.6%	13.1%	13.2%	12.8%	12.7%
应付帐款	14,117	13,362	12,940	16,941	17,339	偿债能力					
应付票据	5,068	3,927	5,002	5,270	6,265	资产负债率	60.6%	54.9%	51.9%	54.1%	52.5%
其他流动负债	3,201	4,502	3,250	3,651	3,801	负债权益比	153.7%	121.5%	107.9%	118.1%	110.5%
长期借款	247	247	0	0	0	流动比率	1.68	1.62	1.87	1.79	1.83
其他非流动负债	3,799	484	2,543	2,275	1,768	速动比率	1.24	1.26	1.28	1.38	1.27
负债总额	27,944	24,717	23,735	28,138	29,173	利息保障倍数	-35.83	-53.28	-25.88	-21.59	-20.84
少数股东权益	122	115	152	204	265	分红指标					
股本	807	1,140	1,140	1,140	1,140	DPS(元)	4.24	3.00	3.41	4.17	4.65
留存收益	17,154	18,965	20,705	22,488	25,001	分红比率	87.4%	61.7%	69.1%	72.7%	67.8%
股东权益	18,177	20,346	21,997	23,833	26,406	股息收益率	5.6%	4.0%	4.5%	5.5%	6.2%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,587	5,597	5,629	6,537	7,810	EPS(元)	4.86	4.87	4.94	5.73	6.85
加:折旧和摊销	233	335	292	292	292	BVPS(元)	15.83	17.74	19.16	20.72	22.92
资产减值准备	307	283	0	0	0	PE(X)	15.5	15.4	15.2	13.1	11.0
公允价值变动损失	68	157	573	75	-106	PB(X)	4.7	4.2	3.9	3.6	3.3
财务费用	63	147	-251	-350	-429	P/FCF	6.9	44.3	25.3	8.6	14.4
投资收益	-195	-796	-302	-340	-290	P/S	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	50	48	39	54	62	EV/EBITDA	13.2	14.1	8.9	7.0	5.9
营运资金的变动	7,023	-5,177	-110	3,207	-2,139	CAGR(%)	5.7%	12.0%	32.0%	5.7%	12.0%
经营活动产生现金流量	11,890	2,848	5,870	9,474	5,200	PEG	2.7	1.3	0.5	2.3	0.9
投资活动产生现金流量	-6,134	785	-840	190	500	ROIC/WACC	-34.1	-6.6	-14.7	-15.6	-9.8
融资活动产生现金流量	-3,390	-3,290	-6,308	-4,345	-4,875	REP	0.3	3.6	1.1	0.5	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券证券研究所预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034