

# 新兴市场手机龙头，AI 赋能开启全新成长曲线

■ 证券研究报告

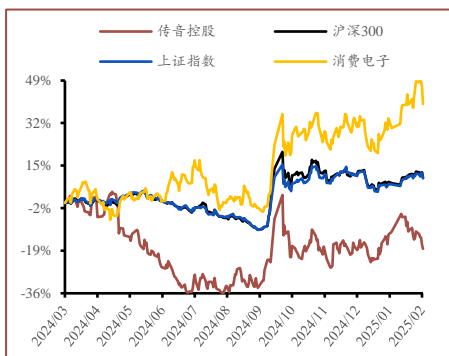
★ 投资评级:增持(首次)

## 基本数据

2025-02-28

收盘价(元)	92.69
流通股本(亿股)	11.40
每股净资产(元)	17.97
总股本(亿股)	11.40

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002

zhangym02@ctsec.com

## 相关报告

## 核心观点

- ❖ **公司是全球新兴市场手机龙头之一，硬件/软件全方位布局：**公司前身成立于 2006 年，2019 年科创板上市。公司主要从事手机等智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，旗下有 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，产品在非洲市场长期领先，并持续拓展新兴市场，根据 IDC 数据，2024 年公司智能手机全球份额为 8.6%，位居第 4。公司业绩快报预告 2024 年实现收入 687.43 亿元，同比增长 10.35%，归母净利润 55.90 亿元，同比增长 0.96%。
- ❖ **手机业务：非洲市场地位领先，新兴市场潜力巨大：**公司最早开拓非洲市场，凭借本土化战略稳固领先地位。根据 Canalys 数据，3Q2024 公司在非洲市场智能手机市占率 50%，同比提升约 2pct。印度/东南亚/中东/拉美等新兴市场经济发展潜力大，助力智能手机市场发展。公司复刻非洲市场本土化打法，1H2024 公司在巴基斯坦/孟加拉国市占率均位居第 1，新兴市场对公司收入贡献持续增长。短期看，上游存储价格下行，公司与高通的专利纠纷有望平稳落地，手机业务边际向好趋势明确。
- ❖ **AI 赋能，移动互联/拓品类开辟全新增长曲线：**公司旗下手机基于自有操作系统构筑本地化 APP 矩阵与互联网生态，反哺手机业务发展。公司把握 AI 浪潮，与谷歌、阿里、联发科等大模型/芯片厂商合作推出 AI 手机/应用。拓品类方面，公司依托手机+本土化渠道优势，发力数码配件/家电/储能等新形态硬件业务，并积极把握 AR 等创新终端形态，根据 Canalys 数据，3Q2024 公司 TWS 耳机在非洲市场市占率达 50%，排名第 1。
- ❖ **投资建议：**公司传统手机业务有望伴随新兴市场持续增长，AI 赋能下移动互联+拓品类开拓全新成长曲线。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 55.90/63.59/75.85 亿元，EPS 为 4.90/5.58/6.65 元，对应 PE 为 18.91/16.62/13.94 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**境外经营风险；主要原材料供应集中及价格波动风险；汇率波动风险；市场竞争风险；宏观环境风险。

## 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46596	62295	68743	79471	92193
收入增长率(%)	-5.70	33.69	10.35	15.60	16.01
归母净利润(百万元)	2484	5537	5590	6359	7585
净利润增长率(%)	-36.46	122.93	0.96	13.76	19.27
EPS(元)	3.09	6.88	4.90	5.58	6.65
PE	25.73	20.12	18.91	16.62	13.94
ROE(%)	15.70	30.67	27.72	28.00	29.46
PB	4.04	6.18	5.24	4.65	4.11

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2025 年 02 月 28 日收盘价计算）

## 内容目录

1	全球新兴市场智能手机龙头之一.....	5
1.1	深耕移动通信 10 余年,“硬件+生态”全线布局.....	5
1.2	股权结构集中,管理层经验丰富.....	8
1.3	收入重回增长,盈利能力边际向好.....	9
1.4	可比公司分析.....	12
2	全球手机行业日渐成熟,新兴市场发展潜力巨大.....	15
2.1	全球智能手机销量回暖,新兴市场需求持续向好.....	15
2.2	构筑本地化经营策略,积极把握新兴市场机遇.....	16
2.2.1	非洲:“产品+渠道+运营”构筑核心壁垒.....	17
2.2.2	印度:本土战略延续,跟随市场高端化趋势.....	20
2.2.3	东南亚:三品牌精准定位,瞄准年轻人群.....	22
2.2.4	中东:由低端市场向中高端逐步开拓.....	23
2.2.5	拉丁美洲:从主要国家入手,与运营商建立长期合作.....	24
3	AI 赋能,移动互联+扩品类开辟全新成长曲线.....	25
3.1	移动互联:构筑高流量应用产品矩阵,把握 AI 时代机遇.....	25
3.2	拓品类:依托手机+本地化渠道,配件/家电/储能多轮驱动.....	27
3.3	新形态:开拓 XR 业务,布局创新 AI 终端形态.....	29
4	投资建议.....	31
4.1	盈利预测.....	31
4.2	估值.....	32
5	风险提示.....	33

## 图表目录

图 1. 公司发展历程.....	5
图 2. 公司布局多元化业务.....	7
图 3. 公司股权结构图(截至 2024 年 9 月 30 日).....	8
图 4. 公司营收恢复增长.....	9
图 5. 公司利润恢复增长.....	9
图 6. 公司盈利能力有所承压.....	10

图 7. 公司期间费用率整体稳中略降.....	10
图 8. 手机业务营收表现良好.....	11
图 9. 手机业务毛利率有所承压.....	11
图 10. 非洲以外地区营收占比增长明显.....	12
图 11. 非洲市场毛利率仍高于新兴市场.....	12
图 12. 公司研发投入持续增加.....	12
图 13. 公司与可比公司相比收入更高(除小米外).....	13
图 14. 公司与可比公司相比收入增速较快.....	13
图 15. 公司与可比公司相比利润更高(除小米外).....	13
图 16. 公司与可比公司相比毛利率较低.....	13
图 17. 公司与可比公司相比净利率位居中游.....	13
图 18. 公司与可比公司相比研发费用率较低.....	13
图 19. 公司与可比公司相比存货周转天数较低.....	14
图 20. 公司与可比公司相比应收账款周转天数较低.....	14
图 21. 全球手机出货量整体稳定.....	15
图 22. 非洲地区智能手机出货量与增速.....	15
图 23. 印度地区智能手机出货量与增速.....	16
图 24. 东南亚地区智能手机出货量与增速.....	16
图 25. 中东地区智能手机出货量与增速.....	16
图 26. 拉丁美洲地区智能手机出货量与增速.....	16
图 27. 公司智能手机业务市占率态势良好.....	17
图 28. 公司在新兴智能手机市场市占率表现良好.....	17
图 29. 公司在非洲的三级经销商体系.....	18
图 30. 旗下各品牌借助 Jumia 电商平台布局线上销售渠道.....	19
图 31. 公司的“刷墙”营销，广告随处可见.....	19
图 32. 公司 2023 年在印度发布的部分手机型号.....	20
图 33. 2023 年公司聘请宝莱坞明星作为下属品牌大使.....	21
图 34. 高通和公司已就印度专利纠纷达成和解.....	21
图 35. Infinix GT 10 Pro 主打游戏功能.....	22
图 36. TECNO 在菲律宾将 POVA 3 首发部署于 Lazada.....	23
图 37. 公司发布卷轴屏手机开拓中高端市场.....	23
图 38. TECNO 携手哥伦比亚电信运营商 Claro 开拓拉美市场.....	24
图 39. 构筑高流量应用产品矩阵与互联网生态.....	25

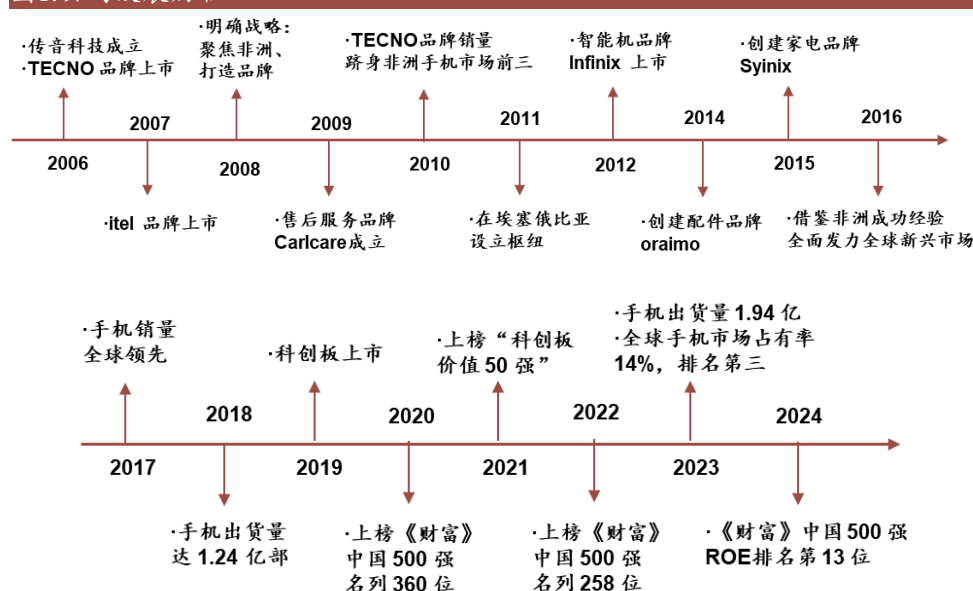
图 40. TECNO AIOS 生成式 AI 画像.....	26
图 41. TECNO AIOS 创意生成图片 .....	26
图 42. Oramo 产品一览 .....	28
图 43. 3Q2024 非洲市场 TWS 份额.....	28
图 44. Syinix 产品一览.....	28
图 45. Syinix 吉祥物营销.....	28
图 46. itel 逆变器宣传图 .....	29
图 47. itel 储能电池器宣传图 .....	29
图 48. 公司的 VR 硬件+内容接口.....	29
图 49. AR 娱乐套装 Pocket Go .....	30
图 50. Windows 主机配置.....	30
表 1. 公司产品覆盖手机/配件/家电/移动互联等领域 .....	6
表 2. 公司 2022 年股权激励明细.....	8
表 3. 4Q2024&1Q2025 存储价格整体展望下滑 .....	10
表 4. 公司针对非洲制定了丰富的本土化产品与服务.....	17
表 5. 公司主要应用产品矩阵.....	27
表 6. 公司分业务盈利预测.....	31
表 7. 公司期间费用率假设.....	32
表 8. 可比公司估值.....	32

# 1 全球新兴市场智能手机龙头之一

## 1.1 深耕移动通信 10 余年，“硬件+生态”全线布局

深耕移动通信领域 10 余年，布局移动通信、智能硬件与移动互联网服务三大赛道。公司前身成立于 2006 年，凭借在非洲市场的深耕细作和对本地消费者需求的深刻理解，成功推出多款定制化手机产品，度过初创期。随后，公司启动战略转型，于 2019 年在上交所科创板上市，标志着进入新的发展阶段。公司逐步拓展业务范围，进军智能硬件及移动互联网服务领域，通过与多家技术领先企业合作，步入高速成长期。公司不断优化产品结构，从以性价比为导向转向技术创新与用户体验并重，成功从单一的手机制造商转变为综合性的移动通信解决方案提供商。公司深耕移动通信赛道 10 余年，深度布局移动通信、智能硬件与移动互联网服务三大行业，以手机业务为基础构建全新成长曲线。

图1.公司发展历程



数据来源：艾媒网，公司公告，公司官网，财通证券研究所

公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。主要产品为 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，包括功能机和智能机。销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场国家。TECNO 品牌定位于新兴市场中产阶级消费群体，用出色的产品品质助力消费者更智能的生活方式；itel 是公司面向大众市场打造的可信赖的智能生活品牌，提供价格友好、普及技术的消费电子产品；Infinix 则是为年轻消费者打造的潮酷科技品牌，致力于为消费者带来具有前沿技术、潮流设计、卓越性能表现的移动终端智能体验。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（oraimo）、家用电器（Syinix）等扩品类业务以及提供移动互联网产品及服务。

表1.公司产品覆盖手机/配件/家电/移动互联等领域

业务板块	旗下品牌	品牌介绍	产品图
手机业务	TECNO	TECNO 业务遍及全球 70 多个国家和地区，提供包括智能手机、智能可穿戴设备、笔记本电脑、平板电脑、HiOS 操作系统和智能家居产品在内的智能产品和创新技术。	 <div> <div>PHANTOM TECNO子品牌 全面旗舰 集行业顶尖技术于一体</div> <div>CAMON 超能影像 行业标杆</div> </div>
	Infinix	Infinix 品牌诞生于 2013 年，是公司旗下专为年轻消费者打造的潮流科技品牌，致力于为消费者带来具有前沿技术、潮流设计、卓越性能表现的移动终端智能体验。Infinix 也推出了 TWS、笔记本电脑、智能电视等扩品类产品，覆盖全球 70 多个国家和地区，包括非洲、拉美、中东、南亚和东南亚等。2023 年，Infinix 成功入选“BrandZ™ 中国全球化品牌 50 强”。	 <div> <div>HOT 精致娱乐体验</div> <div>SMART 品质优选</div> <div>ZERO 极致拍照体验</div> <div>NOTE 性能强大，至臻设计</div> </div>
	itel	itel 是一个智能生活品牌，致力为新兴市场的大众消费者提供价格友好、普及技术的消费电子产品。itel 的销售网络遍及全球超过 50 个国家和地区，拥有智能机、电视、电子配件、音响、家用电器、笔记本电脑等产品。	 <div> <div>A系列 极致轻薄便携手机</div> <div>S系列 自拍社交及游戏手机</div> <div>P系列 长续航娱乐系列手机</div> </div>
数码配件业务	oraimo	oraimo 产品包括 TWS 蓝牙耳机、智能手表、蓝牙音箱、移动电源、吸尘器等。成功覆盖非洲、南亚，东南亚，拉美等 50 多个国家和地区，用户规模超 1 亿。大力发展线下业务的同时，积极拓展线上业务。	 <div> <div>耳机</div> <div>音箱</div> <div>个护</div> <div>智能手表</div> </div>
家用电器业务	Syinix	Syinix 家用电器产品主要有智能电视机、空调、冰箱、冰柜、洗衣机、微波炉等。品牌致力于本地化产品创新与产品品质提升，是非洲市场家电品牌的领导者，业务遍及非洲超过 20 个国家。	 <div> <div>白电</div> <div>电视&amp;音响</div> <div>小家电</div> </div>

业务板块	旗下品牌	品牌介绍	产品图
服务与支持	Carlcare	为公司旗下的手机、配件、家电产品提供全方位保障。为公司的手机和移动互联用户提供在线咨询、远程协助、增值服务等新兴市场主要的多品类服务方案解决商之一。	
移动互联业务	智能终端操作系统 (OS) 系统	公司旗下手机品牌均搭载了基于Android系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统 (OS)，包括HiOS、itelOS和XOS（统称“传音OS”）。目前，传音OS已成为非洲等全球主要新兴市场的主流操作系统之一。	
	OS 运营	围绕传音OS，公司开发了应用商店、广告分发平台以及手机管家等诸多的工具类应用程序。	
	独立 APP 平台	公司与网易、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2021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Scoopier、综合内容分发应用Phoenix等。	

数据来源：公司官网，财通证券研究所

图2.公司布局多元化业务

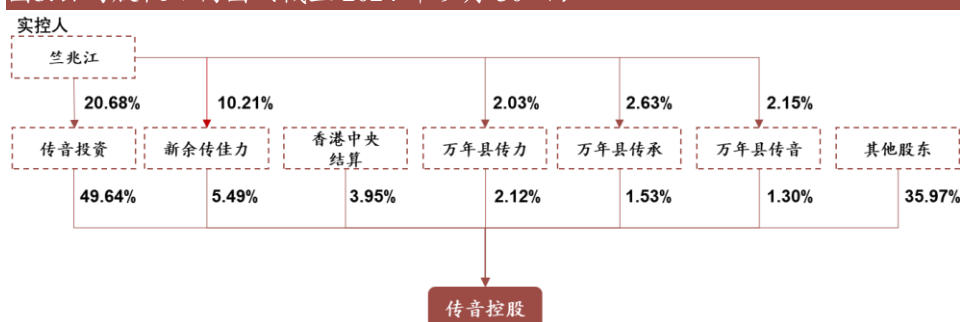


数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

## 1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权结构集中，管理层拥有丰富的管理与技术经验。截至 2024 年 9 月 30 日，公司前十大股东共计持股 76.60%，第一大股东深圳传音投资有限公司持股占比 49.64%，竺兆江为深圳传音投资有限公司实控人，新余传佳力、万年县传力、万年县传音、万年县传承是公司员工持股平台。公司核心管理层拥有深厚的管理经验与专业背景，总经理竺兆江及几位副总经理拥有在涉及手机研发生产和销售宁波波导股份有限公司或宁波波导萨基姆电子有限公司等公司任职的经历，带领公司在移动通信领域持续发展。

图3.公司股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

公司的股票期权激励支撑长期发展战略与经营目标。2022 年 8 月公司公告 2022 年股票期权激励计划并审议通过，本次授予股票期权总量为 1,722.85 万份，首次授予的激励对象人数为 932 人，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，预留部分授予激励对象人数为 224 人。2024 年 9 月，公司公告认为第一个归属期 2023 年 9 月 7 日董事会审议认为达成授予条件。2023 年公司营业收入 622.95 亿元，相比 2021 年增长 26.07%；扣非净利润 51.34 亿元，相比 2021 年增长 64.98%，均达成业绩考核要求。

表2.公司 2022 年股权激励明细

激励计划		授予对象及人数	授予数量	授予价格	公司业绩考核要求
限制性股票激励计划（2022 年）	首次授予	管理层与核心技术人员共计 932 人	首次授予 1,379.85 万股，占授予前总股本的 1.72%	50 元/股	第一个归属期（2023）：营收相对于 2021 年增长 20%，门槛值 15%，或扣非净利润相对于 2021 年增长 20%，门槛值 15%
	预留部分授予	管理层与核心技术人员共计 224 人	预留部分授予 343 万股，占授予前总股本的 0.43%	48.2 元/股	第二个归属期（2024）：营收相对于 2021 年增长 44%，门槛值 32.25%，或扣非净利润相对于 2021 年增长 44%，门槛值 32.25%

数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所



### 1.3 收入重回增长，盈利能力边际向好

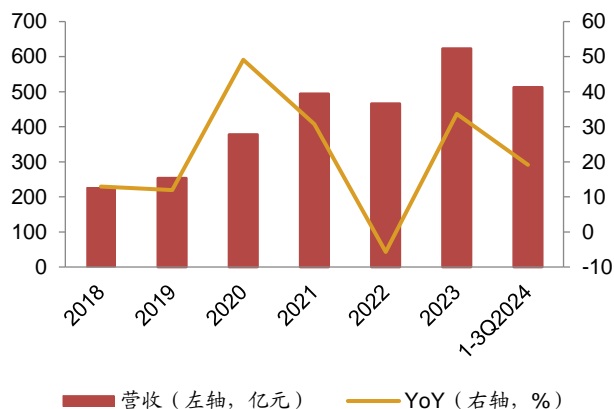
**2018-2021 年非洲市场稳步增长，公司尝试开拓其他新兴市场。**2018-2021 年，公司营业总收入从 226.46 亿元增长到 494.12 亿元，CAGR29.70%；归母净利润从 6.57 亿元增长至 39.09 亿元，CAGR81.17%。

**2022 年宏观环境影响手机需求，公司业绩同比下滑。**2022 年公司实现营收 465.96 亿元，同比下降 5.70%；归母净利润 24.84 亿元，同比下降 36.46%。主要原因是：

（1）受全球宏观不利影响，手机需求疲软，公司智能手机出货量同比下降，导致公司的营业收入有所下降。（2）公司持续科技创新、加大产品及移动互联等研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力，研发费用较上年同期增加；同时，公司加大市场开拓及品牌宣传推广力度，销售费用较上年同期增加。

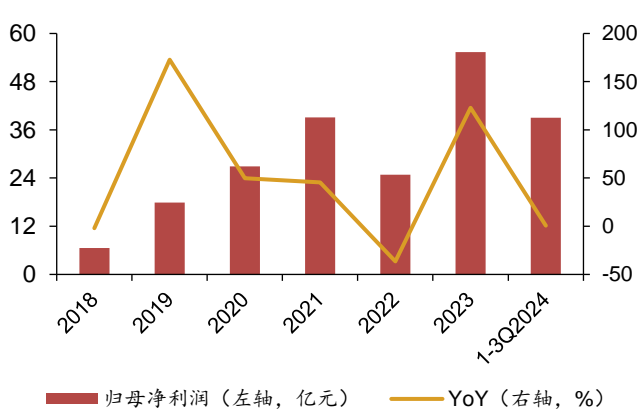
**2023 年以来公司持续开拓新兴市场及推进产品升级，业绩恢复增长。**公司坚持以用户价值为导向，持续开拓以非洲为代表的全球新兴市场，推进产品本地化创新，总体出货量同比增长，主营业务保持良好成长态势，净利润实现同比大幅提升，经营业绩再创新高。2023 年公司营业总收入 622.95 亿元，同比增长 33.69%；归母净利润 55.37 亿元，同比增长 122.93%。2024 年前三季度公司实现营业收入 512.52 亿元，同比增长 19.13%；归母净利润 39.04 亿元，同比增长 0.50%。公司发布 2024 年业绩快报，预计实现收入 687.43 亿元，同比增长 10.35%，归母净利润 55.90 亿元，同比增长 0.96%。

图4.公司营收恢复增长



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图5.公司利润恢复增长

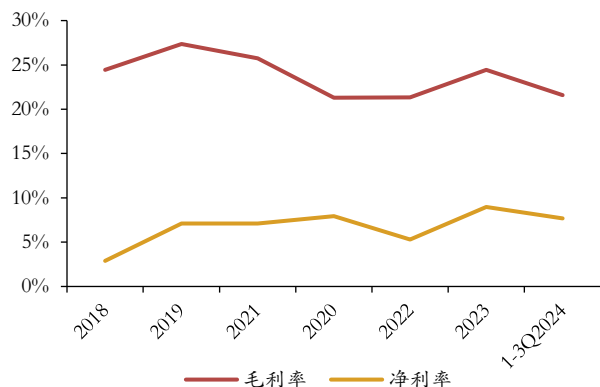


数据来源：iFinD，财通证券研究所

**公司毛利率短期承压但边际向好。**2024 前三季度公司毛利率 21.59%，较上年同期下降 3.23pct；净利率 7.69%，较上年同期下降 1.41pct，主要是由于公司加大市场开拓及品牌宣传推广力度与研发投入，费用率有所提升。会计政策变更对公司毛利率也形成一定影响，2024 年公司将计提的保证类质保费用计入“营业成本”，不

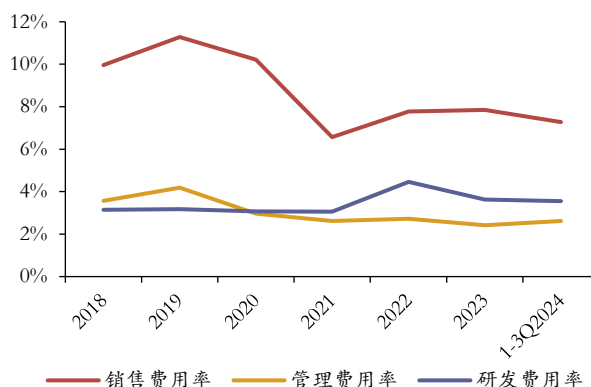
再计入“销售费用”，1H2024 调整前/后公司的毛利率为 22.31%/21.53%，调整后减少了 0.78pct。展望后续，公司单季度毛利率已于 3Q2024 开始环比改善，TrendForce 对 4Q2024/1Q2025 消费级存储价格给予下调展望，上游零组件价格下跌有望为下游终端品牌释放更多毛利空间。

图6.公司盈利能力有所承压



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图7.公司期间费用率整体稳中略降



数据来源：iFinD，财通证券研究所

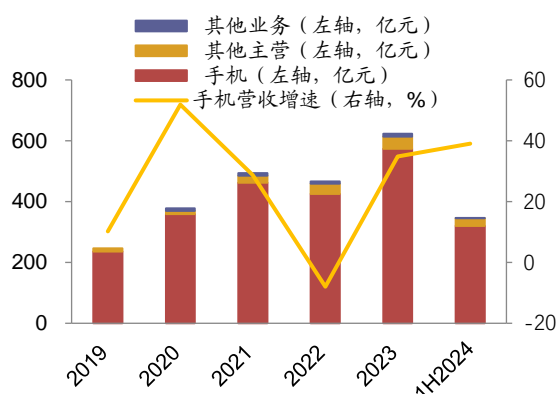
表3.4Q2024&amp;1Q2025 存储价格整体展望下滑

分类	4Q24E	1Q25F
PC DRAM	DDR4: 下跌 8~13%	DDR4: 下跌 10~15%
	DDR5: 下跌 3~8%	DDR5: 下跌 5~10%
	Blended: 下跌 5~10%	Blended: 下跌 8~13%
Server DRAM	DDR4: 下跌 8~13%	DDR4: 下跌 10~15%
	DDR5: 上涨 3~8%	DDR5: 下跌 3~8%
	Blended: 上涨 0~5%	Blended: 下跌 5~10%
Mobile DRAM	LPDDR4X: 下跌 13~18%	LPDDR4X: 下跌 8~13%
	LPDDR5X: 下跌 5~10%	LPDDR5X: 下跌 3~8%
Graphics DRAM	mostly flat	GDDR6: 下跌 8~13%
		GDDR7: 下跌 0~5%
Consumer DRAM	DDR3: 下跌 5~10%	DDR3: 下跌 3~8%
	DDR4: 下跌 5~10%	DDR4: 下跌 10~15%
DRAM 整体	传统 DRAM: 下跌 3~8%	传统 DRAM: 下跌 8~13%
	HBM Blended: 上涨 0~8%	HBM Blended: 下跌 0~5%
	(HBM 渗透率: 7%)	(HBM 渗透率: 8%)
eMMC UFS	下跌 8~13%	下跌 13~18%
Enterprise SSD	上涨 0~5%	下跌 5~10%
Client SSD	下跌 5~10%	下跌 13~18%
3D NAND Wafers (TLC & QLC)	下跌 20~25%	下跌 13~18%
NAND Flash 整体	下跌 3~8%	下跌 10~15%

数据来源：TrendForce，财通证券研究所

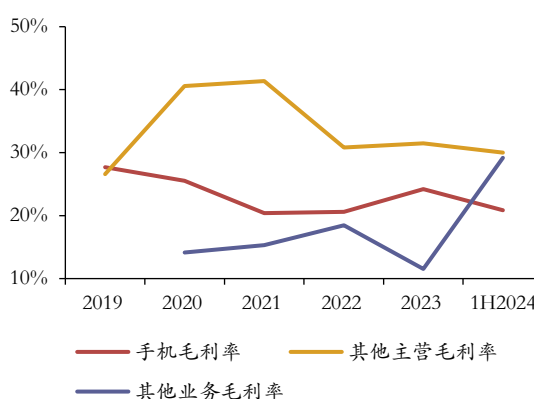
**手机业务营收表现良好。**智能终端业务是公司最主要收入贡献来源，手机（功能机与智能机）业务稳健增长。2023 年手机业务收入 573.48 亿元，同比增长 34.88%。手机业务顺利实现增长的核心原因是公司持续打造非洲市场核心竞争力，保持非洲市场竞争优势，通过体系化能力加固护城河，进行数字化投入、渠道模式创新、零售店形象升级，同时推进本地化运营。公司逐步构建起智能终端与移动互联业务均衡协同发展良好生态，探索多模式业务增长之路，多维度、立体化开展业务。

图8.手机业务营收表现良好



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图9.手机业务毛利率有所承压

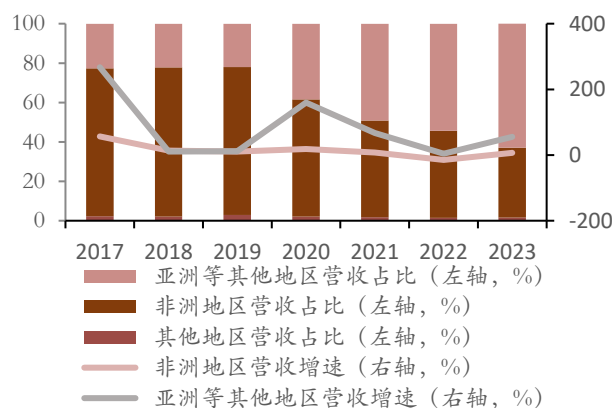


数据来源：iFinD，财通证券研究所

**公司非洲以外地区营业收入占比增长明显，新兴市场扩张成效显著。**2017-2023 年非洲地区业务从 150.58 亿元增长到 220.64 亿元，CAGR+6.57%；亚洲及其他地区收入从 45.33 亿元增长到 392.56 亿元，CAGR+43.30%，新市场的增速明显高于非洲市场。2017-2023 年公司非洲地区营业收入占比从 75.13%下降至 35.42%，共减少 39.71pct，下降趋势明显。毛利率方面，非洲和亚洲等新兴市场毛利率近来持续增长，不过目前非洲市场毛利率仍高于新兴市场。

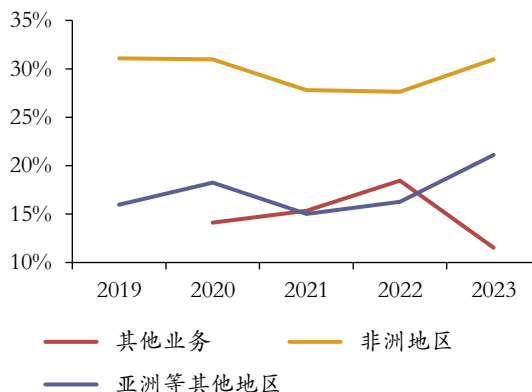
**公司遵循本土化战略，持续开拓非洲以外的新兴市场。**目前，公司全球销售网络已覆盖超过 70 个国家和地区，深入非洲以外的东南亚、印度、拉美、中东等新兴市场。非洲以外的新兴市场经济发展、人口红利释放和手机需求增长空间可观，将成为未来公司的重要增长驱动。

图10.非洲以外地区营收占比增长明显



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

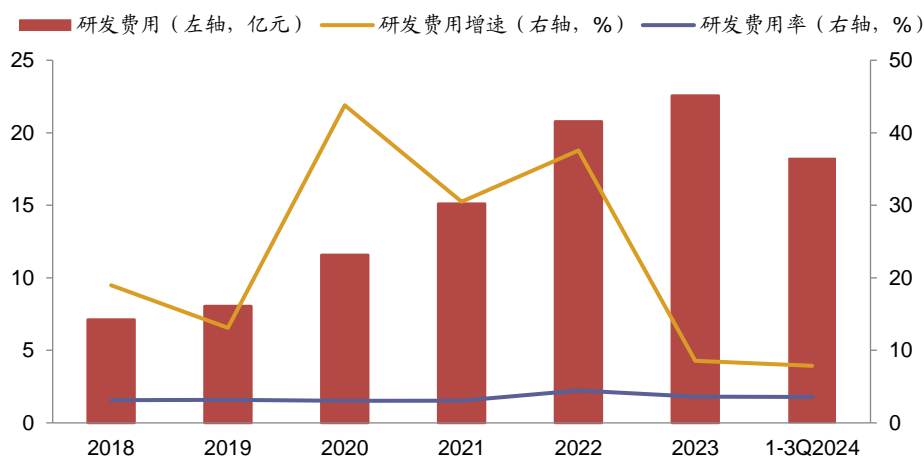
图11.非洲市场毛利率仍高于新兴市场



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

公司始终聚焦于智能终端产品与移动互联网渠道深化投入力度。2019-2023 年研发费用从 8.05 亿元增长到 22.56 亿元，研发费用率常年超过 3%。通过多品牌策略与本地化生态模式的探索，公司智能硬件及移动互联网产品齐头并进，持续增长的研发投入不仅推动了产品的创新升级，也为公司的长远发展奠定了坚实的战略基础。

图12.公司研发投入持续增加

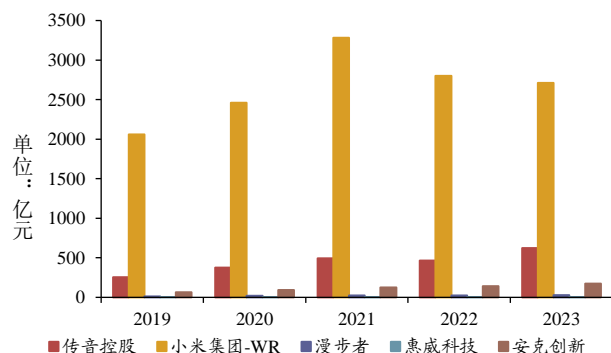


数据来源: iFinD, 财通证券研究所

## 1.4 可比公司分析

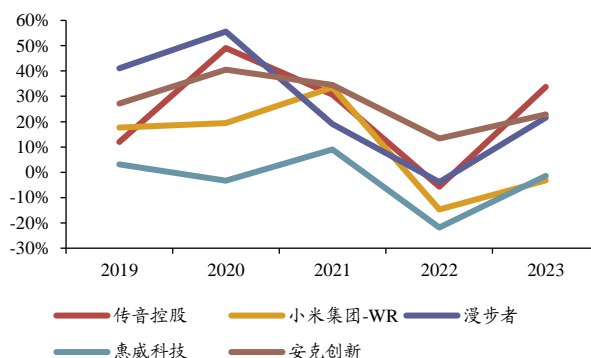
与可比公司相比，除小米外，公司规模大、增长较快。我们选择同样布局智能硬件终端品牌的小米、漫步者、惠威科技、安克创新作为可比公司，与可比公司相比，公司收入、利润水平仅次于小米；公司收入增速相对较高，2023 年高于其他可比公司；公司毛利率较低，但高于同样经营手机品牌的小米；公司净利率位居可比公司中游，主要是因为较低的期间费用率，如公司研发费用率低于其他可比公司；公司存货周转天数与应收账款周转天数低于其他可比公司。

图13.公司与可比公司相比收入更高(除小米外)



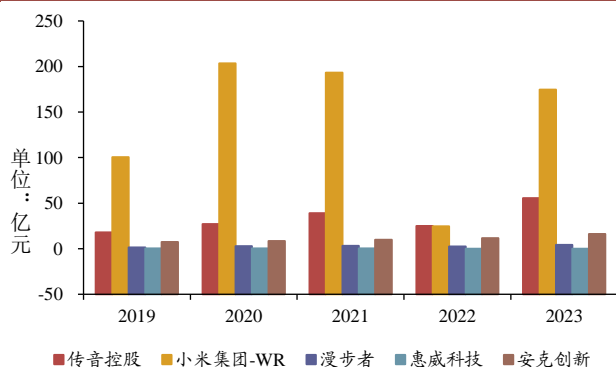
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图14.公司与可比公司相比收入增速较快



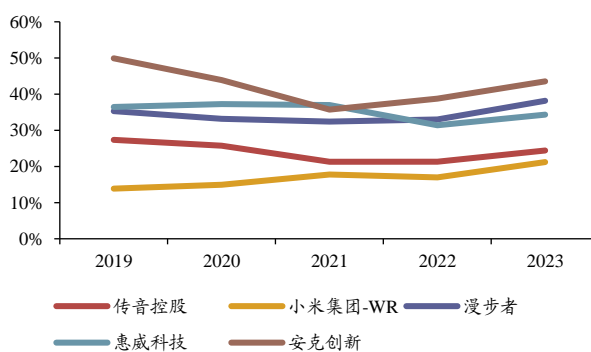
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图15.公司与可比公司相比利润更高(除小米外)



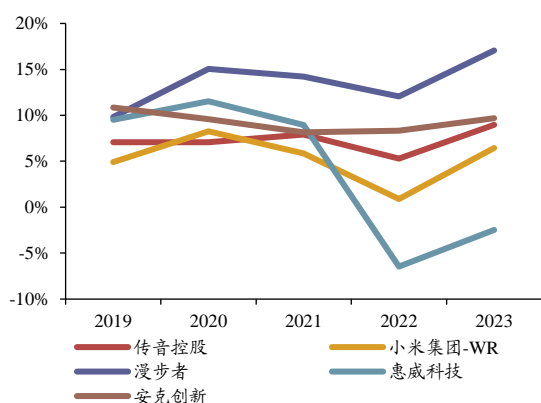
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图16.公司与可比公司相比毛利率较低



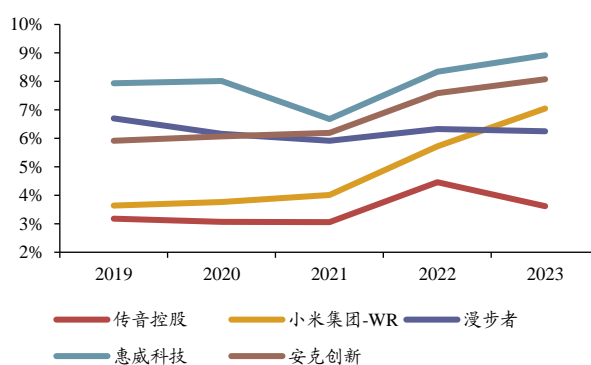
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图17.公司与可比公司相比净利率位居中游



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

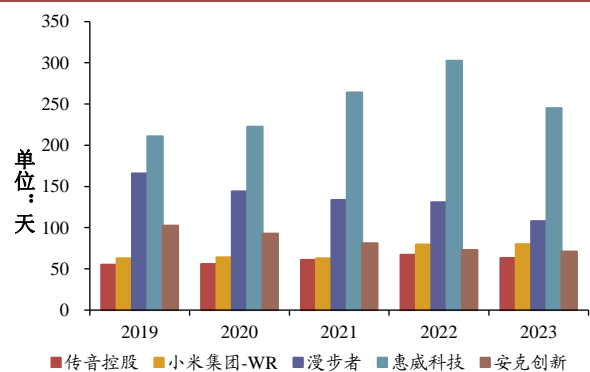
图18.公司与可比公司相比研发费用率较低



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

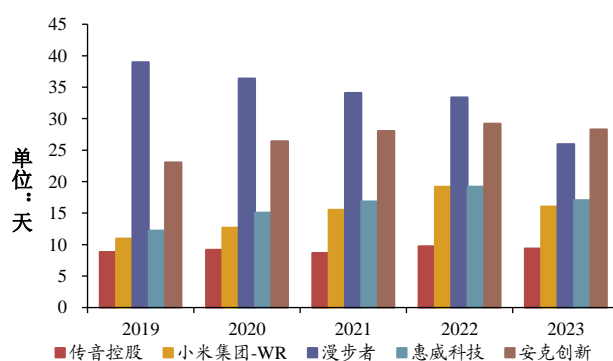


图19.公司与可比公司相比存货周转天数较低



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图20.公司与可比公司相比应收账款周转天数较低



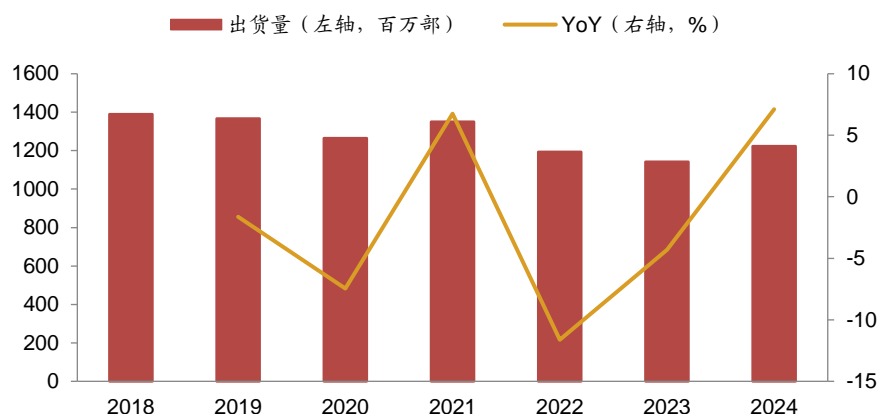
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

## 2 全球手机行业日渐成熟，新兴市场发展潜力巨大

### 2.1 全球智能手机销量回暖，新兴市场需求持续向好

全球智能手机行业整体进入成熟期。据 Canalys 数据，2018-2024 年全球智能手机出货量整体保持稳定，2024 年全球智能手机出货量为 12.23 亿部，同比增长 7.11%，销量回暖趋势延续。

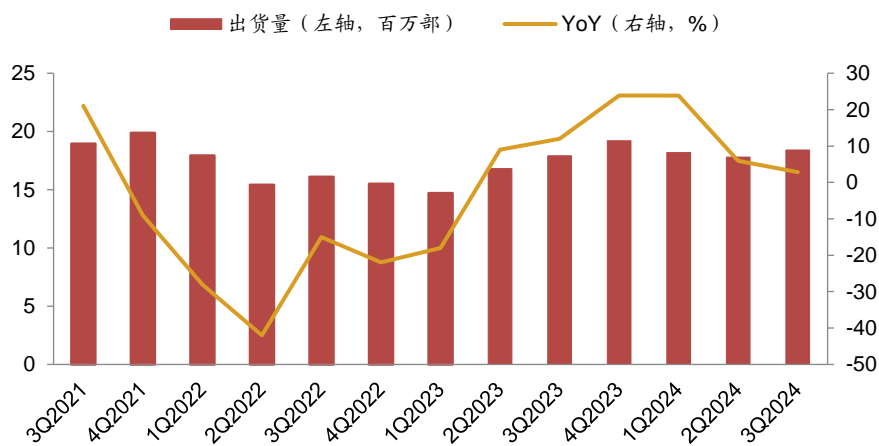
图21.全球手机出货量整体稳定



数据来源：Canalys，财通证券研究所

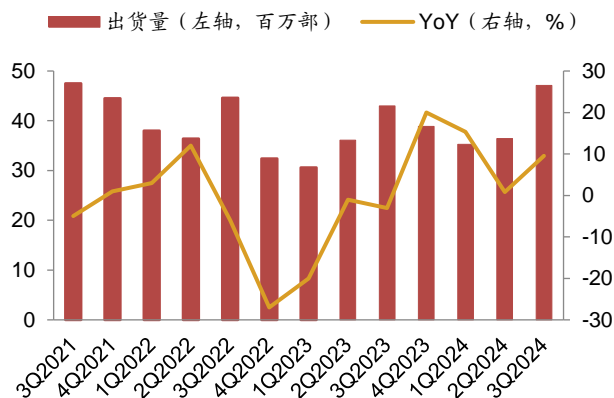
新兴市场手机销量持续增长，复苏势头强劲。据 Canalys 数据，非洲、中东、东南亚、拉丁美洲和印度地区智能手机销量从 2023 年陆续开始表现出复苏势头，3Q2024 非洲/中东/东南亚/拉丁美洲/印度智能手机出货量分别同比增长 2.79%/1.67%/8.7%/10.38%/9.53%，各新兴市场销量持续向好。

图22.非洲地区智能手机出货量与增速



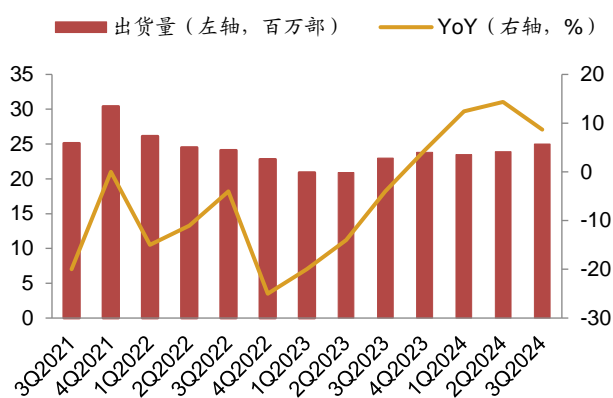
数据来源：Canalys，财通证券研究所

图23.印度地区智能手机出货量与增速



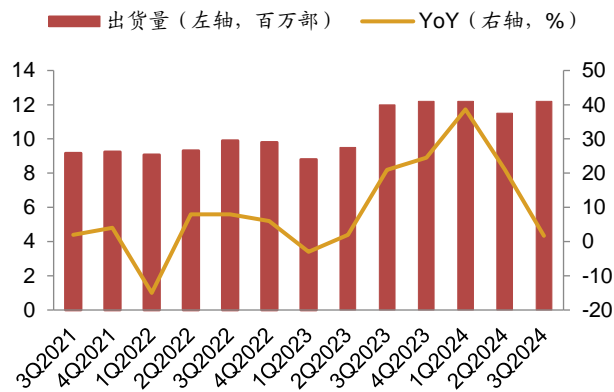
数据来源：Canalys，财通证券研究所

图24.东南亚地区智能手机出货量与增速



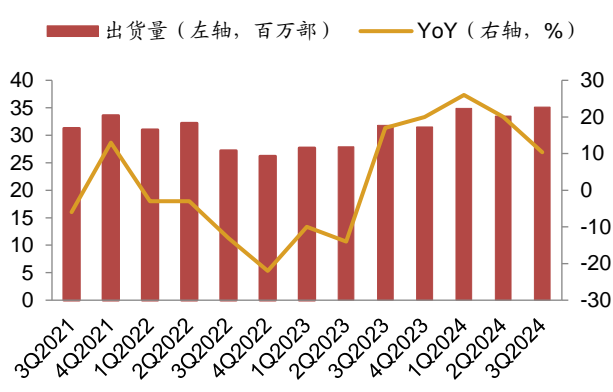
数据来源：Canalys，财通证券研究所

图25.中东地区智能手机出货量与增速



数据来源：Canalys，财通证券研究所

图26.拉丁美洲地区智能手机出货量与增速

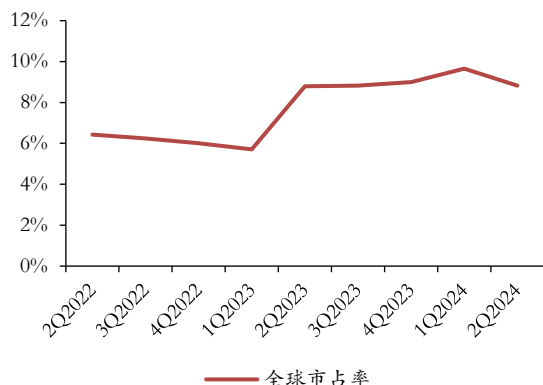


数据来源：Canalys，财通证券研究所

## 2.2 构筑本地化经营策略，积极把握新兴市场机遇

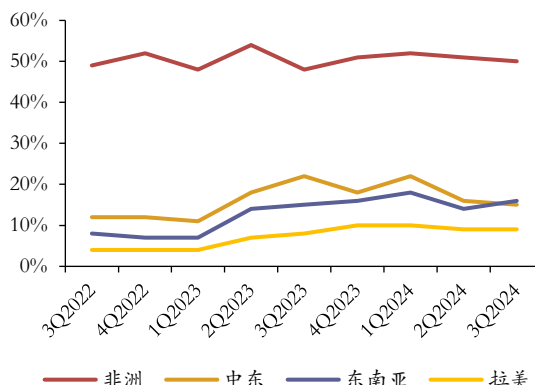
公司持续开拓新兴市场，市占率稳步攀升。根据 IDC 数据统计显示，2024 年上半年，公司在全球手机市场的占有率为 14.4%，在全球手机品牌厂商中排名第二，其中智能机在全球智能机市场的占有率为 9.1%，排名第四位。根据 Canalys 数据统计显示，截至到 2024 年第三季度，公司在非洲智能机市占率约 50%，排名第一；公司在中东智能机市占率为 15%，排名第二；公司在东南亚智能机市占率为 16%，排名第三；公司在拉丁美洲智能机市占率为 9%，排名第四。

图27.公司智能手机业务市占率态势良好



数据来源: CanaIys, 财通证券研究所

图28.公司在新兴智能手机市场市占率表现良好






数据来源: CanaIys, 财通证券研究所

### 2.2.1 非洲:“产品+渠道+运营”构筑核心壁垒

公司针对非洲用户制定了本土化产品功能。通过深度洞察非洲用户的独特需求与偏好定制化开发,公司手机不仅融入了深肤色智能美颜、多卡多待、超长续航、音乐体验优化等贴合非洲市场特性的创新功能,还根据当地用户的审美和使用习惯,对手机外观、界面设计、软件应用等方面进行了全面优化。通过深入的本土化策略,公司手机在非洲市场赢得了消费者的广泛认可。

表4.公司针对非洲制定了丰富的本土化产品与服务

功能	功能介绍	图示
多肤色影像技术	多肤色影像技术将人像肤色色彩还原技术、区域差异化场景参数定制系统和人像增强美化技术平台三大引擎整合为统一的强大系统:人像肤色色彩还原技术基于深度定制的多肤色图像色卡,实现不同肤色的精准成像与显示;区域差异化场景参数定制系统基于本地差异性进行图像效果定制,并通过调整光影协调人与环境;人像增强美化技术平台根据地区独特的文化审美、面部特征和肤色,提供量身定制的人像增强解决方案。	
多卡多待	非洲不少消费者有两个或更多的手机卡,却没有购买多个手机的能力。瞄准这一需求,公司在非洲推出双卡双待甚至三卡三待、四卡四待手机。	

功能	功能介绍	图示
大电池、长续航	考虑到非洲的电力基础设施相对落后，电力供应不稳定，而且电力成本相对较高。公司手机配备了更大容量的电池，推出的功能机待机时长可以超过20天。	
音乐体验优化	非洲用户对音乐和舞蹈有着浓厚的热爱，公司为此推出了配备低频扬声器的手机，增强了音响效果，以满足非洲用户对音质的追求。 为了让用户更方便地听音乐，公司旗下手机预装的音乐App后来还升级成Boomplay，成为非洲市场最大的音乐流媒体平台。	
防汗外壳和 USB 接口	针对非洲酷热的气候、用户体质多汗的情况研发出耐手汗、抗脏污再生纤维新材以及防汗液USB端口，改善汗渍腐蚀手机外壳、破坏充电等问题。	

数据来源：公司官网，澎湃新闻，界面新闻，财通证券研究所

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。公司刚进入非洲市场时，首先借助与一批夫妻店合作和持续的投入，逐渐构建起三级经销商体系，整个体系的加价率约 30%。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，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29.公司在非洲的三级经销商体系

一级经销商：国代，负责换汇和仓储物流中心的建设



二级经销商：省代，负责批发



三级经销商：夫妻店/直营店，负责零售

数据来源：芯流智库，财通证券研究所

公司旗下各品牌加强本土化电商渠道布局。Jumia 是非洲最大的电商平台，月访问量高达 2300 万人次，拥有超过 680 万户的活跃用户，总订单量达到 3400 万单



以上。公司旗下各品牌如 TECNO、itel、Infinix 和消费电子品牌 oraimo 入驻 Jumia，在该平台上取得了显著的销售业绩。具体而言，TECNO 通过电商大促、TECNO 品牌日等活动，成功推高 TECNO 品牌势能并获取电商销量；Infinix 加强与各类零售商、经销商和电商平台合作，让产品得以更广泛地覆盖非洲各地；itel 在 Jumia 平台的官方店铺上架商品 SKU 约 70 个，用户好评率高达 90%；目前，Jumia 平台的 oraimo 官方店铺已上架商品 SKU 超 100 个，主打产品包括耳机、充电宝、智能手表等。为了更好地满足 Jumia 平台用户的需求，oraimo 积极与 Jumia 合作推出线上专供款、联名款产品，进一步巩固了品牌在 Jumia 平台上手机配件的市场占比。

图30.旗下各品牌借助 Jumia 电商平台布局线上销售渠道



数据来源：传音控股招聘微信公众号，财通证券研究所

公司秉持“全球化视野、本地化创新”的理念，推进产品销售本土化，加速公司国际化步伐。公司深入目标市场，及时跟踪消费者市场需求动向，进行本地化产品规划和技术研发创新，以此抢占市场先机。公司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，非洲员工本地化率超过 90%。同时，公司建立了广泛的销售网络，产品覆盖全球超过 70 个国家和地区，并在多地设立办事处和售后服务网点。此外，公司与供应商建立良好的合作关系，并实行供应商考评体系和严格的采购审批制度，保证了原材料与产品的品质和交期，降低采购成本。公司还在埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等地设立工厂，形成了销售市场联动、中央物流与区域物流优势互补的物流配送体系，快速响应市场需求。在营销方面，公司采用“遍地营销”策略提高品牌知名度。在肯尼亚等地，报纸、户外广告、电视，处处可见公司的广告。

图31.公司的“刷墙”营销，广告随处可见



数据来源：现代广告杂志社，财通证券研究所

### 2.2.2 印度：本土战略延续，跟随市场高端化趋势

**本土化机型设计，跟随市场趋势推动高端化。**2017 年公司推出了五款智能手机，开发了手势解锁功能，其生物识别触摸传感器即使在手指沾油的情况下也能正常工作，以适应印度人用手进食的习惯。印度人口基数大，经济增速高，居民消费力提升，对更高端智能手机的需求增长，公司手机的平均销售价格呈现明显上升趋势，开始转变低价策略。根据 PTI 数据显示，自 2023 年 1 月起，公司在印度市场的手机价格已从 11000-12000 印度卢比(对应 2023 年 12 月汇率约合 945-1031 元人民币)上涨至 2023 年 12 月的 18000-19000 印度卢比(约 1546-1632 元人民币)。这一价格变动反映出市场对更高端智能手机的需求增长，以及公司在产品质量和技术创新方面的持续投入。

**推新加速，机海战术强化市场地位。**据公司印度首席执行官阿里吉特·塔拉帕特拉（Arijeet Talapatra）透露，2023 年前 8 个月，公司推出了 17 款 Tecno 机型，并计划再推出 13 款。2023 年底，公司还以 itel 品牌推出了印度市场上最经济实惠的 5G 手机。2024 年，公司规划推出 24 款新智能手机，其中 12 款具备 5G 技术，以满足印度 5G 网络普及带来的 5G 手机需求。

图32.公司 2023 年在印度发布的部分手机型号



数据来源：IT 之家，财通证券研究所

**加强与本地经销商合作，充分利用当地产能。**印度经销渠道扁平化，经销商数量众多且规模较小，同时印度大都市的年轻人具有品牌意识，不利于外来品牌传播。因此，公司对于小城镇的关注成为其在印度市场成功的关键。此外，在生产基地建设方面，公司于 2016 年至 2017 年期间在印度诺伊达建立了制造厂，旨在对市场需求进行快速响应。并雇佣了了解当地市场的本地领导团队。公司在印度生产的智能手机中，70%是在诺伊达工厂生产，其余由迪克森科技和印度电子公司 BPL 生产。

增加营销力度，提高在印度的品牌知名度。2023 年，公司聘请宝莱坞顶级明星 Deepika Padukone 和 Hrithik Roshan，分别担任 Tecno 和 itel 的品牌大使。同时，公司投入资源对至少一个德里地铁站进行品牌重塑，现命名为“Laxmi Nagar Tecno”，并在附近放置了多个 Padukone 广告牌来宣传 Tecno Camon 20 机型，同时提高品牌知名度。

图33.2023 年公司聘请宝莱坞明星作为下属品牌大使



数据来源：carlcare，财通证券研究所

与高通专利纠纷边际好转，有利于后续市场开拓。2024 年 7 月，高通指控公司在印度侵犯了其四项非标准必要专利 (Non-SEP)，高通认为公司侵犯了其专利组合，而公司则认为高通所收专利费过高，给公司在印度及其他市场开拓带来潜在风险。根据 ip fray 2025 年 1 月 16 日报道，公司与高通在印度的专利纠纷已撤回，双方或已达成和解，和解可能涵盖全球市场。专利纠纷担忧的解除有望为公司在印度以及其他市场开拓排除潜在风险。

图34.高通和公司已就印度专利纠纷达成和解



In-depth reporting and analytical commentary on intellectual property disputes and debates. No legal advice.

Home Issues Archive UPC Roundups IP Dealmaking About

BREAKING: Qualcomm settles with China's Transsion (Africa's smartphone market leader): Indian patent lawsuit withdrawn

Florian Mueller  
January 16, 2025

数据来源：ip fray，财通证券研究所

### 2.2.3 东南亚：三品牌精准定位，瞄准年轻人群

以高性价比、高性能的游戏设备打开年轻消费市场。东南亚市场人口基数庞大，消费群体年轻，手机需求旺盛。公司针对当地年轻人多，喜欢打游戏的特点，单独开发了易散热，高配置的游戏手机。斋月期间，公司与移动游戏公司联手推出联合品牌，通过提供性价比极高的游戏设备，成功吸引了年轻消费群体。2023 年 8 月，公司在海外发布其首款游戏手机 Infinix GT 10 Pro，内置天玑 8050 处理器，配置 VC 散热有效降温，屏幕分辨率高达 1080×2400，以不到 2000 元的低价满足了游戏玩家的主要需求。

图35.Infinix GT 10 Pro 主打游戏功能



数据来源：太平洋科技，财通证券研究所

三子品牌精准市场定位，入驻本土电商平台推广销售。2023 年，公司通过增加 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，带动菲律宾市场复苏。公司在菲律宾的成功，主要得益于旗下三个子品牌 Infinix、Tecno 和 itel 针对了不同的目标细分群体。Infinix 的市场扩展主要依靠与经销商的品牌直营店合作，Tecno 则专注于多品牌店和批发商，而 itel 则完全通过网络直接面向消费者。在渠道策略方面，公司与东南亚其他主流电商平台如 Lazada、Shopee 等合作，通过这些平台进一步拓展线上销售渠道。基于东南亚年轻消费者追赶潮流、及时满足、拥趸新品的全新消费观，Lazada 被认为是触达目标受众的路径短、便捷化的新通路，新机首发部署于 Lazada，是 TECNO 布局东南亚手机市场的重要战略节点。Lazada 的大促爆发力强平台活动节奏清晰，多方助推下，TECNO 得以快速吸纳东南亚当地年轻用户。



图36.TECNO 在菲律宾将 POVA 3 首发部署于 Lazada



数据来源: Lazada 官网, 财通证券研究所

#### 2.2.4 中东：由低端市场向中高端逐步开拓

采取低价策略迅速占领中东地区中低端市场，并逐步开拓中高端市场。中东地区两极分化的消费市场也为新进入公司提供了不同的机会，特别是那些在高端市场取得进展的厂商。一方面，中东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，中东地区一半以上的销售额来自 500 美元以上价格段。公司在伊拉克主要销售 60-150 美元的手机，在伊拉克价格体系中为最低价，与 OPPO 的 100-300 美元以及 realme 的 100-200 美元的价位进行了区隔，由此在渠道上也走出了自己的路径：使用低价策略迅速占领中低端市场。此外，公司在中东市场推出了丰富的入门级产品组合,并给出了十分详尽的用机说明和保障服务。针对新兴市场部分消费者对中高端产品的需求，公司接连推出高端化的折叠屏产品,2023 年 9 月,公司还公开了首款卷轴屏概念手机 Phantom Ultimate，欲通过新的手机形态和技术上的前沿探索打开中高端市场。

图37.公司发布卷轴屏手机开拓中高端市场



数据来源: IT 之家, 财通证券研究所



### 2.2.5 拉丁美洲：从主要国家入手，与运营商建立长期合作

从主要国家入手，瞄准当地注重性价比的年轻用户。拉美十国平均年龄为 30.43 岁，对新产品接受程度较高，年轻化的人口结构成为新兴市场智能机消费的潜力增长点。公司在拉美延续非洲战略，主打廉价产品，在哥伦比亚、厄瓜多尔和秘鲁等国表现出色。

与本地运营商和经销商达成长期合作，复制非洲经验打开市场。拉美手机市场由运营商主导，公司在拉美地区已与巴西 Positivo Tecnologia、墨西哥 Altan Redes、Millicom、哥伦比亚最大电信运营商 Claro 等多家当地运营商和经销商建立了紧密的合作关系。在 LG 于 2021 年退出巴西市场后，公司与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。Infinix 已与墨西哥的移动运营商 Altan Redes 谈妥合作协议，并正在与大型运营商 AT&T 和 Carlos Slim 旗下品牌 Telcel 谈判，墨西哥未来三年(2023 年起)内将会是 Infinix 重点发展的市场。在 2023 年 3 月，TECNO 官方微博发布消息称与 Claro 在首都波哥大 Claro 总部大楼举行联合发布会，正式推出了 Spark 8C、Spark 9 Pro 和 CAMON 19 Neo 等产品。以哥伦比亚为起点，公司在拉美市场开启了新一轮的扩张。同时，通过在非洲的十多年积累，公司已有建立经销商网络的经验，并扶持起一批合作密切的一级经销商，该经营体系可拓展至拉美地区。

图38.TECNO 携手哥伦比亚电信运营商 Claro 开拓拉美市场



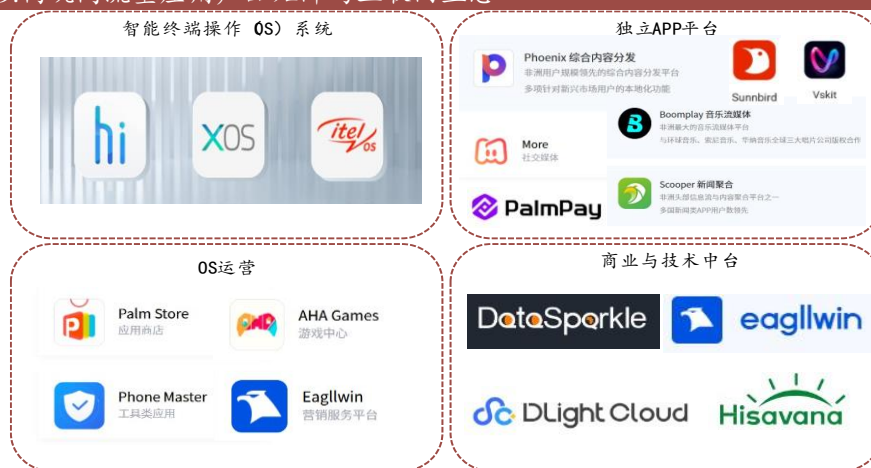
数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 3 AI 赋能，移动互联+扩品类开辟全新成长曲线

#### 3.1 移动互联：构筑高流量应用产品矩阵，把握 AI 时代机遇

公司以 OS 操作系统为核心，深耕本地化构筑高流量应用产品矩阵与互联网生态，强化手机业务竞争力。公司旗下手机均搭载了基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统（OS），包括 HiOS、itelOS 和 XOS，并围绕 OS 操作系统开发应用商店、游戏中心、营销服务平台以及工具类软件。同时，公司与国内头部互联网公司合作开发本土化 APP，打造企业级数据洞察平台 DataSparkle、云生态平台 Dlight Cloud、一站式海外营销平台 Eagllwin、媒体变现工具 Hisavana 等商业与技术中台，成为非洲“数字基础设施”重要参与者。

图39.构筑高流量应用产品矩阵与互联网生态



数据来源：各公司官网，财通证券研究所

公司以 OS 为基，把握 AI 浪潮。公司旗下的三大手机品牌 TECNO、itel 和 Infinix，分别搭载了 HiOS、itelOS 和 XOS。2024 年 3 月，公司在 MWC 大会上推出了 TECNO AIOS，通过与谷歌和联发科的合作，将先进的生成式 AI 技术集成至移动设备，依托联发科天玑 9300 芯片的全大核设计，为用户提供强大的 AI 功能。TECNO AI 搭载了个人 AI 助手 Ella，支持全球市场多种语言，可以进行网页搜索、笔记生成等日常任务处理。此外，TECNO AI 具备 AI 增强摄影功能，可通过生成 AI 技术进行人像增强，并能适应多种肤色。TECNO AI 也拥有实时翻译电话、自动生成视频字幕、创意生成壁纸与图片、用简单描述精确搜索照片、AI 橡皮擦、AI 美颜等功能。

图40.TECNO AIOS 生成式 AI 画像



数据来源：中关村在线，财通证券研究所

图41.TECNO AIOS 创意生成图片



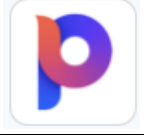

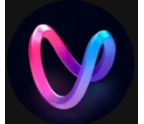


数据来源：中关村在线，财通证券研究所

公司就大模型落地终端与阿里云达成合作。通义千问大模型已经搭载在公司旗下科技品牌 TECNO 推出的 AI 手机 PHANTOM V Fold2 中，打造深度本地化的“实用型 AI”。公司与阿里云在该款手机上基于联发科芯片进行了大量技术创新，双方在模型瘦身、工具链优化、推理优化、内存优化等多个维度展开合作。通过机身上特定的 AI 按键，用户可一键调用端侧大模型，在离线环境中依然可以流畅运行多轮 AI 对话，并实现文档及通话摘要。

公司深耕建设非洲本地化服务，依托市场占有率形成高流量的应用产品矩阵。公司与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司共同开发和孵化移动互联网产品，目前已有多款自主合作开发的 APP 排名位于非洲前列，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、移动支付应用 Palmpay、短视频社区产品 Vskit 等。截止 2024 上半年，Boomplay 月活超 6800 万户，曲库规模超过 9000 万首，其中大部分是非洲本土音乐版权资源，已成非洲市占率第一的音乐应用，浏览器 Phoenix 月活约 1.2 亿户，新闻聚合应用 scooper 月活约 5500 万户。

表5.公司主要应用产品矩阵

APP	介绍	图示
音乐流媒体平台 Boomplay	非洲最大的音乐流媒体平台，与环球音乐、索尼音乐、华纳音乐全球三大唱片公司版权合作，曲库规模超过 9000 万首，其中大部分是非洲本土音乐版权资源。Boomplay 专注于把全世界的好音乐带给非洲用户，并为艺人打造可靠透明的非洲音乐生态	
新闻聚合应用 Scoopier	非洲头部信息流与内容聚合平台之一，多国新闻类 APP 用户数领先。通过“PUGC+版权合作”，使平台不断产出海量本地化内容；在非洲多个国家建立 PGC 专业内容团队，产出高质量内容，并反哺优质内容创作者，帮助聚拢粉丝，提升收益；利用 AI 算法引擎，通过 NLP 技术对文章进行扫描、归类，依据用户阅读行为标签进行内容匹配和排序，提供定制化的兴趣内容	
综合内容分发应用 Phoenix	公司与腾讯合作开发的非洲版“今日头条”，作为非洲用户规模领先的综合内容分发平台，有多项针对新兴市场用户的本地化功能，致力于为非洲本地用户提供丰富多彩的移动数字内容，包括搜索、图文资讯、长短视频、音乐、游戏、小说等内容与服务	
移动支付应用 Palmpay	Palmpay 目前已为尼日利亚、加纳等市场数百万用户提供移动支付服务，每月处理支付金额数亿美元，计划未来5年为数亿非洲人提供世界级金融服务。除转账，缴费功能外，也致力于提供更多的用户场景，满足衣、食、住、行、育、乐等全方位支付需求，带来更创新的支付方式	
短视频社区产品 Vskit	全球唯一聚焦非洲用户的短视频社区产品。从2018年发展至今，已全面覆盖非洲的所有国家，月活超过3000万户，平台独家签约网红数超2000人，已成为非洲地区最受欢迎的短视频产品之一	

数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 3.2 拓品类：依托手机+本地化渠道，配件/家电/储能多轮驱动

公司拓品类业务主要包括消费电子配件、家电及储能。

2014 年公司创立消费电子配件品牌 **Oraimo**。产品涉及蓝牙耳机、智能音箱、智能手环、移动电源、智能家电等 3C 电子产品，其中蓝牙耳机品类表现最佳。截至 2023 年，Oraimo 旗下的产品已成功覆盖非洲、南亚、东南亚、拉美等超过 50 个国家和地区，用户规模超 1 亿人。

由于非洲市场互联网发展浪潮与音乐传统，蓝牙耳机等音频产品在当地热销，因此公司发力蓝牙耳机赛道，依靠价格低、本土化设计等优势抢占市场。营销方面，公司重视本土化，通过线上线下联动、本土明星代言、社媒运营等方式扩大品牌影响力。同时，公司重视线上销售渠道，布局非洲主流电商平台 Jumia 与亚马逊等平台，并与当地物流公司合作，超 90%包裹实现次日/隔日达。Jumia 数据显示，2023 年 Oraimo 品牌蓝牙耳机的整体销量在非洲所有品牌中排名第一，其中，尼



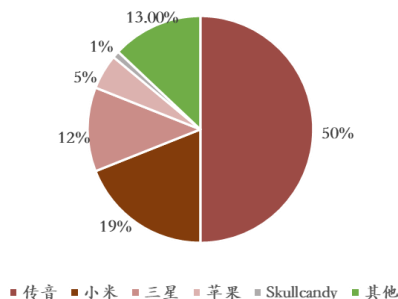
日利亚、肯尼亚等地区的销量长期保持第一。Canalys 数据则显示 2024 年三季度公司 TWS 市场份额高达 50%，同样位列第一。

图42.Oraimo 产品一览



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图43.3Q2024 非洲市场 TWS 份额



数据来源：Canalys，财通证券研究所

2015 年公司成立家电品牌 Syinix，涉足中高端家电品牌，专注于非洲市场。非洲地区互联网覆盖率不高，电视成为主要信息来源。但非洲电力基础设施建设情况不发达，因此中高端小家电需求更大。因此，公司推出电视为主的一系列家电产品，包括电视、音箱、冰箱、洗衣机、空调、厨房电器等。公司尤其重视尼日利亚市场，通过频繁的轻量级互动内容引发用户对产品的关注，积极进行吉祥物、体育赛事、有奖活动等方面的营销。Syinix 的家电产品主打高性价比，持续进行本地化创新，如针对非洲电压不稳定，推出可适应 179V-265V 电压的空调；针对非洲天气炎热，推出带有制冷净水器的冰箱。

图44.Syinix 产品一览



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图45.Syinix 吉祥物营销



数据来源：OneSight 营销云，财通证券研究所

针对非洲痛点，公司跨界发展储能业务。非洲基础设施落后，经常面临停电问题，家庭光伏-储能的场景方案与 B 端储能业务需求较大。面向 B 端用户，公司另设立储能品牌 DYQUE，兼容太阳能、EV 充电、离网系统等，为家庭和小型企业供电。针对 C 端户储，公司基于原有的 itel 家电品牌进行扩展，推出 itel Energy 系列户储产品，囊括逆变器、储能系统、储能电池等，其组合式储能电源系统支



持不同规格的锂电池模块或外接铅酸电池，便于用户储电用电。根据 itel 官方网站所发布的信息，itel Energy 当前所覆盖的市场涵盖了巴基斯坦、尼日利亚及津巴布韦，公司在当地品牌根基深厚，且当地新兴市场面对高电价或电力供应问题，对户用储能需求尤为旺盛。itel 主打性价比，提供 3-5 年的保修和更换服务，并且是在亚非拉市场中唯一具备推出户储产品分期付款方案能力的企业，迎合中低收入群体。

图46.itel 逆变器宣传图



数据来源：itel 官网，财通证券研究所

图47.itel 储能电池器宣传图



数据来源：itel 官网，财通证券研究所

### 3.3 新形态：开拓 XR 业务，布局创新 AI 终端形态

公司积极投入 XR 领域，软硬件结合打造生态化应用场景。公司不仅是终端制造商，也有移动互联业务，未来有望通过“VR 硬件+内容接口”打造生态化应用场景，将公司在游戏、音乐、社交等领域现有的非洲头部 APP 移植到 VR、AR 等可穿戴设备上，以高流量移动互联业务为 VR 设备护航。公司将以“软件+硬件”的生态应对市场竞争，为未来的发展奠定坚实基础。

图48.公司的 VR 硬件+内容接口



数据来源：澎湃网，财通证券研究所

发力 AR 眼镜赛道，开创性 AR 游戏套组助力终端生态布局。在 MWC 2024 展会上，公司旗下 Tecno 品牌首次推出 AR 娱乐套装 Pocket Go，该套装包含 Windows 掌机 Pocket Go 和 AR 眼镜 Pocket Vision，是世界首款基于 Windows 操作系统的 AR 游戏组合。该套装于 2024 年 10 月 21 日正式登陆众筹平台 Kickstarter，组合售价 869 美元，展现了较好的性价比。

图49.AR 娱乐套装 Pocket Go



数据来源：IT之家，财通证券研究所

图50.Windows 主机配置



数据来源：腾讯网，财通证券研究所

## 4 投资建议

### 4.1 盈利预测

**手机业务：**公司在非洲市场地位稳固，并积极开拓印度、东南亚、中东、拉美等新兴市场，新兴市场经济增长较快，且仍处在智能机渗透提升阶段，公司有望复刻在非洲市场的成长路径，在新兴市场取得良好的市场表现。同时，由于公司高端化战略，叠加存储价格下行，手机业务毛利率也有望提升。我们预计 2024-2026 年收入为 631.98/728.94/839.79 亿元，同比增长 10.2%/15.3%/15.2%，毛利率为 21.4%/21.7%/21.6%。

**其他主营业务：**公司其他主营业务主要包括扩品类（配件+家电+储能）以及移动互联。公司配件业务有望随着智能机渗透率提升持续成长，家电有望稳健增长，储能业务作为新开拓业务有望快速成长，移动互联业务随着智能机销量增长以及存量用户的增加也有望持续增长，相关产品毛利率我们假设整体平稳。我们预计 2024-2026 年该业务收入为 45.7/56.01/72.39 亿元，同比增长 15.1%/22.6%/29.2%，毛利率为 30.5%/30.5%/30.5%。

**其他业务：**假设其他业务收入及毛利率维持平稳。我们预计 2024-2026 年该业务收入为 9.75/9.75/9.75 亿元，保持稳定，毛利率为 29.0%/29.0%/29.0%。

表6.公司分业务盈利预测

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>46,596</b>	<b>62,295</b>	<b>68,743</b>	<b>79,471</b>	<b>92,193</b>
yoy	-5.70%	33.69%	10.35%	15.60%	16.01%
毛利率	21.32%	24.45%	22.07%	22.44%	22.42%
<b>手机</b>	<b>42,518</b>	<b>57,348</b>	<b>63,198</b>	<b>72,894</b>	<b>83,979</b>
yoy	-8.0%	34.9%	10.2%	15.3%	15.2%
毛利率	20.6%	24.2%	21.4%	21.7%	21.6%
<b>其他主营业务</b>	<b>3,409</b>	<b>3,972</b>	<b>4,570</b>	<b>5,601</b>	<b>7,239</b>
yoy	45.5%	16.5%	15.1%	22.6%	29.2%
毛利率	30.8%	31.5%	30.5%	30.5%	30.5%
<b>其他业务</b>	<b>668</b>	<b>975</b>	<b>975</b>	<b>975</b>	<b>975</b>
yoy	-23.7%	45.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	18.5%	11.5%	29.0%	29.0%	29.0%

数据来源：iFind，财通证券研究所

费用率方面，2024 年公司费用率我们以前三季度表现作为参考，并假设随着公司收入规模的提升，未来管理及研发费用逐渐摊薄。预计公司所得税率维持平稳。

表7.公司期间费用率假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	7.8%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用率	2.7%	2.4%	2.5%	2.4%	2.3%
研发费用率	4.5%	3.6%	3.6%	3.4%	3.2%

数据来源：iFind，财通证券研究所

综上，我们预计 2024-2026 年营收为 687.43/794.71/921.93 亿元，同比增长 10.4%/15.6%/16.0%，毛利率为 22.1%/22.4%/22.4%。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 55.9/63.59/75.85 亿元，同比增长 1.0%/13.8%/19.3%。

## 4.2 估值

我们选取消费电子品牌小米集团、漫步者、安克创新为可比公司，惠威科技因 180 天内无一致预期因此暂时剔除。可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 37.91/29.45/24.01 倍，公司 2024-2026 年 PE 为 18.91/16.62/13.94 倍，低于可比公司平均水平。公司深耕新兴市场手机业务，并开辟拓品类与移动互联等新兴增长曲线，未来 AI 赋能消费电子终端，公司作为品牌厂商有望充分受益。首次覆盖，给予“增持”评级。

表8.可比公司估值

证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
小米集团	47.84	12,010.93	0.10	0.70	0.84	1.13	1.43	98.56	20.28	56.98	42.19	33.54
漫步者	15.39	136.83	0.28	0.47	0.58	0.71	0.83	32.02	37.44	26.35	21.74	18.63
安克创新*	111.58	592.95	2.81	3.97	3.67	4.57	5.62	21.08	22.30	30.40	24.42	19.85
平均值								50.55	26.68	37.91	29.45	24.01
传音控股	92.69	1,056.99	3.09	6.87	4.90	5.58	6.65	25.74	20.16	18.91	16.62	13.94

数据来源：iFind，财通证券研究所

收盘价截止 2025 年 2 月 28 日

安克创新、传音控股为财通证券研究所预测，其余为 iFind 一致预期

## 5 风险提示

**境外经营风险：**虽然新兴市场国家经济发展速度较快，但是与发达国家或成熟市场相比，其经济基础较为薄弱，政治环境和经济环境均存在一定程度的不确定性。此外，若国家间政治和外交关系出现紧张或恶化，可能会引发贸易冲突、市场准入以及进出口限制等恶性贸易事件，将对公司的境外采购、生产和销售产生不利影响。

**主要原材料供应集中及价格波动风险：**公司采购的主要原材料从类别上划分主要包括电子元器件、光学器件、结构类物料、电子配件及包材等，其中以芯片、屏幕和存储器为代表的核心元器件占营业成本的比重较高。目前手机上游部分核心原材料及元器件的供应来源有限，如果公司的关键元器件供应商出现较大的经营变化或外贸环境出现重大不利变化，将导致相关原材料供应不足或者价格出现大幅波动，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。

**汇率波动风险：**公司手机产品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，公司境外销售的外币结算主要使用美元等，相应公司持有美元等外币货币性资产及负债。如果相关外币兑人民币的结算汇率短期内出现大幅波动，仍将对公司的经营业绩产生较大影响。

**市场竞争风险：**智能手机市场竞争激烈，各家手机品牌均积极发力海外市场，若公司产品竞争力不足，渠道销售能力不足，则可能在竞争中限于不利地位，影响公司手机业务的增长。

**宏观环境风险：**手机行业全球市场容量巨大，新兴市场需求是行业未来增长的重要动力。作为消费类电子产品，手机行业没有明显的周期性，但是与其他消费类电子产品相似，随着宏观经济的景气度下降，消费市场需求将随之下滑。因此，如果全球经济未来出现剧烈波动，将对公司所处的智能终端设备行业发展产生不利影响。



**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>46595.90</b>	<b>62294.88</b>	<b>68743.29</b>	<b>79470.64</b>	<b>92193.09</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	36659.39	47063.27	53569.79	61633.67	71521.11	营业收入增长率	-5.7%	33.7%	10.4%	15.6%	16.0%
营业税费	122.90	248.87	226.85	262.25	304.24	营业利润增长率	-37.2%	122.5%	2.6%	13.7%	19.2%
销售费用	3622.24	4892.69	5155.75	5960.30	6914.48	净利润增长率	-36.5%	122.9%	1.0%	13.8%	19.3%
管理费用	1268.36	1507.03	1718.58	1907.30	2120.44	EBITDA 增长率	-29.8%	103.2%	7.7%	13.3%	18.7%
研发费用	2078.04	2255.98	2474.76	2702.00	2950.18	EBIT 增长率	-32.2%	110.6%	6.2%	13.7%	19.4%
财务费用	-127.66	-175.97	-51.10	-61.11	-61.52	NOPLAT 增长率	-31.8%	112.7%	4.6%	13.7%	19.4%
资产减值损失	-195.00	-227.57	-236.80	-268.26	-307.22	投资资本增长率	15.0%	16.3%	10.4%	9.6%	14.6%
加:公允价值变动收益	-70.70	-68.16	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	12.8%	14.6%	12.0%	12.8%	13.6%
投资和汇兑收益	-84.55	194.83	687.43	317.88	368.77	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>3032.16</b>	<b>6746.58</b>	<b>6922.06</b>	<b>7870.40</b>	<b>9381.51</b>	毛利率	21.3%	24.5%	22.1%	22.4%	22.4%
加:营业外净收支	-38.67	-32.19	-29.00	-29.00	-29.00	营业利润率	6.5%	10.8%	10.1%	9.9%	10.2%
<b>利润总额</b>	<b>2993.49</b>	<b>6714.40</b>	<b>6893.06</b>	<b>7841.40</b>	<b>9352.51</b>	净利率	5.3%	9.0%	8.2%	8.1%	8.3%
减:所得税	526.68	1127.33	1240.75	1411.45	1683.45	EBITDA/营业收入	7.1%	10.9%	10.6%	10.4%	10.6%
<b>净利润</b>	<b>2483.77</b>	<b>5537.05</b>	<b>5590.14</b>	<b>6359.22</b>	<b>7584.70</b>	EBIT/营业收入	6.6%	10.3%	10.0%	9.8%	10.1%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	9214.93	12598.68	12056.11	12195.46	13976.60	固定资产周转天数	6	11	16	14	12
交易性金融资产	7622.24	13518.87	12018.87	15018.87	18018.87	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>38</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>40</b>
应收账款	1287.38	1965.06	2235.06	2537.59	2897.87	流动资产周转天数	202	189	212	198	196
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	10	9	11	11	11
预付账款	183.12	237.57	267.85	308.17	357.61	存货周转天数	67	63	79	82	80
存货	6083.87	10443.35	13155.65	14903.35	17067.99	总资产周转天数	241	222	245	227	221
其他流动资产	420.07	467.18	267.18	267.18	267.18	投资资本周转天数	127	110	113	107	104
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	15.7%	30.7%	27.7%	28.0%	29.5%
长期股权投资	448.21	429.97	699.97	749.97	799.97	ROA	7.9%	14.5%	12.1%	12.8%	13.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	14.4%	26.2%	24.9%	25.8%	26.9%
固定资产	822.24	3065.13	3081.35	3087.16	3089.73	费用率					
在建工程	1585.58	0.60	0.60	0.60	0.60	销售费用率	7.8%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%
无形资产	470.45	508.55	482.12	455.09	427.45	管理费用率	2.7%	2.4%	2.5%	2.4%	2.3%
其他非流动资产	46.56	94.24	61.32	61.32	61.32	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
<b>资产总额</b>	<b>30847.05</b>	<b>46121.00</b>	<b>47392.92</b>	<b>52745.25</b>	<b>60253.87</b>	三费/营业收入	10.2%	10.0%	9.9%	9.8%	9.7%
短期债务	1234.72	1511.57	1283.56	798.83	1257.79	<b>偿债能力</b>					
应付账款	5786.69	14073.65	13392.45	15408.42	17880.28	资产负债率	48.6%	60.6%	57.1%	56.5%	56.7%
应付票据	2271.54	5068.09	4464.15	5136.14	5960.09	负债权益比	94.4%	153.7%	132.9%	129.7%	131.0%
其他流动负债	22.67	26.56	66.56	71.56	76.56	流动比率	2.23	1.68	1.78	1.80	1.79
长期借款	250.16	247.12	250.14	250.14	250.14	速动比率	1.64	1.21	1.19	1.20	1.20
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	45.77	81.30	91.37	130.86	153.72
<b>负债总额</b>	<b>14981.99</b>	<b>27944.14</b>	<b>27040.31</b>	<b>29778.22</b>	<b>34168.60</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	46.08	121.66	183.83	254.56	338.92	DPS(元)	1.80	6.00	2.94	3.35	3.99
股本	803.95	806.57	1140.35	1140.35	1140.35	分红比率	0.58	0.87	0.60	0.60	0.60
留存收益	8900.49	10570.73	12669.26	15212.94	18246.83	股息收益率	2.3%	4.3%	3.2%	3.6%	4.3%
<b>股东权益</b>	<b>15865.06</b>	<b>18176.86</b>	<b>20352.61</b>	<b>22967.03</b>	<b>26085.27</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	3.09	6.88	4.90	5.58	6.65
净利润	2483.77	5537.05	5590.14	6359.22	7584.70	BVPS(元)	19.68	22.39	17.69	19.92	22.58
加:折旧和摊销	266.63	314.69	435.22	462.50	491.19	PE(X)	25.7	20.1	18.9	16.6	13.9
资产减值准备	245.03	307.23	197.70	308.42	353.35	PB(X)	4.0	6.2	5.2	4.7	4.1
公允价值变动损失	70.70	68.16	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-24.41	62.98	74.88	59.45	60.44	P/S	1.4	1.8	1.5	1.3	1.1
投资收益	84.55	-194.83	-687.43	-317.88	-368.77	EV/EBITDA	17.0	15.0	13.2	11.6	9.6
少数股东损益	-16.96	50.02	62.18	70.73	84.36	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1066.94	5887.75	-4018.25	633.75	784.40	PEG	—	0.2	19.7	1.2	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1979.38</b>	<b>11890.06</b>	<b>1456.10</b>	<b>7605.19</b>	<b>9018.67</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2032.26</b>	<b>-6134.16</b>	<b>1564.36</b>	<b>-3138.12</b>	<b>-3117.23</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1032.96</b>	<b>-3666.58</b>	<b>-3197.50</b>	<b>-3842.99</b>	<b>-4579.26</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2025 年 02 月 28 日收盘价计算)

**信息披露****● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**● 资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**● 公司评级**

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

**● 行业评级**

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

**● 免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。