

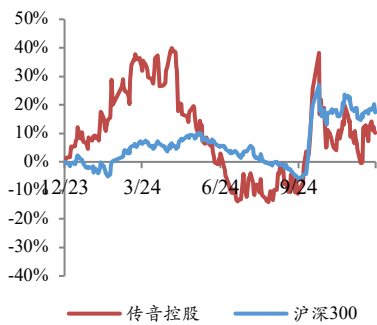
全球新兴市场手机头部企业，多元化业务布局空间广阔

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-12-24

收盘价（元）	92.70
近 12 个月最高/最低（元）	129.51/71
总股本（百万股）	1140
流通股本（百万股）	1140
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1057
流通市值（亿元）	1057

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001
邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005
邮箱：liuzhilai@hazq.com

主要观点：

● 聚焦新兴市场，打造“手机+扩品类+移动互联”生态模式

公司聚焦新兴市场，以手机业务为核心，坚持多元化战略布局，一方面通过旗下三大手机品牌 TECNO、itel 和 Infinix 加快智能机的产品升级，延伸扩品类业务和移动互联服务优化产品结构，打造长期成长动能；另一方面积极开拓非洲外新兴市场，以“渠道+产品”为核心竞争力抢占市场份额，增大规模边际，扩大盈利空间。未来随着产品结构的升级、业务规模的扩张，“手机+扩品类+移动互联”生态圈有望助力公司持续受益。

● 立足非洲，积极开拓新市场扩大盈利空间

自 2023Q4 全球经济持续复苏，新兴国家智能机市场反弹强劲，出货量增幅超越大盘，市场空间广阔。对于非洲、南亚部分国家等高市占率区域，公司加快产品升级、优化营销策略，有望在人口红利释放和智能机渗透率稳步提升的双重推动下迎来销量的增长。同时，基于在非洲积累的新兴市场领先优势积极开拓东南亚、拉美、中东等新市场，坚持本地化策略积极打造产品+渠道差异化优势，助力市场份额提升。

● 以手机业务为核心升级产品结构，扩品类+移动互联打开长期成长空间

公司发布折叠机+AI 手机以重塑品牌高端化形象，同时基于智能机的高市占率扩展 3C 配件、家电、储能等智能硬件业务，不断升级产品结构，提升盈利能力。此外，以智能机为流量入口扩展移动互联业务，在非洲移动互联产业萌芽初期积极布局“流量聚集-流量分发-流量变现”的全新商业模式，为长期业绩增长奠定坚实的基础。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 55.22、63.79、74.0 亿元，对应的 EPS 分别为 4.84、5.59、6.49 元，对应 2024 年 12 月 24 日收盘价 PE 分别为 19.14、16.57、14.29 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

新兴市场拓展不及预期、新业务开展不及预期、市场竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	62295	71272	80066	89865
收入同比 (%)	33.7%	14.4%	12.3%	12.2%
归属母公司净利润	5537	5522	6379	7400
净利润同比 (%)	122.9%	-0.3%	15.5%	16.0%
毛利率 (%)	24.5%	22.0%	22.7%	22.2%
ROE (%)	30.7%	24.6%	22.1%	20.4%
每股收益 (元)	6.88	4.84	5.59	6.49
P/E	20.12	19.14	16.57	14.29

P/B	6.18	4.70	3.66	2.92
EV/EBITDA	14.98	12.26	10.33	8.22

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 新兴市场手机头部企业，“非洲之王”走向全球	6
1.1 深耕非洲布局全球，多元化战略打造 AIOT 生态圈	6
1.2 股权结构集中，核心团队海外管理经验丰富	8
1.3 开拓新兴市场升级产品结构，业绩快速增长	9
2 巩固非常基本盘，积极开拓新市场	12
2.1 新兴市场需求潜力大，智能机发展空间广阔	12
2.2 巩固非洲基本盘，外延新市场拓展成长空间	13
2.2.1 非洲：智能机渗透率提升驱动换机需求，“产品+渠道”构筑核心竞争力	13
2.2.2 积极开拓非洲外市场，本地化策略助力市场份额提升	17
3 升级产品结构寻找新的业绩增长点，互联网服务开辟第二成长曲线	19
3.1 布局折叠机提升品牌形象，打造 AI 手机拥抱 AI 浪潮	19
3.2 配件、家电、储能多领域开拓，多品类布局静待放量	20
3.3 立足智能机高渗透，移动互联网服务潜在盈利空间大	22
盈利预测	24
风险提示	24
财务报表与盈利预测	25

图表目录

图表 1 立足非洲，持续开拓新市场	6
图表 2 “手机+家电、数码配件+移动互联网服务”商业生态模式	7
图表 3 公司手机业务产品矩阵	7
图表 4 公司股权结构集中且稳定（截至 2024Q3）	8
图表 5 公司高管履历	8
图表 6 公司营业总收入	9
图表 7 公司归母净利润	9
图表 8 公司营收结构（亿元）	10
图表 9 公司营收结构百分比	10
图表 10 公司毛利率、净利率稳步提升	10
图表 11 公司手机高端化效果显著	10
图表 12 非洲外市场营收占比持续提升	11
图表 13 2023 年非洲外市场毛利率增幅较大	11
图表 14 新市场布局基本完成，期间费用率稳中有降	11
图表 15 公司“先款后货”模式提高应收账款周转率	11
图表 16 公司与可比公司存货周转率	11
图表 17 公司与可比公司总资产周转率	11
图表 18 全球智能机出货量	12
图表 19 全球各地区智能机出货量增速	12
图表 20 全球智能手机渗透率	12
图表 21 新兴市场人口增速快	13
图表 22 新兴市场人口结构年轻	13
图表 23 非洲市场智能手机出货量	13
图表 24 非洲智能机市场空间预测	13
图表 25 撒哈拉以南非洲各通信网络采用率	14
图表 26 1GB 流量资费占每月人均 GDP 的比例 (%)	14
图表 27 公司构建“产品+渠道+市场”的良性循环	14
图表 28 非洲智能机市场格局	14
图表 29 公司在新兴市场建立的三级经销体系	15
图表 30 非洲市场传音经销商数量（截至 2019H1）	16
图表 31 非洲市场传音经销商收入规模分布（截至 2019H1）	16
图表 32 公司的深肤色拍照技术	16
图表 33 ITEL 发布 P40+搭载 7000MAH 大电池	16
图表 34 东南亚地区智能手机出货量	17
图表 35 东南亚智能机市场格局	17
图表 36 印度尼西亚智能机市场格局	17
图表 37 传音 INFINIX GT 20PRO 游戏旗舰机	17
图表 38 中东地区智能手机出货量	18
图表 39 中东智能机市场格局	18
图表 40 拉美地区智能手机出货量	18
图表 41 拉美智能机市场格局	18

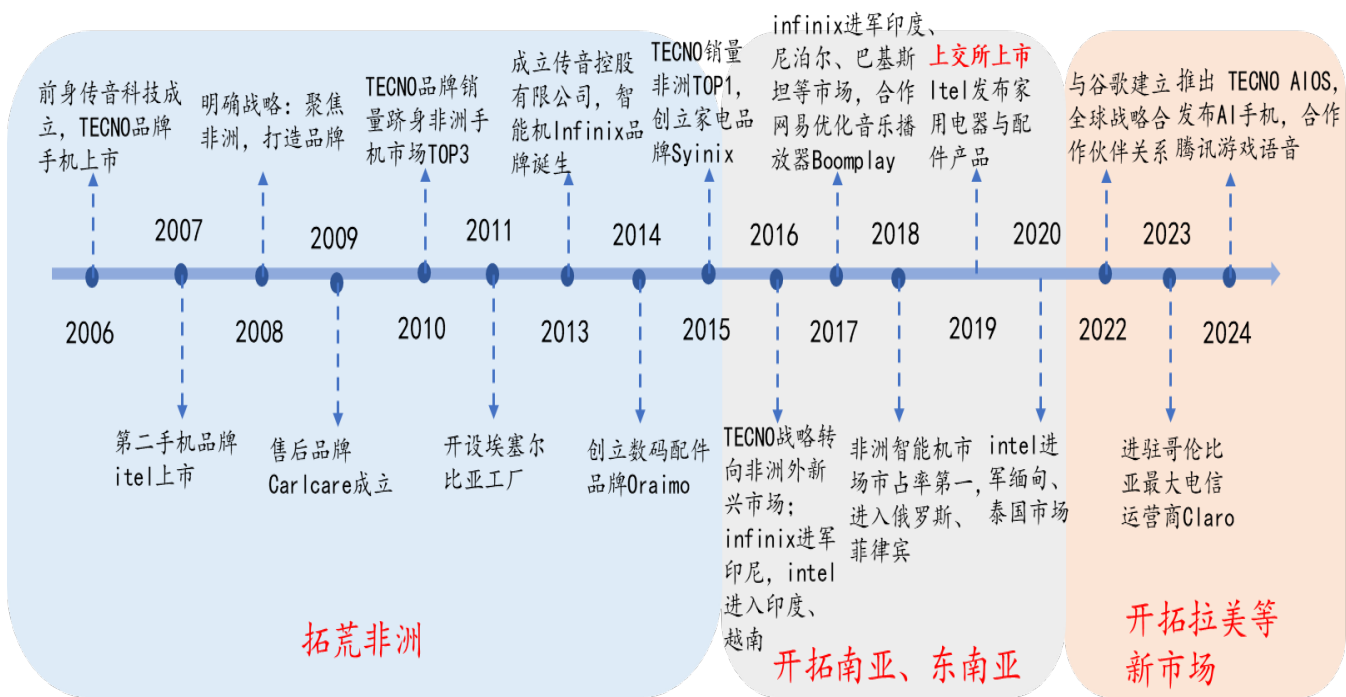
图表 42 传音大折叠智能手机	19
图表 43 传音小折叠智能手机	19
图表 44 传音 AI 手机生成式 AI 画像功能	20
图表 45 传音 AI 手机支持由简单草图生成图像	20
图表 46 中东非智能手表市场规模 (十亿美元)	20
图表 47 2023Q4 非洲 TWS TOP5 供应商及增速	20
图表 48 公司 3C 配件业务布局	21
图表 49 非洲家用电器市场规模及预测 (亿美元)	21
图表 50 2022 年非洲地区通电率情况	21
图表 51 公司家电、储能业务布局	22
图表 52 全球各地区移动互联网渗透率	22
图表 53 全球各地区 18 岁以上成年人移动互联网使用比例	22
图表 54 公司打造域内/域外全域联动服务	23
图表 55 传音智能终端操作系统 OS 及运营	24
图表 56 传音独立 APP 平台	24

1 新兴市场手机头部企业，“非洲之王”走向全球

1.1 深耕非洲布局全球，多元化战略打造 AIOT 生态圈

“非洲手机之王”积极实施区域+产品扩展战略。公司是新兴市场手机头部企业，成立于 2006 年，2019 年科创板上市，主要从事以手机为核心的智能终端设计、研发、生产、销售和品牌运营，旗下运营 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机。作为最早进入非洲的中国手机品牌，公司 2006 年从东非尼日利亚、肯尼亚功能机市场起步，经过多年深耕布局逐步成为销量最高的“非洲手机之王”。2016 年公司走出非洲进军南亚、东南亚、拉美、中东等全球新兴市场，凭借性价比优势和中低端市场积累的丰富经验快速突破，不断提高产品市场份额。同时，公司积极进行多元化布局，2014-2015 年成立数码配件、自有家电品牌等扩品类硬件，2017-2024 年合作网易、腾讯等国内互联网大厂拓展移动互联网业务，2023 年推出折叠机、AI 手机等高端智能手机开启手机高端化，扩品类+高端化战略注入长期成长新动能。

图表 1 立足非洲，持续开拓新市场

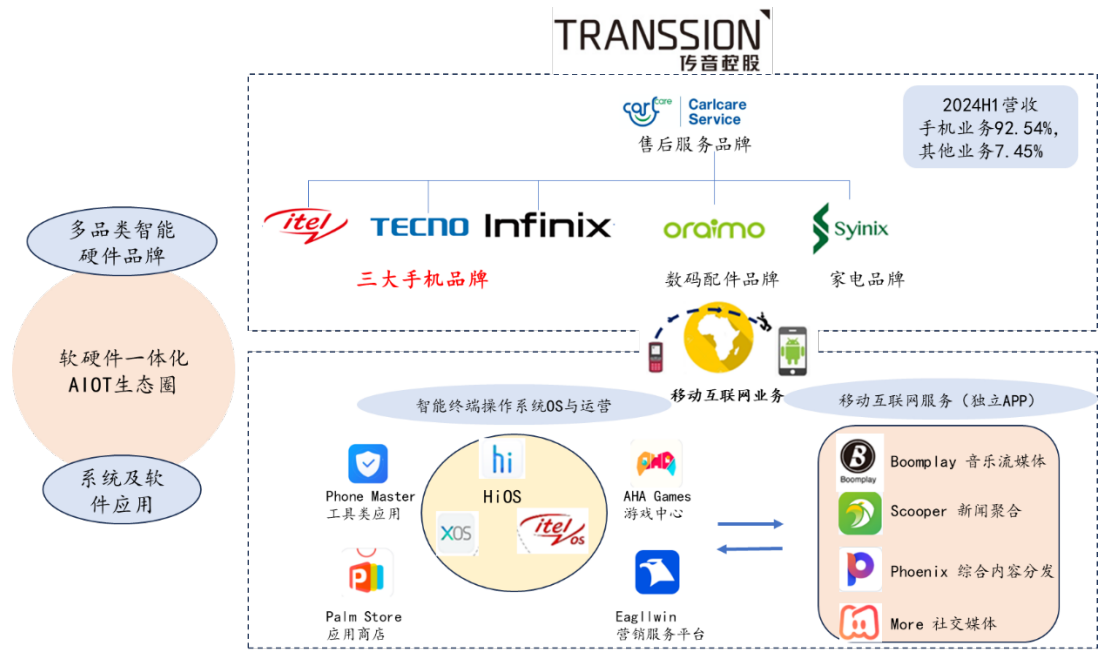


资料来源：电子发烧友，观察者网，证券日报，界面新闻，中关村在线，华安证券研究所整理

积极实施多元化战略，围绕手机打造“手机+家电、数码配件+移动互联网服务”AIOT 生态圈。公司围绕 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌，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 Syinix 以及售后服务品牌 Caricare 等多品类智能硬件终端品牌。公司旗下手机品牌均搭载基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的传音智能终端操作系统 OS（包括 HiOS、itelOS 和 XOS），并围绕 OS 操作系统开发应用商店、游戏平台、广告分发平台以及手机管家等工具类软件。同时，联合网易、腾讯等多家国内领先互联网公司，在音乐、新闻、游戏、短视频、内容聚合等应用领域积极开发移动互联网产品，打造集软硬件、服务、内容为一体的“手机+家电、数

码配件+移动互联网服务” AIOT 生态圈。

图表 2 “手机+家电、数码配件+移动互联网服务” 商业模式



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所整理

多品牌战略构建产品矩阵，面向不同消费群体推出 TECNO、Iteal、Infinix 三大手机品牌。公司针对不同层级消费群体进行差异化定位，构建了 TECNO、Iteal、Infinix 三大手机品牌和丰富的产品序列。其中，TECNO 是定位于新兴市场中产阶级的中高端品牌，致力于推进最前沿创新技术与 AI 驱动新体验，涵盖智能手机、智能可穿戴设备、笔电、平板、智能游戏装备、HiOS 操作系统和智能家居等智能产品；Iteal 面向广大基层消费者提供价格友好、品质可靠、普及技术的消费电子产品，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，销售网络遍及全球超过 50 个国家和地区；Infinix 是为新兴市场年轻人打造的潮酷科技品牌，包含智能手机、TWS、笔记本电脑、智能电视等智能产品，覆盖全球 70 多个国家和地区。

图表 3 公司手机业务产品矩阵

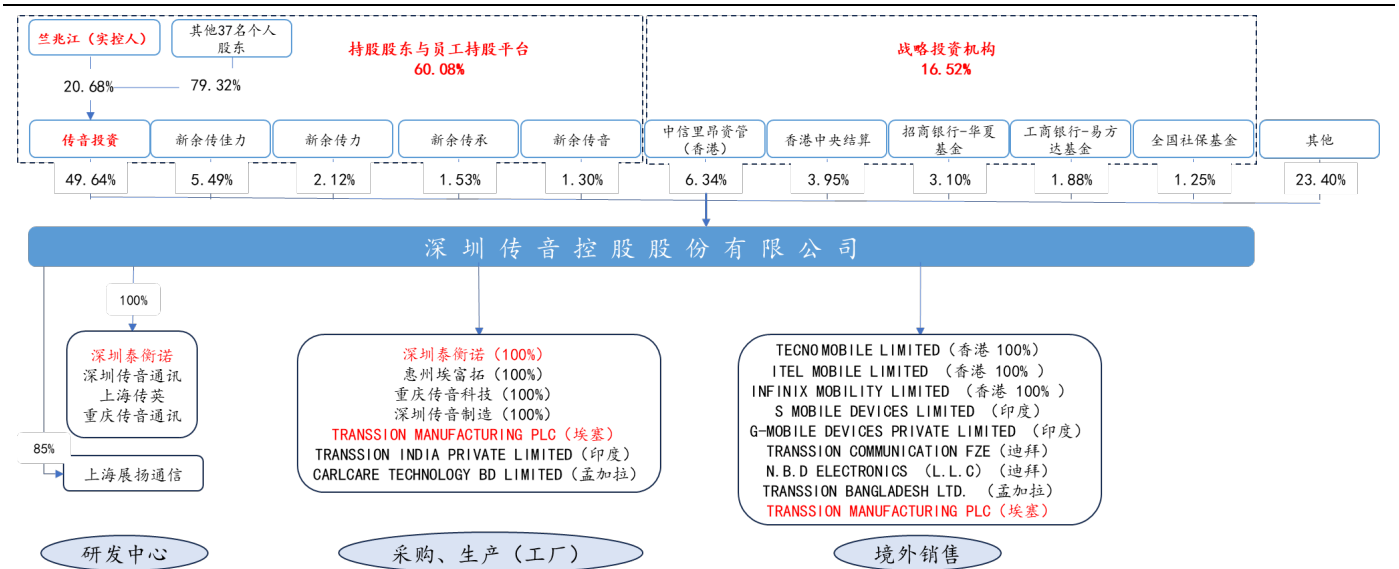


资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

1.2 股权结构集中，核心团队海外管理经验丰富

公司股权结构相对集中，高度绑定核心供应商。公司第一大股东传音投资持股 49.64%，由公司创始人董事长竺兆江先生及其他 37 名高管共同持有，其中实际控制人竺兆江先生持股 20.68%。截至 2024Q3，前十大股东合计持股 76.60%，股权结构较为集中。第二大股东中信里昂资管 (HK) 持股 6.34%，据公司公告显示其股权由源科基金于 2023 年 6 月转让而来，股份转让价款的唯一资金来源为 Digimoc Holdings Limited，而 Digimoc Holdings Limited 系公司核心供应商联发科 MTK 子公司，因此我们认为公司核心供应商联发科 MTK 与公司在股权层面上继续高度绑定，有利于公司产品核心技术的发展和关键物料的供应稳定。

图表 4 公司股权结构集中且稳定 (截至 2024Q3)



资料来源: Choice, 招股说明书, 华安证券研究所整理

核心团队海外管理经验丰富，高持股比例保证了管理层的稳定性。公司创始人竺兆江先生曾任宁波波导手机销售公司常务副总、国际业务部总经理负责海外业务，拥有十多年的海外管理经验。其带领的公司核心团队大多具有宁波波导工作经历，深耕手机行业多年，对海外新兴市场技术趋势、销售渠道构建、产品本地化设计&生产有着深刻的理解和丰富的经验。截止 2024Q3 公司 5 大员工持股平台 (传音投资、新余传佳力等) 合计持股 60.08%，高员工持股比例保证了管理层的积极性和稳定性。

图表 5 公司高管履历

姓名	职务	出生年份	工作经历
竺兆江	董事长, 总经理	1973	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, 2006 年带领宁波波导海外市场开发团队创立深圳传音, 2013 年 8 月至今担任公司董事长, 总经理。
吴文	副总经理	1978	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, 现任公司副总经理。
姜曙明	副总经理	1981	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。
张祺	副总经理	1978	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。

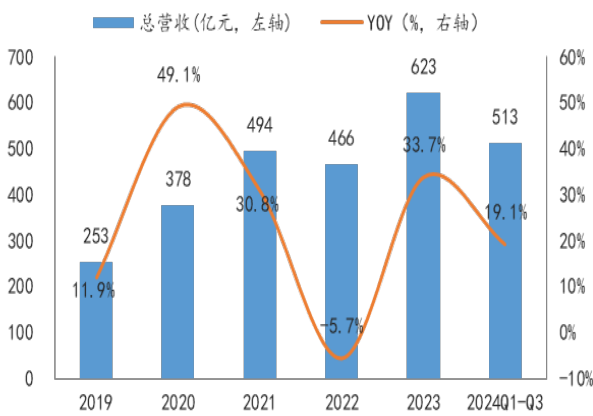
杨宏	副总经理	1969	曾在中国石油吉化化肥厂、宁波波导股份有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司董事、副总经理。
王海滨	副总经理	1983	公司核心技术人员，主要研究方向为产品规划、硬件系统工程，曾在宁波波导萨基姆电子有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司副总经理。
雷伟国	副总经理	1981	曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013年8月至今在公司任职，现任公司副总经理。
肖永辉	财务负责人	1969	曾在江西庆江化工厂、宁波波导股份有限公司等公司任职，2014年1月至今在公司担任财务负责人。
曾春	董事会秘书	1980	曾在渤海证券股份有限公司、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：2023年年报，华安证券研究所

1.3 开拓新市场升级产品结构，业绩快速增长

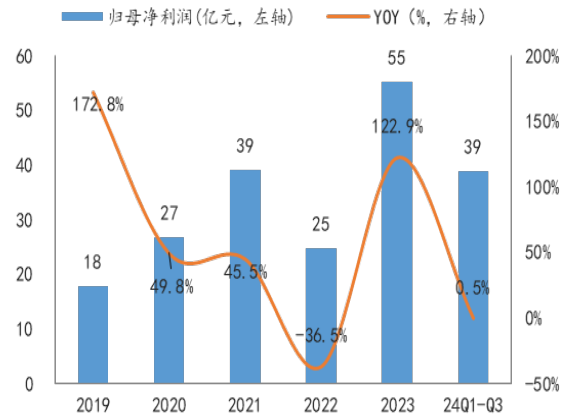
智能机出货量迅速提升，营收规模快速扩张。手机业务是公司营收的主要来源，常年贡献90%以上业绩增量，其中智能机是公司手机业务的主要增长点。目前，大部分新兴市场国家正处于“功能机向智能机切换”的发展趋势中，公司紧抓行业趋势加大新市场开拓力度，稳步推进手机高端化升级，公司智能机出货量快速提升，带动营收规模持续增长。2024年前三季度营收YOY+19%，延续上一年的高增长趋势。展望未来，新兴市场智能机量价齐升为公司带来了稳固的基本盘，是公司长期稳定发展的重要保证。

图表 6 公司营业总收入



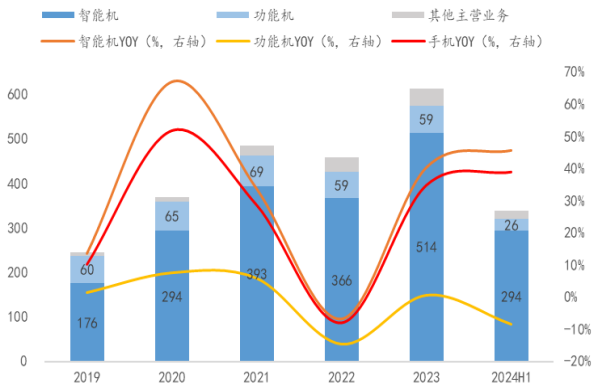
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 7 公司归母净利润



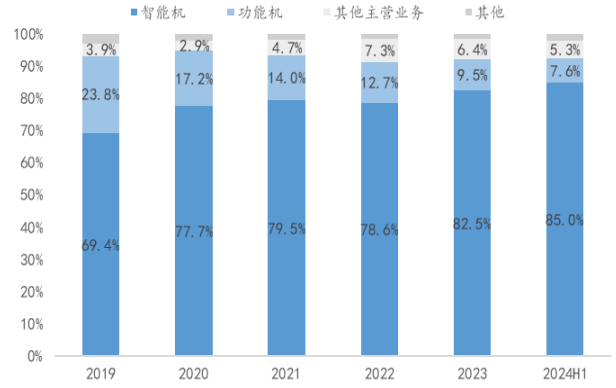
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 8 公司营收结构 (亿元)



资料来源: Choice, 公司年报, 华安证券研究所

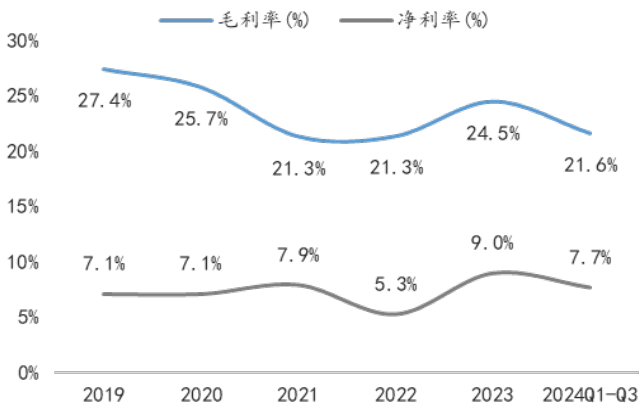
图表 9 公司营收结构百分比



资料来源: Choice, 公司年报, 华安证券研究所

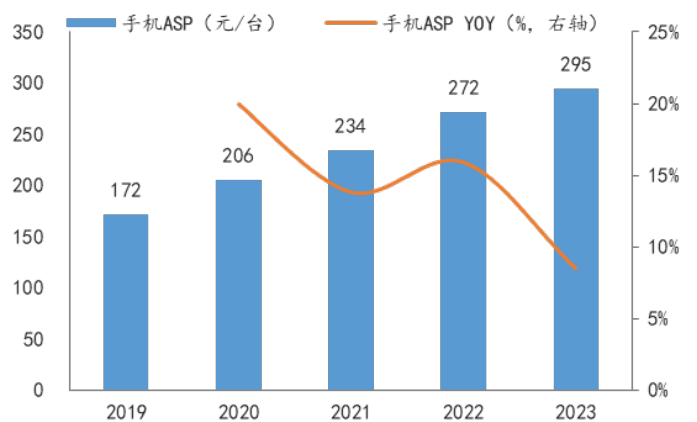
新兴市场持续开拓叠加产品结构升级, 公司盈利能力稳步提升。公司凭借在非洲积累的新兴市场领先优势和丰富经验积极开拓南亚、东南亚、中东、拉美等新市场, 持续推动智能机高端化升级, 提升营收和毛利率。得益于在非洲十几年的耕耘, 公司产品在非洲护城河深厚, 议价能力较强, 近年来毛利率始终维持在 27% 以上的高水平位置。目前, 非洲外新市场毛利率远低于大本营非洲市场毛利率, 但随着公司加大对非洲外市场的开拓力度, 公司在新市场的产品本地化设计优势和渠道优势将逐步显现, 品牌认可度料将不断提升, 毛利率有望快速增长。公司积极推进折叠机、AI 手机等智能机的高端化布局, 优化产品结构, 带动手机 ASP 的增长, 增厚公司利润空间。

图表 10 公司毛利率、净利率稳步提升



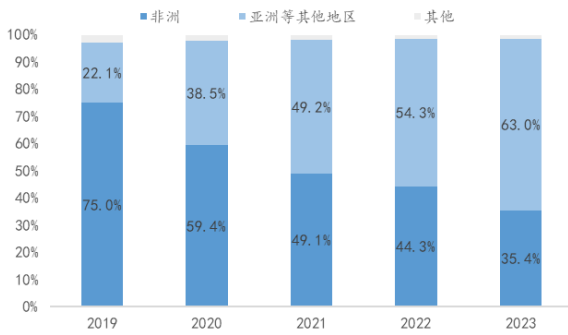
资料来源: Choice, 华安证券研究所

图表 11 公司手机高端化效果显著



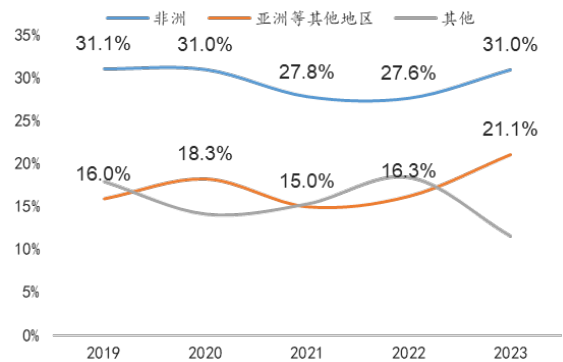
资料来源: Choice, 华安证券研究所

图表 12 非洲外市场营收占比持续提升



资料来源: Choice, 华安证券研究所

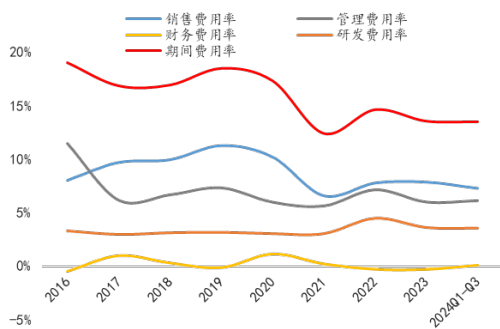
图表 13 2023 年非洲外市场毛利率增幅较大



资料来源: Choice, 华安证券研究所

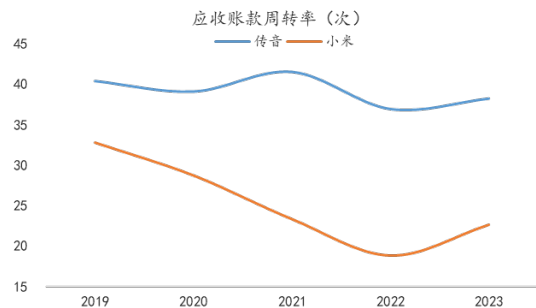
期间费用率稳中有降,运营效率高支撑规模化扩张。随着新市场开拓逐步完成,本地化渠道搭建、管理体系逐步完善,公司销售费用率、管理费用率均随着营收规模的扩张呈现下降趋势,带动期间费用率逐步下滑。为保持产品竞争力,公司积极加大研发投入,自 2022 年开始,研发费用率随营收规模增长逆势提高。财务费用率随汇率小幅波动,近年来基本维持在 0.5% 以下。此外,由于公司主要面向海外销售,得益于公司对下游经销商有较强的议价能力,为避免风险公司主要采取“先款后货”的销售模式,应收账款周转率显著高于同行业可比公司。同时,由于公司在供产销等供应链全环节运营效率较高,公司存货、总资产等周转率也较同行有明显优势。高效的资本运营效率体现了管理层对新兴市场的深刻理解和卓越控制能力,也有利于支撑公司规模化战略的有效落地。

图表 14 新市场布局基本完成,期间费用率稳中有降



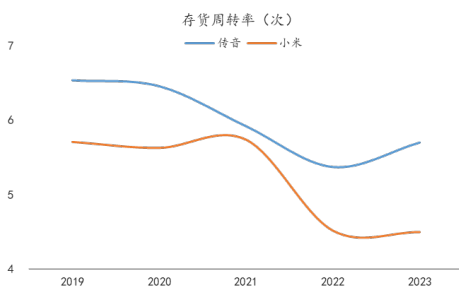
资料来源: Choice, 华安证券研究所

图表 15 公司“先款后货”模式提高应收账款周转率



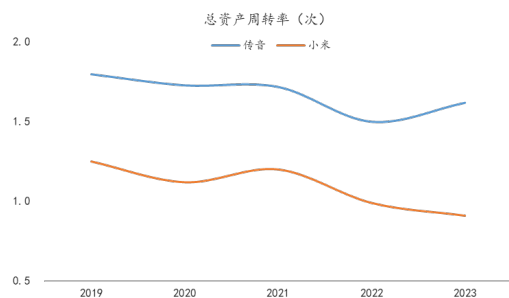
资料来源: Choice, 华安证券研究所

图表 16 公司与可比公司存货周转率



资料来源: Choice, 华安证券研究所

图表 17 公司与可比公司总资产周转率



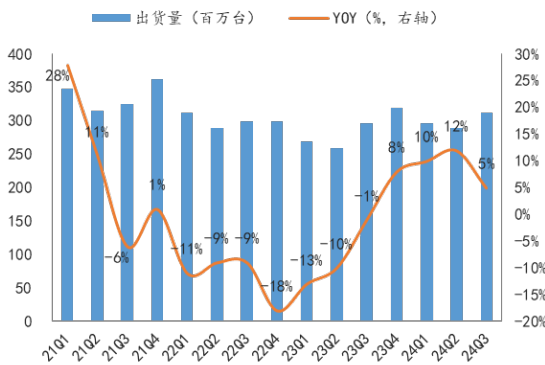
资料来源: Choice, 华安证券研究所

2 巩固非常基本盘，积极开拓新市场

2.1 新兴市场需求潜力大，智能机发展空间广阔

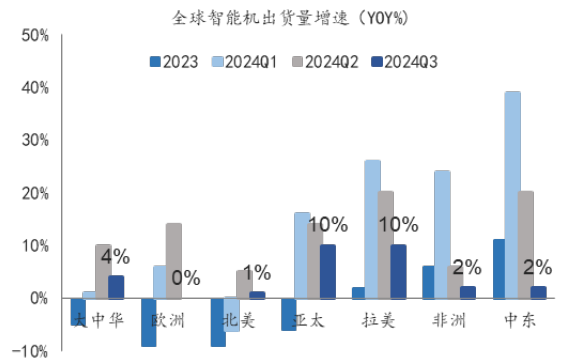
新兴市场智能机增长强劲，推动全球智能机市场复苏。随着宏观经济的持续好转以及渠道库存去化完成，自 2023Q4 开始全球智能手机终端消费需求逐步复苏。据 Canalsy 统计，2024 年前三季度由于智能手机突破性技术进展缓慢，产品同质化严重，在北美、欧洲、大中华等成熟市场出货量增幅有限，而主打性价比差异化竞争的新兴市场成为推动全球出货量提升的重要动力。

图表 18 全球智能机出货量



资料来源: Canalsy, 华安证券研究所

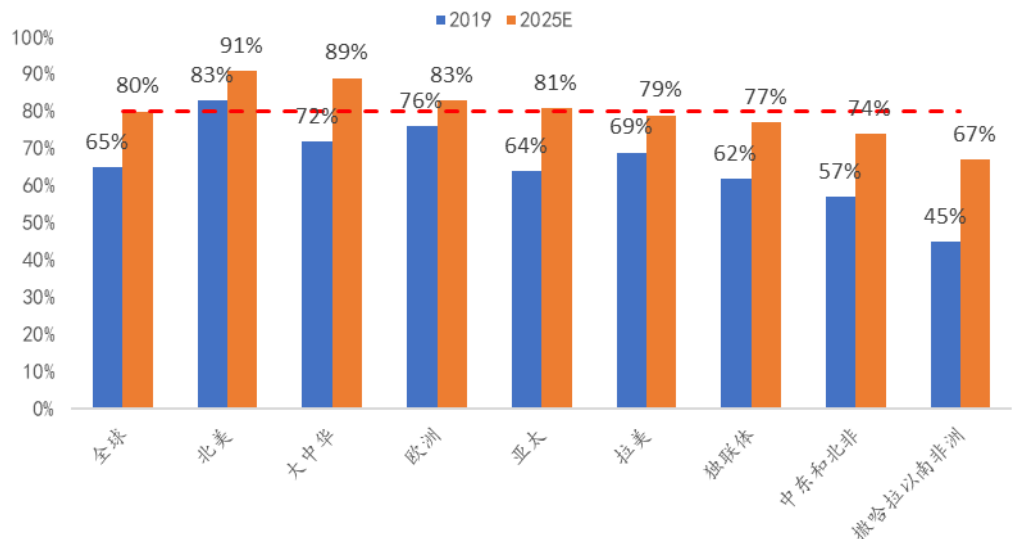
图表 19 全球各地区智能机出货量增速



资料来源: Canalsy, 华安证券研究所

新兴市场智能机渗透率低于全球平均水平，提升空间大。受制于经济发展水平、通信基础设施建设、电力短缺等综合因素影响，亚非拉等新兴市场国家智能机渗透率较低。据 GSMA 预测，2025 年亚太/拉美/独联体/中东北非/撒南非洲智能机渗透率预计提升至 81%/79%/77%/74%/67%，多处于全球平均线 80% 以下，相较于成熟市场有较大提升空间。

图表 20 全球智能手机渗透率



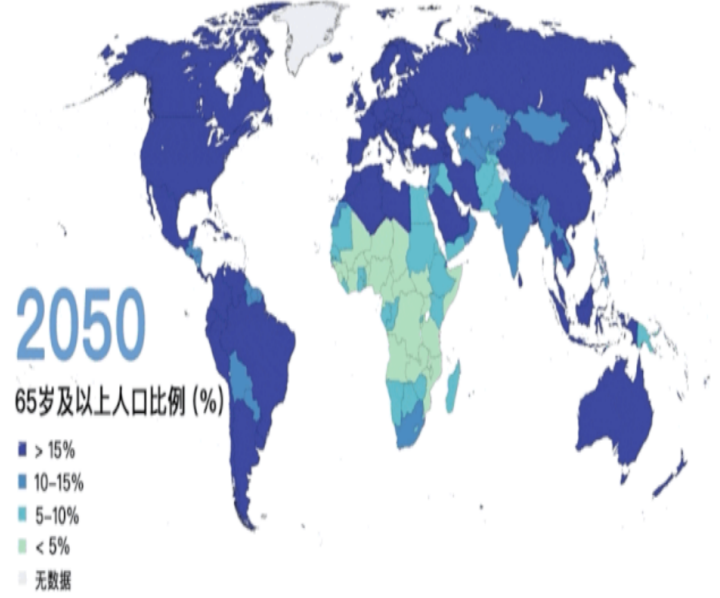
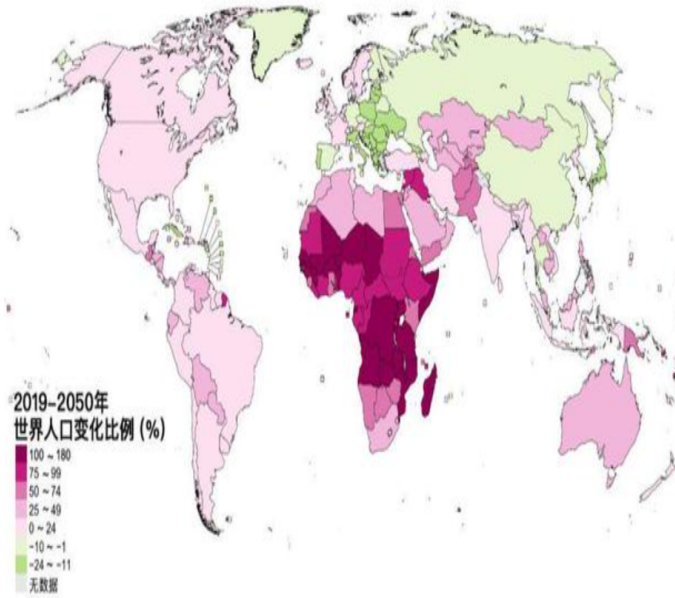
资料来源: GSMA, 华安证券研究所

新兴市场人口增速快、结构年轻，成为推动智能机渗透的有力保障。据联合国《2019 年世界人口展望》报告预测，2019-2050 年，全球增长人口将主要来自于新兴国家，撒哈拉以南非洲人口预计将增长一倍，北非西亚/中亚南亚/拉丁美洲加勒比海地区人口增

长率分别 46%/25%/18%，远高于东亚东南亚/欧洲北美的 2%。此外，不同于成熟市场越来越严重的人口老龄化，新兴国家人口普遍年轻。年轻的人口结构不仅有利于经济发展，带动手机出货量增长，也为智能机新品的推广提供了广阔的土壤，缩短换机周期。

图表 21 新兴市场人口增速快

图表 22 新兴市场人口结构年轻



资料来源：联合国报告，华安证券研究所

资料来源：联合国报告，华安证券研究所

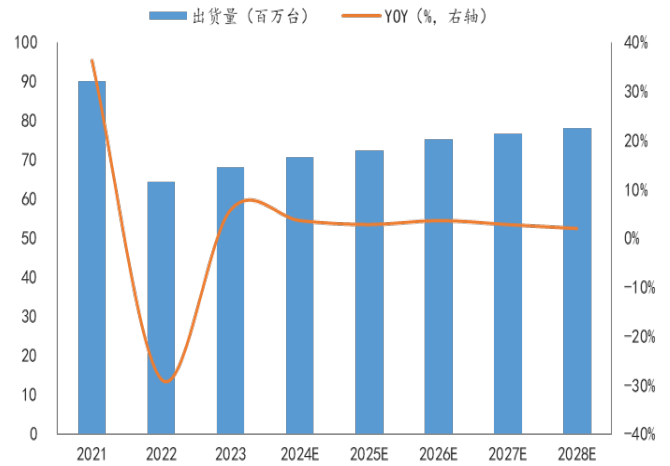
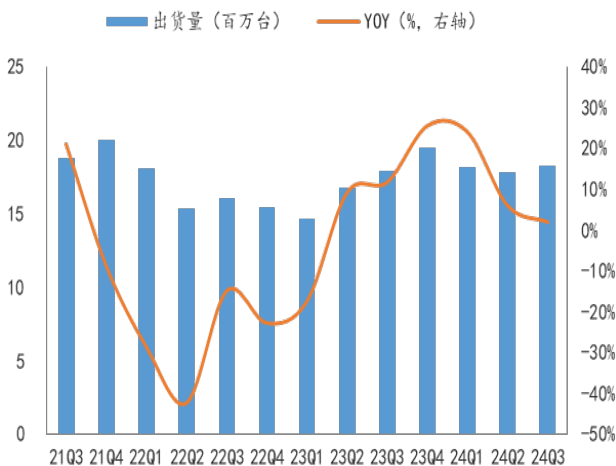
2.2 巩固非洲基本盘，外延新市场拓展成长空间

2.2.1 非洲：智能机渗透率提升驱动换机需求，“产品+渠道”构筑核心竞争力

非洲智能机市场强劲复苏，目前仍处于稳定增长阶段。随着通胀压力的缓解以及各大手机品牌方新品的不断发布和积极的供应计划，2024 年前三季度消费者需求得以释放，智能机出货量 5400 多万台 YOY 高达 9.8%，复苏动能强劲。未来随着经济的发展、通信&电力基础设施的完善以及消费者消费意愿的提升，非洲智能机普及-升级发展趋势明确，目前仍处于持续增长阶段。

图表 23 非洲市场智能手机出货量

图表 24 非洲智能机市场空间预测



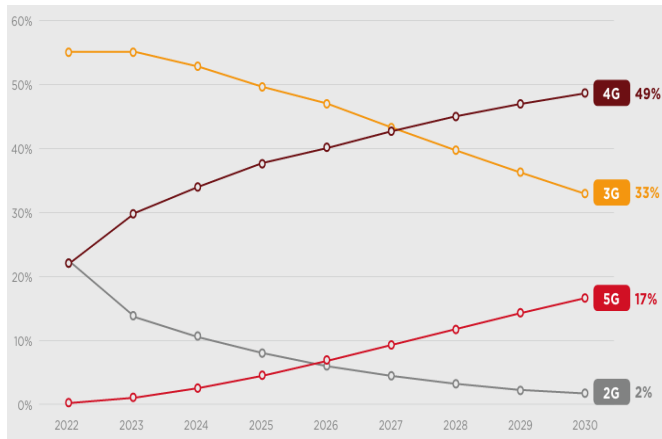
资料来源：Canalys，华安证券研究所

资料来源：Canalys，华安证券研究所

随着网络制式升级和流量资费降低，非洲智能机渗透率有望提升。网络基础设施建设

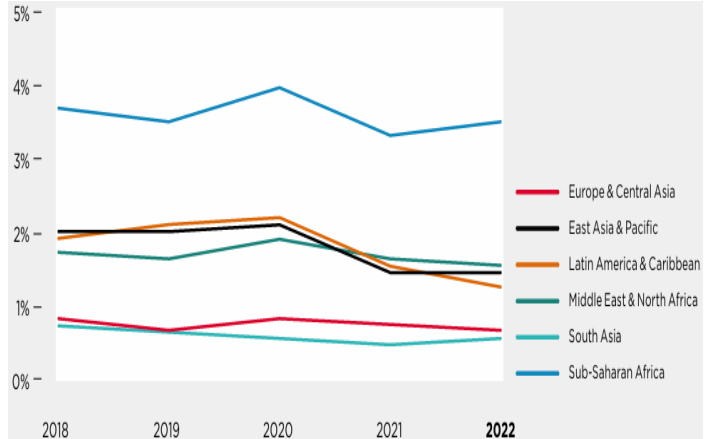
设不完善和流量资费较高是阻碍非洲智能机渗透的关键。随着经济的不断发展、政府支持政策陆续出台、运营商资本开支加大,非洲 4G、5G 移动通信网络采用率将不断提升,流量资费将随之降低,从而带动智能手机渗透率提升,促进公司智能机销量增长。据 GSMA 预测,2030 年撒哈拉以南非洲 4G 网络采用率将达到 49%,远高于目前的 32%,推动智能手机渗透率提升至 88%,接近全球平均水平,公司作为非洲手机市场头部企业,有望深度受益。

图表 25 撒哈拉以南非洲各通信网络采用率



资料来源: GSMA, 华安证券研究所

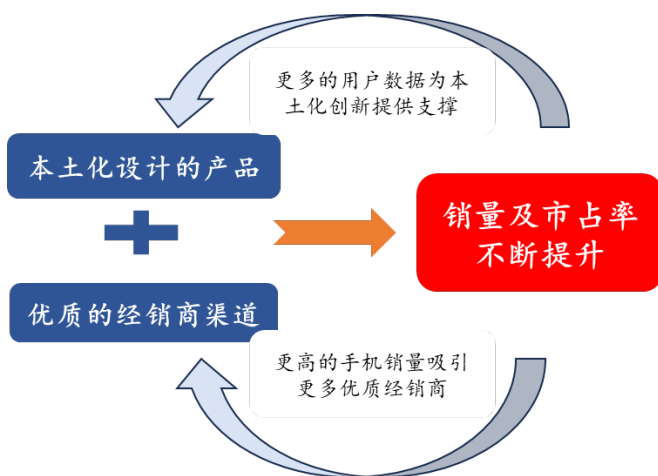
图表 26 1GB 流量资费占每月人均 GDP 的比例 (%)



资料来源: GSMA, 华安证券研究所

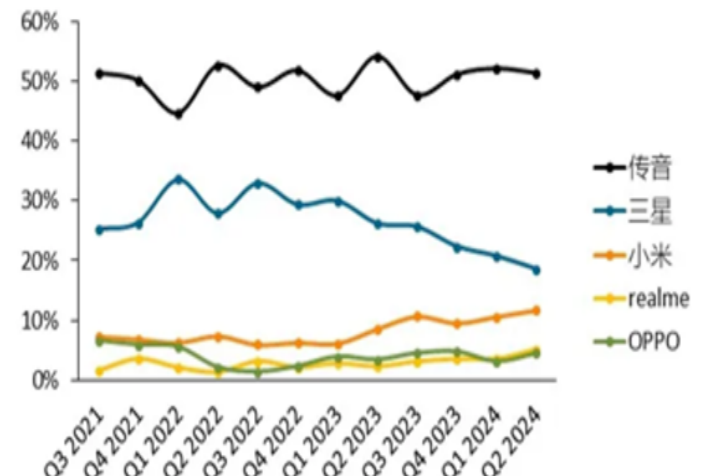
“渠道+产品”构筑核心竞争力,助力公司市场份额绝对领先。目前非洲地区由于网络及物流建设落后、数字支付能力不发达、邮政记录系统不完善(配送难)、信息监管不透明(网络诈骗)等多重因素的限制,电商行业不发达,经销商模式仍是非洲智能机销售的主要渠道。公司自成立以来聚焦非洲市场,经过十余年深耕发展已形成庞大且完善的多级经销商体系。广泛覆盖的经销商渠道是推动公司手机销量上升的重要保证。此外,公司坚持立足本土化的创新和专注于用户体验的产品定位,针对非洲消费者特定需求的差异化产品设计使公司产品广受好评,相较于同行业竞品具有更强的市场竞争力。公司凭借技术创新、销售网络、品牌影响力、用户规模及售后服务等方面积累的优势,不断抢占其他竞争对手的市场份额。据 Canalsy 统计,公司智能机在非洲市场市占率常年稳居 50%左右,远高于其他厂商。未来,随着智能机渗透率的提升,公司作为行头部企业有望凭借先发优势和品牌优势迎来出货量的进一步提高。

图表 27 公司构建“产品+渠道+市场”的良性循环



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 28 非洲智能机市场格局



资料来源: Canalsy, 华安证券研究所

渠道铺设面广+下沉力度大,“农村包围城市”成效显著。经过多年发展,公司已在非洲建立由一级国代、二级省代和三级终端门店构成的三级经销商网络。公司按成本加成模式在保障经销商单机利润的情况下确定经销价格,整个体系加价率为 30% (受不同国家、不同地区的市占率或渠道掌控力有所波动), 具体来看:

(1) 公司通过合理的加价率+高周转+销售规模提升经销商的利润水平, 增强经销商对公司的品牌粘性。由于非洲的市场特点, 经销商通常采用小批量、多批次的订货方式, 订货周期多为 1-2 周, 因此大部分经销商整体库存水平较低, 期末库存占当年采购总量的比例较小, 公司不压货, 渠道周转率高。高周转模式对经销商的资金规模要求低、现金流压力小, 是公司构建渠道壁垒的关键。

(2) 坚持渠道下沉战略, 掌握分销能力。公司坚持渠道下沉战略, 在建立覆盖广泛的一级经销商的同时, 协助经销商不断下沉销售渠道, 将销售网络由当地一二线发达区域逐步向三四线区域下沉、覆盖, 形成触达大量小型零售商的完善市场销售网络, 推动业绩快速增长。同时, 加强与二级分销商和终端零售商的合作, 对重点市场、重点经销商客户, 配备销售专员长期日常沟通及时了解并促进终端销售, 同时及时获取一手市场反馈和需求信息, 提高产品研发升级的市场准确度, 提升产品市场竞争力和销量。此外, 公司因地制宜通过大量招募当地销售人员来更好的理解和服务当地市场动态和消费需求, 提高公司销售和研发策略的本土化水平。据芯流智库报道, 公司在非洲地区的本地员工约 5000 人, 比中国籍员工 1000 人高出近 4 倍。

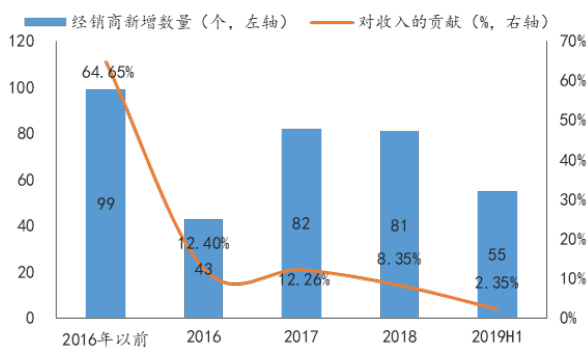
(3) 公司渠道优势明显, 推动盈利空间提升。公司销售网络的完善推高公司的手机销量, 高销量、高市占又进一步增厚经销商利润, 提升其品牌忠诚度, 利于营销网络的稳定和进一步渗透。经过十几年深耕布局, 公司在非洲已建立一套覆盖面广、渗透力强、稳定性高的营销渠道网络, 深厚的渠道壁垒为公司稳定手机产品市占率、布局家电、互联网服务等扩品类业务、提升盈利空间提供了有力保障。

图表 29 公司在新兴市场建立的三级经销体系



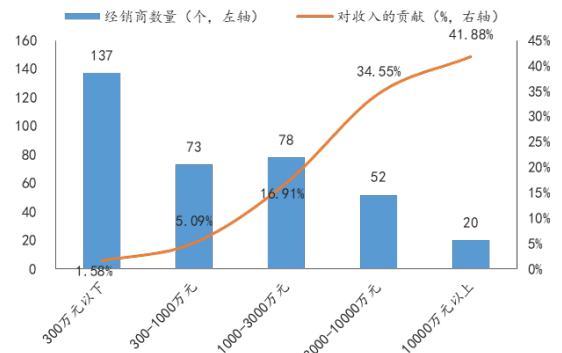
资料来源: 芯流智库, 华安证券研究所

图表 30 非洲市场传音经销商数量 (截至 2019H1)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所 (注: 以 2019H1 营收为基准)

图表 31 非洲市场传音经销商收入规模分布 (截至 2019H1)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所 (注: 以 2019H1 营收为基准)

直面用户痛点, 本地化技术创新打造产品竞争力。公司坚持以市场为驱动、用户为导向的研发模式进行自主创新, 致力于将大众科技转化为本地化产品。作为进入非洲市场的第一家国产手机厂商, 公司扎根非洲多年, 对非洲市场和用户群体有着深刻的理解和洞察, 具备较强的应用性技术创新能力, 积极引入新材料、新工艺、新技术提升手机对本地市场的适配度。经过多年积累, 公司已研发出基于非洲本地化的深肤色拍照技术、硬件新材料、大数据用户行为分析、OS 系统及移动互联产品服务。

其中, 拍照摄像方面, 针对现有手机拍摄对深肤色人群的面部识别准确度较低, 公司通过大量搜集非洲当地人照片, 开展脸部轮廓、曝光补偿、成像效果分析, 创造性地通过眼睛和牙齿来定位, 同时加强曝光, 依靠红外线照射和大数据运算来捕捉人的脸型, 系统启动自动补光功能和美颜功能进行定型抓拍, 开发出深肤色用户美肤模式, 优化非洲消费者拍照体验。

充电方面, 针对非洲部分地区电力供应不稳定、供电时间受限, 公司给旗下手机搭载大容量电池, 推出了可连续使用 21 天的超长待机电池手机以解决非洲用户的续航问题。

SIM 卡方面, 由于非洲每个通信运营商网络覆盖面积很小, 需要多个运营商负责不同地区的网络, 而跨运营商通话费用昂贵, 导致非洲手机使用成本高昂。公司创造性的推出“四卡四待”手机, 大大降低了非洲用户的手机使用成本, 助力公司销量攀升。

手机壳耐腐蚀方面, 由于非洲气候酷热、用户体质多汗容易对手机壳造成腐蚀、污染, 公司研发出耐手汗、抗脏污、导热性好的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。

图表 32 公司的深肤色拍照技术



资料来源: Insmark, 华安证券研究所

图表 33 itel 发布 P40+ 搭载 7000mAh 大电池



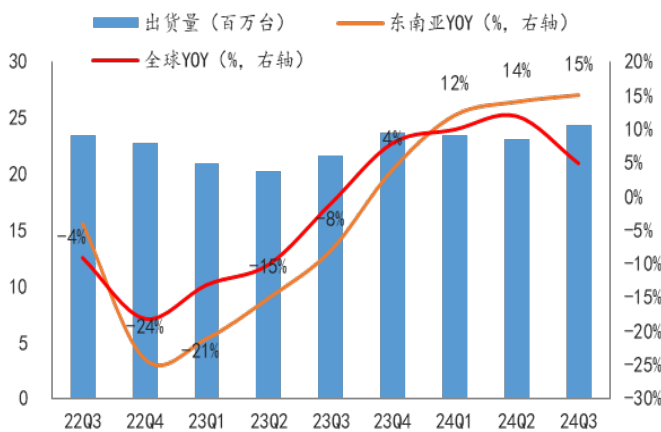
资料来源: 集微网, 华安证券研究所

2.2.2 积极开拓非洲外市场，本地化策略助力市场份额提升

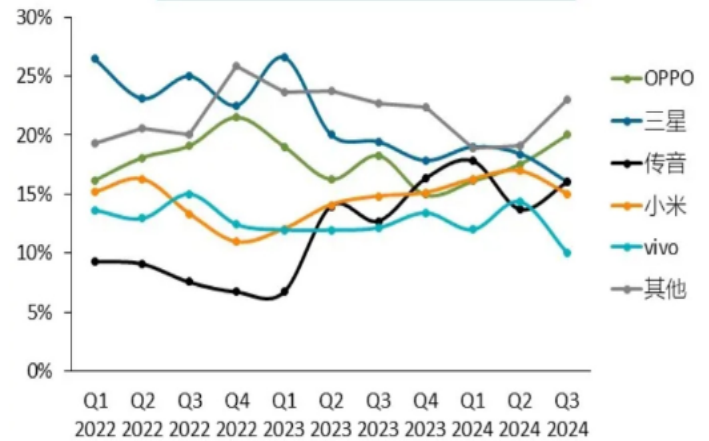
东南亚：增幅超越大盘潜力大，公司推出高性能游戏手机发力印尼市场

据 Canalys 统计，2024 年东南亚智能机市场复苏动能强劲，前三季度出货量增长迅速 YOY 超越全球平均值，2024Q3 出货量 2500 万台 YOY+15% 相较全球 5% 的增幅差距进一步拉大，显示出该地区强大的增长潜力。中远期来看，东南亚年轻的人口结构和日益完善的数字金融服务是消费增长的有利支撑，也将刺激智能手机的高端化升级和出货量增长。2024 年传音将东南亚作为公司级战略新市场，通过布局多元化混合渠道、面向 \$200 以下市场积极发布高性能&高性价比产品、增强在音频&摄影方面的细致设计等多种方式满足当地用户的多样化需求，推动销量迅速提升。2024 年公司发布游戏旗舰新品 Infinix GT20 Pro，是全球首批支持腾讯手游《PUBG MOBILE》120 帧的机型，高帧率大幅提高了游戏战斗力。公司通过深度本地化策略，以聚焦用户痛点，契合用户使用偏好，提高用户使用体验为导向增强产品差异化竞争力，有望复制非洲经验重塑销量奇迹。

图表 34 东南亚地区智能手机出货量



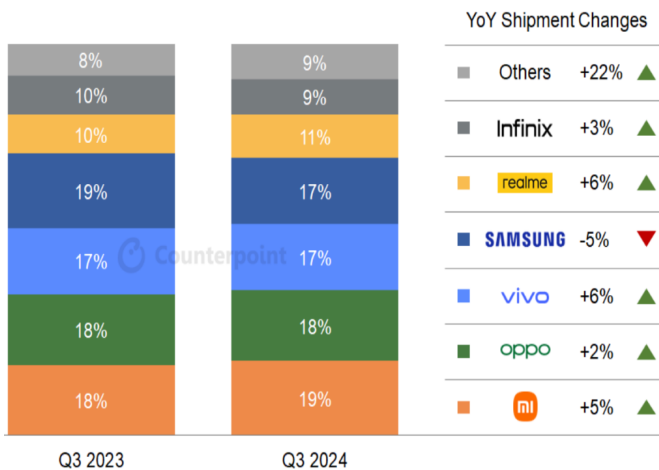
图表 35 东南亚智能机市场格局



资料来源：Canalys，华安证券研究所（注：东南亚国家包括柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南）

资料来源：IDC，华安证券研究所

图表 36 印度尼西亚智能机市场格局



资料来源：Counterpoint，华安证券研究所

图表 37 传音 Infinix GT 20Pro 游戏旗舰机



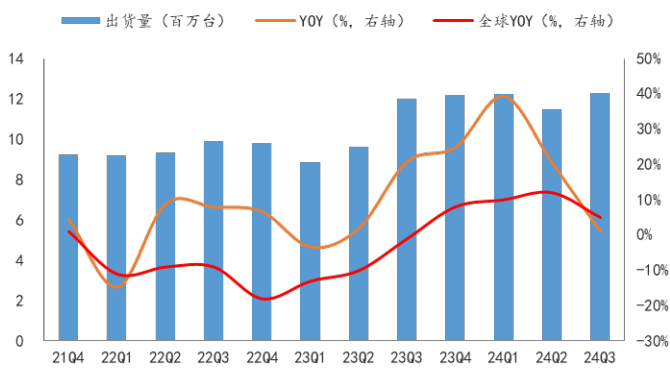
资料来源：Infinix 官网，华安证券研究所

中东增速放缓，拉美初现成效。

据 Canalsys，受油价下跌、地缘政治紧张局势升级以及占当地相当人口比例的外籍移民暑假离境度假的影响，2024Q3 中东地区智能机出货量增速放缓，出货量 1220 万台 YOY 微涨 2%。预计 2025 年在手机更新周期延长、政治复杂性和经济波动加大等多重因素影响下，中东智能机市场将实现温和上涨。公司自进入中东以来积极开拓本地化渠道，丰富产品矩阵以促进销量增长，2024 前三季度市占率稳居前三。未来有望通过增强与沙特、伊拉克战略经销商以及该地区最大零售商 Lulu Hypermarkets 的合作来提升出货量，争夺市场份额。

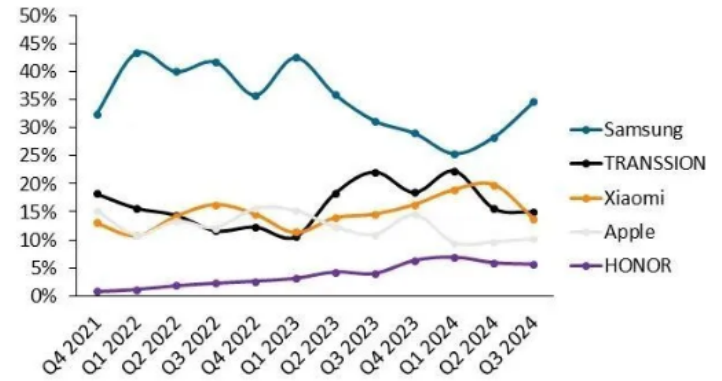
得益于通胀下降推动的经济持续复苏，在 \$200 以下高性价比智能手机的强力推动下，2024Q3 拉美地区智能机市场延续高速增长态势出货量突破 3510 万台，YOY+10%，创下该地区历史第二高的季度出货量。公司凭借在 \$200 以下高性价比智能手机领域积累的丰富经验和极致性价比优势，加大渠道和产品布局，积极推动产品扩张。2023 年 3 月传音手机进驻哥伦比亚最大电信运营商 Claro，有望以哥伦比亚为起点，开启拉美市场发展新征程。2024Q3 传音在拉美以 9% 的市占率位列第四，未来发展值得期待。

图表 38 中东地区智能手机出货量



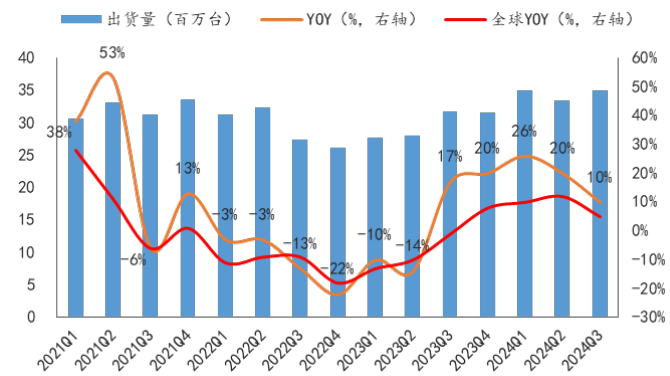
资料来源: Canalsys, 华安证券研究所 (注: 不含土耳其)

图表 39 中东智能机市场格局



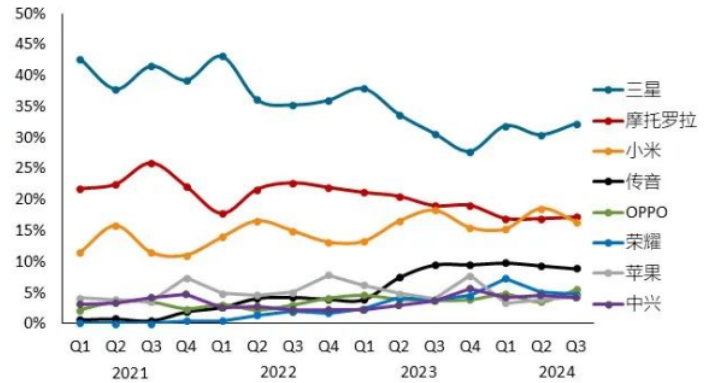
资料来源: Canalsys, 华安证券研究所 (注: 不含土耳其, 小米包括 POCO 和红米, 传音包括 Tecno、Infinix 和 iTel)

图表 40 拉美地区智能手机出货量



资料来源: Canalsys, 华安证券研究所

图表 41 拉美智能机市场格局



资料来源: Canalsys, 华安证券研究所

3 升级产品结构寻找新的业绩增长点，互联网服务开辟第二成长曲线

3.1 布局折叠机提升品牌形象，打造 AI 手机拥抱 AI 浪潮

推出第二代折叠屏 AI 旗舰，积极布局先进领域。折叠屏手机作为手机产品形态创新已成为当前疲软的手机市场中为数不多的高增长细分赛道，据 Canals 预测，2024-2028 年折叠屏手机出货将以 CAGR 30% 增长至 5100 万台。公司紧抓行业发展潮流，加大对折叠屏手机的研发布局，以期重塑品牌的高端化形象。2024 年 9 月 TECNO 全球首发 PHANTOM 系列第二代折叠屏旗舰---大折叠 PHANTOM V Fold2 5G 和小折叠 V Flip2 5G，进一步推动品牌的高端化进程，满足用户的高端需求。此外，公司积极布局先进技术领域，探索三折屏、卷轴屏等折叠新形态，并推出相关概念机，表明公司具有深厚的高端前沿技术储备，高端化实力不容小觑。

图表 42 传音大折叠智能手机



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 43 传音小折叠智能手机



资料来源：公司官网，华安证券研究所

合作海外大模型厂商，卡位 AIGC 优质赛道。AI 手机通过内置大模型，利用人工智能、深度学习等前沿技术为用户提供个性化服务和帮助，成为用户量身定制的“私人助理”，是手机未来发展的趋势性创新。公司积极拥抱 AI 浪潮，利用立足海外的天然地理优势，接入海外顶级大模型打造手机的 AI 功能，开发和完善多样化的智能硬件设备，构建以 AI 为驱动的智能设备生态系统。2024 年 3 月公司推出 TECNO AIOS，搭载联发科 MediaTek 天玑 9300 生成式 AI 芯片（采用全大核 CPU 架构，以第七代 APU 790 处理器提供 AI 性能），合作 Google 引入 Gemini 大模型，全面提升旗下手机的 AI 性能进军高端市场。TECNO AIOS 的核心能力主要包括：（1）定制化 AI 助手 Ella，支持全球多种语言，可为不同语言和区域的全球用户提供网页搜索、笔记生成、实时翻译电话、自动生成视频字幕、创意生成壁纸&图片、用简单描述精确搜索照片等个性化服务；（2）AI 增强摄影，助力人像增强器实现深肤色到多肤色的技术突破。AI 赋能全面升级手机的使用体验，有望提高公司手机产品的单机价值量，推动销量提升。

图表 44 传音 AI 手机生成式 AI 画像功能



资料来源: IT之家, 华安证券研究所

图表 45 传音 AI 手机支持由简单草图生成图像



资料来源: IT之家, 华安证券研究所

3.2 配件、家电、储能多领域开拓, 多品类布局静待放量

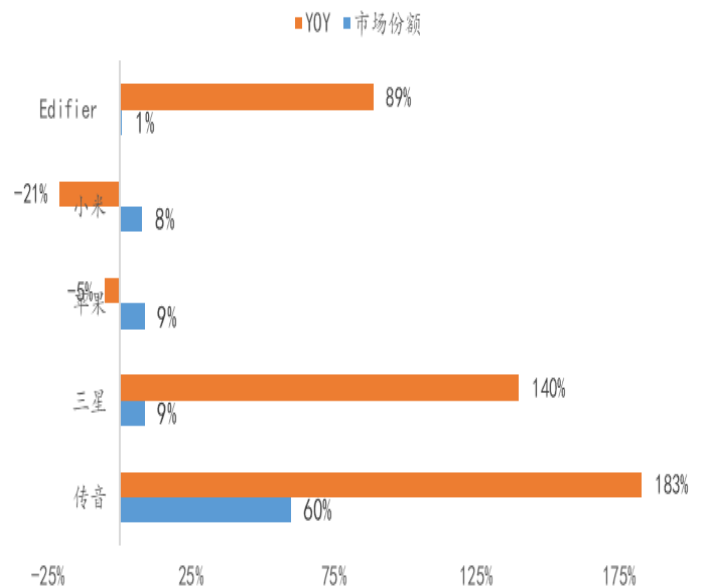
复用手机渠道, 品牌优势助力 3C 配件业务快速突破。随着非洲经济水平的提高以及非洲智能机渗透率的提升, 以 TWS 蓝牙耳机、智能手表、蓝牙音箱、移动电源、吸尘器等为代表的 3C 硬件周边需求也逐步释放。以智能手表为例, 据 Mordor Intelligence 统计 2024-2029 中东非地区 CAGR 高达 12.17%, 增长速度快, 市场潜力大。公司扎根非洲多年, 对当地市场发展趋势、消费者需求有着深刻的洞察和理解, 早在 2014 年便创立数码配件品牌 Oramo 并推动旗下三大手机品牌 TECNO、Itel 和 Infinix 逐步渗透配件业务, 借用手机深厚的渠道网络、品牌影响力、智能机高市占率带动配件业务渗透, 丰富和完善公司的手机生态圈, 增强品牌护城河。据 Canalys 统计, 2023Q4 公司领跑非洲 TWS 市场, 市占率、增速均大幅领先其他厂商。我们认为, 短期来看, 3C 配件业务有望为公司业绩贡献重要增量, 中长期来看, 公司在非洲的手机生态圈已初步形成, 品牌壁垒深厚, 为扩展互联网服务等高附加值业务、推动盈利模式转型奠定坚实的基础。

图表 46 中东非智能手表市场规模 (十亿美元)



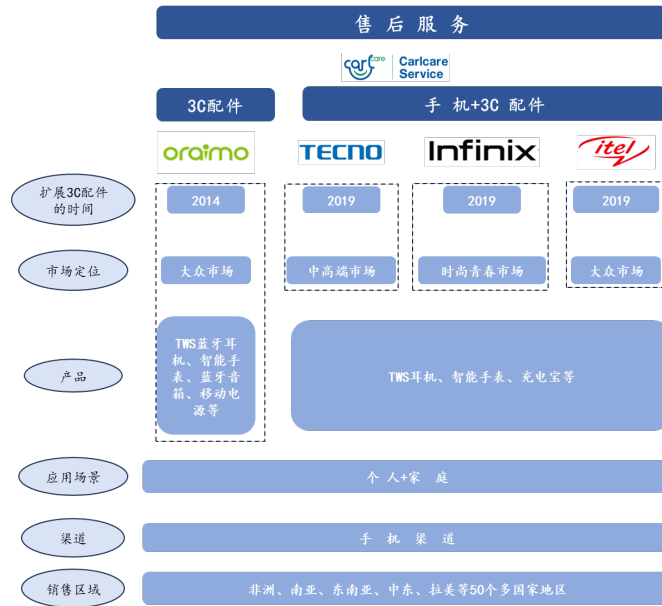
资料来源: Mordor Intelligence, 华安证券研究所

图表 47 2023Q4 非洲 TWS TOP5 供应商及增速



资料来源: Canalys, 华安证券研究所

图表 48 公司 3C 配件业务布局

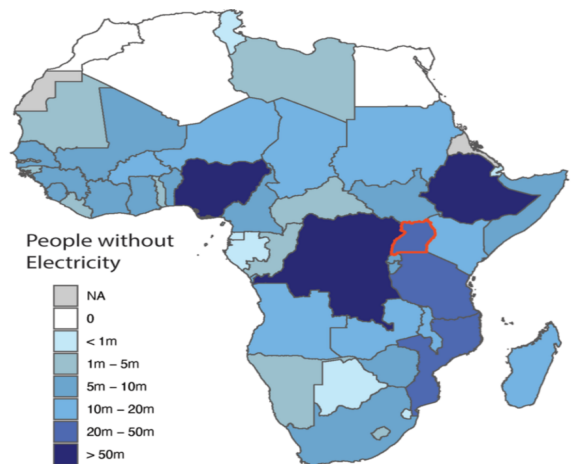
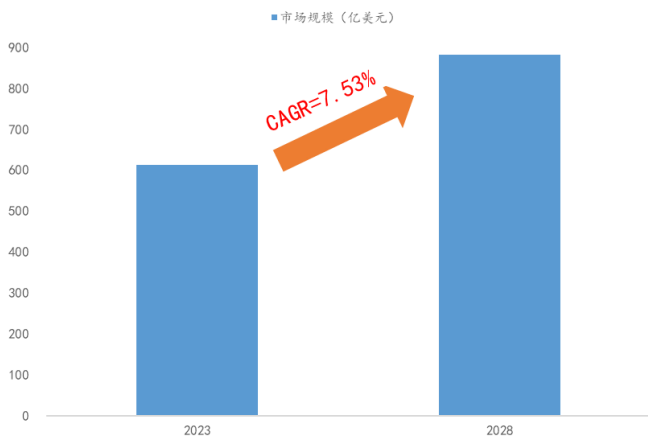


资料来源：招股说明书，公司官网，华安证券研究所

需求潜力大，前瞻布局家电、储能静待放量。随着非洲经济水平的提升，近年来在满足温饱需求后非洲消费者对消费电子、家用电器等必须类智能硬件产品的需求不断上涨。据 Statista 预测，2023 年非洲家电市场规模 613.6 亿美元，2028 年将扩大至接近 900 亿美元，2023-2028 CAGR 达 7.53%，市场空间广阔。同时，非洲电力基础设施不完善、电力供应不稳定，通电率较低等因素抑制了家电需求的释放。为抓住非洲家电市场的潜在红利，推动公司主营业务手机产品渗透率的提升，公司横向布局家电和储能业务以丰富产品结构，增强客户粘性，深化品牌壁垒。公司 2015 年创立家电品牌 Syinix，2023 年创立面向家庭和小型企业的储能品牌 DYQUE，旗下三大手机品牌 TECNO、Itel 和 Infinix 陆续推出家电、储能产品，打造类似手机的多品牌分层级产品矩阵以覆盖不同消费群体。公司庞大的线下销售渠道、零售物流体系以及与当地经销商深度合作，为公司立足手机业务开拓家电、储能新增长点打下坚实的基础。

图表 49 非洲家用电器市场规模及预测 (亿美元)

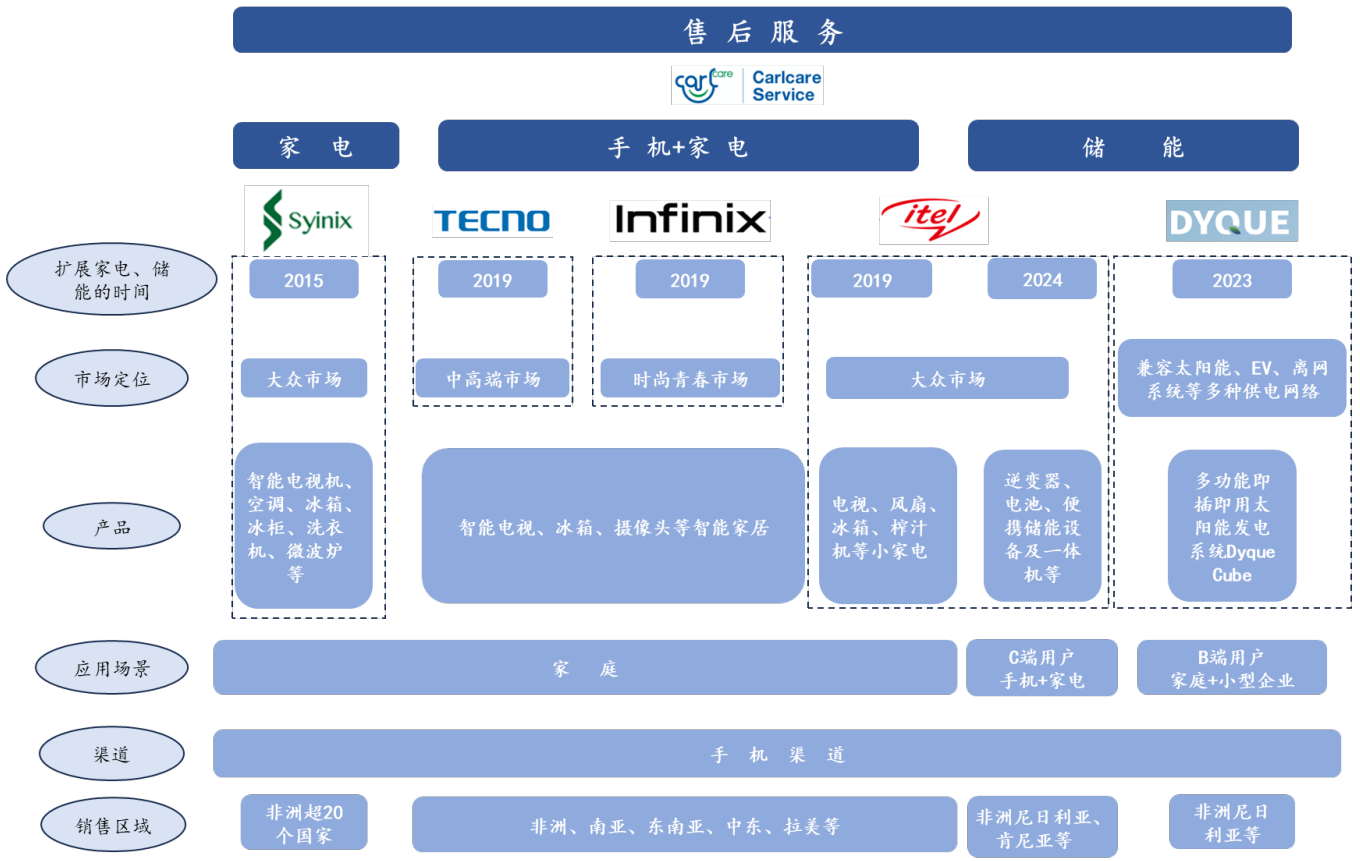
图表 50 2022 年非洲地区通电率情况



资料来源：Statista，华安证券研究所

资料来源：斯坦福大学，华安证券研究所

图表 51 公司家电、储能业务布局

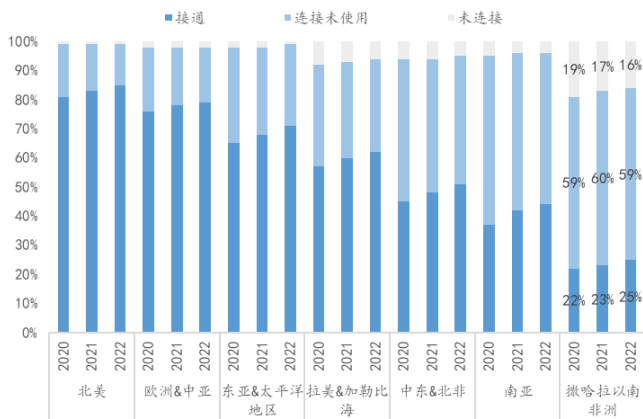


资料来源：招股说明书，公司官网，中国储能网，36氪等，华安证券研究所整理

3.3 立足智能机高渗透，移动互联网服务潜在盈利空间大

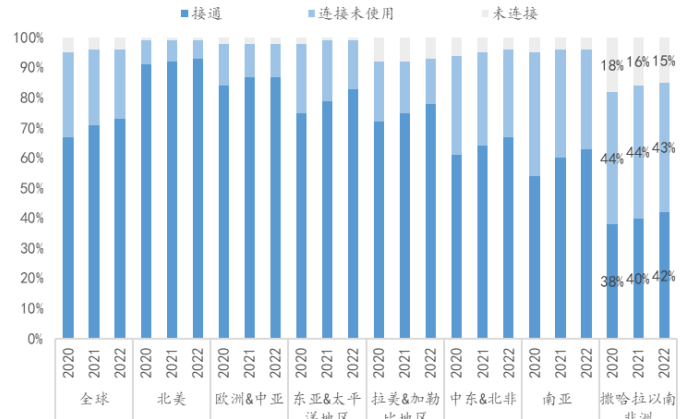
智能机渗透率过半，打开非洲移动互联新蓝海。随着非洲经济水平的发展、3G 等高速电信网络的渗透、流量资费的降低，据 GSMA 统计，自 2022 年开始非洲整体智能机渗透率已达到 51%且呈快速上升趋势。智能手机作为移动流量的硬件接口，为推动移动互联网的大规模普及和海量网络应用的兴起提供了重要载体。目前，非洲地区过半的智能机渗透率开启了非洲移动互联新时代，但距离全球平均水平仍有较大差距，具备市场潜力。

图表 52 全球各地区移动互联网渗透率



资料来源：GSMA，华安证券研究所

图表 53 全球各地区 18 岁以上成年人移动互联网使用比例



资料来源：GSMA，华安证券研究所

域内域外双向联动，公司移动互联网业务增长可期。公司在非洲智能机市场的高市占率积累了庞大的用户数量，带来了天然、持续稳定的海量流量资源，是公司发展移动互联网服务的重要基石。公司通过联动场域内外优质资源，构建全域联动服务平台，推动公司移动互联网业务的发展。(1) 域内：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传音 OS，包括 HiOS、itelOS 和 XOS。围绕传音 OS，公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于智能终端操作系统传音 OS，利用工具类应用程序所完成的应用软件预装、分发、广告投放、付费素材/主题以及本地化服务聚合等移动互联网增值服务已构成公司重要的盈利增长点和核心竞争力之一；(2) 域外：公司深耕建设非洲本地化服务和内容，以自研或合作的方式开发多款独立 APP，通过独立 APP 形成流量聚集从而创造营收。公司在音乐、游戏、短视频、内容聚合及其他应用领域联合 Google、Facebook、网易、腾讯等多家海内外领先互联网公司打造了 Boomplay、Scooper、Phoenix 等多款月活人次破千万的独立 APP。其中，音乐流媒体播放平台 Boomplay 拥有超过 4300 万激活用户，月单曲播放量达 20 亿次，是非洲最大的音乐流媒体平台。

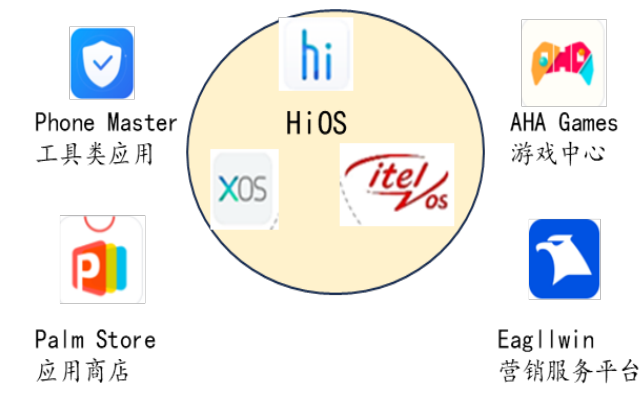
公司依托在非洲智能机市场的高市占率，以智能手机等智能硬件为高流量入口，通过构建域内域外双向联动的应用程序形成“流量聚集-流量分发-流量变现”的全新盈利模式，突破了传统硬件销售的利润天花板。同时，公司扩品类智能硬件产品、基于海外顶级大模型的 AI 技术有望衍生出更多高流量应用产品，为公司打开长期成长空间。

图表 54 公司打造域内/域外全域联动服务



资料来源：扬帆出海，华安证券研究所

图表 55 传音智能终端操作系统 OS 及运营



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 56 传音独立 APP 平台



资料来源：公司官网，华安证券研究所

盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 55.22、63.79、74.0 亿元，对应的 EPS 分别为 4.84、5.59、6.49 元，对应 2024 年 12 月 24 日收盘价 PE 分别为 19.14、16.57、14.29 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

新兴市场拓展不及预期、新业务开展不及预期、市场竞争加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	40132	46733	55168	65102	营业收入	62295	71272	80066	89865
现金	12599	20186	26183	33280	营业成本	47063	55624	61874	69899
应收账款	1965	2178	2446	2746	营业税金及附加	249	285	320	359
其他应收款	901	990	1112	1248	销售费用	4893	5203	6005	6470
预付账款	238	278	309	349	管理费用	1507	1711	1922	1977
存货	10443	10616	11631	12991	财务费用	-176	111	-165	-225
其他流动资产	13986	12486	13486	14486	资产减值损失	-228	-200	-200	-200
非流动资产	5989	5847	5503	5148	公允价值变动收益	-68	0	0	0
长期投资	430	430	430	430	投资净收益	195	570	200	225
固定资产	3065	2700	2336	1971	营业利润	6747	6713	7748	8982
无形资产	509	539	559	569	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	1985	2178	2178	2178	营业外支出	38	40	40	40
资产总计	46121	52581	60671	70250	利润总额	6714	6673	7708	8942
流动负债	23898	25841	27495	29607	所得税	1127	1101	1272	1476
短期借款	1512	1512	1512	1512	净利润	5587	5572	6436	7467
应付账款	14074	14679	15469	16504	少数股东损益	50	50	58	67
其他流动负债	8313	9651	10515	11591	归属母公司净利润	5537	5522	6379	7400
非流动负债	4046	4090	4090	4090	EBITDA	6759	7178	7938	9112
长期借款	247	247	247	247	EPS (元)	6.88	4.84	5.59	6.49
其他非流动负债	3799	3843	3843	3843					
负债合计	27944	29931	31585	33697					
少数股东权益	122	172	230	297					
股本	807	1140	1140	1140					
资本公积	6583	6995	6995	6995					
留存收益	10665	14343	20721	28121					
归属母公司股东权益	18055	22478	28856	36256					
负债和股东权益	46121	52581	60671	70250					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11890	6422	6924	7989
净利润	5587	5572	6436	7467
折旧摊销	315	395	395	395
财务费用	63	37	37	37
投资损失	-195	-570	-200	-225
营运资金变动	5888	976	16	76
其他经营现金流	-68	4608	6660	7631
投资活动现金流	-6134	2009	-890	-855
资本支出	-803	-100	-90	-80
长期投资	-5590	1500	-1000	-1000
其他投资现金流	260	609	200	225
筹资活动现金流	-3390	-707	-37	-37
短期借款	277	0	0	0
长期借款	-3	0	0	0
普通股增加	3	334	0	0
资本公积增加	557	411	0	0
其他筹资现金流	-4223	-1452	-37	-37
现金净增加额	2383	7587	5998	7097

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	33.7%	14.4%	12.3%	12.2%
营业利润	122.5%	-0.5%	15.4%	15.9%
归属于母公司净利	122.9%	-0.3%	15.5%	16.0%
获利能力				
毛利率 (%)	24.5%	22.0%	22.7%	22.2%
净利率 (%)	8.9%	7.7%	8.0%	8.2%
ROE (%)	30.7%	24.6%	22.1%	20.4%
ROIC (%)	26.2%	22.5%	19.9%	18.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	60.6%	56.9%	52.1%	48.0%
净负债比率 (%)	153.7%	132.1%	108.6%	92.2%
流动比率	1.68	1.81	2.01	2.20
速动比率	1.21	1.37	1.56	1.73
营运能力				
总资产周转率	1.62	1.44	1.41	1.37
应收账款周转率	38.31	34.41	34.63	34.61
应付账款周转率	4.74	3.87	4.10	4.37
每股指标 (元)				
每股收益	6.88	4.84	5.59	6.49
每股经营现金流	10.43	5.63	6.07	7.01
每股净资产	22.39	19.71	25.30	31.79
估值比率				
P/E	20.12	19.14	16.57	14.29
P/B	6.18	4.70	3.66	2.92
EV/EBITDA	14.98	12.26	10.33	8.22

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

刘志来：华安证券电子分析师。2020-2021 年曾任职于信达证券，2023 年加入华安证券。4 年电子行业研究经验，兼具买卖方视角。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。