

传音控股 (688036.SH)

新兴市场手机王者，多元化/全球化/高端化打开空间

2025 年 11 月 18 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈蓉芳（分析师）

张威震（分析师）

chenrongfang@kysec.cn

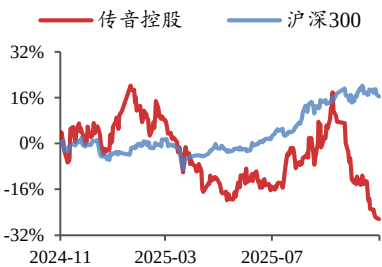
zhangweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524120002

证书编号：S0790525020002

日期	2025/11/17
当前股价(元)	64.49
一年最高最低(元)	113.51/63.69
总市值(亿元)	742.40
流通市值(亿元)	742.40
总股本(亿股)	11.51
流通股本(亿股)	11.51
近 3 个月换手率(%)	72.93

股价走势图



数据来源：聚源

● 新兴市场的智能终端领先品牌，首次覆盖，给予“买入”评级

传音控股 2006 年成立，2019 年于科创板上市。公司围绕 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌，依托用户基础和品牌优势，持续开拓 AIoT、家电、储能以及电动车等领域，移动互联业务则布局 OS 系统、软件平台及独立 APP。公司聚焦新兴市场，以非洲市场为基本盘，将品牌和渠道优势逐步拓展至南亚/东南亚、拉美、中东、东欧等地区市场。我们认为，公司手机产品持续向中高端转型并拓展更多市场，非洲地区智能机渗透率提升也有望带来长期增量，公司有望凭产品多元化、业务全球化、品类高端化保持快速增长，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 31.47 亿元/44.82 亿元/59.23 亿元，EPS 为 2.73 元/3.89 元/5.15 元，当前股价对应 PE 为 23.6 倍/16.6 倍/12.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 手机业务：深耕非洲基本盘，发力高端化与 AI 化，开启全球增长新周期

公司在非洲手机市场占据龙头地位。面对其他厂商的竞争，公司凭借智能机与功能机双市场的稳固基本盘、成熟的渠道与营销体系以及本土化产品技术，打造竞争壁垒，并通过产品高端化升级巩固优势。未来非洲经济向好、人口结构年轻化以及移动网络的普及将推动功能机向智能机的转换，为公司带来可观的增量空间。在东南亚、南亚等其他新兴市场，公司通过多品牌与精准的价格带策略成功抢占主要国家份额。未来随着与高通专利纠纷的解决、品牌智能机 ASP 提升以及产品高端化、AI 化趋势深化，公司有望将业务拓展至全球更多区域市场。

● 扩品类与移动互联业务：从智能终端到生态协同，开拓多元新增量空间

扩品类业务：AIoT 方面，公司通过三大手机品牌以及数码配件品牌 oraimo，构建“手机+AIoT”全场景智能生态；家电业务受益于非洲未来广阔的市场空间，前景良好。非洲贫瘠的电力基础、丰富的光照环境以及中非光伏贸易推进为光储业务发展提供良好基础，公司通过增资控股子公司、联手伊拉克光储龙头持续拓展业务版图；同时创立两大电动车品牌，打造新的增长点。移动互联方面，公司通过构筑“OS+技术中台+应用 APP”的垂直生态，布局非洲蓝海市场。

● **风险提示：**全球宏观经济波动风险；技术创新无法满足市场需求的风险；新市场拓展不利的风险；原材料涨价超预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,295	68,715	70,418	78,372	88,342
YOY(%)	33.7	10.3	2.5	11.3	12.7
归母净利润(百万元)	5,537	5,549	3,147	4,482	5,923
YOY(%)	122.9	0.2	-43.3	42.4	32.2
毛利率(%)	23.5	21.3	19.2	19.6	20.9
净利率(%)	8.9	8.1	4.5	5.7	6.7
ROE(%)	30.7	27.5	14.5	18.8	21.6
EPS(摊薄/元)	4.81	4.82	2.73	3.89	5.15
P/E(倍)	13.4	13.4	23.6	16.6	12.5
P/B(倍)	4.1	3.7	3.4	3.1	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、传音控股：深耕新兴市场，以手机为核心构建 AI 终端生态.....	6
1.1、 公司概况：以非洲手机业务起家，“区域+产品”多元化拓展业务边界.....	6
1.2、 主营业务：手机+AIoT+移动互联，打造新兴市场品牌矩阵.....	8
1.3、 财务表现：收入稳步提升，利润率短期承压，现金流充沛.....	10
2、 手机：品牌/渠道/本地化构筑壁垒，区域拓展打开广阔市场.....	14
2.1、 行业概况：全球市场进入存量阶段，传音份额持续提升.....	14
2.2、 非洲市场：竞争优势显著，市场份额领先，增长前景广阔.....	16
2.2.1、 市场概况：手机销量快速成长，传音龙头地位稳固.....	16
2.2.2、 竞争格局：传音深耕本地化、优势显著，无惧竞争.....	17
2.2.3、 增长潜力：手机渗透率仍有提升空间，非洲功能机用户持续向智能机转换.....	22
2.3、 其他市场：东南亚/南亚/拉美成效显著，核心区域市占率领先.....	25
2.3.1、 东南亚/南亚：头部厂商竞争激烈，传音在重点市场份额领先.....	25
2.3.2、 拉美市场：厄瓜多尔市场渗透迅猛，市占率持续领先并不断巩固.....	29
2.4、 全球化：厚积薄发构筑壁垒，走出非洲，走向全球化.....	29
2.4.1、 高通专利纠纷化解落地，打开全球区域市场潜在空间.....	30
2.4.2、 深入一线紧抓用户需求，持续推进本地化战略.....	31
2.4.3、 高端化：推进中高端机型品牌建设，布局 AI 手机构筑长期动能.....	31
3、 扩品类：依托品牌/渠道优势，拓展 AIoT/家电/光储等业务.....	33
3.1、 AIoT：依托四大子品牌拓展平板/PC/穿戴/配件等消费电子产品.....	33
3.2、 家电：Syinix 定位中高端品牌，以全品类本土化开拓新增长曲线.....	35
3.3、 光储：非洲与南亚市场光伏发展前景良好，催生储能产品刚性需求.....	36
3.4、 电动车：非洲市场具备显著增长空间，双品牌打造产品矩阵.....	39
4、 移动互联：构建垂直生态，深化用户价值闭环.....	40
4.1、 构建“OS+技术中台+应用 APP”的垂直生态布局.....	40
4.2、 把握非洲互联网用户增长新机遇，移动互联业务有望快速发展.....	41
4.2.1、 案例 1—AHA Games：移动游戏市场强劲增长，平台优势凸显.....	42
4.2.2、 案例 2—Boomplay：非洲领先的音乐流媒体平台，引领非洲音乐生态.....	44
4.2.3、 案例 3—Palmpay：非洲领先的金融科技平台，赋能本地支付生态.....	45
5、 盈利预测与投资建议.....	46
5.1、 关键假设与盈利预测.....	46
5.2、 估值评级与投资建议.....	48
6、 风险提示.....	48
附：财务预测摘要.....	50

图表目录

图 1： 全球新兴市场智能终端龙头，从手机到全生态业务的发展之路.....	6
图 2： 公司股权集中，实控人具有绝对控制权.....	7
图 3： 公司围绕三大手机品牌打造产品矩阵.....	8
图 4： 2017-2024 年传音控股收入持续增长.....	11
图 5： 2017 至 2024 年传音控股净利润保持增长趋势.....	11
图 6： 2019 至 2024 年传音控股毛利率/净利率趋于稳定.....	12
图 7： 2019 至 2024 年传音控股整体费用率水平有所波动.....	12

图 8: 2019 至 2024 年传音控股销售费用率明显下降.....	12
图 9: 2019 至 2024 年传音控股经营现金流充沛.....	12
图 10: 2024 年公司应收账款周转率下滑至 25.73%.....	13
图 11: 2024 年公司存货周转率维持合理水平.....	13
图 12: 2020 至 2024 年公司手机销售收入占比超过 9 成.....	13
图 13: 2020 至 2024 年公司手机毛利率稳定在 21%左右.....	13
图 14: 2020 年以来公司亚洲等地区收入占比逐步提高.....	13
图 15: 2020-2024 年公司非洲毛利率保持在 28%左右.....	13
图 16: 2017 至 2024 年全球手机市场概况, 传音手机出货量份额持续提升.....	14
图 17: 传音逐步拓展非洲、亚太等多个新兴市场的份额.....	15
图 18: 2024 年非洲智能手机出货量增长至 7470 万部.....	16
图 19: 2025Q1 非洲智能机实现连续 8 个季度同比正增长.....	16
图 20: 2024 年传音非洲智能手机市场份额增长至 51%.....	16
图 21: 2025Q2 传音非洲智能机市场份额重新超过 50%.....	16
图 22: 2025Q1 传音尼日利亚市占率下降幅度缩小.....	17
图 23: 2025Q1 传音在肯尼亚的市占率波动已经趋稳.....	17
图 24: 传音非洲市场双线领跑, 东西非地区主导地位突出.....	18
图 25: 传音在非洲实行“刷墙”广告营销策略.....	18
图 26: TECNO 连续成为非洲杯官方全球合作伙伴.....	18
图 27: 2013-2023 年非洲缺失电力人口基数下降幅度较小.....	19
图 28: 传音早期推出“四卡四待”手机.....	20
图 29: itel 推出 Power 70 电池壳套装搭载超长续航方案.....	20
图 30: Infinix 发布全场景智慧快充 2.0.....	20
图 31: Infinix 全栈自研 Cheetah X1 电源管理芯片.....	20
图 32: 传音打造多肤色影像技术.....	20
图 33: 传音提供影像 AI 深度学习超清算法.....	20
图 34: 2017-2024 年中东及非洲地区的 ASP 整体攀升.....	21
图 35: 中东及非洲市场传音中高端价格段比例持续增加.....	21
图 36: 传音逐步拓展 5G 机型占比.....	21
图 37: 非洲实际 GDP 增速高于全球水平, 为消费电子市场提供增长动力.....	22
图 38: 2029 年非洲人口预计增长至 16.33 亿人.....	23
图 39: 2024 年非洲人口结构呈现年轻化分布.....	23
图 40: 2024 年非洲 3G 以上移动网络覆盖率达到 86%.....	23
图 41: 2024 年非洲 5G 以上移动网络覆盖率增至 11%.....	23
图 42: 2030 年非洲唯一移动用户普及率预计达到 53%.....	24
图 43: 2017-2024 年印度智能机占比从 43%提升至 74%.....	24
图 44: 2000-2024 年非洲实际人均 GDP 波动增长.....	24
图 45: 2024 年非洲智能机出货占比突破 50%.....	25
图 46: 2024 年传音非洲智能机出货占比增长至 35.4%.....	25
图 47: 2024Q1-2025Q1 东南亚市场前五品牌份额集中, 传音稳居头部厂商(万台).....	25
图 48: 2019 年起传音在菲律宾智能机市场份额逐年攀升.....	26
图 49: 2025Q1 传音在菲律宾以 36%市占率领跑市场.....	26
图 50: 三大品牌在菲律宾市场份额持续增长.....	26
图 51: 2024 年三大品牌分价格段开拓菲律宾市场.....	26
图 52: 2024 年传音在缅甸智能机市占率达 44.59%.....	27

图 53: 传音通过 TECNO 与 Infinix 双品牌拓展缅甸市场	27
图 54: 2024 年传音实现缅甸市场全价格带覆盖	27
图 55: 2024 年传音在印尼智能手机市场份额达 18.34%	27
图 56: 2017-2024 年传音在印尼市场以低端机型为主导	27
图 57: 2017 以来传音在孟加拉智能机市场份额持续提升	28
图 58: 传音聚焦孟加拉 25-100 美元价位智能机市场	28
图 59: 2024 年传音在巴基斯坦以 43% 实现市占率第一	28
图 60: 2024Q1 起传音巴基斯坦市占率稳定在 42% 左右	28
图 61: 2024 年传音在印度市场份额冲高回落至为 6.5%	29
图 62: 2024Q1 以来传音在印度季度份额出现波动	29
图 63: 2024 年传音在厄瓜多尔手机市场份额增至 49.1%	29
图 64: 2024Q2 起传音在厄瓜多尔单季市占率均超 50%	29
图 65: 中欧与东欧市场传音市占率 5.6%，存在增长空间	31
图 66: 2023Q1 以来传音在拉美市场出货量保持平稳	31
图 67: 传音针对印度用户习惯推出防油污触摸技术	31
图 68: 传音为印尼玩家推出新款游戏手机	31
图 69: 2024 年传音的 ASP 提升至 117.98 美元	32
图 70: 2024 年传音全球市场 100 美元以上机型占比提升	32
图 71: 2025 年传音发布最薄三折叠手机	32
图 72: 2025 年传音发布最薄曲面屏手机 TECNO Slim	32
图 73: 2025 年公司发布搭载最先进 AI 技术的智能手机 CAMON 40 系列	33
图 74: 2024 年传音在非洲 TWS 市场份额达到 56%	34
图 75: 2024 年传音在非洲可穿戴设备市占率达到 37%	34
图 76: MMC 2025 传音发布 AI 眼镜	34
图 77: AI ROOM 呈现 AI 生态全互联	34
图 78: TECNO 与 MCR 合作 AIoT 产品	35
图 79: Syinix 全品类家电矩阵：以智能化与本土化深耕非洲市场中高端需求	35
图 80: Syinix 推出全球首款“Swallow Food”智能设备	36
图 81: 2025-2030 年非洲家电市场 CAGR 预计为 9.48%	36
图 82: 2022 年尼日利亚用电人口比例比世界低 30.78pct	36
图 83: 尼日利亚与巴基斯坦日照时间充足	37
图 84: 尼日利亚与巴基斯坦累计光伏装机量持续增长	37
图 85: 预计 2029 年尼日利亚可再生能源市场规模增长至 213.9 亿美元	37
图 86: 2024 年中国对尼日利亚的逆变器出口 1.13 亿美元	38
图 87: 2024 年中国对巴基斯坦的逆变器出口 4.12 亿美元	38
图 88: 传音储能全链路产品矩阵精准卡位新兴市场	38
图 89: 2029 年非洲电动两轮车市场预计达到 60 亿美元	40
图 90: 2040 年撒哈拉以南非洲电动车预计达 1100 万辆	40
图 91: 传音以 REVOO 与 TankVolt 双品牌打造非洲电动车出行方案	40
图 92: 2024 年非洲移动应用活跃用户规模突破 3.8 亿	42
图 93: 2024 年非洲 AI 相关移动应用打开次数超 23 亿次	42
图 94: 传音在 AI 小语种技术持续扩展版图	42
图 95: AHA Games 游戏平台在 Google Play 累计下载量超过 5 亿次	42
图 96: 2024 年非洲游戏活跃用户规模突破 2.7 亿	43
图 97: 2024 年 AHA Games 月活用户数已达 1.2 亿	43

图 98: Boomplay 位于 2024 年非洲移动应用音乐与音频类年度用户使用排行榜第二名	44
图 99: 2025 年 PalmPay 拥有超过 3500 万注册用户, 50 万代理商及 60 万商户	45
图 100: PalmPay 打造连接个人与商户的双边平台, 以高频支付场景构建金融生态	45
图 101: 2025 Q1 PalmPay 助力 Infinix/TECNO 在孟加拉国智能机出货量提升	46
表 1: 老牌手机公司波导系班底构筑起公司管理层框架	7
表 2: 传音旗下三大系列手机产品矩阵实现全价格带覆盖	9
表 3: 尼日利亚等非洲国家电力普及率较低	19
表 4: 传音与主要专利权人专利纠纷及和解事件梳理 (2018-2025)	30
表 5: 传音移动互联业务主要包含自主 OS 操作系统以及主要 APP	41
表 6: 传音控股 2023 至 2027 年分业务收入及毛利率预测	47
表 7: 传音控股当前估值与可比公司平均水平相当	48

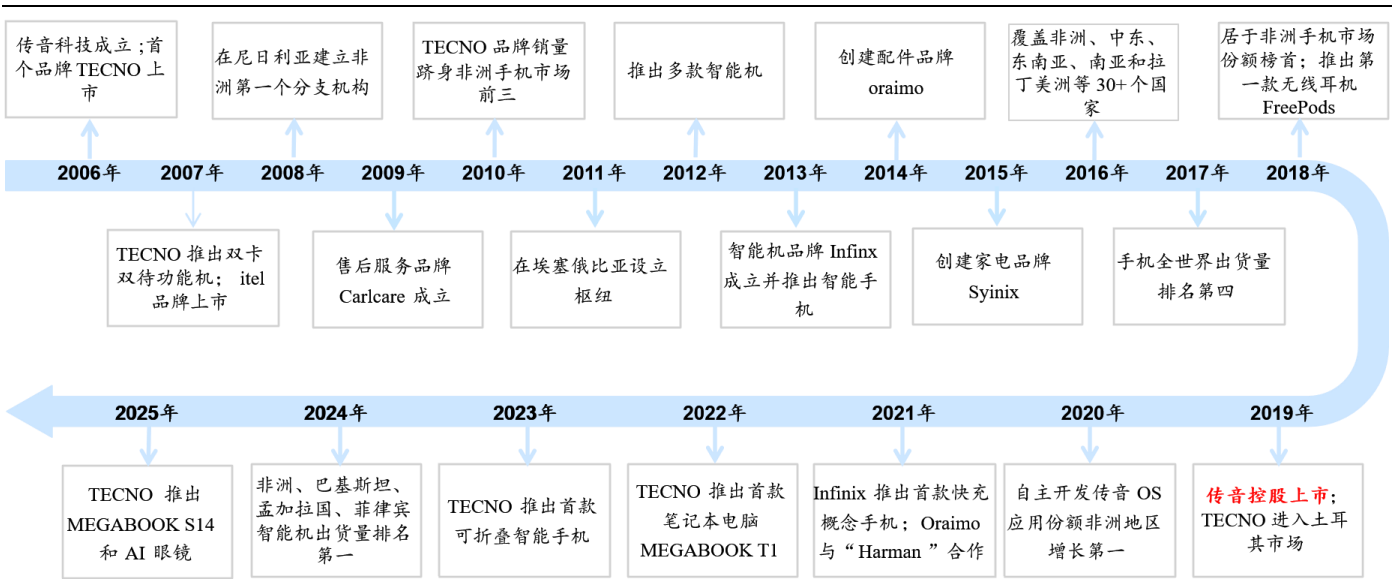
1、传音控股：深耕新兴市场，以手机为核心构建 AI 终端生态

1.1、公司概况：以非洲手机业务起家，“区域+产品”多元化拓展业务边界

传音控股的前身为传音科技，于 2006 年在中国香港成立。同年，公司推出首个手机品牌 TECNO；2007 年，第二品牌 itel 上市，并开始进入非洲市场；2013 年，公司创立品牌 Infinix，形成三大核心手机品牌体系。在发展过程中，公司逐步拓展业务边界：2009 年创立售后服务品牌 Caricare，2014 年推出配件品牌 oraimo，2015 年推出家电品牌 Syinix。2019 年，传音控股成功于科创板上市。

公司主要从事以手机为核心的智能终端业务，涵盖设计、研发、生产与品牌运营，旗下拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌，产品包括功能手机与智能手机。公司实施多元化战略，逐步拓展数码配件、家用电器等新品类，并提供移动互联网产品及服务。经过多年深耕，公司的市场主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东及拉美等全球新兴市场，并在多个国家取得领先的市场地位。

图1：全球新兴市场智能终端龙头，从手机到全生态业务的发展之路



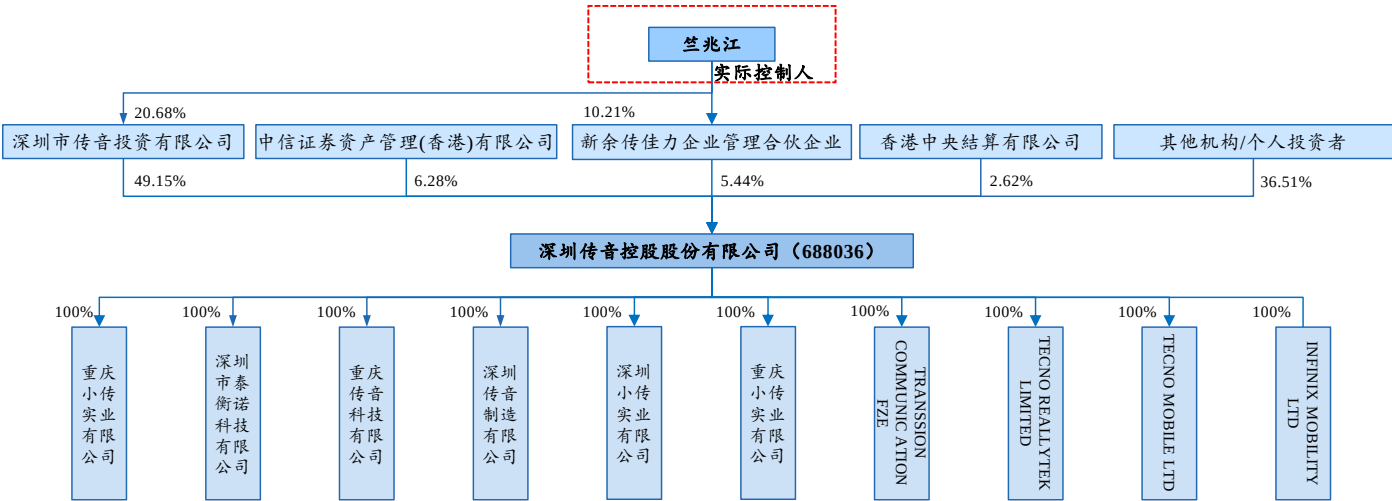
资料来源：公司公告、公司公众号、观察者网、艾媒咨询等、开源证券研究所

创始人为实际控制人，公司股权稳定集中。截至 2024 年底，深圳市传音投资公司持有公司 49.15% 的股份，新余传佳力企业持有公司 5.44% 的股份，其中公司创始人竺兆江先生作为公司实际控制人，通过两家公司间接持有传音控股 10.72% 的股份，中信证券资管持有公司 6.28% 的股份，其余股东则主要包括机构投资者和个人股东等。同时，竺兆江在公司表决权比例达到 67%，拥有绝对控制权。公司股权结构整体较为集中，实控人拥有控制权，有助于公司长期稳定发展。

管理团队出身老牌手机公司，具备丰富经验和行业视野。截至 2025 年 H1，公司董监高共 11 人，年龄分布从 44 岁到 56 岁，平均年龄 49 岁。公司创始人竺兆江担任董事长兼任总经理，凭借波导手机的从业履历以及出色的战略眼光，发现蓝海市场引领公司未来发展方向。董事会、监事会及高级管理人员中副总经理张祺、杨宏，监事会主席宋英男等 9 人来自原先竺兆江先生就职公司，共事多年培养良好的合作默契，同时团队整体具备优秀的市场分析能力以及管理经验，为公司做出合理

的决策。

图2：公司股权集中，实控人具有绝对控制权



资料来源：iFinD、开源证券研究所。注:股权比例数据截至 2025H1，控股公司数据截至 2024 年

表1：老牌手机公司波导系班底构筑起公司管理层框架

姓名	性别	职务	年龄	个人简历
竺兆江	男	董事长,董事，总经理	52	中国国籍，拥有中国香港永久居留权，1973 年出生，硕士研究生学历，曾在浙江奉通股份有限公司、宁波波导股份有限公司等公司任职,2013 年 8 月至今担任深圳传音控股股份有限公司董事长、总经理。
严孟	男	董事	45	中国国籍，无境外永久居留权，1980 年出生，本科学历，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，现任深圳传音控股股份有限公司董事。
叶伟强	男	董事	48	中国国籍，无境外永久居留权，1977 年出生，本科学历。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，现任深圳传音控股股份有限公司董事。
张祺	男	董事，副总经理	47	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，1978 年出生，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	女	董事，副总经理	56	中国国籍，无境外永久居留权，1969 年出生，大专学历，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。
阿里夫	男	董事	45	中国香港籍，1980 年出生，本科学历，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。
宋英男	男	监事会主席,监事	50	中国国籍，无境外永久居留权，1975 年出生，本科学历，曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013 年 8 月至今在深圳传音控股股份有限公司任职，现任公司监事会主席。
周宗政	男	监事	44	中国国籍，无境外永久居留权，1981 年出生，本科学历，曾在宁波波导股份有限公司等公司任职，2013 年 8 月至今在深圳传音控股股份有限公司任职，现任公司监事。
周炎福	男	职工监事	56	中国国籍，无境外永久居留权，1969 年出生，硕士研究生学历。曾在宁波波导股份有限公司、浙江吉利控股集团有限公司等公司任职，2014 年 3 月至今在公司任职，现任公司流程与信息中心架构与质量部高级经理，2018 年 11 月至今担任公司职工监事。
肖永辉	男	财务负责人	56	中国国籍，无境外永久居留权，1969 年出生，大专学历。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	男	董事会秘书	45	中国国籍，无境外永久居留权，1980 年出生，硕士研究生学历。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，现任深圳传音控股股份有限公司董事会秘书。

资料来源：iFinD、开源证券研究所

1.2、主营业务：手机+AIoT+移动互联，打造新兴市场品牌矩阵

围绕三大手机品牌，构建多元化生态架构。公司以手机业务为基础，逐步拓展出涵盖数码配件、家电、售后服务等扩品类以及移动互联业务的全链条生态，商业版图遍布非洲、南亚等 70 多个新兴市场的国家。

图3：公司围绕三大手机品牌打造产品矩阵



资料来源：公司官网、开源证券研究所

(1) 手机业务：公司拥有 TECNO、itel 和 Infinix 三大手机品牌，手机产品价格段分布广泛，实现低中高端市场全品类覆盖；2025 年公司持续创新研发，推出多款新品手机，为未来持续发展与市场开拓奠定坚实基础。

①TECNO：主打中高端市场，面向新兴市场中产阶级消费群体，提供先进的拍照影像技术和优质用户体验。TECNO 提供全面的人工智能产品生态系统，包括智能手机、智能可穿戴设备、笔记本电脑、平板电脑、智能游戏设备、HiOS 作系统和智能家居产品。TECNO 目前拥有五大手机系列：

(a) PHANTOM 系列：旗舰产品线，目前在售价格区间为 325-1600 美元以上，为各手机系列最高。2025 年，TECNO 发布全新概念机 PHANTOM Ultimate G Fold，实现全球最薄三折叠形态。

(b) CAMON 系列：定位中高端影像智能手机，CAMON 30 系列价格段在 125-750 美元。2025 年推出最新影像旗舰 CAMON 40 系列，搭载 AI 影像技术。

(c) POVA 系列：兼顾高性能与外观设计，POVA 6 系列价格段达到 100-600 美元，2025 年推出 POVA 7 系列为新生代用户提供用机体验。

(d) Spark 与 POP 系列：作为入门机型，价格段分为 50-425 美元/50-150 美元。2025 年，Sprak Slim 概念机发布，打造全球超薄智能手机。

②Infinix：成立于 2013 年，定位于 TENCO 和 itel 之间，主打年轻消费市场，以前沿技术、潮流设计、卓越性能为核心，提供引领行业的智能移动终端解决方案。除手机外，Infinix 还推出真无线耳机、智能手表、笔记本电脑、平板、智能电视等扩品类产品。

Infinix 五大产品线价格普遍低于 500 美元，主要面向中端市场。根据 IDC 数据，旗下 GT 20 Pro 系列主要集中于 225-425 美元价格段，占比达到 99.01%，部分高端机型价格达到 700-850 美元。2025 年，Infinix 推出 ZERO 系列迷你三折叠(Mini Tri-Fold)概念机，突破三折叠结构和双铰链设计；发布 Note50 系列，搭载独特 AI 技术；迭代游戏手机 GT 30 Pro 系列；打造超薄、轻量化手机 HOT 60 Pro+。

③itel：专注入门级市场，以价格实惠和高性价比为特点，主要满足功能机和低端智能机用户的需求。旗下产品包括 S、P、A 系列，主要产品价格段处于 50-250 美元。2025 年，itel 打造 CITY 100 系列，用入门级手机的价格提供 AI 手机体验，同时推出 Power 70 电池壳套装，重新定义千元级智能机的电力标准。

表2：传音旗下三大系列手机产品矩阵实现全价格带覆盖

品牌	产品线系列	2025 年最新机型	产品价格段（美元）
TECNO	PHANTOM 系列	PHANTOM Ultimate G Fold（概念机）	V Flip/Fold 系列：325-1600 元以上
	CAMON 系列	CAMON 40 Premier 5G 等 40 系列产品	CAMON 30 系列：125-750 元
	POVA 系列	POVA 7 系列	POVA 6 系列：100-600 元
	Spark 系列	Spark Slim	Spark 30 系列：50-425 元
	POP 系列	-	POP 8 系列：50-150 元
Infinix	ZERO 系列	ZERO Mini Tri-Fold（概念机）	ZERO 40 系列：200-500 元
	GT 系列	GT 30 Pro	GT 20 系列：225-850 元
	Note 系列	Note 50 Pro	NOTE 50 系列：150-200 元
	Hot 系列	Hot 60 Pro+	HOT 50 系列：75-375 元
	Smart 系列	-	Smart 8 系列：50-300 元
itel	S 系列	-	S25 系列：50-250 元
	P 系列	-	P65 系列：50-225 元
	CITY 系列	Itel CITY 100	-
	A 系列	Itel A90	A80 系列：50-150 元

资料来源：公司官网、公司公众号、IDC 等、开源证券研究所

(2) 扩品类业务：基于手机市场积累的优势，公司积极实施多元化战略布局，逐步拓展手机以外的业务布局。

①手机配件业务：公司数码配件产品涉及 TWS 蓝牙耳机、智能手表、充电头、充电宝等全品类矩阵。三大手机品牌分别根据自身品牌定位，推出不同功能以及性能的手机配件。2014 年，公司成立独立数码配件品牌 oraimo，业务覆盖非洲、南亚、东南亚、拉美等超过 60 个国家和地区，用户规模突破 2 亿。基于对新兴市场用户需求的深度洞察，oraimo 构建以 AI 技术为核心的多端互联智能生态。凭借产品、渠道与生态建设的扎实积累，品牌影响力持续提升，在《African Business》“2024 年度最受非洲消费者喜爱的品牌”中排名上升至第 81 位。

②**家电业务**：以 itel 与 Syinix 双品牌分别覆盖不同细分市场。itel 主打高性价比的入门级家电产品，包括电动剃须刀、吹风机、电风扇及空气炸锅等；Syinix 定位中高端，产品线包括智能电视、空调、冰箱、洗衣机等，依托本土化创新与品质升级持续构建竞争优势。目前 Syinix 业务已覆盖超 20 个国家，正逐步成为非洲市场具有影响力的家电品牌之一。

③**储能业务**：2023 年，公司基于原有品牌 itel 进军储能市场，推出 itel Energt 系列户储产品，现在已经拥有三大储能产品线：多倍逆变器系列涵盖 IP54/IP66/IP31 防护等级，功率覆盖 1-12kW；电池系列包括 24V 和 48V 两种电压规格；另有一体式储能系统。全系产品注重高防护等级与能量密度，并提供行业领先的 2-6 年更换维修服务，如 IP66 逆变器及 48V 电池保修长达 5 年，适配多元化储能场景需求。

④**售后服务品牌 Carlcare**：作为 TECNO、Infinix、Itel、oraimo 和 Syinix 的官方售后服务品牌。此外，Carlcare 还为其他品牌提供专业的维修和保养服务，涵盖手机、电脑、平板电脑、家电、照明设备、智慧生活、新能源和供应链。目前品牌拥有 19 家维修工厂，2000 多家服务中心。

⑤**电动车业务**：传音依托成熟的非洲渠道与本地化经验，打造非洲两轮电动车品牌 Revoo 及 TankVolt。公司通过具有价格竞争力的产品，结合创新的“电池即服务”及充电网络合作，构建“产品+服务+基础设施”的一体化解决方案。该业务已迅速覆盖多个重点市场，并跻身销量前列，成为其构建新兴市场生态的新增长曲线。

(3) **移动互联业务**：公司自主研发 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，在提升用户硬件体验的同时，公司提供符合新兴市场消费者文化的移动互联网应用服务，如软件预装、分发推送、广告投放等，以及在音乐、新闻、内容聚合、短视频等领域开发独立的移动互联网产品及服务。2024 年，公司有多款自主与合作开发的应用产品月活跃用户数（MAU）超过 1000 万，主要包括音乐类应用 Boomplay、综合内容分发应用 Phoenix、金融科技平台 PalmPay 等。其中，Boomplay 保持非洲领先的市场定位和用户规模，并且在商业化上有所进展；Phoenix 通过强化用户洞察和本地化能力，推出本地用户喜爱的相关产品；PalmPay 依靠技术与终端优势，已获尼日利亚等国的支付牌照并成为当地下载榜首，凭借全链条运营和灵活信贷服务持续深化市场渗透。

1.3、财务表现：收入稳步提升，利润率短期承压，现金流充沛

营业收入与净利润整体增长，归母净利润小幅波动。2018 年，公司归母净利润为 6.57 亿元，同比下滑 2.1%，主要系公司当年购入外汇远期合约产品形成亏损。2019 年，公司在科创板上市，业绩大幅增长，营业收入为 253.46 亿元，同比增长 11.92%，归母净利润 17.93 亿元，同比增长 172.80%。

2022 年，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，导致营业收入同比下滑 5.7%至 495.96 亿元；利润端，公司归母净利润为 24.84 亿元，同比下降 36.46%，主要原因为公司当年营收下滑叠加研发与销售费用支出增加。2023 年，公司营业收入为 622.95 亿元，同比增长 33.69%，归母净利润达 55.37 亿元，同比增长 122.93%，主要原因为：（1）市场份额提升，整体出货量及销售收入有所增长；（2）通过产品结构升级及成本优化等措施，提升整体毛利率；（3）建设高效运营组织，提升运营效率，支撑公司战略落地。

2024 年，公司营业收入 687.15 亿元，同比增长 10.31%，主要系公司坚持以用户

价值为导向，持续开拓新兴市场及推进产品升级，总体出货量同比增长。但受市场竞争以及供应链成本综合影响，2024 年归母净利润略下滑至 55.49 亿元，同比减少 0.22%。2025H1 公司营业收入为 290.77 亿元，同比减少 15.86%，归母净利润 12.13 亿元，同比减少 57.48%，主要受产品上市节奏、市场竞争以及供应链成本综合影响。随着下半年更多新品发布，公司出货量和业绩有望逐季好转。

图4：2017-2024 年传音控股收入持续增长

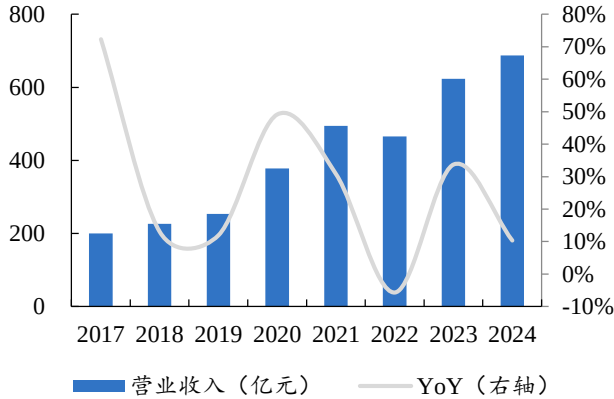
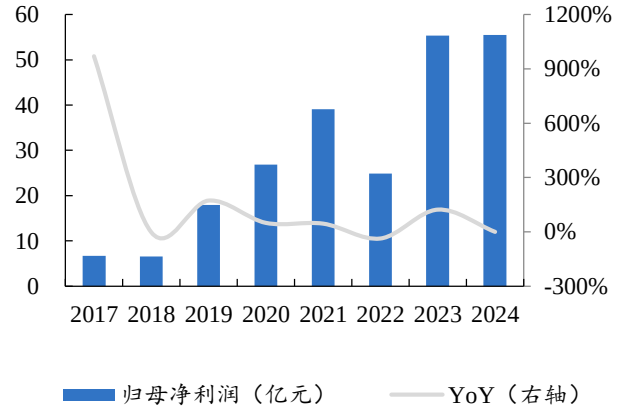


图5：2017 至 2024 年传音控股净利润保持增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、盈利能力：毛利率与净利率整体平稳，2024 年 ROE 已修复至 28.4%，达到行业上游水平。

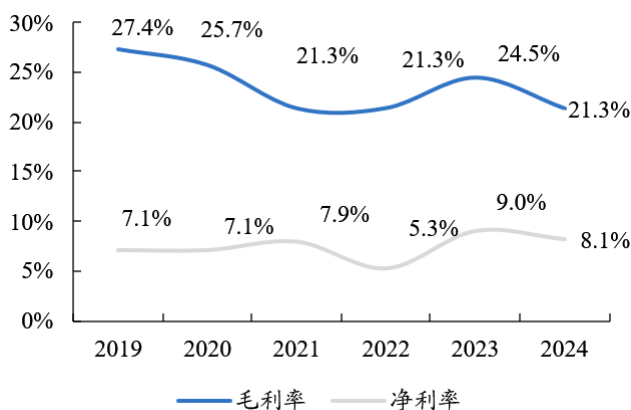
(1) 毛利率：自 2019 年上市后，公司毛利率水平有所下降，近几年维持在 20% 以上，逐渐趋稳。2019-2021 年受销售规模扩大影响，公司营业成本增加，毛利率从 2019 年的 27.4% 连年下滑至 2021 年的 21.3%。此后通过产品结构升级及成本优化等措施，公司毛利率在 2023 年恢复至 24.5%。2024/2025H1，受市场竞争以及供应链成本影响，公司毛利率回落至 21.3%/20.1%，同比下降 3.2pct/1.4pct。

(2) 净利率：净利率变动与毛利率趋势基本同频，同样呈现先降后趋稳对的变化趋势。2022 年在毛利率维稳的背景下，净利率继续下滑至 5.3%，主要受公司研发与销售费用增加所致；随着经营效率提升，2023 年回升至 9.0% 左右，2024/2025H1 下滑至 8.1%/4.3%，同比下滑 0.8pct/4.0pct。

(3) ROE：净资产收益率近年呈现平稳态势，除 2022 年同归母净利润同频下降外，近六年均保持在 30% 左右，2024 年为 28.4%，横向对比处于消费电子行业上游区间。在 2025 年发布的《财富》中国 500 强 ROE 榜单中，公司位列第 14 位，展现优异的盈利能力和企业运营质量。

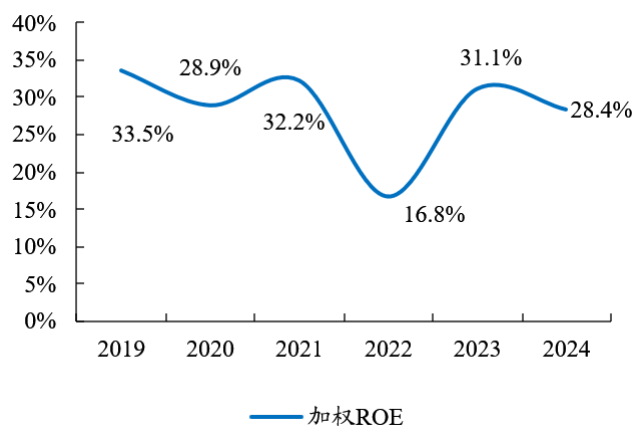
(4) 费用率：研发费用率和财务费用率总体趋稳，管理费用率小幅下降，销售费用率大幅下滑。2021 年，销售费用率波动主要受会计政策变更影响；2022 年，研发费用率增长 1.4pct，变动主要源于公司持续科技创新、加大产品及移动互联等研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力所致；2023 年受益于规模增长，公司研发与管理费用率分别下降至 3.6%/2.4%。2024/2025H1 销售费用率分别为 7.0%/8.3%，同比增长 -0.9pct/-1.3pct；研发费用率分别约 3.7%/4.7%，同比增长 0.1pct/1.3pct，主要系公司持续科技创新、加大研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力；管理费用率分别为 2.5%/2.8%，同比增加 0.1pct/0.3pct；财务费用率为 -0.2%/-0.2%，同比增加 0.1pct/-0.2pct。

图6：2019 至 2024 年传音控股毛利率/净利率趋于稳定



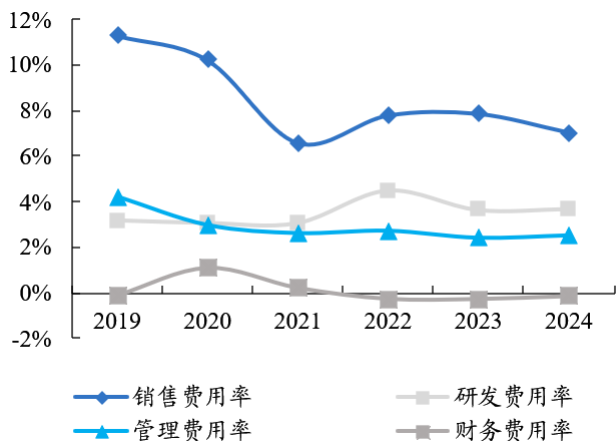
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2019 至 2024 年传音控股整体费用率水平有所波动



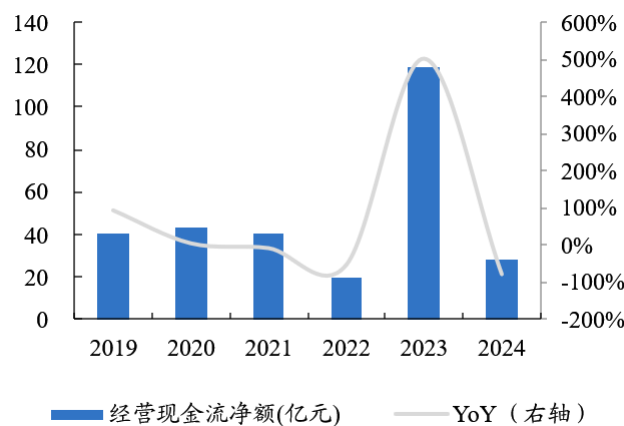
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2019 至 2024 年传音控股销售费用率明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2019 至 2024 年传音控股经营现金流充沛



数据来源：Wind、开源证券研究所

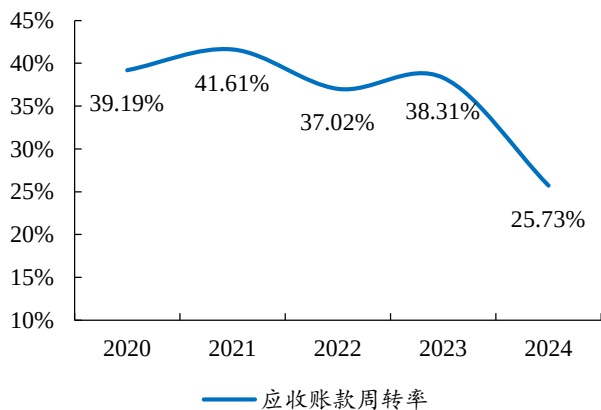
营运能力整体根基稳固，阶段性承压。2019-2021 年公司经营现金流净额较为稳定，保持在 40 亿元左右；2022 年，受营业收入下降、销售费用及研发费用的上升的影响，经营活动资金净流入减少，经营现金流净额下降至 19.79 亿元，同比下滑 50.99%；2023 年，由于随着营业收入的增长，销售收款增加，同时部分应付原材料采购款尚未到期支付，公司经营现金流净额大幅增长 500.7%至 118.9 亿元；2024 年经营现金流净额回落至 28.48 亿元，同比下降 76.05%，主要系应付采购款到期量上升。应收账款周转率降至 25.73%，源于剥离子公司 iSmartu 后相关出口业务款项增加的非经常性影响；存货周转率下行至 5.66%，主要系存货规模收缩叠加营业收入增加拉动成本上行的合理波动。2025H1 经营现金流为 0.1 亿元，与 2024 年同期相比回正，主要由于公司到期的采购款较同期下降，付款同比减少导致。我们认为，短期指标波动未改变核心运营韧性，2023 年的现金流峰值印证回款弹性和供应链议价优势，为技术投入与市场扩张提供坚实缓冲。

分业务：公司手机业务营业收入占比超过 90%，其他主营业务保持稳定增长且盈利能力较强。2020-2024 年，手机业务占比维持在 90%以上，毛利率水平稳定在 21%左右；2024 年占比为 91.97%，毛利率为 20.62%。通过多元化战略布局，扩品类业务和移动互联网产品及服务等业务收入占比逐步提升，2024 年其他主营业务占比达 6.2%，近三年毛利率水平分别为 30.8%/31.49%/32.02%，持续保持在 30%以上。

分地区：非洲盈利水平稳定，亚洲及其他地区营收占比稳步提高。2024 年，公司非洲地区收入占比 33.06%，亚洲及其他地区收入占比 65.11%。通过持续拓展新兴市场，公司连续 4 年亚洲及其他市场收入占比高于非洲地区，实现多区域共同发展。

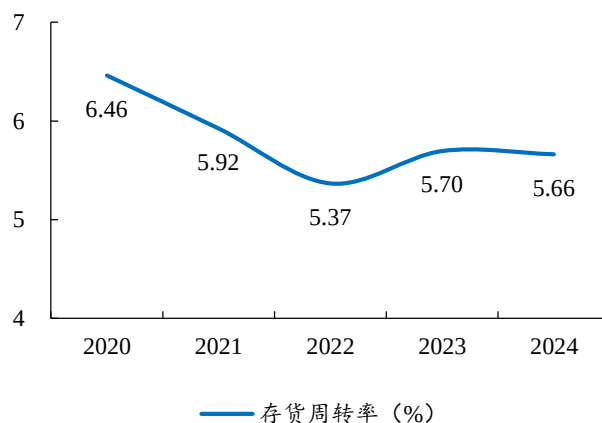
盈利方面，非洲地区毛利率保持稳定，2024 年为 28.59%，近五年维持在 28% 左右，2024 年，亚洲及其他地区毛利率为 17.66%，同比下滑 3.45pct，主要系公司 2024 年公司在埃塞俄比亚、孟加拉国等地设立工厂，亚洲等地区营业成本增加。

图10：2024 年公司应收账款周转率下滑至 25.73%



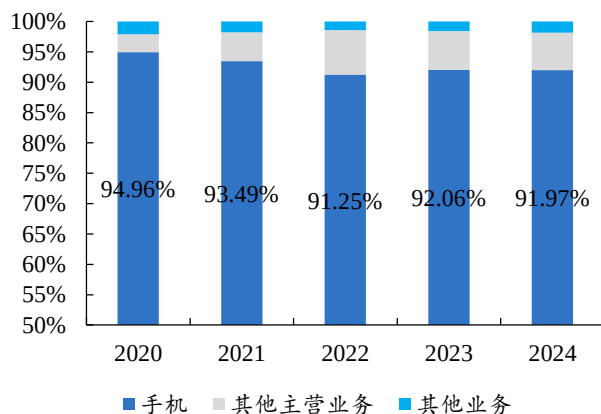
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024 年公司存货周转率维持合理水平



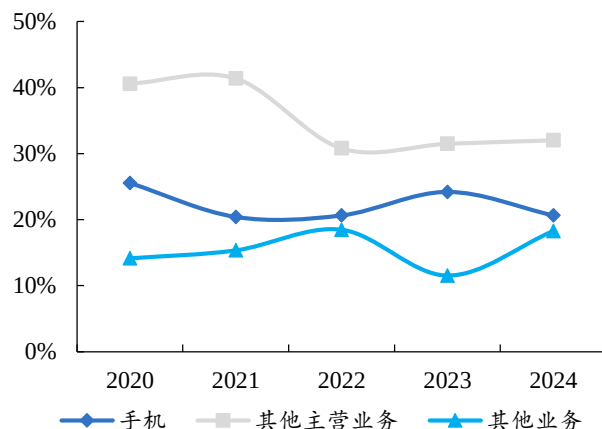
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020 至 2024 年公司手机销售收入占比超过 9 成



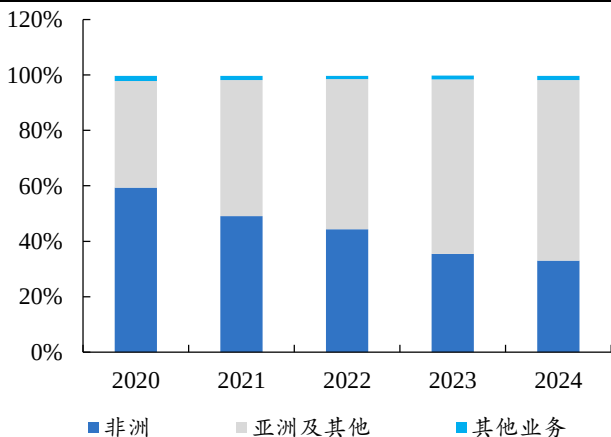
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2020 至 2024 年公司手机毛利率稳定在 21% 左右



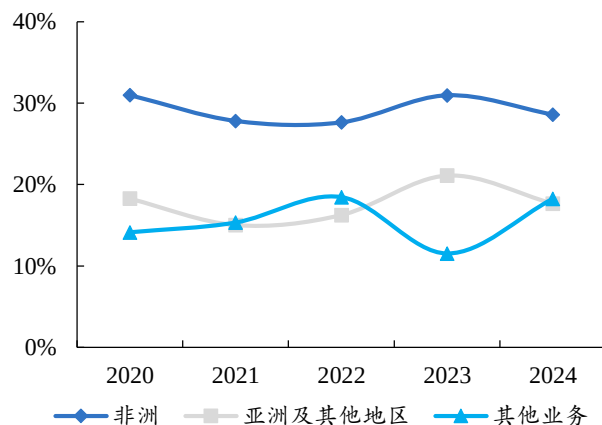
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020 年以来公司亚洲等地区收入占比逐步提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2020-2024 年公司非洲毛利率保持在 28% 左右



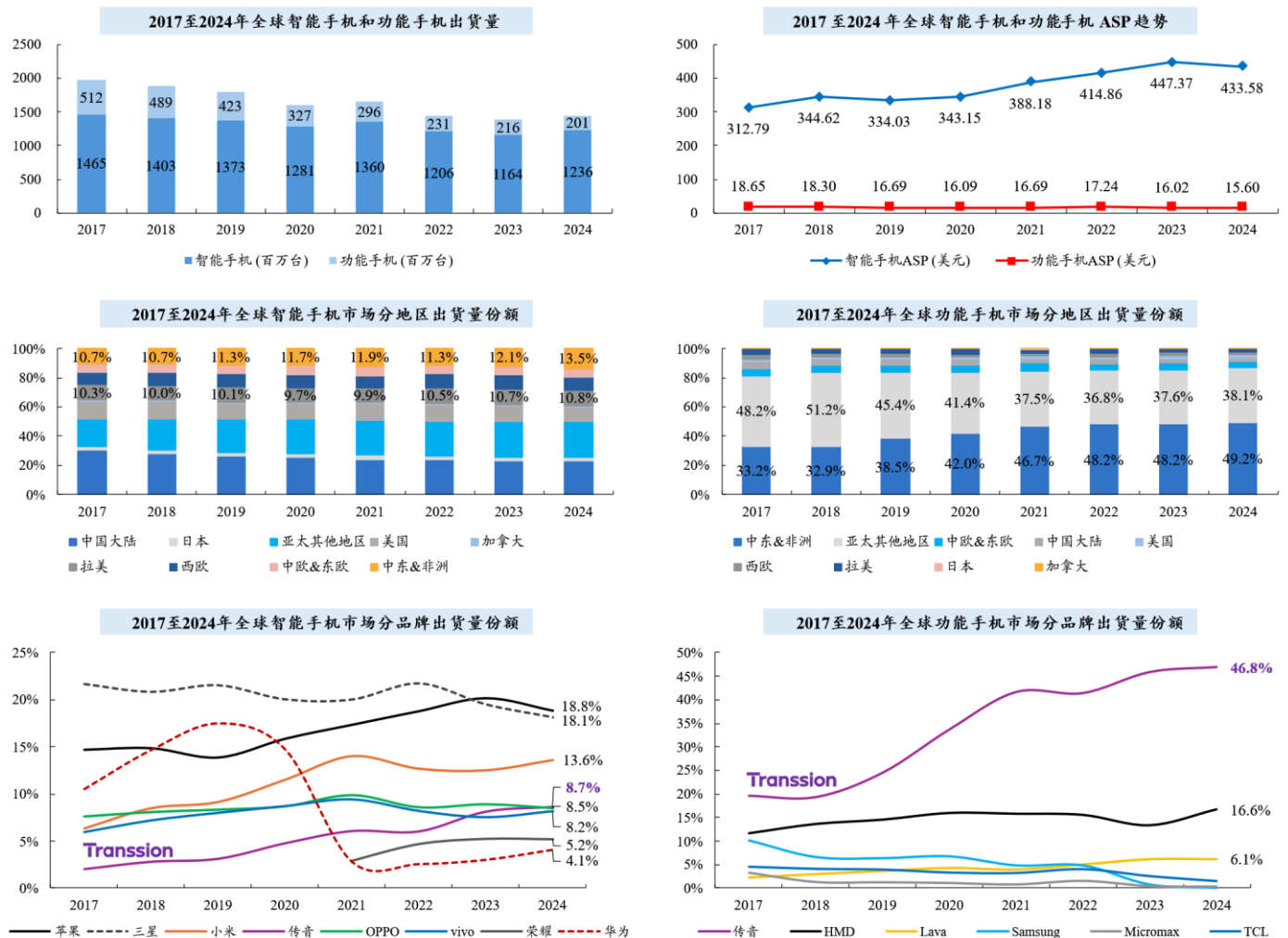
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、手机：品牌/渠道/本地化构筑壁垒，区域拓展打开广阔市场

2.1、行业概况：全球市场进入存量阶段，传音份额持续提升

全球手机市场进入存量阶段，整体出货量保持低速增长。据 IDC 数据显示，全球智能手机出货量从 2017 年的 19.77 亿台下滑至 2023 年的 13.8 亿台，主要由于宏观经济低迷和消费者需求疲软。2024 年各厂商通过调整战略，在保持高端化的同时提升低端产品份额，全球手机出货量回升至 14.37 亿台。根据 IDC 预测，随着智能手机普及率提高以及换机周期延长等因素影响，2025 年全球手机将保持低个位数增长。

图16：2017 至 2024 年全球手机市场概况，传音手机出货量份额持续提升



数据来源：IDC 数据、开源证券研究所。注：按照 IDC 分类口径，OPPO 不包含 Oneplus 和 Realme

(1) 分类型看，功能机向智能机转型叠加 ASP 攀升，市场进行结构化转型。

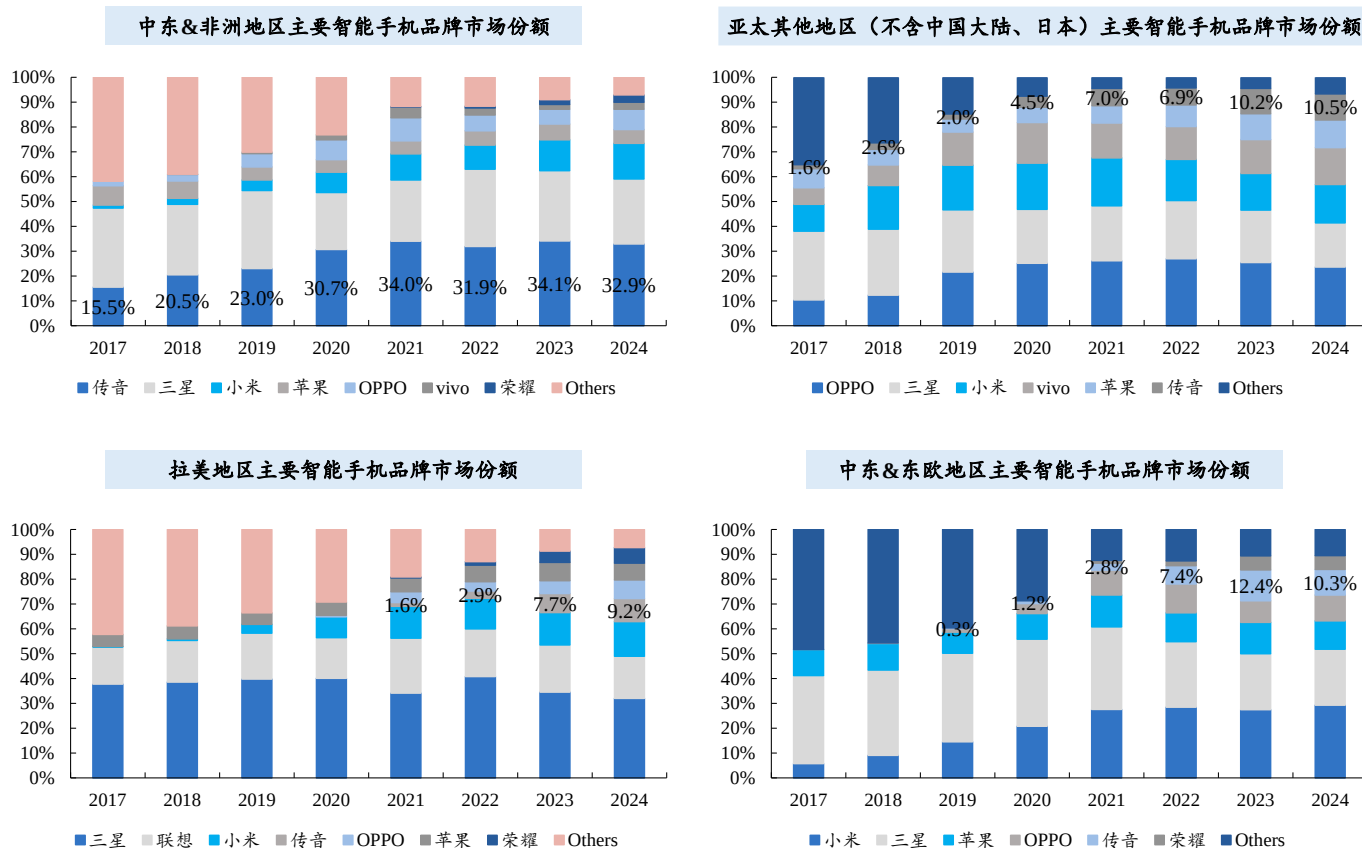
根据 IDC 数据统计，全球功能性手机出货量由 2017 年的 5.12 亿台（市占率 25.9%）下滑至 2024 年的 2.01 亿万台（市占率 14.0%），出货量减少 60.7%；相比功能机出货量大幅下行，智能机 2024 年出货量为 12.36 亿台，同比增长+6.1%，市占率达到 86.0%，手机正在完成功能机向智能机的转变。价格方面，智能手机平均售价持续强劲上涨，智能机 ASP 从 2017 年的 312.79 美元跃升至 2024 年的 433.58 美元，增长 38.6%；功能机 ASP 则基本稳定于 15-18 美元。尽管通胀及失业等宏观因素使全球市

场增长承压，但高端化、功能替代及 ASP 结构性上涨共同支撑智能手机市场规模韧性发展。

(2) 分地区看，新兴市场在全球智能机市场占比逐渐提升。智能机市场，中东&非洲市场份额从 2017 年的 10.7% 稳步扩大至 2024 年的 13.5%，同期拉美市场份额由 10.3% 上升至 10.8%；功能机市场则高度集中于新兴市场，2017-2024 年中东&非洲与亚太及其他地区市场份额共占据 80% 以上，2024 年中东&非洲市场份额达 49.2%，亚太及其他地区为 38.1%。总体来看，新兴市场呈功能机存量主导与智能机增量突破的双轨格局，正重塑全球手机产业结构。

(3) 分品牌看，智能机市场头部集中度持续提升，功能机龙头品牌市场份额持续扩张。智能机市场 CR4 份额由 2017 年的 44.7% 增长至 2024 年的 59.2%。其中，2024 年苹果/三星市场份额分别为 18.8%/18.1%，小米、传音市场持续扩张，2024 年份额分别达 13.6%/8.7%，较 2017 年增长 7.3pct/6.7pct。功能机市场方面，2017 至 2024 年传音保持持续增长趋势，2024 年以 46.8% 的市场份额占据全球市场龙头地位，较 2017 年提升 27.2pct；HMD 份额相对稳定，2024 年为 16.6%；Lava 份额则占 6.1%；三星、Micromax 和 TCL 等品牌份额整体呈下降态势，市场向头部品牌进一步集中。

图17：传音逐步拓展非洲、亚太等多个新兴市场的份额



数据来源：IDC 数据、开源证券研究所。注：此处为了更好地体现竞争情况，OPPO 数据包含了 Oneplus 和 Realme 子品牌

传音以非洲为根基，稳扎稳打，逐渐拓展中东/东南亚/拉美/东欧等地区，全球市场份额持续提升。传音通过非洲市场起家，逐步成长为非洲及中东市场的头部品牌，根据 IDC 数据，公司非洲市场份额由 2017 年的 15.5% 翻倍增长至 32.9%；同时，传音强化亚太市场的渗透，2024 年市场份额提升至 10.5%，相比 2017 年增长 8.9pct；拉美及中东&东欧等新兴市场方面，传音实现市场份额稳步增长，2024 年份额分别

达到 9.2%/10.3%，成功成为两大市场前五品牌厂商。依托非洲基本盘，传音在亚太、拉美、中东欧等新兴市场协同辐射，正在重构新兴市场竞争格局。

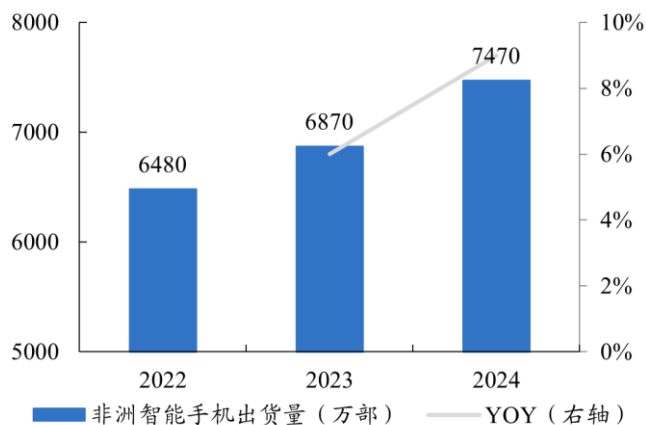
2.2、非洲市场：竞争优势显著，市场份额领先，增长前景广阔

2.2.1、市场概况：手机销量快速成长，传音龙头地位稳固

非洲智能手机市场规模扩张，市场集中度整体稳定。根据 Canalys 统计，近三年非洲整体智能手机出货量持续增长，2024 年非洲智能手机出货量达到 7470 万部，同比增长 9%，2022-2024 年 CAGR 为 7.37%；分季度看，非洲智能手机增长势头延续，2025Q1 出货量为 1940 万部，同比增加 6.59%，实现连续八个季度的正增长。

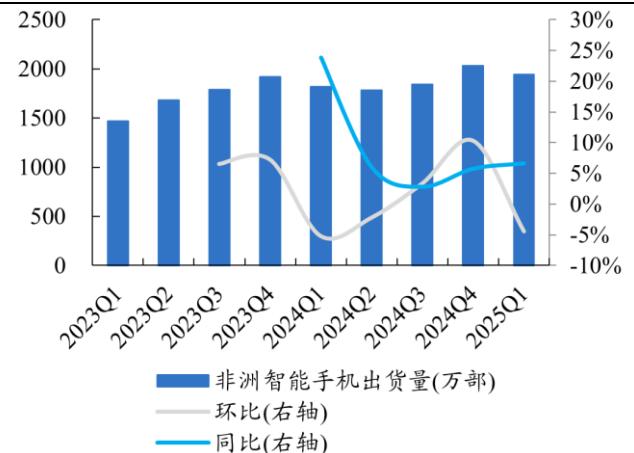
传音巩固非洲手机市场份额，龙头地位稳固。2022-2025Q2 年非洲智能手机市场 CR5 超过 85%，竞争格局集中。2022-2024 年非洲手机市场头部品牌为传音、三星以及小米，2024 年共占 81% 的市场份额，其中传音市占率为 51%，稳居榜首。分季度看，2025Q2 头部品牌竞争分化：传音市占率回升至 51%，环比增加 4pct；三星与小米的市场份额分别为 18%/14%，环比减少 3pct/增加 1pct。我们认为，传音在经历 2024Q4-2025Q1 短暂波动后，重新领跑非洲智能手机市场，未来有望依托深厚的本地化渠道与品牌矩阵继续扩大在非洲市场的龙头地位。

图18：2024 年非洲智能手机出货量增长至 7470 万部



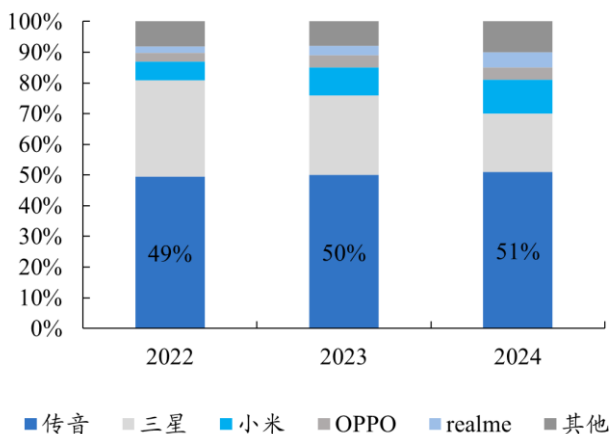
数据来源：Canalys、开源证券研究所

图19：2025Q1 非洲智能机实现连续 8 个季度同比正增长



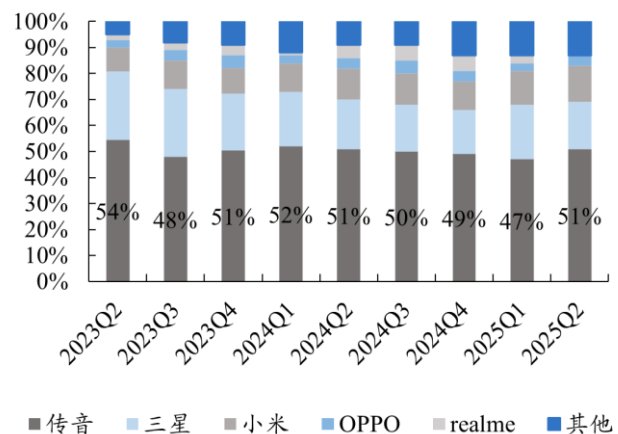
数据来源：Canalys、开源证券研究所

图20：2024 年传音非洲智能手机市场份额增长至 51%



数据来源：Canalys、开源证券研究所

图21：2025Q2 传音非洲智能机市场份额重新超过 50%



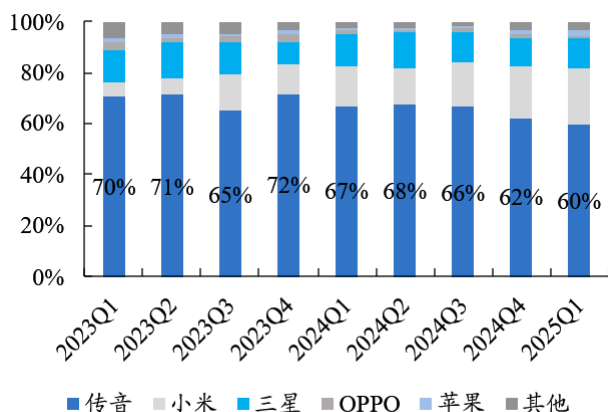
数据来源：Canalys、开源证券研究所

2.2.2、竞争格局：传音深耕本地化、优势显著，无惧竞争

1.主导非洲智能机与功能机双市场，经销渠道与营销策略打造独家品牌力

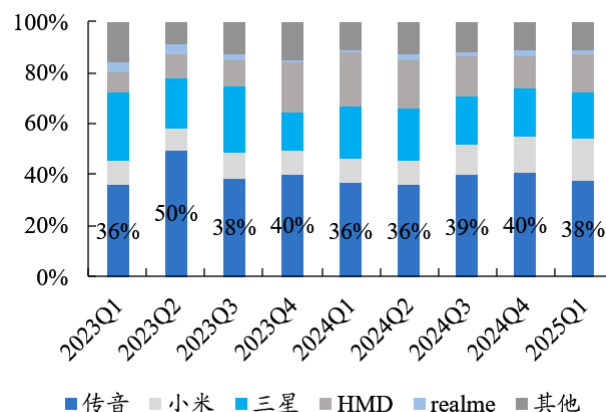
非洲市场竞争加剧，小米等品牌加速切入。根据 IDC 数据，2024Q1 以来，尽管传音在尼日利亚、肯尼亚等非洲国家智能机市占率维持首位，但三星、小米等竞争对手的积极拓展非洲市场，传音市场份额出现波动。2025Q1 传音在尼日利亚市场份额为 60%，同比下滑 7pct，环比下滑 2pct，环比降幅缩小；肯尼亚市场份额为 38%，环比下滑 2pct。我们认为，传音在非洲市场根基稳固，其经营波动已逐渐趋稳。未来，公司有望凭借深厚的品牌积淀、针对性的本地化技术以及持续的高端化布局，继续巩固其非洲市场的龙头地位。

图22：2025Q1 传音尼日利亚市占率下降幅度缩小



数据来源：IDC、开源证券研究所

图23：2025Q1 传音在肯尼亚的市占率波动已经趋稳



数据来源：IDC、开源证券研究所

传音非洲智能机与功能机市场双线领跑，东西非地区优势显著。根据 IDC 数据，传音在非洲智能手机与功能机市场均展现出区域覆盖能力和竞争优势。分区域看，东非与西非作为非洲两大高经济增长的地区，传音在其中的主导地位突出，功能机市场份额普遍超过 60%，智能机市场份额也在主要国家保持领先；北非与南非市场保持稳定。

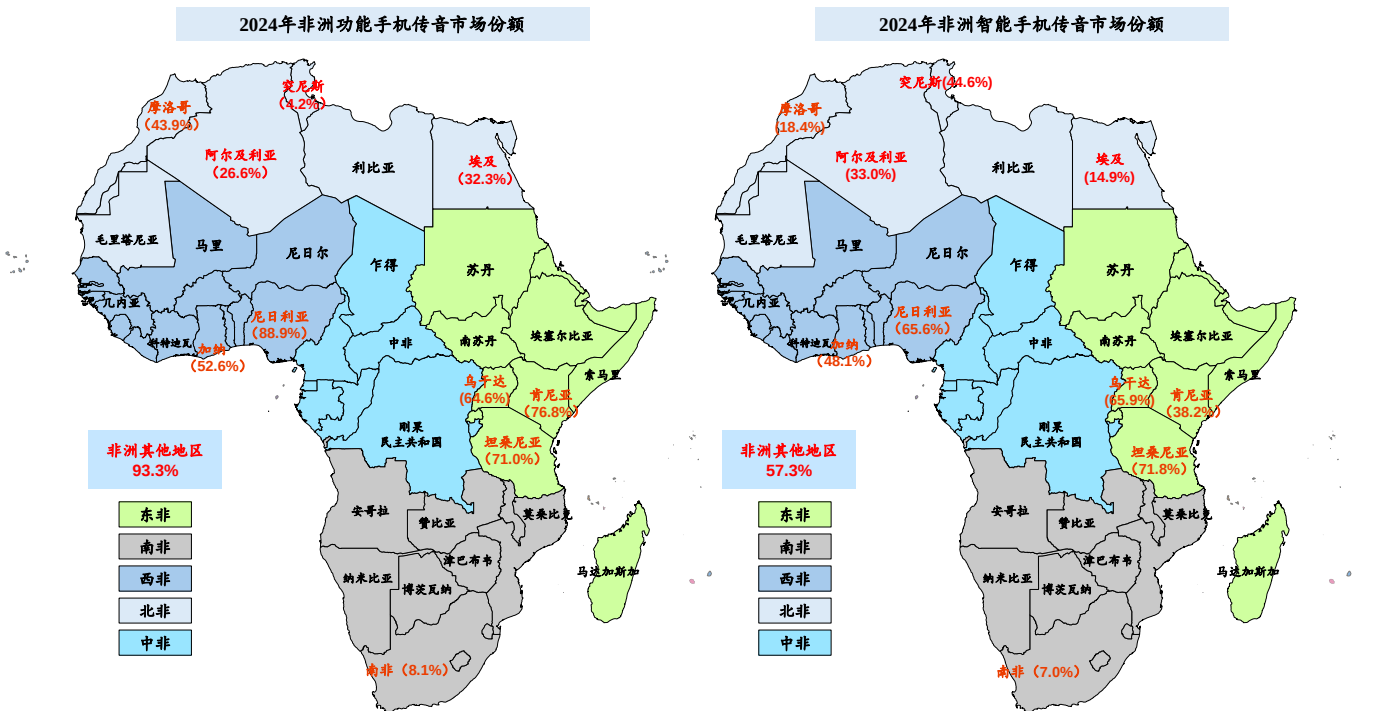
功能手机市场，传音在非洲多个市场占据主导地位。2024 年西非地区的尼日利亚/加纳功能机份额达到 88.9%/52.6%；东非地区同样表现突出，肯尼亚/乌干达/坦桑尼亚市场份额分别为 76.8%、64.6%和 71.0%；北非地区功能机份额相对较低，摩洛哥/阿尔及利亚/埃及分别为 43.9%/26.6%/32.3%；非洲其他地区市占率高达 93.3%。传音在非洲基础通信市场的龙头地位，是其抵御智能手机竞争的重要战略基石。

智能手机市场，传音在东非和西非地区展现出强劲竞争力。东非核心市场中，传音在坦桑尼亚/乌干达的智能手机份额分别高达到 71.8%/65.9%，肯尼亚市场占据 38.2%；西非地区表现同样突出，尼日利亚/加纳的市场份额达 65.6%/48.1%。作为非洲第一大经济体的尼日利亚，与东非经济规模最大国家的肯尼亚，均拥有年轻的人口结构与良好的消费潜力。我们认为，传音在这两个国家手机市场的领先地位，为其非洲智能机业务提供良好的用户转化潜力，并有望以此为基础，进一步将智能机渗透至非洲更多国家。

经销商网络叠加线下覆盖式宣传营销，打造传音独家非洲品牌力。渠道方面，传音控股通过三级经销商体系与双层分销网络，成功渗透至非洲市场的每个角落，与超 2000 家经销商合作覆盖 70 余国，并深入夫妻店、市场摊位等基层终端，构建

难以复制的渠道壁垒；从营销上看，公司针对非洲网络覆盖率低的特点，采取“农村包围城市”的线下覆盖策略，凭借无处不在的涂墙广告实现饱和式品牌曝光，使品牌深度融入本地市场。同时，传音成为多届非洲杯的独家合作伙伴，推动旗下品牌 TECNO 在撒哈拉以南非洲地区激活量创历史新高，提升品牌信任度与中高端市场形象。我们认为，尽管非洲市场各大手机厂商竞争日趋激烈，但传音凭借其渠道与营销策略所构筑的品牌力，有望在推进高端化转型同时保持市场竞争力。

图24：传音非洲市场双线领跑，东西非地区主导地位突出



资料来源：自然资源部官网、IDC、开源证券研究所

图25：传音在非洲实行“刷墙”广告营销策略



资料来源：Business Daily

图26：TECNO 连续成为非洲杯官方全球合作伙伴



资料来源：公司公众号

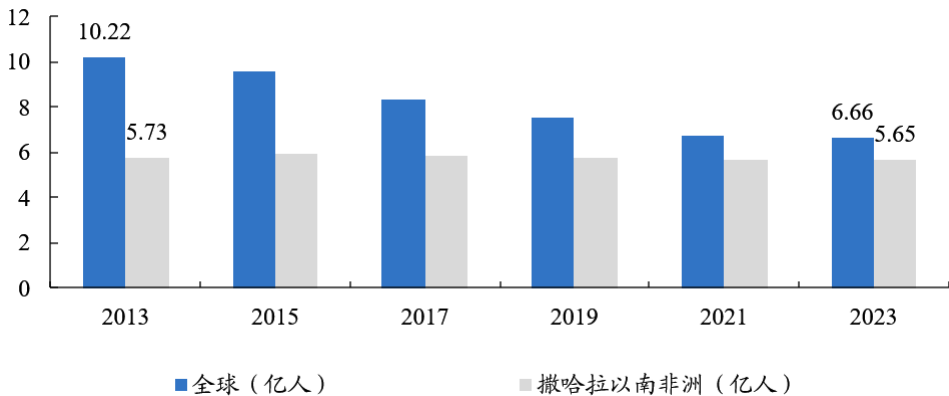
2. 针对非洲市场痛点，传音推出本地化技术解决方案

电力短缺与运营商碎片化，塑造非洲手机差异化需求。根据世界银行统计，2013至2023年撒哈拉以南非洲缺电人口数量虽逐步减少，但缩减速度仍落后全球平均水平，结构性电力短缺问题突出。2023年撒哈拉以南非洲缺电人口达到5.65亿人，占全球缺电人口数量的84.80%。分国家看，根据世界银行2023年数据，尼日利亚、埃

塞俄比亚、刚果（金）均面临严峻的电力短缺问题，电气化率整体偏低，城乡差距显著。作为传音深耕的非洲国家，尼日利亚全国电气化率为 55%，农村地区低至 26%；肯尼亚全国电气化率为 75%，城乡供电仍不均衡。

同时，非洲电力问题导致通信基站等设施难以有效运行。非洲电信联盟 2024 年数据显示，79 家运营商在非洲 41 国承诺投资 5G。但运营商碎片化以及 5G 的高耗电性，将放大电力短缺对续航、通信质量以及充电便利性带来的挑战。因此，具备长续航、良好通信性能以及大容量电池的手机在非洲具有显著的需求空间。

图27：2013-2023 年非洲缺失电力人口基数下降幅度较小



数据来源：世界银行、开源证券研究所

表3：尼日利亚等非洲国家电力普及率较低

国家	全国电气化率	城市电气化率	农村电气化率
尼日利亚	55%	86%	26%
埃塞俄比亚	47%	89%	33%
刚果（金）	19%	42%	4%
南非	85%	89%	66%
肯尼亚	75%	82%	63%

资料来源：世界银行（2023 年）、开源证券研究所

传音的技术适配体系，基于非洲市场痛点形成创新闭环。在通信领域，面对非洲电力基建迟滞与通信网络覆盖不足的挑战，传音凭借对本地市场的深度洞察，持续以针对性技术创新突破瓶颈。2007 年，针对运营商高度碎片化、跨网通信成本高的痛点，传音率先推出双卡手机，后续又推出“四卡四待”机型，有效降低用户通信成本，迅速占领市场。

在电池领域，随着 5G 部署提速而电力短缺问题持续恶化，传音聚焦续航技术突破，从充电效率与电池容量推进技术创新。2024 年，Infinix 发布全场景智慧快充 2.0 解决方案，实现 100W 有线快充，并支持多模式智能充电；其自研 Cheetah X1 电源管理芯片整合全场景、电流检测、安全保护三大功能，显著提升充电效率与安全性。2025 年，itel Power 70 推出“本体+智能壳”复合续航方案，总容量达 10000mAh，通过模块化设计构建动态能源供给网络，将手机转化为分布式电力节点。这些技术创新极大缓解频繁断电对通信连续性的影响，系统构建传音在非洲市场的长期竞争力。

图28：传音早期推出“四卡四待”手机



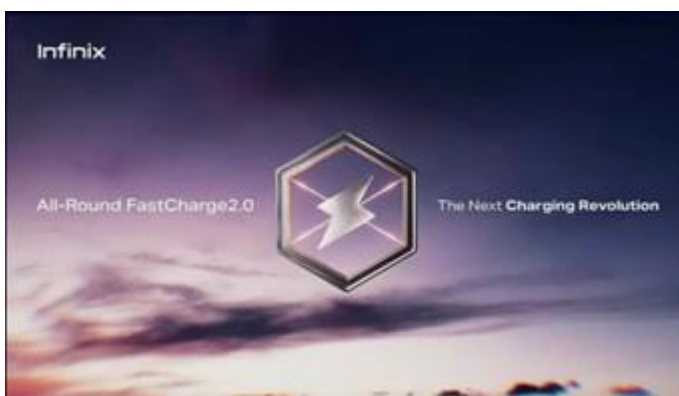
资料来源：钛媒体

图29：itel 推出 Power 70 电池壳套装搭载超长续航方案



资料来源：电池交易网

图30：Infinix 发布全场景智慧快充 2.0



资料来源：公司公众号

图31：Infinix 全栈自研 Cheetah X1 电源管理芯片



资料来源：公司公众号

硬件防护方面，传音建立基于非洲消费者汗液酸碱度的数据库，开发出抗强酸（PH 3.5）的表面防腐涂层技术，大幅提升设备耐用性。影像领域，公司自主研发包括黑人肤色摄像技术、夜间拍照捕捉技术和暗处人脸识别解锁功能等多项针对非洲客户技术。2024 年 TECNO 推出 UniversalTone 多肤色影像技术，构建涵盖 268 种肤色的色卡体系，实现全链路精准呈现；同年 Infinix 联合三星首发 AI 深度学习超清算法，提升高像素拍摄在暗光等场景下的画质。这些覆盖用户体验与产品可靠性的关键技术，将持续强化传音在非洲市场的品牌地位。

图32：传音打造多肤色影像技术



资料来源：公司公众号

图33：传音提供影像 AI 深度学习超清算法

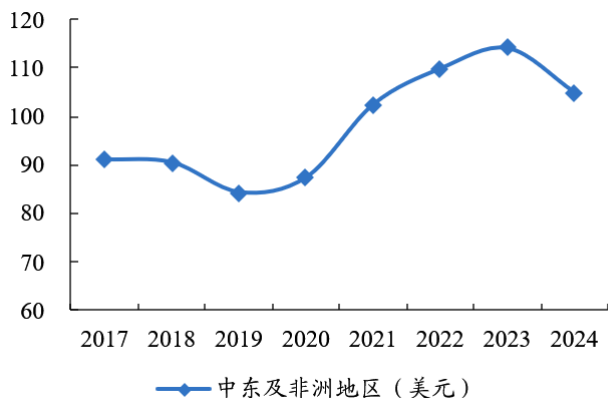


资料来源：公司公众号

3.优化产品结构，推动高价格段机型和 5G 机型占比提升

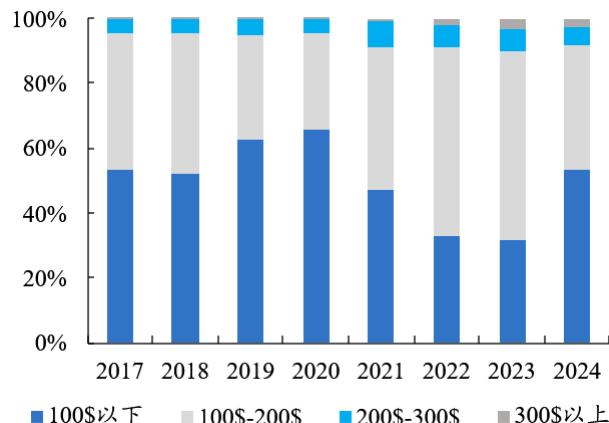
在中东及非洲地区，传音虽保持龙头地位，但增长放缓且集中于低端价格带，亟需通过高端产品等策略获取新市场增量。IDC 数据显示，该地区 ASP 连续多年增长，2024 年达到 104.89 美元，较 2017 年增长 15.25%。价格段方面，传音中高端产品（200 美元以上）比例自 2017 年起稳步提升，2024 年 200-300 美元以及 300 美元以上的机型比例分别为 10.79%/3.25%，较 2017 年提升 6.39pct/2.91pct。

图34：2017-2024 年中东及非洲地区的 ASP 整体攀升



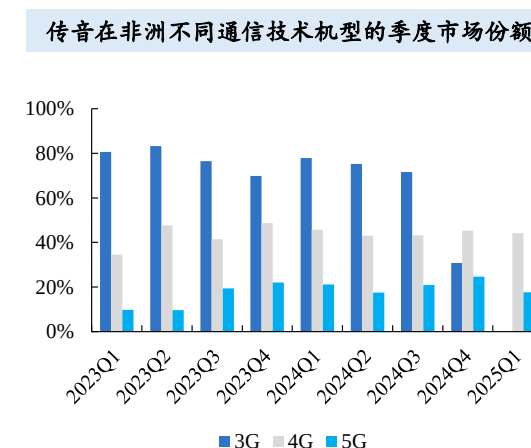
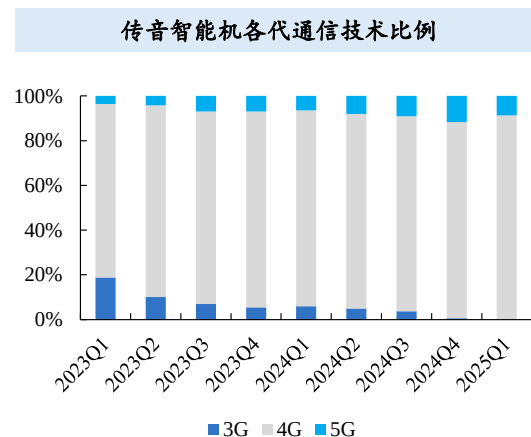
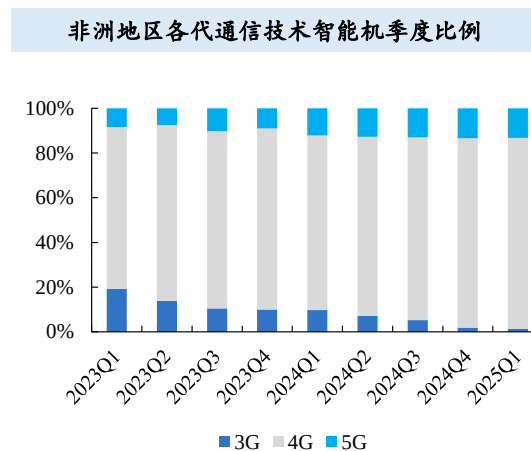
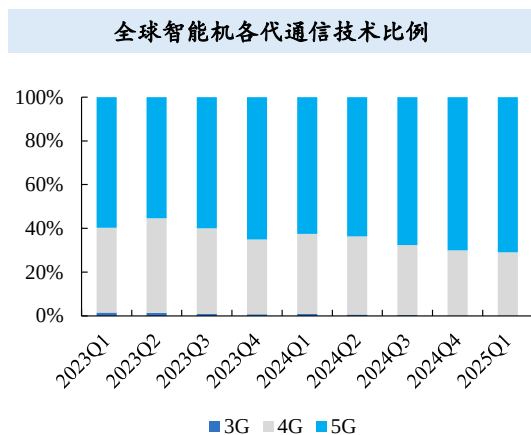
数据来源：IDC、开源证券研究所

图35：中东及非洲市场传音中高端价格段比例持续增加



数据来源：IDC、开源证券研究所。注：仅统计 Infinix 与 TECNO

图36：传音逐步拓展 5G 机型占比



数据来源：IDC、开源证券研究所

通信技术迭代加快，推进 5G 机型发展。根据 IDC 数据，目前全球 5G 化进程显著加快，2025Q1 全球 5G 机型占比已达 70.87%，成为市场主流机型。而同期非洲地区的 5G 机型比例仍处于较低水平，占比仅为 13.20%，市场存在结构性升级空间。

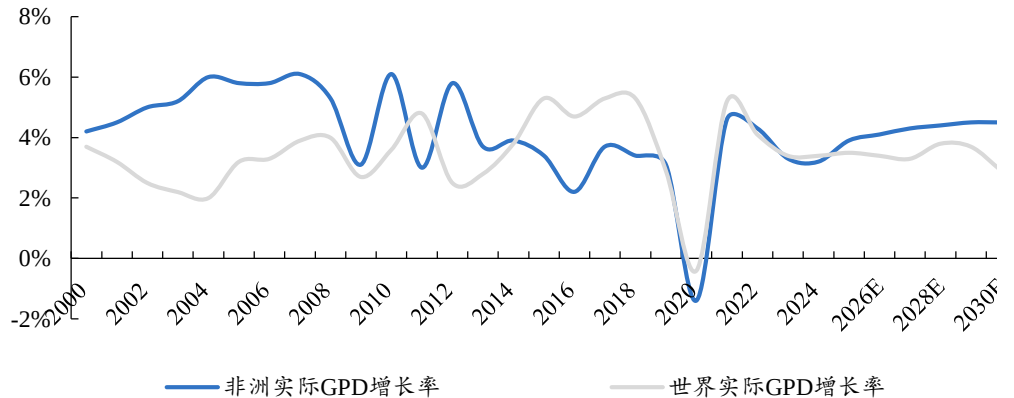
作为非洲市场龙头，传音已启动产品结构向 5G 转型。2025Q1，5G 机型手机在品牌总出货量/品牌非洲市场出货量占比分别提升至 8.69%/17.58%，较 2023Q1 增长 4.78pct/7.82pct。同时，传音正通过降低 3G 机型比例，为 5G 机型的市场扩张释放更多空间。

我们认为，基于在非洲强大的渠道能力和品牌认知，传音有望通过推出更多 5G 机型抢占非洲市场中高端升级的先机。长远来看，传音在非洲推进 5G 机型不仅有助于巩固其区域领导地位、提升产品均价和品牌形象，更可能以此为跳板，将成功经验复制至其他新兴市场，实现跨区域的高端化扩张。

2.2.3、增长潜力：手机渗透率仍有提升空间，非洲功能机用户持续向智能机转换

非洲宏观经济向好，为消费电子市场繁荣奠定基础。根据 IMF 数据，21 世纪以来非洲经济虽伴随周期性波动，但整体保持增长态势。在 2005–2010 年，非洲实际 GDP 增长率多年维持在约 6% 的高位，高于同期全球平均水平。2020 年受疫情影响经济出现短暂回落，但随后迅速恢复；2024 年，非洲实际 GDP 增长率达到 3.2%，已连续 4 年增速超过 3%。IMF 预测 2030 年非洲实际 GDP 增速有望达到 4.5%，远超全球同期增速。我们认为，非洲的经济增长将带来居民收入水平的提升与消费能力的增强，从而为智能机市场的渗透与升级奠定坚实的宏观基础。

图37：非洲实际 GDP 增速高于全球水平，为消费电子市场提供增长动力

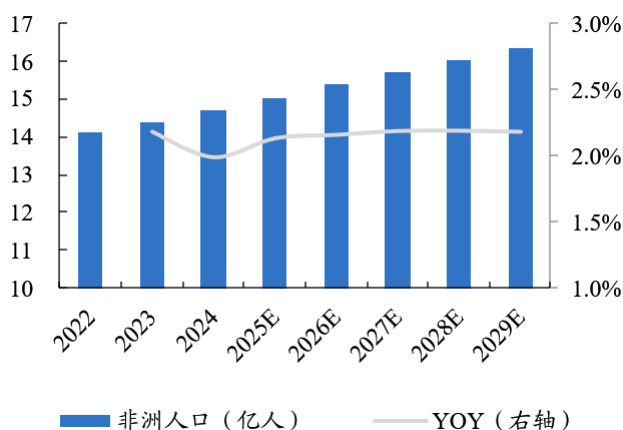


数据来源：IMF、开源证券研究所

非洲人口结构年轻化且持续增长，为智能机市场扩张提供红利。根据联合国人口司数据，非洲人口总量稳步增长，2024 年非洲总人口将达到 14.72 亿，同比增长 1.99%，预计将以约 2% 的增速继续扩大，到 2029 年将达到 16.33 亿。人口年龄结构方面，非洲作为全球人口结构最年轻的地区，青少年人口占比较高。根据 Population Pyramid 数据，2024 年非洲 25 岁以下的男性与女性比例分别为 29.69%/29.03%。

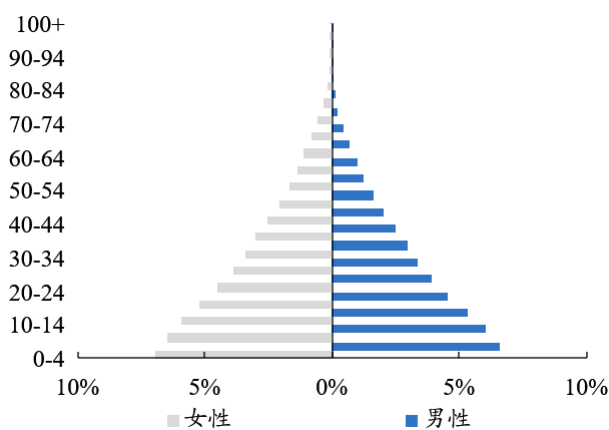
移动网络技术正在非洲市场迅速普及。根据 ITU 数据，非洲 3G 以上的移动网络人口覆盖率从 2013 年的 40% 大幅提升至 2024 年的 86%，5G 网络作为新一代通信技术，也在五年内实现从无到有的突破，普及率在 2024 年达到 11%。我们认为，非洲年轻化的人口结构与移动网络覆盖率的快速提升形成协同效应，推动智能机在非洲市场的普及。

图38：2029 年非洲人口预计增长至 16.33 亿人



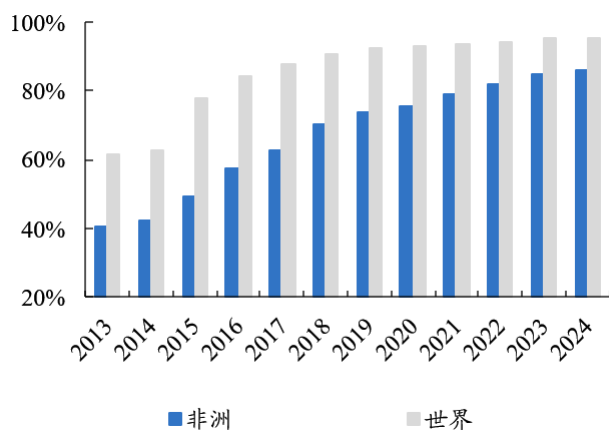
数据来源：联合国人口司、开源证券研究所

图39：2024 年非洲人口结构呈现年轻化分布



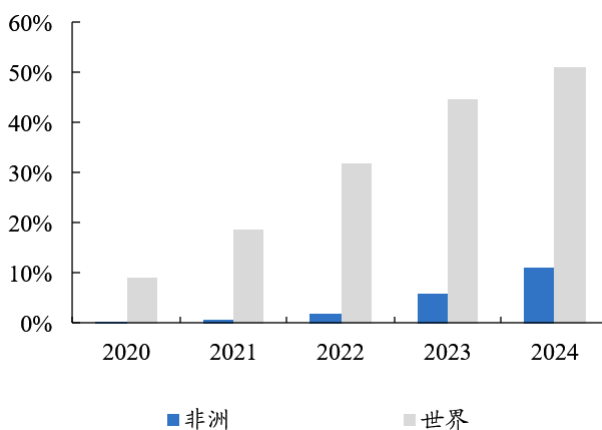
数据来源：PopulationPyramid、开源证券研究所

图40：2024 年非洲 3G 以上移动网络覆盖率达到 86%



数据来源：ITU、开源证券研究所

图41：2024 年非洲 5G 以上移动网络覆盖率达 11%



数据来源：ITU、开源证券研究所

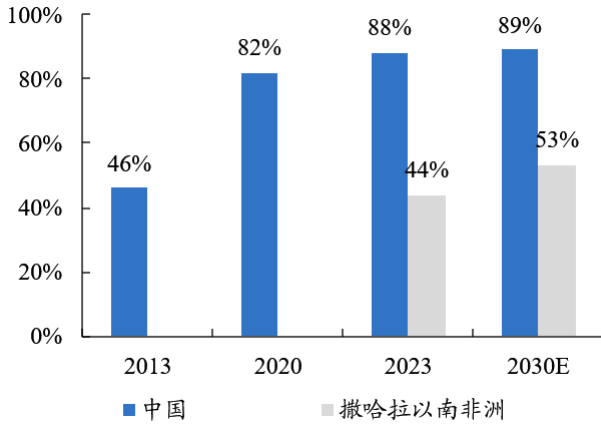
中国与印度的智能机发展路径为非洲智能机转型指明路径。中国的经济发展及智能机普及路径为非洲提供具有高度参考价值的发展范式。目前非洲在经济发展道路上，面临与过去中国从农业国向工业国转化的相似路径。根据 GSMA 数据，2013 年中国唯一移动用户渗透率达 46%，与 2023 年撒哈拉以南非洲 44% 的渗透水平高度接近；2013 年后，中国移动互联网用户高速增长，2023 年唯一移动用户普及率增长至 88%，为当前非洲市场展现清晰的发展路径。

印度方面，人均 GDP 自 2017 年 1950 美元增长至 2024 年 2697 美元，增幅相对平缓，但其智能机占比仍从 43% 大幅提升至 74%，充分表明即使在中速经济增长背景下，智能机转化率仍呈现上升趋势；印度凭借其与非非洲相似的经济发展阶段、深厚的战略伙伴关系及与非非洲相似的低价主导的智能机市场生态，为正处于功能机向智能机转化初期的非洲市场提供了可复制的低成本转型模式与市场切入通道。

我们认为，综合来看，非洲正站在功能机向智能机规模化转型的关键节点。当前，非洲的智能机市场占比已达 51.23%，但其唯一移动用户普及率仍处于较低水平，这与 2013 年的中国极为相似，未来存在渗透率提升空间。驱动这一转型的核心动力已经具备：一方面，非洲 3G 及以上网络覆盖率增长以及 5G 的布局加速奠定坚实的

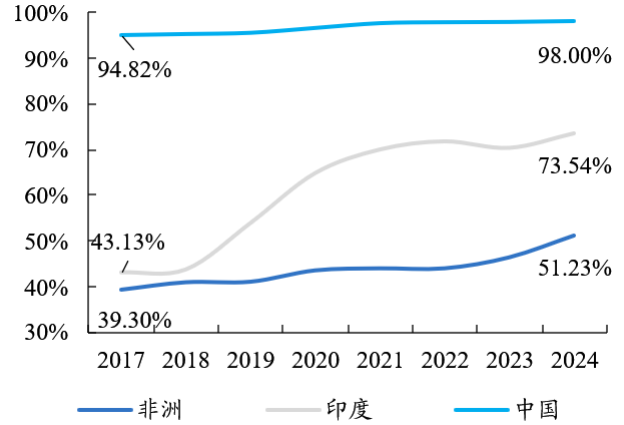
网络基础，与中国智能机普及关键期的条件相当；另一方面，非洲年轻的人口结构和与印度中速增长阶段相似的人均 GDP 水平，共同构成智能机普及率的增长红利。因此，非洲有望在未来复刻中印的快速增长轨迹，加速完成功能机向智能机的历史性跨越，为深耕本地市场的手机厂商带来增长机遇。

图42：2030 年非洲唯一移动用户普及率预计达到 53%



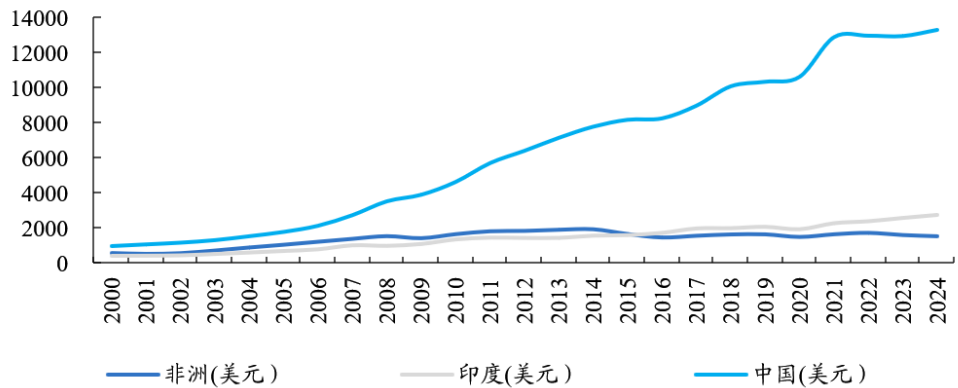
数据来源：GSMA、开源证券研究所

图43：2017-2024 年印度智能机占比从 43%提升至 74%



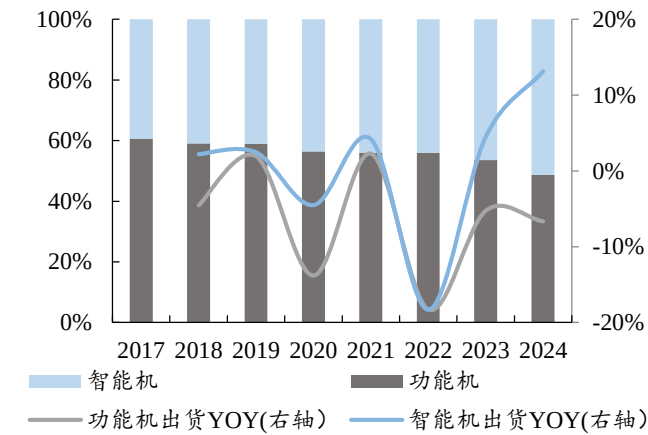
数据来源：IDC、开源证券研究所

图44：2000-2024 年非洲实际人均 GDP 波动增长

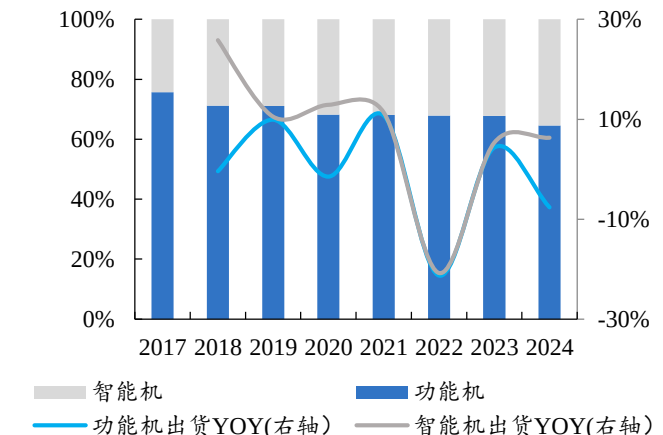


数据来源：联合国、世界银行、开源证券研究所

非洲市场功能机向智能机转型加速，传音智能机未来增量空间显著。根据 IDC 数据，非洲市场功能机向智能机转型持续加速，2024 年的智能机在非洲手机市场占比已达到 51.23%，相比 2017 年增长 11.93%；同期智能机出货量达到 0.88 亿台，同比增长 13.14%，增速创下历史新高。作为非洲市场龙头，传音智能机转型同样迅速推进。2024 年传音智能机出货占比达到 35.40%，比 2017 年提升 11.13%。2018-2021 年传音智能机出货增速持续领先市场整体水平。尽管 2024 年传音智能机出货量增速略低于市场平均，但仍保持同比增长 6.29%。我们认为，作为非洲功能机市场的霸主，传音在智能机领域依然拥有广阔的增量空间。当前非洲市场的整体转型趋势明确，而传音智能机内部占比仍显著低于市场整体水平。这一差距意味着，公司可凭借其深厚的市场根基，借势非洲市场智能机转型的东风，在未来实现自身智能机渗透率的加速提升。

图45：2024 年非洲智能机出货占比突破 50%


数据来源：IDC、开源证券研究所

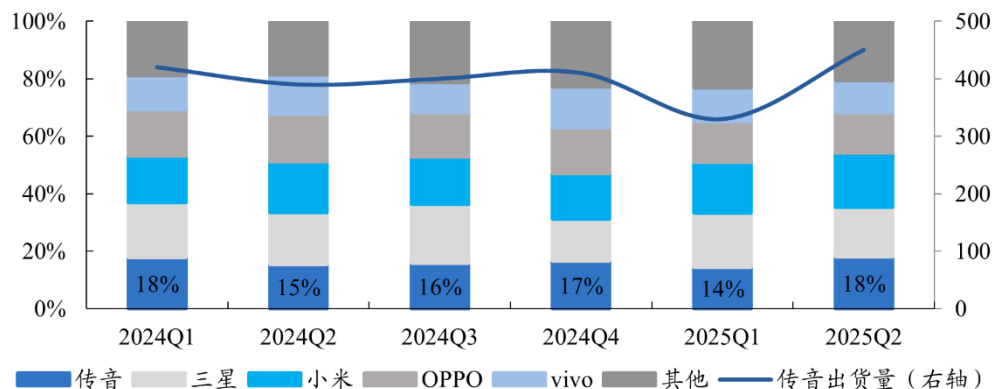
图46：2024 年传音非洲智能机出货占比增长至 35.4%


数据来源：IDC、开源证券研究所

2.3、其他市场：东南亚/南亚/拉美成效显著，核心区域市占率领先

2.3.1、东南亚/南亚：头部厂商竞争激烈，传音在重点市场份额领先

东南亚市场 CR5 集中度超过 80%，各品牌份额较为均等。根据 Canalys 数据，2024Q1-2025Q2 东南亚智能手机市场前五大品牌市占率合计稳定在 80% 左右。2025Q2 小米以 19% 的份额重夺市场份额榜首；传音实现头部厂商最大市场份额增长，达到 18%，环比增长 4pct，出货量为 450 万台，同比增加 17%。小米和传音在低价位区间凭借极具竞争力的定价和积极的渠道激励政策处于领先地位。我们认为，未来传音或将基于入门级市场的优势下，拓展高端机市场，进一步扩大东南亚的市场份额。

图47：2024Q1-2025Q1 东南亚市场前五品牌份额集中，传音稳居头部厂商（万台）


数据来源：Canalys、开源证券研究所

（1）菲律宾：市场高歌猛进，传音龙头优势显著

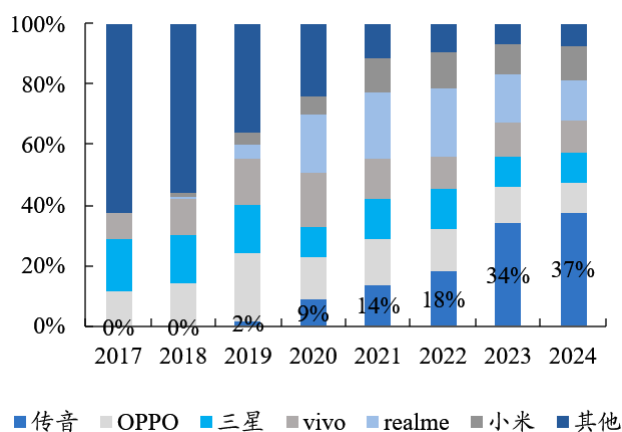
根据 IDC 数据，传音在菲律宾智能手机市场份额稳步攀升，2024 年传音在菲律宾的智能机市占率达到 37.27%，较 2019 年提升 35.51pct；分季度看，尽管 2024 年以来传音的市场份额出现轻微波动，但 2023Q4-2025Q1 整体市占率均维持在 30%

以上，2025Q1 仍以 36%的份额保持继续保持市场龙头位置。

多品牌差异化布局，线上线下协同驱动。品牌与价格方面，传音旗下 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌协同并进，推动菲律宾市场份额连续六年稳步增长。其中，itel 布局低端机型，2024 年 50 美元以下价格段以 99.43%的市占率实现市场垄断；Infinix 则主攻 50-200 美元价格段，2024 年份额为 22.91%；在 200 以上美元的中高端市场，TECNO、Infinix 共同发力，2024 年市占率分别达到 8.52%/2.98%。

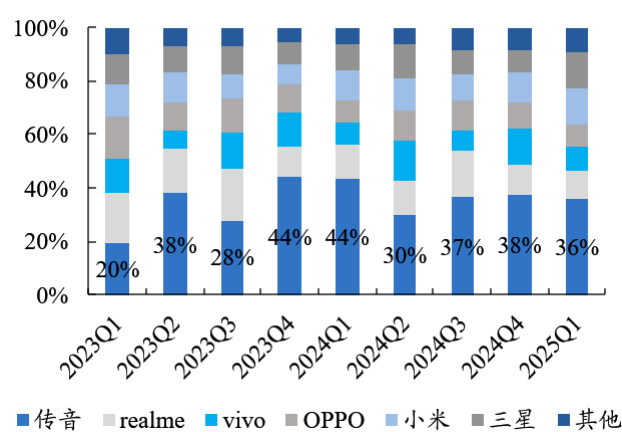
渠道方面，线上以 Infinix 为主，借助 Lazada/Shopee 等平台，通过独家首发、限时秒杀等方式低成本拉动销量；线下以 TECNO/itel 为核心，通过深度分销体系渗透下沉市场，以高利润和标准化服务绑定大量小型零售商，构建难以复制的渠道壁垒。

图48：2019 年起传音在菲律宾智能机市场份额逐年攀升



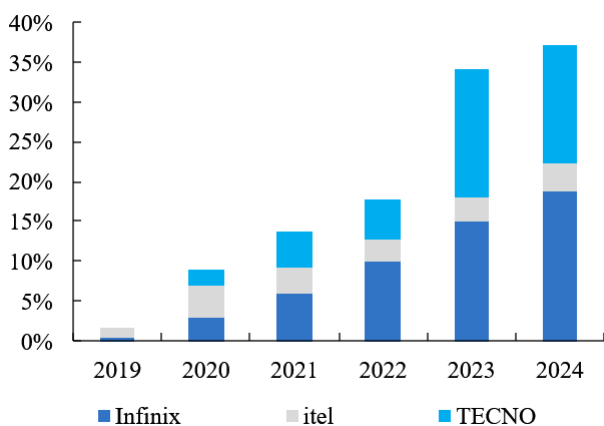
数据来源：IDC、开源证券研究所

图49：2025Q1 传音在菲律宾以 36%市占率领跑市场



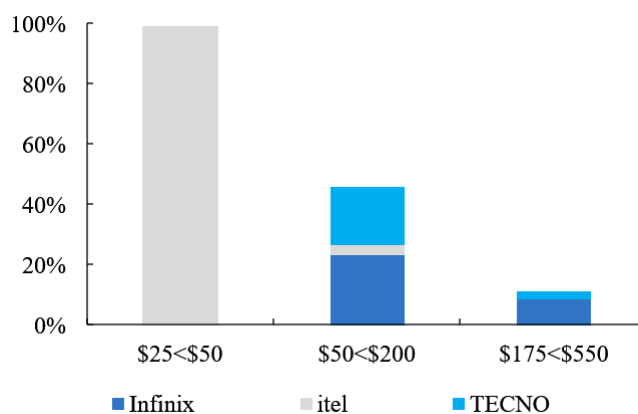
数据来源：IDC、开源证券研究所

图50：三大品牌在菲律宾市场份额持续增长



数据来源：IDC、开源证券研究所

图51：2024 年三大品牌分价格段开拓菲律宾市场

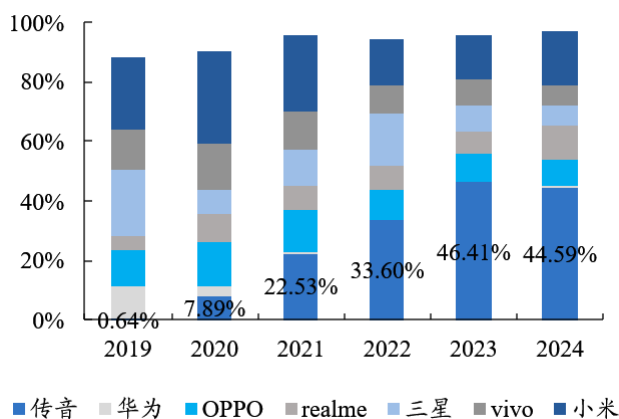


数据来源：IDC、开源证券研究所

（2）缅甸：传音双品牌与低价策略发力，快速登顶缅甸市场

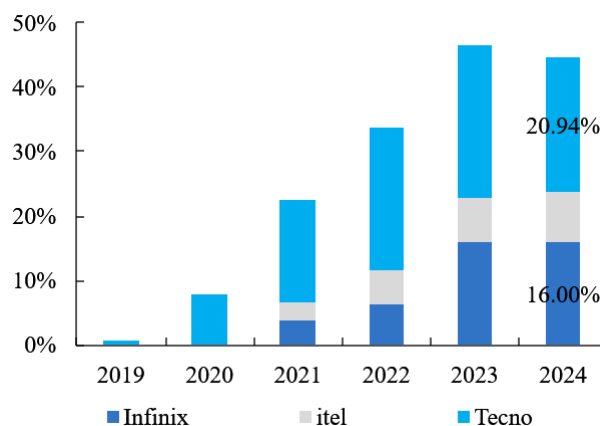
根据 IDC 数据，2019 年传音以旗舰品牌 TECNO 进入缅甸智能机市场，随后引入 Infinix 形成双品牌驱动。仅用 6 年时间，传音便成为市场龙头品牌，2024 年市占率达到 44.59%，其中 TECNO/Infinix 分别贡献 20.94%/16.00%。从价格布局来看，传音从低端市场切入，逐步实现全价格带覆盖，2024 年在 75-225 美元/225-350 美元/350-550 美元的智能机市占率分别为 48.36%/36.94%/41.48%。

图52：2024 年传音在缅甸智能机市占率达 44.59%



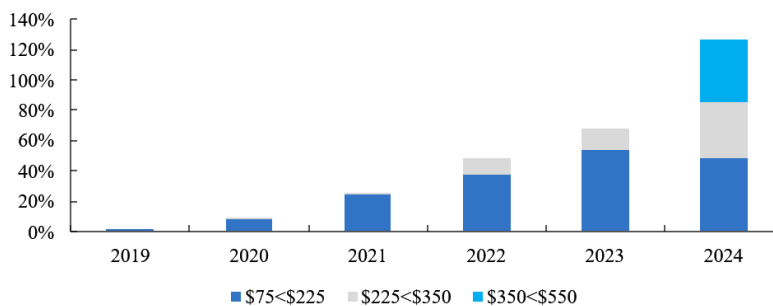
数据来源：IDC、开源证券研究所

图53：传音通过 TECNO 与 Infinix 双品牌拓展缅甸市场



数据来源：IDC、开源证券研究所

图54：2024 年传音实现缅甸市场全价格带覆盖

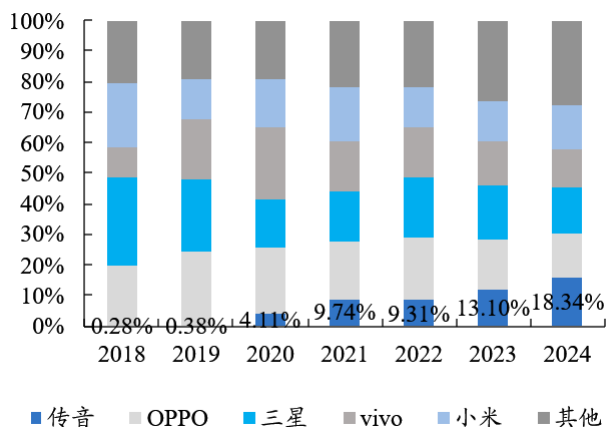


数据来源：IDC、开源证券研究所

(3) 印尼：聚焦中低端价格段，成功拓展市场

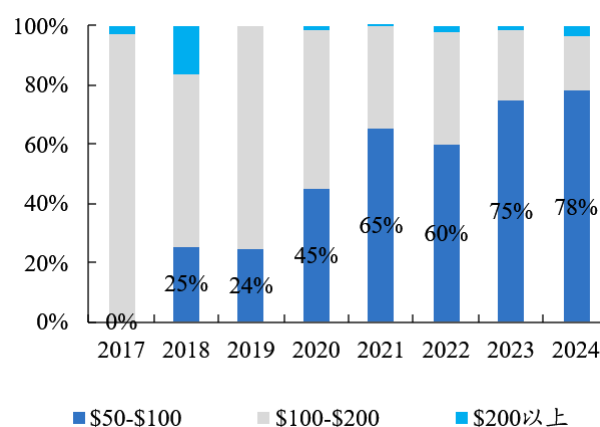
凭借本地化与性价比的策略，传音在印尼市场的智能手机市占率快速提升。根据 IDC 数据，传音在印尼的市场份额由 2018 年的 0.28% 提升到 2024 年的 18.34%。从价格看，传音主要聚焦于低中端市场，2024 年，50-100 美元价格段的机型占其出货量的 78%，200 美元以上的机型占比仅为 3.36%。从技术看，传音针对印尼用户对美颜的偏好专项优化拍照算法，并在中低价位段推出 TECNO Camon 40 Pro 5G 等机型，使拍照性能比肩高端产品。我们认为，传音未来有望复刻菲律宾、缅甸市场的成功经验，通过拓展高端机型市场，打开印尼市场格局。

图55：2024 年传音在印尼智能手机市场份额达 18.34%



数据来源：IDC、开源证券研究所

图56：2017-2024 年传音在印尼市场以低端机型为主导



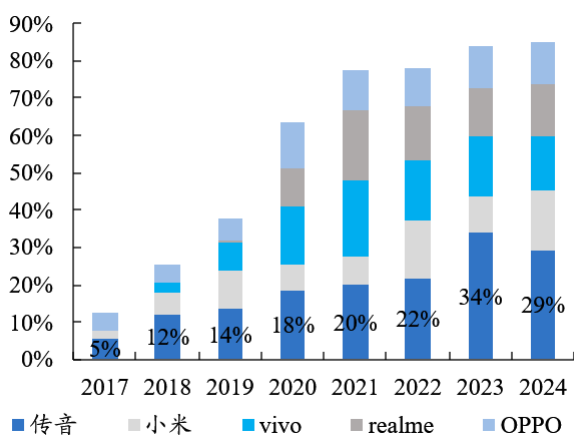
数据来源：IDC、开源证券研究所

(4) 孟加拉：占有率持续攀升，新工厂助力本地化升级

根据 IDC 数据，2017 年至 2024 年，传音在孟加拉智能手机市场的份额从约 5% 稳步增长至 29%，成功超越竞争对手成为市场第一。从价格段看，公司聚焦 25-100 美元的低价格带成功开拓市场。自 2017 年起，传音在该价格区间的市场份额持续提高，并于 2023 年达到 64%。2024 年，其份额调整至 49%，但 200 美元以上的中高端市场份额增加，体现公司在孟加拉市场具备显著的定价与产品策略优势。

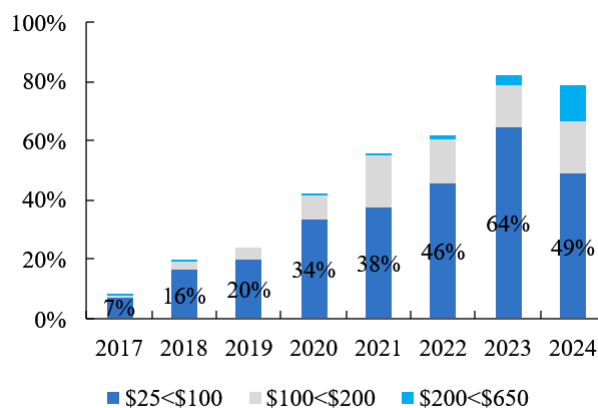
自 2018 年传音在孟加拉国设立首家中国手机制造商本地工厂以来，持续深化本地制造战略；2023 年 5 月，传音新建的自有工厂 ISMARTU 正式投产，一期总投资约 1.4 亿元，建筑面积超 22,000 平方米。新工厂引进先进制造标准，提升智能化与生产效率，增强传音对本地市场需求的响应速度。

图57：2017 以来传音在孟加拉智能机市场份额持续提升



数据来源：IDC、开源证券研究所

图58：传音聚焦孟加拉 25-100 美元价位智能机市场

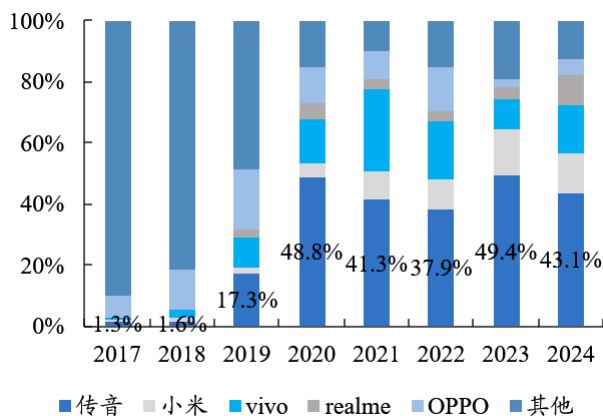


数据来源：IDC、开源证券研究所

(5) 巴基斯坦：本地化策略与产能布局巩固领先优势

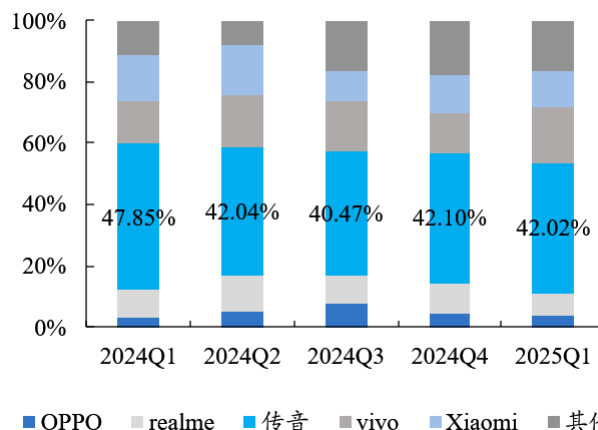
根据 IDC 数据，2017 年至 2024 年，传音在巴基斯坦手机市场的占有率从 1% 大幅攀升至 43%，成功占据主导地位，其中 2023 年达到 49.44% 的市场峰值。从季度表现看，2024Q1 至 2025Q1，市占率稳定维持在 42% 左右，体现出较强的市场韧性和品牌影响力。当前，传音在巴基斯坦智能机市场的增长已趋于平稳，公司正积极依托现有渠道与品牌资源，探索拓展如两轮车等新兴业务领域，以实现可持续增长。

图59：2024 年传音在巴基斯坦以 43% 实现市占率第一



数据来源：IDC、开源证券研究所

图60：2024Q1 起传音巴基斯坦市占率稳定在 42% 左右

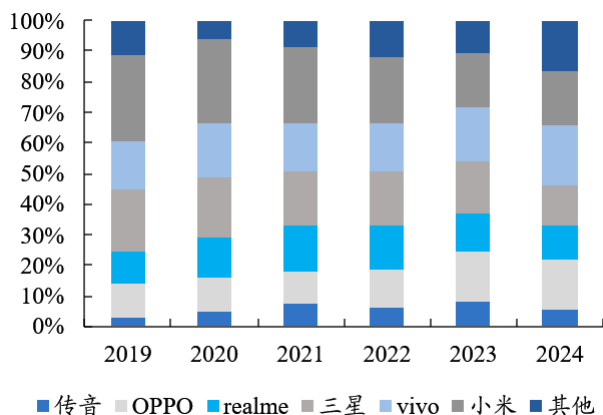


数据来源：IDC、开源证券研究所

(6) 印度：市场逐步拓展，近期出现阶段性波动

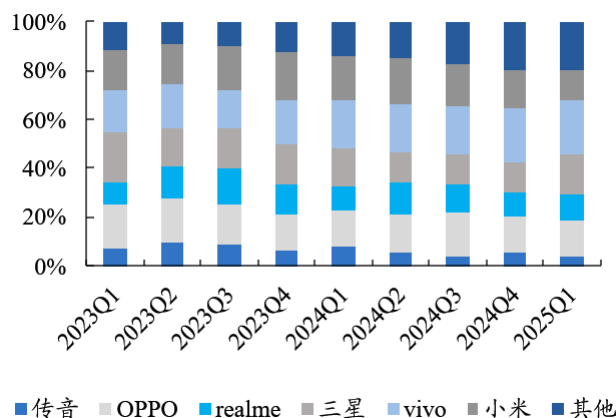
根据 IDC 数据，2019 至 2023 年，传音在印度市场份额从 3.04% 提升至 8.17%，初期切入策略成效显著。但自 2024Q2 起，受中低端市场竞争加剧、渠道覆盖阶段性调整及供应链本地化进程尚处适应期等多重因素影响，市占率出现波动，由 2024Q2 的 7.76% 回落至 2025Q1 的 4.25%。我们认为，面对市场环境的变化，未来传音或通过深化本地化运营以及软件技术创新在印度市场站稳脚跟。

图61：2024 年传音在印度市场份额冲高回落至为 6.5%



数据来源：IDC、开源证券研究所

图62：2024Q1 以来传音在印度季度份额出现波动

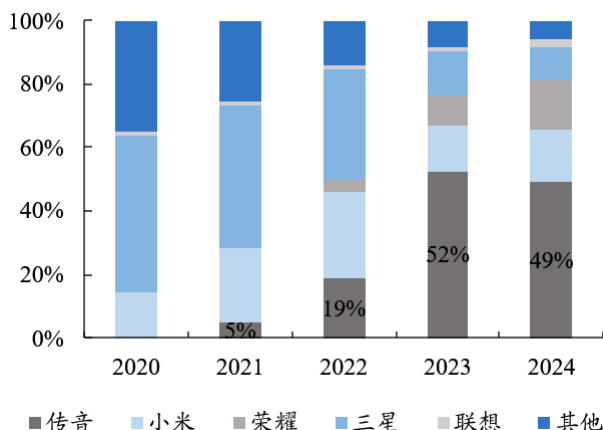


数据来源：IDC、开源证券研究所

2.3.2、拉美市场：厄瓜多尔市场渗透迅猛，市占率持续领先并不断巩固

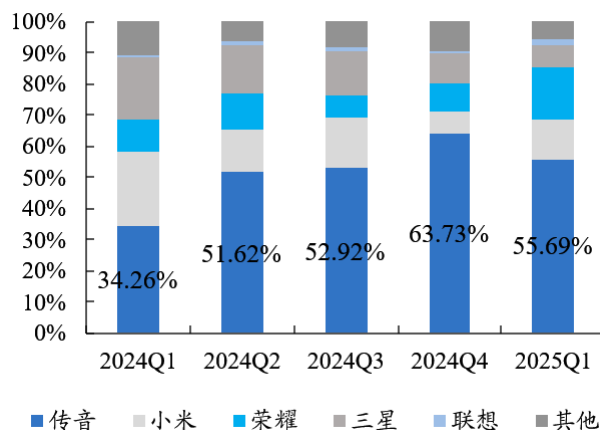
根据 IDC 数据，自 2021 年切入厄瓜多尔智能机市场以来，传音市场份额从 4.9% 快速提升至 2024 年的 49.1%，成功超越各家竞争对手，占据市场主导。分季度看，2024Q1 至 2025Q1，传音市占率始终维持在 51% 至 64% 之间，在当地表现出极强的用户认可和运营稳定性。我们认为，未来传音可将在厄瓜多尔市场的成功经验复制至拉美其他国家，推动传音的拉美市场份额进一步提升。

图63：2024 年传音在厄瓜多尔手机市场份额增至 49.1%



数据来源：IDC、开源证券研究所

图64：2024Q2 起传音在厄瓜多尔单季市占率均超 50%



数据来源：IDC、开源证券研究所

2.4、全球化：厚积薄发构筑壁垒，走出非洲，走向全球化

目前传音正基于非洲等新兴市场积累的独特优势，为全球化市场道路提供清晰发展路径：首先，与高通专利纠纷的化解扫清关键的知识产权障碍，为进入更多区

域市场铺平了道路。其次，其核心优势在于深度本地化能力，能精准把握并满足不同市场用户的差异化需求。此外，传音通过持续推动产品高端化，提升品牌形象与盈利水平。凭借这套“本地化+高端化”的组合策略，传音有望将其成功经验复制到全球，成长为具有影响力的全球化品牌。

2.4.1、高通专利纠纷化解落地，打开全球区域市场潜在空间

诉讼纠纷达成和解，专利许可助力新市场入局。传音在早期开拓市场过程中，因使用高通等相关专利但未支付许可费，但为应对可能产生的第三方专利许可费，公司自 2018 年起便对预计负债进行计提。2024 年，传音在印度市场接连面临专利诉讼：飞利浦指控其侵犯多项涉及统一语音和音频编码、和高级音频编码的标准必要专利，并据此申请资产冻结令；同时，高通也就多项非标准必要专利对传音发起诉讼，并在欧洲与中国提出专利侵权赔偿请求。2025 年，经过谈判，传音相继与高通、飞利浦在印度市场达成和解，并与高通签署 5G 专利许可协议；同时，与诺基亚在无需诉讼的情况下完成 SEP 许可授权。

至此，传音与高通等主要专利权人的争议基本化解，为其进入印度等高标准新兴市场扫除了关键知识产权障碍。我们认为，未来凭借与多家专利巨头达成和解的有利局面，传音有望加速开拓印度等具有高经济实力与高合规要求的新兴市场。

表4：传音与主要专利权人专利纠纷及和解事件梳理（2018-2025）

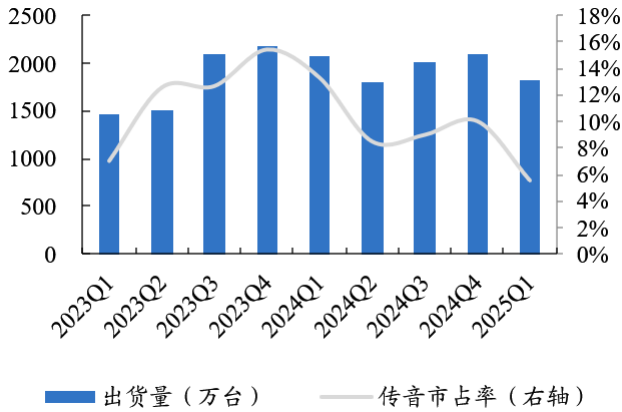
年份	具体事件
2018	传音在手机产品中使用高通等第三方专利，虽未支付许可费，但已在财务报告中对此项潜在负债进行计提
2024.01	飞利浦在印度起诉传音，指控其侵犯涉及 AAC（高级音频编码）和 USAC（统一语音和音频编码）的多项标准必要专利（SEP）
2024.07	高通在印度起诉传音，指控其侵犯四项非标准必要专利
2025.01	高通撤回在印度对传音提起的专利诉讼
2025.07	飞利浦与传音就印度市场的 SEP 纠纷达成和解

资料来源：ip fray、公司招股说明书、开源证券研究所

区域市场潜力可观，专利合作助推份额提升。根据 IDC 数据，中欧及东欧智能机市场近几个季度整体保持增长态势，2025Q1 出货量达到 1817 万台，相比 2023Q1 增长 23.52%。2023Q4 传音在中欧及东欧市场的份额达到约 15.49%的阶段性高点，随后波动回落至 2025Q1 的 5.60%。高通在欧洲市场具有较大影响力，其 5G 专利许可计划已覆盖全球超过 90% 的智能手机。我们认为，凭借与高通达成的专利许可与和解，传音能够显著增强产品合规性，突破专利壁垒，提升在中欧及东欧市场的竞争力，未来提升空间广阔。

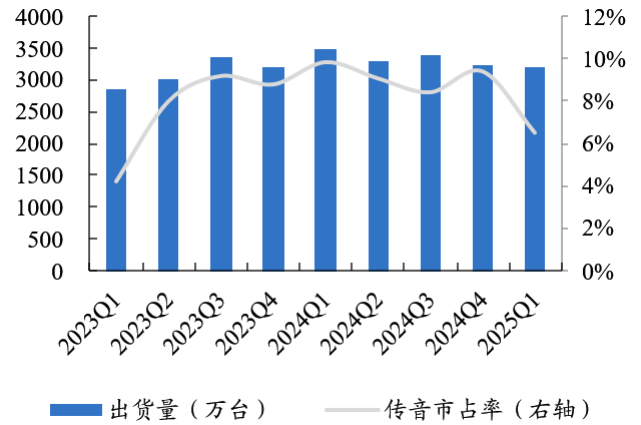
拉美市场整体出货量保持平稳，2023Q1-2025Q1 保持在约 3000 万台。传音在该区域市场占有率较低，2025Q1 约为 6.53%。目前，高通正持续加强在拉美市场的专利布局与生态建设，计划将“高通人工智能创新者计划”引入巴西、墨西哥等重点市场。同时，公司正通过多品牌协同策略积极拓展市场，并注重可持续发展与健康经营；为进一步提升本地化运营能力，2025H1 传音在墨西哥、巴西等市场增加本地人员配置。我们认为，依托与高通达成的合作及双方在拉美的战略推进，传音有望有效把握市场机遇，逐步拓展拉美市场空间。

图65：中欧与东欧市场传音市占率 5.6%，存在增长空间



数据来源：IDC、开源证券研究所

图66：2023Q1 以来传音在拉美市场出货量保持平稳



数据来源：IDC、开源证券研究所

2.4.2、深入一线紧抓用户需求，持续推进本地化战略

2025 年，印度政府调整外资政策，通过强化本地化要求大力推动“印度制造”战略，这对企业的本地化生产与市场认同提出更高要求。传音自进入印度市场以来积极践行这一战略，品牌 70% 的手机由印度 Noida 工厂生产，持续强化本土品牌形象；产品层面，公司针对印度饮食文化开发出配备生物识别触摸传感器的手机，使用户手指沾油也能顺畅解锁操作；同时邀请印度宝莱坞巨星代言，多维度贴近用户，有效增强消费者认同感。

针对印尼市场，传音推出 Tecno POVA 5 Pro 游戏手机，以千元档位的定价，配备三角形 RGB 灯带、120Hz 高刷屏和 68W 快充等高感知配置，明确聚焦东南亚、拉美等地区对娱乐体验与成本敏感的用户群体。

图67：传音针对印度用户习惯推出防油污触摸技术



资料来源：TECNO 官网

图68：传音为印尼玩家推出新款游戏手机



资料来源：锋潮测评室

2.4.3、高端化：推进中高端机型品牌建设，布局 AI 手机构筑长期动能

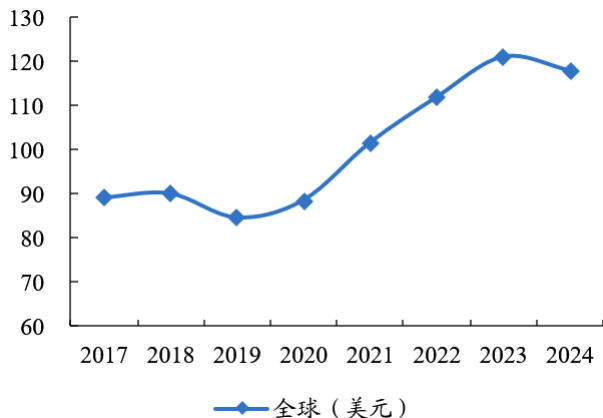
（1）手机 ASP 持续提升，加速覆盖中高端用户市场

传音通过 ASP 提升与突破高价格带，持续推进品牌高端化。根据 IDC 数据，2017 年至 2024 年，传音在全球智能手机 ASP 整体呈上升趋势，2024 年传音智能机 ASP 达到 117.98 美元，相比 2017 年增长 32.55%。从价格段结构来看，公司产品结构正

向高端化升级，200 美元以上的中高端机型占比持续提升，从 2017 年的 4.74% 提升至 2024 年的 14.04%，而 100 美元以下的低端机型占比相对收窄，2024 年比 2017 年下滑 6.33pct 至 45.31%。

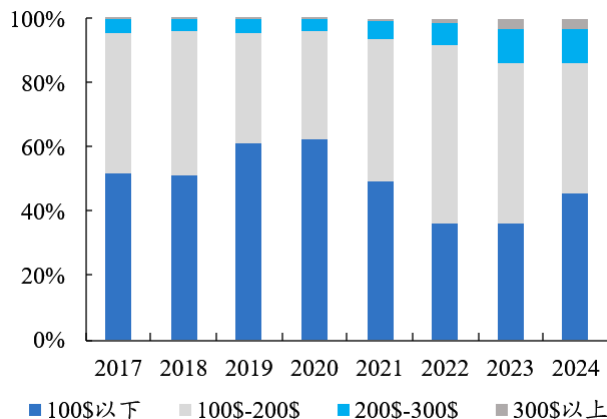
2025Q2 传音三大品牌协同驱动:Infinix 在稳固 200 美元以下市场的优势的同时，成功向 300-599 美元价格段扩张；TECNO 凭借分销与营销能力，以高性价比产品维持中低端市场份额；在供应链及战略调整的挑战下，itel 仍成功坚守 100 美元以下大众市场的核心用户群。通过多品牌协同与产品结构升级，传音在维持大众市场优势的基础上，正加速向中高端市场突破。

图69：2024 年传音的 ASP 提升至 117.98 美元



数据来源：IDC、开源证券研究所

图70：2024 年传音全球市场 100 美元以上机型占比提升



数据来源：IDC、开源证券研究所。注：仅统计 Infinix 与 TECNO

(2) 布局高端折叠屏手机市场，持续打造高端品牌形象

高端旗舰机型持续迭代，推进中高端品牌建设。2023 年，TECNO 首次亮相世界移动通信大会（MWC 2023），发布 TECNO 首款折叠屏手机 PHANTOM V Fold，标志着传音正式进军全球高端市场；2024 年，TECNO 折叠双旗舰 PHANTOM V Fold2 与 V Flip2 发布，进一步加速高端化进程；2025 年，传音在 MWC 2025 上展出 PHANTOM ULTIMATE 2 三折叠、SPARK Slim 超薄以及 PHANTOM V Fold 2 卫星通讯三款超薄概念手机；同年下半年，公司相继发布全球最薄三折叠手机 TECNO PHANTOM Ultimate G Fold 以及最薄曲面屏手机 TECNO Slim，持续强化在超薄折叠与创新形态领域的领先地位。

为支撑高端化战略，未来公司将持续加大研发投入，重点布局影像、AI、快充及系统体验等核心技术领域。通过自主研发 UniversalTone 人像技术、AI 视频编辑功能及 AIGC 人像造型技术等自研影像系统，不断提升高质量、个性化影像体验，助力产品结构升级与高端品牌形象提升。

图71：2025 年传音发布最薄三折叠手机



资料来源：公司公众号

图72：2025 年传音发布最薄曲面屏手机 TECNO Slim



资料来源：公司公众号

(3) 自研+第三方 AI 模型全面布局，持续提升 AI 手机用户体验

自 2023 年起，公司开始系统布局 AI 能力，通过接入 OpenAI 等第三方大模型，实现具备 ChatGPT 文字交互功能的 AI 智能手机。2024 年，传音通过发布“TECNO AI”技术架构，加速自研 AI 体系建设。同时将 AI 翻译、AI 画板以及 Ella AI 语音助手影像等一系列端侧功能应用于 PHANTOM 最新款旗舰机型，标志着公司对于 AI 手机从技术探索进入规模化产品阶段。

2025 年，传音进一步拓展 AI 生态边界。旗下 TECNO 以“AI 全场景互联”为核心，在 MWC 2025 上发布多款 AI PC 与生态终端，实现手机、平板、穿戴设备的智能协同；同时，发布 CAMON 系列 AI 智能手机，集成前沿的 AI 影像技术和实用 AI 功能，并与阿里云合作将通义千问大模型接入 PHANTOM V Fold 2，以 AI 能力赋能高端体验。公司逐步构建起“端侧轻量化 AI+云端协同+多端互联”的综合能力，持续提升用户的全场景 AI 体验。

图73：2025 年公司发布搭载最先进 AI 技术的智能手机 CAMON 40 系列



资料来源：公司公众号

3、扩品类：依托品牌/渠道优势，拓展 AIoT/家电/光储等业务

3.1、AIoT：依托四大子品牌拓展平板/PC/穿戴/配件等消费电子产品

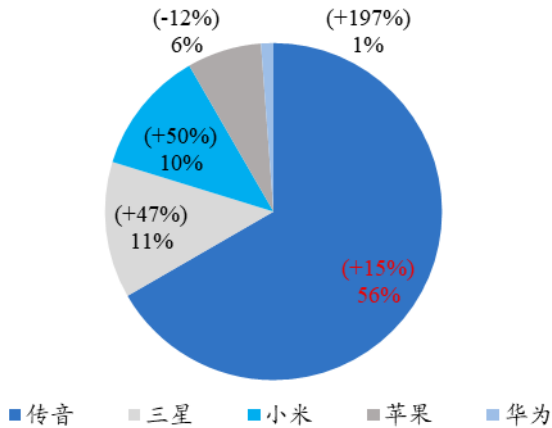
传音依托 TECNO、itel、Infinix 三大手机子品牌持续拓展消费电子生态，产品矩阵覆盖平板、笔记本电脑、真无线耳机、智能穿戴、AI 眼镜、迷你游戏 PC、智能家电等多品类硬件，逐步构建“手机+AIoT”协同发展的全场景智能生态。在此基础上，公司立足非洲市场用户需求，专门打造数码配件品牌 oraimo，深耕音频设备、充电配件、个人护理电器等产品。通过“多品牌+全品类”战略，传音不断强化在新兴市场的生态协同与用户粘性，为持续增长构建坚实产品基础。

oraimo 生态领跑非洲，数码配件优势扩大。随着非洲智能手机普及率持续提升，智能音箱、手环、移动电源、TWS 耳机等 3C 配件需求迅速增长，为传音数码配件业务带来新的增长空间。oraimo 作为传音旗下专注于消费电子产品的品牌，其业务已从数码配件扩展至 AIoT 智慧互联领域。在渠道方面，品牌持续推进“线下+线上”融合，优化电商运营，自 2020 年与速达非合作以来，目前已实现 90%线上包裹隔日达。

音频与穿戴双双迎来增长，本土生态优势巩固。根据 Canalys 统计，2024 年由 oraimo 等品牌驱动的传音系产品在非洲 TWS 市场以 56%的份额占据主导地位，同比

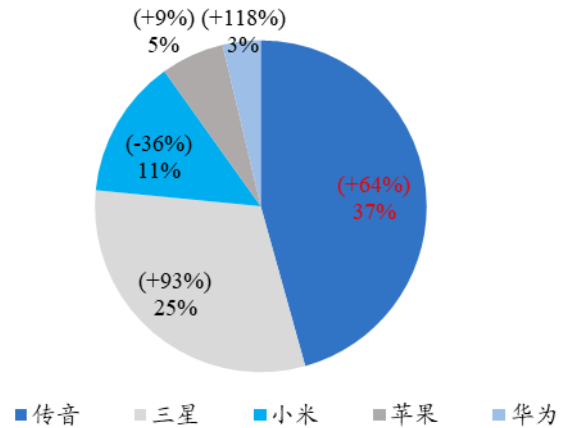
增长 15%；在非洲可穿戴设备市场以 37% 的份额位列第一，同比增长 64%，增速显著高于行业平均水平。未来 oraimo 将继续深化与供应链伙伴合作，增强系统韧性，持续扩大在数码配件与 AIoT 领域的规模效应和品牌势能。

图74：2024 年传音在非洲 TWS 市场份额达到 56%



数据来源：Canalys、开源证券研究所

图75：2024 年传音在非洲可穿戴设备市占率达到 37%



数据来源：Canalys、开源证券研究所

布局 AI/AR 领域，逐步呈现 AI 生态全互联。2024 年，传音进入 XR 赛道，在 MWC 2024 上推出世界基于 Windows 的 AR 游戏套装 Pocket Go，并入选《时代周刊》2024 年度最佳发明榜单；MWC 2025 上，TECNO 发布 AI Glasses 和 AI Glasses Pro 两款 AI 眼镜，具备 AI 语音交互、信息识别及导航等功能。同时，传音在展会上通过 TECNO AI Room 展示覆盖手机、AI 眼镜、笔记本、耳机和智能手表在内的 AI 产品矩阵，依托 TECNO AI 互联实现多场景智能应用。

图76：MMC 2025 传音发布 AI 眼镜



资料来源：中国电子报

图77：AI ROOM 呈现 AI 生态全互联



资料来源：公司公众号

合作西班牙顶尖渠道商，以 AIoT 生态产品开拓欧洲市场。TECNO 与西班牙顶尖科技批发商 MCR 集团达成战略合作，将旗下 AIoT 智能生态产品引入西班牙市场。MCR 作为当地最大的分销商，在 IT 和消费电子领域占据领先地位，具备覆盖广泛的分销网络和现代化物流体系，将为 TECNO 产品在西班牙的上市与分销提供核心支持。本次合作推出的 AIoT 产品包括 MEGABOOK 系列笔记本电脑、全球最小水冷迷你 PC——MEGA MINI Gaming G1，以及即将推出的智能眼镜系列、新款笔电及智能手表等，并将通过 MCR 的渠道在马德里、巴塞罗那等主要城市全面上市。

我们认为，传音通过此次合作实现对西班牙市场的进一步拓展发展，为其 AIoT 扩品类业务提供新的增长点。传音有望以此为契机，逐步构建西班牙乃至欧洲市场的整体份额与生态影响力，为未来在欧洲的持续扩张奠定重要基础。

图78: TECNO 与 MCR 合作 AIoT 产品



资料来源: 公司公众号

3.2、家电: Syinix 定位中高端品牌, 以全品类本土化开拓新增长曲线

定位于非洲中高端市场, 以智能化、本土化打造家电品牌。作为传音旗下定位于非洲中高端市场的专业家电品牌, Syinix 自 2015 年成立以来, 已建立起涵盖大型家电与生活小电的全品类产品矩阵。其产品线包括智能电视、冰箱、空调、洗衣机等大型家电, 也覆盖电热水壶、空气炸锅、搅拌机、风扇等高频使用的小型电器, 致力于为非洲家庭提供一站式家居生活解决方案。品牌以“智能化”与“本土化”为双核驱动, 在产品设计中强调安全、耐用与便捷, 如电热水壶突出“安全饮水伙伴”、风扇强调“续航 8 小时”等, 精准契合当地基础设施特点与消费者对实用功能的重视。

在业务拓展方面, Syinix 坚持区域深耕与品牌建设并进。目前业务已覆盖埃及、尼日利亚、加纳等超 20 个非洲国家, 并依托 30 多个本地化社交媒体主页进行精细化运营, 以增强用户互动与市场渗透。通过“买家电送手机通话时间”等灵活营销策略, Syinix 正逐步在非洲市场树立起品牌形象, 成为传音生态中家电板块的重要支撑, 持续推动其中高端品牌战略落地。

图79: Syinix 全品类家电矩阵: 以智能化与本土化深耕非洲市场中高端需求



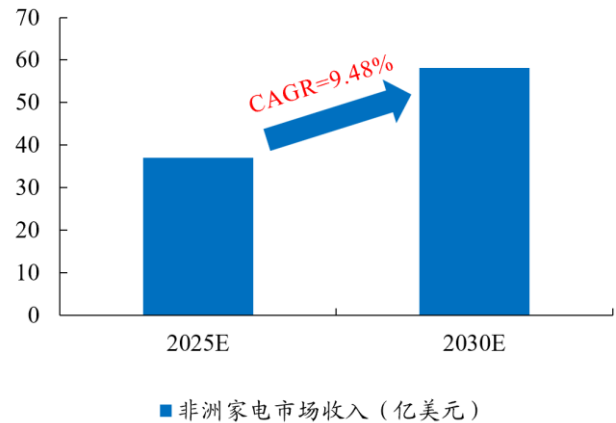
资料来源: Syinix 官网、开源证券研究所

图80: Syinix 推出全球首款“Swallow Food”智能设备



资料来源: Syinix 官网

图81: 2025-2030 年非洲家电市场 CAGR 预计为 9.48%



数据来源: Statista、开源证券研究所

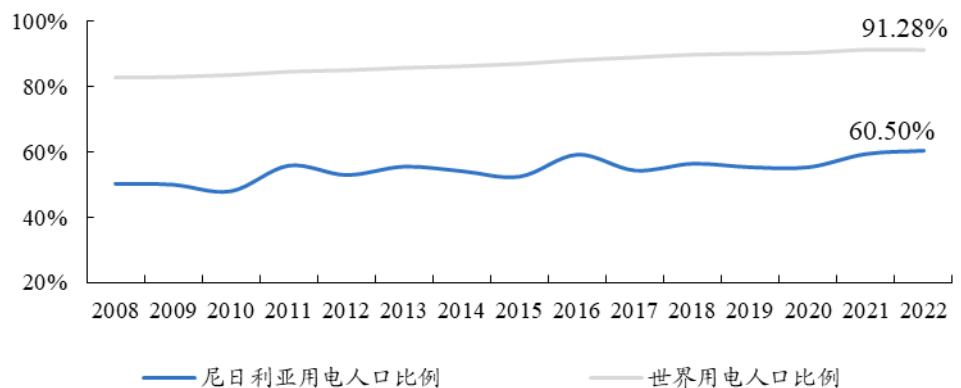
本土化产品创新驱动，紧抓非洲家电市场增长机遇。2024 年，Syinix 推出全球首款专用于制作非洲及印度特色食物“Swallow Food”的智能烹饪设备“Swallow Maker”。该产品的推出基于对非洲十多个国家的深入调研与两年本土化研发，精准适配当地传统饮食习惯。其功能定位相当于非洲市场的“电饭煲”，适用于整个非洲大陆。在非洲大陆自由贸易区跨境零关税的背景下，该产品展现出重要的市场价值。

非洲家电市场展现出广阔的增长前景，根据 Statista 数据统计，非洲家电市场正处于快速增长阶段，2025-2030 年 CAGR 预计达 9.48%。我们认为，在此增长趋势下，Syinix 将凭借其强大的本地洞察力、产品创新能力以及母公司传音在非洲的深厚品牌力，进一步巩固其在非洲市场的地位。

3.3、光储：非洲与南亚市场光伏发展前景良好，催生储能产品刚性需求

非洲市场：电力短缺与无电人口问题突出，为储能市场提供硬性增量空间。以尼日利亚为例，根据集邦储能报道，西非国家尼日利亚电网十分脆弱，过去 10 年间发生了近 140 次故障。用电人口比例方面，尼日利亚与世界用电人口比例差距较大，据 Our World in Data 统计，2022 年世界用电人口比例约为 91.28%，尼日利亚用电人口比例约为 60.50%，相差 30.78pct。

图82: 2022 年尼日利亚用电人口比例比世界低 30.78pct



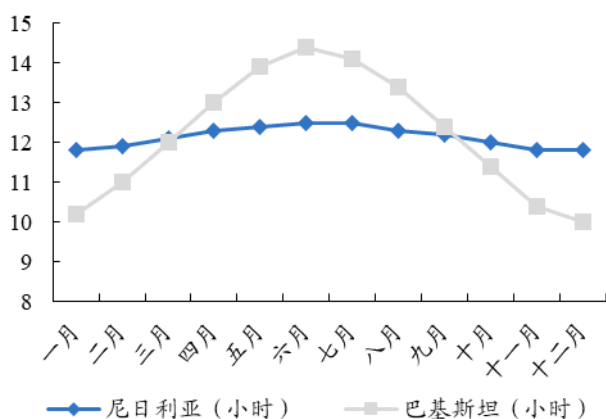
数据来源: Our World in Data、开源证券研究所

尼日利亚太阳能资源丰富，光伏装机量持续增长，储能市场未来发展前景良好。根据 Weather Atlas 数据，尼日利亚最大港市拉各斯月均的日照市场超过 11.5 小时，

6-7 月日照时长达到 12.5 小时。尼日利亚全年日照时间长、太阳能资源丰富，为光伏发电提供良好的自然条件。根据国际可再生能源机构统计，2020-2024 年尼日利亚光伏装机量持续增长，2024 年累计装机容量达到 144 兆瓦，同比增长 0.7%。根据 Mordor Intelligence 预测，2029 年尼日利亚可再生能源市场规模将达到 5.51 亿美元，2024-2029 年的复合增长率达到 9.88%。我们认为，尼日利亚丰富的太阳能资源与大规模的无电人口基数，共同催生强劲的稳定电力需求，为光伏储能市场提供广阔的发展空间。

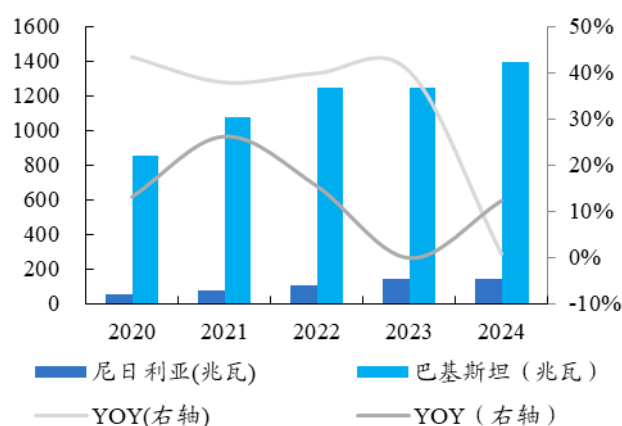
南亚市场：长日照时长与薄弱电力基础使巴基斯坦光伏市场迎来增长。巴基斯坦与尼日利亚基本情况相似：根据“全球光伏”消息，该国电力供应缺口大，日均缺电量约 4-5GW，全国超过 2 亿人无法稳定用电；同时巴基斯坦日照条件优越，其首都伊斯兰堡月均日照时长可超过 10 个小时，良好的光照条件为巴基斯坦光伏产业提供良好的条件。据国际可再生能源机构统计，2020-2024 年巴基斯坦光伏装机容量持续增长，2024 年巴基斯坦光伏累计装机量达到约 1.4GW，同比增加 12.23%。据 NEPRA 发布的《发电装机量扩容计划(IGCEP2047)》，巴基斯坦光伏装机容量在未来几年内将实现快速增长，预计到 2030 年，光伏装机容量将达到 12.8GW，到 2047 年有望将达到 26.9GW。

图83：尼日利亚与巴基斯坦日照时间充足



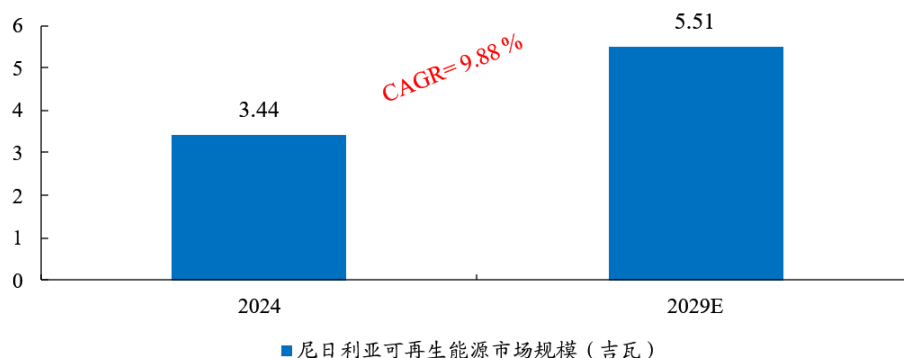
数据来源：Weather Atlas、开源证券研究所

图84：尼日利亚与巴基斯坦累计光伏装机量持续增长



数据来源：国际可再生能源机构、开源证券研究所

图85：预计 2029 年尼日利亚可再生能源市场规模增长至 213.9 亿美元

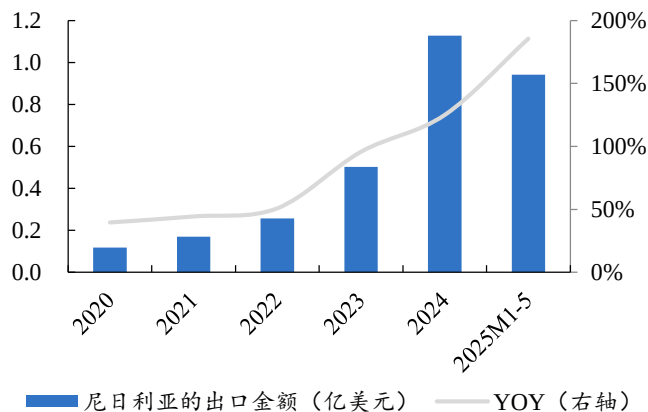


数据来源：Mordor Intelligence、开源证券研究所

中国企业积极参与布局，光伏贸易出口持续增长。根据海关总署统计，2020-2024 年，中国对尼日利亚与巴基斯坦的逆变器出口额高速增长。2024 年中国对两国的逆变器出口额分别为 1.13 亿美元与 4.12 亿元，同比增长 124.91%、229.39%。尼日利亚方面，传音旗下 itel 品牌推出逆变器、电池等多款储能产品，隆基绿能通过供应光

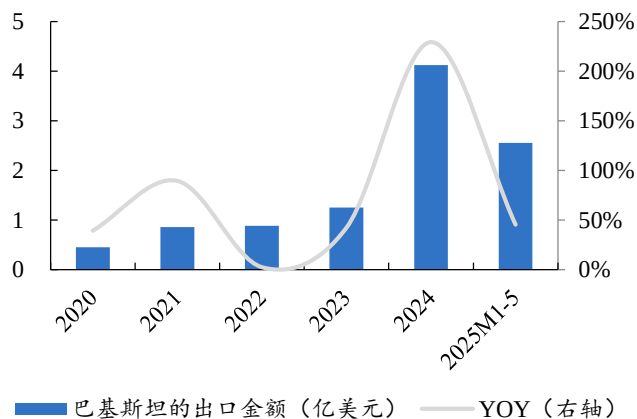
伏组件进入尼日利亚光伏市场；巴基斯坦方面，TCL 光伏科技与巴基斯坦英特格拉太阳能公司签署战略合作分销协议进入巴基斯坦市场。我们认为，面对光伏出口连年倍增，中国企业在非洲、南亚等新兴市场的光储竞争策略已从单纯产品出海升级为产业链深度赋能。

图86：2024年中国对尼日利亚的逆变器出口 1.13 亿美元



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图87：2024年中国对巴基斯坦的逆变器出口 4.12 亿美元



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图88：传音储能全链路产品矩阵精准卡位新兴市场



资料来源：itel Energy 官网、开源证券研究所

开辟第二增长曲线，以原品牌为基础，推出逆变器、电池等多系列光伏产品。2023 年，公司已经把储能列为战略级业务，计划 2-3 年投入 20 亿元，超过 2022 年全年 15 亿研发费用。据 itel 官方网站显示，公司推出 itel 子品牌 itelEnergy，提供包

括不同防水性能与功率的逆变器、储能系统和储能电池在内的系列产品，满足非洲以及亚洲等新兴市场不同场景用电需求，其一站式住宅储能解决方案已在巴基斯坦、尼日利亚和津巴布韦落地。

增资控股子公司，储能产品互补打造广阔光伏市场。2025年5月21日，公司通过全资子公司展想信息，向控股子公司钛氩能源实施增资7000万元。同时，钛氩能源另一股东新炬汇能（传音董事严孟实控）也完成等比例增资3000万元，合计增资钛氩能源1亿元。此次增资完成后，传音对钛氩能源的持股比例依旧保持在70%。钛氩能源推出户用储能解决方案，覆盖巴基斯坦、尼日利亚等新兴市场，并与itelEnergy产品线形成互补。目前，传音在非洲50余国的渠道网络（覆盖超2亿手机用户）为新能源产品提供快速落地场景。

联手本地光储龙头，公司切入伊拉克光储市场。伊拉克日均12小时停电，加速光储部署进程。为此，伊拉克政府设定2030年实现10GW可再生能源装机的目标，并通过低息贷款鼓励分布式项目发展。在此背景下，公司于2025年携itel Energy和itel Power系列产品进军伊拉克市场，并与龙头光储经销商ZMCSolar Energy合作。ZMC作为老牌光储企业，业务覆盖8个国家，在中东拥有强大的分销网络，尤其深耕伊拉克中南部和阿联酋两大市场。我们认为，凭借自身的运营能力与ZMC的分销网络协同，公司有望以伊拉克为起点进一步打开中东光储市场。

三大策略：自有品牌、极致性价比与本地化深耕，助力伊拉克市场开拓。①**自有品牌战略延伸：**公司将手机业务积累的品牌优势迁移至储能领域，itel Energy与itel Power系列产品直击市场。该策略已在巴基斯坦初见呈现：通过品牌心智渗透实现户储市占率近15%。对比公司伊拉克市场主要竞争对手，其主要采取代工模式，品牌溢价能力较弱。②**极致性价比：**2025年尼日利亚光伏展上，公司展出6KW混合逆变器，定价仅3000元人民币，比同类型5KW产品价格低50%，精准匹配中低收入市场需求。③**本地化深度运营：**复用非洲市场经验，公司在伊拉克实施“光伏下乡”行动，已覆盖该国巴格达、埃尔比勒等地区，通过地推团队、分期付款及网红营销等本土化手段降低购买门槛。

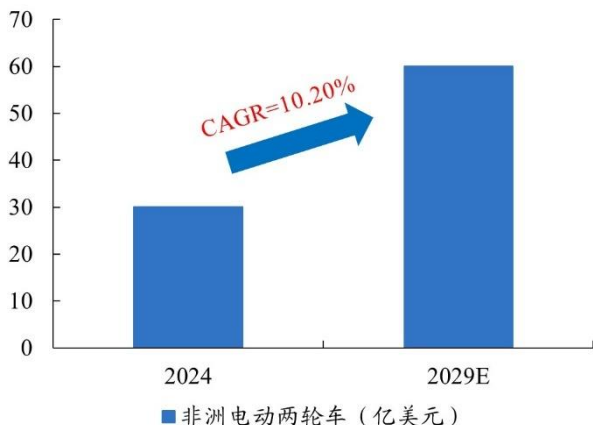
3.4、电动车：非洲市场具备显著增长空间，双品牌打造产品矩阵

非洲电动车市场增长潜力显著，两轮车将成为核心驱动力。根据上证e互动，2024年非洲电动两轮车市场规模约为30多亿美元，预计2029年规模接近60亿美元，CAGR达到10%。根据麦肯锡预测，至2040年，撒哈拉以南非洲地区电动汽车保有量中，两轮车将成为主力车型。在基准情景下达1100万辆，加速发展情景下有望突破2200万辆，远超三轮车、乘用车及商用车等车型的预期保有量。

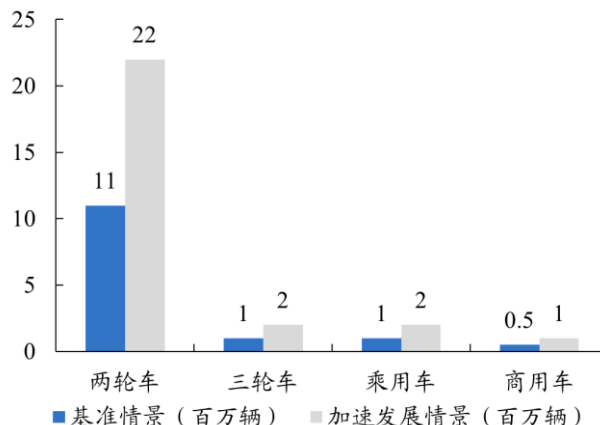
非洲市场因基础设施限制和消费水平差异，更倾向于选择低成本、高适应性的轻型电动交通工具。目前，两轮车已成为非洲居民生活、经济的核心，其市场正经历从燃油车向电动车的显著转型，这一转变主要由电动车型卓越的经济性驱动，其使用成本可比燃油车降低高达50%，直接提升从业者的收入。

传音基于本土化优势，打造非洲电动车品牌矩阵。2022年，传音成立出行事业部，孵化独立两轮电动车品牌Revoo及TankVolt。2023年，REVOO在非洲市场上市，TankVolt在乌干达首发，随后迅速拓展至尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚等国家。传音电动车的策略核心是以约1500美元的竞争价格提供产品，并配套推出“电池即服务”的租赁模式、第三方充电站合作以及车队资产管理软件，形成“产品+服务+

基础设施”的全套解决方案。同时，公司积极争取政府订单并与私人车队、金融机构及本地经销商建立合作网络，已在乌干达、尼日利亚、肯尼亚等五个市场快速扩张。我们认为，传音凭借非洲渠道与本地化经验，跨界电动车以抓住非洲市场红利，应对手机业务增长压力。目前传音已跻身非洲电动汽车销量前三大品牌，未来有望利用成熟的分销网络和“产品+服务”模式，占据市场领先地位。

图89：2029 年非洲电动两轮车市场预计达到 60 亿美元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图90：2040 年撒哈拉以南非洲电动车预计达 1100 万辆


数据来源：McKinsy、开源证券研究所

图91：传音以 REVOO 与 TankVolt 双品牌打造非洲电动车出行方案


资料来源：REVOO 官网、TankVolt 官网、开源证券研究所

4、移动互联：构建垂直生态，深化用户价值闭环

4.1、构建“OS+技术中台+应用 APP”的垂直生态布局

以智能机业务为基础，逐步构建“操作系统+应用生态+商业技术中台”的移动互联业务体系。(1) 公司自主研发 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，并以此为核心开展 OS 运营，布局包括游戏平台 AHA Games、应用分发平台 Palm Store、手机管理应用 Phone Master 在内的关键业务。(2) 应用软件方面，传音与国内互联网企业合作孵化多款热门应用，如与网易合作推出的非洲领先音乐平台 Boomplay、移动支付软件 Palmpay，与腾讯合作推出的非洲领先手机浏览器 Phoenix；同时打造

新闻聚合平台 Scooper 等产品。(3) 商业与技术中台方面，公司建立包括数据洞察平台 DataSparkle、传音云平台 Dlight Cloud、一站式营销服务平台 Eagllwin 等商业与技术中台，为前端业务提供基础设施支持。通过“终端+OS+应用+中台”的全链路布局，传音正逐步在全球新兴市场打造智能终端与移动互联业务协同发展的良性生态。

表5：传音移动互联业务主要包含自主 OS 操作系统以及主要 APP

业务	名称	应用简介
智能终端操作系统	HiOS	传音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，并基于 OS 系统实现增值变现
	itelOS	
	XOS	
OS 运营	AHA Game	非洲最大的移动游戏分发平台
	Palm Store	非洲头部移动应用分发平台
	Phone Master	手机管理应用
独立 APP 平台	Boomplay	非洲用户体量最大，最活跃的音乐流媒体 app，在全球范围有非洲本地内容最多的音乐流媒体平台，曲库数量超过 9000 万
	Palmpay	非洲领先的手机支付软件，已经获得坦桑尼亚、尼日利亚和纳 3 个国家的支付牌照
	Phoenix	非洲领先的手机浏览器
	Scooper	新闻与泛娱乐内容聚合平台，在肯尼亚、埃及、尼日利亚和纳等国的新闻类 APP 用户数排名前 3
	DataSparkle	聚焦新兴市场的权威数据洞察平台
商业与技术中台	Dlight Cloud	传音云平台
	Eagllwin	一站式海外营销服务平台
	Hisavana	海外广告平台

资料来源：传音官网、王博《“一带一路”背景下传音手机国际经营战略选择分析及启示》、开源证券研究所

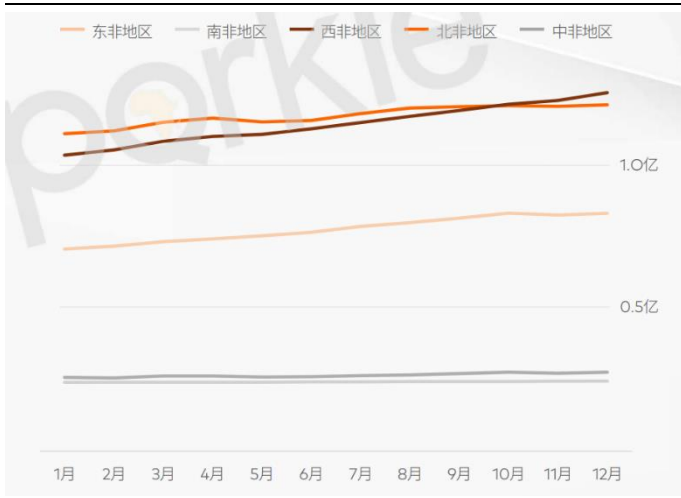
4.2、把握非洲互联网用户增长新机遇，移动互联业务有望快速发展

非洲移动应用市场持续扩张，活跃用户规模稳步增长。根据 DataSparkle 统计，2022 年至 2024 年期间，非洲移动应用活跃用户规模保持稳步增长。2024 年 12 月，非洲移动应用活跃用户规模已突破 3.8 亿，同比增长 15.4%。在整体移动应用市场扩张的同时，AI 类移动应用正成为重要增长点。2024 年，非洲 AI 移动应用活跃用户规模超过 1 亿，全年累计打开次数突破 23 亿次，呈现用户规模与使用深度双增长。具体来看，全年有超 110 款 AI 应用实现用户正增长，其中 20 款应用的活跃用户规模突破 100 万；另有 100 款 AI 应用在 12 月的月均使用时长较 1 月明显提升。我们认为，基于非洲 AI 类移动应用的强劲增长态势与传音在非洲移动互联业务的布局，公司有望将现有移动互联优势延伸至 AI 领域，通过自研或合作孵化 AI 应用，打开盈利增长空间。

技术支撑：专注非主流语种的用户群体，AI 翻译技术突破助力市场拓展。在 WMT 2025 国际机器翻译大赛上，传音自主研发的低资源语言翻译技术在中荣获四项阿萨姆语、曼尼普尔语等低资源印度语言翻译冠军。这项技术突破将进一步推动 AI 翻译技术在低资源印度语言方向的深入发展与应用，为拓展印度等新兴市场的提供核心技术支持。目前，传音语音技术已经包括 100 多种主流语言以及非洲的尼日尔-刚果语系和阿非罗-亚细亚语系，亚洲的南岛语系和印欧语系等多个小语种，不断推动多语种 AI 翻译技术突破。我们认为，未来传音或将凭借其在小语种 AI 翻译技术上的领先优势，突破语言壁垒，将移动互联业务成功拓展至更多语言多样化的新

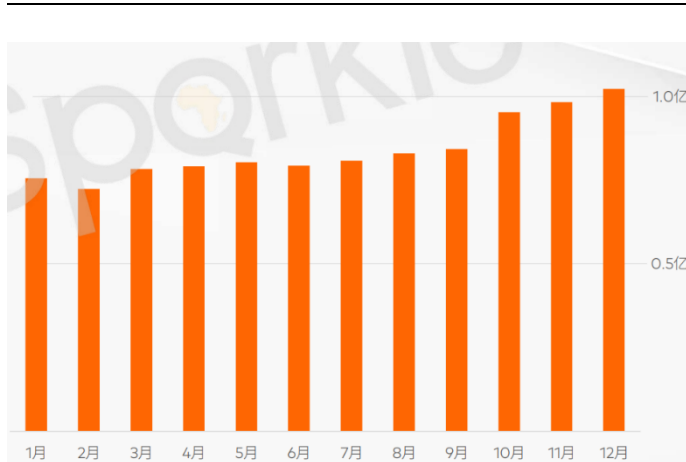
兴市场。

图92：2024 年非洲移动应用活跃用户规模突破 3.8 亿



数据来源：DataSparkle

图93：2024 年非洲 AI 相关移动应用打开次数超 23 亿次



数据来源：DataSparkle

图94：传音在 AI 小语种技术持续扩展版图



资料来源：公司公众号

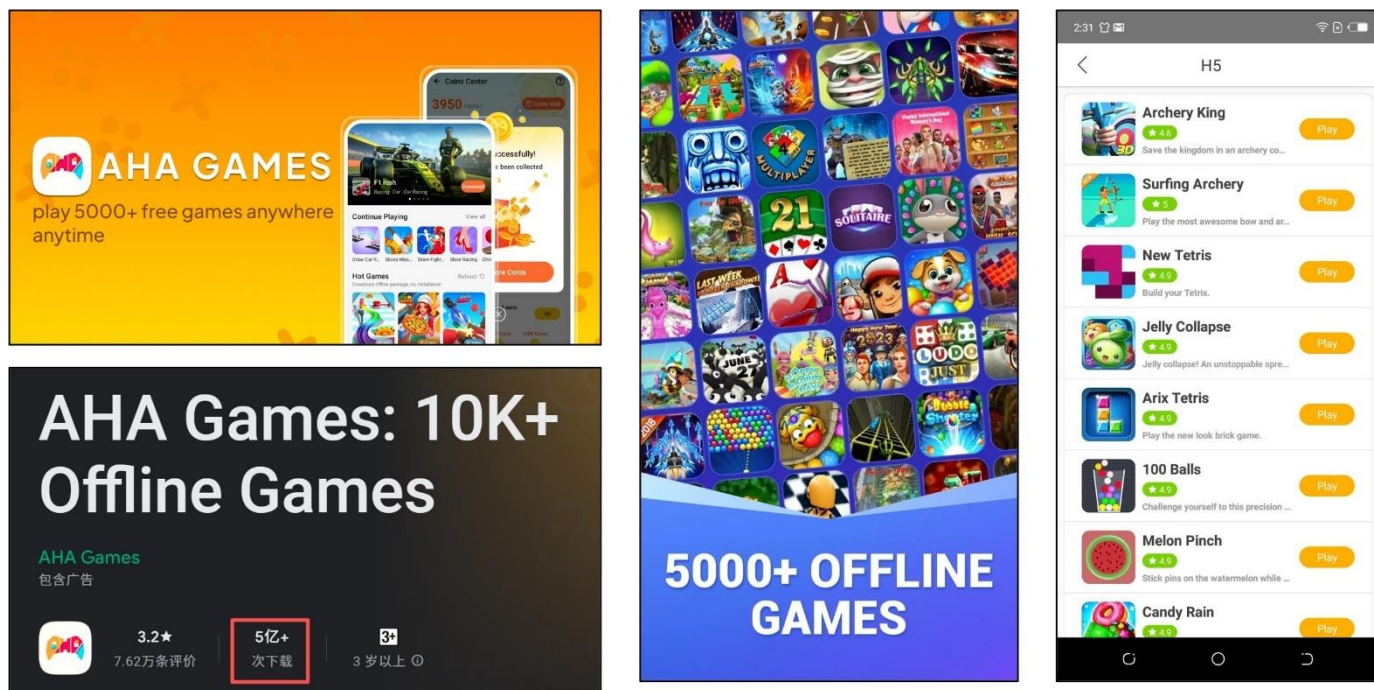
4.2.1、案例 1—AHA Games：移动游戏市场强劲增长，平台优势凸显

AHA Games 专注于非洲等新兴市场的手机游戏分发平台，预装在传音旗下三大手机品牌中，以尼日利亚为起点，业务扩展至肯尼亚、埃及和印度等地。目前，平台提供超过 15000 款免费 APK 和 HTML5 游戏，全球用户量超过 2000 万，在 Google Play 累计下载量超过 5 亿次。服务模式上，平台为普通用户提供免费游戏下载与管理服务，为开发者提供 APK/H5 格式的游戏分发、广告变现和本地支付等解决方案。

根据 DataSparkle 数据，2024 年，非洲移动游戏活跃用户规模超过 2.7 亿，同比增长 9.5%，其中西非和东非地区以 17% 和 13% 的高速增长引领市场。休闲、益智等轻量级游戏品类最受欢迎，用户规模超过 1.4 亿，在头部游戏中占据近四分之一份额，显示出较大的用户需求和明确的市场偏好。

图95：AHA Games 游戏平台在 Google Play 累计下载量超过 5 亿次

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



资料来源：Google Play、开源证券研究所

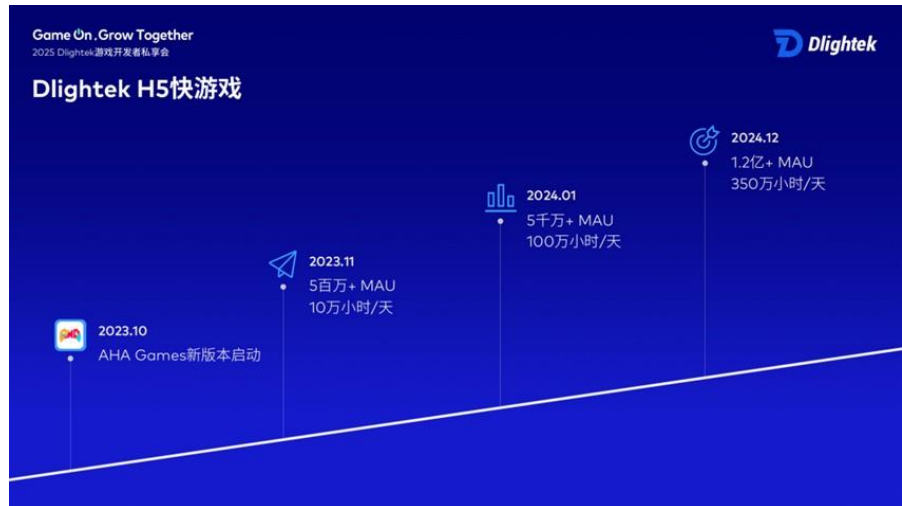
图96：2024 年非洲游戏活跃用户规模突破 2.7 亿



资料来源：DataSparkle

截至 2024 年 12 月，AHA Games 月活用户数已达 1.2 亿，平均每日玩家游戏总时长达到 350 万小时；其专属 AHA 游戏引擎更将弱网环境下的游戏进入成功率提升至 96%。目前，平台推出“AHA 百万 DAU 精品游戏计划”，通过整合 S 级流量扶持与本地化创意团队，在技术、广告样式、流量及政策等多维度进行系统性优化，助力游戏在市场中快速崛起。我们认为，基于非洲移动游戏市场的快速增长以及平台自身的游戏战略，AHA Games 有望进一步提升其非洲市场的 MAU、DAU 及用户平均使用时长，成为公司移动互联产品矩阵的核心产品。

图97：2024 年 AHA Games 月活用户数已达 1.2 亿



资料来源：Dlightek 公众号

4.2.2、案例 2—Boomplay：非洲领先的音乐流媒体平台，引领非洲音乐生态

作为专注于非洲市场的音乐流媒体平台，Boomplay 在 2015 年由 TECNO Mobile 在尼日利亚首次推出。目前该平台已在加纳、肯尼亚、坦桑尼亚、喀麦隆和科特迪瓦等地建立本地运营团队，成为非洲最大、增长最快的音乐应用平台之一。2022 年其月活跃用户已突破 1 亿，曲库规模超过 1 亿首，覆盖在线播放、视频观看、歌曲下载和离线收听等多种功能，用户可免费使用或选择灵活订阅计划。

图98：Boomplay 位于 2024 年非洲移动应用音乐与音频类年度用户使用排行榜第二名

排名	非洲	埃及	肯尼亚	尼日利亚	南非	坦桑尼亚
1	YouTube Music	YouTube Music	YouTube Music	YouTube Music	YouTube Music	YouTube Music
2	Boomplay - Download Music MP3	Lark Player:Music Player & MP3	Boomplay - Download Music MP3	Boomplay - Download Music MP3	Boomplay - Download Music MP3	Boomplay - Download Music MP3
3	Audiomack: Music Downloader	Music Player - MP3 Player App	Music Player - MP3 Player App	Audiomack: Music Downloader	Spotify: Music and Podcasts	Music Player - MP3 Player App
4	Music Player - MP3 Player App	Boomplay - Download Music MP3	MusiX - Share Offline Music	Music player	Music Player - MP3 Player App	Shazam: Find Music & Concerts
5	Lark Player:Music Player & MP3	Spotify: Music and Podcasts	Spotify: Music and Podcasts	MusiX - Share Offline Music	Shazam: Find Music & Concerts	MusiX - Share Offline Music
6	Music player	SoundCloud: Play Music & Songs	Shazam: Find Music & Concerts	Shazam: Find Music & Concerts	Boomplay Lite: Music Downloader	Audiomack: Music Downloader
7	Spotify: Music and Podcasts	Music player	Boomplay Lite: Music Downloader	Music Player - MP3 Player App	Music Player & MP3 Player	Boomplay Lite: Music Downloader
8	MusiX - Music Player & Share	Music Player & MP3 Player	Lark Player:Music Player & MP3	MusiX - Music Player & Share	Tubidy Mp3 Music Downloader	Music player
9	Shazam: Find Music & Concerts	قرآن كامل ماهر البعالي بدون نت	Music player	Boomplay Lite: Music Downloader	Vodacom Music	Spotify: Music and Podcasts
10	MusiX - Share Offline Music	عبد الباقى قرآن كامل بدون نت	Music Player & MP3 Player	Spotify: Music and Podcasts	Cross DJ Pro - Mix & Remix	DJ Music mixer - DJ Mix Studio

资料来源：DataSparkle

2022 年，Boomplay 与非洲头部电信运营商 Airtel Tigo 等开展合作，推出以通话时间支付的低价日、周、月会员套餐，用户可借此享受无广告播放与无限离线下载等权益，提升服务覆盖与用户体验。根据 DataSparkle 统计，2024 年非洲主要国家的移动应用音乐与音频类年度用户使用排行榜中，Boomplay 位于第二，仅次于 YouTube Music，市场影响力持续扩大。

4.2.3、案例 3—Palmpay：非洲领先的金融科技平台，赋能本地支付生态

Palmpay 由传音与网易共同孵化，于 2018 年在尼日利亚成立；2019 年获得尼日利亚中央银行许可作为移动货币运营商并正式推出服务；2021 年进行封闭式 A 轮融资，为扩张提供资金支持，同年成为尼日利亚 Google Play 财经类应用下载第一；2022 年成功将业务扩展至加纳，随后 PalmPay 在坦桑尼亚和肯尼亚相继获得服务资质，开展金融科技服务；到 2023 年，用户数量突破 3000 万；2024 年，公司向 1000 万储蓄用户发放了 40 亿英镑作为储蓄回报，并记录了超过 3500 万用户和 110 万家企业的显著增长，已成为该地区领先的金融科技平台；2025 年，PalmPay 拥有超过 3500 万注册用户，50 万代理商及 60 万商户，每日交易量高达 1500 万笔。在《金融时报》与 Statista 联合发布的“2025 年非洲增长最快的公司”榜单中，被评为增长最快的金融服务公司，在上榜的 130 家公司中位列第二。

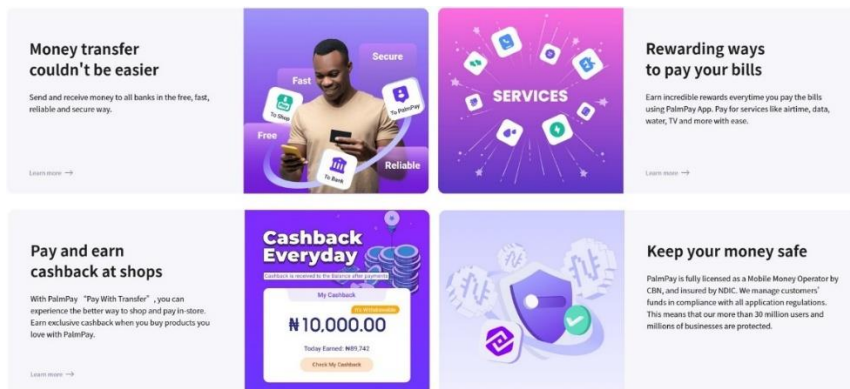
图99：2025 年 PalmPay 拥有超过 3500 万注册用户，50 万代理商及 60 万商户



资料来源：PalmPay 官网、Tech Africa News、开源证券研究所

构建连接个人与商户的双边平台，聚焦高频支付场景。作为传音自有生态的重要部分，PalmPay 实现从融资到运营的全链条自主掌控，凭借更灵活的信贷服务与持续扩展的渠道网络，持续提升其市场渗透能力。在市场定位上，PalmPay 依托技术优势构建覆盖个人与商户的双边平台，连接活跃用户、代理商及商户合作伙伴，形成强大的网络效应。其产品服务围绕高频支付场景展开：为个人用户提供免费转账、账单分摊、便民缴费及消费返现等增值服务；为商户提供智能 POS 终端、反欺诈防护及一站式企业管理系统，提升运营效率与安全性。

图100：PalmPay 打造连接个人与商户的双边平台，以高频支付场景构建金融生态

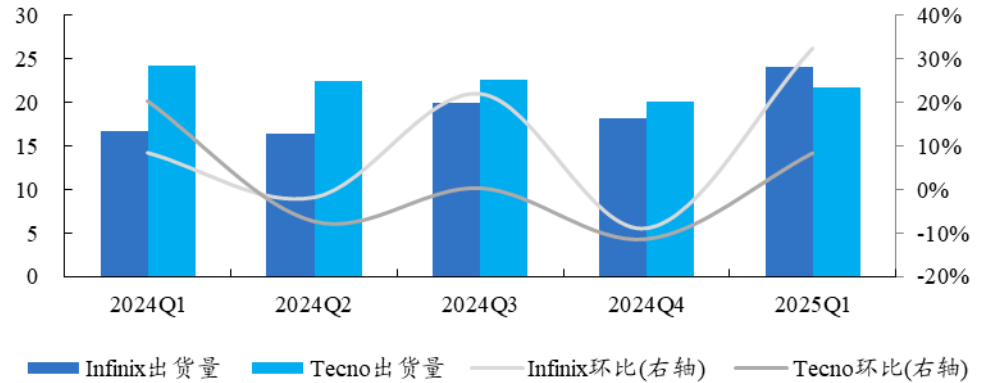


资料来源：PalmPay 官网

赋能智能终端销售，打通零售与电信渠道构建生态闭环。作为传音自有金融科技平台，PalmPay 通过灵活的分期付款方案降低智能手机购买门槛。该服务以低首付、

较长还款周期和本地化信贷产品精准满足中低收入群体消费需求。这一协同效应在孟加拉国市场表现尤为显著，根据 IDC 统计，2025Q1 PalmPay 在孟加拉已经带动 TECNO 和 Infinix 出货量分别达到 24.12/21.70 万台，环比增加 32.58%/8.31%，创下近四个季度增速新高。

图101：2025 Q1 PalmPay 助力 Infinix/TECNO 在孟加拉国智能机出货量提升



数据来源：IDC、开源证券研究所

目前，PalmPay 逐步扩展至传统零售渠道以及电信合作生态。平台通过与零售商促销活动达成合作，在推广软件的同时提升消费者购买力以及产品的 ASP。此外，PalmPay 与非洲主要电信运营商建立合作关系，提供无卡分期付款服务，实现从通信到消费的全链路生态覆盖。我们认为，PalmPay 作为传音构建“手机+金融”生态闭环的核心平台，通过支付与信贷服务赋能终端销售，形成独特的协同优势。这一成熟模式将持续强化传音在新兴市场的用户粘性与增长韧性。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设与盈利预测

(1) 分业务收入与毛利率预测

公司目前主要业务分为手机、扩品类以及移动互联业务三大板块，其中手机板块是公司主要收入与利润来源。未来，随着智能手机市场持续复苏及新兴市场消费潜力释放，公司传统手机主业有望保持稳健增长，同时 AIoT、家电、光储以及电动车等扩品类业务布局逐步深化，移动互联等新兴领域加速拓展，公司整体盈利结构与增长质量有望实现持续优化。我们预计 2025/2026/2027 年公司整体收入预计实现 704.18 亿元/783.72 亿元/883.42 亿元，整体毛利率预计为 19.22%/19.65%/20.93%。

各板块业务收入与毛利率预测及关键假设如下：

(1.1) 手机：公司手机业务板块以 TECNO、itel 和 Infinix 三大智能终端为主体，深度覆盖非洲、南亚、东南亚等新兴市场，并持续拓展中东、拉丁美洲、中欧以及东欧等区域。业务范畴包括硬件设计制造、多品牌矩阵运营、移动互联服务及售后体系等。随着新兴市场消费升级与移动互联网普及深化，中高端智能机需求有望稳健增长。公司凭借深厚的本地化渠道、强大的多品牌策略及符合区域需求的通信、影像、续航等功能创新，持续巩固市场领先地位。产品覆盖不同消费层级，智能机出货量及 ASP 有望稳步提升。同时，公司积极优化产品结构，提升中高端机型占比，

并深化本地化生产与供应链整合，未来有望进一步带动毛利率改善与盈利能力的增强。我们预计公司手机业务 2025/2026/2027 年收入有望实现 633.94 亿元/702.89 亿元/788.46 亿元，同比增长 0.31%/10.88%/12.17%，毛利率预计为 18.50%/18.80%/20.20%。

表6：传音控股 2023 至 2027 年分业务收入及毛利率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	622.95	687.15	704.18	783.72	883.42
营业收入 YoY	33.69%	10.31%	2.48%	11.29%	12.72%
营业成本（亿元）	470.63	540.91	568.85	629.74	698.51
毛利润（亿元）	152.32	146.24	135.33	153.98	184.91
毛利率	24.45%	21.28%	19.22%	19.65%	20.93%
1、手机					
营业收入（亿元）	573.48	631.97	633.94	702.89	788.46
营业收入 YoY	34.88%	10.20%	0.31%	10.88%	12.17%
毛利率	24.20%	20.60%	18.50%	18.80%	20.20%
1.1、智能机					
营业收入（亿元）	514.06	579.06	595.01	668.50	758.08
营业收入 YoY	40.38%	12.64%	2.75%	12.35%	13.40%
毛利率	23.80%	20.00%	18.00%	18.50%	20.00%
1.2、功能机					
营业收入（亿元）	59.42	52.91	38.93	34.39	30.39
营业收入 YoY	0.72%	-10.96%	-26.42%	-11.65%	-11.65%
毛利率	27.50%	27.50%	26.00%	25.50%	25.00%
2、扩品类					
营业收入（亿元）	32.00	34.00	47.45	55.04	65.23
营业收入 YoY	23.08%	6.25%	38.79%	16.00%	18.50%
3、移动互联					
营业收入（亿元）	7.90	8.40	8.94	10.55	12.97
营业收入 YoY	2.60%	6.33%	6.39%	18.00%	23.00%

数据来源：公司年报、开源证券研究所；注：部分历史数据为开源证券研究所测算

（1.2）扩品类：公司扩品类业务主要包括 AIoT、家电、储能以及电动车等产品。2025 年，公司在扩品类业务拓展成效显著，战略布局持续深化：AIoT 业务方面，公司合作西班牙顶尖渠道商，通过丰富的 AIoT 产品开拓欧洲市场；储能方面，公司通过增资控股子公司钛氢能源部署非洲储能市场，同时与伊拉克的光储龙头公司合作，进军中东光储市场；电动车方面，公司在卢旺达的两轮车业务发展良好，为未来增长奠定良好基础。我们预计公司扩品类业务在 2025/2026/2027 年收入有望实现 47.45 亿元/55.04 亿元/65.23 亿元，同比增长 38.79%/16.00%/18.50%。

（1.3）移动互联：公司移动互联业务主要包括智能终端操作系统、OS 运营、独立 APP 平台以及商业与技术中台。目前非洲移动互联业务处于蓝海市场，公司凭借游戏平台 AHA Games、音乐流媒体 Boomplay、金融支付平台 Palmpay 等软件产品在非洲市场表现良好，未来存在发展较大空间。我们预计移动互联业务在 2025/2026/2027 年收入有望实现 8.94 亿元/10.55 亿元/12.97 亿元，同比增长 6.39%/18.00%/23.00%。

(2) 期间费用率预测

公司过去几年期间费用率整体上有降的趋势, 2024 至 2025 年公司持续科技创新、加大研发投入, 提升手机用户的终端体验及产品竞争力, 预计 2025 年研发费用同比将有所增长。我们预计公司 2025/2026/2027 年管理费用率为 2.70%/2.58%/2.58%, 销售费用率为 7.80%/7.50%/7.53%, 研发费用率为 3.80%/3.62%/3.65%。

(3) 综合以上对公司各板块业务收入及毛利率和期间费用率的假设和预测, 我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 31.47 亿元/44.82 亿元/59.23 亿元, 2025 年同比减少 43.3%, 2026/2027 年同比增长 42.4%/32.2%。

5.2、估值评级与投资建议

估值方面, 我们采用相对估值法, 选取立讯精密、歌尔股份、安克创新、漫步者、绿联科技作为可比公司。按照 Wind 一致预期归母净利润和 11 月 17 日收盘价计算, 以上可比公司 2025/2026/2027 年平均 PE 为 27.5 倍/21.6 倍/17.6 倍。

表7: 传音控股当前估值明显低于可比公司平均水平

公司名称	证券代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E (X)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
立讯精密	002475.SZ	56.55	4118.03	168.98	214.91	261.63	24.4	19.2	15.7
歌尔股份	002241.SZ	28.42	1007.67	33.36	42.11	51.14	30.2	23.9	19.7
安克创新	300866.SZ	104.97	562.80	26.62	33.20	41.25	21.1	17.0	13.6
漫步者	002351.SZ	12.98	115.41	4.87	5.58	6.45	23.7	20.7	17.9
绿联科技	301606.SZ	62.08	257.58	6.76	9.39	12.39	38.1	27.4	20.8
平均值							27.5	21.6	17.6
传音控股	688036.SH	64.49	742.40	31.47	44.82	59.23	23.6	16.6	12.5

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 传音控股数据来自开源证券研究所预测, 其余为 Wind 一致预期, 截至 2025-11-17

我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 704.18 亿元/783.72 亿元/883.42 亿元, 归母净利润分别为 31.47 亿元/44.82 亿元/59.23 亿元, 按照当前股价计算, 对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 23.6 倍/16.6 倍/12.5 倍, 明显低于以上可比公司平均水平。我们认为, 公司作为新兴市场智能终端品牌的龙头品牌, 增长路径清晰: 核心手机业务将伴随新兴市场智能机渗透率的持续提高与产品自身的 AI 化、高端化升级而保持稳定增长, 构成公司发展的基本盘。同时公司在 AIoT、家电、储能以及电动车等扩品类业务持续创收、移动互联业务通过应用预装、流量分发与广告等方式在未来为公司创造新的成长空间, 估值水平有望持续提升。**首次覆盖, 给予“买入”评级。**

6、风险提示

(1) **全球宏观经济波动风险:** 近年来国际经济形式持续波动, 新兴市场国家作为全球经济较为薄弱的环节, 在波动加剧时可能承受更大冲击。手机作为全球体量头部的消费市场, 新兴市场的消费需求将会成为新的增长点。若未来宏观经济形式持续动荡, 将会影响新兴市场智能机替代功能机进度, 进而对手机整体销量产生影响。

(2) **技术创新无法满足市场需求风险:** 随着互联网、AI 技术的快速发展, 手机已经从原先的移动通讯工具发展到集通信、娱乐、支付等多功能于一体的智能终

端产品。同时，随着各大手机厂商新技术以及新产品的迭代周期缩短，单一创新即可能重塑竞争格局。公司当前正处于从功能机向智能机转型的阶段，这对研发能力提出更高要求。若公司在市场趋势判断、研发资源分配及产品迭代速度上未能及时响应，则可能削弱其市场竞争力，并对经营业绩造成影响。

（3）新市场拓展不利风险：公司在从非洲向其他新兴市场及高合规国家拓展的过程中，面临社会文化、监管政策等差异带来的运营挑战。渠道与品牌建设所需的投入大、周期长，若投入产出不及预期，将拖累短期盈利，并对整体业绩增长造成不利影响。

（4）原材料涨价超预期风险：公司上游原材料主要包括 SoC、存储、PCB、被动元器件、显示面板等手机零组件，近期存储持续涨价，可能对公司利润率带来影响，如果后续存储超预期持续涨价，有可能对公司业绩带来较大风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	40132	38809	40625	47066	50510	营业收入	62295	68715	70418	78372	88342
现金	12599	12216	14680	17525	20647	营业成本	47627	54091	56885	62974	69851
应收票据及应收账款	1965	3377	1052	4027	1800	营业税金及附加	249	206	282	298	330
其他应收款	901	1219	827	1416	1156	营业费用	4329	4836	5493	5878	6652
预付账款	238	439	131	520	227	管理费用	1507	1733	1901	2022	2279
存货	10443	8663	11485	10723	13953	研发费用	2256	2517	2676	2837	3224
其他流动资产	13986	12895	12450	12855	12727	财务费用	-176	-107	73	-121	-208
非流动资产	5989	6253	6081	6189	6419	资产减值损失	-228	-283	14	16	18
长期投资	430	774	780	866	979	其他收益	425	779	608	635	650
固定资产	3065	3130	2922	2920	3003	公允价值变动收益	-68	-157	-113	-120	-124
无形资产	509	477	422	388	354	投资净收益	195	796	205	380	391
其他非流动资产	1985	1873	1958	2014	2083	资产处置收益	-1	-2	-1	-1	-1
资产总计	46121	45062	46706	53255	56929	营业利润	6747	6574	3771	5336	7080
流动负债	23898	23985	22652	27309	27514	营业外收入	6	118	62	71	76
短期借款	1512	2194	1807	1887	1911	营业外支出	38	14	27	24	24
应付票据及应付账款	19142	17213	17379	21723	21895	利润总额	6714	6678	3806	5382	7132
其他流动负债	3245	4578	3466	3700	3708	所得税	1127	1080	639	867	1166
非流动负债	4046	731	2253	1967	1778	净利润	5587	5597	3166	4516	5966
长期借款	247	247	186	139	95	少数股东损益	50	48	20	34	43
其他非流动负债	3799	484	2066	1828	1683	归属母公司净利润	5537	5549	3147	4482	5923
负债合计	27944	24717	24905	29276	29292	EBITDA	6678	6795	3942	5389	7089
少数股东权益	122	115	135	168	211	EPS(元)	4.81	4.82	2.73	3.89	5.15
股本	807	1140	1140	1140	1140	主要财务比率					
资本公积	6583	6976	6976	6976	6976	成长能力					
留存收益	10571	11989	13899	16726	20480	营业收入(%)	33.7	10.3	2.5	11.3	12.7
归属母公司股东权益	18055	20230	21667	23811	27425	营业利润(%)	122.5	-2.6	-42.6	41.5	32.7
负债和股东权益	46121	45062	46706	53255	56929	归属于母公司净利润(%)	122.9	0.2	-43.3	42.4	32.2
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	11890	2848	2923	5848	5594	毛利率(%)	23.5	21.3	19.2	19.6	20.9
净利润	5587	5597	3166	4516	5966	净利率(%)	8.9	8.1	4.5	5.7	6.7
折旧摊销	233	335	345	324	356	ROE(%)	30.7	27.5	14.5	18.8	21.6
财务费用	-176	-107	73	-121	-208	ROIC(%)	26.1	23.2	12.4	16.2	18.9
投资损失	-195	-796	-205	-380	-391	偿债能力					
营运资金变动	5564	-3477	-595	1338	-330	资产负债率(%)	60.6	54.9	53.3	55.0	51.5
其他经营现金流	877	1295	138	172	200	净负债比率(%)	-55.5	-44.9	-56.2	-62.9	-65.9
投资活动现金流	-6134	785	461	-584	-206	流动比率	1.7	1.6	1.8	1.7	1.8
资本支出	823	640	-1450	592	620	速动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
长期投资	-5590	714	-6	-87	-112	营运能力					
其他投资现金流	279	711	-983	95	526	总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.6
筹资活动现金流	-3390	-3290	-920	-2419	-2266	应收账款周转率	38.3	25.7	31.8	30.9	30.3
短期借款	277	683	-387	80	25	应付账款周转率	4.8	4.0	4.4	4.3	4.3
长期借款	-3	0	-61	-48	-44	每股指标(元)					
普通股增加	3	334	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	4.81	4.82	2.73	3.89	5.15
资本公积增加	557	393	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	10.33	2.47	2.54	5.08	4.86
其他筹资现金流	-4223	-4699	-472	-2452	-2247	每股净资产(最新摊薄)	15.68	17.57	18.82	20.68	23.82
现金净增加额	2383	281	2463	2845	3122	估值比率					
						P/E	13.4	13.4	23.6	16.6	12.5
						P/B	4.1	3.7	3.4	3.1	2.7
						EV/EBITDA	7.5	7.6	12.5	8.6	6.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn