

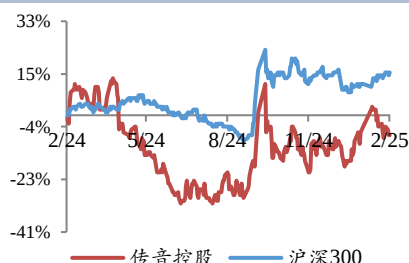
海外市场持续开拓，期待 AI 赋能加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-02-26

收盘价（元） 97.71
近 12 个月最高/最低（元） 179.17/71.00
总股本（百万股） 1,140
流通股本（百万股） 1,140
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 1,114
流通市值（亿元） 1,114

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

相关报告

1.全球新兴市场手机头部企业，多元化业务布局空间广阔 2024-12-25

主要观点：

● 事件

2025 年 2 月 26 日，传音控股公告 2024 年度业绩快报，公司 2024 年实现营业收入 687.4 亿元，同比增长 10.35%，2024 年归母净利润 55.9 亿元，同比增长 0.96%，2024 年扣费归母净利润 46.1 亿元，同比下降 10.2%。对应 4Q24 单季度实现营业收入 174.9 亿元，同比下降 9.2%，环比增长 4.8%，单季度归母净利润 16.9 亿元，同比增长 2.0%，环比增长 60.4%，单季度扣非归母净利润 13.6 亿元，同比下降 16.2%，环比增长 66.0%。

● 4Q24 扭转环比下行态势，期待 AI 赋能加速

4Q24 扭转环比下行态势。公司 2024 年实现营业收入 687.4 亿元，同比增长 10.35%，2024 年归母净利润 55.9 亿元，同比增长 0.96%，2024 年扣费归母净利润 46.1 亿元，同比下降 10.2%。对应 4Q24 单季度实现营业收入 174.9 亿元，同比下降 9.2%，环比增长 4.8%，单季度归母净利润 16.9 亿元，同比增长 2.0%，环比增长 60.4%，单季度扣非归母净利润 13.6 亿元，同比下降 16.2%，环比增长 66.0%。对应 4Q24 单季度净利率 9.6%，同比增长 1pct，环比增长 3.3pct，4Q24 单季度扣非净利率 7.8%，同比下降 0.6pct，环比增长 2.9pct。

新兴市场份额提升。传音 2024 年在全球市场份额持续增长，根据咨询机构 IDC 的数据，传音 2024 年智能手机出货量约 1.07 亿部，同比增长 12.7%，市场份额达到 8.6%，同比增长 0.4pct。对应传音 4Q24 单季度智能手机出货量 27.2 百万部，同比下降 3.4%，市场份额为 8.2%，同比下降 0.5pct。在持续深耕的非洲市场以外，传音持续拓展新兴市场渠道，且取得了不错的进展，2024 年在拉美、东南亚、中东等地区都有明显增幅，具体来看，根据咨询机构 canalys 的数据，公司 2024 年在拉美地区出货量达 12.8 百万部，同比增长约 40%；在东南亚出货 15.5 百万部，同比增长约 41%；在中东（不含土耳其）出货 8.3 百万部，同比增长约 9%。

专利问题告一段落。2024 年传音受到了高通在多地专利诉讼，如高通在 2024 年 7 月陆续在印度、欧洲统一专利法院对传音发起专利诉讼。在 2025 年 1 月中旬高通在印度和欧洲统一专利法院撤回诉求请求，预计双方达成和解。另外在 Nokia 的财报 PPT 中，其表示在 4Q24 也和传音达成了合作协议。传音和头部通信厂商的合作，打掉了公司从区域性手机厂商跃迁成为全球性手机厂商的基础障碍，预计后续市场拓展将相对更为顺利。

期待 AI 赋能加速。智能手机在过去几年中逐渐进入存量市场状态，消费者换机周期逐渐拉长，我们认为一部分原因是智能手机创新幅度减少，另外还缺少杀手级应用来促进换机。不过随着 AI 应用的涌现，我们认为换机周期有望缩短，进而推动市场恢复增长。特别是像 Deepseek

这类能够降低部署门槛的 AI 应用爆发，我们认为有利于行业 and 公司的焕新。传音在拥抱 AI 方面，表现较为积极，如旗下 Infinix 品牌已经接入 DeepSeek-R1 满血版，支持 XOS 14.5 及以上版本的 Infinix 机型可通过升级使用，3 月份将发布的 Note 系列也会接入 DeepSeek-R1。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年归母净利润为 55.9、63.8、74.0 亿元，对应 EPS 为 4.9、5.6、6.5 元/股，对应 PE 为 19.9、17.5、15.1 倍，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争超预期；市场拓展不及预期；产品价格不及预期；上游零部件价格波动超预期；费用端控制不及预期。

● 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	68744	74640	81737
收入同比 (%)	33.7%	10.4%	8.6%	9.5%
归属母公司净利润	5537	5590	6379	7400
净利润同比 (%)	122.9%	1.0%	14.1%	16.0%
毛利率 (%)	24.5%	22.3%	22.7%	22.6%
ROE (%)	30.7%	24.8%	22.1%	20.4%
每股收益 (元)	6.88	4.90	5.59	6.49
P/E	20.12	19.93	17.47	15.06
P/B	6.18	4.94	3.85	3.07
EV/EBITDA	14.98	12.95	11.12	8.94

资料来源: wind, 华安证券研究所

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	45859	53524	62560	营业收入	62295	68744	74640	81737
现金	12599	19869	25613	32430	营业成本	47063	53392	57697	63230
应收账款	1965	2100	2281	2498	营业税金及附加	249	275	299	327
其他应收款	901	955	1037	1135	销售费用	4893	5018	5411	5722
预付账款	238	267	288	316	管理费用	1507	1581	1642	1716
存货	10443	10182	10819	11695	财务费用	-176	111	-162	-219
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	550	202	249
固定资产	3065	2700	2336	1971	营业利润	6747	6791	7738	8967
无形资产	509	539	559	569	营业外收入	6	5	11	16
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	51706	59027	67708	利润总额	6714	6756	7709	8943
流动负债	23898	24898	25782	26995	所得税	1127	1115	1272	1476
短期借款	1512	1512	1512	1512	净利润	5587	5641	6437	7467
应付账款	14074	14090	14424	14929	少数股东损益	50	51	58	67
其他流动负债	8313	9297	9846	10554	归属母公司净利润	5537	5590	6379	7400
非流动负债	4046	4090	4090	4090	EBITDA	6759	7261	7942	9118
长期借款	247	247	247	247	EPS (元)	6.88	4.90	5.59	6.49
其他非流动负债	3799	3843	3843	3843	主要财务比率				
负债合计	27944	28987	29871	31085	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	122	172	230	298	成长能力				
股本	807	1140	1140	1140	营业收入	33.7%	10.4%	8.6%	9.5%
资本公积	6583	6995	6995	6995	营业利润	122.5%	0.7%	14.0%	15.9%
留存收益	10665	14411	20790	28190	归属于母公司净利	122.9%	1.0%	14.1%	16.0%
归属母公司股东权	18055	22546	28925	36325	获利能力				
负债和股东权益	46121	51706	59027	67708	毛利率 (%)	24.5%	22.3%	22.7%	22.6%
现金流量表					净利率 (%)	8.9%	8.1%	8.5%	9.1%
单位:百万元					ROE (%)	30.7%	24.8%	22.1%	20.4%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC (%)	26.2%	22.7%	19.9%	18.6%
经营活动现金流	11890	6121	6660	7669	偿债能力				
净利润	5587	5641	6437	7467	资产负债率 (%)	60.6%	56.1%	50.6%	45.9%
折旧摊销	315	395	395	395	净负债比率 (%)	153.7%	127.6%	102.5%	84.9%
财务费用	63	37	37	37	流动比率	1.68	1.84	2.08	2.32
投资损失	-195	-550	-202	-249	速动比率	1.21	1.40	1.63	1.86
营运资金变动	5888	590	-237	-205	营运能力				
其他经营现金流	-68	5059	6903	7896	总资产周转率	1.62	1.41	1.35	1.29
投资活动现金流	-6134	1994	-878	-815	应收账款周转率	38.31	33.82	34.07	34.21
资本支出	-803	-96	-80	-64	应付账款周转率	4.74	3.79	4.05	4.31
长期投资	-5590	1500	-1000	-1000	每股指标 (元)				
其他投资现金流	260	589	202	249	每股收益	6.88	4.90	5.59	6.49
筹资活动现金流	-3390	-707	-37	-37	每股经营现金流薄)	10.43	5.37	5.84	6.72
短期借款	277	0	0	0	每股净资产	22.39	19.77	25.37	31.85
长期借款	-3	0	0	0	估值比率				
普通股增加	3	334	0	0	P/E	20.12	19.93	17.47	15.06
资本公积增加	557	411	0	0	P/B	6.18	4.94	3.85	3.07
其他筹资现金流	-4223	-1452	-37	-37	EV/EBITDA	14.98	12.95	11.12	8.94
现金净增加额	2383	7270	5745	6817					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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 15%；
- 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。