

2025 年 02 月 28 日

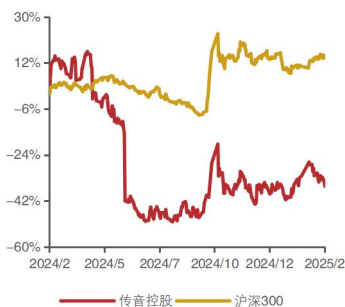
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
王硕
SAC: S1350524120002
wangshuo@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 27 日

收盘价（元）	94.46
一年内最高/最低（元）	179.17/71.00
总市值（百万元）	107,717.52
流通市值（百万元）	107,717.52
总股本（百万股）	1,140.35
资产负债率（%）	56.22
每股净资产（元/股）	16.55

资料来源：聚源数据

传音控股 (688036. SH)

——短周期向上趋势明确，长周期 AI 打开高端化路径

投资要点：

- 传音控股于 2025 年 2 月 26 日公布 2024 年度业绩快报，2024 年，公司实现营业收入 687.4 亿元，同比增长 10.35%；实现归母净利润 55.9 亿元，同比增长 0.96%；实现扣非归母净利润 46.1 亿元，同比下降 10.2%。2024 年单四季度，公司实现营业收入 174.9 亿元，同比下降 9.2%、环比增长 4.8%；实现归母净利润 16.9 亿元，同比增长 2.1%、环比增长 60.4%；实现扣非归母净利润 13.6 亿元，同比下降 16.2%，环比增长 66.0%。
- 持续推动新兴市场开拓及推进产品升级，出货量站稳全球第四。**2024 年，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，营业收入有所增加，2024 年实现营收 687.4 亿元，同比增长 10.35%。IDC 数据显示，2024 年单四季度，公司智能手机出货量为 2720 万部，以 8.2%的市占率位居全球第四，回顾传音全年表现，公司在一季度曾以 2850 万部的出货量排名第四，但是之后两个季度未能进入全球前五，四季度重回前五，拉动公司全年维度以 8.6%的市占率排名全球第四，全年实现智能手机出货量为 1.069 亿台，同比增长 12.7%。
- AI 端侧落地带来手机和扩品牌高端化机遇，打开公司成长空间。**公司持续加强 AI 相关布局，公司旗下 Infinix 品牌已宣布接入 DeepSeek-R1 满血版，自 2025 年 2 月 26 日起支持 XOS 14.5 及以上版本的 Infinix 机型可通过升级使用，2025 年 3 月份将发布的全新 NOTE 系列也将接入 DeepSeek-R1；此外，传音计划在 MWC 2025 上重磅发布智能眼镜、旗舰手机和笔记本电脑等产品。传音的眼镜将融入先进的增强现实技术，支持多场景应用，从日常生活的信息提示到专业领域的辅助决策，均有望实现突破性体验。AI 端侧落地的机遇有望为智能手机和扩品类行业带来新的发展机遇，结合公司和高通已经达成协议，未来传音有望持续推动产品和市场高端化，进一步打开公司成长空间。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025 年、2026 年归母净利润分别为 63.23/75.14 亿元，同比增速分别为 13.11%/18.83%，当前股价对应的 PE 分别为 17.04/14.34 倍，鉴于公司在新兴市场的竞争实力以及 AI 端侧带动的高端化机会，看好公司未来发展，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新兴市场竞争加剧风险，毛利率波动风险，AI 手机不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	46,596	62,295	68,741	76,704	86,596
同比增长率（%）	-5.70%	33.69%	10.35%	11.58%	12.90%
归母净利润（百万元）	2,484	5,537	5,590	6,323	7,514
同比增长率（%）	-36.46%	122.93%	0.96%	13.11%	18.83%
每股收益（元/股）	2.18	4.86	4.90	5.54	6.59
ROE（%）	15.70%	30.67%	27.46%	27.54%	28.84%
市盈率（P/E）	43.37	19.45	19.27	17.04	14.34

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,599	11,749	14,367	17,321
应收票据及账款	1,965	1,926	2,150	2,427
预付账款	238	247	275	311
其他应收款	901	1,173	1,309	1,478
存货	10,443	10,460	12,303	14,842
其他流动资产	13,986	14,040	14,101	14,176
流动资产总计	40,132	39,595	44,505	50,554
长期股权投资	430	390	390	420
固定资产	3,304	3,276	3,225	3,150
在建工程	1	0	0	0
无形资产	509	467	428	389
长期待摊费用	56	59	62	63
其他非流动资产	1,690	1,693	1,693	1,693
非流动资产合计	5,989	5,886	5,798	5,715
资产总计	46,121	45,481	50,303	56,269
短期借款	1,512	1,407	1,506	1,607
应付票据及账款	19,142	16,456	18,298	20,695
其他流动负债	3,245	3,176	3,535	3,993
流动负债合计	23,898	21,039	23,340	26,294
长期借款	418	330	240	150
其他非流动负债	3,628	3,628	3,628	3,628
非流动负债合计	4,046	3,958	3,868	3,778
负债合计	27,944	24,997	27,208	30,073
股本	807	1,140	1,140	1,140
资本公积	6,583	6,250	6,250	6,250
留存收益	10,665	12,968	15,573	18,668
归属母公司权益	18,055	20,358	22,963	26,058
少数股东权益	122	127	132	139
股东权益合计	18,177	20,485	23,095	26,197
负债和股东权益合计	46,121	45,481	50,303	56,269

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	5,587	4,839	5,639	6,947
折旧与摊销	315	378	403	428
财务费用	-176	-253	-282	-359
投资损失	-195	-260	-280	-230
营运资金变动	5,564	-3,067	-90	-241
其他经营现金流	796	820	740	590
经营性现金净流量	11,890	2,457	6,130	7,135
投资性现金净流量	-6,134	-79	-86	-132
筹资性现金净流量	-3,390	-3,228	-3,426	-4,050
现金流量净额	2,383	-850	2,618	2,954

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	62,295	68,741	76,704	86,596
营业成本	47,063	53,849	59,877	67,717
税金及附加	249	241	268	286
销售费用	4,893	4,949	5,293	5,629
管理费用	1,507	1,581	1,841	1,992
研发费用	2,256	2,268	2,608	2,771
财务费用	-176	-253	-282	-359
资产减值损失	-228	-269	-297	-334
信用减值损失	-80	-76	-89	-100
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	195	260	280	230
公允价值变动损益	-68	80	80	80
资产处置收益	-1	1	1	1
其他收益	425	600	500	400
营业利润	6,747	6,701	7,574	8,836
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	38	46	46	46
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	6,714	6,661	7,534	8,796
所得税	1,127	1,066	1,205	1,275
净利润	5,587	5,595	6,329	7,521
少数股东损益	50	5	6	7
归属母公司股东净利润	5,537	5,590	6,323	7,514
EPS(元)	4.86	4.90	5.54	6.59

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	33.69%	10.35%	11.58%	12.90%
营业利润增长率	122.50%	-0.68%	13.03%	16.66%
归母净利润增长率	122.93%	0.96%	13.11%	18.83%
经营现金流增长率	500.70%	-79.34%	149.55%	16.39%
盈利能力				
毛利率	24.45%	21.66%	21.94%	21.80%
净利率	8.97%	8.14%	8.25%	8.68%
ROE	30.67%	27.46%	27.54%	28.84%
ROA	12.01%	12.29%	12.57%	13.35%
估值倍数				
P/E	19.45	19.27	17.04	14.34
P/S	1.73	1.57	1.40	1.24
P/B	5.97	5.29	4.69	4.13
股息率	4.49%	3.05%	3.45%	4.10%
EV/EBITDA	14	13	12	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

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

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。