

传音控股 (688036)

2024 年报&25 年一季报点评: 营收稳健增长, 看好新市场&高端化&AI 多重成长

买入 (维持)

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈妙杨

执业证书: S0600525020002

chenmy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	62,295	68,715	77,500	88,500	100,300
同比 (%)	33.69	10.31	12.78	14.19	13.33
归母净利润 (百万元)	5,537	5,549	6,278	7,310	8,492
同比 (%)	122.93	0.22	13.14	16.45	16.16
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.86	4.87	5.51	6.41	7.45
P/E (现价&最新摊薄)	16.82	16.78	14.83	12.74	10.97

投资要点

■ **事件:** 24 年营收 687 亿元, 归母净利润 55.49 亿元, 同比分别为+10.31%/+0.22%。25Q1 营收 130 亿元, 同比-25.45%, 归母净利润 4.90 亿元, 同比-69.87%, 主要系 2024 年 Q1 基数较高。

■ **新市场增长较好, 未来利润率有望恢复**

2024 年公司整体毛利率 21.28%, 下滑 3.17pct, 销售净利率 8.15%, 下滑 0.82pct, 显示公司 2024 年整体费用率控制良好。2024 年及 2025 年 Q1 毛利率有所下滑主要是供应链价格波动和竞争原因。分地区看, 2024 年非洲实现营收 227 亿元, 同比增加 2.97%, 毛利率 28.59%, 相比 23 年减少 1.46pct。亚洲等其他地区实现营收 447 亿元, 同比增加 13.96%, 毛利率 17.66%, 相比 23 年减少 2.52pct。从营收看非洲以外等新区域继续承担增长助力, 我们认为由于前期新开拓市场且叠加供应链因素, 毛利率较低有利于提升份额, 未来有望提升盈利能力。

■ **智能机份额持续提升, 以用户价值为导向的本土化创新在新兴市场大有可为**

传音立足于本土化的创新和专注用户体验的产品定位, 是公司独特的竞争优势, 也是公司在非洲以外市场成功开疆拓土的重要原因。根据 IDC, 公司 2024 年整体手机出货 2.01 亿部, 市占率 14%; 其中智能手机 1.07 亿部, 同比增长 12.7% 远好于行业整体 6.4% 增速, 市占率 8.7%, 其中非洲/巴基斯坦智能机市占率超过 40%, 排名第一; 孟加拉市占率 29.2%, 排名第一; 尽管智能机全球市场较为成熟, 但是公司聚焦的新兴市场依然处在“功能及向智能机切换”的发展趋势中, 从公司 2024 年近 1 亿部的功能机出货也反映市场智能化的巨大机遇。全球新兴市场潜力巨大但并不统一, 需求多样, 我们认为传音强大的本土化创新能力是抓住这类市场的重要优势, 未来有望持续提升新兴市场份额, 中东欧/南美洲/东南亚等市场预计成为公司未来增长动力。同时折叠屏/摄像等创新功能有望进一步加速公司手机产品高端化。

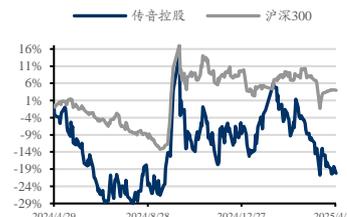
■ **AI+多品类有望进一步提升用户体验, 公司有望进一步提升产品力加速成长。**

公司“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态已初步成型, 尽管当前手机之外的营收占比不大, 但是对公司用户的生态体验意义巨大, 从手机用户到“传音生态用户”, 公司的竞争优势将会进一步强化, 我们认为未来扩品类业务也会加快发展。2024 年开始 AI 在端侧逐渐部署, 预计未来将会进一步成熟。公司凭借强大的用户需求洞察能力有望在 AI 能力加持下发展更多的新场景/新应用, 作为品牌厂商在用户更大的价值创造中和产品力提升中得到进一步的成长。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑短期外部环境波动, 我们下调 25-26 年盈利预测并新增 27 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 归母净利润为 62.78/73.10/84.92 亿元 (此前预测 25-26 年 63.9/79.0 亿元), 对应 P/E 为 15/13/11 倍, 外部风险已充分释放, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 需求不及预期; 竞争加剧; 汇率波动风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	81.66
一年最低/最高价	71.00/151.49
市净率(倍)	4.48
流通 A 股市值(百万元)	93,121.03
总市值(百万元)	93,121.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.21
资产负债率(%LF)	51.98
总股本(百万股)	1,140.35
流通 A 股(百万股)	1,140.35

相关研究

《传音控股(688036): 2024 年三季报业绩点评: Q3 毛利率环比提升, 加速推进端侧 AI 技术创新》

2024-10-31

《传音控股(688036): 2024 年中报业绩点评: 业绩稳健增长, 差异化优势下产品结构升级驱动长期成长》

2024-08-28

传音控股三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	38,809	44,088	57,677	65,730	营业总收入	68,715	77,500	88,500	100,300
货币资金及交易性金融资产	24,815	28,820	39,875	46,057	营业成本(含金融类)	54,091	60,900	69,800	79,200
经营性应收款项	3,815	859	4,253	1,544	税金及附加	206	233	266	301
存货	8,663	13,178	11,729	16,571	销售费用	4,836	5,348	6,133	6,941
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,733	1,976	2,221	2,487
其他流动资产	1,515	1,231	1,821	1,558	研发费用	2,517	2,868	3,257	3,731
非流动资产	6,253	6,888	7,707	8,222	财务费用	(107)	3	(280)	(538)
长期股权投资	774	912	1,067	1,279	加:其他收益	779	775	885	1,003
固定资产及使用权资产	3,304	3,813	4,491	4,781	投资净收益	796	620	797	1,003
在建工程	32	21	18	20	公允价值变动	(157)	0	0	0
无形资产	477	475	466	476	减值损失	(282)	(150)	(148)	(152)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	1	1	1
长期待摊费用	75	75	75	75	营业利润	6,574	7,419	8,638	10,032
其他非流动资产	1,591	1,591	1,591	1,591	营业外净收支	104	30	36	44
资产总计	45,062	50,975	65,385	73,952	利润总额	6,678	7,449	8,674	10,076
流动负债	23,985	23,567	30,603	30,606	减:所得税	1,080	1,117	1,301	1,511
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,520	2,920	3,370	3,870	净利润	5,597	6,332	7,373	8,565
经营性应付款项	17,213	15,944	22,058	21,062	减:少数股东损益	48	54	63	73
合同负债	1,117	1,279	1,466	1,663	归属母公司净利润	5,549	6,278	7,310	8,492
其他流动负债	3,135	3,424	3,709	4,011	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.87	5.51	6.41	7.45
非流动负债	731	731	731	731	EBIT	5,830	6,951	7,708	8,642
长期借款	247	247	247	247	EBITDA	6,250	7,420	8,254	9,178
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.28	21.42	21.13	21.04
租赁负债	87	87	87	87	归母净利率(%)	8.08	8.10	8.26	8.47
其他非流动负债	398	398	398	398	收入增长率(%)	10.31	12.78	14.19	13.33
负债合计	24,717	24,298	31,335	31,337	归母净利润增长率(%)	0.22	13.14	16.45	16.16
归属母公司股东权益	20,230	26,508	33,819	42,310					
少数股东权益	115	169	232	304					
所有者权益合计	20,346	26,677	34,050	42,615					
负债和股东权益	45,062	50,975	65,385	73,952					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,848	4,166	11,262	5,829	每股净资产(元)	17.74	23.25	29.66	37.10
投资活动现金流	785	(453)	(532)	(3)	最新发行在外股份(百万股)	1,140	1,140	1,140	1,140
筹资活动现金流	(3,290)	292	325	356	ROIC(%)	22.40	22.24	19.36	17.37
现金净增加额	281	4,005	11,055	6,182	ROE-摊薄(%)	27.43	23.68	21.62	20.07
折旧和摊销	420	469	546	536	资产负债率(%)	54.85	47.67	47.92	42.38
资本开支	(633)	(935)	(1,174)	(793)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.78	14.83	12.74	10.97
营运资本变动	(3,094)	(2,242)	3,903	(2,520)	P/B(现价)	4.60	3.51	2.75	2.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>