

2025 年 05 月 08 日

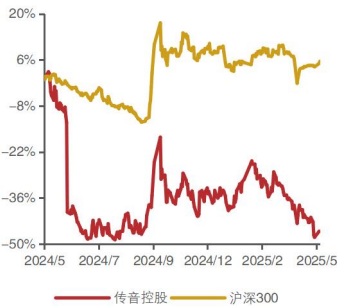
投资评级：买入（维持）

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 05 月 07 日

收盘价（元）	77.48
一年内最高/最低（元）	151.49/71.00
总市值（百万元）	88,354.36
流通市值（百万元）	88,354.36
总股本（百万股）	1,140.35
资产负债率（%）	51.98
每股净资产（元/股）	16.55

资料来源：聚源数据

传音控股 (688036.SH)

——手机业务低点已过，新业务变化明显

投资要点：

- **事件：**公司披露 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年，公司实现营收 687.15 亿元，同比增长 10.31%；实现归母净利润 55.49 亿元，同比微增 0.22%。2024 年四季度，公司实现营收 174.63 亿元，同比下降 9.39%，环比增长 4.6%；实现归母净利润 16.45 亿元，同比下降 0.44%，环比增长 56.5%。2025 年一季度，公司实现营收 130.04 亿元，同比下降 25.45%，环比下降 25.54%；实现归母净利润 4.90 亿元，同比下降 69.87%，环比下降 70.22%。
- **手机业务持续受益于新兴市场换机需求，目前已完成去库，拐点或将近。**IDC 数据显示，2024 年公司智能手机出货量为 1.069 亿部，市场份额 8.6%，全球排名第 4，公司深耕新兴市场多年，未来预计将持续受益于功能机向智能机的结构性升级需求。受市场竞争以及供应链成本综合影响，公司 2025 年一季度营业收入及利润有所减少，当期实现营收 130.04 亿元，同比下降 25.45%，实现归母净利润 4.90 亿元，同比下降 69.87%。公司持续推进去库存，截至 2025 年一季度末，公司存货已经下降至 83.43 亿元，相比 2024 年三季度末的 112.37 亿元下滑明显、相比 2024 年年末的 86.63 亿元下滑幅度不大，表明公司已经完成了去库存，后续伴随新机型集中发布并进入市场，公司有望迎来经营拐点。
- **借 AI 浪潮，构建全场景 AIoT 智能生态。**公司围绕新兴市场本地化用户的扩品类需求，利用 AI 技术，通过打造互联互通、跨端协同、软硬件平台的能力，构建多端互联的智能生态，满足消费者需求。公司旗下品牌 TECNO 于 MWC2025，呈现以 AI 为引领的全产品生态：发布 CAMON 40 系列智能手机、MEGABOOK S14 笔记本电脑、AI Glasses 智能眼镜三款新品，强化端侧 AI 布局，打造全场景 AI 生态。在渠道端，公司深化数字化变革，打造“线下+线上”立体布局，推进重点市场的零售布局，优化电商平台与社交媒体运营。公司加快渠道数字化变革和渠道模式创新，缩短渠道链路以提升运营效率，进一步融合并提升多品类的协同价值，推进扩品类业务生态布局的发展；通过 AIoT 生态的深度整合与渠道高效运营，持续扩大扩品类业务的规模效应与品牌势能，实现公司扩品类业务的健康经营和长期发展，逐步构建 AIoT 智能生态。
- **移动互联业务持续赋能新兴市场数字化生态建设。**公司移动互联业务依托智能手机庞大的用户流量基础，通过构建中台能力形成技术支撑体系，深度赋能产品生态。公司基于深度定制的传音 OS 系统开发了应用商店、广告分发平台及手机管家等高频应用矩阵，构建本地化服务生态。在业务拓展层面，公司聚焦社交、办公、影音等核心场景，持续优化产品体验并探索创新商业模式：一方面深化与云计算、大数据及数字营销领域的合作伙伴协同，另一方面积极布局 AI 技术应用，通过小程序开发和 AI 能力嵌入加速产品迭代。未来，移动互联业务将紧密围绕公司“智能生态”战略，强化跨端协同与软硬件互联能力，为新兴市场用户提供更高效的数字化服务，同时通过技术输出赋能当地商业合作伙伴，推动区域数字化生态建设。

- **盈利预测与评级:**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 60.96/67.85/76.03 亿元，同比增速分别为 9.85%/11.31%/12.05%，当前股价对应的 PE 分别为 14.49/13.02/11.62 倍，鉴于公司手机业务拐点或将近和新业务积极的推进趋势，维持“买入”评级。
- **风险提示:**新兴市场需求不及预期、新业务推进不及预期，市场竞争加剧等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	62,295	68,715	75,989	83,373	91,530
同比增长率（%）	33.69%	10.31%	10.58%	9.72%	9.78%
归母净利润（百万元）	5,537	5,549	6,096	6,785	7,603
同比增长率（%）	122.93%	0.22%	9.85%	11.31%	12.05%
每股收益（元/股）	4.86	4.87	5.35	5.95	6.67
ROE（%）	30.67%	27.43%	26.81%	26.57%	26.52%
市盈率（P/E）	15.96	15.92	14.49	13.02	11.62

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	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,216	14,199	16,344	19,295
应收票据及账款	3,377	2,743	3,010	3,305
预付账款	439	358	393	431
其他应收款	1,219	1,141	1,252	1,374
存货	8,663	10,924	13,466	15,805
其他流动资产	12,895	13,127	13,178	13,235
流动资产总计	38,809	42,492	47,643	53,445
长期股权投资	774	734	734	764
固定资产	3,304	3,270	3,212	3,130
在建工程	32	27	21	16
无形资产	477	435	396	356
长期待摊费用	75	76	77	76
其他非流动资产	1,591	1,594	1,594	1,594
非流动资产合计	6,253	6,136	6,034	5,937
资产总计	45,062	48,629	53,677	59,382
短期借款	2,194	2,089	2,189	2,289
应付票据及账款	17,213	18,833	20,638	22,709
其他流动负债	4,578	4,172	4,572	5,022
流动负债合计	23,985	25,094	27,399	30,021
长期借款	334	260	186	111
其他非流动负债	398	398	398	398
非流动负债合计	731	658	583	508
负债合计	24,717	25,752	27,982	30,529
股本	1,140	1,140	1,140	1,140
资本公积	6,976	6,976	6,976	6,976
留存收益	12,114	14,624	17,417	20,547
归属母公司权益	20,230	22,740	25,533	28,663
少数股东权益	115	137	161	189
股东权益合计	20,346	22,877	25,695	28,852
负债和股东权益合计	45,062	48,629	53,677	59,382

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,597	5,318	6,077	7,013
折旧与摊销	420	392	417	442
财务费用	-107	-256	-316	-385
投资损失	-796	-260	-280	-230
营运资金变动	-3,477	-487	-800	-330
其他经营现金流	1,209	871	791	641
经营性现金净流量	2,848	5,579	5,889	7,151
投资性现金净流量	785	-87	-94	-139
筹资性现金净流量	-3,290	-3,509	-3,650	-4,062
现金流量净额	281	1,983	2,145	2,951

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	68,715	75,989	83,373	91,530
营业成本	54,091	59,801	65,535	72,112
税金及附加	206	266	292	302
销售费用	4,836	5,167	5,586	5,858
管理费用	1,733	1,748	1,918	2,105
研发费用	2,517	2,584	2,751	2,929
财务费用	-107	-256	-316	-385
资产减值损失	-283	-302	-331	-366
信用减值损失	2	-45	-42	-41
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	796	260	280	230
公允价值变动损益	-157	80	80	80
资产处置收益	-2	1	1	1
其他收益	779	600	500	400
营业利润	6,574	7,272	8,095	8,913
营业外收入	118	43	43	43
营业外支出	14	32	32	32
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	6,678	7,283	8,106	8,924
所得税	1,080	1,165	1,297	1,294
净利润	5,597	6,117	6,809	7,630
少数股东损益	48	22	24	27
归属母公司股东净利润	5,549	6,096	6,785	7,603
EPS(元)	4.87	5.35	5.95	6.67

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	10.31%	10.58%	9.72%	9.78%
营业利润增长率	-2.56%	10.62%	11.33%	10.10%
归母净利润增长率	0.22%	9.85%	11.31%	12.05%
经营现金流增长率	-76.05%	95.90%	5.56%	21.44%
盈利能力				
毛利率	21.28%	21.30%	21.40%	21.21%
净利率	8.15%	8.05%	8.17%	8.34%
ROE	27.43%	26.81%	26.57%	26.52%
ROA	12.31%	12.53%	12.64%	12.80%
估值倍数				
P/E	15.92	14.49	13.02	11.62
P/S	1.29	1.16	1.06	0.97
P/B	4.37	3.89	3.46	3.08
股息率	1.94%	4.06%	4.52%	5.06%
EV/EBITDA	13	10	8	7

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）。