

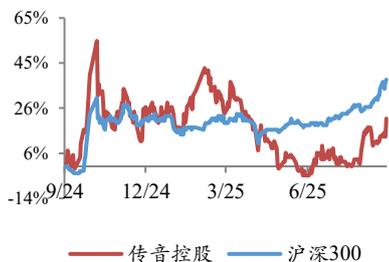
业绩环比改善，AI 与多元化打开新成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-31

收盘价(元)	90.01
近12个月最高/最低(元)	129.51/71.58
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)	1,026
流通市值(亿元)	1,026

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. 海外市场持续开拓，期待 AI 赋能加速 2025-02-27

2. 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8月28日，传音控股公告2025年半年度报告。公司2025年上半年实现营业收入290.77亿元，同比下降15.86%，归母净利润12.13亿元，同比下降57.48%，扣非归母净利润8.97亿元，同比下降63.04%。对应2Q25单季度营业收入160.74亿元，同比下降6.09%，环比增长23.61%，单季度归母净利润7.23亿元，同比下降41.03%，环比增长47.47%，单季度扣非归母净利润5.54亿元，同比下降48.42%，环比增长61.43%。

● 业绩环比改善，AI 与多元化打开新成长空间

受益于新机发布节奏，公司业绩环比明显改善，2Q25实现收入160.74亿元，环比增长23.6%，毛利率20.76%，同比基本持平，环比增加约1.5pct。公司在新兴市场地位稳固，部分区域份额提升显著。根据IDC数据统计显示，2025年上半年，公司在全球手机市场的占有率为12.5%，在全球手机品牌厂商中排名第三，其中智能机在全球智能机市场的占有率为7.9%，排名第六。在非洲市场，公司非洲智能机市场的占有率排名第一。在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率排名第一；孟加拉国智能机市场占有率排名第一；印度智能机市场占有率排名第八。借助于公司在手机产品领域的积累，公司移动互联网业务及家电、数码配件等扩品类业务拥有流量、渠道等优势。通过用户间的口碑营销和良好互动，公司“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式已初步成型，从而进一步强化了公司的竞争优势。具体而言，公司在手机端拥有TECNO、itel、Infinix三大品牌，创立数码配件品牌oraimo，售后服务品牌Carlcare和家用电器品牌Synix等，并自主研发了HiOS、itelOS和XOS等智能终端操作系统及独立的应用软件平台。立足本土化的创新和专注于用户体验的产品定位，公司产品拥有较高的用户忠诚度，是公司独特的竞争优势。

公司积极拥抱AI趋势，将AI功能作为提升产品竞争力的核心。2025年6月发布的新品已广泛搭载AI功能，并下沉至中低端机型。公司聚焦“实用型AI”，开发了智慧助手Ella、影像增强、智能问答、多语种翻译等功能，有效提升用户体验。AI已成为新一代旗舰机型Camon 40系列的重要卖点。公司持续加大研发投入，2025年上半年研发费用同比增长15.1%，研发费用率提升至4.7%。

● 投资建议

我们更新了业绩预测，预计2025-2027年归母净利润为46.6、57.2、67.5亿元，对应EPS为4.1、5.0、5.9元/股，对应2025年8月29日收盘价，PE为22.0、17.9、15.2倍，公司1Q25经历了去库存的波折，2Q25随新机发布的节奏，经营逐步回归进入向上通道，作为新兴市场的头部品牌消费电子公司，公司的长期成长值得期待，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	68715	67158	75132	83428
收入同比 (%)	10.3%	-2.3%	11.9%	11.0%
归属母公司净利润	5549	4663	5724	6751
净利润同比 (%)	0.2%	-16.0%	22.8%	17.9%
毛利率 (%)	21.3%	21.6%	21.8%	22.0%
ROE (%)	27.4%	19.5%	20.1%	19.9%
每股收益 (元)	4.90	4.09	5.02	5.92
P/E	19.39	22.01	17.93	15.20
P/B	5.35	4.29	3.60	3.02
EV/EBITDA	15.83	14.85	11.76	9.53

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	38809	43046	48316	55514	营业收入	68715	67158	75132	83428
现金	12216	18199	20356	24785	营业成本	54091	52628	58729	65049
应收账款	3377	2798	3130	3476	营业税金及附加	206	201	225	250
其他应收款	1219	1119	1252	1390	销售费用	4836	5037	5635	6257
预付账款	439	263	294	325	管理费用	1733	1679	1803	1919
存货	8663	8471	9288	10142	财务费用	-107	-167	-136	-188
其他流动资产	12895	12195	13995	15395	资产减值损失	-283	-300	-200	-200
非流动资产	6253	6515	6372	6219	公允价值变动收益	-157	0	0	0
长期投资	774	924	924	924	投资净收益	796	-201	225	250
固定资产	3130	3041	2933	2807	营业利润	6574	5598	6873	8106
无形资产	477	1014	951	888	营业外收入	118	0	0	0
其他非流动资产	1873	1537	1564	1601	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	45062	49562	54688	61733	利润总额	6678	5598	6873	8106
流动负债	23985	24769	25262	26839	所得税	1080	896	1100	1297
短期借款	2194	2494	2194	1894	净利润	5597	4703	5773	6809
应付账款	13286	13157	14682	16262	少数股东损益	48	40	49	58
其他流动负债	8505	9118	8386	8683	归属母公司净利润	5549	4663	5724	6751
非流动负债	731	695	675	655	EBITDA	6250	5881	7215	8405
长期借款	247	247	247	247	EPS (元)	4.90	4.09	5.02	5.92
其他非流动负债	484	448	428	408					
负债合计	24717	25464	25937	27494					
少数股东权益	115	155	204	262					
股本	1140	1140	1140	1140					
资本公积	6976	6976	6976	6976					
留存收益	12114	15826	20430	25860					
归属母公司股东权益	20230	23942	28546	33976					
负债和股东权益	45062	49562	54688	61733					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	2848	7023	5784	7723	成长能力				
净利润	5597	4703	5773	6809	营业收入	10.3%	-2.3%	11.9%	11.0%
折旧摊销	420	449	478	488	营业利润	-2.6%	-14.8%	22.8%	17.9%
财务费用	147	78	78	69	归属于母公司净利润	0.2%	-16.0%	22.8%	17.9%
投资损失	-796	201	-225	-250	获利能力				
营运资金变动	-3094	1182	-519	408	毛利率 (%)	21.3%	21.6%	21.8%	22.0%
其他经营现金流	9265	3931	6493	6601	净利率 (%)	8.1%	6.9%	7.6%	8.1%
投资活动现金流	785	-32	-2110	-1584	ROE (%)	27.4%	19.5%	20.1%	19.9%
资本支出	-633	-835	-235	-235	ROIC (%)	21.1%	16.9%	18.1%	18.2%
长期投资	970	1050	-2050	-1550	偿债能力				
其他投资现金流	448	-247	175	201	资产负债率 (%)	54.9%	51.4%	47.4%	44.5%
筹资活动现金流	-3290	-967	-1518	-1710	净负债比率 (%)	121.5%	105.7%	90.2%	80.3%
短期借款	683	300	-300	-300	流动比率	1.62	1.74	1.91	2.07
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.23	1.36	1.52	1.67
普通股增加	334	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	393	0	0	0	总资产周转率	1.51	1.42	1.44	1.43
其他筹资现金流	-4699	-1267	-1218	-1410	应收账款周转率	25.73	21.75	25.35	25.26
现金净增加额	281	5982	2157	4429	应付账款周转率	3.95	3.98	4.22	4.20

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。