

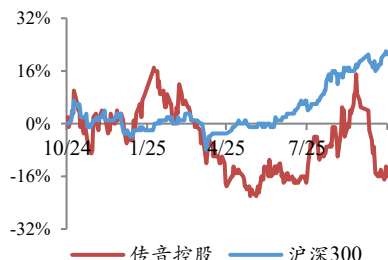
持续推进 AI 能力建设

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2025-10-30

收盘价 (元) 75.10
近 12 个月最高/最低 (元) 113.51/71.58
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) 856
流通市值 (亿元) 856

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.业绩环比改善, AI 与多元化打开新成长空间 2025-08-31

2.海外市场持续开拓, 期待 AI 赋能加速 2025-02-27

3.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 10 月 29 日, 传音控股公告 2025 年第三季度报告, 公司前三季度实现营业收入 495.43 亿元, 同比下降 3.33%, 归母净利润 21.48 亿元, 同比下降 44.97%, 扣非归母净利润 17.31 亿元, 同比下降 46.71%。对应 3Q25 单季度营业收入 204.66 亿元, 同比增长 22.60%, 环比增长 27.32%, 单季度归母净利润 9.35 亿元, 同比下降 11.06%, 环比增长 29.39%, 单季度扣非归母净利润 8.34 亿元, 同比增长 1.65%, 环比增长 50.45%。

● 持续推进 AI 能力建设

公司经营环比改善, 根据咨询机构 Omdia 的数据, 三季度手机出货量达到全球第四, 不过受市场竞争以及供应链成本综合影响, 公司三季度毛利率有所下降, 后续随着公司提价、产品结构调整之后, 预计能够保持相对健康的毛利率水准。

公司持续推进 AI 能力建设, 旗下 TECNO AI 和 Infinix AI 已广泛应用于影像增强、语音助手、AI 写作等功能场景, 开发了一系列 AI 辅助功能应用并持续迭代推进系统全面 AI 化, 借助 Agent 提升用户智能设备移动体验。公司发挥在地化优势, 持续专注打造深度本地化的“实用型 AI”。TECNO AI 和 Infinix AI 同时支持非洲、南亚本地部分小语种, 突破低资源语言限制, 为当地用户提供本地化智能服务。传音旗下大众消费品牌 itel 也在推进 AI 普及方面不断探索, 其新品 CITY100 支持智能问答、实时翻译、拍图解题、日程管理等实用 AI 服务, 帮助大众用户以更低门槛享受智能体验。公司积极构建以 AI 使能多端融合互通、AI 端侧应用以及 AI 的端云协同应用的架构, 结合本地化市场用户需求, 带来新一代的智慧助手 Ella 与创新交互体验。

拓品类方面, 公司已经发布了 AI PC、AI 眼镜等产品, 例如新一代 AI PC—MEGABOOK S16, 搭载 TECNO AI, 配备在 CPU 上运行的端侧 AI 大模型, 结合用户办公场景, 实现本地 AI 会议实时翻译和摘要、AI PPT、AI 文生图, Ella 语音助手等离线 AI 功能, 并支持与 TECNO 手机、配件等 AI 生态产品互联; 公司还上线了 TECNO AI Glasses 智能眼镜系列, 支持拍照、语音助手、实时翻译、导航等功能。

● 投资建议

基于成本端的上行, 我们下调了对公司的毛利率假设, 预计 2025-2027 年归母净利润为 32.4、37.4、49.9 亿元 (前次报告预测为 46.6、57.2、67.5 亿元), 对应 EPS 为 2.8、3.3、4.4 元/股, 对应 2025 年 10 月 30 日收盘价, PE 为 26.5、22.9、17.2 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	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	3237	3738	4992
净利润同比 (%)	0.2%	-41.7%	15.5%	33.5%
毛利率 (%)	21.3%	19.8%	19.2%	20.3%
ROE (%)	27.4%	14.4%	14.8%	17.3%
每股收益 (元)	4.90	2.84	3.28	4.38
P/E	19.39	26.45	22.91	17.16
P/B	5.35	3.80	3.40	2.97
EV/EBITDA	15.83	17.16	14.60	10.72

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					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E			
流动资产	38809	42035	45623	50783		营业收入	68715	67158	75132	83428		营业收入	68715	67158	75132	83428			
现金	12216	16974	17322	19803		营业成本	54091	53869	60713	66517		营业成本	54091	53869	60713	66517			
应收账款	3377	2798	3130	3476		营业税金及附加	206	201	225	250		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		销售费用	4836	5037	5635	6257			
预付账款	439	269	304	333		管理费用	1733	1880	1728	1835		管理费用	1733	1880	1728	1835			
存货	8663	8678	9619	10386		财务费用	-107	-167	-112	-128		财务费用	-107	-167	-112	-128			
其他流动资产	12895	12195	13995	15395		资产减值损失	-283	-300	-200	-200		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		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	672	225	250		投资净收益	796	672	225	250			
固定资产	3130	3041	2933	2807		营业利润	6574	3887	4488	5994		营业利润	6574	3887	4488	5994			
无形资产	477	1014	951	888		营业外收入	118	0	0	0		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		营业外支出	14	0	0	0			
资产总计	45062	48550	51995	57002		利润总额	6678	3887	4488	5994		利润总额	6678	3887	4488	5994			
流动负债	23985	25195	25943	27343		所得税	1080	622	718	959		所得税	1080	622	718	959			
短期借款	2194	2494	2194	1894		净利润	5597	3265	3770	5035		净利润	5597	3265	3770	5035			
应付账款	13286	13467	15178	16629		少数股东损益	48	28	32	43		少数股东损益	48	28	32	43			
其他流动负债	8505	9234	8571	8819		归属母公司净利润	5549	3237	3738	4992		归属母公司净利润	5549	3237	3738	4992			
非流动负债	731	695	675	655		EBITDA	6250	4170	4855	6354		EBITDA	6250	4170	4855	6354			
长期借款	247	247	247	247		EPS (元)	4.90	2.84	3.28	4.38		EPS (元)	4.90	2.84	3.28	4.38			
其他非流动负债	484	448	428	408															
负债合计	24717	25890	26619	27998															
少数股东权益	115	143	175	218															
股本	1140	1140	1140	1140															
资本公积	6976	6976	6976	6976															
留存收益	12114	14400	17085	20670															
归属母公司股东权益	20230	22517	25202	28787															
负债和股东权益	45062	48550	51995	57002															

现金流量表					单位:百万元					主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E			
经营活动现金流	2848	4925	3909	5860		成长能力						成长能力							
净利润	5597	3265	3770	5035		营业收入	10.3%	-2.3%	11.9%	11.0%		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%	-40.9%	15.5%	33.5%		营业利润	-2.6%	-40.9%	15.5%	33.5%			
财务费用	147	78	78	69		归属于母公司净利润	0.2%	-41.7%	15.5%	33.5%		归属于母公司净利润	0.2%	-41.7%	15.5%	33.5%			
投资损失	-796	-672	-225	-250		获利能力						获利能力							
营运资金变动	-3094	1395	-392	319		毛利率 (%)	21.3%	19.8%	19.2%	20.3%		毛利率 (%)	21.3%	19.8%	19.2%	20.3%			
其他经营现金流	9265	2281	4362	4916		净利率 (%)	8.1%	4.8%	5.0%	6.0%		净利率 (%)	8.1%	4.8%	5.0%	6.0%			
投资活动现金流	785	841	-2110	-1584		ROE (%)	27.4%	14.4%	14.8%	17.3%		ROE (%)	27.4%	14.4%	14.8%	17.3%			
资本支出	-633	-835	-235	-235		ROIC (%)	21.1%	12.2%	13.2%	15.8%		ROIC (%)	21.1%	12.2%	13.2%	15.8%			
长期投资	970	1050	-2050	-1550		偿债能力						偿债能力							
其他投资现金流	448	626	175	201		资产负债率 (%)	54.9%	53.3%	51.2%	49.1%		资产负债率 (%)	54.9%	53.3%	51.2%	49.1%			
筹资活动现金流	-3290	-967	-1451	-1795		净负债比率 (%)	121.5%	114.3%	104.9%	96.5%		净负债比率 (%)	121.5%	114.3%	104.9%	96.5%			
短期借款	683	300	-300	-300		流动比率	1.62	1.67	1.76	1.86		流动比率	1.62	1.67	1.76	1.86			
长期借款	0	0	0	0		速动比率	1.23	1.29	1.36	1.45		速动比率	1.23	1.29	1.36	1.45			
普通股增加	334	0	0	0		营运能力						营运能力							
资本公积增加	393	0	0	0		总资产周转率	1.51	1.43	1.49	1.53		总资产周转率	1.51	1.43	1.49	1.53			
其他筹资现金流	-4699	-1267	-1151	-1495		应收账款周转率	25.73	21.75	25.35	25.26		应收账款周转率	25.73	21.75	25.35	25.26			
现金净增加额	281	4758	348	2480		应付账款周转率	3.95	4.03	4.24	4.18		应付账款周转率	3.95	4.03	4.24	4.18			
						每股指标 (元)						每股指标 (元)							
						每股收益	4.90	2.84	3.28	4.38		每股收益	4.90	2.84	3.28	4.38			
						每股经营现金流 (摊薄)	2.50	4.32	3.43	5.14		每股经营现金流 (摊薄)	2.50	4.32	3.43	5.14			
						每股净资产	17.74	19.75	22.10	25.24		每股净资产	17.74	19.75	22.10	25.24			
						估值比率						估值比率							
						P/E	19.39	26.45	22.91	17.16		P/E	19.39	26.45	22.91	17.16			
						P/B	5.35	3.80	3.40	2.97		P/B	5.35	3.80	3.40	2.97			
						EV/EBITDA	15.83	17.16	14.60	10.72		EV/EBITDA	15.83	17.16	14.60	10.72			

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。