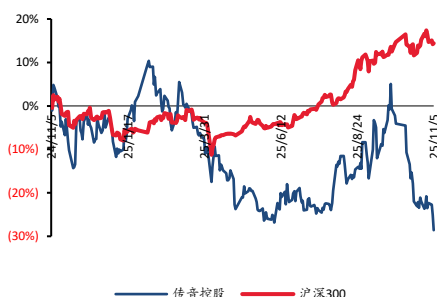


单季度收入增长利润承压，看好端侧 AI 布局

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 11.4/11.4
总市值/流通(亿元) 799.73/799.73
12 个月内最高/最低价 113.51/70.01 (元)

相关研究报告

<<传音控股 2025 中报点评: 25H1 业绩承压, 新兴市场领先优势不变>>—
2025-09-02

<<太平洋证券公司点评-传音控股 (688036) 2024 年报点评: 营收保持稳健增长, 看好公司多元化布局>>—
2025-04-25

<<Q3 业绩承压, 毛利率环比改善>>—
-2024-10-30

证券分析师: 张世杰

E-MAIL: zhangsj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523020001

证券分析师: 罗平

E-MAIL: luoping@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524030001

事件: 公司发布 2025 三季报, 2025 前三季度公司实现营收 495.43 亿元, 同比减少 3.33%; 实现归母净利润 21.48 亿元, 同比减少 44.97%。

单季度营收增长较好, 盈利能力依旧承压。单季度来看, 2025Q3 公司单季度实现营收 204.66 亿元, 同比增长 22.60%, 环比增长 27.33%; 实现归母净利润 9.35 亿元, 同比减少 11.06%, 但环比增长 29.39%。公司营收同比显著增长, 但毛利, 净利有所下降, 主要系市场竞争以及供应链成本综合影响所致。

期间费用基本稳定, 运营效率维持平稳。2025 年前三季度, 公司发生销售费用 38.82 亿元, 销售费率 7.84%, 同比增长 0.57 pcts; 发生管理费用 13.06 亿元, 管理费率 2.64%, 同比增长 0.02 pcts; 发生研发费用 21.39 亿元, 研发费率 4.32%, 同比增长 0.76 pcts; 发生财务费用-0.19 亿元, 同比减少 0.77 亿元。

新兴市场优势明显, 多元化战略布局赋能成长。目前新兴市场国家仍处于“功能机向智能机切换”的市场发展趋势中, 为公司打下了坚实的基本盘。公司在非洲手机市场优势地位的基础上, 继续加大力度、加快发展手机+移动互联+数码配件/家用电器继续多品牌发展策略, 通过智能硬件品类生态模式的本地化探索, 积极实施多元化战略布局: (1) 移动互联网业务方面: 基于用户流量和数据资源的移动互联网平台, 是公司发展移动互联网产品的核心基础。公司与网易、腾讯等多家国内领先的互联网公司, 在音乐、新闻聚合及其他等应用领域进行出海战略合作, 积极开发和孵化移动互联网产品; (2) 扩品类业务方面: 拓展重点产品赛道, 聚焦核心国家和地区实现市场份额突破, 持续提升本地用户体验, 建立各品牌的相对独特优势, 逐步形成扩品类业务可持续发展。

盈利预测

我们预计 2025-2027 年公司实现营收 703.90、785.96、880.23 亿元, 实现归母净利润 30.94、45.35、56.98 亿元, 对应 PE 25.85、17.63、14.04x, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 上游成本涨价风险、新市场拓展不及预期风险、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	68,715	70,390	78,596	88,023
营业收入增长率(%)	10.31%	2.44%	11.66%	11.99%
归母净利（百万元）	5,549	3,094	4,535	5,698
净利润增长率(%)	0.22%	-44.24%	46.58%	25.64%
摊薄每股收益（元）	4.90	2.71	3.98	5.00
市盈率（PE）	19.39	25.85	17.63	14.04

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,599	12,216	15,116	19,568	24,376
应收和预付款项	2,203	3,815	3,161	3,681	4,186
存货	10,443	8,663	10,124	11,127	12,117
其他流动资产	14,887	14,114	14,010	14,172	14,335
流动资产合计	40,132	38,809	42,410	48,547	55,013
长期股权投资	430	774	774	774	774
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3,065	3,130	2,937	2,744	2,552
在建工程	1	32	32	32	32
无形资产开发支出	509	477	477	477	477
长期待摊费用	56	75	75	75	75
其他非流动资产	42,061	40,575	44,149	50,286	56,752
资产总计	46,121	45,062	48,444	54,388	60,662
短期借款	1,512	2,194	2,194	2,194	2,194
应付和预收款项	19,142	17,213	18,458	20,848	22,702
长期借款	247	247	247	247	247
其他负债	7,044	5,063	5,035	5,358	5,719
负债合计	27,944	24,717	25,935	28,648	30,862
股本	807	1,140	1,140	1,140	1,140
资本公积	6,583	6,976	6,976	6,976	6,976
留存收益	10,571	11,989	14,104	17,302	21,320
归母公司股东权益	18,055	20,230	22,374	25,572	29,590
少数股东权益	122	115	134	168	210
股东权益合计	18,177	20,346	22,508	25,740	29,799
负债和股东权益	46,121	45,062	48,444	54,388	60,662

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	11,890	2,848	3,662	5,189	5,792
投资性现金流	-6,134	785	439	599	696
融资性现金流	-3,390	-3,290	-1,134	-1,337	-1,680
现金增加额	2,383	281	2,900	4,451	4,808

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,295	68,715	70,390	78,596	88,023
营业成本	47,627	54,091	55,983	61,697	68,400
营业税金及附加	249	206	211	236	264
销售费用	4,329	4,836	5,631	5,895	6,602
管理费用	1,507	1,733	2,464	2,751	3,081
财务费用	-176	-107	0	0	0
资产减值损失	-228	-283	0	0	0
投资收益	195	796	460	601	698
公允价值变动	-68	-157	0	0	0
营业利润	6,747	6,574	3,714	5,451	6,847
其他非经营损益	-32	104	0	0	0
利润总额	6,714	6,678	3,714	5,451	6,847
所得税	1,127	1,080	601	882	1,108
净利润	5,587	5,597	3,113	4,569	5,739
少数股东损益	50	48	19	34	41
归母股东净利润	5,537	5,549	3,094	4,535	5,698

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.55%	21.28%	20.47%	21.50%	22.29%
销售净利率	8.89%	8.08%	4.40%	5.77%	6.47%
销售收入增长率	33.69%	10.31%	2.44%	11.66%	11.99%
EBIT 增长率	110.61%	-9.54%	-36.29%	46.77%	25.61%
净利润增长率	122.93%	0.22%	-44.24%	46.58%	25.64%
ROE	30.67%	27.43%	13.83%	17.73%	19.26%
ROA	14.52%	12.28%	6.66%	8.89%	9.98%
ROIC	26.25%	21.06%	12.40%	16.12%	17.71%
EPS (X)	4.91	4.90	2.71	3.98	5.00
PE (X)	28.19	19.39	25.85	17.63	14.04
PB (X)	6.18	5.35	3.57	3.13	2.70
PS (X)	1.79	1.58	1.14	1.02	0.91
EV/EBITDA (X)	14.98	15.83	17.27	11.16	8.27

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。