

2025 年 11 月 10 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 11 月 07 日

收盘价（元）	67.58
一年内最高/最低（元）	113.51/66.88
总市值（百万元）	77,797.05
流通市值（百万元）	77,797.05
总股本（百万股）	1,151.18
资产负债率（%）	57.72
每股净资产（元/股）	17.49

资料来源：聚源数据

传音控股 (688036. SH)

——出货量提升、盈利承压，端侧 AI 布局提升成长空间

投资要点：

- **经营节奏持续向上，供应链及市场竞争压制短期利润。**传音控股披露 2025 年三季报，2025 年前三季度，公司实现营收 495.43 亿元、同比下滑 3.33%，实现归母净利润 21.48 亿元、同比下降 44.97%；单三季度，公司实现营收 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，同比下滑 11.06%、环比增长 29.39%。公司经营季度趋势向好，但受市场竞争以及供应链成本综合影响，导致短期利润承压。
- **出货节奏持续走强，三季度智能机量价齐升。**传音自 6 月上新后三季度销量表现较好，出货量继续环比提升，IDC 数据显示，传音单三季度智能手机出货量达 2920 万部，yoy+13.6%，远超 2.6%的行业增速，以 9%的市场份额强势回归全球第四，凸显了传音在新兴市场的竞争优势，长期而言，公司或将持续受益于新兴市场功能机向智能机切换的发展趋势。均价方面，公司三季度营收环比提升 27.33%，对应智能机出货量环比提升 16.33%，营收增速显著高于出货量增速，表明公司或通过产品结构优化实现了 ASP 的提升。
- **成本压力预期传导，盈利能力有望修复。**公司的毛利率受竞争格局、成本变化、公司策略等因素综合影响。三季度，公司盈利能力受存储涨价以及市场竞争情况压制，但随着手机厂商因成本上升而调整终端产品价格，传音也将根据上游成本变化 and 市场竞争态势，积极采取如提价、产品结构优化等措施进行动态调整，目标仍是保持财务健康的毛利率水平，并推动盈利能力修复。
- **端侧 AI 规模化商用前夜，公司硬件入口价值凸显。**据彭博社报道，苹果计划与谷歌合作，付费整合 Gemini 以打造新一代 Siri，此举虽与谷歌付费嵌入三星硬件路径迥异，但共同验证了“端侧 AI+硬件”已成为头部厂商的战略必选项。这种竞合关系有望加速技术标准化与市场教育，推动端侧 AI 从概念验证进入规模化部署前夜，在此背景下，掌握庞大硬件流量入口的厂商价值或将显著提升。传音控股作为年出货量超 1 亿部的智能手机厂商，正积极与谷歌等伙伴合作，推动实用型 AI 技术在新兴市场的创新与普及。凭借其亿级硬件出货规模、深厚的本地化市场生态以及对端侧 AI 趋势的积极拥抱，公司估值体系有望迎来重估。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 30.39/40.73/58.98 亿元，同比增速分别为–45.24%/34.04%/44.80%，当前股价对应的 PE 分别为 25.60/19.10/13.19 倍。鉴于公司当前经营节奏以及在端侧 AI 的看点，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、端侧 AI 进展不及预期风险、市场竞争加剧风险。

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	69,922	80,637	90,387
同比增长率（%）	33.69%	10.31%	1.76%	15.32%	12.09%
归母净利润（百万元）	5,537	5,549	3,039	4,073	5,898

同比增长率 (%)	122.93%	0.22%	-45.24%	34.04%	44.80%
每股收益 (元/股)	4.81	4.82	2.64	3.54	5.12
ROE (%)	30.67%	27.43%	14.35%	18.16%	24.32%
市盈率 (P/E)	14.05	14.02	25.60	19.10	13.19

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	12,376	13,307	14,887
应收票据及账款	3,377	2,524	2,911	3,263
预付账款	439	329	380	426
其他应收款	1,219	1,050	1,210	1,357
存货	8,663	10,383	13,397	15,745
其他流动资产	12,895	13,085	13,159	13,227
流动资产总计	38,809	39,747	44,365	48,905
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	45,883	50,399	54,842
短期借款	2,194	2,089	2,189	2,289
应付票据及账款	17,213	17,900	20,532	22,623
其他流动负债	4,578	3,941	4,526	5,010
流动负债合计	23,985	23,930	27,247	29,922
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	24,588	27,831	30,431
股本	1,140	1,151	1,151	1,151
资本公积	6,976	6,965	6,965	6,965
留存收益	12,114	13,053	14,311	16,133
归属母公司权益	20,230	21,169	22,428	24,250
少数股东权益	115	126	141	162
股东权益合计	20,346	21,295	22,568	24,411
负债和股东权益合计	45,062	45,883	50,399	54,842

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,597	2,250	3,356	5,302
折旧与摊销	420	392	417	442
财务费用	-107	-231	-249	-283
投资损失	-796	-260	-280	-230
营运资金变动	-3,477	-728	-469	-386
其他经营现金流	1,209	871	791	641
经营性现金净流量	2,848	2,294	3,565	5,486
投资性现金净流量	785	-87	-94	-139
筹资性现金净流量	-3,290	-2,048	-2,540	-3,767
现金流量净额	281	160	931	1,580

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	68,715	69,922	80,637	90,387
营业成本	54,091	56,839	65,199	71,838
税金及附加	206	245	282	298
销售费用	4,836	5,314	6,048	6,598
管理费用	1,733	1,818	1,935	1,989
研发费用	2,517	3,077	3,548	3,887
财务费用	-107	-231	-249	-283
资产减值损失	-283	-140	161	181
信用减值损失	2	-42	-41	-40
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	3,619	4,855	6,911
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	3,630	4,866	6,922
所得税	1,080	581	779	1,004
净利润	5,597	3,050	4,088	5,919
少数股东损益	48	11	15	21
归属母公司股东净利润	5,549	3,039	4,073	5,898
EPS(元)	4.82	2.64	3.54	5.12

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%	1.76%	15.32%	12.09%
营业利润增长率	-2.56%	-44.94%	34.14%	42.35%
归母净利润增长率	0.22%	-45.24%	34.04%	44.80%
经营现金流增长率	-76.05%	-19.43%	55.38%	53.89%
盈利能力				
毛利率	21.28%	18.71%	19.14%	20.52%
净利率	8.15%	4.36%	5.07%	6.55%
ROE	27.43%	14.35%	18.16%	24.32%
ROA	12.31%	6.62%	8.08%	10.75%
估值倍数				
P/E	14.02	25.60	19.10	13.19
P/S	1.13	1.11	0.96	0.86
P/B	3.85	3.68	3.47	3.21
股息率	4.40%	2.70%	3.62%	5.24%
EV/EBITDA	13	16	12	9

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）。