

电子

2025 年 11 月 18 日

传音控股 (688036)

——25Q3 营收增长、利润率承压，通过 H 股发行议案

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 11 月 17 日

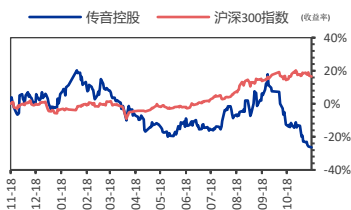
收盘价 (元)	64.49
一年内最高/最低 (元)	113.51/63.69
市净率	3.7
股息率% (分红/股价)	5.89
流通 A 股市值 (百万元)	74,240
上证指数/深证成指	3,972.03/13,202.00

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	17.49
资产负债率%	57.72
总股本/流通 A 股 (百万)	1,151/1,151
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《传音控股 (688036) 点评：25Q1 营收同比-25%，进入正常淡季节奏》
2025/05/05

证券分析师

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com

研究支持

杨紫璇 A0230524070005
yangzx@swsresearch.com
袁航 A0230521100002
yuanhang@swsresearch.com

联系人

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公告：**1) 2025 前三季营收 495.43 亿元，同比-3.33%；归母净利润 21.48 亿元，同比-44.97%。**25Q3 归母净利润低于预期，主因毛利率下降及期间费用率增长。** 2) 11 月 12 日，传音控股召开董事会审议通过了《关于公司发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司主板上市的议案》。
- **2025 三季报：**营收 495.43 亿元，同比-3.33%；毛利率 19.47%，同比-2.1 pcts；归母净利润 21.48 亿元，同比-44.97%；扣非净利润 17.31 亿元，同比-46.71%。2025 年前三季度研发投入 21.39 亿元，同比+17.26%，占营收比例 4.32%；其他收益 2.83 亿元，同比-53.22%，占营收比例 0.57%。
- **25Q3 旺季营收同环比双增，毛利率、净利率承压。** 25Q3 营收 204.66 亿元，同比+22.60%，环比+27.32%；毛利率 18.59%，环比-2pcts；归母净利润 9.35 亿元，同比-11.06%，环比+29.39%，净利率 4.8%，同比-1.7pcts；扣非净利润 8.34 亿元，同比+1.65%，环比+50.45%。
- **智能机出货量全球第四：非洲保持 40%以上市占率，在巴基斯坦、孟加拉、印度市场排名领先。** 根据 IDC 数据，2024 年公司在全球手机市占率 14.0%，全球排名第三，其中智能机全球市占率 8.7%，排名第四；公司非洲智能机市占率超过 40%，排名第一。在南亚市场：巴基斯坦智能机市占率超过 40%，排名第一；孟加拉国智能机市占率 29.2%，排名第一；印度智能机市占率 5.7%，排名第八。
- **积极开发实用型 AI 功能。** 传音旗下 TECNO AI 和 Infinix AI 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，AI 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 辅助功能应用并推进系统全面 AI 化。
- **移动互联业务 MAU 进入千万规模，探索本地化商业模式。** 截至 2024 年底，传音控股多款自主与合作开发的应用产品月活用户数超过 1,000 万，主要有音乐类应用 Boomplay、综合内容分发应用 Phoenix 等。Boomplay 深耕非洲多年，保持非洲领先的市场定位和用户规模，并且在商业化上有所进展。
- **下调盈利预测，维持“买入”评级。** 由于 25Q1-Q3 智能机出货量及毛利率不及预期，将 2025/26/27 年营收预测从 742/803/884 亿元下调至 703/770/881 亿元，归母净利润预测 62/65/71 亿元下调至 41/51/70 亿元。2025 年可比公司（领益智造、立讯精密、蓝思科技）平均 PE 29X，较传音控股 2025 PE 18X 高 63%，维持买入评级。
- 风险提示：1. 存储等元件涨价风险。2. 东南亚、南亚市场拓展不及预期。3. 软件变现能力风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	68,715	49,543	70,309	77,049	88,076
同比增长率 (%)	10.3	-3.3	2.3	9.6	14.3
归母净利润 (百万元)	5,549	2,148	4,097	5,105	6,994
同比增长率 (%)	0.2	-45.0	-26.2	24.6	37.0
每股收益 (元/股)	4.90	1.88	3.56	4.43	6.08
毛利率 (%)	21.3	19.5	20.3	21.1	22.0
ROE (%)	27.4	10.7	16.6	17.6	20.0
市盈率	13		18	15	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	62,295	68,715	70,309	77,049	88,076
其中：营业收入	62,295	68,715	70,309	77,049	88,076
减：营业成本	47,627	54,091	56,017	60,826	68,738
减：税金及附加	249	206	211	231	265
主营业务利润	14,419	14,418	14,081	15,992	19,073
减：销售费用	4,329	4,836	5,200	5,500	5,800
减：管理费用	1,507	1,733	1,828	1,849	2,114
减：研发费用	2,256	2,517	2,812	2,928	3,347
减：财务费用	-176	-107	-50	-77	-98
经营性利润	6,503	5,439	4,291	5,792	7,910
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-80	2	-26	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-228	-283	-117	-100	-100
加：投资收益及其他	620	1,575	830	617	800
营业利润	6,747	6,574	4,977	6,306	8,609
加：营业外净收入	-32	104	-100	-100	-100
利润总额	6,714	6,678	4,877	6,206	8,509
减：所得税	1,127	1,080	765	1,065	1,469
净利润	5,587	5,597	4,112	5,141	7,039
少数股东损益	50	48	15	36	45
归属于母公司所有者的净利润	5,537	5,549	4,097	5,105	6,994

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。