

2026 年 04 月 02 日

传音控股 (688036. SH)

投资评级：买入（维持）

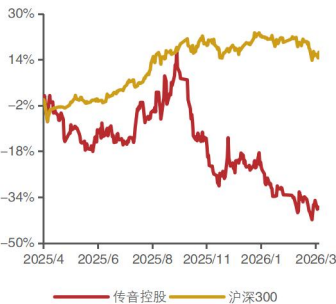
——盈利短期承压，持续推动高端化与 AI 化战略

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
王硕
SAC: S1350524120002
wangshuo@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 04 月 01 日

收盘价 (元)	54.51
一年内最高/最低 (元)	104.90/50.80
总市值 (百万元)	62,751.07
流通市值 (百万元)	62,751.07
总股本 (百万股)	1,151.18
资产负债率 (%)	53.48
每股净资产 (元/股)	17.83

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **传音控股公布 2025 年年报：**公司 2025 全年实现营收 655.91 亿元，同比下滑 4.55%，实现归母净利润 25.81 亿元，同比下滑 53.49%，其主要原因是：（1）受市场竞争及供应链成本影响，存储等元器件价格上涨较多，公司营业收入和毛利率有所下降；（2）公司持续科技创新、加大产品等研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力，研发费用较上年同期增加；同时，公司加大市场开拓及品牌宣传推广力度，销售费用较 2024 年同期增加。
- **新品提价落地反馈良好，持续推动高端化与 AI 化战略。**针对上游成本变化、市场竞争情况等，公司积极采取相应措施应对，在不同市场结合公司的经营策略和市场情况，采取了例如产品调价、优化产品结构等措施，近期发售的新产品已在不同市场采取了不同程度的涨价策略，同时，新品 Camon 50 以及 Note 60 系列在已发布国家区域获得了较好的市场反馈，未来，公司或将持续加大中高端领域研发资源投入，强化中高端产品价值点选择，重视中高端体验，并将 AI 技术深度转化为差异化产品竞争力，实现高质量可持续增长。
- **出货量与市占率稳居前列，新兴市场长期增长逻辑不改。**2025 年全球手机出货量达 1.69 亿部，继续保持新兴市场领先地位，特别是在非洲、巴基斯坦、孟加拉国等重点区域，其智能手机市场占有率均位居榜首。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，整体上，新兴市场国家的智能机渗透率相对于北美、西欧和成熟亚太发达经济体和中国市场较低，功能机换智能机仍然是新兴市场驱动智能机市场增长的一个重要因素。
- **扩品类与移动互联业务双轮驱动，构建新增长动力。**公司持续推动扩品类与移动互联业务，扩品类业务围绕数码配件、家用电器、储能等领域布局，以高性价比围绕本地化痛点打造差异化智能产品，同步推进线上线下渠道融合与数字化运营，向 AI 智能化、本地场景化方向升级，构建 AIoT 生态；移动互联业务依托手机硬件流量基础持续深耕移动互联业务布局，构建高粘性的用户价值闭环，借助 AI 技术，移动互联业务核心产品的迭代速度与运营效率有所提升，有效加速了“软硬协同”商业模式的落地。根据公司 2026 年 3 月公告，移动互联业务核心自研产品矩阵的多轮驱动格局已初步成型，有望持续赋能新兴市场数字化生态建设，推动长期价值释放。两大业务共同构成手机主业之外的重要增长极，或将为公司打开长期成长空间。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 28.56/42.69/54.23 亿元，同比增速分别为 10.67%/49.48%/27.03%，当前股价对应的 PE 分别为 21.97/14.70/11.57 倍。看好公司在 AI 浪潮下在新兴市场的核心卡位，维持为“买入”评级。
- **风险提示：**原材料涨价风险，新兴市场需求不及预期风险，AI 发展不及预期风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	68,715	65,591	68,714	76,957	87,036
同比增长率 (%)	10.31%	-4.55%	4.76%	12.00%	13.10%
归母净利润 (百万元)	5,549	2,581	2,856	4,269	5,423
同比增长率 (%)	0.22%	-53.49%	10.67%	49.48%	27.03%
每股收益 (元/股)	4.82	2.24	2.48	3.71	4.71
ROE (%)	27.43%	12.57%	13.21%	18.35%	21.38%
市盈率 (P/E)	11.31	24.32	21.97	14.70	11.57

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	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	11,740	15,234	17,794	21,125
应收票据及账款	3,726	3,149	3,527	3,989
预付账款	697	477	534	604
其他应收款	549	929	1,041	1,177
存货	8,903	10,194	11,271	12,687
其他流动资产	12,124	11,503	11,593	11,703
流动资产总计	37,739	41,486	45,760	51,284
长期股权投资	871	915	960	1,004
固定资产	3,267	3,018	2,776	2,533
在建工程	41	44	38	31
无形资产	1,085	1,016	952	887
长期待摊费用	121	36	37	39
其他非流动资产	1,258	1,263	1,263	1,263
非流动资产合计	6,643	6,292	6,026	5,757
资产总计	44,382	47,779	51,786	57,042
短期借款	1,862	1,752	1,652	1,562
应付票据及账款	16,799	19,309	21,349	24,031
其他流动负债	4,400	4,364	4,829	5,431
流动负债合计	23,061	25,425	27,830	31,025
长期借款	323	229	147	69
其他非流动负债	350	350	350	350
非流动负债合计	673	579	497	419
负债合计	23,734	26,004	28,327	31,444
股本	1,151	1,151	1,151	1,151
资本公积	7,304	7,304	7,304	7,304
留存收益	12,069	13,170	14,815	16,905
归属母公司权益	20,525	21,625	23,270	25,360
少数股东权益	124	150	189	238
股东权益合计	20,649	21,775	23,459	25,598
负债和股东权益合计	44,382	47,779	51,786	57,042

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	2,605	1,948	3,374	4,539
折旧与摊销	476	430	346	348
财务费用	133	45	25	7
投资损失	-650	-547	-547	-547
营运资金变动	-1,949	2,221	792	1,090
其他经营现金流	805	1,125	1,125	1,125
经营性现金净流量	1,420	5,222	5,116	6,562
投资性现金净流量	1,729	276	276	276
筹资性现金净流量	-3,098	-2,005	-2,832	-3,508
现金流量净额	-188	3,494	2,560	3,330

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	65,591	68,714	76,957	87,036
营业成本	53,030	55,607	61,482	69,206
税金及附加	196	229	256	290
销售费用	5,204	5,360	5,618	6,092
管理费用	1,678	1,718	1,847	1,915
研发费用	2,950	3,092	3,309	3,655
财务费用	133	45	25	7
资产减值损失	-285	-278	-311	-352
信用减值损失	-25	-37	-42	-47
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	650	547	547	547
公允价值变动损益	-21	0	0	0
资产处置收益	4	0	0	0
其他收益	458	554	554	554
营业利润	3,181	3,449	5,168	6,572
营业外收入	8	44	44	44
营业外支出	7	20	20	20
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,183	3,474	5,193	6,596
所得税	578	592	885	1,124
净利润	2,605	2,882	4,308	5,472
少数股东损益	25	26	39	49
归属母公司股东净利润	2,581	2,856	4,269	5,423
EPS(元)	2.24	2.48	3.71	4.71

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-4.55%	4.76%	12.00%	13.10%
营业利润增长率	-51.61%	8.43%	49.83%	27.15%
归母净利润增长率	-53.49%	10.67%	49.48%	27.03%
经营现金流增长率	-50.13%	267.70%	-2.03%	28.27%
盈利能力				
毛利率	19.15%	19.07%	20.11%	20.49%
净利率	3.97%	4.19%	5.60%	6.29%
ROE	12.57%	13.21%	18.35%	21.38%
ROA	5.81%	5.98%	8.24%	9.51%
估值倍数				
P/E	24.32	21.97	14.70	11.57
P/S	0.96	0.91	0.82	0.72
P/B	3.06	2.90	2.70	2.47
股息率	1.45%	2.80%	4.18%	5.31%
EV/EBITDA	16	11	8	6

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）。