

传音控股（688036.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月10日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	87.67
总市值	999.75亿
PE-TTM	25.57
PB-MRQ	5.04

估值结果

DDM估值	价值	1264亿
	上行空间	26%
	状态	偏低估
动态估值	价值	1338亿
	上行空间	34%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★★

核心评级结论

传音控股是一家极具特色的全球化企业，从手机硬件出发，成功在海外构建了硬件+软件+服务的生态体系。公司业务主要在非洲、南亚、东南亚、中东及拉美等新兴市场，被誉为非洲手机之王。

公司的成长空间较弱，主要由于新兴市场功能机向智能机转换的长期结构性红利逐渐减弱，短期面临库存调整与市场竞争压力，业绩增速放缓。公司的盈利趋势较弱，主要由于短期供应链成本上升、市场竞争加剧以及营销费用率攀升，公司的多元化生态构建成功则有望提升盈利水平。公司的产业格局尚可，2024年传音手机总出货量2.01亿部，全球市占率14.0%，排名第三；智能机市占率8.7%，排名第四。在非洲、巴基斯坦等多个新兴市场稳居龙头地位，具备显著的规模优势。公司的护城河极深，传音在非洲市场的品牌知名度极高，通过极致的本地化创新与深入毛细血管的渠道网络构建护城河。

公司在新兴市场手机份额还有提升空间，移动互联网等业务继续放量，公司长期盈利能力保持稳定。在以上假设下，公司目前处于偏低估状态。主要由于公司上半年业绩受到市场竞争与上游原材料涨价的影响，利润大幅下滑，市场对公司的估值较低。

我们区别于市场的观点

市场观点认为传音在海外的份额已经较高，未来随着小米等中国厂商的加速出海，传音在海外地区的份额将逐渐降低。我们认为传音仍能凭借护城河维持优势。非洲消费者对品牌的忠诚度和渠道网络形成双重壁垒。在新兴市场如东南亚传音通过旗舰机型成为电竞赛事指定用机，在东南亚迅速打开市场。因此，我们认为传音在非洲依然能维持市占率领先，海外除了非洲之外的地区市场份额还有提升空间。

风险提示

市场竞争风险：国内智能手机出货量同比下滑，未来中国手机品牌可能会加速出海，进一步加剧非洲市场的竞争；专利风险：屡遭华为、高通、NEC等公司的专利诉讼，研发投入和专利储备远低于头部厂商。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发高端度	4
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源高端度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

传音以手机业务为核心，覆盖功能机和智能机，并延伸至家电、数码配件及移动互联服务，形成“手机+生态”的多元化布局。手机业务拥有TECNO、itel、Infinix三大品牌，分别定位中高端、大众市场和年轻潮流群体。其他业务覆盖家电与配件、移动互联、两轮电动车等。

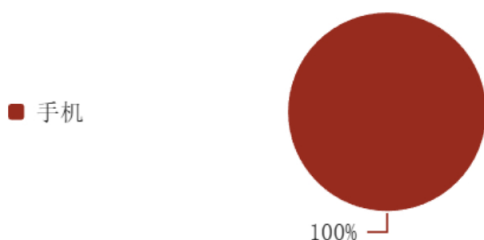
2. 业务介绍

对于传音控股公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

手机：

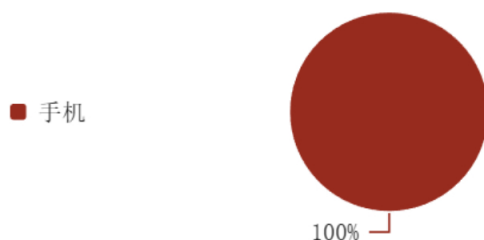
手机业务产品主要为手机整机，覆盖功能机和智能机，上游原材料为主芯片(如高通)、内存、屏幕等，公司研发、组装完成后将产品交付给下游渠道商。2024年手机总出货量达2.01亿部，全球市占率14.0%，排名第三；智能机出货量1.069亿部，市占率8.7%，排名第四。公司还把业务延伸至家电、数码配件及移动互联服务，形成“手机+生态”的多元化布局。我们对该业务的市场界定为全球手机与配件市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主业为手机产品的研发、制造与销售，手机产品的更新换代较快，业务性质使得公司的人力资源高端度较高、研发高端度较高、营销强度为中等。

3.1 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

公司的研发高端度较高，2024年公司的研发费用25.2亿，研发人员4020人，人均研发费用63.4万元，人均费用较高，主要由于公司产品中手机更新换代较快，研发人员一年内需要做多代产品的研发任务，承担的任务较多，整体较为高端。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司的营销强度中等，2024年公司的销售费用48.4亿，收入为688亿，单位收入销售费用703万元，费用中等，主要由于公司下游客户较为分散，销售主要面向渠道，2024年还有千余经销商，销售费用支出较高。

3.3 人力资源高端度

低

较低

中等

较高

高

公司的人力资源高端度较高，2024年员工薪酬总数为41.6亿元，公司2024年员工总数为1.98万人，人均薪酬21万元。主要由于公司以生产、销售、研发人员为主，2024年研发与生产人员占比累计接近90%，人力资源较为高端。

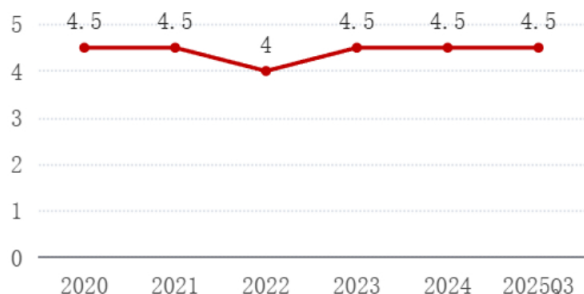
4. 历史经营绩效

公司的历史盈利能力保持稳定，主要由于在非洲等新兴市场的绝对优势，产品议价能力强导致；公司的历史成长能力逐渐下滑至中等，主要由于全球手机需求疲软等因素叠加新兴市场竞争压力进一步加剧，公司成长能力承压；公司的历史业务控制力及财务健康评级保持在较高位置，主要由于自身份额较高、产业话语权有所提升以及偿债压力较小；公司股东回报较好，主要由于公司分红稳定，股息率居行业前列。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



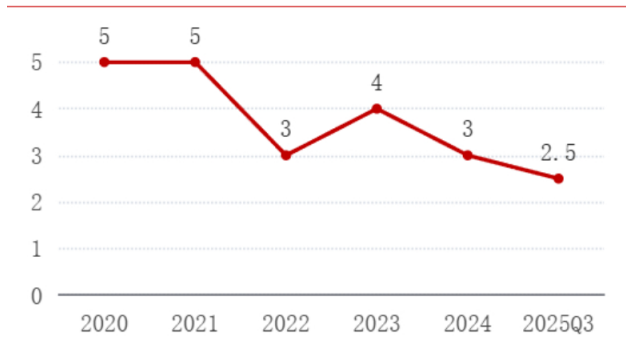
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力较强，2020年以来凭借在非洲等新兴市场的绝对优势，公司的盈利能力保持高位稳定。2022年，受全球手机需求疲软、市场竞争加剧、供应链成本上升影响等因素影响，盈利能力出现短期回调。但2023年迅速反弹，毛利率也达到24.45%的阶段高点。长期经营周转天数均在20天附近，主要由于公司内部管理能力强，且采用产能外协辅助生产。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



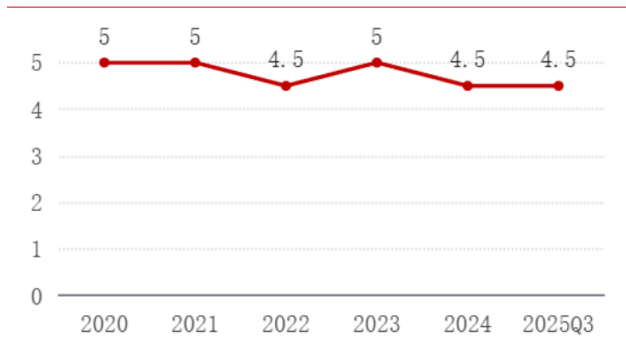
数据来源：公司财报，壹评级

2020–2021年，凭借在非洲等新兴市场的绝对优势，公司营收和净利润均实现高速增长。2022年，受全球手机需求疲软等因素影响，业绩出现短期回调。但2023年迅速反弹，净利润大幅增长122.93%至55.37亿元。2024年公司陷入“增收不增利”的困境，扣非净利润同比下降超10%。2025年，市场竞争压力进一步加剧，公司成长能力继续下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



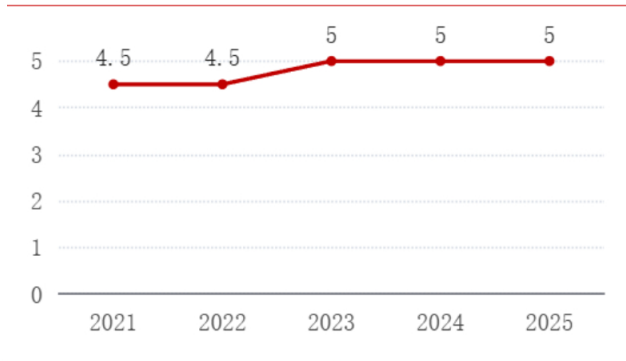
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力保持在高位，主要由于公司非洲智能机市占率保持50%以上，仍居首位。东南亚市场在菲律宾（37%）和印尼（20%）取得突破，拉美市场份额也有9%，产业话语权较高。此外公司的负债水平虽然维持在60%，不过公司的偿债压力较小，现金流情况良好。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级极好。公司一直有较高比例的分红传统，2020–2024年累计派现123.2亿元，股利支付率长期维持在60%以上，2024年全年累计分红34.21亿元，占净利润的61.65%，股息率达4%，居行业前列。

5. 四维评级

公司为手机行业出海龙头，在海外深耕多年，护城河极高，不过海外手机行业竞争日趋激烈叠加短期原材料涨价，因此盈利趋势较弱；由于公司市场份额较高，且已经在海外建立了良好的品牌形象，产业格局尚可；由于主业手机下游需求有放缓趋势，新业务等增速良好但是对整体拉动较少，公司成长空间较弱。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较弱，主要由于公司核心业务手机在海外竞争逐渐激烈，公司为非洲手机龙头，市场份额在50%以上，目前已经较高，未来的市场空间相对有限。家电、移动互联等还在增量阶段，预计保持稳健增长，不过细分高增长业务如两轮电动车尚未形成规模替代，对公司整体拉动作用较小。

手机(2星):

手机业务未来5年的收入复合增速预计在10%，5到15年的收入复合增速预计在2%附近。在非洲等核心市场，公司面临小米、荣耀、OPPO等品牌的强势冲击，市场份额被侵蚀，新业务如两轮电动车业务在非洲市场面临电力基础设施薄弱的根本性挑战，充电网络的普及是一大难题，短期内难以成为有效的第二增长曲线。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较弱，主要因为公司主要产品为品牌手机，业务毛利率则是常年保持在22%的中等水平，此外公司在非洲等地区目前面临较为严峻的市场竞争，受此影响公司手机等硬件的盈利下滑。移动互联网毛利率则较高，不过对整体盈利的拉动作用较少。

手机(2.5星):

手机业务的盈利趋势较弱，短期毛利率受到市场竞争加剧、供应链成本上升影响有降低，不过后续预期有所改善。海外手机行业竞争日趋激烈，尽管公司作为非洲行业龙头通过品牌溢价得到更多利润空间，但是公司正在面临小米、荣耀、OPPO等品牌的强势冲击，整体盈利空间处于中等水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局尚可，全球手机出货量排名第三（市占率14%），智能机排名第四（市占率8.7%），在非洲智能机市场占有率超40%，在巴基斯坦超40%，在孟加拉国近30%，均排名第一，并且以手机为核心，拓展了数码配件、家电、移动互联网服务，构建“硬件+软件+服务”生态，公司在海外市场业务范围持续拓展。

手机(3星):

手机行业进入壁垒较高，行业玩家需要技术储备、经验曲线与客户关系建立。公司在全球手机市场排名第三（整体）至第四（智能机），在非洲、巴基斯坦等多个新兴市场稳居龙头地位，具备显著的规模优势。下游无大客户，上游对供应商也存在议价能力，公司的产业话语权较高。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度与持续性均极高，主要由于手机业务资产周转迅速以及业务盈利能力较强，护城河宽度较高；公司预期在新兴市场手机市场份额保持领先，移动互联网/配件等业务还有放量与盈利改善预期，护城河持续性较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
手机	(5星)手机业务经壹评级调整过的超额ROE为35.6%，超额ROIC为34.5%，整体超额收益率均较高，主要由于公司在海外已经形成了品牌认证，凭借本地化创新打造产品差异化从而获取产品溢价。业务控制力较强为4.5星，主要由于公司对上下游的产业链话语权较高。公司业务市占率2.2%，处于全球前十，后续预计份额还有进一步的提升空间。	(4.5星)公司的护城河为品牌与线下渠道，各自对超额收益率的贡献约二分之一，超额收益率未来5年将会增强，10年以后预计会降低。目前短期毛利率受到市场竞争加剧、供应链成本上升影响有降低，不过后续随着新机研发与成本传递，预期毛利率有所改善趋势，长期受到竞争影响，毛利率中枢有下滑趋势。此外移动互联网的毛利率较高，占比逐渐提升改善产品结构。公司未来5年全球市占率还有小幅提升空间，整体护城河持续性极高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司在新兴市场手机份额还有提升空间，移动互联网等业务继续放量，公司长期盈利能力保持稳定的假设，公司当前处于偏低估状态，主要由于公司上半年业绩受到市场竞争与上游原材料涨价的影响，利润大幅下滑，市场对公司给予较低估值。

6.1 核心假设及逻辑

手机：

收入假设：

- 1) 市场份额：公司在非洲市占率常年第一，市占率50%+，未来如果不降价抢份额的情况下市占率预计稳定；公司在东南亚、拉美份额低于10%，未来5年预期还有约5%的提升空间。
- 2) 下游需求：未来5年全球智能手机需求复合增速预计2%，新兴市场如非洲、南亚、拉美、中东等地区的需求复合增速预计在8%附近，公司仍旧享受功能机被智能机替换的红利。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：公司在海外深耕多年，已经建立了品牌形象与下游渠道，在行业竞争没有大幅加剧的情况下预计保持盈利能力稳定，毛利率长期保持约22%附近。
- 2) 费用率：公司内部管理较好，海外销售渠道已经建立，后续维护成本预计低于前期，销售费用率预计降低1%，此外公司预计将持续投入研发，研发费用率预计提升0.5%。

表2：公司整体业绩预测

传音控股	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	466.0	623.0	687.1	705.2	789.2	939.4	1014.5	1095.7
归母净利润(亿)	24.8	55.4	55.5	52.4	57.3	73.6	79.0	87.3
归母净利润增速(%)	-36.4	123.0	0.2	-5.5	9.3	28.5	7.3	10.4
经营性净利润(亿)	25.5	53.4	49.2	52.4	57.3	73.6	79.0	87.3
经营性净利润增速(%)	-28.6	109.6	-7.9	6.6	9.3	28.5	7.3	10.4
经营性归母净利润(亿)	25.6	52.9	48.8	52.4	57.3	73.6	79.0	87.3
经营性归母净利润增速(%)	-28.1	106.3	-7.8	7.6	9.3	28.5	7.3	10.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

手机	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	466.0	623.0	687.1	705.2	789.2	939.4	1014.5	1095.7
收入增速(%)	-5.7	33.7	10.3	2.6	11.9	19.0	8.0	8.0
经营性净利润(亿)	25.5	53.4	49.2	52.4	57.3	73.6	79.0	87.3
经营性净利率(%)	5.5	8.6	7.2	7.4	7.3	7.8	7.8	8.0
经营性净利润增速(%)	-28.6	109.6	-7.9	6.6	9.3	28.5	7.3	10.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
手机	2.0%	中低	较好	强	7.5%	16.5	83.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
手机(亿)	221.7	1035.9	1257.6	74.8	1.7	7.7	1338.4
公司整体测算(亿)	221.7	1035.9	1257.6	74.8	1.7	7.7	1338.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
手机(亿)	623.8	558.6	1182.5	74.8	1.1	7.7	1263.9
公司整体测算(亿)	623.8	558.6	1182.5	74.8	1.1	7.7	1263.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的盈利能力确定性较强，因为手机主业保持稳定，新业务逐渐改善产品结构。此外手机有公开数据跟踪，公司对外交流较多，外界能直接获取新品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司目前海外份额已经较高，未来的收入规模、市占率不确定性也较少。公司整体的确定性较强。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。