

时代电气 (688187.SH)

23年归母净利润同比增长21.5%，公司经营显韧性

买入

核心观点

公司发布业绩快报，23年归母净利润31.06亿元(YoY+21.51%)。23年随半导体产能加速释放，轨交业务稳步推进，公司实现营收216.13亿元(YoY+19.85%)，归母净利润31.06亿元(YoY+21.51%)，扣非归母净利润25.58亿元(YoY+28.03%)。4Q23单季度营收实现75.18亿元(YoY+5.02%，QoQ+36.1%)，归母净利润10.53亿元(YoY+5.98%，QoQ+17.1%)，扣非归母净利润8.78亿元(YoY+2.16%，QoQ+16.9%)，同环比保持稳定增长。

以半导体、电驱与工业变流为代表的新兴装备业务加速增长。根据NE时代数据，公司23年乘用车功率模块装机量位居行业前三，市场占有率达11.2%；新能源汽车电驱在国内市占率达4.5%，位列国内第六，同比增长77.1%，目前电驱年产能达到50万套，累计下线超100万套。根据索比光伏网数据，公司光伏逆变器23年中标规模为17.4GW，排名国内第三位，基于自身电力电子技术方面的优势，株洲变流已进入光伏逆变器企业“第一梯队”。

轨交业务稳步推进，无锡S1线顺利开通运营。无锡S1线于24年1月正式开通运营，首次集成了包括车辆牵引及网络控制系统、供电系统、站台门等自产系统与外购系统，在城轨业务实现新进展。此前，公司前三季度轨道交通装备产品实现营收77.22亿元(YoY+7.24%)，其中轨道交通电气装备62.52亿元(YoY+9.63%)，轨道工程机械8.83亿元(YoY+12.89%)，通信信号3.82亿元(YoY+2.14%)。

股东回购显信心，提质增效持续推进。基于对公司价值的认可及未来持续稳定发展的信心，公司控股股东中车株洲所于23年11月4日至24年2月3日期间累计增持公司A股股份1415017股，合计增持金额约5059万元。此外，公司持续提质增效，近三年对战略性新兴产业累计投入超过55.6亿元，近三年研发投入强度均高于10%，以多样激励方式使工资分配向做出贡献的骨干人才倾斜。

投资建议：我们看好公司“器件+系统+整机”一体化的产业布局，参考业绩快报，我们将公司2023年归母净利润由30.1上调至31.0亿元，考虑到公司新兴装备板块产能增加、规模效应带来的盈利能力改善，我们略上调24-25年公司归母净利润至33.9/38.2亿元(前值：33.6/37.7亿元)，对应2024年2月27日股价的PE分别为16/14倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源发电及汽车需求不及预期，产线建设不及预期等。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,121 | 18,034 | 21,614 | 24,645 | 28,158 |
| (+/-%) | -5.7% | 19.3% | 19.9% | 14.0% | 14.3% |
| 净利润(百万元) | 2018 | 2556 | 3103 | 3389 | 3816 |
| (+/-%) | -18.5% | 26.7% | 21.4% | 9.2% | 12.6% |
| 每股收益(元) | 1.42 | 1.80 | 2.19 | 2.39 | 2.69 |
| EBIT Margin | 9.5% | 11.2% | 12.1% | 12.3% | 12.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 6.2% | 7.4% | 8.4% | 8.6% | 9.1% |
| 市盈率(PE) | 26.7 | 21.1 | 17.3 | 15.9 | 14.1 |
| EV/EBITDA | 32.9 | 24.4 | 20.9 | 18.5 | 16.5 |
| 市净率(PB) | 1.65 | 1.56 | 1.46 | 1.37 | 1.28 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

38.55元

总市值/流通市值

54596/31120百万元

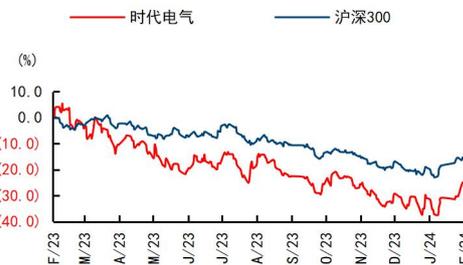
52周最高价/最低价

55.47/30.25元

近3个月日均成交额

135.33百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《时代电气(688187.SH)-1H23扣非归母净利润同比增长50.33%，新兴装备高速增长》——2023-08-29

《时代电气(688187.SH)-22年新兴装备业务收入同比增长100%，成为公司重要增长极》——2023-04-02

《时代电气(688187.SH)-22年扣非归母净利润增长30.86%，经营业绩再创新高》——2023-03-03

《时代电气(688187.SH)-新能源发电与汽车齐发力，新兴装备步入加速期》——2022-10-20

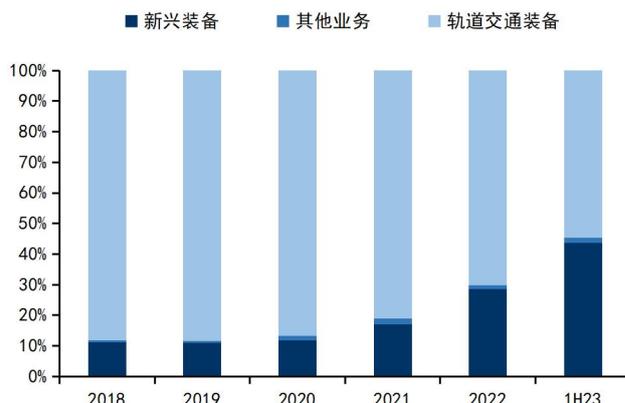
《时代电气(688187.SH)-电驱IGBT模块获法雷奥定点，产能扩充提供增长动力》——2022-09-27

图1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (单位: 亿元、%)



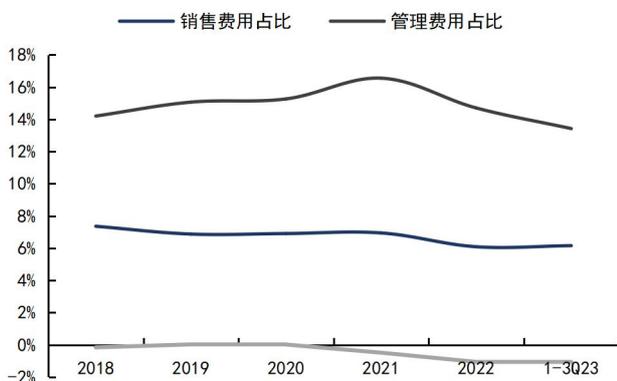
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



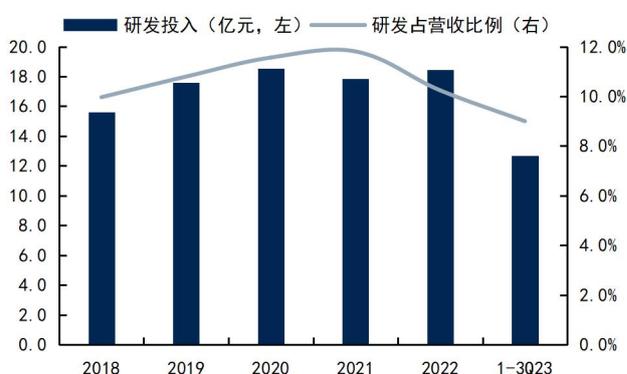
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 8219 | 7500 | 7101 | 7556 | 7856 | 营业收入 | 15121 | 18034 | 21614 | 24645 | 28158 |
| 应收款项 | 9506 | 11692 | 14013 | 15977 | 18256 | 营业成本 | 10019 | 12139 | 14549 | 16629 | 18951 |
| 存货净额 | 4921 | 5822 | 6986 | 7976 | 9091 | 营业税金及附加 | 116 | 116 | 139 | 169 | 185 |
| 其他流动资产 | 11996 | 11430 | 12381 | 13224 | 14196 | 销售费用 | 1050 | 1098 | 1309 | 1443 | 1705 |
| 流动资产合计 | 34643 | 36443 | 40480 | 44734 | 49399 | 管理费用 | 813 | 890 | 894 | 1004 | 1129 |
| 固定资产 | 4886 | 5256 | 5842 | 6106 | 6297 | 研发费用 | 1690 | 1762 | 2112 | 2371 | 2681 |
| 无形资产及其他 | 713 | 633 | 607 | 582 | 557 | 财务费用 | (74) | (191) | (142) | (140) | (150) |
| 其他长期资产 | 3297 | 5714 | 5714 | 5714 | 5714 | 投资收益 | 34 | (42) | 12 | 1 | (10) |
| 长期股权投资 | 612 | 464 | 464 | 464 | 464 | 资产减值及公允价值变动 | (91) | 239 | 66 | 90 | 100 |
| 资产总计 | 44151 | 48510 | 53107 | 57599 | 62431 | 其他 | 653 | 515 | 501 | 490 | 479 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 818 | 830 | 814 | 932 | 822 | 营业利润 | 2101 | 2931 | 3332 | 3750 | 4225 |
| 应付款项 | 6318 | 8705 | 10447 | 11927 | 13595 | 营业外净收支 | 22 | 10 | 42 | 25 | 26 |
| 其他流动负债 | 2015 | 2166 | 2593 | 2950 | 3370 | 利润总额 | 2123 | 2942 | 3374 | 3775 | 4251 |
| 流动负债合计 | 9151 | 11702 | 13854 | 15809 | 17787 | 所得税费用 | 88 | 350 | 229 | 340 | 383 |
| 长期借款及应付债券 | 78 | 73 | 73 | 73 | 73 | 少数股东损益 | 17 | 36 | 41 | 46 | 52 |
| 其他长期负债 | 1629 | 1439 | 1527 | 1487 | 1439 | 归属于母公司净利润 | 2018 | 2556 | 3103 | 3389 | 3816 |
| 长期负债合计 | 1707 | 1512 | 1599 | 1560 | 1512 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 10858 | 13214 | 15453 | 17369 | 19299 | 净利润 | 2035 | 2592 | 3145 | 3435 | 3868 |
| 少数股东权益 | 672 | 765 | 828 | 898 | 977 | 资产减值准备 | 162 | (73) | 13 | 15 | 17 |
| 股东权益 | 32621 | 34531 | 36826 | 39332 | 42155 | 折旧摊销 | 532 | 716 | 700 | 824 | 926 |
| 负债和股东权益总计 | 44151 | 48510 | 53107 | 57599 | 62431 | 公允价值变动损失 | (71) | (166) | (80) | (106) | (117) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 21 | (82) | (142) | (140) | (150) |
| 每股收益 | 1.42 | 1.80 | 2.19 | 2.39 | 2.69 | 营运资本变动 | (1490) | (3121) | (2101) | (1895) | (2208) |
| 每股红利 | 0.48 | 0.47 | 0.57 | 0.62 | 0.70 | 其它 | 962 | 2176 | 129 | 125 | 132 |
| 每股净资产 | 23.03 | 24.38 | 26.00 | 27.77 | 29.77 | 经营活动现金流 | 2150 | 2041 | 1664 | 2259 | 2469 |
| ROIC | 6% | 7% | 8% | 9% | 9% | 资本开支 | (974) | (953) | (1261) | (1063) | (1092) |
| ROE | 6% | 7% | 8% | 9% | 9% | 其它投资现金流 | (5040) | (1310) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 34% | 33% | 33% | 33% | 33% | 投资活动现金流 | (6014) | (2263) | (1261) | (1063) | (1092) |
| EBIT Margin | 9% | 11% | 12% | 12% | 12% | 权益性融资 | 7699 | 170 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 13% | 15% | 15% | 16% | 16% | 负债净变化 | (5) | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -6% | 19% | 20% | 14% | 14% | 支付股利、利息 | (673) | (666) | (787) | (859) | (967) |
| 净利润增长率 | -18% | 27% | 21% | 9% | 13% | 其它融资现金流 | (46) | (91) | (16) | 118 | (110) |
| 资产负债率 | 26% | 29% | 31% | 32% | 32% | 融资活动现金流 | 6975 | (591) | (803) | (741) | (1077) |
| 息率 | 1.3% | 1.2% | 1.5% | 1.6% | 1.8% | 现金净变动 | 3099 | (808) | (399) | 455 | 300 |
| P/E | 26.7 | 21.1 | 17.3 | 15.9 | 14.1 | 货币资金的期初余额 | 4784 | 7883 | 7075 | 6675 | 7131 |
| P/B | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 货币资金的期末余额 | 7883 | 7075 | 6675 | 7131 | 7431 |
| EV/EBITDA | 32.9 | 24.4 | 20.9 | 18.5 | 16.5 | 企业自由现金流 | (560) | (1571) | (229) | 623 | 817 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | (610) | (1667) | (112) | 869 | 843 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032