

轨交有望受益换设备新周期，新兴装备高速增长

2024 年 03 月 29 日

➤ **事件:** 3 月 28 日，时代电气发布 2023 年年报，公司 2023 年实现营业收入 217.99 亿元，YoY+20.88%，实现归母净利 31.06 亿元，YoY+21.51%；实现扣非净利润 25.95 亿元，YoY+29.89%。

➤ **轨交业务持续改善，新兴装备业务占比快速提升。** 2023 年全年，轨交业务实现营收 129.10 亿元，YoY+2.00%；新兴装备业务实现营收 87.32 亿元，YoY+69.64%，占比更是提至 40.06%。

单 Q4 来看，公司实现营收 77.04 亿元，YoY+7.62%，QoQ+39.43%；毛利率 36.51%，QoQ+2.03pct；归母净利 10.53 亿元，YoY+5.98%，QoQ+17.10%。其中轨交业务营收 51.88 亿元，YoY-4.88%，新兴装备业务营收 26.49 亿元，YoY+63.72%。Q4 营收环比提升，主要因轨交业务通常于 Q4 确认营收，且由于轨交毛利率较高，从而带动 Q4 毛利率环比提升。

➤ **轨交业务有望受益设备换新周期。** Q4 轨道业务中轨道交通电气营收 39.80 亿元，YoY-2.04%，轨道工程机械营收 8.02 亿元，YoY-12.83%，通信信号系统 2.77 亿元，YoY-2.12%，其他轨道交通 1.29 亿元，YoY-31.38%。轨交装备领域，公司稳居行业龙头，抓住国铁集团移动装备新造投资回升的契机，在保证产品交付和保持稳固市场地位的同时，全力开拓新产品和新市场。2024 年 2 月，国家铁路局表示加快推广应用新能源机车，争取到 2027 年基本淘汰老旧内燃机车，3 月国务院常务会议更是审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。我们认为，受益政策推动，叠加轨交装备维修更换周期来临，公司轨交业务有望迎来稳健成长。

➤ **新兴装备业务高速增长，IGBT 新产线快速推进。** Q4 新兴装备业务中，功率半导体营收 9.70 亿元，YoY+78.64%，新能源电驱营收 6.75 亿元，YoY+161.63%，传感器件 1.71 亿元，YoY+19.58%，工业变流 6.52 亿元，YoY+23.25%，海工装备 1.81 亿元，YoY+23.97%。各细分业务均高速增长，尤其功率半导体和新能源电驱更是表现亮眼。IGBT 方面，根据 NE 时代数据，公司 2023 年新能源乘用车功率模块装机量达 100.55 万套，市占率 12.5%，排名第三，光伏组串式模块实现批量供货。第三代 1200V SiC MOSFET 芯片达到国内先进水平，半导体三期项目宜兴产线已完成主体工程封顶。新能源电驱，全年装机 24.8 万套，排名进入行业前六，新获北汽、上汽等订单。工业变流领域，公司光伏逆变器业务国内新签订单 18.6GW，排名首次升至前三。

➤ **投资建议:** 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 34.81/38.04/42.99 亿元，当前市值对应 PE 为 19/18/16 倍，公司轨交业务有望受益设备换新迎来成长，且在 IGBT、电驱、传感器件等新兴装备领域发力正猛，打开成长新引擎。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 技术迭代不及预期的风险；宏观经济及行业政策变化的风险；新兴装备业务进展不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,799	24,387	28,181	32,792
增长率 (%)	20.9	11.9	15.6	16.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,106	3,481	3,804	4,299
增长率 (%)	21.5	12.1	9.3	13.0
每股收益 (元)	2.19	2.46	2.69	3.04
PE	22	19	18	16
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

47.50 元



分析师 方竞

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

分析师 童秋涛

执业证书: S0100522090008

邮箱: tongqiutao@mszq.com

相关研究

1.时代电气 (688187.SH) 2023 年中报点评: 业绩超预期, 新兴装备业务高速增长-2023/08/25

2.时代电气 (688187.SH) 2022 年年报点评: 轨交开启复苏, 新兴装备业务持续发力-2023/04/07

3.时代电气 (688187.SH) 2022 年三季度报点评: 三季度业绩表现亮眼, IGBT、电驱、光伏逆变器高速增长-2022/10/18

4.时代电气 (688187.SH) 事件点评: IGBT 剑指全球市场, 大力扩产保障新能源供应-2022/09/28

5.时代电气 (688187.SH) 2022 年中报点评: IGBT 等新兴装备业务快速放量, 打造成长新引擎-2022/08/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,799	24,387	28,181	32,792
营业成本	14,418	16,150	18,799	22,019
营业税金及附加	122	137	158	184
销售费用	1,579	1,766	2,041	2,375
管理费用	1,041	1,165	1,346	1,566
研发费用	2,021	2,383	2,754	3,204
EBIT	2,618	2,787	3,084	3,444
财务费用	-258	-114	-115	-131
资产减值损失	-81	-96	-98	-97
投资收益	57	64	74	86
营业利润	3,317	3,675	4,020	4,548
营业外收支	42	42	42	42
利润总额	3,360	3,717	4,062	4,590
所得税	209	232	253	286
净利润	3,150	3,485	3,808	4,304
归属于母公司净利润	3,106	3,481	3,804	4,299
EBITDA	3,619	4,219	4,705	5,258

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,903	8,636	9,656	11,763
应收账款及票据	12,013	12,757	14,539	15,552
预付款项	748	782	998	1,126
存货	5,443	6,097	7,736	8,562
其他流动资产	11,408	11,626	12,437	13,650
流动资产合计	37,515	39,898	45,366	50,652
长期股权投资	533	533	533	533
固定资产	5,233	5,979	6,532	6,980
无形资产	1,371	1,198	1,023	849
非流动资产合计	15,890	16,700	17,106	17,522
资产合计	53,405	56,598	62,472	68,174
短期借款	397	400	400	400
应付账款及票据	10,138	10,450	12,954	14,968
其他流动负债	2,897	3,161	3,673	4,132
流动负债合计	13,432	14,010	17,027	19,500
长期借款	632	632	632	632
其他长期负债	1,624	1,624	1,624	1,624
非流动负债合计	2,256	2,256	2,256	2,256
负债合计	15,688	16,267	19,283	21,756
股本	1,416	1,416	1,416	1,416
少数股东权益	851	854	859	864
股东权益合计	37,717	40,331	43,189	46,418
负债和股东权益合计	53,405	56,598	62,472	68,174

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.88	11.87	15.56	16.36
EBIT 增长率	0.02	6.44	10.66	11.70
净利润增长率	21.51	12.09	9.28	13.01
盈利能力 (%)				
毛利率	33.86	33.78	33.29	32.85
净利润率	14.45	14.29	13.51	13.12
总资产收益率 ROA	5.82	6.15	6.09	6.31
净资产收益率 ROE	8.42	8.82	8.99	9.44
偿债能力				
流动比率	2.79	2.85	2.66	2.60
速动比率	2.22	2.25	2.05	2.01
现金比率	0.59	0.62	0.57	0.60
资产负债率 (%)	29.38	28.74	30.87	31.91
经营效率				
应收账款周转天数	161.34	151.13	138.81	130.07
存货周转天数	137.79	137.79	150.21	141.93
总资产周转率	0.41	0.43	0.45	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	2.19	2.46	2.69	3.04
每股净资产	26.03	27.87	29.89	32.17
每股经营现金流	1.96	2.74	2.84	3.83
每股股利	0.78	0.61	0.67	0.76
估值分析				
PE	22	19	18	16
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.88	14.31	12.61	10.89
股息收益率 (%)	1.64	1.29	1.41	1.60

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,150	3,485	3,808	4,304
折旧和摊销	1,001	1,432	1,621	1,813
营运资金变动	-1,266	-1,000	-1,431	-707
经营活动现金流	2,782	3,874	4,022	5,420
资本开支	-2,973	-2,293	-2,080	-2,279
投资	485	-75	0	0
投资活动现金流	-2,277	-2,229	-2,006	-2,193
股权募资	50	0	0	0
债务募资	340	3	0	0
筹资活动现金流	-589	-912	-996	-1,120
现金净流量	-65	733	1,020	2,107

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026