

轨交装备+新兴装备双轮驱动，业绩稳步提升

投资要点

- **事件：**公司发布2024年半年报，24H1实现营收102.8亿元，同比+20.0%；归母净利润15.1亿元，同比+30.6%；扣非归母净利润11.6亿元，同比+24.8%；单24Q2实现营收63.4亿元，同比+15.9%；实现归母净利润9.4亿元，同比+30.6%；扣非归母净利润7.0亿元，同比+14.3%。轨交装备业务营收高增长，公司盈利能力提升。
- **各类产品毛利率状态稳定，盈利能力稳中有升。**2024H1，受会计政策调整影响，公司三包费用从费用端纳入成本端，造成毛利率波动；2024H1综合毛利率为27.8%，2023H1综合毛利率调整前为31.1%、调整后为27.4%，在统一会计政策前提下，上半年综合毛利率仍处于上升状态。2024H1，公司净利率为14.6%，同比提升1.2pp；期间费用率为14.6%，同比下降-3.9pp，其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为2.0%、4.2%、9.2%、-0.8%，分别同比-4.1pp、-0.3pp、-0.3pp、+0.7pp，管理费用率变化较大主要系会计口径调整影响。
- **轨交行业高景气，驱动公司业绩增长。**2024H1，受益于铁路投资增长、客流增长、国铁招标动车组及高级修招标增长等积极影响，公司轨交装备板块实现营收61.4亿元，同比+30.9%，拉动公司业绩增长，毛利率为31.2%，业务占比较23年同期提升5.0pp至59.7%。细分业务来看，2024H1，轨道交通电气装备营收49.5亿元，同比+27.3%，轨道工程机械营收5.6亿元，同比+15.6%，通信信号业务营收4.2亿元，同比+131.5%，其他轨道交通装备营收2.2亿元，同比+52.2%。
- **受益于设备更替政策刺激+动车组五级修放量，公司增长动力充足。**我国动车组07年前后开始招标，10-11年、13-17年为招标投运高峰期，根据12-15年左右动车组五级修，已进入上行关键阶段，牵引系统维修与更换有望同步迎来高峰。截止24M8，国铁集团已经招标动车组五级修509组；中央推动新一轮大规模设备更新，铁路率先表态到27年基本实现老旧内燃机车淘汰，截止23年底我国内燃机车存量7800台，目前老旧（超30年）占比约50%，市场空间大。公司系我国轨交行业牵引变流系统等机电设备龙头，有望直接受益于设备更替政策+动车组五级修放量。
- **功率半导体下游需求旺盛，公司确定性受益。**2024H1，公司新兴装备板块实现营收40.9亿元，同比增长9.2%，毛利率为22.9%。细分业务来看，2024H1，功率半导体器件实现营收17.5亿元，同比+26.3%；工业变流实现营收9.0亿元，同比-3.6%；新能源汽车电驱系统营收9.0亿元，同比+8.2%；海工装备实现营收4.1亿元，同比+18.6%；传感器器件实现营收1.4亿元，同比-47.0%，下滑主要系光伏行业需求增速下降和汽车传感器产品单价下滑。目前电网和轨交IGBT市场均处于快速增长趋势，公司系IGBT国产龙头，受益于产能提升、电网和轨交用高压器件各项目持续交付等积极影响，业绩有望实现增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年归母净利润分别为37.4、45.0、53.7亿元，EPS分别为2.65、3.19、3.80元，当前股价对应PE分别为18、15、13倍，未来三年归母净利润复合增速为20%，2024年公司对应合理市值为821.4亿，对应目标价为58.19元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**铁路固定资产投资不及预期、下游行业景气度不及预期、新建产能扩产不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21798.94	26360.31	31559.98	36861.58
增长率	20.88%	20.92%	19.73%	16.80%
归属母公司净利润(百万元)	3105.70	3743.92	4503.54	5370.85
增长率	21.51%	20.55%	20.29%	19.26%
每股收益EPS(元)	2.20	2.65	3.19	3.80
净资产收益率ROE	8.35%	9.85%	10.87%	11.68%
PE	22	18	15	13
PB	1.83	1.68	1.54	1.40

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tjl@swsc.com.cn

分析师：张艺蝶
执业证号：S1250524070008
电话：021-58351893
邮箱：zydyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	14.12
流通A股(亿股)	2.60
52周内股价区间(元)	30.25-57.66
总市值(亿元)	670.21
总资产(亿元)	619.36
每股净资产(元)	28.00

相关研究

目 录

1 时代电气：轨交机电设备龙头，多业务拓展可期	1
1.1 轨交机电设备龙头，新兴装备业务快速增长.....	1
1.2 轨交业务景气上行，公司盈利能力提升.....	3
1.3 国务院国资委控股，产业布局多元化.....	4
2 盈利预测与估值	5
2.1 盈利预测.....	5
2.2 相对估值.....	6
3 风险提示	7

图 目 录

图 1: 时代电气稳步发展轨道交通装备业务, 积极布局新兴装备产业	1
图 2: 时代电气聚焦轨道交通业务装备核心技术, 纵向延伸至新兴装备领域	2
图 3: 2024H1, 公司轨交设备业务占比为 59.7%	3
图 4: 2024H1, 公司轨交设备业务毛利率为 31.2%	3
图 5: 2024H1, 公司实现营收 102.8 亿元, 同比+20.0%	3
图 6: 2024H1, 公司实现归母净利润 15.1 亿元, 同比+30.6%	3
图 7: 2024H1, 公司综合毛利率为 27.8%	4
图 8: 2022 年以来, 公司期间费用率下降	4
图 9: 公司实际控制人国务院国资委持有公司 22.31% 的股份	5

表 目 录

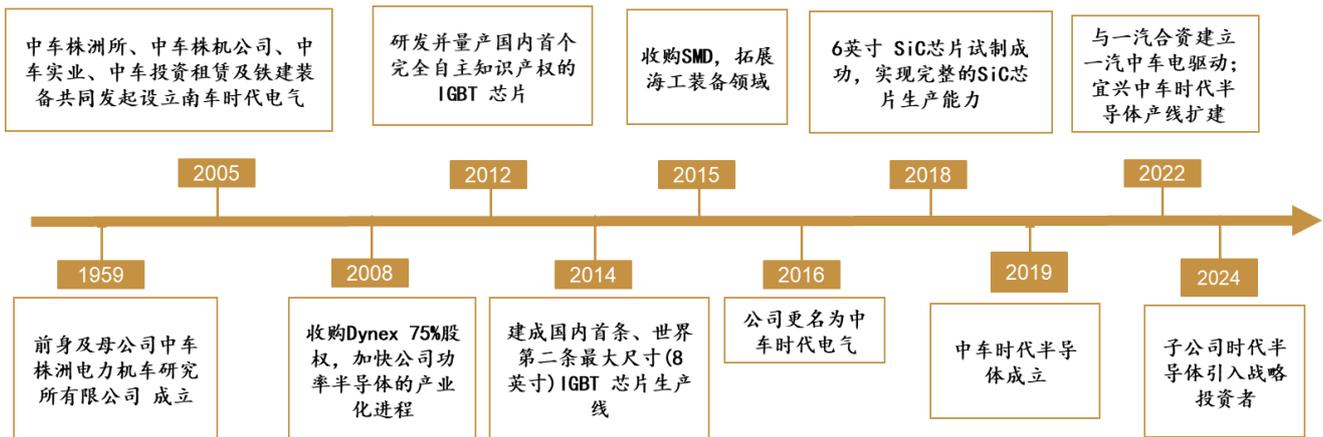
表 1: 公司分业务收入及毛利率预测	6
表 2: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 29 日)	7
附表: 财务预测与估值	8

1 时代电气：轨交机电设备龙头，多业务拓展可期

1.1 轨交机电设备龙头，新兴装备业务快速增长

时代电气深耕轨交机电设备领域六十余年，成长为行业龙头。公司是中国中车旗下股份制企业，其前身及母公司中车株洲电力机车研究所有限公司创立于 1959 年；2005 年，中车株洲所、中车株机公司、中车实业、中车投资租赁及铁建装备共同发起设立南车时代电气，初期主要从事列车牵引变流器的开发和制造；2008 年，收购知名功率半导体公司 Dynex 75% 的股权，切入大功率 IGBT 器件市场，公司功率半导体产业化进程加快，2012 年，公司自主研发并量产国内首个拥有自主知识产权的 IGBT 芯片；2015 年，收购 SMD 英国专业海事装备公司，开启海工装备领域业务拓展；2016 年，公司更名为“株洲中车时代电气股份有限公司”；2017 年，成功研制世界最大容量压接型 IGBT，同年公司半导体业务顺利拓展至汽车领域；2018 年，公司的 6 英寸 SiC 芯片研制成功，实现完整的 SiC 芯片生产能力；2020 年，公司增资时代半导体，积极拓展新兴装备业务；2024 年，子公司时代半导体引入战略投资者。

图 1：时代电气稳步发展轨道交通装备业务，积极布局新兴装备产业



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

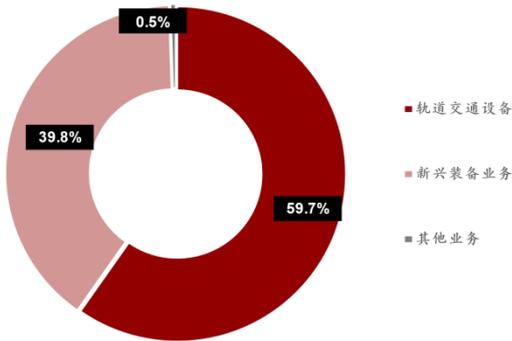
聚焦轨道交通业务装备核心技术，纵向延伸至新兴装备领域。公司深耕细作轨道交通领域、不断突破新兴装备领域，凭借其核心技术和创新能力，在轨道交通、新能源发电、电力电子器件、汽车电驱、工业电气、海工装备等领域形成以“基础器件+装置与系统+整机与工程”的完整产业链结构布局，致力于为客户提供全面的高端装备解决方案。1) 轨道交通装备业务：围绕轨道交通牵引变流系统展开，分轨道交通电气装备、轨道工程机械、通信信号系统及其他轨道交通装备等四大板块。2) 新兴产业：主要分为五大板块，IGBT、SiC 和双极器件等功率半导体器件，风光储氢设备及光伏工程、矿卡电驱、空调变频、冶金变频、船舶变频等工业交流产品，新能源汽车电驱系统，深海作业机器人和海底挖沟铺缆机等海工装备产品，电流、电压和压力传感器等各类传感器。

图 2：时代电气聚焦轨道交通业务装备核心技术，纵向延伸至新兴装备领域

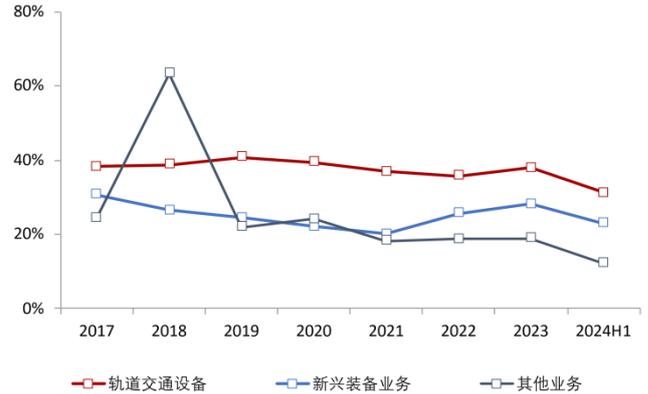

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

- 2024H1，轨道交通设备占比约 59.7%，毛利率较高。**公司是我国轨道交通行业具有领导地位的牵引变流系统供应商，2024H1，随着铁路客运量稳步攀升，国铁集团动车组招标量已超过去年全年水平，公司市占率保持稳定；公司系列化新能源机车研发持续推进，部分型号实现样车装车；城轨牵引系统新获订单继续领跑行业；轨道工程机械装备积极推动多源动力接触网作业车、打磨车、探伤车等新产品研发和推广，新获打磨车、探伤车等高端车型的大修订单；干线铁路信号产品市场占有率保持稳定，城轨信号系统获取新订单。2024H1，公司该板块实现营收 61.4 亿元，同比增长 30.9%，毛利率为 31.2%，受会计准则变动影响有所波动，细分业务毛利率有波动；业务占比为 59.7%，同比提升 5.0pp。细分业务来看，2024H1，轨道交通电气装备实现营收 49.5 亿元，同比+27.3%，轨道工程机械业务实现营收 5.6 亿元，同比+15.6%，通信信号业务实现营收 4.2 亿元，同比+131.5%，其他轨道交通装备实现营收 2.2 亿元，同比+52.2%。
- 2024H1，新兴装备业务产品占 39.8%。**公司新兴装备业务主要包括功率半导体器件、工业变流产品、新能源汽车电驱系统、传感器件、海工装备等；2024H1，公司该板块业务实现快速发展：中低压器件产能持续提升，电网和轨交用高压器件各项目持续交付，IGBT7.5 代芯片技术产品实现批量交付，SiC 产品完成第 4 代沟槽栅芯片开发，SiC 产线改造完成，新能源车用 SiC 产品处于持续验证阶段，工业变流产品在新能源发电、冶金、矿山、船舶、空调等领域获得新订单，海工装备获得国内外

多个新订单。2024H1, 该板块实现营收 40.9 亿元, 同比增长 9.2%, 毛利率为 22.9%, 受会计准则变动影响有所波动; 细分业务来看, 2024H1, 功率半导体器件业务实现营收 17.5 亿元, 同比+26.3%; 工业变流业务实现营收 9.0 亿元, 同比-3.6%; 新能源汽车电驱系统业务实现营收 9.0 亿元, 同比+8.2%; 海工装备业务实现营收 4.1 亿元, 同比+18.6%; 传感器业务实现营收 1.4 亿元, 同比-47.0%, 业绩下滑主要系光伏行业需求增速下降和汽车传感器产品单价下滑影响。

图 3: 2024H1, 公司轨交设备业务占比为 59.7%


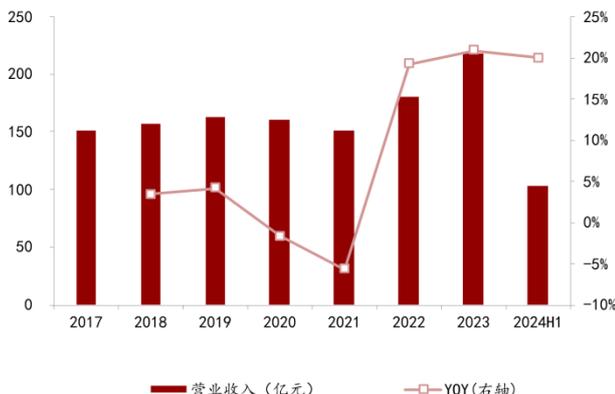
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2024H1, 公司轨交设备业务毛利率为 31.2%


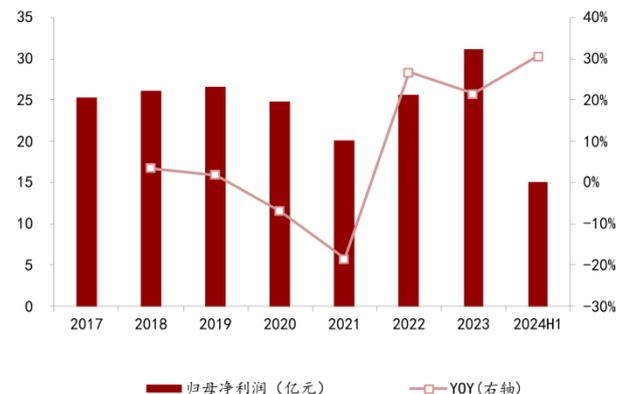
数据来源: wind, 西南证券整理

1.2 轨交业务景气上行, 公司盈利能力提升

轨交+新兴装备双轮驱动, 助力公司业绩增长。2017-2023 年, 公司营收整体实现增长, 其中 2020-2021 年受宏观形势影响轨交业务承压使得公司营收略有下滑; 2022-2024H1, 公司业绩实现快速增长。2024H1, 公司实现营收 102.8 亿元, 同比增长 20.0%, 业绩增长主要系下游需求复苏, 轨交装备业务营收同比增长 30.9%, 新兴装备业务同比增长 9.2%; 实现归母净利润 15.1 亿元, 同比增长 30.6%。

图 5: 2024H1, 公司实现营收 102.8 亿元, 同比+20.0%


数据来源: Wind, 西南证券整理

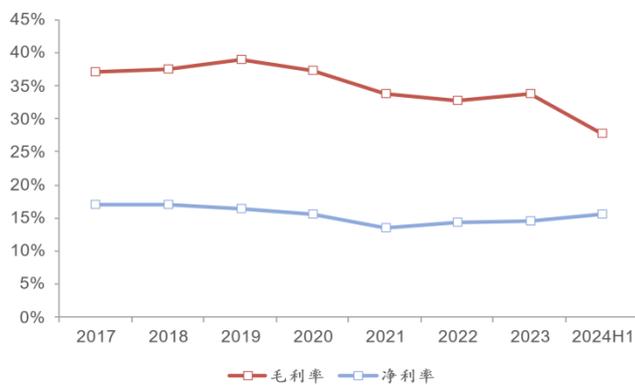
图 6: 2024H1, 公司实现归母净利润 15.1 亿元, 同比+30.6%


数据来源: Wind, 西南证券整理

2024H1 受会计准则变动影响，公司综合毛利率波动较大，净利率小幅提升。2017 年以来，公司综合毛利率受业务结构变化影响整体小幅下降，净利率整体先降后升。2024H1，公司综合毛利率为 27.8%，受会计准则变动影响部分管理费用计入营业成本，2023H1 公司综合毛利率调整前 31.1%、调整后为 27.4%，调整后毛利率仍稳中有升；净利率为 14.6%，同比提升 1.2pp。

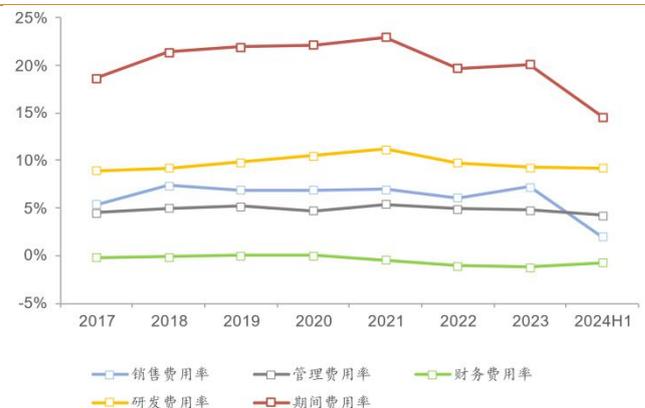
精益管理、会计准则变动影响，2024H1 公司期间费用率下降。2018-2023 年，公司期间费用率先增后降低，整体呈现下降趋势。2024H1，公司期间费用率为 14.6%，同比下降 -3.9pp，其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为 2.0%、4.2%、9.2%、-0.8%，分别同比 -4.1pp、-0.3pp、-0.3pp、+0.7pp，管理费用率变化较大主要系会计口径调整影响。

图 7：2024H1，公司综合毛利率为 27.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2022 年以来，公司期间费用率下降

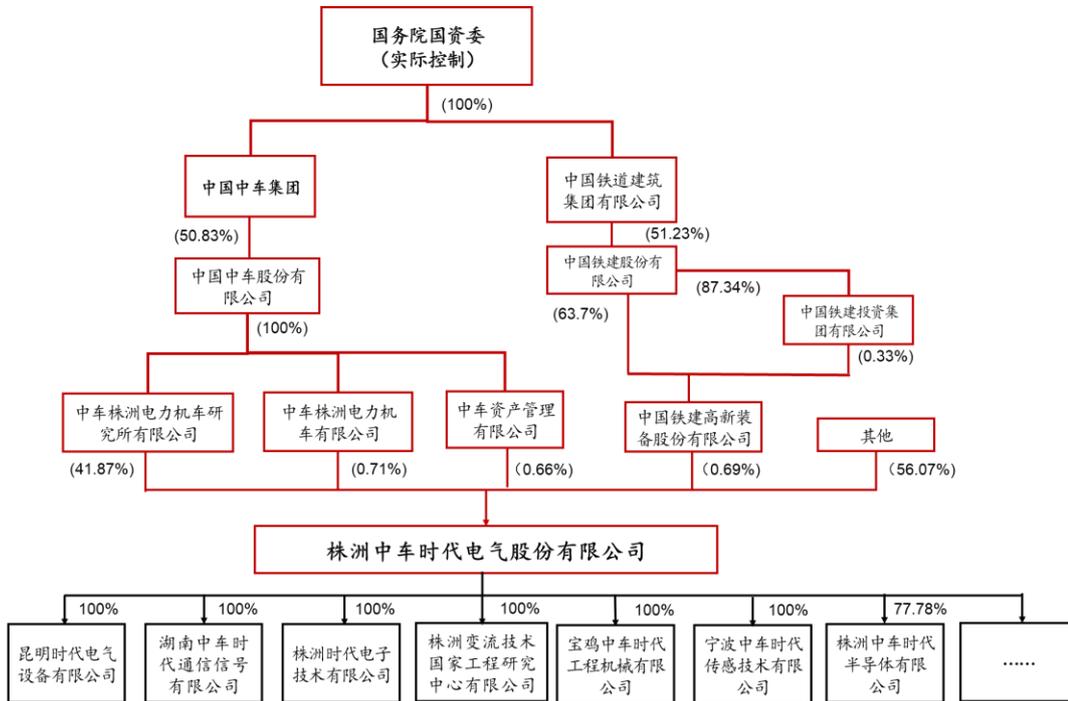


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 国务院国资委控股，产业布局多元化

国务院国资委控股，产业布局多元化。国务院国资委是公司的实际控制人，通过中国中车集团等合计持有公司 22.31% 的股份；公司产业布局多元化，目前旗下设有湖南中车时代通信信号有限公司、株洲中车时代半导体、宝鸡中车时代-国铁集团三大养路机械定点生产企业之一、株洲变流技术国家工程研究中心有限公司、宁波中车时代传感技术有限公司等在内的众多子公司，亦与广汽、一汽、东风等企业建立合资子公司，助力公司发展。

引入战略投资者，助力公司新兴装备业务发展。截至 2024H1，公司《关于株洲中车时代半导体有限公司增资扩股引入战略投资者及员工持股平台的议案》项目已经完成增资协议签署，增资金额已全部实缴到位，尚待完成工商变更登记；增资完成后，公司对时代半导体的持股比例从 96.17% 降为 77.78%，仍为时代半导体的直接控股股东，新引入的股东包括多家央企系基金/公司（如众多能源领域央企、中国南光集团、国新系、中信系等）、多家地方国企及产业资金（上汽系、金风科技系、山东能源集团系等）、半导体领域专业基金及券商系资金（中信证券投资（另类子）、海通开元（私募子））等。时代半导体目前已成为国际少数同时掌握大功率晶闸管、IGCT、IGBT 及 SiC 器件及其组件技术的 IDM（集成设计制造）模式企业代表，拥有芯片—模块—装置—系统完整产业链；本轮增资引入战略投资者一方面是公司在深化国有企业改革、推动混合所有制经济发展的体现，另一方面也将助力公司在轨道交通、新能源、汽车、工业、半导体等相关产业板块的业务发展。

图 9：公司实际控制人国务院国资委持有公司 22.31% 的股份


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》和《国家综合立体交通网规划纲要》，2025/2035 年全国铁路运营里程预计达 16.5/20 万公里，其中高铁 5/7 万公里，相较 2023 年全国铁路 15.9 万公里、高铁 4.5 万公里运营里程，到 2030 年和 2035 年铁路总里程和高铁里程总体仍有接近 4%/26%、11%/56% 增长空间，未来全国铁路建设稳步推进，相关轨交装备配套服务需求也将持续向上。

假设 1：轨道交通装备业务，公司该业务板块主要包括轨道交通电气装备、轨道工程机械、通信信号系统及其他轨道交通装备等四大细分业务。到 2030 年，我国铁路线路运行里程整体仍保持增长趋势，预计 2024-2026 年动车、机车、货车、客车等车辆招标保持稳定，考虑到机车加速淘汰、动车组五级修加速招标等因素，预计公司轨交装备板块 2024-2026 年整体订单增速为 26%、22%、18%；随着高铁动车组高级修相关业务占比提升，公司该板块毛利率有望稳中有增。

假设 2：新兴装备业务：公司该业务主要包括功率半导体器件、工业变流产品、新能源汽车电驱系统、海工装备及传感器业务；随着国家“双碳”战略的深入推进，国务院《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》顶层设计文件已经出炉，与绿色节能低碳高度契合

的功率半导体、新能源乘用车电驱、传感器、风光氢储等业务有望持续快速发展；预计公司该板块 2024-2026 年整体订单增速有望为 13%、16%、14%。毛利率随公司新线产能达产、满产有望稳中有增。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
轨道交通装备业务	收入	12909.42	16295.40	19914.09	23574.17
	增速	2.00%	26.23%	22.21%	18.38%
	毛利率	37.88%	32.50%	33.00%	33.50%
新兴装备业务	收入	8732.03	9899.55	11472.26	13105.11
	增速	69.64%	13.37%	15.89%	14.23%
	毛利率	28.19%	23.00%	24.00%	24.00%
新产业	收入	157.49	165.36	173.63	182.31
	增速	-31.53%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	18.92%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	收入	21798.94	26360.31	31559.98	36861.58
	增速	20.88%	20.92%	19.73%	16.80%
	毛利率	33.86%	28.81%	29.62%	30.02%

数据来源：Wind，西南证券（2024 年各业务毛利率受会计准则变动影响）

2.2 相对估值

时代电气已经在轨道交通、新能源发电、电力电子器件、汽车电驱、工业电气、海工装备等领域形成以“基础器件+装置与系统+整机与工程”的完整产业链结构布局，主要业务为轨交装备业务和新兴装备业务，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 37.4、45.0、53.7 亿元，EPS 分别为 2.65、3.19、3.80 元，当前股价对应 PE 分别为 18、15、13 倍，未来三年归母净利润复合增速为 20%。

我们选取与公司下游同属于轨道交通领域的中国中车、中国通号、永贵电器作为其轨交业务可比公司，3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 22、18、16 倍；参考公司分业务毛利润占比情况，轨交装备业务 2023H1 毛利润占比 67%，预计公司 2024 年轨交业务净利润约 25.1 亿元，给予公司轨交装备业务 2024 年 18 倍估值，对应市值为 451.1 亿元。

我们选取与公司半导体、新能源业务下游相似的英搏尔、汇川技术作为其新兴装备业务的可比公司，2 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 31、19、15 倍。参考公司分业务毛利润占比情况，新兴装备业务 2024H1 毛利润占比 33%，预计公司 2024 年轨交业务净利润约 12.3 亿元，给予公司新兴装备业务 2024 年 30 倍估值，对应市值为 370.3 亿。

综上，2024 年公司对应合理市值为 821.4 亿，对应目标价为 58.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 29 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
601766.SH	中国中车	7.26	0.53	0.58	0.58	13.79	12.51	12.51
688009.SH	中国通号	5.14	0.39	0.43	0.43	13.18	11.88	11.88
300351.SZ	永贵电器	14.57	0.36	0.48	0.62	40.25	30.13	23.48
可比公司平均值						22.40	18.18	15.96
300681.SZ	英搏尔	13.39	0.33	0.68	0.88	40.84	19.79	15.13
300124.SZ	汇川技术	43.87	2.07	2.53	3.05	21.32	17.46	14.50
可比公司平均值						31.08	18.63	14.81

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) **铁路固定资产投资不及预期风险。**公司业务中铁路装备业务占比较高，如果铁路固定资产投资不及预期，将影响高铁营业里程增长和相关机车车辆等铁路设备招标，进而对公司铁路装备业务产生不良影响。

2) **下游行业景气度不及预期风险。**公司新兴装备业务涵盖风电、新材料、新能源商用车、半导体、工业变流器、机电等众多行业，若下游行业景气度下行，或将影响公司新产业业务业绩稳定，进而影响公司业绩。

3) **新建产能扩产不及预期风险。**根据公司公告，公司 IGBT 宜兴产线 2024 年 6 月份进行试生产，预计宜兴产线在 2024 年第四季度进入量产，若后续达产节奏不及预期，或将影响公司新产业业务业绩稳定，进而影响公司业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21798.94	26360.31	31559.98	36861.58	净利润	3150.09	4069.48	4948.94	5902.03
营业成本	14417.68	18765.91	22212.41	25795.31	折旧与摊销	870.71	651.75	651.75	651.75
营业税金及附加	122.48	158.16	189.36	221.17	财务费用	-257.82	-209.89	-211.15	-265.19
销售费用	1578.59	527.21	631.20	737.23	资产减值损失	-81.09	-300.00	-300.00	-300.00
管理费用	1041.22	3479.56	4134.36	4718.28	经营营运资本变动	-465.16	-779.48	-591.78	-2154.60
财务费用	-257.82	-209.89	-211.15	-265.19	其他	-434.86	128.53	263.71	274.08
资产减值损失	-81.09	-300.00	-300.00	-300.00	经营活动现金流净额	2781.89	3560.40	4761.48	4108.06
投资收益	57.18	50.00	50.00	50.00	资本支出	-1109.15	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	74.60	104.50	104.79	99.66	其他	-1167.62	1254.95	154.79	149.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2276.77	754.95	-345.21	-350.34
营业利润	3317.43	4093.86	5058.58	6104.44	短期借款	-57.45	3.08	0.00	0.00
其他非经营损益	42.16	378.10	379.81	381.30	长期借款	559.26	10.00	10.00	10.00
利润总额	3359.59	4471.96	5438.40	6485.75	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	209.50	402.48	489.46	583.72	支付股利	-778.93	-621.14	-748.78	-900.71
净利润	3150.09	4069.48	4948.94	5902.03	其他	-311.93	-117.64	211.15	265.19
少数股东损益	44.39	325.56	445.40	531.18	筹资活动现金流净额	-589.06	-725.70	-527.64	-625.51
归属母公司股东净利润	3105.70	3743.92	4503.54	5370.85	现金流量净额	-65.43	3589.66	3888.63	3132.21
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7903.18	11492.83	15381.47	18513.68	成长能力				
应收和预付款项	12992.68	15857.90	18971.00	22139.50	销售收入增长率	20.88%	20.92%	19.73%	16.80%
存货	5442.96	8197.43	9516.51	10986.58	营业利润增长率	13.17%	23.40%	23.57%	20.68%
其他流动资产	11176.16	7412.42	6354.39	6619.47	净利润增长率	21.53%	29.19%	21.61%	19.26%
长期股权投资	533.41	533.41	533.41	533.41	EBITDA 增长率	13.42%	15.40%	21.24%	18.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6494.04	6574.05	6654.06	6734.07	毛利率	33.86%	28.81%	29.62%	30.02%
无形资产和开发支出	1877.72	1648.83	1419.94	1191.04	三费率	10.84%	14.40%	14.43%	14.08%
其他非流动资产	6984.70	6981.84	6978.97	6976.10	净利率	14.45%	15.44%	15.68%	16.01%
资产总计	53404.85	58698.71	65809.74	73693.85	ROE	8.35%	9.85%	10.87%	11.68%
短期借款	396.92	400.00	400.00	400.00	ROA	5.90%	6.93%	7.52%	8.01%
应付和预收款项	10560.33	13087.66	15692.77	18258.10	ROIC	15.07%	17.07%	20.35%	22.80%
长期借款	631.94	641.94	651.94	661.94	EBITDA/销售收入	18.03%	17.21%	17.42%	17.61%
其他负债	4099.12	3234.62	3530.38	3837.85	营运能力				
负债合计	15688.32	17364.23	20275.10	23157.89	总资产周转率	0.43	0.47	0.51	0.53
股本	1416.24	1411.54	1411.54	1411.54	固定资产周转率	4.34	5.25	6.86	8.81
资本公积	10511.45	10516.15	10516.15	10516.15	应收账款周转率	2.35	2.36	2.35	2.32
留存收益	25107.88	28230.66	31985.41	36455.55	存货周转率	2.46	2.66	2.44	2.46
归属母公司股东权益	36865.96	40158.35	43913.10	48383.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.90%	—	—	—
少数股东权益	850.57	1176.13	1621.54	2152.72	资本结构				
股东权益合计	37716.53	41334.48	45534.64	50535.96	资产负债率	29.38%	29.58%	30.81%	31.42%
负债和股东权益合计	53404.85	58698.71	65809.74	73693.85	带息债务/总负债	6.56%	6.00%	5.19%	4.59%
					流动比率	2.79	2.85	2.79	2.79
					速动比率	2.39	2.30	2.26	2.26
					股利支付率	25.08%	16.59%	16.63%	16.77%
					每股指标				
					每股收益	2.20	2.65	3.19	3.80
					每股净资产	26.12	28.45	31.11	34.28
					每股经营现金	1.97	2.52	3.37	2.91
					每股股利	0.55	0.44	0.53	0.64
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	3930.32	4535.72	5499.19	6491.00					
PE	21.77	18.06	15.01	12.59					
PB	1.83	1.68	1.54	1.40					
PS	3.10	2.56	2.14	1.83					
EV/EBITDA	12.65	10.01	7.55	5.92					
股息率	1.15%	0.92%	1.11%	1.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
