



时代电气 (3898.HK/688187.CH)：三季度 轨交业务和新兴设备业务均同比稳定增长

我们维持时代电气 (3898.HK/688187.CH) 的“买入”评级及目标价。

- **重申时代电气“买入”评级：**时代电气三季度净利润同比增长 11%，环比增长 6%，再次实现业务稳定增长。公司的毛利率录得 32.6%，同比下降 1.9 个百分点，环比增长 8.6 个百分点。会计准则变化导致毛利率变化幅度较大，但业务本身毛利率则相对稳定。展望明年，轨交业务受益于大修等增量需求，将持续复苏。宜兴的 IGBT 产能稳步扩张保障功率半导体业务增长基石。公司当前港股、A 股市盈率分别为 9.6x、16.4x，估值具有吸引力。
- **新能源车行业需求带动功率半导体高速增长：**时代电气三季度新兴装备收入为人民币 26.6 亿元，同比增长 14%，环比增长 14%，增长强劲。其中，功率半导体和新能源汽车主驱两个板块成长表现突出。功率半导体收入达 9.65 亿元，同比增长 27%，环比增长 6%。尽管新能源车的 IGBT 主驱等价格承受压力，但是公司仍然具备较强能力维持毛利率相对稳定。新能源汽车主驱板块收入同比增长 67%，环比增长 27%，市场份额增长。
- **轨交业务持续回暖向上，贡献增量，带动集团毛利率上行：**时代电气三季度轨交业务板块收入同比增长 9%，环比下滑 18%，表现相对稳健。三季度该板块收入贡献占比 55.2%，占比同比提升。得益于轨交业务的需求复苏，以及高铁的大修和高级修增量需求，公司该业务板块稳定增长。而且，该业务板块毛利率优于公司均值，将在集团整体毛利率层面发挥正向作用。
- **投资风险：**新能源车主驱及功率器件拉货动能不足；功率半导体行业产能扩张较大；功率器件价格下行导致毛利下滑；行业竞争加剧拖累利润；轨交业务复苏增长动能放缓，大修业务需求持续性不足。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	18,034	21,799	24,523	28,007	31,956
营收同比增速	19%	21%	12%	14%	14%
毛利率	32.7%	33.9%	31.3%	33.5%	31.7%
净利润	2,556	3,106	3,453	3,927	3,853
净利润同比增速	27%	22%	11%	14%	(2%)
A 股目标市盈率 (x)	29.6	24.3	21.9	19.3	19.6
港股目标市盈率 (x)	19.7	16.2	14.6	12.8	13.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2024 年 10 月 31 日

时代电气 (688187.CH)

买入

目标价 (人民币)	53.4
潜在升幅/降幅	+11%
目前股价 (人民币)	48.3
52 周内股价区间 (人民币)	30.3-63.7
总市值 (百万人民币)	57,019
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	296

注：股价截至 2024 年 10 月 30 日收盘

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

时代电气 (3898.HK)

买入

目标价 (港元)	38.7
潜在升幅/降幅	+27%
目前股价 (港元)	30.4
52 周内股价区间 (港元)	18.1-40.0
总市值 (百万港元)	62,211
近 90 日日均成交额 (百万港元)	134

注：股价截至 2024 年 10 月 30 日收盘

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表

财务报表分析与预测

利润表						资产负债表					
人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,034	21,799	24,523	28,007	31,956	货币资金	7,500	7,903	6,828	5,108	3,158
营业成本	(12,139)	(14,418)	(16,838)	(18,615)	(21,817)	短期投资	6,701	4,776	5,373	6,137	7,002
毛利	5,895	7,381	7,685	9,393	10,139	应收账款和应收票据	11,505	12,013	13,514	15,434	17,610
经营支出	(3,750)	(4,641)	(4,504)	(5,657)	(6,429)	存货	5,822	5,443	6,357	7,027	8,236
销售费用	(1,098)	(1,579)	(1,071)	(1,811)	(2,035)	其他流动负债	4,916	7,380	8,302	9,482	10,818
管理费用	(890)	(1,041)	(1,107)	(1,237)	(1,392)	流动资产合计	36,443	37,515	40,374	43,188	46,824
研发费用	(1,762)	(2,021)	(2,326)	(2,609)	(3,002)	物业、厂房及设备	5,256	6,494	8,839	11,298	13,917
经营利润	2,145	2,740	3,181	3,735	3,709	使用权资产	207	281	281	281	281
非经营收入	797	619	775	775	775	无形资产	633	1,371	955	665	463
财务费用	191	258	247	247	247	长期投资收益	464	533	587	645	710
投资收益	(42)	57	28	28	28	商誉	186	231	231	231	231
其他	648	304	500	500	500	其他非流动资产	5,321	6,979	6,979	6,979	6,979
税前利润	2,942	3,360	3,956	4,510	4,484	总资产	48,510	53,405	58,246	63,288	69,406
税务费用	(350)	(209)	(265)	(296)	(343)	短期借贷	454	397	447	510	582
税后利润含少数股东权益	2,592	3,150	3,691	4,214	4,141	应付账款和应付票据	8,705	10,138	11,840	13,090	15,341
少数股东权益	36	44	238	288	288	其他流动负债	2,542	2,897	3,476	4,172	5,006
净利润	2,556	3,106	3,453	3,927	3,853	流动负债合计	11,702	13,432	15,763	17,771	20,929
基本股数 (百万)	1,416	1,412	1,416	1,416	1,416	长期借款	73	632	632	632	632
摊销股数 (百万)	1,416	1,412	1,416	1,416	1,416	其他非流动负债	1,439	1,624	1,624	1,624	1,624
基本每股收益 (元)	1.80	2.20	2.44	2.77	2.72	总负债	13,214	15,688	18,019	20,027	23,185
摊销每股收益 (元)	1.80	2.20	2.44	2.77	2.72	股本	1,416	1,416	1,466	1,516	1,566
						储备	10,511	10,511	12,972	15,956	18,866
						少数股东权益	765	851	851	851	851
						其他	22,603	24,938	24,938	24,938	24,938
						股东权益总额	35,296	37,717	40,227	43,261	46,221
						总负债和股东权益	48,510	53,405	58,246	63,288	69,406

现金流量表						主要财务比率					
人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,041	2,782	3,921	3,909	4,317	营运指标增速					
税前利润	2,592	3,150	3,691	4,214	4,141	营业收入增速	19%	21%	12%	14%	14%
折旧	669	809	999	1,360	1,739	毛利润增速	16%	25%	4%	22%	8%
摊销	147	192	416	290	202	营业利润增速	39%	28%	16%	17%	(1%)
营运资金变动	(912)	(806)	(1,056)	(1,826)	(1,635)	净利润增速	27%	22%	11%	14%	(2%)
应收账款减少 (增加)	(2,198)	(508)	(1,501)	(1,920)	(2,176)	盈利能力					
库存减少 (增加)	(900)	379	(914)	(671)	(1,209)	净资产收益率	7.5%	8.5%	8.9%	9.4%	8.6%
应付账款增加 (减少)	2,387	1,433	1,702	1,249	2,252	总资产报酬率	5.5%	6.1%	6.2%	6.5%	5.8%
其他经营资金变动	(201)	(2,109)	(343)	(484)	(502)	投入资本回报率	5.3%	6.6%	7.2%	7.9%	7.2%
利息收入 (支出)	(82)	(130)	(130)	(130)	(130)	利润率					
其他	(372)	(434)	-	-	-	毛利率	32.7%	33.9%	31.3%	33.5%	31.7%
投资活动现金流	(2,263)	(2,277)	(3,995)	(4,642)	(5,288)	营业利润率	11.9%	12.6%	13.0%	13.3%	11.6%
资本支出	(931)	(2,973)	(3,344)	(3,820)	(4,358)	净利率	14.2%	14.2%	14.1%	14.0%	12.1%
取得或购买长期投资	148	(70)	(53)	(59)	(65)	营运能力					
短期投资	879	1,924	(597)	(763)	(865)	现金循环周期	146	101	80	75	79
其他	(2,359)	(1,158)	-	-	-	应收账款周转天数	211	197	190	189	189
融资活动现金流	(591)	(589)	(1,001)	(988)	(979)	存货周转天数	162	143	128	131	128
借款	111	340	50	63	72	应付账款周转天数	226	239	239	244	238
发行股份	170	50	50	50	50	净债务 (净现金)	(6,973)	(6,874)	(5,749)	(3,966)	(1,944)
发行债券	-	-	-	-	-	自由现金流	862	(208)	(17)	(504)	(627)
现金股利	(779)	(1,101)	(1,101)	(1,101)	(1,101)						
其他	(93)	122	-	-	-						
外汇损益	5	19	-	-	-						
现金及现金等价物净流量	(808)	(65)	(1,075)	(1,720)	(1,950)						
期初现金及现金等价物	7,883	7,075	7,009	5,934	4,214						
期末现金及现金等价物	7,075	7,009	5,934	4,214	2,265						

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 2: 时代电气 3Q24 业绩详情

人民币百万	3Q24	3Q23	同比	2Q24	环比
营业收入	5,973	5,525	8%	6,359	(6%)
毛利润	1,945	1,905	2%	1,526	27%
经营利润	994	861	15%	828	20%
净利润	994	899	11%	939	6%
基本每股收益 (元)	0.70	0.63	11%	0.67	6%

利润率	3Q24	3Q23	同比 百分点	2Q24	环比 百分点
毛利率	32.6%	34.5%	(1.9)	24.0%	8.6
营业费用率	15.9%	18.9%	(3.0)	11.0%	4.9
营业利润率	16.6%	15.6%	1.1	13.0%	3.6
净利率	16.6%	16.3%	0.4	14.8%	1.9

人民币百万	3Q24	3Q23	同比	2Q24	环比
轨道交通装备	3,295	3,031	9%	4,019	(18%)
新兴业务	2,661	2,334	14%	2,325	14%
其他业务	17	160	(90%)	15	11%
总收入	5,973	5,525	8%	6,359	(6%)

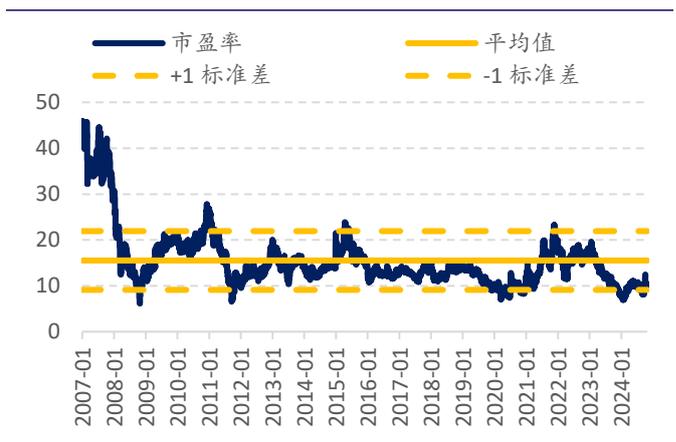
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 时代电气 (688187.CH) 历史市盈率: 上市以来均值 24.3x



注: 截至 2024 年 10 月 30 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 时代电气 (3898.HK) 历史市盈率: 上市以来均值 15.5x



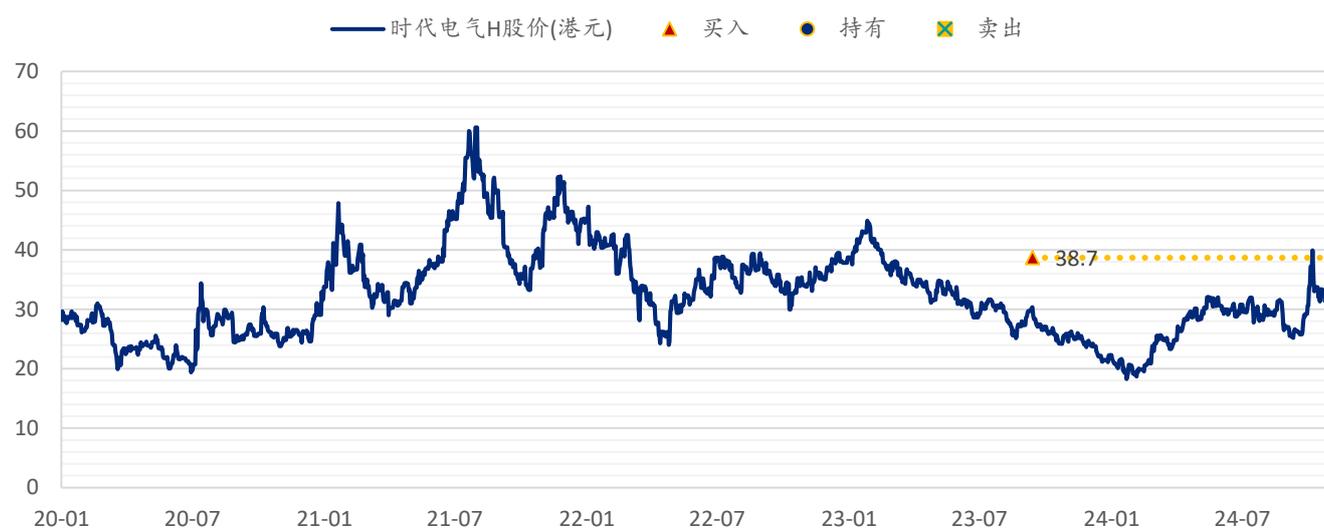
注: 截至 2024 年 10 月 30 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 时代电气 (688187.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 时代电气 (3898.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

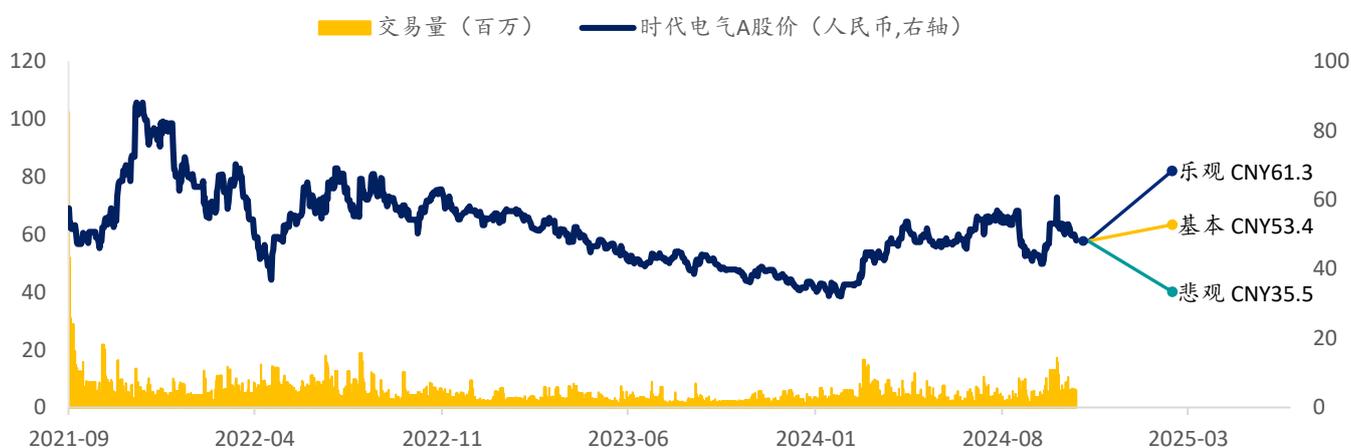
SPDBI 乐观与悲观情景假设：A 股

图表 7：时代电气（688187.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：时代电气（688187.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 61.3 元（概率：20%）

- 新能源汽车销量持续攀升，带动主驱及功率器件拉货动能上行，收入增速高于基本情景假设；
- 功率半导体行业景气度回升，带动利润上行；
- 功率器件价格压力缓解，带动公司收入增速高于基本情景假设；
- 轨交业务表现好于预期，增长动能较高。

悲观情景：公司收入增长不及预期

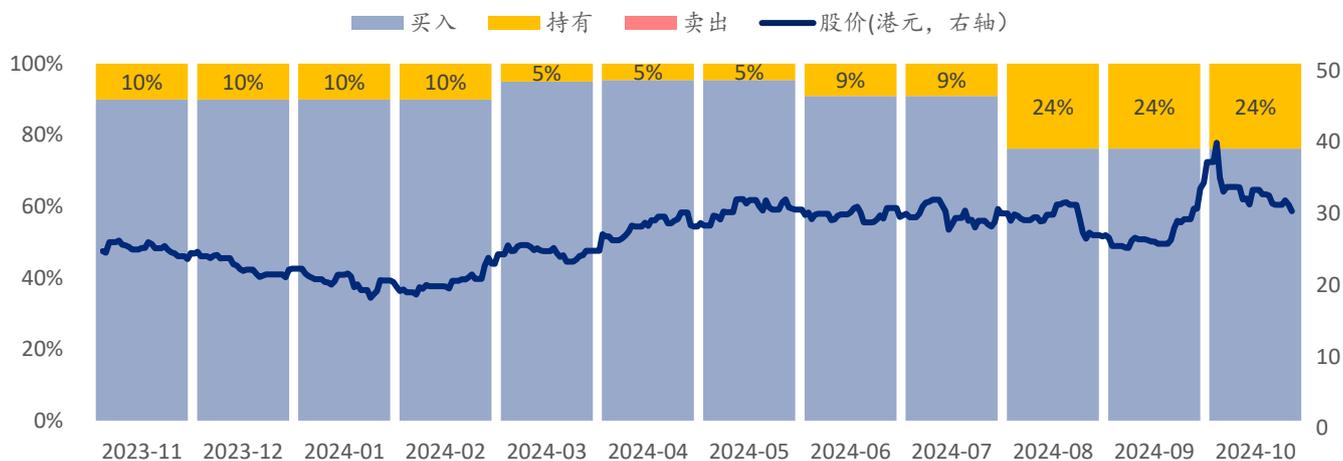
目标价：人民币 35.5 元（概率：15%）

- 新能源汽车销量不及预期，主驱及功率器件拉货动能不足；
- 功率半导体行业产能扩张较大，导致供过于求；
- 功率器件价格下行，拖累公司毛利率；
- 行业竞争加剧，拖累利润表现；
- 轨交业务复苏增长动能放缓，大修业务需求持续性不足。

资料来源：浦银国际

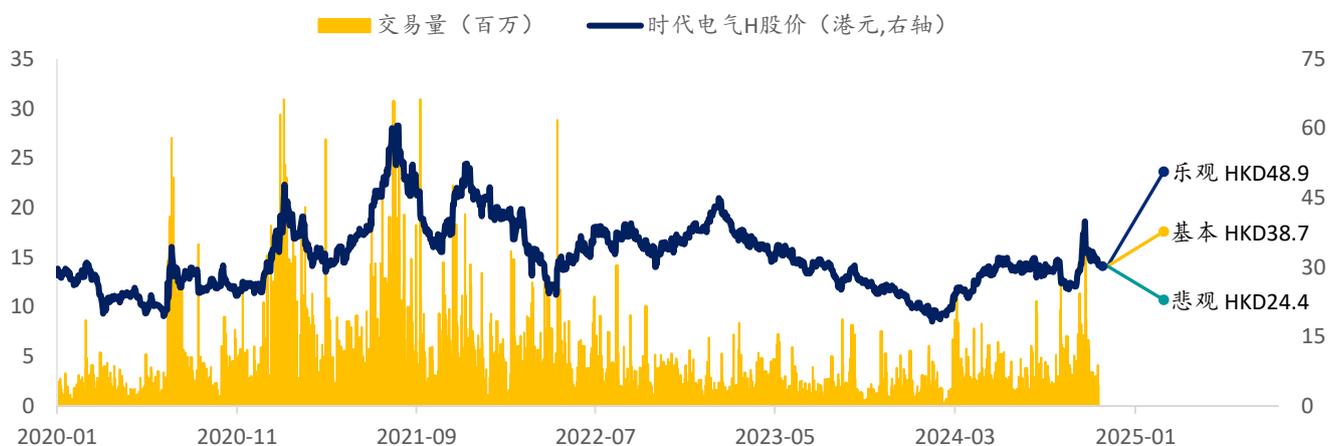
SPDBI 乐观与悲观情景假设：港股

图表 9：时代电气（3898.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：时代电气（3898.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：48.9 港元（概率：25%）

- 新能源汽车销量持续攀升，带动主驱及功率器件拉货动能上行，收入增速高于基本情景假设；
- 功率半导体行业景气度回升，带动利润上行；
- 功率器件价格压力缓解，带动公司收入增速高于基本情景假设；
- 轨交业务表现好于预期，增长动能较高。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：24.4 港元（概率：10%）

- 新能源汽车销量不及预期，主驱及功率器件拉货动能不足；
- 功率半导体行业产能扩张较大，导致供过于求；
- 功率器件价格下行，拖累公司毛利率；
- 行业竞争加剧，拖累利润表现；
- 轨交业务复苏增长动能放缓，大修业务需求持续性不足。

资料来源：浦银国际

图表 11: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	26.0	买入	23.6	2024/8/26	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	94.0	买入	179.4	2024/2/26	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	233.7	买入	264.9	2024/10/10	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	34.6	买入	34.2	2024/9/2	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	40.7	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	43.0	买入	46.1	2024/8/26	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	22.6	买入	26.6	2024/10/21	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	31.7	买入	28.8	2024/3/25	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	50.5	买入	57.0	2024/8/26	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.0	买入	5.1	2024/8/13	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	107.4	买入	130.8	2024/10/28	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	5.6	买入	7.0	2024/9/26	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	42.6	买入	54.5	2024/9/26	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	11.6	买入	8.5	2024/8/21	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	44.2	买入	33.2	2024/8/21	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	28.4	买入	22.7	2024/8/29	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	108.6	买入	88.2	2024/8/29	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	30.5	买入	28.5	2024/8/16	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	259.5	持有	210.8	2024/10/24	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	295.0	买入	280.5	2024/9/2	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	305.6	买入	297.5	2024/9/2	新能源汽车
MBLY US Equity	Mobileye	13.3	买入	16.2	2024/9/9	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	26.6	买入	19.3	2024/8/12	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	85.8	买入	56.7	2024/8/12	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	21.7	买入	23.3	2024/8/9	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	42.2	买入	43.7	2024/8/9	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,030.0	买入	1,273.5	2024/10/22	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	196.9	买入	228.8	2024/10/22	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	49.7	买入	56.4	2024/10/17	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	29.5	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	47.0	买入	43.4	2024/8/26	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	48.3	买入	53.4	2024/10/31	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	30.4	买入	38.7	2024/10/31	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	95.1	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	35.4	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	19.0	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	141.3	买入	147.6	2024/8/30	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	176.0	买入	240.7	2024/8/5	AI 芯片

注: A 股、港股、台股截至 2024 年 10 月 30 日收盘价, 美股截至 2024 年 10 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

