

时代电气 (688187.SH)

毛利率环比提升, 轨交与新兴装备稳健增长

优于大市

核心观点

公司3Q24毛利率环比增加8.6pct。公司业务分为轨交业务和新兴装备业务；1-3Q23实现营收163亿元(YoY+15.3%)，归母净利润25亿元(YoY+21.8%)，扣非归母净利润20.5亿元(YoY+21.9%)，毛利率29.57%(YoY-2.84pct)。其中，3Q24单季度营收实现59.7亿元(YoY+8.1%，QoQ-6.1%)，归母净利润9.9亿元(YoY+10.6%，QoQ+5.9%)，扣非归母净利润8.9亿元(YoY+18.3%，QoQ+27.4%)，轨交占比提升拉动毛利率实现32.6%(YoY+8.6pct，QoQ-1.9pct)。

24年前三季度轨交装备业务同比增长22%。前三季度公司轨道交通装备业务收入达到94.34亿元，同比增长约22%；其中通信信号系统收入为6.62亿元，同比增长约73%；轨道交通电气装备收入为76.31亿元，同比增长约22%；轨道工程机械收入为7.92亿元，同比下降约10%。根据国铁集团数据，2024年1-9月国家铁路旅客发送量同比增长12.9%，货运同比增长1.0%；铁路客货运量持续增长有望推动装备需求增加。此外，公司牵引系统国内市占率行业第一，在检修维保业务等方面加速发展。

24年前三季度新兴装备同比增长11%。其中，功率半导体器件实现收入27.12亿元(YoY+26.8%)，传感器件2.33亿元(YoY-44.87%)，新能源汽车电驱系统15.72亿元(YoY+27.42%)，工业变流16.19亿元(YoY-6.73%)，海工装备6.19亿元(+12.08%)。根据NE时代数据，24年上半年公司国内新能源车市占率13.4%，位列市场第2，累计服务20家车企共60多个车型；公司电驱系统前三季度交付超过44万套，同比增长29.41%；预计随新能源汽车销量提升，公司电驱及半导体业务有望保持同步提升。

半导体宜兴项目进入试生产阶段，碳化硅产品加速推广。公司在宜兴布局的36万片/年中低压功率半导体项目主要聚焦新能源汽车应用，目前已进入试生产阶段，预计25年产能将逐步释放以满足新能源汽车主驱模块需求。目前，公司碳化硅主驱模块在汽车推广项目超30个，已在部分车企小批量上车测试；年产2.5万片的6英寸SiC线产品在轨道交通、光伏等领域已批量应用，在地铁批量装车运行，新能源发电混合模块出货超40万只。

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1-3Q费用情况，略下调公司费用率上调归母净利润，我们预计24-26年公司归母净利润为37.1/42.9/49.2亿元(前值：35.5/41.0/46.9亿元)，对应PE分别为19/17/14倍，维持“优于大市”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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,034	21,799	24,951	29,569	34,283
(+/-%)	19.3%	20.9%	14.5%	18.5%	15.9%
净利润(百万元)	2556	3106	3705	4286	4921
(+/-%)	26.7%	21.5%	19.3%	15.7%	14.8%
每股收益(元)	1.80	2.19	2.62	3.04	3.49
EBIT Margin	11.2%	12.0%	14.0%	14.6%	14.8%
净资产收益率(ROE)	7.4%	8.4%	9.4%	10.1%	10.7%
市盈率(PE)	27.7	22.8	19.1	16.5	14.3
EV/EBITDA	30.6	24.9	20.5	16.9	14.8
市净率(PB)	2.05	1.92	1.79	1.66	1.54

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：胡慧 021-60871321 huhui2@guosen.com.cn S0980521080002
证券分析师：叶子 0755-81982153 yezi3@guosen.com.cn S0980522100003	证券分析师：詹浏洋 010-88005307 zhanliuyang@guosen.com.cn S0980524060001
证券分析师：李书颖 0755-81982362 lishuying@guosen.com.cn S0980524090005	联系人：连欣然 010-88005482 lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	48.56元
总市值/流通市值	68544/39914百万元
52周最高价/最低价	63.68/30.25元
近3个月日均成交额	297.17百万元

市场走势

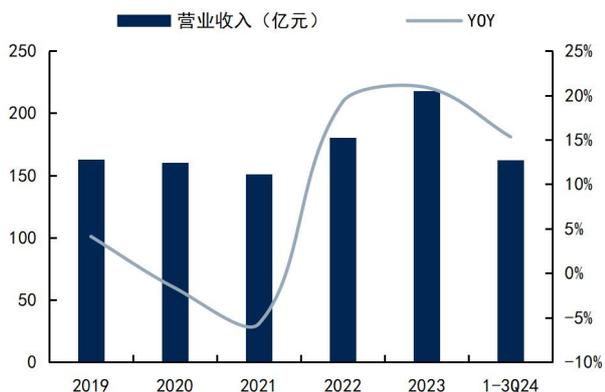


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

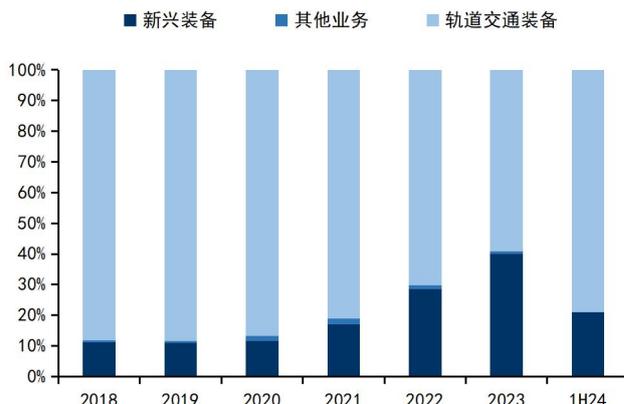
- 《时代电气(688187.SH)-1Q24归母净利润同比增长30%，轨交与新兴装备加速成长》——2024-04-29
- 《时代电气(688187.SH)-23年归母净利润同比增长21.5%，公司经营显韧性》——2024-02-28
- 《时代电气(688187.SH)-1H23扣非归母净利润同比增长50.33%，新兴装备高速增长》——2023-08-29
- 《时代电气(688187.SH)-22年新兴装备业务收入同比增长100%，成为公司重要增长极》——2023-04-02
- 《时代电气(688187.SH)-22年扣非归母净利润增长30.86%，经营业绩再创新高》——2023-03-03

图1: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



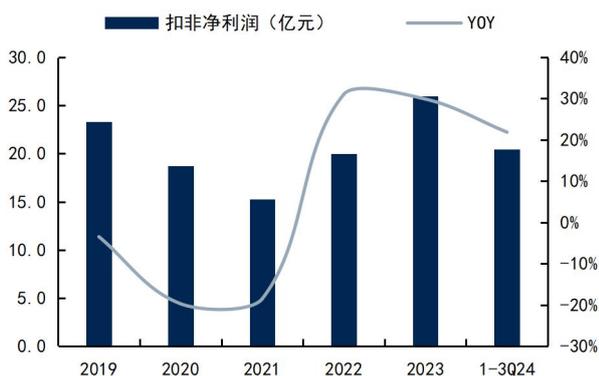
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



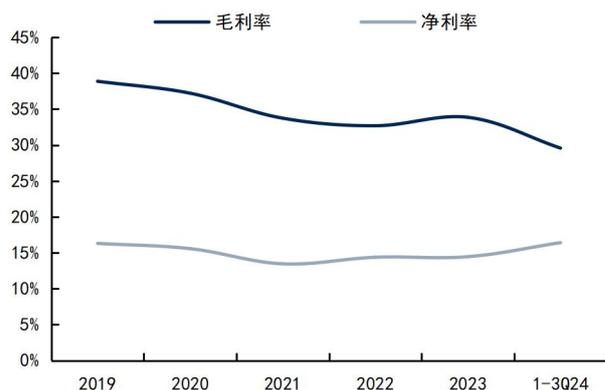
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (单位: 亿元、%)



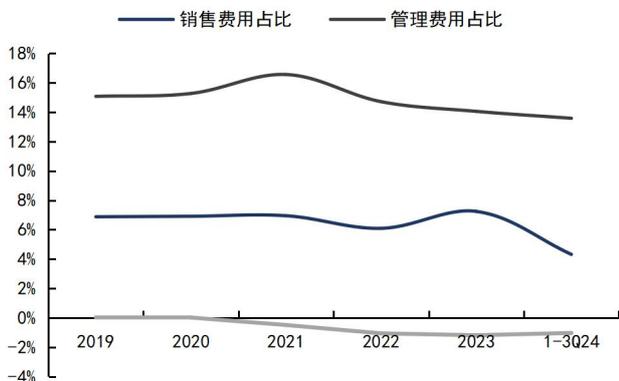
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



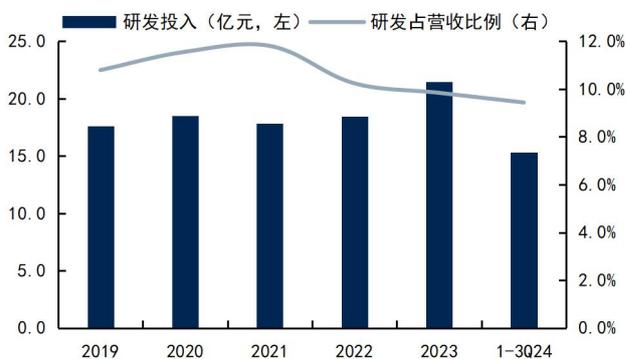
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7500	7903	8114	7759	7846	营业收入	18034	21799	24951	29569	34283
应收款项	11692	12245	14015	16609	19257	营业成本	12139	14418	17399	20241	23422
存货净额	5822	5443	6578	7617	8790	营业税金及附加	116	122	140	174	196
其他流动资产	11430	11924	12878	14265	15690	销售费用	1098	1579	535	664	770
流动资产合计	36443	37515	41586	46250	51583	管理费用	890	1041	1004	1180	1359
固定资产	5256	6494	7507	8782	9908	研发费用	1762	2021	2391	2982	3457
无形资产及其他	633	1371	1316	1261	1206	财务费用	(191)	(258)	(130)	(120)	(105)
其他长期资产	5714	7492	7492	7492	7492	投资收益	(42)	57	16	10	28
长期股权投资	464	533	533	533	533	资产减值及公允价值变动	239	(6)	97	125	140
资产总计	48510	53405	58435	64319	70722	其他	515	391	411	218	159
短期借款及交易性金融负债	830	894	848	1257	1364	营业利润	2931	3317	4135	4801	5511
应付款项	8705	10138	12253	14187	16373	营业外净收支	10	42	42	32	39
其他流动负债	2166	2400	2685	3119	3601	利润总额	2942	3360	4177	4833	5549
流动负债合计	11702	13432	15786	18563	21337	所得税费用	350	209	418	483	555
长期借款及应付债券	73	632	632	632	632	少数股东损益	36	44	55	64	73
其他长期负债	1439	1624	1617	1613	1671	归属于母公司净利润	2556	3106	3705	4286	4921
长期负债合计	1512	2256	2249	2245	2303	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	13214	15688	18034	20808	23640	净利润	2592	3150	3760	4350	4994
少数股东权益	765	851	946	1056	1183	资产减值准备	(73)	81	(17)	(19)	(22)
股东权益	34531	36866	39454	42454	45899	折旧摊销	716	859	841	1073	1287
负债和股东权益总计	48510	53405	58435	64319	70722	公允价值变动损失	(71)	(166)	(80)	(106)	(117)
						财务费用	(82)	(130)	(130)	(120)	(105)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(3121)	(1727)	(1388)	(2549)	(2404)
每股收益	1.80	2.19	2.62	3.04	3.49	其它	2081	715	147	139	127
每股红利	0.47	0.59	0.79	0.91	1.05	经营活动现金流	2041	2782	3133	2768	3760
每股净资产	24.38	26.03	27.95	30.08	32.52	资本开支	(953)	(2981)	(1800)	(2293)	(2358)
ROIC	7%	9%	9%	11%	11%	其它投资现金流	(1310)	704	0	0	0
ROE	7%	8%	9%	10%	11%	投资活动现金流	(2263)	(2277)	(1800)	(2293)	(2358)
毛利率	33%	34%	30%	32%	32%	权益性融资	170	50	(5)	0	0
EBIT Margin	11%	12%	14%	15%	15%	负债净变化	(5)	559	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(666)	(842)	(1071)	(1239)	(1423)
收入增长	19%	21%	14%	19%	16%	其它融资现金流	(91)	(357)	(47)	410	107
净利润增长率	27%	22%	19%	16%	15%	融资活动现金流	(591)	(589)	(1122)	(829)	(1316)
资产负债率	29%	31%	32%	34%	35%	现金净变动	(808)	(65)	211	(355)	86
息率	0.9%	1.2%	1.6%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	7883	7075	7009	7221	6866
P/E	27.7	22.8	19.1	16.5	14.3	货币资金的期末余额	7075	7009	7221	6866	6952
P/B	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5	企业自由现金流	(1571)	(1394)	787	125	1097
EV/EBITDA	30.6	24.9	20.5	16.9	14.8	权益自由现金流	(1667)	(1191)	857	643	1298

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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