

经营稳健，动车业务收入大幅增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 2464.6 亿，同比+5.2%；归母净利润 123.9 亿，同比+5.8%；扣非归母净利润 101.4 亿，同比+11.8%；2024Q4 营收 938.7 亿，同比+2.9%，归母净利润 51.4 亿，同比-7.5%；扣非归母净利润 41.5 亿，同比-0.3%。动车业务高增，铁路装备板块引领增长。
- **动车组业务收入同比+49.3%，铁路装备板块引领增长。**分业务看，2024 年，公司铁路装备板块实现营收 1104.6 亿元，同比+12.5%，毛利率提升 1.0pp 至 24.7%，其中动车组业务收入增长显著，动车组营收 624.3 亿、同比+49.3%，动车组营收高增主要系动车组车辆招标、高级修招标同比大幅提升；机车营收 236.3 亿、同比-15.6%，客车营收 63.1 亿、同比-35.0%，货车营收 180.9 亿、同比-3.2%。2024 年，城轨业务因工程收入减少实现营收 454.4 亿，同比-9.7%；新产业板块得益于清洁能源装备收入增加，实现营收 863.8 亿，同比+7.1%；现代服务营收 41.8 亿，同比-18.2%，主要系本期物流及融资租赁业务规模减少。
- **检修后市场放量、业务结构持续优化，公司盈利能力提升。**2024 年公司综合毛利率为 21.4%，同比+0.8pp，毛利率提升主要系公司产品结构变化、高毛利动车业务板块、铁路装备检修业务营收占比提升；净利率为 6.4%，同比+0.1pp；期间管理费用率为 15.0%，同比-0.9pp；其中，销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.7、+0.4、+0.3、+0.1pp。
- **受益设备更替政策刺激+动车组五级修放量，公司业绩有望实现稳定增长。**我国动车组 2007 年前后开始招标，2010-2011 年、2013-2017 年为招标投运高峰期，根据 2012-2015 年左右动车组五级修，已进入上行关键阶段。从中车新签订单来看，2024 年公司公告重大合同订单中，累计新签铁路装备维保订单 614.3 亿元（2023 年仅 280.6 亿元），其中动车组高级修订单 453.6 亿元，2024 年铁路装备板块检修后市场营收 417.8 亿元，同比+25.2%，后市场有望持续带动公司业绩稳定增长，且车辆维保业务毛利率高，助力公司盈利能力提升。中央推动新一轮大规模设备更新，目前铁路老旧内燃机车淘汰更新招标仍未大规模启动，截止 2023 年底我国内燃机车存量 7800 台，老旧（超 30 年）占比约 50%，淘汰替换空间大；在设备更新政策的支持下，铁路装备板块有望持续推动公司业绩稳定增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 136、146、157 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 8%，当前股价对应 PE 分别为 15、14、13 倍。给予公司 2025 年 18 倍 PE，目标价 8.46 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**铁路固定资产投资不及预期、海外经营、新产业发展不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	2464.57	2668.35	2845.91	2976.35
增长率	5.21%	8.27%	6.65%	4.58%
归属母公司净利润（亿元）	123.88	136.04	146.20	156.60
增长率	5.77%	9.82%	7.47%	7.12%
每股收益 EPS（元）	0.43	0.47	0.51	0.55
净资产收益率 ROE	7.45%	7.59%	7.64%	7.65%
PE	17	15	14	13
PB	1.24	1.17	1.09	1.03

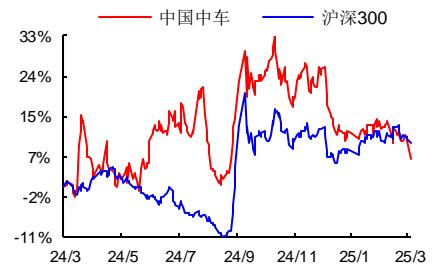
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@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：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	286.99
流通 A 股(亿股)	243.28
52 周内股价区间(元)	6.67-8.82
总市值(亿元)	2,026.14
总资产(亿元)	5,128.24
每股净资产(元)	5.88

相关研究

1. 中国中车（601766）：业绩符合预期，后市场放量带动盈利能力提升（2024-10-31）
2. 中国中车（601766）：24H1 业绩稳步增长，铁路装备营收同比+47%（2024-08-25）

盈利预测

关键假设：

假设 1：铁路装备业务，公司该业务板块主要包括动车组、机车、货车、客车等机车车辆的销售和和相关的车辆维保业务，到 2030 年我国铁路线路运行里程整体仍保持增长趋势，预计 2025-2027 年动车、机车、货车、客车等车辆招标保持稳定，考虑到 24 年机车加速淘汰未招标，25 年有望释放相关订单等因素，预计该业务车辆销售业务订单、营收有望提升；车辆维修业务订单 2024 年签订约 614 亿，预计维修订单、收入有望提升。根据现有数据预计 2025-2027 年该板块整体营收增速为 15%、10%、5%；随着高铁动车组高级修占比提升，公司该板块毛利率有望略有提升。

假设 2：城轨与城市基础设施业务主要包括城市轨道车辆、城市交通规划设计、城市交通工程总包，其中以城轨车辆销售和车辆车架修业务，其中车辆销售占比 80%以上；根据中国城市轨道交通协会统计，预计“十四五”最后一年城轨交通仍处于稳定发展期，考虑到 2024 年中车中标略有下滑，影响 2025 年部分订单交付，预计 2025-2027 公司城轨板块整体营收增速为 -1.0%、0.3%、1.4%，毛利率受后市场占比提升有望稳中有增。

假设 3：新产业业务板块下游覆盖风电、新能源汽车、环保、海工装备等众多行业，公司凭借轨交领域全球领先技术持续拓展，各个产业板块均呈现出蓬勃发展的势头，公司有望凭借技术优势提升市占率或持续打开市场；预计 2025-2027 年相关业务订单增速有望在 5%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
铁路装备	收入	1104.61	1265.64	1391.87	1463.23
	增速	12.50%	14.58%	9.97%	5.13%
	毛利率	24.72%	25.88%	25.99%	26.03%
城轨业务	收入	454.40	449.79	451.17	457.58
	增速	-9.72%	-1.01%	0.31%	1.42%
	毛利率	19.95%	20.00%	20.50%	20.50%
新产业	收入	863.75	906.94	952.29	999.90
	增速	7.13%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.52%	18.00%	19.00%	20.00%
现代服务及其他	收入	41.81	45.99	50.59	55.65
	增速	-18.22%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	28.42%	28.00%	28.00%	28.00%
合计	收入	2464.57	2668.35	2845.91	2976.35
	增速	5.21%	8.27%	6.65%	4.58%
	毛利率	21.38%	22.25%	22.82%	23.19%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取与公司下游同属于轨道交通领域的中国通号、时代电气、思维列控、佳讯飞鸿 4 家公司作为可比公司，4 家可比公司 2025-2026 年平均 PE 分别为 22、19 倍。

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 136、146、157 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 8%，当前股价对应 PE 分别为 15、14、13 倍；考虑到公司在轨道交通领域的龙头地位，且是国内唯一的动车组整车制造企业，理应享受估值溢价，给予公司 2025 年 18 倍 PE，目标价 8.46 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2025 年 3 月 31 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
603508.SH	思维列控	23.29	1.40	1.70	2.03	16.6	13.7	11.5
300213.SZ	佳讯飞鸿	8.78	0.14	0.19	0.24	62.7	46.2	36.6
688009.SH	中国通号	5.63	0.32	0.38	0.42	17.6	14.8	13.4
688187.SH	时代电气	47.27	2.62	3.18	3.66	18.0	14.9	12.9
可比公司平均值						28.7	22.4	18.6

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2464.57	2668.35	2845.91	2976.35	净利润	156.64	170.33	183.45	196.61
营业成本	1937.63	2074.76	2196.60	2286.12	折旧与摊销	77.50	45.22	45.22	45.22
营业税金及附加	18.83	21.35	24.19	26.79	财务费用	-0.12	3.86	14.30	16.97
销售费用	55.29	61.37	65.46	68.46	资产减值损失	-7.56	-6.83	-6.94	-7.01
管理费用	155.81	341.55	364.28	380.97	经营营运资本变动	134.90	45.52	16.62	4.87
财务费用	-0.12	3.86	14.30	16.97	其他	-90.09	23.20	-32.25	3.55
资产减值损失	-7.56	-6.83	-6.94	-7.01	经营活动现金流净额	271.28	281.30	220.40	260.21
投资收益	8.66	9.13	9.59	9.28	资本支出	-61.84	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	3.67	3.96	3.85	3.86	其他	-108.54	62.16	13.45	13.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-170.38	52.16	3.45	3.14
营业利润	169.35	185.37	201.49	217.20	短期借款	-10.64	-0.66	0.00	0.00
其他非经营损益	4.97	3.88	4.17	4.21	长期借款	-13.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	174.32	189.25	205.66	221.41	股权融资	8.80	0.00	0.00	0.00
所得税	17.68	18.93	22.21	24.80	支付股利	0.00	-24.78	-27.21	-29.24
净利润	156.64	170.33	183.45	196.61	其他	-79.25	-55.12	-14.30	-16.97
少数股东损益	32.76	34.29	37.25	40.01	筹资活动现金流净额	-94.45	-80.55	-41.50	-46.20
归属母公司股东净利润	123.88	136.04	146.20	156.60	现金流量净额	4.86	252.91	182.34	217.14
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	675.12	928.03	1110.37	1327.52	成长能力				
应收和预付款项	1331.33	1419.50	1524.69	1591.98	销售收入增长率	5.21%	8.27%	6.65%	4.58%
存货	789.47	847.39	921.29	947.52	营业利润增长率	5.67%	9.46%	8.69%	7.80%
其他流动资产	667.01	163.19	168.58	172.54	净利润增长率	7.51%	8.74%	7.71%	7.18%
长期股权投资	224.17	224.17	224.17	224.17	EBITDA 增长率	6.92%	-4.97%	11.32%	7.04%
投资性房地产	7.72	7.72	7.72	7.72	获利能力				
固定资产和在建工程	696.33	677.43	658.54	639.64	毛利率	21.38%	22.25%	22.82%	23.19%
无形资产和开发支出	179.70	163.83	147.96	132.09	三费率	8.56%	15.24%	15.60%	15.67%
其他非流动资产	557.38	556.93	556.48	556.02	净利率	6.36%	6.38%	6.45%	6.61%
资产总计	5128.24	4988.20	5319.79	5599.20	ROE	7.45%	7.59%	7.64%	7.65%
短期借款	70.66	70.00	70.00	70.00	ROA	3.05%	3.41%	3.45%	3.51%
应付和预收款项	2150.19	2181.71	2342.29	2443.46	ROIC	16.10%	19.16%	22.90%	25.41%
长期借款	56.49	56.49	56.49	56.49	EBITDA/销售收入	10.01%	8.79%	9.17%	9.39%
其他负债	748.96	434.45	449.23	460.09	营运能力				
负债合计	3026.29	2742.65	2918.00	3030.03	总资产周转率	0.50	0.53	0.55	0.55
股本	286.99	286.99	286.99	286.99	固定资产周转率	3.96	4.25	4.75	5.22
资本公积	424.49	424.49	424.49	424.49	应收账款周转率	2.22	2.30	2.27	2.25
留存收益	974.31	1085.58	1204.57	1331.93	存货周转率	2.57	2.46	2.45	2.43
归属母公司股东权益	1687.74	1797.05	1916.04	2043.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.59%	—	—	—
少数股东权益	414.21	448.50	485.75	525.76	资本结构				
股东权益合计	2101.95	2245.55	2401.79	2569.17	资产负债率	59.01%	54.98%	54.85%	54.12%
负债和股东权益合计	5128.24	4988.20	5319.79	5599.20	带息债务/总负债	4.20%	4.61%	4.33%	4.17%
					流动比率	1.24	1.34	1.39	1.45
					速动比率	0.96	1.00	1.05	1.11
					股利支付率	0.00%	18.21%	18.61%	18.67%
					每股指标				
					每股收益	0.43	0.47	0.51	0.55
					每股净资产	5.88	6.26	6.68	7.12
					每股经营现金	0.95	0.98	0.77	0.91
					每股股利	0.00	0.09	0.09	0.10
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	246.73	234.46	261.00	279.39					
PE	16.91	15.40	14.33	13.38					
PB	1.24	1.17	1.09	1.03					
PS	0.85	0.79	0.74	0.70					
EV/EBITDA	3.80	2.71	1.74	0.84					
股息率	0.00%	1.18%	1.30%	1.40%					

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。

西南证券研究院

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
上海	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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	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
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn