

## 轨交装备稳定增长，新兴装备持续突破

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 249.1 亿元，同比+13.4%；归母净利润 37.0 亿元，同比+21.8%；扣非归母净利润 32.3 亿元，同比+24.3%。公司轨交装备业务稳定增长，半导体等新兴装备持续突破，盈利能力提升。
- **多元化发展战略推动业务结构优化，公司盈利能力提升。**2024 年，轨道交通装备业务毛利率提升 6.2pp 至 37.8%，新兴装备业务毛利率提升 0.6pp 至 25.0%，拉动公司综合毛利率提升 3.9pp 至 32.5%；公司净利率为 15.9%；期间费用率为 17.1%，同比-3.0pp，其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为 2.37%、4.69%、10.67%、-0.59%。
- **轨道交通与新兴装备齐头并进，驱动公司业绩增长。**2024 年，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 146.4 亿元，同比+13.4%，拉动公司业绩增长；细分来看，2024 年，轨道交通电气装备营收 109.9 亿元，同比+7.4%，轨道工程机械营收 18.9 亿元，同比+12.2%，通信信号业务营收 11.1 亿元，同比+67.5%，其他轨道交通装备营收 6.5 亿元，同比+95.0%。2024 年，新兴装备产品收入稳中有升，实现营收 101.2 亿元，同比+13.7%；细分来看，基础器件营收 41.1 亿元，同比+11.0%，新能源汽车电驱系统营收 25.7 亿元，同比+24.0%；新能源发电营收 20.4 亿元，同比+5.7%；海工装备营收 8.7 亿元，同比+18.0%；工业变频营收 5.4 亿元，同比+15.9%，公司在功率半导体、新能源汽车电驱、传感器等细分板块市场地位领先，有望实现稳定增长。
- **受益于设备更替政策刺激+动车组五级修放量，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。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，截至 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；另外当前我国城轨市场更新维保需求有望逐步释放。公司系我国轨交行业牵引变流系统等机电设备龙头，2024 年公司在铁路领域持续开拓新产品、新市场，斩获新能源机车牵引系统订单，实现 CR450 动车组样车的全面配套和两万吨重载列车自动驾驶的批量应用，城轨牵引系统国内市占率保持在 50% 以上，连续 13 年领跑行业；同时公司在城轨通信信号业务、供电系统业务、门业务不断取得突破，有望继续受益于行业更新需求释放。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 42.7、47.2、52.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15、14、12 倍，未来三年归母净利润复合增速为 12%，2025 年公司对应合理市值为 777.6 亿，对应目标价为 56.78 元，维持“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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24908.94	28025.86	30848.22	34036.12
增长率	14.27%	12.51%	10.07%	10.33%
归属母公司净利润(百万元)	3702.59	4271.59	4720.76	5256.39
增长率	19.22%	15.37%	10.52%	11.35%
每股收益 EPS(元)	2.70	3.12	3.45	3.84
净资产收益率 ROE	8.82%	9.52%	9.77%	9.97%
PE	17	15	14	12
PB	1.54	1.42	1.31	1.20

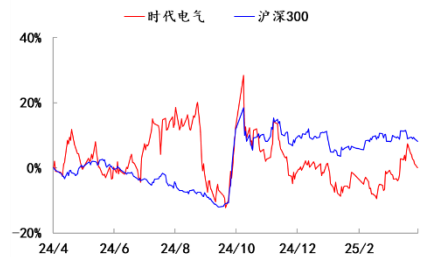
数据来源: Wind, 西南证券

### 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: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	13.69
流通 A 股(亿股)	2.79
52 周内股价区间(元)	41.14-63.68
总市值(亿元)	640.44
总资产(亿元)	648.02
每股净资产(元)	29.52

### 相关研究

1. 时代电气 (688187): 轨交装备 新兴装备双轮驱动, 业绩稳步提升 (2024-08-30)

## 盈利预测

### 关键假设：

**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 2025-2027 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 2025-2027 年整体订单增速为 9%、7%、7%；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 2025-2027 年整体订单增速有望为 18%、14%、14%。毛利率随公司新线产能达产、满产而提升。

基于以上假设，我们收入成本如下表：

**表 1：公司分业务收入及毛利率预测**

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
轨道交通装备业务	收入	14636.03	15901.10	17038.38	18300.97
	增速	13.37%	8.64%	7.15%	7.41%
	毛利率	37.80%	38.41%	38.59%	38.79%
新兴装备业务	收入	10115.18	11959.15	13635.95	15552.57
	增速	13.71%	18.23%	14.02%	14.06%
	毛利率	25.02%	25.97%	26.67%	27.11%
新产业	收入	157.73	165.61	173.89	182.59
	增速	0.41%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.13%	17.00%	24.83%	28.41%
合计	收入	24908.94	28025.86	30848.23	34036.12
	增速	13.42%	12.51%	10.07%	10.33%
	毛利率	32.48%	32.97%	33.24%	33.40%

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）

## 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 2025-2027 年归母净利润分别为 42.7、47.2、52.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15、14、12 倍，未来三年归母净利润复合增速为 12%。

我们选取与公司下游同属于轨道交通领域的中国中车、中国通号作为其轨交业务可比公司，2 家可比公司 2025-2026 年平均 PE 分别为 15、14 倍；参考公司分业务毛利润占比情况，轨交装备业务 2024 年毛利润占比约 68%，预计公司 2025 年轨交业务净利润约 29.1 亿元，给予公司轨交装备业务 2025 年 15 倍估值，对应市值为 435.8 亿元。

我们选取与公司半导体、新能源业务下游相似的斯达半导、汇川技术作为其新兴装备业务的可比公司，2 家可比公司 2025-2026 年平均 PE 分别为 28、23 倍。参考公司分业务毛利润占比情况，新兴装备业务 2024 年毛利润占比约 32%，预计公司 2025 年新兴装备业务净利润约 13.7 亿元，给予公司新兴装备业务 2025 年 25 倍估值，对应市值为 341.8 亿。

综上，2025 年公司对应合理市值为 777.6 亿，对应目标价为 56.78 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2025 年 4 月 1 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
688009.SH	中国通号	5.58	0.32	0.36	0.40	17.44	15.34	13.87
601766.SH	中国中车	6.98	0.43	0.49	0.53	16.23	14.32	13.19
可比公司平均值						16.84	14.83	13.53
603290.SH	斯达半导	88.85	2.59	3.53	4.49	34.26	25.14	19.79
300124.SZ	汇川技术	67.71	1.84	2.19	2.60	36.83	30.89	26.06
可比公司平均值						35.55	28.01	22.92

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24908.94	28025.86	30848.22	34036.12	净利润	3948.76	4643.03	5187.65	5776.26
营业成本	16818.30	18785.32	20592.98	22668.14	折旧与摊销	1115.31	864.50	864.50	864.50
营业税金及附加	161.45	182.17	200.51	221.23	财务费用	-146.23	-136.96	-112.00	-104.04
销售费用	589.18	644.59	678.66	748.79	资产减值损失	-88.37	-250.00	-250.00	-250.00
管理费用	1168.94	4231.90	4565.54	4935.24	经营营运资本变动	31.39	1037.01	747.43	-1106.89
财务费用	-146.23	-136.96	-112.00	-104.04	其他	-1499.74	396.91	133.33	127.19
资产减值损失	-88.37	-250.00	-250.00	-250.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3361.12</b>	<b>6554.49</b>	<b>6570.91</b>	<b>5307.01</b>
投资收益	28.30	50.00	50.00	50.00	资本支出	-5307.60	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	43.85	74.46	64.28	64.27	其他	2108.00	2752.81	114.28	114.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3199.61</b>	<b>2252.81</b>	<b>-385.72</b>	<b>-385.73</b>
<b>营业利润</b>	<b>4286.01</b>	<b>4693.30</b>	<b>5286.81</b>	<b>5931.02</b>	短期借款	-357.91	-9.01	0.00	0.00
其他非经营损益	30.59	381.06	382.75	381.83	长期借款	-569.94	5.00	5.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4316.59</b>	<b>5074.35</b>	<b>5669.57</b>	<b>6312.85</b>	股权融资	2209.93	0.00	0.00	0.00
所得税	367.84	431.32	481.91	536.59	支付股利	-1101.00	-740.52	-854.32	-944.15
净利润	3948.76	4643.03	5187.65	5776.26	其他	275.17	-486.46	112.00	104.04
少数股东损益	246.17	371.44	466.89	519.86	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>456.25</b>	<b>-1230.99</b>	<b>-737.32</b>	<b>-840.11</b>
归属母公司股东净利润	3702.59	4271.59	4720.76	5256.39	<b>现金流量净额</b>	<b>624.03</b>	<b>7576.31</b>	<b>5447.88</b>	<b>4081.18</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10652.18	18228.49	23676.37	27757.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	15666.24	17433.28	19188.67	21220.60	销售收入增长率	14.27%	12.51%	10.07%	10.33%
存货	7063.58	7869.34	8541.95	9499.39	营业利润增长率	29.20%	9.50%	12.65%	12.19%
其他流动资产	13051.35	6336.45	5076.27	5235.67	净利润增长率	25.35%	17.58%	11.73%	11.35%
长期股权投资	572.44	572.44	572.44	572.44	EBITDA 增长率	33.71%	3.15%	11.41%	10.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	10907.58	10800.12	10692.66	10585.20	毛利率	32.48%	32.97%	33.24%	33.40%
无形资产和开发支出	1876.26	1621.01	1365.76	1110.51	三费率	6.47%	16.91%	16.64%	16.39%
其他非流动资产	5012.61	5010.82	5009.03	5007.23	净利率	15.85%	16.57%	16.82%	16.97%
<b>资产总计</b>	<b>64802.25</b>	<b>67871.95</b>	<b>74123.15</b>	<b>80988.58</b>	ROE	8.82%	9.52%	9.77%	9.97%
短期借款	39.01	30.00	30.00	30.00	ROA	6.09%	6.84%	7.00%	7.13%
应付和预收款项	14577.32	15467.30	17161.28	18943.34	ROIC	16.51%	16.65%	19.78%	22.15%
长期借款	62.00	67.00	72.00	72.00	EBITDA/销售收入	21.10%	19.34%	19.58%	19.66%
其他负债	5361.50	3522.94	3741.83	3993.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>20039.83</b>	<b>19087.25</b>	<b>21005.11</b>	<b>23038.44</b>	总资产周转率	0.42	0.42	0.43	0.44
股本	1406.65	1369.34	1369.34	1369.34	固定资产周转率	3.60	3.38	4.01	4.81
资本公积	12730.97	12768.28	12768.28	12768.28	应收账款周转率	2.29	2.27	2.25	2.25
留存收益	27634.15	31165.23	35031.67	39343.91	存货周转率	2.58	2.43	2.43	2.44
归属母公司股东权益	41527.76	45178.60	49045.05	53357.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.72%	—	—	—
少数股东权益	3234.66	3606.10	4072.99	4592.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>44762.42</b>	<b>48784.70</b>	<b>53118.04</b>	<b>57950.14</b>	资产负债率	30.92%	28.12%	28.34%	28.45%
负债和股东权益合计	64802.25	67871.95	74123.15	80988.58	带息债务/总负债	0.50%	0.51%	0.49%	0.44%
					流动比率	2.48	2.81	2.87	2.93
					速动比率	2.10	2.36	2.44	2.50
					股利支付率	29.74%	17.34%	18.10%	17.96%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	5255.09	5420.84	6039.32	6691.48	每股收益	2.70	3.12	3.45	3.84
PE	17.30	14.99	13.57	12.18	每股净资产	30.33	32.99	35.82	38.97
PB	1.54	1.42	1.31	1.20	每股经营现金	2.45	4.79	4.80	3.88
PS	2.57	2.29	2.08	1.88	每股股利	0.80	0.54	0.62	0.69
EV/EBITDA	9.03	6.90	5.29	4.16					
股息率	1.72%	1.16%	1.33%	1.47%					

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
北京	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
	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