

### 轨交业务持续向好，半导体进入产能爬坡期

- 25H1 业绩回顾，扣非净利润环比提速：**收入 122.1 亿元，同比增长 17.9%；归母净利润 16.7 亿元，同比增长 12.9%；扣非净利润 15.9 亿元，同比增长 37.0%，相比 25Q1 的 29.5% 进一步提速。分业务看：轨道交通业务实现收入 69.1 亿元，同比增长 12.6%；新兴装备业务实现收入人民币 52.4 亿元，同比增长 25.9%，其中基础器件收入 24.2 亿元，同比增长 29.1%，新能源发电收入 10.5 亿元，同比增长 42.9%，新能源汽车电驱 10.0 亿元，同比增长 1.3%。上半年公司各板块业务毛利率均有所提升，叠加收入结构变化，综合毛利率同比提升 4.4 个百分点至 32.0%。公司每股派息 0.44 元人民币（含税），派息比率 35.75%。
- 轨交业务增长乐观，维保占比持续提升：**国铁客运畅旺，客运量屡创新高，带动 25 年动车组招标超预期。以旧换新政策推动老旧内燃机车陆续退出市场，给机车带来持续增量需求。25H1 维保业务占轨交收入比例约 23%，相比去年同期高速增长，看好未来国铁和城轨的维保需求释放。此外，公司在轨交领域持续拓展新领域，通信信号、其他轨道交通装备收入持续增长，有望形成新的增长极。
- 半导体新工厂产能持续爬坡，新能源发电、汽车电驱趋势向好：**受益于新工厂爬坡带动产能提升，公司基础器件收入 24.2 亿元，同比增长 29.1%。宜兴 8 英寸 IGBT 产线已于 2025 年 6 月底达成 3 万片/月设计产能。株洲 8 英寸碳化硅产线正推进设备搬入工作，目前月产能 1.5-2 万片/月，预计 2025 年底实现产线拉通。新能源发电事业部独立运作，已实现小幅盈利。汽车电驱合作主流车企，站稳第一梯队，25H2 开始产能释放。
- 维持买入评级，目标价 51.3 港元：**预计公司 2025-2027 年收入 274 亿/303 亿/330 亿元，增速为 10.1%/10.4%/9.0%；净利润分别为 42.7 亿/47.7 亿/52.9 亿元，增速为 15.4%/11.7%/10.8%。给予公司 2025 年 15 倍的 PE 估值，目标价 51.3 港元，较现价有 31% 的上升空间，维持买入评级。

**陈晓霞**

852-2532 1956

[xx.chen@firstshanghai.com.hk](mailto:xx.chen@firstshanghai.com.hk)
**黄晨**

852-2532 1954

[chen.huang@firstshanghai.com.hk](mailto:chen.huang@firstshanghai.com.hk)

行业	电气制造
股价	39.08 港元
目标价	51.3 港元 (+31%)
总市值	530.7 亿港元
已发行股本	13.58 亿股
52 周高/低	39.12 港元/23.99 港元
每股净资产	29.93 元人民币
主要股东	中车株洲电力机车研究所 44.21%

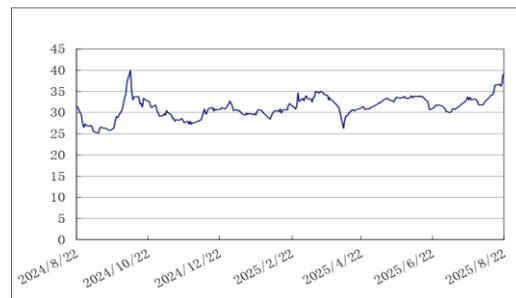
### 盈利摘要

12月31日	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入 (百万元人民币)	21,799	24,909	27,435	30,298	33,030
变化	20.9%	14.3%	10.1%	10.4%	9.0%
净利润 (百万元人民币)	3106	3703	4273	4774	5287
变化	21.5%	19.2%	15.4%	11.7%	10.8%
市盈率@39.08港元(倍)	16.3	13.7	11.5	10.3	9.3
摊薄每股收益(人民币元)	2.20	2.62	3.12	3.49	3.86
每股派息(人民币元)	0.78	0.93	1.09	1.22	1.35
息率	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%	3.8%

人民币港元汇率按 0.92: 1 换算

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：Wind

## 主要务报表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月底											
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测	
营业收入	21,798.9	24,908.9	27,434.9	30,298.0	33,029.6	盈利能力					
营业成本	(14,417.7)	(16,818.3)	(18,498.4)	(20,432.9)	(22,229.8)	毛利率 (%)	33.9%	32.5%	32.6%	32.6%	32.7%
营业税金	(122.5)	(161.5)	(177.8)	(196.4)	(214.1)	EBITDA 利率 (%)	18.2%	21.2%	22.5%	23.0%	23.1%
其他业务收入	57.2	28.3	28.6	28.9	29.2	净利率 (%)	14.2%	14.9%	15.6%	15.8%	16.0%
销售费用	(1,486.9)	(589.2)	(713.3)	(757.4)	(792.7)	营运表现					
管理费用	(3,062.2)	(3,825.6)	(4,115.2)	(4,332.6)	(4,624.1)	SG&A/收入 (%)	20.9%	17.7%	17.6%	16.8%	16.4%
资产减值	(6.5)	(44.5)	0.0	0.0	0.0	实际税率 (%)	6.2%	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%
财务收入	257.8	146.2	210.7	235.6	260.7	股息支付率 (%)	35.5%	35.5%	35.0%	35.0%	35.0%
营业外收入净额	42.2	30.6	48.8	49.8	50.8	库存周转天数	54.1	49.3	49.7	53.4	54.1
其他	299.3	641.6	793.4	714.0	706.9	应付账款天数	95.0	106.0	117.0	115.4	114.7
税前盈利	3,359.6	4,316.6	5,011.6	5,607.0	6,216.4	应收账款天数	174.2	172.3	178.6	187.8	190.0
所得税	(209.5)	(367.8)	(451.0)	(504.6)	(559.5)	财务状况					
净利润	3,105.7	3,702.6	4,273.3	4,773.7	5,286.8	负债/股东权益	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
少数股东利润	44.4	246.2	287.3	328.7	370.1	收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
折旧及摊销	858.8	1,102.1	1,362.7	1,608.3	1,682.0	总资产/股东权益	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5
EBITDA	3,960.6	5,272.5	6,163.7	6,979.6	7,637.7	现金流量表					
EPS (摊薄)	2.20	2.62	3.12	3.49	3.86	人民币百万元, 财务年度截至12月底					
增长											
总收入 (%)	20.9%	14.3%	10.1%	10.4%	9.0%	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测	
EBITDA (%)	14.2%	33.1%	16.9%	13.2%	9.4%	EBITDA	3,960.6	5,272.5	6,163.7	6,979.6	7,637.7
每股收益 (%)	22.2%	19.1%	19.1%	11.7%	10.8%	营运资金变化	(960.4)	(1,869.2)	(994.1)	(1,111.2)	(1,140.1)
资产负债表						其他营运活动	(218.2)	(42.2)	(37.6)	(157.1)	(187.2)
人民币百万元, 财务年度截至12月底						营运性现金流	2,781.9	3,361.1	5,132.0	5,711.3	6,310.4
2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		
现金	7,903.2	10,652.8	10,057.8	12,678.4	15,220.7	资本开支	(2,980.5)	(3,450.5)	(1,034.2)	(1,589.1)	(2,088.6)
应收账款及票据	11,504.8	12,012.7	14,837.0	16,341.6	18,046.9	其他投资活动	703.8	250.9	(437.6)	28.9	29.2
存货	5,821.6	5,443.0	7,063.6	7,779.9	8,591.8	投资性现金流	(2,276.8)	(3,199.6)	(1,471.8)	(1,560.3)	(2,059.4)
其他流动资产	12,285.5	18,325.5	15,961.2	16,257.6	16,142.0	负债变化	340.3	(1,025.1)	72.7	(34.9)	(37.9)
总流动资产	37,515.0	46,434.0	47,919.6	53,057.4	58,001.4	股本变化	49.9	4,543.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	5,232.5	8,595.0	10,314.0	10,829.7	11,371.1	股息等付款	(841.7)	(1,192.3)	(1,312.6)	(1,495.7)	(1,670.8)
无形资产	1,602.3	1,621.8	1,602.3	1,602.3	1,602.3	其他融资活动	(137.5)	(1,869.2)	0.0	0.0	(0.0)
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	融资性现金流	(589.1)	456.2	(1,239.9)	(1,530.5)	(1,708.6)
其他固定资产	9,055.1	8,152.1	8,190.0	7,790.0	7,790.0	现金变化	(63.7)	617.8	2,420.3	2,620.6	2,542.3
总资产	53,404.8	64,802.9	68,025.8	73,279.4	78,764.9	汇率影响	18.5	6.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	10,138.3	14,106.5	15,333.3	16,739.4	18,001.0	期初持有现金	7,074.9	7,013.5	7,637.6	10,057.8	12,678.4
其它应付	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	期末持有现金	7,013.5	7,637.6	10,057.8	12,678.4	15,220.7
短期银行贷款	894.1	782.2	697.1	717.1	737.1						
其他短期负债	2,399.8	3,840.9	2,399.8	2,399.8	2,399.8						
总短期负债	13,432.2	18,729.5	18,430.2	19,856.3	21,137.9						
长期银行贷款	631.9	62.0	74.4	89.3	107.1						
其他负债	1,624.2	1,248.3	1,624.2	1,624.2	1,624.2						
总负债	15,688.3	20,039.8	20,128.8	21,569.8	22,869.3						
少数股东权益	765.0	850.6	3,234.7	3,521.9	3,850.6						
股东权益	36,866.0	41,527.8	44,375.1	47,858.9	51,674.9						

资料来源: 公司报告, 第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话：(852) 2522-2101  
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。