

公司研究

轨交装备业务稳健增长，新兴装备业务发展迅速

——时代电气（688187.SH、3898.HK）2025 年三季报点评

要点

业绩稳健增长，归母扣非净利润大幅提升

时代电气 2025Q1-Q3 实现营业收入 188.3 亿元，同比增长 14.9%（调整后，下同）；归母净利润 27.2 亿元，同比增长 10.9%；归母扣非净利润 26.1 亿元，同比增长 30.9%。公司毛利率为 32.4%，同比上升 3.1 个百分点；净利率为 15.3%，同比下降 0.7 个百分点。

2025Q3 公司实现营业收入 66.2 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 10.5 亿元，同比增长 7.7%；归母扣非净利润 10.3 亿元，同比增长 22.5%。

轨交装备业务收入稳定增长，动车组、机车招标持续增长支撑全年业绩

2025Q1-Q3 公司轨道交通装备产品实现营业收入 103.1 亿元，同比增长 9.2%。其中，轨道交通电气装备/轨道工程机械/通信信号/其他轨道交通装备收入分别为 80.8/9.0/7.6/5.7 亿元，同比分别增长 5.8%/13.5%/14.5%/64.1%。

截至 2025 年 8 月，国铁集团年内累计招标动车组 278 组、机车 456 台，较上年同期均有所增长。2025H1 开启的动车组和机车招标中，公司市占率保持稳定，动车组、机车招标规模持续增长有望对公司全年业绩形成有力支撑。

新兴装备业务发展迅速，功率半导体持续投产带动板块规模扩张

2025Q1-Q3 公司新兴装备产品实现营业收入 84.3 亿元，同比增长 22.3%。其中基础器件/新能源汽车电驱系统/新能源发电/海工装备/工业变流业务收入分别为 38.4/18.7/15.9/6.6/4.7 亿元，同比分别增长 30.4%/9.3%/25.3%/7.1%/33.5%。公司 IGBT 逆变芯片技术顺利推进，突破 SiC 动态特性及可靠性底层技术，技术竞争力大幅提升，完成首次车规级 SiC 模块小批量交付。产能方面，公司功率半导体宜兴 3 期项目稳步推进，2025 年 6 月底已达设计产能，随着公司功率半导体业务新产能持续投产，公司新兴装备板块有望持续扩张。

维持“买入”评级

公司轨交装备业务稳定增长，新兴装备业务持续突破，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 43.0/48.1/53.5 亿元，对应 EPS 分别为 3.17/3.54/3.94 元。维持公司 A 股和 H 股“买入”评级。

风险提示：轨交投资波动风险、新产业发展不顺风险、行业竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,799	24,909	28,140	31,089	34,256
营业收入增长率	20.88%	14.27%	12.97%	10.48%	10.19%
归母净利润（百万元）	3,106	3,703	4,302	4,808	5,351
归母净利润增长率	21.51%	19.22%	16.18%	11.78%	11.30%
EPS（元）	2.29	2.73	3.17	3.54	3.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.42%	8.92%	9.68%	10.09%	10.45%
P/E（A 股）	23	19	16	15	13
P/E（H 股）	16	13	11	10	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-31；汇率：按 1HKD=0.91227CNY 换算；23-25 年对应股本分别为 14.16/14.07/13.58 亿股

A 股：买入（维持）

当前价：52.20 元

H 股：买入（维持）

当前价：39.62 港元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebscn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002

021-52523859

jimeng@ebscn.com

分析师：夏天宇

执业证书编号：S0930525070006

021-52523805

xiatianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.58
总市值(亿元):	708.85
一年最低/最高(元):	38.69/58.43
近 3 月换手率:	36.24%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.97	8.89	-7.31
绝对	-7.44	22.90	10.33

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,799	24,909	28,140	31,089	34,256
营业成本	14,418	16,818	19,037	21,047	23,209
折旧和摊销	859	1,102	1,379	1,511	1,653
税金及附加	122	161	169	187	206
销售费用	1,579	589	675	746	822
管理费用	1,041	1,169	1,294	1,399	1,507
研发费用	2,021	2,657	2,955	3,233	3,528
财务费用	-258	-146	-211	-242	-284
投资收益	57	28	40	50	50
营业利润	3,317	4,286	4,983	5,561	6,180
利润总额	3,360	4,317	5,013	5,591	6,210
所得税	209	368	451	503	559
净利润	3,150	3,949	4,562	5,088	5,651
少数股东损益	44	246	260	280	300
归属母公司净利润	3,106	3,703	4,302	4,808	5,351
EPS(元)	2.29	2.73	3.17	3.54	3.94

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,782	3,361	5,026	5,417	5,995
净利润	3,106	3,703	4,302	4,808	5,351
折旧摊销	859	1,102	1,379	1,511	1,653
净营运资金增加	2,099	2,329	1,018	1,740	1,892
其他	-3,282	-3,773	-1,673	-2,642	-2,902
投资活动产生现金流	-2,277	-3,200	-1,934	-1,975	-1,975
净资本支出	-2,973	-3,419	-2,050	-2,050	-2,050
长期投资变化	533	572	-20	-25	-25
其他资产变化	163	-353	136	100	100
融资活动现金流	-589	456	-1,277	-1,354	-1,497
股本变化	0	-10	-49	0	0
债务净变化	623	-682	-82	0	0
无息负债变化	1,851	5,033	1,475	1,431	1,472
净现金流	-65	624	1,815	2,088	2,523

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.9%	32.5%	32.3%	32.3%	32.2%
EBITDA 率	19.3%	22.7%	22.9%	23.0%	23.1%
EBIT 率	15.4%	18.2%	18.0%	18.2%	18.3%
税前净利润率	15.4%	17.3%	17.8%	18.0%	18.1%
归母净利润率	14.2%	14.9%	15.3%	15.5%	15.6%
ROA	5.9%	6.1%	6.6%	6.9%	7.1%
ROE (摊薄)	8.4%	8.9%	9.7%	10.1%	10.5%
经营性 ROIC	9.6%	11.0%	11.7%	12.4%	13.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	29%	31%	31%	31%	31%
流动比率	2.79	2.48	2.43	2.47	2.53
速动比率	2.39	2.10	2.05	2.09	2.15
归母权益/有息债务	24.16	49.19	58.30	62.51	67.20
有形资产/有息债务	33.19	73.41	87.31	93.75	100.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	53,405	64,802	69,350	74,272	79,615
货币资金	7,903	10,652	12,467	14,555	17,078
交易性金融资产	4,776	3,534	3,500	3,500	3,500
应收账款	9,636	11,612	13,015	14,223	15,501
应收票据	2,377	3,225	3,658	4,042	4,453
其他应收款 (合计)	232	247	281	311	343
存货	5,443	7,064	7,836	8,410	9,006
其他流动资产	4,910	5,894	5,894	5,894	5,894
流动资产合计	37,515	46,433	50,317	54,670	59,587
其他权益工具	233	267	267	267	267
长期股权投资	533	572	592	617	642
固定资产	5,233	8,595	8,572	8,536	8,446
在建工程	1,262	2,313	2,784	3,138	3,404
无形资产	1,371	1,391	1,413	1,434	1,455
商誉	231	231	231	231	231
其他非流动资产	5,583	3,514	3,514	3,514	3,514
非流动资产合计	15,890	18,369	19,033	19,602	20,028
总负债	15,688	20,040	21,432	22,863	24,335
短期借款	397	39	0	0	0
应付账款	6,189	8,290	9,138	9,892	10,676
应付票据	3,950	5,817	6,282	6,735	7,195
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	92	166	166	166	166
流动负债合计	13,432	18,730	20,696	22,107	23,559
长期借款	632	62	62	62	62
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	783	424	424	424	424
非流动负债合计	2,256	1,310	736	756	776
股东权益	37,717	44,762	47,917	51,409	55,280
股本	1,416	1,407	1,358	1,358	1,358
公积金	13,665	16,261	16,310	16,310	16,310
未分配利润	21,954	24,104	26,999	30,211	33,781
归属母公司权益	36,866	41,528	44,423	47,634	51,205
少数股东权益	851	3,235	3,495	3,775	4,075

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.24%	2.37%	2.40%	2.40%	2.40%
管理费用率	4.78%	4.69%	4.60%	4.50%	4.40%
财务费用率	-1.18%	-0.59%	-0.75%	-0.78%	-0.83%
研发费用率	9.27%	10.67%	10.50%	10.40%	10.30%
所得税率	6%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.81	1.04	1.18	1.31	1.46
每股经营现金流	2.05	2.48	3.70	3.99	4.41
每股净资产	27.15	30.58	32.71	35.08	37.71
每股销售收入	16.05	18.34	20.72	22.89	25.23

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A 股)	23	19	16	15	13
PB (A 股)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.8	13.0	10.9	9.8	8.7
股息率	1.6%	2.0%	2.3%	2.5%	2.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP