

全球轨交装备龙头，后周期与海外业务开启新成长

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年中报，2026 年上半年实现营收 1316.82 亿元，同比增长 9.96%；实现归母净利润 79.91 亿元，同比增长 10.28%；实现扣非归母净利润 74.08 亿元，同比增长 11.22%。2026Q2 单季度来看，实现营收 778.64 亿元，同比增长 9.53%；实现归母净利润 46.12 亿元，同比增长 10.01%，Q2 毛利率 21.20%，同比增长 0.48 个百分点。
- **全球轨交装备龙头，铁路装备稳居世界第一，四大板块协同发展。**中国中车由南北车合并组建，轨道交通装备销售规模连续多年全球第一，同时是我国新能源装备骨干企业，业务覆盖铁路装备、城轨与城市基础设施、新产业、现代服务四大板块。2026 年上半年分板块看：铁路装备收入 669.22 亿元、同比增长 12.09%；城轨与城市基础设施收入 175.93 亿元、同比增长 1.10%；新产业收入 455.47 亿元、同比增长 11.82%；现代服务收入 16.20 亿元、同比下滑 15.53%。分地区看，国内收入 1154.79 亿元、同比增长 8.41%，境外收入 162.04 亿元、同比增长 22.44%，海外收入占比约 12.3%。动车组五级修高峰临近，和谐号 2027 年起进入换新周期，叠加海外订单持续转化，公司成长确定性强。
- **铁路装备与新产业双轮驱动，海外业务多点突破。**2026 上半年铁路装备收入 669.22 亿元，同比增长 12.09%，主要由动车组、客车放量带动，机车/客车/动车组/货车分别实现 107.00/68.64/400.09/93.49 亿元，收入占比 50.82%；新产业收入 455.47 亿元，同比增长 11.82%，高端零部件与新能源装备贡献主要增量，非轨交零部件收入 318.03 亿元，形成“主业+新产业”双轮支撑。海外方面，境外收入 162.04 亿元，同比增长 22.44%，新能源机车批量落地中亚，风电整机实现海外直销突破，中老铁路、雅万高铁、匈塞铁路等“一带一路”重大项目持续推进。
- **综合毛利率同比提升，财务费用率因汇兑大幅抬升，期间费用率总体上行。**2026 上半年，公司综合毛利率 22.27%，同比提升 0.46 个百分点，主要系铁路装备等业务结构优化，收入增速（9.96%）快于成本增速（9.32%）；销售净利率 7.35%，同比下降 0.10 个百分点，主要受汇兑损失拖累；期间费用率约 13.4%，同比提升 0.6 个百分点。分项看，销售/管理/研发/财务费用率分别约 1.83%/5.20%/5.90%/0.52%，同比-0.17/-0.24/+0.24/+0.75 个百分点，规模效应摊薄销售、管理费用，研发投入维持较高强度，财务费用率上行主要受汇率波动影响，上年同期汇兑收益转为当期汇兑损失（2026 上半年财务费用较 2025 上半年增加约 9.58 亿元至 6.83 亿元）。单 2026Q2，销售毛利率 21.20%，同比提升 0.48 个百分点；净利率 7.23%，同比下降 0.18 个百分点。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 134.70、147.85、153.11 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 5.12%。考虑公司铁路装备受益于铁路固投高位运行、动车组更新替换与高级修周期回升，海外订单持续转化，且风电、储能等新产业作为第二增长曲线放量并带动结构优化，给予公司 2026 年 16 倍 PE，对应目标价 7.52 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求修复不及预期、原材料价格波动、新业务拓展不及预期等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	273063.10	280045.59	290468.35	301977.19
增长率	10.80%	2.56%	3.72%	3.96%
归属母公司净利润（百万元）	13181.02	13470.21	14784.53	15310.86
增长率	6.41%	2.19%	9.76%	3.56%
每股收益 EPS（元）	0.46	0.47	0.52	0.53
净资产收益率 ROE	7.82%	7.56%	7.94%	7.87%
PE	13	13	12	11
PB	1.02	0.98	0.95	0.92

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：张雪
执业证号：S1250526020001
电话：021-58351893
邮箱：zhxue@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)	5.2-8.04
总市值(亿元)	1,759.24
总资产(亿元)	5,456.81
每股净资产(元)	6.15

相关研究

目 录

1 中国中车：全球轨交装备龙头，后周期与出海开启新成长	1
1.1 全球轨交装备龙头，四大板块协同、铁路装备稳居世界第一	1
1.2 动车组后周期开启、海外多点突破，业绩稳健向好	4
1.3 央企控股、治理稳健，高分红彰显红利属性	6
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测	6
2.2 相对估值	8
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司深耕轨道交通近 100 载，业务领域不断拓展.....	2
图 2：公司业务主要包括铁路装备、城轨与城市基础设施、新产业、现代服务.....	2
图 3：2026 上半年，公司实现营收 1317 亿.....	5
图 4：2026 上半年，公司实现归母净利润 80 亿.....	5
图 5：公司毛利率和净利率保持稳定.....	5
图 6：公司期间费用率相对稳定.....	5
图 7：实际控制人为国务院国资委.....	6

表 目 录

表 1：中国中车四大业务板块构成与 2026 上半年经营表现.....	3
表 2：公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 3：可比公司估值（截至 2026 年 9 月 14 日）.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 中国中车：全球轨交装备龙头，后周期与出海开启新成长

1.1 全球轨交装备龙头，四大板块协同、铁路装备稳居世界第一

中国中车是全球规模领先、品种齐全、技术一流的高端装备制造与系统解决方案提供商，由中国南车与中国北车于 2015 年合并组建，轨道交通装备销售规模连续多年稳居全球第一，同时是我国新能源装备骨干企业。公司以“复兴号”中国标准高速动车组为代表的系列轨道交通装备，已成为中国高端装备“走出去”的“金名片”。公司锚定“一核两商一流”战略定位，构建轨道交通装备与新能源装备“双赛道双集群”产业格局，业务划分为四大板块：

- 1) **铁路装备业务**：公司基本盘与核心利润来源，涵盖高速动车组、机车、客车、货车及轨道工程机械，并提供造修服务一体化的全生命周期检修服务。2026 上半年实现收入 669.22 亿元、同比增长 12.09%，占主营收入比重进一步提升至 50.82%，是公司毛利率最高（25.81%）的板块。
- 2) **城轨与城市基础设施业务**：包括城市轨道交通车辆、城轨工程总包及其他工程总包，2026 上半年实现收入 175.93 亿元、同比增长 1.10%，其中城轨车辆收入 154.33 亿元、同比小幅下滑 2.62%，主要受国内城轨招标节奏放缓影响，工程总包业务增长对冲了车辆下滑。
- 3) **新产业业务**：公司相关多元化转型的重要抓手，涵盖机电业务与新兴产业（风电装备、储能设备、光伏逆变器、高分子复合材料、新能源汽车器件等），2026 上半年收入 455.47 亿元、同比增长 11.82%，主要受高端零部件与新能源装备业务放量驱动，已成为公司业务结构的重要组成部分。
- 4) **现代服务业务**：包括金融类业务、物流贸易及其他，2026 上半年收入 16.20 亿元、同比下滑 15.53%，主要系物流贸易业务收缩；但毛利率高达 37.70%、同比大幅提升 6.84 个百分点，盈利质量改善。

整体看，公司形成“轨交装备稳基本盘、新产业拓增量、全球化出海打开天花板”的业务矩阵。2026 年上半年公司实现营业收入 1316.82 亿元、同比增长 9.96%；归母净利润 79.91 亿元、同比增长 10.28%；扣非归母净利润 74.08 亿元、同比增长 11.22%；综合毛利率 22.27%、同比提升 0.46 个百分点。其中 Q2 单季营收 778.64 亿元、同比增长 9.53%，归母净利润 46.12 亿元、同比增长 10.01%、环比增长 36.52%，在去年高基数下继续保持稳健增长。

图 1：公司深耕轨道交通近 100 载，业务领域不断拓展

第一阶段：1949-2007 历史积淀与南北车分立期	第二阶段：2008-2015 资本上市与南北车合并重组期	第三阶段：2015-2020 中国中车成立与全球化扩张期	第四阶段：2021-2026 多元化布局与新兴产业加速期
1881年，中国第一台机车“龙号机车”诞生，开启铁路装备工业先河 1949年，铁道部厂务局成立，统一管理机车车辆工业 2000年，中车公司与铁道部脱钩，分立组建中国南车集团、中国北车集团，归国务院国资委管理 2007年12月28日，中国南车股份有限公司成立	2008年8月，中国南车A+H股同步上市（A股上交所、H股联交所） 2008年，中国北车股份有限公司成立 2009年，中国北车A+H股上市，南北车双雄格局形成 2014年12月，南北车正式启动对等合并 2015年6月8日，合并后的中国中车在上交所、香港联交所复牌上市（601766）	2015年9月28日，中国中车集团公司正式成立，整合南北车全部业务与资产 2016年，海外市场签约额约81亿美元，同比增长40% 2016年，中国标准动车组首次载客运行；印度首家工厂投产 2020年，收购德国福斯罗机车公司100%股权，在欧洲建立首个整车研发制造基地	2023年，中车大数据中心投入运营，加快培育数智产业 “十四五”布局风光水储氢碳新能源装备，储能系统跃居国内第一 - 截至2025年底，风力发电机全球第一、储能系统国内第一 2026H1营收1316.82亿元/+9.96%，归母79.91亿元/+10.28%，高分红+集团增持

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

聚焦轨道交通装备主责主业，公司业绩由铁路装备与新产业双轮驱动，海外业务多点突破。公司主营高速动车组、机车、城轨车辆、客车、货车及新能源装备等的研发、制造、修理、销售与全生命周期服务，形成“四大板块”矩阵，并沿“检修后市场+新能源+全球化”方向拓展升级。

图 2：公司业务主要包括铁路装备、城轨与城市基础设施、新产业、现代服务



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

分业务看：

1) 动车组，公司规模最大、盈利能力最强的核心产品线。2026 上半年收入 400.09 亿元、同比增长 6.99%；Q1 单季动车组收入 195.64 亿元、同比增长约 10%，交付 90 组（2025Q1 为 70 组以上），交付持续放量。2026 上半年复兴号招标 70 组（去年同期 68 组）略有增长，CR450 新一代动车组研制持续推进。

2) 机车与客货车，受更新替换与政策驱动稳健增长。2026 上半年机车收入 107.00 亿元、同比增长 9.65%，受益于《老旧型铁路内燃机车淘汰更新监督管理办法》推动的老旧内燃机车替换（力争 2027 年底重点区域全部退出）与新能源机车放量；客车收入 68.64 亿元、同比增长 56.25%，货车收入 93.49 亿元、同比增长 14.57%，旅游列车与货车招标交付共同拉动。

3) 检修服务后市场，动车组后周期临近开启。2026 上半年修理改装收入 213.64 亿元、同比下滑 4.45%，主要系高级修招标量与确认周期扰动；但 2011-2016 年我国动车组保有量五年增长约 200%，动车组运行 480 万公里或约 12 年需进行五级修，对应 2023-2028 年五级修进入高峰期，叠加首批和谐号动车组将于 2027 年起陆续到达 20 年设计寿命进入换新周期，检修与替换需求有望长期放量。截至 2025 年底全国动车组保有量已达 5230 标准组、41836 辆。

4) 新产业与新能源装备，构筑第二成长曲线。公司风电装备、储能设备、光伏逆变器（中标量稳居行业前三）、高分子复合材料等产业链保持国内前列，中车首个 GW 级海上风电项目成功中标，储能保持行业龙头。2026 上半年新产业收入 455.47 亿元、同比增长 11.82%，成为收入增长的重要贡献者。

5) 国际业务，多点突破打开成长天花板。2026 上半年境外收入 162.04 亿元、同比增长 22.44%，海外收入占比约 12.3%；轨交装备在中亚、拉美、东南亚、非洲等区域巩固份额，DLS 全生命周期系统解决方案业务拓展至大洋洲，新能源机车批量订单落地中亚、风电整机实现海外直销零突破，中老铁路、雅万高铁、匈塞铁路等“一带一路”重大项目持续推进。

表 1：中国中车四大业务板块构成与 2026 上半年经营表现

业务板块	2026H1 收入/同比	核心产品	行业地位
铁路装备	669.22 亿元/+12.09%	高速动车组、机车、客车、货车、轨道工程机械及造修一体化检修服务；其中动车组 400.09 亿(+6.99%)、机车 107.00 亿(+9.65%)、客车 68.64 亿(+56.25%)、货车 93.49 亿(+14.57%)、修理改装 213.64 亿(-4.45%)	公司基本盘与最大利润来源，占主营收入 50.82%，毛利率 25.81%(+0.64pp)；动车组后周期五级修与更新替换需求临近放量
城轨与城市基础设施	175.93 亿元/+1.10%	城市轨道交通车辆、城轨工程总包及其他工程总包；城轨车辆收入 154.33 亿(-2.62%)	毛利率 19.26%(+0.40pp)；受国内招标节奏放缓短期平稳，工程总包对冲车辆下滑
新产业	455.47 亿元/+11.82%	机电业务与新兴产业：风电装备、储能设备、光伏逆变器、高分子复合材料、新能源汽车器件等	毛利率 17.66%(-0.08pp)；风电、储能、高分子复合材料保持国内前列，光伏逆变器中标量行业前三，构筑第二成长曲线
现代服务	16.20 亿元/-15.53%	金融类业务、物流贸易及其他	毛利率 37.70%(+6.84pp)；物流贸易收缩致收入下滑，但盈利质量提升

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

1) 铁路装备与新产业双轮驱动，基本盘稳固。2026 年上半年，中国中车实现营业收入 1316.82 亿元、同比增长 9.96%；综合毛利率 22.27%、同比提升 0.46 个百分点，主要系毛利率较高的铁路装备业务占比提升至 50.82%、且铁路装备毛利率同比提升 0.64 个百分点至 25.81% 所致。分板块看，铁路装备收入 669.22 亿元（同比+12.09%），主要由动车组（+6.99%）与客车（+56.25%）拉动；新产业收入 455.47 亿元（同比+11.82%），受高端零部件与新能源装备放量带动。研发端保持高投入，上半年研发总投入约 79 亿元、占营业收入的 6.00%，持续推进 CR450 动车组、时速 600 公里磁浮列车及川藏铁路装备等重大装备研制。综合看，2026H1 净利率 7.35%、同比微降 0.10 个百分点，主要受汇兑损失扰动，Q2 经营向好。

2) 动车组后周期开启，检修维保与更新替换需求有望长期放量。存量端，全国动车组保有量已达 5230 标准组、41836 辆；2011-2016 年为动车组投运高峰，按五级修程要求，2023-2028 年五级修需求进入高峰期，2026 年 1 月国铁集团高级修招标 366.375 组、其中五级修 78 组；叠加首批和谐号动车组自 2027 年起进入 20 年设计寿命换新周期，“检修+更新”长期成长逻辑清晰。政策端，老旧型内燃机车 2027 年底前重点区域全部退出，进一步支撑机车更新替换需求，公司作为绝对龙头充分受益。

1.2 动车组后周期开启、海外多点突破，业绩稳健向好

公司坚定推进“轨交装备+新能源装备”双赛道战略，2026 年上半年业绩稳健向好。业绩稳健增长主要系：

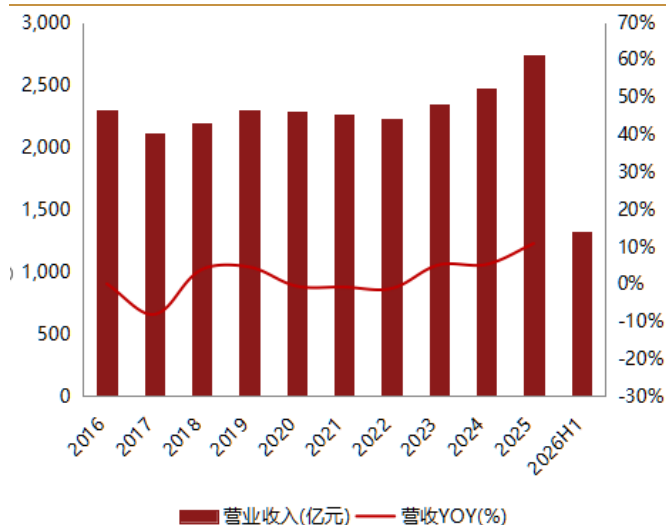
一是国内铁路景气度维持高位，铁路装备高质量放量。2026 上半年全国铁路累计发送旅客 23.48 亿人次、同比增长 5.0%，完成货物发送量 20.15 亿吨、同比增长 1.8%，多项核心指标创历史新高；铁路投资继续保持高位并向市域（郊）铁路、城际铁路及“四网融合”方向倾斜，既有线路设备更新与智能化改造需求集中释放，带动动车组、机车、客货车交付放量。

二是海外业务多点突破，国际化提速。2026 上半年境外收入 162.04 亿元、同比增长 22.44%，主要受益于前期海外订单持续转化；轨交装备在中亚、拉美、东南亚、非洲等区域巩固份额，DLS 业务拓展至大洋洲，新能源机车批量订单落地中亚、风电整机实现海外直销零突破，印证“轨交+新产业”协同出海逻辑。

三是产品结构优化推动盈利能力提升，Q2 显著回升。毛利率较高的铁路装备业务收入占比提升至 50.82%，带动综合毛利率升至 22.27%、同比提升 0.46 个百分点；虽上半年汇兑损失约 8 亿元（去年同期为汇兑收益约 2 亿元）抬升财务费用率，但公司仍实现归母净利润同比增长 10.28%，凸显主业经营韧性，Q2 单季盈利环比大幅改善。

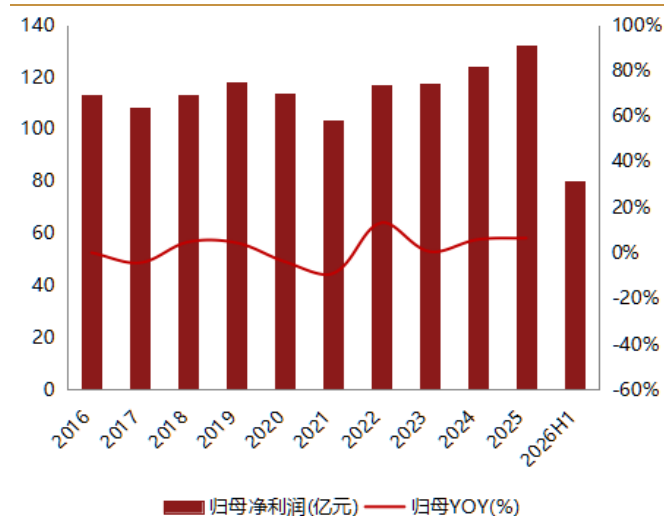
订单与在手储备方面，公司订单储备充足，为后续业绩释放提供支撑。2025 年公司新签订单约 3461 亿元、在手订单约 3571 亿元；2026 上半年新签订单约 1419 亿元，其中新签海外订单约 299 亿元，订单储备充足。后续伴随下半年动车组、货车、机车等招标陆续落地，以及海外在手订单持续转化，公司收入确认节奏有望延续。

图 3：2026 上半年，公司实现营收 1317 亿



数据来源：Wind，西南证券整理

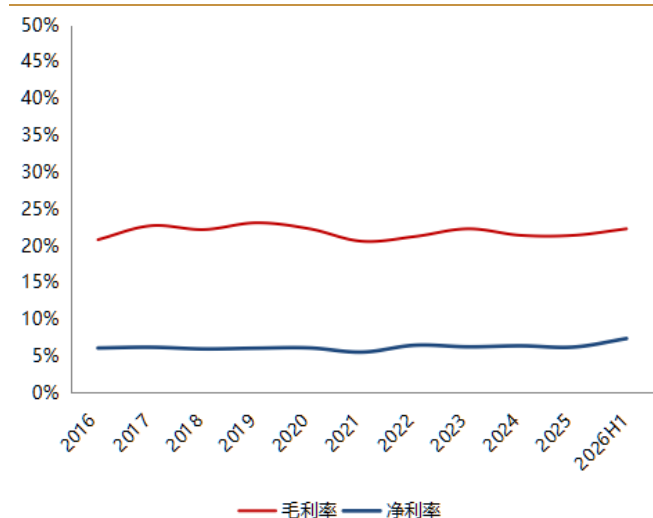
图 4：2026 上半年，公司实现归母净利润 80 亿



数据来源：Wind，西南证券整理

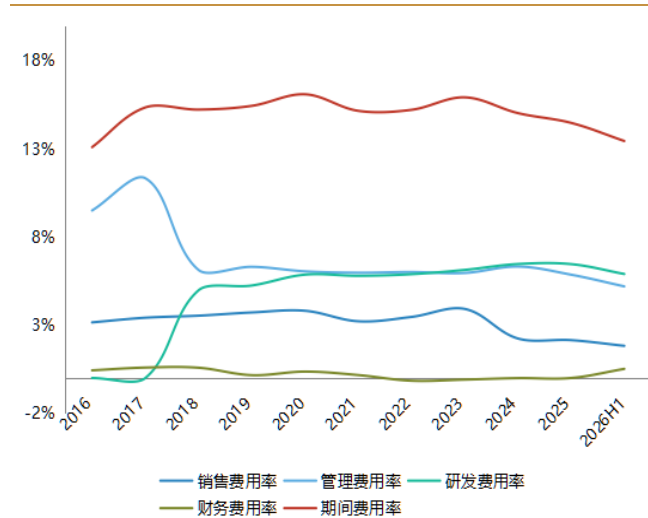
期间费用率整体可控，毛利率随铁路装备占比提升稳中有升，净利率短期受汇兑扰动但 Q2 明显回升。2026 上半年，公司综合毛利率 22.27%、同比提升 0.46 个百分点，主要系毛利率较高的铁路装备业务收入占比提升至 50.82%，且除新产业外各板块毛利率均有不同程度提升（铁路装备 25.81%/+0.64pp、城轨 19.26%/+0.40pp、现代服务 37.70%/+6.84pp）。销售净利率 7.35%、同比微降 0.10 个百分点，主因汇率波动带来汇兑损失（上半年汇兑损失约 8 亿元），扣非后净利率 5.63%、同比提升 0.07 个百分点。期间费用率合计约 13.45%、同比提升 0.59 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.83%/5.20%/5.90%/0.52%，同比-0.16/-0.24/+0.24/+0.75 个百分点；销售、管理费用率随营收规模摊薄下降，研发保持高强度投入（约 79 亿元、占收入 6%），财务费用率上升主要受汇兑损益波动影响。后续随着铁路装备高级修需求放量、海外订单持续转化，以及汇兑影响趋于缓解，公司毛利率有望维持稳健偏升。

图 5：公司毛利率和净利率保持稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司期间费用率相对稳定



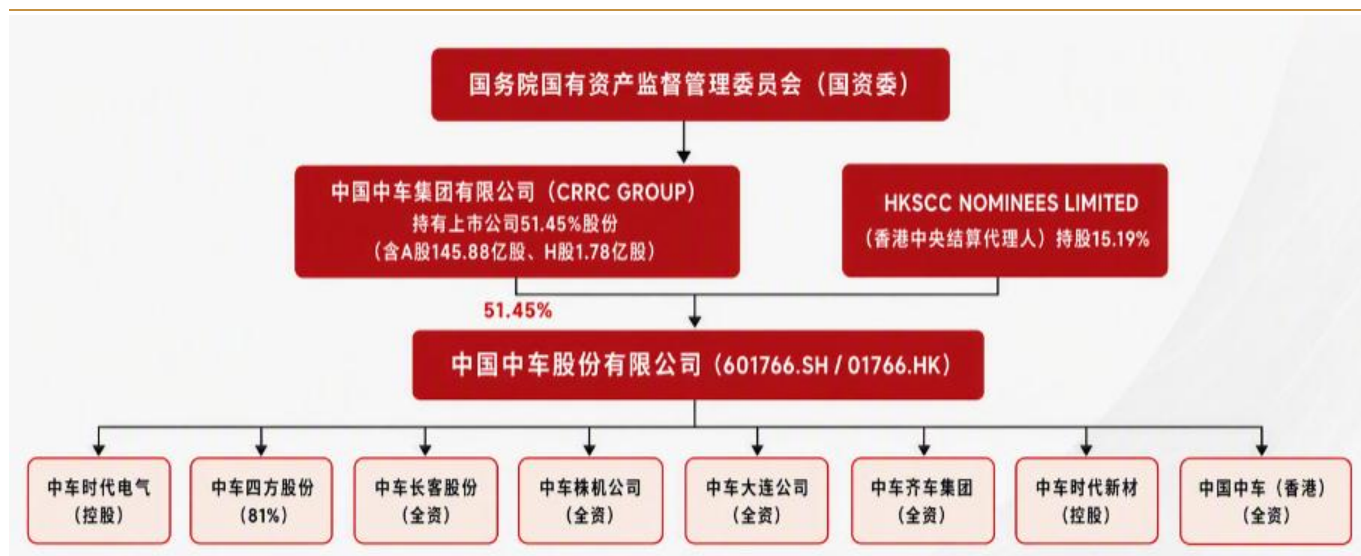
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 央企控股、治理稳健，高分红彰显红利属性

央企控股、治理结构稳健，高分红彰显红利品种属性。公司控股股东为中国中车集团有限公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，股权结构稳定、治理规范，董事长孙永才先生主持公司战略与经营。

作为轨交装备绝对龙头，公司现金流稳健、分红意愿与能力兼备。2025 年度公司合计现金分红 66.01 亿元（含中期 31.57 亿元与年度末期 34.44 亿元），占 2025 年度归属于上市公司股东净利润的比例达 50.08%，年度末期分红为每 10 股派发现金红利 1.2 元（含税）。按当前股价测算，公司 A 股股息率约 4%、H 股股息率约 5.5%，在低利率环境下红利属性突出。

图 7：实际控制人为国务院国资委



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司铁路装备业务主要包括动车组、机车、客车及货车等，主要服务于国家铁路固定资产投资与既有车辆高级修市场。考虑到铁路固投维持高位、动车组更新替换与高级修需求仍有支撑，但订单兑现与交付节奏趋于平稳，预计铁路装备业务以中低个位数稳健增长为主，预计 2026-2028 年铁路装备营收增速为 4.0%、5.2%、5.2%。毛利率方面，2025 年该业务毛利率约 25.7%，预测期在交付结构、成本及竞争环境下略有回落并趋稳，综合毛利率假设为 24.0%、24.3%、24.2%，整体仍明显高于公司综合毛利率，对利润结构形成支撑。

假设 2：公司城轨与城市基础设施业务主要包括地铁车辆、城轨车辆及城市轨交相关工程配套等，产品下游主要服务于城市轨道交通投资与建设需求。下游需求与城轨固定资产投资节奏较为一致；在新建项目节奏偏缓背景下，虽有部分城市存量线路更新替换及运维配套需求释放，但难以完全对冲新线放量回落，预计 2026-2028 年城轨与城市基础设施营收增速为 -3.0%、-2.0%、-1.5%，降幅逐年收窄。毛利率方面，预测期略低于近年水平并小幅波动，综合毛利率假设为 18.5%、18.8%、18.6%，体现项目结构与竞争加剧下的利润率压力。

假设 3：公司新产业主要包括风电装备、储能系统及新能源商用车等，产品下游主要应用于新能源发电与绿色交通领域。新产业作为第二增长曲线仍贡献增量，但在公司整体“总营收中低个位数增长、综合毛利率约 20%”的口径下，增速较此前高弹性情景有所收敛，预计 2026-2028 年新产业营收增速为 3.2%、4.2%、4.5%。毛利率方面，预测初期相对 2025 年约 16.5%有所回落，其后随规模与结构优化温和修复，综合毛利率假设为 15.0%、15.6%、15.7%，仍低于铁路装备板块，对综合毛利率形成一定拖累。

假设 4：公司现代服务业务主要包括维保检修、物流贸易及金融租赁等，主要配套轨交装备与相关客户全生命周期服务需求。业务体量相对较小，后市场与高级修价值持续释放但基数有限，预计 2026-2028 年现代服务营收增速为 0%、2%、2%。该业务毛利率显著高于其他板块，预测期维持高位、结构稳定，综合毛利率假设为 29.5%、30.0%、30.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 2：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
铁路装备	收入	123608	128552.32	135237.04	142269.37
	增速	11.90%	4.00%	5.20%	5.20%
	毛利率	25.69%	24.00%	24.30%	24.20%
城轨与城市基础设施	收入	42090	40827.30	40010.75	39410.59
	增速	-7.37%	-3.00%	-2.00%	-1.50%
	毛利率	19.81%	18.50%	18.80%	18.60%
新产业	收入	103121	106420.87	110890.55	115880.62
	增速	19.39%	3.20%	4.20%	4.50%
	毛利率	16.46%	15.00%	15.60%	15.70%
现代服务	收入	4245	4245	4329.90	4416.50
	增速	1.53%	0.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	30.96%	29.50%	30.00%	30.00%
合计	收入	273063	280045.49	290468.24	301977.08
	增速	10.80%	2.56%	3.72%	3.96%
	毛利率	21.38%	19.86%	20.31%	20.29%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑公司业务范围，选取与公司传统轨交装备业务领域一致的时代电气和与公司新兴业务(风电等新能源装备)相似的金风科技 2 家公司作为可比公司,2 家可比公司 2026-2028 年的 PE 分别为 16、13、12 倍。

预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 134.70、147.85、153.11 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 5.12%。考虑公司铁路装备受益于铁路固投高位运行、动车组更新替换与高级修周期回升，海外订单持续转化，且风电、储能等新产业作为第二增长曲线放量并带动结构优化，给予公司 2026 年 16 倍 PE，对应目标价 7.52 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2026 年 9 月 14 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
688187.SH	时代电气	45.14	3.32	3.72	4.16	13.59	12.15	10.86
002202.SZ	金风科技	19.31	1.04	1.32	1.57	18.49	14.58	12.28
可比公司平均值						16.04	13.36	11.57

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 下游铁路固定资产投资及招标不及预期的风险。公司铁路装备业务主要受国家铁路固定资产投资规模及动车组、机车、客车、货车等招标采购节奏驱动，具有一定的政策与周期属性。若铁路固投规模、动车组交付放量或高级修（五级修）需求释放进度不及预期，将直接影响公司铁路装备产品的交付量与收入确认节奏，对公司经营业绩产生不利影响。

2) 原材料价格波动及汇率波动风险。公司产品所需主要原材料包括钢材、铝材、铜材及各类机电零部件等，大宗原材料成本占比较高；同时公司海外业务占比持续提升，以外币结算的收入与订单规模扩大。若原材料价格出现较大波动、或人民币汇率发生大幅波动产生汇兑损益，将对公司盈利能力造成较大影响。

3) 新产业（新能源装备）及海外市场拓展不及预期的风险。公司积极培育风电装备、储能系统、新能源商用车等新产业作为第二增长曲线，并依托“一带一路”加快海外市场拓展。上述新能源装备领域竞争激烈、海外市场存在地缘政治与本地化经营等不确定性，若公司新产业放量或海外订单转化、交付进度不及预期，将对公司业绩产生较大影响。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	273063.10	280045.59	290468.35	301977.19	净利润	16895.55	17101.62	18817.43	19493.90
营业成本	214684.02	224424.56	231485.81	240699.40	折旧与摊销	8277.33	9259.65	9259.65	9259.65
营业税金及附加	2052.49	5600.91	5809.37	6039.54	财务费用	3.89	280.05	290.47	301.98
销售费用	5866.52	9801.60	10166.39	10569.20	资产减值损失	-924.49	-950.00	-950.00	-950.00
管理费用	16007.13	21003.42	21785.13	22648.29	经营营运资本变动	6838.05	4460.19	1201.38	43.10
财务费用	3.89	280.05	290.47	301.98	其他	-6904.60	688.63	-1353.55	2608.88
资产减值损失	-924.49	-950.00	-950.00	-950.00	经营活动现金流净额	24185.72	30840.14	27265.38	30757.51
投资收益	802.57	1.00	1.00	1.00	资本支出	-6639.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	293.46	0.50	0.50	0.50	其他	-8225.40	2682.52	1.50	1.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14864.99	2682.52	1.50	1.50
营业利润	18721.63	19886.56	21882.69	22670.27	短期借款	264.26	170.09	0.00	0.00
其他非经营损益	597.00	-0.95	-1.95	-2.95	长期借款	1910.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	19318.63	19885.61	21880.74	22667.32	股权融资	-687.01	0.00	0.00	0.00
所得税	2423.08	2783.99	3063.30	3173.43	支付股利	-9183.64	-6590.51	-8082.12	-8870.72
净利润	16895.55	17101.62	18817.43	19493.90	其他	-5041.03	-5017.82	-290.47	-301.98
少数股东损益	3714.54	3631.42	4032.90	4183.04	筹资活动现金流净额	-12737.03	-11438.24	-8372.59	-9172.70
归属母公司股东净利润	13181.02	13470.21	14784.53	15310.86	现金流量净额	-3166.94	22084.42	18894.29	21586.32
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	67834.62	89919.05	108813.34	130399.65	成长能力				
应收和预付款项	141944.10	149057.15	153941.99	159788.46	销售收入增长率	10.80%	2.56%	3.72%	3.96%
存货	95142.50	99749.17	105613.15	108468.60	营业利润增长率	10.55%	6.22%	10.04%	3.60%
其他流动资产	59083.29	16252.05	16630.03	17047.38	净利润增长率	7.86%	1.22%	10.03%	3.59%
长期股权投资	23790.99	23790.99	23790.99	23790.99	EBITDA 增长率	9.44%	8.97%	6.82%	2.54%
投资性房地产	1005.69	1005.69	1005.69	1005.69	获利能力				
固定资产和在建工程	75063.00	68712.25	62361.50	56010.74	毛利率	21.38%	19.86%	20.31%	20.29%
无形资产和开发支出	18157.70	15301.58	12445.46	9589.33	三费率	8.01%	11.10%	11.10%	11.10%
其他非流动资产	68752.53	68699.75	68646.98	68594.20	净利率	6.19%	6.11%	6.48%	6.46%
资产总计	550774.43	532487.68	553249.11	574695.06	ROE	7.82%	7.56%	7.94%	7.87%
短期借款	7329.91	7500.00	7500.00	7500.00	ROA	3.07%	3.21%	3.40%	3.39%
应付和预收款项	235395.95	244221.04	253355.79	263015.49	ROIC	17.56%	19.99%	24.81%	28.86%
长期借款	7558.98	7558.98	7558.98	7558.98	EBITDA/销售收入	9.89%	10.51%	10.82%	10.67%
其他负债	84411.09	46890.83	47782.20	48945.27	营运能力				
负债合计	334695.93	306170.85	316196.97	327019.74	总资产周转率	0.51	0.52	0.54	0.54
股本	28698.86	28698.86	28698.86	28698.86	固定资产周转率	4.11	4.27	4.91	5.72
资本公积	41761.59	41761.59	41761.59	41761.59	应收账款周转率	2.27	2.21	2.20	2.21
留存收益	101387.41	108267.11	114969.51	121409.65	存货周转率	2.39	2.24	2.23	2.23
归属母公司股东权益	172120.65	178727.56	185429.97	191870.11	销售商品提供劳务收到现金营业收入	105.75%	—	—	—
少数股东权益	43957.85	47589.27	51622.17	55805.21	资本结构				
股东权益合计	216078.50	226316.83	237052.14	247675.32	资产负债率	60.77%	57.50%	57.15%	56.90%
负债和股东权益合计	550774.43	532487.68	553249.11	574695.06	带息债务/总负债	4.45%	4.92%	4.76%	4.60%
					流动比率	1.18	1.27	1.33	1.38
					速动比率	0.87	0.91	0.96	1.02
					股利支付率	50.08%	48.93%	54.67%	57.94%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	27002.85	29426.26	31432.81	32231.90	每股收益	0.46	0.47	0.52	0.53
PE	13.35	13.06	11.90	11.49	每股净资产	6.00	6.23	6.46	6.69
PB	1.02	0.98	0.95	0.92	每股经营现金	0.84	1.07	0.95	1.07
PS	0.64	0.63	0.61	0.58	每股股利	0.23	0.23	0.28	0.31
EV/EBITDA	1.86	0.81	0.15	-0.52					
股息率	5.22%	3.75%	4.59%	5.04%					

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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn