

时代电气 (688187.SH)

增持 (维持)

新兴装备业务跨越式增长，净利率同比提升

事件：时代电气发布 2023 年一季报，公司一季度实现营收 30.85 亿元，yoy +21.25%；实现归母净利润 4.35 亿元，yoy +27.61%；毛利率为 32.42%，yoy -3.33pcts；净利率为 14.5%，yoy +1.02pcts。

- 新兴装备业务营收占比提升至 50.66%，拉动整体营收增长。公司一季度新兴装备业务实现跨越式增长，营收为 15.63 亿元，yoy +113.72%，占整体营收的比重达到 50.66%，相较 2022 年的 28.5%，提升了 22.16pcts。轨交装备业务营收为 14.75 亿元，yoy -16.67%，下降主要受季节性交付影响，占营收比重下降至 47.8%。
- 产品结构变化导致毛利率略有下降。公司新兴装备毛利率低于轨交装备（2022 年二者分别为 25.71%、35.78%），新兴装备收入占比提升导致公司一季度毛利率下降至 32.42%，yoy -3.33pcts，环比 22Q4 增长 0.6pct。
- 期间费用率微降，资产减值损失减小，净利率提升。公司一季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.74%/4.95%/12.04%/-1.58%，期间费用率合计为 21.15%，同比-1.43pcts，体现公司不断增强的控费管理能力。资产减值损失占营收的比重同比-2.86pcts。因此公司一季度净利率同比提升 1.02pcts，达到 14.5%。
- 分产品营收：
 1. 新兴装备：（1）功率半导体器件 6.81 亿元，同比+81.22%；（2）新能源汽车电驱系统 3.38 亿元，同比+84.76%；（3）工业变流器件 2.52 亿元，同比+322.32%；（4）海工装备 1.75 亿元，同比+171.28%；（5）传感器件 1.17 亿元，同比+141.54%。
 2. 轨交装备：（1）轨道交通电气装备 12.55 亿元，同比-9.44%；（2）轨道交通工程机械 0.52 亿元，同比-74.55%；通信信号业务 1 亿元，同比+37.68%；其他轨道交通装备业务 0.68 亿元，同比-36.89%。
- 维持“增持”投资评级。今年铁路、城轨客流快速提升，轨交装备行业回暖确定性较强。新兴装备领域，建议关注新能源汽车需求变化的影响、IGBT 行业产能释放带来的竞争格局变化；光伏逆变器、风电变流器受益于下游装机需求旺盛，将继续支撑公司 23 年工业变流产品的增长。我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 206/231/256 亿元，对应归母净利润为 28.1/32.2/36 亿元，PE 为 23.5/20.5/18.3 倍，维持增持评级。
- 风险提示：轨交投资下降风险，下游需求不及预期，扩产节奏不及预期，产能供给过剩的风险，市场竞争加剧的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	15121	18034	20621	23096	25641
同比增长	-6%	19%	14%	12%	11%
营业利润(百万元)	2101	2931	3130	3589	4010
同比增长	-24%	39%	7%	15%	12%
归母净利润(百万元)	2018	2556	2811	3219	3595
同比增长	-18%	27%	10%	15%	12%
每股收益(元)	1.42	1.80	1.98	2.27	2.54
PE	32.7	25.8	23.5	20.5	18.3
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

中游制造/机械&TMT 及中小盘/电子
当前股价：46.56 元

基础数据

总股本 (万股)	141624
已上市流通股 (万)	21124
总市值 (亿元)	659
流通市值 (亿元)	98
每股净资产 (MRQ)	24.7
ROE (TTM)	7.6
资产负债率	27.2%
主要股东	中车株洲电力机车研究所有限公司
主要股东持股比例	41.63%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《时代电气 (688187.SH)：新兴装备业务乘势而上，业绩不断突破创新高》2022-08-28
- 2、《时代电气 (688187.SH)：轨交装备业务回暖，新兴装备业务增长超预期》2022-10-17
- 3、《时代电气 (688187.SH)：全年业绩符合预期，新兴装备业务持续放量》2023-02-28
- 4、《时代电气 (688187.SH)：轨交装备业务回暖，新兴装备业务毛利率提升》2023-04-01

胡小禹 S1090522050002

✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

曹辉 S1090521060001

✉ caohui@cmschina.com.cn

朱艺晴 研究助理

✉ zhuyiqing@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：时代电气历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：时代电气历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《时代电气 (688187.SH)：IGBT 和 SiC 双线布局，轨交龙头打开全新成长空间》2022-08-03
- 2、《时代电气 (688187.SH)：新兴装备业务乘势而上，业绩不断突破创新高》2022-08-28
- 3、《时代电气 (688187.SH)：百亿扩产计划保障未来供应，IGBT 获法雷奥定点项目》2022-09-25
- 4、《时代电气 (688187.SH)：轨交装备业务回暖，新兴装备业务增长超预期》2022-10-17
- 5、《时代电气 (688187.SH)：全年业绩符合预期，新兴装备业务持续放量》2023-02-28
- 6、《时代电气 (688187.SH)：轨交装备业务回暖，新兴装备业务毛利率提升》2023-04-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	34643	36443	40070	44447	48941
现金	8219	7500	8547	9910	11310
交易性投资	7580	6701	6701	6701	6701
应收票据	2757	3405	3893	4360	4841
应收款项	6549	8100	8971	10047	11154
其它应收款	200	187	214	239	266
存货	4921	5822	6335	7127	7936
其他	4416	4729	5410	6063	6734
非流动资产	9508	12066	11550	11097	10700
长期股权投资	612	464	464	464	464
固定资产	3964	4803	4421	4089	3801
无形资产商誉	1271	1248	1120	1006	903
其他	3661	5553	5545	5538	5533
资产总计	44151	48510	51620	55544	59641
流动负债	9151	11702	12752	14281	15728
短期借款	390	454	500	680	750
应付账款	6318	8705	9982	11229	12504
预收账款	829	640	734	825	919
其他	1615	1902	1536	1546	1556
长期负债	1707	1512	1512	1512	1512
长期借款	78	73	73	73	73
其他	1629	1439	1439	1439	1439
负债合计	10858	13214	14264	15793	17240
股本	1416	1416	1416	1416	1416
资本公积金	10519	10511	10511	10511	10511
留存收益	20685	22603	24635	26997	29611
少数股东权益	672	765	793	826	862
归属于母公司所有者	32621	34531	36562	38925	41539
负债及权益合计	44151	48510	51620	55544	59641

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2150	2041	1793	1663	1932
净利润	2035	2592	2839	3252	3631
折旧摊销	542	725	768	704	647
财务费用	21	(82)	(20)	(34)	(37)
投资收益	(43)	24	(590)	(590)	(590)
营运资金变动	(361)	(1398)	(1256)	(1743)	(1795)
其它	(44)	182	52	74	76
投资活动现金流	(6014)	(2263)	343	343	343
资本支出	(974)	(953)	(247)	(247)	(247)
其他投资	(5040)	(1310)	590	590	590
筹资活动现金流	6975	(591)	(1089)	(643)	(874)
借款变动	108	675	(330)	180	70
普通股增加	241	0	0	0	0
资本公积增加	7198	(8)	0	0	0
股利分配	(637)	(1275)	(779)	(857)	(981)
其他	65	16	20	34	37
现金净增加额	3111	(813)	1047	1363	1400

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15121	18034	20621	23096	25641
营业成本	10019	12139	13919	15659	17436
营业税金及附加	116	116	133	149	165
营业费用	1050	1098	1229	1307	1385
管理费用	813	890	921	986	1051
研发费用	1690	1762	1909	2040	2231
财务费用	(74)	(191)	(20)	(34)	(37)
资产减值损失	(42)	16	10	10	10
公允价值变动收益	71	166	5	5	5
其他收益	533	572	550	550	550
投资收益	34	(42)	35	35	35
营业利润	2101	2931	3130	3589	4010
营业外收入	25	11	25	25	25
营业外支出	3	1	5	5	5
利润总额	2123	2942	3150	3609	4030
所得税	88	350	312	357	400
少数股东损益	17	36	28	33	36
归属于母公司净利润	2018	2556	2811	3219	3595

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	-6%	19%	14%	12%	11%
营业利润	-24%	39%	7%	15%	12%
归母净利润	-18%	27%	10%	15%	12%
获利能力					
毛利率	33.7%	32.7%	32.5%	32.2%	32.0%
净利率	13.3%	14.2%	13.6%	13.9%	14.0%
ROE	7.1%	7.6%	7.9%	8.5%	8.9%
ROIC	6.5%	6.9%	7.6%	8.2%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	27.2%	27.6%	28.4%	28.9%
净负债比率	2.0%	1.9%	1.1%	1.4%	1.4%
流动比率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
速动比率	3.2	2.6	2.6	2.6	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
应收账款周转率	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	1.42	1.80	1.98	2.27	2.54
每股经营净现	1.52	1.44	1.27	1.17	1.36
每股净资产	23.03	24.38	25.82	27.48	29.33
每股股利	0.90	0.55	0.60	0.69	0.77
估值比率					
PE	32.7	25.8	23.5	20.5	18.3
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	30.6	22.3	19.1	17.4	16.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：

7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

招商电子团队：

郗凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14 年证券从业经验，08-11 年中信证券，11 年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT 及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21 年《新财富》电子行业最佳分析师第 2/5/2/2/4/3/3/4/3 名，11/12/14/15/16/17/18/19/20 年《水晶球》电子 2/4/1/2/3/3/2/3/3 名，10/14/15/16/17/18/19/20 年《金牛奖》TMT/电子第 1/2/3/3/3/3/2/2/1 名，2018/2019 年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020 年就职于西南证券/浙商证券，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。