

2022年12月28日

# 九州一轨 (688485.SH)

## 新股覆盖研究

### 投资要点

- ◆ 下周三（1月4日）有一家科创板上市公司“九州一轨”询价。
- ◆ **九州一轨 (688485)**：公司是环境噪声与振动污染防治领域的综合服务商，长期专注于减振降噪相关的技术开发、产品研制、工程设计、检测评估、项目服务和轨道智慧运维与病害治理。公司2019-2021年分别实现营业收入2.39亿元/3.43亿元/3.92亿元，YOY依次为6.27%/43.70%/14.28%，三年营业收入的年复合增速20.40%；实现归母净利润0.36亿元/0.61亿元/0.68亿元，YOY依次为-21.59%/71.99%/10.10%，三年归母净利润的年复合增速14.08%。最新报告期，2022前三季度公司实现营业收入2.25亿元，同比下降6.11%；实现归母净利润0.21亿元，同比下降33.69%。2022年度，公司净利润预计为6,357.84万元至8,440.15万元，同比变动-6.20%至24.52%。
- ① **投资亮点**：1、公司是城轨交通减振降噪行业领先厂商；京投公司、广州轨交均为公司的主要股东。公司成立于2010年，由劳保所、北科创投等共同出资成立；目前获京投公司持有22.18%股份、广州轨交持有11.00%股份。经过十余年的发展，公司在业内取得了领先地位；公司中标率稳居行业前列，2019-2021年度，公司按照中标项目里程统计的综合中标率为22.61%、15.26%、29.36%，整体处于较高水平；公司市场覆盖率水平亦为业内领先，根据城市轨道交通协会数据，截至2021年末，全国共有50个城市开通轨道交通线路283条；而截至招股意向书签署之日，公司参与了30多个城市100余条线路的建设，市场覆盖率超过30%。此外，公司获得客户较好认可，截至2022H1在手订单金额约为5.31亿元，或为公司业绩发展提供较好支持。2、公司自主研发了阻尼钢弹簧浮置板道床隔振系统等多项技术，打破了外资在高端隔振领域的市场垄断。公司是为推动“阻尼钢弹簧浮置板道床隔振系统”科技成果转化而设立，包括“自主创新阻尼弹簧浮置道床”“唧筒式阻尼结构”和“预制板浮置减振道床”在内的多项创新技术，突破了国外技术的专利壁垒，打破了外资公司在国内城市轨道交通高端隔振领域的技术壁垒和市场垄断。相关技术转化的产品已成为贡献营收的核心产品，2019-2021年，弹簧浮置道床减振系统、预制式钢弹簧浮置板贡献的营收占比均超过70%，侧面反映了产品在业内具备较强的竞争力。
- ② **同行业上市公司对比**：公司主要提供城市轨道交通、市域/市郊铁路、TOD上盖等领域提供减振降噪的相关产品；根据产品及应用领域的相似性，选取天铁股份、震安科技作为可比上市公司，其中从主营业务的相似程度来看，我们认为天铁股份与公司的可比性较强。从前述所有可比公司来看，2021年平均收入规模为11.92亿元、PE-TTM（剔除异常值，算数平均）为36.54X，销售毛利率为46.34%；相较而言，公司的营收规模及毛利率水平均低于可比公司平均。
- ◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

### 交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	112.72
流通股本 (百万股)	
12个月价格区间	/

### 分析师

李蕙

 SAC执业证书编号：S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.com

### 相关报告

- 百利天恒-新股专题覆盖报告 (百利天恒)  
-2022年第193期 2022.12.20
- 信达证券-新股专题覆盖报告 (信达证券)  
-2022年第192期 2022.12.19
- 佰维存储-新股专题覆盖报告 (佰维存储)  
-2022年第191期 2022.12.14
- 富乐德-新股专题覆盖报告 (富乐德) -2022  
年第190期 2022.12.13
- 清越科技-新股专题覆盖报告 (清越科技)  
-2022年第189期 2022.12.12



## 公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	238.9	343.3	392.3
同比增长(%)	6.27	43.70	14.28
营业利润(百万元)	41.1	70.5	75.7
同比增长(%)	-21.50	71.44	7.35
净利润(百万元)	35.7	61.5	67.7
同比增长(%)	-21.59	71.99	10.10
每股收益(元)	0.36	0.59	0.60

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、九州一轨.....	4
-------------	---

（一）基本财务状况 .....	4
（二）行业情况 .....	5
（三）公司亮点 .....	6
（四）募投项目投入 .....	7
（五）同行业上市公司指标对比 .....	7
（六）风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化 .....	4
图 2：公司归母净利润及增速变化 .....	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 4：公司 ROE 变化 .....	5
表 1：公司 IPO 募投项目概况 .....	7
表 2：同行业上市公司指标对比 .....	8

## 一、九州一轨

公司是环境噪声与振动污染防治领域的综合服务商，长期专注于减振降噪相关的技术开发、产品研制、工程设计、检测评估、项目服务和轨道智慧运维与病害治理。报告期内，公司主要面向城市轨道交通、市域/市郊铁路的减振降噪、TOD上盖开发噪声振动综合控制等领域提供钢弹簧浮置道床减振系统、预制钢弹簧浮置板、声屏障、隔离式高弹性减振垫、重型调频钢轨耗能装置等系列化产品和服务；同时开展轨道智慧运维与病害治理的研究、开发与专业化服务。

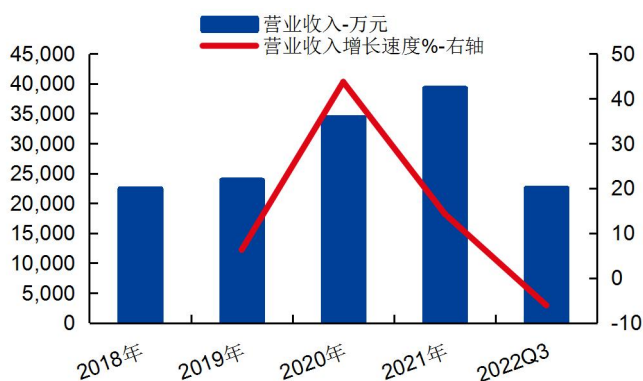
公司作为中关村国家自主创新示范区企业股权激励试点单位之一，为推动“阻尼钢弹簧浮置板道床隔振系统”科技成果转化而设立。公司自成立以来，依托于“注重研发、鼓励创新”的企业文化和技术积累，聚焦应用场景，把握用户需求和行业发展趋势，深入开展轮轨关系、结构振动传播特性、分频段/分速度/分场景防治技术和减振降噪材料特性等问题的研究，辅以大规模现场测试、平台试验、高精度数值仿真、数据库建设和大数据综合分析等技术手段，重点突破了中低速/高速阻尼弹簧道床隔振系统技术、城市轨道交通装配式浮置隔振轨道成套技术、基于场景和大数据的仿真技术和轨道智慧运维与病害治理技术，推出了一系列具有自主知识产权的系列产品和综合治理方案；相关技术与产品已广泛应用于多个城市。

### （一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 2.39 亿元/3.43 亿元/3.92 亿元，YOY 依次为 6.27%/43.70%/14.28%，三年营业收入的年复合增速 20.40%；实现归母净利润 0.36 亿元/0.61 亿元/0.68 亿元，YOY 依次为-21.59%/71.99%/10.10%，三年归母净利润的年复合增速 14.08%。最新报告期，2022 前三季度公司实现营业收入 2.25 亿元，同比下降 6.11%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比下降 33.69%。

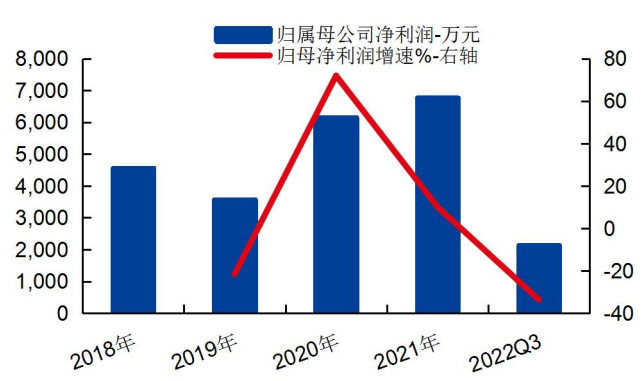
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为六大板块，分别为钢弹簧浮置道床减振系统（1.69 亿元，43.10%）、预制式钢弹簧浮置板（1.08 亿元，27.43%）、声屏障（0.91 亿元，23.18%）、隔离式高弹性减振垫（0.16 亿元，4.01%）、重型调频钢轨耗能装置（0.02 亿元，0.62%）及其他（0.06 亿元，1.65%）。报告期间，钢弹簧浮置道床减振系统一直为公司的核心产品。

图 1：公司收入规模及增速变化



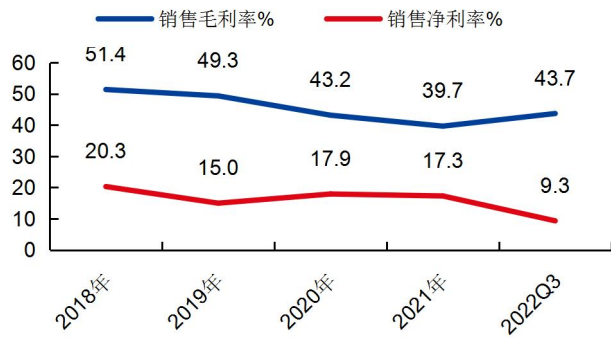
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



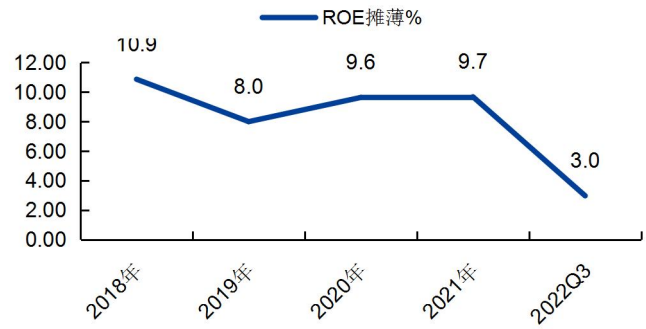
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

## （二）行业情况

公司主要为向城市轨道交通、市域/市郊铁路、TOD 上盖等领域提供减振降噪的相关产品，属于噪声与振动控制行业。

### 1、噪声与振动控制行业

噪声与振动涉及社会的方方面面，噪声与振动控制也已经发展成一个专门的学科。其中又以城市轨道交通减振降噪、TOD 上盖振动噪声的治理、轨道智慧运维与病害治理、市域（郊）铁路的噪声与振动控制等相关领域与公司业务联系最为紧密。

#### （1）城市轨道交通减振降噪行业

目前我国积极推动新增城市轨道交通的减振降噪发展。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中明确要求“推进城市群都市圈交通一体化，加快城际铁路、市域（郊）铁路建设，构建高速公路环线系统，有序推进城市轨道交通发展。”和“新增城市轨道交通运营里程 3,000 公里”，同时把“加强环境噪声污染治理”列为环境治理目标之一。

此外，钢弹簧浮置板技术在减振降噪行业的使用比例呈现上升趋势。2019 年 4 月，为促进城市轨道交通行业技术进步和产业升级，住建部编制的《城市轨道交通工程新技术指南》中指出“在诸多轨道减振措施中，阻尼弹簧浮置道床是隔振效果最佳、全生命周期可靠性高和性价比最优的特殊减振措施”。根据公开数据统计，地铁线路已开通运营线路中，采用钢弹簧浮置板技术的里程数占总地铁施工工程量的比例呈现逐年上升的趋势，预计未来还将进一步增加。中国科学杂志刊登文章《我国城市轨道交通环境振动影响的研究现况》中提到“为满足城市环境对交通振动控制的需要，在地铁线路上大量采用不同等级的轨道减振措施(分中等、高等和特殊等级三种)，且采取减振措施的铺轨里程不断上升，北京、上海、广州、深圳城市轨道交通线路中，减振措施占全线比例大多在 40%以上，个别线路超过 50%，最近开始建设的北京地铁 16 号线，仅特殊等级的减振措施用量就占全线总长 40%以上”。

得益于国家轨道交通建设的稳步、快速发展，轨道交通减振降噪市场也伴随轨道交通建设在稳步、快速扩展。根据国家城市轨道交通、市郊（城）铁路和城际铁路的发展规划，以及线路采用钢弹簧浮置板作为减振降噪措施的占比和目前市场公开价格进行测算，预计“十四五”期间，钢弹簧浮置板的市場空间在 57-102 亿元之间。

## （2）TOD 上盖噪声与振动治理市场

TOD（transit-oriented development）开发指以公共交通为导向的开发，近十年来，随着我国城市轨道交通飞速发展和城市建设用地的日益紧缺，全国各大城市正在大力开展地铁车辆段 TOD 上盖开发。2020 年 12 月，国务院办公厅转发发改委等单位《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》（国办函〔2020〕116 号）也要求加大市域（郊）铁路沿线和站点及周边土地综合开发强度，积极推广地下空间开发、轨道交通上盖物业综合开发等节约用地的技术和模式，打造站城融合综合体。据不完全统计，全国各大城市正在大力开展 160 多个地铁车辆段上盖物业开发项目，带来相应的减振降噪市场需求预计将达到 60 亿元以上。

## （3）轨道智慧运维与病害治理市场

城市轨道运维与病害治理类服务类市场空间较大。城市轨道交通运维市场与运营里程正相关，根据行业经验，城市轨道交通运营维保支出一般占总投资的 2%~3%，涉及上千亿市场；据此测算，2019 年我国城市轨道交通运维市场规模约为 1,682 亿元，至 2025 年，估算运维市场规模将达到 2,255 亿元（运维成本按总投资的 2.5% 测算），其中轨道维护维修市场规模约 676 亿元。

公司重型调频钢轨耗能装置产品主要用于轨道的病害治理，目前中标单价约为 160 万元/公里左右；“十四五”规划建设城市轨道交通 3,000 公里以及考虑到既有线路的改造及治理需求，如果新建线路和既有线路改造主要都采用相应的治理措施，则该产品的市场空间较大，预计将超过 100 亿元。

## （三）公司亮点

1、公司是城轨交通减振降噪行业领先厂商；京投公司、广州轨交均为公司的主要股东。公司成立于 2010 年，由劳保所、北科创投等共同出资成立；目前获京投公司持有 22.18% 股份、广州轨交持有 11.00% 股份。经过十余年的发展，公司在业内取得了领先地位；公司中标率稳居行业前列，2019-2021 年度，公司按照中标项目里程统计的综合中标率为 22.61%、15.26%、29.36%，整体处于较高水平；公司市场覆盖率水平亦为业内领先，根据城市轨道交通协会数据，截至 2021 年末，全国共有 50 个城市开通轨道交通线路 283 条；而截至招股意向书签署之日，公司参与了 30 多个城市 100 余条线路的建设，市场覆盖率超过 30%。此外，公司获得客户较好认可，截至 2022H1 在手订单金额约为 5.31 亿元，或为公司业绩发展提供较好支持。

2、公司自主研发了阻尼钢弹簧浮置板道床隔振系统等多项技术，打破了外资在高端隔振领域的市场垄断。公司是为推动“阻尼钢弹簧浮置板道床隔振系统”科技成果转化而设立，包括“自主创新阻尼弹簧浮置道床”“唧筒式阻尼结构”和“预制板浮置减振道床”在内的多项创新技术，突破了国外技术的专利壁垒，打破了外资公司在国内城市轨道交通高端隔振领域的技术壁垒和市

场垄断。相关技术转化的产品已成为贡献营收的核心产品，2019-2021年，弹簧浮置道床减振系统、预制式钢弹簧浮置板贡献的营收占比均超过70%，侧面反映了产品在业内具备较强的竞争力。

#### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目以及补充运营资金。

**1、噪声与振动综合控制产研基地建设项目：**项目资金将用于项目所需场地建设，购置先进智能的研发、生产硬件设备及配套软件产品，扩充团队规模，从而实现趋于更高列车运营速度下的浮置板减振降噪成套技术系列产品、城市复杂交通综合环境下 TOD 上盖开发振动噪声防治系列产品、基于震振双控技术创新的民用建筑减隔振技术系列产品、城市轨道交通运营线路轨道振动噪声污染综合治理系列产品、浮置板轨道绿色环保技术系列产品等五大系列产品的研发及产业化。

**2、城轨基础设施智慧运维技术与装备研发及产业化项目：**项目资金将用于购置并装修研发场地，改造现有厂房，购置性能先进、智能化和自动化程度较高的研发及生产所需的软硬件设备，扩充团队规模，从而实现智慧运维信息系统、智慧运维检修装置（轨道动态几何检测装置、线路巡检装置、接触网检测装置、限界检测装置、隧道巡检装置）、运维服务等三大业务板块产品的研发及产业化。

**3、营销及服务网络建设项目：**项目建设地点为广州、上海、西安、深圳、杭州、郑州、武汉、成都八个地区。营销及服务网络建设项目包含 A 类网点（租赁面积 500 平方米为 A 类）、B 类网点（租赁面积 300 平方米为 B 类）两类。其中，A 类网点在广州、上海两个地区建设。B 类网点在西安、深圳、杭州、郑州、武汉、成都六个地区建设。营销及服务网络建设项目主要建设内容包括网点场地的租赁与装修，网点硬件设备采购、销售人员的招募及培训，公司的市场营销推广等。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	噪声与振动综合控制产研基地建设项目	27,919.00	27,919.00	3 年
2	城轨基础设施智慧运维技术与装备研发及产业化项目	14,280.00	14,280.00	3 年
3	营销及服务网络建设项目	3,475.00	3,475.00	2 年
4	补充运营资金	20,000.00	20,000.00	-
	<b>总计</b>	<b>65,674.00</b>	<b>65,674.00</b>	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

#### （五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 3.92 亿元，同比增长 14.28%；实现归属于母公司净利润 0.68 亿元，同比增长 10.10%。根据初步预测，2022 年度，公司预计营业收入为 37,178.17 万元至 51,816.28 万元，同比变动-5.24%至 32.07%；净利润预计为 6,357.84 万元至 8,440.15 万元，

同比变动-6.20%至 24.52%；扣除非经常性损益后的净利润预计为 6,043.13 万元至 8,081.18 万元，同比变动-6.43%至 25.13%。

公司主要提供城市轨道交通、市域/市郊铁路、TOD 上盖等领域提供减振降噪的相关产品；根据产品及应用领域的相似性，选取天铁股份、震安科技作为可比上市公司，其中从主营业务的相似程度来看，我们认为天铁股份与公司的可比性较强。从前述所有可比公司来看，2021 年平均收入规模为 11.92 亿元、PE-TTM(剔除异常值，算数平均)为 36.54X，销售毛利率为 46.34%；相较而言，公司的营收规模及毛利率水平均低于可比公司平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入(亿元)	2021 年收入 增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300587.SZ	天铁股份	125.67	36.54	17.13	38.69%	3.02	54.21%	50.99%	11.99%
300767.SZ	震安科技	113.72	132.44	6.70	15.48%	0.87	-45.58%	41.68%	6.81%
688485.SH	九州一轨	/	/	3.92	14.28%	0.68	10.10%	39.65%	9.67%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （六）风险提示

市场竞争加剧风险、毛利率下滑风险、行业依赖导致市场饱和风险、客户相对集中风险、来自最终业主方为京投公司及广州地铁的收入占比较高的风险、应收账款余额较大带来的流动性风险等风险。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)