

九州一轨 环保设备

6-12个月整体公允估值区间：24.03~26.56亿元

投资价值研究报告

本报告的产生基于分析师对公开资料的见解及分析，独立撰写而成，仅供投资者参考使用，不应作为投资决策的唯一因素。

请自主做出投资决策，自担投资风险。

轨交减振领域专精特新企业，行稳致远

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	343	392	376	459	547
营业收入增长率	43.70%	14.28%	-4.07%	21.93%	19.10%
归母净利润(百万元)	61	68	64	77	95
归母净利润增长率	71.99%	10.10%	-6.08%	21.37%	22.82%
摊薄每股收益(元)	0.545	0.601	0.564	0.513	0.631
每股经营性现金流净额	0.55	0.38	0.14	0.15	0.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.63%	9.67%	8.33%	5.23%	6.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

公司简介

- 九州一轨主营轨交减振降噪相关产品的国产化进程顺利，正积极拓展 TOD 上盖专项防治、轨交智慧运维与病害治理业务。

投资逻辑

- 轨交减振降噪市场释放&国产化进展顺利。根据发展纲要，“十四五”期间规划建设城轨、城际/市域（郊）线路各 3000 公里；在城市声音敏感区范围扩大以及新噪声法出台的政策驱动下，我们预计“十四五”期间两类线路对特殊等级减振产品招标占比将分别提升至 20%/7%以上（21 年数据暂缺，20 年占比分别为 16.6%/6.9%），对应总市场容量区间 91.5~99.6 亿元。公司自研“唧筒式阻尼结构”具备性能优势、相比进口产品价格下降约 66.7%~81.3%，因此获市场认可，19~21 年综合中标率分别为 22.6%/15.3%/29.4%。我们预计公司 22~24 年中标率将稳中有升，分别达 29%/29%/30%。
- 逐渐走出疫情影响，3Q22 业绩重回正轨。公司 1H22 受疫情拖累，营收下滑、费用率提升。Q3 疫情影响逐步消退后单季营收及归母净利润分别同比 +37.8%/+89.6%，显示较强的复苏能力。随着下游施工进度恢复，全年仍有望正常确认收入并使费用率保持相对稳定水平，整体业绩表现重回正轨。
- 募投加大软硬件产品开发。公司拟公开发行 3,757.3016 万股，募集资金 65,674 万元，其中主要用于噪声与振动综合控制产研基地建设项目、城轨基础设施智慧运维技术与装备研发及产业化项目（合计 42,199 万元），用于加强研发投入和新业务拓展。

盈利预测与估值

- 我们预计公司 2022~2024 年营收为 3.76、4.59、5.47 亿元，归母净利分别为 0.64、0.77、0.95 亿元，同比-6.08%、+21.37%、+22.82%。因轨交存量线路减振、运维及病害治理需求长期存在、公司构筑了良好的竞争壁垒并积极开拓新业务，我们将永续增长率设为 1.5%。
- 截至 12 月 13 日，中证指数有限公司发布的“N77 生态保护和环境治理业”行业最近 1 个月平均静态 PE 为 18.77 倍。预计公司上市后 6-12 个月远期整体公允价值区间为 24.03~26.56 亿元。假设本次发行 3,757.3016 万股，发行后总股本为 15028.90 万股，该市值对应公司发行后每股 15.99~17.67 元，对应 2021 年按归母净利润算 PE 35.50~39.24 倍，按扣非归母净利润算 PE 37.21~41.13 倍，对应 2022 年预测 PE 为 37.80~41.78 倍。

许隽逸 分析师 SAC 执业编号：S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

风险提示

- 市场竞争加剧导致盈利水平下降；客户相对集中风险；新业务开拓风险；疫情反复对经营业绩影响风险；二级市场、所属行业和可比公司波动风险等。

内容目录

1、行业分析：轨交减振降噪属技术密集型行业	5
1.1 轨交建设+噪声防治趋严，打开减振降噪市场	5
1.2 国产替代进程顺利，自主创新开发新技术路线	8
1.3 TOD上盖+轨交智慧运维与病害治理促行业发展	11
2、公司分析：轨交减振降噪龙头，自研核心技术	13
2.1 专：深耕轨交减振，核心技术产业化推动发展	13
2.2 精：专注精细管理，短期业绩暂受疫情影响	16
2.3 特：卓越产品性能，引领产品进军新兴市场	19
2.4 新：一体化&数字化开创轨交领域商业新模式	21
2.5 公司行业地位及可比公司比较	23
3、募投项目分析	28
3.1 资金运用概况	28
3.2 募投项目基本情况与建设意义	28
4、盈利预测与估值	29
4.1 盈利预测	29
4.2 相对估值	34
4.3 绝对估值	36
4.4 整体估值结论	38
5、风险提示	39
5.1 经营风险	39
5.2 技术风险	41
5.3 财务风险	42
5.4 内控风险	43
5.5 募集资金运用风险	44
5.6 市场波动风险	44

图表目录

图表 1：2013~2025E 国内城轨运营总里程及年均增速/年均复合增速	5
图表 2：截至 2021 年末，21 个城市 50 条线路中已采用的不同等级减振措施占比情况	5
图表 3：2020 年全国“生态环境信访投诉举报管理平台”噪声举报情况	6
图表 4：噪声防治法律出台	6
图表 5：城轨、市域（郊）线路特殊等级产品历史招标占比及预测（21 年数据暂无法直接获得）	7
图表 6：行业历史招投标数据表明的不同轨交类型、减振产品需求占比及单价情况（21 年数据暂无法直接获得）	7
图表 7：“十四五”不同轨交类型、不同减振产品的市场容量预测（三种情景假	

设)	8
图表 8: 减振效果与轨道运行安全存在矛盾关系	9
图表 9: 行业内主要参与者情况	9
图表 10: 轨交减振降噪系统平均价格区间下调 (万元/公里)	10
图表 11: 市场主流的两类减震方案 (轨交特殊减振等级)	10
图表 12: 中国城轨 TOD 指数排名	11
图表 13: TOD 上盖开发相关政策	11
图表 14: “十四五”TOD 上盖开发市场空间预测	12
图表 15: 国内智慧城轨建设蓝图	13
图表 16: 细分市场容量汇总	13
图表 17: 公司发展历程	14
图表 18: 公司核心产品简介	15
图表 19: 公司新产品简介	15
图表 20: 公司股权结构 (截至公司招股说明书签署)	16
图表 21: 董事会成员背景	16
图表 22: 2018 年至 1~3Q22 公司营业总收入 (左轴) 及增速 (右轴)	17
图表 23: 2018 年至 1~3Q22 公司归母净利润 (左轴) 及增速 (右轴)	17
图表 24: 2018-1H22 公司主营收入构成 (按产品, %)	17
图表 25: 2018-1H22 公司主营收入构成 (按业务, %)	17
图表 26: 2018~1H22 公司分产品毛利率情况 (%)	18
图表 27: 2018-1H22 公司销售费率、管理费率情况 (%)	18
图表 28: 2018 年至 1~3Q22 公司经营现金流净额	19
图表 29: 2018 年至 1~3Q22 公司资产负债率情况	19
图表 30: 公司产品研发流程	19
图表 31: 基于大数据的数值仿真、分析、预测技术体系和平台示意图	20
图表 32: 公司目前在研项目情况	20
图表 33: 2018~1H22 公司研发费用情况 (左轴, 百万元) 及研发费率 (右轴, %)	21
图表 34: 2018~1H22 公司营收分布情况 (按地区, %)	21
图表 35: TOD 上盖专项防治一体化业务示意图	22
图表 36: 轨道运维与病害治理业务示意图	22
图表 37: 2019~2021 年公司前五大客户情况	23
图表 38: 公司减振系统产品性能比较	24
图表 39: 可比公司从事业务 (产品情况)	25
图表 40: 可比公司营收规模比较 (百万元)	25
图表 41: 可比公司净利润规模比较 (百万元)	25
图表 42: 可比公司营收增速比较 (%)	26
图表 43: 可比公司毛利率比较 (%)	26
图表 44: 可比公司净利率比较 (%)	26

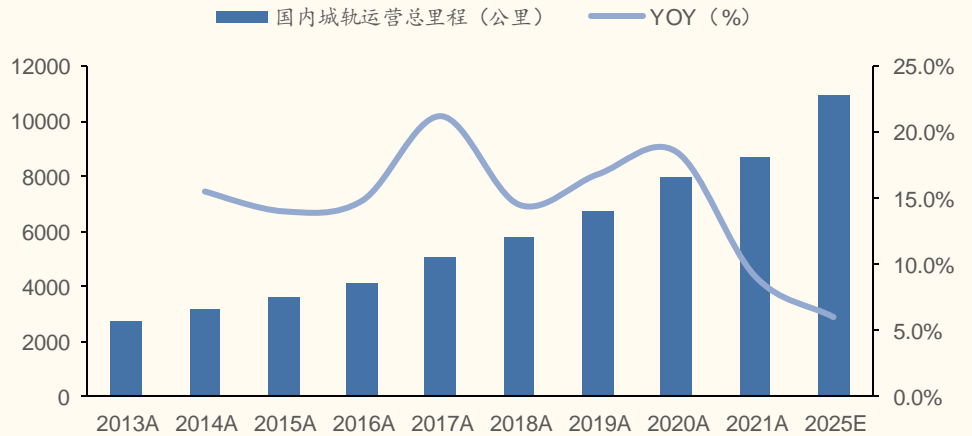
图表 45: 可比公司销售费用率比较 (%)	27
图表 46: 可比公司管理费用率比较 (%)	27
图表 47: 可比公司研发费用率比较 (%)	27
图表 48: 可比公司资产负债率比较 (%)	27
图表 49: 可比公司应收账款周转率 (次/年) 比较.....	28
图表 50: 可比公司存货周转率 (次/年) 比较.....	28
图表 51: 公司募投项目一览表.....	28
图表 52: 公司 2021~2024 年钢弹簧减振产品业务收入情况及预测详表	31
图表 53: 公司 2019-2024 年主营业务收入拆分, 及未来盈利预测 (单位: 百万元)	32
图表 54: 产品涉及的主要金属原材料——钢材、铝材价格指数走势.....	33
图表 55: 可比公司从事业务 (产品情况)	35
图表 56: 相对估值表 (截至 2022 年 12 月 13 日)	36
图表 57: 绝对估值法假设条件 (折现率计算)	37
图表 58: 公司绝对估值法估值结果 (百万元)	38
图表 59: DCF 法估值敏感性分析 (百万元)	38
图表 60: 公司业务收入增速敏感性分析 (百万元)	39
图表 61: 公司业务毛利率敏感性分析.....	40
图表 62: 公司计提存货跌价准备比例的敏感性分析.....	43

1、行业分析：轨交减振降噪属技术密集型行业

1.1 轨交建设+噪声防治趋严，打开减振降噪市场

- 轨交投资建设进入新阶段，“十四五”期间规划建设目标已明确。根据中国城市轨道交通协会数据：截至 2021 年底，中国内地累计运营里程达 8708 公里，运营线路达 269 条，当年新增里程 729.8 公里，同比增速已放缓至 9.1%。根据《“十四五”规划纲要》，“十四五”期间，预计新增城市轨道交通运营里程 3000 公里，GAGR 为 6%。另新增城际铁路和市域（郊）铁路运营里程 3000 公里。

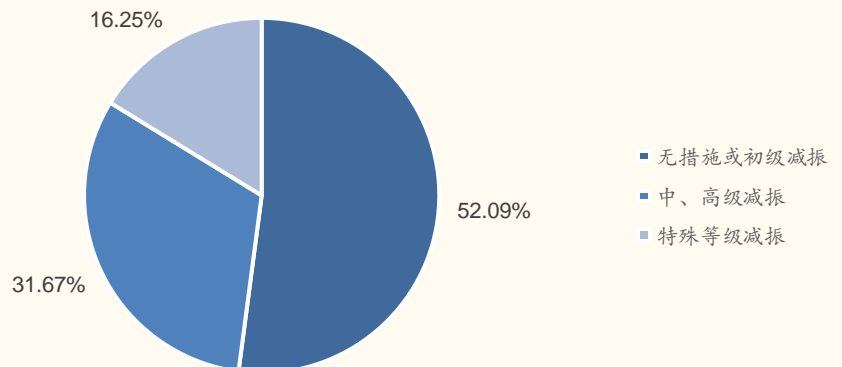
图表 1：2013~2025E 国内城轨运营总里程及年均增速/年均复合增速



来源：中国城市轨道交通协会，国金证券研究所 注：2025 年增速数据为 2021-2025 年期间年均复合增速 6%

- 轨交减振降噪需求突出，于大城市体现尤为显著。轨交减振需求来源于项目环评中的敏感区划定，由于一线、特大城市的城市核心区范围较大、土地利用密度较大，敏感区范围也相对更大。经统计截至 2021 年末北京、上海、深圳、广州等 21 个城市的 50 条地铁线路的《项目环境影响评价报告书》，结果表明：需要采用中等以上减振措施的线路里程占线路总里程的比例近一半，达到 47.91%；其中，中、高级减振占比 31.67%，特殊减振占比 16.25%。公司钢弹簧浮置板减振方案主要满足特殊减振需求，同时也已完成中高等级减震产品的研发。

图表 2：截至 2021 年末，21 个城市 50 条线路中已采用的不同等级减振措施占比情况

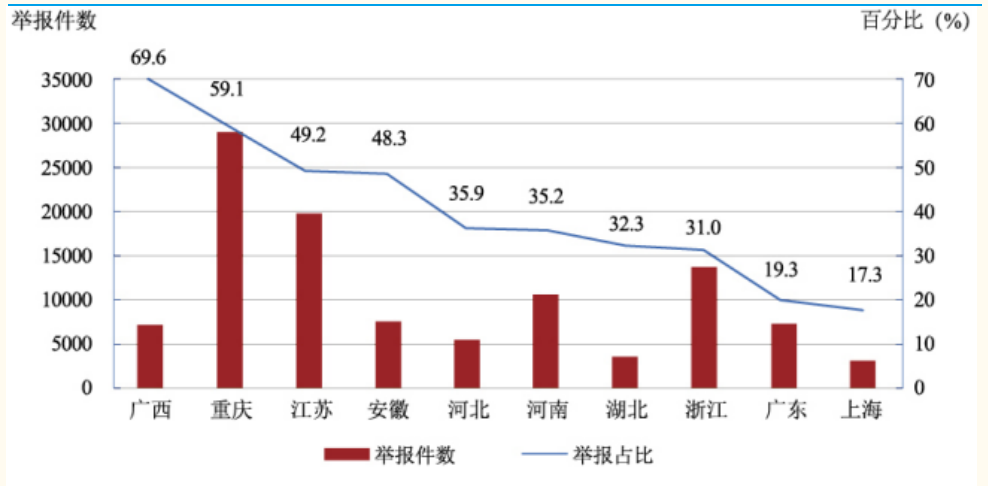


来源：项目环境影响评价报告书，国金证券研究所

- 噪声污染关注提高，新噪声法出台推动行业发展。除环评敏感区划定外，噪声污染投诉量增多也促使了减振降噪需求的增加。噪声污染根据我国每

年发布的《中国噪声污染防治报告》统计，近 10 年来，噪声污染投诉连续占据总环境投诉量的前两位，达到 38% 以上。2020 年，全国“生态环境信访投诉举报管理平台”统计数据显示，涉及噪声的举报占比为 41.2%，位列各环境污染要素的第 2 位，相比 2019 年的 38.1% 举报占比有所增加。从区域分布看，广西、重庆的环境噪声投诉举报占本地各类环境污染举报的比例均超过 50%。

图表 3: 2020 年全国“生态环境信访投诉举报管理平台”噪声举报情况



来源：生态环境信访投诉举报管理平台，国金证券研究所

- 环保立法推动减振降噪行业发展，振动噪声防护及治理已成为市场刚需。《中华人民共和国噪声污染防治法》（新噪声法）于 2022 年 6 月 5 日实施，具体包括：
 - 1) 政府责任明确：住建部审批、县级以上地方人民政府制定的综合执法部门责令改正或罚款。
 - 2) 监管范围扩大：将工业生产、建筑施工、交通运输和社会生活中所产生的干扰周围生活环境的声音界定为噪音，明确新建、改建和扩建经过已有噪声敏感建筑物集中区域的轨道交通线路，应当在可能造成噪声污染的重点路段设置声屏障或者采取其他减少振动、降低噪声的有效措施，以符合有关交通基础设施工程技术规范及标准要求。

图表 4: 噪声防治法律出台

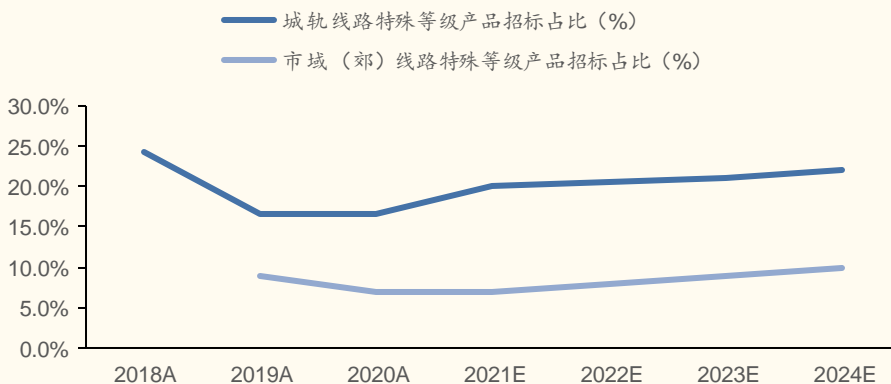
优化点	新版	旧版
明确了政府责任	生活噪音由多部门管辖变为由住建部主管审批，由县级以上地方人民政府制定的综合执法部门责令改正或罚款。	不涉及
事后惩戒转变为源头防控	各级人民政府在制定国土空间规划和交通运输等相关专项规划时，要综合考虑公路、城市道路、铁路、城市轨道交通线路等对周围地区声环境的影响。	未将噪声污染防治纳入城市规划
污染防治对象	从固定源拓展到移动源，如轻轨、地铁、风电等	工业噪声

来源：《中华人民共和国噪声污染防治法》，国金证券研究所

- 特殊等级减振降噪产品招标占比有望提升。根据公司公告，历史招投标数据显示城轨线路 2018~2020 年特殊等级产品招标占比分别为 24.2%、16.5%、16.6%；市域（郊）线路 2019~2020 年特殊等级产品招标占比分别为 8.8%、6.9%。我们认为随着《中华人民共和国噪声污染防治法》（新噪声法）的实施，各地对于轨交减振降噪的重视程度将会有所加强，政策驱动作用不容忽视；同时，伴随城市发展，市内噪声敏感区范围也会随着核心区范围的扩大而变大，对特殊等级减振降噪产品的需求也会随之提升。因此，我们预计 2021~2024 年城轨线路特殊等级产品招标占比分别达

20.0%/20.5%/21.0%/22.0%；市域（郊）线路特殊等级产品招标占比分别达 7.0%/8.0%/9.0%/10.0%。（21 年数据暂无法直接获得，故采用预测值）

图表 5：城轨、市域（郊）线路特殊等级产品历史招标占比及预测（21 年数据暂无法直接获得）



来源：公司公告，国金证券研究所

- “十四五”政策、产品齐发力，塑造百亿轨交减振降噪产品市场。
 - 减振降噪产品市场空间预测：减振产品市场空间=规划里程*各类减振产品需求占比*市场单价
 - ✓ 城市轨道交通减振产品中，2020 年钢弹簧特殊等级产品使用里程约占全线 17%，由于需求提升幅度与城市发展情况相关，而各年轨交招标量分布不一，我们基于悲观/中性/乐观三种情景下预测：特殊等级减振类产品使用里程比例在“十四五”期间悲观/中性/乐观三种情景下分别为 20%/21%/22%，平均单价约为 600 万元/公里。
 - ✓ 市郊铁路减振降噪产品使用量偏低，2020 年钢弹簧特殊等级产品使用量约占全线 7%，由于需求提升幅度与城市发展情况相关，而各年轨交招标量分布不一，我们基于悲观/中性/乐观三种情景下预测：特殊等级减振类产品使用里程比例在“十四五”期间悲观/中性/乐观三种情景下分别为 7%/8%/10%，平均单价约为 500 万元/公里。
 - ✓ 根据公司公告数据，中高等级减振产品假设在各类线路中综合使用比例约 25%（假设“十四五”期间该比例不变），单价约 300 万元/公里（由于产品非预制式，单价相对较低）。

图表 6：行业历史招投标数据表明的不同轨交类型、减振产品需求占比及单价情况（21 年数据暂无法直接获得）

	2018A	2019A	2020A	三年平均	
总招标里程（千米）	305.5	352.7	136.2	268.6	
城市轨交					
招标里程（千米）	305.5	342.3	124.1	257.3	
招标地铁线路总里程（千米）	1,263.5	2,080.8	749.8	1,364.7	
钢弹簧特殊等级减振措施的招标里程/招标线路总里程比例	24.2%	16.5%	16.6%	18.9%	
市场单价（万元/千米）	钢弹簧浮置道床减振系统	545.6	424.5	391.1	453.7
	预制式钢弹簧浮置板	1,016.1	857.8	772	882
城际、市域（郊）轨交					
招标里程（千米）		10.4	12.1	11.3	
招标线路总里程（千米）		118.8	175.5	147.2	
钢弹簧特殊等级减振措施的招标里程/招标线路总里程比例		8.8%	6.9%	7.7%	
市场单价（万元/千米）	钢弹簧浮置道床减振系统		555	543	549
	预制式钢弹簧浮置板				

来源：公司公告，国金证券研究所

- 结论：三种情景假设下，“十四五”期间市场总容量约为 91.5/94.8/99.6 亿元。其中钢弹簧特殊等级产品 46.5/49.8/54.6 亿元、中高等级产品 45 亿元。

图表 7：“十四五”不同轨交类型、不同减振产品的市场容量预测（三种情景假设）

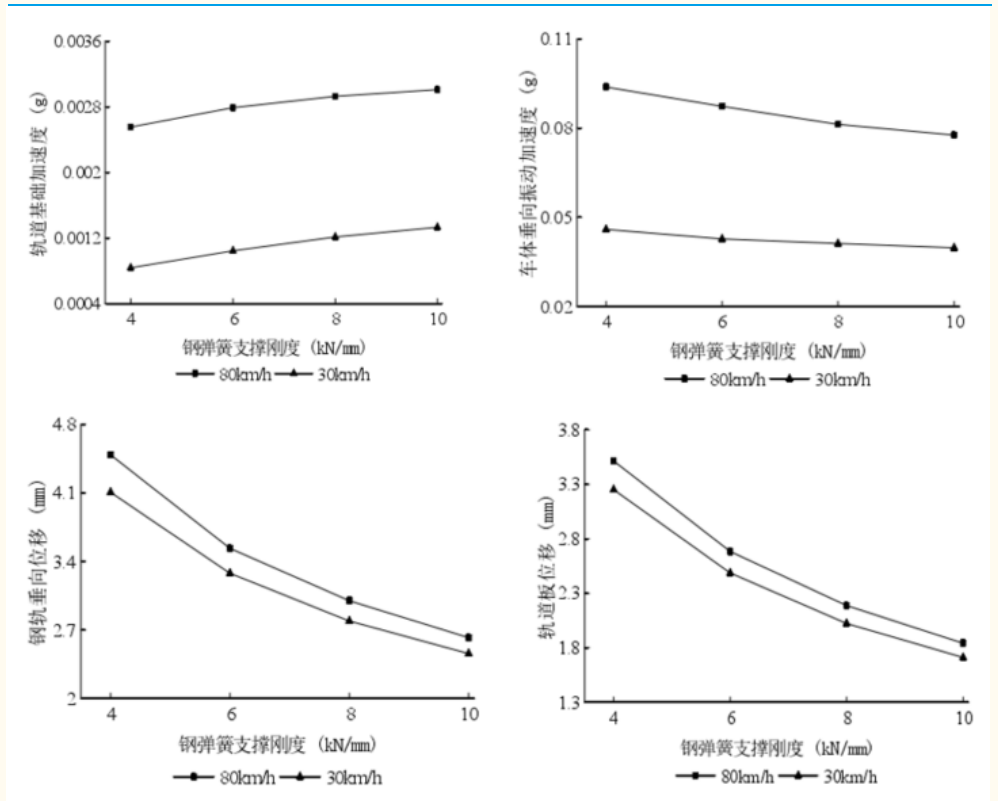
产品类型	钢弹簧特殊等级产品						其他中高等级产品			市场总容量（亿元）
	城市轨交			城际、市域（郊）铁路			城市轨交+城际、市域（郊）铁路			
	“十四五”线路总里程（公里）	产品使用里程（公里）	市场容量（亿元）	“十四五”线路总里程（公里）	产品使用里程（公里）	市场容量（亿元）				
悲观	3000.0	600.0	36.0	3000.0	210.0	10.5	6000.0	1500.0	45.0	91.5
中性	3000.0	630.0	37.8	3000.0	240.0	12.0	6000.0	1500.0	45.0	94.8
乐观	3000.0	660.0	39.6	3000.0	300.0	15.0	6000.0	1500.0	45.0	99.6

来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 国产替代进程顺利，自主创新开发新技术路线

- 技术难点：减振效果与轨道运行安全存在矛盾关系。轨道系统是大系统的重要组成部分之一。轮轨之间产生的振动传递到钢轨，钢轨通过扣件部分将振动传递到点支撑浮置板减振轨道，点支撑浮置板减振轨道最终会通过点支撑浮置板将振动传递到轨道基础。在有关城市轨交减振轨道刚度参数的研究中，结果表明：
 - 1) 当点支撑浮置板支撑刚度越低，轨道基础加速度越小，即轨道基础振动越小，减振效果越好；
 - 2) 但同时，刚度降低使得包括车体振动加速度、钢轨位移、轨道板位移等在内的安全性指标表现均变差，脱轨风险升高。尤其在正线 80km/h 时速下，为达到更好的减震效果，矛盾进一步突出。
- 结论：核心技术体现为分场景研发，能够兼顾减振性能和轨道运行安全的产品，产品开发需基于轮轨关系的原理研究。

图表 8: 减振效果与轨道运行安全存在矛盾关系



来源:《中华人民共和国噪声污染防治法》, 国金证券研究所

- 新进入者增多, 行业国产化率提高。2001 年, 德国隔而固将在国外成熟应用的钢弹簧浮置道床隔振技术引入到北京地铁 13 号线以来, 在国内形成了上百年的市场垄断。其在产品结构设计和阻尼剂成分设计方面均较为领先, 并同时构筑了专利保护体系和供应链体系。如今, 随着国内企业在关键技术上的突破, 行业参与者类型增多, 主要参与者中既有专注钢弹簧浮置板减振企业、也有从中高端橡胶减振产品向钢弹簧产品延申拓展企业。

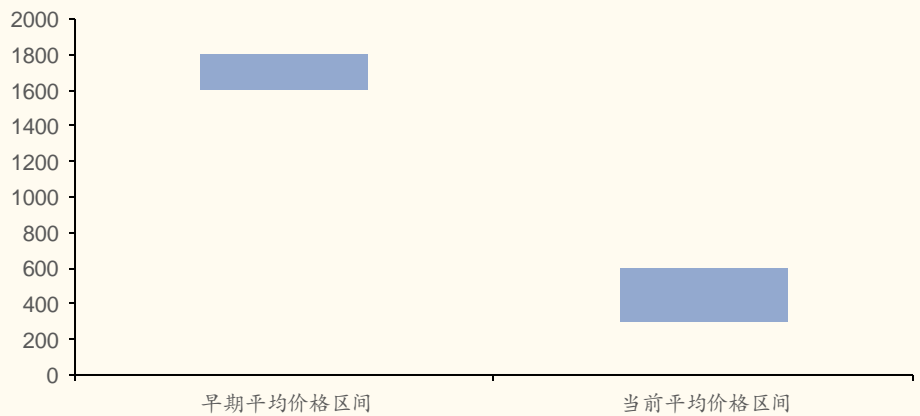
图表 9: 行业内主要参与者情况

公司名称	行业内相关领域的进展情况	备注
隔而固	2004 年 6 月, 德国隔而固集团青岛子公司成立, 率先把钢弹簧浮置板技术引入中国, 具有较强的技术实力和品牌影响力。产品覆盖多个工业和民用领域	技术实力和品牌影响力均较强
道尔道	成立于 2014 年 3 月, 钢弹簧浮置板道床已在国内 30 多个城市, 100 多条轨道交通线路中广泛使用	市场竞争力较强
上海同研	成立于 2009 年 2 月, 钢弹簧浮置板产品在上海、成都、天津、杭州等工程中应用	上海地区市场竞争力较强
天铁股份	2019 年开发了钢弹簧项目, 完善了橡胶弹簧、钢轨吸振器等项目	主营橡胶减振, 钢弹簧浮置板属拓展业务
时代新材	2018 年完成了预制式钢弹簧浮置板道床的技术研究和产品研发, 2019 年中标北京、上海项目	主营新材料, 钢弹簧浮置板属拓展业务

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 国产化推动市场价格合理化。随着外资公司产品的市场垄断被打破后, 市场价格趋于合理化, 地铁减振降噪系统的平均价格从早期的 1600~1800 万元/公里下降到目前的 300~600 万元/公里 (此价格包含中高、特级减振产品), 降幅达 66.7%~81.3%, 大幅度降低了地铁建设成本。

图表 10: 轨交减振降噪系统平均价格区间下调 (万元/公里)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 针对特殊减振等级需求, 新技术路线已具备优越性。目前市场上同时存在应用两条技术路线的钢弹簧浮置板减振产品, 分别为以九州一轨为代表的“唧筒式阻尼结构”和隔而固公司为代表的“浸泡式阻尼结构”。两种技术路线各有优劣, 但总体来看, 唧筒式阻尼结构更胜一筹:

- 1) 结构加强了水平刚度, 对后期次生病害病发率的下降
- 2) 工程实际过程中的案例, 施工过程中的误差调整余地更大

图表 11: 市场主流的两类减震方案 (轨交特殊减振等级)

项目	浸泡式阻尼结构	唧筒式阻尼结构
图示		
主要结构	壳体、弹簧、阻尼剂。弹簧壳体中设置液体阻尼材料, 弹簧仅下部浸在液体阻尼材料中。	隔振器中部设有 (唧筒式) 阻尼筒, 阻尼筒内置阻尼剂。该阻尼筒跟随弹簧上下运动, 与阻尼剂直接作用, 产生阻尼力。为隔振器阻尼的主要结构。
优势	同样尺寸可实现套簧结构, 提高隔振器刚度 (承载能力)。	阻尼比可设计范围大, 可根据需要灵活调整, 具有应急限位功能。

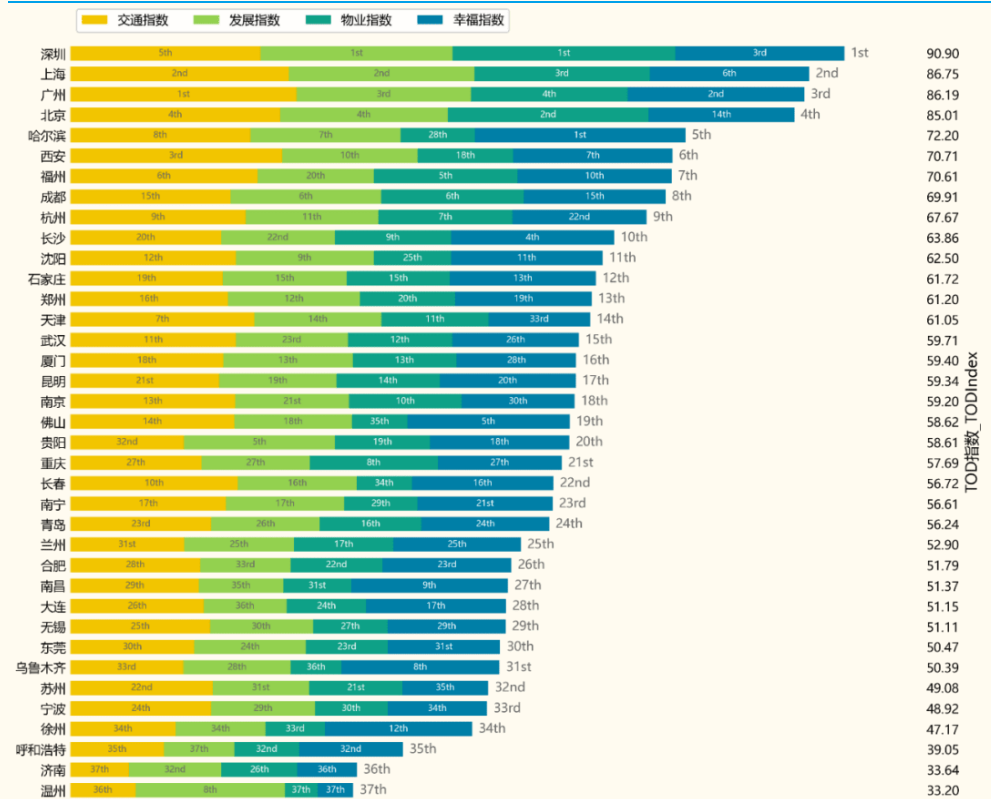
劣势	阻尼作用偏小、阻尼材料用量大、无应急限位功能；且防水不可靠。	设计、加工精度要求高，无法实现套簧结构，单簧突破极限卷绕比，对弹簧材质和生产工艺要求较高。
----	--------------------------------	---

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 TOD 上盖+轨交智慧运维与病害治理促行业发展

- TOD 模式已经成为助推城市发展的重要动力。近十年来，全国各大城市正在大力开展地铁车辆段 TOD 上盖开发，本质是在城市核心区土地资源趋于紧张的背景下，加大土地的集约化利用，同时激发城市活力。特大城市 TOD 模式发展领先。北、上、广、深四大城市 TOD 指数排名位居前列。

图表 12：中国城轨 TOD 指数排名



来源：《中国城轨 TOD 指数》，国金证券研究所

- TOD 上盖开发具有“轨道交通+居民/商业楼宇”双重性，其振动与噪声控制的优劣直接关系到居民生活品质和上盖物业的商业价值。随着 TOD 上盖项目减振降噪技术逐渐成熟，相应鼓励政策在近两年陆续出台。

图表 13：TOD 上盖开发相关政策

时间	机构	政策法规	政策内容
2021.4	发改委	《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	建设轨道上的城市群和都市圈，探索推行混合产业用地供给、分层开发、立体开发和以公共交通为导向的开发（TOD）等模式
2021.2	国务院	《国家综合立体交通网络规划纲要》	构建现代化高质量国家综合立体交通网络

2020.12	发改委	《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》	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。
---------	-----	-------------------------	---

来源：国务院、发改委，国金证券研究所

- TOD上盖专项防治市场空间=轨交规划里程*需求占比*市场单价
- ✓ 根据行业经验，按新增轨道交通线路每21公里建设一座车辆段或停车场测算，全国“十四五”TOD项目约142个；
- ✓ 根据公司目前签订或中标的广州陇枕、官湖和北京东坝三个TOD专项治理项目，三个合同额或中标额分别为3,000万元、2,300万元和6,200万元，按三个项目的平均价格3,800万元测算；单个项目50万平方米，则单位价格为76元/平米。
- ✓ 结论：“十四五”期间市场总容量54亿元；北京地区总容量4.9亿元，占比9.1%。

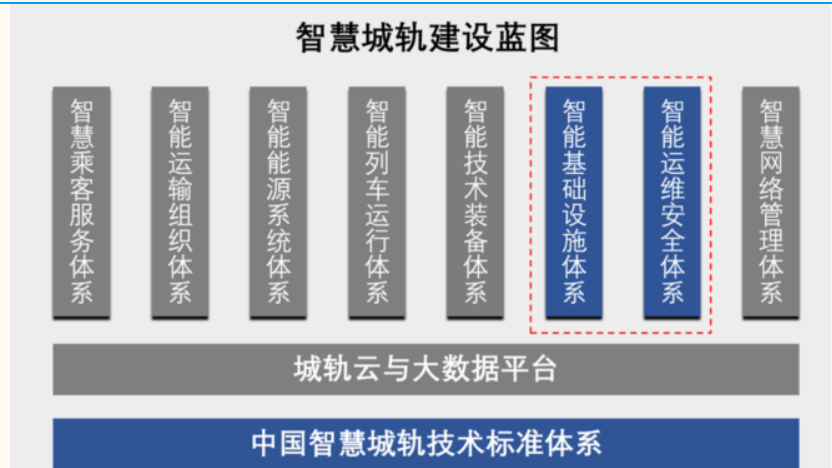
图表 14：“十四五”TOD上盖开发市场空间预测

地区	地铁里程	TOD项目数	建筑规模（万平方米）	平均单位价格（元/平方米）	合同额（亿元）
北京	273	13	650	76	4.9
广州	245	11	550		4.2
上海	231	11	550		4.2
成都	177	8	400		3.0
西安	170	8	400		3.0
武汉	165	7	350		2.7
郑州	159	7	350		2.7
厦门	105	5	250		1.9
国内其他城市	1475	72	3600		27.4
全国合计	3000	142	7100		54.0

来源：中国城市轨道交通协会，国金证券研究所

- 智慧城轨趋势明确。2020年3月12日，中国城市轨道交通协会印发《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，在智慧城轨建设蓝图中，智能基础设施体系和智能运维安全体系是其组成部分。
- ✓ 智慧运维市场：城市轨道交通运维市场与城市轨道交通的总投资成一定的比例关系。根据行业经验，城市轨道交通运维支出一般占总投资的2%~3%（取中位数2.5%），其中维护维修占运维成本的15%-20%（取18%）。轨道线路直接维修约占总维护维修成本的5%，人工费按每公里轨道线路需维修工2人计算。由此测算，全国“十四五”轨道线路维修市场规模合计约为260亿元（人工费按15万/人/年计算）。

图表 15: 国内智慧城轨建设蓝图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 基于轮轨关系的复杂性，城轨病害治理属刚需。
- ✓ 病害治理市场：综合九州一轨在北京地铁、郑州地铁病害治理中采用的钢轨阻尼、线路精调、浮轨扣件、廓形打磨等治理手段，大致预估各线路需治理里程占全线的 5.25%，各手段平均成本约为 220 万元/公里。由此测算，当 2025 年全国地铁运营里程预计达 1.04 万公里，对应病害治理需求约 2407 公里，对应市场空间约 53 亿元。
- 综上所述，围绕轨交减振、运维、病害治理及 TOD 上盖，“十四五”期间中性假设下的市场容量合计达 461.8 亿元。受益于轨交“十四五”运营里程进一步延长，以及新噪声法的出台，轨交减振降噪产品市场前景良好；受益于轨交运营里程存量的扩大与信息化、数字化的发展方向，智慧运维及病害治理市场将快速发展；受益于 TOD 上盖模式的推广，振动噪声专项防治市场空间随之释放。

图表 16: 细分市场容量汇总

市场类型		“十四五”市场容量 (亿元)	行业驱动因素
轨交减振降噪	钢弹簧减振(特殊等级)	49.8 (中性假设)	1) 轨交“十四五”增量 2) 噪声监管趋严
	中高等级减振	45	
轨交智慧运维及病害治理	智慧运维	260	1) 轨交存量规模扩大 2) 轨交信息化、数字化趋势
	病害治理	53	1) 轨交存量规模扩大
TOD 上盖专项防治		54	1) TOD 上盖模式增量
合计		461.8	

来源：公司公告、中国城市轨道交通协会，国金证券研究所

2、公司分析：轨交减振降噪龙头，自研核心技术

2.1 专：深耕轨交减振，核心技术产业化推动发展

- 公司所处行业分类：根据证监会发布的《上市公司行业分类指引》(2012 年修订)，公司所处行业为第 N77 类：“生态保护和环境治理业”，其子行业为噪声与振动控制行业，是环保产业的组成部分。根据国家统计局《国民经济行业分类 (GB/T4754-2017)》，公司属于 N7727“噪声与振动控制服务”，同时也属于 C3591 类：“环境保护专用设备制造”。
- 公司成立于 2010 年，专注减振降噪行业前沿的新技术、新产品研发。通过“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”为代表的多项创新技术，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。公司发展基于新产品的持续研发和产业化。公司入选北京市 2021 年度第一批专精特新“小巨人”企业名单；入选工信部第三批专精特新“小巨人”企业公示名单。

1) 业务初创期（2010 年至 2011 年）

- 公司作为股权激励科技创新示范单位之一，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。公司确立自主创新的技术路线，突破了外资产品的专利壁垒，实现了相关技术的自主可控。业务上中标了北京 10 号线、武汉 2 号线、哈尔滨 1 号线、郑州 1 号线和西安 1 号线项目，实现了公司科研成果产业化的突破。
- 2011 年 8 月，劳保所把部分无形资产出资转让给公司技术和管理骨干，同时引入国奥时代、曹卫东、李凡华等新的经营团队，促使公司建立更为合理的股权结构和更为有效的治理方式，使各方积极性得到了充分的发挥。

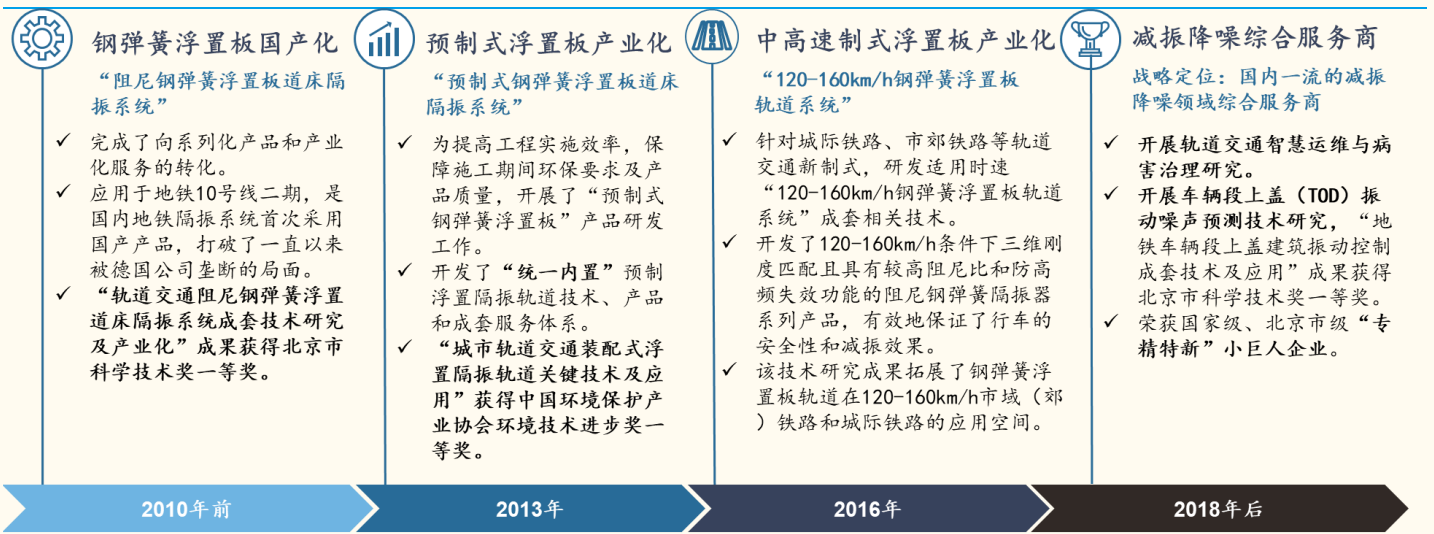
2) 业务拓展期（2012 年至 2016 年）

- 这期间，公司业务从北京起步，在天津、广州和深圳等十余个城市陆续取得突破，成为了城市轨道交通减振降噪主要产品提供商之一，并迎来快速发展，这五年累计签订的业务合同规模超过 6 亿元。

3) 业务提升、发展期（2016 年至今）

- 公司通过增资扩股和老股转让等方式引入了京投公司、广州轨交成为公司的重要股东。在股东的支持下，公司城市轨道交通减振降噪业务得到了进一步的发展，业务拓展到全国 30 多个城市，产品也从单一的隔振器扩展到预制式钢弹簧浮置板、声屏障、隔离式高弹性减振垫、重型调频钢轨耗能装置等，并积极开展了 TOD 上盖开发振动噪声专项防治、轨道智慧运维与病害治理、市域（郊）铁路的噪声与振动治理和建筑减振降噪等主营业务。

图表 17: 公司发展历程



来源：公司官网、国金证券研究所



- 专注减振，丰富产品序列增厚营收。钢弹簧减振系统是最初落地的产品，核心是其中的隔振器；后续进一步开发了可工厂预制的产品。当前，随着进一步开拓轨交中高等级减振降噪业务、轨交智慧运维和 TOD 上盖专项治理业务、以及有计划开拓的建筑减振业务，还研产了隔离式减振垫、声屏障、等重型调频钢轨耗能装置等新产品。

图表 18: 公司核心产品简介

产品名称	产品示意图	产品简介	应用领域
钢弹簧浮置道床减振系统		由关键核心部件阻尼弹簧隔振器和其他配件组成	(1) 城市轨道交通特殊等级（液体阻尼）和高等级（固体阻尼）的轨道减振降噪工程； (2) 市域（郊）铁路、都市快轨、城际铁路等
预制式钢弹簧浮置板		(1) 隔振器外套筒浇筑在预制板中，与内套筒组合为成套的带隔振器的预制板道床； (2) 工厂预制、模块化设计	

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

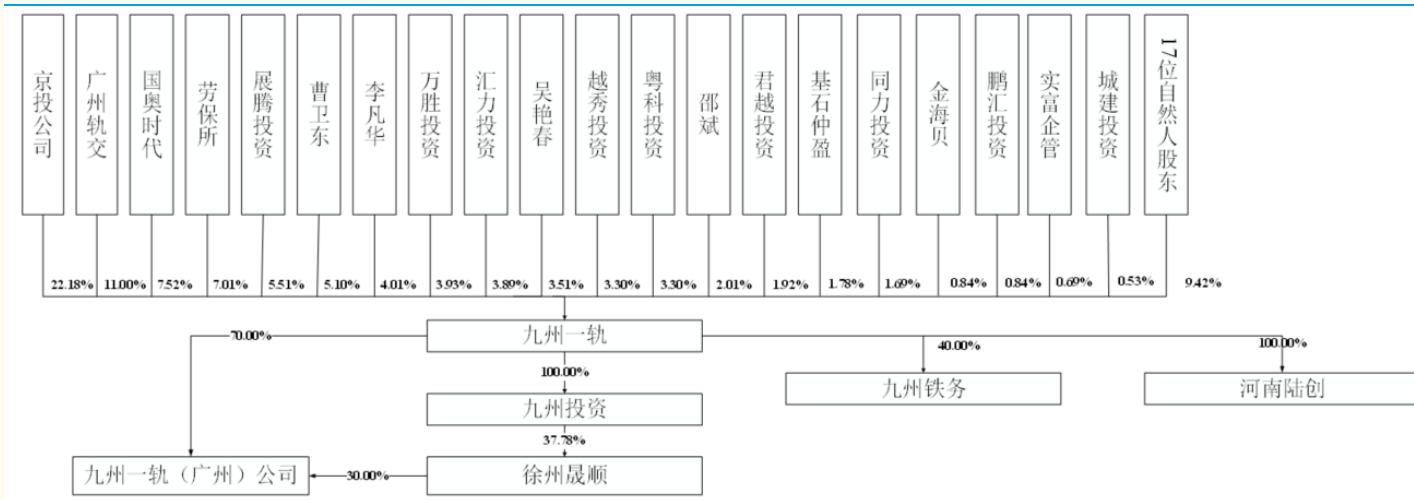
图表 19: 公司新产品简介

隔离式高弹性减振垫	重型调频钢轨耗能装置	声屏障	大荷载阻尼弹簧隔振器
			
采用耐老化的高性能天然橡胶材料制造而成，经高温、低温、浸水、冻融等工况检验，性能稳定。连续拱形锥台设计，优化结构应力分布， 提高结构整体稳定性，满足钢轨挠曲变形要求。	产品安装于 钢轨轨腰 ，用于调整原轨道系统的动力特性，改变轮轨谐振频率、大幅提高钢轨振动衰减率，进而减振降噪，并减缓波磨发展，有效防治钢轨波磨，延长钢轨打磨周期。	主要用于 阻断噪声的传播途径，保护敏感建筑 ，从结构上可分为直立声屏障、半封闭声屏障和全封闭声屏障；从功能上可以分为声波干涉型、金属吸声型和透明的隔声窗型。	主要用于建筑物、桥梁、电厂、机场等建筑隔振和空调机组、锻锤、破碎机、压力机、发动机、汽轮发电机组等 动力机器及设备的主动隔振 ，也可用于光刻设备、三坐标测量仪、精密车床、天平 等精密仪器及设备的高精度被动隔振以及高速冲床等特殊隔振需求。

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

- 立足研发，始于核心技术成果转化。公司最初于 2010 年由北京市科学技术研究院、北京市科学技术研究院城市安全与环境科学研究所（北京市劳动保护科学研究所）合力建设，技术背景深厚。
- 着眼成长，联手产业资本开拓市场。2014 年后逐步引入市场化基金和产业资本。截至公司招股说明书签署日，京投公司是公司第一大股东，与其一致行动人合计持有公司 23.96% 的股份。广州轨交是公司第二大股东，持有公司 11.00% 的股权，广州地铁持有广州轨交 17.33% 的合伙企业出资份额。京投公司、广州地铁分别是北京市人民政府、广州市人民政府的全资一级子公司，是北京、广州城市轨道交通项目的最终业主方，产业资本背景雄厚。

图表 20: 公司股权结构 (截至公司招股说明书签署)



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

- 人才协同，组织多背景人才董事会。董事会成员中多数董事均在主要股东京投公司、国奥时代、广州轨交、劳保所、越秀投资担任要职。

图表 21: 董事会成员背景

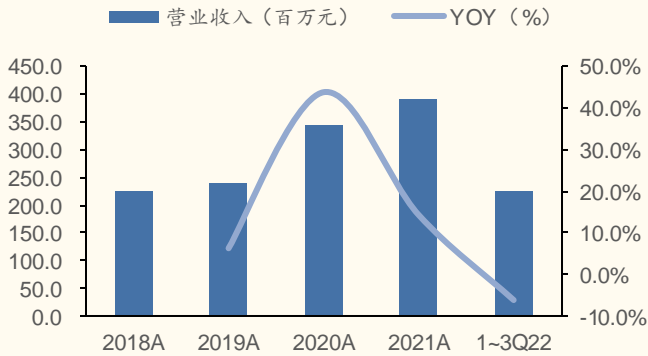
姓名	职务	提名人	提名单位所任职务
任宇航	董事长	京投公司	董事会秘书(总经理助理级)兼投资发展总部总经理
曹卫东	董事	国奥时代	/
刘建红	董事	京投公司	土地开发事业部总经理
郑家响	董事	广州轨交	广州汇垠天粤股权投资基金, 任助理总经理
魏志勇	董事	劳保所	副所长
赖嘉俊	董事	越秀投资	董事总经理兼股权投资部负责人
陈轲	独立董事	董事会	北京工商大学教授, 兼任北京经贸职业学院校长
韩映辉	独立董事	董事会	北京市铸成律师事务所, 任合伙人
刘刚	独立董事	董事会	同方光电(香港)有限公司, 任董事; AmericanLighting INC, 任董事; 同方股份, 任照明产业本部常务副总经理

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

2.2 精: 专注精细化管理, 短期业绩暂受疫情影响

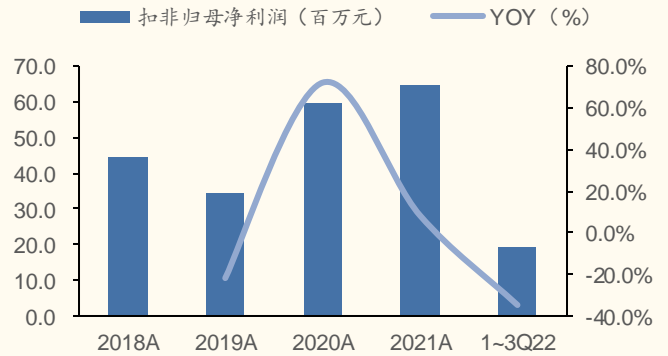
- 经营业绩总体稳中有升, 疫情影响拖累短期业绩表现。2018~2021 年, 公司营业收入由 2.2 亿元升至 3.9 亿元, 复合增长率为 20.4%; 扣非归母净利润由 0.4 亿元上涨至 0.6 亿元, 复合增速 13.4%, 总体来说, 受益于城市轨道交通行业对降噪减振需求扩大, 公司核心技术产品产业化进展顺利, 公司业绩稳中有升, 表现较为出色。1~3Q22 公司实现营收 2.3 亿元, 同比+6.1%; 实现扣非归母净利润 0.2 亿元, 同比-34.6%。业绩下滑主因: (1) 2Q22 公司下游施工方受到疫情影响存在无法如期施工的情况, 公司产品在收货、安装及验收等环节发生后延; (2) 2022 年 5 月初至 2022 年 6 月中旬, 公司工厂及仓储所在地北京房山区窦店镇的中关村科技园房山园为了控制疫情外溢的风险, 无特殊许可不可随意进出, 公司的采购、生产和发货受到一定的影响。
- 而进入 Q3 以后疫情影响趋缓, 公司于 Q3 单季度实现营收 1.8 亿元, 同比+37.8%; 实现扣非归母净利润 0.4 亿元, 同比+89.6%, 业绩重现同比高增长的态势, 主因 Q3 疫情缓解后, 包括北京 16 号线、北京 17 号线、贵阳 3 号线、大连 5 号线等城轨交通建设项目逐步恢复并加速施工。

图表 22: 2018 年至 1~3Q22 公司营业总收入 (左轴) 及增速 (右轴)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

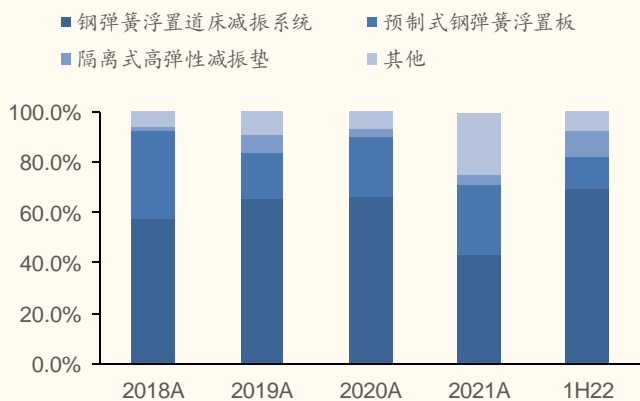
图表 23: 2018 年至 1~3Q22 公司归母净利润 (左轴) 及增速 (右轴)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

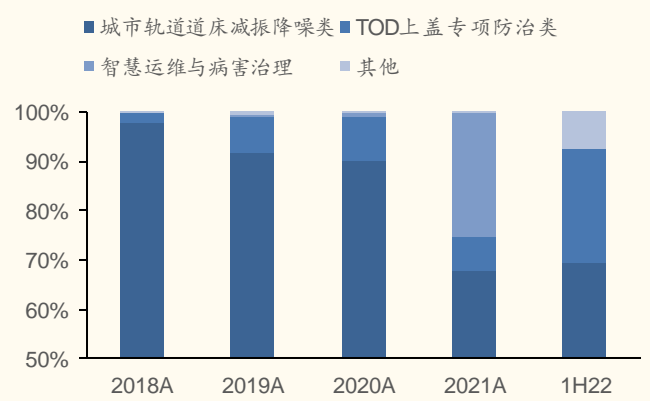
- 轨交减振产品营收增长稳健, 新业务收入占比扩大。主营收入构成上, 2021 年钢弹簧减振系统、预制式浮置板、隔离式减振垫产品的收入占比分别为 43.1%、27.4%、4.0%。具体来看, 减振系统和预制式浮置板主要用于城市轨交及市域(郊)铁路线减振项目, 为公司主要业务, 2018~2020 年业务收入占比维持在 90%以上, 2021 年下降至 67.8%。随着公司进一步拓展 TOD 上盖专项防治、智慧运维及病害治理新业务, 新业务收入合计占比已从 2018 年的 2.2%提升至了 2021 年的 32.3%, 占比持续扩大带动了隔离式减振垫、声屏障、重型调频钢轨耗能装置等新产品的产销。1H22 TOD 上盖专项防治业务营收占比进一步扩大至 22.8%。

图表 24: 2018-1H22 公司主营收入构成 (按产品, %)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

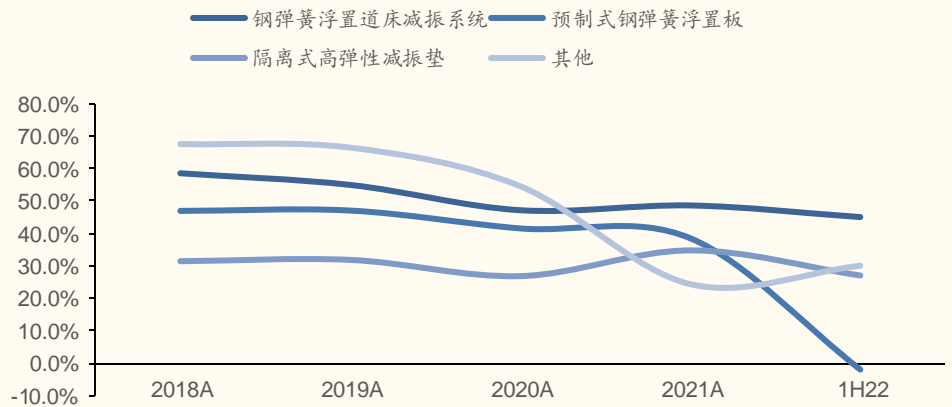
图表 25: 2018-1H22 公司主营收入构成 (按业务, %)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 毛利率随业务结构调整, 有所影响。2018-1H22, 公司综合毛利率由 51.3% 下降至 35.72%, 有三方面因素: (1) 不同地区单个项目的报价存在差异, 同时行业竞争加剧导致报价下降。北京区域产品毛利率整体较高, 一方面由于当地减振降噪要求较高, 产品指标严格; 另一方面由于公司深耕北京市场, 具备区位优势; 同时, 采用“甲供”模式略过中间施工方采购再转卖环节, 公司与地铁业主直接发生业务联系。而 2020 年确认收入的上海地区项目因是首次进入, 产品定制化推高成本, 毛利率不足 25%, 单个项目影响较大。(2) 业务结构转变, 使得相对毛利率较低的新业务包括隔离式高弹性减振垫产品、声屏障等其他产品的权重提高。(3) 毛利率水平较高的预制式钢弹簧浮置板项目主要集中在我国一线城市, 今年受到疫情影响项目存在延期实施的情况, 拖累 1H22 综合毛利率水平。

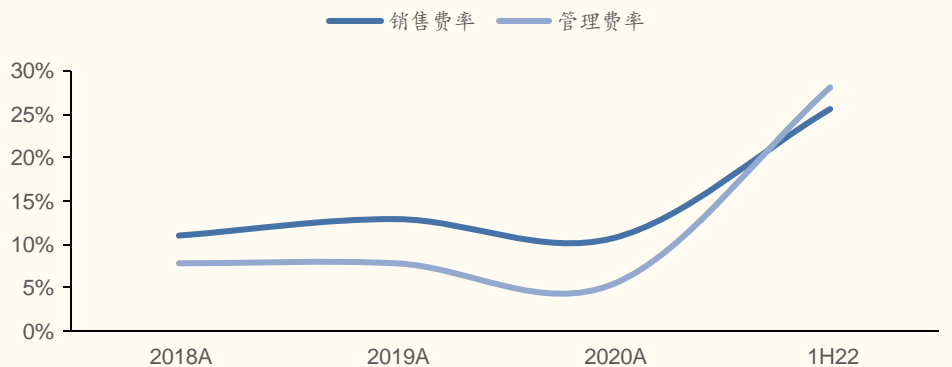
图表 26: 2018-1H22 公司分产品毛利率情况 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司注重精细化管理, 期间费用管控得当; 收入确认季节性特征及疫情影响导致 1H22 费用率大幅上升。2018-2021 年, 公司期间费用率合计分别为 18.9%、21.1%、16.3%、14.5%, 公司注重精细化管理, 在销售费率、管理费率方面均呈现稳中有降的趋势。1H22 由于公司收入存在一定的季节性且第二季度受到新冠疫情的影响, 上半年收入大幅降低, 期间费用发生较为平稳, 使得公司期间费用率大幅升高。

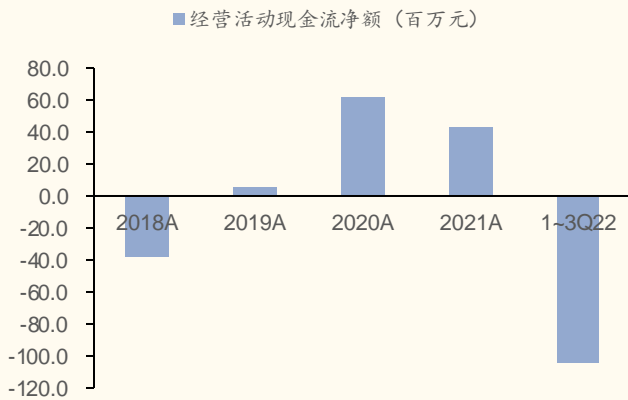
图表 27: 2018-1H22 公司销售费率、管理费率情况 (%)



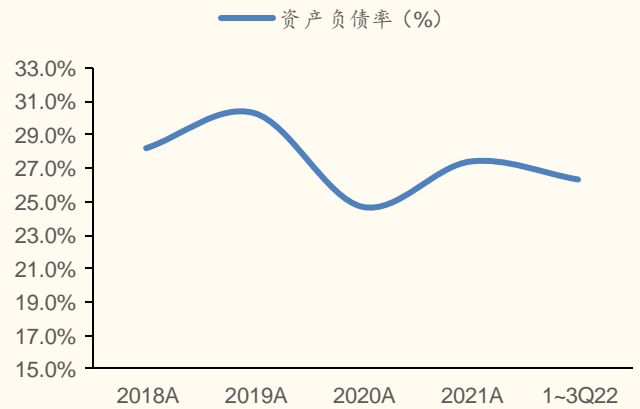
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司经营活动现金流量净额短期受疫情影响减少, 资产负债率稳定。近三年公司经营活动产生的现金流量净额均为正数, 1~3Q22 降至-7,809.6 万元, 主因轨道交通行业上半年支付货款较慢, 且公司受到疫情影响收入较少, 对应销售商品、提供劳务收到的现金相应较少。2018 年至 1~3Q22 公司合并口径下的资产负债率分别为 28.2%、30.3%、24.7%、27.4%和 26.3%, 资产负债率相对稳定, 公司整体偿债能力增强。2020 年度资产负债率下降主因获得股东现金增资并加强了应收账款管理。

图表 28: 2018 年至 1-3Q22 公司经营现金流净额



图表 29: 2018 年至 1-3Q22 公司资产负债率情况



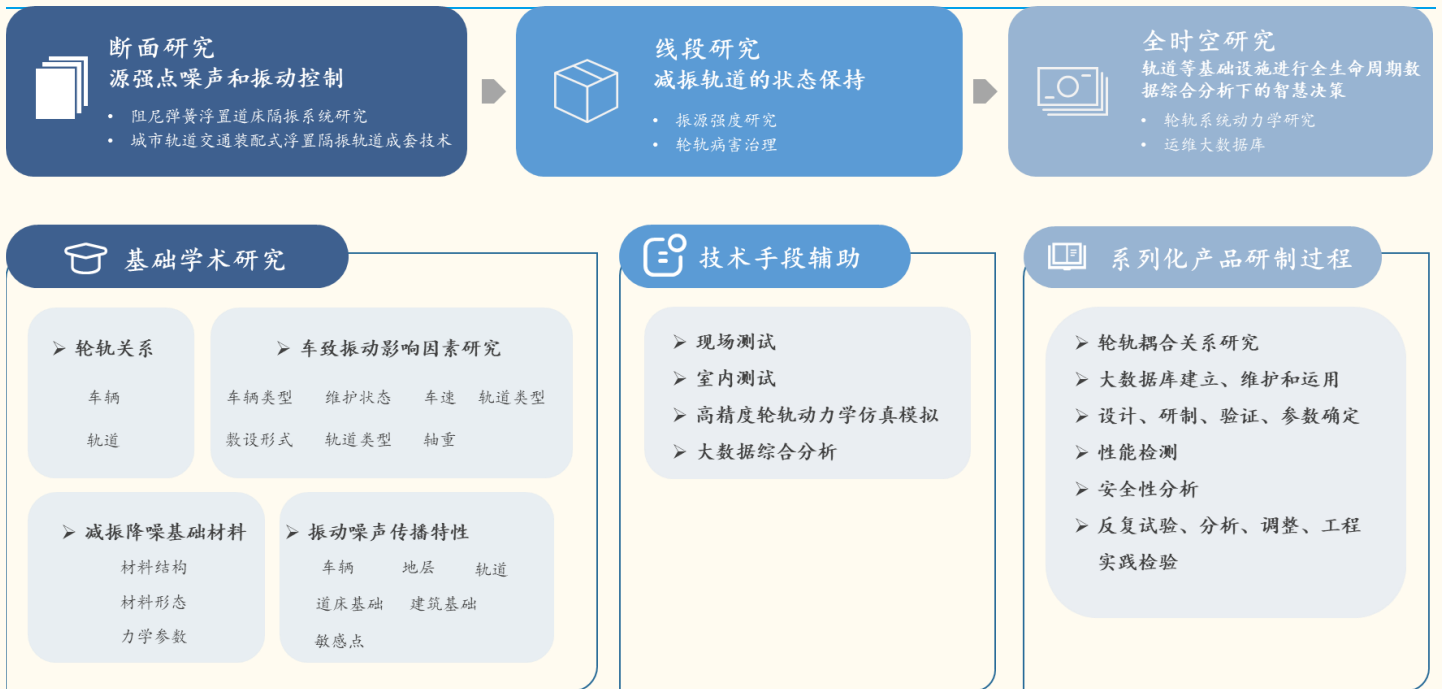
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

2.3 特: 卓越产品性能, 引领产品进军新兴市场

- 竞争优势一: 核心部件自主研发, 拥专利技术。
- 减振产品的开发是系统性工作, 核心在于分场景研发能够兼顾减振性能和轨道运行安全的产品, 产品开发需基于轮轨关系的原理研究。公司隔振器产品研发经过了多年的技术积累, 已经形成了独立的研发体系和研发能力。从基础的轮轨耦合关系的理论研究出发, 经数理模型的模拟和工程实践的检验, 根据“分速度、分频段、分场景”的三分防治理念, 针对不同速度、不同频段、不同的使用场景, 采取差异化的产品和工程设计。

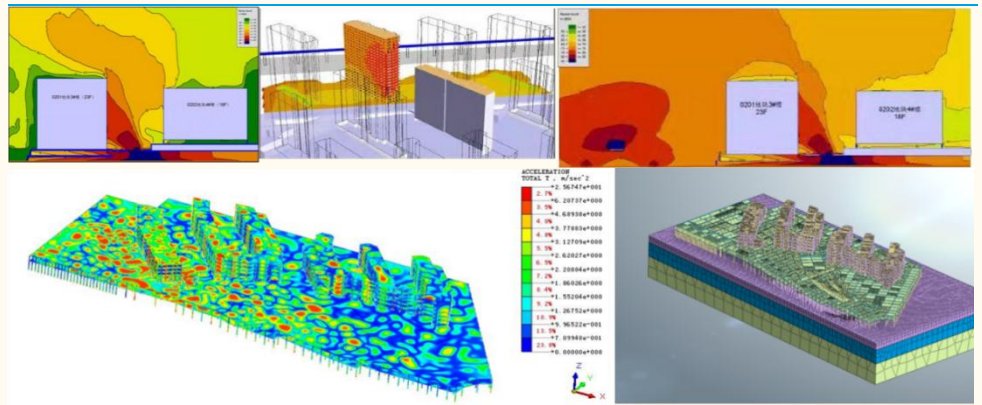
图表 30: 公司产品研发流程



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司构建了基于大数据的数值仿真、分析、预测技术体系和平台, 数字化水平高。公司开发了车致振动噪声预测分析方法和高效精细化模型和平台, 为轨道线路振动噪声预测、控制措施设计选型提供了分析方法和平台。基于大量的工程项目实测数据, 根据列车运行特点、地质特性和敏感点特征, 建立了相应的列车荷载模型、振动噪声影响预测模型, 编制了参数化分析程序和三维数值仿真平台, 解决了工程应用计算效率和计算精度难题。

图表 31: 基于大数据的数值仿真、分析、预测技术体系和平台示意图



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

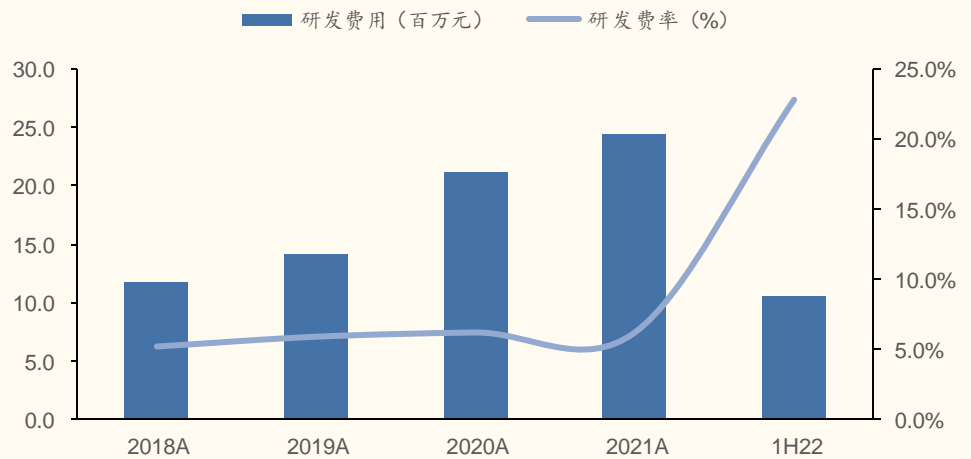
- 专利积累, 研发高投入。截至 2022 年 8 月 31 日, 公司拥有专利 107 项, 其中发明专利 18 项, 实用新型 89 项。公司经过十余年的研发投入和积累, 在轨道交通减振降噪领域建立了相对完善的研发体系, 拥有较强的技术积累与新技术研发能力。从在研项目和研发投入两方面来看:
 - (1) 在研项目。在研项目包括新产品和新技术储备, 涉及原理层面的基础研究, 也涉及减振产品开发和检测产品、智慧运维系统的开发, 在研方向与公司未来发展目标契合度高。
 - (2) 费用投入。公司 2018~2021 年研发费用分别为 1180.02 万元、1420.7 万元、2118.7 万元和 2441.2 万元, 研发费用率 5.3%、6.0%、6.2%和 6.2%, 总体呈上升趋势。1H22 研发费用为 1051.0 万元, 研发费率为 22.8%。相比去年同期研发支出较为稳定, 但由于受疫情影响收入确认同比减少, 导致研发费率呈现大幅提升。

图表 32: 公司目前在研项目情况

序号	项目名称	研发项目技术水平
1	城轨快线减振轨道关键技术及产业化研究	新产品、新技术
2	城市轨道交通轨道智慧运维管理系统开发及示范应用	新产品、新技术
3	城市轨道交通轨道减振设计与评价研究	新技术
4	城市轨道交通减振降噪措施检测标准研究	新技术
5	轨道减振垫产品性能评价及检测技术	新技术
6	城市综合交通对上盖开发建筑振动与噪声影响研究	新技术
7	轻量化钢弹簧浮置板轨道系统研究	新产品、新技术
8	钢弹簧浮置板轨道病害与车内噪声特性研究	新技术
9	橡胶弹簧隔振器产品研发	新产品、新技术

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

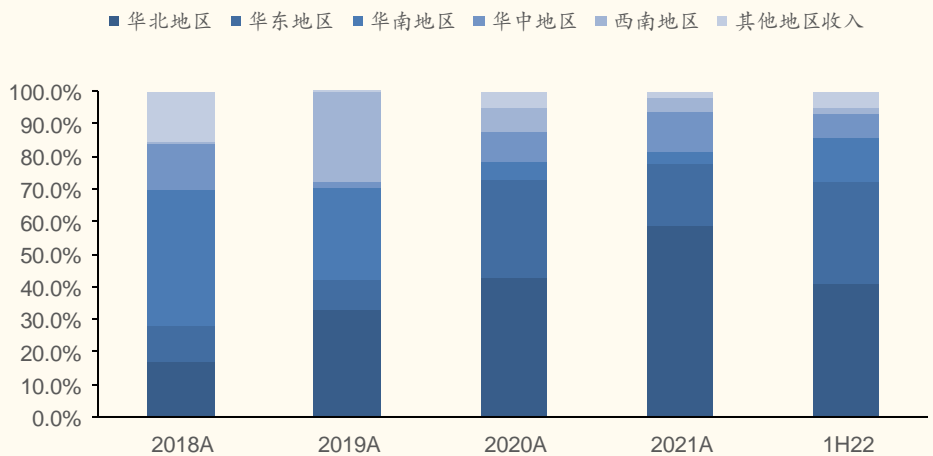
图表 33: 2018~1H22 公司研发费用情况 (左轴, 百万元) 及研发费率 (右轴, %)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 竞争优势二: 服务范围扩大, 品牌逐步积累。
- 携手产业资源。公司于 2016 年陆续引入产业资本, 其中 2018 年引入战略投资人——广州轨道交通产业投资发展基金, 2019 年完成股份制改造、京投公司成为第一大股东。得益于产业资源优势, 公司 2018 年华南地区营收占比较高, 自 2019 年以来华北地区营收占比稳步提升。
- 服务范围逐步扩大。自 2020 年首次打入上海市场后, 近两年华东地区营收占比相较往年有较大提升。

图表 34: 2018~1H22 公司营收分布情况 (按地区, %)



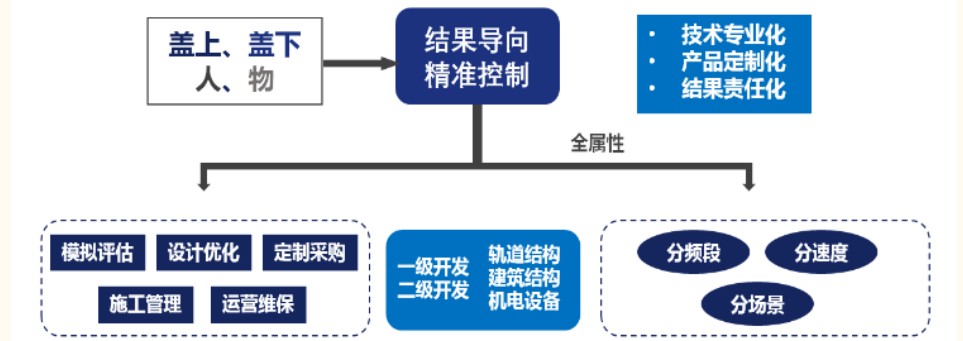
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

2.4 新: 一体化&数字化开创轨交领域商业新模式

- 拓展轨交中高等级减振, 完善产品序列。公司隔振器产品研发从基础的轮轨耦合关系的理论研究出发, 针对不同速度、不同频段、不同的使用场景, 采取差异化的产品和工程设计, 因此在特殊等级减振领域外, 公司还致力于将产品覆盖至中高等级减振, 完善产品序列。公司已于 2018~2019 年完成了地铁车辆段中高等级减振产品的研发, 当前已逐步贡献业绩。
- 转型 TOD 专项治理服务提供商, 以结果为导向开展治理。

- ✓ 噪声管理现行商业模式：上盖开发噪声与振动控制散落在各个工程专业和实施环节中，各自只对自己工序质量负责，没有对最终结果负责的责任主体，易造成误差累积，致使最终控制效果达不到预期目标。
- ✓ 公司独创一体化服务模式：采用“设计+、供货+、施工+、状态+”的一体化服务模式，具有差异化。公司提供专项的、定制化的轨道、建筑、设备噪声与振动精准控制服务（包括前期检测、测试仿真、方案优化、材料选择、关键设备供应、测试评价等），以结果为导向。

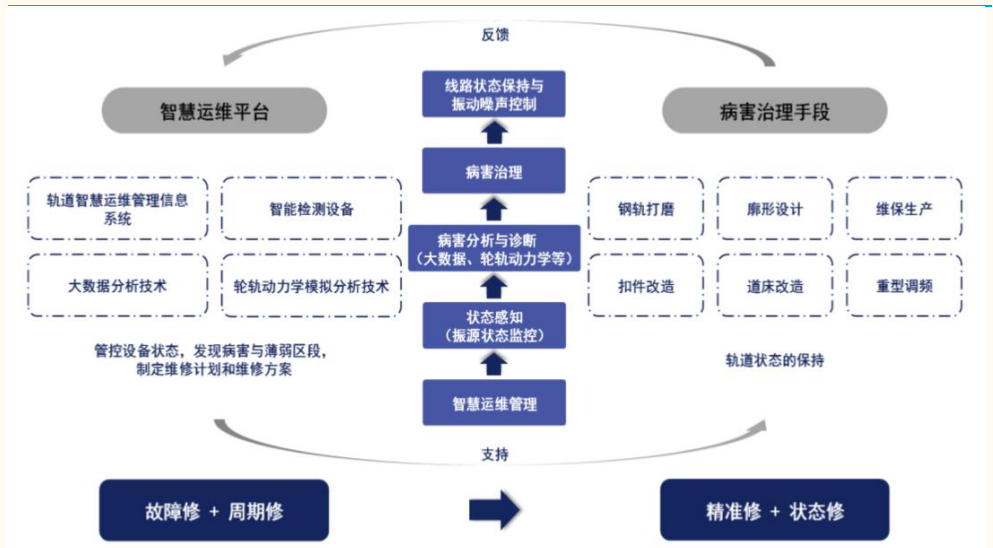
图表 35: TOD 上盖专项防治一体化业务示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 智慧技术引领，带动轨交维修转向“状态修”+“主动修”。
- ✓ 信息化+数字化：以大数据研究为基础，通过建立轨道病害模型/修复模型/损伤模型、实时监控振源状态，提前预测可能出现的轨道问题。提升客户服务质量，同时通过平台扩大自身数据量，提高数字化水平，形成良性循环。
- ✓ 自研病害治理产品与技术：公司基于已有技术积累，开发了重型调频钢轨耗能装置产品用于防治钢轨波磨，延长钢轨打磨周期。

图表 36: 轨道运维与病害治理业务示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 打造 CNAS 实验检测平台，新业务与核心业务技术可协同。公司针对新基建形势下轨道交通/上盖开发振动噪声防治、轨道（钢轨）病害治理、轨道设备全寿命智慧运维管理等焦点与热点问题开展创新工作，打造了轨道交通病害治理与振动噪声控制实验室、实验检测中心和国内首个高速浮置板系统试验平台，与北京交通大学共建实验室，和石家庄铁道大学、广东工

业大学共建产学研合作基地。同时，公司具备轨道交通领域真实的试验场地，可以为公司产品研发提供试验平台。

- 产业资源可协同。(1) 轨交中高等级减振业务：与核心业务客户群一致，产业资源完全互通。TOD 上盖专项防治业务：TOD 上盖项目开发需房地产企业、轨交公司合作推动。目前大股东京投公司旗下京投发展，是国内唯一一家以轨交车辆基地一体化开发为主营业务的房地产开发企业，深耕北京地区的 TOD 业务。目前在北京已打造了一系列地铁停车场上盖综合开发项目。(2) 轨交智慧运维与病害治理业务：客户主要为轨交运营方，借助股东京投公司的资源，有利于争取对部分线路先开展智慧运维试点。

2.5 公司行业地位及可比公司比较

- 公司目前市占率约 30%。公司市占率情况可从两个维度来看：(1) 公司产品中标率方面，项目数口径下，2021 年公司两大核心产品减振系统和预制式浮置板的项目中标率分别为 29.4%、100%。里程数口径下的统计结果略低，但 2021 年两大核心产品的中标率也分别达到了 28.3%、100%。(2) 产品运用的轨交线路数方面，截至 2021 年末，全国共有 51 个城市开通轨道交通线路 269 条。公司参与了北京、上海、天津、重庆、广州、杭州、郑州、成都、西安、深圳、青岛等 30 余个城市的 80 余条线路的轨道交通项目建设，应用公司产品的轨交线路数近 30%。综上所述，我们认为公司目前在主营的特殊等级轨交减振领域，市占率已达到了约 30%。
- 客户结构稳定，主要建设单位均为公司大客户。公司主要客户以城市轨道交通建设的业主方或施工方为主，主要包括各城市轨道交通建设业主方和中国中铁、中国铁建下属的各个工程局，由于我国城市轨道交通建设行业相对集中，以大型国有工程施工企业为主，已经形成了以中国中铁、中国铁建和当地的大型工程建设公司为主的竞争格局，行业内整体的客户数量有限，而这些主要建设单位均为公司大客户。在 2019~2021 年间，前五大客户合计营收占比分别为 98.99%、86.99%、92.5%。未来随着 TOD 上盖噪声与振动防治、轨道智慧运维与病害治理业务的持续发展，公司的客户群体将进一步向 TOD 上盖开发企业、轨道交通运营企业延伸。

图表 37: 2019~2021 年公司前五大客户情况

序号	客户名称	营业收入(万元)	占主营业务比例
2021 年度			
1	中国中铁股份有限公司	16,034.11	40.89%
2	北京市轨道交通建设管理有限公司	8,170.45	20.84%
3	天津市地下铁道集团有限公司	4,374.61	11.16%
4	北京市政建设集团有限责任公司	3,957.23	10.09%
5	中国铁建股份有限公司	3,737.17	9.53%
	合计	36,273.56	92.50%
2020 年度			
1	中国中铁股份有限公司	11,925.40	34.76%
2	中国铁建股份有限公司	7,208.34	21.01%
3	北京市轨道交通建设管理有限公司	7,196.20	20.98%
4	天津市地下铁道集团有限公司	1,826.13	5.32%
5	上海宝冶集团有限公司	1,686.41	4.92%
	合计	29,842.49	86.99%
2019 年度			
1	中国中铁股份有限公司	17,170.20	71.98%
2	北京城建集团有限责任公司	2,891.64	12.12%

3	中国铁建股份有限公司	2,280.08	9.56%
4	北京市轨道交通建设管理有限公司	739.81	3.10%
5	中国建筑股份有限公司	532.95	2.23%
	合计	23,614.67	98.99%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 与可比公司产品技术比较：

✓ 公司核心产品性能指标达到或超过同行业可比公司相应产品的水平。其中德国隔而固于 2001 年首次将轨交减振产品引入中国；道尔道产品也已在全国 30 多个城市、100 多条线路中应用。两者均为行业龙头企业，且与公司经营产品、客户的可比性较高，因此在产品技术比较中，选取这两家企业作为可比对象。公司产品在性能指标上的优势主要体现在：

(1) 减振降噪效果好。可使列车通过时传到隧道壁的 Z 振级比普通整体道床减少 16dB 以上。

(2) 阻尼比高。一方面创新研发高效唧筒式阻尼结构，提供高于同类产品的阻尼效果，阻尼比可调范围广（0.06~0.12），有效抑制低频振动，提高列车运行平稳性及乘坐舒适性。这种特有的阻尼结构衍生出断簧应急限位功能，可在极端情况下限制道床下沉量，确保列车运行安全。另一方面持续优化阻尼剂本身材料配方。

(3) 抗疲劳性能强。自主研发大荷载弹簧，采用突破极限卷绕比的单根弹簧，不仅具有适宜的刚度和承载能力，而且横向刚度 \geq 垂向刚度（具有足够的三维刚度）；弹簧的疲劳门限从 500 万次起步（根据市场需求后期可以提升至 800 万次）。

(4) 隔振器同时运行时产品组一致性好，产品性能可以持续长效稳定公司隔振器具有较均等的三维刚度，同时运行时产品组一致性好，产品性能可以持续长效稳定。可以在列车严苛的运行条件下，精细化地实现“毫米级”的行程控制，保证列车运营的安全性，同时隔振效率达到 95% 以上，实现良好的减振降噪效果。

图表 38：公司减振系统产品性能比较

项目	衡量指标	隔而固(青岛)	道尔道	标准*	九州一轨
减振效果	减振措施 Z 振级相对插入损失	高等减振道床 13-18dB； 特殊减振道床 18-25dB	12-15dB 及以上	> 16dB	>16dB
阻尼比	阻尼比	0.05-0.08	0.05-0.10	不应小于 0.05	0.06-0.12 (专利技术，超同行)
疲劳寿命	疲劳次数	不少于 300 万次	不应低于 500 万次	不应少于 300 万次	不少于 500 万次 (专利技术，超同行)
使用寿命	使用年限	隔振器设计使用寿命超过 100 年	外套筒不低于 100 年， 内套筒不低于 50 年	可更换元件应在 25 年以上， 不可更换元件应在 50 年以上	外套筒不低于 100 年， 内套筒不低于 50 年
筒盖绝缘性能	击穿电压	> 1.5kV	> 5kV	-	> 5kV

来源：公司公告，国金证券研究所 * 中国国家标准化管理委员会企业标准信息公共服务平台公开数据

■ 与可比公司财务比较：

✓ 公司招股说明书中选取了与公司业务相近的几家国内上市公司，他们分别是天铁股份（300587）、震安科技（300767）、世纪瑞尔（300150）、辉煌科技（002296）。均已在国内上市，具有较合理的参考意义，因此报告也选取这四家作为财务指标比较对象。（隔而固、道尔道由于非国内上市公司，相关财务数据无法比较）

✓ 可比公司中，天铁股份与震安科技均从事减振业务，这两家可比公司在产

品方面与公司具备可比性：前者主营轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，主要包括隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品，主要产品属于中高级减振产品；后者主要从事建筑减隔震技术咨询，减隔震结构分析设计，减隔震产品研发、生产、销售、检测、安装指导及更换，减隔震建筑监测，售后维护等成套解决方案服务。世纪瑞尔主营业务为向铁路用户提供行车安全监控系统产品、铁路综合运维服务、铁路及城市轨道交通乘客资讯系统产品和通信系统产品等，辉煌科技专注于轨道交通行业的自动化测控技术研发、推广。世纪瑞尔与辉煌科技这两家可比公司在客户类型上与公司具有可比性。

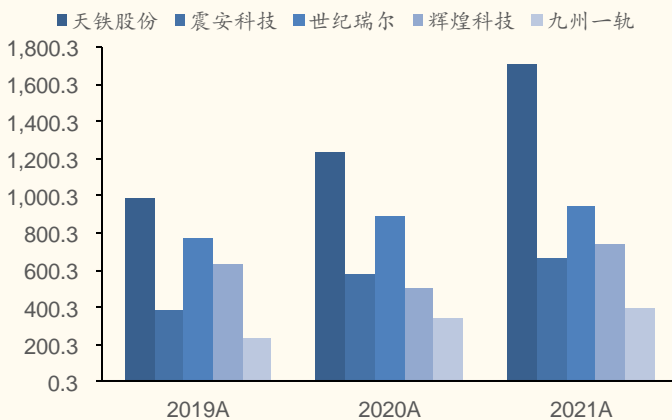
图表 39：可比公司从事业务（产品情况）

证券代码	公司简称	主要从事业务（产品）
300587.SZ	天铁股份	该公司主营轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，主要包括隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品，主要产品属于中高级减振产品。
300767.SZ	震安科技	该公司主要从事建筑减隔震技术咨询，减隔震结构分析设计，减隔震产品研发、生产、销售、检测、安装指导及更换，减隔震建筑监测，售后维护等成套解决方案服务。
300150.SZ	世纪瑞尔	该公司主营业务为向铁路用户提供行车安全监控系统产品、铁路综合运维服务、铁路及城市轨道交通乘客资讯系统产品和通信系统产品等相关业务。
002296.SZ	辉煌科技	该公司专注于自动化测控技术的研发推广，主要产品聚焦于轨道交通行业，是国内轨道交通运维设备供应商及运营维护集成化解决方案提供商，主营业务为轨道交通高端装备的研发、生产、销售、安装和维护等。

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

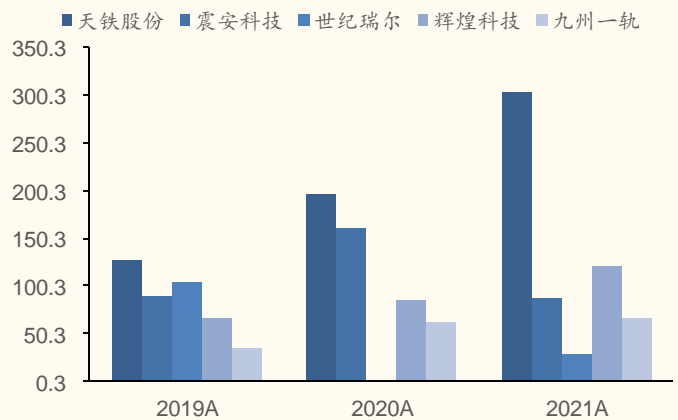
- ✓ 营收/净利润规模、营收增速比较：2019~2021 年，可比公司平均营收分别为 7.0/8.0/10.2 亿元，公司营收分别为 2.4/3.4/3.9 亿元；可比公司平均归母净利润分别为 1.0/0.9/1.3 亿元，公司归母净利润分别为 0.4/0.6/0.7 亿元。由于公司过去聚焦在特殊等级减振降噪产品的销售，营收、利润规模目前低于可比公司。2019~2021 年，可比公司平均营收增速分别为 28.7%/17.1%/26.4%，公司营收增速分别为 6.3%/43.7%/14.3%，由于轨交减振单个项目体量较大，对确认营收影响较大，因此与可比公司相比，公司营收增速存在波动。

图表 40：可比公司营收规模比较（百万元）



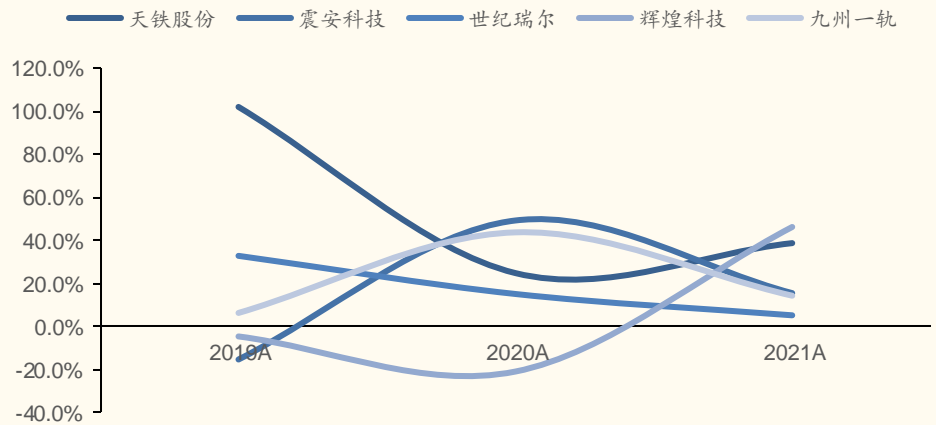
来源：公司招股说明书、Wind，国金证券研究所

图表 41：可比公司净利润规模比较（百万元）



来源：公司招股说明书、Wind，国金证券研究所

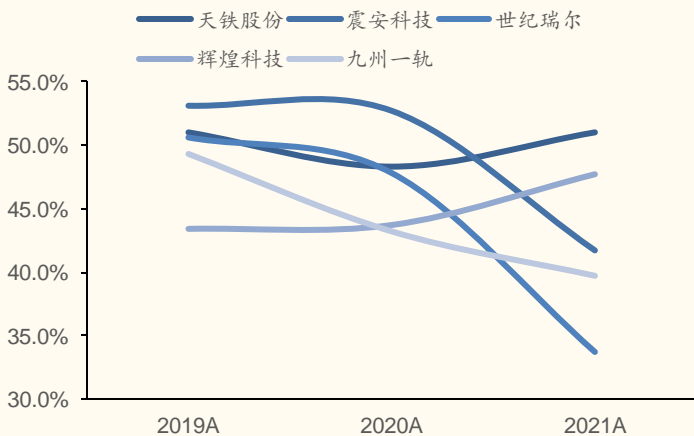
图表 42: 可比公司营收增速比较 (%)



来源: 公司招股说明书、Wind、国金证券研究所

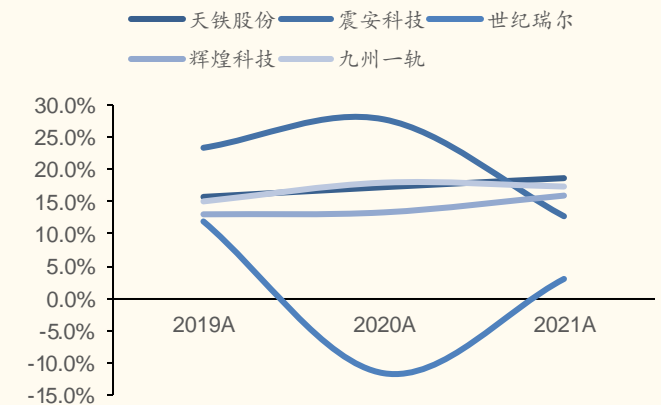
- ✓ 利润表指标比较 (1): 公司 2019 年毛利率指标与可比公司平均值基本持平, 2020、2021 年由于业务结构调整, 低于平均值 3~5pct; 净利率水平与可比公司基本持平 (剔除亏损企业世纪瑞尔的数据, 2020 年可比公司平均净利率为 19.3%)。

图表 43: 可比公司毛利率比较 (%)



来源: 公司招股说明书、Wind、国金证券研究所

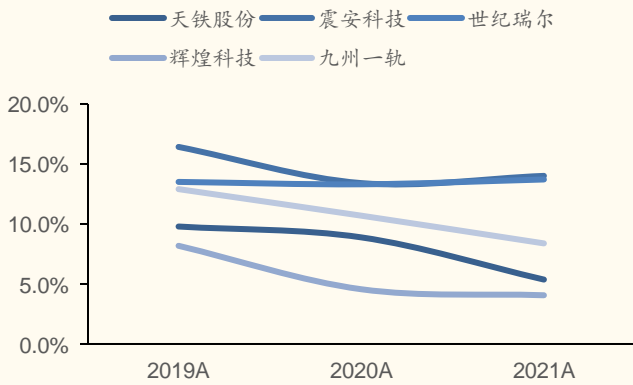
图表 44: 可比公司净利率比较 (%)



来源: 公司招股说明书、Wind、国金证券研究所

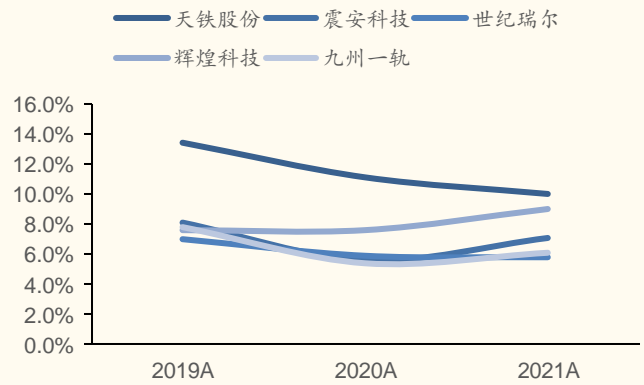
- ✓ 利润表指标比较 (2): 随着精细化管理水平的提升, 公司销售费用率、管理费用率逐步降低。其中, 管理费用率多年来均低于可比公司, 研发费用率低于世纪瑞尔和辉煌科技两家客户可比的企业, 但显著高于天铁股份和震安科技两家同样从事减振业务的企业。

图表 45: 可比公司销售费用率比较 (%)



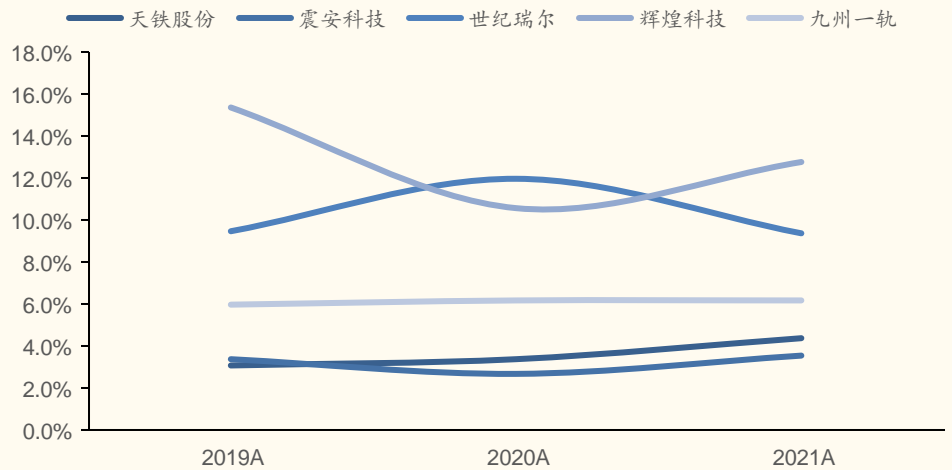
来源: 公司招股说明书、Wind, 国金证券研究所

图表 46: 可比公司管理费用率比较 (%)



来源: 公司招股说明书、Wind, 国金证券研究所

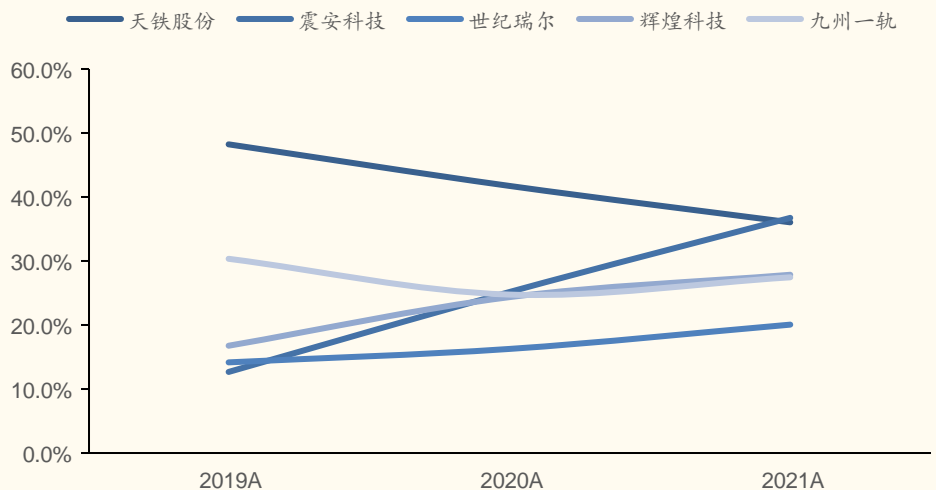
图表 47: 可比公司研发费用率比较 (%)



来源: 公司招股说明书、Wind, 国金证券研究所

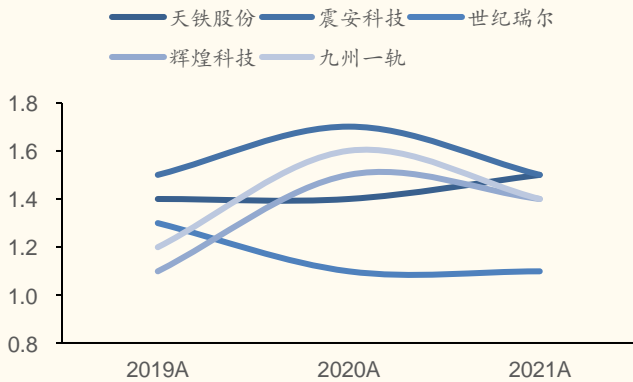
✓ 资产负债表指标比较: 公司近两年资产负债率略低于可比公司, 2021 年应收账款周转率与可比公司均值持平, 存货周转率指标逐年改善, 当前也已超过可比公司。

图表 48: 可比公司资产负债率比较 (%)



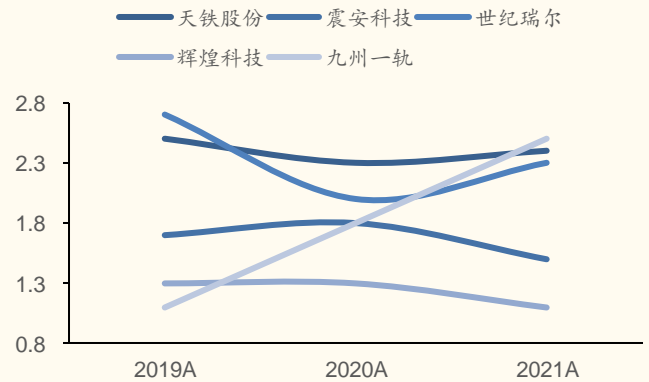
来源：公司招股说明书、Wind、国金证券研究所

图表 49：可比公司应收账款周转率（次/年）比较



来源：公司招股说明书、Wind、国金证券研究所

图表 50：可比公司存货周转率（次/年）比较



来源：公司招股说明书、Wind、国金证券研究所

3、募投项目分析

3.1 资金运用概况

- 公司本次拟公开发行人民币普通股 3757.3016 万股（以最终核准数为准），占发行后总股本的 25%，募集资金用于噪声与振动综合控制产研基地建设项目、城轨基础设施智慧运维技术与装备研发及产业化项目、营销及服务网络建设项目以及补充流动资金，总投资金额 65674 万元。

图表 51：公司募投项目一览表

序号	项目	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	噪声与振动综合控制产研基地建设项目	27919	27919
2	城轨基础设施智慧运维技术与装备研发及产业化项目	14280	14280
3	营销及服务网络建设项目	3475	3475
4	补充运营资金	20000	20000
	合计	65674	65674

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

3.2 募投项目基本情况与建设意义

- 从行业背景来看：优化减振降噪技术，创新减振降噪产品，改善环境质量，已成为业内最为关注的重点，而从公司发展情况来看：公司深耕于轨交减振降噪行业，自成立以来始终致力于自主创新，深入业务应用场景，把握用户需求和行业发展趋势。当前进一步募投开发新的产研项目，有助于拓展公司业务版图，满足市场多元化的需求；同时进一步帮助公司提高产品技术水平，打造市场竞争力。分募投项目来看：

- 1) 本次募投项目中噪声与振动综合控制产研基地建设项目将培养专业研发人才，引入新型研发、试验设备等，重点购置先进科研、测试、实验和生产设备，并建立大数据采集分析系统，开发仿真算法，建立仿真实验室和场景实验室，进一步提升公司整体科技创新能力，并重点开展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，研发的产品均属于行业创新性和前瞻性的产品。
- ✓ 根据公司招股说明书的测算结果：噪声与振动综合控制产研基地建设项目内部收益率（税后）为 25.03%，投资回收期（税后）为 7.29 年（含建设

期)。该项目实施后财务运营状况良好，预计将为公司带来较好的经济效益。

- 2) 本次募投项目中城轨基础设施智慧运维技术与装备研发及产业化项目，着眼于行业痛点，通过对城轨基础设施智慧运维技术和装备的研发，多渠道采集、收集基础设施状态数据，建立全生命周期状态大数据库，研究相应的轨道运维辅助决策模型，实现检测手段智能化、维修决策智慧化，逐步从传统的“故障修”+“周期修”，过渡到基于智慧决策的“状态修”与“主动修”，为行业基础设施运维服务提供新的业务模式，提高维护效率，降低运维成本。同时，可为浮置板减振降噪成套产品技术升级、轨道振动噪声污染治理方案制定，提供运维生产真实数据支撑，有助于实现基于综合效益的轨道精调、钢轨打磨廓形优化、扣件改造、道床改造等治理方案的对比优选。
- ✓ 根据公司招股说明书的测算结果：城轨基础设施智慧运维技术与装备研发及产业化项目内部收益率（税后）为 30.42%，投资回收期（税后）为 7.74 年（含建设期）。该项目实施后财务运营状况良好，预计将为公司带来较好的经济效益。

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

- 公司核心产品为应用于轨交特殊等级减振降噪的钢弹簧浮置道床减振系统和预制式钢弹簧浮置板；新拓展业务包括 TOD 上盖专项防治、轨交智慧运维与病害治理，对应新产品隔离式高弹性减振垫、声屏障、重型调频钢轨耗能装置等。我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别实现 3.8/4.6/5.5 亿元，同比增长-4.1%/+21.9%/+19.1%，具体产品拆分如下：
 - ✓ 钢弹簧浮置道床减振系统&预制式钢弹簧浮置板产品：
 - (1) 产品销量预测：预计 2022~2024 年钢弹簧浮置道床减振系统总销量分别为 40.4/37.8/43.2 公里，2023 年销量暂时下降主因总需求提升进度可能不及产品结构向预制式产品转变进度。（其中新拓展业务涉及该产品销量 5.7/8.6/15.7 公里），预制式钢弹簧浮置板总销量分别为 14.9/25.8/33.2 公里（其中 22 年新拓展业务不涉及该产品，23~24 年新拓展业务涉及该产品销量 2.9/7.9 公里）。销量测算过程中涉及的核心项目详细预测如下：
 - (a) 各年招标线路总里程预测：根据“十四五”城市轨交及市域（郊）铁路建设计划，“十四五”期间将开标建设城轨 3000 公里、城际市域（郊）铁路 3000 公里，我们将其作为行业总需求的主要测算依据。由于 2021 年实际招标线路总里程数据暂无法直接获得，我们参考公司招股说明书披露的两类线路特殊等级产品招标占比历史数据（城轨线路 2018~2020 年分别为 24.2%、16.5%、16.6%；市域（郊）线路 2019~2020 年分别为 8.8%、6.9%），假设随着轨交减振降噪要求趋严，2021 年城轨/市域（郊）线路招标占比分别提升至 20.0%、7.0%，并且根据公司招股说明书中所列公司 2021 年钢弹簧产品总销量 55.6 千米、综合中标率 29.4%，倒推算得当年城轨/市域（郊）招标线路总里程分别为 724、645 公里。以此为基数往后看：在“十四五”既定轨交建设目标下，这类服务于民的有效投资或将作为拉动国内 GDP 增长的重要手段，出现投资前置的现象，对应“十四五”各年招标里程呈现前高后低。但考虑到疫情影响的不确定性，我们保守估计各年招标里程均不高于规划里程的年均值，即城轨与市域（郊）均以 600 公里/年为上限。综上，我们预计 2022~2024 年城轨招标线路总里程分别达 600/600/550 公里，市域（郊）招标线路总里程分别达 600/600/550 公里。
 - (b) 各年特殊等级产品招标占比预测：根据公司公告，历史招投

标数据显示城轨线路 2018~2020 年特殊等级产品招标占比分别为 24.2%、16.5%、16.6%；市域（郊）线路 2019~2020 年特殊等级产品招标占比分别为 8.8%、6.9%。我们认为随着《中华人民共和国噪声污染防治法》（新噪声法）的实施，各地对于轨交减振降噪的重视程度将会有所加强，政策驱动作用不容忽视；同时，伴随城市发展，市内噪声敏感区范围也会随着核心区范围的扩大而变大，对特殊等级减振降噪产品的需求也会随之提升。因此，我们预计 2022~2024 年城轨线路特殊等级产品招标占比分别达 20.5%/21.0%/22.0%；市域（郊）线路特殊等级产品招标占比分别达 8.0%/9.0%/10.0%。

- (c) 公司特殊等级产品综合中标率预测：2019~2021 年公司按照中标项目里程统计的综合中标率为 22.6%/15.3%/29.4%。当前国产替代、自主可控的行业发展方向已经明确，我们认为公司凭借专利技术获取的已有项目将作为公司产品力和品牌力的有效背书，助力公司在长期进一步提升市场份额；而公司今年上半年参与招投标的过程中，一定程度上受到了疫情影响。综合考虑后，我们预计公司 2022~2024 年按里程口径下综合中标率分别为 29.0%/29.0%/30.0%，呈现稳中有升的态势。
- (d) 钢弹簧减振系统与预制式产品销量占比预测：2019~2021 年钢弹簧减振系统销量占比分别为 87.4%/85.4%/76.0%，对应预制式产品销量占比分别为 12.6%/14.6%/24.0%，两类产品核心部件相同，差异主要体现在施工方式。预制式产品占比逐年提高，于 2020/2021 年分别同比+2.0/9.4pct，这是由于预制式产品主要采取工厂加工的方式，整板运抵项目现场可大幅提高施工进度，改善工程质量，是更优的产品选择。我们预计未来这一产品升级的趋势还将持续，2022~2024 年预制式产品销量占比有望分别达 30.0%/44.0%/48.0%，分别同比+6.0/14.0/+4.0pct，对应钢弹簧减振系统销量占比分别为 70.0%/56.0%/52.0%。今年预制式产品占比提升的节奏放缓，主因不同项目对两类产品的需求不同，由于疫情影响逐渐消退后复工节奏有所差异，导致今年预制式产品预计可确认营收较少。若平均来看 22/23 两年的占比提升幅度，则对应每年提升约 10.0pct，与 2021 年提升幅度接近，预计可以实现。
- (e) 新业务拓展所得产品销量预测：当前公司积极开展 TOD 上盖专项防治、轨交智慧运维与病害治理这两类新业务，钢弹簧减振产品同样广泛适用——2021 年前者涉及钢弹簧浮置道床减振系统产品营收 430.6 万元、后者涉及预制式产品营收 718.4 万元；假设两类产品在新场景下与轨交特殊等级减振场景下单价相同，钢弹簧/预制式产品分别以 399.5/806.7 万元/千米测算，对应当年销量分别为 1.1/0.9 千米，合计 2.0 千米。往后看公司钢弹簧优势产品在新业务中还将大有可为：(i) 一方面新业务所处行业市场容量较大，根据我们前文的测算，“十四五”期间 TOD 上盖专项防治业务市场容量或将达到 54 亿元、轨交智慧运维与病害治理业务市场容量或将达到 313 亿元。TOD 项目更适用于用地紧张的特大城市，而这类城市声音敏感区范围较大，加之新噪声法出台后监管标准趋于严苛，进一步依赖多措并举的解决方式；(ii) 公司新业务拓展顺应多措并举的行业需求，采用一体化模式、以结果为导向，提供专项的、定制化的轨道、建筑、设备噪声与振动精准控制服务，因此单个项目涉及钢弹簧、减振垫、声屏障等多类产品。钢弹簧作为特殊等级减振产品，减振降噪效果突出、且为公司优势产品。目前新业务基数较小、同时新业务中钢弹簧使用基数也较小，我们认为在发展初期有望实现快速增长，预计 2022~2024 年由新业务所带来的钢弹簧减振降噪产品需求分别为 5.7/11.4/23.6 千米（其中预制式产品销量分别

为 0/2.9/7.9 千米)。

- (2) 产品单价预测: 预计 2022~2024 年钢弹簧浮置道床减振系统平均单价为 350 万元/千米 (2019~2021 年分别为 478.6/411.9/399.5 万元/千米), 预制式钢弹簧浮置板平均单价为 700 万元/千米 (2019~2021 年分别为 917.5/882.5/902.3 万元/千米)。当前公司市占率逐步提升, 预计随着市场格局趋于稳定, 加上今年以来金属原材料价格仍处在高位, 产品单价将止跌企稳。
- (3) 收入预测结果: 2022~2024 年钢弹簧浮置道床减振系统营收预计分别为 1.4/1.3/1.5 亿元, YOY-16.3%/-6.5%/+14.2% (2023 年营收暂时下降主因在提升施工质量的大背景下, 向预制式产品转变进度预计快于总需求提升进度, 对应该现场施工产品销量下降); 预制式钢弹簧浮置板营收预计分别为 1.0/1.8/2.3 亿元, YOY-3.2%/+73.6%/+28.6%。
- (4) 毛利率预测: 钢弹簧浮置道床减振系统毛利率在 2019~2021 期间分别为 54.9%/47.1%/48.6%, 预制式钢弹簧浮置板毛利率在 2019~2021 期间分别为 47.0%/41.5%/38.5%。近几年在产品平均单价下降以及金属原材料价格上涨的背景下, 业务毛利率有所下滑。我们认为随着市场格局趋于稳定、产品单价将会企稳; 同时考虑产品高技术壁垒以及公司所处的行业地位, 未来能够较好地传导原材料价格波动, 使得产品毛利率维持当前水平。预计 2022~2024 年钢弹簧浮置道床减振系统毛利率维持 48.0%、预制式钢弹簧浮置板毛利率维持 38.5%。

图表 52: 公司 2021~2024 年钢弹簧减振产品业务收入情况及预测详表

			2021A	2022E	2023E	2024E
轨交减振行业预测	①	城市轨交招标线路总里程 (千米)	724	600	600	550
	②	特殊等级产品招标占比 (%)	20.0%	20.5%	21.0%	22.0%
	③=①*②	城市轨交特殊等级产品招标里程 (千米)	144.8	123	126.0	121.0
	④	城际、市域 (郊) 轨交招标线路总里程 (千米)	645	600	600	550
	⑤	特殊等级产品招标占比 (%)	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
	⑥=④*⑤	城际、市域 (郊) 轨交特殊等级产品招标里程 (千米)	45.2	48.0	54.0	55.0
	⑦=③+⑥	特殊等级产品招标总里程 (千米)	189.95	171.0	180.0	176.0
公司钢弹簧减振产品营收预测	⑧	综合中标率 (%)	29.3%	29.0%	29.0%	30.0%
	⑨=⑦*⑧	特殊等级招标所得销量 (千米)	55.6	55.3	63.6	76.4
	⑩	占比-钢弹簧浮置道床减振系统 (%)	76.0%	70.0%	56.0%	52.0%
	⑪	占比-预制式钢弹簧浮置板 (%)	24.0%	30.0%	44.0%	48.0%
	⑫=⑨*⑩	销量-钢弹簧浮置道床减振系统 (千米)	42.3	34.7	29.2	27.5
	⑬=⑨*⑪	销量-预制式钢弹簧浮置板 (千米)	13.3	14.9	23.0	25.3
	⑭=⑮+⑯	新业务拓展所得销量 (千米)	/	5.7	11.4	23.6
	⑮	销量-钢弹簧浮置道床减振系统 (千米)	/	5.7	8.6	15.7
	⑯	销量-预制式钢弹簧浮置板 (千米)	/	/	2.9	7.9
	⑰=⑱+⑲	钢弹簧产品总销量 (千米)	55.6	55.3	63.6	76.4
	⑱=⑫+⑮	销量-钢弹簧浮置道床减振系统 (千米)	42.3	40.4	37.8	43.2
	⑲=⑬+⑯	销量-预制式钢弹簧浮置板 (千米)	13.3	14.9	25.8	33.2
	⑳	产品平均单价 (万元/千米)	497.1	444.2	492.1	502.2
	㉑	单价-钢弹簧浮置道床减振系统 (万元/千米)	399.5	350.0	350.0	350.0
	㉒	单价-预制式钢弹簧浮置板 (万元/千米)	806.7	700.0	700.0	700.0
	㉓=㉔+㉕	产品总营收 (百万元)	276.6	245.6	313.1	383.5

	⑭=⑱*⑳	钢弹簧浮置道床减振系统 (百万元)	169.0	141.5	132.3	151.1
	㉕=⑲*㉑	预制式钢弹簧浮置板 (百万元)	107.6	104.1	180.8	232.4

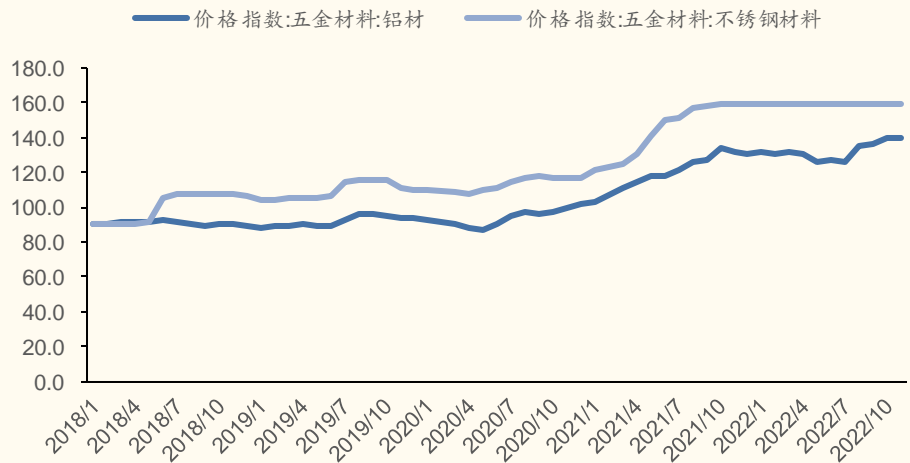
来源：“十四五”期间城市轨道交通及市域（郊）铁路建设计划”、公司招股说明书、WIND，国金证券研究所 注：2021年新业务拓展所得销量未直接披露，若以相同单价测算，对应两类产品总销量为2.0千米

图表 53：公司 2019~2024 年主营业务收入拆分，及未来盈利预测（单位：百万元）

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
钢弹簧浮置道床减振系统	营收	156.3	226.3	169.0	141.5	132.3	151.1
	YOY(%)	20.8%	44.8%	-25.3%	-16.3%	-6.5%	14.2%
	营收占比(%)	65.4%	65.9%	43.1%	37.6%	28.8%	27.6%
	毛利率(%)	54.9%	47.1%	48.6%	48.0%	48.0%	48.0%
	毛利润	85.8	106.6	82.1	67.9	63.5	72.5
预制式钢弹簧浮置板	营收	43.5	83.1	107.6	104.1	180.8	232.4
	YOY(%)	-44.2%	91.1%	29.5%	-3.2%	73.6%	28.6%
	营收占比(%)	18.2%	24.2%	27.4%	27.7%	39.4%	42.5%
	毛利率(%)	47.0%	41.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
	毛利润	20.4	34.5	41.4	40.1	69.6	89.5
隔离式高弹性减振垫	营收	17.0	11.4	15.7	17.3	19.0	20.9
	YOY(%)	282.0%	-32.9%	37.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	营收占比(%)	7.1%	3.3%	4.0%	4.6%	4.1%	3.8%
	毛利率(%)	31.8%	26.8%	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
	毛利润	5.4	3.1	5.5	6.1	6.7	7.3
声屏障	营收	18.8	18.4	90.9	100.0	110.0	121.0
	YOY(%)	52.4%	-2.2%	393.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	营收占比(%)	7.9%	5.4%	23.2%	26.6%	24.0%	22.1%
	毛利率(%)	21.7%	13.0%	26.5%	26.0%	26.0%	26.0%
	毛利润	4.1	2.4	24.1	26.0	28.6	31.5
重型调频钢轨耗能装置	营收	0.5	1.7	2.4	3.4	4.8	6.7
	YOY(%)	0.0%	263.8%	42.5%	40.0%	40.0%	40.0%
	营收占比(%)	0.2%	0.5%	0.6%	0.9%	1.0%	1.2%
	毛利率(%)	34.7%	17.6%	29.8%	29.0%	29.0%	29.0%
	毛利润	0.2	0.3	0.7	1.0	1.4	1.9
其他	营收	2.8	2.4	6.5	10.0	12.0	14.4
	YOY(%)	341.3%	-14.7%	172.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	营收占比(%)	1.2%	0.7%	1.6%	2.7%	2.6%	2.6%
	毛利率(%)	70.9%	59.2%	24.3%	24.0%	24.0%	24.0%
	毛利润	2.0	1.4	1.6	2.4	2.9	3.5
合计	营收	238.9	343.3	392.1	376.4	458.9	546.5
	YOY(%)	6.3%	43.7%	14.2%	-4.1%	21.9%	19.1%
	毛利率	49.3%	43.2%	39.6%	38.1%	37.6%	37.7%
	毛利润	117.9	148.2	155.4	143.5	172.6	206.2

来源：公司招股说明书、WIND，国金证券研究所

图表 54: 产品涉及的主要金属原材料——钢材、铝材价格指数走势



来源: WIND、国金证券研究所

✓ 隔离式高弹性减振垫:

- (1) 收入预测: 产品应用于公司增量业务 TOD 上盖专项治理, 在 2021 年产品营收 15.7 百万元, 同比+37.9%。该产品需求与房地产行业整体景气度有较大的关联。2021 年全国房地产开发投资增速为 4.4%, 房地产建设进度放缓或使得该业务难以长期维持高增速; 但同时考虑到 TOD 上盖项目具有土地集约化开发的优点, 而 TOD 上盖开发具有“轨道交通+居民/商业楼宇”双重性, 其振动与噪声控制的优劣直接关系到居民生活品质和上盖物业的商业价值, 对这类项目的减振降噪处理愈加获得重视, 因此预计在 2022~2024 年间该产品营收仍有望维持 10% 的平稳增长, 对应 2022~2024 年产品贡献收入分别为 17.3/19.0/20.9 百万元。
- (2) 毛利率预测: 该产品毛利率在 2019~2021 年期间分别为 31.8%/26.8%/34.7%, 2021 年毛利率水平有所修复。公司从原理层面开展研究, 掌握特殊等级钢弹簧减振产品的核心技术, 对于开发同类型产品有充足的经验, 产品力值得期待。因此, 预计公司销售该产品同样将具备一定的议价能力, 且随着产品产销规模扩大可享受一定的规模效应, 平抑原材料价格波动, 使整体毛利率维持在稳定的水平, 我们预计 2022~2024 年该产品毛利率维持 35.0%。

✓ 声屏障:

- (1) 收入预测: 产品在核心业务城市轨道交通道床减振降噪、增量业务 TOD 上盖专项治理、增量业务智慧运维与病害治理中均有应用, 在 2021 年产品营收 90.9 百万元, 同比+393.3%, 2021 年营收增速较高与其原收入基数较低有关。该产品下游客户与隔离式高弹性减振垫产品存在一定的协同性, 预计两类产品营收增速会较为接近, 我们预计该产品营收在 2022~2024 年间同样维持每年 10.0% 的平稳增长, 对应 2022~2024 年产品贡献收入分别为 100.0/110.0/121.0 百万元。
- (2) 毛利率预测: 该产品毛利率在 2019~2021 年期间分别为 21.7%/13%/26.5%, 2021 年毛利率水平有所修复。随着产品产销规模扩大预计可实现一定的规模效应, 平抑原材料价格波动, 使整体毛利率维持在稳定的水平, 预计 2022~2024 年毛利率维持 26.0%。

✓ 重型调频钢轨耗能装置:

- (1) 收入预测: 该产品应用于公司增量业务智慧运维与病害治理。在

2021年该产品营收2.4百万元，同比+42.5%，由于轨交运维及病害治理属于保障轨交安全运行的重要环节，属于长期需求。据我们测算“十四五”期间智慧运维及病害治理的市场容量或将分别达到260/53亿元。公司产品研发遵循从原理层面出发的原则，基于对轮轨关系的深刻理解做相应的产品落地，因此新产品预计同样具备一定的产品力以及市场认可度。当前，公司这一产品推广尚处于起步阶段，收入基数较小，由于行业空间较大，预计快速拓展的势头可以持续。因此预计2022~2024年产品贡献收入分别为3.4/4.8/6.7百万元，维持每年40.0%的同比增速。

(2) 毛利率预测：该产品毛利率在2019~2021年期间分别为34.7%/17.6%/29.8%，考虑到业务下游客户主要为轨交公司，客户结构稳定且与公司是长期合作关系，因此在未来能够维持较为稳定的毛利率水平，我们预计2022~2024年毛利率维持29.0%。

■ 从公司整体盈利指标来看：

- ✓ 销售毛利率：根据各业务单元营收占比及其毛利率，预计2022~2024综合毛利率分别为38.1%/37.6%/37.7%，毛利率水平相比前几年总体呈下降态势主因公司业务与产品结构的调整，若公司新业务拓展顺利，将有助于进一步提高产品议价能力，毛利率存在提升空间。
- ✓ 费用率方面（由于行业存在收入确认季节性特征，且今年受疫情影响上半年收入确认较少、导致费用率整体偏高，故1H22费率情况仅作为参考，总体上预测仍基于过去完整年份的数据）：1）销售费用率。随着业务规模的扩大，2021年销售费用率相比往年有所下降，2019~2021年分别为12.9%/10.7%/8.4%，考虑新业务和新客户拓展过程中销售费用可能提高，2022~2024年均设定为8.5%；2）管理费用率。随着精细化管理水平提升、业务规模的增加，公司管理费用率有望维持2021年水平，2019~2021年分别为7.8%/5.4%/6.1%，2022~2024年均设定为6.1%；3）研发费用率。公司增量业务涉及软、硬件多类技术的研发，需要维持研发投入才可保持较强的竞争优势，近几年公司研发费用率总体呈上升趋势，2019~2021年分别为5.9%/6.2%/6.2%，我们认为公司为拓展增量市场仍然会加大研发投入，预计2022~2024年为6.3%、6.4%、6.5%。
- 考虑IPO募集资金带来的影响，预计2022~2024年公司实现归母净利润分别为0.64/0.77/0.95亿元，分别同比-6.1%、+21.4%、+22.8%。根据公司招股说明书，此次发行股数3757.3016万股（预计增加至2023年总股本），则2022~2024年EPS分别为0.56、0.51、0.63元。

4.2 相对估值

- 估值方法的选择：我们认为，九州一轨业务发展已经初步成熟，2019年-2021年连续三年连续盈利，归母净利润分别实现0.36亿元、0.61亿元、0.68亿元，且未来有望保持增长，可以适用市盈率估值法。
- 公司招股说明书中选取了与公司业务相近的几家公司，他们分别是天铁股份（300587）、震安科技（300767）、世纪瑞尔（300150）、辉煌科技（002296）。均已在国内上市，具有较合理的参考意义，因此报告也选取这四家公司为可比公司。
- 可比公司中，天铁股份与震安科技均从事减振业务，前者主营用于轨交领域的中高等级减振产品、后者主营用于建筑领域的减振抗震，在产品方面与公司具备可比性。世纪瑞尔主营轨道铁路行车安全监控系统产品、资讯系统产品和通信系统产品等，辉煌科技主营轨交行业自动化测控，在客户类型上与公司具有可比性。

图表 55: 可比公司从事业务 (产品情况)

证券代码	公司简称	主要从事业务 (产品)
300587.SZ	天铁股份	该公司主营轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售, 主要包括隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品, 主要产品属于中高级减振产品。
300767.SZ	震安科技	该公司主要从事建筑减隔震技术咨询, 减隔震结构分析设计, 减隔震产品研发、生产、销售、检测、安装指导及更换, 减隔震建筑监测, 售后维护等成套解决方案服务。
300150.SZ	世纪瑞尔	该公司主营业务为向铁路用户提供行车安全监控系统产品、铁路综合运维服务、铁路及城市轨道交通乘客资讯系统产品和通信系统产品等相关业务。
002296.SZ	辉煌科技	该公司专注于自动化测控技术的研发推广, 主要产品聚焦于轨道交通行业, 是国内轨道交通运维设备供应商及运营维护集成化解决方案提供商, 主营业务为轨道交通高端装备的研发、生产、销售、安装和维护等。

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

- 我们以 2022 年作为相对估值基准年份。我们基于对公司 2022 年的盈利预测结果、2022 年可比公司相对估值 Wind 一致预期对公司上市后 6-12 个月远期整体公允价值区间进行测算, 主要出于谨慎性原则: 公司已披露 2022 年前三季度的业绩情况, 全年业绩确定性相对更高; 受疫情影响公司 2022 年业绩受到一定的冲击, 我们认为公司 2023 年业绩有望随疫后下游施工的恢复而复苏, 但业绩修复仍存在不确定性风险, 因此以业绩表现相对较弱的 2022 年作为预测基准年份或更为妥当。
- 四家可比公司截至 2022 年 12 月 13 日: 2021 年天铁股份、震安科技、世纪瑞尔、辉煌科技按归母净利润算 PE 分别为 45.01/139.83/78.39/26.08 倍, 均值为 72.33 倍; 按扣非归母净利润算 PE 分别为 46.11/152.19/91.65/26.80 倍, 均值为 79.19 倍。由于世纪瑞尔、辉煌科技两家公司尚未有机构盈利预测数据, 而采取单一可比公司作为比较对象或缺乏全面性, 因此综合考虑天铁股份与震安科技两家可比公司的估值结果, 根据 Wind 一致预期: 2022 年 PE 预计分别为 28.06/65.55 倍, 平均值为 46.81 倍。
- 参考可比公司估值情况, 出于谨慎性原则下浮 15%, 我们的判断依据如下: (1) 公司与天铁股份、震安科技业务具有相似性 (均用于减振降噪), 但也不完全一致 (减振等级有差异、适用领域有差异、新拓展业务有差异), 具体来看: (i) 公司目前产品主要应用于轨交特殊等级减振降噪市场, 特殊等级产品具备较高的技术壁垒, 而中高等级减振产品尚处在市场开拓阶段, 相比于深耕轨交中高等级减振领域的天铁股份仍有一定的差距 (1H22 天铁股份轨道工程橡胶制品营收占比 63.1%, 公司相关产品尚未放量); (ii) 公司目前正积极开拓 TOD 上盖项目的减振降噪市场, 但相比深耕于建筑减隔震领域的震安科技也仍有进步空间 (1H22 震安科技隔震支座营收占比 62.2%, 公司目前 TOD 上盖专项防治类业务营收占比仍较小, 2019~1H22 占比分别为 7.2%/8.8%/6.9%/22.8%)。 (iii) 公司已有对轮轨关系深入研究的一般工作流程, 除深耕于轨交减振降噪产品外, 正积极开拓轨交智慧运维与病害治理的新业务, 与两家可比公司相比, 这一业务为公司独有。根据我们测算, “十四五” 期间轨交智慧运维与病害治理业务市场容量或将达到 313 亿元, 市场空间较大、公司有望受益。 (2) 通过将公司与天铁股份、震安科技 2021 年经营财务指标比较来看: 公司在存货周转率/资产负债率/管理费率/研发费率指标上表现更优; 在销售费率/净利率指标上介于两家可比公司之间; 而在营收规模/营收增速/净利润规模/毛利率/应收账款周转率等指标上均表现相对较弱, 这些指标反映出公司在业务体量以及盈利能力方面都仍有进一步提升空间。综上所述, 我们在可比公司 2022 年一致预期 46.81 倍的基础上, 下浮 15%、将 39.79 倍作为公司 2022 年的 PE 估值中枢。给予公司 2022 年按归母净利润算 PE 37.80~41.78 倍估值; 对应公司 2021 年按归母净利润算 PE 35.50~39.24 倍估值, 按扣非归母净利润算 PE 37.21~41.13 倍估值; 对应公司上市后

6-12 个月远期整体公允价值区间为 24.03~26.56 亿元（假设不采用超额配售选择权）。

图表 56：相对估值表（截至 2022 年 12 月 13 日）

序号	股票代码	股票名称	市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益 EPS					市盈率 PE				
					2020A	2021A (扣非)	2021A (扣非)	2022E	2022 TTM	2020A	2021A (扣非)	2021A (扣非)	2022E	2022 TTM
1	300587.SZ	天铁股份	136.11	12.64	0.18	0.28	0.27	0.45	0.33	69.41	45.01	46.11	28.06	38.61
2	300767.SZ	震安科技	122.30	49.47	0.65	0.35	0.33	0.75	0.36	76.10	139.83	152.19	65.55	139.25
3	300150.SZ	世纪瑞尔	22.41	3.83	-0.16	0.05	0.04		0.05	-24.70	78.39	91.65		70.38
4	002296.SZ	辉煌科技	31.32	8.04	0.22	0.31	0.30		0.32	36.74	26.08	26.80		25.35
		中位数			0.20	0.29	0.29	0.60	0.32	53.08	61.70	68.88	46.81	54.50
		平均数			0.22	0.25	0.24	0.60	0.26	39.39	72.33	79.19	46.81	68.40

来源：公司招股说明书、WIND，国金证券研究所注：世纪瑞尔、辉煌科技两家可比公司缺少 2022 年 Wind 一致预期 PE 数据，故在中位数及平均数计算中予以剔除

4.3 绝对估值

- 公司所处行业发展空间广阔，业务模式具有一定消费属性，现金流稳定，采用现金流折现法（DCF 估值法）对公司进行估值具备合理性。估算时间为 2022 年 12 月 13 日。
 - 永续增长率：1.5%（公司为轨交特殊等级减振产品龙头，构建了良好的竞争壁垒，且基于可协同的技术和产业资源，拓展新的增量业务，业务规模也会逐步扩大。远期来看轨交行业建设增速放缓，但存量线路运维及病害治理需求长期存在，公司正积极布局这类新业务，发展具有可持续性。综合考虑后我们将永续增速设定为 1.5%）；
 - 债务比例：28%（我们认为公司会维持现有杠杆水平控制整体经营风险，参考公司 2019~2021 年三年平均资产负债率 28.0%，债务比例设定为 28%）；
 - 无风险利率 Rf：2.76%（2022 年 9 月 13 日~12 月 13 日期间十年期国债收益率均值为 2.76%）；
 - Beta 系数：1.09，以沪深 300 指数为标的指数，统计天铁股份、震安科技、世纪瑞尔、辉煌科技（2017 年 12 月 13 日~2022 年 12 月 13 日）的平均 Beta 值，可比公司原始 Beta 为 0.83，去杠杆 Beta 为 0.82，重新计算后平均 Beta 为 1.09；
 - 市场平均风险收益率 Rm：7.56%，沪深 300 指数近十年平均年化收益率为 7.56%，扣除无风险收益率 2.76%，风险溢价取值为 4.80%；
 - 权益资本成本 Ke：7.99%（ $Ke=Rf+\beta(Rm-Rf)$ ）；
 - 税率：15%（参考高新技术企业优惠税率）；
 - 债务成本 Kd：4.3%（公司发展主要依靠资本金及发展留存金，无外部长长期银行借款。参考人民银行 2022 年 11 月 21 日公布的 5 年期以上人民币贷款基准利率 LPR）；
 - 加权平均资本成本 WACC：6.78%（基于以上假设计算得到 WACC 为 6.78%）；
 - 营业收入增速：
 - （1）2022~2024 年：根据前文所述，我们认为“十四五”期间公司业务所涉及到的几个细分行业市场容量较大，轨交减振降噪、轨交智慧运维及病害治理、TOD 上盖专项防治合计市场空间约为 461.8 亿元。

同时，我们认为公司在主业轨交特殊等级减振业务上具备较强的竞争实力，自研产品的市场认可度较高，相关产品 2021 年综合中标率已达到 29.4%。基于我们的详细测算，预计 2022 年业绩短期受疫情影响，同比-4.1%；预计 2023~2024 年公司将重回增长，增速分别为 21.9%/19.1%。

(2) 2025 年及以后：根据《北京市轨道交通线网规划（2020-2035 年）》、《上海市城市轨道交通第三期建设规划（2018-2023 年）》、《广州市轨道交通线网规划（2018-2035 年）》，主要大城市轨交建设远期规划已明确，北/上/广 2035 年运营里程分别达 2200（规划中提及目标）/1625/2029 公里，截至 2021 年末三座城市运营里程分别仅有 783/831/589.4 公里，建设空间仍然较大。由于轨交减振降噪行业发展起步较晚、新噪声法实施后减振需求将进一步提升，公司是优质产品提供商，有望受益。同时，《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要（2020-2035）》提出了远期打造振动噪声环境影响监测及智能化仿真分析平台的目标，公司智慧运维及病害治理这一增量业务符合该方向，市占率提升空间仍然较大。因此，我们认为公司未来几年营收增速会呈现前期缓慢下降的态势，随着营业收入规模扩大后，后期营收增速下滑加快，对应 2025~2031 年营收增速分别为 19%/18%/16%/14%/12%/8%/4%，2032 年后进入永续增长期，增速放缓至 1.5%；

- 毛利率：公司在轨交特殊等级减振产品技术领先、产品性能突出，总体上维持了较高的毛利率，当前公司在相关多元化的业务拓展战略下，从产品售卖到服务商的转型过程中，毛利率有下降趋势。考虑到在 2025 年后业务结构基本稳定，加大研发投入后核心技术壁垒仍能保持，我们认为 2025 年后可以维持综合毛利率 38%水平；
- 显性期：公司业务方向具有长期的发展潜力且行业空间广阔，给予显性期 10 年。其中，2022-2024 年是成长期，2025-2031 年是成熟期，收入增速降低。2031 年以后进入永续增长期。
- 按照上述假设，采用 DCF 法对公司归母股权价值进行评估，得到公司企业价值在 17.63 亿元；
- 我们对这一估值进行敏感性分析，取永续增长率 1.0%、1.5%、2.0%，贝塔取 0.77、1.09、1.10，得到公司上市后 6-12 个月远期整体公允价值区间在 15.92 ~ 27.95 亿元之间。

图表 57：绝对估值法假设条件（折现率计算）

假设条件	数值
永续增长率	1.5%
无风险利率 Rf	2.76%
债务比例	28%
β	1.09
Rm	7.56%
Ke	7.99%
Kd	4.30%
税率	15%
折现率 WACC	6.78%

来源：WIND、国金证券研究所

图表 58: 公司绝对估值法估值结果 (百万元)

DCF	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
单位: 人民币百万元											
是否显性期	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
营业收入	376	459	547	650	767	890	1015	1137	1228	1277	1,296
营业收入增速	-4.1%	21.9%	19.1%	19.0%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	8.0%	4.0%	1.5%
EBIT	61	72	86	105	123	143	163	183	197	205	208
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT*(1-所得税率)	52	61	73	89	105	122	139	155	168	174	177
加: 折旧和摊销	12	19	27	33	37	38	38	38	39	39	39
营运资本变动	-67	-75	-81	-96	-108	-113	-115	-112	-84	-45	-18
资本开支	-23	-113	-93	-63	-33	-10	-8	-7	-7	-7	-7
FCFF	-26	-108	-73	-37	1	36	54	75	116	161	191
FCFF现值	-26	-101	-64	-30	0	26	36	47	68	89	99
TV	3,097										
TV现值	1,716										
企业价值	1,763										
净负债	-										
少数股东权益	6										
归母股权价值	1,757										
总股数 (百万股)	113										
每股价值	15.59										

来源: WIND、国金证券研究所

图表 59: DCF 法估值敏感性分析 (百万元)

DCF	最差情形	一般情形	最佳情形
TV 增长率 g:	1.00%	1.50%	2.00%
贝塔 β :	0.77	1.09	1.10
Ke:	6.45%	7.99%	8.04%
WACC:	5.66%	6.78%	6.81%
FCFF 现值:	46	47	65
TV:	2,798	3,097	4,482
TV 现值:	1,546	1,716	2,729
企业价值:	1,592	1,763	2,795
归母股权价值:	1,587	1,757	2,789
额外考虑因素:	-	-	-
总股数 (百万股):	113	113	113
每股价值:	14.08	15.59	24.74

来源: WIND、国金证券研究所

4.4 整体估值结论

- 相对估值区间: 考虑 IPO 募集资金带来的影响, 预计 2022~2024 年公司实现归母净利润分别为 0.64、0.77、0.95 亿元, 分别同比 -6.08%、+21.37%、+22.82%。根据公司招股说明书, 此次发行股数 3,757.3016 万股 (预计增加至 2023 年总股本), 则 2022~2024 年 EPS 分别为 0.56、0.51、0.63 元。按照相对估值法, 根据可比公司情况, 在不采用超额配售选择权的情况下, 给予公司 2022 年按归母净利润算 PE 37.80~41.78 倍估值; 对应公司 2021 年按归母净利润算 PE 35.50~39.24 倍估值, 按扣非归母净利润算 PE 37.21~41.13 倍估值。2022 年预测归母净利润为 0.64 亿元, 对应公司上市后 6-12 个月远期整体公允价值区间为 24.03~26.56 亿元。
- 绝对估值区间: 经计算, 公司上市后 6-12 个月远期整体公允价值区间在 15.92~27.95 亿元之间。
- 综合结果: 取上述相对估值和绝对估值区间的交集可得: 公司上市后 6-12 个月远期整体公允价值区间为 24.03~26.56 亿元, 对应发行后每股 15.99~17.67 元。此估值, 以我们测算的公司 2022 年归母净利润 0.64 亿元计算, 对应 2022 年预测 PE 为 37.80~41.78 倍, 该估值水平未高于两家可比公司 (剔除缺少数据的震安科技和辉煌科技) 2022 年 Wind 一致预期 PE 均值 46.81 倍; 对应 2021 年按归母净利润算 PE 37.59~41.28 倍, 按扣非归母净利润算 PE 39.40~43.27 倍, 该估值水平未高于四家可比公

司 2021 年按归母净利润算 PE 均值 72.33 倍、按扣非归母净利润算 PE 均值 79.19 倍。

- 根据证监会发布的《上市公司行业分类指引》(2012 年修订), 公司所处行业为第 N77 类: “生态保护和环境治理业”, 其子行业为噪声与振动控制行业, 是环保产业的组成部分。截至 2022 年 12 月 13 日, N77 行业近一个月平均静态市盈率为 18.77, 我们给予公司的估值水平高于行业平均估值, 主要是基于公司所处的轨交减振降噪赛道目前仍处于高成长阶段, 而公司产品主要面向特殊等级减振降噪市场, 具备核心竞争力。我们给予公司高于行业平均的 PE, 这反映了我们对公司高成长性的判断。具体来看:
 - ✓ 生态保护和环境治理业涉及子板块数量众多, 其中包括大气治理、水环境治理等传统环保类企业。在“十三五”期间, 以“蓝天”、“碧水”、“净土”3 场保卫战为标志的污染防治攻坚战是国内环境治理的主线, 行业景气度在当时也最高。进入“十四五”以来, 大面积的大气、水环境污染存量问题已经不复存在, 更严格的排放要求下增量处理需求也趋于减少, 因此相关行业内企业估值水平有所下降。而当前随着《中华人民共和国噪声污染防治法》(新噪声法) 于 2022 年 6 月正式实施, 噪声处理成为了新的焦点, 减振降噪细分行业估值也将对着行业关注度的提高而有所提升。
 - ✓ 公司作为轨道交通减振降噪细分领域的国内龙头企业, 掌握核心部件减振器的专利技术, 相关产品已在多个城市的多条线路上得到运用, 具备一定的竞争优势; 同时, 公司也在积极研发智慧化解决方案、开拓包括轨道交通病害防治在内的新业务。总体上具备较大的成长潜力。
 - ✓ 综上, 我们认为公司业务布局于环境治理行业内的高景气细分赛道, 同时自身也具备一定的竞争优势, 可以享受高于 N77 类行业平均的估值水平。

5、风险提示

5.1 经营风险

- 主要盈利预测的假设条件不成立影响公司盈利预测的风险

影响公司业绩关键指标为产品销量、销售单价和毛利率, 公司所处行业市场化竞争充分, 影响因素主要有市场竞争程度、政策变动、下游客户需求、公司产品研发、销售布局等。根据各产品未来销量及销售单价的变化我们做了 2022~2024 年盈利预测, 整体营收增速为-4.07%/+21.93%/+19.10%, 若假设按照降低 2.5%和 5.0%两个情形进行敏感性分析, 结论显示业绩影响降低区间为 1.94%至 8.74%。因此, 若盈利预测假设条件不成立, 将对公司每股收益产生不利影响, 进而对公司上市后 6-12 个月远期整体公允价值区间产生不利影响。

图表 60: 公司业务收入增速敏感性分析 (百万元)

项目	2022E	2023E	2024E
预期营业收入	376.36	458.91	546.54
预期增速	-4.07%	21.93%	19.10%
对应 EPS (元)	0.56	0.51	0.63
低于预期增速 2.5%	366.55	437.78	510.43
预期增速	-6.57%	19.43%	16.60%
对应 EPS (元)	0.55	0.50	0.60
较预期 EPS 降低 (%)	1.94%	3.20%	4.47%
低于预期增速 5%	356.74	417.15	475.95
预期增速	-9.07%	16.93%	14.10%
对应 EPS (元)	0.54	0.48	0.58
较预期 EPS 降低 (%)	3.88%	6.32%	8.74%

来源: WIND、公司招股说明书, 国金证券研究所

2019~1H22 公司主营业务毛利率分别为 49.26%、43.11%、39.62%、35.72%。

随着市场竞争的逐步加剧，公司主营业务毛利率可能会出现下降。此外，若上游材料价格上升也将对公司主营业务毛利率产生不利影响。同时，考虑公司新业务拓展后，由于产品结构改变带来的毛利率下调。若假设按照降低 2.5%和 5.0%两个情形进行敏感性分析，结论显示业绩影响降低区间为 4.84%至 9.81%，毛利率变动影响显著。因此，若盈利预测假设条件不成立，将对公司每股收益产生不利影响，进而对公司上市后 6-12 个月远期整体公允价值区间产生不利影响。

图表 61：公司业务毛利率敏感性分析

项目	2022E	2023E	2024E
预期综合毛利率	38.12%	37.62%	37.73%
对应 EPS (元)	0.56	0.51	0.63
低于预期 2.5%	37.16%	36.68%	36.78%
对应 EPS (元)	0.54	0.49	0.60
较预期 EPS 降低 (%)	4.84%	4.90%	4.87%
低于预期 5%	36.21%	35.74%	35.84%
对应 EPS (元)	0.51	0.46	0.57
较预期 EPS 降低 (%)	9.69%	9.81%	9.74%

来源：WIND、公司招股说明书，国金证券研究所

■ 2022 年业绩增速下滑风险

根据我们的盈利预测结果，2022 年公司预计实现营收 3.76 亿元，同比-4.1%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比-6.1%，业绩将呈现同比下降的态势。由于公司产品下游应用于轨交项目建设，依赖现场施工，疫情反复导致下游施工方受到疫情影响存在无法如期施工，公司产品在收货、安装及验收等环节发生后延，最终影响收入确认节奏；而由于部分支出具有刚性，在费用绝对值未发生大幅变动的同时由于收入的减少，导致费用率水平大幅提升，如 1H22 销售费率/管理费率/研发费率分别升至 25.6%/28.1%/22.8%，分别相比 1H21 提升 9.4pct/16.9pct/13.7pct，进而影响利润水平，带来 2022 年业绩增速下滑风险。

■ 市场竞争加剧风险

根据《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》等国家发展战略，在城市轨道交通领域，预计未来较长的一段时间，国家仍将保持较大的投资规模和投资强度。同时，2021 年 12 月，《中华人民共和国噪声污染防治法》修订完成，已于 2022 年 6 月正式实施，预计噪声与振动控制需求市场将进一步扩大。

鉴于良好的政策和市场环境，现有竞争者隔而固、道尔道等仍在不断加大投入，时代新材、安境途、易科路通等新兴行业参与者增多，导致行业竞争进一步加剧。2019 年度、2020 年度、2021 年度，公司主要产品钢弹簧浮置道床减振系统平均销售单价从 2019 年的 4,786.35 元/米下降到 2021 年度的 3,994.90 元/米，下降了 16.54%；预制式钢弹簧浮置板平均销售单价从 2019 年的 9,175.22 元/米下降到 2021 年度的 8,066.71 元/米，下降了 12.08%。主营业务毛利率从 2019 年的 49.26%下降到 2021 年的 39.62%，下降了 9.64 个百分点。

如果公司不能持续保持技术创新提高服务水平以适应行业竞争环境，市场竞争的加剧可能会对公司的业务发展及业绩增长产生不利影响。

■ 行业依赖导致市场饱和风险

公司主要产品钢弹簧浮置板道床隔振系统、预制式钢弹簧浮置板主要应用于轨道交通领域，2019-1H22 上述产品合计收入占公司主营业务收入的比例分别为 83.77%、90.19%、70.53%及 69.46%，公司主营业务对轨道交通行业的依赖程度较高。

轨道交通行业作为政府重点鼓励的基础设施建设项目，尽管在可预见的较长时间内仍将获得良好发展，但行业整体受国家产业规划、宏观经济运行状况、区域发展程度以及各地方政府财政能力等因素的影响较大。若未来各级政府缩减轨道交通领域的投资规模或采用特殊等级或高等级减振降噪措施的里程减少，

均可能导致公司在轨道交通减振降噪领域的市场空间出现饱和的风险，对公司未来业绩增长造成重大不利影响。

■ 客户相对集中风险

公司主要客户为城市轨道交通的施工方和业主方，前五大客户收入合计占当期主营业务收入的比例分别为 98.99%、86.99%、92.50%及 100.00%。由于城市轨道交通的施工方主要为中国中铁、中国铁建等大型国有工程企业下属各工程局，使得公司客户集中度较高。公司主要通过参与中国中铁、中国铁建下属工程局或业主方独立组织的招投标或竞争性谈判等方式获得业务，若未来城市轨道交通的施工方和业主方在项目的招投标过程中作出不利于公司的选择，且公司未能及时拓展新业务、开发其他领域客户，公司的经营业绩将受到重大不利影响，营业收入及利润水平将出现大幅下滑的风险。

■ 新业务开拓的风险

TOD 上盖减振降噪综合治理及智慧运维与病害治理业务，是公司经营的重要业务方向之一，该类业务在国内属于新兴业态，尚未有统一的业务模式和行业标准。与公司现有业务相比，TOD 上盖业务及智慧运维与病害治理业务在项目实施的复杂性、专业性和系统性更高，更加考验公司的综合项目服务能力。若公司技术能力、管理能力无法满足业务、客户的需求，可能导致公司相关业务开拓失利，进而对公司未来业务发展造成重大不利影响。

■ 来自最终业主方为京投公司、广州地铁的收入占比较高的风险

公司业务收入中来自最终业主方为京投公司、广州地铁的收入占比较高。京投公司、广州地铁分别是北京市人民政府、广州市人民政府的全资一级子公司，是北京、广州城市轨道交通项目的最终业主方。京投公司是公司第一大股东，与其一致行动人合计持有公司 23.96%的股份。广州轨交是公司第二大股东，持有公司 11.00%的股权，广州地铁持有广州轨交 17.33%的合伙企业出资份额。

2019 年度、2020 年度、2021 年度及 2022 年 1-6 月，公司最终业主方为京投公司的收入占比分别为 28.82%、33.00%、47.14%及 34.68%；2019 年度、2020 年度、2021 年度，最终业主方为广州地铁的收入占比分别为 21.84%、1.83%、3.63%。公司的相关业务均通过招投标、竞争性谈判等方式获得，交易价格公允，但若北京、广州未来轨道交通项目减少或公司中标的业务减少，可能对公司业绩产生重大不利影响。

■ 新冠肺炎疫情反复对公司业绩的影响

新冠肺炎疫情反复影响主要始于 2022 年第二季度，新冠肺炎疫情在国内呈现多点散发的态势，各地区相继采取趋严的防疫措施。

一方面，公司的产品钢弹簧浮置道床减振系统、预制式钢弹簧浮置板、声屏障和隔离式减振垫等产品均需要安装（铺设）并验收完成方可确认收入。公司的下游客户以国资背景的施工方和业主方为主，因配合属地防疫工作，城市轨道交通项目存在无法如期施工的情况，使得公司的产品在收货、安装、验收等环节发生后延。2022 年 1-6 月，公司在华北、华东地区的在手订单的施工进度受到较大影响，使得主营业务收入同比下降了 58.09%。截至 2022 年 6 月末，公司在华北地区、华东地区的在手订单合计达到订单总额的 70%以上，若在手订单的实施进度持续受到新冠疫情的影响，可能在收货、安装及验收等环节对公司产生重大不利影响。

另一方面，公司的主要经营地位于北京，其中工厂及仓库位于北京市房山区窦店镇的中关村科技园房山园，2022 年 5 月初至 2022 年 6 月中旬，为了控制园区的疫情外溢风险，无特别许可不可随意进出，公司的采购、生产、发货均受到一定程度的影响。截至本招股说明书签署之日，公司工厂、仓储、办公场地均已恢复正常经营，若所在地区新冠疫情发生反复或防疫措施进一步严峻，将在采购、生产、发货等环节对公司产生重大不利影响。

若此次疫情持续时间较长或疫情形势进一步严峻，可能对公司生产经营或财务状况产生重大不利影响。

5.2 技术风险

■ 技术流失或泄密风险

公司的核心技术由公司技术研发队伍开发并掌握，不依赖任何单一的核心技术人员，公司通过申请专利、软件著作权、与员工签订保密协议、制定严格的保密制度等多种手段建立和完善了一整套严密的技术管理制度。但未来如果公司核心技术出现流失或泄密的情形，将可能对公司持续发展带来不利影响。

■ 技术革新风险

随着城市轨道交通建设规模的不断扩大，各种新材料、新技术不断地应用到轨道交通建设隔振降噪领域，公司需要不断地加大研发投入，拓宽研究领域，以满足行业对更高技术的需求。如果行业内竞争对手形成重大的技术突破或实现革新性技术研发，公司在市场竞争中可能将处于被动地位，公司未来发展将受到不利影响。

5.3 财务风险

■ 税收优惠政策变动风险

公司被认定为高新技术企业，企业所得税执行 15% 的优惠税率，并享受研发费用加计扣除。2019 年度、2020 年度、2021 年度，公司享受上述税收优惠金额分别为 688.96 万元、908.55 万元、1,068.62 万元，占利润总额的比例分别为 16.75%、12.88%、14.11%。如公司在未来年度未能通过高新技术企业重新认定，或国家相关政策发生不利变化，将对公司盈利能力造成不利影响。

■ 收入波动风险

公司所提供的城市轨道交通领域的减振降噪类相关产品和服务一般需要客户收货、安装、验收合格后才确认收入，公司参与的城市轨道交通建设项目的实施进度是影响公司收入的重要原因之一。2019 年度、2020 年度、2021 年度及 2022 年 1-6 月，公司的营业收入分别为 23,891.83 万元、34,332.99 万元、39,234.35 万元及 4,601.09 万元，随着公司业务规模的扩大，承接的大型项目逐渐增加，项目实施周期较长且实施进度存在不确定性，公司收入在年度之间可能呈现不均衡性，存在收入波动的风险。

■ 经营业绩季节性波动风险

公司业务具有一定的季节性特点，受春节假期对城市轨道交通项目施工建设的影响，第一季度营业收入规模较小。费用基本上在各季度较为均衡地发生，故公司经营业绩上呈现出季节性波动。

鉴于公司产品销售的季节性波动风险，公司提醒投资者不宜以公司某季度或中期的财务数据来简单推算公司全年的财务状况和经营成果。

■ 应收账款余额较大带来的流动性风险

公司各期末应收账款余额较大，占总资产的比例较高，截至 2019 年 12 月 31 日、2020 年 12 月 31 日、2021 年 12 月 31 日及 2022 年 6 月 30 日，公司应收账款账面价值（含合同资产）分别为 22,038.02 万元、26,407.94 万元、39,213.44 万元及 38,373.59 万元，占各期末总资产的比例分别为 34.33%、31.15%、40.37% 及 43.04%，2019~1H22 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 606.49 万元、6,146.40 万元、4,327.54 万元及 -7,809.55 万元。

随着公司经营规模的扩大，应收账款仍可能会逐步增加，公司经营活动现金流压力较大。公司钢材的采购付款模式一般为款到发货，弹簧等其他原材料的付款周期一般在 3-6 月，而销售回款周期较长，2019 年度、2020 年度、2021 年度及 2022 年 1-6 月，公司应收账款周转率（次/年）分别为 1.17、1.58、1.40 及 0.27，采购付款与销售回款存在时间差，导致公司资金流动性压力较大，容易引发流动性风险。公司客户相对集中，若公司客户经营状况和资信情况发生恶化，可能引发应收账款发生坏账损失的风险，将对公司的财务状况和盈利能力产生不利影响，从而进一步加剧流动性风险。

■ 每股收益和净资产收益率下降风险

按扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润计算，公司 2019 年度、2020 年度、2021 年度及 2022 年 1-6 月的每股（注册资本）收益分别为 0.35

元、0.57 元、0.57 元及-0.17 元，基于扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润计算的加权平均净资产收益率分别为 7.97%、11.30%、9.66%及-2.81%。本次发行后，公司股本规模、净资产规模将出现较大增长，而募集资金投资项目有一定的建设周期，项目产生效益尚需一段时间。因此，本次发行后，公司存在每股收益和净资产收益率出现下降的风险。

■ 人工成本上升风险

2019 年度、2020 年度、2021 年度及 2022 年 1-6 月，公司计提职工薪酬金额分别为 3,343.49 万元、3,718.24 万元、4,698.01 万元及 2,192.17 万元，占营业收入的比例分别为 13.99%、10.83%、11.97%及 47.64%，公司员工薪酬总额逐渐增加。随着社会进步和产业结构的调整，人工成本预计将不断上涨，为保持现有人员稳定并进一步吸引优秀人才加入，公司未来仍有可能进一步提高员工薪酬待遇，增加人工成本支出，从而对公司盈利产生一定的不利影响。

■ 存货跌价风险

截至 2019 年 12 月 31 日、2020 年 12 月 31 日、2021 年 12 月 31 日及 2022 年 6 月 30 日，公司存货分别为 10,932.49 万元、10,297.67 万元、8,719.44 万元及 12,288.09 万元，未发生存货减值；存货周转率分别为 1.13 次/年、1.84 次/年、2.49 次/年及 0.56 次/年。公司的产品主要经客户收货、安装、验收后确认收入，城市轨道交通项目安装及验收周期受到施工进度的影响，使得存货周转较长。

公司主要采用“以销定产，并保留安全库存”的生产模式，若是未来产品销售价格持续下降或产品滞销，可能存在存货成本高于可变现净值的情形，从而导致存货跌价风险。若假设计提存货跌价准备比例 2.5%和 5.0%两个情形进行敏感性分析，结论显示业绩影响降低区间为 0.63%至 8.28%，影响显著。

图表 62：公司计提存货跌价准备比例的敏感性分析

项目	2022E	2023E	2024E
存货跌价准备计提比例（比存货，假设 2025 年后取相同值）	0%	0%	0%
对应 EPS（元）	0.56	0.51	0.63
计提比例情形（1）	2.5%	2.5%	2.5%
对应 EPS（元）	0.54	0.51	0.63
较预期 EPS 降低（%）	4.13%	0.76%	0.63%
计提比例情形（2）	5.0%	5.0%	5.0%
对应 EPS（元）	0.52	0.51	0.62
较预期 EPS 降低（%）	8.28%	1.53%	1.25%

来源：WIND、公司招股说明书，国金证券研究所

■ 商业承兑汇票无法承兑风险

截至 2019 年 12 月 31 日、2020 年 12 月 31 日、2021 年 12 月 31 日及 2022 年 6 月 30 日，公司应收票据账面余额分别为 3,970.00 万元、7,589.50 万元、2,627.40 万元及 1,250.00 万元，其中商业承兑汇票分别为 2,240.00 万元、6,038.43 万元、1,986.90 万元及 950.00 万元，前手背书人主要为中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司及其子公司。

若公司的主要的客户中国中铁、中国铁建发生经营能力下滑或流动性风险，可能导致公司商业承兑汇票无法承兑的风险。

5.4 内控风险

■ 股权分散、无实际控制人带来的风险

公司股权结构较为分散，不存在控股股东和实际控制人。公司虽已建立了健全的内部控制与公司治理制度，但分散的股权结构可能影响公司经营业绩的稳定与公司治理的有效性；导致上市后公司控制权可能发生变化，从而给公司生产经营和业务发展带来潜在的风险。

■ 公司规模扩张带来的内控风险

公司规模不断扩大，截至 2022 年 6 月 30 日，公司总资产为 89,156.46 万元，公司净资产为 68,701.86 万元。本次股票发行后，公司的资产和经营规模可能会进一步出现大幅度增长。随着企业规模的不断扩大，公司的资产、人员、经营等各方面都会出现扩张，对公司治理、资金管理、人事管理、运营管理等各方面都将带来更大的挑战。如果公司不能及时地提高管理水平，不能持续地完善内部控制制度，公司的生产经营将会受到一定程度的不利影响。

■ 高级管理人员和技术人员流失风险

公司所处行业是资本、技术密集型行业，经验丰富的管理人员以及技术研发人才是公司生存和发展的重要基础，也是公司竞争优势之一。为保证公司管理层、技术人才队伍的稳定，避免人才流失，技术扩散，公司管理层以及主要研发人员与公司签订了保密协议和竞业限制协议；但随着市场竞争加剧，企业之间对人才的争夺将更加激烈，未来公司依然面临管理人员以及技术研发人才流失的风险。

5.5 募集资金运用风险

■ 募集资金投资项目的实施风险

公司募集资金投资项目经过慎重、充分的可行性研究论证，具有良好的技术积累和市场前景，但公司募集资金投资项目的可行性分析是基于当前市场环境、现有技术水平，以及对技术发展趋势的判断等因素作出的。在公司募集资金投资项目实施过程中，公司面临着市场变化、技术进步、产业政策变化、管理水平变化等诸多不确定因素，对募投项目实施有较大影响。

■ 募集资金项目新增固定资产投资折旧、无形资产摊销导致利润下滑的风险

本次募集资金投资项目完成后，每年将增加较多的固定资产折旧、无形资产摊销，公司在募投项目的效益分析中已考虑了新增固定资产折旧及无形资产摊销对公司盈利的影响。但如果未来市场环境或市场需求出现重大变化造成募集资金投资项目预期收益发生变化，公司则存在因募集资金投资项目实施带来固定资产折旧和无形资产摊销大幅增加而导致经营业绩下滑的风险。

5.6 市场波动风险

二级市场存在一定的波动风险，尤其是今年以来，受到国际局势不稳定、国内疫情反复等多因素的影响，二级市场呈现较大的指数波动，2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 13 日期间，沪深 300 指数及科创板指数流通市值区间涨跌幅分别为 -10.38%、-7.80%。若市场波动进一步加剧，可能对公司股价及市值产生不利影响。同时，若公司所处轨交减振降噪行业及主要可比公司市场表现呈现波动，由于参考行业及可比公司的市场一致预期开展估值定价，同样可能对公司股价及市值产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	239	343	392	376	459	547	货币资金	81	229	226	222	767	701
增长率		43.7%	14.3%	-4.1%	21.9%	19.1%	应收款项	278	309	421	431	526	626
主营业务成本	-121	-195	-237	-233	-286	-340	存货	109	103	87	124	153	182
%销售收入	50.7%	56.8%	60.3%	61.9%	62.4%	62.3%	其他流动资产	24	29	16	21	24	27
毛利	118	148	156	143	173	206	流动资产	493	670	749	798	1,469	1,535
%销售收入	49.3%	43.2%	39.7%	38.1%	37.6%	37.7%	%总资产	76.8%	79.0%	77.2%	78.3%	82.3%	80.2%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-4	-5	-6	长期投资	10	11	12	10	10	10
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	87	84	94	142	234	298
销售费用	-31	-37	-33	-32	-39	-46	%总资产	13.5%	9.9%	9.7%	13.9%	13.1%	15.6%
%销售收入	12.9%	10.7%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%	无形资产	42	45	54	58	60	61
管理费用	-19	-18	-24	-23	-28	-33	非流动资产	149	178	222	222	315	380
%销售收入	7.8%	5.4%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	%总资产	23.2%	21.0%	22.8%	21.7%	17.7%	19.8%
研发费用	-14	-21	-24	-24	-29	-34	资产总计	642	848	971	1,020	1,784	1,915
%销售收入	5.9%	6.2%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%	短期借款	35	8	3	3	3	3
息税前利润 (EBIT)	52	68	71	61	72	86	应付款项	106	163	186	188	231	275
%销售收入	21.7%	19.9%	18.1%	16.2%	15.7%	15.8%	其他流动负债	35	20	50	34	42	50
财务费用	-1	-1	0	9	19	25	流动负债	176	191	239	225	276	327
%销售收入	0.4%	0.2%	0.0%	-2.5%	-4.1%	-4.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	0	0	其他长期负债	19	18	26	26	26	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	195	209	266	251	302	353
投资收益	0	2	3	3	0	0	普通股股东权益	447	638	700	763	1,476	1,556
%税前利润	0.7%	2.2%	3.7%	3.8%	0.0%	0.0%	其中：股本	100	113	113	113	150	150
营业利润	41	71	76	75	91	112	未分配利润	17	63	111	175	237	317
营业利润率	17.2%	20.5%	19.3%	19.8%	19.8%	20.4%	少数股东权益	0	0	6	6	6	6
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	642	848	971	1,020	1,784	1,915
税前利润	41	71	76	75	91	112	比率分析						
利润率	17.2%	20.5%	19.3%	19.8%	19.8%	20.4%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-5	-9	-8	-11	-14	-17	每股指标						
所得税率	13.1%	12.8%	10.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.357	0.545	0.601	0.564	0.513	0.631
净利润	36	61	68	63	77	95	每股净资产	4.474	5.664	6.209	6.773	9.823	10.354
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.061	0.545	0.384	0.140	0.148	0.283
归属于母公司的净利润	36	61	68	64	77	95	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100
净利率	15.0%	17.9%	17.3%	16.9%	16.8%	17.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.99%	9.63%	9.67%	8.33%	5.23%	6.09%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.57%	7.25%	6.97%	6.23%	4.33%	4.95%
净利润	36	61	68	63	77	95	投入资本收益率	9.34%	9.19%	8.96%	6.71%	4.12%	4.69%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	21	10	15	13	20	28	主营业务收入增长率	6.27%	43.70%	14.28%	-4.07%	21.93%	19.10%
非经营收益	-1	0	-2	6	1	1	EBIT 增长率	-12.22%	31.53%	4.05%	-14.06%	18.18%	19.91%
营运资金变动	-49	-10	-37	-67	-75	-81	净利润增长率	-21.59%	71.99%	10.10%	-6.08%	21.37%	22.82%
经营活动现金净流	6	61	43	16	22	43	总资产增长率	9.95%	32.04%	14.57%	5.04%	74.84%	7.36%
资本开支	-7	-13	-28	-23	-113	-93	资产管理能力						
投资	6	0	-4	2	0	0	应收账款周转天数	312.3	231.5	261.6	335.0	335.0	335.0
其他	0	1	-3	3	0	0	存货周转天数	323.9	198.5	146.6	195.0	195.0	195.0
投资活动现金净流	-1	-12	-35	-19	-113	-93	应付账款周转天数	289.3	221.3	215.5	255.0	255.0	255.0
股权募资	0	134	6	0	651	0	固定资产周转天数	126.0	86.4	84.8	127.3	171.0	181.0
债权募资	32	-32	-2	0	0	0	偿债能力						
其他	-21	-4	-13	-1	-16	-16	净负债/股东权益	-10.35%	-34.57%	-31.57%	-28.51%	-51.53%	-44.67%
筹资活动现金净流	11	97	-10	-1	635	-16	EBIT 利息保障倍数	49.1	85.7	870.3	-6.6	-3.8	-3.4
现金净流量	17	147	-1	-3	544	-66	资产负债率	30.32%	24.69%	27.36%	24.62%	16.92%	18.45%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402