

688569.SH

增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 36.94

板块评级：强于大市

股价表现

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年8月9日收市价为标准中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：轨交设备II

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

联系人：林祁桢

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

铁科轨道

产研一体国家队，业绩增长强确定

铁科轨道是以高铁扣件为核心的轨道工务细分领域“国家队”。2023H1，公司营收同增 66.3%，归母净利润同增 99.7%，年内产能扩张下业绩增长确定性强。预计未来高铁新建、替换带来的扣件需求仍向好，考虑公司产研一体优势，在研项目锚定高铁提速需求，首次覆盖给予增持评级。

支撑评级的要点

- 以高铁扣件为核心的轨道工务“国家队”。国内高铁扣件专利来源于铁科轨道控股母公司铁道科学研究院集团，专利授权+产品认证使行业准入门槛高，供给格局稳定。铁科轨道作为业内唯一的专利无偿授权使用方，上市以来经营向好，净利率稳步提高。
- 依附高铁发展，扣件需求向好。新建方面，根据2020年7月国家铁路集团印发的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到2035年，国内高铁里程达7万公里，年均新增2,000公里，对应年均新增扣件需求超26亿元。替换方面，随着2008年后投入运营的早期线路逐渐达到维护更换周期，乐观（替换周期10年）、中性（替换周期15年）、悲观（替换周期20年）假设下，2023-2035年均高铁扣件替换需求分别达3,102.2、1,945.5、1,017.5万套，对应市场需求62.0、38.9、20.4亿元。
- 产研一体，在研项目锚定高铁提速需求。铁科轨道设立后便以联合研发的形式参与了铁科院主导的高铁扣件系统等技术形成及后续完善和升级过程。公司重视技术创新，扣件领域专利相比国内同行领先，产品质量参数过硬。2019年，铁科轨道吸收了原铁建所在高铁、重载扣件系统技术形成过程中起主导作用的核心研发人员。铁科轨道锚定未来高铁提速需求，在研项目有望在总结既有经验基础上，研发出适应时速400公里以上高铁运营的新一代扣件系统。

估值

- 公司是轨道工务领域具备产研一体优势的“国家队”，募投项目产能逐步释放下有望引领业绩增长，预计公司2023-2025年收入分别为17.3、20.4、21.8亿元，归母净利润分别为3.2、3.6、4.2亿元；EPS分别为1.49、1.73、1.97元，对应PE分别达24.7、21.4、18.8倍。首次覆盖给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 高铁建设不及预期、重大高铁事故、扣件替换需求不及预期、产能建设不及预期、订单承接不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	1,351	1,340	1,734	2,035	2,181
增长率(%)	9.9	(0.8)	29.4	17.3	7.2
EBITDA(人民币 百万)	246	337	529	573	608
归母净利润(人民币 百万)	168	237	315	364	415
增长率(%)	12.5	41.0	32.9	15.6	13.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.80	1.12	1.49	1.73	1.97
市盈率(倍)	46.3	32.8	24.7	21.4	18.8
市净率(倍)	3.4	3.1	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA(倍)	11.6	7.3	12.6	10.8	9.7
每股股息(人民币)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
股息率(%)	1.2	2.0	1.3	1.5	1.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

铁科轨道：掌握核心技术的轨道工务“国家队”	5
轨道扣件：依附高铁发展，未来需求向好.....	8
从“万国博览会”到走向世界的中国高铁.....	8
依附轨道类型，扣件发展出多类型号.....	8
扣件供需：供给集中，需求无虞.....	10
公司优势：产研一体“国家队”，募投项目投产在即	14
产研一体，技术领先.....	14
募投项目投产在即，年内有望逐步释放.....	16
盈利预测	17
财务分析	17
盈利预测	18
估值分析	19
风险提示	21

图表目录

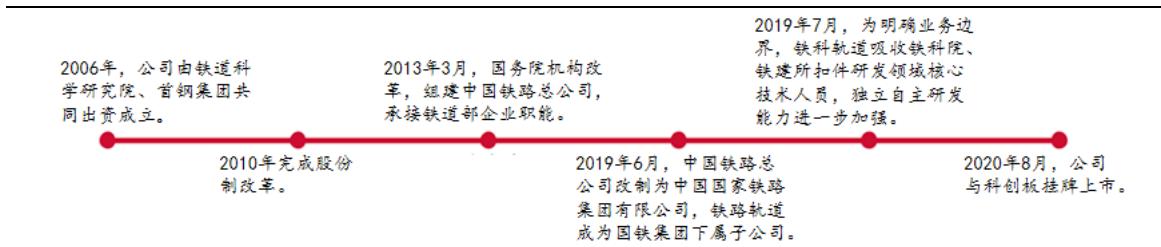
股价表现	1
投资摘要	1
图表 1. 铁科轨道发展历史	5
图表 2. 公司股权结构（截至 2023 年 5 月底）	5
图表 3. 2016 年以来公司营收、利润稳步增长	6
图表 4. 2017 年以来经营活动现金流维持净流入	6
图表 5. 轨道扣件长期占公司营收 55% 以上	6
图表 6. 轨道扣件长期占利润比重超过 60%	6
图表 7. 2020 年以来公司新签订单保持稳健	6
图表 8. 2020 年以来，轨道扣件销量稳步增长	6
图表 9. 公司产能情况	7
图表 10. 轨道扣件衍化过程	8
图表 11. 有砟轨道结构	9
图表 12. 无砟轨道结构	9
图表 13. 有砟轨道	9
图表 14. 无砟轨道	9
图表 15. 弹条Ⅳ型扣件，适配有砟无挡肩轨道	9
图表 16. 弹条Ⅴ型扣件，适配有砟有挡肩轨道	9
图表 17. WJ-7 型扣件，适配无砟无挡肩轨道	10
图表 18. WJ-8 型扣件，适配无砟有挡肩轨道	10
图表 19. 国内高铁、重载扣件主要供应商情况	10
图表 20. 2008 年以来国内高铁营运里程快速提升，根据规划，未来营运里程或仍维持较快增长	11
图表 21. 根据规划目标，到 2035 年，年均新增高铁营运里程或超 2000 公里	11
图表 22. 国内轨道检查周期	11
图表 23. 高铁轨道扣件需修理更换情况	12
图表 24. 2023-2035 远期扣件需求测算	12
图表 25. 高铁扣件需求变化大致滞后铁科轨道营收变化一年	12
图表 26. 行业企业营收变化趋势接近	12
图表 27. 部分高铁干线建设及运营时间	13
图表 28. 截至 2023 年 6 月，国内扣件系统供应商专利对比	14
图表 29. 公司扣件系统技术参数与国标对比	15
图表 30. 铁科轨道部分新一代扣件相关在研项目	16
图表 31. 截至 2022 年底募投项目进展	16
图表 32. 与同业企业相比，公司毛利率、ROE、负债率等指标均处较好水平	17
图表 33. 2016 年以来，公司毛利率处于行业较高水平	17

图表 34. 2016 年以来，公司费用率逐步改善.....	17
图表 35. 2016 年以来，公司净利率稳步提升.....	17
图表 36. 2020 年以来，公司总资产周转率有所下降.....	18
图表 37. 上市后，公司货币资金占总资产比重维持高位.....	18
图表 38. 2016 年以来，库存商品在存货中的占比持续提升.....	18
图表 39. 2016 年以来库存商品维持较快增长.....	18
图表 40. 盈利预测.....	19
图表 41. 横向比较，公司估值处于行业中上水平.....	20
图表 42. 纵向比较，公司估值高于 36.4% 的历史水平.....	20
利润表(人民币 百万).....	22
现金流量表(人民币 百万).....	22
财务指标.....	22
资产负债表(人民币 百万).....	22

铁科轨道：掌握核心技术的轨道工务“国家队”

脱胎铁科院，掌握核心技术。2006年，公司由铁道科学研究院集团、首钢集团共同出资成立，2010年完成股份制改革，2013年3月，国务院机构改革，组建中国铁路总公司，承接铁道部企业职能，2019年6月，中国铁路总公司改制为中国国家铁路集团有限公司，自此，铁科轨道成为国铁集团下属子公司。2019年7月，为明确业务边界，铁科轨道吸收铁科院铁建所扣件研发领域核心技术人员，独立自主研发能力进一步增强。2020年8月，公司于科创板挂牌上市。公司自设立便以联合研发的形式参与铁科院主导的高铁扣件系统技术开发，掌握了高铁扣件、重载扣件、高铁特殊调整扣件等产品核心技术。

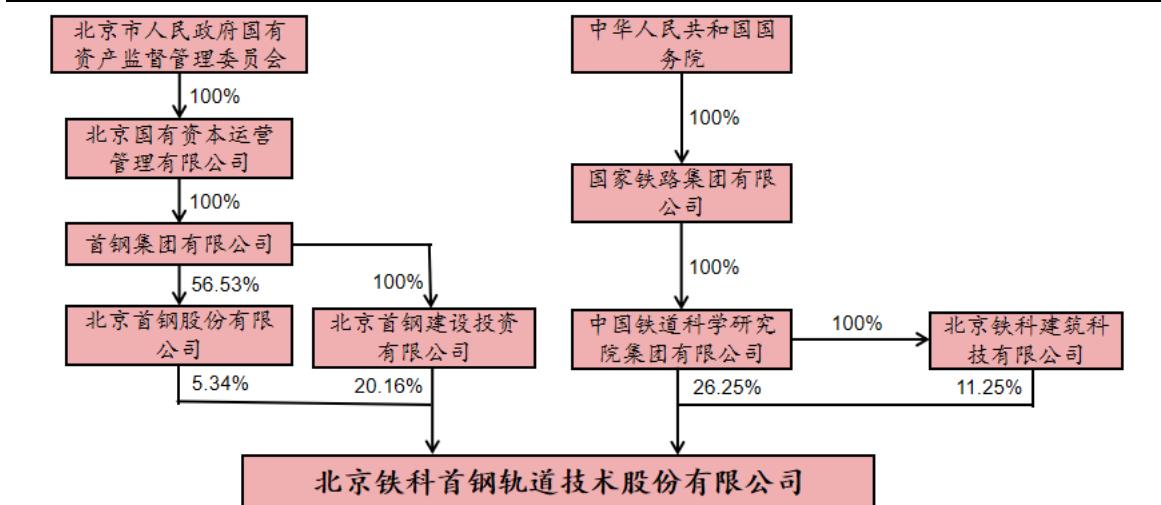
图表 1. 铁科轨道发展历史



资料来源：公司公告，中银证券

公司股权集中，国资背景深厚。截至2023年5月底，国铁集团通过铁科院集团及其下属子公司铁科建筑合计持股37.5%，首钢集团通过下属首钢股份、首钢建投两家子公司合计持股25.5%，两者合计持股达63.0%。公司国资背景深厚，前两大股东分别归属国务院国资委及北京市国资委。

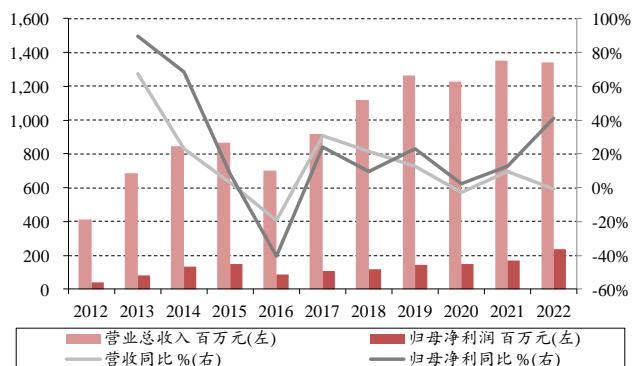
图表 2. 公司股权结构（截至2023年5月底）



资料来源：同花顺iFind，中银证券

2016年以来营收、利润稳增，23H1业绩大幅增长。2023H1，公司营收10.0亿元，同增66.3%，归母净利润2.2亿元，同增99.7%，受益于多条中标线路集中供货，公司业绩大幅增长；经营性现金流净额2.5亿元，同增110.3%，毛利率43.3%，同增7.2pct，净利率27.4%，同增6.3pct，费用率11.6%，同减1.8pct。2016-2022年，国内高铁营运里程由2.3万公里增长至4.2万公里，受益于高铁发展，公司营收利润年复合增长率分别达11.4%、18.1%，实现稳步增长。2017年以来经营性现金流维持净流入，毛利率基本稳定的同时费用率持续改善，净利率稳步增长。

图表 3. 2016 年以来公司营收、利润稳步增长



资料来源：万得，中银证券

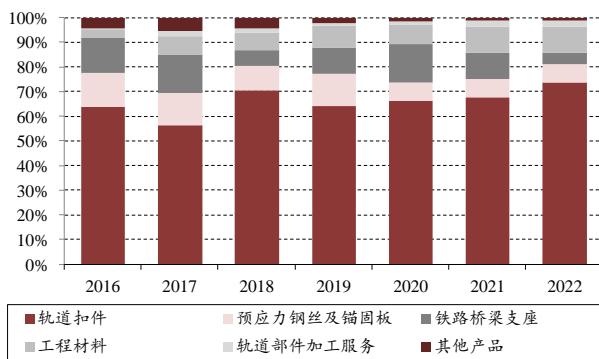
图表 4. 2017 年以来经营活动现金流维持净流入



资料来源：万得，中银证券

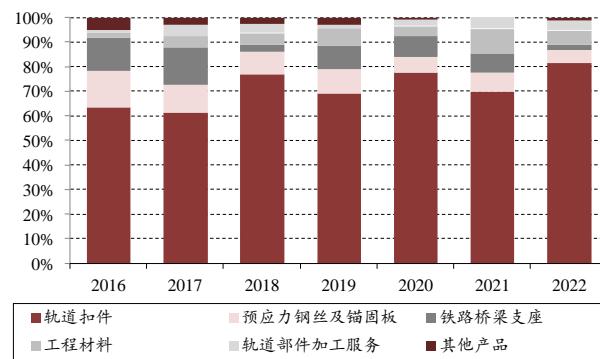
2016 年以来轨道扣件占公司营收 55% 以上。公司主营以轨道扣件为核心的高铁工务工程产品，配套有辅助轨道建设的预应力钢丝及锚固板、铁路桥梁支座、工程材料等产品。2016 年以来轨道扣件占营收、利润的比重分别超过 55%、60%，其他产品占比较低。随着公司产能建设持续推进，未来轨道扣件在营收、利润中的占比或将稳步提高。

图表 5. 轨道扣件长期占公司营收 55% 以上



资料来源：公司公告，中银证券

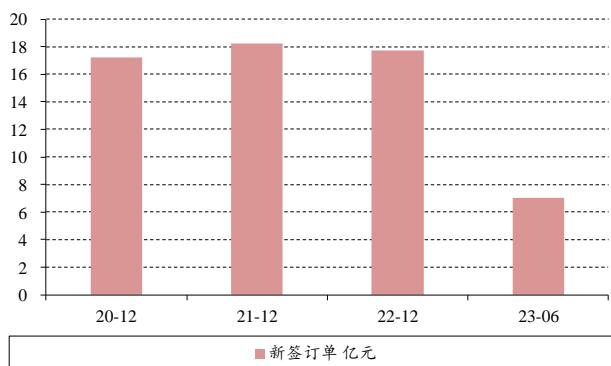
图表 6. 轨道扣件长期占利润比重超过 60%



资料来源：公司公告，中银证券

公司新签订单稳健，募投项目投产在即。公司 2022 年累计新签订单 17.7 亿元，同减 2.8%，在手订单达 24.9 亿元，同增 11.7%。轨道扣件的核心配件为弹条，公司现有两条弹条生产线，22 年销量达 381.7 万套（763.4 万个）。2020 年公司 IPO 募投项目投资 9 亿元，新建高铁设备及配件项目，项目设计产能为年产弹条 900 万套（1,800 万个），螺栓 1,800 万个。根据公司公告，截至 2022 年 6 月底，募投项目已达到预计可使用状态，已开展产品试生产及 CRCC 产品认证工作，后续产能有望逐步释放。

图表 7. 2020 年以来公司新签订单保持稳健



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2020 年以来，轨道扣件销量稳步增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 9.公司产能情况

产品类型	所在公司	产线	产能	备注
现有产能	铁科轨道	2条弹条产线	年产能约 440 万套	
	铁科翼辰	非金属部件		
	铁科腾跃	道岔用弹性铁垫板		
	河北分公司	1条预应力钢丝产线		
	邢台分公司	1条预应力钢丝产线		
	铁科轨道	桥梁支座加工		
铁路桥梁支座	兴城分公司	桥梁支座加工及喷涂		
	铁科轨道	粘改剂、掺合料等		
在建产能	铁科天津	4条弹条产线	设计年产能 900 万套	2023.6 达到预计可使用状态
	铁科天津	1条螺栓产线	设计年产能 1,800 万个	

资料来源：公司公告，中银证券

轨道扣件：依附高铁发展，未来需求向好

高铁工务工程是高铁的地面基础设施，包括轨道和支撑轨道的路基、桥梁、隧道。轨道扣件可以牢固地扣压住钢轨，具有提高轨道精度、保障线路平顺、提供绝缘和弹性的作用，是列车在高速状态下安全、舒适、平稳运行的关键部件。

从“万国博览会”到走向世界的中国高铁

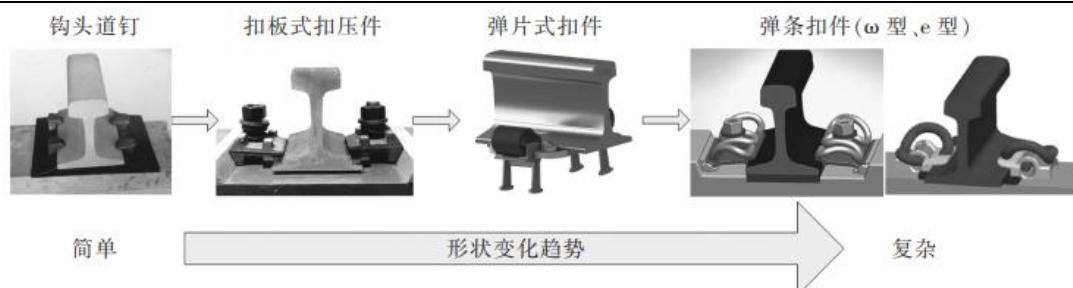
铁路作为路上交通运输体系的骨干，是重要的基础设施。旧中国在半殖民地半封建统治和军阀混战破坏下，仅遗留约 1.1 万公里可通车铁路。建国初期，我国铁路表现出建筑物和设备标准杂乱，质量低下的特点，来自日、俄、英、德、法等国的铁路设备各成系统，各自为政，五花八门，被戏称为“万国博览会”。新中国成立后，在经历了学习苏联技术，铁路组织机构变更，标准编制工作的推进后，逐渐摸索出了符合国情的铁路发展道路。

国内对高速铁路的探索始于 90 年代，从 1997 年到 2004 年，通过自主研发对既有轨道及牵引技术的改造升级，实现了五次铁路大面积提速，大幅提高了客车平均速度。2004 年国务院审核通过《中长期铁路网规划》，提出规划建设“四纵四横”时速 200 公里以上的客运专线。在规划指导下，为加速实现跨越式发展，2004-2006 年间，铁道部从加拿大庞巴迪、日本川崎重工、法国阿尔斯通、德国西门子引进了 4 个车型及相应技术，经由彼时北车长客、南车四方、南车唐客等骨干企业技术消化和国产化改良后，时速 200 公里以上的“和谐号”动车组在 2007 年第六次全国铁路大面积提速中投入使用。此后，在对国外技术吸收消化再创新的基础上，2008 年京沪高铁的开工拉开了大规模高铁建设的序幕。2013 年，在中国铁路总公司（原铁道部）牵头下，中国标准动车组开始研制，2017 年，设计时速 350 公里，脱胎于“和谐号”动车组的“复兴号”动车组首次运营。截至 2022 年底，我国铁路营运里程达 15.5 万公里，其中高铁营运里程达 4.2 万公里，随着高铁路网由“四纵四横”向“八纵八横”迈进，中国高铁作为自主创新的成功范例，已成为中国装备制造业一张走向世界的名片。

依附轨道类型，扣件发展出多型号

对于轮轨列车而言，包含钢轨、扣件、轨枕、道床、路基在内的地面基础设施对列车运行、提速起到至关重要的作用。扣件依附于轨道而存在，随着钢轨、轨枕类型的演化而不断改变，都需要综合考虑干线运量、车速、轨下基础的不同，根据经济性调整。

图表 10. 轨道扣件衍化过程



资料来源：《钢轨扣件设计及其衍化过程研究》胡连军，中银证券

根据结构类型，轨道通常可分为有砟轨道和无砟轨道。两者最主要区别在于轨枕下有无道砟，道砟是符合一定粒径的碎石，介于轨枕和路基之间，支撑轨枕的同时提供一定的形变弹性，并帮助轨道排水。有砟轨道在柔性路基上具有弹性好、便于维修的优点，常用于普速、重载线路，但在刚性路基（桥梁、隧道、涵洞）上存在弹性差、振动大、劣化快的现象。无砟轨道使用预应力混凝土板作为道床，经过防水、地面改性等处理后置于路基上，由于道床结构完整，具有高平顺性、高稳定性、高可靠性等特点，但由于造价较高，更适用于高速铁路、客运专线。



图表 11. 有砟轨道结构



资料来源：《中老铁路养护维修技术研究》Chanthasouk Vanphouang, 中银证券

图表 13. 有砟轨道



资料来源：国铁集团，中银证券

图表 12. 无砟轨道结构



资料来源：《高速铁路 CRTS 系列板式无砟轨道综合性能对比分析》高卿, 中银证券

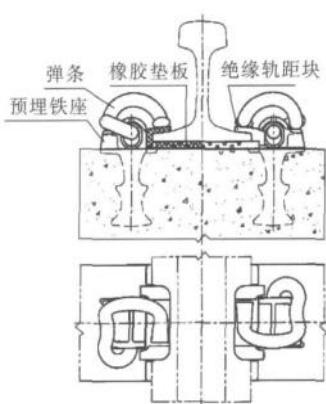
图表 14. 无砟轨道



资料来源：精品万州，中银证券

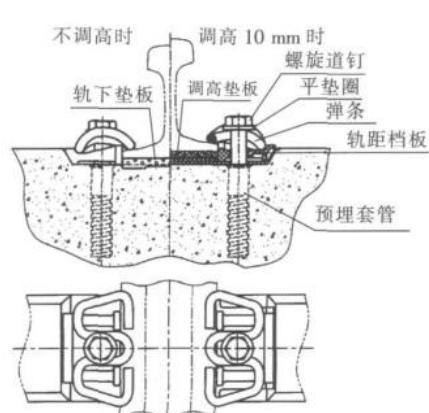
扣件是联结钢轨与轨枕的重要部件，其作用在于：1、保持钢轨在轨枕等轨下基础上的正确位置；2、保持钢轨与轨枕的可靠联结，阻止钢轨的纵向移动；3、为轨道结构提供一定的弹性，在保证足够的强度和扣压力的同时，还应具有良好的弹性和一定的调整能力等。故根据轨道类型的不同，对扣件的扣压力、弹性、轨距、调高、防爬、绝缘能力要求亦有不同。为适应既有线路提速以及高速重载需求，经过不断摸索和迭代，我国先后研发了新型混凝土轨枕和新型无砟轨道，以及与之配套的新型弹条扣件。对于最高时速 350 公里，最大轴重 170kN 的客运专线及最高时速 250 公里，最高轴重 230kN 的客运专线（兼顾货运），根据有砟轨道有无挡肩，适配有弹条IV型、V型扣件，根据无砟轨道有无挡肩，适配有 WJ-7、WJ-8 型扣件。

图表 15. 弹条IV型扣件，适配有砟无挡肩轨道



资料来源：《高速铁路无砟轨道扣件设计要点》许佑顶，中银证券

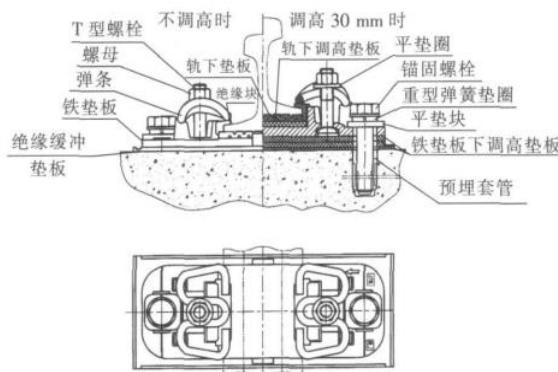
图表 16. 弹条V型扣件，适配有砟有挡肩轨道



资料来源：《高速铁路无砟轨道扣件设计要点》许佑顶，中银证券

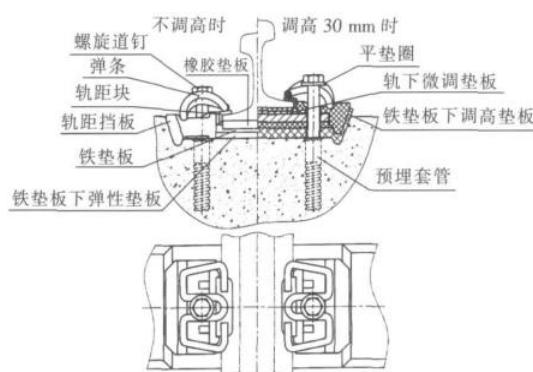


图表 17. WJ-7 型扣件，适配无砟无挡肩轨道



资料来源：《高速铁路无砟轨道扣件设计要点》许佑顶，中银证券

图表 18. WJ-8 型扣件，适配无砟有挡肩轨道



资料来源：《高速铁路无砟轨道扣件设计要点》许佑顶，中银证券

由于高铁线路通常桥梁隧道占比高，无砟轨道在相应的刚性路基上广泛应用，2007年起，我国开始将自主研发的，与国外扣件存在较大差异的高速铁路扣件予以知识产权保护。2007年，铁科院铁建所最先申请前述WJ-7型分开式预埋套管弹条扣件专利，该扣件凭借通用性强、调整量大、可实现无级调整、绝缘性优良，应用于广珠、广深港、哈大、沪宁、海南东环、甬台温、温福、福厦、宜万等高速铁路。2008年，铁科院铁建所最先申请前述WJ-8型不分开式预埋套管弹条扣件专利，相比WJ-7型扣件，WJ-8型结构零部件较少，但实现钢轨高低调整较为复杂，其应用于武广、郑西、津秦、京石、石武、沪杭等高速铁路。

扣件供需：供给集中，需求无虞

扣件供给集中，准入门槛高。受铁道行业历史上“高度集中、大力协作、半军事化”的特点影响，国内高铁扣件系统研究一直由铁科院主导，核心技术由铁科院铁建所掌握，国内企业均需通过铁科院铁建所授权。除此之外，根据国务院发布的《铁路安全管理条例》及市场监督管理局、国家铁路局联合发布的《铁路产品认证管理办法》规定，铁路专用产品还需经过中铁检验认证中心(CRCC)认证，取得《铁路产品认证证书》，证书有效期5年，每12个月至少接受以此监督，对于初次申请的产品，还需经过三年试用。技术授权和严格的产品认证下，技术授权和较长的产品认证流程拔高了行业准入门槛，国内符合条件的高铁扣件供应商仅6家。

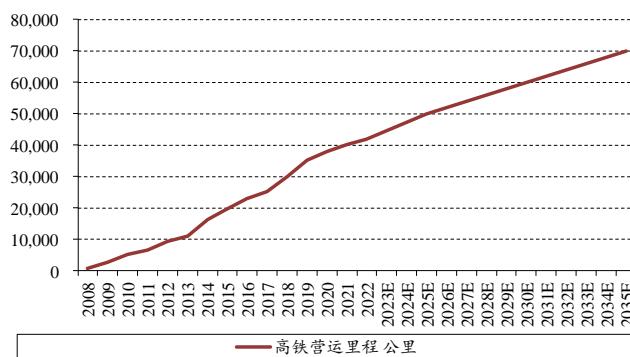
图表 19. 国内高铁、重载扣件主要供应商情况

产品类型	公司简称	认证情况	技术来源	收费标准	2016.1-2019.9 市占率(%)
高铁扣件系统	铁科轨道	通过CRCC高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	无偿	15.19
	安徽巢湖	通过CRCC高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	14.97
	晋亿实业	通过CRCC高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	14.07
	翼辰实业	通过CRCC高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	14.63
	中铁隆昌	通过CRCC高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	15.18
	中原利达	通过CRCC高铁扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	12.99
重载扣件系统	Vossloh	通过CRCC高铁扣件系统产品认证	自研		12.96
	铁科轨道	通过CRCC重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	无偿	13.92
	安徽巢湖	通过CRCC重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	9.21
	晋亿实业	通过CRCC重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	12.92
	翼辰实业	通过CRCC重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	10.25
	中铁隆昌	通过CRCC重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	18.30
	中原利达	通过CRCC重载扣件系统产品认证	铁科院非独家授权	销售金额的2.5%	17.79

资料来源：铁科轨道招股说明书、翼辰实业招股说明书，中银证券

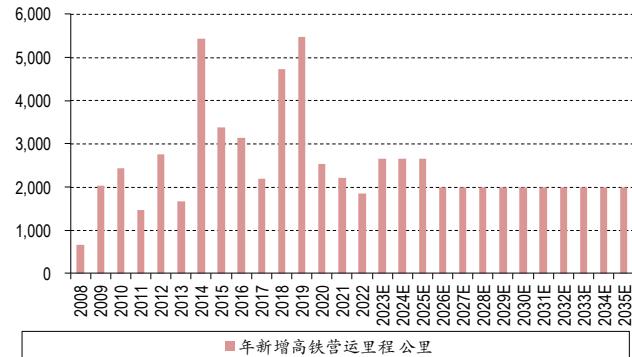
规划高站位，高铁新建需求无虞。自 2008 年以来，我国高铁营运里程快速增长，截至 2022 年底，高铁营运里程达 4.2 万公里，持续推进的高铁建设为扣件系统提供了稳定的需求。根据 2021 年 12 月国务院印发的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2025 年，交通设施网络将更加完善，以“八纵八横”高速铁路主通道为主骨架，以高速铁路区域连接线衔接，以部分兼顾干线功能的城际铁路为补充，主要采用 250 公里及以上时速标准的高速铁路网对 50 万人口以上城市覆盖率达到 95% 以上，普速铁路瓶颈路段基本消除。到 2035 年，基本建成现代化高质量综合立体交通网，“全国 123 出行交通圈”、“全球 123 快货物流圈”基本形成。根据 2020 年 7 月国家铁路集团印发的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 2035 年，国内高铁里程达 7 万公里，年均新增 2,000 公里，未来高铁新建带来的扣件需求无虞。

图表 20. 2008 年以来国内高铁营运里程快速提升，根据规划，未来营运里程或仍维持较快增长



资料来源：万得，《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，中银证券测算

图表 21. 根据规划目标，到 2035 年，年均新增高铁营运里程或超 2000 公里



资料来源：万得，《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，中银证券测算

弹条扣件的零部件众多，其核心部件弹条在周期载荷的长期作用下，扣压力将不断衰减直至断裂，存在一定的寿命周期，此外，螺栓、预埋套管、垫片垫板等部件受路基变化及自然老化等因素影响也会产生更换需求。我国铁路采用动态检查为主，动静态检查相结合的全方位检查体系，轨道扣件的养护和部件更换均需根据实际工况进行。根据国家铁路局 2022 年 12 月发布的《高速铁路无砟轨道线路维修规则》（征求意见稿），在采用综合检测列车、综合巡检车、巡检设备、车载式线路检查仪等移动检测设备对线路进行动态周期性检查之外，对扣件系统每半年静态检查 1 遍（弹性垫板刚度每年抽检 1 次）。

图表 22. 国内轨道检查周期

线路速度等级 (公里/时)	$V \leq 120$	$120 < V \leq 160$	$160 < V \leq 200$	$200 < V \leq 250$	$250 < V \leq 350$
轨道动态几何	年通过总重不小于 80Mt 的正线 15~30d 检查 1 次，年通过总重为 25~80Mt 的正线每季检查 1 次，对状态较差的线路可适当增加检查次数	月检查 1 次，年通过总重 $< 25\text{Mt}$ 的正线每季检查 1 次，对状态较差的线路可适当增加检查次数	每月检查不少于 2 次	每 10~15d 检查 1 次	
轨道可视化巡检	对轨道巡检频率未作规定，人工巡检视检查内容不同，周期也不同				巡检每半年不少于 1 次，人工巡检视检查内容不同，周期也不同
加速度	未明确规定，但车载式线路检查仪可实时监测				车载式线路检查仪每天检查不少于 1 次

资料来源：《中美铁路轨道检查设备与周期的对比分析》尹峰，中银证券

图表 23. 高铁轨道扣件需修理更换情况

扣件类型	需修理更换情况
高速铁路有砟轨道扣件	<p>一、零部件损坏、缺失或安装不正确。</p> <p>二、预埋套管或预埋铁座损坏。</p> <p>三、有螺栓弹条（弹条V型）紧固状态弹条中肢前端离缝超过1mm。</p> <p>四、无螺栓弹条（弹条IV型、FC型）不能保持应有的扣压力。</p> <p>五、轨距挡板严重磨损，钢轨与轨距挡板、轨距挡板与承轨槽挡肩单边间隙超过2mm。</p> <p>六、螺栓、弹条、铁垫板等联结配件严重锈蚀。</p> <p>七、橡胶垫板压溃或变形（两侧压宽合计：厚度为10mm的橡胶垫板超过20mm）丧失作用，橡胶垫板损坏。</p> <p>八、轨下垫板窜出。</p> <p>当橡胶垫板静刚度超过120kN/mm时，应加强轨枕和道床状态检查，分析原因，必要时进行更换。</p>
高速铁路无砟轨道扣件	<p>一、零部件损坏、缺失或安装不正确。</p> <p>二、预埋套管损坏。</p> <p>三、锚固螺栓（WJ-7型、SFC型）扭矩不满足要求。</p> <p>四、有螺栓弹条（WJ-7型、WJ-8型、W300-1型扣件）紧固状态弹条中肢前端间隙超过1mm。</p> <p>五、无螺栓弹条（SFC型扣件）不能保持应有的扣压力。</p> <p>六、螺栓、弹条、铁垫板、铸铁底板严重锈蚀。</p> <p>七、轨下垫板窜出。</p> <p>当弹性垫板静刚度超过60kN/mm（其中客货共线铁路弹性垫板静刚度超过80kN/mm）时，应加强无砟道床特别是水泥乳化沥青砂浆充填层状态检查，分析原因，必要时进行更换。</p>

资料来源：《高速铁路线路维修规则》（征求意见稿），中银证券

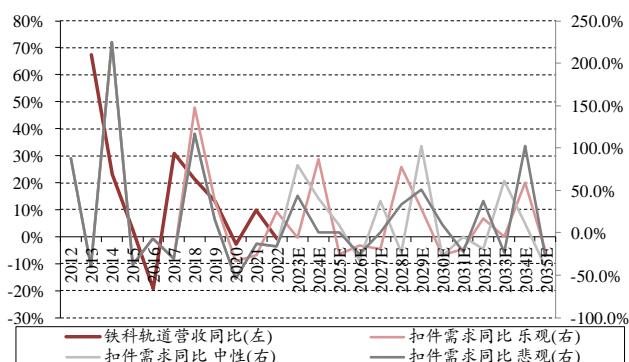
根据国家铁路局发布的《铁路建设项目竣工验收交接办法》，高铁线路建成后还需经过静态验收、动态验收方可移交使用单位运营，这使得高铁营运里程反应的扣件需求增速滞后行业企业营收增速约一年。我国高铁营运里程自2008年之后快速增长，未来高铁扣件系统的保养和更换需求占比将持续上升。我们以国务院发布的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》及国铁集团发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》设定的远期高铁营运里程为基础，按现行Ⅲ型混凝土轨枕每公里配备1,667根，对应双向轨道每公里需要扣件系统6,668套计算，以不同扣件替换周期假设，测算乐观（替换周期10年）、中性（替换周期15年）、悲观（替换周期20年）情况下，2023-2035年均高铁扣件需求分别达4,538.5、3,381.7、2,453.7万套。

图表 24. 2023-2035 远期扣件需求测算

替换周期	年均新增需求 万套	年均替换需求 万套	合计新增需求 万套
乐观（替换周期10年）	1,436.18	3,102.26	4,538.45
中性（替换周期15年）	1,436.18	1,945.47	3,381.65
悲观（替换周期20年）	1,436.18	1,017.54	2,453.72

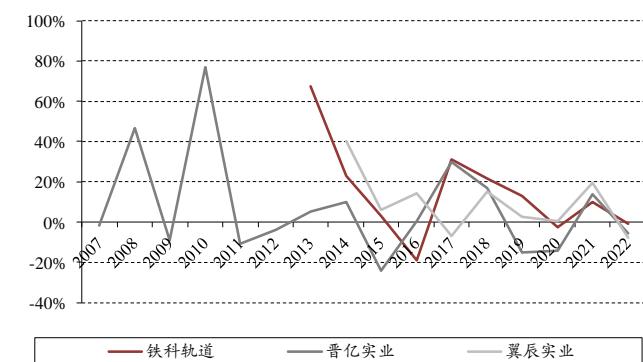
资料来源：《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》、《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，中银证券测算

图表 25. 高铁扣件需求变化大致滞后铁科轨道营收变化一年



资料来源：万得，《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，中银证券测算

图表 26. 行业企业营收变化趋势接近



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 部分高铁干线建设及运营时间

线路名称	设计时速 公里/时	开工时间	运营时间
京津高铁	350	2005年7月4日	2008年8月1日
郑西高铁	350	2005年9月25日	2010年2月6日
沪宁高铁	350	2008年7月1日	2010年7月1日
沪杭高铁	350	2009年2月26日	2010年10月26日
京沪高铁	350	2008年4月18日	2011年6月30日
哈大高铁	350	2007年8月23日	2012年12月1日
京广高铁	350	2005年6月23日	2012年12月26日
宁杭高铁	350	2009年4月	2013年7月1日
厦深高铁	250	2007年11月23日	2013年12月28日
贵广高铁	300	2008年10月13日	2014年12月26日
南广高铁	250	2008年11月9日	2014年12月26日
兰新高铁	250	2009年11月4日	2014年12月26日
合福高铁	350	2010年4月	2015年6月28日
成渝高铁	350	2010年3月22日	2015年12月26日
郑徐高铁	350	2012年12月26日	2016年9月10日
沪昆高铁	350	2009年2月	2016年12月28日
宝兰高铁	250	2012年10月19日	2017年7月9日
西成高铁	250	2012年10月27日	2017年12月6日
广深港高铁	350 (广深段) 200 (香港段)	2005年12月18日	2018年9月23日
京沈高铁	350	2014年7月1日	2018年12月29日
京哈高铁	350	2007年8月23日	2021年1月22日

资料来源：国家铁路局，国铁集团，中银证券

公司优势：产研一体“国家队”，募投项目投产在即

产研一体，技术领先

铁道工务细分领域“国家队”

公司控股股东中国铁道科学研究院集团有限公司始建于 1950 年，是我国铁路领域唯一的多学科、多专业的综合性研究机构，其下属铁道建筑研究所近年来主要承担高速铁路、重载铁路线路基础设施领域的成套技术研究。铁科轨道设立后便以联合研发的形式参与了铁科院主导的高铁扣件系统等技术形成及后续完善和升级过程，基于联合研发，铁建所无偿授予铁科轨道高铁扣件产品设计技术长期非独家使用权，铁建所与铁科轨道共有重载扣件和高铁特殊调整扣件产品设计技术所有权。

2019 年，铁科院集团与铁科轨道在轨道扣件业务领域进行了业务边界划分，划分后，铁科轨道与原铁建所在高铁、重载扣件系统技术形成过程中起主导作用的核心研发人员签订劳动合同，并约定未来基于现有授权技术及共有技术开发形成的技术所有权归铁科轨道所有。

重视技术创新，核心技术过硬

重视技术创新，扣件领域专利领先。根据国家知识产权局数据，截至 2023 年 6 月，与国内其余五家扣件系统供应商相比，铁科轨道更专注于 IPC 专利小类“E01B：铁路轨道；铁路轨道附件；铺设各种铁路的机器”领域，且在发明专利和实用新型申请上均具备数量优势。

图表 28. 截至 2023 年 6 月，国内扣件系统供应商专利对比

公司名称	所有类型				E01B：铁路轨道；铁路轨道附件；铺设各种铁路的机器		
	合计	发明专利	实用新型	外观设计	合计	发明专利	实用新型
铁科轨道	219	105	113	1	72	28	44
中铁隆昌	418	189	229		52	24	28
中原利达	95	16	73	6	58	6	52
安徽巢湖	178	92	86		52	21	31
翼辰实业	47	4	41	2	15		15
晋亿实业	170	12	141	17	10		10

资料来源：国家知识产权局，中银证券

注：IPC 小类 E01B 包含 37 大组，涵盖轨道结构一般结构、道碴，横向或纵向轨枕、一般用途的钢轨或转辙器、特种用途的钢轨或转辙器、防护装置、道床或轨道的铺设、养护、翻新或取出

核心技术过硬，产品技术参数行业领先。弹条作为扣件系统的核心部件，其性能直接决定了产品性能。弹条性能的两个重要指标分别为残余变形和硬度，根据高速铁路轨道技术国家重点实验室出具的《2010-2019 弹条残余变形与硬度试验统计报告》，通过对六家国内高铁扣件系统集成商 2010-2019 年高铁扣件用弹条残余变形及硬度指标检测数据进行统计分析，铁科轨道扣件弹条残余变形小，扣件系统性能更稳定，弹条硬度方差小，产品一致性好。

图表 29. 公司扣件系统技术参数与国标对比

参数	高铁扣件系统												重载扣件系统					
	弹条IV型		弹条V型		WJ-7型		WJ-8型		弹条VI型		弹条VII型		WJ-12型					
	国标	铁科	国标	铁科	国标	铁科	国标	铁科	国标	铁科	国标	铁科	国标	铁科	国标	铁科	国标	铁科
钢轨纵向阻力 (常阻力配置时)	≥9kN	≥11kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN	≥11kN	≥12kN	≥11kN	≥12kN	≥10kN	≥12kN	≥10kN	≥12kN	≥10kN	≥12kN
组装扣压力 (常 阻力配置时)	≥20kN	≥22kN	≥20kN	≥22kN	≥18kN	≥20kN	≥20kN	≥18kN	≥24kN	≥25kN	≥24kN	≥25kN	≥20kN	≥22kN	≥20kN	≥22kN	≥20kN	≥22kN
轨距扩大量	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm
钢轨纵向阻力 变化率	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%
组装扣压力 变化率	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%
组装静刚度 变化率	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%
绝缘性能	≥5kΩ	≥7kΩ	≥5kΩ	≥7kΩ	≥5kΩ	≥7kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ
恶劣环境条件的 影响(盐雾试验300h 时间)	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h
预埋件抗拔力	≥60kN	≥70kN	≥60kN	≥70kN	≥100kN	≥120kN	≥60kN	≥70kN	≥100kN	≥120kN	≥60kN	≥70kN	≥100kN	≥120kN	≥60kN	≥70kN	≥100kN	≥120kN
钢轨纵向阻力 (常阻力配置时)	≥9kN	≥11kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN	≥9kN	≥10kN
组装扣压力(常 阻力配置时)	≥20kN	≥22kN	≥20kN	≥22kN	≥18kN	≥20kN	≥20kN	≥18kN	≥20kN	≥20kN	≥18kN	≥20kN	≥20kN	≥18kN	≥20kN	≥20kN	≥18kN	≥20kN
轨距扩大量	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm	≤6mm	≤5mm
钢轨纵向阻力 变化率	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%
组装扣压力 变化率	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%	≤20%	≤18%
组装静刚度 变化率	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%	≤25%	≤20%
绝缘性能	≥5kΩ	≥7kΩ	≥5kΩ	≥7kΩ	≥5kΩ	≥7kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ	≥5kΩ	≥10kΩ
恶劣环境条件的 影响(盐雾试验300h 时间)	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h	500h	300h
预埋件抗拔力	≥60kN	≥70kN	≥60kN	≥70kN	≥100kN	≥120kN	≥60kN	≥70kN	≥100kN	≥120kN	≥60kN	≥70kN	≥60kN	≥70kN	≥60kN	≥70kN	≥60kN	≥70kN

资料来源：公司公告，中银证券

注：除疲劳性能指标（轨距扩大量、钢轨纵向阻力变化率、组装扣压力变化率、组装静刚度变化率）外，其余指标数值越高对应性能越好。

产研融合，在研项目锚定高铁未来发展

产研一体，伴随高铁发展。受益于控股股东的科研渊源，铁科轨道参与了一系列国家重点课题及科研项目，凭借其**产研一体的优势**，为重载扣件、高铁特殊调整扣件提供了研究设计和产品试制，促进了行业标准的形成，贡献了重要的技术作用。产研一体的优势促进了公司**研发成果转化**，使其凭借改良后的专利技术，成功获取了要求适应高温、高湿、海洋性气候等特殊环境需求的雅万高铁（印度尼西亚首都雅加达至万隆）订单。

六次提速技术积淀，在研项目锚定未来发展。控股股东铁科院集团作为技术总体负责单位，**全面参与了六次全国铁路大面积提速工程**，在其中承担了技术方案编制、技术条件及试验规程制定、关键技术攻关、综合试验检验等大量工作，系统掌握了250公里/小时既有线提速技术。展望未来，**轮轨仍将在一定时期内作为高速铁路的主要技术路径**。2019年9月中共中央、国务院制定的《交通强国建设纲要》明确提出研发时速400公里级高速轮轨（含可变轨距）客运列车系统技术储备。我国现有高速铁路设计速度多在时速250-350公里之间，时速400公里以上的高速轮轨列车在行驶时存在高能耗、强噪音等技术性难题。与现行技术相比，时速400公里以上轮轨列车要求优化轨道扣件性能，包括稳定性、耐久性、共振频率和调整级差等方面，**铁科轨道在研项目锚定未来高铁提速需求，有望在总结既有经验基础上，研发出新一代扣件系统。**

图表 30. 铁科轨道部分新一代扣件相关在研项目

项目名称	累计投入金额 (万元) 拟达到目标
新一代高速铁路扣件系统研发	1,836.46
玄武岩纤维在高分子材料扣件部件中的应用	514.13
时速 400 公里扣件系统性能优化提升技术研究	72.59

资料来源：公司公告，中银证券

募投项目投产在即，年内有望逐步释放

公司上市募投项目设计年产能为弹条 1,800 万个（900 万套），螺栓 1,800 万个，项目达产后将大幅提升公司弹条产能，此外，公司此前并无螺栓产线，扣件配套螺栓均需外购，自有产线建成后，将有利于公司提高配件自给率，有助于公司提高市场份额和竞争力。根据公司 2023 年中报，截至 2023 年 6 月底，公司募投项目已达到预计可使用状态，已开展产品试生产及 CRCC 产品认证工作，随着产能逐步释放，有望促进公司业绩增长。

图表 31. 截至 2022 年底募投项目进展

项目名称	募投总额 亿元	累计投入金额 亿元	达到预计可使用状态
年产 1,800 万件高铁设备及配件项目	4.50	2.77	2023 年 6 月

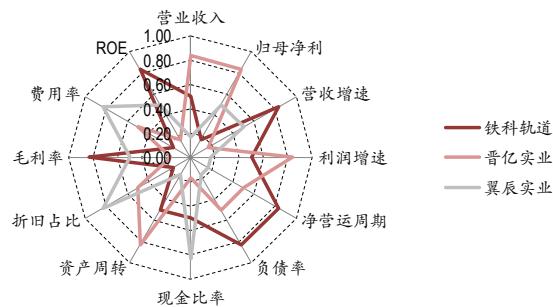
资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测

财务分析

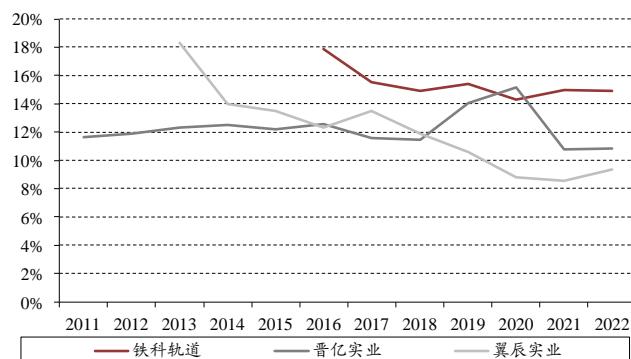
2016年以来，公司财务指标持续向好。公司专注于轨道工务，与同业企业相比，公司在规模领先的同时表现出了较高的成长性，毛利率、ROE、负债率等指标均处较好水平。

图表 32. 与同业企业相比，公司毛利率、ROE、负债率等指标均处较好水平



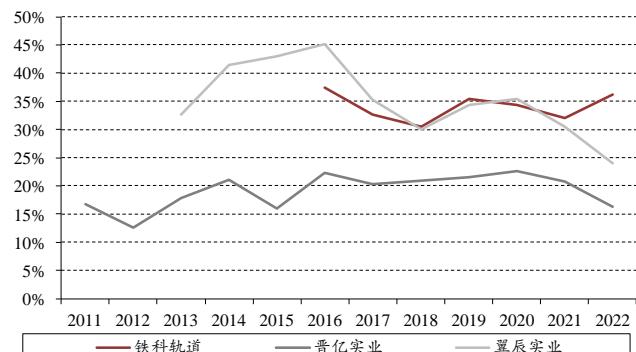
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 2016 年以来，公司费用率逐步改善



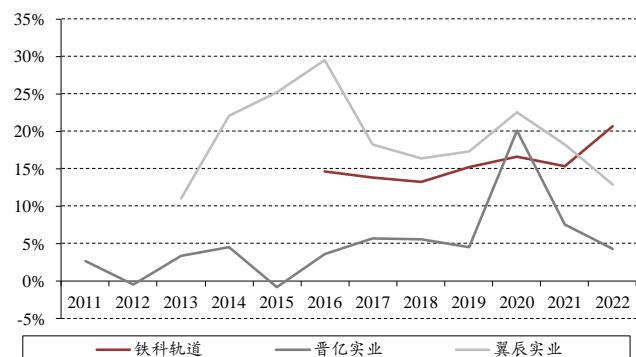
资料来源：万得，中银证券

图表 33. 2016 年以来，公司毛利率处于行业较高水平



资料来源：万得，中银证券

图表 35. 2016 年以来，公司净利率稳步提升

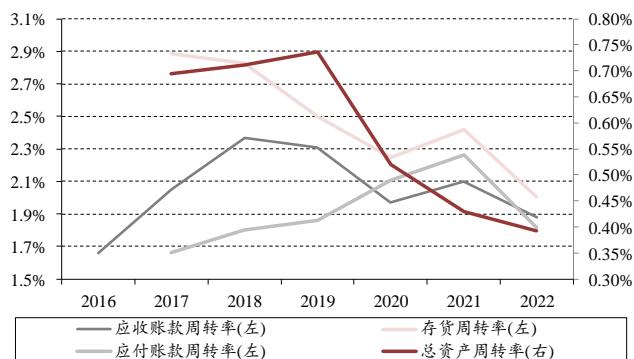


资料来源：万得，中银证券

公司净利率持续改善，营运效率稳健。2016年以来，公司在保持毛利率稳健的同时，持续降低费用率，使得净利率水平稳步提高；公司总资产周转率受上市募集的富余资金沉淀影响2020年以来有所下降，但应收账款、应付账款2016年以来总体保持稳定，存货周转率受库存商品增加影响有所下降，随着疫情影响消退，前期订单交付，有望推动去库。

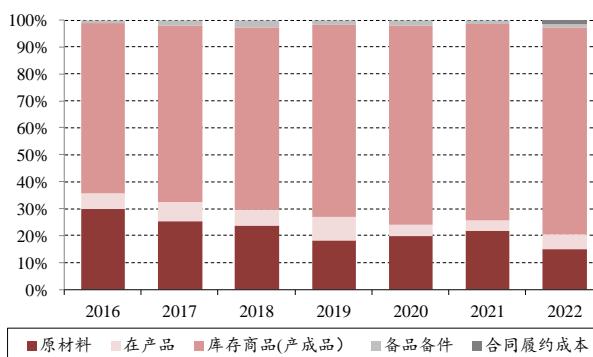


图表 36. 2020 年以来, 公司总资产周转率有所下降



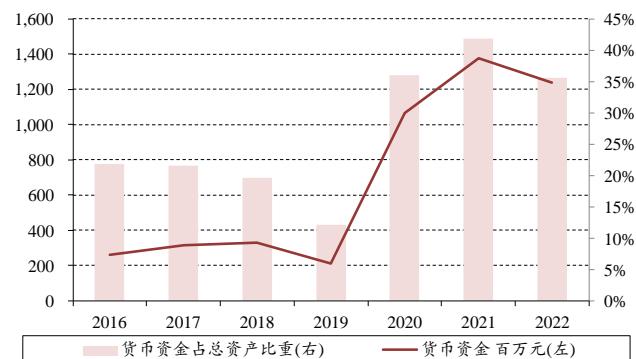
资料来源：万得，中银证券

图表 38. 2016 年以来, 库存商品在存货中的占比持续提升



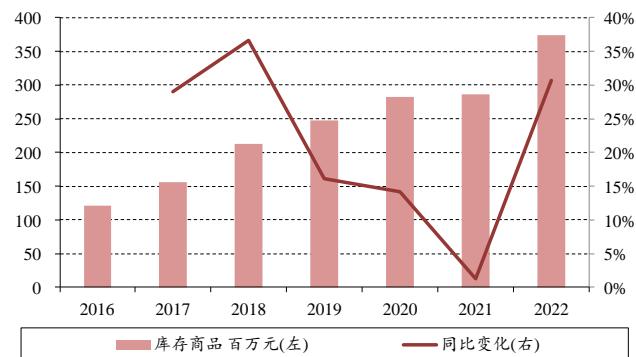
资料来源：公司公告，中银证券

图表 37. 上市后, 公司货币资金占总资产比重维持高位



资料来源：公司公告，中银证券

图表 39. 2016 年以来库存商品维持较快增长



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测

假设 1：轨道扣件业务，产销方面，考虑公司募投产线产能如期投放，新产线产能逐步爬坡，假设老产线于 25 年完全退出，对应 23-25 年产能利用率为 42.2%、55.1%、80%，23-25 年轨道扣件销量分别为 508.3、664.3、720.0 万套；价格方面，考虑 21-23 年仍有部分海外项目拉高了扣件销售均价，假设 24-25 年没有集中供货的海外项目，扣件销售均价逐步回落，对应 23-25 年扣件均价分别为 270、250、248 元/套；成本方面，考虑公司生产所需的主要原料 23 年上半年价格均有回落，假设未来原料价格逐步回归十年均值，此外，考虑公司新建螺栓产能逐步投放，未来外采螺栓占比将持续降低，综合考虑预计 23-25 年轨道扣件业务毛利率分别为 46.0%、44.1%、44.0%；假设重载扣件占公司扣件营收 10%，由产销、价格推算，按未来高铁规划营运里程推算新建需求市场空间，按前述乐观情况考虑替换需求（10 年），预计 23-25 年扣件领域市场需求分别达 113.4、84.7、72.0 亿元，对公司 23-25 年国内高铁扣件领域市占率分别达 10.6%、17.6%、22.3%。

假设 2：预应力钢丝方面，公司市占率水平较高，考虑疫情影响消退后公司产销逐步恢复至疫情前水平，23-25 年销量分别同增 1.2%、2.3%、5.6%；成本方面，考虑线材、盘条价格回归十年均值，成本改善下毛利率温和回升，对应 23-25 年毛利率分别为 26.0%、27.0%、28.0%

假设 3：铁路桥梁支座方面，由于高铁线路桥隧比通常较高，且线路施工中架梁先于铺轨，考虑疫情影响消退后公司订单修复，产销逐步恢复至疫情前水平，23-25 年销量分别同增 8.0%、5.9%、11.1%；年内主要原材料锻件、铸件价格有所回落，考虑原料价格回归十年均值，对应 23-25 年毛利率分别为 22.0%、23.0%、24.0%。

假设 4：工程材料业务，考虑公司扩产带来的订单承接能力提升，按 23-25 年营收维持 5% 增速计算；成本方面，考虑年内减水剂主要原料环氧乙烷价格下跌，对应 23-25 年毛利率分别为 25.0%、23.0%、20.0%。

假设 5：轨道部件加工业务，考虑公司扩产带来的订单承接能力提升，按 23-25 年营收维持 5% 增速计算；成本方面，考虑规模效应提升，毛利率稳步增长，对应 23-25 年毛利率分别为 66.0%、67.0%、68.0%。

图表 40. 盈利预测

单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
轨道扣件						
收入	百万	817.67	915.47	990.70	1,372.34	1,660.66
成本	百万	488.61	611.87	594.72	741.06	927.85
毛利	百万	329.06	303.60	395.99	631.28	732.81
毛利率	%	40.24	33.16	39.97	46.00	44.13
预应力钢丝						
收入	百万	91.82	98.66	98.37	100.59	100.82
成本	百万	65.87	65.03	72.96	74.44	73.60
毛利	百万	25.96	33.63	25.41	26.15	27.22
毛利率	%	28.27	34.09	25.83	26.00	28.00
铁路桥梁支座						
收入	百万	189.70	144.77	61.48	63.05	66.09
成本	百万	154.08	111.60	51.19	49.18	50.89
毛利	百万	35.63	33.17	10.29	13.87	15.20
毛利率	%	18.78	22.91	16.73	22.00	24.00
工程材料						
收入	百万	94.58	145.78	142.11	149.22	156.68
成本	百万	76.89	102.03	113.99	111.91	120.64
毛利	百万	17.69	43.75	28.12	37.30	36.04
毛利率	%	18.71	30.01	19.79	25.00	20.00
轨道部件加工服务						
收入	百万	17.73	30.45	32.38	34.00	35.70
成本	百万	6.06	10.38	11.11	11.56	11.78
毛利	百万	11.68	20.07	21.27	22.44	23.92
毛利率	%	65.85	65.91	65.68	66.00	67.00
其他						
收入	百万	17.93	15.59	15.10	15.25	15.40
成本	百万	15.23	16.15	10.78	13.21	13.43
毛利	百万	2.71	-0.56	4.32	2.04	1.97
毛利率	%	15.10	-3.59	28.61	13.37	12.80
合计						
收入	百万	1,229.45	1,350.72	1,340.15	1,734.44	2,035.35
成本	百万	806.72	917.06	854.75	1,001.36	1,198.19
毛利	百万	422.72	433.67	485.39	733.08	837.16
毛利率	%	34.38	32.11	36.22	42.27	41.13
归母净利	百万	149.32	168.02	236.92	314.75	363.98
资料来源: 公司公告, 中银证券测算						

估值分析

纵向对比, 公司目前估值高于 36.4%的历史水平。我们选取同为高铁扣件供应商的晋亿实业、翼辰实业作为可比公司, 横向对比, 公司估值处于行业中上水平。考虑到公司作为具备研发优势的行业龙头, 募投产能投放顺应高铁建设、替换需求, 业绩有望持续释放。

公司是轨道工务领域具备产研一体优势的“国家队”, 募投项目产能逐步释放下有望引领业绩增长, 预计公司 2023-2025 年收入分别为 17.3、20.4、21.8 亿元, 归母净利分别为 3.2、3.6、4.2 亿元; EPS 分别为 1.49、1.73、1.97 元, 对应 PE 分别达 24.7、21.4、18.8 倍。首次覆盖给予增持评级。

图表 41. 横向比较，公司估值处于行业中上水平



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 纵向比较，公司估值高于 36.4% 的历史水平



资料来源：万得，中银证券

风险提示

- 高铁建设不及预期：**公司产品需求与高铁线路建设高度相关，若中标项目建设进度不及预期，或推迟发货，进而影响公司业绩。
- 重大高铁事故：**若发生重大高铁事故，或致高铁线路停缓建，进而影响公司业绩。
- 扣件替换需求不及预期：**国内高铁运营时间仍较短，各条线路自然条件及养护情况均有不同，考虑扣件设计及生产均存在安全冗余，若扣件替换需求不及预期，或影响公司业绩增长。
- 产能建设不及预期：**公司募投项目即将投产，若产能建设推进不及预期，或影响公司订单承接，进而影响公司业绩。
- 订单承接不及预期：**高铁订单具有一定滞后性，项目中标后通常需待施工达一定进度后方开始供货，若公司订单承接不及预期，或影响公司业绩。



利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,351	1,340	1,734	2,035	2,18
营业收入	1,351	1,340	1,734	2,035	2,18
营业成本	917	855	1,001	1,198	1,28
营业税金及附加	8	8	13	15	16
销售费用	66	50	64	79	87
管理费用	77	92	118	132	135
研发费用	73	76	87	110	122
财务费用	(13)	(18)	(19)	(21)	(27)
其他收益	5	5	5	5	5
资产减值损失	(3)	(7)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(5)	31	5	(5)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资收益	10	6	6	6	6
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	232	313	481	523	56
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	232	314	481	523	56
所得税	25	37	67	68	67
净利润	207	277	414	455	494
少数股东损益	39	40	99	91	79
归母净利润	168	237	315	364	413
EBITDA	246	337	529	573	608
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.80	1.12	1.49	1.73	1.97

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,640	2,632	2,808	3,377	3,621
货币资金	1,375	1,236	1,100	1,585	1,863
应收账款	661	765	886	1,051	1,023
应收票据	152	87	223	11	1
存货	383	470	504	628	610
预付账款	16	24	21	32	23
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	53	51	75	70	83
非流动资产	653	849	969	988	952
长期投资	43	49	49	49	49
固定资产	190	389	697	698	683
无形资产	135	130	125	120	113
其他长期资产	285	280	98	121	103
资产合计	3,293	3,481	3,778	4,364	4,573
流动负债	653	606	596	837	683
短期借款	40	0	0	0	0
应付账款	425	435	403	600	479
其他流动负债	188	171	193	237	203
非流动负债	2	19	11	15	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	19	11	15	13
负债合计	656	625	607	852	696
股本	211	211	211	211	211
少数股东权益	316	349	448	539	613
归属母公司股东权益	2,322	2,506	2,723	2,974	3,259
负债和股东权益合计	3,293	3,481	3,778	4,364	4,573

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	207	277	414	455	494
折旧摊销	44	53	78	82	85
营运资金变动	(7)	(139)	(322)	156	(115)
其他	(4)	(28)	(23)	(28)	(33)
经营活动现金流	240	163	147	665	431
资本支出	(171)	(197)	(200)	(100)	(50)
投资变动	250	(6)	0	0	0
其他	6	6	6	6	6
投资活动现金流	85	(197)	(194)	(94)	(44)
银行借款	40	(40)	0	0	0
股权融资	(55)	(99)	(98)	(113)	(129)
其他	16	37	9	26	25
筹资活动现金流	1	(102)	(89)	(87)	(104)
净现金流	326	(136)	(136)	484	283

资料来源：公司公告 中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	9.9	(0.8)	29.4	17.3	7.2
营业利润增长率(%)	0.1	34.9	53.6	8.7	7.3
归属于母公司净利润增长率(%)	12.5	41.0	32.9	15.6	13.9
息税前利润增长率(%)	(11.4)	40.7	58.8	8.7	6.5
息税折旧前利润增长率(%)	(8.6)	37.1	57.0	8.3	6.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	12.5	41.0	32.9	15.6	13.9

获利能力

息税前利润率(%)	14.9	21.2	26.0	24.1	23.9
营业利润率(%)	17.2	23.4	27.7	25.7	25.7
毛利率(%)	32.1	36.2	42.3	41.1	41.0
归母净利润率(%)	12.4	17.7	18.1	17.9	19.0
ROE(%)	7.2	9.5	11.6	12.2	12.7
ROIC(%)	14.4	15.7	19.1	22.5	23.3
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
流动比率	4.0	4.3	4.7	4.0	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.1	1.9	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	3.5	3.1	4.1	4.1	4.0
费用率					
销售费用率(%)	4.9	3.7	3.7	3.9	4.0
管理费用率(%)	5.7	6.8	6.8	6.5	6.2
研发费用率(%)	5.4	5.7	5.0	5.4	5.6
财务费用率(%)	(1.0)	(1.4)	(1.1)	(1.0)	(1.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	1.1	1.5	1.7	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	0.8	0.7	3.2	2.0
每股净资产(最新摊薄)	11.0	11.9	12.9	14.1	15.5
每股股息	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	46.3	32.8	24.7	21.4	18.8
P/B(最新摊薄)	3.4	3.1	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	11.6	7.3	12.6	10.8	9.7
价格/现金流 (倍)	32.4	47.8	52.9	11.7	18.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371