

2024年03月10日

思维列控（603508.SH）

基本盘业务稳定，“铁路信息化+设备更新”双轮驱动

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2023 年业绩预告，预计实现归属于上市公司股东的净利润 3.81 到 4.5 亿元，较上年同期增长 10%到 30%；预计实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.7 亿元到 4.38 亿元，与上年同期（法定披露数据）相比增加 10%到 30%。
- ◆ **盈利能力稳步增长，降本增效成果显著。**2023 年预计实现归属于上市公司股东的净利润 3.81 到 4.5 亿元，较上年同期增长 10%到 30%。2023 年前三季度归母净利润同比增长 25.91%（22 年同期为下降 25.90%），毛利率为 62.54%，环比增长 1.84 个百分点，同比去年同期增长 1.3 个百分点，盈利水平较好。前三季度研发费用同比减少 3.07%、销售费用增加 12.53%，管理费用同比减少 4.3%，前三季度营业成本单季度环比分别为-25.01%、-19.00%和-21.93%，成本控制效果显著。三季度总经营性净现金流量 1.98 亿元，同比增长 75.16%，经营质量表现优良。
- ◆ **铁路运输复苏公司聚焦主业,创新产品助力业务增长。**2023 年，我国铁路运输逐渐恢复，全国铁路上半年固定资产投资 3049 亿元，同比增长 6.9%，铁路客流恢复性增长，铁路客户招标需求增加。公司聚焦主业，核心产品 LKJ 系统是我国车载列车运行安全控制的核心装备，截至 2022 年 12 月底，公司 LKJ 系统产品的市场占有率超过 50%，公司对 LKJ 列控系统更新加快，列控业务实现了快速增长。除了核心业务，前三季度，调车安全防护系统（LSP 系统）、LKJ-15S 列控系统、LKJ 远程无线数据换装、列车仿真模拟操纵系统、高铁移动视频（HMVP）、机车走行部检测装置等主要新产品的营业收入占公司整体收入的比重超过 25%，对公司业绩实现恢复性增长提供了有力支撑。同时，公司继续科技创新，加速采用 AI、5G、大数据等新技术，开发调车安全防护、管控系统、LKJ 无线数据换装系统、高铁移动视频平台、智能驾驶系统（STO）等新产品。公司以 LKJ 系统为核心，渐渐形成产品间的协同效应，进一步推出新产品为公司的发展提供了持续的动力。
- ◆ **5G-R 加速铁路信息化升级，拓展市场布局海外。**2023 年 10 月，工信部批准了铁路 5G-R 试验频率，铁路通信系统将从现有的 GSM-R 过渡到 5G-R。这一转变将推动轨交核心设备列控 LKJ15s 升级，以及机车安防和高铁运维监测系统的更新。LKJ15 新产品技术升级兼顾 5G-R 所需的车地无线传输功能，机车安防和监测系统涉及到 6A 显示终端、CMD 和 DMS 等设备，随着 LKJ15 系列产品的渗透加速，未来收益有望进一步增长。同时，公司参与多个“一带一路”铁路项目，列控系统 & 高铁监测产品拓展到巴基斯坦、坦桑尼亚、几内亚、老挝、印尼等多个国家。公司与中国中车、中国通号等建立合作，在未来继续积极参与“一带一路”建设。
- ◆ **全国新一轮大规模设备更新启动，有望加速全国铁路机车系统更替。**2 月 23 日，习近平主持召开中央财经委员会第四次会议。会议鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准

公司快报

电子 | 安防III

增持-B(首次)

投资评级

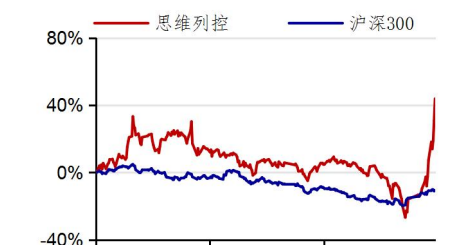
股价(2024-03-08)

21.81 元

交易数据

总市值（百万元）	8,315.59
流通市值（百万元）	8,315.59
总股本（百万股）	381.27
流通股本（百万股）	381.27
12 个月价格区间	19.49/11.86

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	65.71	34.37	53.49
绝对收益	71.06	38.65	41.68

分析师

李宏涛

SAC 执业证书编号：S0910523030003

lihongtao1@huajinsc.cn

相关报告



引领、有序提升。会议强调，降低全社会物流成本是提高经济运行效率的重要举措。截至 2022 年底，全国铁路营业里程 15.5 万公里，其中普速铁路 11.3 万公里，占比 73%。结合《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 2035 年，我国路网规模达到 20 万公里，其中高速铁路 7 万公里。未来 5~15 年，我国铁路路网仍将以普速铁路为主，LKJ 系统仍将占据我国列控系统的主流地位，截至 2022 年末，LKJ 系统应用于全路约 2.2 万台机车和 1500 余列车组上，存量市场约 3.2 万套。目前，相关车载设备的使用寿命为 8~10 年。随着 LKJ2000 使用年限增长，各铁路局用户投入运用的 LKJ2000 产品已进入更新周期。此外，公司第四代 LKJ 列控系统——LKJ-15S 系统已开始小批量推广。LKJ-15S 系统在采用车载数据控车的同时，兼容地面应答器信息的接收与处理，能够在 CTCS-2 区段上应用。LKJ-15S 系统将实现对既有 LKJ2000 型列控系统的升级换代，并持续适应我国列控技术的发展。

◆ **投资建议：**考虑公司业务正处于铁路机车系统设备更替周期，以及公司主营业务的稳定性，我们认为未来公司将长期保持较高成长性。预测公司 2023-2025 年收入 12.71/ 15.54/ 19.15 亿元，同比增长 19.1%/22.3%/23.2%，公司归母净利润分别为 4.48/ 5.04/ 5.77 亿元，同比增长 29.3% / 12.5% / 14.6%，对应 EPS 1.17 / 1.32 / 1.51 元，PE 18.6 / 16.5 / 14.4；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**新建工程推进速度不及预期；市场竞争持续加剧；应收账款回收不及时。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,064	1,067	1,271	1,554	1,915
YoY(%)	26.2	0.3	19.1	22.3	23.2
净利润(百万元)	385	346	448	504	577
YoY(%)	167.1	-10.1	29.3	12.5	14.6
毛利率(%)	61.0	60.6	55.4	60.6	60.8
EPS(摊薄/元)	1.01	0.91	1.17	1.32	1.51
ROE(%)	9.2	8.2	9.7	10.3	11.0
P/E(倍)	21.6	24.0	18.6	16.5	14.4
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
净利率(%)	36.2	32.5	35.2	32.4	30.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-25 年公司整体营收 12.71/ 15.54/ 19.15 亿元，毛利率 55.4%/60.6%/60.8%。在铁路设备更替周期背景下，预计 LKJ 系统收入稳步增加，预计 2023-2025 年实现收入 7.10/8.80/11.01 亿元，毛利率 56.10%/56.62%/57.21%；机务安防系统业务，预计由动车领域加速渗透机车领域，预计 2023-2025 年实现收入 2.53/3.18/4.07 亿元，毛利率 41.41%/66.33%/66.43%；运行列车安全监测系统业务，伴随行业景气度提升，预计 2023-2025 年实现收入 3.08/3.55/4.07 亿元，预计 2023-2025 毛利率 65.24%/65.33%/64.87%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023E	2024E	2025E
LKJ 系统收入	收入（亿元）	5.82	7.10	8.80	11.01
	YoY（%）	34.72%	22.00%	24.00%	25.00%
	毛利率（%）	57.47%	56.10%	56.62%	57.21%
机务安防系统收入	收入（亿元）	2.02	2.53	3.18	4.07
	YoY（%）	32.89%	25.00%	26.00%	28.00%
	毛利率（%）	66.24%	41.41%	66.33%	66.43%
运行列车安全监测系统	收入（亿元）	2.51	3.08	3.55	4.07
	YoY（%）	-43.85%	22.89%	15.22%	14.58%
	毛利率（%）	67.74%	65.24%	65.33%	64.87%
其他	收入（亿元）	0.31	/	/	/
	YoY（%）	/	/	/	/
	毛利率（%）	/	/	/	/
合计	收入（亿元）	10.67	12.71	15.54	19.15
	YoY（%）	0.3%	19.10%	22.30%	23.20%
	毛利率（%）	60.6%	55.40%	60.60%	60.80%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司中国通号（列控系统等）、时代电气（整车及列控系统等）、佳讯飞鸿（指挥通信系统）作为可比公司。在铁路信息化更替和设备更新背景下，公司业务拓展可期。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS（元）			PE（倍）		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688009.SH	中国通号	5.6	540	0.40	0.39	0.43	13.37	14.27	13.09
300213.SZ	佳讯飞鸿	6.82	40	0.15	0.21	0.28	46.04	32.26	24.28
688187.SH	时代电气	44.76	634	11.95	2.40	2.72	16.57	18.63	16.44
平均							25.32	21.72	17.93
603508.SH	思维列控	21.81	83	1.17	1.32	1.51	18.6	16.5	14.4

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2024 年 3 月 8 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2613	2783	2621	2856	3280	营业收入	1064	1067	1271	1554	1915
现金	1460	1445	976	1064	935	营业成本	415	421	567	612	751
应收票据及应收账款	680	764	876	1130	1341	营业税金及附加	14	15	20	23	28
预付账款	14	14	20	21	29	营业费用	54	60	75	90	112
存货	306	344	532	414	745	管理费用	91	99	125	145	181
其他流动资产	153	216	218	225	229	研发费用	115	142	177	198	243
非流动资产	2016	2012	2320	2353	2387	财务费用	-52	-38	-31	-39	-40
长期投资	0	0	279	279	279	资产减值损失	-23	-15	-13	-31	-48
固定资产	212	188	232	277	323	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	86	77	78	75	64	投资净收益	8	7	151	43	52
其他非流动资产	1718	1747	1730	1722	1721	营业利润	463	398	475	537	644
资产总计	4630	4795	4940	5208	5667	营业外收入	0	1	0	1	0
流动负债	339	354	252	218	300	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	462	398	475	536	643
应付票据及应付账款	131	152	0	0	0	所得税	67	36	20	25	52
其他流动负债	207	202	252	218	300	税后利润	394	362	455	511	591
非流动负债	8	6	6	6	6	少数股东损益	9	16	7	7	14
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	385	346	448	504	577
其他非流动负债	8	6	6	6	6	EBITDA	467	403	478	557	679
负债合计	347	360	258	224	306	主要财务比率					
少数股东权益	73	87	94	101	115	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	272	381	381	381	381	成长能力					
资本公积	2432	2327	2327	2327	2327	营业收入(%)	26.2	0.3	19.1	22.3	23.2
留存收益	1546	1661	1983	2323	2644	营业利润(%)	190.5	-13.9	19.4	12.9	20.1
归属母公司股东权益	4210	4348	4588	4883	5246	归属于母公司净利润(%)	167.1	-10.1	29.3	12.5	14.6
负债和股东权益	4630	4795	4940	5208	5667	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	61.0	60.6	55.4	60.6	60.8
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	36.2	32.5	35.2	32.4	30.1
经营活动现金流	65	227	-95	300	94	ROE(%)	9.2	8.2	9.7	10.3	11.0
净利润	394	362	455	511	591	ROIC(%)	8.5	7.4	9.2	9.9	10.7
折旧摊销	49	49	40	52	66	偿债能力					
财务费用	-52	-38	-31	-39	-40	资产负债率(%)	7.5	7.5	5.2	4.3	5.4
投资损失	-8	-7	-151	-43	-52	流动比率	7.7	7.9	10.4	13.1	10.9
营运资金变动	-377	-168	-408	-181	-472	速动比率	6.6	6.5	7.7	10.6	8.0
其他经营现金流	59	29	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	36	25	-197	-43	-48	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
筹资活动现金流	-90	-233	-177	-169	-175	应收账款周转率	2.1	1.5	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)						应付账款周转率	3.3	3.0	0.0	0.0	0.0
每股收益(最新摊薄)	1.01	0.91	1.17	1.32	1.51	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.60	-0.25	0.79	0.25	P/E	21.6	24.0	18.6	16.5	14.4
每股净资产(最新摊薄)	11.04	11.40	12.03	12.81	13.76	P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
						EV/EBITDA	14.7	17.1	15.4	13.1	10.9

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

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

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

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

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

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

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

免责声明：

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn