

分析师: 刘智  
登记编码: S0730520110001  
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

# 铁路运输恢复、大规模设备更新催化, 铁路列控系统恢复增长

——思维列控(603508)2023 年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

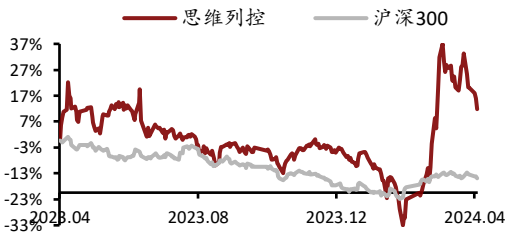
## 市场数据(2024-04-10)

收盘价(元)	18.48
一年内最高/最低(元)	22.65/11.11
沪深 300 指数	3,504.71
市净率(倍)	1.55
流通市值(亿元)	70.46

## 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	11.94
每股经营现金流(元)	0.75
毛利率(%)	63.09
净资产收益率_摊薄(%)	9.05
资产负债率(%)	7.67
总股本/流通股(万股)	38,127.44/38,127.44
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

## 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券, 聚源

## 相关报告

《思维列控(603508)中报点评: 需求回暖列控系统恢复增长, 铁路安防等新产品逐步发力》  
2023-08-25

《思维列控(603508)调研简报: 列控系统新旧更替有望释放增量》  
2018-05-25

《思维列控(603508)中报点评: 收入确认慢于预期, 费用控制收效显著》  
2017-08-14

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 04 月 11 日

## 投资要点:

4 月 10 日思维列控披露 2023 年年度报告。2023 年公司实现营业收入 11.80 亿元, 同比增长 10.6%; 归属于上市公司股东的净利润 4.12 亿元, 同比增长 18.97%。

### ● 铁路列控系统更新持续, 铁路车辆招标恢复公司业绩稳健增长

公司 2023 年报实现营业收入 11.80 亿元, 同比增长 10.6%; 归属于上市公司股东的净利润 4.12 亿元, 同比增长 18.97%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.06 亿元, 同比增长 20.42%。

2023 年分业务看: 铁路列车控制系统实现营业收入 7.03 亿, 同比增长 20.77%, 占营业收入比例为 59.6%; 高铁列车运行监测系统营业收入 2.56 亿, 同比增长 1.78%, 占营业收入比例 21.68%; 铁路安全防护系统营业收入 1.9 亿, 同比下滑 6.39%, 占营业收入比例为 16.06%。

进入更新期的列车运行控制系统数量持续增加, 客户加大设备更新改造投资, 铁路列控系统进入第三轮更新换代周期。公司 2023 年销售 LKJ2000 型铁路列控系统 2777 台, 同比增长 21.53%, 铁路列控系统营业收入 7.03 亿, 同比增长 20.77%, 这也是带动公司 2023 年业绩增长的主要原因。

2023 年铁路车辆存量 6A、CMD 产品更新不及时, 导致公司 6A、CMD 产品收入下降, 因此铁路安全防护系统板块收入有所下降。

2023 年铁路客运需求明显恢复增长, 我国高铁招标恢复性增长带动公司高铁业务收入增长。

### ● 盈利能力提升明显, 铁路列控系统毛利率提升 6 个百分点

2023 年公司毛利率为 63.09%、同比上升 2.52 个百分点; 净利率为 36.28%, 同比上升 2.33 个百分点; 扣非净利率 34.22%, 同比上升 2.81 个百分点。主要原因是公司核心产品铁路列控系统毛利率同比增加 6.08%, 公司列控系统产品结构发生变化, 高毛利的产品销售占比提升, 同时公司推进国产化替代, 材料成本下降所致。

2023 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 6.35%、8.85%、11.82%、-3.66%, 同比分别上升了 0.74、-0.43、-1.48、-0.11 个百分点。公司费用控制较好, 整体成下降趋势。

分业务看: 2023 年公司列控系统毛利率 63.55%, 同比上升 6.08 个百分点; 高铁列车运行监测系统毛利率 69.94%, 同比上升 2.2 个百分点; 铁路安全防护系统毛利率 61.18%, 同比下降 5.06 个百分点。

- **铁路运输需求恢复，带动铁路车辆设备更新加速，公司三大产品线均受益**

2023 年随着疫情防控政策的变化，铁路运输需求有了明显的恢复性增长，带动铁路车辆设备需求恢复增长。

随着我国路网规模的持续增长，我国机车和动车组保有量稳定中有升，车辆上安装的列控系统更新改造基数持续增大。截至 2023 年末，LKJ 系统应用于全路约 2.24 万台机车和 1,546 余列动车组上，存量市场约 3.3 万套。存量设备更新换代市场逐步扩大。

LKJ 系统更新、升级换代需求长期并存。公司核心产品 LKJ2000 是我国目前安装使用数量最多的列控系统，最早于 2001 年开始推广，持续保障我国铁路运输安全 20 余年。根据铁路主管部门“LKJ 的使用寿命为 6 至 8 年”的有关规定，LKJ2000 型列控系统已历经 2 轮设备更换，目前正在进行第三轮设备更新周期，LKJ 系统待更新需求呈上升趋势。与此同时，公司新一代列控系统（LKJ-15S 系统）已经通过了 CRCC 认证，并在北京、郑州、南昌等铁路局的机车、动车组列车上开展试验和试用考核，2019 年以来，公司 LKJ-15S 系统已实现小批量推广。

公司列控系统产品市占率非常稳定。目前，LKJ 系统市场基本呈现思维列控、时代电气双寡头垄断格局。截至 2023 年底公司 LKJ 系统市场占有率超过 49%。

公司铁路安全防护产品主要有：6A 车载音视频显示终端、CMD 系统、调车安全防护系统（LSP 系统）等。公司 6A 产品、CMD 系统的市场占有率均在 30%左右，新产品 LSP 系统的市场占有率超过 50%。

全资子公司蓝信科技是我国高铁车载安全监测产品的核心供应商。主要产品包括动车组列控动态监测系统（DMS 系统）、动车组司机操控信息分析系统（EOAS 系统）、高速铁路列控数据信息化管理平台等，其中 DMS 系统、EOAS 系统车载设备是我国动车组的标准配置。目前高铁车辆安全监测系统尚未出现有力的竞争对手，公司市场格局持续领先。

公司主要产品竞争格局良好，市场份额领先，充分受益本轮铁路设备更新需求。

- **国家铁路局响应大规模设备更新，老旧内燃机车加速淘汰催化车辆设备需求**

2024 年 3 月 13 日，国务院发布了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，方案提出支持交通运输设备和老旧农业机械更新。

2023 年 12 月，国家铁路局发布了关于《老旧型铁路内燃机车淘汰更新管理办法（征求意见稿）》公开征求意见的通知，通知中提到，将对中国境内在铁路线上承担铁路运输任务的老旧型铁路内燃机车的淘汰更新管理工作，从事国防战备、应急保障等特殊用途的老旧型铁路内燃机车除外。自 2027 年始，达到报废运用年限的老旧型铁路内燃机车应当全面退出铁路运输市场；自 2035 年始，老旧型铁路内燃机车应当全面退出铁路运输市场。

2024年2月28日，国家铁路局局长费东斌在国新办举行的交通运输高质量发展服务中国式现代化新闻发布会上表示我国铁路碳排放主要来源于内燃机车，目前还有近万台内燃机车承担运输任务，特别是一些工矿企业还在使用上世纪五六十年代的直流内燃机车，污染重、耗能高、噪音大，淘汰更新势在必行。我们将会同有关部门制定内燃机车排放标准和管理办法，完善更新补贴政策，加快推动新能源机车推广应用，力争到2027年实现老旧内燃机车基本淘汰，这也是铁路行业落实党中央关于推进大规模设备更新的具体行动。

内燃机车存量近万台，其中大部分仍然是老旧内燃机车，要实现到2027年老旧内燃机车基本淘汰，未来三年存量内燃机车更新换代将给铁路车辆、配套设备行业带来明显的增量。

### ● 公司盈利稳健，分红意愿强，分红比例和股息率较高

公司主要从事铁路列控系统、安全防护系统，高铁安全运行监测系统等产品，行业需求稳定，盈利能力较强，因此具有较强的持续分红能力。公司近年持续加大分红比例，2021-2023年报分红比例分别为60%、60%、70%，每股分红（含税）分别为0.85、0.55、0.76元，按照公司4月10日收盘价18.48元计算，股息率分别为4.59%、2.98%、4.09%。2023年报披露分红每10股分红7.5655元。公司盈利能力稳定，分红意愿强，分红比例和股息率较高，具有较好的投资价值。

### ● 盈利预测与估值

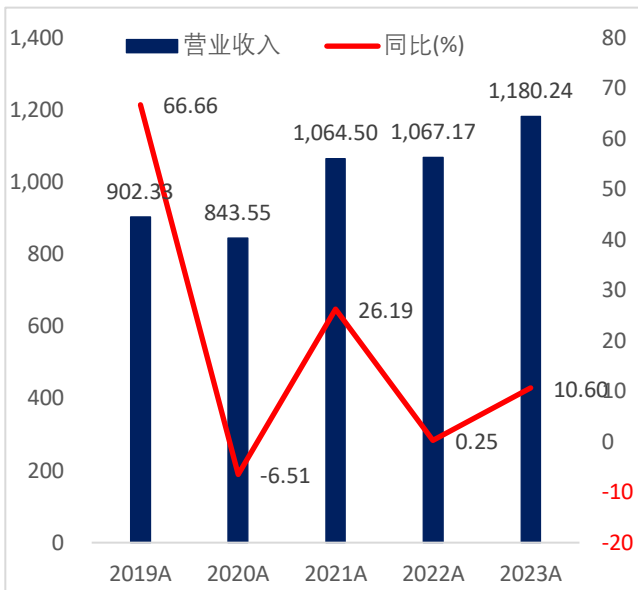
公司是国内铁路列控系统龙头企业，同时布局铁路安全防护系统、高铁运行监测系统新产品，受益铁路运输需求恢复增长及大规模设备更新，核心产品迎来设备更新周期。公司盈利能力强、分红比例高、股息率较高。我们预测公司2024年-2026年营业收入为14.27亿、16.68亿、18.89亿，归母净利润分别为5.13亿、6.01亿、6.83亿，对应的PE分别为13.74X、11.73X、10.32X，继续维持公司“增持”评级。

**风险提示：**1：宏观经济景气度不及预期；2：铁路固定资产投资不及预期；3：列控系统等产品需求不及预期；4：行业竞争加剧，毛利率下滑；5：新产品拓展不及预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,067	1,180	1,427	1,668	1,889
增长比率（%）	0.25	10.60	20.93	16.84	13.31
净利润（百万元）	346	412	513	601	683
增长比率（%）	-10.15	18.97	24.44	17.11	13.73
每股收益(元)	0.91	1.08	1.34	1.58	1.79
市盈率(倍)	20.34	17.10	13.74	11.73	10.32

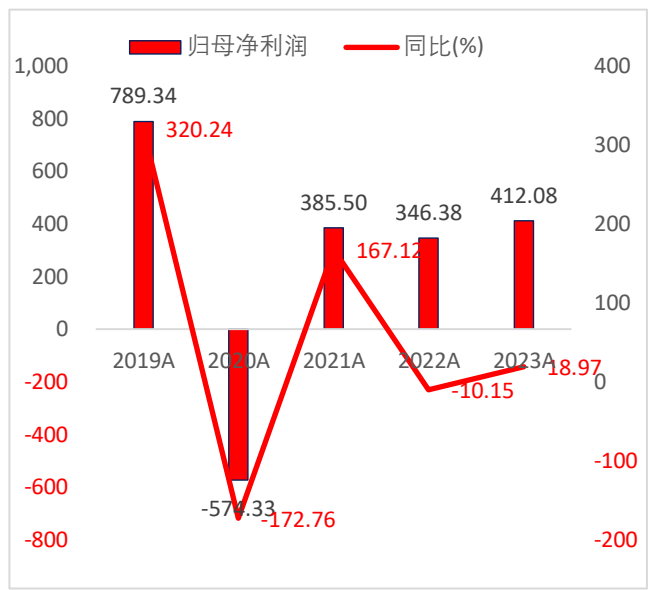
资料来源：中原证券，聚源

图 1：公司营业收入（百万元）



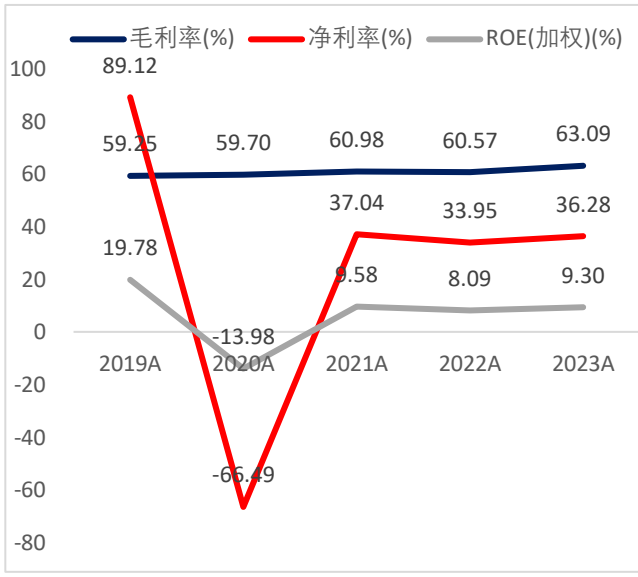
资料来源：Wind、中原证券

图 2：公司归母净利润（百万元）



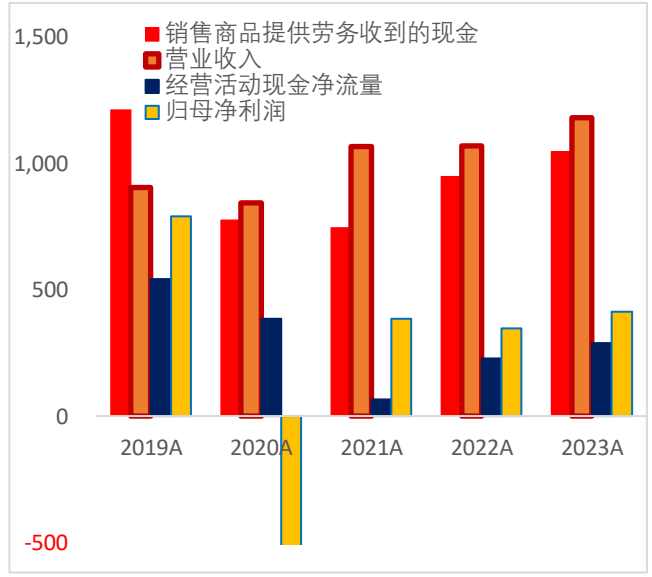
资料来源：Wind、中原证券

图 3：公司盈利能力指标



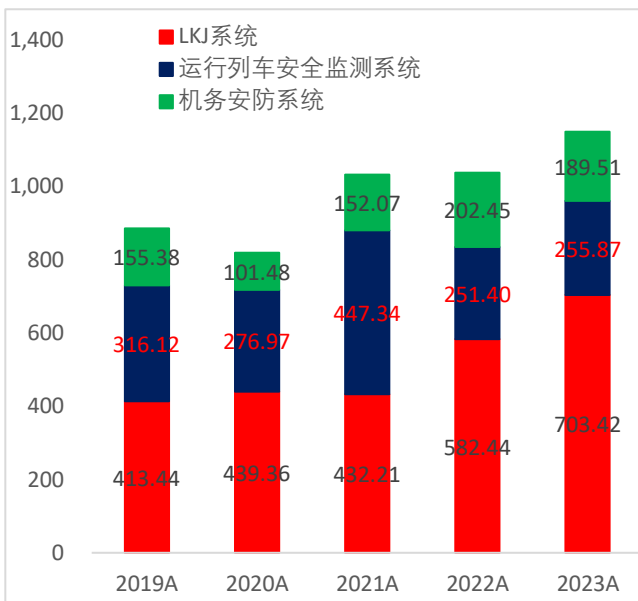
资料来源：Wind、中原证券

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



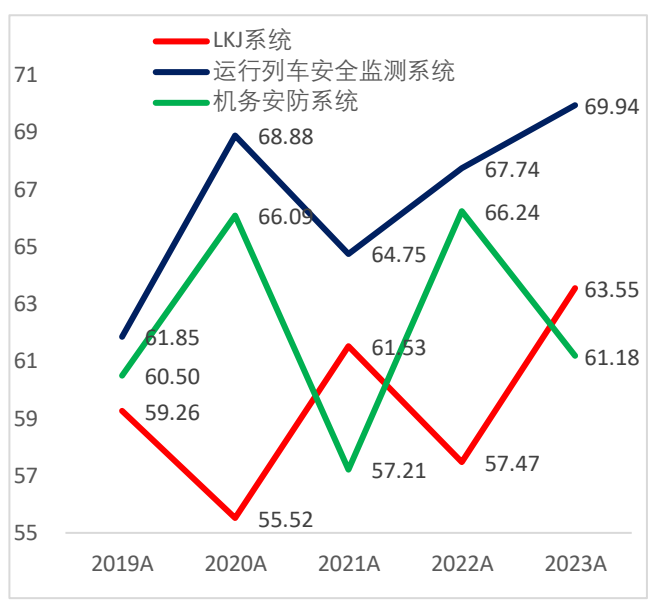
资料来源：Wind、中原证券

图 5: 分业务营业收入 (百万元)



资料来源: Wind、中原证券

图 6: 分业务毛利率 (%)



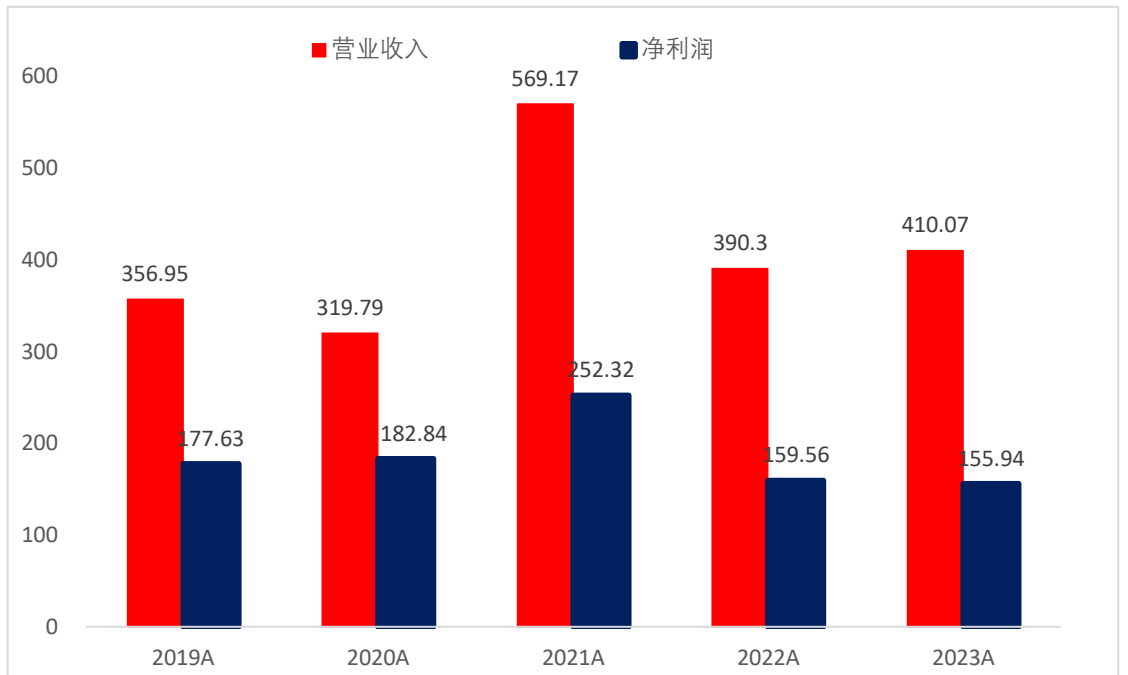
资料来源: Wind、中原证券

图 7: 公司主要产品产量、销量 (套)

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
LKJ2000 装置	套	2,797	2,777	1,608	13.10	21.53	1.26
TAX 装置	套	2,049	2,574	1,188	-24.17	37.35	-30.65
LAIS 车载设备	套	1,760	1,803	889	14.58	23.16	-4.61
6A 车载音视频显示终端	套	1,189	921	432	24.37	-18.28	163.41
CMD 系统车载子系统	套	314	187	179	-26.64	-63.90	244.23
LSP 系统	套	2,378	2,378		34.73	34.73	
DMS 系统装置	套	400	423	223	153.16	36.89	-9.35
EOAS 系统装置	套	313	276	398	74.86	-38.12	10.25

资料来源: Wind、思维列控年报、中原证券

图 8：全资子公司蓝信科技近年营业收入、净利润（百万元）



资料来源：Wind、中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,783</b>	<b>3,029</b>	<b>3,327</b>	<b>3,708</b>	<b>4,145</b>
现金	1,445	1,615	1,695	1,834	2,007
应收票据及应收账款	764	904	1,027	1,172	1,338
其他应收款	20	16	22	25	29
预付账款	14	9	13	14	16
存货	344	382	436	511	582
其他流动资产	196	103	133	151	172
<b>非流动资产</b>	<b>2,012</b>	<b>2,013</b>	<b>2,037</b>	<b>2,024</b>	<b>1,987</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	188	287	340	352	337
无形资产	77	74	69	65	60
其他非流动资产	1,747	1,651	1,627	1,607	1,590
<b>资产总计</b>	<b>4,795</b>	<b>5,042</b>	<b>5,363</b>	<b>5,731</b>	<b>6,131</b>
<b>流动负债</b>	<b>354</b>	<b>383</b>	<b>458</b>	<b>536</b>	<b>608</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	152	171	200	237	269
其他流动负债	202	212	257	299	339
<b>非流动负债</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	<b>360</b>	<b>387</b>	<b>461</b>	<b>540</b>	<b>612</b>
少数股东权益	87	102	123	148	175
股本	381	381	381	381	381
资本公积	2,327	2,327	2,327	2,327	2,327
留存收益	1,661	1,866	2,091	2,357	2,657
归属母公司股东权益	4,348	4,553	4,779	5,044	5,344
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,795</b>	<b>5,042</b>	<b>5,363</b>	<b>5,731</b>	<b>6,131</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>227</b>	<b>288</b>	<b>456</b>	<b>529</b>	<b>587</b>
净利润	362	428	534	625	711
折旧摊销	49	48	60	62	63
财务费用	-36	-41	0	0	0
投资损失	-7	-2	-5	-4	-5
营运资金变动	-159	-152	-143	-164	-192
其他经营现金流	18	6	9	10	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>25</b>	<b>-135</b>	<b>-76</b>	<b>-40</b>	<b>-14</b>
资本支出	-38	-37	-80	-45	-19
长期投资	48	80	0	0	0
其他投资现金流	15	-178	5	4	5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-233</b>	<b>-208</b>	<b>-300</b>	<b>-350</b>	<b>-400</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	109	0	0	0	0
资本公积增加	-105	0	0	0	0
其他筹资现金流	-237	-208	-300	-350	-400
<b>现金净增加额</b>	<b>19</b>	<b>-56</b>	<b>80</b>	<b>139</b>	<b>173</b>

资料来源: 中原证券, 聚源

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,067</b>	<b>1,180</b>	<b>1,427</b>	<b>1,668</b>	<b>1,889</b>
营业成本	421	436	524	614	698
营业税金及附加	15	17	20	24	27
营业费用	60	75	88	102	113
管理费用	99	104	123	142	159
研发费用	142	140	157	177	197
财务费用	-38	-43	-40	-42	-46
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	37	58	63	72	81
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	2	5	4	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>398</b>	<b>498</b>	<b>610</b>	<b>713</b>	<b>811</b>
营业外收入	1	1	4	5	6
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>398</b>	<b>498</b>	<b>614</b>	<b>718</b>	<b>817</b>
所得税	36	70	80	93	106
<b>净利润</b>	<b>362</b>	<b>428</b>	<b>534</b>	<b>625</b>	<b>711</b>
少数股东损益	16	16	21	24	28
<b>归属母公司净利润</b>	<b>346</b>	<b>412</b>	<b>513</b>	<b>601</b>	<b>683</b>
EBITDA	402	501	634	738	834
EPS (元)	0.91	1.08	1.34	1.58	1.79

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	0.25	10.60	20.93	16.84	13.31
营业利润 (%)	-13.94	24.91	22.56	16.97	13.71
归属母公司净利润 (%)	-10.15	18.97	24.44	17.11	13.73
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	60.57	63.09	63.30	63.20	63.04
净利率 (%)	32.46	34.91	35.93	36.01	36.15
ROE (%)	7.97	9.05	10.73	11.91	12.78
ROIC (%)	7.26	8.36	10.18	11.33	12.16
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	7.51	7.67	8.60	9.42	9.98
净负债比率 (%)	8.12	8.31	9.41	10.40	11.08
流动比率	7.85	7.90	7.27	6.91	6.81
速动比率	6.83	6.88	6.28	5.93	5.83
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.23	0.24	0.27	0.30	0.32
应收账款周转率	1.61	1.50	1.55	1.60	1.59
应付账款周转率	3.21	3.09	3.39	3.33	3.30
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.91	1.08	1.34	1.58	1.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.60	0.75	1.19	1.39	1.54
每股净资产 (最新摊薄)	11.40	11.94	12.53	13.23	14.02
<b>估值比率</b>					
P/E	20.34	17.10	13.74	11.73	10.32
P/B	1.62	1.55	1.47	1.40	1.32
EV/EBITDA	11.89	8.73	8.45	7.06	6.04

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。