

轨交装备

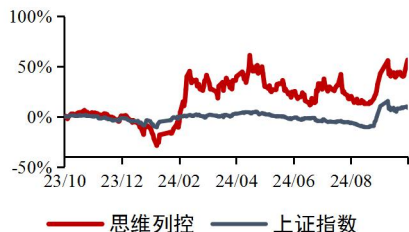
思维列控（603508.SH）

增持-A(首次)

2024年10月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年10月29日

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元): | 23.58 |
| 年内最高/最低(元): | 25.11/10.60 |
| 流通A股/总股本(亿): | 3.81/3.81 |
| 流通A股市值(亿): | 89.90 |
| 总市值(亿): | 89.90 |

基础数据：2024年9月30日

| | |
|------------|-------|
| 基本每股收益(元): | 0.86 |
| 摊薄每股收益(元): | 0.86 |
| 每股净资产(元): | 12.34 |
| 净资产收益率(%): | 7.20 |

资料来源：最闻

分析师：

刘斌

执业登记编码：S0760524030001

邮箱：liubin3@sxzq.com

徐风

执业登记编码：S0760519110003

邮箱：xufeng@sxzq.com

事件描述

➢ 公司披露 2024 年三季报。前三季度，实现营业收入 9.06 亿元，同比+23.83%；归母净利润 3.28 亿元，同比+33.98%；扣非后归母净利润 3.29 亿元，同比+36.73%。其中 Q3 单季实现营业收入 3.47 亿元，同比+69.16%，环比+33.62%；归母净利润 1.38 亿元，同比+94.21%，环比+53.55%；扣非归母净利润 1.36 亿元，同比+93.90%，环比+45.85%。

事件点评

➢ Q3 业绩超预期，主要是订单高增、项目验收增加所致。根据 2024 年中报，公司二季度以来订单增速明显，上半年累计新签订单约 6.6 亿元，同比增长超过 30%，考虑公司收入确认周期为 3-6 个月，收入端快速增长。盈利端，24Q3 毛利率/净利率分别为 64.73%/39.7%，同比+2.19pct/+3.95pct。一方面，高毛利的产品销售占比提升，LKJ 无线数据换装系统、调车安全防护系统（LSP）及车站管控系统加速推广，产品结构进一步优化，综合毛利率保持增长；另一方面，公司通过管理提效，4 项期间费用率合计 21.99%，同比-5.4pct。

➢ 现金流稳健，坚持高比例现金分红，股息率 TTM 为 4.27%。前三季度经营活动现金流量净额为 2.46 亿元，同比+24.13%。公司公布前三季度利润分配预案，公司拟每 10 股派发现金股利人民币 2.50 元（含税），按截至 2024 年 9 月 30 日的总股本（381,274,377 股）测算，合计派发现金股利 9531.86 万元（含税），股息率 TTM 为 4.27%。

➢ 三大主营列控业务、铁路安防业务、高铁业务，覆盖普铁和高铁，竞争格局良好，受益于存量更新以及技术升级带来的市场扩容。（1）列控业务：LKJ 无线数据换装系统开启大批量加装，看好 LKJ20000 产品更新需求。据公司 2024 中报，截至 2023 年末，LKJ 系统应用于 2.24 万台机车和 1,546 列车组上，LKJ 存量市场约 3.3 万套；截至 2024 年 6 月底，公司 LKJ 系统产品的市场占有率超过 49%。考虑到 LKJ 系统生命周期 8-10 年，存量系统陆续进入更换高峰期，2023 年以来，公司 LKJ2000 及配套产品的更新需求及订单保持增长趋势。（2）铁路安防业务：核心产品 6A 产品、CMD 系统的市场占有率均在 30%左右，LSP 系统的市场占有率超过 50%。随着 LSP 系统加速推广，叠加 6A、CMD 产品更新数量增长和技术升级需求的提升，铁路安防业务仍有望保持增长。（3）高铁业务：DMS 系统、EOAS 系统车载设备是我国动车组的标准配置，更新换代周期通常为 10 年，已逐步达到更新年限，产品更新或升级换型需求有待释放。2024 年以来，铁路客运量快速增



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



长带动高铁订单交付和存量动车组设备更新，同时铁路投资增速保持 10%左右，列控、安防产品和高铁板块均有望维持增势。

投资建议

➤ 轨交车辆正处于更换新周期，且公司所处行业格局稳定，产品对稳定性及成熟度要求高，为公司实现可持续的稳定收益奠定了基础。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.37/6.45/7.69 亿元，同比分别增长 30.2%/20.3%/19.1%，EPS 分别为 1.41/1.69/2.02 元，对应公司 10 月 29 日收盘价，2024-2026 年 PE 分别为 16.8/13.9/11.7，首次覆盖给予“增持-A”评级。

风险提示

➤ **宏观经济环境与行业政策变化风险：**在国家铁路、城轨交通项目落实方面，很大程度上依赖于国铁集团和政府对轨道交通项目的整体投入，相关影响因素包括国铁集团和我国各级政府对轨道交通运输系统的总体投资规划、审批流程、招投标安排等。未来如果国铁集团及政府部门对行业的有利政策出现变动或招投标计划变更，政策红利出现消减，则可能对公司业务发展产生不利影响，从而对公司的经营状况和盈利能力产生重大影响。

➤ **新产品推广不力导致业绩增长不及预期的风险：**轨道交通行业处于技术快速升级应用阶段，行业内公司需要不断改进、设计和开发紧贴技术发展趋势及客户需要的新技术与产品。公司前瞻性地开展了新型列车运行控制系统（LKJ-15S 系统）、机车智能驾驶系统（STO 系统）、智慧车站系统项目、高铁移动视频系统（HMVP）、调车防护系统（LSP 系统）等新项目新产品的研发、试验。如公司出现技术研发延误、未能迎合市场需求、未能紧贴技术趋势、研发成果未达预期等情况，公司的盈利水平和发展将受到不利影响。

➤ **应收账款发生坏账损失的风险：**2022 年末、2023 年末、2024 年三季度末，公司应收账款账面价值分别为 7.02 亿元、8.69 亿元、8.63 亿元，应收账款金额较大。随着公司经营规模扩大，公司应收账款仍将保持在较高水平，如果公司不能维持应收账款的高效管理，任何应收账款的大额坏账损失都将对公司财务状况和经营成果产生不利影响。

财务数据与估值：

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,067 | 1,180 | 1,477 | 1,829 | 2,237 |
| YoY(%) | 0.3 | 10.6 | 25.1 | 23.8 | 22.3 |
| 净利润(百万元) | 346 | 412 | 537 | 645 | 769 |
| YoY(%) | -10.1 | 19.0 | 30.2 | 20.3 | 19.1 |
| 毛利率(%) | 60.6 | 63.1 | 64.7 | 65.2 | 65.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.91 | 1.08 | 1.41 | 1.69 | 2.02 |
| ROE(%) | 8.2 | 9.2 | 11.1 | 12.5 | 13.5 |
| P/E(倍) | 26.0 | 21.8 | 16.8 | 13.9 | 11.7 |

| | | | | | |
|--------|------|------|------|------|------|
| P/B(倍) | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |
| 净利率(%) | 32.5 | 34.9 | 36.3 | 35.3 | 34.4 |

资料来源：最闻，山西证券研究所

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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2783 | 3029 | 3343 | 3777 | 4391 |
| 现金 | 1445 | 1615 | 1672 | 1956 | 2296 |
| 应收票据及应收账款 | 764 | 904 | 1066 | 1221 | 1411 |
| 预付账款 | 14 | 9 | 20 | 15 | 27 |
| 存货 | 344 | 382 | 454 | 455 | 511 |
| 其他流动资产 | 216 | 120 | 133 | 130 | 145 |
| 非流动资产 | 2012 | 2013 | 2044 | 2072 | 2101 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 188 | 287 | 319 | 352 | 383 |
| 无形资产 | 77 | 74 | 68 | 54 | 41 |
| 其他非流动资产 | 1747 | 1651 | 1657 | 1666 | 1677 |
| 资产总计 | 4795 | 5042 | 5388 | 5849 | 6492 |
| 流动负债 | 354 | 383 | 470 | 501 | 612 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 152 | 171 | 216 | 256 | 318 |
| 其他流动负债 | 202 | 212 | 254 | 245 | 294 |
| 非流动负债 | 6 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 6 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 负债合计 | 360 | 387 | 474 | 504 | 615 |
| 少数股东权益 | 87 | 102 | 113 | 133 | 160 |
| 股本 | 381 | 381 | 381 | 381 | 381 |
| 资本公积 | 2327 | 2327 | 2327 | 2327 | 2327 |
| 留存收益 | 1661 | 1866 | 2173 | 2450 | 2784 |
| 归属母公司股东权益 | 4348 | 4553 | 4801 | 5212 | 5717 |
| 负债和股东权益 | 4795 | 5042 | 5388 | 5849 | 6492 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 227 | 288 | 379 | 552 | 644 |
| 净利润 | 362 | 428 | 547 | 666 | 795 |
| 折旧摊销 | 49 | 48 | 54 | 65 | 78 |
| 财务费用 | -38 | -43 | -46 | -54 | -62 |
| 投资损失 | -7 | -2 | -5 | -5 | -5 |
| 营运资金变动 | -168 | -147 | -170 | -119 | -163 |
| 其他经营现金流 | 29 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 25 | -135 | -80 | -87 | -102 |
| 筹资活动现金流 | -233 | -208 | -242 | -181 | -202 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.91 | 1.08 | 1.41 | 1.69 | 2.02 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.60 | 0.75 | 0.99 | 1.45 | 1.69 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 11.40 | 11.94 | 12.59 | 13.67 | 14.99 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1067 | 1180 | 1477 | 1829 | 2237 |
| 营业成本 | 421 | 436 | 522 | 636 | 773 |
| 营业税金及附加 | 15 | 17 | 21 | 26 | 32 |
| 营业费用 | 60 | 75 | 84 | 104 | 130 |
| 管理费用 | 99 | 104 | 153 | 169 | 211 |
| 研发费用 | 142 | 140 | 142 | 183 | 246 |
| 财务费用 | -38 | -43 | -46 | -54 | -62 |
| 资产减值损失 | -15 | -14 | -17 | -21 | -26 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 7 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 营业利润 | 398 | 498 | 590 | 750 | 886 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 398 | 498 | 589 | 750 | 886 |
| 所得税 | 36 | 70 | 41 | 84 | 91 |
| 税后利润 | 362 | 428 | 547 | 666 | 795 |
| 少数股东损益 | 16 | 16 | 11 | 21 | 26 |
| 归属母公司净利润 | 346 | 412 | 537 | 645 | 769 |
| EBITDA | 403 | 498 | 593 | 760 | 901 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 0.3 | 10.6 | 25.1 | 23.8 | 22.3 |
| 营业利润(%) | -13.9 | 24.9 | 18.5 | 27.2 | 18.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | -10.1 | 19.0 | 30.2 | 20.3 | 19.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 60.6 | 63.1 | 64.7 | 65.2 | 65.5 |
| 净利率(%) | 32.5 | 34.9 | 36.3 | 35.3 | 34.4 |
| ROE(%) | 8.2 | 9.2 | 11.1 | 12.5 | 13.5 |
| ROIC(%) | 7.4 | 8.5 | 10.4 | 11.9 | 12.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 7.5 | 7.7 | 8.8 | 8.6 | 9.5 |
| 流动比率 | 7.9 | 7.9 | 7.1 | 7.5 | 7.2 |
| 速动比率 | 6.5 | 6.6 | 5.9 | 6.4 | 6.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 应付账款周转率 | 3.0 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 26.0 | 21.8 | 16.8 | 13.9 | 11.7 |
| P/B | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 18.7 | 15.0 | 12.5 | 9.4 | 7.6 |

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

