

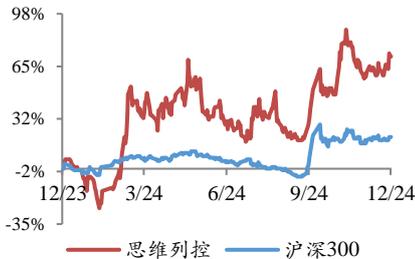
思维列控：受益铁路行业景气与高级修

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-12-26

收盘价 (元)	24.31
近 12 个月最高/最低 (元)	27.01/10.60
总股本 (百万股)	381
流通股本 (百万股)	381
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	93
流通市值 (亿元)	93

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

主要观点：

● 公司是国内领先的列车控制系统厂商。

思维列控成立于 1993 年。1994 年开始，公司的 JK-2H 监控装置被铁道部认定为机车安全控制装备，并在全路推广应用。

2019 年，思维列控收购蓝信科技，主要从事高铁相关列车控制系统。自此，公司业务从传统机车，向高铁业务拓展。

● 动车组高级修，子公司蓝信科技受益。

子公司蓝信科技，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。

当前动车组逐步进入高级修阶段，有望带来替换需求。

● 铁路机车替换需求与新产品拓展，机车业务保持稳健成长。

2014 年以来，公司在 LKJ 市场的占有率持续提升。2023 年年报提到，公司 LKJ 系统产品的市场占有率超过 49%。未来机车业务的成长性主要来自于：

- 1) 新产品推广。2019 年，公司第四代列控系统 LKJ-15 开始推广。
- 2) 新造车需求。铁路机车年产量虽然已经过了早期的快速增长阶段，2021-2023 年年均产量仍有 1240 辆，每年新增需求较为稳定。
- 3) 老旧内燃机车替换。2024 年 2 月 28 日国家铁路局局长费东斌表示，未来将完善更新补贴政策，争取到 2027 年基本淘汰老旧内燃机车。

● 投资建议

我们认为，铁路相关投资复苏，具有较大确定性，公司业务受益于下游的新增及替换需求。预计 2024 年-2026 年归母净利润分别为 5.1 亿元、6.7 亿元及 8.7 亿元，同比增长 23.9%、30.5%及 30.9%。对应 2024 年 12 月 26 日收盘市值的 PE 分别为 18 倍、14 倍及 11 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

- 1) 产品质量问题导致安全事故的风险。
- 2) 动车组采购招标量不及预期的风险。
- 3) 存量机车、动车组替换节奏不及预期。
- 4) 应收账款发生坏账风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1180	1456	1807	2256
收入同比 (%)	10.6%	23.3%	24.1%	24.9%
归属母公司净利润	412	511	666	873
净利润同比 (%)	19.0%	23.9%	30.5%	30.9%
毛利率 (%)	63.1%	63.5%	63.9%	64.3%
ROE (%)	9.1%	10.3%	11.8%	13.4%
每股收益 (元)	1.08	1.34	1.75	2.29
P/E	14.54	18.15	13.91	10.62
P/B	1.31	1.87	1.64	1.42
EV/EBITDA	8.73	10.46	7.72	5.43

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

引言	5
1. 公司基本情况	6
1.1 公司发展历史	6
1.2 主要业务	7
1.3 财务数据分析	8
2. 高铁业务, 受益动车组高级修	10
2.1 子公司蓝信科技, 产品 DMS 系统等为车载设备标配	10
2.2 动车组高级修, 带来替换需求	11
2.3 子公司蓝信科技, 高净利率带来业绩弹性	12
3. 列车控制系统受益于存量替换与老旧内燃机车淘汰	13
3.1 列车控制系统, 公司市占率近 50%	13
3.2 LKJ 业务成长性来自存量替换与老旧内燃机车淘汰	14
4. 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值	17
风险提示:	18
财务报表与盈利预测	19

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构	7
图表 3 公司业务划分	7
图表 4 公司收入规模及增速	8
图表 5 公司归母净利润规模及增速	8
图表 6 2024 上半年公司分业务收入结构	9
图表 7 公司分业务毛利率情况	9
图表 8 经营活动现金流入	9
图表 9 经营活动现金净流量	9
图表 10 蓝信科技产品列表	10
图表 11 铁路客运量	11
图表 12 高铁里程数量	11
图表 13 动车组存量数据	12
图表 14 蓝信科技 2019 年-2023 年业绩	12
图表 15 LKJ 系统发展历史	13
图表 16 LKJ 系统与 ATP 系统竞争格局	13
图表 17 列车运行控制系统	14
图表 18 思维列控 LKJ 市占率	14
图表 19 全国铁路机车拥有量	15
图表 20 铁路机车产量	15
图表 21 收入及毛利率预测（百万元）	17
图表 22 可比公司估值	18

引言

1. 铁路行业景气度持续

我们曾在 2024 年 6 月 4 日发布《铁路信息化: 车载系统受益招标与更新替换》，指出，受益于铁路行业景气度，铁路信息化相关厂商有望实现较好增长。

2024 年以来，铁路行业持续体现出较好的成长性：

- 1) 铁路固定资产投资持续增长。截止到 2024 年 11 月，完成铁路固定资产投资 7117 亿元，同比增长 11.1%。（资料来源：国铁集团）
- 2) 铁路发送旅客数量持续增长。2024 年 1-11 月，全国铁路客运量 40.15 亿人次，同比增长 12.6%。（资料来源：wind）

站在当前时点来看，铁路行业景气度依旧，公司全年业绩积极乐观。

2. 思维列控是国内领先的列车控制系统厂商。前三季度财报来看，2024 年以来，公司业务持续较快增长。

思维列控成立于 1993 年。公司当前主要收入划分为 LKJ 系统、机务安防系统、高铁列车运行检测与信息管理系统等。其中 LKJ 列车控制系统的市场占有率超过 49%（资料来源：公司 2023 年财报）；子公司蓝信科技是高铁列车运行检测与信息管理系统的主要厂商。

2024 年三季度，公司收入 9.1 亿元，同比增长 23.8%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 34%。其中第三季度收入规模 3.5 亿元，同比增长 69.2%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 94.2%。三季度体现了铁路 IT 行业较好的成长性，及公司较强的盈利能力。

3. 行业景气度有望持续，老旧内燃机车替换与高铁五级修为明后年业绩奠定基础。

2024 年 2 月 28 日国家铁路局局长费东斌表示，未来将完善更新补贴政策，争取到 2027 年基本淘汰老旧内燃机车（资料来源：国务院新闻办）。根据交通运输部铁道统计公报，截止 2022 年底，全国铁路机车拥有量为 2.21 万台，其中内燃机车 0.78 万台。

另一方面，高铁五级修也提上日程。2024 年 8 月 1 日，中国中车公布签订合同公告，其中提到中国中车于近期（主要为 2024 年 6-7 月）签订了若干项合同，合计金额约 459.9 亿元人民币，其中包括 136.8 亿元人民币的动车组高级修合同。动车组高级修业务大幅增长（根据中国中车三季度电话交流）。

老旧内燃机车替换、动车组高级修，均有望给公司明后年业绩增长奠定基础。

4. 列控系统领先企业，受益铁路投资增长。

预计公司 2024 年-2026 年归母净利润分别为 5.1 亿元、6.7 亿元及 8.7 亿元，同比增长 23.9%、30.5%及 30.9%。对应 2024 年 12 月 26 日收盘市值的 PE 分别为 18 倍、14 倍及 11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1) 产品质量问题导致安全事故的风险。2) 动车组采购招标量不及预期的风险。3) 存量机车、动车组新增与替换节奏不及预期。4) 应收账款发生坏账风险。

1. 公司基本情况

1.1 公司发展历史

思维列控成立于1993年。1994年开始，公司的JK-2H监控装置被铁道部认定为机车安全控制装备，并在全路推广应用。到1995年，被原铁道部指定为“铁路安全设备定点生产厂家”。

2000-2004年，公司成功研制第三代列控系统LKJ2000型列车运行监控装置。2012-2014年，向机务安防业务发展，实现6A系统、CMD系统的研制与推广。到2015年，公司在上海证券交易所挂牌上市。

2018年，公司第四代列控系统LKJ-15通过CRCC认证。同时，通过对蓝信科技并购，实现高铁业务战略落地。

2019年以来，公司三块业务：列控系统、铁路安防业务、高铁业务持续发展。

图表 1 公司发展历程

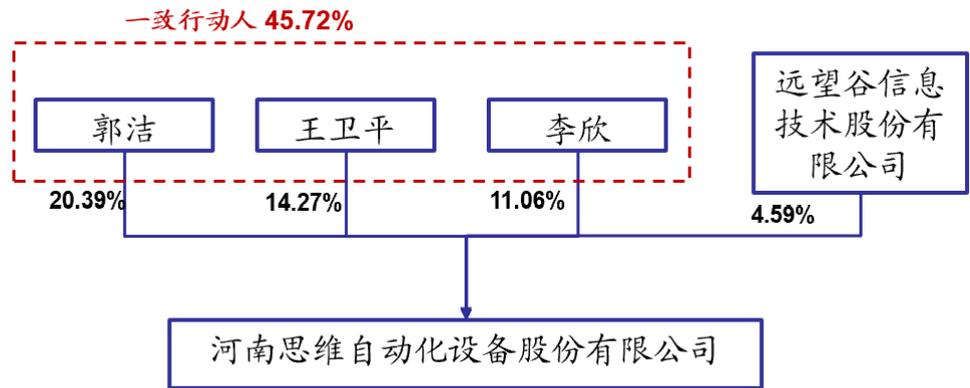


资料来源：思维列控官网，华安证券研究所

股权结构来看，公司实际控制人李欣、郭洁、王卫平，合计持有公司45.7%股权。其他股东包括远望谷信息股份有限公司，持有公司4.6%股权。

主要子公司为蓝信科技，系公司2019年通过收购获得的子公司，主要从事高铁相关列车控制系统。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

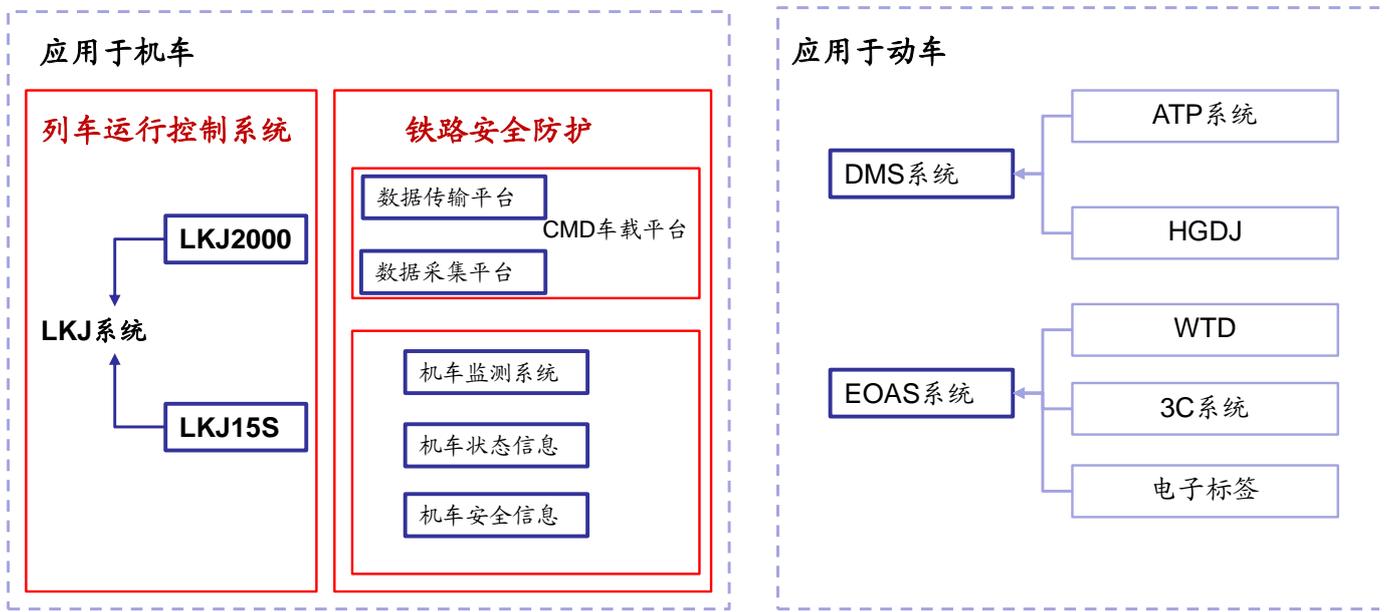
注：截至 2024 年三季报

1.2 主要业务

公司当前主要收入划分为 LKJ 系统、机务安防系统、高铁列车运行检测与信息管理系统等。

其中 LKJ 系统收入占比最大，高铁列车运行检测与信息管理系统次之。

图表 3 公司业务划分



资料来源：公司财报，华安证券研究所整理绘制

- 1) LKJ 系统，主要包括 LKJ2000 型列车运行监控记录装置、机车安全信息综合监测装置 (TAX 装置)、列车运行状态信息系统车载设备 (LAIS 车载设备) 等产品。

- 2) 机务安防系统, 主要包括 LSP 调车防护系统、6A 车载音视频显示终端、CMD 系统车载子系统。
- 3) 高速铁路列控监测系统的研发、集成、销售、安装及维护, 主要包括列控设备动态监测系统 (DMS)、动车组司机操控信息分析系统 (EOAS)、高速铁路列控数据信息化管理平台、信号动态检测系统等相关产品的研发、集成、销售与技术支持服务业务。同时, 也根据客户需求提供其他配套产品及服务。

1.3 财务数据分析

公司自上市以来, 始终维持较高的盈利能力, 除部分年份受到疫情影响外, 成长稳健。

● 成长性:

2024 年前三季度, 公司收入增速回归至 23.8%, 体现了较好的成长性。归母净利润角度看, 波动较大的主要原因来自于 2020 年, 子公司蓝信科技无法完成业绩承诺, 因此计提商誉减值准备 8.51 亿元, 对当年业绩产生大额影响。此后, 随着蓝信科技业务步入正轨, 公司归母净利润水平持续恢复。2024 年前三季度, 实现归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 34.0%。

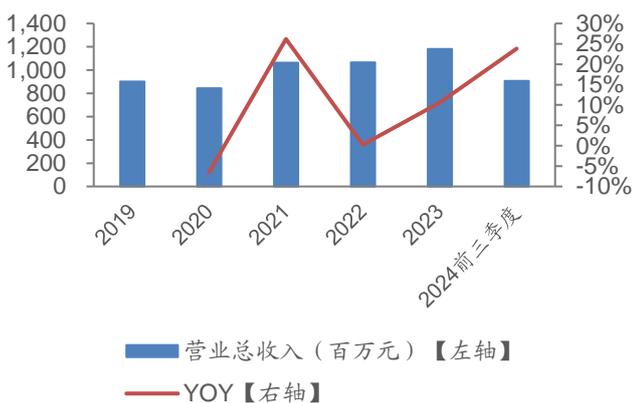
● 盈利能力:

分业务来看, 子公司蓝信科技主要业务高速铁路列车运行监测系统毛利率始终维持较高水平, 2023 年、2024 年上半年, 分别达到 69.9%、64.2%。

● 现金流:

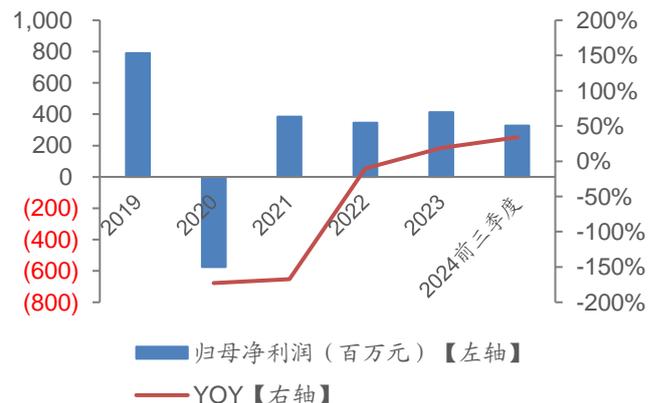
经营活动现金流良好, 经营活动现金流入/营业收入接近、或超过 100%; 同时, 经营活动长期实现净流入。

图表 4 公司收入规模及增速



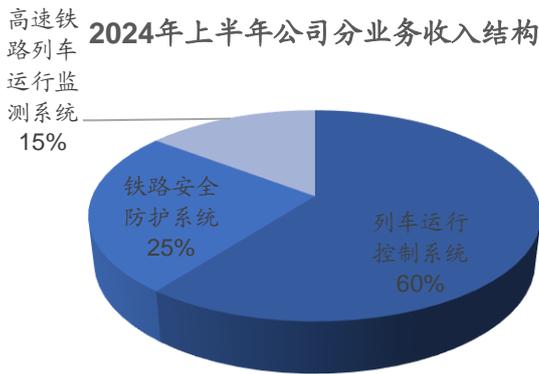
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润规模及增速



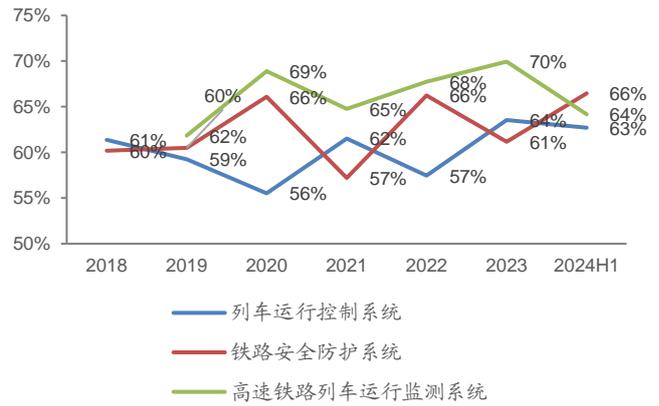
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 2024 上半年公司分业务收入结构



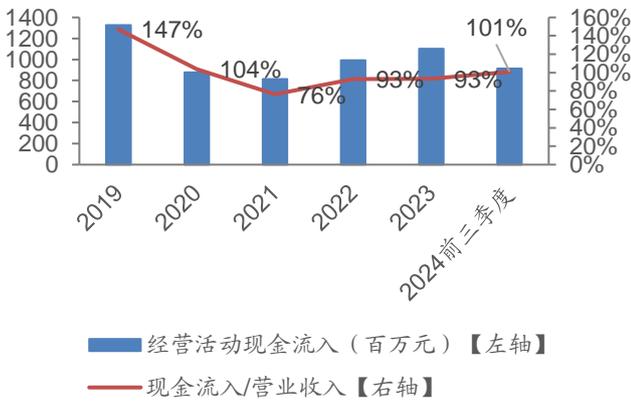
资料来源：公司财报、华安证券研究所

图表 7 公司分业务毛利率情况



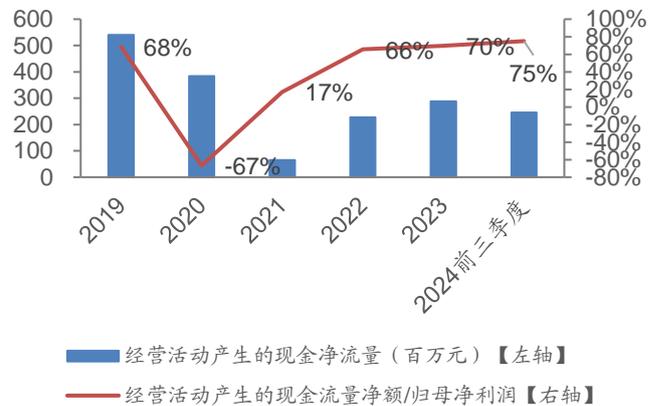
资料来源：公司财报、华安证券研究所

图表 8 经营活动现金流入



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 经营活动现金净流量



资料来源：wind，华安证券研究所

2. 高铁业务，受益动车组高级修

2.1 子公司蓝信科技，产品 DMS 系统等为车载设备标配

2018 年公司以发行股份及现金支付方式购买了蓝信科技 100% 股权。2019 年 1 月蓝信科技开始纳入上市公司合并报表范围。

蓝信科技，是我国动车组 DMS 系统、EOAS 系统等产品的核心供应商。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。

图表 10 蓝信科技产品列表

主要产品名称	主要功能	产品应用领域
信号动态检测系统 (TJDX)	主要用于线路巡检，具备轨道电路、补偿电容、应答器报文及参数、牵引回流动态检测和机车信号无线传输、视频检测等功能，供检测人员分析处理问题，确保地面信号设备工作正常。	动车综合检测车、电务试验车
列控动态监测系统 (DMS)	由车载设备和地面设备组成。其中，车载设备负责动车组列控系统车载设备运行状态信息、地面应答器信息、无线闭塞中心(RBC)报文信息和轨道电路信息等的实时采集与传输；地面设备由数据中心和用户终端两部分组成，负责车载监测数据的接收、存储及分析处理，多元化的数据展现。	所有动车组
司机操控信息分析系统 (EOAS)	完成列控车载设备信息、车辆信息、列车无线调度通信信息、司机室音视频信息和线路视频信息的综合采集、记录和关键信息无线传输，实现列车实时跟踪和智能化综合分析，以加强动车组司机管理、规范司机操控行为。	所有动车组
高铁移动视频平台 (HMVP)	实时采集动车组运行过程中的线路视频、位置、运行速度等信息，传输至地面云视频中心进行视频分析，为工电部门提供对线路工况、沿线环境、设备设施状态等关键因素进行自动巡查、分析的技术手段。	所有动车组
应答器传输系统	向 ATP、LKJ 等列控设备提供临时限速、进路信息、线路允许速度、闭塞分区长度、定位信息、过分相等点式信息，保障列车安全运行。	动车组、机车

资料来源：思维列控 2023 年年报，华安证券研究所

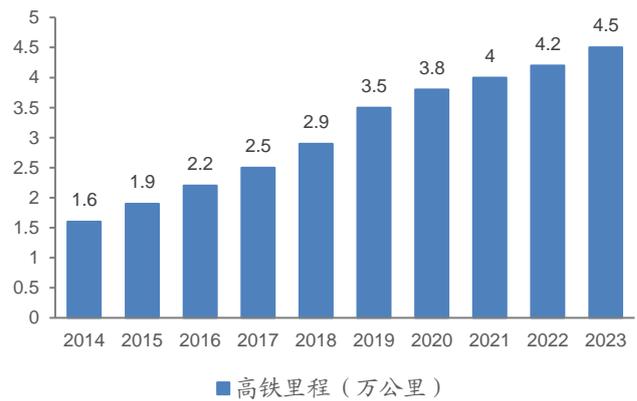
2023 年铁路旅客运输需求呈现高速增长。根据国铁集团发布的《2023 年统计公报》，截至 2023 年底，全国铁路营业里程 15.9 万公里，其中高铁 4.5 万公里，高铁里程占比 28.30%（资料来源：引用思维列控 2023 年财报）。2024 年以来，1-11 月完成铁路固定资产投资 7117 亿元，同比增长 11.1%；2024 年 1-11 月，全国铁路客运量 40.15 亿人次，同比增长 12.6%，显示了较好的增长态势。

图表 11 铁路客运量



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 高铁里程数量



资料来源: wind, 华安证券研究所

因此, 铁路行业各项数据向好, 有望带动新增采购需求。

2.2 动车组高级修, 带来替换需求

根据国铁集团《和谐 1A/1B/1E 型动车组四级检修规程》、《和谐 2A / 2B / 2C 一阶段 / 2E 型动车组 五级检修规程》动车组检修分为五个等级。一级和二级检修为运用检修, 三级、四级、五级检修为高级检修。

动车组五级检修是指从新造或上次五级检修起, 每运行 240 ± 10 万公里 (距上次三级检修应不超过 $60+2$ 万公里或 1.5 年) 或 6 年 (先到为准) 进行的一次检修。

检修规程中提到: ATP/LKJ/CIR/DMS/3C/EOAS 等非车辆专业设备执行相关专业检修规程, 由专业管理部门结合五级检修同步施修。意味着 DMS、EOAS 等产品, 在五级修过程中有检修、替换需求。

伴随中国高铁飞速发展, 我国动车组保有量快速增长。动车组保有量从 2008 年末的 176 组增加至 2023 年末的 4427 标准组, 伴随动车组步入高级修检修周期, DMS、EOAS 等车载产品需求有待释放。

图表 13 动车组存量数据



资料来源：铁道统计公报，华安证券研究所

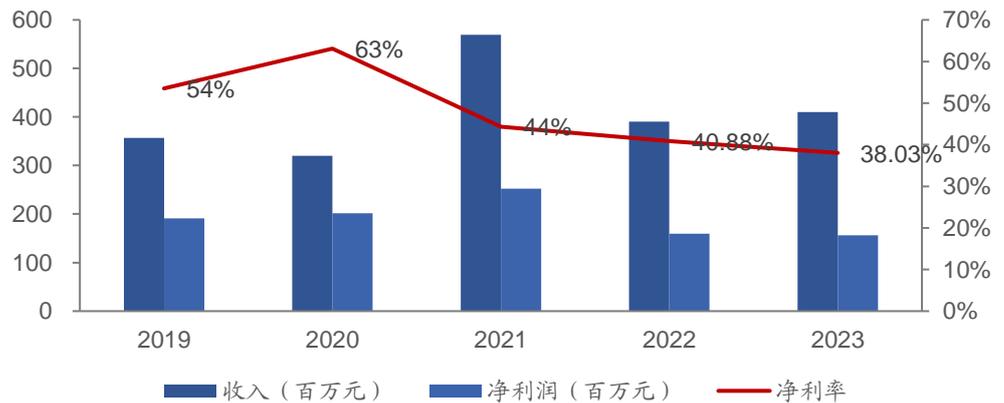
2.3 子公司蓝信科技，高净利率带来业绩弹性

蓝信科技一直以来具有较高的毛利率与净利率。2020 年净利润率甚至达到了 63%。

2023 年蓝信科技实现收入 4.1 亿元，同比增长 5.07%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比下降 2.3%。从历史来看，蓝信科技始终维持较高的净利润率，2023 年虽然净利润率有所下滑，依然达到 38.0%，领先于大部分软件企业。

2024 年 9 月，蓝信科技中标“沈阳局集团公司机务系统本务机车调车安全辅助防护系统”项目，中标总金额为 1.27 亿元人民币（不含税）（资料来源：思维列控 2024 年三季度报），预计对 2024 年及未来年度业绩产生积极影响。

图表 14 蓝信科技 2019 年-2023 年业绩



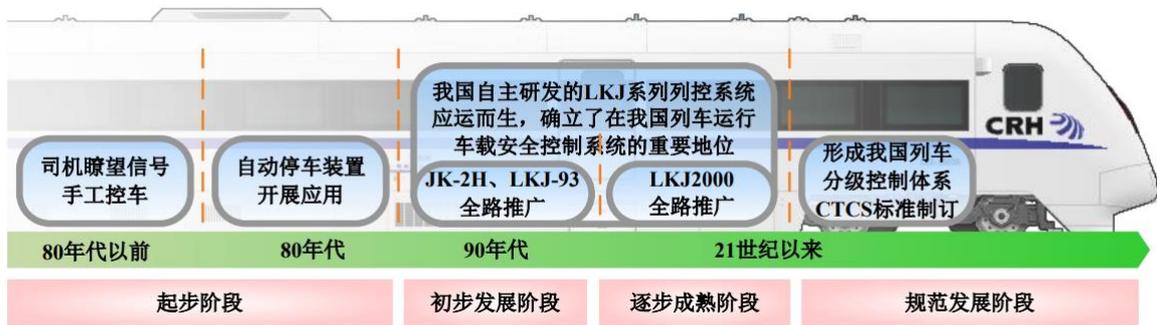
资料来源：思维列控年报，华安证券研究所

3. 列车控制系统受益于存量替换与老旧内燃机车淘汰

3.1 列车控制系统，公司市占率近 50%

我国列车运行控制系统自上世纪八十年代以来发展迅速，目前已经进入了规范发展阶段。

图表 15 LKJ 系统发展历史



资料来源：思维列控 2024 年半年报，华安证券研究所

我国铁路列车运行控制系统主要分为 LKJ 系统和 ATP 系统两大类。其中 LKJ 系统应用于 2.24 万台机车和部分动车组上，存量 LKJ 市场约 3.3 万套(资料来源：思维列控 2024 年半年报)。目前 LKJ 系统只有思维列控、中车时代电气、交大思诺三家合格供应商；ATP 系统应用于近 4,000 列动车组，主要供应商有 4 家，包括和利时、中国通号、铁科院、时代电气。

图表 16 LKJ 系统与 ATP 系统竞争格局

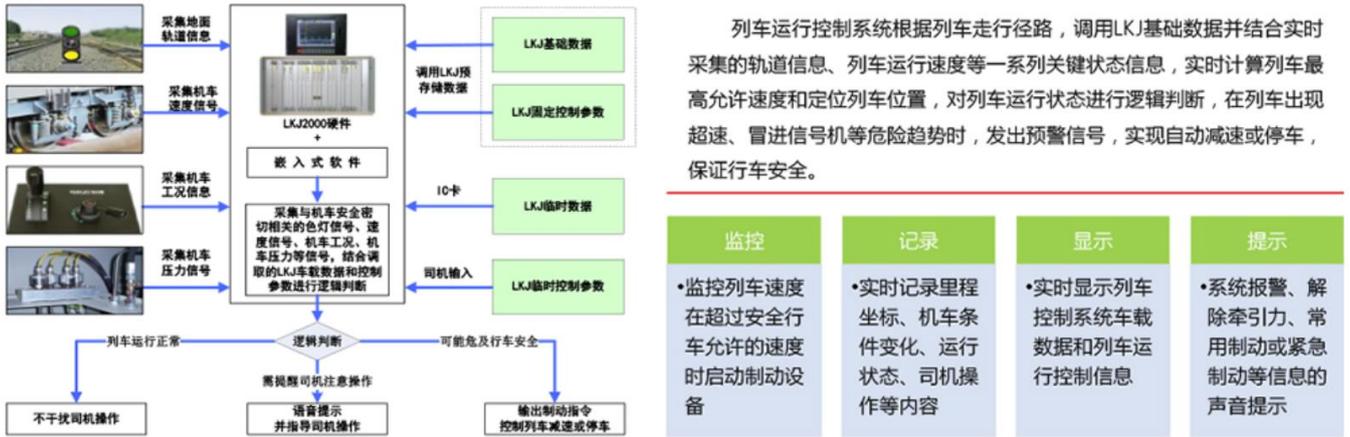
列控系统分类	应用领域	安装位置	列控系统厂家
LKJ系统 LKJ2000（在 用）/LKJ-15S （推广期）	时速160km/h以下区段/时速 250km/h以下区段	所有机车、时速 250km/h以下级别 动车组	思维列控、时代 电气、交大思诺
ATP系统 CTCS-2 CTCS-3	时速200km/h、300km/h等级 区段（以客运专线为主）	所有动车组	和利时、中国通 号、铁科院、时 代电气

资料来源：思维列控 2024 年半年报，华安证券研究所

列车运行控制系统的主要功能为：列车运行控制系统调用预先存储在主机中的地面线路数据，可在列车出现超速、冒进信号机等危险趋势时，发出预警信号，并能够自动控制列车减速或停车。

目前运行的 LKJ 系统主要是第三代 LKJ2000，第四代 LKJ-15 处于小批量推广中。

图表 17 列车运行控制系统



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2014 年以来，公司在 LKJ 市场的占有率持续提升。2023 年年报提到，公司 LKJ 系统产品的市场占有率超过 49%，另外两家竞争对手为时代电气、交大思诺。

图表 18 思维列控 LKJ 市占率



资料来源：公司历年年报，华安证券研究所

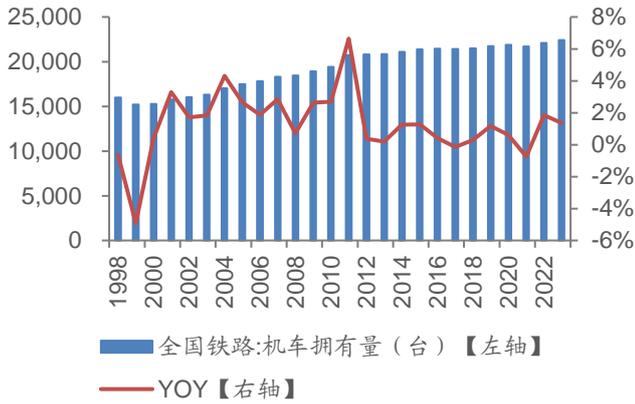
3.2 LKJ 业务成长性来自存量替换与老旧内燃机车淘汰

根据 wind 数据，铁路机车年产量虽然已经过了早期的快速增长阶段，2021-2023 年年均产量仍有 1240 辆，每年新增需求较为稳定。

思维列控年报提到，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。由此来看，公司列控系统业务收入的增长，主要依赖于存量的替换逻辑。

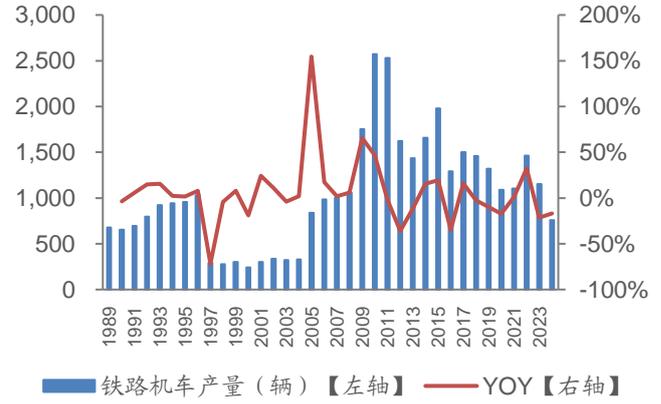
2024 年 2 月 28 日国家铁路局局长费东斌表示，未来将完善更新补贴政策，争取到 2027 年基本淘汰老旧内燃机车（资料来源：国务院新闻办）。根据交通运输部铁道统计公报，截止 2023 年底，内燃机车 0.78 万台。若考虑 2027 年底基本淘汰老旧内燃机车，则年均约替换 1950 台内燃机车，有望进一步提升公司业绩。

图表 19 全国铁路机车拥有量



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 铁路机车产量



资料来源：wind，华安证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司盈利预测基于以下假设：

- 收入预测：

- 1) 列车运行控制系统：预计 2024-2026 年实现收入增速 25%、25%及 25%；
- 2) 铁路安全防护系统：预计 2024-2026 年实现收入增速 5%、5%及 5%；
- 3) 高速铁路列车运行监测系统：预计 2024-2026 年实现收入增速 35%、35%及 35%。

- 毛利率预测：

公司各块业务竞争者有限，新进入者需要国铁集团的许可证，方可从事相关产品的制造及销售，因此过往公司业务毛利率始终处于较为稳定的状态。考虑行业景气度向好，预计毛利率至少维持 2023 年水平。

- 1) 列车运行控制系统：预计 2024-2026 年毛利率维持 2023 年水平，均为 63.6%。
- 2) 铁路安全防护系统：预计 2024-2026 年毛利率维持 2023 年水平，均为 61.18%。
- 3) 高速铁路列车运行监测系统：预计 2024-2026 年毛利率维持 2023 年水平，均为 69.9%。

- 费用率预测：

预计费用率随着公司业务规模的增长，逐步体现规模效应，有不同程度的下降空间。因此预计 2024 年-2026 年，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 25%、25%、25%，较 2023 年有所下降。

因此，预计 2024 年-2026 年营业收入分别为 14.6 亿元、18.1 亿元、22.6 亿元，同比增长 23.3%、24.1%及 24.9%。预计 2024 年-2026 年归母净利润分别为 5.1 亿元、6.7 亿元及 8.7 亿元，同比增长 23.9%、30.5%及 30.9%。

图表 21 收入及毛利率预测 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1180.2	1455.8	1807.1	2256.2
列车运行控制系统	703.4	879.3	1099.1	1373.9
铁路安全防护系统	189.5	199.0	208.9	219.4
高速铁路列车运行监测系统	255.9	345.4	466.3	629.5
其他	31.4	32.1	32.7	33.4
收入增速	10.6%	23.3%	24.1%	24.9%
列车运行控制系统	20.8%	25.0%	25.0%	25.0%
铁路安全防护系统	-6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
高速铁路列车运行监测系统	1.8%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	63.1%	63.5%	63.9%	64.3%
列车运行控制系统	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%
铁路安全防护系统	61.2%	61.2%	61.2%	61.2%
高速铁路列车运行监测系统	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%
其他	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%

资料来源: wind, 华安证券研究所

4.2 估值

A 股的上市的同类公司包括中国通号、中车时代电气、交大思诺等。其中，中国通号、中车时代电气业务较多，列车控制系统相关业务只占其中部分。交大思诺业务基本围绕铁路 IT 展开，但收入规模体量较小。

可比公司估值来看，公司 2025 年业绩对应当前股价的 PE 在可比公司中较低，成长性较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 22 可比公司估值

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		PE	
			2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
688009.SH	中国通号	648	34.8	35.6	40.3	2.4%	13.1%	18	16
688187.SH	时代电气	656	31.1	37.1	43.9	19.4%	18.4%	18	15
300851.SZ	交大思诺	24	0.8	1.6	2.1	82.4%	34.2%	16	12
603508.SH	思维列控	93	4.1	5.1	6.7	23.9%	30.5%	18	14

注：中国通号、时代电气、交大思诺 2024 年、2025 年归母净利润采用 wind 一致预期指定年度预测净利润平均值；思维列控 2024 年、2025 年归母净利润采用本报告盈利预测；市值数据采用 2024 年 12 月 26 日收盘数据。

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

- 1) 产品质量问题导致安全事故的风险：公司产品已经覆盖了全国 18 个铁路局、地方铁路公司等客户。一旦出现因公司产品质量问题导致铁路行车发生安全责任事故，上市公司生产经营、市场声誉、持续盈利能力将受到重大不利影响。
- 2) 动车组采购招标量不及预期的风险：公司高铁产品销售主要来自两方面需求，新增动车组及存量动车组替换。若动车组采购量不及预期，将影响公司高铁产品销量、销售收入。
- 3) 存量机车、动车组替换节奏不及预期。
- 4) 应收账款发生坏账风险：2021 年末、2022 年末、2023 年末，公司应收账款账面价值分别为 6.24 亿元、7.02 亿元、8.69 亿元，应收账款金额较大。虽然公司客户主要是国铁集团、各铁路集团公司等单位，客户信用良好，产生坏账的风险较小，仍然存在减值、坏账发生的可能。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3029	3550	4366	5398	营业收入	1180	1456	1807	2256
现金	1615	2060	2716	3545	营业成本	436	531	652	806
应收账款	869	883	967	1100	营业税金及附加	17	21	26	32
其他应收款	16	23	26	35	销售费用	75	80	99	124
预付账款	9	11	13	16	管理费用	104	124	154	192
存货	382	415	454	485	财务费用	-43	-32	-41	-54
其他流动资产	138	159	190	217	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2013	1986	1957	1925	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	2	3	3
固定资产	287	261	232	200	营业利润	498	618	780	988
无形资产	74	74	74	74	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	1651	1651	1651	1651	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5042	5536	6323	7323	利润总额	498	619	780	988
流动负债	383	441	533	625	所得税	70	87	86	79
短期借款	0	0	0	0	净利润	428	532	694	909
应付账款	138	157	169	189	少数股东损益	16	21	28	36
其他流动负债	245	284	364	436	归属母公司净利润	412	511	666	873
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	501	689	849	1054
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.08	1.34	1.75	2.29
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	387	445	537	629					
少数股东权益	102	123	151	187	主要财务比率				
股本	381	381	381	381	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2327	2327	2327	2327	成长能力				
留存收益	1845	2260	2926	3799	营业收入	10.6%	23.3%	24.1%	24.9%
归属母公司股东权	4553	4968	5635	6507	营业利润	24.9%	24.2%	26.1%	26.7%
负债和股东权益	5042	5536	6323	7323	归属于母公司净利	19.0%	23.9%	30.5%	30.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	63.1%	63.5%	63.9%	64.3%
					净利率 (%)	34.9%	35.1%	36.9%	38.7%
					ROE (%)	9.1%	10.3%	11.8%	13.4%
					ROIC (%)	8.4%	10.8%	12.2%	13.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	7.7%	8.0%	8.5%	8.6%
					净负债比率 (%)	8.3%	8.7%	9.3%	9.4%
					流动比率	7.90	8.05	8.18	8.64
					速动比率	6.88	7.08	7.30	7.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.28	0.30	0.33
					应收账款周转率	1.50	1.64	1.89	2.12
					应付账款周转率	3.09	3.60	4.00	4.50
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.08	1.34	1.75	2.29
					每股经营现金流	0.75	1.47	1.77	2.23
					每股净资产	11.94	13.03	14.78	17.07
					估值比率				
					P/E	14.54	18.15	13.91	10.62
					P/B	1.31	1.87	1.64	1.42
					EV/EBITDA	8.73	10.46	7.72	5.43

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7年计算机行研经验，2022年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。