

经营稳健, 海外业务增速高

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年年报, 2024年实现营收324.7亿元, 同比-12.0%; 归母净利润34.9亿元, 同比+0.5%; 扣非归母净利润32.7亿元, 同比+0.1%; 2024Q4实现营收117.0亿元, 同比-5.6%, 归母净利润11.4亿元, 同比+24.7%; 扣非归母净利润10.0亿元, 同比+22.8%。四季度业绩超预期, 海外业务表现亮眼。
- 公司优化业务结构, 盈利能力提升。** 2024年公司综合毛利率为29.2%, 同比+3.5pp, 毛利率提升主要系公司产业结构优化升级、降本增效成效显著; 净利率为12.5%, 同比+1.7pp; 期间管理费用率为15.1%, 同比+2.2pp; 其中, 销售、管理、研发和财务费用率同比+0.2、+1.0、+0.9、+0.1pp, 管理费用率提升较多主要系公司人工费用较2023年同期增长较多。
- 轨道交通主业稳健, 海外业务增速可观。** 分业务看, 2024年, 公司轨交控制系统业务实现营收295.5亿元, 同比+1.0%, 其中, 设备制造营收66.0亿元, 同比+8.0%, 设计集成122.5亿元、同比+4.5%, 系统交付服务营收106.9亿元、同比-6.4%; 公司清理退出市政工程总承包业务, 该板块实现营收26.9亿元, 同比-65.0%。分下游看: 铁路板块营收188.9亿元, 同比-1.9%; 城轨板块营收82.2亿元, 同比-3.6%; 得益于公司“一带一路”市场拓展, 尤其是北美和东南亚市场的项目落地, 海外板块收入、订单均实现高速增长, 实现营收24.4亿元, 同比+64.2%, 实现新签订单59.2亿元, 同比+58.3%。
- 公司系轨交控制系统龙头, 有望深度受益于轨交线路更新改造。** 当前铁路相关设备正处于更替周期, 与中央财经委员会会议提出的推动大规模设备更新节奏一致, 相关设备更新招标采购有望加速, 后续线路改造升级需求(铁路领域高铁线路改造、2G到5G专网改造建设+城轨领域信号系统升级改造)有望加速释放, 公司系国内唯一轨交信号通信系统集成设计、装备、施工于一体的企业, 近年来, 公司在高铁弱电集成业务方面市占率超60%, 城轨信号系统集成领域市占率稳居第一, 后续相关更新改造需求有望为公司业务带来新弹性。
- 发力低空经济赛道, 培育新业务增长极。** 公司紧跟国家战略性新兴产业发展规划, 凭借其在轨道交通控制领域的技术优势, 积极布局低空空域管控、无人机制造、服务运营业务, 已先后与合肥、苏州、南京、成都、南安、广州、雄安、通州、无锡等地签署战略合作协议, 且公司低空空域管控系统成功在南京实现首飞, 在南安拿到首个合同订单, 公司的低空巡检、低空物流等场景成功在合肥、重庆、怒江等地示范应用, 该板块未来成长可期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2025-2027年归母净利润分别为38.6、42.2、46.1亿元, 未来三年归母净利润复合增速为10%, 当前股价对应PE分别为15、14、13倍。给予公司2025年20倍PE, 目标价7.20元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 铁路固定资产投资不及预期、海外经营、城轨投资不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	326.44	352.37	377.09	401.71
增长率	-11.98%	7.94%	7.02%	6.53%
归属母公司净利润(亿元)	34.95	38.60	42.19	46.08
增长率	0.50%	10.46%	9.30%	9.20%
每股收益EPS(元)	0.33	0.36	0.40	0.44
净资产收益率ROE	8.07%	8.65%	8.78%	8.87%
PE	17	15	14	13
PB	1.23	1.22	1.14	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

分析师: 张艺蝶
执业证号: S1250524070008
电话: 021-58351893
邮箱: zdydf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	105.90
流通A股(亿股)	86.21
52周内股价区间(元)	4.67-7.55
总市值(亿元)	590.92
总资产(亿元)	1178.91
每股净资产(元)	4.30

相关研究

- 中国通号(688009): 上半年业绩承压, 铁路订单同比+1.2% (2024-08-29)
- 中国通号(688009): 轨交控制系统龙头, 有望深度受益于更新改造 (2024-05-07)

盈利预测

关键假设：

假设 1：轨交控制系统，公司该业务板块主要包括系统交付服务、设计集成、设备制造等三大板块，随着终端市场铁路及城轨设备更新需求释放，预计 2025-2027 年公司以上三大业务订单随着铁路设备更新改造、城轨信号系统升级改造上行，综合来看该板块增速有望为 8%、7%、7%；考虑到设计集成、设备制造业务毛利率相对较高，公司该板块整体毛利率有望提升。

假设 2：工程总承包，预计 2025-2027 年公司该板块新签订单有望恢复增长，由于公司工程总承包业务 2023-2024 年战略性收缩，2024 年该板块新签订单约 85 亿元，交付周期跟轨交建设项目周期相关性高，后续板块营收有望保持稳中有升，预计 2025-2027 年公司该板块业绩增速为 5%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
轨交控制系统	收入	295.52	319.82	342.82	365.62
	增速	0.99%	8.22%	7.19%	6.65%
	毛利率	30.49%	30.89%	31.24%	31.54%
工程总承包	收入	26.89	28.24	29.65	31.13
	增速	-64.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	11.98%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	收入	4.03	4.31	4.62	4.96
	增速	165.08%	7.12%	7.17%	7.23%
	毛利率	81.06%	81.48%	81.84%	82.20%
合计	收入	326.44	352.37	377.09	401.71
	增速	-11.98%	7.94%	7.02%	6.53%
	毛利率	29.59%	30.00%	30.34%	30.65%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

中国通号是国内轨交控制系统龙头，我们选取与公司下游同属于轨道交通通信信号系统的时代电气、佳讯飞鸿、思维列控作为可比公司，3 家可比公司 2025-2026 年平均 PE 分别为 25、20 倍。

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 38.6、42.2、46.1 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 10%，当前股价对应 PE 分别为 15、14、13 倍。给予公司 2025 年 20 倍 PE，目标价 7.20 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2025 年 4 月 1 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
688187.SH	时代电气	46.77	2.62	3.17	3.63	17.85	14.74	12.90
603508.SH	思维列控	23.32	1.40	1.70	2.03	16.69	13.74	11.48
300213.SZ	佳讯飞鸿	8.66	0.14	0.19	0.24	60.81	46.71	36.17
可比公司平均值						31.79	25.06	20.19

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	326.44	352.37	377.09	401.71	净利润	40.69	2.00	48.86	53.36
营业成本	229.85	246.67	262.67	278.59	折旧与摊销	6.86	8.69	8.69	8.69
营业税金及附加	2.82	3.17	3.39	3.62	财务费用	-2.36	-0.01	0.81	1.04
销售费用	8.52	8.81	9.05	9.24	资产减值损失	-0.22	2.80	2.50	2.50
管理费用	23.89	45.10	47.89	50.21	经营营运资本变动	26.55	255.13	9.48	9.39
财务费用	-2.36	-0.01	0.81	1.04	其他	-19.16	42.01	-6.64	-8.97
资产减值损失	-0.22	2.80	2.50	2.50	经营活动现金流净额	52.36	310.61	63.70	66.01
投资收益	1.29	5.64	5.65	5.15	资本支出	-4.50	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.36	7.13	5.65	5.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5.87	2.13	0.65	0.15
营业利润	46.87	51.47	56.43	61.65	短期借款	-23.08	-1.43	0.00	0.00
其他非经营损益	0.43	0.38	0.38	0.39	长期借款	3.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.31	51.84	56.81	62.04	股权融资	-0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	6.62	7.26	7.95	8.69	支付股利	0.00	-6.99	-7.72	-8.44
净利润	40.69	44.59	48.86	53.36	其他	-23.01	-28.38	-0.81	-1.04
少数股东损益	5.74	5.98	6.67	7.28	筹资活动现金流净额	-42.60	-36.81	-8.53	-9.48
归属母公司股东净利润	34.95	38.60	42.19	46.08	现金流量净额	3.86	275.93	55.82	56.67
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	225.77	501.70	557.52	614.19	成长能力				
应收和预付款项	308.47	290.50	319.89	344.01	销售收入增长率	-11.98%	7.94%	7.02%	6.53%
存货	34.54	37.07	37.54	40.91	营业利润增长率	0.57%	9.79%	9.65%	9.26%
其他流动资产	342.28	9.03	9.67	10.30	净利润增长率	1.35%	9.58%	9.58%	9.21%
长期股权投资	18.07	18.07	18.07	18.07	EBITDA 增长率	2.04%	17.06%	9.63%	8.27%
投资性房地产	3.49	3.49	3.49	3.49	获利能力				
固定资产和在建工程	57.67	58.61	59.56	60.51	毛利率	29.59%	30.00%	30.34%	30.65%
无形资产和开发支出	30.44	25.84	21.24	16.64	三费率	9.20%	15.30%	15.32%	15.06%
其他非流动资产	158.19	158.16	158.12	158.08	净利率	12.46%	12.65%	12.96%	13.28%
资产总计	1178.91	1102.48	1185.10	1266.21	ROE	8.07%	8.65%	8.78%	8.87%
短期借款	1.43	0.00	0.00	0.00	ROA	3.45%	4.04%	4.12%	4.21%
应付和预收款项	466.99	481.06	518.42	550.50	ROIC	22.09%	126.40%	-47.75%	-47.37%
长期借款	33.34	33.34	33.34	33.34	EBITDA/销售收入	15.74%	17.07%	17.48%	17.77%
其他负债	172.79	72.62	76.75	80.86	营运能力				
负债合计	674.55	587.03	628.51	664.70	总资产周转率	0.28	0.31	0.33	0.33
股本	105.90	105.90	105.90	105.90	固定资产周转率	6.48	7.41	8.67	10.18
资本公积	159.60	159.60	159.60	159.60	应收账款周转率	1.27	1.33	1.39	1.36
留存收益	188.25	219.87	254.34	291.98	存货周转率	6.89	6.88	6.85	6.84
归属母公司股东权益	480.25	485.36	519.83	557.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.81%	—	—	—
少数股东权益	24.11	30.09	36.76	44.04	资本结构				
股东权益合计	504.36	515.45	556.59	601.51	资产负债率	57.22%	53.25%	53.03%	52.50%
负债和股东权益合计	1178.91	1102.48	1185.10	1266.21	带息债务/总负债	5.16%	5.68%	5.30%	5.02%
					流动比率	1.44	1.54	1.58	1.62
					速动比率	1.39	1.47	1.51	1.56
					股利支付率	0.00%	18.11%	18.30%	18.31%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	51.37	60.14	65.93	71.38	每股收益	0.33	0.36	0.40	0.44
PE	16.91	15.31	14.01	12.82	每股净资产	4.54	4.58	4.91	5.26
PB	1.23	1.22	1.14	1.06	每股经营现金	0.49	2.93	0.60	0.62
PS	1.81	1.68	1.57	1.47	每股股利	0.00	0.07	0.07	0.08
EV/EBITDA	4.55	-0.76	-1.54	-2.22					
股息率	0.00%	1.18%	1.31%	1.43%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn