

运达科技 (300440.SZ)

数字化大势所趋，轨交智能化龙头蓄势待发

首次覆盖给予“买入”评级。近年来我国轨道交通高速发展，国家铁路里程保持稳定增长，各地城市轨道交通建设持续升温。轨道交通“十四五”期间智能化要求日益凸显，信息化、数据化节奏加快。未来轨道交通固定资产投资逐渐下降，与运营和维保相关的轨交后市场将迎来持续发展机遇。公司作为轨交后市场智能化龙头企业，产品覆盖全国所有铁路局和主要城市轨道交通系统，相关服务遍及轨道交通产业链，有望充分受益轨道交通智能化大趋势，实现业务的再突破。

轨交智能化龙头，起步于西南交通大学优势学科。公司成立于2006年，深耕轨道交通二十余年，行业内地位稳固。作为高校背景民营企业，起步于西南交通大学强势学科，实现政、产、学、研、用多维对接耦合，伴随着中国轨交行业一路崛起。公司业绩近3年稳步增长，市场份额逐步扩大，信息化龙头地位不断稳固。根据公司年报，公司2020年营收和利润均取得正增长。随着疫情逐渐消退，国铁及轨交数字化升级趋势明显，未来公司业绩有望持续高增。

轨交智能化大势所趋，公司拥有丰富技术储备。“十四五”期间国家加大在智能铁路方面资金投入力度，动车组服役年限和运营里程不断增长，国铁即将进入维保黄金期。城轨领域中，智慧城轨纲要发布，智慧运维重中之重，存量市场规模广大。我们认为，智能化已是未来轨道交通发展的趋势。公司目前在该方面已经深耕多年，积累了丰富的技术经验，拥有多种先进产品，未来凭借龙头地位和技术储备，公司有望充分受益。

外延并购完善业务产业链，实现技术良性融合。通过外延式并购，公司完善智慧物流、智慧牵引供电等板块，在原有基础上持续加码轨交智能化。同时作为轨交仿真培训龙头，收购西安维德，进军航空模拟器领域，实现仿真技术层面优势互补，后续或进入军工领域。通过自研加并购持续巩固自身在轨交领域的技术壁垒，有望在轨交智能时代厚积薄发。

投资建议：我们预计公司2021-2023年收入9.37/11.17/13.66亿，归母净利润2.01/2.51/3.06亿，对应EPS为0.45/0.56/0.68元，对应PE为17.2/13.7/11.3倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：轨道交通智能化进程不及预期，订单交付不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	690	694	937	1,117	1,366
增长率 yoy (%)	32.8	0.6	35.0	19.2	22.3
归母净利润(百万元)	130	146	201	251	306
增长率 yoy (%)	23.6	11.8	38.1	25.1	21.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.29	0.32	0.45	0.56	0.68
净资产收益率(%)	9.5	10.3	12.7	13.8	14.6
P/E(倍)	26.6	23.8	17.2	13.7	11.3
P/B(倍)	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7

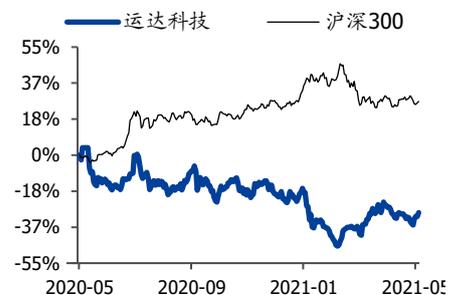
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年5月12日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	计算机应用
5月12日收盘价(元)	8.06
总市值(百万元)	3,610.07
总股本(百万股)	447.90
其中自由流通股(%)	98.79
30日日均成交量(百万股)	5.56

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号: S0680519010002

邮箱: songjiayi@gszq.com

研究助理 赵丕业

邮箱: zhaopiye@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1668	1639	2960	2921	4039
现金	193	223	829	989	1209
应收票据及应收账款	665	661	1129	1005	1604
其他应收款	31	29	52	45	74
预付账款	40	28	63	45	87
存货	267	270	457	409	637
其他流动资产	473	428	428	428	428
非流动资产	301	341	396	436	488
长期投资	31	45	62	79	97
固定资产	136	129	170	197	236
无形资产	35	45	42	38	33
其他非流动资产	100	122	122	122	122
资产总计	1969	1980	3355	3357	4527
流动负债	629	576	1780	1558	2452
短期借款	5	0	730	721	1063
应付票据及应付账款	321	317	547	481	761
其他流动负债	303	259	502	356	628
非流动负债	9	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	6	6	6	6
负债合计	638	582	1786	1564	2458
少数股东权益	34	18	16	13	9
股本	448	448	448	448	448
资本公积	38	26	26	26	26
留存收益	827	948	1107	1306	1548
归属母公司股东权益	1297	1381	1553	1780	2061
负债和股东权益	1969	1980	3355	3357	4527

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	134	99	-18	270	2
净利润	127	145	200	248	302
折旧摊销	18	18	20	24	29
财务费用	-1	-1	14	26	32
投资损失	-13	-16	-11	-13	-13
营运资金变动	14	-41	-240	-14	-347
其他经营现金流	-10	-6	-1	-1	-1
投资活动现金流	-105	-30	-63	-51	-66
资本支出	3	4	38	23	34
长期投资	-111	97	-16	-17	-18
其他投资现金流	-213	70	-41	-45	-51
筹资活动现金流	-25	-9	-39	-50	-56
短期借款	-8	-5	4	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-17	8	-43	-51	-57
现金净增加额	5	59	-120	169	-120

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	690	694	937	1117	1366
营业成本	353	344	466	554	669
营业税金及附加	7	7	9	11	14
营业费用	55	55	66	67	82
管理费用	101	93	103	117	143
研发费用	80	85	98	112	137
财务费用	-1	-1	14	26	32
资产减值损失	0	-6	0	0	0
其他收益	24	29	29	29	29
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资净收益	13	16	11	13	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	142	165	222	273	333
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	142	164	222	273	332
所得税	16	19	22	25	30
净利润	127	145	200	248	302
少数股东损益	-3	-1	-1	-3	-4
归属母公司净利润	130	146	201	251	306
EBITDA	154	175	248	314	382
EPS (元/股)	0.29	0.32	0.45	0.56	0.68

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	32.8	0.6	35.0	19.2	22.3
营业利润 (%)	32.5	16.1	34.7	23.0	21.9
归属母公司净利润 (%)	23.6	11.8	38.1	25.1	21.9
获利能力					
毛利率 (%)	48.8	50.5	50.3	50.4	51.0
净利率 (%)	18.9	21.0	21.5	22.5	22.4
ROE (%)	9.5	10.3	12.7	13.8	14.6
ROIC (%)	9.3	10.0	9.0	10.5	10.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.4	29.4	53.2	46.6	54.3
净负债比率 (%)	-13.8	-15.7	-6.1	-14.7	-6.9
流动比率	2.7	2.8	1.7	1.9	1.6
速动比率	1.9	2.1	1.3	1.5	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
应收账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应付账款周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.32	0.45	0.56	0.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.22	-0.04	0.60	0.01
每股净资产 (最新摊薄)	2.90	3.08	3.47	3.97	4.60
估值比率					
P/E	26.6	23.8	17.2	13.7	11.3
P/B	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	19.3	16.9	12.4	9.3	7.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 12 日收盘价

内容目录

1. 投资要点：轨交智能化进程提速，龙头价值突显	5
2. 公司概况：轨道交通智能系统核心龙头	6
3. 行业综述：国铁和城轨高速发展，智慧轨交大有可为	10
4. 未来展望：聚焦轨交智能化升级，打开未来成长空间	14
4.1 智慧运维：列车行驶的健康管家，百亿市场前景光明	15
4.2 智慧车辆段：国铁智能化改造首选，市场潜力巨大	17
4.3 智慧培训：中国高铁驾驶员摇篮，未来有望向航空仿真进军	19
4.4 智慧牵引供电：高铁智慧心脏，掌握核心科技	22
4.5 智慧物流：铁路物流智慧管家，相关领域空间广阔	24
5. 盈利预测与投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 运达科技发展历程	6
图表 2: 公司在轨交领域客户积累丰富	6
图表 3: 运达科技股权结构	7
图表 4: 运达科技“3351”业务布局	7
图表 5: 运达科技致力协调业务结构	8
图表 6: 公司分领域营业收入情况（单位：万元）	8
图表 7: 公司费用情况（单位：万元）	9
图表 8: 公司业务费用率	9
图表 9: 本科以上学历员工人数情况	9
图表 10: 公司研发人员情况	9
图表 11: 铁路营业里程变化情况	10
图表 12: 主要国家人均铁路里程对比	10
图表 13: 主要国家铁路密度对比	10
图表 14: 现行铁路里程规划	11
图表 15: 全国铁路固定资产投资情况	11
图表 16: 全国城轨交通运营线路长度情况	12
图表 17: 全国城轨交通投资情况	12
图表 18: 全国城轨交通客运总量	12
图表 19: 2020年全国城市轨道交通制式结构	13
图表 20: 全国地铁运营里程情况	13
图表 21: 2020年发改委关于城轨的批复项目	13
图表 22: 智慧城轨建设蓝图	14
图表 23: 中国轨道交通产业链	14
图表 24: 智能运维系统框架示意图	15
图表 25: 全国城轨交通配属列车数	16
图表 26: 公司智慧运维产品	16
图表 27: 广州地铁 18、22 号线均标配公司新一代走行部监测系统	17
图表 28: 《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》中对智慧运维的要求	17
图表 29: 智慧车辆段业务概览	18
图表 30: 全国动车组数（标准组）情况	19

图表 31: 动车组高级修估计数量 (辆)	19
图表 32: 智慧培训系统框架示意图	20
图表 33: 全国铁路运输业就业人数情况	20
图表 34: 西安维德公司推出的 A300 客舱模拟器	21
图表 35: 2020-2039 年民用飞机需求量预测	21
图表 36: 铁路里程电气化情况	22
图表 37: 地铁牵引供电系统工作原理	23
图表 38: 列车再生制动的工作原理	23
图表 39: 逆变回馈型再生制动能量吸收装置	23
图表 40: 中国智慧物流市场规模快速扩张	24
图表 41: 公司在智慧物流各阶段均有布局	25
图表 42: 本次收购将公司业务扩展至国铁货运市场	25
图表 43: 成都货安主要产品	26
图表 44: 本次收购进一步完善公司产业布局	26
图表 45: 公司未来三年营收预测 (百万元)	27
图表 46: 同行业可比公司估值分析	28

1. 投资要点：轨交智能化进程提速，龙头价值突显

我们区别于市场的观点

(1) 市场对我国轨道交通未来发展趋势认识不足。近十年来，中国轨道交通行业保持高速增长：国铁方面，目前全国铁路营业里程 14.63 万公里，其中高铁 3.8 万公里，高居世界第一；城轨方面，目前全国运营城市轨道交通线路 291 条，开通里程 7978.19 公里。我国已经成为轨道交通大国，轨道交通运营里程长、覆盖面积广，机车保有数量大，在此背景下，市场普遍认为中国轨道交通行业已趋于饱和，快速增长期已经结束，增量趋于下降，发展趋于停滞。但我们认为国铁、城轨领域依然存在较大市场空间：未来国铁固定资产投资可能小幅回落，但在维保和升级方面的支出将大大增加，整体逻辑将从投建向运营逐步转化，实则利于公司业务；城轨建设热度依旧不减，一、二线城市延伸城轨线路，三、四线城市部分开始筹建城轨项目，同时智慧城轨持续加码，公司智能化业务将迎来快速发展窗口期。

(2) 市场普遍低估了公司的行业地位。公司成立于 2006 年，背靠西南交通大学，已在轨交智能化领域耕耘 20 余年，长时间占据轨交智能化领域的龙头地位，同时公司在轨道交通仿真系统领域市场占有率第一。公司产品已覆盖全国所有铁路局和主要城市轨道交通系统，相关业务遍布国内 50 多个城市，远销中东、东欧、东南亚和非洲各国。公司持续外延并购打造完善产业链布局，产业链上下游均实现产品覆盖：依托轨交智能化龙头地位，进军智慧牵引供电、智慧物流领域；依托轨交仿真系统技术优势，拓展航空仿真培训业务。公司与广州地铁集团成立合资子公司广州运达，智能运维业务已经在广佛线、广州地铁 21 号线等多个项目中中标，相关业务未来将从珠三角向外持续扩张。公司业绩韧性极强，2020 年净利润在疫情影响下仍保持双位数逆势增长。

(3) 市场普遍低估了城轨智能化的大趋势。城市轨道交通作为“新基建”之一，现阶段要求以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务。《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》发布，提出智慧城轨“1-8-1-1”发展目标与“两步走”发展战略，将智能运维纳入重要发展目标。伴随旧地铁大规模迎来改造、升级期，新地铁建设强调智能化、信息化，城轨智慧运维黄金期即将来临。市场对该方向预期较低，若能抓住智能运维风口，公司城轨业务有望打开新的增长空间。

关键假设

- (1) 未来国家将加大在智能铁路方面资金投入力度，公司智能运维、智慧车辆段、智慧物流等业务线订单数量不断增长。
- (2) “十四五”期间大量线路集中开通，行业缺乏专业运营人才，建设速度超越了专业人才供给和成长的速度，模拟仿真培训系统营收保持稳定。
- (3) 公司铁路智能化、模拟仿真培训系统相关技术储备持续推进，保持市场龙头地位。

股价上涨的催化因素

- (1) 轨交智能化大势所趋，公司作为行业龙头有望受益。
- (2) 子公司广州运达业务订单项目实现新突破。
- (3) 铁路、航空模拟器业务优势互补，市场占有率进一步扩大。

投资风险

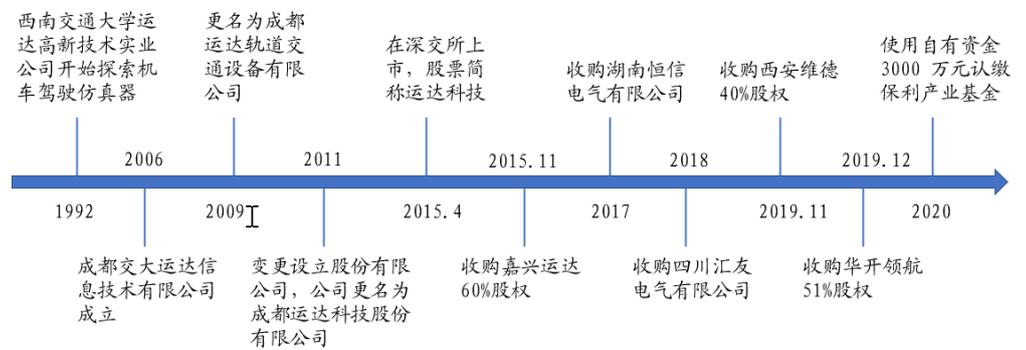
- (1) 轨道交通智能化进程不及预期，订单交付不及预期。

2. 公司概况：轨道交通智能系统核心龙头

聚焦轨道交通，行业保持领先地位。运达科技（300440）自成立伊始，公司即致力于运用信息技术提供轨道交通安全相关的技术和解决方案，为轨道交通提供更安全、更高效的营运保障。依托西南交通大学专业背景，凭借多年的技术积累，公司已成为国内轨道交通智能系统领域内少数拥有核心自主知识产权和自主生产能力的高科技企业之一。目前，公司产品已覆盖全国所有铁路局和主要城市轨道交通系统，相关业务遍布国内 50 多个城市，远销中东、东欧、东南亚和非洲各国。

近年来，公司通过收并购巩固和强化业务板块实力，完善轨道交通产业链布局，同时不断进军新领域，增强行业核心竞争力。

图表 1: 运达科技发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

起步西南交大，深耕轨交客户积累丰富。公司控股股东为持股 51.37% 的运达集团，运达集团源自 1992 年创立的西南交通大学校办企业，2001 年改制为有限责任公司，最初是由一批相关专业的老师、教授创立，具有深厚的轨道交通行业背景。目前，西南交通大学通过运达集团间接控制公司 10.27% 股份。公司高级管理层大多来自西南交通大学，均为轨道交通智能系统领域的资深专家，具有较强的核心技术积累和丰富的产品技术开发经验，有助于公司的产品创新与长期战略发展。

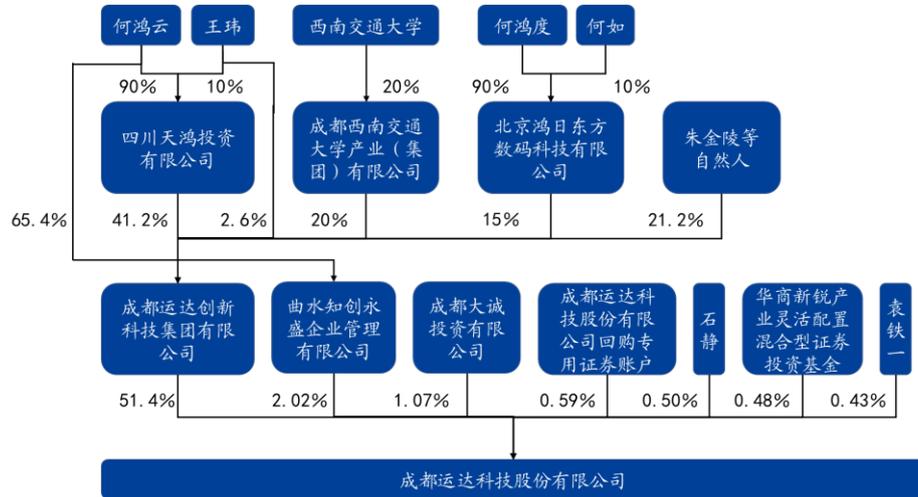
图表 2: 公司在轨交领域客户积累丰富



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

看好未来趋势，实控人进一步扩大股权。公司目前实际控制人为何鸿云先生。何鸿云曾于1983年至1986年在兰州铁道学院任助教；1986年至1989年在兰州铁道学院攻读硕士研究生；于1989年至2011年在西南交通大学历任助教、讲师、高工、研究员，从事轨道交通相关方面的研究。**2021年1月15日**，何鸿云先生由于看好公司未来发展趋势，从严欣等自然人股东处购入运达集团**25.46%**的股权，进一步集中了运达科技的股权。

图表3: 运达科技股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3351 战略布局, 着重打造智能化。公司提出“3351”战略实施纲领, 即立足机车车辆、牵引供电、货运物流3大板块, 服务国铁、城轨、院校3大客户群, 提供智慧培训、智能运维、智慧车辆段、智慧牵引供电、智慧物流5大解决方案, 拓展维保服务1大重点业务。

图表4: 运达科技“3351”业务布局



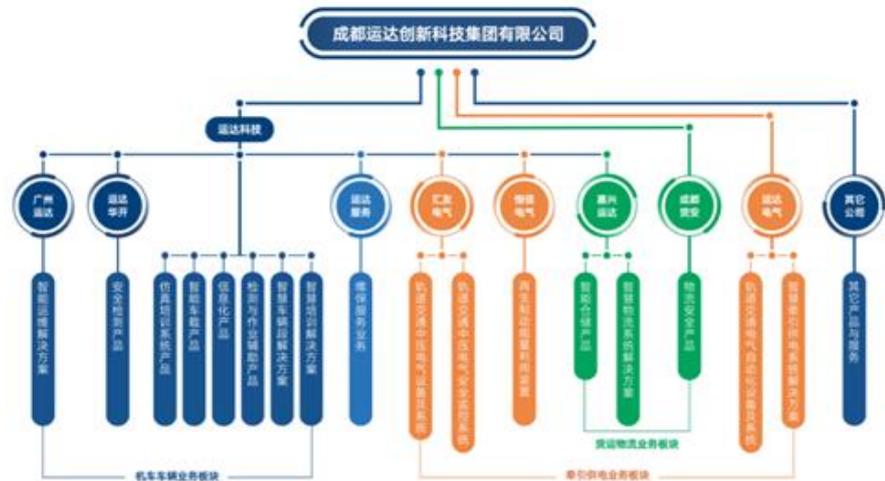
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

外延并购持续完善产业链布局。公司通过收并购，打造了完善的产业链结构，目前，母公司运达集团旗下拥有包含运达科技在内的十余家子公司，而运达科技下又包含多个子公司。

运达科技主要业务涉及智慧培训解决方案、智能运维解决方案、智慧车辆段解决方案业务；子公司汇友电气、恒信电气开展智能牵引供电解决方案业务；子公司广州运达进行智慧运维解决方案；子公司运达华开进行安全检测业务；子公司运达服务涉及维保服务；子公司嘉兴运达进行智能物流及仓储业务。而运达集团下成都货安负责物流服务；运达电气进行轨道交通电气化业务与智能牵引供电服务。

各公司分工明确，相互协同，进行专业的服务及高效的管理，快速响应并引领客户需求，为轨道交通行业提供智能化解决方案及服务。

图表 5: 运达科技致力协调业务结构

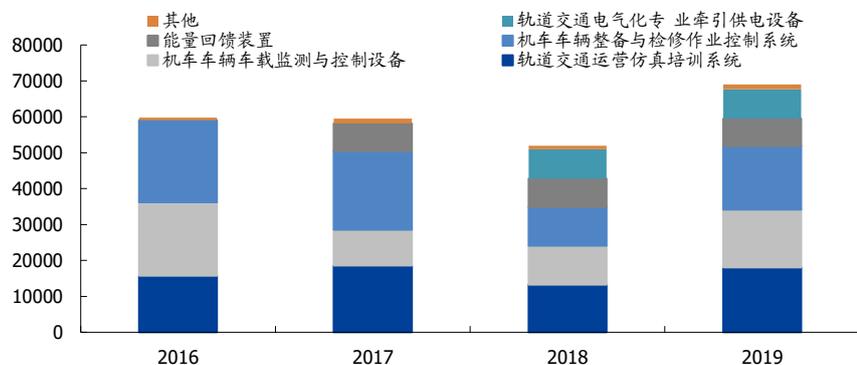


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司业务目前涵盖智慧培训、智慧车辆段、智慧运维、智能牵引供电、智慧物流等五大板块。公司主要产品包括轨道交通运营仿真培训系统、机车车辆整备与检修作业控制系统、机车车辆安全监测系统、列车牵引与网络控制系统、机车车辆智慧运维系统、牵引供电系列产品、能馈吸收系列产品、智能仓储系列产品。

作为国内较早从事轨道交通智能系统研制的专业厂商，依靠不断自主创新，经过多年的发展，公司技术研发实力已在业内处于领先地位，轨道交通运营仿真培训系统已经占据了国内主要市场，公司产品线覆盖广泛。

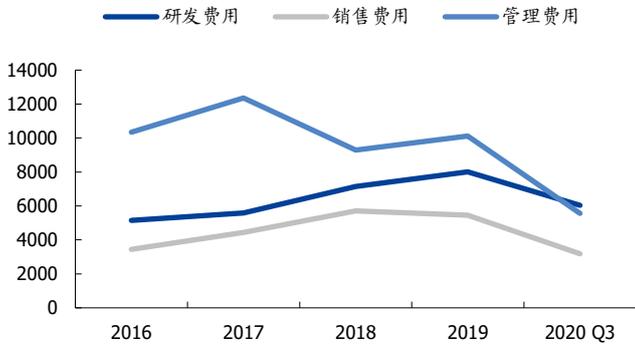
图表 6: 公司分领域营业收入情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

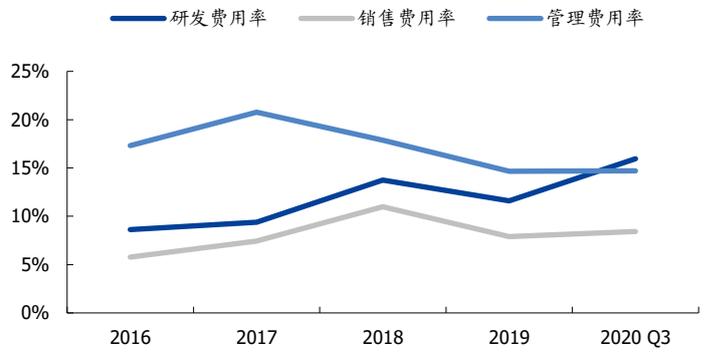
公司费用控制良好，经营情况保持稳定。公司管理费用呈现出逐渐下降的趋势，销售费用在可控范围内略微增加。预计相关费用未来依旧维持稳定水平。公司相关费用率保持较低水平，除 2018 年因营业收入下降导致略微上升以外，整体趋势保持稳定。公司经营稳定，费用管理控制得当。

图表 7: 公司费用情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 公司业务费用率



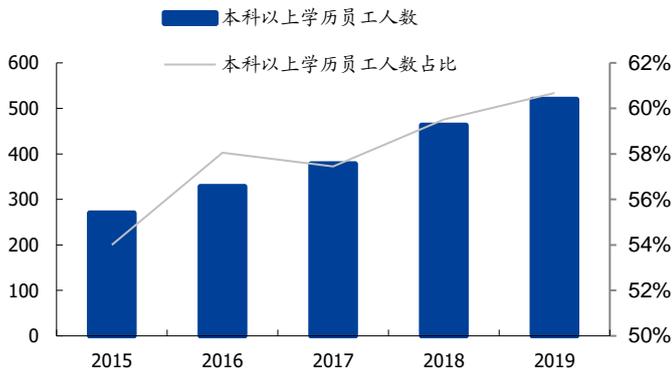
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司研发力度持续增强，智能轨交技术保持领先。公司研发投入力度逐年加大，2020 年前三季度研发费用占营业收入 16%。

公司本科以上学历员工人数占比连续提高。产业研发人员不断增加，研发人员占比维持在较高水平。公司拥有的发明专利、实用新型专利和软件著作权数量保持连年增长。截止 2020 年底，公司拥有发明专利 28 项，实用新型专利 23 项，软件著作权 110 个。

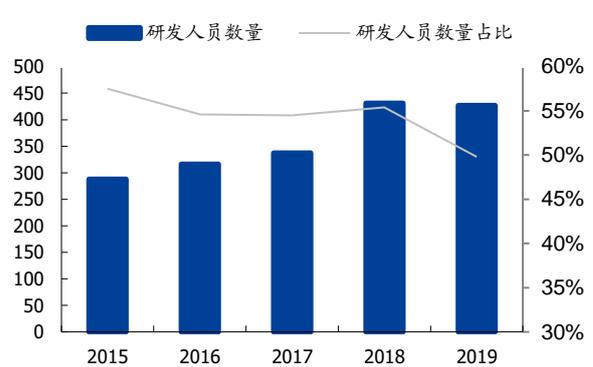
凭借多年的行业技术与经验积累，公司已经掌握了具有国内领先水平的轨道交通智能系统领域核心关键技术，其中轨道交通运营仿真培训系统产品创造了国内轨道交通仿真培训产品与技术领域的多项第一。

图表 9: 本科以上学历员工人数情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司研发人员情况

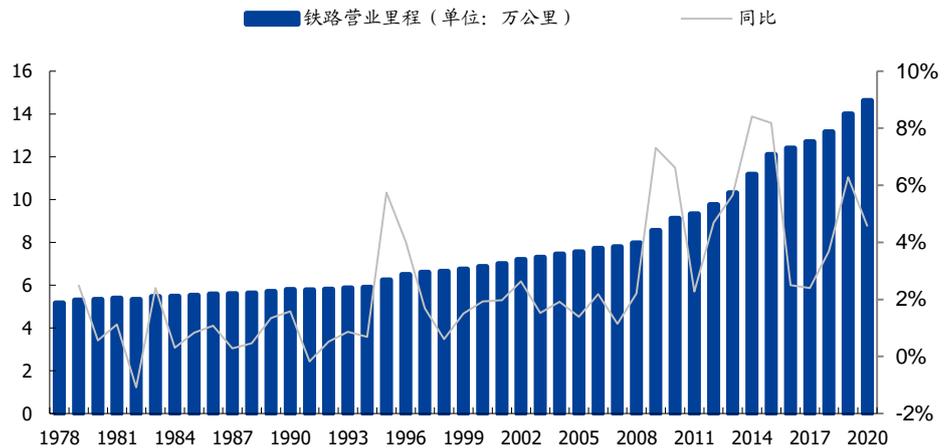


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 行业综述：国铁和城轨高速发展，智慧轨交大有可为

全国铁路营业里程稳定增加。近年来，铁路营业里程保持稳定增长。2020年全国铁路新增运营里程超4800公里，包括京雄城际、银西、郑太高铁在内29条新线顺利开通运营。目前全国铁路营业里程14.63万公里，其中高铁3.8万公里；全国铁路路网密度152.3公里/万平方公里；复线率59.5%；电化率72.8%。

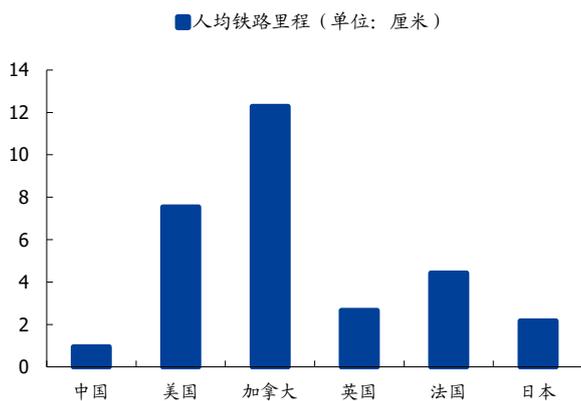
图表 11: 铁路营业里程变化情况



资料来源：交通运输部，国盛证券研究所

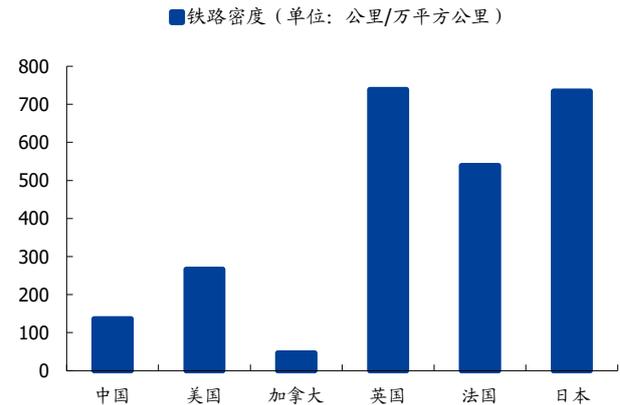
铁路规模快速发展，依然存在缺陷不足。目前，虽然中国高速铁路网规模已居全球第一，但铁路营业里程仍存在短缺。相比于其他国家，中国铁路网依然存在密度小，分布不均衡，人均铁路长度相对较小等缺陷，未能完全满足不断增长的运输需求，存在改善的空间。

图表 12: 主要国家人均铁路里程对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 13: 主要国家铁路密度对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

未来铁路新增里程继续维持高位，相关市场规模庞大。据《国家综合立体交通网规划纲要》测算，在未来的十五年内，我国铁路新增里程依然可以达到每年4000公里左右，高速铁路每年新增2300公里左右。我们认为，从长期看，虽然铁路年新增里程可能并

不会出现增长，但每年将依旧保持稳定，相关铁路市场规模依然巨大。

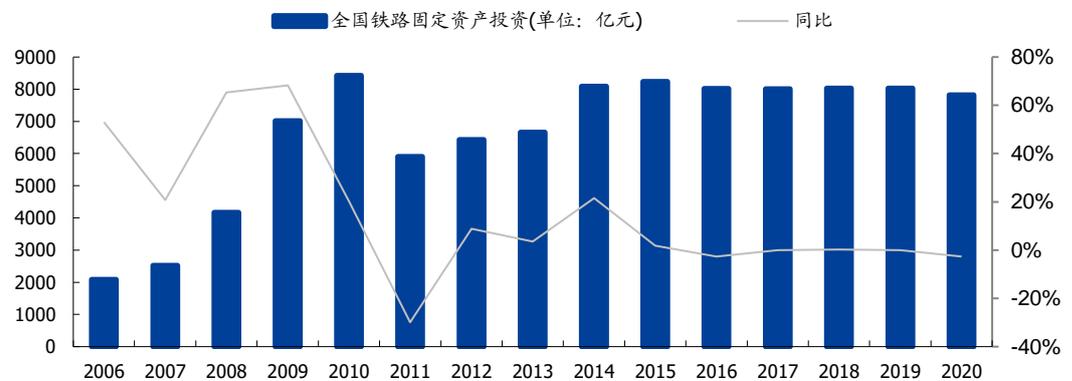
图表 14: 现行铁路里程规划

时期	文件	内容
2016 年	《中长期铁路网规划》	到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右，网络覆盖进一步扩大，路网结构更加优化，骨干作用更加显著，更好发挥铁路对经济社会发展的保障作用。
2021 年	《国家综合立体交通网规划纲要》	到 2035 年，我国铁路网总规模将达到 20 万公里。其中高速铁路包含部分城际铁路，将达到 7 万公里左右，建设“八纵八横”高速铁路主通道，以及区域性高速铁路，形成高效的现代化高速铁路网。普速铁路包含部分市域铁路，将达到 13 万公里，建设以川藏铁路、西部陆海新通道、沿边铁路为重点的中西部铁路，同时提升既有铁路效能，形成覆盖更加广泛的普速铁路网。

资料来源：国家铁路局，国盛证券研究所

铁路固定资产投资小幅下降，维保升级是新的增长点。2014 年到 2020 年，全国铁路固定资产投资基本稳定在 8000 亿元左右。受疫情影响，2020 年全国铁路固定资产投资有所下降，完成 7819 亿元，投产新线 4933 公里，其中高速铁路 2521 公里。未来，伴随疫情持续影响与经济进入新常态背景，未来宏观经济依然面临较大的下行压力。铁路投资包括高铁投资作为基建投资之一，未来相关方面的支出预计将维持较高位置。全国铁路固定资产投入可能小幅下降，但在维保和升级方面的支出将大大增加，整体逻辑将从投建向运营逐步转化，维保、改造、升级支出将逐步上升，相关业务领域将大有可为。

图表 15: 全国铁路固定资产投资情况



资料来源：中国铁路总公司，国盛证券研究所

城市轨道交通成为“新基建”方向之一。城市轨道交通作为新基建项目之一，新时期强调以新发展为理念，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务。

城轨营业里程、投资额保持高速增长。截至 2020 年，全国（不含港澳台）共有 44 个城市开通运营城市轨道交通线路 233 条，运营里程 7545.5 公里，车站 4660 座，实际开行列车 2528 万列次，完成客运量 175.9 亿人次。2020 年全年新增城市轨道交通线路 39 条，新增运营里程 1240.3 公里，较去年增长 20.1%；新增天水、三亚、太原 3 个城市首次开通运营城市轨道交通。2019 年轨道交通投资完成额接近 6000 亿元，近 3 年来保持 12% 左右的年复合增长率。

图表 16: 全国城轨交通运营线路长度情况



资料来源: 城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

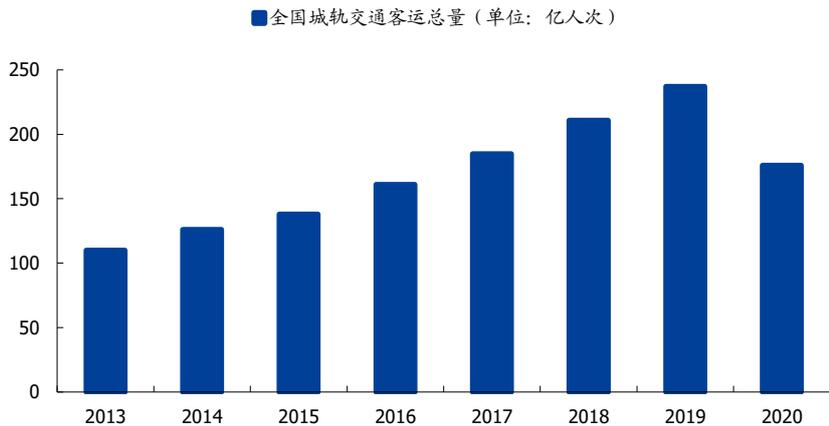
图表 17: 全国城轨交通投资情况



资料来源: 城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

疫情冲击不改城轨发展势头, 未来趋势依旧向好。2019年前, 全国城轨交通客运量保持稳定增长, 复合增长率 13%。受疫情影响, 2020年完成客运量较 2019年下降约 62.9 亿人次, 下降 26.4%。但随着复工复产持续推进, 城市轨道交通客运量逐步回升, 第四季度已恢复至去年同期的 94.1%。预测在 2021 年客运量能够恢复并且超过 2019 年水平。

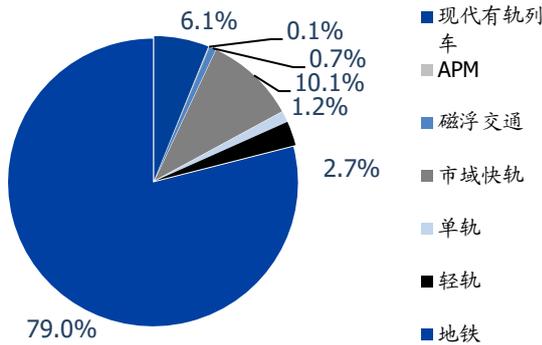
图表 18: 全国城轨交通客运总量



资料来源: 城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

我国城轨建设发展迅速, 新增里程以地铁为主。截止 2020 年, 地铁运营里程占城市轨道交通里程 79%。据 RT 轨道交通统计, 2020 年地铁新增运营里程为 1126.7 公里, 占新增城市轨道交通里程的 91%。未来增长点集中在地铁领域。

图表 19: 2020 年全国城市轨道交通制式结构



资料来源: 城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

图表 20: 全国地铁运营里程情况



资料来源: 城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

各地政府地铁建设加速, 规划投资额已接近万亿。近年来, 各级政府加大以地铁为主的城市轨道交通设施建设力度, 一、二线城市开始延伸轨道交通线路, 三、四线城市政府部分开始筹建轨道交通。目前, 中国已成为世界上城市轨道交通发展最快的国家。规划、在建线路规模稳步增长, 全国城轨交通投资额保持高速增长。从 2020 年新一期地铁建设规划批复看, 投资额已接近万亿, 仅粤港澳大湾区城际铁路近期建设项目总投资就达到 4741 亿元。

图表 21: 2020 年发改委关于城轨的批复项目

城市	项目	总长度 (单位: 公里)	投资规模 (单位: 亿元)
徐州市	徐州市城市轨道交通第二期建设规划	79.3	535.9
合肥市	合肥市城市轨道交通第三期建设规划	109.96	798.08
济南市	济南市城市轨道交通第二期建设规划	159.6	1154.36
宁波市	宁波市城市轨道交通第三期建设规划	106.5	875.9
深圳市	深圳市城市轨道交通第四期建设规划调整	76	914.48
厦门市	厦门市城市轨道交通第二期建设规划调整	7.35	57.69
福州市	福州市城市轨道交通第二期建设规划调整	22.17	168.34
南昌市	南昌市城市轨道交通第二期建设规划调整	27.14	206.42
深圳市、广州市	粤港澳大湾区 (城际) 铁路建设规划	775	/

资料来源: 国家发展和改革委员会, 国盛证券研究所

政策持续引领, 智慧城轨是未来发展趋势。《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》发布, 根据《纲要》提出的智慧城轨“1-8-1-1”发展目标, 未来将“铺画一张智慧城轨建设蓝图, 创建八大智能体系, 建立一个城轨云与大数据平台, 制定一套智慧城轨技术标准体系”。同时按照“两步走”的战略, 第一步: 2025 年, 中国式智慧城轨特色基本形成, 跻身世界先进智慧城轨国家行列。第二步: 2035 年, 进入世界先进智慧城轨国家前

列，中国式智慧城轨乘势领跑发展潮流。虽然中国已成为世界上规模最大、发展最快的城市轨道交通建设市场，但城轨智能化水平依旧较低，未来城轨智能设备需求将快速增加。

图表 22: 智慧城轨建设蓝图

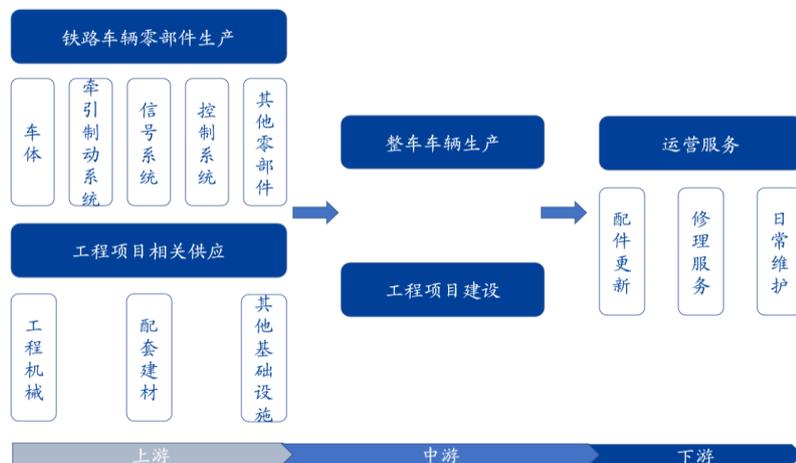


资料来源: 城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

4. 未来展望: 聚焦轨交智能化升级, 打开未来成长空间

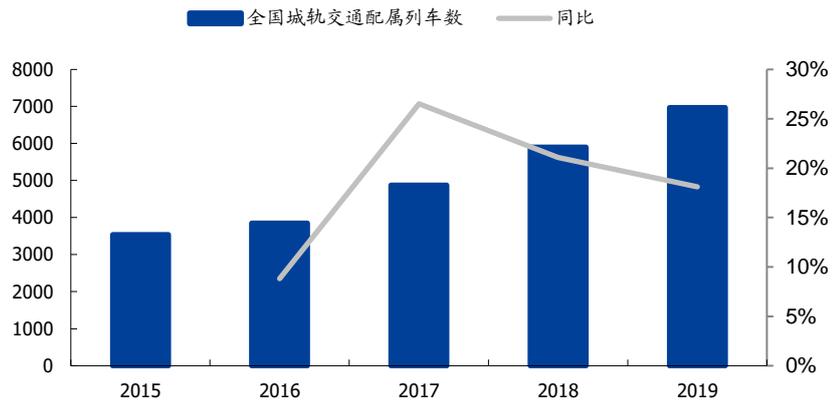
我国轨道交通在未来 5-10 年仍将保持较快发展, 轨道交通运营安全、维护行业需求快速增长, 发展前景广阔。随着国民经济持续增长, 铁路运输需求不断增加, 为轨道交通行业提供了广阔的市场空间。在相关利好政策以及国家“一带一路”等重大战略的陆续出台推动下, 轨道交通行业迎来了高速发展期, 轨道交通装备产业正处于黄金发展期。公司主营业务为轨道交通智能系统的研发、生产和销售, 产品主要应用在轨道交通领域, 面向的主要行业是铁路交通和城市轨道交通行业。“十四五”期间, 公司作为轨交后市场智能化龙头企业将迎来发展新机遇。

图表 23: 中国轨道交通产业链



资料来源: 国盛证券研究所

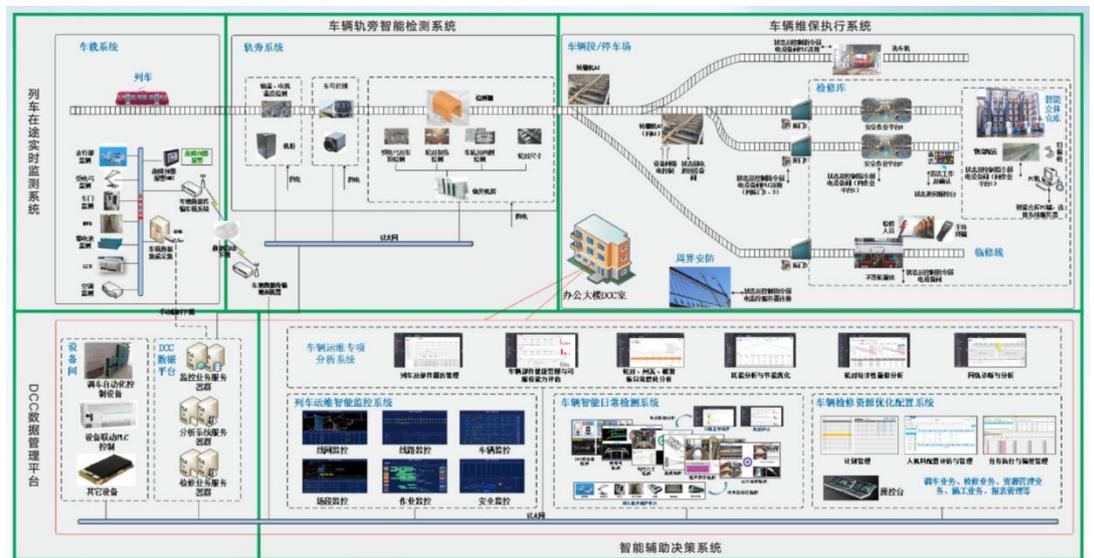
图表 25: 全国城轨交通配属列车数



资料来源: 城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

城轨智能运维领域, 公司开创业内先河反响出色。2018年9月, 运达科技同广州地铁集团共同成立广州运达, 意在进一步开辟城轨列车智能运维领域。公司开创性地实现城轨列车运行数据、状态数据、环境数据的采集与耦合, 并以此驱动虚拟列车模型实现城轨列车健康状态与服役能力的评估与预测。结合前期广州 21 号线的示范运营经验, 公司对现有的智能运维系统已进行多次升级迭代。目前, 公司是全国少数通过专业安全验证, 且获取实际订单并交付使用的供应商。目前已在广州地铁正式上运行, 该产品预计未来有望在其他城市地铁公司进行推广。

图表 26: 公司智慧运维产品



资料来源: 公司宣传手册, 国盛证券研究所

广州地铁项目已落地, 期待未来进一步成长。2020年9月, 广州地铁 18、22 号线首列车正式交付。18、22 号线无论外观设计、技术方案还是创新内容, 均对标国内最高速度的高铁, 同时率先引进基于大数据和云计算的车辆检修智能运维系统。40 列车均标配公司新一代走行部监测系统。目前, 广州运达正对国内 10 余个地铁公司进行跟踪, 预计未来有望收获更多的智能运维订单。

图表 27: 广州地铁 18、22 号线均标配公司新一代走行部监测系统



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

智慧运维已成未来发展要求, 后续市场规模持续扩大。《交通强国建设纲要》发布, 助推车辆检测监测装备智能化、铁路货运信息化以及铁路基础设施监测自动化。同时,《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》对智能运维也有具体要求。“十四五”期间铁路投资的重心或将持续由前端建设转向后端运维, 伴随着运营线路里程、车辆保有量的持续增长、平均车龄增长, 我国运维服务市场将步入黄金发展期, 市场运营、维修产业有望充分受益。

图表 28: 《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》中对智慧运维的要求

时期	具体论述
2025 年	车辆、能源、通信、信号等智能运维系统在全行业推广应用, 日常检修效率和车辆整体可靠性达到世界先进水平; 车辆运维行业技术标准和规范发布实施; 建立基于大数据的线桥隧、通信信号以及机电设备等多专业设备智能运维体系和行业标准; 基本建成列车调度指挥、运行控制、行车作业等关键系统安全保护和风险评估的标准化体系; 建成与城轨交通客流特点相适应智能安检新模式; 建成基于乘客行为分析和市政交通的综合应急管理系统; 全行业运营安全和设备保障等指标达到世界先进水平。
2035 年	覆盖城轨全行业的智能运营安全和综合运维体系全面建成; 行业技术标准发布实施, 部分技术标准进入国际标准体系; 全行业运营安全和设备保障等指标达到世界领先水平。

资料来源: 城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

4.2 智慧车辆段: 国铁智能化改造首选, 市场潜力巨大

国铁车辆段是铁路运营的一线环节, 主要负责列车的运营、整备、检修等工作, 不光涉及人、物资、财务的管理, 还要涉及车辆、设备和轨道管理。车辆段的智能化改造涉及三个方面, 信息化、数据化、智能化。一个是用物联网技术把车辆、轨道、设备等各种管理对象信息化, 一个是把信息化对象联网并建立数据库, 一个是在数据库基础上开发

办公、检修、运营各种管理系统。

图表 29: 智慧车辆段业务概览



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

公司智慧车辆段产品采用先进的信息化、自动化技术,运用大数据融合和人工智能算法,对车辆段进行一体化运作管理。为客户提供专业化、智能化的系统整体解决方案。

千亿市场规模支撑订单持续。过去 10 年是国铁大规模投建期,投建市场增速大于运维市场增速。伴随着车辆行驶里程、设施营运时间的不断增长,国铁运维市场将进入黄金发展期。依据 2020 年 8 月国铁集团发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》,将推动新一代信息技术与铁路深度融合,打造智慧铁路系统,加大铁路系统智能化改造力度,总体市场规模将达千亿。公司在部分专业模块上,已覆盖 18 个铁路局,国内市场占有率第一,具有较强的订单拓展实力。

国铁网络规模庞大,智慧车辆段市场规模巨大。截止 2020 年,全国铁路营业里程 14.63 万公里,其中高铁 3.8 万公里;全国铁路机车拥有量为 2.2 万台,全国铁路客车拥有量为 7.6 万辆,全国铁路货车拥有量为 91.2 万辆。中国作为铁路轨道交通大国,铁路交通营业里程长,机车运营数量大,总体市场规模将达千亿。

图表 30: 全国动车组数(标准组)情况

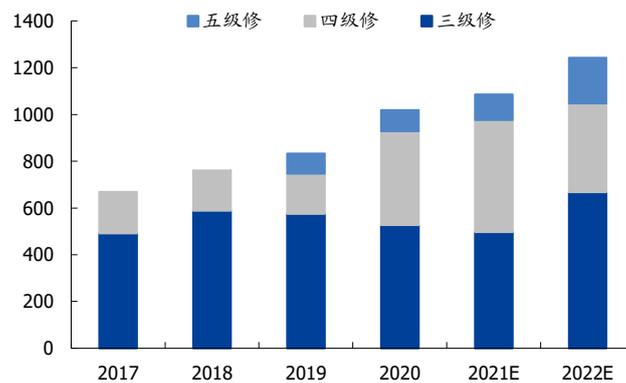


资料来源: 国家铁路局, 国盛证券研究所

高铁使用时间增长, 国铁智能化升级提上日程。动车修程为日常维修、一级维修、定期检修和厂修。日常维修为走行1万公里以内时, 剔除日常维修的内容外, 重点对走行部、制动系统进行检查、修理或更换; 定期维修为走行6万公里以上时, 对动车的受电弓、高压电器、电器设备、走行部等状态、作用及性能进行更为全面的检测和大修; 当动车走行100万公里以上时, 进行厂修, 动车组要解体进行全面的维修与更换部件, 达到新车的技术水平。

根据中国国铁集团发布的《中国动车组运用维修规程》, 动车组维修共分为日常运用检修和高级修两个阶段。动车组使用3年或行驶120万公里需进行三级修, 使用6年或行驶240万公里需进行四级修, 使用12年或行驶480万公里需进行五级修。由此可见动车组列车在2014年快速增长的3年后进入即将高级修状态, 智慧车辆段需求将持续提升。

图表 31: 动车组高级修估计数量(辆)



资料来源: 中国国铁, 国盛证券研究所

4.3 智慧培训: 中国高铁驾驶员摇篮, 未来有望向航空仿真进军

轨交行业具有周期潮的特点, 大量线路在几年内集中开通, 缺乏专业运营人才。建设速度超越了专业人才供给和成长的速度, 增加了建设运营的安全风险。公司源自西南交通大学智能控制与仿真工程研究中心, 相关业务属公司王牌业务, 深耕多年处于市场领导者地位。凭借公司在列车仿真驾驶领域具有逾二十年的研发经验和技術储备, 现已构建

成完整的三层次职业技能培训体系，并在全国多地成立公司发展职业培训服务业务。相关产品不仅已覆盖国铁、城轨、有轨电车、磁悬浮等轨道交通制式的关键行车岗位人员实操培训领域，并为运营部门进行技术研究和验证提供了良好的工具平台，有力地保证了轨道交通的安全运营与服务质量。

图表 32: 智慧培训系统框架示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

市场占有率第一，技术远销海外。公司智慧培训解决方案主要针对轨道交通关键行车岗位人员进行培养与考核，实现从单一技能到综合技能、从标准作业技能到应急处置技能的全面提升。运达智慧培训解决方案已广泛应用于中国铁路和地铁运营单位，在国内市场占有率第一，并且多次获得各类国家级科技奖项。目前累计生产销售达 700 余套，并积极跟随国家“一带一路”战略远销海外，服务于中东、东南亚、东欧等国。

轨道交通从业人员增多，仿真系统市场稳定。未来，随着铁路营业里程和各城市轨道交通营业里程的提高，机车和动车组数量显著增加，轨道交通从业人数的不断增长，安全标准与培训要求的提高，轨道交通运营仿真培训系统产品的需求也将维持稳定增长。

图表 33: 全国铁路运输业就业人数情况



资料来源: 中国交通运输部, 国盛证券研究所

进军航空仿真模拟，未来或将涉足军工领域。公司于 2019 年收购西安维德 40% 股权，进入航空仿真培训行业。西安维德长期致力于空乘训练设备的研发、制造，通过自主创新和集成创新，相关模拟器已经成功供应东航、南航、厦航等，在空乘训练设备市场占有约 30% 市场份额，相关产品有乘务训练设备、空保训练模拟舱、机务培训设备、机场地

面服务模拟器等设备。公司同时也获取了军工三证，在军事装备上实现了产品和市场突破，具有足够的弹性满足未来的产业规划要求。

图表 34: 西安维德公司推出的 A300 客舱模拟器



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

整合轨交、航空仿真资源，实现技术层面优势互补。从客户类型、仿真技术、业务模式、项目管理、组织形式等方面来看，航空仿真业务与轨道交通仿真业务都高度相似，公司涉足航空仿真业务可以进一步发挥公司在仿真领域的技术优势，拓展公司仿真业务的应用范围，通过深度协同，实现技术层面的优势互补，对公司轨道交通培训业务和标的公司航空培训业务都创造出更大的竞争优势。

受益于未来航空客机增量，模拟机市场规模巨大。2020年12月，中国航空工业发展研究中心发布了《2020-2039年民用飞机中国市场预测年报》，预计到2039年末，中国航空公司客机机队规模将达到8854架，其中货机645架。考虑到机队增长和替换老旧飞机，未来20年中国需要补充各型民用客机7576架，其中宽体客机1598架，窄体客机5080架，支线客机898架。按照每增加20架飞机就需要新增一台模拟机来计算，据此估算新增的模拟机数量为380台左右，以每台模拟机7000-8000万元人民币来计算，未来模拟机的市场规模将达到近300亿元人民币。

图表 35: 2020-2039年民用飞机需求量预测

座级	2019 年底机队	2039 年底机队	2020-2039 年机队需求
400 座级 (≥400 座)	15	156	153
300 座级 (250-399 座)	92	775	725
200 座级 (≤249 座)	350	873	720
200 座级 (≥181 座)	395	936	819
150 座级 (121-180 座)	2288	4674	3905
110 座级 (101-120 座级)	314	381	356
70/90 座级 (61-100 座)	159	826	691
30/50 座级 (30-60 座)	33	233	207
宽体干线飞机小计	457	1804	1598
窄体干线飞机小计	2997	5991	5080
支线飞机小计	192	1059	898
总计	3646	8854	7576

资料来源: 中国航空工业发展研究中心, 国盛证券研究所

航空仿真细分领域尚各自为战，后续政策或带来新机遇。航空仿真培训设备的主要用户为航空公司、职业学院、国防院校、第三方培训机构，军委装备发展部、通航公司等。目前公司业务范围包括前四个客户领域，除了在航空公司的高等级飞行模拟机市场上有外资巨头垄断之外，其他细分市场中都处于各自为战、分散竞争的状态。未来随着国家军民融合政策的落地、国产大飞机市场份额扩大，以及民用低空飞行管制放开，航空仿真领域将会有更大的发展空间。

4.4 智慧牵引供电：高铁智慧心脏，掌握核心科技

牵引变电所是高铁的动力来源，目前牵引变电所硬件配置冗余，设备兼容性差，联动性不强，及时性差。高铁牵引供电设备智能化是下一步改造升级趋势。

智能牵引供电系统运用现代先进的测量、传感、控制、通信、信息、人工智能等技术，为轨道交通提供安全可靠、高效优质牵引动力的供电系统。公司产品科技含量高，多项产品被评为“国际领先”等称号，并在 18 个路局的高速铁路、重载铁路、普通铁路均有应用。市场占有率高，利润水平高。

公司持续聚焦轨交电气化，拓展轨交牵引电市场。2018 年，公司收购四川汇友电气有限公司，进入牵引供电设备业务领域。汇友电气长期致力于铁路电气设备系统的研发、制造，通过自主创新和集成创新，在牵引供电设备系统方面形成了其核心技术体系与市场口碑，在轨道交通牵引供电设备领域拥有比较明显的竞争优势。

铁路电气化已成标配，现有铁路仍有提升空间。截至 2020 年末，我国铁路营业电气化里程 10.6 万公里，电气化率 72.8%，未来仍有提升空间。收益于铁路里程增加与电气化率的持续提高，公司相关牵引供电设备存在较大增长空间。

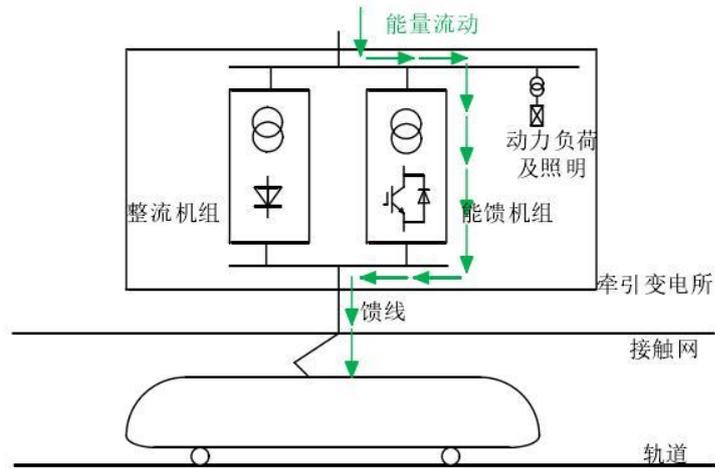
图表 36：铁路里程电气化情况



资料来源：交通运输部，国盛证券研究所

受益地铁里程快速增长，牵引电市场大有可为。地铁牵引供电系统结构包括主变电所、牵引变电所、接触网。按每年新增城市轨道交通运营里程 800 公里，按设计规范每隔 2 公里应设计独立的牵引变电所，每个牵引变电所预算 200 万元计算，预计每年新增市场容量在 7 亿-8 亿，公司相关牵引供电设备将迎来高速增长机遇。

图表 37: 地铁牵引供电系统工作原理

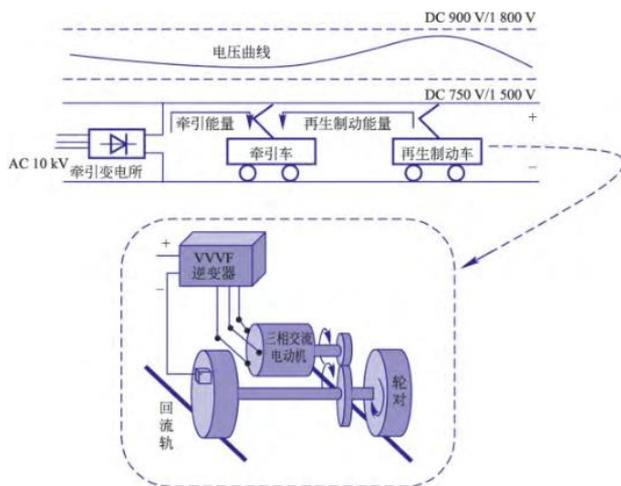


资料来源:《地铁牵引系统供电的节能优化》, 国盛证券研究所

逐步收购恒信电气, 提供能量回馈设置。2017年以来, 运达科技陆续收购湖南恒信电气股权, 至2018年2月实现全资控股。恒信电气是轨道交通行业中技术领先的再生制动能量吸收装置供应商, 其开发的电阻耗能型、逆变回型、电阻/逆变混合吸收型轨道交通再生制动能量吸收装置已成功应用于北京、广州、重庆、天津、郑州、兰州地铁等20余条轨道交通线上, 是该领域国内运行数量最多、产品最全、运行经验最丰富的设备制造商之一。

能量回馈设置主要指再生制动能量吸收装置, 其是城轨交通供电系统的重要组成部分。再生制动能量吸收装置根据实时检测到的牵引网电压、交流母线电压值进行综合判断, 当确认有列车处于再生制动状态并需要吸收能量时, 装置立即投入工作, 稳定牵引网电压不再上升, 确保列车电制动功能充分有效利用, 是地铁、轻轨车节能减排的最佳方式。

图表 38: 列车再生制动的工作原理



资料来源:《再生制动能量吸收装置在北京地铁中的应用》, 国盛证券研究所

图表 39: 逆变回馈型再生制动能量吸收装置



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

能量回馈设置可以大大降低地铁能耗。地铁系统设备及机电设备中, 车辆牵引用电占地铁用电总负荷的一半左右, 据相关数据, 再生制动可以将列车动能的20%-60%变为电能回馈到直流网中, 可以大大降低地铁能耗, 因此列车再生制动装置是地铁未来发展趋

势之一。湖南恒信研制的再生制动能量吸收装置已应用于北京、广州、天津、重庆、郑州、长沙、成都等 40 多条线路。按设计规范每隔 2 公里应设计独立的牵引变电所，1-2 个牵引变电所配置一套再生制动装置计算，预计 5 年的相关产品需求量在 2000-4000 台左右。

4.5 智慧物流：铁路物流智慧管家，相关领域空间广阔

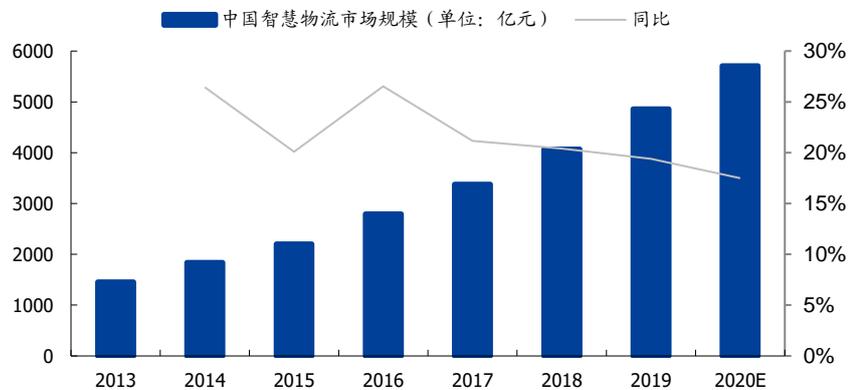
公司智慧物流板块分两部分，一块是智能货运，一块是智能仓储。智能货运是以信息化改造为出发点，实现铁路货运系统智能化升级，提升铁路货运管理水平，提高铁路货运运营效益。智能仓储主要是针对铁路货运仓储和检修零部件仓储管理信息化智能化升级。

智慧货运以图像识别、5G 通信、物联网技术、人工智能、大数据技术为支撑，采用定制化的场景采集设备，在轨道交通货运业务的车流、货物流、枢纽作业流、信息流、资金流等各个环节中，通过高速率、高精度的数据采集及对海量大数据的分析并通过智能算法的判断，实现对货运作业中各种情况实时进行智能化分析响应并进行处置。

智慧仓储以物联网技术、信息技术、专用采集设备为支撑，在物流周转的各个环节中，利用感知、采集及分析等技术，实现及时响应、动态调度、高度协同的现代化仓储物流能力。

物流市场极具潜力，目前在人工服务向信息化的导入期，公司通过多年投入，在基础系统上已经形成护城河。

图表 40：中国智慧物流市场规模快速扩张



资料来源：中国物流与采购联合会，华经产业研究院，国盛证券研究所

政策驱动智慧物流，行业发展持续提速。2020 年 10 月，交通运输部印发《关于推进交通运输治理体系和治理能力现代化若干问题的意见》，要求建立健全交通基础设施高质量发展政策体系、完善交通出行保障政策体系、建立健全现代物流供应链体系，指出“完善网络货运平台等新业态发展机制，充分发挥平台作用，整合零散物流信息资源。”智慧物流行业发展随着信息技术和智能制造的创新提升，将经历基础期、导入期、成长期和成熟期四个阶段。目前，我国智慧物流行业发展处于基础期到导入期的过渡阶段，未来有较大的发展空间。

公司提前布局智慧物流，产业链各阶段公司均有涉及。公司已提前布局相关领域，相关产品包括：复合型智能立体仓库、MRS 在库件维保系统、WMS 仓储管理系统、RDS 配送系统、CCTV 视频监控系统，存在较大的增长空间。伴随着我国内需的稳定增长，国

家政策保驾护航，我国智慧物流未来将迎来快速发展期。在内需+政策的双轮驱动下，智慧物流行业迎来新的发展机遇。

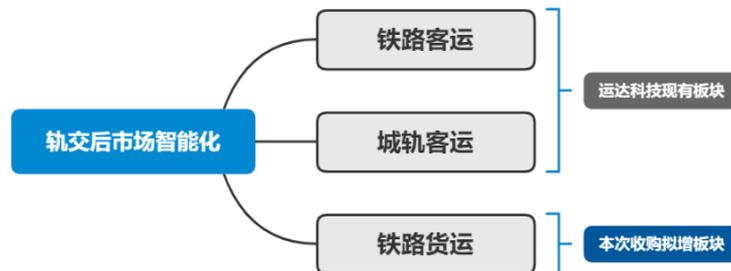
图表 41: 公司在智慧物流各阶段均有布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购成都货安，加码国铁货运市场。2021年4月运达科技看好货运市场后期成长和衍生应用，拟对成都货安计量技术中心有限公司（以下简称“成都货安”）进行收购。轨道交通后市场智能化应用主要涉及铁路客运、城轨客运和铁路货运三大板块。目前，运达科技现有产品线已实现对铁路客运和城轨客运覆盖。铁路货运信息化程度远落后于铁路客运和城轨客运，属于蓝海市场。本次收购可将公司业务扩展至国铁货运市场，符合公司智能运维、智慧车辆段、智慧培训、智慧牵引供电、智慧物流的战略方向，符合公司“轨交后市场智能化龙头”战略定位，具有较高的业务协同性和互补性。

图表 42: 本次收购将公司业务扩展至国铁货运市场



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

标的公司具备出色的研发能力及核心竞争优势。成都货安成立于1997年7月，主要从事轨道交通货运计量、货运安全检测、货运信息化等业务。主要产品有计量系统、货运安全监控系统、货运信息化系统、桥梁静载检测系统等。目前公司共计200人，博士5人，硕士20人。公司已取得高新技术企业、安防工程一级、计算机系统集成二级等资质，通过ISO9001/14001/18001认证，具有十多项国家计量器具生产许可证和铁路总公司行政许可，获得多项铁路总公司和铁路局科研成果。并且是中国铁道学会会员单位、中国地方铁路协会专用线分会会员单位、中国交通运输协会轨道交通安全技术专业委员会理事单位。

公司经过二十多年在货运领域的经营，在此细分领域是资质齐全的行业标准制定者，在铁路货运计量设备、安全监控设备、管理系统产品种类和资质最齐全，并参与了多项标准的制定，是全路货运安全和信息化领域的领军企业。铁路总公司下辖18个铁路局集团和多个建设指挥公司多数为公司常年固定客户。公司2019年、2020年营业收入为6199万元、1.05亿元，净利润分别为273万元、1803万元。

图表 43: 成都货安主要产品

序号	产品名称	产品功能
1	货运计量类(主要有轨道衡、偏载衡、汽车衡、电子秤)	对货运线、倒装线、专用线上作业的铁路和汽车进行称量, 解决车辆超载、欠载问题, 为国家法定计量设备。
2	货运安全监测	解决货物装载状态不符合行车要求的问题, 比如偏载, 超过机车车辆限界, 车辆门窗盖阀等非正常开启等。
3	货运信息系统	国家铁路规定办理货运业务所有车站必须安装的软件系统, 覆盖了货运车站从门卫、外勤到货调等各岗位的作业流程。
4	电子施封锁	铁路部门的各种铁路货车和集装箱需要施封, 作为货物完好的交接凭证, 分为有源和无源锁, 是对原来施封锁的升级
5	桥梁荷载检测	铁路桥梁静载现场人工作业强度大, 容易受干扰, 效率低的问题, 实现了数据信息化的需求。
6	隧道大型施工机械	隧道工程中解决拱顶二衬与防水板之间脱空、不密实, 混凝土厚度、强度质量缺陷等问题, 推出的新型模板台车和拱顶二衬纵向连续灌注台车。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

本次收购可以进一步完善公司业务布局, 发挥轨道交通产业协同效应。本次收购将上市公司业务扩展至国铁货运市场, 进一步完善公司整体轨交智能化布局。在市场协同方面, 运达科技的产品用户市场 95%以上为国内的铁路、城市轨道交通及其相关行业, 与成都货安的销售体系有较强的互补性, 可以有效的支撑成都货安未来产品市场的扩张发展。在技术研发方面, 成都货安目前受制于人才储备等原因, 信息化产品的技术含量水平有待提高, 而运达科技核心竞争力正是来自于轨道交通领域多年深耕发展起来的以仿真模拟、数字孪生、图像识别以及大数据等领域为代表的软件开发、系统集成能力, 如果双方通过合作研究, 运达科技对成都货安的研发体系进行赋能必然能提高成都货安的产品开发和研制水平, 增强其产品竞争力, 并转化为不断高增长的业绩水平。

图表 44: 本次收购进一步完善公司产业布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

政策持续引领行业趋势, 铁路货运前景广阔。2020年8月中国国家铁路集团有限公司发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》, 该纲要明确了中国铁路 2035年、2050年发

展目标和主要任务。纲要指出将发展集约高效的货运物流体系。构建覆盖全国的铁路物流服务网络，加快人、货、车、场等全要素全过程数字化、网联化和高效匹配，发展无人智慧场站，推进货运装卸作业及物流仓储、装卸设备及配载智能化。发展“外集内配、绿色联运”现代绿色物流体系。加大 5G 通信网络、大数据、区块链、物联网等新型基础设施建设应用。标的公司现有产品、市场布局和发展规划均围绕纲要开发和推广，未来将持续收益于货运物流高效化趋势。

2020 年 12 月中央经济工作会议首次将“碳达峰、碳中和”作为重点任务。未来 40 年中国能源、产业、交运和消费结构将发生重大调整。铁路是典型的绿色交通工具。相较于其他运输方式，铁路货运环保优势非常明显。铁路部门为对标中央提出“碳达峰、碳中和”的目标，将利用国家运输结构调整的契机，全面优化铁路货运布局，不断优化服务，运用大数据科学安排运力，不断提高铁路货运市场竞争力，努力扩大铁路货运市场份额。“碳达峰、碳中和”将促进“公转铁”铁路货运市场的增长，铁路货物结构也将向高附加值零散货物调整，铁路货运运营效率和货物运输及时性的改善需要信息化、智能化系统的支撑。铁路货运市场份额即将迎来快速增长，标的公司将进一步收益。

5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司未来业绩将进入加速增长期，根据公司最新战略规划，公司五大业务板块将带动公司业绩增长。其中智能运维受益于城规修建提速，将进入高速增长期。智慧培训业务龙头地位稳固，未来有望拓展军用领域应用。智慧车辆段也有望伴随国铁智能化升级受益。智慧物流板块考虑收购成都货安并表影响，后续有望持续成长。高毛利率的运维服务有望在未来几年得到高速发展，成为公司重点业务之一。

基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 9.37/11.17/13.66 亿元，同比增长 35.0%/19.2%/22.3%。我们预计公司未来主营业务毛利率水平能够保持较高水平，其中智慧培训毛利率分别为 52%/52%/52%，智慧车辆段为 42%/41%/41%，智能运维毛利为 58%/58%/58%，智能牵引供电毛利率为 54%/54%/54%，智慧物流毛利率为 34%/34%/35%，运维服务毛利率为 83%/82%/82%，则公司综合毛利率为 50.3%/50.4%/51.0%。

图表 45: 公司未来三年营收预测 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	689.8	693.9	936.8	1117	1366
智慧培训	180.5	176.0	179.5	183.1	186.9
智慧车辆段	160.9	177.9	204.6	231.1	261.2
智能运维	176.9	147.6	177.1	265.7	411.8
智慧物流	13.0	20.6	154.3	177.5	204.1
智能供电	158.6	147.1	161.8	194.2	233.1
运维服务	/	22.9	59.4	65.4	68.7
综合毛利率	48.9%	50.5%	50.3%	50.4%	51.0%
营业费用率	7.9%	8.0%	7%	6.8%	6.5%
管理费用率	14.7%	13.5%	11%	11%	11%
研发费用率	11.6%	12.2%	10.5%	10.5%	10.5%
财务费用率	0.67%	0.85%	0.79%	0.81%	0.8%
归母净利润	130	146	201	251	306

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用方面，公司科技属性较为明显，研发投入占比较高，保证了公司的行业地位。考虑到公司业务科技属性强、附加值高，随着公司业绩的持续增长，费用有望进一步摊薄。我们预计，公司三费有望摊薄，利润在未来数年将持续释放。

基于上述假设，我们预计公司 2021-2023 年净利润为 2.01/2.51/3.06 亿元，对应 EPS 为 0.45 元、0.56 元、0.68 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 17.2 倍、13.7 倍、11.3 倍。公司业务技术含量高，毛利率水平高，营收和利润增速较快。考虑到公司业务软件和科技属性较强，且利润水平较高，与同行业比较估值也处于相对低位，我们对其进行首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46: 同行业可比公司估值分析

证券代码	公司名称	收盘价		EPS			PE			
		2021/5/10	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600183	永贵电器	7.85	0.27	0.33	0.39	0.45	29.07	23.79	20.13	17.44
688519	鼎汉技术	5.09	-0.84	0.15	0.19	0.26	-	33.93	26.79	19.58
	平均							28.9	23.5	18.5
603186	运达科技	7.84	0.32	0.45	0.56	0.68	24.5	17.2	13.7	11.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6. 风险提示

(1) 轨道交通智能化进程不及预期。

铁路智能化升级涉及到相关标准的制定，设备的调试等等复杂环节，同时由于铁路需要保持持续运行，作业窗口时间较短，开始时间以及具体工期上存在较大的不确定性。短时期内订单数量可能波动较大。

(2) 订单交付不及预期

公司在手订单较为充沛，考虑到国铁及城规订单交付周期较长，若订单交付不及预期，则将影响到公司利润。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com