

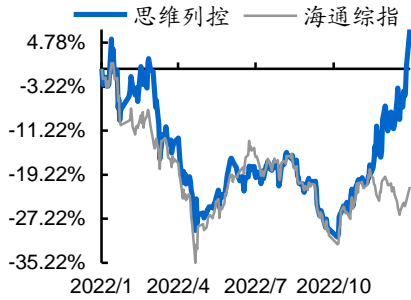
投资评级 **优于大市** 首次覆盖

列车控制领域龙头，产品进入更新周期

股票数据

01月05日收盘价(元)	17.30
52周股价波动(元)	11.15-25.45
总股本/流通A股(百万股)	381/381
总市值/流通市值(百万元)	6596/6596

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.0	33.1	49.9
相对涨幅(%)	13.4	27.7	45.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@haitong.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021)23154137

Email: hl11570@haitong.com

证书: S0850519050002

联系人: 杨昊翊

Email: yhy15080@haitong.com

投资要点:

- 列车控制领域龙头企业。**思维列控创立于1992年，是专业从事铁路运输安全保障技术研究、应用软件开发铁路装备定点企业。公司自主研发的以防超速、防冒进著称的LKJ系列列车运行控制系统，服务于铁路列车安全控制、列车运行安全管理、列车运行安全信息化建设等方面，为历次全国铁路大提速、保障铁路运输事业的飞速发展做出了突出贡献。公司是国家高技术产业化示范工程企业、国家规划布局内重点软件企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业、河南省列车控制工程技术研究中心。截至2021年末，公司已取得专利420项、计算机软件著作权777项、参与制定行业标准6项、铁路技术规章8项，核心产品LKJ列控系统已在全国铁路2.2万余台机车和数千列车组上普及应用，并成为我国高铁综合监测领域的核心供应商。**公司主营业务涉及普速铁路和高速铁路两大领域，主要包括列车运行控制、铁路安全防护、高速铁路运行监测与信息管理等三大业务。**目前，公司形成了多功能、多种类的产品体系 and 专业化、综合化的行车安全保障产品提供能力，是国内少有的能够同时满足客户对列车运行安全控制、机车状态监测、行车安全管理及信息化需求的整体解决方案提供商。
- 高铁相关业务收入受出行减少影响有所下降，核心列控业务收入稳健增长，铁路安防业务收入快速增长。**2022年上半年，我国铁路发送旅客7.59亿人，同比下降42.7%。受此影响，上半年客户对动车组及配套车载设备需求下降，导致公司高铁相关业务收入出现明显下滑。2022年公司前三季度实现营收6.17亿元，同比下降11.64%；实现归母净利润1.94亿元，同比下降25.90%，一方面由于营收同比下降，另一方面是公司加大研发投入所致；实现扣非归母净利润1.90亿元，同比下降24.32%。2021年全年实现营收10.64亿元，同比增长26.19%；归母净利润3.85亿元，同比增长167.12%；扣非归母净利润3.68亿元；同比增长161.81%。**分产品方面**，2022年上半年，公司核心列控业务持续取得市场突破，公司LKJ市场占有率突破50%，公司积极参与铁路客户招标，着力推动存量LKJ系统到期更换工作，LKJ系统订单实现了平稳增长，公司LKJ系统实现营收2.52亿元，同比增长39.44%，占公司总营收比例达到61.19%；运行列车安全监测系统实现营收0.77亿元，同比下降72.13%；铁路安防业务收入快速增长，机务安防系统实现营收0.70亿元，同比增长149.11%。2022年前三季度公司毛利率58.09%，下降2.04pct，前三季度销售费用率6.26%，管理费用率9.40%，研发费用率16.06%，三费率分别上升1.77pct、1.41pct和4.05pct。2022年上半年，公司投入研发费用6510.59万元，占公司当期营业收入的15.83%，着力新产品推广。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	844	1064	1110	1392	1672
(+/-)YoY(%)	-6.5%	26.2%	4.3%	25.4%	20.1%
净利润(百万元)	-574	385	347	450	549
(+/-)YoY(%)	-172.8%	167.1%	-10.0%	29.9%	21.8%
全面摊薄EPS(元)	-1.51	1.01	0.91	1.18	1.44
毛利率(%)	59.7%	61.0%	60.4%	60.9%	61.3%
净资产收益率(%)	-14.9%	9.2%	8.0%	9.4%	10.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **形成了以列控为核心的行车安全产品体系，并在高铁安全监测领域具备先发优势和核心地位。**公司形成了以列控为核心的行车安全产品体系。经过近三十年发展，公司 LKJ 系统已成为我国车载列车运行安全控制的核心装备。同时，公司多次参与国铁集团车载信息化项目的研发，先后研制了 6A 车载音视频显示终端、CMD 系统车载子系统、机车车联网系统、调车防护系统 (LSP) 等产品。以 LKJ 系统为基础，公司主要产品之间形成了紧密的协同效应。在高铁安全监测领域，公司具有先发优势和核心地位优势。子公司蓝信科技 (公司持股 100%) 是我国动车组列控设备动态监测系统 (DMS 系统)、动车组司机操控信息分析系统 (EOAS 系统) 等产品的核心供应商。凭借产品的先发优势和技术积累，蓝信科技 DMS 系统、EOAS 系统已基本覆盖我国动车组，并形成覆盖全部动车组的车载设备及覆盖国铁集团地面数据中心、18 个铁路局地面数据中心的车地数据传输架构体系。
- **存量产品更新周期启动，疫情影响消退，带来增长机遇。**列控业务方面，随着 LKJ 技术水平提升、功能完善，公司第四代 LKJ 列控系统——LKJ-15S 系统已开始小批量推广。LKJ-15S 系统将实现对既有 LKJ2000 型列控系统的升级换代，并持续适应我国列控技术的发展。目前，相关车载设备的使用寿命为 8 至 10 年。随着 LKJ2000 使用年限增长，各铁路局用户投入运用的 LKJ2000 产品已进入更新周期，近两年 LKJ2000 及配套产品的更新数量呈上升趋势。**铁路安防业务方面**，2007 年以来，我国大功率和谐号机车开始批量替代淘汰老旧机车。随着相关车载设备使用年限增长，机车上运用的 6A 车载音视频显示终端、CDM 系统等铁路安防系统产品开始进入更新周期。2022 年上半年，公司 6A、CDM 系统等铁路安防系统产品更新、维护订单保持增长态势。其中，公司控股子公司思维信息 (公司持股 75.24%) 上半年实现营业收入 0.79 亿元，同比增长 328.56%，实现净利润 0.17 亿元，同比增长 298.06%。**高铁列车运行监测与信息业务管理业务方面**，根据《CTCS-2/3 级列控车载设备维护管理办法》《动车组司机操控信息分析系统 (EOAS) 运用维护管理规则》等规定，DMS 系统、EOAS 系统等监测系统的更新换代周期通常为 10 年。2008 年以来，我国动车组保有量快速增长，近十年来平均每年新增动车组超 300 标准组，动车组保有量从 2008 年末的 176 列增加至 2021 年末的 4153 标准组。目前，我国动车组 DMS 系统已逐步达到更新年限，产品更新或升级换型需求有待释放。**我们认为，伴随存量产品陆续达到更新年限、进入更新周期，产品升级换型需求为公司带来增长机遇。**另一方面，11 月 11 日，卫健委发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》；12 月 7 日，国务院联防联控机制公布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》。根据中国旅游报官微，优化调整后的疫情防控措施有望进一步释放民众旅游需求，促进旅游业恢复发展。**我们认为，疫情防控措施优化调整后，民众出行有望不断恢复，进而使得轨道交通设备采购、更新需求持续增长，公司业绩或迅速恢复。**
- **盈利预测与投资建议。**我们认为，公司作为中电科数字化转型中坚，紧抓信创与政务大数据发展机遇，目前在这些业务领域已经拥有了一定的领先优势，未来随着自主可控领域的持续发展，公司也有望维持较高的增长速度。我们假设：1) 列车运行控制系统业务方面，受益于系统更新换代需求和疫情管控放松背景下的铁路客运量回暖，公司作为业内的领军企业有望实现该业务的持续稳定增长，我们预计 2022-2024 年公司列车运行控制系统业务同比增速分别为 30%、15%和 10%。2) 铁路安全防护系统业务方面，同样有望受益于系统更新换代需求和铁路客运量回暖，我们预计公司铁路安全防护系统业务 2022-2024 年同比增速分别为 120%、40%和 30%。3) 高速铁路列车运行监测系统业务方面，受 2022H1 铁路客运量下降 42.7%影响，客户采购高铁列车及配套设备减缓，造成该业务收入下降明显，我们预计该业务 2022 年营收同比下降 60%，但是随着疫情管控逐渐放开，铁路客运量有望持续增长，该业务有望快速恢复，我们预计高速铁路列车运行监测系统业务 2023-2024 年同比增速分别为 35%和 30%。整体来看，我们预计公司 2022/2023/2024 归母净利润分别为 3.47/4.50/5.49 亿元，EPS 分别为 0.91/1.18/1.44 元，给予 2023 年动态 PE18-20 倍，合理价值区间为 21.27-23.63 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**政策推进不及预期，行业竞争加剧的风险。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
金溢科技	002869.SZ	25.0	44.82	-1.08	0.07	1.00	-23.1	373.7	24.9
交控科技	688015.SH	26.2	49.15	1.75	1.37	1.59	14.9	19.0	16.4
平均				-1.08	0.07	1.00	-4.1	196.3	20.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2022 年 1 月 5 日收盘价

表 2 公司业务分拆 (百万元)

		2021	2022E	2023E	2024E
列车运行控制系统	营收	432.21	561.87	646.15	710.77
	同比 (%)	-1.63	30.00	15.00	10.00
	毛利率 (%)	61.53	62.00	62.00	62.00
速铁路列车运行监测系统	营收	447.34	178.94	241.56	314.03
	同比 (%)	61.51	-60.00	35.00	30.00
	毛利率 (%)	64.75	65.00	65.50	66.00
铁路安全防护系统	营收	152.07	334.55	468.38	608.89
	同比 (%)	49.85	120.00	40.00	30.00
	毛利率 (%)	57.21	60.00	60.50	61.00
其他业务	营收	32.88	34.52	36.25	38.06
	同比 (%)	27.73	5.00	5.00	5.00
	毛利率 (%)	19.83	15.00	15.00	15.00
总营收	营收	1064.50	1109.89	1392.34	1671.75
	同比 (%)	26.19	4.26	25.45	20.07
	毛利率 (%)	60.98	60.42	60.88	61.32

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1064	1110	1392	1672
每股收益	1.01	0.91	1.18	1.44	营业成本	415	439	545	647
每股净资产	15.46	11.34	12.53	13.97	毛利率%	61.0%	60.4%	60.9%	61.3%
每股经营现金流	0.24	1.92	-0.56	2.63	营业税金及附加	14	19	22	26
每股股利	0.85	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.4%	1.7%	1.6%	1.5%
价值评估 (倍)					营业费用	54	72	84	92
P/E	17.11	19.02	14.64	12.02	营业费用率%	5.0%	6.5%	6.0%	5.5%
P/B	1.12	1.52	1.38	1.24	管理费用	91	133	160	167
P/S	4.43	5.94	4.74	3.95	管理费用率%	8.5%	12.0%	11.5%	10.0%
EV/EBITDA	10.62	12.79	10.71	6.98	EBIT	403	324	422	540
股息率%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-52	-44	-55	-46
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-4.9%	-3.9%	-3.9%	-2.7%
毛利率	61.0%	60.4%	60.9%	61.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	36.2%	31.2%	32.4%	32.8%	投资收益	8	8	9	12
净资产收益率	9.2%	8.0%	9.4%	10.3%	营业利润	463	376	486	597
资产回报率	8.3%	7.2%	8.3%	9.2%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	8.0%	6.9%	8.1%	9.3%	利润总额	462	375	485	596
盈利增长 (%)					EBITDA	452	373	474	594
营业收入增长率	26.2%	4.3%	25.4%	20.1%	所得税	67	26	34	42
EBIT 增长率	39.0%	-19.5%	30.1%	27.8%	有效所得税率%	14.6%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润增长率	167.1%	-10.0%	29.9%	21.8%	少数股东损益	9	2	1	5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	385	347	450	549
资产负债率	7.5%	9.0%	10.4%	9.7%					
流动比率	7.72	6.56	6.05	6.85	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	6.75	5.35	5.05	5.70	货币资金	1460	1823	1522	2451
现金比率	4.31	4.28	2.74	4.27	应收账款及应收票据	680	224	979	492
经营效率指标					存货	306	476	501	594
应收账款周转天数	163.45	141.70	150.68	151.94	其它流动资产	168	269	358	396
存货周转天数	270.66	320.62	322.88	304.72	流动资产合计	2613	2792	3360	3932
总资产周转率	0.24	0.23	0.27	0.29	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.82	5.44	7.38	9.65	固定资产	212	196	181	166
					在建工程	69	116	150	171
					无形资产	86	76	66	56
					非流动资产合计	2016	2042	2056	2056
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	4630	4834	5415	5988
净利润	385	347	450	549	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	9	2	1	5	应付票据及应付账款	131	141	204	196
非现金支出	72	49	52	55	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-58	-7	-8	-11	其它流动负债	207	284	351	378
营运资金变动	-343	341	-708	405	流动负债合计	339	426	556	574
经营活动现金流	65	732	-214	1003	长期借款	0	0	0	0
资产	-41	-71	-61	-51	其它长期负债	8	8	8	8
投资	18	-75	-35	-35	非流动负债合计	8	8	8	8
其他	58	8	9	12	负债总计	347	434	564	582
投资活动现金流	36	-138	-87	-74	实收资本	272	381	381	381
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4210	4325	4776	5325
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	73	75	76	81
其他	-90	-231	0	0	负债和所有者权益合计	4630	4834	5415	5988
融资活动现金流	-90	-231	0	0					
现金净流量	11	363	-301	928					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业
洪琳 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 利亚德,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,拉卡拉,三利谱,瑞芯微

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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,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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。