

分析师：刘智
登记编码：S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

需求回暖列控系统恢复增长，铁路安防等新产品逐步发力

——思维列控(603508)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

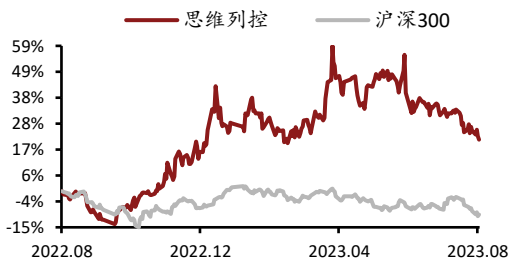
市场数据(2023-08-24)

收盘价(元)	15.35
一年内最高/最低(元)	20.82/11.30
沪深 300 指数	3,723.43
市净率(倍)	1.36
流通市值(亿元)	58.53

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	11.32
每股经营现金流(元)	0.29
毛利率(%)	58.20
净资产收益率_摊薄(%)	4.03
资产负债率(%)	4.90
总股本/流通股(万股)	38,127.44/38,127.44
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源数据、中原证券

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

思维列控公布 2023 年半年度报告。上半年，公司实现营业收入 5.26 亿元，同比增长 27.99%；净利润 1.7 亿元，同比增长 31.63%；扣非净利润 1.7 亿元，同比增长 32.79%；基本每股收益 0.46 元。

● 中报高速增长，列控产品恢复增长，安防等新产品加速渗透

公司 2023 年中报实现营业收入 5.26 亿元，同比增长 27.99%；净利润 1.7 亿元，同比增长 31.63%；扣非净利润 1.7 亿元，同比增长 32.79%。业绩高速增长。

分季度看，2023 年 Q1、Q2 公司营业收入分别为 2.76 亿、2.51 亿，分别同比增长 45.98%、12.7%；Q1、Q2 公司归母净利润分别为 0.91 亿、0.83 亿，分别同比增长 30.29%、30.91%。

2023 年中报分业务看：

- 1) 铁路列控系统业务营业收入 3.18 亿元，同比增长 26.51%，占营业收入比例 60.48%，主要原因是今年上半年，全国铁路完成固定资产投资 3049 亿元，同比增长 6.9%，铁路客流呈现恢复性增长态势。
- 2) 铁路安全防护业务营业收入 1.27 亿元，同比增长 81.92%，占营业收入比例 24.12%，主要原因是公司铁路调车安全防护系统（LSP 系统）等新产品加速推广，营业收入大幅增长。
- 3) 高铁业务营业收入 0.69 亿，同比下滑 10.32%。随着高铁客运恢复，公司高铁产品及高级修合同今年预计逐步恢复。但上半年受客户招标进度影响（客户大型招标于 2023 年 6 月底启动），高铁业务仍出现下滑。

● 毛利率小幅下降，费用管控良好净利率保持稳中有升

2023H1，公司毛利率为 58.2%、同比下滑 4.12pct；净利率为 34.27%，同比增长 0.09pc。

公司 2023H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.6%、6.68%、12.04%、-4.01%，分别同比-0.59pct、-2.67pct、-3.79pct、+1.55pct。综合期间费用率 20.3%，同比下降 5.5pct。

● 铁路需求回暖，列控业务和高铁业务有望恢复增长，新产品渗透加速助力成长

公司一直致力于我国列车运行控制系统的自主研发、升级及产业化，在技术积累、人才团队、整体解决方案、产品质量、技术支持体系等方面形成

了较强的竞争优势。

今年上半年，全国铁路完成固定资产投资 3049 亿元，同比增长 6.9%，铁路客流呈现恢复性增长态势。1-6 月，国家铁路发送旅客 16.9 亿人次、同比增长 123%，发送货物 19.3 亿吨、同比基本持平。铁路需求回暖明显，铁路固定资产投资和设备购置也将进入恢复状态，带动公司列控系统产品和高铁业务恢复增长。

公司核心产品 LKJ 系统已成为我国车载列车运行安全控制的核心装备，市场份额常年保持在 50% 以上，公司借助列控系统的优势地位先后研制了 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，持续巩固了 LKJ 列控系统在机车信息化的中枢地位，新产品的不断渗透也助力公司可持续成长。

高铁业务方面，随着高铁客运恢复，公司高铁产品及高级修合同逐步恢复。因疫情导致过去三年高铁车辆招标大幅下滑，今年开始有望得到修复。公司高铁业务有望重回增长通道。

● 公司持续高研发投入，储备大量新技术产品，为公司未来增长蓄势

公司持续保持高比例研发投入，提升企业核心竞争力，2023 年中报公司共投入研发费用 6,339.08 万元，占营业收入的 12%，新增计算机软件著作权 43 项，专利 29 项。公司安全计算机平台、列车可编程逻辑控制单元 LCU 通过安全完整性等级认证，达到最高级别 SIL4 级；有源应答器、无源应答器取得 CRCC 认证，具备了市场准入条件；BTM 产品取得了 CRCC 试用证书，待试用期满后申请正式 CRCC 认证，争取早日具备推广条件。公司储备的新技术和新产品众多，增长后劲十足。

● 盈利预测与估值

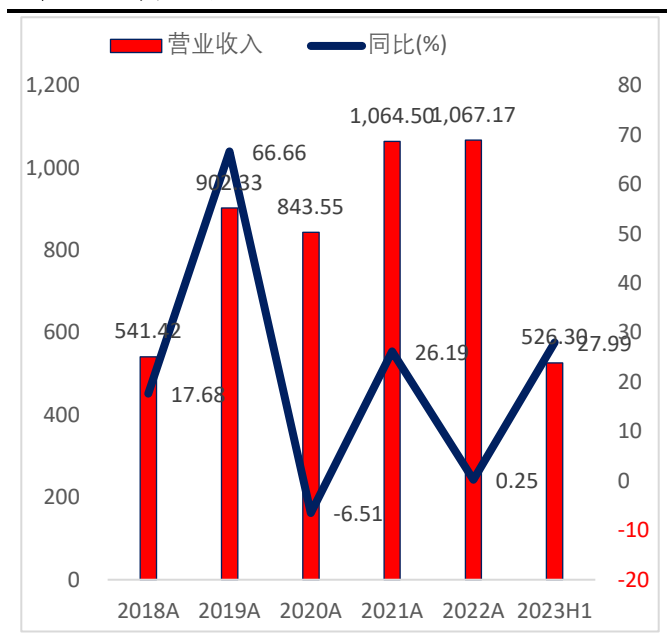
公司是铁路列车控制系统龙头，并在铁路安全防护、运行监测、高铁业务等领域不断渗透突破，打开成长空间。公司重视研发投入，技术储备丰富，成长后劲较足。我们预测公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 13.42 亿、16.38 亿、19.54 亿，归母净利润分别为 4.52 亿、5.49 亿、6.63 亿，对应的 PE 分别为 12.57X、10.36X、8.58X，公司估值较低，PEG 较低，估值具有较高性价比，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示：1：铁路固定资产投资增速不及预期；2：铁路客运、货运需求不及预期；3：铁路设备招标进度不及预期；4：新业务拓展、渗透不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,064	1,067	1,342	1,638	1,954
增长比率（%）	26.19	0.25	25.78	22.01	19.32
净利润（百万元）	385	346	452	549	663
增长比率（%）	167.12	-10.15	30.53	21.32	20.78
每股收益(元)	1.01	0.91	1.19	1.44	1.74
市盈率(倍)	14.75	16.41	12.57	10.36	8.58

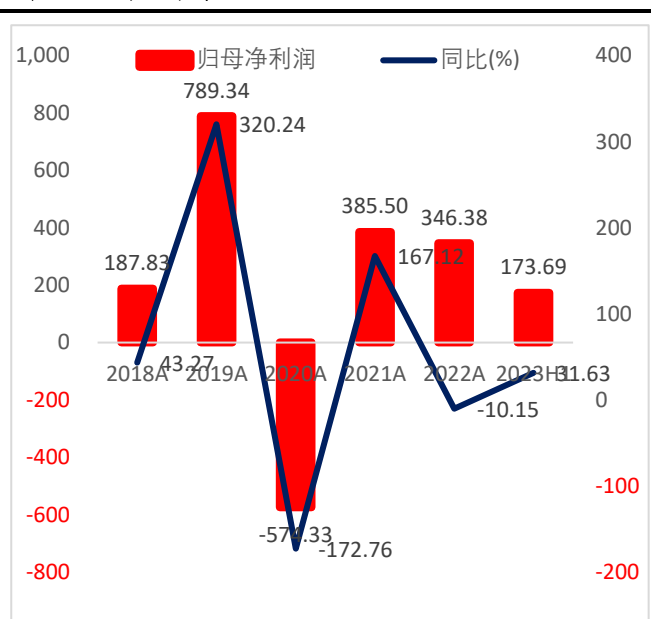
资料来源：聚源数据、中原证券

图 1：公司营业收入（百万元）



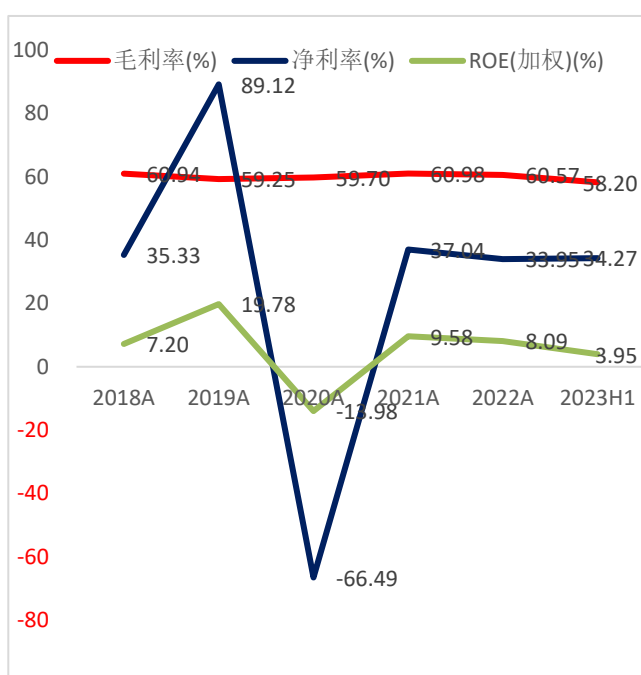
资料来源：Wind、中原证券

图 2：公司归母净利润（百万元）



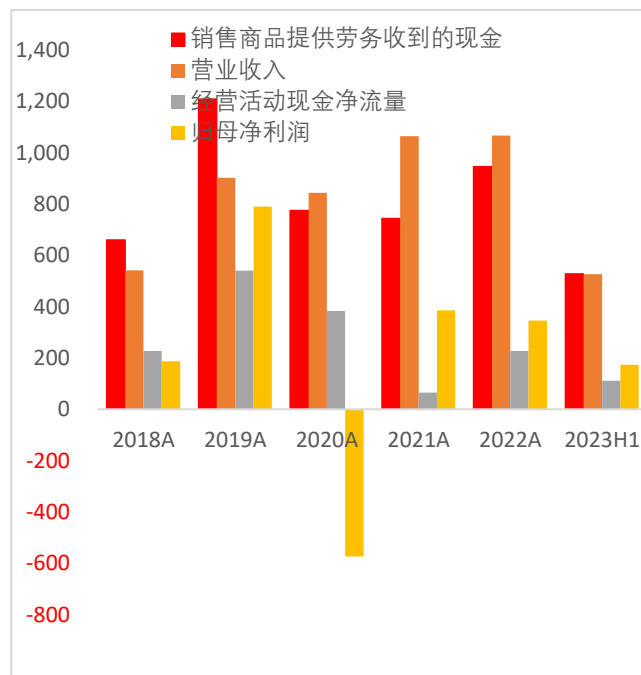
资料来源：Wind、中原证券

图 3：公司盈利能力指标



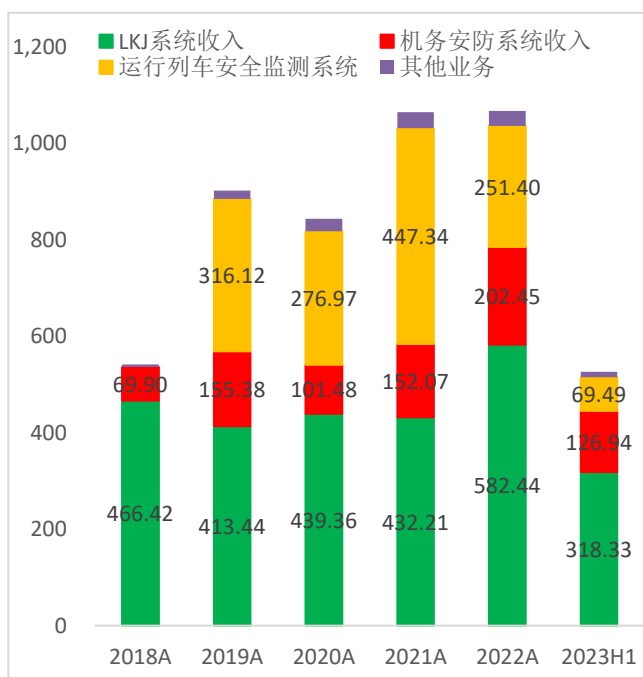
资料来源：Wind、中原证券

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



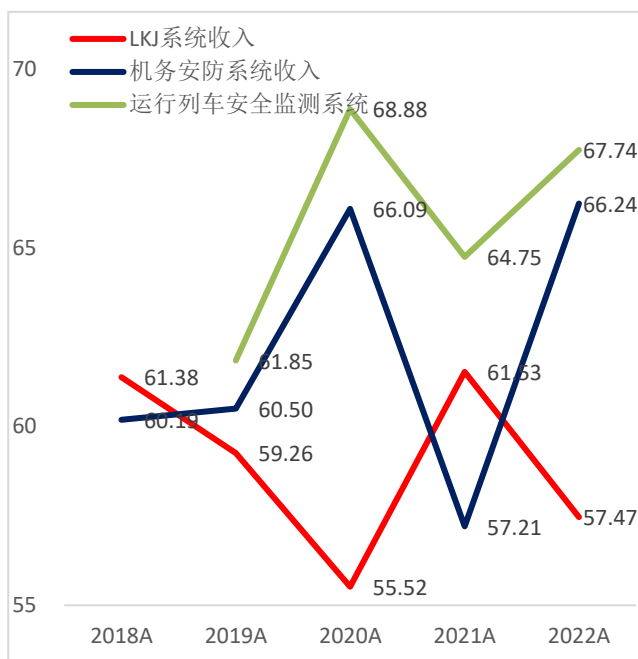
资料来源：Wind、中原证券

图 5：分业务营业收入（百万元）



资料来源：Wind、中原证券

图 6：分业务毛利率（%）



资料来源：Wind、中原证券

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,613	2,783	3,175	3,618	4,162
现金	1,460	1,445	1,630	1,848	2,093
应收票据及应收账款	680	764	913	1,074	1,250
其他应收款	15	20	22	27	33
预付账款	14	14	20	23	27
存货	306	344	451	541	642
其他流动资产	139	196	139	104	116
非流动资产	2,016	2,012	2,006	1,998	1,987
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	212	188	210	228	241
无形资产	86	77	68	59	50
其他非流动资产	1,718	1,747	1,728	1,712	1,697
资产总计	4,630	4,795	5,180	5,616	6,149
流动负债	339	354	466	539	621
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	131	152	192	209	229
其他流动负债	207	202	273	330	391
非流动负债	8	6	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	6	5	5	5
负债合计	347	360	471	544	626
少数股东权益	73	87	103	124	149
股本	272	381	381	381	381
资本公积	2,432	2,327	2,327	2,327	2,327
留存收益	1,546	1,661	1,919	2,261	2,687
归属母公司股东权益	4,210	4,348	4,606	4,949	5,374
负债和股东权益	4,630	4,795	5,180	5,616	6,149

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	65	227	349	423	507
净利润	394	362	469	569	688
折旧摊销	49	49	51	53	56
财务费用	-49	-36	0	0	0
投资损失	-8	-7	-11	-12	-15
营运资金变动	-343	-159	-171	-204	-242
其他经营现金流	22	18	12	17	19
投资活动现金流	36	25	43	18	-6
资本支出	-41	-38	-44	-46	-45
长期投资	18	48	76	52	25
其他投资现金流	58	15	11	12	15
筹资活动现金流	-90	-233	-207	-223	-256
短期借款	-16	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	109	0	0	0
资本公积增加	16	-105	0	0	0
其他筹资现金流	-90	-237	-207	-223	-256
现金净增加额	11	19	185	218	245

资料来源：聚源数据、中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,064	1,067	1,342	1,638	1,954
营业成本	415	421	568	683	806
营业税金及附加	14	15	19	23	27
营业费用	54	60	67	82	98
管理费用	91	99	107	131	156
研发费用	115	142	161	197	234
财务费用	-52	-38	-43	-49	-55
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	51	37	54	65	76
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	7	11	12	15
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	463	398	515	632	760
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	462	398	515	632	760
所得税	67	36	46	63	72
净利润	394	362	469	569	688
少数股东损益	9	16	16	20	25
归属母公司净利润	385	346	452	549	663
EBITDA	452	402	522	636	760
EPS (元)	1.02	0.91	1.19	1.44	1.74

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	26.19	0.25	25.78	22.01	19.32
营业利润 (%)	190.54	-13.94	29.26	22.66	20.29
归属母公司净利润 (%)	167.12	-10.15	30.53	21.32	20.78
获利能力					
毛利率 (%)	60.98	60.57	57.70	58.31	58.76
净利率 (%)	36.21	32.46	33.68	33.49	33.90
ROE (%)	9.16	7.97	9.82	11.08	12.33
ROIC (%)	8.03	7.26	9.11	10.35	11.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.49	7.51	9.09	9.68	10.17
净负债比率 (%)	8.09	8.12	10.00	10.72	11.33
流动比率	7.72	7.85	6.81	6.72	6.71
速动比率	6.75	6.83	5.77	5.65	5.61
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.23	0.27	0.30	0.33
应收账款周转率	2.20	1.61	1.74	1.80	1.84
应付账款周转率	3.92	3.21	3.58	3.76	4.07
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.01	0.91	1.19	1.44	1.74
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.17	0.60	0.92	1.11	1.33
每股净资产 (最新摊薄)	11.04	11.40	12.08	12.98	14.10
估值比率					
P/E	14.75	16.41	12.57	10.36	8.58
P/B	1.35	1.31	1.23	1.15	1.06
EV/EBITDA	10.62	11.89	7.76	6.03	4.72

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5% 至 15%；
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。