

低空经济与车路云先行标杆

华泰研究

2024 年 11 月 06 日 | 中国内地

首次覆盖

建筑施工

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

58.15

研究员

SAC No. S0570517080007
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com
+(86) 755 2266 0892

研究员

SAC No. S0570522030002
SFC No. BSH293

黄颖

huangying018854@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570122100047

王玺杰

wangxijie@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

首次覆盖深城交并给予“增持”评级，目标价 58.15 元。我们认为公司作为深圳乃至全国智慧交通规划设计及基础设施建设领域的领先企业，前瞻布局低空经济、车路云等新质生产力赛道，未来有望持续受益于产业发展趋势。

低空经济及车路云新潮兴起，新质生产力引领交通行业发展

据赛迪研究院，23 年我国低空经济市场规模达 5060 亿元，同比增长 33.8%，26 年有望达到 10645 亿元，24-26 年 CAGR 达 28.1%；据中国汽车工程学会预计，26-30 年我国车路云产业总产值 CAGR 达 28.8%，我们认为低空经济和车路云等新兴产业作为新质生产力的代表有望引领新的发展趋势。

规划及基建作为产业链前端有望率先受益，公司前瞻布局区位优势明显

我们测算未来 3-5 年国内低空基建市场规模有望超过 4000 亿元，深圳发改委预计 24-26 年深圳低空设施投资额有望达 120 亿元以上，区域型规划设计企业有望率先受益。公司作为深圳国企，主导了深圳南山区等各区低空起降设施布局规划及工程建设，截至 24Q3 累计已中标低空经济相关项目超过 20 个，前瞻布局叠加区位优势有望助力公司更好地受益于行业发展。

大数据软件及智慧交通业务快速发展，打造标杆项目面向全国推广

21-23 年公司大数据软件及智慧交通业务收入由 2.8 亿元增长至 5.8 亿元，CAGR 达 43.0%，收入占比也由 24.4%逐年上升至 40.8%。公司以“深圳标杆+全国化复制+国际输出”模式积极布局业务，先后承接了低空智能融合基础设施建设项目一期工程（5.2 亿元）等标杆项目，同时公司联合发起成立无锡低空经济产业发展科技创新联盟，全国化布局有望进一步加快。

我们与市场观点不同之处：平台类大项目有望落地，核心公司有望受益

市场认为低空规划及基建壁垒相对较低，且规划设计订单体量较小（200 万元以下）对企业收入拉动有限，我们认为低空经济综合管控平台等大型基建项目（千万元以上）有望逐步落地，以公司为代表的具备软硬件核心技术及跨行业资源整合能力的企业有望真正受益于低空经济等新兴产业发展。

盈利预测与估值

预测 24-26 年公司收入为 17.2/22.4/28.6 亿元（CAGR+26%），归母净利润 1.6/2.1/2.6 亿元（CAGR+17%），采取分部估值法，可比智慧交通/规划设计公司 25 年 Wind 一致预期均值为 10xPS/22xPE，我们认为公司具备软硬件核心技术及标杆项目经验，给予公司大数据软件及智慧交通/规划设计业务 25 年 15xPS/25xPE，目标价 58.15 元，首次覆盖给予“增持”。

风险提示：低空经济发展不及预期，项目落地不及预期，市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

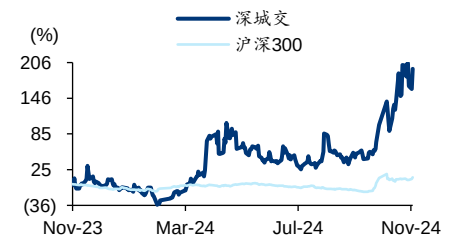
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	1,226	1,419	1,718	2,237	2,856
+/-%	5.75	15.77	21.06	30.20	27.66
归属母公司净利润 (人民币百万)	160.37	162.00	163.00	211.92	256.62
+/-%	0.11	1.02	0.61	30.01	21.10
EPS (人民币，最新摊薄)	0.40	0.40	0.40	0.52	0.63
ROE (%)	7.97	7.53	7.06	8.53	9.48
PE (倍)	139.10	137.70	136.86	105.27	86.93
PB (倍)	10.77	10.00	9.35	8.63	7.89
EV EBITDA (倍)	86.99	86.88	95.18	72.86	57.46

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	58.15
收盘价 (人民币 截至 11 月 5 日)	55.00
市值 (人民币百万)	22,308
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	745.42
52 周价格范围 (人民币)	15.74-56.82
BVPS (人民币)	5.64

股价走势图



资料来源：Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,391	2,504	2,888	3,314	3,852
现金	406.60	672.52	755.95	861.23	885.27
应收账款	900.69	972.76	1,175	1,457	1,807
其他应收账款	34.45	29.41	47.90	52.76	75.74
预付账款	14.50	10.56	19.78	19.72	30.70
存货	72.72	167.84	189.70	237.87	312.86
其他流动资产	961.58	650.87	700.02	685.11	740.85
非流动资产	699.73	725.25	794.45	925.09	1,074
长期投资	7.58	11.09	13.79	16.85	21.02
固定投资	285.48	268.86	346.74	461.29	594.56
无形资产	107.16	122.83	137.11	153.89	157.55
其他非流动资产	299.51	322.48	296.82	293.06	301.29
资产总计	3,090	3,229	3,683	4,239	4,927
流动负债	789.28	788.26	1,074	1,405	1,808
短期借款	3.52	0.00	71.96	220.46	314.22
应付账款	299.17	395.95	470.56	665.97	797.93
其他流动负债	486.59	392.31	531.43	518.33	696.14
非流动负债	113.56	97.53	103.37	118.09	129.96
长期借款	43.54	37.32	43.16	57.88	69.75
其他非流动负债	70.02	60.21	60.21	60.21	60.21
负债合计	902.84	885.79	1,177	1,523	1,938
少数股东权益	115.21	111.62	120.20	131.36	159.87
股本	208.00	312.00	405.60	405.60	405.60
资本公积	1,364	1,270	1,177	1,177	1,177
留存公积	500.01	649.55	807.89	1,018	1,289
归属母公司股东权益	2,072	2,232	2,385	2,584	2,829
负债和股东权益	3,090	3,229	3,683	4,239	4,927

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	(15.65)	125.13	110.09	113.67	121.80
净利润	165.54	174.61	171.57	223.07	285.13
折旧摊销	60.97	59.11	39.43	49.72	58.98
财务费用	2.66	(2.24)	(0.19)	3.70	8.38
投资损失	(49.61)	(16.64)	(16.64)	(16.64)	(16.64)
营运资金变动	(243.85)	(159.96)	(4.78)	(65.90)	(140.68)
其他经营现金	48.63	70.25	(79.31)	(80.29)	(73.39)
投资活动现金	145.94	209.40	(90.00)	(161.72)	(189.69)
资本支出	(99.62)	(41.03)	(100.91)	(170.10)	(200.69)
长期投资	224.00	257.60	(2.71)	(3.05)	(4.18)
其他投资现金	21.56	(7.17)	13.62	11.44	15.18
筹资活动现金	(419.48)	(64.92)	63.34	153.33	91.93
短期借款	(285.18)	(3.52)	71.96	148.50	93.76
长期借款	(44.70)	(6.22)	5.84	14.73	11.86
普通股增加	48.00	104.00	93.60	0.00	0.00
资本公积增加	(40.75)	(94.04)	(93.60)	0.00	0.00
其他筹资现金	(96.84)	(65.14)	(14.45)	(9.90)	(13.70)
现金净增加额	(289.19)	269.61	83.43	105.28	24.04

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,226	1,419	1,718	2,237	2,856
营业成本	780.04	889.13	1,108	1,454	1,872
营业税金及附加	5.94	5.33	6.46	8.41	10.73
营业费用	36.49	37.04	46.39	55.92	68.54
管理费用	149.13	145.97	175.24	225.93	285.57
财务费用	2.66	(2.24)	(0.19)	3.70	8.38
资产减值损失	(0.26)	(1.60)	(1.93)	(2.52)	(3.21)
公允价值变动收益	0.79	1.67	1.67	1.67	1.67
投资净收益	49.61	16.64	16.64	16.64	16.64
营业利润	175.21	186.93	183.65	239.19	306.14
营业外收入	6.58	1.93	1.93	1.93	1.93
营业外支出	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53
利润总额	181.26	188.33	185.06	240.60	307.54
所得税	15.72	13.72	13.48	17.53	22.40
净利润	165.54	174.61	171.57	223.07	285.13
少数股东损益	5.17	12.61	8.58	11.15	28.51
归属母公司净利润	160.37	162.00	163.00	211.92	256.62
EBITDA	244.32	244.80	223.44	292.90	373.47
EPS (人民币, 基本)	0.77	0.52	0.40	0.52	0.63

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	5.75	15.77	21.06	30.20	27.66
营业利润	3.52	6.69	(1.75)	30.24	27.99
归属母公司净利润	0.11	1.02	0.61	30.01	21.10
获利能力 (%)					
毛利率	36.37	37.35	35.49	35.01	34.43
净利率	13.50	12.30	9.99	9.97	9.98
ROE	7.97	7.53	7.06	8.53	9.48
ROIC	19.55	16.42	14.35	15.56	16.40
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.22	27.43	31.97	35.93	39.34
净负债比率 (%)	(12.45)	(24.42)	(23.26)	(19.09)	(14.38)
流动比率	3.03	3.18	2.69	2.36	2.13
速动比率	2.92	2.90	2.46	2.15	1.92
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.45	0.50	0.56	0.62
应收账款周转率	1.69	1.52	1.60	1.70	1.75
应付账款周转率	3.22	2.56	2.56	2.56	2.56
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.40	0.40	0.52	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	0.31	0.27	0.28	0.30
每股净资产(最新摊薄)	5.11	5.50	5.88	6.37	6.97
估值比率					
PE (倍)	139.10	137.70	136.86	105.27	86.93
PB (倍)	10.77	10.00	9.35	8.63	7.89
EV EBITDA (倍)	86.99	86.88	95.18	72.86	57.46

正文目录

投资要点	5
低空经济及车路云新潮兴起，新质生产力引领交通行业发展.....	5
规划及基建作为产业链前端有望率先受益，公司前瞻布局区位优势明显.....	5
公司大数据软件及智慧交通业务快速发展，打造标杆项目面向全国推广.....	5
我们与市场观点不同之处.....	5
深城交：全国领先的城市交通整体解决方案提供商	6
低空经济+车路云新潮兴起，交通规划行业有望率先受益	10
交通强国奠定高质量发展基调，规划设计行业规模稳步增长.....	10
政策及技术推动智慧交通发展，自动驾驶及车路云加速推广.....	12
低空经济乘风起航，深圳先行示范打造“天空之城”.....	13
大数据与智慧交通先行实践者，打造标杆项目引领行业发展	20
深圳城市交通规划重要支柱，全国化及全球化布局加速.....	20
大数据产品渐成体系，打造智慧交通标杆项目.....	21
前瞻布局城市“低空+”及“车路云一体化”，有望率先受益于行业红利.....	23
盈利预测与估值分析	26
风险提示.....	29

图表目录

图表 1：深城交主要业务结构.....	6
图表 2：深城交股权结构（截至 24Q3）.....	6
图表 3：2017-9M24 公司收入及同比增速.....	7
图表 4：2017-9M24 公司归母净利及同比增速.....	7
图表 5：2018-24H1 公司主营业务收入结构.....	7
图表 6：2018-24H1 公司分地区收入占比.....	7
图表 7：2018-24H1 公司分业务毛利率.....	8
图表 8：2018-9M24 公司整体毛利率及归母净利率.....	8
图表 9：2018-9M24 公司期间费用率.....	8
图表 10：2018-24H1 公司研发技术人员数量及占比.....	8
图表 11：2020-9M24 公司资产负债率及应收账款周转率.....	9
图表 12：2020-9M24 公司经营性净现金流及收/付现比.....	9
图表 13：深城交应收账款账龄结构分布.....	9
图表 14：2021-2023 年我国公路新增里程保持稳健.....	10
图表 15：2019 年以来高速公路新增里程占比有所提升.....	10
图表 16：2017-8M24 全国交通固定资产投资.....	11
图表 17：城市交通规划行业市场规模测算.....	11
图表 18：工程勘察企业总营收及同比增速.....	11
图表 19：工程勘察企业净利润及同比增速.....	11
图表 20：广东交通运输“十三五”及“十四五”规划.....	11

图表 21: 广东“十四五规划”轨道交通重大项目分布	11
图表 22: 中国智慧交通市场规模	12
图表 23: 交通数字化转型目标	12
图表 24: 我国车路协同政策演变历程	13
图表 25: 车路云一体化产值增量预测（中性预期）	13
图表 26: 《国家空域基础分类方法》示意图	14
图表 27: 中国低空经济市场规模	14
图表 28: 我国在册通用航空机场数量及同比增速	14
图表 29: 低空经济产业链及涉及公司一览	15
图表 30: 低空经济规划设计和基建板块涉及业务	15
图表 31: 太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目投资构成	16
图表 32: 太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目具体建设内容	16
图表 33: 低空经济基础设施建设业务市场规模测算	16
图表 34: 低空经济前期规划设计业务市场规模测算	17
图表 35: 深圳市宝安交通集团承建的主要低空基建项目	18
图表 36: 深圳市 2024-2026 年低空经济规划设计及基础设施建设市场规模有望超 70 亿元	18
图表 37: 全国具有工程设计民航行业资质企业数量分布情况	19
图表 38: 2020-24H1 公司新签合同额及同比增速	20
图表 39: 2022 年公司新签合同结构	20
图表 40: 2020-2022 年公司规划咨询业务新签合同额及同比增速	20
图表 41: 公司规划咨询业务收入及同比增速	20
图表 42: 深城交主要子公司收入及利润占比	21
图表 43: 公司大数据及智慧交通业务新签合同额及同比增速	21
图表 44: 公司大数据及智慧交通业务收入及同比增速	21
图表 45: 新一代智慧交通系统数字底座 TransPaaS 平台	22
图表 46: 公司大数据软件及智慧交通类标杆项目	22
图表 47: 公司与头部互联网企业战略合作协议	23
图表 48: 坪山智能网联示范平台	23
图表 49: 低空数字化管服平台（企服版）	24
图表 50: 龙岗无人机测试基地建设	24
图表 51: 公司已中标低空经济相关项目统计	25
图表 52: 公司分业务收入及毛利率预测	27
图表 53: 公司期间费用率预测	27
图表 54: 深城交股价及相对沪深 300 涨跌幅	28
图表 55: 大数据软件及智慧交通可比公司估值表（2024/11/05）	28
图表 56: 规划咨询和工程设计与检测可比公司估值表（2024/11/05）	28
图表 57: 深城交 PE-Bands	29
图表 58: 深城交 PB-Bands	29

投资要点

低空经济及车路云新潮兴起，新质生产力引领交通行业发展

我们认为交通行业的发展有望从量的增长转变为质的提升，低空经济和车路云一体化等新兴产业作为新质生产力的代表有望引领新的发展趋势。据交通运输部，2017-2023 年我国交通固定资产投资额从 32020 亿元增长至 39142 亿元，期间 CAGR 为 3.4%。2024 年两会期间，低空经济首次被写入政府工作报告，此后深圳等地方性的低空经济规划支持政策接连出台，行业进入快速发展阶段。据赛迪研究院，23 年我国低空经济市场规模达 5060 亿元，同比增长 33.8%，26 年有望达到 10645 亿元，24-26 年 CAGR 达 28.1%；车路云方面，根据中国汽车工程学会，在中性预期情景下，2025 年/2030 年我国车路云一体化产业总产值增量分别为 7295/25825 亿元，2026E-2030E 产值 CAGR 为 28.8%，低空经济及车路云有望成为交通行业增长较快的细分领域。

规划及基建作为产业链前端有望率先受益，公司前瞻布局区位优势明显

低空经济及车路云等产业起步阶段带动大量的规划设计及基建需求，规划设计公司可提供相关的战略规划、航路航线设计、起降点建设、信息服务管控平台搭建等业务，有望率先受益于行业发展。我们测算 3-5 年国内低空基建市场规模有望超过 4000 亿元，其中规划设计/基建平台/通用机场/起降点市场规模分别为 50/300/3300/400 亿元。同时，当前低空经济及车路云多以地方为试点推进发展，深圳作为全国低空经济及车路云的先锋示范城市，如 24 年率先在全国推出首部低空经济法《深圳经济特区低空经济产业促进条例》，在政策及行业发展上领先全国，深圳发改委预计 24-26 年深圳低空设施投资额有望达 120 亿元以上。

作为深圳国企，公司 2016 年开始自研智能网联云控平台等核心技术，多年来持续参与智能网联政策法规、智能网联测试场建设及无人驾驶公交运营服务等；同时，公司 2019 就中标“深圳市低空航行网络方案研究”项目，主导了深圳市南山区等各区低空起降设施布局规划及工程建设，前瞻布局叠加区位优势有望助力公司更好地受益于行业发展。

公司大数据软件及智慧交通业务快速发展，打造标杆项目面向全国推广

公司大数据软件及智慧交通业务快速发展，打造标杆项目面向全国推广。公司明确了新一代城市交通系统建设与运营科技公司的战略定位，2021-2023 年公司大数据软件及智慧交通业务收入由 2.8 亿元增长至 5.8 亿元，CAGR 达 43.0%，收入占比也由 24.4%逐年上升至 40.8%。公司以“深圳标杆+全国化复制+国际输出”模式积极布局业务，先后承接了深圳智能网联交通测试示范平台（1.1 亿元）、低空智能融合基础设施建设项目一期工程（5.2 亿元）等标杆项目。同时，公司联合发起成立无锡低空经济产业发展科技创新联盟，将深圳标准和案例进行输出赋能，依托深圳经验向全国拓展业务，全国化布局有望进一步加快，据我们统计，公司累计已中标低空经济相关项目超过 20 个，项目总金额超过 5 亿元（单个项目规模在几十万至几百万不等），在温州、无锡等广东省外城市均有相关项目中标。

我们与市场观点不同之处

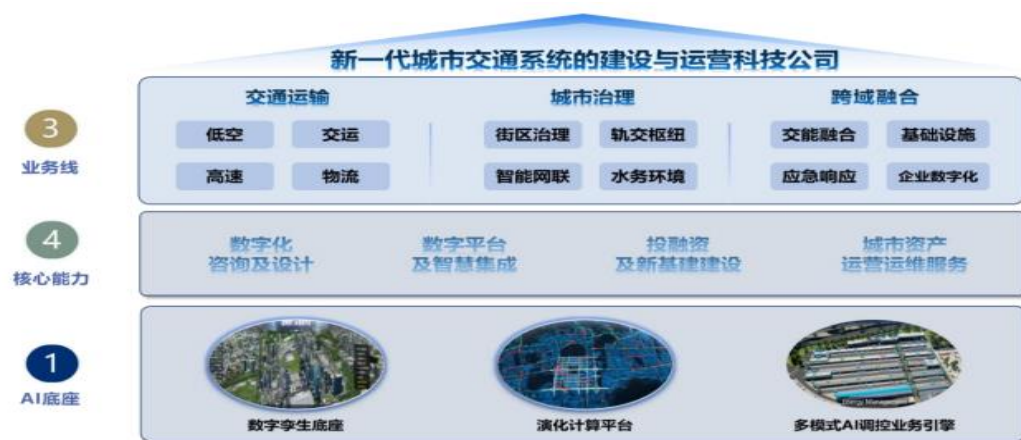
我们认为具备软硬件核心技术及跨行业资源整合能力的企业能够真正受益于低空经济等新兴产业发展。市场认为低空规划及基建壁垒相对较低，且纯规划设计类订单体量相对较小对设计企业的收入拉动较为有限（根据我们测算，低空经济规划设计类单个订单合同额在 200 万元左右，短期（1-2 年）总市场规模在 10 亿元左右），但我们认为未来需要重点关注低空经济综合管控平台等基建项目（项目规模在数千万至上亿元）的落地情况，这类订单涵盖了交通、通信、软件等多个方面的专业知识和基建能力要求，具备软硬件及跨行业资源整合能力的设计企业有望具备领先优势，且这类基建项目的单体规模相对较大，若能落地相关项目，则有望对企业收入产生明显的拉动。公司作为深圳低空智能融合基础设施建设项目的主要参与方，基于 CIM 的城市立体空间数字底座，开发可覆盖全市范围的智能融合系统的软件平台，建设配套的管服中心、数据中心及无人机测试场，包含了导航、监视、气象以及配套设施，体现出公司较强的软硬件核心技术能力，且通过打造标杆示范项目有望取得先发优势，为后续获得相关项目积累经验和技能，未来有望持续受益于行业发展。

深城交：全国领先的城市交通整体解决方案提供商

城市交通综合解决方案深耕二十余年，拥有多项一流资质。深城交全称深圳市城市交通规划设计研究中心股份有限公司，成立于1996年，专注城市交通领域，以交通大数据分析为基石，为政府部门及其下属单位、国有企业等客户提供城市交通综合解决方案。经过二十多年的行业深耕，现拥有城乡规划编制甲级、工程咨询甲级、工程设计甲级、公路工程检测综合甲级等多项资质，相继完成深圳市整体交通规划、深圳市城市交通白皮书、深圳市综合交通“十二五”和“十三五”规划、深圳市综合交通大数据支撑平台总体方案等一系列代表性的重点项目，是深圳市交通决策部门的重要技术支撑单位。

公司依托“1”个AI底座，以及数字化咨询及设计、数字平台及智慧集成、投融资及新基建建设、城市资产运营运维服务“4”大核心能力，构建了面向交通运输、城市治理及跨区域融合“3”大业务线。

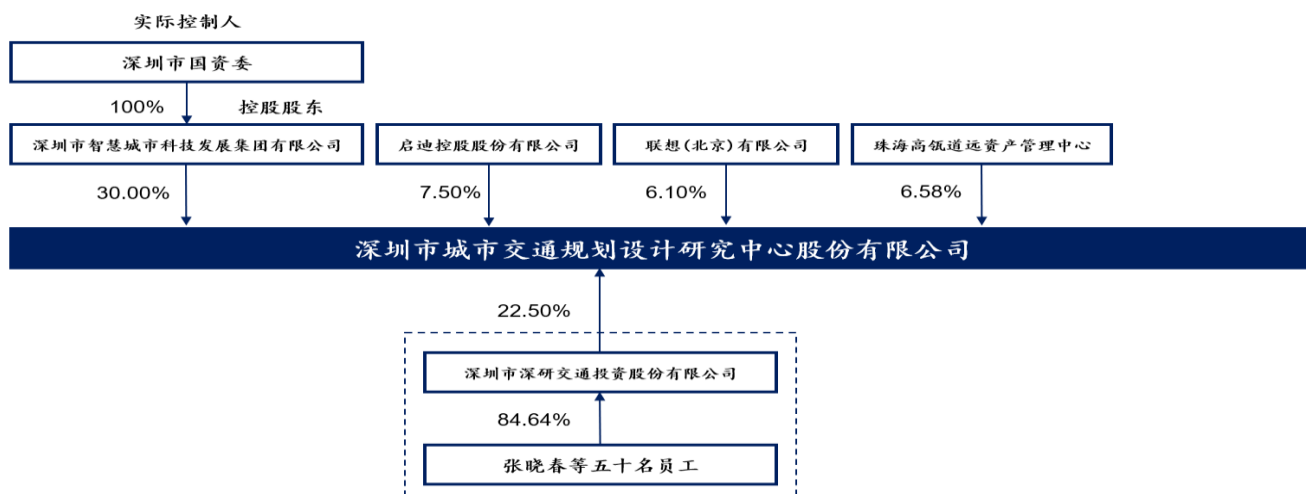
图表1：深城交主要业务结构



资料来源：公司公告、华泰研究

深圳国资委为实际控制人，员工持股比例高。公司控股股东为深圳市智慧城市科技发展集团有限公司（深智城），是深圳市国资委全资持有国有企业，主要负责深圳智慧城市与数字政府的建设运营，公司实控人为深圳市国资委。截至24H1末，深智城直接持有深城交30%的股份，员工持股平台深研交通投资股份有限公司持有公司22.5%股份；机构（或财务）投资者中，启迪控股、联想和高瓴分别持有公司7.5%、6.1%和6.6%的股份，均为上市前参与的投资。

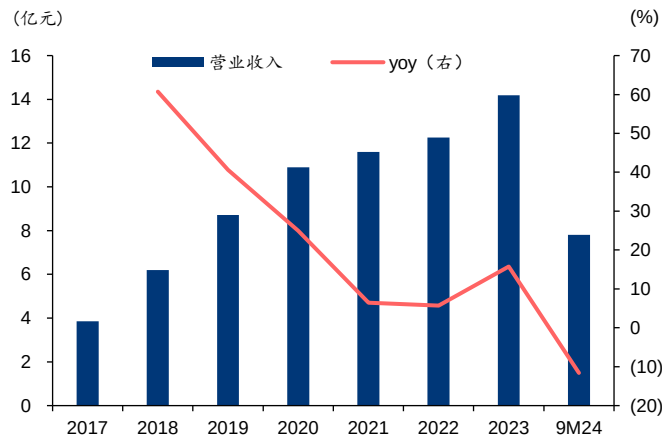
图表2：深城交股权结构（截至24Q3）



资料来源：公司公告、华泰研究

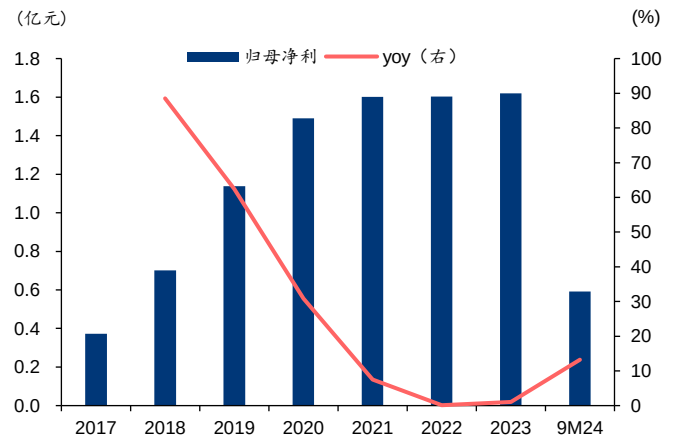
17-23 年营收维持增长, 盈利能力较为稳定。2017-2023 年公司营收/归母净利润分别由 3.9/0.4 亿元增长至 14.2/1.6 亿元, CAGR 分别为 24.3%/27.8%, 其中 2017-2020 是快速增长期, 而 2021 年以来受城市交通建设放缓以及公司业务结构转型等因素影响, 公司收入和归母净利润同比增速放缓, 但归母净利率仍保持在 13% 左右。2023 年公司收入/归母净利润同比均保持增长, 增速分别为 15.8%/1.0%, 收入恢复双位数增长, 主要系新并购的南京院并表。24 年前三季度公司收入及利润同比分别-11.6%/+13.2%, 主要系公司传统的规划咨询和工程设计与检测业务上半年项目结转收入减少, 但毛利率提升带动归母净利改善。

图表3: 2017-9M24 公司收入及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表4: 2017-9M24 公司归母净利润及同比增速

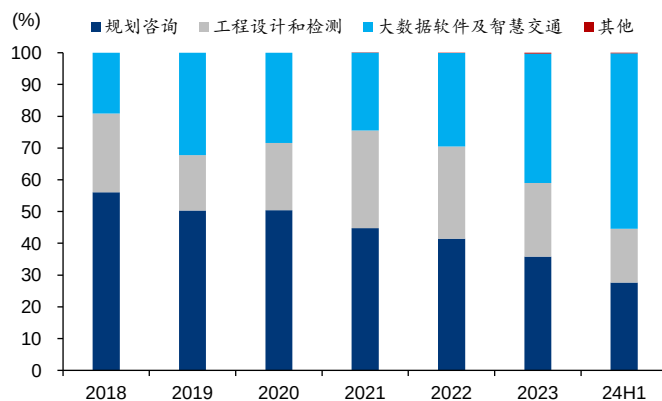


资料来源: 公司公告、华泰研究

业务结构持续升级, 大数据软件与智慧交通收入占比稳步提升。公司积极响应智慧交通变革, 加速采用 AI 大模型等先进技术, 不断提升自主创新能力, 通过工业级软件和交通科技产品的转化, 加强了在智慧交通领域的竞争力。公司营业收入由规划咨询、工程设计与检测、大数据软件与智慧交通三大领域构成, 2018-2023 年公司大数据软件与智慧交通营收占总营收比例由 19% 上升至 41%, 24H1 进一步提升至 55%。

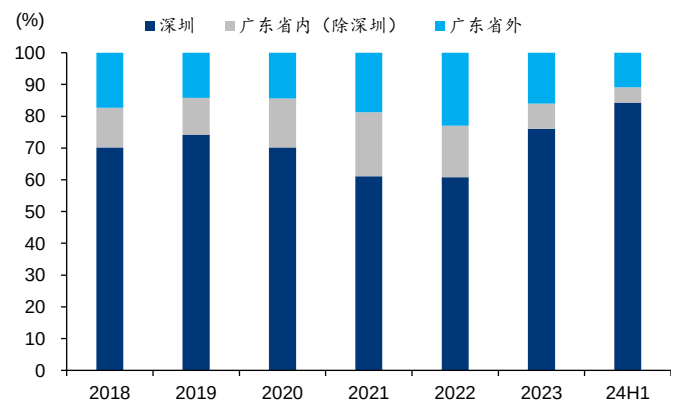
从地区分布情况来看, 公司主要在以深圳为主的广东地区开展业务。同时通过设立外地分支机构的方式积极拓展非本地业务, 目前拥有北京分公司、上海分院、四川分院、杭州分公司、河北雄安分公司等 16 家分公司。随着外地业务拓展的持续投入, 公司加强与外省市技术服务单位的合作, 将深圳标准和案例进行输出赋能, 加快开拓外省市场, 省外收入占比逐渐增加。2018-2022 年广东省外收入占比由 17% 提升至 23%, 但 23 年下降至 16%。

图表5: 2018-24H1 公司主营业务收入结构



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表6: 2018-24H1 公司分地区收入占比

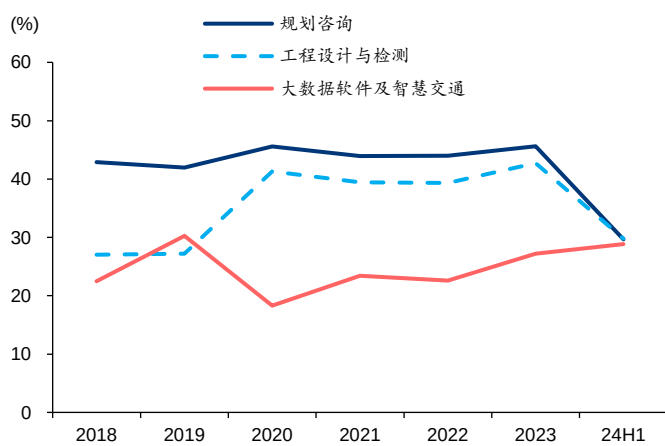


资料来源: 公司公告、华泰研究

2018-2023 年整体毛利率稳中有升，24 年前三季度归母净利率同比提升。2018-2023 年公司整体毛利率维持在 35%以上，2022 年和 2023 年分别达 36.4%/37.4%，呈稳中有升的态势。按业务来看，公司规划咨询业务毛利率最高，2018-2023 年维持在 41%以上，其中 2023 年同比提升 1.6pct 至 45.6%。2018-2020 年公司工程设计与检测和大数据软件及智慧交通业务毛利率波动较大，主要是因为该阶段公司业务处在快速发展期，毛利率受单个项目影响较大，后期随着项目规模扩大，规模效应逐渐显现，毛利率逐步趋于稳定。2020-2022 年工程设计与检测业务毛利率在 40%左右，2023 年同比提升 3.4pct 至 42.7%；2020 年以来公司大数据软件及智慧交通毛利率呈上升趋势，2023 年达 27.2%，同比+4.7pct。24H1 公司规划咨询/工程设计和检测/大数据软件及智慧交通毛利率分别为 29.7%/29.8%/28.8%，同比+1.4/-10.0/+8.4pct，大数据软件及智慧交通毛利率延续提升。

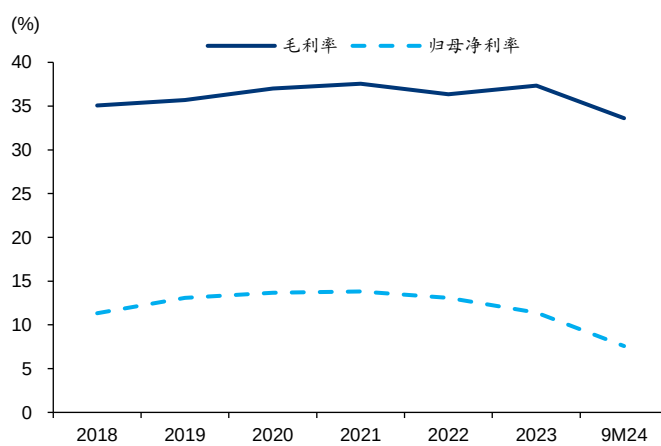
从归母净利率看，2019-2022 年公司归母净利率保持在 13%以上，盈利能力较为稳定，2023 年小幅下降至 11.4%。24 年前三季度公司归母净利率 7.6%，同比+1.7pct，主要系公司抢抓低空经济等战略机遇，加快低空经济相关技术产品研发，以及迭代完善 TransPaaS 系统平台，推进公司产品化战略转型发展，毛利率同比有所提升。

图表7：2018-24H1 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告、华泰研究

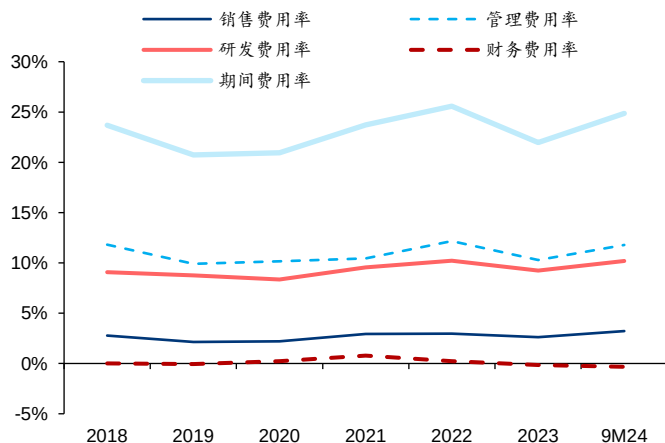
图表8：2018-9M24 公司整体毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告、华泰研究

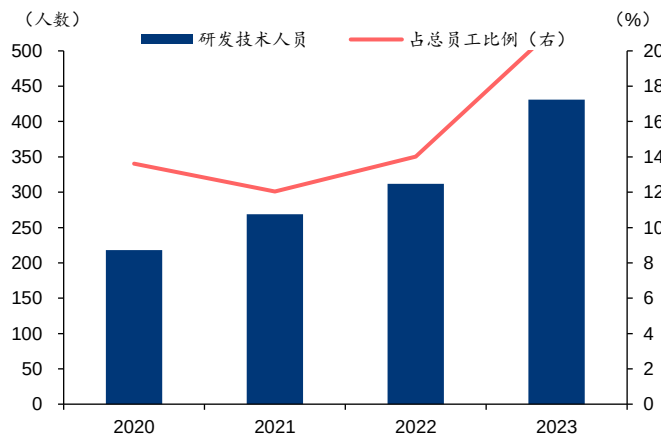
高度重视研发投入，2021 年以来研发技术人员占比明显提升。2023 年公司期间费用率为 21.9%，同比-3.7pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 10.3%/9.2%/2.6%/-0.2%，管理费用率下降较为明显而研发费用率维持在较高水平。公司注重研发投入及优秀人才培养，重视引进、选拔、培育优秀人才，2023 年公司新入选省部级人才 2 人次、市区级人才 10 人次，在站培养博士后 3 人，为公司的发展提供有力支撑。截至 2023 年底，公司研发技术人员共 431 人，占公司总员工 21.4%，其中本科/硕士学历研发人员 199/196 人。

图表9：2018-9M24 公司期间费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

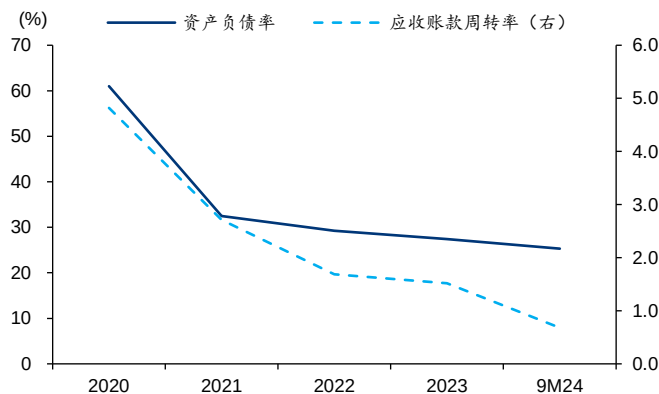
图表10：2018-24H1 公司研发技术人员数量及占比



资料来源：公司公告、华泰研究

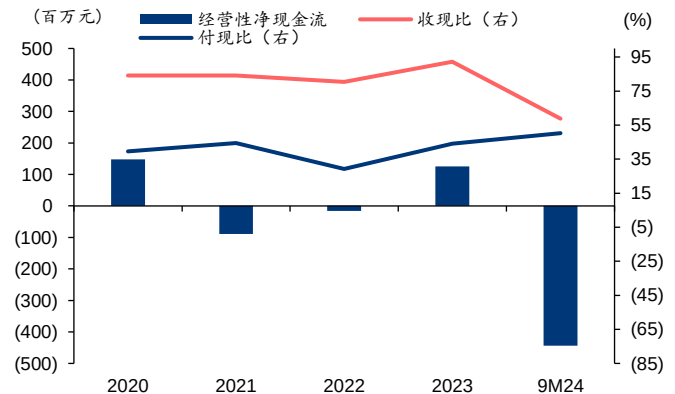
2021 年以来公司应收账款周转率呈下降趋势。2021 年公司上市后资产负债率由 61.0%下降至 32.5%，且此后持续下降至 9M24 的 25.3%，2022 年以来公司基本无短期负债，整体财务状况较为健康。另一方面，公司的应收账款周转率由 2020 年的 4.8 下降至 2023 年 1.5，我们认为主要受公司业务结构转型及地方政府支付压力等影响，2020 年以来公司大数据软件及智慧交通业务订单及收入占比持续提升，其中部分智慧交通项目需要公司前期投入一定资金，因此公司付现比整体呈上升趋势。受此影响，2020 年以来虽然公司归母净利润保持相对稳定，但经营性净现金流呈波动趋势，其中 2023 年公司经营性净现金流为 1.3 亿元，净现比为 77.2%。

图表11：2020-9M24 公司资产负债率及应收账款周转率



资料来源：公司公告、华泰研究

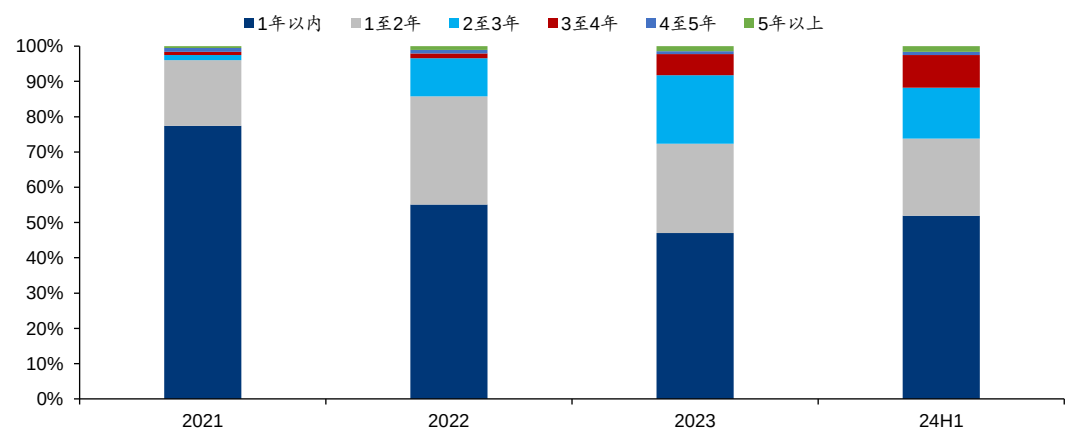
图表12：2020-9M24 公司经营性净现金流及收/付现比



资料来源：公司公告、华泰研究

从账龄结构看，公司应收账款账面余额中占比最高的账龄在 1 年以内，但其占比由 2021 年的 77.4%下降至 24H1 的 51.9%，而近三年提升较多的是账龄在 2 至 3 年和 3 至 4 年的应收账款，分别由 2021 年的 1.4%/0.9%提升至 24H1 的 14.4%/9.3%，一方面由于公司智慧交通类项目实施周期相对传统的规划设计较长，回款时间受项目进度等影响有所波动；另一方面也反映出 2021 年以来公司主要客户（据公司招股书，公司客户主要为政府交通主管部门等）整体财政支出压力有所增加，整体账期有所拉长。

图表13：深城交应收账款账面余额账龄结构分布



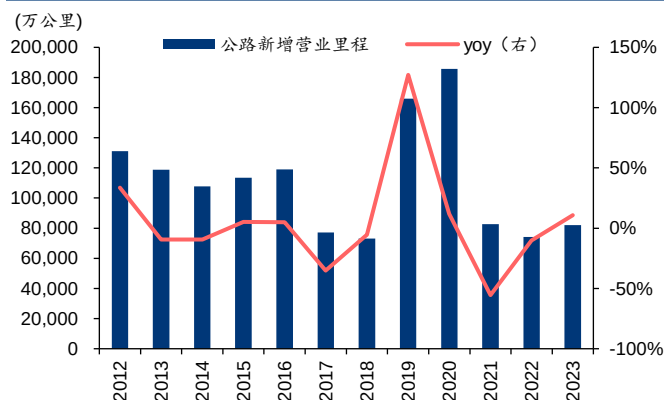
资料来源：公司公告、华泰研究

低空经济+车路云新潮兴起，交通规划行业有望率先受益

交通强国奠定高质量发展基调，规划设计行业规模稳步增长

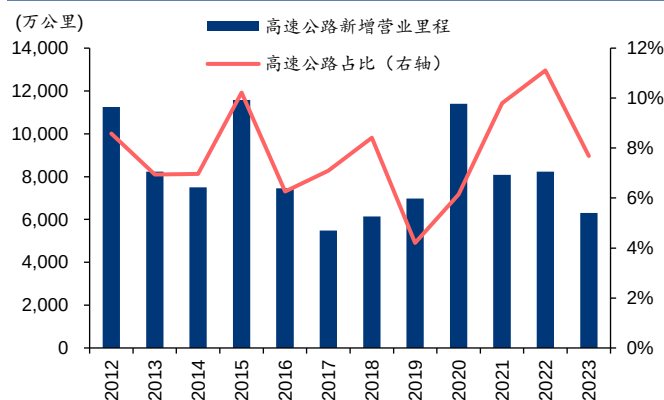
“十四五”期间公路发展的核心从“量的积累”转化为“质的提升”。在新建端，公路每年新增里程预计将保持稳健。根据《“十四五”交通运输发展规划》，我国将致力于加快高速公路网络完善和通道扩能，着力推进普通国道贯通和提质升级，优化路网结构，扩大覆盖范围，全面提升公路基础设施供给能力和质量。在以上指引下，我国对于“十四五”期间新建公路的规划较为稳健，“十四五”交通运输发展规划预计到 25 年末公路规划通车里程将提升至 550 万公里，对应 22-25 年 1% 的复合增速。而从结构上看，高等级公路在“十四五”期间占比提升趋势较为明显，2022 年高速公路新建里程占比达 11%，达到历史高位。对于新建公路质量提升的诉求将导致前端设计的重要性更加突出，在招投标过程中也更加关注投标企业的资质与项目经验。

图表14：2021-2023 年我国公路新增里程保持稳健



资料来源：交通运输部、华泰研究

图表15：2019 年以来高速公路新增里程占比有所提升

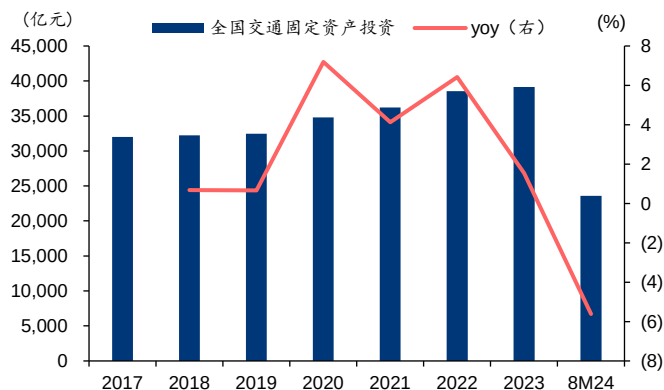


资料来源：交通运输部、华泰研究

中国交通固定资产投资逐年增长，交通规划行业市场规模广阔。根据《中国财政年鉴》(2014-2023)，2013-2023 年，全国城乡社区公共设施财政支出从 5525 亿元增长至 8330 亿元，同期城乡社区规划与管理财政支出从 238 亿元增长至 347 亿元，据此我们测算「城乡社区规划与管理财政支出」占「城乡社区公共设施支出」的比例平均值为 4.05%。根据交通运输部《2023 年交通运输行业发展统计公报》，2017-2023 年，我国交通固定资产投资额从 32020 亿元增长至 39142 亿元，期间 CAGR 为 3.4%。参照公司招股说明书的测算方法，我们以城乡社区规划与管理财政支出占比代表交通规划占交通固定资产投资的比例，测算全国城市交通规划市场规模由 2017 年的 1262 亿元增长至 2023 年的 1585 亿元。

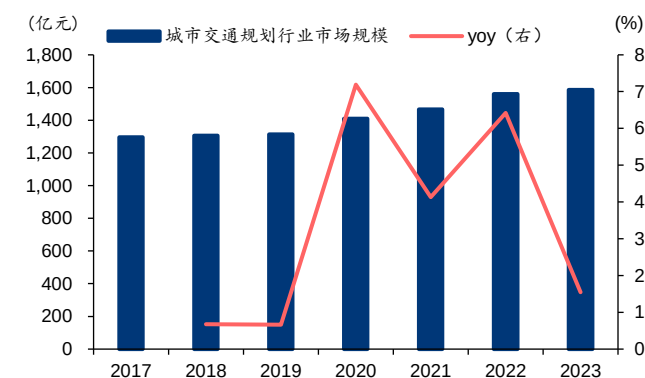
据住建部统计数据显示，2022 年工程勘察设计企业营业收入总计 8.9 万亿元，净利润 2794.3 亿元，分别同比+6%/+13%。在十四五规划期内，国家持续推进基础设施建设高质量发展模式转型，国内传统基建进入存量时代，公路养护、新型城镇化、生态环境建设等领域将持续释放新发展动能，政策不断赋能。在重大项目的支撑下，工程设计行业市场规模有望继续稳健增长。

图表16: 2017-8M24 全国交通固定资产投资



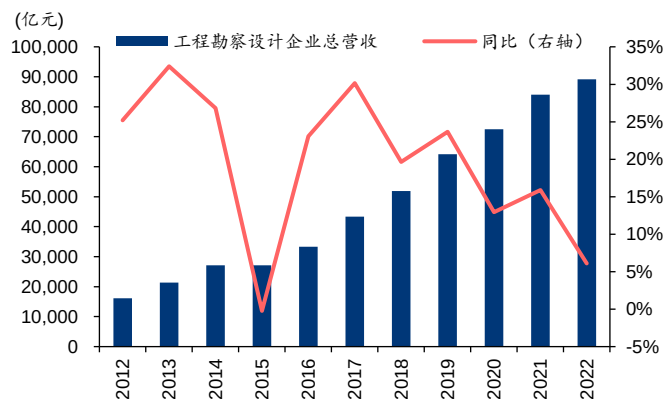
资料来源: 交通运输部、华泰研究

图表17: 城市交通规划行业市场规模测算



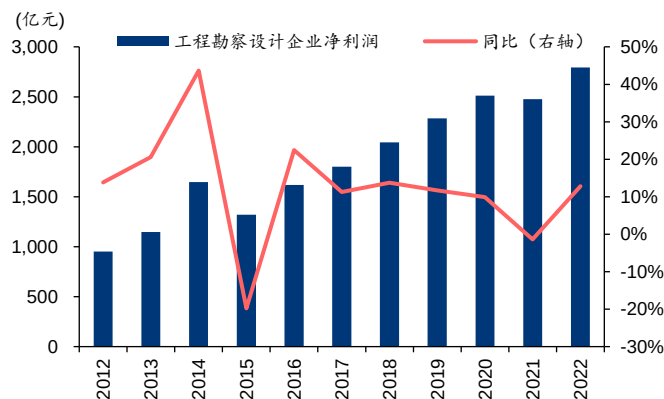
资料来源: 中国财政年鉴、交通运输部、华泰研究测算

图表18: 工程勘察企业总营收及同比增速



资料来源: 交通运输部、华泰研究

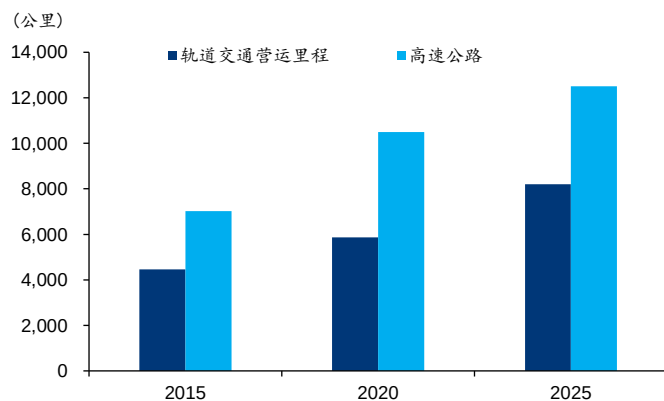
图表19: 工程勘察企业净利润及同比增速



资料来源: 交通运输部、华泰研究

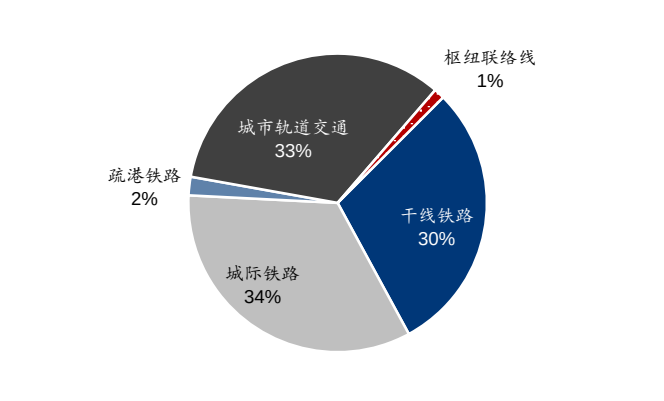
粤港澳大湾区交通基础设施建设进一步完善, 十四五广东省交通重大项目投资有望超四万亿。根据《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》, “十三五”期间广东公路轨道交通运营里程由 4464 公里增长至 5867 公里, 公路通车里程由 21.6 万公里增长至 22 万公里, 其中高速公路增长 49% 至 10488 公里。“十四五”期间轨道交通运营里程/公路通车里程/高速公路目标分别达到 8200 公里/22.5 万公里/12500 公里。“十四五”全省共安排重大交通基础设施项目总投资 45566.8 亿元, 其中轨道交通 22127 亿元, 而在轨道交通重大项目目, 城市轨道交通占比最高达 33%。

图表20: 广东交通运输“十三五”及“十四五”规划



资料来源: 广东省政府办公厅、华泰研究

图表21: 广东“十四五规划”轨道交通重大项目分布



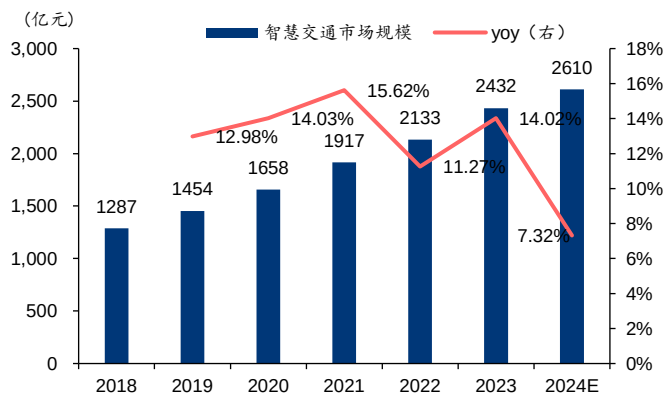
资料来源: 广东省政府办公厅、华泰研究

政策及技术推动智慧交通发展，自动驾驶及车路云加速推广

智慧交通行业发展迅速，数字化转型加速渗透，有望改变交通设计行业的传统盈利模式。随着大数据、云计算、人工智能等前沿技术的进步以及国家政策的推动，智慧交通行业有望快速发展。根据《国家综合立体交通网规划纲要》以及《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，到2035年我国要基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网。2023年9月交通运输部发布《推进公路数字化转型加快智慧公路建设发展的意见》，指出从“推广公路数字化勘测”、“推进公路数字化设计”、“推动公路智能建造和智慧工地建设”及“实施重大工程数字化监管”四个方面提升公路设计施工数字化水平。在执行层面，深圳市、江苏省、河南省等交通规划设计院在交通资产智慧化管理、城市交通大数据等方面积极推进数字化技术创新，致力于实现数字化平台从前端设计到后端运维的打通。我们预计随着相关业务模式的完善，类似于交通流信息数据变现等的商业模式有望逐步落地，进而实现交通设计行业盈利模式的突破升级。

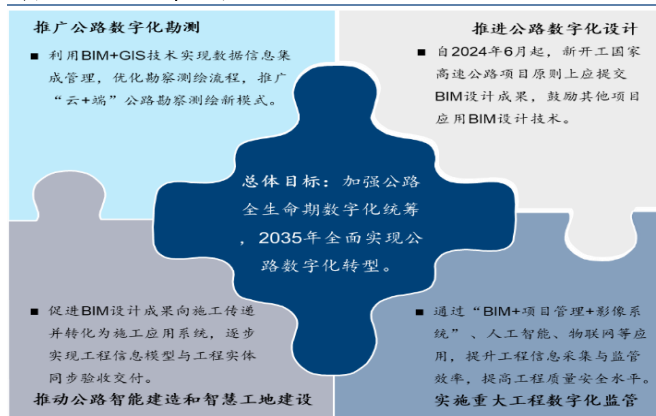
据中国智能交通协会，2018至2023年，我国智慧交通市场规模由1287亿元增长至2432亿元，CAGR达13.6%，增速高于交通固定资产投资的增速，智慧交通市场规模的高速增长有望带动相关领域的发展机会。

图表22：中国智慧交通市场规模



资料来源：中国智能交通协会、华泰研究

图表23：交通数字化转型目标



资料来源：交通运输部、华泰研究

自动驾驶和车路云一体化是智慧交通发展的重要环节。2015年国务院发布了《中国制造2025》，提出推动智能交通工具等产品的研发和产业化。2020年2月，国家发改委、科技部等11个部委发布了《智能汽车创新发展战略》，对自动驾驶的发展计划、发展战略和未来愿景等方面进行了规划设计。根据工信部，我国自动驾驶技术分为0级到L5级，0级到L2级为辅助驾驶，由人负责驾驶，L3级到L5级为自动驾驶，由系统负责驾驶。不同级别具备不同功能和匹配产品。

随着人工智能技术的不断成熟和多项政策的推动，高速公路智能化和智慧化已成为公路运输行业的主要发展趋势，车路协同是实现自动驾驶的重要技术支撑。2023年11月，工业和信息化部等4部门联合发布了《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》，该通知针对L3、L4级自动驾驶系统的智能网联汽车进行准入试点和在限定区域内上路通行试点。2024年1月，工信部等5部委发布《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》，提出围绕建设智能化路侧基础设施、提升车载终端装配率、建立城市级服务管理平台等9项任务开展试点工作。在企业试点层面，6月4日工信部等四部委确认首批9个联合体开展智能网联汽车准入和上路通行试点；在城市试点层面，从5月末开始，首批试点城市中的北京、武汉、杭州、十堰的车路云一体化招标大单陆续发出（部分中标、部分备案），完整的首批试点城市名单于7月3日发布。

图表24：我国车路协同政策演变历程

阶段	时间	政策
初期阶段	2010 年前后	国家开始重视车路协同技术，在国家科技重大专项和各地方政府支持下，开展一些技术研究和小范围试点
试点推广阶段	2015-2017 年	国家出台了《智能交通发展规划（2015-2030 年）》，明确支持车路协同技术的试点和推广。各地积极开展车路协同系统的建设，如深圳、杭州等地开始建设智慧交通示范区
标准制定阶段	2017 年后	国家出台《车辆与路侧通信技术规范》等标准，规范车路协同技术的标准化路径。同时，推出了车联网和智能交通产业发展规划，明确支持车路协同相关企业
应用推广阶段	2020 年后	国家出台新一代基础设施建设规划，大力支持智慧交通建设。许多城市开始全面推广应用车路协同系统，如智能交通灯、车辆与基础设施联网等

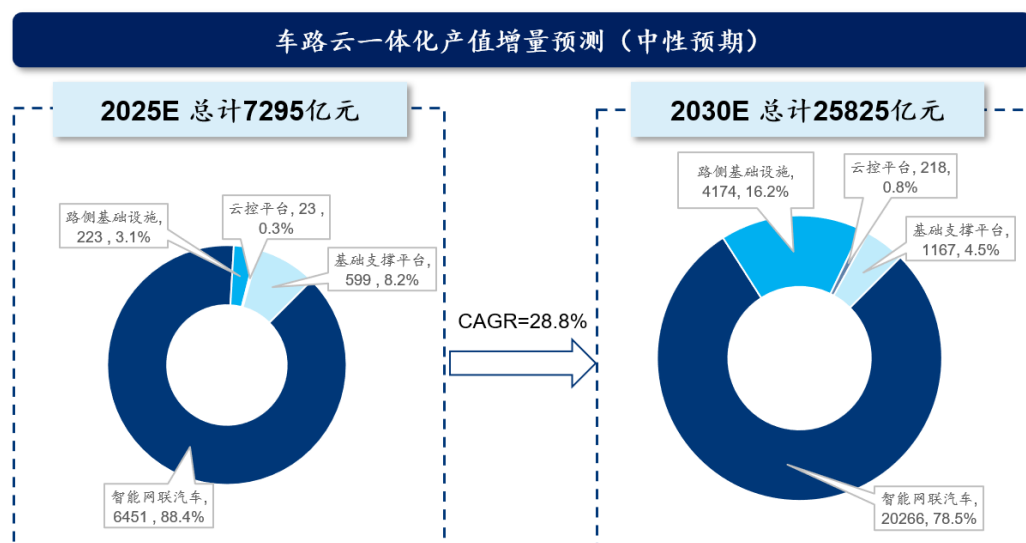
资料来源：政府官网、华泰研究

2025 年/2030 年我国车路云一体化产值增量有望分别达到 7295/25825 亿元。车路云一体化作为系统工程，可辐射带动智能网联车整机及终端、路侧基础设施、云控平台、基础支撑等板块多个细分领域的融合发展。根据中国汽车工程学会等编著的《车路云一体化智能网联汽车产业产值增量预测（2024 年 2 月）》中的预测，在中性预期情景下，2025 年/2030 年我国车路云一体化产业总产值增量分别为 7295/25825 亿元，2026E-2030E 产值 CAGR 为 28.8%。细分来看：

1) 智能网联汽车产业作为中流砥柱，产值贡献最大，2025 年/2030 年智能网联汽车产业产值增量分别为 6451/20266 亿元，占总产值增量比重达 88.4%/78.5%；

2) 智能化路侧基础设施与云控平台两大产业产值增速较快，2026E-2030E 路侧基础设施与云控平台产业产值增量 CAGR 分别为 79.7%/56.8%。

图表25：车路云一体化产值增量预测（中性预期）

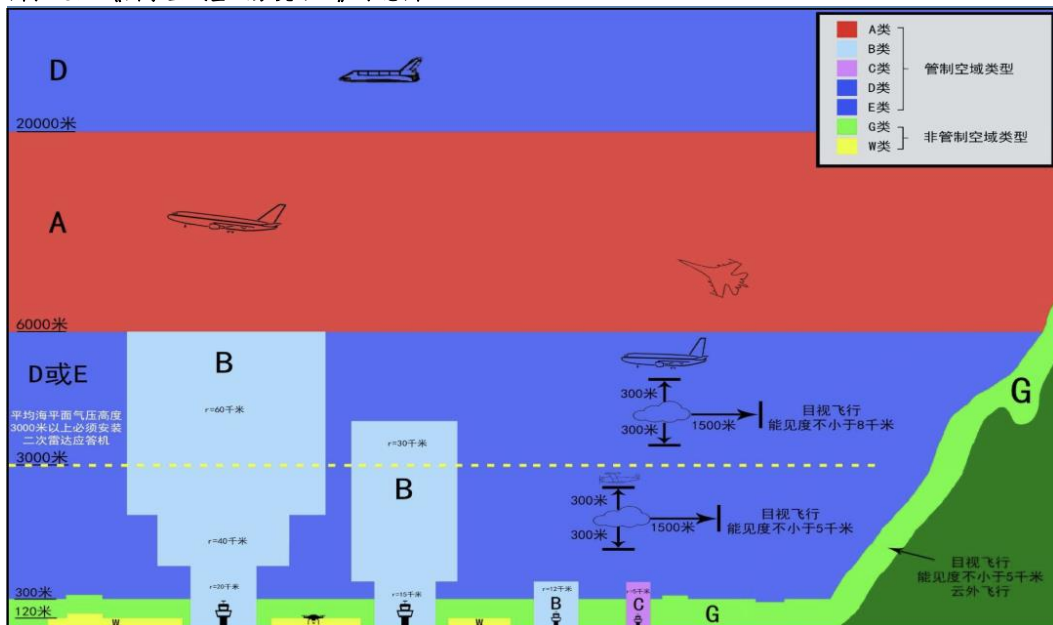


资料来源：中国汽车工程学会等《车路云一体化智能网联汽车产业产值增量预测》（2024 年 2 月），华泰研究

低空经济乘风起航，深圳先行示范打造“天空之城”

低空经济是以民用有人驾驶和无人驾驶航空器为主，以载人、载货及其他作业等多场景低空飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态。所谓低空空域，通常是指地面上方不超过 1000 米的空间，但根据地区差异和需要，高度可扩展至 3000 米。在空域政策、经济政策、行业政策等多重政策支持下，我国通用航空业持续快速发展，低空经济领域企业增速快。根据中国民用航空局发布的《2023 年民航行业发展统计公报》，截至 2023 年底，中国获得通用航空经营许可证，且使用民用无人机的通用航空企业数量达到 19825 家，比 22 年底净增加 4695 家。

图表26: 《国家空域基础分类方法》示意图

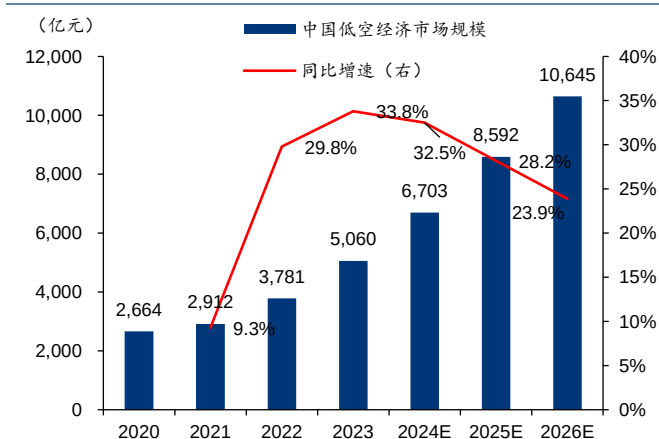


资料来源: 中国民用航空局、华泰研究

低空经济市场发展潜力大, 有望形成万亿级市场规模。根据赛迪顾问发布的《中国低空经济发展研究报告(2024)》显示, 2023年中国的低空经济市场达到5059.5亿元, 同比增长33.8%。随着产业布局加快推进, 未来市场规模有望高速增长, 据其乐观预计, 2026年中国低空经济规模有望达到10644.6亿元, 2024-2026年CAGR+28.1%。

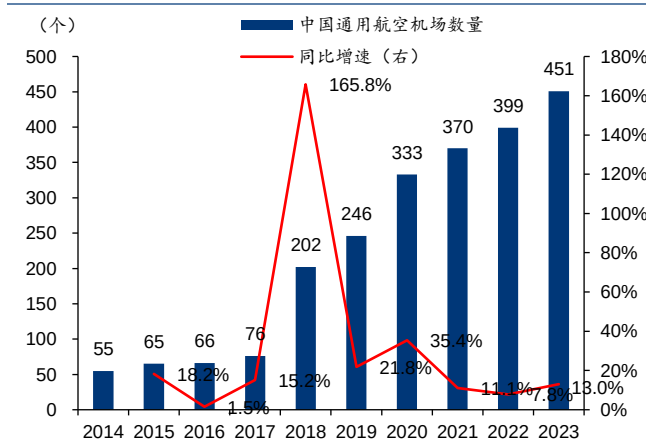
在基础设施方面, 以通用机场为例, 根据中国民航局于2024年3月29日举行的新闻发布会介绍, 自2016年推进通用机场行业管理改革以来, 机场数量得到快速增长, 由政策发布前的61个发展到目前的453个, 改革成效明显。

图表27: 中国低空经济市场规模



资料来源: 赛迪研究院、华泰研究

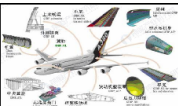
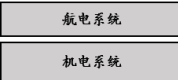
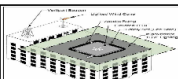
图表28: 我国在册通用航空机场数量及同比增速



资料来源: 国家民航局、华泰研究

低空经济产业链上中下游分别是原料及设备部件、基础设施与总装集成和下游应用领域。目前低空经济发展正处于转型跨越关键时期, 在有效政策推动下, 预计未来市场发展空间广阔。与低空经济配套的低空设施建设、低空经济规划、低空智能融合与软件研发等也将受到带动。低空经济产业链涵盖多个领域, 其中, 上游包括航空材料、航空部件、航空发动机、航空航天系统; 中游涉及基础设施和集成制造, 基础设施方面涵盖服务站的规划设计咨询、机电安装和飞行信息系统等环节以及通用机场的土建施工和空域管控系统, 集成制造主要包括无人机、传统飞行器、eVTOL等; 下游主要是应用场景领域, 涵盖了运营租赁、维修保养以及“低空+”的多个细分场景。

图表29：低空经济产业链及涉及公司一览

上游：原料及部件	航空材料		铝合金 钛合金 航空钢材 复合材料等	代表企业：中国铝业、西南铝业、南山铝业 代表企业：宝钛股份、西部材料、西部超导 代表企业：宝钢股份、太钢不锈钢、抚顺特钢 代表企业：中航高科、光威复材、中复神鹰
	航空部件		机翼 机身 机头 雷达罩等	代表企业：航天科工、中国商飞、波音 代表企业：洪都航空、中国商飞、成飞集团 代表企业：中航西飞、中航沈飞 代表企业：力士宇航、中航光电、航电电器
	航空发动机		代表企业：航发动力、航发科技、航发控制	
	航空航天系统		航电系统 机电系统	代表企业：中航机电、国瑞科技、中航电子 代表企业：古德维奇、霍尼韦尔、派克电力
中游：基础设施与总装集成	基础设施		服务站 通用机场	飞控系统 环控系统 电源系统等 代表企业：威海广泰 代表企业：利勃海尔 代表企业：欣旺达
	集成制造		无人机 直升机 eVTOL	代表企业：大疆创新、中航沈飞、亿航智能、航天彩虹 代表企业：空客直升机、贝尔、莱奥纳多、罗宾逊 代表企业：亿航智能、沃飞长空、Joby、Lilium
	运营租赁		飞行培训、航空租赁等	代表企业：中信海直、华设集团
	维修保养		结构维修、机场配套等	代表企业：苏交科
下游：应用领域	“低空+”			

资料来源：各公司公告、各公司官网、华泰研究

规划设计先行，基础设施板块或将率先受益。目前低空经济发展还处于初步阶段，规划设计咨询是整个产业链的基石，涉及对飞行路线、安全管理、技术需求以及合规性的综合考量，具体内容包括但不限于低空政策咨询、发展战略规划、空域规划标准制定、体制机制构建以及低空产业园区规划设计等，对于预防潜在的风险、优化资源配置、以及确保项目符合政策和市场需求至关重要。而基础设施板块是将规划愿景落实的关键步骤，包括通用机场和其他起降场的物理设施，以及低空飞行所需的通信、导航、监视和气象监测信息基础系统，以及数字化管理服务系统等，这部分越早的投入和建设，越能够加速整个产业链的发展，为上游的飞行设备制造商和下游的运营服务提供商创造更多的商业机会和价值。

图表30：低空经济规划和基建板块涉及业务

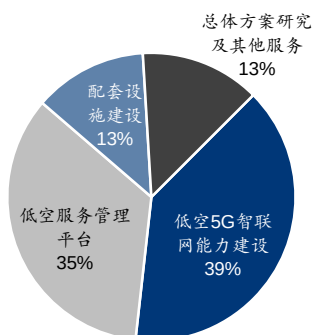
规划设计			基础设施		
低空政策咨询	发展战略规划	航路航线/起降点规划	物理基础设施	信息基础设施	数字化管理服务系统
空域规划标准制定	体制机制构建	低空产业园区规划设计	通用机场 起降点	低空空域监视管理系统 面向无人机运行的低空空域结构化框架标准	

资料来源：各地公共资源交易平台、各公司官网、华泰研究

低空基础设施建设包含多个领域和环节，未来 3-5 年市场规模有望超 4000 亿。从基础设施板块来看，业务主要包括物理基础设施（如起降场等）、信息基础设施（如低空 5G 智联网能力建设）、数字化系统（如低空服务管理平台）等。据苏州市公共资源交易平台，以太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目为例，该项目计划总投资 2650 万元，主要建设项目包括总体方案研究及其他服务、配套设施建设、低空服务管理平台以及低空 5G 智联网能力建设，预算投资金额分别为 270/350/950/1080 万元，其中基建平台建设费用占比超七成。同时，参考太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目建设周期为合同签订 60 天而深圳低空智能融合基础设施建设项目一期工程建设周期为 2 年，不同类型项目以及各地区的推进节奏有所不同，我们预计短期（1-2 年）或以 20 个示范区为主进行试验，中长期（5 年以上）将逐步向全国推广。

分业务看：①以深圳低空智能融合基础设施建设项目一期工程为参考，基建平台建设费用约 5 亿/示范区，短期 20 个示范区规模达 100 亿，全国来看规模有望超过 300 亿；②贵州都匀 A3 级通用机场（总投资 3000 万元）和启德通用航空机场（总投资 5 亿元）参考，通用机场中直升机场/跑道型机场平均投资额为 3000 万/5 亿元，据民航新型智库，2023 年末全国 451 个通用机场，2030 年预计达到 2058 个，新增约 1600 个，按照现有直升机场和跑道型机场数量比例估计，二者分别新增 1000/600 个，规模可到 3300 亿，短期建设规模预计占六成，约 2000 亿；③据各地低空发展政策，我们估计全国长期起降点建设量 6800 个，短期 4000 个，大中小型数量比例 1%/33%/66%，据 IDEA 专家测算，大型起降枢纽投资在 2000 万到 5000 万之间，中型起降场投资在 1000 万到 2000 万之间，小型起降点投资在 100 万以内，预计这部分投资规模短期近 250 亿，长期超 400 亿。综上，低空前期服务业务市场规模短期超 2300 亿，长期超 4000 亿，其中通用机场和起降点建设占比较重，辅助类基建次之，规划设计业务相对规模较小，但可更快拿到市场红利。

图表 31：太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目投资构成



资料来源：苏州市公共资源交易平台、华泰研究

图表 32：太仓市民用无人机试飞基地建设和服务项目具体建设内容

项目	具体内容
低空 5G 智联网能力建设	5G 通信、导航、监视、气象、频谱地图测绘等部分
低空服务管理平台	接入试飞基地无人机运行数据、空域管理数据、低空气象数据、低空情报数据以及协同管理数据，提供空域数字规划、飞行活动管理、低空运行监视、航行情报及气象服务、用户及无人机实名管理等功能，保障基地运行合规、安全、高效
配套设施建设	包含监控大屏、操作台、席位工作站等指挥环境，以及无人机自动机场、5G 云盒以及高清监控摄像头等监控设施，为后续日常工作提供基础保障
总体方案研究及其他服务	包含民用无人机试飞基地总体方案研究、试飞基地低空空域研究、试飞基地综合应用测试场址研究、试飞基地申报材料编制

资料来源：苏州市公共资源交易平台、华泰研究

图表 33：低空经济基础设施建设业务市场规模测算

业务	费用标准估测	市场规模测算	
		20 个示范区的市场规模	全国全面铺开的市场规模
基建平台	5 亿/示范区	5 亿*20 个示范区=100 亿	>300 亿
通用机场	直升机场：3000 万/个 跑道型机场：5 亿元/个	3000 万*600=200 亿 5 亿*360=1800 亿	3000 万*1000=300 亿 5 亿*600=3000 亿
起降点	大型起降枢纽：2000 万到 5000 万/个 中型起降枢纽：1000 万到 2000 万/个 小型起降点：100 万以内/个	3500 万*40 个=14 亿 1500 万*1320 个=200 亿 100 万*2640 个=26 亿	3500 万*68 个=24 亿 1500 万*2244 个=340 亿 100 万*4488 个=45 亿
合计		>2300 亿	>4000 亿

资料来源：IDEA、华泰研究测算

前期规划设计单个订单规模较小但落地较快，中长期预计全国市场规模有望超 40 亿。从规划设计板块来看，业务主要涉及规划设计、政策咨询、标准制定、航线规划等。不同等级城市相关投资规模存在较明显差异，根据各地招投标情况判断，直辖市/副省级城市以区为单位编制较多，预算较高，其他地（县）级市更多以市为单位开展规划设计。据我们对全国各地地方低空政策的梳理，已经披露政策规划的区域中包含 5 个直辖市/副省级城市，分别是重庆、广州、深圳、成都、南京，这类地区的低空规划设计费用标准大概在 200 万/下辖区，政策咨询/标准制定约 150 万/下辖区，航线/起降点规划在 150 万/下辖区，上述地区下设约 69 个行政区，合计规划设计费用约 4 亿元。此外，其他披露相关的地区有湖南、福建、安徽、广西、辽宁、黑龙江、河南、西藏 8 个省（自治区）和芜湖、苏州、珠海 3 个地（县）级市，这类地区的低空规划设计费用我们按照 200 万/市，政策咨询/标准制定 150 万/市，航线/起降点规划在 150 万/市的标准测算，合计规划设计费用约 5 亿元。若放眼全国，直辖市/副省级城市共有约 213 个下辖区，其他地（县）级市 666 个，合计近 45 亿元。综合来看，规划设计业务短期市场规模在接近 10 亿元，若推广到全国，长期市场规模可达 44 亿，按上述测算中长期总市场规模约 4000 亿元计算，取费率在 1.23% 左右，与现有勘察设计行业取费率较为一致。

图表34：低空经济前期规划设计业务市场规模测算

业务	费用标准估算	市场规模测算	
		已披露低空政策，预计先行规划的市场规模	全国全面铺开的市场规模
规划设计	直辖市/副省级城市 200 万/下辖区，其他地区 200 万/市	200 万*（69 区+100 市）=4 亿元	200 万*（213 区+666 市）=18 亿元
政策咨询/标准制定	直辖市/副省级城市 150 万/下辖区，其他地区 150 万/市	150 万*（69 区+100 市）=3 亿元	150 万*（213 区+666 市）=13.2 亿元
航线规划	直辖市/副省级城市 150 万/下辖区，其他地区 150 万/市	150 万*（69 区+100 市）=3 亿元	150 万*（213 区+666 市）=13.2 亿元
合计		10 亿	44.4 亿

资料来源：《中国城市统计年鉴 2020》、华泰研究测算

深圳是低空经济政策及基础设施建设的先行示范城市，目标 2035 年低空经济产业产值规模突破 2000 亿元。深圳于 2023 年发布《深圳市低空支持低空经济高质量发展的若干措施》，针对低空经济发展提出了 20 条支持措施，单项最高奖励达 5000 万元。2024 年深圳率先在全国推出首部低空经济法《深圳经济特区低空经济产业促进条例》；同年 10 月，深圳发布《深圳市综合立体交通网规划方案（2024—2035 年）》，其中提到要加快建设涵盖医疗救护、交通救援等功能的超 100 处公共服务类起降点，2025 年建成 1000 个以上低空飞行器起降点，到 2035 年低空经济产业产值规模突破 2000 亿元。11 月深圳发布《深圳市低空基础设施高质量建设方案（2024-2026 年）》，提出到 2026 年，深圳将建成 1200 个以上低空起降设施。在深圳市政府的大力推动下，深圳各区也接连制定并发布支持低空经济发展的相关措施。

以深圳宝安区为例，其 2023 年 7 月就出台了《深圳市宝安区低空经济产业创新发展实施方案（2023-2025 年）》、《深圳市宝安区关于促进低空经济产业发展的若干措施》，并于当年 10 月将低空经济纳入深圳“20+8”产业集群。根据其提出的“1+3+N”发展格局和行动计划，将在深中通道门户区谋划建设低空经济未来中心，并在深中通道门户区、燕罗片区、大铲湾片区分别规划布局低空经济总部集聚区、低空经济制造产业集聚区和公共服务中心，以及 N 个应用场景和基础设施；到 2025 年，网格化布局 100 个以上低空飞行器起降平台，开通 50 条以上无人机航线。

宝安交通集团牵头承接了低空智能融合基础设施建设、低空场景应用示范、产业能级拓展、产业生态培育等方面的基础设施项目建设和运营。2023 年 12 月 26 日，全国首个标准化建设的城市空中交通运营示范中心在深圳宝安落成，包括起降坪、机库、指挥调度中心、候机区、游客服务中心等，项目建成后由明澜低空公司和亿航智能合作运营城市空中交通业务。2024 年 5 月 6 日，宝安低空经济产业公共服务中心揭牌，同步启用无人机系统应用测试基地，力翎(深圳)航空有限公司(德国 Lilium)、深圳市圣翔低空科技有限公司、成都浩孚科技有限公司等 10 余家单位意愿进驻，初步形成低空经济产业聚集效应。2024 年，宝安将以燕罗工业园为载体，全力打造覆盖技术研发、生产制造、运营保障等多元业态的宝安首个低空经济产业园，新增设备房、连廊、电梯等园区配套设施，进一步完善园区配套服务，活化现有产业空间，为低空经济领域的机构和企业提供展示和办公的空间。

图表35： 深圳市宝安交通集团承建的主要低空基建项目

城市空中交通运营示范中心	无人机系统应用测试基地	低空经济产业公共服务中心	燕罗低空产业园
•用地4571平米，建筑面积910平米，总投资约2000万元 •1个直径20米的eVTOL起降场、1个机库及游客服务中心	•一期用地9002平米，主要建设2个直径20米的eVTOL起降场，1个直径30米起降场，576平米综合服务中心，总投资500万元 •二期计划用地6276平米，将建设1条190米飞行跑道	•建筑面积1.79万平米，总投资6989万元 •目标是建设成为宝安低空经济产业展示中心、科创中心、企业服务中心、飞行服务行政服务中心及城市交通体验中心	•打造覆盖技术研发、生产制造、运营保障等多元业态的低空经济配套产业园区

资料来源：深圳宝安交通集团官网、城市空中交通运营示范中心、华泰研究

11 月 5 日深圳市低空经济基础设施高质量建设启动会召开，会上深圳发改委预计 2024-2026 年深圳低空设施投资额有望达 120 亿元以上，“十五五”期间可达 200 亿元以上。参考宝安区的低空基建规划及投资额，并结合我们前文对低空经济规划设计和基础设施建设的市场规模测算，我们假设每个区的低空经济规划咨询投资额为 200 万元/次/年，低空飞行器起降点投资额为 500 万元/个，低空飞行服务管控平台投资额为 7000 万元/区，结合深圳市 2026 年建成 1200 个以上低空飞行器起降点的目标，我们测算到 2024-2026 年深圳市（10 个区）的低空经济规划咨询/起降点/服务管控平台的市场规模有望超 70 亿元。

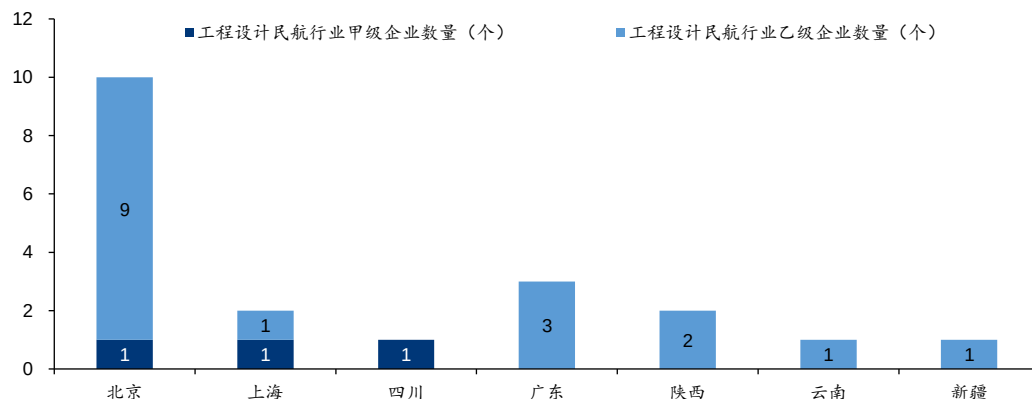
图表36： 深圳市 2024-2026 年低空经济规划设计及基础设施建设市场规模有望超 70 亿元

	规划咨询	低空飞行起降点	低空飞行服务管控平台
数量	每个区 1 年 1 次	全市 1200 个	每个区 2 个
单位投资额	200 万元/次/年	500 万元/个	7000 万元/个
市场规模（亿元）	0.6	60	14

资料来源：深圳市政府，华泰研究测算

民航工程设计资质稀缺，地方性设计国企有望受益。目前国内工程设计民航行业资质稀缺，拥有资质的企业能够享受相对的市场优势和经济红利。根据全国建筑市场监管公共服务平台数据统计，目前全国具有工程设计民航行业甲级资质的企业共有 3 家，分别是民航机场规划设计研究总院有限公司、上海民航新时代机场设计研究院有限公司、民航机场建设集团西南设计研究院有限公司，此外具有乙级资质的企业 17 家，集中分布在北京和广东省。在前期规划咨询业务领域，具备民航相关经验的设计院将有机会承接政府低空经济相关产业研究等相关规划政策咨询项目，核心优势体现在区位优势和专业资质，依托属地优势和项目经验，抢占业务先机。

图表 37： 全国具有工程设计民航行业资质企业数量分布情况



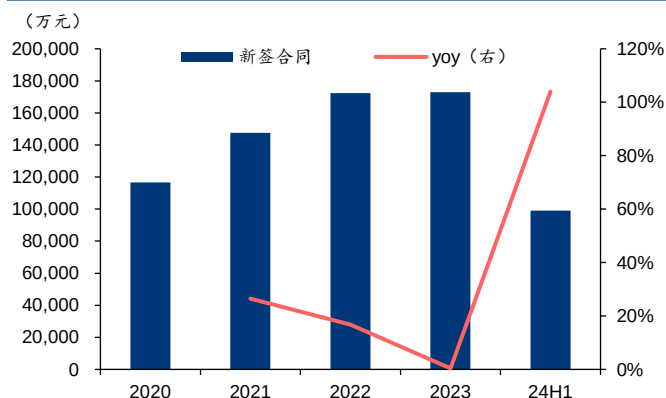
资料来源：全国建筑市场监管公共服务平台、华泰研究

大数据与智慧交通先行实践者，打造标杆项目引领行业发展

深圳城市交通规划重要支柱，全国化及全球化布局加速

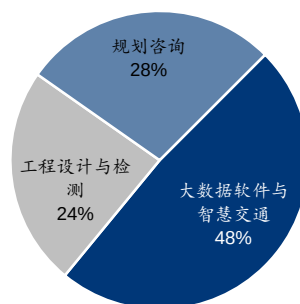
新签合同稳健增长，逐渐完成数字化转型。公司 2020-2022 年新签合同额 11.66/14.75/17.23 亿元，2021 和 2022 年同比+26.5%/+16.8%。2023 年新签合同总额 17.3 亿元，与 2022 年基本持平，我们预计主要受传统规划设计新签下滑影响，而大数据软件与智慧交通新签合同有望保持增长。从新签合同结构看，2022 年公司新签合同 28%为规划咨询业务，24%是工程设计与检测业务，大数据软件与智慧交通业务占比最高达 48%，公司在 AI+、数字化等技术高速发展的背景下积极调整战略目标，优化业务结构，着重发展大数据软件与智慧交通业务。据公司公告，2024 年上半年公司新签合同额 9.9 亿元，同比增长 104%，其中智慧新基建相关项目合同占比过半。

图表38：2020-24H1 公司新签合同额及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表39：2022 年公司新签合同结构

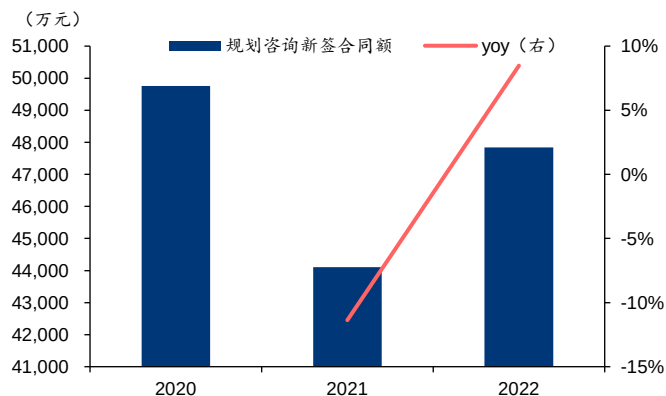


注：公司未披露 2023 年新签合同具体结构

资料来源：公司公告、华泰研究

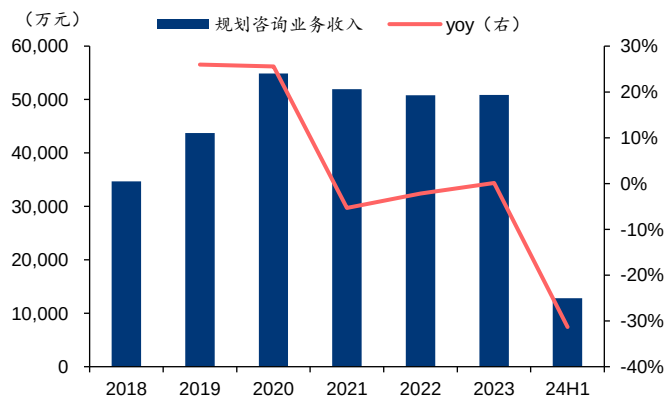
规划咨询是公司传统强项，深度参与深圳市整体交通规划。规划咨询是公司传统主要业务，业务内容为制定适宜城市交通发展的目标和策略，提供各类交通设施建设发展的方案建议。业务类型包含“战略政策及综合规划”和“城市与交通专项规划”两种，公司标杆项目包括深圳市整体交通规划、深圳市城市交通白皮书、深圳市综合交通“十二五”&“十三五”&“十四五”规划等。2021-2023 年公司规划咨询业务收入分别为 5.2/5.1/5.1 亿元，近 3 年业务规模保持稳定，24H1 规模咨询业务收入同比下滑 31.3%至 1.3 亿元，主要系公司业务结构转型，传统规划咨询业务规模有所下降。

图表40：2020-2022 年公司规划咨询业务新签合同额及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表41：公司规划咨询业务收入及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

具备全行业完备资质体系，立足深圳服务全国。公司拥有公路、水运、房建等 10 大类资质，包括城乡规划甲级、市政道路设计甲级等，同时也是深圳市交通行业唯一的政府强制性检测平台，承担深圳市 80% 以上的重大交通建设项目工程质量检测工作，拥有行业认证最高、最全的资质体系。深圳是公司业务主要发展地，经过二十多年深耕，公司已成为深圳市交通道路规划重要支撑企业，同时公司业务向全国发展，业务覆盖全国 30 个省市、160 余座重点城市，形成了以深圳为总部，华南、华东、西南、华北四大区域事业部及 13 家数字科技公司协同发展的全国化布局。2022 年公司收购南京城交院 61.48% 股权，2023 年南京城交院收入/净利润占比分别为 6.5%/8.5%。公司协同南京城交院设立南京智慧研发与推广中心，形成深圳+华东两大研发中心支撑全国智慧业务交付，有望进一步加强公司在省外尤其是华东地区的业务拓展能力及市场竞争力。同时，公司成立国际业务部，2024 年 1 月公司与阿布扎比智慧城市合作项目及共建的创新实验室签约，中东、东南亚等海外市场逐步实现突破。

图表 42：深城交主要子公司收入及利润占比

子公司名称	业务性质	2021				2022				2023			
		收入	收入占比	净利润	净利润占比	收入	收入占比	净利润	净利润占比	收入	收入占比	净利润	净利润占比
新视达	工程施工	13233	11.40%	267	1.70%	3939	3.20%	65	0.40%				
广州深研	智慧交通	930	0.80%	9	0.10%	201	0.20%	4	0.00%				
深研人工智能	交通大数据	419	0.40%	-418	-2.60%								
宝建院	建筑设计	209	0.20%	29	0.20%	2032	1.70%	349	2.10%				
宝规院	规划服务	750	0.60%	143	0.90%	5551	4.50%	410	2.50%				
宝监理	工程监理	166	0.10%	40	0.20%	2497	2.00%	180	1.10%				
锦绣城建价	工程造价	130	0.10%	4	0.00%	2906	2.40%	390	2.40%				
南京城交院	规划服务					971	0.80%	321	1.90%	9286	6.50%	1481	8.50%

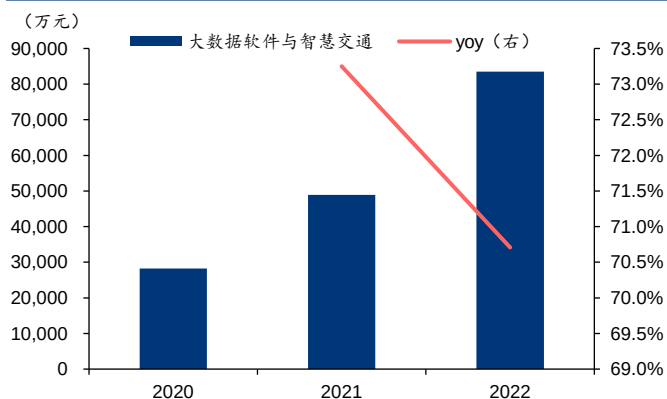
注：收入和净利润单位均为万元

资料来源：公司公告、华泰研究

大数据产品渐成体系，打造智慧交通标杆项目

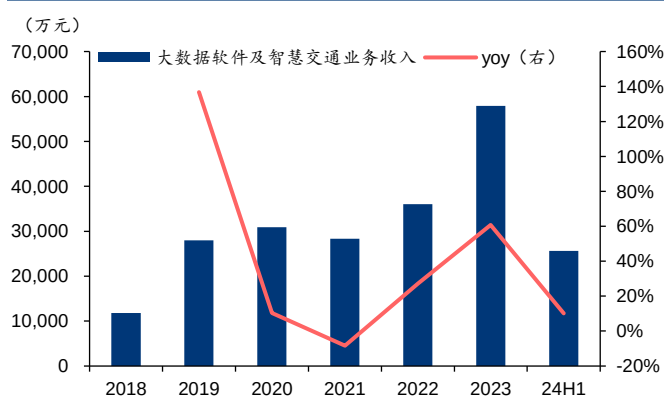
大数据及智慧交通业务快速发展，新一代解决方案充满潜力。公司大数据软件及智慧交通业务主要为“交通大数据决策支持平台”软件产品的开发和销售、系统集成及运维管理。经过多年沉淀，所提供业务已覆盖智慧交通全产业链。因应国家政策与发展趋势，公司逐渐优化业务结构，重点发展此类业务，该业务新签合同额大幅增长。2020-2022 年大数据软件与智慧交通新签合同由 2.8 亿元上升至 8.4 亿元，年复合增长率 72%，2023 年以来继续维持较快增长，24H1 智慧新基建相关项目合同在总新签合同中占比超过一半。收入方面，2021-2023 年该业务收入由 2.8 亿元快速增长至 5.8 亿元，收入占比也由 24.4% 逐年上升至 40.8%。24H1 公司大数据软件及智慧交通收入同比增长 10.1% 至 2.6 亿元，收入占比进一步提升至 55.2%。

图表 43：公司大数据及智慧交通业务新签合同额及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表 44：公司大数据及智慧交通业务收入及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

定制化大数据决策支持平台，配套系统集成与运维管理。公司大数据与智慧交通业务的核心是“交通大数据决策支持平台”，可以拆分为四个层级。第一层是数据底层，将多源数据接入平台，方便统一管理运用。第二层是TransPaaS通用平台，通过仿真模型提供面向交通场景下的标准数据治理与算法服务，是各软件应用模块的基础。第三层是成型软件产品，应用场景包括规划决策、运输监管和交通管控，可以实现道路情况多维度实时监测预警，道路设备接入、管理，和对城市路网进行历史分析及态势推演等功能。第四层则是定制化应用APP，根据客户的不同需求，基于已有的通用平台和成型的软件模型进行二次开发。新一代智慧交通系统TransPaaS平台是支撑地空一体交通系统统筹建设及运营的数字底座，为城市开展多元共治、跨领域协同治理等提供统一的数字化智能治理平台。公司持续迭代TransPaaS3.0，形成‘规-建-管-养-运-服’六位一体业务为支点的业务规则互馈、数据流程互通、自主进化交通系统。AI底座已支持超过15类、2100多个交通孪生数据接入，融合基础设施、感知设备、运载工具等3大类24小类基础孪生体管理，可实现人、车、路、V2X设备的一体化数字仿真还原。

图表45：新一代智慧交通系统数字底座TransPaaS平台



资料来源：公司公告、华泰研究

积极拓展业务领域，承接多个标杆项目。公司以“深圳标杆+全国化复制+国际输出”模式积极布局业务，承接了成都交投交能融合虚拟电厂管理平台、深圳北站交通综合整治一期工程等多个标杆项目，其中深圳北站整治项目公司提供从规划、设计到施工全过程伴随式服务，有效保证了规划意图在工程设计、施工等各阶段的精准传递，实现了枢纽和道路整体运行效率提升20%以上，投诉率下降50%以上，切实提升了乘客的出行体验。

图表46：公司大数据软件及智慧交通类标杆项目

项目名称	招标人	中标金额（万元）
福田中心区交通设施及空间环境综合提升工程智慧交通工程-软件开发	深圳市建安（集团）股份有限公司	9149.8
龙岗区城市道路交通监控设施完善工程（施工）	深圳市公安局交通警察支队龙岗大队	7921.61
红荔路交通与空间环境综合提升工程-智慧道路工程与智慧电气工程专业分包	深圳市路桥建设集团有限公司	7828.71
侨香路面修缮及交通改善工程-智慧道路工程专业分包	深圳市路桥建设集团有限公司	6288.23
福田中心区交通设施及空间环境综合提升工程智慧交通工程-设备采购	深圳市建安（集团）股份有限公司	5716.35
空港新城综合管廊二期项目重庆路、永福路交通疏解工程专业分包	中国二十冶集团有限公司	3887.18
福田中心区交通设施及空间环境综合提升工程智慧交通工程-工程物资采购	深圳市建安（集团）股份有限公司	3114.25
面向人工智能创新应用先导区的应用场景公共服务平台建设	工业和信息化部科技司	3000.00
智慧宝安交通提升工程一期（设计采购施工总承包）	深圳市公安局交通警察局宝安大队	22506.98
三龙湾大道及相连道路综合提升工程（智慧工程）设计施工总承包	佛山市南海三山新城投资发展有限公司	11609.05
智慧宝安交通提升工程二期项目	深圳市交通运输局宝安管理局	21925.06

资料来源：公司公告、华泰研究

联手头部互联网企业，AI+交通赋能打造智慧城市。公司与头部互联网企业合作，融入 AI、云计算、物联网等技术，全面构建智能交通体系，助力打造智慧城市，2022 年先后与腾讯云计算，华为签订战略合作协议。同年，公司与华为等组成联合体共同承接“深圳市交通运输一体化智慧平台一期”，该项目金额 9.74 亿元，是全国首个城市级、覆盖海陆空铁全领域的智慧交通大脑，支持 2 万路设备接入并预留 10 万路设备连接能力。另一标杆项目“智慧宝安交通提升工程二期”由公司与腾讯云联合体中标，通过智慧工程与应用平台建设，实现智慧赋能，公司负责该项目的场站设施建设、配套工程建设及智慧应用平台建设的交通规划建设、交通综合治理、运输安全监管、设施健康监测部分，该项目合同金额 2.2 亿元，系公司大数据软件与智慧交通的标杆项目之一。

图表47：公司与头部互联网企业战略合作协议

战略协议	合作公司	合作内容
《智慧交通深化合作协议》	华为技术有限公司	在智慧道路、智慧枢纽、智慧公交、智慧出行、TOCC、车路协同、智慧高速等交通业务领域展开市场战略、市场拓展、解决方案、专业技术等方面合作，加大深圳交通类项目合作力度，加快全国交通类项目合作，加强交通行业联合解决方案合作，加强协同营销合作等。
《战略合作框架协议》	腾讯云计算（北京）有限责任公司	通过强强联合形成优势互补的紧密战略合作体，在智慧城市基础建设及智能网联汽车协同发展、城市交通、智慧高速等领域携手合作，积极探索互惠互利的智慧交通和智慧城市业务合作模式，共同搭建智慧城市生态平台，打造智慧交通综合解决方案

资料来源：公司公告、华泰研究

前瞻布局城市“低空+”及“车路云一体化”，有望率先受益于行业红利

牵头深圳车路云一体化基础设施建设，联手华为打造坪山区智能网联示范平台。公司 2016 年开始自研智能网联云控平台及智慧信控路口等核心技术，多年来持续参与智能网联政策法规、智能网联测试场建设及无人驾驶公交运营服务等，支撑深圳申报全国“车路云一体化”应用试点新样板。自 2019 年起强化自动驾驶研发合作，借助行业内高等院校的先进技术推动项目进行，深圳“智能网联交通测试示范平台”于 2019 年在坪山区选址建设，目标打造由 5G 引领的智能网联交通测试基地。平台主要满足自动驾驶汽车整车级测试需求，实现全国首个 5G 场景型、虚拟城市型云仿真，并落地实时预测行车轨迹。公司系坪山区示范平台土建工程中标公司，该项目合同金额为 1.11 亿元，公司主要负责交通、电气、智慧路灯、智能化配套、交通监控、交通疏解、绿化等工程建设。

图表48：坪山智能网联示范平台



资料来源：公司公告、华泰研究

前瞻布局低空经济，深度参与深圳低空规划建设。深圳是全国布局低空经济产业的先锋示范城市，2023 年深圳出台了支持低空经济高质量发展的若干措施，并于 2024 年率先在全国推出首部低空经济法《深圳经济特区低空经济产业促进条例》。公司作为深圳交通规划的核心企业，前瞻布局低空经济，持续服务深圳市级与区级政府部门，开展低空经济规划、政策制定、产业研究等项目，主导了深圳市南山区、宝安区、福田区等各区低空起降设施布局规划及工程建设。早在 2019 年，公司就中标“深圳市低空航行网络方案研究”项目，其后在 2022 和 2023 年又分别中标“龙华区城市低空试航航路航线设计”和“罗湖区低空经济发展研究项目”等项目。2024 年公司继续参与了南山区低空航空器起降设施布局规划及低空空域精细化划设、宝安区低空经济产业服务园及无人机起降场站选址及设计等，面向各区多元场景低空飞行活动需求，在空域、空间资源紧约束限制下，制定适应发展需要的低空起降设施布局方案，提出空域精细划设方式与使用规则，保证各类低空飞行活动有序、安全开展。

2023 年底，公司与粤港澳大湾区数字经济研究院联合承接了全国首个低空智能融合基础设施建设项目，项目总金额 5.2 亿元，公司基于 CIM 的城市立体空间数字底座，开发可覆盖全市范围的智能融合系统的软件平台，建设配套的管服中心、数据中心及无人机测试场。

图表49：低空数字化管服平台（企服版）



资料来源：公司公告、华泰研究

图表50：龙岗无人机测试基地建设



资料来源：公司公告、华泰研究

联合发起成立无锡低空经济产业发展科技创新联盟，依托深圳经验向全国拓展低空业务。2024 年，公司联合 12 家科创型低空经济领军企业共同发起成立无锡市低空经济产业发展科技创新联盟，致力于在“低空制造、低空飞行、低空保障、综合服务”四个方面协同推进科技攻关、技术融合、成果转化、产业升级，群策群力为发展新质生产力提供动能。另外，公司与无锡市交通运输局、无锡梁溪科技城管理局签约共同筹建“苏南低空经济与数字城市产业技术研究中心”，将立足无锡，面向长三角地区开展低空数字管服平台建设、低空基础设施建设和运营服务、低空经济发展全过程咨询服务和数字化交通建设等业务。公司充分发挥自身技术优势，持续开展更多应用场景、产业链打造和运营模式的探索，推动低空经济相关产业创新发展。据我们统计，公司累计已中标低空经济相关项目超过 20 个，项目总金额超过 5 亿元。

图表51：公司已中标低空经济相关项目统计

中标时间	项目名称	中标金额（万元）
2019年6月	深圳市低空航行网络方案研究	179.25
2022年11月	龙华区城市低空试验航路航线设计方案	149.00
2023年9月	2023年福田区低空经济技术咨询服务	70.00
2023年10月	罗湖区低空经济发展研究项目	177.95
2023年10月	低空智能融合基础设施建设项目一期工程	51790.65
2023年11月	深圳市低空经济产业发展路径及近期行动计划研究	54.00
2024年3月	无锡市低空经济发展规划及实施方案(二次)	298.00
2024年5月	江门市低空经济发展专项课题研究	90.00
2024年6月	江门市低空飞行应用场景专项规划研究编制服务项目	20.00
2024年6月	江门市低空地面起降基础设施布局专项规划研究编制服务项目	30.00
2024年6月	香蜜湖片区低空设施布局规划专项研究采购	45.00
2024年7月	江门市低空经济产业发展布局专项研究编制服务项目	10.00
2024年7月	深圳市无人驾驶航空试验区年度评估及任务修订建议	27.00
2024年7月	深圳市低空经济支持措施实施细则及优化建议研究	43.00
2024年7月	深圳市直升机起降设施升级改造方案及电动垂直起降航空器(eVTOL)起降设施建设指引研究	84.00
2024年7月	南山区低空航空器起降设施布局规划及低空空域精细化划设方案	202.50
2024年8月	低空经济产业生态圈咨询服务	148.00
2024年8月	《山东高速集团低空经济产业发展规划报告》编制服务单位选聘(标段/包1)	78.00
2024年9月	中山市低空航线及起降点规划项目(二次)	138.00
2024年9月	深圳市城市空中交通总体运行方案研究	83.00
2024年9月	深圳市低空航空器起降设施布局规划采购项目	242.20
2024年9月	温州市低空基础设施布局 and 空域航路航线规划编制	228.00

注：低空智能融合基础设施建设项目一期工程和温州市低空基础设施布局 and 空域航路航线规划编制项目为联合体中标

资料来源：公司公告、深圳市公共资源交易中心、番禺寻标宝、华泰研究

盈利预测与估值分析

公司主营业务收入由规划咨询服务、大数据软件及智慧交通及工程设计与检测构成，23 年合计实现收入/新签合同 14.2/17.3 亿元，24H1 为 4.7/9.9 亿元，同比-17%/+104%，收入下滑主要传统规划和设计业务受宏观环境等影响承压，考虑公司收入确认高峰为下半年（尤其是 Q4），而 24H1 以来低空经济等新兴产业兴起带动公司新签订单快速增长，有望为公司下半年收入增长提供有力支撑。公司我们以公司当年收入除以新签订单计算当年订单转化率，21-23 年分别为 79%/71%/82%，同时由于公司未公开披露 23 年订单结构，因此我们假设公司 23 年各业务新签订单结构与 22 年相等。综合对各项业务新签订单和订单转化率的拆分预测，我们预测公司 24-26 年收入为 17.2/22.4/28.6 亿元，对应增速分别为 21.1%/30.2%/27.7%，具体分析如下：

1) 规划咨询：公司拥有国内领先的交通规划团队，为城市高层决策者提供城市级的规划政策及交通治理，面向重点片区城市综合开发服务以及面向运营的片区级规划及综合治理。未来公司规划业务将向数字化、产业化、综合化及工程化延伸，22-23 年公司规划咨询业务收入同比-2.2%/+0.1%，由于短期交通固定资产投资增速下降（8M24 全国交通固定资产投资同比下滑），我们预计 24 年公司规划咨询业务或承压，但考虑收购南京城交院后公司规划咨询业务版图有望进一步扩张，且低空经济等新基建项目有望催生新的规划设计需求（24 年以来公司已中标超过 20 个低空规划设计相关订单），我们预计 25-26 年公司规划咨询业务有望恢复平稳增长，预测 24-26 年公司该业务新签订单增速为-10%/+10%/+10%，每年订单转化率为 110%（20-23 年均值），对应 24-26 年收入为 4.8/5.2/5.8 亿元。

2) 大数据软件及智慧交通：该业务主要涉及到软件开发、系统集成、运营与运维服务等业务内容，公司智慧业务面向中长期运营延伸，实现市场拓展全国化、拓展方式数字化、协同运作平台化，近年来收入快速增长。21-22 年公司大数据软件及智慧交通业务新签订单同比+73.3%/+70.7%，22-23 年该业务收入增速达 27.2%/60.6%。虽然公司未披露 23 年及 24H1 新签订单具体结构，但据公司公告，2024 年上半年公司新签合同额 9.9 亿元，同比增长 104%，其中智慧新基建相关项目合同占比过半。据中国智能交通协会，18-23 年我国智慧交通市场规模由 1287 亿元增长至 2432 亿元，CAGR 达 13.6%，智慧交通市场规模快速增长有望带动公司相关订单及收入增长。同时，据我们前文预测，未来 5 年低空经济基础设施规划和建设市场规模有望达 2300-4000 亿元，公司前瞻布局有望率先受益。综上，我们认为随着公司各产品线持续研发升级，智慧交通标杆项目持续落地并推进，该业务有望保持较高增速，预计 24-26 年公司该业务新签订单增速为 60.0%/50.0%/40.0%，每年订单转化率为 70%（20-23 年均值），对应 24-26 年收入达 9.4/14.1/19.7 亿元。

3) 工程设计与检测：公司持续推进工程板块设计+代建+全过程咨询+EPC+监检测的设计施工全链条延伸发展，市政设计能力方面增强大通道、大结构、大空间的工程技术设计能力，业务创新方面加强代建、全过程咨询及 EPC 创新业务落地，同时进行数字化升级，依托 CIM+BIM，完善全过程数字化赋能的设计体系。22-23 年公司工程设计与检测业务收入同比-0.1%/-7.9%，考虑公司发展重心陆续向智慧新基建转移，预计传统设计业务将保持相对平稳，预测 24-26 年公司该业务新签订单增速为 0%/0%/0%，每年订单转化率为 73%（20-23 年均值），对应 24-26 年收入达 3.0/3.0/3.0 亿元。

2018-2023 年公司整体毛利率由 35.1%提升至 37.3%，大数据软件及智慧交通业务收入和毛利占比逐渐提升。我们认为公司传统的规划咨询服务及工程设计与检测业务毛利率整体较为稳定，且公司数字化转型有望带来效率提升，我们预测 24-26 年公司规划咨询服务毛利率为 45.5%/46.0%/46.0%；24-26 年工程设计与检测业务毛利率为 42.0%/42.5%/42.5%。公司智慧业务毛利率相对较低，或因前期软件及模型开发投入较高，随着公司业务规模逐渐成熟并扩大，预计该业务毛利率有望逐步提升（24H1 毛利率同比+8.9pct），预测 24-26 年大数据软件及智慧交通业务毛利率为 28.5%/29.5%/30.0%。综合对各项业务毛利率的预测，我们预测 24-26 年公司的整体毛利率为 35.5%/35.0%/34.4%，毛利率下降主要系毛利率相对较低的大数据软件及智慧交通业务占比进一步提升。

图表52： 公司分业务收入及毛利率预测

	2021A	2022A	2023A	24H1	2024E	2025E	2026E
规划咨询	520	508	509	128	476	523	576
yoy	-5.3%	-2.2%	0.1%	-31.3%	-6.5%	10.0%	10.0%
毛利率	43.9%	44.0%	45.6%	29.7%	45.5%	46.0%	46.0%
大数据软件及智慧交通	283	360	579	257	937	1406	1968
yoy	-8.3%	27.2%	60.6%	10.1%	61.9%	50.0%	40.0%
毛利率	23.4%	22.6%	27.2%	28.8%	28.5%	29.5%	30.0%
工程设计与检测	356	356	328	78	300	300	300
yoy	55.1%	-0.1%	-7.9%	-42.0%	-8.6%	0.0%	0.0%
毛利率	39.5%	39.3%	42.7%	29.8%	42.0%	42.5%	42.5%
总收入	1159	1226	1419	465	1718	2237	2856
yoy	6.5%	5.7%	15.8%	-16.5%	18.8%	24.0%	23.4%
毛利率	37.6%	36.4%	37.3%	29.0%	35.9%	35.6%	35.1%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

2019-2022 年公司期间费用率整体呈上升趋势,由 2019 年的 20.7% 上升至 2022 年的 25.6%, 但 2023 年有所下降至 22.0%, 主要系收入增长摊薄导致管理费用率和销售费用率下降。我们认为未来随着公司全国化布局逐步完善, 收入规模快速增长, 期间费用率有望呈下降趋势。其中, 随着公司并购后进行内部管理优化, 管理费用有望延续优化趋势, 预测 24-26 年公司管理费用率为 10.2%/10.1%/10.0%。考虑公司仍在进行交通数据大模型市场推广及全国化扩张, 且低空经济等新业务市场开拓及项目获取仍需较大前期投入, 预测 24 年销售费用率小幅提升, 但后续随着公司收入规模扩大有望稳步下降, 预测 24-26 年销售费用率为 2.7%/2.5%/2.4%。研发及技术创新是公司的核心竞争力, 考虑公司持续进行技术研发创新, 我们预计公司研发费用将维持在较高水平, 预测 24-26 年研发费用率维持在过去三年的均值 9.7%。财务费用率方面, 由于公司轻资产模式运行, 我们预计公司财务费用率将维持低位, 但由于近年来公司拓展资产运营及基础设施建设等项目或需要较大前期资金投入, 预测 24-26 年公司财务费用率将小幅上升至 0.0%/0.2%/0.3%。综合上述预测, 我们预测公司 24-26 年公司期间费用率为 22.6%/22.5%/22.4%。

图表53： 公司期间费用率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
期间费用率	23.7%	25.6%	22.0%	22.6%	22.5%	22.4%
销售费用率	2.9%	3.0%	2.6%	2.7%	2.5%	2.4%
管理费用率	10.5%	12.2%	10.3%	10.2%	10.1%	10.0%
研发费用率	9.5%	10.2%	9.2%	9.7%	9.7%	9.7%
财务费用率	0.8%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

综合我们对公司各项业务的收入和毛利率以及期间费用率的预测, 我们预测 24-26 年公司归母净利润为 1.6/2.1/2.6 亿元, 同比+0.6%/+30.0%/+21.1%。

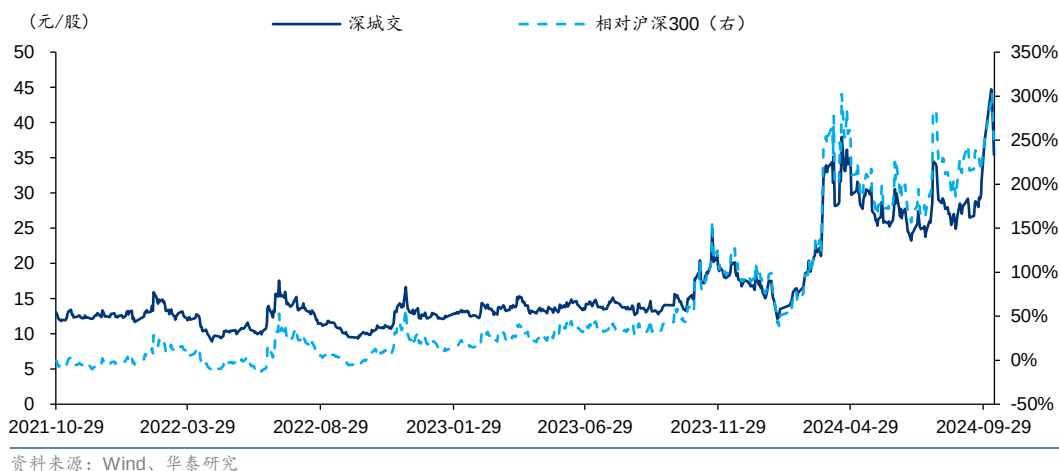
公司上市以来股价相对沪深 300 指数一共经历过 5 次较为明显的上涨时期, 除了 22 年 11 月主要受荣耀借壳传闻影响, 其余 4 次主要受自动驾驶/车路云 (22 年 7 月、23 年 11 月) 和低空经济 (24 年 3 月、24 年 7 月) 等行业政策及相关事件催化。我们认为公司作为深圳乃至全国智慧交通规划设计及基础设施建设领域的领先企业, 积极布局低空经济和车路云一体化相关业务, 且均有标杆项目落地引领行业发展, 未来有望持续受益于产业发展趋势。

我们采取分部估值法对公司进行估值: 由于公司大数据软件及智慧交通业务占比持续提升, 我们选取同为智慧交通及低空经济相关产业链公司易华录、莱斯信息、金溢科技和通行宝作为大数据软件及智慧交通业务的可比公司, 其中易华录、金溢科技和通行宝主营均为智慧交通运营管理系统等相关业务, 与公司大数据软件及智慧交通业务类似, 且收入规模均在 5-10 亿元; 而莱斯信息主营为空管系统等与民航相关的业务, 其与公司均为低空经济基础设施建设的核心参与方。考虑低空经济及车路云一体化仍处在产业发展初期, 前期研发

及技术相关投入较高或影响公司短期盈利能力，但公司的收入及业务规模有望受益于行业变革快速增长，因此我们对公司大数据软件及智慧交通业务采取 PS 估值法。截至 11 月 5 日，可比公司 25 年 Wind 一致预期均值为 10xPS，我们认为公司具备标杆项目经验且拥有承接大型项目总包的综合能力，未来有望受益于低空经济和车路云产业发展，且未来 3 年大数据软件及智慧交通业务收入增速高于可比公司（24-26 年 CAGR+50%，可比公司均值为+25%），认可给予公司该业务 25 年 14.1 亿收入 15xPS，对应目标市值 210.9 亿元；

对于规划咨询和工程设计与检测业务，我们选取同为地方性交通规划设计相关公司地铁设计、华设集团、华建集团和苏交科作为公司可比公司，我们认为规划设计行业发展较为成熟，盈利能力是衡量公司竞争力的核心因素，因此我们对该业务采取 PE 估值法，我们假设公司各业务期间费用率一致，归母净利率主要受毛利率影响，测算 25 年公司除大数据软件及智慧交通以外的业务利润为 1.0 亿元。截至 11 月 5 日，可比公司 25 年 Wind 一致预期均值为 22xPE，我们认为公司地处深圳坐拥地域优势，有望率先受益于大湾区交通建设发展，且净利率高于可比公司，认可给予公司该业务 25 年 1.0 亿利润 25xPE，对应目标市值 25.0 亿元。综合两大块业务，我们给予公司 25 年目标市值 235.9 亿元，对应目标价 58.15 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表54：深城交股价及相对沪深300涨跌幅



图表55：大数据软件及智慧交通可比公司估值表（2024/11/05）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入(亿元)				PS (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300212 CH	易华录	28.30	204	7.65	8.41	11.26	15.09	26.63	24.22	18.09	13.50
688631 CH	莱斯信息	112.78	184	16.76	19.38	23.35	28.24	11.00	9.51	7.90	6.53
002869 CH	金溢科技	32.01	57	5.12	6.00	8.46	11.36	11.22	9.58	6.79	5.06
301339 CH	通行宝	21.63	90	7.42	9.13	11.51	14.50	12.09	9.82	7.79	6.18
平均值								15.24	13.29	10.14	7.82

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

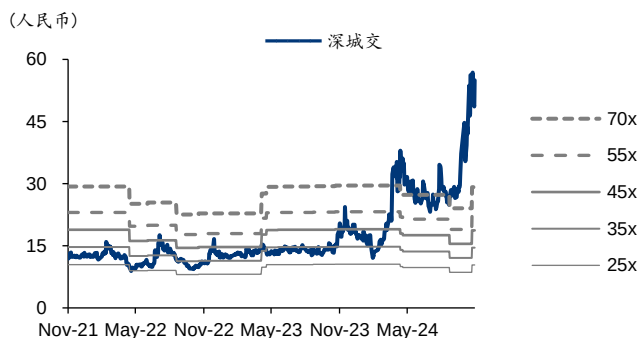
图表56：规划咨询和工程设计与检测可比公司估值表（2024/11/05）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
003013 CH	地铁设计	16.98	69	1.06	1.18	1.33	1.48	16.05	14.37	12.80	11.46
603018 CH	华设集团	9.08	62	1.02	0.82	0.83	0.88	8.90	11.01	10.92	10.27
600629 CH	华建集团	7.67	74	0.44	0.50	0.57	0.63	17.51	15.35	13.49	12.24
300284 CH	苏交科	13.56	171	0.39	0.25	0.26	0.29	35.22	55.19	51.34	46.87
平均值								19.42	23.98	22.14	11.33

注：可比公司盈利预测均来自于 Wind 一致预期

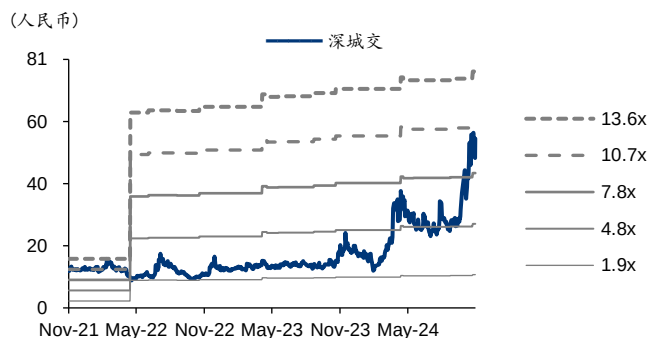
资料来源：Wind, 华泰研究

图表57: 深城交 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表58: 深城交 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

- 1) 低空经济发展不及预期。**目前低空经济发展离不开政策的支持,若相关政策推进力度不及预期,或空域开放政策不及预期,则低空经济发展速度将受影响;
- 2) 项目落地不及预期。**虽然低空经济等产业发展迅速,但其相关的商业模式落地仍需要时间,若商业模式及项目落地不及预期,则低空经济发展或受阻,进而影响公司未来发展;
- 3) 市场竞争加剧。**目前规划设计行业参与企业众多,若市场竞争加剧,则可能导致行业利润率下滑,企业经营压力增大,进而影响公司的盈利水平。

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司