

## 聚焦工程业务，低空经济打开新增长曲线

## ——苏文科(300284)首次覆盖报告

## 增持|首次推荐

## ● 报告要点：深耕行业四十余年，聚焦工程咨询及工程承包

公司是国内首家工程咨询 A 股上市公司，在科研水平、业务技术、企业资质、品牌和行业地位等方面具有领先的优势。公司主营业务包括工程咨询和工程承包两大类，致力于为客户提供创新性、引领性的一站式综合解决方案，为工程建设从投资决策到建设实施提供全过程以及专业化服务。

## ● 顶层设计大力支持，地方政府积极响应

国家力推低空经济，打造万亿市场。“低空经济”在今年全国两会首次写入政府工作报告。工业和信息化部、科学技术部、财政部、中国民用航空局印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030 年）》，提出到 2030 年，推动低空经济形成万亿级市场规模。地方政府积极响应，江苏全省加速布局。江苏省积极打造低空经济“新引擎”，加快构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。江苏省政府提出《江苏省航空航天产业发展三年行动计划（2023—2025 年）》，聚焦通航整机及无人机，重点发展水陆两栖飞机、固定翼多用途飞机、10 座以上中大机型通航飞机、中轻型直升机、旋翼机、新一代垂直起降点飞行器，推动通航飞机在市政管理、应急救援、低空旅游、商务出行、飞行驾驶培训等方面的运用。“7+3”投资助力南京“低空经济”发展提速，总投资超 20 亿，南京市政府高度重视低空经济的引导和布局，聚焦产业集聚、资源整合、基础配套、应用场景等维度，计划用 3 年时间推动南京跻身低空经济全国第一方阵，形成超 500 亿元产业规模；苏州市政府提出《苏州市低空经济高质量发展实施方案（2024—2026 年）》，主要围绕“2026 年成为全国低空经济示范区”的总目标，确定了打造低空产业生态、完善飞行保障体系、培育低空应用场景、争创低空领域示范等 4 大重点任务。

## ● 布局低空经济业务，加快发展新质生产力

低空经济作为国家战略性新兴产业，发展空间广阔。公司在京津冀、长三角及粤港澳等地区密集布局低空应用飞行服务、无人机设备检测与鉴定、低空飞行培训、低空经济产业发展研究、低空飞行基础设施及监管体系建设、各类应用场景策划与开发等六大业务方向，针对政府主体、投资平台主体及市场应用主体，开拓低空飞行服务新场景、构建低空交通运输新体系、孵化低空经济产业新业态，立足低空产业经济发展和交通运输体系构建，致力打造成为低空经济发展的高端智库型科技企业。截至目前，公司承接了江苏省交通运输厅的《江苏省民航统计服务及民航专项统计调查(2023-2024 年)》、《江苏省民航发展蓝皮书（2023 年）暨年度发展分析报告》，苏州市交通运输局的《苏州市通用机场发展战略研究》、牡丹江市重大项目建设保障中心的《牡丹江海浪机场改扩建项目可研阶段净空障碍物测量》等低空经济项目，积极开拓低空经济业务，打造第二增长曲线。

## ● 合资成立低空经济公司，整合核心优势资源

2024 年 4 月，公司与深圳联合飞机集团新设低空经济合资公司，双方股权各占 40%。合资公司作为公司发展低空经济战略业务的重要载体，围绕低空经济产业发展与低空交通运输两大体系的构建，通过整合双方核心优势资源，聚力打造低空咨询服务能力、低空飞行服务能力与低空产业服务能

当前价：8.25 元

## 基本数据

52 周最高/最低价（元）：10.41 / 4.19

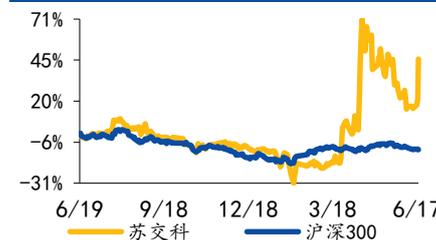
A 股流通股（百万股）：888.86

A 股总股本（百万股）：1262.83

流通市值（百万元）：7804.18

总市值（百万元）：11087.63

## 过去一年股价走势



资料来源：Wind

## 相关研究报告

《国元证券行业研究-低空经济未来已来，eVTOL 扶摇而上》2024.06.18

## 报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

分析师 楼珈利

执业证书编号 S0020524040002

电话 021-51097188

邮箱 loujiali@gyzq.com.cn

力，提供包括低空经济领域政策与产业发展全过程咨询、低空飞行运营服务一站式解决方案、低空基础设施与飞行管理平台投建管运一体化解决方案等技术服务，建设成为低空经济发展的高端智库型科技企业。

● **注重技术创新和产品研发，布局海外业务助力国际化**

公司重视技术创新和产品研发，在科研水平、业务技术、企业资质、品牌和行业地位等方面具有领先的优势，创新开发了梁体偏位报警、一体化车船撞击报警等新技术。公司坚持自主科技创新，先后申请并获准成立了两个国家级科研平台，2006年及2008年被国家科学技术部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。公司加快布局海外市场，2016年投资了西班牙 EPTISA 公司，标志着企业的国际化发展战略取得了实质性的进展。西班牙 EPTISA 公司是全球领先的工程咨询公司，公司业务包括水利、环境、交通、社会经济发展、信息化、工业建筑和能源等，在西亚、东欧、南亚地区运营多年，在“一带一路”地区拥有较为完善的布局。

● **公司业绩分析**

2023年公司营业收入 52.78 亿元，同比+0.98%；归母净利润 3.30 亿元，同比-44.47%。2018-2023 年公司营业收入从 70.30 亿元降至 52.78 亿元，五年 CAGR 为-5.57%，归母净利润从 6.23 亿元降至 3.30 亿元，五年 CAGR 为-11.93%，主要系国内短期需求下行叠加全球通货膨胀、地缘政治所带来的需求不足。2023 年公司毛利率为 35.99%，同比-1.04pct；净利率为 5.81%，同比-6.34pct。2023 年公司期间费用率为 28.2%，同比+3.3pct。其中销售费用率为 1.78%，同比-0.11pct，主要系业务招待费的下降。管理费用率 10.41%，同比+0.51pct，主要系差旅费、业务招待费、咨询会务费的增加。研发费用率 5.51%，同比-0.07pct，主要系材料费、工程委外费的下降。

● **投资建议与盈利预测**

公司是国内首家工程咨询 A 股上市公司，专注于工程咨询和工程承包，通过合资成立低空经济公司，打造低空经济产业发展与低空交通运输两大体系，整合优势资源，有望在低空经济发展的浪潮中充分受益。预计 2024-2026 年，公司归属母公司股东净利润分别为：4.72、5.54、5.92 亿元，对应基本每股收益分别为：0.37、0.44、0.47 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 19.58、16.67、15.60 倍，给予公司“增持”的投资评级。

● **风险提示**

基础设施投资、环保方面的政策变化的风险；投资并购整合的风险；低空经济发展不及预期的风险；商誉减值的风险；汇率波动的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5226.53	5277.81	5575.13	6037.61	6640.56
收入同比(%)	2.09	0.98	5.63	8.30	9.99
归母净利润(百万元)	593.49	329.59	472.15	554.45	592.48
归母净利润同比(%)	25.76	-44.47	43.25	17.43	6.86
ROE(%)	7.25	3.94	5.45	6.13	6.28
每股收益(元)	0.47	0.26	0.37	0.44	0.47
市盈率(P/E)	15.58	28.05	19.58	16.67	15.60

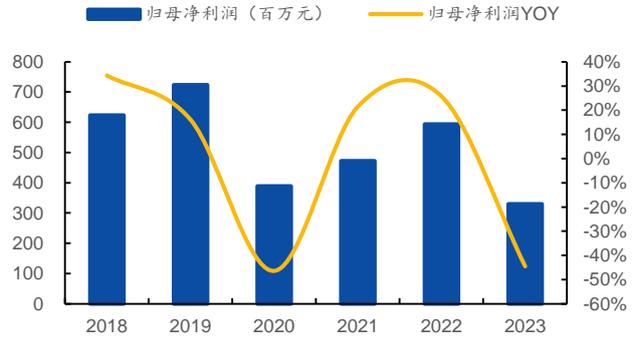
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 1：2018-2023 年公司营业收入及同比增长率



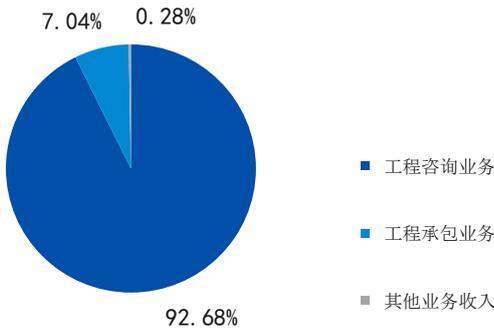
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 2：2018-2023 年公司归母净利润及同比增长



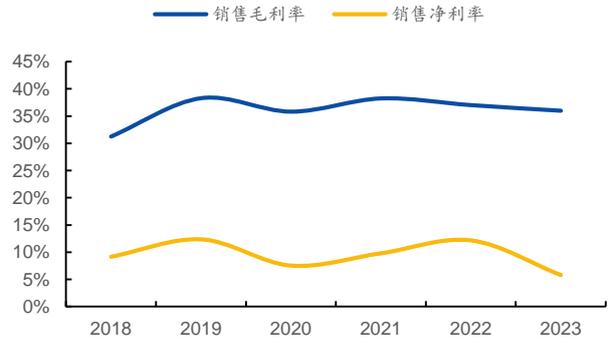
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 3：2023 年公司营收结构



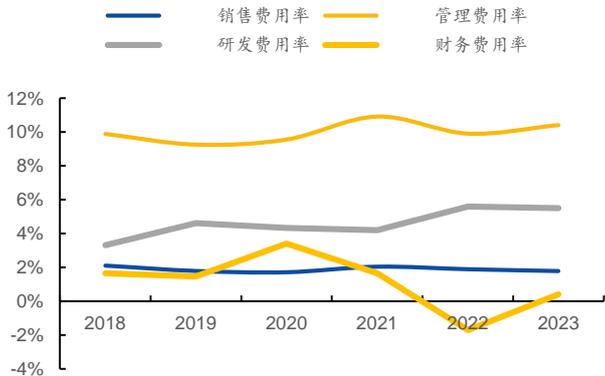
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 4：2018-2023 年公司毛利率与净利率



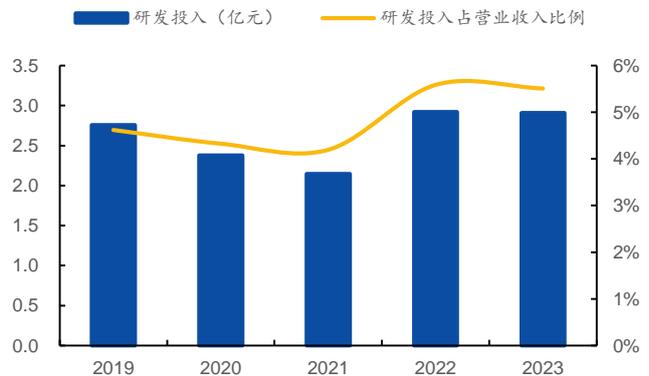
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 5：2018-2023 年期间费用率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 6：2019-2023 研发投入情况



资料来源：iFind, 国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	12251.60	12590.16	13080.33	14140.79	15463.92
现金	2498.61	3540.53	3545.74	4112.28	4903.70
应收账款	4338.71	4774.56	4903.55	5317.70	5874.54
其他应收款	121.70	96.31	156.94	173.05	193.02
预付账款	151.91	118.34	143.99	151.49	163.44
存货	57.55	85.87	79.43	86.14	95.78
其他流动资产	5083.12	3974.55	4250.68	4300.13	4233.44
<b>非流动资产</b>	3257.67	3327.83	3193.96	3142.49	3075.35
长期投资	57.01	54.95	55.76	55.70	55.60
固定资产	579.80	555.35	468.55	381.74	294.93
无形资产	271.42	273.01	283.66	291.73	299.58
其他非流动资产	2349.45	2444.51	2385.99	2413.31	2425.24
<b>资产总计</b>	15509.27	15917.99	16274.29	17283.27	18539.27
<b>流动负债</b>	6220.50	6926.04	6788.59	7067.72	7407.50
短期借款	1264.05	1817.10	1533.52	1583.14	1605.59
应付账款	2755.82	2927.06	3023.52	3263.68	3568.02
其他流动负债	2200.63	2181.87	2231.55	2220.90	2233.89
<b>非流动负债</b>	700.43	265.96	453.65	810.44	1359.10
长期借款	430.74	0.10	200.10	550.10	1100.10
其他非流动负债	269.69	265.86	253.55	260.34	259.00
<b>负债合计</b>	6920.93	7192.00	7242.24	7878.16	8766.60
少数股东权益	406.13	370.60	367.49	357.81	344.09
股本	1262.83	1262.83	1262.83	1262.83	1262.83
资本公积	3065.71	3058.47	3058.47	3058.47	3058.47
留存收益	3893.76	4045.18	4372.10	4750.80	5131.13
归属母公司股东权益	8182.20	8355.39	8664.56	9047.31	9428.58
<b>负债和股东权益</b>	15509.27	15917.99	16274.29	17283.27	18539.27

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	262.12	307.14	580.84	343.85	381.16
净利润	635.23	306.59	469.04	544.77	578.77
折旧摊销	133.59	131.36	128.24	128.62	128.73
财务费用	-89.43	20.96	0.00	0.00	0.00
投资损失	-30.77	-62.73	-42.60	-47.34	-48.32
营运资金变动	-914.62	-745.76	282.70	-536.92	-548.77
其他经营现金流	528.13	656.73	-256.54	254.72	270.76
<b>投资活动现金流</b>	-1137.73	877.47	-310.76	-16.73	51.73
资本支出	95.60	74.26	0.00	0.00	0.00
长期投资	1016.40	-917.62	-39.30	8.13	2.49
其他投资现金流	-25.73	34.11	-350.06	-8.61	54.21
<b>筹资活动现金流</b>	-283.87	-698.22	-264.86	239.42	358.53
短期借款	42.34	553.05	-283.58	49.62	22.46
长期借款	-133.38	-430.64	200.00	350.00	550.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.11	-7.24	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-200.94	-813.38	-181.28	-160.20	-213.92
现金净增加额	-1118.71	495.06	5.21	566.54	791.42

资料来源: iFind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	5226.53	5277.81	5575.13	6037.61	6640.56
营业成本	3290.93	3378.29	3548.57	3819.86	4170.11
营业税金及附加	29.43	26.18	29.47	31.61	34.57
营业费用	98.65	93.83	99.79	108.68	132.81
管理费用	517.49	549.20	585.39	633.95	747.06
研发费用	291.79	290.60	306.63	335.09	398.43
财务费用	-89.43	20.96	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-210.90	-15.78	-110.42	-95.62	-87.25
公允价值变动收益	8.62	-10.81	-3.10	-3.72	-4.69
投资净收益	30.77	62.73	42.60	47.34	48.32
<b>营业利润</b>	757.69	365.71	558.85	645.87	685.31
营业外收入	3.37	9.27	6.26	6.78	7.02
营业外支出	8.41	20.30	16.15	16.24	16.89
<b>利润总额</b>	752.65	354.67	548.96	636.41	675.44
所得税	117.43	48.09	79.93	91.64	96.67
<b>净利润</b>	635.23	306.59	469.04	544.77	578.77
少数股东损益	41.74	-23.01	-3.11	-9.68	-13.72
<b>归属母公司净利润</b>	593.49	329.59	472.15	554.45	592.48
EBITDA	801.85	518.03	687.09	774.49	814.04
EPS (元)	0.47	0.26	0.37	0.44	0.47

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.09	0.98	5.63	8.30	9.99
营业利润(%)	24.34	-51.73	52.81	15.57	6.11
归属母公司净利润(%)	25.76	-44.47	43.25	17.43	6.86
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.03	35.99	36.35	36.73	37.20
净利率(%)	11.36	6.24	8.47	9.18	8.92
ROE(%)	7.25	3.94	5.45	6.13	6.28
ROIC(%)	10.07	5.94	8.53	9.52	9.77
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.62	45.18	44.50	45.58	47.29
净负债比率(%)	30.03	30.41	28.79	31.68	34.97
流动比率	1.97	1.82	1.93	2.00	2.09
速动比率	1.96	1.81	1.92	1.99	2.07
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.34	0.34	0.35	0.36	0.37
应收账款周转率	0.86	0.79	0.78	0.81	0.81
应付账款周转率	1.22	1.19	1.19	1.22	1.22
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.26	0.37	0.44	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.24	0.46	0.27	0.30
每股净资产(最新摊薄)	6.48	6.62	6.86	7.16	7.47
<b>估值比率</b>					
P/E	15.58	28.05	19.58	16.67	15.60
P/B	1.13	1.11	1.07	1.02	0.98
EV/EBITDA	8.87	13.74	10.36	9.19	8.74

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：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 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
 邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
 邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
 邮编：100027