

云星宇（873806）

深耕智慧交通领域，拓展低空经济新市场

买入（首次）

2025 年 02 月 12 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2397	2202	2305	2384	2469
同比	(12.99)	(8.14)	4.67	3.42	3.58
归母净利润（百万元）	98.59	114.90	116.11	122.50	133.72
同比	(10.40)	16.55	1.05	5.50	9.16
EPS-最新摊薄（元/股）	0.33	0.38	0.39	0.41	0.44
P/E（现价&最新摊薄）	47.68	40.91	40.48	38.37	35.15

投资要点

■ **深耕以首都为中心的交通业务网络：**公司专注于智慧交通领域，业务涉及高速公路工程建设、高速公路维护维修、智能交通与交通信息化、物联网、绿色交通业务领域。截至 2023 年年报，公司拥有 122 项专利，其中发明专利数量为 34 项。公司 2023 年营业收入为 22.02 亿元，同比-8.14%；归母净利润 1.15 亿元，同比+16.55%。

■ 智慧交通领域发展前景广阔：

- 1) **智慧交通涵盖领域广泛，赛道宽阔。**随着人工智能、大数据、云计算等技术的发展，中国智慧交通行业市场规模持续扩大，根据中商产业研究院数据及预测，2023 年达到 2432 亿元，2019-2023 年 CAGR 达 13.72%，2024 年将达到 2610 亿元。
- 2) **国家政策支持智慧交通领域发展。**近年我国交通基础设施建设投资规模在高位保持增长。从 2015 年开始，政府层面持续出台相关政策法规推进智慧交通行业快速发展，《交通运输领域新型基础设施建设行动方案(2021—2025 年)》提出到 2025 年，我国将打造一批交通新基建重点工程，智能交通管理将得到深度应用。

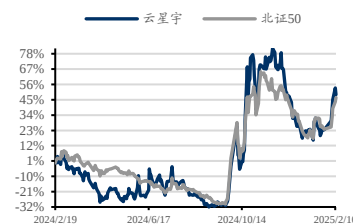
■ 公司依托技术积累，拓展低空经济应用：

- 1) **公司注重技术研发，提高自主创新能力。**公司坚持自主研发，在高速公路智慧交通系统领域的技术应用实力较强。从最初的机电集成产品，到现在业务覆盖城市交通、高速公路及智慧园区等领域。
- 2) **公司项目经验丰富，在手订单充足。**公司执行过首个国内企业独立承揽的浙江上虞至三门高速公路机电系统集成；公司作为主要承建单位，先后参与了多个重大活动的保障项目。
- 3) **公司拓展低空经济发展新机遇，构建差异化优势。**公司基于智慧交通业务的丰富经验，积极拥抱低空经济这一新兴市场，已在综合交通系统、城市道路、静态交通、综合交通枢纽等领域实施了多项重点项目，并通过技术创新不断拓展产品和技术的应用场景。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计云星宇 2024-2026 年营业收入达到 23.05/23.84/24.69 亿元，同比增速分别为 4.67%/3.42%/3.58%；预计归母净利润分别为 1.16/1.23/1.34 亿元，EPS 分别为 0.39/0.41/0.44 元。按 2025 年 2 月 11 日收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 40.48/38.37/35.15 倍。云星宇 2024 年 PE 较行业平均明显较低，且公司在低空经济等领域的潜力有待发掘，因此估值有望进一步抬升。基于此，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**行业及政策风险、市场竞争风险、项目管理风险、关联交易风险、应收款项无法足额回收的风险、大股东不当控制的风险、客户集中度较高的风险、毛利率下降的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.63
一年最低/最高价	7.11/21.12
市净率(倍)	3.29
流通 A 股市值(百万元)	4,700.51
总市值(百万元)	4,700.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.75
资产负债率(% ,LF)	59.38
总股本(百万股)	300.74
流通 A 股(百万股)	300.74

相关研究

内容目录

1. 云星宇：深耕以首都为中心的交通业务网络4

 1.1. 主攻交通业务领域，品牌影响力大.....4

 1.2. 主攻智慧交通领域.....5

 1.3. 利润表现总体优秀，研发投入大.....6

2. 智慧交通领域发展前景广阔8

 2.1. 智慧交通涵盖领域广泛，赛道宽阔.....8

 2.2. 国家政策支持智慧交通领域发展.....9

3. 公司依托技术积累，拓展低空经济应用12

 3.1. 公司注重技术研发，提高自主创新能力.....12

 3.2. 公司项目经验丰富，在手订单充足.....13

 3.3. 公司拓展低空经济发展新机遇，构建差异化优势.....14

4. 盈利预测与评级17

 4.1. 盈利预测.....17

 4.2. 估值与评级.....18

5. 风险提示19

图表目录

图 1: 公司发展历程.....4

图 2: 公司股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）.....4

图 3: 公司 2020-2024（Q1-Q3）营收及同比增速.....6

图 4: 公司 2020-2024（Q1-Q3）归母净利润及同比增速.....6

图 5: 公司 2020-2024（Q1-Q3）销售毛利率及净利率.....6

图 6: 云星宇及可比公司 2019-2024（Q1-Q3）毛利率.....7

图 7: 云星宇及可比公司 2019-2024（Q1-Q3）净利率.....7

图 8: 公司 2020-2024（Q1-Q3）期间费用率及构成.....7

图 9: 智慧交通产业链情况.....8

图 10: 2019-2024 年中国智慧交通市场规模预测趋势图.....9

图 11: 智慧交通产业链生态图谱.....9

图 12: 2019-2023 年交通固定资产投资额.....10

图 13: 2012-2022 年全国机动车、汽车保有量及新能源汽车占比.....10

图 14: 智慧交通产业相关政策.....11

图 15: 高速公路新型智慧收费系统.....14

图 16: 公司自主研发的第二代投卡式缴费机器人.....14

图 17: 北京市低空经济产业链图谱.....15

图 18: 2024 成都低空经济产业重大项目签约现场.....15

表 1: 公司业务和产品构成.....5

表 2: 2023 年公司研发支出前五的项目.....12

表 3: 公司未来盈利预测拆分.....17

表 4: 可比公司估值（截至 2025 年 2 月 11 日）.....18

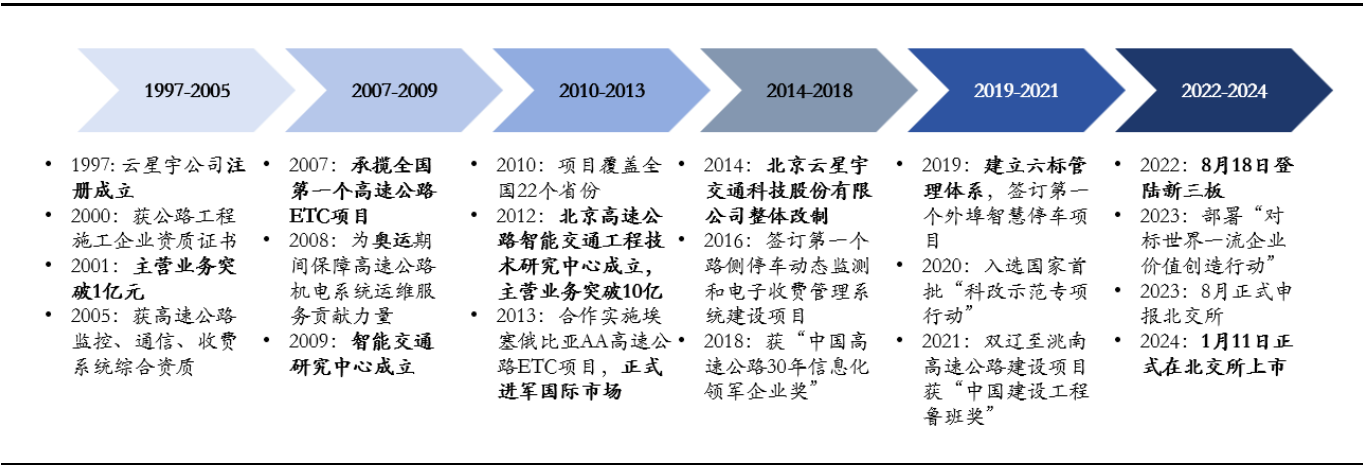
1. 云星宇：深耕以首都为中心的交通业务网络

1.1. 主攻交通业务领域，品牌影响力大

北京云星宇交通科技股份有限公司于 1997 年 4 月 23 日注册成立，隶属于北京市首都公路发展集团有限公司。业务涉及高速公路工程建设、高速公路维护维修、智能交通与交通信息化、物联网、绿色交通业务领域，所建设项目遍布全国，形成以首都为中心的全国业务网络。

公司成立二十余年来坚持深耕交通业务领域，发展历程如下：

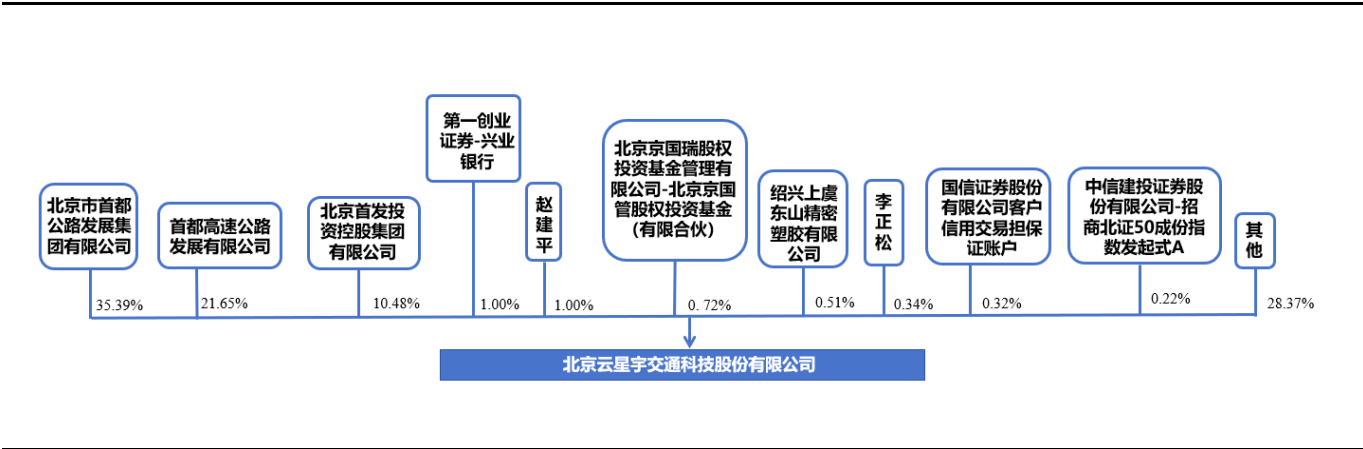
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定。公司控股股东为北京市首都公路发展集团有限公司，实控人为北京市国资委。

图2：公司股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司致力于成为“智慧交通综合服务引领者”，坚持科技创新精神推动公司发展，根据公司 2023 年年报披露，截至 2023 年公司拥有 122 项专利，其中发明专利数量为 34

项。公司入选国务院国资委首批“科改示范企业”并被授予国家级优秀“科改示范企业”殊荣，曾被中国公路学会授予“2022 年度高速公路信息化优秀集成商”等称号。公司坚持自主研发，已开发并掌握了多项高速公路智慧交通行业的专利技术，所研发的“电子不停车收费路侧单元 SEAGULL 17”曾被中国公路学会授予“中国高速公路信息化最佳产品奖”、“智能停车管理系统关键技术及多场景应用”曾被中国智能交通协会授予“科学技术奖三等奖”、“TUNA-D18 电子收费专用短程通信车载单元”曾获得北京公路学会“科学技术奖二等奖”。

1.2. 主攻智慧交通领域

公司是一家智慧交通综合服务商，主营业务包括智慧交通系统集成业务、智慧交通技术服务业务和商品销售及其他业务。公司自成立之初即专注于智慧交通领域，从最初的高速公路智慧交通领域已延伸至智慧交通相关的多领域综合性服务。目前，公司承揽、承建项目已覆及全国除港澳台地区外其余全部省级行政区域，形成了以首都北京为中心的全国业务网络。2020-2023 年，公司主要产品和服务如下表：

公司作为一家提供智慧交通综合服务的高新技术企业，拥有住建部颁发的“公路工程（公路机电工程）专业承包一级资质”、“公路工程（公路安全设施）专业承包一级资质”，拥有中国电子信息行业联合会颁发的“信息系统建设和服务能力优秀级（CS4）”，并通过 ISO9001 质量体系认证、ISO14001 环境管理体系认证，以及 CMMI 成熟度等级四级认证等多项认证。

表1：公司业务和产品构成

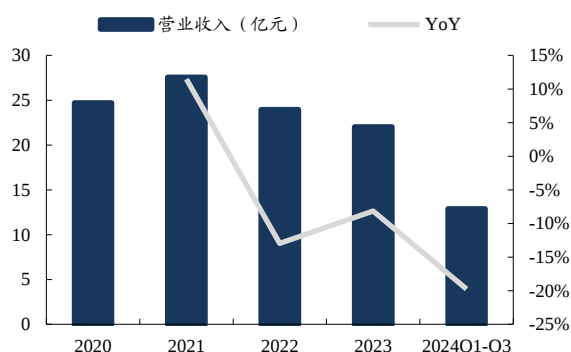
业务类型	应用领域	产品（服务）名称
智慧交通系统集成	高速公路	高速公路通信系统
		高速公路监控系统
		高速公路收费系统（含 ETC 系统）
		隧道、桥梁的供配电系统、通风照明系统
	城市交通	道路交通安全设施
		城市综合交通枢纽智能化系统
		城市综合管廊智能化系统
		城市道路监控系统
		静态交通（城市停车场及路边停车位等）智能管理收费系统
		泛智慧城市信息化，城市公共设施如校园、医院等场景的信息化建设
智慧交通技术服务	高速公路、城市交通	智慧交通系统软件产品，如高速公路监控系统管理软件、高速公路电子收费（含 ETC）系统管理软件、高速公路综合管理信息系统软件等
		智慧交通系统软硬件维护维修、升级改造、运营保障服务
商品销售及其他	公路、路网	ETC 系统使用的车载电子标签、天线以及智慧交通相关硬件设备；通信基础设施租赁服务等

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 利润表现总体优秀，研发投入大

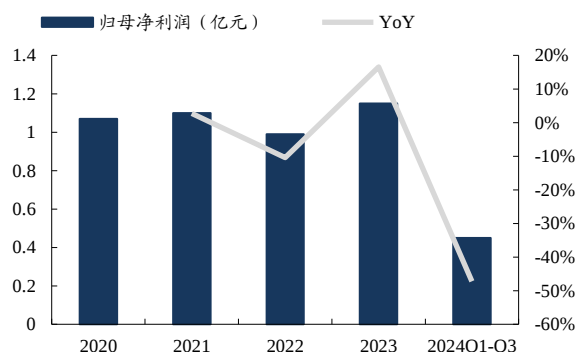
2023 年，面对外部经济环境多重挑战，公司坚持稳中求进、提质增效，在营业收入小幅下降的同时确保利润水平的增长。公司 2023 年营业收入为 22.02 亿元，同比下降 8.14%，其中一部分是受剥离速通科技的影响，剔除此影响后营收同比下降为 4.78%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.15 亿元，同比增长 16.55%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 0.77 亿元，同比增长 22.36%。

图3：公司 2020-2024（Q1-Q3）营收及同比增速



数据来源：iFind，东吴证券研究所

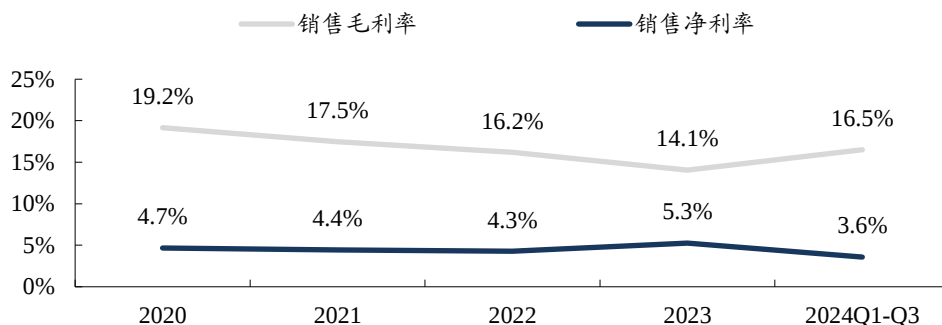
图4：公司 2020-2024（Q1-Q3）归母净利润及同比增速



数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司 2023 年销售净利率略有上升，销售毛利率略有下降。2020-2024 年前三季度毛利率在 14.0%-20.0%的区间内波动。公司在不同地区取得的项目类型、项目合同金额、项目毛利率不同。公司系统集成项目通常采用项目总承包制和终验法确认收入，在各地实现的收入、业务毛利率取决于当年在该地区完成验收项目的合同金额和毛利率，尤其是单笔合同金额较大的项目确认收入，会对当年该地区收入、毛利率情况影响较大。一定的毛利率的波动属于正常情形。

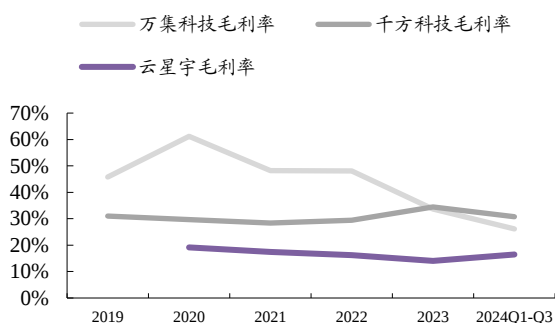
图5：公司 2020-2024（Q1-Q3）销售毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

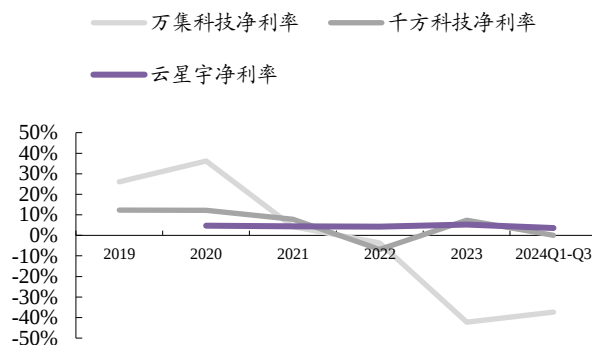
与相似业务的两家上市公司进行利润率的对比，公司盈利能力有待提升。如图 6、图 7 可以看出，公司毛利率、净利率相对更稳定，但毛利率与另外两家公司相比仍有差距，净利率则在 2022-2024 年（Q1-Q3）表现优异。根据公司 2023 年报，公司为提高重点项目中标率而采取了一系列低价政策，导致毛利率相对较低。我们认为，公司营收水平已达较高规模，但盈利能力方面有待提升，未来公司有动力改善收入结构，提高毛利率较高的产品销售规模，推动净利率的抬升。

图6：云星宇及可比公司 2019-2024（Q1-Q3）毛利率



数据来源：iFind，东吴证券研究所

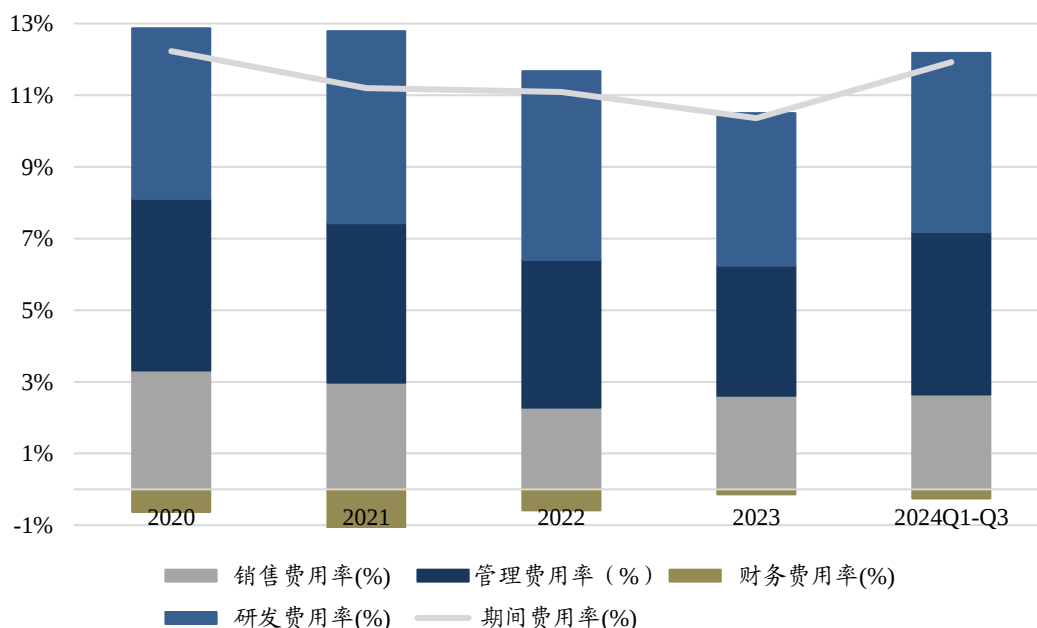
图7：云星宇及可比公司 2019-2024（Q1-Q3）净利率



数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司期间费用率自 2020 年到 2024 年前三季度维持在 10.0%-13.0% 的区间内。2023 年研发费用同比下降 25.77%，主要原因是 2022 年度公司加大研发投入力度，开展的在研项目多于往年。2023 年公司研发费用主要在 2022 年基础上进行延伸开发和转化应用，总体规模有所回落。

图8：公司 2020-2024（Q1-Q3）期间费用率及构成



数据来源：iFind，东吴证券研究所

2. 智慧交通领域发展前景广阔

公司主要从事的业务为高速公路及城市智慧交通系统集成以及智慧交通技术服务等，公司服务按其应用领域划分属于智慧交通行业。

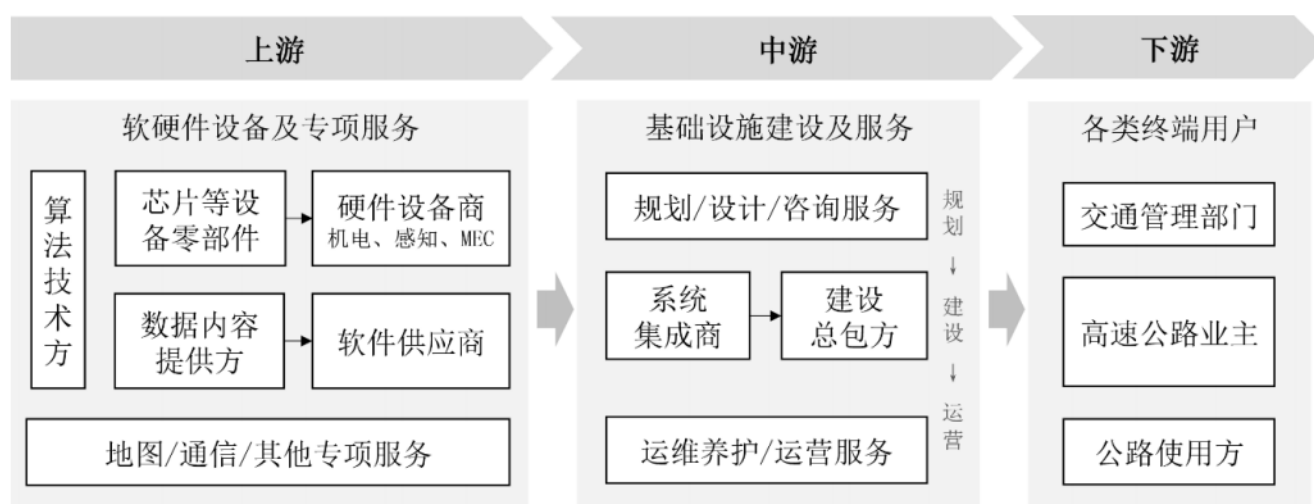
2.1. 智慧交通涵盖领域广泛，赛道宽阔

高速公路智慧交通行业的上游涵盖范围广泛，主要包括为智能交通系统建设提供各类软硬件的制造商。近年来，随着技术进步和行业应用的丰富，算法提供商、大数据内容提供商以及各类专项技术服务公司等科技企业也逐渐参与其中。整体来看，智慧交通行业上游环节的国产化率较高，竞争相对充分，但在一些关键设备和服务领域，市场集中度非常高，例如视频监控设备、地图服务和通信服务等行业。这些领域受技术垄断或牌照垄断等因素影响，存在明显的龙头效应。

行业中游的参与方主要是包括公司在内的智能交通系统集成商，他们通过招投标形式，直接或通过高速公路建设总包方参与高速公路智慧交通项目的建设服务。系统集成商需要根据客户的投资规模和设计方案进行设备采购、软件开发和系统适配等工作，形成完整可行的解决方案，以满足最终用户的需求。

高速公路智慧交通行业的终端用户包括高速公路业主单位、交通管理部门和公路使用者等。目前，高速公路业主单位仍然是行业中最关键的角色，作为高速公路的投资建设主体，他们直接决定了配套智能交通系统的布设配置，因此也基本上决定了整条产业链中上游的利益格局。

图9：智慧交通产业链情况

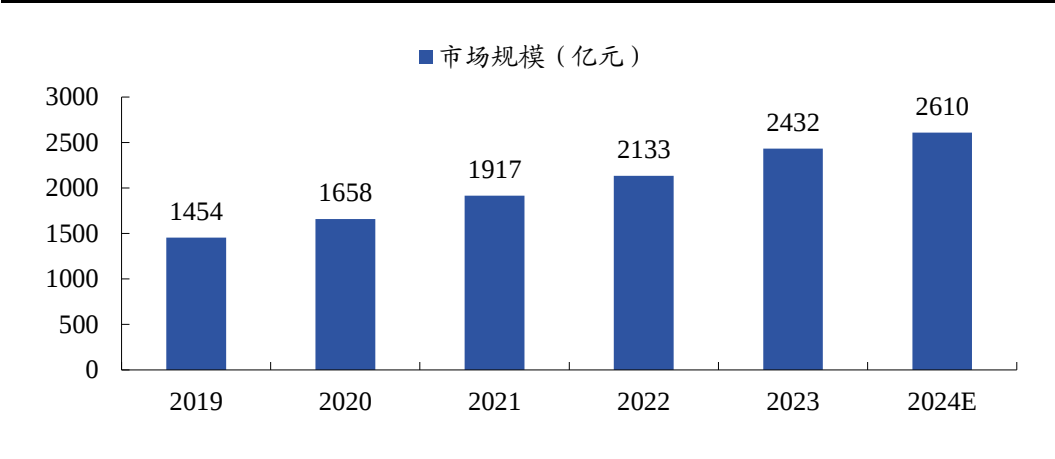


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

随着人工智能、大数据、云计算等技术的不断发展，中国智慧交通行业市场规模持续扩大。中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国智慧交通行业前景预测与市场调查

研究报告》显示,2023 年中国智慧交通行业市场规模达到 2432 亿元,2019-2023 年 CAGR 达 13.72%。中商产业研究院分析师预测,2024 年中国智能交通市场规模将达到 2610 亿元。

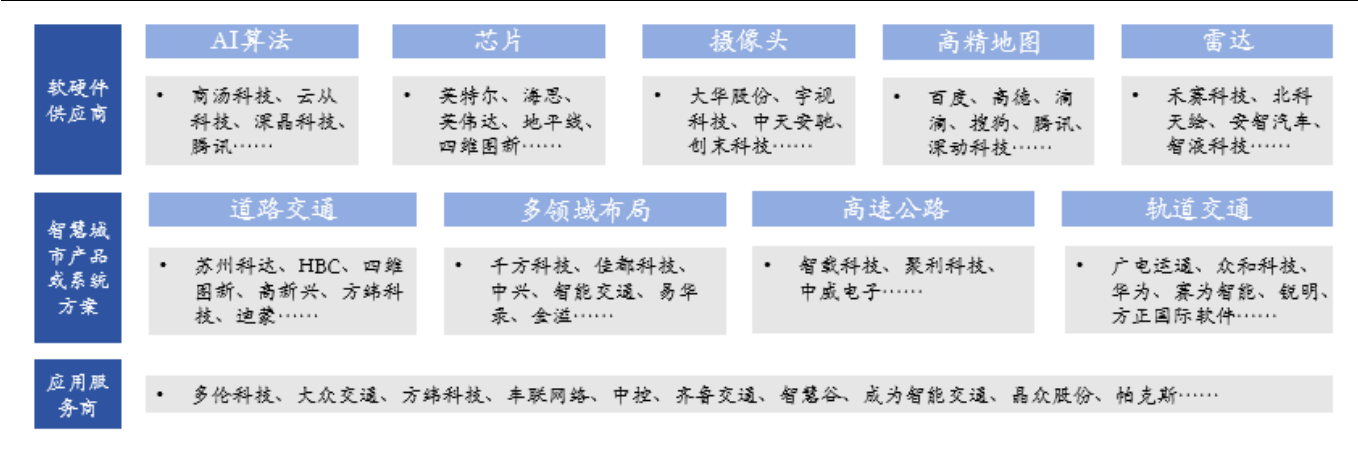
图10: 2019-2024 年中国智慧交通市场规模预测趋势图



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

中国智慧交通产业链各环节玩家众多,传统安防企业、互联网厂商、云计算服务商、算法提供商等均开始进入智慧交通各细分领域。智慧交通行业上游制造商具体包括算法提供商与电子器件制造商;中游主要为智慧交通软硬件产品制造商;其下游为智慧交通服务市场。各环节细分领域情况如下表:

图11: 智慧交通产业链生态图谱



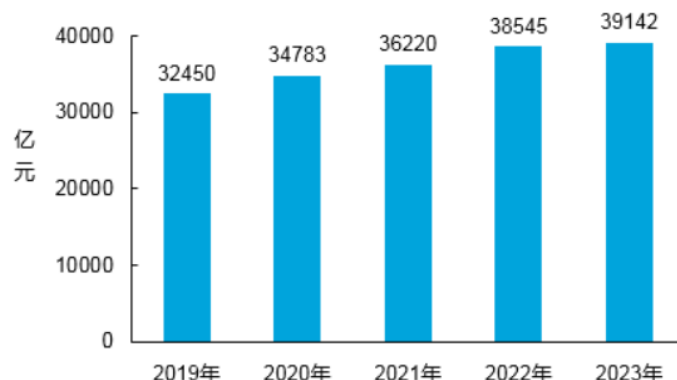
数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

2.2. 国家政策支持智慧交通领域发展

交通运输业是国民经济的基础行业,为经济社会的发展提供基础保障。根据交通运输部历年发布的《交通运输行业发展统计公报》,我国交通固定资产投资完成额由 2016 年的 28,685 亿元增长至 2022 年的 38,545 亿元,年复合增长率为 5.05%,我国交通基础设施建设总投资保持在较高水平,交通建设投资规模在高位继续保持增长。2022 年,我国公路固定资产投资完成额 28,527 亿元,公路建设投资发挥主力军作用,2022 年公路

建设投资占各类交通基础设施建设总投资的比重达到 74.01%，占 GDP 的比重为 2.36%。

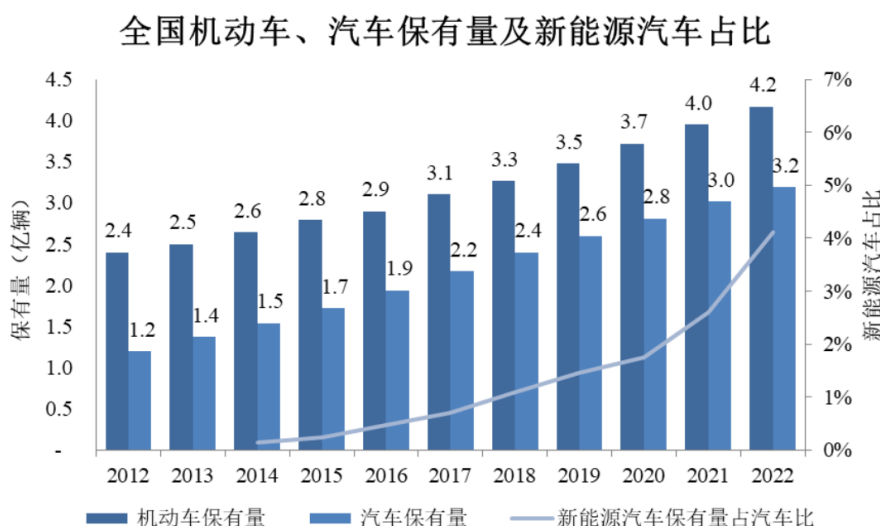
图12：2019-2023 年交通固定资产投资额



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

我国的汽车保有量和车辆驾驶人数量近年来持续增长，民众出行能力及意愿十分充分。根据公安部交通管理局统计数据，2023 年，我国机动车保有量 4.35 亿辆，其中汽车保有量 3.36 亿辆；2024 年上半年，我国机动车保有量达到 4.4 亿辆，其中汽车保有量达到 3.45 亿辆；人数方面，2023 年我国机动车驾驶人 5.23 亿人，其中汽车驾驶人 4.86 亿人，而新领证驾驶人 2429 万人；2024 年上半年，我国机动车驾驶人达到 5.32 亿人，其中汽车驾驶人达到 4.96 亿人，而新领证驾驶人为 1397 万人。

图13：2012-2022 年全国机动车、汽车保有量及新能源汽车占比



数据来源：公安部，东吴证券研究所

近年我国交通基础设施建设投资规模在高位保持增长，而智慧高速项目或者一般高速公路智慧交通系统建设又是“新基建”的重要投资方向，因此政策将持续刺激本行业的发展。从 2015 年开始，政府持续出台相关政策法规推进智慧交通行业快速发展，2021 年 9 月交通运输部发布的《交通运输领域新型基础设施建设行动方案(2021—2025 年)》

提出到 2025 年，我国将打造一批交通新基建重点工程，智能交通管理将得到深度应用。

图 14：智慧交通产业相关政策

政策名称	发文时间	发文主体	主要内容
《“十四五”交通领域科技创新规划》	2022.4	交通运输部	在智慧交通领域，提出推动新一代信息技术与交通运输融合，加快北斗导航技术应用，开展智能交通先导应用试点
《数字化交通“十四五”发展规划》	2022.1	交通运输部	构建交通新型融合基础设施网络。加快推进交通新基建，推动新技术与交通基础设施融合发展，赋能传统交通基础设施，推动交通基础设施数字转型、智能升级，提升基础设施安全保障能力和运行效率
《国务院关于支持背 景城市副中心高质量 发展的意见》	2021.11	国务院	推进智慧城市建设，实施智慧医疗、智慧交通等一批智慧惠民工程，提升城市服务品质
《交通运输领域新型 基础设施建设行动方案 （2021-2025）》	2021.9	交通运输部	到 2025 年，打造一批交通新基建重点工程，促进交通基础设施网和运输服务网、信息网、能源网融合发展
《关于科技创新驱动 加快建设交通强国的 意见》	2021.8	交通运输部、科技 部	立足交通运输多学科交叉融合与应用为主的特点，提出促进新一代信息技术与交通运输融合发展、促进先进制造技术与交通运输融合发展、促进安全绿色技术与交通运输融合发展三方面任务
《国务院关于建设现 代综合交通运输体系 有关工作情况的报 告》	2021.6	国务院	加快构建高质量的综合立体交通网。强化交通基础设施网络建设。统筹铁路、公路、水运、民航、邮政快递、城市交通等发展，加强各种运输方式的统筹规划和联通衔接，打通“最后一公里”
《国家综合立体交通 网规划纲要》	2021.2	国务院	坚持创新核心地位，注重科技赋能，促进交通运输提效能、扩功能、增动能。推动交通基础设施数字化、网联化，提升交通运输智慧发展水平

数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

3. 公司依托技术积累，拓展低空经济应用

3.1. 公司注重技术研发，提高自主创新能力

公司坚持自主研发，在高速公路智慧交通系统领域的技术应用实力较强。从最初的机电集成产品，到现在业务覆盖城市交通、高速公路及智慧园区等领域。公司在推进传统业务的同时，持续捕捉市场新机会，探索新的发展路径。北京市高速公路智能交通工程技术研究中心及全资子公司博宇通达是公司开展研发活动的主要渠道。公司主要研究范围包括：高速公路电子不停车收费系统以及基于 ETC 核心技术的拓展应用，高速公路交通出行信息服务系统，高速公路的智能化交通管理系统，高速公路应急管理系统，智能交通领域的设备类创新产品的研发等。截至 2023 年末，公司拥有专利 122 项，软件著作权 326 项。

表2：2023 年公司研发支出前五的项目

研发项目名称	研发进度	项目影响
泛在电力物联网系统应用研究	已验收	实现“无人值班”，对现场服务进行全程调度和质量监控，实现“线上+线下”的精准运维。可应用于高速公路、管廊、交通枢纽等多种场景，提升用电安全性，避免客户的重大经济损失，提高产品的应用价值。
2023 年车道天线优化项目研究	完成	提高车道天线定位准确性、设备运行稳定性，降低故障率。提高 SEAGULL17 和 SEAGULL21 两种车道天线的产品的竞争力，有利于公司产品的市场推广。
基于物联网技术的拓展应用系统预研	在研	提高生产效率、降低人力成本、提高全产业链管理，促使项目的持续健康运行。以公司互联网、物联网、云计算大数据、GIS 等技术为基础，实现新领域的业务发展。
动态称重辅助检定设备开发	已完成待验收	提高入口动态称重设备的运行状况的感知度和主动维护效率。降低公司运维部门针对动态称重系统的运维成本，为公司研发新产品提供数据支持。
项目管理系统新平台下的开发及试点	已验收	通过项目管理系统，提高财务和人力工作人员的工作效率，降低公司管理成本。实现公司内部管理信息化平台向业务管理数字化平台的部分转化与延伸，提高公司全类型业务的数字化水平。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司依托内部科技创新及外部资源合作，打造“产学研用”于一体的开放合作机制。公司与北京工业大学交通运输部公路科学研究院组建智能路联网协同创新实验室，也与北京市智慧交通发展中心、北京航空航天大学等机构建立了良好的研发合作关系。公司也建立一系列科技创新激励奖励制度，积极引进科技人才，抓紧科技发展机遇：公司邀请中国工程院院士、道路工程专家郑健龙作为公司特聘专家，参与指导公司科技创新及研发等工作，同时也与北京工业大学签订合作协议，共同开展基于车路协同技术的准全

天候出行研究。

2023 年,公司积极探索前沿技术,着力推进高速公路智慧养护、桥隧场景监测管控、物联网应用、车路协同、机器人等重要技术方向研究;加快研发成果商业化,拓展 DSRC 应用新路线,加大 OBU 自助服务终端等产品推广并实现商品对外销售显著增长。公司自主研发的“基于开源技术高速公路智慧运维管理系统”获得“中国高速公路信息化奖-最佳产品”殊荣;高速公路智慧化运营管理关键技术及示范应用荣获中国智能交通协会科学技术三等奖,科研成果得到行业认可,品牌影响力和企业竞争力扩大。

公司主持或参与了全国智能运输系统标准化技术委员会《道路运输与交通信息技术电子收费(EFC)参与方之间信息交互接口的规范》(标准号:GB/T20610-2006)、全国道路运输标准化技术委员会《汽车客运站售票管理信息系统规范》(标准号:JT/T310-2020)、全国智能运输系统标准化技术委员会《综合客运枢纽智能化系统 60 统建设总体技术要求》(计划号:JT2021-25)等多项地方标准、行业标准和国家标准的制定工作。

3.2. 公司项目经验丰富,在手订单充足

在智慧交通领域,公司拥有丰富的项目经验。公司执行过首个国内企业独立承揽的浙江上虞至三门高速公路机电系统集成,并参与了获得“鲁班奖”的浙江乍嘉苏高速公路机电系统集成及双辽至洮南高速公路建设项目。公司还负责了具有双螺旋隧道结构的四川省雅泸高速隧道的机电系统集成,以及在福建、广东、四川等地实施的多个大型复杂项目,这些项目包括跨海大桥和山体隧道等机电系统集成。

在保障能力方面,公司作为主要承建单位,先后参与了多个重大活动的保障项目,包括北京冬奥会的重要赛场联络线——延崇高速公路(北京段)的机电系统工程项目,以及成都大运会的重点工程道路智慧交通系统建设等多个保障项目。此外,公司还作为主要运营保障单位,承担了“建国七十周年”、“北京冬奥会”和“成都大运会”等重大活动的交通应急保障工作。

公司作为行业内首批获得从业资质的企业之一,自 1997 年全面承接北京市机场路收费系统续改建项目以来,始终专注于提供优质可靠的智慧交通系统解决方案。迄今为止,累计承揽合同额超过 200 亿元,在国内公路信息化市场的项目规模常年位居行业前列。

图15: 高速公路新型智慧收费系统



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图16: 公司自主研发的第二代投卡式缴费机器人



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司在智慧交通系统领域获得了多个奖项, 包括 2020 年中国高速公路信息化奖——优秀集成商奖、中国高速公路 30 年信息化——领军企业奖、中国公路学会科学技术奖和中国智能交通协会科学技术奖等。公司在全国同行业内享有较高的品牌认知度。

公司在智慧交通系统领域具备相对全面的产品和服务结构, 业务涵盖高速公路智慧交通系统集成、城市智慧交通系统集成、软件平台开发以及智慧交通系统的运营维护等, 能够为业主方提供从建设到运营维护的全方位解决方案。

公司高度重视智慧交通系统建成后的运营维护工作, 率先在行业内开发了高速公路机电运维综合管理系统。维护和维修团队实行全天候待命的快速响应机制, 以应对突发情况, 具备标准化服务和丰富的运维保障经验。拥有细分领域内完整的业务结构, 有助于公司业务策略和商业模式的良好运行。

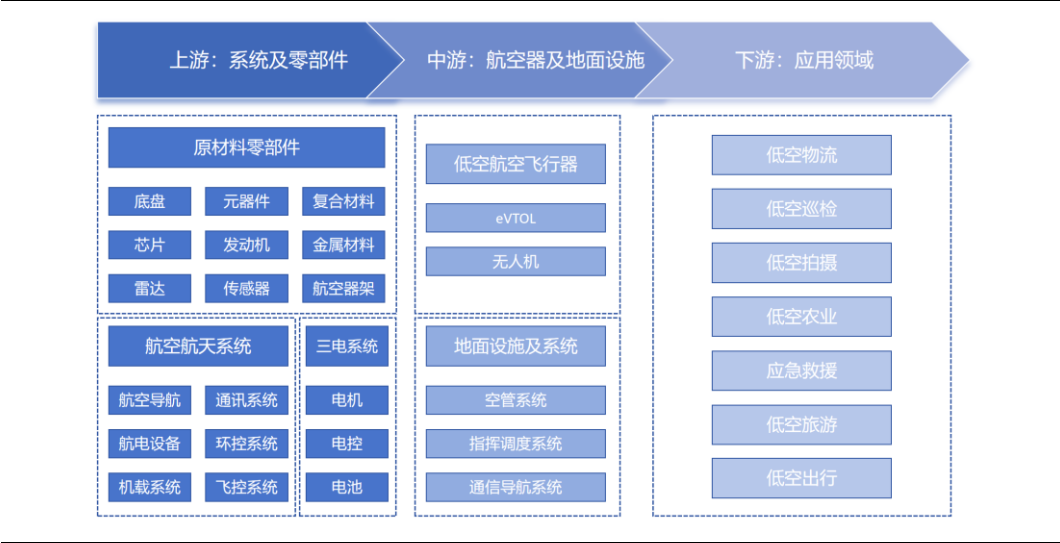
在 2023 年, 公司成功中标了广汕铁路配套项目、浙高运机电系统改造、国道 109 新线高速公路等多个亿元级项目, 新增合同总量保持基本稳定。公司在西南、华南和华中等地区的项目拓展效果显著, 区域集中度明显降低。同时, 公司持续强化项目管理和安全生产, 确保在施项目的稳定运行。截至 2023 年末, 公司在施重点项目包括北京东六环改造工程、国道 109 新线高速公路、国道 216 线孔唐拉隧道改建以及浙高运机电系统升级改造等。到 2023 年末, 公司在手合同总额达到 24.43 亿元。

3.3. 公司拓展低空经济发展新机遇, 构建差异化优势

低空经济是指基于低空空域资源, 通过飞行器、无人机等技术手段进行物流、运输、旅游、应急等多领域应用的经济活动。随着技术的不断成熟和政策的逐步放开, 低空经济在我国迎来了爆发性增长的契机。2024 年, 多个大型城市发布了针对低空经济的政策措施, 其中北京市制定了《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案(2024-2027 年)》, 提出将重点发展低空制造、技术创新、应用场景和监管运行等领域, 预计到 2027 年, 低空经济产业规模将突破 1000 亿元, 企业数量超过 5000 家。这为低空经济行业的蓬勃

发展提供了强有力的政策保障，也为相关企业带来了丰富的市场机会。

图17：北京市低空经济产业链图谱



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

公司深刻认识到低空经济的后期潜力和广阔前景，积极布局这一新兴领域。公司依托在综合交通系统和智慧交通管理方面的深厚技术积累，着眼于低空经济与智慧交通的结合，致力于推动低空经济的智能化管理及其系统集成业务。公司在控制、传感管理、管控平台等方向的技术储备，使其能够为低空经济提供全方位的解决方案，助力行业发展。

在实际操作方面，公司已经开展了一系列低空经济相关的研究与技术开发，并签约了多个重要合作项目。2024年，公司与中航（成都）无人机系统股份有限公司、成都交投航空投资集团有限公司等单位在中国（成都）国际低空经济合作伙伴大会上签署了战略合作协议，合作建设并运营“无人系统与立体智能交通场景实验室”。该实验室将以智慧交通融合民用无人系统、低空智能联网等领域为重点，结合大数据算法、数字孪生等先进技术，推动低空经济与智慧交通的深度融合。

图18：2024 成都低空经济产业重大项目签约现场



数据来源：北京云星宇微信公众号，东吴证券研究所

随着技术的不断进步和政策的逐步放开，低空经济将在未来几年迎来更多应用场景的落地，尤其是在物流、应急救援和文化旅游等领域。对于大型景区来说，低空旅游资源丰富，有望成为低空经济的先行试点，带动更多创新应用。低空经济将推动公司在多个方面的发展：从新基建角度来看，由于飞行器的续航和里程有限，低空经济的发展需要大量的基础设施支持，例如低空驿站；而从软件角度来看，低空经济的运营需要高效的协同管理平台，这正是公司在智慧交通领域积累的技术优势所在。

公司基于在高速公路智慧交通业务方面的丰富经验，积极拥抱低空经济这一新兴市场。公司已在综合交通系统、城市道路、静态交通、综合交通枢纽等领域实施了多项重点项目，并通过技术创新不断拓展产品和技术的应用场景。低空经济发展将进一步推动公司在技术研发和系统集成上的进步，特别是在低空智能管理平台的构建、飞行器的管理与协同调度等方面。

随着低空经济的快速发展，公司将持续拓展产品和技术的应用场景，进一步提升在低空经济领域的技术优势与市场份额。基于其强大的研发能力和技术储备，公司有望在未来几年内成为低空经济行业的领先者。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

公司在智慧交通领域深耕多年，致力于提供全面的智慧交通解决方案。考虑到我国智能交通市场的快速发展，特别是城市交通、无人驾驶与车联网等领域的不断壮大，公司凭借其强大的技术研发能力和市场拓展力，预计将在未来几年中获得更多的市场份额。

我们判断，智慧交通系统的需求将持续增长，尤其是在高速公路监控、收费与城市交通智能化系统等方面，我们预计公司该类业务 2024-2026 年业绩增速分别为 10.54%/3.50%/3.50%；毛利率分别为 13.00%/13.50%/14.00%。在商品销售方面，智慧交通基础设施建设的初期需求高峰已过，未来对硬件设备的需求增速会放缓，我们预计该类业务 2024-2026 年业绩增速分别为 -15.19%/-5.00%/-5.00%；毛利率预计将稳定在 9.00%。智能交通技术开发与服务方面，随着物联网、大数据分析及 AI 技术的不断应用，公司在技术研发和系统集成方面的优势将推动业务持续增长，预计该业务 2024-2026 年业绩增速分别为 1.24%/10.00%/10.00%；毛利率保持在 25.00%的水平。其他业务暂时未观察到有较大变化，故做保守估计，如表 3 所示。

基于以上假设，我们预计云星宇 2024-2026 年营业收入达到 23.05/23.84/24.69 亿元，同比增速分别为 4.67%/3.42%/3.58%；预计归母净利润分别为 1.16/1.23/1.34 亿元，EPS 分别为 0.39/0.41/0.44 元。

表3：公司未来盈利预测拆分

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
智慧交通系统	1,457.43	1,611.00	1,667.39	1,725.74
增速	-20.76%	10.54%	3.50%	3.50%
毛利率	12.62%	13.00%	13.50%	14.00%
商品销售	365.53	310.00	294.50	279.78
增速	184.54%	-15.19%	-5.00%	-5.00%
毛利率	8.12%	9.00%	9.00%	9.00%
智能交通技术开发与服务	375.35	380.00	418.00	459.80
增速	-12.05%	1.24%	10.00%	10.00%
毛利率	24.89%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	3.76	3.80	3.80	3.80
增速	32.29%	1.11%	0.00%	0.00%
毛利率	66.33%	66.70%	66.70%	66.70%
总计	2,202.07	2,304.80	2,383.69	2,469.12
总增速	-8.14%	4.67%	3.42%	3.58%
整体毛利率	14.05%	14.53%	15.05%	15.56%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

4.2. 估值与评级

按 2025 年 2 月 11 日收盘价，云星宇股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 40.48/38.37/35.15 倍。A 股上市公司中，万集科技是专业从事智能交通系统(ITS)技术研发、产品制造、技术服务的国家高新技术企业，千方科技是交通新基建、车路协同技术路线、AIoT(人工智能物联网)产品、解决方案与全栈式能力提供商，与公司主营业务有较大的相似度，因此我们选取以上两家为同业可比公司。横向比较我们发现，云星宇 2024 年 PE 较行业平均明显较低，且公司在低空经济领域的潜力上有待发掘，因此估值有望进一步抬升。基于此，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值（截至 2025 年 2 月 11 日）

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300552.SZ	万集科技	74.68	-385.53	19.50	153.50	248.50	-19.37	382.96	48.65	30.05
002373.SZ	千方科技	156.89	542.40	498.84	655.00	809.11	28.93	31.45	23.95	19.39
可比公司均值:								4.78	207.21	36.30
873806.BJ	云星宇	47.01	114.90	116.11	122.50	133.72	40.91	40.48	38.37	35.15

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：万集科技、千方科技盈利预测来自 Wind 一致预期，云星宇盈利预测来自东吴证券。

5. 风险提示

行业及政策风险

智慧交通领域是公司最主要的业务领域。目前国内大部分高速公路智能交通工程、城市智慧交通项目需求方或投资方都是各级国有投资主体，民营投资占比较少。国家高速公路路网的建设规划以及城市智慧交通投资计划受政府财政预算、宏观政策的影响，每年会有波动。当前由于国内外经济、政策环境等因素影响，我国经济增速承受一定压力。未来若国内宏观经济环境出现不利变化，财政预算收紧，则将影响交通主管部门对智慧交通工程项目的总投资规模，进而可能会对行业发展及公司业绩造成不利影响。

市场竞争风险

公司在智慧交通领域积累了丰富的项目经验，业务中标规模常年排名市场前列。近年来随着智慧交通项目的推广，行业对中游集成商的技术实力、资金实力、交通建设经验等的综合性要求明显增强，除了传统智能交通系统集成商之外，多类企业也迅速参与到这一环节的市场竞争中。行业竞争的加剧不仅有可能压缩业务的利润空间，甚至有可能将处于不利竞争地位的企业淘汰出局。虽然公司目前较新进入者具有技术、经验、人才等优势，但若未来公司在产品及服务、研发、市场开拓等方面不能有效应对行业发展形势的变化，公司可能面临竞争力减弱、市场份额下降的风险，进而对公司经营业绩产生不利影响。

项目管理风险

公司智慧交通系统集成业务现已覆盖全国除港澳台外的全部省级行政区域，项目实施地较为分散。同时，随着公司业务规模不断扩大，同期执行的项目数量也在增加，加大了公司人员调配和项目管理的难度。尽管公司过往的管理经验积累和现有制度可以保证不出现系统性风险，但可能会出现现有项目管理体系不适应新项目特点的情况，进而造成对项目履约、合规经营的管理盲点。如果公司不能及时调整管理体制、强化内部约束制度、提高管理能力，则公司未来可能存在因管理不善导致项目履约、合规风险。

关联交易风险

2022年至2024年6月末公司关联销售占营业收入的比重分别为40.22%、21.52%及23.89%。公司控股股东首发集团为公司最主要的关联交易对象，原因是首发集团为北京地区高速公路的主要客户，投资建设管理的北京路段较多，公司本身立足和发展于北京，在北京地区已形成稳定的业务并发展为自身的竞争优势。公司与首发集团之间业务关系较为稳定，有利于公司保持在智慧交通系统集成的竞争优势，同时也奠定了日后持续开展与首发集团业务的基础。从公司自身发展情况和项目承揽方面来看，公司与首发集团形成关联交易具有必要性。公司已制定《公司章程》《关联交易管理办法》《独立董事工作细则》等制度对关联交易的审批程序进行规范，形成了较为完善的内部控制制度。但若公司未来不能严格执行内部控制制度，公司治理不够规范，关联方仍可能通过关联交易对公司及中小股东利益造成不利影响。

应收款项无法足额回收的风险

截至2024年中报，公司的应收款项账面余额为16.86亿元，公司应收款项金额较大。虽然公司应收款项账龄以1年以内及1-2年的为主，且公司应收款客户主要为各地方公路投资建设公司、交通主管部门等政府或国有主体，但仍存在少部分客户所欠应收

款项账龄较长的情况，该部分账龄较长的应收款项能否收回存在不确定性。若未来下游行业发生重大不利变化，客户财务状况、合作关系发生恶化，则可能导致公司应收账款无法收回形成坏账损失，将对公司财务状况和经营成果产生不利影响。

大股东不当控制的风险

截至 2024 年中报，首发集团持有公司 35.39% 的股份，为公司第一大股东；首都高速持有公司 21.65% 的股份，为公司第二大股东，首都高速由首发集团实际控制；同时，首发集团之全资子公司首发投控持有公司 10.48% 股份，为公司第三大股东。综上，首发集团直接或间接控制公司 67.52% 的股份，控股比例较高。虽然公司建立了完善的法人治理结构，从制度安排上避免大股东操纵现象的发生，但在公司利益与大股东利益发生冲突时，如果首发集团通过行使表决权影响本公司的重大决策，可能损害公司利益，给其他股东带来一定的风险。

客户集中度较高的风险

公司属于智慧交通行业产业链中的系统集成商，下游客户为高速公路建设投资方，以及有信息化建设需求的各省、市的交通运输部门、运营公司，由于公路建设单项目投资金额较大，项目进入密集建设期后，公司从单个项目、单个客户取得的收入较高。公司来自主要客户的销售收入金额较大，客户集中度较高。如果未来相关客户业务合作机会减少，公司不能继续开发新的客户资源、提升公司营业收入，则公司经营业绩将受到一定程度影响。

毛利率下降的风险

2022 年度、2023 年度及 2024 年 1-6 月，公司综合毛利率分别为 16.20%、14.05% 及 16.31%，公司毛利率呈现波动趋势，主要原因包括：1、公司着力开拓京外市场，积极参与全国各地项目竞标，公司为提高重点项目的中标成功率，会采用有竞争力的低价策略、压缩利润空间，导致毛利率下降；2、近年来，随着我国高速公路网的日臻完善，高速公路建设任务已逐渐向偏远地区、支线和联络线转移。公司部分项目位于交通不便的偏远地区，施工作业条件较差，施工组织难度较大，项目实施成本较高，毛利率有限。未来，若公司不能保持并提升市场竞争力、有效控制成本，可能导致公司毛利率持续下降，从而影响公司的盈利水平。

云星宇三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,752	3,246	3,384	3,540	营业总收入	2,202	2,305	2,384	2,469
货币资金及交易性金融资产	790	646	985	1,062	营业成本(含金融类)	1,893	1,970	2,025	2,085
经营性应收款项	1,260	1,306	1,351	1,399	税金及附加	4	5	5	5
存货	508	1,094	844	869	销售费用	58	46	50	54
合同资产	60	62	64	67	管理费用	80	69	74	79
其他流动资产	133	136	140	144	研发费用	94	88	95	99
非流动资产	459	476	493	506	财务费用	(3)	0	0	0
长期股权投资	66	66	66	66	加:其他收益	2	3	3	3
固定资产及使用权资产	193	212	226	236	投资净收益	3	3	3	3
在建工程	5	8	12	16	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	16	14	13	12	减值损失	50	0	0	0
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	132	133	141	153
其他非流动资产	177	173	173	173	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3,211	3,722	3,877	4,046	利润总额	132	133	141	153
流动负债	2,132	2,207	2,270	2,339	减:所得税	16	16	17	19
短期借款及一年内到期的非流动负债	11	6	6	6	净利润	116	117	123	135
经营性应付款项	1,449	1,379	1,418	1,459	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	523	691	715	741	归属母公司净利润	115	116	123	134
其他流动负债	148	130	131	133	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.39	0.41	0.44
非流动负债	12	11	11	11	EBIT	127	133	141	153
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	153	153	164	181
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.05	14.53	15.05	15.56
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	5.22	5.04	5.14	5.42
其他非流动负债	5	4	4	4	收入增长率(%)	(8.14)	4.67	3.42	3.58
负债合计	2,144	2,217	2,281	2,350	归母净利润增长率(%)	16.55	1.05	5.50	9.16
归属母公司股东权益	1,061	1,498	1,589	1,687					
少数股东权益	5	6	7	8					
所有者权益合计	1,066	1,504	1,596	1,696					
负债和股东权益	3,211	3,722	3,877	4,046					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	120	(427)	408	149	每股净资产(元)	4.88	4.98	5.28	5.61
投资活动现金流	(28)	(34)	(37)	(37)	最新发行在外股份(百万股)	301	301	301	301
筹资活动现金流	(9)	316	(32)	(35)	ROIC(%)	10.82	9.00	7.90	8.13
现金净增加额	83	(144)	339	77	ROE-摊薄(%)	10.83	7.75	7.71	7.93
折旧和摊销	27	20	24	28	资产负债率(%)	66.78	59.58	58.84	58.09
资本开支	(59)	(41)	(41)	(41)	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.91	40.48	38.37	35.15
营运资本变动	17	(559)	264	(10)	P/B(现价)	3.20	3.14	2.96	2.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，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），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>