

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

宇通客车(600066)

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

宇通客车(600066.SH): 海外市场带来持续增量, 国内客车市场复苏在即

2023年04月02日

事件: 公司发布2022年年报, 2022年公司全年实现营业收入217.99亿, 同比-6.17%; 归母净利润7.59亿, 同比+23.68%。其中, 2022年Q4实现营业收入86.85亿, 同比+14.72%; 归母净利润6.28亿, 同比+78.41%。

点评:

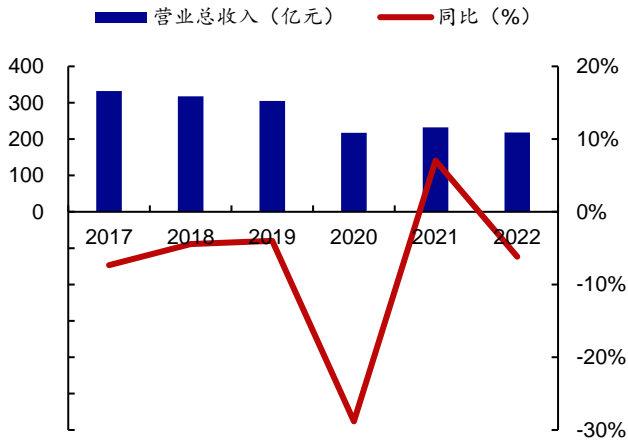
- **四季度盈利能力大幅改善, 海外市场带来积极贡献。**2022年, 公司全年实现营业收入217.99亿, 同比-6.17%; 归母净利润7.59亿, 同比+23.68%。其中, 2022年Q4实现营业收入86.85亿, 同比+14.72%; 归母净利润6.28亿, 同比+78.41%。2022年中国大陆营收139.35亿, 同比-15.5%; 海外营收55.95亿, 同比+24.67%。2022年公司实现客车销售30198辆, 同比下降27.80%, 分车型类别看, 大型客车销量11755辆, 同比-27.98%; 中型客车销量11978辆, 同比-30.14%; 轻型客车销量6465辆, 同比-22.68%。分地区看, 国内销量24515辆, 同比-33.59%; 海外销量5683辆, 同比+15.60%。公司净利润实现同比增长主要系国内销售毛利率有所提升, 同时海外销量实现增长, 高毛利率为业绩带来积极贡献。
- **订单提质毛利率修复明显, 研发投入增加带动产品结构优化。**2022年, 公司加强订单风险管理与价格管控, 放弃部分高风险低价订单, 国内市场实现毛利率20.4%, 同比+4.27pct; 市占率28.19%, 同比-10.05pct; 海外市场毛利率30.03%, 仍维持较高水平。单车营收方面, 2022年中国大陆单车营收为56.84万元, 海外单车营收为98.45万元。费用率方面, 销售/管理/财务/研发费用率分别为7.5%/3.9%/-0.4%/7.8%, 销售/管理/财务费用率基本维持稳定, 研发费用率同比+1.1pct, 研发费用16.94亿元, 同比+8.56%, 公司研发重点聚焦于智能网联及自动驾驶关键技术研究及产业化; 多场景燃料电池技术及“三电”技术研究与开发; T7高端商务车产品升级; 全新机场摆渡车及U系列高端公交等产品。
- **国内客车行业需求有望迎来复苏: (1) 座位客车:** 22年受宏观经济影响, 客运、旅游班线车销量大幅下降, 随着国内经济向好与疫情后出行恢复, 我们预计客运、旅游、团体客车需求有望实现恢复性增长; **(2) 公交客车:** 受22年新能源车辆购置税补贴退出影响, 22年公交车销量实现逆势增长, 随着城镇化发展与新能源公交车对传统能源的替代, 我们预计23年公交车市场有望持平或略增; **(3) 校车和其他车型领域:** 11-13年校车市场爆发时期购置车辆即将进入更新周期, 房车、观光车等专业改装车需求有望保持较快增长。
- **海外市场扩张带来持续新增量: (1) 海外客车行业稳定增长:** 2022年随着各类赛事、展会的如期举办, 全球社会经济活动逐步恢复, 公共交通作为民生出行基础设施, 客运、旅游等市场需求有望逐步释放。同时

在节能减排、环保意识与新能源技术发展的共同驱动下，欧美、东南亚、中东等地新能源需求加速增长；**(2) 业务变革+市场拓展：**公司销售与服务网络实现全球布局，并逐渐在多地区通过KD 组装方式实现技术输出的业务模式，RCEP 逐步落地实施与“一带一路”合作有望为中国客车出口带来新增量。

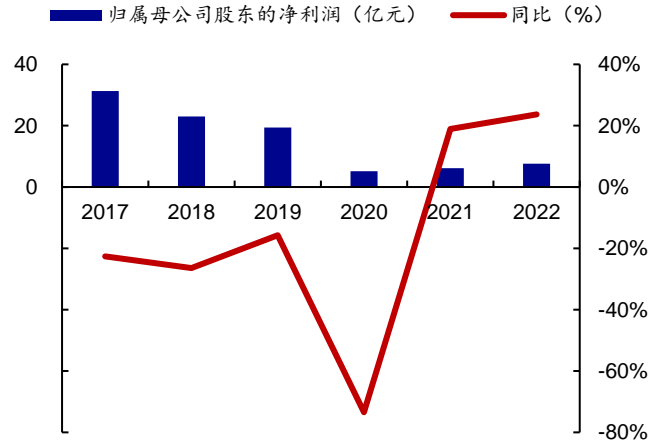
- **盈利预测与投资评级：**公司为全球大中型客车龙头企业，具备出色的整车制造与研发能力，在国内客车行业稳步复苏+海外市场持续开拓的背景下，公司传统客车份额有望稳步提升，新能源与智能化领域有望带来全新增量。我们预计公司**2023-2025 年归母净利润为 12.1、14.7、20.0 亿元，对应 PE 分别为 22、19、14 倍。**
- **风险因素：**原材料价格波动、宏观经济波动导致需求不及预期、新能源客车推广不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	232	218	255	307	377
增长率 YoY	7.0%	-6.2%	17.1%	20.0%	22.8%
归属母公司净利润(亿元)	6.1	7.6	12.1	14.7	19.9
增长率 YoY	19.0%	23.7%	59.9%	21.2%	35.6%
毛利率	18.6%	22.8%	23.5%	23.3%	24.0%
净资产收益率ROE	4.0%	5.2%	7.6%	10.0%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.34	0.55	0.66	0.90
市盈率 P/E(倍)	44.47	35.96	22.49	18.56	13.69
市净率 P/B(倍)	1.79	1.89	1.72	1.85	1.93

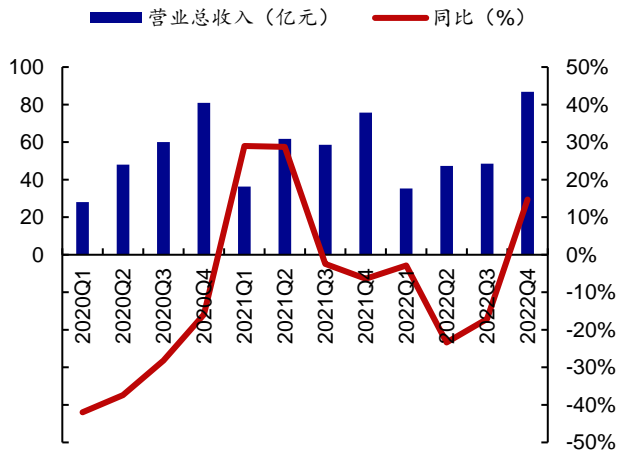
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 31 日收盘价

图1：宇通客车历年收入&同比增速


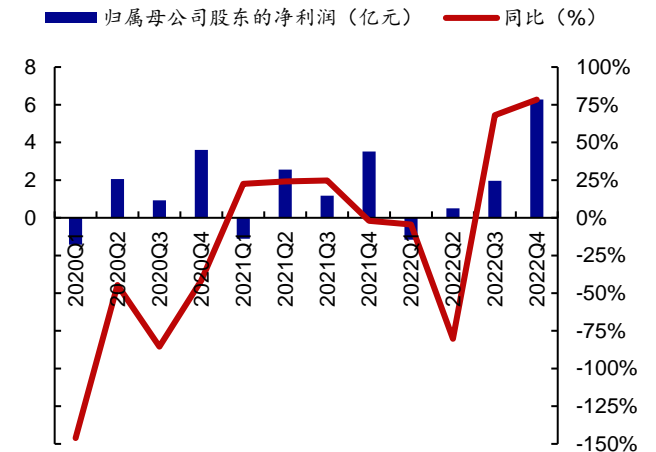
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图2：宇通客车历年归母净利润&同比增速


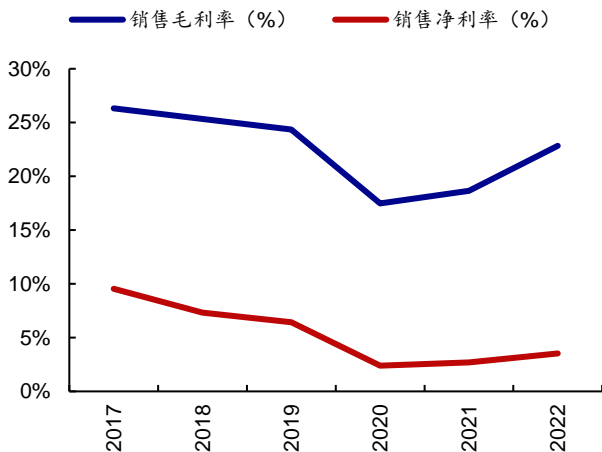
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图3：宇通客车分季度营收&同比增速


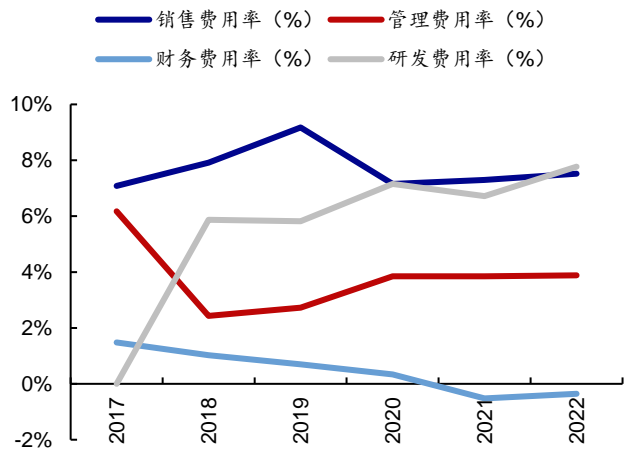
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图4：宇通客车分季度归母净利润&同比增速


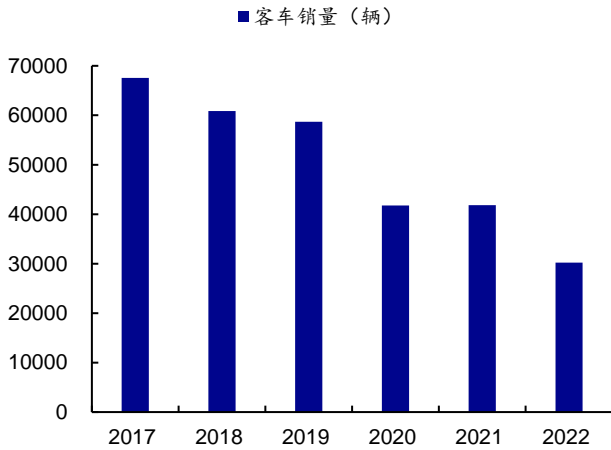
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图5：宇通客车历年毛利率&净利率


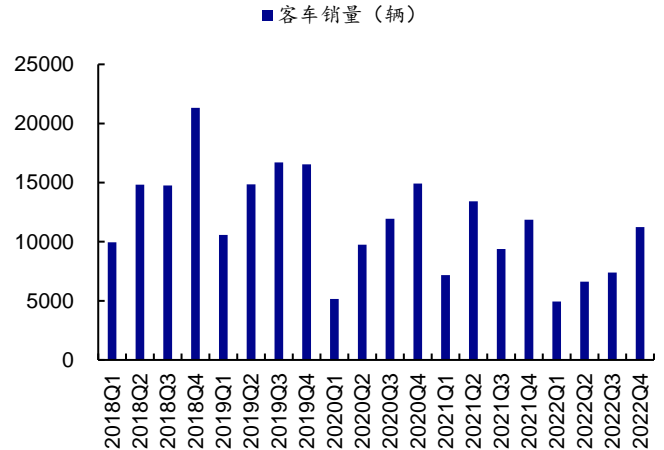
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图6：宇通客车历年费用率


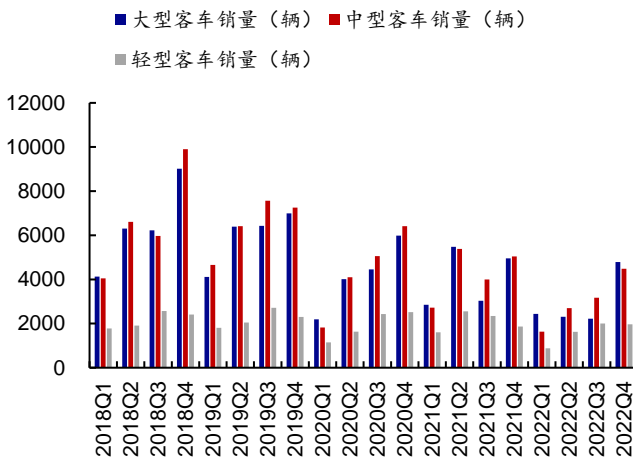
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：宇通客车分年度销量


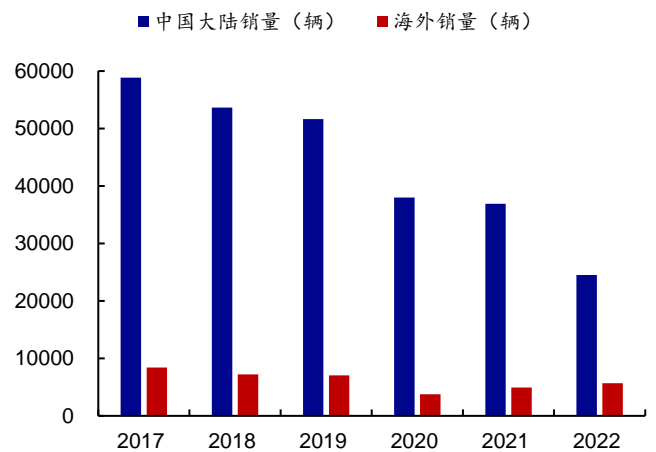
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：宇通客车分季度销量


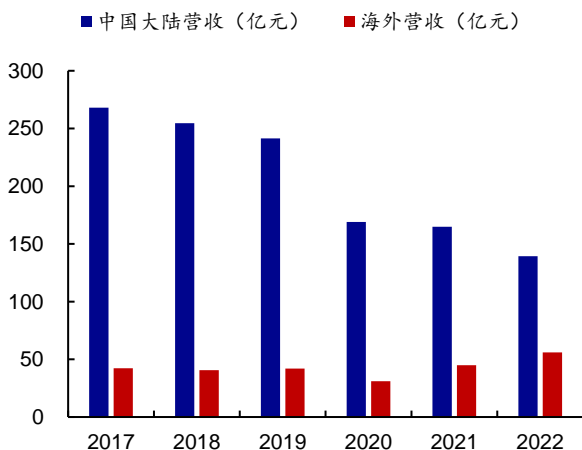
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：宇通客车大中轻客分季度销量


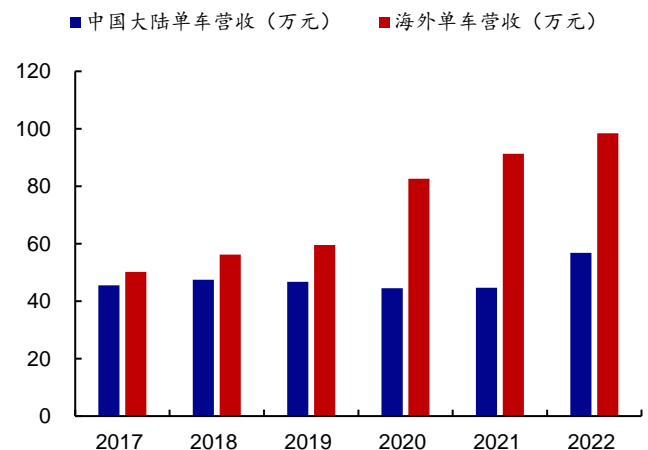
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：宇通客车分地区销量


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：宇通客车分地区销售占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：宇通客车分地区单车营收


资料来源：Wind，信达证券研发中心

会计年度	单位:亿元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	208	190	235	239	263
货币资金	56	70	76	59	31
应收票据	2	3	1	3	2
应收账款	55	41	72	80	107
预付账款	4	7	4	4	5
存货	61	49	59	70	87
其他	29	20	23	22	30
非流动资产	114	110	111	129	146
长期股权投资	9	10	11	12	13
固定资产(合计)	41	42	53	66	78
无形资产	12	16	12	11	10
其他	52	43	35	40	46
资产总计	322	300	346	368	408
流动负债	139	126	149	178	220
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	32	23	42	43	61
应付账款	50	52	57	74	85
其他	57	51	50	62	74
非流动负债	29	28	37	40	46
长期借款	0	0	2	1	6
其他	29	28	35	39	40
负债合计	168	154	186	219	265
少数股东权益	1	1	1	2	2
归属母公司股东权益	152	145	159	147	141
负债和股东权益	322	300	346	368	408

会计年度	单位:亿元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	232	218	255	307	377
同比(%)	7.0%	-6.2%	17.1%	20.0%	22.8%
归属母公司净利润	6.1	7.6	12.1	14.7	19.9
同比(%)	19.0%	23.7%	59.9%	21.2%	35.6%
毛利率(%)	18.6%	22.8%	23.5%	23.3%	24.0%
ROE%	4.0%	5.2%	7.6%	10.0%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.34	0.55	0.66	0.90
P/E	44.47	35.96	22.49	18.56	13.69
P/B	1.79	1.89	1.72	1.85	1.93
EV/EBITDA	17.95	7.22	9.27	7.80	7.02

会计年度	单位:亿元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	232	218	255	307	377
营业成本	189	168	195	235	286
营业税金及附加	3	2	3	3	3
销售费用	17	16	18	21	26
管理费用	9	8	10	11	14
研发费用	16	17	19	23	28
财务费用	-1	-1	2	3	5
减值损失合计	-1	-1	0	-1	-1
投资净收益	1	2	1	2	2
其他	5	0	5	5	7
营业利润	5	7	14	17	22
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	5	7	14	17	22
所得税	-1	-1	1	2	2
净利润	6	8	12	15	20
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	6	8	12	15	20
EBITDA	11	13	22	29	36
EPS(当年)(元)	0.28	0.34	0.55	0.66	0.90

会计年度	单位:亿元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	7	33	12	30	17
净利润	6	8	12	15	20
折旧摊销	8	9	6	8	9
财务费用	0	1	0	0	0
投资损失	-1	-2	-1	-2	-2
营运资金变动	-4	13	-18	7	-12
其它	-2	4	12	1	1
投资活动现金流	-5	-4	-17	-24	-24
资本支出	-7	-9	-17	-25	-25
长期投资	1	4	-1	-1	-1
其他	1	1	1	2	2
筹资活动现金流	-7	-14	11	-23	-21
吸收投资	3	0	0	0	0
借款	0	0	2	-1	5
支付利息或股息	-11	-11	0	-26	-26
现金流净增加额	-4	14	6	-17	-28

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com

华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。