

# 大中客车行业深度： 大周期的起点！

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

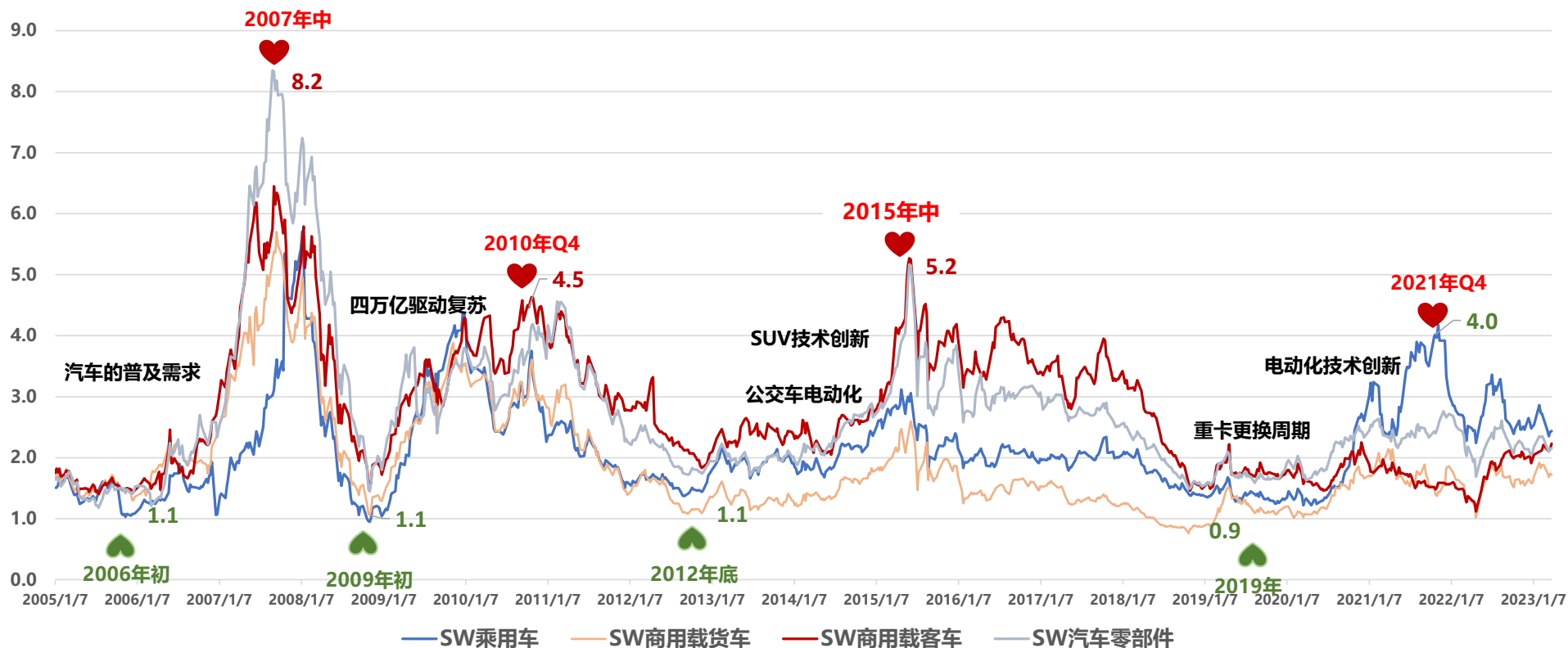
联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2023年4月19日

■ 复盘2005-2022年，汽车行业完整经历了3个周期轮回，目前正在第4个周期中。

图：2005年以来SW汽车各个子板块的估值变化趋势（以PB为口径）



- **自上而下视角看大中客车行业：**1) 符合“中特估”长期大方向，代表中国汽车制造业优势子行业走向全球。以“宇通客车”为代表，国内一流企业走向世界一流企业。2) 站在大周期视角下，汽车板块正处于第4个周期中（2005年开始算起）。板块内部横向比较看，大中客行业或率先形成【国内国外共振】，走出新一轮向上周期。
- **自下而上视角看大中客车行业：大周期的起点。**
- **景气度：上行周期刚刚开始。**大中客车行业本质是B2B模式。2009-2017-2022年客车行业经历了一轮完整的周期轮回：公交车电动化普及与透支消化叠加三年疫情的冲击。**展望2023-2025年有望开启新一轮成长：**1) 疫情后出行需求恢复+新能源普及+一带一路国家客车需求增长等多方面因素共同推进客车出口市场进入快车道，预计三年复合增速25%。2) 公交车自然更新周期带来的需求恢复+旅游等带动座位客车恢复，推动国内大中客逐步恢复至疫情前2019年水平，预计三年复合增速10%+。2023-2025年中大客行业总销量我们预测分别为：9.6万/11.1万/13.1万，同比增速分别为：15%/16%/18%。

- **自下而上视角看大中客车行业：大周期的起点。**
- **格局：头部企业优势增强。** 穿越长周期的验证，大中客行业形成了1超（宇通客车）+2强（金龙汽车+中通客车）。国内座位客车格局集中：宇通40%+（市占率，以下同），金龙20%+；国内公交车格局较分散：宇通20%+，金龙15%+。出口市场总体延续国内格局但【宇通+金龙】具备全球核心竞争力。
- **盈利/估值：拐点正在出现。** 客车行业2009-2022年这轮周期复盘总结：2016年为界线，盈利大幅上下波动。2022年客车行业盈利仍在磨底，宇通率先走出拐点，金龙亏损已收窄。**展望2023-2025年：量-价-成本-利有望盈利四重共振，净利润中枢有望持续回升。**  
**估值层面：**客车行业PB合理区间是2-4倍，极端情况大于4倍，或小于2倍。当前PB处于历史低位（2倍附近），随着行业ROE回升有望持续修复。
- **核心受益标的：宇通客车+金龙汽车。** 1) **宇通客车：龙头最先受益。** 深耕中大客市场，公交新一轮更新周期+疫情后旅游客车需求提升+海外市场景气度提升多重因素催化大中型客车周期向上。2) **金龙汽车：改善空间大。** 全方位布局中大轻客车市场，三龙整合后协同效应逐步体现，海外需求回暖推动业绩反转。
- **风险提示：**全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。



■ 景气度：上行周期刚开始

■ 格局：头部企业优势增强

■ 盈利/估值：拐点正在出现

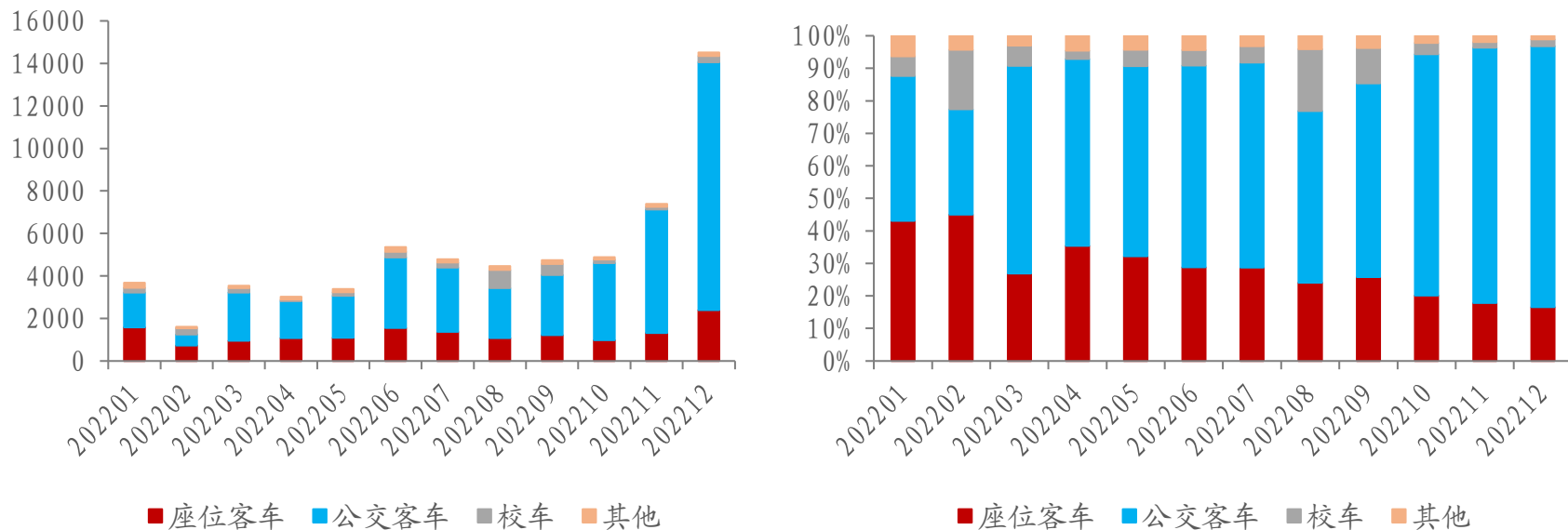
■ 受益标的：宇通客车+金龙汽车

■ 风险提示

# 一、景气度：上行周期刚开始

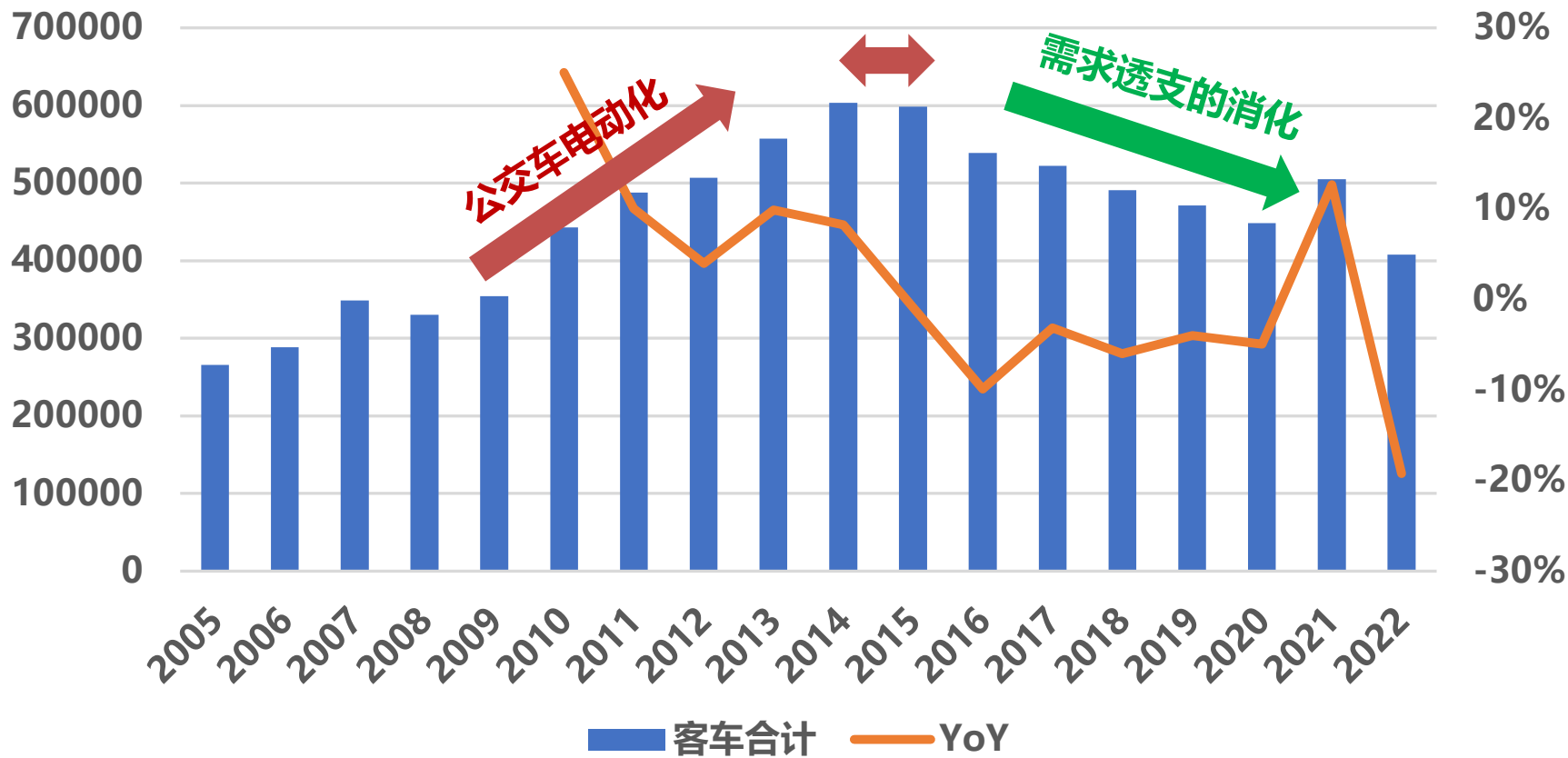
- 客车是B2B生意模式，与宏观经济的相关度弱于乘用车和重卡。
- 座位客车：核心满足用户的中途出行（1-3小时为主），分为：团体客车/旅游客车等。
- 公交客车：核心满足用户的中短途出行（尤其是市内），由地方公交车公司统一采购。
- 校车：核心满足中小学生出行需求，占比相对较小。

图：2022年各类大中型客车的销量及结构图（交强险口径，单位：辆）



- 2009年—2022年客车行业完整经历了轮周期的上下。
- 2009年-2015年：公交车电动化驱动了客车行业开启了5年左右上行周期。
- 2016年-2022年：客车行业经历了6年的需求透支的“量-价-利”消化。

图：2009-2022年客车行业销量的变化趋势（单位：辆）





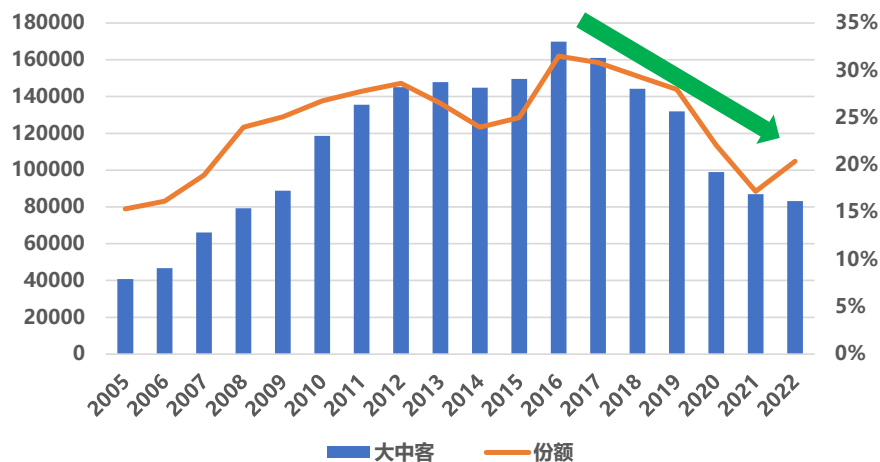
# 2016-2022年核心客车品类均处下行周期

■ **大中客销量维度：**2016年之后下滑主要来自：1) 座位客车受到动车&高铁的冲击；2) 公交车需求透支；3) 出口下行。

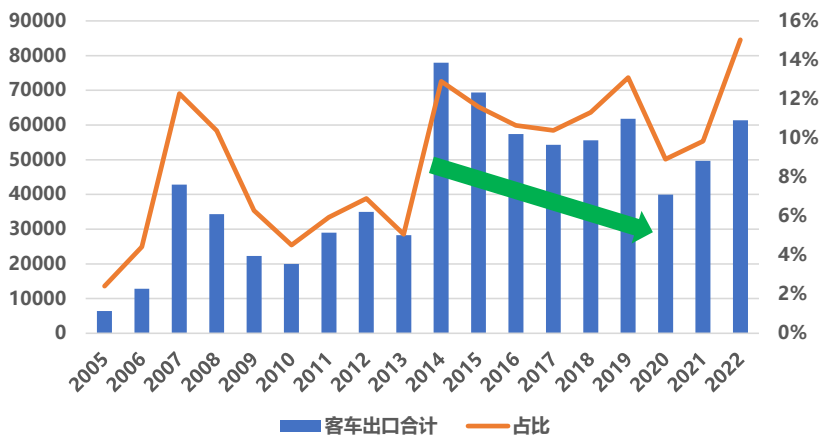
■ **公交车销量维度：**2012-2016年受新能源补贴政策刺激下，新能源公交车迎来爆发式增长，2017年开始消化透支需求。

■ **出口销量维度：**2015-2020年海外出口因地缘政治，经济环境，汇率和疫情，出口市场出现波动向下。

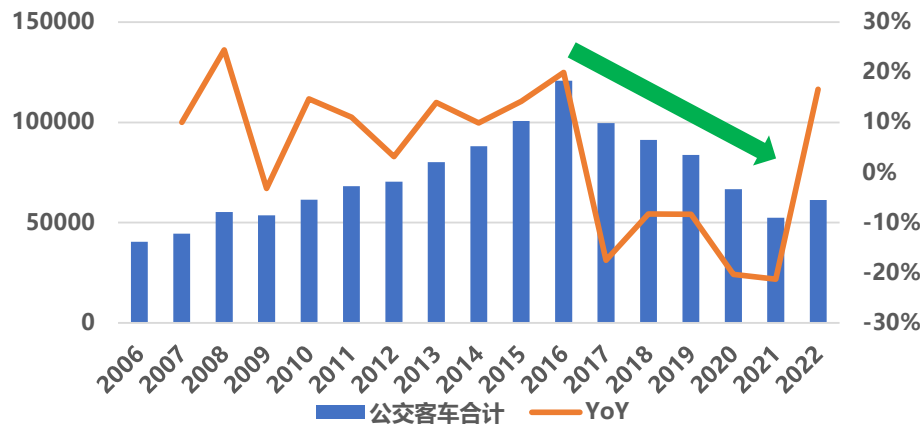
图：大中客以2016年为分界点销量和份额变化（单位：辆）



图：客车出口销量走势（单位：辆）



图：公交车客车销量趋势（单位：辆）



备注：2005-2009年出口采用大中客口径近似计算

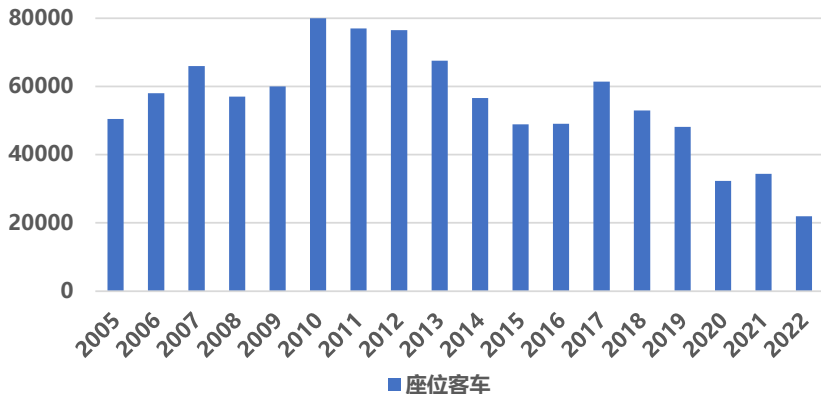
数据来源：中汽协，中客网，东吴证券研究所

## ■ 座位客车核心与公路客运量/周转量相关。

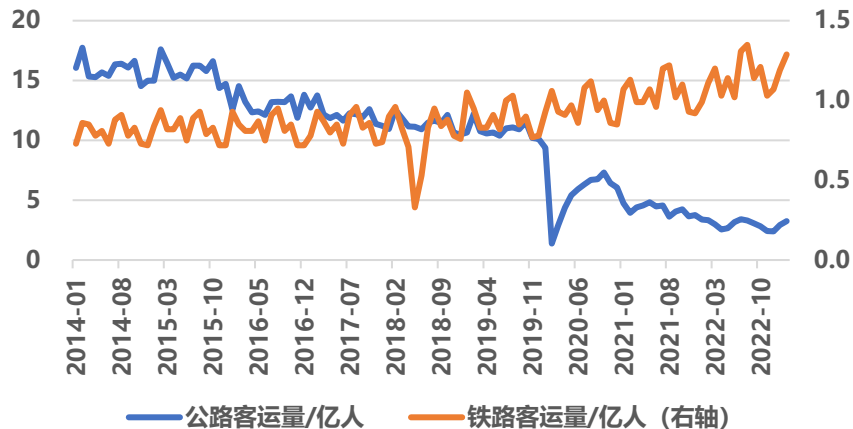
- 通过比较公路/铁路客运量，公路/铁路旅客周转量的长周期数据可知：
- 1) 动车&高铁普及对座位客车（团体/旅游等）造成了实质性的影响且非常充分。
- 2) 3年疫情对客车/铁路均产生实质性的影响，旅客周转量均创历史新低。

■ **展望2023-2025年：**随着疫情影响逐步退出，居民出行逐步恢复正常，座位客车有望回升至2019年疫情以前水平。

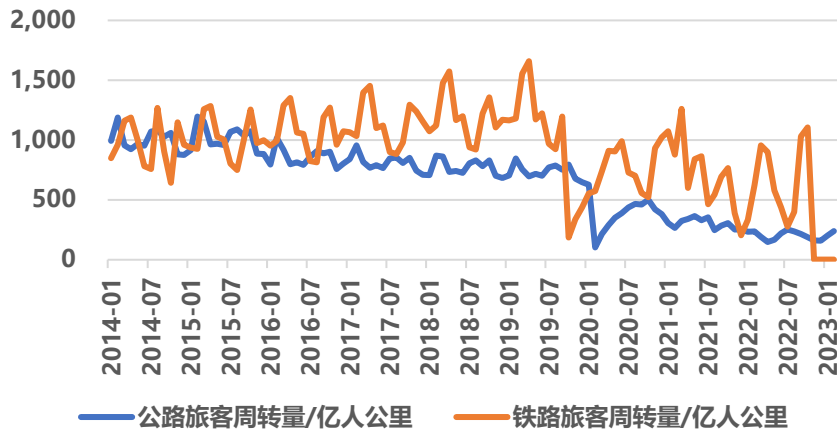
图：座位客车持续消化高铁动车带来的影响（单位：辆）



图：2014年以来公路-铁路客运量走势



图：2014年以来公路/铁路旅客周转量趋势

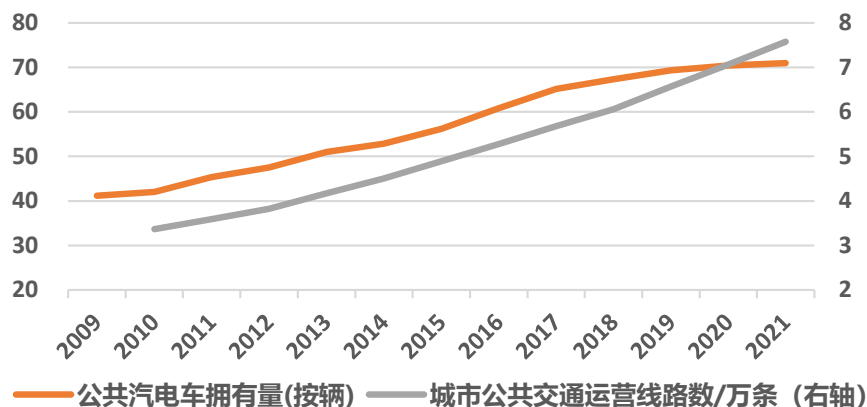


## ■ 公交客车：2017年持续下行周期。特征：

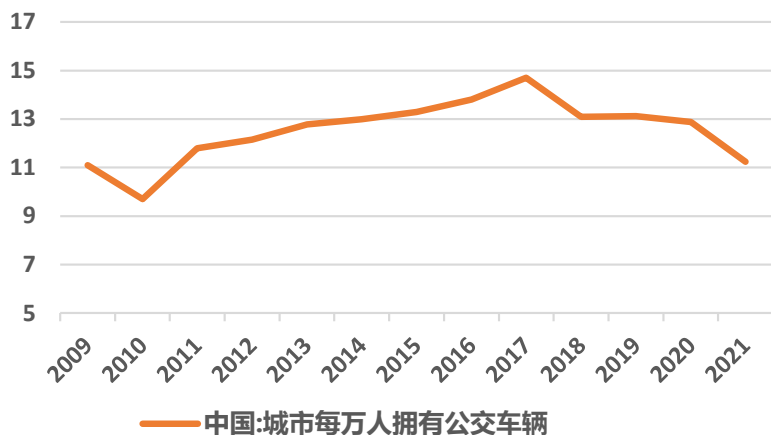
- 全国公交车保有量放缓但路线持续增加；
- 全国公交车新车销量回落至~报废量；
- 城市每万人拥有公交车数量逐年回落。

■ 展望2023-2025年：自然更新换代需求+财政的支持，国内公交客车有望迎来稳中提升。

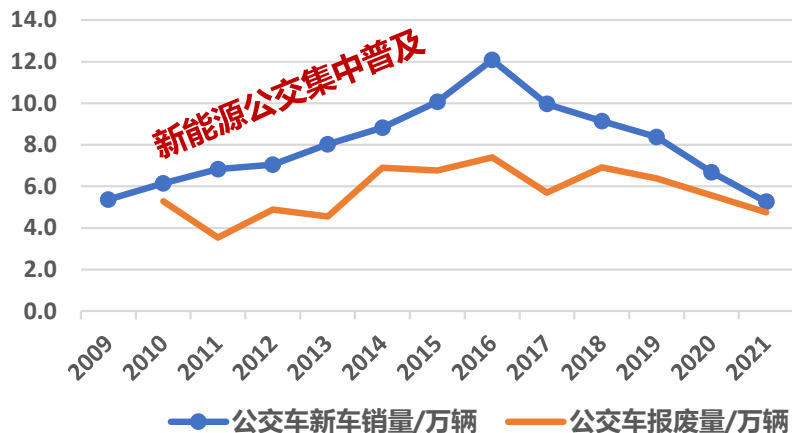
图：2017年以来公交车保有量增速放缓



图：2017年以来城市每万人拥有公交车辆持续下行



图：2017年以来公交车销量逐步下降至报废量水平

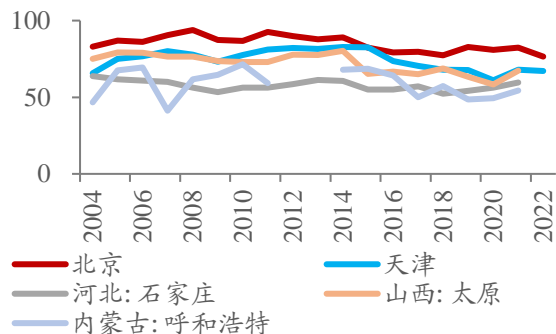


# 公交客车：地方财政自给率也影响招标需求

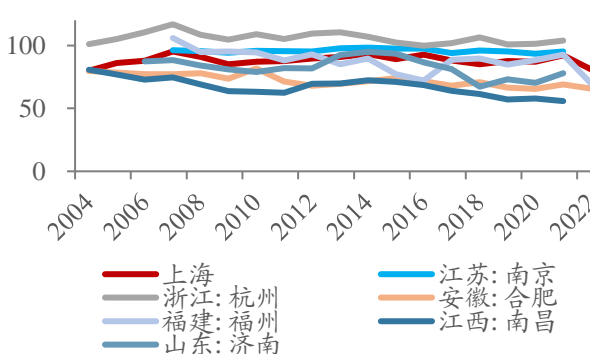
■ **华北/华东/华中/华南/东北/西南/西北地区大众公交车2017-2022年销量退坡情况为-59.9%/-48.9%/-62.2%/-86.7%/-73.1%/-0.8%/-66.4%**

■ **从财政自给率维度判断地方财政与公交销量的关系：**1) 华北、华东、西南地区销量退坡相对较小，对应这些地区财政自给率较为稳定且维持相对高位（除西南特殊省份）；2) 华南、东北地区销量退坡相对较高，对应华南的广西/广东及东北的黑龙江/吉林地区财政自给率波动较大且有下降趋势。

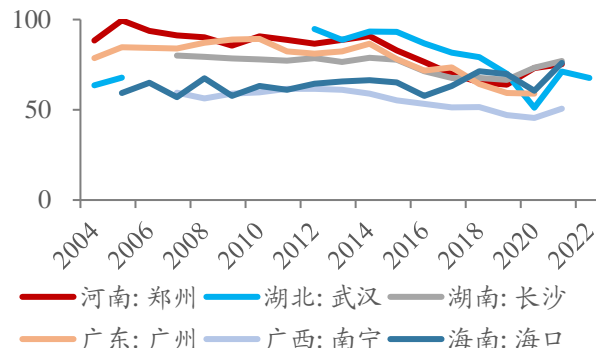
图：华北地区财政自给率（%）



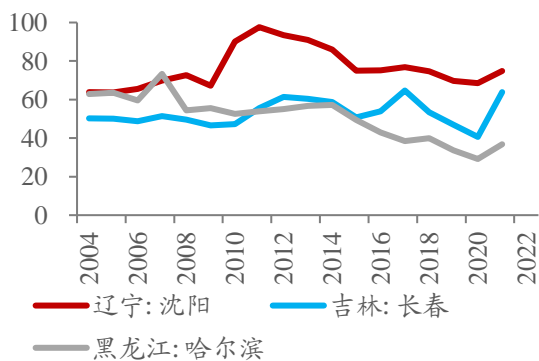
图：华东地区财政自给率（%）



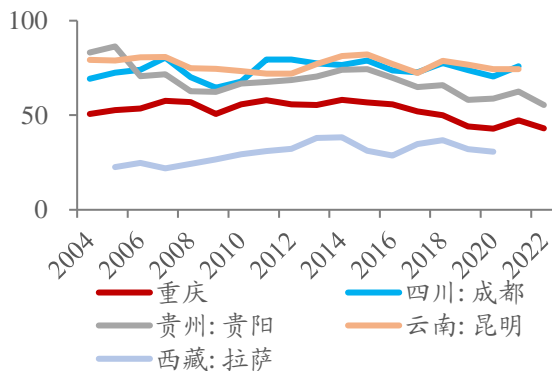
图：华中+华南地区财政自给率（%）



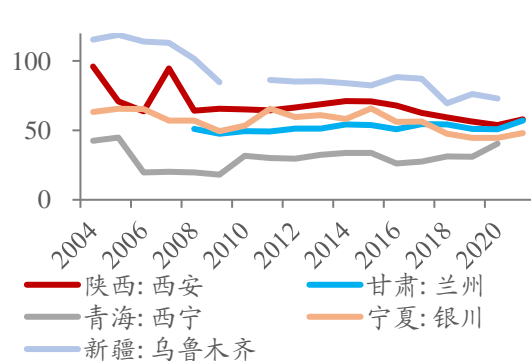
图：东北地区财政自给率（%）



图：西南地区财政自给率（%）



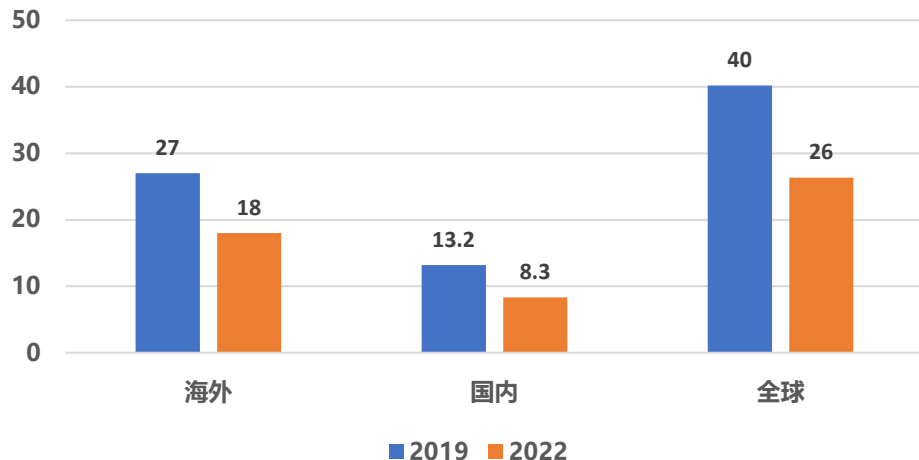
图：西北地区财政自给率（%）



## ■ 三年疫情对全球经济和出行的影响导致了全球客车的需求出现较大幅度的下降。

- 三年疫情对国内大中客出海的全球竞争力而言，是进一步提升（虽然2020年有短期影响），2022年大中客出口销量创2015年以来的新高。
- 海外大中客市场按照销量排序：亚洲>欧洲>北美>拉美>独联体>非洲。

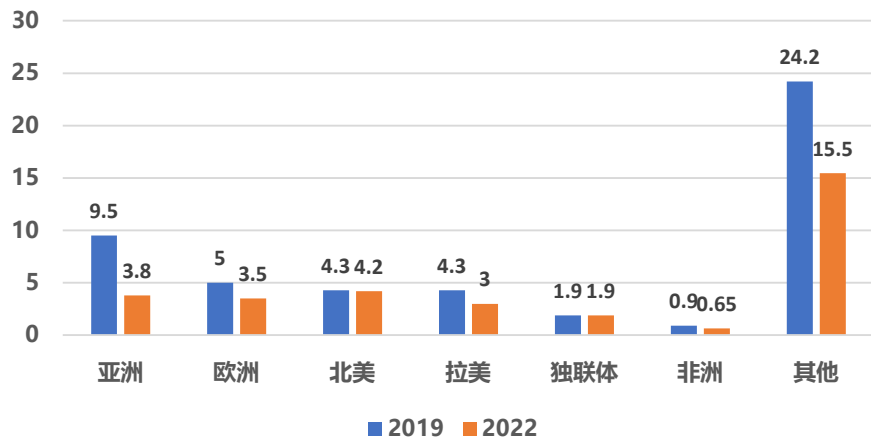
图：三年疫情造成国内大中客+海外客车需求下行（单位：万辆）



图：中国每年大中客出口数量变化（单位：万辆）



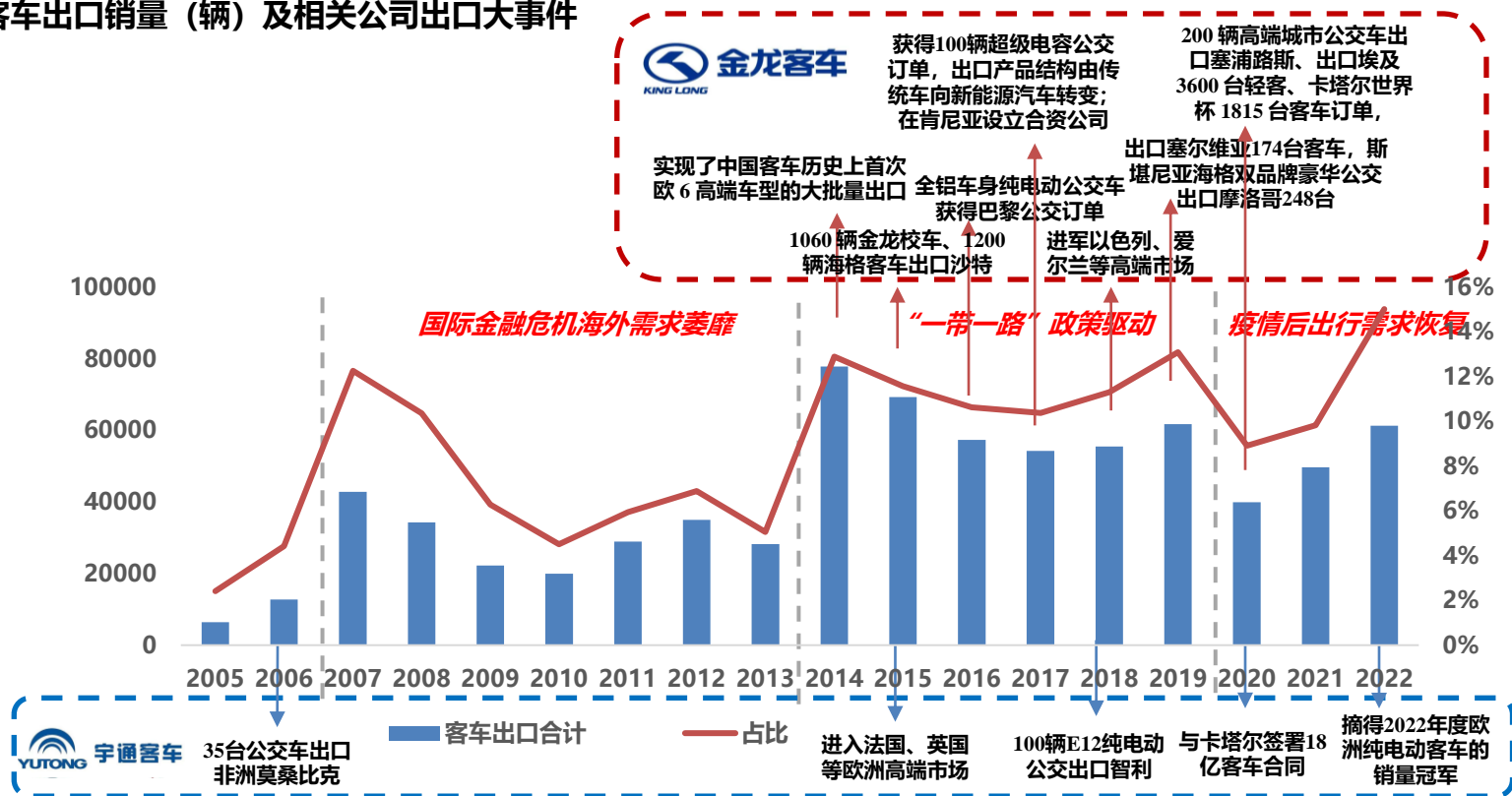
图：海外主要区域的客车需求变化（单位：万辆）



## ■ 2010年后国内客车龙头企业均开始布局 and 沉淀海外市场的核心优势：

- **总体出口市场来看：**中国客车出口通过2014年前后“一带一路”政策刺激迅速打开一带一路沿线国家市场，随后通过性价比及性能优势逐步进入欧洲高端客车市场，中国客车在国际市场建立了一定的品牌口碑。
- **复盘龙头客车企业出口历史：**宇通及金龙作为中国客车出口领先企业，在长期出口亚非拉等地区积累长足出口经验的基础上，在2015年前后完成了欧洲高端客车市场的突破，中国客车品牌国际认可度进一步提升。

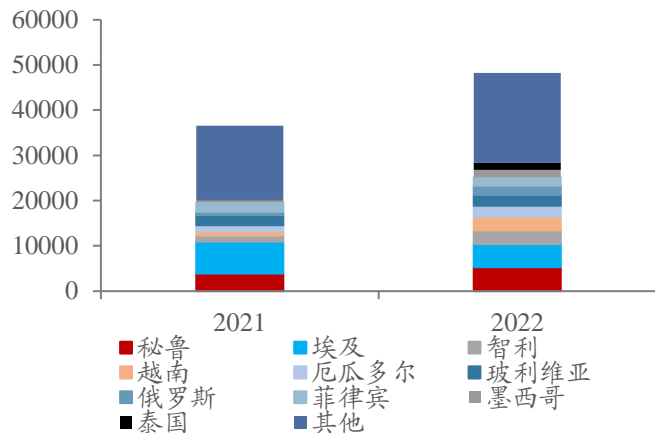
图：客车出口销量（辆）及相关公司出口大事件



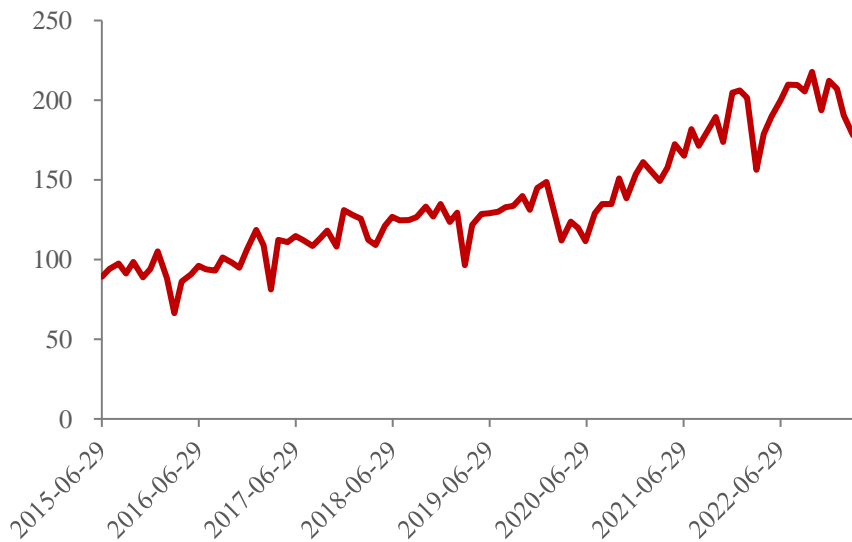
## ■ 一带一路沿线及非洲国家是客车出口的基本盘

- **政策支持：**《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的生效，对于客车出口亚太地区部分国家享有一定的关税优惠政策；“一带一路”沿线国家带来较多项目机会
- **经济需求：**亚非拉国家当地基础设施建设欠缺，客运需求较高，经济增长态势更强

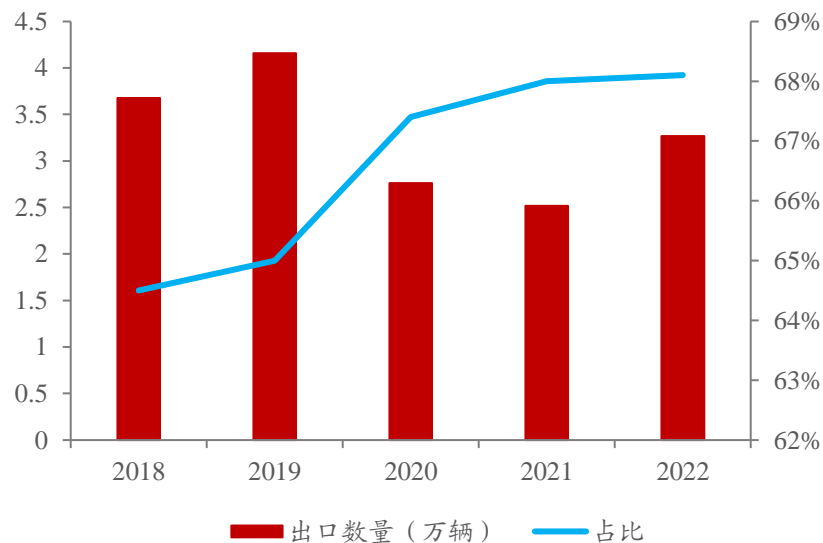
图：我国主要客车出口国



图：一带一路贸易指数



图：我国一带一路区域客车出口数量及占比





## ■ 欧洲是存量市场，客车需求主要来自新能源政策带来的客车切换需求

- **欧洲是存量市场：**欧洲基础设施建设较优，形成“城市内地铁+城际间火车+跨国航空”的出行体系，公交车及旅行客车更多是作为公共交通的补充，且大欧洲大城市中公交路线已经较为完善，总量不会具备太大增长弹性
- **政策驱动客车切换：**欧盟碳排放政策趋严，欧盟于2017年发起“欧洲清洁客车发展计划”，目标是2025年欧洲新能源公交车渗透率达到30%，多个欧盟国家也制定了相应的新能源客车切换规划，政策驱动下客车向新能源切换的需求将是欧洲客车的主要增量。

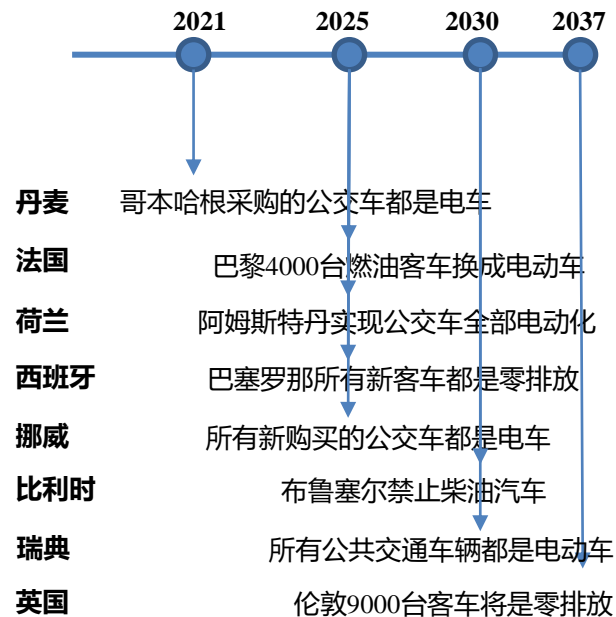
图：欧洲火车线路图



图：巴黎公交线路图



图：欧盟碳排放政策

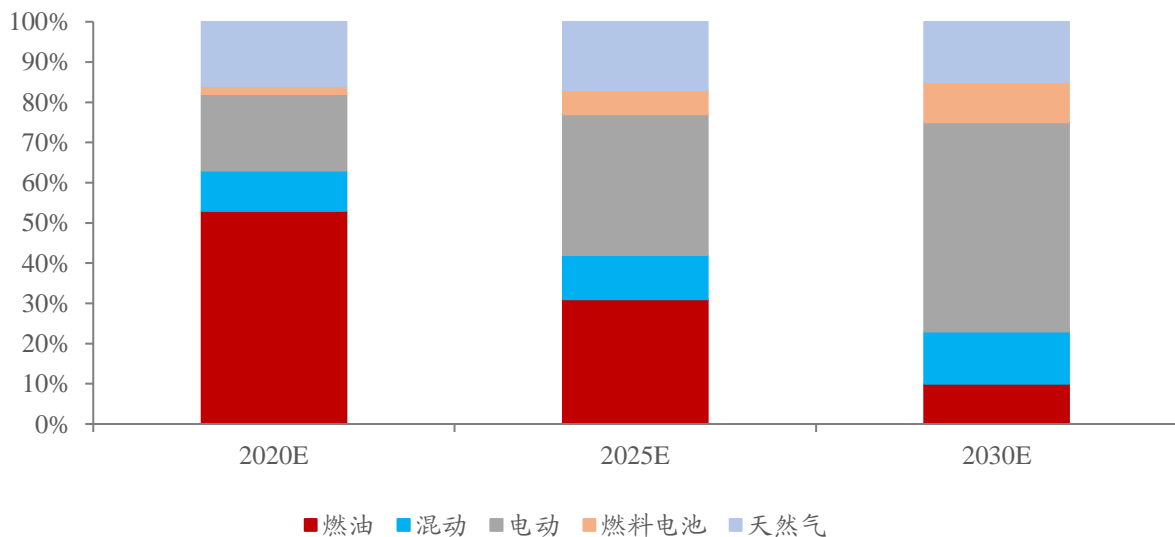




■ **中国公交车电动化速度快于欧美，可对欧洲公交电动化提供参考。**2009年初中国政府启动“十城千辆”计划，通过示范城市电动公交运营来实现电动公交的大批量导入效果显著，根据欧盟联合研究中心的报告，2017年全球电动公交保有量为17.3万辆，98%在中国，深圳等城市率先实现保有公交车全部电动化，电动化渗透率领先欧洲5年以上。

■ **欧洲公交车电动化开始提速，长期预计有超过30万辆替换空间。**根据欧洲2013年发起的ZeEUS项目预测，2020年欧洲燃油公交比例为53%，预计在2025/2030年下降至31%/10%。参考中国公交电动化发展路径，政策驱动下公交车大批量电动化需要约10年的时间。据统计欧洲客车公交存量市场约为90万辆，到2030年燃油公交车替换需求超过30万辆。

图：ZeEUS预测的欧洲公交车保有量结构



# 客车预测：2023-2025年迎来新一轮成长

## ■ 【出口+国内】共振推动大中客行业2023-2025年迎来新一轮成长。

- 出口市场：看好“一带一路”国家战略驱动下非欧美市场的高增长。
- 国内市场：看好公交车更新需求+旅游带动的座位客车恢复增长。

表：客车行业核心数据的预测

单位：万辆（中客网）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>1. 客车合计</b>	<b>59.8</b>	<b>53.9</b>	<b>52.2</b>	<b>49.1</b>	<b>47.2</b>	<b>44.8</b>	<b>50.5</b>	<b>40.8</b>	<b>42.7</b>	<b>44.9</b>	<b>47.6</b>
YoY		-10%	-3%	-6%	-4%	-5%	13%	-19.2%	4.7%	5.1%	6.0%
轻客及其他	44.9	36.9	36.1	34.7	34.0	34.9	41.8	32.5	33.2	33.8	34.5
YoY		-18%	-2%	-4%	-2%	3%	20%	-22%	2%	2%	2%
<b>2. 大中客</b>	<b>15.0</b>	<b>17.0</b>	<b>16.1</b>	<b>14.4</b>	<b>13.2</b>	<b>9.9</b>	<b>8.7</b>	<b>8.3</b>	<b>9.6</b>	<b>11.1</b>	<b>13.1</b>
YoY		14%	-5%	-10%	-9%	-25%	-12%	-4%	15%	16%	18%
占比	25%	32%	31%	29%	28%	22%	17%	20%	22%	25%	28%
2.1 座位客车	7.7	7.5	6.5	5.0	4.9	3.0	3.5	2.3	2.7	3.1	3.7
YoY		-2%	-14%	-22%	-3%	-39%	19%	-34%	15%	15%	20%
2.2 公交客车	7.5	11.0	9.4	9.3	7.7	6.0	4.5	5.5	6.3	7.3	8.7
YoY		46%	-15%	-1%	-17%	-22%	-26%	23%	15%	15%	20%
2.3 校车+其他	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.8	0.6	0.6	0.8	0.7
YoY		-4%	-7%	-3%	-1%	-24%	19%	-20%	-1%	26%	-9%
<b>2.5 国内</b>	<b>14.2</b>	<b>17.6</b>	<b>14.7</b>	<b>13.2</b>	<b>11.2</b>	<b>8.3</b>	<b>7.0</b>	<b>6.3</b>	<b>6.9</b>	<b>7.7</b>	<b>8.9</b>
YoY		24%	-17%	-10%	-15%	-26%	-15%	-11%	10%	12%	15%
<b>2.6 出口</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	<b>3.4</b>	<b>4.2</b>
YoY		-10%	11%	-4%	14%	-40%	28%	24%	25%	25%	25%

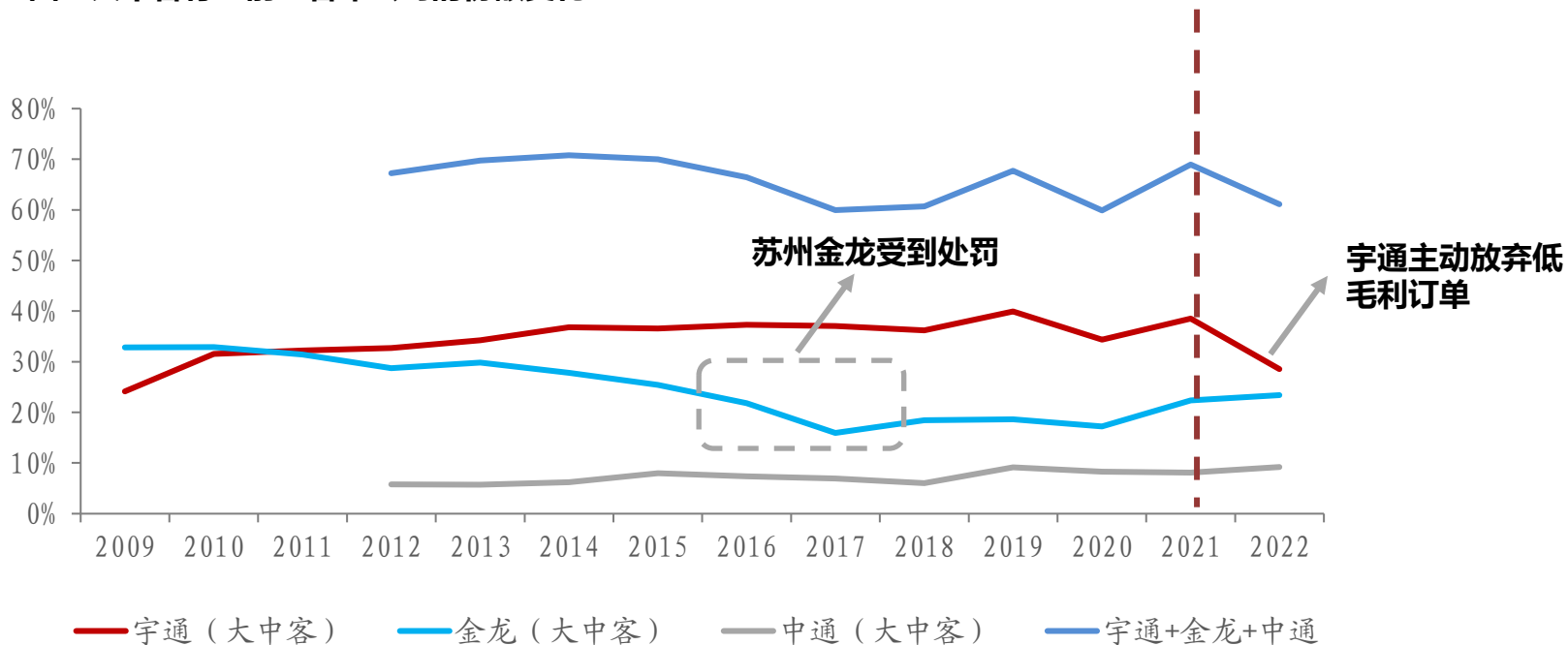
## 二、格局：头部企业优势增强

# 大中客行业总体格局：1超2强持续巩固

## ■ 核心结论：跨过周期，宇通、金龙、中通形成1超2强，三者市占率中枢为60%+

- 近年来客车市场呈现大型化趋势，政策方面也对大型公交有所倾斜（如对中大型新能源公交给予更多补贴），专注于中大型客车市场的宇通直接受益，市占率中枢在30%+
- 金龙汽车全国产能布局均匀，金龙客车+金旅客车+苏州金龙三者齐发力2022年市占率攀升至23%
- 中通客车深耕山东公交客车市场，同时在其他多省均有渠道布局，市占率中枢为10%

图：大中客行业前三客车公司的份额变化

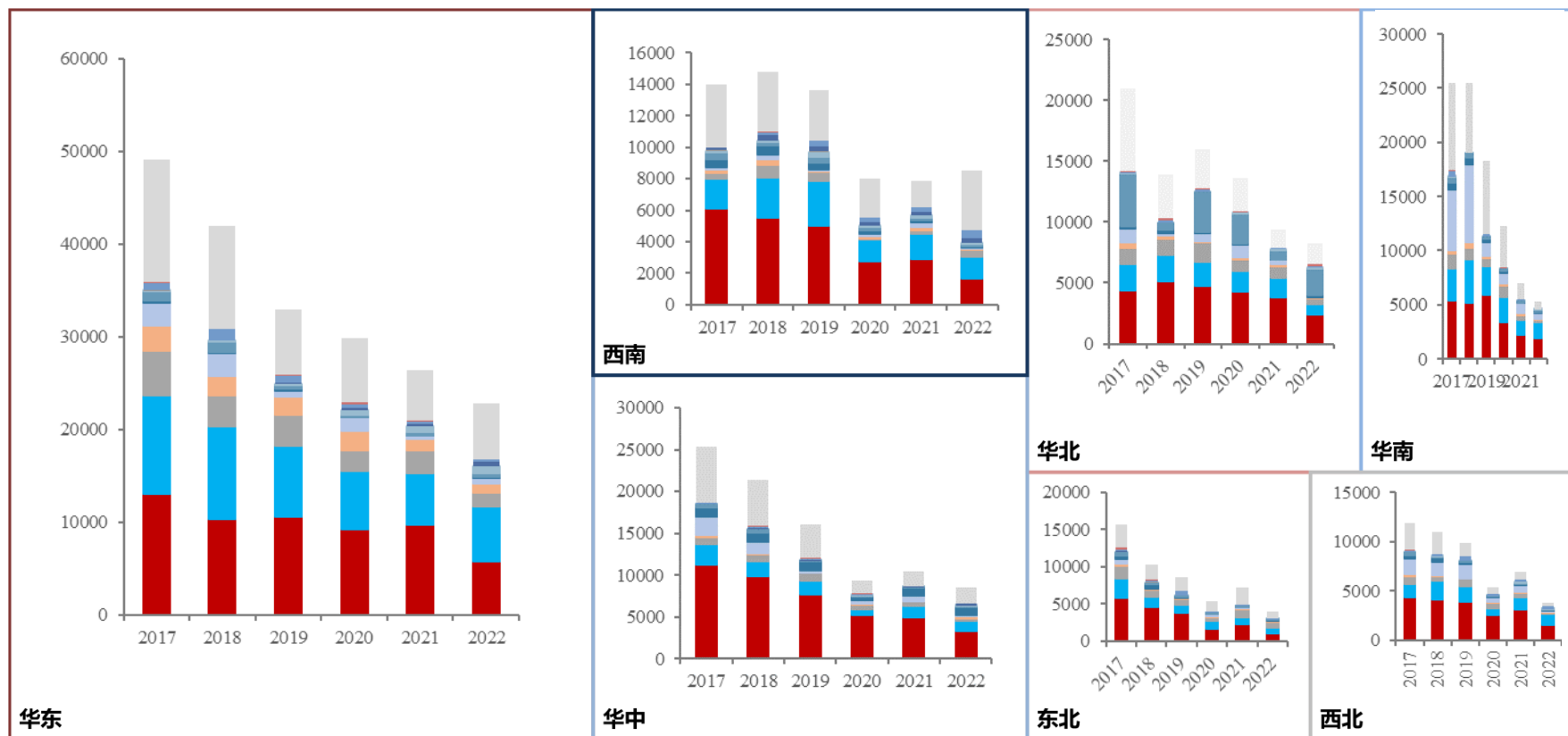


注：中通21-25年为估算数据

# 大中客分区域看：不同区域竞争格局略有不同

■ **分析大中客分省份的竞争格局：** 1) 市场总体呈现1超2强格局； 2) 由于客车2B的业务模式，客车企业在各地区市占率有差异，总体来看宇通在西南、华中、华北、东北、西北地区优势明显，金龙在华南地区较有优势，福田在华北独具优势； 3) 华东地区销售规模最大，市场竞争最充分，市场向宇通和金龙集中

图：客车分省份市场格局（大中客口径，单位：辆）

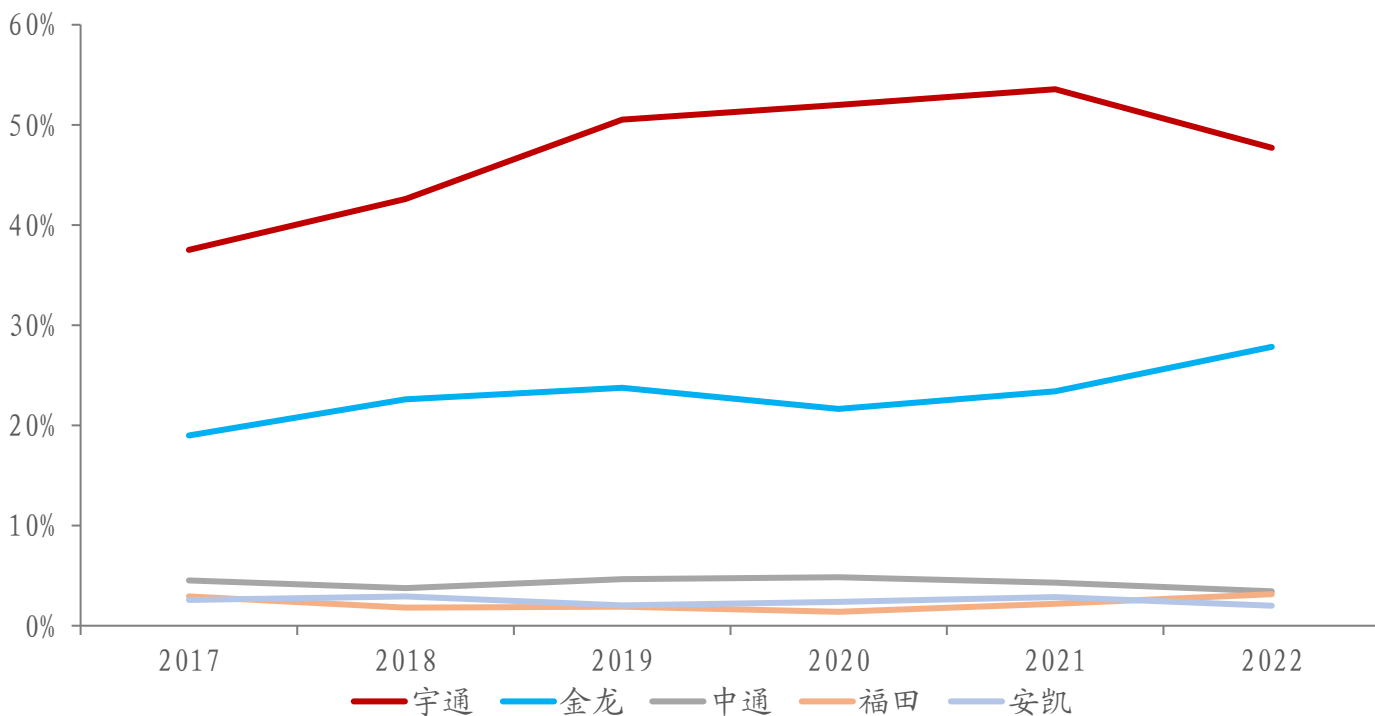


■ 宇通 ■ 金龙 ■ 中通 ■ 安凯 ■ 比亚迪 ■ 东风 ■ 福田 ■ 吉利 ■ 江淮 ■ 金杯 ■ 奇瑞 ■ 上汽 ■ 亚星 ■ 长安 ■ 其他

## ■ 核心结论：1超1强多弱格局稳固，龙头集中态势初显

- 座位客车市场竞争相对充分，行业下行周期需求端更偏向于具备充分产能保障及优质产品质量头部厂商，叠加新能源切换趋势下头部厂商具备先发优势，宇通/金龙的双寡头市场更加稳固，二者占据约75%的市场
- 腰部厂商的销量具备相对刚性，各地采购对地方客车企业依旧存在一定资源倾斜，尾部座位客车厂商逐渐出清

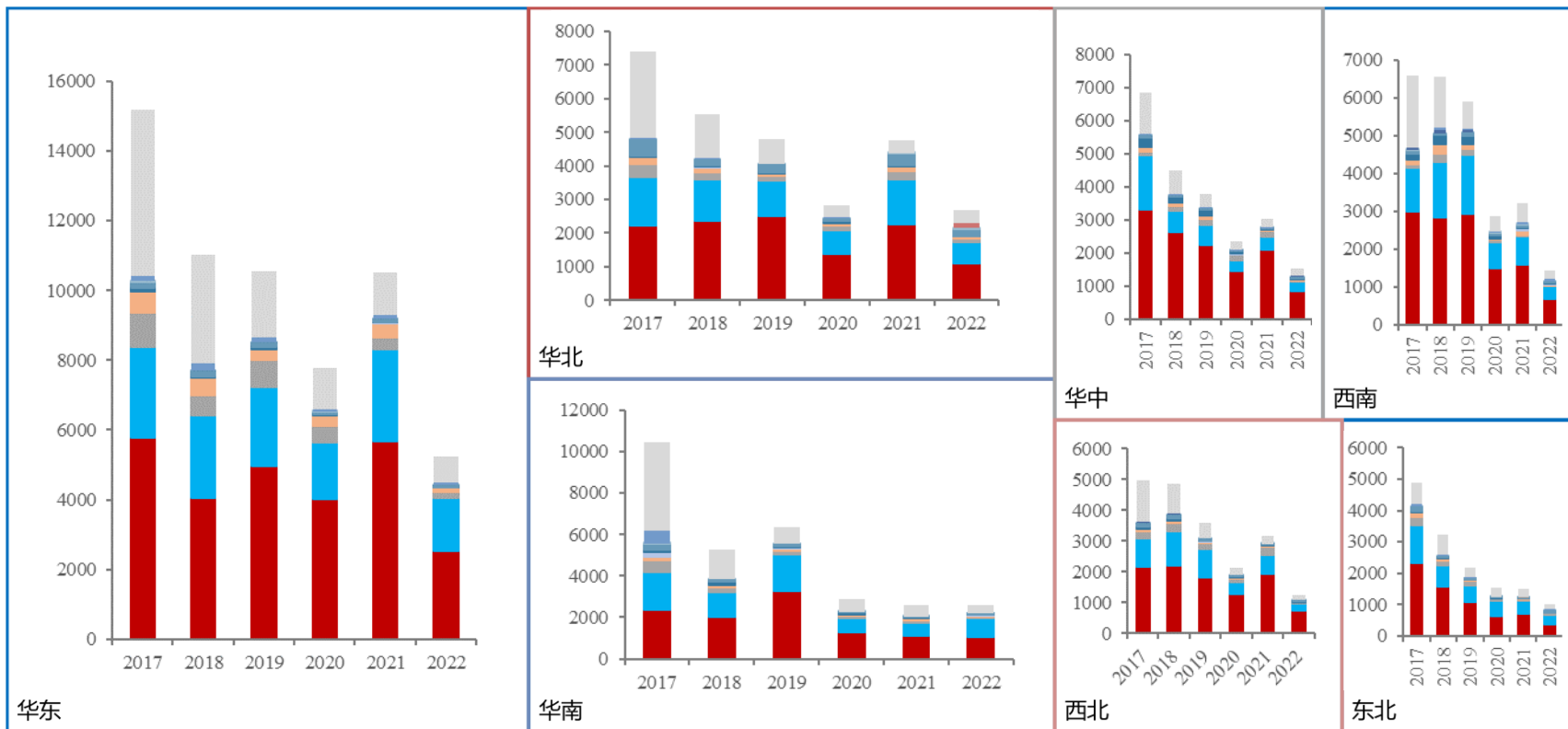
图：座位大中客行业前五客车公司的份额变化



# 座位大中客车分区域看：不同区域分化较小

■ **分析大中座位客车分省份的竞争格局：** 1) 座位客车市场总体来看区域分化较小，各地区基本都是宇通和金龙寡头垄断格局；2) 各区域都出现尾部出清趋势，体现了大中座位客车市场竞争较为充分，更具渠道、产品优势的龙头车企逐步占据更大市场

图：客车分省份市场格局（大中座位客车口径，单位：辆）

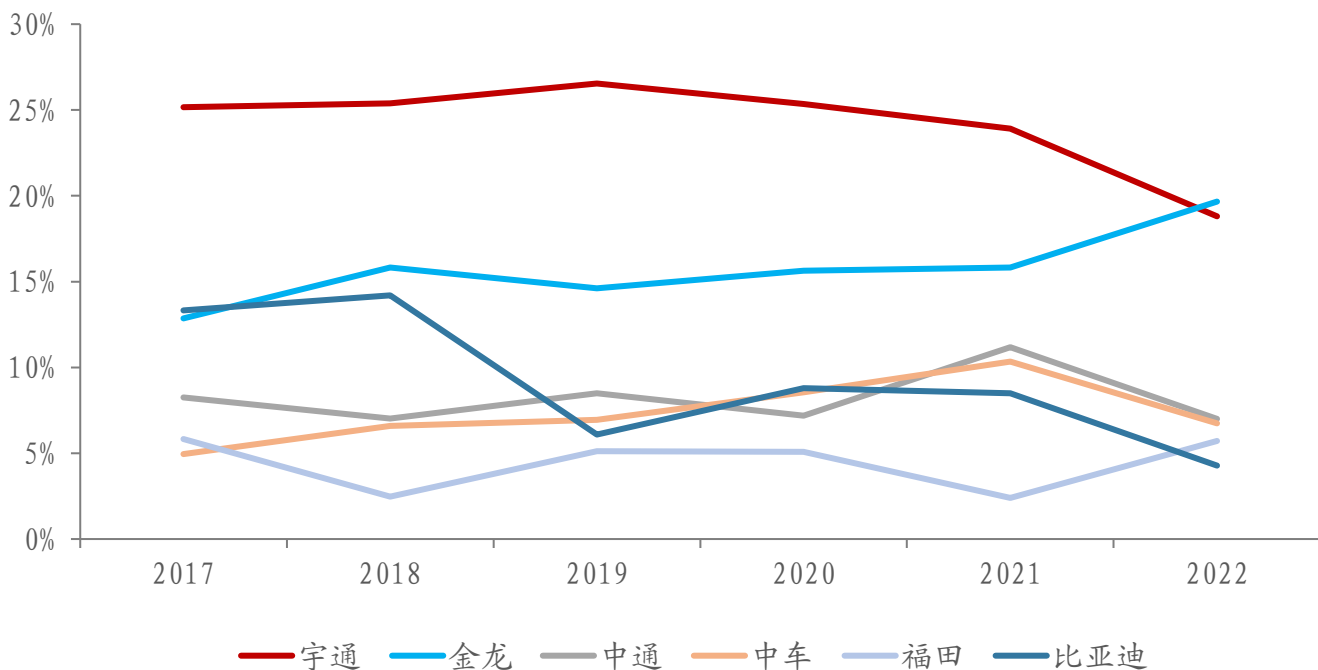


■ 宇通 ■ 金龙 ■ 中通 ■ 安凯 ■ 比亚迪 ■ 东风 ■ 福田 ■ 吉利 ■ 江淮 ■ 金杯 ■ 奇瑞 ■ 上汽 ■ 亚星 ■ 长安 ■ 其他

## ■ 核心结论：地方保护导致竞争格局相对分散，形成2超多强竞争格局

- 宇通、金龙二者市占率中枢都在在20%上下，销售渠道全国铺开两超格局稳固
- 地方保护导致腰尾部厂商销量具备较强刚性，多数客车公司由地方客车制造厂改制而来，具备较强地方资源积累，暂未出现明显实质性出清。

图：公交大中客行业前六客车公司的份额变化

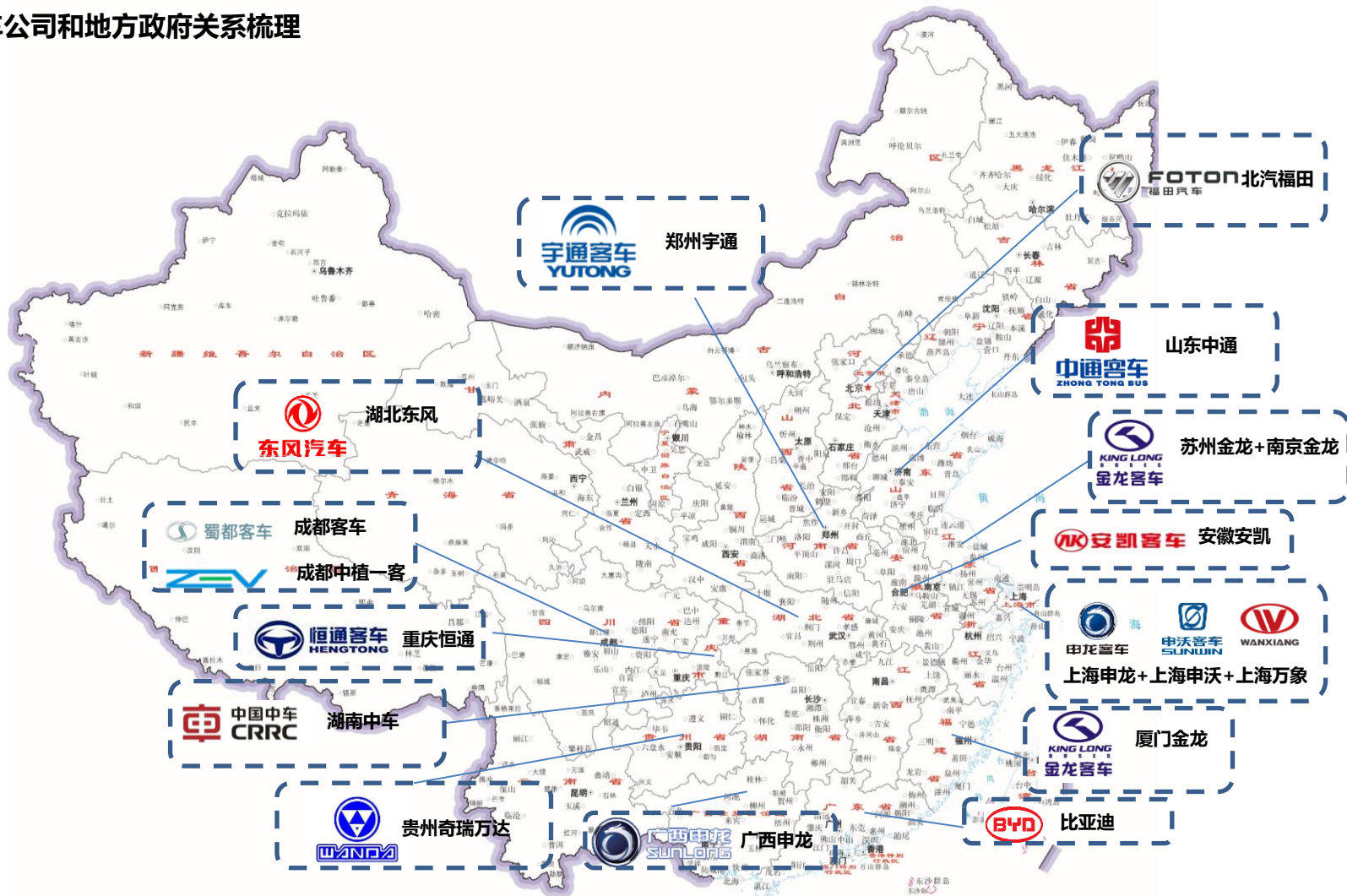




# 公交大中客：各地政府扶持导致格局分散

■ 梳理客车企业和地方的关系，我们发现大多数省份均有地方客车公司，从而导致了公交客车市场格局相对分散。

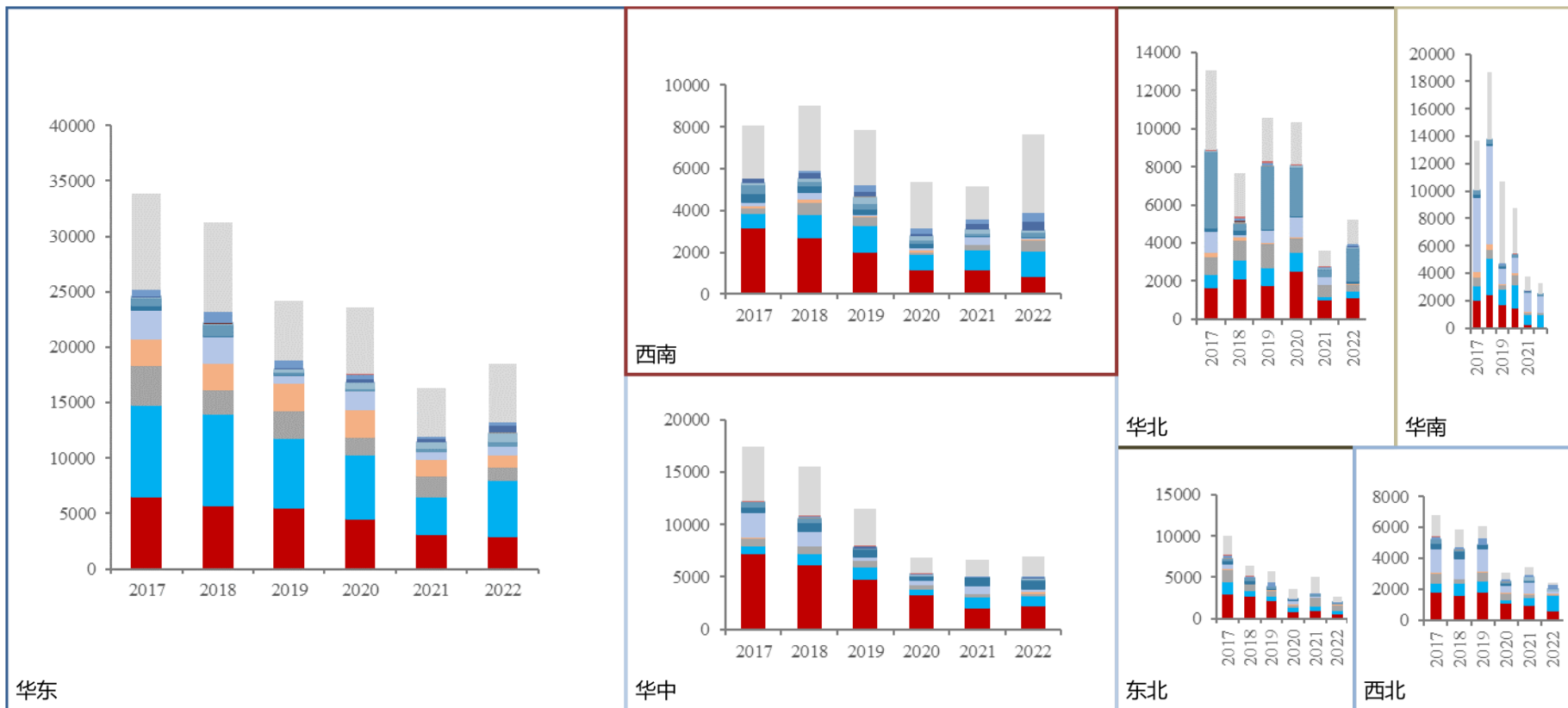
图：客车公司和地方政府关系梳理



# 公交车分区域看：不同区域分化更显著

■ **通过分析公交车分省份的竞争格局：** 1) 公交车与地方政府招标息息相关，市场竞争不充分市场更长尾，不同区域竞争格局呈现较大分化； 2) 宇通在华中、华北具备优势，金龙在西南、西北地区的竞争力在增强，福田在华北具备显著优势，比亚迪在华南具备显著优势； 3) 华东地区销售规模最大，市场竞争最充分

图：客车分省份市场格局（公交车口径，单位：辆）



■ 宇通 ■ 金龙 ■ 中通 ■ 安凯 ■ 比亚迪 ■ 东风 ■ 福田 ■ 吉利 ■ 江淮 ■ 金杯 ■ 奇瑞 ■ 上汽 ■ 亚星 ■ 长安 ■ 其他

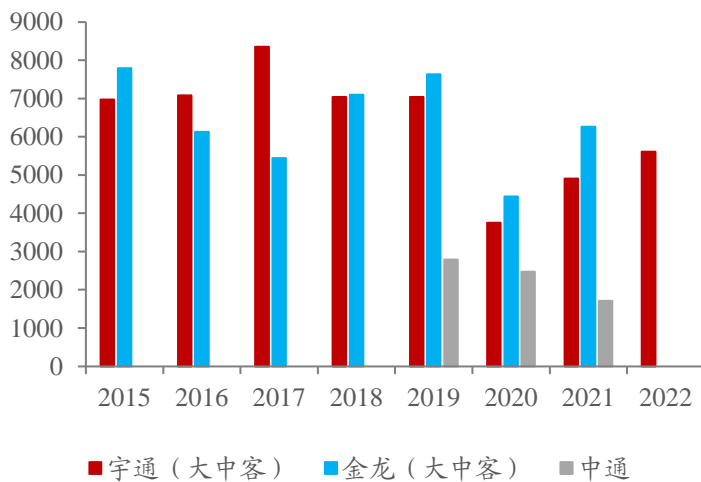
## ■ 核心结论：整体延续国内格局，宇通+金龙受益。

- 宇通/金龙奠定“两超”格局，二者大中客车出口中枢为6000台，市占率中枢均为30%左右
- 出口龙头集中格局预计延续，多年出口积累宇通/金龙海外渠道全面铺开，同时通过KD组装的“技术出口”形式与海外国家开展合作，出口市场竞争优势预计持续保持

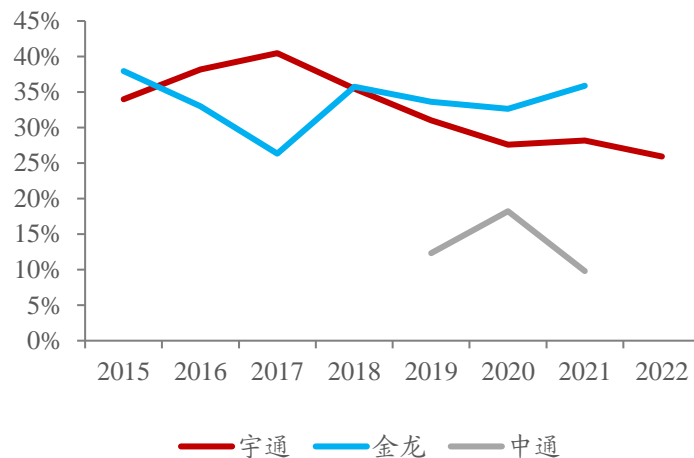
图：客车核心企业销售渠道布局

		宇通客车	金龙汽车		中通客车
			大中型客车	轻型客车	
销售模式		直销为主，经销为辅	直销为主，经销为辅	经销为主，直销为辅	直销为主，经销为辅
国内	合约经销商	约200家	190余家		108家
	特约服务网点	1600余家	2788家		506所服务站
	配件经销商	180余家	200余家		
海外	授权服务站	260余家	近200个境外汽车经销商保持合作		产品覆盖海外100多个国家和地区
	授权服务网点	330余个			
	配件经销商	约80家			

图：客车三大核心企业历史出口销量（单位：辆）



图：三大核心企业大中客车出口市占率

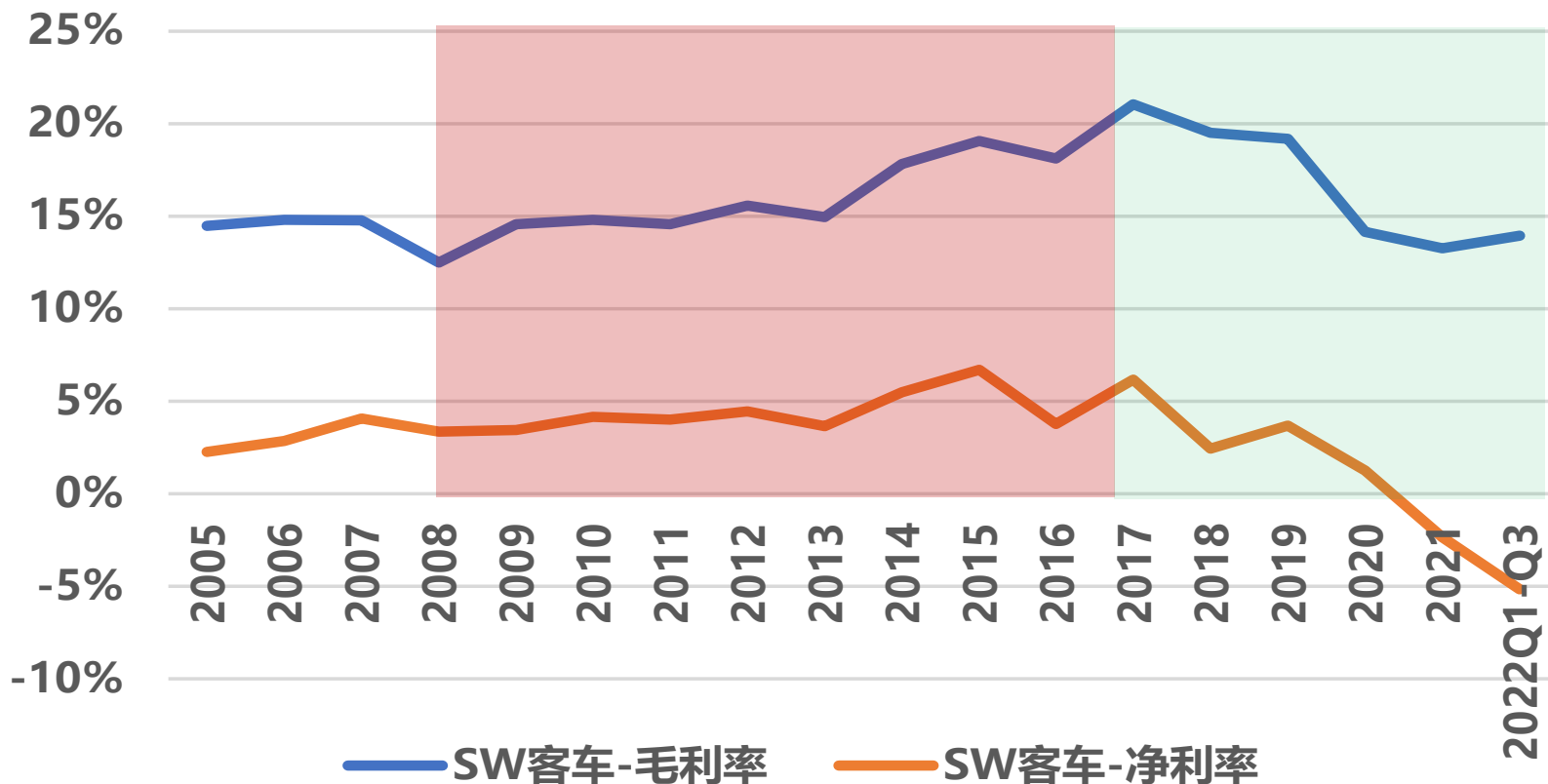


注：假设中通出口客车全为大中客车

### 三、盈利/估值：拐点正在出现

- 客车行业2009-2022年这轮周期复盘总结：2016年为界线，盈利大幅上下波动。
- 2009-2016年：核心受益公交车新能源化普及，毛利率从15%提至20%，净利率从3%提到6%。
- 2017-2022年：核心消化新能源公交需求透支+三年疫情的冲击带来的影响。毛利率重新跌回15%以内，净利率出现持续亏损。

图：申万客车行业的盈利历史复盘

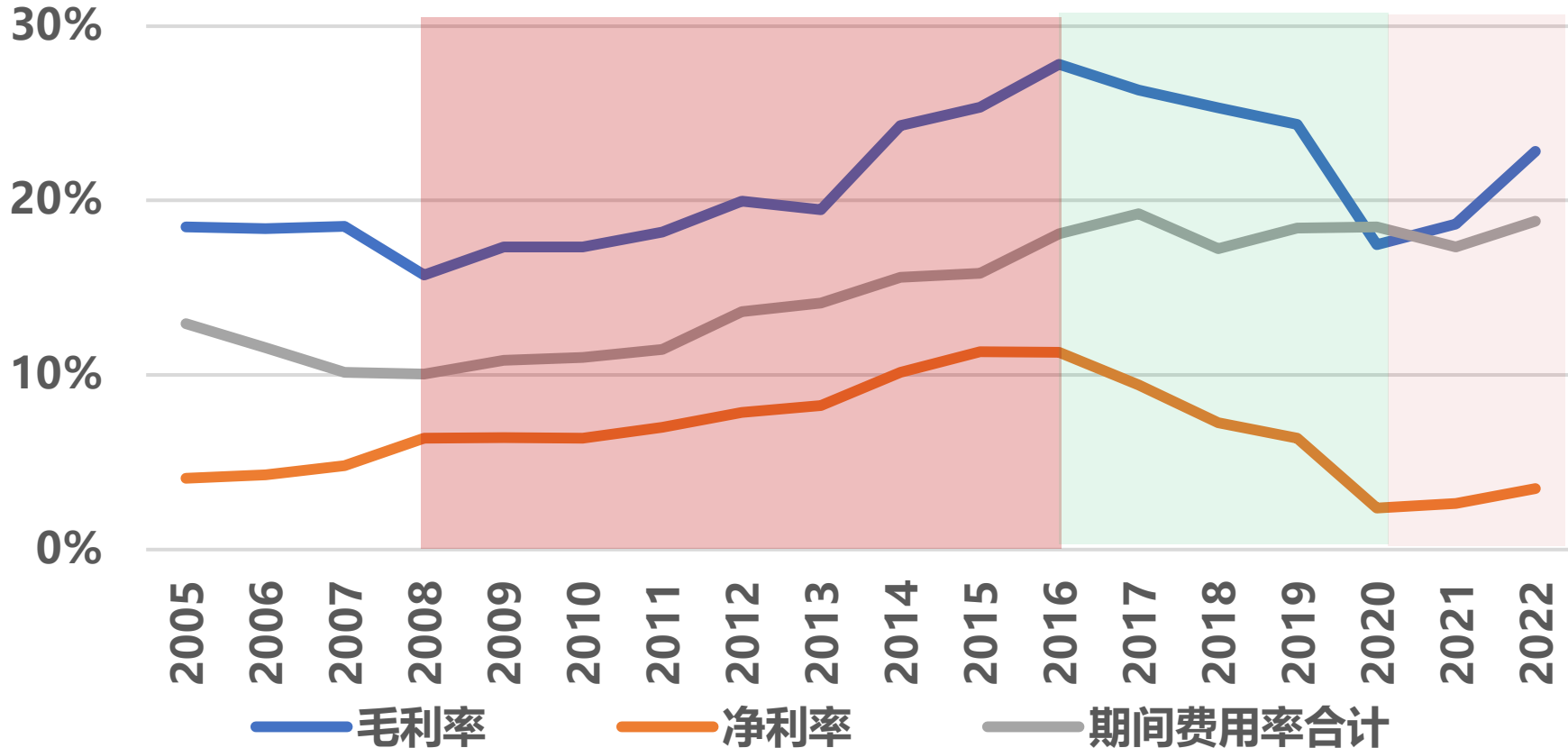


# 宇通客车：2022年盈利拐点已初现

■ 宇通客车与行业总体节奏相似，但下行周期的抗跌性更强，率先走出谷底。

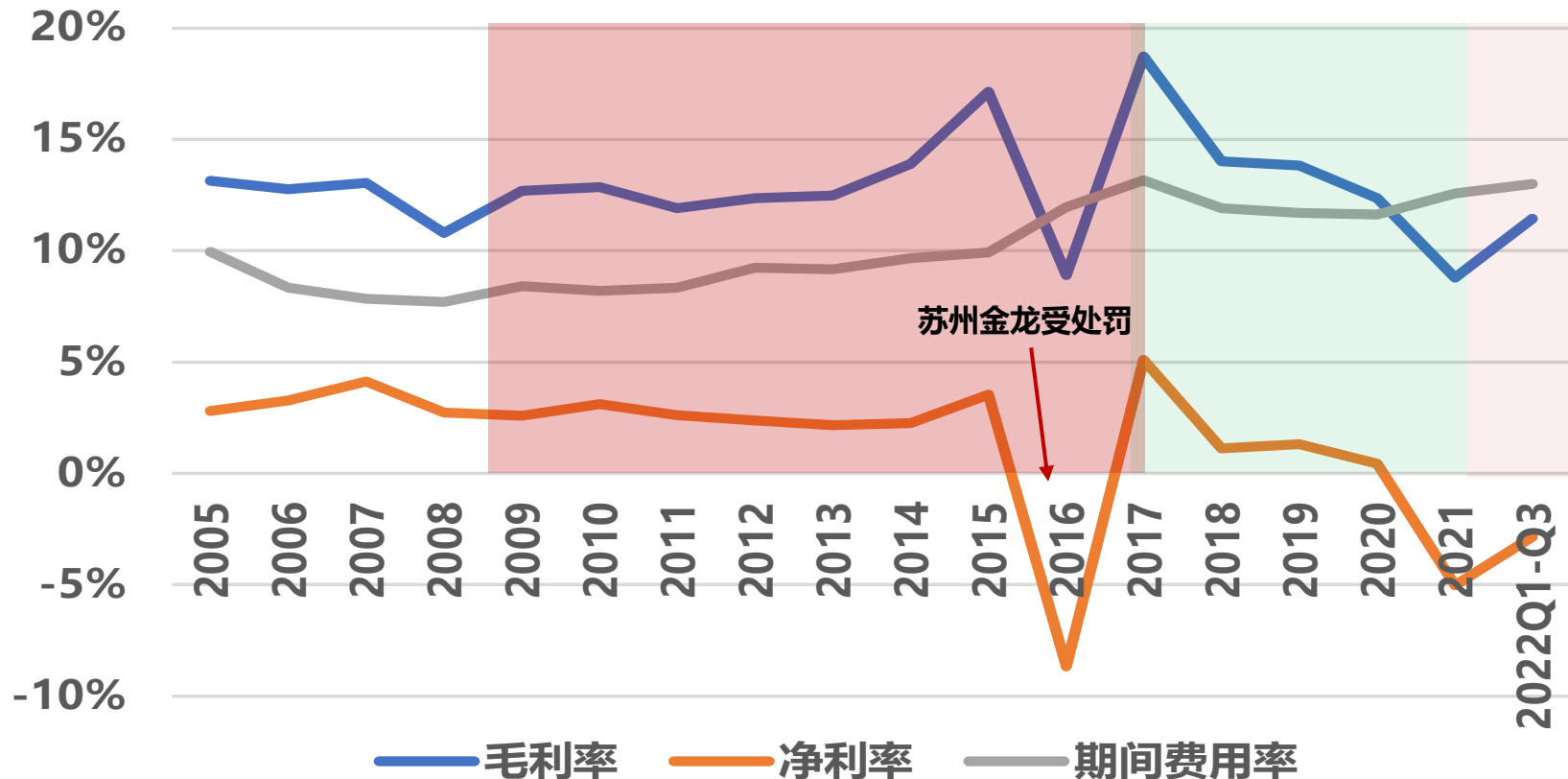
- **毛利率**：2009-2022年从低点17%提升到高点28%又回落到17%，目前恢复至23%。
- **净利率**：2009-2022年从低点6%提升到高点11%+，低谷降至3%以下，目前恢复至3.5%、
- **期间费用率**：公司坚持大力研发投入，销售和管理费用也相对刚性，2016年后较为稳定。

图：宇通客车的盈利核心指标复盘



- 金龙汽车与行业总体节奏相似，但相比宇通客车，盈利波动更大，走出低谷时间略更长。
- 毛利率：2009-2022年从低点12%提升到高点近19%，低谷回落到9%以下，目前恢复至11%+。
- 净利率：2009-2022年最高点约5%，低谷（2016/2021年）亏损6-8%，目前收窄至-3%以内。
- 期间费用率：波动相对较小，研发-销售-管理投入都比较刚性。

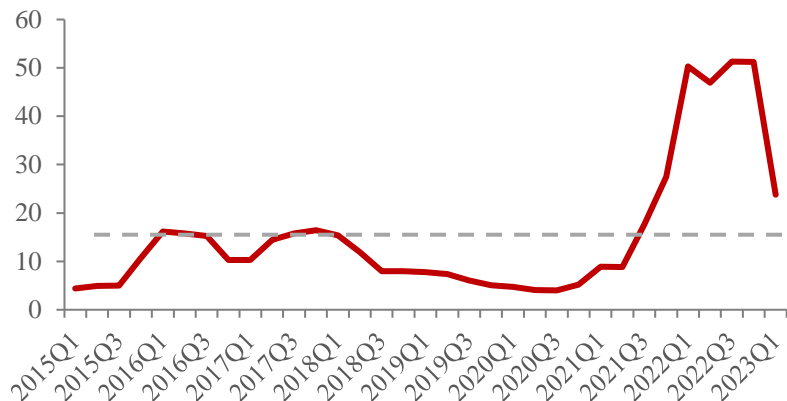
图：金龙汽车的盈利核心指标复盘



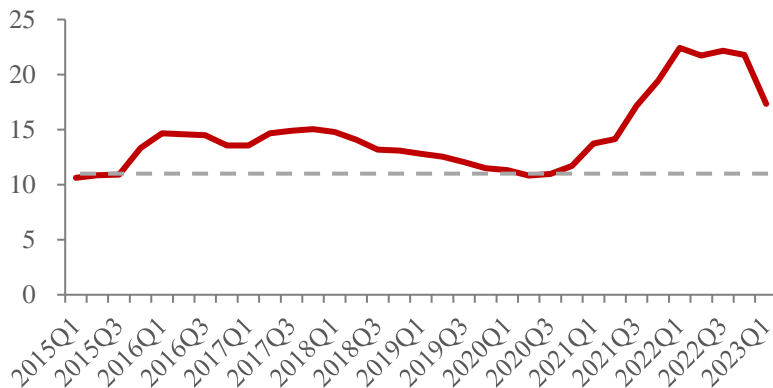
## ■ 碳酸锂价格下降是纯电客车成本下探的主要原因

- ▶ 碳酸锂价格迎来历史级别回调，碳酸锂价格从2022年末最高点至今下跌幅度达65%。
- ▶ 电池价格有望回调至历史中枢15万元左右。据我们测算，纯电客车电池价格约为10-20万元，占纯电客车售价的25%左右，碳酸锂价格下降将直接导致纯电客车电池价格从20万元下探至15万元左右，有效改善纯电客车单车盈利能力。

图：碳酸锂价格（万元/吨）



图：纯电客车电池价格测算（万元）



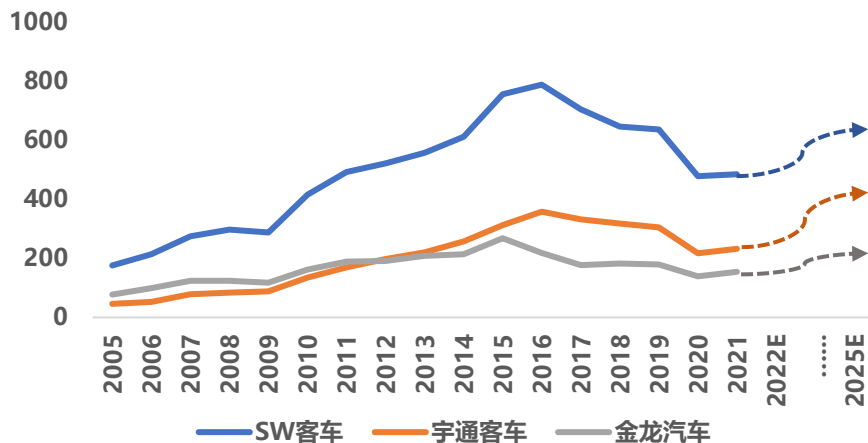
注：假设纯电客车单车带电量200kwh，续航里程430km



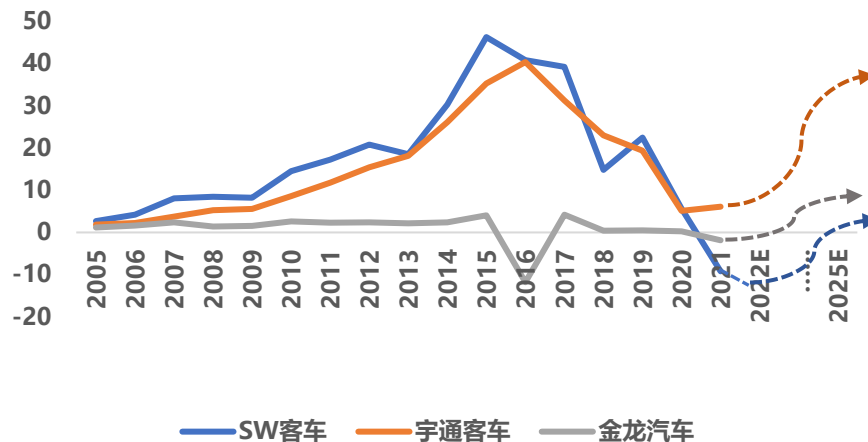
## ■ 盈利持续改善的可能原因：

- **第一点：**短期以“宇通”为代表，主动放弃低质量订单，注重盈利指标。其他主流客车或跟进。
- **第二点：**国内大中客（座位客车+公交车）销量有望回升至疫情前2019年及以上水平，规模效应提升带动盈利恢复。
- **第三点：**出口市场需求高增长企且中国客车公司具备核心竞争优势，单车盈利预计较为可观。

图：SW客车/宇通/金龙营业收入的复盘与展望



图：SW客车/宇通/金龙归母净利润的复盘与展望



## ■ 复盘2005-2021年核心结论：

- SW客车行业的估值波动核心和板块盈利正相关。
- **历史看PB估值：**客车行业合理区间是2-4倍，极端情况大于4倍，或小于2倍。
- **历史看PE估值：**客车行业合理区间是20-30倍，少部分情况30-40倍，极端情况40倍以上。
- **历史看ROE数值：**客车行业合理区间是10%-20%，极端情况低于10%。

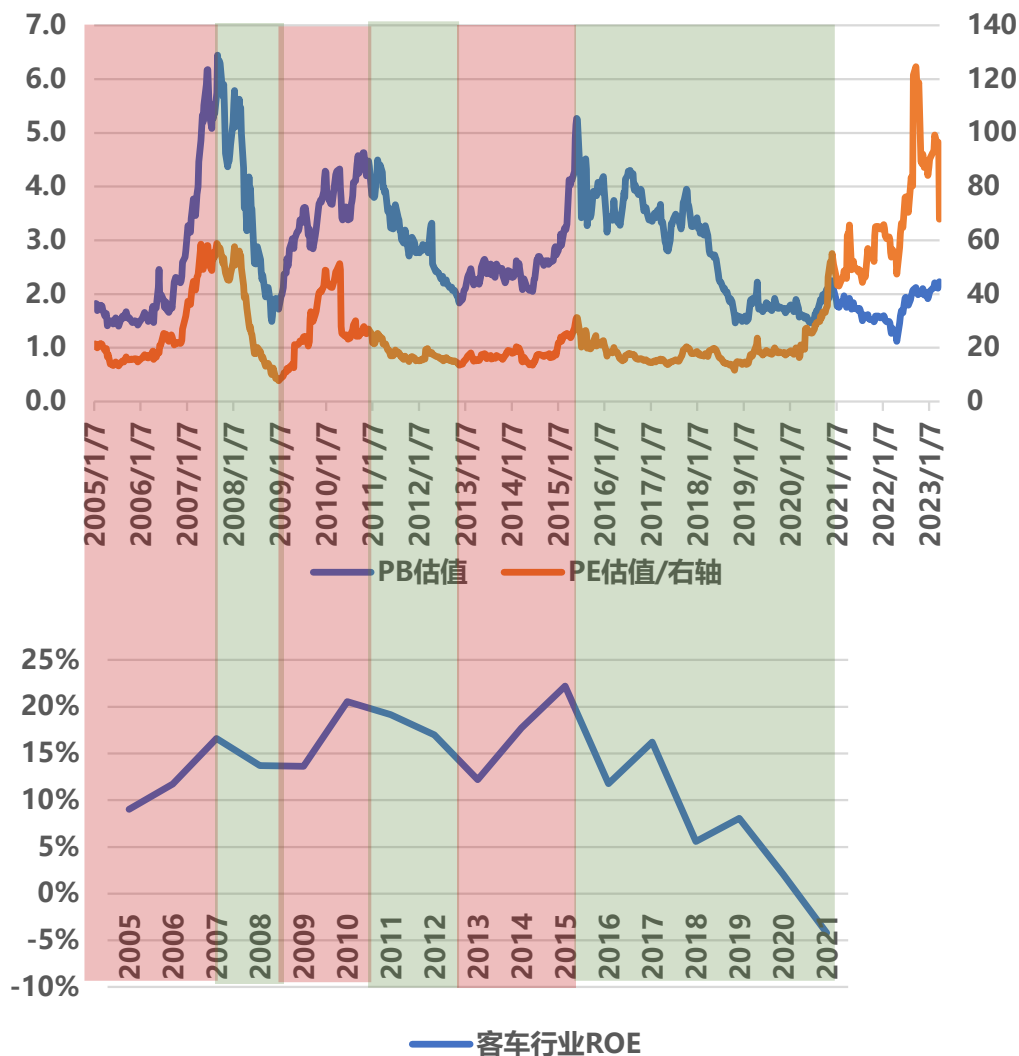
## ■ 2022年PE和PB出现了背离：

- 核心原因：ROE大幅下行且出现负值。

## ■ 展望2023-2025年：

- ROE/PB有望修复至历史正常区间，PE将随着盈利兑现逐步恢复正常数值。

图：SW客车行业PE/PB/ROE三者变化

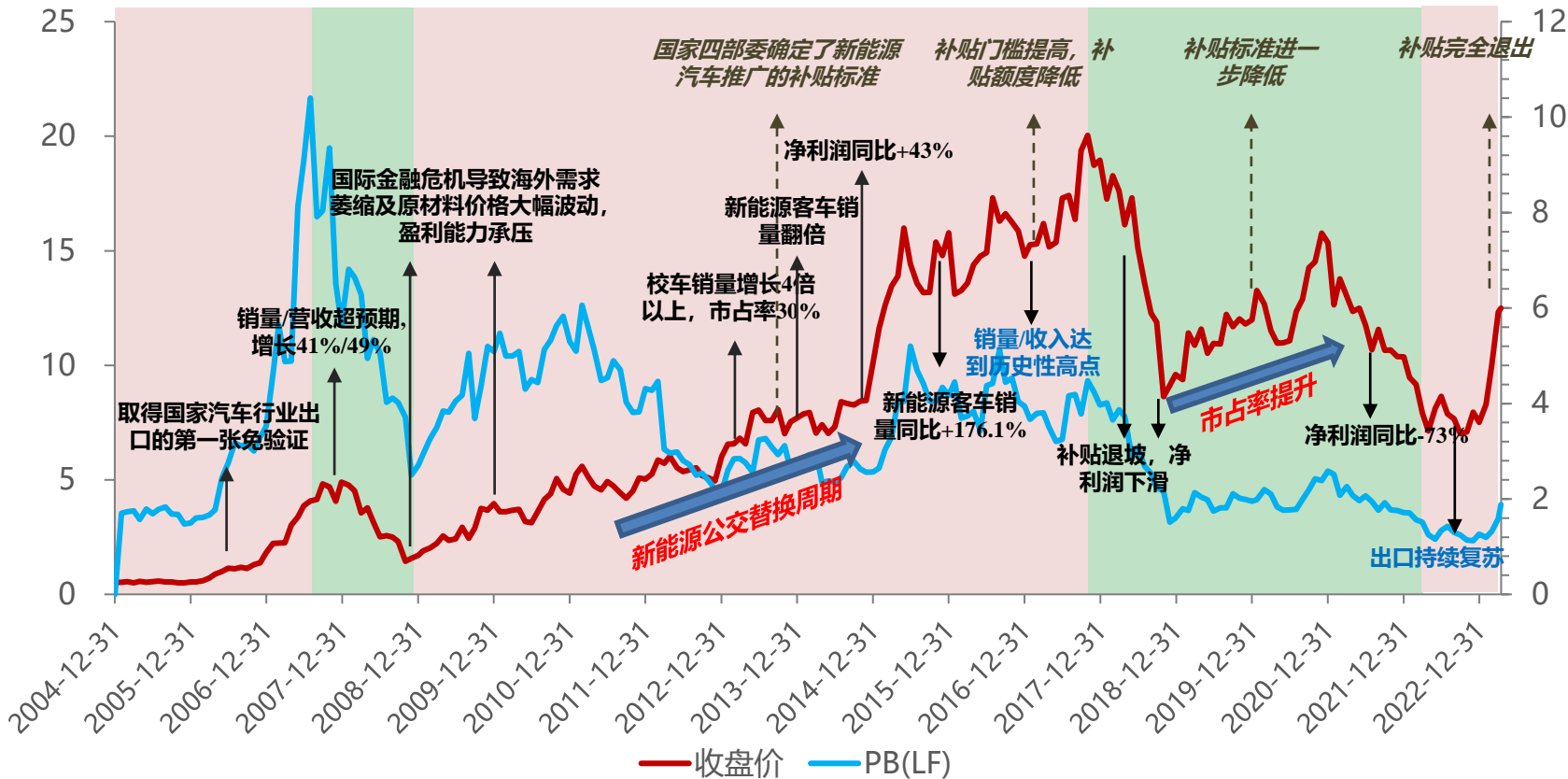


## 四、宇通客车：龙头最先受益

# 宇通客车股价复盘：销量/收入是关键指标

■ 复盘宇通客车股价走势，销量/收入是催化股价上涨的关键指标。2008年国际金融危机检验公司龙头成色，跟随公司销量/收入屡创新高，公司股价在2008-2017年迎来持续上涨大行情；2017年后新能源补贴退坡及2019年后新冠疫情，公司销量/收入/净利润持续下滑；2022年末海外市场需求回暖，出口成为新的催化剂

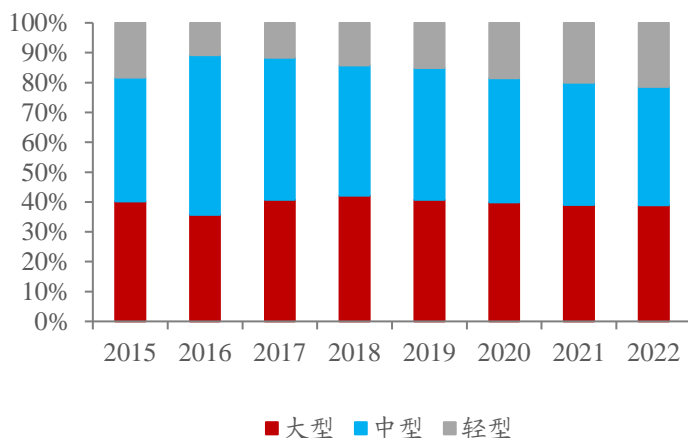
图：宇通客车股价（左轴，元）及PB(LF)（右轴，倍）复盘



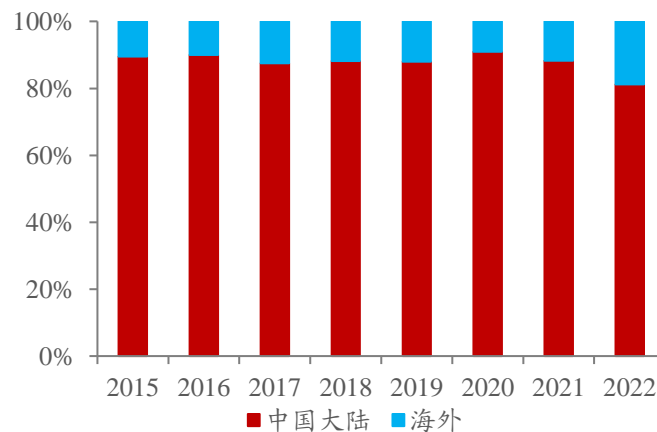
■ **大中客车行业复苏最受益者。**公司深耕大中客市场三十年，大中客车销量占比80%，公交新一轮更新周期、疫情后旅游客车需求提升、海外市场景气度提升多重因素催化大中型客车周期向上，公司作为大中型客车龙头直接受益。

■ **海外渠道多年布局，期待开花结果。**公司海外市场布局近20年，采用多种渠道模式覆盖独联体、中东、非洲、亚太、美洲、欧洲六大区域，在哈萨克斯坦建设KD工厂初试“技术出口”新模式，2022年出口车辆占比19%创历史新高，有望顺海外客车市场复苏周期贡献更多销量。

图：宇通客车销量结构（分车辆长度）



图：宇通客车销量结构（分地区）

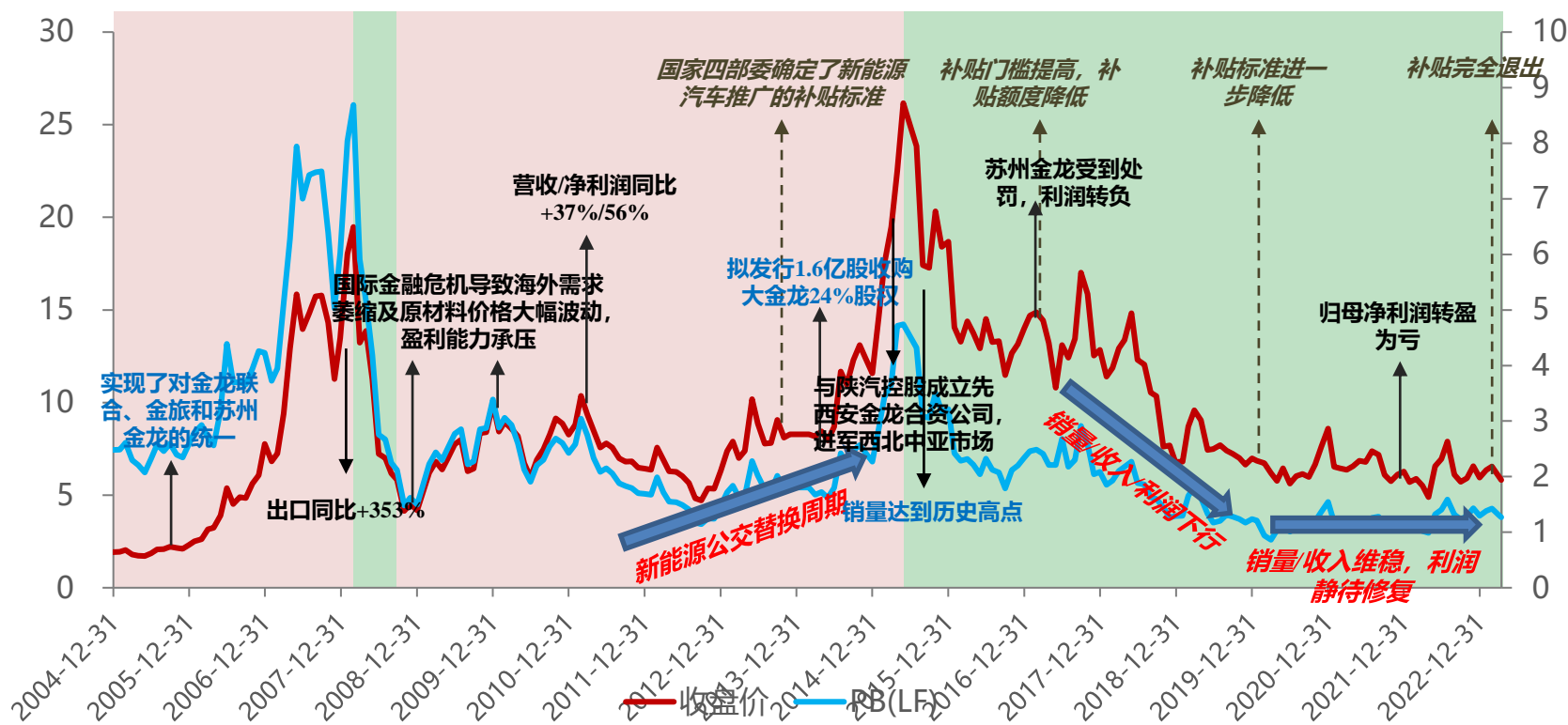


■ **风险提示：**大中客市场复苏不及预期，海外客车需求不及预期

## 五、金龙汽车：改善空间大

■ **复盘金龙汽车股价走势，事件驱动+业绩表现是公司股价的关键因素。**2005年公司实现了“三龙”的并表，名称从“厦门金龙”改为“金龙汽车”，开启持续两年的上涨周期；2014年公司拟发行1.6亿股收购大金龙24%的股权改善治理结构，同时新增新能源客车产能，开启持续一年的上涨周期；2014-2015年公司销量达到历史高点，销量/收入/利润长时间处于下行通道；2021-2022年公司产销呈现见底反弹态势，海外市场需求回暖，业绩静待修复。

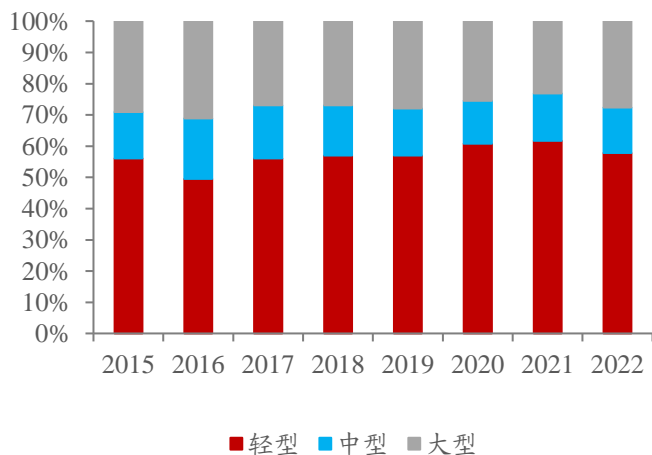
图：金龙汽车股价（左轴，元）及PE(TTM)（右轴，倍）复盘



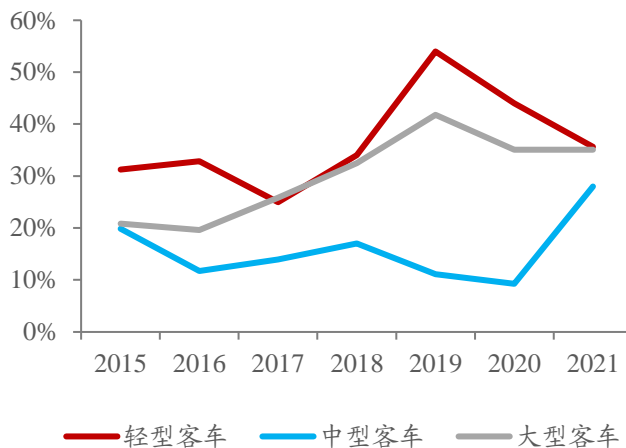
■ **三龙齐备，打造大中轻最完整客车矩阵。** 公司在2005年解决了三龙的控制权问题，目前公司持有金龙联合/苏州金龙/金旅100%/65%/60%的股份，三龙协同全覆盖客车几乎所有产品品类，目前公司大中轻客车销量结构约为2：1：4。

■ **海外需求拉动业绩反转，轻客出口独具优势。** 2021年公司出口收入47.52亿元，同比增长46.11%，海外需求向上拉动公司业绩底部反转；公司是轻客市场龙头，海外出口独具优势，最高时轻客出口销量占总销量50%。

图：金龙汽车销量结构（分车辆长度）



图：金龙汽车出口占总销量比例（分车辆长度）



■ **风险提示：** 客车市场复苏不及预期，海外客车需求不及预期



## 六、风险提示

- **全球经济复苏不及预期。** 客车作为生产资料与经济周期存在相关性，若经济复苏不及预期将会影响客车行业下游需求。
- **国内外客车需求低于预期。** 国内客车需求与居民消费、政府财政预算等多种因素相关，若客车需求不及预期将影响客车行业销量水平。若海海外客车需求不及预期，则会影响行业整体销量。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>

# 东吴证券 财富家园