

宇通客车 (600066)

国外国内共振, “一带一路” 典范

买入 (首次)

2023年04月27日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	21,799	25,080	29,352	34,516
同比	-6%	15%	17%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	759	1,394	2,008	2,753
同比	24%	84%	44%	37%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.34	0.63	0.91	1.24
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.30	21.95	15.24	11.11

关键词: #市占率上升

投资要点

■ **行业维度: 大中客行业位于大周期的起点。**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。空间来看: 疫情后出行需求恢复+公交车替换周期+海外市场复苏, 2023-2025年大中客行业总销量预计实现9.6万/11.1万/13.1万, 同比+15%/+16%/+18%。格局来看: 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, 宇通市占率40%+, 金龙市占率20%+; 国内公交车格局较分散, 宇通市占率20%+, 金龙市占率15%+。出口市场总体延续国内格局。盈利/估值方面: 2022年行业盈利仍在磨底, 宇通率先走出拐点。中期展望, 量-价-成本-利有望盈利四重共振, 净利润中枢有望持续回升。

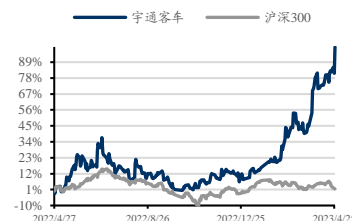
■ **宇通客车: 持续高强度研发投入, 大中客行业领导者。**公司三十年深耕大中客车市场, 产品全覆盖5-13米各类客车, 2022年公司销售大型/中型/轻型客车11755/11978/6465辆, 大中客占市场历年份额维持在30%以上, 乘2009年后公交电动化东风新能源客车峰值销量突破2.5万辆, 目前销量中枢维持在1.2万辆以上, 市场份额超过20%。公司单车收入屡创新高, 2022年公司单车收入为72万元显著高于行业平均, 2023年Q1实现81万元再创历史新高, 客车产品呈现高端化趋势。2022年公司主动筛选高风险订单“以量保利”效果显著, 归母净利润实现7.59亿元, 同比+23.7%, 归母净利率为3.5%, 同比+0.8pct, 成为行业下行期唯一实现历年正盈利的客车企业, 跨过行业下行周期业绩呈现全面复苏态势, 2023年Q1净利润同比扭亏为盈, 盈利端业绩兑现持续超预期。

■ **“技术输出”推动宇通出口的质变成长, 未来3-5年有望产值再造一个中国市场。**政策支持+疫情后经济复苏, 一带一路国家客车需求提升; 欧洲发达国家客车电动化加速, 具备较大存量客车替换需求, 客车出口市场总量于2022年达到2.2万辆, 初步恢复到疫情前水平。公司出口从“产品输出”走向“技术输出”模式, 从一带一路市场拓至欧洲高端市场, 出口空间变大, 盈利中枢提升, 2022年出口销量为5683辆, 连续两年正增长彰显复苏趋势, 海外地区毛利率为30.0%, 高于国内市场10pct成为公司盈利主要来源。

■ **盈利预测与投资评级: 宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范, 将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的全球龙头。**我们预计公司2023~2025年营业收入为251/294/345亿元, 同比+15%/+17%/+18%, 归母净利润为13.9/20.1/27.5亿元, 同比+84%/+44%/+37%, 对应EPS为0.6/0.9/1.2元, 对应PE为22/15/11倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **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。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.82
一年最低/最高价	6.89/13.82
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	30,596.64
总市值(百万元)	30,596.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.62
资产负债率(% ,LF)	49.72
总股本(百万股)	2,213.94
流通 A 股(百万股)	2,213.94

相关研究

《宇通客车(600066): 宇通客车2016年12月销量点评: 全年销量超预期, 龙头地位保障盈利能力》

2017-01-04

《宇通客车(600066): 宇通客车重大事项点评: 新能源补贴到位, 后期放量可期》

2016-12-19

内容目录

1. 大中客车行业：大周期的起点！	5
1.1. 景气度：上行周期刚开始	5
1.1.1. 座位客车：高铁动车+疫情双重影响	6
1.1.2. 公交客车：消化新能源公交的透支需求	7
1.1.3. 出口市场：疫情加速了大中客出海	10
1.1.4. 客车预测：2023-2025 年迎来新一轮成长	12
1.2. 格局：头部企业优势增强	13
1.2.1. 大中客行业总体格局：1 超 2 强持续巩固	13
1.2.2. 座位大中客：1 超（宇通）1 强（金龙）双寡头	14
1.2.3. 公交大中客：地方保护较强，格局分散	15
1.2.4. 出口市场：宇通+金龙核心受益	17
1.3. 盈利/估值：拐点正在出现	18
1.3.1. 客车行业盈利：2022 年仍在磨底过程	18
1.3.2. 盈利展望：未来 3 年有望持续改善	19
1.3.3. 估值复盘：PB 处在历史低位，有望修复	20
2. 宇通客车——三十年大中客车行业龙头	21
2.1. 公司复盘：销量/收入是关键跟踪指标	21
2.2. 行业下行周期研发不减，静待需求复苏龙头起航	21
2.3. 稳定的股权+丰富的渠道+龙头优势打造核心竞争力	24
2.3.1. 股权结构趋于集中	24
2.3.2. 贯彻直销直服的销售模式，销售渠道全面铺开	24
2.3.3. 下行周期彰显龙头质量	25
3. 出口市场重新扬帆，客车龙头亟待启航	29
3.1. 出口市场复苏已现，出海路径创新+出口市场拓展打开广阔空间	29
3.2. 国内客车需求复苏最受益者	31
3.3. 不惧补贴退坡，技术持续开拓打造多元成长路径	34
4. 盈利预测与投资评级	35
5. 风险提示	37

图表目录

图 1:	2022 年各类大中型客车销量（交强险口径，单位：辆）	5
图 2:	2022 年各类大中型客车结构（交强险口径，单位：辆）	5
图 3:	2009-2022 年客车行业销量的变化趋势（单位：辆）	5
图 4:	大中客以 2016 年为分界点销量和份额变化（单位：辆）	6
图 5:	客车出口销量走势（单位：辆）	6
图 6:	公交车客车销量趋势（单位：辆）	6
图 7:	2014 年以来公路-铁路客运量走势	7
图 8:	2014 年以来公路/铁路旅客周转量趋势	7
图 9:	座位客车持续消化高铁动车带来的影响（单位：辆）	7
图 10:	2017 年以来公交车保有量增速放缓	8
图 11:	2017 年以来城市每万人拥有公交车辆持续下行	8
图 12:	2017 年以来公交车销量逐步下降至报废量水平	8
图 13:	华北地区财政自给率（%）	9
图 14:	华东地区财政自给率（%）	9
图 15:	华中+华南地区财政自给率（%）	9
图 16:	东北地区财政自给率（%）	9
图 17:	西南地区财政自给率（%）	9
图 18:	西北地区财政自给率（%）	9
图 19:	三年疫情造成国内大中客+海外客车需求下行（单位：万辆）	10
图 20:	海外主要区域的客车需求变化（单位：万辆）	10
图 21:	中国每年大中客出口数量变化（单位：万辆）	10
图 22:	客车出口销量（辆）及相关公司出口大事件	11
图 23:	一带一路贸易指数	11
图 24:	我国一带一路区域客车出口数量及占比	11
图 25:	欧洲火车线路图及巴黎公交线路图	12
图 26:	欧盟碳排放政策	12
图 27:	ZeEUS 预测的欧洲公交车保有量结构	12
图 28:	大中客行业前三客车公司的份额变化	14
图 29:	客车分省份市场格局（大中客口径，单位：辆）	14
图 30:	座位大中客行业前五客车公司的份额变化	15
图 31:	客车分省份市场格局（大中座位客车口径，单位：辆）	15
图 32:	公交大中客行业前六客车公司的份额变化	16
图 33:	客车公司和地方政府关系梳理	16
图 34:	客车分省份市场格局（公交车口径，单位：辆）	17
图 35:	客车三大核心企业历史出口销量（单位：辆）	17
图 36:	三大核心企业大中客车出口市占率	17
图 37:	申万客车行业的盈利历史复盘	18
图 38:	宇通客车的盈利核心指标复盘	18
图 39:	金龙汽车的盈利核心指标复盘	19
图 40:	碳酸锂价格（万元/吨）	19
图 41:	纯电客车电池价格测算（万元）	19
图 42:	SW 客车/宇通/金龙营业收入的复盘与展望	20

图 43:	SW 客车/宇通/金龙归母净利润的复盘与展望	20
图 44:	SW 客车行业 PE/PB 三者变化	20
图 45:	SW 客车行业 ROE 三者变化	20
图 46:	公司股价 (左轴, 元) 及 PB(LF) (右轴, 倍) 复盘	21
图 47:	公司研发费用及研发费率 (亿元)	22
图 48:	客车行业公司研发费率对比	22
图 49:	公司发展历程与关键技术研发节点	24
图 50:	公司股权结构 (截至 2023 年 4 月)	24
图 51:	公司销量增速与中大客车行业销量增速对比	25
图 52:	公司客车销量 (分车型长度, 辆)	26
图 53:	2022 年公司客车市占率 (分车型长度)	26
图 54:	公司客车销量 (分燃料种类, 辆)	27
图 55:	公司大中客车市占率 (分燃料种类)	27
图 56:	公司客车销量 (分销售地区, 辆)	27
图 57:	公司分地区毛利率	27
图 58:	公司营业收入 (亿元)	28
图 59:	公司归母净利润 (亿元)	28
图 60:	公司期间费用率	28
图 61:	公司毛利率及净利率	28
图 62:	龙头企业客车出口销量 (万辆)	29
图 63:	龙头企业大中客车出口市占率	29
图 64:	各公司海外单车收入	30
图 65:	公司哈萨克斯坦客车市场出口历程	30
图 66:	欧洲纯电客车分公司销量 (辆)	31
图 67:	公司纯电客车在欧洲销量及欧洲纯电客车市场市占率预测	31
图 68:	宇通 E8 MAX 四大技术优势	32
图 69:	2022 年公司分地区大中座位客车市占率情况	33
图 70:	2022 年公司分地区大中公交客车市占率情况	34
图 71:	公司新能源客车单车补贴 (万元)	35
图 72:	扣除补贴后毛利率测算	35
图 73:	公司氢燃料电池发展路程及相关成就	35
表 1:	客车行业核心数据的预测 (单位: 万辆)	13
表 2:	公司各领域研发进展	22
表 3:	客车公司销售模式对比	25
表 4:	国内客车企业产品品类对比	31
表 5:	公司提供的解决方案	32
表 6:	宇通客车关键指标预测	36
表 7:	可比公司估值 (截至 2023 年 4 月 27 日)	36

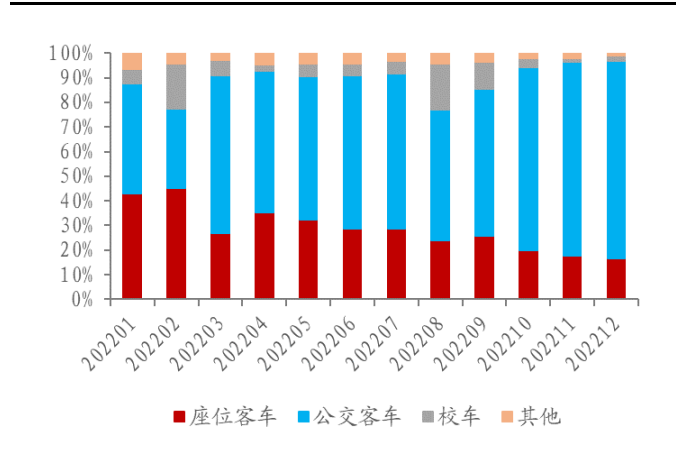
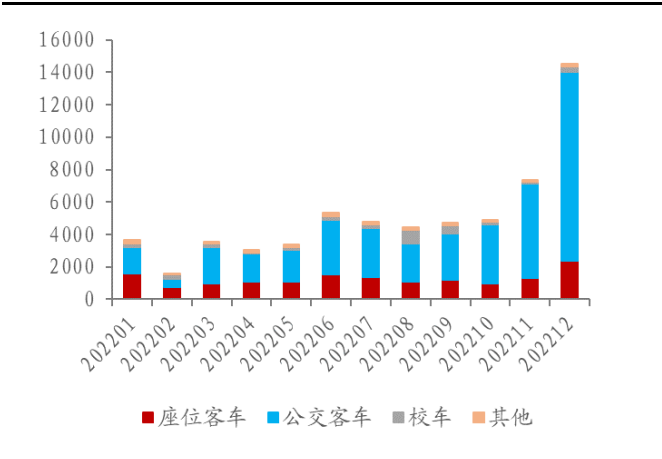
1. 大中客车行业：大周期的起点！

1.1. 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。1) 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。2) 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。3) 校车：核心满足中小学生出行需求，占比相对较小。

图1：2022 年各类大中型客车销量（交强险口径，单位：辆）

图2：2022 年各类大中型客车结构（交强险口径，单位：辆）

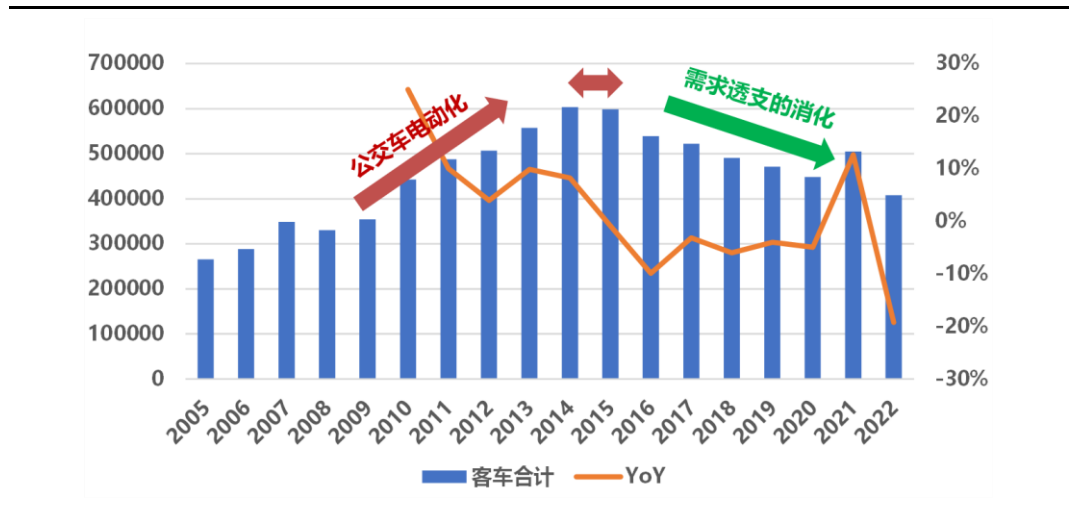


数据来源：交强险，东吴证券研究所

数据来源：交强险，东吴证券研究所

客车总量复盘：周期轮回，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3：2009-2022 年客车行业销量的变化趋势（单位：辆）

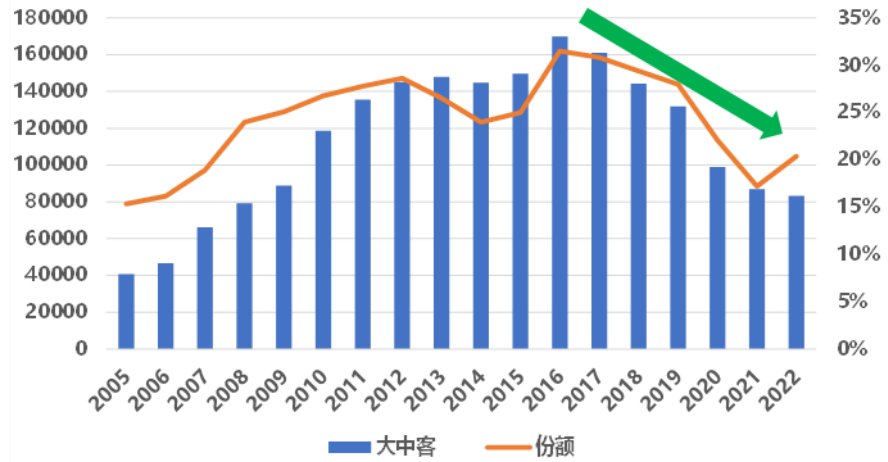


数据来源：中汽协，东吴证券研究所

2016-2022 年核心客车品类均处下行周期。

1) **大中客销量维度**：2016年之后下滑主要来自于：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。

图4：大中客以2016年为分界点销量和份额变化（单位：辆）

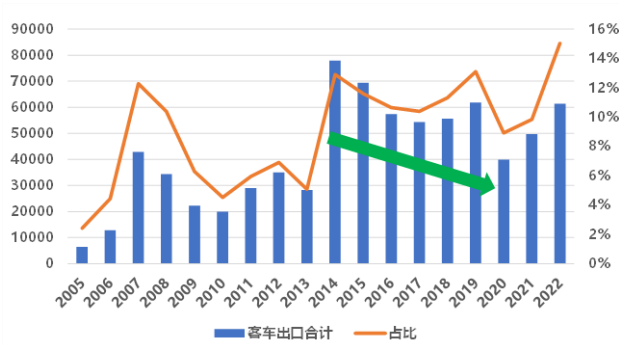


数据来源：中汽协，中客网，东吴证券研究所

2) **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。

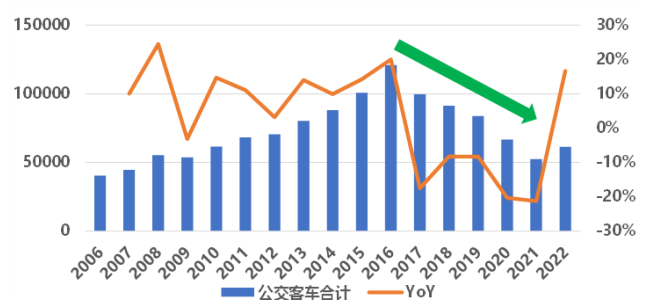
2015-2020年海外出口因地缘政治、经济环境、汇率和疫情影响，出口市场出现波动向下。

图5：客车出口销量走势（单位：辆）



数据来源：中汽协，中客网，东吴证券研究所
注：2005-2009年出口采用大中客口径近似计算

图6：公交车客车销量趋势（单位：辆）

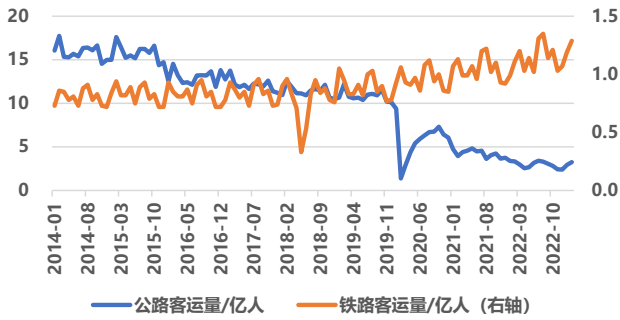


数据来源：中汽协，中客网，东吴证券研究所

1.1.1. 座位客车：高铁动车+疫情双重影响

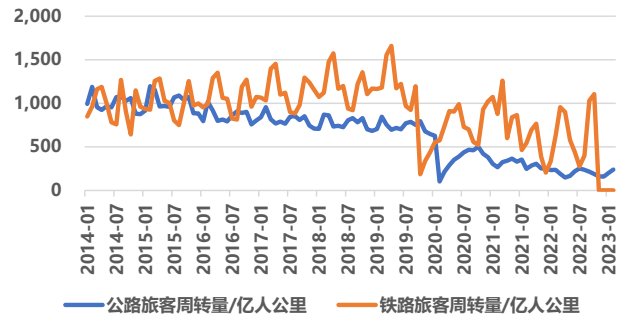
座位客车核心与公路客运量/周转量相关。通过比较公路/铁路客运量，公路/铁路旅客周转量的长周期数据可知：1) 动车&高铁普及对座位客车（团体/旅游等）造成了实质性的影响且非常充分。2) 3年疫情对客车/铁路均产生实质性的影响，旅客周转量均创历史新低。

图7：2014年以来公路-铁路客运量走势



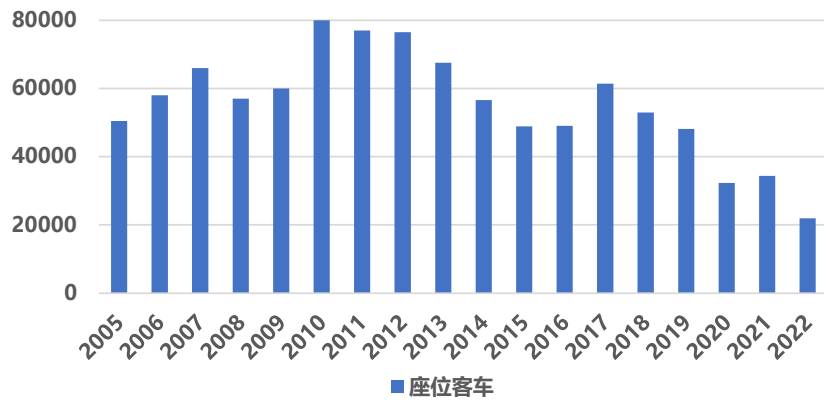
数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

图8：2014年以来公路/铁路旅客周转量趋势



数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

图9：座位客车持续消化高铁动车带来的影响（单位：辆）



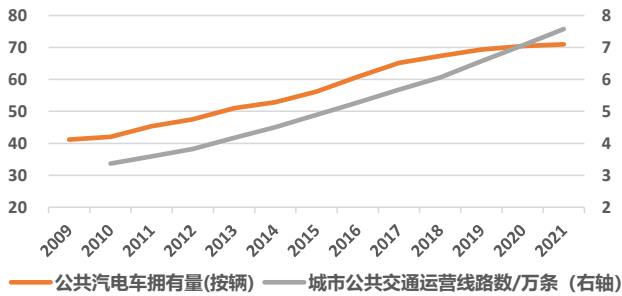
数据来源：中客网，东吴证券研究所

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，座位客车有望逐步恢复。

1.1.2. 公交客车：消化新能源公交的透支需求

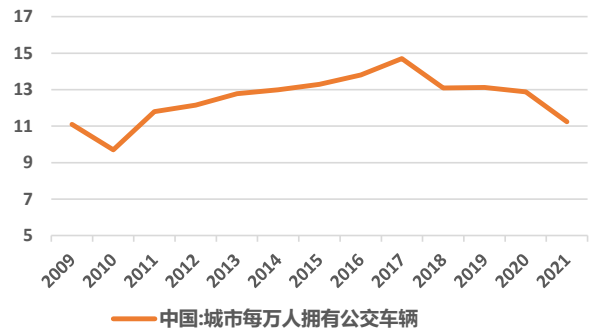
公交客车：2017 年持续下行周期。特征：全国公交车保有量放缓但路线持续增加；全国公交车新车销量回落至~报废量；城市每万人拥有公交车数量逐年回落。

图10: 2017 年以来公交车保有量增速放缓



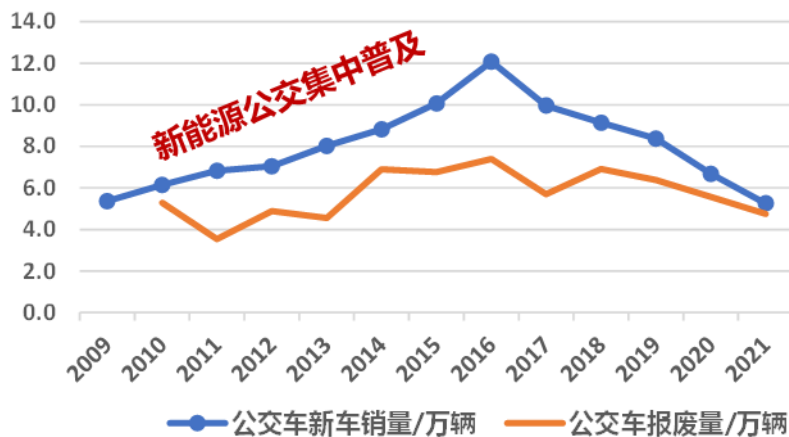
数据来源: 交通部, 国家统计局, 东吴证券研究所

图11: 2017 年以来城市每万人拥有公交车辆持续下行



数据来源: 交通部, 国家统计局, 东吴证券研究所

图12: 2017 年以来公交车销量逐步下降至报废量水平

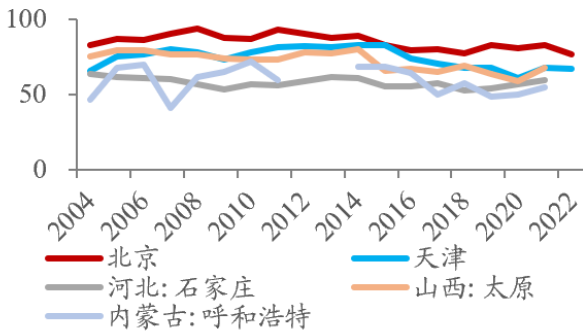


数据来源: 交通部, 国家统计局, 东吴证券研究所

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。

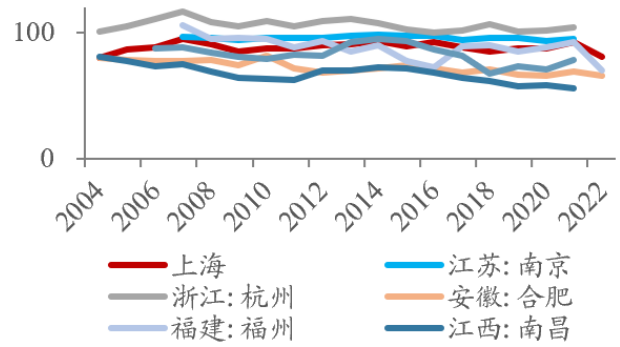
从财政自给率维度判断地方财政与公交销量的关系: 华北/华东/华中/华南/东北/西南/西北地区大众公交车 2017-2022 年销量退坡情况为 -59.9%/-48.9%/-62.2%/-86.7%/-73.1%/-0.8%/-66.4%。从财政自给率维度判断地方财政与公交销量的关系: 1) 华北、华东、西南地区销量退坡相对较小, 对应这些地区财政自给率较为稳定且维持相对高位(除西南特殊省份); 2) 华南、东北地区销量退坡相对较高, 对应华南的广西/广东及东北的黑龙江/吉林地区财政自给率波动较大且有下降趋势。

图13: 华北地区财政自给率 (%)



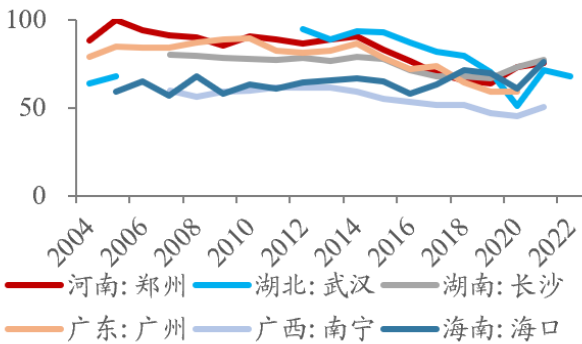
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图14: 华东地区财政自给率 (%)



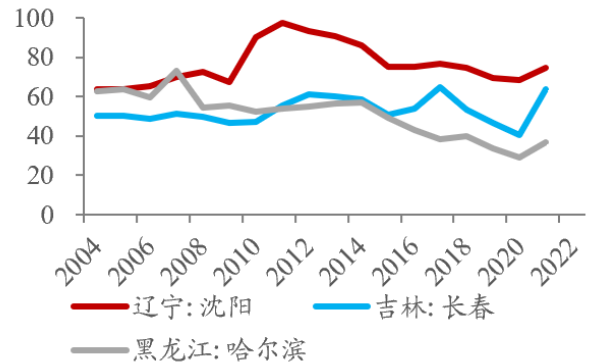
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图15: 华中+华南地区财政自给率 (%)



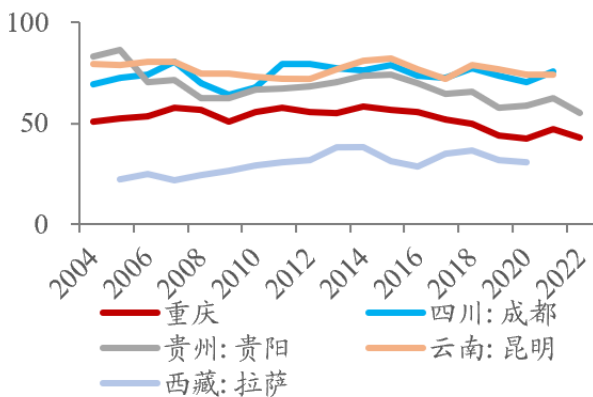
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图16: 东北地区财政自给率 (%)



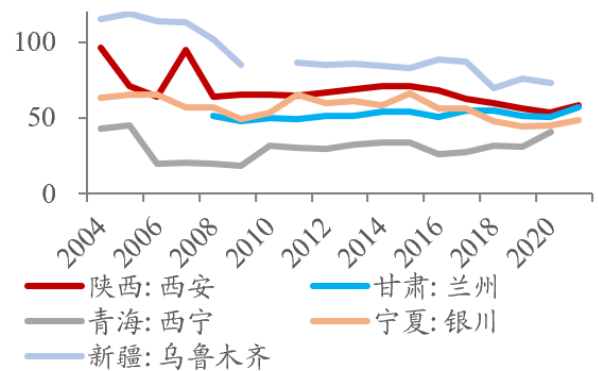
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图17: 西南地区财政自给率 (%)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图18: 西北地区财政自给率 (%)

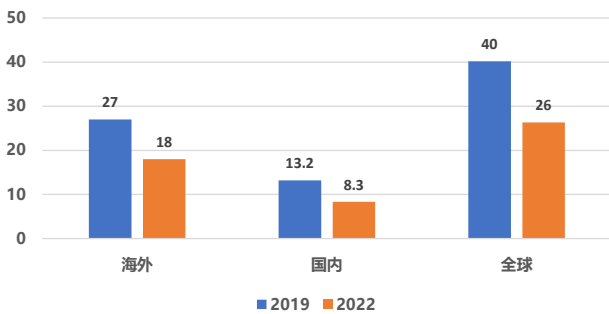


数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

1.1.3. 出口市场：疫情加速了大中客出海

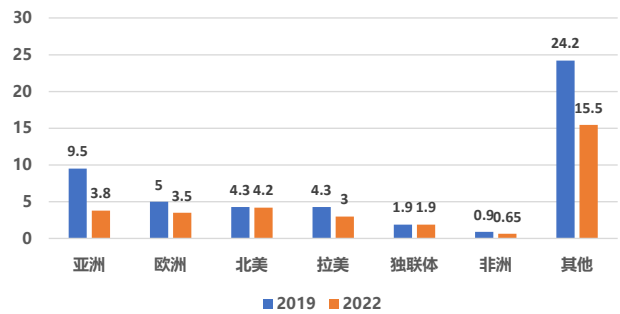
三年疫情对全球经济和出行的影响导致了全球客车的需求出现较大幅度的下降。三年疫情对国内大中客出海的全球竞争力而言,是进一步提升(虽然2020年有短期影响),2022年大中客出口销量创2015年以来的新高。海外大中客市场按照销量排序:亚洲>欧洲>北美>拉美>独联体>非洲。

图19: 三年疫情造成国内大中客+海外客车需求下行 (单位: 万辆)



数据来源: 中客网, 宇通客车, 东吴证券研究所

图20: 海外主要区域的客车需求变化 (单位: 万辆)



数据来源: 中客网, 宇通客车, 东吴证券研究所

图21: 中国每年大中客出口数量变化 (单位: 万辆)



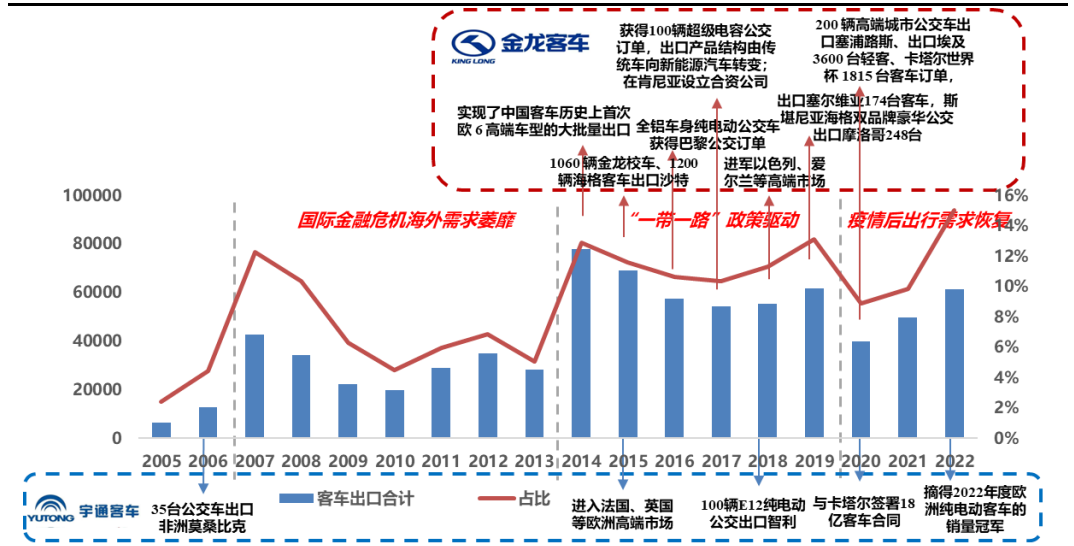
数据来源: 中客网, 宇通客车, 东吴证券研究所

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。

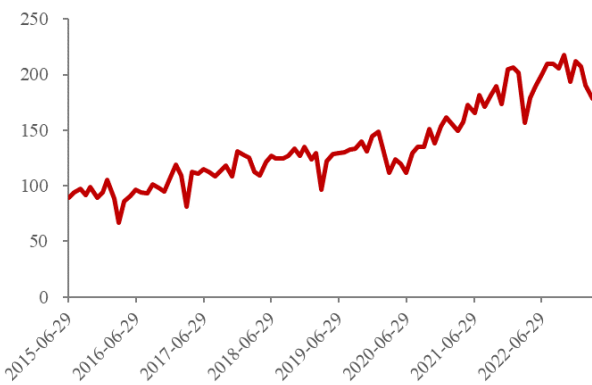
图22: 客车出口销量(辆)及相关公司出口大事件



数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

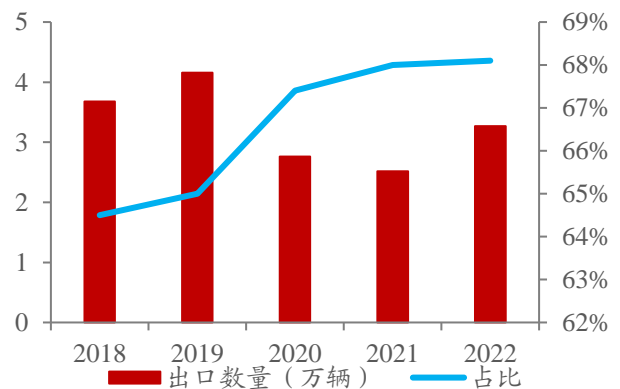
一带一路沿线及非洲国家是客车出口的基本盘。1) 政策支持：《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)的生效，对于客车出口亚太地区部分国家享有一定的关税优惠政策；“一带一路”沿线国家带来较多项目机会。2) 经济需求：亚非拉国家当地基础设施建设欠缺，客运需求较高，经济增长态势更强。

图23: 一带一路贸易指数



数据来源：wind，东吴证券研究所

图24: 我国一带一路区域客车出口数量及占比



数据来源：汽车总站网，东吴证券研究所

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。

1) 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，且欧洲大城市中公交线路已经较为完善，总量不会具备太大增长弹性。

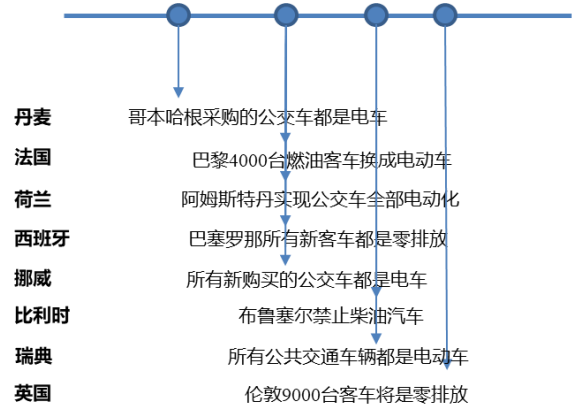
2) 政策驱动客车切换：欧盟碳排放政策趋严，欧盟于 2017 年发起“欧洲清洁客车发展计划”，目标是 2025 年欧洲新能源公交车渗透率达到 30%，多个欧盟国家也制定了相应的新能源客车切换规划，政策驱动下客车向新能源切换的需求将是欧洲客车的主要增量。

图25：欧洲火车线路图及巴黎公交线路图



数据来源：ZeEUS，东吴证券研究所

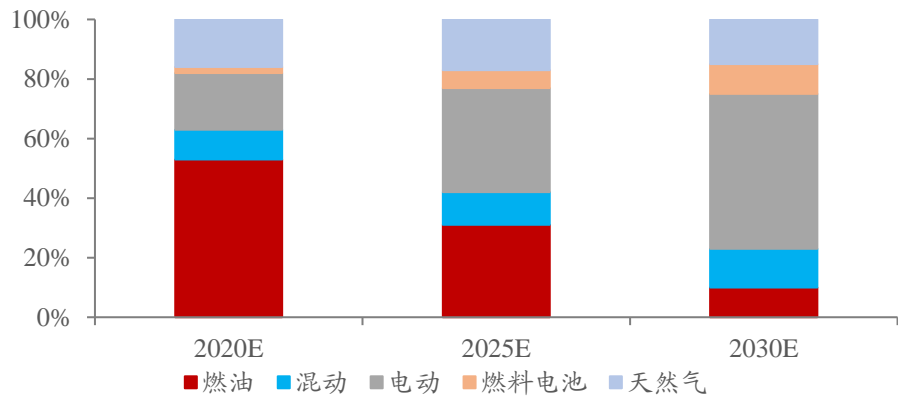
图26：欧盟碳排放政策



数据来源：ZeEUS，东吴证券研究所

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。

图27：ZeEUS 预测的欧洲公交车保有量结构



数据来源：ZeEUS，东吴证券研究所

1.1.4. 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。1) 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。2) 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1: 客车行业核心数据的预测 (单位: 万辆)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1. 客车合计	59.8	53.9	52.2	49.1	47.2	44.8	50.5	40.8	42.7	44.9	47.6
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%
2. 大中客	15.0	17.0	16.1	14.4	13.2	9.9	8.7	8.3	9.6	11.1	13.1
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%
2.5 国内	14.2	17.6	14.7	13.2	11.2	8.3	7.0	6.3	6.9	7.7	8.9
YoY		24%	-17%	-10%	-15%	-26%	-15%	-11%	10%	12%	15%
2.6 出口	2.1	1.9	2.1	2.0	2.3	1.4	1.7	2.2	2.7	3.4	4.2
YoY		-10%	11%	-4%	14%	-40%	28%	24%	25%	25%	25%

数据来源: 中客网, 东吴证券研究所

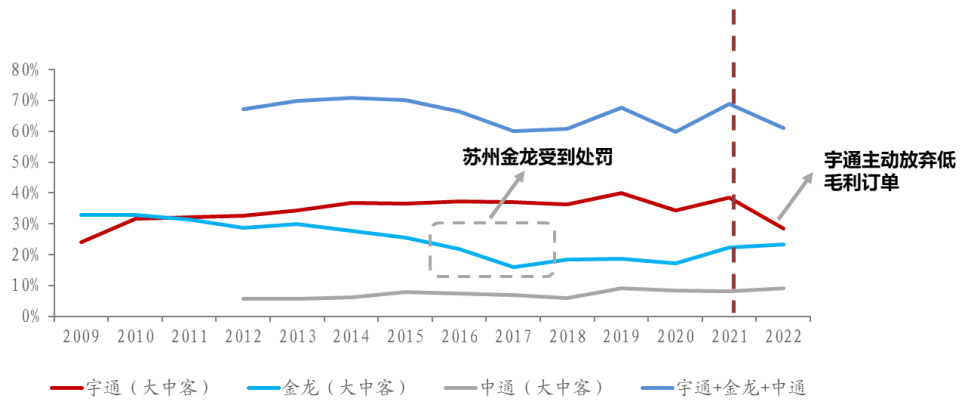
1.2. 格局: 头部企业优势增强

1.2.1. 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%+。

- 1) 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%+。
- 2) 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%。
- 3) 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28: 大中客行业前三客车公司的份额变化

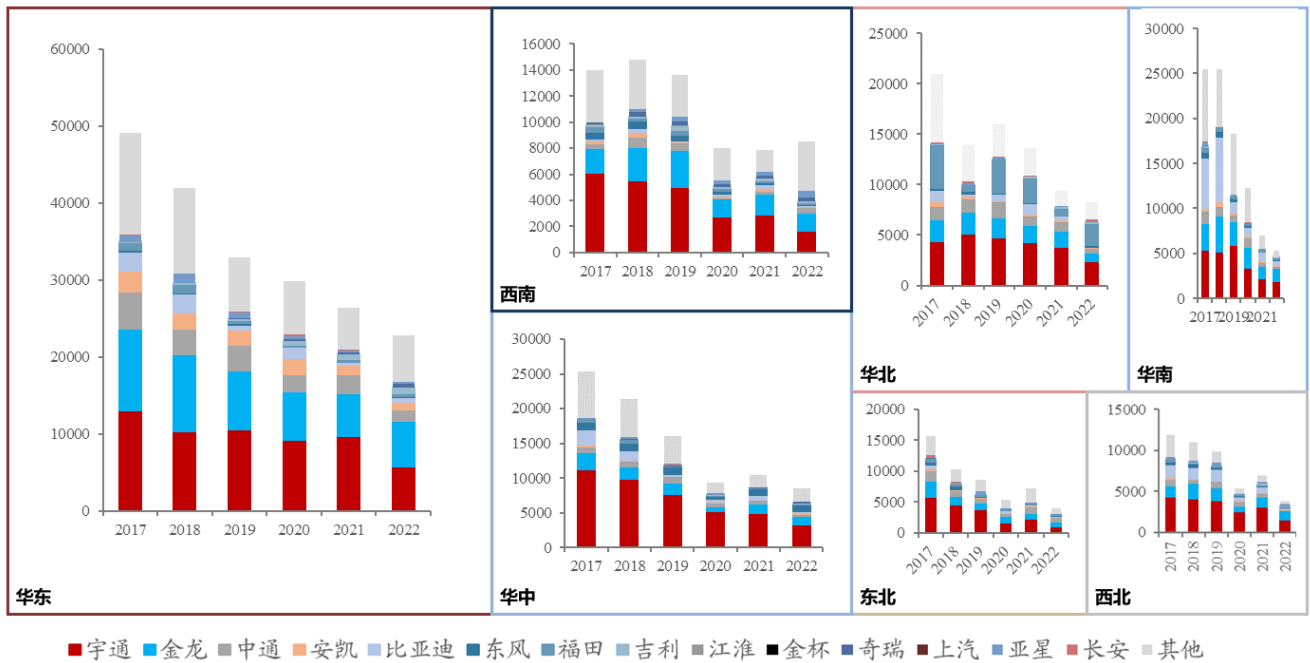


数据来源：中客网，东吴证券研究所

注：中通 21-25 年为估算数据

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29: 客车分省份市场格局（大中客口径，单位：辆）



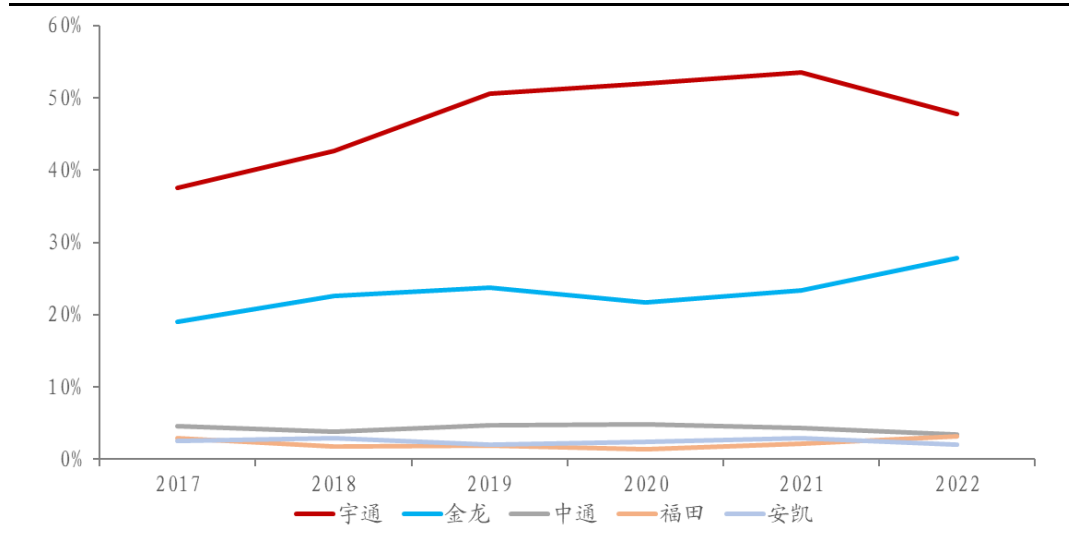
数据来源：交强险，东吴证券研究所

1.2.2. 座位大中客：1 超（宇通）1 强（金龙）双寡头

核心结论：1 超 1 强多弱格局稳固，龙头集中态势初显。 1) 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。2) 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。

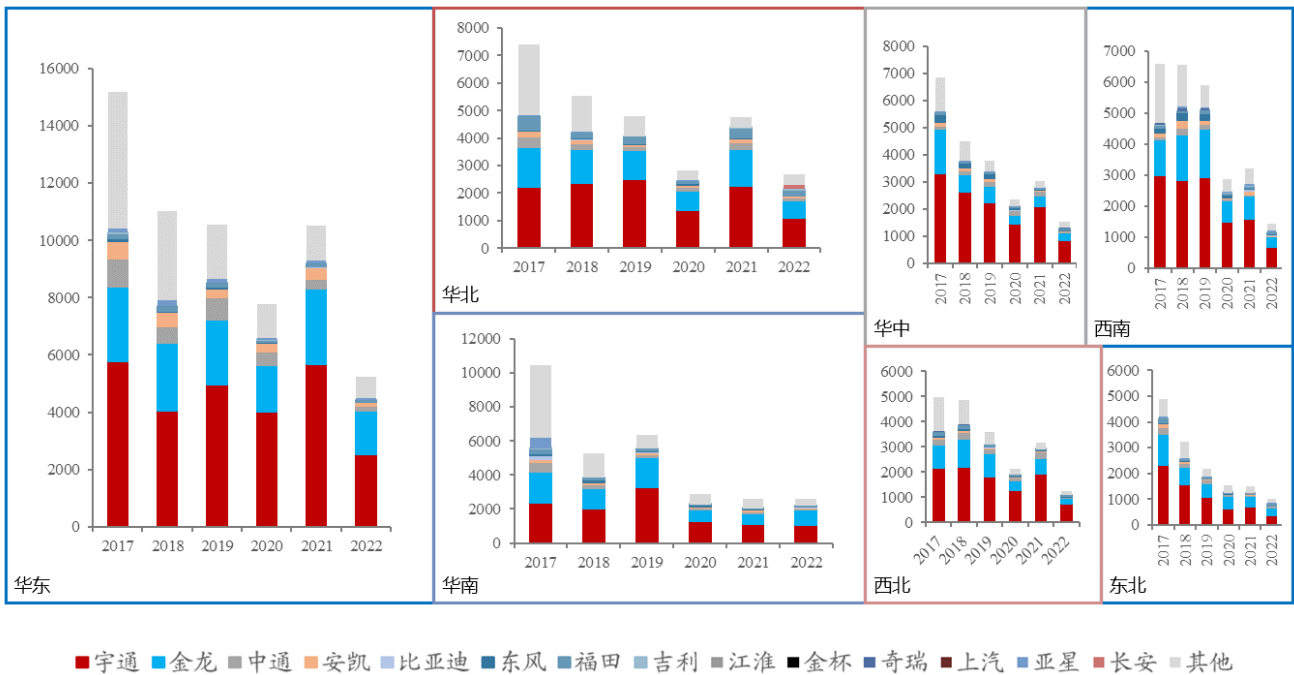
图30: 座位大中客行业前五客车公司的份额变化



数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

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31: 客车分省份市场格局 (大中座位客车口径, 单位: 辆)

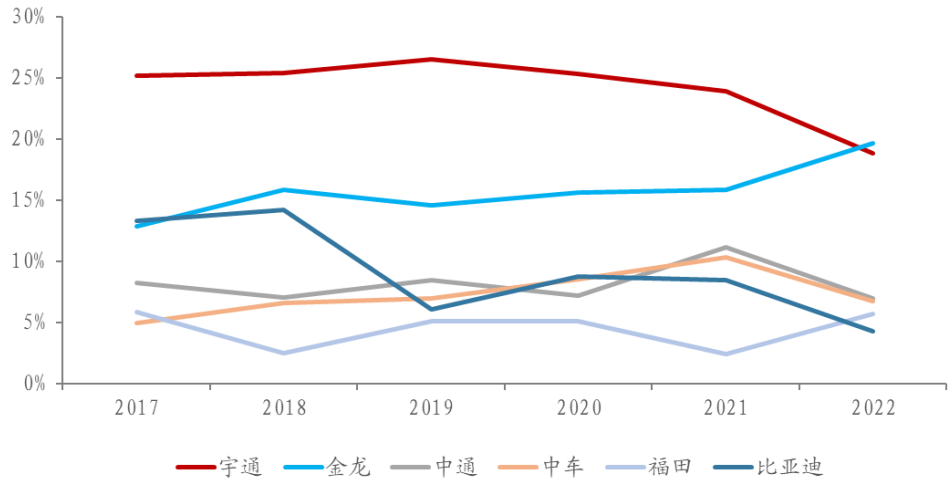


数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

1.2.3. 公交大中客: 地方保护较强, 格局分散

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。 1) 宇通、金龙二者市占率中枢都在 20% 上下，销售渠道全国铺开两超格局稳固。2) 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。

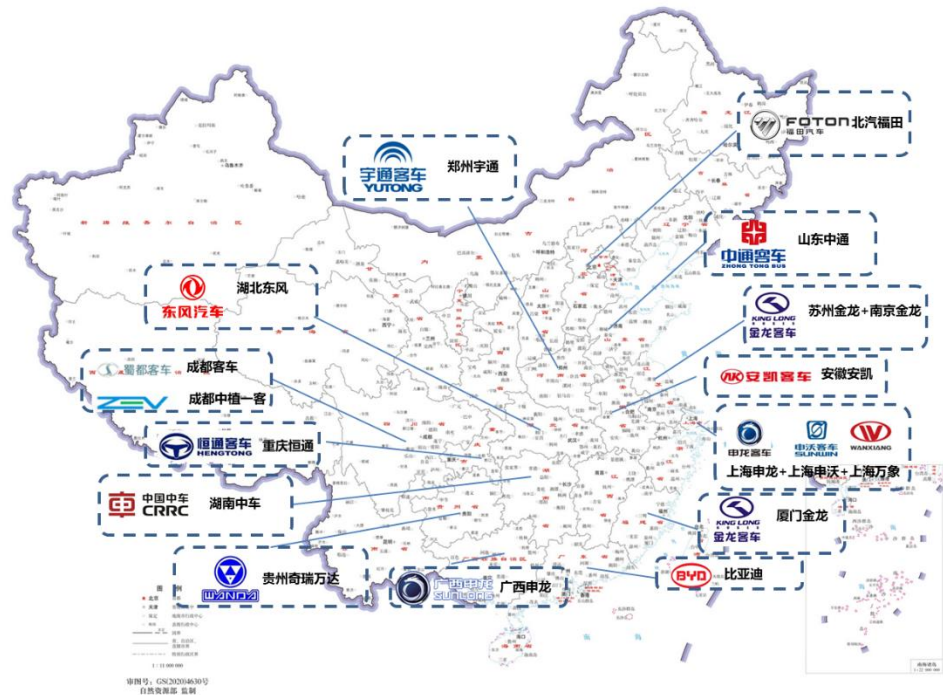
图32: 公交大中客行业前六客车公司的份额变化



数据来源：交强险，东吴证券研究所

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33: 客车公司和地方政府关系梳理

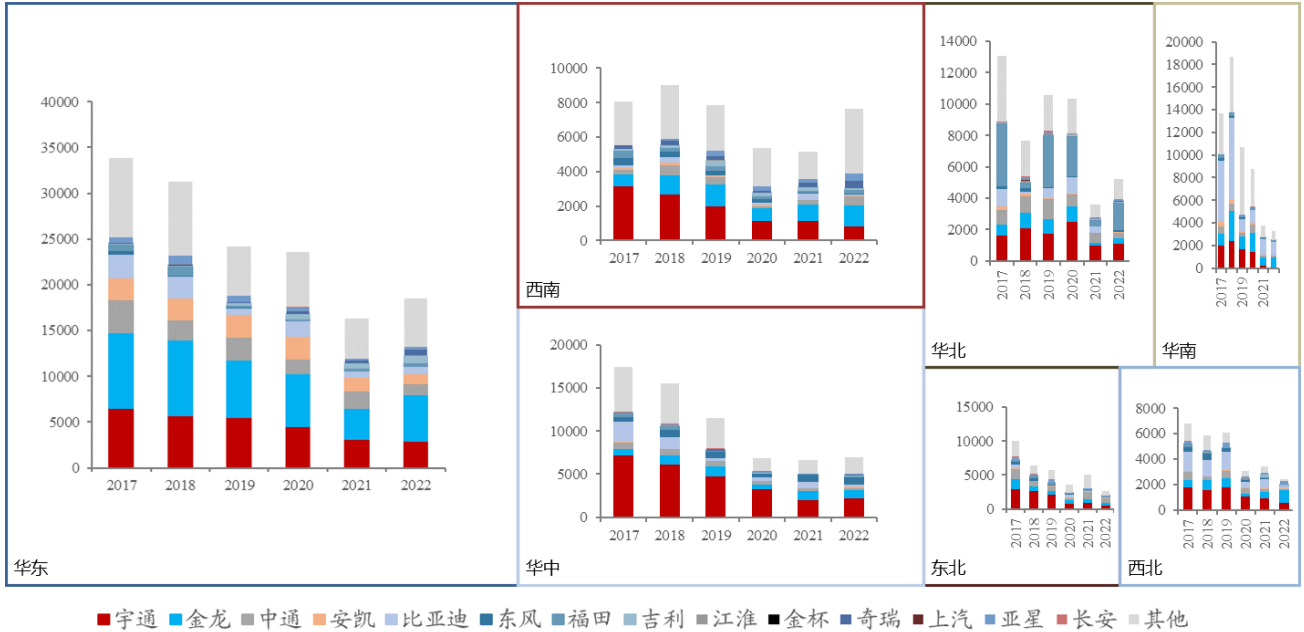


数据来源：交强险，东吴证券研究所

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34: 客车分省份市场格局 (公交车口径, 单位: 辆)

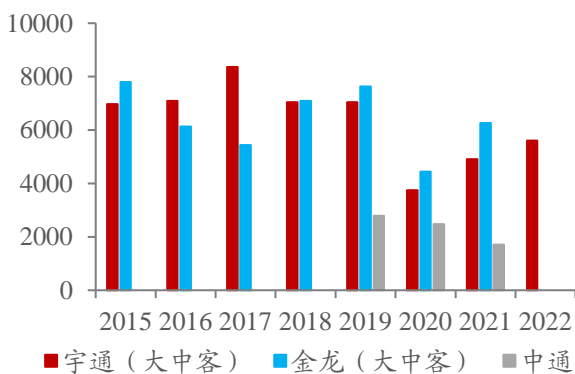


数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

1.2.4. 出口市场: 宇通+金龙核心受益

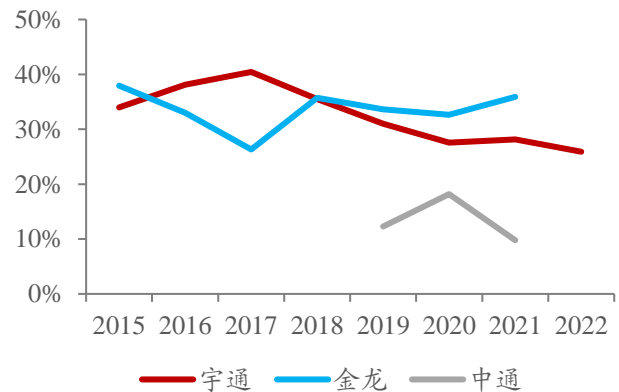
核心结论: 整体延续国内格局, 宇通+金龙受益。 1) 宇通/金龙奠定“两超”格局, 二者大中客车出口中枢为 6000 台, 市占率中枢均为 30%左右。2) 出口龙头集中格局预计延续, 多年出口积累宇通/金龙海外渠道全面铺开, 同时通过 KD 组装的“技术出口”形式与海外国家开展合作, 出口市场竞争优势预计持续保持。

图35: 客车三大核心企业历史出口销量 (单位: 辆)



数据来源: 中客网, 东吴证券研究所

图36: 三大核心企业大中客车出口市占率



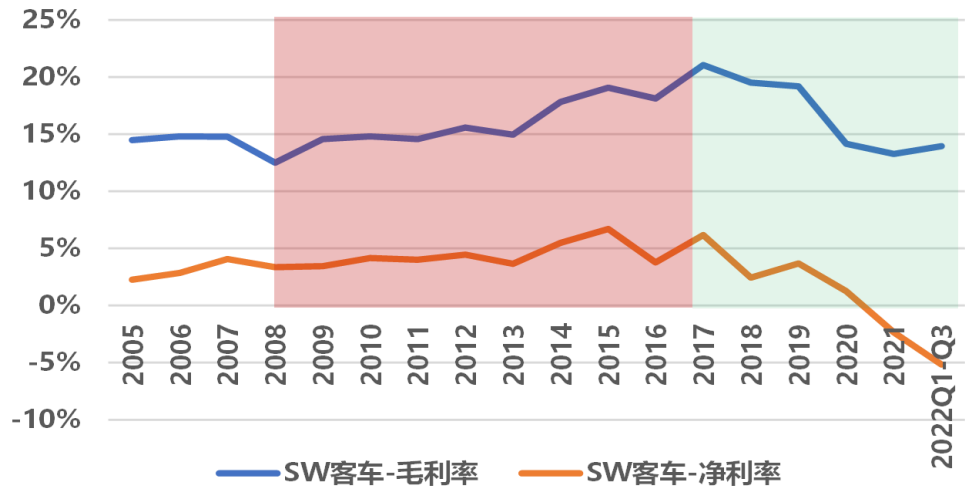
数据来源: 中客网, 东吴证券研究所
注: 假设中通出口客车全为大中客车

1.3. 盈利/估值：拐点正在出现

1.3.1. 客车行业盈利：2022 年仍在磨底过程

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。

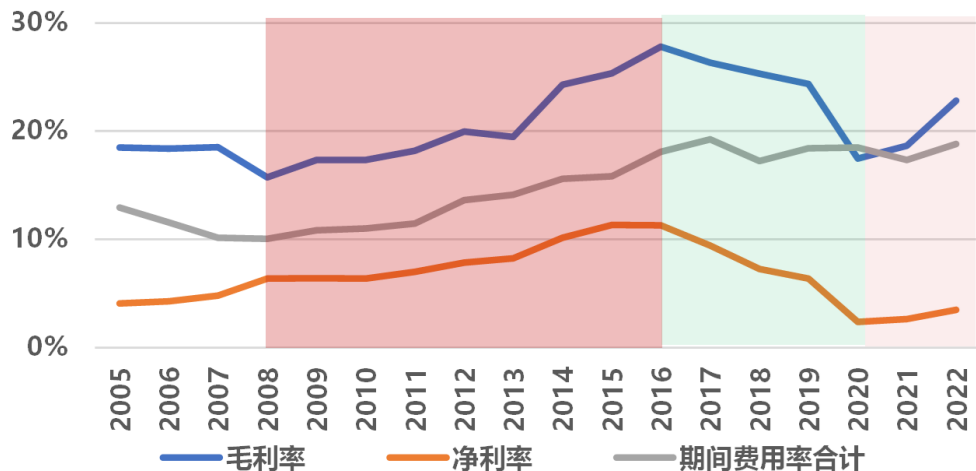
图37：申万客车行业的盈利历史复盘



数据来源：wind，东吴证券研究所

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38：宇通客车的盈利核心指标复盘

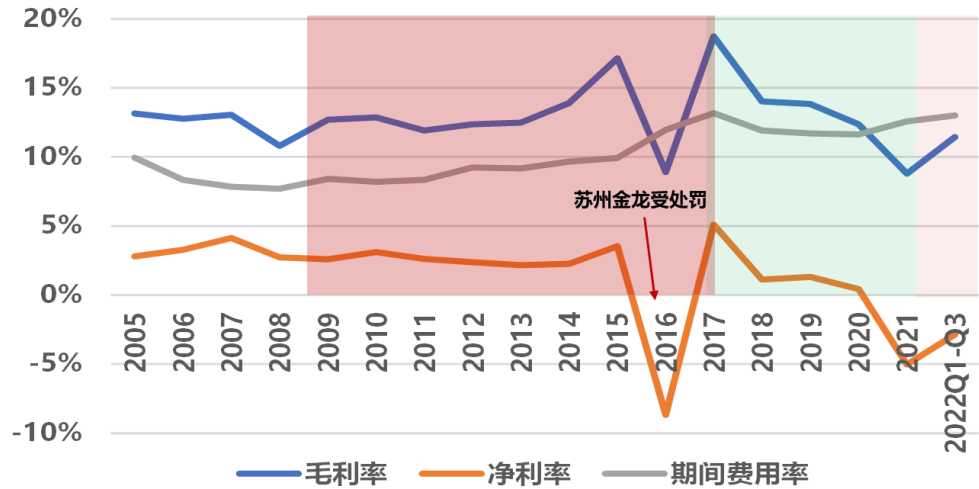


数据来源：wind，东吴证券研究所

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39：金龙汽车的盈利核心指标复盘

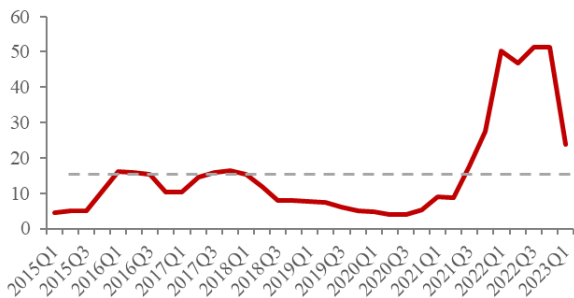


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3.2. 盈利展望：未来3年有望持续改善

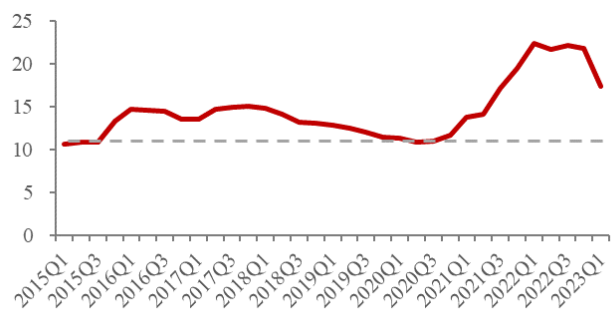
碳酸锂价格下降是纯电客车成本下探的主要原因。 1) 碳酸锂价格迎来历史级别回调，碳酸锂价格从 2022 年末最高点至今下跌幅度达 65%。2) 电池价格有望回调至历史中枢 15 万元左右。据我们测算，纯电客车电池价格约为 10-20 万元，占纯电客车售价的 25% 左右，碳酸锂价格下降将直接导致纯电客车电池价格从 20 万元下探至 15 万元左右，有效改善纯电客车单车盈利能力。

图40：碳酸锂价格（万元/吨）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图41：纯电客车电池价格测算（万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

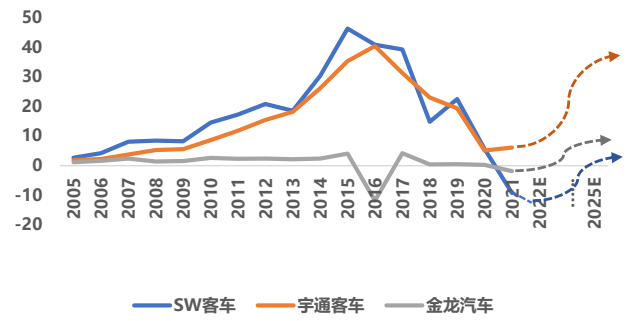
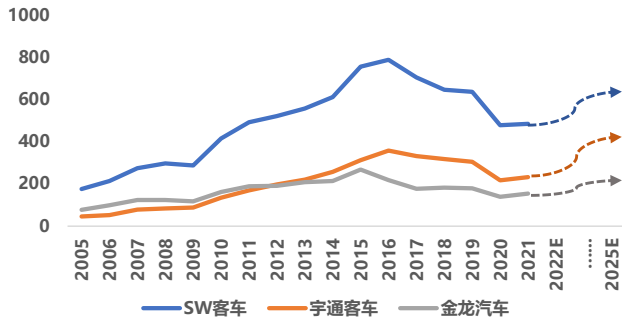
注：假设纯电客车单车带电量 200kwh，续航里程 430km

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+公交客车）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42: SW 客车/宇通/金龙营业收入的复盘与展望

图43: SW 客车/宇通/金龙归母净利润的复盘与展望



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.3.3. 估值复盘: PB 处在历史低位, 有望修复

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44: SW 客车行业 PE/PB 三者变化

图45: SW 客车行业 ROE 三者变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

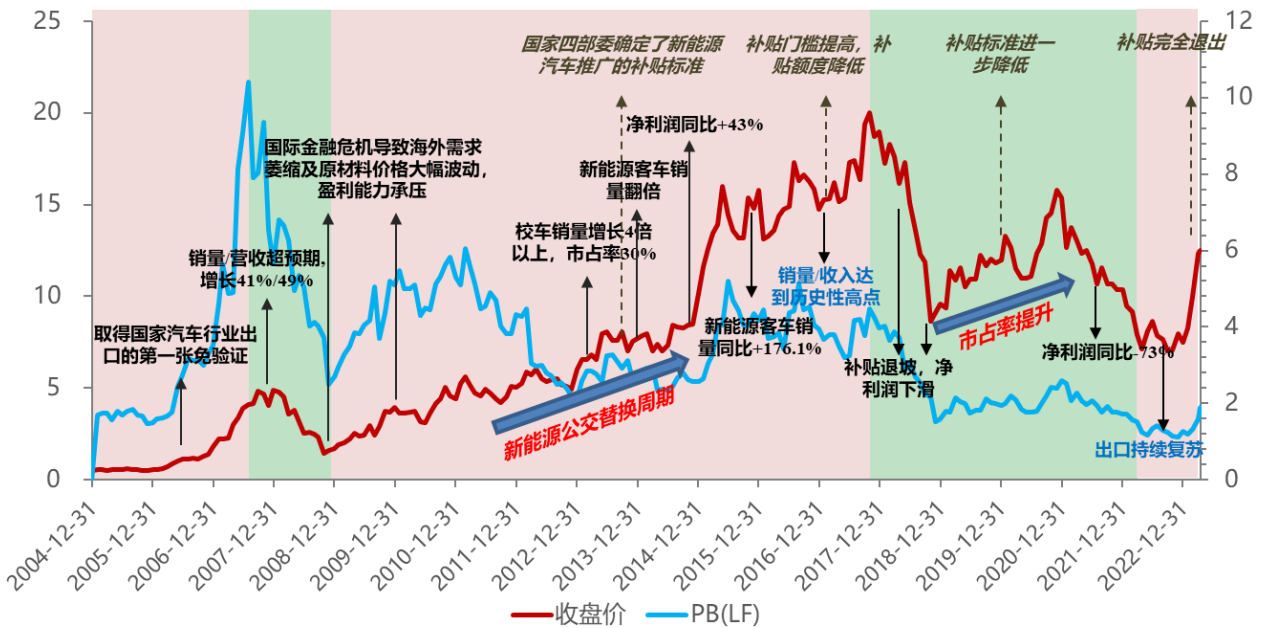
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 宇通客车——三十年大中客车行业龙头

2.1. 公司复盘：销量/收入是关键跟踪指标

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46：公司股价（左轴，元）及PB(LF)（右轴，倍）复盘

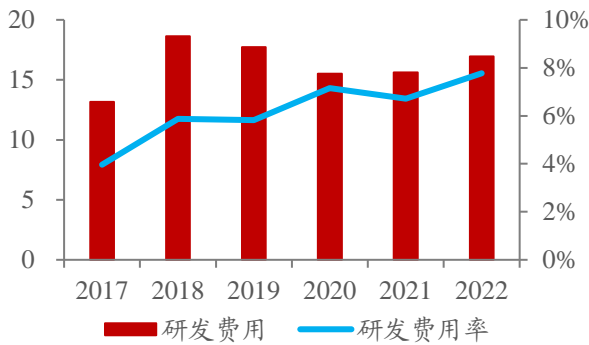


数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

2.2. 行业下行周期研发不减，静待需求复苏龙头起航

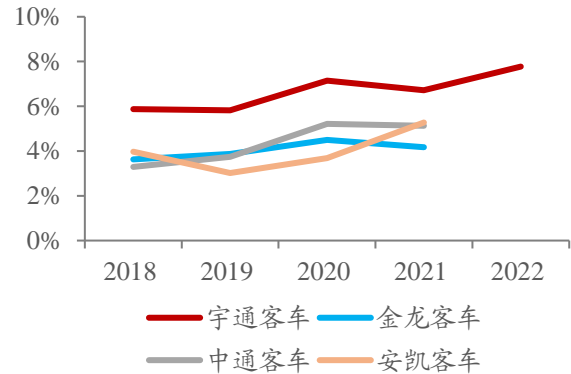
行业下行周期研发不减，研发费率领先行业。公司在行业下行收入减少的背景下每年依旧深度研发，研发费率逐年攀升，相较于客车其他公司研发费率高2pct以上。2022年公司研发收入16.9亿元，研发费率7.8%创历史新高。

图47: 公司研发费用及研发费率 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图48: 客车行业公司研发费率对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

联合开发与自主研发并行, 致力于实现车辆性能与安全最优解。公司新能源研发以纯电动、混合动力、燃料电池客车研发和产业化为主线, 通过联合开发与自主研发并行的方式掌握新能源客车核心技术, 目前在自动驾驶技术、车联网及智能网联技术、新能源客车三电系统、整车控制与节能等方面取得重大研发突破。

表2: 公司各领域研发进展

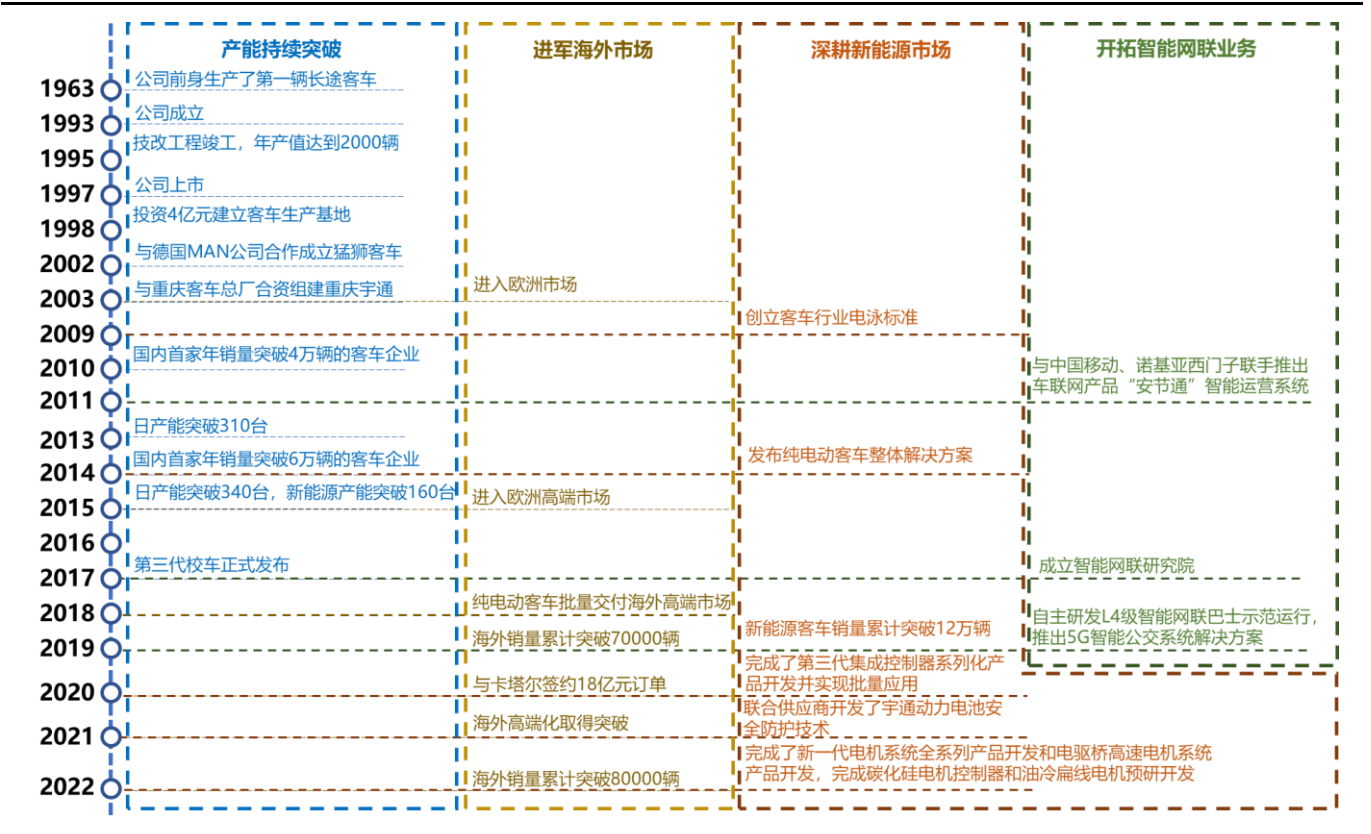
研发领域	研发内容
智能网联技术	<p>车载及路侧终端: 从产品合规、质量可靠、网联应用等方面持续优化和完善车载终端和路侧终端产品系列</p> <p>云端技术和应用: 1) 围绕整车产品竞争力提升, 强化车辆 LCC (全生命周期成本) 监测预警建模分析能力; 2) 围绕国内外购车客户降本增效需求, 完善故障监控、机务管理、车辆巡检、驾驶行为评价和充电管理等核心场景应用</p> <p>自动驾驶技术: 依托微循环多城市多场景示范应用的数据积累, 对感知定位、规划控制等技术进行升级迭代, 增扩长尾场景数据</p>
多场景燃料电池动力系统	<p>开发了基于半功率预测的燃料电池动力系统能量管理策略</p> <p>开发了大功率快速响应燃料电池系统</p> <p>开发了大容量车载氢瓶</p> <p>优化了全时域氢安全技术</p> <p>持续优化基于大数据的故障预警、燃料电池系统健康度评估等技术</p>
安全&可靠电控系统	<p>安全性: 开发了关键零部件故障诊断技术、智能区域限速控制技术</p> <p>标准化、可靠性: 开发了高集成度中央计算平台、面向域架构的换挡控制功能、基于云平台的车辆参数在线管理技术</p>
电机系统	<p>开发了电机系统故障预测与智能诊断系统, 提升电机系统智能化水平</p> <p>开发了主动短路控制、油门踏板状态自识别保护、双路温度传感器检测等技术</p>

		完成了新一代电机系统全系列产品开发和电驱桥高速电机系统产品开发，并实现全面推广应用，系统最高效率达到 96%，相比上一代电机系统产品降重 15%以上
		完成碳化硅（SiC）电机控制器和油冷扁线电机预研开发
动力电池集成与管理	电池	通过电芯迭代，电池包结构件与整车集成共用等高集成设计，电池能量密度及体积密度分别提升至 175Wh/kg 及 280Wh/L 以上
	智能化	基于动力电池保温及液冷液热一体化高效热管理系统，实现了在极寒环境下，电池降温速率由 3.8℃/h 提升至 3.3℃/h，电池温度均一性提升 50% 围绕电池智能维护管理和电池安全状态管理升级实现云端 24 小时远程监控、定期远程维护等
安全技术	公交	在行业内率先提出驾驶员误操作和不规范操作安全防护方案 针对电池箱及高压系统防护，开发了电池箱侧面、底部、尾部碰撞防护系统
	公路车	通过车内软化护栏、防滑地板、高靠背座椅、结构圆角设计、内沉钉固定等技术，显著降低紧急制动和急加速时乘客碰伤、跌倒的概率
	校车	研发推广了危险预警技术、自动紧急制动技术、碰撞防护技术、快速逃生技术等安全新技术
		研发了移动物体识别技术、智能防遗忘系统等智能安全技术
节能技术	人员方面	通过蓝芯智能节油系统三代技术，对部分驾驶员不良驾驶行为主动干预和提醒，实现综合工况节能 3%-6%
	车辆方面	通过降低车辆附件能耗和行驶阻力，提升整车能量利用效率
	路况方面	应用工况大数据技术，提升车辆对客户实际行驶工况的自适应
舒适技术	NVH	传动系振动控制、白车身振动控制等 NVH 技术
	平顺与操纵稳定性	自适应变阻尼等平顺与操纵稳定性技术
	车内空气质量与调节能力	抗菌防霉、车内健康管理平台
	座椅舒适性	空气弹簧座椅、变密度海绵发泡等座椅舒适性技术

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

顺应行业趋势，研发投入客车关键技术节点。复盘公司历史，公司将大量研发费用主要用于智能网联及自动驾驶技术、燃料电池及“三电”技术、高端客车升级开发几大板块，且在 2015 年后行业下行阶段持续在新能源和智能网联领域深度研发，押注未来保持长久竞争力。

图49: 公司发展历程与关键技术研发节点



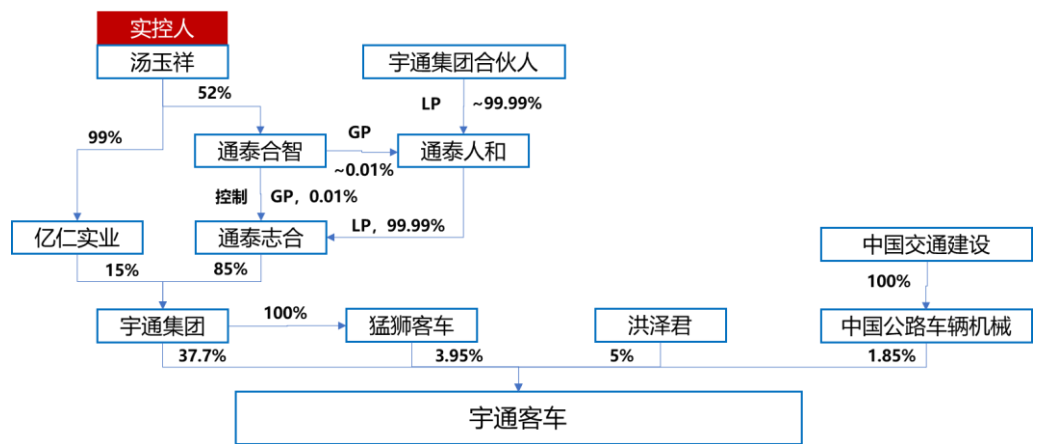
数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

2.3. 稳定的股权+丰富的渠道+龙头优势打造核心竞争力

2.3.1. 股权结构趋于集中

公司于2023年3月完成了实控人的转移, 股权更为集中。公司前实控人游明设先生因退休将持有股权转让给王磊先生和汤玉祥先生, 宇通集团及宇通客车实控人由汤玉祥、曹建伟、卢新磊、张义国、杨波、张宝锋、游明设等7名自然人变更为汤玉祥先生。

图50: 公司股权结构 (截至2023年4月)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3.2. 贯彻直销直服的销售模式, 销售渠道全面铺开

贯彻直销直服的销售模式，销售服务有机结合极大提升客户体验。公司建立了 13 家宇通全资的服务体验中心，建立了 600 余人行业规模最大的直服团队，构建 1600 余家覆盖最广的服务网络，力求第一时间解决海内外客户诉求，提升了品牌价值。

销售模式“直销为主，经销为辅”，海内外销售渠道全面铺开。国内市场方面，公司采取直销为主的方式同时辅以约 200 家经销商，销售渠道根植河南向全国全面铺开。海外市场方面，通过十余年海外渠道积累公司目前具备海外授权服务站 260 余家、授权服务网点 330 余个、配件经销商约 80 家，打通海外汽车销售与售后服务渠道，海外布局行业领先。

表3: 客车公司销售模式对比

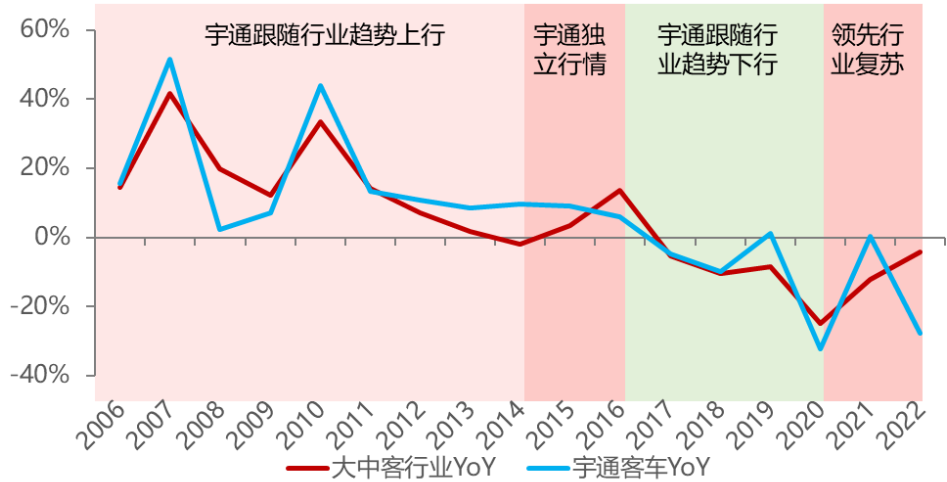
		宇通客车	金龙汽车		中通客车	亚星客车
			大中型客车	轻型客车		
销售模式		直销为主，经销为辅	直销为主，经销为辅	经销为主，直销为辅	直销为主，经销为辅	直销为主，经销为辅
国内	合约经销商	约 200 家		190 余家	108 家	
	特约服务网点	1600 余家		2788 家	506 所服务站	
	配件经销商	180 余家		200 余家		500 多家经销和售后服务网点
海外	授权服务站	260 余家				
	授权服务网点	330 余个	近 200 个境外汽车经销商保持合作		产品覆盖海外 100 多个国家和地区	
	配件经销商	约 80 家				

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2.3.3. 下行周期彰显龙头质量

复盘公司销量与中大客车销量的增长关系：公司总体销量增速受行业影响较大，但是依旧凭借龙头实力走出独立于行业的销量增速。1) 2014-2016 年，行业销量见顶后宇通仍保持销量正增长；2) 2020 年疫情后，国内外客车需求复苏，宇通作为行业龙头率先受益，领先行业止住销量下跌颓势，2022 年公司主动筛选高风险订单导致销量下滑，从公司净利率来看该战略效果明显。

图51: 公司销量增速与中大客车行业销量增速对比

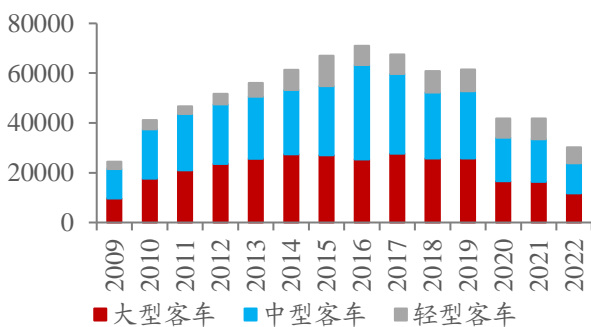


数据来源：公司公告，中客网，东吴证券研究所

复盘公司历年销量内部结构：公司把握住了客车大型化、新能源化、海外出口的三大行业趋势。公司在大中客市场保持行业领先地位，同时顺应客车新能源切换行业需求成为客车新能源化行业上行周期最受益者，在国内需求疲软时调头瞄准海外市场，在后疫情时代海外客车需求成为新的增长驱动：

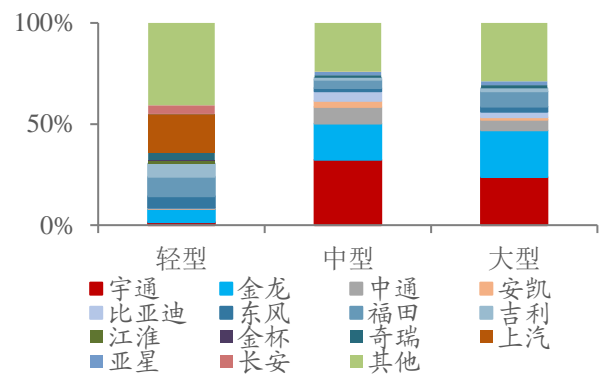
1) 大中客车行业独具优势。按车辆长度看，公司以销售售价较高、市场需求较旺盛的大中客车为主，公司大/中/轻客车销售占比约为 3: 6: 1，多年深耕大中客市场地位牢固，2022 年公司大/中型客车市占率分别为 24%/32%，在较为分散的客车市场占据领先地位。2022 年公司加强对订单的毛利率管理，主动放弃部分高风险订单，总体销量相对下滑。

图52：公司客车销量（分车型长度，辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图53：2022 年公司客车市占率（分车型长度）

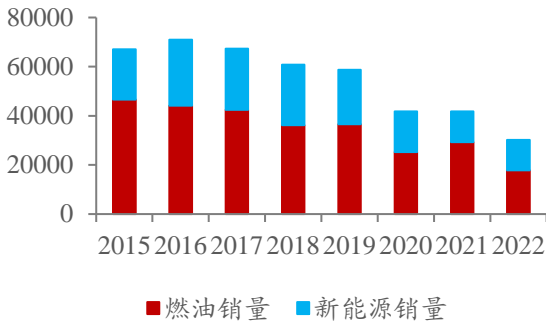


数据来源：交强险，东吴证券研究所

2) 抢占新能源客车大机遇。目前我国大中客市场新能源切换已经进入下半场，2022 年中大客车中燃油：新能源比例约为 1: 3。公司顺应客车新能源趋势积极推动新能源转型，到 2022 年新能源车销售贡献近半收入，销量占比超过 40%，在市场需求最旺盛

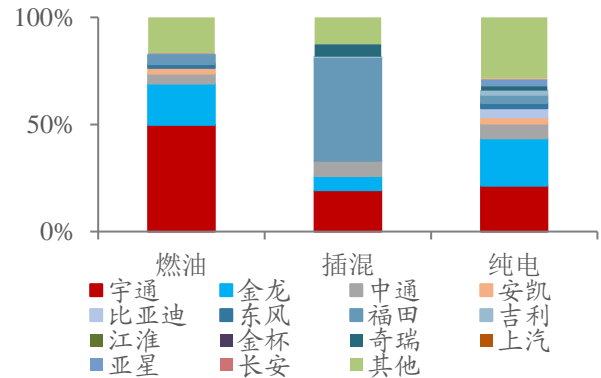
的纯电大中客市场公司市占率超过 20%。

图54: 公司客车销量(分燃料种类, 辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

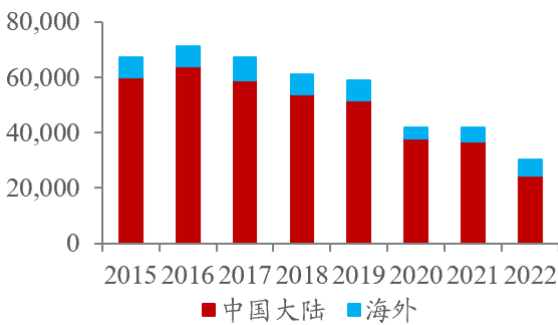
图55: 公司大中客车市占率(分燃料种类)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

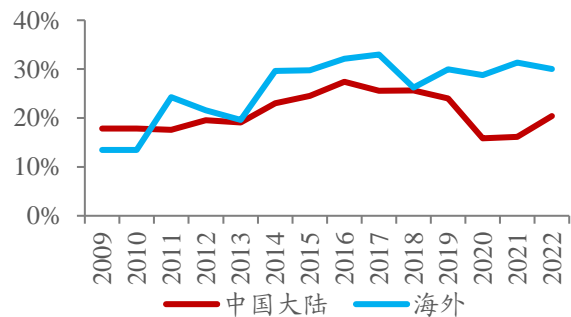
3) 客车出口呈现较强韧性, 后疫情时代复苏已现。国内市场方面, 受制于补贴退坡需求提前透支与疫情影响, 客车下游需求处于下行周期。海外出口方面, 公司独创中国制造出口的“宇通模式”, 持续拓展海外市场, 打造全新成长曲线, 截至 2022 年底, 公司累计出口各类客车超过 87,000 辆。公司发挥大中客市场优势, 迎合海外市场需求主推大中客车, 目前公司在海外市场销售的大型客车销售量占比约为 65%。2020 年后公司海外出口逐渐摆脱疫情影响, 销量实现触底反弹, 2022 年海外出口销量已经临近 2019 年水平, 且海外市场盈利能力显著由于国内市场 (海外毛利率比国内高 10pct), 成为公司利润的主要驱动。

图56: 公司客车销量(分销售地区, 辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图57: 公司分地区毛利率



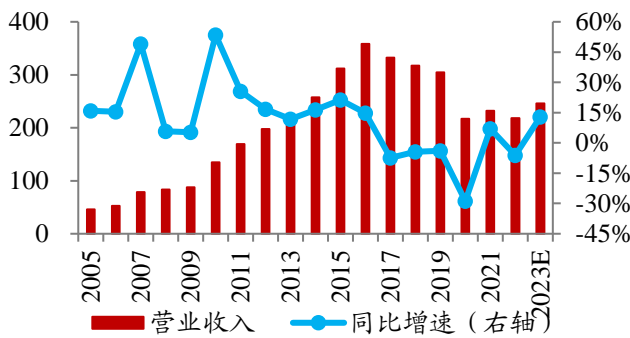
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

复盘公司历年财务变化: 公司作为行业龙头业绩呈现韧性, 行业下行期主动筛选订单拉升盈利中枢。

1) 收入端，凭借龙头优势公司收入增长滞后于行业。复盘行业与公司二十年发展历史，客车行业销量于2014年见顶，而后由于2015年后电动公交补贴退坡消化透支需求与2020年后疫情影响海内外客车需求行业景气度下降；公司营收顶部现于2016年，2020年疫情后选择稳扎稳打的战略稳住营收，2022年主动筛选高风险订单确保稳健经营，公司在行业下行周期证明了作为龙头的实力。

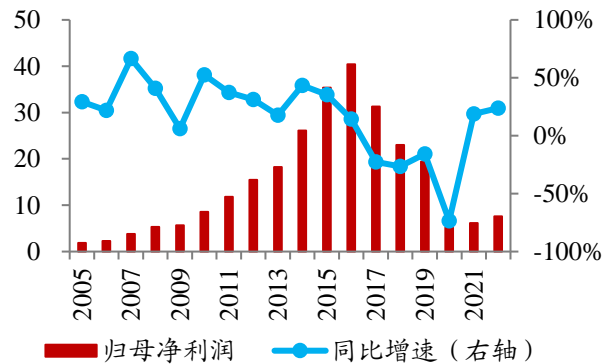
2) 利润端，补贴退坡叠加疫情影响毛利率，下行周期研发不减静待行业复苏。1) 公司归母净利润于2016年见顶，受新能源客车补贴退坡影响利润率逐步下行。2020年受新冠疫情影响国内外客车需求显著下滑，归母净利润同比-73.4%，毛利率-7.0pct，2022年受益于海内需求快速复苏及公司筛选高毛利率订单，公司毛利率回归至2019年水平，但由于收入下滑期间费用率被动提升，净利率回升略微滞后。2) 费用端，受制于营收规模下降近年来期间费用率整体上行，公司在下行周期布局行业波动坚定投入研发，近年来研发费用绝对值超过15亿元，押注未来打开成长空间。

图58：公司营业收入（亿元）



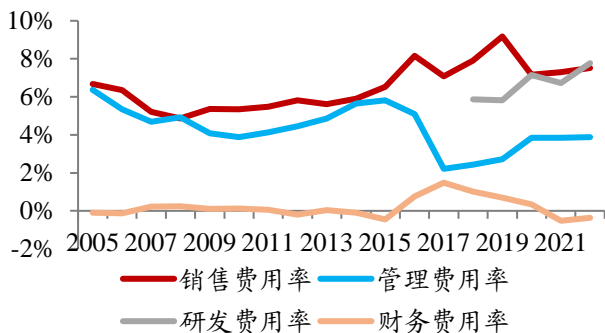
数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：2023年预测营业收入为公司年报披露的经营目标

图59：公司归母净利润（亿元）



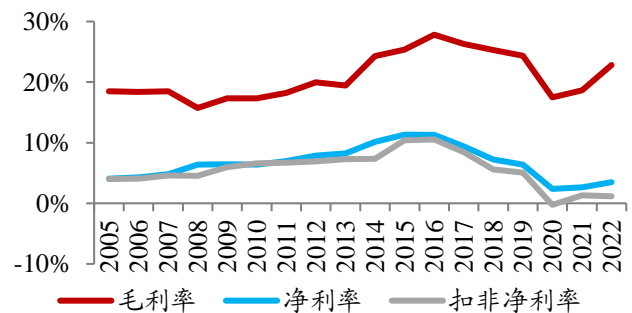
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图60：公司期间费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：2016年前管理费用包含研发费用

图61：公司毛利率及净利率



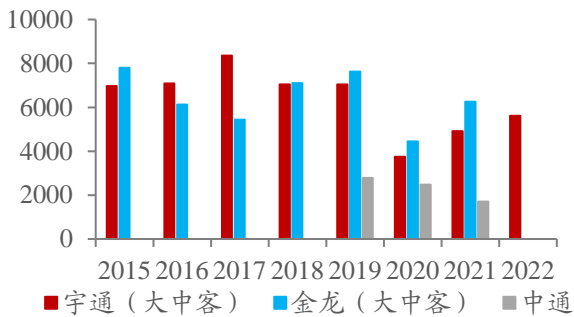
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 出口市场重新扬帆，客车龙头亟待启航

3.1. 出口市场复苏已现，出海路径创新+出口市场拓展打开广阔空间

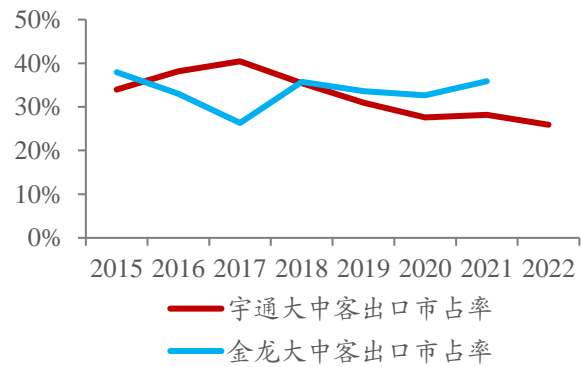
出口销量领先行业，疫情后出口复苏已现。大中客出口市场呈现宇通+金龙的双寡头格局，客车作为生产资料存在需求刚性，2020年疫情后冲击海外客车需求呈现明显复苏态势，宇通与金龙出口销量触底反弹。

图62: 龙头企业客车出口销量(万辆)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

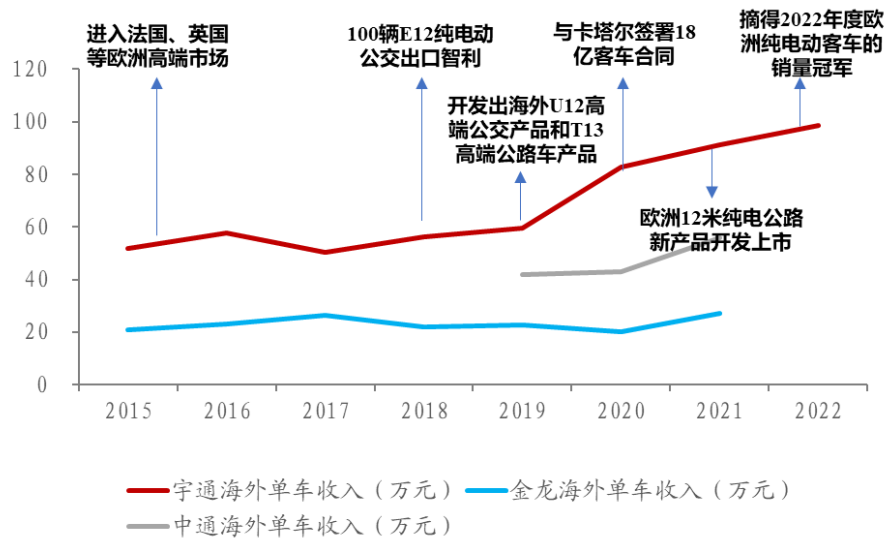
图63: 龙头企业大中客车出口市占率



数据来源: 中客网, 各公司公告, 东吴证券研究所

客车出口呈高端化趋势，公司顺应海外需求推出高端客车。欧洲市场早年主要玩家为戴姆勒、沃尔沃等国外客车企业，客车售价普遍偏高，故欧洲采购客车往往对价格没有苛刻的要求，而中国客车出口欧洲市场必须满足欧洲市场对客车安全性、舒适性、个性化的需求。公司瞄准欧洲客车需求于2015年就进入法国、英国高端客车市场，并逐步推出U12等面向海外的高端客车车型，海外客车单车售价领先行业，单车收入逐年提升接近100万元。

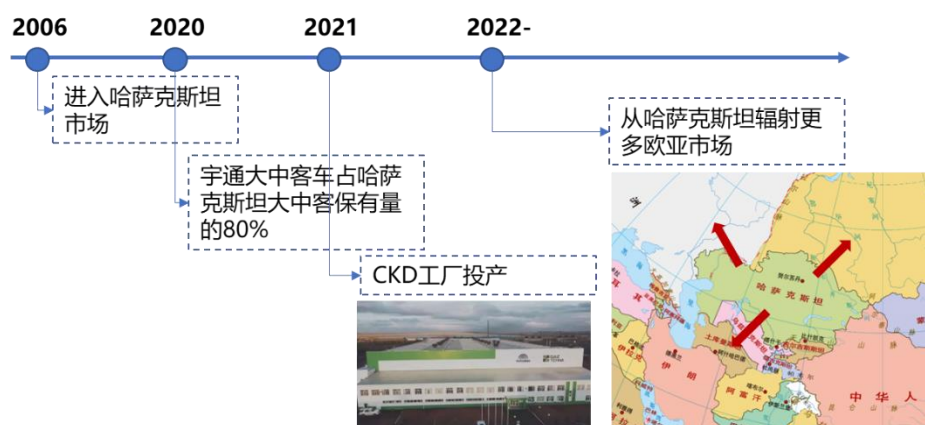
图64: 各公司海外单车收入



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

海外工厂加速布局, KD 形式出海成为新方向。公司目前在哈萨克斯坦、巴基斯坦、埃及、马来西亚等十余个国家和地区通过 KD 组装方式进行本土化合作, 出口模式由“产品输出”走向“技术输出”, 相比于直接海外建厂门槛降低、成本压力减小。2021 年公司同哈萨克斯坦合作伙伴共同筹建的 CKD 工厂开工, 投产后年产 1200 台客车和 500 台工程机械, 有望成为公司客车出口中亚国家的新支点。

图65: 公司哈萨克斯坦客车市场出口历程

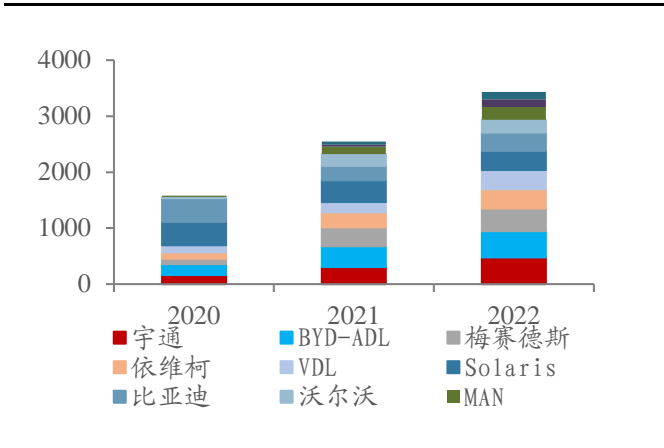


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

多年积累开花结果, 公司取得欧洲纯电客车市场销量冠军。根据欧洲 Chatrou CME Solutions 咨询公司的统计数据, 2022 年宇通以 479 辆上牌量的成绩获得欧洲纯电客车销量冠军, 纯电公交市场市占率达到 11.5%。据 Chatrou CME Solutions 咨询公司统计, 2022 年欧洲公交车市场纯电客车渗透率为 27%, 预测公交车纯电化大趋势背景下, 公司

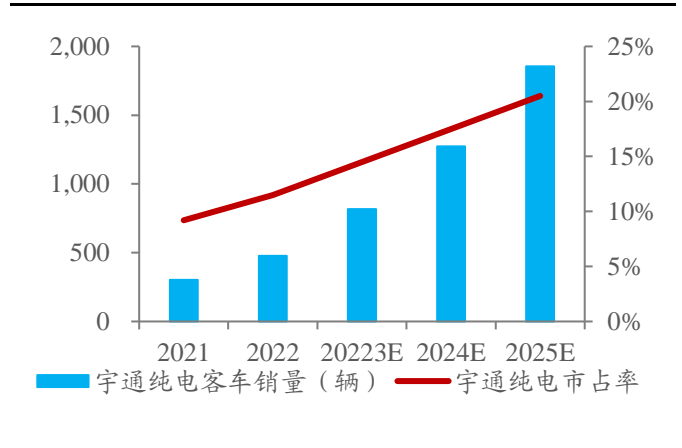
作为欧洲纯电客车行业领先企业有望实现市占率提升，2025 年出口欧洲的纯电客车销量有望达到 1800 辆以上，纯电公交市占率有望达到 20%。

图66: 欧洲纯电客车分公司销量 (辆)



数据来源: Chatrou CME Solutions, 东吴证券研究所

图67: 公司纯电客车在欧洲销量及欧洲纯电客车市场市占率预测



数据来源: Chatrou CME Solutions, 东吴证券研究所

3.2. 国内客车需求复苏最受益者

公司具备全面的客车产品矩阵。按类别划分，公司具备 134 个产品系列，产品全覆盖 5-13 米各类客车，可满足下游客户不同的定制需求。

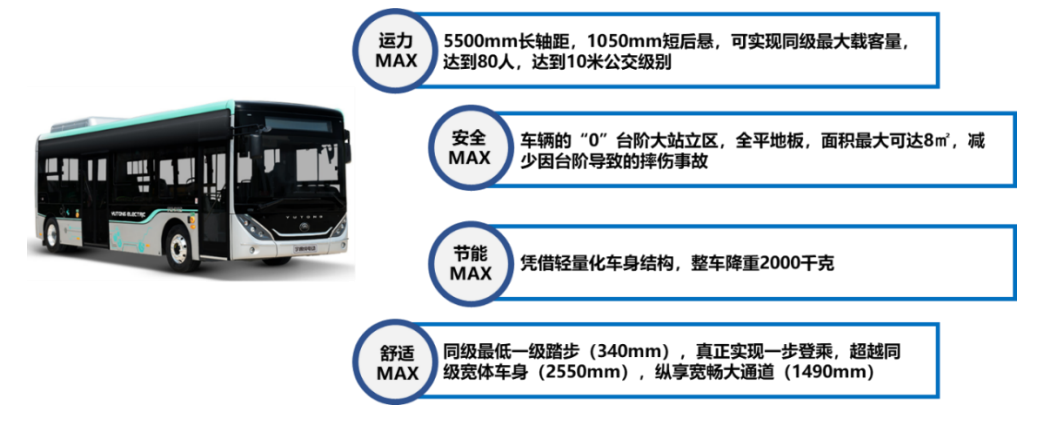
表4: 国内客车企业产品品类对比

	座位客车				公交客车			校车		
	5-7 米	7-10 米	10-13 米	13 米+	5-7 米	7-10 米	10-13 米	5-7 米	7-10 米	10-13 米
宇通客车	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
金龙汽车	✓	✓	✓		✓	✓	✓			
中通客车	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
亚星客车		✓	✓	✓			✓			
安凯客车	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

具备持续打造明星车型的能力，静待市场需求回暖明星产品放量。打造明星车型一靠市场需求的洞察力，二靠技术积累带来的产品力。公司历年来研发投入始终维持在 15 亿元以上，多年技术积累+行业洞察塑造出色明星产品制造能力。以公司最新推出的电动公交 E8 MAX 为例，作为国内首发的“零”后悬公交客车（后悬仅为 1050mm，可实现小米段、大运量的兼顾），该车型实现了运力、安全、节能、舒适的兼顾，瞄准下游市场最新需求有望在需求回升期快速上量。

图68: 宇通 E8 MAX 四大技术优势



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

切准下游需求痛点致力于成为解决方案提供商, 行业需求复苏后解决方案的需求有望放大。公司致力于从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”进行转型, 面向市场需求推出多个解决方案, 探索适应不同市场的服务模式, 多个解决方案已经得到落地应用获得客户好评。公司通过在行业下行期的深度积累有望在行业复苏期实现解决方案的快速推广落地, 一方面为客车销售提供便利, 另一方面有望借附加收入实现超行业增长。

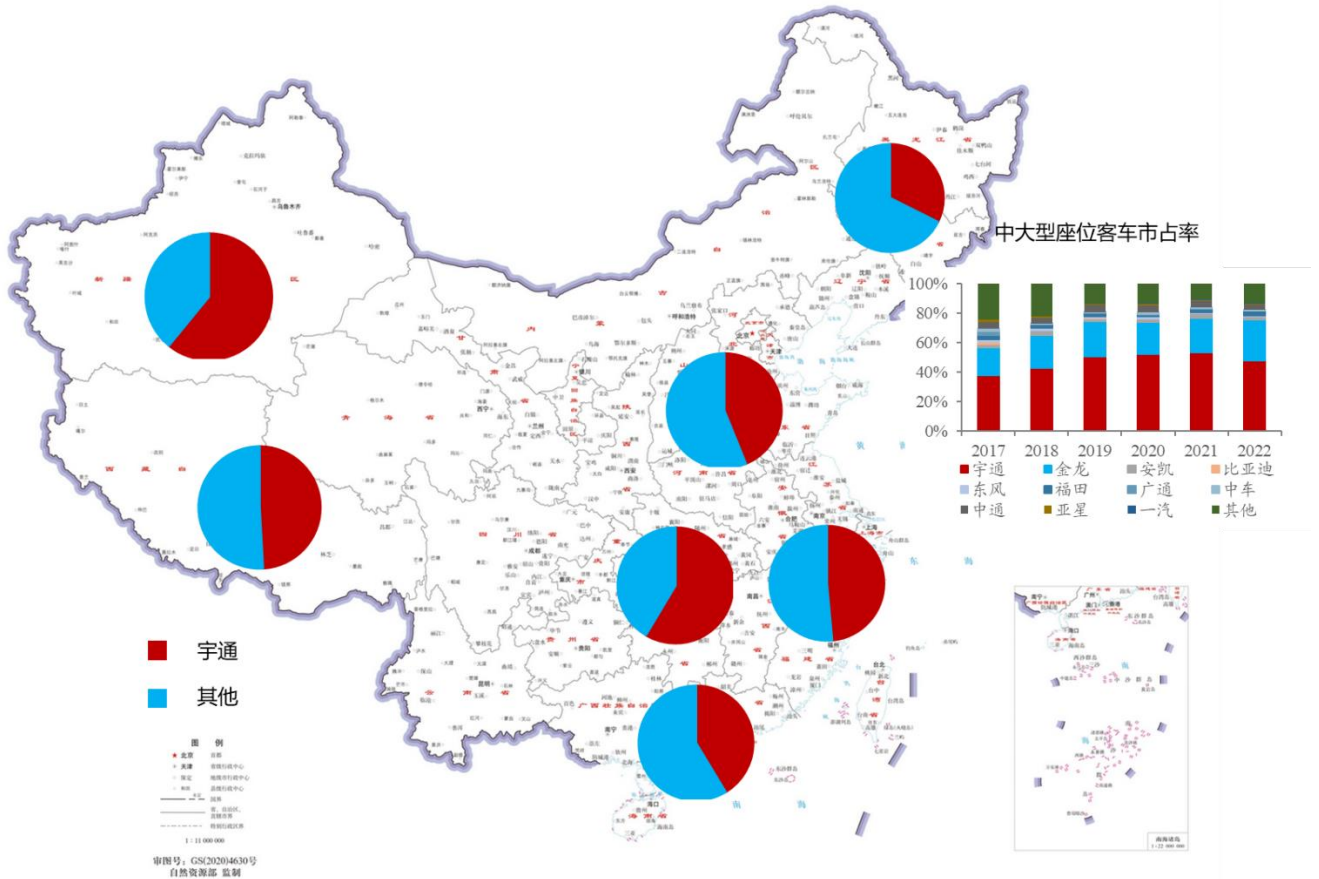
表5: 公司提供的解决方案

背景需求	方案内容&效果	应用案例
城市公交中运量解决方案	线网布局不合理, 车辆运营效率低, 城市形象不协调, 高品质交通服务需求	运营效率提高 20%以上, 运量达 1.5 万人/h
充电站建设解决方案	运营需要, 安全需要, 车/站统一采购需要, 咨询及支持需要	为客户提供新能源车辆采购+充电站建设运营等一站式服务; 提供业务支持
二手车解决方案	行业环境差, 售后服务无保证, 质量不放心	二手车回购, 二手车销售, 二手车代售
公交智能运营调度方案	给高层管理者、运营管理者、司机提供沟通渠道, 提升效率	以车载智能调度监控一体机为主体, 实现车辆状态监控、视频监控、计划排班、实施调度等管理功能
宇通金融整体解决方案	短期周期不足, 银行端信用有限, 可融资渠道少, 年度内多次融资	买方信贷和融资租赁业务
售后服务产品解决方案	新能源车辆“三电”保养维修, 客户自行做车辆维修保养, 车辆在其他机构保养维修问题	开发出能降低客户运营/维保成本、提升客户用车安全的产品及解决方案。
电池回收解决方案	新能源客车电池回收问题	打造“电池使用-电池回收-梯次利用”的生态闭环

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

疫情后旅游客车复苏可期，公司作为细分赛道龙头直接受益。中大型座位客车市场竞争相对完全，公司凭借产品和渠道优势在全国各地区多点开花，全国各区域市占率均在30%以上，总市占率接近50%。疫情后旅游复苏预期较高，客车作为重要旅行工具有望迎来新一轮行业需求上涨，公司作为座位客车细分赛道龙头直接受益。

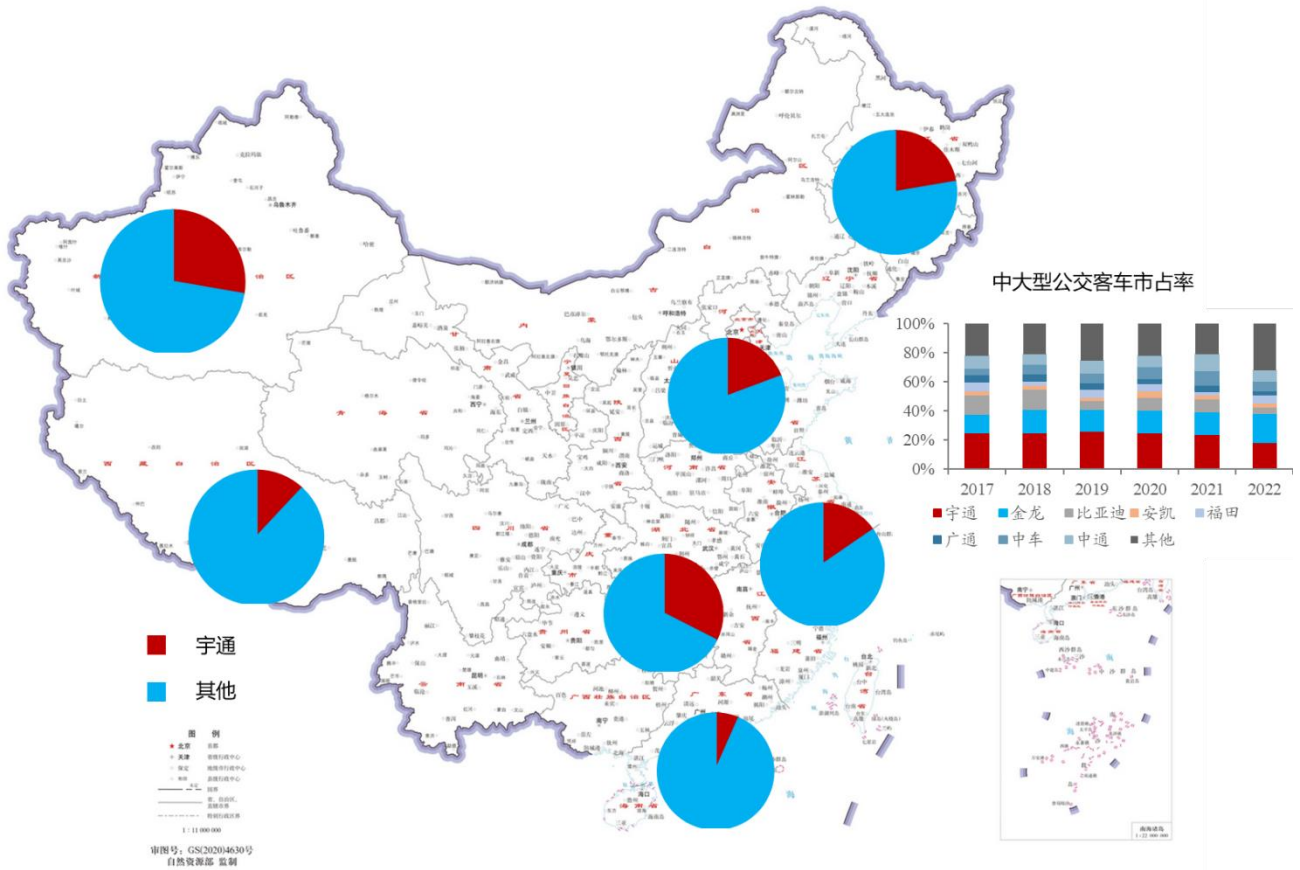
图69：2022年公司分地区大中座位客车市占率情况



数据来源：交强险，东吴证券研究所

公交车作为生产资料需求较为刚性，叠加公交车替换周期，公司作为全国渠道布局最完善的公司之一直接受益。2022年国内地方政府财政吃紧，公交车替换需求尚未兑现，公司在筛选订单份额主动下降的前提下依旧在国内各地区占据相当市场份额，尤其在东北、西北、华北、华中和华东地区市场竞争力较强。预计经济较发达的华北、华东地区将引领公交车行业需求复苏，公司作为深度渠道布局的龙头公司直接受益。

图70: 2022年公司分地区大中公交客车市占率情况



数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

3.3. 无惧补贴退坡, 技术持续开拓打造多元成长路径

新能源客车行业政策退坡, 龙头企业直接受益。

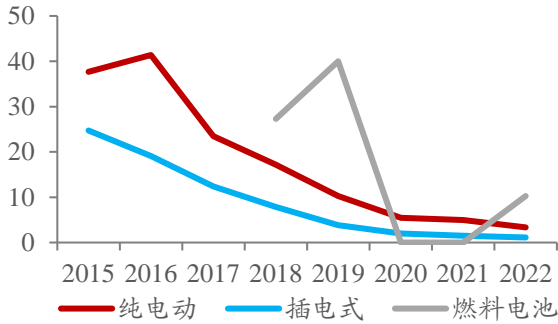
1) 新能源补贴退坡, 新能源客车市场逐步市场化, 在新能源领域具备先发优势并持久投入的龙头企业直接受益。

2) 客车作为生产资料, 需求较为刚性, 2017-2020年补贴退坡导致的公交需求提前透支的不利影响预计在近年逐步消退, 新能源补贴再度退坡预计不会对需求端产生太大影响。

3) 电车成本降低, 2023年以来受益于上游锂矿降价, 叠加铜价及芯片价格下探, 电车整体制造成本逐步逼近燃油车, 对下游采购的吸引力提升。

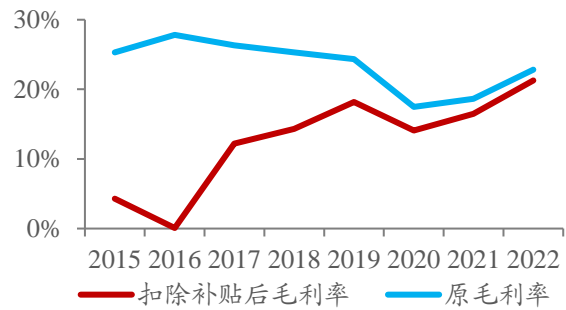
4) 2022年新能源单车补贴下探至3.3万元, 宇通作为国内客车龙头有望通过规模优势分摊补贴退坡后带来的成本压力, 据测算2022年假设补贴完全退坡, 新能源客车单车收入将为82.4万元, 公司总收入将下降4.3亿元, 毛利率将下降1.6pct, 公司提早做出战略调整抵消补贴退坡的不利影响, 预计补贴完全取消后对公司整体业绩影响不大。

图71: 公司新能源客车单车补贴 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

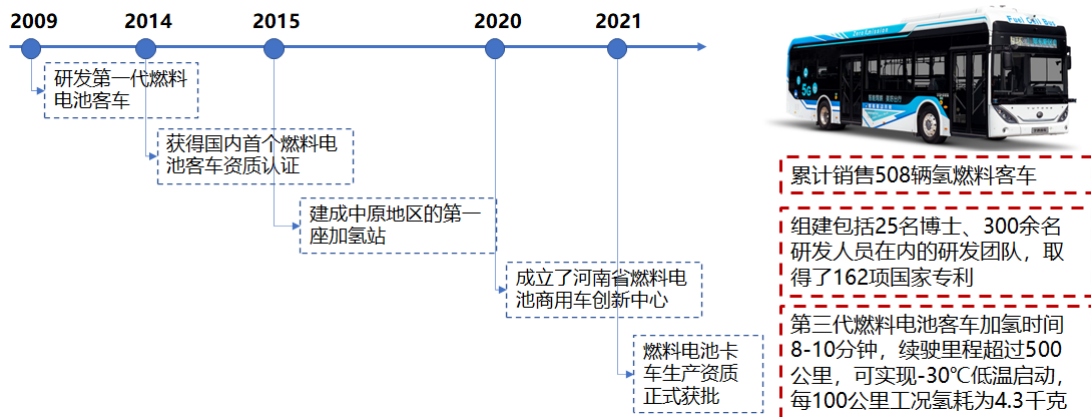
图72: 扣除补贴后毛利率测算



数据来源: wind, 东吴证券研究所

技术开拓: 电动为主, 氢能为辅是未来发展方向。1) 技术具备共通性, 二者在三电技术上存在较多共通之处; 2) 储能领域, 氢电融合既可以促进可再生能源消纳, 又可以实现电能大规模和长时间存储; 3) 配套设施有望进一步完善, 氢燃料成本边际下降。公司紧跟市场机遇, 在氢燃料电池全生命周期安全管理技术、氢燃料电池整车智能化热管理技术和氢燃料电池整车低温冷启动技术等关键领域均有突破, 2009年就生产了第一代燃料客车, 到现在氢燃料商用车已迭代到第三代, 第四代氢燃料商用车正在研发。

图73: 公司氢燃料电池发展路程及相关成就



数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

基于以下核心假设, 我们对宇通客车 2023~2025 年盈利进行预测:

1) 由于海内外客车需求复苏, 预测 2023~2025 年收入增速同比+15%/+17%/+18%, 客车销量为 34244/39404/45513 辆, 单车收入为 73.2/74.5/75.8 万元。

2) 规模效应叠加原材料价格下降, 预测 2023~2025 年毛利率为 23.5%/25.0%/26.5%, 归母净利润同比增速为+84%/+44%/+37%, 单车净利润为 4.1/5.1/6.0 万元。

表6: 宇通客车关键指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入/亿元	218	251	294	345
YoY	-6.2%	15.1%	17.0%	17.6%
营业成本/亿元	168	192	220	254
毛利率	22.8%	23.5%	25.0%	26.5%
归母净利润/亿元	7.59	13.94	20.08	27.53
YoY	23.7%	83.6%	44.1%	37.1%
客车销量/辆	30198	34244	39404	45513
单车收入/万元	72.2	73.2	74.5	75.8
单车净利/万元	2.5	4.1	5.1	6.0

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预计公司 2023~2025 年营业收入为 251/294/345 亿元, 同比+15%/+17%/+18%, 归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元, 同比+84%/+44%/+37%, 对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元, 对应 PE 为 22/15/11 倍。由于客车行业其他公司普遍亏损, 无法作为可比公司, 我们选取 4 家其他行业的商用车上市公司作为公司的可比公司, 可比公司 2023~2024 年 PE 均值为 13/10/7 倍。宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范, 将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的全球龙头, 应该享有更高的估值溢价。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表7: 可比公司估值 (截至 2023 年 4 月 27 日)

公司简称	证券代码	总市值/亿元	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中国重汽*	000951.SZ	168.83	2.14	10.39	14.31	20.11	79.00	16.25	11.80	8.40
中国重汽	3808.HK	320.28	17.97	34.55	50.34	70.58	17.83	9.27	6.36	4.54
中集车辆	301039.SZ	222.71	11.18	16.74	22.12	29.40	19.92	13.30	10.07	7.57
潍柴动力	000338.SZ	964.29	49.05	67.53	84.86	108.25	19.66	14.28	11.36	8.91
平均值							34.10	13.27	9.90	7.35
宇通客车*	600066.SH	305.97	7.59	13.94	20.08	27.53	40.30	21.95	15.23	11.11

数据来源: WIND, 东吴证券研究所(注: *为东吴证券覆盖, 采用东吴证券预测数据, 其余采用 wind 一致预期)

5. 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。若海外客车需求不及预期，则会影响行业整体销量。

宇通客车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,998	22,324	24,328	31,198	营业总收入	21,799	25,080	29,352	34,516
货币资金及交易性金融资产	7,035	4,467	8,882	8,114	营业成本(含金融类)	16,823	19,186	22,140	25,369
经营性应收款项	5,092	8,090	7,429	10,784	税金及附加	225	258	302	356
存货	4,894	7,538	5,754	9,487	销售费用	1,639	1,756	2,055	2,416
合同资产	529	502	587	690	管理费用	846	1,003	1,145	1,277
其他流动资产	1,449	1,728	1,676	2,123	研发费用	1,694	1,756	2,025	2,313
非流动资产	10,999	11,137	11,253	11,349	财务费用	-78	-141	-89	-177
长期股权投资	997	1,027	1,057	1,087	加:其他收益	433	251	294	345
固定资产及使用权资产	4,175	4,588	4,915	5,196	投资净收益	153	150	176	114
在建工程	276	171	128	111	公允价值变动	-17	-5	-5	-5
无形资产	1,565	1,565	1,565	1,565	减值损失	-568	-163	-175	-187
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	54	25	59	35
长期待摊费用	0	1	2	3	营业利润	706	1,519	2,122	3,264
其他非流动资产	3,986	3,786	3,586	3,386	营业外净收支	2	26	44	41
资产总计	29,998	33,461	35,581	42,546	利润总额	708	1,546	2,166	3,305
流动负债	12,580	14,621	14,705	18,861	减:所得税	-60	124	130	496
短期借款及一年内到期的非流动负债	7	7	7	7	净利润	768	1,422	2,036	2,809
经营性应付款项	7,511	9,566	8,912	12,261	减:少数股东损益	9	28	29	56
合同负债	1,310	1,535	1,771	2,030	归属母公司净利润	759	1,394	2,008	2,753
其他流动负债	3,753	3,514	4,015	4,564	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.34	0.63	0.91	1.24
非流动负债	2,821	2,821	2,821	2,821	EBIT	455	1,422	2,028	3,180
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,330	1,465	2,093	3,266
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.83	23.50	24.57	26.50
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	3.48	5.56	6.84	7.98
其他非流动负债	2,818	2,818	2,818	2,818	收入增长率(%)	-6.17	15.05	17.03	17.59
负债合计	15,402	17,443	17,526	21,683	归母净利润增长率(%)	23.68	83.59	44.08	37.10
归属母公司股东权益	14,473	15,866	17,874	20,627					
少数股东权益	123	152	180	237					
所有者权益合计	14,596	16,018	18,055	20,864					
负债和股东权益	29,998	33,461	35,581	42,546					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,254	-2,579	4,327	-765	每股净资产(元)	6.54	7.17	8.07	9.32
投资活动现金流	-399	16	93	3	最新发行在外股份(百万股)	2,214	2,214	2,214	2,214
筹资活动现金流	-1,437	-5	-5	-5	ROIC(%)	3.29	8.54	11.18	13.89
现金净增加额	1,408	-2,568	4,415	-767	ROE-摊薄(%)	5.25	8.78	11.23	13.35
折旧和摊销	875	43	65	86	资产负债率(%)	51.34	52.13	49.26	50.96
资本开支	-855	-298	-247	-275	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.30	21.95	15.24	11.11
营运资本变动	1,333	-4,011	2,325	-3,664	P/B(现价)	2.11	1.93	1.71	1.48

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>

