

金龙汽车（600686）

国外国内向好，业绩反转可期

买入（首次）

2023年05月04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）	18,240	19,567	21,794	25,397
同比	18%	7%	11%	17%
归属母公司净利润（百万元）	-387	32	242	522
同比	-	-	645%	116%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.54	0.05	0.34	0.73
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	140.12	18.82	8.71

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）+2强（金龙+中通）。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，金龙有望跟随。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。

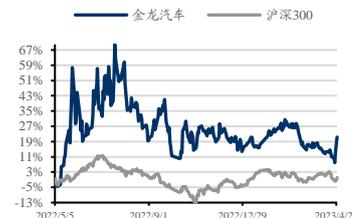
■ **金龙汽车：行业龙头转身，三龙齐整周期向上。**金龙汽车是国内老牌客车制造公司，旗下三个子公司金龙联合/苏州金龙/金龙旅行均在业内享有盛誉，销量常年位居行业前十，公司历时十余年解决了实控人问题以及对三个子公司的控制问题，目前公司实控人为福建国资委，对三个子公司持股比例分别为100%/65.22%/60%，公司自上而下整合达到历史最优期。客车产品全布局，2022年大中轻型客车销量分别为12761/6697/26714辆，据公司年报客车销量总体市占率超过10%，呈现向上趋势。疫情后受益于客车需求回暖，公司先于行业复苏，客车销量增长领先行业，2022年收入实现182.4亿元，同比+18.30%，利润端亏损明显收窄。2023年Q1业绩持续复苏，实现归母净利润0.11亿元，环比扭亏为盈，有望通过三龙进一步整合协同盈利能力持续上移。

■ **经销模式海外市场迅速铺开，“技术输出”打开出口空间。**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。公司主要通过经销模式迅速打开海外市场，通过与各地区经销商紧密合作屡获出口大单，该模式具备成长性与可复制性。创新出口模式，“技术输出”资产更轻、成本可控，公司在此路径上深耕多年，在亚非地区布局多个KD工厂掌握先发优势，子公司厦门金旅2022年KD出口销量2700辆，同比+180%，占金旅总出口超过一半，技术出口成为公司成长新动能。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023~2025年营业收入为196/218/254亿元，同比+7%/+11%/+17%，归母净利润为0.32/2.42/5.22亿元，2024~2025年同比+645%/+116%，2023~2025年对应EPS为0.05/0.34/0.73元，PE为140/19/9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)	6.21
一年最低/最高价	4.80/9.39
市净率(倍)	1.45
流通A股市值(百万元)	4,452.86
总市值(百万元)	4,452.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.29
资产负债率(%，LF)	83.98
总股本(百万股)	717.05
流通A股(百万股)	717.05

相关研究

内容目录

1. 大中客车行业：大周期的起点！	6
1.1. 景气度：上行周期刚开始	6
1.1.1. 座位客车：高铁动车+疫情双重影响	7
1.1.2. 公交客车：消化新能源公交的透支需求	8
1.1.3. 出口市场：疫情加速了大中客出海	11
1.1.4. 客车预测：2023-2025 年迎来新一轮成长	13
1.2. 格局：头部企业优势增强	14
1.2.1. 大中客行业总体格局：1 超 2 强持续巩固	14
1.2.2. 座位大中客：1 超（宇通）1 强（金龙）双寡头	15
1.2.3. 公交大中客：地方保护较强，格局分散	17
1.2.4. 出口市场：宇通+金龙核心受益	19
1.3. 盈利/估值：拐点正在出现	19
1.3.1. 客车行业盈利：2022 年仍在磨底过程	19
1.3.2. 盈利展望：未来 3 年有望持续改善	21
1.3.3. 估值复盘：PB 处在历史低位，有望修复	22
2. 金龙汽车——三龙齐驱的客车龙头	22
2.1. 公司复盘：事件+业绩是关键因素	22
2.2. 攘外先安内，内部整合进入尾声	23
2.2.1. 阶段一：2002-2005 年，解决对上市公司、大金龙和苏州金龙的控制问题	23
2.2.2. 阶段二：2013-2015 年，实控人变更为福建国资委直属企业，股权进一步集中	25
2.2.3. 阶段三：2015-2018 年，对三条龙的控制权进一步提升	26
2.3. 整装待发，积极求变先于行业复苏	26
2.3.1. 丢下历史包袱，三龙整装待发	26
2.3.2. 产业合作+技术突破+海外出口+自动驾驶作为抓手，下行周期积极求变	27
2.3.3. 疫情后复苏领先行业	30
3. 出口复苏拐点已现，三龙整合腾飞可期	33
3.1. 出口复苏已现，多重优势叠加公司率先受益	33
3.2. 三龙齐整，行业上行周期协同效果将显	35
3.2.1. 三龙整合协同效应远未完全体现	35
3.2.2. 行业迈入新阶段，三龙整合效果有望兑现	37
3.3. 产品矩阵丰富，积极应对行业需求变化	38
3.3.1. 趋势一：客车小型化或为远期趋势，具备先发优势	38
3.3.2. 趋势二：专用车需求多点开花，提前布局	39
3.3.3. 趋势三：拥抱未来，燃料电池领域深度布局	39
4. 盈利预测与投资评级	40
5. 风险提示	41

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)	6
图 2:	2022 年各类大中型客车结构 (交强险口径, 单位: 辆)	6
图 3:	2009-2022 年客车行业销量的变化趋势 (单位: 辆)	6
图 4:	大中客以 2016 年为分界点销量和份额变化 (单位: 辆)	7
图 5:	客车出口销量走势 (单位: 辆)	7
图 6:	公交车客车销量趋势 (单位: 辆)	7
图 7:	2014 年以来公路-铁路客运量走势	8
图 8:	2014 年以来公路/铁路旅客周转量趋势	8
图 9:	座位客车持续消化高铁动车带来的影响 (单位: 辆)	8
图 10:	2017 年以来公交车保有量增速放缓	9
图 11:	2017 年以来城市每万人拥有公交车辆持续下行	9
图 12:	2017 年以来公交车销量逐步下降至报废量水平	9
图 13:	华北地区财政自给率 (%)	10
图 14:	华东地区财政自给率 (%)	10
图 15:	华中+华南地区财政自给率 (%)	10
图 16:	东北地区财政自给率 (%)	10
图 17:	西南地区财政自给率 (%)	10
图 18:	西北地区财政自给率 (%)	10
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)	11
图 20:	海外主要区域的客车需求变化 (单位: 万辆)	11
图 21:	中国每年大中客出口数量变化 (单位: 万辆)	11
图 22:	客车出口销量 (辆) 及相关公司出口大事件	12
图 23:	一带一路贸易指数	12
图 24:	我国一带一路区域客车出口数量及占比	12
图 25:	欧洲火车线路图及巴黎公交线路图	13
图 26:	欧盟碳排放政策	13
图 27:	ZeEUS 预测的欧洲公交车保有量结构	13
图 28:	大中客行业前三客车公司的份额变化	15
图 29:	客车分省份市场格局 (大中客口径, 单位: 辆)	15
图 30:	座位大中客行业前五客车公司的份额变化	16
图 31:	客车分省份市场格局 (大中座位客车口径, 单位: 辆)	16
图 32:	公交大中客行业前六客车公司的份额变化	17
图 33:	客车公司和地方政府关系梳理	18
图 34:	客车分省份市场格局 (公交车口径, 单位: 辆)	18
图 35:	客车三大核心企业历史出口销量 (单位: 辆)	19
图 36:	三大核心企业大中客车出口市占率	19
图 37:	申万客车行业的盈利历史复盘	19
图 38:	宇通客车的盈利核心指标复盘	20
图 39:	金龙汽车的盈利核心指标复盘	20
图 40:	碳酸锂价格 (万元/吨)	21
图 41:	纯电客车电池价格测算 (万元)	21
图 42:	SW 客车/宇通/金龙营业收入的复盘与展望 (亿元)	21

图 43:	SW 客车/宇通/金龙归母净利润的复盘与展望 (亿元)	21
图 44:	SW 客车行业 PE(TTM)/PB(LF)三者变化	22
图 45:	SW 客车行业 ROE 三者变化	22
图 46:	公司股价 (左轴, 元) 及 PB(LF) (右轴, 倍) 复盘	23
图 47:	2005 年前公司股权结构	24
图 48:	2005 年后公司股权结构	24
图 49:	2005 年前大金龙股权结构	24
图 50:	2005 年后大金龙股权结构	24
图 51:	苏州金龙股权结构变化	25
图 52:	公司实控人变化	26
图 53:	公司对子公司持股比例变化	26
图 54:	公司股权结构及子公司 (截至 2023 年 4 月)	27
图 55:	和公司达成合作的企业 (部分)	28
图 56:	公司获得的出口订单 (部分)	29
图 57:	全新一代金龙阿波龙	29
图 58:	公司销量增速与中大客车行业销量增速对比	30
图 59:	公司营业收入 (亿元)	31
图 60:	公司归母净利润 (亿元)	31
图 61:	公司期间费用率	31
图 62:	公司毛利率及净利率	31
图 63:	公司客车销量 (分车型长度, 辆)	32
图 64:	2022 年客车市占率 (分车型长度)	32
图 65:	公司客车销量 (分燃料种类, 辆)	32
图 66:	公司新能源车销量结构 (按用途划分, 辆)	32
图 67:	公司新能源车收入 (亿元)	33
图 68:	公司新能源车单车收入 (万元)	33
图 69:	公司客车销量 (分销售地区, 辆)	33
图 70:	公司分地区收入 (亿元)	33
图 71:	公司海外收入情况 (亿元)	34
图 72:	公司出口销量结构 (分车型长度)	34
图 73:	公司通过 KD 组装模式出海	35
图 74:	公司出口销量占总销量比例 (分车型长度)	35
图 75:	公司期间费用率	36
图 76:	公司核心零部件前五名供应商的采购额占总采购额比例	36
图 77:	公司与宇通客车成本拆分	37
图 78:	公司与宇通客车核心零部件前五名供应商的采购额占总采购额比例	37
图 79:	2018 年公交车分地区竞争格局	37
图 80:	202 年座位客车分地区竞争格局	38
图 81:	轻客市场竞争格局 (除轻型专用车)	39
图 82:	公司专用车销量 (辆)	39
图 83:	公司新能源专用车收入 (亿元)	39
图 84:	公司在浙江配套的加氢站	40
图 85:	公司交付的氢燃料公交车	40

表 1: 客车行业核心数据的预测 (单位: 万辆)	14
表 2: 公司相关技术储备.....	28
表 3: 直销模式和经销模式的对比.....	34
表 4: 金龙汽车核心指标预测.....	41
表 5: 可比公司估值 (截至 2023 年 5 月 4 日)	41

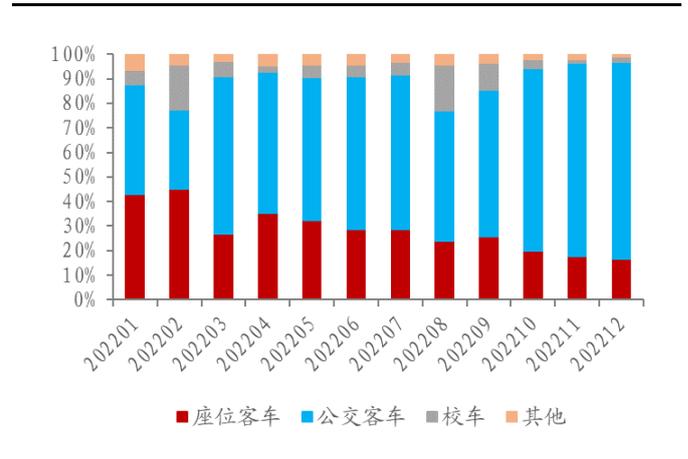
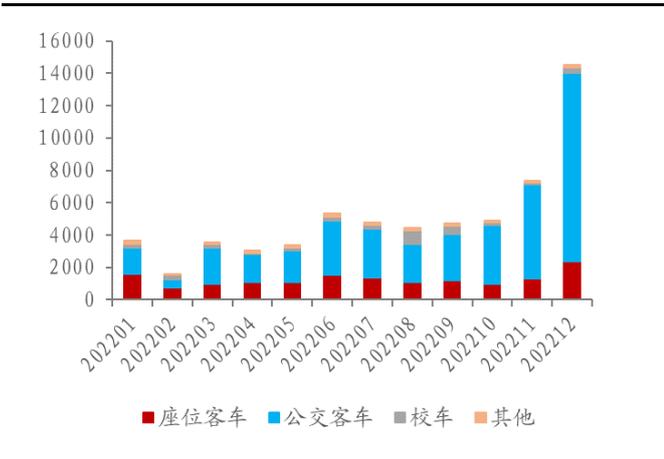
1. 大中客车行业：大周期的起点！

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：核心满足中小学生学习需求，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）

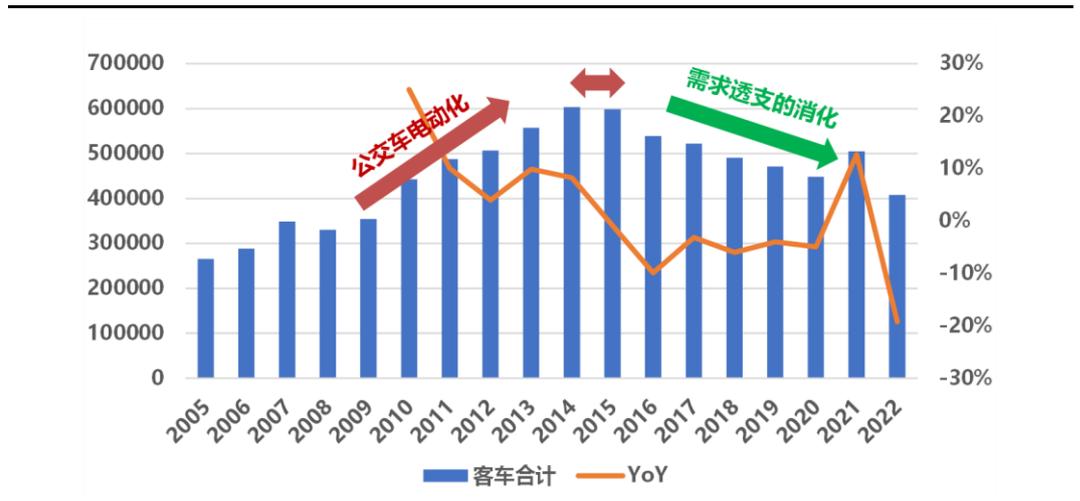


数据来源：交强险，东吴证券研究所

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）

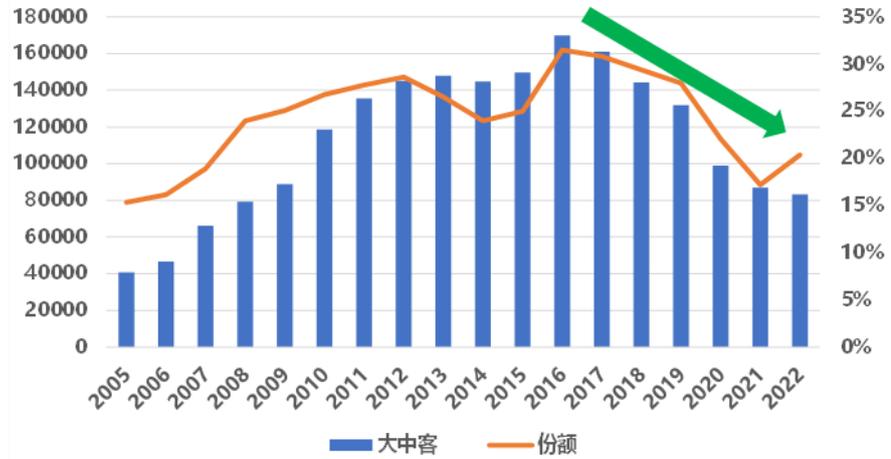


数据来源：中汽协，东吴证券研究所

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）

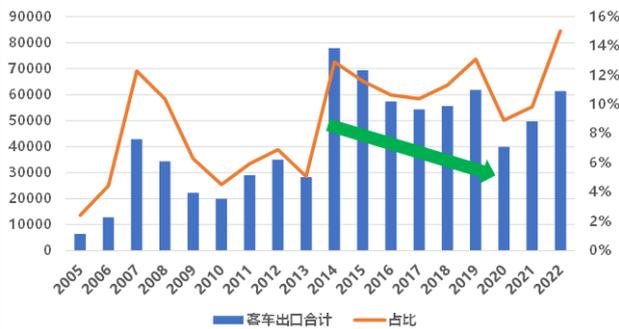


数据来源：中汽协，中客网，东吴证券研究所

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）

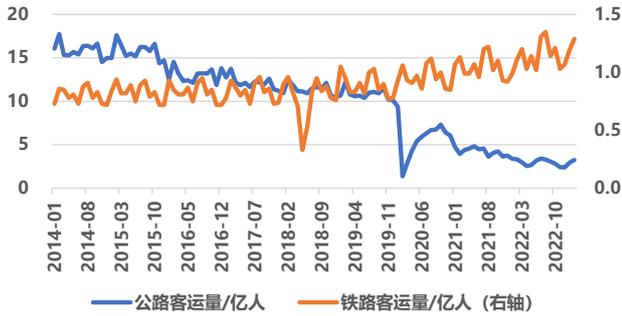


数据来源：中汽协，中客网，东吴证券研究所

1.1.1. 座位客车：高铁动车+疫情双重影响

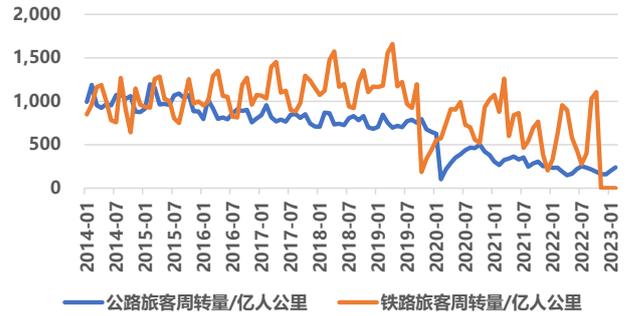
座位客车核心与公路客运量/周转量相关。通过比较公路/铁路客运量，公路/铁路旅客周转量的长周期数据可知：1) 动车&高铁普及对座位客车（团体/旅游等）造成了实质性的影响且非常充分。2) 3 年疫情对客车/铁路均产生实质性的影响，旅客周转量均创历史新低。

图7：2014年以来公路-铁路客运量走势



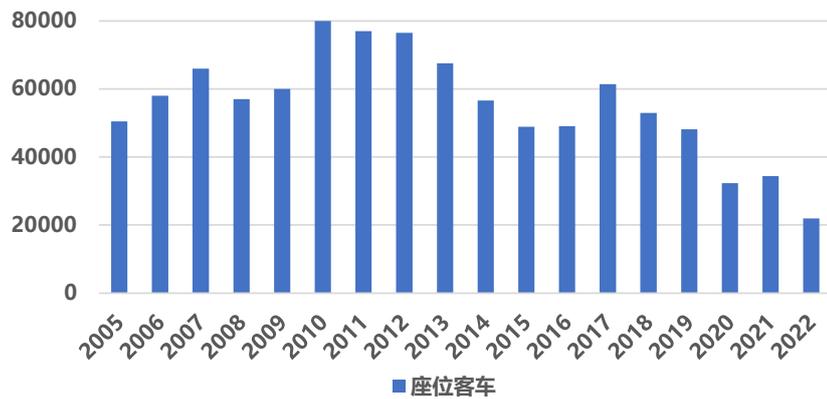
数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

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）



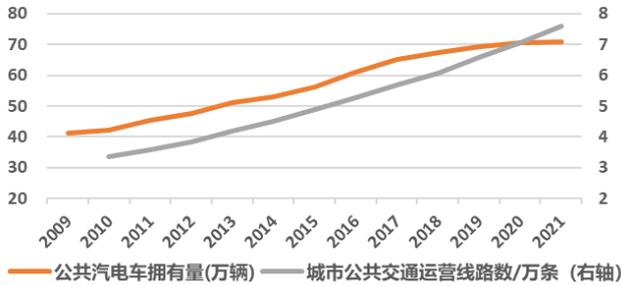
数据来源：中客网，东吴证券研究所

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

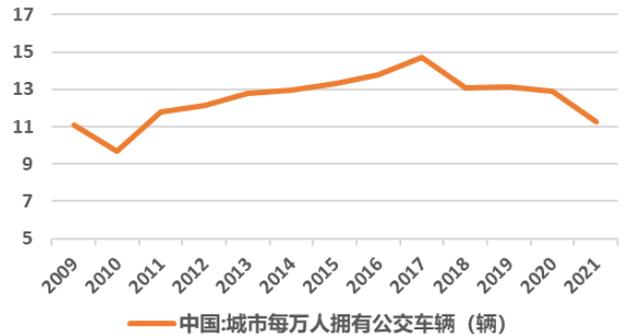
公交客车：2017 年持续下行周期。特征：全国公交车保有量放缓但路线持续增加；全国公交车新车销量回落至~报废量；城市每万人拥有公交车数量逐年回落。

图10: 2017年以来公交车保有量增速放缓



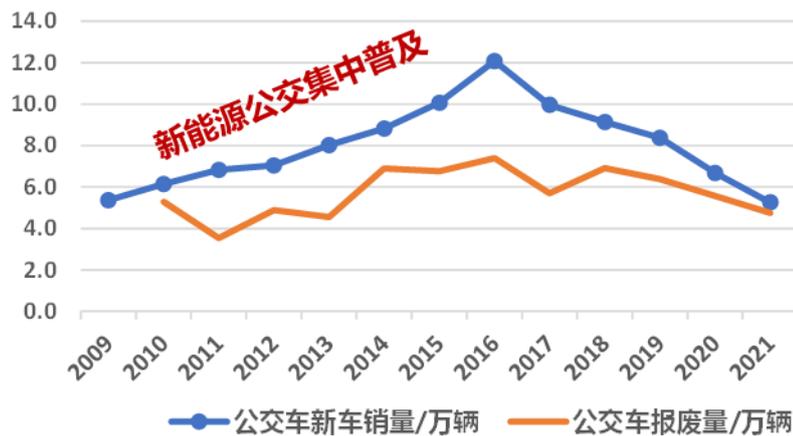
数据来源: 交通部, 国家统计局, 东吴证券研究所

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

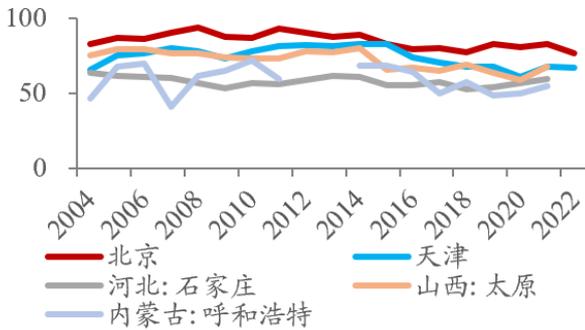


数据来源: 交通部, 国家统计局, 东吴证券研究所

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。

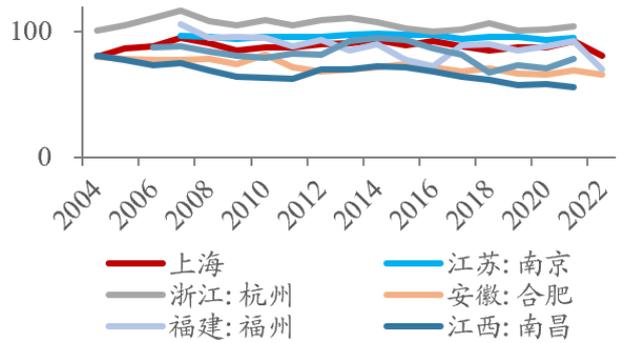
从财政自给率维度判断地方财政与公交销量的关系: 华北/华东/华中/华南/东北/西南/西北地区大众公交车 2017-2022 年销量退坡情况为-59.9%/-48.9%/-62.2%/-86.7%/-73.1%/-0.8%/-66.4%。从财政自给率维度判断地方财政与公交销量的关系: 1) 华北、华东、西南地区销量退坡相对较小, 对应这些地区财政自给率较为稳定且维持相对高位(除西南特殊省份); 2) 华南、东北地区销量退坡相对较高, 对应华南的广西/广东及东北的黑龙江/吉林地区财政自给率波动较大且有下降趋势。

图13: 华北地区财政自给率 (%)



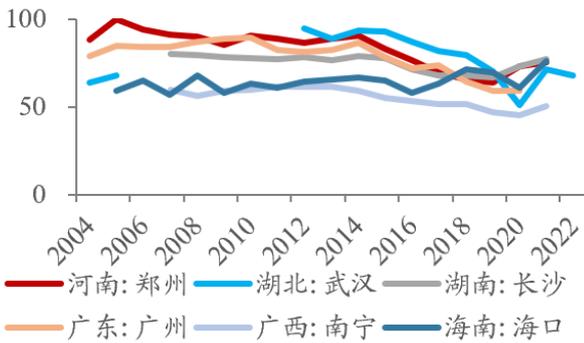
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图14: 华东地区财政自给率 (%)



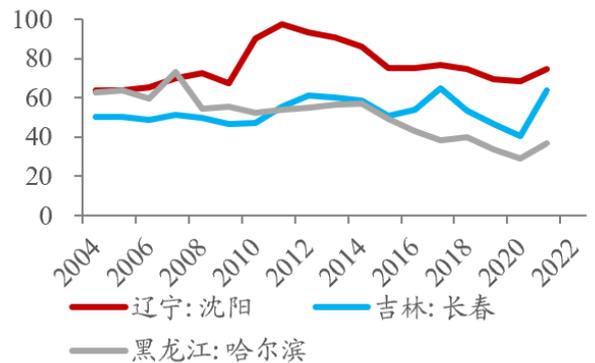
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图15: 华中+华南地区财政自给率 (%)



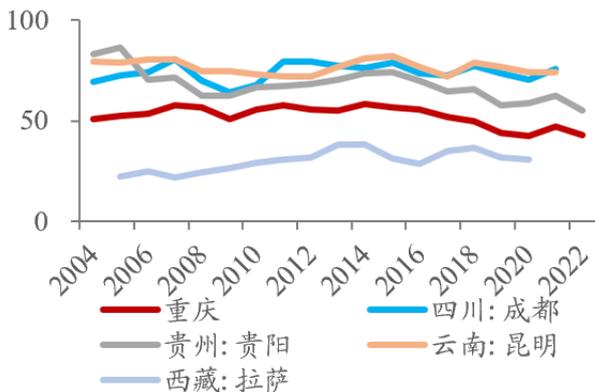
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图16: 东北地区财政自给率 (%)



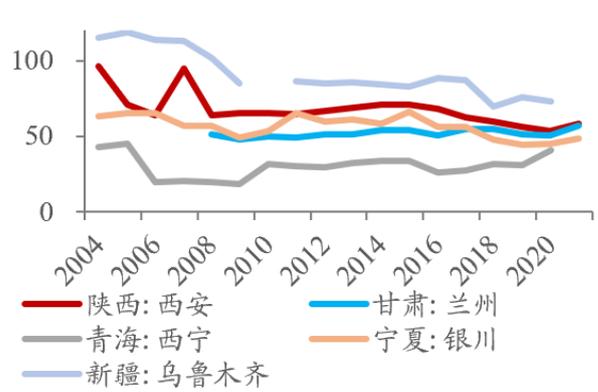
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图17: 西南地区财政自给率 (%)



请务必阅读正文之后的免责声明部分

图18: 西北地区财政自给率 (%)



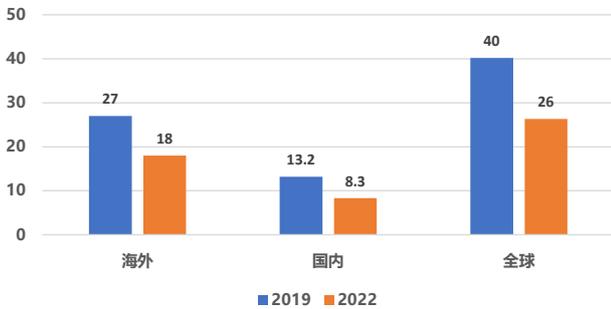
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

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

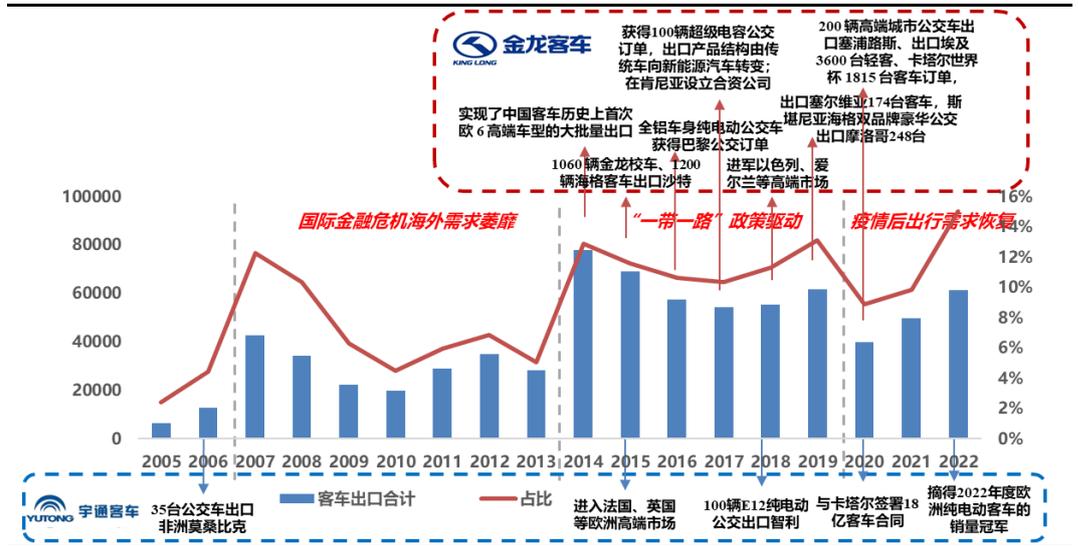
2010年后国内客车龙头企业均开始布局 and 沉淀海外市场的核心优势:

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

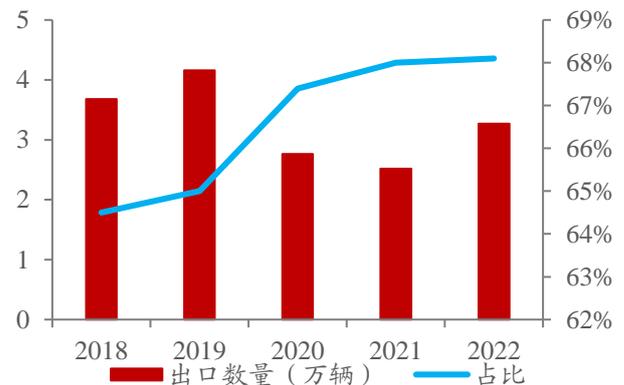
一带一路沿线及非洲国家是客车出口的基本盘。1) 政策支持：《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)的生效，对于客车出口亚太地区部分国家享有一定的关税优惠政策；“一带一路”沿线国家带来较多项目机会。2) 经济需求：亚非拉国家当地基础建设欠缺，客运需求较高，经济增长态势更强。

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。

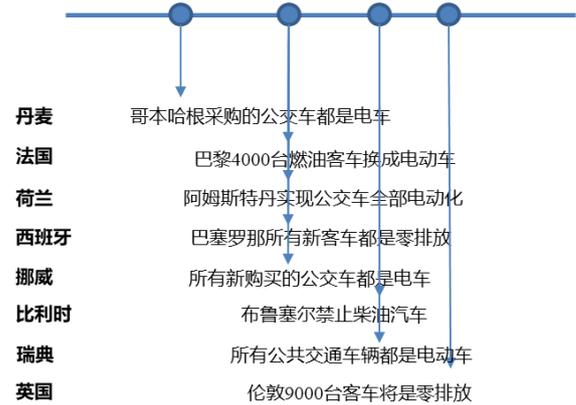
2) 政策驱动客车切换：欧盟碳排放政策趋严，欧盟于 2017 年发起“欧洲清洁客车发展计划”，目标是 2025 年欧洲新能源公交车渗透率达到 30%，多个欧盟国家也制定了相应的新能源客车切换规划，政策驱动下客车向新能源切换的需求将是欧洲客车的主要增量。

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

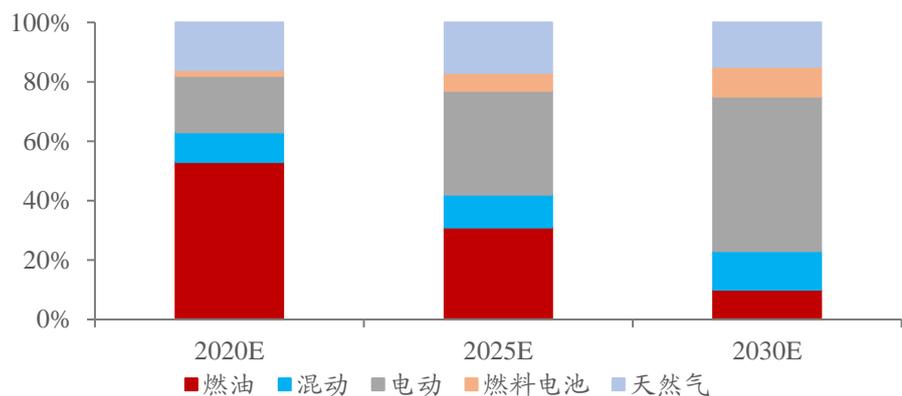
图26：欧盟碳排放政策



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

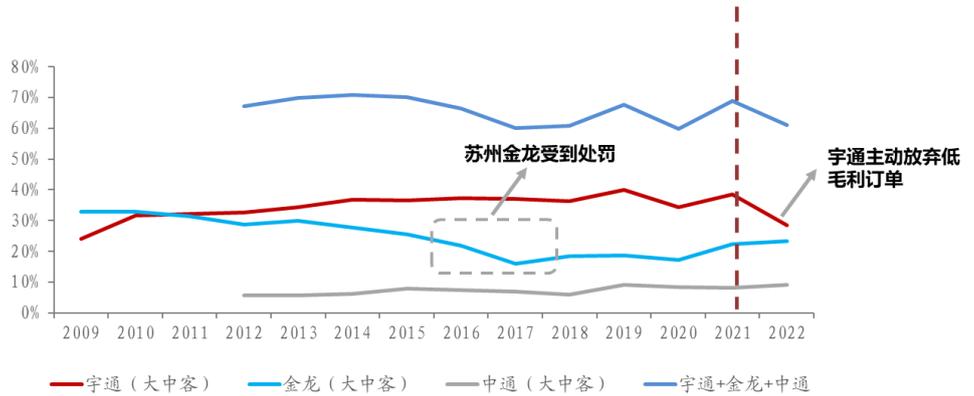
1.2. 格局: 头部企业优势增强

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, 近年来市占率中枢在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, 近年来市占率中枢为10%。

图28: 大中客行业前三客车公司的份额变化

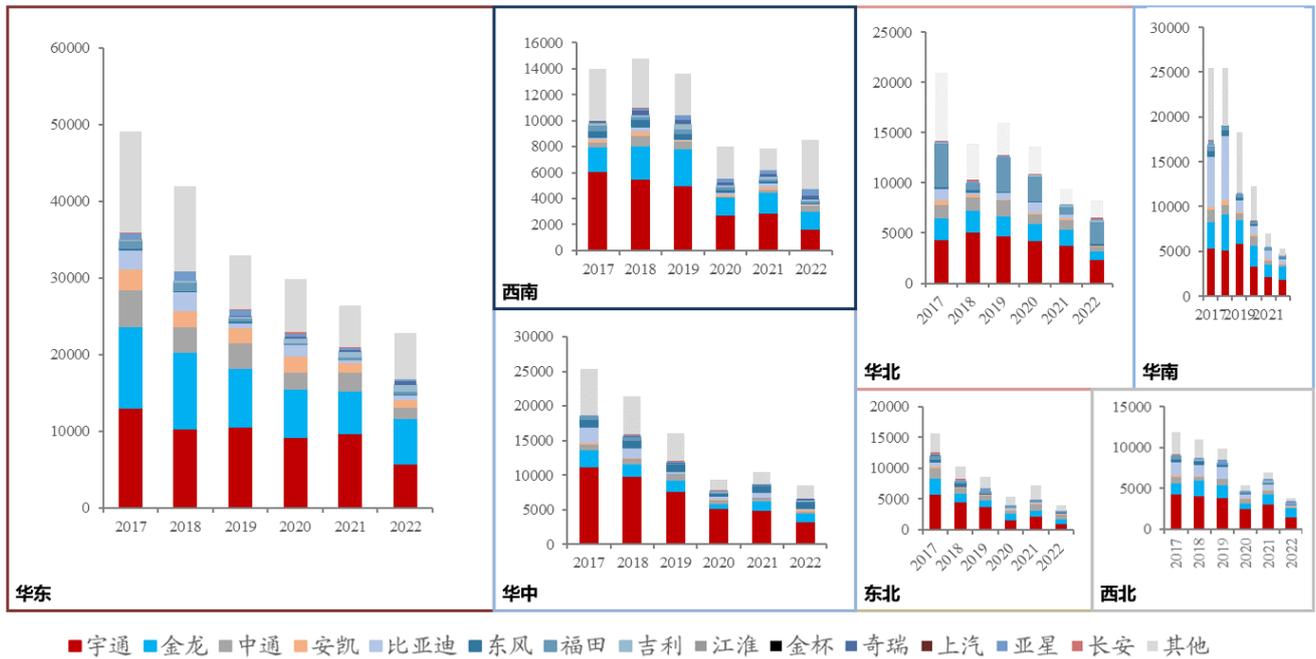


数据来源: 中客网, 东吴证券研究所

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)

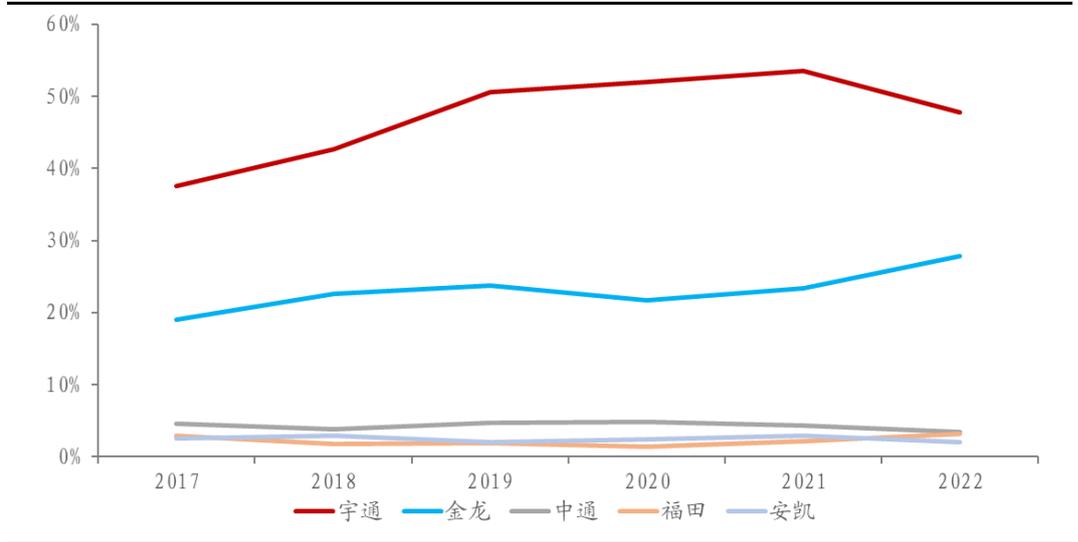


数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

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，近年来二者占据约 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。

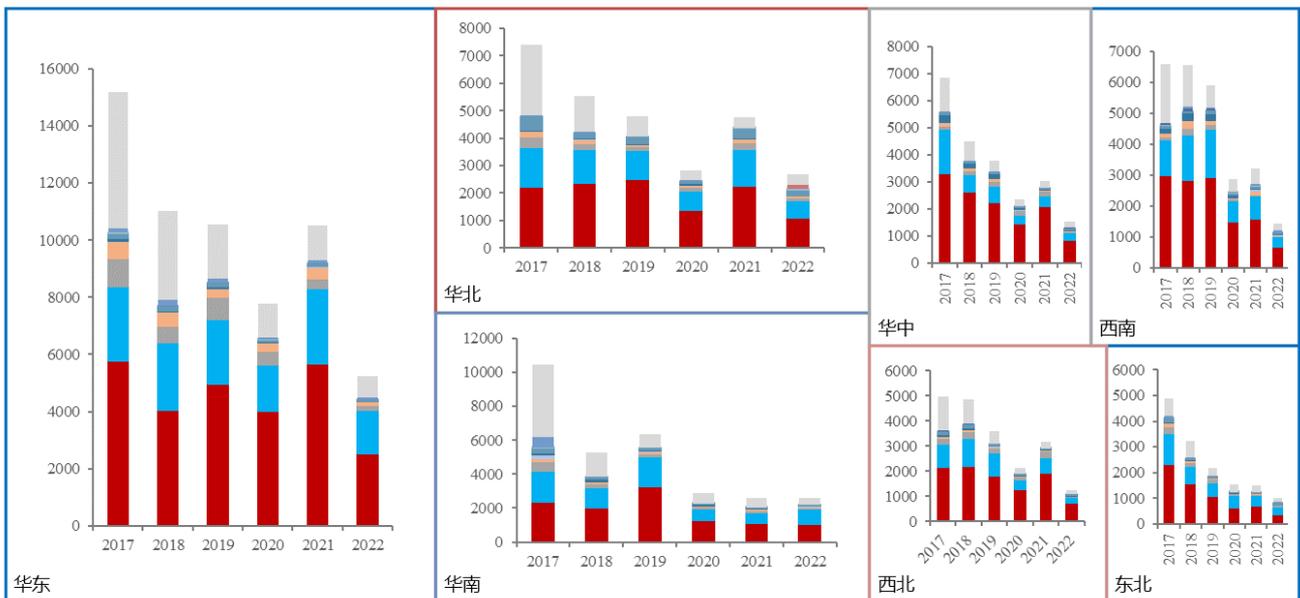
图30：座位大中客行业前五客车公司的份额变化



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）



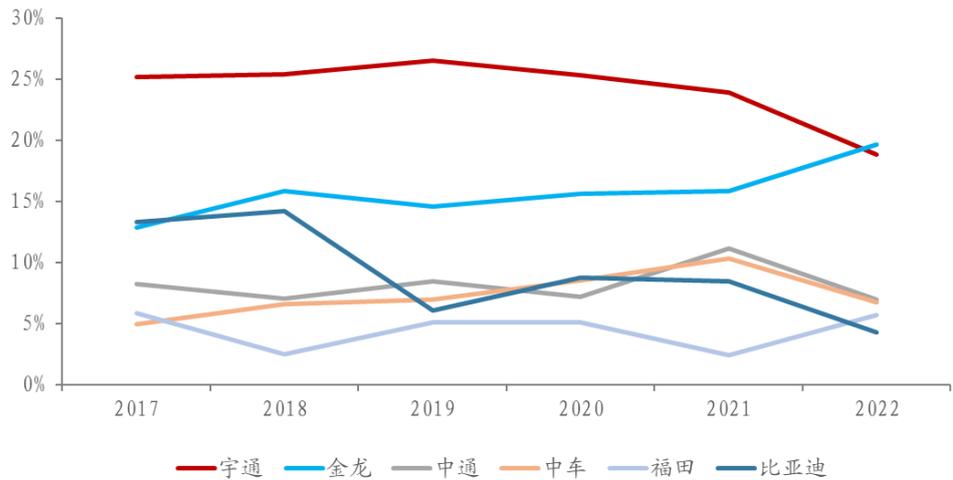
■ 宇通 ■ 金龙 ■ 中通 ■ 安凯 ■ 比亚迪 ■ 东风 ■ 福田 ■ 吉利 ■ 江淮 ■ 金杯 ■ 奇瑞 ■ 上汽 ■ 亚星 ■ 长安 ■ 其他

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) 近年来宇通、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。

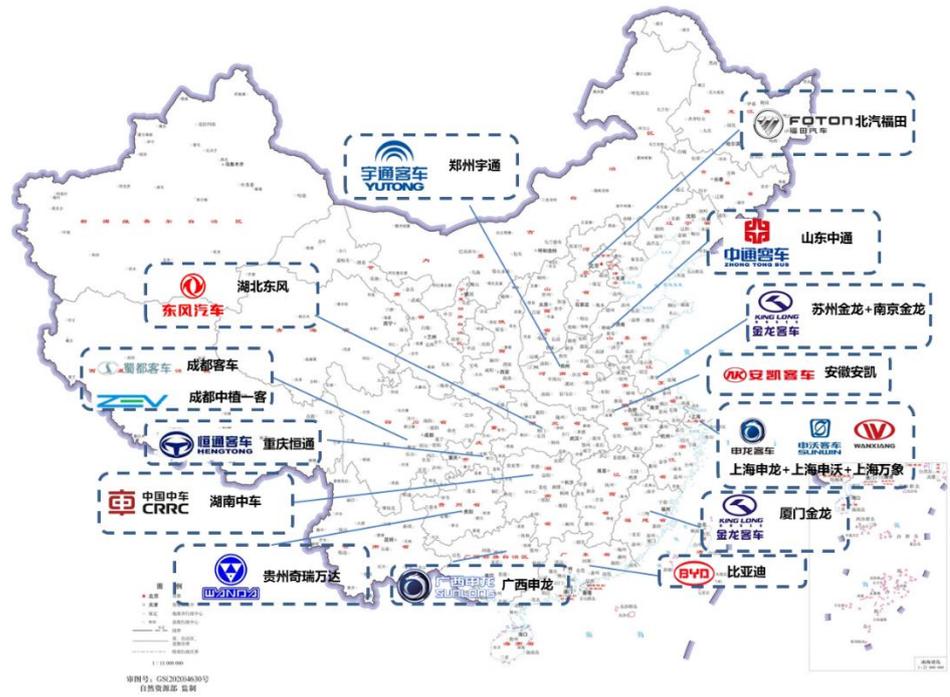
图32：公交大中客行业前六客车公司的份额变化



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。

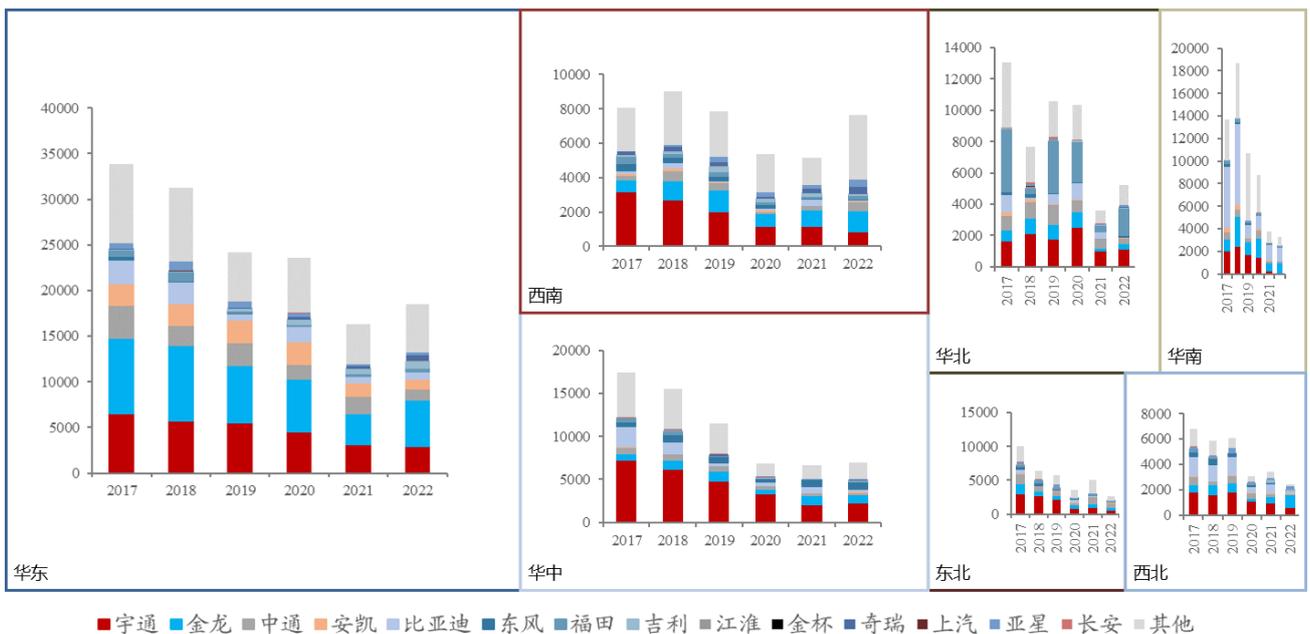
图33: 客车公司和地方政府关系梳理



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，近年来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）

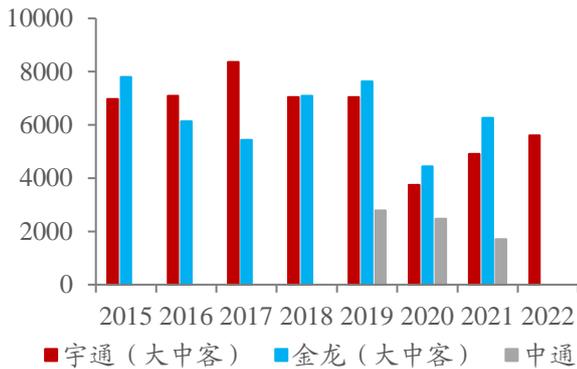
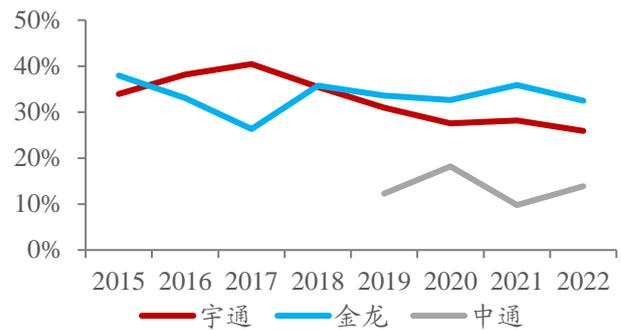


图36：三大核心企业大中客车出口市占率



数据来源：中客网，东吴证券研究所

数据来源：中客网，东吴证券研究所

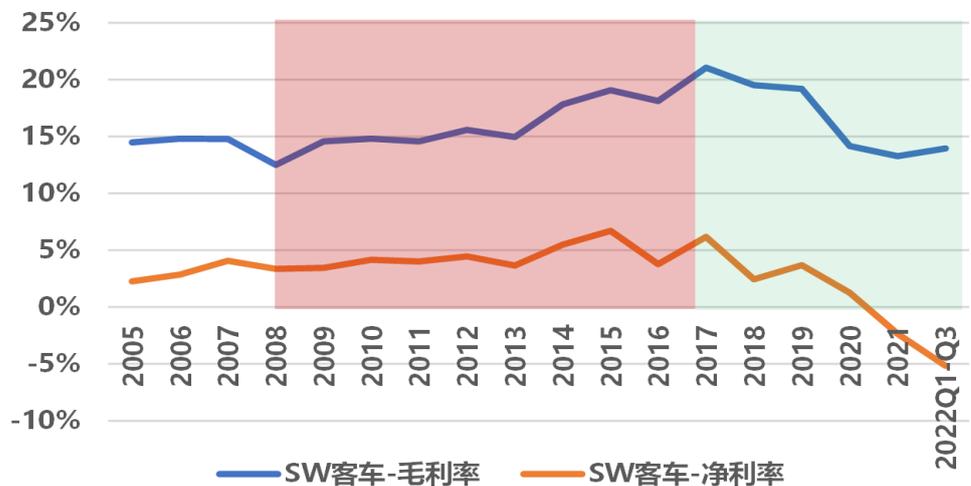
注：假设中通出口客车全为大中客车

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。

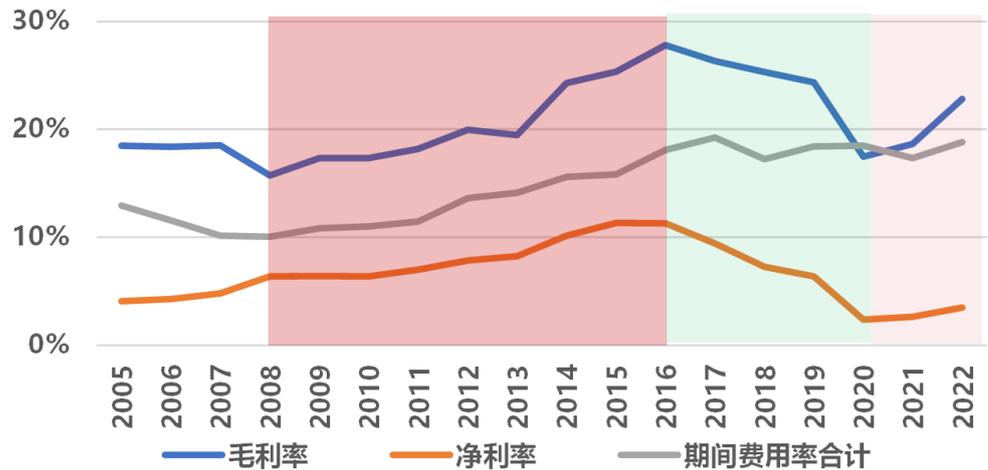
图37：申万客车行业的盈利历史复盘



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。

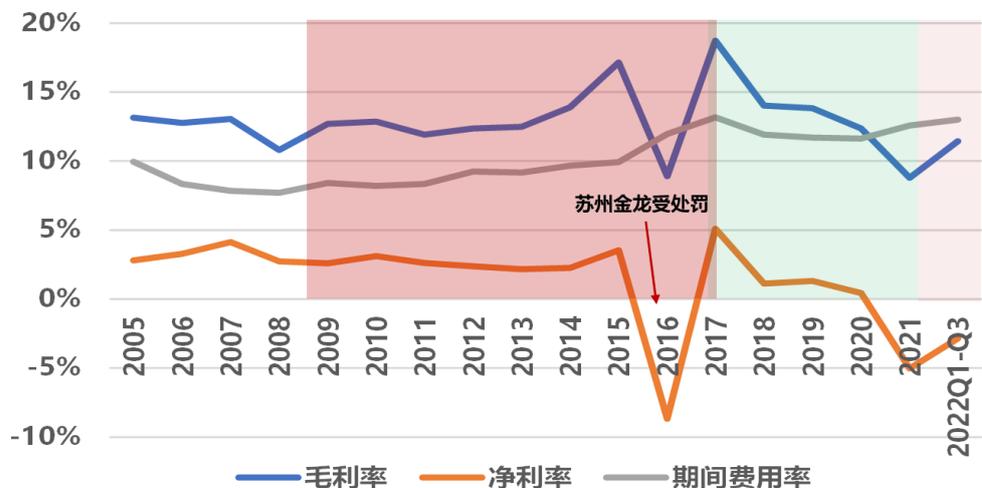
图38：宇通客车的盈利核心指标复盘



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

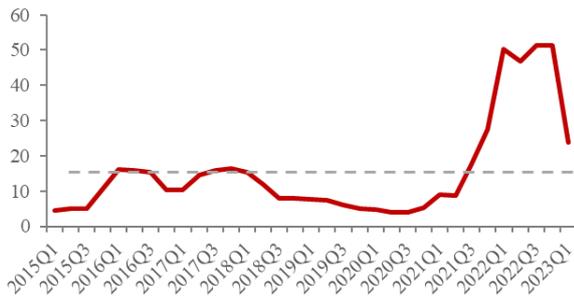


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3.2. 盈利展望：未来3年有望持续改善

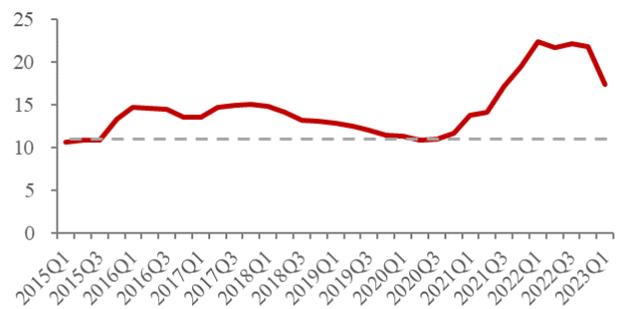
碳酸锂价格下降是纯电客车成本下探的主要原因。1) 碳酸锂价格迎来历史级别回调，碳酸锂价格从2022年末最高点至今下跌幅度达65%。2) 电池价格有望回调至历史中枢15万元左右。据我们测算，纯电客车电池价格约为10-20万元，占纯电客车售价的25%左右，碳酸锂价格下降将直接导致纯电客车电池价格从20万元下探至15万元左右，有效改善纯电客车单车盈利能力。

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)

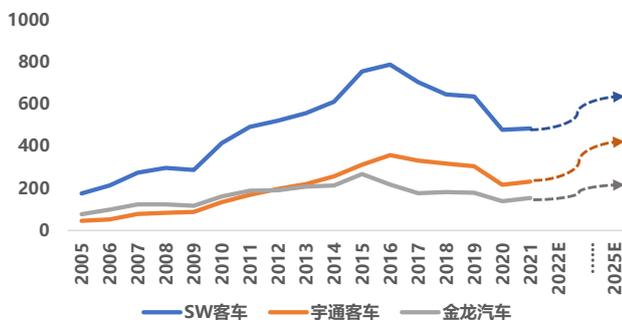


数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 假设纯电客车单车带电量200kwh, 续航里程430km

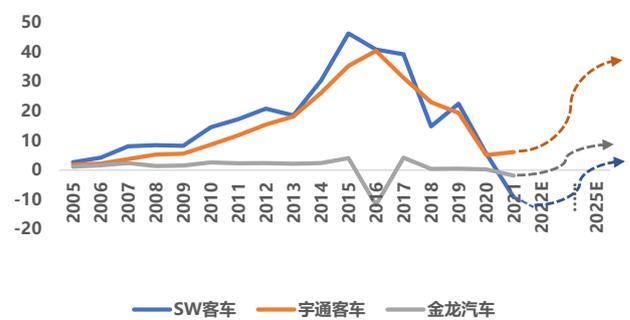
盈利持续改善的可能原因: 第一点: 短期以“宇通”为代表, 主动放弃低质量订单, 注重盈利指标。其他主流客车或跟进。第二点: 国内大中客(座位客车+公交客车)销量有望回升至疫情前2019年及以上水平, 规模效应提升带动盈利恢复。第三点: 出口市场需求高增长且中国客车公司具备核心竞争优势, 单车盈利预计较为可观。

图42: SW 客车/宇通/金龙营业收入的复盘与展望(亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图43: SW 客车/宇通/金龙归母净利润的复盘与展望(亿元)



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(TTM)/PB(LF)三者变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

图45：SW 客车行业 ROE 三者变化



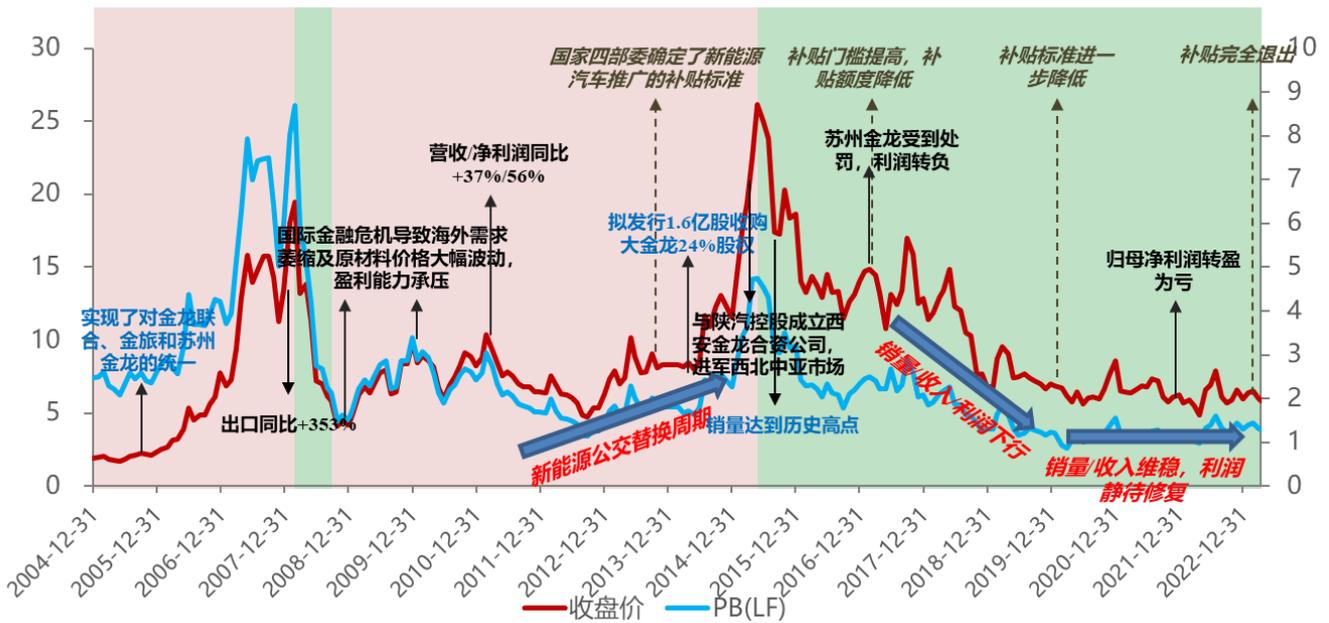
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 金龙汽车——三龙齐驱的客车龙头

2.1. 公司复盘：事件+业绩是关键因素

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，此后销量/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. 攘外先安内, 内部整合进入尾声

“攘外必先安内”，公司通过三次重大组织结构变革解决了实控人问题和对三条龙的控制问题。

阶段一：2002-2005 年，解决实控人问题以及对三条龙的控制权问题

阶段二：2013-2015 年，解决实控人持股比例不够集中的问题；

阶段三：2015-2019 年，解决对大金龙及苏州金龙持股比例不高的问题。

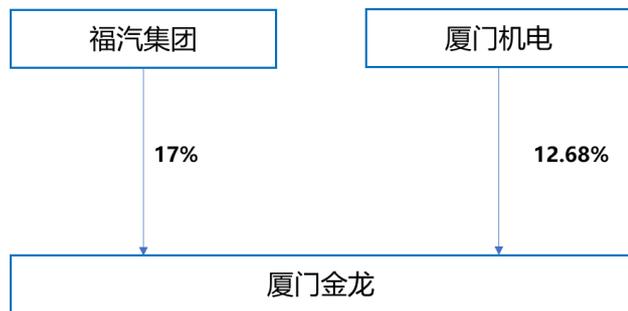
2.2.1. 阶段一：2002-2005 年，解决对上市公司、大金龙和苏州金龙的控制问题

解决对上市公司的控制权问题：2005 年，厦门机电（原厦门国投，2010 年更名为厦门海翼）和福汽集团对公司控制权问题得以解决，厦门机电成为真正的实控人

发生背景：公司当时前两大股东厦门机电（隶属厦门市人民政府）和福汽集团（隶属福建省国资委直属企业）由于发展思路不一致导致对上市公司控股权的纠纷。

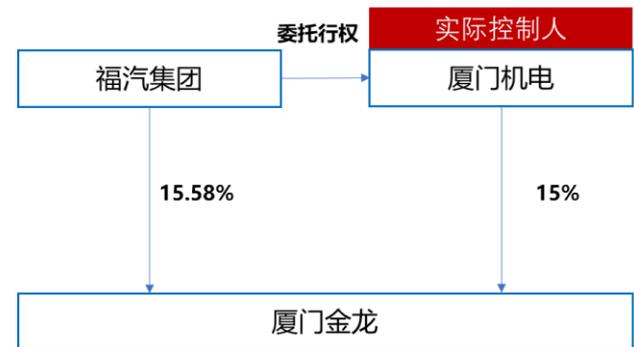
解决方案：经福建省国资委和经贸委协调，2004 年 11 月，福汽集团将持有公司全部股份所享有股东权益授权给厦门机电行使，2004 年-2005 年福汽集团 3 名董事和推荐的独立董事相继离职，厦门机电真正成为公司的实际控制人。

图47: 2005年前公司股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图48: 2005年后公司股权结构



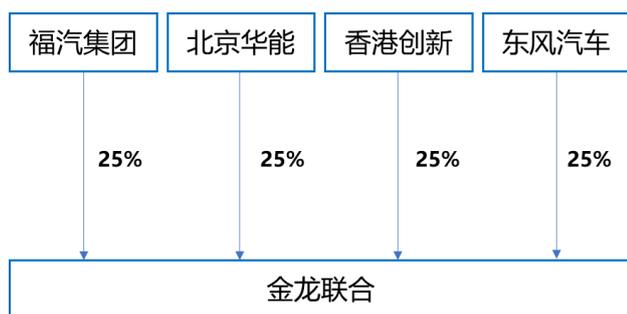
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

解决对大金龙的控制权问题: 2004年下半年, 厦门机电主导金龙联合(也称大金龙)股权重组, 上市公司对大金龙股权由25%提升至51%。

发生背景: 受限于初始阶段的资金和技术, 大金龙成立初期由四方共同出资建成, 故2004年6月之前, 大金龙股权份额由上市公司厦门金龙/北京华能综合/香港创新国际/东风汽车四家平分, 股权过于分散导致公司缺乏长远战略规划, 盈利能力一直偏低。

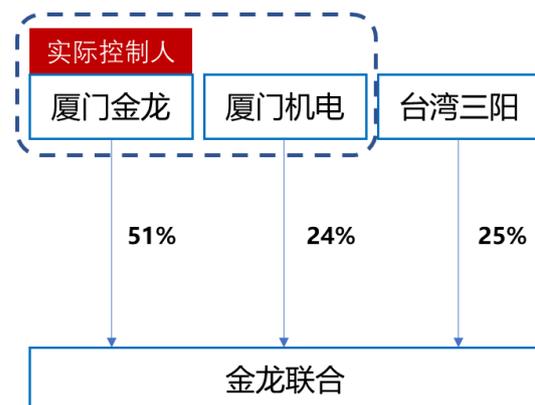
解决方案: 厦门机电逐渐掌握上市公司实际控制权后, 1) 2004年8月, 上市公司以1.1亿元收购华能综合持有的大金龙25%股权, 2) 厦门机电收购大金龙25%股权, 3) 2005年4月, 上市公司以440万元受让厦门机电持有的1%的大金龙股权, 实现绝对控股, 2005年开始合并报表。

图49: 2005年前大金龙股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图50: 2005年后大金龙股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

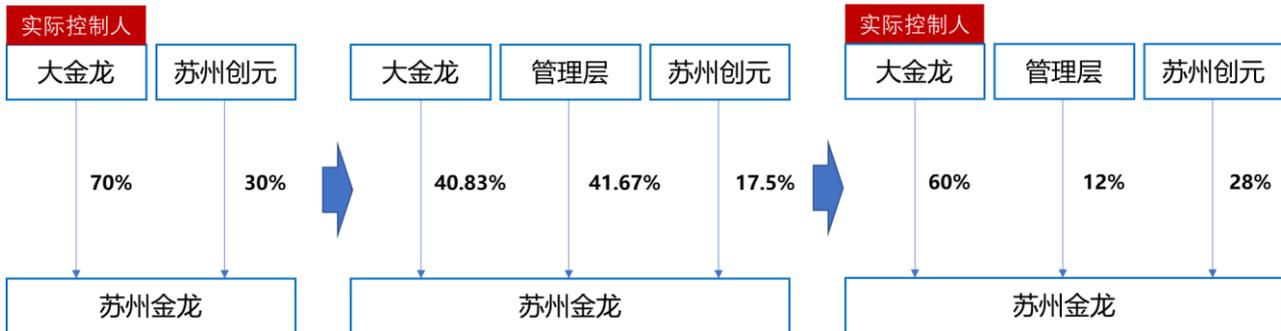
解决对苏州金龙的控制问题: 2002年, 大金龙通过起诉获得苏州金龙29.17%的股权, 持股苏州金龙的股份从40.83%到70%, 2005年大金龙将10%的股份转让给苏州创元集团, 持股比例稳定在60%。

发生背景: 2001年苏州金龙增资扩资, 苏州金龙公司管理层及8名大金龙员工持有

41.67%的股权（大金龙员工持股 29.67%，苏州金龙员工持股 12%），大金龙持股比例从 70%下降至 40.83%，丧失对苏州金龙的控制权。

解决方案：2002 年，大金龙通过法院起诉的方式，受让大金龙员工持有的 29.17% 的股份。2005 年，大金龙以 2108 万元向苏州金龙股东苏州创元转让苏州金龙 10% 的股份，大金龙持股比例降至 60%。

图51：苏州金龙股权结构变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2. 阶段二：2013-2015 年，实控人变更为福建国资委直属企业，股权进一步集中

背景：公司实控人厦门海翼虽然代管福汽集团的股份，但实际持股比例仅为 13.02%，对公司实际控制能力依旧不足。

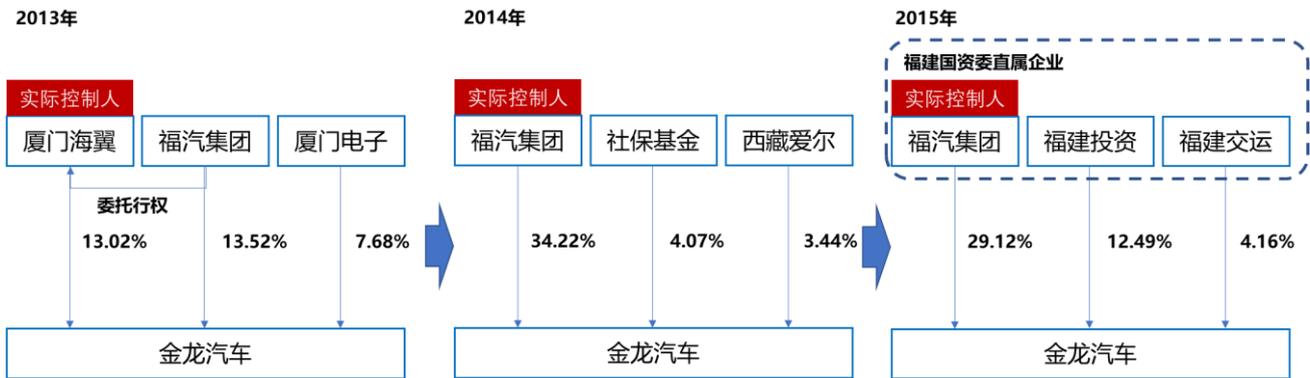
实控人变更路径：

1) 2013 年公司实控人厦门海翼无偿划转厦门电子器材公司持有上市公司的 7.68% 股份，持股比例从 13.02%提升到 20.70%。

2) 2014 年福汽集团收回委托海翼集团代管的股份，并无偿划转厦门海翼的股份成为控股股东，持股比例为 34.22%。

3) 2015 年公司非公开发行股票，发行对象为福汽集团、福建投资集团、福建交通运输集团、平安资管、福能集团，公司前三大股东福汽集团、福建投资集团、福建交通运输集团持股比例变更为 29.12%/12.49%/4.16%，均为福建国资委直属企业。

图52: 公司实控人变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

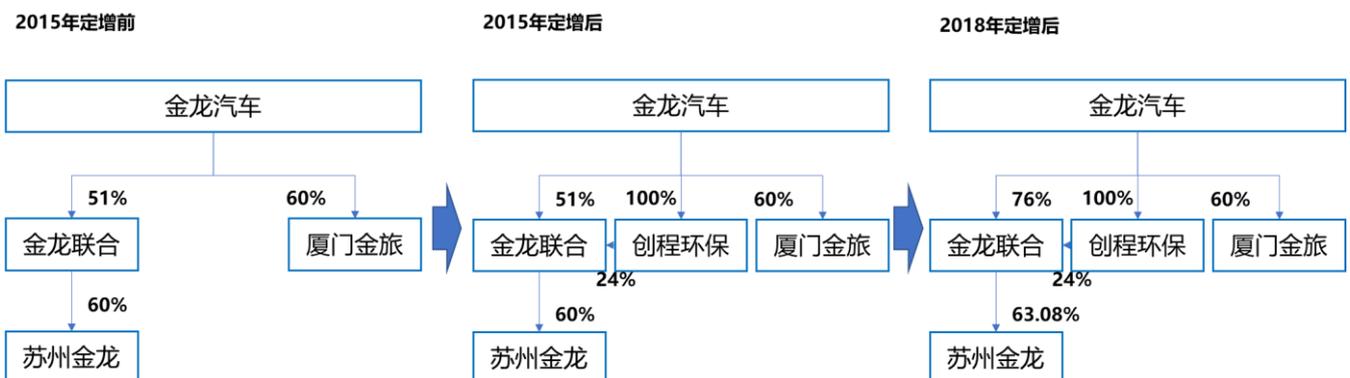
2.2.3. 阶段三：2015-2018年，对三条龙的控制权进一步提升

背景：2015年前，公司对大金龙/苏州金龙/金龙旅行持股比例分别为51%/30.6%（通过大金龙间接持股）/60%。

三龙整合路径：

- 1) 2015年公司通过非公开发行募资收购创程环保100%的股权，创程环保持有大金龙24%的股权，此次收购后公司对大金龙/苏州金龙的持股比例提升至75%/45%。
- 2) 2018年公司通过非公开发行募资收购厦门金龙25%的股权，收购前公司对大金龙/苏州金龙持股比例为75%/47.3%（通过大金龙间接持股），收购后对大金龙/苏州金龙持股比例为100%/63.08%（通过大金龙间接持股）。

图53: 公司对子公司持股比例变化



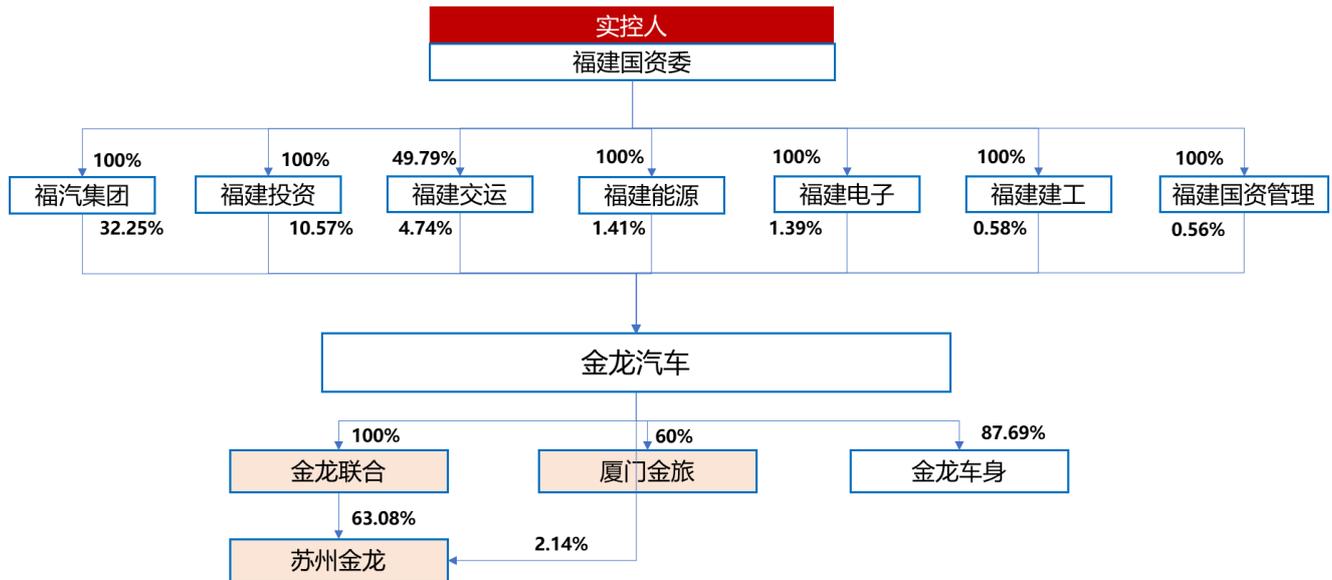
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 整装待发，积极求变先于行业复苏

2.3.1. 丢下历史包袱，三龙整装待发

公司实控人为福建国资委，实现了对三个子公司的控股。公司通过三轮内部结构调整理顺了实控人对上市公司、上市公司对三条龙的控制关系，福建政府成为公司实控人，通过多个子公司对公司持股比例接近 50%，福建客车需求构成公司客车销售的基本盘，2017 年福建省推出“电动福建”战略，公司作为本土企业进一步受益。公司对三个子公司金龙联合/苏州金龙/厦门金旅持股比例为 100%/65.22%/60%，完全控股金龙联合，绝对控股苏州金龙和厦门金旅。公司自上而下达到了历史整合最优的状态。

图54：公司股权结构及子公司（截至 2023 年 4 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.2. 产业合作+技术突破+海外出口+自动驾驶作为抓手，下行周期积极求变

2016 年后，受苏州金龙处罚及客车行业周期下行影响公司总体业绩压力较大，但公司依旧积极求变，在多个维度开拓创新，在产业合作、关键技术突破、海外市场拓展、自动驾驶多个层面实现深厚积累。

1) 产业合作：一方面，公司根据自身及行业需求与领先研发机构及厂商合作，取长补短实现产业技术突破；另一方面，公司外购为主、自制为辅的零部件配套体系决定了公司需要和大量全球优质 tier1 供应商保持良好合作，目前战略伙伴有采埃孚、宝钢股份、宁德时代、玉柴股份等，合作范围涵盖客车产品协同研发及前瞻性技术的联合开发。

图55: 和公司达成合作的企业 (部分)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 技术突破: 公司近年来持续在客车前沿领域投入研发, 在线控底盘、新能源车动力系统、智能网联、自动驾驶的关键领域均实现相应技术突破, 并与清华大学、上海交通大学等国内外知名大学联合研发, 形成有效的协同创新体系。

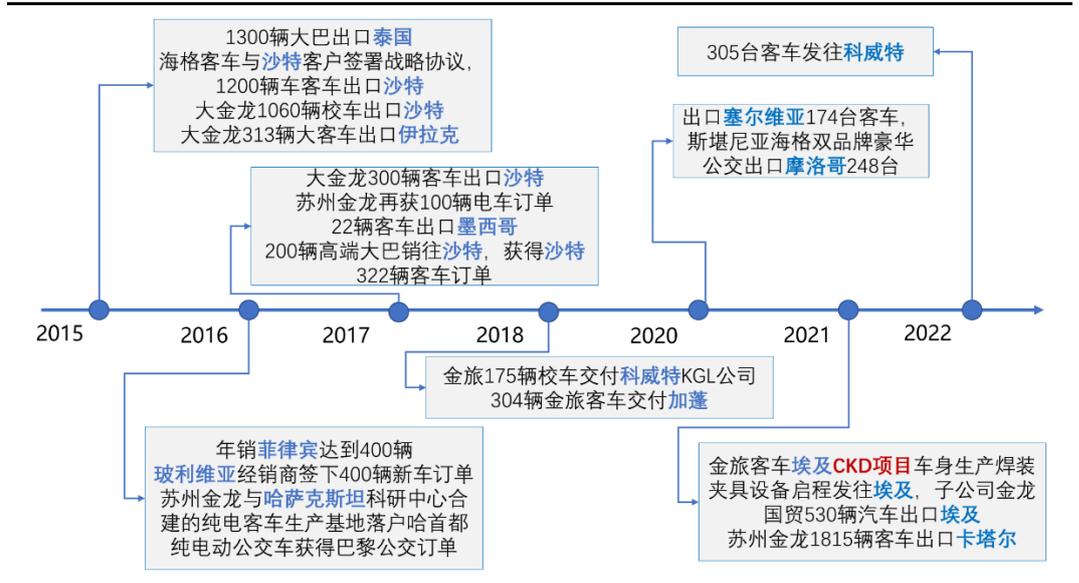
表2: 公司相关技术储备

技术领域	相关技术
线控底盘	自主研发的线控技术 (包含线控制动和转向) 在行业内首次批量应用于 L4 级智能驾驶车辆, 并实现商业化运营
车身控制	完成了 32 位整车控制器的量产, 完成了新一代新能源控制系统“易驱 5.0”的开发与量产
电动车动力系统	将车用 SiC 电机控制器功率密度提升至 22.05kW/L、系统效率大于 85% 的区域超过 89%; 超薄电池标准箱创新研究; 完成了国产 IGBT 晶圆的顺利切换和批量量产
燃料电池车动力系统	自主开发与优化完善燃料电池整车控制策略, 开发燃料电池客车与货车控制架构, 自主开发了燃料电池域控制器
智能网联技术	金龙车联网信息安全 PKI 证书认证体系; OTA 远程升级技术; 中央数据管理系统; 车联网 V2X 网络信任支撑技术; 完成智能网联系统仿真平台搭建
自动驾驶技术	可量产化融合感知技术; 融合定位技术; 车辆智能决策规划技术; 低成本、高精度地图采集技术; 车辆控制技术; 智慧公交系统研究

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3) 海外市场拓展: 第一, 公司采取经销为主的模式开拓海外市场, 资产更轻、铺开速度更快; 第二, 公司深耕一带一路、东南亚及中东客车市场, 尤其在沙特市场具备先发优势, 市占率在中国品牌中排名第一; 第三, 公司尤其重视海外新能源车型的推广, 尤其是欧洲市场尚处于新能源客车导入期, 公司抓住机遇进入欧洲新能源高端市场, 2022 年金龙出口欧洲地区纯电客车上牌量 133 辆, 同比翻倍增长; 第四, 出口模式创新, 公司已向突尼斯、埃及、尼日利亚、马来西亚等国家和地区出口 KD 产品, 成本更低盈利情况更优。

图56: 公司获得的出口订单 (部分)



数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

4) 提前布局自动驾驶+智能网联“下半场”。自动驾驶与智能网联是智能汽车的“下半场”，且客车作为生产工具在新技术迭代速度方面快于乘用车。2017年公司与百度合作推出中国首辆商用级无人驾驶微循环车阿波龙，并于百度建立战略合作关系抢占无人驾驶技术制高点；与华为、海康、星网锐捷合作进一步提升了自动驾驶的落地能力，率先在国内推出L4无人驾驶小巴（与中智行、天翼交通联合打造）。公司作为行业龙头具备充分的研发资源与较好的自动驾驶落地环境，通过合作+自研的模式有望加速自动驾驶技术落地。2022年3月，公司成为百度文心一言首批生态合作伙伴，公司获得领先AI技术的加持有望革新智慧交通场景。

图57: 全新一代金龙阿波龙



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.3.3. 疫情后复苏领先行业

复盘公司销量与客车行业总体销量的增长关系：公司总体销量增速受行业影响较大，但是受个别事件影响销量波动大于行业，疫情后方显三龙整合效果。1) 2016-2017 年，公司两年受苏州金龙骗补事件影响销量降幅大于行业；2) 2018 年公司完成对三龙最终整合后迎来行业下行周期，整合效果尚不明显公司销量跟随行业下行；3) 2020 年疫情后，国内外客车需求复苏公司作为行业龙头率先受益，销量恢复领先行业体现出三龙整合的效果。

图58：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

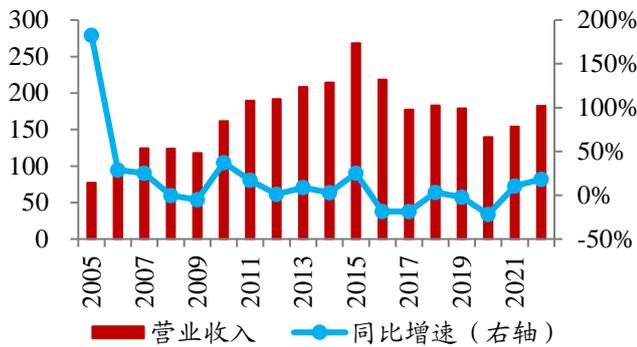
复盘公司财务情况：收入整体跟随行业趋势，净利润受个别事件影响波动较大。

收入端：公司收入总体受行业需求波动影响，2015 年见顶而后呈现下滑趋势，2016 年苏州金龙受到处罚大部分新能源车收入被冲减导致总收入下滑，2020 年受疫情影响收入下滑较大。结合公司实控人变更（2015 年）及对三龙持股提升（2015-2018 年）的历史来看，公司未能通过内部协同能力提升对抗行业趋势实现行业增长。2021 年后公司收入领先行业率先复苏，2021~2022 年收入同比+10.46%/+18.30%。

利润端：盈利中枢峰值现于 2015 年，受事件影响波动较大。1) 公司净利润于 2015 年见顶，2016 年受苏州金龙处罚影响净利润转负（2016 年苏州金龙归母净利润-23.67 亿元），2017 年苏州金龙补贴资质恢复转回较多补贴导致净利润到达历史第二高点，2020 年后公司盈利端持续受疫情影响，2021 年受制于毛利率跌幅较大净利润由正转负，2022 年下游需求复苏亏损收窄。2) 下行周期降本控费效果显著，公司 2015 后更改实控人同时提升对三龙的持股比例，整合效果初步体现为期间费用率显著下降，三龙尤其在销售端实现有效整合销售费率呈向下趋势。2021 年后海内外客车需求复苏，公司抓准行业趋

势开拓海内外销售渠道，销售费率有所提升，毛利率提升盈利中枢上移。

图59: 公司营业收入 (亿元)



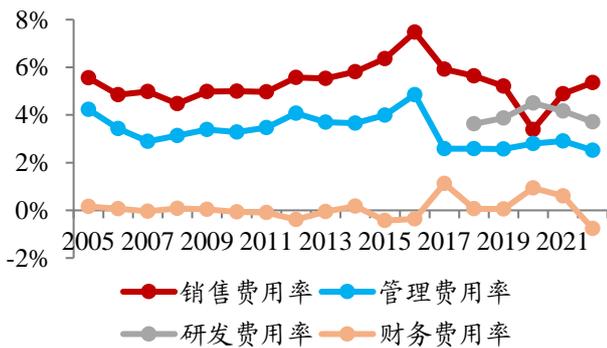
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图60: 公司归母净利润 (亿元)



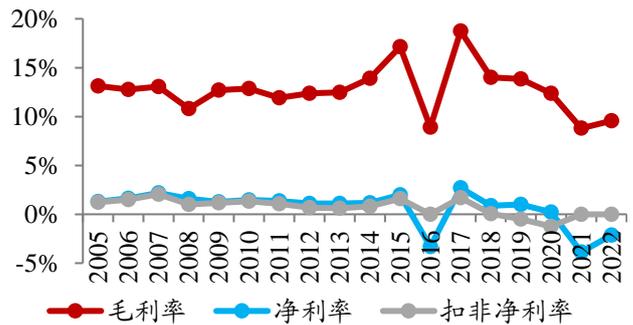
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图61: 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62: 公司毛利率及净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

复盘公司历年销量内部结构: 公司贯彻大中型和轻型客车并举策略, 新能源及出口走在行业前列。

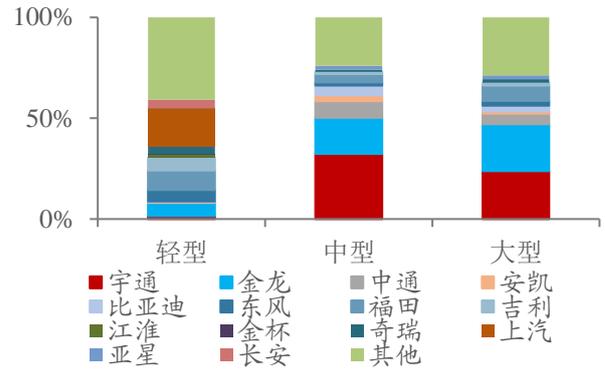
1) 大中轻客车全面布局。从客车销量结构看, 公司销售的大中型和轻型客车比例约为 1: 1, 且在大中轻三个客车细分市场均具有领先的市场地位。(轻客中包含大量专用车, 市场竞争格局更分散)

图63: 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

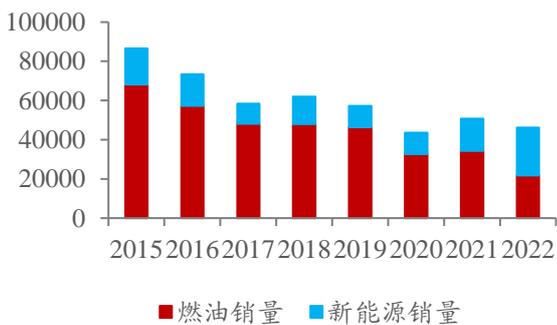
图64: 2022年客车市占率 (分车型长度)



数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

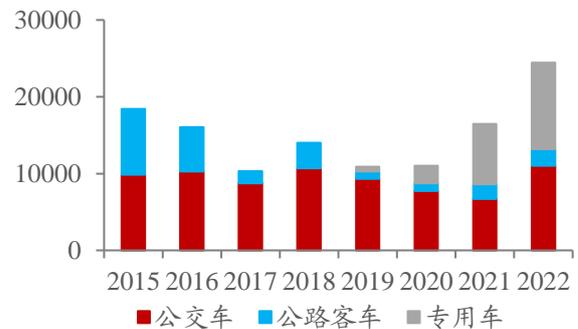
2) 新能源占比大幅提升, 专用车贡献增量。公交车电动化大替换周期止于2015年前后, 而后公司新能源客车销量维持在1万辆以上, 2021~2022年海外新能源客车需求提升公司新能源销量占比大幅提升, 新能源销量2.4万辆, 同比+49.95%, 主要由新能源公交车(大中型为主)销量同比+64.5%, 新能源专用车销量同比+43.2%所致。近年来客车细分赛道市场需求提升, 这些市场属于长尾利基市场, 公司借助客车优势快速切入新能源专用车快速放量。从收入结构来看, 电动公交车主要以大中型客车为主, 单价较高, 而专用车主要为轻型客车, 故公交电动车贡献大多收入。

图65: 公司客车销量 (分燃料种类, 辆)



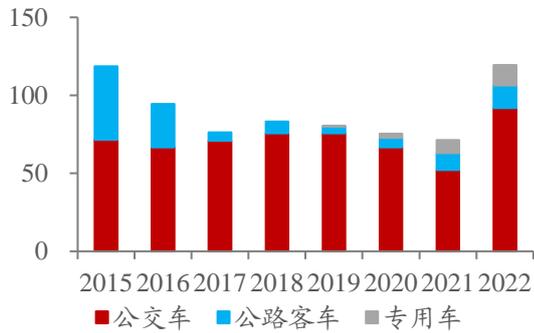
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图66: 公司新能源车销量结构 (按用途划分, 辆)



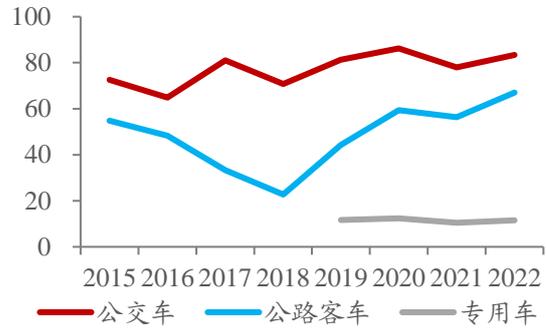
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图67: 公司新能源车收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

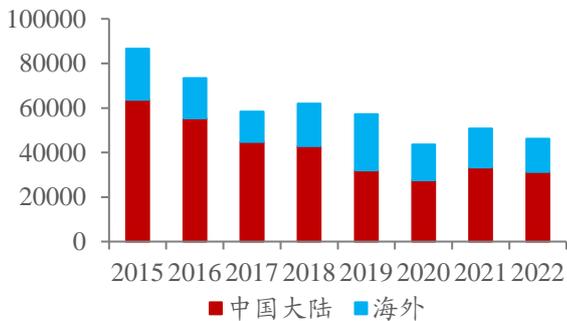
图68: 公司新能源车单车收入 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

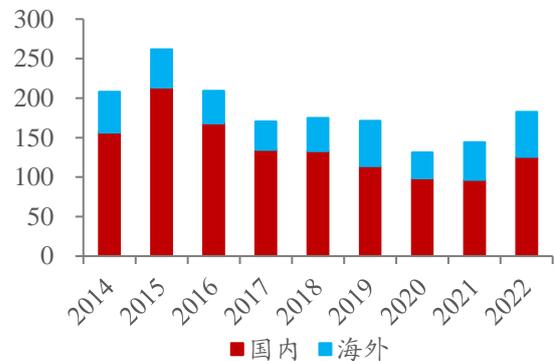
3) 客车出口开拓, 海外市场盈利能力稳定。公司在海外市场耕耘多年, 疫情后受益于海外需求复苏客车出口当前处于上升周期的起点。2022 年海外出口 1.50 万辆, 同比-14.17%, 主要因为 2021 年公司助力世界杯交付卡塔尔 1815 辆客车基数较高, 其中大型客车占比 39.6%, 同比+16.0pct, 大型客车单车收入较高, 推动海外收入同比不降反增, 出口收入 56.69 亿元, 同比+19.28%。

图69: 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70: 公司分地区收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

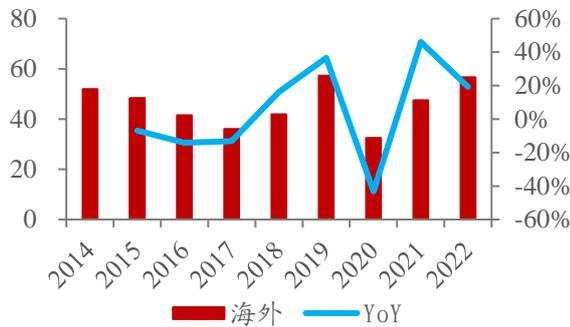
3. 出口复苏拐点已现, 三龙整合腾飞可期

3.1. 出口复苏已现, 多重优势叠加公司率先受益

出口销量领先行业, 疫情后出口复苏已现。客车出口市场呈现宇通+金龙的双寡头格局, 客车作为生产资料存在需求刚性, 2020 年疫情后海外客车需求呈现明显复苏态势, 公司出口业务明显反弹, 2021~2022 年出口收入实现两连增, 海外市场需求呈现大型化

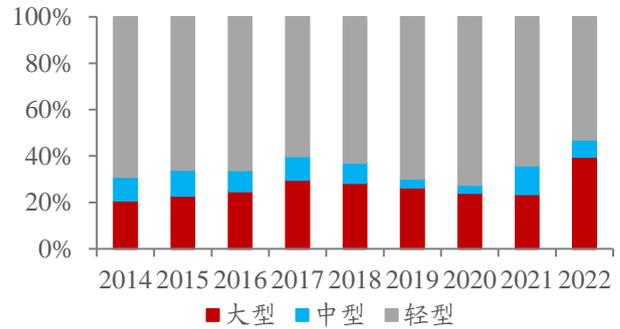
趋势，大型客车出口比重占比首次达到 40%，同比+16pct。

图71: 公司海外收入情况 (亿元)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图72: 公司出口销量结构 (分车型长度)



数据来源: 中客网, 各公司公告, 东吴证券研究所

经销模式打开出口市场，资产更轻进展更快。公司主要采取海外经销商合作的模式出口客车，已经和近 200 个境外汽车经销商保持合作。以沙特市场为例，2004 年公司成为沙特 NTC 公司独家经销商后迅速打开沙特市场，并通过与 NTC 公司合作在沙特当地设立多个营销网点及售后服务站，长时间紧密合作公司屡获沙特客车订单。该模式存在可复制性，成为公司进军各个地区市场的主要战略之一。

市场拓展期经销模式独具优势。比较经销模式与直销模式的优劣势，直销在服务、市场感知度等方面存在优势，但我国客车出海尚处于开拓市场期，经销模式凭借着覆盖速度与广度独具优势。参考日系/德系乘用车的海外拓展模式，两者均以经销模式为主，在海外拓展期通过该模式实现国际市场快速占领。

表3: 直销模式和经销模式的对比

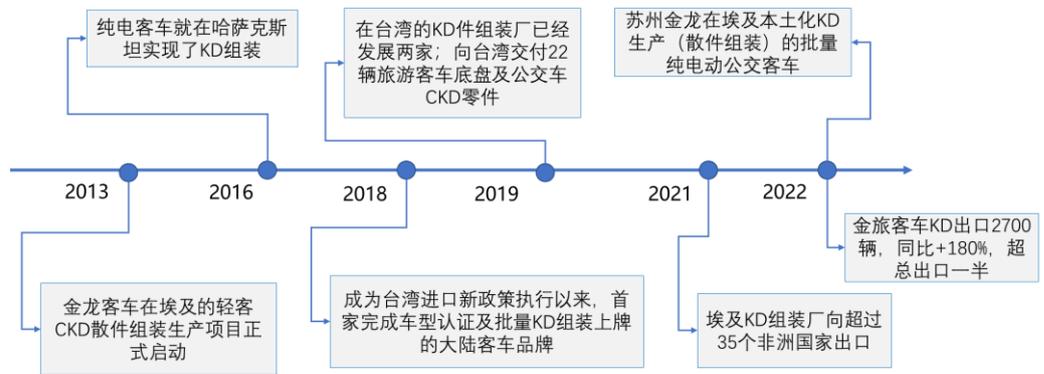
优势/劣势	直销	经销
市场控制权	高	低
服务质量	高	低
渠道管理	直接管理	非直接管理
风险控制	低	高
市场反应	快	慢
开拓速度	低	高
开拓成本	高	低
市场覆盖	低	高

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

出口模式创新，KD 组装模式出海落地。公司积极探索出口新模式，通过 CKD “技术出口”的模式减轻海外市场开拓压力。目前公司海外 CKD 工厂主要分布于亚非等欠发达地区，如大金龙在非洲拥有 4 个 KD 组装厂，早在 2016 年公司纯电客车就在哈萨

克斯坦实现了KD组装。公司将KD出口作为快速打开海外市场的战略之一，结合“当地经销商+产品出口”的战略，公司海外市场快速铺开。子公司厦门金旅是公司KD出口的典范，2022年KD出口销量2700辆，同比+180%，占金旅总出口超过一半。

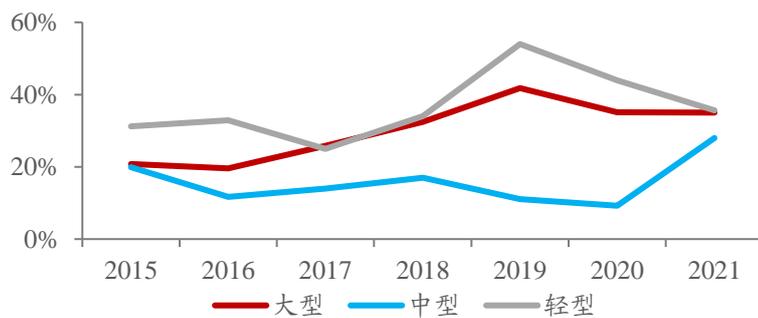
图73: 公司通过KD组装模式出海



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

轻客出海打开全新空间。海外轻客需求回升：1) 疫情后物流车等专用轻型车需求提升；2) 轻客可以作为大中客车的补充丰富交通网络；3) 欧美等国家环保标准更高，在特定交通环境下倾向于使用更小型的客车。从公司出口销量占总销量比例来看，公司轻客产品出口比例更高，高峰时出口比例达50%，较好契合海外市场全新需求。

图74: 公司出口销量占总销量比例（分车型长度）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 三龙齐整，行业上行周期协同效果将显

3.2.1. 三龙整合协同效应远未完全体现

公司在子公司掌控程度方面处于历史上最好的阶段。复盘公司历史，当前公司对子公司的掌控程度达到历史最优，能够在内部管理、协同采购等维度产生优势。1) 公司通

过完全控股金龙联合解决了金龙联合少数股权问题，能够提升运营效率、优化决策机制，同时公司是通过金龙联合间接控制苏州金龙，完全收购金龙联合有助于缩短公司对苏州金龙的决策链条，提升运营效率；2) 三龙联合有望实现研发成果共享、采购销售协同，产生良好规模效应，增强资源配置效率。

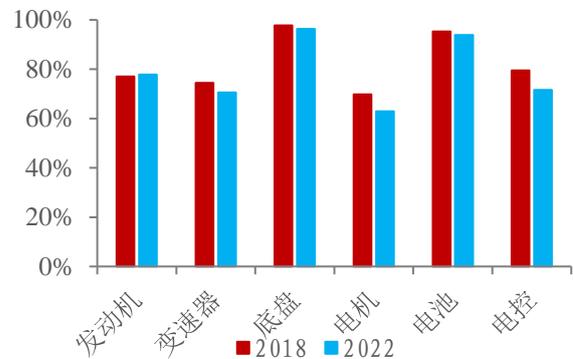
三龙整合尚处于初期阶段，效果尚不明显。从费用端看，公司 2022 年销售费用率/管理费用率相较于 2018 年仅有略微下降；从采购端看，公司 2022 年核心零部件前五供应商采购额占比不升反降，推测疫情扰动下汽车产业链面临一定压力，公司为了零部件保供扩大供应商采购范围，但也侧面反映公司子公司年度集中采购谈判效果尚不明显，子公司整合所能呈现的规模效应还没有真正显现。

图75：公司期间费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

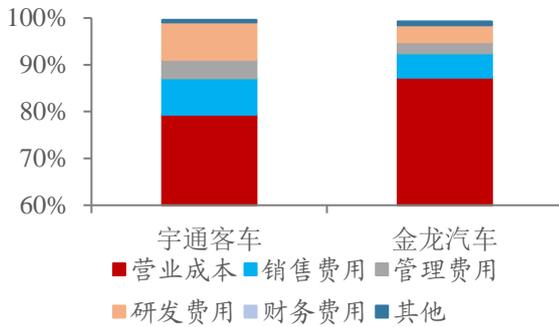
图76：公司核心零部件前五供应商的采购额占总采购额比例



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

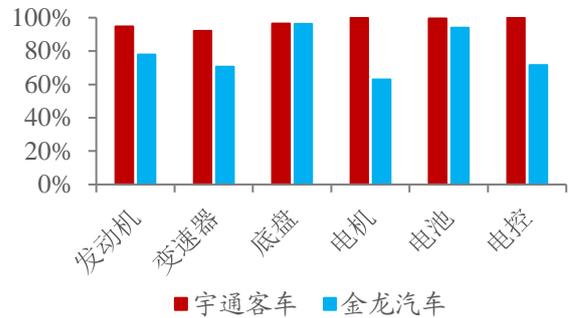
对标宇通，公司在利润率存在较大提升空间。参考客车行业另一龙头公司宇通客车，二者在利润率上存在较大差异，抛开二者公司性质、内部管理机制不同等原因，另一重要原因是历史上公司对三个子公司掌控力度不足导致三者难以形成协同效应，难以发挥规模效应，无法像宇通一样做到集中采购，如公司核心零部件前五供应商采购额占比显著低于宇通客车。公司目前三龙整合已经基本完成，受制于疫情影响整合效果尚未完全体现，故公司目前呈现的利润率是非常态的，内部协同优化后利润率存在较大向上空间。

图77: 公司与宇通客车成本拆分



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图78: 公司与宇通客车核心零部件前五名供应商的采购额占总采购额比例

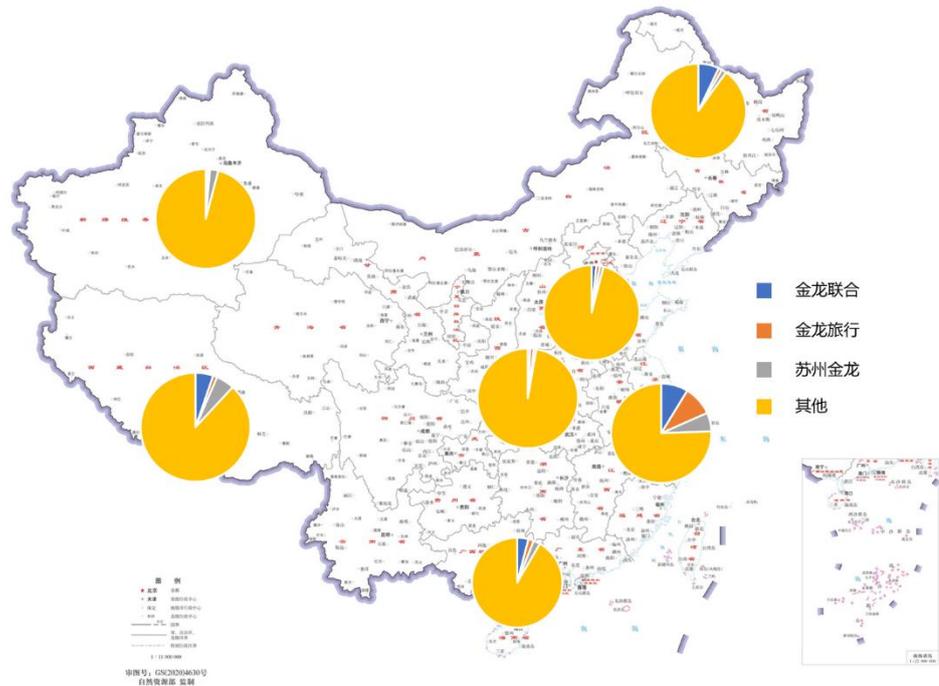


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 行业迈入新阶段, 三龙整合效果有望兑现

为何三龙历史上难形成协同效应? 抛开内部管理因素, 三龙在优势区位上存在重合, 竞标时时常出现“抢单”现象, 难以形成区位互补。选取三龙整合前的 2018 年来看, 三家公司均在华东地区尤其是福建地区具备相当优势, 但在其他地区未呈现份额的显著分化, 故三者难以产生区位互补效应。

图79: 2018 年公交车分地区竞争格局



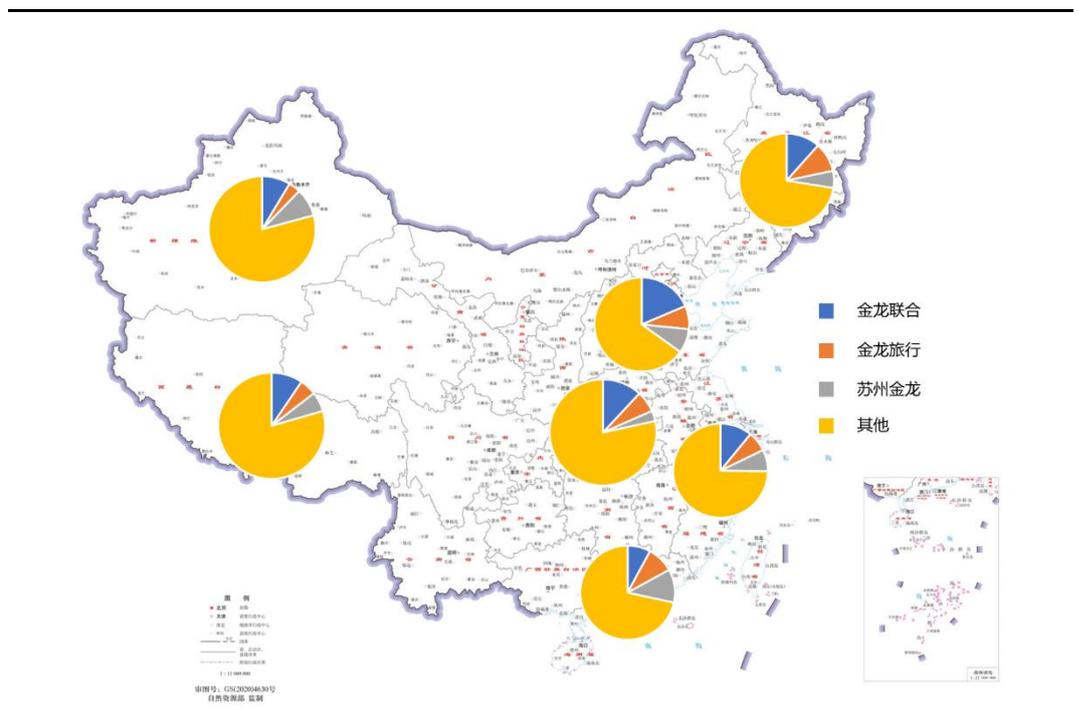
数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

三龙整合在疫情后如何发挥协同优势? 1) 整合后协同优势往往现于行业上行周期,

疫情阶段行业需求被压制，而疫情后座位客车需求提升+公交车更新周期，行业复苏有望带动公司整合效果兑现；2) 2023 年新能源公交车补贴完全退出，公交车市场趋于市场化，三个子公司可以根据自身优势分别切入不同地区市场实现区位互补。

可以拿竞争更完全的座位客车市场来做横向类比：1) 三家公司在不同地区存在比较优势（如金龙联合在东北、华北、华中市占率较高，苏州金龙在华南市占率较高），产生一定区位互补；2) 竞争更完全的座位客车市场更青睐产品能力更优的头部厂商，公司在该市场竞争格局显著优于公交车市场。（注：座位客车存在大量轻客，而公交车市场主要为大中客，公司在轻客市场相对具备优势，故两个客车细分市场不能完全可比，但能彰显一定行业趋势。）

图80：202 年座位客车分地区竞争格局



数据来源：交强险，东吴证券研究所

3.3. 产品矩阵丰富，积极应对行业需求变化

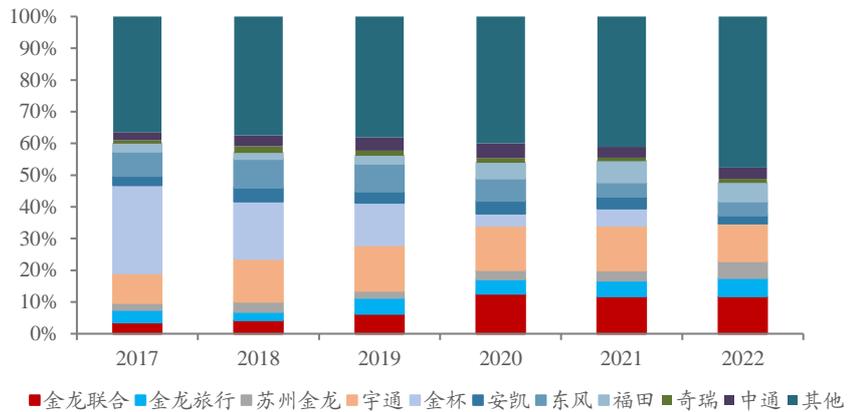
3.3.1. 趋势一：客车小型化或为远期趋势，具备先发优势

行业趋势来看：1) 环保需求提升，轻型客车在节能方面更具优势；2) 政策转变，一方面新能源补贴退坡，新能源补贴对大尺寸的大型电动客车更具倾向性（6m 以下新能源客车不享受国家补贴）；3) 交通系统建设需求，我国客车已经经历了客车的中大型化，需要轻型客车作为交通系统的补充来满足特定需求；4) 经济复苏需求，营运车辆“7 改 9”“大改小”的趋势、蓝牌轻卡的替代效应、农村客运的发展推动轻客行业向上；5) 龙头企业转向，宇通于 2018 年选择发力轻客市场，精准感知行业风向变动。

大中客市场的龙头效应扩散到轻客市场，公司轻客具备先发效应优于同业。宇通+三龙在轻客市场市占率稳步提升。比较优势来看，相较于常年深耕于大中客车的宇通客

车，公司优势在于在轻客上耕耘多年，具备先发优势。

图81：轻客市场竞争格局（除轻型专用车）



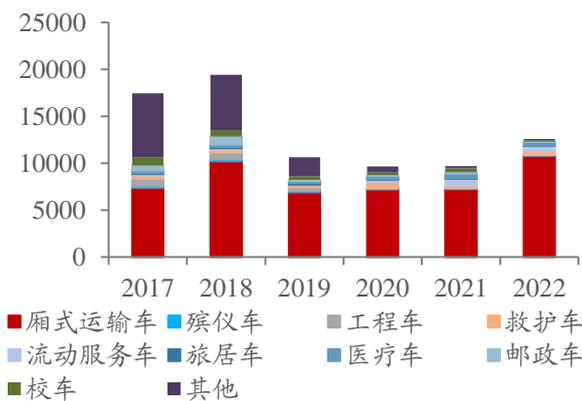
数据来源：交强险，东吴证券研究所

3.3.2. 趋势二：专用车需求多点开花，提前布局

行业趋势来看：1) 蓝牌新规落地，非合规轻客被迫退出释放部分运力，物流车需求快速复苏；2) 医疗用车需求具备持续性，疫情期间核酸检测车贡献额外收入增量，医疗体检车、救护车、采血车的需求具备持续性；3) 校车迎来更新周期，疫情后线下教学恢复提振校车需求；4) 房车（旅居车）等细分赛道受益于消费升级，具备弹性。

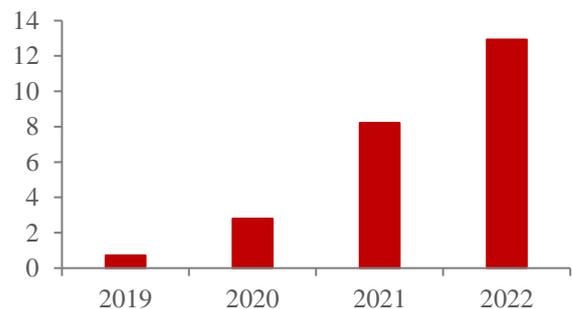
瞄准专用车市场需求，专用车业务已具备一定规模。公司专用车涉及运输车、房车、医疗车等更多细分赛道，尤其是把握住运输车替换非合规轻客的周期运输车年销量近一万台。新能源专用车业务从2019年开始放量，2022年实现收入12.9亿元，已经初具一定规模。

图82：公司专用车销量（辆）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图83：公司新能源专用车收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3.3. 趋势三：拥抱未来，燃料电池领域深度布局

行业趋势来看: 1)政策支持,国家各部门陆续出台政策推进燃料电池汽车推广;2)燃料电池车原料储备来源丰富且能做到真正的无污染,是未来大势所趋;3)各地加快燃料电池基础设施配套,加氢站网络逐渐丰富。

技术路径提前布局: 公司重视燃料电池的布局,早在2006年苏州金龙就研制出我国第一台氢燃料电池公交车,2010年苏州金龙第三代低地板氢燃料电池城市客车实现中国首台氢燃料客车出口。目前,公司三个子公司均获氢燃料电池客车生产资质,掌握了燃料电池整车核心技术,自主研究燃料电池系统集成技术,掌握电堆和关键部件的匹配选型与控制技术,完成业内首款120KW燃料电池域控制器的开发调试。2023年1月,公司发布全国首辆氨氢燃料电池客车,公司在前沿领域走在行业前列。

产品横向拓展: 公司凭借氢燃料客车落地经验切入燃料电池重卡等更多蓝海市场,目前已完成8.5米、10.5米、12米公交,11米公路,18吨环卫,31吨自卸,49吨牵引车、燃料电池客车、燃料电池物流车、燃料电池渣土车、氢燃料考斯特等氢燃料产品开发。

图84: 公司在浙江配套的加氢站



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图85: 公司交付的氢燃料公交车



数据来源: 公司公众号, 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,我们对公司2023~2025年盈利进行预测:

- 1) 海内外需求回升,预测2023~2025年收入增速为+7%/+11%/+17%。
- 2) 内部整合加速,盈利中枢上移,预测2023~2025年毛利率为12%/13%/14%,2024~2025年归母净利润同比+645%/+116%。

表4: 金龙汽车核心指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入/亿元	182	196	218	254
YoY	18.3%	7.3%	11.4%	16.5%
营业成本/亿元	165	172	190	218
毛利率	9.6%	12.0%	13.0%	14.0%
归母净利润/亿元	-3.87	0.32	2.42	5.22
YoY	-	-	644.5%	116.1%
客车销量/辆	46172	51760	58718	67480
单车收入/万元	39.5	37.8	37.1	37.6
单车净利/万元	-0.8	0.1	0.4	0.8

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 196/218/254 亿元, 同比+7%/+11%/+17%, 归母净利润为 0.32/2.42/5.22 亿元, 2024~2025 年同比+645%/+116%, 2023~2025 年对应 EPS 为 0.05/0.34/0.73 元, PE 为 140/19/9 倍。我们选取客车行业龙头宇通客车及其他商用车行业龙头公司作为公司可比公司, 可比公司 2023~2025 年 PE 均值为 16/12/9 倍, 金龙汽车作为客车行业头部企业, 三龙整合叠加外部需求复苏有望实现量利齐升, 应该享有更高估值。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表5: 可比公司估值 (截至 2023 年 5 月 4 日)

公司简称	证券代码	总市值/ 亿元	归母净利润/亿元			P/E		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中国重汽*	000951.SZ	188.57	10.39	14.31	19.30	18.15	13.18	9.77
中国重汽	3808.HK	369.97	34.55	50.34	70.58	10.71	7.35	5.24
中集车辆*	301039.SZ	241.56	16.98	22.92	31.18	14.23	10.54	7.75
潍柴动力	000338.SZ	1,091.95	68.32	85.75	106.92	15.98	12.73	10.21
宇通客车*	600066.SH	305.08	13.94	20.08	27.53	21.89	15.19	11.08
平均值						16.19	11.80	8.81
金龙汽车*	600686.SH	45.46	0.32	2.42	5.22	140.12	18.82	8.71

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。

金龙汽车三大财务预测表

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	19,823	20,835	25,202	28,696	营业总收入	18,240	19,567	21,794	25,397
货币资金及交易性金融资产	7,200	4,395	10,052	7,919	营业成本(含金融类)	16,497	17,219	18,961	21,841
经营性应收款项	6,330	10,228	8,103	13,200	税金及附加	81	87	97	113
存货	2,696	2,712	3,189	3,614	销售费用	976	978	1,090	1,270
合同资产	1,220	1,309	1,458	1,699	管理费用	460	489	523	610
其他流动资产	2,377	2,191	2,400	2,265	研发费用	677	724	763	889
非流动资产	7,933	7,904	8,172	8,441	财务费用	-139	90	189	119
长期股权投资	131	161	191	221	加:其他收益	161	137	131	178
固定资产及使用权资产	3,656	3,562	3,762	3,960	投资净收益	-22	20	109	102
在建工程	43	37	35	34	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	627	657	687	717	减值损失	-357	-104	-110	-116
商誉	90	90	90	90	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	26	27	28	29	营业利润	-526	32	302	719
其他非流动资产	3,361	3,371	3,381	3,391	营业外净收支	36	14	39	21
资产总计	27,756	28,739	33,374	37,137	利润总额	-490	46	341	740
流动负债	18,382	18,312	21,615	23,673	减:所得税	-33	3	19	44
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,974	2,024	2,074	2,124	净利润	-457	43	322	696
经营性应付款项	13,600	13,356	16,324	17,861	减:少数股东损益	-70	11	81	174
合同负债	1,638	1,710	1,882	2,168	归属母公司净利润	-387	32	242	522
其他流动负债	1,171	1,222	1,335	1,520	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.54	0.05	0.34	0.73
非流动负债	4,896	5,906	6,916	7,926	EBIT	-756	256	542	902
长期借款	3,203	4,203	5,203	6,203	EBITDA	-411	686	674	1,034
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	9.56	12.00	13.00	14.00
租赁负债	120	130	140	150	归母净利率(%)	-2.12	0.17	1.11	2.06
其他非流动负债	1,572	1,572	1,572	1,572	收入增长率(%)	18.30	7.27	11.38	16.53
负债合计	23,278	24,218	28,531	31,598	归母净利润增长率(%)	-	-	644.52	116.09
归属母公司股东权益	3,569	3,601	3,843	4,365					
少数股东权益	909	920	1,000	1,174					
所有者权益合计	4,478	4,521	4,843	5,539					
负债和股东权益	27,756	28,739	33,374	37,137					

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	-183	-3,295	5,095	-2,627	每股净资产(元)	4.29	4.33	4.67	5.40
投资活动现金流	-1,116	-367	-253	-278	最新发行在外股份(百万股)	717	717	717	717
筹资活动现金流	-479	858	815	772	ROIC(%)	-6.99	2.33	4.42	6.45
现金净增加额	-1,744	-2,805	5,657	-2,133	ROE-摊薄(%)	-10.84	0.90	6.29	11.96
折旧和摊销	345	430	132	132	资产负债率(%)	83.87	84.27	85.49	85.08
资本开支	-359	-286	-261	-279	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	140.12	18.82	8.71
营运资本变动	-295	-4,041	4,434	-3,736	P/B(现价)	1.48	1.46	1.36	1.18

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>

