

宇通客车（600066.SH）

当前节点核心投资价值分析

买入

核心观点

宇通客车的投资价值在于海外新能源成长性、国内需求复苏和长期较高股息率。宇通客车是国内大中客龙头（2021年国内大中客份额约38%），**复盘：**在2014-2017年我国大中客新能源化率从不到10%到60%左右的快速渗透期，宇通实现利润（从26亿到最高40亿元）与市值（从约200亿到最高近600亿元）齐增；**展望：**1）海外新能源周期叠加一带一路，宇通出口量价利三增；2）国内公交更新周期、公路客车疫后复苏；3）国内供给逐渐出清，宇通优选市场后毛利率改善；另外考虑到公司长期高分红高股息率（5-10%），周期与成长共振，当前投资价值凸显。

海外：客车新能源化起步，渗透率上行空间大。据OICA数据，2022年海外大中客销量约20万辆左右（预估稳态25万左右），整体新能源渗透率相对较低（预估不足10%），对比国内具有较高渗透上行空间。另外当下海外已有较多国家和地区（欧洲、中东、拉丁美洲等）规划客车新能源转型的目标，叠加“一带一路”的进一步催化，有望持续带来我国客车出口的增量订单机遇（2022年中国大中客车出口2.2万辆，同比+24%）。

宇通：打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期。①我国新能源车领跑全球（一季度新能源车出口96亿美元，占汽车出口45%），具供应链体系+产品技术+控本能力等优势；②宇通出口历史近20年（2022年占大中客出口26%），从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级；③宇通海外布局从亚洲、拉美、非洲等地，向欧洲等客车工业发达地区拓展，推动产业价值链迈向中高端，有望充分受益于海外新能源扩张。

国内：需求复苏，供给出清。2022年国内大中型客车销量6.3万辆，受益于公交客车更新周期与公路（旅游）客车疫后复苏，国内客车需求有望逐步回暖，预估23/24/25年我国大中客需求有望达7.2/9.3/10.7万辆；宇通作为国内龙头（2021年大中客份额约38%，22年约28%），在国内供给有所出清的背景下，风险管控+优选市场改善毛利，预计国内业务盈利有望持续回暖。

风险提示：原材料成本上涨；终端需求不振；产品研发及客户拓展不及预期。

盈利预测与估值：成长与周期共振的大中客龙头，维持“买入”评级

考虑海外新能源客车渗透加速上行及国内需求回暖，上调盈利预测，预计23-25年归母净利润13.4/19.4/23.7亿元（原12.4/17.8/22.2亿），EPS为0.60/0.88/1.07元（原0.56/0.80/1.00元），给予24年20-21x估值，对应估值区间17.54-18.42元，较当下有30%-37%空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,233	21,799	25,207	29,745	35,719
(+/-%)	7.0%	-6.2%	15.6%	18.0%	20.1%
净利润(百万元)	614	759	1338	1942	2372
(+/-%)	19.0%	23.7%	76.2%	45.2%	22.1%
每股收益(元)	0.27	0.34	0.60	0.88	1.07
EBIT Margin	-0.4%	2.6%	3.8%	5.0%	5.4%
净资产收益率(ROE)	4.0%	5.2%	10.0%	15.0%	18.3%
市盈率(PE)	49.7	39.3	22.3	15.4	12.6
EV/EBITDA	65.0	31.4	30.4	24.7	20.4
市净率(PB)	2.00	2.06	2.23	2.31	2.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·商用车

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

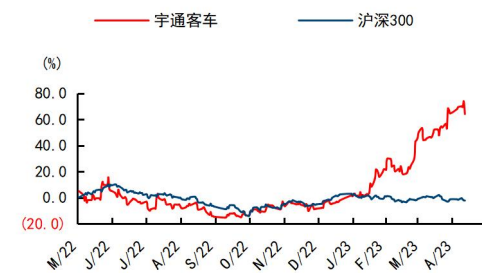
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	17.54 - 18.42 元
收盘价	13.47 元
总市值/流通市值	29822/29822 百万元
52周最高价/最低价	14.51/6.89 元
近3个月日均成交额	499.07 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宇通客车（600066.SH）-单车营收持续增高，一季度净利润同比扭亏为盈》——2023-04-27

《宇通客车（600066.SH）-海外销售业务持续兑现，单四季度归母净利润增长78%》——2023-03-29

《宇通客车（600066.SH）-2月产量同比增长123%，800台乌兹别克斯坦订单再创出口新纪录》——2023-03-03

《宇通客车（600066.SH）-三季报点评：单车盈利能力提升，单三季度归母净利润同比提升68%》——2022-10-29

《宇通客车（600066.SH）-中报点评：业绩短期承压，研发持续投入》——2022-08-25

内容目录

核心观点：宇通客车投资价值在于海外成长性、国内周期复苏和长期高股息率	6
股价复盘：三起两落的客车蓝筹	6
海外市场：客车出口空间广阔，新能源化有望开启海外新一轮景气周期	9
海外：全球具超 1.5 倍潜在提升空间，新能源需求有望持续放量	9
海外部分客车市场行业现状、空间、格局梳理	11
——欧洲：22 年电动公交客车销量超 4000 辆，新能源化领跑全球	11
——拉美：电动公交车在营数量持续增长	13
——澳洲：新能源渗透率相对较低	16
宇通客车出口：以技术及产品突破市场，全产业链布局打造出口优势	17
宇通独创“古巴模式”，累计出口客车超 87000 辆	17
竞争力分析：产品+技术+服务出口模式打造核心壁垒	20
——优势一：产品谱系高端化及多元化并举	20
——优势二：持续重视研发奠定技术优势	21
——优势三：完善服务体系夯实竞争力	23
——优势四：一站式解决方案，以技术赋能突破市场	24
国内基本盘：国内客车市场总量趋于饱和	25
行业现状：国内客车市场已过黄金发展期，总体饱和量已现	25
远期展望：长周期下行，公交市场存在一定空间	28
短期趋势：疫情加速见底，客车行业即将迎来替换周期	33
竞争格局：宇通 ROE 水平领先行业	37
财务分析	40
营收复盘：28 年间营业收入年均复合增速约 20%	40
均价和毛利率复盘：2002-2022 年单车均价从 23 万提至 72 万元	42
盈利预测	44
假设前提	44
盈利预测的敏感性分析	45
估值与投资建议	46
绝对估值：19.3-19.5 元	46
相对估值：17.5-18.4 元	47
投资建议	47
风险提示	49
附表：财务预测与估值	51
免责声明	52

图表目录

图 1: 宇通客车股价复盘	6
图 2: 15-22 年宇通大中客车销量 (辆) 及市占率	7
图 3: 15-22 年宇通出口大中客车销量 (辆) 及出口市占率	7
图 4: 2022 年大中客国内与出口销量占比	10
图 5: 2015-2022 年大中客国内与海外销量变化	10
图 6: 2022 与 2021 年欧洲地区客车销售数据 (辆)	11
图 7: 欧洲整体与电动公交车销量 (辆) 及占比 (%)	11
图 8: 欧洲替代燃油的巴士销量及分类 (辆)	12
图 9: 巴西、墨西哥、哥伦比亚电动客车短期规划	14
图 10: 巴西、墨西哥、哥伦比亚电动客车长期规划	14
图 11: 拉丁美洲在运营电动公交客车现状及格局 (辆)	14
图 12: 拉丁美洲各国在营电动公交车 (辆) 及占比 (%)	15
图 13: 拉丁美洲在营电动公交车数量 (辆)	16
图 14: 拉丁美洲在营电动公交车每年增量 (辆)	16
图 15: 澳大利亚不同厂商客车底盘交付数据 (台)	16
图 16: 澳大利亚各大洲客车交付分布 (辆)	16
图 17: 宇通客车为古巴提供支持和帮助	17
图 18: “古巴模式”简单总结	17
图 19: 沙特奔跑的宇通新能源客车	18
图 20: 宇通客车海外销售业务占比提升 (亿元)	18
图 21: 宇通客车产品谱系	20
图 22: 宇通高端纯电动 T13E 智利全球首发	21
图 23: 宇通 T7 星辰版卓越内饰渲染图	21
图 24: 宇通客车在技术、科技方面的布局	22
图 25: L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0	22
图 26: L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0	22
图 27: 宇通海外销售网络建设进展	23
图 28: 宇通提供完善的购车金融服务	23
图 29: 宇通客车配件商城及报修程序	24
图 30: 宇通客车在技术、科技方面的布局	24
图 31: 哈萨克斯坦 CKD 工厂开工	25
图 32: 宇通车联网系统走进丹麦打造海外服务新模式	25
图 33: 2005-2022 年国内客车行业销量及同比	26
图 34: 2005-2022 年国内大中客行业销量及同比	26
图 35: 2005-2022 年大中轻型客车销量占比变化	26
图 36: 2022 年大中轻型客车销量占比	26
图 37: 2015 年国内大中客按用途分类销量占比	27

图 38: 2022 年国内大中客按用途分类销量占比	27
图 39: 2015 年-2022 年大中客按用途划分销量一览	27
图 40: 2015 年-2022 年国内大中客按用途划分的销量一览	27
图 41: 2005-2022 年大中型长途客车销量及同比	28
图 42: 2005-2022 年大中型城市客车销量及同比	28
图 43: 1949-2021 年铁路、高铁和公路客运量对比	28
图 44: 2008 年高铁快速兴起后公路客运量逐年下降	28
图 45: 2005-2022 年公路客运量和大中型长途客车销量趋势对比	29
图 46: 上海市公共汽、电车和轨道交通客运总量	30
图 47: 上海市公共汽、电车和轨道交通运营数	30
图 48: 上海市公共汽、电车和轨道交通运营线路网长度	30
图 49: 上海每公里线路网公共汽、电车和轨道交通运营数	30
图 50: 北京市公共汽、电车和轨道交通客运总量	31
图 51: 北京市公共汽、电车和轨道交通运营数	31
图 52: 北京市公共汽、电车和轨道交通运营线路网长度	31
图 53: 北京每公里线路网公共汽、电车和轨道交通运营数	31
图 54: 全国公共汽、电车和轨道交通运营线路网长度	32
图 55: 全国每公里线路网公共汽、电车和轨道交通运营数	32
图 56: 2005-2022 年国内大中客及新能源客车销量(万辆)	33
图 57: 2016 年以来国内客车新能源化率	33
图 58: 我国旅游人次及恢复情况	34
图 59: 2011-2023E 我国旅游人次及国内旅游收入预测	34
图 60: 2015-2022 年国内大中座位客车分类销量(辆)	34
图 61: 2015-2022 年国内大中座位客车销量(辆)及增速	34
图 62: 国内城市公共汽、电车在运营量(万辆)	35
图 63: 2015-2022 年国内大中公交客车销量(辆)及增速	35
图 64: 大中型校车市场及宇通销量	36
图 65: 大中型校车市场及宇通销量同比	36
图 66: 国内房车分类型销量(辆)	36
图 67: 主要房车企业销量及市占率	36
图 68: 2022 年国内大型客车市场份额(含底盘)	38
图 69: 2022 年国内中型客车市场份额(含底盘)	38
图 70: 2018-2022 年国内客车上市公司营收对比(亿元)	39
图 71: 2018-2022 年国内客车上市公司归母净利润(亿元)	39
图 72: 宇通客车销售收入复盘	41
图 73: 1997-2022 宇通客车销量复盘	41
图 74: 2002-2022 年宇通客车毛利率水平一览	42
图 75: 2002-2022 年宇通客车单车均价一览	42
图 76: 宇通客车毛利率、净利率变化情况	42
图 77: 宇通客车季度毛利率、净利率变化情况	42
图 78: 宇通客车四项费用率变化情况	43

图 79: 宇通客车季度四项费用率变化情况	43
图 80: 宇通客车单车营收情况 (亿元)	43
图 81: 宇通客车单车净利润情况 (亿元)	43
表 1: 宇通客车本轮行情与 2014-2017 年行情对比	7
表 2: 公司历年分红情况梳理	8
表 3: 全球大中客市场空间与中国出口占比估计	9
表 4: 2022 年我国客车 (大中轻) 出口国 top10 排行及新能源出口情况 (辆)	10
表 5: 世界主要地区大中型客车市场空间测算	11
表 6: 欧洲各国电动城市公交上牌量 (辆) 及渗透率情况 (%)	12
表 7: 欧洲电动公交市场销量 (辆) 及格局 (%)	13
表 8: 拉丁美洲主要玩家信息梳理	15
表 9: 宇通客车近期出海交付情况梳理	19
表 10: 2022 年及近年我国一带一路区域客车出口数量及占比	19
表 11: 2022/2021 年宇通产品销售结构	20
表 12: 2021 年全国、北京、上海每公里公共汽、电车和轨道交通运营数比较	32
表 13: 世界主要发达地区 2021 年房车万人保有量水平对比	37
表 14: 国内大中客市场需求数据预测 (万辆)	37
表 15: 2022 年我国 6 米以上新能源客车销量 (辆) 及格局	38
表 16: 2015 年、2021 年、2022 年宇通客车及其竞争对手 ROE 对比和关键指标拆分	39
表 17: 宇通新能源车收入、补贴情况梳理 (万元)	39
表 18: 宇通客车季度数据拆分 (亿元, %, 万辆)	43
表 19: 宇通客车业绩拆分 (亿元)	44
表 20: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	45
表 21: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	45
表 22: 公司盈利预测假设条件 (%)	46
表 23: 资本成本假设	46
表 24: 宇通客车 FCFF 估值表	46
表 25: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	47
表 26: 可比公司估值表 (230512)	47

核心观点：宇通客车投资价值在于海外成长性、国内周期复苏和长期高股息率

股价复盘：三起两落的客车蓝筹

宇通客车于 1997 年上市，是国内大中型客车的龙头（2022 年国内大中客市占率 28%，2021 年市占率 38%），股价走势大致呈现“三起两落”：

- **第一“起”**是 2004 年-2007 年间，随着中国宏观经济发展、基建投资加大促进宇通销量增长，叠加 2007 年牛市行情进入高潮，随后一“落”主要跟随 2008 年股市下滑进入回落。
- **2008 年后，宇通客车进入长达 9 年的第二“起”**，期间经历四万亿刺激下客车行业的快速增长，以及 2014 年起的国内公交客车新能源化行情，2018 年起随着新能源补贴持续退坡，客车行业量利承压，宇通业绩持续下滑，宇通客车股价进入第二“落”，几近从高点腰斩，恢复至 2014 年新能源之前的股价水平。2019 年后，行业逐步探底，客车行业悲观预期持续释放，宇通在此阶段销量、业绩相对稳定；2020 年之后，疫情持续影响出行需求，抑制国内大中客订单释放，国内竞争环境有所恶化，使得宇通净利润持续下滑（2020 年归母净利润同比-73%）。
- **2023 年初，宇通客车开启第三轮“起”**，受益于疫后国内座位客车需求复苏，以及海外新能源客车需求逐步释放（渗透率较低），宇通新能源客车具备产品、技术、服务的多维度的优势，在本轮海外新能源客车需求释放的浪潮中有望充分享受行业成长的红利。

图 1：宇通客车股价复盘



资料来源：公司官网，公司公告，中国客车信息网，国信证券经济研究所整理

图2：15-22 年宇通大中客车销量（辆）及市占率



资料来源：中客网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：15-22 年宇通出口大中客车销量（辆）及出口市占率



资料来源：中客网，公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 2014-2017 年行情背景与复盘

整体看，中国大中型客车 2014-2017 年经历新能源化率从不到 10%到 60%左右（其中公交客车新能源化率从不到 20%到近 100%），宇通净利润在此阶段从 2013 年的 18 亿提至 2016 年的 40 亿，市值从 200 亿左右提升至最高近 600 亿元；拆分看，在市场认知到国内公交新能源化首年，即周期之初宇通业绩兑现的阶段，宇通的股价实现效率最高+幅度最大的涨幅（14 年中旬-15 年中旬），市值从 200 亿升至 500 亿左右。总结看，2014-2017 年周期背景是 1）行业：国内公交新能源车渗透提速（2014 年大中客行业整体年销量在 15-20 万台，新能源渗透率从 10%左右开始加速提升），且在补贴背景下新能源客车单价、利润均高于燃油客车，行业量利齐增”；2）宇通：国内大中客龙头（国内份额 35%左右），依靠产品、技术及服务的多年积累逐渐打磨出较强品牌力。

■ 2023 年现状及展望

客车行业：①海外新能源渗透向上：预估 2022 年海外大中客销量 20 万左右（预计稳态销量在 25 万辆左右），我们粗略估算整体新能源渗透率约不足 10%，具较为可观的向上渗透空间，且海外有较多国家和地区规划向新能源客车进行转型。②国内需求周期性复苏：22 年我国大中客销量 6.3 万辆，预计随公交与公路客车疫后复苏+更新周期催化，国内需求有望逐步回暖。

宇通客车：①中国新能源车领跑全球，具备供应链体系+成熟产品技术+扎实控本能力等优势；②宇通是客车行业全球龙头，出口历史近 20 年（22 年占我国大中客出口约 26%），从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”逐步升级转型，抓住海内外新能源发展差异的窗口期努力获取订单，综合竞争力持续攀升；③市场端宇通的海外布局也逐步从亚洲、拉丁美洲、非洲等地区，向欧洲等客车工业发达地区延伸、拓展，聚焦并推动产业价值链迈向中高端，成为我国客车车企出海先锋。

表1：宇通客车本轮行情与 2014-2017 年行情对比

		上一轮周期	本轮行情
		2014 年-2017 年	2023 年初开始
		国内新能源车渗透加速上行	海外新能源车渗透加速上行
行业情况	政策支持	国内多地出台相应政策支持节能与新能源城市公交车的切换，补贴力度较大，整体来看政策扶持力度较大。	海外部分国家和地区提出新能源公交车长期规划，且海外经济发展状况差异较大，整体看海外政策扶持力度相对要小。
	渗透率变动	国内大中型客车新能源渗透率从不足 10%提升至 60%左右（其中大中型公交客车新能源渗透率从不足 20%提至近 100%）	海外大中型新能源客车渗透率不足 10%
	行业空间	2014-2017 年国内大中客销量约 15-20 万辆	2022 年海外大中客销量约 20 万辆；
	市值变动	2014 年中旬-2015 年中旬：约 200 亿→约 500 亿元 2015 年下旬-2017 年底：最高接近 600 亿元	2023 年初-2023 年 5 月：不足 200 亿→300 亿元左右
	利润变动	2013 年净利润约 18 亿元，2016 年净利润约 40 亿元	2022 年净利润 7.6 亿元

资料来源：公司公告，中客网，郑州交通运输局，wind，OICA，国信证券经济研究所整理 注：渗透率数据为粗略估计数据，仅供参考

宇通具较高分红历史表现，2022 年拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元。宇通客车具分红率较高的特点，每股股利近几年维持在 0.5/1 元左右，公司 2021 年年度分红方案为“每 10 股派发现金股利 5 元（含税）”，已于 22 年 5 月 25 日执行，分红共计分配股利 11.07 亿元，占合并报表中归母净利润 180.35%；2022 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元，截至 2022 年 12 月 31 日，公司总股本 22.14 亿股，以此计算合计拟派发现金红利 22.14 亿元（含税）（截至 2023 年 5 月 8 号市值 308 亿元），22 年度现金分红合计占合并报表归母净利润 291.6%。

表2：公司历年分红情况梳理

年度	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	股利支付率(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2022-12-31	75,914.27	—	—	1.0	13.32
2021-12-31	61,378.53	110,696.96	180.35	0.50	4.54
2020-12-31	51,599.03	113,146.56	219.28	0.50	2.96
2019-12-31	194,021.38	221,393.92	114.11	1.00	7.02
2018-12-31	230,149.44	110,696.96	48.10	0.50	4.22
2017-12-31	312,919.39	110,696.96	35.38	0.50	2.08
2016-12-31	404,374.56	221,393.92	54.75	1.00	5.10
2015-12-31	353,521.59	332,090.88	93.94	1.50	6.67
2014-12-31	261,262.19	147,733.23	56.55	1.00	4.48
2013-12-31	182,257.52	63,685.49	34.94	0.50	2.85
2012-12-31	154,972.15	49,370.06	31.86	0.70	2.78
2011-12-31	118,140.53	20,209.82	17.11	0.30	1.27
2010-12-31	85,966.44	15,596.75	18.14	0.30	1.43
2009-12-31	56,348.51	51,989.17	92.26	1.00	5.00
2008-12-31	53,104.29	31,193.50	58.74	0.60	6.67
2007-12-31	37,696.41	27,994.17	74.26	0.70	2.03
2006-12-31	22,631.85	19,995.84	88.35	0.50	3.80
2005-12-31	18,567.80	26,661.11	143.59	1.00	13.79
2004-12-31	14,368.36	10,254.27	71.37	0.50	5.27
2003-12-31	12,825.46	5,468.95	42.64	0.40	2.93
2002-12-31	10,405.80	—	—	—	—
2001-12-31	9,842.51	8,203.42	83.35	0.60	4.35
2000-12-31	8,707.16	8,203.42	94.21	0.60	3.55
1999-12-31	7,069.06	—	—	—	—
1998-12-31	5,901.84	5,691.09	96.43	0.50	3.62
1997-12-31	4,263.27	4,380.00	102.74	0.60	2.42

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理 注：1、股息率为每股股利/每年年底的收盘价；2、2022 年每股股利为公司公告派息方案，截至 23 年 5 月 8 日尚未完成分红。

海外市场：客车出口空间广阔，新能源化有望开启海外新一轮景气周期

海外：全球具超 1.5 倍潜在提升空间，新能源需求有望持续放量

- **整体客车市场：**我们对主流出口客车类型（大中型客车）的海外市场空间进行估计，疫情前全球大中型客车年产量在 28 万辆左右，全球大中客保有量约 291 万辆，以中国为基准测算的全球潜在大中客市场容量约 810 万辆，**全球大中客市场保有量增长空间 179%**；预估 2023 年中国客车出口占海外市场比重有望达 10% 左右。细分市场看，当前中国客车主要出口的几大区域——非洲、南美、亚太、南美、欧洲（主要是新能源）等，我们测算以上区域客车保有量相对于中国仍有较大增长空间。
- **新能源客车方面：**我们粗略预估 2022 年海外新能源客车销量约为 1 万辆左右，22 年整体海外大中客销量约 20 万辆，即预估海外客车新能源渗透率不足 10%；分区域看，欧洲新能源客车渗透率相对较高（2022 年大中型新能源公交车销量超 4000 辆，对应渗透率约 10%-20%），拉丁美洲新能源客车同样处于稳定增长过程中（2022 年预计新能源客车渗透率约不足 10%），叠加后续中东、东南亚等地区的持续放量，我们预计海外新能源客车需求有望持续上行。

（整体客车空间详细测算见下：由于不同国家客车行业分类标准不统一，海外市场普遍意义上的客车产销统计是针对大中型客车（Heavy Bus），考虑到宇通是大中型客车行业龙头，目前中国出口的客车类型也集中在大中型区间，这里我们主要估计海外的大中型客车市场空间）

疫情前，2019 年中国大中型客车产量约 14 万辆，2022 年中国大中客产量不到 9 万辆，基于客车 10 年使用寿命的假设，粗略推算中国大中客保有量约 145 万辆，考虑到中国客车市场基本接近饱和需求，而中国人口比重占全球人口约 18%，测算全球客车潜在市场容量约 810 万辆。根据中汽协及 OICA 数据，2022 年全球大中型客车产量 25 万辆，测算保有量约 291 万辆，距离行业天花板还有 179% 的提升空间。另外，我们统计了近年来全球大中型客车产量及中国客车出口量，并对 2023-2025 年产量进行预测，**2016-2019 年中国大中客出口数量增速均保持高于全球大中客产量增速，2020 受疫情影响整体我国出口下滑至 1.4 万辆（2019 年 2.3 万辆），但 2020-2022 年复合增速（=26%）依旧高于全球大中客产量增速（=7%），我们认为 2023-2025 年中国客车出口有望持续保持高于行业整体的增速。**

表3：全球大中客市场空间与中国出口占比估计

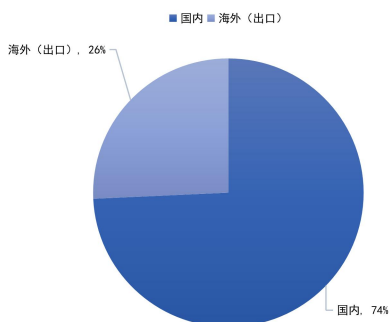
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023E	2024E	2025E
全球客车（大中型）产量（辆）	322985	337480	296061	280387	346220	219453	198576	253199	265859	281810	295901
同比增速	2.5%	4.5%	-12.3%	-5.3%	23.5%	-36.6%	-9.5%	27.5%	5.0%	6.0%	5.0%
中国客车（heavy bus）产量（辆）	163894	189171	178385	153117	140686	103355	94618	89008	105029	126035	147461
同比增速	1.0%	15.4%	-5.7%	-14.2%	-8.1%	-26.5%	-8.5%	-5.9%	18.0%	20.0%	17.0%
中国客车（大中型）全球市占率	50.7%	56.1%	60.3%	54.6%	40.6%	47.1%	47.6%	35.2%	39.5%	44.7%	49.8%
中国客车（大中型）出口数量（辆）	20545	18571	20666	19860	22711	13605	17450	21655	25986	31963	37716
同比增速		9.6%	11.3%	-3.9%	14.4%	-40.1%	28.3%	24.1%	20.0%	23.0%	18.0%
中国（大中型）出口在全球客车（大中型）产量中占比	5.3%	5.5%	7.0%	7.1%	6.6%	6.2%	8.8%	8.6%	9.8%	11.3%	12.7%

资料来源：中国汽车工业协会，OICA，公司公告，中客网，国信证券经济研究所预测

行业整体出口稳健，新能源出口稳步增长。内产内销自 2017 年起进入下行周期；根据中国客车信息统计网的数据，2015-2022 年，虽有疫情扰动海外需求，国内

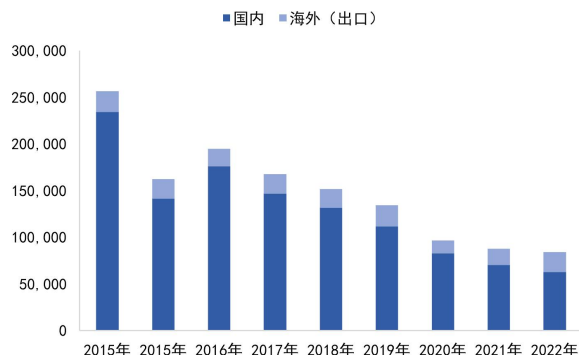
大中型客车出口销量占比呈现提升态势，从 2015 年的 2.1 万辆增长到 2022 年的 2.2 万辆，年均复合增长率为 1%（主要中间受疫情影响）。从整体客车来看（大中轻），22 年我国新能源客车出口销量 7565 辆（其中纯电动出口 6797 辆，同比+155%，插电式混动出口 768 辆，同比+95%），高于各客车细分市场出口的增幅，纯电动客车出口涨幅最高，成为 2022 年客车出口市场亮点。

图4：2022 年大中客国内与出口销量占比



资料来源：中国客车信息统计网，国信证券经济研究所整理

图5：2015-2022 年大中客国内与海外销量变化



资料来源：中国客车信息统计网，国信证券经济研究所整理

表4：2022 年我国客车（大中轻）出口国 top10 排行及新能源出口情况（辆）

排名	出口国	2022 年出口数量（辆）	2021 年出口数量（辆）	同比增长%	市场占比
1	秘鲁	5294	3847	37.6%	11.0%
2	埃及	5064	7074	-28.4%	10.5%
3	智利	3065	1395	119.7%	6.4%
4	越南	3029	895	238.4%	6.3%
5	厄瓜多尔	2426	1368	77.3%	5.0%
6	玻利维亚	2370	2279	4.0%	4.9%
7	俄罗斯	2105	673	212.8%	4.4%
8	菲律宾	1796	2138	-16.0%	3.7%
9	墨西哥	1640	382	329.3%	3.4%
10	泰国	1529	119	1184.9%	3.2%
	合计	28318	20170	40.4%	58.8%
	CR10 比例	58.8%	55.2%	3.6pct	-
	行业	48197	36538	31.9%	100.0%
其中	纯电动	6797	2662	155.3%	14.1%
	插电式混动	768	394	94.9%	1.6%

资料来源：客车总站网，海关总署，国信证券经济研究所整理

当前中国客车主要出口地区是南美（厄瓜多尔、委内瑞拉、玻利维亚）、亚洲（越南、缅甸等）、非洲（苏丹等）、拉丁美洲（新能源客车较多；哥伦比亚、墨西哥、智利）以及欧洲地区（主要是新能源客车），我们针对细分出口市场分别进行海外出口容量测算得到：非洲市场具备最大增长潜力，每万人客车拥有量为 0.22 辆/万人，远低于中国市场的 10.25 辆/万人；南美洲每万人客车拥有量为 6.40 辆/万人，相较中国的成熟市场具备 60% 的增长空间；亚太地区（除中国）每万人客车拥有量为 2.63 辆/万人，与中国相比仍有 290% 的增长空间，未来亚洲主要的增量驱动来自南亚、东南亚以及中东等周边发展中国家。

表5：世界主要地区大中型客车市场空间测算

Heavy Bus	非洲	俄罗斯	南美	亚太（除中国）	欧洲（除俄罗斯）	中国
2010年产量（辆）	10,693	13,283	42,859	85,700	45,693	161,697
2011年产量（辆）	7,060	14,596	52,687	80,080	30,937	164,339
2012年产量（辆）	5,261	24,275	39,506	83,121	29,079	169,093
2013年产量（辆）	3,865	23,107	43,606	70,711	30,248	173,148
2014年产量（辆）	1,460	10,327	35,201	75,585	28,194	162,292
2015年产量（辆）	1,226	8,354	21,763	93,034	34,714	163,894
2016年产量（辆）	1,276	12,153	18,705	88,785	27,504	189,171
2017年产量（辆）	1,131	12,764	20,670	75,170	28,138	178,385
2018年产量（辆）	1,178	13,156	28,536	55,060	24,051	153,117
2019年产量（辆）	996	13,495	27,671	58,246	30,455	140,341
2020年产量（辆）	739	13,462	18,405	55,392	26,454	103,355
2021年产量（辆）	685	13,985	18,881	45,616	21,737	94,618
2022年产量（辆）	745	12,027	31,777	88,649	26,056	89,008
2023年保有量（辆）（前十年产量之和）	13,301	132,830	265,215	706,248	277,551	1,447,329
21年人口数量（万人）	59955	14345	41428	268964	72332	141236
大中客每万人拥有量（辆/万人）	0.22	9.26	6.40	2.63	3.84	10.25
大中客市场容量测算（以中国市场为基准估算，万辆）	614,398	147,001	424,541	2,756,230	741,232	1,447,329
大中客保有量增长空间测算（以中国为基准）	4519%	11%	60%	290%	167%	0%

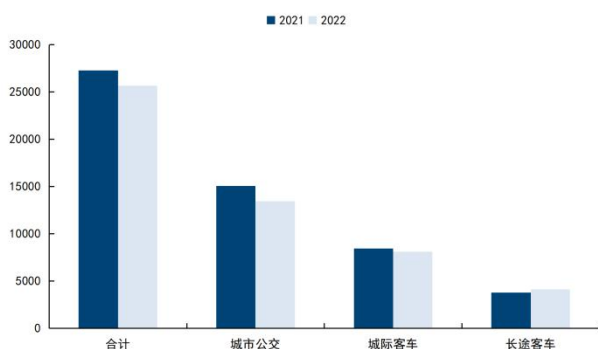
资料来源：OICA，世界银行，各国统计局，中客网，国信证券经济研究所整理

从长期来看，全球客车市场总体增长潜力巨大（+179%），预计随着一带一路政策拉动需求恢复、欧美发达国家客车电动化转型，再叠加目前我国客车企业出口主要集中于非拉等欠发达地区，仍有较多的空白市场尚未开拓，海外市场增长可期。

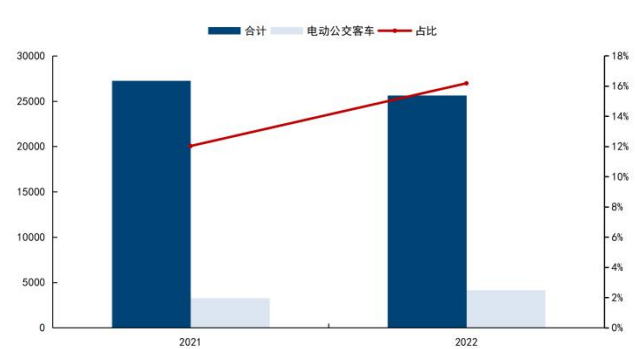
海外部分客车市场行业现状、空间、格局梳理

——欧洲：22年电动公交客车销量超4000辆，新能源化领跑全球

欧洲环保法规驱动客车新能源渗透上行。2015年欧洲政策性法规（欧盟决定）要求2025年之前现存80%公交车都需要换成清洁能源客车（CNG、混动、纯电、燃料电池等），较多欧盟成员国陆续制定把柴油运营车辆更换为新能源汽车的实施办法，如法国STIF（巴黎交通委员会）目标将巴黎区现有的9000多辆公交车在未来数年内全部换成纯电动和天然气新车。据Chatrou CME Solutions数据，2022年欧洲地区（包括英国、挪威和瑞士等）新能源客车（GVW>8t）注册量约为2.6万辆（2021年2.7万辆），其中城市巴士2022年注册1.3万辆，同比-10.8%。

图6：2022与2021年欧洲地区客车销售数据（辆）


资料来源：CHATROU CME Solutions，国信证券经济研究所整理

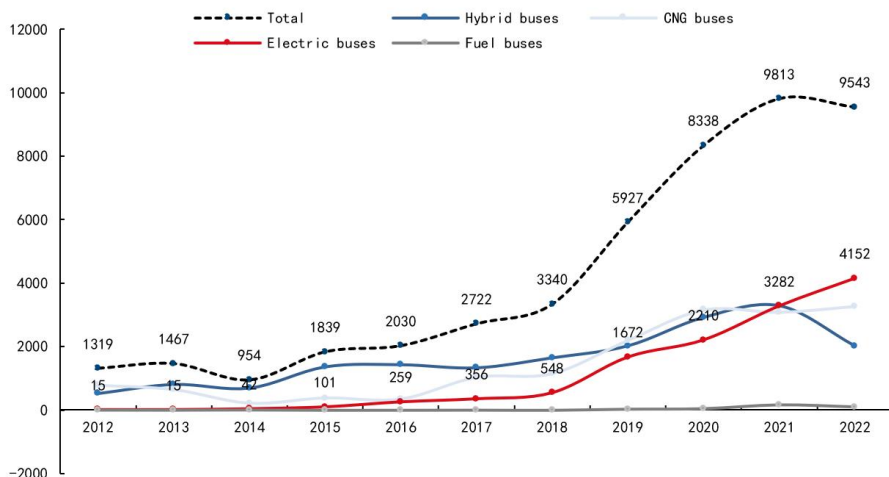
图7：欧洲整体与电动公交车销量（辆）及占比（%）


资料来源：CHATROU CME Solutions，国信证券经济研究所整理

分类型来看，欧洲整体地区22年电动公交客车销量同比+26%，城市公交客车电

电动化渗透率约 30%。据 Chatrou CME Solutions 数据，欧洲主要地区（31 国）替代燃油型巴士 2022 年销量为 9543 辆，其中新注册纯电动公交客车 4152 辆 BEV（同比+26%），FCEV 为 99 辆。从渗透率来看，2022 年欧洲整体地区公交车市场中，电动车占注册量约 30%（21 年约 22%），渗透率持续上行。

图 8：欧洲替代燃油的巴士销量及分类（辆）



资料来源：CHATROU CME Solutions，国信证券经济研究所整理 注：所示车型数量为重量超过 8 吨；31 国家主要包括欧盟 27 国以及英国、冰岛、挪威和瑞士；

分国家来看，英国、法国、德国、丹麦等国公交客车新能源化领先，占据电动城市公交超 50% 份额。2022 年英国电动城市巴士销量为 685 辆，份额为 16.5%，2012-2022 年上牌量为 1835 辆，需求方面，据数据，欧洲公交客车（GVW≥8t）2022 年销量为 1.34 万辆，2021 年为 1.51 万辆，我们假设 2023 年欧洲城市公交客车销量与 2021 年持平，而电动化渗透率提升至 40%，则欧洲 2023 年电动公交客车的需求有望达约 6000 辆，同比+45.5%。

表 6：欧洲各国电动城市公交上牌量（辆）及渗透率情况（%）

country	国家	2022 年			2012-2022 年累计	
		公共汽车用户渗透率	电动城市公交客车上牌量	份额	电动城市公交客车上牌量	份额
United Kingdom	英国	11.0	685	16.5%	1835	14.5%
Germany	德国	9.3	581	14.0%	1809	14.3%
France	法国	6.5	549	13.2%	1562	12.3%
Denmark	丹麦	9.8	381	9.2%	680	5.4%
Finland	芬兰	22.7	279	6.7%	589	4.7%
Sweden	瑞典	16.8	256	6.2%	886	7.0%
Norway	挪威	14.7	216	5.2%	685	5.4%
Romania	罗马尼亚	7.7	161	3.9%	309	2.4%
Poland	波兰	12.9	149	3.6%	757	6.0%
Luxemburg	卢森堡	-	138	3.3%	299	2.4%
Spain	西班牙	17.2	136	3.3%	453	3.6%
Italy	意大利	8.9	121	2.9%	506	4.0%
Bulgaria	保加利亚	9.3	109	2.6%	221	1.7%
Netherlands	荷兰	6.1	95	2.3%	1414	11.2%
Switzerland	瑞士	16.0	81	2.0%	139	1.1%
Portugal	葡萄牙	10.2	52	1.3%	125	1.0%
Hungary	匈牙利	12.3	44	1.1%	112	0.9%
Belgium	比利时	5.2	42	1.0%	150	1.2%
Czech Republic	捷克	9.6	26	0.6%	-	-
Others	其他	-	51	1.2%	124	1.0%
Total	合计	-	4152	100.0%	12655	100.0%

资料来源：CHATROU CME Solutions, Statistics, 各国政府官网, 国信证券经济研究所整理；注：车型为重量超过 8 吨；

作为世界客车工业的发源地，在欧洲公共交通绿色变革过程中，中国客车正起到越来越重要的推动作用。从竞争格局来看：

1) **宇通客车** 2022 年以 479 辆注册量排名第一（同比+58%），2022 年其欧洲电动巴士市占率为 11.5%，同比+2.3pct，宇通作为中国大中客车龙头，自 2018 年进入欧洲市场，依托其在产品、服务、解决方案和技术方面的积累，已累计出口客车超 2200 辆，覆盖波兰、丹麦、英国、法国、芬兰、挪威、英国、意大利、西班牙、葡萄牙、荷兰、保加利亚、冰岛等多个欧洲国家。

2) **BYD-ADL** 排名第二，2022 年注册量 465 辆（同比+24%），其与英国当地最大的客车公司 ADL 合作（2015 年开始），比亚迪提供底盘、三电技术支持，ADL 根据当地市场需求专门定制外饰、结构和车型等，并且给予渠道资源的协助，双方目前已生产电动大巴超 1000 辆，在英国市占率 50%-70%。

3) **奔驰** 以 2022 年实现 405 辆注册量（同比+21%），2022 年欧洲市占率为 9.8%。

4) **依维柯客车** 2022 年实现注册 347 辆，同比+26%，2022 年欧洲市占率为 8.4%。

5) **VDL** 经过几年的调整，2022 年注册量达 344 台，同比+93%。

表 7：欧洲电动公交市场销量（辆）及格局（%）

	国家	2020 年	2021 年	2022 年	22 同比	21 份额	22 份额	22 份额同比
Yutong	中国	164	303	479	58%	9.2	11.5	+2.3
BYD-ADL	中国-英国	190	375	465	24%	11.4	11.2	-0.2
Morcodes	德国	99	333	405	21%	10.1	9.8	-0.3
Iveco Bus	法国	114	274	347	26%	8.3	8.4	+0.1
VDL	荷兰	127	178	344	93%	5.4	8.3	+2.9
Solaris	波兰	416	390	342	-12%	11.9	8.2	-3.7
BYD	中国	424	257	322	25%	7.8	7.8	0
Volvo Buses	瑞典	217	211	232	10%	6.4	5.5	-0.9
MAN	德国	25	134	230	71%	4.1	5.5	+1.4
Karsan	土耳其	23	36	135	275%	1.1	3.3	+2.2
Golden Dragon	中国	-	53	133	150%	1.6	3.2	+1.6

资料来源：CHATROU CME Solutions, Sustainable BUS, 国信证券经济研究所整理

——拉美：电动公交车在营数量持续增长

拉丁美洲当下具有 4133 辆电动巴士在运营，占比总体公交客车 4.7%。据 E-bus radar 数据显示，截止到 2023 年 2 月，拉丁美洲共有 4133 辆电动公交车在运营，相较于 2022 年+11%（2022 年为 3716 辆，2021 年为 2480 辆）。在拉丁美洲，电动巴士运营的模式较其他地区有所差异：车队供应商提供资金并持有、维护设备，根据合同向运营商或市政府提供电动车队，实现所有权和经营权的“解绑”，从而提升效率。从不同视角来看：

- **分国家来看：第一梯队：**（1）智利在运营数量为 1223 辆，占比（整体公交量）12.8%，其城市中圣地亚哥在运数量为 1180 辆，占比 15.9%；（2）哥伦比亚在运营数量为 1589 辆，占比为 11.4%，其城市中波哥大在运数量为 1485 辆，占比为 16.5%，此类国家&城市电动化的发展主要得益于政府的支持以及海外车辆的引进；**第二梯队：**（3）巴西在运量为 376 辆，占比为 1.9%；（4）墨西哥为 606 辆，占比为 3.5%。据 TUMI E-Bus Mission，部分巴西、墨西哥的重点城市已经为电动公交车的部署设定短期和长期目标，比如巴西的圣保罗规划 24 年实现至少 2600 辆电动巴士在运数量，到 38 年实现全面电动化。

(注：以上占比数据为在运营电动巴士占总体在运营数量比重，但考虑到平台统计可能有偏差，因此数据仅供参考)

图9：巴西、墨西哥、哥伦比亚电动客车短期规划



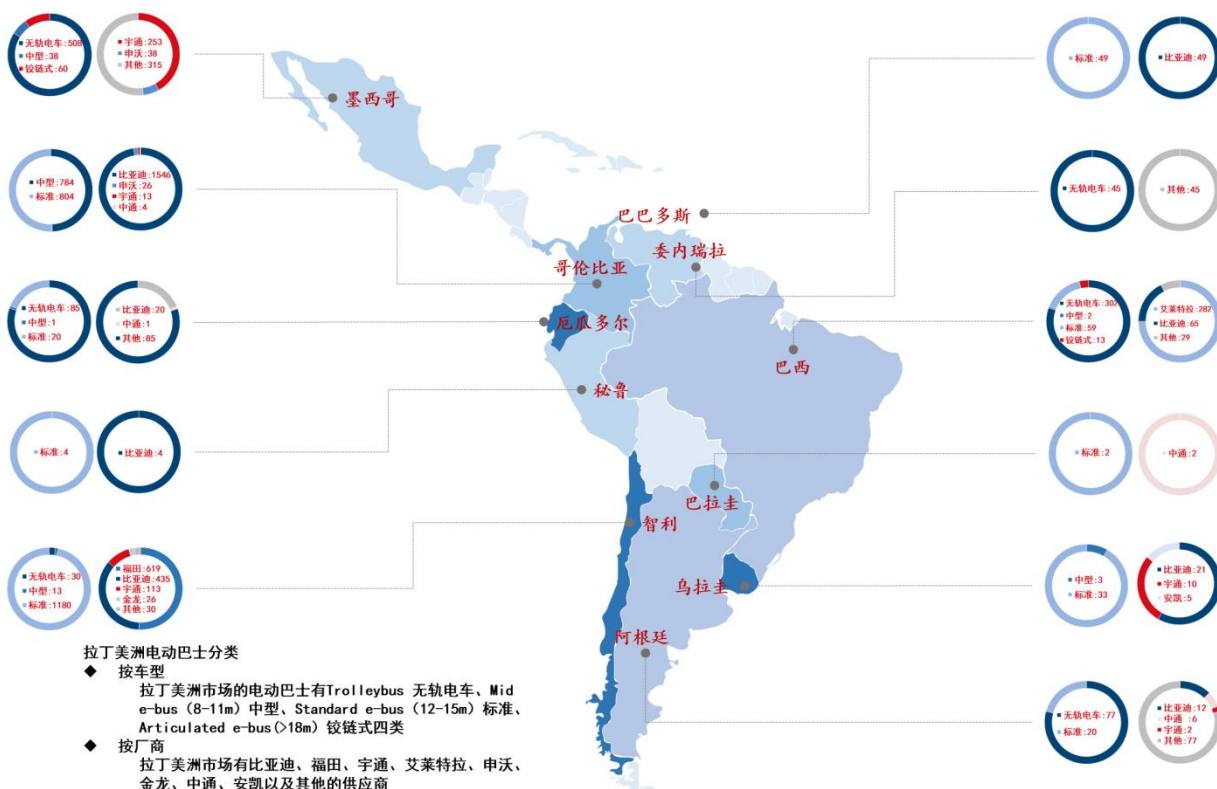
资料来源：TUMI E-Bus Mission, 国信证券经济研究所整理；

图10：巴西、墨西哥、哥伦比亚电动客车长期规划



资料来源：TUMI E-Bus Mission, 国信证券经济研究所整理

图11：拉丁美洲在运营电动公交客车现状及格局（辆）



资料来源：E-bus Radar, 公司官网, 国信证券经济研究所整理 注：1) 数据更新至 2023 年 2 月；2) 数据为不完全统计，可能有所偏差，仅供参考；

- 分竞争格局来看：拉丁美洲整体电动巴士的格局相对分散，主流整车厂往往在某一个国家具有较为领先的占有者：1) 比亚迪目前在哥伦比亚有超 1500 辆电动客车在运（截至 22 年初，比亚迪在哥伦比亚获得超过 1550 辆纯电动

巴士订单），在智利有超 400 辆在运，处领先地位；2）宇通客车：宇通积极与当地开展全方位、多维度的战略合作，积极探索车辆运营新模式。18 年宇通获智利 100 辆电动客车供应合同，22 年 9 月墨西哥首都墨西哥城首条高架快速公交线路正式投入试运行，由宇通客车提供无轨电车，截至 22 年 10 月，墨西哥城电动运输服务公司共拥有宇通新能源车辆 301 辆，每年可为墨西哥城约 1.02 亿人次提供出行服务；3）福田汽车：福田 19 年收到智利 215 辆电动客车订单，21 年收到 138 辆订单，22 年 5 月签署价值 16 亿元合同，为圣地亚哥公共交通系统提供 1022 辆电动巴士，目前整体在运车辆超 600 台。

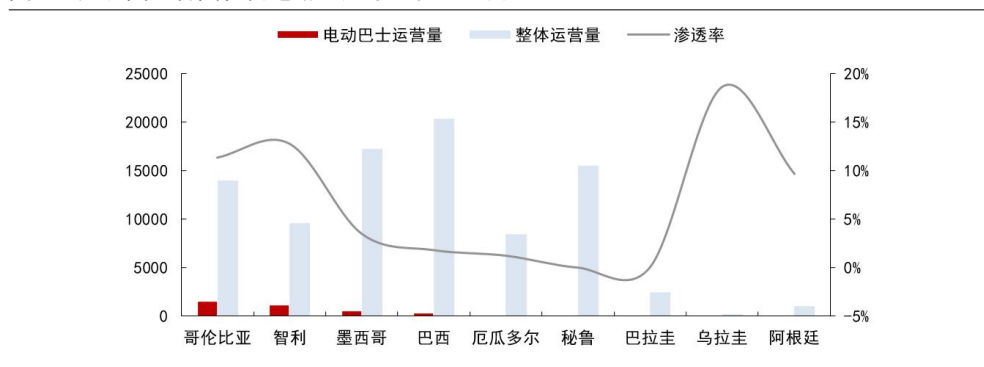
表8：拉丁美洲主要玩家信息梳理

	金龙客车	比亚迪	宇通客车	中通客车	福田汽车
在运总数（辆）	26	2152	391	13	619
主要阵地	智利	哥伦比亚、智利	墨西哥、智利	阿根廷	智利
图示					
哥伦比亚	-	1546	13	4	-
智利	26	435	113	-	619
墨西哥	-	-	253	-	-
巴西	-	65	-	-	-
巴巴多斯	-	49	-	-	-
委内瑞拉	-	-	-	-	-
厄瓜多尔	-	20	-	1	-
秘鲁	-	4	-	-	-
巴拉圭	-	-	-	2	-
乌拉圭	-	21	10	-	-
阿根廷	-	12	2	6	-

资料来源：各公司官网，E-Bus Radar，国信证券经济研究所整理 注：1）数据更新至 2023 年 2 月；2）数据为不完全统计，可能有所偏差，仅供参考；

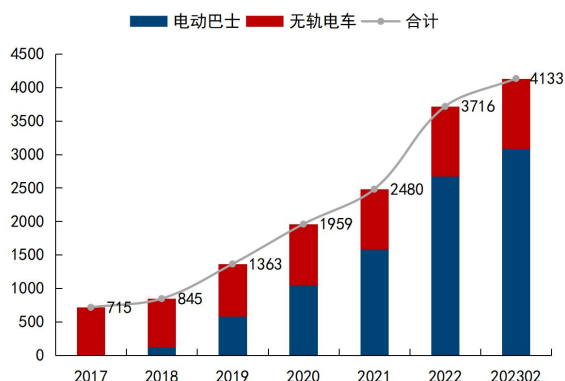
- 从销售结构来看，2022 年整体拉美市场的在运营电动客车的总量为 3716 辆，截至 2023 年 2 月，拉丁美洲共有辆电 4133 辆动公交车在运营，相较于 2022 年底+11%，其中电动巴士为 3086 辆，无轨电车为 1047 辆；从增量角度来看，2022 年相对于 2021 年的增量为 1236 辆（2021 年的增量为 521 辆），其中普通型电动车 1089 辆，无轨电车 147 辆，若考虑到替换需求，我们粗略估算拉丁美洲新能源公交客车 22 年销量约为 1500-2000 辆左右，未来随各国政府对电动公交车的持续采购，拉丁美洲对电动公交车的需求有望持续上行。

图 12：拉丁美洲各国在营电动公交车（辆）及占比（%）



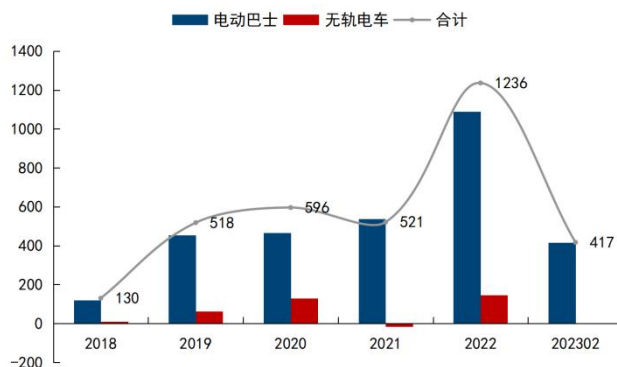
资料来源：E-Bus Radar，国信证券经济研究所整理

图13：拉丁美洲在营电动公交车数量（辆）



资料来源：E-Bus Radar，国信证券经济研究所整理

图14：拉丁美洲在营电动公交车每年增量（辆）



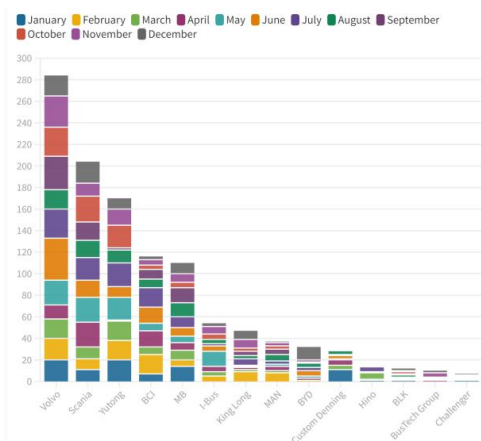
资料来源：E-Bus Radar，国信证券经济研究所整理

——澳洲：新能源渗透率相对较低

根据 Australia Bus&Coach 数据，2022 年澳大利亚公交客车和长途客车共交付 1132 辆，整体保有量约 10 万台，新能源渗透率相对较低，随政府对新能源客车相关支持举措的逐步落地，新能源客车需求有望增长。

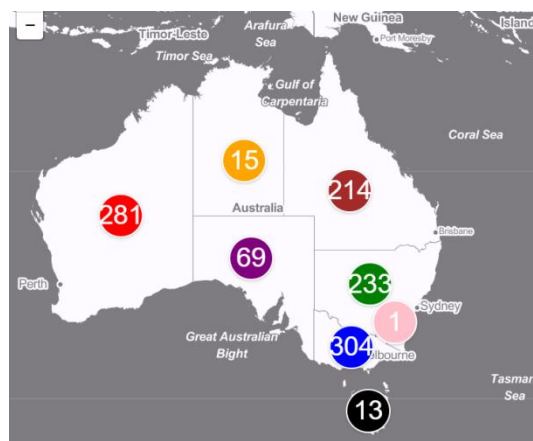
- 从供应商格局来看，以底盘交付数据来衡量，2022 年沃尔沃全年交付量为 284 台，第二名是斯堪尼亚，交付 204 辆，宇通客车以 2022 年的 170 辆交付量位居前三；从地区分布来看，维多利亚州 2022 年创下 304 次交付记录；西澳大利亚州为 281 辆，新南威尔士州为 233 辆，昆士兰州为 214 辆。
- 电动化的角度来看，澳大利亚公交客车和长途客车整体上电动化渗透率较低，数据显示在澳大利亚整体客车保有量 10 万辆中，电动化车型数目约 200 台，渗透率 0.2%。目前多个州正在加快新能源客车的采购：新南威尔士州近期订购 101 辆电动公交车，维多利亚州也有 41 辆电动公交车上路，昆士兰州承诺今年有 18 辆投入运营，预计随政府的采购目标的推进，澳大利亚公交客车电动化进程有望不断提速。

图15：澳大利亚不同厂商客车底盘交付数据（台）



资料来源：Australia Bus&Coach，国信证券经济研究所整理；

图16：澳大利亚各大洲客车交付分布（辆）



资料来源：Australia Bus&Coach，国信证券经济研究所整理

宇通客车出口：以技术及产品突破市场，全产业链布局打造出口优势

宇通独创“古巴模式”，累计出口客车超 87000 辆

近年来，宇通正在从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”进行转型。宇通独创中国制造出口的“古巴模式”，成为中国汽车工业由产品输出走向技术输出的典范：

古巴模式下开启海外扩张。宇通的海外扩张是从古巴开启的。古巴作为经济上长期陷于半封锁状态的国家。直至上世纪 80 年代末 90 年代初，其全国公交重任，仅靠 1000 多辆由苏联重型卡车改装而来的“骆驼巴士”担负。2004 年底，古巴决定投资十几亿美元改善国内交通状况，解决运输能力不足和城市交通紧张问题。在考察了巴西、韩国、欧洲等国的客车企业后，古巴将目标锁定在宇通客车。宇通之所以进入古巴交通部门视野并非偶然。为进入古巴市场，宇通主动乘风海外，做了大量的调查和针对性的研发，力求产品符合目标市场的路况、法规、运行环境等需求。古巴天气湿热，对于车辆防腐的技术要求很高。宇通为此抽调一大批优秀技术人员，多次赴古巴考察并与客户联合攻关，对已销售到古巴市场的产品进行针对性技术改进。同时宇通掌握了世界上技术最先进的涂装技术，这对于保证车辆在古巴高温、高湿、高盐的海洋性气候下的安全使用，起到了关键作用。

2005 年 4 月和 9 月，宇通先后向古巴出口 400 和 630 辆客车。随后签下 1000 辆出口伊朗订单，全年累计出口额超 1 亿美元，数量和金额上刷新国内客车出口纪录。后续在古巴、伊朗先后建立全散件组装(CKD)工厂，成为第一个出口 CKD 散件的客车企业。借鉴国际汽车巨头常用的“以技术换市场”模式，宇通成功出海。

古巴模式的成功关键在于构建良好的售后渠道和网络。随着出口订单的逐渐增加，宇通客车创新了海外营销模式，将做订单变为做市场。简而言之就是针对不同客户、不同市场的需求，给予相应的产品、配件、服务以及全面的保障，通过非核心业务满意度拉动核心业务增长。在拓展古巴市场时，宇通不仅派出技术人员常驻古巴，且投资 80 万美元建了一个质保配件库，建设了 2 个大型维修中心和 14 个服务站，并配备流动服务车，随时为故障车辆进行检修服务。

图 17：宇通客车为古巴提供支持和帮助



资料来源：公司官网，公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理；

图 18：“古巴模式”简单总结



资料来源：公司官网，上海国际经济技术合作协会，国信证券经济研究所整理

目前古巴市场宇通客车保有量超过 10000 辆，车型覆盖城市公交车、长途客运车、劳工车、学校用车、旅游车等多个领域，占古巴进口市场的 90%以上。在后续市场开拓中，宇通坚持“以我为主、一国一策”的市场策略，进而带动周边市场。

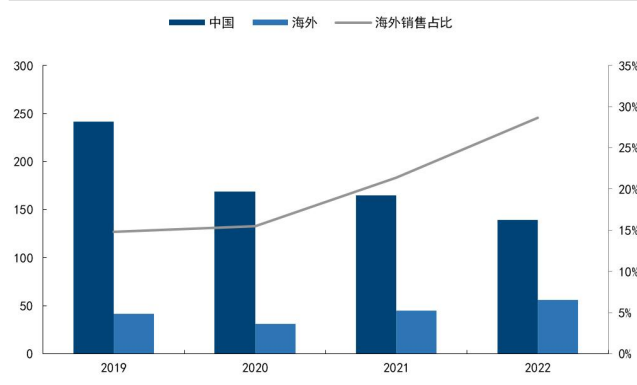
2022 年海外业务持续拓展，技术+服务出口模式进展顺利。2022 年宇通海外出口销量共计 5683 台，同比+15%，车辆发往法国、英国、以色列、委内瑞拉、古巴、沙特阿拉伯、卡塔尔、墨西哥、智利、新加坡、澳大利亚等国，**占全国大中客行业出口量约 26%**。截至 2022 年末，宇通已累计出口客车超 87000 辆，新能源客车在中东、拉美、东南亚、欧洲等 20 多个国家或地区形成批量销售，摘得 2022 年度欧洲纯电动客车的销量冠军，**更覆盖“一带一路”沿线 115 个国家，在卡塔尔、沙特、乌兹别克斯坦、波兰等多个国家成为唯一的新能源客车供应商或最大的新能源客车供应商。**公司从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”奋力转型。2022 年在卢赛尔见证全球最大电动车场站落成，并获得管理维修服务工作授权，通过国际化运维团队入驻，负责电动车辆的 PDI 检查、日常维护保养、故障诊断、技术指导、远程支持等车辆全生命周期管理。并在哈萨克斯坦、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，实现由产品输出走向“技术输出”创新业务模式。

图 19：沙特奔跑的宇通新能源客车



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 20：宇通客车海外销售业务占比提升（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

欧洲纯电客车销量第一。根据欧洲 Chatrou CME Solutions 数据，截止到 2022 年底，宇通欧洲纯电客车销量达 479 辆，同比+58%，市场占有率从 2021 年的 9.2% 跃升至 2022 年的 11.5%。在工业起步较早的欧洲市场，中国客车企业较难破局，宇通海外团队率先从公交领域入手，制定从北欧向西欧、南欧、中欧、中东等地区拓展的整体规划，将目光锁定在冰岛、丹麦、挪威、芬兰等环保意识、经济实力强、低碳需求旺盛的国家。正确策略+优质产品+完备服务助力宇通实现欧洲市场持续突破，较多国家首次大规模引入纯电动客车便选择了宇通。2017 年，宇通客车向法国客户交付 40 辆纯电动城间客车，成为当地最大的纯电城间车供应商；2019 年 7 月宇通再次向法国客户交付 10 辆 Ice12 纯电动城间车型，打造欧洲首条纯电动城间客车运营线路。欧洲市场，宇通新能源客车已累计出口超 2200 台，覆盖波兰、丹麦、法国、芬兰、挪威、英国、意大利、西班牙、葡萄牙、荷兰、保加利亚、冰岛、立陶宛、卢森堡等十几个国家。

表9：宇通客车近期出海交付情况梳理

时间	国家	数目	事件	成就
2023年4月	哈萨克斯坦	150	哈萨克斯坦 150 辆大单首批客车抵上，产品服务当地客运、公交、校车、医疗、旅游、团体等各细分市场，是达该国卡拉干达州，在 QazTehna 工厂下线后将投入该国公共系统使用。	宇通在哈萨克斯坦已累计销售超 4300 辆大中型客车，占中国整体出口量 50% 以上，产品服务于当地客运、公交、校车、医疗、旅游、团体等各细分市场，是当地大中型客车市场保有量最多的中国客车品牌。宇通客车与哈萨克斯坦合作伙伴共同筹建 QazTehna 工厂，可生产 1200 辆宇通客车和 500 辆工程机械，并可独立完成底盘、焊装、涂装、承装、检测等全套工序，实现客车、矿用车和环卫车辆的组装生产，相当于一条完整的生产线。
2023年3月	乌兹别克斯坦	800	此次订单共 800 辆，包括宇通新能源客车宇威 E12（ZK6126BEVG）300 辆，CNG 天然气车（ZK6116HG、ZK6126HG）500 辆，创下中国对乌兹别克斯坦客车出口新纪录。	乌兹别克斯坦首都塔什干高温、干燥、多尘，对新能源车辆要求极高。宇通基于核心“三电”技术，提供定制化的产品解决方案。其中动力电池采用独立液冷系统、电池舱体防撞设计、电池氮气保护系统等安全技术，并配备电机泥沙防护结构、电机抗凝露结构等降低故障，同时以强劲的大功率空调保证制冷效果。
2023年2月	沙特阿拉伯	550	斩获沙特阿拉伯 550 辆客车订单，其中 300 辆宇通中高端公路客车 C13 PRO（ZK6138H）已陆续交付沙特花园城市-利雅得，剩余 250 辆将于 4、5 月份陆续交付。	宇通 2006 年进入沙特市场，多年来坚持走“高端化”、“国际化”的产品路线，通过高端车型树立品牌价值和品牌壁垒，为沙特特殊的气候环境提供更符合运营场景的服务和产品。还设立 15 人的直服团队，实施一站式保姆服务，为客户的高效运营保驾护航。本次交付沙特的宇通中高端公路客车根据当地炎热干燥的气候和车辆运营里程长，强度大，山区运营等特点量身打造。配置 42000KCAL 空调，并创新性使用 AMT 变速箱，匹配大马力发动机、小速比变速箱，同时加大行李舱空间，首次实现 600L 油箱布置在前轮前而不占用大行李舱空间的技术变革，同时运用宇通独有的二代热管理技术，提高整车舒适性和运营经济性。
2022年9月	埃塞俄比亚	110	宇通 110 台公交车批量交付仪式在埃塞俄比亚首都亚的斯亚贝巴市的梅斯克广场盛大举行。	2009 年首次进入埃塞俄比亚市场，宇通除了为埃塞俄比亚提供优质的产品和服务之外，随着埃塞俄比亚经济的快速发展，宇通客车还根据政府规划提前为 BRT 和纯电动客车的发展做了准备，并计划为当地汽车工业水平提升，提供大量的技术和人才培训支持，以满足埃塞俄比亚日益增长的公共交通发展、车队智能管理等需求。
2022年8月	卡塔尔	60	卡塔尔下单 60 辆宇通 E7S，以完成赛前的城市公共交通升级	2020 年 11 月 30 日，宇通客车凭借领先的新能源技术和产品与卡塔尔国家运输公司通过线上云签约 1002 台，20 年 12 月，741 台赛事服务用车正式出口，卡塔尔全球顶级足球赛事现场 888 辆宇通纯电动客车亮相，收获世界球迷的赞誉。世界客车博览会（Busworld）学术委员会主席 JAN RICHARD K DEMAN 高度评价了宇通纯电动客车在赛事上的突出表现，并代表 Busworld 表彰宇通客车为“新能源绿色先锋”。另外宇通与卡塔尔方面签署框架协议，拟在卡塔尔自由区建立 KD 工厂。
2022年7月	智利	-	宇通 YESS 技术及纯电动新车发布会在智利首都举行：宇通高端纯电动客车 T13E 在智利全球首发并实现交付，并携手智利政府、客户等合作伙伴共同成立零碳联盟（Team Zero）。	如今，宇通高端纯电动公路客车 T13E 再度“闪耀”智利，再次获得了智利交通运输局局长等试乘后的一致好评。2005 年进入智利，17 年来，宇通为智利提供了多批定制客车。2012 年，智利国家足球队选用宇通客车作为国家队的专用班车；2015 年智利 U17 世界青少年世界杯期间，宇通 ZK6136 承担了绝大部分的球员运输服务；2018 年宇通 100 台纯电动客车的出口再次刷新了海外新能源客车的订单记录，也标志着智利公共交通电动化的正式开始。
2022年5月	墨西哥	100	墨西哥城电动运输服务公司再次采购宇通 100 台 12 米双源无轨公交车，预计 2022 年 11 月正式投入运营，年载客量可达 3060 万人次。	2019 年，宇通墨西哥子公司就与墨西哥城电动运输服务公司就电动公共交通运输领域展开了密切合作；2019 年 3 月，墨西哥城电动运输服务公司采购了宇通 63 台 12 米双源无轨公交车，并于 2019 年 10 月份投入运营，年载客量达到 1960 万人次；多年来，双方持续保持战略合作关系；截至目前，墨西哥城电动运输服务公司共计拥有宇通新能源车辆 301 辆，宇通车辆占墨西哥城电动运输服务公司总运营车辆比例达到 66.8%；22 年 9 月，墨西哥首都墨西哥城首条高架快速公交线路正式投入试运行，线路使用的无轨电车均由宇通客车制造。

资料来源：公司官网，公司官网微信公众号，一带一路网，中客网，国信证券经济研究所整理

“一带一路”背景下，2023 年出口增长可期。展望 23 年，随全球经济恢复和出行需求的改善及各类大型赛事、展会如期举办，预计客车行业需求有望持续恢复性增长，同时随新能源客车认可度不断提高，在环保要求、国际形象提升及新能源技术不断进步、经济性不断提高等因素影响下，叠加“一带一路”持续催化（“一带一路”区域销量占比 68%），海外市场对新能源的需求也将持续快速提升。

表10：2022 年及近年我国一带一路区域客车出口数量及占比

	2018	2019	2020	2021	2022
一带一路出口数量（万辆）	3.677	4.16	2.763	2.516	3.269
同比增速（%）		13.1	-33.6	-8.9	29.9
客车出口总数量（万辆）	5.7	6.4	4.1	3.7	4.8
“一带一路”占比%	64.5	65.0	67.4	68.0	68.1

资料来源：客车总站网，国信证券经济研究所整理

竞争力分析：产品+技术+服务出口模式打造核心壁垒

中国新能源客车助力各国产业链低碳理念快速转型，为各国能源结构调整以及能源安全战略实施带来更多信心；实际运营中，性能与性价比兼备的宇通客车，持续改善客户盈利情况，更为终端运营带来“经济、社会、效益”统一。宇通 1) 瞄准全球客车价值链前沿，打造“新能源核心技术、定制化产品服务策略、新能源一揽子解决方案”，实现从产品提供商向全方位解决方案的服务商转变，跻身全球客车品牌前列；2) 市场端，宇通海外布局也逐步从亚洲、拉丁美洲、非洲等地区，向欧洲等客车工业发达地区延伸，聚焦并推动产业价值链迈向中高端。

——优势一：产品谱系高端化及多元化并举

宇通产品谱系全面，核心品类可满足 5 米至 18 米不同长度的需求，公司拥有 126 个产品系列的完整产品链，主要用于公路客运、旅游客运、公交客运、团体通勤、校车、景区车、机场摆渡车、客车专用车等各个细分市场。参照行业产品划分标准，客车产品按照长度分为轻型（5 米<长度≤7 米）、中型（7 米<长度≤10 米）、大型（10 米<长度），按照用途分为座位客车、公交客车、校车和其他车型。公司 2022 年销售大型客车 11,755 辆（占比 39%）、中型客车 11,978 辆（占比 40%）和轻型客车 6,465 辆（占比 21%）。大中型客车合计占公司总销量的 79%，是公司的主力产品。

表 11：2022/2021 年宇通产品销售结构

车型类别	2022 年销量	2022 销量占比	2021 年销量	2021 销量占比	销量同比
大型	11,755	39%	16,321	27%	-27.98%
中型	11,978	40%	17,146	28%	-30.14%
轻型	6,465	21%	8,361	14%	-22.68%
合计	30,198	100%	60,868	100%	-50.39%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司产品全方位布局。新能源公交方面，完成宇威造型 8-10 米纯电公交产品全面升级和 6 米、7 米全新造型微循环纯电公交快速上市，实现 6 米、7 米、8.5 米、12 米低入口适老化公交产品全面覆盖，并完成集成电驱桥产品落地，公交产品布局进一步优化；校车方面，完成 5.3 米、8.7 米、9.3 米校车的轻量化换代；房车方面，自行式房车完成高、中档和经济型产品的全面升级及布局，已覆盖旅居、越野、旅行三大类市场，拖挂式房车完成了 5-6m 上路版、6-11m 营地版产品的全面升级；海外产品方面，完成 6-7 米微循环、7.7 米公路、12 米公交等新产品开发上市，实现海外产品全系列新能源产品平台布局；传统产品完成 8-12 米公交、9.4 米和 12 米公路等新产品迭代开发，基本实现海外全系列新平台产品覆盖。

图 21：宇通客车产品谱系

公交客车	客运客车	旅游客车	企事业通勤客车	校车	公商务车	房车	景区车	机场摆渡车	专用车
									
5-6米	5-6米	1-20座	1-20座	1-20座	T7D	B型房车	1-20座	1-20座	体检车
6-7米	6-7米	21-30座	21-30座	21-30座	T7E	C型房车	21-30座	21-30座	采血车
7-8米	7-8米	31-40座	31-40座	31-40座	T7星辰版	拖挂房车	31-40座	31-40座	救护车
8-9米	8-9米	41-50座	41-50座	41-50座	T7 (V6)		41-50座	41-50座	专科医疗车
9-10米	9-10米	50座以上	50座以上	50座以上			50座以上	50座以上	观光车
10-11米	10-11米								检测车
11-12米	11-12米								军警车
12-13米	12-13米								教练车
13米以上	13米以上								展示车
									其他

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- **电动化布局具先发优势：**作为中国客车的代表，宇通客车早在 1999 年就已成功开发出首款纯电动客车，并率先开展智能化、电动化、氢燃料等前瞻技术创新布局。公司 2022 年新能源客车销售 12,414 辆（占比约 41%），主要分为纯电动、插电式和燃料电池三种，目前以纯电动为主（2022 年占比 95%），插电混逐年下降，燃料电池车成新增长点。
- **高端化产品提升品牌：**T7 高端商务车完成新汽油机储备开发，同时推出星宇版、星辰版原厂改装产品；海外推出 U12、U13 等高端公交产品，完成 U 系列高端公交平台产品开发，填补公司在国际高端业务的空白；海外推出欧洲 12 米纯电旅游产品，完成高端旅游纯电产品开发；机场摆渡车完成二代纯电产品上市，高端产品布局基本完成，高端产品竞争力及高端实现能力得到进一步提升。通过对高端化产品的布局进一步提升公司溢价能力以及品牌实力。
- **持续布局智能网联：**自动驾驶产品实现安全运营 4 年，已在郑州、广州、南京、绍兴、重庆、博鳌、惠州等地开展示范运行，覆盖城市公交、景区园区通勤、机场摆渡等场景，自动驾驶客车累计商业化运营超过 180 万公里，接待乘客超 25 万人次，宇通智能网联客车已进入商业化示范运营阶段。

图 22：宇通高端纯电动 T13E 智利全球首发



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 23：宇通 T7 星辰版卓越内饰渲染图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

——优势二：持续重视研发奠定技术优势

技术方面，公司紧跟低碳化、电动化、智能网联化、高端化、轻量化发展趋势，围绕安全、节能、舒适、环保等方面打造宇通产品竞争力领先技术护城河。积极发挥龙头企业作用，与产业链深度合作。公司完成高安全长寿命电池系统、电池模组集成化技术、集成式一体化 DCDC、多合一动力域控制器、一体化热管理系统、双源低温热泵、集成式电驱桥、电控液压助力转向、集成式电子电气架构、智能辅助驾驶助手 I 代、多功能自动驻车系统、碰撞缓解控制系统、5G 网联终端 2.0、智能化能量管理、智能巡检、智能区域限速控制、校车智能防遗忘 II 代等技术的开发和应用，全面提升产品竞争力，巩固新能源和智能网联技术的领先优势。

图24：宇通客车在技术、科技方面的布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

22年宇通研发支出16.9亿元，占比7.8%，在同行业中居于较高水平，主要投向：(1)智能网联及自动驾驶关键技术与产业化；(2)多场景燃料电池技术及“三电”技术与开发；(3)T7 高端商务车产品升级；(4)全新机场摆渡车及U 系列高端公交等产品开发。

5G 时代公交智能化提速，商业模式有望拓展。5G 车联网、智慧交通基建发展背景下，带给客车新的发展机遇。无人驾驶背景下客车行业有望陆续实现商业模式的升级。宇通于2013 年就已开始布局并专注智能网联和自动驾驶技术的研究。2019 年3 月，宇通L4 级自动驾驶巴士“小宇1.0”亮相博鳌亚洲论坛；2020 年11 月，宇通发布“小宇2.0”，是业内首款支持无安全员运营的自动驾驶巴士，可实现在晴、雨、雾等各类天气及不同路况下自动驾驶，造就业内首款支持无安全员运营的L4 级自动驾驶微循环，可满足园区、景区、公交、机场等多种应用场景需求，“小宇系列”已在宇通工业园、海南博鳌、郑州智慧岛、金融岛等多地运营。

图25：L4 级自动驾驶巴士小宇2.0



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图26：L4 级自动驾驶巴士小宇2.0



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

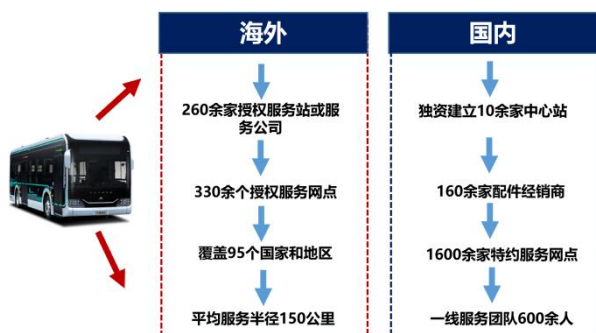
——优势三：完善服务体系夯实竞争力

客车用户在产品全生命周期使用过程中各阶段具有不同的核心诉求，比如选车阶段信息滞后及渠道不完整、购车阶段中间环节繁琐、售后阶段的效率低和质量差等，宇通围绕以客户为中心来推进，对自身营销模式、服务体系进行优化升级：

销售阶段：海外市场采取直销（为主）+经销相结合销售模式，目前海外销售和服务网络已实现全球目标市场的布局。通过 60 余家子公司、办事处、经销合作伙伴以及派驻直销队伍等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，并在哈萨克斯坦、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，实现由产品输出走向“技术输出”的创新模式。

交易阶段：宇通根据不同的客户类型、企业性质、应用场景进行分层分类管理，满足车辆采购融资需求的同时提供企业自身经营所需融资需求的解决方案。主要包括低成本需求、长周期需求、自用资金需求三种不同的解决方案。在选车、购车阶段，可以一定程度解决用户等待时间长、审批通过率低等问题。

图 27：宇通海外销售网络建设进展



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 28：宇通提供完善的购车金融服务



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

售后阶段：打造完善服务和配件供应体系，形成完备的售后服务体系，通过公司直服、大客户授权服务站、第三方授权服务站等方式满足不同市场和客户的服务需求，以持续提升客户服务体验。截至 22 年底，公司在海外市场拥有 260 余家授权服务站或服务公司，330 余个授权服务网点，覆盖海外全部目标市场。公司还在哥伦比亚、墨西哥、巴拿马、澳大利亚、阿联酋、卡塔尔、法国等建立区域性配件中心库，并授权近 80 家配件经销商，为终端用户提供快捷有效的配件供应。由 250 余名海外客户服务经理组成的一线服务团队往返于海外各主要市场，在当地服务站的支持下，开展客户需求识别、技术培训、车辆问题解决等工作，以保障产品的良好运营。同时宇通通过重点订单的联合服务保障等方式，与康明斯、采埃孚、Allison 等多家世界知名汽车零部件供应商持续深化合作、提升服务保障能力，共同为海外客户提供及时的配件保障和全面优质的服务。

图 29：宇通客车配件商城及报修程序



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

——优势四：一站式解决方案，以技术赋能突破市场

针对客户需求提供整套定制化解决方案。宇通逐渐可以根据客户具体情况提供从产品到服务打包式方案，包括整体线路规划、充电布局、二手车解决、运营调度、电池回收等提供一整套方案，实现企业价值与客户价值深度链接。比如乌兹别克斯坦 800 台项目，其首都塔什干有“太阳城”之称，该地高温、干燥、多尘，对新能源车辆的要求极高。宇通基于核心“三电”技术，为其提供定制化的产品解决方案。其中，动力电池采用独立液冷系统、电池舱体防撞设计、电池氮气保护系统等安全技术，并配备电机泥沙防护结构、电机抗凝露结构等降低故障，同时以强劲的大功率空调保证制冷效果。

图 30：宇通客车在技术、科技方面的布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

近年来宇通正在从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”进行转型，独创中国制造出口的“宇通模式”，成为中国汽车工业由产品输出走向技术输出的业务模式典范，帮助部分国家建立本地客车制造能力。宇通产品已批量销售至全球 40 多个国家和地区，形成覆盖美洲、非洲、亚太、独联体、中东、欧洲等六大区域的发展布局，并在哈萨克斯坦、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，实现由产品输出走向“技术输出”的创新模式，引领中国客车工业走向全球。同时中国新能源车领跑全球，具备完善供应链体系、成熟的产品设计、强悍的成本控制能力等诸多优势。宇通打造“技

术+服务出口”创新模式，抓住海内外新能源发展差异的窗口期努力获取订单，综合竞争力持续攀升。

图31：哈萨克斯坦 CKD 工厂开工



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图32：宇通车联网系统走进丹麦打造海外服务新模式



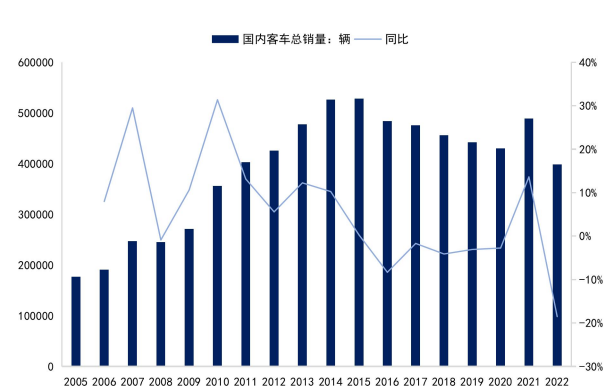
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

国内基本盘：国内客车市场总量趋于饱和

行业现状：国内客车市场已过黄金发展期，总体饱和量已现

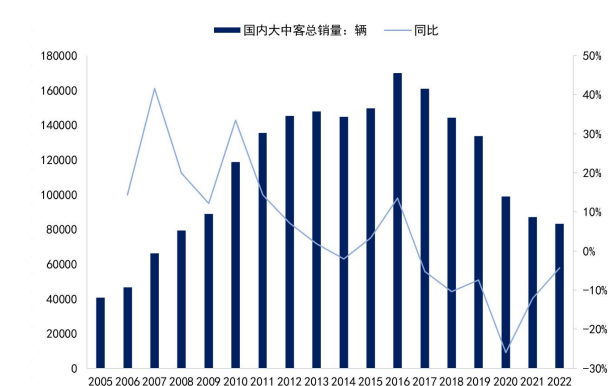
客车行业属于弱周期行业，一定程度上受国家政策的影响。2005-2014 年十年间，中国客车行业处于稳健增长状态，年均复合增速约 10%，其中 2009-2011 三年经历了高速增长，主要是 2008 年国家“四万亿”刺激政策下的大量基建投资导致的，2009 年中国新建公路、改建公路产能分别增长 43%、18%，公路建设完善下，客车需求在 2010 年前后得到集中释放（2010 年客车销量增长 25%）。2015 年以后，国内客车销量增速转负，市场容量接近饱和，此后连续四年销量下滑，截至 2019 年中国客车销售 44 万辆，同比减少 3%，距离 2015 销量峰值 52.8 万辆下降了 16%。其中宇通所在的大中客行业在 2015 年后的销量表现强于客车行业整体，主要是政府扶持下 2015-2017 年存量公交新能源化带来快速增长。2018 年起，随着存量公交新能源化比例提升，以及新能源补贴持续退坡，大中客行业销量也逐渐下降到新能源更新之前（2014 年）的水平，2019 年，国内大中客销售 13.4 万辆（中汽协数据），同比-7%。2020 年~2022 年，疫情影响海内外出行需求，客车行业整体承压，根据中汽协数据，国内大中客销量分别为 9.9、8.7、8.3 万辆，同比-26%、-12%、-4%。我们认为，中国客车市场黄金发展阶段（2009-2014 年）已过，同时存量公交新能源更新基本到位，未来销量支撑主要来源于 1）城镇化率提升背景下，公交市场持续渗透，需求较为刚性；2）疫情推迟存量替换，更新需求迫切；3）海外市场新能源化促进出口；4）“双碳”政策持续推进，旅游、团体等公路客车新能源化持续发展。

图33：2005-2022 年国内客车行业销量及同比



资料来源：中汽协，Wind，国信证券经济研究所整理

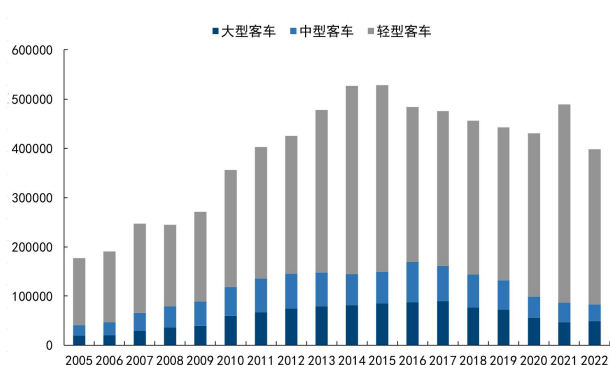
图34：2005-2022 年国内大中客行业销量及同比



资料来源：中汽协，Wind，国信证券经济研究所整理

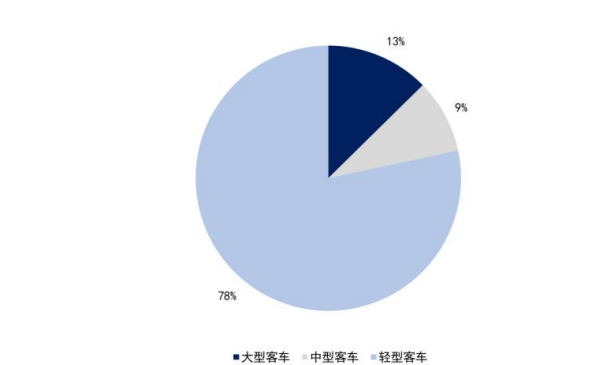
按大小分类：大中客行业占比约 22%。参照行业产品划分标准，客车产品按照长度分为轻型（5 米<长度≤7 米）、中型（7 米<长度≤10 米）、大型（10 米<长度）。根据中汽协数据，2005-2019 年，大客/中客/轻客的销量年均复合增长率分别为 9.7%/7.7%/6.1%，行业总体增长率为 6.8%。宇通主要产品是大中型客车，近年来行业大中型客车占比提升，2005-2019 年间，轻客销量占比在 70%左右波动，大客销量占比从 11%增至 16%，中客销量占比总体在 15%上下波动。2020-2022 年受疫情管控等因素影响，大中客销量结构出现波动，至 2022 年轻客销量占比上升至 78%左右，大客、中客销量占比呈下滑至 13%、9%，2022 年客车行业端大中型产品占比约 22%。

图35：2005-2022 年大中小型客车销量占比变化



资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理

图36：2022 年大中小型客车销量占比

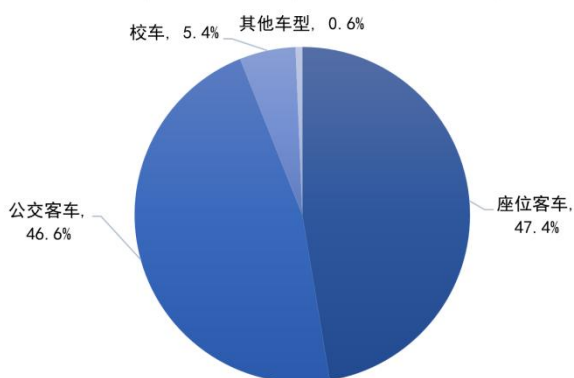


资料来源：第一商用车网，国信证券经济研究所整理

按用途分类：座位客车萎缩，公交客车占比大幅上升

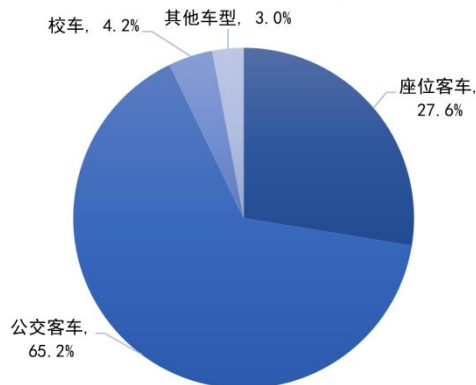
参照行业产品划分标准，客车产品按照用途分为座位客车，公交客车，校车和其他车型。鉴于宇通客车产品主要目标市场是大中型客车，我们下文涉及到的用途和市场分类均针对大中型客车行业。根据中国客车信息统计网数据，2015-2022 年，国内大中型公交客车的占比从 46.6%提升至 65.2%，大中型座位客车的占比从 47.4%下降至 27.6%。行业大中型公交客车的销量于 2016 年首度超过大中型座位客车并呈现剪刀差趋势。其中 2022 年疫情影响，居民出行需求严重萎缩，座位客车及校车的支付方私人公司、旅行团体等缺少购买能力和意愿，座位客车的占比持续下滑，主要由政府支付的公交客车销量占比小幅提升。

图37：2015 年国内大中客按用途分类销量占比



资料来源：公司公告，中客网，国信证券经济研究所整理

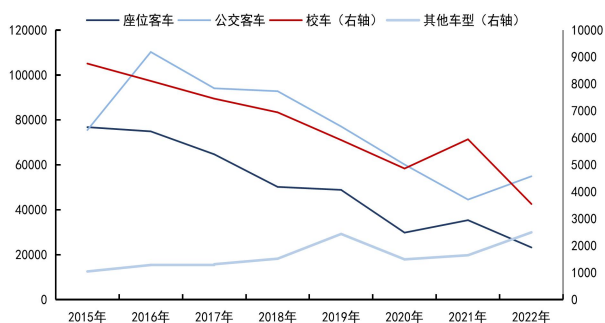
图38：2022 年国内大中客按用途分类销量占比



资料来源：公司公告，中客网，国信证券经济研究所整理

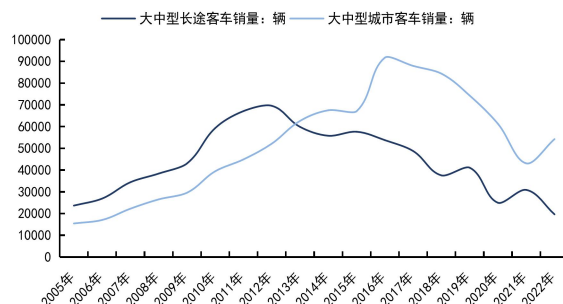
从中国客车信息统计网数据（宇通年报披露）来看，2015-2022 年，行业（国内+出口）大中型座位客车的销量从 7.7 万辆下降至 2.3 万辆，年均复合增速-16%；大中型公交客车的销量从 7.5 万辆下滑至 5.5 万辆，中间经历了 2016 年的销量高峰（11 万辆），年均复合增速-4%；大中型校车销量从 8760 辆下降至 3548 辆，年均复合增速-12%；考虑到中客网公开的用途分类数据年限相对较短（2015-2019 年），我们又根据中汽协数据进行更长时间维度的分析，中汽协针对客车分类为城市客车、长途客车、旅游客车、无轨电车等，其中城市客车和长途客车是主力销量，一定程度上可拟合公交和座位客车口径。根据中汽协数据，2005-2019 年，国内大中型长途客车从 2.4 万辆增长至 4.1 万辆，年均复合增长率为 4%；大中型城市客车的销量从 1.5 万辆增长至 7.4 万辆，年均复合增长率为 12%。2020-2022 年，疫情大幅降低出行需求，大中型长途客车销量从 2.5 万辆下降至 2.0 万辆，大中型城市客车销量从 6.1 万辆下降至 5.4 万辆，大中型城市客车的销量自 2013 年开始反超大中型长途客车，并且销量差距迅速拉大。

图39：2015 年-2022 年大中客按用途划分销量一览



资料来源：中国客车信息统计网，宇通年报，国信证券经济研究所整理

图40：2015 年-2022 年国内大中客按用途划分的销量一览

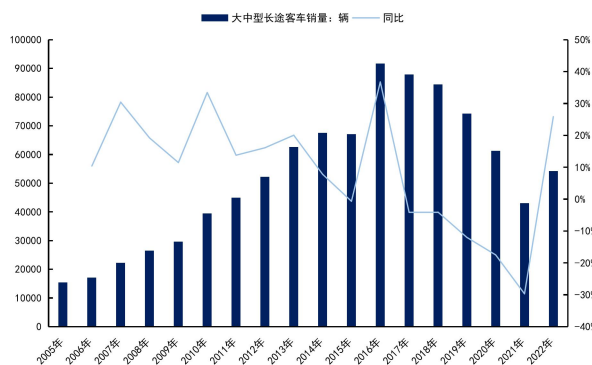


资料来源：中汽协，Wind，国信证券经济研究所整理

细分年度来看，国内大中型长途客车自 2013 年开始出现同比下滑（同比-13.9%），2019 年出现复苏迹象（同比+9.7%），2020-2022 年疫情拖缓行业复苏节奏；国内大中型城市客车在 2015-2016 年公交车新能源化的替换高峰中实现快速增长，2016 年销量破 9 万辆，随后在新能源补贴退坡，公交客车替换空间收窄的背景下

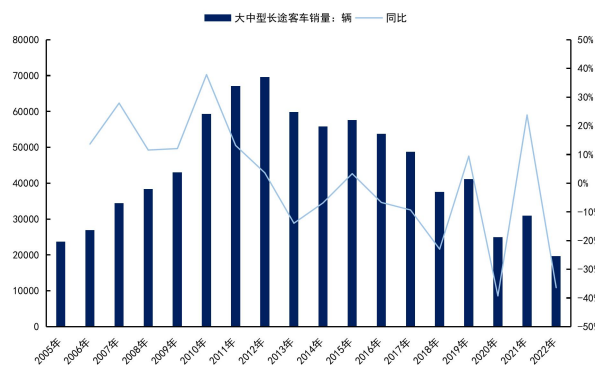
连续下滑三年（同比分别-4%/-4%/-12%），2020 疫情背景下政府采购放缓，城市客车销量加速探底，2022 年出现显著复苏趋势（同比+26%），2023 年长途、城市客车均有望实现底部回暖。

图 41：2005-2022 年大中型长途客车销量及同比



资料来源：中汽协，Wind，国信证券经济研究所整理

图 42：2005-2022 年大中型城市客车销量及同比



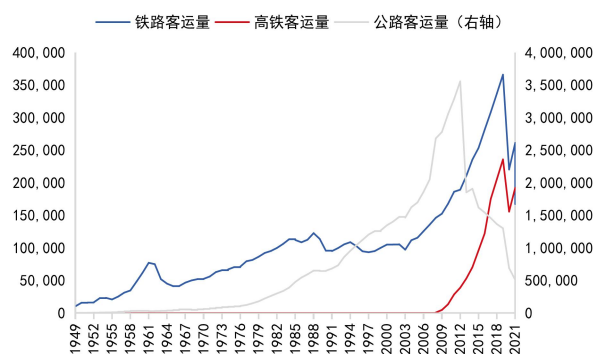
资料来源：中汽协，Wind，国信证券经济研究所整理

远期展望：长周期下行，公交市场存在一定空间

远期来看，高铁对公路客车替代性显著

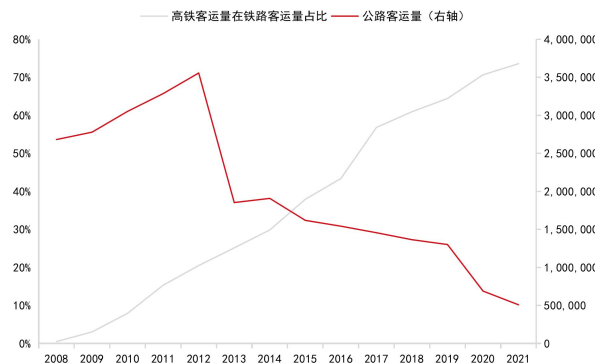
近年来大中型公路客车销量占客车总销量比重下降。国内铁路网络建设日趋完善，2010 年以后，一方面铁路新增建设里程高速增长，覆盖率持续提升；另一方面铁路新增复线里程繁荣衍生，同线路发车时间间隔缩短，铁路出行便利化程度提高。在替代品全面扩张和铁路便捷化趋势下，市场化程度较高的传统公路车需求范围缩窄，需求项目减少（随高铁在铁路客运量中占比提升，公路客运量 2012 年起进入下降通道），未来主要留存需求在县市级以下高铁客流转运及旅行社大巴、企事业单位班车等领域。

图 43：1949-2021 年铁路、高铁和公路客运量对比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 44：2008 年高铁快速兴起后公路客运量逐年下降

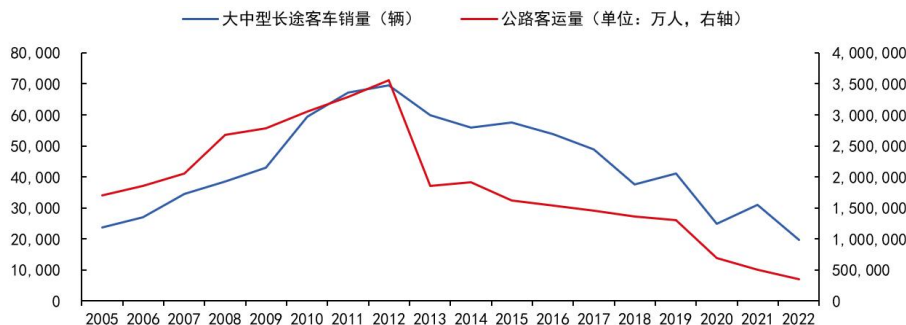


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

可以看出，在长途客运市场化运营的结果下，公路客运量和（大中型）长途客车销量基本呈现出较为一致的走势，以 2012 年为分水岭，伴随公路客运量的下降，大中型长途客车销量也出现了 2005 年以来的首度下降，从 2012 年高峰销量 7 万持续下降，至 2022 年，叠加疫情影响下，当年大中型长途客车销量下滑至 2.0

万。总结来看，高铁客运和公路客运替代关系显著，2023 年疫情影响逐步消散后大中型长途客车市场有望回暖，但高铁的快速兴起对公路客运量及长途客车销量有较大的负面影响（根据中客网数据，疫情前 2019 年座位客车销量约 5 万，疫情后，2022 年大中型座位客车销量约 2.3 万，2023 年行业需求逐渐回暖，我们远期给座位客车 3-4 万稳态年销量预期）。

图 45：2005-2022 年公路客运量和大中型长途客车销量趋势对比



资料来源：Wind，中汽协，国信证券经济研究所整理

地铁缓慢替代，公交有其存续意义

和公路（座位）客车不同的是，公交客车由于其民生工程的刚性需求，叠加近年来新能源化的替换趋势，2014 年起销量占比持续提升，2016 年超过座位客车，2022 年销量占比达 65%，成为客车行业最主流细分应用。

我们对公交客车后市判断和市场认知有所不同，市场认为，正如公路客车面临城际铁路（高铁等）的替代，公交客车远期会面临城市内轨道交通（地铁、轻轨、云轨等）的替代，后续占比和销量会持续走低。我们认为，公交客车从供给和需求两端考量，远期仍然有其存续的必要性，销量中枢有望保持长期稳健。

供给端——

1) 轨交扩容城市面积，增加跨区出行需求。轨道交通完善城市公共交通的同时，增加了城市干线长度和覆盖面，原来在市中心去上班，不通地铁不考虑郊区买房的人群开始在远郊买房，进而也增加了城市整体通行需求。

2) 地下交通天生离散性，地面交通天生连续性，公交接驳需求难取代。轨道交通由于其特殊性（不能无限制掏空地下），决定了其线路数量有上限（离散性），基本覆盖主干道，但是地面公路基本没有建设上限（连续性），城市轨交无法触及的较多次干道可以由公交覆盖，公交在城市区平均站间隔为百米级，在地铁逐步成网的过程中，长距离公交线路会逐步变少，呈现接驳作用的线路会增加。

3) 成本性价比考量，公交仍然不可或缺。公交和地铁同属民生工程，需要国家税收补贴支持，和地铁动辄上亿/公里的建设成本，公交采购成本是九牛一毛，在公交车延伸的最后几站，往往乘客只有十人以内，仅为了这么小的客流量来铺设铁路将造成成本的浪费。

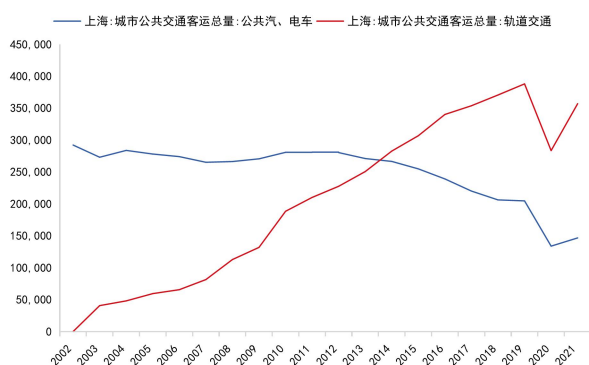
需求端——

如果复盘国内大城市（北京、上海）的公共交通发展历程，会发现城市内轨道交通（地铁扩建）增加的初期，对公交市场略有影响（上海 2002-2008 年城市轨道交通快速增长的阶段，公共汽、电车运营数有所下降），轨道交通增加到一定程度，公交市场整体运营数量会趋于稳定（不再下降，参考上海 2011 年后公共汽、

电车运营数平稳略增，北京 2008 年后平稳略增），最终维持在一个相对平稳的单位线路网长度运营数量，也就是说，城市公共汽、电车最终稳态销量基本和城市的公交线路长度呈现较强的相关性。

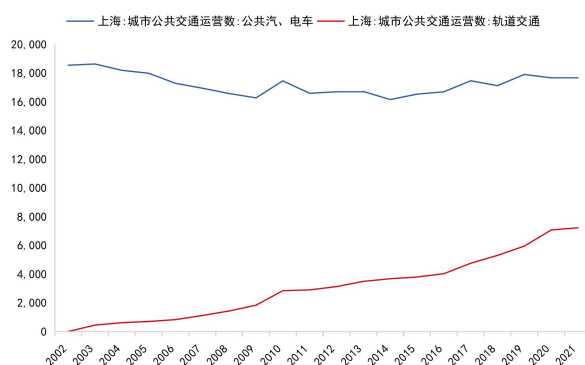
国内以上海为例，从需求来看，地铁和公交基本呈现此起彼伏趋势，上海城市轨道交通客运总量于 2014 年首度超越公共汽、电车客运总量（单位：万人次），2002-2021 年间，轨道交通客运总量整体呈现逐年提升趋势（2020 年疫情影响短暂下降），公共汽、电车客运总量呈现逐年下降趋势（2020 年疫情加速趋势，2021 年小幅回升），由此可见，城市轨道交通的兴起对上海公共汽、电车客运需求产生了较强的替代。从运营数量来看，尽管公共汽、电车客运需求量下降，但其运营数量并未发生对应下跌，反而从 2012 年之后基本维持了平稳的运营数量趋势。

图 46: 上海市公共汽、电车和轨道交通客运总量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

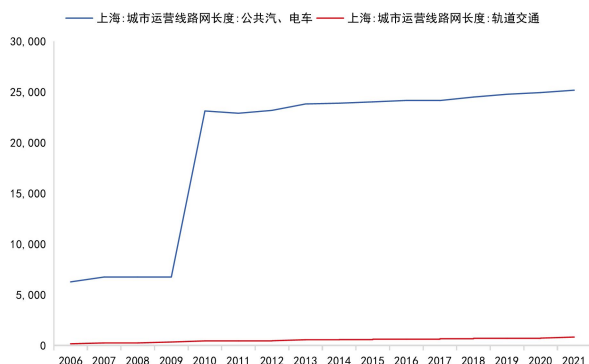
图 47: 上海市公共汽、电车和轨道交通运营数



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

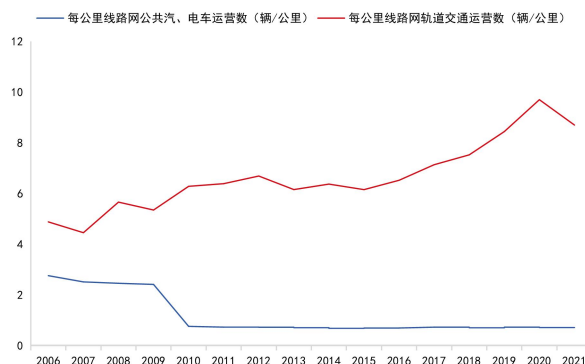
上海轨道交通运营数从 2003 年的 449 辆逐年提升至 2021 年的 7227 辆，期间上海轨道交通线路网长度从 109 提升至 831 公里，每公里轨交运营数从 4.1 辆提升至 8.7 辆。与此同时，上海公共汽、电车运营数从 2003 年 18630 辆微幅降至 2021 年的 17,637 辆，公共汽、电车线路网长度在 2010 年后基本保持在 23000-25000 公里的平稳状态（2010 年或为统计口径变动发生了跃迁，作为异常值忽略），每公里公共汽、电车运营数 2010 年后基本维持在 0.7 辆。

图 48: 上海市公共汽、电车和轨道交通运营线路网长度



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 49: 上海每公里线路网公共汽、电车和轨道交通运营数

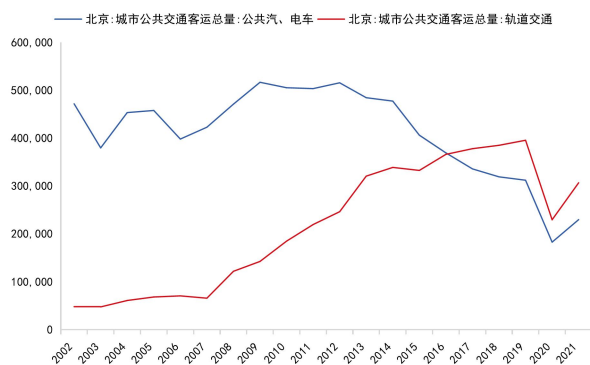


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

以北京为例，从需求方面来看，类似于上海，北京的地铁和公交也基本呈现此起

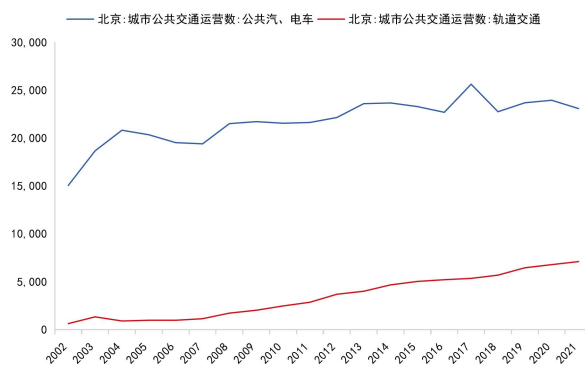
彼伏的趋势，但需求替代的时间来得更晚一些，北京城市轨道交通客运总量于2016年首度超越公共汽、电车客运总量（单位：万人次），相较于上海（2014年）更晚，我们认为或与北京城市道路规划、人口年龄结构有关。2002-2021年间，北京轨道交通客运总量整体呈现逐年提升趋势（2008年起加速，2020年受疫情影响短暂下降），而公共汽、电车客运总量2002-2012年十年间仍然维持平稳略增，直至2013年起才开始呈现逐年下降趋势。

图50：北京市公共汽、电车和轨道交通客运总量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

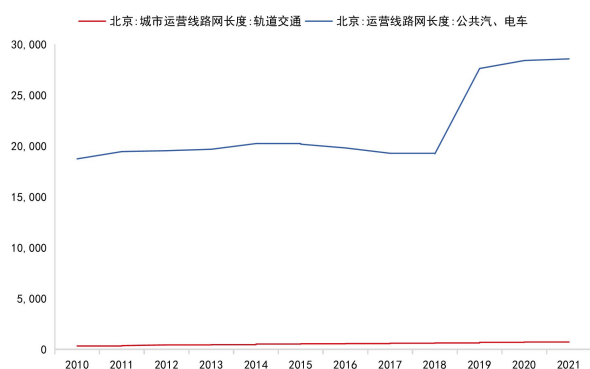
图51：北京市公共汽、电车和轨道交通运营数



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

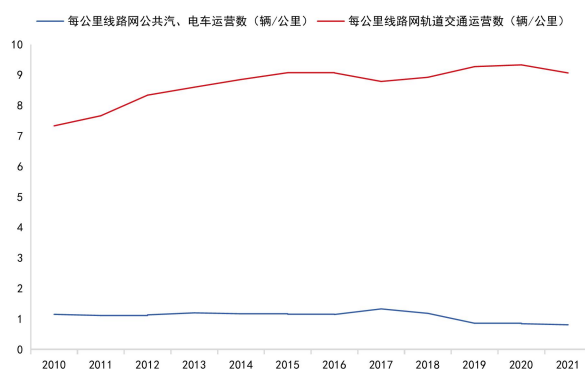
从运营数量来看，尽管公共汽、电车客运需求量下降，但其运营数量并未发生对应的下跌，反而从2002年15046辆逐渐提升至2021年的23079辆，期间北京公共汽、电车线路网长度从2010年的18,743.00公里上升至2021年的28,579.70公里，每公里公共汽、电车运营数从1.15辆微幅下降至0.81辆。与此同时，北京轨道交通运营数从2002年的617辆逐年提升至2021年的7098辆，期间（2004-2021年）北京轨道交通线路网长度从114提升至783公里，每公里轨交运营数从7.8辆提升至9.1辆。

图52：北京市公共汽、电车和轨道交通运营线路网长度



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图53：北京每公里线路网公共汽、电车和轨道交通运营数

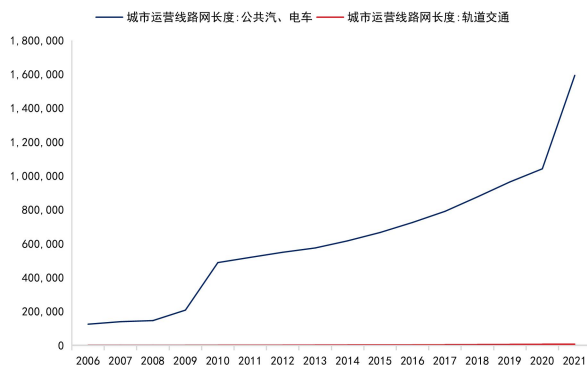


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

从运营数量来看，全国轨道交通运营数从2002年的983辆逐年提升至2021年的57286辆，期间（2006-2021年）全国轨道交通线路网长度从626提升至8735.6公里，每公里轨交运营数从4.4辆提升至6.6辆。与此同时，全国公共汽、电车运营数从2002年24.5万辆逐渐提升至2021年的70.9万辆，且每公里公共汽、电车运营数从2010年0.77降至2021年0.4，可见全国多数城市仍在经历北京、

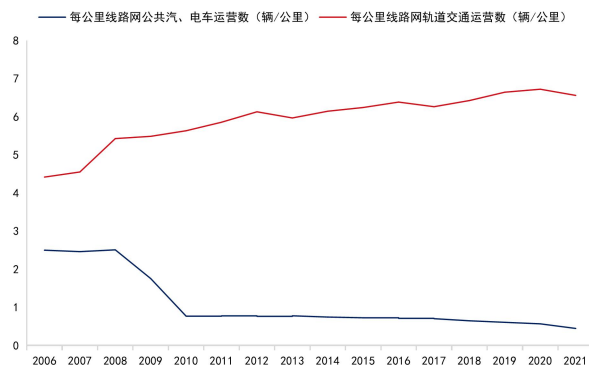
上海早期地铁渗透的时期（2010 年之前），尚未进入北京、上海的单位里程轨交运营数量平稳阶段。

图54：全国公共汽、电车和轨道交通运营线路网长度



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图55：全国每公里线路网公共汽、电车和轨道交通运营数



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

对比 2021 年成熟轨交市场（北京、上海）单位里程公交运营数，北京每公里线路网公共汽、电车运营数 0.81 辆/公里，上海每公里线路网公共汽、电车运营数 0.70 辆/公里，全国每公里线路网公共汽、电车运营数 0.45 辆/公里。

表12：2021 年全国、北京、上海每公里公共汽、电车和轨道交通运营数比较

2021 年	上海	北京	全国
每公里线路网公共汽、电车运营数 (辆/公里)	0.7	0.81	0.45
每公里线路网轨道交通运营数 (辆/公里)	8.7	9.07	6.56

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

根据北京、上海等一线城市及全国的城市交通运营数据，我们得出核心观点：

1) 轨道交通发展一定程度上缩减了公交客车客运量需求。参考北京、上海两大城市 2002 年以来的客运量需求（万人次），我们发现，从 2002 年至今，北京和上海的轨道交通客运量一直呈现上升趋势并超越公共汽、电车，而大约从 2011/2012 年开始，这两大城市公共汽、电车客运量呈现持续下降趋势。

2) 轨道交通发展几乎不影响单位里程公交客车运营数。参考北京、上海两大城市近十年来单位里程轨道交通与公共汽、电车运营数（辆/公里），我们发现 2010 年后十年间，北京和上海单位里程轨道交通运营数持续增长，而单位里程公共汽、电车运营数基本维持不变。

参考 1)、2) 核心观点其实可以看出，决定全国公交客车数量的核心指标并非用户需求，而是单位里程下的供给端刚性。考虑供给端和需求端，我们认为，作为民生工程的公交客车远期仍然有望相对稳定。

总结：远期来看，高铁对公路客车替代性显著，在替代品全面扩张和铁路便捷化趋势下，市场化程度较高的传统公路车需求范围缩窄，需求项目减少（随高铁在铁路客运量中占比提升，公路客运量 2012 年起进入下降通道），未来主要留存需求在县级以下高铁客流转运、以及旅行社大巴、企事业单位班车等领域。2) 地铁缓慢替代，公交有其存续意义。考虑 1) 轨交扩容城市面积，增加跨区出行需求；2) 地下交通天生离散性，地面交通天生连续性，公交接驳需求难取代；3) 成本性价比考量，公交仍然不可或缺。作为民生工程的公交客车有一定的供给刚性，轨道

交通发展几乎不影响单位里程公交客车运营数。

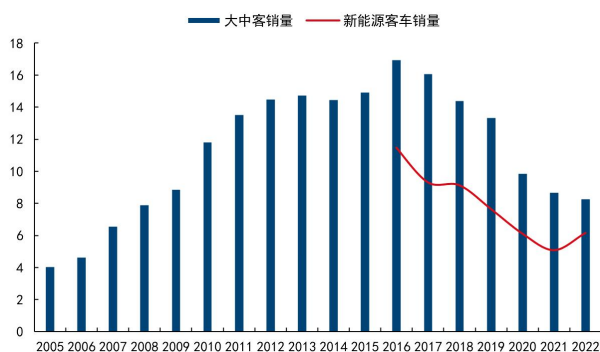
短期趋势：疫情加速见底，客车行业即将迎来替换周期

2005 年至今，国内大中客市场大致经历四个发展阶段：

- 1) 2005 年以来，国内大中客行业经历稳健增长的黄金 8 年，从 4 万辆增长至 15 万辆；
- 2) 2013 年起，国内大中客销量进入平台期，2013-2015 年维持 15 万辆上下波动；
- 3) 2015 年起，伴随我国城市公交客运行业的新能源车快速发展，城市内公交替代柴油车的需求持续大增，为大中客行业带来了巨大的市场机会，新能源公交替代燃油公交，直接将 2016 年国内大中客销量推至 17 万辆的历史新高。2016-2019 年，公交客车新能源化率持续提升，从 2015 年不及 20% 提升至超 60%，对公交客车行业形成一定支撑，但在座位客车陆续萎缩背景下，大中客销量再从 17 万辆降至 13 万辆；
- 4) 2020 年起，疫情反复严重影响公共交通及旅游市场需求，政府财政及私人运营公司等财务状态走弱，支付能力有所下降，地方政府采购需求延后、公路客运需求大幅减少。我国大中客车市场加速探底，2022 年达到行业近十年低谷 8.4 万辆（公司公告口径）。

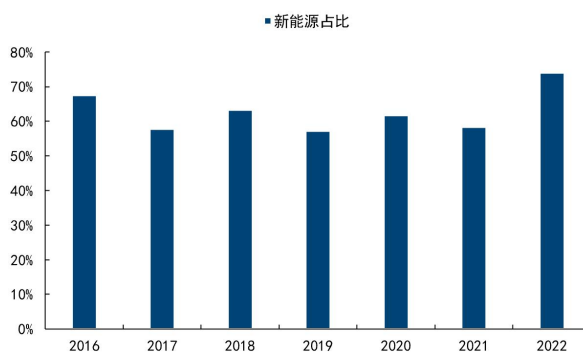
采购需求恢复叠加新能源公交更新周期，看好明后年中大客行业销量回升。2015 年起，国内大中型客车的新能源比例达到 60%，其中新能源客车大部分是公交车。随着蓝天保卫战的持续推进，大中型客车是新能源城市交通的核心，新能源公交车从 2014 年以来长达 6 年的发展周期下，累计实现了约 60-70 万辆保有量，公交客车生命周期为 6-8 年，2021-2022 年疫情反复拖延存量公交替换，叠加疫情延后的采购需求逐步释放，我们看好明后年中大客市场销量恢复。

图 56：2005-2022 年国内大中客及新能源客车销量（万辆）



资料来源：第一商用车网，中汽协，客车信息网，商用车新网，国信证券经济研究所整理 注：图中所用的新能源客车为大于 6 米车型销量，大中客销量采用中汽协大中客销量数据

图 57：2016 年以来国内客车新能源化率



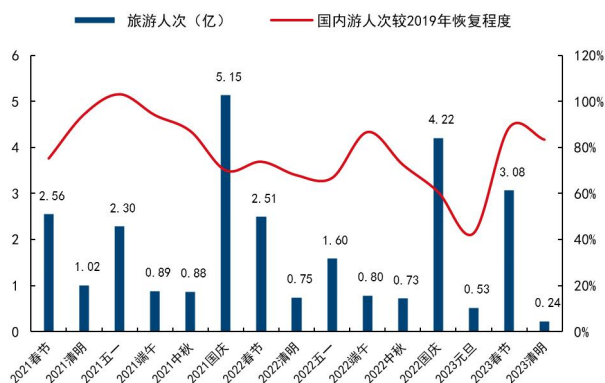
资料来源：第一商用车网，中汽协，客车信息网，商用车新网，国信证券经济研究所整理 注：图中占比所用的新能源客车为大于 6 米车型销量，大中客销量采用中汽协大中客销量数据

座位客车：2023 年有望维持高增长

2022 年国内大中型座位客车销量 1.5 万辆，同比-42%。其中受宏观经济影响，**客运班线车和旅游班线车销量大幅下降**，结构占比约 54%，同比下降约 10 个百分点；**团体通勤用车结构占比约 46%**，受客运和旅游班线车结构占比下降影响，团体市场 2022 年结构占比同比增加约 10 个百分点。随着国内经济向好，预计 2023 年座

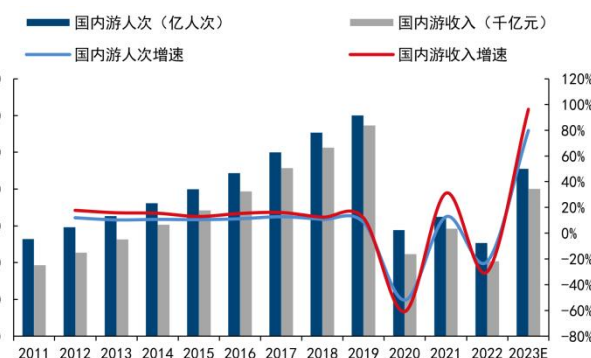
位客车市场需求较 2022 年将有大幅度提升，客运、旅游、团体用车均有不同程度的恢复性增长。以旅游客车为例，国内旅游市场在春节期间出现繁荣局面，为 2023 年行业快速回暖奠定基础，中国旅游研究院预计 2023 年国内旅游人数约 45.5 亿人次，同比增长约 80%，约恢复至 2019 年的 76%，实现国内旅游收入约 4 万亿元，同比增长约 95%，约恢复至 2019 年的 71%。2023 年旅游市场有望呈“稳开高走、持续回暖”的趋势，从而带动旅游班线车销售持续回暖。整体来看，我们预计 2023 年国内大中座位客车销量有望接近 2.2 万辆。21 年宇通座位车市占率为 49.5%，提升 0.98pct。

图 58：我国旅游人次及恢复情况



资料来源：中国旅游研究院，文旅部，国信证券经济研究所整理

图 59：2011-2023E 我国旅游人次及国内旅游收入预测



资料来源：中国旅游研究院，文旅部，国信证券经济研究所整理

图 60：2015-2022 年国内大中座位客车分类销量（辆）



资料来源：中客网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 61：2015-2022 年国内大中座位客车销量（辆）及增速



资料来源：中客网，公司公告，国信证券经济研究所整理

公交客车：替换需求驱动

随着国家充电基础设施的完善，电动客车凭借在环保性能和节约能源方面的优势，将成为国家主推路线（2019 年电动公交客车占比已达 90%）。受新能源购置补贴退出政策刺激，2022 年国内大中型公交车销量 41710 辆，同比增长 14.4%，随着政府财政支出压力缓解，公共交通领域投入有望恢复；新能源公交市场迎来新一轮的更新周期，城镇化发展、公交都市建设、农村客运公交化等有利因素支撑市场需求；双碳目标、公共领域全面电动化试点加快传统车向新能源车的转化。**短期来看**，考虑到新能源补贴退坡带来的 2022 年公交客车透支性交付，预计 2023

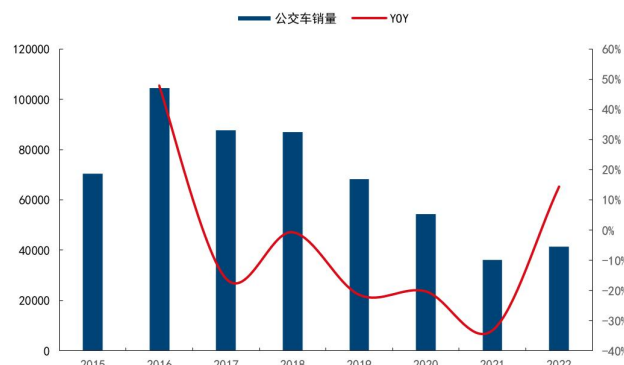
年国内大中型公交市场需求略增，有望达 4.5 万辆（同比+8%左右），2025 年销量有望达 6.6 万辆，逐恢复至疫情前的水平（2019 年）；**长期看**，随我国公交车保有量持续提升，根据交通部及统计局数据，2021 年公共汽、电车城市公共交通运营数约 70 万辆，假设公交车更新周期约 6-8 年，假设 70 万辆为常态数据，测算得理想情况下对应每年更新替换需求在 8.8-11.7 万台之间（ $=70/6\sim 70/8$ ）（但此需求会受制于政府的财政情况），随新能源公交车推广，未来新能源公交车在公交车保有量中的占比将持续提高。宇通 2021 年公交车市场占有率为 23.9%，下降 1.36pct。

图 62: 国内城市公共汽、电车在运营量（万辆）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 63: 2015-2022 年国内大中公交客车销量（辆）及增速



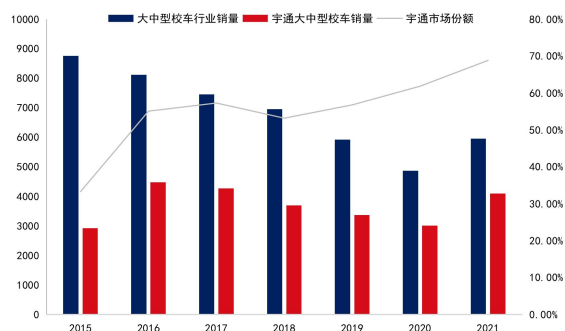
资料来源：中客网，公司公告，国信证券经济研究所整理

大中型校车：国内校车 2 倍潜在保有量增长空间

受国家教育政策调整等多重因素影响，2022 年国内大中型校车销量 3417 辆，同比下降 38.8%；随着经济好转，各地中小学、幼儿园全面恢复正常教育教学秩序，2011 年-2013 年校车市场快速爆发阶段所采购的车辆进入更新期，预计 2023 年校车市场需求将呈现恢复性增长。随宏观经济恢复，各种专业改装车（例如房车、观光车等）未来市场需求预计仍将保持较快增长；2011 年一系列校车安全事故引起政府和社会对校车的广泛关注，2012 年《校车安全管理条例》出台，刺激校车市场快速崛起。2013 年后，面临车辆使用效率低等问题，校车进入市场化的平稳推进过程。2020 年疫情大幅降低校车购置需求，当年大中型校车销量 4865 辆，2021 年国内需求略有回升，大中型校车销量 5950 辆，同比增长 22%，预计 2023 年校车需求量继续稳步回升。

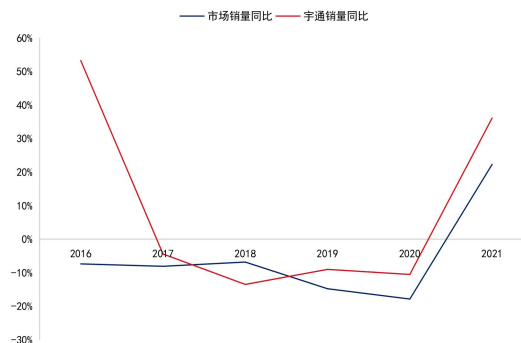
宇通在大中客校车市场市占率 69%。2015-2021 年，国内行业大中型校车行业销量从 8760 辆下降到了 5950 辆，年均复合增速为-6%。同期，宇通的大中型校车销量从 2917 辆提升至 4097 辆，年均复合增速为+6%，宇通的销售业绩领先行业大约 5-15pct，市场份额也从 33% 上升至 69%，近年来宇通客车在大中型校车市场的地位不断强化，2023 年的销量有望进一步增长。

图64: 大中型校车市场及宇通销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图65: 大中型校车市场及宇通销量同比



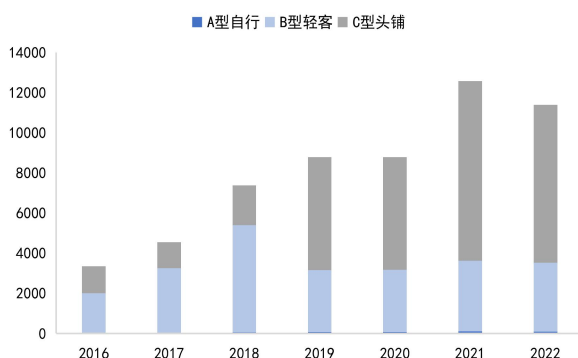
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

测算国内校车行业仍有 2 倍潜在保有量空间。根据教育部 2021 年发布的数据, 全国幼儿园和小学分别有 29.5 万所和 15.43 万所; 全国在园幼儿和在校小学生分别有 0.48 亿人和 1.08 亿人。目前市场上的校车长度主要在 5-10 米左右, 座位数量在 19-56 个, 假设国内的校车平均每辆车有 35 个座位, 十分之一的在园幼儿、小学生配置校车 (或者假设每个幼儿园和小学平均配一辆校车), 则国内的校车潜在总需求量大约为 44 万辆 (稳态年化销量有望达 5-6 万辆)。2015-2021 年国内的大中型校车销量合计 4.8 万辆, 考虑校车 15 年为强制报废周期, 预计当前全国大中客校车保有量不超过 10 万辆, 校车整体保有量不超过 19 万辆, 国内的校车市场保有量仍有 2 倍增长空间。

房车: 市场规模年均复合增速 23%

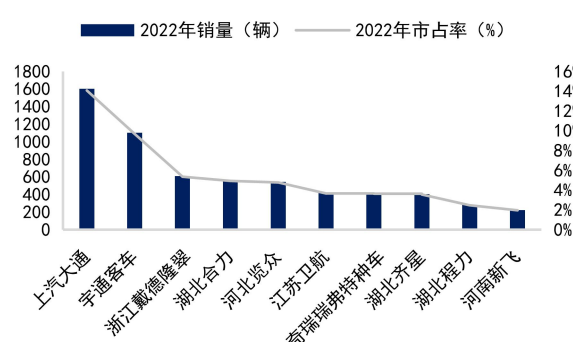
国内房车销量复合增速 23%, 宇通在房车整体市占率 10%。根据中汽协数据, 2016-2022 年, 我国国内房车销量从 3348 辆增长至 11391 辆, 年均复合增长率为 23%; 其中 B 型轻客和 C 型头铺占据绝大部分市场, 2022 年国内 B 型+C 型房车总销量为 11297 辆, 占房车销售总量的 99%。宇通房车产品覆盖全面, 根据终端上牌数据, 2022 年实现 1104 辆房车销量, 市占率约 10%。

图66: 国内房车分类型销量 (辆)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图67: 主要房车企业销量及市占率



资料来源: 第一专用网, 国信证券经济研究所整理

中国房车 2021 年万人保有量快速增长至 2, 仍低于美欧日水平。我国房车行业的起步较晚, 人均房车保有量较低, 但国内消费者的购买力和消费观念都在发生变

化，休闲娱乐的消费需求不断扩大，房车市场也随之增长。根据 RVIA（美国房车协会）、ECF（欧洲房车协会）、Caravan Industry（澳洲）、JRVA（日本房车协会）提供的 2021 年房车保有量数据，以及当时对应的人口数据，我们可以看到美国房车每万人保有量为 406 辆，欧洲 80 辆，日本的人口密度高于中国，每万人房车保有量也达到了 10 辆，中国的每万人房车保有量从 2016 年的 0.3 辆增长至 2 辆，仍距离美欧日有较大幅度提升空间。

表 13：世界主要发达地区 2021 年房车万人保有量水平对比

地区	房车保有量（万辆）	人口（万人）	每万人保有量（辆/万人）
欧洲	600	74636	80
美国	1350	33235	406
澳洲	77	2569	300
日本	14	12550	11
中国	29	141260	2

资料来源：RVIA，ECF，JRVA，Caravan Industry，深圳商报，国信证券经济研究所整理

国内房车行业发展初期，高增长有望持续。根据观研天下数据，截止 2021 年底，国内的房车保有量大约 28 万，全球的房车保有量已经达到约 2000 万~2400 万。中国的人口约占世界人口的五分之一，但房车保有量占比不到百分之二，中国的房车市场还处于较为初级的阶段。国内的房车销量在过去几年中保持着年化近 30% 的复合增长率，叠加各地政府出台的刺激政策，我们认为中国房车市场仍将维持快速增长，维持 30% 以上的复合增长率。

对标日本，国内房车保有量有望达到 150 万辆。如果以日本 11 辆/万人的万人保有量做对标，中国房车保有量有望达到 150 万辆，远期稳态年销量有望达到 12 万辆，宇通房车市占率保持领先，2022 年房车销量 1104 辆（-16%，市占率 10%），假设远期保持 10% 市占率水平，宇通房车潜在销量空间有望超过 1 万辆。

总结：整体来看，我们以 2015 年行业数据为常态销量，2019 年行业数据为疫情前数据，根据中客网数据，国内大中型座位客车/公交客车/校车 2015-2022 年的复合增速分别为 -18%/-7%/-12%，后续预计得益于经济回暖带动出行需求，叠加保有量车型更新换代需求的兑现，我们预计 2025 年国内大中型座位客车/公交客车/校车的销量有望分别实现 3.4/6.6/0.4 万辆，**预计 23/24/25 年我国整体大中客销量分别为 7.2/9.3/10.7 万辆，逐渐恢复至疫情前的水平。**

表 14：国内大中客市场需求数据预测（万辆）

国内大中客市场	市场复盘			市场展望		
	常态销量	疫前销量	22 年销量	2023 年预测	2024 年预测	2025 年预测
座位客车	6.2	3.5	1.5	2.2	2.9	3.4
复合增速/同比增速		-18%		43%	32%	17%
公交客车	7.1	6.9	4.2	4.5	5.7	6.6
复合增速/同比增速		-7%		8%	27%	16%
校车	0.9	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4
复合增速/同比增速		-12%		-12%	33%	0%
其他	0.0	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
合计	14.2	11.2	6.3	7.2	9.3	10.7
复合增速/同比增速		-11%		16%	28%	16%

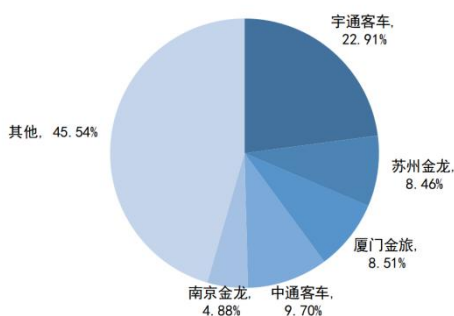
资料来源：中客网，公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

竞争格局：宇通 ROE 水平领先行业

宇通大中客市场份额一骑绝尘。据第一商用车数据，2022 年国内大客市场中，宇通客车以 23% 市占率水平位列第一，中通客车市占率 10%；2022 年国内中客市场

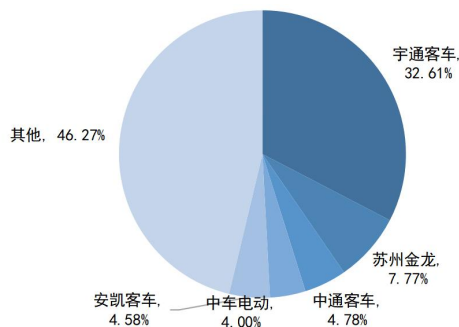
中，宇通客车以 33%的市占率水平位列第一，苏州金龙市占率 8%。

图 68: 2022 年国内大型客车市场份额（含底盘）



资料来源：第一商用车网，国信证券经济研究所整理

图 69: 2022 年国内中型客车市场份额（含底盘）



资料来源：第一商用车网，国信证券经济研究所整理

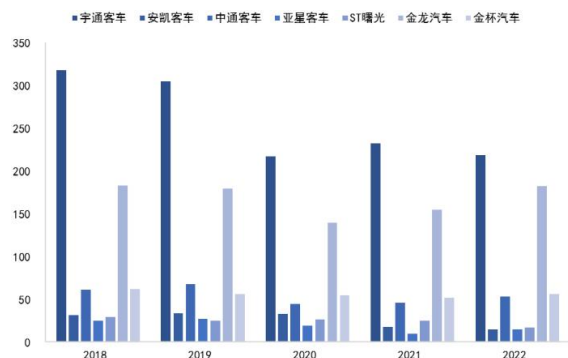
表 15: 2022 年我国 6 米以上新能源客车销量（辆）及格局

排名	企业名称	销售量	同比	市场份额
1	宇通客车	11515	-2.52%	18.71%
2	苏州金龙	5306	56.98%	8.62%
3	中通客车	5032	-13.15%	8.18%
4	比亚迪	4870	-15.63%	7.91%
5	中车电动	4516	7.12%	7.34%
6	金旅客车	4320	105.81%	7.02%
7	福田欧辉	4226	203.81%	6.87%
8	金龙客车	3641	28.43%	5.92%
9	开沃汽车	3365	79.37%	5.47%
10	申沃客车	2009	147.41%	3.26%
11	吉利商用车	1907	107.06%	3.10%
12	格力钛新能源	1736	-14.27%	2.82%
13	奇瑞万达	1650	168.73%	2.68%
14	安凯客车	1551	-9.56%	2.52%
15	亚星客车	1475	31.58%	2.40%

资料来源：中国客车信息网，国信证券经济研究所整理

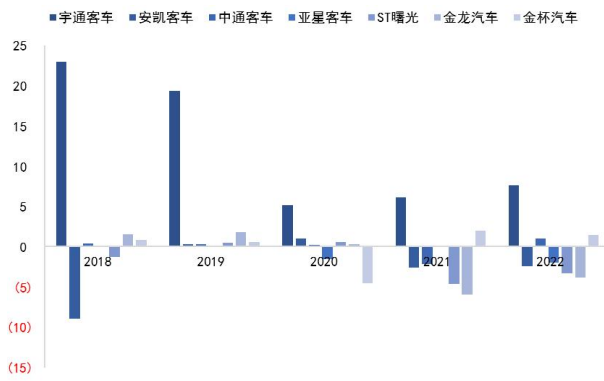
业绩比较：宇通客车营收利润位居客车上市公司首位。2022 年宇通客车实现营收 218 亿，位居客车上市公司首位，是金龙汽车营收体量的 1.2 倍，金杯汽车营收体量的 3.9 倍，是中通客车营收体量的 4.1 倍，是曙光汽车营收体量的 13 倍，是安凯客车、亚星客车营收体量的 14 倍。22 年宇通实现归母 7.6 亿，其他客车公司中，除金杯汽车 1.5 亿，中通客车 1.0 亿之外，其余客车企业均处于亏损状态。

图70：2018-2022 年国内客车上市公司营收对比（亿元）



资料来源：第一商用车网，Wind，国信证券经济研究所整理

图71：2018-2022 年国内客车上市公司归母净利润（亿元）



资料来源：第一商用车网，Wind，国信证券经济研究所整理

宇通 ROE 水平同位于行业内第一梯队。2022 年宇通客车 ROE 水平 5.1%，其竞争对手 ROE 大部分为负值，杜邦三分可以发现，宇通高于同业的 ROE 来源主要是归母净利润率，2022 年宇通客车归母净利润率 3.5%，其竞争对手大部分处于亏损状态。

表 16：2015 年、2021 年、2022 年宇通客车及其竞争对手 ROE 对比和关键指标拆分

2022 年		ROE	归母净利润率	权益乘数	资产周转率	经营活动产生的现金流量净额/营业收入
600066.SH	宇通客车	5.11	3.48	2.06	0.7	14.93
000868.SZ	安凯客车	-161.73	-16.11	43.44	0.42	21.81
000957.SZ	中通客车	3.77	1.86	3.52	0.55	22.15
600213.SH	亚星客车	-220.16	-13.07	12.31	0.5	19.49
600303.SH	曙光股份	-14.4	-19.98	1.81	0.4	-10.23
600686.SH	金龙汽车	-10.15	-2.12	6.2	0.68	-1
2021 年		ROE	归母净利润率	权益乘数	资产周转率	经营活动产生的现金流量净额/营业收入
600066.SH	宇通客车	4.02	2.64	2.1	0.71	3.08
000868.SZ	安凯客车	-66.7	-14.84	11.48	0.4	-32.04
000957.SZ	中通客车	-8.24	-4.79	3.86	0.45	19.85
600213.SH	亚星客车	10.29	-0.19	35.6	0.27	63.89
600303.SH	曙光股份	-16.84	-18.5	1.66	0.53	-18.16
600686.SH	金龙汽车	-12.99	-3.86	5.14	0.62	12.24
2015 年		ROE	归母净利润率	权益乘数	资产周转率	经营活动产生的现金流量净额/营业收入
600066.SH	宇通客车	29.88	11.33	2.06	1.16	19.26
000868.SZ	安凯客车	3.2	1	43.44	0.72	-7.19
000957.SZ	中通客车	24.95	5.61	3.52	1.26	-8.5
600213.SH	亚星客车	36.41	1	12.31	0.83	-9.27
600303.SH	曙光股份	4.47	2.33	1.81	0.48	-16.68
600686.SH	金龙汽车	16.95	1.99	6.2	1.23	3.33

资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

表 17：宇通新能源车收入、补贴情况梳理（万元）

2016 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况

	销量（辆）	收入（万）	补贴（万）	单车收入（万/辆）	单车补贴（万/辆）	单车收入同比	补贴同比
纯电动	21669	1540599	896516	71.10	41.37	7%	10%
插电混	5187	334011	98912	64.39	19.07	-10%	-23%
新能源整体	26,856	1,874,610	995,428	69.80	37.07	2%	11%

2017 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况

	销量（辆）	收入（万）	补贴（万）	单车收入（万/辆）	单车补贴（万/辆）	单车收入同比	补贴同比
纯电动	20,345	1,318,715	477,753	64.82	23.48	-9%	-43%

插电混	4,520	283,926	56,106	62.82	12.41	-2%	-35%
新能源整体	24,865	1,602,641	533,859	64.45	21.47	-8%	-42%

2018 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况

	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	22,744	1,502,184	390,402	66.05	17.17	2%	-27%
插电混	1,949	120,888	15,340	62.03	7.87	-1%	-37%
燃料电池	55	17,702	1,500	321.85	27.27		
新能源整体	24,748	1,640,774	407,242	66.30	16.46	3%	-23%

2019 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况

	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	21,113	1,325,887	217,007	62.80	10.28	-5%	-40%
插电混	745	46,597	2,855	62.55	3.83	1%	-51%
燃料电池	232	69,196	9,280	298.26	40.00	-7%	
新能源整体	22,090	1,441,680	229,142	65.26	10.37	-2%	-37%

2020 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况

	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	15,329	960,717	83,327	62.67	5.44	0%	-47%
插电混	1,097	85,551	2,183	77.99	1.99	25%	-48%
燃料电池	35	10,307	0	294.49	0.00	-1%	
新能源整体	16,461	1,056,575	85,510	64.19	5.19	-2%	-50%

2021 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况

	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	11,850	860,176	58,868	72.59	4.97	16%	-9%
插电混	658	45,908	965	69.77	1.47	-11%	-26%
燃料电池	63	12,219	0	193.95	0.00	-34%	
新能源整体	12,571	918,303	59,833	73.05	4.76	14%	-8%

2022 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况

	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	11,732	979,590.91	39,218.90	83.50	3.34	15%	-33%
插电混	359	35,019.97	401.73	97.55	1.12	40%	-24%
燃料电池	323	51,337	3,317	158.94	10.27	-18%	
新能源整体	12,414	1,065,948	42,937	85.87	3.46	18%	-27%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务分析

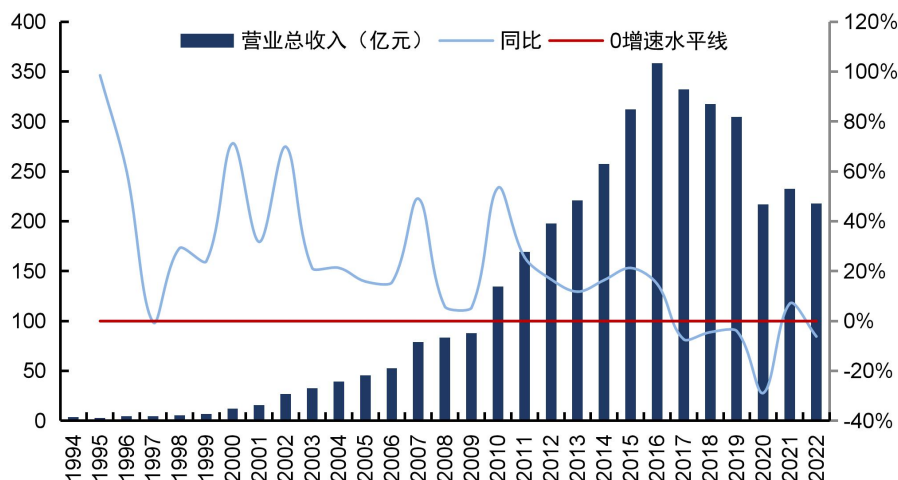
营收复盘：28 年间营业收入年均复合增速约 20%

1994-2022 年，宇通客车的销售收入从 1.38 亿元增长了 158 倍至 217.99 亿元，年均复合增长率 19.80%。其中，公司在 1994-2007 年间，销售收入一直保持高速增长，除 1997 年亚洲金融危机导致销量短暂下跌外，其余年份均保持 15%以上的增长，2002 年和 2007 年的同比增长率更是高达 69.94%和 49.09%。至 2007 年底，公司销售收入 78.81 亿元，已经是 1994 年的 57 倍。

2008-2009 年受全球金融危机影响，公司销售收入增速低至 5.5%左右，随后 2010 年增速强势反弹。2010-2016 年公司业绩仍然稳健增长但增速逐步放缓，同比增长率从 53.5%下降至 14.9%。至 2016 年末，公司销售收入 358.5 亿，为历史峰值。

自 2017 年开始，随着客车市场进入饱和（公司销量下行）、新能源补贴退坡，宇通客车的销售收入也结束了上市后接近 22 年的持续增长，营收从 2017 年高位的 332 亿元下降至 2019 年 305 亿元，但整体下降幅度仍小于销量下降幅度（意味着单车均价仍有所提升）。2022 年，受疫情反复影响，国内市场整体需求出现较大幅度下滑，旅游、客运细分市场受到重创，公司营收进一步下滑至 218 亿元（下降幅度仍小于销量）。

图 72: 宇通客车销售收入复盘

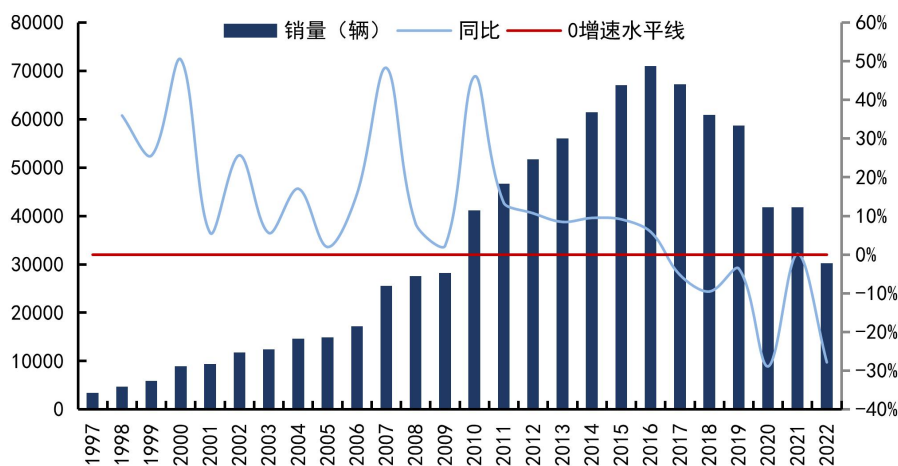


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

销量复盘: 25 年间销量复合增速 9.1%, 16 年高位 7.1 万辆

1997-2022 年, 公司的客车销量从 3458 辆增长至 30,198 辆, 年均复合增长率 9.1%。1997-2016 年, 宇通客车销量维持了接近 20 年的增长态势, 其中 2000 年、2007 年、2010 年三年宇通客车增速最为突出, 2017 年后, 随着客车市场进入饱和期, 新能源补贴退坡, 宇通客车销量进入下滑, 从 2016 年高点状态的 7.1 万辆下滑至 2019 年 5.9 万辆。2020 年开始, 公司及客车行业受疫情影响, 整车销量持续承压, 2022 年公司全年销售 3.0 万量, 已至近十年低谷。随着疫情控制和行业复苏, 预计今年 (2023 年) 客车销量有望反弹复苏。

图 73: 1997-2022 宇通客车销量复盘

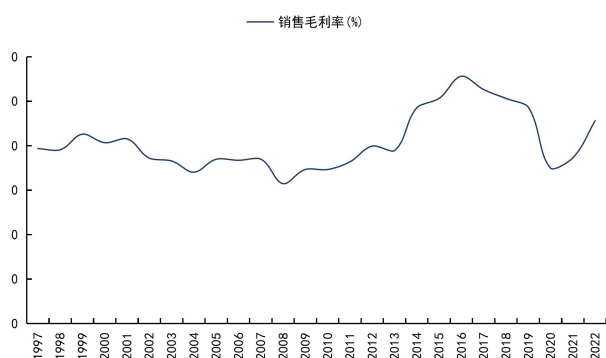


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

均价和毛利率复盘：2002-2022 年单车均价从 23 万提至 72 万元

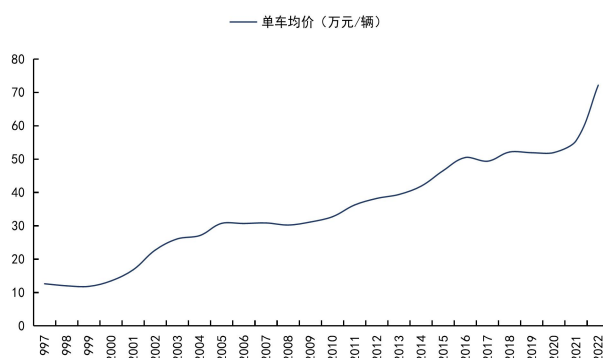
单车均价方面，2002 年-2022 年，在产品升级（大型化、高端化、电动化）背景下，宇通单车均价实了从 23 万元到 72 万元的提升。销售毛利率方面，1994 年-2022 年，宇通客车毛利率从 11% 提升至 23%，前期宇通客车毛利率提升主要得益于其日渐提升的市场竞争力，2014-2016 年，宇通客车毛利率的大幅提升主要公交市场新能源化带来的盈利能力提升，2016 年达到高点 28%，2017 年之后随着新能源公交补贴下滑，叠加 2020 年疫情影响，宇通客车毛利率下降至新能源化之前的水平。

图 74：2002-2022 年宇通客车毛利率水平一览



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 75：2002-2022 年宇通客车单车均价一览

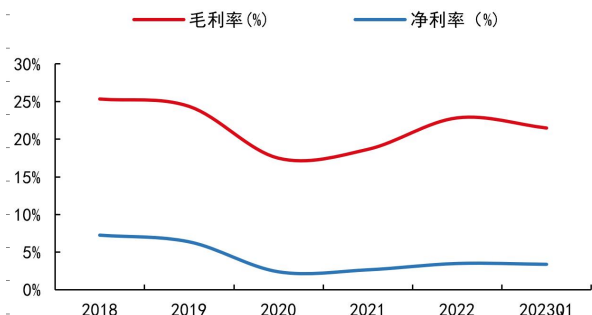


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2015 年-2022 年，宇通新能源客车单车补贴从 33.54 万元下滑至 3.46 万元，公司重视产品口碑，持续投入安全可靠电控系统、动力电池安全防护等新技术研发，溢价能力强悍，单车收入（含补贴端）从 68 万上升至 86 万，扣补贴后的新能源客车单车售价从 35 万提升至 82 万。

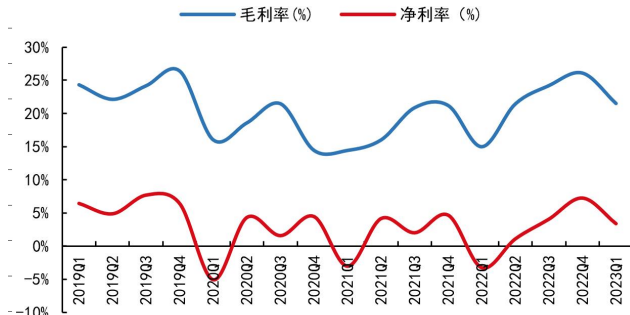
费用方面，23Q1 宇通客车销售/管理/研发/财务费率为 8.5%/4.8%/8.2%/-0.4%，同比-1.0/-2.1/-2.7/+1.3pct，环比+0.5/+1.9/+2.3/-2.4pct。**单车盈利方面**，23Q1 公司单车营收为 80.6 万元，同比+9.3 万元，环比+3.3 万元，单车归母净利润为 2.7 万元，同比扭亏（22Q1 为-2.3 万元），环比-2.9 万元；2023Q1 归母净利率为 3.37%，同比扭亏为盈（22Q1 为-3.28%），环比-3.9pct；23Q1 公司经营活动现金流为 4.1 亿元。

图 76：宇通客车毛利率、净利率变化情况



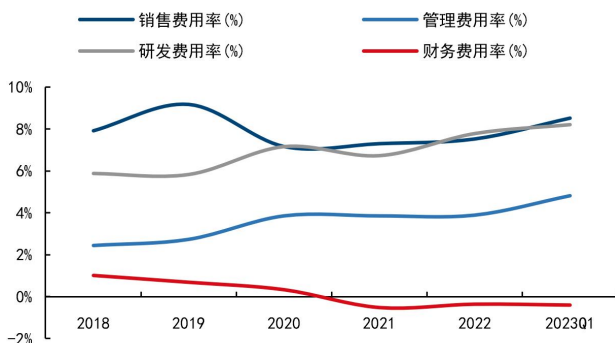
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 77：宇通客车季度毛利率、净利率变化情况



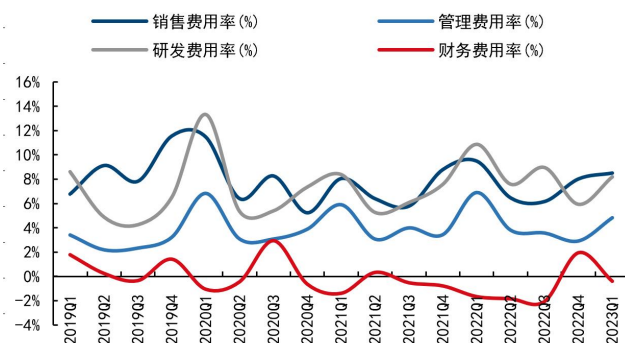
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图78: 宇通客车四项费用率变化情况



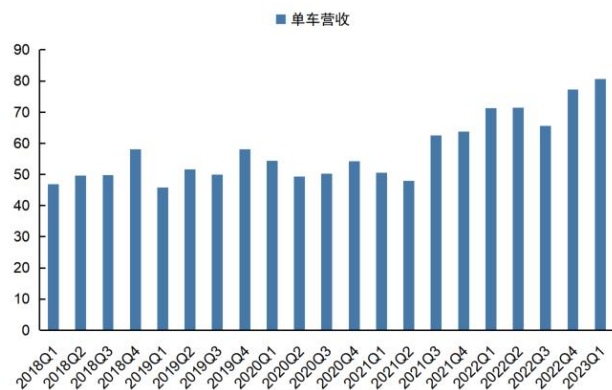
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图79: 宇通客车季度四项费用率变化情况



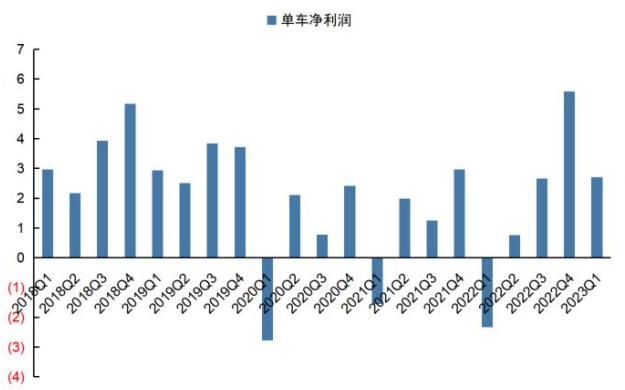
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图80: 宇通客车单车营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图81: 宇通客车单车净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表18: 宇通客车季度数据拆分 (亿元, %, 万辆)

	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营收 (亿元)	61.77	58.57	75.71	35.26	47.33	48.54	86.85	35.76
同比	29%	-2%	-6%	-3%	-23%	-17%	15%	1%
毛利 (亿元)	9.88	12.18	16.05	5.29	10.13	11.75	22.67	7.68
毛利率 (%)	16.0%	20.8%	21.2%	15.0%	21.4%	24.2%	26.1%	21.5%
费用率 (%)	11.9%	18.8%	16.6%	18.3%	20.3%	20.2%	18.9%	18.1%
归母净利润 (亿元)	2.56	1.17	3.52	-1.16	0.5	1.96	6.28	1.21
同比	24%	25%	-2%	5%	-80%	68%	78%	/
扣非净利润 (亿元)	0.78	0.57	3.42	-3.24	-0.41	0.54	5.61	0.48
同比	169%	338%	239%	83%	-153%	-5%	64%	/
净利率 (%)	4.1%	2.0%	4.7%	-3.3%	1.1%	4.0%	7.2%	3.5%
总销量 (万辆)	13412	9376	11864	4945	6622	7392	11239	4439
大中客销量	10861	7030	10001	4070	5000	5392	9271	3463
轻客销量	2551	2346	1863	875	1622	2000	1968	976
轻客占比	19.0%	25.0%	15.7%	17.7%	24.5%	27.1%	17.5%	22.0%
单车营收 (万元)	46.1	62.5	63.8	71.3	71.5	65.7	77.3	80.6
同比	-7%	24%	18%	41%	55%	5%	21%	13%
环比	-9%	36%	2%	12%	0%	-8%	18%	4%
单车归母 (万元)	1.9	1.2	3	-2.3	0.8	2.7	5.6	2.7
同比	-10%	59%	23%	56%	-60%	121%	86%	/
环比	-224%	-35%	139%	-178%	-132%	251%	111%	-51%

单车扣非（万元）	0.6	0.6	2.9	-6.6	-0.6	0.7	5.0	1.1
同比	95%	458%	326%	162%	-203%	22%	72%	/
环比	-124%	5%	374%	-326%	-91%	-218%	583%	-78%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

客车产品：客车销售业务是宇通客车的核心业务，2022 年销量为 3.02 万辆，同比-28%，客车销售收入为 184.6 亿元，同比-7%，均价约 61 万元。展望 2023 年及以后，国内市场：随着城镇化发展、公交都市建设、农村客运公交化等有利因素对市场需求形成支撑，预计新能源公交需求将进一步增长。同时在“双碳”政策的持续推动下预计新能源客车将逐渐进入公路客车领域；海外市场：伴随世界经济企稳回升，前期压抑的客运、旅游、团体等市场需求将逐步释放，我们认为宇通客车销量有望持续上行。我们预计 23/24/25 宇通客车（大中小型客车）销量分别有望达 3.7/4.5/5.2 万辆，增速为 23%/20%/17%，考虑到 22 年宇通加强了价格管控和订单风险管理，使得国内订单产品均价有所提升，我们假设 23/24/25 年客车均价在 60-63 万元之间；综合考虑海外及国内市场的竞争情况，我们假设公司客车产品销售业务的毛利率分别为 23%/23%/24%，整体预测宇通客车产品的收入分别为 221.8/267.2/326.9 亿元，同比分别+20%/+20%/+22%。

其他业务：宇通客车其他业务主要是服务类收入，从历史上来看此部分业务体量整体较为稳定，因此我们预计 23/24/25 年宇通其他业务整体的收入体量为 30/30/30 亿元，毛利率分别为 24%/24%/24%，维持相对稳定的趋势。

整体来看，公司 23/24/25 年整体收入有望达 252.1/297.5/357.2 亿元，同比分别增长 16%/18%/20%。我们预计公司 2023 年收入的增长支撑主要来自公司的客车产品，1）海外业务：海外处于新能源客车渗透的早期，随各国对新能源客车的采购带来整体海外需求的增长，有望拉动宇通客车产品的出口；2）国内业务：随疫情影响的消化，国内座位客车的需求有望逐步回暖，叠加公交客车换代的需求，有望带来国内持续的增量订单。

费率方面：我们认为公司费率有望逐渐趋稳，其中研发费用：公司 2022 年加大对新产品项目的研发投入，使得研发费用有所提升，同时公司多年以来保持对研发的重视和投入，我们假设 23/24/25 年公司研发费用率分别为 7.2%/6.8%/6.7%；管理费用率层面，预计管理费用率有望持续优化，假设 23/24/25 年公司管理费用率分别为 3.4%/3.1%/3.1%；销售费用率层面，考虑到公司新市场（海外）的拓展需投入一定的销售资源，因而预计后续销售费用率或维持在相对稳态的水平，假设 23/24/25 年公司销售费用率分别为 7.1%/7.0%/6.9%。

表 19：宇通客车业绩拆分（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
客车产品				
营业收入	184.6	221.8	267.2	326.9
YOY	-7%	20%	20%	22%
毛利率	23%	23%	23%	24%
毛利	41.7	51.2	62.1	77.0
其他业务				

营业收入	33.3	30.3	30.3	30.3
YOY	-2%	-9%	0%	0%
毛利率	24%	24%	24%	24%
毛利	8.0	7.2	7.2	7.2
整体				
营业收入	218.0	252.1	297.5	357.2
YOY	-6%	16%	18%	20%
毛利率	23%	23%	23%	24%
毛利	49.7	58.4	69.3	84.2

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件与假设，公司 23/24/25 年整体收入有望达 252.1/297.5/357.2 亿元，同比分别增长 16%/18%/20%，毛利率分别为 23%/23%/24%，对应归母净利润分别为 13.4/19.4/23.7 亿元，同比增速分别为+76%/+45%/+22%，对应 EPS 分别为 0.60/0.88/1.07 元。

表 20：未来 3 年盈利预测表(单位：百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	21799	25207	29745	35719
营业成本	16823	19363	22811	27299
销售费用	1639	1790	2082	2465
管理费用	846	1019	1067	1273
研发费用	1694	1815	2008	2386
营业利润	706	1411	2049	2503
归属于母公司净利润	759	1338	1942	2372
EPS	0.34	0.60	0.88	1.07
ROE	5%	10%	15%	18%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表 21：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	23233	21799	25378	30174	36538
(+/-%)	7.0%	-6.2%	16.4%	18.9%	21.1%
净利润(百万元)	614	759	2479	3275	3999
(+/-%)	19.0%	23.7%	226.6%	32.1%	22.1%
摊薄 EPS	0.27	0.34	1.12	1.48	1.81
中性预测					
营业收入(百万元)	23233	21799	25207	29745	35719
(+/-%)	7.0%	-6.2%	15.6%	18.0%	20.1%
净利润(百万元)	614	759	1338	1942	2372
(+/-%)	19.0%	23.7%	76.2%	45.2%	22.1%
摊薄 EPS(元)	0.27	0.34	0.60	0.88	1.07
悲观的预测					
营业收入(百万元)	23233	21799	25037	29319	34913
(+/-%)	7.0%	-6.2%	14.9%	17.1%	19.1%
净利润(百万元)	614	759	214	646	814
(+/-%)	19.0%	23.7%	-71.9%	202.4%	26.0%
摊薄 EPS	0.27	0.34	0.10	0.29	0.37
总股本（百万股）	2,263	2,214	2,214	2,214	2,214

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司合理价值区间。

绝对估值：19.3-19.5 元

未来估值假设条件见下表：

表 22：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	7.04%	-6.17%	15.64%	18.00%	20.08%	15.00%	12.00%	8.00%
营业成本/营业收入	81.35%	77.17%	76.81%	76.69%	76.43%	77.00%	78.40%	78.50%
管理费用/营业收入	3.67%	3.68%	3.42%	3.06%	3.13%	3.10%	3.34%	3.36%
研发费用/营业收入	6.72%	7.77%	7.20%	6.75%	6.68%	6.30%	5.50%	5.50%
销售费用/销售收入	7.29%	7.52%	7.10%	7.00%	6.90%	6.70%	6.10%	6.20%
营业税及附加/营业收入	1.17%	1.03%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
股利分配比率	181.28%	147.11%	180.00%	125.00%	98.00%	98.00%	80.00%	85.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 23：资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	4.00%
无风险利率	3.00%	Ka	9.50%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.02
公司股价（元）	13.47	Ke	9.60%
发行在外股数（百万）	2214	E/(D+E)	98.35%
股票市值（E，百万元）	29827	D/(D+E)	1.65%
债务总额（D，百万元）	500	WACC	9.53%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 19.3-19.5 元，估值中枢为 19.4 元。

表 24：宇通客车 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	969.4	1,479.9	1,939.0	2,267.1	2,447.5
所得税税率	4.00%	4.00%	4.00%	4.50%	5.00%
EBIT*(1-所得税税率)	930.6	1,420.7	1,861.4	2,165.0	2,325.1
折旧与摊销	604.9	636.0	659.5	687.6	719.4
营运资金的净变动	2,777.9	4,328.6	(1,546.8)	(1,752.1)	7,291.2
资本性投资	(401.0)	(301.0)	(401.0)	(501.0)	(501.0)
FCFF	3,912.5	6,084.4	573.1	599.5	9,834.7
PV(FCFF)	3,572.0	5,071.7	436.1	416.5	6,238.7
核心企业价值	38,748.7				
减：净债务	(4,190.4)				
股票价值	42,939.1				
每股价值	19.39				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 25: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.4%	9.5%	9.53%	9.6%	9.6%
永续 增长 率变 化	1.6%	19.70	19.60	19.49	19.39	19.29
	1.6%	19.65	19.54	19.44	19.34	19.24
	1.5%	19.60	19.49	19.39	19.29	19.19
	1.5%	19.55	19.44	19.34	19.25	19.15
	1.4%	19.50	19.40	19.30	19.20	19.10

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：17.5-18.4 元

考虑到海外订单持续释放以及国内需求回暖，上调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润 13.4/19.4/23.7 亿元（原 12.4/17.8/22.2 亿元），EPS 为 0.60/0.88/1.07 元（原 0.56/0.80/1.00 元）。选取国内自主乘用车龙头及新能源客车领先厂商比亚迪，所处行业成熟且自身市占率相对较高的福耀玻璃，国内发动机领先企业及受益于商用车复苏行情的潍柴动力，参考可比公司估值，考虑到宇通 1）国内大中客龙头地位；2）自身持续研发创新，产品、服务领先市场，3）海外需求逐步释放有待带来订单持续增长，以及 4）历史较高分红特点，给予 2024 年 20-21x 估值，对应目标估值区间 17.54-18.42 元，较当下仍有 30%-37% 估值空间，维持“买入”评级。

表 26: 可比公司估值表（230512）

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E	
002594.SZ	比亚迪	263.75	7,678	5.71	9.66	12.61	46	27	21	买入
000338.SZ	潍柴动力	12.54	1,094	0.56	0.82	1.01	22	15	12	无
600660.SH	福耀玻璃	34.19	892	1.82	1.89	2.27	19	18	15	买入
	平均						29	20	16	
600066.SH	宇通客车	13.47	298	0.34	0.60	0.88	39	22	15	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：潍柴动力为 Wind 一致预测

投资建议

全球大中客龙头，有望迎来周期与成长共振。1) **国内需求复苏**：经济回暖大背景下，我国座位客车（出行需求释放）+公交客车（供给出清+置换需求）有望实现销量反弹；另外房车有望带来额外增长（国内房车保有量距欧美日具较大提升空间）；2) **出口放量提速**：公司作为全球大中客车行业龙头，持续创新+产品实力+先发优势+优质服务打造出口优势，宇通海外销售充分受益于海外新能源渗透（海外客车行业销量是国内近 2 倍，且新能源渗透率较低）以及“一带一路”的深化和推进（宇通实现沿线 115 个国家客车出口）；宇通已累计出口客车超 8.6 万辆，实现全球目标市场海外销售+服务网络布局，其深化独创“宇通模式”也已成为中国汽车工业由产品输出走向技术输出的典范。随出口业务放量+国内市场复苏，公司业绩有望持续兑现。

考虑海外新能源客车渗透加速上行及国内需求回暖,持续看好公司业绩持续释放,上调盈利预测,预计 23-25 年归母净利润 13.4/19.4/23.7 亿元(原 12.4/17.8/22.2 亿元),EPS 为 0.60/0.88/1.07 元(原 0.56/0.80/1.00 元)。参考可比公司估值,考虑到宇通 1)国内大中客龙头地位;2)自身持续研发创新,产品、服务领先市场;3)海外需求逐步释放有待带来订单持续增长,以及 4)历史较高分红特点,给予 2024 年 20-21x 估值,对应目标估值区间 17.54-18.42 元,较当下仍有 30%-37% 估值空间,维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

绝对估值的风险：我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，融入了个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2) 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取国内自主乘用车龙头以及新能源客车领先厂商比亚迪，所处行业相对成熟且自身市占率相对较高的福耀玻璃，国内发动机领先企业及同样受益于商用车复苏行情的潍柴动力，参考可比公司估值，考虑到宇通客车 1) 国内大中客龙头的地位；2) 其自身持续研发创新，产品、服务、技术多维度进行深度布局以及 2) 海外需求逐步释放有待带来订单的持续增长，考虑到海外订单释放及国内需求回暖，上调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润 13.4/19.4/23.7 亿元，EPS 为 0.60/0.88/1.07 元，给予 2024 年 20-21x 估值，对应目标估值区间 17.5-18.4 元，较现在仍有 30%-37% 估值空间，维持“买入”评级，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1) 我们假设公司 22-24 年收入增速为 16%/18%/20%，可能存在对公司产品销量及售价预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 2) 我们预计公司 22-24 年毛利率分别为 23%/23%/24%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司盈利预测值高于实际值的风险。

经营的风险

海运费与原材料价格上行的风险：若未来海运费持续上行，可能影响公司产品出口销售，进而对公司经营业绩形成不利影响；另外若未来原材料价格高企，公司虽有相应措施应对但具一定滞后性，将对公司盈利带来一定的压力。

汇兑波动的风险：出口端，人民币升值可能对客车出口的价格竞争力造成不利影响。进口端，部分市场国家受美联储加息影响，货币大幅贬值，客户购买力下降，对产品价格更加敏感。

行业竞争的风险：客车行业呈现较强的头部集中趋势，头部企业竞争加剧，小品牌无序竞争，市场秩序受到影响；客车行业产能过剩、产品同质化，促使国内客车行业竞争加速恶化。

技术风险

技术进步和产品更新风险：汽车行业属于资金密集、技术密集型行业。公司具备丰富的产品开发和制造经验，而且历年来始终注重新技术、新产品的研究与开发。新技术、新产品的研发离不开资金的投入，如果公司未来在新产品开发过程中无法持续投入研发或没能及时开发出与新车型相配套的产品，将面临技术进步带来的风险和经营风险。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将面临核心技术人员流失的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5631	7035	9226	12948	11463	营业收入	23233	21799	25207	29745	35719
应收款项	6698	5268	5525	5705	6850	营业成本	18901	16823	19363	22811	27299
存货净额	6106	4894	4201	4340	5207	营业税金及附加	272	225	252	297	357
其他流动资产	1535	1434	1260	1190	1429	销售费用	1695	1639	1790	2082	2465
流动资产合计	20756	18998	20580	24549	25317	管理费用	894	846	1019	1067	1273
固定资产	4826	4438	4515	4485	4532	研发费用	1561	1694	1815	2008	2386
无形资产及其他	1214	1565	1409	1254	1098	财务费用	(121)	(78)	(192)	(259)	(294)
投资性房地产	4473	4000	4000	4000	4000	投资收益	125	153	150	160	120
长期股权投资	897	997	1097	1197	1191	资产减值及公允价值变动	(76)	(143)	100	150	150
资产总计	32166	29998	31600	35485	36138	其他收入	(1107)	(1648)	(1815)	(2008)	(2386)
短期借款及交易性金融负债	7	7	500	300	200	营业利润	535	706	1411	2049	2503
应付款项	8268	7501	8927	12399	11903	营业外净收支	8	2	0	0	0
其他流动负债	5656	5072	5891	7046	8298	利润总额	543	708	1411	2049	2503
流动负债合计	13930	12580	15318	19745	20401	所得税费用	(82)	(60)	56	82	100
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	9	17	25	31
其他长期负债	2892	2821	2770	2720	2669	归属于母公司净利润	614	759	1338	1942	2372
长期负债合计	2892	2821	2770	2720	2669	现金流量表（百万元）					
负债合计	16823	15402	18088	22465	23070	净利润	614	759	1338	1942	2372
少数股东权益	124	123	110	103	104	资产减值准备	(119)	157	(31)	(0)	1
股东权益	15219	14473	13403	12917	12965	折旧摊销	817	867	605	636	660
负债和股东权益总计	32166	29998	31600	35485	36138	公允价值变动损失	76	143	(100)	(150)	(150)
关键财务与估值指标						财务费用	(121)	(78)	(192)	(259)	(294)
每股收益	0.27	0.34	0.60	0.88	1.07	营运资本变动	(609)	1950	2778	4329	(1547)
每股红利	0.49	0.50	1.09	1.10	1.05	其它	110	(161)	17	(6)	0
每股净资产	6.73	6.54	6.05	5.83	5.85	经营活动现金流	888	3716	4607	6750	1335
ROIC	0.61%	5.59%	11%	26%	41%	资本开支	0	(448)	(401)	(301)	(401)
ROE	4.03%	5.25%	10%	15%	18%	其它投资现金流	127	418	0	0	0
毛利率	19%	23%	23%	23%	24%	投资活动现金流	36	(130)	(501)	(401)	(395)
EBIT Margin	-0%	3%	4%	5%	5%	权益性融资	21	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	7%	6%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	7%	-6%	16%	18%	20%	支付股利、利息	(1113)	(1117)	(2408)	(2428)	(2325)
净利润增长率	19%	24%	76%	45%	22%	其它融资现金流	761	51	493	(200)	(100)
资产负债率	53%	52%	58%	64%	64%	融资活动现金流	(1444)	(2183)	(1914)	(2628)	(2425)
股息率	3.7%	3.7%	8.1%	8.1%	7.8%	现金净变动	(520)	1403	2191	3722	(1485)
P/E	49.7	39.3	22.3	15.4	12.6	货币资金的期初余额	6151	5631	7035	9226	12948
P/B	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	货币资金的期末余额	5631	7035	9226	12948	11463
EV/EBITDA	65.0	31.4	30.4	24.7	20.4	企业自由现金流	0	2990	3912	6084	573
						权益自由现金流	0	3041	4590	6133	755

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032