

# 宇通客车 (600066.SH)

买入

国内修复、出口高增及成本优化，2023年净利润同比增长85%-150%

## 核心观点

**2023年预计实现归母净利润14-19亿元。**宇通发布业绩预告，预计2023年实现预计实现归母净利润14.0-19.0亿元，同比增长85%-150%，扣非净利润11.0-15.0亿元，同比增长340%-500%；**2023年宇通实现客车销量36518辆，同比增长20.9%，其中出口10165辆，同比+78.9%，国内销量26353辆，同比+7.5%。**拆季度看，23Q4宇通客车销量10243辆，同环比-8.9%/-8.1%，归母净利润3.5-8.5亿元，实现扣非净利润3.2-7.2亿元，业绩表现亮眼。

**国内修复、海外高增、成本优化，驱动宇通2023年业绩高增。**若按业绩预告中枢，23Q4宇通归母利润中枢为6.0亿元(23Q3为5.8亿,22Q4为6.3亿)。23年宇通归母利润为16.5亿元，同比+117.5%，扣非利润13.0亿元，同比+420%。考虑公司Q4计提了所持九鼎金融长期股权投资减值4.5亿元，若剔除该减值影响则对应2023年经营性归母利润中枢21.0亿元。**预计业绩的增长主要系1)国内修复：座位客车23年需求高增，以及Q4公交客车环比回暖(平均单车盈利更优)，同时宇通在行业格局优化的背景下持续优选国内市场提升毛利；2)成本下行：预计成本下降(碳酸锂价格等)，及规模效应持续释放增厚单车盈利；3)海外高增：海外量价共振，量端出口高增(23年宇通出口同比+78.9%)，价端海外中高端、定制化车型占比持续提升。**

**展望2024年，周期与成长共振依旧，宇通业绩有望持续释放。**行业端：①国内复苏：2024年我国座位与公交客车销量(22年补贴退坡影响逐步消化+经济回暖促进政府采购)有望持续修复；②出口放量：22年海外大中客销量约20万辆(疫前稳态27万辆左右)，新能源渗透率不足10%，对比国内具较高提升空间，且海外多国指定政策促进新能源客车替换；**宇通端：**①出口市场宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期持续突破，从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级，竞争力持续攀升；公司海外布局逐步从亚洲、拉美、非洲等地区，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；②国内市场宇通在国内风险管控+优选市场改善毛利，预计公司国内盈利有望回暖；③宇通轻客新品下线，有望带来新的增量。

**风险提示：**行业复苏不达预期、海外竞争加剧、宏观经济波动。

**投资建议：**全球大中客龙头，维持“买入”评级。考虑到海外订单持续释放及国内市场回暖，看好宇通业绩持续释放，上调盈利预测，预计23-25年归母净利润为16.5/21.1/24.6亿元(原16.0/20.3/24.5亿元)，EPS为0.75/0.95/1.11元(原0.72/0.92/1.11元)，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	25,614	29,971	35,398
(+/-%)	7.0%	-6.2%	17.5%	17.0%	18.1%
净利润(百万元)	614	759	1650	2106	2462
(+/-%)	19.0%	23.7%	117.4%	27.6%	16.9%
每股收益(元)	0.27	0.34	0.75	0.95	1.11
EBIT Margin	-0.4%	2.6%	6.3%	6.9%	7.1%
净资产收益率(ROE)	4.0%	5.2%	12.5%	16.7%	19.4%
市盈率(PE)	49.2	38.9	17.9	14.0	12.0
EV/EBITDA	64.6	31.2	21.5	19.3	16.6
市净率(PB)	1.98	2.04	2.25	2.34	2.33

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·财报点评

### 汽车·商用车

证券分析师：唐旭霞  
0755-81981814  
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

联系人：孙树林  
0755-81982598  
sunshulin@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.34元
总市值/流通市值	29534/29534百万元
52周最高价/最低价	15.25/7.56元
近3个月日均成交额	204.03百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

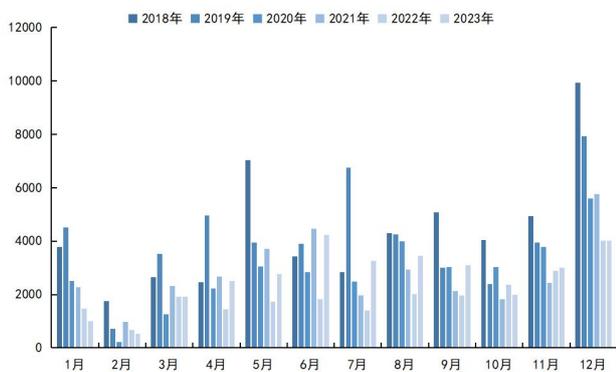
### 相关研究报告

- 《宇通客车(600066.SH)-现金流与出口表现优异，三季度净利润同比增长196%》——2023-10-30
- 《宇通客车(600066.SH)-二季度盈利能力同环比提升，看好下半年量利双增》——2023-09-02
- 《宇通客车(600066.SH)-二季度量利双增，净利润持续向上突破》——2023-07-17
- 《宇通客车(600066.SH)-当前节点核心投资价值分析》——2023-05-12
- 《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

2024年1月5日,宇通发布业绩预告,预计2023年实现预计实现归母净利润14.0-19.0亿元,同比增长85%-150%,扣非净利润11.0-15.0亿元,同比增长340%-500%;2023年宇通实现客车销量36518辆,同比增长20.9%,其中出口10165辆,同比+78.9%,国内销量26353辆,同比+7.5%。拆季度看,23Q4宇通销量10243辆,同环比-8.9%/-8.1%,归母净利润3.5-8.5亿元,实现扣非净利润3.2-7.2亿元,业绩表现亮眼。

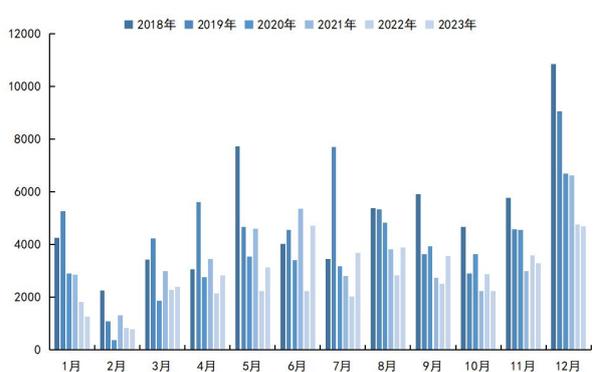
国内修复、海外高增、成本优化三重奏,驱动宇通2023年业绩高增。若按业绩预告中枢,宇通23年归母利润为16.5亿元,同比+117.5%,扣非利润13.0亿元,同比+420%,若加回资产减值(计提所持九鼎金融长期股权投资减值4.5亿元)则对应2023年经营性归母利润中枢21.0亿元;23Q4公司归母利润中枢为6.0亿元(23Q3为5.8亿,22Q4为6.3亿)。预计业绩的增长主要系1)国内修复:座位客车的23年需求增长,以及Q4公交客车环比回暖(平均单车盈利更优),同时宇通在行业格局优化的背景下持续优选国内市场提升毛利;2)成本下行:预计成本下降(碳酸锂价格等)和规模效应对单车盈利实现一定增厚;3)海外高增:海外量价共振,量端出口高增(23年宇通出口同比+78.9%),价端海外中高端、定制化车型占比持续提升。

图1:宇通大中型客车销量



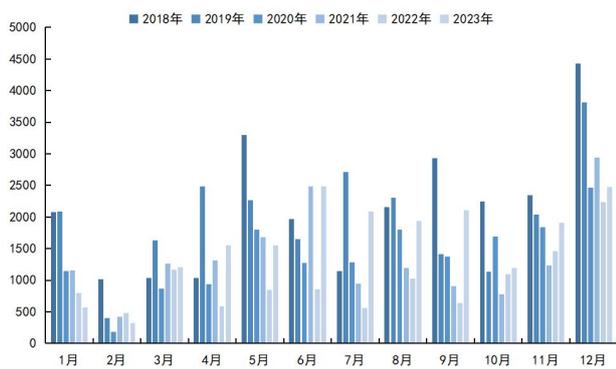
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2:宇通大中轻型客车销量



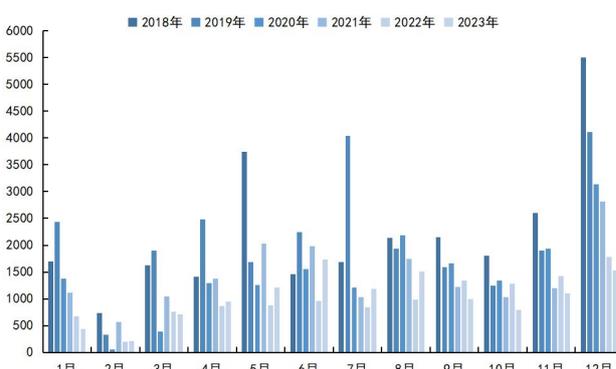
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3:宇通大型客车销量

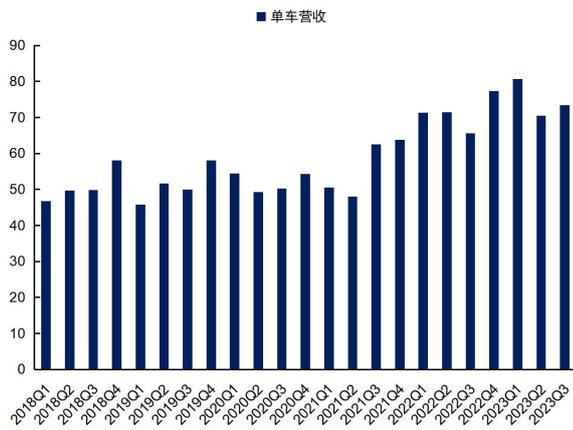


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

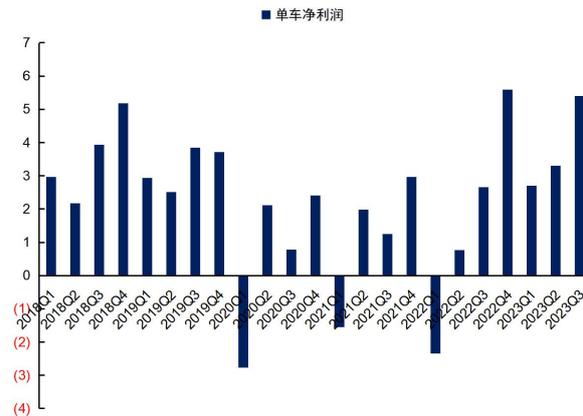
图4:宇通中型客车销量



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图5: 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6: 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1: 宇通客车季度数据拆分 (亿元, %, 万辆)**

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营收 (亿元)	75.71	35.26	47.33	48.54	86.85	35.76	75.38	78.37
同比	-6%	-3%	-23%	-17%	15%	1%	59%	61.4%
毛利 (亿元)	16.05	5.29	10.13	11.75	22.67	7.68	17.71	18.2
毛利率 (%)	21.2%	15.0%	21.4%	24.2%	26.1%	21.5%	23.5%	23.2%
费用率 (%)	16.6%	18.3%	20.3%	20.2%	18.9%	18.1%	18.8%	15.8%
归母净利润 (亿元)	3.52	-1.16	0.5	1.96	6.28	1.21	3.50	5.8
同比	-2%	5%	-80%	68%	78%	-	594%	196%
扣非净利润 (亿元)	3.42	-3.24	-0.41	0.54	5.61	0.48	2.83	4.5
同比	239%	83%	-153%	-5%	64%	-	784%	739%
净利率 (%)	4.7%	-3.3%	1.1%	4.0%	7.2%	3.5%	4.6%	7.4%
总销量 (万辆)	11864	4945	6622	7392	11239	4439	10695	10730
大中客销量	10001	4070	5000	5392	9271	3463	9491	9409
轻客销量	1863	875	1622	2000	1968	976	1204	459
轻客占比	15.7%	17.7%	24.5%	27.1%	17.5%	22.0%	11.3%	4.3%
单车营收 (万元)	63.8	71.3	71.5	65.7	77.3	80.6	70.5	73.0
同比	18%	41%	55%	5%	21%	13%	-1%	11%
环比	2%	12%	0%	-8%	18%	4%	-13%	4%
单车归母 (万元)	3	-2.3	0.8	2.7	5.6	2.7	3.3	5.4
同比	23%	56%	-60%	121%	86%	-	333%	104%
环比	139%	-178%	-132%	251%	111%	-51%	21%	65%
单车扣非 (万元)	2.9	-6.6	-0.6	0.7	5.0	1.1	2.6	4.2
同比	326%	162%	-203%	22%	72%	-	-	474%
环比	374%	-326%	-91%	-218%	583%	-78%	146%	58%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### “一带一路”背景下, 宇通海外市场进展顺利, 有望持续贡献业绩

海外业务持续拓展, 技术+服务出口模式进展顺利。截至 2023 年上半年, 公司累计出口各类客车超过 90,000 辆, 产品远销至智利、墨西哥、埃塞俄比亚、安哥拉、坦桑尼亚、菲律宾、澳大利亚、马来西亚、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、沙特、巴基斯坦、卡塔尔、英国、法国、丹麦、挪威、芬兰等全球主要客车需求国家与地区。在主要目标市场, 公司已成为主流客车供应商之一。在新能源客车领域, 公司已累计出口新能源客车超过 3,700 台, 在海外 30 多个国家或地区形成批量销售并实现良好运营, 如卡塔尔、墨西哥、智利、新加坡、澳大利亚、哈萨克斯

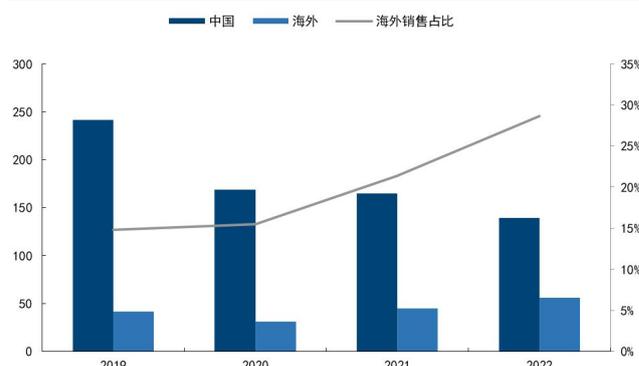
坦、乌兹别克斯坦、挪威、丹麦、法国等。同时，公司从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”奋力转型。2022年在卢赛尔见证全球最大电动车场站落成，并获得管理维修服务工作授权，通过国际化运维团队入驻，负责电动车辆的PDI检查、日常维护保养、故障诊断、技术指导、远程支持等车辆全生命周期管理。并在哈萨克斯坦、巴基斯坦、埃及、马来西亚等十余个国家和地区通过KD组装方式进行本土化合作，实现由产品输出走向“技术输出”创新业务模式。

图7：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8：宇通客车海外销售占比提升（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**11月263辆宇通新能源客车交付沙特，海外市场开拓持续深化。**“一带一路”背景下，随全球经济的恢复和公共交通出行需求的改善以及各类大型赛事、展会如期举办，预计客车行业需求将会持续恢复性增长，同时，随着新能源客车社会认可度不断提高，在环境保护要求、国际形象提升及新能源车技术不断进步、经济性不断提高等因素影响下，海外市场对新能源的需求也将持续快速提升：

- 11月初，宇通再次交付沙特交通发展署TGA长途客运项目263辆ZK6138H长途客运车，至此，宇通在TGA的车辆占比已超三分之二。今年年初，沙特首辆电动公交车在吉达正式运营，终结了沙特公共交通系统只有燃油车的时代；此外，被称为“新一代沙特城市”的红海新城，在引入首批新能源客车时同样选择宇通。宇通为红海可持续开发贡献中国力量，更见证了“一带一路”倡议下沙特经济多元化发展。
- 10月初，126辆宇通新能源交付丹麦，目前，这批纯电动公交车已陆续投入首都哥本哈根、海宁、罗斯基勒、欧登塞等中心城市主干线运营，随着这批车的交付，宇通在丹麦市场的纯电动客车保有量将达到500辆，成为该国最大的新能源客车供应商，丹麦也由此成为欧洲纯电动客车保有量最多的国家之一。宇通E12以高可靠性，低故障率，低能耗，赢得丹麦客户的好评，经过在丹麦市场两年多的运营，车辆各方面性能得到了充分验证，宇通在丹麦市场逐步站稳脚跟，实现从零到一重要突破，展现出“中国制造”的强劲韧劲和非凡魅力。至今，宇通以超过50%的纯电动客车占有率成为丹麦第一纯电动品牌。
- 7月4日，宇通举办哈萨克斯坦中国客车批量上线仪式。宇通客车又一次获哈萨克斯坦批量引进，共计224辆；首批上线50辆客车，其中20辆18米纯电动客车，是哈萨克斯坦目前为止引入最长、最高端的新能源客车。该批纯电动客车可满足首都主干线支路汇总到主路的大客运量运营需求，续航里程高达400公里，为哈萨克斯坦首都绿色、可持续发展提供重要驱动力，在共建绿色“一带一路”建设中发挥示范带动效应。

- 4月初, 据客车信息网显示, 继宇通乌兹别克斯坦 800 辆客车大单陆续交付后, 哈萨克斯坦 150 辆大单首批客车抵达该国卡拉干达州, 在 QazTehna 工厂下线后将投入该国公共系统使用。
- 2月16日, 宇通官宣斩获沙特阿拉伯 550 辆客车订单, 其中 300 辆中高端公路客车 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。已经交付的 300 辆宇通中高端公路客车将投运到利雅得长距离公共客运线路。自 2006 年首次进入沙特市场, 宇通客车对当地市场的深耕已有 17 年, 树立中国制造的优良品牌形象和市场口碑, 成为该国家主流客车供应商。
- 3月2日, 宇通宣布乌兹别克斯坦订购的 800 辆客车订单开始首批交付, 再创中国对乌兹别克斯坦客车出口新纪录, 这也是今年以来最大的新能源客车订单。本次订单共 300 台纯电动和 500 台 CNG 天然气, 预计年内陆续实现交付。宇通基于核心“三电”技术, 为乌兹别克斯坦提供定制化产品解决方案, 在当地设立长期驻扎的售后服务专业团队, 定期组织客户司机培训, 不定时限上跟车指导; 并在当地储备近 13 万美元配件保证车辆安全高效运营, 而首次大批量引进新能源客车的乌兹别克斯坦将在宇通助力下实现公共交通出行电动化、低碳化转型。

表2: 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 11 月	沙特阿拉伯	263	宇通再次交付沙特交通发展署 TGA 今年年初, 沙特首辆电动公交车在吉达正式运营, 终结了沙特公共交通系统只长途客运项目 263 辆 ZK6138H 长途有燃油车的时代; 此外, 被称为“新一代沙特城市”的红海新城, 在引入首批客运车, 至此, 宇通在 TGA 的车辆占比已超三分之二。	宇通为红海可持续发展贡献中国力量, 更见证了“一带一路”倡议下沙特经济多元化发展。
2023 年 10 月	丹麦	126	126 辆宇通新能源公交又一次交付丹麦, 以更高端、智能、舒适以及纯电动零排放等优异性能, 助力丹麦持续打造“绿色未来”	目前, 这批纯电动公交车已陆续投入首都哥本哈根、海宁、罗斯基勒、欧登塞等中心城市主干线运营, 随着这批车的交付, 宇通在丹麦市场的纯电动客车保有量将达到 500 辆, 成为该国最大的新能源客车供应商, 丹麦也由此成为欧洲纯电动客车保有量最多的国家之一。至今, 宇通以超过 50% 的纯电动客车占有率成为丹麦第一纯电动品牌。
2023 年 7 月	哈萨克斯坦	224	获哈萨克斯坦 224 辆客车批量引入, 首批上线 50 辆, 其中 20 辆 18 米纯电动客车。	宇通为哈萨克斯坦新能源客车“首选”品牌, 以新能源产品超 70% 的占有率成为该国最大的新能源供应商。该批纯电动客车可以满足首都主干线支流汇总到主干线的大客流量运营需求, 是该国最高端、最智慧、最节能的新能源客车。该批车辆投运, 将为哈萨克斯坦首都绿色、可持续发展提供重要驱动力, 在共建绿色“一带一路”建设中发挥示范带动效应。
2023 年 4 月	哈萨克斯坦	150	哈萨克斯坦 150 辆大单首批客车抵达, 产品服务于当地客运、公交、校车、医疗、旅游、团体等细分市场, 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	<p>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埃塞俄比亚首都亚的斯亚贝巴市的梅斯克尔广场盛大举行。</p> <p>和纯电动客车的发展做了准备和调研，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。</p>
2022年8月	卡塔尔	60	<p>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。</p> <p>卡塔尔下单60辆宇萌E7S，以完成赛前的城市公共交通升级</p> <p>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。</p>
2022年7月	智利	-	<p>宇通YESS技术及纯电动新车发布如今，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会在智利首都举行：宇通高端纯电动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辆T13E在智利全球首发并实批定制客车。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；现交付，并携手智利政府、客户等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。</p>
2022年5月	墨西哥	100	<p>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。</p> <p>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。</p>

资料来源：公司官网，公司官网微信公众号，一带一路网，国信证券经济研究所整理

展望后续，随全球经济的恢复和公共交通出行需求的改善以及各类大型赛事、展会如期举办，预计客车行业需求将会持续恢复性增长，同时随着新能源客车社会认可度不断提高，在环境保护要求、国际形象提升及新能源车辆技术不断进步、经济性不断提高等因素影响下，海外市场对新能源的需求也将持续快速提升。基于环保压力和社会责任，诸多国家持续加大新能源推广力度，新能源客车需求预计将快速增长，欧洲、拉美、东南亚等市场存在批量订单机会。同时中国新能源车领跑全球，具备完善的供应链体系、成熟的产品设计、强悍的成本控制能力等诸多优势，我国客车出口数量持续增长。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，综合竞争力卓越，海外营收占比持续攀升。

### 维持大中客车行业龙头优势，开启百城巡展发力轻客市场，国内市场稳中求进

**宇通公交客车 2024 年实现开门红。**2024 年 1 月 5 日，88 辆宇通新能源公交车正式投运“中国钒钛之都”——四川攀枝花。此次交付攀枝花的新能源公交车全部符合国家最新标准。其中，80 辆宇光 E10 中有 60 辆为二级踏步，适应山路场景；20 辆为低入口设计，可满足适老化无障碍交通出行的用车需求。攀枝花公交选择高标准新能源公交车之举，彰显了其真心为民的情怀与担当，也折射出宇通客车强大的创新研发能力和紧密贴合客户需求的实力与潜力。

**宇通轻客新品下线，有望打开新的增量市场。**2023 年 12 月 5 日，宇通轻客新品下线暨百城巡展启动仪式在郑州隆重举行。宇通客车领导、客户代表以及媒体共同见证了这一历史性时刻。宇通轻客新品的正式下线，标志着宇通又一次通过技术创新和迭代升级在轻客技术、产品和应用领域迈出坚实一步，同时意味着宇通正在加速补齐产品序列，彰显了其持续推动客车行业高质量发展的决心与行动。而轻客新品百城巡展的启动，则体现了宇通对轻客新品的品质自信，有望为宇通轻客长足发展积蓄坚实力量。

图9: 攀枝花道路上的宇通新能源客车



资料来源: 公司官网微信公众号, 国信证券经济研究所整理

图10: 宇通轻客新品下线



资料来源: 公司官网微信公众号, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 全球大中客龙头, 维持买入评级。**

考虑到海外订单持续释放及国内市场回暖, 看好宇通业绩持续释放, 上调盈利预测, 预计 23-25 年归母净利润为 16.5/21.1/24.6 亿元(原 16.0/20.3/24.5 亿元), EPS 为 0.75/0.95/1.11 元(原 0.72/0.92/1.11 元), 公司实力强劲, 具备整车、技术、方案输出能力, 助力公司保持长期竞争力, 有望充分受益于行业复苏+出海配套, 维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值表

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	192.68	5,609	5.71	11.52	14.94	34	17	13	买入
000338.SZ	潍柴动力	14.15	1,235	0.56	0.99	1.26	25	14	11	无
600660.SH	福耀玻璃	38.21	1,000	1.82	2.16	2.34	21	18	16	买入
	平均						27	16	13	-
600066.SH	宇通客车	13.34	295	0.34	0.75	0.95	39	18	14	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 数据更新至 2024 年 1 月 6 日

## 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	9219	11562	9752	营业收入	23233	21799	25614	29971	35398
应收款项	6698	5268	5614	6651	7953	营业成本	18901	16823	19723	23017	27080
存货净额	6106	4894	4281	5068	6050	营业税金及附加	272	225	256	300	354
其他流动资产	1535	1434	1281	1199	1416	销售费用	1695	1639	1760	2029	2442
<b>流动资产合计</b>	<b>20756</b>	<b>18998</b>	<b>20762</b>	<b>24847</b>	<b>25538</b>	管理费用	894	846	952	1056	1254
固定资产	4826	4438	4319	4045	3847	研发费用	1561	1694	1306	1499	1770
无形资产及其他	1214	1565	1409	1254	1098	财务费用	(121)	(78)	(192)	(242)	(255)
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)	(100)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>32166</b>	<b>29998</b>	<b>31587</b>	<b>35343</b>	<b>35675</b>	其他收入	(1107)	(1648)	(1306)	(1499)	(1770)
短期借款及交易性金融负债	7	7	500	300	200	营业利润	535	706	1859	2372	2774
应付款项	8268	7501	9096	12514	11805	营业外净收支	8	2	0	0	0
其他流动负债	5656	5072	5963	7086	8227	<b>利润总额</b>	<b>543</b>	<b>708</b>	<b>1859</b>	<b>2372</b>	<b>2774</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13930</b>	<b>12580</b>	<b>15559</b>	<b>19899</b>	<b>20233</b>	所得税费用	(82)	(60)	186	237	277
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	9	23	29	34
其他长期负债	2892	2821	2770	2720	2669	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>614</b>	<b>759</b>	<b>1650</b>	<b>2106</b>	<b>2462</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2892</b>	<b>2821</b>	<b>2770</b>	<b>2720</b>	<b>2669</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>16823</b>	<b>15402</b>	<b>18330</b>	<b>22619</b>	<b>22901</b>	净利润	614	759	1650	2106	2462
少数股东权益	124	123	105	98	99	资产减值准备	(119)	157	(35)	(5)	(5)
股东权益	15219	14473	13152	12626	12675	折旧摊销	817	867	605	636	659
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>32166</b>	<b>29998</b>	<b>31587</b>	<b>35343</b>	<b>35675</b>	公允价值变动损失	76	143	100	100	100
						财务费用	(121)	(78)	(192)	(242)	(255)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(609)	1950	2826	2741	(2123)
每股收益	0.27	0.34	0.75	0.95	1.11	其它	110	(161)	17	(2)	5
每股红利	0.49	0.50	1.34	1.19	1.09	<b>经营活动现金流</b>	<b>888</b>	<b>3716</b>	<b>5163</b>	<b>5576</b>	<b>1099</b>
每股净资产	6.73	6.54	5.94	5.70	5.72	资本开支	0	(448)	(401)	(301)	(401)
ROIC	0.61%	5.59%	16%	30%	39%	其它投资现金流	127	418	0	0	0
ROE	4.03%	5.25%	13%	17%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>36</b>	<b>(130)</b>	<b>(501)</b>	<b>(401)</b>	<b>(395)</b>
毛利率	19%	23%	23%	23%	23%	权益性融资	21	0	0	0	0
EBIT Margin	-0%	3%	6%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	7%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(1113)	(1117)	(2971)	(2632)	(2413)
收入增长	7%	-6%	18%	17%	18%	其它融资现金流	761	51	493	(200)	(100)
净利润增长率	19%	24%	117%	28%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1444)</b>	<b>(2183)</b>	<b>(2477)</b>	<b>(2832)</b>	<b>(2513)</b>
资产负债率	53%	52%	58%	64%	64%	<b>现金净变动</b>	<b>(520)</b>	<b>1403</b>	<b>2185</b>	<b>2342</b>	<b>(1810)</b>
股息率	3.8%	3.8%	10.1%	8.9%	8.2%	货币资金的期初余额	6151	5631	7035	9219	11562
P/E	49.2	38.9	17.9	14.0	12.0	货币资金的期末余额	5631	7035	9219	11562	9752
P/B	2.0	2.0	2.2	2.3	2.3	企业自由现金流	0	2990	4486	4939	383
EV/EBITDA	64.6	31.2	21.5	19.3	16.6	权益自由现金流	0	3041	5152	4957	513

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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