

宇通客车 (600066)

传承优秀基因，走向世界龙头

买入 (维持)

2024年04月23日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 孙仁昊

执业证书: S0600123090002
sunrh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	21,799	27,042	34,733	41,447	49,941
同比 (%)	(6.17)	24.05	28.44	19.33	20.49
归母净利润 (百万元)	759.14	1,817.08	2,967.06	3,979.53	4,954.23
同比 (%)	23.68	139.36	63.29	34.12	24.49
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.34	0.82	1.34	1.80	2.24
P/E (现价&最新摊薄)	69.29	28.95	17.73	13.22	10.62

股价走势



投资要点

- 最佳出海范式，国内龙头如何走向世界？**回顾 2023 年，宇通实现出口销量/业绩/市值三个维度共振向上，市场对宇通经历了一轮全新的价值重估。宇通给我们提供了一个最佳的出海企业模板，即国内复苏预期基础上通过出口高盈利性实现高成长性，通过高分红兼具红利属性。站在宇通市值创历史新高的当下时点，我们认为更应该站在长时间维度讨论宇通的投资价值。从探索龙头成长性的根源出发，本篇报告我们核心解析两个问题：复盘上轮大周期，宇通如何奠定国内龙头地位？展望本轮大周期，宇通如何成就世界龙头？
- 上轮大周期：2012-2016 年，宇通借助国内新能源公交红利稳固了国内龙头地位。**战略维度，公司管理层通过 MBO 控股公司，利益深度绑定，“提早布局，顺势而为”把握校车/新能源公交行业红利，大中客份额从 2012 年的 28% 提升至 2016 年的 33%。财务维度，上轮周期宇通在资产负债表扩张/研发高投入的压力下实现量利齐升，2012-2016 年收入复合增长率达到 16%，利润复合增长率达到 27%。总结来看，天和为先（校车/新能源公交周期），地利次之（宇通在所有客车企业里最“卷”），人和为本（积极求变的管理层），天时地利人和具备稳固行业龙头地位。
- 本轮大周期：2020-2027E，宇通借助海外新能源普及红利将成就世界龙头地位。**从出口销量角度看，宇通本轮周期始于 2020 年，但国内受疫情拖累表现业绩承压，故国内底盘稳定是研究出口逻辑的前提。从业绩角度看，本轮周期红利体现于 2023 年，2023 全年收入同比+24%，归母净利润同比+139%，主要依赖于大中客出口销量同比+79%，海外收入同比+86%。展望本轮客车出口周期，行业贝塔复苏显著，2023 年中大客出口同比+47%，我们预计 2024/2025 年出口量维持 30% 以上增速，新能源客车海外渗透率不及 20% 尚处快速提升通道。本轮周期，剩者为王，格局稳定为这轮周期自上而下逻辑成立的第一要素，宇通/金龙作为行业龙头 2010 年至今合计市占率维持 50% 以上，出口市占率接近 60%，海外车企势弱基础上中国客车全球市占率提升空间较大。高成长性是本轮宇通估值上移的核心原因，据我们测算，2023-2027 年我国客车海外市占率有望从 22% 提升至 44%，海外新能源渗透率有望从 14% 提升至 31%。出口高盈利性是高成长的根源，2023 年宇通出口毛利率为 32%，显著高于国内毛利率的 23%。高红利是股价的强支撑，本轮周期宇通不具备新投产能的需要，现金流显著好于利润，高分红我们预期可持续。
- 盈利预测与投资评级：宇通是少有的具备强出口属性、兼具高成长/高分红特征的公司。**我们维持公司 2024~2026 年营业收入为 347/414/499 亿元，同比+28%/+19%/+20%，维持归母净利润为 29.7/39.8/49.5 亿元，同比+63%/+34%/+24%，对应 EPS 为 1.3/1.8/2.2 元，对应 PE 为 18/13/11 倍，维持“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。**

市场数据

收盘价(元)	23.74
一年最低/最高价	12.02/24.91
市净率(倍)	3.78
流通 A 股市值(百万元)	52,558.92
总市值(百万元)	52,558.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.29
资产负债率(%，LF)	54.45
总股本(百万股)	2,213.94
流通 A 股(百万股)	2,213.94

相关研究

- 《宇通客车(600066): Q1 产销数据超预期，看好二季度景气度持续!》
2024-04-05
- 《宇通客车(600066): 2023 年报点评: 周期向上加速，业绩和分红超预期!》
2024-04-05

内容目录

1. 上轮周期复盘：顺势而为，业绩高兑现	5
1.1. 战略维度：提早布局，顺势而为	5
1.1.1. 管理层：利益绑定，把握客车两轮上行周期。	5
1.1.2. 产能：把握行业发展脉络，提前扩充	6
1.1.3. 产品：把握校车/新能源两轮行业红利，先发制人	6
1.1.4. 出口：依托南美，走向世界，布局未来	8
1.2. 财务维度：上行周期验证业绩高兑现度	9
1.2.1. 利润表：收入/利润齐升，业绩高兑现	9
1.2.2. 资产负债表：处于扩张周期，负债结构健康	11
1.2.1. 现金流量表：现金流表现良好，现金流整体跑赢利润	12
1.3. 中国客车龙头是怎么造就的？	13
2. 2023 年复盘：出口/业绩双重兑现，龙头价值重估	15
2.1. 财务端：三表质量集体向好	15
2.1.1. 利润表：国内外共振，出口业绩弹性兑现	15
2.1.2. 资产负债表：资产端投入收缩，步入产能充分投放的收获期	19
2.1.3. 现金流量表：现金创造能力显著增强，支撑大额分红	20
2.2. 股价复盘：从销量催化到业绩催化	21
2.3. 世界客车龙头是怎么造就的？	23
3. 盈利预测与投资评级	26
3.1. 复盘历史估值：价值重估，本轮出口周期估值中枢抬升	26
3.2. 盈利预测与投资评级	28
4. 风险提示	30

图表目录

图 1: 宇通客车公司发展图.....	5
图 2: MBO 后股权关系	6
图 3: 现在的股权关系 (截至 2023 年年报)	6
图 4: 2007-2022 年宇通折旧摊销占营业成本的比重	6
图 5: 2009-2015 年宇通专用校车销量/辆	7
图 6: 宇通客车 2007-2019 年新能源三电技术迭代历程	8
图 7: 宇通客车 2007-2015 年政策端、研发端、产品端布局	8
图 8: 宇通出口销量及路径 (单位: 辆)	9
图 9: 2007-2016 年营业收入/亿元及同比增速	10
图 10: 2010-2017 年营业收入/百万以及同比单季度变化	10
图 11: 2007-2017 年归母净利润/亿元及同比增速	10
图 12: 2010-2016 年归母净利润/百万和同比单季度变化	10
图 13: 2007-2017 年各项费用率情况	11
图 14: 2007-2017 年毛利率以及归母净利率变化	11
图 15: 2007-2023 年固定资产/亿元	11
图 16: 2007-2023 年总资产/亿元	11
图 17: 2007-2023 年资本开支/亿元	12
图 18: 2007-2023 年当期计提折旧摊销/亿元	12
图 19: 2007-2023 年资产负债率	12
图 20: 2007-2023 年流动比率	12
图 21: 2007-2017 年公司现金流/亿元	13
图 22: 2007-2017 年经营性现金流和归母净利润对比/亿元	13
图 23: 2010-2017 年分公司大中客销量累计/万辆	13
图 24: 2010-2017 年客车龙头市占率 (大中客口径)	13
图 25: 2010-2017 年大中客分用途销量/万辆	13
图 26: 2010-2017 大中客分用途销量结构	13
图 27: 2012-2017 年校车分公司销量结构	14
图 28: 2010-2017 年公交车分公司销量结构	14
图 29: 宇通 2007-2023 年营业收入/亿元及同比增速	16
图 30: 2022-2023 年单季度营收/亿元和同比增速	16
图 31: 宇通主营业务海内外收入占比	16
图 32: 出口收入/亿元及同比增速	16
图 33: 2007-2023 年归母净利润/亿元及同比增速	16
图 34: 单季度归母净利润/亿元及同比增速	16
图 35: 2007-2023 年公司净利率/毛利率	17
图 36: 2015-2023 年出口/国内毛利率	17
图 37: 公司历年原材料金额及占成本比例	17
图 38: 公司单车原材料成本/万元	17
图 39: 螺纹钢和金属锂价格	18
图 40: 人工费用占营业成本的金额及比例	18
图 41: 公司生产人员数量及人均创收	18
图 42: 2007-2023 年固定资产净值/亿元	19

图 43:	2007-2023 年在建工程/亿元	19
图 44:	2007-2023 年公司资本开支/亿元	20
图 45:	2007-2023 年公司折旧摊销/亿元	20
图 46:	2007-2023 年经营性现金流/亿元	20
图 47:	2007-2023 年自由现金流/亿元	20
图 48:	公司存货周转率及应收账款周转率	21
图 49:	公司净营业周期/天	21
图 50:	公司历年分红（左轴，亿元）和每股股利（右轴，元）	21
图 51:	公司股息率测算	21
图 52:	宇通市值及销量	22
图 53:	陆股通占流通股比例	22
图 54:	2023 年公司月度出口销量/辆	22
图 55:	2022-2023 年单季度归母净利润及净利率	23
图 56:	国内外销量/辆	23
图 57:	客车分车企市占率（大中客口径）	23
图 58:	大中客 CR2 市占率	23
图 59:	国内公交车销量（大中客口径）	24
图 60:	国内座位客车销量（交强险口径）	24
图 61:	国内及出口弹性测算/万辆	24
图 62:	中国及海外新能源大中客渗透率测算	24
图 63:	海外新能源客车经济性测算（图为部分国家柴油与电费价格对比）	25
图 64:	戴姆勒客车资本开支（Investments PP&E）/百万欧元	25
图 65:	国内外客车企业盈利能力（ebit 率）	25
图 66:	公司 PE(TTM)及收盘价（右轴，元）	27
图 67:	公司 PE(TTM)及收盘价（右轴，元）	27
图 68:	公司 PE(TTM)及收盘价（右轴，元）	28
图 69:	公司 PE(TTM)及收盘价（右轴，元）	28
表 1:	大中客行业国内及出口销量测算	26
表 2:	公司业绩拆分	29
表 3:	可比公司 PE 估值（截至 2023 年 4 月 23 日）	30

1. 上轮周期复盘：顺势而为，业绩高兑现

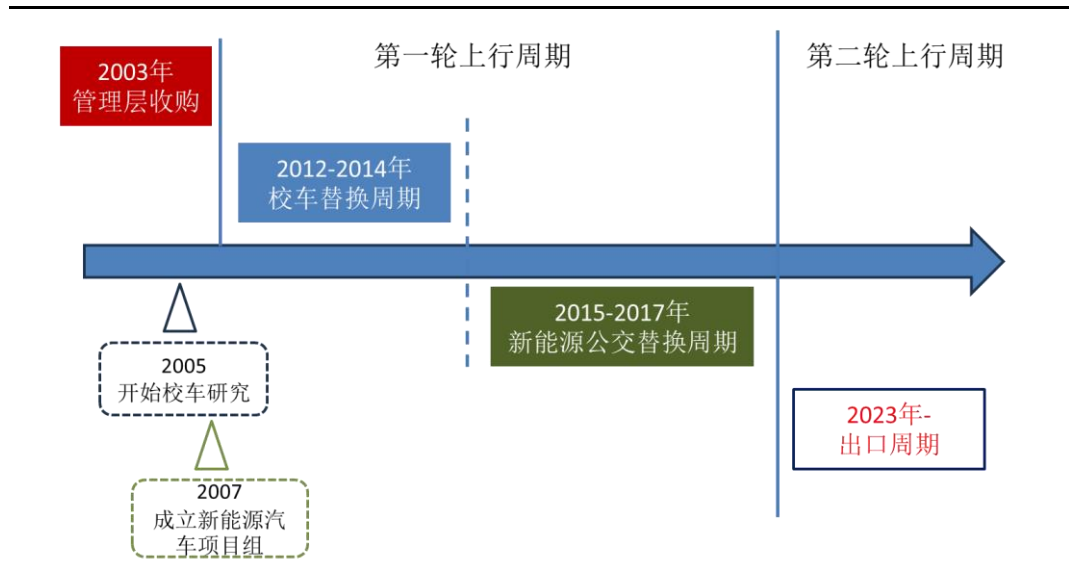
1.1. 战略维度：提早布局，顺势而为

上轮周期中宇通如何抓住行业贝塔，快速成长？提早布局，顺势而为。

首先，公司于 2003 年就完成了管理层收购，管理层利益与公司利益绑定，经营上具备很强的主观能动性。其次，时间轴上来看公司抓住每一轮客车行业机会，如 2005 年开始校车研究，2012 年行业放量成为“校车之王”；2007 年开始布局新能源汽车，抓住 2015 年城市公交集中更新的红利成为当之无愧的新能源客车龙头。

我们发现，客车板块每一轮的周期向上都是“行业找公司”，而不是“公司找行业”。这背后是因为客车本质是 ToG 的生意，行业趋势的发展往往不是个体推动的。公司作为个体能做的就是提早看清行业发展方向，提早布局，然后等风至、顺势而为，这恰恰就是宇通的经营智慧所在。

图1：宇通客车公司发展图



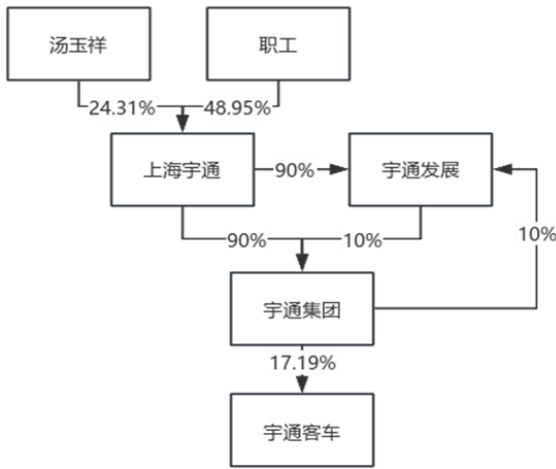
数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

1.1.1. 管理层：利益绑定，把握客车两轮上行周期。

高增长与高分红的核心动力在于管理层和股东利益绑定。宇通客车的实际控制人是以宇通客车董事长汤玉祥为首的内部人员。1999 年大股东变更为宇通集团，此后该集团的持股从 2000 年的 17.19% 上升为 2007 年的 31.4%。宇通管理层通过 MBO（于 2003 年底通过上海宇通和宇通发展两家公司拍得宇通集团 100% 的股权），股本性质在 2004 年变更为社会法人股。自此管理层和公司利益层面深度绑定，在之后公司经营战略方面也体现出了很强的重视股东回报和主观能动性极强的特点。MBO 后实控人未发生过减持，

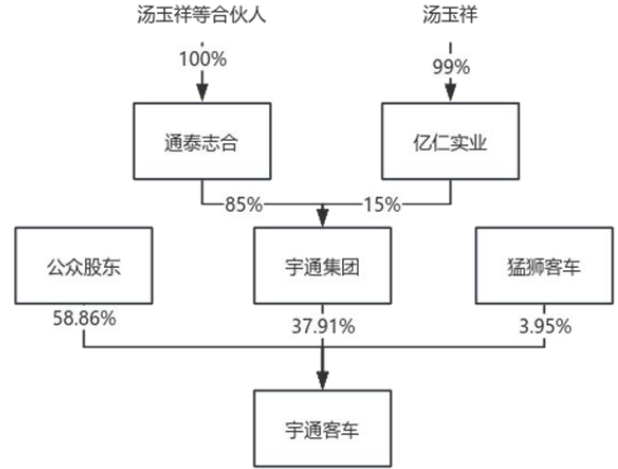
反而在 2009 年和 2022 年进行过两次增持，实控人坚持与公司共同成长。

图2: MBO 后股权关系



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所绘制

图3: 现在的股权关系 (截至 2023 年年报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所绘制

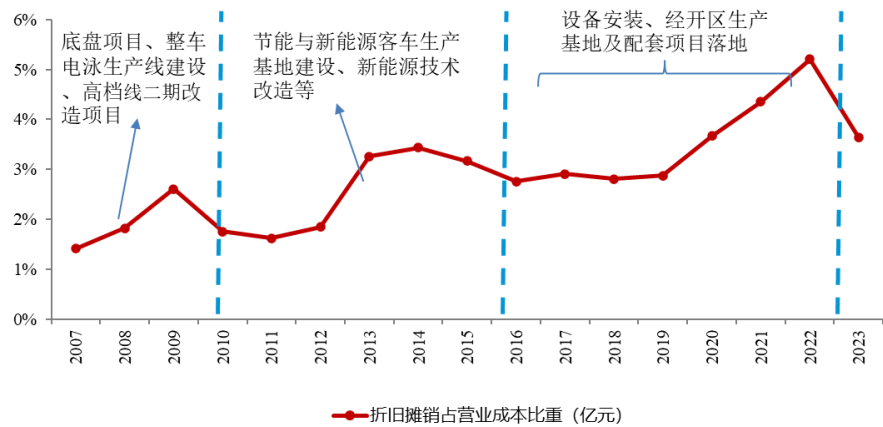
1.1.2. 产能: 把握行业发展脉络, 提前扩充

精准把握行业发展脉络, 合时宜的扩充产能。公司产能扩充主要发生在三个阶段:

- 1) 2010 年前的产能扩充和产线改装, 支撑公司年销量从 2017 年的 2.4 万辆提升到 2010 年的 4 万台以上;
- 2) 2010-2015 年间, 2012 年募资 22 亿元投入新能源客车生产项目, 抓住 2014-2016 年客车新能源更新大机遇;
- 3) 2016 年后, 公司在下行周期落实产线的升级改造, 为下一轮周期提前布局。

采用加速折旧方法, 越到后期折旧压力越小。公司采用双倍余额递减法计提折旧, 固定资产的折旧在早期会比较高, 导致早期利润压力变大, 但越往后折旧越低, 预计 2023 年后公司不会产能超额的资本开支, 折旧压力将进一步减小。

图4: 2007-2022 年宇通折旧摊销占营业成本的比重



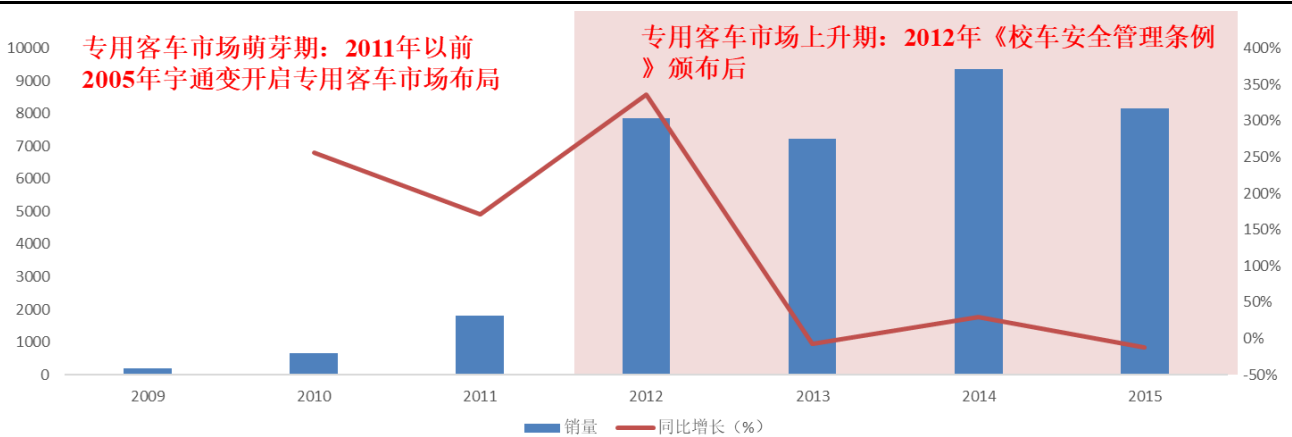
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.1.3. 产品: 把握校车/新能源两轮行业红利, 先发制人

校车事故频发引政府高度关注。2005年-2011年期间校车事故频发，此后在2012年4月10日为加强校车安全管理，保障学生交通安全，《校车安全管理条例》颁布。此后高安全标准校车购置将由政府分担补贴，推动了校车销量的增长。

前瞻性布局校车产品，奠定行业先发优势。校车质量安全不达标主要系校车产品几乎全部是非专用校车产品。经宇通分析，专用客车的需求实际很大但源于客户众多个性化的需求与生产效率低下之间的矛盾无法解决，导致处于萌芽状态的专用客车市场发展不大。因此为抢占专用校车市场先机，解决校车事故痛点难点，早在2005年，宇通便开始了专用校车的市场研究和布局，2012年抓住行业趋势销量同比翻了四倍。

图5：2009-2015年宇通专用校车销量/辆



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新能源组织结构不断优化，十年技术攻关持续赋能。组织层面，宇通客车新能源团队历经项目组（2007年）→事业部（2009年）→专业组（2011年）三大阶段，组织结构不断优化、团队规模不断壮大，赋能公司新能源核心技术健康可持续性发展，持续巩固新能源客车技术前沿优势。

公司新能源以混合动力、插电式、纯电动客车研发和产业化为主线，以行业共性关键技术“电驱、电控、电池”的自主攻关为切入点，历经十余年技术攻关，在高效动力系统、动力电池集成与管理、整车控制与节能等方面取得重大突破。

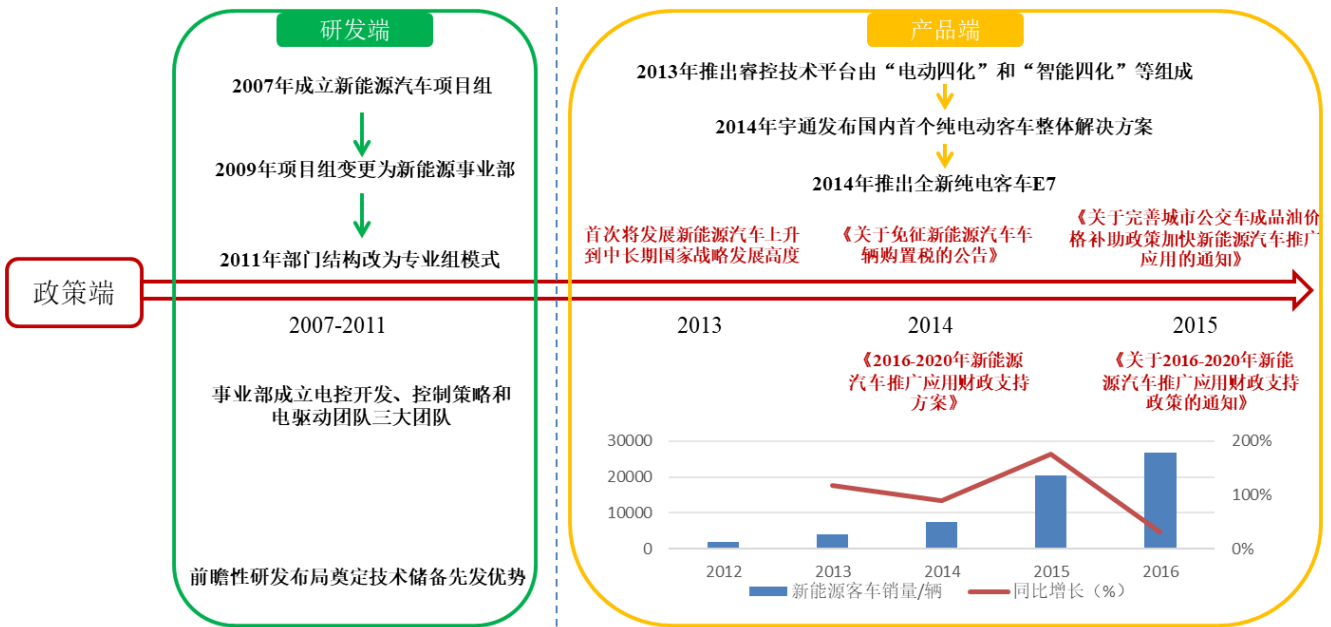
图6: 宇通客车 2007-2019 年新能源三电技术迭代历程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3 年政策催化发酵, 15 年新能源客车销量厚积薄发。2013-2015 年各类新能源汽车的利好政策和补贴持续推出, “发展新能源汽车”的理念在市场得以确立, 新能源客车也由此持续获益。同时新能源客车最先在示范城市开始普及, 主要依托政府采购, 保障性高。政策因素经过 3 年发酵, 新能源客车在 2015 年引来其爆发期。宇通客车前瞻性做好底层技术研发布局, 奠定技术储备的先发优势; 精准对接新能源政策要求不断拓展产品矩阵、加快迭代升级, 2015 年顺应行业需求新能源客车迎来销量上的爆发, 新能源客车销量同比+176%。

图7: 宇通客车 2007-2015 年政策端、研发端、产品端布局

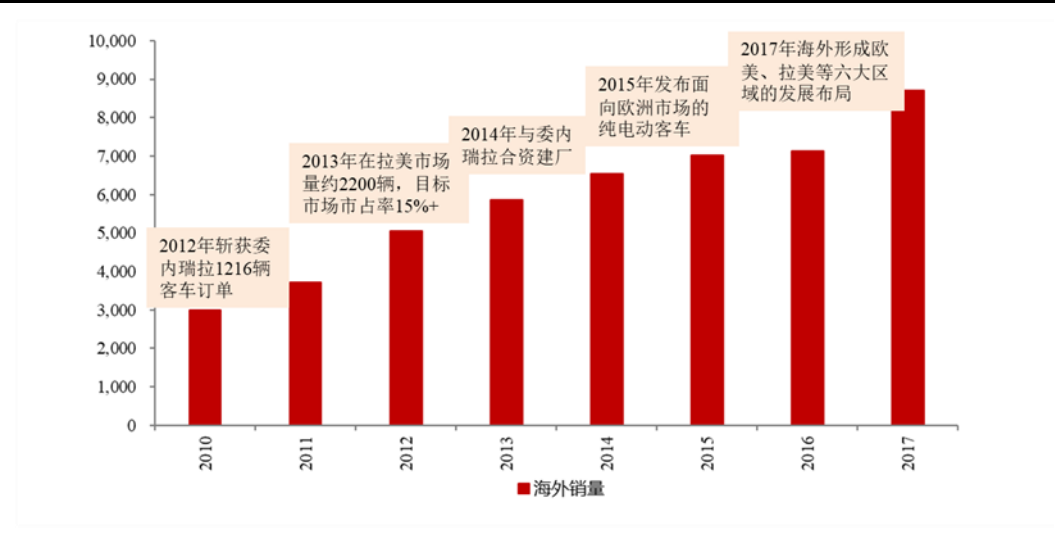


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.1.4. 出口: 依托南美, 走向世界, 布局未来

20 余年出口布局，率先打开南美市场。宇通客车在 2002 年实现了首次客车出口，迈出了探索海外市场实质性的一步。通过率先开拓南美市场，宇通实现迈出国际化重要一步。宇通的海外扩张从古巴开启，2005 年 4 月、9 月宇通分别向古巴出口 400 和 630 辆客车，并且成功创造“古巴模式”；之后公司进军委内瑞拉，签订客车订单并与委内瑞拉合资建厂；目前宇通业务延伸至秘鲁、智利等南美洲国家。

图8：宇通出口销量及路径（单位：辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 财务维度：上行周期验证业绩高兑现度

上轮上行周期宇通业绩端表现如何？收入提升同时叠加盈利中枢上移，利润高兑现。

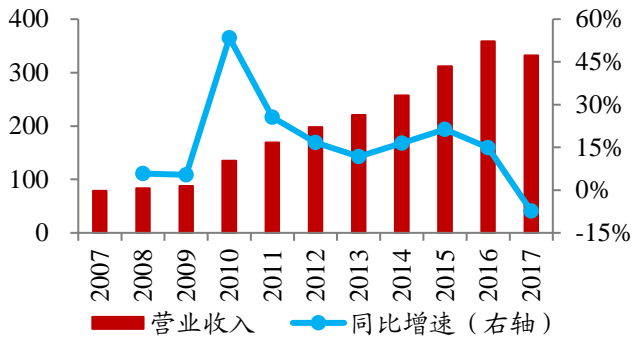
2010-2016 年宇通逐季度利润兑现度都极高，除了 2013Q3 受折旧摊销影响归母净利润同比下滑，其他各个阶段宇通实现了逐季度间归母净利润的同比提升。同时该阶段宇通还有比较大额的产能投放，在有较大折旧摊销压力的基础上宇通还实现了业绩的高兑现，体现出来了 β 对于客车行业以及龙头企业的重要性。

1.2.1. 利润表：收入/利润齐升，业绩高兑现

抓住新能源市场快速增长机会，充分受益新能源行业换车政策。新能源公交密集换车在 2013-2016 年，公司抓住新能源趋势收入录得连年增长，2016 年营业收入较 2011 年实现近翻倍增长，收入突破 350 亿元。

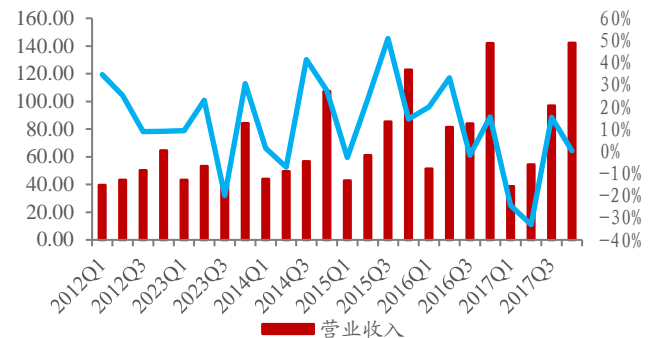
季度收入同比有所波动，但整体兑现能力较强。受政府招标节奏影响，公司季度间收入有所波动，但从同比数据来看，除开特殊几个季度公司季度间收入兑现度较高，周期上行对销量和收入端影响显著，收入端的周期顶现于 2016 年，这与新能源补贴从 2016 年后逐渐退坡相吻合。

图9：2007-2016 年营业收入/亿元及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

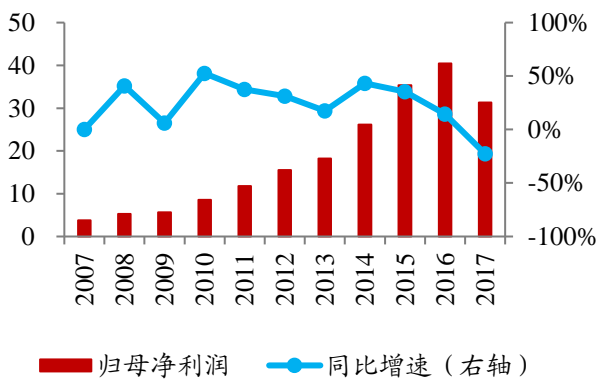
图10：2010-2017 年营业收入/百万以及同比单季度变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

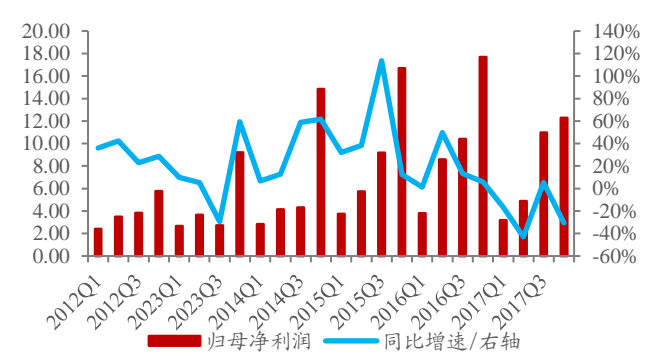
受益于盈利中枢上移，公司年度净利润增速跑赢收入。2016 年公司归母净利润突破 40 亿元，为 2011 年接近四倍，量的提升带来显著规模效应推动公司盈利中枢上移，同时下游原材料降价也有效对冲折旧端费用上移。分季度看，季度间利润兑现程度极高，除 2013Q3，2011-2016 年公司季度归母净利润同比均实现正增长。除 13 年由于新增产能投放导致较大折旧影响，公司季度间利润录得连续的同比增长，横向比较整个 A 股市场十分少见，公司在上行周期展现出极高的业绩兑现度。利润端的周期顶同样出现于 2016 年，且 2017 年利润端的下滑更显著，体现出客车行业很强的规模效应属性。

图11：2007-2017 年归母净利润/亿元及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：2010-2016 年归母净利润/百万和同比单季度变化



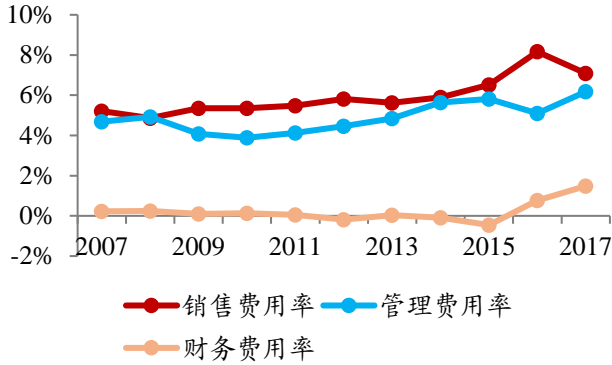
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用端，扩张期伴随费用率上行。1) 客车行业属于重渠道行业，开拓阶段需要较大渠道建设投入，同时叠加新能源客车售后服务费计提，公司销售费用率在 2011-2016 年间处于上升通道。2) 2012 年后逐年产能投入导致折旧费用大幅提升，管理费用率同样保持上行，但整体上升幅度较小，体现出规模效应对折旧端的较强摊薄能力。

原材料降价叠加规模效应，对冲费用率上行。由于原材料价格下降（如螺纹钢价格

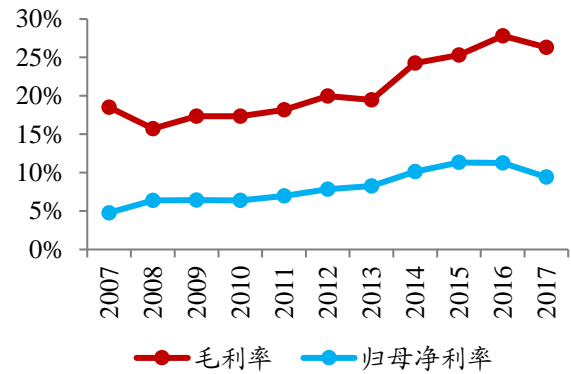
从 2011 年中的约 5000 元/吨持续下降到 2016 年中的约 2000 元/吨)及规模效应的体现, 公司毛利率/净利率在 2008 年后处于持续增长通道, 毛利率高点现于 2016 年为 27.8%。

图13: 2007-2017 年各项费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2007-2017 年毛利率以及归母净利率变化

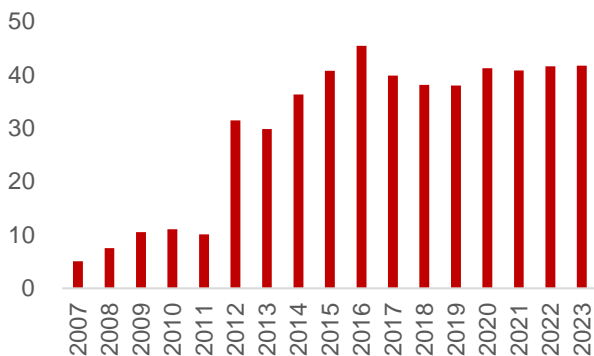


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2.2. 资产负债表: 处于扩张周期, 负债结构健康

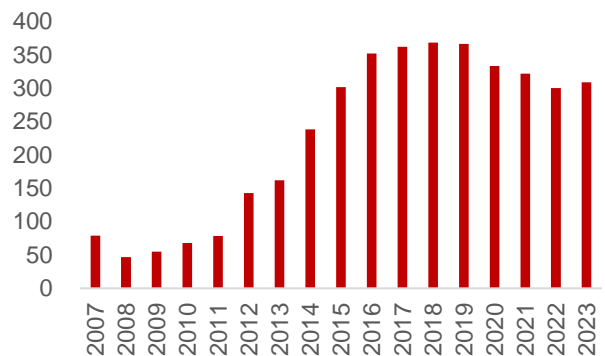
资产负债表处于扩张周期。11-16 年固定资产呈连续上涨趋势, 2016 年规模达到 45.38 亿元, 相较于 2011 年增幅达到了 349%, 系 2012 年后公司新工厂陆续建设投产所致, 公司总资产于 2016 年达到 352 亿元, 相较 2011 年增幅 347%。公司在这一周期处于资本扩张阶段, 其中 2012/2014 年资本开支近 20 亿元。公司采用加速折旧法折旧, 短期折旧摊销较高, 2013 年后公司整体折旧摊销额处于高位, 年度计提折旧摊销超过 5 亿元。

图15: 2007-2023 年固定资产/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 2007-2023 年总资产/亿元



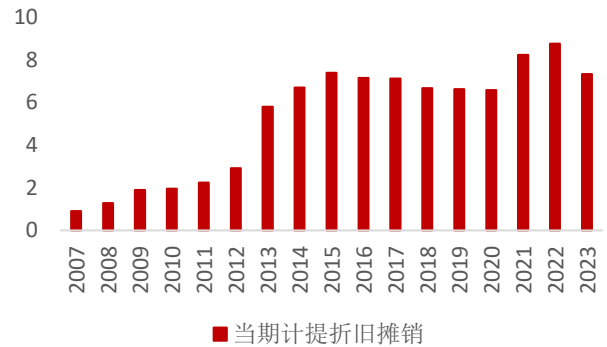
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 2007-2023年资本开支/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

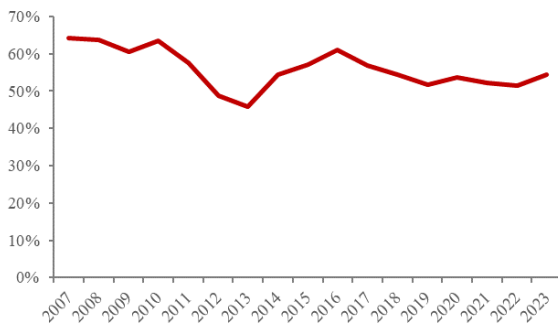
图18: 2007-2023年当期计提折旧摊销/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

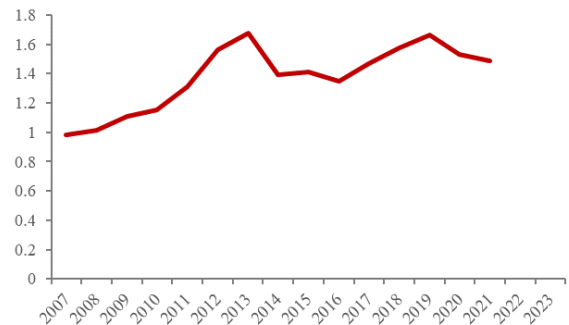
善用融资工具, 资产负债结构健康。扩表期间公司资产负债结构保持健康, 资产负债率从2007年的64%下降至2013年的46%, 主要系通过配股/定增等方式融资所致。公司流动比率07-13年始终处于增长状态, 14年之后始终保持在1.35以上, 主要系应收账款等项目受公交招标影响有所增加。

图19: 2007-2023年资产负债率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 2007-2023年流动比率

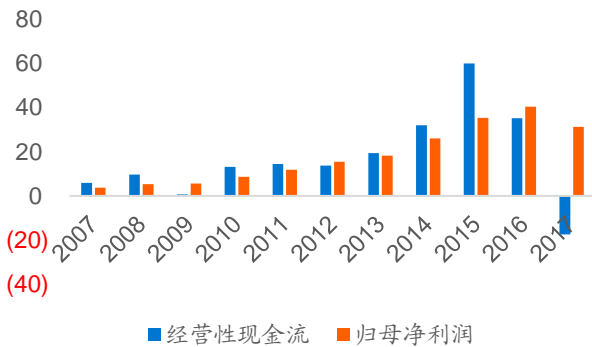


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2.1. 现金流量表: 现金流表现良好, 现金流整体跑赢利润

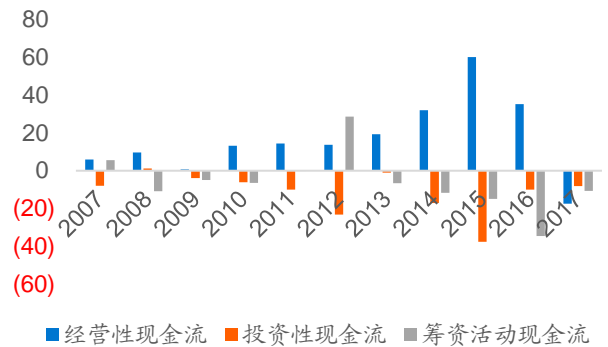
现金流量表现良好, 投融资现金流保持可控。经营性现金流于2012-2015年持续攀升, 2016年经营现金流同比下降主要为政府采购公交产生较多应收账款所致, 但整体经营性现金流跑赢归母净利润。投资性现金流受当年固定资产投入影响较大, 主要在2012/2015两年产生大额资产开支。筹资活动现金流主要为公司长期保持高分红习惯所致, 多为分配股利所支出的现金。

图21: 2007-2017年公司现金流/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 2007-2017年经营性现金流和归母净利润对比/亿元

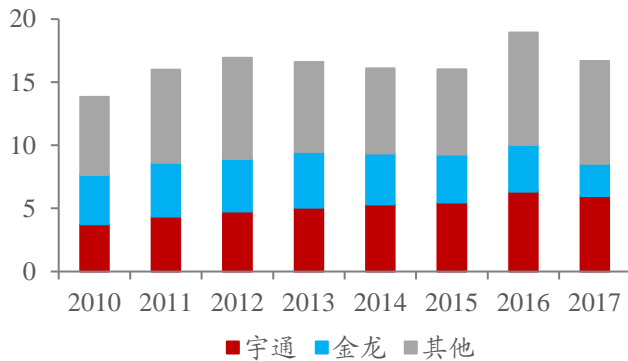


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 中国客车龙头是怎么造就的?

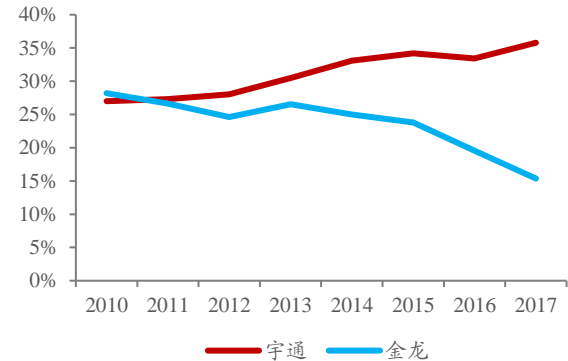
客车行业以量取胜。结果来看, 2012-2016年的五年客车大周期宇通抓住每一波时代机遇(校车红利/新能源公交红利), 同时成功做到了份额的提升。复盘来看, 2010-2017年从总量来看维持15万/年的中枢高位震荡, 而宇通实现销量提升的根源来自于份额的快速提升, 市场份额从2012年的28%提升至2017年的36%。

图23: 2010-2017年分公司大中客销量累计/万辆



数据来源: 中客网, 东吴证券研究所

图24: 2010-2017年客车龙头市占率(大中客口径)

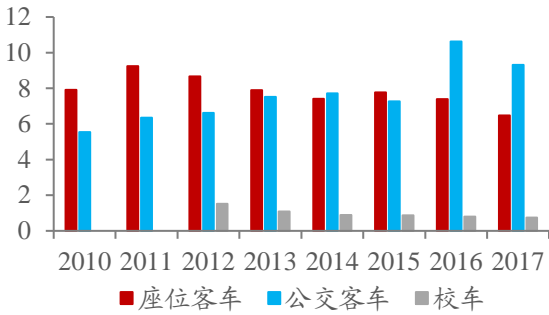


数据来源: 中客网, 东吴证券研究所

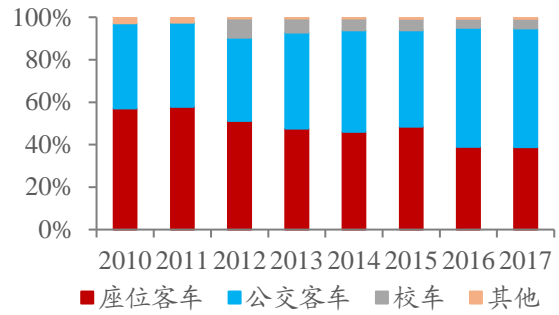
2010-2016年客车行业分用途看可做如此概括: 座位客车高位下行, 校车/公交共振支撑总量维持高位。故能否在这轮胜出依赖于能否抓住校车和公交车的这轮放量红利。

图25: 2010-2017年大中客分用途销量/万辆

图26: 2010-2017大中客分用途销量结构



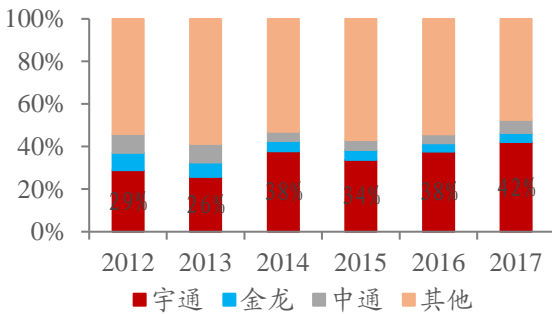
数据来源：中客网，东吴证券研究所



数据来源：中客网，东吴证券研究所

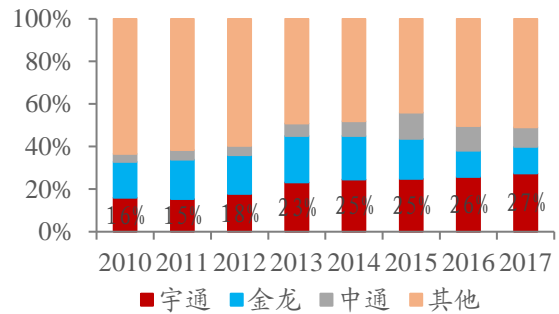
细分品类看，宇通在校车/公交车这两个增量品类中都拔得头筹。究其根源，就如上文所述，公司在每轮行业红利到来之前都能做好准备。如2012年校车爆发，宇通以29%的市占率夺得校车龙头地位，且市占率呈现提高趋势；2015-2017年是新能源公交车换车高峰期，公司在该阶段市占率提升至25%以上，这在地区保护严重的公交市场较为少见且超越金龙成为市占率第一。

图27：2012-2017年校车分公司销量结构



数据来源：中客网，东吴证券研究所

图28：2010-2017年公交车分公司销量结构



数据来源：中客网，东吴证券研究所

天和为先（校车/新能源公交周期），地利次之（宇通在所有客车企业里最“卷”，人为本（积极求变的管理层）。总结来看，公司在上轮成为中国客车龙头存在必然性，这体现在公司每轮行业红利的精准把握与前置投入，表观上体现在扩表压力下三表质量保持靓丽盈利持续兑现，背后蕴含的是管理层同时又是大股东对待“造客车”这件事上的极强的主观能动性。

2. 2023 年复盘：出口/业绩双重兑现，龙头价值重估

2.1. 财务端：三表质量集体向好

2023 年我们见证了宇通在行业景气度底部反转上行的阶段实现了逐季度利润兑现，最终全年利润实现超预期增长。究其原因我们认为应该重新认知处于上行周期的行业龙头的价值所在。

我们如何看待这轮宇通业绩超预期兑现？

1) 业绩的高兑现是可以解释，并且可以预知的。本轮客车红利核心驱动来自出口的高单价、高增速、高利润，逐月度出口销量验证下公司最终实现业绩超预期兑现是在情理之中的。

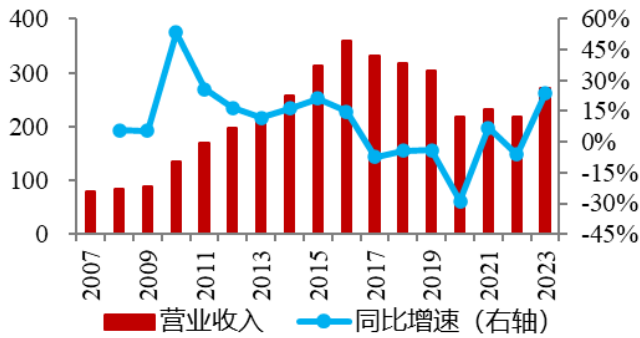
2) 2023 年全年的业绩又是超出我们预期的。我们预期到了增长的事实，同时低估了增长的斜率，这背后蕴含着商用车的商业模式与乘用车的差异，订单制模式下各订单间价格/盈利模式都存在较大差异，给我们精准预测公司业绩提高了难度。故我们认为商用车的投资要在投资范式上与乘用车/零部件板块作区隔，即：**只要景气度向上周期过程中，年度销量趋势没有掉头向下，不用过早去担心业绩是否见顶。**

在解释宇通利润高增长的同时，我们认为同时也要复盘宇通本轮周期上行（2023 年后）和上轮上行周期（2011-2016 年）的异同，对比下我们发现 2023 年公司呈现出了显著的低费用支出、低资本开支的特征，开源同时节流同时造就公司业绩的高兑现。我们通过分析宇通 2023 年三表，发现各个维度上宇通的业绩表现都十分亮眼，得出结论：2023 年宇通业绩兑现高、报表表现优质、可持续性高。

2.1.1. 利润表：国内外共振，出口业绩弹性兑现

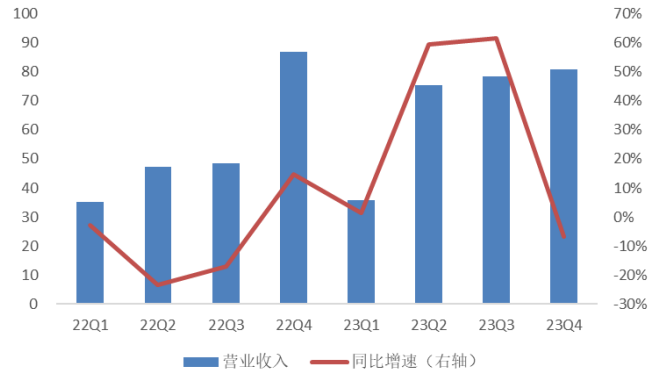
出口销量高增，业绩超预期兑现。公司 23 年实现营业收入 270 亿元，同比+24.1%，其中，公司 23 年 Q4 实现营业收入 81 亿元，同比-6.84%，环比+3.25%。2023 年公司总销量 3.7 万辆，同比+21%，其中出口销量 1.0 万辆，同比+79%，海外收入 104 亿元，同比增长 86%，国外收入占比为 38%，出口业务占比明显提高，国内外销量结构向好。

图29: 宇通 2007-2023 年营业收入/亿元及同比增速



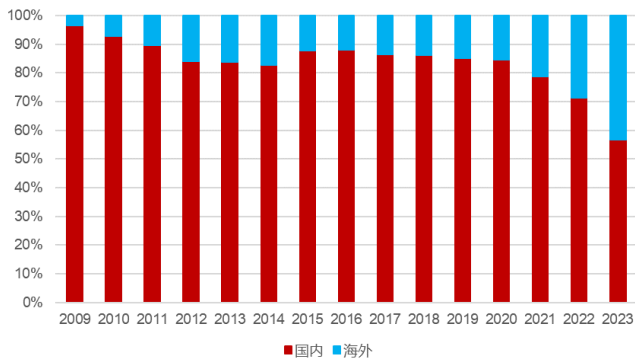
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图30: 2022-2023 年单季度营收/亿元和同比增速



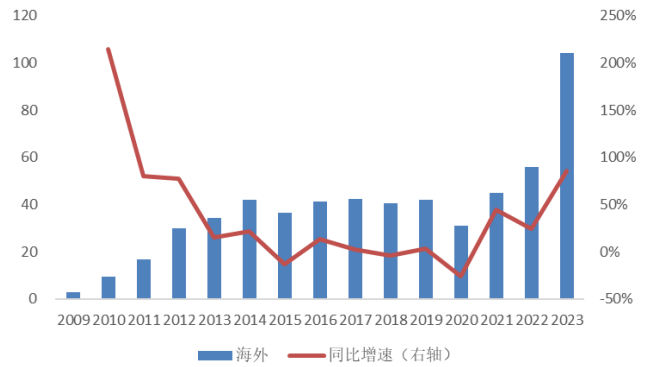
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 宇通主营业务海内外收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 出口收入/亿元及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

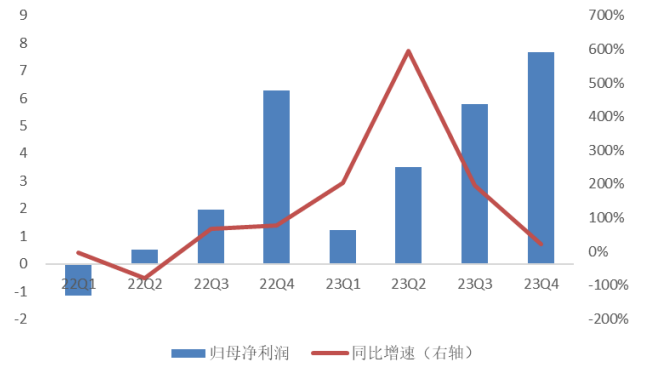
23Q4 归母净利润延续同比增长趋势, 高出口毛利率带来高利润弹性。公司 23 年实现归母净利润 18 亿元, 同比+139.4%, 其中 2023Q4 归母净利润为 7.7 亿元, 同环比分别+22%/+32%, 同时高利润建立在 4.5 亿一次性大额减值基础上, 公司实际盈利能力更强, 主要为原材料价格下降/新能源出口比例提升/订单质量较好等原因综合所致。高出口增速直接导致高利润增长, 出口毛利率为 31.7%, 显著高于国内毛利率的 23.0%。宇通客车出口呈现出了高增长、高单价、高盈利的特点, 实现了出口销量高增到业绩超预期兑现的逻辑闭环。

图33: 2007-2023 年归母净利润/亿元及同比增速

图34: 单季度归母净利润/亿元及同比增速



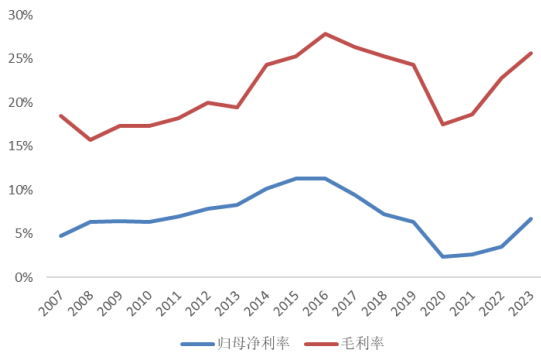
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



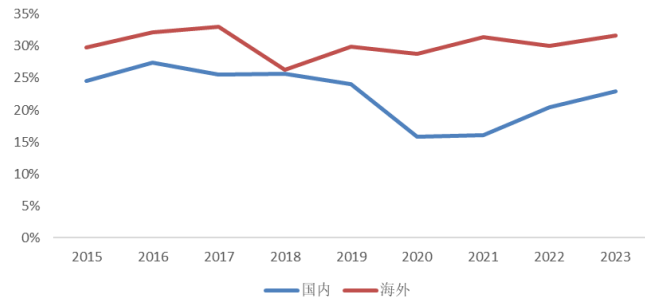
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35: 2007-2023年公司净利率/毛利率

图36: 2015-2023年出口/国内毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



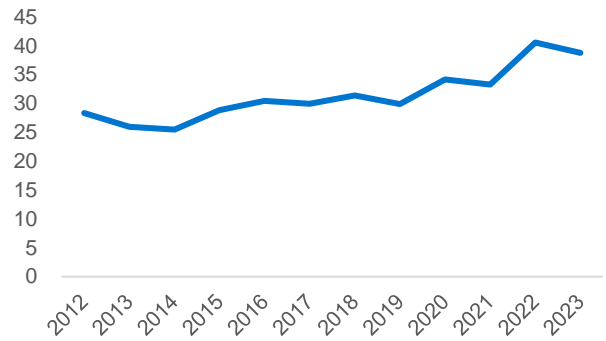
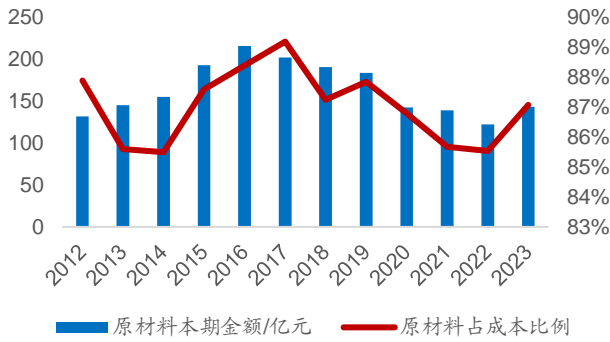
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

生产制造端受益于人效提升与原材料价格下降。我们观察到 2023 年国内和出口毛利率均处于向上通道，故除了销量结构转好对毛利率有所贡献，2023 年原材料端价格下降/人效提升下降共同推动盈利提升。

- 1) 原材料:** 上游原材料方面，2022 年以来钢/锂等原材料的价格处于下降通道，如螺纹钢价格从 2021 年底的超过 5000 元/吨下降至 2023 年底的 4000 元/吨，金属锂价格从 2022 年中的 300 万元/吨下降到 2023 年中的 150 万元/吨。尽管原材料占成本比例在 2023 年有所提升，但单车原材料成本相较 2022 年有所下降（从 2022 年单车原材料成本 41 万下降到 2023 年的 39 万），故原材料占成本比例提升是人工成本/制造费用占比被动下降所致，原材料价格下降有效增厚公司利润。

图37: 公司历年原材料金额及占成本比例

图38: 公司单车原材料成本/万元



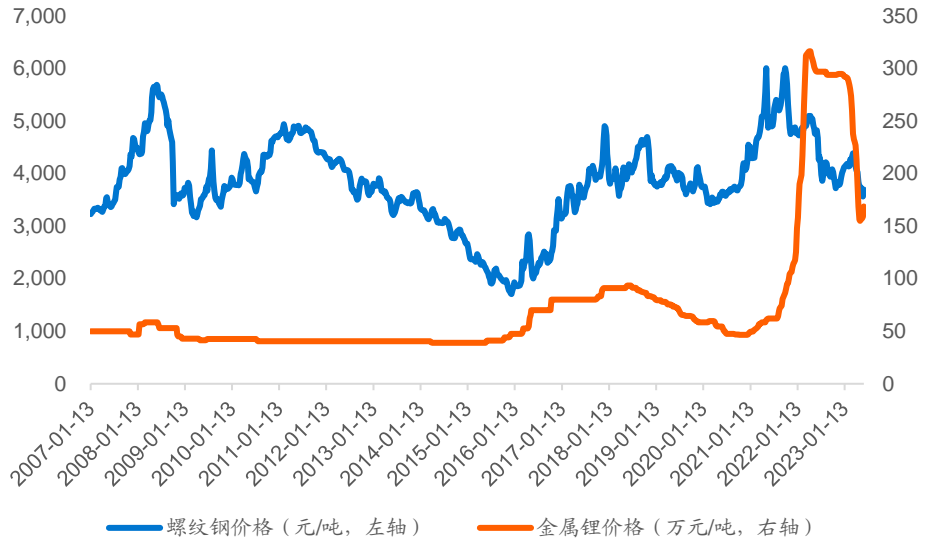
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：为保持数据连贯性，2020年后原材料成本为披露的原材料成本+其他成本

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：计算公式：原材料本期金额/当年销量

图39: 螺纹钢和金属锂价格

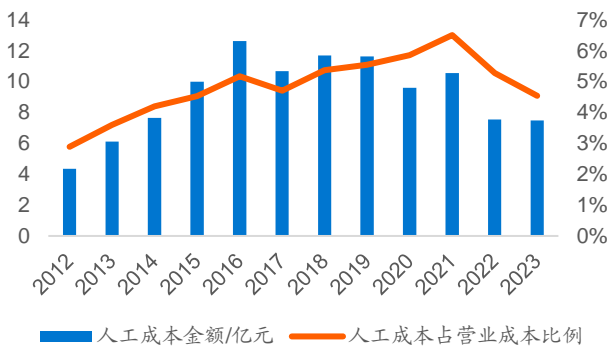


数据来源：wind，东吴证券研究所绘制

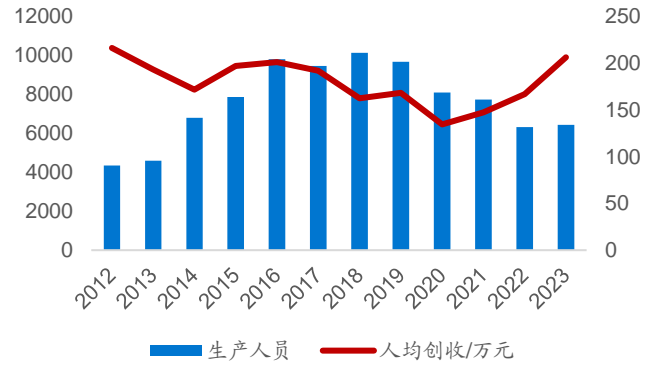
2) 人效：2020年以来公司在生产端对人员有所精简，自2020年以来人均创收逐年提高，人工成本占营业成本比例也下降到2016年的水平，由此带来2023年人均创收再度提升，目前人均创收206万元，已经高于上轮周期高点的2016年。

图40: 人工费用占营业成本的金额及比例

图41: 公司生产人员数量及人均创收



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

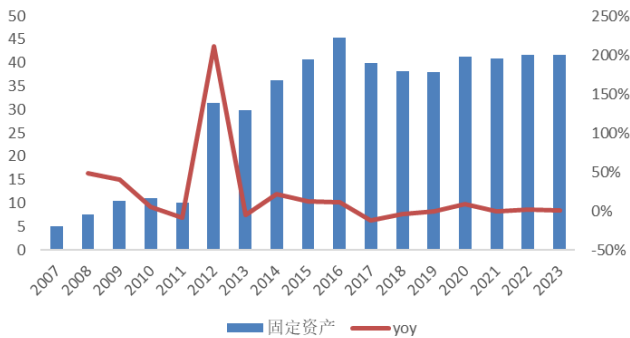


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.2. 资产负债表：资产端投入收缩，步入产能充分投放的收获期

资产投入逐步收缩，进入产能充分投放收获期。2023 年固定资产净值/在建工程/资本开支/折旧摊销分别为 41.71/1.90/5.67/7.32 亿元，同比+0.25%/-31.3%/-41.9%/-16.4%，公司产能于 2016 年前基本投放完毕，将来不具备大额资本开支需求，在这一轮上行周期中，公司资产端投入逐步收缩，进入产能充分投放的收获期。

图42：2007-2023 年固定资产净值/亿元



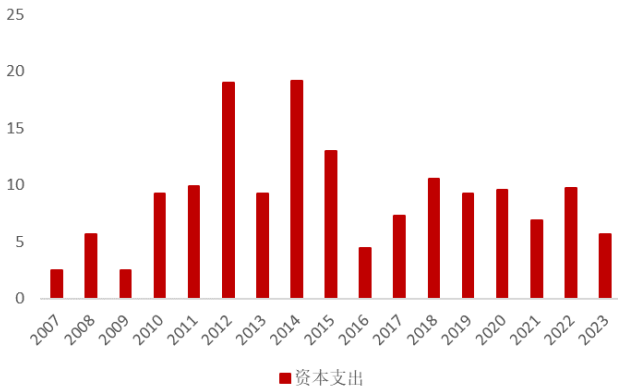
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图43：2007-2023 年 在建工程/亿元



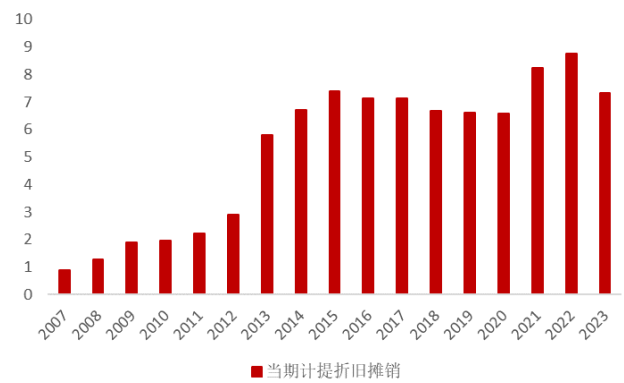
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图44: 2007-2023 年公司资本开支/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图45: 2007-2023 年公司折旧摊销/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1.3. 现金流量表: 现金创造能力显著增强, 支撑大额分红

现金流表现良好, 大额分红回馈股东。2023 年公司经营性现金流/自由现金流分别为 47.2/20.5 亿元, 同比+45.0%/-5.2%, 公司造血能力显著提升。同时 2023 年公司拟向全体股东每 1 股派发现金股利 1.5 元 (含税), 计算合计拟派发现金红利 33.2 亿元 (含税), 高额分红的底气正是来自于公司显著提升的现金流能力。

图46: 2007-2023 年经营性现金流/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

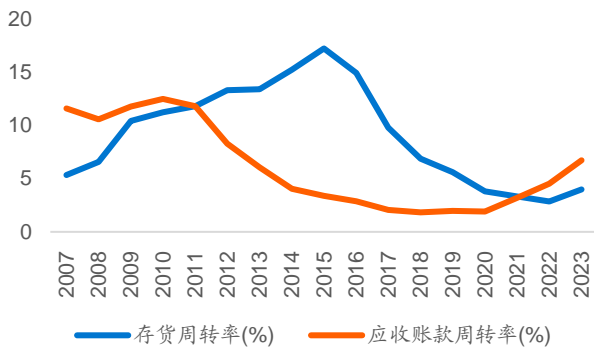
图47: 2007-2023 年自由现金流/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

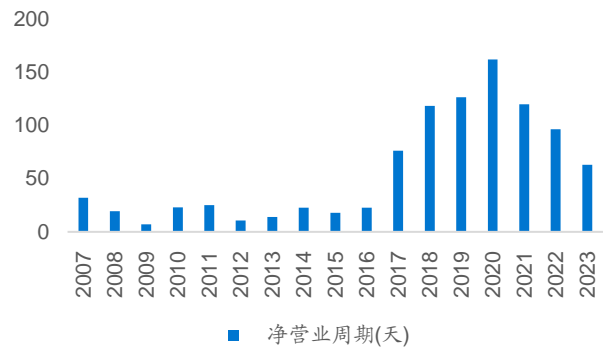
公司资产运转效率提升优化公司现金流。2023 年公司现金流情况显著优于表观利润, 一方面来自于公司计提较大额的资产/信用减值, 另一方面公司在存货及应收账款管理上明显优化。2023 年存货周转率/应收账款周转率分别+1.1pct/2.2pct, 应收账款端明显优化, 主要因公司海外收入占比提升, 而海外账期明显较短所致, 推动净营业周期从 2022 年的 96 天下降至 2023 年的 63 天。预计随着海外收入占比提升, 公司应收账款端管理有望进一步改善, 现金流量表质量仍具备优化空间。

图48: 公司存货周转率及应收账款周转率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

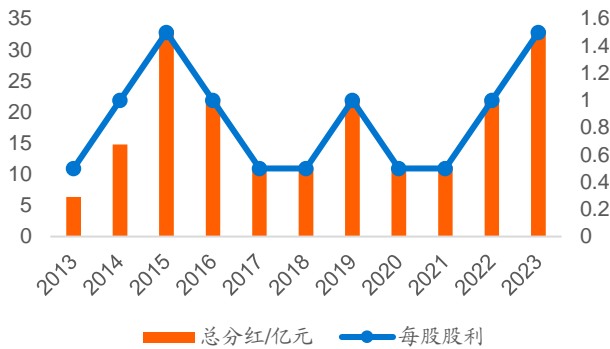
图49: 公司净营业周期/天



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

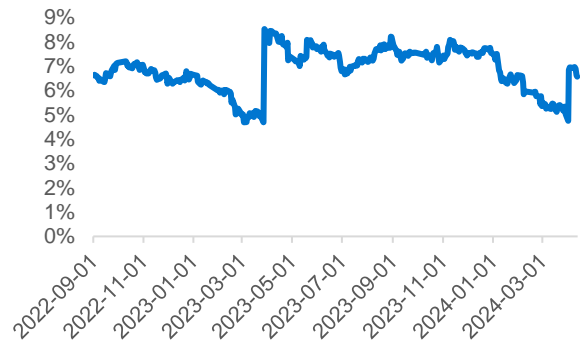
分红超预期, 股息率重回历史高位。2023 年公司拟向全体股东每 1 股派发现金股利 1.5 元 (含税), 股息率重回 6.6% (按 4 月 12 日收盘价计算)。

图50: 公司历年分红(左轴, 亿元)和每股股利(右轴, 元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图51: 公司股息率测算



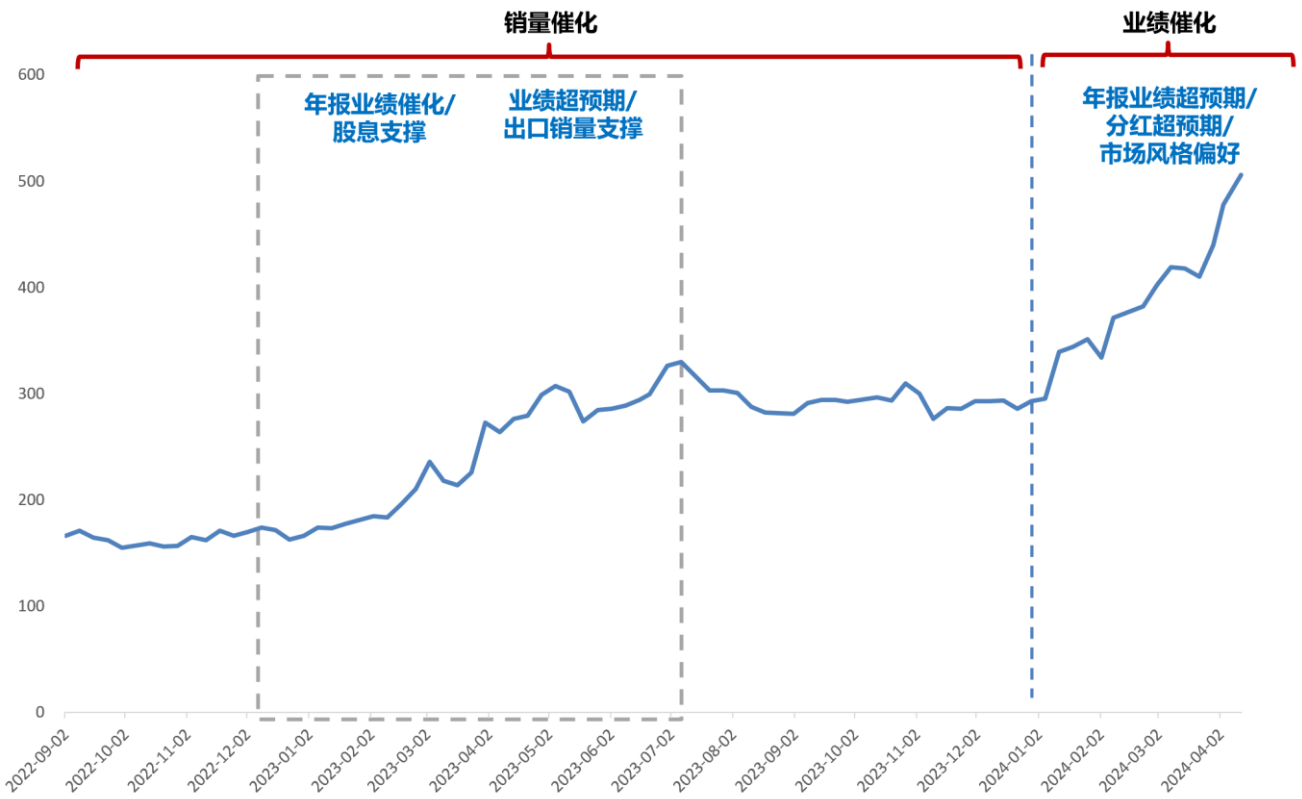
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 计算方式: 上年股息/当前市值, 以年报披露日期为界限

2.2. 股价复盘: 从销量催化到业绩催化

两段股价上涨, 分别演绎销量催化和业绩催化。1) 阶段一: 2023 年全年, 宇通市值从 200 亿提升至 300 亿以上, 逐月度及全年出口销量高增为核心推动。2) 阶段二: 2024 年初至今, 宇通市值突破 500 亿元, 该阶段市值主要为 2023 年全年业绩兑现超预期及分红超预期而推动。

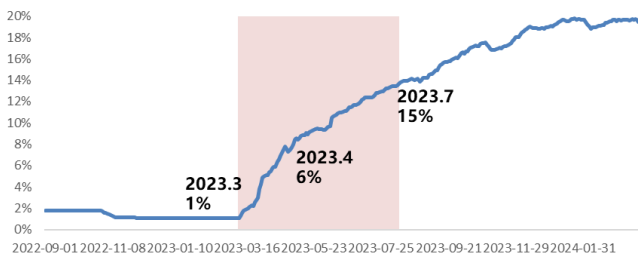
图52: 宇通市值及销量



数据来源: wind, 东吴证券研究所

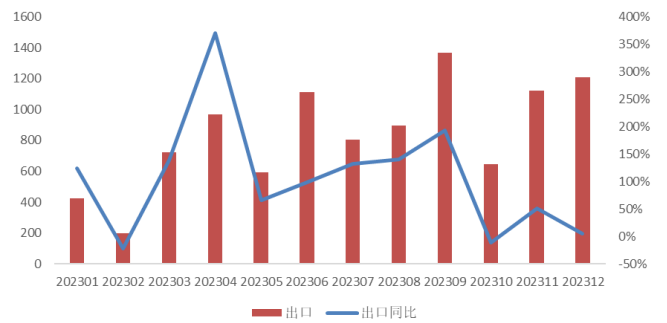
阶段一: 2023 年股价受出口销量催化, 市场第一次对客车出口产生认知。宇通 2022 年年报超预期让市场认知到出口的高盈利性对业绩的拉动, 全年来看行业出口销量同比增速超过 50%, 宇通出口销量增速达到 77%, 市场首次认知客车行业本轮由出口带动的周期反转, 从陆股通占比来看, 公司在 2023 年陆股通占比从年初的 1%提升至年底的近 20%, 意味着 2023 年市场对宇通完成了一轮的价值重估。

图53: 陆股通占流通股比例



数据来源: 交强险, 中客网, 东吴证券研究所

图54: 2023 年公司月度出口销量/辆

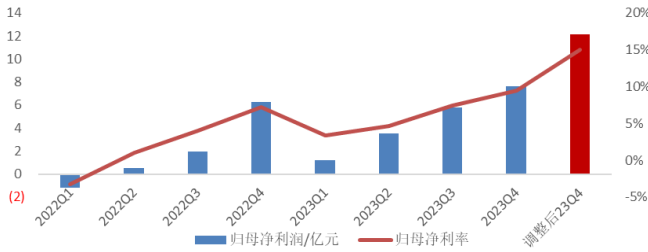


数据来源: 交强险, 中客网, 东吴证券研究所

阶段二: 2024 年股价催化中业绩兑现占比提升。2024 年初至今, 公司 2023 年业绩预告及 2023 年年报超预期再度加深了市场对本轮客车出口高盈利属性的认知, 叠加宇通贯彻高分红的策略, 市值空间再度打开, 总结来看, 宇通的市值从出口销量催化演绎

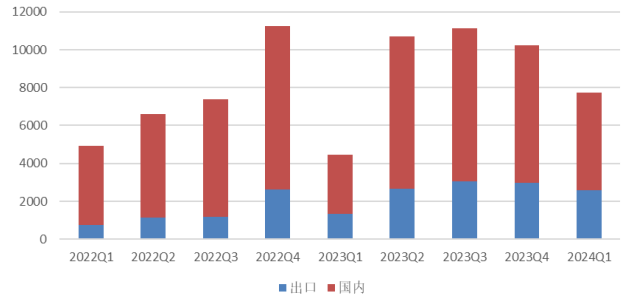
到业绩兑现催化。此外，2024 一季度公司国内外销量均超预期，其中出口同比增速超过 90%，客车出口高景气度持续，增加了市场对全年出口增速的信心。

图55: 2022-2023 年单季度归母净利润及净利率



数据来源：交强险，中客网，东吴证券研究所

图56: 国内外销量/辆

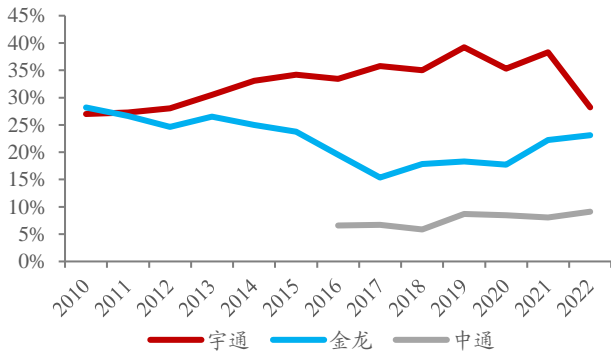


数据来源：交强险，中客网，东吴证券研究所

2.3. 世界客车龙头是怎么造就的？

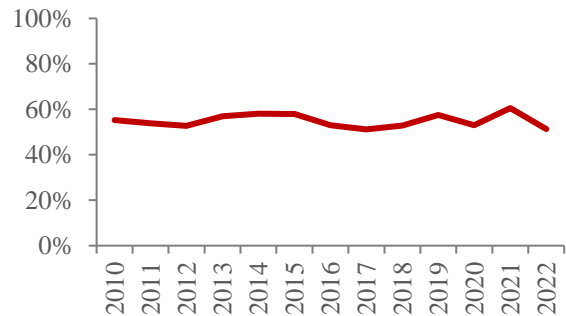
本轮周期，剩者为王，格局稳定为这轮周期自上而下逻辑成立的第一要素。客车行业经过了二十余年风风雨雨，格局上极为稳定，渡过难熬的下行周期（2017-2022 年），经历三年疫情的洗礼，最终剩下的玩家开始拥抱本轮出口推动的客车新周期。客车龙头宇通市占率基本维持 30%以上市占率水平（2022 年宇通施行筛选高质量订单的战略，故市占率有所下降），宇通+金龙市占率基本维持 60%市占率水平，格局稳定为这轮周期自上而下逻辑成立的第一要素。

图57: 客车分车企市占率（大中客口径）



数据来源：中客网，东吴证券研究所

图58: 大中客 CR2 市占率



数据来源：中客网，东吴证券研究所

国内销量触底是看好本轮周期拐点向上的基本假设。2023 年国内客车销量 5.5 万辆，同比-11%，今晚 2015 年全年销量的 39%。

1) 2023 年国内公交销量达到 2.1 万台的历史低点（相当于 2017 年的 22%，2022 年的 51%），2024 年在政策或出台预期+公交车换车周期到来的背景下公交或迎来强势复苏，我们预期 2024 年公交销量有望达到 3.8 万台，同比+80%。

2) 2023 年座位客车受益于旅游复苏迎来强势复苏, 同比销量+87%, 但距离疫情前 2019 年的 3.7 万辆销量仍有差距, 我们观察到 2024 年旅游复苏仍然进行中, 对座位客车复苏保持信心, 预计 2024 年座位客车销量达到 3.4 万辆, 同比+20%。

图59: 国内公交车销量 (大中客口径)

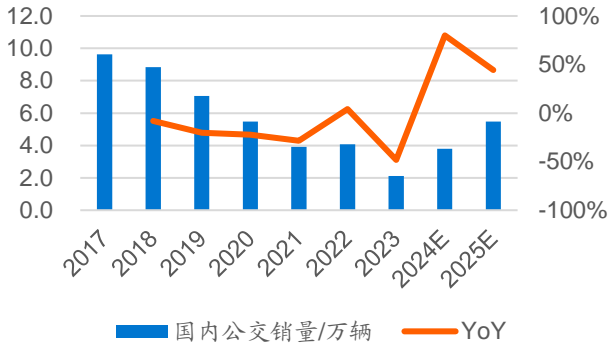
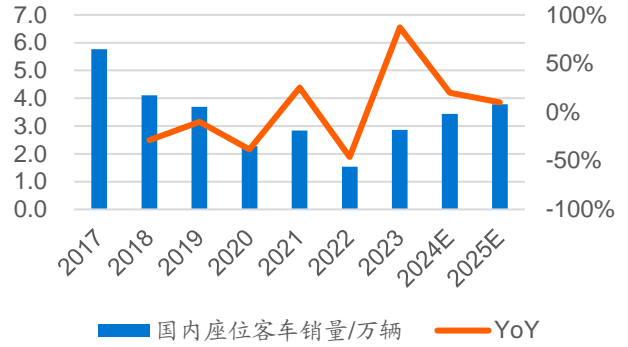


图60: 国内座位客车销量 (交强险口径)



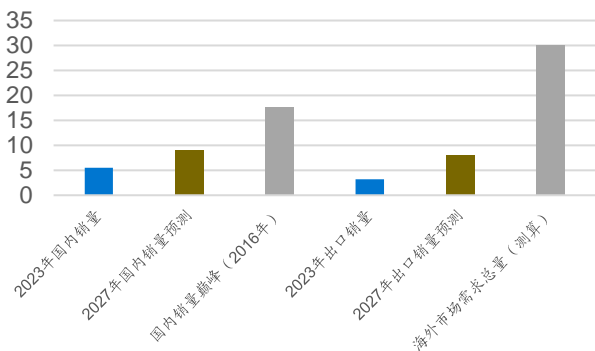
数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

出口高天花板、高盈利性是本轮周期拐点向上的最强动力。

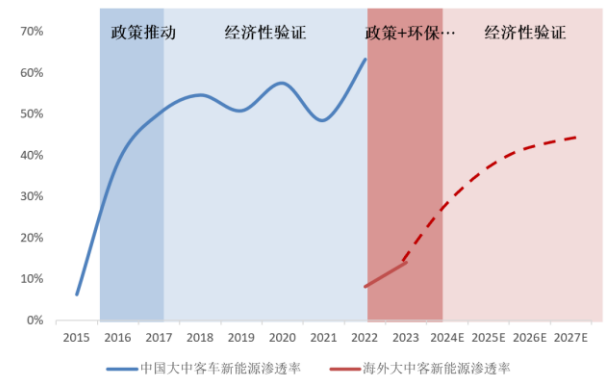
- 1) 空间方面, 国内销量巅峰为 2016 年 (17 万辆/年, 如今难回到当时巅峰水平); 出口市场对应接近 30 万台 (疫情前水平) 的海外市场, 2023 年国内客车海外市场占率仅为 10%左右, 仍具备极高提升空间。
- 2) 新能源渗透率层面, 海外客车新能源化刚刚起步 (渗透率不足 20%)。参考我国新能源客车渗透斜率, 强政策推动下我国新能源渗透率斜率明显更陡峭, 但由于新能源客车本身具备经济性优势 (据我们对于不同地区油电差价的测算, 绝大多数国家发展新能源客车都具备经济性), 新能源渗透率提升的确定性较强。
- 3) 盈利方面, 客车高盈利性率先在宇通的业绩端得到验证, 同时金龙 2023 年业绩预告公布金龙 2023 年全年业绩实现扭亏为盈, 本轮客车红利从销量传导到业绩端。

图61: 国内及出口弹性测算/万辆



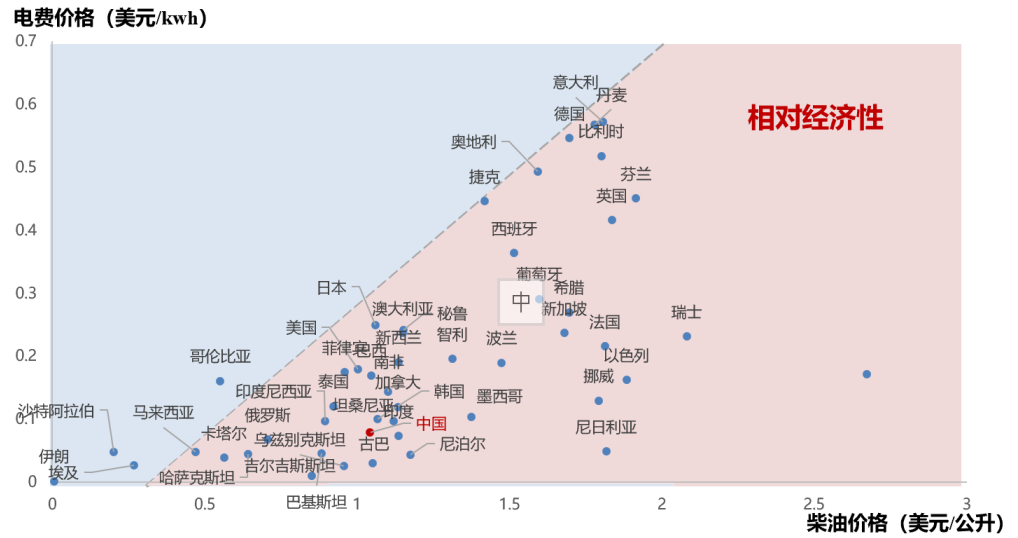
数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

图62: 中国及海外新能源大中客渗透率测算



数据来源: 中客网, 海关总署, 东吴证券研究所

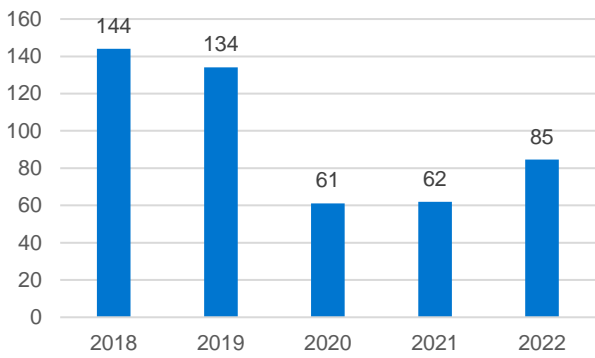
图63: 海外新能源客车经济性测算 (图为部分国家柴油与电费价格对比)



数据来源: GlobalPetrolPrices, 东吴证券研究所

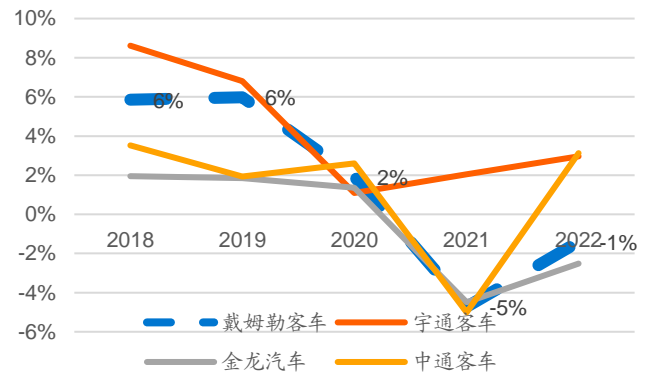
格局层面, 海外传统客车企业逐渐势弱。 1) 海外客车经营角度, 以戴姆勒客车为例, 2021-2022 年均处于亏损状态 (参考 ebit 率), 且 2020 年后资本开支大幅下滑; 2) 发展新能源客车起步晚、基础差, 相较我国客车企业不具备充分的运营新能源客车经验且海外新能源三电产业链薄弱。

图64: 戴姆勒客车资本开支 (Investments PP&E)/百万欧元



数据来源: 戴姆勒官网, 东吴证券研究所

图65: 国内外客车企业盈利能力 (ebit 率)



数据来源: 戴姆勒官网, wind, 东吴证券研究所

中长期展望, 2027 年中国出口客车有望突破 7 万台, 宇通出口有望突破 3 万台。

我们测算, 2024 年中国客车海外有效市场接近 15 万台/年 (排除美国/加拿大/日本/印度), 随着海外市场缓慢扩容及中国客车逐步渗透, 2027 年中国客车出口总量有望突破 7 万台, 其中新能源出口量突破 3 万台。

宇通竞争优势突出, 相较国内客车企业具备海外渠道/品牌/产品力优势, 相较海外

客车企业具备新能源客车三电能力/响应能力/性价比优势，且客车行业出口覆盖面广、涉及地缘政治风险较小。2023 年宇通出口油车/新能源市占率分别为 31%/15%，出口油车份额较高保守预计保持不变，出口新能源车渗透率有望于 2027 年提升至 25%（基于客车出口核心看渠道，具备龙头集中特点），宇通 2027 年出口油车/新能源有望达到 2.3/0.8 万台，总出口量有望突破 3 万台。

表1：大中客行业国内及出口销量测算

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
大中客年需求量/辆						
中国	62547	54834	72377	92642	101907	107002
YoY		-12%	32%	28%	10%	5%
其中：新能源客车	42261	23965	41416	58586	66336	68247
新能源渗透率	68%	44%	57%	63%	65%	64%
海外	126508	136161	146712	158268	161725	165351
YoY		8%	8%	8%	2%	2%
其中：新能源客车	10252	19121	27335	36728	43524	51447
新能源渗透率	8%	14%	19%	23%	27%	31%
中国客车出口/辆						
中国客车出口量	20572	30253	40841	53094	63712	73269
YoY		47%	35%	30%	20%	15%
海外市场市占率	16%	22%	28%	34%	39%	44%
其中：传统车出口	14623	22457	28434	34150	38138	40023
海外市场市占率	13%	19%	24%	28%	32%	35%
其中：新能源出口	5949	7796	12407	18944	25574	33246
海外市场市占率	58%	41%	45%	52%	59%	65%
新能源出口占比	29%	26%	30%	36%	40%	45%

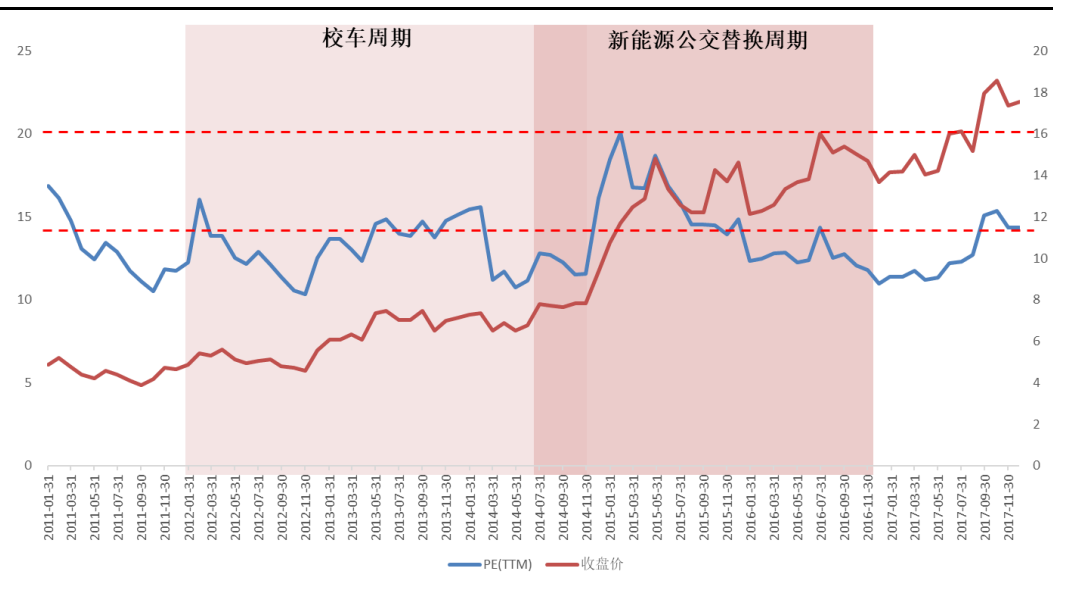
数据来源：海关总署，中客网，东吴证券研究所（注：出口数据为东吴汽车团队测算）

3. 盈利预测与投资评级

3.1. 复盘历史估值：价值重估，本轮出口周期估值中枢抬升

新能源初期市场在基本面基础上给予更高估值溢价。估值方面：校车周期公司估值中枢维持在 15x PE(TTM)，估值巅峰发生在新能源周期初期(2015 年末, 20x PE(TTM))。综合来看，上轮周期中公司估值中枢位于 15x PE(TTM)，最高时到过 20x PE(TTM)。

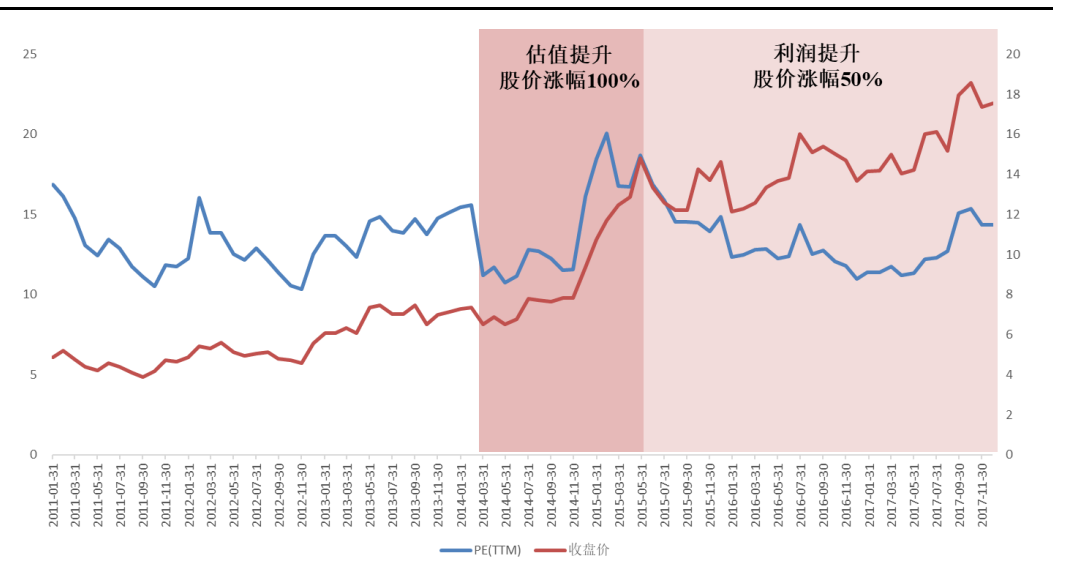
图66: 公司 PE(TTM)及收盘价 (右轴, 元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

股价对业绩的敏感度显著更高, 周期初期先赚估值提升的钱, 中后期赚 eps 提升的钱。股价方面: 1) 公司股价上涨最陡峭的时间发生在 2014-2015 年间, 新能源换车刚刚启动市场情绪高涨, 该时间段估值上涨拉动股价提升, 2014 年初-2015 年中股价翻倍增长; 2) 2016 年后市场充分认知到补贴退坡带来的增长动力边际下降, 但从 2016 年初至 2017 年底公司股价也实现了 50% 的增长, 利润增长驱动股价提升。

图67: 公司 PE(TTM)及收盘价 (右轴, 元)

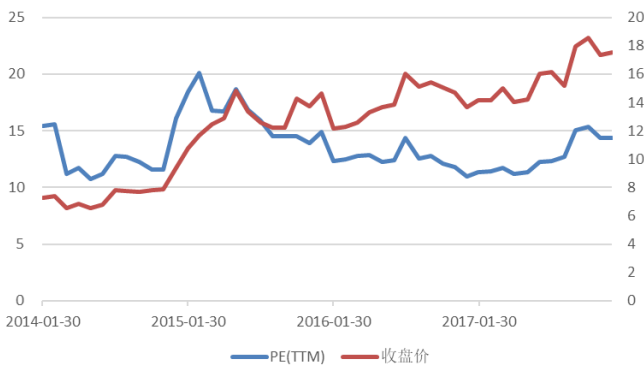


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

这轮出口周期 (2023 年开始) 类比上轮新能源换车周期 (2014-2017 年), 估值中枢明显上移。2014-2017 年公司估值中枢位于 15x PE(TTM), 2023 年后公司股价先于利润

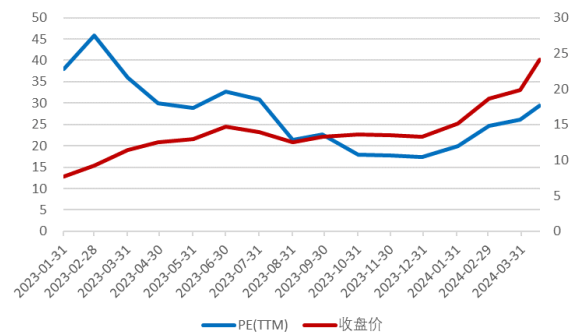
反应，估值中枢位于 30x PE(TTM)，原因在于：1) 这轮没有固定资产开支，折旧压力小，利润弹性更大；2) 高股息的价值进一步被认知，市场给予更高估值溢价；3) 客车出口逻辑通顺，面向市场更大，同时出口客车的盈利能力更强，具备海外客车新能源渗透率提升逻辑。2024 年后 PE (TTM) 再度拉升，核心原因在于市场更清晰认知到这轮出口周期对利润弹性的影响，宇通迎来新一轮价值重估，这轮我们认为合理估值中枢应该在 20 倍动态 PE 及以上。

图68: 公司 PE(TTM)及收盘价 (右轴, 元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图69: 公司 PE(TTM)及收盘价 (右轴, 元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 盈利预测与投资评级

看好客车行业上行周期龙头业绩超预期兑现。总结来看，目前时间点我们看好公司国内触底反弹+出口高增延续的国内外共振，销量/收入/利润均有机会回归历史高点。

- 1) 国内：销量/收入层面看好公交复苏弹性及疫后旅游复苏的高景气度持续，预测 2024-2026 年国内收入同比增长率为 15%/18%/15%，盈利层面看好规模效应及筛选高毛利订单策略下毛利率的高位维持，保守预计 2024-2026 年毛利率维持 23%。
- 2) 出口：销量层面看好海外大市场国内客车加速突破，预计 2024-2026 年出口销量同比增长率为 36%/28%/26%，2026 年出口销量超过两万台，其中新能源客车出口增速预计更快；收入层面受益于出口高增速以及高单价新能源客车收入占比提升，预计 2024-2026 年收入实现 57%/29%/27%的同比增长，2026 年占总收入比重超过一半；盈利层面，考虑到海外客车格局优、市场大、高盈利新能源客车占比提高，预计 2024-2026 年毛利率为 32.0%/32.5%/33.0%。

我们更强调本轮客车出口周期的高天花板与强持续性。客车海外格局良好，我们认为不具备打价格战损伤盈利的可能，基于此客车广阔海外空间值得我们重视。2024 年我

们预计海外客车可触达市场（排除美国/加拿大/日本/印度）超过 15 万台，目前行业出口市占率仅为 20%，看好客车出口中长期维度站上 50%海外份额，行业出口辆超过 7 万台，其中新能源客车出口辆或占总量一半水平，届时，中国客车将真正成为全球客车龙头。

表2: 公司业绩拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿元	332	317	305	217	232	218	270	347	414	499
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	24.1%	28.4%	19.3%	20.5%
总销量/万辆	6.8	6.1	6.2	4.2	4.2	3.0	3.7	4.5	5.4	6.3
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	20.9%	23.3%	15.0%	15.0%
大中客销量/万辆	6.0	5.2	5.3	3.4	3.3	2.4	3.2	4.1	5.0	5.9
YoY		-12.6%	0.9%	-35.4%	-1.7%	-29.1%	33.9%	29.1%	15.0%	15.0%
单车收入/万元	49	52	50	52	56	72	74	77	77	79
综合毛利率	26.3%	25.3%	24.3%	17.5%	18.6%	22.8%	25.6%	26.9%	27.4%	27.9%
国内										
营业收入/亿元	268	255	241	169	165	139	139	160	190	219
YoY		-5.0%	-5.2%	-30.0%	-2.4%	-15.5%	-0.3%	15.4%	18.2%	15.3%
国内销量/万辆	5.9	5.4	5.4	3.8	3.7	2.5	2.6	3.1	3.7	4.1
YoY		-8.8%	1.5%	-30.2%	-2.9%	-33.6%	7.9%	18.4%	16.5%	13.1%
国内单车收入/万元	46	47	44	44	45	57	53	51	52	53
国内毛利率	25.6%	25.7%	24.0%	15.9%	16.1%	20.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
国外										
营业收入/亿元	42	41	42	31	45	56	104	163	211	277
YoY		-4.0%	3.5%	-26.0%	44.5%	24.7%	85.9%	56.6%	29.6%	31.1%
出口销量/万辆	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	1.0	1.4	1.7	2.2
YoY		-17.2%	-2.4%	-46.6%	30.7%	15.6%	77.0%	36.1%	25.7%	26.8%
出口单车收入/万元	48	56	60	83	91	98	103	119	123	127
出口毛利率	32.3%	26.3%	30.0%	28.7%	31.3%	30.0%	31.7%	32.0%	33.1%	34.3%
其他收入	22	22	21	17	23	23	27	24	14	4
归母净利润/亿元	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.6	18.2	29.7	39.8	49.5
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	139.4%	63.3%	34.1%	24.5%
归母净利率	9.4%	7.2%	6.4%	2.4%	2.6%	3.5%	6.7%	8.5%	9.6%	9.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们维持公司 2024~2026 年营业收入为 347/414/499 亿元，同比+28%/+19%/+20%，维持归母净利润为 29.7/39.8/49.5 亿元，同比+63%/+34%/+24%，对应 EPS 为 1.3/1.8/2.2 元，对应 PE 为 18/13/11 倍。我们选取重卡龙头潍柴动力/中国重汽以及新能源汽车龙头比亚迪作为可比公司，三者 2024-2026 年平均 PE 为 14/12/10 倍，公司目前估值高于平

均，但我们认为横向比较汽车板块中细分板块，客车出口增速最快、天花板更高、新能源化趋势最强，且宇通为高分红标的，兼具高成长与高红利属性，可以具备更高估值溢价，维持“买入”评级。

表3: 可比公司 PE 估值 (截至 2023 年 4 月 23 日)

公司名称	股票代码	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
潍柴动力*	000338.SZ	1,550.6	115.88	133.71	156.96	12.73	11.04	9.40
中国重汽*	000951.SZ	210.3	15.08	18.97	24.45	13.00	10.33	8.02
比亚迪*	002594.SZ	5,813.9	322.75	387.81	468.46	17.61	14.66	12.13
平均值						14.45	12.01	9.85
宇通客车*	600066.SH	533.8	29.67	39.80	49.54	17.73	13.22	10.62

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (标注*为东吴覆盖, 采用东吴预测数据, 其余采用市场一致性预期)

4. 风险提示

国内经济复苏不及预期。商用车景气度和国内经济发展息息相关，如果国内经济复苏不及预期可能影响总体需求。

海外出口方面面临地缘政治不确定等风险。商用车出口独联体/拉美/东南亚/欧盟等多地，地缘政治的不稳定性因素可能冲击海外市场汽车需求，影响国内出口。

宇通客车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,614	31,889	31,905	49,699	营业总收入	27,042	34,733	41,447	49,941
货币资金及交易性金融资产	6,534	12,707	9,131	22,911	营业成本(含金融类)	20,106	25,385	30,088	36,019
经营性应收款项	5,163	8,002	7,865	11,237	税金及附加	328	421	502	605
存货	4,513	6,862	10,472	10,381	销售费用	1,955	2,431	2,901	3,496
合同资产	128	695	829	999	管理费用	719	868	1,036	1,249
其他流动资产	3,277	3,623	3,608	4,171	研发费用	1,568	2,015	2,404	2,897
非流动资产	11,243	10,161	9,558	8,934	财务费用	(86)	(128)	(251)	(180)
长期股权投资	650	180	210	240	加:其他收益	330	452	414	499
固定资产及使用权资产	4,193	3,834	3,422	2,975	投资净收益	99	174	41	50
在建工程	190	136	114	106	公允价值变动	(1)	(5)	(5)	(5)
无形资产	1,544	1,544	1,544	1,544	减值损失	(891)	(1,051)	(602)	(657)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	47	69	41	50
长期待摊费用	1	2	3	4	营业利润	2,036	3,379	4,658	5,794
其他非流动资产	4,666	4,466	4,266	4,066	营业外净收支	42	37	30	43
资产总计	30,857	42,050	41,463	58,633	利润总额	2,078	3,416	4,688	5,837
流动负债	13,684	21,871	17,252	29,403	减:所得税	239	410	656	817
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	4	4	4	净利润	1,840	3,006	4,032	5,019
经营性应付款项	7,147	15,438	9,673	20,388	减:少数股东损益	22	39	52	65
合同负债	2,473	2,031	2,407	2,881	归属母公司净利润	1,817	2,967	3,980	4,954
其他流动负债	4,060	4,398	5,169	6,129	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	1.34	1.80	2.24
非流动负债	3,116	3,116	3,116	3,116	EBIT	2,260	4,115	4,980	6,225
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,992	4,877	5,764	7,030
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.65	26.91	27.41	27.88
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	6.72	8.54	9.60	9.92
其他非流动负债	3,103	3,103	3,103	3,103	收入增长率(%)	24.05	28.44	19.33	20.49
负债合计	16,800	24,987	20,369	32,519	归母净利润增长率(%)	139.36	63.29	34.12	24.49
归属母公司股东权益	13,919	16,886	20,866	25,820					
少数股东权益	138	177	229	294					
所有者权益合计	14,057	17,063	21,095	26,114					
负债和股东权益	30,857	42,050	41,463	58,633					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,717	6,085	(3,497)	13,828	每股净资产(元)	6.29	7.63	9.42	11.66
投资活动现金流	(3,174)	94	(73)	(43)	最新发行在外股份(百万股)	2,214	2,214	2,214	2,214
筹资活动现金流	(2,251)	(6)	(6)	(6)	ROIC(%)	13.95	23.24	22.43	22.66
现金净增加额	(735)	6,173	(3,576)	13,780	ROE-摊薄(%)	13.05	17.57	19.07	19.19
折旧和摊销	732	763	784	805	资产负债率(%)	54.45	59.42	49.12	55.46
资本开支	(450)	(244)	(279)	(257)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.95	17.73	13.22	10.62
营运资本变动	1,281	1,539	(8,807)	7,484	P/B(现价)	3.78	3.12	2.52	2.04

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>