

# 宇通客车 (600066)

## 深度拆解系列之宇通客车：

### 从股息率到自由现金流折现

#### 投资要点：

2023年客车行业触底回升，受益出口及新能源放量，宇通盈利向上。2023年宇通分红33亿元，分红率达到183%，中长期看国内销量回升，出口空间广阔，公司龙头地位稳固、出口有望持续增长，带动公司盈利能力持续提升，保障自由现金流长期稳定，支撑高分红政策实施。

#### ➤ 销量结构优化，出口带动盈利向上

2023年国内大中客批发8.79万辆，同比+4%，其中座位客车批发4.38万辆，同比+89%，主要受益国内旅游显著复苏。宇通客车销量3.65万辆，同比+21%，其中大中客车3.18万辆，同比+34%，占比达到87%，同比+8.4pct，销量结构改善明显。出口方面，宇通实现销量1.02万辆，同比+79%，外销占比28%，同比+9pct，外销占比持续提升。2023年公司毛利率为26%，同比+3pct，Q1-Q4毛利率分别为21%/23%/23%/32%，盈利能力持续提升主要系出口占比提升、新能源客车电池降价带动成本改善。

#### ➤ 自由现金流长期高于净利润，高分红政策有望持续

宇通自由现金流过去10年仅2017年为负，2020年达到高峰41亿元，2019年后一直高于净利润。现金流持续为正得益于行业格局集中稳定，公司市场份额高，维持较高盈利水平；同时公司已过资本开支高峰期，资本开支维持在较低水平。2017年以来宇通分红额及分红率持续向上，分红额从2017年11亿元增长至2023年33亿元，分红率从35%提升至183%。中长期看公司良好现金流有望持续，支撑公司实行高分红政策。

#### ➤ 估值探讨：从股息率到自由现金流折现

宇通2007-2023年股息率均值为4.94%，2007-2021年均值为3.95%，2007年以来10年期国债平均收益率为3.39%，公司2007年以来的平均股息回报优于10年期国债。2022-2023年公司股息率分别为13.32%/11.32%，已明显高于均值，主要系公司近两年分红额度较2021年明显提升。考虑到行业需求复苏、公司出口持续放量和营运能力提升，中长期公司自由现金流有望维持较高水平，当前节点公司估值可使用自由现金流折现模型。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为343.6/409.3/446.4亿元，同比增速分别为27.1%/19.1%/9.1%，归母净利润分别为32.9/40.7/46.6亿元，同比增速分别为80.9%/23.7%/14.7%，EPS分别为1.48/1.84/2.11元/股，CAGR-3为36.9%。鉴于公司分红有望维持当前水平或进一步提升，维持“买入”评级。

**风险提示：**1、国内客车需求不及预期；2、海外订单需求不及预期。

行业：汽车/商用车  
投资评级：买入（维持）  
当前价格：24.54元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,213.94/2,213.94
流通A股市值(百万元)	54,330.07
每股净资产(元)	6.57
资产负债率(%)	54.25
一年内最高/最低(元)	30.05/12.05

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：高登  
执业证书编号：S0590523110004  
邮箱：gaodeng@glsc.com.cn  
分析师：陈斯竹  
执业证书编号：S0590523100009  
邮箱：chenszh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21799	27042	34361	40926	44641
增长率(%)	-6.17%	24.05%	27.06%	19.11%	9.08%
EBITDA(百万元)	1497	2717	4161	5059	5745
归母净利润(百万元)	759	1817	3286	4065	4664
增长率(%)	23.68%	139.36%	80.85%	23.70%	14.73%
EPS(元/股)	0.34	0.82	1.48	1.84	2.11
市盈率(P/E)	71.6	29.9	16.5	13.4	11.6
市净率(P/B)	3.8	3.9	4.0	4.0	3.9
EV/EBITDA	6.5	8.6	11.6	9.6	8.4

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年07月08日收盘价

#### 相关报告

1、《宇通客车(600066)：出口持续贡献，现金流强劲，业绩超预期》2024.04.28  
2、《宇通客车(600066)：出口盈利高兑现，四季度业绩超预期》2024.04.03

## 投资聚焦

### 核心逻辑

2019 年以来公司分红持续高于净利润，2023 年分红达到 33 亿元，分红率达到 183%，维持高分红主要系公司行业龙头地位稳固、出口高盈利车型持续放量、资本支出处于低位，使得公司自由现金流长期为正且高于净利润。考虑到行业需求复苏、公司出口持续放量和营运能力提升，中长期公司自由现金流有望维持较高水平，当前节点公司估值可使用自由现金流折现模型，公司市值仍有成长空间。

### 创新之处

本篇报告通过间接法计算自由现金流分析宇通长期保持高分红的原因，宇通过去 10 年仅 2017 年现金流为负，其余年份现金流为正且高于净利润。随着行业触底回升，公司出口放量、盈利向上，有望继续保持正向现金流，支撑长期高分红。

### 核心假设

- 1) 国内旅游客运市场需求恢复，行业大中客销量继续回升；
- 2) 海外客车及新能源客车需求持续，公司出口销量继续增长。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 343.6/409.3/446.4 亿元，同比增速分别为 27.1%/19.1%/9.1%，归母净利润分别为 32.9/40.7/46.6 亿元，同比增速分别为 80.9%/23.7%/14.7%，EPS 分别为 1.48/1.84/2.11 元/股，CAGR-3 为 36.9%。鉴于公司分红有望维持当前水平或进一步提升，维持“买入”评级。

### 投资看点

- 1) **短期：**持续跟踪公司大中客销量、出口销量、出口新能源客车销量，高盈利车型放量为公司利润带来高弹性；
- 2) **中长期：**公司高分红有望持续，公司客车产品优势明显，市场份额有望维持或继续向上，行业地位领先、资本开支处于低位，使得公司具备较高的现金流，支撑公司长期高分红。

## 正文目录

1. 行业销量回升，公司盈利向上.....	5
1.1 行业大中客触底回升，出口创历史新高.....	5
1.2 公司产品结构优化，出口带动盈利向上.....	7
2. 现金流长期高于净利润支撑高分红.....	9
2.1 自由现金流长期为正且高于净利润.....	9
2.2 为何宇通有较高的自由现金流水平？.....	10
2.3 分红有望维持当前水平或进一步提升.....	14
3. 盈利预测、估值与投资建议.....	15
3.1 估值探讨：从股息率到自由现金流折现.....	15
3.2 盈利预测、估值与投资建议.....	16
4. 风险提示.....	17

## 图表目录

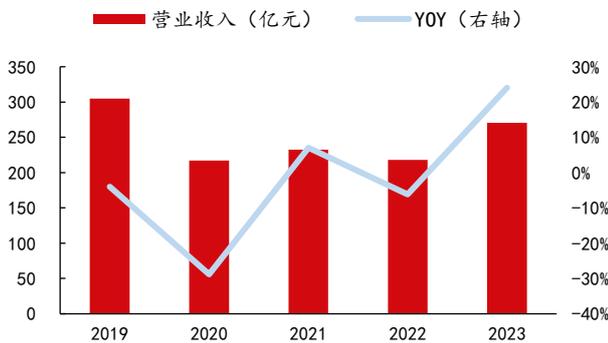
图表 1： 2019-2023 年宇通客车收入及增速.....	5
图表 2： 2023 年宇通客车归母净利润及增速.....	5
图表 3： 2019-2023 年中国大中客车批发销量.....	5
图表 4： 2019-2023 年中国大中客车销量结构.....	5
图表 5： 2019-2023 年大中客车国内销量.....	6
图表 6： 2019-2023 年大中客车出口销量.....	6
图表 7： 2015-2023 年大中客出口分区域结构.....	6
图表 8： 2016-2023 年大中客出口新能源渗透率.....	6
图表 9： 2018-2023 年宇通总销量&大中客总销量.....	7
图表 10： 2018-2023 年宇通内外销销量.....	7
图表 11： 2019-2023 年宇通单季度 ASP.....	7
图表 12： 2019-2023 年宇通单季度毛利率.....	7
图表 13： 2019-2023 年宇通内外销毛利率.....	8
图表 14： 2020 年以来单车利润持续提升.....	8
图表 15： 毛利率随出口占比提升得到改善.....	8
图表 16： 宇通新能源客车电池成本弹性测算.....	8
图表 17： 2017 年以来宇通分红金额稳步向上.....	9
图表 18： 良好的现金流是维持高比例现金分红的前提.....	9
图表 19： 宇通客车自由现金流长期为正且高于净利润（亿元）.....	10
图表 20： 2015-2023 年客车行业格局.....	10
图表 21： 客车行业“双龙头”市场份额稳定.....	10
图表 22： 宇通客车毛利率表现行业领先.....	11
图表 23： 宇通客车净利率水平优于同行.....	11
图表 24： 2024 年以来宇通出口保持高增长.....	11
图表 25： 2024 年以来宇通出口大事件.....	11
图表 26： 宇通客车已过资本开支高峰期.....	12
图表 27： 宇通客车主要在建项目已经完成建设.....	12
图表 28： 宇通客车当前设计产能充裕，暂无扩产需求（单位：辆）.....	12
图表 29： 宇通近年固定资产折旧额相对稳定.....	13
图表 30： 宇通资本开支与折旧&摊销预计稳中有降.....	13
图表 31： 2020 年以来宇通营运资本周转率逐步提升.....	13
图表 32： 2019 年以来宇通营运资本逐步下降.....	13
图表 33： 2020 年以来公司应收账款&票据下降明显.....	14
图表 34： 宇通客车出口平均售价基本是国内两倍.....	15
图表 35： 宇通未分配利润较高支撑长期高分红.....	15
图表 36： 2020 年以来宇通客车股息率持续向上.....	16

图表 37: 宇通自由现金流长期为正 (亿元) .....	16
图表 38: 宇通客车盈利预测 .....	16

## 1. 行业销量回升，公司盈利向上

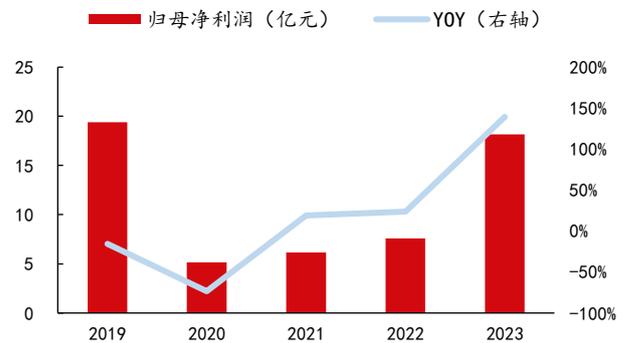
行业需求复苏，2023年业绩高增。公司2023年实现营业收入270.4亿元，同比增长24%；实现归母净利润18.2亿元，同比增长139%。2023年公司实现客车销量3.65万辆，同比增长21%，其中大中客车销量3.18万辆，同比增长34%，销量占比达到87%，同比提升8.4pct。出口方面，公司2023年实现大中客车出口销量1.01万辆，同比增长32%。受益销量增长和销量结构向好，公司盈利能力提升明显，2023年毛利率达到25.65%，同比提升2.8pct。

图表1：2019-2023年宇通客车收入及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：2023年宇通客车归母净利润及增速

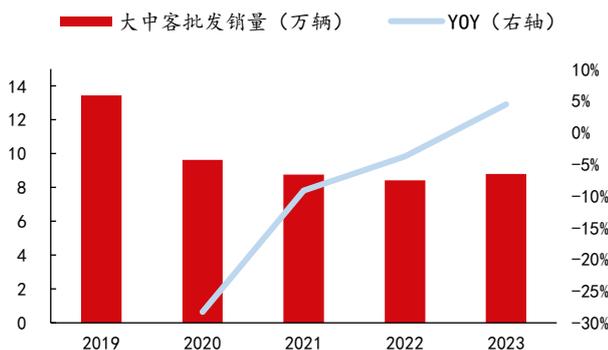


资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.1 行业大中客触底回升，出口创历史新高

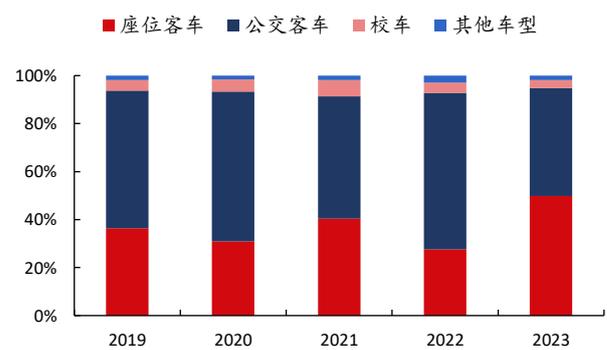
2023年大中客销量触底回升。2023年国内旅游客运市场需求复苏、海外客车市场需求恢复以及海外新能源客车需求增长，推动大中客批发销量达到8.79万辆，同比增长4%。其中，座位客车实现销量4.38万辆，同比增长89%，主要受益国内旅游显著复苏；公交客车实现销量3.96万辆，同比下降28%，主要受2022年年底抢装透支部分需求。2023年座位客车销量占比为49.83%，同比提升22.2pct；公交客车销量占比为44.99%，同比下滑20.3pct。

图表3：2019-2023年中国大中客车批发销量



资料来源：宇通客车年报，中客网，国联证券研究所

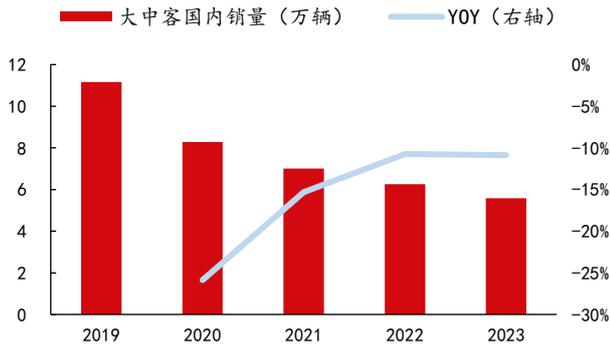
图表4：2019-2023年中国大中客车销量结构



资料来源：宇通客车年报，中客网，国联证券研究所

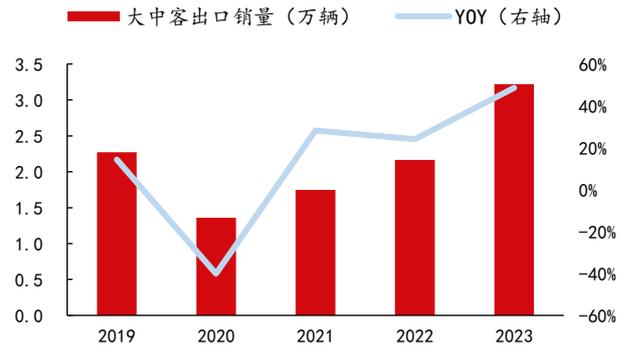
国内大中客需求下滑，出口销量超预期。2023 年大中客车国内销量为 5.57 万辆，同比下降 10.9%，其中座位客车销量 2.92 万辆，同比增长 89.6%；公交客车销量 2.23 万辆，同比下降 46.5%；校车销量 2623 辆，同比下降 23.2%，公交客车和校车需求疲软导致国内销量下滑。海外市场前期积压需求释放，2023 年大中客车出口销量 3.22 万辆，同比增长 48.6%，出口销量超预期，带动大中客批发销量增长。

图表5：2019-2023 年大中客车国内销量



资料来源：宇通客车年报，中客网，国联证券研究所

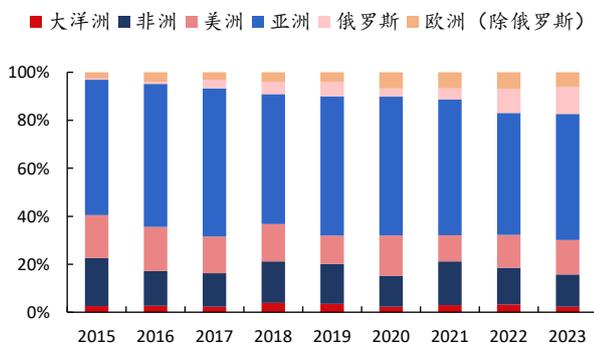
图表6：2019-2023 年大中客车出口销量



资料来源：宇通客车年报，中客网，国联证券研究所

大中客出口超预期主要系：1、燃油车在欧洲增长明显，其中对俄罗斯实现燃油大中客出口 3253 辆，同比增长 94%，增量达到 1579 辆。对俄罗斯大中客总体出口达到 3951 辆，出口占比达到 11.38%，相较 2021 年提升 6.72pct；2、受益国内新能源技术领先和客车性能优势明显，2023 年新能源大中客实现出口 8239 辆，同比增长 29%，增量达到 1845 辆，其中欧洲和亚洲出口增长明显。2023 年大中客出口新能源渗透率为 23.7%，相较 2021 年提升 6.44pct。

图表7：2015-2023 年大中客出口分区域结构



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表8：2016-2023 年大中客出口新能源渗透率

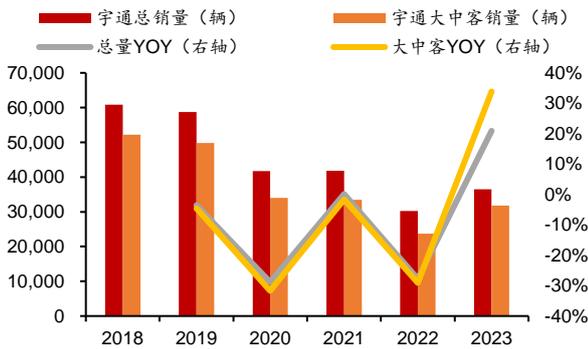


资料来源：海关总署，国联证券研究所

## 1.2 公司产品结构优化，出口带动盈利向上

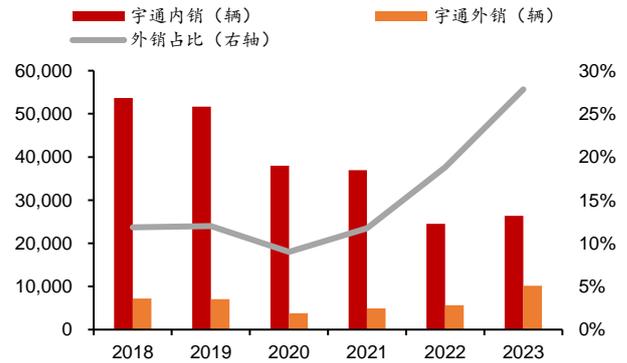
总量稳步向上，出口占比持续提升。2023年宇通实现客车销量3.65万辆，同比增长20.9%，其中大中客车实现销量3.18万辆，同比增长33.9%，大中客销量占比达到87%，同比提升8.41pct，带动销量结构改善。出口方面，2023年宇通实现客车出口销量1.02万辆，同比增长78.9%，其中大中客车销量1.01万辆，同比增长80.7%，外销占比达到27.84%，同比提升9.02pct，2021-2023年外销占比持续提升。

图表9：2018-2023年宇通总销量&大中客总销量



资料来源：公司公告，中客网，国联证券研究所

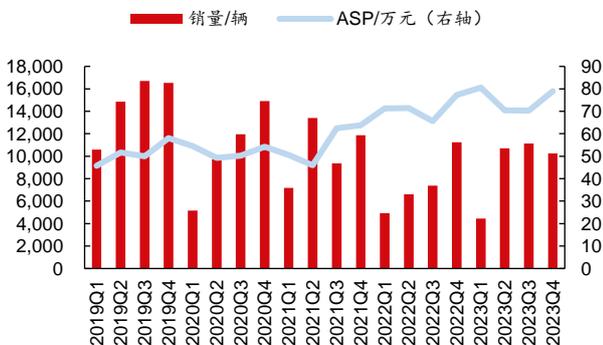
图表10：2018-2023年宇通内外销销量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

ASP和毛利率持续提升，2023年创近五年新高。受益总量恢复、大中客出口占比持续提升，公司客车单季度ASP呈现稳步提升态势，2023年Q1-Q4单季度ASP分别为81/70/70/79万，相较2021年分别增长59%/53%/13%/24%。盈利能力来看，2023年公司销售毛利率为25.65%，同比提升2.82pct，2023年Q1-Q4单季度毛利率分别为21.48%/23.49%/23.15%/31.92%，2023年Q4毛利率创近五年新高。

图表11：2019-2023年宇通单季度ASP



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表12：2019-2023年宇通单季度毛利率

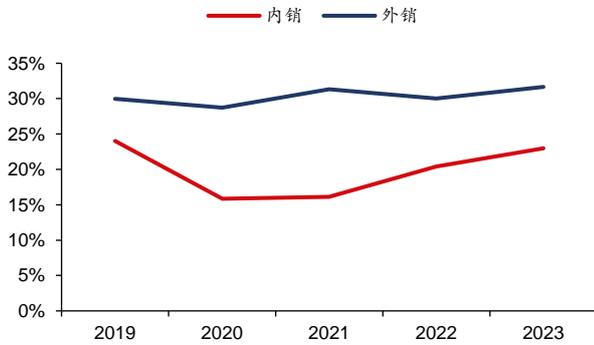


资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

2023年宇通客车国内销售毛利率为22.96%，同比提升2.56pct；海外销售毛利率为31.66%，同比提升1.63pct，内外销毛利率均有所提升。

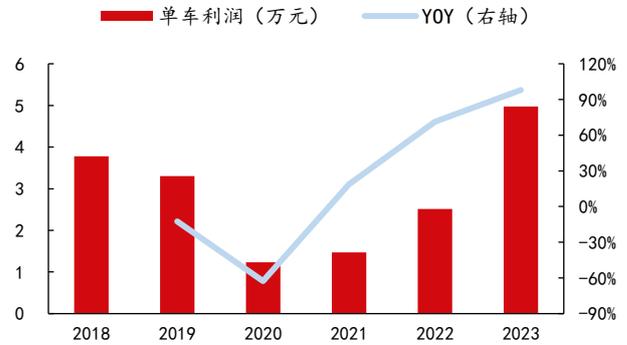
2023年宇通客车单车净利润达到4.98万元，同比增长97.9%，同比提升2.46万元，单车利润高增带动公司盈利向上。

图表13：2019-2023年宇通内外销毛利率



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表14：2020年以来单车利润持续提升



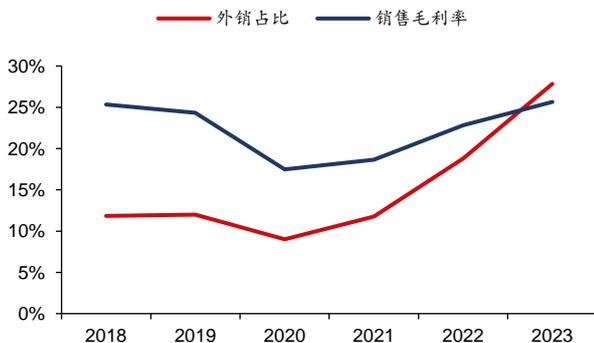
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

2023年宇通盈利能力提升明显，我们认为主要系公司出口销量占比提升、新能源客车电池降价带动成本改善：

1) 2023年公司外销1.02万辆，外销占比达到27.84%，同比提升9.02pct，外销毛利率为31.66%。2021-2023年公司外销占比从11.75%提升至27.84%，外销占比提升带动公司毛利率向上；

2) 依托国内成熟电池产业链，公司打造性能领先的新能源客车，2023年海外新能源客车需求强，部分国家和地区有较好的补贴政策，2023年电池价格下降带动公司新能源客车成本下降，新能源客车具备更好盈利表现。以宇通客运新能源车C12E (350.08kWh)版本为例，按2023年1月和2024年1月磷酸铁锂度电成本637元和344元计算，电池成本分别为22万和12万，电池成本下降10万，对应单车200万售价成本下降5.1%，电池降本明显推动出口新能源客车盈利向上。

图表15：毛利率随出口占比提升得到改善



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表16：宇通新能源客车电池成本弹性测算

	2023年1月	2024年1月
度电成本 (元/kWh)	637.45	344.39
带电量 (kWh)	350.08	
电池成本 (万元)	22.32	12.06
单车售价 (万元)	200	
成本占比	11.16%	6.03%
电池成本下降 (万元)	10.26	
成本占比降幅	5.13%	

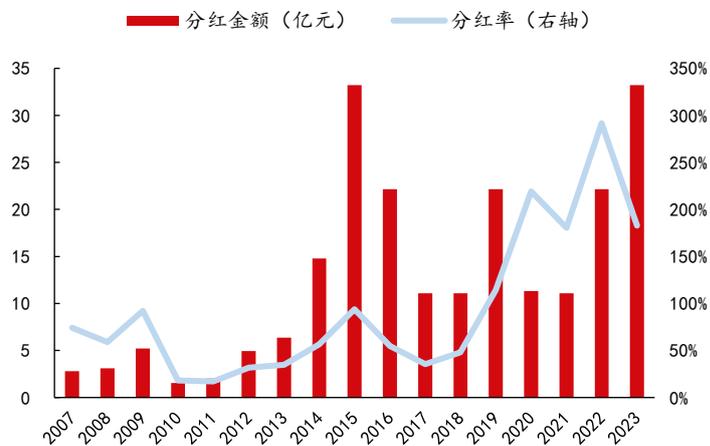
资料来源：宇通客车官网，上海有色金属网，国联证券研究所测算  
注：测算以宇通客运新能源车C12E (350.08kWh)版本为例

## 2. 现金流长期高于净利润支撑高分红

### 2.1 自由现金流长期为正且高于净利润

长期保持高分红，持续回报投资者。2017 年以来，宇通分红金额及分红率呈向上趋势，分红金额从 2017 年 11.1 亿元增长至 2023 年 33.2 亿元，分红率从 35.4% 提升至 182.8%，2019 年以来分红率均超过 100%。2017-2023 年公司累计分红 122.0 亿元，同期累计归母净利润为 110.8 亿元，分红率达到 110.1%，公司持续以高分红回报投资者。2023 年末公司未分配利润为 68.8 亿元，叠加盈利继续回升，公司分红有望保持 2023 年水平或进一步提升。

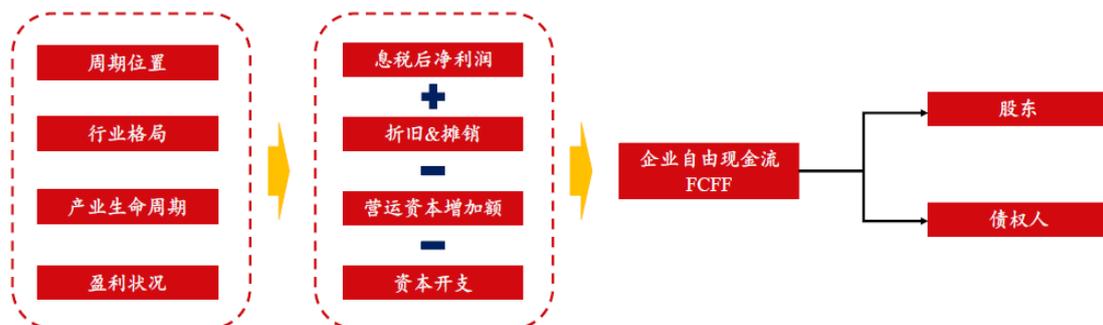
图表17：2017 年以来宇通分红金额稳步向上



资料来源：Wind，国联证券研究所

自由现金流长期为正且高于净利润。根据企业自由现金流=息前税后净利润+折旧摊销-营运资本增加额-资本开支计算，宇通自由现金流过去 10 年间仅 2017 年罕见为负，2020 年达到历史高峰 40.99 亿元，2019 年以后公司自由现金流一直高于归母净利润。

图表18：良好的现金流是维持高比例现金分红的前提



资料来源：国联证券研究所整理

图表19: 宇通客车自由现金流长期为正且高于净利润(亿元)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

注: 企业实体自由现金流=息税前利润+折旧和摊销-净营运资本增加额-资本开支

净营运资本=流动资产-货币资金-无息流动负债

资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

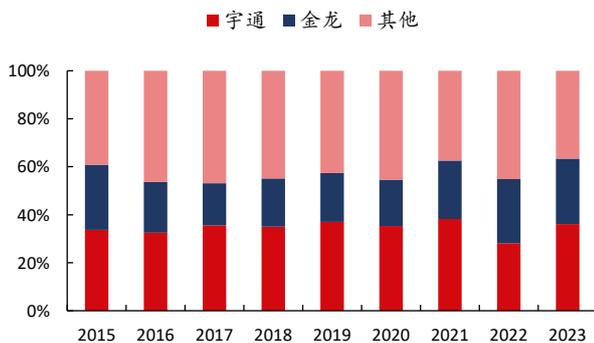
## 2.2 为何宇通有较高的自由现金流水平?

根据间接法计算FCFF公式,我们从息税后净利润、折旧&摊销、营运资本和资本开支四个环节分析为何宇通客车长期有比较高的自由现金流。

### 1) 息税后净利润: 宇通行业地位高, 出口放量带动盈利能力进一步向上

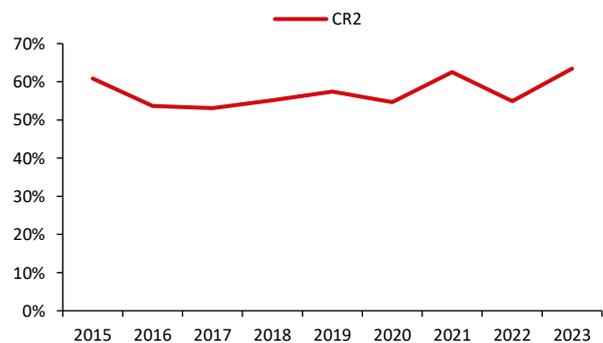
客车市场集中度高, 宇通市场份额稳中有升。2015年以来, 国内大中客市场超50%份额均被宇通和金龙占据, “双龙头”格局相对稳定。2023年宇通客车和金龙客车的大中客市场份额分别为36.1%和27.3%, 同比分别提升7.9pct/0.6pct, CR2达到63.4%。宇通受益出口高增、新能源放量, 市场份额提升明显。

图表20: 2015-2023年客车行业格局



资料来源: 中客网, 国联证券研究所

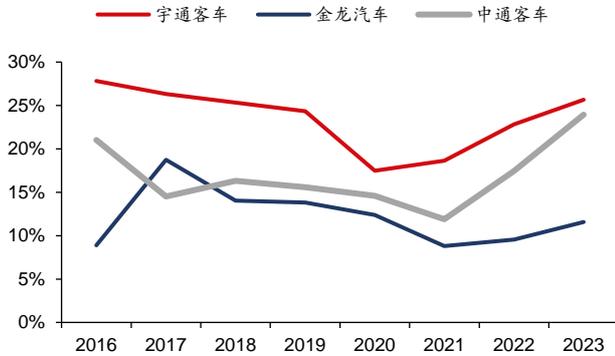
图表21: 客车行业“双龙头”市场份额稳定



资料来源: 中客网, 国联证券研究所

宇通客车盈利能力行业领先。得益于公司领先的产品力以及出口放量，2020年以来毛利率和净利率稳步回升，表现优于行业其余主要企业。

图表22：宇通客车毛利率表现行业领先



资料来源：Wind，国联证券研究所

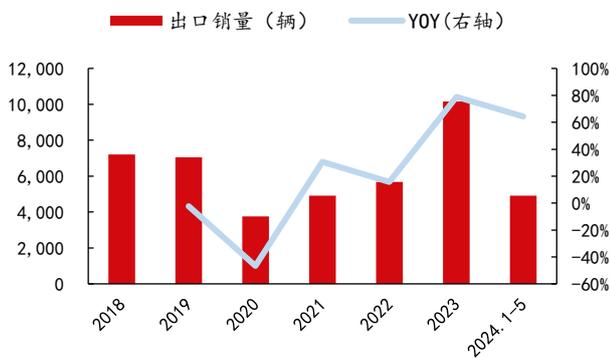
图表23：宇通客车净利率水平优于同行



资料来源：Wind，国联证券研究所

出口有望保持良好成长性。2024年1-5月，宇通实现客车销量1.58万辆，同比增长51.92%，其中出口实现销量4921辆，同比增长64.20%，出口销量占比达到31.12%，相较2023年整体提升3.29pct，得益于海外需求旺盛，公司出口有望维持良好的成长性。得益于良好的竞争格局，以及出口打开销量和盈利天花板，我们认为未来3-5年公司净利润有望持续提升，利润中枢有望落在40-50亿元之间。

图表24：2024年以来宇通出口保持高增长



资料来源：中客网，国联证券研究所

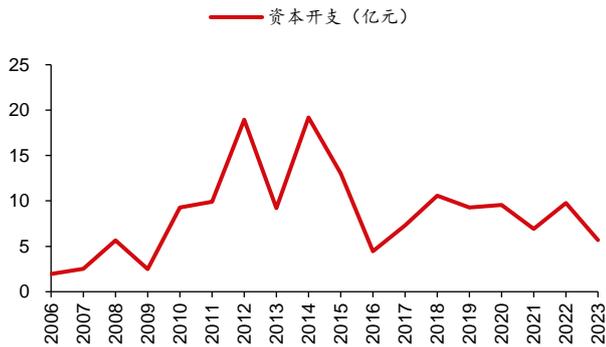
图表25：2024年以来宇通出口大事件

出口国	数量 (辆)	备注
智利	214	刷新了宇通在智利乃至拉美市场单笔交付量最大的新能源客车订单记录
挪威	-	刷新了中国新能源客车在全球最北端的运营记录，成为唯一驶入北极圈的中国客车品牌
希腊	250	首次批量引入，刷新了宇通在欧洲市场最大批量的新能源客车订单新记录
西班牙	46	25辆纯电动，创造了中国出口最大批量新能源机场摆渡车订单新纪录

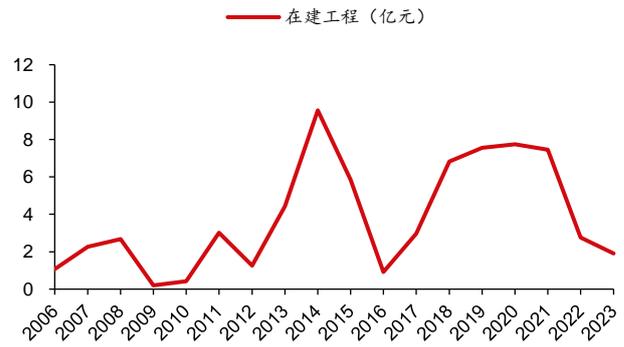
资料来源：公司官网，国联证券研究所

## 2) 资本开支、折旧&摊销：资本开支已过高峰，折旧&摊销预计稳中有降

宇通客车作为行业龙头，已过资本开支高峰期。公司近年来较大的投入是投资38.6亿元建设节能与新能源客车产业化基地，规划产能3万辆。2012年底，该基地开始陆续投产，导致2014年资本开支增长至19.2亿元的高峰。在建工程方面，截至2023年底，公司在建项目还包括待安装设备、零星工程等，在建工程余额为1.9亿元；经开区生产基地及配套项目、新能源基地销售中心和研发项目、仓储中心项目等已经完成建设。

**图表26: 宇通客车已过资本开支高峰期**


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

**图表27: 宇通客车主要在建项目已经完成建设**


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

公司目前总设计年产能为 6.5 万辆, 根据公司 2023 年报, 2023 年宇通客车全年产量为 37,239 辆, 同比增长 25.6%。考虑到公司销量峰值约为 6.3 万辆, 且也可通过调班等方式增加产能, 因此公司当前产能相对充裕, 暂无扩产需求。

**图表28: 宇通客车当前设计产能充裕, 暂无扩产需求 (单位: 辆)**

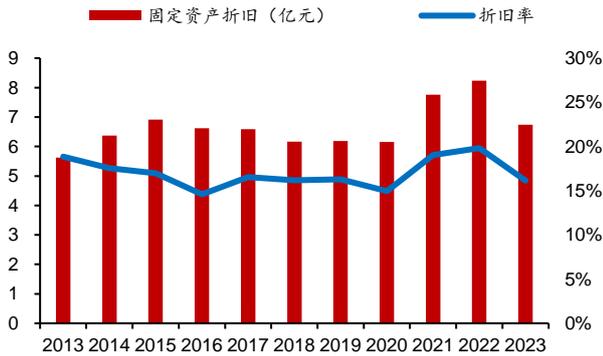
主要工厂名称	设计产能	2023 产量	产能利用率
宇通客车股份有限公司	30,000	14,308	48%
宇通客车股份有限公司新能源分公司	30,000	19,952	67%
宇通客车股份有限公司客车专用车分公司	5,000	2,979	60%
<b>合计</b>	<b>65,000</b>	<b>37,239</b>	<b>57%</b>

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

随着新能源客车基地投产, 近年来公司资本开支有所下降。考虑到客车行业目前处于成熟期, 公司产能充足, 短期内无需扩产, 预计后续公司资本开支主要以国内外配套项目和设备更新、维护为主。

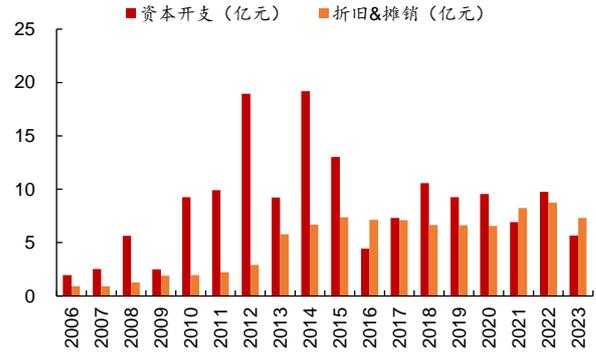
**折旧&摊销:** 公司折旧&摊销费用主要来源于固定资产的折旧, 固定资产金额从 2012 年明显提升, 当年固定资产额为 31.47 亿元, 同比增长 21.36 亿元。2017-2023 年公司固定资产基本稳定在 40 亿左右, 按照当期固定资产折旧计算, 公司折旧率基本维持在 17% 左右。公司对于房屋及建筑物采用双倍余额递减法折旧, 折旧年限在 20-40 年, 按照平均 30 年折旧期, 17% 的折旧率计算, 预计公司未来 3-5 年折旧额在 7 亿元左右。若后续无重大资本开支, 公司折旧&摊销额预计呈现稳中有下降的趋势。**资本开支&折旧摊销的差额对于企业自由现金流的影响有望进一步减弱。**

图表29: 宇通近年固定资产折旧额相对稳定



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表30: 宇通资本开支与折旧&摊销预计稳中有降

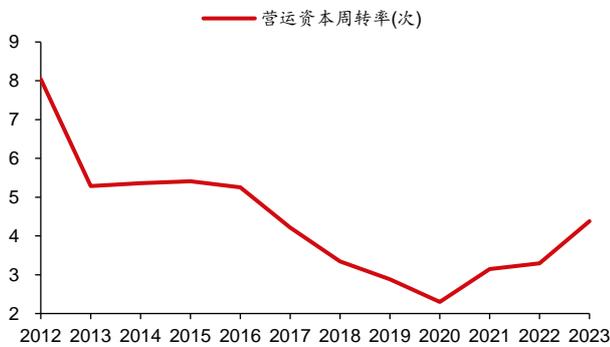


资料来源: iFind, 国联证券研究所

### 3) 营运资本: 行业触底向上, 公司营运能力回升

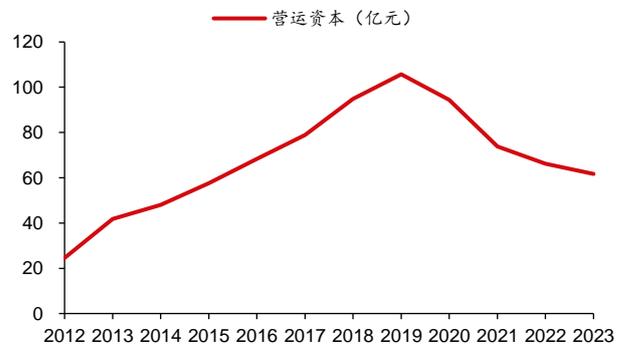
2020 年以来公司营运周转率逐步提升。2020 年公司营运周转率见底达到 2.30 次, 2020-2022 年行业及公司销量下行, 得益于公司出口占比提升带动平均售价提升以及公司加强对于应收/应付账款的管理, 公司营运周转率稳步向上并于 2022 年达到 3.29 次。2023 年行业总量触底, 公司销量及出口大幅增长, 营运资本周转率达到 4.38 次, 同比提升明显, 同时营运资本达到 61.74 亿元。

图表31: 2020 年以来宇通营运资本周转率逐步提升



资料来源: Wind, 国联证券研究所

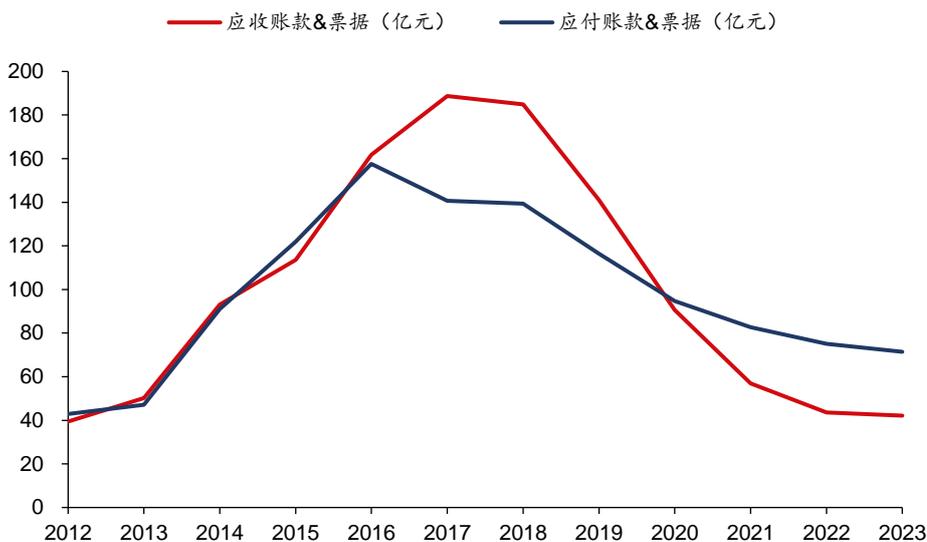
图表32: 2019 年以来宇通营运资本逐步下降



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2020 年以来随着新能源客车补贴回款、行业地位进一步提升, 公司应收账款&票据快速下降且低于应付账款票据。公司行业地位领先, 具备优秀的上下游应收/应付货款管理能力, 预计随着出口车型占比提升, 公司营运资本周转率向上, 有望达到 2013-2016 年 5-6 次的水平, 带动营运资本稳中有降, 净营运资本变动值对企业自由现金流影响表现或有正向作用。

图表33：2020年以来公司应收账款&票据下降明显



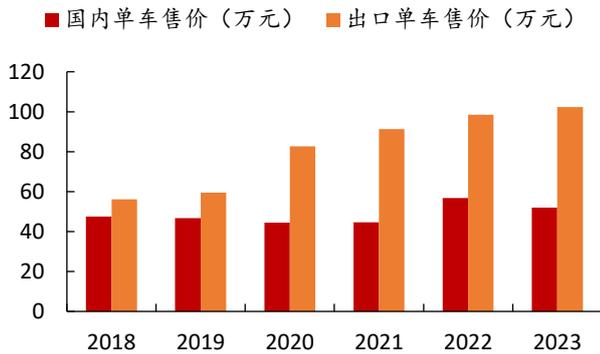
资料来源：Wind，国联证券研究所

宇通客车自由现金流长期为正且高于净利润，一方面得益于行业竞争格局集中且稳定，公司市场份额高，利于公司获得较好的盈利水平；另一方面得益于公司已过资本开支高峰期，资本开支维持在较低水平。长期拥有良好的自由现金流，支撑宇通客车实行高分红政策。

### 2.3 分红有望维持当前水平或进一步提升

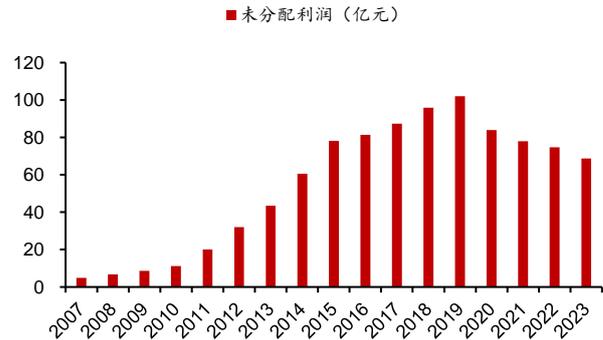
为什么宇通客车可维持当前分红水平？1) 从销量看，随着国内旅游客运等市场需求恢复以及海外客车市场需求恢复，叠加海外新能源客车需求增长，公司总销量和出口有望继续提升。公司出口车型平均售价基本是国内两倍，且利润率更高，高盈利出口车型为公司带来高业绩弹性；2) 从报表看，截至 2023 年底公司未分配利润为 68.8 亿元，若有需要可使用部分支持公司分红，并且不会对公司经营产生实质性影响；3) 从资本开支看，行业处于成熟期，宇通当前产能充足，暂无扩产需求。

图表34：宇通客车出口平均售价基本是国内两倍



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表35：宇通未分配利润较高支撑长期高分红



资料来源：Wind，国联证券研究所

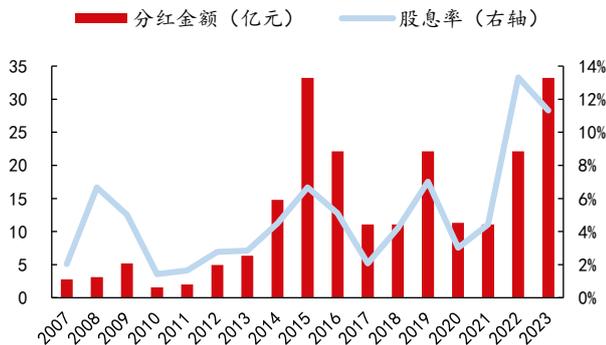
### 3. 盈利预测、估值与投资建议

#### 3.1 估值探讨：从股息率到自由现金流折现

当前节点估值可使用自由现金流折现。以当期期末市值计算，宇通股息率在2007-2023年均为4.94%，2007-2021年均为3.95%，2007年以来10年期国债平均收益率为3.39%，公司2007年以来的平均股息回报优于10年期国债。2022和2023年公司股息率分别为13.32%和11.32%，已明显高于均值，主要系公司近两年分红额度相较2021年提升明显。考虑到行业需求复苏、公司出口持续放量同时营运能力提升，中长期公司自由现金流有望维持较高水平，当前节点公司估值可使用自由现金流折现模型。

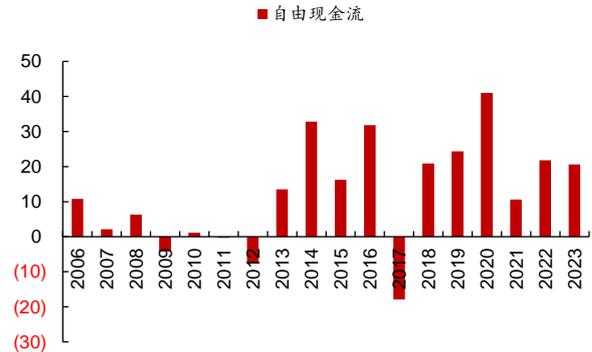
基于现金流折现法进行估值主要系公司现金流长期为正且高于净利润。1) 目前客车行业处于成熟期，受益大中客优势明显，公司市场份额稳中有升，且随着出口放量，公司盈利能力向上，业绩有望继续提升；2) 当前公司产能充裕，预计中短期没有较大资本支出，保证公司有正向稳定的现金流。

图表36：2020年以来宇通客车股息率持续向上



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表37：宇通自由现金流长期为正（亿元）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

### 3.2 盈利预测、估值与投资建议

随着国内旅游客运需求复苏，公交客车逐步开始替换，海外大中客及新能源客车需求持续旺盛，公司总销量及出口销量有望持续增长，预计2024-2026年公司客车销量为4.49/5.14/5.62万辆，同比分别增长23.0%/14.5%/9.2%；其中大中客销量为3.99/4.62/5.07万辆，同比分别增长25.7%/15.7%/9.7%。

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为343.6/409.3/446.4亿元，同比增速分别为27.1%/19.1%/9.1%，归母净利润分别为32.9/40.7/46.6亿元，同比增速分别为80.9%/23.7%/14.7%，EPS分别为1.48/1.84/2.11元/股，CAGR-3为36.9%。

图表38：宇通客车盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,799	27,042	34,361	40,926	44,641
增长率(%)	-6.17%	24.05%	27.06%	19.11%	9.08%
EBITDA(百万元)	1,497	2,717	4,161	5,059	5,745
归母净利润(百万元)	759	1,817	3,286	4,065	4,664
增长率(%)	23.68%	139.36%	80.85%	23.70%	14.73%
EPS(元/股)	0.34	0.82	1.48	1.84	2.11
市盈率(P/E)	72	30	17	13	12
市净率(P/B)	3.8	3.9	4.0	4.0	3.9
EV/EBITDA	6.5	8.6	11.6	9.6	8.4

资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所预测；股价为2024年7月8日收盘价

2023年客车行业销量底部向上，公司业绩随出口高增，考虑到公司出海竞争力领先，未来3年业绩平均增速超过30%，仍具备较好成长性，维持“买入”评级。

#### 4. 风险提示

**1、国内客车需求不及预期：**2023年国内客车销量触底回升，主要受益旅游市场需求复苏和海外需求高增。若下游需求复苏不持续，可能会使得公司销量下滑或市占率下降，进而影响公司经营业绩表现；

**2、海外订单需求不及预期：**公司新能源客车出口单车利润高，若海外市场需求出现下滑，可能会影响公司经营业绩表现。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼