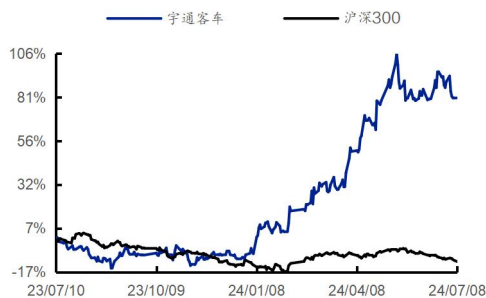


研究所：
 证券分析师：戴畅 S0350523120004
 daic@ghzq.com.cn

宇通客车单车盈利复盘与展望

——宇通客车（600066）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
宇通客车	-2.7%	19.5%	73.6%
沪深300	-4.8%	-3.8%	-11.1%

市场数据

当前价格(元)	24.54
52周价格区间(元)	12.05-30.05
总市值(百万)	54,330.07
流通市值(百万)	54,330.07
总股本(万股)	221,393.92
流通股本(万股)	221,393.92
日均成交额(百万)	415.30
近一月换手(%)	0.99

相关报告

《宇通客车（600066）点评报告：6月销量环比提升，2024H1销量实现高增长（增持）*商用车*戴畅》——2024-07-07

《宇通客车（600066）点评报告：5月销量符合我们预期，出口表现亮眼依旧（增持）*商用车*戴畅》——2024-06-07

《宇通客车（600066）2024年一季度报点评：出海放量带动销售结构改善，24Q1业绩表现优异（增持）*商用车*戴畅》——2024-04-30

《宇通客车（600066）2023年年报点评：2023年

投资要点：

■ **产品结构和销售规模是宇通单车盈利的底层核心影响因素。**宇通客车单车盈利表层由**单车均价**和**单车净利率**决定。而单车均价的决定因素是产品结构，单车净利率则与产品结构和产销规模均相关。1) 单车均价：公司的**产品结构**可以区分为**新能源客车**和**传统客车**，出口客车和国内销售客车，其中**新能源客车**和**出口客车**均价更高，因此二者的销量占比对单车均价影响较大。2) 单车净利率：由**毛利率**和**费用率**决定，毛利率受**产品结构**（**新能源客车**和**出口客车**的销量占比）和**销量规模**影响，费用率受**销售规模**影响。

■ **公司近10年复盘：规模和结构驱动下，公司单车盈利波动较大。**

阶段一（2014~2016年）：新能源客车带动公司销量和业绩齐升。本阶段扣除一次性因素后单车净利润由4.6万元/辆提高到6.2万元/辆，主要系新能源客车占比提升。

阶段二（2017-2019年）：新能源补贴退坡公司业绩持续萎缩。受新能源补贴下滑影响，毛利率由26.6%回落至24.9%，扣除一次性影响后单车净利润由4.73万元/辆下降到2.78万元/辆。

阶段三（2020-2021年）：疫情严重影响客车需求，公司业绩进一步遇冷。2020-2021年因行业需求下滑，公司销量下降，单车成本增加毛利率下滑，进而影响公司单车净利润。2020年单车净利润下降至-0.9万元/辆。

阶段四（2022-2023年）：出口带动产品结构改善，公司单车盈利提升。2022年，海外需求逐步恢复，公司出口占比提升至18.8%，**单车均价**和**毛利率**分别增长至61.1万元/辆和22.6%，但由于国内需求恢复较慢，总销量仍然下行，**单车折旧摊销**和**单车费用**较高，单车净利润增长幅度较小，达到2.5万元/辆。2023年，全球疫情和出行限制基本结束，国内外客车需求恢复，**出口占比**提升至27.8%带动单车均价和毛利率提升，同时总销量恢复，**单车折旧摊销**和**单车费用**下滑，公司**单车净利润**回升至6.1万元/辆。

■ **公司2024~2026年展望：公司产品结构和销售规模仍有改善空间，**

业绩显著提升，销量结构大幅改善（增持）*商用车*戴畅》——2024-04-04

《宇通客车（600066）2023年业绩预告点评：出口+新能源业务放量，23Q4业绩超预期（增持）*商用车*戴畅》——2024-01-08

单车净利有望保持增长态势。

产品结构：我们认为2024~2026年，受益于海外市场的恢复以及公司海外市场的拓展，公司出口客车销量和占比将持续提升，预计2026年出口占比增长到33%。

销售规模：我们认为公司出口销量将保持增长态势，预计到2026年增长到1.7万辆，国内销量也将随着国内旅游市场的复苏，回升至3.4万辆水平，总销量预计恢复至5万辆。

受益于产品结构的优化，预计公司2026年单车均价提升至71万元/辆，在销量规模提升的共同作用下，预计公司单车折旧摊销下降至1.5万元/辆，客车毛利率提升至28%，单车净利率提升至12.5%，扣除一次性因素后单车净利润提高到8.94万元/辆。

■ **盈利预测** 公司是国内领先的客车企业，未来海外客车行业需求尤其是新能源客车需求仍将呈现增长态势，同时国内客车销量有望持续恢复向上，带动公司销售总量和结构持续改善。预计公司2024-2026年实现营业务收入319.12、355.90、389.85亿元，同比增速为18%、12%、10%；实现归母净利润34.35、39.61、45.55亿元，同比增速89%、15%、15%；EPS为1.55、1.79、2.06元，对应当前股价的PE估值分别为16、14、12倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示** 海外客车市场需求恢复不及预期；海外客车市场竞争加剧；国内客车市场需求增长不及预期；上游原材料涨价超预期；汇率波动风险。

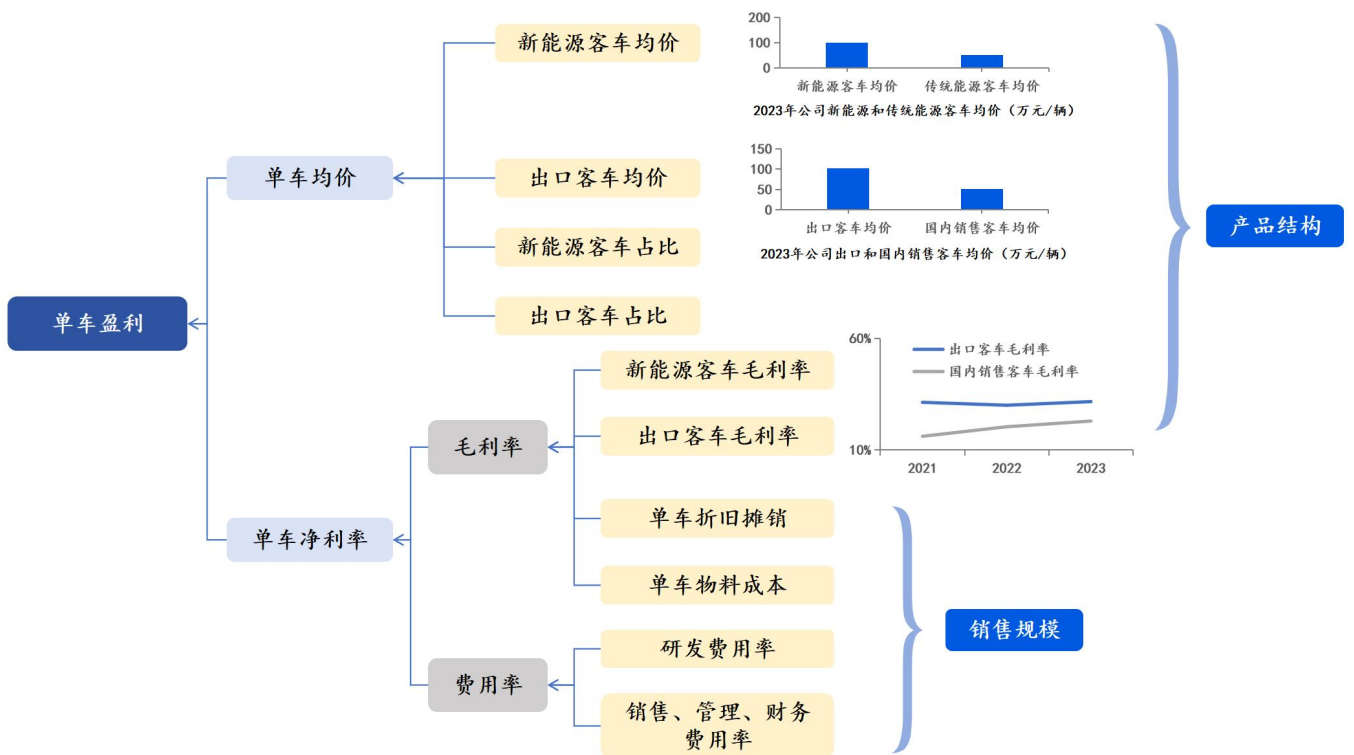
预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27042	31912	35590	38985
增长率(%)	24	18	12	10
归母净利润（百万元）	1817	3435	3961	4555
增长率(%)	139	89	15	15
摊薄每股收益（元）	0.82	1.55	1.79	2.06
ROE(%)	13	24	26	28
P/E	16.16	15.82	13.72	11.93
P/B	2.11	3.82	3.60	3.29
P/S	1.08	1.70	1.53	1.39
EV/EBITDA	7.66	8.92	7.24	5.86

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、宇通客车盈利能力核心影响因素

公司单车盈利的表层决定因素是单车均价和单车净利率，底层因素是产品结构和销售规模。我们认为，宇通客车单车盈利计算可以拆解为公司的单车均价和单车净利率。由于新能源客车和出口客车产品的单价较高，因此二者的价格和销量占比对公司的单车均价影响较大，因此产品结构是影响单车均价的底层因素。单车净利率主要由毛利率和费用率决定，毛利率一方面受新能源客车和出口客车的毛利率和销量占比影响，另一方面会因销售规模变化导致的单位成本变动发生波动，因此单车净利率由产品结构和销售规模共同决定。

图 1：影响公司盈利能力的底层因素：产品结构和销售规模



资料来源：公司公告，Wind，国海证券研究所

2、宇通客车单车盈利复盘与展望

2.1、宇通客车历史复盘

根据客车行业背景和公司发展的变化，公司近十年发展历程可以分为四个阶段：

阶段一（2014~2016年）：客车新能源化产业大趋势，公司产品结构+销量规模下行+向上双击，单车盈利大幅提升

此期间我国新能源客车市场受国家补贴政策的推动快速发展，公司紧抓新能源市场爆发机会，纯电动产品取得一定突破，并凭借优质的产品在新能源市场中占据主导地位。2014~2016年，公司扣除一次性因素后单车净利润（还原减值和其他受益后计算的公司单车净利，后续单车盈利均是此口径）由4.6万元/辆提高到6.2万元/辆，单车均价由39.1万元/辆提高到47.8万元/辆，单车净利率由11.8%提高至12.9%。单车均价的提高主要系此期间新能源客车占比显著提升，由12.1%提升至37.8%，带动毛利率由24.2%提升至28.0%。

阶段二（2017-2019年）：新能源补贴退坡，产品结构恶化+销量规模下行，公司单车盈利大幅下行

2017年开始，由于国家新能源补贴政策开始退坡，行业总体需求下滑，2017~2019年公司单车净利润由4.73万元/辆下降到2.78万元/辆，单车均价由46.0万元/辆变动至47.6万元/辆，单车净利率下滑明显，由10.3%下降到5.8%，主要受新能源补贴下滑影响，毛利率由26.6%回落至24.9%。

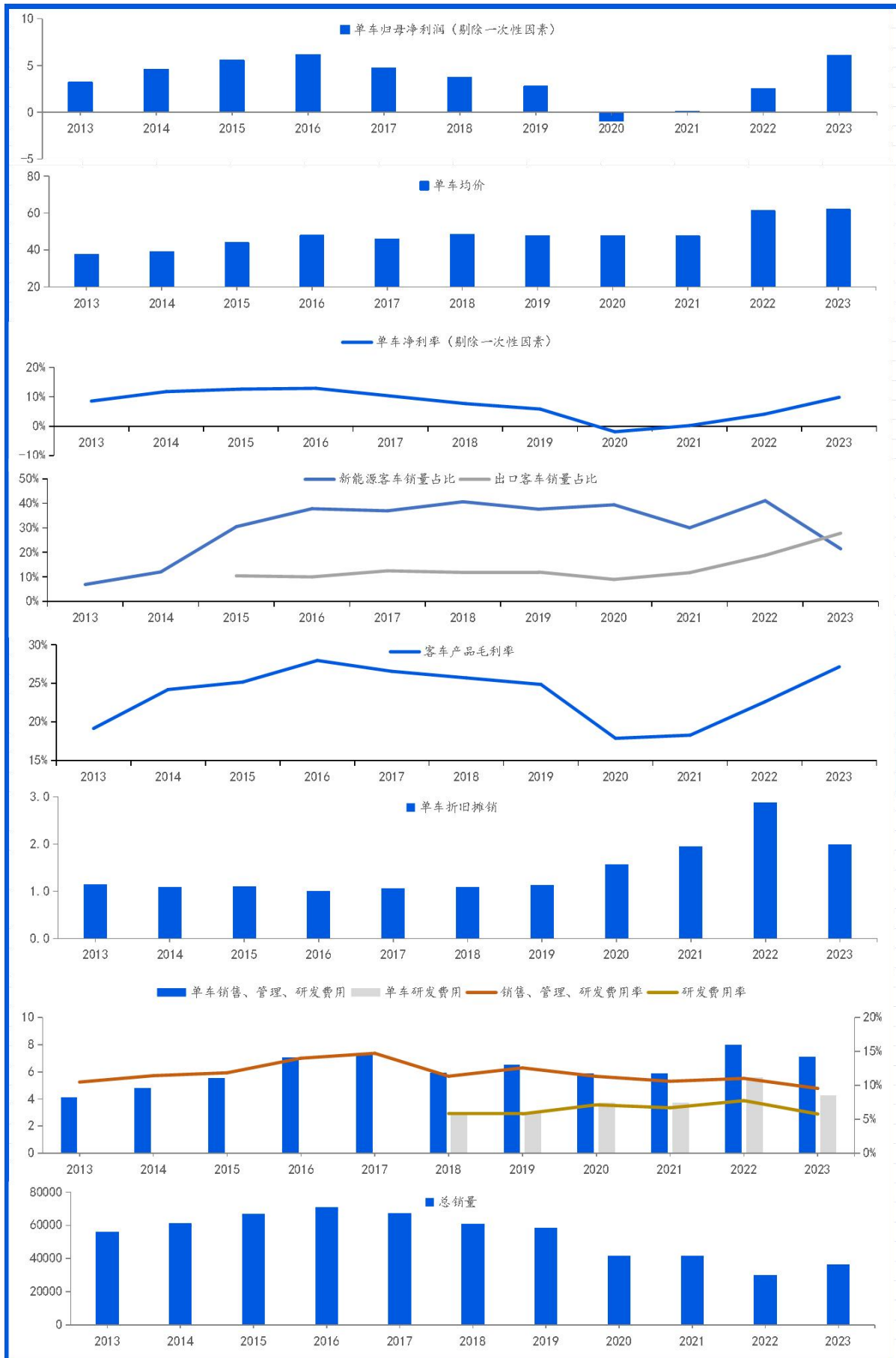
阶段三（2020-2021年）：疫情严重影响客车需求，结构未改善+销量规模恶化，公司单车盈利大幅下行

疫情期间，客车行业需求显著萎缩，2020年公司单车净利润跌至-0.9万元/辆，虽然单车均价保持稳定，为47.8万元/辆，但单车净利率下滑至-1.9%，单车毛利率跌至17.9%，主要系销量下滑，单车成本增加，单车折旧摊销由2019年的1.1万元/辆增长至2020年的1.6万元/辆。2021年，行业需求恢复缓慢，单车净利润仅回升至0.1万元/辆。

阶段四（2022-2023年）：海外市场快速恢复，结构改善带动单车盈利回升

2022年，海外需求逐步恢复，公司出口占比提升至18.8%，单车均价和毛利率分别增长至61.1万元/辆和22.6%，但由于国内需求恢复较慢，总销量仍然下行，单车折旧摊销和单车费用分别达到2.9和13.6万元/辆，单车净利润增长幅度较小，达到2.5万元/辆。2023年，全球疫情和出行限制基本结束，国内外客车需求恢复，公司扣除一次性因素后单车净利润回升至6.1万元/辆，单车均价提升至62万元/辆，单车净利率增长到9.8%，主要系客车出口占比提升至27.8%，毛利率增长到27.2%，同时由于公司总销量的恢复，单车折旧摊销和单车费用分别下滑至2.0万元/辆和11.4万元/辆。

图 2：宇通客车主要指标变化（万元/辆）（辆）（%）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2.2、宇通客车未来展望

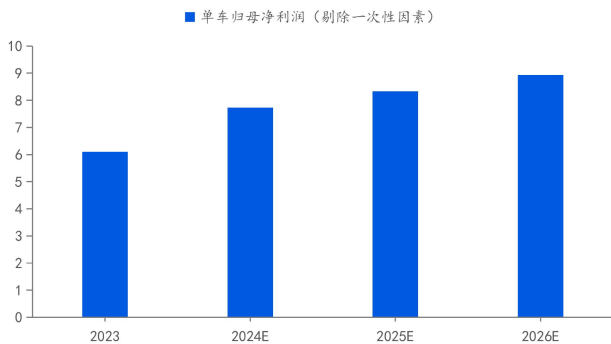
我们认为，公司产品结构和销售规模仍有改善空间，2024~2026年单车净利润将保持增长态势。

(1) **产品结构：**我们认为2024~2026年，受益于海外市场的恢复以及公司海外市场的拓展，公司出口客车销量和占比将持续提升，预计2026年出口占比增长到33%。

(2) **销售规模：**我们认为公司出口销量将保持增长态势，预计到2026年增长到1.7万辆，国内销量也将随着国内旅游市场的复苏，回升至3.4万辆水平，总销量预计恢复至5万辆。

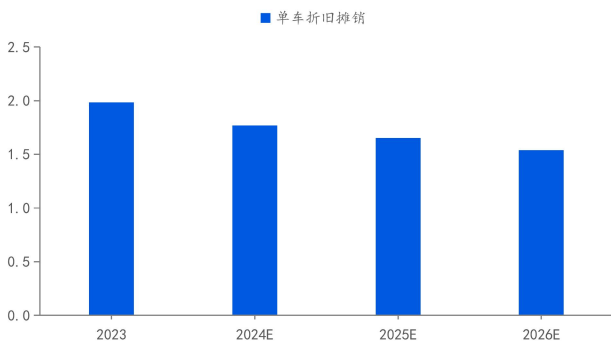
受益于产品结构的优化，预计公司2026年单车均价提升至71万元/辆，在销量规模提升的共同作用下，预计公司单车折旧摊销下降至1.5万元/辆，客车毛利率提升至28%，单车净利率提升至12.5%，扣除一次性因素后单车净利润提高到8.94万元/辆。

图3：公司2023~2026年单车净利润（万元/辆）预测



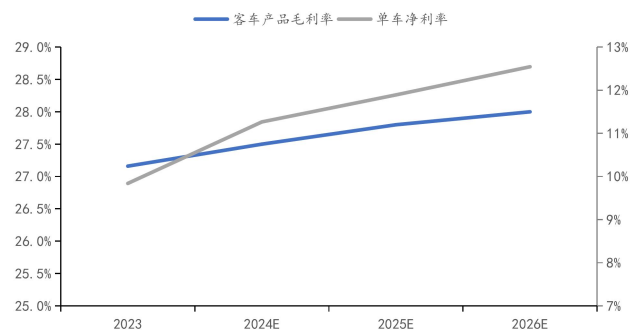
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图5：公司2023~2026年单车折旧摊销（万元/辆）预测



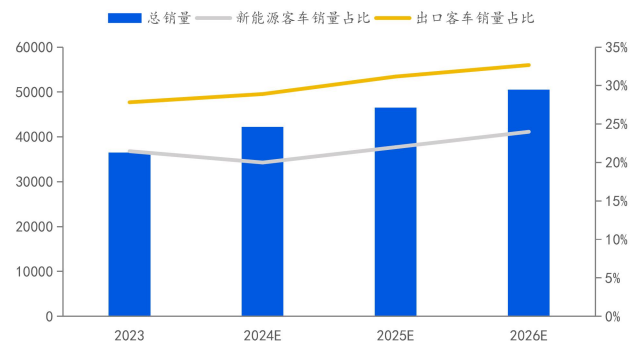
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图4：公司2023~2026年毛利率和净利率（右）预测



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图6：公司2023~2026年销量（辆）及新能源客车和出口客车占比预测



资料来源：公司公告，国海证券研究所

3、盈利预测与评级

公司是国内领先的客车企业,未来海外客车行业需求尤其是新能源客车需求仍将呈现增长态势,同时国内客车销量有望持续恢复向上,带动公司销售总量和结构持续改善。预计公司 2024-2026 年实现营业务收入 319.12、355.90、389.85 亿元,同比增速为 18%、12%、10%;实现归母净利润 34.35、39.61、45.55 亿元,同比增速 89%、15%、15%;EPS 为 1.55、1.79、2.06 元,对应当前股价的 PE 估值分别为 16、14、12 倍,维持“增持”评级。

图 7: 宇通客车主要指标变化

指标	2014-2016年	2017-2019年	2020-2021年	2022-2023年	2024E-2026E
单车均价 (万元/辆)	39.1→47.8	46.0→47.6	47.8→47.4	61.1→62.0	68.6→71.3
新能源客车销量占比	12.1%→37.8%	37.0%→37.6%	39.4%→30.1%	41.1%→21.5%	20.0%→24.0%
出口客车销量占比	→10.0%	12.5%→12.0%	9.0%→11.8%	18.8%→27.8%	28.9%→32.7%
单车净利率	11.8%→12.9%	10.3%→5.8%	-1.9%→0.2%	4.1%→9.8%	11.3%→12.5%
总销量 (万辆)	6.1→7.1	6.7→5.9	4.2→4.2	3.0→3.7	4.2→5.0
单车折旧摊销 (万元/辆)	1.1→1.0	1.1→1.1	1.6→2.0	2.9→2.0	1.8→1.5
客车毛利率	24.2%→28.0%	26.6%→24.9%	17.9%→18.3%	22.6%→27.2%	27.5%→28.0%
单车销售、管理、财务费用 (万元/辆)	4.80→7.08	7.28→6.54	5.90→5.90	7.97→7.09	7.29→7.36
单车研发费用 (万元/辆)		→3.02	3.72→3.73	5.61→4.29	4.56→4.82
销售、管理、财务费用率	11.5%→14.0%	14.7%→12.6%	11.3%→10.6%	11.0%→9.6%	9.3%→8.9%
研发费用率		→5.8%	7.2%→6.7%	7.8%→5.8%	5.8%→5.8%
单车净利润 (万元/辆) (剔除一次性因素)	4.60→6.17	4.73→2.78	-0.90→0.11	2.51→6.10	7.73→8.94
底层因素变化情况	产品结构+销量规模 向上双击	产品结构恶化 销量规模下行	结构未改善 销量规模恶化	2022年结构改善未释放规模效应 2023年结构+销量共同改善	产品结构+销量结构 有望持续双击

资料来源:公司公告,国海证券研究所

4、风险提示

- 1) 海外客车市场需求恢复不及预期;
- 2) 海外客车市场竞争加剧;
- 3) 国内客车市场需求增长不及预期;
- 4) 上游原材料涨价超预期;
- 5) 汇率波动风险。

附表：宇通客车盈利预测表

证券代码：	600066				股价：	24.54		投资评级：	增持		日期：	2024/07/08	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	13%	24%	26%	28%	EPS	0.82	1.55	1.79	2.06				
毛利率	26%	27%	28%	28%	BVPS	6.29	6.43	6.82	7.45				
期间费率	10%	9%	9%	9%	估值								
销售净利率	7%	11%	11%	12%	P/E	16.16	15.82	13.72	11.93				
成长能力					P/B	2.11	3.82	3.60	3.29				
收入增长率	24%	18%	12%	10%	P/S	1.08	1.70	1.53	1.39				
利润增长率	139%	89%	15%	15%									
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.89	1.00	1.06	1.10	营业收入	27042	31912	35590	38985				
应收账款周转率	6.71	8.00	8.57	9.00	营业成本	20106	23220	25743	28067				
存货周转率	4.27	5.46	6.67	8.01	营业税金及附加	328	319	356	390				
偿债能力					销售费用	1955	2234	2491	2651				
资产负债率	54%	56%	56%	54%	管理费用	719	734	783	780				
流动比	1.43	1.41	1.43	1.51	财务费用	-86	-10	-20	40				
速动比	0.88	0.95	1.02	1.13	其他费用/（-收入）	1568	1723	1851	1949				
					营业利润	2036	3887	4482	5153				
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	42	5	5	5				
现金及现金等价物	6534	8917	10499	12483	利润总额	2078	3892	4487	5158				
应收款项	4215	4330	4647	4731	所得税费用	239	448	516	593				
存货净额	4513	3997	3718	3291	净利润	1840	3445	3971	4565				
其他流动资产	4352	4288	4472	4570	少数股东损益	22	10	10	10				
流动资产合计	19614	21532	23336	25075	归属于母公司净利润	1817	3435	3961	4555				
固定资产	4172	4352	4523	4648									
在建工程	190	101	121	141	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	6232	6147	6086	6021	经营活动现金流	4717	6539	6020	6716				
长期股权投资	650	659	564	462	净利润	1817	3435	3961	4555				
资产总计	30857	32791	34630	36347	少数股东损益	22	10	10	10				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	732	923	1107	1358				
应付款项	7143	8466	9125	8963	公允价值变动	1	0	0	0				
合同负债	2473	2554	2574	2807	营运资金变动	1281	2071	742	543				
其他流动负债	4068	4274	4562	4795	投资活动现金流	-3174	-834	-1038	-1231				
流动负债合计	13684	15294	16262	16564	资本支出	-450	-925	-1232	-1433				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-2735	-9	94	102				
其他长期负债	3116	3116	3116	3116	其他	11	100	100	100				
长期负债合计	3116	3116	3116	3116	筹资活动现金流	-2251	-3321	-3400	-3500				
负债合计	16800	18410	19378	19680	债务融资	0	0	0	0				
股本	2214	2214	2214	2214	权益融资	4	0	0	0				
股东权益	14057	14380	15251	16667	其它	-2255	-3321	-3400	-3500				
负债和股东权益总计	30857	32791	34630	36347	现金净增加额	-735	2383	1582	1985				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王瑜，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。