

# 宇通客车 (600066.SH)

## 出口与内销共振，净利润持续攀升

优于大市

### 核心观点

**海内外共振，宇通 2024 上半年实现利润 15.5-17.9 亿元。**宇通客车发布业绩预告，预计 24H1 实现归母净利润 15.5-17.9 亿元，同比增加 230%-280%，扣非 13.2-15.2 亿元，同比增加 300%-360%，业绩表现亮眼。24H1 公司累计销售客车 20555 辆，同比增长 35.82%，主要得益于 1) 出口：公司出口销量实现大幅增长且出口业务占比提高，销量结构向好，业绩贡献增加；2) 内销：旅游客运市场需求持续恢复，公司国内销量实现增长。

**控本、中高端化与规模效应持续，单二季度净利润中值 10 亿元。**拆季度来看，预计 Q2 归母利润为 8.9-11.3 亿元，对应中值 10.13 亿元（23Q2 为 3.5 亿元，24Q1 为 6.6 亿元），24Q2 扣非利润 7.5-9.5 亿元，对应中值 8.5 亿元（23Q2 为 2.8 亿元，24Q1 为 5.7 亿元）。整体出口来看，24 年 1-5 月宇通客车出口 4921 辆，同比+64.2%，中国品牌市占率 22.5%，较 1-4 月提升 1pct，1-5 月新能源客车出口 941 辆，同比+96.5%，市场份额 24.3%，较 1-4 月提升 2pct；综上，得益于扎实的成本控制能力、规模效应的持续释放及中高端战略（250 台希腊纯电大单等）演进，公司业绩实现稳定增长，后续叠加出口销量增长（包括新能源占比提升）及国内持续修复（旅游客车需求扩张+潜在以旧换新政策对公交的催化），公司业绩有望持续兑现。

**展望中长期，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 年国内客车需求有望持续修复（以旧换新政策）；②出口放量：23 年海外大中客销量约 24 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，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国内市场宇通在风险管控+优选市场改善毛利，预计公司国内盈利有望回暖；据经营目标，公司预计 2024 年有望实现营收 329 亿元，同比+21.8%。

**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：**兼具成长（出海）和红利（高股息）的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。考虑到出口销量持续增长及国内市场回暖，上调盈利预测，预计 24-26 年净利润 31.6/40.3/47.5 亿元（原 29.5/35.7/41.3 亿元），EPS 为 1.43/1.82/2.15 元（原 1.33/1.61/1.87 元），维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,799	27,042	33,316	39,413	46,349
(+/-%)	-6.2%	24.1%	23.2%	18.3%	17.6%
净利润(百万元)	759	1817	3158	4027	4752
(+/-%)	23.7%	139.4%	73.8%	27.5%	18.0%
每股收益(元)	0.34	0.82	1.43	1.82	2.15
EBIT Margin	2.6%	8.8%	9.9%	10.6%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	5.2%	13.1%	22.7%	28.9%	34.1%
市盈率 (PE)	74.1	30.9	17.8	14.0	11.8
EV/EBITDA	49.8	23.6	20.0	17.4	14.8
市净率 (PB)	3.89	4.04	4.04	4.04	4.04

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.40 元
总市值/流通市值	56234/56234 百万元
52 周最高价/最低价	30.05/12.05 元
近 3 个月日均成交额	698.94 百万元

#### 市场走势



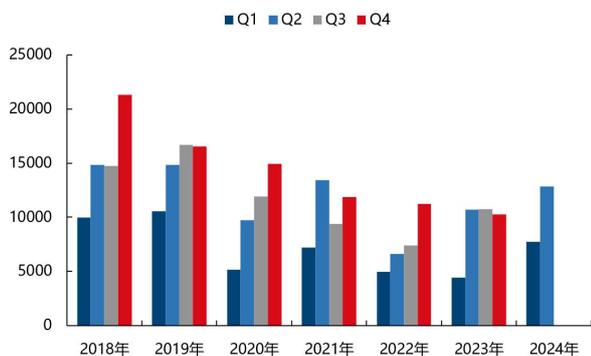
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宇通客车 (600066.SH) - 兼具成长和红利的全球大中客龙头，一季度量利双增》——2024-04-26
- 《宇通客车 (600066.SH) - 2023 年净利润同比增长 139%，出口放量开启新一轮景气周期》——2024-04-03
- 《宇通客车 (600066.SH) - 国内修复、出口高增及成本优化，2023 年净利润同比增长 85%-150%》——2024-01-07
- 《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) - 二季度盈利能力环比提升，看好下半年量利双增》——2023-09-02

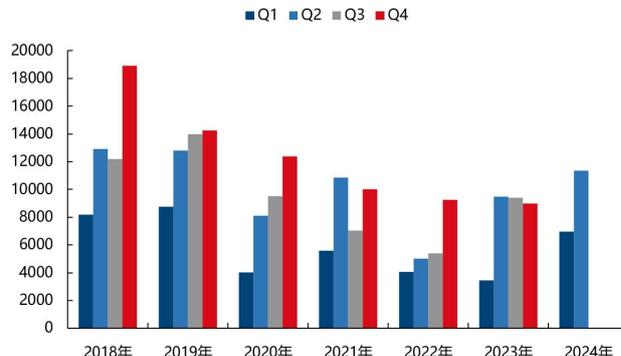
**业绩概述：**宇通客车发布业绩预告，预计 24H1 实现归母净利润 15.5-17.9 亿元，同比增加 230%-280%，扣非 13.2-15.2 亿元，同比增加 300%-360%，业绩表现亮眼。24H1 公司累计销售客车 20555 辆，同比增长 35.82%，主要得益于 1) 出口：公司出口销量实现大幅增长且出口业务占比提高，销量结构向好，业绩贡献增加；2) 内销：旅游客运市场需求持续恢复，公司国内销量实现增长。

图1：宇通客车大中轻型客车销量（单位：辆）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：宇通客车大中型客车销量（单位：辆）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

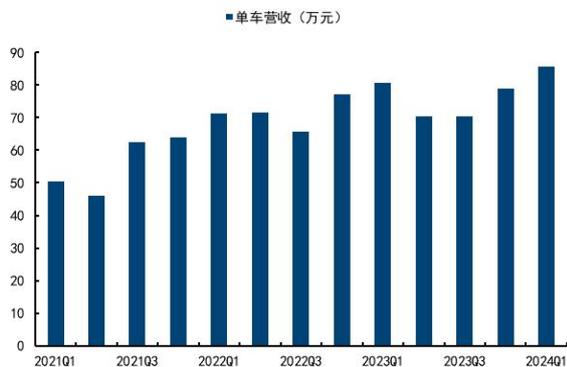
**单车净利润稳定。**公司 24Q1 单车营收为 85.6 万元，环比+6.6 万元，主要系新能源、出口占比提升、客车销售结构改善所致；若按照预告中值，则测算 24Q2 宇通客车单车利润为 7.9 万元(23Q2 为 3.3 万元,24Q1 为 8.5 万元)，单车扣非利润为 6.6 万元(23Q2 为 2.6 万元,24Q1 为 7.4 万元)。整体来看单车利润相对稳定，环比下滑预计主要系结构性变化的原因（国内销量增长，占比提升）。

表1：公司业绩拆分（亿元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	Q1 同比	Q1 环比
营业收入	36.3	61.8	58.6	75.7	35.3	47.3	48.5	86.9	35.8	75.4	78.4	80.9	66.2	85.0%	3.3%
营业成本	31.1	51.9	46.4	59.7	30.0	37.2	36.8	64.2	28.1	57.7	60.2	55.1	60.2	114.4%	-8.6%
毛利率	14.4%	16.0%	20.8%	21.2%	14.9%	21.4%	24.1%	26.1%	21.5%	23.5%	23.1%	31.9%	24.8%	3.4pct	-7.1pct
税金及附加	0.4	0.6	1.4	0.4	0.3	1.0	0.5	0.5	0.4	0.9	1.3	0.7	1.3	244.7%	101.5%
销售费用	2.9	4.0	3.4	6.7	3.4	3.1	3.0	7.0	3.1	5.9	5.7	4.9	4.5		
销售费用率	8.1%	6.4%	5.8%	8.8%	9.5%	6.5%	6.2%	8.0%	8.5%	7.8%	7.3%	6.0%	6.9%	-1.7pct	0.8pct
管理费用	2.1	1.9	2.3	2.6	2.4	1.8	1.7	2.5	1.7	1.9	1.7	1.9	1.9		
管理费用率	5.9%	3.0%	4.0%	3.4%	6.9%	3.8%	3.6%	2.9%	4.8%	2.5%	2.2%	2.3%	2.8%	-2pct	0.5pct
研发费用	3.1	3.3	3.6	5.7	3.8	3.6	4.4	5.2	2.9	4.0	3.9	4.8	3.1		
研发费用率	8.4%	5.3%	6.1%	7.6%	10.9%	7.6%	9.0%	5.9%	8.2%	5.3%	5.0%	6.0%	4.7%	-3.5pct	-1.3pct
财务费用	-0.5	0.2	-0.3	-0.6	-0.6	-0.9	-1.0	1.7	-0.1	-0.6	0.1	-0.3	-0.4		
财务费用率	-1.4%	0.3%	-0.5%	-0.8%	-1.7%	-1.9%	-2.1%	1.9%	-0.4%	-0.7%	0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.1pct	-0.2pct
归母净利润	-1.1	2.6	1.2	3.5	-1.2	0.5	2.0	6.3	1.2	3.5	5.8	7.7	6.6	443%	-14%
扣非净利润	-1.8	0.8	0.6	3.4	-3.2	-0.4	0.5	5.6	0.5	2.8	4.5	6.3	5.7	1090%	-60%
宇通销量（辆）	7176	13412	9376	11864	4945	6622	7392	11239	4439	10695	11141	10243	7731	74%	-25%
大型客车销量	2851	5478	3035	4957	2437	2304	2223	4791	2100	5593	6125	5572	4595	119%	-18%
中型客车销量	2724	5383	3995	5044	1633	2696	3169	4480	1363	3898	3695	3424	2372	74%	-31%
轻型客车销量	1601	2551	2346	1863	875	1622	2000	1968	976	1204	1321	1247	764	-22%	-39%
单车均价（万元）	50.6	46.1	62.5	63.8	71.3	71.5	65.7	77.3	80.6	70.5	70.3	79.0	85.6	6%	8%
单车净利（万元）	-1.5	1.9	1.2	3.0	-2.3	0.8	2.7	5.6	2.7	3.3	5.2	7.5	8.5	212%	13%
单车扣非（万元）	-2.5	0.6	0.6	2.9	-6.6	-0.6	0.7	5.0	1.1	2.6	4.1	6.2	7.4	583%	-47%

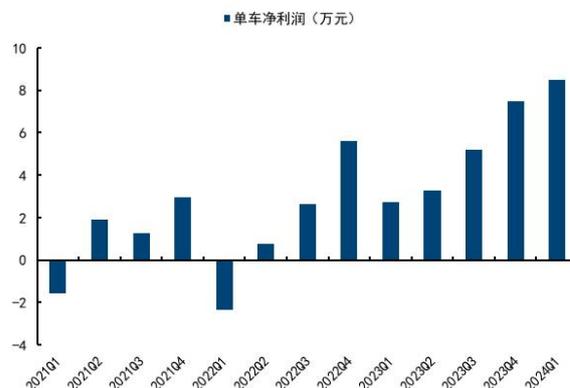
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 宇通客车单车营收情况 (万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 宇通客车单车净利润情况 (万元)



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 90000 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5: 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6: 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

3 月宇通出口希腊 250 辆纯电动公交，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：

- 24年3月，宇通出口希腊的250辆纯电动公交已陆续抵达首都雅典及塞萨洛尼基，将于4月底在两大城市投入运营。**250辆纯电动订单是希腊首次大批量采购新能源客车，同时也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，再一次在国际舞台擦亮“中国高端制造”的金字招牌。**斯泰库拉斯表示希腊公交车的平均车龄高于欧洲其他国家，该批车辆的投运将改善老化车队引发的诸多问题，新型电动车队对城市公共交通可持续发展具有建设意义。
- 24年2月，新年启新程，作为地球上距离中国最遥远的国度，**214辆宇通新能源客车不远万里的奔赴“天涯之国”智利**，再一次将分处地球两端的国家密切地联系在一起，为智利公共交通电动化转型加力。作为国际主流客车供应商，长期以来，宇通紧系合作纽带，不断深耕智利市场，积极参与并见证着中国同智利务实合作不断走深走实。**该批订单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**，将于2月底陆续投入首都圣地亚哥公共交通领域中，以解决首都主城区与周边城镇之间的长距离通勤难题，再一次用实际行动提亮智利绿色发展成色。
- 23年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。
- 23年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。
- 23年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。
- 23年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千达州，在 QazTehna 工厂下线后将投入该国公共系统使用。**
- 23年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。

- 23年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,不定时线上跟车指导;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
2024年5月	西班牙	46	46辆宇通高端机场摆渡车批量出口西班牙	宇通又一批次46辆高端机场摆渡车批量出口西班牙,将在当地15大主流机场投入常态化运营,其中涵盖25辆纯电动机场摆渡车,创造了中国出口最大批量新能源机场摆渡车订单新纪录。
2024年3月	希腊	250	宇通出口希腊的250辆纯电动公交车已陆续抵达首都雅典及塞萨洛尼基,将于4月底在两大城市投入运营。	250辆纯电动订单是希腊首次大批量采购新能源客车,同时也刷新了宇通在欧洲市场最大批量的新能源客车订单新纪录,再一次在国际舞台擦亮“中国高端制造”的金字招牌。斯泰库拉斯表示希腊公交车的平均车龄高于欧洲其他国家,该批车辆的投运将改善老化车队引发的诸多问题,新型电动车队对城市公共交通可持续发展具有建设意义。
2024年2月	智利	214	新年启新程,作为地球上距离中国最遥远的国度,214辆宇通新能源客车不远万里的奔赴“天涯之国”智利。	该批订单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,将于2月底陆续投入首都圣地亚哥公共交通领域中,以解决首都主城区与周边城镇之间的长距离通勤难题,再一次用实际行动擦亮智利绿色发展成色。
2023年11月	沙特阿拉伯	263	宇通再次交付沙特交通发展署TGA长途客运项目263辆ZK6138H长途客运营,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长途客运项目263辆ZK6138H长途客运营,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辆宇通新能源公交车又一次交付丹麦,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路汇总到主干线的大客运营需求,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技术壁垒,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。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客车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>

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，有望迎来海内外共振：

- **海外：**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。
- **国内：**6月，交通运输部等13部门印发《交通运输大规模设备更新行动方案》，提出将实施城市公交车电动化替代等行动。方案鼓励老旧新能源公交车及动力电池更新，积极推广小型化公交车辆、低地板及低入口城市公交车辆，鼓励各地推动10年及以上老旧城市公交车辆更新；预计随潜在具体政策的落地，国内公交客车有望迎来复苏。同时旅游市场保持稳定复苏。

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7：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

**投资建议：兼具成长（出海）和红利（高股息）的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。**

考虑到出口销量持续增长及国内市场回暖，上调盈利预测，预计 24-26 年净利润 31.6/40.3/47.5 亿元（原 29.5/35.7/41.3 亿元），EPS 为 1.43/1.82/2.15 元（原 1.33/1.61/1.87 元），维持“优于大市”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	252.6	7,349	5.71	10.32	12.13	44	24	21	优于大市
000338.SZ	潍柴动力	14.2	1,239	0.56	1.03	1.3	25	14	11	未评级
600660.SH	福耀玻璃	48.7	1,272	1.82	2.16	2.5	27	23	19	优于大市
	平均						32	20	17	-
600066.SH	宇通客车	25.4	562	0.34	0.82	1.43	75	31	18	优于大市

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 7 月 09 日

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7035	6434	11040	13728	11291	营业收入	21799	27042	33316	39413	46349
应收款项	5268	5236	6389	8746	10413	营业成本	16823	20106	24654	28988	34159
存货净额	4894	4513	5370	6407	7658	营业税金及附加	225	328	333	394	463
其他流动资产	1434	2801	1666	1577	1854	销售费用	1639	1955	2166	2522	2966
<b>流动资产合计</b>	<b>18998</b>	<b>19614</b>	<b>25096</b>	<b>31088</b>	<b>31846</b>	管理费用	846	719	987	1124	1234
固定资产	4438	4362	4533	4227	3997	研发费用	1694	1568	1882	2207	2503
无形资产及其他	1565	1544	1390	1237	1084	财务费用	(78)	(86)	(207)	(292)	(301)
投资性房地产	4000	4688	4688	4688	4688	投资收益	153	99	150	160	120
长期股权投资	997	650	750	850	844	资产减值及公允价值变动	(143)	(558)	(100)	(100)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>29998</b>	<b>30857</b>	<b>36457</b>	<b>42089</b>	<b>42458</b>	其他收入	(1648)	(1525)	(1882)	(2207)	(2503)
短期借款及交易性金融负债	7	4	500	300	200	营业利润	706	2036	3551	4529	5344
应付款项	7501	7143	11410	15819	14942	营业外净收支	2	42	0	0	0
其他流动负债	5072	6537	7424	8899	10296	<b>利润总额</b>	<b>708</b>	<b>2078</b>	<b>3551</b>	<b>4529</b>	<b>5344</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12580</b>	<b>13684</b>	<b>19335</b>	<b>25018</b>	<b>25438</b>	所得税费用	(60)	239	355	453	534
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	22	38	49	58
其他长期负债	2821	3116	3065	3014	2963	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>759</b>	<b>1817</b>	<b>3158</b>	<b>4027</b>	<b>4752</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2821</b>	<b>3116</b>	<b>3065</b>	<b>3014</b>	<b>2963</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>15402</b>	<b>16800</b>	<b>22400</b>	<b>28032</b>	<b>28402</b>	净利润	759	1817	3158	4027	4752
少数股东权益	123	138	138	138	138	资产减值准备	157	431	(461)	(6)	(6)
股东权益	14473	13919	13919	13919	13919	折旧摊销	867	724	642	667	690
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29998</b>	<b>30857</b>	<b>36457</b>	<b>42089</b>	<b>42458</b>	公允价值变动损失	143	558	100	100	100
						财务费用	(78)	(86)	(207)	(292)	(301)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	1950	195	3770	2521	(2731)
每股收益	0.34	0.82	1.43	1.82	2.15	其它	(161)	(436)	461	6	6
每股红利	0.50	1.01	1.43	1.82	2.15	<b>经营活动现金流</b>	<b>3716</b>	<b>3289</b>	<b>7669</b>	<b>7315</b>	<b>2811</b>
每股净资产	6.54	6.29	6.29	6.29	6.29	资本开支	0	(475)	(301)	(301)	(401)
ROIC	5.59%	17.03%	31%	63%	78%	其它投资现金流	418	(263)	0	0	0
ROE	5.25%	13.05%	23%	29%	34%	<b>投资活动现金流</b>	<b>318</b>	<b>(390)</b>	<b>(401)</b>	<b>(401)</b>	<b>(395)</b>
毛利率	23%	26%	26%	26%	26%	权益性融资	(10)	4	0	0	0
EBIT Margin	3%	9%	10%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	11%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(1117)	(2246)	(3158)	(4027)	(4752)
收入增长	-6%	24%	23%	18%	18%	其它融资现金流	(388)	988	496	(200)	(100)
净利润增长率	24%	139%	74%	28%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2631)</b>	<b>(3500)</b>	<b>(2662)</b>	<b>(4227)</b>	<b>(4852)</b>
资产负债率	52%	55%	62%	67%	67%	<b>现金净变动</b>	<b>1403</b>	<b>(601)</b>	<b>4607</b>	<b>2688</b>	<b>(2437)</b>
股息率	2.0%	4.0%	5.6%	7.2%	8.5%	货币资金的期初余额	5631	7035	6434	11040	13728
P/E	74.1	30.9	17.8	14.0	11.8	货币资金的期末余额	7035	6434	11040	13728	11291
P/B	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	企业自由现金流	0	2539	7075	6647	2078
EV/EBITDA	49.8	23.6	20.0	17.4	14.8	权益自由现金流	0	3527	7758	6709	2250

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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