

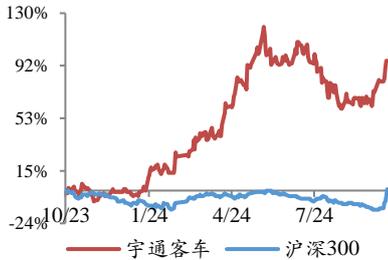
# 大中客行业领军者，国内复苏与海外拓展并行

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2024-09-30

收盘价 (元)	24.74
近 12 个月最高/最低 (元)	30.05/12.36
总股本 (百万股)	2,214
流通股本 (百万股)	2,214
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	548
流通市值 (亿元)	548

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

## 主要观点：

### ● 宇通客车是行业大中客销量第一的车企

公司是行业大中客销量第一的车企，产品应用场景覆盖公交、客运、旅游、团体、校车及专用出行等细分市场。伴随行业的波峰波谷，宇通客车销量在 2016 年达到峰值 7.1 万辆，大中客销量 6.3 万辆；在 2022 年跌到谷底 3.0 万辆，大中客销量 2.4 万辆，销量与行业周期同步变化。

### ● 大中客市占率稳居行业第一，销量结构优于竞争对手

2024M1-8 公司大中客销量市场份额由 2023 年的 36% 提升到 43%。相比主要竞争对手，金龙客车大中客市占率由 26% 提升到 30%，中通客车大中客市占率由 8% 提升到 12%，安凯客车大中客市占率由 3% 提升到 4%，大中客市占率领先优势进一步扩大。“去低端化”经营思路下大中客产品主导销量结构，支撑整体单车价值。2023 年宇通客车大中客销量比重 87%，轻客销量比重 13%，销量结构优于主要竞争对手。

### ● 国内市场周期复苏，海外出口空间广阔

国内客车市场整体处于周期复苏启动阶段，其中公交市场以旧换新政策将助推国内公交客车实现恢复性增长；国内旅游需求依旧旺盛带动旅团客车市场持续增长。海外市场空间广阔，根据 Marklines 数据统计，中国客车出口的理论上限空间约 20 万+ 辆。同时，全球电动客车渗透率仅 3%，空间提升蕴含较大潜力。

### ● 渠道数量与质量优势明显，技术优势提升产品附加值

公司产品销售、服务与配件体系完善，数量优势明显。销售方面，采取直销为主，经销为辅的模式，销售人员数量显著优于竞争对手，销售员工构成比重较高。产品服务与配件网络不断拓展，服务模式不断多元。同时，利用自身在电动化、智能网联化、高端化、轻量化的技术优势，全面布局高端系列产品，优化产品销售结构，提升产品价值。

### ● 投资建议

中国客车行业周期复苏以及海外客车电动化趋势带来的出海机遇，将有效带动公司客车产品销量，预计 2024-2026 年营业总收入分别 341.3/386.6/430.2 亿元，同比增速分别为 +26.2%/13.3%/11.3%；归属于母公司净利润分别为 34.0/39.2/45.7 亿元，同比增速分别为 87.0%/15.5%/16.5%，对应 EPS 分别为 1.5/1.8/2.1 元，对应 PE 分别为 15.0/13.0/11.2 倍。考虑到公司是大中型客车行业销量第一的企业以及海外销量的快速增长，应当享受一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

国内公交车更新换旧政策效果不及预期。国内公交车市场进入存量替

换周期，政策淘汰对更新替换效果至关重要。

**原材料价格大幅波动。**若原材料价格大幅波动，将影响公司的盈利能力。

**国际政治关系紧张导致出口销量不及预期。**海外客车市场需求旺盛，客车电动化进程步入快速增长阶段，但海外关系紧张容易对出口形成扰动。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27042	34131	38656	43017
收入同比 (%)	24.1%	26.2%	13.3%	11.3%
归属母公司净利润	1817	3398	3923	4570
净利润同比 (%)	139.4%	87.0%	15.5%	16.5%
毛利率 (%)	25.6%	26.6%	26.1%	26.4%
ROE (%)	13.1%	23.7%	27.3%	31.7%
每股收益 (元)	0.82	1.53	1.77	2.06
P/E	16.16	15.01	13.00	11.16
P/B	2.11	3.56	3.55	3.54
EV/EBITDA	7.66	10.01	8.52	7.27

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 行业大中型客车产销第一的客车企业 .....	6
1.1 公司概况 .....	6
1.2 经营分析：大中客市占率稳居行业第一，且新一轮周期中继续提升 .....	7
1.3 财务分析：海外收入占比已经接近一半，价格因子影响变大 .....	13
2 行业分析：国内大中客周期复苏，海外电动化快速渗透 .....	16
2.1 国内大中客市场分析：周期复苏启动阶段 .....	16
2.2 大中客出口分析：海外市场空间广阔，宇通客车出口份额稳步提升 .....	19
3 渠道体系完善，技术优势提升价值 .....	22
4 盈利预测与估值 .....	24
风险提示： .....	25
财务报表与盈利预测 .....	26

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构	7
图表 3 公司主要车型	7
图表 4 宇通客车销量变化 (单位: 万辆; %)	7
图表 5 宇通大中客销量与行业周期同步 (单位: 万辆; %)	7
图表 6 国内主要客车企业销量变化 (单位: 万辆)	8
图表 7 主要客车企业大中客销量 (单位: 万辆)	8
图表 8 国内客车企业市占率变化 (单位: %)	8
图表 9 2023 年国内车企大中轻客销量结构 (单位: %)	9
图表 10 宇通大中客销量结构变化 (单位: %)	9
图表 11 主要车企总体客车销量燃料结构 (单位: %)	9
图表 12 主要车企大中客销量燃料结构 (单位: %)	9
图表 13 主要车企按用途分类的销量结构 (单位: %)	10
图表 14 主要车企大中客用途销量结构 (单位: %)	10
图表 15 主要车企整体口径区域销售结构 (单位: %)	10
图表 16 主要车企大中客口径区域销售结构 (单位: %)	10
图表 17 宇通大中客区域销售结构变化趋势 (单位: %)	10
图表 18 2024M1-7 宇通大中客区域销售结构变化 (单位: %)	10
图表 19 2023 年主要车企大中客内销结构 (单位: %)	11
图表 20 宇通大中客内销结构变化趋势 (单位: %)	11
图表 21 主要车企大中客出口能源结构 (单位: %)	11
图表 22 河南省客车企业出口区域 (单位: 辆)	12
图表 23 河南省客车企业出口 ASP 区域差异 (单位: 万元/辆)	12
图表 24 2023 年河南省客车出口量前十国家 (单位: 辆, %)	12
图表 25 2023 河南省客车出口前十国家 ASP (单位: 万元/辆)	12
图表 26 河南省新能源客车出口区域 (单位: 辆)	13
图表 27 河南省新能源客车出口 ASP 差异 (单位: 万元/辆)	13
图表 28 河南省新能源客车出口前十国家 (单位: 辆, %)	13
图表 29 河南省新能源客车出口前十国家 ASP (单位: 万/辆)	13
图表 30 宇通客车收入与销量走势 (单位: 亿元, 辆)	14
图表 31 宇通客车收入结构 (单位: %)	14
图表 32 宇通客车 ASP 变化 (单位: 万元/辆)	14
图表 33 宇通客车收入与销量增速 (单位: %)	14
图表 34 宇通客车毛利率与销量相关性 (单位: 辆, %)	14
图表 35 宇通客车毛利率与价格相关性 (单位: 万元/辆, %)	14
图表 36 宇通国内客车毛利率与销量变化 (单位: %, 辆)	15
图表 37 宇通国内毛利率与价格变化 (单位: %, 万元/辆)	15
图表 38 宇通出口客车毛利率与销量变化 (单位: %, 辆)	15
图表 39 宇通出口毛利率与价格变化 (单位: %, 万元/辆)	15
图表 40 宇通客车费率变化 (单位: %)	16
图表 41 主要车企期间费率变化 (单位: %)	16

图表 42 宇通客车利润影响因素 (单位: 万元/辆, 亿元, 辆)	16
图表 43 主要车企净利率变化情况 (单位: %)	16
图表 44 国内大中型公交车销量 (单位: 万辆)	17
图表 45 历次新能源客车国补金额平均值 (单位: 万元)	17
图表 46 国内大中型公交车市场集中度 (单位: %)	17
图表 47 国内大中型公交车市场格局 (单位: %)	17
图表 48 国内跟团客车销量及增速 (单位: 万辆, %)	18
图表 49 2023 年国内游客人次恢复增长 (单位: 亿人次)	18
图表 50 国内座位客车市场 CR3 变化 (单位: %)	18
图表 51 国内座位客车市场格局 (单位: %)	18
图表 52 中国出生人数 (单位: 万)	19
图表 53 校车销量逐年递减 (单位: 万辆, %)	19
图表 54 国内校车市场 CR3 变化 (单位: %)	19
图表 55 国内校车市场格局 (单位: %)	19
图表 56 全球大中客销量周期变化 (单位: 万辆, %)	20
图表 57 全球大中客市场销量具有顺周期性 (单位: %)	20
图表 58 中国客车销量变化 (单位: 万辆)	20
图表 59 除中国外, 全球大中客市场区域结构变化 (单位: %)	20
图表 60 全球电动客车销量规模 (单位: 辆)	21
图表 61 全球电动客车渗透率 (单位: %)	21
图表 62 中国客车主要出口区域占比 (单位: %)	21
图表 63 中国客车出口的区域规模与增速 (单位: 辆, %)	21
图表 64 主要车企大中型客车出口份额 (单位: %)	22
图表 65 主要车企轻型客车出口份额 (单位: %)	22
图表 66 宇通客车销售人员比重变化 (单位: 人, %)	22
图表 67 2023 年主要车企销售人员数量对比 (单位: 人, %)	22
图表 68 宇通客车国内市场服务体系情况 (单位: 家)	23
图表 69 宇通客车海外市场服务体系情况 (单位: 家)	23
图表 70 宇通客车国内外市场配件体系情况 (单位: 家)	23
图表 71 宇通客车与金龙汽车配件体系情况对比 (单位: 家)	23
图表 72 公司 L4 级无人驾驶微循环车	24
图表 73 宇通客车可比公司估值 (单位: 亿元)	25

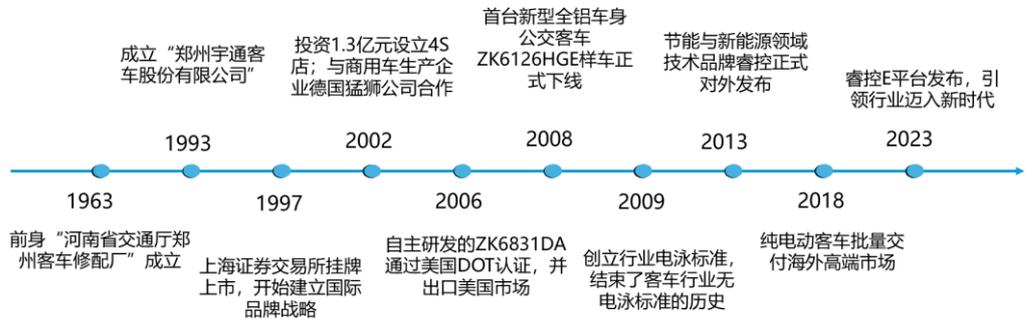
# 1 行业大中型客车产销第一的客车企业

## 1.1 公司概况

宇通客车是行业大中客销量第一的车企。公司主要从事客车产品研发、制造与销售，应用场景覆盖公交、客运、旅游、团体、校车及专用出行等细分市场，产品主要以大中型客车为主，可满足5米至18米不同米段的市场需求，大中型客车产销稳居行业第一。

公司经营战略坚持产品创新，企业出海路线。宇通汽车成立于1993年，上市于1997年，自2003年始连续20年保持中国大中客销量第一，于2011年跃居全球销量第一。公司发展以技术创新为核心，不断推出多元化产品，利用技术和产业链优势领跑全球客车制造。

图表 1 公司发展历程

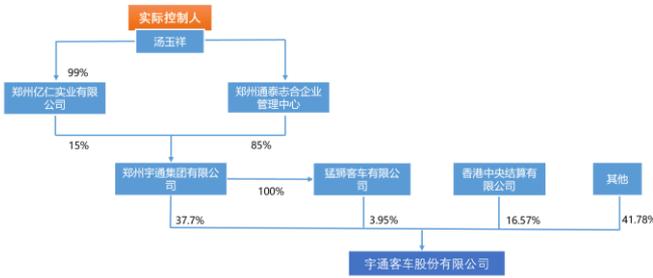


资料来源：公司官网，华安证券研究所

**股权结构清晰稳定，管理层持股降低代理成本。**截至2024年6月，公司实际控制人为董事长汤玉祥，其在公司任职31年，经营管理经验丰富。控股股东为宇通集团，直接持股37.70%，间接通过猛狮客车持股3.95%，合计共持股41.65%。2003年宇通客车通过MBO，股权结构从国有控股转变为主要股东间接控股，自此公司管理层与公司利益深度绑定。

**管理层经验丰富，战略决策及时有效。**董事长汤玉祥在其任职的31年内，通过战略转型及管理产品创新等举措，成功将宇通客车打造为中国客车行业领先企业。在行业机遇变化中，管理层总能凭借战略眼光，实现前瞻性布局顺势而为。诸如，1999年开发出第一款纯电动客车，开始新能源客车产业化布局，把握住2010至2016年公交客车电动化浪潮，顺势成为新能源客车领域的领先企业；2005年启动校车研究，并于2012年校车新法规发布后成功抢占市场先机。

图表 2 公司股权结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司主要车型

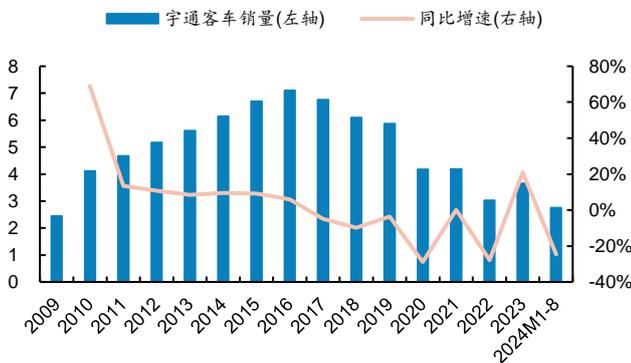


资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

## 1.2 经营分析: 大中客市占率稳居行业第一, 且新一轮周期中继续提升

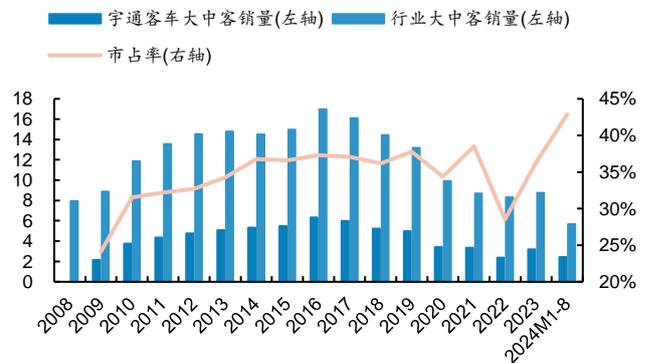
宇通客车销量与行业周期同步变化, 市占率继续提升。2009-2022 年人口城镇化与客车电动化双轮驱动下, 中国客车行业经历了一轮完整周期交替, 在 2016 年行业大中客销量达到峰值 17 万辆, 在 2022 年跌到谷底 8.3 万辆。伴随行业的波峰波谷, 宇通客车销量在 2016 年达到峰值 7.1 万辆, 大中客销量 6.3 万辆; 在 2022 年跌到谷底 3.0 万辆, 大中客销量 2.4 万辆。公司大中客市占率稳居行业第一, 且新一轮周期中继续提升。2024M1-8 公司大中客销量市场份额由 2023 年的 36% 提升到 43%。

图表 4 宇通客车销量变化 (单位: 万辆; %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

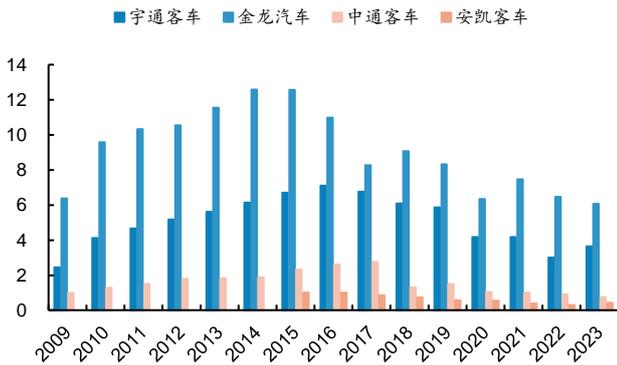
图表 5 宇通大中客销量与行业周期同步 (单位: 万辆; %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

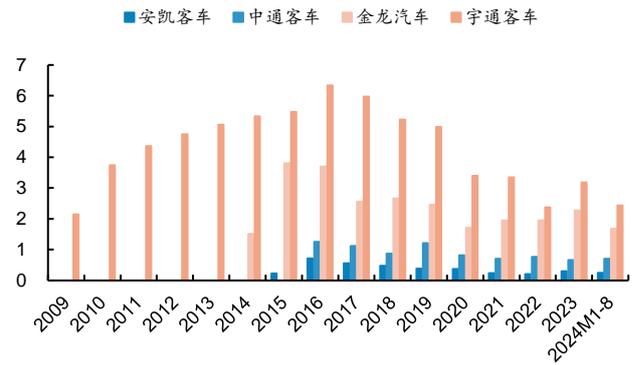
与竞争对手相比, 宇通客车大中客市占率领先优势进一步扩大。整体客车销量口径中, 金龙汽车凭借轻客产品优势销量领先其他车企。而大中客销量口径中, 金龙汽车于 2015 年实现销量峰值 3.8 万辆, 于 2020 年跌到谷底 1.7 万辆。中通客车紧随其后, 2016-2023 年销量均值 9200 辆。安凯客车 2015-2023 年销量均值 3900 辆, 与头部车企差距较大。市场份额方面, 2023 年宇通客车大中客市占率达到 36%, 2024M1-8 进一步提升到 43%。金龙客车大中客市占率由 26% 提升到 30%, 中通客车大中客市占率由 8% 提升到 12%, 安凯客车大中客市占率由 3% 提升到 4%。

图表 6 国内主要客车企业销量变化 (单位: 万辆)



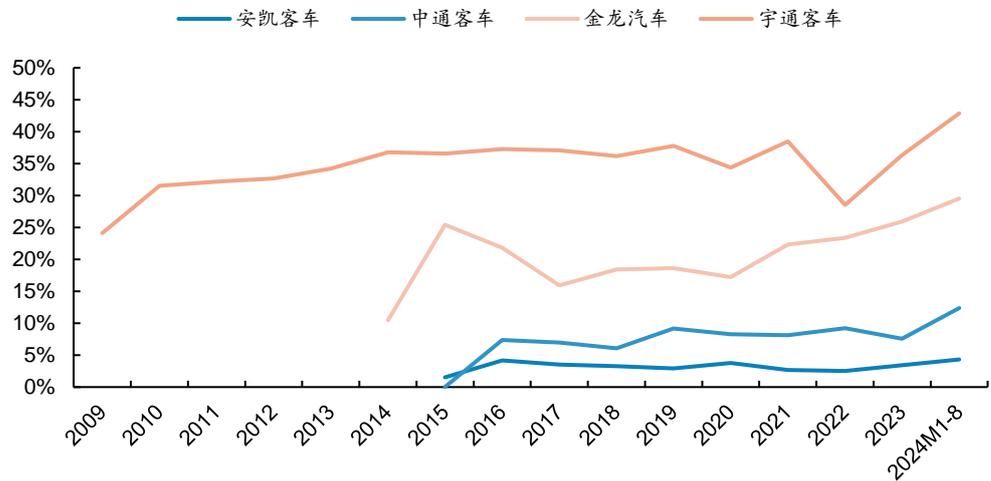
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 主要客车企业大中客销量 (单位: 万辆)



资料来源: wind, 华安证券研究所

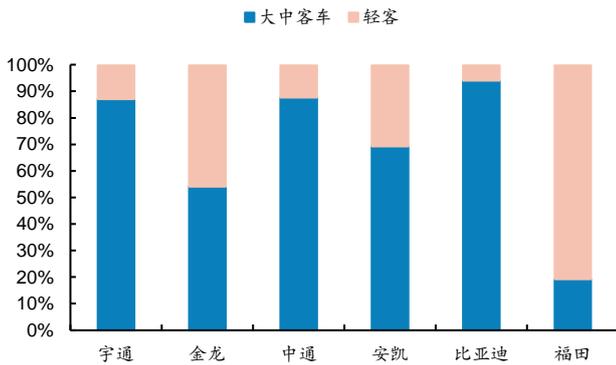
图表 8 国内客车企业市占率变化 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

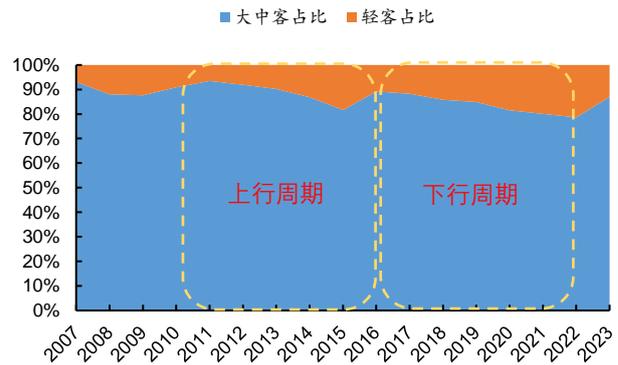
车长结构中,“去低端化”经营思路下大中客产品主导销量结构,支撑整体单车价值。2023年宇通客车大中客销量比重87%,轻客销量比重13%,销量结构优于主要竞争对手。其中,金龙汽车大中客销量比重仅占54%,轻客占比高达46%;中通客车大中客销量比重88%,轻客占比12%;安凯客车大中客销量比重69%,轻客比重31%。2023年客车行业上行周期启动,宇通大中客销量比重提升8PP,销量结构改善明显。

图表 9 2023 年国内车企大中轻客销量结构 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

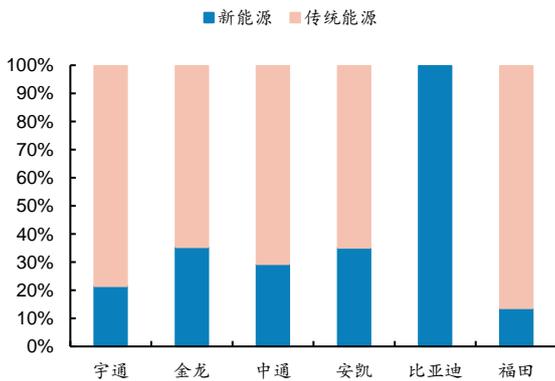
图表 10 宇通大中客销量结构变化 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

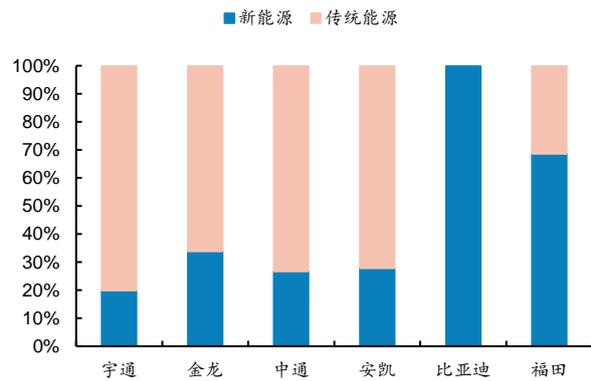
燃料结构中, 宇通客车传统燃料车型比重占据绝对主导, 新能源车型比重不高。2023 年宇通总体客车销量结构中新能源车型占比 21%, 大中客车型中新能源比重 20%, 低于主要竞争对手。金龙汽车总体客车结构中新能源占比 35%, 大中客车型中新能源比重 34%; 相应地, 中通客车总体新能源与大中客新能源比重分别为 29% 与 27%, 安凯客车总体与大中客新能源销量结构比重分别为 35% 与 28%, 福田客车总体与大中客新能源销量结构比重分别为 14% 与 69%, 而比亚迪客车均为新能源车型。

图表 11 主要车企总体客车销量燃料结构 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

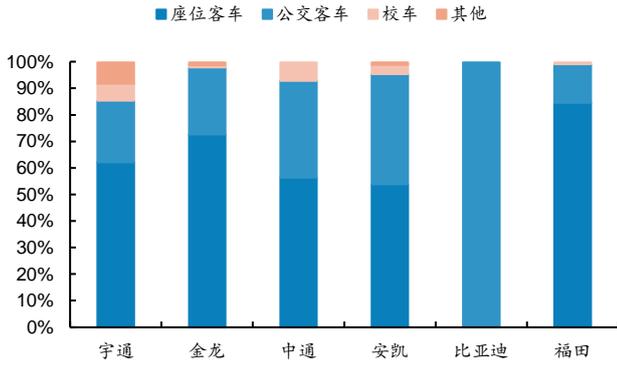
图表 12 主要车企大中客销量燃料结构 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

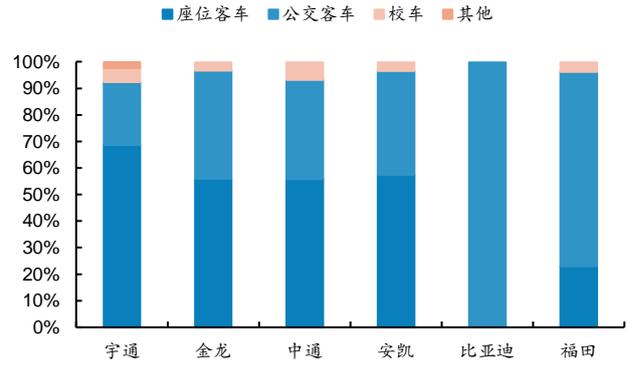
用途销量结构中, 宇通座位客车销量比重占据主导, 公交客车比重并不高。2023 年宇通整体销量结构中, 座位客车比重 62%, 公交客车比重 23%, 校车比重 6%。而大中型客车销量结构中, 座位客车比重 69%, 公交客车比重 24%, 校车比重 5%, 销量结构优于竞争对手。金龙汽车座位客车比重 56%, 公交客车比重 41%, 校车比重 3%; 中通客车座位客车比重 56%, 公交客车比重 37%, 校车比重 7%; 福田客车与比亚迪均以公交客车为主, 比重分别为 73% 与 100%。

图表 13 主要车企按用途分类的销量结构 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

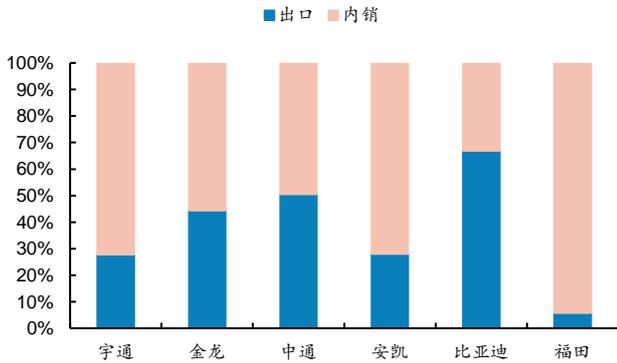
图表 14 主要车企大中客用途销量结构 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

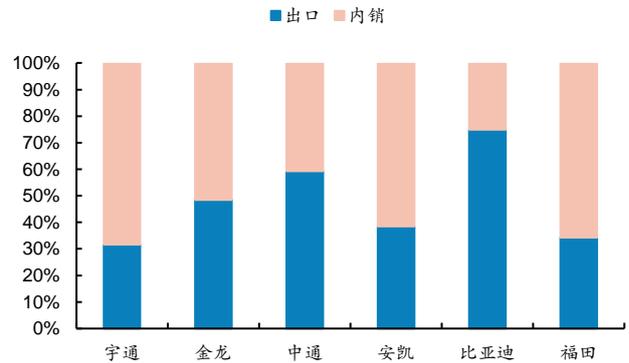
区域销量结构中, 宇通客车内销占据主导, 出口比重逐步提升。宇通 2023 年宇通整体销量结构中, 出口比重 28%, 内销比重 72%; 而大中客出口比重 32%, 内销比重 68%, 出口比重低于主要竞争对手。其中, 金龙大中客出口比重 48%, 内销比重 52%; 中通大中客出口比重 59%, 内销比重 41%; 安凯大中客出口比重 38%, 内销比重 62%; 福田大中客出口比重 34%, 内销比重 66%; 比亚迪大中客出口比重 75%, 内销比重 25%。出口趋势方面, 2022-2024M1-7 宇通大中客出口比重稳步提升, 从 24% 提高到 34%, 区域结构持续改善。

图表 15 主要车企整体口径区域销售结构 (单位: %)



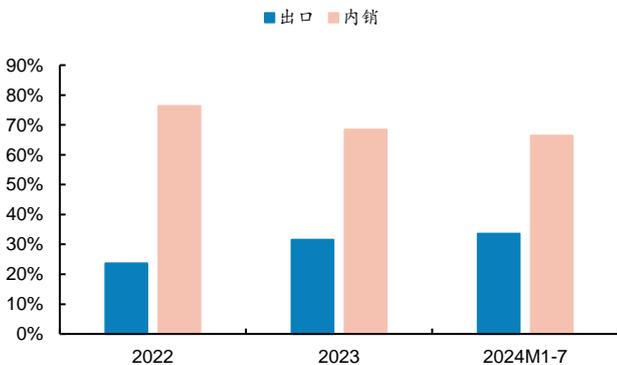
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 16 主要车企大中客口径区域销售结构 (单位: %)



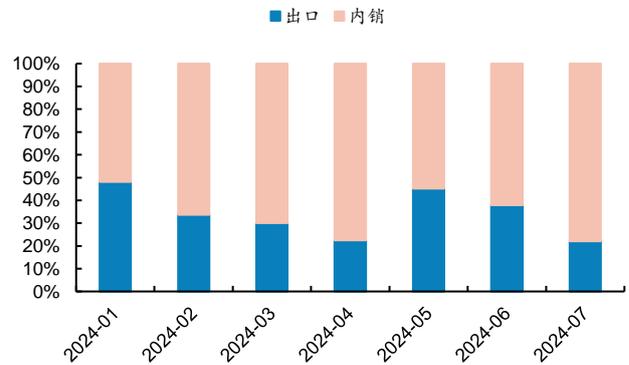
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 17 宇通大中客区域销售结构变化趋势 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 18 2024M1-7 宇通大中客区域销售结构变化 (单位: %)

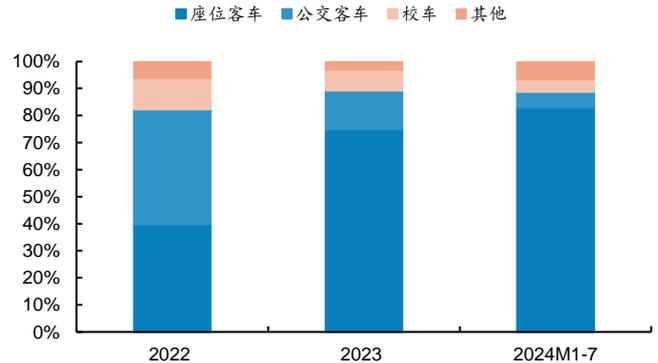
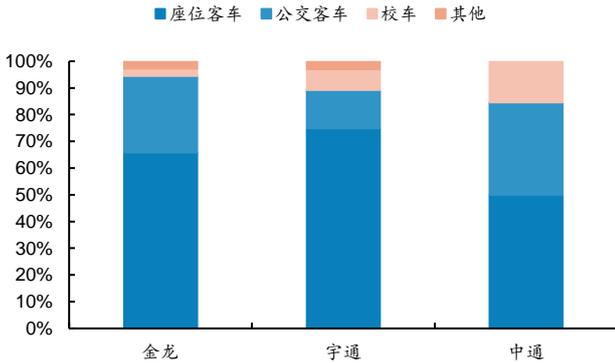


资料来源: Marklines, 华安证券研究所

大中客内销结构中，宇通以座位客车主导，公交客车比重不高。2023 年大中客内销结构中，座位客车比重 75%，公交客车比重 14%，校车比重 8%，其他客车比重 3%。与行业需求变化一致，公司内销结构变化趋势呈现座位客车与其他客车比重继续提升，公交客车与校车比重持续压缩的态势。从 2022 年到 2024M1-7 宇通国内公交客车比重已经从 42% 下滑到 6%，座位客车比重从 40% 提升到 83%。与主要竞争对手相比，2023 年金龙汽车国内座位客车比重 66%，公交客车比重 29%；中通客车国内座位客车比重 50%，公交客车比重 35%。宇通客车在适应行业需求变化能力方面更具优势。

图表 19 2023 年主要车企大中客内销结构 (单位: %)

图表 20 宇通大中客内销结构变化趋势 (单位: %)

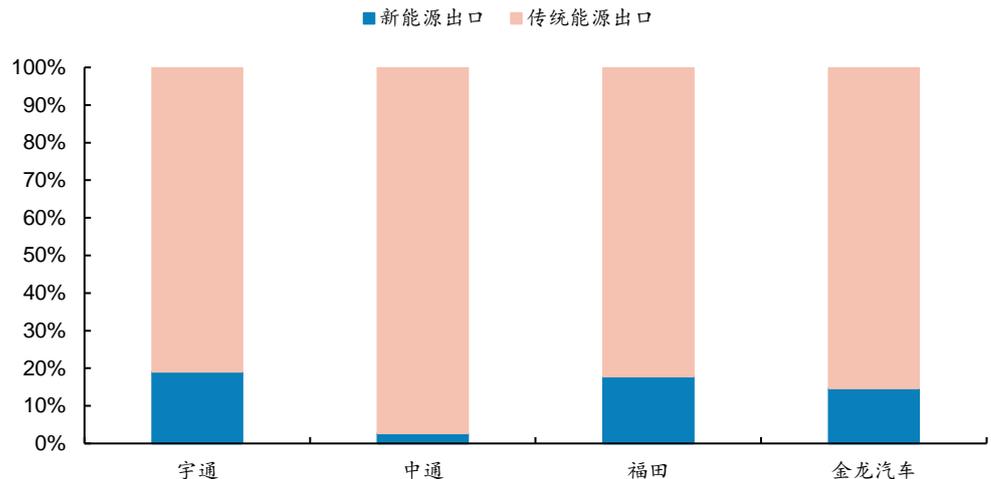


资料来源: Marklines, 华安证券研究所

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

大中客出口燃料结构中，宇通客车以传统能源为主，新能源客车比重领先。2024M1-5 宇通客车大中客出口结构中，传统燃料车型比重 81%，新能源车型比重 19%，领先主要竞争对手。其中，金龙汽车的新能源车型比重 15%，传统燃料车型比重 85%；中通客车的新能源车型比重较低，仅有 3%，传统燃料车型比重 97%；福田客车的新能源车型比重 18%，传统燃料车型比重 82%。

图表 21 主要车企大中客出口能源结构 (单位: %)

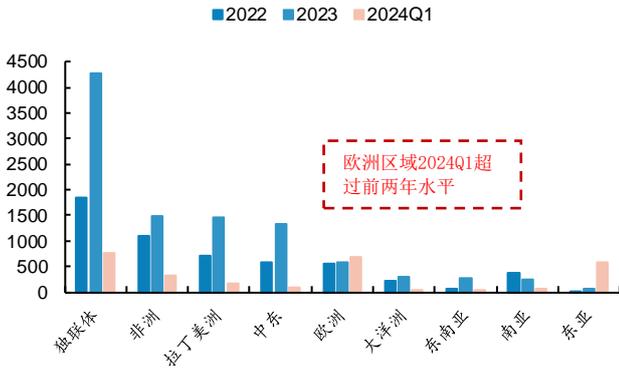


资料来源: Marklines, 华安证券研究所

客车出口区域结构中，独联体是河南客车企业出口第一大区域，欧洲是 ASP 最高区域。宇通客车为代表的河南省客车企业第一大出口区域是独联体国家，2023 年俄罗斯市

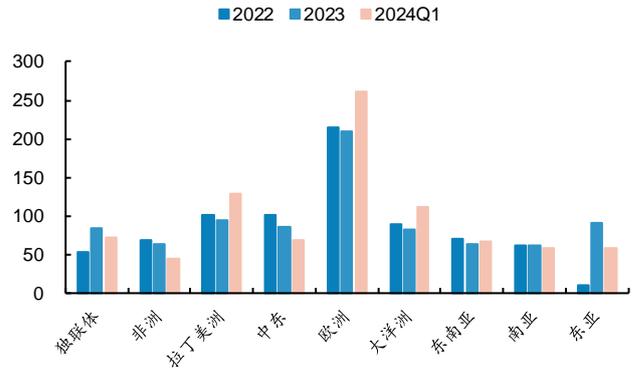
场需求高增下出口规模约 4280 辆，出口 ASP 为 83.8 万元/辆。非洲是第二大出口区域，出口规模 1487 辆，出口 ASP 为 63.8 万元/辆。拉美是第三大出口区域，出口规模 1460 辆，出口 ASP 为 94.0 万元/辆。中东是第四大出口区域，出口规模 1318 辆，出口 ASP 为 85.4 万元/辆。电动客车高附加值带动下，欧洲与大洋洲客车出口量少价高，2023 年出口规模分别为 572 辆与 290 辆，出口 ASP 分别为 209.2 与 82.6 万元/辆。

图表 22 河南省客车企业出口区域 (单位: 辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

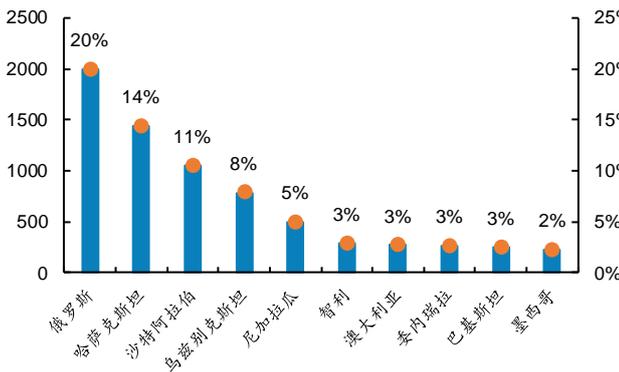
图表 23 河南省客车企业出口 ASP 区域差异 (单位: 万元/辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

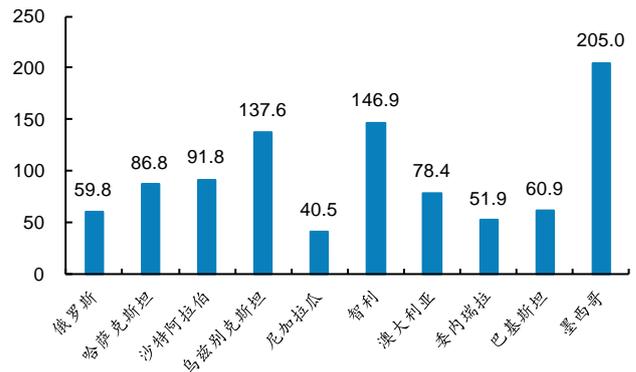
国家角度，俄罗斯是河南客车企业出口最多的国家。出口国家中，俄罗斯是河南客车企业出口第一大市场，2023 年出口规模 1996 辆，出口占比 20%，出口 ASP 59.8 万元/辆。哈萨克斯坦是出口第二大国家，2023 年出口规模 1439 辆，出口占比 14%，出口 ASP 86.8 万元/辆。沙特阿拉伯是出口第三大国家，2023 年出口规模 1049 辆，出口占比 11%，出口 ASP 91.8 万元/辆。乌兹别克斯坦也是河南客车企业的重要出口国家，2023 年出口规模 786 辆，出口占比 8%，出口 ASP 137.6 万元/辆。

图表 24 2023 年河南省客车出口量前十国家 (单位: 辆, %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

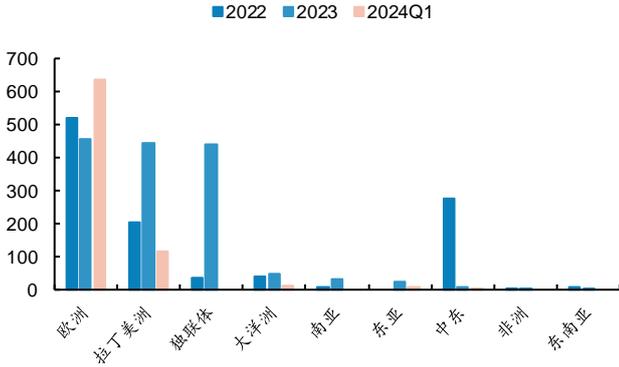
图表 25 2023 河南省客车出口前十国家 ASP (单位: 万元/辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

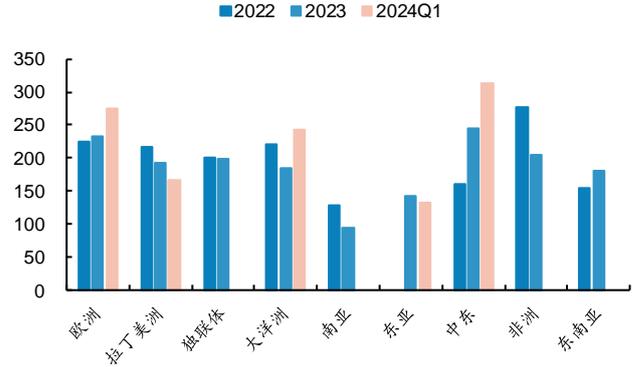
新能源客车出口中，欧洲是河南客车企业第一大市场，中东是 ASP 最高的市场。新能源客车出口区域中，欧洲是销量最高的市场，2023 年出口规模 459 辆，出口 ASP 232.6 万元/辆。拉美是第二大出口市场，2023 年出口规模 444 辆，出口 ASP 192.6 万元/辆。独联体国家是第三大出口市场，2023 年出口规模 442 辆，出口 ASP 197.9 万元/辆。大洋洲与中东地区出口规模分别为 46 与 8 辆，出口 ASP 分别为 184.4 与 244.7 万元/辆。

图表 26 河南省新能源客车出口区域 (单位: 辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

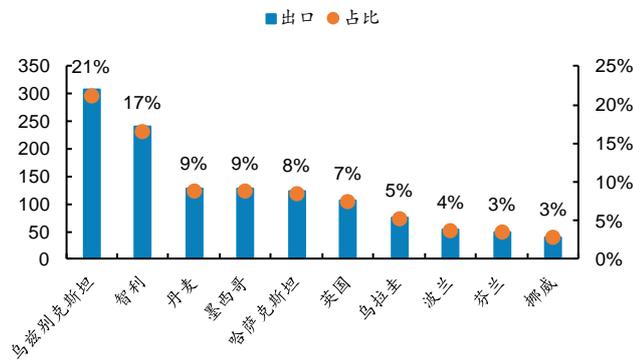
图表 27 河南省新能源客车出口 ASP 差异 (单位: 万元/辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

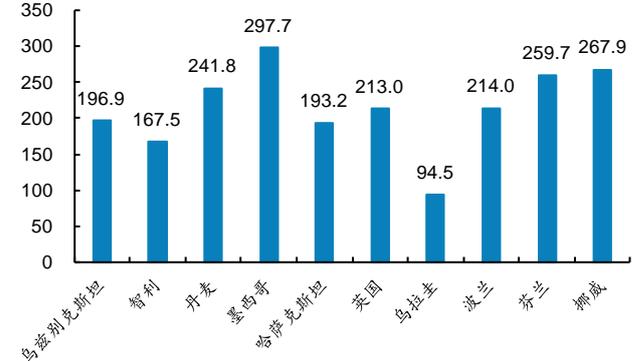
国家角度, 乌兹别克斯坦是河南新能源客车出口第一大国家。2023 年对乌兹别克斯坦出口规模 308 辆, 出口占比 21%, 出口 ASP 196.9 万元/辆。智利是新能源客车出口第二大国家, 2023 年出口规模 241 辆, 出口占比 17%, 出口 ASP 167.5 万元/辆。丹麦与墨西哥新能源客车需求紧随其后, 2023 年出口规模均 127 辆, 出口占比 9%, 出口 ASP 分别为 241.8 与 297.7 万元/辆。此外, 欧洲国家中, 英国、波兰、芬兰、挪威也是河南新能源客车出口的重要国家。

图表 28 河南省新能源客车出口前十国家 (单位: 辆, %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 29 河南省新能源客车出口前十国家 ASP (单位: 万/辆)

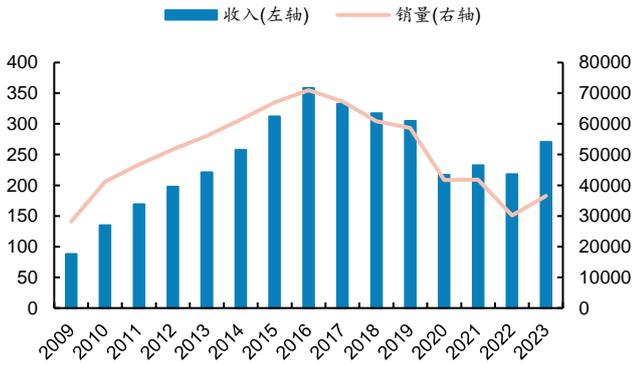


资料来源: Marklines, 华安证券研究所

### 1.3 财务分析: 海外收入占比已经接近一半, 价格因子影响变大

宇通营收由国内收入主导, 但海外收入占比已经接近一半。2009-2023 年宇通客车营收变化与销量波动保持一致, 且海外收入比重从 4% 提升到 43%, 出口成为公司营收增量的来源。2023 年出口销量仅占 28%, 但由于出口 ASP 高于国内 ASP 近一倍, 带动了营收占比接近一半。海外市场产能不足是支撑出口 ASP 长期向上的基础。而国内市场进入存量替换周期且供给过剩, 国内 ASP 易受需求波动影响。

图表 30 宇通客车收入与销量走势 (单位: 亿元, 辆)



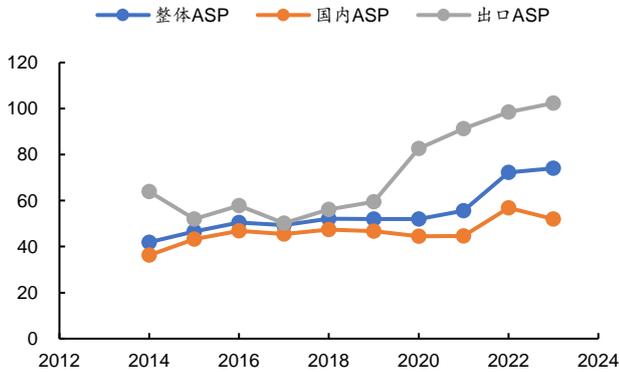
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 宇通客车收入结构 (单位: %)



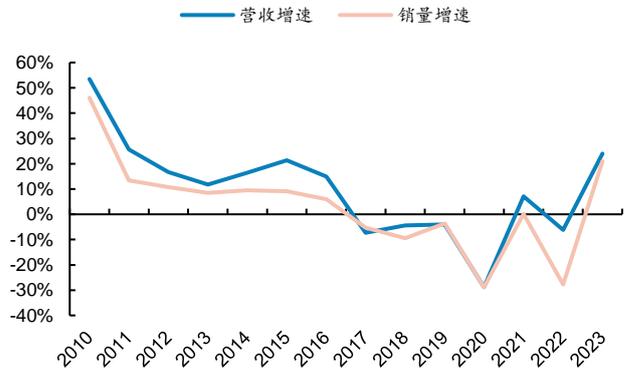
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 宇通客车 ASP 变化 (单位: 万元/辆)



资料来源: wind, 华安证券研究所

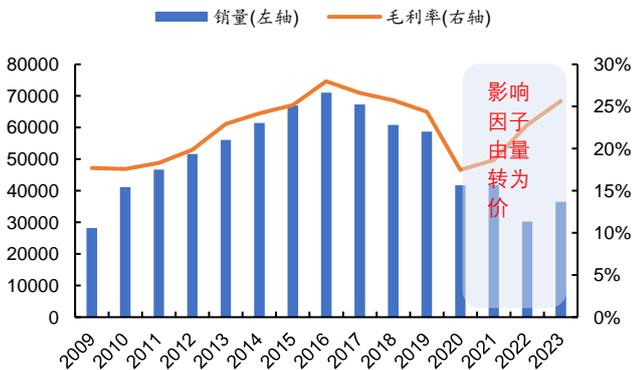
图表 33 宇通客车收入与销量增速 (单位: %)



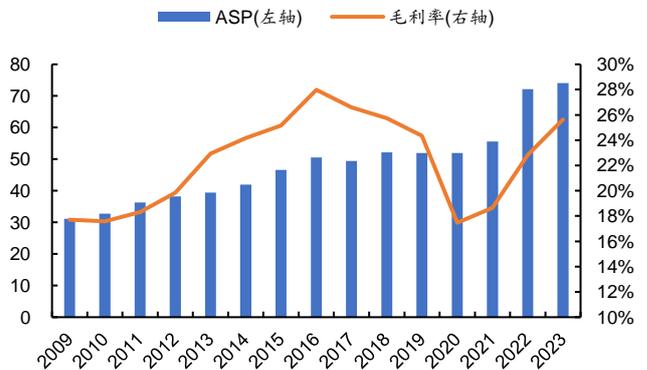
资料来源: wind, 华安证券研究所

新一轮周期下宇通客车整体毛利率决定因子经历了量价转换。2009-2019 年由于国内与出口价格变化不大, 宇通客车毛利率变化与销量保持同步。2020 年海外客车产能不足带动中国车企需求迅速大增, 出口价格大幅提高, 但由于出口占比不高, 毛利率仍受销量大幅下滑拖累。2021-2023 年在国内价格企稳以及出口收入占比大幅提高前提下, 出口价格迅速提升成为毛利率变化的决定因素。

图表 34 宇通客车毛利率与销量相关性 (单位: 辆, %)



图表 35 宇通客车毛利率与价格相关性 (单位: 万元/辆, %)

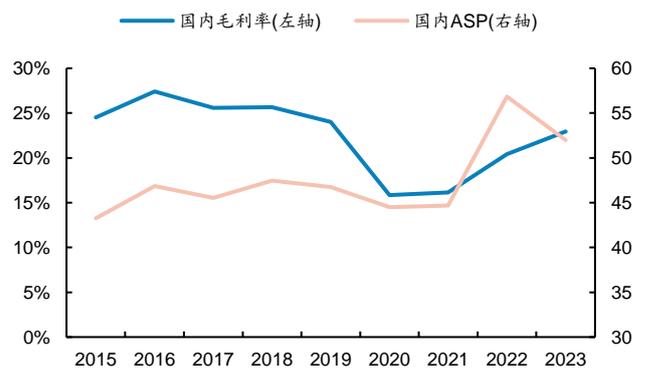
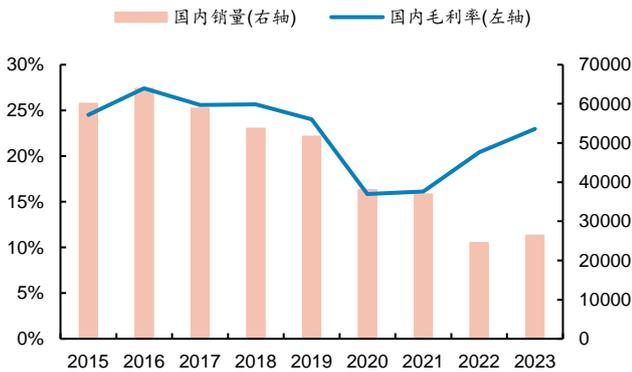


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

**存量周期下宇通国内销售毛利率更易受价格与结构影响。**2015-2021年宇通国内产品销售量价关系基本一致,带动毛利率变化与量价协调。但是2022年以后量价分化、电池成本大增带动毛利率变化受多因素影响。2022年国内销量大幅下滑,但是国补退出刺激国内需求拉高了产品价格,带动毛利率回升。2023年国内销量微幅增长以及价格下滑不利情形下,电池成本的下降以及销量结构改善均带动毛利率持续提升。

图表 36 宇通国内客车毛利率与销量变化 (单位: %, 辆)      图表 37 宇通国内毛利率与价格变化 (单位: %, 万元/辆)

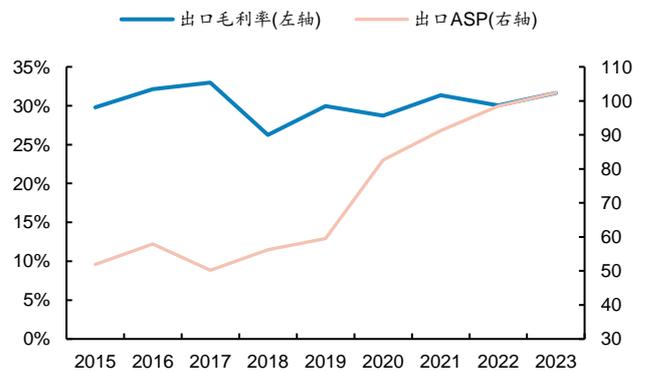
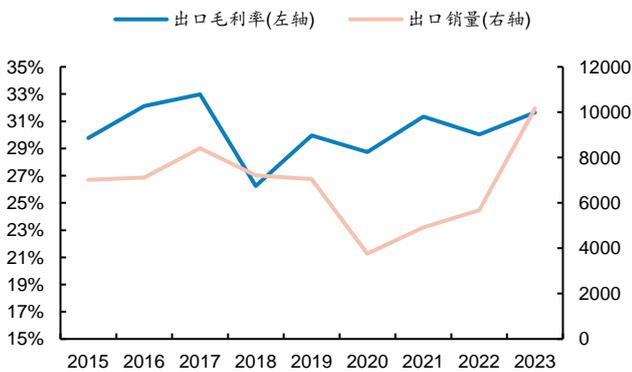


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

**出口量价齐升下,成本对宇通出口毛利率易形成扰动。**2015-2020年,量价关系对于出口毛利率波动具备较好解释力。除2019年出口小幅下滑,价格带动毛利率提升外,销量对其他年份的毛利率变动均保持一致。2020-2023年出口量价齐升趋势下,电池成本大幅上涨带动出口毛利率下滑。

图表 38 宇通出口客车毛利率与销量变化 (单位: %, 辆)      图表 39 宇通出口毛利率与价格变化 (单位: %, 万元/辆)

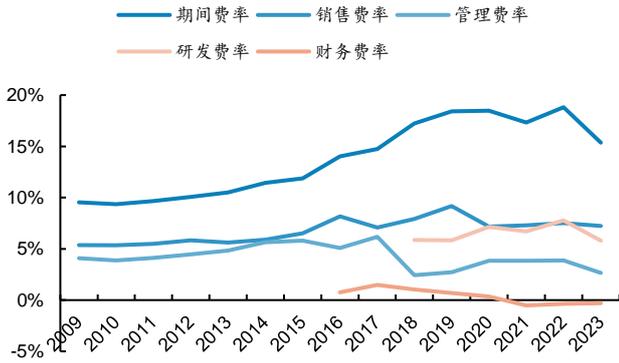


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

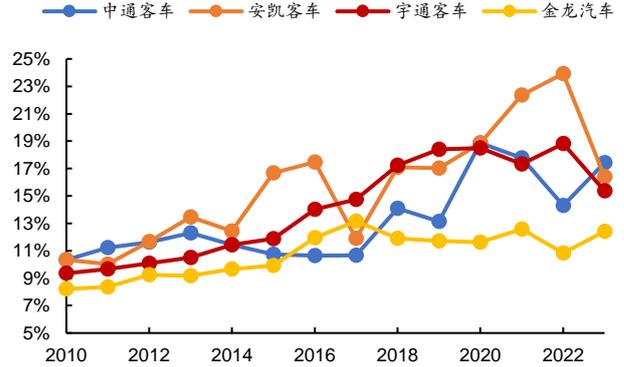
**新一轮周期下宇通客车降本增效显著,经营效率稳步提升。**2009-2016年客车行业上行周期,销售费率波动较小;2016-2022年客车行业周期下行,销售费率波动上升,但是研发费率对期间费率的影响更加显著。与主要客车企业相比,作为大中销量第一的宇通客车整体费率适中,低于安凯客车,与中通客车基本相当,但高于金龙客车。

图表 40 宇通客车费率变化 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

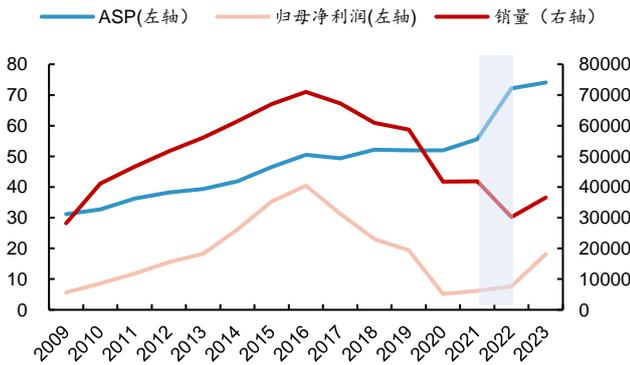
图表 41 主要车企期间费率变化 (单位: %)



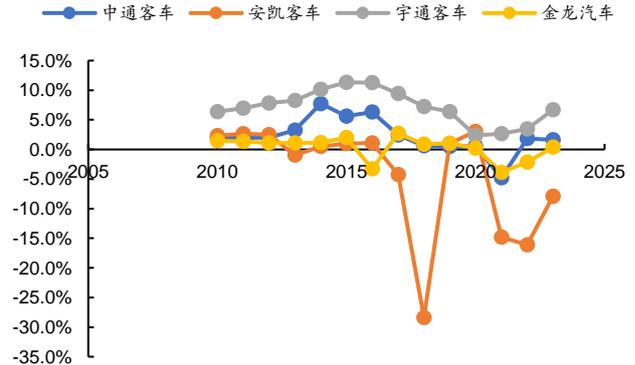
资料来源: wind, 华安证券研究所

宇通客车利润率处于客车行业领先地位,且处于加速回升阶段。除 2022 年外,2009-2023 年宇通客车盈利水平与客车销量周期同步变动,价格只影响净利润曲线斜率。2022 年产品价格大幅提升,抵消了销量下滑的影响,拖动净利润回升。2023 年量价齐涨带动公司净利率加速提高,已经超过疫情前 2019 年水平。与主要竞争对手相比,宇通客车凭借大中客销量第一的市场地位,净利率水平领先优势明显,且底部反转节点更早。

图表 42 宇通客车利润影响因素 (单位: 万元/辆,亿元,辆) 图表 43 主要车企净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 行业分析: 国内大中客周期复苏, 海外电动化快速渗透

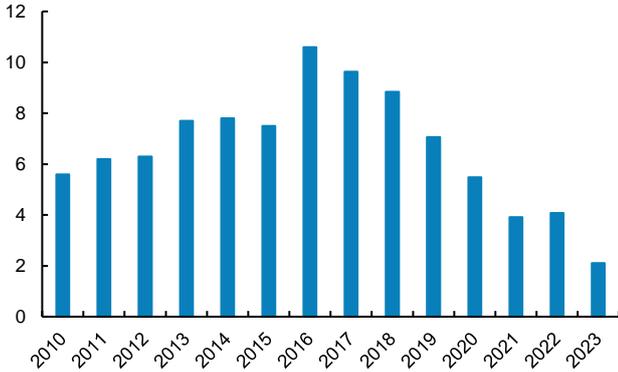
### 2.1 国内大中客市场分析: 周期复苏启动阶段

当前时点国内公交客车处于周期复苏启动阶段。公交车具备 TO B/G 属性,且购置成本在 TCO 成本中比重较大,政策补贴是国内大中型公交车市场的核心驱动力,因此其销量周期与新能源国补政策的出台与退出完美契合。2010-2022 年国内大中型公交车销量中枢约 7 万。由于销量透支因素,以及财政支付的影响导致大量政府公交采购计划取消,使得 2023 年国内公交客车销量大幅回落 46%,达到销量谷底 2.2 万辆。

公交利好政策助推国内公交客车实现恢复性增长。上半年以旧换新政策出台预期导

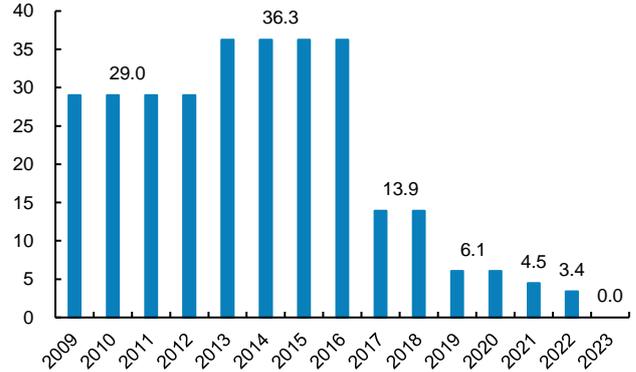
致市场出现延期消费情绪, 2024M1-6 国内大中型公交车销量 5364 台, 同比下滑 29%。2024.7 交通运输部关于《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》中, 对更新新能源城市公交车的每辆车平均补贴 8 万元; 对更换动力电池的每辆车补贴 4.2 万元。此外, 2023 年 11 月 13 日工信部、交通部等八部门印发的《关于启动第一批公共领域车辆全面电动化先行区试点的通知》以及 2023 年 12 月底发布的《关于加快推进农村客货邮融合发展的指导意见》均有助于公交客车市场的继续复苏。

图表 44 国内大中型公交车销量 (单位: 万辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

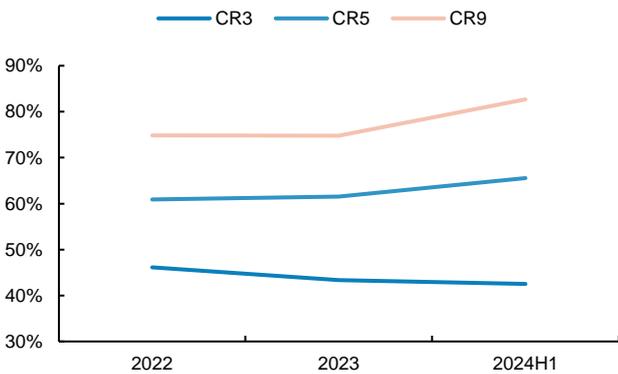
图表 45 历次新能源客车国补金额平均值 (单位: 万元)



资料来源: 华安证券研究所整理

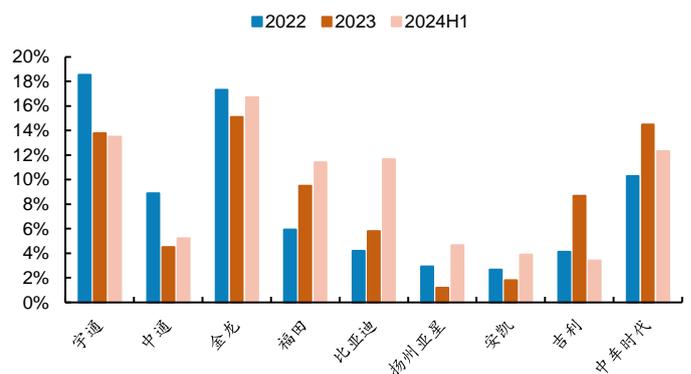
国内大中型公交车市场集中度整体提升, 宇通客车处于行业领先地位。2022-2024H1 金龙、宇通、中车时代组成的 CR3 由 46% 下降到 43%, 加上福田等组成的 CR5 由 61% 提到 66%, CR9 由 75% 提高到 83%。市场格局方面, 国内大中型公交市场中宇通客车与金龙汽车处于相对领先位置, 2024H1 市占率分别为 13% 与 17%; 中车时代市占率为 12%; 中通客车与安凯客车市占率仅 5% 与 4%。

图表 46 国内大中型公交车市场集中度 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 47 国内大中型公交车市场格局 (单位: %)



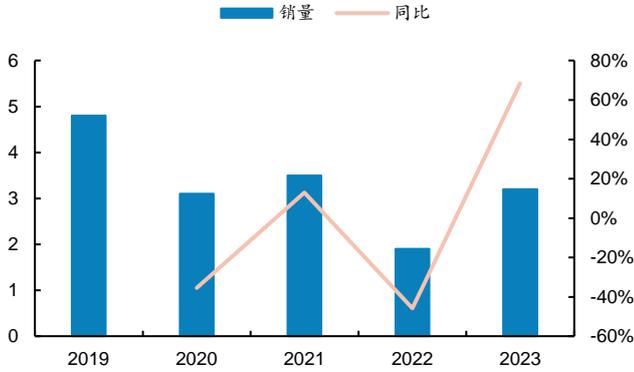
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

旅游用车需求是国内大中型座位客车销量的主要拉动力量。旅游用车座位客车应用场景以旅游团体用车与长途客运为主, 其中长途大巴需求被高铁、网约车、私家车普及等取代, 销量下滑明显。而基于居民对旅游生活的消费追求, 旅游经济的向好趋势不断催生旅游用车需求。2023 年疫情之后旅游需求快速释放, 国内旅游人次恢复到 49 亿, 同比增长 93%, 预计今年将恢复到疫情前水平。此外, 各地包车运营管理中更加重视班车运营的规范化, 加速淘汰非营运的班车, 从而带来存量的结构替换。

国内旅游需求依旧旺盛带动旅团客车市场持续增长。受疫情影响, 2020-2022 年旅

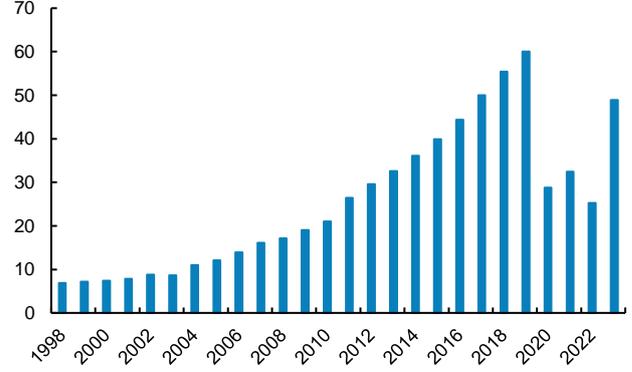
游团体座位客车市场销量迅速下滑, 2022 年达到谷底 1.9 万辆。疫情之后居民积压的旅游需求快速释放, 带动座位客车销量大幅反弹, 2023 年实现销量 3.2 万辆, 同比增长 68%。2024 年国内旅游需求依旧旺盛, 预计旅团客车市场持续增长。

图表 48 国内旅团客车销量及增速 (单位: 万辆, %)



资料来源: 第一商用车网, 华安证券研究所

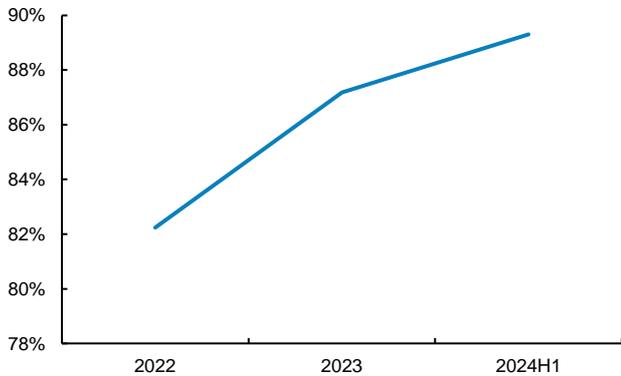
图表 49 2023 年国内游客人次恢复增长 (单位: 亿人次)



资料来源: wind, 华安证券研究所

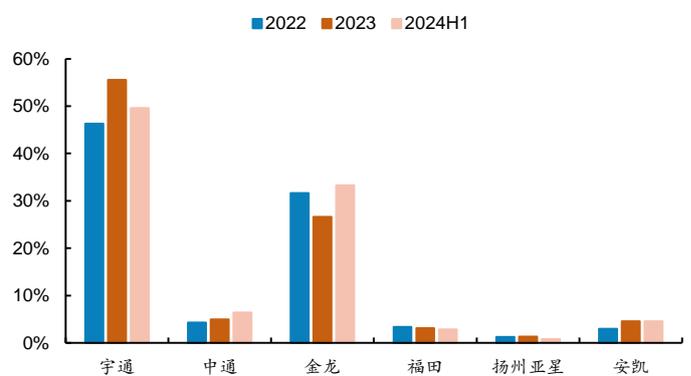
国内座位客车市场集中度较高, 宇通客车处于绝对领先地位。2022-2024H1 国内座位客车市场中由宇通、金龙、中通组成 CR3 由 82% 提升到 89%, 集中度进一步提升。宇通客车在该细分市场处于绝对主导, 基本占据行业半壁江山; 2024H1 金龙客车市场份额 33%; 中通客车市场份额 6%; 安凯客车市场份额 5%; 福田客车份额 3%。

图表 50 国内座位客车市场 CR3 变化 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

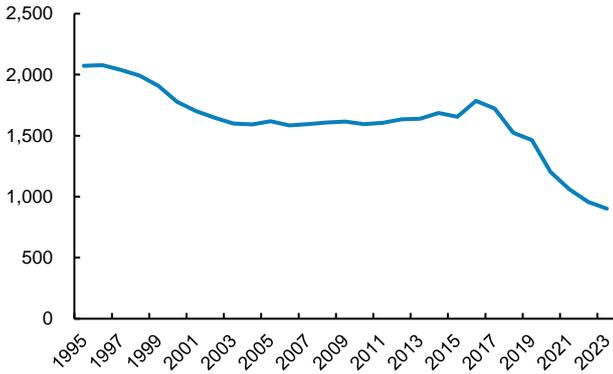
图表 51 国内座位客车市场格局 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

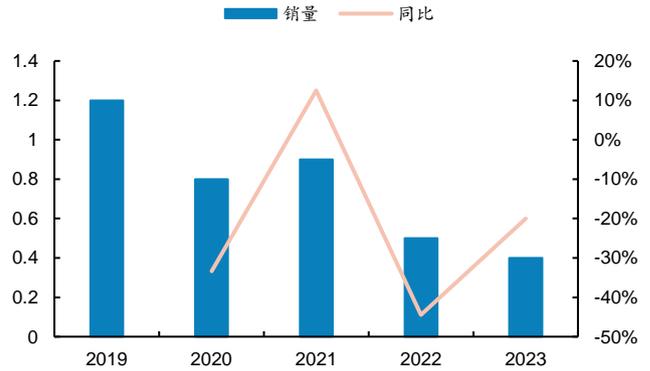
新生儿人口递减决定了未来校车需求以存量置换为主。2017-2023 中国新出生人口数以-10%复合增速递减, 去年仅有 900 万出生人口。出生人口锐减意味着小学入学人口以相同速度逐年下降, 因此未来国内校车需求将以存量置换为主。由于撤点并校、用车集中化、校车“小转大”等因素导致校车销量下滑较为严重, 2023 年校车销量仅 4000 辆, 同比下滑 20%。基于 5 年的时间间隔, 2019 年出生人口将在 2024 年适龄入学, 意味着 2024 年校车市场需求预期继续下行。

图表 52 中国出生人数 (单位: 万)



资料来源: wind, 华安证券研究所

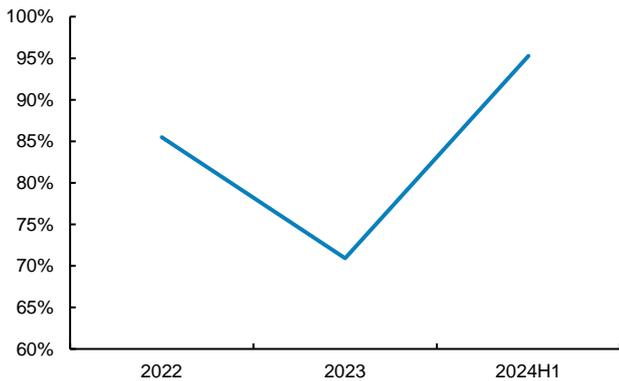
图表 53 校车销量逐年递减 (单位: 万辆, %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

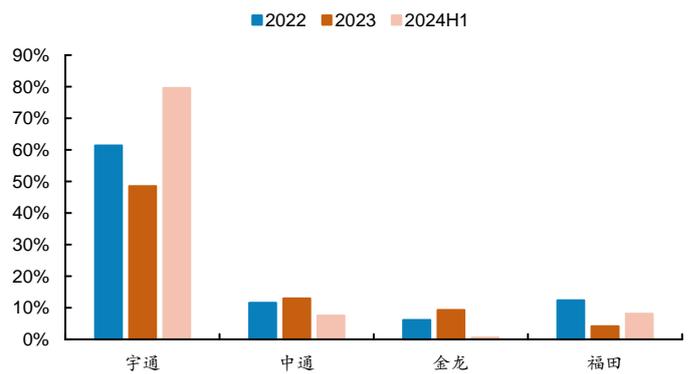
国内校车市场是一超多强格局, 宇通客车市占率达到 80%。2022-2024H1 国内校车市场集中度整体呈上升趋势, CR3 由 85% 提高到 95%。上半年宇通客车在国内校车市场份额进一步提升到 80%, 处于绝对领先地位; 金龙汽车市场份额仅 1%; 中通客车市场份额 8%; 福田客车市场份额由去年 4% 提高 8%。

图表 54 国内校车市场 CR3 变化 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 55 国内校车市场格局 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

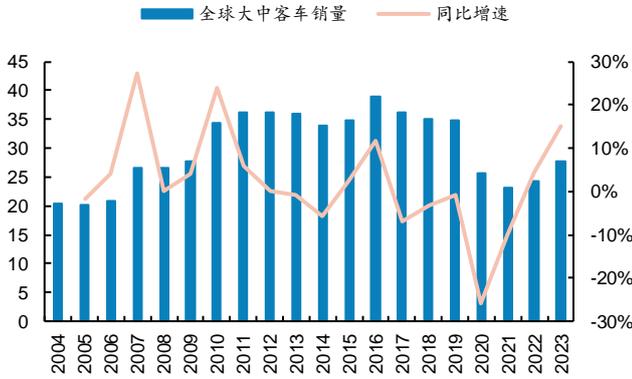
## 2.2 大中客出口分析: 海外市场空间广阔, 宇通客车出口份额稳步提升

考虑到 Marklines 数据统计缺失情况, 全球大中客车市场规模约 30+ 万辆。2004-2024 年全球大中客市场销量围绕 30 万辆中枢上下波动, 于 2016 年达到 38.9 万销量高峰。2020 年后全球疫情影响下大中客车销量中枢下滑至 25 万辆, 于 2021 年后触底复苏, 由 23.2 万辆增长到 2023 年的 27.8 万辆, 年均复合增速 9.5%。考虑到 Marklines 数据缺失中亚、非洲、中东等中国客车出口的主流区域, 预计全球大中客车市场规模约 30+ 万辆。

目前全球市场处于需求释放阶段, 有望恢复至 2019 年水平。客车的生产资料属性决定了其销量具有顺周期性。尤其保有量初级阶段, 新增需求是拉动销量扩张的主导力量。2004-2012 年, 大中客市场与全球经济增速之间强相关性较为明显。在保有量平稳阶段, 置换更新需求是销量变动的主导力量, 容易受到报废周期、环保政策等外生冲击的影响。2020-2022 年, 全球疫情显著压制了大中客市场需求, 2023 年全球大中客市场

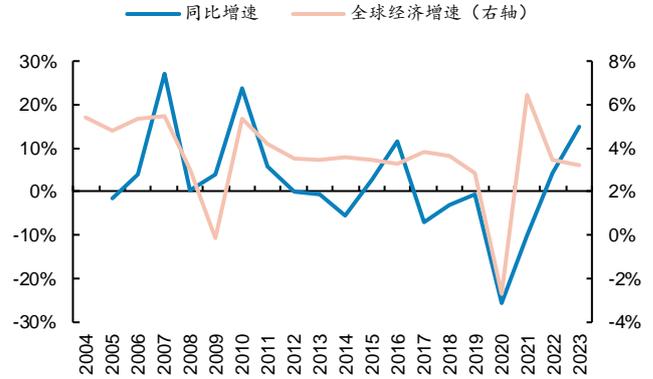
需求加速反弹，同比增速 15.4%，实现销量 27.8 万辆。需求释放成为目前客车市场恢复的核心逻辑，预计 2024 年全球大中客市场恢复至 2019 年水平。

图表 56 全球大中客销量周期变化 (单位: 万辆, %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

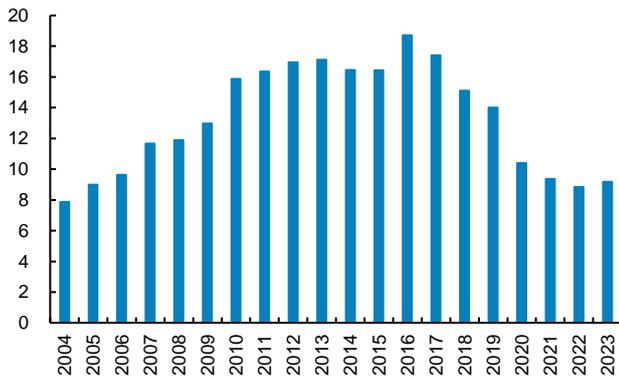
图表 57 全球大中客市场销量具有顺周期性 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

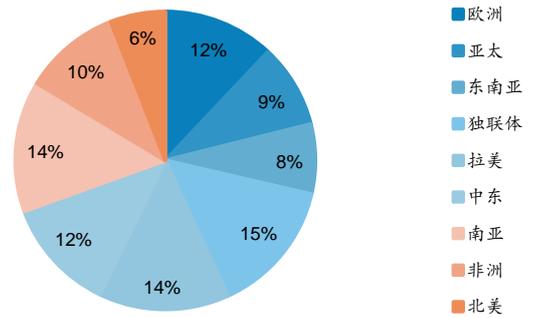
中国客车出口的理论上限空间约 20 万+辆。根据 Marklines 数据，2004-2023 年中国大中客市场销量均值 13.3 万辆，是全球第一大客车市场。根据各国汽车协会与统计局可得数据，中亚与俄罗斯地区近 5 年中大客销量均值 2.99 万辆，占全球比重 14.5%；南亚地区近 5 年中大客销量均值 2.93 万辆，占全球比重 14.2%；拉美地区近 5 年中大客销量均值 2.89 万辆，占全球比重 14.0%；中东地区近 5 年中大客销量均值 2.5 万辆，占全球比重 12.3%；欧洲地区近 5 年中大客均值 2.5 万辆，占全球比重 12%；非洲地区近 5 年客车均值 2.1 万辆，占比 10.4%；东亚与大洋洲地区大中客销量均值 1.87 万辆，占比 9%；东南亚地区大中客销量均值 1.56 万辆，占比 7.6%；北美地区销量均值 1.22 万辆，占比 5.9%。

图表 58 中国客车销量变化 (单位: 万辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

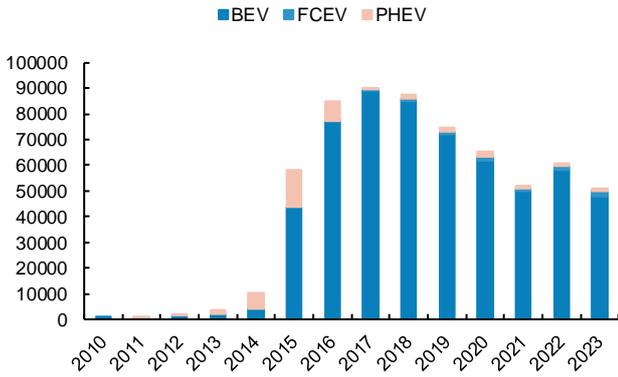
图表 59 除中国外, 全球大中客市场区域结构变化 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

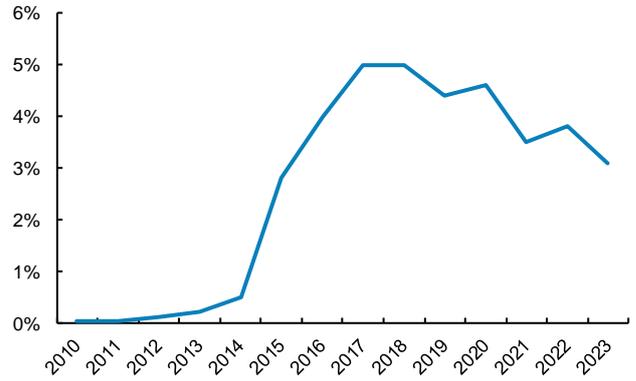
全球电动客车渗透率仅 3%，空间提升蕴含较大潜力。根据 IEA 数据，2023 年全球新能源客车销量 5.12 万辆，电动化渗透率 3.1%，处于产业生命周期的初级阶段，电动化空间潜力较大。动力结构看，纯电动客车销量 4.8 万辆，占比 93.8%，处于绝对主导地位；燃料电池客车销量 1800 辆，占比 3.5%；混动动力客车销量 1400 辆，占比 2.7%。

图表 60 全球电动客车销量规模 (单位: 辆)



资料来源: IEA, 华安证券研究所

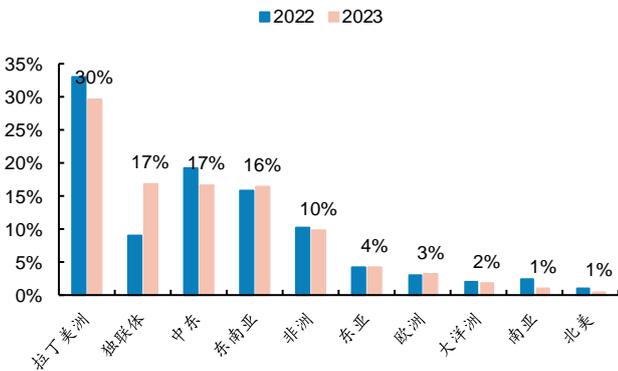
图表 61 全球电动客车渗透率 (单位: %)



资料来源: IEA, 华安证券研究所

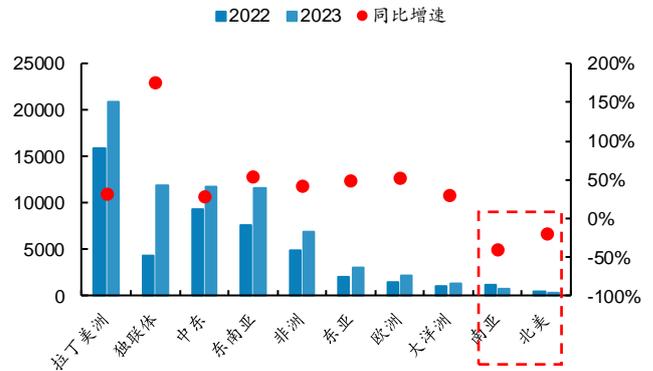
拉美、中东、独联体、东南亚、非洲国家占中国客车出口的 90%。根据海关口径, 2023 年中国客车出口 7.1 万辆, 同比增长 47%。出口区域中, 拉丁美洲是客车出口第一大区域, 出口规模约 2 万辆, 出口占比 30%, 集中在秘鲁、墨西哥、玻利维亚、智利等国家。中东地区是客车出口第二大区域, 出口规模约 1.2 万辆, 出口占比 17%, 集中在沙特、科威特、埃及、阿联酋、以色列等国家。独联体国家是客车出口第三大区域, 出口规模约 1.2 万辆, 出口占比 17%, 集中在俄罗斯、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦等国家。东南亚区域是客车出口第四大区域, 出口规模约 1.16 万辆, 出口占比 16%, 集中在越南、菲律宾、马来西亚等国家。非洲国家出口规模约 7000 辆, 出口占比 10%, 同样是客车出口的重要区域。

图表 62 中国客车主要出口区域占比 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

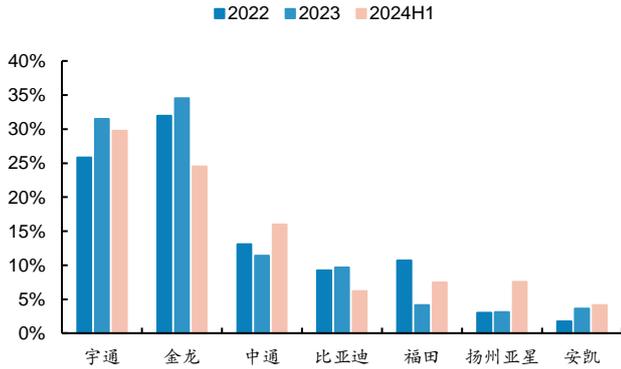
图表 63 中国客车出口的区域规模与增速 (单位: 辆, %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

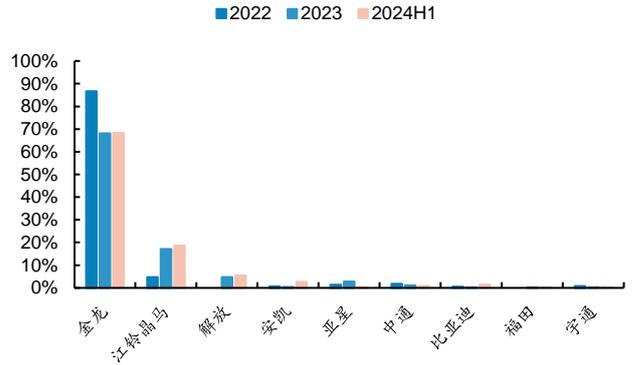
大中客出口格局中, 宇通客车市占率稳步提升, 2024H1 份额达到第一。大中型客车出口格局中, 2024H1 宇通市场份额 30%, 金龙市场份额 25%, 中通客车市场份额 16%, 比亚迪市场份额 6%。福田汽车份额 7%。由于宇通客车以高附加值的大中客为主, 轻型客车出口份额较低。

图表 64 主要车企大中型客车出口份额 (单位: %)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 65 主要车企轻型客车出口份额 (单位: %)



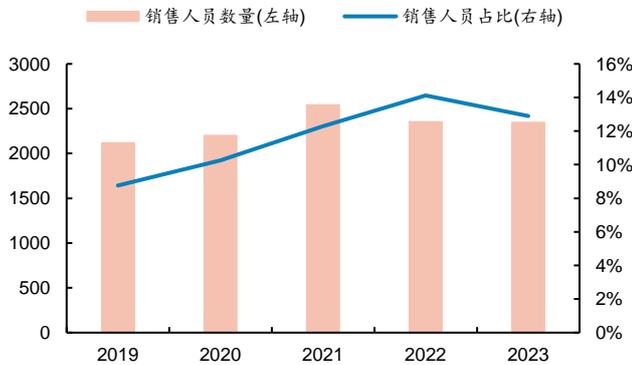
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

### 3 渠道体系完善, 技术优势提升价值

#### 3.1 渠道优势: 销售、服务与配件体系完善, 数量优势明显

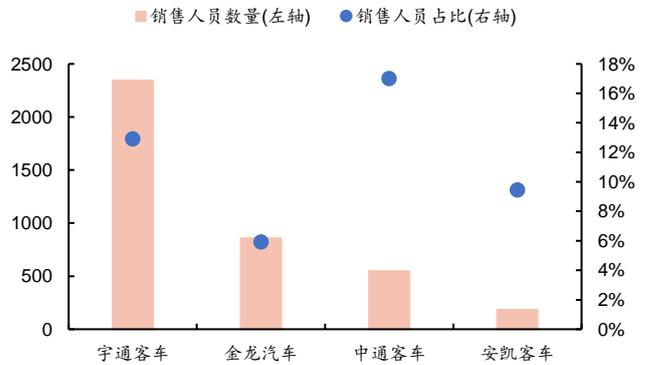
产品销售采取直销为主, 经销为辅的模式, 销售人员数量显著优于竞争对手, 销售人员构成比重较高。近年来, 宇通客车销售人员规模整体呈上升趋势, 基本维持在 2000 人以上, 大幅高于金龙汽车等竞争对手; 同样, 销售人员比重整体呈现上升趋势, 彰显公司对销售渠道建设的重视。

图表 66 宇通客车销售人员比重变化 (单位: 人, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 67 2023 年主要车企销售人员数量对比 (单位: 人, %)

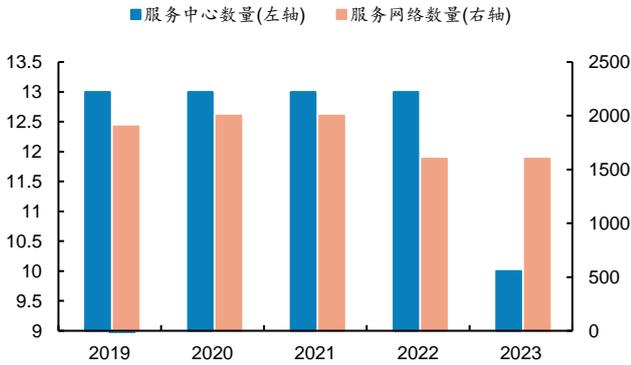


资料来源: wind, 华安证券研究所

国内外市场产品服务网络不断拓展, 服务模式不断多元, 积极从“制造+销售产品”企业向“制造服务+解决方案”企业转型。国内市场, 宇通客车现在拥有 10 余家区域服务体验中心、1600 余家特约服务网点。同时, 在区域服务体验中心的基础上建成了电机维修中心、动力电池维修旗舰店等, 推广直服模式, 形成了多元化的服务模式, 涵盖延保、保养、加改装、服务全包等服务产品解决方案。海外市场, 宇通客车采取直销、经销相结合的销售模式, 并在哈萨克斯坦、巴基斯坦、埃塞俄比亚、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“技术输出和品牌授权”的业务模式升级。随着海外市场的不断拓展, 服务网络数量持续温蒂增加, 现在拥有 320 余家授权服务站或服务公司, 410 余个授权服务网点, 覆盖海外全部目

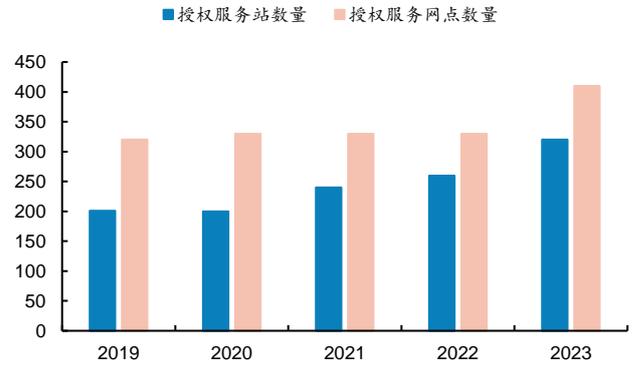
标市场。

图表 68 宇通客车国内市场服务体系情况 (单位: 家)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

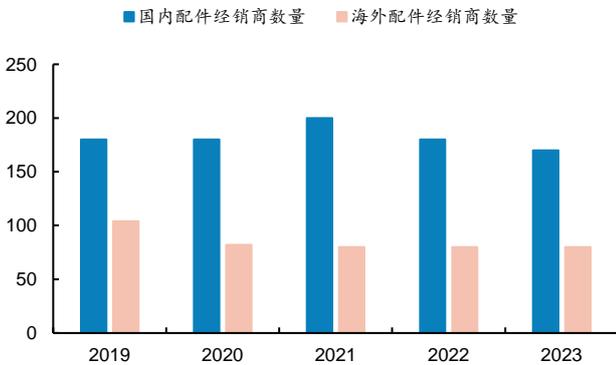
图表 69 宇通客车海外市场服务体系情况 (单位: 家)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

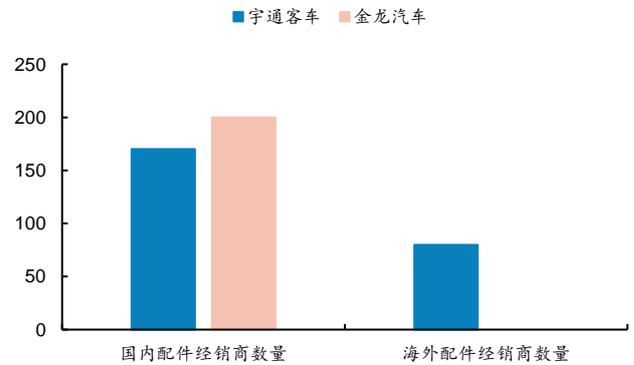
宇通客车建立了较为完善的配件供应体系, 提供及时的配件保障。公司在巴拿马、智利、阿联酋、法国、墨西哥、哥伦比亚、哈萨克斯坦、坦桑尼亚、卡塔尔等建立区域配件中心库或国家配件库, 并授权 80 余家配件经销商, 为终端用户提供快捷有效的配件。同时, 通过重点订单的联合服务保障等方式, 与 Cummins (康明斯)、ZF (采埃孚)、Allison (艾里逊) 等多家世界知名汽车零部件供应商持续深化合作, 提升服务保障能力, 共同为海外客户提供及时的配件保障和全面优质的服务。

图表 70 宇通客车国内外市场配件体系情况 (单位: 家)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 71 宇通客车与金龙汽车配件体系情况对比 (单位: 家)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

### 3.2 技术优势: 优化高端产品结构, 新技术加速落地

利用技术支撑, 完善高端产品布局, 提升品牌溢价。宇通客车利用自身在电动化、智能网联化、高端化、轻量化的技术优势, 全面布局高端系列产品, 完成了海外高端 U 系列、T 系列及 2 代机场摆渡车等产品布局, 推出星宇版、星河版等高端商务车, 丰富了公司高端产品的阵容。高端产品方面, 高端商务车 T7 推出新款汽油机, 同时推出尊享版、鸿运版、旅居版原厂改装产品; 高端公交推出 U 系列双层、U15、U18 和微循环等公交产品, 高端旅游推出 T14E、T15E 等纯电动旅游车, 进一步完善高端产品阵容, 海外高端产品布局已覆盖 7-18 米, 高端产品竞争力及高端实现能力持续提升。

无人驾驶技术方面, 公司已经在多城市常态化布局。与乘用车所处的复杂驾驶环境

相比，固定线路行驶的公交客车更具备无人驾驶商业化落地的优势。人工成本上涨及人为因素导致的交通事故频发，使得无人驾驶技术的应用更为紧迫。宇通客车是无人驾驶公交客车领域的行业领先者，在多个无人驾驶场景积极布局，且实现了量产、国内常态化运营及海外市场突破。无人驾驶技术方面，公司研发无人驾驶公交已由合作开发逐步过渡为自主研发，于 2018 年先后研发了 L3 级纯电动智能网联客车及 L4 级微循环车。

图表 72 公司 L4 级无人驾驶微循环车



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 4 盈利预测与估值

考虑到中国客车行业周期复苏以及海外客车电动化趋势带来的出海机遇，预计公司 2024-2026 年营业总收入分别 341.3/386.6/430.2 亿元，同比增速分别为+26.2%/13.3%/11.3%，毛利率分别为 26.6%/26.1%/26.4%。其中，2024-2026 年国内市场销售收入分别为 162.7/175.3/185.9 亿元，同比增速分别为 18.8%/7.7%/6.1%，毛利率分别为 24.4%/23.7%/23.7%。2024-2026 年海外销售收入分别为 141.1/168.8/196.9 亿元，同比增速分别为 35.6%/19.6%/16.7%，毛利率分别为 27.0%/24.8%/24.1%。其他业务收入分别为 37.5/42.5/47.3 亿元，同比增速分别为 27.7%/13.3%/11.3%。

SW 商用载客车细分行业分类中有宇通客车、金龙汽车、中通客车、安凯客车、ST 曙光以及\*ST 亚星。我们剔除存在退市风险的 ST 曙光、\*ST 亚星以及 2023 年亏损的安凯客车，加上客车业务占比 22%的福田汽车，因此选取金龙汽车、中通客车、福田汽车作为可比公司。3 家可比公司 2024 年 PE 一致性预期均值为 23.2，考虑到公司是大中型客车行业销量第一的企业以及海外销量的快速增长，应当享受一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 73 宇通客车可比公司估值 (单位: 亿元)**

证券代码	公司简称	市值	归母净利润				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600686.SH	金龙汽车	88.2	-0.8	3.1	6.3	8.9	72.3	28.9	14.1	9.9
000957.SZ	中通客车	60.1	1.3	2.6	4.0	5.2	76.4	23.0	14.9	11.7
600166.SH	福田汽车	203.3	6.1	11.6	16.2	20.7	24.0	17.5	12.6	9.8
可比公司PE均值							57.6	23.2	13.8	10.5

资料来源: WIND, 华安证券研究所, 注: 可比公司采用 2024 年 9 月 27 日的万得一致预期。

## 风险提示:

**国内公交车更新换旧政策不及预期。**国内公交车市场进入存量替换周期, 政策淘汰对更新替换效果至关重要。

**原材料价格大幅波动。**若原材料价格大幅波动, 将影响公司的盈利能力。

**国际政治关系紧张导致出口销量不及预期。**海外客车市场需求旺盛, 客车电动化进程步入快速增长阶段, 但海外关系紧张容易对出口形成扰动。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	19614	24408	27107	29736	<b>营业收入</b>	27042	34131	38656	43017
现金	6434	7471	9044	9909	营业成本	20106	25053	28557	31658
应收账款	3969	5474	6024	6769	营业税金及附加	328	410	387	430
其他应收款	1021	1337	1496	1672	销售费用	1955	2628	2899	3226
预付账款	736	946	1067	1187	管理费用	719	683	1160	1291
存货	4513	5666	5933	6538	财务费用	-86	-87	-101	-122
其他流动资产	2941	3514	3543	3661	资产减值损失	-557	-512	-386	-145
<b>非流动资产</b>	11243	11053	10596	10191	公允价值变动收益	-1	102	-19	-22
长期投资	650	451	204	42	投资净收益	99	34	116	129
固定资产	4172	4100	3996	3858	<b>营业利润</b>	2036	3653	4213	4927
无形资产	1544	1646	1708	1783	营业外收入	66	58	58	58
其他非流动资产	4878	4855	4688	4507	营业外支出	24	40	25	25
<b>资产总计</b>	30857	35461	37703	39927	<b>利润总额</b>	2078	3671	4246	4960
<b>流动负债</b>	13684	17490	19656	21828	所得税	239	249	294	355
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1840	3422	3952	4605
应付账款	3838	5768	6200	7012	少数股东损益	22	25	29	35
其他流动负债	9847	11722	13456	14816	<b>归属母公司净利润</b>	1817	3398	3923	4570
<b>非流动负债</b>	3116	3477	3477	3477	EBITDA	2992	4348	4922	5655
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	1.53	1.77	2.06
其他非流动负债	3116	3477	3477	3477					
<b>负债合计</b>	16800	20966	23133	25305					
少数股东权益	138	163	192	227					
股本	2214	2214	2214	2214					
资本公积	1506	1506	1506	1506					
留存收益	10199	10612	10658	10675					
归属母公司股东权益	13919	14332	14378	14395					
<b>负债和股东权益</b>	30857	35461	37703	39927					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	4717	4619	5520	5448
净利润	1840	3422	3952	4605
折旧摊销	732	764	777	817
财务费用	29	0	0	0
投资损失	-153	-34	-116	-129
营运资金变动	1281	-245	634	172
其他经营现金流	1548	4380	3591	4416
<b>投资活动现金流</b>	-3174	-527	-113	-115
资本支出	-450	-515	-477	-476
长期投资	-2735	198	248	231
其他投资现金流	11	-210	116	129
<b>筹资活动现金流</b>	-2251	-3041	-3834	-4467
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	11	0	0	0
其他筹资现金流	-2263	-3041	-3834	-4467
<b>现金净增加额</b>	-735	1037	1572	866

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.1%	26.2%	13.3%	11.3%
营业利润	188.4%	79.5%	15.3%	16.9%
归属于母公司净利润	139.4%	87.0%	15.5%	16.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	25.6%	26.6%	26.1%	26.4%
净利率 (%)	6.7%	10.0%	10.1%	10.6%
ROE (%)	13.1%	23.7%	27.3%	31.7%
ROIC (%)	14.2%	23.0%	26.4%	30.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	54.4%	59.1%	61.4%	63.4%
净负债比率 (%)	119.5%	144.6%	158.8%	173.1%
流动比率	1.43	1.40	1.38	1.36
速动比率	0.88	0.86	0.88	0.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.89	1.03	1.06	1.11
应收账款周转率	6.71	7.23	6.72	6.73
应付账款周转率	4.45	5.22	4.77	4.79
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.82	1.53	1.77	2.06
每股经营现金流	2.13	2.09	2.49	2.46
每股净资产	6.29	6.47	6.49	6.50
<b>估值比率</b>				
P/E	16.16	15.01	13.00	11.16
P/B	2.11	3.56	3.55	3.54
EV/EBITDA	7.66	10.01	8.52	7.27

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 姜肖伟, 北京大学光华管理学院硕士, 应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验, 曾在深天马、瑞声科技任职, 分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门, 多年一级及二级市场投研经验, 具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力, 汽车行业全覆盖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。