

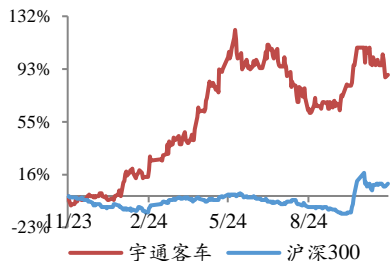
## Q3 业绩符合预期，关注 Q4 政策放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-05

收盘价（元）	23.82
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）	527
流通市值（亿元）	527

### 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

### 相关报告

1.大中客行业领军者，国内复苏与海外拓展并行 2024-09-30

### 主要观点：

#### ● 销量淡季下，Q3 业绩保持稳健

宇通客车三季度报告显示，2024Q3 营业收入累计实现 240.8 亿元，同比+27.0%；归母净利润累计实现 24.3 亿元，同比+131.5%。单季度来看，Q3 营收 77.4 亿元，同比-1.3%，环比-20.4%；归母净利润 7.6 亿元，同比+30.7%，环比-25.4%。

#### ● 费用管控已具成效，Q3 毛利率同比提升

2024Q3 由于公司会计准则调整原本计入销售费用的质保费用计入营业成本，会计准则调整前 24Q3 单季度毛利率 23.9%，同比+0.8PP，环比-2.2PP。Q3 销售费率 6.9%，同比-0.4PP，环比-1.4PP；管理费 2.1%，同比-0.1PP，环比-0.2PP；研发费率 4.8%，同比-0.2PP，环比+0.4PP；财务费率 0.4%，同比+0.2PP，环比+0.5PP。得益于规模效应的持续影响，销售/管理/研发费率均下行。公司归母净利率达到 9.8%，同比+2.4PP，环比-0.7PP，表现优于毛利率。

#### ● 销量结构持续优化，新能源客车出口比重提升

2024Q3 公司总销量为 1.08 万辆，同比-3%，环比-16%，主要受季节性波动影响。2024 年公司销量结构不断优化，新能源客车销量占比持续上升，出口结构中新能源客车出口改善。得益于出口结构优化，Q3 单车 ASP 同比提升。

#### ● 国内以旧换新政策落地，有望拉动 Q4 公交客车销量

2024Q3 国内以旧换新政策在各地逐步落地，更新新能源城市公交客车每辆车补贴 8 万元，更新动力电池的每辆车平均补贴 4.2 万元。预计政策在 Q4 发力，催化公交客车置换需求。

#### ● 投资建议

中国客车出口仍呈增长态势，公司作为客车出口的领先企业，将充分受益于行业上行周期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 34.0/39.2/45.7 亿元，同比+87.0%/15.5%/16.5%，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

国内公交以旧换新政策不及预期。国内客车市场进入置换阶段，淘汰政策的出台至关重要。

海外出口不及预期。公司作为客车出口的领先企业，若出口销量出现波动，将影响公司业绩表现。

## ● 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

**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	<b>主要财务比率</b>				
股本	2214	2214	2214	2214	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	1506	1506	1506	1506	<b>成长能力</b>				
留存收益	10199	10612	10658	10675	营业收入	24.1%	26.2%	13.3%	11.3%
归属母公司股东权益	13919	14332	14378	14395	营业利润	188.4%	79.5%	15.3%	16.9%
<b>负债和股东权益</b>	30857	35461	37703	39927	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(薄)	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。