

客车12月月报： 11月国内公交交付爆发，翘尾效应初现

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2024年12月19日

- **客车这轮大周期驱动因素是什么？** 一句话总结：客车代表中国汽车制造业将成为【技术输出】的世界龙头。这不是梦想而是会真真切切反应到报表层面。海外市场业绩贡献对客车行业在3-5年会至少再造一个中国市场。背后支撑因素：
 - **1) 天时：**符合国家【中特估】大方向，客车是【一带一路】的有力践行者，已有10余年的出海经验，在新的国际形势变化下，将进一步跟紧国家战略，让中国优势制造业【走出去】。
 - **2) 地利：**客车的技术与产品已经具备世界一流水平。新能源客车产品维度，中国客车已领先海外竞争对手。传统客车维度，技术已不亚于海外且具备更好性价比及服务。
 - **3) 人和：**国内市场价格战结束不会成为拖累反而会共振。过去6-7年国内客车“高铁冲击+新能源公交透支+三年疫情”三重因素叠加经历了长期的价格战，2022下半年宇通已率先提价，且需求本身得益【旅游复苏+公交车更新需求】有望重回2019年水平。

■ 客车这轮盈利能创新高吗？我们认为并不是遥不可及。

- 1) 国内没有价格战。2) 寡头龙头格局。3) 海外无论新能源还是油车净利率远好于国内（无需投固定资产）。4) 碳酸锂成本持续下行。

■ 客车这轮市值空间怎么看？

- 小目标是重新挑战2015-2017年上一轮行业红利的市值峰值。大目标重新打开新的天花板（见证真正意义的世界客车龙头）。

■ 投资建议：

- 【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计2024~2026年归母净利润为33.1/41.1/49.6亿元，同比+82%/+24%/+21%。维持“买入”评级。
- 【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计2024-2026年归母净利润为1.8/4.4/6.4亿元，同比+134%/+153%/+45%，维持“买入”评级。

■ 风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

核心数据总结：11月产批零出口数据超预期

- 行业总量：**
1) 产量：2024年11月我国客车行业月度整体产量为4.8万辆，同环比分别为-6%/+9%；
 2) 批发量：11月客车批发量为4.6万辆，同环比分别-3%/+7%。
 3) 上险：2024年11月我国客车终端销量为4.5万辆，同环比分别为+26%/+5%。
- 行业结构：大中客占比同比提升，出口量同环比提升。**
1) 批发：11月大中轻型客车销量分别为4889/5084/35251辆，同比分别-6.14%/+53.87%/-7.74%，环比分别+1.47%/-7.70%/+10.09%。大中客占比21.70%，同环比+3.78pct/-2.23pct；
 2) 上险：大中轻客终端销量为2925/3794/38395辆，同比分别+41%/+65%/+22%，环比分别+64%/+50%/+0%。大中客占比15%，同环比+3pct/+5pct；
 3) 出口：2024年11月我国大中客车行业出口3444辆，同环比分别+1%/-19%。
- 公司维度：宇通/金龙龙头优势保持。**
1) 国内：公交车：11月宇通国内公交车销量764辆，市占率18%，环比-12pct；金龙1344辆，市占率32%，环比+20pct。
 座位客车：11月宇通国内座位客车销量1083辆，市占率49%，环比+2pct；金龙座位客车销量510辆，市占率23%，环比-3pct
 2) 出口：11月公交车出口中，宇通出口292辆，市占率19%，环比+6pct；金龙出口367辆，市占率24%，环比-16pct。11月座位客车出口中，宇通出口555辆，市占率29%，环比-4pct；金龙出口517辆，市占率27%，环比-6pct。

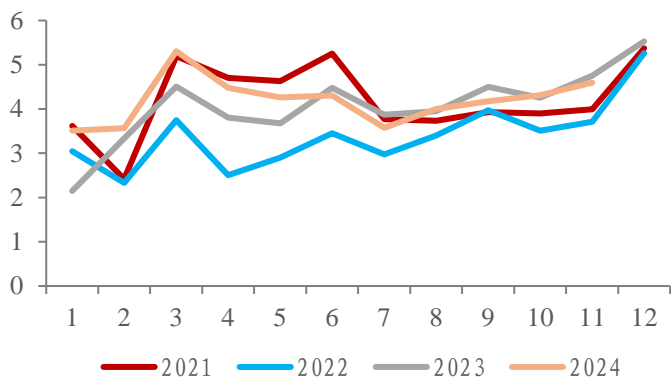
图：大中客行业销量情况

大中客	月度数据		季度数据								年度数据		
	2410	2411	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E	2023	2024E	2025E
1.批发销量/辆	10326	9973	11423	24049	24672	27279	20866	28770	25780	39828	87423	115244	136577
同比	62%	17%	-20%	59%	30%	-22%	83%	20%	4%	46%	5%	32%	19%
环比	6%	-3%	-67%				-24%	38%	-10%	54%	-	-	-
2.零售销量/辆	4305	6719	7444	14570	17695	15125	13007	17581	13787	27863	54834	72238	84969
同比	23%	54%	-16%	24%	27%	-44%	75%	21%	-22%	84%	-11%	32%	18%
环比	-9%	56%	-72%				-14%	35%	-22%	102%	-	-	-
2.1公交车	2229	4171	2405	4464	6528	7701	3424	3054	3909	19150	21098	29537	38398
同比	39%	112%	-46%	-37%	-20%	-63%	42%	-32%	-40%	149%	-48%	40%	30%
环比	10%	87%	-89%	86%	46%	18%	-56%	-11%	28%	390%	-	-	-
2.2座位客车	1795	2223	3691	9151	9265	6560	8928	13681	8536	7555	28667	38700	42570
同比	8%	6%	13%	147%	153%	40%	142%	50%	-8%	15%	87%	35%	10%
环比	-23%	24%	-21%				36%	53%	-38%	-11%	-	-	-
3.出口销量/辆	4273	3444	5275	9123	8364	9083	9169	12416	9875	11547	31845	43007	51608
同比	56%	1%	43%	124%	59%	13%	74%	36%	18%	27%	51%	35%	20%
环比	16%	-19%	-34%	73%	-8%	9%	1%	35%	-20%	17%	-	-	-
3.1新能源出口/辆	1716	1041	2374	2638	2064	2619	1651	2428	2687	5353	9695	12119	16966
同比	96%	33%	217%	154%	5%	-1%	-30%	-8%	30%	104%	52%	25%	40%
环比	71%	-39%	-10%	11%	-22%	27%	-37%	47%	11%	99%	-	-	-

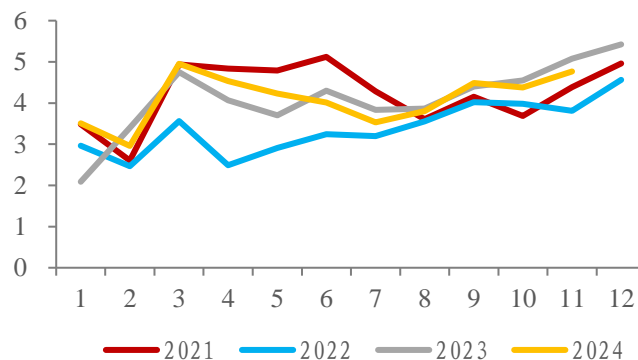
客车产批：11月客车批发量环比上升

9月客车批发量环比上升，大中客占比同环比上升。 1) 产量：2024年11月我国客车行业月度整体产量为4.8万辆，同环比分别为-6%/+9%； 2) 批发量：11月客车批发量为4.6万辆，同环比分别-3%/+7%； 3) 结构维度：11月大中轻型客车销量分别为4889/5084/35251辆，同比分别-6.14%/+53.87%/-7.74%，环比分别+1.47%/-7.70%/+10.09%。大中客占比21.70%，同环比+3.78pct/-2.23pct。

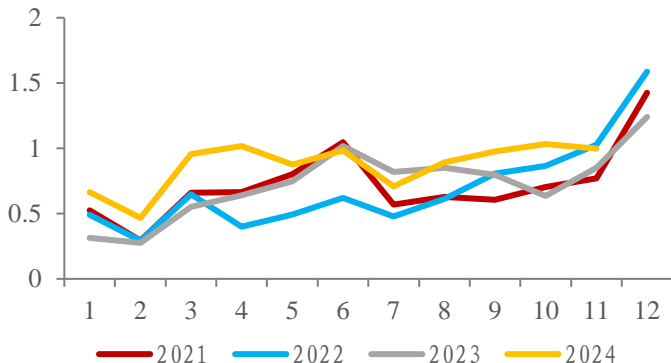
图：客车月度销量变化（万辆）



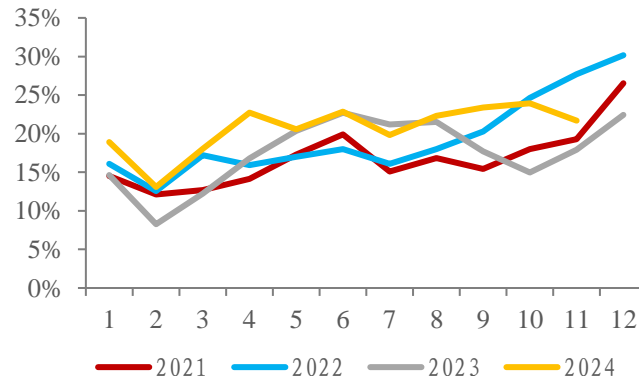
图：客车月度产量变化（万辆）



图：大中客车月度销量变化（万辆）

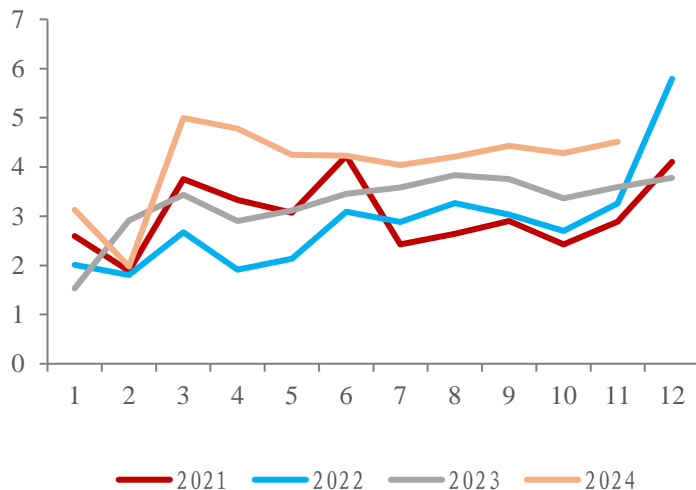


图：大中客车月度占比变化

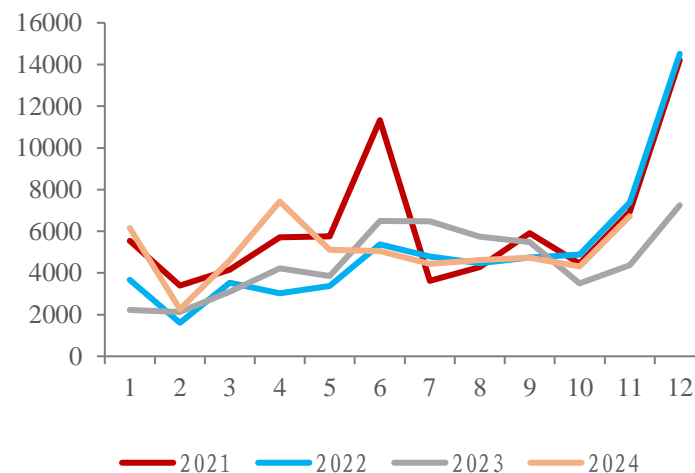


- **上险角度，11月客车上险量同环比上升。**2024年11月我国客车终端销量为4.5万辆，同环比分别为+26%/+5%；其中大中轻客终端销量为2925/3794/38395辆，同比分别+41%/+65%/+22%，环比分别+64%/+50%/+0%。大中客占比15%，同环比+3pct/+5pct。

图：客车月度上险量变化（万辆）

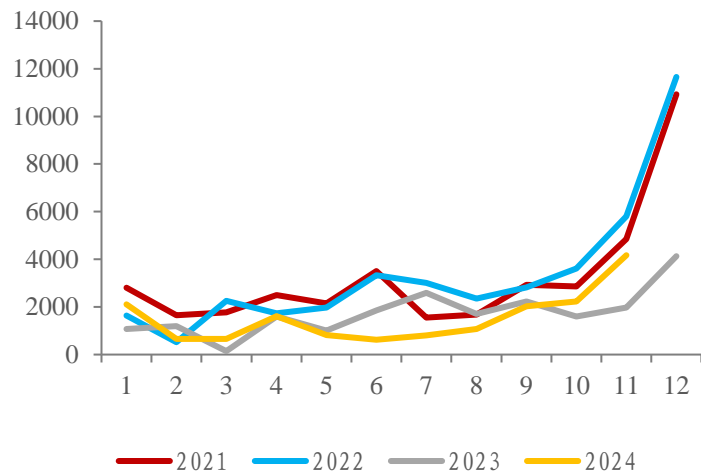


图：大中客车月度上险量变化（辆）

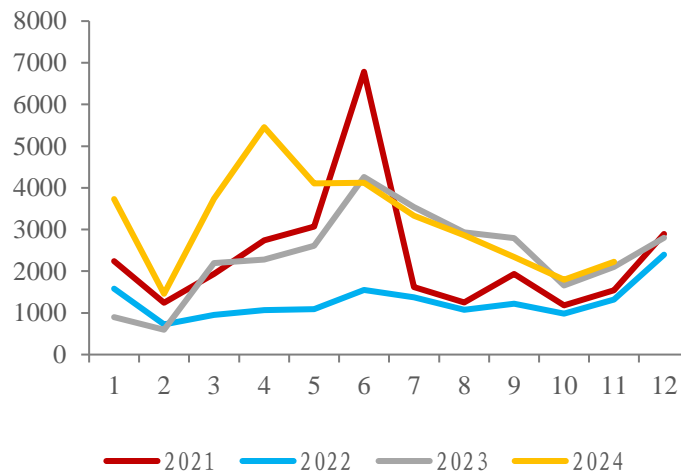


- **上险量分车辆用途，公交客车同环比大幅上升。**分车辆用途来看，大中座位客车同环比提升，11月月销2223辆，同环比+6%/+24%；大中公交车11月月销4171辆，同环比+112%/+87%，公交客车销量大幅提升主要为以旧换新政策效果显现，多数公交有望在年底前实现交付，我们预计12月份销量高增有望持续。

图：大中公交客车上险量变化（辆）



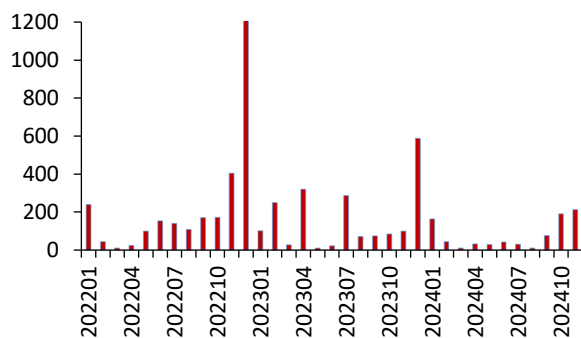
图：大中座位客车上险量变化（辆）



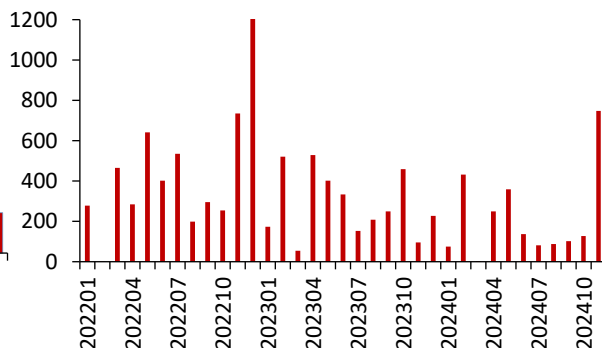
■ 梳理分区域公交车销量情况：

- 1) 各地区公交车销量均呈现较强季节性，受益于以旧换新政策目前市场需求显著修复，11月公交车销量同环比大部分地区上升。
- 2) 11月东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区大中型公交车销量同比+112%/+687%/+102%/+1431%/-64%/+409%/-4%。

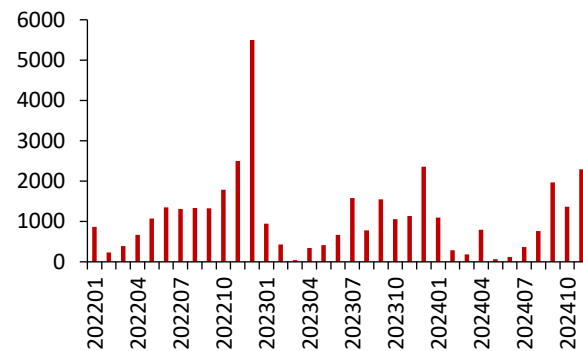
图：东北地区公交车销量/辆



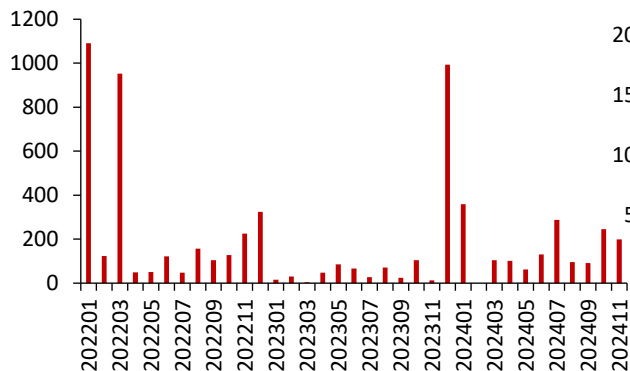
图：华北地区公交车销量/辆



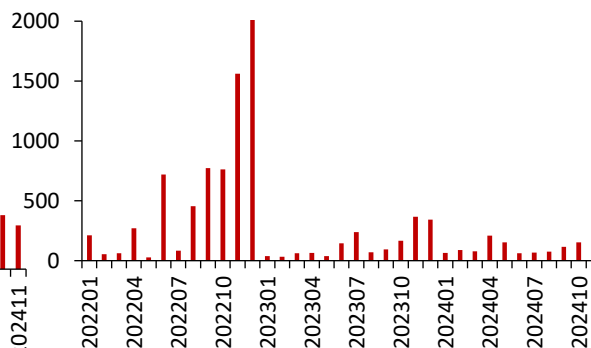
图：华东地区公交车销量/辆



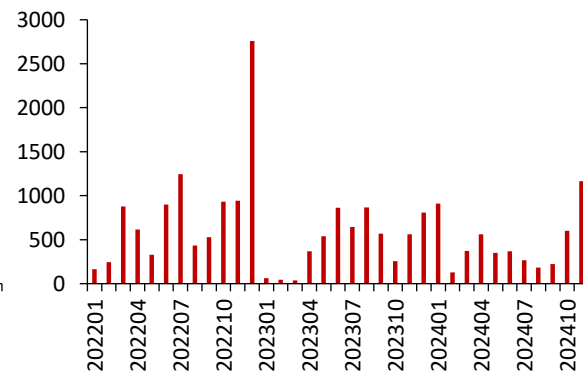
图：华南地区公交车销量/辆



图：华中地区公交车销量/辆



图：西北+西南地区公交车销量/辆

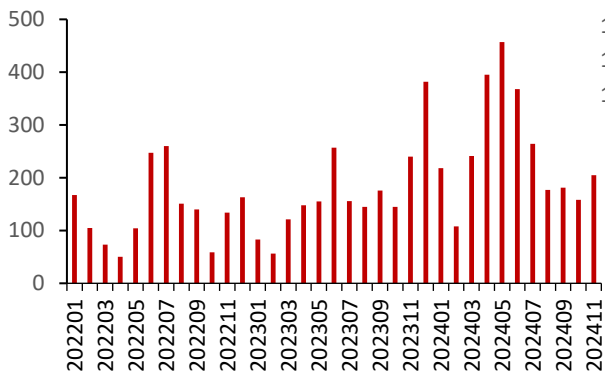


座位客车分区域：华北地区销量显著提升

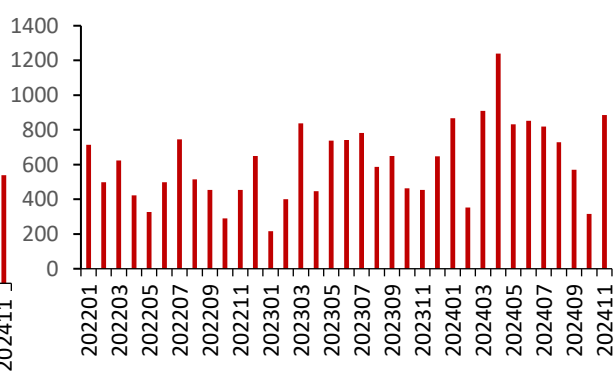
梳理分区域座位客车销量情况：

- 1) 座位客车季节性较弱，月份之间销量波动较大，2023年以来受益下游旅游客车高景气度单月销量同比持续高增。
- 2) 11月华北区域座位客车销量显著提升，东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区大中型座位客车销量同比-15%/+95%/-24%/-55%/-18%/-3%/+17%。

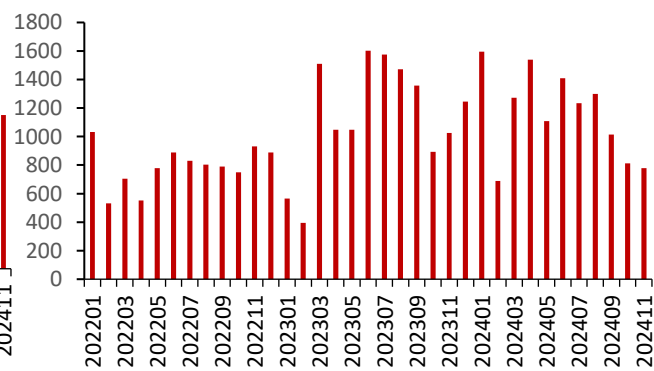
图：东北地区座位客车销量/辆



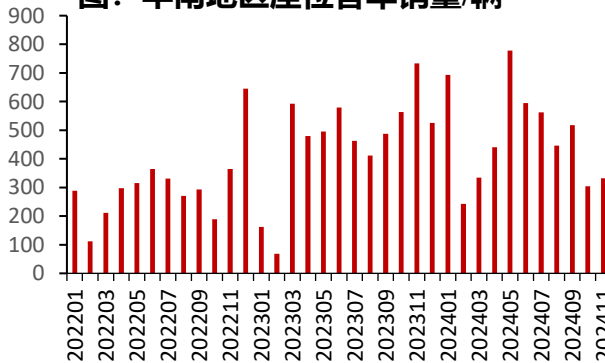
图：华北地区座位客车销量/辆



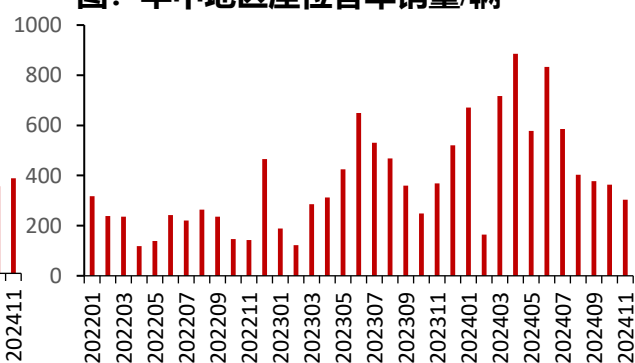
图：华东地区座位客车销量/辆



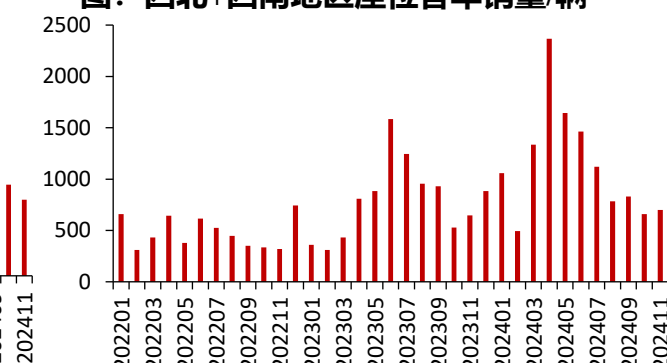
图：华南地区座位客车销量/辆



图：华中地区座位客车销量/辆



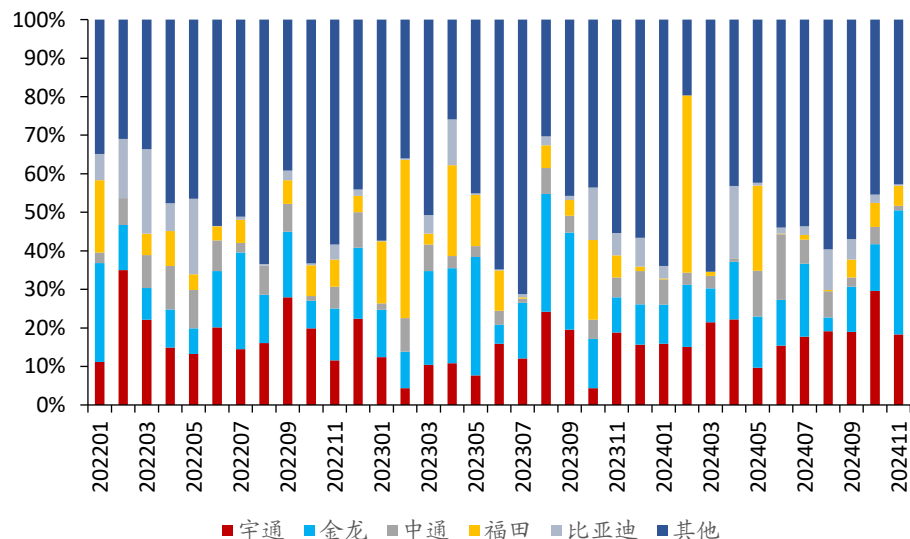
图：西北+西南地区座位客车销量/辆



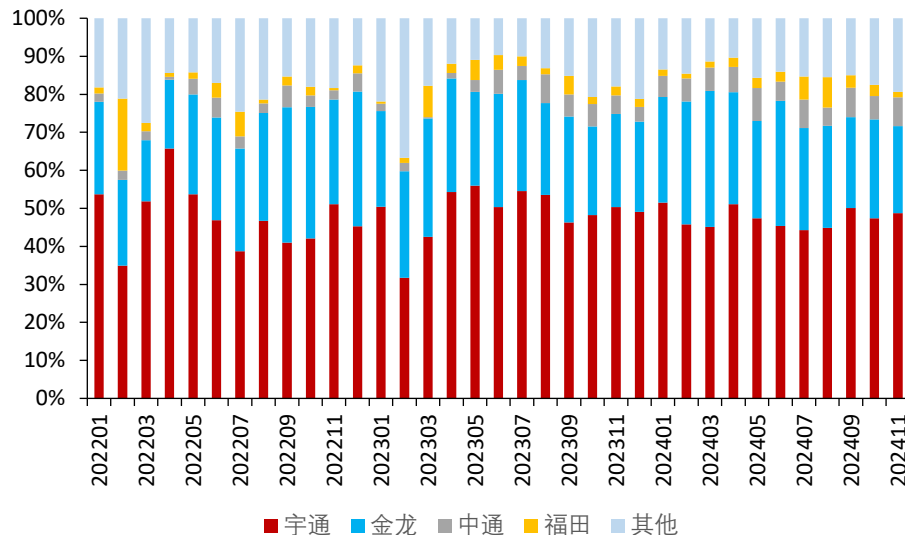
客车国内格局：龙头市占率稳定

- **国内公交车：地方性公交车企业较多，格局较分散，头部企业为宇通、金龙、中通、福田、比亚迪。**其中11月宇通国内公交车销量764辆，市占率18%，环比-12pct，更多需求有望在年底释放；金龙1344辆，市占率32%，环比+20pct。由于招标节奏不同，车企月度销量可能波动较大。
- **国内座位客车：旅游需求高增，龙头率先受益，行业集中度较高。**其中11月宇通国内座位客车销量1083辆，市占率49%，环比+2pct；金龙座位客车销量510辆，市占率23%，环比-3pct。

图：大中座位客车月度国内格局



图：大中公交车月度国内格局

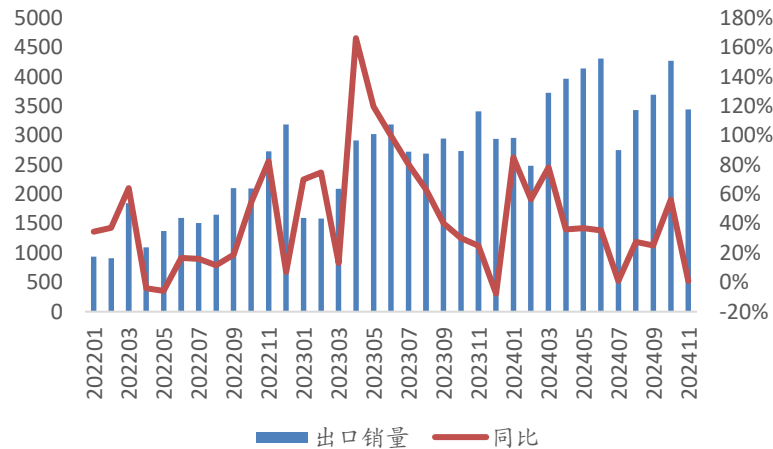


客车出口：11月大中客车出口环比下降

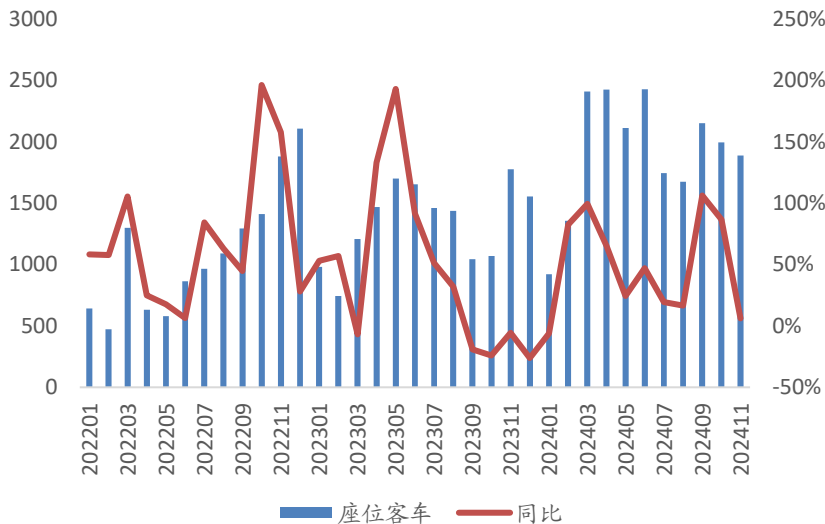
■ **出口角度，11月大中客车出口下降，环比降低。**2024年11月我国大中客车行业出口3444辆，同环比分别+1%/-19%。

■ **分车辆类型，11月大中座位客车出口同比贡献较大增量。**2024年11月中大座位客车出口1885辆，同环比+6%/-5%；大中客公交车出口1559辆，同环比-5%/32%

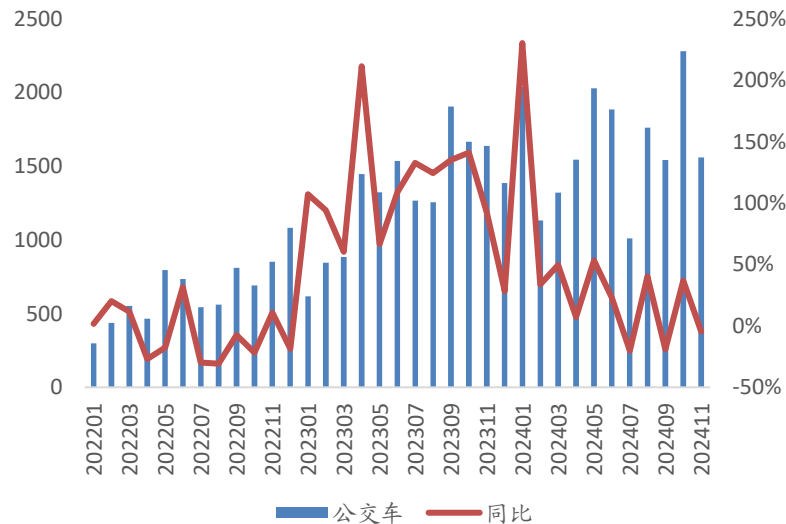
图：大中客车月度出口变化（辆）



图：大中座位客车月度出口变化（辆）



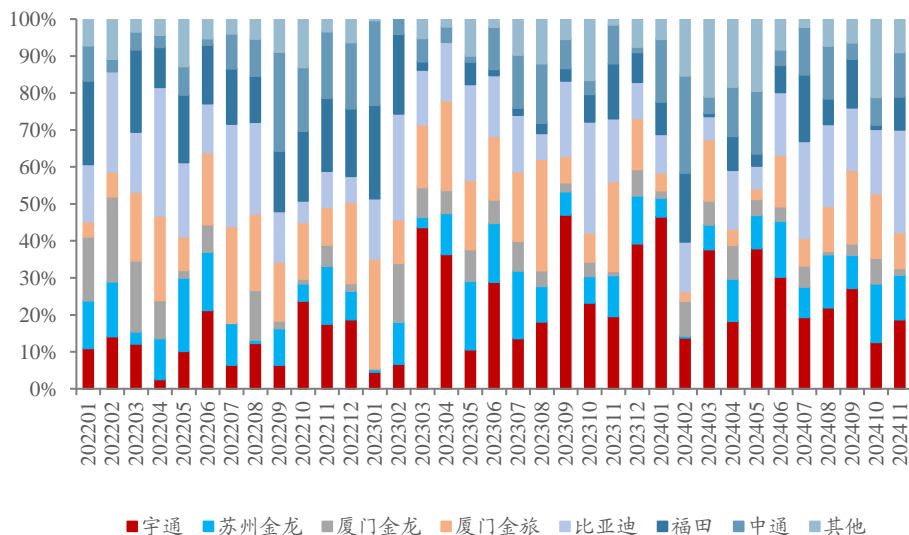
图：大中公交车月度出口变化（辆）



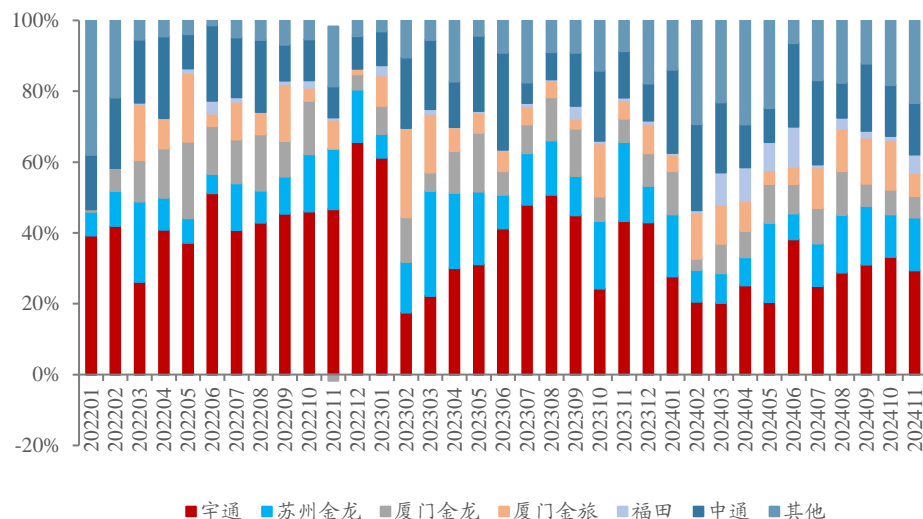
客车出口格局：头部企业为主，格局集中

- **公交车出口**：宇通出口292辆，市占率19%，环比+6pct；金龙出口367辆，市占率24%，环比-16pct；比亚迪出口434辆，市占率28%，环比+11pct。由于海外不同地区招标节奏有差异，公交车出口格局波动较大，但集中度高，CR2为52%。
- **座位客车出口**：宇通+金龙为主，格局更稳固。其中，宇通出口555辆，市占率29%，环比-4pct；金龙出口517辆，市占率27%，环比-6pct。由于座位客车以传统能源客车为主，故传统客车企业更占优势，市场集中度高，CR2为56%。

图：大中公交车月度出口格局



图：大中座位客车月度出口格局

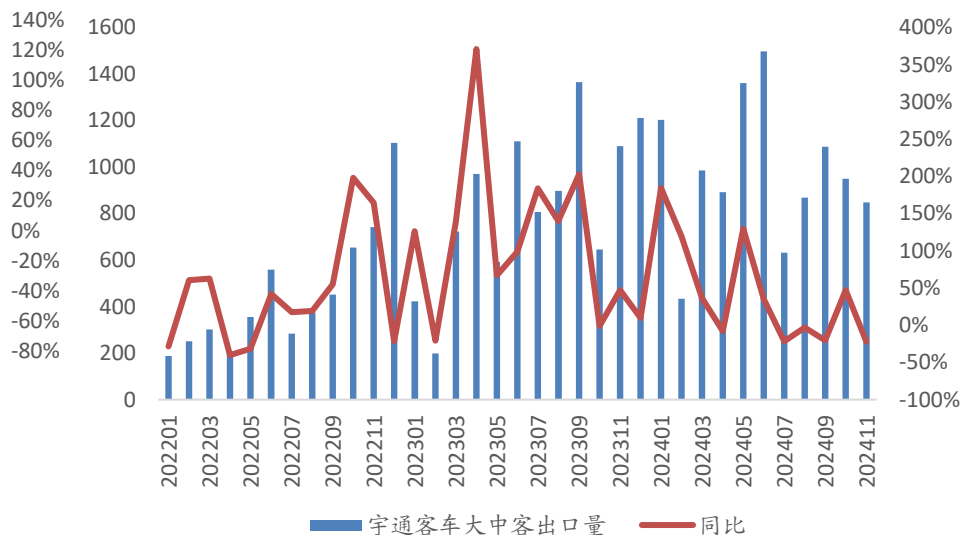


- **宇通客车2024年11月销量为3736辆，同环比分别+14%/+16%；产量为4665辆，同环比分别+40%/+31%，公司持续加库备战年底冲量。**
- **大中客占比同环比增长。**分车辆长度看，2024年11月大中轻客销量为1492/1252/992辆，同比分别+22%/+14%/+254%，环比分别+13%/-14%/+126%。大中客销量占比73%，同环比-13pct/-13pct。
- **分地区看，2024年11月大中客出口847辆，同环比-22%/-11%，市占率25%，更多需求有望在年底释放。**

图：公司月度销量变化/辆

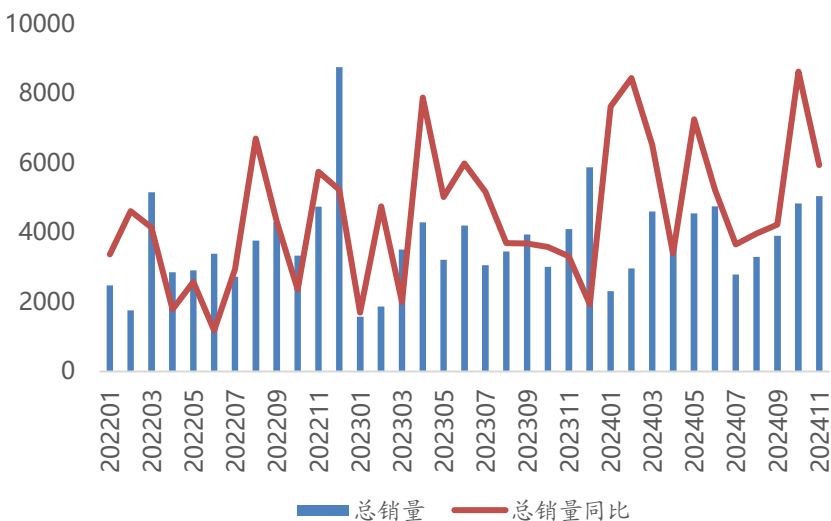


图：公司月度大中客出口销量/辆

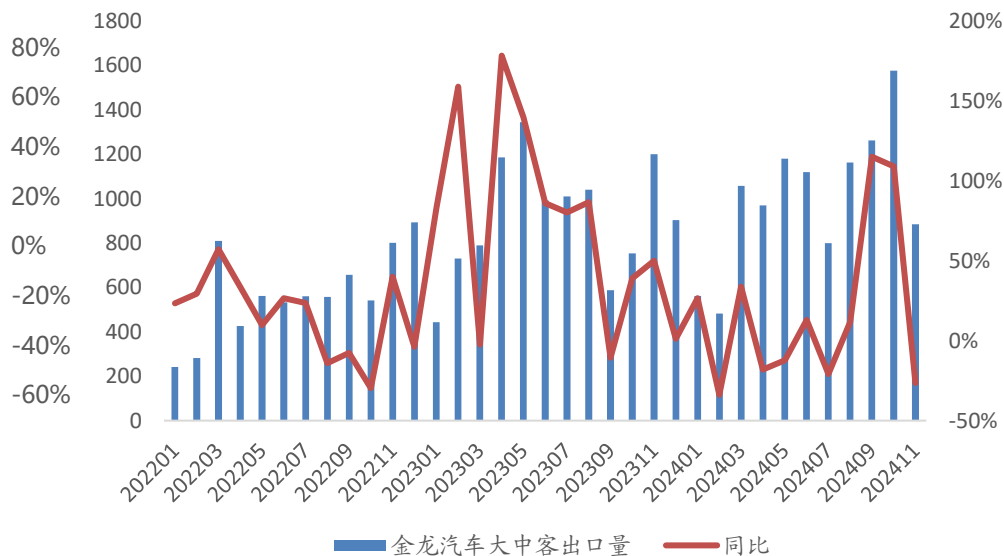


- **金龙汽车2024年11月销量为5044辆，同环比分别+23%/+4%；产量为4669辆，同环比分别+3%/+0%。**
- **大中客销量占比同环比下降。**分车辆长度看，2024年11月大中轻客销量为1281/1368/2395辆，同比分别-15%/+180%/+14%，环比分别-27%/+54%/+9%；产量为1391/1460/1818辆，同比分别+14%/+137%/-33%，环比分别-4%/+33%/-14%。11月大中客销量占比53%，同环比-2pct/-2pct。
- **分地区看，2024年11月大中客出口884辆，同环比-26%/-44%，市占率26%。**

图：公司月度销量变化（辆）



图：公司月度大中客出口销量/辆



- **全球地缘政治波动超预期。** 海外市场地缘政治因素波动可能对客车出口造成干扰。
- **国内经济复苏节奏进度低于预期。** 国内宏观经济复苏进度低于预期，可能导致终端客车需求恢复低于预期。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园