

分析师: 余典
登记编码: S0730524030001
yudian@ccnew.com 021-50586328

海外新机遇, 稳定分红释放长期价值

——宇通客车(600066)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

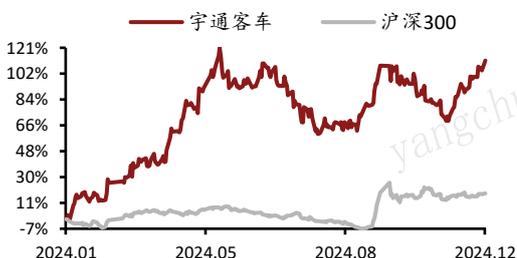
市场数据(2024-12-30)

收盘价(元)	26.24
一年内最高/最低(元)	29.50/13.34
沪深 300 指数	3,999.05
市净率(倍)	4.47
流通市值(亿元)	580.94

基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	5.86
每股经营现金流(元)	2.05
毛利率(%)	21.33
净资产收益率_摊薄(%)	18.73
资产负债率(%)	56.75
总股本/流通股(万股)	221,393.92/221,393.92
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《宇通客车(600066)公司点评报告: 11月销量同环比增长, 新能源、出口持续向好》2024-12-13

《宇通客车(600066)公司点评报告: 10月销量同比高增, 新能源客车需求加速》2024-11-15

《宇通客车(600066)公司点评报告: 2024Q3业绩同比高增, 分红加强股东回报》2024-10-31

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点:

- 公司持续保持大中型客车行业龙头地位, 坚持新能源驱动。公司主力产品为大中型客车, 销量占比持续超 80%, 2023 年公司大中客市场占有率 36.1%, 同比提升 8 个百分点。公司新能源客车销量占比由 2014 年 12.1% 持续增长至 2018 年的 40.7%。
- 公司出口新增长动能, 细分市场出口行业前列。公司出口持续上量, 2022/2023 年公司出口增速分别为 15.6% 和 78.9%, 国内销量同比下滑 33.6%/增长 7.5%, 内需有所修复但仍弱于出口表现。细分市场表现来看, 2024 年 1-11 月公司座位客车、公交客车出口市占率均稳居行业第一。
- 海外业务持续向好, 分红维持高位水平。公司对欧洲地区的出口量增加, 受益于出口区域结构持续优化, 公司单车 ASP 提升, 加速盈利弹性释放。公司经营活动现金流表现明显优于行业可比公司, 2019 年开始公司连续 5 年派息率超过 100%。公司未来资本开支预计保持低位以及折旧摊销费用的下滑, 现金流还将持续支撑高分红。
- 投资建议: 随着十四五交通规划落地、公共领域车辆全面电动化试点建设推进以及“以旧换新”政策提振, 同时旅游业持续复苏以及海外市场恢复, 预计客车行业需求将持续向上, 公司行业龙头有望充分受益行业上行周期。预计公司 2024-2026 年营业收入分别 344.24/398.64/465.21 亿元, 同比增速分别为 +27.3%/+15.8%/+16.7%, 归母净利润分别为 32.46/41.61/50.22 亿元, 同比增速分别为 +78.65%/+28.18%/+20.68%, 对应 EPS 分别 1.47/1.88/2.27 元, 对应 PE 估值分别为 17.90/13.96/11.57 倍, 维持公司“买入”投资评级。

风险提示: 国内市场需求复苏低于预期、行业政策执行力度不及预期、海外市场拓展不及预期

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,799	27,042	34,424	39,864	46,521
增长比率(%)	-6.17	24.05	27.30	15.80	16.70
净利润(百万元)	759	1,817	3,246	4,161	5,022
增长比率(%)	23.68	139.36	78.65	28.18	20.68
每股收益(元)	0.34	0.82	1.47	1.88	2.27
市盈率(倍)	76.53	31.97	17.90	13.96	11.57

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

内容目录

1. 深耕客车行业多年，大中型客车龙头	4
1.1. 公司概况	4
1.2. 穿越市场周期大中客市占率稳居行业第一	6
1.3. 坚持新能源驱动，布局燃料电池车	7
1.4. 内需持续修复，公司出口新增长动能	9
2. 海外业务持续向好，分红维持高位水平	12
2.1. 出口结构持续优化，盈利弹性加速释放	12
2.2. 现金流良好，持续加强股东回报	14
3. 盈利预测与投资建议	16
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权关系 (截止 2024 年三季度)	5
图 3: 公司主营客车产品车型	5
图 4: 2006-2024 年行业客车销量及同比增速	6
图 5: 2005-2024 年行业客车分车型销量增速	6
图 6: 2010-2024 年宇通客车销量及同比增速	6
图 7: 2019-2024 年宇通客车大中型客车销量及市占率	6
图 8: 2009-2024 年公司分车型销量结构	7
图 9: 2014-2023 年公司分能源销量结构	7
图 10: 2024 年 1-11 月新能源客车销量排名	8
图 11: 郑汴洛濮氢能示范应用轴带	9
图 12: 宇通燃料电池公交客车	9
图 13: 2024 年 1-11 月行业客车出口主要国家	10
图 14: 2019-2024 年客车分车型出口量占比	10
图 15: 2023-2024 年客车各细分市场出口情况	10
图 16: 2014-2023 年公司国内与出口销量占比	11
图 17: 2015-2024 年公司国内与出口销量同比增速	11
图 18: 2015-2023 年公司大中客内销及出口情况	12
图 19: 2024 年 1-11 月客车企业客车出口量情况	12
图 20: 行业新能源客车出口优势持续	12
图 21: 公司营业收入及同比增速	13
图 22: 公司归母净利润及同比增速	13
图 23: 2015-2023 年公司分产品收入	13
图 24: 公司部分地区出口销量情况	13
图 25: 公司单车 ASP 不断提升	13
图 26: 2015-2024 年主要客车企业销售毛利率	14
图 27: 2015-2023 年公司国内外毛利率情况	14
图 28: 2015-2024 年公司各项费用率情况	14
图 29: 2009-2024 年公司资本开支	15
图 30: 2009-2024 年公司在建工程	15
图 31: 2019-2023 年公司折旧摊销费用及收入占比	15
图 32: 2018-2024 年主要客车企业经营活动现金流净额	16

图 33: 2018-2024 年公司现金分红情况.....	16
表 1: 公司主要产能规划.....	5
表 2: 公司自主研发新能源核心技术	7
表 4: 宇通集团氢能与燃料电池汽车战略规划.....	9
表 3: 2024 年以来公司部分出口订单.....	11
表 4: 可比公司估值 (截至 2024 年 12 月 30 日)	16

yangchun@botongcap.cn via Wind

yangchun@botongcap.cn via Wind

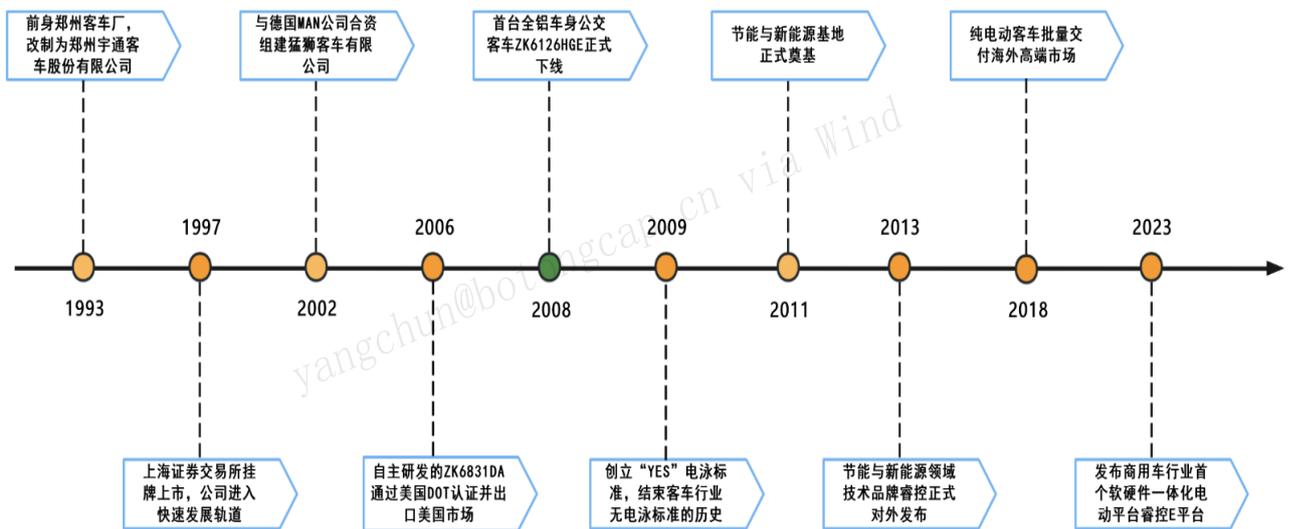
yangchun@botongcap.cn via Wind

1. 深耕客车行业多年，大中型客车龙头

1.1. 公司概况

宇通客车前身为郑州客车厂，1993年改制为郑州宇通客车股份有限公司，实现了工厂制向公司制的历史性变革，并于1997年在上海证券交易所挂牌上市，公司进入快速发展轨道。2000-2010年，公司以技术创新和市场开拓为核心驱动力，2006年公司出口美国市场，2010年公司率先成为国内年销量突破4万辆客车企业。2010-2020年，公司持续布局新能源领域并开拓全球市场，2013年发布新能源技术品牌睿控，加快出口步伐，逐步覆盖“一带一路”沿线国家及欧洲、美洲等市场。2020-2024年，公司智能化驱动，强化自动驾驶、车联网技术的研发，探索智能交通整体解决方案，2020年宇通智能网联整体解决方案相继落地，国内首条L4级网约巴士线路完成建设，2023年公司发布睿控E平台迈入新时代。

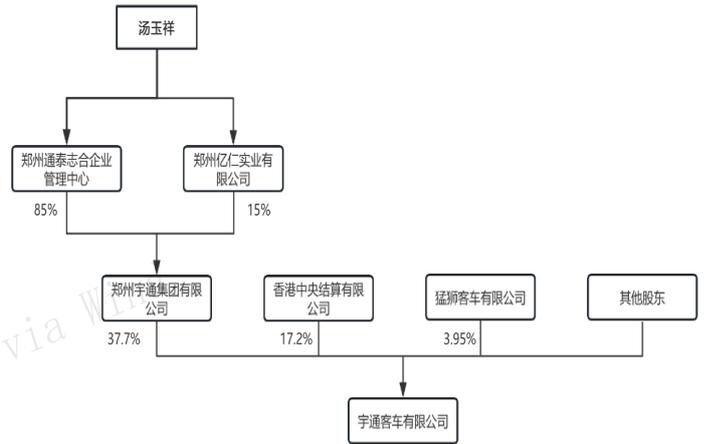
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、中原证券研究所

公司股权结构清晰稳定，管理层有效激励。宇通客车实际控制人是以董事长汤玉祥为首的管理层，公司控股大股东为郑州宇通集团有限公司，直接持股 37.7%，间接通过猛狮客车持股 3.95%，共合计持股 41.65%。公司 2003 年完成管理层收购，经营者持股增加，激励效应提升，股东利益与管理层深度绑定，有效减少代理成本，提高企业价值和股东财富。

图 2：公司股权关系（截止 2024 年三季度报）



资料来源：Wind、中原证券研究所

公司集客车产品研发、制造与销售为一体，主要产品可满足 5 米至 18 米不同长度的市场需求，公交客车、客运客车、旅游客车、通勤客车、校车、景区车、机场摆渡车以及客车专用车等各个细分使用场景均有丰富成熟的产品布局。公司使用募集资金和自有资金进行了三次较大规模的技术改造，分别于 1998 年、2000 年和 2012 年三次配股，形成了目前的三个生产基地，分别为十八里河厂区、新能源厂区、专用车厂区，全部生产基地均位于郑州，合计产能 6.5 万辆/年。

图 3：公司主营客车产品车型



资料来源：公司官网、中原证券研究所

表 1：公司主要产能规划

公司主要工厂	设计产能（辆）	生产车型
宇通客车股份有限公司（十八里河厂区）	30000	大中型客车, FCV 客车; EV 客车: C11E, 宇光 E8, 宇光 E8 MAX, C8E
宇通客车股份有限公司新能源客车分公司（新能源厂区）	30000	节能客车, 新能源客车
宇通客车股份有限公司客车专用车分公司（专用车厂区）	5000	EV 轻型卡车(计划), EV 中重型卡车(计划)
合计	65000	

资料来源: MarkLines, 中原证券研究所

1.2. 穿越市场周期大中客市占率稳居行业第一

2009-2022 年客车行业经历一波完整的上下行周期,从 2009 年新能源客车采购补贴开始,受新能源客车补贴刺激以及城镇化进程的推进,2015 年行业销量达到峰值。2017-2020 年补贴标准持续退坡以及透支效应影响,行业销量连续下滑。2021 年销量同比反弹,2022 年新能源客车补贴最后一年,销量跌至谷底,2023 年行业销量复苏趋势明显。

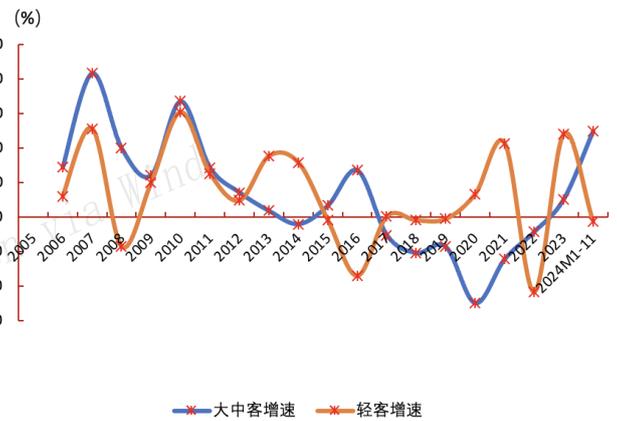
大中客销量开始回暖,轻客推动行业修复重要动能。2016 年行业大中客销量达到峰值 17 万辆后行业持续下行,主要由于座位客车受高铁、私家车冲击影响较大,以及公交客车电动化放缓,2023 年大中客销量需求缓慢复苏,实现销量 8.7 万辆,同比实现正增长 5.1%。轻客需求持续增长,2023 年实现销量 39.1 万辆,同比增长 24%,是推动客车需求复苏的重要动能。

图 4: 2006-2024 年行业客车销量及同比增速



资料来源: 中汽协, 中原证券研究所

图 5: 2005-2024 年行业客车分车型销量增速



资料来源: 中汽协, 中原证券研究所

公司主力产品为大中型客车,销量占比持续超 80%。公司持续保持大中型客车行业龙头地位,2023 年全年宇通客车累计销量 3.65 万辆,同比增长 20.93%,大型、中型客车(含底盘)销量分别达到 1.94 万辆和 1.24 万辆,同比分别增长 65%和 3.4%,总体市场占有率 36.13%,同比提升 7.95 个百分点,产销量稳居行业第一。

图 6: 2010-2024 年宇通客车销量及同比增速



图 7: 2019-2024 年宇通客车大中型客车销量及市占率



资料来源：Wind，中原证券研究所

资料来源：Wind，中原证券研究所

1.3. 坚持新能源驱动，布局燃料电池车

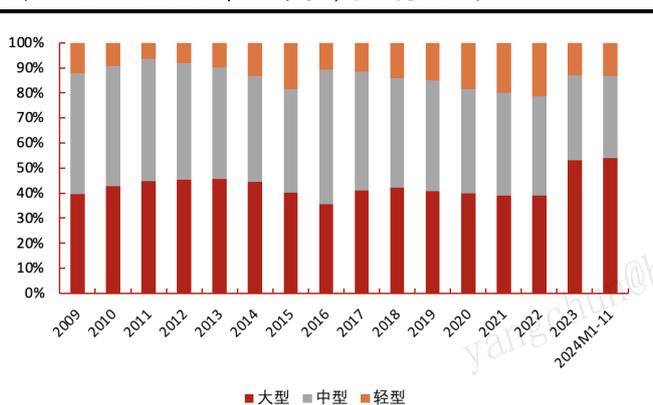
公司顺应行业周期，新能源客车销量占比提升迅速。公司坚持新能源化，自主研发新能源核心技术实现产业链自主可控，2014年公司新能源客车销量占比为12.1%，2015年公交客车电动化需求驱动公司新能源客车销量爆发式增长，同比增速高达176.1%，销量占比迅速提升至30.5%，2016年公司客车销量达到峰值7.1万辆，公司新能源客车销量占比持续增长至2018年的40.7%。

表 2：公司自主研发新能源核心技术

电池	自研动力电池氦气保护系统，研发高安全电池，2米深72小时防水，1300℃防火，体积密度提升38%，空间节约40%。
电机	电机高效区工况匹配设计，全损耗分离与优化，最高效率≥97.5%。
电控	研发集中式电控平台，实现软硬件解耦，提升功能升级便利性，开发基于交通信息融合的预测节能控制技术，实现线路节能大于8%。
电驱	开发多合一动力域控制器，整车集成度高，系统降重50%。采用碳化硅模组，最高效率99.5%，整车能耗降低3%-5%。
电桥	开发平行轴式电驱桥，省去传动轴和螺旋伞齿，提高系统集成度，动力系统减重49%，最高效率93%，整车能耗降低15%，提升电驱系统经济性。
热管理	自研基于多源低温热泵和多通液流阀的一体化热管理系统，实现热能梯次利用和余热回收，热管理系统低温能耗降低30%以上，整车低温续航里程提升10%以上。
充电	研发顶置自动充电系统(载流能力1,000A)，充电更安全高效。

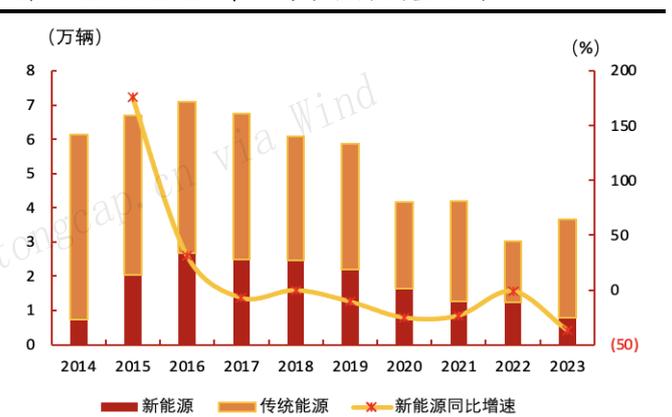
资料来源：公司官网，中原证券研究所

图 8：2009-2024 年公司分车型销量结构



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 9：2014-2023 年公司分能源销量结构



资料来源：客车信息网，中原证券研究所

政策再加码提振新能源客车需求，2024年7月31日交通运输部、财政部印发《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》，每辆车平均补贴6万元，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，补贴力度超过预期。此次补贴资金申请截止日期为2025年1月20日，预计四季度更新申请节奏加快。根据中客网

数据，2024年1-11月，行业6米以上新能源客车累计销量3.94万辆，同比+22.9%，增幅较1-10月扩大8.2pct，政策激励效果凸显。公司作为新能源客车龙头企业将有望持续受益，2024年1-11月，公司累计销售6米以上新能源客车8844辆稳居行业榜首，同比+64.0%，市场份额高达22.4%。

图 10：2024 年 1-11 月新能源客车销量排名



资料来源：客车信息网，中原证券研究所

公司助力河南省氢能示范应用项目不断拓展。“双碳”政策的持续推动下，氢能逐渐在节能减排、低碳发展领域发挥越来越重要的作用。2021年财政部等五部门下发《关于启动新一批燃料电池汽车示范应用工作的通知》，正式批准河南省郑州城市群启动实施燃料电池汽车示范应用工作，示范期4年，将有力推动河南新能源汽车产业和氢能及储能未来产业的发展。2022年《河南省氢能产业发展中长期规划（2022—2035年）》提出，到2025年推广各类氢燃料电池汽车5000辆以上，车用氢气供应能力达到3万吨/年，建成3—5个绿氢示范项目，以国家燃料电池汽车示范应用郑州城市群及郑汴洛濮氢走廊为重点领域发展燃料电池产业。公路客车新能源化稳步推进，2023年11月，工信部等8部门印发《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》，确定郑州等15个城市为此次试点城市，为新能源汽车全面市场化拓展和绿色低碳交通运输体系建设发挥示范带动作用。

公司积极探索燃料电池与氢能一体化解决方案，燃料电池系统平台具备低氢耗(12米燃料电池公交车氢耗4.43kg/100km)、长寿命(运行11,062小时衰减1.8%)、低温环境适应性好(在-30℃低温下服务冬奥会)三大优势。公司携郑州公交积极开展燃料电池商用车规模化整车示范应用，助力氢能产业发展。郑州公交2018年率先开启氢燃料公交试运营，开通全省首条氢燃料电池客车示范专线，2019年采购200台宇通燃料电池公交车，为郑州市成功入围“燃料电池汽车示范应用城市群”奠定了“硬件基础”，2022年又与宇通客车签订100台燃料电池公交车大单，2023年11月随着新车交付使用，郑州公交运营氢燃料公交车达到423辆，郑州市已推广应用氢燃料电池车辆超过1300辆，迈入燃料电池汽车示范应用新阶段。

图 11: 郑汴洛濮氢能示范应用轴带



资料来源:《河南省氢能产业发展中长期规划(2022—2035年)》, 中原证券研究所

图 12: 宇通燃料电池公交客车



资料来源: 宇通集团官网, 中原证券研究所

表 4: 宇通集团氢能与燃料电池汽车战略规划

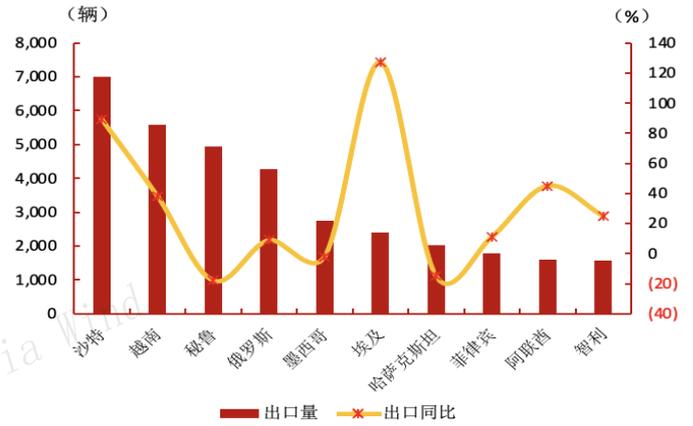
年份	2022 年	2025 年	2030 年	
销量规划	500-1000 辆/年	≥5,000 辆/年	≥20,000 辆/年	
产品	客车	做好示范运营保障, 探索燃料电池与氢能一体化解决方案	实现小批量推广	逐步向海外高端市场切入, 实现一定量的推广
	卡车	完成产品开发和示范推广	提供区域氢能解决方案, 实现产品批量推广	巩固并强化卡车市场地位, 寻求新的应用场景
	环卫/重工	--	产品批量推广	产品出口海外市场

资料来源: MarkLines、中原证券研究所

1.4. 内需持续修复, 公司出口新增长动能

随着海外客车需求的恢复性增长, 中国客车企业凭借强大的产业链及产品技术优势出口表现亮眼, 成为推动客车销量增长的重要细分市场。根据客车统计信息网数据显示, 2023 年, 行业客车累计出口量 4.35 万辆, 同比增长 41.25%, 2024 年 1-11 月, 行业客车累计出口 5.5 万辆, 同比增长 38.7%, 行业客车主要出口区域为亚非拉以及欧洲地区, 随着一带一路政策拉动客车需求恢复以及全球减碳背景下海外新能源客车的持续渗透, 海外仍有较大出口空间。

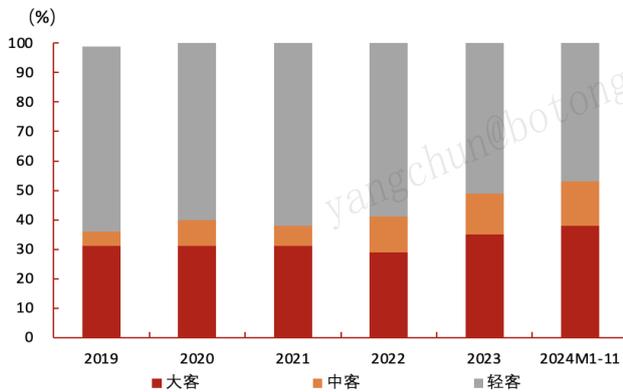
图 13: 2024 年 1-11 月行业客车出口主要国家



资料来源: 海关总署, 中原证券研究所

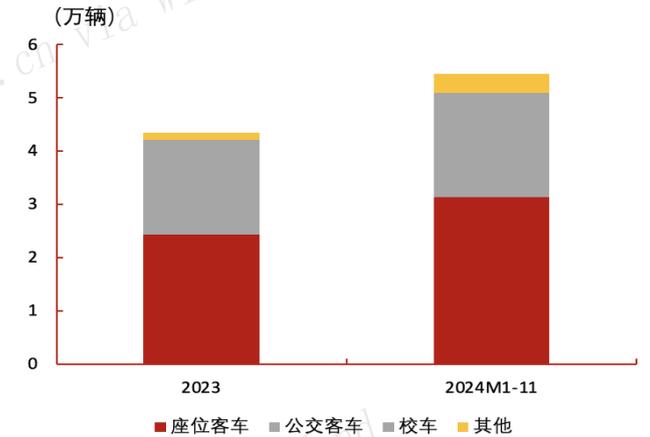
大中型客车出口回暖, 轻客出口表现偏弱。2023 年大中客实现出口 3.2 万辆, 同比增长 48.6%, 销量占比由 2022 年的 41.7% 提升至 74.0%; 轻客累计出口 1.1 万辆, 同比增长 24.8%。行业客车出口车型集中在座位客车和公交客车, 2024 年 1-11 月, 座位客车和公交客车出口量分别达到 3.1 万辆和 1.9 万辆, 同比分别增长 45.2% 和 19.6%。

图 14: 2019-2024 年客车分车型出口量占比



资料来源: 乘联会, 中原证券研究所

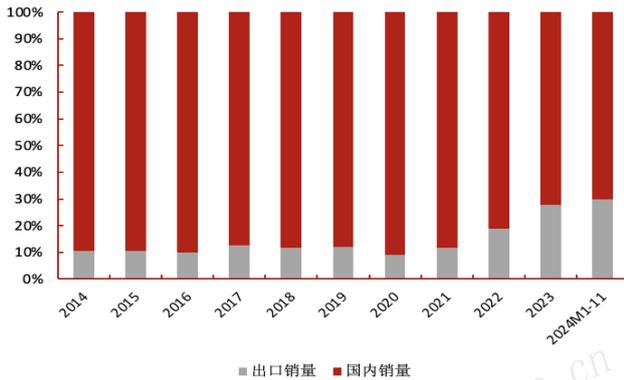
图 15: 2023-2024 年客车各细分市场出口情况



资料来源: 客车信息网, 中原证券研究所

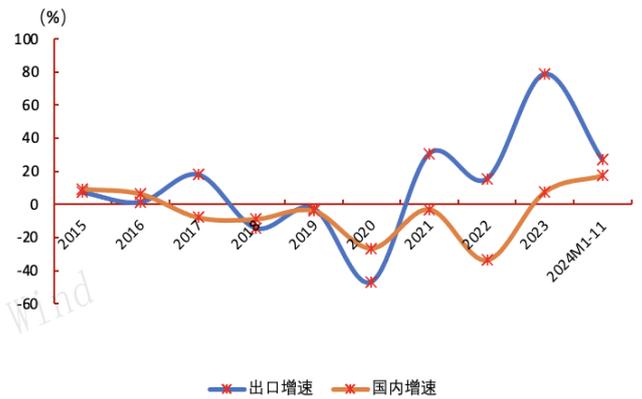
内需持续修复, 公司出口新增长动能。近两年受益于海外客车市场需求恢复以及海外新能源客车需求增长, 公司出口销量占比不断提升, 形成覆盖美洲、非洲、亚太、独联体、中东、欧洲等六大区域的发展布局。2022/2023 年公司出口量分别为 0.57/1.02 万辆, 同比分别增长 15.6% 和 78.9%, 出口销量占公司总销量由 2021 年 18.9% 提升至 2023 年的 27.9%。2022/2023 年公司国内销量分别为 2.45/2.64 万辆, 同比下滑 33.6%/增长 7.5%, 内需有所修复但仍弱于出口增速。2023 年公司大中型客车国内、出口销量分别为 2.16 万辆和 1.01 万辆, 同比分别增长 19.4% 和 81.1%。

图 16: 2014-2023 年公司国内与出口销量占比



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 17: 2015-2024 年公司国内与出口销量同比增速



资料来源: 客车信息网, 中原证券研究所

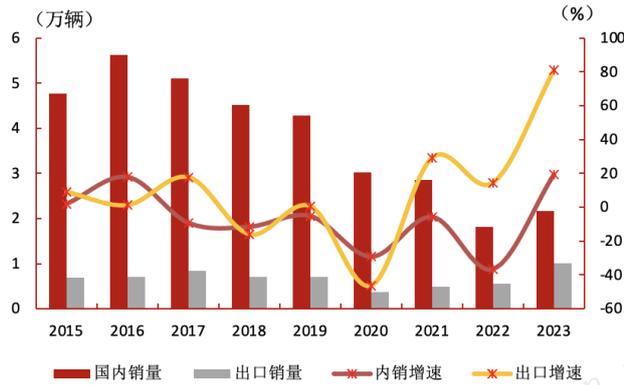
表 3: 2024 年以来公司部分出口订单

日期	出口订单
2024 年 2 月	214 辆纯电动客车交付智利, 刷新宇通在智利市场单笔交付量最大的新能源客车订单记录
2024 年 3 月	希腊首次批量引入 250 辆纯电动公交, 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
2024 年 5 月	46 辆宇通高端机场摆渡车批量进口西班牙, 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 8 月	宇通在蒙古公共交通市场实现首次突破, 600 辆宇通 ZK6116HG 公交订单陆续交付
2024 年 11 月	分别新交付墨西哥和哈萨克斯坦 274 辆宇通客车和 100 辆双源无轨电车, 截止 11 月, 公司在拉美地区的累计保有量已超 2.8 万辆

资料来源: 公司官网, 中原证券研究所

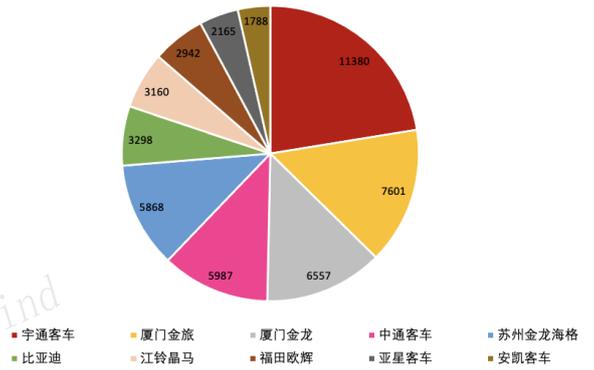
公司出口表现强势, 各细分市场市占率稳居行业前列。2024 年 1-11 月, 公司客车出口 1.14 万辆, 同比增长 27.1%, 市场份额高达 20.9%。细分市场表现来看, 公司座位客车、公交客车出口量分别达到 6274 辆和 4976 辆, 同比分别增长 26.7%和 28.2%, 市占率分别达到 20.1%和 25.8%, 均稳居行业第一。新能源客车出口优势持续, 1-11 月行业新能源客车实现出口 1.31 万辆, 同比+25.3%。公司新能源客车出口销量 1893 辆, 同比大增 70.7%, 市场份额为 14.5%, 公司以 YEA 平台为代表的技术逐步走向全球。

图 18: 2015-2023 年公司大中客内销及出口情况



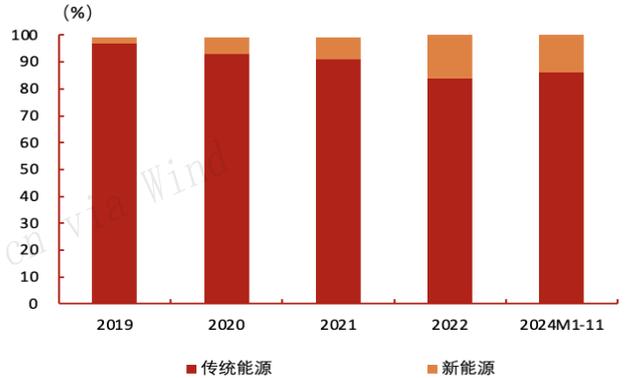
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 19: 2024 年 1-11 月客车企业客车出口量情况



资料来源: 客车信息网, 中原证券研究所

图 20: 行业新能源客车出口优势持续



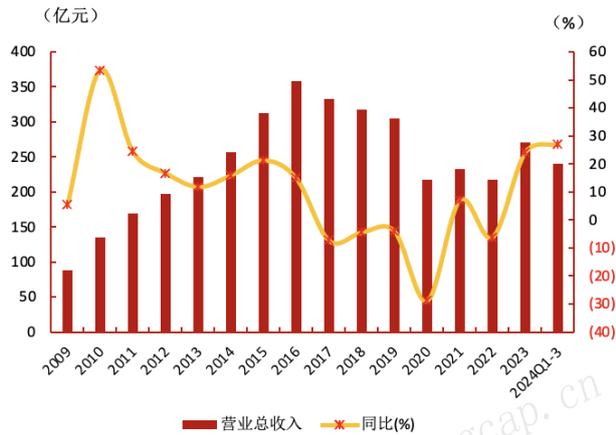
资料来源: 乘联会, 中原证券研究所

2. 海外业务持续向好, 分红维持高位水平

2.1. 出口结构持续优化, 盈利弹性加速释放

公司业绩表现与销量波动一致, 2016 年公司抓住新能源机遇, 实现营业收入 358.5 亿元达到历史峰值。公司主要收入来源为客车产品收入, 海外业务收入占比不断提升, 由 2015 年 36.4 亿元提升至 2023 年 104.1 亿元, 收入占比提升至 2023 年 38.5%。公司对欧洲地区的出口量增加, 受益于出口区域结构持续优化, 公司单车 ASP 不断提升, 同时出口单车 ASP 高于国内单车 ASP 近一倍, 加速盈利弹性释放。2024 年前三季度公司实现营业收入 240.75 亿元, 同比 +27.04%; 实现归母净利润 24.32 亿元, 同比 +131.49%。

图 21: 公司营业收入及同比增速



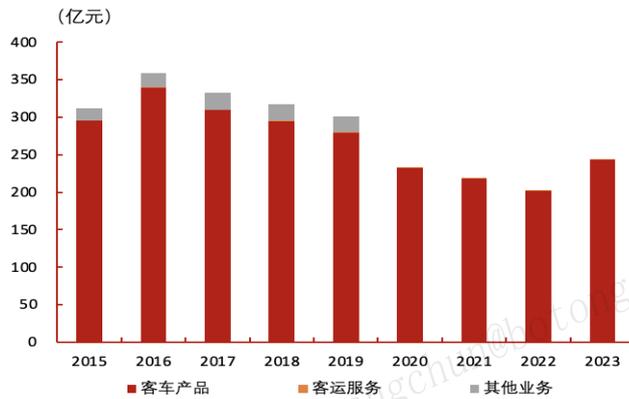
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 22: 公司归母净利润及同比增速



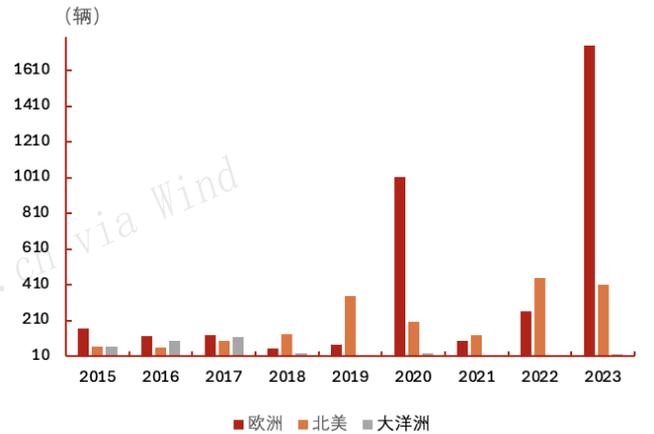
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 23: 2015-2023 年公司分产品收入



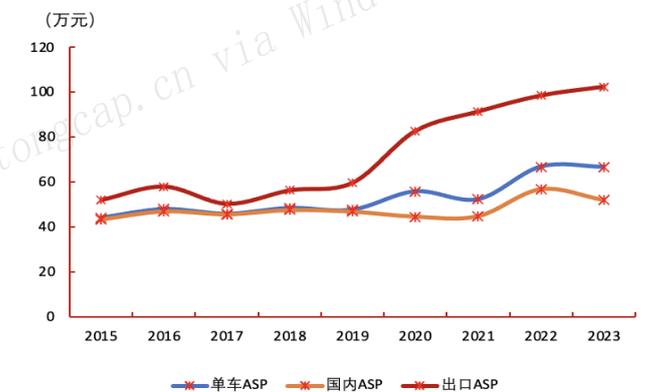
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 24: 公司部分地区出口销量情况



资料来源: MarkLines, 中原证券研究所

图 25: 公司单车 ASP 不断提升

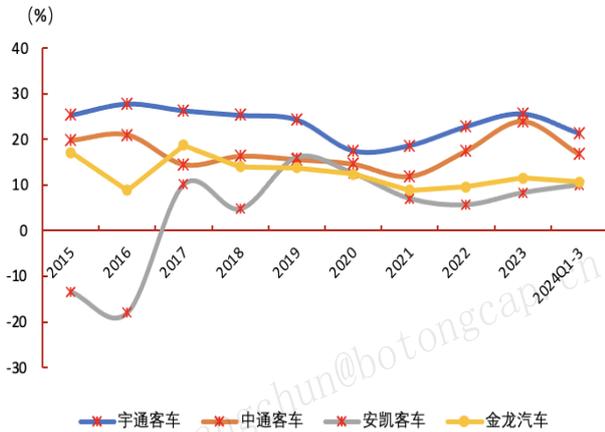


资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券研究所

公司毛利率持续领先行业可比公司, 盈利能力保持稳健。2020年受销量波动毛利率有所下滑, 2021年毛利率持续回升。2024Q3公司单季度毛利率为12.32%, 剔除会计准则调整影响, 公司毛利率为23.9%, 同环比分别+0.8pct/-2.2pct, 环比下滑主要受销量季节波动影响。公司

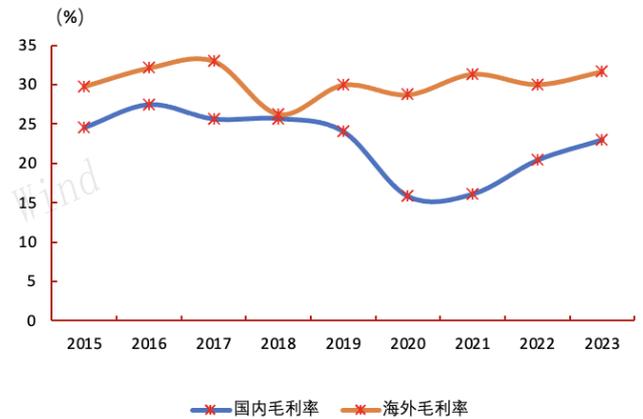
海外业务毛利率明显高于国内，2023 年公司国内、海外业务毛利率分别为 23%和 31.7%，伴随海外销量占比的不断提升，公司盈利能力显著提高。

图 26: 2015-2024 年主要客车企业销售毛利率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 27: 2015-2023 年公司国内外毛利率情况



资料来源: Wind, 中原证券研究所

2.2. 现金流良好, 持续加强股东回报

公司费用管控水平良好, 2023 年期间费用率降至 15.4%, 2024Q3 期间费用率追溯调整后为 14.3%, 同环比分别-0.4/-0.5pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.9/2.1/4.8/-0.14%, 同比分别-0.4/-0.1/-0.2/-0.3pct, 环比分别-1.4/-0.2/+0.4/+0.6pct。2009-2016 年行业上行, 公司渠道开拓阶段需要较大投入, 销售费用率稳定上升, 伴随行业周期下行, 公司销售费用率波动较大逐步下滑。公司管理费用率 2017 年下滑后保持稳定, 体现了公司规模效应摊薄折旧能力较强。

图 28: 2015-2024 年公司各项费用率情况

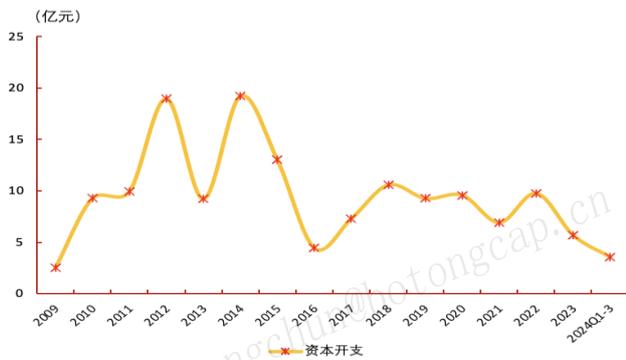


资料来源: Wind, 中原证券研究所

公司产能充沛资本开支逐渐下行。2011 年公司节能新能源客车工厂动工建设, 投资总额 24.4 亿元, 2012 年公司增加投入 14.3 亿元进行技术改造及扩建, 2012/2014 年公司资本开支达到峰值 19 亿元。公司主要在建项目完成建设, 产能投放 2016 年前基本完毕, 在建工程持续减少, 2022/2023 年公司在建工程分别为 2.81/1.9 亿元。公司产能充沛进入成熟期, 短期内没有大规模扩张, 预计资本开支需求降低进入下行轨道, 2023 年资本开支降至 5.7 亿元。

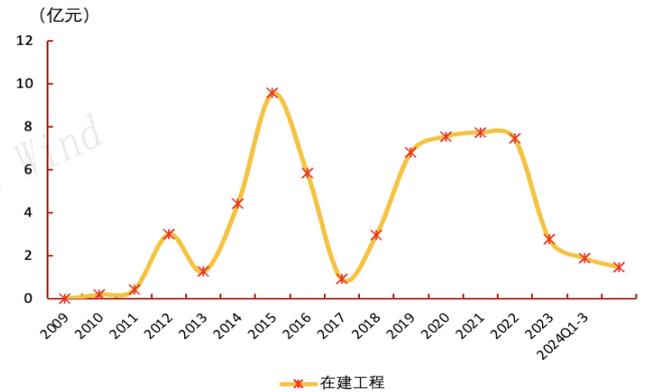
公司采用双倍余额递减法加速计提折旧，2013-2015 年折旧摊销费用快速增长，2015 年后折旧摊销费用处于高位。2023 年公司折旧摊销费用 7.32 亿元，同比下滑 16.3%，若无重大资本开支，2023 年后公司折旧摊销费用有望持续下降。

图 29：2009-2024 年公司资本开支



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 30：2009-2024 年公司在建工程



资料来源：Wind，中原证券研究所

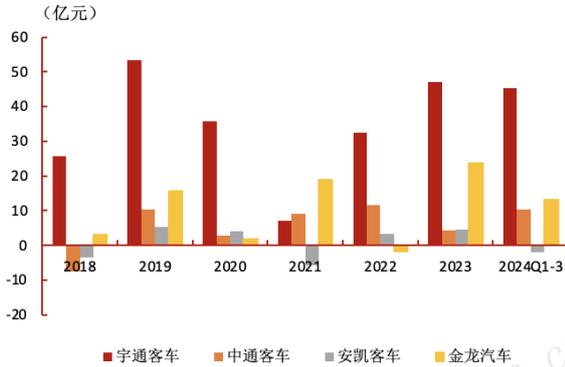
图 31：2019-2023 年公司折旧摊销费用及收入占比



资料来源：Wind，中原证券研究所

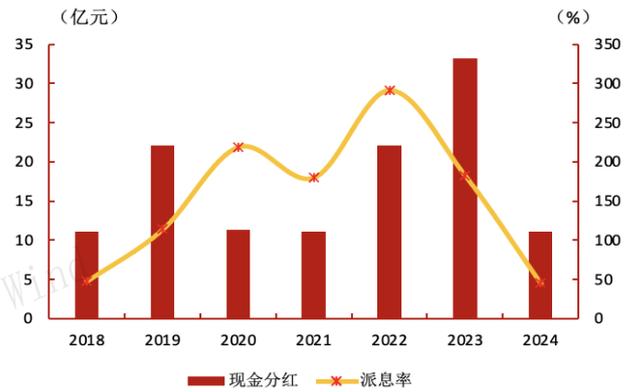
公司现金流状况良好，持续加强股东回报。公司经营活动现金流表现明显优于行业可比公司，2022/2023 年公司经营活动现金流净额分别为 32.5/47.2 亿元，同比分别增长 354.5%/45%，经营性现金流大幅增长均高于同期归母净利润。公司将持续稳定的分红作为公司回报投资者的重要举措之一，2019 年开始公司连续 5 年派息率超过 100%，2024 年前三季度公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元（含税），合计拟派发现金红利 11.1 亿元，现金分红比例达 45.5%，公司未来资本开支预计保持低位以及折旧摊销费用的下滑，现金流还将持续支撑高分红。

图 32: 2018-2024 年主要客车企业经营活动现金流净额



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 33: 2018-2024 年公司现金分红情况



资料来源: Wind, 中原证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

随着十四五交通规划落地、公共领域车辆全面电动化试点建设推进以及“以旧换新”政策提振,同时旅游业持续复苏以及海外市场恢复,预计客车行业需求将持续向上,公司行业龙头有望充分受益行业上行周期。预计公司 2024-2026 年营业收入分别 344.24/398.64/465.21 亿元,同比增速分别为+27.3%/+15.8%/+16.7%,毛利率分别为 22.85%/23.49%/23.73%。归母净利润分别为 32.46/41.38/49.85 亿元,同比增速分别为+78.65%/+27.47%/+20.46%,对应 EPS 分别 1.47/1.87/2.25 元,按照 12 月 30 日 26.24 元/股收盘价计算,对应 PE 估值分别为 17.90/13.96/11.57 倍。选取中通客车/金龙汽车/福田汽车作为可比公司,2024-2026 年 PE 均值分别为 36.18/18.22/13.44,公司估值低于平均水平,具备更高估值溢价空间,维持公司“买入”投资评级。

表 4: 可比公司估值 (截至 2024 年 12 月 30 日)

证券代码	公司名称	总市值 (亿)	归母净利润 (亿)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000957.SZ	中通客车	67.24	2.89	4.21	5.31	23.26	15.99	12.66
600686.SH	金龙汽车	109.1	1.76	4.45	6.44	61.97	24.51	16.94
600166.SH	福田汽车	205.1	8.80	14.49	19.13	23.31	14.15	10.72
可比公司 PE 均值						36.18	18.22	13.44
600066.SH	宇通客车	580.94	32.46	41.38	49.85	17.90	13.96	11.57

资料来源: 中原证券研究所, Wind(可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期)

4. 风险提示

国内市场需求复苏低于预期、行业政策执行力度不及预期、海外市场拓展不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	18,998	19,614	26,530	31,393	37,933
现金	7,035	6,434	12,867	16,925	21,629
应收票据及应收账款	4,356	4,215	4,858	5,599	6,338
其他应收款	916	1,021	1,262	1,440	1,680
预付账款	673	736	930	976	1,135
存货	4,894	4,513	4,954	5,147	5,886
其他流动资产	1,124	2,695	1,659	1,306	1,264
非流动资产	11,000	11,243	10,753	10,649	10,689
长期投资	997	650	730	810	890
固定资产	4,161	4,172	4,227	4,243	4,200
无形资产	1,565	1,544	1,572	1,599	1,625
其他非流动资产	4,277	4,878	4,224	3,997	3,975
资产总计	29,998	30,857	37,283	42,042	48,622
流动负债	12,580	13,684	17,582	19,560	22,773
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	7,501	7,143	9,296	10,167	11,827
其他流动负债	5,079	6,541	8,286	9,393	10,946
非流动负债	2,822	3,116	3,546	3,542	3,549
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,822	3,116	3,546	3,542	3,549
负债合计	15,402	16,800	21,127	23,102	26,322
少数股东权益	123	138	174	216	267
股本	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
资本公积	1,494	1,506	1,506	1,506	1,506
留存收益	10,505	10,113	12,243	14,985	18,294
归属母公司股东权益	14,473	13,919	15,982	18,724	22,034
负债和股东权益	29,998	30,857	37,283	42,042	48,622

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,254	4,717	7,330	5,874	6,957
净利润	768	1,840	3,282	4,203	5,072
折旧摊销	875	732	676	764	800
财务费用	69	29	0	0	0
投资损失	-199	-153	-103	-120	-140
营运资金变动	1,333	1,281	3,188	807	865
其他经营现金流	408	989	286	220	358
投资活动现金流	-399	-3,174	-161	-393	-547
资本支出	-855	-450	-699	-733	-706
长期投资	405	-2,735	20	220	20
其他投资现金流	51	11	518	120	140
筹资活动现金流	-1,437	-2,251	-726	-1,423	-1,706
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-49	0	0	0	0
资本公积增加	-293	11	0	0	0
其他筹资现金流	-1,095	-2,263	-726	-1,423	-1,706
现金净增加额	1,408	-735	6,434	4,058	4,704

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,799	27,042	34,424	39,864	46,521
营业成本	16,823	20,106	26,559	30,501	35,481
营业税金及附加	225	328	417	482	558
营业费用	1,639	1,955	1,377	1,595	1,861
管理费用	846	719	861	997	1,163
研发费用	1,694	1,568	1,790	2,073	2,233
财务费用	-78	-86	-96	-128	-135
资产减值损失	-126	-557	-210	-150	-160
其他收益	433	330	448	478	558
公允价值变动收益	-17	-1	-2	-2	-2
投资净收益	153	99	103	120	140
资产处置收益	54	47	34	40	47
营业利润	706	2,036	3,681	4,715	5,692
营业外收入	33	66	40	40	40
营业外支出	31	24	33	33	33
利润总额	708	2,078	3,688	4,722	5,699
所得税	-60	239	406	519	627
净利润	768	1,840	3,282	4,203	5,072
少数股东损益	9	22	36	42	51
归属母公司净利润	759	1,817	3,246	4,161	5,022
EBITDA	1,313	2,992	4,268	5,358	6,364
EPS (元)	0.34	0.82	1.47	1.88	2.27

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-6.17	24.05	27.30	15.80	16.70
营业利润 (%)	31.93	188.45	80.81	28.10	20.71
归属母公司净利润 (%)	23.68	139.36	78.65	28.18	20.68
获利能力					
毛利率 (%)	22.83	25.65	22.85	23.49	23.73
净利率 (%)	3.48	6.72	9.43	10.44	10.79
ROE (%)	5.25	13.05	20.31	22.22	22.79
ROIC (%)	3.25	14.22	19.77	21.58	22.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.34	54.45	56.67	54.95	54.14
净负债比率 (%)	105.52	119.52	130.77	121.97	118.04
流动比率	1.51	1.43	1.51	1.60	1.67
速动比率	0.98	0.88	1.11	1.25	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.89	1.01	1.01	1.03
应收账款周转率	4.53	6.71	8.06	8.06	8.21
应付账款周转率	3.29	4.45	6.00	5.57	5.53
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.82	1.47	1.88	2.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.47	2.13	3.31	2.65	3.14
每股净资产 (最新摊薄)	6.54	6.29	7.22	8.46	9.95
估值比率					
P/E	76.53	31.97	17.90	13.96	11.57
P/B	4.01	4.17	3.63	3.10	2.64
EV/EBITDA	7.31	7.66	10.60	7.69	5.73

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。