



大中客车领军者, 优质产品服务出海全球

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 大中客车领军者, 2024年市占率达到33.4%, 车型品类丰富。2) 大中客车行业高景气, 2024年中国大中客车销量同比增长30.4%, 国内座位客车、新能源公交需求增长, 海外市场需求旺盛。3) 公司前瞻布局升级新能源产品、智能网联产品和高端产品, 电动化、智能网联化、低碳化、轻量化技术领先, 产品和服务受到国内和海外客户认可, 有望获得更多市场份额。
- 内销+出口需求共振, 大中客车市场步入景气区间。** 2024年中国客车行业销售51.1万辆, 同比增长3.9%; 大中客车销售9.0万辆, 同比增长30.4%。国内市场方面, 旅游市场高热度, 推动座位客车需求增长; 新能源公交进入更换周期, 以旧换新和新能源公交政策密集出台促进公交客车需求快速增长。出口方面, 2024年中国客车出口12.5万辆, 同比增长16.0%; 大中型客车出口销量达4.7万辆, 同比增长45.3%。海外客车整体需求持续增长, 全球环保政策趋严带来新能源客车出口机会。大中客车行业呈现“一超多强”格局, 宇通客车为行业头部企业, 2024年市占率达到33.4%, 具备多方面优势, 有望获得更多市场份额。
- 前瞻布局深耕核心技术, 优质产品强化竞争优势。** 宇通客车在升级新能源产品、智能网联产品和高端产品领域加速布局。宇通客车拥有强大的研发团队和完善的研发体系, 2020年以来研发人员占比超过20%, 研发费用保持较高水平, 核心技术领先。升级新能源产品方面, 公司积极研发安全与节能技术, 并与宁德时代合作联合开发三电核心技术, 推出长寿命、高安全性、低能耗产品; 智能网联技术方面, 公司积极投入智能座舱、智能网联等新技术研究与应用; 高端化方面, 公司面向海内外开发U系列等高端产品, 持续强化竞争优势。
- 国内营销模式创新, 出口“制造服务型+解决方案”转型。** 公司国内营销模式创新, 向轻资产转化, 布局线下、线上多种营销渠道; 海外市场加力拓展, 海外渠道数量呈提升趋势, 海外客户服务经理人数不断增长, 2024H1超过370人。公司正在从“制造型+销售产品”向“制造服务型+解决方案”进行转型。独创中国制造出口的“宇通模式”, 由产品输出走向技术输出。公司致力于完善服务和配件供应体系, 与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全面、优质的服务和配件保障。
- 盈利预测与投资建议:** 客车行业持续复苏, 国内和出口需求快速增长, 公司作为客车行业龙头, 在新能源出海背景下竞争优势凸显, 业绩有望持续增长。预计公司2024-2026年归母净利润复合增速为43.3%, 给予公司2025年18倍PE, 目标价36.9元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 国内客车需求不及预期、旅游市场景气度不及预期、新能源公交车更新速度不及预期、海外客车需求不及预期、海外环保政策变动、电池等原材料价格上涨等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	270.42	367.80	427.55	483.30
增长率	24%	36%	16%	13%
归属母公司净利润(亿元)	18.17	40.48	45.39	53.43
增长率	139%	123%	12%	18%
每股收益EPS(元)	0.82	1.83	2.05	2.41
净资产收益率ROE	13%	25.8%	24.9%	24.8%
PE	31.61	14.19	12.65	10.75
PB	4.09	3.61	3.11	2.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlans@swsc.com.cn

分析师: 张雪晴
执业证号: S1250524100002
电话: 010-57758528
邮箱: zxqf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.14
流通A股(亿股)	22.14
52周内股价区间(元)	16.8-29.5
总市值(亿元)	574.30
总资产(亿元)	304.20
每股净资产(元)	5.86

相关研究

目 录

1 大中客车领军者，细分车型品类丰富	1
2 行业分析：内销+出口需求共振，客车市场步入景气区间	4
2.1 客车市场步入景气区间，大中客车行业集中度有所提升.....	4
2.2 客车整车企业处于产业链核心地位，上游电池成本降低.....	7
2.3 政策支持行业发展，以旧换新+新能源公交政策密集出台.....	9
2.4 新能源+出口成为重要增量，公交、座位客车需求复苏.....	10
2.5 结论：内销+出口需求共振，行业销量有望快速增长.....	18
3 公司分析：前瞻布局持续创新，优质产品服务强化竞争优势	20
3.1 前瞻布局把握行业发展机会.....	20
3.2 核心技术行业领先，产品高端化发展.....	22
3.3 国内市场领军品牌，多渠道融合+创新营销.....	24
3.4 出口产品竞争力强，海外渠道全方位布局，出口“制造服务型+解决方案”转型.....	27
4 财务分析	31
4.1 盈利能力稳步向好，净利率稳居行业榜首.....	31
4.2 偿债能力表现优异，流动比率表现突出.....	33
5 盈利预测与估值	34
5.1 盈利预测.....	34
5.2 相对估值.....	35
6 风险提示	35

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主要产品及用途.....	2
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 2019 年以来公司营业收入及增速.....	3
图 5: 2019 年以来公司归母净利润及增速.....	3
图 6: 公司分业务收入 (亿元).....	3
图 7: 公司分地区收入 (亿元).....	3
图 8: 公司毛利率.....	4
图 9: 公司净利率.....	4
图 10: 2009-2024 年客车市场发展历程.....	5
图 11: 中国客车历年销量 (万辆).....	5
图 12: 中国大中客车历年销量 (万辆).....	5
图 13: 中国大中客车销量市场集中度.....	6
图 14: 中国大中客车销量市场份额.....	7
图 15: 大中型客车产业链.....	7
图 16: 电池级碳酸锂价格 (万元/吨).....	8
图 17: 磷酸铁锂价格 (万元/吨).....	8
图 18: 中国新能源客车历年销量.....	11
图 19: 中国新能源客车渗透率.....	11
图 20: 中国客车出口销量.....	11
图 21: 中国大中客车出口销量.....	11
图 22: 客车企业出口销量.....	12
图 23: 客车出口市场份额.....	12
图 24: 客车出口至各地区销量占比.....	12
图 25: 客车出口至各地区金额占比.....	12
图 26: 燃油客车出口至各地区均价 (万元).....	13
图 27: 新能源客车出口至各地区均价 (万元).....	13
图 28: 纯电动和混动客车出口销量.....	14
图 29: 纯电动和混动客车出口销量占比.....	14
图 30: 中国客车企业新能源客车各地区出口销量结构.....	15
图 31: 中国客车企业各地区出口销量结构.....	15
图 32: 客车企业新能源客车出口销量 (辆).....	15
图 33: 客车企业出口销量结构.....	15
图 34: 中国公交客车保有量.....	16
图 35: 中国新能源公交客车保有量.....	16
图 36: 公交客车细分车型出口销量 (辆).....	17
图 37: 中国公交客车出口市场份额.....	17
图 38: 中国国内游客人次.....	17
图 39: 旅行社组织国内游客人次.....	17

图 40: 座位客车细分车型出口销量 (辆)	18
图 41: 座位客车出口市场份额	18
图 42: 宇通客车校车、新能源客车、出口前瞻布局	21
图 43: 研发人员占比	22
图 44: 研发费用率	22
图 45: 宇通睿控 E 平台总成	22
图 46: 宇通安睿通智能管理系统	23
图 47: 单车收入 (万元)	24
图 48: 单车净利润	24
图 49: 宇通客车获奖	25
图 50: 客车企业国内产品平均单车收入 (万元)	25
图 51: 宇通国内单车收入及毛利润	25
图 52: 客车企业国内合约经销商数量 (家)	26
图 53: 宇通线上营销渠道	26
图 54: 宇通客车国内销售渠道数量 (家)	26
图 55: 宇通客车国内售后渠道数量 (家)	26
图 56: 宇通客车金融整体解决方案内容	27
图 57: 宇通客车分期销售模式占比	27
图 58: 客车企业出口单车收入 (万元)	27
图 59: 宇通出口单车收入及毛利润	27
图 60: 宇通客车海外渠道数量 (家)	29
图 61: 宇通客车海外客户经理人数	29
图 62: 宇通客车出口销量 (万辆)	29
图 63: 宇通客车出口销量占比	29
图 64: 宇通海外配件中心库布局	30
图 65: 公司与可比公司毛利率 (%)	31
图 66: 公司与可比公司净利率 (%)	31
图 67: 公司与可比公司管理费用率 (%)	31
图 68: 公司与可比公司研发费用率 (%)	31
图 69: 公司与可比公司销售费用率 (%)	32
图 70: 公司与可比公司财务费用率 (%)	32
图 71: 公司与可比公司期间费用率 (%)	32
图 72: 公司与可比公司 ROA (%)	32
图 73: 公司与可比公司 ROE (平均) (%)	32
图 74: 公司与可比公司资产负债率 (%)	33
图 75: 公司与可比公司流动比率	33
图 76: 公司与可比公司总资产周转率 (次)	33
图 77: 公司与可比公司存货周转率 (次)	33
图 78: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	34
图 79: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	34

表 目 录

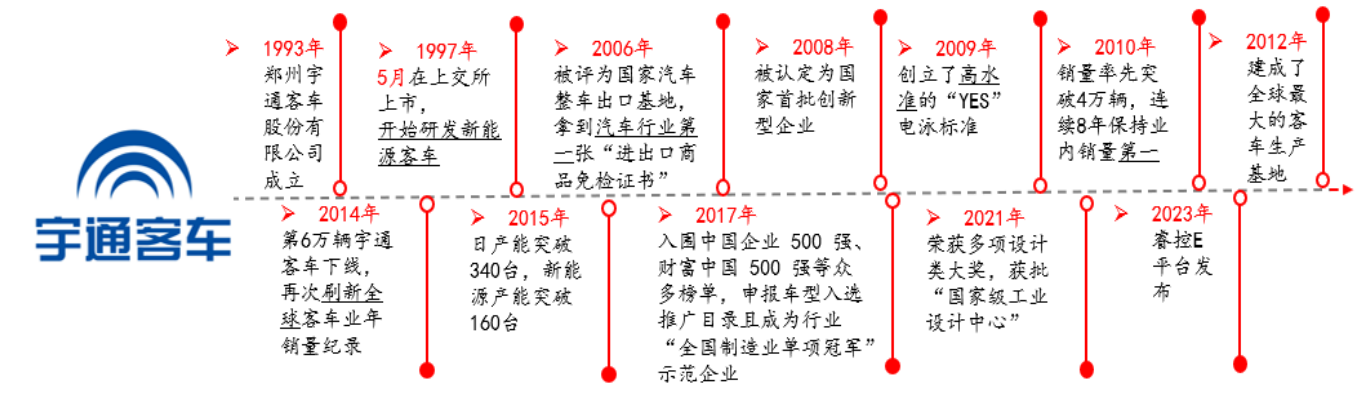
表 1: 2024 年 1-9 月纯电动客车整车-电池配套关系.....	8
表 2: 新能源公交及客车以旧换新政策支持行业发展.....	9
表 3: 客车主要企业出口市场.....	13
表 4: 国内销量预测.....	18
表 5: 新能源客车出口销量预测.....	19
表 6: 燃油客车出口销量预测.....	20
表 7: 宇通客车升级新能源产品、智能网联、高端化布局.....	21
表 8: 宇通客车“一国一策”模式.....	28
表 9: 客车企业海外渠道布局.....	28
表 10: 分业务收入及毛利率.....	34
表 11: 可比公司估值.....	35
附表: 财务预测与估值.....	36

1 大中客车领军者，细分车型品类丰富

宇通客车成立于1993年，1997年5月在上海证券交易所上市。公司主营客车产品研发、制造与销售，产品覆盖公路客运、旅游客运、公交客运、团体通勤、校车、景区车、机场摆渡车、自动驾驶微循环车、客车专用车等多个细分品类，可满足5米至18米不同长度的市场需求。截至2024年，公司大中型客车的销量连续22年稳居国内第一，行业龙头地位稳固。公司凭借卓越的产品力入选多个权威企业榜单，于2024年荣登《中国500最具价值品牌》排行榜，荣获2024年度卡思（CAACS）调查客车品牌第一名。

公司发展历程：公司前身河南省交通厅郑州客车修配厂（后更名郑州客车厂），于1963年成立，并推出河南省第一辆长途客车。1993年，郑州客车厂实行股份制改造，郑州宇通客车股份有限公司成立。2003年，公司国内销量1.5万台，成为国内大中型客车销量冠军。2006年，公司凭借在出口业务方面的优势，被评为国家汽车整车出口基地企业，拿到我国汽车行业第一张“进出口商品免检证书”。2008年，公司推出国内第一辆专业校车，参与国家标准制定，并被认定为国家首批创新型企业。2009年，创立高水准的“YES”电泳标准，结束了客车行业无电泳标准的历史，助力中国客车的涂装工艺达到国际先进水平。2010年，宇通客车年销量率先突破4万辆，连续8年保持业内销量第一。2012年，公司建成了全球最大的客车生产基地。2014年，公司生产的第6万辆客车下线，再次刷新全球客车业年销量纪录。2015年，公司日产能突破340台，新能源产能突破160台。2017年，公司入选中国企业500强、财富中国500强等多个权威企业榜单。2021年，公司荣获“红点奖”、“中国外观设计金奖”等大奖。2023年，宇通发布商用车行业首个软硬件一体化的电动专属平台-睿控E平台，迈入“硬件融合集成、软件在线升级”新时代。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

宇通客车细分车型品类丰富，产品广泛覆盖公路客运、旅游客运、公交客运、团体通勤、校车、景区车、机场摆渡车、自动驾驶微循环车、客车专用车等各个细分市场。在新能源客车领域，宇通具备全系列新能源客车研发制造及应用适配能力；在传统燃油客车领域，宇通的车型，涵盖大型、中型、小型等不同尺寸规格，可充分满足各类长途客运、城际公交、团体包车等运营场景需求；在专用客车领域，宇通针对机场摆渡、医疗救护、房车旅居等特殊用途打造了数十款特色车型，拥有从设计研发到生产制造的全流程核心技术与专业工艺，是全球少数能够提供全品类、高性能、定制化专用客车产品与服务的企业之一。

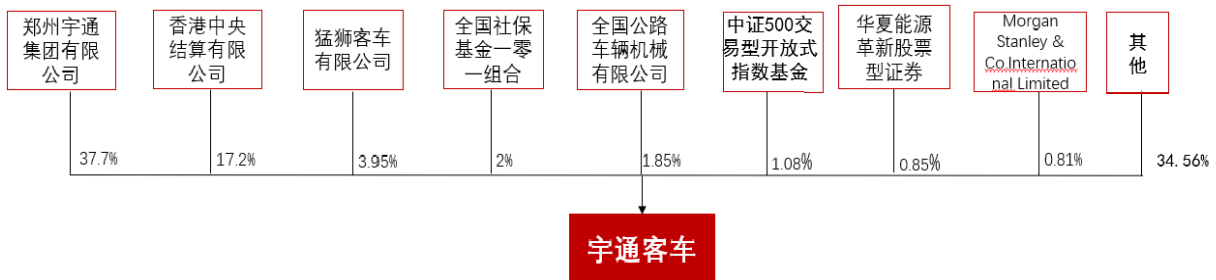
图 2：公司主要产品及用途

公交客车	客运客车	旅游客车	企事业通勤客车	校车	公商务车
城市公共交通	长途或中短途公路客运	旅游团队包车出行	企事业单位员工通勤	学生上下学接送	商务出行、政府公务
5-6米	5-6米	1-20座	1-20座	1-20座	T7(V6)
6-7米	6-7米	21-30座	21-30座	21-30座	T7E
7-8米	7-8米	31-40座	31-40座	31-40座	T7星系列
8-9米	8-9米	41-50座	41-50座	41-50座	
9-10米	9-10米	50座以上	50座以上	50座以上	
10-11米	10-11米				
11-12米	11-12米				
12-13米	12-13米				
13米以上	13米以上				

轻客	房车	景区车	机场摆渡车	专用车
城市短途客运、小型团体出行、物流配送	旅行、露营等休闲活动	旅游景区内游客运输	机场内旅客摆渡	环卫、医疗、工程等
天骏V6标准版	旅居系列	1-20座	1-20座	观光车
天骏V6豪华版	旅行系列	21-30座	21-30座	体检车
天骏V5	越野系列	31-40座	31-40座	献血车
	公路版拖挂	41-50座	41-50座	救护车
	营地拖挂	50座以上	50座以上	专科医疗车
	高端商务车			检测车
				公安应急特种车
				教练车
				展示车
				紧急救援
				其他

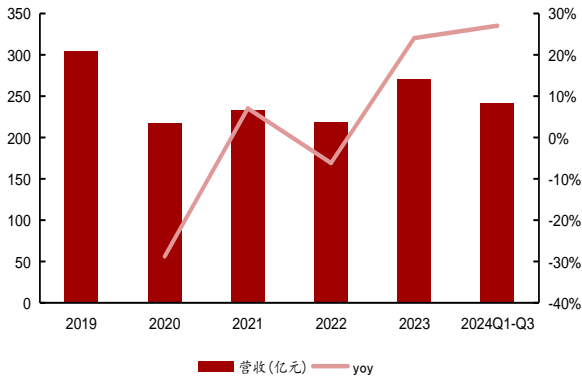
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构清晰，管理层和公司利益深度绑定。截至 2024 年 9 月 30 日，公司第一大股东为郑州宇通集团有限公司，直接持股比例为 37.7%，股权结构集中。第二和第三大股东分别是香港中央结算有限公司和猛狮客车有限公司。宇通集团和宇通客车的实际控制人为董事长汤玉祥，截至 2024 年 9 月 30 日，董事长汤玉祥间接持股比例为 6.26%，与公司利益深度绑定，有效保障企业的管理效能和公司治理水平。

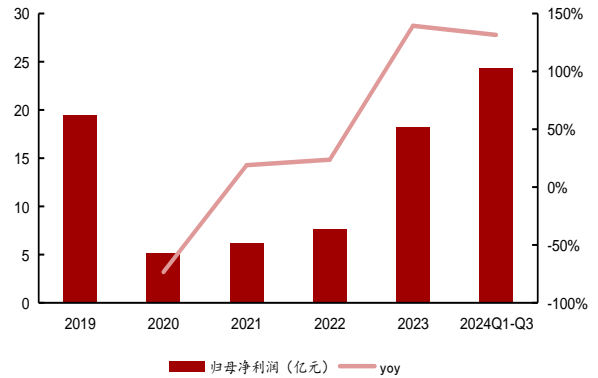
图 3：公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

公司营收呈增长趋势，归母净利润高速增长。2020-2024 年前三季度，公司营收及归母净利润呈增长趋势。2024 年前三季度公司实现营收 240.7 亿元，同比+27.0%；归母净利润 24.3 亿元，同比+131.5%。国内旅游市场繁荣，旅游客运需求增长带动座位客车需求增长；新能源公交“以旧换新”政策推动国内公交市场需求恢复；海外客车需求逐步释放，国内中国客车产品在海外市场竞争力凸显，客车行业出口销量持续攀升，推动公司营收及净利润增长。

图 4：2019 年以来公司营业收入及增速


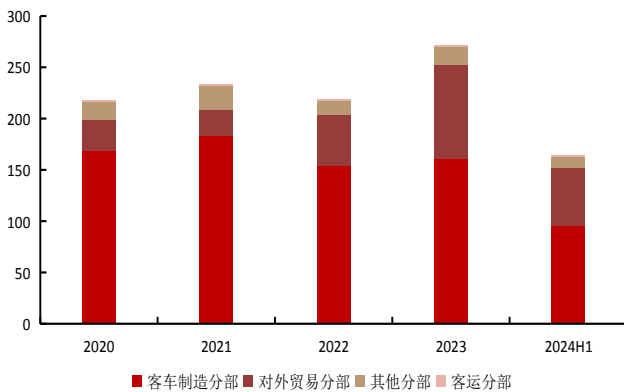
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：2019 年以来公司归母净利润及增速


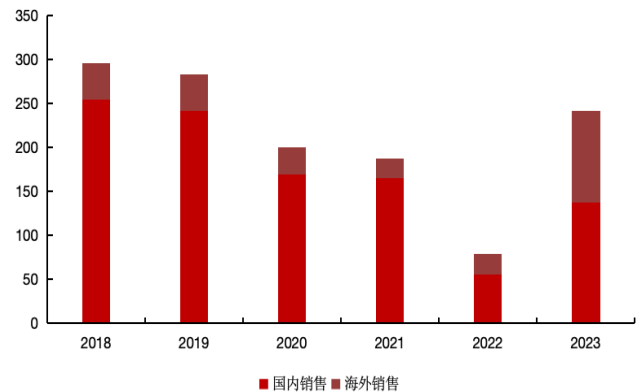
数据来源：Wind, 西南证券整理

客车制造为公司主要收入来源，对外贸易收入占比呈提升趋势。公司的主营业务为客车产品研发、制造与销售，主要服务于公交、客运、旅游、团体、校车及专用出行等细分市场。2020-2024H1，公司客车制造分部收入占总营收的比重保持在 50% 以上。公司对外贸易业务收入占比呈提升趋势，2024H1 达到 35%，主要系出口业务收入持续提升。

公司国内主要业务逐步恢复，海外市场收入不断提升。海外客车需求持续增长，公司完善海外市场布局，海外业务营收实现大幅度增长。2024 年的公司客车出口销量达到 1.4 万辆，同比增长 37.7%，占整体销量的 30%。公司在欧洲、北美洲、拉丁美洲、独联体等多个海外市场实现批量销售。2023 年，公司海外业务实现收入 104.1 亿元，占总营收的 38%，同比提升 12pp。

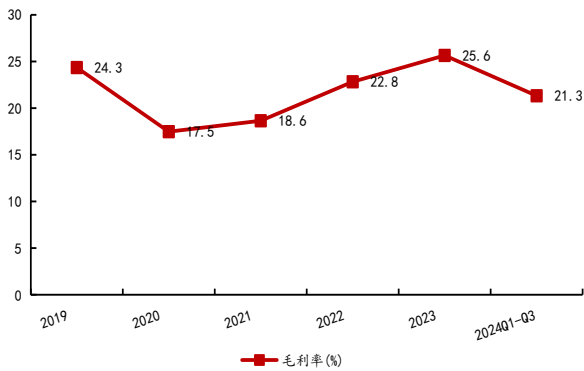
图 6：公司分业务收入（亿元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

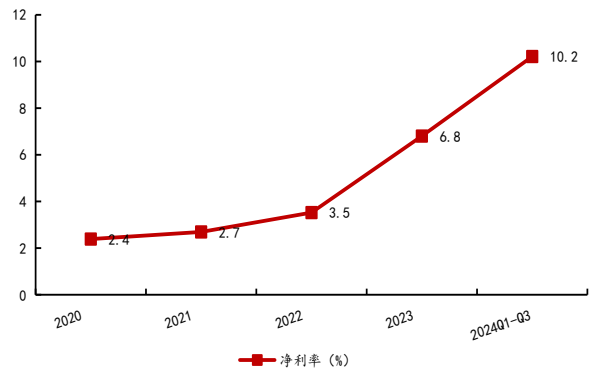
图 7：公司分地区收入（亿元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

新能源出海+高端化增厚利润，毛利率保持较高水平，净利率提升趋势明显。2022年以来，公司毛利率保持在20%以上的较高水平，2024年前三季度毛利率有所下降，主要由于公司进行财务调整，将原属于销售费用的质保费用计入营业成本。公司净利率快速提升，2024年前三季度净利率达到10.2%的高水平。在行业出海、高端化和新能源转型的发展趋势下，公司凭借技术、客户基础、市场营销等方面的优势获得更多市场份额，并通过坚持高单价、高质量路线，保持较高盈利能力。海外新能源客车单车价值量显著高于国内，随着公司新能源出口占比提升，产品结构优化，利润率同步提升。欧美、拉美、东南亚等地区在环保政策加严等因素的驱动下，新能源公交车需求有望大幅提升，出海机遇有望持续，公司盈利能力有望进一步提升。

图 8：公司毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：公司净利率


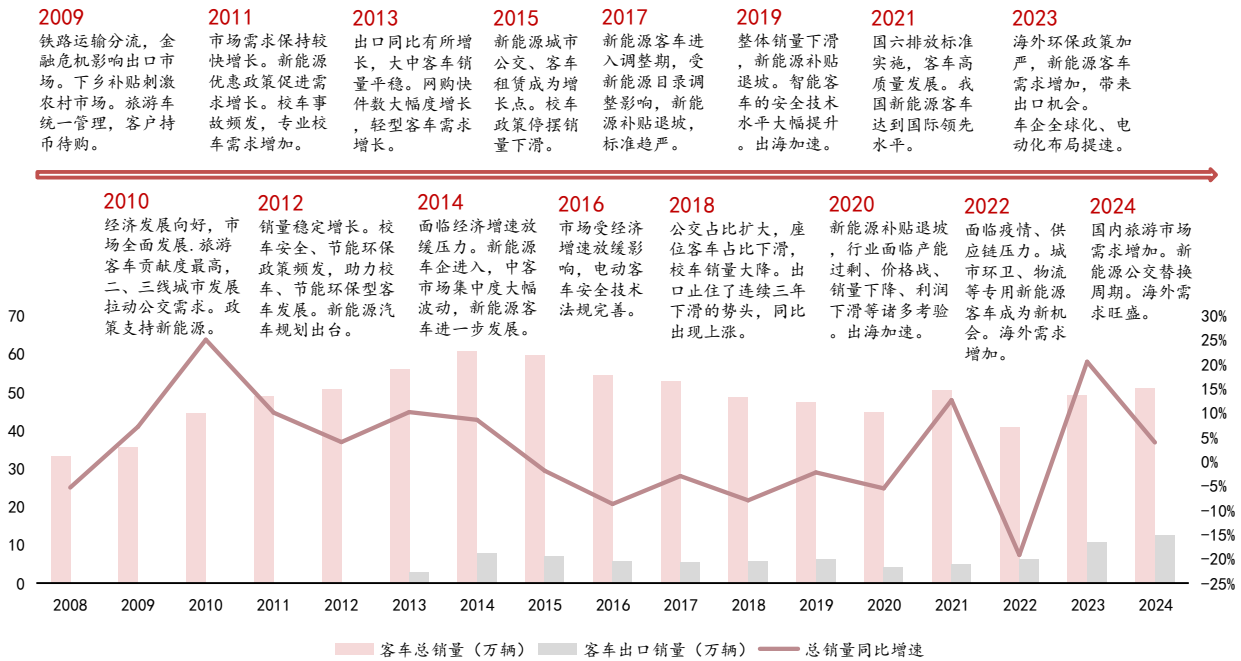
数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：内销+出口需求共振，客车市场步入景气区间

2.1 客车市场步入景气区间，大中客车行业集中度有所提升

客车市场步入景气区间。2009年以来，客车行业经历多轮周期，2009-2014年，中国客车市场受益于经济发展向好，旅游车统一管理、二三线城市发展带动公交需求、新能源、校车政策拉动需求，呈现持续增长趋势，2008-2014年客车市场销量复合增速达到12.9%；2015-2022年，面临客车市场需求饱和、校车及新能源客车政策补贴退坡、疫情及供应链压力等因素，客车市场销量整体呈下滑趋势；2023-2024年，国内旅游市场持续恢复，新能源公交进入更换周期，以旧换新和新能源公交政策密集出台，海外环保政策趋严带来新能源客车出口机会，客车整体需求增长，市场重新步入景气区间。

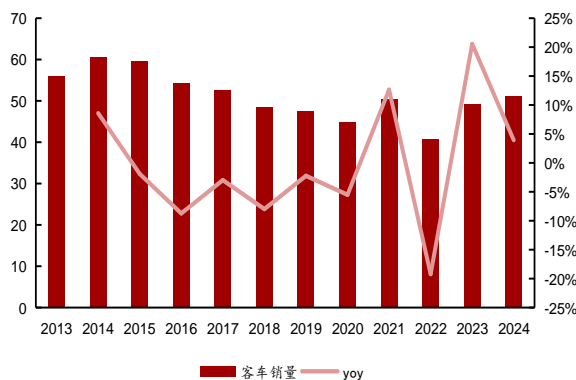
图 10: 2009-2024 年客车市场发展历程



数据来源: 中汽协, 中国客车统计信息网等, 西南证券整理

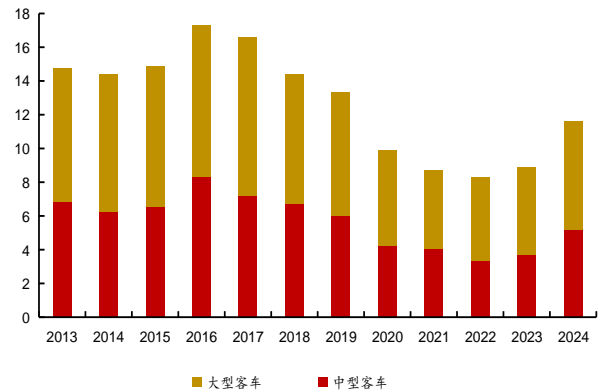
2024 年客车市场销量保持增长, 大中客车表现突出。根据中汽协数据, 2024 年, 中国客车行业销售 51.1 万辆, 同比增长 3.9%。大中客车表现突出, 拉动客车行业销量整体增长。2023 年, 受新能源汽车购置补贴退出影响, 大中型客车市场较为低迷, 经过 2023 年的调整, 2024 年客车市场受新能源汽车购置补贴取消政策影响大幅减弱, 叠加出口市场繁荣、旅游市场升温、公交以旧换新政策推动, 大中客车行业需求快速增长。2024 年中国大中客车销售 11.6 万辆, 同比增长 30.4%, 其中大型客车销售 6.4 万辆, 同比增长 23.9%, 中型客车销售 5.1 万辆, 同比增长 39.7%。

图 11: 中国客车历年销量 (万辆)



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 12: 中国大中客车历年销量 (万辆)

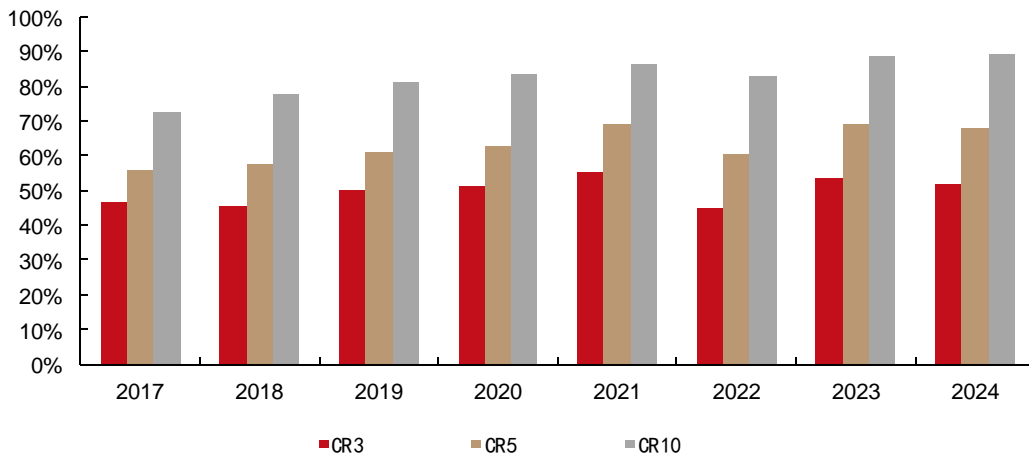


数据来源: 中汽协, 西南证券整理

大中客车市场集中度提升至较高水平。大中客车市场的竞争格局呈现出明显的头部集中趋势，头部厂商占据市场的主导地位。2017-2024年，中国大中客车销量市场集中度保持较高水平，并呈提升趋势，CR3保持在45%以上，由2017年的46.9%提升至2024年的51.7%；CR5由2017年的56.0%提升至2024年的68.1%；CR10由2017年的72.5%提升至2024年的89.2%。

国内客车价格战加速客车市场出清，行业集中度提升。2016年-2022年，国内客车市场面临其他交通工具部分取代客车出行市场需求、新能源公交市场需求饱和、校车及新能源客车政策补贴退坡、疫情影响座位客车需求以及供应链压力等问题，整体需求萎缩，行业竞争愈发激烈，客车市场开启价格战。国内客车市场需求大幅萎缩后，于2022年下半年开始预期修复，国内旅游市场开启复苏预期，新能源客车出海市场展望乐观，客车企业竞争压力有所缓解，宇通客车率先通过提价策略结束了长期的价格战。在行业价格战期间，头部客车企业凭借规模效应、客户资源等优势获得更多市场份额，中小企业被迫出局，客车市场出清，行业集中度提升。

图 13：中国大中客车销量市场集中度

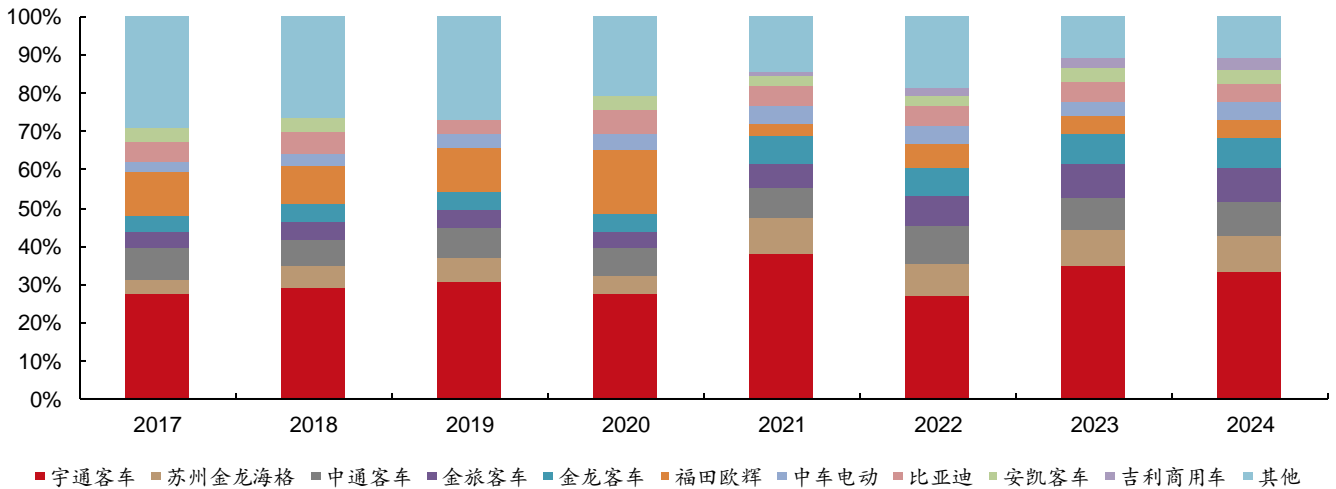


数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

备注：2022-2024年为6米以上客车数据，2021年为7米以上客车数据，2017-2020年为5米以上客车数据。

行业呈现“一超多强”格局，头部企业具备多方面优势。宇通客车多年来占据大中客车行业龙头地位，市场份额呈提升趋势，2024年为33.4%。苏州金龙海格、中通客车、金旅客车、金龙客车、福田欧辉等企业各自具备细分市场优势，占据稳定较高的市场份额，2024年分别为9.3%、9.1%、9.0%、7.5%、5.1%。大中客车头部企业在品牌影响力、技术积累、客户基础、市场营销、供应链协同、规模效应等方面具备优势，并凭借自身优势不断获得更多市场份额。

图 14：中国大中客车销量市场份额



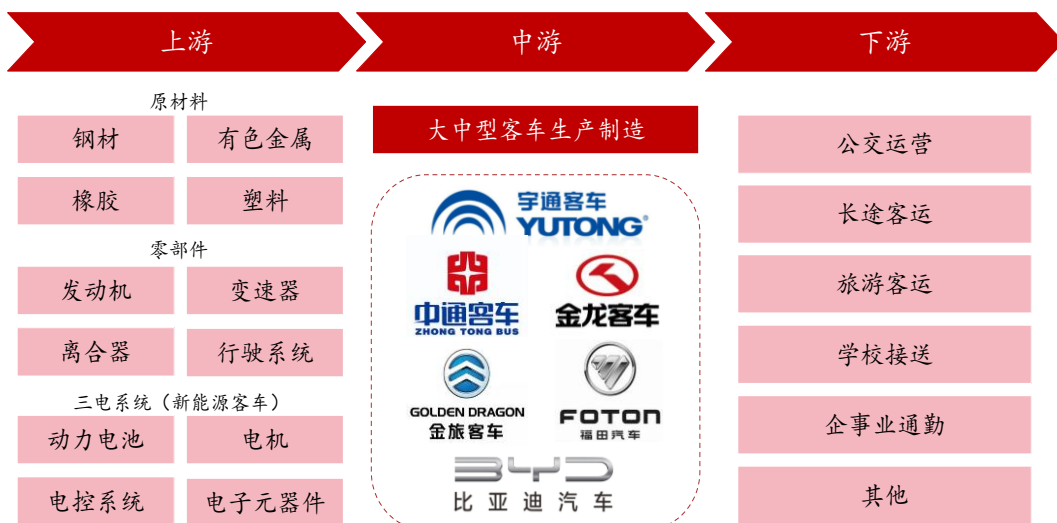
数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

备注：2022-2024 年为 6 米以上客车数据，2021 年为 7 米以上客车数据，2017-2020 年为 5 米以上客车数据。

2.2 客车整车企业处于产业链核心地位，上游电池成本降低

客车整车企业处于产业链核心地位，下游公交运营、长途客运、旅游客运需求增长。大中客车产业链上游主要为钢材、有色金属、橡胶、塑料等原材料和发动机、变速器、离合器、行驶系统等零部件，其中，新能源客车的三电系统的质量、性能和价格对客车的制造质量和成本影响较大。客车整车企业处于产业链核心地位，集成上游资源进行客车的设计、研发、制造与质量管控。产业链下游主要包括公交运营、长途客运、旅游客运等。近年来，新能源公交车逐步进入更换周期，叠加国家补贴政策，刺激了公交车市场的需求；国内旅游市场强力复苏，旅游用车需求推动座位客车的需求显著增加。

图 15：大中型客车产业链

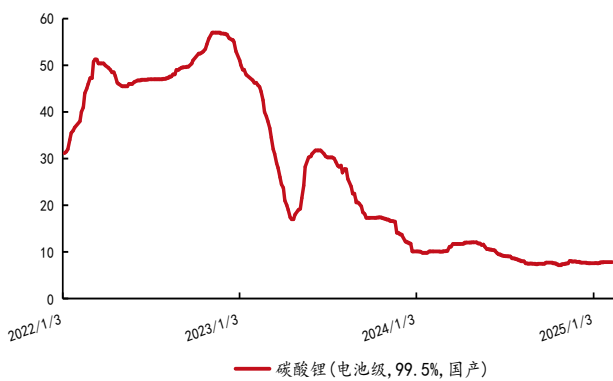


数据来源：智研咨询，西南证券整理

上游电池原料价格下降，新能源客车成本趋于优化。电池在新能源客车成本中占比较高，考虑到新能源客车对电池的体积要求较低、对安全性要求高的特点，中国客车厂商选择应用能量密度低、安全性高的磷酸铁锂电池。随着锂矿的开发以及相应技术的完善，碳酸锂原料价格不断下探，磷酸铁锂价格大幅下降，2024年，磷酸铁锂平均价格为3.89万元/吨，同比下降75.0%。磷酸铁锂电池价格的下跌为新能源客车市场发展提供有利条件，客车企业的成本结构也趋于优化。

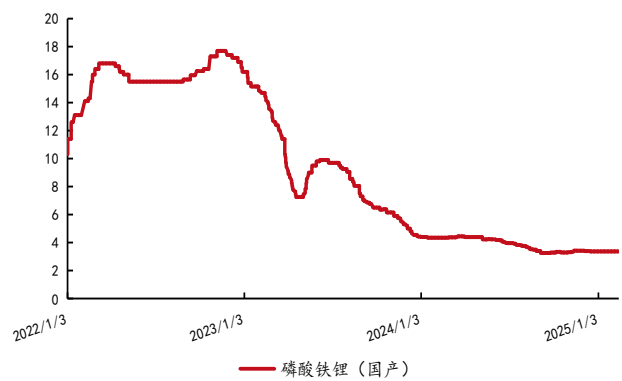
根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2024年我国动力电池装车量达到548.4GWh，同比增长41.5%，2024年前8个月，动力电池装车率仅为52%。动力电池产业面临的产能过剩问题进一步推动了电池价格的下跌。

图 16：电池级碳酸锂价格（万元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：磷酸铁锂价格（万元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

新能源客车厂商多与国内电池龙头厂商宁德时代合作，宁德时代电池降价，新能源客车成本随之下降。根据电车汇统计，2024年1-9月，国内客车企业共计申报了255款纯电动客车，从电池配套情况来看，新能源客车厂商多与宁德时代合作，宁德时代为宇通、福汽、中国中车、江淮、上汽等客车企业配套电池，配套车型数量达到213余款，占据了市场83.5%的份额。宁德时代于2024年年初发布了“廉价电池”策略，表示将会推出0.3元/Wh的电池。考虑到技术的成熟、市场前景的向好以及成本的降低，宁德时代准备用大量铺货的方式，降低电池成本，新能源客车成本有望随之下降。

表 1：2024年1-9月纯电动客车整车-电池配套关系

客车企业	电池单体供应商	配套车型数量
宇通	宁德时代	64
	国轩高科	1
福汽	宁德时代	38
	瑞浦兰钧	2
	蜂巢能源	1
	国轩高科	1
	楚能新能源	1
中国中车	宁德时代	20
	瑞浦兰钧	1
江淮	宁德时代	19

客车企业	电池单体供应商	配套车型数量
上汽	国轩高科	2
	宁德时代	8
	上海电气国轩	5
	瑞浦兰钧	2
	国轩高科	1
	其他	89
	总计	255

数据来源：电车汇，西南证券整理

2.3 政策支持行业发展，以旧换新+新能源公交政策密集出台

新能源公交及客车以旧换新等政策密集出台，推动行业发展。2024 年以来，国家出台《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》、《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》、《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策通知》、《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》等相关政策支持新能源客车发展，提出提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准、推动城市公交车电动化替代，支持新能源公交车及动力电池更新、更新车龄 8 年及以上的新能源公交车及动力电池并给予补贴。未来在碳中和等相关政策支撑下，新能源客车销量有望持续增长。

表 2：新能源公交及客车以旧换新政策支持行业发展

发布时间	发布主体	部门/领导/会议/文件	政策内容
2025 年 1 月	国家发改委、财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策通知》	为持续推进城市公交车电动化替代，支持老旧新能源公交车和动力电池更新换代，加力推进城市公交电动化替代，明确更新车龄符合条件的新能源公交车及动力电池，平均单车补贴金额由 6 万元提高至 8 万元，要求各地出台具体实施方案，加强政策宣传解读和监管。
2025 年 1 月	工业和信息化部办公厅、国家发改委办公厅、国家能源局综合司	《加快工业领域清洁低碳氢能应用实施方案》	加快氢燃料电池汽车应用。开发大功率、高效率、长寿命燃料电池，高效率氢（氨）内燃机，以及高压等级、高储氢密度车载储氢装置。高质量推进燃料电池汽车示范城市群建设，加快车辆推广和氢能供给体系建设，推动氢燃料电池汽车产业链技术、产品迭代开发应用。
2024 年 12 月	交通运输部办公厅	《关于加快推动班车客运定制服务创新发展的通知》	提出推动定制客运，发展旅客联程运输服务；大力发展场景化定制客运服务，满足群众多元化出行需求；科学优化定制客运运力结构，鼓励经营者灵活调配车型；持续提升定制客运服务水平，鼓励经营者优化运营模式和服务产品；切实加强定制客运安全生产管理，落实旅客行李物品安检和实名制查验要求等内容。
2024 年 10 月	国家发改委等部门	《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》	为落实碳达峰碳中和决策部署，促进绿色低碳循环发展经济体系建设，提出加快交通运输和可再生能源融合互动，建设可再生能源交通廊道；鼓励在具备条件的高速公路休息区、汽车客运站推进光储充放多功能综合一体站建设；稳步推进公交车电动化替代等内容。
2024 年 10 月	国务院	《城市公共交通条例》	城市公共交通工作需构建安全、便捷、高效、绿色、经济的城市公共交通体系；明确城市人民政府是发展城市公共交通的责任主体；并对加强规划调控、保障用地需求、健全投融资机制、完善票价体系、落实补贴

发布时间	发布主体	部门/领导/会议/文件	政策内容
			政策、保障优先通行等方面作了规定。
2024年9月	国家金融监督管理总局	《关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》	加大汽车金融服务，支持汽车以旧换新。鼓励汽车金融公司和经营汽车金融业务的财务公司加大对市政交通企业的融资支持，助力新能源汽车推广应用，推动城市公交车电动化替代、老旧新能源公交车和动力电池更新换代。
2024年7月	交通运输部、财政部	《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》	对城市公交企业（以下简称申请人）更新新能源城市公交车及更换动力电池，给予定额补贴。鼓励结合客流变化、城市公交行业发展等情况，合理选择更换的新能源城市公交车车辆长类型。每辆车平均补贴6万元，其中，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。
2024年7月	国家发改委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准。推动城市公交车电动化替代，支持新能源公交车及动力电池更新。更新车龄8年及以上的新能源公交车及动力电池，平均每辆车补贴6万元。
2024年6月	文化和旅游部、国家发改委等部门	《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》	优化旅游交通运输服务。优化配置重点旅游城市列车班次，增开重点旅游城市和旅游目的地旅游专列，增加旅游城市与主要客源地之间航线航班，增加旅游旺季航班配置，鼓励有条件的地方增开重要旅游区（点）直通车和旅游公交专线，在旅游景点增设公交站点。
2024年5月	交通运输部等十三部门	《交通运输大规模设备更新行动方案》	鼓励老旧新能源公交车及动力电池更新。鼓励有条件的地方在保障城市公交稳定运营的基础上，因地制宜制定新能源公交车及动力电池更新计划，引导退役动力电池所有者将退役动力电池交售至综合利用企业，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。研究制定新能源公交车辆动力电池更换有关政策。
2024年3月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	持续推进城市公交车电动化替代，支持老旧新能源公交车和动力电池更新换代。

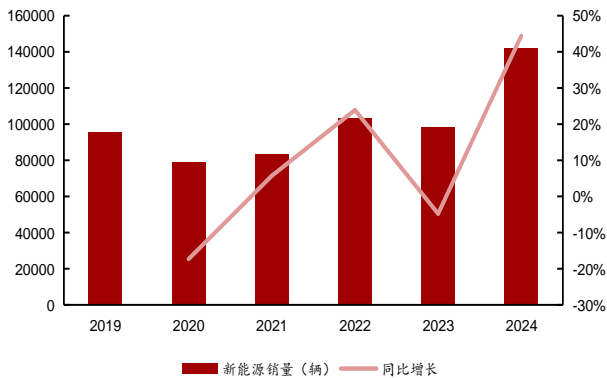
数据来源：政府官网，观研天下，西南证券整理

2.4 新能源+出口成为重要增量，公交、座位客车需求复苏

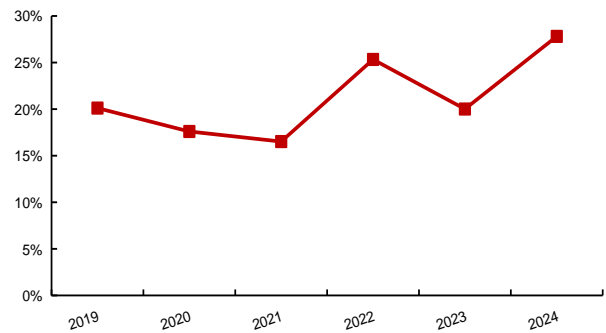
2.4.1 新能源客车渗透率提升

国内新能源客车销量恢复增长，2024年渗透率回升。受2022年新能源购置补贴退出影响，2023年，国内新能源客车销量及渗透率有所下降。公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的推进，对新能源客车市场企稳回升起到重要的支撑作用。2024年，国内新能源客车销量14.2万辆，同比增长44.5%，渗透率达到28%。2024年，大中客车新能源渗透率为45.5%，相比2023年的42.3%有所提升。

全球新能源客车渗透率低，发展空间广阔。根据国际能源署（IEA）的数据，2023年全球客车电动化渗透率为3%，处于较低水平，全球新能源客车发展空间广阔。根据Fortune Business Insights数据，2023年，全球电动客车市场规模为24.6万辆，预计将从2024年的27.9万辆增长到2032年的106.4万辆，预测期内复合年增长率为18.2%。新能源客车出海空间广阔。

图 18：中国新能源客车历年销量


数据来源：中汽协，西南证券整理

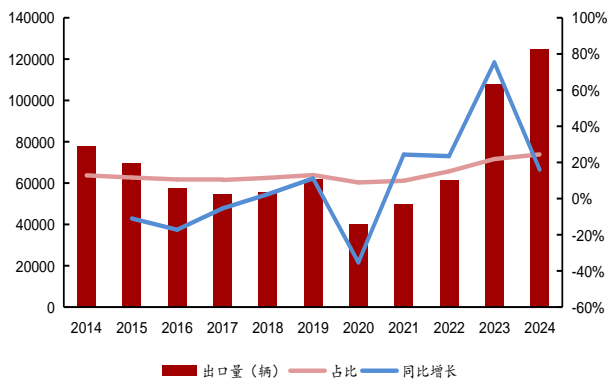
图 19：中国新能源客车渗透率


数据来源：中汽协，西南证券整理

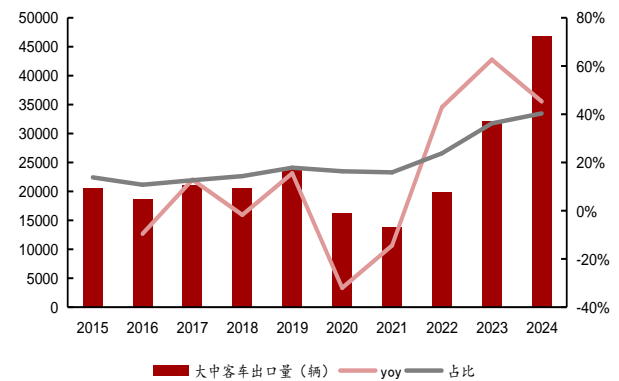
2.4.2 大中客车出口强势增长

客车出口持续增长，大中客车出口量强劲增长。2024 年中国客车出口 12.5 万辆，同比增长 16.0%；我国大中型客车出口销量达到 4.7 万辆，同比增长 45.3%，占据大中型客车市场 40.3% 的份额，且占比同比提升 4.1 个百分点，成为推动 2024 年大中型客车市场恢复性增长的中坚力量，2025 年预计仍将延续增长态势。

我国客车企业加强海外投资布局，海外发展模式从原来的贸易模式、部分 KD 模式为主发展成为直接投资模式，主流大中型客车企业海外工厂已经开始大批量生产，产销量逐步提升。随着中国客车企业在海外加速布局，进行本地化生产和营销，中国客车获得良好口碑，品牌形象逐步建立，国际知名度、影响力不断提升。

图 20：中国客车出口销量


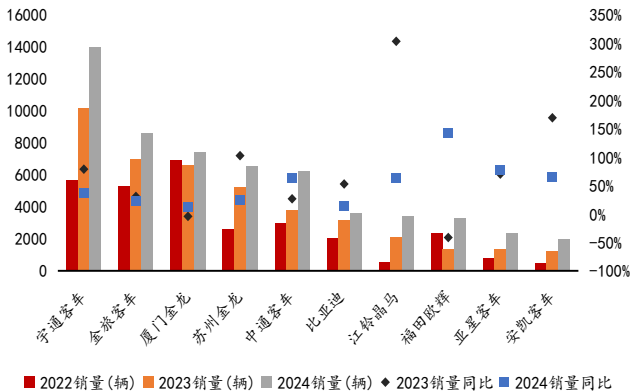
数据来源：中汽协，西南证券整理

图 21：中国大中客车出口销量


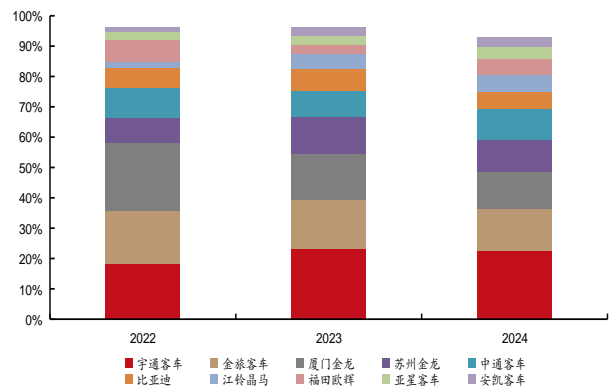
数据来源：中汽协，西南证券整理

客车企业出口销量快速增长。出口市场中，宇通客车 2024 年出口客车 1.4 万辆，同比增长 37.7%，保持出口市场领军地位，厦门金旅、厦门金龙、苏州金龙、中通客车出口销量分别同比增长 23.6%、12.1%、24.5%、63.5%。

客车出口市场集中度高。出口市场份额来看，2024 年客车出口销量 CR5 达到 69.2%，其中宇通客车占据 22.2% 的市场份额，厦门金旅、厦门金龙、苏州金龙、中通客车市场份额分别为 13.9%、12.0%、10.6%、10.1%。

图 22：客车企业出口销量


数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

图 23：客车出口市场份额


数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

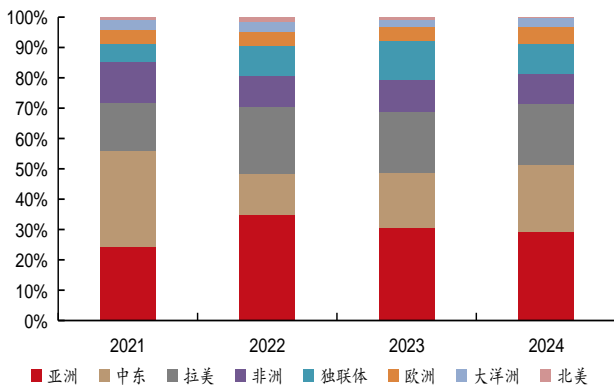
亚洲、欧洲、拉美、中东、独联体地区为我国客车企业出口的主要阵地。根据海关总署数据，2024 年中国客车出口销量前五名的地区分别为亚洲、中东、拉美、非洲、独联体；2024 年中国客车出口金额前五名的地区分别为欧洲、亚洲、中东、独联体、拉美。

中东地区：沙特阿拉伯等国家朝觐运输业发展，客运需求升级，中国客车品牌出口增量较多，但可能受到地缘政治等不确定因素影响。

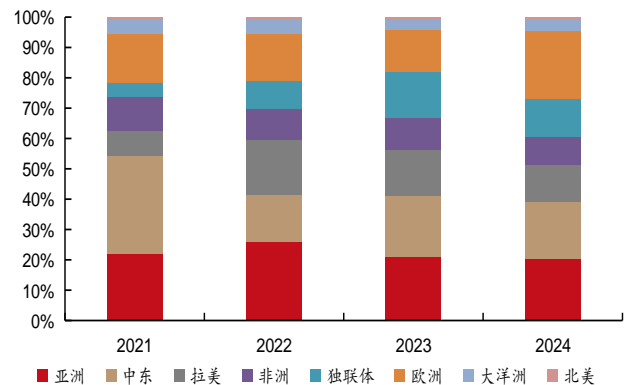
独联体国家：出口以传统客车为主，其中俄罗斯受俄乌冲突和西方国家制裁的影响，对我国客车进口数量大幅增加，中国品牌市场份额提升较快。

拉美地区：巴西和墨西哥占据销量的主要份额，其中巴西客车市场容量大，但关税较高、贸易保护力度较大，巴西本土客车车身制造商马可波罗占据主要市场，中国品牌进入难度大；墨西哥、智利等国家客车需求增速较快。

欧洲地区：整体注重品牌和高端化，戴姆勒等传统本地品牌在欧洲市场占据较大份额，宇通客车、中通客车等中国品牌近年来凭借优质产品和服务实现突破。

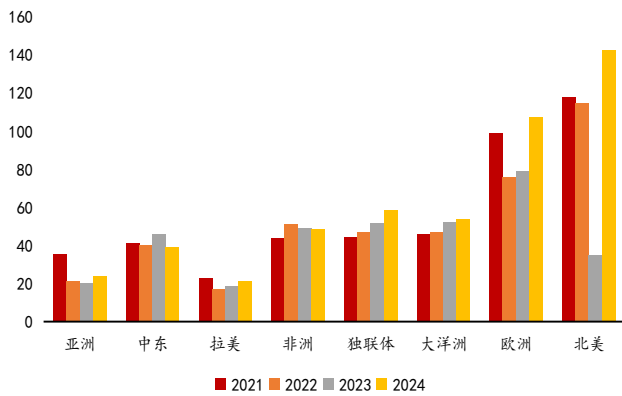
图 24：客车出口至各地区销量占比


数据来源：海关总署，西南证券整理

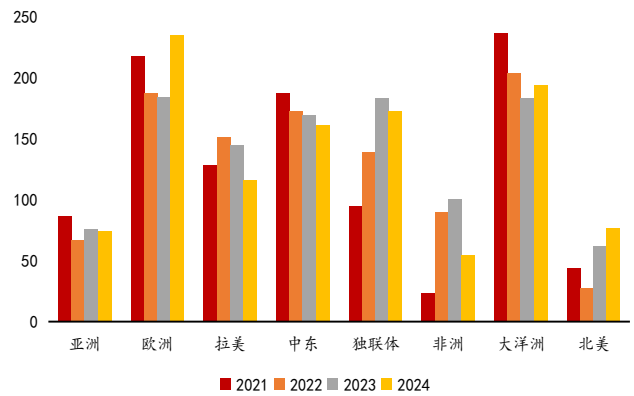
图 25：客车出口至各地区金额占比


数据来源：海关总署，西南证券整理

出口至欧洲的新能源客车均价较高。从我国客车出口均价表现来看，新能源客车整体均价高于燃油汽车，出口至欧洲市场的新能源客车均价最高，2024年超过200万元，出口至亚洲市场的新能源客车均价处于较低水平。我国客车企业已进入海外中高端、中端、低端新能源客车市场，以及海外中端、低端燃油客车市场。随着向海外中高端市场加速拓展以及新能源渗透率提升，我国客车企业产品结构优化，单车均价有望持续提升。

图 26：燃油客车出口至各地区均价（万元）


数据来源：海关总署，西南证券整理

图 27：新能源客车出口至各地区均价（万元）


数据来源：海关总署，西南证券整理

客车企业出口地区各有侧重，头部企业已实现欧洲中高端市场突破。我国主要客车企业出口情况来看，宇通客车 2024 年客车出口量达到 1.4 万辆，出口主要市场为独联体、拉美、欧洲；中通客车 2024 年出口 6220 辆，出口主要市场为中东、拉美、独联体；苏州金龙 2024 年出口 6534 辆，出口主要市场为中东、亚洲、拉美；金旅客车、金龙客车出口量分别为 8584、7432 辆，出口客车较多销往亚洲国家。宇通客车、中通客车、苏州金龙、金旅客车等国内客车企业已实现欧洲中高端市场突破，宇通客车产品销往英国、挪威、希腊、芬兰等多个欧洲国家，中通客车产品销往丹麦、葡萄牙、德国等欧洲国家，苏州金龙产品销往比利时、意大利等国家，金旅客车销往芬兰、荷兰、法国等国家。

表 3：客车主要企业出口市场

客车企业	主要出口国家
宇通客车	俄罗斯、尼加拉瓜、哈萨克斯坦、蒙古、英国、坦桑尼亚、墨西哥、巴基斯坦、澳大利亚、沙特阿拉伯、挪威、希腊、菲律宾、津巴布韦、芬兰等市场
中通客车	沙特阿拉伯、阿联酋、俄罗斯、津巴布韦、多米尼加、马里、印度尼西亚、智利、马来西亚、菲律宾、哈萨克斯坦、科特迪瓦、布基纳法索、约旦、哥伦比亚、以色列、新加坡、莫桑比克、白俄罗斯、墨西哥、阿尔及利亚、卡塔尔、葡萄牙、古巴、加纳、西班牙等市场
苏州金龙	沙特阿拉伯、韩国、阿尔及利亚、马来西亚、俄罗斯、比利时、阿联酋、以色列、阿曼、菲律宾、秘鲁、尼泊尔、巴基斯坦、印度尼西亚、多米尼加、越南、白俄罗斯、安哥拉、危地马拉、澳大利亚、科特迪瓦、津巴布韦、意大利、乌拉圭等市场
金旅客车	越南、泰国、埃塞俄比亚、哈萨克斯坦、埃及、蒙古、芬兰、荷兰、法国等市场
金龙客车	沙特阿拉伯、巴基斯坦、越南、以色列、墨西哥、埃及、阿尔及利亚、韩国、尼泊尔等市场

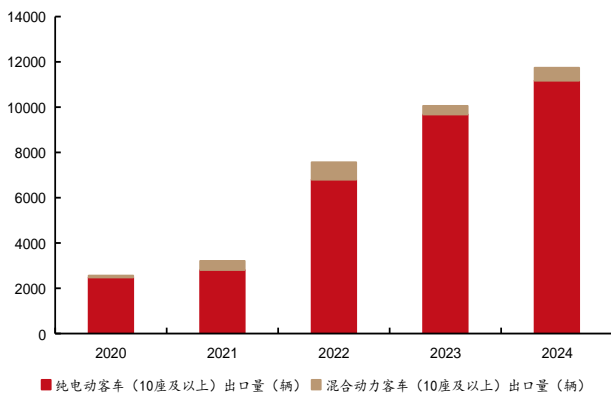
数据来源：海关总署，中国客车信息网等，西南证券整理

2.4.3 新能源客车出海空间广阔

新能源客车出口强劲。据海关总署数据，2024 年，纯电动客车和混动客车出口销量分别 11169/ 571 辆，同比分别+15.4%/ +51.1%。占比来看，2024 年，纯电动客车和混动客车出口销量占比分别为 95.1%、4.9%。

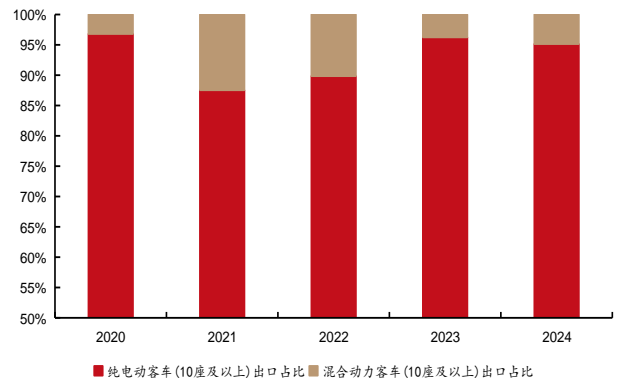
新能源客车出口需求预计保持增长。2025 年，在全球减碳的大背景下，各国对环境保护和可持续发展的重视程度不断提高，节能减排政策和绿色基金计划不断出台，欧洲、拉美、东南亚、中东、中亚等市场正在加速电动化进程，客车需求向新能源转型。因本地供应链及客车制造能力有限等原因，需要进口客车。我国的新能源客车在外观、质量、智能网联配置等方面持续提升，核心技术、产品质量、运营经验等方面居于全球一流水平，海外客户市场化运营充分，中国客车必将是一个重要选择。我国大中型新能源客车出口需求预计保持增长。

图 28：纯电动和混动客车出口销量



数据来源：海关总署，西南证券整理

图 29：纯电动和混动客车出口销量占比



数据来源：海关总署，西南证券整理

北美、欧洲、拉美、亚洲市场新能源客车需求较大。欧洲客车电动化进程加速，其中北欧、西欧、南欧新能源客车渗透率提升较快，主要受政策激励影响；拉美地区的新能源客车市场渗透率整体较低，客车电动化进程加速；亚洲新能源客车商业化进程较快，整体价格较低；中东地区的新能源客车市场正在快速发展；非洲、独联体新能源需求较少。

欧洲、亚洲、拉美和中东等地区为中国厂商出口的主要阵地。从我国客车企业出口机会来看，北美市场新能源客车需求主要由当地品牌满足，中国客车企业出口到北美难度较高，欧洲、亚洲、拉美和中东等地区为中国厂商出口的主要阵地。2024 年中国新能源客车出口销量前四名的地区为亚洲、欧洲、拉美、中东；2024 年中国新能源客车出口金额前四名的地区为欧洲、亚洲、拉美、中东。

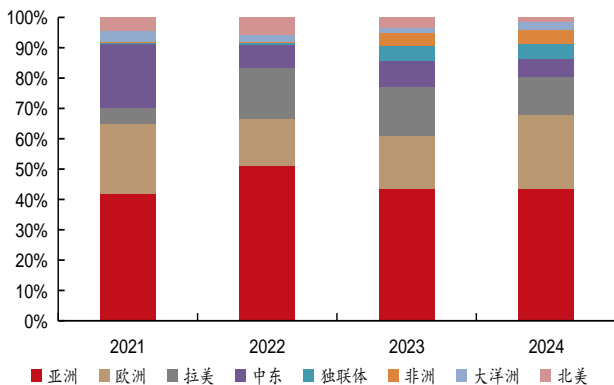
欧洲市场：整体较为开放，对产品质量和性能要求较高。按照欧盟减排时间表，2035 年禁售燃油车，2040 年减排 90%，大排量客车要加速淘汰，欧洲对新能源客车的需求快速提升。2019 年开始，北欧受政策驱动开始新能源需求，德国、英国和法国正在积极推动新能源客车的发展，渗透率提升较快，南欧市场新能源客车发展较晚，2024 年，希腊等南欧国家新能源客车需求开始快速增长，中国厂商有望获得更多机会。

亚洲市场：市场化程度较高，对车辆性价比要求较高。亚洲国家也在加速推进新能源汽车的发展，出台了一系列的激励政策，促进了市场的快速增长。

拉美地区: 2021 年开始发布新能源客车相关政策, 新能源客车市场发展速度相对较慢, 渗透率仍处于较低水平, 未来有望延续增长趋势。拉美市场中, 巴西新能源客车市场需求较大, 但受关税影响, 中国车企较难进入; 墨西哥、智利和哥伦比亚等国家对新能源客车的需求显著, 中国的新能源客车在这些国家的公共交通系统中得到了广泛应用, 厄瓜多尔、乌拉圭等国家也有一定需求。

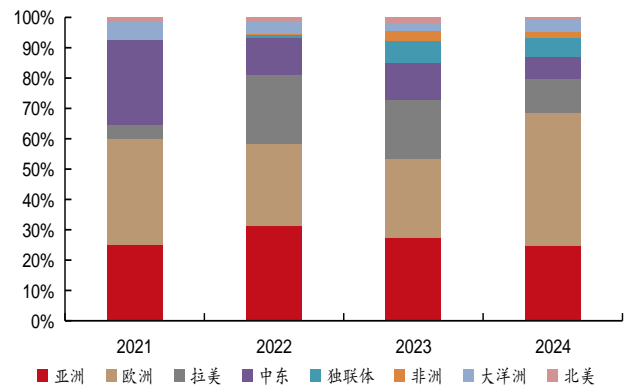
中东地区: 正积极引进新能源客车以应对环境问题和交通需求。中国的新能源客车在中东市场逐渐获得认可, 出口量提升。但受地缘政治等因素影响, 2025 年中东市场需求可能有所下降。

图 30: 中国客车企业新能源客车各地区出口销量结构



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

图 31: 中国客车企业各地区出口销量结构

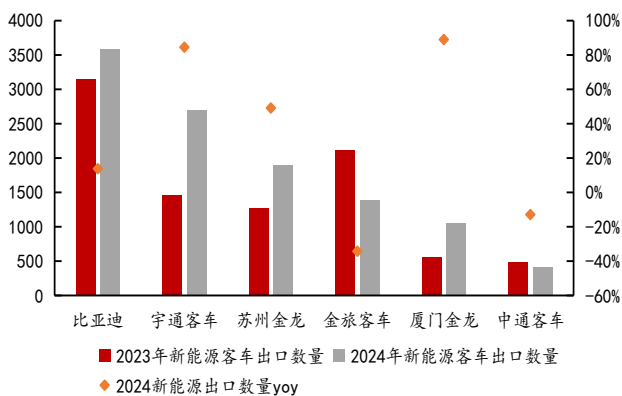


数据来源: 海关总署, 西南证券整理

比亚迪新能源客车出口销量领先, 宇通新能源出口销量大幅增长。 客车企业新能源出口销量来看, 比亚迪新能源客车出口销量领先, 2024 年达到 3582 辆, 同比增长 13.8%; 宇通客车销量大幅增长, 2024 年新能源客车出口 2700 辆, 同比增长 84.6%; 苏州金龙、金旅客车、金龙客车、中通客车 2024 年新能源客车出口销量分别为 1897 辆、1394 辆、1051 辆、419 辆。

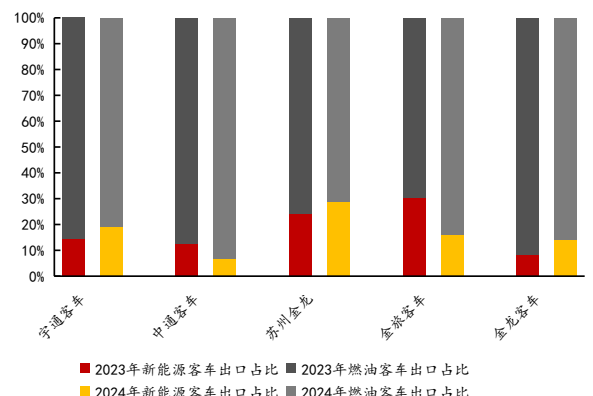
主要大中客车厂商新能源客车出口占总出口的比重来看, 宇通客车占比接近 20%, 苏州金龙占比接近 30%; 中通客车占比目前较低, 在 10% 以下, 2025 年加速开拓海外市场, 新能源客车占出口的比重有望加速提升。

图 32: 客车企业新能源客车出口销量 (辆)



数据来源: 中国客车统计信息网, 西南证券整理

图 33: 客车企业出口销量结构



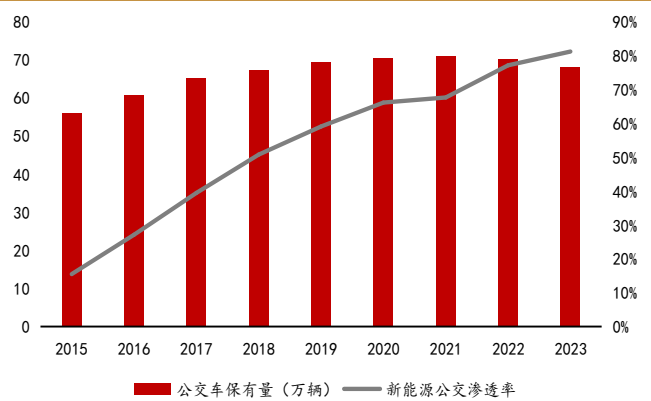
数据来源: 中国客车统计信息网, 西南证券整理

2.4.4 公交以旧换新推动销量增长，新能源公交进入更换周期

我国公交客车保有量保持稳定，新能源公交渗透率持续提升。我国公交车保有量近年来保持平稳。随着环保意识的增强，新能源公交市场需求不断增加，渗透率呈提升趋势，2023年，新能源公交车渗透率达到81.2%。随着政策持续支持新能源公交发展，新能源公交技术进步，续航能力、充电效率和成本逐渐降低，竞争力持续增强，新能源公交渗透率有望继续提升。

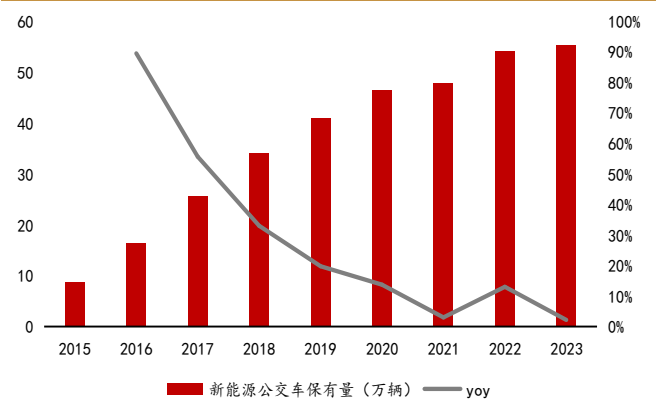
新能源公交进入更换周期，以旧换新政策推动更换需求增加。新能源公交车的更换周期平均约为8至10年，我国新能源公交保有量自2016年开始大幅增长，2016-2019年保有量分别增加7.8万辆、9.2万辆、8.5万辆、6.8万辆，到2024年，新能源公交已进入8-10年的更换周期，2024年以来，国家密集出台公交车以旧换新相关政策，提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准、推动城市公交车电动化替代，支持新能源公交车及动力电池更新、更新车龄8年及以上的新能源公交车及动力电池并给予补贴，未来几年新能源公交需求有望持续增长。

图 34：中国公交客车保有量



数据来源：中汽协，西南证券整理

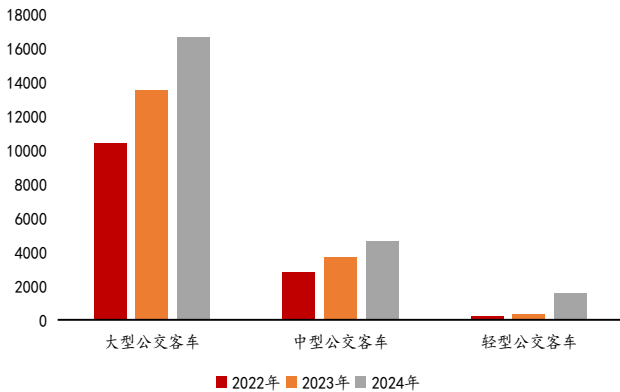
图 35：中国新能源公交客车保有量



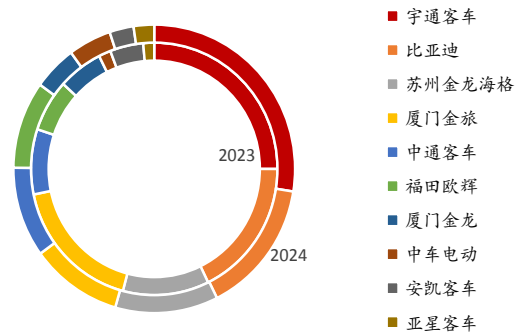
数据来源：中汽协，西南证券整理

海外公交市场需求增加，公交客车出口大幅增长。随着全球公共交通客流量逐步回升，公交车市场需求增加，许多国家和地区正在积极推进新能源公交车的应用，中国客车具备领先技术优势和价格竞争力，在国际市场上备受青睐。2024年，公交客车出口量为22840辆，同比增长28.27%，大、中、轻型公交客车2024年出口量依次为16675辆、4616辆和1549辆，同比增幅依次为22.0%、20.2%和418.1%。

宇通客车公交出口销量行业领先，同比高速增长。2024年，宇通客车累计出口6148辆，同比增长38.9%，市场占比26.9%，以绝对优势居我国公交客车出口行业第一；比亚迪客车、苏州金龙、厦门金龙、中通客车、出口销量同比分别+7.5%、+32.2%、-24.6%、+53.2%，市场占比分别为14.8%、11.6%、10.3%、9.9%。

图 36: 公交客车细分车型出口销量 (辆)


数据来源: 中国客车统计信息网, 西南证券整理

图 37: 中国公交客车出口市场份额


数据来源: 中国客车统计信息网, 西南证券整理

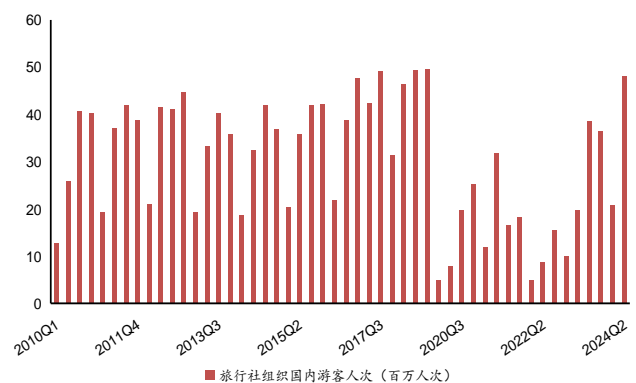
2.4.5 国内旅游市场复苏带动座位客车需求, 座位客车出口销量攀升

旅游市场复苏推动座位客车需求释放。2023 年以来, 旅游市场强势复苏, 2025 年有望延续复苏态势, 国内游客人次持续增长。随着我国老龄人口数量增长, 老年人出行、旅游、需求增加, 银发经济助推座位客车需求增长。

旅行社组织国内游客人次已恢复至疫情前水平, 旅游包车、团体旅游助力座位客车市场发展。2024Q2 旅行社组织国内游客人次达到 2019 年的高峰水平, 2025 年游客人次有望继续增长, 座位客车需求增长。

图 38: 中国国内游客人次

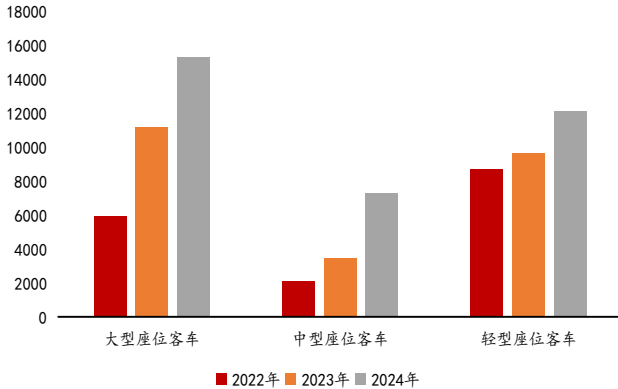

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 39: 旅行社组织国内游客人次


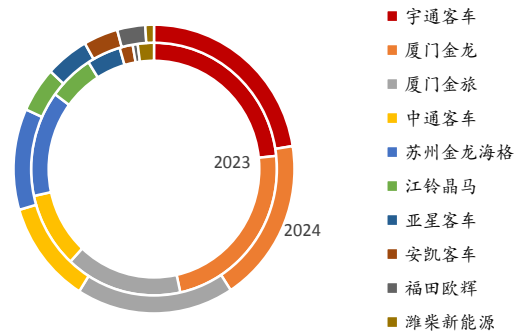
数据来源: Wind, 西南证券整理

座位客车出口强劲增长。根据中国客车统计信息网数据, 2024 年我国座位客车累计出口 3.5 万辆, 同比增长 43.3%, 主要源于全球范围内人员流动的增加, 以及旅游、客运等细分市场的恢复。细分车型来看, 大型座位客车最为畅销, 2024 年出口销量达 1.5 万辆, 同比增长 37.3%, 中型座位客车出口销量增速最高, 2024 年出口 0.7 万辆, 增速达 112.5%, 轻型座位客车销量 1.2 万辆, 同比增长 25.4%。

宇通客车市场份额领先。出口市场中, 宇通客车市场份额为 22.2%、厦门金龙、金旅客车、中通客车、苏州金龙市场份额分别为 18.1%、17.9%、11.4%、11.2%。

图 40：座位客车细分车型出口销量（辆）


数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

图 41：座位客车出口市场份额


数据来源：中国客车统计信息网，西南证券整理

2.5 结论：内销+出口需求共振，行业销量有望快速增长

2.5.1 国内市场：公交、座位客车需求释放

国内公交市场主要增量为新能源公交以旧换新。2024 国内公交客车销量约 3 万辆，按照稳定期公交客车保有量 50-60 万辆，更换周期 10 年，计算得稳定期每年公交车需求 5-6 万辆。预计 2-3 年后达到稳定期，假设 2027 年国内公交车需求 5 万辆，2025-2027 年国内公交客车需求量增速分别为 26%、17%、13%。

国内座位客车市场主要增量为旅行车需求增长。2024 国内大中座位客车销量约 3.8 万辆。2024 年旅行社组织国内游客人次已达成 2019 年的较高水平，旅行社及景区旅行车布局较为前瞻，预计国内旅游市场将持续繁荣，预计 2025-2027 年国内座位客车需求量增速分别为 8%、7%、6%。

表 4：国内销量预测

单位：万辆	大中座位客车内销	yoy	公交客车内销	yoy	其他客车内销	内销合计	yoy
2023	2.9		2.1		0.5	5.5	
2024	3.8	33%	3.0	44%	0.5	7.3	33%
2025E	4.1	8%	3.8	26%	0.5	8.4	15%
2026E	4.4	7%	4.5	17%	0.5	9.3	11%
2027E	4.7	6%	5.0	13%	0.5	10.2	9%

数据来源：交强险，西南证券

2.5.2 出口市场：海外新能源客车需求旺盛

中国大陆以外的亚洲地区、欧洲、拉美为我国新能源客车主要出口市场。根据海关总署数据，2024 年我国出口到亚洲、欧洲、拉美地区的新能源客车分别为 5.1、2.8、1.5 千台。

亚洲新能源客车商业化进程较快，市场化需求较多，考虑到我国出口客车在质量及性价比上具有竞争力，预计 2025-2027 年我国出口至亚洲其他地区新能源客车订单量增速分别为 25%、20%、12%；欧洲受政策激励影响，客车电动化进程加速，新能源客车需求有望持续

快速增长，我国新能源客车电动化水平较高，产品持续获得更多欧洲国家认可，预计 2025-2027 年出口至欧洲的新能源客车订单量增速分别为 50%、30%、18%；拉美地区的新能源客车市场渗透率整体较低，客车需求向新能源转型，我国客车厂商在拉美地区客户基础较好，预计 2025-2027 年我国出口至拉美地区新能源客车订单量增速分别为 18%、15%、12%；中东、独联体、非洲地区新能源客车需求量相对较小，基数较低，随着各地区电动化进程的推进，我国新能源客车出口有望获得更多订单，预计 2025-2027 年出口至中东的新能源客车订单量增速分别为 5%、5%、5%，出口至独联体国家的新能源客车订单量增速分别为 20%、20%、20%，出口至非洲的新能源客车订单量增速分别为 45%、35%、35%。

表 5：新能源客车出口销量预测

单位：千辆	2023	2024	2025E	2026E	2027E
亚洲	4.4	5.1	6.4	7.7	8.6
-yoy		17%	25%	20%	12%
欧洲	1.7	2.8	4.3	5.5	6.5
-yoy		62%	50%	30%	18%
拉美	1.6	1.5	1.8	2.0	2.3
-yoy		-7%	18%	15%	12%
中东	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
-yoy		-24%	5%	5%	5%
独联体	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
-yoy		15%	20%	20%	20%
非洲	0.4	0.6	0.8	1.1	1.5
-yoy		40%	45%	35%	35%
其他	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
-yoy		-9%	25%	30%	35%
总计	10	12	15.2	18.7	21.7
-yoy		17%	30%	23%	16%

数据来源：海关总署，西南证券

中国大陆以外的亚洲地区、拉美、中东为我国燃油客车主要出口市场。海外公共交通和旅游业发展推动客车需求增长，因本地供应链及客车制造能力有限等原因，需要进口客车。中国客车企业在海外加速布局，进行本地化生产和营销，获得良好口碑，品牌形象逐步建立，国际知名度、影响力不断提升，出口销量有望持续增长。

亚洲地区的公共交通和旅游业快速发展，推动燃油客车的需求增长，预计 2025-2027 年我国出口至亚洲其他地区燃油客车订单量增速分别为 25%、15%、10%；拉美地区交通运输业发展，客车需求整体增加，我国客车厂商在拉美地区加速布局，预计 2025-2027 年我国出口至拉美地区燃油客车订单量增速分别为 20%、18%、15%；中东地区由于朝觐运输业发展和基础设施建设需求，对燃油客车的需求较高，考虑地缘政治影响，预计 2025-2027 年我国出口至中东地区燃油客车订单量增速分别为 10%、7%、5%；独联体国家经济发展带来燃油客车需求，其中俄罗斯受俄乌冲突和西方国家制裁的影响，对我国客车进口数量增加，预计 2025-2027 年我国出口至独联体国家燃油客车订单量增速分别为 10%、8%、7%；非洲市场经济发展和基础设施建设需求拉动燃油客车需求增长，预计 2025-2027 年我国出口至非洲地区燃油客车订单量增速分别为 20%、18%、15%；欧盟国家受节能减排目标影响，燃油客车

整体需求较少，欧盟以外的欧洲国家对燃油车仍有一定需求，我国客车厂商在部分东欧国家燃油客车出口订单量快速增长，预计 2025-2027 年出口至欧洲的燃油客车订单量增速分别为 20%、12%、8%。

表 6：燃油客车出口销量预测

单位：千辆	2023	2024	2025E	2026E	2027E
亚洲	10.7	14.3	17.8	20.5	22.6
-yoy		34%	25%	15%	10%
欧洲	0.4	1.0	1.2	1.3	1.4
-yoy		140%	20%	12%	8%
拉美	8.3	11.8	14.2	16.7	19.2
-yoy		41%	20%	18%	15%
中东	8.3	13.8	15.2	16.3	17.1
-yoy		68%	10%	7%	5%
独联体	5.9	5.8	6.4	6.9	7.4
-yoy		-1%	10%	8%	7%
非洲	4.8	6.2	7.4	8.7	10.0
-yoy		28%	20%	18%	15%
其他	1.1	1.6	2.0	2.4	2.8
-yoy		43%	25%	20%	15%
总计	40	55	64.3	73.0	80.6
-yoy		38%	18%	14%	10%

数据来源：海关总署，西南证券

3 公司分析：前瞻布局持续创新，优质产品服务强化竞争优势

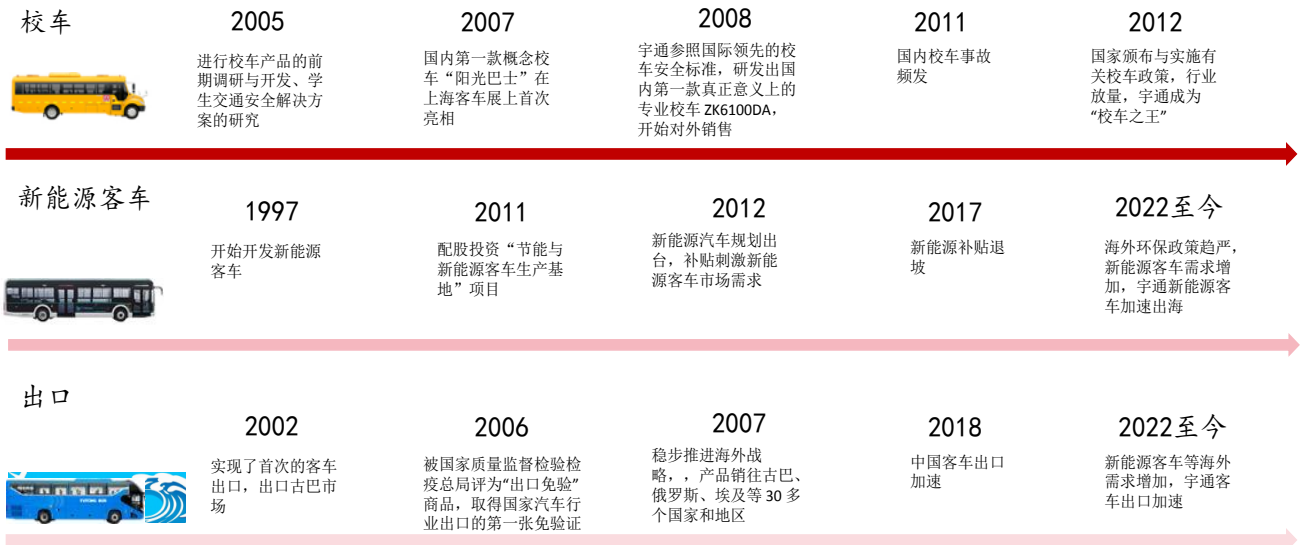
3.1 前瞻布局把握行业发展机会

公司基于对市场发展的预判，提前进行新能源客车、校车的研发，前瞻布局海外市场，助力公司快速发展，抢占先发优势。

1997 年开始开发新能源客车，前瞻布局抢占先机。自 1997 年起，宇通客车新能源客车市场尚未形成规模便投身于新能源客车的研发，是国内较早涉足该领域的客车企业之一。随着环保意识提升，国内新能源客车逐渐应用于城市公交和客运领域，海外加速电动化进程，客车需求向新能源转型，宇通凭借提早积累的技术和产品优势，在激烈的市场竞争中抢占先机，获得更多份额。

2002 年便实现了首次的客车出口，提早积累海外销售、运营经验。2002 年宇通客车首次实现客车出口，主要出口到古巴等国家。宇通客车积极把握古巴推动国内的公共交通发展带来对客车的需求的机会，提供高性价比、质量可靠的客车产品，并在设计上充分考虑了当地的路况、气候和使用需求。首次出口的良好表现帮助公司在海外获得更大的影响力和美誉度。早期出口为后续宇通在拉美乃至全球拓展市场提供有效经营经验。

2005年开始校车研发，2012年校车行业放量，宇通客车成为“校车之王”。在2005年，宇通客车就开始进行校车产品的前期调研与开发。2007年，国内第一款概念校车“阳光巴士”在上海客车展上首次亮相。2008年，宇通研发出国内第一款专业校车 ZK6100DA，并开始对外销售。2006年以来，公司先后参与了《专用小学生校车安全技术条件》、《校车安全技术条件》等多项国家校车标准的制定。2011年，校车事故频发，2012年，国家密集颁布与实施校车相关政策，校车行业放量，宇通成为“校车之王”。

图 42：宇通客车校车、新能源客车、出口前瞻布局


数据来源：公司官网，客车网等，西南证券整理

宇通客车在升级新能源产品、智能网联产品和高端产品进行布局。升级新能源产品方面，完成了10-18米宇威全系列纯电公交产品布局及12米新能源公路产品上市，并推出了6米全新造型微循环纯电公交产品，面向海外市场全系列布局并推广了8.9米、10.5米、12米、18米纯电公交产品。智能网联产品方面，Robo-bus分别在郑州、广州、南京、长沙等地开展示范运行，覆盖城市公交、景区园区通勤、机场摆渡等场景；智能网联公交在郑州、广州实现常态化运营。高端产品方面，T7完成品质提升和功能优化，推出星河版改装产品；海外高端公交完成U系列产品的规划布局。

表 7：宇通客车升级新能源产品、智能网联、高端化布局

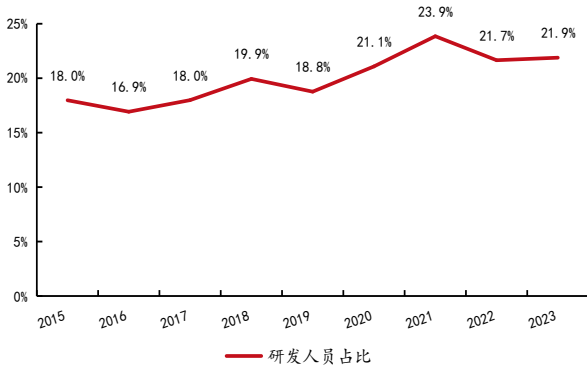
领域	概述
升级新能源产品	国内纯电公交和公路细分市场完成了新能源系统的全面技术升级，完成了10-18米宇威全系列纯电公交产品布局及12米新能源公路产品上市，并推出了6米全新造型微循环纯电公交产品，面向海外市场全系列布局并推广了8.9米、10.5米、12米、18米纯电公交产品。
智能网联产品	Robo-bus分别在郑州、广州、南京、长沙等地开展示范运行，覆盖城市公交、景区园区通勤、机场摆渡等场景，在郑州中原科技城率先建立覆盖“主干线-支线-微循环”智能出行系统，在广州“智慧抗疫”中向荔湾区封闭管理区无接触运送物资，在长沙黄花国际机场开展国内首例无人驾驶巴士机坪内部载人测试；智能网联公交在郑州、广州实现常态化运营。
高端产品	T7完成品质提升和功能优化，推出星河版改装产品；海外高端公交完成U系列产品的规划布局，海外高端旅游完成欧洲12米纯电公路新产品开发上市，高端产品竞争力得到进一步提升。

数据来源：前瞻产业研究院，公司官网，西南证券整理

3.2 核心技术行业领先，产品高端化发展

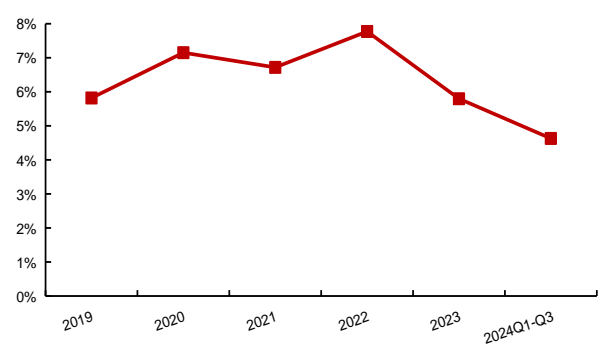
宇通客车拥有强大的研发团队和完善的研发体系，持续投入研发，保持技术领先。公司研发人员占比近年来保持在 20% 以上的较高水平，2019-2023 年将营业收入的 5% 以上投入研发，拥有 7 个国家级创新平台和 14 个行业及省级研发平台，参与了多项国家及行业标准的制定，拥有众多专利和知识产权。公司积极与清华大学、北京理工大学、吉林大学、西安交通大学、郑州大学等国内知名高校和科研机构加强交流合作，促进关键技术和科研成果的快速转化，在加速技术突破的同时，不断引领产业转型升级。

图 43：研发人员占比



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 44：研发费用率



数据来源：Wind, 西南证券整理

公司在电动化、智能网联化、高端化等方面处于行业领先地位。电动化致力于提升快充、寿命、续航、热管理方面能力；智能网联化方面保持领先；高端化方面集中力量进行新产品的研发。

公司推出新一代新能源商用车技术平台“睿控 E 平台”，宇通客车推出的睿控 E 平台集成了高安全超能电池、多合一碳化硅动力域控制器等核心技术，提升了新能源客车的性能和可靠性。睿控 E 平台帮助车辆在能耗、续航、补能等方面实现全面跃升。帮助车辆高效运营，实现续航领先 10% 以上，运营成本降低 20%；稳定运营，安全可靠，出勤率高，最长可满足 150 万公里稳定运行。

图 45：宇通睿控 E 平台总成



数据来源：公司官网, 西南证券整理

与宁德时代合作联合开发三电核心技术，突破动力电池长寿命关键技术。动力电池高比能、长寿命。宇通客车与宁德时代在 2022 年续签了十年战略合作协议，双方在三点技术方面持续开展合作，联合开发长寿命电池、三枪 900A 闪充技术，1 分钟可充 10 度电，显著提升了充电效率和运营效率。基于先进的三电核心技术以及与宁德时代合作，宇通客车在电池系统能量密度、单位载质量能量消耗量和燃料电池启动温度等关键技术指标上表现优异。其电池能量密度从 85Wh/kg 提升至 175Wh/kg，续航里程由最初的 100 公里提升至 500 公里，且电控工况能耗降低 40%。围绕动力电池高比能、长寿命发展趋势，公司开发并推广了全新 BC5 高比能电池系统，相比上一代产品，能量密度提升 6%、体积密度提升 25%，支撑整车减重降本；突破了低锂耗、缓衰减电芯、全生命周期电池智能管理等长寿命关键技术，2024 年 6 月在行业率先推广 10 年 100 万公里长寿命电池系统，支撑公司动力电池系统的技术领先优势。并投入研发 15 年寿命电池系统，三电技术能力有望继续提升。

智能网联技术方面，公司积极投入智能座舱、智能网联等新技术研究与应用。公司开发了安睿通智能管理系统，提供车辆实时监控与预警、故障远程诊断与维护、智能驾驶辅助、车队管理与调度、乘客服务与互动等功能，提升了车辆的安全性、运营效率和用户体验。推出“一云两舱”智慧方案，“云管家、智慧驾舱、智享客舱”三大核心模块，全面提升整车智能化水平。

研发安全与节能技术，整车更安全、低能耗。宇通客车在安全技术方面研发了智能侧后向视野辅助系统、自动紧急制动系统等一系列新技术，提升了整车的安全性。同时，通过轻量化、热管理等节能技术，降低了整车油耗。

图 46：宇通安睿通智能管理系统



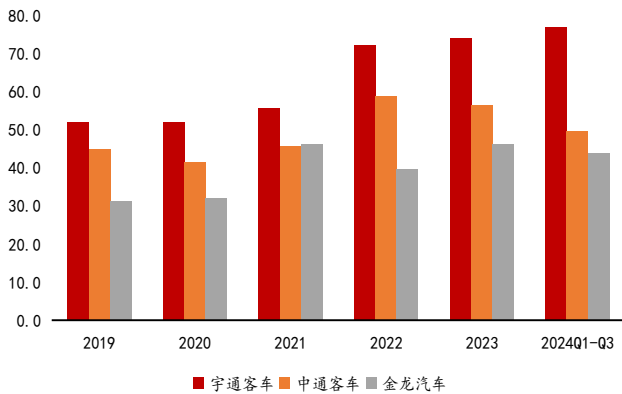
数据来源：公司官网，西南证券整理

高端化进程加速，单车收入稳步提升。公司单车收入及净利润处于行业领先水平，且呈提升趋势。2019-2024 年前三季度，公司单车收入由 51.9 万元提升至 76.9 万元，单车净利润由 3.2 万元提升至 7.8 万元，2024 年前三季度，单车净利率达 10.1%。

产品高端化布局，面向海内外开发高端产品。公司在国内布局中高端公路及公交产品开发与推广，面向海外进行高端公交，高端旅游新产品开发。公司在国际市场上推出高端公交车，特别是在欧洲等发达地区，在海外旅游市场，宇通客车开发了高端旅游客车，注重车辆的舒适性和豪华配置，并通过与当地旅游公司合作，提供定制化的旅游客车解决方案。

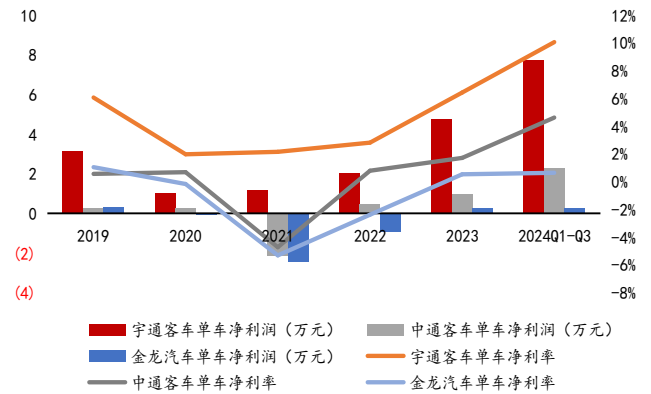
宇通的高端纯电动客车在欧洲市场获得了广泛认可，提升了品牌形象。宇通客车的高端产品在欧洲市场获得了广泛的认可，尤其是在新能源领域，宇通的纯电动客车在多个欧洲国家运营，树立了良好的品牌形象，进入英国、法国、丹麦、挪威、冰岛、芬兰、希腊、西班牙等多个欧洲国家市场。

图 47：单车收入（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：单车净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 国内市场领军品牌，多渠道融合+创新营销

公司深耕客车市场多年，获得国内外多个重要奖项，品牌美誉度高。宇通客车凭借杰出的市场表现，持续上榜“中国品牌价值 500 强”和《财富》杂志“财富 500 强”。此外，还荣获世界客车联盟(BAAV)系列大奖、世界客车博览会(Busworld)系列大奖以及中国工业大奖等多项重要荣誉。

国内领军品牌，具备强大的行业影响力。公司为国内客车领军品牌，行业龙头地位稳固，截至 2024 年，公司大中型客车的销量连续 22 年稳居国内第一。公司具备强大的行业影响力在 2016 年-2022 年国内客车行业价格战期间，客车市场需求萎缩，2022 年下半年，国内客车市场预期修复，客车企业竞争压力有所缓解，宇通客车率先提价，其他客车厂商逐渐跟随，行业价格战随之结束。

图 49：宇通客车获奖

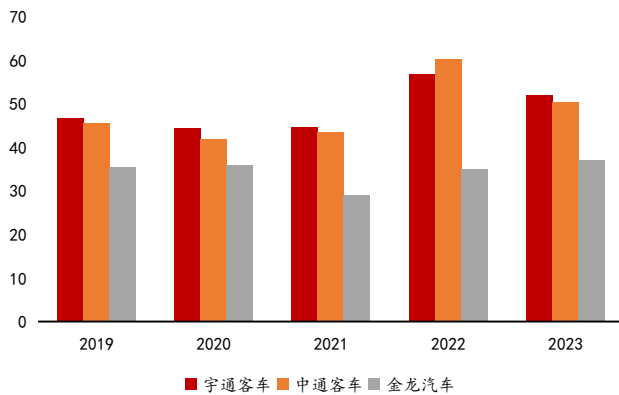


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

优质产品赋能国内交运。宇通客车为国内客户提供优质产品，适应当地环境和运营需求。面向东北、西北地区提供 C11E、C8E 和宇光 E8 MAX 等多款适应高寒环境的客车；面向南方炎热地区提供 T7、宇威等防火、防水性能突出、适应高温高湿环境的客车；面向西部高海拔地区提供天骏等安全性、可靠性、耐用性及动力性能卓越的客车。

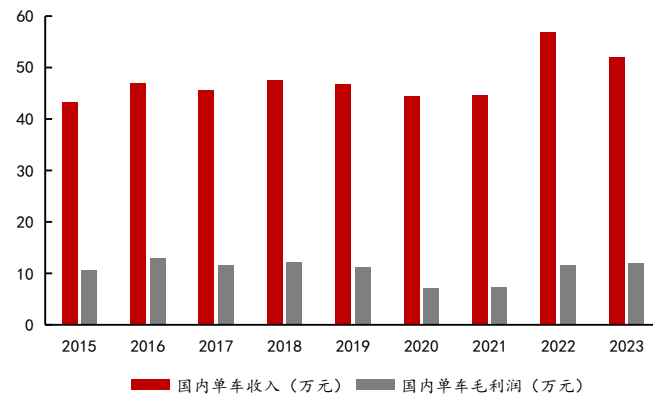
单车收入领先行业，单车毛利润有所提升。宇通客车产品高效优质，在国内市场的单车收入高于行业平均水平。2023 年，宇通客车在国内市场的平均单车价格为 51.87 万元，高于中通客车、金龙汽车等同行业公司。公司国内单车收入近年来保持在 50 万元以上，相比 2015 年的 43.26 万元有所提升，单车毛利润 2022 年以来回升至 10 万元以上。

图 50：客车企业国内产品平均单车收入（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51：宇通国内单车收入及毛利润

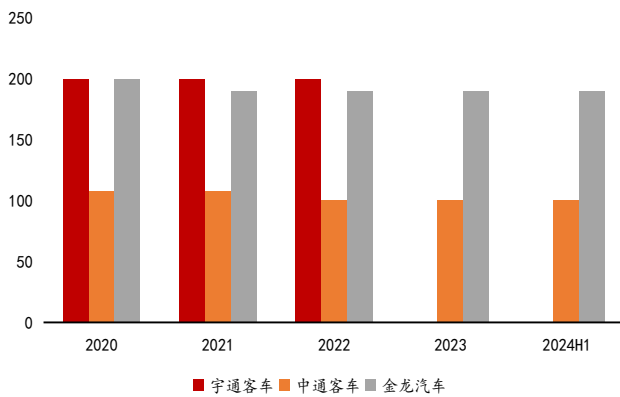


数据来源：公司公告，西南证券整理

渠道数量领先，直销经销结合，实现对全国所有市县的深层有效覆盖。公司国内销售渠道由直销和经销相结合，以直销为主，经销为辅。国内销售按照区域共划分为十余个经营大区，实现对全国所有市县的深层有效覆盖。截至 2024 年上半年，全国共有合约经销商约 200 家，覆盖所有省份及重点城市，合约经销商数量行业领先。

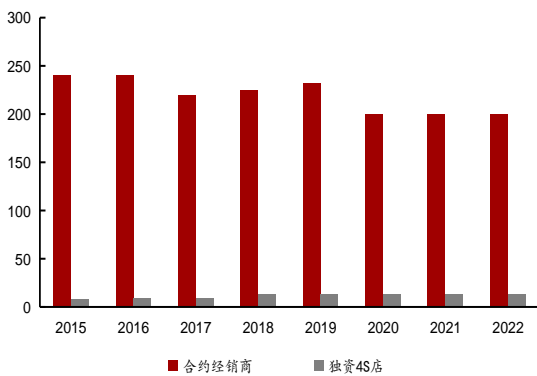
营销模式创新，向轻资产转化。公司持续对营销模式进行创新，对线上、线下营销渠道进行深度优化整合，线下渠道数量近年来呈下降趋势，线上开发建设了网上商城、直播、小店等互联网电商平台，为客户提供多渠道的全面购车服务。

图 52：客车企业国内合约经销商数量（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：宇通客车国内销售渠道数量（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

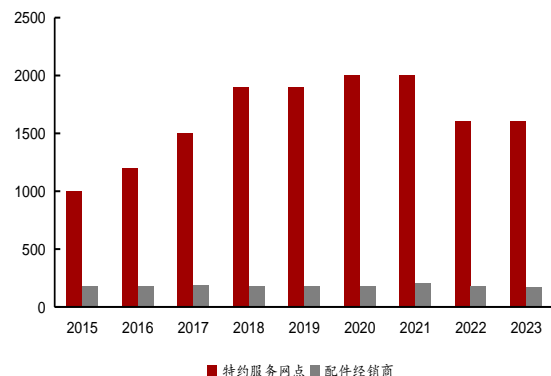
金融整体解决方案帮助客户缓解短期资金压力，分期服务持续为公司贡献销量。宇通金融整体解决方案为客户提供多元化的融资解决方案。具有“多渠道、高效率、低成本、覆盖广”的优势，致力于完善“宇通客车—合作金融机构—客户”三方共赢的发展途径和先进的融资模式。买方信贷与融资租赁方式，帮助客户缓解短期资金压力，丰富融资渠道，提供多次融资机会，使更多有购车需求的客户能够提前拥有车辆。2020-2023 年，公司分期销售模式销量占比分别为 15.0%、10.9%、12.5%、9.0%，收入占比分别为 20.9%、17.6%、20.1%、13.8%，分期服务持续为公司贡献销量。

图 53：宇通线上营销渠道



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 55：宇通客车国内售后渠道数量（家）



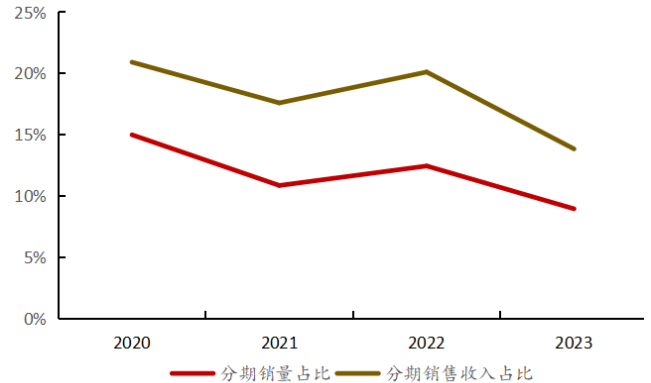
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 56: 宇通客车金融整体解决方案内容



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 57: 宇通客车分期销售模式占比



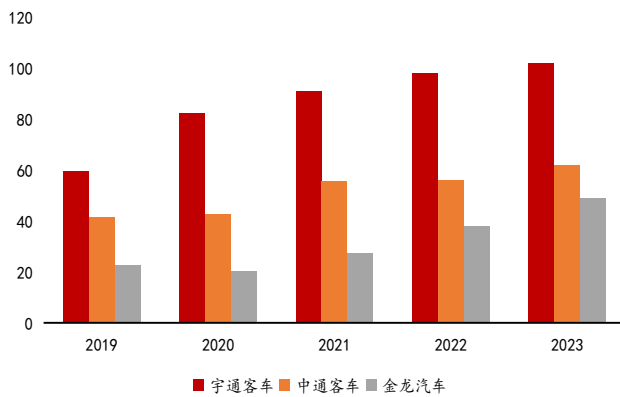
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.4 出口产品竞争力强, 海外渠道全方位布局, 出口“制造服务型+解决方案”转型

宇通客车产品质量卓越, 出口均价国内领先。公司产品质量卓越, 在三电技术和智能网联技术方面居于全球一流水平, 公司出口单车收入国内领先, 2023 年, 宇通客车出口单车收入为 102.37 万元, 高于中通客车、金龙汽车等同业公司。

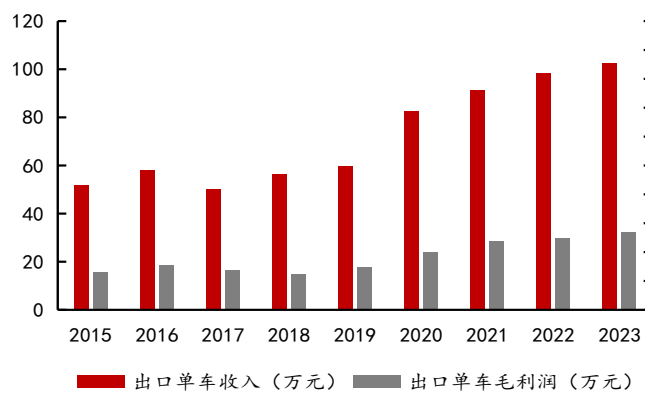
产品高端化发展, 出口单车收入持续提升。受益于产品高端化发展以及高单价新能源客车出口占比提升, 2015-2023 年, 宇通客车出口均价呈持续提升趋势, 由 2015 年的 52.97 万元提升至 2023 年的 102.37 万元, 未来有望继续增长。

图 58: 客车企业出口单车收入 (万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 59: 宇通出口单车收入及毛利润



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

“一国一策”模式提升海外市场竞争力。宇通客车针对不同国家和地区对客车的个性化需求, 推出“一国一策”模式, 开发定制的客车产品。在海外拓展中取得成效。

非洲市场: 宇通客车根据非洲各国的路况、气候和文化差异, 提供量身定制的客车产品。例如, 在安哥拉, 宇通根据当地道路状况, 定制了具有更高离地间隙和更强通过性的客车, 加大接近角、离去角, 以保证车辆行驶在较差路况时也具有良好的通过性。

独联体市场：宇通与独联体国家合作，建立技术和工程人员培训中心，提升当地的技术水平。在哈萨克斯坦，宇通建立了KD工厂，实现本地化生产，带动当地经济发展。

欧洲市场：宇通针对欧洲市场的特殊需求，提供定制化的产品和服务。针对北欧国家寒冷的气候特征，对于不同国家，宇通给出不同的解决方案。在丹麦，着重解决车辆耐候性、抗腐蚀、可靠性问题；在冰岛，由于公交出行是刚需，宇通运用一整套低温解决方案，确保超高续航；在芬兰、挪威等北极圈国家，车辆要在高寒、高湿环境下运营，宇通客车将防水、防尘、防腐作为重中之重。在英国，宇通根据当地客户的场站布局，定制了具有双充电口的公交车。

表 8：宇通客车“一国一策”模式

地区	宇通客车方案
非洲市场	安哥拉：加大接近角、离去角，定制具有更高离地间隙和更强通过性的客车
独联体市场	技术合作：建立技术和工程人员培训中心 本地化生产：在哈萨克斯坦建立KD工厂
南美市场	古巴：采用坚固的车架结构和悬挂系统以适应路况，配备制冷能力较强的空调系统以适应炎热的气候
欧洲市场	丹麦：解决车辆耐候性、抗腐蚀、可靠性问题 冰岛：低温解决方案，确保超高续航 芬兰、挪威：防水、防尘、防腐以适应高寒、高湿环境 英国：定制了具有双充电口的公交车

数据来源：证券市场周刊市场号，中国道路运输网等，西南证券整理

海外售前、售后渠道全方位布局。公司海外销售和服务网络已实现全球目标市场的布局。通过子公司、办事处、经销合作伙伴以及派驻直销队伍等多种渠道模式覆盖独联体、中东、非洲、亚太、美洲、欧洲六大区域，产品远销至智利、墨西哥、澳大利亚、马来西亚、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、沙特、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。售后方面，公司通过直服、客户授权自服务站、第三方授权服务站等方式满足不同市场和客户的服务需求。海外市场授权服务站、服务公司、授权服务网点覆盖海外全部目标市场。

表 9：客车企业海外渠道布局

	宇通客车	中通客车	金龙汽车
海外销售布局	海外销售和服务网络已实现全球目标市场的布局，通过 60 余家子公司、办事处、经销合作伙伴以及派驻直销队伍等多种渠道模式覆盖美洲、非洲、独联体、亚太、中东、欧洲六大区域；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。	拥有较为稳定的客户群体和战略合作伙伴，产品覆盖海外 100 多个国家和地区。针对区域特点布局高性价比产品，提升海外业务金融服务能力。	海外销售网络遍布欧洲、亚洲、独联体、非洲、南美、中东、大洋洲 170 多个国家和地区，与近 200 个境外汽车经销商或客户保持着良好的合作关系。
海外售后布局	通过公司直服、客户授权自服务站、第三方授权服务站等方式满足不同市场和客户的服务需求。截至 2024 年 6 月，公司在海外市场拥有 330 余家授权服务	以直营服务站、客户授权服务站、第三方授权服务站等方式，提升用户体验。打造了 7*24 小时、365 天全天候续航服务模式，售后服务半径由 300 公里缩短到 180 公里以内，	注重产品质量和售后服务，建立了完善的海外售后服务体系，及时响应客户的需求，为客户提供全方位的技术支持

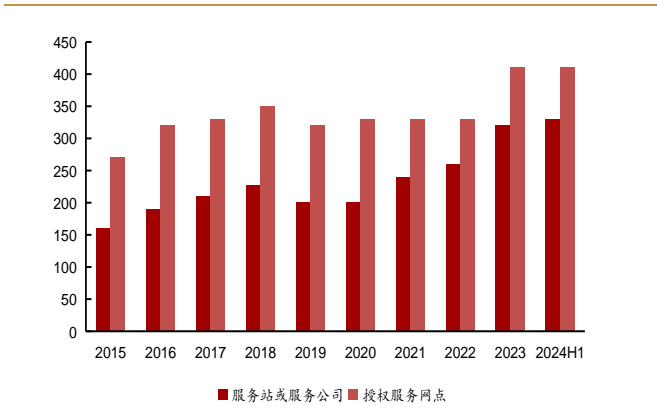
宇通客车	中通客车	金龙汽车
站或服务公司, 410 余个授权服务网点, 平均服务半径 150 公里, 覆盖海外全部目标市场。	覆盖海外全部市场, 实现了 30 分钟快速响应、一般问题 24 小时封闭。 2024 年, 海外服务人员常驻覆盖率已提升至 65.5%, 更加深入地开展用户需求识别、技能培训、故障问题解决等, 满足客户的运营及维保需求。	和保障。

数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

公司加大海外市场拓展力度, 海外渠道数量呈提升趋势, 海外客户服务经理人数不断增长。公司海外渠道数量呈增长趋势, 2023 年以来大幅增长, 截至 2024 年 6 月, 公司在海外市场拥有 330 余家授权服务站或服务公司, 410 余个授权服务网点, 平均服务半径 150 公里, 覆盖海外全部目标市场。2017 年以来, 公司海外客户经理人数持续增长, 截至 2024 年 6 月, 公司海外客户经理超过 370 人, 在当地服务站的支持下, 开展客户需求识别、技术培训、车辆问题解决等工作, 以保障产品的良好运营。

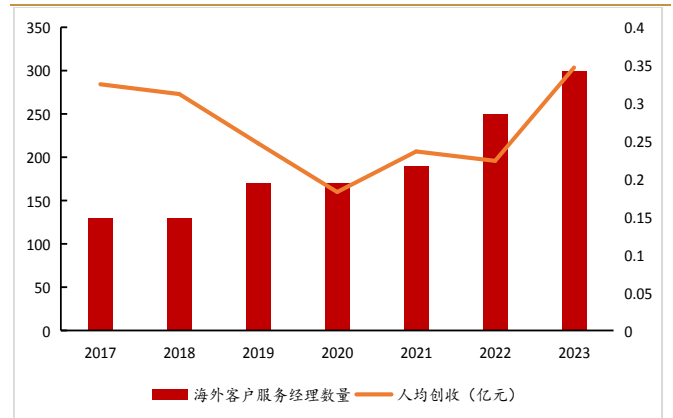
海外市场拓展助力公司客车出口销量持续提升。2020 年以来, 公司出口销量持续增长, 2024 年出口 1.4 万辆, 同比增长 37.7%; 出口销量占比持续提升, 2024 年出口销量占总销量比重达到 30%。

图 60: 宇通客车海外渠道数量 (家)



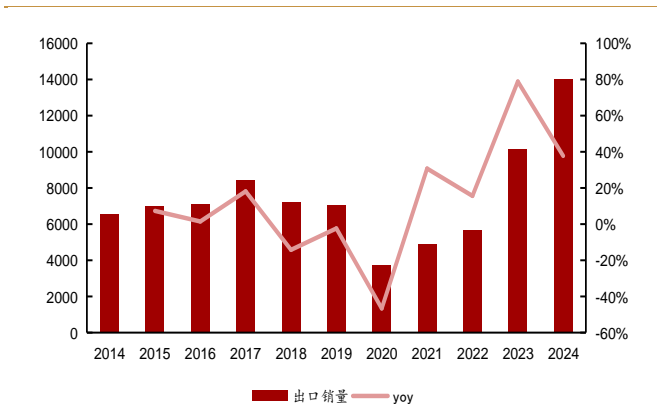
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 61: 宇通客车海外客户经理人数



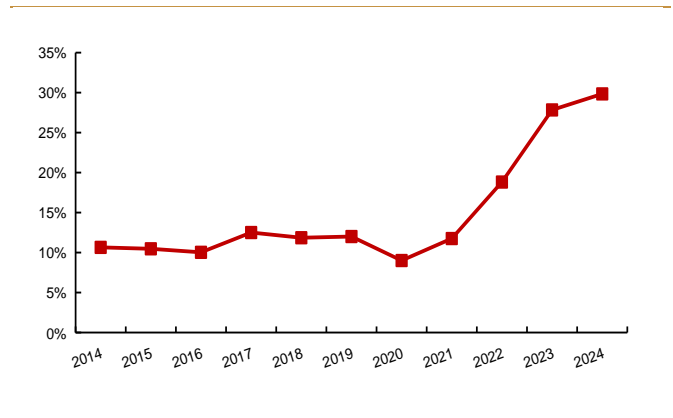
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 62: 宇通客车出口销量 (万辆)



数据来源: 公司公告, 中国客车统计信息网, 西南证券整理

图 63: 宇通客车出口销量占比



数据来源: 公司公告, 中国客车统计信息网, 西南证券整理

出海模式方面，从“制造型+销售产品”向“制造服务型+解决方案”转型，独创中国制造出口的“宇通模式”，由产品输出走向技术输出。利用技术和产业链优势，公司已在哈萨克斯坦、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，相比直接海外建厂成本压力更小，宇通提供技术支持，推动当地汽车工业的发展。宇通还在KD产品质量管理、质量鉴定评价等方面制定一系列管控流程，让“中国技术”、“中国标准”在海外落地生根、开花结果，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。

提供多种模式售后服务，持续完善海外服务和配件供应体系。宇通客车为海外不同市场客户提供多种模式的售后服务，包括宇通客车直服、客户授权自服务站、第三方授权服务站等。公司在法国、阿联酋、巴拿马、智利建立区域性配件中心库，在俄罗斯、卡塔尔、墨西哥、哥伦比亚、哈萨克斯坦、坦桑尼亚、南非建立国家配件中心库，在全球独资建立13个海外配件中心库，并授权100余家配件经销商，为终端用户提供快捷有效的配件供应。在海外服务站的支持下，公司海外一线服务团队进行客户需求识别、技术培训、解决车辆问题。客车配件保障方面，公司与Cummins（康明斯）、ZF（采埃孚）、Allison（艾里逊）等世界知名汽车零部件供应商合作，为客户提供重点订单联合服务保障，致力于为海外客户提供全面、优质的服务和配件保障。

图 64：宇通海外配件中心库布局



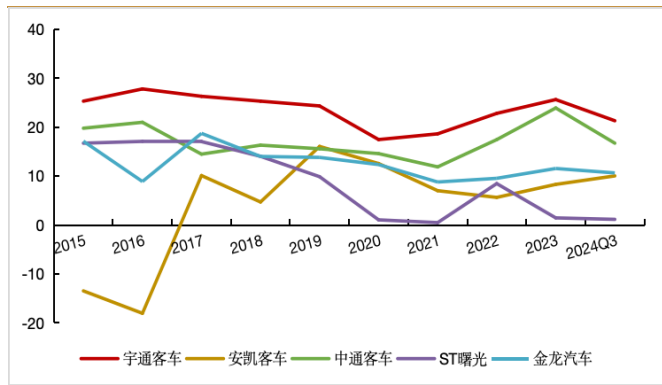
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

4 财务分析

4.1 盈利能力稳步向好，净利率稳居行业榜首

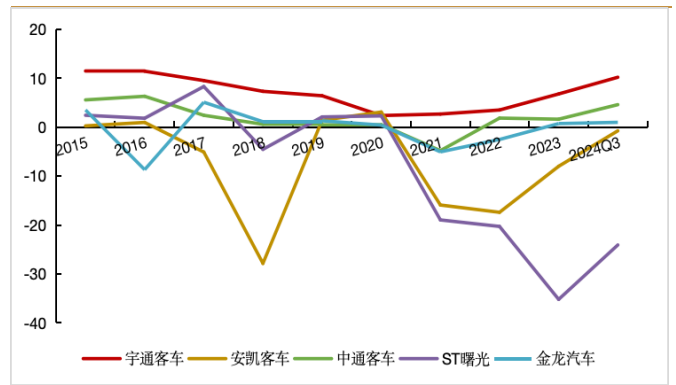
公司综合毛利率和净利率持续领先同业企业。2024 年前三季度公司毛利率与净利率水平分别为 21.33% 和 10.21%。2019-2024 年前三季度，公司毛利率和净利率持续领先同业企业。在行业出海、高端化和新能源转型的发展趋势下，公司凭借技术、客户基础、市场营销等方面的优势获得更多市场份额，整体竞争优势持续提升。并通过坚持高单价、高质量路线，保持较高盈利能力。2022 年以来公司毛利率提升至 21% 以上，2020 年后公司净利率逐年攀升，2024 年前三季度提升至 10% 以上，公司盈利能力处于行业领先水平。同时由于新能源出海+高端化增厚利润，海外新能源客单车价值量显著高于国内，随着公司新能源出口占比提升，毛利润同步增厚。未来，欧美、拉美、东南亚等地区在环保政策加严等因素的驱动下，新能源公交车需求有望大幅提升，出海机遇有望持续，公司盈利能力有望进一步提高。

图 65：公司与可比公司毛利率 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

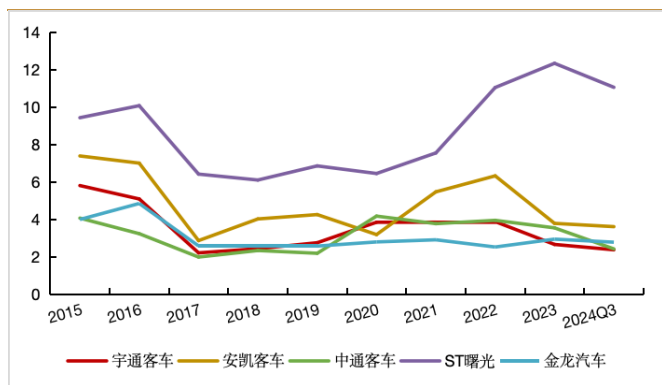
图 66：公司与可比公司净利率 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

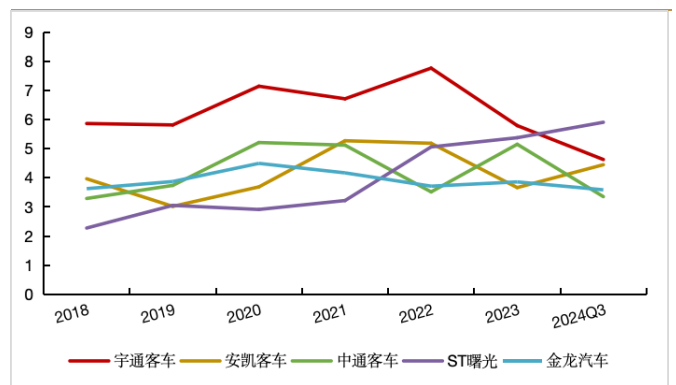
费用管控能力有所提升。2024 年 Q1-Q3，公司管理费用率为 2.37%，低于行业均值，公司在管理效率优化和成本控制方面表现突出，管理费用控制较好。2024 年 Q1-Q3 公司研发费用率为 4.63%，尽管近三年研发费用率呈现逐年递减趋势，但仍显著高于行业平均水平。高研发投入为公司在新产品开发、新能源技术及智能化领域的领先地位提供了有力支撑，有助于巩固其市场竞争优势。2024 年 Q1-Q3 公司销售费用率为 3.71%，同比有所下降。总体来看，宇通客车在费用管控方面的持续优化为其盈利能力的提升奠定了坚实基础。

图 67：公司与可比公司管理费用率 (%)

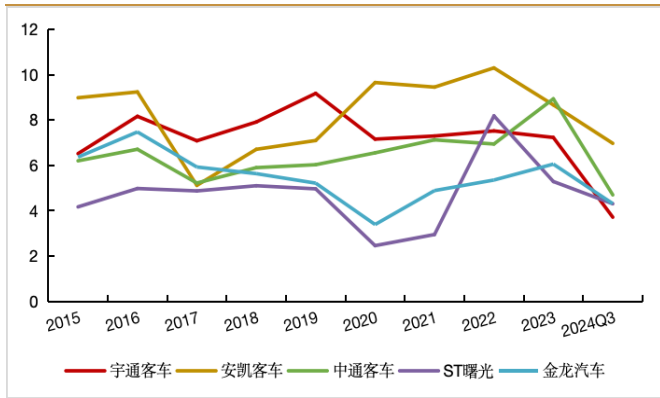


数据来源：Wind，西南证券整理

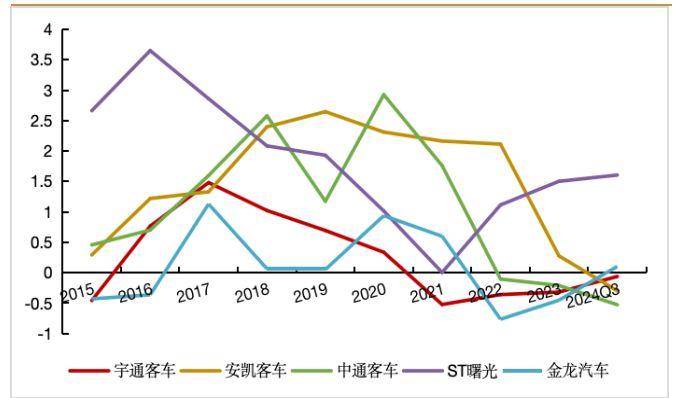
图 68：公司与可比公司研发费用率 (%)



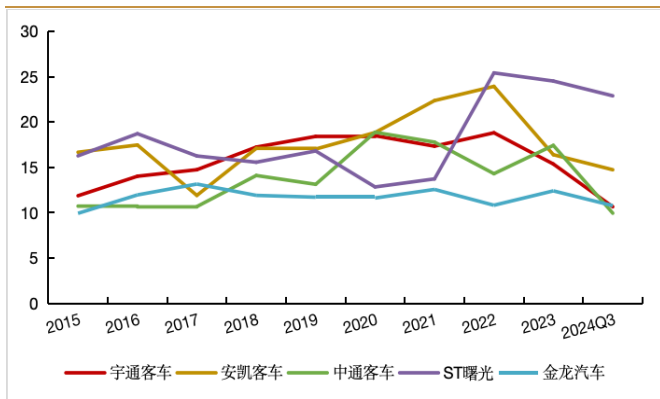
数据来源：Wind，西南证券整理

图 69：公司与可比公司销售费用率 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

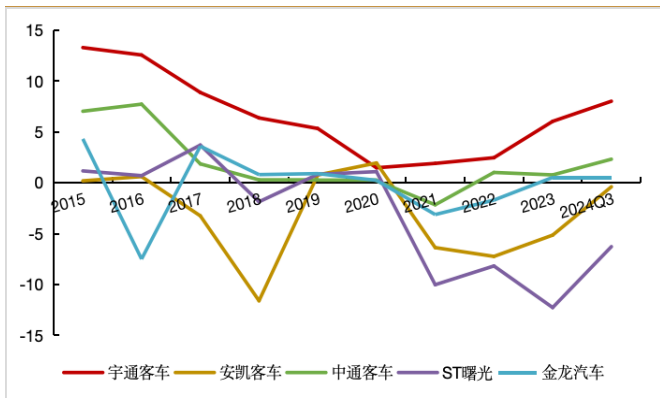
图 70：公司与可比公司财务费用率 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

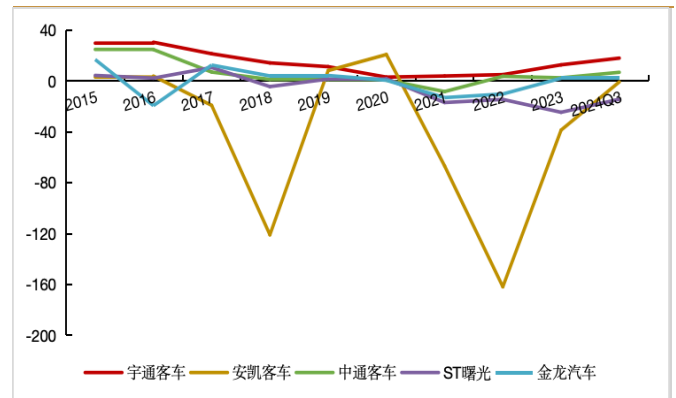
图 71：公司与可比公司期间费用率 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司 ROA 和 ROE 均稳居行业龙头水平。公司 ROA 与 ROE 的变动趋势与净利率高度一致。截至 2024 年第三季度，公司 ROA 和 ROE 分别达到 8.02% 和 18.08%，不仅延续了 2023 年来客车市场的销量回升优异表现，也进一步巩固了其在行业内的领先地位。这一成绩的取得，既反映了公司在成本控制、盈利能力和资产配置方面的综合优势，也为其未来的可持续发展奠定了坚实基础。

图 72：公司与可比公司 ROA (%)


数据来源：公司公告, 西南证券整理

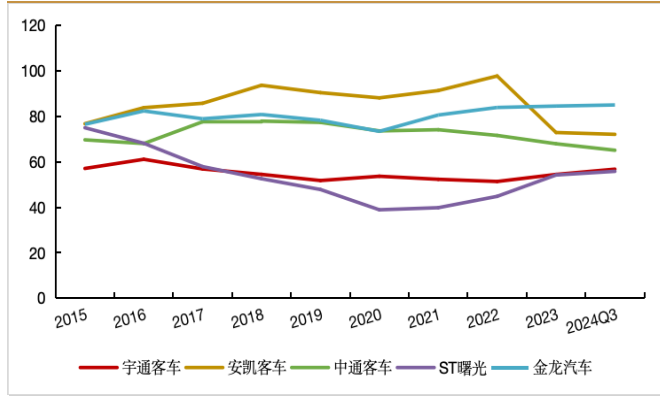
图 73：公司与可比公司 ROE (平均) (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

4.2 偿债能力表现优异，流动比率表现突出

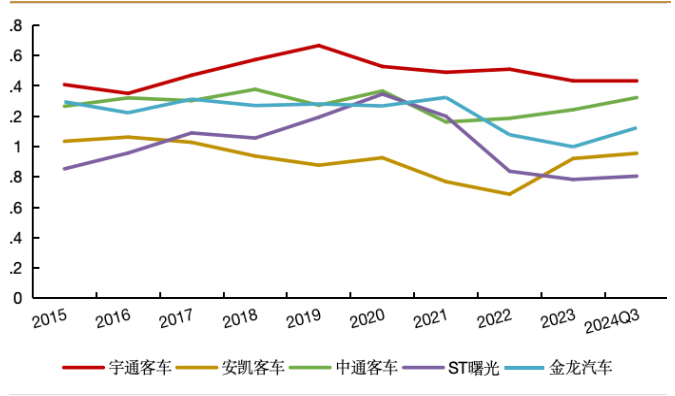
公司长短期偿债能力均表现优异、能力稳健。公司资产负债率持续保持在行业较低水平，同时流动比率位居行业前列。截至 2024 年第三季度，公司资产负债率为 56.75%，流动比率达 1.43，公司在财务风险管理和流动性管理方面表现突出。公司抵御风险能力表现突出，为未来的业务扩展和战略实施提供了坚实的财务支撑。

图 74：公司与可比公司资产负债率 (%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 75：公司与可比公司流动比率

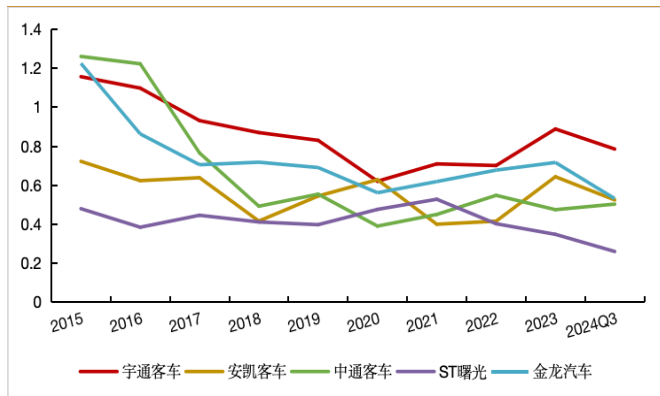


数据来源：Wind，西南证券整理

总资产周转率位于行业前列，存货周转率相对薄弱。2015 年至 2024 年前三季度，和可比公司相比，公司总资产周转率处于行业上游水平。然而，存货周转率相对较低，处于行业下游水平。2024 年前三季度，公司总资产周转率为 0.79 次，存货周转率为 4.42 次，公司存货周转率处于行业下游水平，主要受住房子公司房地产业务影响。

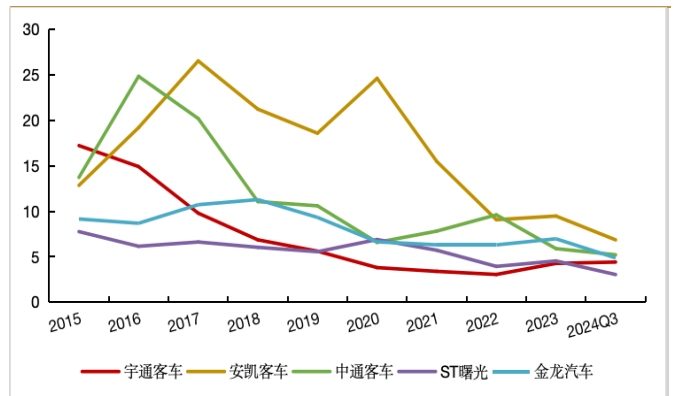
公司货币资金储备充足，经营性现金流表现优异，财务状况稳健。截至 2024 年前三季度，公司货币资金达 49.05 亿元，经营性现金流为 45.35 亿元，两项指标均位居行业前列。自 2018 年以来，公司经营性现金流持续为正，主营业务盈利能力和现金流创造能力良好。充裕的货币资金和稳定的现金流不仅为公司日常运营提供了坚实保障，也为未来技术研发、市场拓展及战略投资奠定了坚实基础，进一步巩固了其在行业中的竞争优势。

图 76：公司与可比公司总资产周转率 (次)

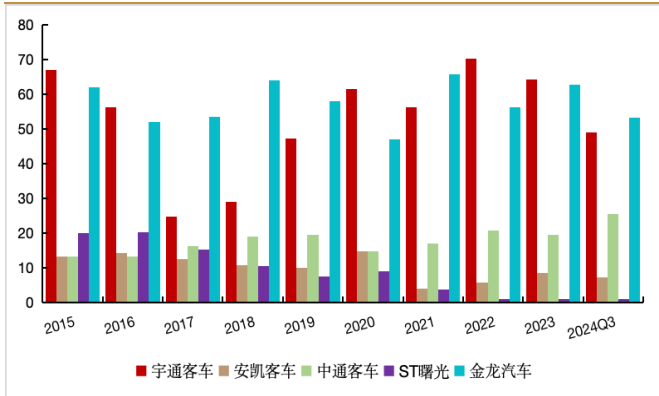


数据来源：公司公告，西南证券整理

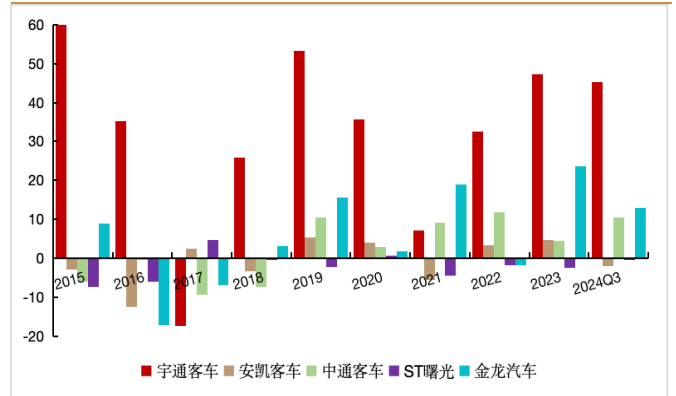
图 77：公司与可比公司存货周转率 (次)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 78：公司与可比公司货币现金情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 79：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司出口业务主要为向海外出售大中型客车产品, 近年来海外客车需求持续增长, 全球对环境保护和可持续发展的重视程度不断提高, 欧洲、拉美、东南亚、中东、中亚等市场正在加速客车电动化进程。宇通客车在外观、质量、智能网联配置等方面居于全球一流水平, 预计出口订单量将持续增长。预计 2024-2026 年公司海外新能源客车出口订单量增速分别为 85%、34%、24%, 燃油客车出口订单量增速分别为 30%、14%、13%, 公司不断突破海外高端市场, 出口新能源占比持续提升, 公司出口业务产业结构优化, 预计 2024-2026 年出口单车收入增速分别为 13%、4%、4%, 对应出口业务收入增速为 56%、23%、19%。

假设 2: 公司内销业务主要向国内销售大中型座位客车及公交车, 近年来, 国内旅游市场强势复苏带来座位客车需求, 新能源公交车进入更换周期, 以旧换新政策刺激新能源公交市场高速发展。公司为国内大中型客车领军品牌, 销量多年来保持行业第一, 国内订单量有望快速增长。预计 2024-2026 年公司国内新能源客车订单量增速分别为 96%、28%、16%, 燃油客车订单量增速分别为 6%、3%、3%, 随着公司新能源客车内销占比持续提升, 预计 2024-2026 年内销单车收入增速分别为 2%、1%、0%, 对应内销收入增速为 28%、12%、8%。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 10：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023	2024E	2025E	2026E	
出口	新能源出口	销量 (辆)	1463	2700	3606	4454
		yoy	-	85%	34%	24%
	燃油出口	销量 (辆)	8702	11300	12893	14505
		yoy	-	30%	14%	13%
	出口单车收入 (万元)		102.4	115.9	121.0	125.7
yoy		4%	13%	4%	4%	

单位：亿元		2023	2024E	2025E	2026E	
	出口合计收入	104.1	162.3	199.7	238.4	
	yoy	86%	56%	23%	19%	
	毛利率	32%	28%	28%	28%	
内销	新能源内销	销量 (辆)	5675	11095	14202	16474
		yoy	-	96%	28%	16%
	燃油内销	销量 (辆)	20678	21823	22478	23152
		yoy	-	6%	3%	3%
	内销单车收入 (万元)		52.0	53.2	53.6	53.7
	yoy		-9%	2%	1%	0%
	内销合计收入		137.0	175.2	196.7	212.8
	yoy		-2%	28%	12%	8%
	毛利率		17%	15%	15%	15%
其他业务 (地区)	收入	29	30	31	32	
	yoy	30%	3%	3%	3%	
	毛利率	17%	17%	17%	17%	
收入		270.4	367.8	427.5	483.3	
yoy		24.1%	36.0%	16.2%	13.0%	
毛利率		25.6%	21.2%	21.5%	21.8%	

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取客车行业的 2 家头部上市公司作为可比公司, 2 家公司 2025 年平均 PE 为 20 倍。公司为客车行业领军厂商, 预计估值与可比公司平均水平持平。

客车行业持续复苏, 国内和出口需求快速增长, 公司作为客车行业龙头, 在新能源出海背景下竞争优势凸显, 业绩有望持续增长。我们预计公司未来三年归母净利润复合增长率为 43.3%, 给予公司 2025 年 18 倍 PE, 目标价 36.9 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000957.SZ	中通客车	11.29	0.12	0.45	0.67	0.74	94.1	25.1	16.9	15.3
600686.SZ	金龙汽车	14.22	0.10	0.24	0.61	0.92	142.2	59.3	23.3	15.5
平均值							118.1	42.2	20.1	15.4

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截至 2025 年 2 月 19 日)

6 风险提示

国内客车需求不及预期、旅游市场景气度不及预期、新能源公交车更新速度不及预期、海外客车需求不及预期、海外环保政策变动、电池等原材料价格上涨等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	270.42	367.80	427.55	483.30	净利润	18.40	40.97	45.95	54.09
营业成本	201.06	290.01	335.74	377.92	折旧与摊销	7.25	11.57	11.72	11.78
营业税金及附加	3.28	4.21	4.91	5.59	财务费用	-0.86	-2.30	-3.12	-4.26
销售费用	19.55	13.72	15.52	17.15	资产减值损失	-5.57	-2.67	-3.17	-3.80
管理费用	7.19	26.33	31.04	35.09	经营营运资本变动	-1.97	-20.99	-5.69	-5.35
财务费用	-0.86	-2.30	-3.12	-4.26	其他	29.93	6.52	6.89	7.21
资产减值损失	-5.57	-2.67	-3.17	-3.80	经营活动现金流净额	47.17	33.10	52.58	59.67
投资收益	0.99	0.29	0.27	0.28	资本支出	-3.22	-1.10	-0.80	-0.70
公允价值变动损益	-0.01	3.00	0.50	0.50	其他	-28.52	8.59	0.77	0.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31.74	7.49	-0.03	0.08
营业利润	20.36	41.79	47.40	56.39	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.42	3.42	3.42	3.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	20.78	45.22	50.82	59.82	股权融资	0.11	0.00	0.00	0.00
所得税	2.39	4.24	4.87	5.73	支付股利	-22.14	-21.81	-20.24	-20.43
净利润	18.40	40.97	45.95	54.09	其他	-0.49	1.40	3.12	4.26
少数股东损益	0.22	0.50	0.56	0.66	筹资活动现金流净额	-22.51	-20.41	-17.12	-16.17
归属母公司股东净利润	18.17	40.48	45.39	53.43	现金流量净额	-7.35	20.19	35.43	43.58
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	64.34	84.53	119.96	163.54	成长能力				
应收和预付款项	59.73	81.53	95.09	107.29	销售收入增长率	24.05%	36.01%	16.24%	13.04%
存货	45.13	77.20	86.88	97.12	营业利润增长率	188.45%	105.29%	13.42%	18.97%
其他流动资产	26.95	24.47	28.29	31.85	净利润增长率	139.58%	122.75%	12.15%	17.70%
长期股权投资	6.50	6.50	6.50	6.50	EBITDA 增长率	78.86%	90.88%	9.68%	14.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	43.61	35.03	26.01	16.82	毛利率	25.65%	21.15%	21.47%	21.81%
无形资产和开发支出	15.44	13.54	11.65	9.76	三费率	9.57%	10.26%	10.16%	9.93%
其他非流动资产	46.89	46.89	46.89	46.89	净利率	6.80%	11.14%	10.75%	11.19%
资产总计	308.57	369.69	421.26	479.76	ROE	13.09%	25.79%	24.90%	24.78%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.96%	11.08%	10.91%	11.27%
应付和预收款项	84.75	137.00	156.59	175.73	ROIC	39.49%	71.30%	72.96%	92.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.89%	13.88%	13.10%	13.22%
其他负债	83.25	73.82	80.08	85.78	营运能力				
负债合计	168.00	210.81	236.67	261.51	总资产周转率	0.89	1.08	1.08	1.07
股本	22.14	22.14	22.14	22.14	固定资产周转率	6.50	9.59	14.01	22.57
资本公积	15.06	15.06	15.06	15.06	应收账款周转率	4.80	5.48	5.12	5.05
留存收益	101.13	119.80	144.96	177.96	存货周转率	4.13	4.61	4.01	4.03
归属母公司股东权益	139.19	157.00	182.16	215.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.44%	—	—	—
少数股东权益	1.38	1.88	2.44	3.10	资本结构				
股东权益合计	140.57	158.87	184.59	218.25	资产负债率	54.45%	57.02%	56.18%	54.51%
负债和股东权益合计	308.57	369.69	421.26	479.76	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.43	1.49	1.61	1.74
					速动比率	1.10	1.06	1.18	1.31
					股利支付率	121.84%	53.87%	44.58%	38.23%
					每股指标				
					每股收益	0.82	1.83	2.05	2.41
					每股净资产	6.35	7.18	8.34	9.86
					每股经营现金	2.13	1.50	2.37	2.70
					每股股利	1.00	0.98	0.91	0.92
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	26.75	51.06	56.00	63.91					
PE	31.61	14.19	12.65	10.75					
PB	4.09	3.61	3.11	2.63					
PS	2.12	1.56	1.34	1.19					
EV/EBITDA	17.28	8.65	7.26	5.68					
股息率	3.86%	3.80%	3.52%	3.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
