



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

出口高增、行稳致远，成长与防守兼具

买入 (首次)

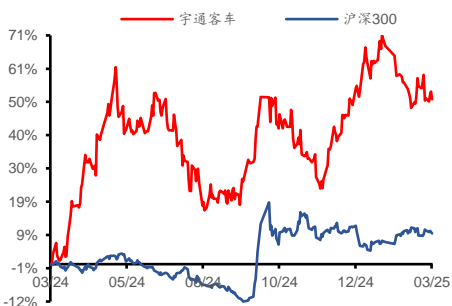
行业: 汽车
日期: 2025年03月13日

分析师: 仇百良
E-mail: qiubailiang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100003
分析师: 李煦阳
E-mail: lixuyang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100001

基本数据

最新收盘价 (元) 25.67
12mth A 股价格区间 (元) 18.42-29.50
总股本 (百万股) 2,213.94
无限售 A 股/总股本 100.00%
流通市值 (亿元) 568.32

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

宇通客车大中型客车连续 21 年国内销量第一，根据业绩预告中值测算，2024 年预计实现归母净利润 40.45 亿元，24Q4 单季度实现归母净利润 16.13 亿元，同比+110.30%、环比+112.80%。24Q4 销量 1.56 万辆，为近两年单季度最高销量；单车利润 10.36 万元，扭转了 2024 年前三季度单车利润下滑的趋势。

大中客内需底部趋稳，出口扬帆远航。内销旅游车需求高增、公交车有望企稳。旅游用车需求是国内大中型座位客车销量的主要拉动力，公交客车处于周期复苏启动阶段，补贴政策推动市场活力释放，24Q3 开始内销公交客车销量企稳回升。新能源产品攻入欧洲，未来 3-5 年仍然是客车出海重要窗口期。海外客车市场处于恢复性增长阶段，前期积压的市场需求大量释放，市场回暖明显。客车出海在欠发达地区持续突破、依靠新能源产品进入欧洲高端市场。

单车价利双升，出口驱动业绩高成长。出口和新能源双驱动，大中客量价利齐升。公司大中客销量及出口量稳定提升，新能源销量及出口量高速增长。根据公司公告、客车信息网及第一商用车网数据测算，2024 年公司大中客销量 4.03 万辆，同比+26.97%；其中新能源销量 1.38 万辆，同比+93.26%；客车出口 1.40 万辆，同比+37.73%；其中新能源出口 2700 辆，同比+84.55%。公司出口单车价值量和毛利基本为内销的 2 倍，2023 年出口、内销 ASP 分别为 102.37 万元、51.98 万元，单车毛利分别为 32.41 万元、11.93 万元。折旧摊销迎拐点，成本费用管控优秀。公司单车折摊快速下降，24H1 为 1.71 万元。固定资产及在建工程资本开支减少，折摊有望继续降低驱动利润率提升，公司固定资产采用双倍余额递减法进行折旧。期间费用率从 2022 年高点后持续降低，单车费用保持稳定，公司费用管控优秀。24H1，公司期间费用率降低至 14.45%。

■ 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润为 40.30/46.64/52.87 亿元，同比分别+121.79%、+15.74%、+13.35%，对应 2025 年 3 月 13 日收盘价的 PE 分别为 14.10X、12.18X、10.75X。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

公交市场需求不足风险，行业整体竞争加速恶化风险，地缘政治紧张局势持续风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27042	36262	41490	45696
年增长率	24.1%	34.1%	14.4%	10.1%
归母净利润	1817	4030	4664	5287
年增长率	139.4%	121.8%	15.7%	13.4%
每股收益 (元)	0.82	1.82	2.11	2.39
市盈率 (X)	31.28	14.10	12.18	10.75
市净率 (X)	4.08	4.23	4.38	4.56

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2025 年 03 月 13 日收盘价)

目 录

1 客车龙头企业，引领中国客车走向世界	4
1.1 深耕客车数十载，行业发展领路人.....	4
1.2 大中客销量高歌猛进，宇通稳居行业第一.....	5
1.3 业绩持续向好，毛利迅速回升.....	6
2 大中客内需底部趋稳，出口扬帆远航	8
2.1 内销旅游车需求高增、公交车有望企稳.....	8
2.2 新能源产品攻入欧洲，未来 3-5 年仍然是客车出海重要窗口期.....	10
3 单车价利双升，出口驱动业绩高成长	12
3.1 出口和新能源双驱动，大中客量价利齐升.....	12
3.2 折旧摊销迎拐点，成本费用管控优秀.....	14
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议.....	16
5 风险提示：	18

图

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：公司销量结构（按大、中、轻客，单位：辆）.....	5
图 3：公司销量结构（按出口、内销，单位：万辆）.....	5
图 4：行业大中客销量（单位：万辆）及增速.....	5
图 5：宇通大中客销量（单位：万辆）及增速.....	5
图 6：行业大中客出口情况.....	6
图 7：宇通大中客出口情况.....	6
图 8：公司营收情况.....	6
图 9：公司归母净利润情况.....	6
图 10：23Q1-24Q4 单季度销量及单车利润情况.....	7
图 11：公司毛利情况.....	7
图 12：公司国内及海外毛利率情况.....	7
图 13：公司国内及海外营收情况.....	7
图 14：国内大中客细分市场销量（单位：辆）及增速.....	8
图 15：国内客旅团车销量（单位：万辆）.....	9
图 16：10 座及以上客车出口情况（单位：辆，左轴）及新能源比例（右轴）.....	10
图 17：大中客整体及纯电出口均价（单位：万元/辆）.....	10
图 18：宇通大中客内销和出口结构（单位：万辆）.....	12
图 19：宇通新能源客车 ASP 及销量（单位：万元、万辆）.....	12
图 20：宇通出口、内销 ASP（单位：万元）.....	12
图 21：宇通出口、内销单车毛利（单位：万元）.....	12
图 22：宇通出口客车结构.....	13
图 23：宇通内销客车结构.....	13

图 24: 宇通折旧摊销 (左轴) 及单车折摊 (右轴)	14
图 25: 宇通固定资产净额及在建工程 (单位:亿元)	14
图 26: 公司期间费用率 (左轴) 及单车费用 (右轴)	15

表

表 1: 宇通客车发展历程.....	4
表 2: 宇通 2024 年以来海外大单	14
表 3: 公司固定资产折旧方法.....	15
表 4: 公司盈利预测简表.....	16
表 5: 可比公司估值表.....	17

1 客车龙头企业，引领中国客车走向世界

1.1 深耕客车数十载，行业发展领路人

宇通客车大中型客车连续21年国内销量第一。1963年河南省交通厅郑州客车修配厂成立，1997年在上海证券交易所挂牌上市，成为国内大客车企业第一家上市公司。2024年，公司全球销量4.70万辆，全球占有率超过10%，新能源客车累计销售超19.6万辆。

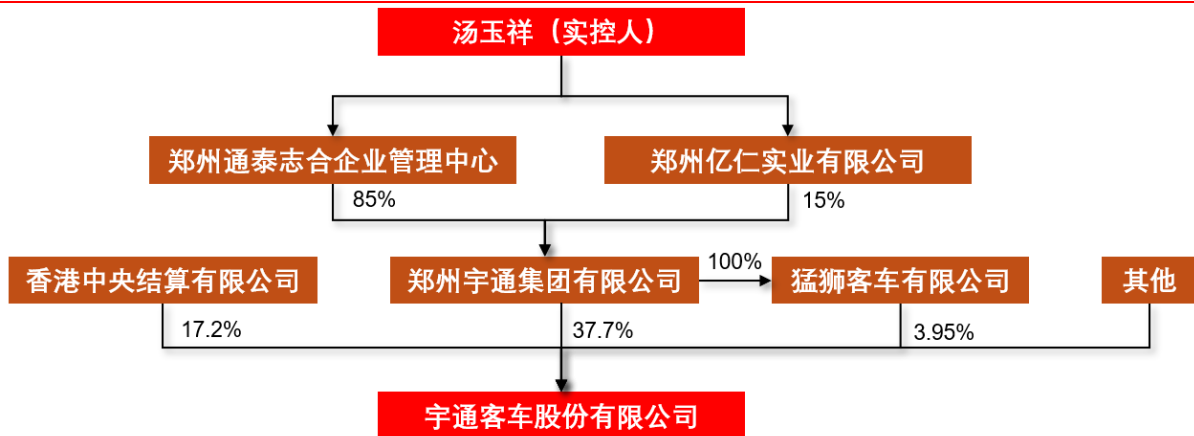
表 1：宇通客车发展历程

时间	发展历程
1963年	河南省交通厅郑州客车修配厂成立，试制出河南省第一辆长途客车（JT660）。
1993年	率先在实行股份制改造，成立“郑州宇通客车股份有限公司”。
1997年	在上海证券交易所挂牌上市，成为国内大客车企业第一家上市公司。
1999年	推出首款完全自主知识产权的纯电动客车。
2010年	宇通客车已经连续8年保持业内销量第一。
2015年	宇通取得首个燃料电池客车正式公告，并在河南建成首座加氢站。
2021年	截至2021年，宇通批量出口40多个国家和地区，覆盖欧洲、美洲、非洲、亚太、中东、独联体等六大区域。已累计出口8万辆，全球累计销售新能源客车超16万辆。
2022年	宇通纯电动客车服务保障卡塔尔世界杯，展现中国制造实力。
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，引领行业迈入“硬件融合集成、软件在线升级”新时代。

资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司股权结构清晰，实控人为董事长汤玉祥。截至24Q3，第一大股东郑州宇通集团有限公司直接持股37.7%+通过猛狮客车间接持股3.95%，实际控制人汤玉祥持股6.26%。23Q1之前，公司实控人为汤玉祥等7名自然人，23Q1发生股权转让后，公司实控人变更为汤玉祥。

图 1：公司股权结构

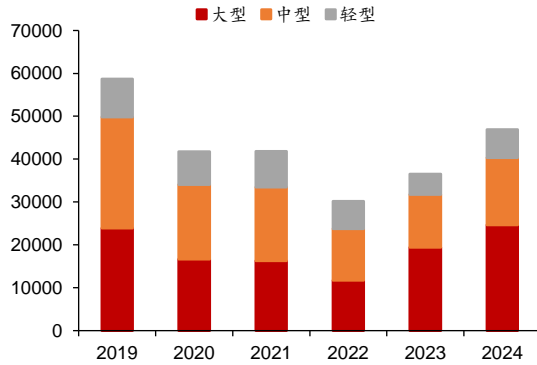


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 大中客销量高歌猛进，宇通稳居行业第一

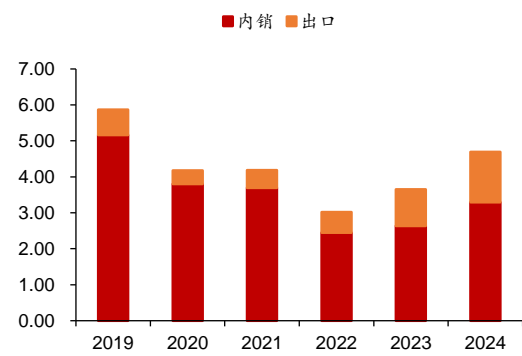
公司 2024 年销量 4.69 万辆，同比+28.48%。销量结构中，大中客 4.03 万辆，占比 85.98%；出口 1.40 万辆，占比 29.84%。

图 2：公司销量结构（按大、中、轻客，单位：辆）



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

图 3：公司销量结构（按出口、内销，单位：万辆）

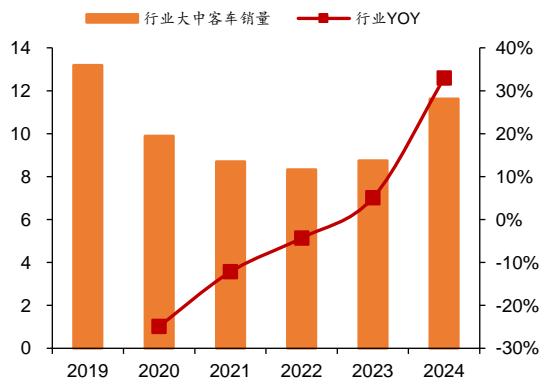


资料来源：Wind，上海证券研究所

大中客市场受益于补贴政策驱动、旅游市场复苏、出口销量高增，2024 年行业大中客销量 11.62 万辆，同比+32.92%。细分市场，旅游市场复苏拉动旅游客车需求增长，新能源公交更新补贴政策拉动新能源公交车销量增长，出口市场大幅度增长，三者共同拉动 2024 年大中客销量高增。

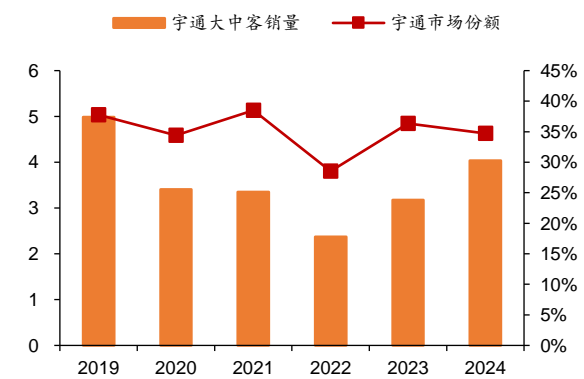
公司大中客销量稳居行业第一，2024 年大中客销量 4.03 万辆，同比+26.97%。宇通销量结构中以大中客为主，2024 年整体销量 4.69 万辆，其中大中客 4.03 万辆。行业大中客销量 11.62 万辆，宇通市场份额为 34.71%、高居行业第一。

图 4：行业大中客销量（单位：万辆）及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

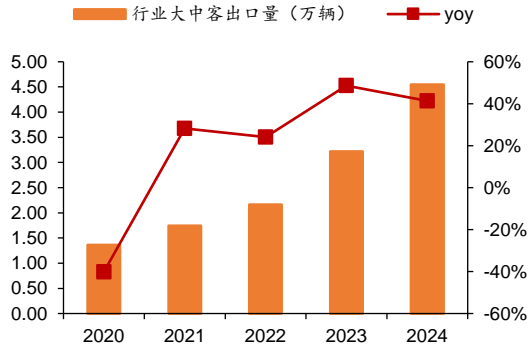
图 5：宇通大中客销量（单位：万辆）及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司客车出口稳定增长，2024 年出口 1.40 万辆，同比 +37.73%。根据客车信息网数据，2024 年客车行业出口 6.18 万辆（3.5 米以上），同比+41.10%，宇通出口 1.40 万辆，市场份额 22.65%。

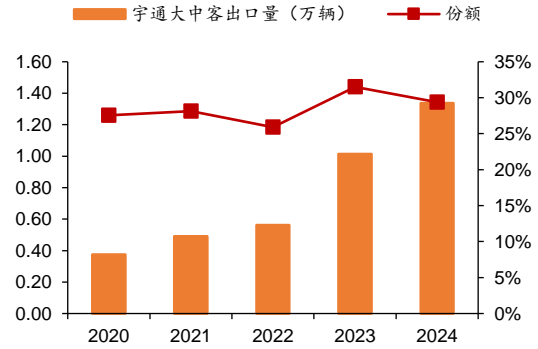
图 6：行业大中客出口情况



资料来源：公司年报，客车信息网，方得网，上海证券研究所

注：2024 年由于宇通尚未发布年报，采取方得网根据客车信息网统计的数据

图 7：宇通大中客出口情况



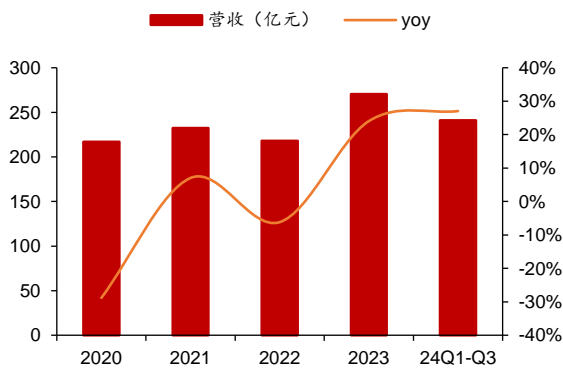
资料来源：公司年报，客车信息网，方得网，上海证券研究所

注：2024 年由于宇通尚未发布年报，采取方得网根据客车信息网统计的数据

1.3 业绩持续向好，毛利迅速回升

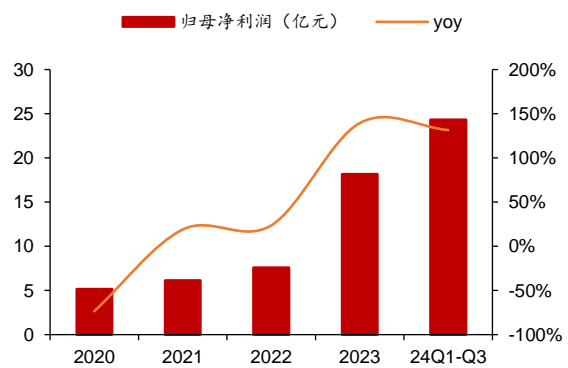
公司归母净利润持续高增，2024 年业绩预告中值 40.45 亿元，同比+122.50%。根据业绩预告，2024 年公司预计实现归母净利润 38.2-42.7 亿元，中值为 40.45 亿元。

图 8：公司营收情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：公司归母净利润情况

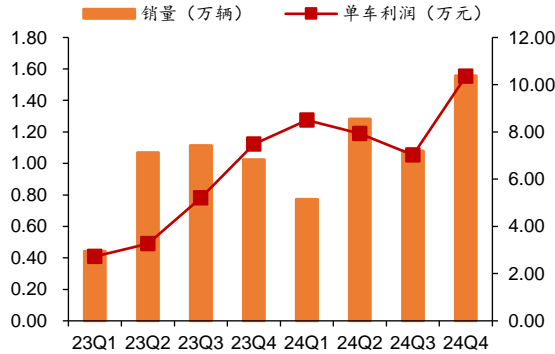


资料来源：Wind，上海证券研究所

公司在 24Q4 实现近两年来最高季度销量 1.56 万辆，单车利润扭转下滑态势、突破 10 万元。按照中值测算，24Q4 单季度实现归母净利润 16.13 亿元，同比+110.30%、环比+112.80%。

24Q4 销量 1.56 万辆，为近两年来单季度最高销量；单车利润 10.36 万元，扭转了 2024 年前三季度单车利润下滑的趋势。

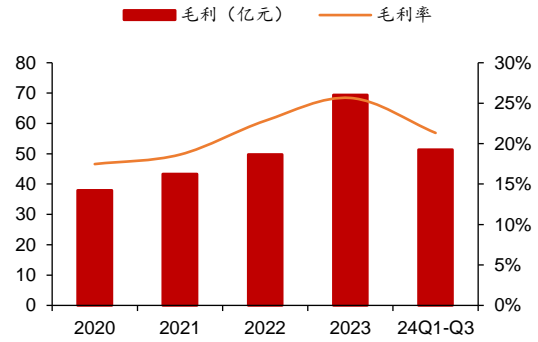
图 10: 23Q1-24Q4 单季度销量及单车利润情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

注: 单车利润=归母净利润/销量, 为上海证券研究所测算

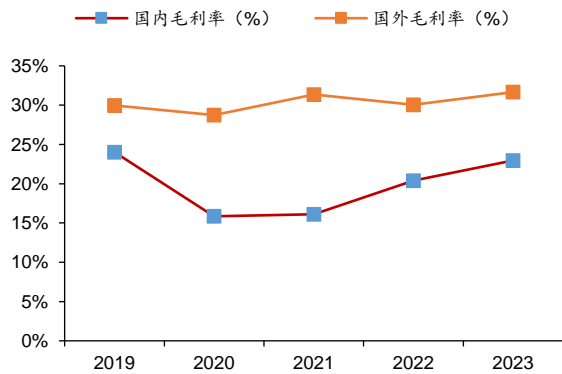
图 11: 公司毛利情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

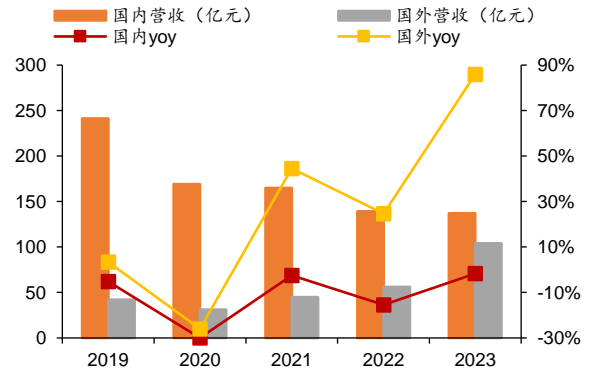
公司海外业务表现亮眼，营收增速和毛利率均显著高于国内业务。2023 年国外业务营收 104.06 亿元，营收规模持续提升；毛利率 31.66%，较国内毛利率高 8.7 个百分点。

图 12: 公司国内及海外毛利率情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 13: 公司国内及海外营收情况



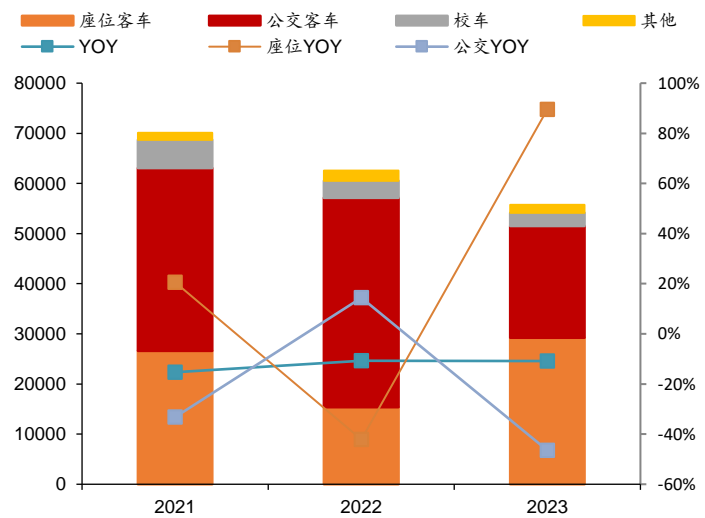
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 大中客内需底部趋稳，出口扬帆远航

2.1 内销旅游车需求高增、公交车有望企稳

国内座位客车市场强势复苏，公交客车企稳，2023 年大中客销量 8.79 万辆，其中内销 5.57 万辆，同比-10.88%。具体到细分市场，座位车、公交车、校车分别销 2.92 万辆、2.23 万辆、0.26 万辆。

图 14：国内大中客细分市场销量（单位：辆）及增速



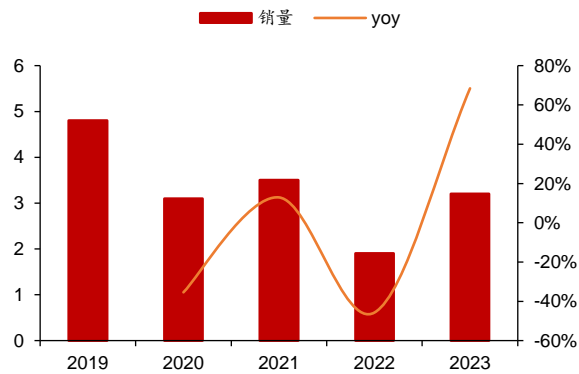
资料来源：公司年报，上海证券研究所

座位客车：

2023 年，国内大中型座位客车销量 29,204 辆，同比提升 89.55%。其中，受旅游强势复苏影响，客旅市场销量大幅提升，结构占比约 74%，同比提升约 20 个百分点；团体通勤用车结构占比约 26%，结构占比同比下降约 20 个百分点。

旅游用车需求是国内大中型座位客车销量的主要拉动力量。旅游用车座位客车应用场景以旅游团体用车与长途客运为主，其中长途大巴需求被高铁、网约车、私家车普及等取代，销量下滑明显。旅团用车方面，根据文旅部数据，2024 年前三季度，国内旅游人次达到 42.9 亿、旅游花费 4.32 万亿元，同比分别+16.8%、17.1%，接近 2019 年峰值水平。国内旅游市场的火热，拉动了对大中型传统动力客车的需求，进而促进了大中型客车整体市场的增长。

图 15: 国内客旅团车销量 (单位: 万辆)



资料来源: 客车统计信息网, 第一商用车网, 上海证券研究所

公交客车:

公交客车市场新能源补贴完全退出, 叠加地方财政承压、公交出行量恢复缓慢、公交企业经营压力大等综合影响, 2023 年国内大中型公交车销量 22,327 辆, 同比下滑 46.47%。虽然地方财政紧张仍抑制市场需求, 但是先期投入运营的新能源公交逐步进入更新期, 公交都市、城乡交通运输一体化示范县、全面电动化试点等示范项目创建, 支撑市场需求, 客货邮融合成为 2024 年增量。

当前时点国内公交客车处于周期复苏启动阶段, 公交利好政策助推国内公交客车实现恢复性增长。公交车具备 TO B/G 属性, 且购置成本在 TCO 成本中比重较大, 政策补贴是国内大中型公交车市场的核心驱动力, 因此其销量周期与新能源国补政策的出台与退出完美契合。

补贴政策推动市场活力释放, 24Q3 开始内销公交客车销量环比提升。24H1 以旧换新政策出台预期导致市场出现延期消费情绪, 7 月交通运输部关于《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》中, 对更新新能源城市公交车的每辆车平均补贴 8 万元; 对更换动力电池的每辆车补贴 4.2 万元。根据客车信息网数据, 24Q1-Q3 国内大中客公交车销量为 1.19 万辆, 与观研天下 24H1 销量数据 0.54 万辆、同比-29%相比, 24Q3 单季度内销超过 24H1 两个季度内销, 我们认为公交车国内市场开始企稳回升。

据客车信息网数据, 2024 年 10 月、11 月, 我国 6 米以上新能源客车销量分别攀升 6103 辆、6930 辆, 2024 年前 11 个月, 6 米以上新能源客车累计销量达到 39426 辆, 同比增长 22.90%, 与前 10 个月 14.71% 的同比增速相比, 市场回暖的态势愈发强劲。其中, 新能源公交车占据了总销量的九成, 尤为值得一提的是, 自

以旧换新政策实施以来，新能源公交车的采购量已超过一万辆，我们认为该数据进一步证明政策对于市场需求的强劲拉动作用。

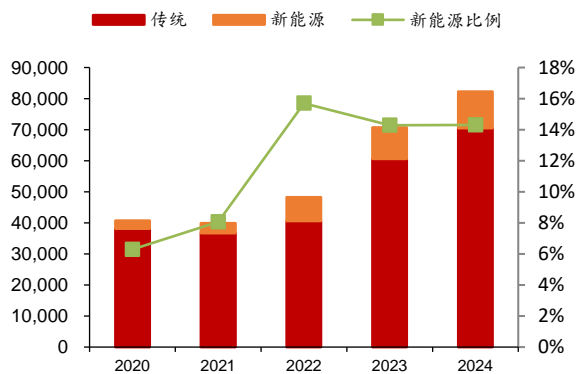
校车：

校车市场受近年出生人口减少、国家教育政策调整等多重因素影响，2023年国内大中型校车销量2,623辆，同比下降23.24%。伴随国家和社会对学生出行安全的重视度不断提高、各地教育资源优化，2011年-2013年校车市场快速爆发阶段所采购的车辆进入更新期等有利因素驱动，预计2024年校车市场需求略增。

2.2 新能源产品攻入欧洲，未来3-5年仍然是客车出海重要窗口期

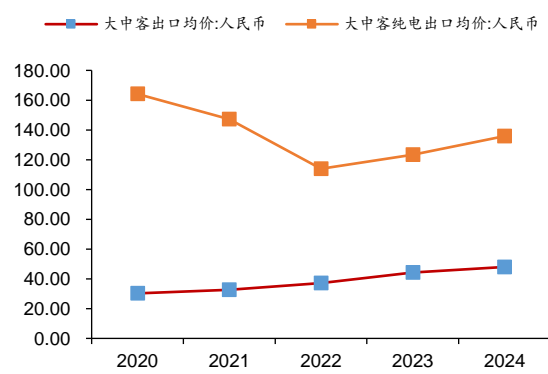
2024年10座及以上客车出口8.23万辆，同比+16.30%。其中，新能源出口1.18万辆，同比+16.53%；传统车出口7.05万辆。出口保持稳健增长，新能源比例稳定在14%附近。ASP方面，整体均价47.98万元/辆，纯电均价135.80万元/辆，近三年保持稳定增长。

图 16：10 座及以上客车出口情况（单位：辆，左轴）及新能源比例（右轴）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 17：大中客整体及纯电出口均价（单位：万元/辆）



资料来源：Wind，上海证券研究所

海外客车市场处于恢复性增长阶段，前期积压的市场需求大量释放，市场回暖明显。中国客车工业凭借不断提升的技术水平以及供应链优势（特别是新能源客车），出口增幅高于海外当地市场总需求增幅。根据方得网数据，2024年中国大中型客车出口4.55万辆，同比+41.35%。

客车出海在欠发达地区持续突破、依靠新能源产品进入欧洲高端市场，未来3-5年仍是重要的窗口期。根据中通客车市场管理

部副部长张炳旭分析，客车出口有四大趋势：第一，沿着“一带一路”国家的客车出口会迅速发展；第二，海外市场突破口依然在欠发达地区，像非洲及本土制造业缺少的地方；第三，国内客车企业可依靠新能源车辆出口进入欧洲高端市场；第四，客车的出口也面临着KD和本土化趋势的影响。此外，随着国家政策的支持，二手客车的出口量将迅速增长。张总预判，未来3-5年，出口市场依然是一个较大的窗口期。

中国电动客车在欧洲市场份额达 28%，未来成长空间仍然较高。欧盟委员会的数据显示，2023 年中国电动汽车仅占欧洲市场的 8%。根据 IDTechEx 的研究，同年中国客车制造商却占据了欧洲电动客车市场的 28%。国内主机厂在成本控制、技术性能和定制化服务等方面的优势，市场份额还在持续扩张。再考虑到欧盟国家电动客车需求的增长以及部分国内客车主机厂的产能过剩，我们认为客车出海在欧洲市场大有可为，叠加电动客车的高单价以及 ASP 提升趋势，我们认为欧洲客车出口有望迎来量价齐升。

3 单车价利双升，出口驱动业绩高成长

3.1 出口和新能源双驱动，大中客量价齐升

公司大中客销量及出口量稳定提升，新能源销量及出口量高速增长。根据公司公告、客车信息网、第一商用车网及 Wind 数据测算，2024 年公司大中客销量 4.03 万辆，同比+26.97%；其中新能源销量 1.38 万辆，同比+93.26%。2024 年客车出口 1.40 万辆，同比+37.73%；其中新能源出口 2700 辆，同比+84.55%。

图 18：宇通大中客内销和出口结构（单位：万辆）

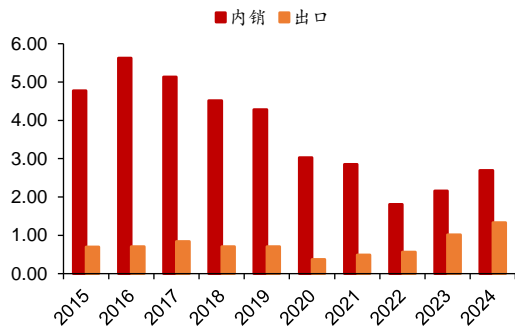
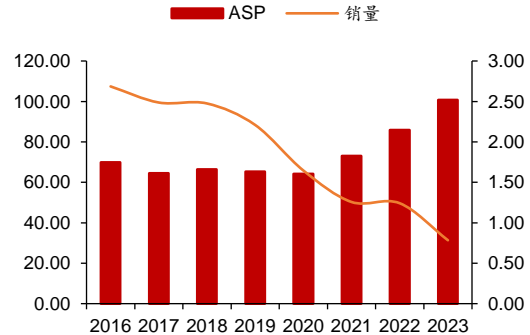


图 19：宇通新能源客车 ASP 及销量（单位：万元、万辆）



资料来源：Wind，客车统计信息网，上海证券研究所

资料来源：Wind，公司年报，上海证券研究所
注：ASP 数据为我方根据 Wind 的收入及销量数据计算得出

分析宇通的盈利情况需要区分看待公司内销与出口、传统和新能源。出口 ASP 和毛利分别约为内销的 2 倍、3 倍。2023 年出口、内销 ASP 分别为 102.37 万元、51.98 万元，单车毛利分别为 32.41 万元、11.93 万元。

图 20：宇通出口、内销 ASP（单位：万元）

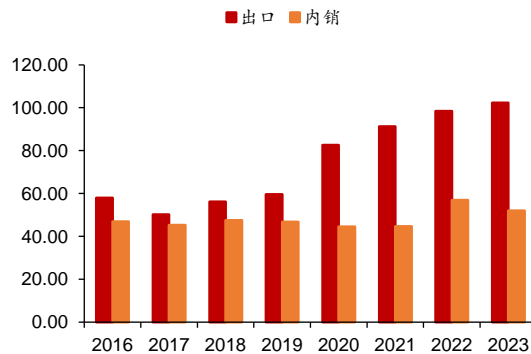
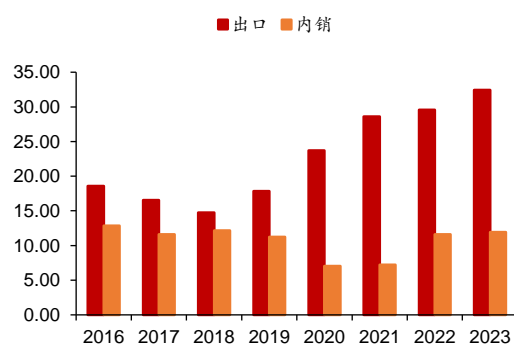


图 21：宇通出口、内销单车毛利（单位：万元）



资料来源：Wind，上海证券研究所
注：ASP 数据为我方根据 Wind 的收入及销量数据计算得出

资料来源：Wind，上海证券研究所

下面我们对内销、外销的新能源及传统车的单价进行拆解。

第一步，测算得到内销新能源 ASP 约为 75 万元。由于公司公告内容中难以找到详细拆分，我们根据较易获得的招投标公开数据进行推导。根据重庆、延安、开封、榆林等地宇通中标公交车合同金额测算，内销新能源 ASP 约为 75 万元（不含税价，下同）。

第二步，测算 2023 年公告新能源销量中，内外销比例约为 8:2。公司 2023 年报仅披露新能源客车销量 0.78 万辆，未披露内外销比例；客车信息网公布了新能源客车销量及出口量（2023 年分别为 0.71/0.15 万辆），但与公司数据口径稍有差异，我们按照客车统计信息网的内外销比例，对公司公告的销量进行拆分，得到内销比例约为 80%。

第三步，测算 2023 年内销新能源客车收入约为 47 亿元，内销传统客车 ASP 约为 45 万元。根据前两步的销量测算，内销新能源销量约为 0.62 万辆、ASP 约为 75 万元，两者相乘得到内销新能源客车收入约为 47.06 亿元。根据前几步测算可以得到传统车 2023 年内销收入约为 89.91 亿元、传统车内销 2.01 万辆，ASP 约为 45 万元。

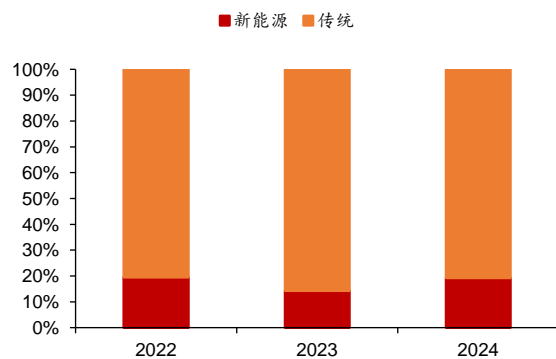
第四步，测算 2023 年出口新能源客车收入约为 32 亿元，出口新能源 ASP 约为 200 万元。2023 年报中新能源客车收入 78.98 亿元，扣减第三步测算内销部分，得到出口部分约为 31.93 亿元。根据第二步测算得到 2023 年出口新能源车约 0.16 万辆，得到出口新能源 ASP 约为 200 万元。

第五步，测算 2023 年出口传统车 ASP 约为 84 万元。根据 2023 年报境外收入为 104.06 亿元，测算出口传统车收入为 72.13 亿元，再根据 2023 年报披露出口 1.02 万辆，测算出口传统车 0.86 万辆，从而得到出口传统车 ASP 约为 84 万元。

总结我们的测算结论如下：

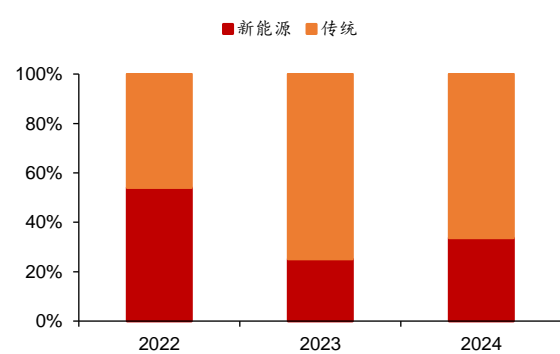
2023 年公司出口新能源客车 ASP 约为 200 万元、出口传统客车 ASP 约为 84 万元；公司内销新能源客车 ASP 约为 75 万元、内销传统客车 ASP 约为 45 万元。

图 22：宇通出口客车结构



资料来源：客车信息网，Wind，上海证券研究所
注：数据口径为 6 米以上大中客，24 年出口数据口径为 3.5 米以上

图 23：宇通内销客车结构



资料来源：客车信息网，Wind，上海证券研究所
注：数据口径为 6 米以上大中客，24 年出口数据口径为 3.5 米以上

与内销对比，公司出口客车的新能源占比还存在较大提升空间。在上述测算后，我们对比内外销结构，能够发现公司出口新能源的 ASP 远高于传统车，但占比并不高，与国内销售结构对比，还存在提升空间。

公司出口大单频出，欧洲、拉美、一带一路沿线等重点区域均有突破。梳理公司披露的海外大单，2024 年以来获得希腊 250 辆纯电、挪威 287 辆纯电、智利 214 辆纯电、墨西哥 274 辆混动等大单，多个大单创下公司订单记录或实现市场突破。

表 2: 宇通 2024 年以来海外大单

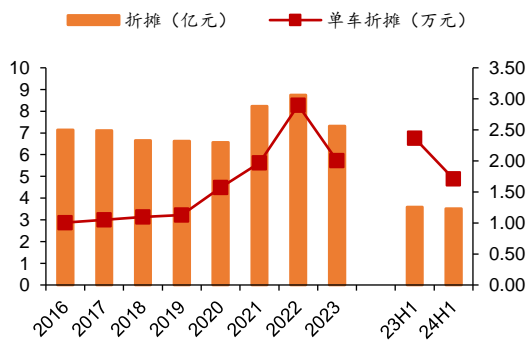
区域	出口规模	具体情况
智利	214 辆纯电客车	订单刷新了宇通在智利乃至拉美市场单笔交付量最大的新能源客车订单记录
希腊	250 辆纯电公交	是希腊首次大批量采购新能源客车，同时也刷新了宇通在欧洲市场最大批量的新能源客车订单新记录
西班牙	46 辆高端机场摆渡车	涵盖 25 辆纯电动机场摆渡车，创造了中国出口最大批量新能源机场摆渡车订单新纪录
蒙古	600 辆 ZK6116HG 公交	宇通在蒙古公共交通市场的首次突破
墨西哥	274 辆混动客车	创下墨西哥进口最大批量混动订单新记录
哈萨克斯坦	100 辆双源无轨电车	待该批订单全部交付后，宇通在哈萨克斯坦双源无轨电车的保有量将超过 200 辆，市占率高达 100%
拉美	500 辆轻客 V6	轻客一经上市便斩获海内外大单
挪威	287 辆纯电客车	包含旅游客车、纯电公交及新一代纯电城间车等多款高端新能源产品，充分结合本地化需求进行定制化开发与配置调整，能够从容应对挪威复杂多变的气候环境及运营工况

资料来源：宇通官方公众号，宇通官网，上海证券研究所

3.2 折旧摊销迎拐点，成本费用管控优秀

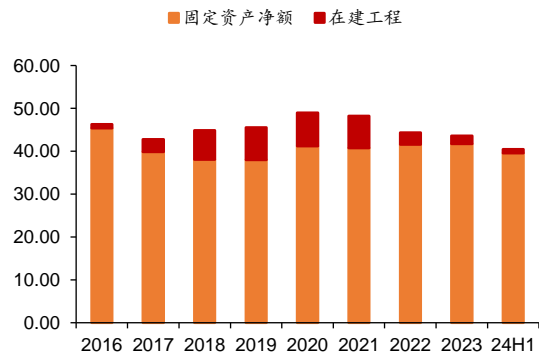
24H1 单车折摊快速下降至 1.71 万元。公司 2020 年开始折摊显著增加，直至 2022 年达到高峰 8.75 亿元，单车折摊为 2.90 万元，2023 年以来折摊迎来拐点，24H1 单车折摊下降到 1.71 万元。

图 24: 宇通折旧摊销（左轴）及单车折摊（右轴）



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

图 25: 宇通固定资产净额及在建工程（单位:亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

固定资产及在建工程资本开支减少，折摊有望继续降低驱动利润率提升。公司固定资产采用双倍余额递减法进行折旧，固定资产和在建工程新增投入无显著增加，固定资产净额稳定在大约40亿元，在建工程2022年开始显著下降到3亿元以内。后续折摊有望进一步降低，驱动利润率提升。

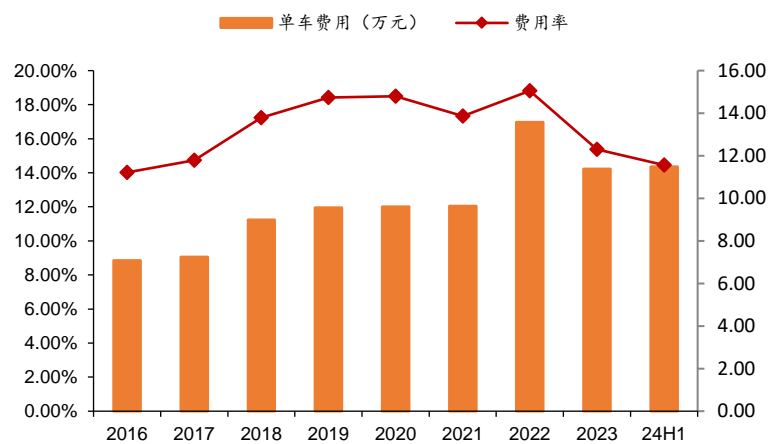
表 3：公司固定资产折旧方法

类别	折旧方法	折旧年限 (年)	残值率 (%)	年折旧率 (%)
房屋及建筑物	双倍余额递减法	20-40	3	2.43-4.85
机器设备	双倍余额递减法	5-10	3	9.70-19.40
运输工具	双倍余额递减法	4-5	3	19.40-24.25
其他设备	双倍余额递减法	3-5	3	19.40-32.33

资料来源：公司财报，上海证券研究所

期间费用率从2022年高点后持续降低，单车费用保持稳定，公司费用管控优秀。24H1，公司期间费用率降低至14.45%，单车期间费用11.48万元、保持稳定。

图 26：公司期间费用率（左轴）及单车费用（右轴）



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

关键假设如下：内销 2024-2026 年分别为 3.29/3.56/3.73 万辆，ASP 维持 52.00 万元，毛利率 20.00%（会计政策变更后，质保金从销售费用调整至营业成本，导致毛利率受到影响）。出口 2024-2026 年分别为 1.40/1.61/1.77 万辆，ASP 分别为 112.61/119.36/125.33 万元，毛利率 28.00%（会计政策变更所致，同上）。其他收入假设 2024-2026 年增速分别为 15.00%/12.00%/8.00%，毛利率维持 17.00%。

测算得到，预计公司 2024-2026 年营收分别为 362.62/414.90/456.96 亿元，同比分别+34.10%、+14.42%、+10.14%，毛利率分别为 23.20%、23.43%、23.62%。

表 4：公司盈利预测简表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体营收 (亿元)	217.99	270.42	362.62	414.90	456.96
Yoy		24.05%	34.10%	14.42%	10.14%
毛利率	22.83%	25.65%	23.20%	23.43%	23.62%
整体销量 (万辆)	3.02	3.65	4.69	5.17	5.50
Yoy		20.93%	28.48%	10.09%	6.56%
国内销量 (万辆)	2.45	2.64	3.29	3.56	3.73
Yoy		7.50%	24.91%	8.00%	5.00%
ASP (万元)	56.84	51.98	52.00	52.00	52.00
收入 (亿元)	139.35	136.97	171.17	184.87	194.11
毛利率	20.40%	22.96%	20.00%	20.00%	20.00%
出口销量 (万辆)	0.57	1.02	1.40	1.61	1.77
Yoy		78.87%	37.73%	15.00%	10.00%
ASP (万元)	98.45	102.37	112.61	119.36	125.33
收入 (亿元)	55.95	104.06	157.65	192.18	221.96
毛利率	30.03%	31.66%	28.00%	28.00%	28.00%
其他收入 (亿元)	22.69	29.39	33.80	37.85	40.88
Yoy		29.53%	15.00%	12.00%	8.00%
毛利率	19.96%	16.91%	17.00%	17.00%	17.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

4.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润为 40.30/46.64/52.87 亿元，同比分别+121.79%、+15.74%、+13.35%，对应 2025 年 3 月 13 日收盘价的 PE 分别为 14.10X、12.18X、10.75X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值表

公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
宇通客车	25.67	568.32	1.82	2.11	2.39	40.30	46.64	52.87	14.10	12.18	10.75
金龙汽车	15.04	107.84	0.23	0.60	0.90	1.63	4.30	6.45	66.17	25.06	16.73
中通客车	10.77	63.86	0.45	0.67	0.74	2.64	3.98	4.37	24.19	16.05	14.62
安凯客车	6.79	63.79	0.01	0.04	0.07	0.09	0.42	0.63	707.29	151.90	101.19

资料来源：Wind，上海证券研究所

注：数据截至收盘日 2025 年 3 月 13 日，宇通客车为上海证券研究所预测，可比公司采用 Wind 一致预期

5 风险提示：

公交市场需求不足风险，行业整体竞争加速恶化风险，地缘政治紧张局势持续风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6434	6543	6879	6680
应收票据及应收账款	4215	6184	6873	7644
存货	4513	6868	7600	8436
其他流动资产	4452	5453	5798	6181
流动资产合计	19614	25049	27150	28940
长期股权投资	650	645	642	657
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4172	4100	3996	3858
在建工程	190	90	59	39
无形资产	1544	1646	1708	1783
其他非流动资产	4688	4892	4897	4901
非流动资产合计	11243	11373	11302	11239
资产总计	30857	36422	38452	40179
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	7143	10736	11926	13220
合同负债	2473	2937	3505	3807
其他流动负债	4068	5569	6244	6833
流动负债合计	13684	19241	21674	23860
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	3116	3550	3550	3550
非流动负债合计	3116	3550	3550	3550
负债合计	16800	22790	25224	27409
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	1506	1506	1506	1506
留存收益	10113	9706	9245	8723
归属母公司股东权益	13919	13445	12985	12463
少数股东权益	138	186	243	307
股东权益合计	14057	13631	13228	12770
负债和股东权益合计	30857	36422	38452	40179
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	4717	4736	5905	6116
净利润	1840	4079	4721	5351
折旧摊销	732	764	777	817
营运资金变动	1281	226	668	195
其他	864	-333	-262	-248
投资活动现金流量	-3174	-574	-443	-505
资本支出	-450	-568	-580	-634
投资变动	-2735	5	3	-15
其他	11	-11	134	144
筹资活动现金流量	-2251	-4043	-5125	-5810
债权融资	0	0	0	0
股权融资	4	0	0	0
其他	-2255	-4043	-5125	-5810
现金净流量	-735	109	336	-199

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27042	36262	41490	45696
营业成本	20106	27850	31768	34904
营业税金及附加	328	453	513	567
销售费用	1955	1305	1473	1599
管理费用	719	870	996	1074
研发费用	1568	1813	2074	2285
财务费用	-86	-105	-110	-118
资产减值损失	-557	0	0	0
投资收益	99	109	134	144
公允价值变动损益	-1	0	0	0
营业利润	2036	4591	5162	5757
营业外收支净额	42	87	83	59
利润总额	2078	4677	5245	5816
所得税	239	599	525	465
净利润	1840	4079	4721	5351
少数股东损益	22	48	57	64
归属母公司股东净利润	1817	4030	4664	5287
主要指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	25.6%	23.2%	23.4%	23.6%
净利率	6.7%	11.1%	11.2%	11.6%
净资产收益率	13.1%	30.0%	35.9%	42.4%
资产回报率	5.9%	11.1%	12.1%	13.2%
投资回报率	14.2%	29.2%	34.9%	41.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	24.1%	34.1%	14.4%	10.1%
EBIT 增长率	416.6%	102.3%	12.3%	11.0%
归母净利润增长率	139.4%	121.8%	15.7%	13.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.82	2.11	2.39
每股净资产	6.29	6.07	5.87	5.63
每股经营现金流	2.13	2.14	2.67	2.76
每股股利	1.50	2.00	2.31	2.62
营运能力指标				
总资产周转率	0.89	1.08	1.11	1.16
应收账款周转率	6.71	7.41	6.76	6.69
存货周转率	4.27	4.89	4.39	4.35
偿债能力指标				
资产负债率	54.4%	62.6%	65.6%	68.2%
流动比率	1.43	1.30	1.25	1.21
速动比率	0.88	0.75	0.73	0.69
估值指标				
P/E	31.28	14.10	12.18	10.75
P/B	4.08	4.23	4.38	4.56
EV/EBITDA	7.66	9.43	8.45	7.70

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。