

宇通客车（600066.SH）

盈利能力稳健，一季度净利润同比增长 15%

优于大市

核心观点

一季度整体销量同比提升，净利润同比增长 15%。2025 年一季度宇通客车实现营业收入为 64.2 亿元，同比-3.0%，归母净利润为 7.55 亿元，同比+14.9%，扣非净利润为 6.42 亿元，同比+12.49%；25Q1 宇通客车实现销量 9011 台，同比+16.59%，整体来看，得益于费用管控持续、减值冲回、销量提升等因素，宇通客车业绩持续释放。

盈利能力稳健，销量结构有望逐步优化。具体来看，25Q1 应收回款减值冲回 3.17 亿元，一定程度增厚利润；25Q1 销售毛利率 18.9%，同比有所下滑主要系 1) 会计准则变动影响（销售费用中售后服务费纳入成本核算）；2) 销售结构变化（因订单交付节奏波动原因，25Q1 宇通客车出口 2057 台，同比-20.8%，新能源客车出口 280 台，同比-36.9%），另外 25Q1 轻客产品同比提升近 10pct 至 19.4%，25Q1 公司净利率 11.8%，同比+1.8pct 盈利能力稳定；现金流层面，25Q1 公司经营获得产生的现金流量净额 14.2 亿元；综上，得益于扎实的成本控制能力、规模效应的持续释放及中高端战略演进，公司业绩稳定释放。展望 2025 年全年，一方面叠加出口销量增长（包括新能源占比提升）及国内持续修复（以旧换新政策对公交的催化）、以及场景开拓（城间车、座位客车新能源渗透率提升），公司有望持续获得高质量的增量订单。同时，公司轻客新品已发布，25Q1 销量 1750 台，同比+129%，有望贡献增量；根据公司 2024 年年报，2025 年公司收入计划 421.3 亿元，同比+13%。

展望中长期，周期与成长共振依旧，宇通业绩有望持续释放。行业端：①国内复苏：国内客车需求有望持续修复（以旧换新政策）；②出口放量：当下海外大中客年销量约 28 万辆，新能源渗透率不足 10%，对比国内具较高提升空间，且海外多国指定政策促进新能源客车替换；宇通端：①出口市场宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期持续突破，从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级，竞争力持续攀升，海外布局逐步从亚洲、拉美、非洲等地区，向欧洲等客车工业发达地区拓展，推动产业价值链迈向中高端，有望充分受益于海外新能源扩张；②国内市场宇通在风险管控+优选市场改善毛利，预计公司国内盈利有望回暖。

风险提示：行业复苏不达预期、海外竞争加剧、宏观经济波动。

投资建议：兼具成长和红利的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。看好公司成长性，维持盈利预测，预计 25/26/27 年净利润 46.6/53.4/60.1 亿元，EPS 2.10/2.41/2.72 元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,042	37,218	42,242	47,607	53,319
(+/-%)	24.1%	37.6%	13.5%	12.7%	12.0%
净利润(百万元)	1817	4116	4661	5340	6013
(+/-%)	139.4%	126.5%	13.2%	14.6%	12.6%
每股收益(元)	0.82	1.86	2.10	2.41	2.72
EBIT Margin	8.8%	11.3%	11.6%	11.7%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	30.7%	34.7%	39.8%	44.8%
市盈率 (PE)	31.9	14.1	12.4	10.9	9.6
EV/EBITDA	24.2	15.6	15.9	15.1	13.1
市净率 (PB)	4.17	4.32	4.32	4.32	4.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·商用车

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn
S0980524070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.56 元
总市值/流通市值	61016/61016 百万元
52 周最高价/最低价	30.05/19.87 元
近 3 个月日均成交额	560.02 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宇通客车（600066.SH）-海内外共振，净利润和现金流创历史新高》——2025-04-02
《宇通客车（600066.SH）-盈利能力稳健，中期分红回报股东》——2024-10-29
《宇通客车（600066.SH）-现金流表现优异，海内外共振推动盈利攀升》——2024-08-27
《宇通客车（600066.SH）-出口与内销共振，净利润持续攀升》——2024-07-10
《宇通客车（600066.SH）-兼具成长和红利的全球大中客龙头，一季度量利双增》——2024-04-26

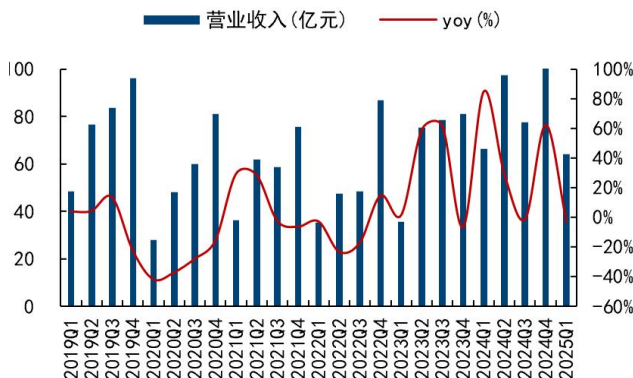
业绩概述：2025 年一季度宇通客车实现营收 64.2 亿元，同比-3.0%，归母净利润 7.55 亿元，同比+14.9%，扣非净利润 6.42 亿元，同比+12.49%；25Q1 宇通客车销量 9011 台，同比+16.59%，整体来看，得益于费用管控持续、减值冲回等因素，宇通客车业绩持续释放。

图1：宇通客车营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：宇通客车季度营收（亿元）及增速



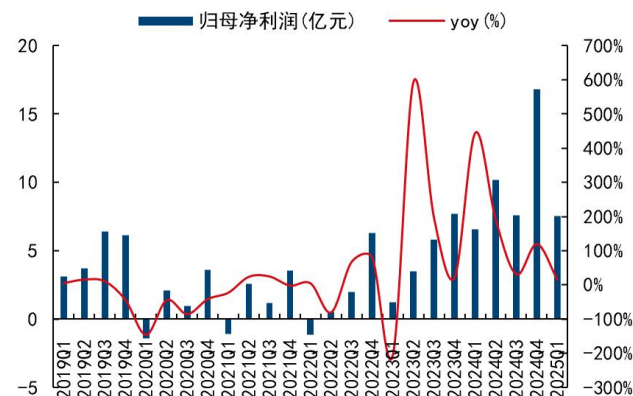
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：宇通客车净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

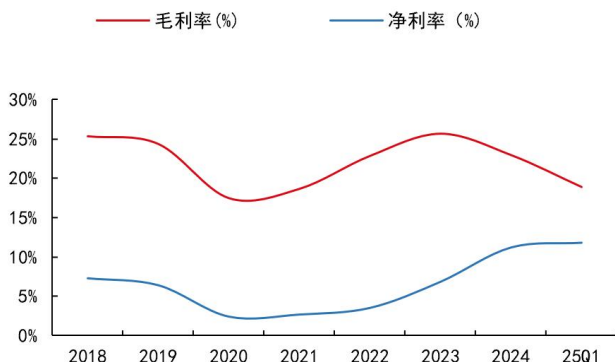
图4：宇通客车季度净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

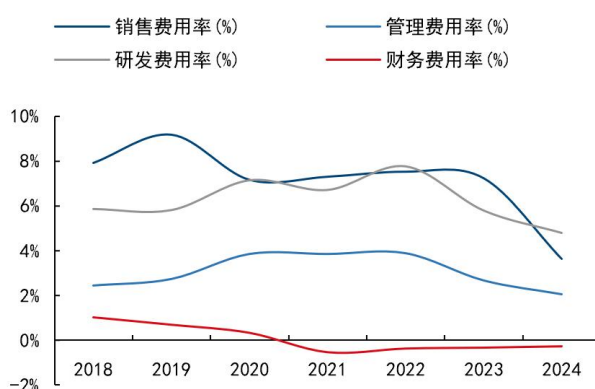
具体来看，25Q1 应收回款减值冲回 3.17 亿元，一定程度增厚利润；25Q1 销售毛利率 18.9%，同比有所下滑主要系 1）会计准则变动影响（销售费用中售后服务费纳入成本核算）；2）销售结构变化（因订单交付节奏波动原因，25Q1 宇通客车出口 2057 台，同比-20.8%，新能源客车出口 280 台，同比-36.9%），另外 25Q1 轻客产品同比提升近 10pct 至 19.4%，25Q1 公司净利率 11.8%，同比+1.8pct 盈利能力稳定；现金流层面，25Q1 公司经营获得产生的现金流量净额 14.2 亿元；综上，得益于扎实的成本控制能力、规模效应的持续释放及中高端战略演进，公司业绩稳定释放。展望 2025 年全年，一方面叠加出口销量增长（包括新能源占比提升）及国内持续修复（以旧换新政策对公交的催化）、以及场景开拓（城间车、座位客车新能源渗透率提升），公司有望持续获得高质量的增量订单。同时，公司轻客新品已发布，25Q1 销量 1750 台，同比+129%，有望贡献增量；根据公司 2024 年年报，2025 年公司收入计划 421.3 亿元，同比+13%。

图5: 宇通客车毛利率和净利率情况（万元）



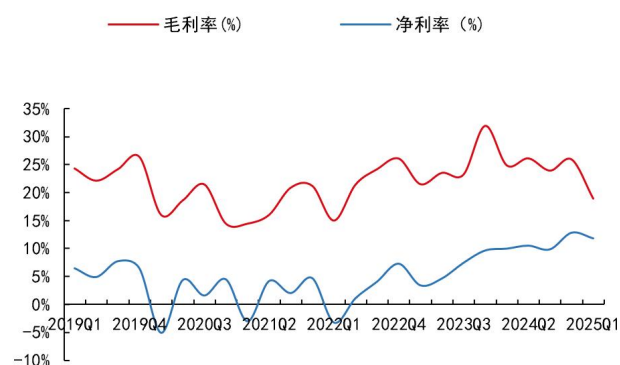
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 宇通客车费用率情况（%）



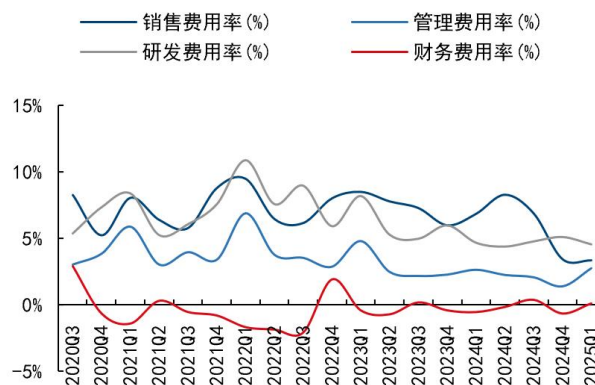
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 宇通客车季度毛利率和净利率情况（万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 宇通客车季度费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“一带一路”背景下，宇通海外市场进展顺利，有望持续贡献业绩

布局全球目标市场，由“产品输出”走向“技术输出”。截至 2024 年上半年，公司累计出口各类客车超过 10 万辆，产品远销至智利、墨西哥、埃塞俄比亚、安哥拉、坦桑尼亚、菲律宾、澳大利亚、马来西亚、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、沙特、巴基斯坦、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。在主要目标市场，公司已成为主流客车供应商之一。在新能源客车领域，公司已累计出口新能源客车超过 6,000 辆，并在卡塔尔、墨西哥、英国、丹麦、挪威、希腊、智利、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、芬兰、法国、波兰、澳大利亚、新西兰、意大利、葡萄牙、新加坡等 40 多个国家或地区形成批量销售并实现良好运营，积极发展绿色公共交通，为全球减碳做出贡献。公司在海外市场采取直销、经销相结合的销售模式，目前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；同时，利用技术和产业链优势，公司已在哈萨克斯坦、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，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。

展望后续，有望迎来海内外共振：

- **海外：**随全球经济的恢复和公共交通出行需求的改善以及各类大型赛事、展会如期举办，预计客车行业需求将会持续恢复性增长，同时随着新能源客车社会认可度不断提高，在环境保护要求、国际形象提升及新能源车辆技术不断进步、经济性不断提高等因素影响下，海外市场对新能源的需求也将持续快速提升。基于环保压力和社会责任，诸多国家持续加大新能源推广力度，新能源客车需求预计将快速增长，欧洲、拉美、东南亚等市场存在批量订单机会。同时中国新能源车领跑全球，具备完善的供应链体系、成熟的产品设计、强悍的成本控制能力等诸多优势，我国客车出口数量持续增长。宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海内外新能源发展差异的窗口期努力获取订单，综合竞争力卓越，海外营收占比持续攀升。
- **国内：**公交以旧换新政策逐步催化，叠加旅游市场的需求持续，宇通优选市场，国内有望迎来量利共振。方案鼓励老旧新能源公交车及动力电池更新，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；预计随潜在具体政策的落地，国内公交客车有望迎来复苏。同时旅游市场保持稳定复苏。

技术方面，公司紧跟低碳化、电动化、智能网联化、高端化、轻量化发展趋势，围绕安全、节能、舒适、环保等方面打造宇通产品竞争力领先技术护城河。积极发挥龙头企业作用，与产业链深度合作。公司完成高安全长寿命电池系统、电池模组集成化技术、集成式一体化DCDC、多合一动力域控制器、一体化热管理系统、双源低温热泵、集成式电驱桥、电控液压助力转向、集成式电子电气架构、智能辅助驾驶助手1代、多功能自动驻车系统、碰撞缓解控制系统、5G网联终端2.0、智能化能量管理、智能巡检、智能区域限速控制、校车智能防遗忘11代等技术的开发和应用，全面提升产品竞争力，巩固新能源和智能网联技术的领先优势。

图9：宇通客车在技术、科技方面的布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

投资建议：兼具成长（出海）和红利（高股息）的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。

行业端：①国内复苏：国内客车需求有望持续修复（以旧换新政策）；②出口放量：当下海外大中客年销量约 28 万辆，新能源渗透率不足 10%，对比国内具较高提升空间，且海外多国指定政策促进新能源客车替换；宇通端：①出口市场宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期持续突破，从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级，竞争力持续攀升，海外布局逐步从亚洲、拉美、非洲等地区，向欧洲等客车工业发达地区拓展，推动产业价值链迈向中高端，有望充分受益于海外新能源扩张；②国内市场宇通在风险管控+优选市场改善毛利，预计公司国内盈利有望回暖。看好公司出口放量及国内回暖带来的增量，维持盈利预测，预计 25-27 年净利润 46.6/53.4/60.1 亿元，EPS 为 2.10/2.41/2.72 元，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				24A	25E	26E	24A	25E	26E	
000338.SZ	潍柴动力	15.19	1,324	1.31	1.47	1.68	12	10	9	未评级
600660.SH	福耀玻璃	57.02	1,488	2.87	3.38	3.87	20	17	15	优于大市
	平均						16	14	12	-
600066.SH	宇通客车	27.56	610	1.86	2.10	2.41	14	12	11	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：潍柴动力为 Wind 一致预测 数据更新至 2025 年 4 月 27 日

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6434	8667	12791	15858	12239	营业收入	27042	37218	42242	47607	53319
应收款项	5236	5274	8101	10565	11979	营业成本	20106	28679	32442	36491	40763
存货净额	4513	3513	7114	8108	9175	营业税金及附加	328	450	422	476	533
其他流动资产	2801	2182	2112	1904	2133	销售费用	1955	1349	1521	1714	1920
流动资产合计	19614	21031	31513	37829	36920	管理费用	719	758	911	1055	1164
固定资产	4362	3803	3827	3600	3449	研发费用	1568	1788	2028	2285	2559
无形资产及其他	1544	1506	1356	1207	1057	财务费用	(86)	(98)	(257)	(340)	(340)
投资性房地产	4688	5143	5143	5143	5143	投资收益	99	46	150	160	120
长期股权投资	650	668	768	868	862	资产减值及公允价值变动	(558)	14	(100)	(100)	(100)
资产总计	30857	32151	42607	48646	47431	其他收入	(1525)	(1469)	(2028)	(2285)	(2559)
短期借款及交易性金融负债	4	20	500	300	200	营业利润	2036	4672	5225	5986	6741
应付款项	7143	6992	15117	20019	17903	营业外净收支	42	51	0	0	0
其他流动负债	6537	7477	9379	10767	11819	利润总额	2078	4722	5225	5986	6741
流动负债合计	13684	14489	24996	31086	29922	所得税费用	239	568	523	599	674
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	22	38	42	48	54
其他长期负债	3116	4004	3953	3902	3851	归属于母公司净利润	1817	4116	4661	5340	6013
长期负债合计	3116	4004	3953	3902	3851	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	16800	18493	28949	34988	33773	净利润	1817	4116	4661	5340	6013
少数股东权益	138	234	234	234	234	资产减值准备	431	(243)	(233)	(5)	(4)
股东权益	13919	13424	13424	13424	13424	折旧摊销	724	699	558	583	605
负债和股东权益总计	30857	32151	42607	48646	47431	公允价值变动损失	558	(14)	100	100	100
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(86)	(98)	(257)	(340)	(340)
每股收益	0.82	1.86	2.10	2.41	2.72	营运资本变动	195	2559	3387	2984	(3829)
每股红利	1.01	2.00	2.10	2.41	2.72	其它	(436)	240	233	5	4
每股净资产	6.29	6.06	6.06	6.06	6.06	经营活动现金流	3289	7358	8706	9007	2890
ROIC	17.03%	31.32%	57%	155%	172%	资本开支	0	140	(301)	(301)	(401)
ROE	13.05%	30.66%	35%	40%	45%	其它投资现金流	(263)	(764)	0	0	0
毛利率	26%	23%	23%	23%	24%	投资活动现金流	85	(642)	(401)	(401)	(395)
EBIT Margin	9%	11%	12%	12%	12%	权益性融资	(27)	61	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	13%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	24%	38%	14%	13%	12%	支付股利、利息	(2246)	(4437)	(4661)	(5340)	(6013)
净利润增长率	139%	127%	13%	15%	13%	其它融资现金流	544	4331	480	(200)	(100)
资产负债率	55%	58%	68%	72%	72%	融资活动现金流	(3975)	(4483)	(4181)	(5540)	(6113)
股息率	3.9%	7.7%	8.0%	9.2%	10.4%	现金净变动	(601)	2233	4124	3066	(3619)
P/E	31.9	14.1	12.4	10.9	9.6	货币资金的期初余额	7035	6434	8667	12791	15858
P/B	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	货币资金的期末余额	6434	8667	12791	15858	12239
EV/EBITDA	24.2	15.6	15.9	15.1	13.1	企业自由现金流	0	7088	8071	8294	2119
						权益自由现金流	0	11418	8782	8400	2325

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032