

销售结构波动影响毛利，高目标引领出口及业绩回升

核心观点

25Q1 营收、归母、扣非分别为 64.18 亿元、7.55 亿元、6.42 亿元，同比分别-3.00%、+14.91%、+12.49%。收入小幅下滑主因出口淡季及交付节奏对销售结构形成扰动，归母、扣非逆势增长，主要系应收回款减值冲回所致。当前公司盈利核心变量来自出口，全年目标同比 24 年增长 18%；Q2 起出口预计延续增长态势。同期国内公交补贴落地效果也将显现，推动公司业绩进一步释放。

事件

公司发布 2025 年一季报，第一季度实现营收 64.18 亿元，同比下降 3.00%，归母净利润 7.55 亿元，同比增长 14.91%，扣非净利润 6.42 亿元，同比增长 12.49%。

简评

Q1 销售结构波动影响收入，应收回款减值冲回增厚利润。25Q1 营收、归母、扣非分别为 64.18 亿元、7.55 亿元、6.42 亿元，同比分别-3.00%、+14.91%、+12.49%。**收入端看**，出口淡季及交付节奏对销售结构形成扰动，导致“量增价减”。量端：宇通 Q1 共销售客车 0.9 万辆，同比+16.6%，其中出口、内销分别为 0.2 万辆、0.7 万辆，同比分别-20.8%、+35.5%。新能源出口 278 辆，同比-37.4%。价端：单车收入约 71.2 万元/辆，同比-16.8%，主因出口暂时下滑导致的产品结构波动。Q1 出口占销量比重 22.8%，新能源占出口比重 13.5%，同比分别-10.8pct、-3.6pct。**盈利端看**，归母、扣非逆势增长，主要系应收回款减值冲回所致，对应利润增量约 2.3 亿元。Q1 单车净利润约 8.38 万元/台，同比-1.4%。宇通 3 月份出口已如期回暖，同比+33.1%，环比+307.4%。Q2 起外需预计延续增长态势，同期国内公交补贴落地效果也将显现。公司 2025 年经营目标积极，其中出口 1.65 万辆，同比+18%；出口新能源 3300 辆，同比+22%；整体销量 5.3 万辆，同比+13%。Q2 起销量、业绩回升确定性强。

毛利受销售结构波动影响，费用控制保持稳定。Q1 毛利率、净利率分别为 18.89%、12.04%，同比分别-2.59pct、+2.01pct，环比分别-7.01pct、-0.86pct。Q1 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.83%、3.36%、2.78%、4.57%、0.12%，同比分别+0.35pct、-0.13pct、-0.04pct、-0.12pct、+0.65pct，环比+1.47pct、-0.09pct、+1.36pct、-0.55pct、+0.75pct。

宇通客车 (600066.SH)

维持

买入

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060002

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陈怀山

chenhuaishan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110006

李粤皖

liyuewan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070017

发布日期：2025 年 05 月 13 日

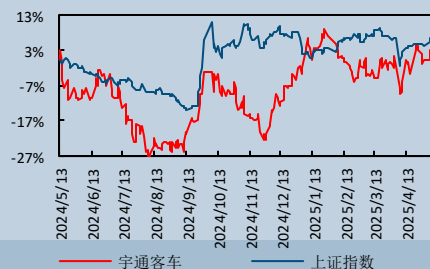
当前股价：26.44 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.28/-1.76	-1.82/-3.36	-4.34/-11.15
12 月最高/最低价 (元)		29.50/20.26
总股本 (万股)		221,393.92
流通 A 股 (万股)		221,393.92
总市值 (亿元)		585.37
流通市值 (亿元)		585.37
近 3 月日均成交量 (万)		2095.71
主要股东		
郑州宇通集团有限公司		37.70%

股价表现



中国客车出口大势所趋，宇通有望引领行业增长并释放业绩弹性。短期看，25Q1 中国大中客行业累计销售约 2.3 万辆，同比+9.7%；出口、内销分别为 1.1 万辆、1.2 万辆，同比分别+18.0%、+3.0%，淡季背景下出口维持韧性。此外中国客车对北美出口占比极低，对欧洲的高价值量出口业务有望随中欧贸易谈判持续向好，潜在贸易风险进一步降低。中长期看，未来中国企业可触及市场容量或可达 14 万辆，销量、市占率存在翻倍空间。考虑到疫后海外客车产能缺口将持续存在，且在先发优势支撑下，中国品牌产品力、海外经营能力和市场影响力得到了实质性提升，具备市占率提升条件。宇通作为行业出口龙头，2024 年外销约 1.35 万辆，对应份额约 30%，核心竞争力主要包括快速交付能力、产品服务高性价比以及新能源领域的领先优势等。2024 年宇通外销毛利率为 28.5%，高于内销 9.1pct。高盈利能力出口业务的放量，也将进一步释放公司业绩弹性。

国内公交“报废+政策”双周期共振，Q2 起行业内需回升有助于夯实宇通盈利基础。3 月 19 日，三部委联合发布《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》，将车龄 8 年以上的城市公交平均单车置换补贴由 2024 年的 6 万元/台提高至 2025 年的 8 万元/台。目前国内 8 年及以上的大中型城市公交保有量超过 15 万台，已达到自然报废年限。考虑到 24 年公交补贴政策落地较晚，部分需求也将结转至 25 年释放。我们预计补贴政策带动的全年销售增量超过 2 万台，25 年大中客行业批销达 14 万台以上，同比增长超 20%。节奏上看，随着中央政府层面补贴细则的落地，全国各地预计将加速跟进；且北京等地已提前发布更大范围、更强力度的地补政策（给予客车补贴金额最高至 17 万/台）。预计 Q2 起在补贴政策带动下，客车行业内销预计加速回升，亦将带动宇通内销业务规模效应显现，夯实自身盈利基础。

投资建议

公司作为全球客车龙头，出海量利双升，出口持续贡献高业绩弹性。25 年国内新能源公交补贴政策加力，单车补贴从 6 万升至 8 万，驱动行业内需回暖，带动宇通国内业务规模效应，夯实盈利基础。预计公司 2025-2026 年归母净利润 48 亿元、56 亿元，对应当前股价 PE 为 12X、11X。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,041.99	37,217.59	42,125.00	47,179.50	52,448.50
YoY(%)	24.05	37.63	13.19	12.00	11.17
净利润(百万元)	1,817.08	4,116.19	4,775.19	5,571.17	6,449.71
YoY(%)	139.36	126.53	16.01	16.67	15.77
毛利率(%)	25.65	22.94	24.24	24.92	25.55
净利率(%)	6.72	11.06	11.34	11.81	12.30
ROE(%)	13.05	30.66	33.21	35.96	38.43
EPS(摊薄/元)	0.82	1.86	2.16	2.52	2.91
P/E(倍)	32.21	14.22	12.26	10.51	9.08
P/B(倍)	4.21	4.36	4.07	3.78	3.49

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1、**行业景气不及预期。**客车作为规模定制化工业品，下游旅游、公路客运、公交等需求终端具备周期性，若因出行受限、政策制约等突发因素导致需求承压，行业景气度或低于预期。
- 2、**海外客户拓展进度不及预期。**海外客车细分区域市场较为分散，未来若出口国额外施加关税等贸易壁垒导致公司产品附加成本增加或市场准入受限，客户拓展进度或将低预期。
- 3、**原材料采购价格及人民币汇率大幅波动。**公司直接材料（零部件为主）成本占比高，原材料价格大幅波动或导致短期成本有所承压；此外，人民币汇率大幅升值或对公司短期出口业务盈利能力产生负面冲击。
- 4、**行业竞争格局恶化。**当前国内客车企业加速布局出口，海外奔驰等竞争对手加速研发新能源客车，行业竞争加剧或导致公司市占率下滑。

分析师介绍

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018 年加入中信建投汽车团队，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20 年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22 年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021 年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陈怀山

汽车行业分析师，上海交通大学机械工程硕士。曾任职于长江证券研究所，五年证券行业研究经验，2017-2019 年电力设备与新能源行业新财富第一团队成员。2021 年加入中信建投证券，2022 年汽车及零部件行业新财富第四名团队成员，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

李粤皖

中国人民大学经济学硕士，负责商用车、传统零部件领域研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk