

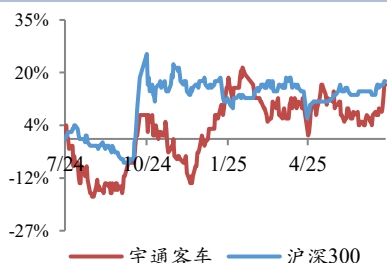
25M6 销量表现亮眼，结构持续向好

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-07-07

收盘价（元） 26.89
近 12 个月最高/最低（元） 29.35/19.87
总股本（百万股） 2,214
流通股本（百万股） 2,214
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 595
流通市值（亿元） 595

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002

邮箱：liuqianlin@hazq.com

分析师：陈佳敏

执业证书号：S0010524040001

邮箱：chenjiamin@hazq.com

相关报告

1.Q3 业绩符合预期，关注 Q4 政策放量 2024-11-07

2.大中客行业领军者，国内复苏与海外拓展并行 2024-09-30

主要观点：

- **事件：**公司公告 2025 年 6 月份产销数据快报，25M6 实现客车销量 5919 辆、同比+24.8%，实现客车产量 5528 辆、同比+30.0%。
- **25M6 销量表现亮眼，销量结构不断优化。**25M6 公司实现客车销量 5919 辆、同比+25%、环比+94%，25Q2 实现客车销量 1.23 万辆、同比-4%、环比+37%，25H1 实现客车销量 2.13 万辆、同比+4%；其中 25M6 公司实现大中客销量 4998 台、同比+20%、环比+100%，25Q2 实现大中客销量 1.02 万辆、同比-10%、环比+40%，25H1 实现大中客销量 1.75 万辆、同比-5%。
- **出口及新能源持续向好，有望保证公司未来高速增长。**我们认为当前国内客车市场整体处于周期复苏阶段，以旧换新政策有望助推国内公交客车实现恢复性增长，海外客车市场出口空间广阔，同时新能源渗透率有望提升。未来公司销量结构有望不断优化，出口结构中新能源客车出口持续改善，新能源客车销量占比持续上升，在出口及新能源的带动下后续增长势头将保持。
- **渠道及产品优势明显，中长期竞争力有望延续。**从竞争力上看，公司产品销售、服务与配件体系完善，数量优势明显，其中销售上采取直销为主，经销为辅的模式，销售人员数量显著优于竞争对手，产品服务与配件网络上不断拓展，服务模式不断多元。同时，公司利用自身在电动化、智能网联化、高端化、轻量化的技术优势，全面布局高端系列产品，优化产品销售结构，提升产品价值，提高中长期竞争力。
- **投资建议：**中国客车出口呈增长态势，公司作为客车出口的领先企业将充分受益于行业上行周期，2024 年公司股息率为 5.7%，未来高分红有望延续。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 48.0/54.4/62.9 亿元，同比+17%/+13%/+16%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动、海外贸易摩擦加剧、行业竞争加剧、原材料价格波动等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37218	42535	47403	53754
收入同比（%）	37.6%	14.3%	11.4%	13.4%
归属母公司净利润	4116	4797	5441	6288
净利润同比（%）	126.5%	16.6%	13.4%	15.6%
毛利率（%）	22.9%	23.1%	23.4%	24.2%
ROE（%）	30.7%	29.4%	24.7%	21.9%
每股收益（元）	1.86	2.17	2.46	2.84
P/E	14.18	12.41	10.94	9.47
P/B	4.35	3.65	2.70	2.08
EV/EBITDA	10.14	8.74	6.55	4.72

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21031	28235	35766	45382		营业收入	37218	42535	47403	53754
现金	8667	9493	16327	23975		营业成本	28679	32713	36297	40757
应收账款	4237	5096	5293	5859		营业税金及附加	450	425	474	538
其他应收款	748	1105	1139	1326		销售费用	1349	1489	1659	1881
预付账款	635	868	910	1042		管理费用	758	851	948	1344
存货	3513	5034	5206	5987		财务费用	-98	-213	-47	-54
其他流动资产	3231	6638	6890	7191		资产减值损失	-314	-255	-284	-323
非流动资产	11120	10615	10258	9912		公允价值变动收益	328	-21	-24	-27
长期投资	668	668	668	668		投资净收益	46	128	142	161
固定资产	3618	3237	2796	2369		营业利润	4672	5314	6034	6976
无形资产	1506	1473	1439	1405		营业外收入	97	90	90	90
其他非流动资产	5329	5237	5355	5470		营业外支出	46	40	40	40
资产总计	32151	38850	46024	55294		利润总额	4722	5364	6084	7026
流动负债	14489	17995	19399	22012		所得税	568	536	608	703
短期借款	0	0	0	0		净利润	4154	4827	5476	6324
应付账款	5481	6177	6881	7716		少数股东损益	38	30	35	36
其他流动负债	9008	11818	12517	14295		归属母公司净利润	4116	4797	5441	6288
非流动负债	4004	4268	4278	4288		EBITDA	4913	5735	6607	7553
长期借款	0	0	0	0		EPS (元)	1.86	2.17	2.46	2.84
其他非流动负债	4004	4268	4278	4288						
负债合计	18493	22262	23676	26299						
少数股东权益	234	264	299	335						
股本	2214	2214	2214	2214						
资本公积	1506	1506	1506	1506						
留存收益	9704	12605	18330	24940						
归属母公司股东权	13424	16324	22049	28660						
负债和股东权益	32151	38850	46024	55294						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7211	6456	6922	7734		成长能力				
净利润	4154	4827	5476	6324		营业收入	37.6%	14.3%	11.4%	13.4%
折旧摊销	716	584	570	580		营业利润	129.5%	13.7%	13.6%	15.6%
财务费用	-21	0	0	0		归属于母公司净利	126.5%	16.6%	13.4%	15.6%
投资损失	-108	-128	-142	-161		获利能力				
营运资金变动	2546	671	546	450		毛利率(%)	22.9%	23.1%	23.4%	24.2%
其他经营现金流	1531	4658	5401	6416		净利率(%)	11.1%	11.3%	11.5%	11.7%
投资活动现金流	-677	-3789	-97	-96		ROE(%)	30.7%	29.4%	24.7%	21.9%
资本支出	-643	-94	-30	-47		ROIC(%)	26.9%	27.8%	24.2%	21.6%
长期投资	-95	-4110	-210	-210		偿债能力				
其他投资现金流	61	415	142	161		资产负债率(%)	57.5%	57.3%	51.4%	47.6%
筹资活动现金流	-4394	-1938	10	10		净负债比率(%)	135.4%	134.2%	105.9%	90.7%
短期借款	0	0	0	0		流动比率	1.45	1.57	1.84	2.06
长期借款	0	0	0	0		速动比率	1.04	1.18	1.46	1.68
普通股增加	0	0	0	0		营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0		总资产周转率	1.18	1.20	1.12	1.06
其他筹资现金流	-4394	-1938	10	10		应收账款周转率	9.07	9.12	9.13	9.64
现金净增加额	2123	826	6834	7648		应付账款周转率	6.16	5.61	5.56	5.58
						每股指标(元)				
						每股收益	1.86	2.17	2.46	2.84
						每股经营现金流	3.26	2.92	3.13	3.49
						每股净资产	6.06	7.37	9.96	12.95
						估值比率				
						P/E	14.18	12.41	10.94	9.47
						P/B	4.35	3.65	2.70	2.08
						EV/EBITDA	10.14	8.74	6.55	4.72

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

分析师：刘千琳，华安证券电新行业分析师，凯斯西储大学金融学硕士，8年行业研究经验。

分析师：陈佳敏，上海财经大学金融硕士，FRM，三年汽车行业研究经验，主要覆盖汽车零部件。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。