


**公司评级**      **增持（维持）**

报告日期      2025 年 08 月 26 日

**基础数据**

08 月 25 日收盘价（元）	27.77
总市值（亿元）	614.81
总股本（亿股）	22.14

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证汽车】宇通客车：2024Q4 业绩超预期，看好出口销量持续提升以及结构改善-2025.01.23

【兴证汽车】宇通客车 2024 年中报点评：2024Q2 业绩亮眼，看好国内“以旧换新”落地 海外份额提升-2024.08.27

【兴证汽车】宇通客车出海跟踪：订单持续性和均价走强，全球化进入新阶段-2024.08.27

**分析师：董晓彬**

 S0190520080001  
dongxiaobin@xyzq.com.cn

**分析师：刘思仪**

 S0190525060006  
liusiyi23@xyzq.com.cn

**宇通客车(600066.SH)**

## 2025Q2 归母净利润超预期，看好下半年出口增长

**投资要点：**

- **事件：宇通客车发布 2025 年中期业绩报告：** 2025H1 公司营收 161.3 亿元，同比-1.3%；归母净利润 19.4 亿元，同比+15.6%；扣非归母净利润 15.5 亿元，同比+8.2%。其中 2025Q2 营收 97.1 亿元，同环比分别-0.1%/+51.3%；归母净利润 11.8 亿元，同环比分别+16.1%/+56.4%；扣非归母净利润 9.1 亿元，同环比分别+5.4%/+41.4%。
- **2025Q2 归母净利润超预期，主要系出口订单结构优良。** 公司 2025Q2 营收 97.1 亿元（yoy-0.1%，qoq+51.3%），归母净利润 11.8 亿元（yoy+16.1%，qoq+56.4%），扣非归母 9.1 亿元（yoy+5.4%，qoq+41.4%）。其中 2025Q2 归母净利润超预期，主要原因预计为：1、出口销量中新能源占比显著提升，出口新能源销量同比大幅提升；2、出口新能源订单大头来自欧洲。Q2 出口销量结构较好对冲国内销量同比下滑-6.4%（总销量同比-4.0%，出口销量同比+1.6%）。公司销量结构来看，2025Q2 总销量为 1.2 万辆，同比-4.0%，其中国内/出口销量分别为 8347/3963 辆，同比分别-6.4%/+1.6%；环比+36.6%，其中国内/出口环比分别+20.0%/+92.7%。2025Q2 出口受益于海外市场景气度环比大幅提升，国内销量伴随补贴落地有所增长。
- **2025Q2 公司归母净利率同比提升明显，单车均价同比提升 7.2 万元。** 2025H1 公司综合毛利率为 21.3%，同比-0.3pct。2025Q2 公司毛利率为 22.9%，同比不可比（会计政策变更），环比+4.1pct，主要系 2025Q2 出口总销量环比+92.7%，带来规模效应。2025Q2 公司归母净利率为 12.2%，同比+1.7pct，一方面来自 2025Q2 销售费用率（调整后）同比-1.0pct，另一方面，公司 2025Q2 出口总销量同比仅+1.6%，但其中新能源出口同比增幅较大，欧洲订单在其中占比较高，带动公司整体盈利能力提升。从 ASP 角度来看，公司 2025Q2 销售均价为 78.9 万元/台，绝对值同比增长 7.2 万元/台。
- **公司重视回馈投资者，新增中期分红。** 公司向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元（含税），合计派发现金红利 11.1 亿元（含税），现金分红占公司 2025H1 归母净利润比例为 57.19%。
- **投资建议：海外新能源仍有较大成长空间+稳定高分红，公司全球持续“提质+提份额”，受益国内以旧换新政策延续，维持“增持”评级。** 公司今年利润仍受益于欧洲新能源需求旺盛，且竞争对手交付能力较弱，同时全球其他地区比如拉美、东南亚等地区新能源需求预计持续增长，公司龙头优势明显。根据最新情况，调整公司盈利预测，预计 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 47.8/55.6/63.9 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 客车行业销量不及预期；客车出口销量不及预期；海外客车需求波动。

**主要财务指标**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	37218	42133	46598	53512
同比增长	37.6%	13.2%	10.6%	14.8%
归母净利润（百万元）	4116	4776	5560	6389
同比增长	126.5%	16.0%	16.4%	14.9%
毛利率	22.9%	22.5%	23.0%	23.0%
ROE	30.7%	27.5%	25.6%	24.0%
每股收益（元）	1.86	2.16	2.51	2.89
市盈率	14.9	12.9	11.1	9.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 事件

宇通客车发布**2025年中期业绩报告**：2025H1 公司营收 161.3 亿元，同比-1.3%；归母净利润 19.4 亿元，同比+15.6%；扣非归母净利润 15.5 亿元，同比+8.2%。其中 2025Q2 营收 97.1 亿元，同环比分别-0.1%/+51.3%；归母净利润 11.8 亿元，同环比分别+16.1%/+56.4%；扣非归母净利润 9.1 亿元，同环比分别+5.4%/+41.4%。

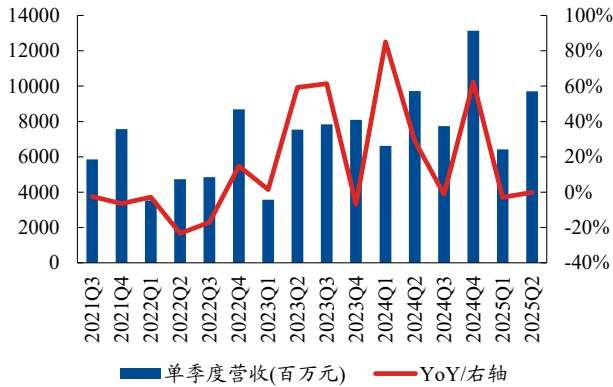
## 点评

- **2025Q2 归母净利润超预期，主要系出口订单结构优良。**公司 2025Q2 营收 97.1 亿元 (yoy-0.1%，qoq+51.3%)，归母净利润 11.8 亿元 (yoy+16.1%，qoq+56.4%)，扣非归母 9.1 亿元 (yoy+5.4%，qoq+41.4%)。其中 2025Q2 归母净利润超预期，主要原因预计为：1、出口销量中新能源占比显著提升，出口新能源销量同比大幅提升；2、出口新能源订单大头来自欧洲。Q2 出口销量结构较好对冲国内销量同比下滑-6.4% (总销量同比-4.0%，出口销量同比+1.6%)。公司销量结构来看，2025Q2 总销量为 1.2 万辆，同比-4.0%，其中国内/出口销量分别为 8347/3963 辆，同比分别-6.4%/+1.6%；环比+36.6%，其中国内/出口环比分别+20.0%/+92.7%。2025Q2 出口受益于海外市场景气度环比大幅提升，国内销量伴随补贴落地有所增长。
- **2025Q2 公司归母净利率同比提升明显，单车均价同比提升 7.2 万元。**2025H1 公司综合毛利率为 21.3%，同比-0.3pct。2025Q2 公司毛利率为 22.9%，同比不可比 (会计政策变更)，环比+4.1pct，主要系 2025Q2 出口总销量环比+92.7%，带来规模效应。2025Q2 公司归母净利率为 12.2%，同比+1.7pct，一方面来自 2025Q2 销售费用率 (调整后) 同比-1.0pct，另一方面，公司 2025Q2 出口总销量同比仅+1.6%，但其中新能源出口同比增幅较大，欧洲订单在其中占比较高，带动公司整体盈利能力提升。从 ASP 角度来看，公司 2025Q2 销售均价为 78.9 万元/台，绝对值同比增长 7.2 万元/台。
- **公司重视回馈投资者，新增中期分红。**公司向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元 (含税)，合计派发现金红利 11.1 亿元 (含税)，现金分红占公司 2025H1 归母净利润比例为 57.19%。
- **投资建议：海外新能源仍有较大成长空间+稳定高分红，公司全球持续“提质+提份额”，受益国内以旧换新政策延续，维持“增持”评级。**公司今年利润仍受益于欧洲新能源需求旺盛，且竞争对手交付能力较弱，同时全球其他地区比如拉美、东南亚等地区新能源需求预计持续增长，公司龙头优势明显。

根据最新情况，调整公司盈利预测，预计 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 47.8/55.6/63.9 亿元，维持“增持”评级。

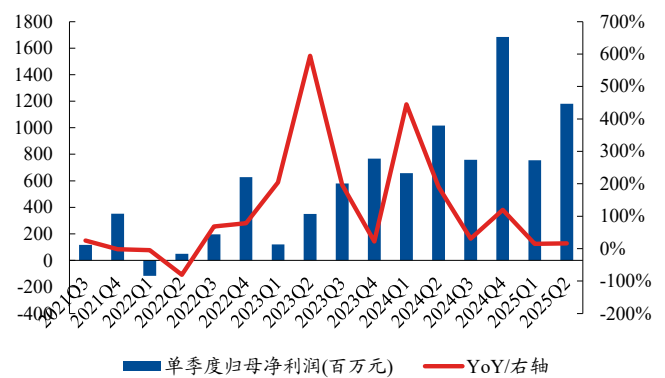
- **风险提示：** 客车行业销量不及预期；客车出口销量不及预期；海外客车需求波动。

图1、公司分季度总收入与同比（单位：百万元）



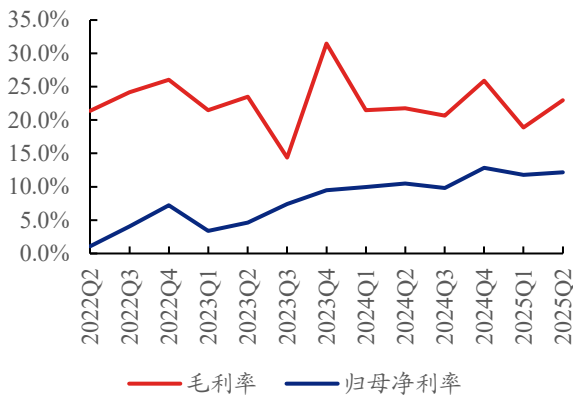
数据来源：wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司分季度归母净利润与同比（单位：百万元）



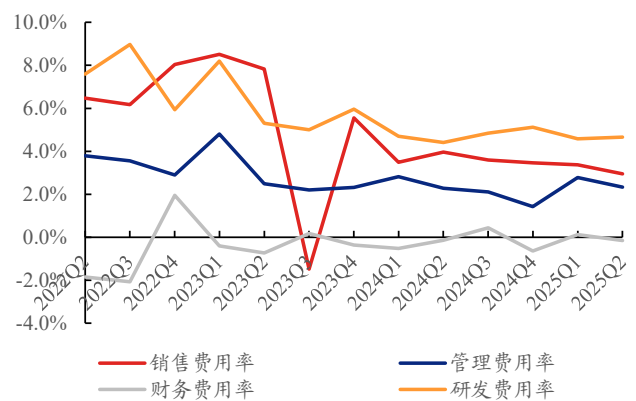
数据来源：wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司分季度毛利率与归母净利率



数据来源：wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司分季度四项费用率



数据来源：wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**表1、公司分季度主要财务比率**

	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
营业税金率	2.0%	1.1%	0.6%	1.1%	1.2%	1.7%	0.8%	2.0%	0.8%	0.7%	1.5%	1.0%	0.7%
销售费用率	6.5%	6.2%	8.0%	8.5%	7.8%	-1.5%	5.5%	3.5%	4.0%	3.6%	3.5%	3.4%	2.9%
管理费用率	3.8%	3.6%	2.9%	4.8%	2.5%	2.2%	2.3%	2.8%	2.3%	2.1%	1.4%	2.8%	2.3%
财务费用率	-1.8%	-2.1%	1.9%	-0.4%	-0.7%	0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	0.4%	-0.6%	0.1%	-0.2%
研发费用率	7.6%	9.0%	5.9%	8.2%	5.3%	5.0%	6.0%	4.7%	4.4%	4.8%	5.1%	4.6%	4.7%
费用率合计	16.0%	16.6%	18.8%	21.1%	14.9%	5.9%	13.5%	10.5%	10.5%	11.0%	9.4%	10.8%	9.8%
所得税/收入	-0.1%	-0.7%	0.7%	0.8%	1.2%	0.6%	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	2.7%	1.5%	1.7%
毛利率	21.4%	24.2%	26.1%	21.5%	23.5%	14.4%	31.4%	21.5%	21.8%	20.7%	25.9%	18.9%	22.9%
归母净利率	1.1%	4.0%	7.2%	3.4%	4.6%	7.4%	9.5%	9.9%	10.5%	9.8%	12.8%	11.8%	12.2%

数据来源：wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>21031</b>	<b>30132</b>	<b>36700</b>	<b>44942</b>
货币资金	8667	14091	18638	24366
交易性金融资产	860	1460	2010	2310
应收票据及应收账款	4545	6320	6980	7997
预付款项	635	816	897	1030
存货	3513	3578	3887	4428
其他	2811	3866	4289	4810
<b>非流动资产</b>	<b>11120</b>	<b>11033</b>	<b>10644</b>	<b>10459</b>
长期股权投资	668	368	168	118
固定资产	3618	3447	3212	2974
在建工程	186	269	318	421
无形资产	1506	1493	1478	1460
商誉	0	0	0	0
其他	5143	5456	5469	5486
<b>资产总计</b>	<b>32151</b>	<b>41164</b>	<b>47344</b>	<b>55401</b>
<b>流动负债</b>	<b>14489</b>	<b>18980</b>	<b>20806</b>	<b>23821</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6992	10884	11960	13735
其他	7497	8095	8846	10086
<b>非流动负债</b>	<b>4004</b>	<b>4509</b>	<b>4514</b>	<b>4514</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	4004	4509	4514	4514
<b>负债合计</b>	<b>18493</b>	<b>23489</b>	<b>25320</b>	<b>28335</b>
股本	2214	2214	2214	2214
未分配利润	6227	9240	12697	16717
少数股东权益	234	282	338	403
<b>股东权益合计</b>	<b>13658</b>	<b>17676</b>	<b>22024</b>	<b>27066</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>32151</b>	<b>41164</b>	<b>47344</b>	<b>55401</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4116	4776	5560	6389
折旧和摊销	716	601	634	665
营运资金的变动	2546	1106	35	471
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>7211</b>	<b>6340</b>	<b>6227</b>	<b>7571</b>
资本支出	-643	-365	-315	-380
长期投资	-95	-580	-330	-280
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-677</b>	<b>-657</b>	<b>-396</b>	<b>-361</b>
债权融资	0	13	5	0
股权融资	61	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-4394</b>	<b>-310</b>	<b>-1285</b>	<b>-1482</b>
现金净变动	2123	5424	4547	5728

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>37218</b>	<b>42133</b>	<b>46598</b>	<b>53512</b>
营业成本	28679	32653	35879	41204
税金及附加	450	421	466	535
销售费用	1349	1475	1584	1819
管理费用	758	843	932	1070
研发费用	1788	2022	1957	2248
财务费用	-98	-16	-101	-115
投资收益	46	100	50	100
公允价值变动收益	328	95	100	50
信用减值损失	-204	10	-90	-100
资产减值损失	-314	-110	-110	-160
<b>营业利润</b>	<b>4672</b>	<b>5280</b>	<b>6201</b>	<b>7110</b>
营业外收支	51	80	40	60
<b>利润总额</b>	<b>4722</b>	<b>5360</b>	<b>6241</b>	<b>7170</b>
所得税	568	536	624	717
净利润	4154	4824	5617	6453
少数股东损益	38	48	56	65
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4116</b>	<b>4776</b>	<b>5560</b>	<b>6389</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.86</b>	<b>2.16</b>	<b>2.51</b>	<b>2.89</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	37.6%	13.2%	10.6%	14.8%
营业利润增长率	129.5%	13.0%	17.4%	14.7%
归母净利润增长率	126.5%	16.0%	16.4%	14.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	22.9%	22.5%	23.0%	23.0%
归母净利率	11.1%	11.3%	11.9%	11.9%
ROE	30.7%	27.5%	25.6%	24.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.5%	57.1%	53.5%	51.1%
流动比率	1.45	1.59	1.76	1.89
速动比率	1.04	1.23	1.41	1.54
<b>营运能力</b>				
资产周转率	118.1%	114.9%	105.3%	104.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.86	2.16	2.51	2.89
每股经营现金	3.26	2.86	2.81	3.42
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	14.9	12.9	11.1	9.6
PB	4.6	3.5	2.8	2.3

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>