

出口放量叠加降本增效，公司经营拐点持续向上

核心观点

Q3 营收、归母分别为 60.02 亿元、1.31 亿元，同比分别+29.43%、+1211.04%，环比分别+11.05%、+88.66%。Q3 归母同环比高增，扣非持续扭亏且环比高增，主要受益于高毛利出口放量叠加集采降本，释放规模效应并提升盈利能力。公司作为中国客车前二车企，持续引领行业出口高增长，自身报表有望加速修复。叠加三龙品牌整合与管理层换届顺利落地，有利于后续集采推进及其他效率提升工作落地。我们看好公司持续受益于客车出口强贝塔，并兑现管理变革落地，经营拐点上行的个股阿尔法。

事件

公司发布 2025 年三季报，第三季度实现营业收入 60.02 亿元，同比增长 29.43%；归母净利润 1.31 亿元，同比增长 1211.04%；扣非净利润 0.71 亿元，同比增长 260.19%。

简评

高毛利出口放量叠加集采降本，Q3 扣非同比扭亏且环比高增。25Q3 营收、归母、扣非分别为 60.02 亿元、1.31 亿元、0.71 亿元，同比分别+29.43%、+1211.04%、+260.19%，环比分别+11.05%、+88.66%、+220.55%。**收入端看**，出口高增推动主业量价齐升。**量端**：Q3 公司销量客车 1.2 万台，同比+23.6%，环比+7.7%；分区域看，Q3 金龙内销、出口分别为 0.5 万台、0.8 万台，同比分别+4.4%、+39.9%，环比分别+6.7%、+8.4%。出口方面，Q3 金龙轻客、大中客出口分别为 3777 台、3802 台，同比分别+72.3%、+17.9%，环比分别+17.3%、+0.8%；新能源大中客出口 719 台，同比+16.3%，环比+8.9%。**价端**：Q3 单车收入约 48.6 万元/辆，同比+4.7%，环比+3.1%，主要受益于产品结构优化，其中出口销量占比 61.4%，同比+7.1pct，环比+0.4pct。**盈利端看**，公司归母同环比大幅增长，扣非同比扭亏且环比高增，主要受益于高毛利出口业务放量（25H1 外销毛利率高于内销 14.7pct）、集采推进降本增效等因素改善盈利能力，叠加销售费用（同比）压降。

盈利能力全面改善，费用率同比下降。Q3 毛利率、净利率分别为 13.61%、2.18%，同比分别+1.41pct、+1.97pct，环比分别+1.80pct、+0.90pct，主要受益于上述出口放量、降本增效等因素。Q3 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.75%、4.25%、2.59%、3.37%、0.55%，同比分别-2.75pct、-1.85pct、-0.58pct、-0.60pct、+0.29pct，环比+1.42pct、+0.05pct、+0.09pct、+0.03pct、+1.24pct。

金龙汽车 (600686.SH)

调升

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

李粤皖

liyuewan@csc.com.cn

010-56135233

SAC 编号:S1440524070017

发布日期：2025 年 11 月 17 日

当前股价：16.24 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
20.39/17.79	30.44/22.11	17.51/1.48
12 月最高/最低价 (元)		16.60/11.04
总股本 (万股)		71,704.74
流通 A 股 (万股)		71,704.74
总市值 (亿元)		116.45
流通市值 (亿元)		116.45
近 3 月日均成交量 (万)		3146.65
主要股东		
福建省汽车工业集团有限公司		32.25%

股价表现



出口放量、三龙整合与管理层换届加速推进，看好公司报表修复与经营拐点向上。公司主要看点如下：1) 高毛利出口放量驱动主业增长，公司业绩步入上行周期。公司作为中国客车头部 OEM，大中型客车销量、出口多年来稳居行业前二，受益于国内新能源补贴提振内需，并引领自主品牌出口持续高增。2025 年前三季度金龙大中客出口近 1.1 万台，同比+26%，且逐季环比增长。公司近年来外销毛利率显著高于国内，在补贴支撑内销基础上，出口放量将驱动主业量价利齐升，是报表修复的核心驱动力之一。2) 三龙整合叠加管理层换届顺利，持续推动集采降本及效率提升。2018 年以来公司持续推进旗下“三龙”品牌（金龙联合、金旅客车、苏州金龙）整合，近两年进展提速，包括 2024 年年底完成金旅客车剩余 40%股权收购，后者成为全资子公司，以及 2025 年 10 月宣布拟将全资子公司金龙联合所持有的约 63%苏州金龙股权划转至上市公司等。相关措施直接有利于集采降本，推动整体盈利能力提升，以及优化内部管理架构，提升运营效率。2025 年 5 月以来公司还相继完成了董事长选举，副总裁、财务总监更换等管理层换届工作，有利于未来集采及其他效率提升事项的推进。3) 自动驾驶产业趋势加速，L4 概念边际定价提升估值。公司持续推动高级别自动驾驶商业化落地，拥有全球首款 L4 级量产巴士阿波龙及各类无人驾驶专用车；到 2024 年，公司与京东共同研发的无人物流车 DIDO 已在北京、天津、苏州、常熟等 15 个城市实现常态化运营。随着国内 Robotaxi 等高阶自动驾驶产业落地加速，公司凭借前瞻卡位，或将受益于 L4 概念定价下的估值提升。

投资建议

公司作为中国客车前二车企，持续引领行业出口高增长，自身报表有望加速修复。叠加三龙品牌整合与管理层换届顺利落地，有利于后续集采推进及其他效率提升工作落地。我们看好公司持续受益于客车出口强贝塔，并兑现管理变革落地，经营拐点向上的个股阿尔法。预计公司 2025-2026 年归母净利润 4.0 亿元、7.1 亿元，对应当前股价 PE 为 29X、16X。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,399.85	22,965.58	25,646.03	28,433.97	30,763.02
YoY (%)	6.36	18.38	11.67	10.87	8.19
净利润(百万元)	75.10	157.74	395.53	710.98	1,014.98
YoY (%)	119.41	110.05	150.74	79.75	42.76
毛利率 (%)	11.56	10.21	12.24	14.04	15.34
销售净利率 (%)	0.39	0.69	1.54	2.50	3.30
ROE (%)	2.40	4.85	11.09	17.21	20.54
EPS (摊薄/元)	0.10	0.22	0.55	0.99	1.42
P/E (倍)	155.06	73.82	29.44	16.38	11.47
P/B (倍)	3.72	3.58	3.27	2.82	2.36

资料来源：iFinD，中信建投证券

公司收入成本拆分及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计（百万元）	19,399.85	22,965.58	25,646.03	28,433.97	30,763.02
YoY（%）	6.36%	18.38%	11.67%	10.87%	8.19%
营业成本合计（百万元）	17,156.48	20,621.00	22,508.09	24,443.10	26,045.33
毛利率（%）	11.56%	10.21%	12.24%	14.04%	15.34%
汽车及车身体业务					
销售收入（百万元）	17,835.24	21,864.53	24,544.98	27,332.92	29,661.97
成本（百万元）	15,789.10	19,753.58	21,620.80	23,555.81	25,158.05
销售收入增长率（%）	7.37%	22.59%	12.26%	11.36%	8.52%
毛利率（%）	11.47%	9.65%	11.91%	13.82%	15.18%
其他业务					
销售收入（百万元）	1,564.61	1,101.05	1,101.05	1,101.05	1,101.05
成本（百万元）	1,367.38	867.42	887.29	887.29	887.29
销售收入增长率（%）	-3.96%	-29.63%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率（%）	12.61%	21.22%	19.41%	19.41%	19.41%

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于预期。
- 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。

敏感性分析

2025 主要业务增长率（%）	悲观假设	中性假设	乐观假设
汽车及车身件业务增长率（%）	2.26%	12.26%	22.26%
其他业务增长率（%）	-10.00%	0.00%	10.00%
预计营业收入（亿元）	233.49	256.46	279.43
预计营业收入增长率（%）	1.67%	11.67%	21.67%
预计归母净利润（亿元）	3.68	3.96	4.23
预计归母净利润增长率（%）	133.09%	150.74%	168.40%
2026 主要业务增长率（%）	悲观假设	中性假设	乐观假设
汽车及车身件业务增长率（%）	1.36%	11.36%	21.36%
其他业务增长率（%）	-10.00%	0.00%	10.00%
预计营业收入（亿元）	235.54	284.34	337.73
预计营业收入增长率（%）	0.88%	10.87%	20.87%
预计归母净利润（亿元）	5.99	7.11	8.33
预计归母净利润增长率（%）	62.92%	79.75%	96.86%
2027 主要业务增长率（%）	悲观假设	中性假设	乐观假设
汽车及车身件业务增长率（%）	-1.48%	8.52%	18.52%
其他业务增长率（%）	-10.00%	0.00%	10.00%
预计营业收入（亿元）	231.30	307.63	399.15
预计营业收入增长率（%）	-1.80%	8.19%	18.18%
预计归母净利润（亿元）	7.80	10.15	12.96
预计归母净利润增长率（%）	30.29%	42.76%	55.51%

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

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。

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。

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