宇通客车（600066.SH）

守正出奇

公司评级	买入
当前价格	30.93 元
合理价值	45.10 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-24

核心观点：

- **大中客行业：国内需求预计稳定，出口是当前驱动大中客行业增长的主要驱动因素。**2023 年，随着出口的增长，大中客行业实现 8.8 万辆销量，同比+1.7%，结束了连续 6 年的负增长。2024 年，国内出行进一步恢复和出口高增同时拉动大中客行业实现较高增速，2024 年大中客行业实现 11.5 万辆销量，同比+30.9%; 2025 年大中客行业实现 12.6 万辆销量，同比+9.4%。出口是当前驱动大中客行业增长的主要驱动因素，国内大中客行业销量预计未来稳定。
- **公司是大中客行业龙头，出口增长拉动公司进入新一轮上行周期。**宇通客车是大中客行业龙头，深耕客车行业 60 多年。公司前瞻布局出口市场，考虑到海外市场空间广阔，中国客车出口还有较大提升空间，我们预计出口将拉动公司进入新一轮向上周期。技术方面，公司掌握新能源核心技术，形成了 1 大平台+2 大核心+7 大总成。市场份额方面，宇通客车在国内大中客行业市场份额持续保持第一，基本盘稳定；在中国大中客出口市场份额始终位于前列，2025 年在中国大中客出口市场份额位于第一，在中国新能源大中客出口市场份额位于第二。
- **良好的财务状态+持续高分红+低估值。**公司财务状况良好，拥有健康的现金流、较低负债率，且兼具低估值、高分红特点，带来良好股息率。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为客车行业龙头，拥有良好生意模式、聚焦客车及部分核心部件资源，面对全球行业的变革，通过品牌精耕，有望持续提供良好回报。我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 2.26/2.57/2.92 元/股，参考可比公司估值，再考虑到公司产品具备国际竞争力且坚持高分红，我们给予公司 25 年 20 倍 PE，对应合理价值为 45.10 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下降；原材料价格上涨；行业竞争加剧。

盈利预测：

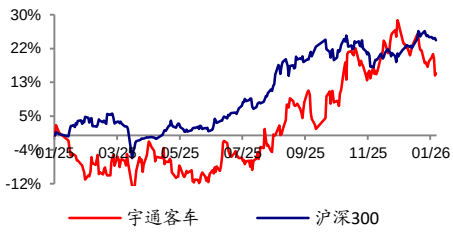
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,042	37,218	42,757	46,778	50,510
增长率（%）	24.1%	37.6%	14.9%	9.4%	8.0%
EBITDA	3,428	5,415	6,532	7,429	8,340
归母净利润	1,817	4,116	4,993	5,695	6,457
增长率（%）	139.4%	126.5%	21.3%	14.1%	13.4%
EPS（元/股）	0.82	1.86	2.26	2.57	2.92
市盈率（P/E）	16.1	14.2	13.7	12.0	10.6
ROE（%）	13.1%	30.7%	36.7%	41.9%	47.5%
EV/EBITDA	6.7	9.2	8.9	7.6	6.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本（亿股）	22.1/22.1
总市值/流通市值（亿元）	684.8/684.8
一年内最高/最低（元）	34.5/24.0
30 日日均成交量/成交额（百万）	16.8/540.5
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	4.6/23.0

相对市场表现



分析师：张力月
SAC 执证号：S0260524040004
021-38003727
zhangliyue@gf.com.cn
分析师：闫俊刚
SAC 执证号：S0260516010001
021-38003682
yanjungang@gf.com.cn
分析师：陈飞彤
SAC 执证号：S0260524040002
SFC CE No. BWZ819
021-38003726
gfchenfeitong@gf.com.cn

请注意，张力月,闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、大中客行业：国内需求预计稳定，出口是当前驱动大中客行业增长的主要驱动因素 .4
二、大中客行业龙头，出口增长拉动公司进入新一轮上行周期 7
（一）公司简介：大中客行业龙头，深耕客车行业 60 多年 7
（二）前瞻布局出口市场，拉动公司进入新一轮向上周期 9
（三）掌握新能源核心技术，形成了 1 大平台+2 大核心+7 大总成 13
（四）大中客国内份额持续保持第一，基本盘稳固 14
三、良好的财务状态+持续高分红+低估值.....15
（一）良好的财务状况：拥有良好的现金流、较低负债率 15
（二）低估值、高分红带来良好的股息率.....16
四、盈利预测和投资建议.....18
五、风险提示 19

图表索引

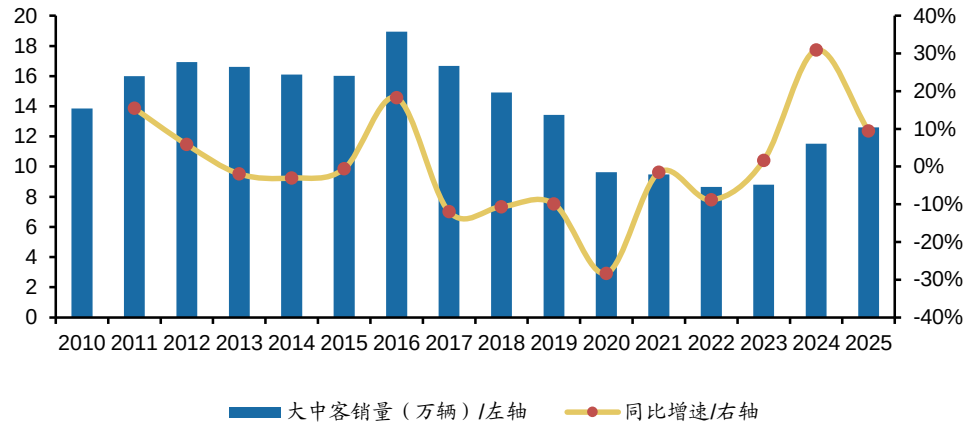
图 1: 大中客年度总销量及同比增速 4
图 2: 大中客行业终端销量及同比增速 5
图 3: 大中客行业出口销量及同比增速 5
图 4: 公路旅客周转量当月同比增速 5
图 5: 公路旅客周转量累计同比增速 5
图 6: 大中客市场总体竞争格局 6
图 7: 大中客行业 CR3 6
图 8: 大中客行业 4 家企业 SWOT 分析 7
图 9: 公司股权结构 9
图 10: 大中客出口分地区 9
图 11: 大中客出口亚洲细分地区占大中客总出口比重 9
图 12: 中系客车在部分海外市场的渗透率测算 10
图 13: 大中客出口市场竞争格局 11
图 14: 新能源大中客出口市场竞争格局 12
图 15: 行业和宇通大中客出口（万辆）及同比增速 12
图 16: 行业和宇通新能源大中客出口（万辆）及同比增速 12
图 17: 公司睿控 E 平台 13
图 18: 公司 7 大总成 14
图 19: 大中客国内市场竞争格局 14
图 20: 公司营业总收入和归母净利润及同比增速 15
图 21: 公司负债率情况 16
图 22: 公司经营性现金流量净额（亿元） 16
图 23: 公司现金分红比例 17
图 24: 公司 PE-TTM 17
图 25: 公司股息率 TTM 17
图 26: 金龙汽车和中通客车 PE-TTM 19

表 1: 公司历史沿革 8
表 2: 公司收入成本（亿元）拆分 18
表 3: 可比公司估值（数据截止 2026 年 1 月 23 日） 19

一、大中客行业：国内需求预计稳定，出口是当前驱动大中客行业增长的主要驱动因素

2023年大中客行业结束连续6年的负增长。据中客网，2016年大中客行业达到顶峰的18.9万辆销量后，开始持续6年的负增长。2023年，随着出口的增长，大中客行业实现8.8万辆销量，同比+1.7%，结束了连续6年的负增长。2024年，国内出行进一步恢复和出口高增同时拉动大中客行业实现较高增速，2024年大中客行业实现11.5万辆销量，同比+30.9%；2025年大中客行业实现12.6万辆销量，同比+9.4%。

图 1：大中客年度总销量及同比增速

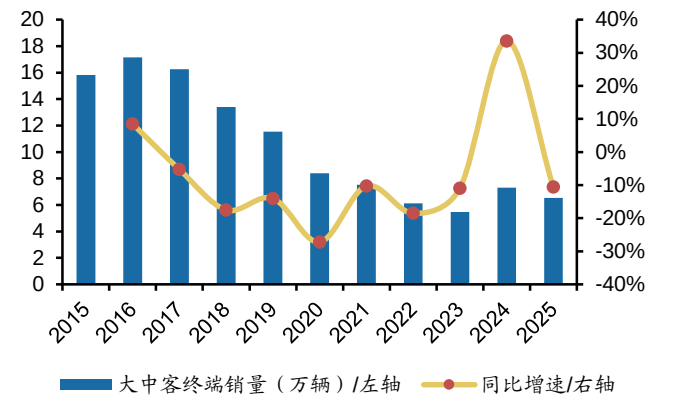


数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

出口是当前驱动大中客行业增长的主要驱动因素。在海外供应链出现问题，中国新能源客车技术成为国际领先等背景下，2021年起，中国大中客出口开始呈现增长趋势。据中客网，2021、2022、2023年、2024年、2025年，中国分别出口大中客1.7、2.2、3.2、4.4、5.8万辆，分别增长14.5%、24.5%、49.5%、36.9%、30.7%。

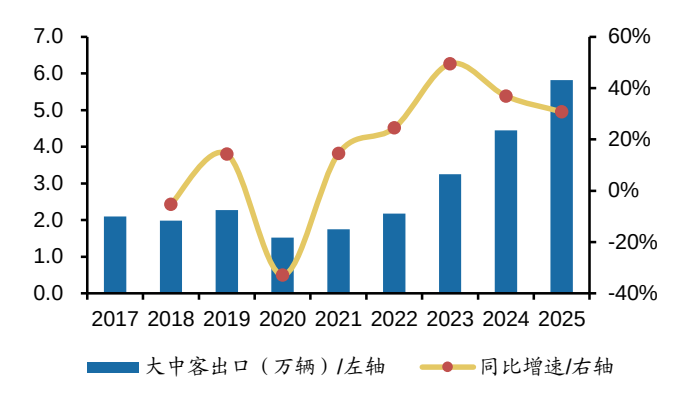
国内大中客行业销量预计未来稳定。据交强险，2016年国内大中客行业高峰期过后，出行方式的改变使得国内重卡终端销量从2016年的17.2万辆持续下降至2020年的8.4万辆。2021、2022年受疫情影响，国内大中客终端销量分别下降10.3%、18.5%至7.5、6.1万辆。2022年新能源补贴退坡后，2023年国内大中客终端销量下降11.0%至5.5万辆。2024年，随着出行的恢复，叠加以旧换新政策补贴，国内大中客终端销量同比增长33.6%至7.3万辆，基本恢复到2021年的水平。2025年国内大中客终端销量为6.5万辆，同比-10.6%。考虑到2023年2月以来公路旅客周转量累计同比增速持续正增长，且出行方式未发生明显改变，预计未来国内大中客销量稳定。

图 2：大中客行业终端销量及同比增速



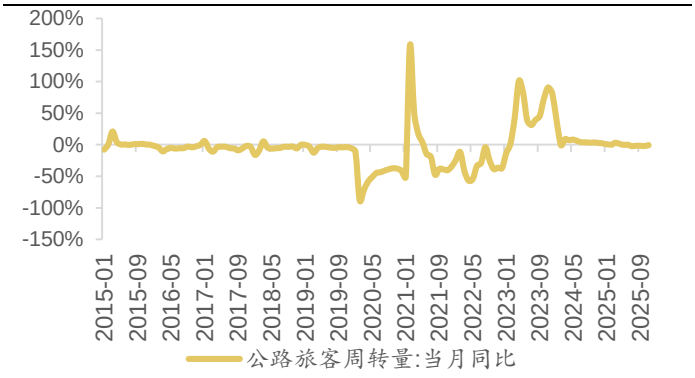
数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

图 3：大中客行业出口销量及同比增速



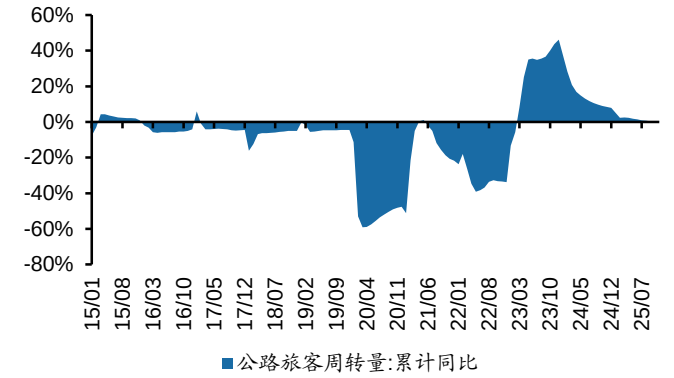
数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

图 4：公路旅客周转量当月同比增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

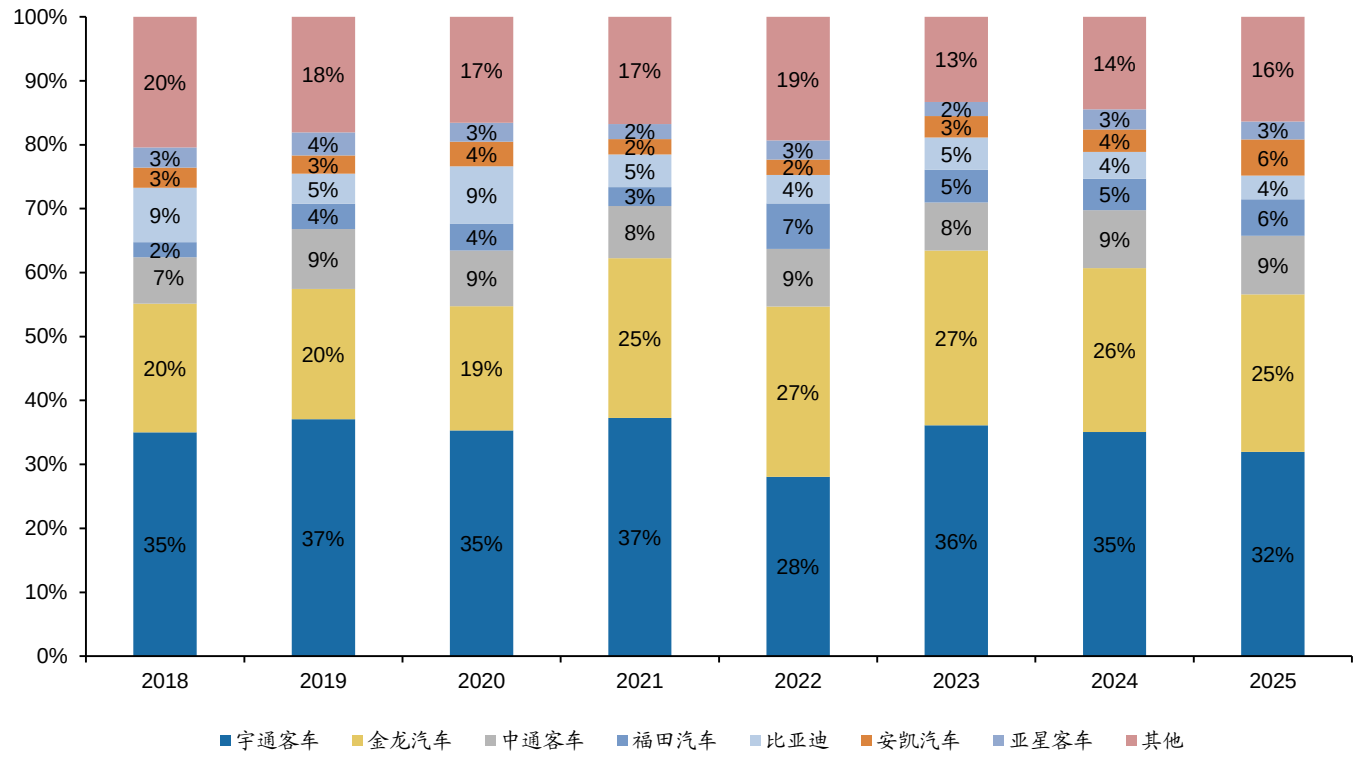
图 5：公路旅客周转量累计同比增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

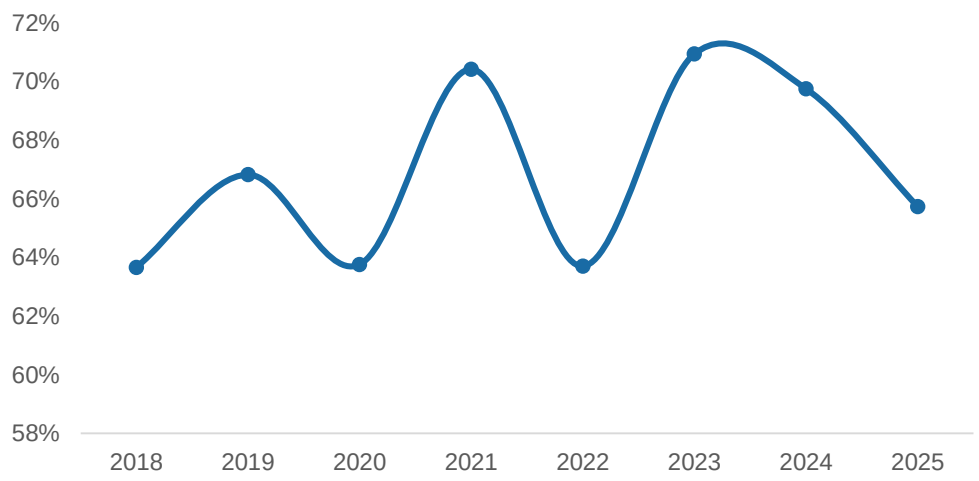
从竞争格局来看，中国大中客行业集中度较高，宇通长期市占率第一。据中客网，2018-2025年中国大中客行业CR3始终保持在63.7%以上，2025年宇通、金龙、中通在大中客市场的市占率分别为32.0%、24.6%、9.2%。

图 6：大中客市场总体竞争格局



数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

图 7：大中客行业CR3



数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

图 8：大中客行业4家企业SWOT分析

	宇通客车	比亚迪	金龙汽车	中通客车
Strengths	优秀的财务状况和盈利能力； 丰富的行业经验； 完善的海内外生产+销售+服务网络	行业领先的三电技术； 强大的集团背景； 乘用车业务帮助摊薄成本	丰富的行业经验； 完善的海内外生产+销售+服务网络	丰富的行业经验； 完善的海内外生产+销售+服务网络
Weaknesses	高盈利较依赖海外市场； 柴油车占比较高	行业经验相对不深； 严重依赖海外市场	盈利能力较同行有差距； 柴油车占比较高	盈利能力较同行有差距； 柴油车占比较高
Opportunities	海外市场空间广阔，欧洲新能源大中客需求持续增长	海外市场空间广阔，欧洲新能源大中客需求持续增长	海外市场空间广阔，欧洲新能源大中客需求持续增长	海外市场空间广阔，欧洲新能源大中客需求持续增长
Threats	日益激励的行业竞争； 新势力的冲击； 地缘政策风险	日益激励的行业竞争； 地缘政策风险	日益激励的行业竞争； 新势力的冲击； 地缘政策风险	日益激励的行业竞争； 新势力的冲击； 地缘政策风险

数据来源：广发证券发展研究中心

二、大中客行业龙头，出口增长拉动公司进入新一轮上行周期

（一）公司简介：大中客行业龙头，深耕客车行业 60 多年

宇通客车是一家集客车产品研发、制造与销售为一体的大型制造业企业，主要产品可满足5米至18米不同米段的市场需求。公司拥有100余个系列的完整产品链，主要用于公路客运、旅游客运、公交客运、团体通勤、校车、景区车、机场摆渡车、自动驾驶微循环车、专用车等各个细分市场。

宇通客车前身为始建于1963年的河南省郑州客车修配厂，1993年完成股份制改革并正式更名为郑州宇通客车股份有限公司，1997年在上交所上市，成为中国第一家上市的客车制造企业。2000年开始，公司通过与德国MAN合资、建设4S店、建立博士后科研站等举措，逐步确立了在国内客车行业的领先地位。2008年，公司被评为国家创新型企业，首款专业校车量产下线。2017年以后，宇通不断推进高端化和智能化，发布T7商务客车和L4级自动驾驶公交系统。2023年，公司推出软硬一体的“睿控E平台”，实现整车平台化升级。2024年，公司参与的“面向大规模产业化的动力电池研发与制造关键技术”项目再次荣获国家科学技术进步奖二等奖，并成为首批进入“智能网联汽车准入和上路通行试点”名单的唯一一家客车企业。

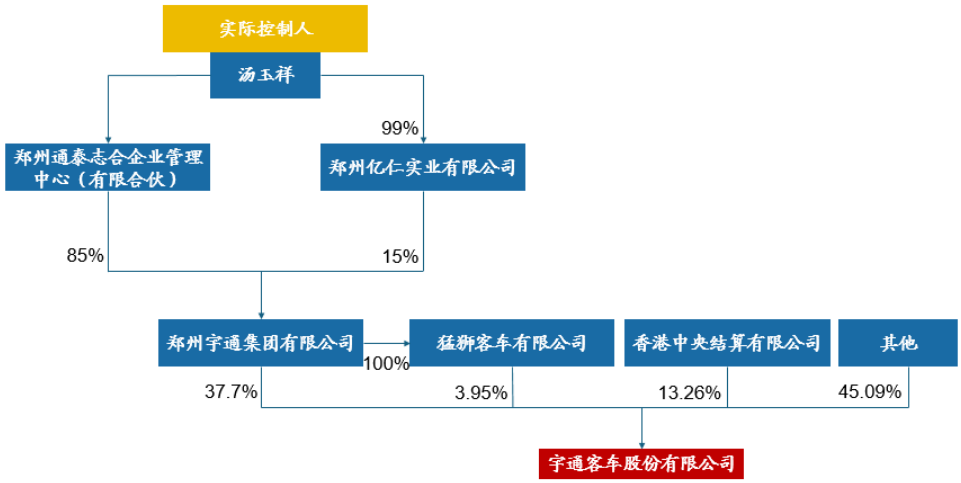
表 1: 公司历史沿革

年份	事件
1963 年	郑州客车修配厂成立，试制出河南首辆长途客车 JT660。
1993 年	实施股份制改革，成立郑州宇通客车股份有限公司。
1997 年	在上交所上市，成为国内首家上市的大型客车企业，并开始研发新能源客车。
2002 年	与德国 MAN 公司合资设立猛狮客车，推进国际合作。
2008 年	被评为国家创新型企业，首款专业校车量产下线。
2009 年	公司创立行业电泳标准
2015 年	公司日产能突破 340 台，新能源产能突破 160 台。
2017 年	T7 中高端产品发布，确立高端公务车品牌地位。
2023 年	睿控 E 平台发布，建立商用车“硬件+软件”整体解决方案能力。
2024 年	成为首批进入“智能网联汽车准入和上路通行试点”名单的唯一一家客车企业

资料来源：公司官网、河南省企业联合会官网、公司公告《共同组建猛狮客车有限公司》、广发证券发展研究中心

股权集中，核心管理层和公司利益高度绑定。据2024年年报，郑州宇通集团有限公司直接持有及通过猛狮客车有限公司间接持有宇通客车股权合计为41.65%，为公司第一大股东。郑州通泰志合企业管理中心(有限合伙)(以下简称“通泰志合”)直接持有宇通集团85%股权，郑州通泰人合壹号企业管理中心（有限合伙）等36家合伙企业（以下简称“通泰人合系列有限合伙企业”）为通泰志合的有限合伙人，郑州通泰合智管理咨询有限公司（以下简称“管理公司”）作为通泰人合系列有限合伙企业及通泰志合的普通合伙人和执行事务合伙人，对通泰志合的重要事务享有决策权,不享受收益分配权。宇通客车董事长汤玉祥先生持有管理公司52%的股权，通过控制通泰志合间接控制宇通集团进而对公司实施控制，系公司实际控制人。

图 9：公司股权结构

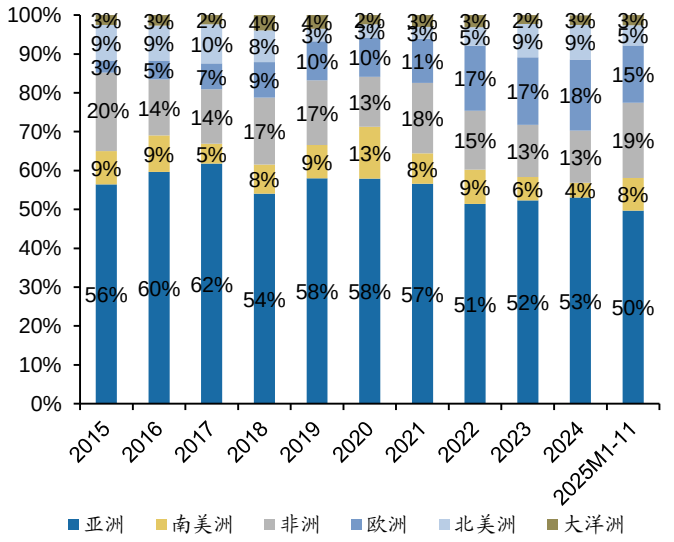


数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心

（二）前瞻布局出口市场，拉动公司进入新一轮向上周期

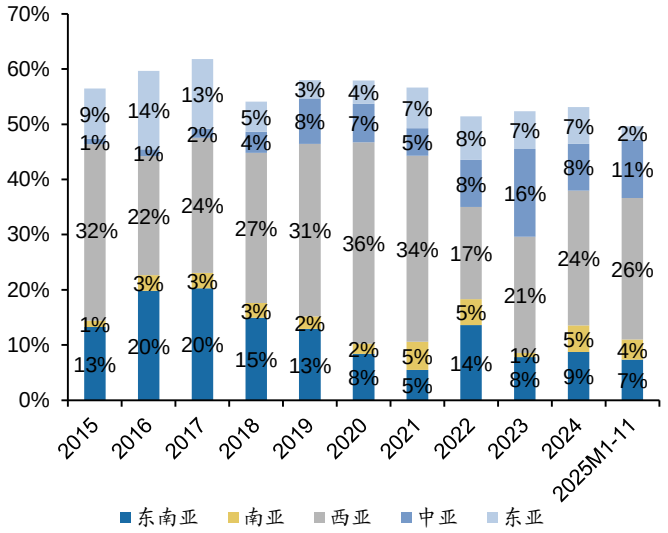
中国大中客出口覆盖全球，在亚洲、南美洲、非洲、欧洲、北美洲、大洋洲均有销售。据海关总署，2025年1-11月中国大中客出口亚洲、南美洲、非洲、欧洲、北美洲、大洋洲占大中客总出口比重分别为49.6%、8.5%、19.3%、14.8%、5.2%、2.6%；其中，大中客出口东南亚、南亚、西亚、中亚、东亚占大中客总出口比重分别为7.3%、3.7%、25.6%、10.5%、2.5%。

图 10：大中客出口分地区



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

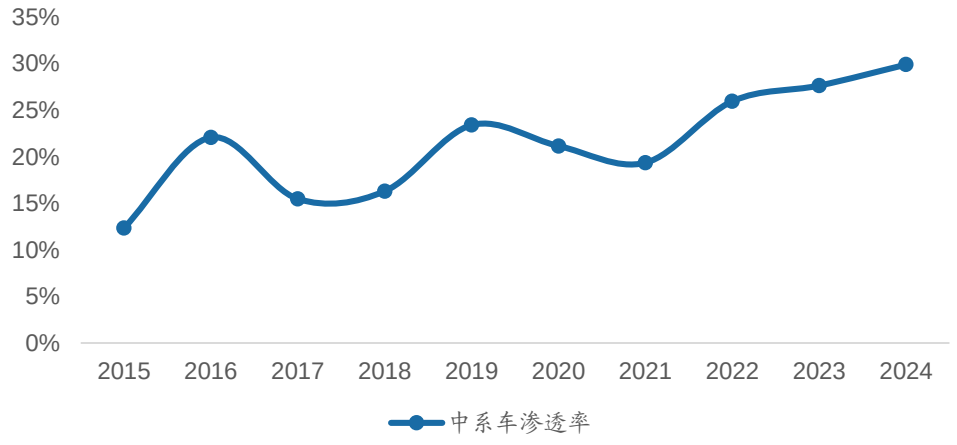
图 11：大中客出口亚洲细分地区占大中客总出口比重



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

海外市场空间广阔，中国客车出口还有较大提升空间。我们选取了在Marklines拥有连续销售数据的38个海外国家来测算中国客车的渗透率。据海关总署，2020-2024年，我们在该38个海外国家出口的客车占客车总出口的比重持续在1/3以上。据测算，自2015年以来，中系客车在该38个海外市场的渗透率总体呈上升趋势，2024年达到了29.9%，仍有较大提升空间。

图 12：中系客车在部分海外市场的渗透率测算



数据来源：海关总署、Marklines、广发证券发展研究中心

宇通客车早在2000年初正式进军海外市场。据爱卡汽车，2005年4月，宇通与古巴签定了我国有史以来出口数量最大、价值最高的一笔客车出口订单，出口数量达400辆，总额达2. 4亿元，其中有200辆是以散件的形式出口，200辆整车出口，涉及到技术转让、商标使用许可、资金运作、CKD散件及整车运输，售后服务等多个方面；9月份，宇通与伊朗公司签订了1000台客车出口协议；10月份，宇通与中国航空技术进出口北京公司签下2005年中国客车工业金额最大的一宗出口订单，再次向古巴出口630台客车——包括430台整车、200套散件，总金额近5000万美元。同时，宇通在智利、埃及、孟加拉等国和香港地区也继续保持着稳定的市场和良好的口碑。2006年，宇通凭借优质可靠的产品，成为中国汽车行业首家获得出口免检的企业。2007年，宇通在古巴市场落地扎根，创下了中国客车出口记录，奠定了宇通海外业务飞速发展的基础。2010年，宇通与马其顿政府签约了202辆双层公交车协议，成就了中国客车进入欧洲市场的第一大订单。凭借对新能源的前瞻布局，宇通制定了从北欧向西欧、南欧、中欧、中东等地区拓展的整体规划。随后通过聚焦冰岛、丹麦、挪威、芬兰等这些环保意识、经济实力强、低碳需求旺盛的国家，宇通成功叩响了欧洲市场的大门，这些国家首次大规模引入纯电动客车便选择了宇通。

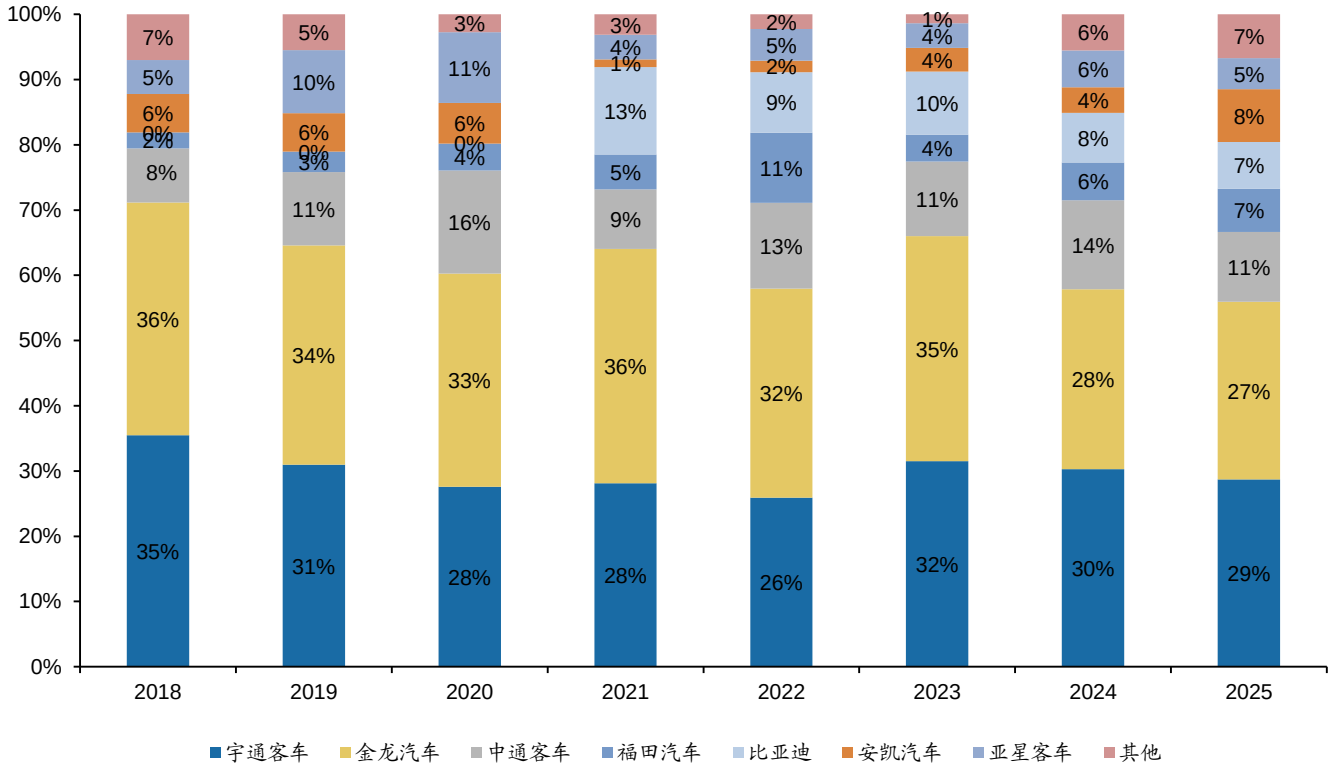
宇通客车目前在海外形成了完善的生产+销售+服务网络。据公司官网，其全球化布局已实现“320+签约服务公司、415+授权服务网点、20+海外分公司、10+海外KD工厂”的网络体系，显著提升了售后服务能力与本地化支持水平。

宇通客车2025年在中国大中客出口市场份额位于第一，在中国新能源大中客出

口市场份额位于第二。据中客网数据，宇通客车在中国大中客出口市场的份额始终位于前二，2025年宇通出口大中客1.7万辆，同比+23.8%，市占率28.7%，位于市场第一。2025年宇通出口新能源大中客3936辆，同比+46.8%，市占率25.8%，位于市场第二。

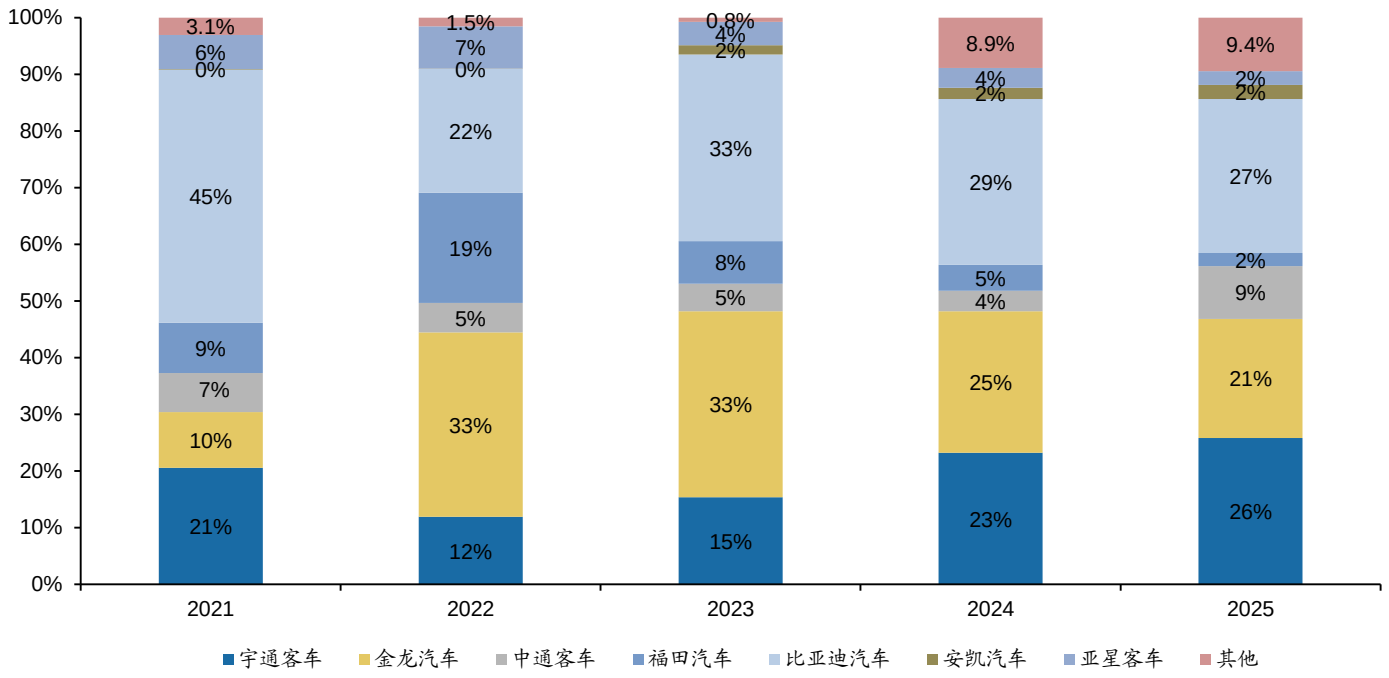
出口客车（尤其是新能源客车）有望拉动公司进入新一轮向上周期。据2024年年报，公司累计出口各类客车超11万辆，产品远销至智利、墨西哥、埃塞俄比亚、坦桑尼亚、菲律宾、澳大利亚、哈萨克斯坦、沙特、英国、法国、丹麦、挪威、芬兰等全球主要客车需求国家与地区。在主要目标市场，公司已成为主流客车供应商之一。在新能源客车领域，公司已累计出口新能源客车超过7000辆，并在英国、法国、波兰、芬兰、意大利、澳大利亚、新加坡、墨西哥、丹麦、挪威、希腊、智利、哈萨克斯坦等40多个国家或地区形成批量销售并实现良好运营。

图 13：大中客出口市场竞争格局



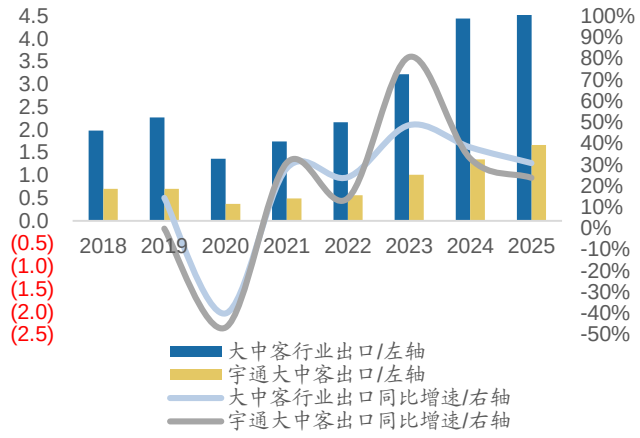
数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

图 14：新能源大中客出口市场竞争格局



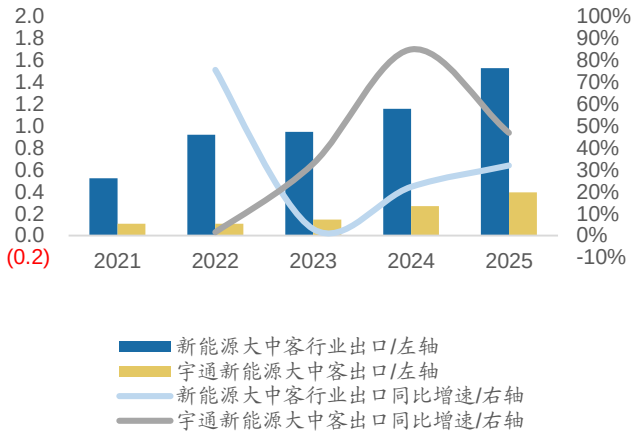
数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

图 15：行业和宇通大中客出口（万辆）及同比增速



数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

图 16：行业和宇通新能源大中客出口（万辆）及同比增速



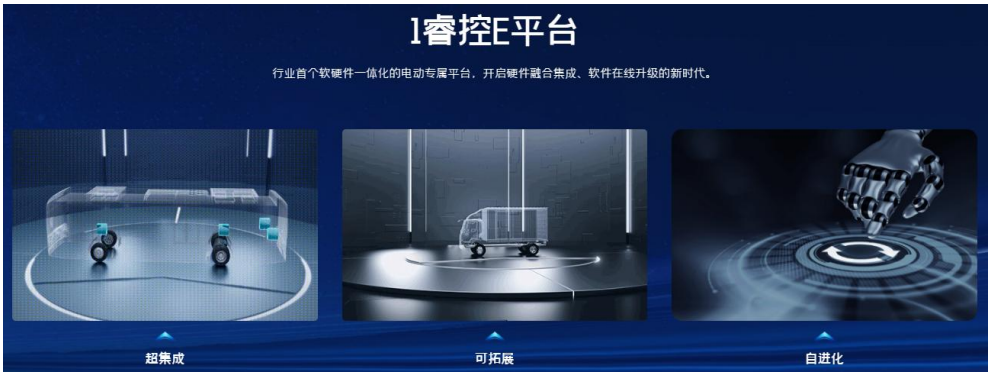
数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

（三）掌握新能源核心技术，形成了 1 大平台+2 大核心+7 大总成

宇通客车自主可控新能源核心技术，形成了1大平台+2大核心+7大总成。

公司的1大平台指“睿控E平台”。据公司官网，公司于2023年6月5日，在宇通商用车技术品牌全球发布会上，发布商用车行业首个软硬件一体化电动专属平台——“睿控E平台”。“睿控E平台”覆盖行业最全的商用车产品链条，具备了“硬件融合集成、软件在线升级”两大特征。公司对硬件进行模块化集成，搭配基于市场需求形成的独有控制逻辑，形成了适用于各细分市场的软硬一体化技术。

图 17：公司睿控E平台



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司的2大核心技术指跨域融合C架构和车机操作系统YOS。据公司官网，睿控E平台包含跨域融合C架构和车机操作系统YOS两大核心。其中，C架构是整车的“大脑和神经”，由“中央计算单元、多合一控制器、智能座舱域控制器、辅助驾驶域控制器“构成，原来车上50多个控制器合并成为了这四个控制器，实现了全栈集中运算，整车区域控制。YOS则是基于C架构自主研发的商用车操作系统，是软件生态发展的灵魂，可实现整车原生安全、强实时的统一管理和控制，兼容各类驱动与应用。C架构与YOS形成了睿控E平台的技术底座，实现功能融合再分配，算力提升200%，控制效能提升100%，车辆全生命周期持续OTA升级。

公司的7大总成包括新一代高安全超能电池、多合一碳化硅动力域控制器、E驱方案、商用车多源超低温热泵、高效补能技术、智能网联商用车三舱和PB级存储亿万级高算力智能网联云平台。（1）新一代高安全超能电池：具备高安全、高能效、长寿命的特点。采用“三明治”防火结构（氮气保护系统）；采用高比能电芯（高集成结构设计）；是行业首推10年100万公里、15年150万公里长寿命电池。（2）多合一碳化硅动力域控制器：具备最高效率99.5%、系统降重50%的特点，从而使得整车能耗降低5%。（3）E驱方案：采用高效高速电机（高性能扁线电机），是行业首次采用0.27mm低损耗硅钢片的方案；电机效率提升至97.8%，电机轻量化提升15%以上；支撑整车电耗降低3%~6%。（4）商用车多源超低温热泵：采用多源车内采暖和多源电池加热，采暖能耗降低30%，冬季续航提高10%。（5）高效补能技术：超充技术单枪载流可达600A，闪充技术三枪载流可达900A，显著高于行业水平。（6）智能网联商用车三舱：包括智慧驾舱、智享客舱、智控货舱。（7）PB级存储亿万级高算力智能网联云平台：在发车、行车、保养环节提供各项支持。

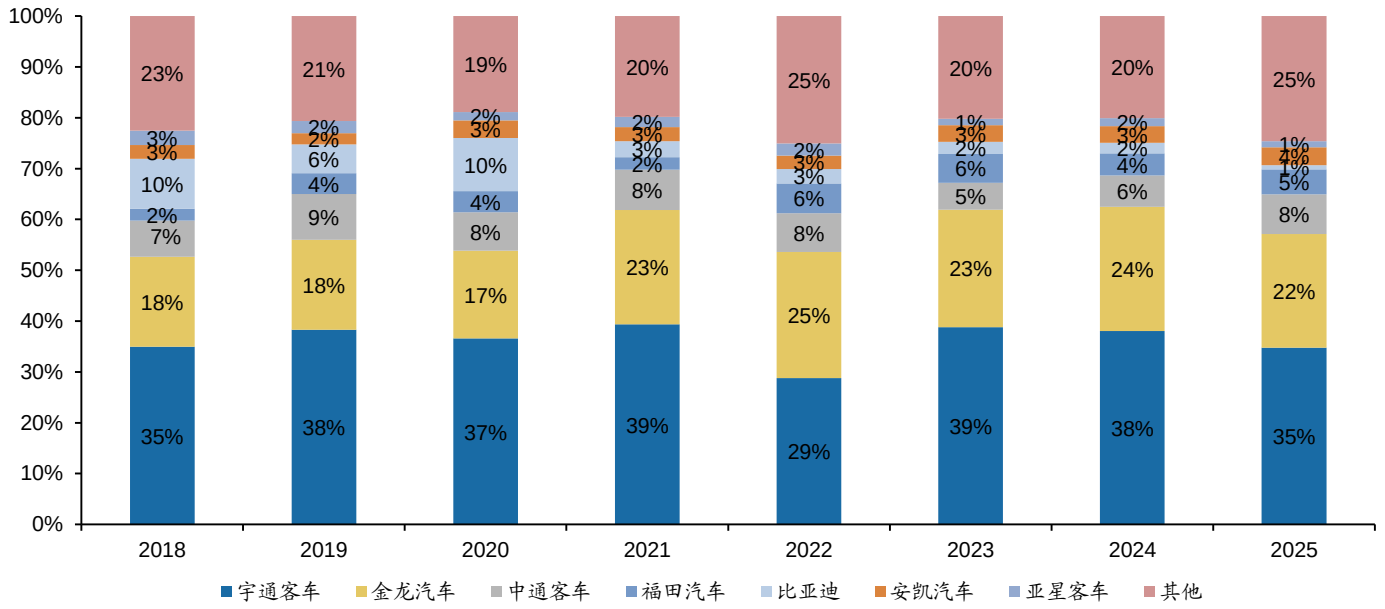
图 18：公司7大总成

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（四）大中客国内份额持续保持第一，基本盘稳固

宇通客车在国内大中客行业市场份额持续保持第一，基本盘稳定。据中客网，自2018年至2025年，宇通在国内大中客行业市场份额持续保持第一，2025年公司在国内大中客行业市占率为34.8%，高出市占率第二的公司12.4pct。

图 19：大中客国内市场竞争格局



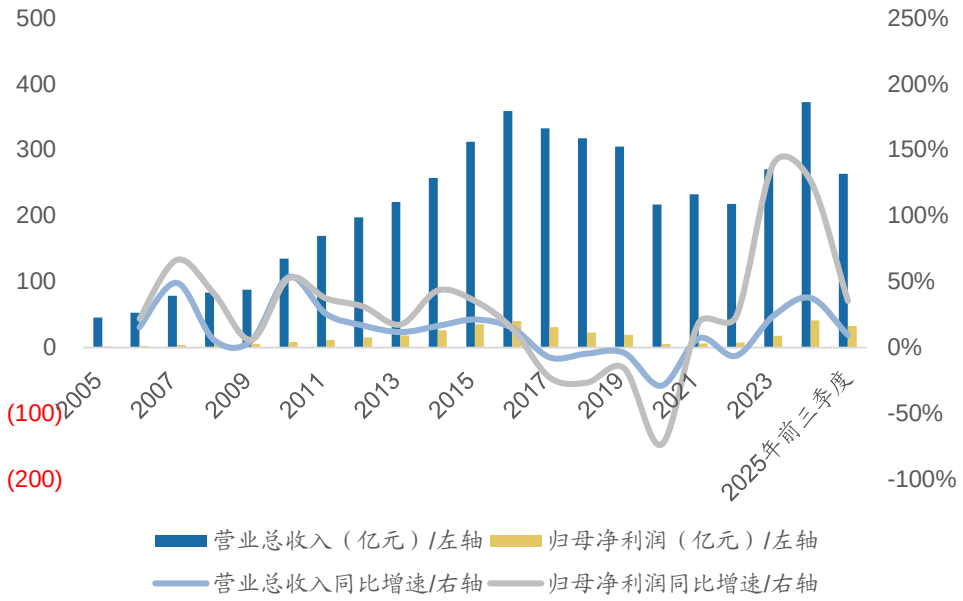
数据来源：中客网、广发证券发展研究中心

三、良好的财务状态+持续高分红+低估值

（一）良好的财务状况：拥有良好的现金流、较低负债率

公司2025年前三季度分别实现营收和归母净利润263.7、32.9亿元，分别同比+9.5%、+35.4%。据公司财报，公司2025年前三季度实现营业总收入263.7亿元，同比+9.5%；2025年前三季度实现归母净利润32.9亿元，同比+35.4%。

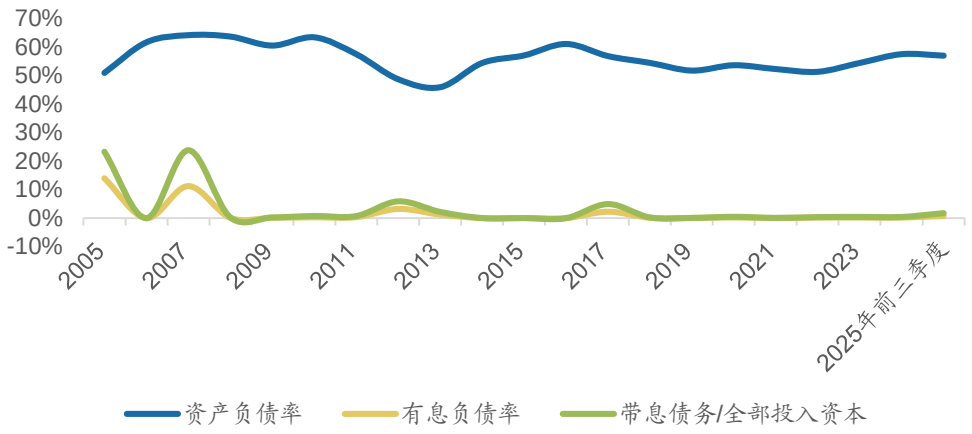
图 20：公司营业总收入和归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

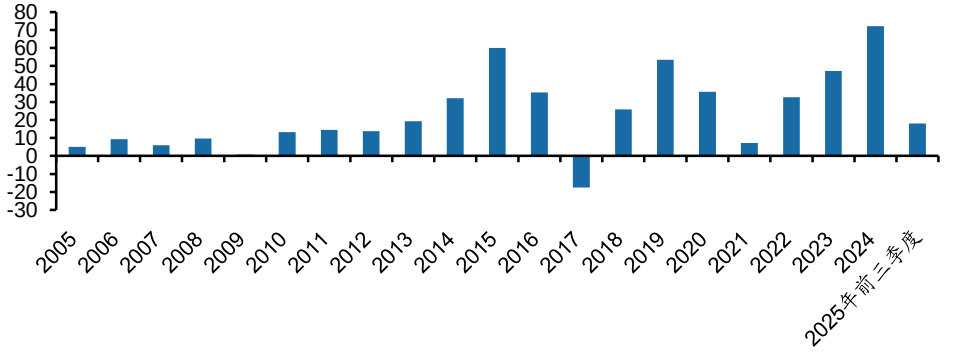
公司拥有较低的负债率和健康的现金流。据公司财报，公司2025Q3末资产负债率为57.0%，同比+0.2pct；有息负债率0.8%，同比+0.7pct；带息债务/全部投入资本为1.8%，同比+0.2pct。据公司财报，2005年至2025年前三季度，除2017年以外，经营性现金流量净额持续为正，2025年前三季度实现经营性现金流量净额18.0亿元，同比-60.4%。

图 21：公司负债率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 22：公司经营性现金流量净额（亿元）

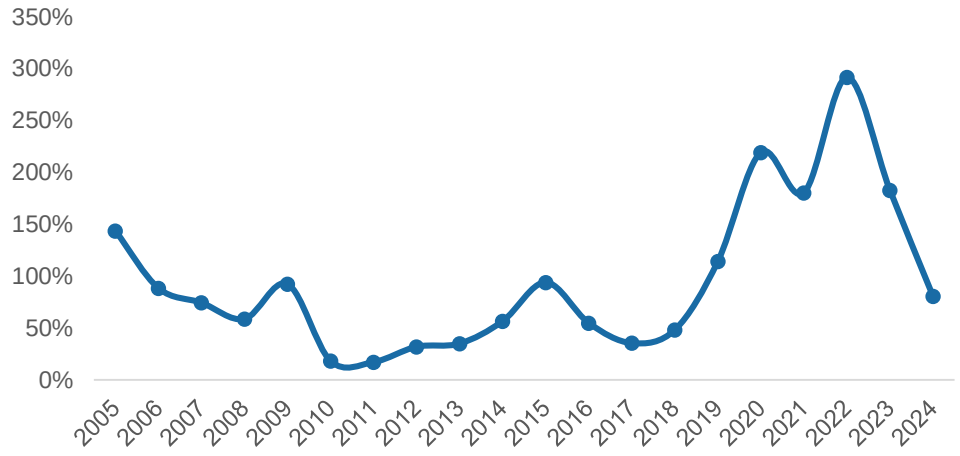


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）低估值、高分红带来良好的股息率

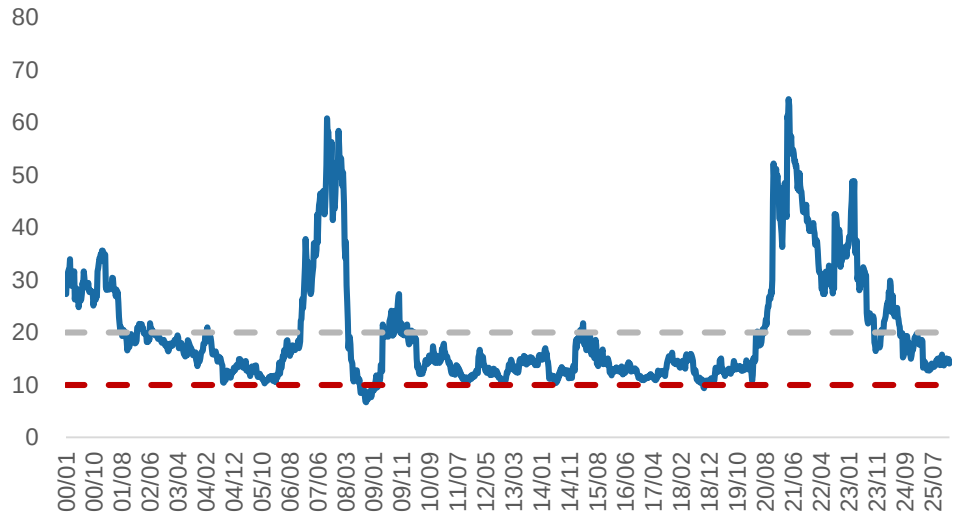
公司兼具低估值、高分红特点，带来良好股息率。据公司财报，公司2024年分红率为80.7%。据Wind，公司2024年实现现金分红33.2亿元，同比持平，对应当前市值（截至2026年1月23日）股息率为4.8%。

图 23：公司现金分红比例



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 24：公司PE-TTM



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 25：公司股息率TTM

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

公司主营业务为客车产品，随着中国客车出口增长，公司凭借优秀的国际竞争力，客车产品出口持续增长。23年和24年由于疫后复苏公司大中客销量增速较高，近年增速有所放缓，但由于出口产品增长（特别是新能源产品出口增长）仍较快，我们预计公司25-27年客车销量增速分别为7.0%、6.4%、5.5%。考虑到出口产品占比的提升，公司客车产品的ASP预计持续提升，我们预计公司25-27年客车产品ASP分别为71.6、73.7、75.4万元。出口产品占比的提升同时使得公司客车产品整体毛利率持续提升（24年下降主要由于会计政策调整，售后费用从销售费用调至成本），我们预计公司25-27年客车产品毛利率分别为24.4%、25.1%、25.8%。

表 2：公司收入成本（亿元）拆分

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	217.1	232.3	218.0	270.4	372.2	427.6	467.8	505.1
YOY		7.0%	-6.2%	24.1%	37.6%	14.9%	9.4%	8.0%
成本（亿元）	179.1	189.0	168.2	201.1	286.8	326.2	354.0	379.6
毛利（亿元）	37.9	43.3	49.8	69.4	85.4	101.4	113.7	125.5
毛利率	17.5%	18.6%	22.8%	25.6%	22.9%	23.7%	24.3%	24.9%
客车产品								
收入（亿元）	199.5	198.5	184.6	226.3	310.5	359.7	393.8	425.2
YOY		-0.5%	-7.0%	22.6%	37.2%	15.9%	9.5%	8.0%
销量（辆）	41756	41828	30198	36518	46918	50215	53423	56380
yoy		0.2%	-27.8%	20.9%	28.5%	7.0%	6.4%	5.5%
ASP（万元）	47.8	47.4	61.1	62.0	66.2	71.6	73.7	75.4
成本（亿元）	163.8	162.2	142.9	164.9	238.7	271.9	294.9	315.6
毛利（亿元）	35.7	36.3	41.8	61.5	71.8	87.8	98.9	109.6
毛利率	17.9%	18.3%	22.6%	27.2%	23.1%	24.4%	25.1%	25.8%
其他								
收入（亿元）	17.6	33.9	33.3	44.1	61.7	67.9	74.0	79.9
YOY		93.0%	-1.6%	32.2%	40.0%	10.0%	9.0%	8.0%
成本（亿元）	15.3	26.8	25.3	36.2	48.1	54.3	59.2	63.9
毛利（亿元）	2.3	7.0	8.0	7.9	13.6	13.6	14.8	16.0
毛利率	12.8%	20.7%	24.0%	17.9%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司作为客车行业龙头，拥有良好生意模式、聚焦客车及部分核心部件资源，面对全球行业的变革，通过品牌精耕，有望持续提供良好回报。我们预计公司25-27年EPS分别为2.26/2.57/2.92元/股，参考可比公司估值，再考虑到公司产品具备国际竞争力且坚持高分红，我们给予公司25年20倍PE，对应合理价值为45.10元/股，给予“买入”评级。

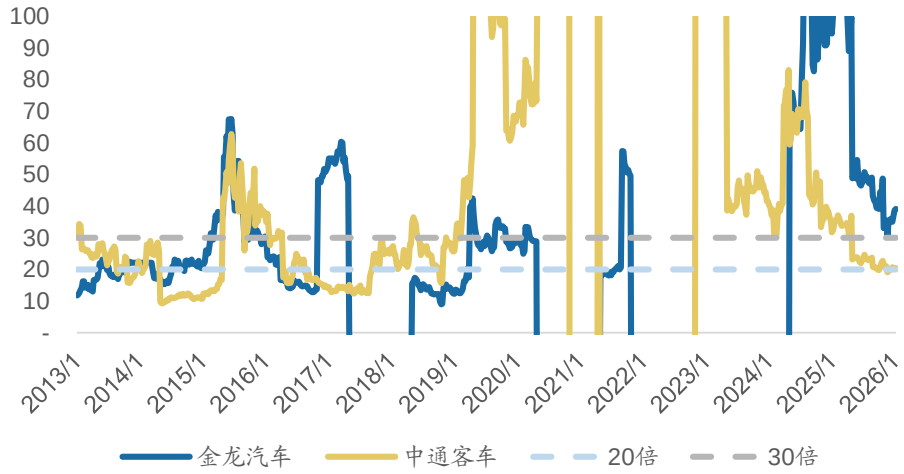
表 3：可比公司估值（数据截止2026年1月23日）

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元，Wind 一致预期）			PE		
		2026/1/23	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600686.SH	金龙汽车	151.9	1.6	4.1	7.3	96.3	36.6	20.8
000957.SZ	中通客车	70.2	2.5	4.0	5.2	28.1	17.7	13.4

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：金龙汽车和中通客车为中国大中客行业的头部公司，具有一定可比性。由于金龙汽车当前盈利能力较同行略弱，盈利增速、出口业务增速均较快，所以估值偏高。考虑到宇通客车为行业龙头公司，盈利能力已经很优秀，利润率提升空间或小于金龙汽车，但其在国内市场、出口市场地位均好于其他两家可比公司，所以给予其 25 年 20 倍 PE。

图 26：金龙汽车和中通客车PE-TTM



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

行业景气度下降。受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，行业景气度存在下行的风险。

原材料价格上涨。零部件尤其是芯片供货紧张的压力增加，大宗原材料涨价带来零部件采购价格上涨、成本承压的风险。对主机厂而言，整车价格调整及费用压缩无法完全消化原材料价格上涨带来的零部件采购成本增加，流动资金受限；对供应商来说，零部件价格调整幅度远低于原材料涨幅，供应商成本压力大，可能引发零部件成本矛盾及供货资源风险。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	**19,614**	**21,031**	**23,195**	**24,656**	**26,353**
货币资金	6,434	8,667	10,649	11,870	12,650
应收及预付	5,079	5,290	5,324	5,429	5,933
存货	4,513	3,513	3,624	3,738	4,006
其他	3,588	3,561	3,599	3,618	3,764
非流动资产总额	**11,243**	**11,120**	**10,902**	**10,871**	**10,828**
长期股权投资	650	668	468	268	134
固定资产	4,172	3,618	3,752	3,949	4,023
在建工程	190	186	156	126	96
使用权资产	21	63	63	63	63
无形资产	1,544	1,506	1,558	1,560	1,606
其他	4,667	5,080	4,906	4,906	4,906
资产总额	**30,857**	**32,151**	**34,098**	**35,526**	**37,180**
流动负债总额	**13,684**	**14,489**	**16,145**	**17,415**	**18,900**
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	9,620	8,601	9,911	10,774	11,565
其他	4,064	5,888	6,235	6,640	7,335
非流动负债总额	**3,116**	**4,004**	**4,060**	**4,150**	**4,240**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	3,116	4,004	4,060	4,150	4,240
负债总额	**16,800**	**18,493**	**20,205**	**21,565**	**23,140**
股本	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
其他	11,705	11,210	11,384	11,384	11,384
归母权益合计	13,919	13,424	13,598	13,598	13,598
少数股东权益	138	234	294	364	442
负债和股东权益	**30,857**	**32,151**	**34,098**	**35,526**	**37,180**

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**27,042**	**37,218**	**42,757**	**46,778**	**50,510**
营业成本	20,106	28,679	32,620	35,408	37,952
营业税金及附加	328	450	513	561	606
销售费用	1,955	1,349	1,496	1,614	1,717
管理费用	719	758	812	879	934
研发费用	1,568	1,788	2,052	2,245	2,424
财务费用	-86	-98	0	0	0
资产信用减值损失	-891	-518	-370	-440	-440
公允价值变动收益	-1	328	0	0	0
投资收益	99	46	171	187	202
营业利润	**2,036**	**4,672**	**5,684**	**6,495**	**7,370**
营业外收支	42	51	45	40	40
利润总额	2,078	4,722	5,729	6,535	7,410
所得税费用	239	568	676	771	874
合并净利润	**1,840**	**4,154**	**5,053**	**5,764**	**6,536**
少数股东损益	22	38	61	69	78
归母净利润	**1,817**	**4,116**	**4,993**	**5,695**	**6,457**
EPS（元/股）	0.82	1.86	2.26	2.57	2.92

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**4,717**	**7,211**	**7,231**	**7,468**	**7,763**
合并净利润	1,840	4,154	5,053	5,764	6,536
折旧摊销	732	716	713	751	807
营运资金变动	1,281	2,546	1,261	781	268
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-3,174**	**-677**	**-252**	**-652**	**-626**
资本性开支	-450	-643	-970	-1,049	-993
投资	-2,735	-95	130	140	88
其他	11	61	588	257	278
融资活动现金流净额	**-2,251**	**-4,394**	**-4,745**	**-5,595**	**-6,357**
股本融资	4	61	0	0	0
债权融资	0	0	-32	0	0
股利分配与偿付利息	-2,246	-4,437	-4,993	-5,695	-6,457
其他	-9	-18	279	100	100
现金净增加额	**-735**	**2,123**	**2,234**	**1,222**	**779**
期初现金余额	**7,027**	**6,292**	**8,415**	**10,649**	**11,870**
期末现金余额	**6,292**	**8,415**	**10,649**	**11,870**	**12,650**

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	24.1%	37.6%	14.9%	9.4%	8.0%
营业利润增长率	188.4%	129.5%	21.7%	14.3%	13.5%
归母净利增长率	139.4%	126.5%	21.3%	14.1%	13.4%
获利能力					
毛利率	25.6%	22.9%	23.7%	24.3%	24.9%
净利率	6.8%	11.2%	11.8%	12.3%	12.9%
ROE	13.1%	30.7%	36.7%	41.9%	47.5%
偿债能力					
资产负债率	54.4%	57.5%	59.3%	60.7%	62.2%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4
利息保障倍数	1441.2	2633.6	-	-	-
营运能力					
应收账款周转率	6.7	9.1	10.0	10.9	10.9
存货周转率	4.5	8.2	9.0	9.5	9.5
应付账款周转率	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3
每股指标					
每股收益	0.82	1.86	2.26	2.57	2.92
每股净资产	6.29	6.06	6.14	6.14	6.14
每股经营现金流	2.13	3.26	3.27	3.37	3.51
估值比率					
PE	16.1	14.2	13.7	12.0	10.6
PB	2.1	4.4	5.0	5.0	5.0
EV/EBITDA	6.7	9.2	8.9	7.6	6.7

广发汽车行业研究小组

闫 俊 刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。
陈 飞 彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。
周 伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
张 力 月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。
罗 英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去 12 个月内与*ST 延路(000776)公司有投资银行业务关系。

(2)广发证券（香港）在过去 12 个月内与 CNE0000008L2(000776)公司有投资银行业务关系。

(3)广发证券（香港）在过去 12 个月内与 GF SECURITIES(000776)公司有投资银行业务关系。

(4)广发证券（香港）在过去 12 个月内与 Gf Securities Co.,Ltd(000776)公司有投资银行业务关系。

(5)广发证券（香港）在过去 12 个月内与 S 延边路(000776)公司有投资银行业务关系。

(6)广发证券（香港）在过去 12 个月内与 YANBIAN HIGHWAY(000776)公司有投资银行业务关系。

(7)广发证券（香港）在过去 12 个月内与广发证券(000776)公司有投资银行业务关系。

(8)广发证券（香港）在过去 12 个月内与广发证券股份有限公司(000776)公司有投资银行业务关系。

(9)广发证券（香港）在过去 12 个月内与延边公路(000776)公司有投资银行业务关系。

(10)广发证券（香港）在过去 12 个月内与 CNE100001TQ9(01776)公司有投资银行业务关系。

(11)广发证券（香港）在过去 12 个月内与 GF SEC(01776)公司有投资银行业务关系。

(12)广发证券（香港）在过去 12 个月内与 Gf Securities Co.,Ltd(01776)公司有投资银行业务关系。

(13)广发证券（香港）在过去 12 个月内与广发证券(01776)公司有投资银行业务关系。

(14)广发证券（香港）在过去 12 个月内与广发证券股份有限公司(01776)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。