

买入（维持）

中国客车龙头，海外业务量价齐升

宇通客车（600066.SH）深度报告

2026年1月29日

投资要点：

分析师：刘梦麟

SAC 执业证书编号：

S0340521070002

电话：0769-22110619

邮箱：

liumenglin@dgzq.com.cn

研究助理：吴镇杰

SAC 执业证书编号：

S0340124020014

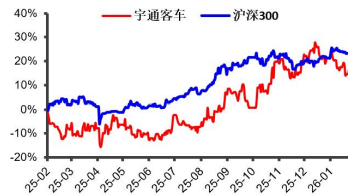
电话：0769-22117626

邮箱：wuzhenjie@dgzq.com.cn

主要数据 2026年1月28日

收盘价（元）	31.84
总市值（亿元）	704.92
总股本（百万股）	2213.94
流通股本（百万股）	2213.94
ROE(TTM)	37.10%
12月最高价（元）	34.47
12月最低价（元）	22.79

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **行业龙头地位稳固，全品类产品矩阵完善** 宇通客车是国内客车行业首家上市公司，截至2025年，大中型客车销量已连续23年稳居国内第一，国内市占率超30%。公司产品覆盖公路、公交、校车、机场摆渡及自动驾驶微循环车等全细分市场，并具备全系列新能源适配能力。
- **财务盈利能力强劲，从规模向效益成功转型** 公司业绩呈现“营收稳健、利润爆发”的特征，2025年前三季度归母净利润同比增长35.4%，显著高于营收增速，验证了向“效益驱动”转型的成功。受益于海外高毛利业务占比提升及国内存量置换，公司净利率稳步提升至12.76%的高水平。
- **深筑技术护城河，“睿控E平台”领跑智能化** 公司拥有全球商用车行业规模最大、体系最完善的研发团队，持续保持高强度研发投入。依托自主研发的“睿控E平台”，集成了跨域融合C架构与车机操作系统YOS，实现车辆算力提升200%、控制效能提升100%。这一技术闭环不仅优化了全生命周期成本，更在电动化、智能网联及高端化领域构建了难以复制的技术壁垒，巩固了行业话语权。
- **高端出海战略兑现，海外业务量价齐升** 面对全球“碳中和”机遇，公司坚定推进“高端出海”，拒绝低端价格战，成功打入欧洲等严苛的高端市场。2025年出口销量同比增长22.5%，出口占比突破34.6%，且出口单车均价与毛利超过国内同行。公司已升级为“出行解决方案提供商”，通过“一车一策”及全球高密度服务网络，不仅实现了产品输出，更实现了标准与服务的输出。
- **受益政策红利与周期共振，行业步入高质量景气区间** 客车行业已走出调整期，步入“盈利修复+全球化”的新景气周期。国内方面，受益于“大规模设备更新”政策及新能源公交置换补贴，存量需求集中释放；海外方面，全球客车电动化渗透率低，替代空间巨大，而海外本土供应链存在缺口。宇通凭借“技术+供应链”的溢价优势，有望在国内外双重红利驱动下，维持长周期的销量与业绩增长。
- **盈利预测：** 预计公司2025-2027年归母净利润分别为48.24/55.88/65.22亿元，对应PE分别为14.61/12.61/10.81倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 国内客车需求不及预期，原材料价格波动带来的盈利风险，海外出口政策风险，海外环保政策变动等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1 客车龙头高质量发展，各项指标行业领先	4
1.1 国内客车龙头，细分车型品类丰富	4
1.2 盈利能力稳步向好，海外销售量价齐升	6
1.3 净利率稳步提升，各财务指标行业领先	7
2 客车市场步入景气区间，公司凭借自身优势量价齐升	10
2.1 客车市场步入景气区间，2025 年客车市场销量保持增长	10
2.2 公司核心技术行业领先，公司出口销量逐年提升	12
3 投资建议	16
4 风险提示	17

插图目录

图 1：公司主营客车业务	4
图 2：公司客车产品一览	4
图 3：宇通客车 YEA 平台发布	5
图 4：宇通客车第四次获得国家科技进步奖	5
图 5：公司营业总收入及增速（万元，%）	6
图 6：公司归母净利润及增速（万元，%）	6
图 7：公司分业务收入和占比（亿元）	6
图 8：公司分地区收入（亿元）	7
图 9：公司分地区毛利率（%）	7
图 10：公司与可比公司毛利率（%）	8
图 11：公司与可比公司净利率（%）	8
图 12：公司与可比公司 ROA（%）	8
图 13：公司与可比公司 ROE（%）	8
图 14：公司与可比公司资产负债率（%）	9
图 15：公司与可比公司流动比率	9
图 16：公司现金分红总额及股利支付率（万元，%）	9
图 17：公司期末未分配利润（万元）	9
图 18：2025 年各月中大型客车销量统计（万辆）	10
图 19：全国分类型客车出口情况（万辆）	11
图 20：公司研发人员占比（%）	12
图 21：公司研发费用率（%）	12
图 22：公司睿控 E 平台持续进化	13
图 23：宇通睿控 E 平台总成	13
图 24：宇通客车全新高端 S12 系列	13
图 25：宇通客车 T7 系列	13
图 26：2022-2025 年公司全年销量及同比变化率（辆，%）	14
图 27：2019-2024 年公司与可比公司国内毛利率对比（%）	14
图 28：2021-2024 年宇通国内单车收入及毛利润（元）	14
图 29：2022-2025 年宇通客车出口销量（万辆）	15

图 30 : 2022-2025 年宇通客车出口销量占比 (%)	15
图 31 : 2019-2024 年公司与可比公司海外毛利率对比 (%)	16
图 32 : 2021-2024 年宇通出口单车收入及毛利润 (元)	16

表格目录

表 1 : 2025 年我国大中型客车累销前 10 名车企	5
表 2 : 2025 年大中型客车各动力车型销量、同比、占比及占比同比增减情况	10
表 3 : 公司盈利预测简表 (2026/1/28)	17

1 客车龙头高质量发展，各项指标行业领先

1.1 国内客车龙头，细分车型品类丰富

宇通客车是国内客车行业第一家上市公司。公司前身为郑州客车修配厂，于1993年改制成立，并于1997年在上交所上市，是国内客车行业第一家上市公司。宇通客车细分车型品类丰富，产品广泛覆盖各个细分市场。公司产品广泛覆盖公路客运、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、客车专用车等各个细分市场。在新能源客车领域，宇通具备全系列新能源客车研发制造及应用适配能力；在传统燃油客车领域，宇通的车型，涵盖大型、中型、小型等不同尺寸规格，可充分满足各类长途客运、城际公交、团体包车等运营场景需求；在专用客车领域，宇通针对机场摆渡、医疗救护、房车旅居等特殊用途打造了数十款特色车型，拥有从设计研发到生产制造的全流程核心技术与专业工艺，是全球少数能够提供全品类、高性能、定制化专用客车产品与服务的企业之一。截至2025年，公司大中型客车销量已连续23年稳居国内第一，国内市占率超30%。凭借在新能源（睿控系统）与智能网联领域的技术护城河，公司成功实现了从“中国制造”向“全球品牌”的跃迁，产品远销欧洲、拉美等40多个国家和地区。2024年，公司荣登《中国500最具价值品牌》榜单，并获卡思（CAACS）品牌第一名，彰显行业龙头地位。

图 1：公司主营客车业务



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 2：公司客车产品一览



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

表 1：2025 年我国大中型客车累销前 10 名车企

客车企业	2025年销量（辆）	去年同期销量（辆）	2025年同比增长%	2025年市场占比%
宇通客车	42558	42053	1.2	31.02
中通客车	12363	11409	8.36	9.01
苏州金龙海格	12084	11709	3.2	8.81
厦门金龙	10774	9411	14.48	7.85
厦门金旅	9398	11296	-16.8	6.85
福田欧辉	9195	6475	42.01	6.69
安凯客车	7621	4862	56.75	5.55
中车电动	5730	5877	-2.5	4.18
比亚迪	4873	5400	-9.76	3.55
吉利商用车	4278	3903	9.61	3.12

数据来源：汽车总站网，东莞证券研究所

公司的发展历程主要分为四个阶段。1. 改制与资本化奠基期（1993-2000 年）：宇通前身为 1963 年成立的郑州客车修配厂。1993 年，公司率先推行股份制改造，解决了体制机制束缚；1997 年于上交所挂牌上市，成为国内客车行业首家上市公司。资本市场的接入打通了直接融资渠道，为后续的产能扩张与技术改造提供了关键的资金支持，奠定了规模化发展的基础。2. 工艺升级与市场确立期（2001-2010 年）：这一时期，公司确立了“聚焦客车主业”的发展战略，避免了非相关多元化的资源分散。2008 年，公司建成投产了具备国际先进水平的全车电泳涂装生产线，这一标志性事件显著提升了产品的防腐性能与全生命周期价值，构建了差异化的产品力壁垒。在行业高速增长与竞争加剧并存的背景下，公司凭借工艺与质量优势，推动行业集中度提升，稳固了国内大中型客车市场的领先地位。3. 新能源转型与技术积淀期（2010-2020 年）：面对行业电动化趋势，公司并未采取简单的组装模式，而是前瞻性布局新能源核心技术。通过自主研发电池、电机、电控等核心三电技术，公司建立了技术闭环。在国家新能源补贴政策窗口期，公司凭借成熟的技术体系与较高的安全性评价，迅速提升新能源客车渗透率，国内市场占有率一度突破 30%，成功实现了从燃油车向新能源车的主力产品切换。4. 全球化与高质量发展期（2020 年至今）：随着国内客车市场进入存量竞争阶段，公司全面推进“高端出海”战略。凭借产品力的提升，公司成功突破标准严苛的欧洲高端市场，并通过卡塔尔世界杯等大型国际赛事的车辆服务，提升了品牌的全球影响力。目前，公司正由单一的客车制造商向“全球领先的出行解决方案提供商”转型，经营重心转向海外高毛利市场与国内存量置换，呈现出“盈利能力提升、现金流稳健、高分红回报”的高质量发展特征。

图 3：宇通客车 YEA 平台发布



图 4：宇通客车第四次获得国家科技进步奖



1.2 盈利能力稳步向好，海外销售量价齐升

公司营收稳健增长，归母净利润持续释放弹性。2020-2025 年前三季度，公司核心经营指标保持向上趋势。2025 年前三季度，公司实现营收 263.7 亿元，同比增长 9.5%；归母净利润 32.9 亿元，同比增长 35.4%。公司营收端的稳健增长与利润端的爆发式增长形成了鲜明的剪刀差，验证了公司从“规模驱动”向“效益驱动”转型的成功。业绩增长主要得益于海内外市场共振：国内方面，旅游客运与公交置换需求保持稳健；海外方面，高毛利的新能源客车出口占比提升，产品结构持续优化，带动盈利中枢上移。

图 5：公司营业总收入及增速（万元，%）

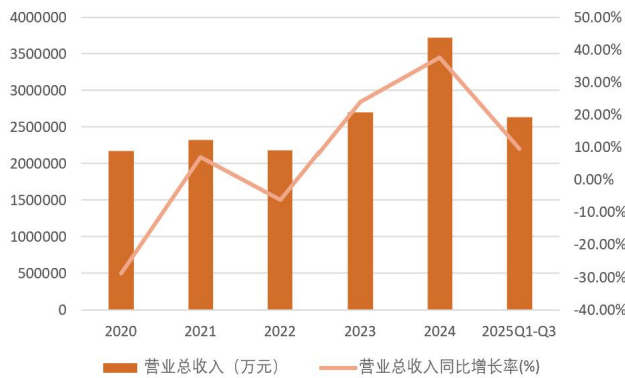
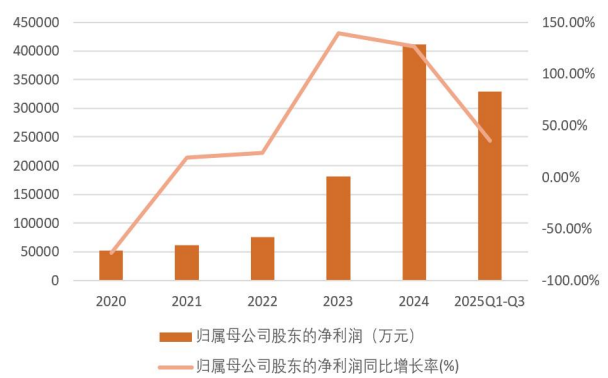


图 6：公司归母净利润及增速（万元，%）

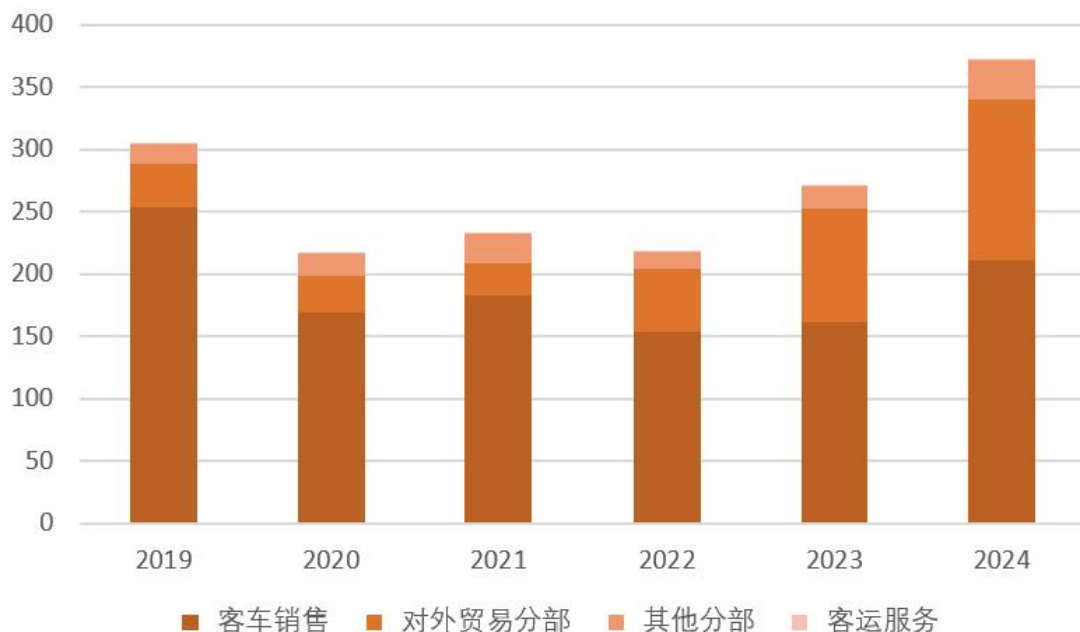


数据来源：iFind，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

客车制造仍为公司核心收入来源，海外业务贡献度加速提升。公司主营业务为客车产品研发、制造与销售，覆盖公交、客运、旅游、团体、校车及专用出行等全场景市场。2020-2025 年，公司客车制造分部收入占总营收的比重始终保持在 50% 以上。对外贸易业务收入占比呈显著上升趋势，2024 年占比已经接近 35%，2025 年预计进一步提升，主要系高溢价的海外订单持续交付。公司国内业务在“设备更新”政策下稳健复苏，海外市场则进入“量价齐升”的爆发期。

图 7：公司分业务收入和占比（亿元）



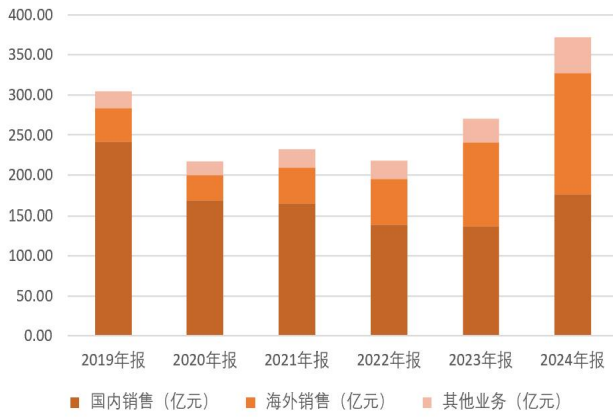
数据来源：iFind，东莞证券研究所

1.3 净利率稳步提升，各财务指标行业领先

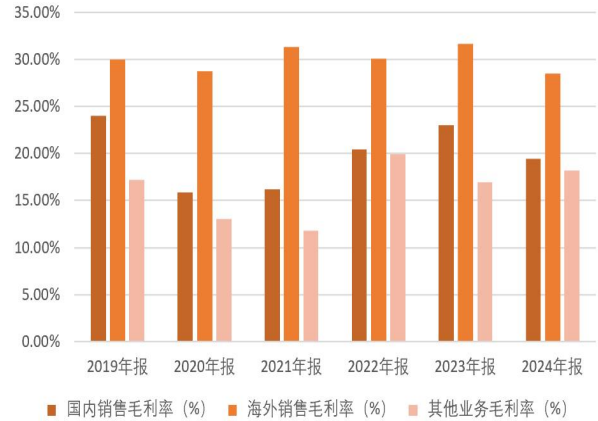
新能源出海+高端化增厚利润，毛利率保持较高水平，净利率提升趋势明显。2022年以来，公司毛利率保持在20%以上的较高水平，同时公司净利率快速提升，2025年前三季度净利率达到12.76%的高水平，过去数年公司综合毛利率和净利率持续领先同业企业。在行业出海、高端化和新能源转型的发展趋势下，公司凭借技术、客户基础、市场营销等方面的优势获得更多市场份额，并通过坚持高单价、高质量路线，保持较高盈利能力。海外新能源客车单车价值量显著高于国内，随着公司新能源出口占比提升，产品结构优化，利润率同步提升。欧美、拉美、东南亚等地区在环保政策加严等因素的驱动下，新能源公交车需求有望大幅提升，出海机遇有望持续。2025年公司客车出口销量达到1.71万辆，同比增长22.5%，占整体销量的比例提升至34.6%。海外收入逐年提升，同时过去数年海外业务毛利率均较大幅度高于国内销售毛利率，随着海外销售占比进一步提升，公司利润有望持续增厚。

图 8: 公司分地区收入 (亿元)

图 9: 公司分地区毛利率 (%)

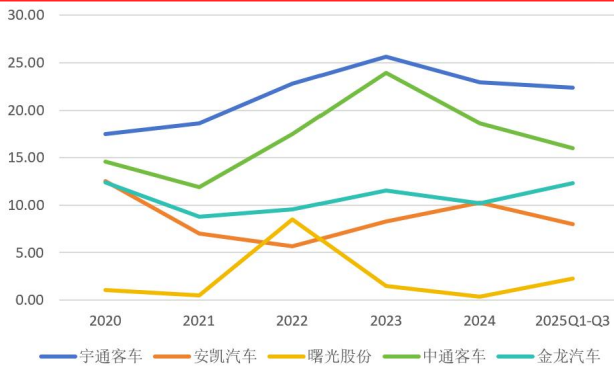


数据来源: iFind, 东莞证券研究所



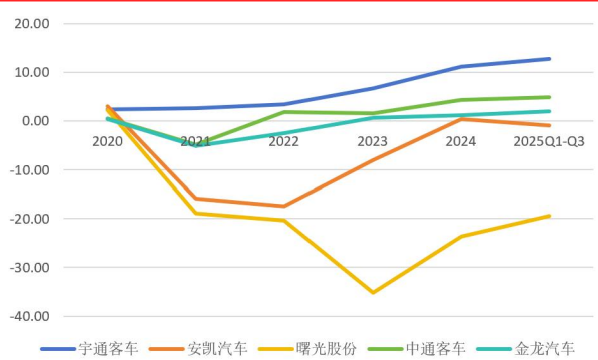
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 10: 公司与可比公司毛利率 (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 11: 公司与可比公司净利率 (%)

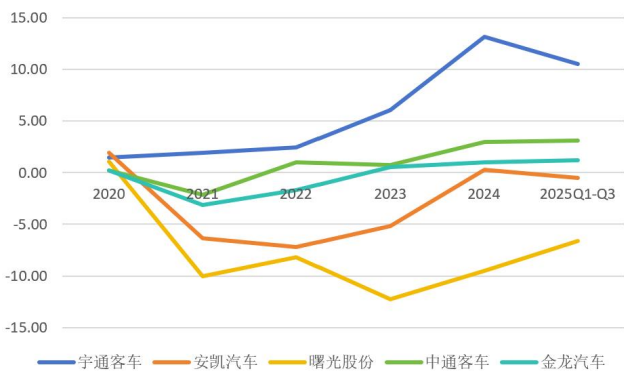


数据来源: iFind, 东莞证券研究所

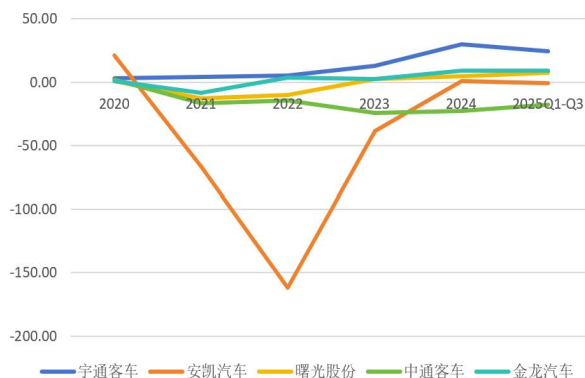
公司资产回报率稳居行业龙头，盈利能力持续兑现。2024年以来，受益于客车出口销量的量价齐升，公司 ROA 与 ROE 持续在高位运行。截至 2025 年第三季度，公司 ROA 和 ROE 分别达到 10.53% 和 24.53%，进一步拉开了与同业的差距。这一优异的财务表现，既验证了公司在新能源与高端化转型上的成功，也反映了其卓越的成本管控与资产运营效率。在当前行业环境下，公司凭借强劲的内生增长动力，为未来的可持续发展与股东回报奠定了坚实基础。

图 12: 公司与可比公司 ROA (%)

图 13: 公司与可比公司 ROE (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

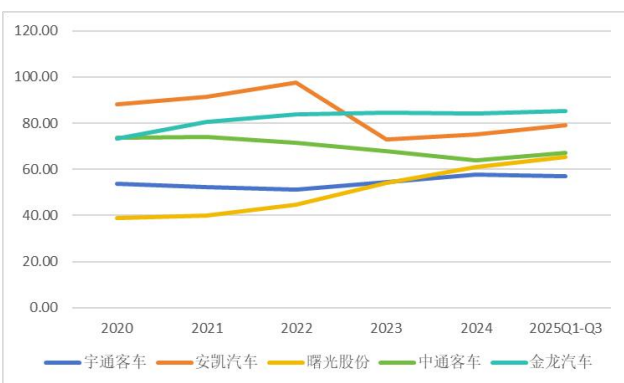


数据来源: iFind, 东莞证券研究所

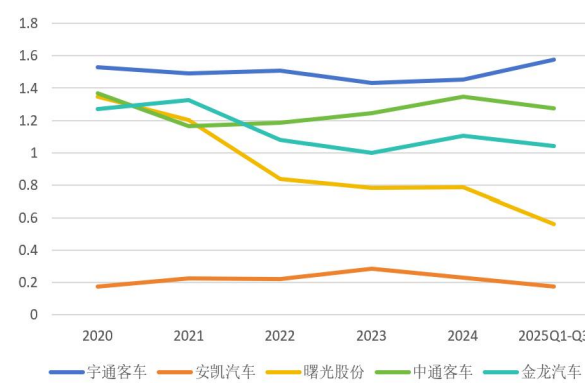
偿债指标领跑行业, 财务风控能力突出。2025 年以来, 随着盈利能力的提升, 公司资本结构进一步优化。截至三季度末, 公司资产负债率为 56.99%, 流动比率达 1.58, 不仅位居行业前列, 更体现了“低杠杆、高周转”的经营特色。公司在手现金充沛, 能够从容应对原材料价格波动及汇率风险。稳健的资产负债表确保公司在复杂的全球宏观环境下, 依然具备持续的逆周期扩张能力。

图 14: 公司与可比公司资产负债率 (%)

图 15: 公司与可比公司流动比率



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

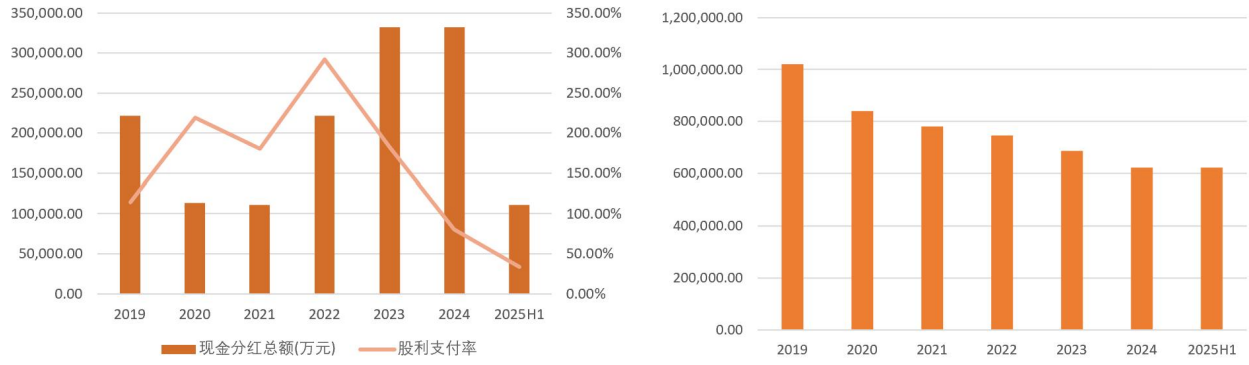


数据来源: iFind, 东莞证券研究所

分红意愿与能力兼备, 股息率吸引力显著。公司是 A 股市场稀缺的高分红标的, 2021-2024 年公司股利支付率持续领跑行业。截至 2025 年半年报, 公司账面未分配利润积累至 62 亿元, 每股未分配利润丰厚。随着海外高端化战略兑现, 公司净利润与现金流同步改善, 能够支撑高分红政策的延续。在当前无风险利率下行的宏观背景下, 公司作为兼具“业绩高成长性”与“股息高确定性”的稀缺资产, 具备显著的中长期配置价值。

图 16: 公司现金分红总额及股利支付率 (万元, %)

图 17: 公司期末未分配利润 (万元)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

2 客车市场步入景气区间，公司凭借自身优势量价齐升

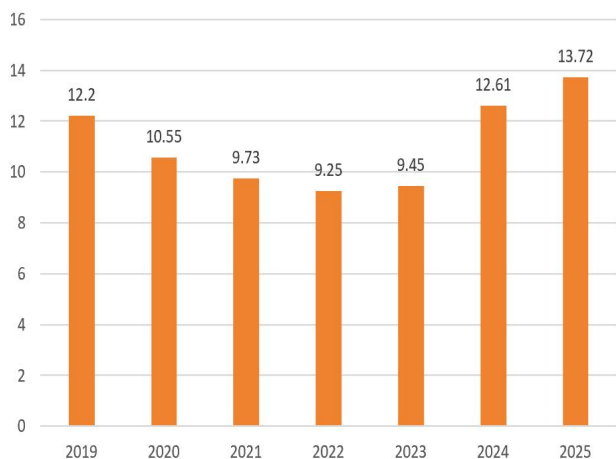
2.1 客车市场步入景气区间，2025 年客车市场销量保持增长

客车行业走出底部，确立新一轮高质量上行周期。回顾历史，客车行业呈现明显的周期属性：1. 黄金增长期（2009-2014 年）：受益于宏观经济高增、公车公营改革及新能源早期补贴政策驱动，行业销量高增，处于快速扩容阶段；2. 调整阵痛期（2015-2022 年）：随着补贴退坡、需求饱和及疫情扰动，行业进入长达 7 年的去库存与供给侧出清阶段，销量整体呈下行趋势；3. 景气回升期（2023 年至今）：行业迎来结构性拐点。国内方面，受益于旅游客运高景气及“大规模设备更新”政策的实质性落地，公交与座位客车置换需求集中释放；海外方面，全球“碳中和”加速新能源客车出海，中国车企在欧洲等高端市场实现突破，出口业务呈现“量价齐升”态势。在内需复苏与外需爆发的共振下，客车行业已正式步入以“盈利修复+全球化”为特征的新景气区间。

2025 年客车市场确立“高质量增长”态势，大中客车结构性复苏。根据中汽协数据，2025 年中国客车行业累计销售 57.4 万辆，同比增长 12.3%，跑赢商用车大盘。细分来看，2025 年大中型客车不仅销量回升，更实现了能源结构的优化。全年大中型客车销售 13.72 万辆，同比增长 8.80%。其中受益于城市公交电动化置换，大中型新能源客车销售 6.51 万辆，同比增长 13.70%，增速显著高于整体；传统动力客车稳健增长，传统能源大中型客车销售 7.22 万辆，同比增长 4.80%，主要得益于旅游客运市场的持续升温。

图 18：2025 年各月大中型客车销量统计（万辆）

表 2：2025 年大中型客车各动力车型销量、同比、占比及占比同比增减情况



	大中型新能源客车	大中型传统动力客车	大中型客车整体
2025年销量 (辆)	65055	72157	137212
2024年销量 (辆)	57221	68846	126067
2025年同比增长	13.70%	4.80%	8.80%
2025年占比	47.40%	52.60%	100.00%
2024年占比	45.40%	54.60%	100.00%
2025年占比同比增减	2.00%	-2.00%	0.00%

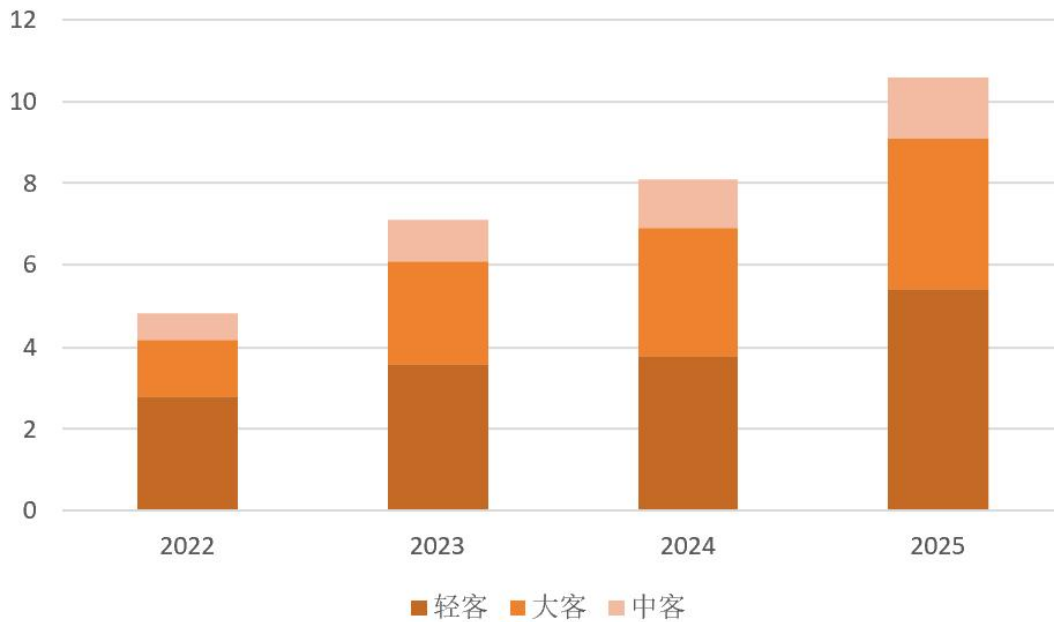
资料来源：汽车总站网，东莞证券研究所

数据来源：汽车总站网，东莞证券研究所

“以旧换新”政策加力扩围，驱动新能源客车进入置换大周期。2024年以来，国家对新能源客车的支持力度持续加码。从2024年的《实施细则》到2025年的《加力扩围通知》，政策不仅提高了新能源公交车及动力电池的更新补贴标准，更明确了对“8年及以上”老旧车辆淘汰的财政支持路径。这一系列“真金白银”的政策组合拳，有效激活了地方公交的存量置换需求。展望未来，在碳中和目标约束及常态化更新机制的双重支撑下，国内新能源客车销量有望在政策护航下维持长周期的景气度。

全球电动化渗透率低位起步，中国客车“技术+供应链”溢价加速兑现。全球新能源客车尚处爆发前夜，据IEA数据，2023年全球客车电动化渗透率仅为3%，替代空间巨大。Fortune Business Insights预测，全球电动客车市场将从2024年的27.9万辆飙升至2032年的106.4万辆，期间CAGR高达18.2%，长坡厚雪特征明显。同时2025年，在“碳中和”刚性约束下，欧洲、拉美及东南亚加速电动化转型。然而，海外本土供应链（尤其是电池与三电系统）尚不完善，制造产能存在明显缺口，“海外有需求，本土无供给”的格局为中国车企打开了战略机遇期。数据显示，2025年我国客车累计出口近10.6万辆，同比增长近30%，增速远超行业大盘的增长速度。凭借在全球领先的“三电”技术、智能网联配置及极具竞争力的全生命周期成本，中国客车已从单纯的产品出口升级为“标准输出”，成为填补全球电动化缺口的主力。

图 19：全国分类型客车出口情况（万辆）



数据来源：崔东树公众号，东莞证券研究所

2.2 公司核心技术行业领先，公司出口销量逐年提升

研发体系完备，创新成果领跑全球商用车行业。宇通拥有全球规模最大、体系最完善的客车研发团队。近年公司研发人员占比稳定在 20% 以上，集结了博士后工作站及国家级企业技术中心的高精尖人才。在资金保障上，公司连续多年将营业收入的 4% 以上专项投入研发。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有国内外有效专利及软件著作权 2,335 件，其中发明专利 894 件，软件著作权 257 件。公司持续开展电动化、智能网联化产品研发和推广，在电控、电机、电池以及 NVH、智能网联等技术领域形成一系列知识产权组合，并获得国家知识产权示范企业、河南省知识产权领军企业、知识产权管理体系认证企业等一系列荣誉资质，累计获得中国专利奖 11 项（外观设计金奖 2 项），河南省专利奖 5 项（特等奖 1 项）。丰硕的创新成果不仅巩固了公司的行业话语权，更助推中国客车技术标准走向世界。

图 20：公司研发人员占比（%）

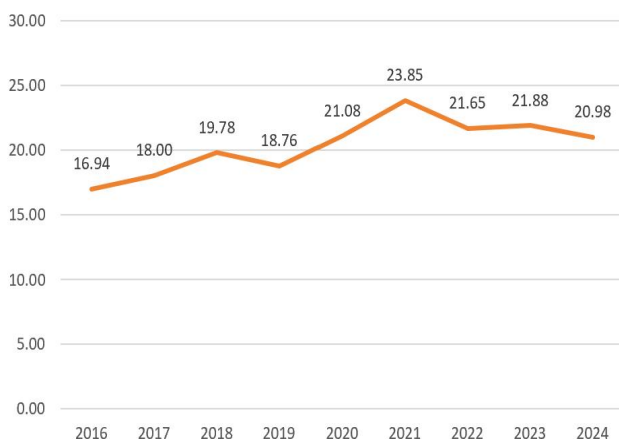
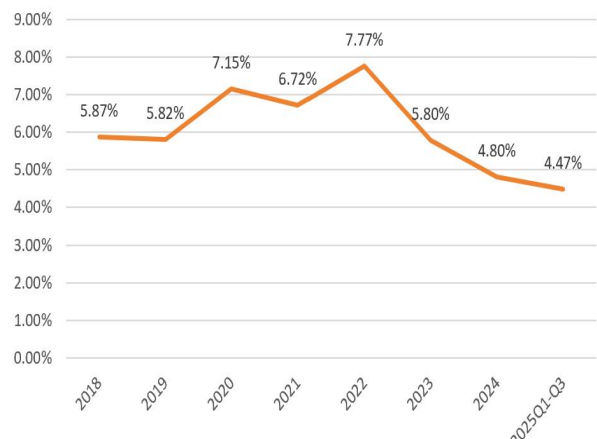


图 21：公司研发费用率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

依托“睿控 E 平台”深化技术护城河，核心指标领跑行业。公司在电动化、智能化及高端化领域持续保持领先，核心技术成果加速转化。公司推出的新一代商用车技术平台——睿控 E 平台，集成了高安全电池及多合一碳化硅（SiC）控制器等核心组件，实现了整车性能的质变。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，满足智能驾乘体验，为车辆运营安全保驾护航。这一技术突破显著提升了产品的全生命周期成本竞争力，为公司在激烈的市场竞争中提供了强有力的技术支撑。

图 22：公司睿控 E 平台持续进化



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 23：宇通睿控 E 平台总成



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

优质供给赋能全球交通，高端化战略全面开花。持续的自研创新，不仅攻克了新能源转型的技术壁垒，更为公司在 2025 年的产品爆发提供了强大支撑。在国内公司精准洞察市场痛点，天域 S12 与 T7 组合拳出击，精准满足了旅游复苏与高端商务接待的升级需求；全系低地板公交的普及，体现了公司在公共服务领域的社会责任与技术温情；而高端轻卡 T6 的推出，则标志着公司成功将新能源技术外溢至物流板块，拓宽了业务边界。在海外公司坚持高举高打，以 U15、T14E 为代表的高端新能源系列产品，凭借卓越的能耗表现与可靠性，成功打入欧洲等发达国家市场。公司不再仅仅是卖车，而是通过提供稳定、高效、绿色的一体化解决方案，在全球范围内重新定义了“中国智造”的高端形象。得益于公司高水平发展，公司全年销量逐步提升，2025 年公司全年销量 49518 辆，同比增长 5.54%，未来有望进一步提升。

图 24：宇通客车全新高端 S12 系列

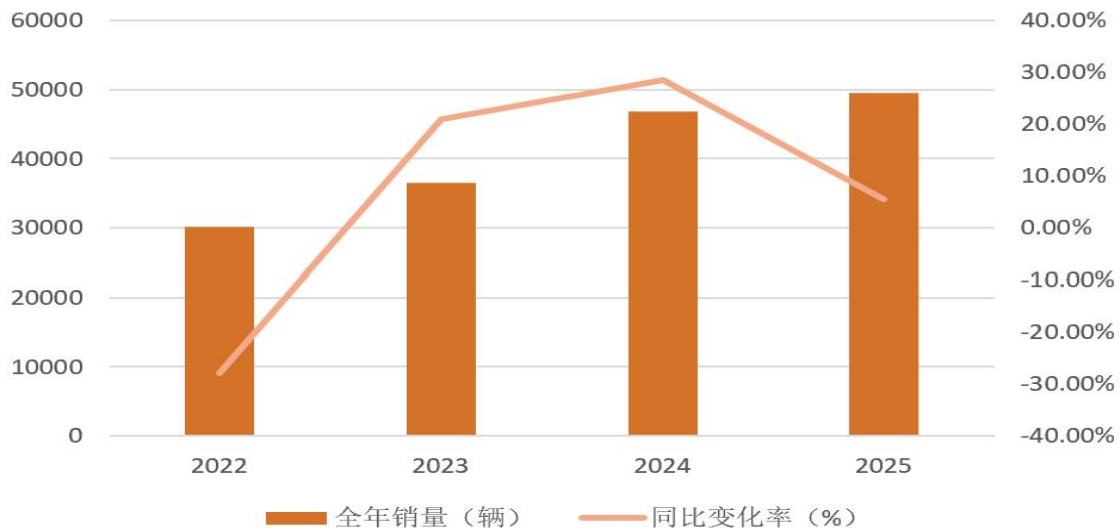
图 25：宇通客车 T7 系列



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

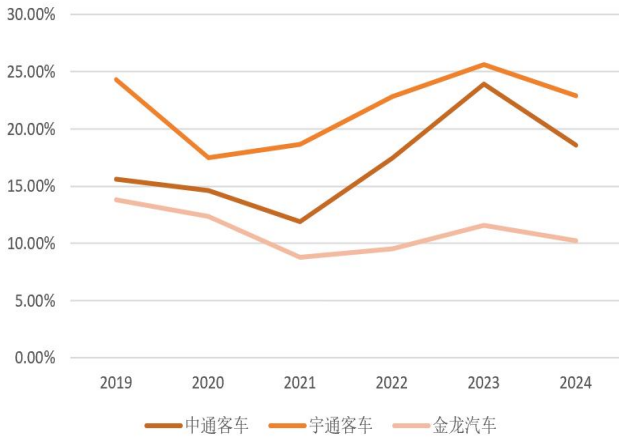
图 26：2022-2025 年公司全年销量及同比变化率（辆，%）



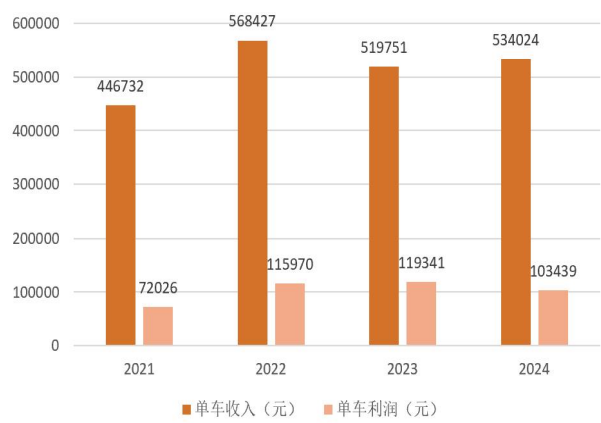
数据来源：iFind，东莞证券研究所

高端化战略兑现，单车价值量与利润双创新高。宇通坚持走“高质高价”路线，拒绝低端价格战。从收入上看，2025 年公司国内单车均价继续保持在 50 万元以上的高位区间。这主要得益于宇通 T7 在高端公商务市场的垄断级表现，以及新能源公交置换带来的高附加值订单，使得公司产品均价远超同行，牢牢占据行业生态链顶端。从利润上看，公司的赚钱能力进一步增强。得益于规模效应及上游原材料成本红利，2025 年单车毛利润显著回升至 10-12 万元区间，处于行业领先水平，充分彰显了行业龙头的经营韧性与护城河。

图 27：2019-2024 年公司与可比公司国内毛利率对比（%）图 28：2021-2024 年宇通国内单车收入及毛利润（元）



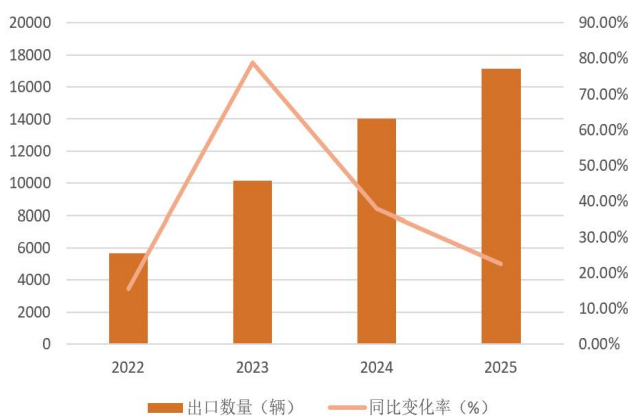
数据来源：iFind，东莞证券研究所



数据来源：iFind，东莞证券研究所

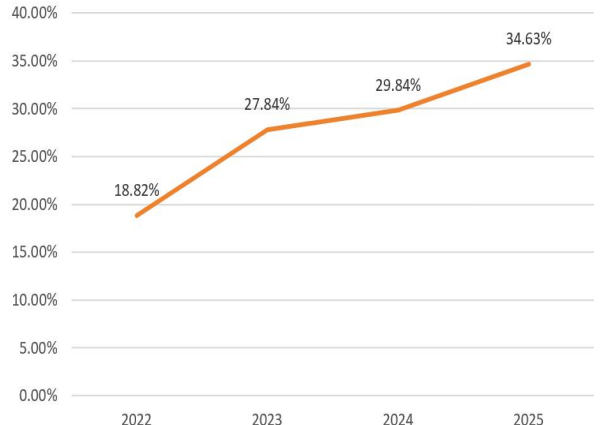
宇通新能源以“高端化”叩开欧洲大门，以“解决方案”扎根全球。面对全球碳中和机遇，宇通客车坚定推进“高端出海”战略。在产品端，公司拒绝低端内卷，针对欧洲高端市场定制开发了U系列高端公交与T系列高端旅游客车。其中，T15E等明星车型凭借“豪车级”配置与领先的续航表现，赢得了欧洲顶级旅游运营商的青睐，成功实现了中国高端客车对欧洲腹地的反向输出。在模式端，公司实现了从“卖产品”到“卖方案”的跨越。通过与当地运营商深度合作，宇通提供定制化的“一车一策”旅游客运解决方案，解决了海外客户在充电补能与运营维护上的痛点。2023年以来，宇通加速海外渠道下沉。截至2025年，公司已在全球编织了一张包含350+家服务站和400+名驻外经理的高密度服务网，实现了对欧洲、拉美、东南亚等核心市场的深层覆盖，构建了竞争对手难以短时间复制的服务壁垒。同时强大的服务保障能力转化为显著的市场口碑。2020年以来，公司出口销量走出了一条陡峭的增长曲线。特别是2025年，在欧美高端市场突破的带动下，全年出口1.71万辆，同比增长22.5%，出口占比突破34%。公司正凭借“产品+服务”的双轮驱动，稳步向全球领先的客车出行解决方案提供商迈进。

图 29：2022-2025 年宇通客车出口销量（万辆）



数据来源：公司业绩预告，东莞证券研究所

图 30：2022-2025 年宇通客车出口销量占比 (%)

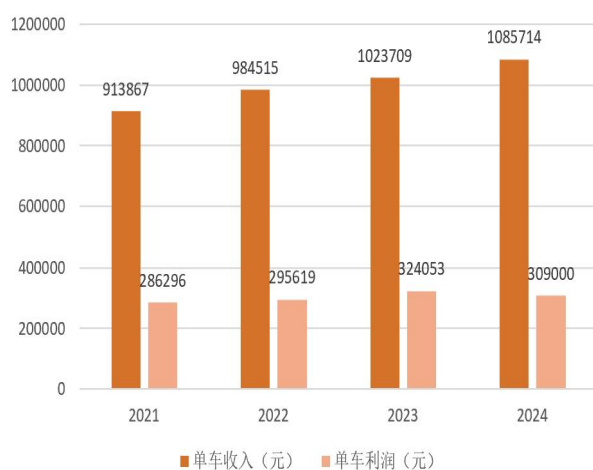
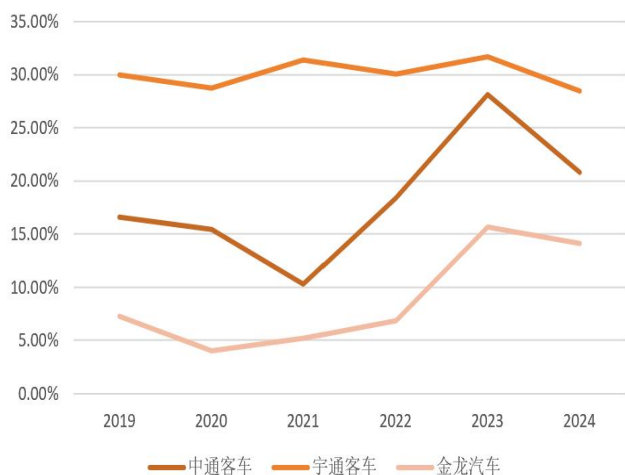


数据来源：公司业绩预告，东莞证券研究所

公司海外品牌溢价能力凸显。在海外市场，宇通客车已摆脱了“低价竞争”的泥潭，凭借在三电系统、自动驾驶及安全控制领域的全球领先地位，宇通产品通过了欧盟等严

苛市场的认证。2024 年公司出口单车收入已超 108 万元，远超国内同行。同时单车利润大幅高于国内销售的水平，2024 年出口单车毛利润为 309000 元，同期国内单车毛利润仅为 103439 万元。随着英国、希腊、挪威等高端市场的大额订单交付，宇通的高端新能源客车占比显著提升，拉动整体出口均价继续上行。未来，随着“宇通方案”在全球的深入落地，公司出口业务将持续保持“量价齐升”的黄金增长态势，进一步增厚公司利润。

图 31：2019-2024 年公司与可比公司海外毛利率对比 (%) 图 32：2021-2024 年宇通出口单车收入及毛利润 (元)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

3 投资建议

宇通客车作为全球客车行业龙头，正处于国内周期复苏与海外高端化爆发的经营共振期，具备显著的中长期配置价值。在海外市场，公司凭借“睿控 E 平台”构筑的技术护城河与完善的全球服务网络，成功突破欧洲等高壁垒市场，实现了从“产品输出”到“方案输出”的跨越，带动出口业务呈现“量价齐升”态势，显著增厚公司盈利；在国内市场，受益于“大规模设备更新”及新能源公交置换政策红利，公司作为市占率超 30% 的绝对龙头，存量替换需求将持续稳健释放。财务层面，公司已成功实现从“规模驱动”向“效益驱动”的转型，呈现出净利增速大幅跑赢营收、资产负债表稳健及高分红回报的优质特征。在当前宏观环境下，宇通客车兼具业绩高成长的进攻性与股息高确定的防御性，是 A 股市场中稀缺的优质核心资产。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 48.24/55.88/65.22 亿元，对应 PE 分别为 14.61/12.61/10.81 倍，给予“买入”评级。

4 风险提示

- (1) **国内客车需求不及预期**：国内客车以旧换新政策支持力度不及预期导致公司国内销量不及预期，进而影响公司盈利能力；
- (2) **原材料价格波动带来的盈利风险**：若未来原材料价格上涨，将直接增加公司的生产成本，从而对盈利产生不利冲击；
- (3) **海外出口政策风险**：近年来海外针对中国出口汽车的贸易措施较多，贸易摩擦频发，可能对公司的业绩造成影响；
- (4) **海外环保政策变动**：若海外地区环保政策有所变化，导致新能源客车需求不及预期，可能影响公司出海进程，进而影响公司业绩。

表 3：公司盈利预测简表（2026/1/29）

科目（百万元）	2024/12/31	2025E	2026E	2027E
营业总收入	37217.59	42800.22	47936.25	53688.60
营业总成本	32925.56	37539.53	41570.38	46351.86
营业成本	28679.34	33698.22	37405.03	41706.61
营业税金及附加	449.66	492.25	570.43	635.00
销售费用	1349.05	286.76	321.17	359.71
管理费用	757.64	1223.76	1207.18	1326.69
财务费用	-98.39	-87.48	-90.56	-92.14
研发费用	1788.27	1926.01	2157.13	2415.99
其他经营收益	379.53	-158.03	-165.41	-148.77
公允价值变动净收益	327.84	103.12	143.24	191.40
投资净收益	46.12	99.47	81.54	75.71
其他收益	504.58	422.60	418.98	448.72
营业利润	4671.56	5102.66	6200.46	7187.97
加 营业外收入	97.05	65.20	75.98	79.41
减 营业外支出	46.41	33.63	34.54	38.19
利润总额	4722.21	5134.24	6241.90	7229.19
减 所得税	568.28	257.19	593.42	639.80
净利润	4153.93	4877.05	5648.48	6589.40
减 少数股东损益	37.73	52.92	60.48	67.31
归母公司所有者的净利润	4116.19	4824.12	5588.00	6522.09
基本每股收益（元）	1.86	2.18	2.52	2.95
PE	17.13	14.61	12.61	10.81

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn