

金龙汽车（600686.SH） 整合提质显效，出口结构优化驱动盈利改善

2026 年 09 月 28 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

邓健全（分析师）

赵悦媛（分析师）

游泽晨（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

youzechen@kysec.cn

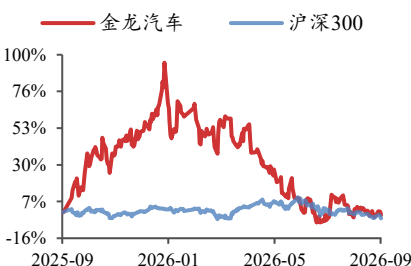
证书编号：S0790525090003

证书编号：S0790525100003

证书编号：S0790526090001

日期	2026/9/24
当前股价(元)	10.88
一年最高最低(元)	22.20/10.21
总市值(亿元)	78.01
流通市值(亿元)	78.01
总股本(亿股)	7.17
流通股本(亿股)	7.17
近 3 个月换手率(%)	165.59

股价走势图



数据来源：聚源

● 深耕中大客行业多年，“三龙”整合成效显著。

公司深耕中大客行业近四十年，产品矩阵齐全；2025 年完成对三家整车子公司的股权整合，厦门金龙、金旅客车为其全资子公司，苏州金龙为其控股子公司。股权关系理顺后公司着力推进集团化统一管理，降本增效成果显著。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 265.9、287.4、309.2 亿元，归母净利润分别为 7.3、10.0、12.6 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 10.8、7.8、6.2 倍。鉴于公司在中大客出口领域份额持续领先，出口新能源占比有望继续提升，公司单车均价与盈利具备较大提升潜力。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 中大客行业：内需仍处弱复苏阶段，出口高景气延续

（1）国内：中大客销量 2024 年复苏，同比+34.0%，2025 年、2026 上半年受旅游市场回归常态、公交置换需求释放缓慢影响，销量同比分别-4.4%、-9.9%。当前内需尚处于弱复苏阶段，后续增长核心在于公交置换。随着各地以旧换新细则落地，叠加 2016 年前后购置的新能源公交车陆续进入置换周期，国内需求有望稳步修复。（2）海外：欧洲、拉美等地老旧公交置换需求释放、电动化转型提速，东南亚、非洲等地经济持续发展，客车需求提升，叠加更多国家和地区出台政策支持客车电动化，中系品牌有望凭借产品、技术、产业链优势，进一步提升出口销量和份额。

● 公司看点：集团化统一管理及出口结构优化带动单车盈利改善

公司设立研发、采购、销售、售后四大中心，强化集团统一管理，推进降本增效，2026H1 毛利率 13.1%，同比+1.5pct。2026H1 出口 0.9 万辆，同比+24.6%，在中大客出口市场份额达到 31.6%，位居行业第一，且结构优化，出口新能源占比约 15.6%。目前公司单车均价及单车盈利较宇通、中通有明显差距，随着公司持续推进降本增效，以及欧洲、拉美等高盈利市场稳步开拓下出口产品结构优化，公司单车均价和盈利有望逐步改善。

● 风险提示：行业景气度下行、海外电动化不及预期、集采推进不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	22,966	24,547	26,591	28,737	30,917
YOY(%)	18.4	6.9	8.3	8.1	7.6
归母净利润(百万元)	158	468	726	1,002	1,258
YOY(%)	110.1	196.9	54.9	38.1	25.6
毛利率(%)	10.2	12.7	14.3	15.0	15.6
净利率(%)	0.7	1.9	2.7	3.5	4.1
ROE(%)	6.3	13.5	17.8	19.9	20.2
EPS(摊薄/元)	0.22	0.65	1.01	1.40	1.75
P/E(倍)	49.5	16.7	10.8	7.8	6.2
P/B(倍)	2.4	2.2	1.9	1.6	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、“三龙”整合落地，发展进入新篇章	4
1.1、老牌客车龙头，“三龙”整合顺利落地	4
1.2、销量：总量维持增长，出口表现亮眼	6
1.3、财务分析：收入稳步增长，盈利拐点显现	7
2、中大客行业：内需仍处弱复苏阶段，出口景气度延续	9
2.1、内需仍处弱复苏阶段，公交置换需求持续释放	9
2.2、海外市场：出海空间广阔，新能源转型加速	12
3、公司看点：降本增效稳步推进，出口结构优化驱动盈利提升	16
3.1、三龙整合协同运营，控费降本成效显著	16
3.2、海外渠道布局广泛，出口份额位列榜首	17
3.3、出口占比提升、结构优化，盈利中枢有望系统性上移	18
4、盈利预测与投资建议	20
4.1、盈利预测	20
4.2、估值与投资建议	21
5、风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1：公司发展历史悠久，“三龙”股权由分到合	4
图 2：公司已实现对三家整车子公司的直接控股	5
图 3：三大品牌各有专攻，差异化互补，形成完整的品牌矩阵	6
图 4：2024 年公司客车销量触底回升，2025、2026H1 增速放缓	7
图 5：2026H1 轻客占比提升至 46.8%	7
图 6：2026H1 公司出口销量占比提升至 75%	7
图 7：2026H1 公司出口新能源车型占比提升至 15.5%	7
图 8：2025 年公司营业收入创历史新高	8
图 9：2025 年公司归母净利润同比增长 196.9%	8
图 10：2021 年以来公司销售、管理、研发费用率下行	8
图 11：2025 年以来公司毛利率、净利率同比持续改善	8
图 12：2021 年以来公司资产负债率高于宇通、中通	9
图 13：2025 年公司经营活动现金流净额同比+33%	9
图 14：中大客市场 2022 年触底反弹，2026H1 增长延续	9
图 15：2024 年国内中大客销量反弹，2025、2026H1 增速回落	10
图 16：2023 年座位客车占比达到 52.4%，超过公交车	10
图 17：公交车销量于 2016 年达到历史高峰，此后连年下降，2024 年起进入复苏周期	10
图 18：公交在主要城市客运出行场景中的占比下降	10
图 19：疫情后旅游需求集中释放推动座位客车销量复苏	12
图 20：2023 年旅游市场复苏，旅游人次同比+93.3%	12
图 21：2025 年全球中大客市场容量扩大至 39 万辆	12
图 22：2025 年全球各地区销量及占比（单位：万辆）	12
图 23：国内新能源渗透率远高于全球水平	13

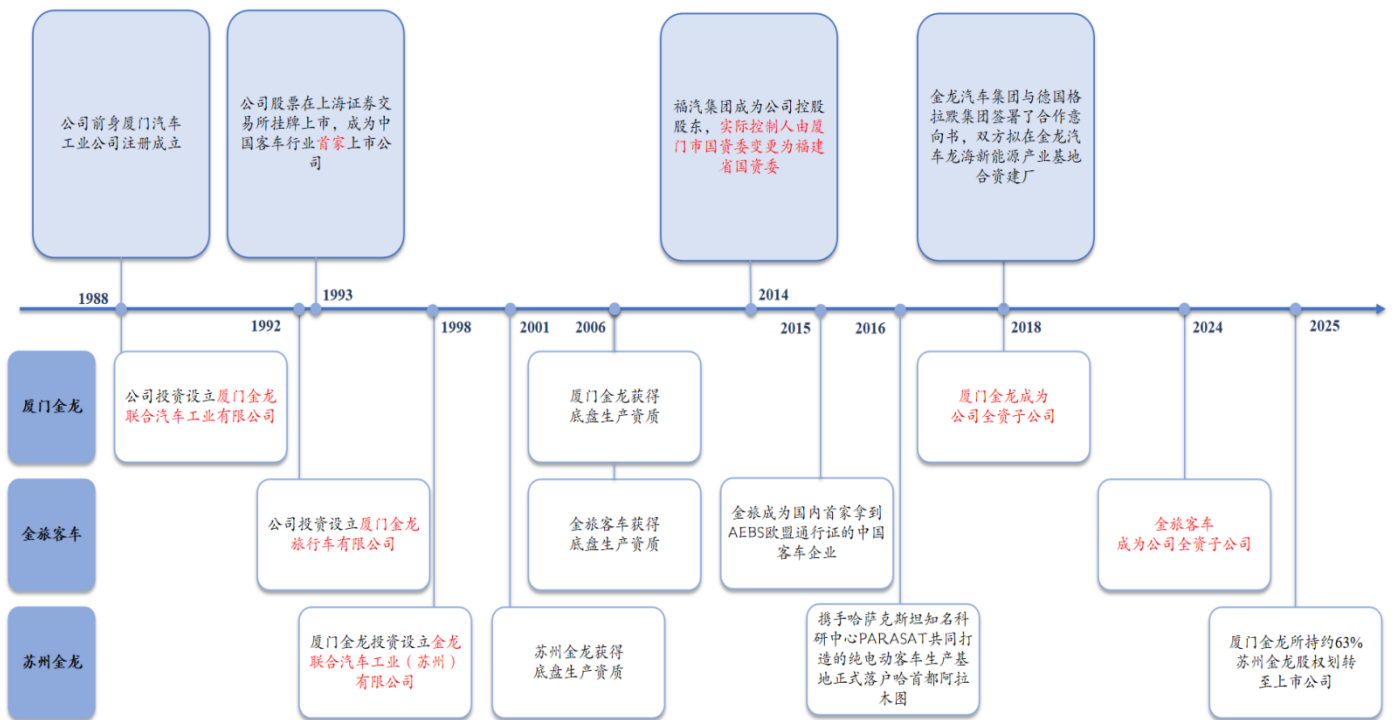
图 24: 欧洲新能源渗透率显著高于海外其他地区.....	13
图 25: 2021 年以来中大客出口快速增长	14
图 26: 中东、非洲、独联体是主要出口市场, 欧洲占比稳步提升.....	15
图 27: 2026 年上半年非洲、欧洲出口增速领先.....	15
图 28: 2022 年以来新能源出口高增, 2026H1 小幅回落.....	16
图 29: 2022 年以来新能源出口渗透率稳定在 20%	16
图 30: 中资品牌在全球中大客市场占据重要份额.....	16
图 31: 2022 年以来原材料占成本比例持续降低.....	17
图 32: 2024 年一季度以来销售和管理费用率降低.....	17
图 33: 2020 年以来公司中大客出口销量快速提升.....	18
图 34: 2026H1 金龙中大客出口市占率重回行业第一.....	18
图 35: 公司出口毛利率高于国内	19
图 36: 海外业务已成为公司利润支柱	19
图 37: 2026 年上半年出口新能源提速, 同比+36.9%.....	19
图 38: 2026H1 金龙出口新能源占比高于中通, 较宇通仍有差距.....	19
图 39: 2021 年以来公司单车 ASP 持续提升, 但仍然显著低于宇通客车.....	20
图 40: 2022 年起公司单车利润持续上移, 但仍然低于宇通、中通.....	20
表 1: 2024 年以来中央层面公交车更新置换政策梳理.....	11
表 2: 全球主要地区的部分新能源客车政策整理.....	13
表 3: 公司设立研发、采购、销售、售后四大中心, 强化集团统一管理.....	17
表 4: 公司不断完善海外渠道和 KD 工厂布局.....	18
表 5: 公司营收及毛利率预测 (单位: 亿元)	20
表 6: 2027-2028 年公司 PE 估值低于可比公司平均.....	21

1、“三龙”整合落地，发展进入新篇章

1.1、老牌客车龙头，“三龙”整合顺利落地

深耕中大客领域近四十年，旗下“三龙”均具备深厚市场积淀。公司前身厦门汽车工业公司成立于1988年，同年厦门金龙联合汽车工业有限公司（金龙客车）投资设立；1992年，厦门金龙旅行车有限公司（金旅客车）1993年，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，成为中国客车行业首家上市公司；1998年，厦门金龙与苏州创元投资发展（集团）有限公司合资设立金龙联合汽车工业（苏州）有限公司（海格客车），苏州金龙由此成为厦门金龙汽车集团股份有限公司的孙公司；2014年，福建省汽车工业集团有限公司成为公司控股股东，实际控制人变更为福建省国资委。2018-2020年，公司以非公开发行募集资金收购厦门金龙剩余25%少数股权，实现对厦门金龙100%直接控股；2024年12月，公司与嘉隆集团签署《股权转让框架协议》，收购其持有的金旅客车40%股权，金旅客车成为厦门金龙汽车集团股份有限公司全资子公司；2025年10月，公司将全资子公司厦门金龙持有的苏州金龙63.1%股权划转至上市公司层面。至此，公司对三家整车子公司均实现直接控股，“三龙”股权完成归一。

图1：公司发展历史悠久，“三龙”股权由分到合

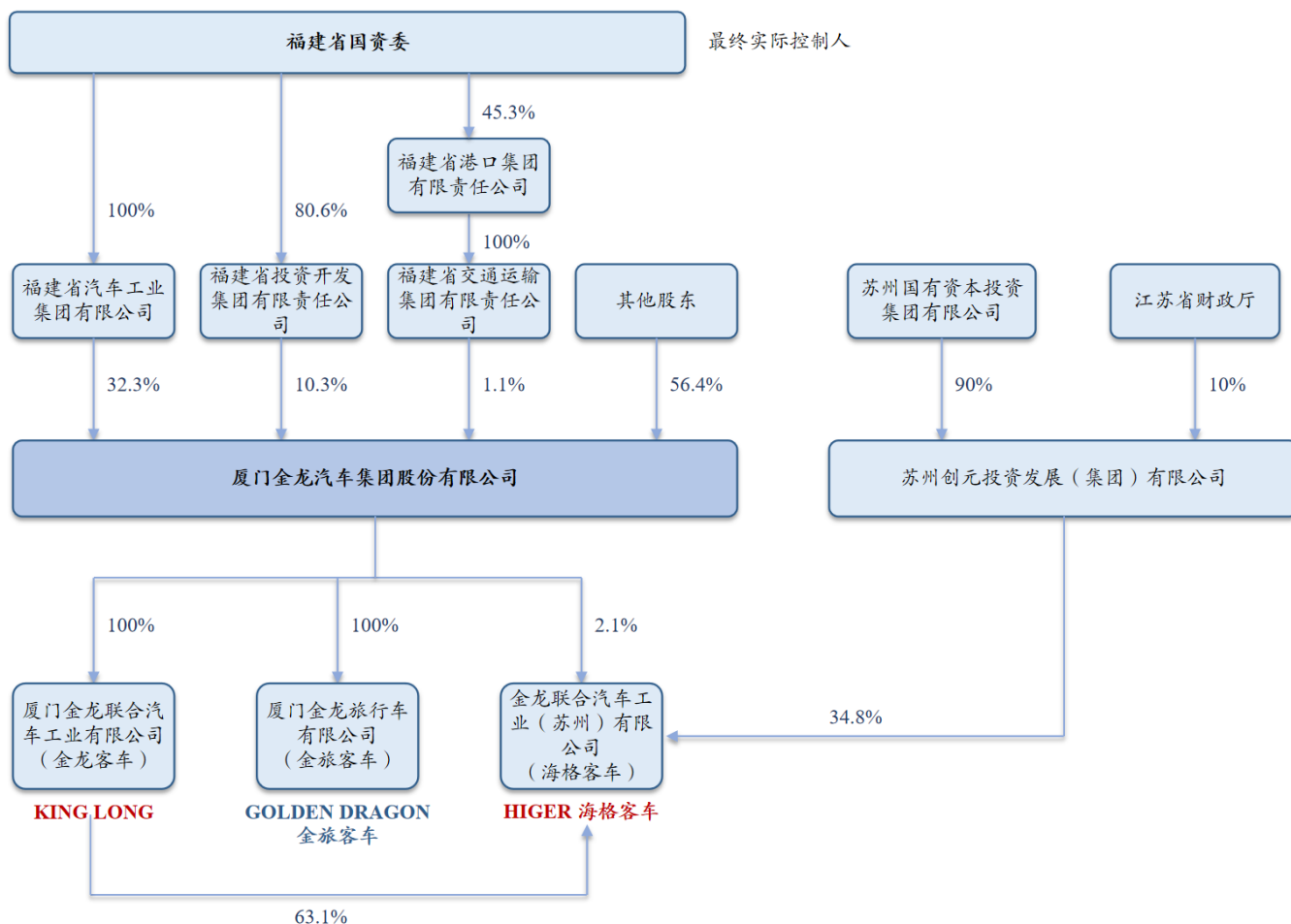


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司实控人系福建省国资委，股权关系理顺助力内部管理优化。截至2026年6月30日，福汽集团持有公司32.3%股权，为公司第一大股东。此外，福建省国资委通过旗下福建省投资开发集团、福建省交通运输集团持有公司11.4%的股权，省属国资合计持股43.7%，股权结构集中稳定。子公司层面，厦门金龙、金旅客车为公司全资子公司，苏州金龙为公司控股子公司，由公司通过直接和间接持股的方式合计持股65.2%。股权关系理顺，有助于集团统筹协调资源，提升整体运营效率；2025年5

月，新任董事长陈锋到位，2026 年公司提出“建四大中心、促三龙共舞、育四新引擎”的战略方针，着力推动降本增效。

图2：公司已实现对三家整车子公司的直接控股



资料来源：公司年报、公司公告、开源证券研究所（截至 2026 年 6 月 30 日）

产品覆盖 4.5-18 米全谱系，三大品牌各有专攻、下游场景覆盖全面。公司产品覆盖 4.5-18 米各型客车，三大品牌差异化互补，形成“矩阵丰富、专攻突出”的产品布局：厦门金龙产品序列最为完整，覆盖大中型公路客车、城市公交、团体通勤、校车及轻型客车；金旅客车以轻型客车、中小型商务车、物流车见长，并向下延伸至 4.5 米级车型，大中型公路与公交产品同步覆盖；苏州金龙（海格客车）聚焦大中型公路客车与旅游客车，兼顾城市公交与轻客。此外，公司旗下产品动力形式多样，覆盖纯电、插混、燃料电池、燃油及燃气等多种能源类型，下游应用基本实现公路客运、城市公交、旅游客运、团体通勤、校车、机场摆渡及专用客车等常用场景全覆盖，满足客户多样化需求。

图3：三大品牌各有专攻，差异化互补，形成完整的品牌矩阵

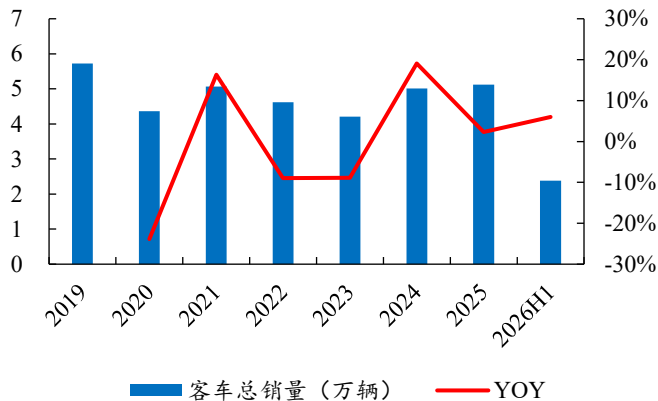


资料来源：公司官网、开源证券研究所

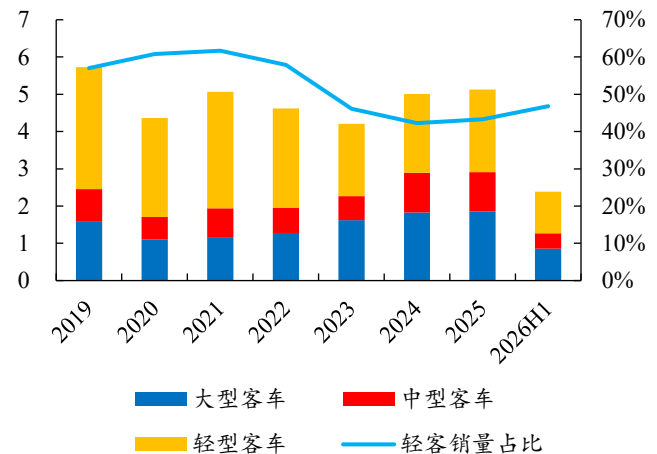
1.2、销量：总量维持增长，出口表现亮眼

2024 年公司销量随行业触底回升，2025 及 2026 上半年增速有所放缓。2024 年受公交置换需求释放和旅游需求复苏的影响，行业拐点向上、迎来修复，公司销量随行业同步增长，2024 年全年客车销量 5.0 万辆，同比+19.1%；2025 年及 2026 年上半年，受内需疲弱以及前期高基数影响，公司客车销量增速明显放缓，同比分别+2.3%/+6.0%，分别实现销量 5.1 万辆/2.4 万辆。

中大客占比下降，轻客占比有所提升。2026H1 公司大/中/轻型客车销量分别为 0.9/0.4/1.1 万辆，同比分别+1.1%/+9.9%/+8.6%，三大品类均实现同比正增长，其中轻客增量最多，主要受益于电商快递驱动下城配物流需求持续扩张。从销量结构来看，2026H1 中大客销量占比为 53.2%，同比-1.1pct，轻客占比则提升至 46.8%

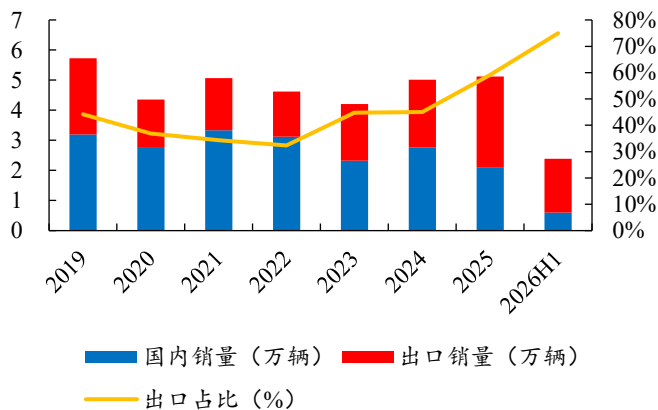
图4：2024 年公司客车销量触底回升，2025、2026H1 增速放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

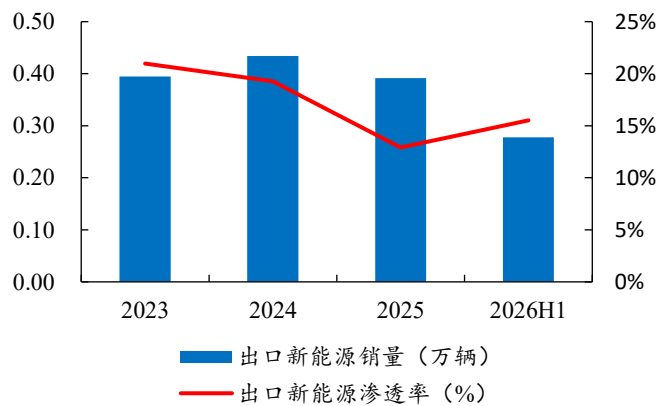
图5：2026H1 轻客占比提升至 46.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

出口增速亮眼，新能源出口提速驱动结构升级。2026H1 公司出口客车 1.8 万辆，同比+27.1%，出口占比提升至 75.0%。其中：中大客/轻客出口分别为 0.9/0.9 万辆，同比分别+24.2%/+30.0%，中大客在出口总量中占比约 48.6%；新能源方面，2026H1 公司出口新能源客车 0.3 万辆，同比+36.9%，出口新能源占比达到 15.5%，较 2025 年全年+2.6pct。

图6：2026H1 公司出口销量占比提升至 75%


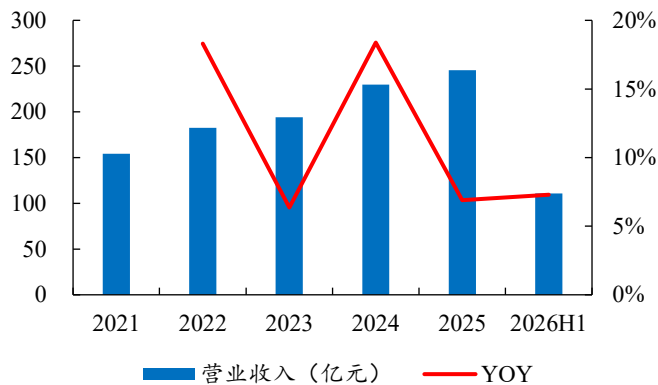
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2026H1 公司出口新能源车型占比提升至 15.5%


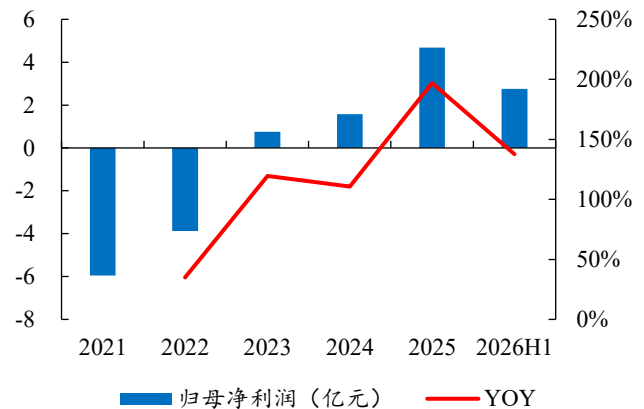
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、财务分析：收入稳步增长，盈利拐点显现

2025 年营收创历史新高，扣非归母净利润首度转正，盈利拐点显现。2021-2025 年公司营业收入由 154.2 亿元增至 245.5 亿元，CAGR 为 12.3%；2025 年实现营业收入 245.5 亿元，同比+6.9%，归母净利润 4.7 亿元，同比+196.9%，扣非归母净利润 2.0 亿元，为 2021 年以来首次转正。2026H1 公司营收 110.9 亿元，同比+7.3%，主要得益于海外市场持续放量；归母净利润 2.8 亿元，同比+137.6%，扣非归母净利润 1.9 亿元、同比扭亏。

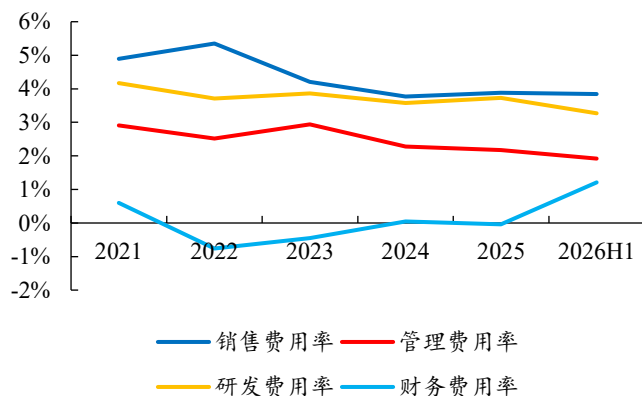
图8：2025 年公司营业收入创历史新高


数据来源：Wind、开源证券研究所

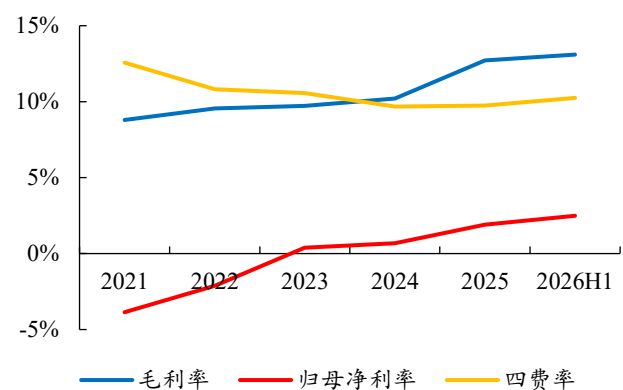
图9：2025 年公司归母净利润同比增长 196.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

管理效率优化，盈利能力同比改善。2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.9%/2.2%/3.7%/-0.04%，四费率合计 9.7%，较 2021 年累计-2.8pct，其中管理费用率由 2.9%降至 2.2%，费用管控效果良好。2025 年公司毛利率 12.7%，同比+2.5pct，归母净利率 1.9%，同比+1.2pct，主要受益于海外业务占比提升及集采降本；2026H1 公司毛利率和归母净利率分别为 13.1%、2.5%，同比分别+1.5pct、+1.4pct。

图10：2021 年以来公司销售、管理、研发费用率下行


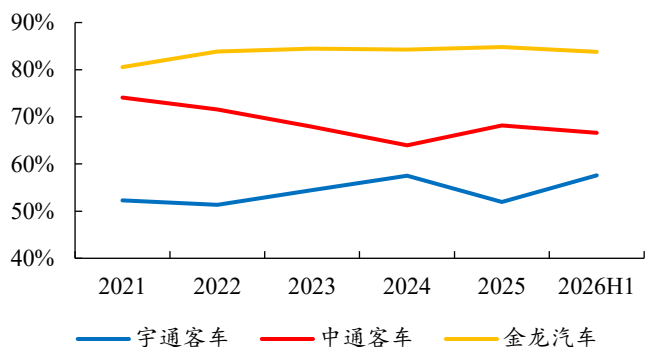
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2025 年以来公司毛利率、净利率同比持续改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

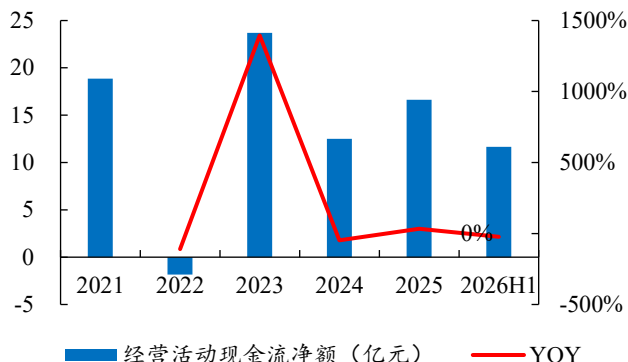
资产负债率高于同业可比公司，但结构上以经营性负债为主，且经营活动现金流保持净流入状态。2026H1 公司资产负债率为 83.8%，明显高于宇通客车（57.6%）、中通客车（66.6%）；但从负债结构来看，公司总负债中 69.3 %为经营性负债，有息负债率仅为 15.2%。现金流方面，2025 年公司经营活动现金流净额为 16.6 亿元，同比+33.0%，经营活动现金流显著改善；2026H1 经营活动现金流净额 11.67 亿元，同比-23.2%，主要系 2026H1 海外订单放量导致备货付款增加以及去年同期基数较高所致。

图12：2021年以来公司资产负债率高于宇通、中通



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2025年公司经营活动现金流净额同比+33%

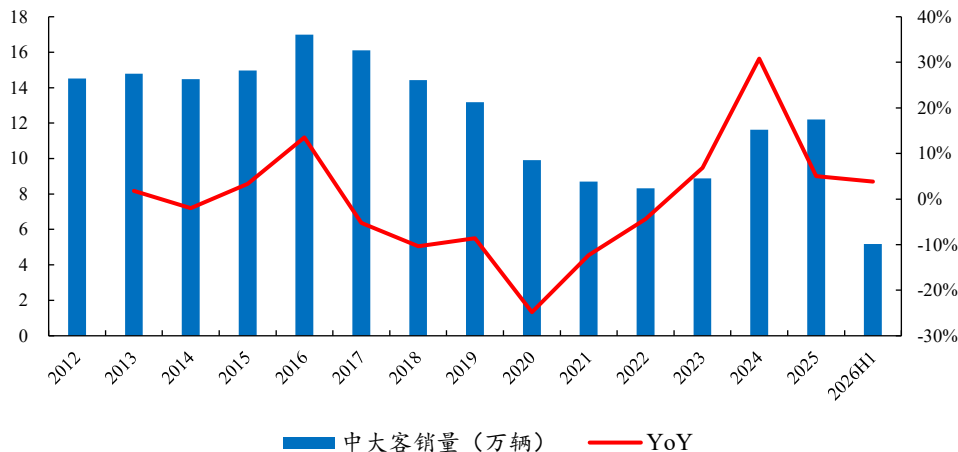


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、中大客行业：内需仍处弱复苏阶段，出口景气度延续

中大客销量2022年触底，2024年进入温和复苏周期。2019-2023年，受新能源补贴退坡、前期需求透支以及疫情压制出行需求等因素影响，中大客销量持续下滑，2023年国产中大客销量8.9万辆，较2019年累计下滑32.6%。2024年以来，在旅游需求复苏、公交以旧换新政策实施和出口持续增长等多重利好的催化下，中大客行业进入温和复苏周期，2023-2025年中大客销量由8.9万辆提升至12.2万辆，CAGR达17.2%；2026年上半年总量延续增长趋势，累计销量5.2万辆，同比+3.8%。

图14：中大客市场2022年触底反弹，2026H1增长延续



数据来源：中汽协、开源证券研究所

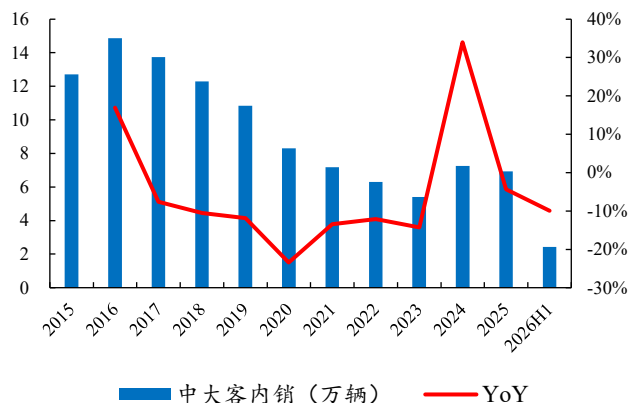
2.1、内需仍处弱复苏阶段，公交置换需求持续释放

当前中大客行业内外需分化明显，内需仍处于弱复苏阶段。2025年旅游市场回归常态，座位客车销量同比下滑，叠加公交置换需求释放缓慢，国内中大客销量回落，同比-4.4%至6.9万辆。2026年上半年降幅进一步扩大，中大客销量同比-10.0%至2.4万辆。

座位客车占比逐步超过公交，成为中大客主力车型。2023年以前，公交车是中客市场的主力车型，销量占比在50%以上。2023-2025年，受疫情后旅游需求复苏影响，座位客车销量大幅提升，2025年销量达到3.2万辆，较2022年低点累计+105.2%，

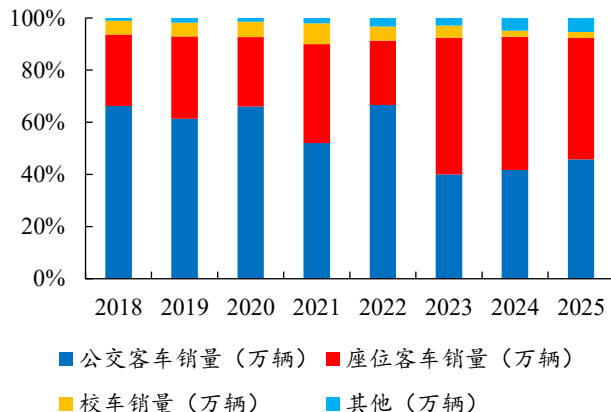
加之公交车更新节奏放缓,在总销量占比缩减,座位客车于 2023 年占比达到 52.4%,超过公交车,成为中大客市场的最主要车型。

图15: 2024 年国内中大客销量反弹, 2025、2026H1 增速回落



数据来源: 中汽协、开源证券研究所

图16: 2023 年座位客车占比达到 52.4%，超过公交车

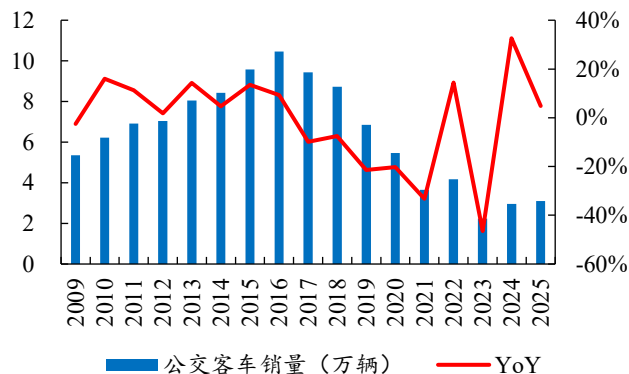


数据来源: 中客网、开源证券研究所

公交车: 此轮内需修复的核心支撑。新一轮置换更新政策开启与自然置换需求共振, 公交车置换需求有望逐步释放, 托底国内中大客行业复苏。

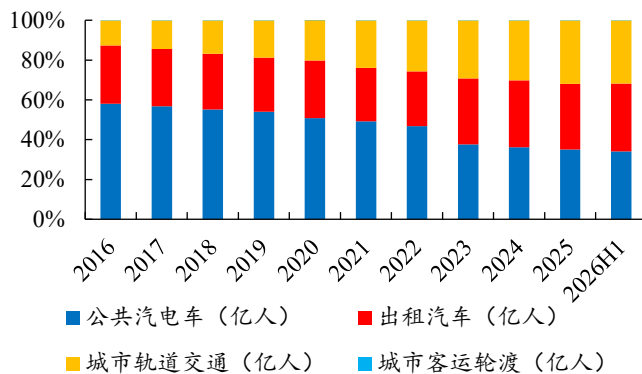
2009-2016 年受“十城千辆”工程、公交优先战略以及新能源补贴政策实施等因素驱动, 国内公交车市场持续增长, 于 2016 年达到 10.5 万辆的历史峰值, 此后受高铁、私家车等多元化出行方式替代、新能源补贴退坡, 以及前期大规模采购透支的影响, 公交车年销量中枢整体下移, 2023 年国内公交车年销量已降至 2.2 万辆, 较高点萎缩近 80%。

图17: 公交车销量于 2016 年达到历史高峰, 此后连年下降, 2024 年起进入复苏周期



数据来源: 中客网、开源证券研究所

图18: 公交在主要城市客运出行场景中的占比下降



数据来源: 交通运输部、开源证券研究所

公交置换更新政策延续, 托底内需修复。2024 年 7 月, 交通运输部联合财政部印发《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》, 按车辆长度、电池能量等指标分档补贴, 平均每车约 6 万元, 正式开启新一轮置换周期; 2025 年 1 月新版细则将平均补贴标准提高至约 8 万元, 政策力度加码。补贴政策直接拉动公交车销量企稳回升: 2024-2025 年国内公交客车销量分别为 3.0 万辆、3.1 万辆, 同比+32.6%、+4.8%。2026 年 5 月, 交通运输部联合财政部印发《2026 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》, 补贴政策延续。随着后续各地补贴资金到位, 公交置

换需求有望加速释放，对内需修复形成托底。

2016 年前后投放的新能源公交正进入 8-10 年的更换窗口，有望与本轮补贴政策形成共振，驱动公交车市场回暖。从保有量角度来看，截至 2025 年底，全国公交车保有量为 63 万辆，以平均置换更新年限 10 年进行匡算，则公交车的合理置换中枢应当在 6.3 万辆/年，2025 年公交车年销量仅 3.1 万辆，较合理置换中枢差距较大。自然置换需求释放，叠加补贴政策刺激，有望开启新一轮公交置换周期，驱动公交车年销量规模向合理置换中枢收敛。

表1：2024 年以来中央层面公交车更新置换政策梳理

发布日期	政策名称	相关内容	意义
2024 年 3 月 7 日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	持续推进城市公交车电动化替代，支持老旧新能源公交车和动力电池更新换代。	国家层面将新能源公交、动力电池更新纳入大规模设备更新顶层纲领，确立政策大方向， 为后续专项补贴政策出台奠定顶层框架基础。
2024 年 5 月 31 日	《交通运输大规模设备更新行动方案》	除继续鼓励老旧新能源公交车及动力电池更新外，方案提出推广小型化公交车辆、低地板及低入口城市公交车辆，并明确推动 10 年及以上老旧城市公交车辆更新。	专项方案落地 ，在交通运输领域细化行动方向； 提出车型引导（小型化、低地板），明确重点推动 10 年以上老旧公交更新。
2024 年 7 月 29 日	《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》	每辆车平均补贴 6 万元。其中，对更新新能源城市公交车的，每辆车平均补贴 8 万元；对更换动力电池的，每辆车补贴 4.2 万元；补贴资金支持车龄 8 年及以上。补贴资金由中央财政和地方财政总体按 90:10 比例分担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按 85:15 比例分担，对中部省份按 90:10 比例分担，对西部省份按 95:5 比例分担。	首套补贴细则出台： 落地具体补贴金额；设置车龄 8 年及以上的补贴门槛；确立中央及地方的资金分担比例。
2025 年 1 月 5 日	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	平均每辆车补贴额由 6 万元提高至 8 万元，更新车龄 8 年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池。	补贴力度加码，并将超质保期动力电池纳入补贴范围， 兼顾老旧整车替换与存量新能源公交电池安全运维
2025 年 3 月 19 日	《2025 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》	每辆车平均补贴 8 万元，其中，对更换动力电池的，每辆车平均补贴 4.2 万元。更新新能源城市公交车的补贴标准不再统一制定，由各地根据更新车辆和更换动力电池的需求情况和数量比例自主确定。	维持单车、电池补贴基准金额， 将新能源城市公交车更新补贴标准交由地方自主制定，适配各地财政、公交更新规模差异
2025 年 12 月 29 日	《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	推动城市公交车电动化替代，继续支持新能源城市公交车及动力电池更新。补贴标准与 2025 年实施细则一致。	保持政策连贯性， 稳定公交企业更新预期；延续超长期特别国债资金支持，持续释放公交更新需求。
2026 年 5 月 1 日	《2026 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》	补贴标准与 2025 年补贴实施细则一致，2026 年中央下达的补贴资金只能用于实施 2026 年的补贴政策，不得用于填补以前年度的资金缺口，同时超出部分由地方资金支持。	强化资金约束 ，新增中央资金使用红线，补贴仅限当年项目，不得弥补往年缺口， 资金超支由地方兜底，落实地方责任，提升补贴精准性。

资料来源：中国政府网、交通运输部、开源证券研究所

座位客车：疫情后阶段性复苏，后续增长更多依赖旅游消费升级带来的结构性更新。座位客车需求主要受长途客运与旅游消费两大因素影响：（1）长途客运：高

铁网络扩张持续分流公路长途客运，传统公路客运需求趋势性收缩；（2）旅游消费：疫情后旅游需求集中释放，2023-2024 年国内旅游人数分别达 48.9 亿、56.2 亿人次，同比+93.3%、+14.9%，带动座位客车销量增至 2.9 万辆、3.6 万辆，同比+89.6%、+24.3%。2025 年旅游市场回归常态，座位客车销量回落至 3.2 万辆，但仍高于疫情前水平。展望后续，旅游消费升级带来的结构性增量将成为座位客车需求的核心支撑，旅游团体、景区接驳及通勤包车等新增需求有望对冲长途客运下滑的影响。

图19：疫情后旅游需求集中释放推动座位客车销量复苏

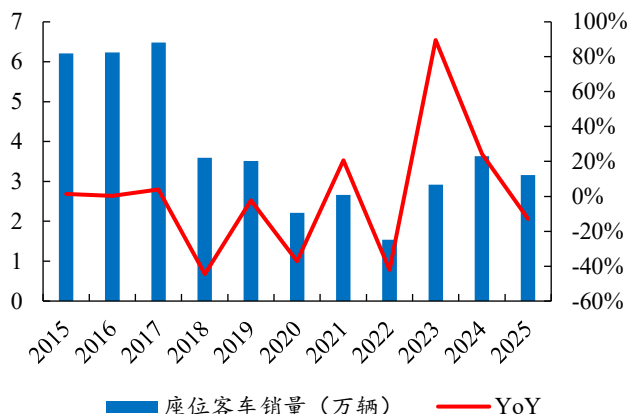
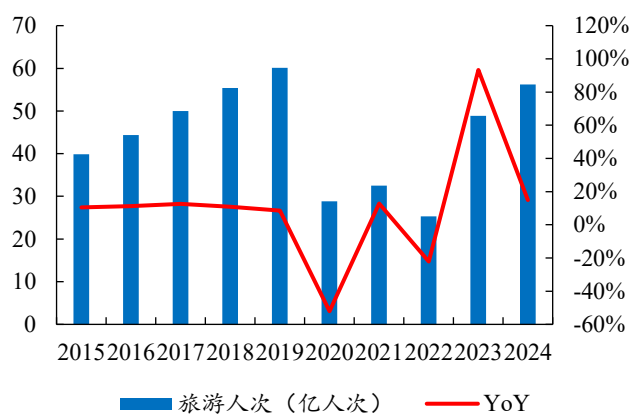


图20：2023 年旅游市场复苏，旅游人次同比+93.3%



数据来源：中客网、开源证券研究所

数据来源：交通运输部、开源证券研究所

2.2、海外市场：出海空间广阔，新能源转型加速

海外市场扩容，2025 年全球中大客市场规模提升至 39 万辆。2021-2025 年，全球中大客销量由 27 万辆增长至 39 万辆，CAGR 为 10%，增长动力主要源于欧洲、拉美等地老旧公交置换需求释放、电动化转型提速、旅游客运需求回暖，以及东南亚、非洲等地城市化推进带动公共交通配套需求提升。

分区域来看，亚洲、欧洲、拉美是海外中大客主要市场。2025 年亚洲（不含中国）、欧洲、拉美、非洲、独联体、中东的中大客年销量分别为 13.9 万辆、5.0 万辆、4.5 万辆、1.1 万辆、1.3 万辆、0.7 万辆，占比分别为 36%、13%、11%、3%、3%、2%。

图21：2025 年全球中大客市场容量扩大至 39 万辆

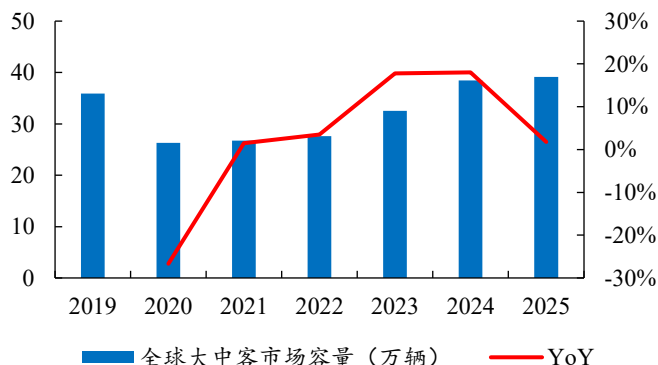
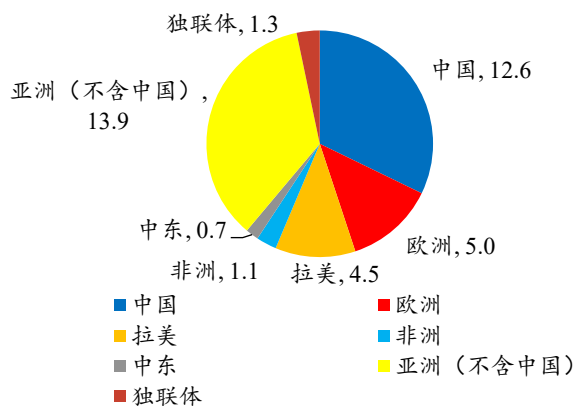


图22：2025 年全球各地区销量及占比（单位：万辆）



数据来源：Marklines、开源证券研究所

数据来源：Marklines、开源证券研究所（注：Marklines 中东仅包括土耳其、以色列数据，非洲仅包括埃及数据）

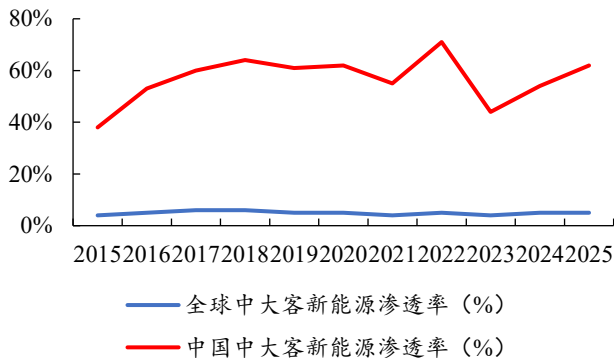
海外客车电动化持续推进，欧洲领跑，亚非拉尚处起步阶段。2025 年全球客车电动化率约 5%，显著低于国内 62%的水平，且区域分化明显：欧洲渗透率提升最快，亚非拉等地仍处于起步阶段。具体而言：

欧洲：在《欧洲气候法案》2030 年碳减排目标的刚性约束下，叠加公交电动化支持基金与逐步完善的补能网络，欧洲客车电动化成效显著，2020-2025 年新能源客车渗透率由 5%提升至 13%。

亚非拉：伴随老旧柴油车辆集中进入替换周期，在降低燃油进口依赖、应对气候变化等多重诉求驱动下，亚非拉多国已相继出台公交电动化战略，通过关税减免、进口税收优惠、国际开发机构融资支持等举措降低电动公交购置门槛，持续推进公共交通车队转型。

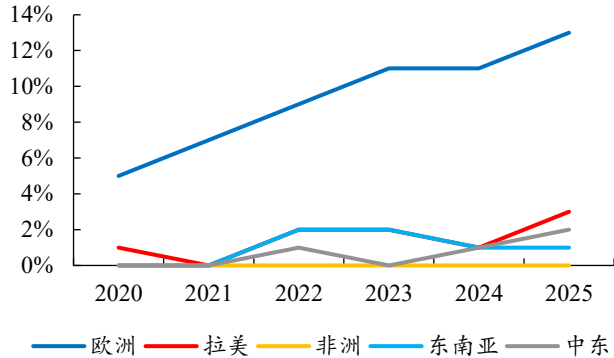
我们认为，政策法规、补贴细则及补能基础设施的完善程度，是制约新能源渗透率提升的关键因素。多地新能源客车支持政策密集出台有望形成共振，驱动全球客车电动化加速推进。

图23：国内新能源渗透率远高于全球水平



数据来源：IEA、开源证券研究所

图24：欧洲新能源渗透率显著高于海外其他地区



数据来源：IEA、开源证券研究所

表2：全球主要地区的部分新能源客车政策整理

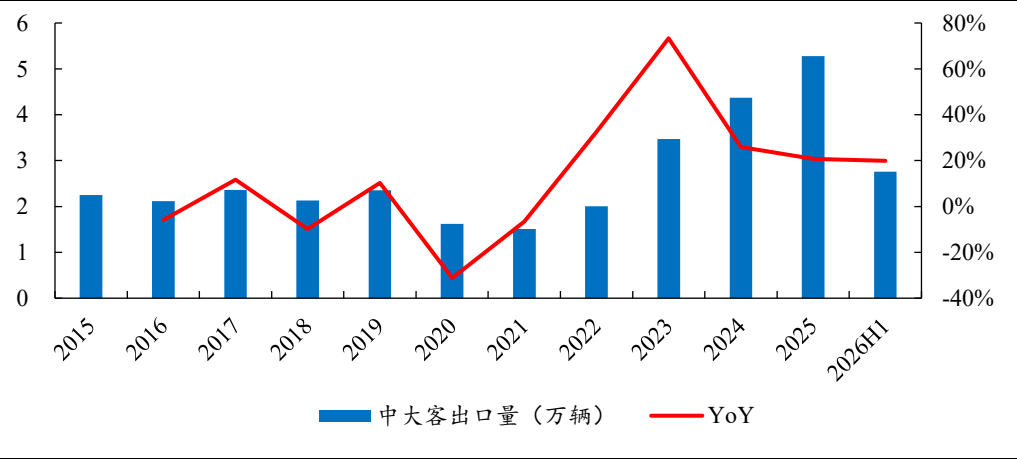
区域	国家/组织	法案/政策名称	主要内容
欧洲	欧盟	《清洁企业车辆指令》	为各成员国大型企业设置新能源车车辆采购占比，最低标准2030 年零排放车占比 31%，低排放车占比 48%
	欧盟	《重型车辆 CO ₂ 排放标准修正案》	将减排范围扩大至更多货车、公交客车、长途客车及专用车，并把 2030 年减排目标从 30%大幅提高到 45%，新增 2035 年减排 65%、2040 年减排 90%的要求。
	欧盟	《欧盟条例 (EU) 2021/241》	设立复苏与韧性基金 (RRF)，将“绿色转型”列为关键政策领域，要求成员国在复苏计划中明确说明各项措施如何促进绿色转型。同时，计划用于气候目标的资金须至少占总拨款的 37%。
拉丁美洲	巴西	《Move Brasil 计划》	提供 212 亿雷亚尔为卡车、巴士、小型巴士和道路运输设备提供低息购买融资，每个受益者的最高可融资上限为 5000 万雷亚尔。
	智利	《国家电动出行战略》	到 2035 年销售的公共交通（公交车、出租车和共乘出租车）将实现 100%零排放，到 2045 年销售的 100%货运和城际巴士将实现零排放。

区域	国家/组织	法案/政策名称	主要内容
非洲	墨西哥	《国家电动交通战略》	到 2030 年轻型车辆销售中的 50%为零排放车辆，到 2040 年所有新售轻型和重型车辆都实现零排放。
	南非	《汽车生产与发展计划》	增加符合政府补贴资格的本土原材料品类，大幅降低本土电池及零部件组装成本；针对新能源汽车核心零部件生产提供额外的现金补贴；针对在南非本土投资生产新能源汽车的企业，允许享受 150%的加速折旧税收减免优惠。
	埃塞俄比亚	《2024 机动车进口管制政策》	2024 年宣布禁止燃油车进口，计划到 2030 年实现电动汽车保有量达 50 万辆。
中东	沙特阿拉伯	《沙特 2030 愿景》	2030 年首都利雅得新增车辆中电动车占比达 30%；全国规划年产 50 万台新能源汽车产能。
	卡塔尔	《卡塔尔电动巴士转型实施计划》	2025 年公交电动化率达到 74%，2030 年实现公交系统 100% 电动化。
东南亚	泰国	《旧车换新车计划》	通过注销老旧高排放车辆、规范报废处理，减少空气污染和 PM2.5，将优先推动面包车、出租车、公交车等公共交通工具向电动车转型。
	越南	《胡志明市公共交通绿色化路线图》	到 2030 年全市公交车全部更换为纯电动或者其他绿色能源车辆。
	印度尼西亚	《新能源汽车基础设施发展规划 2024-2030》	到 2030 年全国建成 62918 个公共电动汽车充电点、1000 座换电站，全面覆盖高速路网、核心商圈、居民区与旅游景区，同步配套电动巴士专用充电站。
独联体	俄罗斯	《俄罗斯联邦汽车工业发展战略（至 2035 年）》	到 2030 年新能源车占新车销量 10%，到 2035 年占 30%的目标。
	哈萨克斯坦	《国家工业创新发展战略 2025》	到 2025 年新能源汽车和充电设备的产值能够达到 100 亿美元，并计划到 2030 年建设 8000 个充电站。

资料来源：各国政府官网、商务部、汽车总站网、开源证券研究所

出口：2021 年以来我国中大客出口保持高增速，2026 年上半年出口景气度延续。2021-2025 年我国中大客出口销量由 1.5 万辆增至 5.3 万辆，四年 CAGR 约 36.7%；2026 年 H1 出口 2.8 万辆，同比+19.9%，出口高景气度延续。

图25：2021 年以来中大客出口快速增长



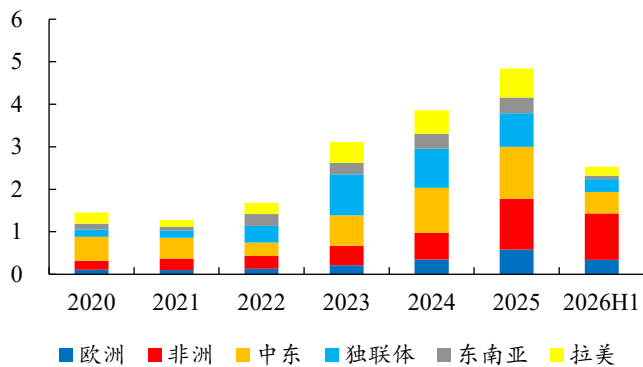
数据来源：中汽协、开源证券研究所

2026 上半年非洲出口保持高增速，中东、东南亚、拉美地区销量大幅下滑。2025

年我国中大客出口至非洲、中东、拉美、东南亚的销量分别为 1.2 万辆、1.2 万辆、0.7 万辆、0.4 万辆，同比分别+91.9%、+14.9%、+24.1%、+2.7%，占比分别为 22.6%、23.3%、13.0%、6.9%。2026 年上半年，四大市场表现分化：（1）非洲市场保持高增速，中大客出口为 1.1 万辆，同比+216.5%，占比为 39.6%，同比+24.6pct；（2）拉美第一出口国智利受公共交通补贴大幅削减影响，出口同比-69.3%至 424 辆，拖累拉美整体出口同比-27.8%至 0.2 万辆。（3）中东地区则受地缘冲突影响，出口同比-30.2%至 0.5 万辆，占比大幅下滑至 18.2%，同比-13.1pct；（3）东南亚地区受主要国家收紧整车进口政策、推行本地化生产，以及前两年公交电动化集中采购透支需求的影响，2026 年上半年出口销量同比大幅下滑至 0.1 万辆，同比-57.8%，占比缩减至 3.1%，同比-5.7pct。

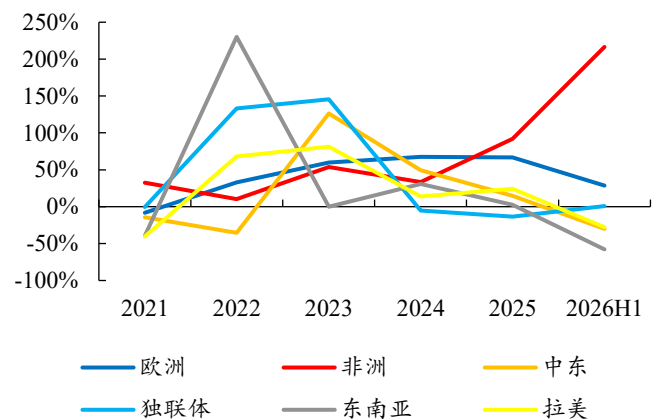
欧洲：2026 年上半年出口同比+28.5%至 0.3 万辆，在国产中大客出口市场占比持续提升。在电动化驱动下，中国厂商凭借完整的三电产业链、产品及技术优势，实现在欧洲出口市场的突破，2023 年起欧洲市场在国产中大客出口占比稳步提升，2026 年上半年已经达到 12.4%，成为我国中大客车出口的第三大市场。

图26：中东、非洲、独联体是主要出口市场，欧洲占比稳步提升



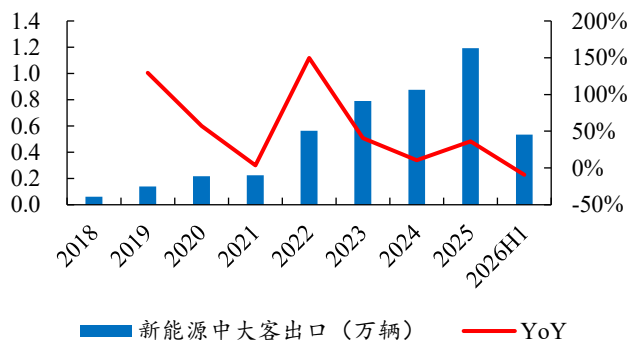
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图27：2026 年上半年非洲、欧洲出口增速领先

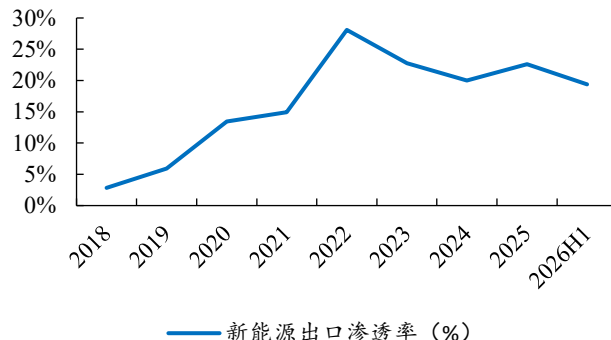


数据来源：海关总署、开源证券研究所

2025 年出口新能源占比提升至 22.6%，后续提升潜力充足。2021-2025 年新能源中大客出口量由 0.2 万辆提升至 0.5 万辆，CAGR 约 51.7%，新能源出口占比由 14.9% 同步提升至 22.6%。2026 年上半年，受拉美、东南亚等地出口新能源下滑的拖累，整体出口销量为 0.5 万辆，同比-9.3%，新能源出口占比回落至 19.4%，同比-6.3pct。随着欧洲市场持续突破、亚非拉等地电动化进程加速，出口新能源销量、占比中长期均有望实现较大提升。

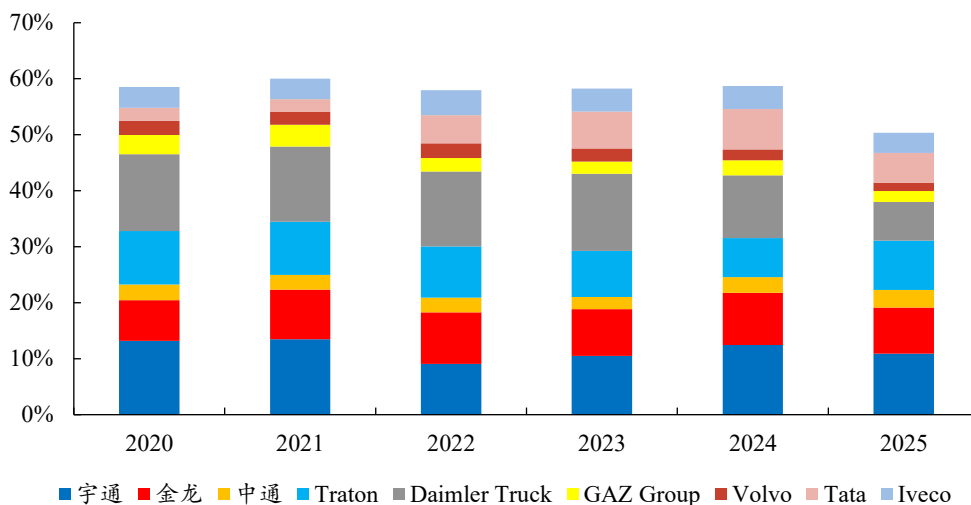
图28：2022 年以来新能源出口高增，2026H1 小幅回落


数据来源：海关总署、开源证券研究所

图29：2022 年以来新能源出口渗透率稳定在 20%


数据来源：海关总署、开源证券研究所

竞争格局：当前全球中大客市场仍以外资为主导，国产份额有望提升。2025 年外资企业在全全球中大客市场合计份额约 69.6%，其中外资四大客车巨头（戴姆勒+沃 Traton+Tata+Iveco）合计占比约 24.6%。2020-2024 年中资三强（宇通客车、中通客车、金龙客车）份额由 23.3%提升至 24.5%。展望未来，中资品牌在新能源领域技术积淀深厚，产业链完善，有望借助全球客车新能源发展机遇，通过加强本地化布局、完善售后服务等方式，持续提升全球份额。

图30：中资品牌在全球中大客市场占据重要份额


数据来源：公司公告、汽车出口市场微信公众号、Marklines、汽车总站网、开源证券研究所

3、公司看点：降本增效稳步推进，出口结构优化驱动盈利提升

3.1、三龙整合协同运营，控费降本成效显著

股权关系理顺后，集团化统一管理是三龙整合的重要方向。2025 年 12 月福汽集团提出以研发、采购、销售、售后“四大中心”统筹三龙资源，旨在通过集团化统一管理，在保留各品牌差异化优势的同时，实现资源的高效利用，发挥协同效应。

其中，集采和研发平台化是降本最直接的抓手，销售和售后协同则涉及渠道整合与品牌定位，推进难度大但见效周期长，有利于在中长期维度进一步提升公司综合竞争力。

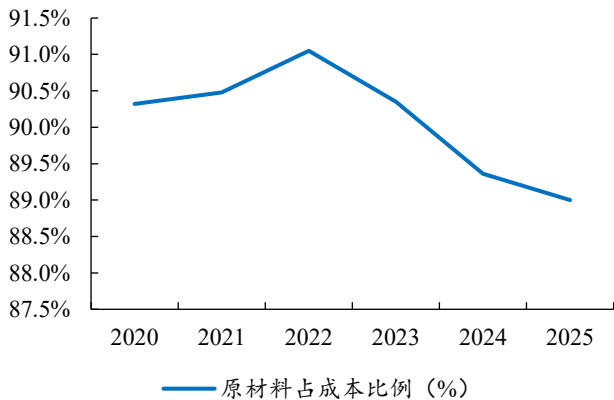
表3：公司设立研发、采购、销售、售后四大中心，强化集团统一管理

中心名称	建设内容
研发中心	推进创新协同，整合研发资源，统一技术标准，优化研发机制，布局前沿赛道，筑牢技术护城河
采购中心	加强集中管控，推进集采扩围提质，优化供应商管理，搭建数字化平台，推进降本增效，构建优质供应链
销售中心	统筹市场布局，统一市场策略，创新销售模式，强化品牌宣传，加快海外布局，增强国际影响力
售后中心	完善服务体系，布局海外服务网点，统一服务标准，提升信息化水平，强化团队建设，提升品牌美誉度

资料来源：公司官网、开源证券研究所

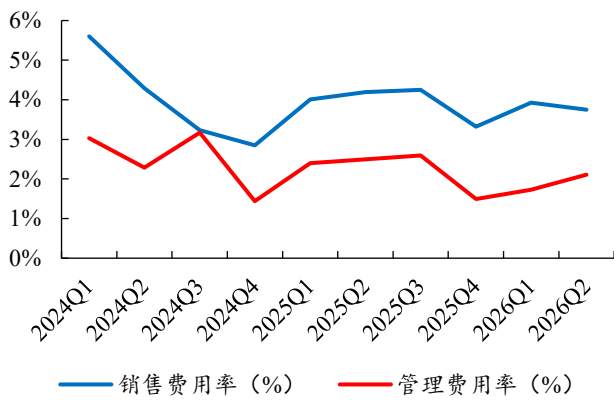
“三龙”整合有序推进，成本管控效果显著。（1）**成本端：**2022 年以来原材料占成本比例稳步降低，2025 年占比为 89.0%，较 2022 年累计-2.1pct。（2）**费用端：**2024 年一季度以来，销售/管理费用率下降趋势明确，2026Q2 销售/管理费用率分别为 3.8%、2.1%，同比分别-0.4pct、-0.4pct，较 2024Q1 累计-1.9pct、-0.9pct。

图31：2022 年以来原材料占成本比例持续降低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：2024 年一季度以来销售和管理费用率降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、海外渠道布局广泛，出口份额位列榜首

较早布局出海，先发优势显著，广泛的海外渠道和本地化布局是公司出口的核心壁垒。截至 2025 年，公司销售网络覆盖 180 多个国家和地区，与近 200 家境外经销商保持合作，旗下金旅客车在全球范围内已建成 17 个 KD 工厂。面对贸易壁垒、关税上调和地缘冲突等出海挑战，公司已经实现从单纯产品出口向“本地组装+定制开发+全生命周期服务”的本地化模式的转变。具体而言：（1）KD 工厂可规避整车关税、缩短交付周期；（2）定制化开发可适配当地路况、气候和法规，提升产品的安全性、舒适性和客户满意度；（3）售后网络建设有助于缩短客户服务半径，提升客户粘性和复购率，强化品牌势能。

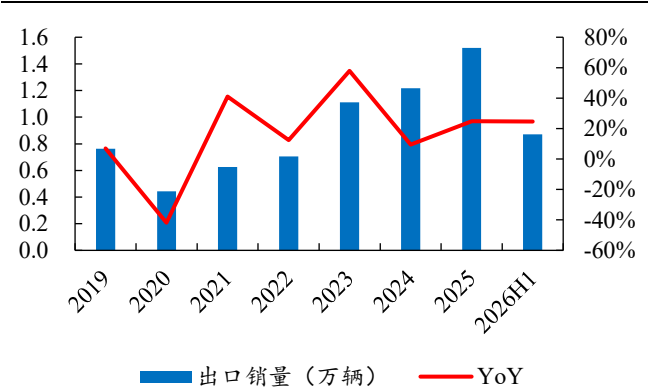
表4：公司不断完善海外渠道和KD 工厂布局

年份	销售网络覆盖国家和地区数量	境外汽车经销商和客户数量	KD 工厂建设
2021	160 多个	近 200 个	金旅客车是国内最早实施国际化的客车企业之一，自 2009 年在菲律宾设立首个海外散件组装项目以来， KD 项目陆续覆盖非洲、中亚、东南亚 10 多个国家和地区 ，全年销售额 2.67 亿元，成为集团实施海外 KD 项目的核心引擎。
2022	160 多个	近 200 个	金旅客车 KD 业务快速增长， KD 项目全年出口额 7 亿元，占海外市场的三分之一 ，全年 KD 产品约 2700 辆，同比增长 180%。
2023	170 多个	近 200 个	金龙汽车不断加强国际产能合作，打造本地化组装样板市场， 累计向 16 个国家和地区出口 KD 产品 ，全年实现 KD 出口 5230 台
2024	170 多个	近 200 个	截至 2024 年 11 月， 金旅客车在海外市场的 KD 项目达 12 个，KD 形式出口首次超过整车出口，占比达到 51% ，成为中国客车行业在海外建 KD 工厂最多的企业。
2025	180 多个	近 200 个	截至 2025 年 11 月， 金旅客车海外 KD 工厂达 17 个，海外 KD 工厂数保持行业第一。

资料来源：公司官网、金龙汽车微信公众号、开源证券研究所

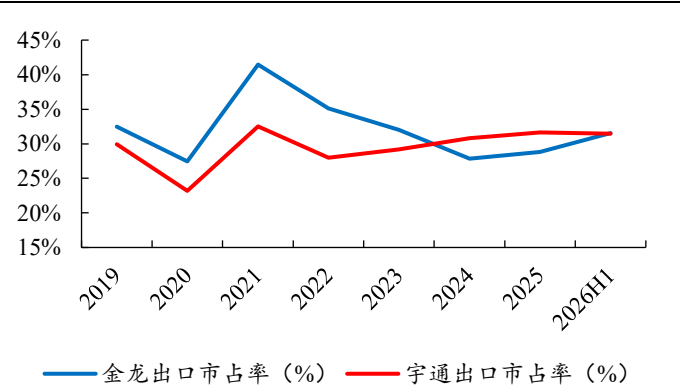
公司是中大客出口龙头，2026 上半年出口份额位居行业第一。公司中大客出口量从 2020 年的 0.4 万辆增至 2025 年的 1.5 万辆，五年 CAGR 约 27.9%；2026H1 出口 0.9 万辆，同比+24.6%，高于 20%的行业同期增速。2026 年上半年金龙系在中大客出口市场份额达到 31.6%，超过宇通客车（31.4%），重回行业第一。

图33：2020 以来公司中大客出口销量快速提升



数据来源：中客网、开源证券研究所

图34：2026H1 金龙中大客出口市占率重回行业第一

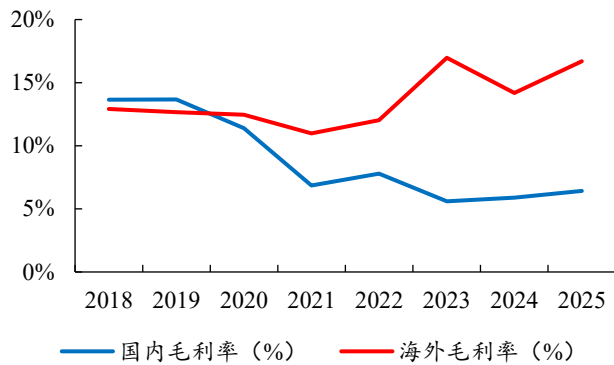


数据来源：海关总署、中客网、开源证券研究所

3.3、出口占比提升、结构优化，盈利中枢有望系统性上移

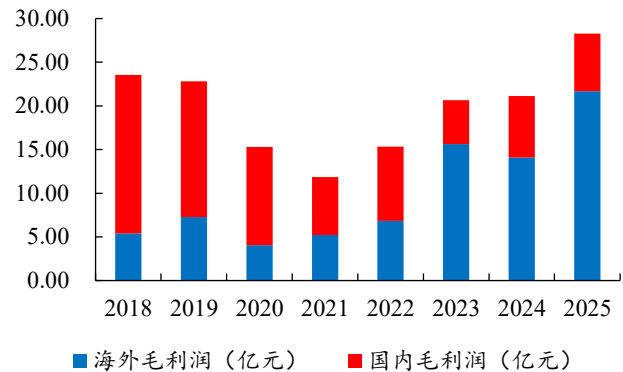
海内外盈利能力显著分化，海外已成为公司利润支柱。国内市场方面，新能源渗透率提升及智能化、高端化配置带动单车 ASP 上行，但行业存量竞争激烈、价格战压制盈利，国内毛利率从 2018 年的 13.6%持续降至 2025 年的 6.4%。海外市场竞争格局更优、无价格战压力，售后服务利润率较高，呈现良好的发展态势，近年来公司新能源和高端车型出口持续放量，2021-2025 年海外毛利率从 11%提升至 16.7%。

图35：公司出口毛利率高于国内



数据来源：Wind、开源证券研究所

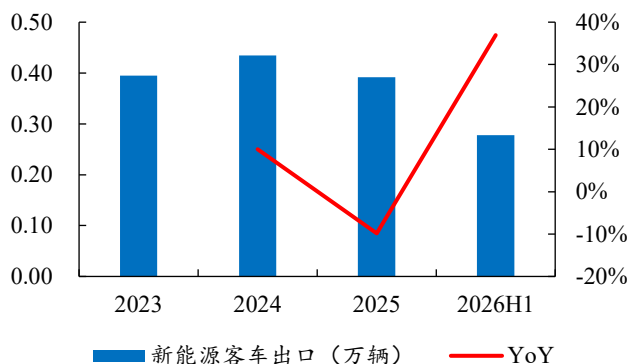
图36：海外业务已成为公司利润支柱



数据来源：Wind、开源证券研究所

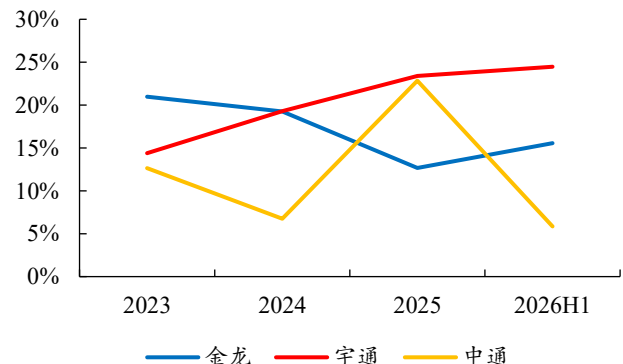
2024-2025 年受出口区域结构变化，公司新能源出口渗透率被动稀释，2026 年上半年开始回升。2024-2025 年公司出口到非洲、中东的燃油车增速较新能源车更快，导致新能源出口占比从 2023 年的 19.3% 被动降至 2025 年的 12.7%。2026 年以来，公司加大欧洲市场开拓力度，高毛利新能源订单占比提升，上半年新能源出口销量达 0.3 万辆，同比+36.9%，出口新能源占比回升至 15.6%，高于中通客车 5.9% 的出口新能源占比，但仍然低于宇通客车 24.5% 的水平。随着欧洲市场持续突破，出口新能源占比有望进入主动上升通道。

图37：2026 年上半年出口新能源提速，同比+36.9%



数据来源：中客网、开源证券研究所

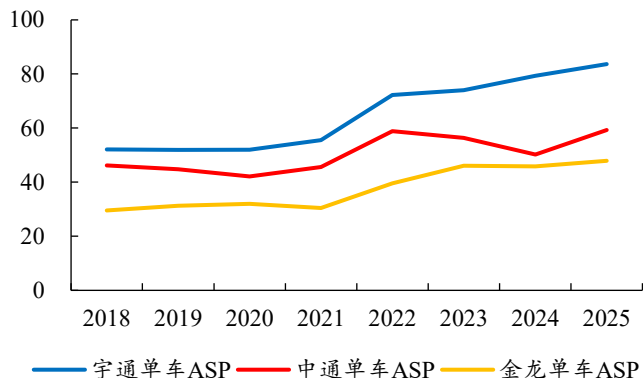
图38：2026H1 金龙出口新能源占比高于中通，较宇通仍有差距



数据来源：中客网、开源证券研究所

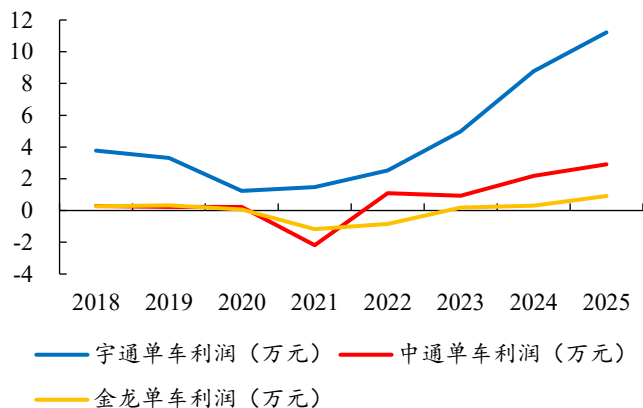
公司单车盈利与龙头仍有差距，出口结构升级有望带动盈利中枢上移。公司出口产品主要覆盖中东、非洲等价格敏感市场，且以燃油车为主，KD 比例较高，导致单车均价与单车盈利较宇通、中通存在明显差距。2025 年公司单车 ASP 为 47.9 万元（宇通、中通分别为 83.7 万元、59.3 万元），单车盈利为 0.9 万元（宇通、中通分别为 11.2 万元、2.9 万元）。随着公司主动缩减国内低毛利订单，将产能向高毛利海外订单倾斜，叠加欧洲、拉美等高盈利市场开拓带动新能源车型出口占比提升，出口产品结构有望优化，进而带动单车均价和利润中枢系统性上移。

图39：2021 年以来公司单车 ASP 持续提升，但仍然显著低于宇通客车



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图40：2022 年起公司单车利润持续上移，但仍然低于宇通、中通



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

(1) 营收端：①国内：2025 年受旅游市场回归常态及公交置换需求释放缓慢影响，国内中大客销量回落。展望未来，公交置换周期开启，叠加座位客车市场旅游消费升级带来结构性增量，国内市场有望维持小幅正增长。我们预计 2026-2028 年公司国内客车销售收入为 94.9、94.9、96.8 亿元，同比分别-7.93%、+0.02%、+2.01%。②国外：非洲等地需求旺盛，加之欧洲、拉美等地客车电动化加速推进，凭借在新能源领域的深厚积淀和广泛的海外布局，公司出口业务有望持续保持较高增速。我们预计 2026-2028 年公司海外客车销售收入为 158.1、179.1、198.6 亿元，同比分别+21.74%、+13.32%、+10.89%。

(2) 毛利率端：①国内：随着集采持续推进，我们预计公司国内客车业务毛利率有望小幅提升，2026-2028 年毛利率分别为 7.5%、8.0%、8.5%。②国外：随着欧洲、拉美等高盈利市场开拓，出口产品结构优化，海外毛利率有望继续提升，我们预计 2026-2028 年公司海外客车毛利率为 17.6%、18.0%、18.5%。

表5：公司营收及毛利率预测（单位：亿元）

年份	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	194	229.7	245.5	265.9	287.4	309.2
YOY	6.40%	18.40%	6.90%	8.33%	8.07%	7.59%
毛利率	11.60%	10.20%	12.70%	14.30%	14.97%	15.61%
汽车及车身体	178.4	218.6	232.9	253.0	274.0	295.4
YOY	7.40%	22.60%	6.50%	8.62%	8.33%	7.81%
毛利率	11.50%	9.70%	12.10%	13.81%	14.54%	15.22%
其中：国内收入	86.2	119.2	103.1	94.9	94.9	96.8
YOY	-21.20%	38.30%	-13.50%	-7.93%	0.02%	2.01%
毛利率	5.60%	5.90%	6.40%	7.50%	8.00%	8.50%
海外收入	92.2	99.4	129.8	158.1	179.1	198.6
YOY	62.60%	7.90%	30.60%	21.74%	13.32%	10.89%

年份	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	17.00%	14.20%	16.70%	17.60%	18.00%	18.50%
其他业务收入	15.6	11	12.5	12.9	13.3	13.7
YOY	-3.90%	-29.60%	13.50%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	12.60%	21.20%	23.50%	24.00%	24.00%	24.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与投资建议

我们选取客车行业宇通客车、中通客车 2 家公司作为可比公司。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 265.9、287.4、309.2 亿元，归母净利润分别为 7.3、10.0、12.6 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 10.8、7.8、6.2 倍，2026 年高于、2027-2028 年低于宇通客车、中通客车 2 家可比公司均值。鉴于公司在大中客出口领域份额持续领先，出口新能源占比有望继续提升，公司单车均价与盈利具备较大提升潜力。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：2027-2028 年公司 PE 估值低于可比公司平均

股票代码	公司简称	最新收盘价	总市值	归母净利润（亿元）			P/E			评级
		（元） （元）	（亿元） （亿元）							
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
600066.SH	宇通客车	26.01	575.85	60.87	68.07	76.00	9.46	8.46	7.58	未评级
000957.SZ	中通客车	9.68	57.39	4.97	7.01	9.16	11.55	8.19	6.27	买入
	平均						10.50	8.32	6.92	
600686.SH	金龙客车	10.88	78.01	7.26	10.02	12.58	10.75	7.79	6.20	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：宇通客车盈利预测来自 Wind 一致预期，中通客车盈利预测来自开源证券研究所；截至 2026 年 9 月 28 日）

5、风险提示

行业景气度下行：若行业景气度下行，国内外需求下滑，将显著影响公司业绩。

海外电动化不及预期：若海外客车电动化率提升不及预期，将对公司新能源客车出口造成较大影响，进而影响公司整体营收和利润。

集采推进不及预期：若公司集采推进不及预期，将导致原材料等成本下降进展滞后，进而对利润端产生拖累。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19148	20017	20802	22761	23868
现金	6234	6558	6919	7673	8211
应收票据及应收账款	4713	4814	5506	5647	6353
其他应收款	252	249	294	292	338
预付账款	308	200	351	245	396
存货	2063	2846	2376	3223	2755
其他流动资产	5577	5351	5356	5681	5814
非流动资产	8186	8534	8677	8769	8828
长期投资	434	415	399	384	369
固定资产	3080	2986	3019	3045	3050
无形资产	597	593	566	532	500
其他非流动资产	4075	4540	4693	4809	4910
资产总计	27333	28551	29478	31530	32696
流动负债	17357	19584	20447	21825	22064
短期借款	530	406	447	433	438
应付票据及应付账款	13335	14742	16500	17566	17717
其他流动负债	3492	4436	3499	3826	3908
非流动负债	5670	4629	3929	3420	2859
长期借款	3993	2737	2221	1670	1097
其他非流动负债	1677	1892	1708	1750	1761
负债合计	23027	24213	24376	25245	24922
少数股东权益	1056	856	1038	1290	1606
股本	717	717	717	717	717
资本公积	1381	1228	1228	1228	1228
留存收益	1131	1521	2151	3020	4113
归属母公司股东权益	3249	3482	4064	4995	6168
负债和股东权益	27333	28551	29478	31530	32696

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1251	1664	2625	1808	1589
净利润	273	586	908	1254	1574
折旧摊销	357	351	291	317	345
财务费用	11	-10	253	134	84
投资损失	-34	-32	-49	-49	-50
营运资金变动	494	491	1151	42	-520
其他经营现金流	150	278	70	111	156
投资活动现金流	-1218	99	-349	-328	-324
资本支出	287	332	555	280	308
长期投资	-1111	250	16	15	15
其他投资现金流	181	182	189	-63	-31
筹资活动现金流	-722	-1295	-1914	-726	-727
短期借款	-322	-124	41	-14	5
长期借款	803	-1256	-516	-551	-573
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	-153	0	0	0
其他筹资现金流	-1203	238	-1440	-162	-158
现金净增加额	-663	494	361	754	539

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	22966	24547	26591	28737	30917
营业成本	20621	21424	22787	24433	26090
营业税金及附加	112	156	169	183	197
营业费用	865	952	1010	1063	1113
管理费用	524	532	532	575	587
研发费用	823	916	931	1006	1082
财务费用	11	-10	-72	-78	-84
资产减值损失	-133	-124	-120	-144	-155
其他收益	257	158	158	158	158
公允价值变动收益	43	20	36	33	29
投资净收益	34	32	49	49	50
资产处置收益	28	0	0	0	0
营业利润	277	504	926	1296	1661
营业外收入	31	44	48	51	55
营业外支出	39	11	12	13	14
利润总额	269	536	961	1334	1702
所得税	-4	-50	53	80	128
净利润	273	586	908	1254	1574
少数股东损益	115	118	182	252	316
归属母公司净利润	158	468	726	1002	1258
EBITDA	735	895	1240	1613	1976
EPS(元)	0.22	0.65	1.01	1.40	1.75

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	18.4	6.9	8.3	8.1	7.6
营业利润(%)	66.9	81.9	83.7	40.0	28.2
归属于母公司净利润(%)	110.1	196.9	54.9	38.1	25.6
获利能力					
毛利率(%)	10.2	12.7	14.3	15.0	15.6
净利率(%)	0.7	1.9	2.7	3.5	4.1
ROE(%)	6.3	13.5	17.8	19.9	20.2
ROIC(%)	4.3	7.2	11.9	15.4	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	84.2	84.8	82.7	80.1	76.2
净负债比率(%)	-13.6	-41.0	-67.8	-76.1	-75.7
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	6.1	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	2.9	2.9	2.7	2.6	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.65	1.01	1.40	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	2.32	3.66	2.52	2.22
每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.86	5.67	6.97	8.60
估值比率					
P/E	49.5	16.7	10.8	7.8	6.2
P/B	2.4	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	8.5	5.9	3.0	1.7	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn