

宇通客车（600066.SH）

海外销售业务持续兑现，单四季度归母净利润增长 78%

买入

核心观点

2022 年境外销量同比+16%，22Q4 归母净利润同比+78%。2022 年宇通实现营业收入 217.99 亿元，同比-6.17%；归母净利润 7.59 亿元，同比+23.68%，扣非 2.50 亿元，同比-16.84%，分季度看，22Q4 实现营业收入 86.85 亿元，同比+14.72%，归母 6.28 亿元，同比+78.41%，扣非 5.61 亿元，同比+63.90%；分销量看，公司 22 年客车销量 3.02 万辆，同比-27.80%（出口 5683 辆，同比+15.60%），22Q4 销量 1.12 万辆，其中大中客占比 82.49%，环比+9.55pct；2022 年公司新能源客车销量 1.24 万辆（对应新能源车销售收入 106.60 亿元，同比+16.08%），同比-1.25%，公司业绩增长主要得益于 1）22 年加强价格管控+订单风险管理，提振国内订单毛利率，2）海外订单集中释放增厚 Q4 利润。

毛利率持续修复，22Q4 单车利润环比+111%。22 年公司客车产品毛利率 22.61%，同比+4.32pct，主要系 1）国内毛利率修复 4.27pct 至 20.40%；2）高毛利（30.03%）海外销售业务营收占比提升；22Q4 公司销售毛利率 26.05%，同环比+4.88pct/+1.89pct；22 年公司单车营收为 61.1 万元，同比+28.87%，其中新能源单车营收 85.9 万元，同比+17.55%；22Q4 公司单车营收 77.3 万元，同环比+21%/+18%（单车净利润 5.6 万元，同环比+88%/+111%）；公司重视研发，22 年研发费率 7.77%（投入智能网联及自动驾驶技术等），同比+1.05pct，22 年公司管理/销售/财务费率分别为 3.88%/7.52%/-0.36%，同比+0.03%/+0.22%/+0.16pct；22Q4 公司净利率 7.23%，同环比+2.58%/+3.20pct。

全球大中客龙头，有望迎来周期与成长共振。1）国内：随国内新能源透支效应消化叠加经济回暖，客车行业被抑制的需求有望陆续释放；房车有望带来额外增长（国内房车保有量距欧美日具较大提升空间）；2）出口：公司作为全球大中客车行业龙头，产品+服务屡获认可，出口业务近年来充分受益于海外新能源客车升级（海外客车行业销量是国内近 2 倍）。宇通实现在“一带一路”沿线 115 个国家客车出口（2 月斩获沙特阿拉伯 550 辆客车订单；3 月乌兹别克斯坦 800 辆客车订单首批交付），有望充分受益于“一带一路”深化和推进，有望推动宇通订单产品结构和盈利水平持续改善。

风险提示：补贴持续退坡、行业复苏不达预期、汇率波动影响盈利。

投资建议：全球大中客龙头，维持“买入”评级。我们小幅调整盈利预测，预计 23-25 年公司归母净利润 12.4/17.8/22.2 亿元（原 12.3/17.5/21.9 亿元），对应 PE 为 19/13/11 倍，公司实力强劲，具备整车、技术、方案输出能力，有望充分受益于行业复苏+出海配套，叠加未来智能化商业模式落地，公司有望保持长期竞争力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,233	21,799	24,919	30,907	37,970
(+/-%)	7.0%	-6.2%	14.3%	24.0%	22.9%
净利润(百万元)	614	759	1241	1775	2218
(+/-%)	19.0%	23.7%	63.4%	43.1%	25.0%
每股收益(元)	0.27	0.34	0.56	0.80	1.00
EBIT Margin	-0.4%	2.6%	2.9%	3.9%	4.3%
净资产收益率 (ROE)	4.0%	5.2%	8.2%	11.1%	13.0%
市盈率 (PE)	39.3	31.1	19.0	13.3	10.6
EV/EBITDA	56.3	27.1	29.5	21.0	18.2
市净率 (PB)	1.59	1.63	1.56	1.48	1.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·商用车

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

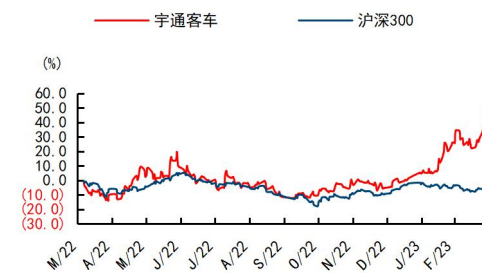
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.73 元
总市值/流通市值	25970/25970 百万元
52 周最高价/最低价	11.73/6.89 元
近 3 个月日均成交额	312.43 百万元

市场走势



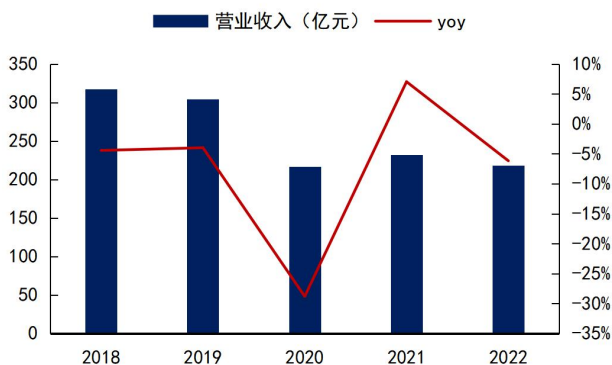
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宇通客车（600066.SH）-2 月产量同比增长 123%，800 台乌兹别克斯坦订单再创出口新纪录》——2023-03-03
- 《宇通客车（600066.SH）-三季报点评：单车盈利能力提升，单三季度归母净利润同比提升 68%》——2022-10-29
- 《宇通客车（600066.SH）-中报点评：业绩短期承压，研发持续投入》——2022-08-25
- 《宇通客车（600066.SH）-一季度营收同比微降，业绩短期承压》——2022-04-28
- 《宇通客车（600066.SH）-四季度单车净利润企稳，行业弱复苏》——2022-03-30

单四季度净利润同比+78%。2022 年宇通实现营收 217.99 亿元，同比-6.17%；归母净利润 7.59 亿元，同比+23.68%，扣非 2.50 亿元，同比-16.84%，分季度看，22Q4 实现营收 86.85 亿元，同比+14.72%，归母 6.28 亿元，同比+78.4%，扣非 5.61 亿元，同比+63.90%；公司业绩增长主要得益于 1) 22 年加强价格管控+订单风险管理，提振国内订单毛利率，2) 海外订单集中释放增厚 Q4 利润。

图1：宇通客车营业收入及增速（单位：亿元、%）



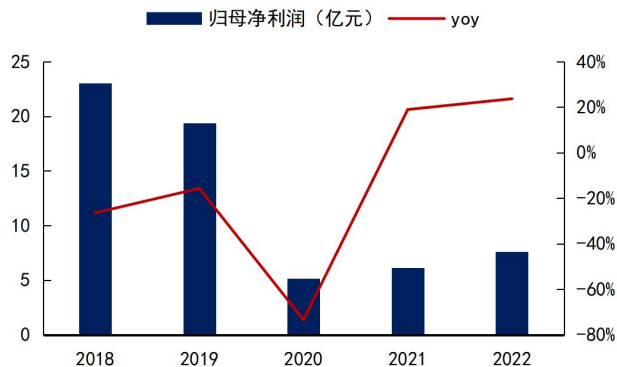
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：宇通客车单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



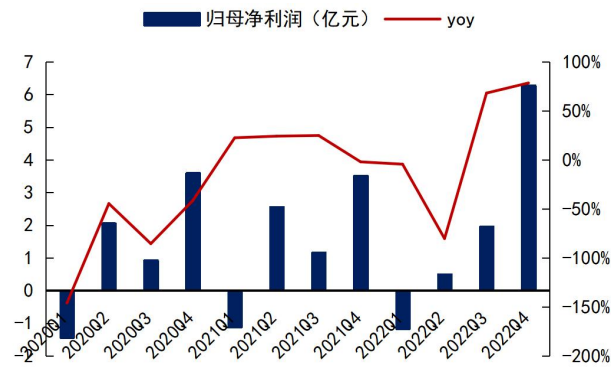
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：宇通客车归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：宇通客车单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

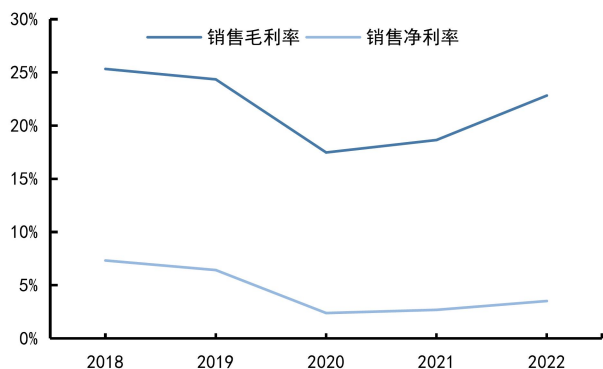


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率持续修复，22Q4 单车利润环比+111%。22 年公司客车产品毛利率 22.61%，同比+4.32pct，主要系 1) 国内毛利率修复 4.27pct 至 20.40%；2) 高毛利（30.03%）的海外销售业务营收占比提升；22Q4 公司销售毛利率 26.05%，同环比+4.88pct/+1.89pct；22 年公司单车营收为 61.1 万元，同比+28.87%，其中新能源单车营收 85.9 万元，同比+17.55%；22Q4 公司单车营收 77.3 万元，同环比+21%/+18%（单车净利润 5.6 万元，同环比+88%/+111%）。

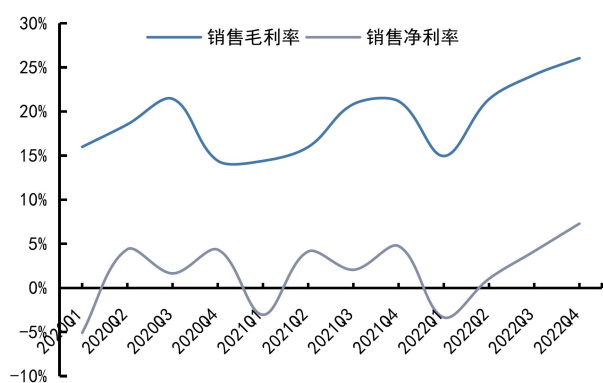
技术研发持续投入，公司费用小幅提升。公司重视研发 2022 年研发支出共 16.94 亿元，占营业收入的比例为 7.77%，同比+1.05pct，公司持续增加智能网联及自动驾驶关键技术与产业化、燃料电池等技术研发投入；公司 2022 年销售/管理/财务费用率分别为 7.52%/3.88%/-0.36%，同比变动+0.22/+0.03/+0.16pct，公司 2022 年全年四费率为 18.81%，同比+1.47pct。22Q4 公司净利率 7.23%，同环比+2.58/+3.20pct。

图5: 宇通客车毛利率、净利率变化情况



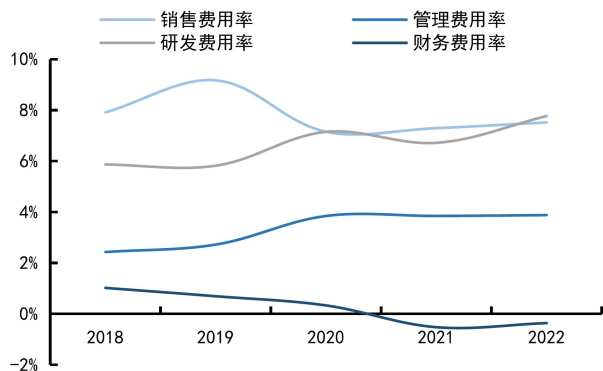
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 宇通客车季度毛利率、净利率变化情况



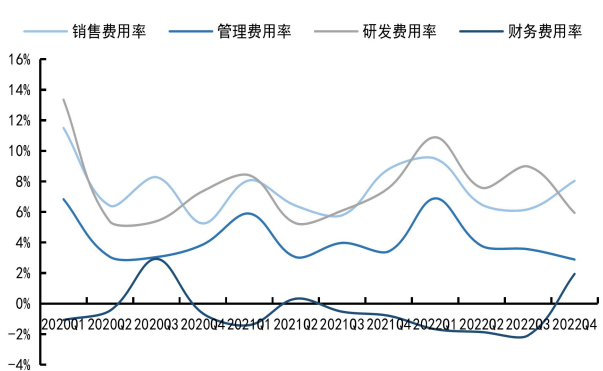
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 宇通客车四项费用率变化情况



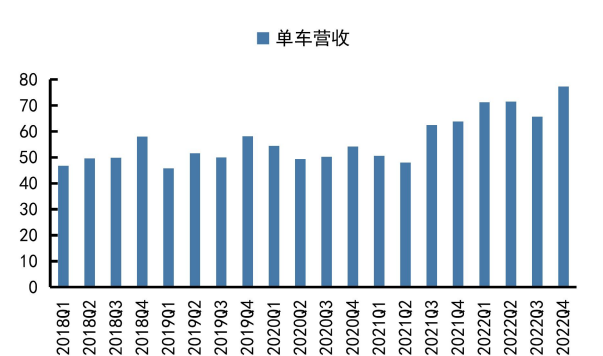
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 宇通客车季度四项费用率变化情况



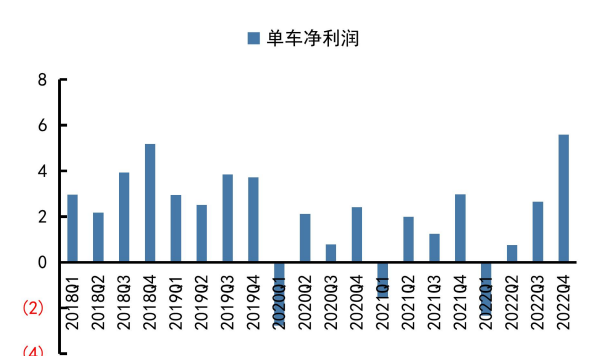
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 宇通客车单车营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 宇通客车单车净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

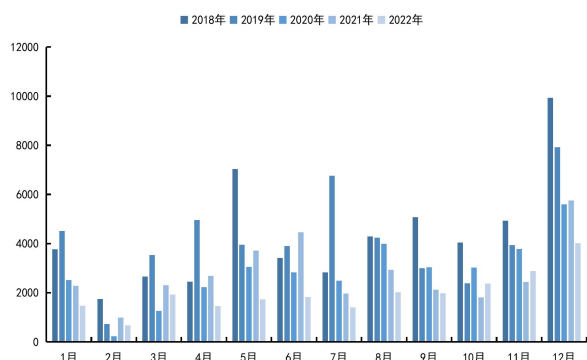
表1: 宇通客车季度数据拆分 (亿元, %, 万辆)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营收 (亿元)	36.29	61.77	58.57	75.71	35.26	47.33	48.54	86.85
同比	29%	29%	-2%	-6%	-3%	-23%	-17%	15%
毛利 (亿元)	5.23	9.87	12.20	16.03	5.27	10.13	11.73	22.63
毛利率 (%)	14.4%	16.0%	20.8%	21.2%	15.0%	21.4%	24.2%	26.1%
费用率 (%)	17.5%	11.8%	18.8%	16.5%	18.2%	20.3%	20.1%	18.8%
归母净利润 (亿元)	-1.11	2.56	1.17	3.52	-1.16	0.50	1.96	6.28
同比	-23%	24%	25%	-2%	4%	-80%	68%	78%
扣非净利润 (亿元)	-1.77	0.78	0.57	3.42	-3.24	-0.41	0.54	5.61
同比	-11%	169%	338%	239%	83%	-153%	-5%	64%
净利率 (%)	-3.1%	4.1%	2.0%	4.7%	-3.3%	1.1%	4.0%	7.2%
总销量 (万辆)	7176	13412	9376	11864	4945	6622	7392	11239
大中客销量	5575	10861	7030	10001	4070	5000	5392	9271
轻客销量	1601	2551	2346	1863	875	1622	2000	1968
轻客占比	22.3%	19.0%	25.0%	15.7%	17.7%	24.5%	27.1%	17.5%
单车营收 (万元)	50.6	46.1	62.5	63.8	71.3	71.5	65.7	77.3
同比	-7%	-7%	24%	18%	41%	55%	5%	21%
环比	-7%	-9%	36%	2%	12%	0%	-8%	18%
单车归母 (万元)	-1.5	1.9	1.2	3.0	-2.3	0.8	2.7	5.6
同比	-44%	-10%	59%	23%	52%	-60%	113%	88%
环比	-164%	-224%	-35%	139%	-179%	-133%	249%	111%
单车扣非 (万元)	-2.5	0.6	0.6	2.9	-6.6	-0.6	0.7	5.0
同比	-36%	95%	458%	326%	166%	-206%	20%	73%
环比	-464%	-124%	5%	374%	-327%	-91%	-218%	583%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

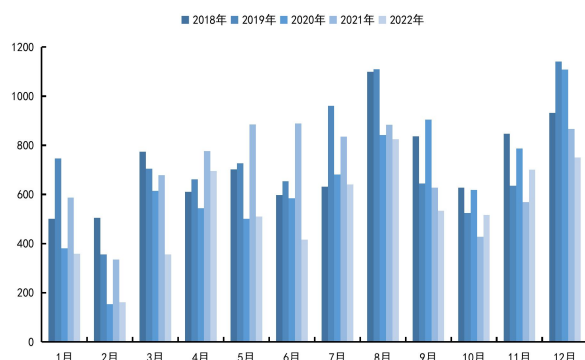
分销量看, 公司 22 年客车销量 3.02 万辆, 同比-27.80% (出口 5683 辆, 同比+15.60%), 其中大中型客车销量 2.4 万辆, 同比-29%; 轻型客车销量 0.6 万辆, 同比-23%; 22Q4 宇通销量 1.12 万辆, 其中大中客占比 82.49%, 环比+9.55pct; 2022 年公司新能源客车销量 1.24 万辆 (对应新能源车销售收入 106.60 亿元, 同比+16.08%), 同比-1.25%, 单 Q4 季度来看, 公司销售客车 1.1 万辆, 同比-5%, 其中大中型客车销量 0.9 万辆, 同比-7%, 轻型客车销量 0.2 万辆, 同比+6%。2022 年公司海外市场拓展顺利, 全年累计出口 5683 辆, 同比+16%, 其中大中型客车出口为 5610 辆, 同比+14%。

图11: 宇通客车大中客销量 (辆)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 宇通客车轻客销量 (辆)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 宇通新能源车收入、补贴情况梳理 (万元)

2016 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况							
	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	21669	1540599	896516	71.10	41.37	7%	10%
插电混	5187	334011	98912	64.39	19.07	-10%	-23%
新能源整体	26,856	1,874,610	995,428	69.80	37.07	2%	11%
2017 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况							
	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	20,345	1,318,715	477,753	64.82	23.48	-9%	-43%
插电混	4,520	283,926	56,106	62.82	12.41	-2%	-35%
新能源整体	24,865	1,602,641	533,859	64.45	21.47	-8%	-42%
2018 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况							
	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	22,744	1,502,184	390,402	66.05	17.17	2%	-27%
插电混	1,949	120,888	15,340	62.03	7.87	-1%	-37%
燃料电池	55	17,702	1,500	321.85	27.27		
新能源整体	24,748	1,640,774	407,242	66.30	16.46	3%	-23%
2019 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况							
	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	21,113	1,325,887	217,007	62.80	10.28	-5%	-40%
插电混	745	46,597	2,855	62.55	3.83	1%	-51%
燃料电池	232	69,196	9,280	298.26	40.00	-7%	
新能源整体	22,090	1,441,680	229,142	65.26	10.37	-2%	-37%
2020 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况							
	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	15,329	960,717	83,327	62.67	5.44	0%	-47%
插电混	1,097	85,551	2,183	77.99	1.99	25%	-48%
燃料电池	35	10,307	0	294.49	0.00	-1%	
新能源整体	16,461	1,056,575	85,510	64.19	5.19	-2%	-50%
2021 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况							
	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	11,850	860,176	58,868	72.59	4.97	16%	-9%
插电混	658	45,908	965	69.77	1.47	-11%	-26%
燃料电池	63	12,219	0	193.95	0.00	-34%	
新能源整体	12,571	918,303	59,833	73.05	4.76	14%	-8%
2022 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况							
	销量 (辆)	收入 (万)	补贴 (万)	单车收入 (万/辆)	单车补贴 (万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	11,732	979,590.91	39,218.90	83.50	3.34	15%	-33%
插电混	359	35,019.97	401.73	97.55	1.12	40%	-24%
燃料电池	323	51,337	3,317	158.94	10.27	-18%	
新能源整体	12,414	1,065,948	42,937	85.87	3.46	18%	-27%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“一带一路”背景下, 宇通海外市场进展顺利, 有望持续贡献业绩

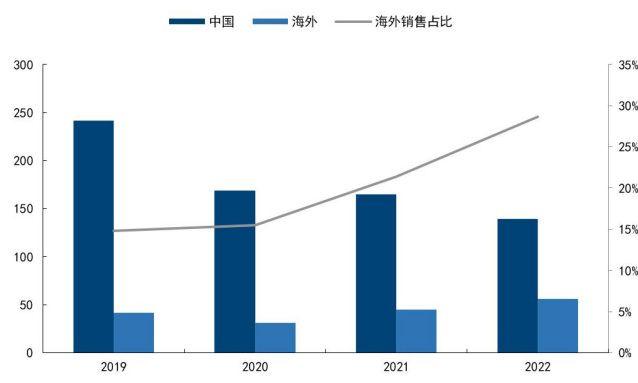
2022 年海外业务持续拓展, 技术+服务出口模式进展顺利。截至 2022 年末, 宇通已累计出口客车超 87000 辆, 新能源客车在中东、拉美、东南亚、欧洲等 20 多个国家或地区形成批量销售, 摘得 2022 年度欧洲纯电动客车的销量冠军, 更覆盖“一带一路”沿线 115 个国家, 在卡塔尔、沙特、乌兹别克斯坦、波兰等多个国家成为唯一的新能源客车供应商或最大的新能源客车供应商。同时, 公司从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”奋力转型。2022 年在卢赛尔见证全球最大电动车站落成, 并获得管理维修服务工作授权, 通过国际化运维团队入驻, 负责电动车辆的 PDI 检查、日常维护保养、故障诊断、技术指导、远程支持等车辆全生命周期管理。并在哈萨克斯坦、巴基斯坦、埃及、马来西亚等十余个国家和地区通过 KD 组装方式进行本土化合作, 实现由产品输出走向“技术输出”创新业务模式。

图13: 沙特奔跑的宇通新能源客车



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图14: 宇通客车海外销售占比提升 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“一带一路”背景下, 2023 年出口业绩增长可期。展望 2023 年, 随全球经济的恢复和公共交通出行需求的改善以及各类大型赛事、展会如期举办, 预计客车行业需求将会持续恢复性增长, 同时, 随着新能源客车社会认可度不断提高, 在环境保护要求、国际形象提升及新能源车辆技术不断进步、经济性不断提高等因素影响下, 海外市场对新源的需求也将持续快速提升:

- 2 月 16 日, 宇通官宣斩获沙特阿拉伯 550 辆客车订单, 其中 300 辆中高端公路客车 C13 PRO (ZK6138H) 已陆续交付沙特花园城市-利雅得, 剩余 250 辆将于 4、5 月份陆续交付。已经交付的 300 辆宇通中高端公路客车将投运到利雅得长距离公共客运线路。自 2006 年首次进入沙特市场, 宇通客车对当地市场的深耕已有 17 年, 树立中国制造的优良品牌形象和市场口碑, 成为该国主流客车供应商。
- 3 月 2 日, 宇通宣布乌兹别克斯坦订购的 800 辆客车订单开始首批交付, 再创中国对乌兹别克斯坦客车出口新纪录, 这也是今年以来最大的新能源客车订单。本次订单共 300 台纯电动和 500 台 CNG 天然气, 预计年内陆续实现交付。宇通基于核心“三电”技术, 为乌兹别克斯坦提供定制化产品解决方案, 在当地设立长期驻扎的售后服务专业团队, 定期组织客户司机培训, 不定时线上跟车指导; 并在当地储备近 13 万美元配件保证车辆安全高效运营, 而首次大批量引进新能源客车的乌兹别克斯坦将在宇通助力下实现公共交通出行电动化、低碳化转型。

表3: 2023 年近期我国客车出口情况

时间	公司	数量	详细情况
2 月 11 日	比亚迪	52	新获瑞典 Transdev AB 公司 52 辆电动大巴订单
2 月 24 日	比亚迪	5	比亚迪首次向北海道投放电动大巴, 共 5 辆
3 月 17 日	比亚迪	22	22 辆电动大巴 K9 交付给当地巴士公司 Mayasari
2 月 6 日	金龙客车	150	150 辆客车发往塞浦路斯, 含 35 辆锂电池新能源汽车
3 月 9 日	金龙客车	200	出口乌兹别克斯坦 200 辆 BRT 公交车驶向中亚腹地
1 月 9 日	金旅客车	224	224 辆公交车发往蒙古国
2 月 16 日	宇通客车	550	550 辆公路客车出口到沙特阿拉伯, 300 辆已交付, 剩余 250 辆将于 4、5 月份陆续交付
2 月 22 日	宇通客车	33	33 辆纯电动公交巴士发往芬兰, 为宇通与 YES-EU 在芬兰赫尔辛基的合作项目
3 月 2 日	宇通客车	800	首批发车, 全部订单 (300 辆新能源、500 辆 CNG 天然气车) 预计年内完成交付
1 月 13 日	申龙客车	36	36 台智利订单车装车发运
1 月 13 日	中兴智能汽车	77	77 辆纯电动大巴出海发往罗马尼亚

资料来源:各公司官网、中国客车网、中国水运网、同花顺等, 国信证券经济研究所整理

展望 2023 年, 随全球经济的恢复和公共交通出行需求的改善以及各类大型赛事、展会如期举办, 预计客车行业需求将会持续恢复性增长, 同时, 随着新能源客车社会认可度不断提高, 在环境保护要求、国际形象提升及新能源车辆技术不断进步、经济性不断提高等因素影响下, 海外市场对新能源的需求也将持续快速提升, 公司出口业务有望持续提升。基于环保压力和社会责任, 诸多国家持续加大新能源推广力度, 新能源客车需求预计将快速增长, 欧洲、拉美、东南亚等市场存在批量订单机会。同时中国新能源客车领跑全球, 具备完善的供应链体系、成熟的产品设计、强悍的成本控制能力等诸多优势, 越来越多的客车企业瞄准出口业务, 积极扩展海外市场, 我国客车出口数量持续增长。宇通打造“技术+服务出口”创新模式, 抓住海内外新能源发展差异的窗口期努力获取订单, 综合竞争力卓越, 海外营收占比持续攀升。

5G 时代公交智能化提速, 商业模式有望拓展

5G 车联网、智慧交通基建发展背景下, 带给客车企业新的发展机遇。无人驾驶背景下客车行业有望从以下四个维度陆续实现商业模式的升级, 公交市场规模有望拓展至 4000 亿元。宇通客车作为大中客行业引领者, 于 2013 年就已开始布局并专注智能网联和自动驾驶技术的研究。2019 年 3 月, 宇通 L4 级自动驾驶巴士“小宇 1.0”亮相博鳌亚洲论坛; 2020 年 11 月, 宇通发布了“小宇 2.0”。“小宇 2.0”是业内首款支持无安全员运营的自动驾驶巴士, 可实现在晴、雨、雾等各类天气及不同路况下自动驾驶, 造就了业内首款支持无安全员运营的 L4 级自动驾驶微循环。小宇 2.0 版能够满足园区、景区、公交、机场等多种应用场景需求, “小宇系列”已在宇通工业园、海南博鳌、郑州智慧岛、金融岛等多地运营。

图15: L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图16: L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元, 合计拟派发现金红利 22.14 亿元。公司 2021 年年度分红方案为“每 10 股派发现金股利 5 元(含税)”, 已于 2022 年 5 月 25 日执行, 分红共计分配股利 11.07 亿元, 占合并报表中归属于上市公司股东净利润 180.35%; 根据公司董事会通过的 2022 年度利润分配预案, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元(含税)。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司总股本 22.14 亿股, 以此计算合计拟派发现金红利 22.14 亿元(含税)。

表4: 公司历年分红情况梳理

年度	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	股利支付率(%)	每股股利(元)
2021-12-31	61379	110697	180.35	0.5

2020-12-31	51599	113147	219.28	0.5
2019-12-31	194021	221394	114.11	1
2018-12-31	230149	110697	48.1	0.5
2017-12-31	312919	110697	35.38	0.5
2016-12-31	404375	221394	54.75	1
2015-12-31	353522	332091	93.94	1.5
2014-12-31	261262	147733	56.55	1
2013-12-31	182258	63685	34.94	0.5
2012-12-31	154972	49370	31.86	0.7
2011-12-31	118141	20210	17.11	0.3
2010-12-31	85966	15597	18.14	0.3
2009-12-31	56349	51989	92.26	1
2008-12-31	53104	31194	58.74	0.6
2007-12-31	37696	27994	74.26	0.7
2006-12-31	22632	19996	88.35	0.5
2005-12-31	18568	26661	143.59	1
2004-12-31	14368	10254	71.37	0.5
2003-12-31	12825	5469	42.64	0.4
2002-12-31	10406	-		
2001-12-31	9843	8203	83.35	0.6
2000-12-31	8707	8203	94.21	0.6
1999-12-31	7069	-		
1998-12-31	5902	5691	96.43	0.5
1997-12-31	4263	4380	102.74	0.6
合计	2672295	1716746		

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

疫情影响消化、新能源透支效应消化以及电动客车出口、智能化加速，公司作为大中客龙头有望迎来周期与成长共振。

周期性：新能源透支消化、疫情影响减弱，行业有望迎来拐点。1) 公司营收约90%来源于大中客。大中客营收约50%、销量约40%来源于公交车，公交车的周期性一方面来源于自身的更换周期，另一方面和地方财政支出高度相关。大中客销量中40%+来源于座位客车，周期性主要来源于自身的更换周期。2) 公交车进入新能源透支效应的第三年，公路车中旅游和团体为新能源透支效应消化的第五年，均处于后期；公路车中客运班线已经历8年运营更换周期，有望企稳。3) 随海内外疫苗普及，国内公交、旅游、客运以及出口被抑制的需求有望释放。

成长性：电动车出口、智能化迎来催化。1) “碳中和”背景下，欧洲通过《欧洲气候法》以及拜登当选，海外电动客车迎来催化，有效出口市场有望扩容，预计提供10万辆潜在出口市场（2021年我国大中客销量为8.7万辆，其中出口1.7万辆）。2) 随着5G大规模应用，公交智能化将提速，传统客车企业商业模式有望拓展至解决方案、总包建设，市场规模将从500亿元提升至2000亿。若考虑到运营服务市场，约新增2000亿空间。3) 宇通客车在公交客车市占率（约24%）远小于在公路车市占率（约50%），随着新能源补贴退坡，格局改善，公司市占率仍有提升空间。

投资建议：全球大中客龙头，维持买入评级。

全球大中客龙头，维持“买入”评级。考虑到公司海外订单持续释放，我们小幅调整盈利预测，预计 23-25 年宇通客车归母净利润为 12.4/17.8/22.2 亿元（原 12.3/17.5/21.9 亿元），对应 PE 为 19/13/11 倍。公司实力强劲，具备整车、技术、方案输出能力，有望充分受益于行业复苏+出海配套，叠加未来智能化商业模式随地，公司有望保持长期竞争力，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				22E/A	23E	24E	22E/A	23E	24E	
002594.SZ	比亚迪	243.65	7093	5.25	10.89	16.49	46	22	15	买入
000338.SZ	潍柴动力	11.90	1038	0.55	0.79	0.99	22	15	12	无
600660.SH	福耀玻璃	34.51	901	1.82	1.89	2.27	19	18	15	买入
	平均						29	19	14	-
600066.SH	宇通客车	10.66	236	0.34	0.56	0.80	31	19	13	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：潍柴动力为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5631	7035	10722	8679	11679	营业收入	23233	21799	24919	30907	37970
应收款项	6698	5268	4779	6774	8322	营业成本	18901	16823	19494	24086	29708
存货净额	6106	4894	4217	4572	4039	营业税金及附加	272	225	199	247	304
其他流动资产	1535	1434	148	183	225	销售费用	1695	1639	1780	2173	2601
流动资产合计	20756	18998	20233	20576	24633	管理费用	894	846	979	1146	1334
固定资产	4826	4438	4610	4863	4886	研发费用	1561	1694	1732	2040	2400
无形资产及其他	1214	1565	1409	1254	1098	财务费用	(121)	(78)	(211)	(225)	(243)
投资性房地产	4473	4000	4000	4000	4000	投资收益	125	153	150	120	120
长期股权投资	897	997	991	986	980	资产减值及公允价值变动	(76)	(143)	100	150	150
资产总计	32166	29998	31244	31679	35598	其他收入	(1107)	(1648)	(1732)	(2040)	(2400)
短期借款及交易性金融负债	7	7	500	300	200	营业利润	535	706	1195	1710	2138
应付款项	8268	7501	6853	8491	10502	营业外净收支	8	2	0	0	0
其他流动负债	5656	5072	5898	4050	4990	利润总额	543	708	1195	1710	2138
流动负债合计	13930	12580	13251	12842	15691	所得税费用	(82)	(60)	(60)	(86)	(107)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	9	15	21	26
其他长期负债	2892	2821	2770	2720	2669	归属于母公司净利润	614	759	1241	1775	2218
长期负债合计	2892	2821	2770	2720	2669	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	16823	15402	16022	15561	18360	净利润	614	759	1241	1775	2218
少数股东权益	124	123	129	138	148	资产减值准备	(119)	157	(29)	4	2
股东权益	15219	14473	15093	15980	17089	折旧摊销	817	867	608	649	682
负债和股东权益总计	32166	29998	31244	31679	35598	公允价值变动损失	76	143	(100)	(150)	(150)
						财务费用	(121)	(78)	(211)	(225)	(243)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(609)	1950	2555	(2642)	1844
每股收益	0.27	0.34	0.56	0.80	1.00	其它	110	(161)	35	4	9
每股红利	0.49	0.50	0.28	0.40	0.50	经营活动现金流	888	3716	4310	(360)	4605
每股净资产	6.73	6.54	6.82	7.22	7.72	资本开支	0	(448)	(501)	(601)	(401)
ROIC	0.61%	5.59%	10%	15%	19%	其它投资现金流	127	418	0	0	0
ROE	4.03%	5.25%	8%	11%	13%	投资活动现金流	36	(130)	(495)	(595)	(395)
毛利率	19%	23%	22%	22%	22%	权益性融资	21	0	0	0	0
EBIT Margin	-0%	3%	3%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	7%	5%	6%	6%	支付股利、利息	(1113)	(1117)	(620)	(887)	(1109)
收入增长	7%	-6%	14%	24%	23%	其它融资现金流	761	51	493	(200)	(100)
净利润增长率	19%	24%	63%	43%	25%	融资活动现金流	(1444)	(2183)	(127)	(1087)	(1209)
资产负债率	53%	52%	52%	50%	52%	现金净变动	(520)	1403	3687	(2042)	3000
股息率	4.7%	4.7%	2.6%	3.8%	4.7%	货币资金的期初余额	6151	5631	7035	10722	8679
P/E	39.3	31.1	19.0	13.3	10.6	货币资金的期末余额	5631	7035	10722	8679	11679
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	0	2990	3434	(1317)	3831
EV/EBITDA	56.3	27.1	29.5	21.0	18.2	权益自由现金流	0	3041	4148	(1281)	3986

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032