

中通客车 (000957.SZ) 客车行业老牌玩家，出口助力业绩迈向新台阶

2026 年 01 月 09 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）

徐剑峰（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

xujianfeng@kysec.cn

证书编号: S0790525090003

证书编号: S0790525100003

证书编号: S0790525090004

日期 2026/1/8

当前股价(元) 11.46

一年最高最低(元)	12.98/8.89
-----------	------------

总市值(亿元)	67.95
---------	-------

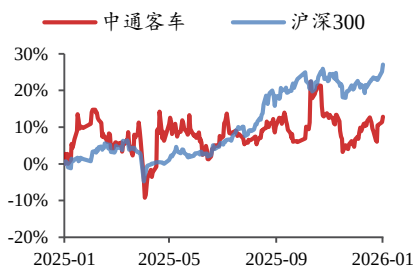
流通市值(亿元)	67.95
----------	-------

总股本(亿股)	5.93
---------	------

流通股本(亿股)	5.93
----------	------

近3个月换手率(%)	226.21
------------	--------

股价走势图



数据来源：聚源

● 客车行业老牌玩家，2024 年以来利润持续修复

公司是国内最早的客车生产和上市企业，现已形成超 140 个品种的立体化产品体系，动力类型覆盖纯电、混动、燃油等。其中，公司新能源客车累计推广量已突破 10 万辆，畅销全球 100 多个国家和地区。公司实控人为山东重工集团，国资背景有望获强力支持。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 78.17、93.75、118.82 亿元，EPS 分别为 0.7、0.9、1.2 元，当前股价对应的 PE 分别为 17.1、12.9、9.8 倍。鉴于公司出海业务持续突破，新能源及大中客占比有望继续提升，进而有望带动公司客车业务量价齐升，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业分析：大中客需求持续增长，新能源、出海为核心看点

根据中汽协数据，在旅游市场升温、公交车以旧换新政策和海外公共交通发展等因素推动下，我国客车行业 2022-2024 年销量 CAGR 达 13.0%，其中大中客销量 CAGR 达 18.2%。分能源类型看，新能源客车行业持续突破，2024 年/2025 年前 11 月，6 米以上的新能源客车销量同比分别增长 43.2%/33.6%。分市场看，在以旧换新政策支持及旅游市场复苏背景下，2024 年国内公交、座位客车需求均有增长。而海外市场方面，部分新兴市场经济持续发展，推升客车需求，同时欧洲、拉美等地区出台客车电动化刺激政策，对新能源客车的需求持续增长。在此背景下，国内客车企业加速发展出海业务，凭借其强盈利能力，有望大幅增厚业绩。

● **公司看点：量利齐升，新能源出口未来可期**

2024 年以来，公司销量触底大幅回升，尤其是大中客销量占比持续提升。公司持续发力新能源大中客产品，2025 年前 11 月 6 米以上新能源大中客销量同比增长 142.2%，市占率达 8.2%。同时，公司大力发展海外业务，2021-2024 年海外销量 CAGR 达 53.9%。尤其是 2025 年上半年，公司海外新能源客车销量同比大幅增长。在大中客、新能源、海外客车销量占比提升的背景下，公司迎来量利齐升的黄金发展期。此外，在产品结构持续优化的背景下，相比行业内其他公司，公司毛利率、净利率仅次于宇通客车，且有望持续提升，展现较强的产品竞争力。

● **风险提示：** 客车行业销量、以旧换新政策、海外新能源客车需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,244	5,734	7,817	9,375	11,882
YOY(%)	-19.6	35.1	36.3	19.9	26.7
归母净利润(百万元)	70	249	400	527	699
YOY(%)	-29.2	258.1	60.2	31.9	32.6
毛利率(%)	21.6	18.6	16.5	17.4	17.9
净利率(%)	1.6	4.4	5.1	5.6	5.9
ROE(%)	2.6	8.5	12.1	13.8	15.5
EPS(摊薄/元)	0.12	0.42	0.67	0.89	1.18
P/E(倍)	98.0	27.4	17.1	12.9	9.8
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	1.8	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 客车行业老牌玩家，2024 年以来利润持续修复.....	4
1.1、 客车行业老牌玩家，近年来大力发展出海业务.....	4
1.2、 实控人为山东重工集团，国资背景有望获得强力支持.....	5
1.3、 2024 年以来利润持续修复，新能源、出海贡献发展新动能.....	6
2、 行业分析：大中客需求持续增长，新能源/出海为核心看点.....	8
2.1、 大中客车市场 2023-2024 年销量持续增长，头部集中趋势明显.....	8
2.2、 新能源客车渗透率回升，头部企业优势明显.....	9
2.3、 国内市场：政策支持行业发展，2024 年公交、座位客车需求均增长.....	10
2.4、 海外市场：客车需求持续增长，新能源客车发展提速.....	11
3、 公司看点：量利齐升，新能源出口未来可期.....	13
3.1、 总览：2024 年以来销量触底回升，大中客、新能源占比明显提升.....	13
3.2、 国内市场：销量触底回升，单车均价处于行业较高水平.....	14
3.3、 国外市场：新能源客车出口快速发展，海外业务量价齐升可期.....	14
3.4、 同业对比：单车均价、利润低于宇通客车，但明显高于金龙汽车.....	17
4、 盈利预测与投资建议.....	18
4.1、 盈利预测.....	18
4.2、 估值与投资建议.....	19
5、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 公司深耕客车行业数十年，近年来持续布局客车出海业务.....	4
图 2： 公司产品涵盖公路客车、城市公交、旅游客车、团体通勤、高端商务车、校车、专用车等品类.....	5
图 3： 公司第一大股东为中国重汽集团，实控人为山东重工集团.....	5
图 4： 公司实控人山东重工集团产业体系布局强大，能够提供强劲支撑.....	6
图 5： 2024 年以来，公司营收持续快速恢复.....	6
图 6： 2024 年以来，公司归母净利润快速增长.....	6
图 7： 2022-2024 年，公司新能源客车业务营收占比下降明显，但 2025 年上半年已有明显恢复.....	7
图 8： 2022 年至 2025 年上半年，公司海外业务营收占比持续提升.....	7
图 9： 2024 年以来，公司毛利率受质保类费用计入营业成本影响有所下滑，但销售净利率呈持续提升趋势.....	7
图 10： 2024 年以来，受质保类费用计入营业成本影响，公司期间费用率整体呈明显下降趋势.....	7
图 11： 公司销售毛利率仅次于宇通客车.....	8
图 12： 公司销售净利率仅次于宇通客车.....	8
图 13： 2023 年以来，我国客车销量持续复苏.....	8
图 14： 2023-2024 年，大中客车市场销量持续增长.....	8
图 15： 宇通仍为中大型客车龙头，公司排名第 4.....	9
图 16： 2024 年，公司在大中客市场市占率低至 4.8%，2025 年前 11 月已回升至 8.2%.....	9
图 17： 2024 年以来，6 米以上大中客市场中，新能源客车销量增长更为迅速.....	10
图 18： 宇通在 6 米以上新能源客车市场较为领先，公司 2025 年前 11 月在该市场市占率为 8.2%.....	10
图 19： 以旧换新政策带动 2024 年公交车市场需求大幅回暖.....	10
图 20： 2023-2024 年，国内出游人数持续增长.....	11
图 21： 2023-2024 年，出游人数增长带动国内座位客车需求持续增长.....	11

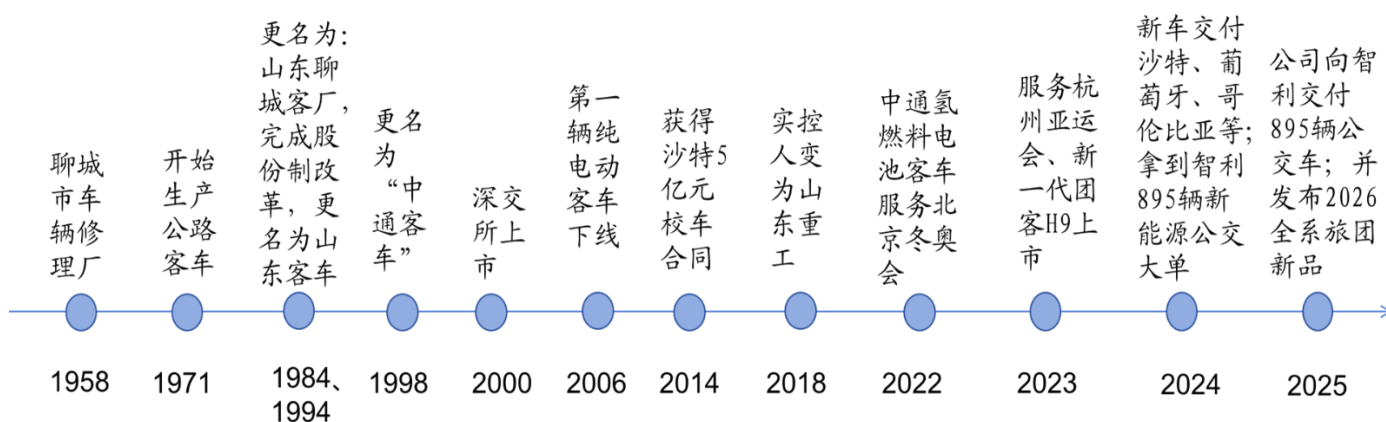
图 22: 2017-2023 年, 国内出生人数持续下降至低位, 204 年小幅反弹.....	11
图 23: 出生人数下降使得 2022 年以来校车销量大幅下滑.....	11
图 24: 2021 年以来, 我国客车出口量持续增长.....	12
图 25: 近年来, 我国新能源客车出口量持续提升.....	12
图 26: 中东、拉美和东南亚为目前我国客车出口重要市场.....	12
图 27: 近年来, 我国新能源客车持续出口至欧洲、拉美、东南亚等地.....	12
图 28: 2024 年以来, 公司客车销量触底大幅回升.....	13
图 29: 2022 年以来, 公司大中客销量占比持续提升.....	13
图 30: 2025 年上半年, 公司新能源车销量占比大幅提升.....	13
图 31: 2022-2024 年, 公司新能源车均价明显高于燃油车.....	13
图 32: 2024 年, 公司新能源及燃油车销量均有大幅提升.....	14
图 33: 公司国内客车销售均价处于行业较高水平.....	14
图 34: 山东重工集团在海外有强大的渠道资源等, 为公司出海提供强劲资源支持.....	15
图 35: 2023 年, 山东重工(吉尔吉斯斯坦)维保服务中心揭牌成立, 成为中亚地区最大的商用车维保服务中心.....	16
图 36: 公司海外服务人员常驻覆盖率提升至 65.5%, 更深入地开展用户需求识别、技能培训、故障问题解决等.....	16
图 37: 2024 年以来, 公司境外客车销量大幅超越境内.....	16
图 38: 2022 年以来, 公司境外客车销量占比持续提升.....	16
图 39: 2025 年上半年, 公司新能源客车海外销量大幅增长.....	17
图 40: 新能源客车海外销量增长带动公司 2025 年上半年海外客车均价大幅提升.....	17
图 41: 2025 年前三季度, 公司单车均价相较宇通客车差距缩小, 相较金龙汽车领先优势扩大.....	17
图 42: 2025 年前三季度, 公司单车毛利小幅提升, 相较金龙汽车明显更高.....	17
图 43: 2025 年前三季度, 公司单车归母净利大幅提升, 相较金龙汽车领先优势扩大.....	18
图 44: 2025 年前三季度, 公司单车扣非归母净利大幅提升, 相较金龙汽车明显更高.....	18
表 1: 公司在海外多个区域采取定制化策略, 满足区域个性化需求.....	14
表 2: 中通客车业绩拆分与盈利预测.....	19
表 3: 公司估值低于可比公司均值, 具备一定的配置性价比.....	19

1、客车行业老牌玩家，2024 年以来利润持续修复

1.1、客车行业老牌玩家，近年来大力发展出海业务

公司是国内最早的客车生产和上市企业，近年来出口表现亮眼。公司前身是 1958 年成立的聊城市车辆修理厂。1971 年，公司正式开始生产客车。2000 年，公司在深交所上市，是国内最早的客车生产和上市企业。2006 年，公司第一辆纯电动客车下线。同时，公司深耕出海业务，海外客户持续迭代。2014 年，公司获得沙特 5 亿元校车合同。2024 年，公司新车交付沙特、葡萄牙、哥伦比亚等地，同时拿到智利 895 辆新能源公交大单。2025 年，公司向智利交付 895 辆公交车，并发布 2026 全系旅团新品。

图1：公司深耕客车行业数十年，近年来持续布局客车出海业务



资料来源：公司官网、中通集团官网、新浪网、深圳商报、第一商用车网、中国客车信息网、开源证券研究所

公司产品实现全场景覆盖，动力类型多元化。公司主营业务涵盖客车研发、制造与销售，产品覆盖 5.5 米至 27 米全系列车型，包括公路客车、城市公交、旅游客车、团体通勤、高端商务车、校车、专用车等品类，现已形成超过 140 个品种的立体化产品体系。公司动力类型全面覆盖纯电动、混合动力、氢燃料电池及传统燃油/燃气等。公司深度布局新能源产品，已推出 N 系纯电公交、H 系旅团客车、燃料电池系列等 6 大系列 86 款新能源车型。根据官网最新，公司新能源客车累计推广量已突破 10 万辆，畅销全球 100 多个国家和地区。

图2：公司产品涵盖公路客车、城市公交、旅游客车、团体通勤、高端商务车、校车、专用车等品类

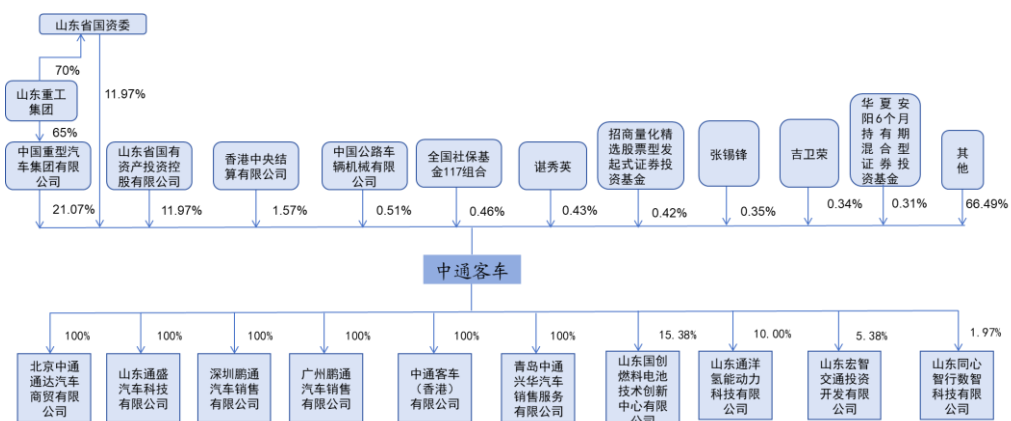


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、实控人为山东重工集团，国资背景有望获得强力支持

公司实控人为山东重工集团，国资背景有望获得强力支持。公司为国有控股企业，股权结构集中。中国重汽集团为公司第一大股东及控股股东，占本公司总股本的21.07%。而公司实控人为山东重工集团，最终实控人为山东省国资委。目前，山东重工集团拥有发动机、农机、商用车、工程机械、智慧物流、海洋交通装备等板块，并拥有强大的渠道、供应链等资源，能够为公司提供强劲支撑。

图3：公司第一大股东为中国重汽集团，实控人为山东重工集团



资料来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司实控人山东重工集团产业体系布局强大，能够提供强劲支撑

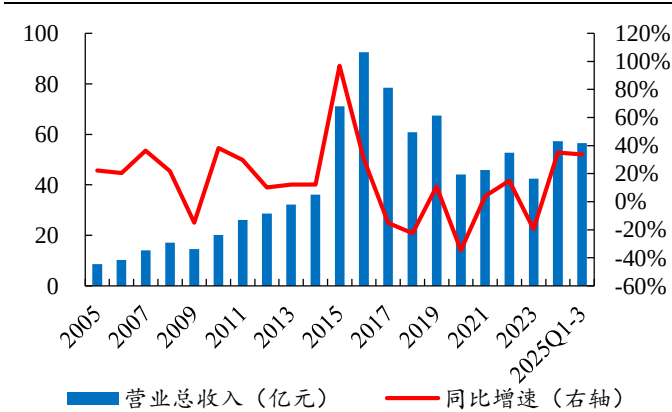


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、2024 年以来利润持续修复，新能源、出海贡献发展新动能

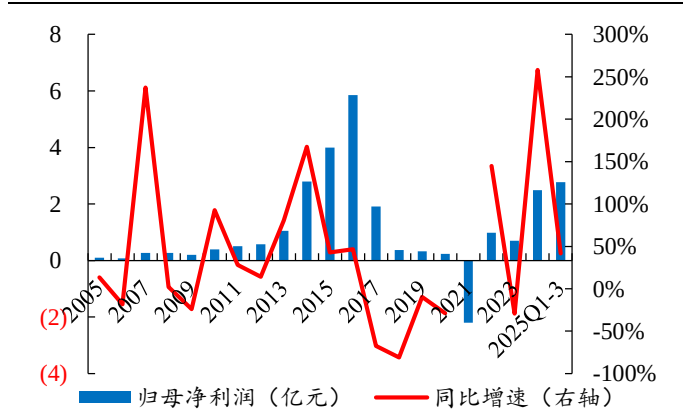
公司 2024 年以来营收呈上升趋势，归母净利润显著修复。2024 年，公司实现营收 57.34 亿元，同比+35.1%；归母净利润 2.77 亿元，同比+41.8%。2025 年前 3 季度，公司实现营收 56.55 亿元，同比+33.6%；归母净利润 2.77 亿元，同比+41.8%。营收增长主要受国内外市场双重驱动，其中国内市场方面，以旧换新补贴政策带动公交车板块显著增长，同时旅游出行需求释放带动座位客车需求增长。海外市场方面，随着多国经济社会发展和公共交通出行需求增强，客车刚性需求释放，公司持续布局海外，出口规模保持增长。除营收增长外，公司持续优化产品结构，加强费用管控，推动归母净利润更大程度提升。

图5：2024 年以来，公司营收持续快速恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

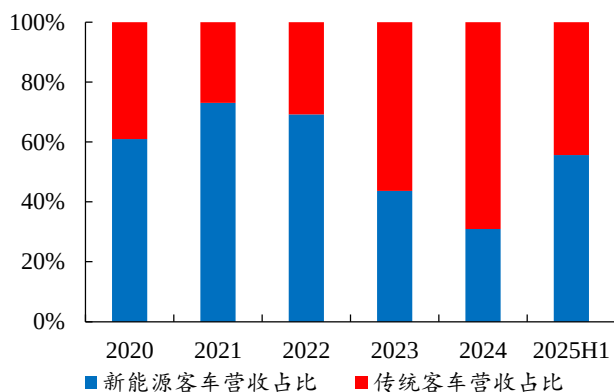
图6：2024 年以来，公司归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

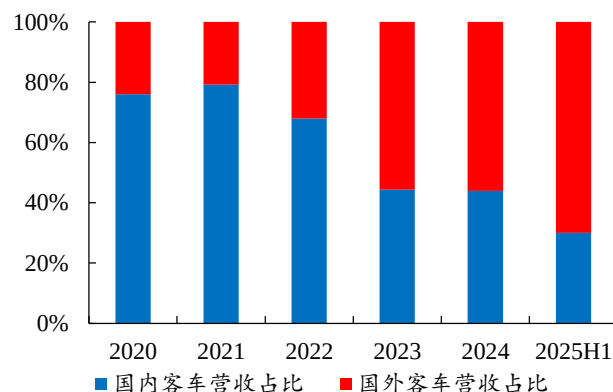
新能源客车营收占比 2025 年上半年触底反弹，海外业务营收占比持续提升。分能源形式看，2022-2024 年，公司燃油车收入占比不断提高。但 2025 年上半年，公司新能源产品收入占比明显回升，预计随着公司新能源客车出口业务持续突破，新能源车收入占比有望继续提升。分区域看，随着海外客车需求的持续增长，公司持续完善海外市场布局，海外业务营收占比实现大幅提升，2025 年上半年已提升至 70%，未来有望继续成为公司营收增长的重要来源。

图7：2022-2024 年，公司新能源客车业务营收占比下降明显，但 2025 年上半年已有明显恢复



数据来源：公司公告、开源证券研究所

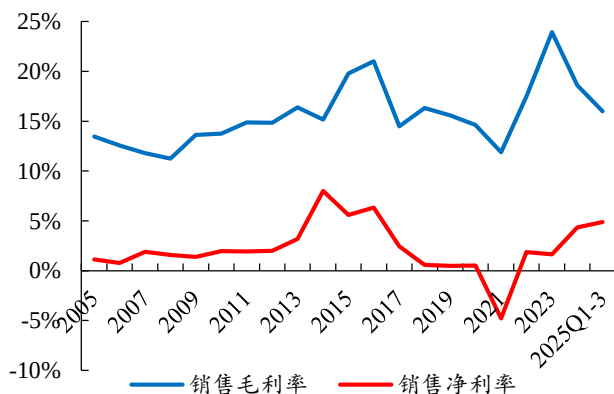
图8：2022 年至 2025 年上半年，公司海外业务营收占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

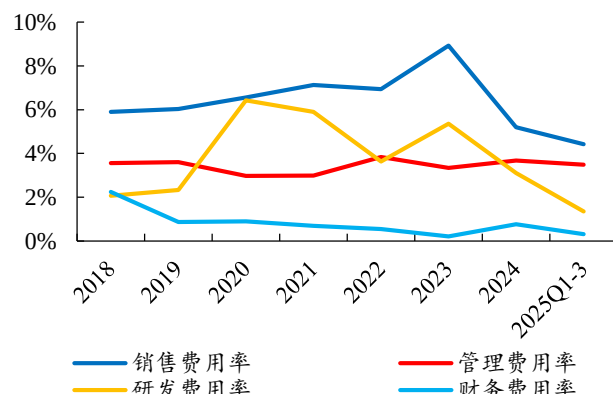
销售净利率持续提升，费用管控能力突出，盈利能力仅次于宇通客车。公司实施精细化运营管理，从供应链管理、成本控制、生产效率等多个维度入手，全面提升运营效率和盈利能力。2024 年以来，受质保类费用计入营业成本影响，公司毛利率有所下滑，但在公司持续改善产品结构、加强费用管控的背景下，公司销售净利率呈持续提升趋势。而相比行业内其他公司，公司销售毛利率、净利率也仅次于宇通客车，展现出较强的盈利能力。

图9：2024 年以来，公司毛利率受质保类费用计入营业成本影响有所下滑，但销售净利率呈持续提升趋势

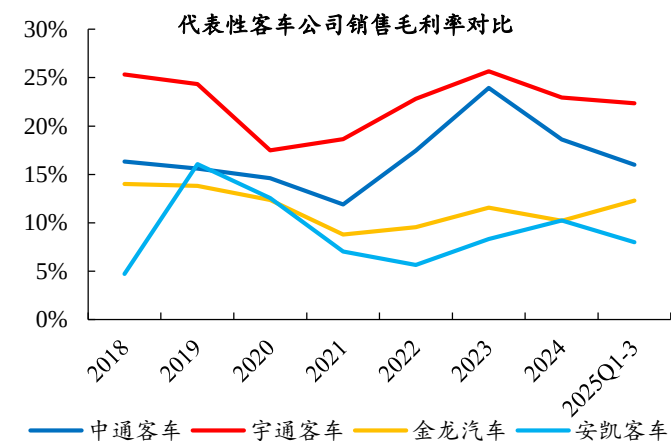


数据来源：Wind、开源证券研究所

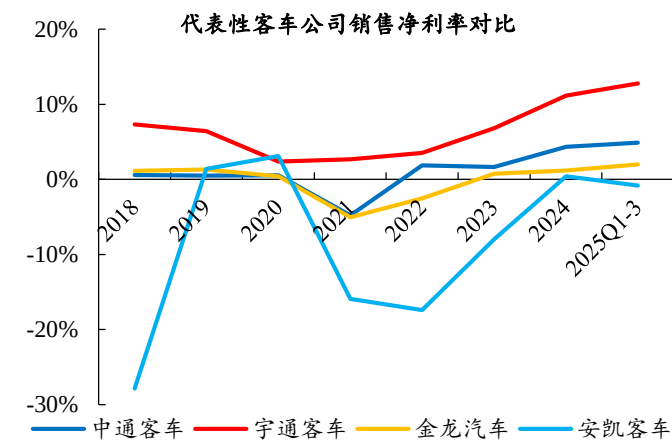
图10：2024 年以来，受质保类费用计入营业成本影响，公司期间费用率整体呈明显下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司销售毛利率仅次于宇通客车


数据来源：Wind、开源证券研究所

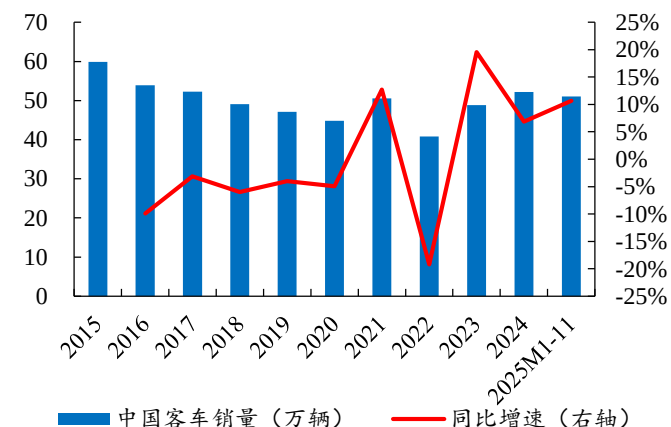
图12：公司销售净利率仅次于宇通客车


数据来源：Wind、开源证券研究所

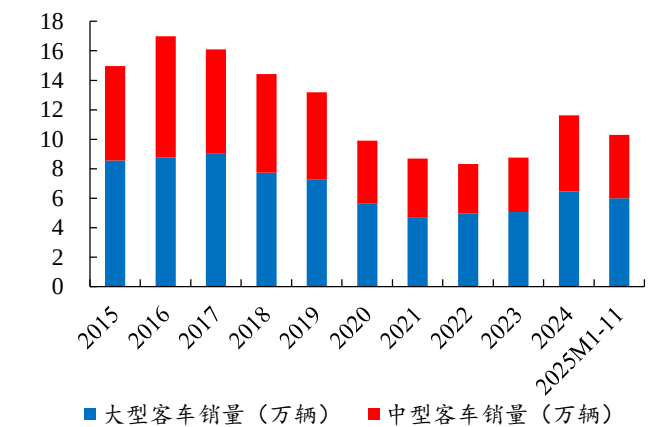
2、行业分析：大中客需求持续增长，新能源/出海为核心看点

2.1、大中客车市场 2023-2024 年销量持续增长，头部集中趋势明显

客车市场 2023 年以来销量持续增长，大中客车 2023-2024 年表现更为突出。根据中汽协数据，2023 年以来，在旅游市场升温、公交以旧换新政策和海外公共交通发展等因素推动下，我国客车行业销量持续增长，2022-2024 年 CAGR 达 13.0%。其中大中客车销量表现更为突出，2022-2024 年 CAGR 达 18.2%。2025 年前 11 月，大中客销量占比虽小幅下滑，但销量仍相对可观。

图13：2023 年以来，我国客车销量持续复苏


数据来源：中汽协、Wind、开源证券研究所

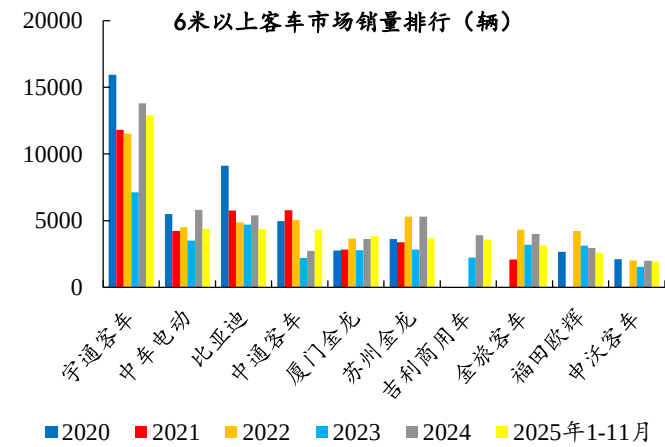
图14：2023-2024 年，大中客车市场销量持续增长


数据来源：中汽协、Wind、开源证券研究所

大中客车批发市场竞争格局呈现出明显的头部集中趋势，宇通仍为龙头，公司 2025 年前 11 月市占率大幅回升。国内客车市场受其他交通工具替代、新能源公交需求饱和、政策补贴退坡、疫情冲击座位客车需求及供应链承压等多重因素影响，整体需求大幅萎缩，行业竞争加剧。2022 年下半年起，国内旅游市场复苏叠加新能源客车出海前景向好，行业需求迎来修复、竞争压力有所缓解，头部企业凭借规模效应、客户资源等优势抢占更多市场份额，中小企业加速出清，国内客车行业集中度实现稳步提升。2020-2025 年前 11 月，中国大中客车批发市场竞争度保持较高水平，宇通客车持续领跑。公司 2022-2024 年在大中客市场表现不佳，市占率从 2021 年的 11.4%

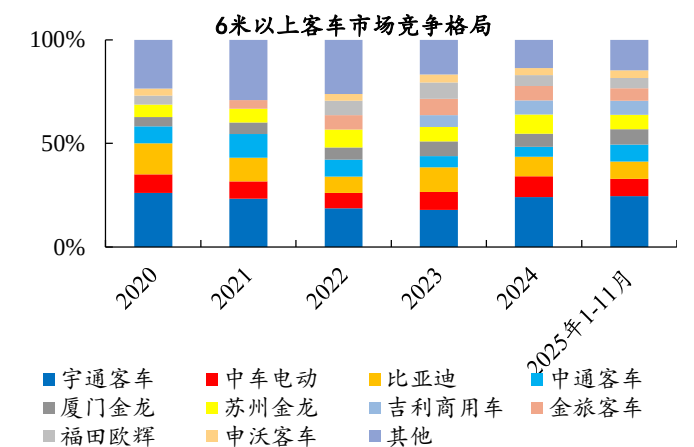
下降至 2024 年的 4.8%，但 2025 年前 11 月已回升至 8.2%。

图15：宇通仍为大中型客车龙头，公司排名第 4



数据来源：客车信息网公众号、商用车新网公众号、客车网公众号、开源证券研究所

图16：2024 年，公司在大中客市场市占率低至 4.8%，2025 年前 11 月已回升至 8.2%



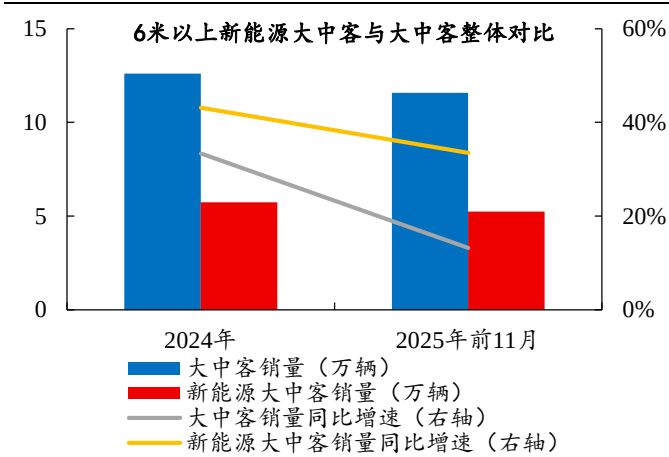
数据来源：客车信息网公众号、商用车新网公众号、客车网公众号、开源证券研究所

2.2、新能源客车渗透率回升，头部企业优势明显

2025 年国内新能源客车销量大幅增长，新能源渗透率回升。2020 年，客车行业受疫情冲击，新能源客车初期需求承压。后续随复工复产推进，公交电动化刚需叠加新能源购置补贴退坡预期下的抢装潮，销量逐步修复，但需求略显提前透支。2023 年，补贴正式退出直接引发新能源客车的销量下滑。2024-2025 年国内旅游市场复苏带动座位类新能源客车需求修复，叠加先行区试点深化，同时新能源客车出海需求高增，新能源客车销量回升。2024 年 6 米以上的新能源客车销量为 5.73 万辆，同比增长 43.2%。2025 年 1-11 月，6 米以上的新能源客车销量 5.25 万辆，同比增长 33.6%。

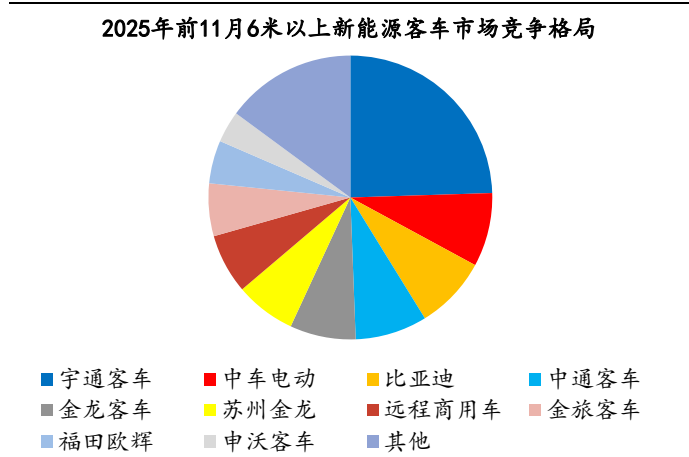
新能源客车行业呈现“一超多强”格局，公司新能源大中客销量 2025 年前 11 月同比大幅提升。新能源客车头部企业凭借在品牌影响力、技术积累、客户基础、市场营销、供应链协同、规模效应等方面的优势，不断获得更多市场份额。宇通客车多年来占据新能源客车行业龙头地位，2025 年前 11 月在 6 米以上大中型新能源客车市场市占率为 24.54%。公司加速在新能源大中客市场的布局，2025 年前 11 月 6 米以上新能源大中客销量同比增长 142.2%，市占率达 8.2%。

图17：2024 年以来，6 米以上大中客市场中，新能源客车销量增长更为迅速



数据来源：方得网公众号、中交客车网、客车网公众号、开源证券研究所

图18：宇通在 6 米以上新能源客车市场较为领先，公司 2025 年前 11 月在该市场市占率为 8.2%

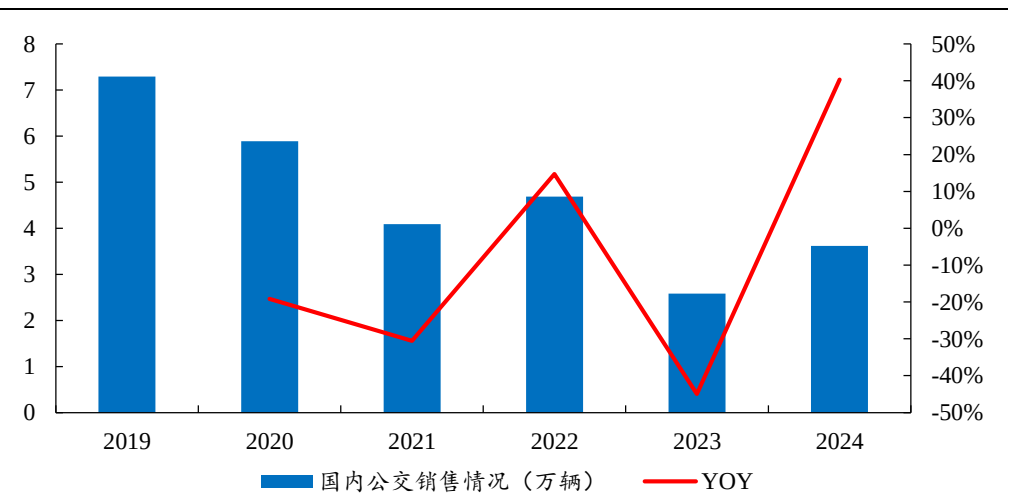


数据来源：方得网公众号、开源证券研究所

2.3、国内市场：政策支持行业发展，2024 年公交、座位客车需求均增长

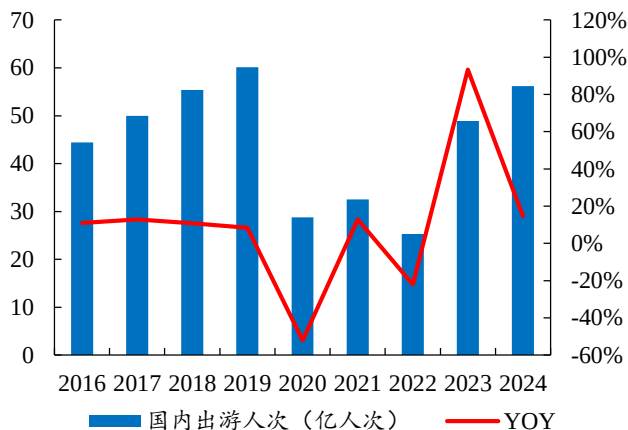
以旧换新政策带动2024年公交车市场需求大幅回暖。公交需求目前以存量置换为主。受以旧换新政策刺激，公交更新置换需求在2024年四季度尤其是12月集中释放，2024年共计销售3.62万台，同比增长40%。2025年，公交车以旧换新政策加力扩围，提高了新能源城市公交车及动力电池的更新补贴标准（每辆车更新平均补贴的额度为8万元，更换动力电池每辆车平均补贴4.2万），政策加码预计对公交车销量会有一些的刺激作用。但考虑到现在公交车的新购和置换需求已趋于理性，主要受运力需求影响，预计2025年公交车销量增幅有限。

图19：以旧换新政策带动2024年公交车市场需求大幅回暖

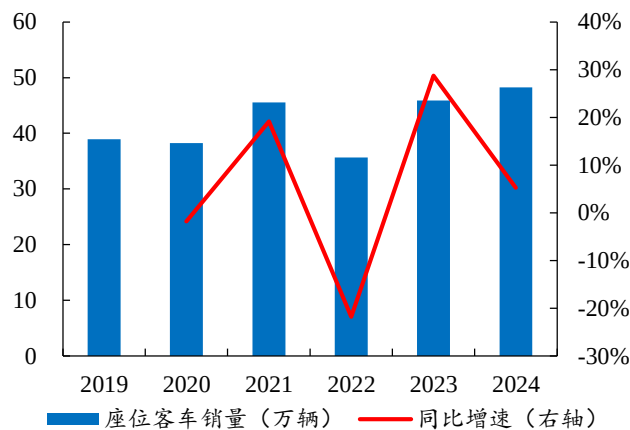


数据来源：第一商用车网公众号、开源证券研究所

2023-2024 年，国内旅游市场复苏带动座位客车市场持续增长。受疫情影响，2020-2022 年旅游团体座位客车市场销量迅速下滑，2022 年达到谷底。疫情之后居民积压的旅游需求快速释放，带动旅游客车销量大幅反弹，2023-2024 年座位客车整体销量恢复性增长。

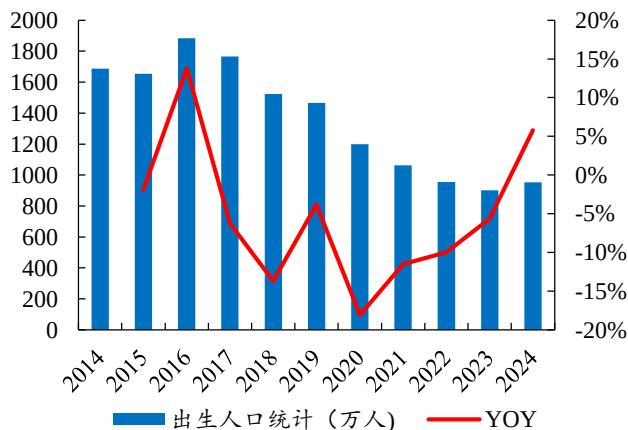
图20：2023-2024 年，国内出游人数持续增长


数据来源：第一商用车网公众号、开源证券研究所

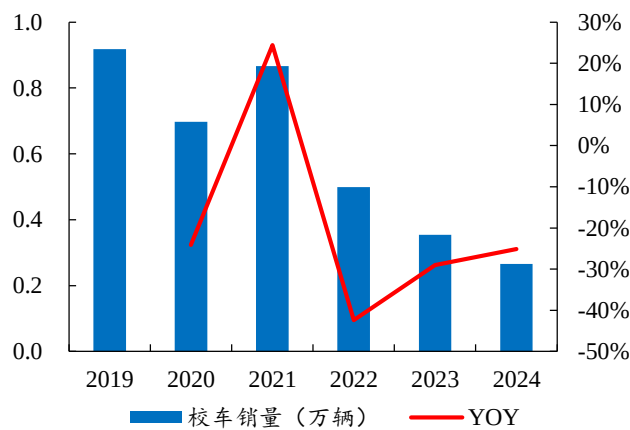
图21：2023-2024 年，出游人数增长带动国内座位客车需求持续增长


数据来源：Wind、第一商用车网公众号、开源证券研究所

出生人口减少，未来校车需求以存量置换为主。近十年中国新出生人口数量逐年下滑，2022 年首度跌破千万，2024 年小幅反弹。在此背景下，校车需求以存量置换需求为主。2024 年，我国校车仅销售 0.27 万辆，同比下滑 25.1%。未来几年，校车市场的需求或将维持在低位。其中的机会，在于 2012 年以前的存量校车进入淘汰期，将释放一定的存量更新需求。

图22：2017-2023 年，国内出生人数持续下降至低位，2024 年小幅反弹


数据来源：第一商用车网公众号、开源证券研究所

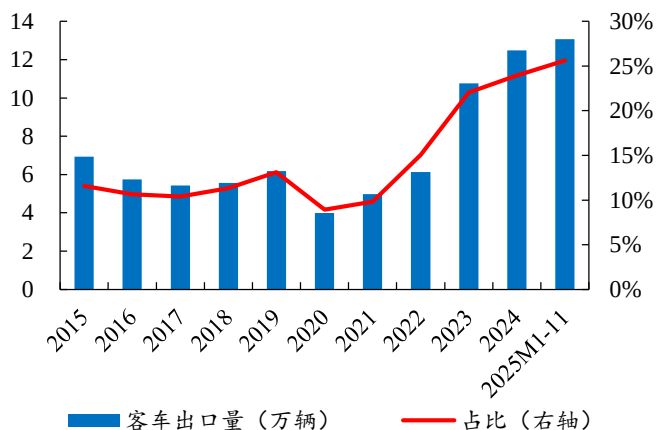
图23：出生人数下降使得 2022 年以来校车销量大幅下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、海外市场：客车需求持续增长，新能源客车发展提速

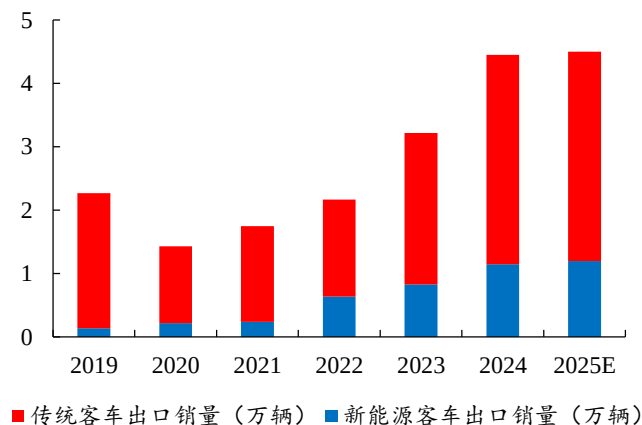
海外部分地区经济发展及对新能源客车的需求增长带动我国客车出口量持续增长。近年来，海外部分新兴市场经济持续发展，其公共出行需求带动客车需求增长。同时，我国车企持续加强海外本地化生产、渠道体系建设，加速国产客车品牌销往海外。此外，在海外多市场环保要求升级以及我国客车产品技术及性价比优势的带动下，海外对我国的新能源客车产品需求也在持续增长，带动国内新能源客车需求持续增长。目前，新能源客车出口已成为我国客车出口的核心增长极。

图24：2021年以来，我国客车出口量持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：近年来，我国新能源客车出口量持续提升

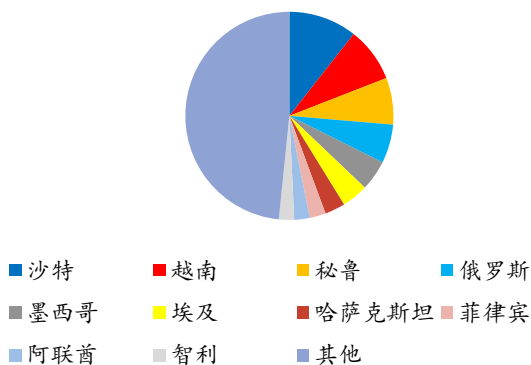


数据来源：第一商用车网公众号、开源证券研究所

全球客车出口市场区域特征鲜明，部分地区迎新能源快速发展期。分区域看，海外各市场在产品均价、市场开放度、电动化推进节奏、需求表现及竞争格局上差异突出。其中，欧洲市场产品均价较高，对品质要求严苛，减排政策驱动下新能源渗透率快速提升，疫情后需求稳步复苏；拉丁美洲需求高增且电动化提速，区域市场开放度良好，国内企业具备显著切入机遇；东南亚市场需求稳步释放，市场具备开放性，当前仍由欧系与日韩品牌占据主导，电动化浪潮下国内厂商正加速切入；非洲市场需求较为零散，仍以燃油车型为主，市场对中国企业高度开放；中东市场需求表现稳健，开放度较好，是国内客车企业重点布局的核心海外区域；日韩市场需求逐步修复，但市场壁垒较高、封闭性强，主要由日本本土厂商主导行业。

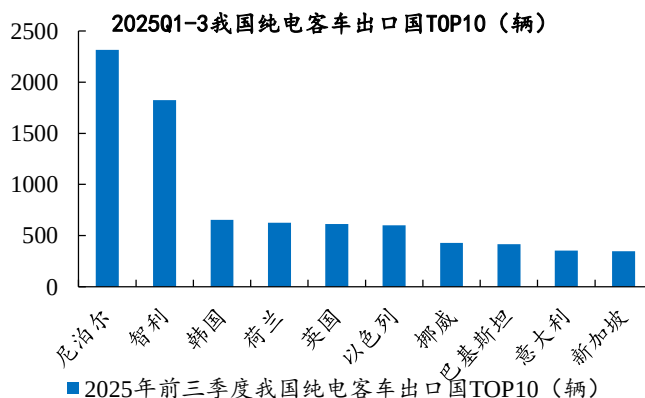
中东、拉美、东南亚为我国客车主要出口市场，其中欧洲、拉美、东南亚等地新能源客车出口迎来明显增长。近年来，中东、拉美、东南亚成为我国主要的客车出口市场，受益相关地区的经济发展。其中，受益海外多地的新能源发展规划，我国近年来新能源客车持续出口至欧洲、拉美、东南亚等地，未来新能源客车出口有望成为我国客车出口的重要增长极。

图26：中东、拉美和东南亚为目前我国客车出口重要市场



数据来源：汽车总站网公众号、开源证券研究所

图27：近年来，我国新能源客车持续出口至欧洲、拉美、东南亚等地



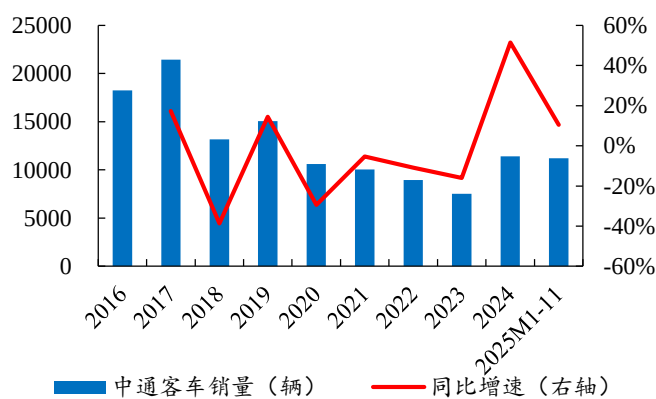
数据来源：汽车总站网公众号、开源证券研究所

3、公司看点：量利齐升，新能源出口未来可期

3.1、总览：2024 年以来销量触底回升，大中客、新能源占比明显提升

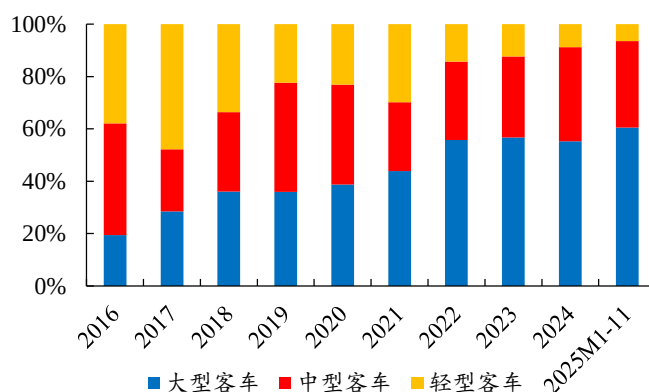
2024 年以来销量触底大幅回升，大中客销量占比持续提升。2024 年，在以旧换新政策拉动以及国内旅游市场复苏对座位客车销量形成明显拉动的背景下，公司客车销量触底回升，同比增长 51.5%。2025 年，公司客车出口业务迎来快速发展，推动公司 2025 年前 11 月客车销量同比增长 10.5%。分结构看，公司产品端侧重大中客的发展。受益以旧换新政策对大型客车补贴更多、旅游座位客车及中高端新能源客车出口增长推动，近年来公司大中客销量占比持续提升，已从 2017 年的 52.2% 提升至 2025 年前 11 月的 93.5%，有望带动公司盈利能力明显提升。

图28：2024 年以来，公司客车销量触底大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

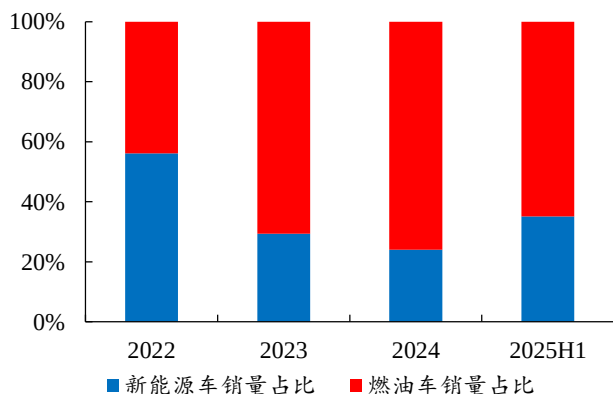
图29：2022 年以来，公司大中客销量占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

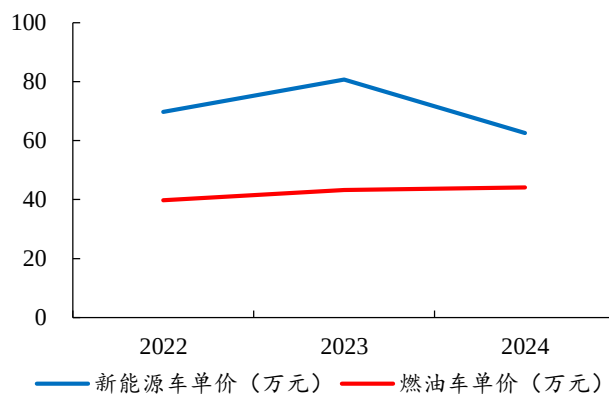
公司 2025 年上半年新能源客车销量占比大幅提升，高均价有望明显增强公司业绩。公司 2023 年新能源客车销量触底。但 2024 年，受益以旧换新政策对新能源公交客车的拉动等，公司新能源客车销量同比+24.0%。2025 年，公司新能源客车出口迎来快速增长，并且结构层面侧重欧洲、南美等高端新能源客车市场，推动公司新能源客车销量占比从 2024 年的 24.0% 大幅提升至 2025 年上半年的 35.1%。而从均价来看，2022-2024 年，公司新能源客车均价明显高于燃油客车，并且后续有望继续受益海外新能源客车业务的快速发展，有望提振公司整体盈利能力。

图30：2025 年上半年，公司新能源车销量占比大幅提升



数据来源：Wind、公司公告、中国客车信息网、开源证券研究所

图31：2022-2024 年，公司新能源车均价明显高于燃油车

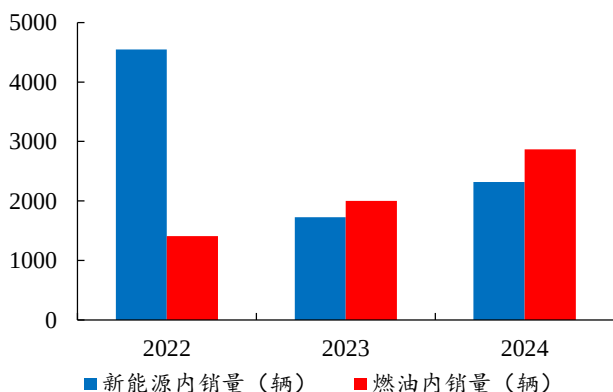


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3.2、国内市场：销量触底回升，单车均价处于行业较高水平

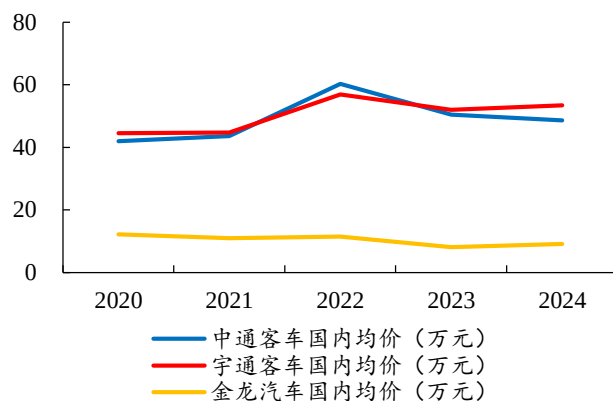
公司 2024 年国内市场燃油及新能源客车销量均有明显修复，单车均价处于国内较高水平。2022-2023 年，客车行业面临销量压力，公司客车销量也出现较大程度下滑。但 2024 年，公司国内客车销量迎来明显回暖，且燃油及新能源客车销量均有明显修复。一方面，公司积极调整产品结构，紧抓国内旅游市场崛起的机遇，在座位客车、大中客等方面持续发力。另一方面，以旧换新政策刺激下，新能源公交车行业迎来重要发展机遇，也对公司国内新能源客车销量形成明显刺激。均价层面，公司国内客车销售均价始终处于行业较高水平，体现产品较强的竞争力，也体现大中客占比持续提升的成效。

图32：2024 年，公司新能源及燃油车销量均有大幅提升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图33：公司国内客车销售均价处于行业较高水平



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3.3、国外市场：新能源客车出口快速发展，海外业务量价齐升可期

为缓解公司此前几年国内市场的销量压力、共享海外多地区经济发展及客车领域电动化等的发展机遇，公司近几年来多措并举发展海外客车业务，并取得显著成效。

产品端，公司在海外多个区域采取定制化策略，满足区域个性化需求。受地理环境差异、经济发展不均衡等多方面因素的影响，不同地域的客车需求存在较大的差异，因此公司海外业务发展时采取定制化产品开发策略。针对特定市场，公司通过对当地法规的分析与适应，加快国际化产品认证，在整车可靠性、环境适应性、用户习惯等方面持续提升，产品逐渐获得海外多地区的好评。

表1：公司在海外多个区域采取定制化策略，满足区域个性化需求

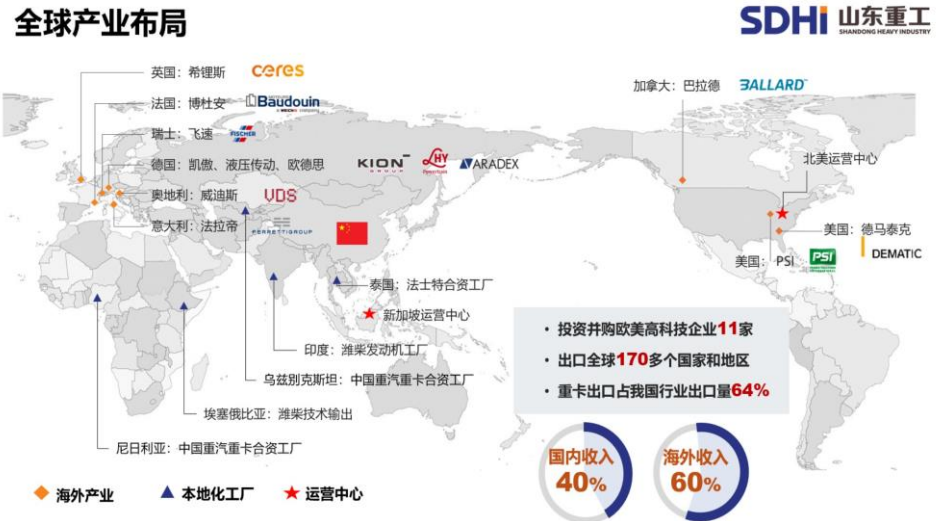
地区	公司定制化开发政策
新加坡	面对当地高温、高湿、路窄等运营条件，通过车辆布局、空调设置、内饰用料、转弯半径等一系列适应性开发，满足当地车辆运营需求
丹麦	为有效应对当地高寒积雪频繁使用融雪剂而导致车身易腐蚀问题，通过不锈钢车身、铝车身等适应性研发工作，大幅提升了车身防腐性能
中东	通过加固车辆底部防护结构，有效解决了当地因强力风沙、复杂路况导致的沙石、硬物碰撞底盘及发动机舱清洁问题

资料来源：客车网、开源证券研究所

资源协同层面，背靠山东重工集团，公司客车出海获得渠道等方面强劲支撑。公司实控人山东重工集团在全球拥有 300 多个海外办事处，1000 余家营销渠道，在 25 个国家设有 36 个贸易平台公司，全球海外工厂（含 KD 工厂）40 座，实现了在全球

30 多个国家的海外本地化组装和生产，近 2000 名员工常驻海外，旗下各企业之间建立了遍布全球的网络体系，产品已出口到全球 170 多个国家和地区。同时，中国重汽、潍柴等强势品牌的海外渠道网络与中通客车等公司共享(山东重工集团海外 1000 多家渠道中共享的渠道近 300 家)，助力公司海外市场开拓。此外，山东重工集团的平台资源还有效提升了公司在海外的品牌影响力。自 2023 年以来，公司先后参加了山东重工集团在哈萨克斯坦、迪拜、印尼、墨西哥、德国、新加坡等国家组织的全球合作伙伴大会、新产品展示会等，品牌曝光度持续提升。

图34：山东重工集团在海外有强大的渠道资源等，为公司出海提供强劲资源支持



资料来源：山东重工集团官网

服务端，公司持续完善全球维保服务体系等，提升海外客户满意度。公司注重海外客户满意度的提升，持续提升整体服务能力。公司不断加大服务站与配件中心库等配套服务建设，目前以直营服务站、客户授权服务站、第三方授权服务站等方式，提升海外用户服务体验。基于日渐完善的海外服务体系，公司不断创新海外服务模式，打造 7*24 小时、365 天全天候续航服务模式，售后服务半径由 300 公里缩短到 180 公里以内，覆盖海外全部市场，实现 30 分钟快速响应、一般问题 24 小时封闭。同时，公司海外服务人员常驻覆盖率已提升至 65.5%，更加深入地开展用户需求识别、技能培训、故障问题解决等，满足客户的运营及维保需求。

图35：2023年，山东重工（吉尔吉斯斯坦）维保服务中心揭牌成立，成为中亚地区最大的商用车维保服务中心



资料来源：丝路新观察官网

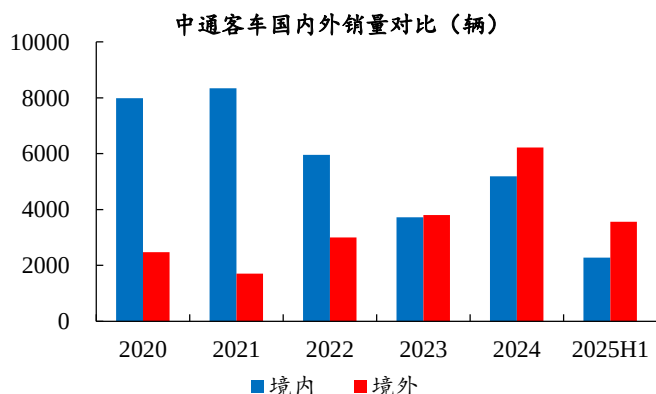
图36：公司海外服务人员常驻覆盖率提升至 65.5%，更深入开展用户需求识别、技能培训、故障问题解决等



资料来源：客车网

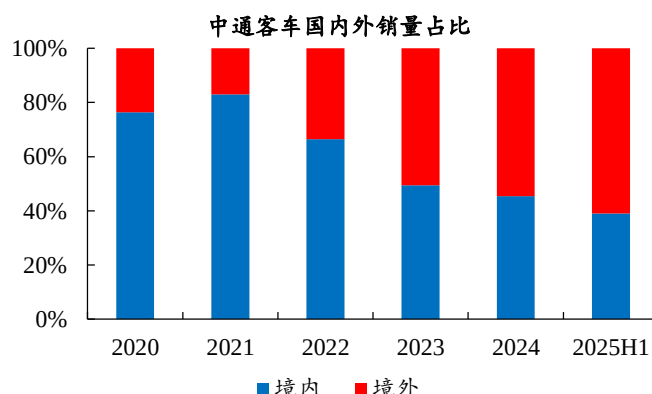
多措并举下，2024年以来，公司海外客车销量大幅超越国内，成为公司销量增长的核心驱动力。2022年以来，公司海外销量持续快速增长，已从2021的1707辆增长至2024年的6220辆，CAGR达53.9%。2023年，公司海外销量首次超越国内销量，并且2024年以来，海外销量已大幅超越国内，成为公司销量增长的核心驱动力。

图37：2024年以来，公司境外客车销量大幅超越境内



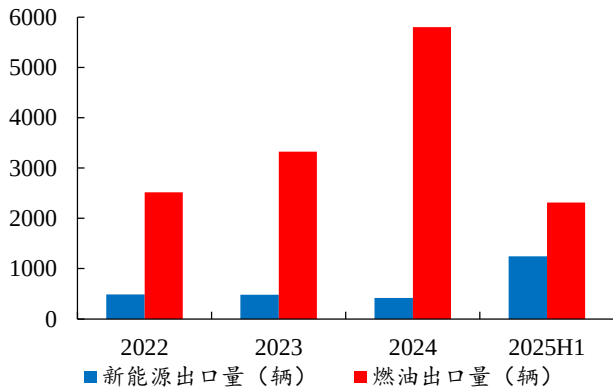
数据来源：Wind、中国客车信息网、开源证券研究所

图38：2022年以来，公司境外客车销量占比持续提升

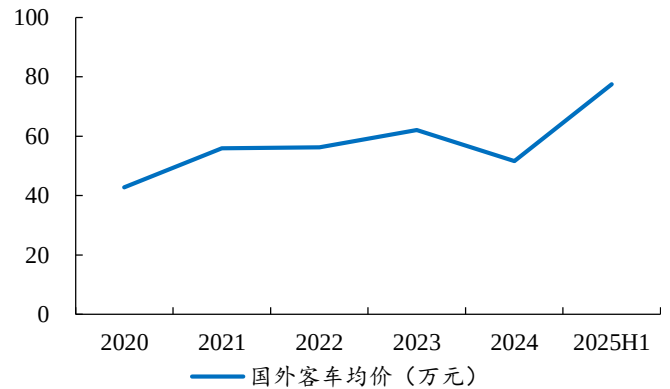


数据来源：Wind、中国客车信息网、开源证券研究所

公司注重海外客车产品结构优化，2025年上半年海外新能源客车销量大幅增长，大幅提升单车均价，且未来有望继续受益海外新能源客车市场的快速发展。在欧洲、拉美等地区大力推动电动化的大背景下，海外新能源客车行业迎来重要发展期。公司充分发挥多年的新能源客车开发经验，已在韩国、德国、巴拉圭、匈牙利等多个国家推广新能源客车产品，2025年上半年新能源客车出口量获得重大突破。均价层面，2021-2023年，公司海外客车均价已波动提升明显。2025年上半年，在海外新能源客车占比大幅提升的背景下，公司海外单车均价继续实现大幅提升。展望未来，公司海外新能源客车业务有望继续快速发展，进而推动公司海外业务量价齐升。

图39：2025 年上半年，公司新能源客车海外销量大幅增长


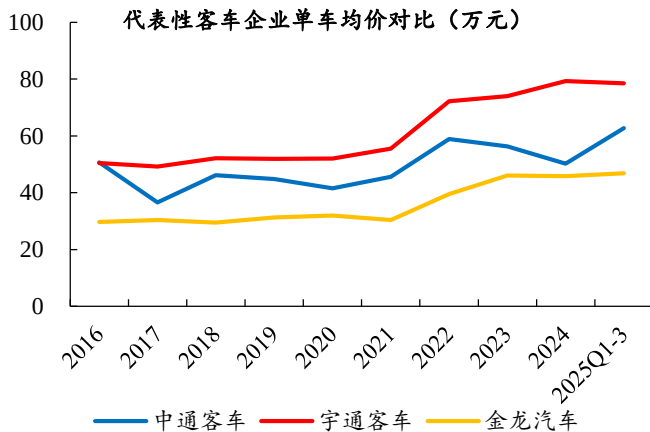
数据来源：Wind、中国客车信息网、开源证券研究所

图40：新能源客车海外销量增长带动公司 2025 年上半年海外客车均价大幅提升


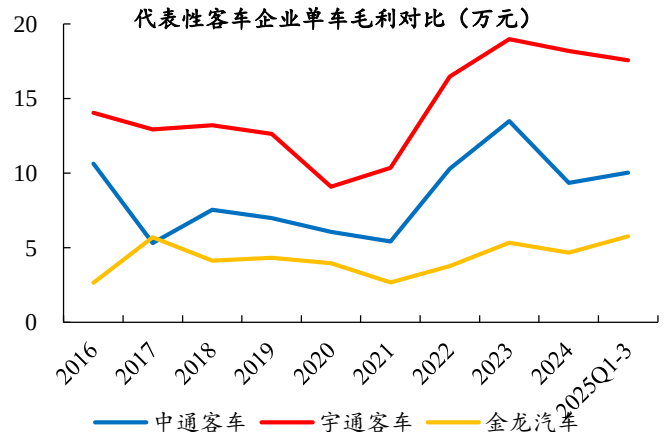
数据来源：Wind、中国客车信息网、开源证券研究所

3.4、同业对比：单车均价、利润低于宇通客车，但明显高于金龙汽车

同业对比来看，公司产品均价、利润低于海外新能源客车销量表现突出的宇通客车，但相比金龙汽车明显更高。受益公司大中客、新能源、海外客车销量的增长，2025 年前三季度，公司单车均价、利润均有明显提升。而从同业对比来看，公司产品均价、利润低于海外新能源客车销量表现突出的宇通客车，但相比金龙汽车明显更高。展望未来，随着公司海外新能源客车的持续放量，公司盈利能力有望继续提升。

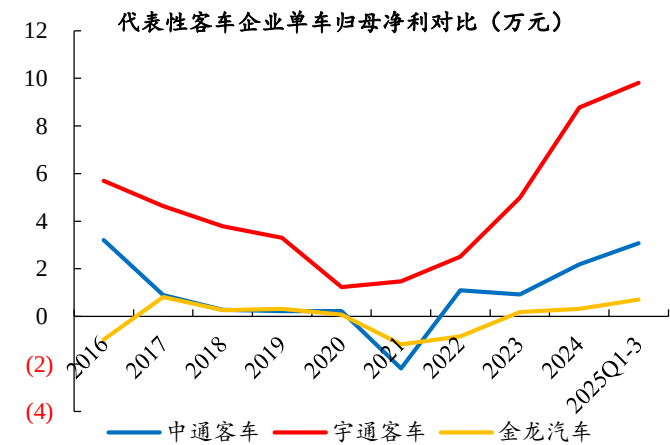
图41：2025 年前三季度，公司单车均价相较宇通客车差距缩小，相较金龙汽车领先优势扩大


数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2025 年前三季度，公司单车毛利小幅提升，相较金龙汽车明显更高


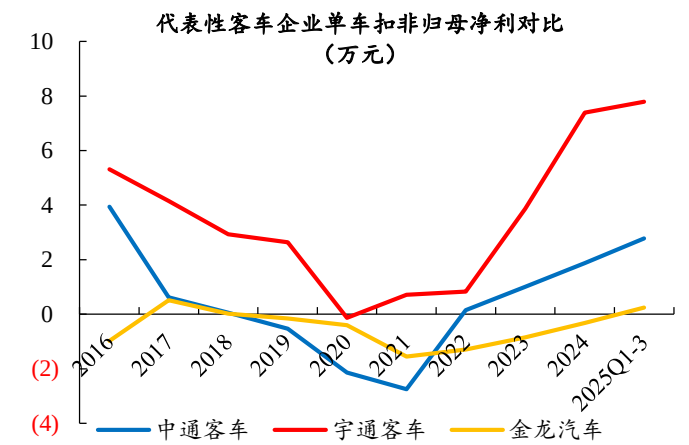
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2025 年前三季度，公司单车归母净利大幅提升，相较金龙汽车领先优势扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2025 年前三季度，公司单车扣非归母净利大幅提升，相较金龙汽车明显更高



数据来源：Wind、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：**公司国内业务主要为销售大中型座位客车及公交车。2024年，受以旧换新政策对公交车拉动及旅游行业复苏对座位客车的拉动，国内客车业务销量增长明显。目前，国内公交车已基本完成电动化，座位客车电动化还有较大发展空间。我们预计在以旧换新政策逐步退坡背景下，公司国内新能源客车销量还有增长空间，2025-2027年销量预计分别增长12%、10%、5%。但公司国内燃油客车销量或已面临瓶颈，预计2025-2027年分别下滑1%、1%、1%。**②国外：**公司国外业务同样主要为销售大中型座位客车及公交车。尤其是在海外多地区制定明确的电动化发展目标的背景下，新能源客车出口业务迎来快速增长。我们预计2025-2027年公司海外客车销量同比分别增长14%、10%、8%，其中新能源客车海外销量同比分别增长266%、30%、50%。

（2）毛利率端：**①国内：**公司国内客车业务目前相对成熟，我们预计公司国内客车业务毛利率相对稳定，2025-2027年毛利率分别为12.0%、12.2%、12.3%。**②国外：**我们预计随着公司客车产品在更多地区销售，燃油及新能源客车毛利率都将稳步提升。预计2025-2027年公司新能源客车毛利率分别为26.7%、27.0%、27.5%，燃油客车毛利率分别为11.3%、11.8%、11.9%。

表2：中通客车业绩拆分与盈利预测

年份	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	52.76	42.44	57.34	78.17	93.75	118.82
YOY	15.0%	-19.6%	35.1%	36.3%	19.9%	26.7%
毛利率	17.5%	23.9%	18.6%	16.5%	17.4%	17.9%
客车业务营收	50.71	40.84	55.35	74.59	89.23	113.12
YOY	15.1%	-19.5%	35.5%	34.8%	19.6%	26.8%
毛利率	15.9%	23.6%	18.5%	16.0%	17.0%	17.5%
其他业务营收	2.05	1.60	1.99	3.59	4.52	5.69
YOY	14.4%	-21.8%	24.4%	80.0%	10.0%	10.0%
毛利率	55.5%	31.7%	20.8%	26.0%	26.0%	26.0%

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、金龙汽车、安凯客车 3 家公司作为可比公司。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 78.17、93.75、118.82 亿元，EPS 分别为 0.7、0.9、1.2 元，当前股价对应的 PE 分别为 17.1、12.9、9.8 倍，低于宇通客车、金龙汽车 2 家可比公司均值的 22.4、14.9、12.0 倍。鉴于公司客车出海业务持续突破，新能源及大中客占比有望继续提升，进而有望带动公司客车业务量价齐升，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司估值低于可比公司均值，具备一定的配置性价比

股票代码	公司简称	最新收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			P/E			评级
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
600066.SH	宇通客车	33.54	742.56	2.2	2.6	3.0	15.2	13.0	11.3	未评级
600686.SH	金龙汽车	17.21	123.40	0.6	1.0	1.3	29.7	16.9	12.8	未评级
000868.SZ	安凯客车	4.97	46.69	-	-	-	-	-	-	未评级
平均							22.4	14.9	12.0	
000957.SZ	中通客车	11.51	68.24	0.7	0.9	1.2	17.1	12.9	9.8	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：宇通客车、金龙汽车盈利预测来自 Wind 一致预期，安凯客车因数据缺失未纳入可比公司均值计算；截至 2026 年 1 月 6 日）

5、风险提示

客车行业销量不及预期：若国内外客车需求不及预期，将对公司销量及营收造成重大影响。

以旧换新政策不及预期：若以旧换新政策不及预期，将对国内客车需求造成影响，进而影响公司国内销量。

海外新能源客车需求不及预期：若海外新能源客车需求不及预期，将对公司新能源客车销量造成重大影响，进而影响公司营收及利润率。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6626	6450	5980	6391	8898
现金	1962	2825	3852	4619	5854
应收票据及应收账款	3426	2409	0	0	0
其他应收款	46	24	72	43	102
预付账款	65	88	121	129	187
存货	638	798	1212	1170	1831
其他流动资产	489	306	724	429	922
非流动资产	1880	1718	2042	2215	2530
长期投资	13	6	-4	-14	-23
固定资产	937	861	1219	1429	1786
无形资产	452	437	405	373	339
其他非流动资产	478	415	422	426	429
资产总计	8506	8167	8022	8606	11429
流动负债	5330	4790	4249	4326	6472
短期借款	484	0	2150	2468	3720
应付票据及应付账款	3230	3330	0	0	0
其他流动负债	1615	1459	2099	1858	2753
非流动负债	448	434	459	456	455
长期借款	0	0	25	22	21
其他非流动负债	448	434	434	434	434
负债合计	5778	5223	4708	4781	6927
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	593	593	593	593	593
资本公积	478	478	478	478	478
留存收益	1587	1798	2144	2575	3173
归属母公司股东权益	2729	2944	3314	3824	4502
负债和股东权益	8506	8167	8022	8606	11429

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	436	1431	-771	757	475
净利润	70	249	400	527	699
折旧摊销	104	102	96	124	154
财务费用	-9	-32	-48	-4	7
投资损失	3	3	-18	-4	-6
营运资金变动	-3	916	-1334	-74	-640
其他经营现金流	271	193	133	187	261
投资活动现金流	-1	2	-402	-292	-463
资本支出	1	0	430	306	479
长期投资	0	0	10	10	10
其他投资现金流	0	2	18	4	6
筹资活动现金流	-650	-512	50	-16	-29
短期借款	-619	-484	2150	318	1252
长期借款	0	0	25	-4	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-28	-2125	-331	-1279
现金净增加额	-209	953	-1123	449	-17

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4244	5734	7817	9375	11882
营业成本	3328	4667	6531	7741	9754
营业税金及附加	27	35	44	56	70
营业费用	279	298	344	384	487
管理费用	151	152	111	113	143
研发费用	219	236	258	300	368
财务费用	-9	-32	-21	-25	-32
资产减值损失	-60	-71	-78	-75	-71
其他收益	45	60	53	56	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	-3	18	4	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	108	274	437	583	781
营业外收入	3	6	4	4	5
营业外支出	6	11	6	8	8
利润总额	105	269	434	579	777
所得税	35	20	35	52	78
净利润	70	249	400	527	699
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	70	249	400	527	699
EBITDA	179	286	504	725	970
EPS(元)	0.12	0.42	0.67	0.89	1.18

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-19.6	35.1	36.3	19.9	26.7
营业利润(%)	-12.4	155.1	59.2	33.4	33.9
归属于母公司净利润(%)	-29.2	258.1	60.2	31.9	32.6
获利能力					
毛利率(%)	21.6	18.6	16.5	17.4	17.9
净利率(%)	1.6	4.4	5.1	5.6	5.9
ROE(%)	2.6	8.5	12.1	13.8	15.5
ROIC(%)	1.4	5.4	6.6	8.4	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	67.9	64.0	58.7	55.6	60.6
净负债比率(%)	-44.3	-88.7	-44.0	-49.9	-42.0
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	1.2	2.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.9	3.4	9.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.42	0.67	0.89	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	2.41	-1.30	1.28	0.80
每股净资产(最新摊薄)	4.60	4.97	5.59	6.45	7.59
估值比率					
P/E	98.0	27.4	17.1	12.9	9.8
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	31.4	14.7	10.7	6.8	5.1

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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、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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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