

宇通客车 (600066.SH)

单车营收持续增高，一季度净利润同比扭亏为盈

买入

核心观点

2023年第一季度归母净利润同比扭亏为盈。2023年Q1宇通实现营收35.76亿元(宇通23Q1累计产销4962/4439辆,同比+6%/-10%,其中大中客销量3463辆,同比-15%;7米以上新能源客车销量762辆),同环比+1.4%/-58.8%;归母净利润1.21亿元,同比扭亏为盈(22Q1为-1.16亿元),环比-80.8%;扣非归母净利润0.48亿元,同比扭亏为盈(22Q1为-3.24亿元),环比-91.5%;23Q1宇通冲回应收账款、其他应收款、长期应收款信用减值准备合计8599.2万元,冲回合同资产减值准备418.8万元,增厚23Q1利润总额9018.0万元。

单车营收持续提升,一季度毛利率同比改善。毛利率方面,23Q1宇通客车整体毛利率为21.5%,同比+6.5pct,预计主要系高毛利率(22年海外销售毛利率30.0%)的出口销量占比提升,环比-4.6pct,预计系销量环比下滑影响规模效应充分释放;费用方面,23Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为8.5%/4.8%/8.2%/-0.4%,同比分别-1.0/-2.1/-2.7/+1.3pct,环比分别+0.5/+1.9/+2.3/-2.4pct;单车盈利方面,23Q1公司单车营收为80.6万元,同比+9.3万元,环比+3.3万元,单车归母净利润为2.7万元,同比扭亏(22Q1为-2.3万元),环比-2.9万元;2023Q1归母净利率为3.37%,同比扭亏为盈(22Q1为-3.28%),环比-3.9pct;23Q1公司经营活动现金流为4.1亿元。

全球大中客龙头,有望迎来周期与成长共振。1)国内需求复苏:经济回暖大背景下,我国座位客车(出行需求释放)+公交客车(供给出清+置换需求)有望实现销量反弹;另外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)出口放量提速:公司作为全球大中客车行业龙头,持续创新+产品实力+先发优势+优质服务打造出口优势,宇通海外销售充分受益于海外新能源渗透(海外客车行业销量是国内近2倍,且新能源渗透率较低)以及“一带一路”的深化和推进(宇通实现沿线115个国家客车出口);宇通已累计出口客车超8.6万辆,实现全球目标市场海外销售+服务网络布局,其深化独创“宇通模式”也已成为中国汽车工业由产品输出走向技术输出的典范。随出口业务放量+国内市场复苏,公司业绩有望持续兑现。

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。考虑到公司海外订单持续释放以及国内市场需求回暖,持续看好公司业绩持续释放,维持盈利预测,预计23-25年公司归母净利润12.4/17.8/22.2亿元,对应PE为25/17/14倍,公司实力强劲,具备整车、技术、方案输出能力,助力公司保持长期竞争力,有望充分受益于行业复苏+出海配套,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)	51.0	40.3	24.7	17.2	13.8
EV/EBITDA	66.1	32.0	34.7	24.8	21.2
市净率(PB)	2.05	2.11	2.03	1.91	1.79

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	13.82元
总市值/流通市值	30597/30597百万元
52周最高价/最低价	13.82/6.89元
近3个月日均成交额	431.79百万元

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)-海外销售业务持续兑现,单四季度归母净利润增长78%》——2023-03-29
- 《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

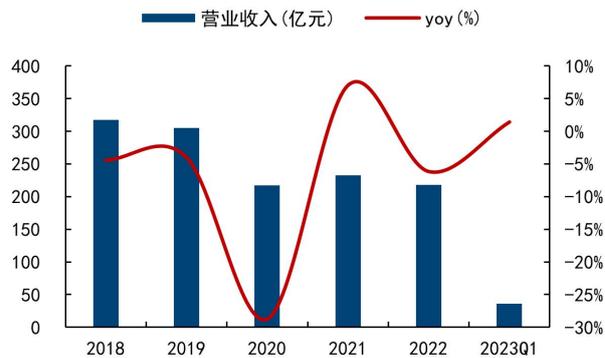
业绩概述：2023年Q1宇通实现营收35.76亿元（宇通23Q1累计产销4962/4439量，同比+6%/-10%，其中大中客销量3463辆，同比-15%；7米以上新能源客车销量762辆），同环比+1.4%/-58.8%；归母净利润1.21亿元，同比扭亏为盈（22Q1为-1.16亿元），环比-80.8%，扣非归母净利润0.48亿元，同比扭亏为盈（22Q1为-3.24亿元），环比-91.5%；23Q1宇通冲回应收账款、其他应收款、长期应收款信用减值准备合计8599.2万元，冲回合同资产减值准备418.8万元，增厚23Q1利润总额9018.0万元。

图1：宇通客车营业收入及增速（单位：亿元、%）



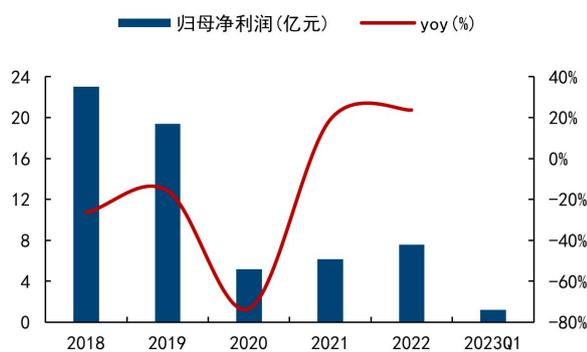
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



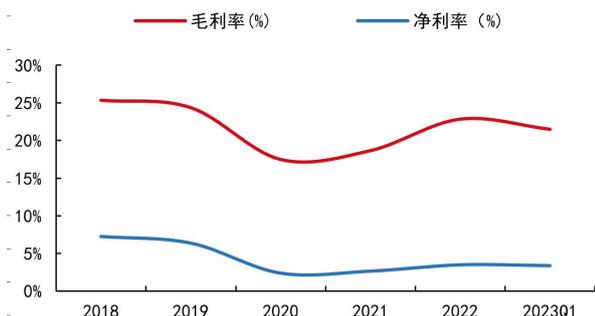
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率方面，23Q1宇通客车整体毛利率为21.5%，环比-4.6pct，预计系销量环比下滑影响规模效应充分释放，同比+6.5pct，预计主要系高毛利率（22年海外销售毛利率30.0%）的出口销量占比提升。

费用方面，23Q1宇通客车销售/管理/研发/财务费用率分别为8.5%/4.8%/8.2%/-0.4%，同比分别-1.0/-2.1/-2.7/+1.3pct，环比分别+0.5/+1.9/+2.3/-2.4pct。

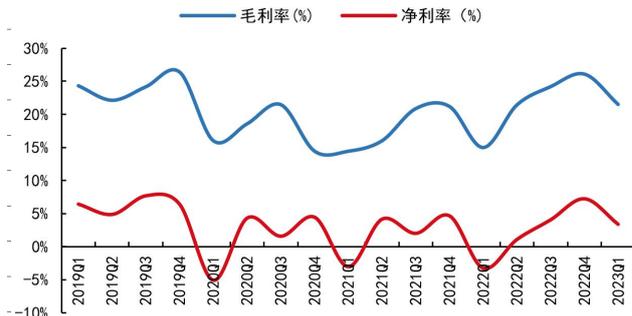
单车盈利方面，23Q1公司单车营收为80.6万元，同比+9.3万元，环比+3.3万元，单车归母净利润为2.7万元，同比扭亏（22Q1为-2.3万元），环比-2.9万元；2023Q1归母净利率为3.37%，同比扭亏为盈（22Q1为-3.28%），环比-3.9pct；23Q1公司经营活动现金流为4.1亿元。

图5: 宇通客车毛利率、净利率变化情况



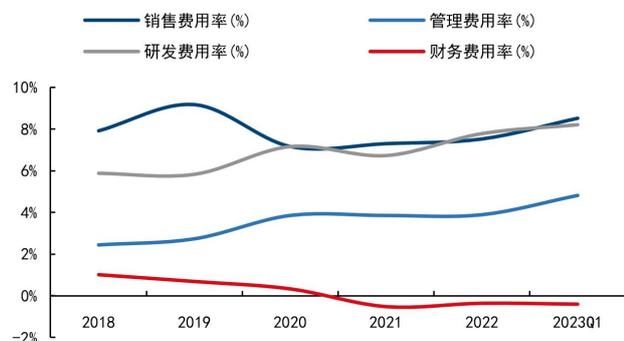
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 宇通客车季度毛利率、净利率变化情况



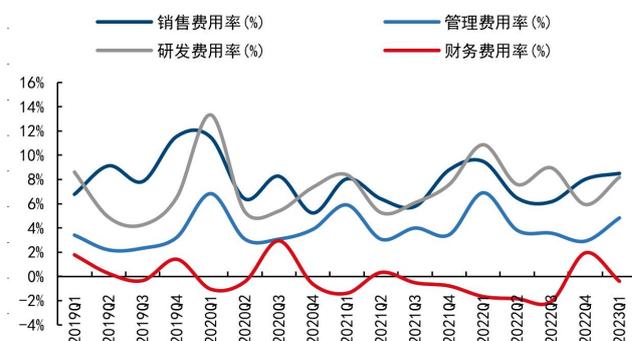
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 宇通客车四项费用率变化情况



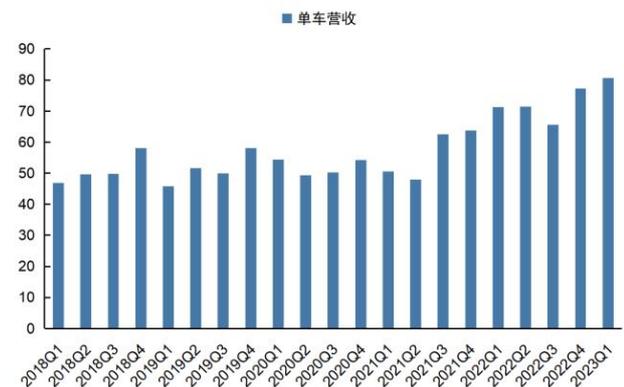
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 宇通客车季度四项费用率变化情况



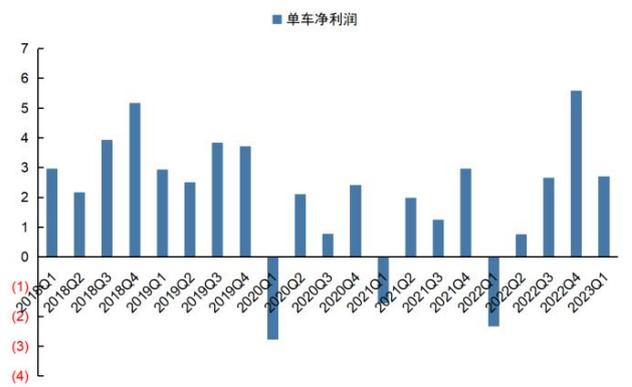
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

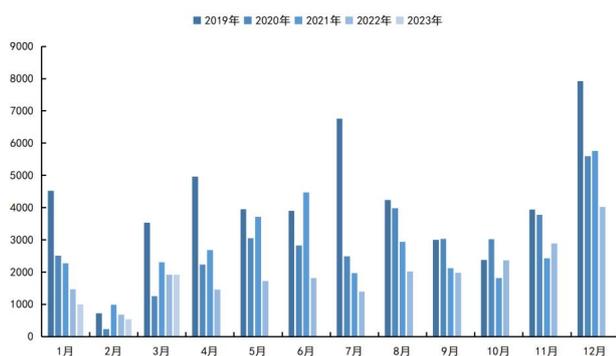
表1: 宇通客车季度数据拆分 (亿元, %, 万辆)

	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营收 (亿元)	61.77	58.57	75.71	35.26	47.33	48.54	86.85	35.76
同比	29%	-2%	-6%	-3%	-23%	-17%	15%	1%
毛利 (亿元)	9.88	12.18	16.05	5.29	10.13	11.75	22.67	7.68
毛利率 (%)	16.0%	20.8%	21.2%	15.0%	21.4%	24.2%	26.1%	21.5%
费用率 (%)	11.9%	18.8%	16.6%	18.3%	20.3%	20.2%	18.9%	18.1%
归母净利润 (亿元)	2.56	1.17	3.52	-1.16	0.5	1.96	6.28	1.21
同比	24%	25%	-2%	5%	-80%	68%	78%	/
扣非净利润 (亿元)	0.78	0.57	3.42	-3.24	-0.41	0.54	5.61	0.48
同比	169%	338%	239%	83%	-153%	-5%	64%	/
净利率 (%)	4.1%	2.0%	4.7%	-3.3%	1.1%	4.0%	7.2%	3.5%
总销量 (万辆)	13412	9376	11864	4945	6622	7392	11239	4439
大中客销量	10861	7030	10001	4070	5000	5392	9271	3463
轻客销量	2551	2346	1863	875	1622	2000	1968	976
轻客占比	19.0%	25.0%	15.7%	17.7%	24.5%	27.1%	17.5%	22.0%
单车营收 (万元)	46.1	62.5	63.8	71.3	71.5	65.7	77.3	80.6
同比	-7%	24%	18%	41%	55%	5%	21%	13%
环比	-9%	36%	2%	12%	0%	-8%	18%	4%
单车归母 (万元)	1.9	1.2	3	-2.3	0.8	2.7	5.6	2.7
同比	-10%	59%	23%	56%	-60%	121%	86%	/
环比	-224%	-35%	139%	-178%	-132%	251%	111%	-51%
单车扣非 (万元)	0.6	0.6	2.9	-6.6	-0.6	0.7	5.0	1.1
同比	95%	458%	326%	162%	-203%	22%	72%	/
环比	-124%	5%	374%	-326%	-91%	-218%	583%	-78%

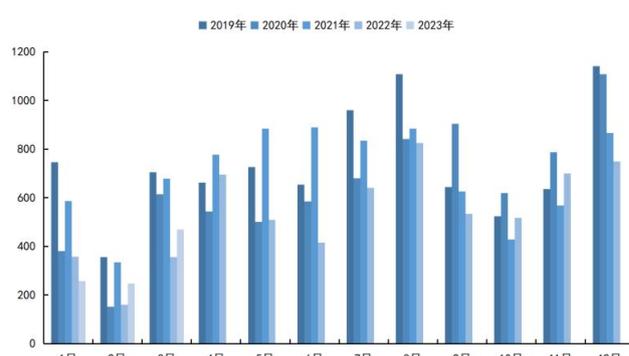
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

整体分销量看, 宇通3月客车产销分别为2566/2390辆, 同比+12%/+5%, 1-3月累计产销分别为4962/4439辆, 同比+6%/-10%; 宇通3月大中客车销量1920辆, 同比基本持平; 1-3月销量3463辆, 同比-15%。

新能源来看, 23Q1宇通客车7米以上新能源客车762辆, 同比-54.3%, 市占率13.5%; 7米以上新能源公交客车销量608辆, 同比-51.7%, 市占率11.9%。

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

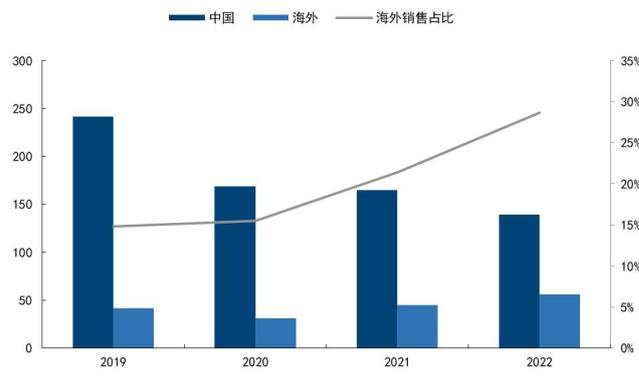
2022年海外业务持续拓展，技术+服务出口模式进展顺利。截至2022年末，宇通已累计出口客车超87000辆，新能源客车在中东、拉美、东南亚、欧洲等20多个国家或地区形成批量销售，摘得2022年度欧洲纯电动客车的销量冠军，更覆盖“一带一路”沿线115个国家，在卡塔尔、沙特、乌兹别克斯坦、波兰等多个国家成为唯一的新能源客车供应商或最大的新能源客车供应商。同时，公司从“制造型+销售产品”企业向“制造服务型+解决方案”奋力转型。2022年在卢赛尔见证全球最大电动车站落成，并获得管理维修服务工作授权，通过国际化运维团队入驻，负责电动车辆的PDI检查、日常维护保养、故障诊断、技术指导、远程支持等车辆全生命周期管理。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，海外市场对新能源的需求也将持续快速提升：

- 4 月初，据客车信息网显示，继宇通乌兹别克斯坦 800 辆客车大单陆续交付后，哈萨克斯坦 150 辆大单首批客车抵达该国卡拉干达州，在 QazTehna 工厂下线后将投入该国公共系统使用。
- 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，成为该国家主流客车供应商。
- 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，不定时限上跟车指导；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: 宇通客车近期出海交付情况梳理

时间	国家	数目	事件	成就
2023 年 4 月	哈萨克斯坦	150	哈萨克斯坦 150 辆大单首批客车抵达该国卡拉干达州，在 QazTehna 工厂下线后将投入该国公共系统使用。	宇通在哈萨克斯坦已累计销售超 4300 辆大中型客车，占中国整体出口量 50%以上，产品服务当地客运、公交、校车、医疗、旅游、团体等各细分市场，是达该国卡拉干达州，在 QazTehna 工厂当地大中型客车市场保有量最多的中国客车品牌。宇通客车与哈萨克斯坦合作伙伴共同筹建 QazTehna 工厂，可生产 1200 辆宇通客车和 500 辆工程机械，并可独立完成底盘、焊装、涂装、承装、检测等全套工序，实现客车、矿用车和环卫车辆的组装生产，相当于一条完整的生产线。
2023 年 3 月	乌兹别克斯坦	800	此次订单共 800 辆，包括宇通新能源客车宇威 E12 (ZK6126BEVG) 300 辆，CNG 天然气车 (ZK6116HG、ZK6126HG) 500 辆，创下中国对乌兹别克斯坦客车出口新纪录。	乌兹别克斯坦首都塔什干高温、干燥、多尘，对新能源车辆要求极高。宇通基于核心“三电”技术，提供定制化的产品解决方案。其中动力电池采用独立液冷系统、电池舱体防撞设计、电池氮气保护系统等安全技术，并配备电机泥沙防护结构、电机抗凝露结构等降低故障，同时以强劲的大功率空调保证制冷效果。

2023年2月	沙特阿拉伯	550	<p>斩获沙特阿拉伯 550 辆客车订单，其中 300 辆宇通中高端公路客车 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。</p>	<p>宇通 2006 年进入沙特市场，多年来坚持走“高端化”、“国际化”的产品路线，通过高端车型树立品牌价值和技術壁垒，为沙特特殊的气候环境提供更符合运营场景的服务和产品。还设立 15 人的直服团队，实施一站式保姆服务，为客户的高效运营保驾护航。本次交付沙特的宇通中高端公路客车根据当地炎热干燥的气候和车辆运营里程长，强度大，山区运营等特点量身打造。配置 42000KCAL 空调，并创新性使用 AMT 变速箱，匹配大马力发动机、小速比变速箱，同时加大行李舱空间，首次实现 600L 油箱布置在前轮前而不占用大行李舱空间的技术变革，同时运用宇通独有的二代热管理技术，提高整车舒适性和运营经济性。</p>
2022年9月	埃塞俄比亚	110	<p>宇通 110 台公交车批量交付仪式在埃塞俄比亚首都亚的斯亚贝巴市的梅斯克尔广场盛大举行。</p>	<p>2009 年首次进入埃塞俄比亚市场，宇通除了为埃塞俄比亚提供优质的产品和服务之外，随着埃塞俄比亚经济的快速发展，宇通客车还根据政府规划提前为 BRT 和纯电动客车的发展做了准备和调研，并计划为当地汽车工业水平提升，提供大量的技术和人才培训支持，以满足埃塞俄比亚日益增长的公共交通发展、车队智能管理等需求。</p>
2022年8月	卡塔尔	60	<p>卡塔尔下单 60 辆宇萌 E7S，以完成赛前的城市公共交通升级</p>	<p>2020 年 11 月 30 日，宇通客车凭借领先的新能源技术和产品与卡塔尔国家运输公司通过线上云签约 1002 台，20 年 12 月，741 台赛事服务用车正式出口，卡塔尔全球顶级足球赛事现场 888 辆宇通纯电动客车亮相，收获世界球迷的赞誉。世界客车博览会 (Busworld) 学术委员会主席 JAN RICHARD K DEMAN 高度评价了宇通纯电动客车在赛事上的突出表现，并代表 Busworld 表彰宇通客车为“新能源绿色先锋”。另外宇通与卡塔尔方面签署框架协议，拟在卡塔尔自由区建立 KD 工厂。</p>
2022年7月	智利	-	<p>宇通 YESS 技术及纯电动新车发布会在智利首都举行：宇通高端纯电动局长等试乘后的一致好评。2005 年进入智利，17 年来，宇通为智利提供了多辆客车 T13E 在智利全球首发并实批定制客车。2012 年，智利国家足球队选用宇通客车作为国家队的专用班车；现交付，并携手智利政府、客户等 2015 年智利 U17 世界青少年世界杯期间，宇通 ZK6136 承担了绝大部分的球员运输服务；2018 年宇通 100 台纯电动客车的出口再次刷新了海外新能源客车的订单记录，也标志着智利公共交通电动化的正式开始。</p>	<p>如今，宇通高端纯电动公路客车 T13E 再度“闪耀”智利，再次获得了智利交通会在智利首都举行：宇通高端纯电动局长等试乘后的一致好评。2005 年进入智利，17 年来，宇通为智利提供了多辆客车 T13E 在智利全球首发并实批定制客车。2012 年，智利国家足球队选用宇通客车作为国家队的专用班车；现交付，并携手智利政府、客户等 2015 年智利 U17 世界青少年世界杯期间，宇通 ZK6136 承担了绝大部分的球员运输服务；2018 年宇通 100 台纯电动客车的出口再次刷新了海外新能源客车的订单记录，也标志着智利公共交通电动化的正式开始。</p>
2022年5月	墨西哥	100	<p>墨西哥城电动运输服务公司再次采购宇通 100 台 12 米双源无轨公交车，预计 2022 年 11 月正式投入运营，年载客量可达 3060 万人次。</p>	<p>2019 年，宇通墨西哥子公司就与墨西哥城电动运输服务公司就电动公共交通运输领域展开了密切合作；2019 年 3 月，墨西哥城电动运输服务公司采购了宇通 63 台 12 米双源无轨公交车，并于 2019 年 10 月份投入运营，年载客量达到 1960 万人次；多年来，双方持续保持战略合作关系；截至目前，墨西哥城电动运输服务公司共计拥有宇通新能源车辆 301 辆，宇通车辆占墨西哥城电动运输服务公司总运营车辆比例达到 66.8%；22 年 9 月，墨西哥首都墨西哥城首条高架快速公交线路正式投入试运行，线路使用的无轨电车均由宇通客车制造。</p>

资料来源：公司官网，公司官网微信公众号，一带一路网，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。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，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

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。“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（2022年我国大中客销量为6.3万辆，其中出口2.2万辆）。

投资建议：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以及国内市场的需求回暖，持续看好公司业绩持续释放，维持盈利预测，预计23-25年宇通客车归母净利润为12.4/17.8/22.2亿元，对应PE为25/17/14倍。公司实力强劲，具备整车、技术、方案输出能力，助力公司保持长期竞争力，有望充分受益于行业复苏+出海配套，维持“买入”评级。

表4: 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	251.00	7,307	5.71	9.66	12.61	44	26	20	买入
000338.SZ	潍柴动力	11.34	990	0.56	0.81	1.03	20	14	11	无
600660.SH	福耀玻璃	33.54	875	1.82	1.89	2.27	18	18	15	买入
	平均						28	19	15	-
600066.SH	宇通客车	13.82	306	0.34	0.56	0.80	40	25	17	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)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		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	3.6%	3.7%	2.0%	2.9%	3.6%	货币资金的期初余额	6151	5631	7035	10722	8679
P/E	51.0	40.3	24.7	17.2	13.8	货币资金的期末余额	5631	7035	10722	8679	11679
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8	企业自由现金流	0	2990	3434	(1317)	3831
EV/EBITDA	66.1	32.0	34.7	24.8	21.2	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。本报告仅供我公司客户使用，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