

## 宇通客车 (600066.SH)

## 出口数据超预期增长，国内旅游大巴增长明显

事件：宇通客车发布4月产销数据，4月份共销售车辆2836台(+31.9%)，累计销量7,275辆(+2.5%)，累计数据同比转正。

- **出口业务超预期增长，海外市场提供广阔成长空间。**宇通客车4月份共销售车辆2836台(+31.9%)，累计销量7,275辆(+2.5%)，累计数据同比转正。我们判断4月出口销量大幅超预期增长。3Q22宇通出口数据转正以来，持续保持高增长。我们认为客车出口为公司打造新成长空间，海外市场空间大而且盈利高。宇通客车是全球最大客车企业，在客车电动化领域拥有最大的生产规模、最多的在运行车辆，生产经验最丰富，同时，中国电动车产业链在全球具备竞争力。因此，中国汽车出海的逻辑，有望在宇通客车身上直接体现。客车的电动化，对于宇通来讲有三个重要意义。第一，在燃油车时代，一些高端的市场公司无法进入，电动大巴时代公司可以进入；第二，由于公司拥有丰富的电动大巴的生产经验和优势，未来在电动大巴领域的市占率将远高于传统大巴；第三，电动大巴领域，公司的盈利更高。“一带一路”背景下宇通客车出海提速，公司将进入新的成长阶段。
- **疫情结束国内旅游大巴增长明显，开启上行周期。**我们认为今年4月份国内接近22年4月同期水平，在国内旅游恢复的背景下，国内旅游大巴车的销量增幅明显，有望为公司销量助力。疫情结束后，居民旅游出行的意愿增加。各个景区和旅行公司，在过去三年的时间里，购车比正常年份有所下降，随着游客人数的增加，景区可能会面临缺少大巴车的情况。往后看，旅游大巴车有望进入新一轮采购高峰。宇通客车在大中型客车领域的市占率有40%以上，将充分享受行业的增长的红利。
- **电池价格下降利好整车盈利，销量增长发挥规模效应。**过往两年，电池、四大材料和上游原材料都曾出现不同程度的紧缺，各个环节的涨价最后体现为电池价格上涨，整车企业需要承担产业链价格上涨带来的成本压力，无论是乘用车还是商用车，盈利都出现了大幅的下降。往后看，电池价格有望下降，整车企业的也将因此受益，盈利有望大幅提高。电动客车单车带电量有150~200度电，单车电池成本在15~20万元之间。2022年宇通客车的总销量为3万台，其中约40%为电动客车。因此，电池成本下降有望给公司带来客观的盈利弹性。销量增长发挥规模效应，2018年以来，公司的管理费用+研发费用的绝对额基本上保持不变，但是由于收入下降，管理费用率+研发费用率从2018年的8.3%上升到了2022年11.7%。管理费用和研发费用是相对刚性的支出，未来随着收入的增加，这部分支出基本变化不大，预计23年管理费用率和研发费用率下降，单车的利润弹性和公司净利率有望快速提升。
- **盈利预测与投资建议。**此次宇通客车的经营上行，包括了海外市场拓展带来的增长、国内市场消费和旅游复苏、公交更新的周期上行以及电池成本下降等因素共振。海外市场拓展的成长性将远高于国内市场修复性增长。在电池成本下降和规模效应的双轮驱动下，公司业绩有望快速提升；同时海外出口业务有望打开新空间，为公司提供更高的利润弹性。预计23年~25年公司的净利润为13.8亿、19.6亿和25亿元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：国内恢复不及预期；海外销量不及预期。**

## 强烈推荐 (维持)

中游制造/汽车  
目标估值：NA  
当前股价：13.78元

## 基础数据

总股本(万股)	221394
已上市流通股(万股)	221394
总市值(亿元)	305
流通市值(亿元)	305
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	49.7%
主要股东	郑州宇通集团有限公司
主要股东持股比例	37.7%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	85	95
相对表现	26	71	92



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《宇通客车(600066)——重视公司海外成长逻辑，高分红、高股息回报股东》2023-04-27
- 《宇通客车(600066)——出口业务增长提速，公司进入新的成长阶段》2023-04-06
- 《宇通客车(600066)——Q4业绩大超预期，确认向上经营趋势》2023-03-28

汪刘胜 S1090511040037

✉ wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

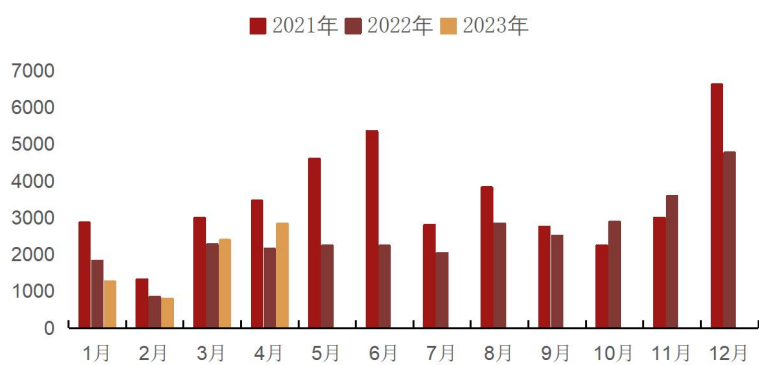
✉ yangxianyu@cmschina.com.cn

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	23233	21799	25614	29328	32700
同比增长	7%	-6%	18%	15%	12%
营业利润(百万元)	535	706	1276	1805	2296
同比增长	76%	32%	81%	41%	27%
归母净利润(百万元)	614	759	1384	1963	2502
同比增长	19%	24%	82%	42%	27%
每股收益(元)	0.28	0.34	0.63	0.89	1.13
PE	49.7	40.2	22.0	15.5	12.2
PB	2.0	2.1	1.9	1.7	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 宇通客车月度销量 (单位: 辆)



资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	20756	18998	21021	24900	28655
现金	5631	7035	5744	7463	9289
交易性投资	388	0	0	0	0
应收票据	161	267	313	359	400
应收款项	5531	4090	5608	6421	7159
其它应收款	1006	916	1076	1233	1374
存货	6106	4894	6183	7032	7772
其他	1933	1798	2096	2393	2660
<b>非流动资产</b>	11410	10999	12006	11800	11622
长期股权投资	897	997	997	997	997
固定资产	4081	4161	5324	5260	5208
无形资产商誉	1214	1565	1408	1268	1141
其他	5219	4276	4276	4276	4276
<b>资产总计</b>	<b>32166</b>	<b>29998</b>	<b>33027</b>	<b>36701</b>	<b>40277</b>
<b>流动负债</b>	13930	12580	13980	15457	15554
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	8268	7501	8629	9814	9655
预收账款	1761	1320	1519	1727	1909
其他	3902	3759	3833	3917	3990
<b>长期负债</b>	2892	2821	2821	2821	2821
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2892	2821	2821	2821	2821
<b>负债合计</b>	<b>16823</b>	<b>15402</b>	<b>16802</b>	<b>18279</b>	<b>18376</b>
股本	2263	2214	2214	2214	2214
资本公积金	1445	1494	2094	2694	3294
留存收益	11510	10764	9935	11483	13395
少数股东权益	124	123	139	162	190
归属于母公司所有者权益	15219	14473	16086	18261	21712
<b>负债及权益合计</b>	<b>32166</b>	<b>29998</b>	<b>33027</b>	<b>36701</b>	<b>40277</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	716	3254	319	2371	1991
净利润	626	768	1400	1986	2530
折旧摊销	818	868	989	1206	1179
财务费用	(17)	69	400	300	550
投资收益	(125)	(199)	(569)	(436)	(436)
营运资金变动	(388)	1870	(1915)	(690)	(1837)
其它	(197)	(122)	14	5	5
<b>投资活动现金流</b>	(454)	(399)	(1431)	(564)	(564)
资本支出	(692)	(976)	(2000)	(1000)	(1000)
其他投资	238	577	569	436	436
<b>筹资活动现金流</b>	(707)	(1437)	(2021)	(115)	(539)
借款变动	4072	(317)	(7)	0	0
普通股增加	49	(49)	0	0	0
资本公积增加	175	49	600	600	600
股利分配	(5136)	(1131)	(2214)	(415)	(589)
其他	133	11	(400)	(300)	(550)
<b>现金净增加额</b>	<b>(445)</b>	<b>1418</b>	<b>(3133)</b>	<b>1692</b>	<b>888</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	23233	21799	25614	29328	32700
营业成本	18901	16823	19354	22010	24329
营业税金及附加	272	225	264	302	337
营业费用	1695	1639	1921	2200	2354
管理费用	894	846	999	1144	1145
研发费用	1561	1694	2049	2053	2126
财务费用	(121)	(78)	400	300	550
资产减值损失	(78)	(514)	80	50	0
公允价值变动收益	41	(17)	(17)	(17)	(17)
其他收益	415	433	433	300	300
投资收益	125	153	153	153	153
<b>营业利润</b>	535	706	1276	1805	2296
营业外收入	51	33	33	33	33
营业外支出	42	31	31	31	31
<b>利润总额</b>	543	708	1278	1807	2298
所得税	(82)	(60)	(122)	(179)	(232)
少数股东损益	12	9	16	22	29
<b>归属于母公司净利润</b>	614	759	1384	1963	2502

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	7%	-6%	18%	15%	12%
营业利润	76%	32%	81%	41%	27%
归母净利润	19%	24%	82%	42%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.6%	22.8%	24.4%	25.0%	25.6%
净利率	2.6%	3.5%	5.4%	6.7%	7.6%
ROE	4.0%	5.1%	9.1%	11.4%	12.5%
ROIC	3.2%	4.6%	12.1%	13.5%	15.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.3%	51.3%	50.9%	49.8%	45.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.8
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	3.4	3.1	3.5	3.3	3.3
应收账款周转率	3.2	4.3	5.0	4.6	4.6
应付账款周转率	2.1	2.1	2.4	2.4	2.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.28	0.34	0.63	0.89	1.13
每股经营净现金	0.32	1.47	0.14	1.07	0.90
每股净资产	6.87	6.54	7.27	8.25	9.81
每股股利	0.51	1.00	0.19	0.27	0.34
<b>估值比率</b>					
PE	49.7	40.2	22.0	15.5	12.2
PB	2.0	2.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	32.9	26.9	14.7	11.8	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，5年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。