

宇通客车 (600066.SH)

公司报告 | 首次评级报告

汪丰
汽车研究员

2025年12月18日

基本信息

| | |
|--------|---------|
| 所属行业 | 消费品 |
| 当前股价 | 34.27 |
| 总市值 | 758.72亿 |
| PE-TTM | 15.25 |
| PB-MRQ | 5.66 |

估值结果

| | |
|------------|---------|
| 价值 | 879.21亿 |
| DDM估值 上行空间 | 16% |
| 状态 | 合理估值 |
| 价值 | 897.26亿 |
| 动态估值 上行空间 | 18% |
| 状态 | 合理估值 |

四维评级

| | |
|------|-------|
| 成长空间 | ★★★★☆ |
| 盈利趋势 | ★★★★☆ |
| 产业格局 | ★★★★☆ |
| 护城河 | ★★★★☆ |

核心评级结论

宇通客车是中国和全球客车龙头企业，在中大型客车中国市场和全球市场份额均位列第一名。

公司成长空间较好，主要由于海外销量增长。目前海外客车市场处于恢复性增长阶段，公司海外市场份额凭借产品质价比、本地化和品牌效应等优势快速上升，同时海外售价和单车利润远高于国内，促进盈利快速增长。公司产业格局非常好，主要系客车行业规模较小、新进入者较少，同时行业只有宇通一家企业能够稳定盈利，行业内卷程度较低；且客车行业零部件以外采为主，以高研发费用替代了重资产，企业长期积累的Know-How较多，加深了进入门槛和盈利门槛。公司护城河很深，主要凭借品牌效应、规模效应和技术建立相对竞争对手的优势。基于对公司量价齐升、全球份额持续增长、盈利能力保持稳中有升的合理假设，公司处于偏低估值状态。

我们区别于市场的观点

市场对于公司未来的成长能力以及订单的波动性存在疑问，主要由于国内客车市场未来需求长期萎缩的趋势和客车行业的订单制+长周期交付商业模式所致。而我们认为市场低估了海外客车的强大盈利能力以及巨大的成长空间，数倍于国内销售的利润和快速上升的份额使得公司未来的盈利能力和分红有望超预期。

风险提示

贸易壁垒风险可能影响公司经营，目前产品以出口和KD工厂为主，可能会受到部分国家要求本地化生产的制裁。

下游需求波动影响，客车行业ToB+ToG属性，受宏观经济波动影响较大。

行业竞争激烈可能会影响份额增速，出海方面金龙、中通、安凯增速也较快，海外市场竞争加剧。

内容目录

| | |
|--------------------|----|
| 1. 基本信息 | 4 |
| 2. 业务介绍 | 4 |
| 3. 商业模式 | 4 |
| 3.1 资产强度 | 5 |
| 3.2 研发强度 | 5 |
| 3.3 客户集中度 | 5 |
| 4. 历史经营绩效 | 5 |
| 4.1 历史盈利能力 | 6 |
| 4.2 历史成长能力 | 6 |
| 4.3 历史业务控制力及财务健康评级 | 6 |
| 4.4 股东回报评级 | 7 |
| 5. 四维评级 | 7 |
| 5.1 成长空间 | 7 |
| 5.2 盈利趋势 | 8 |
| 5.3 产业格局 | 8 |
| 5.4 护城河 | 9 |
| 6. 公司估值 | 11 |
| 6.1 核心假设及逻辑 | 11 |
| 6.2 动态估值 | 13 |
| 6.3 DDM估值 | 13 |
| 6.4 估值确定性 | 13 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图1：预测2025年收入占比 | 4 |
| 图2：预测2025年毛利占比 | 4 |
| 图3：近年公司盈利能力趋势图 | 6 |
| 图4：近年公司历史成长能力趋势图 | 6 |
| 图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 | 6 |
| 图6：近年股东回报能力趋势图 | 7 |
| | |
| 表1：护城河详解表 | 10 |
| 表2：公司整体业绩预测 | 12 |
| 表3：公司分业务业绩预测 | 12 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 | 13 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 | 13 |

1. 基本信息

宇通客车是全球及中国中大型客车龙头，市占率均位列第一。

公司的主要业务分为国内客车、国外客车、其他业务，其中国内和国外客车业务为销售客车，主要体现为毛利率的差别，目前国外客车毛利已超越国内，尽管销量远低于国内；其他业务主要包括零配件、服务等后市场业务。

2. 业务介绍

对于宇通客车公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

客车业务-国外：

客车业务-国外主要包括在全球130多个国家和地区进行中大型客车的销售。公司出口单车价值量和毛利基本为内销的2-3倍，主要由于海外对于大型客车的需求旺盛，且价格敏感性较低。目前销量口径海外市场份额不到5%，还处于上升阶段，位列中国客车企业第一。

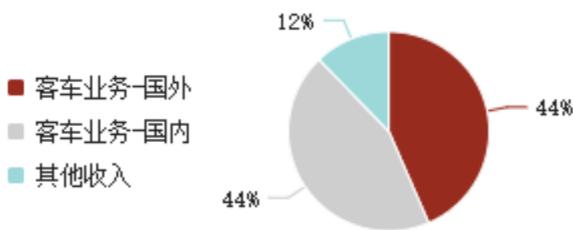
客车业务-国内：

客车业务-国内是在中国销售轻型、中大型客车，其中绝大多数为中大型客车。销量口径国内份额达33%，位列第一。

其他收入：

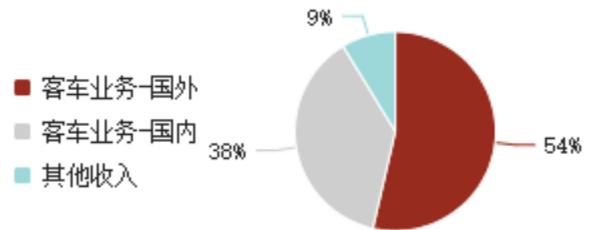
其他收入主要为后市场收入，以售后备件、维修等服务为主，2020-2024年其他收入CAGR27.2%，主要由于海外收入占比提升，而海外客户更加依赖宇通的供应链进行售后所致。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

宇通客车的商业模式为ToB+ToG制造业，生产方式为与上游联合研发+组装制造，具有中高毛利率、轻资产、重研发、客户分散的特点。

客车产业链，上游是原材料和零部件供应，中游整车制造是产业链核心，下游是多元化的终端市场。从上游来看，行业的零部件几乎全部外采，具备非典型的轻资产制造业特征。中游制造企业负责设计研发、整合上游供应链、生产制造、质量控制、车辆销售。这一环节是典型的资本与技术密集型产业。下游市场是典型的ToB+G模式，包括公共交通（公交车）、公路客运（长途大巴）、旅游客运、团体通勤、校车以及机场摆渡车等，政策影响非常明显。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

客车行业属于轻资产制造业，绝大多数零部件外采。核心原因是就市场规模而言，中国客车市场一年8万辆、出口11万辆，而小轿车是每年3200万辆的数量级别。两者差距太大，且客车的销售对象定制化要求很高，零部件多且技术迭代快，如果全部自产会导致投入产出比极低。就宇通客车而言，其总资产318亿中仅37亿为固定资产，占比12%，而汽车整车行业普遍在30%甚至50%以上；宇通客车用37亿的固定资产撬动了370亿以上的营收，投入产出比高达1:10，显著高于整车行业的1:2~3。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

客车行业具有重研发的特点，与上游头部供应商深度联合开发零部件的情况很普遍。宇通客车公司长期坚持将营业收入的5-8%投入研发，高达15-18亿元，显著高于行业可比公司。公司2024年研发投入达17.88亿元，占营收比重4.80%，宇通客车的研发创新策略并非单纯追求技术领先，而是始终围绕解决客户痛点进行研发创新，例如1999年就开始研究新能源客车，为全国整车行业的先驱者，新能源客车技术目前相对竞争对手也有2-3年的领先优势。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

客车行业具有客户分散的特点，以订单制为主。客车行业的需求主要有三大来源，旅游、校车和公交，分别代表旅行社、当地政府、学校等典型客户，这些客户单次采购量小（几十到几百台），分布全球；宇通客车通过60余家子公司、办事处、经销合作伙伴和直销团队等多元化渠道布局，在海外已经形成了欧洲、中东、亚太、美洲、独联体、非洲六大区域，最终产品远销130多个国家和地区。

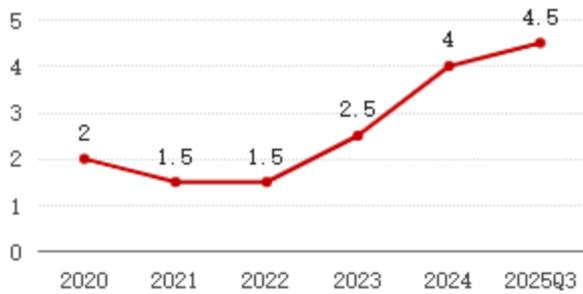
4. 历史经营绩效

2019年来，宇通客车深耕第二成长曲线，打造全球化战略，采用了“直销+经销”的销售模式，抓住了欧美换车周期与第三世界国家新增交通需求的核心机会，是其保持业绩高增长的主要驱动力。公司的利润成长稳健，轻资产的特性放大了ROIC，毛利率和净利率长期保持在较高水平。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



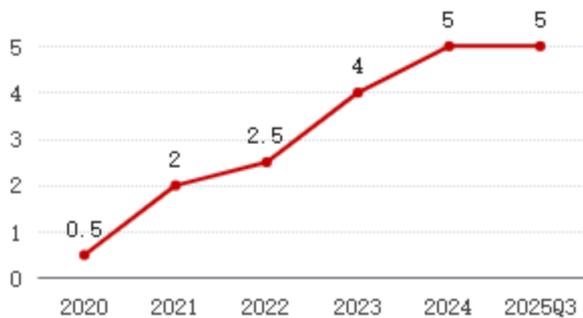
数据来源：公司财报，壹评级

公司毛利率持续提升，处于行业第一水平，公司盈利能力持续上升，主要由于海外销量的大幅增长，从2020年的0.38万辆增长至2024年的1.40万辆，而海外的售价是国内的两倍以上，单车利润达三倍以上，因此近年来公司的毛利率和净利率水平大幅提升。公司的盈利能力显著优于行业，主要由于品牌效应、规模经济和技术优势显著。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



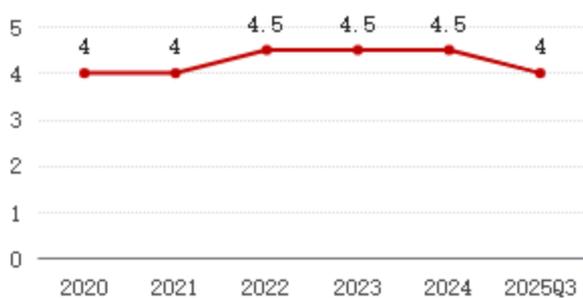
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长性逐渐提升，主要由于一方面国内销量回升，市场在国补和换车周期影响下自2024年来明显复苏；另一方面客车出口持续增长，疫后海外市场需求回暖叠加产能缺口持续存在，中国客车产品力、海外经营能力和品牌影响力厚积薄发，传统及新能源客车市占率全面提升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



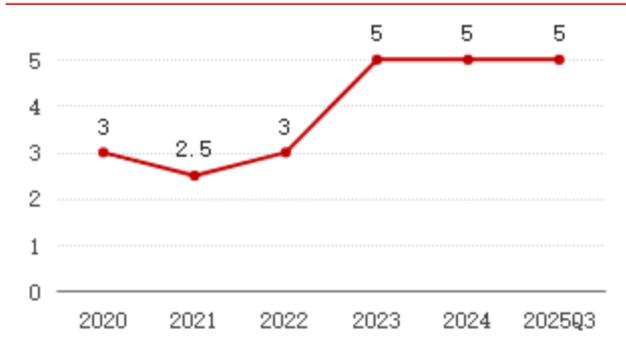
数据来源：公司财报，壹评级

公司作为客车行业龙头企业，业务控制力较强，财务状况健康。对上下游话语权强，现金回收期短，现金流充沛。近年来由于上游供应商中新能源零部件供应商占比提升，而这些供应商又以巨无霸为主，公司的应付账款周转天数有所下降。不过考虑到公司与这些供应商保持长期的良好合作关系且新能源渗透率已经较高，应付账款天数继续下滑的空间较小，这是由行业特性造成的，并非公司质地变化。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司长期进行高分红，分红金额近年来持续增长且显著高于净利润，主要由于公司自由现金流显著高于净利润。目前股息率接近5%，回报股东意愿很强。

5. 四维评级

公司特点在于有着深厚的护城河，同时产业格局优秀，成长空间处于较高水平，盈利趋势很好。这主要是由于公司客车业务受益于国内需求见底回升和出口持续增长，海外市场产品力、海外经营能力和品牌影响力厚积薄发，传统及新能源客车市占率全面提升。同时，公司凭借品牌效应、规模效应、技术优势等护城河取得了显著高于行业平均的盈利水平。公司行业龙头地位稳固，对上下游话语权较强。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司具有优秀成长能力。一方面是国内市场2024年迎来向上拐点、叠加国补刺激需求，销量回升确定性较强，公司国内销量2023年来显著复苏；另一方面是全球市场份额增加，公司产品依靠质价比不断蚕食欧日客车企业份额，海外销量持续增长。与此同时，国内外销量的增长进一步拉动了公司后市场业务的扩张。

客车业务-国外(4星)：

客车业务-国外的成长性较好，预计增速在20%左右，主要由于宇通客车出口产品竞争力强，海外渠道全方位布局，全球市场份额不断提升。近年来以宇通客车为首的中国客车车企全球竞争力持续提升，2024年宇通客车超过戴姆勒卡车，市场份额12.4%居全球首位，海外份额目前为5%左右，呈逐年上升趋势。核心原因主要有两点，一是疫后海外市场需求回暖叠加产能缺口持续存在；二是中国客车产品力、海外经营能力和品牌影响力厚积薄发，传统及新能源客车市占率全面提升。

客车业务-国内(2星)：

客车业务-国内的成长性一般，预计增速在0-5%左右，主要由于国内客车三大市场长期呈萎缩趋势，中短期在国补和换车周期影响下有所复苏。2017年起，受补贴退坡，高铁等交通方式冲击及疫情等因素影响，国内大中客销量逐年下降。2024年旅游市场回暖叠加新一轮新能源公交置换补贴落地，大中客内需迎来向上拐点，内销7.1万辆，同比+27%。考虑到2025年公交补贴政策加力延续，单车补贴从6万提升至8万，且2016-2017年销售的大量公交车即将面临报废更新，其置换需求有望加速释放，支撑大中客内销缓慢增长。

其他收入(4星):

其他收入的成长性较好，预计增速在10-15%左右，主要由于海外收入占比提升，而海外客户更加依赖宇通的供应链进行售后所致，每年会需要用更多的相关服务。2020-2024年，客车业务收入CAGR 13.1%，其他收入CAGR 27.2%，显著高于客车业务收入，也印证了这一点。近年来，随着服务占比提升，宇通的商业模式也在同步转型：从传统的“制造型+销售产品”模式，向“制造服务型+提供整体解决方案”的模式转型。

5.2 盈利趋势



公司未来的盈利趋势主要表现为毛利率和净利率稳健提升，净利润增速高于营收增速。一方面是海外收入占比提升带来的毛利率提升，另一方面是规模经济和品牌效应护城河随全球份额提升进一步加强，叠加商业模式由传统制造业向微笑曲线两端延伸，有助于公司取得长期相对于行业的超额利润率。

客车业务-国外(4.5星):

公司客车业务-国外盈利趋势保持高水平。宇通客车产品质量卓越，在三电技术和智能网联技术方面居于全球一流水平，公司出口单车收入国内领先，2023年，宇通客车出口单车收入为102.37万元，高于中通客车、金龙汽车等同业公司。同时，受海外新能源渗透率提升和通胀影响，客车ASP显著提升，目前宇通海外单车利润是国内3倍，ASP达2倍以上，海外毛利贡献目前已经超过一半。

客车业务-国内(2星):

公司客车业务-国内盈利趋势一般。国内客车市场自2017年见顶后目前尚未恢复，市场价格战较为严重，地方客户回款情况也一般，核心源于行业大趋势变革：高铁、私家车普及冲击公路客运。近年来在国补和周期推动下有所恢复，但未来预计仍处于较低水平。

其他收入(3.5星):

公司其他收入盈利趋势保持较高水平。大客户一旦选定宇通作为主力供应商，就会围绕其产品建立起一整套运营维护体系，包括备件库存、维修技术人员培训、诊断设备等。如果要更换为其他品牌，意味着整个后勤保障体系都需要重构，成本极高。宇通近年来的备件收入占比也在不断提升。随着海外客户占比提升，依赖于宇通的后市场服务的客户占比也在提升，进一步推动其他收入的盈利能力上升。

5.3 产业格局



公司所处的客车行业属于轻资产ToB+ToG制造业，行业相对汽车大行业而言属于利基行业，新进入者较少，市场竞争格局稳定。全球主要参与者包括宇通、金龙、戴姆勒、TATA、Traton等。行业竞争格局方面，全球CR5近50%，集中度较高，其中宇通市占率超12%，位居全球第一。公司品牌效应+规模效应+技术优势显著，盈利能力大幅高于国内外竞争对手，份额及盈利继续提升空间较大。

客车业务-国外(4.5星):

公司客车业务-国外产业格局好，凭借新能源先发优势和品牌效应攻城略地。2024年中国品牌海外市占率约16%，其中宇通约5%，低于日韩和欧洲品牌；中国品牌新能源市占率约50%，超过欧洲、日韩之和。宇通客车与金龙汽车共同在客车出海领域构建双寡头格局，通过渠道+KD组装的“技术出口”形式与海外国家开展合作，保持了持续的竞争优势。海外市场的壁垒在于销售渠道，以及产品认证，不同于乘用车，客车对安全性的考量更高，对品牌的认知更强。

客车业务-国内(3.5星):

公司客车业务-国内产业格局较好，作为行业龙头通过规模效应和技术优势占据较高地位。客车市场集中度高，宇通市场份额稳中有升：2015年以来，国内大中客车市场超50%，份额被宇通和金龙占据，双龙头格局相对稳定。2024年宇通和金龙大中客市场份额分别为36.1%和27.3%，同比分别提升7.9pct/0.6pct，CR2达到63.4%。宇通受益出口高增长、新能源放量，市场份额提升明显。宇通新能源客车产品力领先，有望受益，政策补贴刺激内需释放。一通三龙的格局，已经保持了近十年。

其他收入(3星):

公司其他收入产业格局一般，因客车后市场服务虽有一定的绑定属性，但长期来看随着中国后市场企业出海趋势，客户未来完全依赖宇通进行售后的现状可能被削弱。

5.4 护城河

★★★★☆

公司业务的护城河较为深厚，主要体现在中大型客车业务的高全球市占率、高超额ROIC上，行业具有重研发、轻资产、偏利基等特点，产品具有较高转换成本特性。公司通过研发成本的规模经济替代重资产成为壁垒，并塑造强大的品牌效应取得长期的超额利润率，业务控制力较强。

表1：护城河详解表

| | 护城河宽度及解释 | 护城河持续性及解释 |
|---------|--|--|
| 客车业务-国外 | (5星) 宇通客车作为全球中大型客车第一大企业，2024年经壹评级调整后客车业务-国外净资产收益率达58.3%，具有较高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司具有明显的品牌效应、线下渠道和规模经济优势。 | (4.5星) 客车业务-国外护城河主要包括3个方面：①品牌效应-经过数十年市场的考验，“宇通”品牌已经成为可靠、安全、耐用的代名词。对于追求运营稳定性和安全性的公交集团、客运公司等大客户而言，采购宇通的潜在风险较小；②线下渠道-除已经搭建的海外渠道全面铺开外，还通过KD组装的“技术出口”形式与海外国家开展合作，海外市场的壁垒在于销售渠道和产品认证，客车对安全性的考量更高；③规模经济-主要体现在采购议价能力、生产成本摊薄、研发效率。议价能力、成本摊薄的效果，在毛利率、净利率上体现明显。在研发效率方面，高额的研发投入可以被分摊到海量的产品上，使得单位产品的研发成本远低于竞争对手，形成“投入越多，效率越高”的良性循环。 |
| 客车业务-国内 | (5星) 宇通客车作为中国中大型客车第一大企业，2024年经壹评级调整后客车业务-国内净资产收益率达22.1%，具有非常高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司具有明显的品牌效应、技术优势和规模经济优势。 | (4星) 客车业务-国内护城河主要包括3个方面：①品牌效应-经过数十年市场的考验，“宇通”品牌已经成为可靠、安全、耐用的代名词。对于追求运营稳定性和安全性的公交集团、客运公司等大客户而言，采购宇通的潜在风险较小；②技术优势-公司长期坚持将营业收入的5-8%投入研发，高达15-18亿元，显著高于行业可比公司一到两倍。譬如宇通是全中国最早开始研发新能源车的企业，1999年立项，目前宇通的新能源客车领先竞争对手2-3年；③规模经济-主要体现在采购议价能力、生产成本摊薄、研发效率。议价能力、成本摊薄的效果，在毛利率、净利率上体现明显。在研发效率方面，高额的研发投入可以被分摊到海量的产品上，使得单位产品的研发成本远低于竞争对手，形成“投入越多，效率越高”的良性循环。 |
| 其他收入 | (5星) 宇通客车作为全球中大型客车第一大企业，2024年经壹评级调整后其他收入净资产收益率达27.4%，具有较高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司具有明显的品牌效应、转换成本和规模经济优势。 | (5星) 其他收入护城河主要包括3个方面：①品牌效应-经过数十年市场的考验，“宇通”品牌已经成为可靠、安全、耐用的代名词。对于追求运营稳定性和安全性的公交集团、客运公司等大客户而言，采购宇通的潜在风险较小；②转换成本-大客户一旦选定宇通作为主力供应商，就会围绕其产品建立起一整套运营维护体系，包括备件库存、维修技术人员培训、诊断设备等。如果要更换为其他品牌，意味着整个后勤保障体系都需要重构，成本极高。宇通客服体系，也进一步加深了客户的锁定效应；③规模经济-主要体现在采购议价能力、生产成本摊薄、研发效率。议价能力、成本摊薄的效果，在毛利率、净利率上体现明显。在研发效率方面，高额的研发投入可以被分摊到海量的产品上，使得单位产品的研发成本远低于竞争对手，形成“投入越多，效率越高”的良性循环。 |

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司量价齐升、全球份额持续增长、盈利能力保持稳中有升的合理假设，公司处于偏低估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为客车业务-国外、客车业务-国内、其他收入分别进行假设和预测，逻辑如下：

利润表：

①客车业务-国外和国内：

收入和营业成本假设：

1) 收入：按照市场市占率*市场规模并进行加总，分别测算细分市场规模，逻辑为分区域测算，根据客车销量与GDP增速的关系、占汽车总量的比例等因素进行估计，假设2029年国外中大客市场规模36.5万辆，较2024年增长20%；国内市场则为8万辆，预计经济自然增长下，国补退潮叠加国内旅游、校车、公交需求萎缩，2029年销量弱于25年、与24年持平。

市占率方面假设：

假设2029年国外市占率为12%，相比2025年上涨6.5pct，主要体现宇通客车在亚非拉地区的快速渗透、部分新兴国家如印度在人口和经济快速增长及城市化进程加速的推动下，客运需求激增。如在卡塔尔世界杯，宇通一举拿下888辆的新能源客车订单，创下海外最大订单纪录。

假设2029年国内市占率为33%，相比2025年下滑2%，综合考虑国内客车市场竞争激烈，宇通仍具备较深护城河，但技术优势护城河衰减所致。

2) 生产成本：主要考虑原材料占比达71%，附加值相对较高，轻资产组装模式下折旧相对较少，整体毛利率有望保持稳健。但从区域分化来看，海外毛利率呈现先升后降，国内毛利率持续下降但对利润和估值影响越来越小。议价能力、成本摊薄的效果，在毛利率、净利率上体现明显。在研发效率方面，高额的研发投入可以被分摊到海量的产品上，使得单位产品的研发成本远低于竞争对手，形成“投入越多，效率越高”的良性循环。

②其他收入：

其他收入作为配套业务营收约为客车的12%左右，可进行乘算，在客服方面，国内2024年全面推广直服，自建服务网络，在全国共建立60余家直营服务中心、20余家配件自营库、60余个巡回服务组，全球角度则通过60余家子公司、办事处、经销合作伙伴和直销团队等多元化渠道布局，在海外已经形成了欧洲、中东、亚太、美洲、独联体、非洲六大区域，最终产品远销130多个国家和地区，并构筑了配套全球服务网络。

其他收入毛利率参考汽车零部件和后市场企业如天润工业、冠盛股份等，估计为16%且长期较为稳定。

费用率假设：主要考虑公司研发费用率的摊薄和销售费用率因客户进一步稳定有望保持较低水平，其他费用率较稳定。

资产负债表假设：

1) 客车属于轻资产行业，公司长期资产未来折旧带来的影响较小；2) 考虑到公司整体现金流日趋稳健、ROE 较高，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

| 宇通客车 | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿) | 218.0 | 270.4 | 372.2 | 434.1 | 474.9 | 520.5 | 568.5 | 623.0 |
| 归母净利润(亿) | 7.6 | 18.2 | 41.2 | 44.5 | 49.8 | 54.4 | 58.7 | 62.9 |
| 归母净利润增速(%) | 23.6 | 139.1 | 126.8 | 8.0 | 12.0 | 9.2 | 7.9 | 7.2 |
| 经营性净利润(亿) | 5.9 | 16.3 | 37.9 | 44.5 | 49.8 | 54.4 | 58.8 | 63.1 |
| 经营性净利润增速(%) | 39.1 | 174.4 | 132.3 | 17.3 | 12.1 | 9.3 | 8.0 | 7.3 |
| 经营性归母净利润(亿) | 5.9 | 16.1 | 37.6 | 44.0 | 49.4 | 53.9 | 58.2 | 62.5 |
| 经营性归母净利润增速(%) | 40.1 | 174.1 | 133.1 | 17.3 | 12.1 | 9.3 | 8.0 | 7.3 |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 客车业务-国外 | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿) | 56.0 | 104.1 | 152.0 | 185.7 | 223.7 | 263.6 | 302.4 | 335.5 |
| 收入增速(%) | 24.7 | 86.0 | 46.1 | 22.2 | 20.4 | 17.9 | 14.7 | 10.9 |
| 经营性净利润(亿) | 6.6 | 14.7 | 24.1 | 30.6 | 36.8 | 42.4 | 47.6 | 51.6 |
| 经营性净利率(%) | 11.8 | 14.1 | 15.8 | 16.5 | 16.5 | 16.1 | 15.7 | 15.4 |
| 经营性净利润增速(%) | -5.3 | 123.2 | 63.6 | 27.0 | 20.4 | 15.3 | 12.2 | 8.5 |
| 客车业务-国内 | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿) | 139.4 | 137.0 | 175.8 | 194.6 | 181.8 | 169.8 | 167.9 | 167.9 |
| 收入增速(%) | -15.5 | -1.7 | 28.3 | 10.7 | -6.6 | -6.6 | -1.1 | 0.0 |
| 经营性净利润(亿) | -0.8 | 1.3 | 10.8 | 11.1 | 9.4 | 7.5 | 6.3 | 5.8 |
| 经营性净利率(%) | -0.6 | 0.9 | 6.2 | 5.7 | 5.2 | 4.4 | 3.8 | 3.5 |
| 经营性净利润增速(%) | 25.8 | 254.7 | 737.3 | 2.7 | -15.6 | -20.1 | -15.5 | -7.7 |
| 其他收入 | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿) | 22.7 | 29.4 | 44.4 | 53.8 | 69.5 | 87.1 | 98.3 | 119.7 |
| 收入增速(%) | 0.6 | 29.6 | 51.0 | 21.1 | 29.2 | 25.4 | 12.8 | 21.8 |
| 经营性净利润(亿) | 0.2 | 0.3 | 3.0 | 2.8 | 3.7 | 4.5 | 4.8 | 5.6 |
| 经营性净利率(%) | 0.8 | 1.1 | 6.8 | 5.2 | 5.3 | 5.2 | 4.9 | 4.7 |
| 经营性净利润增速(%) | 112.1 | 64.8 | 866.6 | -7.7 | 31.4 | 23.3 | 7.1 | 15.3 |

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务 | 半显性期 CAGR | 增速描述 | 产业格局 | 护城河持续性 | 贴现率 | 综合倍数 | 有效盈利预测(亿) |
|------------|-----------|--------|-------|--------|----------|--------|-----------|
| 客车业务-国内 | 1.0% | 中低- | 较好 | 较强 | 7.5% | 12.73 | 5.6 |
| 客车业务-国外 | 4.0% | 中低 | 非常好 | 强 | 7.8% | 17.36 | 43.1 |
| 其他收入 | 3.0% | 中低 | 较好 | 强 | 7.8% | 15.78 | 5.1 |
| 业务 | 显性期价值 | 显性期后价值 | 业务价值 | 富余现金 | 少数股东权益价值 | 股权投资价值 | 总价值 |
| 客车业务-国内(亿) | 31.4 | 53.6 | 85.0 | 31.8 | - | - | 116.8 |
| 客车业务-国外(亿) | 105.7 | 555.5 | 661.2 | 40.5 | 2.4 | 7.2 | 706.4 |
| 其他收入(亿) | 6.3 | 60.2 | 66.4 | 7.5 | - | - | 74.0 |
| 公司整体测算(亿) | 143.4 | 669.2 | 812.6 | 79.8 | 2.4 | 7.2 | 897.3 |

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务 | 预测期价值 | 永续期价值 | 业务价值 | 富余现金 | 少数股东权益价值 | 股权投资价值 | 总价值 |
|------------|-------|-------|-------|------|----------|--------|-------|
| 客车业务-国内(亿) | 53.3 | 29.7 | 83.0 | 31.8 | - | - | 114.8 |
| 客车业务-国外(亿) | 319.6 | 323.4 | 643.0 | 40.5 | 2.4 | 7.2 | 688.2 |
| 其他收入(亿) | 31.1 | 37.5 | 68.6 | 7.5 | - | - | 76.2 |
| 公司整体测算(亿) | 404.0 | 390.6 | 794.6 | 79.8 | 2.4 | 7.2 | 879.2 |

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高，主要由于公司所处行业为ToB+ToG制造业，下游有明确的高频销量数据可跟踪，不过由于行业订单制的属性月度、季度销量波动可能较大，部分削弱了估值的确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| | | | | | | | | | | |
|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|
| 星级 | 5 | 4.5 | 4 | 3.5 | 3 | 2.5 | 2 | 1.5 | 1 | 0.5 |
| 比例 | 3% | 7% | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3% |

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间 | X < -50% | -50% ≤ X < -30% | -33% ≤ X < -20% | -20% ≤ X < 25% | 25% ≤ X < 50% | 50% ≤ X < 100% | X ≥ 100% |
|------|----------|-----------------|-----------------|----------------|---------------|----------------|----------|
| 估值状态 | 严重高估 | 高估 | 偏高估 | 合理估值 | 偏低估 | 低估 | 严重低估 |

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。