

评级变动报告

宇通客车 600066.SH



结合公司国内外业务边际变化，我们下调了公司未来三年的收入及归母净利润预期，并同步下调远期估值中枢。核心原因如下：

汇率假设转向审慎：宇通客车海外业务占比较高，若人民币持续升值，将影响海外收入折算、订单报价竞争力和出口利润率。我们本次考虑升值情况调高了公司财务费用。

欧盟潜在市场禁入风险上升：若欧盟在市场准入或关税进一步收紧，会显著影响宇通客车海外销量和利润率。我们因此下调了公司远期海外高价值市场可进入空间和收入兑现速度。

海外高基数后的增长斜率放缓：公司出口业务过去几年对收入和盈利贡献显著，但考虑到欧洲公交市场电动化比例已高、贸易政策不确定性以及高端市场开拓难度提升，我们对未来三年海外销量和收入增长中枢进行下修。

基于此，我们对公司的近期及远期盈利预测均进行了下调。经综合评估，我们对宇通客车的 DDM 估值下调。尽管公司仍是中国客车出口和新能源客车领域的龙头企业，但本轮预测调整显示，汇率、海外政策壁垒和欧洲市场准入不确定性正在压低公司远期收入天花板和估值中枢。

公司基本信息



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。

公司深度评级

所属行业	消费品	成长空间	↓ ★★☆☆☆	DDM估值：价值	877.11亿(较上期-29.33%)
当前股价	26.8元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏低估(上行空间+48%)
总市值	593.34亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	10.87	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	901.84亿(较上期-24.92%)
PB-MRQ	3.66			状态	低估(上行空间+52%)

公司盈利预测

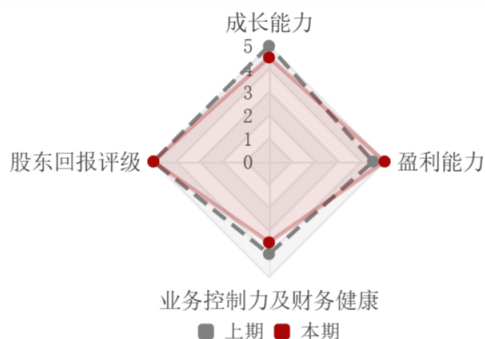
宇通客车	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	270.4	372.2	414.3	408.6	450.4	429.2	459.9	499.7
归母净利润(亿)	18.2	41.2	55.5	56.5	62.3	50.8	54.7	59.7
归母净利润增速(%)	139.1	126.8	34.8	1.7	10.4	-18.5	7.6	9.2
经营性净利润(亿)	16.3	37.9	51.0	51.7	58.8	47.1	51.1	56.1
经营性净利润增速(%)	174.4	132.3	34.5	1.5	13.7	-19.8	8.3	10.0
经营性归母净利润(亿)	16.1	37.6	50.3	51.1	58.1	46.6	50.4	55.4
经营性归母净利润增速(%)	174.1	133.1	34.0	1.5	13.7	-19.8	8.3	10.0

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力下降0.5星级：上期星级5.0星，本期星级4.5星。

宇通客车的成长能力从5星下调至4.5星，核心逻辑是公司未来收入增长斜率较此前预期放缓。短期看，2026年一季度收入和利润均同比下降，反映高基数后增长压力开始显现；中期看，汇率波动和欧盟潜在市场禁入风险会影响海外订单获取、交付节奏和收入折算。公司仍是中国客车出口龙头，海外渠道和产品竞争力仍强，但未来三年成长确定性较此前下降，因此成长能力评分小幅下调。

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

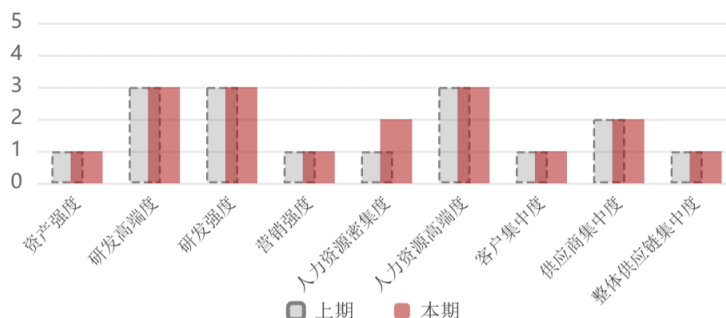
宇通客车的业务控制力从4星下调至3.5星，核心逻辑是公司虽仍保持客车行业龙头地位，但业务增长对外部需求周期、海外区域结构和政策采购节奏的依赖有所上升。国内公交及公路客运需求受地方财政、更新周期和新能源补贴退坡影响，订单释放节奏波动加大，公司对终端需求的主动控制力有所削弱；海外市场虽然贡献增长弹性，但不同国家的汇率、贸易政策、渠道建设和售后服务要求差异较大，经营复杂度明显提升。同时客车行业竞争仍较充分，部分区域市场价格竞争和产品定制化要求增强，对公司的定价能力和盈利稳定性形成一定约束，因此业务控制力评级有所下调。

盈利能力提升0.5星级：上期星级4.5星，本期星级5.0星。

宇通客车的盈利能力从4.5星上调至5星，核心逻辑是公司单位盈利质量和经营效率仍保持较高水平。尽管收入和净利润预测下调，但公司出口业务占比、高端车型结构、新能源客车技术积累和成本控制能力仍支撑较强盈利能力。2026年一季度扣非净利润降幅小于归母净利润，说明经营性盈利韧性好于表观利润；同时，公司现金流和分红能力仍体现出较强经营质量。因此，本次下调成长空间和成长能力的同时，上调盈利能力评分。

商业模式评级

商业模式变动情况图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

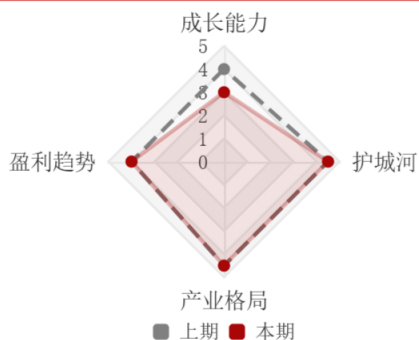
人力资源密集度提升1.00星：上期星级1.0星，本期星级2.0星。

宇通客车的人力资源密集度星级从1星上调至2星，核心逻辑是公司业务结构向海外市场、高端客车及综合解决方案延伸后，对销售服务、技术支持和本地化运营团队的依赖有所提升。海外市场拓展需要更完善的渠道管理、售后服务、备件保障和区域客户维护能力，高端及新能源客车产品也对研发、工程交付和定制化响应提出更高要求。随着公司从单一制造交付向“产品+服务+运营支持”延伸，人工投入在业务获取、客户粘性和长期运维中的重要性提升，因此公司的人力资源密集度评级有所上调。

深度评级变动分析

四维深度评级

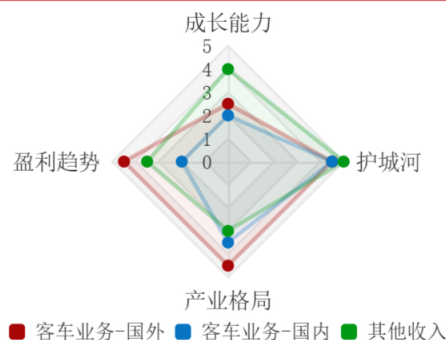
四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-26

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-26

成长空间下降1.0星级：上期星级4.0星，本期星级3.0星。

宇通客车的业务控制力从4星下调至3星，核心逻辑是公司海外成长天花板和远期市场可进入空间较此前预期下降。过去宇通客车的成长逻辑从国内客车龙头逐步扩展为“新能源客车出口+海外高端市场突破+产品结构升级”，欧洲市场是远期成长空间的重要组成部分。但在欧盟潜在市场禁入、贸易壁垒、合规审查和汇率波动影响下，公司在高价值海外市场的渗透速度和收入兑现节奏存在更大不确定性。非欧市场仍能支撑出口规模，但盈利质量和单车价值量可能弱于欧洲市场，因此成长空间评分下调。

估值评级

DDM估值下降-29.33%：上期 1241.21亿，本期 877.11亿。动态估值下降-24.92%：上期 1201.23亿，本期 901.84亿。

我们对公司 2026-2028 年收入及归母净利润预测进行了全面下调，主要基于对汇率变化、欧盟潜在市场准入风险、海外销量增长斜率及利润率稳定性的重新评估。

1、未来三年收入预测的下调：

我们对公司营业收入预测下调，主要是对海外出口收入、欧洲高价值市场拓展和国内客车需求修复节奏做出调整。

海外出口收入：经过评估，我们下调了公司海外收入增长假设，主要由于汇率波动对出口订单报价、收入折算和客户采购节奏产生扰动。宇通客车海外业务盈利质量较高，但在人民币汇率不确定性增强的背景下，出口业务的收入确认和利润贡献需要更审慎处理。

欧洲高价值市场拓展：经过评估，我们下调了公司在欧盟及相关高端市场的可进入空间假设，主要由于欧盟潜在市场禁入、采购限制、本地化要求或合规审查趋严，可能影响中国新能源客车企业在欧洲市场的订单获取和交付节奏。欧洲市场单车价值量和盈利能力较高，若准入不确定性上升，将直接压低公司远期收入天花板。

国内客车需求修复：经过评估，我们下调了国内客车市场恢复斜率假设，主要由于公交、旅游、团体通勤等需求仍受地方财政、更新周期和客运出行结构变化影响。公司国内份额和品牌优势仍然稳固，但国内市场更偏存量更新，难以完全对冲海外高增长放缓带来的收入压力。

2、未来三年归母净利润预测的下调

我们对公司归母净利润预测的下调幅度大于收入，主要是对汇率影响、海外市场结构和远期费用投入做出调整。

汇率及海外利润折算：经过评估，我们对海外业务利润贡献假设做出下调。主要原因是汇率波动不仅影响收入折算，也会影响出口报价、汇兑损益和海外订单利润率。若人民币升值或部分海外市场本币贬值，公司高毛利出口业务的利润弹性将被削弱。

市场结构及合规成本：经过评估，我们对欧洲等高毛利区域的利润贡献假设做出下调。主要原因是潜在市场禁入和合规要求提升，可能使公司在高端市场的拓展速度放缓，并增加认证、本地化、渠道服务和售后体系投入。虽然公司整体盈利能力仍强，但海外高价值市场贡献下降会压低远期利润中枢。

公司 DDM 估值下调29.3%。这一变动的核心原因在于海外高价值市场可进入空间下修，叠加汇率和欧盟潜在市场禁入风险对远期收入和利润稳定性形成压制。本次估值下调主要源于远期收入规模、区域结构与稳态净利率假设的重新评估。

远期收入方面，我们下调了公司海外收入长期增长中枢假设。宇通客车的长期成长逻辑仍来自中国客车产品力提升、新能源客车出口和海外渠道扩张，但如果欧洲市场准入不确定性上升，公司在高价值区域的渗透速度和订单兑现节奏将受到影响。远期收入增长不再只取决于海外需求扩张，也取决于贸易政策、合规门槛和汇率环境。

产品结构方面，我们下调了欧洲等高单车价值量市场对收入结构改善的贡献假设。新能源客车和高端出口车型通常具备更高单车收入和盈利能力，但潜在市场禁入会削弱高毛利区域的结构贡献。公司仍可通过非欧市场、拉美、中东、亚非等区域维持出口规模，但区域价格体系和利润率水平可能低于欧洲高端市场。

远期净利率方面，我们对稳态利润率假设进行更审慎处理。公司盈利能力本身较强，出口占比、产品高端化和成本控制仍支撑较高毛利率，但汇率波动、海外合规成本、本地化服务投入和高端市场准入风险，会降低远期利润率的稳定性和可见度。因此，DDM 估值中枢随远期收入和利润假设同步下移。

盈利预测

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：

利润表假设：

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、R OE较高，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

公司整体业绩预测

宇通客车	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	270.4	372.2	414.3	408.6	450.4	429.2	459.9	499.7
归母净利润(亿)	18.2	41.2	55.5	56.5	62.3	50.8	54.7	59.7
归母净利润增速(%)	139.1	126.8	34.8	1.7	10.4	-18.5	7.6	9.2
经营性净利润(亿)	16.3	37.9	51.0	51.7	58.8	47.1	51.1	56.1
经营性净利润增速(%)	174.4	132.3	34.5	1.5	13.7	-19.8	8.3	10.0
经营性归母净利润(亿)	16.1	37.6	50.3	51.1	58.1	46.6	50.4	55.4
经营性归母净利润增速(%)	174.1	133.1	34.0	1.5	13.7	-19.8	8.3	10.0

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

客车业务-国外	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	104.1	152.0	211.1	211.1	253.9	230.6	260.4	287.4
收入增速(%)	86.0	46.1	38.9	0.0	20.3	-9.2	13.0	10.4
经营性净利润(亿)	14.7	24.1	36.1	38.9	46.2	35.0	39.2	42.9
经营性净利率(%)	14.1	15.8	17.1	18.4	18.2	15.2	15.0	14.9
经营性净利润增速(%)	123.2	63.6	49.8	7.7	18.9	-24.3	12.0	9.4
客车业务-国内	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	137.0	175.8	154.0	137.8	125.9	122.9	119.2	127.7
收入增速(%)	-1.7	28.3	-12.4	-10.5	-8.6	-2.4	-3.0	7.1
经营性净利润(亿)	1.3	10.8	12.1	9.4	8.4	7.6	7.0	8.1
经营性净利率(%)	0.9	6.2	7.9	6.8	6.7	6.2	5.9	6.3
经营性净利润增速(%)	254.7	737.3	11.8	-22.3	-10.4	-9.9	-7.7	15.6
其他收入	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	29.4	44.4	49.2	59.7	70.6	75.7	80.2	84.6
收入增速(%)	29.6	51.0	10.8	21.4	18.2	7.3	6.0	5.4
经营性净利润(亿)	0.3	3.0	2.8	3.5	4.2	4.6	4.9	5.2
经营性净利率(%)	1.1	6.8	5.7	5.9	6.0	6.1	6.1	6.2
经营性净利润增速(%)	64.8	866.6	-6.8	24.2	20.9	8.8	6.7	6.2

数据来源：壹评级

动态估值

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	7.8%	12.17	8.0
客车业务-国外	3.2%	中低	非常好	强	8.3%	15.97	42.6
其他收入	3.0%	中低	较好	强	7.5%	16.5	5.2
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)	36.8	72.2	109.0	24.2	2.4	7.2	138.0
客车业务-国外 (亿)	135.2	494.9	630.1	51.4	-	-	681.5
其他收入(亿)	11.7	64.0	75.7	6.7	-	-	82.3
公司整体测算(亿)	183.7	631.1	814.8	82.3	2.4	7.2	901.8

数据来源：壹评级

DDM估值

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)	71.5	44.6	116.2	24.2	2.4	7.2	145.1
客车业务-国外 (亿)	336.8	261.8	598.6	51.4	-	-	650.0
其他收入(亿)	36.3	39.0	75.3	6.7	-	-	82.0
公司整体测算(亿)	444.6	345.5	790.1	82.3	2.4	7.2	877.1

数据来源：壹评级

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。

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任何变更。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式翻版、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何有悖原意的引用、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。