

宇通重工 (600817.SH)

环卫设备龙头企业，电动化迎来更广阔空间

公司是国内领先的环卫设备头部企业，主营业务包括环卫设备、环卫服务、矿用装备以及基础工程机械，与宏盛科技整合，核心业务由工程机械转向环卫设备，成为环卫设备领域新能源龙头，公司产品矩阵不断丰富，拓展矿用装备业务，突破新能源市场，成功打开向上空间。

□ 与宏盛科技整合，形成四大产品布局。

核心业务环卫设备产品矩阵丰富。公司坚持“全面开拓市场、全面开发客户、全面布局产品、全面拓展渠道”的发展策略，发挥“底盘+上装”的差异化竞争优势，形成了丰富的产品矩阵，涵盖清扫、清洗、收运、清运、站类及保洁设备六大领域，不仅包括传统能源类产品，还包括纯电动各类产品，并成功研发出首款氢燃料电池厢式垃圾车，支撑了公司收入、市场占有率、新能源占有率等核心指标的同比增长。

环卫服务毛利率表现突出。公司打造了完善的精细化管理体系、新能源解决方案、科技创新服务能力、农村垃圾分类等核心竞争优势，产品毛利率高，利润指标表现亮眼。

基础工程机械业务稳固优势。基础工程机械属于公司老牌业务，拥有60余年的技术和经验积累，公司主打产品均保持了较好的竞争力，新能源旋挖钻保持首发优势，强夯保持行业第一品牌，桥梁检测车保持行业第一梯队。

新增矿用装备业务发展迅猛。公司自2008年起开始研发和销售矿用车辆，于2018年在行业内率先开发并推广新能源矿用车辆，22年公司单独划分矿用装备业务，全年实现营业收入6.71亿元，同比大幅增长123.1%，其中新能源市场占有率超40%，成为国内新能源矿用车辆第一品牌。

□ **新能源市场前景广阔，打开增长曲线。**“电动化”和“智能化”是大势所趋，而目前市场渗透率仍较低，公司新能源和无人驾驶业务将迎来广阔的发展前景，打开增长曲线。(1)环卫设备领域，公司具备传统和新能源底盘自主生产能力，产品拥有较强的技术优势和先发优势，在新能源市场持续领跑；(2)矿用装备领域，宇通纯电矿卡在经济性、安全性和可靠性方面具有优越性，产品得到客户的一致认可，并通过渠道扩展和模式创新，公司充电、换电、线控底盘等新能源矿用车辆项目不断签约落地，新能源矿用车辆的市场口碑和影响力得到进一步巩固提升。

□ **首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**公司整体业务稳健增长，未来随着新能源渗透率的不断提高、公司技术创新以及产品竞争力的进一步提高，公司营收有望实现突破性增长。随着公司向中高端市场推进，产品单价提高，公司未来的盈利水平有望提升。此外，随着后续政府财政的逐渐恢复，公司环卫服务项目应收账款回收，公司现金流情况预期也会改善。预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.08/4.86/5.82亿元，公司环卫业务稳步发展、突破矿用装备领域，逐步提高市占率，新能源业务打开增长曲线，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**政策落地不及预期风险、政府支付能力下降风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险等。

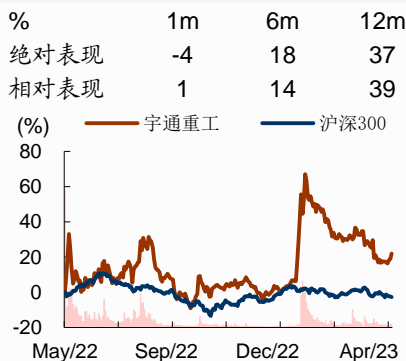
强烈推荐 (首次)

周期/环保及公用事业
当前股价：10.94元

基础数据

总股本 (万股)	54618
已上市流通股 (万股)	19285
总市值 (亿元)	60
流通市值 (亿元)	21
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	13.4
资产负债率	41.3%
主要股东	郑州宇通集团有限公司
主要股东持股比例	53.97%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

宋盈盈 S1090520080001
✉ songyingying@cmschina.com.cn
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)	3757	3585	4087	4823	5756
同比增长	8%	-5%	14%	18%	19%
营业利润(百万元)	475	481	519	617	742
同比增长	25%	1%	8%	19%	20%
归母净利润(百万元)	393	386	408	486	582
同比增长	34%	-2%	6%	19%	20%
每股收益(元)	0.72	0.71	0.75	0.89	1.07
PE	15.2	15.5	14.7	12.3	10.3
PB	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 环卫领域行业第一梯队，新能源细分市场龙头.....	5
1、 环卫市场名列前茅，新能源领域行业领跑.....	5
2、 重组后聚焦环卫和工程机械业务，研发能力突出.....	5
二、 形成四大产品布局，整体业务稳中有进.....	7
1、 环卫设备产品矩阵丰富，核心竞争优势显著.....	7
2、 与宏盛科技重组整合成效显著，高毛利产品占比提高.....	8
3、 产销情况逐年向好，募资项目投入推进产能释放.....	9
三、 新能源前景可期，环卫设备和矿用装备齐头并进.....	10
1、 环卫新能源细分市场进入窗口期，看好公司中长期业务增长.....	10
2、 新能源矿用装备行业领先，打开新增长曲线.....	12
四、 盈利预测.....	13
五、 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 公司发展历程及主要事件.....	5
图 2: 公司股权结构图.....	5
图 3: 公司主营业务构成 (单位: %).....	6
图 4: 公司主要产品一览.....	6
图 5: 环卫设备主要产品.....	8
图 6: 环卫服务主要范围.....	8
图 7: 公司营业收入及同比变化 (单位: 百万元, %).....	8
图 8: 公司归母净利润情况 (单位: 百万元).....	8
图 9: 公司毛利率和净利率情况 (单位: %).....	9
图 10: 公司期间费用率变动情况 (单位: %).....	9
图 11: 公司分产品毛利率情况 (单位: %).....	9
图 12: 公司分产品营业收入情况 (单位: 万元).....	9
图 13: 公司产品产销率情况 (单位: %).....	10
图 14: 公司主要产品销量及均价情况 (单位: 台, 万元).....	10
图 15: 公司新能源环卫车销量及同比变化 (单位: 台, %).....	11

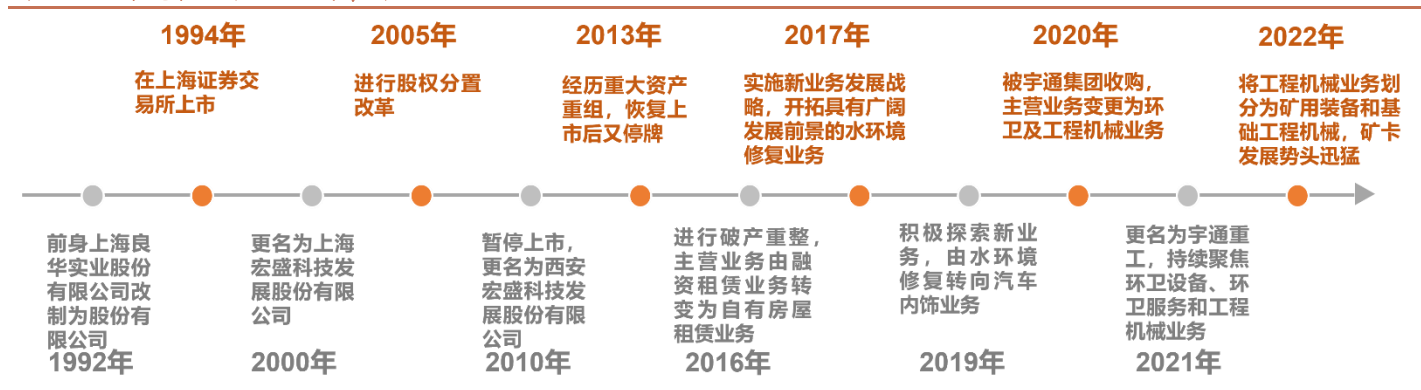
图 16: 公司新能源环卫车市占率情况 (单位: %)	11
图 17: 宇通重工无人驾驶扫地机	11
图 18: 宇通重工环卫新能源车型	11
图 19: 公司矿卡收入和销量情况 (单位: 万元, 辆)	12
图 20: 宇通重工矿卡产品	12
表 1: 宇通重工研发成果和专利数	6
表 2: 新能源试点政策文件	10
表 3: 宇通重工 2023-2025 年盈利预测情况	13
附: 财务预测表	15

一、环卫领域行业第一梯队，新能源细分市场龙头

1、环卫市场名列前茅，新能源领域行业领跑

国内环卫市场行业第一梯队，新能源环卫领域行业领先。公司前身系上海良华实业股份有限公司，于1992年改制为股份有限公司，后经过多次重大资产重组和股权变更，于2020年被宇通集团收购，与旗下子公司宇通重工整合重组，主营业务也由房屋租赁和汽车内饰转变为环卫和工程机械；2021年正式变更证券简称为宇通重工股份有限公司，并聚焦于环卫设备、环卫服务和工程机械业务。目前公司在环卫和基础工程机械领域位于行业第一梯队，新兴矿用车业务快速增长、发展势头迅猛；公司新能源核心能力保持行业领先，新能源环卫车辆市场占有率位居行业第一，新能源矿用车市场保持行业第一品牌的竞争优势。

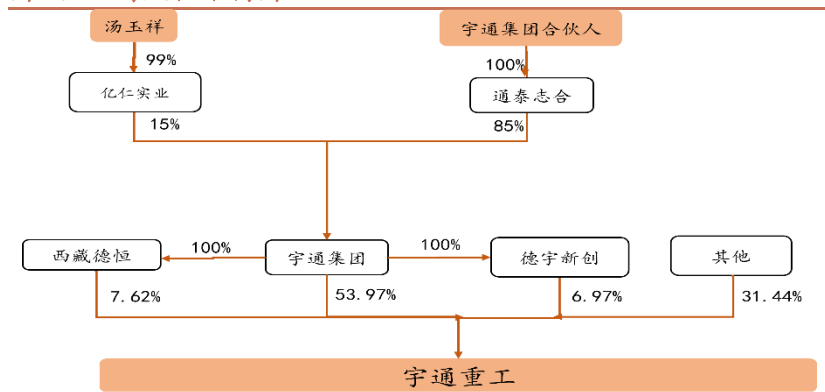
图1：公司发展历程及主要事件



资料来源：公司公告、招商证券

公司系宇通集团控股子公司，实际控制人为汤玉祥。公司属于宇通集团旗下的控股子公司，间接或直接控股比例合计为68.56%；2023年2月，部分实控人之间签署了《郑州通泰合智管理咨询有限公司股权转让协议》，转让完成后，公司实际控制人由汤玉祥、曹建伟、卢新磊、张义国、杨波、张宝锋、游明设等7名自然人变更为汤玉祥先生。

图2：公司股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

2、重组后聚焦环卫和工程机械业务，研发能力突出

与宏盛科技整合重组，聚焦环卫和工程机械业务。2020年宇通集团收购宏盛科技，将子公司宇通重工和宏盛科技进行重组，整合后公司的主营业务是环卫设备、环卫服务、基础工程机械和矿用装备业务，以及宏盛科技原有的少量汽车内饰业务，2022年后公司聚焦环卫和工程机械市场，汽车内饰业务归零。（1）**环卫领域**：属于公共服务事业，包括环卫设备和环卫服务，其中在**环卫设备**市场，公司是国内专业化环卫设备的主要供应商之一，主营环卫清洁装备、垃圾收转装备等的研发、生产与销售，产品分为保洁和收转运两个大类；在**环卫服务**市场，公司通过互联网+环卫、

智能装备、人机结合、新能源整体解决方案等手段，推动环卫模式的全面革新，是国内领先的科技、制造、服务一体化人居环境综合服务商。（2）**工程机械领域**：包括基础工程机械和矿用装备业务。在**基础工程机械**市场，公司主要从事工程机械的研发、制造、销售和服务，主要产品包括旋挖钻机、强夯机、履带式起重机、桥梁检测车等，其中强夯设备为国内第一品牌，桥梁检测车处于国内前列；在**矿用装备**市场，公司主要从事矿用车辆的研发、制造、销售和服务，产品包括新能源矿用车辆和燃油矿用车辆，已涵盖 60t、90t、105t、115t 等多个系列，广泛应用于矿山运输、港口运输、隧道施工等各类工作场景，已在全国主要区域运营，得到了广泛认可和好评。

图 3：公司主营业务构成（单位：%）

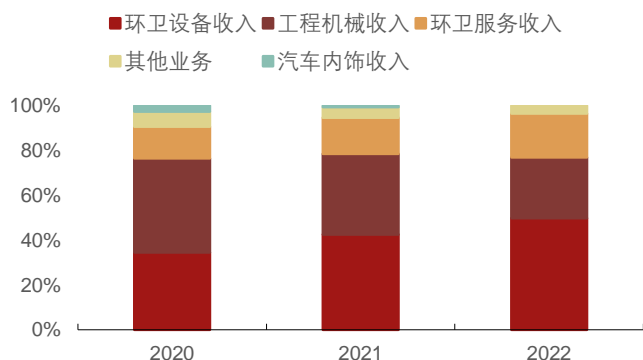


图 4：公司主要产品一览



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司官网、招商证券

国内专业化环卫设备的主要供应商之一，客户资源稳定，结合不同客户群体特点采用差异化的产销模式。公司客户主要分为政府和企业两大类型。具体而言，环卫设备和环卫服务属于公共服务事业，政府是主要的采购方，包括地方政府和一些事业单位如环卫管理部门，其次是环保领域的相关企业，考虑到环卫领域具有广域化和分散化的特点，公司采用“以销定产，以产定采”的生产模式和以“直销为主、经销+网销为辅”的销售模式，充分利用资源，为客户提供多元化、标准化及定制化的产品与服务，目前是国内专业化环卫设备的主要供应商之一；工程机械行业是中国机械工业的重要产业之一，下游客户主要为基础设施、房地产等投资密集型行业，由于该行业客户群体相对分散，且周期性明显，销售具有较明显的季节性波动，因此公司采用面向订单生产+管理订单储备的生产运营模式和直接销售给终端客户的销售模式。

具备强大的研发创新能力、技术优势及知识产权软实力。公司是国家火炬计划重点高新技术企业、河南省科技创新龙头企业、河南省技术创新示范企业及河南省知识产权示范企业，建有院士工作站、省级企业技术中心等多个科研创新平台，与北京理工大学、吉林大学、天津大学等国内知名高校和科研院所建立广泛全面的合作关系；公司具有完备的技术研发机构和科研创新平台，拥有行业一流的环卫设备研发团队，有成熟的研发流程，优秀的技术研发和管理团队，可有效完成环卫设备创新研究、技术集成、产品开发、验证试验及评价；此外公司还拥有多项研发成果和有效专利，子公司宇通重装荣膺“河南省知识产权示范企业”、“郑州市知识产权示范企业”等称号。

表 1：宇通重工研发成果和专利数

业务	研发成果	专利数量
环卫设备	(1) 智能驾驶技术研发： ①无人驾驶运营技术，实现国内首次批量（50 台）自动驾驶洗扫车交付运营；②自适应路边清扫技术；③上装语音控制技术。 (2) 新能源系统集成关键技术研发：双胎电驱桥 (3) 集成式上装电驱动系统研发 (4) 全水力雾炮系统开发 (5) 自适应对冲技术 (6) 高速洒水功能开发	拥有有效专利 285 件，其中发明专利 62 件；拥有软件著作权 15 件
矿用装备	纯电动矿用车辆、换电矿用车辆、无人驾驶矿用车辆	拥有有效专利 16 项，其中发明专利授权 1 项、实用新型授权 15 项
基础工程机械	系列新能源旋挖钻机、系列强夯机、多谱系桥梁检测车	拥有有效专利 61 项，其中发明专利授权 4 项、实用新型授权 57 项

资料来源：公司公告、招商证券

二、形成四大产品布局，整体业务稳中有进

1、环卫设备产品矩阵丰富，核心竞争优势显著

环卫设备行业集中度不断提升，公司市占率提高，头部企业竞争优势扩大。根据公司年报披露，环卫设备行业集中度不断提升，2021年行业CR10为59%，公司排名第五，2022年CR10上升至63%，公司排名上升至第四，此外程力威、中联、福龙马等品牌排名位居前列。在新能源细分市场，公司22年新能源环卫车辆上险1400台，同比增幅21.11%，市场占有率达到28.71%，保有量连续三年稳居行业第一，新能源环卫车辆中燃料电池产品上险107台，市场占有率49.77%，位居行业第一。长期来看，随着国民经济的恢复增长和城镇化率的进一步提升，以及人们对生活质量要求的提高，叠垃圾分类、城镇化补短板、乡村振兴、农村人居环境整治等利好政策的落地执行，电动化和智能化的宏观趋势，预计环卫设备市场将呈现整体增长态势；并且市场将逐渐倾向有品牌优势、技术优势和资金优势的企业，部分综合实力比较弱的中小企业抗风险能力不足，可能会面临淘汰和整合，行业集中度将进一步提高，头部企业优势放大。

产品矩阵丰富，致力于成为全国领先的一体化环卫解决方案提供商。公司专注于环卫设备领域关键技术的自主研发，紧跟电动化、智能化、网联化、低碳化等行业发展趋势，围绕“安全、节能、舒适”等方面进行了深入研究，通过多年来的自主研发和系统的技术创新，形成了保洁和收转运两大类产品体系，拥有17类环卫车辆产品、2大站类产品及保洁设备扫路机。其中保洁类主要以道路的路面及立面设施的洗、洒、吸、扫等清洁保养类车辆及设备为主，包括洗扫车、扫路车、吸尘车、清洗车等；收转运类主要以垃圾清理、收集、转运类车辆及设备为主，包括压缩式垃圾车、餐厨垃圾车、自装卸式垃圾车等多类产品。公司环卫设备产品涵盖燃油、燃气、纯电动、氢燃料电池多种能源类型，吨位覆盖1-32吨，销售及售后网络覆盖全国超82%的城市，一、二线城市已全部覆盖。

拥有自主的底盘研发和一体化研发能力，产业配套竞争优势支撑品牌影响力。公司具有传统和新能源底盘生产能力，可以进行从底盘到上装的一体化研发，“底盘+上装”的差异化竞争优势支撑了公司收入、市占率和新能源占有率等核心指标的增长。同时，公司传统环卫设备的关键零部件均采购自法士特、东风车桥、玉柴、福耀等国内汽车零部件龙头企业，并且已同大部分行业领先的供应商形成了长期稳定的合作伙伴关系，使公司在产业配套方面的竞争优势和新能源环卫设备的技术竞争力得以持续领先和提升。自主底盘研发的一体化优势，稳定、领先的供应链队伍，动态、严格的优化提升管理机制，形成了公司领先的质量优势、技术优势、交付及服务保障优势。

环卫服务打造了完善的精细化管理体系和新能源解决方案等核心竞争优势。宇通重工设立子公司傲蓝得环境提供环卫服务业务，涵盖专业化的环卫一体化、园林绿化养护、物业管理和市政养护服务，打造人居环境一体化综合解决方案。

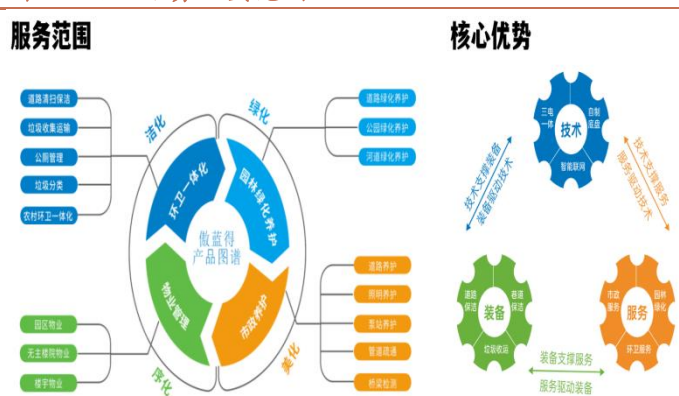
（1）运营管理体系：公司在全国范围承接了包括江苏苏州、无锡、山东济宁、河南郑州、信阳等60余个环卫运营服务项目，服务覆盖近亿人口，已成为国内领先的科技、制造、服务一体化人居环境综合服务商，积累了丰富的项目运营管理经验。**（2）新能源解决方案：**公司提出了以产品定制化、管理智慧化、作业精准化为核心的“新能源环卫整体解决方案”，实现政府预算内用新能源替代传统环卫车，解决了环卫服务领域新能源应用成本偏高的痛点。目前公司在郑州市航空港区项目共有各类纯电动环卫车辆200余台，为超过500万平方米的城市区域提供零排放的环卫服务，2022年新增的山东济宁、郑州新郑项目也广泛使用了新能源车辆；未来公司将持续推广新能源方案，充分发挥核心竞争优势，扩大服务区域和服务人口。

图 5: 环卫设备主要产品



资料来源: 公司官网、招商证券

图 6: 环卫服务主要范围



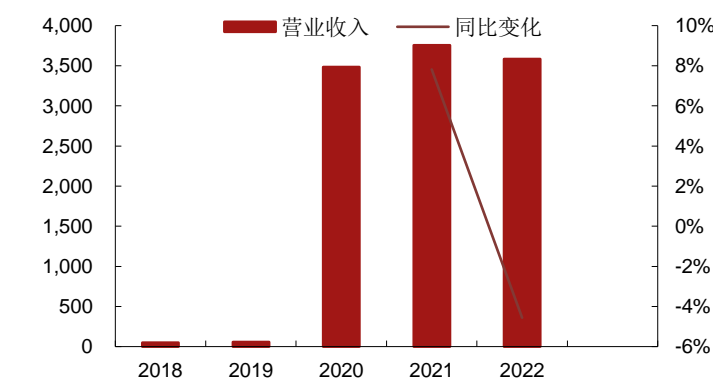
资料来源: 公司官网、招商证券

工程机械业务历史悠久，稳定传统优势并拓展矿用装备新增长点。工程机械属于宇通重工的传统老牌业务，拥有 60 余年的技术和经验积累。2018 年宇通重工将基础工程机械业务单独拆分，注册成立了宇通重型装备有限公司，它依托宇通集团强大的技术研发实力和精良的设施装备，研发制造了具有核心竞争力的多功能旋挖钻机、液压履带式强夯机、重负荷起重机、桥梁检测车等四大品类 20 余种型号整机产品，广泛应用于高铁、机场、港口、码头、城市轨道交通、建筑工程、水利工程、市政工程建设中，其中，强夯设备为国内第一品牌，桥梁检测车处于国内前列。由于受宏观经济、行业周期及房地产降温等多重因素影响，工程机械行业近几年下滑明显；未来公司将抓住工程机械行业向电动化、智能化转型的机遇，保证传统业务平稳运营的同时，开拓矿用装备细分赛道。

2、与宏盛科技重组整合成效显著，高毛利产品占比提高

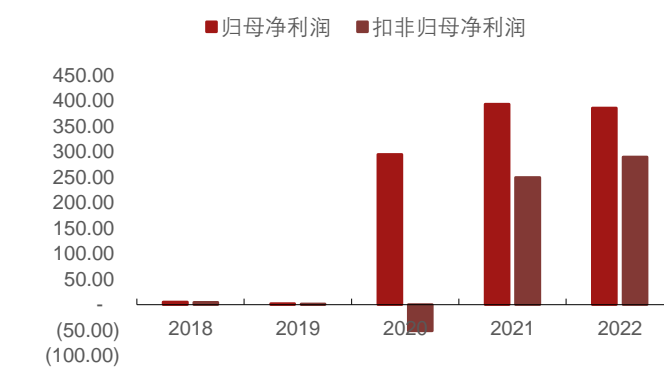
整装重组蓄势待发，经营事业迈向新台阶，未来发展前景较好。公司 22 年实现总营收 35.85 亿元，同比减少 5%，主要因为宏观经济不景气、行业周期性及房地产降温等不利因素对公司基础施工类产品的销售产生了较大的冲击，因此公司整体收入小幅下降；22 年公司归母净利润 3.86 亿元，扣非后归母净利润 2.90 亿元，同比增加 16.3%，利润提升明显。一方面，虽然工程机械目前处于周期的底部，但仍具有长远广阔的市场前景：我国城镇化进程仍在推进，基础设施投资领域存在较大需求，加上“十四五”规划和基建“稳增长”政策的逐步落地，工程机械行业将迎来新的发展机遇，公司也将持续推进产品迭代升级，加大新能源产品研发力度，同时拓展开发维护保养类的弱周期产品（如高空作业车等），并提升供应链管理能力和提升交付管理能力，提升企业抗风险能力，保证传统业务的平稳运营。另一方面，公司在积极推进核心业务转型，重点发展环卫领域。

图 7: 公司营业收入及同比变化 (单位: 百万元, %)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 公司归母净利润情况 (单位: 百万元)



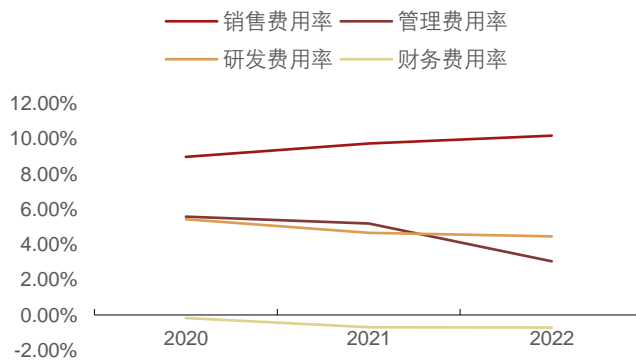
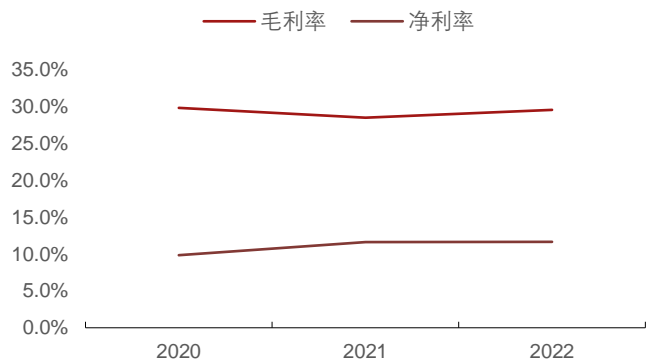
资料来源: 公司公告、招商证券

净利率稳步提升, 经营管理效率改善, 高毛利产品收入占比逐年上升, 看好公司中长期发展。公司 2022 年毛利率 29.5%,

同比提高 1 个百分点，净利率 11.7%，连续三年稳步提升，同时管理费用率逐年下降，22 年同比下降了 2 个百分点，体现公司运营能力的提高，降本增效策略有效实施。分产品来看，工程机械和环卫设备业务毛利有所下降，主要受宏观经济和机械行业周期的影响；环卫服务毛利逐年提升，2022 年达到近 30% 的毛利率，同比提高 5 个百分点。面对工程机械行业的下行压力 and 市场竞争加剧的形势，公司转移重心至环卫领域，近三年环卫设备和环卫服务收入迅速提高，在 2022 年环卫设备超过工程机械成为公司的第一大业务；未来公司将坚持战略方向，产品向中高端靠拢，争取高价值订单，扩大环卫设备和环卫服务等较高毛利产品的份额，实现长期可持续的高质量发展。

图 9: 公司毛利率和净利率情况 (单位: %)

图 10: 公司期间费用率变动情况 (单位: %)

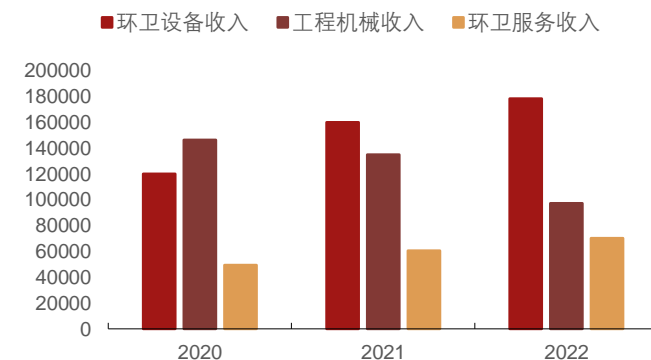
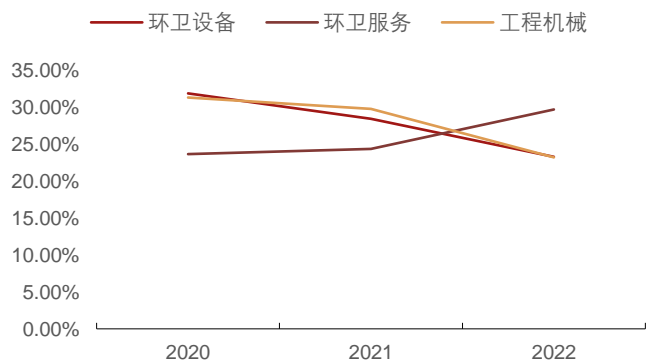


资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 公司分产品毛利率情况 (单位: %)

图 12: 公司分产品营业收入情况 (单位: 万元)



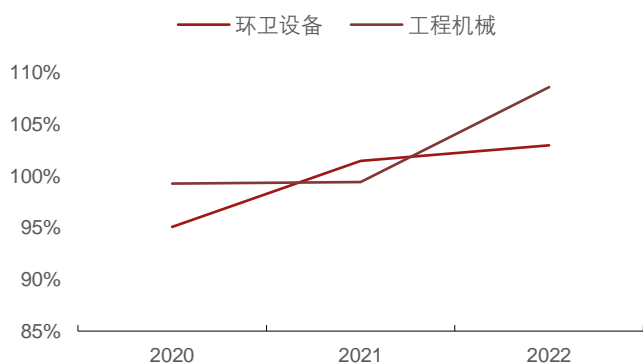
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

3、产销情况逐年向好，募资项目投入推进产能释放

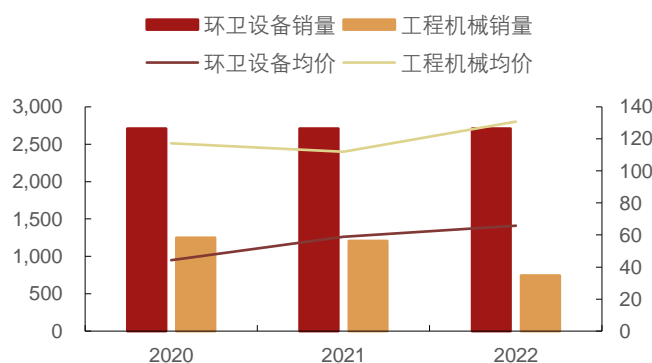
产销率逐年向好，产品价值量稳步提升，利于公司盈利水平的增长。公司近三年产销率持续提高，至 2022 年环卫设备和工程机械产品产销率均超过 100%；同时从均价来看，产品价值量稳步上升，22 年环卫设备均价达每台 65.8 万元，同比提高 12%，工程机械均价每台 130.8 万台，同比提高 17%，体现公司向中高端市场发力的策略。在 22 年竞争明显加剧、一些区域出现低价竞争情况下，公司始终坚持保障订单盈利水平，未来也将进一步突破中高端产品市场，保持新能源占有率先，持续推进产品及市场布局完善，发挥产业链协同优势，实现产品价值最大化并支撑公司业绩的快速增长。

图 13: 公司产品产销率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 公司主要产品销量及均价情况 (单位: 台, 万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

三、新能源前景可期，环卫设备和矿用装备齐头并进

1、环卫新能源细分市场进入窗口期，看好公司中长期业务增长

新能源政策利好，随着渗透率速度加快，市场进入窗口期，新能源环卫设备将高速发展。在“碳达峰、碳中和”背景下，工信部等八部门发布《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》，在全国范围内启动公共领域车辆全面电动化先行区试点工作，加快推进公共领域车辆全面电动化，实现试点领域新能源汽车比例显著提高，其中环卫等领域力争达到 80%。而目前行业整体产品需求仍以传统产品为主，根据中汽数据终端零售数据显示，环卫设备行业新能源 2022 年上险量 4877 台，渗透率只有 5.9%，仍有巨大的发展空间；同时，伴随新能源环卫设备技术不断成熟、成本不断优化，相比传统环卫设备的优势更加凸显，新能源产品的增速远超传统产品，22 年实现逆势 20% 的同比增长；此外新能源需求超过 10 台的城市由 2021 年的 38 个扩张到 2022 年的 53 个，同比增长了 39.4%，行业需求的区域分布更加均衡，行业认可度和覆盖度也进一步提高。因此预计未来新能源市场将进入窗口期，新能源环卫设备呈现高速增长，而宇通重工作为新能源市场的领跑者，在宏观驱动因素作用下将迎来巨大的发展空间。

表 2: 新能源试点政策文件

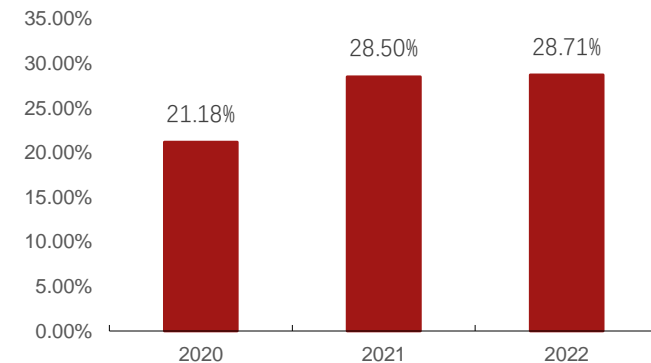
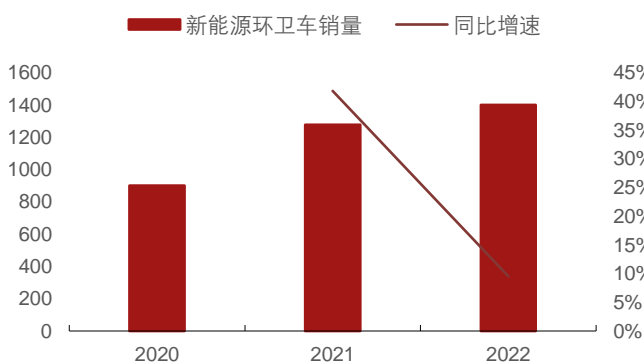
政策目录	具体内容
主要目标	<p>(一) 车辆电动化水平大幅提高。试点领域新增及更新车辆中新能源汽车比例显著提高，其中城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到 80%。</p> <p>(二) 充换电服务体系保障有力。建成适度超前、布局均衡、智能高效的充换电基础设施体系，服务保障能力显著提升，新增公共充电桩（标准桩）与公共领域新能源汽车推广数量（标准车）比例力争达到 1: 1，高速公路服务区充电设施车位占比预期不低于小型停车位的 10%，形成一批典型的综合能源服务示范站。</p> <p>(三) 新技术新模式创新应用。建立健全适应新能源汽车创新发展的智能交通系统、绿色能源供给系统、新型信息通信网络体系，实现新能源汽车与电网高效互动，与交通、通信等领域融合发展。智能有序充电、大功率充电、快速换电等新技术应用有效扩大，车网融合等新技术得到充分验证。</p>

资料来源: 工信部官网、招商证券

连续三年领跑新能源市场，产品具有技术优势和先发优势，支撑未来业绩的快速提升。公司新能源以纯电动、燃料电池环卫设备研发和产业化为主线，形成纯电动和氢能两大驱动类型，以行业共性关键技术“电池、电机、电驱、电桥、

电控”及“线控底盘”的自主攻关为切入点，经过多年技术攻关，在智能驾驶技术、新能源系统集成、燃料电池系统性能提升、上装电驱动系统集成、安全驾驶、作业效率提升等方面取得多个重大突破。在“智能化”和“电动化”领域公司产品有显著的技术优势，因此可以领跑新能源赛道：2020-2022 年公司新能源环卫车辆累计市场占有率连续三年位居行业第一；2022 年公司实现燃料电池环卫车辆批量销售 107 台，以 49.77% 的市场占有率遥遥领先于其他品牌。这种先发优势在未来也将支撑公司业绩的快速增长，以及新能源市占率的进一步提高。

图 15: 公司新能源环卫车销量及同比变化 (单位: 台, %) 图 16: 公司新能源环卫车市占率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

(1) 智能化领域开发了无人驾驶运营技术、自适应溜边清扫技术及上装语音控制技术。①无人驾驶运营技术: 基于多元融合感知技术和先进拟人化决策控制技术开发的 L4 级 6t 自动驾驶洗扫车, 实现了精确贴边行驶、精准停靠、上装智能控制、远程智能调度等环卫特殊场景功能, 实现国内首次批量 (50 台) 自动驾驶洗扫车交付运营, 平均自动驾驶里程累计达到 6600 公里。②自适应溜边清扫技术: 利用毫米波雷达精准测距特性, 开发了辅助溜边作业系统, 在溜边作业偏离目标要求时, 可自动调整扫盘作业宽度、主动对驾驶员发出预警, 提升环卫作业效率。③上装语音控制技术: 基于移动应用、融合语音识别、远程控制技术等全新开发了上装语音控制技术, 在车辆周围 10 米之内通过预置语音控制指令即可控制作业机构作业, 进一步解放操作人员的双手, 提升作业效率。

(2) 新能源领域研发并全面推广双胎电驱桥和氢燃料电池车, 推出了多款新能源环卫设备。①纯电动领域: 双胎电驱桥实现系统降重 10%, 车辆经济性提升 10% 以上; 研发集成式上装电驱动系统, 行业内首次开发高速电机多合一集成技术方案, 依托宇通环卫智能监控系统积累的海量作业数据, 应用先进上装动力匹配技术, 实现驱动系统降重 30%、能耗降低 5% 以上, 全面引领行业。②氢燃料车领域: 基于整车底盘与上装一体化设计理念与优势, 针对作业功能和运营工况差异, 系统研发多目标能量管理策略、燃料电池启停策略等, 实现整车节能水平大幅优化, 整车氢耗低于主要竞品 10% 以上; 目前已全面布局洗扫车、清洗车、压缩式垃圾车、厢式垃圾车等燃料电池产品。

图 17: 宇通重工无人驾驶扫地机



资料来源: 公司公告、招商证券

图 18: 宇通重工环卫新能源车型



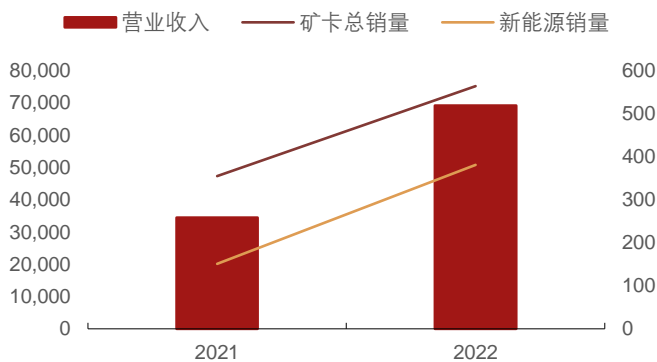
资料来源: 公司官网、招商证券

2、新能源矿用装备行业领先，打开新增长曲线

新增矿用装备业务增势迅猛，目前是新能源矿用车国内第一品牌。宇通重工自 2008 年起就开始研发和销售矿用车辆，于今年划分为一项单独业务“矿用装备”，主要产品为纯电矿用车和燃油矿用车，主要应用场景是煤炭和金属矿场。公司于 2018 年在行业内率先开发并推广新能源矿用车，于 2022 年 12 月在山东邹城实现纯电无人驾驶矿卡的批量交付，携手打造全国首个“全矿新能源+5G 全覆盖”的绿色零碳智慧矿山。22 年公司矿用装备全年营业收入 6.71 亿元，同比大幅增长 123.1%，实现矿用车销量 564 辆，同比增加了 58.9%，其中新能源车销量 381 辆，同比增加了 152.3%；目前，公司新能源矿用车已经成为国内第一品牌，市占率超过 40%。

图 19：公司矿卡收入和销量情况（单位：万元，辆）

图 20：宇通重工矿卡产品



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司官网、招商证券

传统矿卡赛道竞争激烈，发展较为成熟，较难出现大幅增长。目前国内矿用装备传统赛道属于完全竞争性领域，已经处于较为成熟的发展阶段，产品的行业集中度较高，竞争格局稳定、较难打破。同时，国家近期对环保和绿色化发展要求的不断升级，以及“双碳”目标等行业政策，矿山露天开采已被严格限制，地方政府纷纷出台文件不再批准新的露天矿山，现有存量矿山严格限制产能，因此未来国内传统矿用车市场的增长较为乏力。

新能源矿卡优势突出，叠加政策驱动，未来会逐步替代传统矿卡。一方面现阶段国家大力发展光伏、风电、水电等清洁能源，叠加燃油价格仍在高位，以及非道路机械设备国四排放的升级，与传统矿卡相比纯电动矿用车燃油使用成本可以降低 70% 以上，尤其是在重载下坡和高海拔地区应用场景，依靠能量回收新能源矿卡经济性远远好于燃油车；在生态社会效益方面，纯电动矿用车可以实现露天运输的纯净排放，保护生态环境，同时车辆噪音低，降低工人劳动强度。另一方面随着行业内新能源三电技术和产业链日趋成熟，新能源产品可靠性得到提升。因此，矿用车电动化已然大势所趋，换电产品、无人驾驶产品有望逐步替代传统矿卡，迎来快速增长和规模化落地。

公司依托技术创新能力及先进的智能制造能力，提供安全、可靠、高效、经济的矿用装备及整体解决方案，新能源矿卡产品处于有利竞争地位。经过市场验证，宇通车辆出勤率 > 95%，采用智能热管理系统，能耗节能 20%，回收率 > 75%，产品得到客户的一致认可；通过渠道扩展和模式创新，公司充电、换电、线控底盘等新能源矿用车项目不断签约落地，新能源矿用车的市场口碑和影响力得到进一步巩固提升，未来存在巨大蓝海。

(1) 纯电动矿用车：开发针对于矿山恶劣工况环境的高强度动力电池，提升了电池使用的安全性、可靠性和防水性；自主研发双电机系统，保障产品的高安全性和高出勤率。目前公司纯电动矿用车已在全国 28 个省份超过 100 个矿区批量运营或试运营，累计运营天数超 1500 天，运营里程超 1500 万公里，单车最大里程超过 20 万公里；今年 4 月 10 台公司纯电矿卡正式交付泰国第二大水泥生产商，对中国新能源矿卡在泰国市场的开发具有里程碑式的意义，体现了公司产品的强大竞争力。

(2) 换电矿用车和无人驾驶矿用车：公司换电矿用车目前已实现后背、甲板、侧换等多种换电结构的开发，满足不同换电方式的匹配需求；可以实现 5-6 分钟快速换电，有效解决普通纯电动车辆充电和等待时间长的问题，提高整车出勤率和运营效率；车电分离模式下大幅降低客户的购车成本，减轻资金压力；实现充电集中管理，整个充电过程安全可控，延长电池使用寿命超过 20%。目前公司换电矿用车已在全国多个矿区实现批量运营。无人驾驶矿用车具备矿

山全工况、全天候适应能力，基本实现露天矿山“装、运、卸”全流程自动化运输作业；根据驾驶员踩下加速踏板的深度及快慢精确控制车辆运行状态，可提高驾乘舒适性；预留模块接口，可以匹配各类无人驾驶系统，方便进行开发合作。2022 年公司与泰国第一大水泥生产商签订战略合作协议，引入 15 台无人驾驶矿车，计划 2023 年全面落地。

四、盈利预测

公司是国内领先的环卫领域头部企业。在 2020 年和宏盛科技整合正式上市，聚焦环卫和工程机械领域，拓展公司业务和产品体系。随着公司在环卫领域的持续深耕、拓展矿用装备产品以及保持新能源细分赛道的领先优势，公司营收及盈利水平有望显著提升。

表 3: 宇通重工 2023-2025 年盈利预测情况

		2022A	2023E	2024E	2025E
环卫设备	营业收入 (亿元)	17.8	21.3	25.6	30.7
	同比 (%)	11.6%	19.4%	20.1%	20.1%
	毛利率 (%)	32.3%	33.0%	32.5%	32.6%
环卫服务	营业收入 (亿元)	7.0	6.6	6.3	6.5
	同比 (%)	15.9%	-5.9%	-4.0%	2.0%
	毛利率 (%)	29.7%	29.0%	29.2%	29.5%
工程机械	营业收入 (亿元)	9.7	13.0	16.3	20.4
	同比 (%)	-28.0%	33.8%	25.0%	25.5%
	毛利率 (%)	23.3%	23.5%	23.5%	24.0%
公司整体	营业收入 (亿元)	35.9	40.9	48.2	57.6
	同比 (%)	-4.6%	14.0%	18.0%	19.3%
	毛利率 (%)	29.5%	31.0%	30.0%	30.2%

资料来源：公司公告、招商证券

- 环卫设备：**公司位于国内环卫设备行业第一梯队，随着公司传统车业务的稳步推进和新能源产品竞争力凸显，预计公司市占率和营收将继续上升。我们预计 2023/2024/2025 年公司环卫设备业务营收分别为 **21.3/25.6/30.7** 亿元。
- 环卫服务：**考虑到政府财政近几年紧张，公司后续会加强为加强应收账款风险管控、主动退出部分回款较差的项目，环卫服务整体收入规模会小幅下滑，随着未来政府财政压力减轻，公司创新服务模式、扩大服务范围，环卫服务业务增速会由正转负。我们预计 2023/2024/2025 年公司环卫服务业务营收分别为 **6.6/6.3/6.5** 亿元。
- 工程机械：**①**基础工程机械领域**，受宏观经济和行业周期性影响，目前处于坡底，短期内预计增幅不大，但中长期看基础工程机械仍具有长远广阔的市场前景，我国在轨道交通、公路、机场、港口航道、水利、环境保护等基础设施投资领域的需求依然存在，行业会逐渐复苏；加上公司将努力推进产品迭代升级、新产品研发，同时拓展开发维护保养类的弱周期产品（如高空作业车等），保证公司平稳运营，提升企业抗风险能力，预计未来收入小幅恢复。②**矿用装备领域**，新能源矿卡在经济性和生态效益上均明显优于传统矿卡，随着绿色矿山、智慧矿山的建设推动，换电产品、无人驾驶产品有望逐步替代传统矿卡，迎来快速增长，公司新能源矿用车辆蓄势待发、目前项目不断签约落地，近几年将成为增长最快的业务板块。我们预计 2023/2024/2025 年公司工程机械业务营收分别为 **13.0/16.3/20.4** 亿元。

如上文盈利预测，短期来看，公司主要营收来自环卫领域，基于稳定的供应链、优秀的产品性能和底盘自主研发能力，环卫设备业务有望维持稳定增长；中长期来看，新能源产品随着市场渗透率的提高将打开增长曲线，未来有望实现量利齐升，公司营收和毛利率有望得到显著提高，同时矿用装备业务发展前景广阔。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 **40.9/48.2/57.6** 亿元，归母净利润 **4.08/4.86/5.82** 亿元，对应 EPS 分别为 **0.75/0.89/1.07** 元，公司业绩增长趋势明显，新能源业务逐步放量，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

五、风险提示

政策风险。环卫行业属于典型的政策驱动型行业，如果未来宏观经济政策、税收政策、环保产业政策以及环境管理政策政策发生变化，可能给行业参与者带来准入限制、运营成本上升等不利影响，从而对公司经营业绩等方面产生影响。

政府支付能力下降风险。若未来宏观财政政策调整，可能导致各级政府削减对环境管理的财政支出预算，从而影响客户对环卫服务项目及环卫设备的采购更新计划，进而对环卫行业的持续快速增长造成不利影响。

市场竞争加剧风险。环卫行业目前处在快速成长期，随着行业的快速发展以及上下游企业的涉足、不同领域新企业的不断加入，市场竞争将不断加剧，公司市场占有率提升未来将有可能面临新的挑战。

原材料采购价格波动风险。工程机械业务成本原材料占比较高，如果未来原材料价格明显上涨，并维持在高位，将增加公司采购成本，对公司盈利水平产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3587	3356	3927	4658	5499
现金	1743	1152	1454	1733	2009
交易性投资	167	0	0	0	0
应收票据	92	27	30	36	43
应收款项	713	999	1116	1317	1572
其它应收款	22	21	24	29	34
存货	429	329	358	428	510
其他	421	829	945	1115	1331
非流动资产	1190	1375	1294	1226	1170
长期股权投资	4	12	12	12	12
固定资产	453	389	334	289	253
无形资产商誉	326	249	224	202	182
其他	408	724	724	724	723
资产总计	4777	4731	5221	5884	6668
流动负债	2075	1804	1940	2200	2499
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1220	1090	1216	1456	1733
预收账款	75	38	42	50	60
其他	780	677	682	693	706
长期负债	331	304	304	304	304
长期借款	0	0	0	0	0
其他	331	304	304	304	304
负债合计	2406	2108	2245	2504	2803
股本	539	546	546	546	546
资本公积金	881	889	889	889	889
留存收益	792	995	1315	1678	2115
少数股东权益	159	193	226	267	315
归属于母公司所有者权益	2212	2430	2750	3114	3550
负债及权益合计	4777	4731	5221	5884	6668

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	84	(90)	339	336	356
净利润	437	418	442	526	630
折旧摊销	101	97	103	90	78
财务费用	7	2	0	0	0
投资收益	(26)	(35)	(71)	(86)	(86)
营运资金变动	(387)	(561)	(136)	(198)	(272)
其它	(46)	(10)	1	4	6
投资活动现金流	(5)	(188)	51	66	66
资本支出	(42)	(53)	(20)	(20)	(20)
其他投资	36	(136)	71	86	86
筹资活动现金流	91	(277)	(88)	(122)	(146)
借款变动	175	(170)	(0)	0	0
普通股增加	17	7	0	0	0
资本公积增加	47	8	0	0	0
股利分配	(160)	(126)	(87)	(122)	(146)
其他	12	4	0	0	0
现金净增加额	170	(555)	302	279	276

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3757	3585	4087	4823	5756
营业成本	2687	2527	2820	3376	4018
营业税金及附加	31	28	32	38	46
营业费用	365	365	416	491	576
管理费用	195	109	124	147	115
研发费用	175	160	286	289	345
财务费用	(26)	(26)	0	0	0
资产减值损失	(21)	(65)	40	50	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	140	89	51	51	51
投资收益	26	35	21	35	35
营业利润	475	481	519	617	742
营业外收入	13	16	10	10	10
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	486	494	525	624	748
所得税	49	76	84	98	118
少数股东损益	44	32	34	40	48
归属于母公司净利润	393	386	408	486	582

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	8%	-5%	14%	18%	19%
营业利润	25%	1%	8%	19%	20%
归母净利润	34%	-2%	6%	19%	20%
获利能力					
毛利率	28.5%	29.5%	31.0%	30.0%	30.2%
净利率	10.5%	10.8%	10.0%	10.1%	10.1%
ROE	19.8%	16.6%	15.7%	16.6%	17.5%
ROIC	18.7%	15.2%	15.5%	16.2%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	50.4%	44.6%	43.0%	42.6%	42.0%
净负债比率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	7.4	6.7	8.2	8.6	8.6
应收账款周转率	5.9	3.9	3.8	3.9	3.9
应付账款周转率	2.0	2.2	2.4	2.5	2.5
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.71	0.75	0.89	1.07
每股经营净现金	0.15	-0.16	0.62	0.61	0.65
每股净资产	4.05	4.45	5.04	5.70	6.50
每股股利	0.23	0.16	0.22	0.27	0.32
估值比率					
PE	15.2	15.5	14.7	12.3	10.3
PB	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.3	13.2	11.4	10.1	8.7

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。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020-2022年任招商证券美妆时尚行业分析师，重点覆盖珠宝、医美、美妆板块，2022年团队新财富排名第四位。2023年起任招商证券环保公用事业行业首席分析师。

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，任何机构和个人均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。