

# 龙马环卫 (603686)

## 2020 年年报点评：新能源装备销量大增 144.44%，环服剔除补贴毛利率同增 1.31pct 买入（维持）

2021 年 04 月 12 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

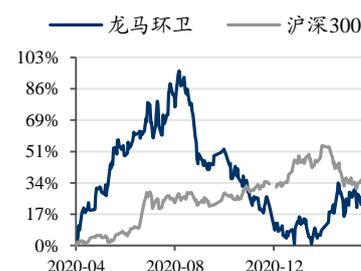
yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,443	6,453	7,880	9,449
同比（%）	28.7%	18.5%	22.1%	19.9%
归母净利润（百万元）	443	491.55	578.98	683.34
同比（%）	63.7%	11.05%	17.79%	18.02%
每股收益（元/股）	1.06	1.18	1.39	1.64
P/E（倍）	16.11	14.51	12.32	10.44

### 投资要点

- **事件：**公司 2020 年营收 54.43 亿元，同增 28.75%；归母净利润 4.43 亿元，同增 63.71%，扣非归母净利润 3.99 亿元，同增 61.76%，符合我们的预期；加权平均 ROE 同升 5.19pct 至 16.43%。
- **2020 年归母净利润高增 63.71%，环服剔除补贴毛利率同增 1.31pct。** 2020 年公司归母净利润高增 63.71%，主要系环服收入增加效率提升/加强应收账款管理贷款回笼/疫情优惠政策贡献，毛利率同增 1.37pct 至 27.10%。**1) 环卫装备：**营收 23.76 亿元，同减 1.06%，毛利率 29.01%，同减 0.98pct。其中新能源装备营收 3.33 亿元，同增 171.88%，毛利率 37.07%，同减 7.98pct。**2) 环卫服务：**营收 30.27 亿元，同增 69.21%，毛利率 25.75%，同增 5.65pct，剔除补贴影响毛利率 21.42%，同增 1.31pct。
- **2020Q4 营收首破 15 亿元，归母净利润连续三季度破亿元。** 2020Q4 公司营收创新高达 15.48 亿元，同增 28.57%，归母 1.12 亿元，同增 57.75%。
- **新能源环卫装备销量大增 144.44%显著高于行业，市占率 8.82%排名第三。** 2020 年公司环卫装备总销量 6916 辆，同减 15.72%。根据银保监会交强险数据，公司环卫装备销量市占率 5.49%，排名第三。其中，新能源装备销量 352 台，同增 144.44%，高于行业同比下降 2.58%的水平，占公司装备总销量的 5.09%，同增 3.33pct，市占率 8.82%，排名第三。
- **2021Q1 环服订单新增年化 2.52 亿元，突破新型业务和地域边界。** 2020 年公司环服新增年化 6.59 亿元，同减 46.29%，排名行业第七，新签合同总额 24.32 亿元，同减 78.15%；截至 2020 年底，在手年化 33.67 亿元，同增 27.78%，在手合同总额 284.24 亿元，同增 12.23%；待履行合同总额 195.18 亿元。2021Q1 公司新增年化金额 2.52 亿元，合同总金额 17.67 亿元。公司横向拓宽存量项目服务范围，尝试物业城市，成功开拓重庆、陕西、吉林等空白省份，实现了业务和地域范畴的双重突破。
- **费用管控得力，期间费用率下降。** 2020 年公司期间费用同增 22.37%至 8.15 亿元，若剔除业绩激励基金 7588.18 万元影响，同比仅增加 11.97%，低于收入增幅。公司期间费用率下降 0.78pct 至 14.97%。
- **公司新能源装备高增市占率领先，装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服份额提升。** 环卫新能源需求受政策与经济驱动长周期释放，我们预计 2020-2025 年渗透率从 3.19%提升至 15%，销量年化增速 48%，市场空间年化增速 41%，2025-2030 年渗透率提升至 80%，销量年化增速 47%，市场空间年化增速 47%。2020 年公司新能源环卫装备销量高增显著高于行业水平，市占率有望维持前三。公司切入环服 5 年，在装备制造、销售渠道、智慧环卫方面具备协同优势，增强拿单能力。
- **盈利预测：**我们维持 2021-2022 年净利润预测 4.92/5.79 亿元，预计 2023 年净利润 6.83 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.18/1.39/1.64 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场化率提升不及预期，环卫装备销售不及预期，市场竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.16
一年最低/最高价	14.18/29.80
市净率(倍)	2.51
流通 A 股市值(百万元)	7132.65

### 基础数据

每股净资产(元)	6.85
资产负债率(%)	43.25
总股本(百万股)	415.66
流通 A 股(百万股)	415.66

### 相关研究

- 1、《龙马环卫 (603686)：预告归母净利润中值高增 65%，环卫电动装备市占率稳定前三》 2021-01-31
- 2、《龙马环卫 (603686)：公司发布回购股份方案，彰显长期发展信心激发活力》 2021-01-10
- 3、《龙马环卫 (603686)：环服毛利率持续提升，新能源装备销量大增跻身行业前三》 2020-10-26

**事件:**

2020 年公司实现营业收入 54.43 亿元, 同比增长 28.75%; 归母净利润 4.43 亿元, 同比增长 63.71%, 符合我们的预期; 扣非归母净利润 3.99 亿元, 同比增长 61.76%; 加权平均 ROE 同比提高 5.19pct, 至 16.43%。

## 1. 新能源装备销量大增 144.44% 市占率增至 8.82%, 环服剔除补贴毛利率同增 1.31pct

**2020 年归母净利润同增 63.71% 至 4.43 亿元, 环服剔除补贴毛利率同增 1.31pct 至 21.42%。** 2020 年全年公司实现营业收入 54.43 亿元, 同比增长 28.75%; 归母净利润 4.43 亿元, 同比增长 63.71%, 主要系环卫服务收入增加, 运营管理效率提升, 加强应收账款管理, 加快货款回笼, 同时受疫情优惠政策影响所致。公司综合毛利率同比提升 1.37pct 至 27.10%。分业务来看, **1) 环卫装备:** 受疫情影响, 公司环卫装备业务(含其他主营)实现收入 23.76 亿元, 同比下降 1.06%, 占公司年度主营业务收入的 43.97%, 毛利率 29.01%, 同比下降 0.98pct, 环卫装备毛利率下降主要系客户结构变动所致。其中, 新能源环卫装备收入 3.33 亿元, 同比增长 171.88%, 占公司环卫装备业务收入的 14.03%, 毛利率 37.07%, 同比下降 7.98pct; 传统及清洁能源装备收入 20.03 亿元, 同比下降 9.94%, 占公司环卫装备业务收入的 84.30%, 毛利率 27.85%, 同比下降 1.65pct。 **2) 环卫服务:** 环卫服务业务实现收入 30.27 亿元, 同比增加 69.21%, 占公司年度主营业务收入的 56.03%, 毛利率 25.75%, 同比上升 5.65pct, 原因一是原有项目公司新增收入以及新增揭阳龙马、涿州龙环、六安龙马等项目; 二是智慧环卫带动管理效率提升; 三是疫情优惠政策贡献。疫情补贴影响约 1.55 亿元, 剔除补贴影响毛利率 21.42%, 同增 1.31pct。 2021 年公司将继续深化“环卫装备+环卫服务”为主, “固废处理+国际业务”为辅的全产业链战略。

**2020Q4 营收首破 15 亿元, 归母净利润连续三季度破亿元。** 从单季度看, 公司 2020 年第四季度营业收入创新高达 15.48 亿元, 同比增长 28.57%, 归母净利润 1.12 亿元, 同比增长 57.75%, 归母净利润已连续 3 个季度破亿元。

**环卫装备受疫情影响销量有所下滑, 新能源装备销量市占率增至 8.82% 排名升至第三。** 2020 年公司环卫装备总产量 7136 辆, 同比下降 12.36%, 总销量 6916 辆, 同比下降 15.72%, 库存量 1395 辆, 同比上升 19.03%, 产销同比下降主要系受疫情影响环卫装备市场采购放缓, 库存同比上升主要系为满足环卫服务运营企业客户交货周期较短的需求。根据银保监会新车交强险数据统计, 公司环卫装备市场占有率 5.49%, 位列行业第三。其中, 环卫创新产品和中高端作业车型总销量同比下降 8.55% 至 4751 辆, 占公司环

卫装备总销量的 68.70%，同比提升 5.39pct，在同类市场的占有率为 10.91%，保持行业前三水平。随着国家公共领域用车新能源化政策的推动，2020 年公司新能源装备销量 352 台，同比增长 144.44%，高于行业同比下降 2.58% 的水平，新能源装备销量占公司环卫装备总销量的 5.09%，同比增加 3.33pct，市场占有率 8.82%，排名从 2019 年的行业第七上升至 2020 年的第三。公司紧抓机遇提早布局，新能源环卫车型从 2016 年的 3 个品类迅速提升到 2020 年的 12 个品类，累计公告 68 个产品。公司新能源环卫装备的销量主要集中在广东、北京、河南和山西等省市，主要系这些省份的重点城市节能减排、新能源化需求高及公司在当地已落地环卫服务项目，契合了新能源政策推动趋势。

**2021Q1 环卫服务订单新增年化 2.52 亿元，尝试物业城市西进北扩填补空白区域。** 2020 年，公司新增中标环卫服务项目 33 个，新签年化合同金额 6.59 亿元，同比下降 46.29%，新签合同总金额 24.32 亿元，同比下降 78.15%；截至 2020 年底，公司在履行的环卫服务年化合同金额 33.67 亿元，同比增长 27.78%，合同总金额 284.24 亿元，同比增长 12.23%；待履行的环卫服务合同总金额 195.18 亿元。根据环境司南统计，全行业 2020 年度开标的环卫服务项目中，公司首年合同金额排名第七，合同总金额排名第十三。截至 2021 年 3 月 31 日，公司 2021 年环卫服务项目中标数 10 个，新增年化金额 2.52 亿元，新增合同总额 17.67 亿元。**在业务拓展方面**，公司横向拓宽存量项目服务范围，2020 年中标的揭阳产业园项目和海口龙华项目等充分展现自我造血能力；同时大胆尝试物业城市管理，凭借舟山定海项目、三亚崖州项目等推动升级城市空间管理、城市资源运营、公共辅助服务，加快城市创新服务业务布局。**在区域边界拓展方面**，公司西进北扩，成功开拓了重庆、陕西、吉林等空白省份，截至 2020 年底，公司环卫服务业务覆盖 19 个省市区，近 80 个区县，服务人口 6500 多万，垃圾分类覆盖居民近 18 万户。

**期间费用管控得力，期间费用率下降 0.78pct 至 14.97%。** 2020 年公司期间费用同比增长 22.37% 至 8.15 亿元，若剔除业绩激励基金 7588.18 万元影响，同比仅增加 11.97%，大幅低于收入增幅。公司期间费用率下降 0.78pct 至 14.97%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 12.02%、增加 51.36%、减少 11.36%、减少 222.25% 至 4.46 亿元、3.25 亿元、0.46 亿元、-0.02 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 1.22pct、上升 0.89pct、下降 0.38pct、下降 0.06pct 至 8.18%、5.97%、0.85%、-0.03%。销售费用同比上升主要系主要系销售人员工资及福利、营销服务及广告宣传费等增加所致；管理费用同比上升主要系管理人员工资及福利、业务招待费等增加所致，财务费用同比下降主要系银行存款利息收入增加所致。

**建立长效激励机制，20 年现金分红率高达 35.68%。** 公司拟于 2019 年至 2022 年滚动设立四期各自独立存续的员工持股计划。报告期内，公司共计提 590.04 万元业绩激励基金，购买公司股票 26.48 万股用于实施第一期员工持股计划。根据计划规定的提取方式，本期公司计提当期业绩激励基金 7588.18 万元。长效股权激励有利于激发核心骨干的创造力和能动性，实现员工个人利益与公司长期健康发展相统一。自上市以来，公司每年现金分红持续增长，每年分红率均高于 30%。2020 年度公司拟分配 1.58 亿元，每

10 股派息 3.80 元现金红利，分红率达 35.68%。

## 2. 资产负债率上升，营运效率提高

**资产负债率同升 1.58pct，营运效率提高。**2020 年公司资产负债率为 43.25%，同比上升 1.58pct。2020 年公司应收账款同比减少 20.21%至 12.24 亿元，应收账款周转天数同比减少 47.26 天至 91.19 天；存货同比增长 12.76%至 5.67 亿元，存货周转天数同比减少 8.98 天至 48.52 天；应付账款同比增长 25.32%至 6.53 亿元，应付账款周转天数同比减少 8.13 天至 53.23 天，使净营业周期同比减少 48.11 天至 86.48 天。

**净利率提升带动 ROE 同比增长 5.19pct。**2020 年公司加权平均净资产收益率同比上升 5.19pct 至 16.43%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年公司销售净利率（销售净利率=净利润/营业收入，其中净利润含少数股东损益）为 10%，同比上升 2.97pct，总资产周转率为 1.09（次），同比上升 0.11（次），权益乘数从 19 年的 1.8 上升至 20 年的 1.87。

## 3. 经营性现金流净额大幅改善 172.25%，现金回款能力良好

**2020 年公司经营性现金流净额同比大增 172.25%至 8.80 亿元。**1) 2020 年公司经营活动现金流净额 8.80 亿元，同比增加 172.25%，主要系加强应收款管理，加快贷款回笼所致。2) 投资活动现金流净额-1.35 亿元，同比增加 74.18%，主要系投资银行理财产品变动所致；3) 筹资活动现金流净额-0.44 亿元，同比减少 168.86%，主要系归还借款和分红增加所致。

## 4. 新能源装备高增市占率领先，装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服份额提升

**环卫新能源五十倍成长，十年替代助力 2030 年碳达峰。**环卫新能源需求受政策与经济性驱动长周期释放。1) **政策端：**环卫新能源促能源结构调整，有望成为政府实现碳排放“3060”目标重要抓手，碳中和政策推动叠加中央生态环保督察，环卫新能源替代逻辑加强；2) **经济性：**环卫新能源 7 年平价具备经济性，2025 年迎经济性拐点实现 4 年平价，对比较公交 3 年平价（渗透率 82%）已经接近，有望快速放量。我们预计 2020-2025 年渗透率从 3.19%提升至 15%，销量年化增速 48%，市场空间年化增速 41%，2025-2030 年市场加速放量，渗透率提升至 80%，销量年化增速 47%，市场空间年化增速 47%。

**凭借品牌效应&技术优势环卫装备销量保持行业前三，新能源装备高增市占率领先。**我们预计 2030 年环卫装备市场规模为 1103 亿元，2020-2030 年年化增速达 12.54%，装备需求长期释放。环卫装备 CR6 近 50% 竞争格局稳定，公司品牌与技术优势突出多年保持行业前 3。2020 年公司新能源环卫装备销量同比增长 144.44%，高于行业同比下降 2.58% 的水平，市场占有率 8.82%，我们预计公司有望维持行业前 3 市占率，长期享受行业红利。

**装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服份额提升，订单持续放量毛利率改善。**公司作为装备领先企业，切入环服 5 年，在装备制造、销售渠道、智慧环卫方面具备明显协同优势，增强拿单能力。2019 年环卫服务新签订单总额 111.30 亿元行业第一，订单收入比达 6.22，在手服务年限远高于行业平均。2020 年公司环卫服务新签年化合同金额 6.59 亿元，新签合同总金额 24.32 亿元。2021 年第一季度，新增年化金额 2.52 亿元，新增合同总额 17.67 亿元，位于行业前列。截至 2020 年底，公司在手订单年化金额 33.67 亿元，同比增长 27.78%，合同总金额 284.24 亿元，同比增长 12.23%；待履行的环卫服务合同总金额 195.18 亿元，在手订单充裕保障业绩增长。环卫服务毛利率持续改善，2020 年环服毛利率 25.75%，同比上升 5.65pct。

**盈利预测：**我们维持 2021-2022 年净利润预测 4.92/5.79 亿元，预计 2023 年净利润 6.83 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.18/1.39/1.64 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场化率提升不及预期，环卫装备销售不及预期，市场竞争加剧

## 龙马环卫三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,841	4,983	5,708	7,000	营业收入	5,443	6,453	7,880	9,449
现金	1,304	1,809	2,169	2,715	减:营业成本	3,968	4,814	5,848	7,022
应收账款	1,224	1,644	1,858	2,341	营业税金及附加	18	21	30	38
存货	567	731	846	1,047	营业费用	446	526	697	837
其他流动资产	746	799	835	896	管理费用	325	378	477	575
非流动资产	1,626	1,726	1,885	2,038	财务费用	-2	-6	-13	-20
长期股权投资	19	13	6	0	资产减值损失	-9	-4	-4	-5
固定资产	813	953	1,123	1,289	加:投资净收益	9	7	7	8
在建工程	320	289	288	288	其他收益	0	0	0	0
无形资产	69	76	85	95	营业利润	649	731	854	1,010
其他非流动资产	406	396	383	366	加:营业外净收支	-6	-7	-7	-7
资产总计	5,467	6,710	7,593	9,037	利润总额	643	725	847	1,004
流动负债	2,140	2,802	3,074	3,772	减:所得税费用	99	120	135	164
短期借款	53	53	53	53	少数股东损益	102	113	133	157
应付账款	653	952	1,064	1,357	归属母公司净利润	443	492	579	683
其他流动负债	1,435	1,797	1,956	2,362	EBIT	638	716	830	978
非流动负债	224	201	176	150	EBITDA	801	838	986	1,172
长期借款	179	155	131	104					
其他非流动负债	46	46	46	46	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,365	3,003	3,250	3,922	每股收益(元)	1.06	1.18	1.39	1.64
少数股东权益	256	369	502	659	每股净资产(元)	6.85	8.03	9.24	10.72
归属母公司股东权益	2,846	3,338	3,841	4,457	发行在外股份(百万 股)	416	416	416	416
负债和股东权益	5,467	6,710	7,593	9,037	ROIC(%)	17.3%	16.5%	17.0%	17.5%
					ROE(%)	17.5%	16.3%	16.4%	16.4%
					毛利率(%)	27.1%	25.4%	25.8%	25.7%
					销售净利率*(%)	8.1%	7.6%	7.3%	7.2%
					资产负债率(%)	43.3%	44.8%	42.8%	43.4%
					收入增长率(%)	28.7%	18.5%	22.1%	19.9%
					净利润增长率(%)	63.7%	11.1%	17.8%	18.0%
					P/E	16.11	14.51	12.32	10.44
					P/B	2.51	2.14	1.86	1.60
					EV/EBITDA	7.76	6.95	5.66	4.41

销售净利率\*=归属母公司股东的净利润/营业总收入=销售净利率×归属母公司股东的净利润占比

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

