

龙马环卫 (603686)

证券研究报告

2021年04月08日

服务板块量增，装备板块提质

事件：公司公告 2020 年年报，全年实现营业收入 54.4 亿，同比增加 28.8%；实现归母净利润 4.4 亿，同比增加 63.7%；剔除业绩激励基金影响后，归母净利润同比增加 84.2%。

点评：
环卫服务板块量增：驱动力走强，2021Q1 拿单节奏加快

2020 年公司环卫服务板块实现收入 30.3 亿，同比高增 69%，一方面原因在于项目数的增加，另一方面在于疫情优惠政策下的增值税减免。**项目数方面**，全年新增中标的环卫服务项目 33 个，新增年化合同金额 6.59 亿元，行业排名第七。截至 2020 年底，公司在手年化合同额 33.7 亿元，同比增长 27.8%。**利润率方面**，全年环卫服务毛利率 25.8%，同比抬升 5.7 个百分点，核心原因在于项目运营日臻成熟以及疫情优惠政策带来的增收降本。

2020 年公司环卫服务业务营收占比 55.6%，同比抬升 13.3 个百分点，毛利占比 52.8%，同比抬升 19.8 个百分点，驱动性持续增强。2021 年一季度，公司环卫服务拿单节奏加快，中标数 10 个，合计年化金额 2.5 亿，已占到 2020 全年规模的 38%。在环卫市场化、一体化趋势下，我们认为公司依托一体化优势，服务板块驱动力将持续走强。

环卫装备板块提质，体现在两方面：

(1) 结构优化，中高端及新能源占比提升：环卫装备板块收入端仍存降幅，全年实现营收 23.8 亿元，同比下降 1.1%，但全年来看降幅持续收窄，单四季度实现装备收入同比增加 12%。从销量看，公司环卫装备总销量 6916 辆，同比减少 15.7%。**销量降幅明显大于收入降幅，均价同比有 17% 的抬升，原因在于公司装备结构的持续优化。**全年环卫创新产品和中高端作业车型占环卫装备总销量的 68.7%，同比上升 5.4 个百分点。新能源装备实现销量 352 台，占公司环卫装备总销量的 5.09%，同比抬升 3.33 个百分点。

(2) 应收账款管理强化，现金流大幅改善：2020 年公司经营活动产生的现金流量净额 8.8 亿，同比大幅增加 172%，带动公司实现现金净流入 7 亿。相比较 2019 年的 1.4 亿的现金净流出，公司 2020 年现金流状况实现大幅改善，主要原因在于公司**应收款管理的加强，装备业务货款回笼明显加快**，全年应收账款周转天数同比减少 47.3 天。

盈利预测与估值：结合年报数据，我们调整公司 2021 至 2022 年营业收入至 72.6、89.6 亿元（前值 71.6/86.6 亿），实现归母净利润 5.4、6.6 亿元（前值 5.3/6.4 亿），维持“买入”评级。

风险提示：疫情超预期反弹；环卫市场化不及预期；环卫服务及装备市场竞争加剧

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,227.93	5,443.36	7,263.89	8,962.73	10,666.23
增长率(%)	22.78	28.75	33.45	23.39	19.01
EBITDA(百万元)	564.80	848.23	822.70	1,000.38	1,182.08
净利润(百万元)	270.37	442.63	537.02	659.81	786.65
增长率(%)	14.40	63.71	21.33	22.86	19.22
EPS(元/股)	0.65	1.06	1.29	1.59	1.89
市盈率(P/E)	27.58	16.85	13.89	11.30	9.48
市净率(P/B)	2.98	2.62	2.32	2.03	1.77
市销率(P/S)	1.76	1.37	1.03	0.83	0.70
EV/EBITDA	6.76	6.29	7.84	5.29	4.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.94 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	415.66
流通 A 股股本(百万股)	415.66
A 股总市值(百万元)	7,456.86
流通 A 股市值(百万元)	7,456.86
每股净资产(元)	6.85
资产负债率(%)	43.25
一年内最高/最低(元)	29.80/14.25

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

王茜 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005
wangqian@tfzq.com

许杰 联系人
xujie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《龙马环卫-公司点评:环卫服务项目持续增加，业绩同比维持高增》2021-01-30
- 《龙马环卫-首次覆盖报告:深耕环卫二十载，装备、服务齐驱并进》2020-11-17
- 《龙马环卫-首次覆盖报告:扫尽世间尘埃、成为天下标杆，迎来设备服务双丰收》2017-03-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	536.45	1,303.95	1,108.84	2,422.57	2,153.91
应收票据及应收账款	1,533.78	1,224.09	2,407.85	1,575.58	3,164.97
预付账款	9.87	15.46	25.65	22.85	33.40
存货	502.71	566.87	855.54	978.88	1,208.24
其他	720.00	730.58	834.30	794.29	917.63
流动资产合计	3,302.81	3,840.94	5,232.18	5,794.17	7,478.14
长期股权投资	23.09	18.64	18.64	18.64	18.64
固定资产	740.74	813.01	920.34	992.72	1,031.14
在建工程	98.04	319.91	227.94	184.77	140.86
无形资产	67.48	69.12	67.02	64.92	62.82
其他	307.59	405.52	377.23	327.82	339.76
非流动资产合计	1,236.93	1,626.18	1,611.16	1,588.86	1,593.22
资产总计	4,539.74	5,467.12	6,843.34	7,383.03	9,071.36
短期借款	190.00	53.00	100.00	80.00	60.00
应付票据及应付账款	1,219.57	1,464.62	2,091.40	2,311.21	2,963.57
其他	447.34	622.61	906.44	655.14	995.25
流动负债合计	1,856.90	2,140.23	3,097.84	3,046.34	4,018.82
长期借款	15.53	178.86	120.00	100.00	80.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.58	45.60	35.72	33.63	38.32
非流动负债合计	35.11	224.47	155.72	133.63	118.32
负债合计	1,892.01	2,364.70	3,253.56	3,179.98	4,137.14
少数股东权益	147.77	256.06	379.30	530.70	711.22
股本	415.66	415.66	415.66	415.66	415.66
资本公积	882.97	869.31	869.31	869.31	869.31
留存收益	2,073.07	2,418.91	2,794.83	3,256.70	3,807.35
其他	(871.74)	(857.52)	(869.31)	(869.31)	(869.31)
股东权益合计	2,647.73	3,102.42	3,589.78	4,203.06	4,934.22
负债和股东权益总计	4,539.74	5,467.12	6,843.34	7,383.03	9,071.36

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	296.95	544.20	537.02	659.81	786.65
折旧摊销	109.42	162.79	46.73	52.89	57.59
财务费用	(3.10)	(3.36)	(8.16)	(15.71)	(23.23)
投资损失	(7.01)	(9.56)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
营运资金变动	(589.08)	236.39	(659.60)	769.47	(967.93)
其它	515.99	(50.62)	123.23	151.41	180.51
经营活动现金流	323.18	879.84	32.23	1,610.87	26.60
资本支出	409.87	408.13	69.88	82.09	45.31
长期投资	9.52	(4.45)	0.00	0.00	0.00
其他	(942.97)	(538.85)	(122.88)	(155.09)	(88.31)
投资活动现金流	(523.59)	(135.17)	(53.00)	(73.00)	(43.00)
债权融资	215.29	242.81	233.22	191.31	151.83
股权融资	(3.25)	(10.46)	(2.70)	16.64	24.16
其他	(147.76)	(276.62)	(404.85)	(432.09)	(428.23)
筹资活动现金流	64.28	(44.26)	(174.33)	(224.14)	(252.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(136.12)	700.41	(195.11)	1,313.73	(268.65)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,227.93	5,443.36	7,263.89	8,962.73	10,666.23
营业成本	3,139.88	3,968.01	5,334.03	6,603.91	7,873.62
营业税金及附加	21.80	17.89	37.77	47.50	49.01
营业费用	397.72	445.53	581.11	764.58	878.74
管理费用	214.60	324.81	454.84	508.12	635.55
研发费用	52.20	46.27	87.17	98.13	111.81
财务费用	1.40	(1.71)	(8.16)	(15.71)	(23.23)
资产减值损失	(2.34)	(8.80)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	9.49	7.00	7.00	7.00
其他	31.22	(7.46)	(14.00)	(14.00)	(14.00)
营业利润	364.59	649.33	784.13	963.20	1,147.72
营业外收入	1.12	1.82	1.00	1.00	1.27
营业外支出	4.15	8.22	5.10	5.82	6.38
利润总额	361.55	642.92	780.03	958.38	1,142.61
所得税	64.60	98.72	119.77	147.16	175.45
净利润	296.95	544.20	660.26	811.22	967.16
少数股东损益	26.58	101.57	123.23	151.41	180.51
归属于母公司净利润	270.37	442.63	537.02	659.81	786.65
每股收益(元)	0.65	1.06	1.29	1.59	1.89

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	22.78%	28.75%	33.45%	23.39%	19.01%
营业利润	20.18%	78.10%	20.76%	22.84%	19.16%
归属于母公司净利润	14.40%	63.71%	21.33%	22.86%	19.22%
获利能力					
毛利率	25.73%	27.10%	26.57%	26.32%	26.18%
净利率	6.39%	8.13%	7.39%	7.36%	7.38%
ROE	10.81%	15.55%	16.73%	17.97%	18.63%
ROIC	21.18%	30.81%	43.82%	36.46%	63.16%
偿债能力					
资产负债率	41.68%	43.25%	47.54%	43.07%	45.61%
净负债率	-12.13%	-34.20%	-24.39%	-53.09%	-40.58%
流动比率	1.78	1.79	1.69	1.90	1.86
速动比率	1.51	1.53	1.41	1.58	1.56
营运能力					
应收账款周转率	2.56	3.95	4.00	4.50	4.50
存货周转率	8.43	10.18	10.21	9.77	9.75
总资产周转率	0.98	1.09	1.18	1.26	1.30
每股指标(元)					
每股收益	0.65	1.06	1.29	1.59	1.89
每股经营现金流	0.78	2.12	0.08	3.88	0.06
每股净资产	6.01	6.85	7.72	8.84	10.16
估值比率					
市盈率	27.58	16.85	13.89	11.30	9.48
市净率	2.98	2.62	2.32	2.03	1.77
EV/EBITDA	6.76	6.29	7.84	5.29	4.81
EV/EBIT	8.24	7.56	8.31	5.58	5.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com