

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

买入（维持）

2020 年 10 月 25 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,228	5,438	6,849	7,971
同比（%）	22.8%	28.6%	25.9%	16.4%
归母净利润（百万元）	270	430.45	467.19	571.44
同比（%）	14.4%	59.21%	8.54%	22.31%
每股收益（元/股）	0.65	1.04	1.12	1.37
P/E（倍）	31.55	19.81	18.26	14.93

投资要点

- **事件**: 2020 年前三季度公司实现营业收入 38.95 亿元, 同比增长 28.82%; 归母净利润 3.31 亿元, 同比增长 66.04%; 扣非归母净利润 2.92 亿元, 同比增长 61.96%; 加权平均 ROE 同比上升 3.93pct, 至 12.29%。
- **剔除补贴影响环服毛利率同比提升 0.6pct 至 20.75%，新能源装备销量大增 240.58% 跻身行业第三**。20 年前三季度公司营收 38.95 亿元, 同增 28.82%; 归母净利润 3.31 亿元, 同增 66.04%; 综合毛利率为 26.85%, 同比增长 1.56pct。分业务来看, 环服营收占比超装备 14.76pct, 环服营收 22.18 亿元, 同增 78.33%, 占比 57.38%, 毛利率 25.34%, 同增 5.26pct (剔除补贴影响毛利率 20.75%, 同升 0.6pct); 环卫装备营收 16.47 亿元, 同降 6.02%, 占比 42.62%, 毛利率 29.12%, 同增 0.03pct。
- **20Q3 归母净利润同增 78.08%，装备单季度营收同比增速回正**。20Q3 营收 14.80 亿元, 同增 32.97%, 归母 1.36 亿元, 同增 78.08%。分业务来看, 20 Q3 环服营收 7.62 亿元, 同增 60.42%; 环卫装备营收 7.09 亿元, 同增 12.72%。
- **环卫服务订单持续积累，新能源装备销量同增 240.58% 跻身行业第三**。20 年前三季度公司环服新签年化金额 6.32 亿元, 新签总额 23.51 亿元, 在手年化金额 32.84 亿元, 合同总额 279.01 亿元。受益于新能源汽车政策推进, 20 年前三季度公司新能源环卫装备数量达 235 台, 同增 240.58%, 高于行业平均增速, 市占率 8.7%, 位列行业第三。
- **加强贷款回笼，经营性现金流净额同增 213.02% 大幅回正**。1) 20 年前三季度经营现金流净额 3.69 亿元, 同增 213.02%; 2) 投资现金流净额 -1.53 亿元, 同减 144.92%; 3) 筹资现金流净额 0.56 亿元, 同减 23.29%。
- **装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服份额提升，订单强势放量毛利率改善**。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。19 年环服新签订单总额 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, 环服毛利率持续改善, 在手订单充裕保障业绩增长。
- **环卫装备需求长期释放，新能源装备高增市占率领先**。预计 25 年环卫装备市场规模为 1076 亿元, 年化增速达 12.82%, 装备需求长期释放。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三。新能源政策持续推进, 20 年前三季度, 我国新能源装备销量同比增长 47.35%, 公司新能源装备销量同比增速达 240.58%, 显著高于行业。公司新能源装备市占率迅速提升至行业第三。
- **盈利预测**: 考虑到疫情影响下国家出台相关补贴政策全年持续, 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.04、1.12、1.37 元, 对应 20、18、15 倍 PE, 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)	20.52
一年最低/最高价	9.71/29.80
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值(百万元)	8529.26

基础数据

每股净资产(元)	6.58
资产负债率(%)	44.15
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): 环服营收高增首超环卫装备, Q2 单季净利润首破亿盈利能力持续提升》2020-08-16
- 2、《龙马环卫 (603686): 环服现市场份额&盈利双拐点, 装备现金流利润率改善迎高质量增长》2020-07-01

事件:

2020 年前三季度公司实现营业收入 38.95 亿元, 同比增长 28.82%; 归母净利润 3.31 亿元, 同比增长 66.04%; 扣非归母净利润 2.92 亿元, 同比增长 61.96%; 加权平均 ROE 同比上升 3.93pct, 至 12.29%。

点评:

1. 环服毛利率持续提升, 新能源装备销量大增 240.58%跻身行业前三

归母净利润大增 66.04%, 剔除补贴影响环服毛利率同比提升 0.6pct 至 20.75%。

2020 年前三季度公司实现营业收入 38.95 亿元, 同比增长 28.82%; 归母净利润 3.31 亿元, 同比增长 66.04%; 扣非归母净利润 2.92 亿元, 同比增长 61.96%, 主要系环卫服务业务收入增加, 运营管理效率提升, 应收账款管理加强, 货款回笼加快, 同时受疫情期间国家出台相关优惠政策影响所致; 加权平均 ROE 同比上升 3.93pct, 至 12.29%。公司综合毛利率为 26.85%, 同比增长 1.56pct。分业务来看, 环服营收占比超装备 14.76pct, 1) 环卫服务业务实现营业收入 22.18 亿元, 同比增长 78.33%, 占公司主营业务收入的 57.38%, 毛利率 25.34%, 同比增长 5.26pct, 环比 20H1 提升 0.39pct, 疫情补贴影响约 1.13 亿元, 扣除补贴影响毛利率 20.75%, 同比提升 0.6pct。2) 环卫装备业务实现营业收入 16.47 亿元, 同比下降 6.02%, 占公司主营业务收入的 42.62%, 毛利率 29.12%, 同比增长 0.03pct。

20Q3 归母净利润同比增长 78.08%。公司 2020 年 Q3 实现营业收入 14.80 亿元, 同比增长 32.97%, 归母净利润 1.36 亿元, 同比增长 78.08%, 扣非归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 62.38%。分业务来看, 2020 年 Q3 公司环卫服务实现营收 7.62 亿元, 同比增长 60.42%; 环卫装备实现营收 7.09 亿元, 同比增长 12.72%。

环服订单持续积累, 前三季度新增年化合同金额 6.32 亿元。2020 年前三季度, 公司中标环卫服务项目 30 个, 年化合同金额 6.32 亿元, 合同总金额 23.51 亿元; 其中 20Q3 公司中标环卫服务项目 10 个, 年化合同金额 1.08 亿元, 合同总金额 3.73 亿元。截至 2020 年 10 月 22 日, 公司在手环卫服务项目年化合同金额 32.84 亿元, 合同总金额 279.01 亿元。2020 年前三季度公司中标的广西壮族自治区桂林市七星区环卫服务项目, 吉林省松原市乾安县环卫、园林市场化服务项目, 天津市北辰区双口镇农村环卫一体化服务项目, 天津市北辰区西堤头镇农村环卫一体化服务项目等均已接手运营, 广西壮族自治区南宁市兴宁区道路清扫保洁服务项目进入筹建阶段。

新能源装备销量同比大增 240.58%, 市占率 8.70%位列行业第三。根据上险数据统

计，2020 年前三季度，公司环卫装备总销量为 4605 辆，市场占有率 5.16%，环卫创新产品和中高端作业车型销量 3539 辆，市场占有率 10.98%，均位于行业第三；其中，公司新能源环卫车辆销量 235 台，同比增长 240.58%，较行业增速 47.35%高出 193.23pct，市场占有率 8.70%，排名行业第三。2020 年第三季度，公司环卫装备总销量 1966 辆，市场占有率 6.88%，公司环卫创新产品和中高端作业车型销量 1488 辆，市场占有率 12.26%，均位于行业第三；其中，公司新能源环卫车辆销量 118 台，同比增长 293.33%，占有率 10.04%，排名行业第四。

期间费用率下降 0.23pct 至 14.7%。2020 年前三季度公司期间费用同比增长 26.83% 至 5.73 亿元，期间费用率下降 0.23pct 至 14.7%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 13.45%、增加 55.47%、增加 19.64%、减少 91.59%至 2.92 亿元、2.29 亿元、0.51 亿元、32.97 万元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 1.02pct、上升 1.01pct、下降 0.1pct、下降 0.12pct 至 7.5%、5.88%、1.32%、0.01%。

净利率提升带动 ROE 同比增长 4.23pct。2020 年前三季度公司净资产收益率同比增长 4.23pct 至 12.64%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年前三季度公司销售净利率为 8.49%，同比上升 1.90pct，总资产周转率为 0.79（次），同比上升 0.07（次），权益乘数从 19 年前三季度的 1.77 上升至 20 年前三季度的 1.88。

2. 资产负债率上升，营运效率提高

资产负债率上升，营运效率提高。2020 年前三季度公司资产负债率为 44.15%，同比上升 4.08pct，较年初上升 2.48pct。2020 年前三季度公司应收账款同比减少 5.48%至 17.77 亿元，应收账款周转天数同比减少 45.91 天至 114.74 天；存货同比增长 16.99%至 6.53 亿元，存货周转天数同比减少 8.5 天至 54.77 天；应付账款同比增长%至 6.55 亿元，应付账款周转天数同比减少 7.96 天至 55.72 天，使净营业周期同比减少 46.44 天至 113.79 天。

3. 加强货款回笼，经营性现金流同增 213.02%至 3.69 亿元

2020 年前三季度经营性现金流同比增加 213.02%至 3.69%亿元。1) 2020 年前三季度公司经营活动现金流净额 3.69 亿元，同比增加 213.02%，主要系加强应收款管理，加快货款回笼所致；2) 投资活动现金流净额-1.53 亿元，同比减少 144.92%，主要系购建固定资产及投资银行理财产品增加所致；3) 筹资活动现金流净额 0.56 亿元，同比减少 23.29%，主要系归还借款及分红增加所致。

4. 环服现市场份额&盈利双拐点，新能源装备高增市占率领先

环卫装备&环卫服务双轮驱动，盈利能力/现金流水平现拐点。15 年制定“环卫装备+环卫服务”协同发展战略，环服业务发展迅猛，19 年收入占比超 42%，16-19 四年复合增速达 166%，2020 年前三季度环卫服务收入占比达 57.38%。20 年前三季度多项财务指标好转，公司实现营收 38.95 亿元，同增 28.82%；归母净利润 3.31 亿元，同增 66.04%；毛利率同增 1.60pct 至 26.95%；加权平均 ROE 同增 3.93pct 至 12.29%。经营性现金流大幅回正，同比增长 213.02%。

行业趋于标准化&机械化，凸显装备壁垒优势。1) 行业趋于标准化&机械化，龙头营收 6 年可扩张 5.58 倍：标准化造就环卫一体化大项目，经济性优势&政策要求驱动机械化，核心城市大单频出验证趋势；2) 全国机械化程度提升空间达 38.66pct，应用面积因子与强度因子反映实际环卫机械化程度，机械化驱动装备壁垒持续体现，全国环卫企业人力成本占比高于海外 37.59pct，机械化提升空间大。

装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力份额提升，环服订单强势放量毛利率改善。1) 公司作为装备领先企业，显现装备制造、产业链协同优势；2) 依托装备销售服务网络，累积丰富客户资源和项目经验，切入环服业务 5 年，已累计承揽 17 个省市环服运营项目，体现良好的跨区域市场开拓及运营能力，增强拿单能力。3) 自主研发智慧环卫系统打造精细化管理模式，助于提升运营效率。4) 订单强势放量：19 年新签首年订单金额达 12.27 亿元，同增 91.12%，排名行业第 2；新签订单总金额达 111.30 亿元，同增 173.67%，排名行业第 1。19 年订单收入比达 6.22，相较于 2018 年提升 1.6 倍。截至 2020 年 10 月 22 日，公司在手环卫服务项目年化合同金额 32.84 亿元，合同总金额 279.01 亿元。在手订单充裕，保障未来业绩快速增长。5) 在手订单平均服务年限远高于行业平均，存量项目累积提高市占率，利于长期现金流稳定。6) 项目进入成熟运营期，20 年前三季度剔除补贴影响环服毛利率同比提升 0.6pct 至 20.75%。未来仍有持续提升的空间。

环卫装备需求量长期释放，新能源装备强势增长市占率领先。综合考虑环卫投资强度提升及新能源设备替代节奏，预计 25 年环卫装备市场规模为 1076 亿元，年化增速达 12.82%，装备需求长期释放。CR6 近 50%，行业竞争格局稳定，公司依托其品牌与技术优势，多年保持行业前 3，领先地位巩固。公司积极优化客户/产品结构共促降本增效，20 年前三季度装备毛利率同比提升 0.03pct 至 29.12%，盈利能力有望持续提升；加强回款力度，加快去库存，制造效率及现金流水平明显改善。新能源政策持续推进，2020 年前三季度，我国新能源环卫车辆销量 2701 台，同比增长 47.35%，新能源渗透率达 3.03%；公司新能源环卫车辆销量 235 台，同比上升 240.58%，显著高于行业增速，占有率 8.70%，排名行业第三。

盈利预测：考虑到疫情影响下国家出台相关补贴政策全年持续，我们预计公司 2020-

2022 年 EPS 分别为 1.04、1.12、1.37 元，对应 20、18、15 倍 PE，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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,303	4,234	4,844	5,651	营业收入	4,228	5,438	6,849	7,971
现金	536	772	749	1,289	减:营业成本	3,140	3,960	5,142	5,962
应收账款	1,534	1,998	2,407	2,575	营业税金及附加	22	22	31	35
存货	503	762	880	1,024	营业费用	398	519	652	757
其他流动资产	730	701	807	763	管理费用	215	376	409	467
非流动资产	1,237	1,395	1,576	1,674	财务费用	1	1	2	3
长期股权投资	23	33	43	52	资产减值损失	-2	-3	-3	-4
固定资产	741	893	1,057	1,147	加:投资净收益	7	5	5	5
在建工程	98	91	93	88	其他收益	0	0	0	0
无形资产	67	74	82	92	营业利润	365	568	622	756
其他非流动资产	308	304	300	294	加:营业外净收支	-3	-3	-3	-3
资产总计	4,540	5,629	6,419	7,326	利润总额	362	564	619	753
流动负债	1,857	2,548	2,917	3,290	减:所得税费用	65	92	106	125
短期借款	190	190	190	190	少数股东损益	27	42	46	56
应付账款	521	829	924	1,108	归属母公司净利润	270	430	467	571
其他流动负债	1,146	1,529	1,803	1,992	EBIT	366	568	621	752
非流动负债	35	44	52	59	EBITDA	475	660	739	896
长期借款	16	24	33	39	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	20	20	20	20		2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,892	2,592	2,969	3,349	每股收益(元)	0.65	1.04	1.12	1.37
少数股东权益	148	190	236	292	每股净资产(元)	6.01	6.85	7.73	8.86
					发行在外股份(百万 股)	416	416	416	416
归属母公司股东权益	2,500	2,847	3,214	3,685	ROIC(%)	11.1%	15.5%	14.9%	16.0%
负债和股东权益	4,540	5,629	6,419	7,326	ROE(%)	11.2%	15.57%	14.87%	15.78%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	25.7%	27.19%	24.92%	25.21%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	6.4%	7.92%	6.82%	7.17%
经营活动现金流	323	561	361	872	资产负债率(%)	41.7%	46.04%	46.25%	45.71%
投资活动现金流	-524	-246	-294	-238	收入增长率(%)	22.8%	28.6%	25.9%	16.4%
筹资活动现金流	64	-79	-90	-94	净利润增长率(%)	14.4%	59.2%	8.5%	22.3%
现金净增加额	-136	236	-23	540	P/E	31.55	19.81	18.26	14.93
折旧和摊销	109	92	119	145	P/B	3.41	3.00	2.65	2.31
资本开支	412	149	171	89	EV/EBITDA	17.07	12.01	10.83	8.41
营运资本变动	-145	-1	-268	102					

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>