



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongexuezheng@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

基本数据 (截止 2021 年 4 月 12 日)

报告日股价 (元)	17.00
12mth A 股价格区间 (元)	14.31/29.80
总股本 (百万股)	415.66
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	70.66
每股净资产 (元)	6.85
PBR (X)	2.48

主要股东 (2020A)

张桂丰	18.29%
山东高速股份有限公司	4.97%

收入结构 (2020A)

环卫产业服务	55.61%
环卫清洁装备	23.72%
垃圾收转装备	19.19%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩符合预期, 新能源环卫设备持续发力

■ 事件

龙马环卫近日发布了2020年年报, 公司2020年营收54.43亿元, 同增28.75%; 归母净利润4.43元, 同增63.71%, 扣非归母净利润3.99亿元, 同增61.76%, 业绩符合预期; 加权平均ROE为16.43%, 同比提升5.19pct。

■ 公司点评

环服业绩再创新高, 在手订单仍充足

2020 年公司环卫服务业务收入 30.27 亿元, 同比增长 69.21%, 环服业务占比大幅提升 13.3pct 至 55.61%, 毛利率 25.75%, 同比上升 5.65pct。公司横向拓宽存量项目服务范围, 如 2020 年中标的揭阳产业园市政道路清扫保洁和绿化带管养服务项目、海口市龙华区水域环境卫生保洁项目等, 并着手切入物业城市管理, 通过舟山定海城区环卫作业市场化服务项目、三亚市崖州区水库支渠、河道水域及护坡环卫一体化项目等加快城市创新服务业务布局。区域拓展方面, 公司项目落地重庆、陕西、吉林等空白省份。

公司 2020 年新签合同总金额 24.32 亿元, 新签合同年化合同金额 6.59 亿元, 同比下降 46.29%。但在项目类型上, 2020 年公司中标的环卫服务项目中一体化外包模式的首年服务合同金额占比超 70%。截至 2020 年末, 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, 公司环服在手订单仍充足。

环卫装备业绩基本持平, 新能源装备持续发力

2020 年公司环卫装备业务收入 23.76 亿元, 同比下降 1.06%, 毛利率 29.01%, 同比下降 0.98pct。销量方面, 公司 2020 年环卫装备总销量实现 6,916 辆, 同比下降 15.72%, 其中, 环卫创新产品和中高端作业车型总销量为 4,751 辆, 同比下降 8.55%, 但结构上其占环卫装备总销量的 68.70%, 同比上升 5.39pct, 销量结构有所优化。公司环卫装备市场占有率 5.49%, 环卫创新产品和中高端作业车型在同类市场的占有率为 10.91%, 保持行业前三水平, 传统环卫设备领域公司仍具头部竞争优势。

新能源环卫设备赛道方面, 2020 年公司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。公司新能源环卫设备市场占有率 8.82%, 排名第三, 看好环卫车辆新能源化的趋势下公司新能源环卫装备持续发力。

经营性现金流大幅改善，盈利能力提升

2020 年公司经营活动现金流净额 8.80 亿元，同比增加 172.25%，大幅改善，主要考虑加强应收款管理，加快贷款回笼所致。公司全面梳理了环卫服务业务流程，强化管控，从筹建到监管全面落实预算管理，优化各项管理指标，2020 年公司综合毛利率为 27.10%，同比上升 1.37pct；期间费用率为 14.97%，同比下降 0.78pct；净利率为 10.00%，同比提升 2.98pct，带动 ROE 增长，降费增效作用显现，盈利能力提升。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2021、2022、2023 年营业收入分别为 69.51 亿、85.45 亿元和 100.93 亿元，增速分别为 27.69%、22.93%和 18.12%；归属于母公司股东净利润分别为 5.51 亿、6.68 亿和 7.55 亿元，增速分别为 24.39%、21.27%和 13.13%；摊薄每股 EPS 分别为 1.32、1.61 和 1.82 元，对应 PE 为 12.83、10.58 和 9.35 倍，未来六个月内维持公司“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

市场竞争加剧导致毛利率下降风险；环卫市场化进度不达预期风险；公司应收账款回收不及预期；疫情反复风险等。

■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,443.36	6,950.76	8,544.73	10,093.16
年增长率	28.75%	27.69%	22.93%	18.12%
归属于母公司的净利润	442.63	550.60	667.72	755.37
年增长率	63.71%	24.39%	21.27%	13.13%
每股收益（元）	1.06	1.32	1.61	1.82
PE（X）	15.96	12.83	10.58	9.35

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）					利润表（单位：百万元）				
指标	2020A	2021E	2022E	2023E	指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,304	1,665	2,257	3,103	营业收入	5,443	6,951	8,545	10,093
存货	567	563	808	793	营业成本	3,968	5,086	6,299	7,502
应收账款及票据	1,382	2,094	2,205	2,772	营业税金及附加	18	35	38	42
其他	588	590	596	597	营业费用	446	654	795	939
流动资产合计	3,841	4,912	5,867	7,265	管理费用	325	415	510	602
长期股权投资	19	19	19	19	财务费用	(2)	(6)	(19)	(29)
固定资产	813	764	705	637	资产减值损失	(9)	0	0	0
在建工程	320	313	334	352	投资收益	9	0	0	0
无形资产	69	66	63	60	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他	406	409	411	412	营业利润	649	719	870	984
非流动资产合计	1,626	1,570	1,532	1,479	营业外收支净额	(6)	0	0	0
资产总计	5,467	6,482	7,399	8,744	利润总额	643	719	870	984
短期借款	53	104	0	0	所得税	99	108	131	148
应付账款及票据	1,627	2,178	2,469	2,989	净利润	544	611	740	836
其他	460	460	460	460	少数股东损益	102	60	72	81
流动负债合计	2,140	2,743	2,929	3,449	归属母公司股东净利润	443	551	668	755
长期借款和应付债券	179	0	0	0	财务比率分析				
其他	46	46	46	46	指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	224	46	46	46	总收入增长率	28.75%	27.69%	22.93%	18.12%
负债合计	2,365	2,788	2,975	3,495	EBITDA 增长率	53.83%	15.18%	12.07%	11.30%
少数股东权益	256	316	389	469	EBIT 增长率	57.00%	5.82%	19.52%	12.03%
股东权益合计	3,102	3,694	4,424	5,249	净利润增长率	63.71%	24.39%	21.27%	13.13%
负债和股东权益总计	5,467	6,482	7,399	8,744	毛利率	27.10%	26.83%	26.28%	25.67%
现金流量表（单位：百万元）					EBITDA/总收入	15.00%	13.53%	12.33%	11.62%
指标	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/总收入	12.37%	10.25%	9.97%	9.46%
净利润	544	551	668	755	净利润率	8.13%	7.92%	7.81%	7.48%
折旧和摊销	163	228	202	219	资产负债率	43.25%	43.02%	40.21%	39.97%
营运资本变动	236	(161)	(75)	(33)	流动比率	1.79	1.79	2.00	2.11
经营活动现金流	880	671	848	992	速动比率	1.53	1.59	1.73	1.88
资本支出	(2)	(88)	(81)	(85)	总资产回报率（ROA）	9.95%	9.43%	10.00%	9.56%
投资收益	9	0	0	0	净资产收益率（ROE）	15.55%	16.30%	16.55%	15.80%
投资活动现金流	(135)	(88)	(81)	(85)	EV/营业收入	0.98	0.76	0.55	0.39
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.54	5.62	4.42	3.32
负债变化	163	(179)	0	0	PE	15.96	12.83	10.58	9.35
股息支出	(6)	(8)	(10)	(11)	PB	2.48	2.09	1.75	1.48
融资活动现金流	(44)	(222)	(175)	(62)					
净现金流	700	361	592	845					

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

熊雪珍

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。