

## 龙马环卫(603686)

# 2021年中报点评：业绩平稳增长，新能源装备海外破冰

## 买入（维持）

| 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   | 492   | 579   | 683   |
| 同比（%）      | 63.7% | 11.1% | 17.8% | 18.0% |
| 每股收益（元/股）  | 1.06  | 1.18  | 1.39  | 1.64  |
| P/E（倍）     | 12.96 | 11.67 | 9.90  | 8.39  |

## 投资要点

- 事件：**2021年上半年公司实现营收 27.72 亿元，同增 14.78%；归母净利润 2.11 亿元，同增 8.12%；扣非归母净利润 1.93 亿元，同增 10.55%，符合我们的预期；加权平均 ROE 同降 0.15pct 至 7.37%
- 2021H1 归母净利润同增 8.12%，业绩平稳增长。**2021H1 公司综合毛利率 22.94%，同降 3.75pct。1) 环卫装备：营收 10.17 亿元，同增 8.45%，毛利率 22.44%，同降 7.34pct，主要系上游原材料涨价、客户结构变化、新能源装备尚未放量、市场竞争加剧等影响。其中新能源环卫装备收入 0.57 亿元，同降 60.00%。2) 环卫服务：营收 16.40 亿元，同增 12.65%，毛利率 24.05%，同比下降 0.90pct。3) 固废业务：2021H1 公司市政环卫工程营收 0.88 亿元，毛利率 9.08%；垃圾后端处理营收 587 万元，毛利率 11.61%。
- 环卫装备销量同增 34%，新能源装备销售实现海外破冰。**根据银保监会数据，2021H1 我国环卫装备销量 5.47 万辆，同降 9.79%，主要系财政支出短暂停缓政府采购增速。其中新能源销量 1226 辆，同降 19.66%，渗透率 2.24%，同降 0.28pct。公司环卫装备销量 3551 辆，同增 33.90%，市占率 5.42%，行业第三。其中新能源装备销量 102 辆，同降 13.68%，市占率 7.34%，行业第四，小型智能环卫装备销量 62 台，同比大增 1450%。公司首次签署新能源环卫装备海外出口订单，打开国际市场。
- 2021H1 新增环服订单年化 3.06 亿元，进入物业、园林绿化探索城市大管家模式。**2021H1 公司环服新增年化 3.06 亿元，新增合同总额 19.16 亿元，平均服务年限 6.26 年。截至 2021 年 8 月 12 日，公司在手年化合同金额 35.41 亿元，同增 12.06%，在手合同总额 294.98 亿元，同增 7.13%。公司不断拓展作业范围和作业内容，进入物业、园林绿化等细分业务，持续探索“城市大物管”和“环卫+”等创新业务模式。
- 期间费用管控得力，期间费用率下降。**2021H1 公司期间费用率下降 2.57pct 至 11.42%，销售、管理、研发率分别下降 2.01pct、0.49pct、0.23pct，至 5.06%、6.36%、0.97%，财务费用率维持持平。
- 公司新能源装备占率领先，装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服拓张。**环卫新能源需求受政策与经济性驱动长周期释放，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%。公司新能源环卫装备市占率维持前四，有望长期享受行业红利。公司切入环服 6 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 2021-2023 年净利润预测 4.92/5.79/6.83 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 12/10/8 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场化率提升不及预期，装备销售不及预期，市场竞争加剧

2021年08月13日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

zhaomn@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 13.80       |
| 一年最低/最高价      | 13.10/29.80 |
| 市净率(倍)        | 1.97        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5736.05     |

## 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 7.00   |
| 资产负债率(%)    | 41.14  |
| 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)：2021年一季报点评：业绩符合预期，装备修复增长&服务稳步推进》2021-05-05

2、《龙马环卫(603686)：2020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》2021-04-12

3、《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

**事件：**

2021年上半年公司实现营业收入 27.72 亿元，同比增长 14.78%；归母净利润 2.11 亿元，同比增长 8.12%；扣非归母净利润 1.93 亿元，同比增长 10.55%，符合我们的预期；加权平均 ROE 同比降低 0.15pct，至 7.37%。

## 1. 业绩维持平稳增长，装备销量逆势同增 34%

**2021H1 公司归母净利润同增 8.12%，业绩维持平稳增长。**2021年上半年公司实现营业收入 27.72 亿元，同比增长 14.78%；归母净利润 2.11 亿元，同比增长 8.12%，主要系环卫产业运营服务收入增加所致。公司综合毛利率同比下降 3.75pct 至 22.94%。分业务来看，**1) 环卫装备：**公司环卫装备业务（含其他主营）实现营收 10.17 亿元，同比上升 8.45%，占公司主营业务收入的 36.96%，毛利率同比下降 7.34pct 至 22.44%，主要系上游原材料钢材价格上涨、客户结构变化、新能源环卫装备采购尚未放量、市场竞争加剧等因素的影响。其中，公司新能源环卫装备收入 0.57 亿元，同比下降 60.00%。**2) 环卫服务：**公司环卫服务业务实现营收 16.40 亿元，同比增长 12.65%，占公司主营业务收入的 59.62%，毛利率为 24.05%，同比下降 0.90pct。**3) 固废业务：**2021年上半年，公司市政环卫工程营收 0.88 亿元，毛利率为 9.08%；垃圾后端处理营收 587 万元，毛利率为 11.61%，固废业务贡献业绩新增量。

**行业采购放缓公司装备销量逆势同增 34%，新能源装备销售实现海外破冰。**根据银保监会新车交强险数据，2021年上半年，我国环卫车总销量 5.47 万辆，同降 9.79%，主要系财政支出短暂的放缓使得政府采购降速。其中，环卫创新产品和中高端车型销量 22127 辆，同增 10.13%，占环卫车总销量的 40.44%，同增 7.32pct；新能源环卫装备销量 1226 辆，同降 19.66%，占环卫车总销量的 2.24%，同降 0.28pct。新能源环卫装备仍处于推广起步阶段，销售区域覆盖全国 70 多个城市持续扩大，“双碳”背景下环卫车辆新能源化成为未来发展的趋势。2021年上半年，公司环卫装备销量 3551 辆，**同增 33.90%**，市占率 5.42%，**行业第三**。其中，环卫创新产品和中高端销量 2098 辆，市占率 9.48%，**行业第三**。新能源环卫装备销量 102 辆，同降 13.68%，低于行业降幅，公司新能源装备销量占总销量 2.87%，市占率 7.34%，**行业第四**。2021年上半年公司首次成功签署海外新能源环卫车辆出口订单，打开国际化蓝海市场。同时公司加速小型智能环卫装备系列产品落地，完善新能源产品谱系，2021H1 公司小型智能环卫装备销量 62 台，去年同期仅 4 台，同比大增 1450%。

**2021H1 公司新增环服订单年化 3.06 亿元，进入物业、园林绿化探索城市大管家模式。**根据环境司南统计，2021年上半年，我国新开标各类环卫服务类项目年化合同金额 337 亿元，同增 1.51%；合同总额 979 亿元，同降 5.41%。2021H1 公司新中标项目 22

个，年化金额 3.06 亿元，合同总额 19.16 亿元，平均服务年限达 6.26 年。截至 2021 年 8 月 12 日，公司在手年化合同金额 35.41 亿元，同增 12.06%，在手合同总额 294.98 亿元，同增 7.13%，待履行金额 209.71 亿元。公司不断拓展作业范围和作业内容，进入物业、园林绿化等细分业务，持续探索“城市大物管”和“环卫+”等创新业务模式。2021 年 7 月公司将“环卫运营事业部”更名为“环境服务事业部”，进一步重塑生态系统解决方案，推进数字化转型和精细化管理。

**固废业务多点开花，在手垃圾焚烧产能 500 吨/日。**公司固废业务覆盖设备销售、运营服务等。2021H1 公司中标餐厨垃圾处置、中转站渗滤液处置、大件垃圾处置等多个领域的设备采购项目。截至 2021 年 6 月 30 日，公司在手垃圾焚烧项目处理能力 500 吨/日，餐厨垃圾资源化项目处理能力 115 吨/日。

**期间费用管控得力，期间费用率同降 2.57pct 至 11.42%。**2021 年上半年公司期间费用同比减少 6.3%至 3.17 亿元，期间费用率下降 2.57pct 至 11.42%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 17.8%、增加 9.47%、减少 6.8%、减少 99.73%至 1.4 亿元、1.49 亿元、0.27 亿元、0.51 万元；销售、管理、研发率分别下降 2.01pct、下降 0.49pct、下降 0.23pct 至 5.06%、6.36%、0.97%，财务费用率维持持平。2021H1 公司销售费用同比下降主要系营销服务费及上牌费用减少所致；管理费用同比提升主要系业务招待费及社保费用增加所致；研发费用同比下降主要系计提业绩激励基金减少所致；财务费用大幅下降主要系利息支出减少及利息收入增加所致。

**公司终止 2020 年度非公开发行股票事项。**2020 年 8 月，公司审议通过了《关于公司 2020 年非公开发行股票方案的议案》等相关议案，拟向特定投资者非公开发行股票募集资金总额不超过 10.62 亿元，用于智慧环卫一体化综合服务平台建设项目、新型环卫装备研发及智能制造项目、厨余垃圾处理设备研发中心项目、补充流动资金。2021 年 8 月，公司综合考虑资本市场环境、公司实际情况以及市场价值表现与融资时机的协同等多方因素，决定终止 2020 年度非公开发行 A 股股票事项。截至 2021 年 6 月底，“新型环卫装备研发及智能制造项目”投资建设进度已达 58.33%，终止发行不会对公司正常的生产经营与持续稳定发展造成不利影响。

## 2. 资产负债率下降，营运效率提高

**资产负债率同降 3.87pct，营运效率提高。**2021 年上半年公司资产负债率为 41.14%，同比下降 3.87pct，较年初下降 2.11pct。2021 年上半年公司应收账款同比减少 25.95%至 13.26 亿元，应收账款周转天数同比减少 41.1 天至 82.78 天；存货同比减少 19.7%至 5.45 亿元，存货周转天数同比减少 13.19 天至 46.83 天；应付账款同比减少 3.5%至 6.95 亿元，应付账款周转天数同比减少 6.3 天至 56.78 天，使净营业周期同比减少 47.99 天至 72.83 天。

**净利率下滑带动 ROE 同比下降 0.15pct。**2021 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.15pct 至 7.37%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年上半年公司销售净利率为 9.47%（销售净利率=净利润 / 营业收入，其中净利润含少数股东损益），同比下降 0.76pct，总资产周转率为 0.51（次），同比上升 0.01（次），权益乘数从 2020 年上半年的 1.89 下降至 2021 年上半年的 1.88。

### 3. 激励支付&政府结算影响经营性现金流转负

**受业绩激励基金&政府结算影响，2021H1 公司经营性现金流下降。**1) 2021 年上半年公司经营活动现金流净额-3.20 亿元，同比减少 887.02%，主要系公司上半年支付了 2020 年度业绩激励基金 7588 万元，同时受政府财政结算时间差导致回款同比下降。2) 投资活动现金流净额-1.26 亿元，同比增加 5.09%；3) 筹资活动现金流净额-1.28 亿元，同比减少 154.4%，主要系银行借款减少及分派股利增加所致。

### 4. 新能源装备市占率领先，装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服拓张

**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 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三。在新能源方面，2020 年公司新能源环卫装备销量同比大增 144.44%，高于行业同比下降 2.58% 的水平，市场占有率为 8.82%，行业第三。2021H1 公司新能源装备市占率 7.34%，行业第四。我们预计公司市占率有望维持行业前列，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拓张，订单持续放量毛利率趋稳。**公司作为装备领先企业，切入环服 6 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 年上半年，新增年化金额 3.06 亿元，新增合同总额 19.16 亿元，位于行业前列。截至 2021 年 8 月 12 日，公司在手订单年化金额 35.41 亿元，在手合同总额 294.98 亿元，待履行金额 209.71 亿元，在手订单充裕保障业绩增长。环卫服务毛利率改善趋稳，2020 年环服毛利率 25.75%，同比上升 5.65pct。2021H1 环服毛利率 24.05%，同比下降 0.90pct。

**盈利预测：**我们维持 2021-2023 年净利润预测 4.92/5.79/6.83 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 12/10/8 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) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表(百万元)                                      | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|---|-------|--------|--------|--------|
|            |       |       |       |       |   | 营业收入  | 5,443  | 6,453  | 7,880  |
| 流动资产       | 3,841 | 4,891 | 5,676 | 7,017 | 减: 营业成本                                       | 3,968 | 4,814  | 5,848  | 7,022  |
| 现金         | 1,304 | 1,717 | 2,138 | 2,732 | 营业税金及附加                                       | 18    | 21     | 30     | 38     |
| 应收账款       | 1,224 | 1,644 | 1,858 | 2,341 | 营业费用  | 446   | 518    | 682    | 823    |
| 存货         | 567   | 731   | 846   | 1,047 | 管理费用  | 325   | 374    | 473    | 567    |
| 其他流动资产     | 746   | 799   | 835   | 896   | 财务费用  | -2    | -5     | -10    | -14    |
| 非流动资产      | 1,626 | 1,730 | 1,855 | 1,964 | 资产减值损失  | 9     | 7      | 11     | 12     |
| 长期股权投资     | 19    | 20    | 17    | 16    | 加: 投资净收益                                      | 9     | 7      | 7      | 8      |
| 固定资产       | 813   | 892   | 993   | 1,059 | 加: 营业外净收支                                     | -6    | -7     | -7     | -7     |
| 在建工程       | 320   | 321   | 348   | 379   | 其他收益  | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产       | 69    | 89    | 98    | 111   | 营业利润  | 649   | 732    | 854    | 1,010  |
| 其他非流动资产    | 406   | 408   | 399   | 399   | 利润总额  | 643   | 725    | 847    | 1,004  |
| 资产总计       | 5,467 | 6,621 | 7,532 | 8,981 | 归属于母公司净利润                                     | 443   | 492    | 579    | 683    |
| 流动负债       | 2,140 | 2,816 | 3,104 | 3,818 | 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 | 发行在外股份(百万股)                                   | 416   | 416    | 416    | 416    |
| 其他流动负债     | 1,435 | 1,811 | 1,986 | 2,408 | ROIC(%)                                       | 17.3% | 17.0%  | 17.4%  | 17.8%  |
| 非流动负债      | 224   | 256   | 282   | 294   | ROE(%)  | 17.5% | 17.03% | 17.18% | 17.25% |
| 长期借款       | 179   | 210   | 237   | 248   | 毛利率(%)  | 27.1% | 25.40% | 25.79% | 25.69% |
| 其他非流动负债    | 46    | 46    | 46    | 46    | 销售净利率*(%)                                     | 8.1%  | 7.62%  | 7.35%  | 7.23%  |
| 负债合计       | 2,365 | 3,072 | 3,386 | 4,112 | 资产负债率(%)                                      | 43.3% | 46.39% | 44.96% | 45.78% |
| 少数股东权益     | 256   | 369   | 502   | 659   | 收入增长率(%)                                      | 28.7% | 18.5%  | 22.1%  | 19.9%  |
| 归属母公司股东权益  | 2,846 | 3,180 | 3,644 | 4,211 | 净利润增长率(%)                                     | 63.7% | 11.1%  | 17.8%  | 18.0%  |
| 负债和股东权益    | 5,467 | 6,621 | 7,532 | 8,981 | P/E   | 12.96 | 11.67  | 9.90   | 8.39   |
| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | P/B   | 2.02  | 1.80   | 1.57   | 1.36   |
| 经营活动现金流    | 880   | 792   | 864   | 1,083 | EV/EBITDA                                     | 6.02  | 4.99   | 3.95   | 3.03   |
| 投资活动现金流    | -135  | -299  | -384  | -419  | 数据来源: Wind, 东吴证券研究所                           |       |        |        |        |
| 筹资活动现金流    | -44   | -81   | -59   | -70   | 销售净利率*=归属母公司股东的净利润/营业收入=销售净利率 × 归属母公司股东的净利润占比 |       |        |        |        |
| 现金净增加额     | 700   | 413   | 421   | 594   |   |       |        |        |        |
| 折旧和摊销      | 163   | 203   | 266   | 318   |   |       |        |        |        |
| 资本开支       | 479   | 103   | 128   | 110   |   |       |        |        |        |
| 营运资本变动     | 162   | -3    | -97   | -53   |   |       |        |        |        |

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

数据来源: Wind, 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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>