

福龙马 (603686)

2021 年年报点评：环服盈利持续增强，装备成本承压

买入（维持）

2022 年 04 月 12 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书：S0600120100018

zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,702	6,234	7,038	7,950
同比	5%	9%	13%	13%
归属母公司净利润（百万元）	340	428	490	571
同比	-23%	26%	14%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.82	1.03	1.18	1.37
P/E（现价&最新股本摊薄）	12.92	10.27	8.98	7.71

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年年报，实现营业收入 57.02 亿元，同增 4.75%，归母净利润 3.40 亿元，同降 23.13%，低于我们的预期；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元，股息率达 1.74%。
- **环服收入稳健增长，业务占比提升至 60%。**受行业成本上行及竞争加剧的影响，2021 年公司综合毛利率同降 5.68pct 至 21.42%。分业务来看，1) **环卫服务：**收入 33.81 亿元，同增 11.68%，占主营收入的 59.72%；毛利率 23.29%，同降 2.46pct。2) **环卫装备：**收入 21.14 亿元，同降 11.01%，占主营收入的 37.36%，毛利率 19.31%，同降 6.40pct。3) **新增 PPP 项目建造服务：**收入 1.49 亿元，毛利率 10.68%。4) **新增电力销售服务：**收入 0.16 亿元，毛利率 17.90%。
- **环服真实毛利率持续提升，新签单稳步推进。**2021 年公司表观环服毛利率同降主要系疫情税收优惠政策到期所致，考虑可比口径还原，公司真实环服毛利率持续上行，较 2019 年环服毛利率同升 3.19pct，彰显公司在环服市场中逐渐成熟稳定的运营能力。2021 年公司新增环服年化额 6.35 亿元，合同总额 29.15 亿元。截至 2021 年底，公司在履行的环服年化合同额 37.51 亿元，合同总额 302.15 亿元，待履行的合同总额为 205.15 亿元。2022Q1 公司新增环服项目 10 个，新增年化金额 1.52 亿元，合同总额 5.48 万元，公司环卫新签单持续稳步推进，将侧重业务&区域双向拓展，扩大服务范围。
- **环卫装备销量小幅增长，成本上行毛利率承压。**受原材料价格上涨、产品结构变化、竞争加剧等影响，环卫装备单价及毛利率均有一定的下滑。2021 年公司环卫装备销量 7,134 套，同增 3.15%。其中新能源装备销量 293 台，同降 16.76%。环卫装备市占率 5.91%，新能源环卫装备市占率 6.55%，均排名行业第三。环卫装备毛利率同降 6.4%至 19.31%，其中新能源环卫装备毛利率同降 13.43pct 至 20.26%。随着大宗商品价格回落及产品下游顺价，公司装备盈利能力有望恢复到合理水平。
- **应收账款账期延长，经营性现金流承压同比下降。**2021 年公司经营性现金流净额同降 86.19%至 1.21 亿元，主要系环卫服务政府支付滞后和环卫装备企业账期更长导致的应收账款变动和收到货款减少所致。
- **盈利预测与投资评级：**考虑宏观经济&财政支付能力影响，环卫服务及装备行业放量速度放缓，且大宗商品价格持续上行装备企业成本压力较大，我们将公司 2022-2023 年归母净利润自 5.79/6.83 亿元下调至 4.28/4.90 亿元，预计 2024 年归母净利润 5.71 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 10/9/8 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.58
一年最低/最高价	10.58/16.95
市净率(倍)	1.46
流通 A 股市值(百万元)	4,397.64
总市值(百万元)	4,397.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.26
资产负债率(% ,LF)	40.78
总股本(百万股)	415.66
流通 A 股(百万股)	415.66

相关研究

- 1、《福龙马(603686)：2021 年三季报点评：环服订单稳步积累，装备市占率提升实力恒强》2021-10-29
- 2、《福龙马(603686)：2021 年中报点评：业绩平稳增长，新能源装备海外破冰》2021-08-13
- 3、《福龙马(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

事件：2021 年，公司实现营业收入 57.02 亿元，同比增长 4.75%，归母净利润 3.40 亿元，同比下降 23.13%，低于我们的预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元，股息率达 1.74%。公司公告 2023 年股权激励计划（草案），拟向 14 人授予股票数量不超过 16.91 万股，授予价格 10.11 元/股，占公司总股本的 0.04%。

1. 环服收入贡献近 60%，经营性现金流承压

环服稳健增长占比提升，装备成本压力凸显。受行业成本上行及竞争加剧的影响，2021 年公司综合毛利率同比降低 5.68pct 至 21.42%。分业务来看，**1) 环卫服务：**环卫服务收入 33.81 亿元，同增 11.68%，占公司主营收入的 59.72%；毛利率 23.29%，同降 2.46pct，主要系疫情税收优惠政策到期影响所致。**2) 环卫装备：**环卫装备收入 21.14 亿元，同降 11.01%，占公司主营收入的 37.36%，毛利率 19.31%，同降 6.40pct，主要系原材料钢材价格上涨及客户结构变化所致。其中，新能源环卫装备收入 1.72 亿元，同降 48.27%，占公司环卫装备收入的 8.16%，毛利率 20.26%，同降 13.43pct。**3) PPP 项目资产建造服务：**新增 PPP 项目建造收入 1.49 亿元，占公司主营业务收入的 2.64%，毛利率 10.68%。**4) 电力销售服务：**新增电力销售收入 0.16 亿元，占公司主营业务收入的 0.28%，毛利率 17.90%。

费用管控增强，期间费用率同降 3.85pct 至 11.12%。2021 年公司期间费用同降 13.91% 至 6.34 亿元，期间费用率下降 3.85pct 至 11.12%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 24.68%、减少 4.01%、增加 25.39%、减少 618.84% 至 2.76 亿元、3.12 亿元、0.58 亿元、-0.12 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 3.34pct、下降 0.57pct、上升 0.16pct、下降 0.18pct 至 4.84%、5.4%、1.01%、-0.21%。

资产负债率同降 2.47pct，营运效率提高。2021 年公司资产负债率为 40.78%，同比下降 2.47pct。2021 年公司应收账款同比提升 29.41% 至 15.84 亿元，应收账款周转天数同比减少 2.54 天至 88.65 天；存货同比减少 27.53% 至 4.11 亿元，存货周转天数同比减少 9.24 天至 39.28 天；应付账款同比增长 27.71% 至 8.33 亿元，应付账款周转天数同比增加 6.47 天至 59.70 天，使净营业周期同比减少 18.25 天至 68.23 天。

应收账款账期延长，经营性现金流承压同比下降。1) 2021 年公司经营活动现金流净额 1.21 亿元，同比下降 86.19%，主要系环卫服务政府支付滞后和环卫装备企业账期延长导致的应收账款变动和收到货款减少所致。2) 投资活动现金流净额 -2.87 亿元，同比增加 112.59%，主要系投资固定资产、无形资产等长期资产增加所致；3) 筹资活动现金流净额 -2.25 亿元，同比增加 408.22%，主要系分派股利增加所致。

建立长效激励机制，2021 年现金分红比例高达 30.54%。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。本报告期内，公司共计提当期业绩激励

基金 170.95 万元，第三期员工持股计划涉及的标的股票数量预计不超过 16.91 万股，占公司总股本的 0.04%，员工股票的价格 10.11 元/股。公司通过提取业绩激励基金实施员工持股计划，有利于激发核心管理人员的积极性，增强公司管理团队和核心管理人员对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，提高公司经营效率，对公司发展产生正向作用，为股东创造更多价值。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%。2021 年度公司拟分配 1.04 亿元，每 10 股派息 2.50 元现金红利，分红比例达 30.54%。

2. 环服真实毛利率持续提升，新签单稳步推进

受财政支付影响，2021 年环卫服务行业增长放缓。受《政府购买服务管理办法》影响以及地方政府换届等因素，2021 年环卫市场化增速趋缓，长年限项目数量有所下降。根据“环境司南”不完全统计：2021 年，我国共开标各类环卫服务类项目 19,193 个，同比增长 19.03%；新开标各类环卫服务类项目的年化合同金额 716 亿元，同比增长 4.37%；合同总金额 2,163 亿元，同比下降 2.13%。

剔除疫情影响环服真实毛利率持续上行，新签单稳步推进。2021 年公司表现环卫服务毛利率同比下降，主要系疫情税收优惠政策到期所致，考虑可比口径还原后，公司真实环卫服务毛利率持续上行，较 2019 年环服毛利率同比提升 3.19pct，彰显公司在环卫市场中逐渐成熟稳定的运营能力。2021 年，公司新增中标环卫服务项目 60 个，首年年度金额为 6.35 亿元，同比下降 3.64%，合同总金额为 29.15 亿元，同比增长 19.86%。截至 2021 年底，公司在履行的环卫服务项目年化合同额为 37.51 亿元，同比增长 11.40%，合同总额为 302.15 亿元，同比增长 6.30%，待履行的合同总额为 205.15 亿元。根据“环境司南”统计数据显示：2021 年公司新签首年服务金额行业排名第八，合同总金额行业排名由第十三回升至第九。2022Q1，公司新增环卫服务项目 10 个，新增年化金额为 1.52 亿元，合同总额为 5.48 万元，公司环卫新签单稳步推进。

环卫服务实现业务区域双向拓展，填补空白。1) 业务拓展方面，公司充分挖掘项目服务潜力和城市管理需求，相继突破市政、公路交通、商业社区、住宅社区、学校单位等空间壁垒，延伸园林绿化、物业管理、城乡综合巡查、市政维护、再生资源回收利用等业务内容，布局“城乡大物管”和“环卫+”管理新模式，拓展恒瑞医药总部大楼物业项目和永定城市大管家项目，增加服务附加值，积累行业品牌优势的同时获得了合理稳定的回报，实现公司持续稳定发展。2) 区域边界拓展方面，公司通过海口龙华区环卫一体化 PPP 项目和沈阳浑南区环卫服务项目一南一北组合打开公司环卫服务的区域边界，截至 2021 年底，公司环卫服务运营区域覆盖全国 19 个省自治区、84 个县市区，83 家项目分子公司，服务人口近 6,400 万人、垃圾分类业务覆盖近 56 万户、海上环卫作业面积 800 余万平方米。

3. 环卫装备销量逆势上涨，成本上行毛利率承压

财政支出放缓影响下环卫装备行业整体下滑，新能源环卫装备销量同比略增。财政支出短暂的放缓使得政府采购降速，根据“银保监会”的新车交强险统计数据显示，2021年我国环卫车总销量102,792辆，同比下降12.09%，新能源环卫车销量4,104台，同比增长5.50%，新能源环卫装备渗透率达3.99%。

环卫装备销量小幅上行，新能源装备销量市占率维持第三。2021年公司环卫装备总销量7,134台/套，同比增长3.15%。其中，环卫创新产品和中高端作业车型销量4,615辆，同比减少2.86%，占总销量的64.69%；新能源装备销量293台，同比下降16.76%，占总销量的4.11%。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为5.91%，同比上升0.42pct，环卫创新产品和中高端作业车型市场占有率10.20%，同比下降0.70pct，新能源环卫装备市场占有率6.55%，同比下降2.24pct，均排名行业第三。随着国家公共领域用车新能源化政策的推动，2021年公司新能源环卫装备覆盖2大类17个系列，累计公告97款车型，未来将注重新能源系列产品的多元化覆盖及全国范围内多区域的渗透。

竞争加剧&成本上升，使得环卫装备盈利下降。2021年行业受上游原材料价格上涨、客户结构变化、市场竞争加剧等因素影响，公司环卫装备的单价及毛利率均有一定的下滑。2021年公司环卫装备毛利率19.31%，同降6.40pct，其中新能源环卫装备毛利率20.26%，同降13.43pct。随着大宗商品价格回落及下游产品的顺价，公司装备盈利能力有望恢复到合理水平。

4. 装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服订单放量，环卫装备市占率维持第三

装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势，助力环服订单放量。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。2019~2021年公司环卫服务新签年化订单稳步落实，在手订单充裕保障业绩增长，同时公司通过智慧化、自动化方式持续降本增效，实现环卫服务毛利率的稳定提升，持续扩大公司环卫服务的盈利规模。

品牌效应已现，环卫装备市占率稳定前三。考虑机械化率的提升，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。同时环卫装备市场将迎来电动化渗透率的逐步提升，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年环卫电动渗透率从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%。新能源占比提升将给环卫装备行业带来新

的成长点，2021 年环卫装备 CR3 达 41%竞争格局稳定，新能源环卫装备 CR3 超 50%，集中度更高，公司凭借品牌与技术优势，多年保持行业前 3 的市场份额，头部公司地位稳固，有望长期享受行业红利。

盈利预测：考虑宏观经济&财政支付能力影响，环卫服务及装备行业放量速度放缓，且大宗商品价格持续上行，装备企业成本压力较大，我们将公司 2022-2023 年归母净利润自 5.79/6.83 亿元下调至 4.28/4.90 亿元，预计 2024 年归母净利润 5.71 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 10/9/8 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

福龙马三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,607	4,225	5,004	5,924	营业总收入	5,702	6,234	7,038	7,950
货币资金及交易性金融资产	824	1,217	1,622	2,117	营业成本(含金融类)	4,481	4,897	5,478	6,137
经营性应收款项	1,656	1,787	2,017	2,278	税金及附加	22	25	28	32
存货	411	449	503	563	销售费用	276	300	366	422
合同资产	521	561	633	716	管理费用	312	337	387	445
其他流动资产	195	211	229	250	研发费用	58	62	78	99
非流动资产	1,982	2,136	2,291	2,444	财务费用	-12	1	-2	-6
长期股权投资	15	11	9	7	加:其他收益	31	31	35	40
固定资产及使用权资产	926	981	1,037	1,094	投资净收益	3	3	4	4
在建工程	8	18	26	31	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	503	508	513	518	减值损失	-84	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	-1	-1	-2
长期待摊费用	66	74	82	90	营业利润	514	645	740	862
其他非流动资产	464	544	624	704	营业外净收支	-9	-9	-12	-13
资产总计	5,588	6,361	7,296	8,368	利润总额	505	636	728	849
流动负债	2,036	2,218	2,482	2,781	减:所得税	67	85	98	115
短期借款及一年内到期的非流动负债	102	117	132	147	净利润	438	551	630	734
经营性应付款项	1,399	1,516	1,696	1,900	减:少数股东损益	98	123	140	164
合同负债	22	24	27	31	归属母公司净利润	340	428	490	571
其他流动负债	512	560	627	703	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	1.03	1.18	1.37
非流动负债	242	282	322	362	EBIT	500	612	701	814
长期借款	165	175	185	195	EBITDA	740	697	790	907
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.42	21.44	22.17	22.80
租赁负债	28	58	88	118	归母净利率(%)	5.97	6.87	6.96	7.18
其他非流动负债	49	49	49	49	收入增长率(%)	4.75	9.32	12.90	12.96
负债合计	2,279	2,500	2,805	3,143	归母净利润增长率(%)	-23.13	25.82	14.34	16.57
归属母公司股东权益	3,018	3,446	3,936	4,506					
少数股东权益	292	415	555	719					
所有者权益合计	3,310	3,861	4,491	5,225					
负债和股东权益	5,588	6,361	7,296	8,368					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	121	597	620	716	每股净资产(元)	7.26	8.29	9.47	10.84
投资活动现金流	-287	-246	-254	-257	最新发行在外股份 (百万股)	416	416	416	416
筹资活动现金流	-225	42	39	36	ROIC(%)	12.48	13.58	13.31	13.31
现金净增加额	-390	393	405	495	ROE-摊薄(%)	11.27	12.42	12.44	12.66
折旧和摊销	240	85	89	93	资产负债率(%)	40.78	39.31	38.45	37.56
资本开支	-380	-165	-171	-175	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.92	10.27	8.98	7.71
营运资本变动	-631	-90	-173	-196	P/B (现价)	1.46	1.28	1.12	0.98

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>

