

福龙马 (603686)

2022 年报点评：环服业务稳中有进，新能源装备表现亮眼

买入 (首次)

2023 年 04 月 16 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 赵梦妮

执业证书：S0600522090002

zhaomn@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书：S0600121070057

chenzw@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 5,080 | 5,607 | 6,339 | 7,102 |
| 同比 | -11% | 10% | 13% | 12% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 261 | 291 | 342 | 400 |
| 同比 | -23% | 11% | 18% | 17% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.63 | 0.70 | 0.82 | 0.96 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 15.89 | 14.26 | 12.10 | 10.37 |

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报，实现营业收入 50.80 亿元，同减 10.91%，归母净利润 2.61 亿元，同减 23.37%，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。
- **环服收入稳健增长，业务占比提升至 70%。**受行业成本上行及竞争加剧的影响，2022 年公司综合毛利率同升 0.79pct 至 22.25%。分业务来看，**1) 环卫服务：**收入 35.46 亿元，同增 4.90%，占主营收入的 70.43%；毛利率 23.28%，剔除上期优惠政策影响同增 0.3pct。**2) 环卫装备：**收入 13.53 亿元，同降 36%，占主营收入的 26.87%，毛利率 20.68%，同增 1.37pct，其中新能源环卫装备收入 2.15 亿元，同升 24.78%，占环卫装备收入的 15.90%，毛利率 30.02%，同增 9.76pct。**3) PPP 项目资产建造服务：**收入 1.10 亿元，占主营业务收入的 2.17%，毛利率 8.71%，同降 1.99pct。**4) 电力销售：**收入 0.27 亿元，同增 69.08%，占主营业务收入的 0.53%，毛利率 20.02%，同增 2.21pct。
- **环卫服务市场化持续深入，新签单稳步推进。**2022 年公司新增订单首年合同金额 6.17 亿元，同降 2.89%，行业排名第八；新签合同总额 23.70 亿元，同比下降 18.69%，行业排名第十三。截至 2022 年底公司在履行项目年化金额 39.94 亿元，同增 6.48%，合同总额 309.73 亿元，同增 2.51%，待履行的合同总金额 183.73 亿元。2023Q1 公司新中标合同首年金额 4.04 亿元，合同总额 18.99 亿元。环卫服务范畴持续拓展，业务版图填补空白。
- **环卫装备业务尚待反转，政策&经济性改善新能源装备放量可期。**财政支出放缓冲击环卫装备行业，2022 年公司环卫装备总销量 4480 台，同减 37.20%，环卫装备市占率 4.73%，同减 1.17pct，行业第五；新能源装备 285 台，同减 2.73%，新能源装备市占率 6.53%，同减 0.05pct，行业第四；氢燃料环卫装备上险数量 35 辆，市占率 16.28%，行业第三。公共领域车辆全面电动化试点启动，2023-2025 年新增或更新车辆中新能源比例力争达 80%，电油比下降&运维成本优势凸显带来的经济性改善，促新能源装备放量。公司头部地位稳固，有望长期享受行业红利。
- **G 端客户回款减少，经营性现金流承压。**2022 年公司经营性现金流净额 0.89 亿元，同减 26.84%，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。
- **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，我们将公司 2023-2024 年归母净利润自 4.90/5.71 亿元下调至 2.91/3.42 亿元，预计 2025 年归母净利润为 4.00 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 14/12/10 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) | 9.97 |
| 一年最低/最高价 | 8.46/12.20 |
| 市净率(倍) | 1.30 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,144.09 |
| 总市值(百万元) | 4,144.09 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.65 |
| 资产负债率(% ,LF) | 40.02 |
| 总股本(百万股) | 415.66 |
| 流通 A 股(百万股) | 415.66 |

相关研究

《福龙马(603686)：2021 年年报点评：环服盈利持续增强，装备成本承压》

2022-04-13

《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

事件：2022年，公司实现营业收入50.80亿元，同比减少10.91%，归母净利润2.61亿元，同比下降23.37%，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。公司公告2023年股权激励计划（草案），拟向不超过6人授予股票数量不超过14.60万股，授予价格8.97元/股，占公司总股本的0.04%。

1. 环服收入贡献70%，经营性现金流承压

环服稳健增长占比提升，传统装备销售承压。受行业成本上行及竞争加剧的影响，2022年公司综合毛利率同比升高0.79pct至22.25%。分业务来看，1) **环卫服务：**环卫服务收入35.46亿元，同增4.90%，占公司主营收入的70.43%；毛利率23.28%，同比下降0.01pct，剔除2021年第一季度享受优惠政策的影响，毛利率同比增长0.3pct。2) **环卫装备：**环卫装备收入13.53亿元，同降36.00%，占公司主营收入的26.87%，毛利率20.68%，同增1.37pct，收入下降主要系全国环卫装备行业连续下滑、客户结构变化、市场竞争加剧等因素影响所致。其中，新能源环卫装备收入2.15亿元，同升24.78%，占公司环卫装备收入的15.90%，毛利率30.02%，同增9.76pct。3) **PPP项目资产建造服务：**PPP项目建造收入1.10亿元，占公司主营业务收入的2.17%，毛利率8.71%，同降1.99pct。4) **电力销售：**电力销售收入0.27亿元，同增69.08%，占公司主营业务收入的0.53%，毛利率20.02%，同增2.21pct，主要系焚烧发电项目运营逐渐步入正轨所致。

期间费用率同增0.97pct至12.09%。2022年公司期间费用同比减少3.11%至6.14亿元，期间费用率上升0.97pct至12.09%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少19.54%、增加7.37%、减少0.93%、增加96.43%至2.22亿元、3.35亿元、0.57亿元、-44.01万元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降0.47pct、上升1.12pct、上升0.11pct、上升0.21pct至4.38%、6.59%、1.13%、-0.01%。

G端客户回款减少，经营性现金流承压同比下降。1) 2022年公司经营活动现金流净额0.89亿元，同比减少26.84%，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-2.23亿元，上年同期为-2.87亿元，主要系投资固定资产、无形资产等长期资产减少所致；3) 筹资活动现金流净额-0.70亿元，上年同期为-2.25亿元，主要为偿还银行债务减少所致。

建立长效激励机制，2022年现金分红比例高达39.83%。公司于2019年至2022年滚动设立四期各自独立存续的员工持股计划。2022年公司共计提当期业绩激励基金130.93万元，第四期员工持股计划涉及的标的股票数量预计不超过14.60万股，授予价格8.97元/股，占公司总股本的0.04%。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，提高公司经营效率，对公司发展产生正向作用。自上市以来，公司每年现金分红持续增长，2022年至2024年利润分配规划中规定，未来三年每年分红率均高于30%。2022年度公司拟分配1.04亿元，每10股派发现金红利

2.50 元，分红比例达 39.83%。

2. 环卫服务市场化持续深入，公司新签单稳步推进

受政策引导，2022 年环卫服务行业开标金额创历史新高。得益于“环卫市场化改革”的稳步推进和“城市大管家模式”的大力推广，2022 年环卫市场化持续深化。根据“环境司南”不完全统计，2022 年，我国共开标各类环卫服务类项目（含标段）20,124 个，同比增长 4.85%；新开标各类环卫服务类项目（含标段）的年化合同金额 823 亿元，同比增长 14.94%；合同总金额 2510 亿元，同比增长 16.04%，均创历史新高。

剔除疫情影响环服真实毛利率稳中有升，新签单稳步推进。2022 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 2021 年环服毛利率同比提升 0.3pct，彰显公司在环服市场中逐渐成熟稳定的运营能力。2022 年公司中标环卫服务项目 42 个，首年合同金额为 6.17 亿元，同比下降 2.89%，行业排名第八；新签合同总金额为 23.70 亿元，同比下降 18.69%，行业排名第十三。截至 2022 年 12 月 31 日，公司在履行的环卫服务项目年化合同金额 39.94 亿元，同比增长 6.48%，合同总金额 309.73 亿元，同比增长 2.51%，待履行的合同总金额 183.73 亿元。2023Q1 公司环卫服务项目中标数 10 个，合计首年年度金额为 4.04 亿元，合同总金额 18.99 亿元，公司环卫新签单稳步推进。

区域&业务范畴持续扩大，推进数字化&智能化加强内控。环卫服务业务成功突破新疆空白省份，扩大业务版图；依托永定城市大管家项目，搭建山水林田湖草沙智能巡查系统，推进与城市大物管平台相互融合，实现城乡环卫、园林、市政一体治理，树立城乡智管标杆示范项目；围绕医疗、商业、高校综合后勤的高端物业服务业务，打造富有福龙马特色的智科物业品牌，成功落地海南、厦门、上海等地项目，进一步拓宽发展赛道。截至 2022 年 12 月 31 日，公司环卫服务运营区域覆盖全国 21 个省份、71 个县市区，90 余家项目分子公司，服务人口近 6,500 万人；分布在全国各地的一线员工 5 万余人、环卫车辆 1.9 余万辆、清扫保洁面积近 3 亿平方米、水域保洁 8,400 多万平方米、日清运垃圾量约 2.8 万吨。公司围绕龙马环境生态体系拓宽发展路径，着力解决运营管理的重难点问题，持续强化内控管理，推动数字化、智能化管理转型升级。

3. 环卫装备业务尚待反转，新能源装备表现亮眼

财政支出放缓冲击环卫装备行业，新能源环卫装备渗透率同增 2.2pct 至 6.19%。经济下行与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，2022 年我国环卫车总销量 8.22 万辆，同比下降 20.05%。新能源环卫车销量 5088 台，同比增长 23.89%，占我国环卫车总销量的 6.19%，同比增加 2.2pct。新能源环

卫装备销售区域覆盖面持续扩大，从示范城市向全国一二线城市推广，已覆盖全国 170 多个城市。

环卫装备销量拖累，氢燃料电池装备销量市占率第三。2022 年公司环卫装备总销量为 4480 台/套，同比减少 37.2%，其中环卫创新产品和中高端作业车型占公司总销量的 63.86%，同比下降 0.83pct，销量为 2851 辆，同比减少 38.01%，新能源装备销量 285 台，同比下降 2.73%，占总销量的 6.36%。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 4.73%，同比下降 1.17pct，行业排名第五；环卫创新产品和中高端作业车型市场占有率 8.26%，同比下降 1.94pct，行业排名第三；新能源环卫装备市场占有率 6.53%，同比下降 0.05pct，行业排名第四；氢燃料电池环卫装备上险数量 35 辆，市场占有率 16.28%，排名第三。随着国家公共领域用车新能源化政策的推动，2022 年公司新能源环卫装备覆盖 2 大类 21 个系列 115 款，氢燃料电池产品 16 款，清洁能源产品 37 款，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。

4. 装备协同/经验累积/智慧环卫助力环服订单积累，政策&经济性共促新能源装备放量

装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势，助力环服订单积累。公司作为装备领先企业，切入环服 7 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。2019~2022 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，同时公司通过数字化、智慧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。

政策力度加强&经济性改善，新能源环卫车需求将加速释放。当前环卫新能源面临的主要变化在于 **1) 政策力度加强：**公共领域车辆全面电动化试点启动，区域扩大&时间明确，2023-2025 年新增或更新车辆中新能源比例力争达 80%。财政支付改善带来的采购需求提振；**2) 经济性改善：**电油比下降&运维成本优势凸显带来经济性改善，未来锂价回归促电池降本，电车渗透率提升可期。我们预计环卫装备市场分两阶段释放：**1) 稳定渗透期（2020-2025 年）：**碳减排政策加码&内生经济性提升驱动力增强，新能源渗透率 2025 年提至 15%，2025 年新能源环卫车销量 2.74 万辆，2020-2025 销量 CAGR 48%，市场空间 CAGR 41%。**2) 快速爆发期（2025-2030 年）：**经济性优势现拐点&环卫市场化全面铺开快速放量，渗透率从 2025 年 15%迅速提至 2030 年 80%，2030 年新能源环卫车销量 19.13 万辆，2025-2030 销量 CAGR 47%，市场空间 CAGR 47%。2022 年环卫装备 CR3 约 40%，竞争格局稳定，新能源环卫装备 CR3 达 65%，集中度更高，公司凭借品牌与技术优势，多年保持行业前 5 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，

我们将公司 2023-2024 年归母净利润自 4.90/5.71 亿元下调至 2.91/3.42 亿元，预计 2025 年归母净利润为 4.00 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 14/12/10 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) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 4,137 | 4,564 | 5,117 | 5,760 | 营业总收入 | 5,080 | 5,607 | 6,339 | 7,102 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 608 | 854 | 1,050 | 1,419 | 营业成本(含金融类) | 3,944 | 4,335 | 4,882 | 5,472 |
| 经营性应收款项 | 2,013 | 2,006 | 2,250 | 2,400 | 税金及附加 | 25 | 29 | 33 | 37 |
| 存货 | 359 | 477 | 479 | 504 | 销售费用 | 222 | 252 | 292 | 320 |
| 合同资产 | 677 | 748 | 845 | 947 | 管理费用 | 335 | 381 | 431 | 479 |
| 其他流动资产 | 480 | 480 | 492 | 490 | 研发费用 | 57 | 76 | 86 | 96 |
| 非流动资产 | 1,705 | 1,915 | 2,115 | 2,306 | 财务费用 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 固定资产及使用权资产 | 915 | 973 | 1,017 | 1,052 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 5 | 1 | 0 | 0 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 554 | 605 | 656 | 707 | 减值损失 | -94 | -80 | -75 | -60 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 长期待摊费用 | 71 | 76 | 81 | 86 | 营业利润 | 444 | 496 | 583 | 678 |
| 其他非流动资产 | 160 | 260 | 360 | 460 | 营业外净收支 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 资产总计 | 5,842 | 6,479 | 7,232 | 8,066 | 利润总额 | 441 | 493 | 580 | 675 |
| 流动负债 | 2,075 | 2,216 | 2,397 | 2,596 | 减:所得税 | 85 | 97 | 113 | 131 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 156 | 207 | 257 | 307 | 净利润 | 355 | 396 | 467 | 545 |
| 经营性应付款项 | 1,243 | 1,286 | 1,345 | 1,421 | 减:少数股东损益 | 95 | 105 | 124 | 145 |
| 合同负债 | 45 | 49 | 55 | 62 | 归属母公司净利润 | 261 | 291 | 342 | 400 |
| 其他流动负债 | 630 | 673 | 738 | 805 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.63 | 0.70 | 0.82 | 0.96 |
| 非流动负债 | 263 | 293 | 333 | 373 | EBIT | 445 | 648 | 725 | 792 |
| 长期借款 | 193 | 223 | 263 | 303 | EBITDA | 698 | 908 | 999 | 1,074 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 22.35 | 22.69 | 22.98 | 22.95 |
| 租赁负债 | 27 | 27 | 27 | 27 | 归母净利率(%) | 5.13 | 5.18 | 5.40 | 5.63 |
| 其他非流动负债 | 43 | 43 | 43 | 43 | 收入增长率(%) | -10.91 | 10.38 | 13.05 | 12.03 |
| 负债合计 | 2,338 | 2,509 | 2,730 | 2,969 | 归母净利润增长率(%) | -23.37 | 11.43 | 17.87 | 16.72 |
| 归属母公司股东权益 | 3,180 | 3,541 | 3,948 | 4,398 | | | | | |
| 少数股东权益 | 324 | 430 | 554 | 699 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,504 | 3,970 | 4,502 | 5,097 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,842 | 6,479 | 7,232 | 8,066 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 89 | 660 | 612 | 790 | 每股净资产(元) | 7.65 | 8.52 | 9.50 | 10.58 |
| 投资活动现金流 | -223 | -475 | -478 | -479 | 最新发行在外股份(百万股) | 416 | 416 | 416 | 416 |
| 筹资活动现金流 | -70 | 60 | 63 | 57 | ROIC(%) | 9.60 | 12.53 | 12.32 | 11.84 |
| 现金净增加额 | -204 | 245 | 197 | 369 | ROE-摊薄(%) | 8.20 | 8.21 | 8.67 | 9.09 |
| 折旧和摊销 | 253 | 260 | 274 | 282 | 资产负债率(%) | 40.02 | 38.72 | 37.75 | 36.81 |
| 资本开支 | -237 | -370 | -373 | -374 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 15.89 | 14.26 | 12.10 | 10.37 |
| 营运资本变动 | -607 | -102 | -235 | -135 | P/B(现价) | 1.30 | 1.17 | 1.05 | 0.94 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

