

“城市管家”的“数智化”升级

2023年08月21日

► **全国领先的城乡环境一体化服务商**：玉禾田专注于环境卫生服务领域，是国内领先的城乡环境综合运营服务商。通过整合自身资源，从道路清扫到垃圾分类管理，公司已形成上下游产业链的完整闭环。经过 26 年发展，公司市政环卫业务已突破区域限制，业务范围覆盖全国 26 个省、市、自治区，实现全国布局，具备较强的市场竞争力。公司在手订单充沛，财务经营指标稳健，随着经济复苏及地方财政转好，预计整体现金流有望进一步改善。

► **环卫服务升级，打造“城市管家”**：2013 年以来，环卫服务进入全面市场化阶段，正式步入发展快车道。2012-2021 年，我国道路清扫保洁面积、生活垃圾清运量、环卫专用车数量及机械化程度均有明显提升。我国环卫市场化经历了“从南到北、从沿海到内地、从发达城市到不发达城市”的过程。结合环境司南数据，截至 2022 年底，我国城区环卫市场化率达到 73%，农村环卫市场化率达到 57%。环卫服务行业属轻资产运营，区域属性较强，技术壁垒较低，目前多数环卫市场仍由当地小型本土环卫企业占据，市场集中度低。未来，环卫运营市场空间可能主要来自三个方面：存量项目替代；城镇化推动新增订单释放；提升服务深度及广度，打造“城市管家”。

► **携手坎德拉，推动环卫数智化**：智慧环卫对生产过程中人员、设备、作业等相关数据建立算法模型，寻找作业路径、生产工艺以及前后端、上下游各环节衔接的最优解，具有降本增效、绿色低碳、安全等优点。公司全新打造的科技信息化平台，优先上线智慧环卫作业系统、车辆管理系统、垃圾分类系统、灯光照明系统、城市静态系统等，初步实现了企业内部管理的数字化，极大提高管理效率和决策效率。2023 年 7 月，公司拟受让坎德拉智能科技 34.65% 的股权，涉足环卫清洁智能机器人领域。坎德拉新推出的阳光 S200 多功能清扫机器人，能够实现人机协作、厘米级贴边清扫、360°周边环境感知、高效率清扫，提供室外环卫清扫“全流程”一站式解决方案。公司有望进一步实现产业链上下游协同，打造“数字城市大管家”。

► **投资建议**：作为全国领先的城乡环卫一体化服务商，公司通过整合自身资源，从道路清扫到垃圾分类管理，已形成上下游产业链的完整闭环。公司积极布局智慧环卫领域，通过与坎德拉强强联合，涉足环卫清洁智能机器人领域，打造“数智化城市管家”。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 1.38/1.56/1.69 元/股，对应 2023 年 8 月 18 日收盘价 PE 分别为 11.1/9.9/9.1 倍。给予公司 2023 年 14.0 倍 PE，目标价 19.32 元/股，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示**：行业竞争加剧、劳动用工成本上升、应收账款增长。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,394	5,929	6,618	7,297
增长率 (%)	11.6	9.9	11.6	10.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	494	551	621	674
增长率 (%)	4.6	11.6	12.5	8.6
每股收益 (元)	1.24	1.38	1.56	1.69
PE	12.4	11.1	9.9	9.1
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 18 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

15.35 元

目标价：

19.32 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 尚硕

执业证书：S0100122030008

邮箱：shangshuo@mszq.com

目录

1 全国领先的城乡环境一体化服务商	3
1.1 深耕环卫领域，布局清洁机器人	3
1.2 轻资产运营，环卫、物业清洁板块多点开花.....	4
2 环卫服务升级，打造“城市管家”	9
2.1 环卫服务市场规模有望增长.....	9
2.2 打造“城市管家”，环卫一体化势在必行.....	12
3 携手坎德拉，推动环卫数智化	16
3.1 开启智慧环卫，推动降本增效.....	16
3.2 受让坎德拉股权，布局环卫机器人赛道.....	18
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析	22
4.3 投资建议	24
5 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

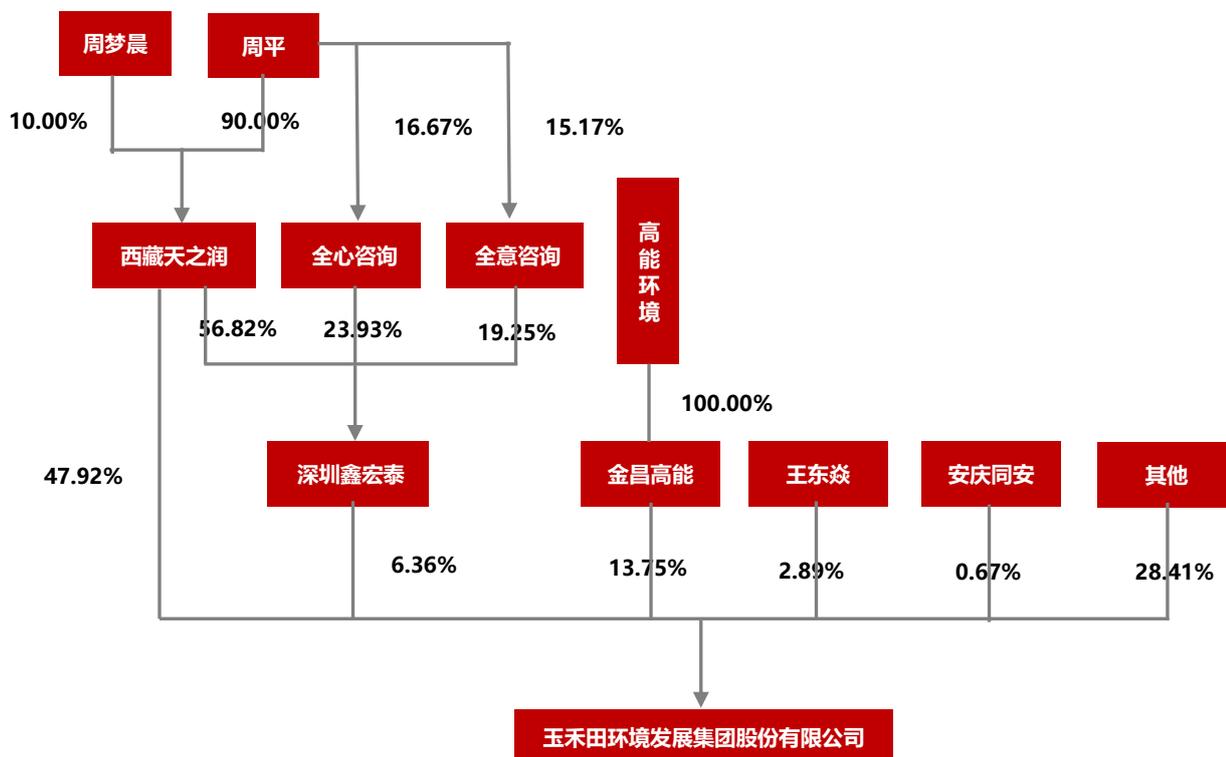
1 全国领先的城乡环境一体化服务商

1.1 深耕环卫领域，布局清洁机器人

玉禾田环境发展集团股份有限公司始创于 1997 年，专注于环境卫生服务领域，2016 年公司挂牌新三板，并于 2020 年登陆深圳证券交易所。创立 26 年以来，公司在市政环卫和物业清洁领域取得高速发展，如今已成为国内领先的城乡环境综合运营服务商。2021 年，公司收购垃圾分类领域的深圳宝泰鑫，实现行业资源整合，提高市场份额；2023 年，公司拟以自有资金不超过 8,000 万元受让坎德拉（深圳）智能科技有限公司 34.65% 的股权，涉足环卫清洁智能机器人领域，进一步实现产业链上下游协同，打造“数字城市大管家”。

截至 2023 年 3 月底，周平（董事长）、周梦晨通过控股和参股西藏天之润、全心咨询（GP）、全意咨询（GP）的方式，合计控股 54.28%，为公司实际控制人。第二大股东金昌高能时代材料技术有限公司实际控制人为高能环境，持股 13.75%。公司股权比较集中，稳定性较好。

图1：玉禾田股权结构图（2023 年 3 月底）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

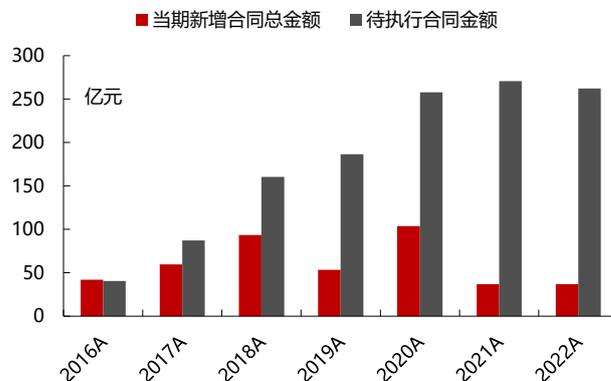
注：“金昌高能”全名为金昌高能时代材料技术有限公司，原名深圳市鑫卓泰投资管理有限公司

图3: 2016-2022 年物业清洁板块合同情况



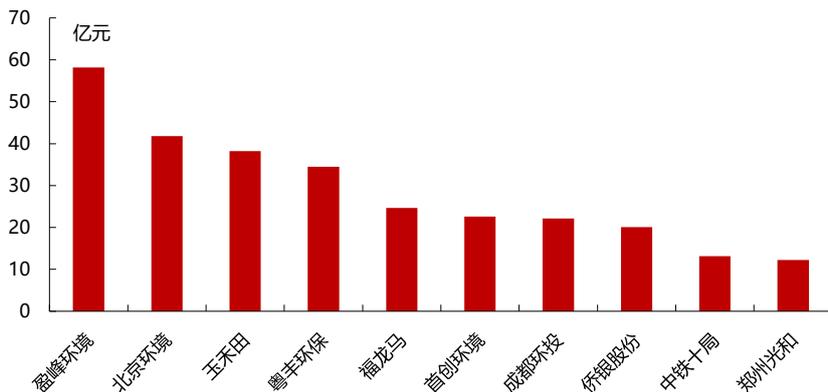
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图4: 2016-2022 年环卫服务板块合同情况



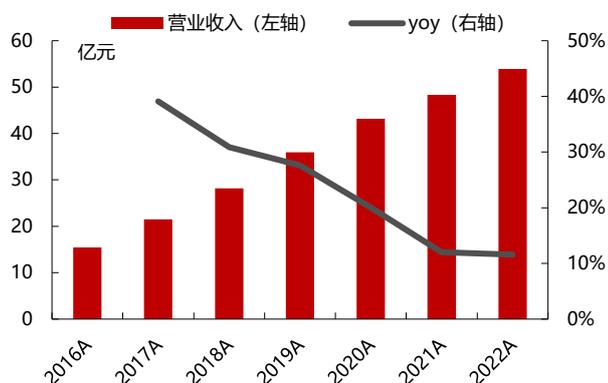
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 2023 年上半年, 主要环卫企业中标情况统计



资料来源: 环卫科技网, 民生证券研究院整理

2016-2022 年, 公司营业收入保持稳步增长, 年均复合增长率为 23.1%, 2022 年达到 53.94 亿元, 同比增长 11.6%。2016-2022 年, 公司归母净利润年均复合增长率为 28.9%, 其中 2020 年同比增长 101.7%, 主要受益于公共卫生事件期间增值税与社保优惠政策以及环卫市场订单的增长, 2021 年相关税费减免政策取消, 利润有所下滑。2022 年归母净利润为 4.94 亿元, 同比增长 4.6%, 随着在手订单有序释放, 有望保持稳定增长。

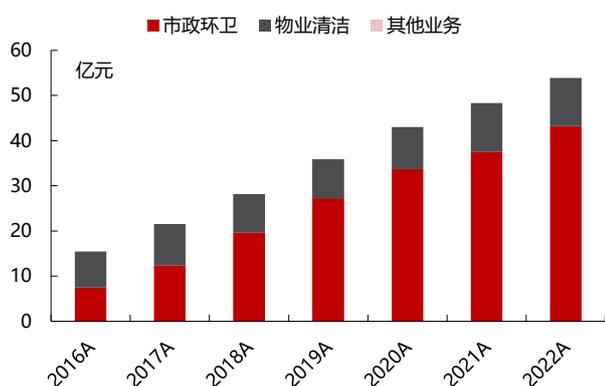
图6：2016-2022 年玉禾田营业收入及增速


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

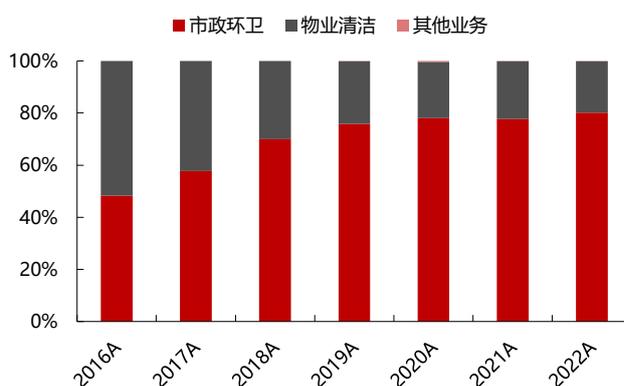
图7：2016-2022 年玉禾田归母净利润及增速


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

公司主营业务覆盖市政环卫和物业清洁两大领域，公司整合自身资源，从道路清扫到垃圾分类管理，形成了上下游全产业链的完整闭环，提供了一站式专业城市（乡镇）综合环境服务。2016-2022 年，市政环卫营收占比稳步提升。2022 年市政环卫板块实现营业收入 43.24 亿元，占比达到 80.2%；物业清洁板块实现营业收入 10.66 亿元，占比 19.8%。公司市政环卫业务已突破区域限制，实现全国布局，形成了一定的竞争壁垒。

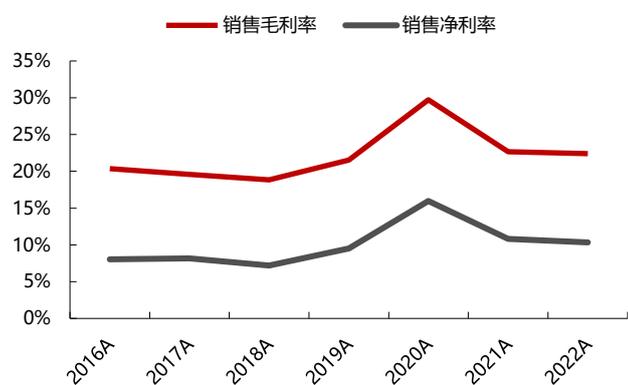
图8：2016-2022 年玉禾田主营收入构成


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

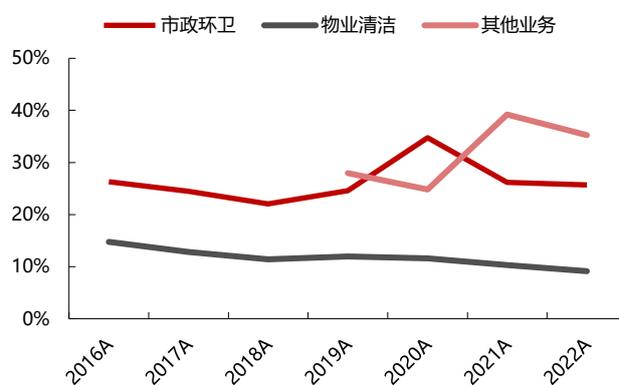
图9：2016-2022 年玉禾田各业务占比


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

2022 年，公司整体的销售毛利率、销售净利率分别为 22.4%、10.3%，较 2021 年分别减少 0.26pct、0.48pct，基本保持稳定，2020 年，受税费减免等优惠政策影响销售毛利率和销售净利率偏高。2022 年市政环卫、物业清洁毛利率分别为 25.7%、9.1%，各板块毛利率整体比较稳定。

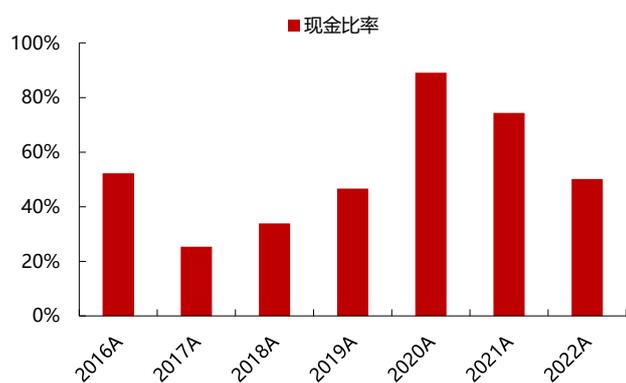
图10：2016-2022 年玉禾田整体毛利率、净利率走势


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

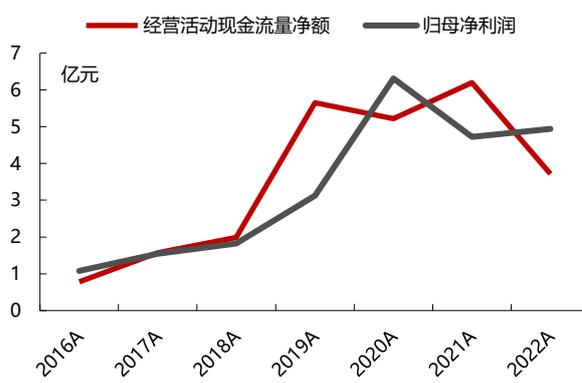
图11：2016-2022 年玉禾田主营业务毛利率走势


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

公司现金流充沛，2022 年现金比率为 0.50，经营活动现金流量净额为 3.72 亿元，同比 2021 年下滑 40.0%，主要可能受 2020 年增值税与社保优惠政策影响，2020、2021 年经营活动现金流量净额高基数效应所致。环卫服务具有明显的公用事业属性，与广大民众的生活息息相关且不可或缺，随着经济复苏及地方财政转好，预计经营活动现金流量净额有望改善。自 2020 年上市以来，公司资产负债率保持在 40%左右，整体稳健可控。

图12：2016-2022 年玉禾田现金比率


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图13：2016-2022 年玉禾田现金流情况


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图14: 2016-2022 年玉禾田资产负债率



资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院整理

2 环卫服务升级，打造“城市管家”

2.1 环卫服务市场规模有望增长

传统市政环卫主要包括清扫保洁、垃圾收转运、公厕管养、垃圾中转站等，属于劳动密集型行业。环卫行业发展大体上经历政府行政职能主导、小规模市场化试点、市场化全面推广三个阶段，2013 年以来，环卫服务进入市场化全面推广阶段。环卫市场化的本质是政府职能逐渐转变的过程，实现政府与社会资本的合作模式，使得环卫服务逐步走向市场化。

2018 年，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《农村人居环境整治三年行动方案》，旨在推动农村人居环境治理。2019 年，住建部发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，明确到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；到 2025 年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。2022 年，《乡村建设行动实施方案》、《关于进一步加强农村生活垃圾收运处置体系建设管理的通知》发布，提出“到 2025 年，农村生活垃圾无害化处理水平明显提升，有条件的村庄实现生活垃圾分类、源头减量”，对城乡环卫一体化市场进程形成推动。垃圾分类带动收运车辆、中转站等基础设施的升级，推动城市绿化水平提升，加快“大环卫”的到来。

2013-2020 年，全国城市、县城环卫建设固定资产投资完成额保持增长趋势，2020 年分别为 862.65 亿元、267.38 亿元，同比增速分别为 54.8%、110.1%。随着环卫市场逐步成熟，2021 年城市、县城环卫建设固定资产投资完成额有所回落，分别为 727.14 亿元、206.92 亿元。

图15：2012-2021 年城市环卫建设固定资产投资完成额



资料来源：住建部，Wind，民生证券研究院

图16：2012-2021 年县城环卫建设固定资产投资完成额



资料来源：住建部，Wind，民生证券研究院

2012-2021年，全国城市、县城道路清扫保洁面积保持稳定增长，年均复合增长率分别为6.8%、5.6%，2021年分别达到103.42亿立方米、29.95亿平方米，同比增速分别为6.0%、5.1%。2012-2021年，全国城市、县城生活垃圾清运量稳中有增，2021年分别达到2.49亿吨、0.68亿吨，同比增速分别为5.8%、-0.3%。2012-2022年，我国总人口城镇化率由53.1%提升至65.2%，随着城市化进程推进以及居民消费水平提升，城市、县城道路清扫保洁面积和生活垃圾清运量有望保持稳定增长。

图17：2012-2021年全国城市道路清扫保洁面积



资料来源：住建部，Wind，民生证券研究院

图18：2012-2021年全国县城道路清扫保洁面积



资料来源：住建部，Wind，民生证券研究院

图19：2012-2021年全国城市生活垃圾清运量



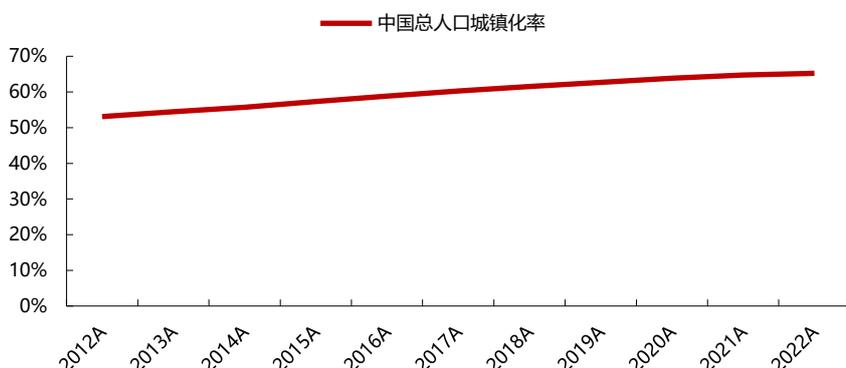
资料来源：住建部，Wind，民生证券研究院

图20：2012-2021年全国县城生活垃圾清运量



资料来源：住建部，Wind，民生证券研究院

图21: 2012-2022 年中国总人口城镇化率



资料来源: 国家统计局, Wind, 民生证券研究院整理

随着行业发展及建设投资加快, 环卫服务机械化程度不断提升。2012-2021 年全国城市、县城道路清扫保洁机械化面积稳步增长, 2021 年分别达到 81.09 亿平方米、22.84 亿平方米, 机械化率分别为 78.4%、76.3%。2012-2021 年, 全国城市、县城环卫专用车辆设备总数保持稳定增长, 2021 年分别达到 32.75 万辆、8.01 万辆, 同比增速分别为 6.9%、7.2%。环卫作业机械化在保障一线环卫工人安全的同时, 大大提升工作效率, 提高城市精细化管理能力, 预计环卫作业机械化水平有望进一步提升。

图22: 2012-2021 年全国城市道路清扫保洁机械化面积



资料来源: 住建部, Wind, 民生证券研究院

图23: 2012-2021 年全国县城道路清扫保洁机械化面积



资料来源: 住建部, Wind, 民生证券研究院

图24：2012-2021 年全国城市环卫专用车辆设备总数


资料来源：住建部，Wind，民生证券研究院

图25：2012-2021 年全国县城环卫专用车辆设备总数


资料来源：住建部，Wind，民生证券研究院

整体上，2012-2021 年，我国道路清扫保洁面积、生活垃圾清运量、环卫专用车数量及机械化程度均有明显提升。我国环卫市场化经历了“从南到北、从沿海到内地、从发达城市到不发达城市”的过程。根据环境司南统计，截至 2022 年底，以区县数量为统计口径，城区环卫市场化率达到 73%，农村环卫市场化率达到 57%，随着市场化进程的进一步深入，我国环卫服务行业有望稳步发展。

2.2 打造“城市管家”，环卫一体化势在必行

环卫行业属轻资产运营，地域属性较强，技术壁垒较低，多数环卫市场仍由当地小型本土环卫企业占据，市场集中度低，行业壁垒主要来自三个方面：

- 政府资源：环卫服务的客户主要是政府部门，政府关系直接影响企业的拿单能力；
- 产业链延伸能力：随着环卫一体化的推进，更多的地方政府倾向于将环卫相关项目整体打包进行招标，具备综合竞争能力的企业能够迅速实现产业链及业务延伸；
- 地理优势：环卫行业地域属性较强，当地企业优势可能更为明显。

假设 2022-2025 年，城市、县城道路清扫保洁面积增速分别保持 5%、4%，清扫单价分别保持 10 元/平方米/年、8 元/平方米/年；城市、县城生活垃圾年清运量增速分别保持 4%、0，清运单价分别保持 80 元/吨、70 元/吨；城市、县城公厕数量增速分别保持 6%、5%，运营单价分别保持 13 万元/座、8 万元/座；城市、县城园林绿化面积增速分别保持 4%、3.5%，养护单价分别保持 6 元/平方米/年、4 元/平方米/年。经测算，到 2025 年环卫运营市场规模总计 4258.15 亿元。

表1：我国城市、县城环卫运营市场空间测算

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
城市道路清扫保洁面积 (亿平方米)	86.93	92.21	97.56	103.42	108.59	114.02	119.72	125.71
YoY		6.07%	5.80%	6.01%	5%	5%	5%	5%
清扫单价 (元/平方米/年)	10	10	10	10	10	10	10	10
县城道路清扫保洁面积 (亿平方米)	25.56	27.51	28.51	29.95	31.15	32.39	33.69	35.03
YoY		7.64%	3.62%	5.06%	4%	4%	4%	4%
清扫单价 (元/平方米/年)	8	8	8	8	8	8	8	8
年道路清扫市场规模	1073.78	1142.20	1203.64	1273.79	1335.09	1399.35	1466.73	1537.37
城市生活垃圾年清运量 (亿吨)	2.28	2.42	2.35	2.49	2.59	2.69	2.80	2.91
YoY		6.16%	-2.87%	5.77%	4%	4%	4%	4%
清运单价 (元/吨)	80	80	80	80	80	80	80	80
县城生活垃圾年清运量 (亿吨)	0.67	0.69	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
YoY		3.17%	-0.89%	-0.28%	0	0	0	0
清运单价 (元/吨)	70	70	70	70	70	70	70	70
年垃圾清运市场规模	229.04	241.75	235.77	246.49	254.45	262.72	271.33	280.28
城市公厕数量 (万座)	14.75	15.34	16.52	18.41	19.51	20.68	21.92	23.24
YoY		4.04%	7.66%	11.43%	6%	6%	6%	6%
运营单价 (万元/座/年)	13	13	13	13	13	13	13	13
县城公厕数量 (万座)	4.91	5.20	5.55	5.87	6.16	6.47	6.79	7.13
YoY		6.09%	6.73%	5.63%	5%	5%	5%	5%
运营单价 (万元/座/年)	8	8	8	8	8	8	8	8
年公厕运营市场规模	230.95	241.09	259.18	286.22	302.92	320.61	339.33	359.14
城市园林绿化面积 (亿平方米)	219.71	228.52	239.81	249.25	259.22	269.59	280.37	291.59
YoY		4.01%	4.94%	3.94%	4%	4%	4%	4%
养护单价 (元/平方米/年)	6	6	6	6	6	6	6	6
县城园林绿化面积 (亿平方米)	63.16	67.27	70.02	72.29	74.82	77.44	80.15	82.96
YoY		6.51%	4.09%	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
养护单价 (元/平方米/年)	4	4	4	4	4	4	4	4

年园林绿化养护市场规模	1570.90	1640.20	1718.92	1784.68	1854.62	1927.31	2002.85	2081.36
环卫运营市场规模总计	3104.67	3265.23	3417.51	3591.18	3747.08	3909.99	4080.23	4258.15
YoY		5.17%	4.66%	5.08%	4.34%	4.35%	4.35%	4.36%

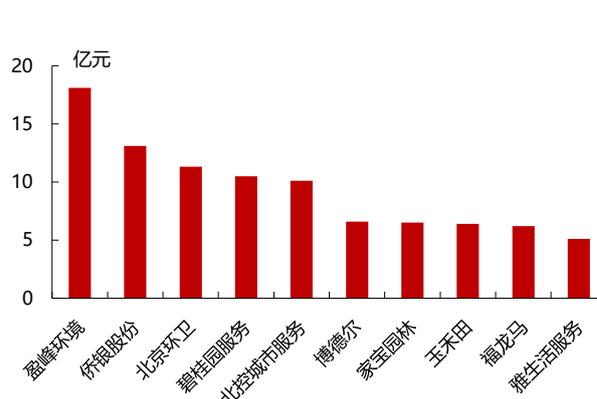
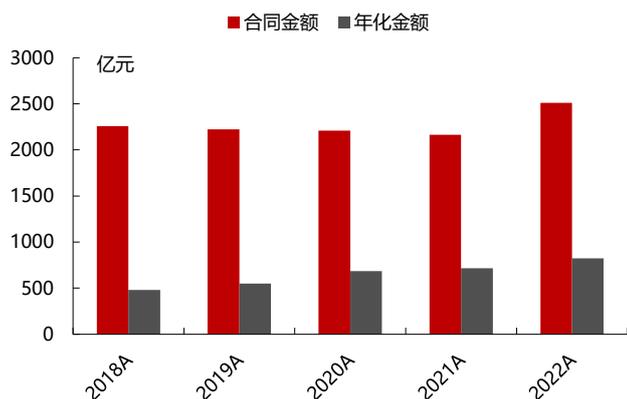
资料来源：国家统计局、住建部、民生证券研究院预测

注：随着公厕的推行，粪便清运量明显减少且占比较小，相关数据已停止更新，故未计入测算

根据环境司南数据显示，2022年全国开标项目年化总额和合同总额均创历史新高，分别达到823亿元和2510亿元，同比增长分别为14.8%、15.8%。按中标项目年化金额统计，盈峰环境、侨银股份、北京环卫集团、碧桂园服务、北控城市服务、博德尔、家宝园林、玉禾田、福龙马、雅生活服务位列前十。2022年，新增项目中，前十大环卫企业成交年化金额占比合计约11.4%，行业集中度较低，尚有发展与整合空间。

图26：2022年全国开标项目年化金额及合同金额

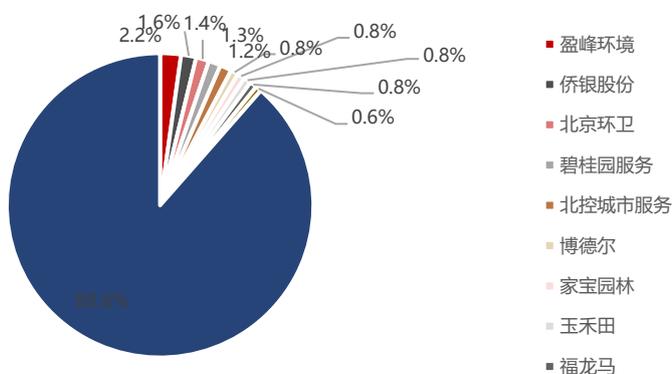
图27：2022年度环卫服务中标业绩年化金额前十



资料来源：环境司南，民生证券研究院

资料来源：环境司南，民生证券研究院

图28：2022年前十大环卫企业成交年化金额占比合计约11.4%



资料来源：环境司南，民生证券研究院整理

随着市场化率的提升，我国环卫服务行业已基本满足清扫保洁需求，在环卫一体化推进的过程中，行业正步入高质量发展阶段，打造一体化“城市管家”职能是环卫企业未来重要的发展方向。我们认为，环卫运营的市场空间主要来自三个方面：

- 城镇化推进，市场新增订单释放：截至 2022 年，我国人口城镇化率达 65.2%，与发达国家 80%以城镇化水平相比，仍有较大提升空间，进而带来环卫服务新增市场订单；
- 环卫一体化提升服务深度及广度：1) 突破传统环卫道路清扫保洁、垃圾清运、公厕管理等职能，服务内容多样化，由传统环卫企业向“城市管家”转型，涵盖园林养护、河道水面清污、路灯管控等业务；2) 响应乡村振兴，扩大服务范围，推动乡镇、农村地区环卫服务市场发展；
- 存量项目替代：大部分环卫项目服务周期在 5 年以内，随着市场化率的进一步提升，市场竞争的重心可能逐步转向已完成市场化的存量项目，在即将到期的项目中寻找机会。

3 携手坎德拉，推动环卫数智化

3.1 开启智慧环卫，推动降本增效

智慧环卫是对传统环卫行业的升级。智慧环卫主要包括“硬件”和“软件”两个方面：

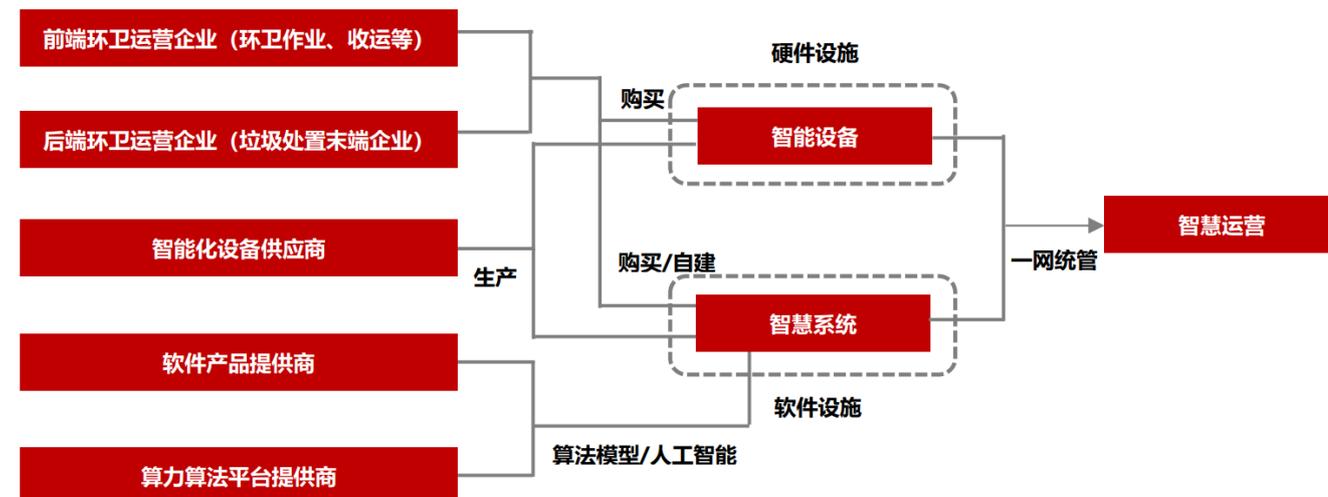
- “硬件”：环卫装备智能化。结合人工智能、机器视觉、深度自学习、全场景图像识别、“互联网云+”等技术于一体。
- “软件”：管理系统智能化。通过云计算、大数据、人工智能、区块链等前沿技术对传统环卫赋能，对环卫工作中的人、车、物、事等进行全流程管理和跟踪，进而实现提质增效、降本、绿色低碳、安全的目标。

智慧环卫建设以城市运营管理中的“一网统管”为立足点，结合“无废城市”建设目标，对生活垃圾、餐厨垃圾、医疗废物等固废信息进行统一管理，从而控制固废产生量，提高资源化利用水平，达到减污降碳的目标。

智慧环卫对生产过程中人员、设备、作业等相关数据建立算法模型，寻找作业路径、生产工艺以及前后端上下游各环节衔接的最优解。具有以下优势：

- 提质增效：借助智能设备采集作业与生产过程的相关数据，建立导向性的算法模型，找到最优作业模式，提升生产效率，并反作用于前后端生产作业环节，同时打通前后端及各工艺单元数据链，以达到提质增效的目的；
- 降本：无论是前端收运还是后端处理，都能够结合实时数据监控，并以此为支撑，借助大数据、算法模型等实现成本管控；
- 绿色低碳：通过智能化手段提升管理水平，实时监督相关排放指标，控制温室气体外溢，理清碳资产并进行有效管理，实现减排降碳；
- 安全：通过智能设施实时监测，设置报警提醒，同时通过大数据研判，进行智能排险。

图29：智慧环卫企业发展模式



资料来源：中国城市环境卫生协会《中国城市环卫行业智慧化发展白皮书》，民生证券研究院

智慧环卫主体包括政府、企业、公众，平台智能化搭建有助于实现一体化管理，为“一网统管”奠定基础。智慧环卫平台产品涉及业务包括垃圾分类、垃圾收运、垃圾中转、公厕管理、垃圾处置、资源化利用等。目前，我国大部分城市智慧环卫平台仍处于初步建设阶段。根据《中国城市环卫行业智慧化发展白皮书》，从环卫行业角度，智慧环卫发展需求从低到高，大致可分为四个层次：

- 第一层是通过部署基础设施，搭建智慧环卫根基，智慧环卫首先需要的是无所不在的联接，没有联接的设备、企业、行业是信息孤岛；
- 第二层是安全，包括工作环境和网络环境的安全，这是发展的保障；
- 第三层是推动环卫各领域实现数字化；
- 第四层是实现环卫行业统筹智慧管理即实现“一网统管”。

玉禾田全新打造的科技信息化平台，从内部管理着手，优先上线了智慧环卫作业系统、智慧环卫车辆管理系统、智慧垃圾分类系统、智慧灯光照明系统、智慧城市静态系统等。各信息管理平台的建设，初步实现了企业内部管理的数字化，极大提高管理效率和决策效率。

图30：玉禾田智慧环卫系统平台

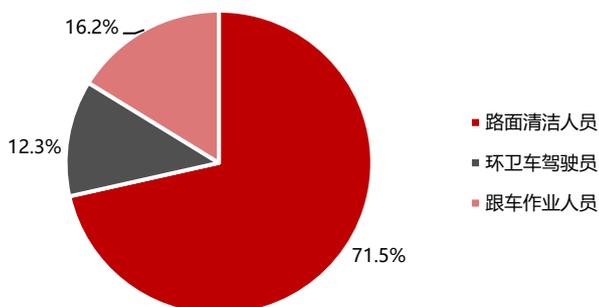


资料来源：玉禾田官网，民生证券研究院

3.2 受让坎德拉股权，布局环卫机器人赛道

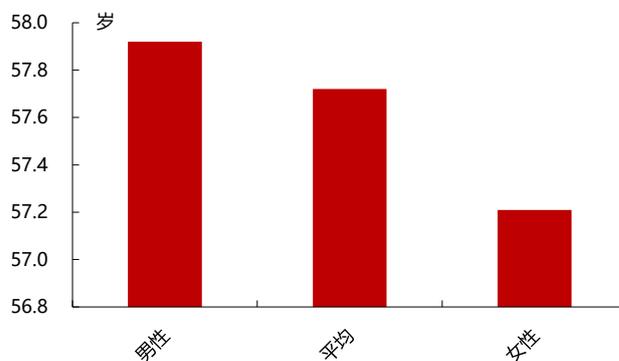
传统环卫行业具有劳动密集型特点，一线保洁人员众多且分散，日常管理难度较大。同时，受人口老龄化及年轻人择业因素影响，环卫行业普遍存在招工难、劳动人群年龄偏大的情况。2020年，我国环卫工人数约为488.51万人，其中路面清洁工作人员、环卫车辆驾驶员、跟车作业人员占比分别为71.5%、12.3%、16.2%，人员平均年龄约为57.72岁。2021年，我国物业管理服务企业数量已达11.4万家，从业人数达到987.5万，其中保洁人员380.58万，占38.54%。环卫、保洁人群总量庞大且普遍年龄较高，随着人口老龄化的加剧，未来可能存在大量的劳动力缺口问题，低成本、高效率的自动清洁机器人存在广阔应用空间。

图31：2020年我国环卫从业人员各类别人数占比

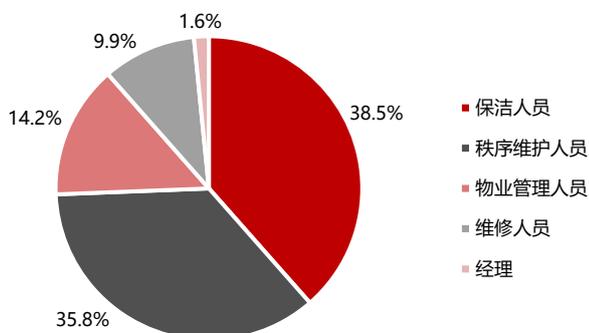


资料来源：盈峰环境《环卫从业人员基本情况及收入现状白皮书》，民生证券研究院

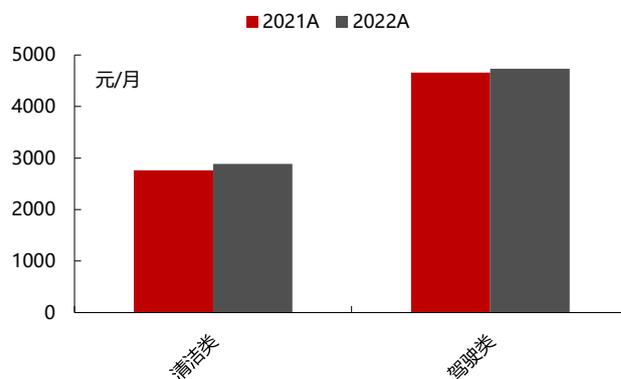
图32：2020年环卫从业人员平均年龄



资料来源：盈峰环境《环卫从业人员基本情况及收入现状白皮书》，民生证券研究院

图33：2021年我国物业行业从业人员各类别人数占比


资料来源：盈峰环境《环卫从业人员收入现状及行业电动化趋势白皮书》，民生证券研究院

图34：2021-2022年环卫从业人员收入情况


资料来源：盈峰环境《环卫从业人员收入现状及行业电动化趋势白皮书》，民生证券研究院

2023年7月，玉禾田拟以自有资金不超过8,000万元受让坎德拉（深圳）智能科技有限公司34.65%的股权，投资并购坎德拉科技全部机器人业务，包括但不限于坎德拉科技及其控股子公司的主要无形资产、机器人及其相关设备的核心团队、研发成果、客户网络及其他与机器人业务相关的资产及业务等。公司涉足环卫清洁智能机器人领域，进一步实现产业链上下游协同，打造“数字城市大管家”。

环卫场景复杂、作业难度大、技术要求门槛高，坎德拉基于室外环卫场景正向研发的智能服务型清扫机器人，为室外环卫清扫提供“全流程”一站式解决方案，包括自主清扫、自主规划清扫路径、自主检测垃圾仓满溢、自主倾倒垃圾等多种功能，实现全程可监控、可追溯。2022年7月，坎德拉发布环卫新品阳光S200多功能清扫机器人，具备以下优点：

- 实现人机协作吹扫模式，满足日常复杂清扫需求，或将突破“一人一机”，过渡至“一人多机”；
- 在算法方面，提升定位精准度，实时边沿检测和障碍感知，配合高精度定位算法和线控底盘，实现厘米级贴边清扫；
- 搭载无人驾驶技术，并融合激光雷达、超声波雷达、双目视觉等多模态传感器，360°感知周边环境，结合自主规划清扫路径、覆盖式清扫、低电返航、自主脱离充电桩执行任务、断点续扫等功能加持，将环卫全流程实现智能化运作；
- 人导航、调度系统经过真正落地运营，可应用于园区、公园、广场、步行街、绿道等实地场景，实现综合清扫效率6000-8000 m²/h，每日作业时长可达8-10h，清扫效率高。

图35: 阳光 S200 实现厘米级贴边清扫



资料来源: 财讯网, 民生证券研究院

图36: 阳光 S200 具备 360°环境感知能力



资料来源: 财讯网, 民生证券研究院

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务包括市政环卫和物业清洁两大板块，均属于订单导向型，根据新增订单、订单释放节奏等假设条件进行测算。

4.1.1 市政环卫业务

假设 2023-2025 年，新增市政环卫合同金额分别为 40 亿元、42 亿元、45 亿元；考虑到 2021 年以来，市政环卫项目服务周期主要在 3 年左右，部分项目长达 10 年以上，假设新增合同第一年、第二年、第三年、第四年释放比例为：15%、30%、30%、15%。根据环境司南相关数据测算，2018-2022 年环卫项目服务周期分别约为 4.69 年、4.04 年、3.22 年、3.02 年、3.05 年，2020 年以前，项目服务周期普遍偏长，截至 2022 年底，公司待执行合同金额为 262.38 亿元，部分项目服务周期在 10 年以上，因此假设 2022 年及以前项目合同额有序释放，且逐年有序递减。

表2：市政环卫业务盈利预测

指标	单位	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
2022 年及以前合同	万元	337074	375913	432373	407970	369570	295835
2023 年新增合同	万元				60000	120000	120000
2024 年新增合同	万元					63000	126000
2025 年新增合同	万元						67500
营业收入	万元	337074	375913	432373	467970	552570	609335
YOY	%	23.61%	11.52%	15.02%	8.23%	18.08%	10.27%
营业成本	万元	219939	277519	321404	347636	413648	461137
YOY	%	6.94%	26.18%	15.81%	8.16%	18.99%	11.48%
毛利率	%	34.75%	26.17%	25.67%	25.71%	25.14%	24.32%
毛利润	万元	117135	98395	110969	120334	138922	148198

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.1.2 物业清洁业务

假设 2023-2025 年，新增物业清洁合同金额分别为 10 亿元、12 亿元、13 亿元吨；考虑到物业清洁项目服务周期大多在 1-3 年，假设新增合同第一年、第二年、第三年、第四年释放比例为：40%、40%、20%。2021 年及以来合同有序释放。

表3：物业清洁业务盈利预测

指标	单位	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
2022 年及以前合同	万元	93111	107060	106617	84485	20827	0
2023 年新增合同	万元				40000	40000	20000
2024 年新增合同	万元					48000	48000
2025 年新增合同	万元						52000

营业收入	万元	93111	107060	106617	124485	108827	120000
YOY	%	7.80%	14.98%	-0.41%	16.76%	-12.58%	10.27%
营业成本	万元	82317	96066	96890	112853	99606	110888
YOY	%	8.24%	16.70%	0.86%	16.47%	-11.74%	11.33%
毛利率	%	11.59%	10.27%	9.12%	9.34%	8.47%	7.59%
毛利润	万元	10793	10994	9727	11632	9221	9112

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

综上所述, 结合其他业务经营情况, 得到公司整体盈利预测如下:

表4: 公司整体盈利预测情况

指标	单位	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入-其他	万元	1337	390	360	400	400	400
营业收入(合计)	万元	431522	483363	539350	592855	661797	729735
YOY	%	20.05%	12.01%	11.58%	9.92%	11.63%	10.27%
营业成本-其他	万元	1005	237	233	260	260	260
营业成本(合计)	万元	303261	373821	418528	460748	513514	572285
YOY	%	7.54%	23.27%	11.96%	10.09%	11.45%	11.44%
毛利(总体)	万元	128260	109541	120823	132106	148284	157450
毛利率(总体)	%	29.72%	22.66%	22.40%	22.28%	22.41%	21.58%
归母净利润	万元	63104	47253	49432	55144	62060	67370
YOY	%	101.7%	-25.1%	4.6%	11.56%	12.54%	8.56%
EPS	元	2.33	1.42	1.24	1.38	1.56	1.69

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

注: 营业成本中, 人工成本综合考虑营收增速和万得 CPI 指数一致预测; 车辆费用、材料费综合考虑营收增速和万得 PPI 指数一致预测;

4.2 估值分析

4.2.1 相对估值

从同业对比的角度, 选取三家环卫服务相关企业, 其中福龙马、盈峰环境主业包含环卫装备、环卫机器人等业务。以 2023 年 8 月 18 日收盘价计算, 预计三家可比公司 2023、2024、2025 年 PE 均值分别为 15.3、13.2、11.3 倍。给予公司 2023 年 14.0 倍 PE, 对应股价 19.32 元/股。

表5：玉禾田与 A 股可比公司估值对比

股票代码	公司简称	股价		EPS (元)			PE (倍)			
		2023/8/18	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300815.SZ	玉禾田	15.35	1.24	1.38	1.56	1.69	12.4	11.1	9.9	9.1
	均值						23.4	15.3	13.2	11.3
603686.SH	福龙马	10.20	0.63	0.70	0.81	0.94	16.2	14.6	12.6	10.9
000967.SZ	盈峰环境	4.93	0.13	0.28	0.33	0.39	37.9	17.6	14.9	12.6
002973.SZ	侨银股份	12.37	0.77	0.91	1.03	1.19	16.1	13.6	12.0	10.4

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司中福龙马、盈峰环境、侨银股份数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 8 月 18 日；

4.2.2 绝对估值

采用 DCF 法进行估值，关键假设如下，测算得到公司每股价值为 19.61 元，对应 2023 年 PE 为 14.2 倍。

表6：公司 DCF 假设参数

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率	2.60%	风险溢价 (Rm-Rf)	5.40%
公司β系数	1.10	Ke	11.54%
Kd	4.00%	T	20.00%
E/ (D+E)	97.00%	D/ (D+E)	3.00%
WACC	11.29%	永续增长率	2.00%
公司特质性风险溢价 Rc	3.00%		

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：无风险利率参考 10 年期国债，公司β系数参考万得近 100 周统计，Rm 参考沪深 300 历史 10 年平均收益水平

表7：公司 DCF 模型 (单位：亿元)

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	53.94	59.29	66.18	72.97	79.67	87.00	95.03	103.84	113.49
YoY	11.58%	9.92%	11.63%	10.27%	9.17%	9.20%	9.24%	9.26%	9.29%
EBIT	7.41	9.12	10.26	10.79	11.67	12.83	14.10	15.51	17.05
所得税率	18.79%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
息税前利润(NOPAT)	6.02	7.30	8.21	8.63	9.34	10.26	11.28	12.40	13.64
加：折旧与摊销	2.73	2.82	3.20	3.62	4.03	4.18	2.85	3.25	3.25
减：营运资金的增加	6.40	2.26	3.21	3.16	3.12	3.48	4.19	4.14	4.63
减：资本性投资	-4.41	-3.21	-3.31	-3.61	-4.33	-4.63	-5.03	-4.03	-4.41
公司自由现金流量 FCFF	-2.07	4.65	4.89	5.47	5.91	6.33	4.91	7.48	7.85
FCFF 预测期现值	32.07								
FCFF 过渡期现值	15.97								
FCFF 永续价值现值	31.12								
企业价值	79.16								
加：非核心资产负债及盈 余现金	12.49								

减：付息债务	9.96
减：少数股东权益	3.51
股权价值	78.18

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表8：玉禾田估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
9.79%	22.19	22.77	23.41	24.13	24.96	25.90	27.00
10.29%	20.80	21.29	21.83	22.44	23.12	23.90	24.79
10.79%	19.55	19.97	20.43	20.94	21.51	22.16	22.90
11.29%	18.43	18.79	19.18	19.61	20.10	20.64	21.25
11.79%	17.41	17.72	18.06	18.43	18.84	19.30	19.81
12.29%	16.49	16.75	17.05	17.36	17.72	18.11	18.54
12.79%	15.65	15.88	16.13	16.41	16.71	17.04	17.41

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.3 投资建议

作为全国领先的城乡环卫一体化服务商，公司通过整合自身资源，从道路清扫到垃圾分类管理，已形成上下游产业链的完整闭环。公司积极布局智慧环卫领域，通过与坎德拉强强联合，涉足环卫清洁智能机器人领域，打造“数智化城市管家”。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 1.38/1.56/1.69 元/股，对应 2023 年 8 月 18 日收盘价 PE 分别为 11.1/9.9/9.1 倍。给予公司 2023 年 14.0 倍 PE，目标价 19.32 元/股，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业竞争加剧。环卫行业属轻资产运营，地域属性较强，技术壁垒较低，市场集中度低，参与企业众多，市场竞争愈加激烈。

2) 劳动用工成本上升。环卫行业属劳动密集型行业，人工成本在主营业务成本中的占比较高。公司通过提高项目的机械化、信息化和智能化水平，以达到降本增效的目标，但劳动用工成本的上升仍对公司业绩产生较大影响。

3) 应收账款增长。公司应收账款账期整体处于合理水平，但不排除未来可能由于客户财政资金安排不到位等原因，导致公司应收账款不能及时收回，对资金周转产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,394	5,929	6,618	7,297
营业成本	4,185	4,607	5,135	5,723
营业税金及附加	26	30	33	36
销售费用	48	59	66	66
管理费用	367	403	450	496
研发费用	18	18	20	22
EBIT	741	805	907	947
财务费用	46	43	37	33
资产减值损失	-18	0	0	0
投资收益	18	24	13	44
营业利润	693	785	883	957
营业外收支	-7	-11	-11	-11
利润总额	686	774	872	946
所得税	129	155	174	189
净利润	557	620	697	757
归属于母公司净利润	494	551	621	674
EBITDA	1,014	1,087	1,227	1,308

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,018	1,462	1,768	2,171
应收账款及票据	2,273	2,383	2,660	2,933
预付款项	13	14	15	17
存货	44	38	42	47
其他流动资产	552	547	492	536
流动资产合计	3,900	4,443	4,977	5,704
长期股权投资	385	409	422	466
固定资产	915	956	982	1,016
无形资产	251	272	289	306
非流动资产合计	2,218	2,329	2,385	2,467
资产合计	6,119	6,772	7,362	8,171
短期借款	718	718	718	718
应付账款及票据	573	631	703	784
其他流动负债	746	808	720	793
流动负债合计	2,037	2,157	2,141	2,295
长期借款	133	119	119	119
其他长期负债	309	311	302	293
非流动负债合计	441	429	421	411
负债合计	2,478	2,586	2,562	2,706
股本	332	399	399	399
少数股东权益	333	401	477	561
股东权益合计	3,640	4,186	4,800	5,464
负债和股东权益合计	6,119	6,772	7,362	8,171

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.58	9.92	11.63	10.27
EBIT 增长率	5.52	8.62	12.64	4.39
净利润增长率	4.61	11.56	12.54	8.56
盈利能力 (%)				
毛利率	22.40	22.28	22.41	21.58
净利润率	9.17	9.30	9.38	9.23
总资产收益率 ROA	8.08	8.14	8.43	8.25
净资产收益率 ROE	14.94	14.57	14.36	13.74
偿债能力				
流动比率	1.91	2.06	2.32	2.49
速动比率	1.75	1.92	2.22	2.38
现金比率	0.50	0.68	0.83	0.95
资产负债率 (%)	40.50	38.19	34.80	33.12
经营效率				
应收账款周转天数	153.66	150.00	150.00	150.00
存货周转天数	3.83	3.00	3.00	3.00
总资产周转率	0.95	0.92	0.94	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	1.24	1.38	1.56	1.69
每股净资产	8.30	9.50	10.85	12.30
每股经营现金流	0.93	2.32	2.17	2.39
每股股利	0.57	0.21	0.23	0.25
估值分析				
PE	12.4	11.1	9.9	9.1
PB	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.16	5.75	5.09	4.78
股息收益率 (%)	3.71	1.35	1.52	1.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	557	620	697	757
折旧和摊销	273	282	320	362
营运资金变动	-533	-52	-247	-236
经营活动现金流	372	924	863	951
资本开支	-441	-321	-331	-361
投资	-95	-19	0	0
投资活动现金流	-496	-322	-232	-361
股权募资	0	0	0	0
债务募资	142	-8	-157	0
筹资活动现金流	-10	-159	-325	-187
现金净流量	-134	444	307	403

插图目录

图 1: 玉禾田股权结构图 (2023 年 3 月底)	3
图 2: 公司业务分布情况	4
图 3: 2016-2022 年物业清洁板块合同情况	5
图 4: 2016-2022 年环卫服务板块合同情况	5
图 5: 2023 年上半年, 主要环卫企业中标情况统计	5
图 6: 2016-2022 年玉禾田营业收入及增速	6
图 7: 2016-2022 年玉禾田归母净利润及增速	6
图 8: 2016-2022 年玉禾田主营收入构成	6
图 9: 2016-2022 年玉禾田各业务占比	6
图 10: 2016-2022 年玉禾田整体毛利率、净利率走势	7
图 11: 2016-2022 年玉禾田主营业务毛利率走势	7
图 12: 2016-2022 年玉禾田现金比率	7
图 13: 2016-2022 年玉禾田现金流情况	7
图 14: 2016-2022 年玉禾田资产负债率	8
图 15: 2012-2021 年城市环卫建设固定资产投资完成额	9
图 16: 2012-2021 年县城环卫建设固定资产投资完成额	9
图 17: 2012-2021 年全国城市道路清扫保洁面积	10
图 18: 2012-2021 年全国县城道路清扫保洁面积	10
图 19: 2012-2021 年全国城市生活垃圾清运量	10
图 20: 2012-2021 年全国县城生活垃圾清运量	10
图 21: 2012-2022 年中国总人口城镇化率	11
图 22: 2012-2021 年全国城市道路清扫保洁机械化面积	11
图 23: 2012-2021 年全国县城道路清扫保洁机械化面积	11
图 24: 2012-2021 年全国城市环卫专用车辆设备总数	12
图 25: 2012-2021 年全国县城环卫专用车辆设备总数	12
图 26: 2022 年全国开标项目年化金额及合同金额	14
图 27: 2022 年度环卫服务中标业绩年化金额前十	14
图 28: 2022 年前十大环卫企业成交年化金额占比合计约 11.4%	14
图 29: 智慧环卫企业发展模式	17
图 30: 玉禾田智慧环卫系统平台	18
图 31: 2020 年我国环卫从业人员各类别人数占比	18
图 32: 2020 年环卫从业人员平均年龄	18
图 33: 2021 年我国物业行业从业人员各类别人数占比	19
图 34: 2021-2022 年环卫从业人员收入情况	19
图 35: 阳光 S200 实现厘米级贴边清扫	20
图 36: 阳光 S200 具备 360°环境感知能力	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 我国城市、县城环卫运营市场空间测算	13
表 2: 市政环卫业务盈利预测	21
表 3: 物业清洁业务盈利预测	21
表 4: 公司整体盈利预测情况	22
表 5: 玉禾田与 A 股可比公司估值对比	23
表 6: 公司 DCF 假设参数	23
表 7: 公司 DCF 模型 (单位: 亿元)	23
表 8: 玉禾田估值敏感性分析表	24
公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026