

公司深度研究

证券研究报告

玉禾田 (300815.SZ)

买入 (首次评级)

紧抓数智化新机遇，降本增效造龙头

投资逻辑：

- 商业模式决定经营业绩稳健，1H23 拿单强势。公司 19~22 年营收 CAGR 为 24.2%；归母净利润 CAGR 为 26.1%，1H23 新签合同 36.6 亿元（年化金额 6.8 亿元），接近 22 全年水平。由于市政环卫、物业管理项目均以签订多年合同、每年赚取固定服务费的形式运作，因此存量项目不断积累驱动业绩增长，同时带来稳定的现金分红能力：公司 22 年股利支付率 38.3%、股息率 3.14%。
- 环卫上半场：城镇化推进、环卫市场化演变驱动行业扩容，根据中国环境网统计结果，17~22 年环卫市场 CAGR 28.8%；根据我们的测算，往后看年增速预计维持 10%~15%。行业高景气度下入局企业增多（央国企介入、原主营装备/物管的民营企业切入），行业 CR10 市占率降至 22%。
- ✓ 龙头内外兼修，保持优势地位：（1）内：精细化管理带来近年来人均创收/创利上升，环卫毛利率长期处于行业第一（1H23 为 26.7%）；（2）外：开拓服务区域（华东/华南以外地区营收占比升至）、开拓“城市大管家”一体化项目、开拓 B 端物管客户。
- 环卫下半场：数智化升级，机器人或将入局。
- ✓ 智慧环卫：系统从人车调度、环卫方案设计、服务监督等多方面助力降本增效，1H23 继续升级“@数智城市大管家”的信息化产品矩阵，服务于城市大管家项目开拓。
- ✓ 持股坎德拉科技，进军机器人领域：8M23 公司公告首期投资 8000 万元受让坎德拉科技 34.65% 的股权。同时，向坎德拉进行环卫机器人战略采购，（一期金额 3000 万元）。根据亿欧智库数据结论，至 25 年自动驾驶环卫车（即环卫机器人）保有量可达 4 万辆，市场规模可达 150 亿元。

盈利预测、估值和评级

- 公司 1H23 拿单强势（订单分多年确认）、盈利指标保持行业领先，切入环卫机器人赛道带来长期看点。我们预计 23~25 年公司实现归母净利润分别为 5.7/6.6/7.9 亿元。给予公司 23 年 PE 15 倍，目标价 21.41 元。

风险提示

- 新签订单不及预期、新业务拓展不及预期、应收账款压力上升、股东减持风险等。

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001）

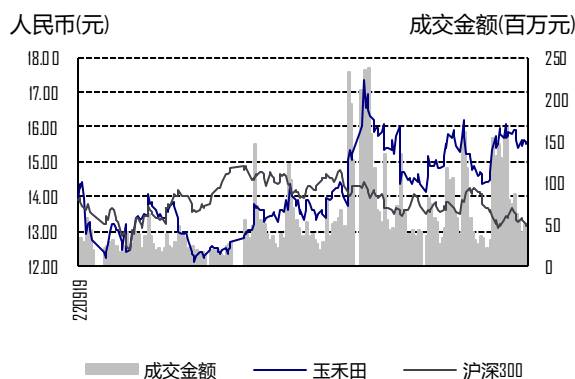
xujunyi@gjzq.com.cn

联系人：张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价（人民币）：15.52 元

目标价（人民币）：21.41 元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,834	5,394	5,939	6,889	8,033
营业收入增长率	12.01%	11.58%	10.12%	15.98%	16.61%
归母净利润(百万元)	473	494	569	661	793
归母净利润增长率	-25.12%	4.61%	15.11%	16.24%	19.91%
摊薄每股收益(元)	1.707	1.488	1.428	1.659	1.990
每股经营性现金流净额	2.24	1.12	1.29	2.12	2.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.40%	14.94%	15.58%	16.23%	17.28%
P/E	9.14	10.48	10.93	9.40	7.84
P/B	1.50	1.57	1.70	1.53	1.35

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1、高质量发展环卫龙头，稳健向前.....	4
2、环卫上半场：多类企业入局，降本增效带来优势.....	5
2.1 城镇化推进、市场化演变驱动行业扩容.....	5
2.2 各类资本竞争加剧，龙头企业内外兼修.....	7
3、环卫下半场：数智化升级，机器人或将入局.....	11
3.1 由智慧环卫到信息化产品矩阵.....	11
3.2 由坎德拉机器人切入装备市场.....	12
4、盈利预测与投资建议.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 投资建议及估值.....	16
5、风险提示.....	16

图表目录

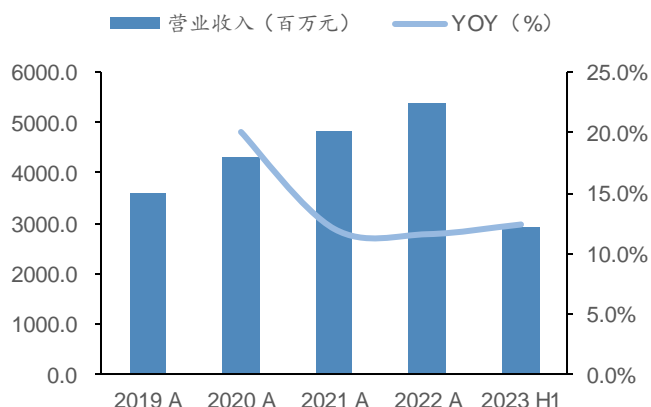
图表 1： 2019~1H23 营业收入及增速情况.....	4
图表 2： 2019~1H23 归母净利润及增速情况.....	4
图表 3： 1H23 城市运营管理平台营收占比达 81.2%.....	4
图表 4： 城市运营管理平台业务营收增速加快.....	4
图表 5： 综合毛利率/净利率稳中有升.....	5
图表 6： 分业务毛利率情况.....	5
图表 7： 地方财政压力较大，近两年现金回款暂受影响.....	5
图表 8： 轻资产模式下资产负债率稳定约 40%.....	5
图表 9： 城镇化率逐年提高，带来清扫面积增加.....	5
图表 10： 环卫市场化最早自 2002 年起已有政策支持.....	6
图表 11： 当前环卫市场增速约在 15%以上.....	6
图表 12： 道路清扫市场预测.....	7
图表 13： 环卫 CR10 合计市占率近年来下行.....	7
图表 14： 华东/西南/华东地区市场化环卫企业具备拿单优势.....	8
图表 15： 十大影响力企业在长周期大单方面拿单依然具备优势.....	8
图表 16： 环卫机械化带来人工成本占比下降，但目前仍占 60%以上.....	9
图表 17： 公司人均创收/创利总体向上.....	9
图表 18： 与可比公司相比，公司营收增速靠前.....	9
图表 19： 与可比公司相比，公司利润增速靠前.....	9
图表 20： 与可比公司相比，公司环卫业务毛利率具备优势.....	10
图表 21： 华南/华东是公司开展业务的优势区域.....	10
图表 22： 公司 IPO 募投项目包括智慧环卫系统开发.....	11
图表 23： 公司智慧环卫系统示意图.....	11
图表 24： 21 年起智慧环卫项目集中研发.....	12
图表 25： 由智慧环卫向信息化产品矩阵升级.....	12

图表 26: 预计 21~25 年自动驾驶环卫车保有量 CAGR 达 110.1%.....	13
图表 27: 预计 21~25 年自动驾驶环卫车市场规模 CAGR 达 125.4%.....	13
图表 28: 坎德拉阳光 S200 多功能清扫机器人示意图.....	13
图表 29: 产品贴边清扫能力较为突出.....	13
图表 30: 坎德拉烛光医疗多功能机器人示意图.....	14
图表 31: 城市运营管理平台与物业管理收入预测.....	15
图表 32: 分业务营收/毛利率预测 (百万元).....	15
图表 33: 可比公司估值情况 (截至 2023/9/16).....	16

1、高质量发展环卫龙头，稳健向前

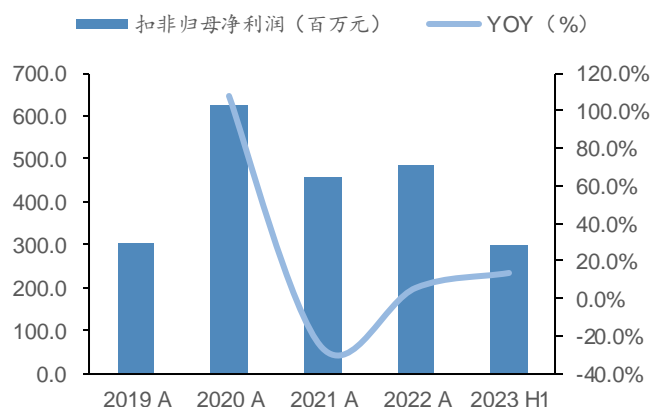
- 公司自 1997 年创立以来，由物业保洁领域拓展到市政环卫、城市运营、智慧环卫等多个业务板块。公司目前主要以承接市政环卫标段为客户提供服务。近年公司致力于成为“数智城市大管家”，利用大数据等技术手段，对传统环卫业务进行数智化转型。1H23 投资坎德拉科技，进入环卫机器人赛道。
- 商业模式决定公司业绩稳健增长。公司 19~22 年营收 CAGR 为 24.2%；归母净利润 CAGR 为 26.1%。由于市政环卫、物业管理项目均以签订多年合同、每年赚取固定服务费的形式运作，因此存量项目不断积累带来业绩持续增长（从服务年限看，包括 3 年及以下合同及部分 3~10 年长期合同），同时带来稳定的现金分红能力：公司 22 年股利支付率 38.3%、股息率 3.14%。近两年，融合多个服务项目的“城市大管家”项目增多、环卫数智化升级等趋势下公司业绩增速稳中有升。

图表1：2019~1H23 营业收入及增速情况



来源：Wind、国金证券研究所

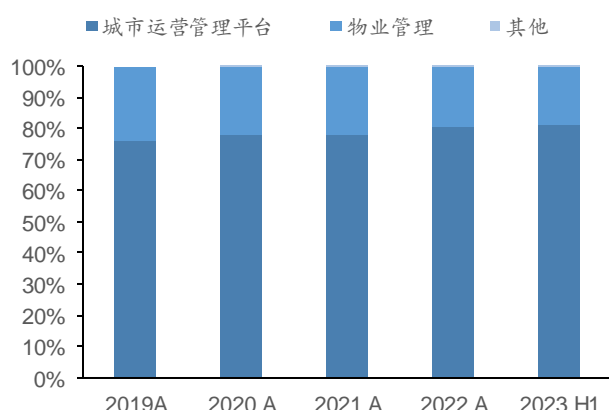
图表2：2019~1H23 归母净利润及增速情况



来源：Wind、国金证券研究所

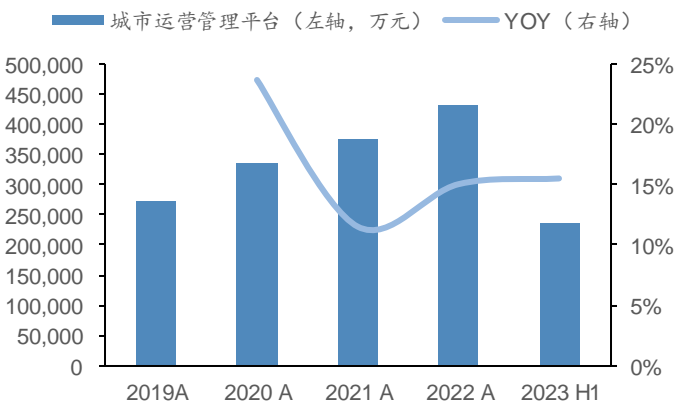
- 市政项目是公司业绩主要驱动因素。随着城镇化推进、环卫市场化推进，行业需求释放。公司 19/20 年新签合同金额分别达 53.4/103.7 亿元，积累了一批优秀项目。21/22 年疫情期间业务开拓存在困难、政府回款存在隐忧，公司战略收缩、放缓了拿单节奏，新签合同金额分别为 36.8/36.9 亿元。至 1H23 拿单情况已显著改善，新签合同金额约 36.6 亿元，1H23 业务营收同比+15.5%。

图表3：1H23 城市运营管理平台营收占比达 81.2%



来源：Wind、国金证券研究所

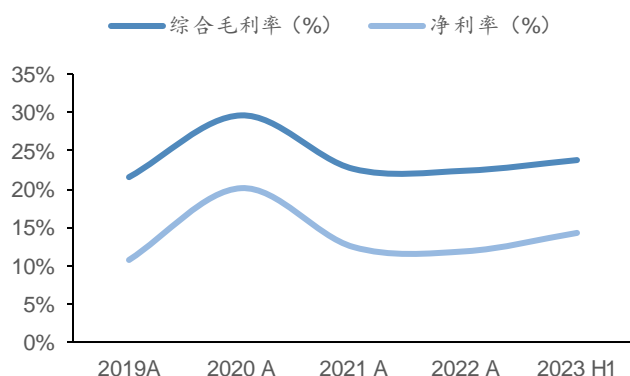
图表4：城市运营管理平台业务营收增速加快



来源：Wind、国金证券研究所

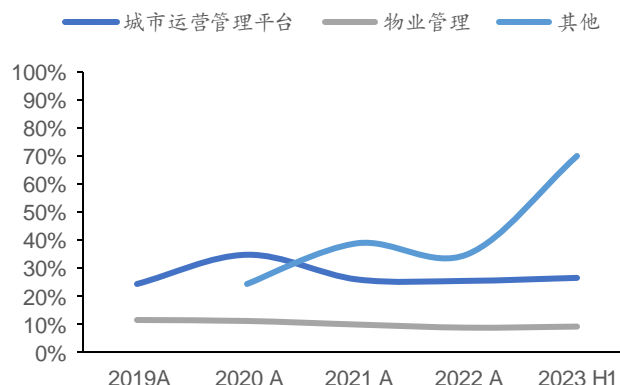
- 盈利能力稳中有升，反映精细化管理卓有成效。环卫行业为典型的劳动密集型行业，公司在智慧环卫系统等信息化手段加持下，凭借高效管理使综合盈利水平稳中有升；同时，城市大管家项目增多，也带来地面清扫以外的高毛利业务占比提升，盈利水平结构性上升。往后看，随着公司入局环卫机器人，降本增效能力在一二线城市项目中有望进一步提升。

图表5: 综合毛利率/净利率稳中有升



来源: Wind、国金证券研究所

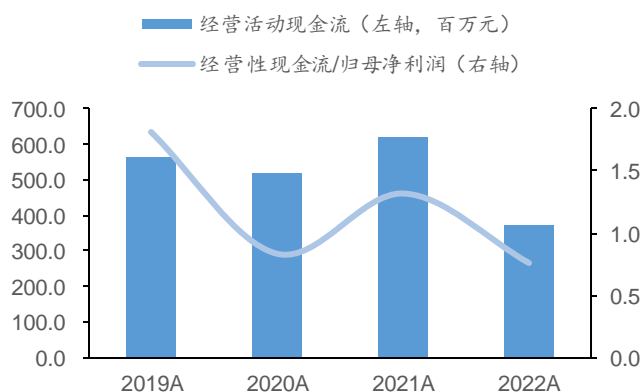
图表6: 分业务毛利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

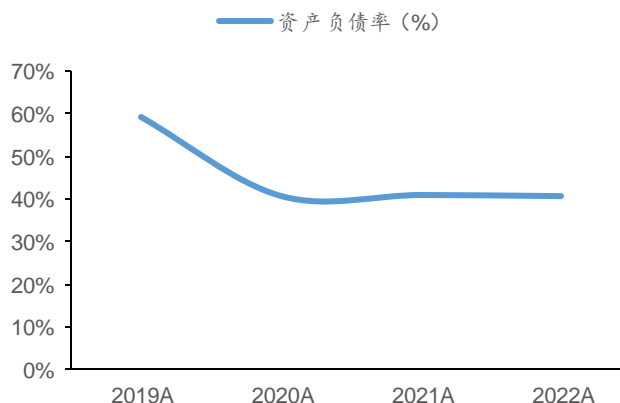
- 现金流/利润指标暂受影响, 资产负债率平稳。环卫行业公用事业属性突出, 收益结构稳定, 主要为政府付费。近年来受疫情影响地方财政压力扩大, 现金回款情况受到影响。在此期间公司通过优选项目来规避风险。此外, 公司资产负债率稳定约40%, 环卫行业为轻资产运营模式, 主要固定资产为环卫作业车辆及运输设备。

图表7: 地方财政压力较大, 近两年现金回款暂受影响



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 轻资产模式下资产负债率稳定约40%



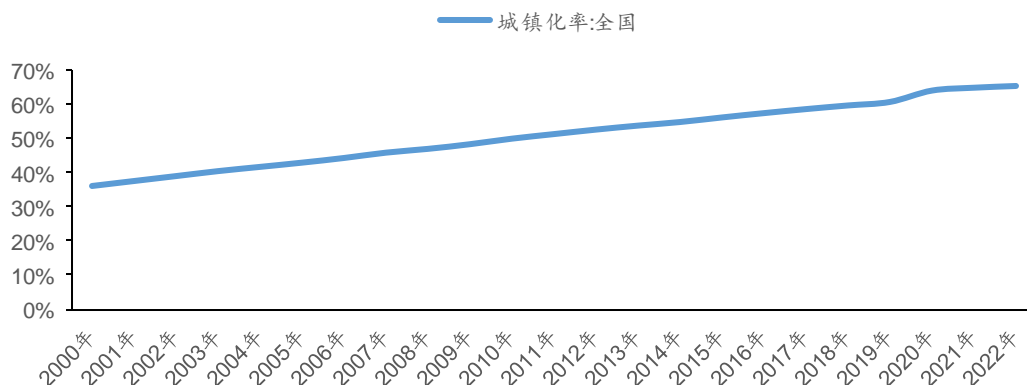
来源: Wind、国金证券研究所

2、环卫上半场: 多类企业入局, 降本增效带来优势

2.1 城镇化推进、市场化演变驱动行业扩容

- 城镇化率逐年提升, 带动市政环卫需求上行。随着经济水平发展, 国内城镇化率持续上升, 由2000年的36%提升到了2022年的65%。城镇化率提高为地面清扫需求带来稳定增量, 市场容量不断扩大。

图表9: 城镇化率逐年提高, 带来清扫面积增加



来源: ifind、国金证券研究所

- 促进民间资本投入+提高环卫实施效果背景下，环卫市场化稳步推进。此前，各地环卫市场主要由本地承包商占据，外部企业难以进入。早在 2002 年，政策便开始逐步在环卫行业引入市场化机制，至 2016 年文件中强调要着力激发促进公共服务领域的民间投资。同时，各地对于环卫实施效果的要求提高，随着环卫市场化改革稳步推进，各地环卫市场化程度提高。

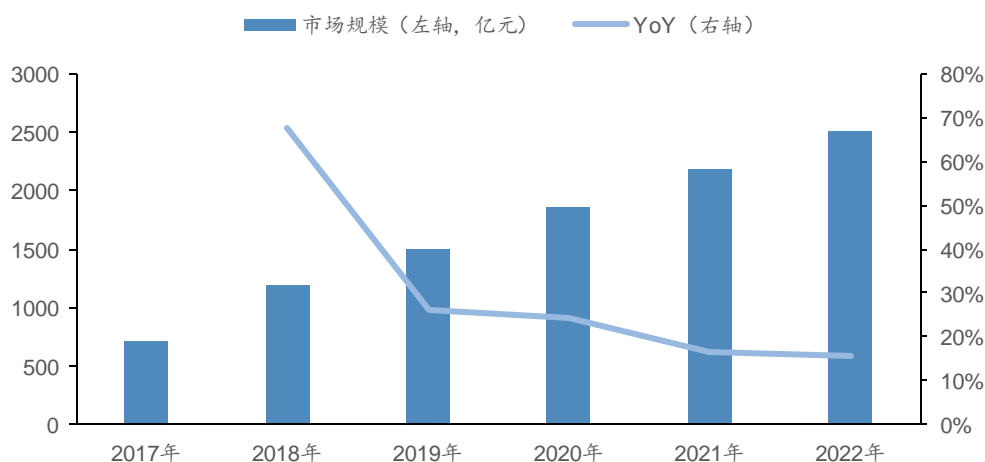
图表 10：环卫市场化最早自 2002 年起已有政策支持

时间	政策	内容
2002 年	《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》（建城【2002】272 号）	加快推进市镇公用行业市场化进程，引入竞争机制，建立政府特许经营制度，并明确将垃圾处理、环境卫生也纳入市场开放范围
2006 年	《中国城乡环境卫生体系建设》（建城【2006】13 号）	文件在肯定以市场为去向的环卫管理和作业服务体制改革的基础上，进一步提出要完成包括“环境卫生治理的市场运行体系”在内的四大城乡环境卫生体系建设。
2013 年	《国务院办公厅关于政府向社会力量购买服务的指导意见》（国办发【2013】96 号）	文件要求推广政府购买服务，凡属事务性管理服务，原则上都要引入竞争机制，通过合同、委托等方式向社会购买。
2016 年	《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》（财金【2016】90 号）	文件强调在公共服务领域营造公平竞争环境，鼓励各类型企业按同等标准、同等待遇参与 PPP 项目，着力激发促进民间投资

来源：中国环境网、国金证券研究所

- 千亿市场反映环卫需求确定性。据中国环境网数据，从 2017 年到 2022 年，环卫市场由 710 亿元增至 2514 亿元，CAGR 28.77%（含道路清扫及其他）。到期项目续约奠定存量市场规模，城镇化率上升以及更多地区市场化标段的释放，使得环卫市场规模预计仍可维持 15%以上的增速，需求具有确定性。

图表 11：当前环卫市场增速约在 15%以上



来源：中国环境网、国金证券研究所

■ 测算城市/县城道路清扫市场规模：

- ✓ 假设：（1）考虑到城镇化进程逐步买入平台期，22 年后城市道路清扫面积增速由 5.8%递减；（2）22 年后县城道路清扫面积由 5%递减；（3）根据住建部发布的《城市道路清扫保洁与质量评价标准》，环卫收费随清扫保洁等级不同而差异化收费。参考历史趋势，随着城市道路建设及城市层级提高、带来等级提升，使得清扫单价长期存在向上趋势。我们假设年提升 4%。
- ✓ 结论：以此测算，道路清扫市场每年以约 10%的增速增长，到 2025 年将达到 1996.7 亿元。公司城市运营管理业务近年增速约 15%，预计龙头优势有望继续凸显，维持高于行业平均的发展增速。

图表 12: 道路清扫市场预测

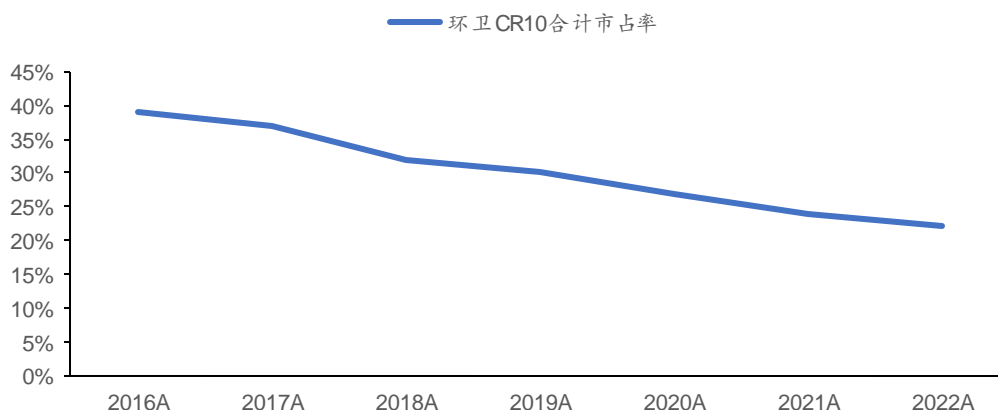
指标名称	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
城市道路清扫保洁面积 (亿平方米)	92.2	97.6	103.4	109.4	115.7	122.1	128.9
YoY	6.1%	5.8%	6.0%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%
单价 (米/平方米/年)	10.0	10.4	10.8	11.2	11.7	12.2	12.7
县城道路清扫保洁面积 (亿平方米)	27.5	28.5	29.9	31.4	33.0	34.6	36.2
YoY	7.6%	3.6%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%
单价 (米/平方米/年)	8.0	8.3	8.7	9.0	9.4	9.7	10.1
道路清扫 合计年市场规模	1,142.2	1,251.8	1,377.7	1,513.8	1,661.7	1,822.4	1,996.7

来源: 国家统计局年鉴、住建部、环卫科技网、国金证券研究所

2.2 各类资本竞争加剧, 龙头企业内外兼修

- 行业具备区域性特点, 市场格局分散且竞争趋于激烈。近年来环卫行业 CR10 合计市占率持续下行, 反映出行业竞争加剧: 一方面, 城镇化转型带来环卫市场不断扩容、加之环卫市场化趋势, 吸引了各类型企业转型切入; 另一方面, 近两年来地方国企同样看到市场机遇, 凭借在本地的先天资源优势, 获取了一定的市场份额。至 22 年, 环卫 CR10 合计市占率降至 22%。

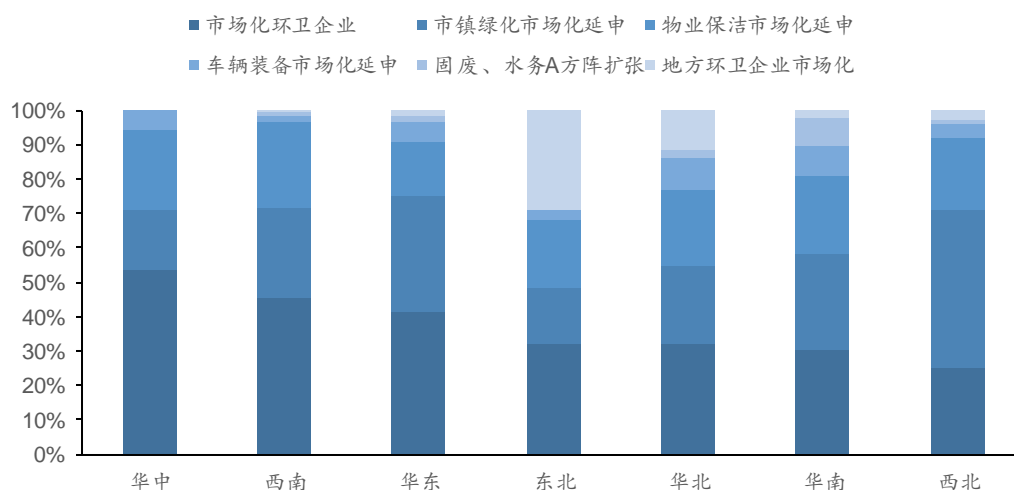
图表 13: 环卫 CR10 合计市占率近年来下行



来源: 中国环境网、国金证券研究所

- 市场化环卫企业在华中/西南/华东地区具备较高份额, 地方国企于华北地区具备优势。根据 E20 平台对 22 年行业拿单情况的总结: 中标环卫市场化项目数量前三的社会资本类型是市场化环卫企业、物业保洁市场化延伸类企业和市政绿化市场化延伸类企业; 此外, 中大型地产类物业企业继续在环卫市场发力。相对而言, 华中/西南/华东地区市场化环卫企业市场份额仍在 40% 以上。地方国企在华北地区具有更显著的拿单优势。

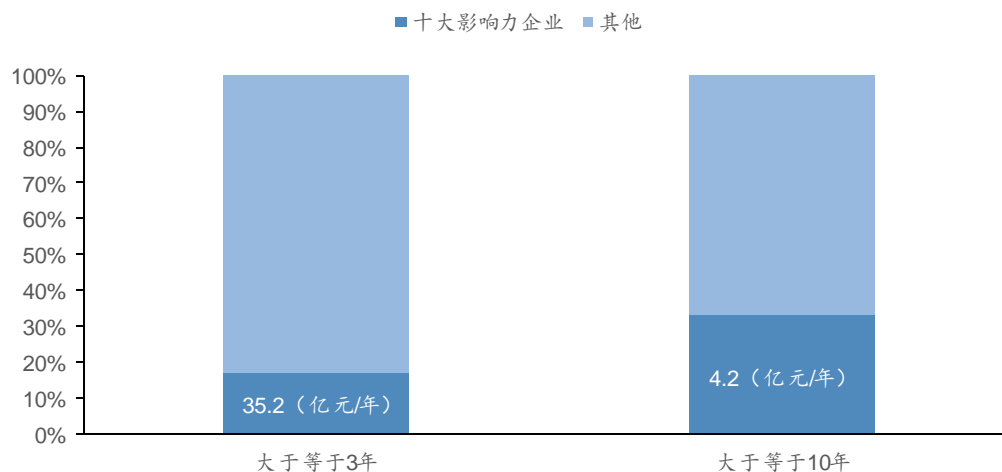
图表 14：华东/西南/华东地区市场化环卫企业具备拿单优势



来源：E20 固废网、国金证券研究所

- 行业龙头在 10 年及以上大单获取方面仍具备优势。1H23 环卫十大影响力企业共计中标环卫市场化项目 157 个，其中 3 年及 3 年期以上环卫市场化项目 100 个，年服务总额为 35.3 亿元/年；10 年及以上环卫市场化项目 8 个，年服务总额为 4.2 亿元/年。
- ✓ 22 年度环卫十大影响力企业分别是：北京环境、侨银股份、盈峰环境、中环洁、北控城市环境、康洁科技、福龙马、玉禾田、劲旅环境、东飞环境集团，基本涵盖行业头部企业。

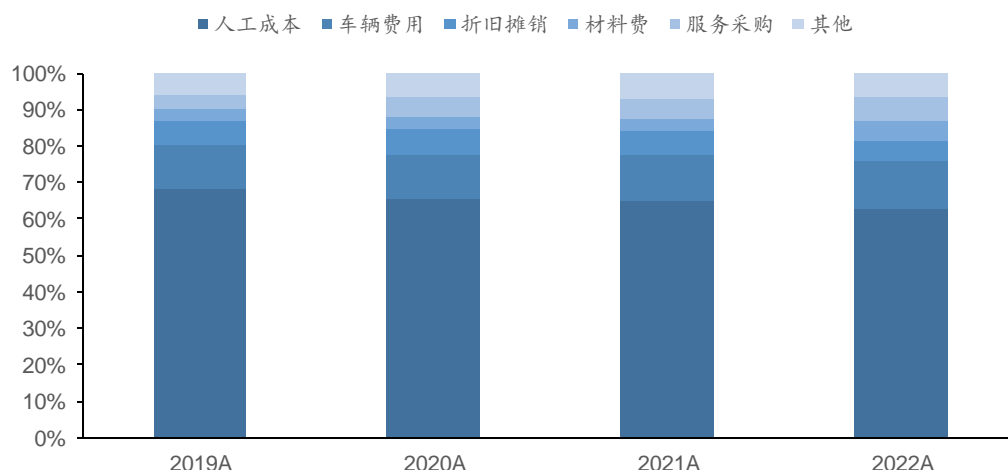
图表 15：十大影响力企业在长周期大单方面拿单依然具备优势



来源：中国环境网、国金证券研究所

- 我们认为，市场化环卫企业保持龙头优势，需“内外兼修”。其中“修炼内功”体现为提高运营品质、持续提质增效。
- 环卫机械化推进，但人工成本仍占比 60%以上。利用环卫作业车等机械化设备，可减少环卫人员雇佣规模，在此替代趋势下人工成本占比存在长期下行趋势。但就目前而言，人工成本仍占比 60%以上，管理能力差异将直接影响盈利水平。

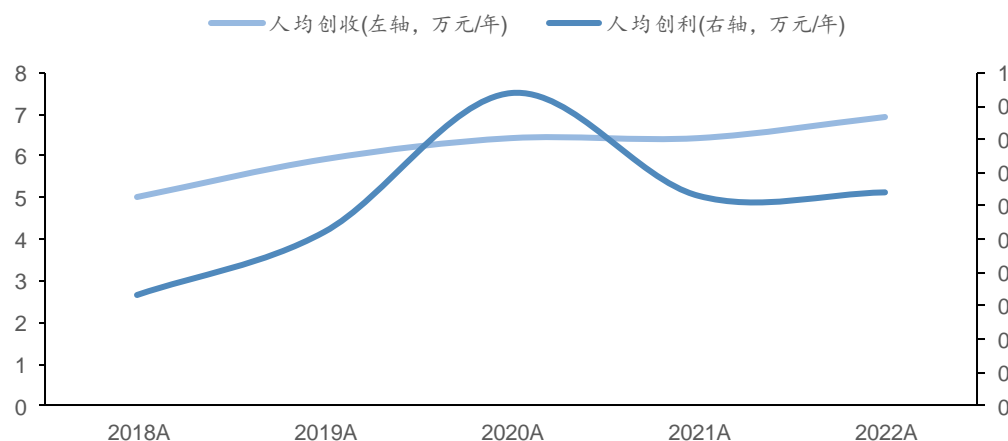
图表 16: 环卫机械化带来人工成本占比下降, 但目前仍占 60% 以上



来源: 中国环境网、国金证券研究所

- 与历史业绩对比, 公司人均创收/创利总体向上。公司持续推动管理优化升级, 提升经营精细化管理, 结合信息化应用等手段, 管理规模化效应逐步体现, 人均创收/创利总体向上 (20 年环卫市场优质项目频出, 各家毛利率均有显著提升)。

图表 17: 公司人均创收/创利总体向上

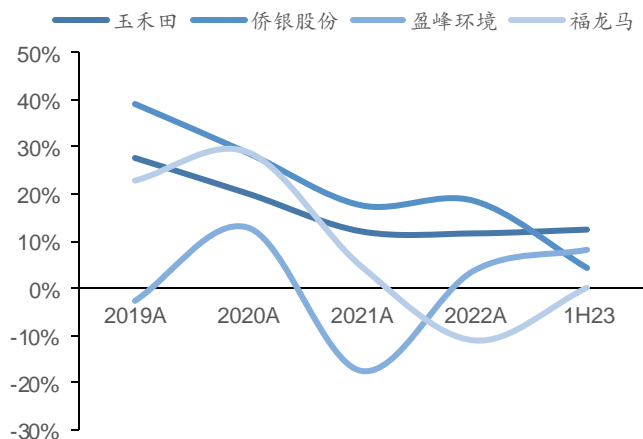


来源: 公司公告、Wind、国金证券研究所

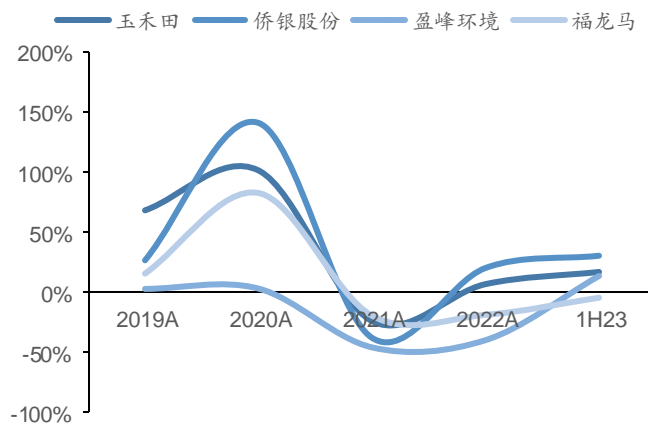
- 与可比公司对比, 公司具备盈利能力优势。公司营收/利润增速靠前, 反映出持续新增订单能力。同时, 横向与可比公司的相关业务比较, 可见公司在盈利能力上始终处于行业最高水平。

图表 18: 与可比公司相比, 公司营收增速靠前

图表 19: 与可比公司相比, 公司利润增速靠前

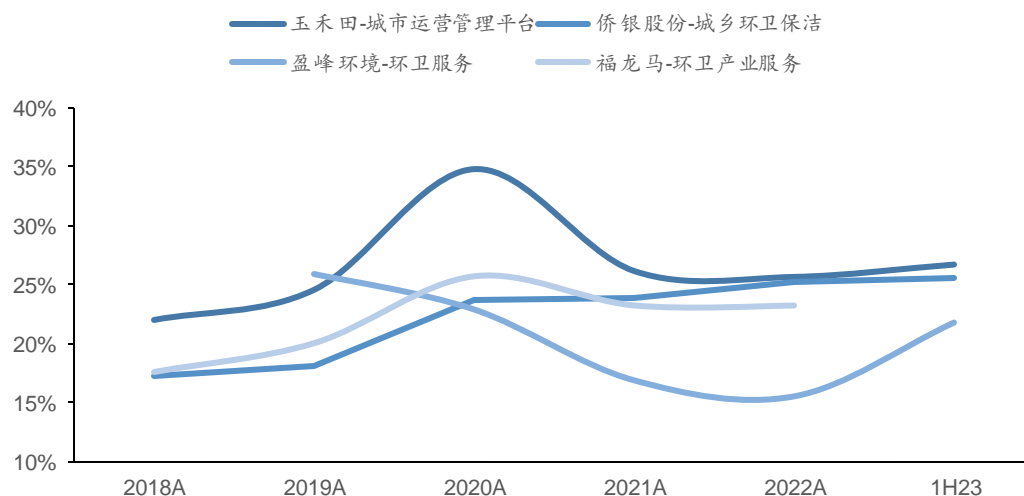


来源: 公司公告、Wind、国金证券研究所



来源: 公司公告、Wind、国金证券研究所

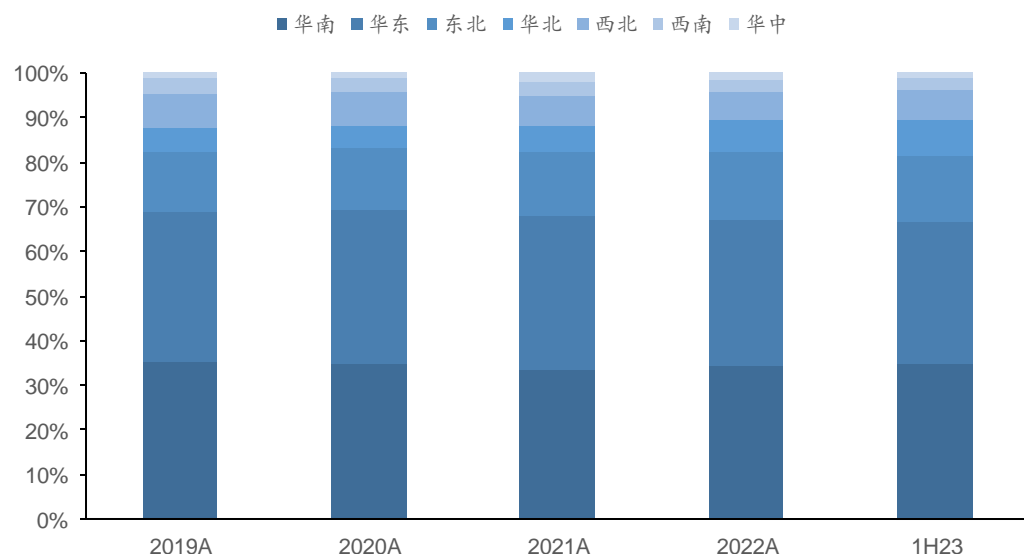
图表20：与可比公司相比，公司环卫业务毛利率具备优势



来源：中国环境网、国金证券研究所

- 此外，公司也在持续向外拓展，包括开拓服务区域、开拓一体化项目、开拓 B 端客户。
- ✓ 华东南以外地区营收增速较快。公司逐渐将业务从传统优势地区华南/华东向三北、西南、华中地区拓展。公司在三北、西南、华中地区的营收由 2019 年的 11.2 亿元增长至 2022 年的 17.7 亿元，CAGR 为 16.4%，增速高于整体业务增长速度。

图表21：华南/华东是公司开展业务的优势区域



来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

- ✓ 环卫一体化项目增多，持续向“城市管家”转型。1H23 深圳、山东、江苏、福建、河北等地先后发布“城市大管家”特许经营项目，一体化项目趋势已明确。作为市场上稀缺的拥有城市管家业务能力与成功案例的服务提供商，我们认为公司在城市管家业务具有先发优势。
- ✓ 通过物业管理业务，服务 To B 客户。公司致力于物业清洁业务的转型升级，将业务从零碎的住宅、办公场所聚焦到大场所、大客户，以此降低运营管理成本、提高毛利率。目前公司拥有腾讯、深交所、中国中免、华润以及机场车站等优质客户，形成稳定营收来源。

3、环卫下半场：数智化升级，机器人或将入局

3.1 由智慧环卫到信息化产品矩阵

- 公司是最早入局智慧环卫系统建设的市场化环卫企业之一。在 2020 年上市募投项目中包含总投资额约 1 亿元的智慧环卫建设项目，截至 22 年末累计投入 900 万元。随着市政环卫项目逐步向城市大管家项目转变，公司持续进行数智化升级、并根据行业需要进行了部分建设项目的变更。我们认为，公司在该领域具备先发优势。

图表 22：公司 IPO 募投项目包括智慧环卫系统开发

项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
环卫服务运营中心建设项目	77,514.80	67,858.39
智慧环卫建设项目	10,182.31	8,182.31
补充流动资金项目	20,000.00	20,000.00
合计	107,697.11	96,040.70

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

- 智慧环卫系统有助于实现“降本”。目前公司业务覆盖全国二十多个省份，经营区域较为分散，并拥有超过 8 万名员工，一线环卫人员和作业设备增加带来人员考勤统计、作业设备工作状态、环卫资源有效调配的难度增大。智慧环卫系统于 3 方面降本：
 - ✓ 人员方面：通过建设环卫作业质量监督监控系统，实现动态控制指挥；通过设立环卫作业监督考核系统，实现长效规范管理。
 - ✓ 设备方面：利用节油减排增效终端的 GPS 定位、车辆油量检测、数据上报等功能，监控车辆运行状态、油量消耗情况。
 - ✓ 资源调配方面：根据项目特点和工作环境对环卫资源进行调配，避免重复采购；有序分配资源，实现资源跨区域配置。
- 智慧环卫系统有助于实现“增效”。
 - ✓ 环卫方案设计：可根据项目作业时间、人流、地理环境和垃圾成分等不同的环境针对性地设计不同的作业方案，并配置相应的作业设备，设计更完善的清扫方案。
 - ✓ 服务状态监控：一方面可实时监控现场作业情况，起到监督监管作用；另一方面可实现垃圾自动检测、自动计量、在线溢满报警，实时掌握状态，做到垃圾及时清理。

图表 23：公司智慧环卫系统示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

- 当前系统升级，更好服务于城市大管家项目。公司于 2021 年将数字城市大管家平台作为当年重点研发项目，1H23 继续升级“@数智城市大管家”的信息化产品矩阵，完成了多个城市的数字城管系统、智慧垃圾分类系统、智慧停车系统、智慧照明系

统、智慧再生资源系统、智慧环卫系统和城市环境运营作业云系统的整合及建设工作，长期有利于公司城市大管家项目的开拓。

图表24：21年起智慧环卫项目集中研发

智慧环卫相关的主要研发项目
项目：城市环境运营作业云（电子考勤） 目标：人工作业成本核算自动化
项目：数字城市大管家平台 目标：完成城市环境、环保领域产品矩阵的框架
项目：城市环卫精细化数据管理系统 目标：大数据分析，对项目的各种运行状态可以量化，为项目管理提供客观依据
项目：环卫清洁综合管理系统 目标：利用GIS集合物联网技术，对人、车、物资源分配进行调优
项目：智慧环卫可视化车辆作业监管系统 目标：实现对作业车辆远程管理

来源：公司公告、国金证券研究所

图表25：由智慧环卫向信息化产品矩阵升级

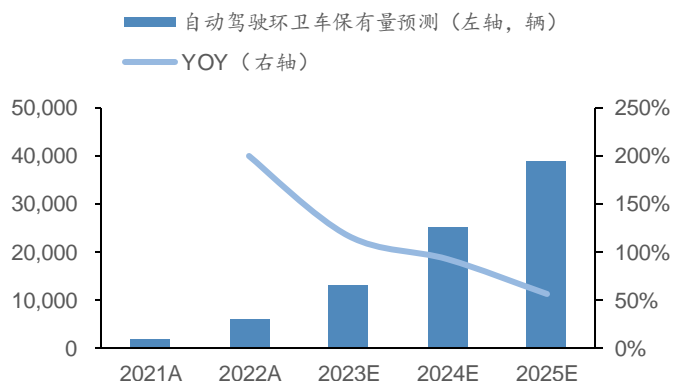


来源：公司官网、国金证券研究所

3.2 由坎德拉机器人切入装备市场

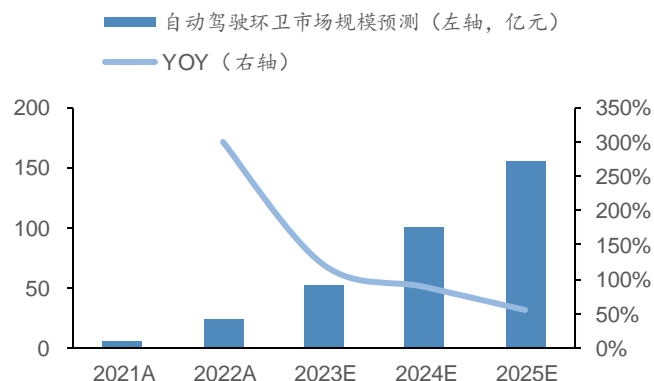
- 8M23 公司公告受让坎德拉股权，进军环卫机器人。公司与坎德拉科技签署《关于坎德拉（深圳）智能科技有限公司之股权转让协议》，首期投资拟以自有资金 8000 万元受让坎德拉科技，持有其 34.65%的股权。同时，公司将向坎德拉进行战略采购，一期采购金额为 3000 万元。
- 运营环节格局分散，装备市场空间广阔。当前环卫运营 CR10 合计市占率仅约 22%，仍大量存在地方市政公司长期占据本地市场的情况。而环卫机械化趋势为民营企业打开了装备市场空间，入局上游装备市场既可与运营主业协同、进一步降本增效；也可开启第二市场。相比于新能源环卫车，环卫机器人仍处于“0”到“1”阶段，公司在行业初期入局，有望在新起点上获得先发优势。
- ✓ 根据亿欧智库的数据结论，至 25 年自动驾驶环卫车（即环卫机器人）保有量可达 4 万辆，市场规模可达 150 亿元。

图表26: 预计 21~25 年自动驾驶环卫车保有量 CAGR 达 110.1%



来源: 亿欧智库、国金证券研究所

图表27: 预计 21~25 年自动驾驶环卫车市场规模 CAGR 达 125.4%



来源: 亿欧智库、国金证券研究所

- 环卫机器人或为最先落地的机器人场景之一。目前在环卫业务场景中，耗费人力劳动最多的工作是地面清扫，而人行道清扫、非机动车道清扫是无人驾驶清扫车替代人工的最佳使用场景。因此，借由实际业务的应用推广，环卫机器人有望成为行业内率先走向社会的智能化应用。
- 坎德拉阳光 S200 多功能清扫机器人具备较强产品力。体现为 3 方面：
 - ✓ “一车多用，自主换箱”：一台机器人可覆盖垃圾转运、地面清扫等多种场景，打造垃圾分类、自动打包、倾倒以及地面清扫、垃圾转运等一体化方案。续航能力约八小时，适用于环卫非工作时间普扫。
 - ✓ 可实现自动倾倒，无需人工辅助，实现人工完全替代。
 - ✓ 贴边清扫能力加强，可实现厘米级贴边清扫。

图表28: 坎德拉阳光 S200 多功能清扫机器人示意图



来源: 坎德拉公众号、国金证券研究所

图表29: 产品贴边清扫能力较为突出



来源: 坎德拉公众号、国金证券研究所

- 坎德拉科技机器人业务还同时包括医院场景下的烛光医疗多功能机器人。同样采取一机多用的开发思路，该产品可自主切换功能模块，实现物资配送、空气消毒、接待引导、安全巡检等多功能。相关产品在未来对公司物业管理等室内场景相关业务的开拓也存在协同的可能性。

图表30：坎德拉炫光医疗多功能机器人示意图



来源：坎德拉公众号、国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 城市运营管理平台业务营收预测：预计 23~25 年该业务营收 48.4/55.5/65.3 亿元，分别同比+11.9%/+14.7%/+17.7%。
- ✓ 22 年及以前合同确认收入预测：2020 年市政环卫行业经历市场化浪潮，一线城市频现环卫一体化金额较高、服务年限较长的大项目，公司于该时期亦有较好的拿单表现。结合公司历史拿单情况，预计 22 年及以前合同年化金额约 43.7 亿元（假设剩余平均服务年限为 6 年）。
- ✓ 23~25 年新签合同确认收入预测：考虑疫后政府回款能力增强，公司今年业务扩张、积极拿单；同时，价值量更高的城市大管家项目增多，合同均价上升。1H23 公司新签合同金额 36.6 亿元，年化 6.8 亿元（平均服务年限约为 5.4 年），已接近 22 全年水平。往后看，我们预计新签合同金额逐年攀升，23~25 年分别新签总额 50/52/55 亿元，新签三年分别按照 9%/19%/19%确认收入。
- 物业管理业务营收预测：预计 23~25 年该业务营收 11/13.4/15 亿元，分别同比+3.2%/+21.8%/+11.9%。
- ✓ 22 年及以前合同确认收入预测：物业管理业务下游客户以 B 端企业为主，项目平均服务年限约 1~3 年（22 年末待执行合同 7.5 亿元，1H23 新增合同 6.9 亿元，确认收入 5.3 亿元，表明物管项目收入确认节奏较快）。因此我们预计 22 年及以前合同将分别为 23/24 年贡献营收 5、2.5 亿元。
- ✓ 23~25 年新签合同确认收入预测：物管行业需求量大但行业竞争格局分散，公司历史合同里存在长期合作的客户，服务期满继续签约的概率较大；在此基础上，继续开拓新客户有望实现业务营收稳步增长。我们预计公司 23~25 年新签合同金额分别为 15/16/18 亿元，新签三年分别按照 40%/30%/20%确认收入。

图表31：城市运营管理平台与物业管理收入预测

单位：亿元	2019A	2020A	1H21	2021A	2022A	1H23	2023E	2024E	2025E
在手合同总金额	234.5	336.3	350.1	367.3	379.1	413.4			
待执行合同金额	186.6	258.0	253.3	270.6	262.4	276.9	278.5	275.0	264.7
新签合同-总额	53.4	103.7	13.2	36.8	36.9	36.6	50.0	52.0	55.0
新签合同-年化						6.8	9.3	9.7	10.3
确认收入-22年及以前合同	27.3	33.7	18.8	37.6	43.2	23.8	43.7	43.7	43.7
确认收入-23年新签合同							4.7	9.3	9.3
确认比例							9%	19%	19%
确认收入-24年新签合同								2.4	9.7
确认比例								9%	19%
确认收入-25年新签合同									2.6
确认比例									9%
营收小计	27.3	33.7	18.8	37.6	43.2	23.8	48.4	55.5	65.3
单位：亿元	2019A	2020A	1H21	2021A	2022A	1H23	2023E	2024E	2025E
在手合同总金额	12.37	13.31	17.87	16.79	15.05	15.33			
待执行合同金额	6.29	7	9.31	9.4	7.5	7.91			
新签合同-总额	9.94	10.9	7.26	13.44	10.58	6.91	15	16	18
确认收入-22年及以前合同	8.6	9.3	5.2	10.7	10.7	5.3	5.0	2.5	0.0
确认收入-23年新签合同							6	4.5	3
确认比例							40%	30%	20%
确认收入-24年新签合同								6.4	4.8
确认比例								40%	30%
确认收入-25年新签合同									7.2
确认比例									40%
营收小计	8.6	9.3	5.2	10.7	10.7	5.3	11.0	13.4	15.0

来源：国金证券研究所

- 毛利率预测：预计 23~25 年公司实现总营收分别为 59.4/68.9/80.3 亿元，综合毛利率为 25.7%/25.9%/26.2%，对应毛利润 13.5/15.7/18.6 亿元。我们预测毛利率上升有如下 3 点原因：（1）疫情期间公司战略收缩、减缓了外拓拿单的节奏，经营杠杆下降，影响毛利率水平。1H23 随着执行合同规模快速增长，实现综合毛利率 23.8%（同比+0.8pct，相比 22 全年+1.4pct）；（2）环卫板块价值量更高的城市大管家项目增多，如智慧照明、路灯养护维护、垃圾分类、智慧停车等市政环卫以外的项目均为轻资产运营模式，具有更高毛利率水平；（3）机械化/数智化持续推进，公司人均创收/人均创利均逐年提高。

图表32：分业务营收/毛利率预测（百万元）

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
城市运营管理平台	营收	3759.1	4323.7	4839.5	5548.5	6532.8
	YOY(%)	11.5%	15.0%	11.9%	14.7%	17.7%
	毛利率	26.2%	25.7%	25.7%	25.9%	26.2%
	毛利润	983.8	1109.9	1242.3	1437.1	1711.6
物业管理	营收	1070.6	1066.2	1100.0	1340.0	1500.0
	YOY(%)	15.0%	-0.4%	3.2%	21.8%	11.9%
	毛利率	10.3%	9.1%	9.5%	10.0%	10.2%
	毛利润	110.0	97.2	104.5	134.0	153.0
合计	营收	4833.6	5393.5	5939.5	6888.5	8032.8
	YOY(%)	12.0%	11.6%	10.1%	16.0%	16.6%
	毛利率	22.7%	22.4%	22.7%	22.8%	23.2%
	毛利润	1095.3	1208.1	1346.8	1571.1	1864.6

来源：公司公告、国金证券研究所

- 费用率预测：公司 20~22 年销售费用率分别为 1.1%/0.9%/0.9%，由于前两年外拓拿单节奏放缓，销售费率相应略降；管理费用率分别为 6.96%/6.9%/6.8%，得益于精细化管理和智慧环卫系统的赋能，公司管理费率持续下降。考虑到当前公司积极拿单，预计 23~25 年销售费用率有所上升，维持在 1%；预计管理费用率维持在

6.8%。

- 盈利预测结果：基于上述对公司营收、毛利率、费用率的预测结果，得出预计 23~25 年公司实现归母净利润 5.7/6.6/7.9 亿元，分别同比+15.1%/16.2%/19.9%。

4.2 投资建议及估值

- 给予公司 23 年 PE 16 倍，给予目标价 22.84 元。预计 23~25 年公司实现归母净利润分别为 5.7/6.6/7.9 亿元。在可比公司选取上综合考虑业务范围和体量规模，选取同样有从事市政环卫业务的可比公司盈峰环境、侨银股份、福龙马、劲旅环境。可比公司 23 年 PE 一致预期均值为 16 倍（盈峰环境部分业务与公司主营业务有所差异，拉高了平均估值水平）。根据我们的盈利预测结果，公司当前股价对应 23 年 PE 为 11 倍。考虑到公司 1H23 拿单强势、经营管理效率始终保持行业领先，加之借环卫机器人有望切入装备市场，因此给予公司 23 年 PE 15 倍估值。基于此，给予公司目标价 21.41 元。

图表33：可比公司估值情况（截至 2023/9/16）

代码	证券简称	总市值	收盘价	EPS					PE				
		9/16	9/16	21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E
000967.SZ	盈峰环境	158.0	5.0	0.23	0.13	0.24	0.30	0.36	22	38	20	17	14
002973.SZ	侨银股份	46.0	11.3	0.62	0.77	0.91	1.06	1.21	18	15	12	11	9
603686.SH	福龙马	40.2	9.7	0.82	0.63	0.68	0.78	0.91	12	15	14	12	11
001230.SZ	劲旅环境	26.8	24.0	2.12	1.30	/	/	/	11	18	/	/	/
中位数				0.62	0.63	0.68	0.78	0.91	18	15	14	12	11
平均值				0.56	0.51	0.61	0.71	0.82	17	23	16	13	11
300815.SZ	玉禾田	61.9	15.5	1.71	1.49	1.43	1.66	1.99	9	10	11	9	8

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所 注 1：市盈率 PE 计算基于 9/11 日收盘价；注 2：公司 23~25 年 EPS 取值于本报告盈利预测结果，其余公司取值于 Wind 一致预期（劲旅环境 Wind 一致预期缺失）

5、风险提示

- 环卫市场竞争格局进一步恶化，导致新签订单不及预期风险。环卫市场格局较为分散，当前部分地区出现央企拿单增多、市场化环卫企业竞争加剧的情况。我们认为，公司作为民营企业中的龙头，从服务质量、管理效率等角度看均有领先优势。但考虑到地方国企同样具备资源优势，若市场格局进一步恶化，或将对公司拿单带来不利影响，进而对业绩带来不利影响。
- 新业务开拓不及预期风险。公司在市政环卫运营领域拓展城市大管家项目，在装备领域参股环卫机器人企业，体现公司始终谋求转型发展、业务开拓。若新业务开拓不及预期，或相关新产品技术研发不及预期，或将对业绩增速带来不利影响。
- 政府支付能力下降带来应收账款压力风险。1H23 公司应收账款为 26.3 亿元，同比+39.7%，应收账款平均周转天数继续上升至 144 天。在地方财政压力下，ToG 业务面临账期拉长的风险。若应收账款周转持续放慢或将对公司现金流带来不利影响。
- 持股 5%以上股东及一致行动人减持风险。公司于 2023 年 6 月 6 日披露了《关于持股 5%以上股东、部分董事减持股份预披露的公告》，持股 5%以上股东深圳市鑫宏泰投资管理有限公司以及董事周聪先生、周明先生计划通过集中竞价方式及大宗交易方式合计减持玉禾田股份不超过 9,964,800 股；其中拟通过集中竞价交易方式减持股份总数不超过 3,321,600 股，减持期间为 2023 年 6 月 29 日至 9 月 28 日；拟通过大宗交易方式减持股份总数不超过 6,643,200 股，减持期间为自公告披露之日起 3 个交易日后的 3 个月内。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,315	4,834	5,394	5,939	6,889	8,033
增长率		12.0%	11.6%	10.1%	16.0%	16.6%
主营业务成本	-3,033	-3,738	-4,185	-4,593	-5,317	-6,168
%销售收入	70.3%	77.3%	77.6%	77.3%	77.2%	76.8%
毛利	1,283	1,095	1,208	1,347	1,571	1,865
%销售收入	29.7%	22.7%	22.4%	22.7%	22.8%	23.2%
营业税金及附加	-10	-20	-26	-27	-31	-36
%销售收入	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-46	-44	-48	-59	-69	-80
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-300	-334	-367	-401	-465	-542
%销售收入	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
研发费用	-4	-9	-18	-20	-23	-27
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	922	688	749	840	983	1,179
%销售收入	21.4%	14.2%	13.9%	14.1%	14.3%	14.7%
财务费用	-48	-50	-46	-36	-35	-32
%销售收入	1.1%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-19	-22	-68	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	20	18	21	23	25
%税前利润	1.3%	3.0%	2.6%	2.5%	2.3%	2.1%
营业利润	897	673	693	853	999	1,200
营业利润率	20.8%	13.9%	12.8%	14.4%	14.5%	14.9%
营业外收支	-31	-11	-7	-10	-10	-10
税前利润	866	662	686	843	989	1,190
利润率	20.1%	13.7%	12.7%	14.2%	14.4%	14.8%
所得税	-177	-140	-129	-169	-208	-262
所得税率	20.4%	21.1%	18.8%	20.0%	21.0%	22.0%
净利润	689	522	557	674	781	928
少数股东损益	58	50	63	105	120	135
归属于母公司的净利润	631	473	494	569	661	793
净利率	14.6%	9.8%	9.2%	9.6%	9.6%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	689	522	557	674	781	928
少数股东损益	58	50	63	105	120	135
非现金支出	202	258	341	254	303	362
非经营收益	51	32	7	99	32	30
营运资金变动	-420	-192	-533	-513	-272	-328
经营活动现金净流	522	620	372	514	844	993
资本开支	-384	-460	-441	-204	-471	-521
投资	-287	-76	-95	-37	0	0
其他	-71	27	40	-70	23	25
投资活动现金净流	-742	-509	-496	-310	-448	-496
股权募资	1,001	8	0	3	0	0
债权募资	50	1	142	-29	45	7
其他	-59	-266	-152	-273	-284	-324
筹资活动现金净流	992	-257	-10	-299	-239	-317
现金净流量	771	-146	-134	-95	157	180

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,321	1,158	1,018	904	1,047	1,217
应收款项	1,269	1,734	2,545	2,910	3,375	3,935
存货	9	16	44	40	47	54
其他流动资产	267	263	294	315	331	351
流动资产	2,865	3,171	3,900	4,169	4,800	5,557
%总资产	63.0%	60.7%	63.7%	64.1%	65.8%	67.8%
长期投资	461	549	539	666	666	666
固定资产	730	779	915	992	1,169	1,336
%总资产	16.1%	14.9%	15.0%	15.3%	16.0%	16.3%
无形资产	330	354	424	412	400	389
非流动资产	1,683	2,051	2,218	2,335	2,494	2,643
%总资产	37.0%	39.3%	36.3%	35.9%	34.2%	32.2%
资产总计	4,548	5,222	6,119	6,504	7,294	8,200
短期借款	708	619	869	815	860	867
应付款项	389	473	619	617	714	829
其他流动负债	395	468	549	527	610	712
流动负债	1,492	1,559	2,037	1,959	2,184	2,408
长期贷款	90	241	133	158	158	158
其他长期负债	262	330	309	297	319	353
负债	1,844	2,130	2,478	2,414	2,661	2,918
普通股股东权益	2,559	2,881	3,308	3,653	4,075	4,589
其中：股本	138	277	332	399	399	399
未分配利润	1,426	1,743	2,128	2,470	2,892	3,406
少数股东权益	145	212	333	438	558	693
负债股东权益合计	4,548	5,222	6,119	6,504	7,294	8,200

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	4.560	1.707	1.488	1.428	1.659	1.990
每股净资产	18.487	10.407	9.959	9.164	10.223	11.513
每股经营现金净流	3.770	2.239	1.120	1.290	2.118	2.491
每股股利	0.200	0.300	0.000	0.570	0.600	0.700
回报率						
净资产收益率	24.66%	16.40%	14.94%	15.58%	16.23%	17.28%
总资产收益率	13.88%	9.05%	8.08%	8.75%	9.07%	9.67%
投入资本收益率	20.83%	13.66%	13.05%	13.21%	13.69%	14.53%
增长率						
主营业务收入增长率	20.05%	12.01%	11.58%	10.12%	15.98%	16.61%
EBIT 增长率	91.34%	-25.33%	8.79%	12.11%	17.06%	19.92%
净利润增长率	101.75%	-25.12%	4.61%	15.11%	16.24%	19.91%
总资产增长率	71.25%	14.83%	17.17%	6.30%	12.14%	12.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.2	95.2	127.6	160.0	160.0	160.0
存货周转天数	0.8	1.2	2.6	3.2	3.2	3.2
应付账款周转天数	37.2	39.8	44.4	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	61.7	58.8	61.9	54.8	46.1	38.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.35%	-9.67%	-0.46%	1.68%	-0.64%	-3.64%
EBIT 利息保障倍数	19.2	13.9	16.4	23.3	28.3	36.8
资产负债率	40.54%	40.78%	40.50%	37.11%	36.48%	35.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周 内	一月 内	二月 内	三月 内	六月 内
----	---------	---------	---------	---------	---------

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---