

玉禾田 (300815)

证券研究报告
2024年08月28日环卫订单高歌猛进，“机器人”布局加码持续
——玉禾田半年报点评

业绩概况：2024年上半年，公司实现营业收入34.05亿元，同比增长16.29%，实现归母净利润3.27亿元，同比增长2.88%。

城市运营板块订单高增，是公司增长的核心驱动力

24H1公司城市运营板块实现营业收入28.66亿元，同比增长20.58%；板块毛利率27.72%，同比增长1.01pct。订单方面，公司上半年新签合同金额约41.39亿元，同比+13.24%；新增年化净额7.11亿元，同比+4.3%；截至2024年6月30日，城市运营板块在手合同总金额556.34亿元，再创历史新高。

上半年，公司充分发挥专业化公司的竞争优势，订单获取能力持续增强，先后中标环卫项目23个，以40亿+的中标业绩登顶环卫服务2024半程冠军，在行业内的领先优势持续扩大（环境司南数据）。

上下游产业链逐渐闭环，“机器人+环卫”持续拓展

公司持续完善“@数智城市大管家”的信息化产品矩阵，整合环卫机器人、智慧环卫、智慧灯光等各细分专业公司，释放产业合力。

2024年，公司环卫机器人荣获深圳国际人工智能环卫机器人大赛辅导场景二等奖，广场公园、人行道非机动车道场景三等奖，环卫机器人业务持续拓展，抢占智能化、无人化装备的新高地。

信用减值对净利润拖累较多，关注下半年环卫业务回款情况

2024年上半年公司毛利率24.93%，同比+1.12pct；净利率11.18%，同比下降0.96pct。毛利率上涨主要系环卫业务盈利能力提升，而净利率走势不同主要系：

1、主业订单高增、数字化布局加码之下，公司当期财务费用率同比上升0.21pct至0.93%，研发费用率同比上升0.34pct至0.66%。

2、公司24H1应收账款来到38亿元，较23年期末增长5.5亿元；应收承压之下，24H1公司信用减值损失占净利润的比重较23H1提升3.9pct至9.6%，对净利润有一定拖累。不过，公司当前约80%的应收账款仍在一年以内，应收账款账龄总体可控，伴随地方政府化债推进，不排除未来有积极改善。

投资建议：我们预测2024-2026年公司归母净利润为6.03、7.13、8.53亿元，同比增长15.68%、18.29%、19.67%；摊薄EPS分别为1.51、1.79、2.14元，8月27日股价对应PE分别为7.54、6.37、5.32倍。24/25年的盈利预测前值分别为6.64/7.70亿元，下调原因系公司应收账款增长较多、信用减值有一定增长；也因此，我们暂将公司评级下调至“增持”。

风险提示：应收账款回款不佳，需计提坏账的风险；行业竞争加剧，盈利水平下行的风险；项目合同期满不能延续的风险；环卫机器人订单不及预期的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,393.50	6,160.57	7,206.31	8,309.57	9,402.74
增长率(%)	11.58	14.22	16.97	15.31	13.16
EBITDA(百万元)	1,025.99	1,194.10	1,363.45	1,570.78	1,778.56
归属母公司净利润(百万元)	494.32	521.14	602.86	713.15	853.41
增长率(%)	4.61	5.43	15.68	18.29	19.67
EPS(元/股)	1.24	1.31	1.51	1.79	2.14
市盈率(P/E)	9.19	8.72	7.54	6.37	5.32
市净率(P/B)	1.37	1.25	1.11	0.97	0.85
市销率(P/S)	0.84	0.74	0.63	0.55	0.48
EV/EBITDA	4.63	4.86	3.74	3.49	3.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	环保/环境治理
6个月评级	增持（调低评级）
当前价格	11.4元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	398.59
流通A股股本(百万股)	389.57
A股总市值(百万元)	4,543.95
流通A股市值(百万元)	4,441.14
每股净资产(元)	9.74
资产负债率(%)	44.25
一年内最高/最低(元)	16.50/9.93

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

胡冰清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070004
hubingqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《玉禾田-首次覆盖报告:业务布局持续拓展，“机器人+环卫”迈向新阶段》2023-11-16
- 《玉禾田-半年报点评:拿单稳健增长，盈利水平回归》2021-08-18
- 《玉禾田-公司点评:全年归母净利润同比增95%-117.4%，持续高速增长》2021-01-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,017.80	1,121.08	1,080.95	1,246.44	1,410.41
应收票据及应收账款	2,273.24	3,267.56	4,796.85	6,139.97	7,367.96
预付账款	13.17	5.26	5.57	5.91	6.20
存货	43.87	40.03	48.04	52.84	55.48
其他	481.70	613.66	718.09	780.16	828.77
流动资产合计	3,829.77	5,047.59	6,649.50	8,225.31	9,668.83
长期股权投资	385.17	86.89	93.96	100.32	106.05
固定资产	915.39	1,068.24	1,017.97	956.44	881.16
在建工程	0.00	12.77	12.77	12.77	12.77
无形资产	251.41	218.41	192.57	166.06	138.88
其他	666.44	855.10	885.61	926.64	953.77
非流动资产合计	2,218.40	2,241.41	2,202.87	2,162.24	2,092.64
资产总计	6,118.70	7,341.25	8,852.37	10,387.55	11,761.47
短期借款	718.00	909.08	1,411.30	1,924.65	2,200.06
应付票据及应付账款	572.70	809.91	1,078.28	1,293.94	1,526.85
其他	723.55	969.89	1,155.49	1,301.44	1,438.02
流动负债合计	2,014.25	2,688.89	3,645.08	4,520.04	5,164.93
长期借款	132.50	263.47	263.47	263.47	213.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	308.82	320.20	352.22	380.39	407.02
非流动负债合计	441.32	583.67	615.69	643.87	620.24
负债合计	2,478.25	3,283.64	4,260.77	5,163.90	5,785.17
少数股东权益	332.63	435.98	491.18	558.29	636.69
股本	332.16	398.59	398.59	398.59	398.59
资本公积	772.09	698.39	698.39	698.39	698.39
留存收益	2,203.58	2,524.64	3,003.44	3,568.37	4,242.64
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,640.46	4,057.60	4,591.61	5,223.65	5,976.31
负债和股东权益总计	6,118.70	7,341.25	8,852.37	10,387.55	11,761.47

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	556.86	582.99	602.86	713.15	853.41
折旧摊销	230.38	279.54	316.12	348.03	382.45
财务费用	57.84	64.20	67.98	87.95	90.62
投资损失	(17.97)	(4.83)	(11.40)	(11.17)	(11.28)
营运资金变动	(431.97)	(786.33)	(1,164.74)	(1,078.05)	(923.54)
其它	(23.19)	192.44	69.50	84.72	99.22
经营活动现金流	371.96	328.01	(119.68)	144.63	490.88
资本支出	460.22	167.96	207.98	231.82	253.37
长期投资	7.86	(298.28)	7.07	6.36	5.73
其他	(964.15)	(76.73)	(457.07)	(498.08)	(535.75)
投资活动现金流	(496.08)	(207.06)	(242.02)	(259.90)	(276.65)
债权融资	96.05	372.69	459.93	446.59	149.72
股权融资	(185.56)	(86.99)	(138.36)	(165.83)	(199.98)
其他	79.76	(306.09)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(9.75)	(20.39)	321.57	280.76	(50.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(133.87)	100.56	(40.13)	165.49	163.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,393.50	6,160.57	7,206.31	8,309.57	9,402.74
营业成本	4,185.28	4,760.70	5,541.20	6,374.80	7,202.53
营业税金及附加	25.95	28.54	33.05	38.11	43.12
销售费用	48.29	72.51	83.59	95.91	107.98
管理费用	366.78	403.99	466.43	535.15	602.52
研发费用	18.33	31.64	57.65	66.14	74.47
财务费用	45.78	55.57	67.98	87.95	90.62
资产/信用减值损失	(67.59)	(118.91)	(112.16)	(107.71)	(79.63)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.97	4.83	11.40	11.17	11.28
其他	59.75	162.50	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	692.96	759.19	855.65	1,014.98	1,213.14
营业外收入	6.00	5.25	5.03	5.42	5.23
营业外支出	13.22	19.58	16.02	16.27	17.29
利润总额	685.73	744.86	844.66	1,004.13	1,201.08
所得税	128.87	161.88	172.30	206.26	248.44
净利润	556.86	582.99	672.36	797.87	952.64
少数股东损益	62.54	61.84	69.50	84.72	99.22
归属于母公司净利润	494.32	521.14	602.86	713.15	853.41
每股收益(元)	1.24	1.31	1.51	1.79	2.14

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	11.58%	14.22%	16.97%	15.31%	13.16%
营业利润	2.95%	9.56%	12.71%	18.62%	19.52%
归属于母公司净利润	4.61%	5.43%	15.68%	18.29%	19.67%
获利能力					
毛利率	22.40%	22.72%	23.11%	23.28%	23.40%
净利率	9.17%	8.46%	8.37%	8.58%	9.08%
ROE	14.94%	14.39%	14.70%	15.29%	15.98%
ROIC	27.81%	21.28%	20.41%	18.83%	18.48%
偿债能力					
资产负债率	40.50%	44.73%	48.13%	49.71%	49.19%
净负债率	-0.46%	7.60%	19.09%	23.84%	22.12%
流动比率	1.91	1.89	1.82	1.82	1.87
速动比率	1.89	1.87	1.81	1.81	1.86
营运能力					
应收账款周转率	2.86	2.22	1.79	1.52	1.39
存货周转率	181.62	146.86	163.65	164.74	173.60
总资产周转率	0.95	0.92	0.89	0.86	0.85
每股指标(元)					
每股收益	1.24	1.31	1.51	1.79	2.14
每股经营现金流	0.93	0.82	-0.30	0.36	1.23
每股净资产	8.30	9.09	10.29	11.70	13.40
估值比率					
市盈率	9.19	8.72	7.54	6.37	5.32
市净率	1.37	1.25	1.11	0.97	0.85
EV/EBITDA	4.63	4.86	3.74	3.49	3.14
EV/EBIT	5.91	6.29	4.87	4.48	4.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com