

玉禾田（300815）

运营板块订单高增，携手“智元”发展机器人板块

业绩概况：2025 年上半年，公司实现营业收入 37.11 亿元，同比+9.00%，实现归母净利润 3.20 亿元，同比-2.02%。

城市运营板块订单高增，筑牢公司发展基石

25H1 公司城市运营板块实现营业收入 31.86 亿元，同比增长 11.17%；板块毛利率 25.91%，同比-1.81pct。在行业整体承压的背景下，公司仍保持较强的盈利能力。

订单方面，公司上半年累计中标项目 25 个，市场占有率稳步提升；公司在城市服务板块新签合同金额 103.67 亿元，位居行业首位；新增年化金额 13.73 亿元，同比大幅增长 93.08%。其中，兰州项目年作业服务费 3.53 亿元、服务年限 15 年，六盘水项目年特许经营服务费 1.45 亿元、服务年限 20 年，驱动公司环卫服务主业长期稳健发展。

智元机器人入股玉树智能，机器人板块持续发展

25 年 6 月，公司控股子公司玉树智能与上海智元机器人签署战略合作协议，成立深圳玉树具身机器人智创中心；近期，智元机器人增资玉树智能，持有玉树智能 5% 股权。

作为玉禾田集团旗下专注于智能机器人领域的核心企业，玉树智能旗下坎德拉智能科技、湖南同辉汽车、贵州亿拓智能装备、玉龙无人机等子公司，分别专注于城市服务机器人、新能源装备、无人机巡检等领域，在人工智能算法、硬件开发及场景化应用方面积累了深厚经验。

信用减值对净利润拖累较多，关注公司应收账款保理及政府化债进展

截至 2025 年 6 月 30 日，公司应收账款总额 45 亿，较 24 年期末增长 3 亿；上半年计提信用减值损失 0.52 亿，同比多减 0.15 亿，我们认为，应收账款的累计也是公司当前的主要风险来源。但动态来看，公司应收账款压力或可在未来得到改善：1、公司计划开展无追索权保理业务，金额不超过 5 亿元，或将带来报表修复。2、政府化债持续推进，近期化债相关政策频出，环卫企业具有高劳动密集属性，有望化债中率先受益。

投资建议：我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 6.48、7.17、8.03 亿元（25-26 年预测前值：7.13、8.53 亿元，因公司应收账款承压，我们下调了对公司的盈利预测），同比增长 12.58%、10.62%、12.04%；摊薄 EPS 分别为 1.63、1.80、2.01 元，9 月 23 日股价对应 PE 分别为 17.51、15.83、14.13 倍。维持“增持”评级。

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,160.57	7,203.25	8,266.61	9,266.77	10,176.68
增长率(%)	14.22	16.93	14.76	12.10	9.82
EBITDA(百万元)	1,194.10	1,396.03	1,525.89	1,668.64	1,817.24
归属母公司净利润(百万元)	521.14	575.35	647.72	716.51	802.80
增长率(%)	5.43	10.40	12.58	10.62	12.04
EPS(元/股)	1.31	1.44	1.63	1.80	2.01
市盈率(P/E)	21.76	19.71	17.51	15.83	14.13
市净率(P/B)	3.13	2.74	2.47	2.24	2.03
市销率(P/S)	1.84	1.57	1.37	1.22	1.11
EV/EBITDA	4.86	4.99	8.05	7.35	6.61

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 09 月 23 日

投资评级

行业	环保/环境治理
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	28.45 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)	390.38
A 股总市值(百万元)	11,339.94
流通 A 股市值(百万元)	11,106.43
每股净资产(元)	10.79
资产负债率(%)	51.24
一年内最高/最低(元)	35.29/10.92

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-半年报点评: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》 2024-08-28
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,121.08	800.00	826.66	926.68	1,017.67
应收票据及应收账款	3,267.56	4,224.32	4,966.46	5,664.47	6,341.17
预付账款	5.26	12.81	13.58	14.39	15.11
存货	40.03	86.05	103.26	113.59	119.26
其他	665.90	745.24	802.39	870.78	923.97
流动资产合计	5,099.83	5,868.41	6,712.35	7,589.91	8,417.18
长期股权投资	86.89	87.03	87.03	87.03	87.03
固定资产	1,068.24	1,543.36	1,461.03	1,433.70	1,410.37
在建工程	12.77	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	218.41	484.90	802.37	909.84	864.81
其他	855.10	1,123.96	1,164.11	1,221.25	1,272.97
非流动资产合计	2,241.41	3,239.25	3,514.54	3,651.81	3,635.18
资产总计	7,341.25	9,107.66	10,226.88	11,241.72	12,052.36
短期借款	909.08	1,386.27	1,600.60	1,681.52	1,511.01
应付票据及应付账款	809.91	1,023.37	1,239.13	1,486.96	1,754.61
其他	980.98	1,064.01	1,203.21	1,313.21	1,418.06
流动负债合计	2,699.98	3,473.65	4,042.94	4,481.69	4,683.69
长期借款	263.47	481.39	466.95	452.94	434.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	320.20	495.85	545.44	589.07	630.31
非流动负债合计	583.67	977.24	1,012.39	1,042.01	1,065.13
负债合计	3,283.64	4,450.89	5,055.33	5,523.70	5,748.82
少数股东权益	435.98	524.86	586.23	652.64	726.77
股本	398.59	398.59	398.59	398.59	398.59
资本公积	698.39	713.05	713.05	713.05	713.05
留存收益	2,524.64	3,020.27	3,473.68	3,953.74	4,465.12
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4,057.60	4,656.77	5,171.56	5,718.02	6,303.54
负债和股东权益总计	7,341.25	9,107.66	10,226.88	11,241.72	12,052.36

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	582.99	671.29	647.72	716.51	802.80
折旧摊销	279.54	317.10	394.86	419.86	438.36
财务费用	64.20	74.92	79.99	83.34	79.72
投资损失	(4.83)	(0.04)	(1.22)	(1.19)	(1.20)
营运资金变动	(786.33)	(850.55)	(458.19)	(437.62)	(377.42)
其它	192.44	156.52	87.68	99.11	116.38
经营活动现金流	328.01	369.26	750.86	880.01	1,058.64
资本支出	167.96	851.31	580.41	456.37	328.76
长期投资	(298.28)	0.14	0.00	0.00	0.00
其他	(76.73)	(2,140.68)	(1,223.25)	(966.76)	(705.87)
投资活动现金流	(207.06)	(1,289.24)	(642.83)	(510.40)	(377.10)
债权融资	372.69	557.84	139.26	(0.44)	(256.89)
股权融资	(86.99)	(134.81)	(220.62)	(269.16)	(333.66)
其他	(306.09)	171.23	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(20.39)	594.27	(81.36)	(269.60)	(590.55)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	100.56	(325.71)	26.67	100.02	90.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,160.57	7,203.25	8,266.61	9,266.77	10,176.68
营业成本	4,760.70	5,487.14	6,330.77	7,119.68	7,815.69
营业税金及附加	28.54	36.02	39.28	44.03	48.35
销售费用	72.51	100.55	144.67	161.36	176.32
管理费用	403.99	491.32	572.31	638.34	697.51
研发费用	31.64	40.85	53.73	59.93	65.49
财务费用	55.57	74.16	79.99	83.34	79.72
资产/信用减值损失	(118.91)	(138.61)	(158.19)	(168.41)	(163.69)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.83	0.04	1.22	1.19	1.20
其他	65.66	33.23	46.12	48.33	42.56
营业利润	759.19	867.85	935.02	1,041.21	1,173.67
营业外收入	5.25	26.24	12.50	14.66	17.80
营业外支出	19.58	36.79	20.88	25.75	27.81
利润总额	744.86	857.30	926.64	1,030.12	1,163.66
所得税	161.88	186.01	191.23	214.50	244.49
净利润	582.99	671.29	735.41	815.62	919.17
少数股东损益	61.84	95.94	87.68	99.11	116.38
归属于母公司净利润	521.14	575.35	647.72	716.51	802.80
每股收益（元）	1.31	1.44	1.63	1.80	2.01

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	14.22%	16.93%	14.76%	12.10%	9.82%
营业利润	9.56%	14.31%	7.74%	11.36%	12.72%
归属于母公司净利润	5.43%	10.40%	12.58%	10.62%	12.04%
获利能力					
毛利率	22.72%	23.82%	23.42%	23.17%	23.20%
净利率	8.46%	7.99%	7.84%	7.73%	7.89%
ROE	14.39%	13.92%	14.13%	14.15%	14.40%
ROIC	21.28%	20.48%	16.51%	16.10%	16.52%
偿债能力					
资产负债率	44.73%	48.87%	49.43%	49.14%	47.70%
净负债率	7.60%	27.09%	28.12%	25.13%	18.54%
流动比率	1.89	1.69	1.66	1.69	1.80
速动比率	1.87	1.66	1.63	1.67	1.77
营运能力					
应收账款周转率	2.22	1.92	1.80	1.74	1.70
存货周转率	146.86	114.26	87.33	85.47	87.41
总资产周转率	0.92	0.88	0.86	0.86	0.87
每股指标（元）					
每股收益	1.31	1.44	1.63	1.80	2.01
每股经营现金流	0.82	0.93	1.88	2.21	2.66
每股净资产	9.09	10.37	11.50	12.71	13.99
估值比率					
市盈率	21.76	19.71	17.51	15.83	14.13
市净率	3.13	2.74	2.47	2.24	2.03
EV/EBITDA	4.86	4.99	8.05	7.35	6.61
EV/EBIT	6.29	6.35	10.86	9.82	8.71

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