

# 玉禾田 (300815.SZ)

## 业绩下滑，期待在手订单释放

**2021年盈利下降。**公司2021年实现营收48.3亿元，较上年同期增长12.0%，2021年实现归母净利润4.7亿元，较上年同期下降25.1%；其中2021年第四季度实现营收12.6亿元，同比增长8.6%，2021年第四季度实现归母净利润0.5亿元，同比下降52.1%。2021年业绩下滑主要原因包括①2021年新冠疫情政策优惠取消，②新增订单业绩释放不及预期。

**毛、净利率相对2019年有所提升，期间费用率同比下降。**公司2019年度、2020年度、2021年度毛利率分别为21.6%、29.7%、22.7%，净利率分别为9.5%、16.0%、10.8%，由于2020年度受新冠疫情政策优惠影响，公司毛利率、净利率较2019年度增幅较大，2021年度新冠疫情的政策优惠已全面取消，公司毛利率、净利率恢复正常水平，且相较于2019年毛利率、净利率分别提升1.1、1.3pct；公司2021年销售、管理、财务费用率分别为0.9%、6.9%、1.0%，分别同比下降0.1、0.1、0.1pct，费用管控得当；此外，公司2021年经营活动产生的现金流量净额为6.2亿元，同比增长18.8%，近年经营现金流持续改善。

**环卫市场化推进，公司积极开拓市场。**环卫市场化率持续提升带动环卫市场化放量，我们预计2024年中国传统环卫服务运营市场空间超2300亿/年，且环卫一体化趋势下龙头受益，绿化养护、垃圾分类带来新增量。公司2021年新签环卫合同总金额36.8亿元，截至2021年12月31日，环服在手合同总额367.3亿元，待执行合同额270.6亿元。期待未来业绩释放。

**经验、管理、资本铸就实力，市场化竞争力强。**①玉禾田扎根行业23年，在环卫市场化浪潮的初期就已经获得了一席之地，打磨出自身较强的运营管理能力，深耕细作下环卫业务毛利率、ROE等盈利指标高于其他竞争对手，近年来人均创收稳步提升，领先的信息化水平助力精细化运营；②品牌美誉度高，市场化竞争力强，拿单量一直保持行业领先地位，为业绩快速增长提供动能。③拟向92名激励对象授予276.8万股限制性股票，首次授予的限制性股票的营业收入增长率目标值分别不低于20%/40%/60%，对应2021-2023年复合增速17%，彰显发展信心、健全长效激励机制。

**投资建议。**环卫行业市场化改革推动行业发展，属于高景气、轻资产赛道。玉禾田作为龙头之一，深耕行业多年，管理运营能力强（毛利率、ROE等盈利指标领先于业内），品牌美誉度高，拿单能力属行业前列。此外，随着环卫智能化、一体化发展，公司的管理、资金优势望逐步显现，不断提高其市场份额。我们预计2022-2024年归母净利润6.4、7.9、9.5亿元，EPS为2.3、2.9、3.4元/股，对应PE10.3/8.3/7.0X，维持“买入”评级。

**风险提示：**环卫市场化不及预期、环卫服务竞争加剧等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,315	4,834	5,825	6,960	8,213
增长率yoy(%)	20.0	12.0	20.5	19.5	18.0
归母净利润(百万元)	631	473	640	794	946
增长率yoy(%)	101.7	-25.1	35.3	24.2	19.2
EPS最新摊薄(元/股)	2.28	1.71	2.31	2.87	3.42
净资产收益率(%)	25.5	16.9	18.4	18.9	18.7
P/E(倍)	10.5	14.0	10.3	8.3	7.0
P/B(倍)	2.6	2.3	1.9	1.6	1.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年3月28日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
3月28日收盘价(元)	23.85
总市值(百万元)	6,601.68
总股本(百万股)	276.80
其中自由流通股(%)	42.11
30日日均成交量(百万股)	1.26

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com

研究助理 余楷丽

执业证书编号: S0680120070096

邮箱: yukai@gszq.com

#### 相关研究

- 《玉禾田(300815.SZ): 盈利下滑, 期待未来业绩释放》2021-10-27
- 《玉禾田(300815.SZ): 业绩高成长, 环卫迎来高景气》2021-03-30

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2865	3171	2313	3939	3474
现金	1321	1158	1291	1542	1846
应收票据及应收账款	1030	1500	409	1766	884
其他应收款	239	233	336	344	458
预付账款	5	6	7	9	10
存货	9	16	13	21	19
其他流动资产	262	257	257	257	257
<b>非流动资产</b>	1683	2051	2498	2765	3004
长期投资	318	377	440	503	568
固定资产	730	779	1152	1382	1531
无形资产	319	283	291	262	291
其他非流动资产	316	612	616	617	615
<b>资产总计</b>	4548	5222	4811	6704	6478
<b>流动负债</b>	1492	1559	1984	1929	1806
短期借款	617	515	916	743	515
应付票据及应付账款	371	445	521	626	727
其他流动负债	504	600	547	560	564
<b>非流动负债</b>	352	570	538	496	451
长期借款	90	241	208	166	121
其他非流动负债	262	330	330	330	330
<b>负债合计</b>	1844	2130	2522	2424	2257
少数股东权益	145	212	269	340	425
股本	138	277	277	277	277
资本公积	958	824	824	824	824
留存收益	1463	1780	2463	3307	4308
归属母公司股东权益	2559	2881	2020	3940	3797
<b>负债和股东权益</b>	4548	5222	4811	6704	6478

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	522	620	1017	1142	1303
净利润	689	522	697	865	1031
折旧摊销	183	193	191	265	339
财务费用	48	50	71	82	73
投资损失	-11	-20	-8	-10	-12
营运资金变动	-420	-192	67	-60	-128
其他经营现金流	33	67	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-742	-509	-630	-522	-566
资本支出	404	466	385	203	175
长期投资	-291	-48	-62	-63	-64
其他投资现金流	-628	-91	-308	-382	-455
<b>筹资活动现金流</b>	992	-257	-156	-196	-205
短期借款	51	-103	0	0	0
长期借款	84	151	-33	-42	-44
普通股增加	35	138	0	0	0
资本公积增加	929	-134	0	0	0
其他筹资现金流	-107	-309	-123	-154	-160
<b>现金净增加额</b>	771	-146	-269	424	532

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4315	4834	5825	6960	8213
营业成本	3033	3738	4427	5255	6201
营业税金及附加	10	20	23	26	31
营业费用	46	44	50	60	76
管理费用	300	334	413	488	574
研发费用	4	9	4	6	9
财务费用	48	50	71	82	73
资产减值损失	-6	-3	0	0	0
其他收益	30	33	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	20	8	10	12
资产处置收益	1	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	897	673	865	1073	1281
营业外收入	13	4	10	9	9
营业外支出	44	15	17	17	17
<b>利润总额</b>	866	662	858	1065	1273
所得税	177	140	161	200	242
<b>净利润</b>	689	522	697	865	1031
少数股东损益	58	50	57	71	85
<b>归属母公司净利润</b>	631	473	640	794	946
EBITDA	1052	867	1063	1344	1604
EPS (元)	2.28	1.71	2.31	2.87	3.42

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.0	12.0	20.5	19.5	18.0
营业利润(%)	110.4	-25.0	28.5	24.1	19.4
归属于母公司净利润(%)	101.7	-25.1	35.3	24.2	19.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.7	22.7	24.0	24.5	24.5
净利率(%)	16.0	10.8	11.0	11.4	11.5
ROE(%)	25.5	16.9	18.4	18.9	18.7
ROIC(%)	20.4	13.9	14.8	16.5	17.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.5	40.8	52.4	36.2	34.8
净负债比率(%)	-17.8	-6.5	-0.4	-10.5	-19.1
流动比率	1.9	2.0	1.2	2.0	1.9
速动比率	1.7	1.9	1.0	1.9	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	4.8	3.8	6.1	6.4	6.2
应付账款周转率	9.8	9.2	9.2	9.2	9.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.28	1.71	2.31	2.87	3.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.88	2.24	3.68	4.13	4.71
每股净资产(最新摊薄)	9.24	10.41	12.72	15.32	18.41
<b>估值比率</b>					
P/E	10.5	14.0	10.3	8.3	7.0
P/B	2.6	2.3	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	6.0	7.6	6.4	4.8	3.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022年3月28日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com