

玉禾田环境发展集团股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕9948号

联合资信评估股份有限公司通过对玉禾田环境发展集团股份有限公司及其拟向不特定对象发行可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定玉禾田环境发展集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AA**，玉禾田环境发展集团股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年九月二十八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受玉禾田环境发展集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

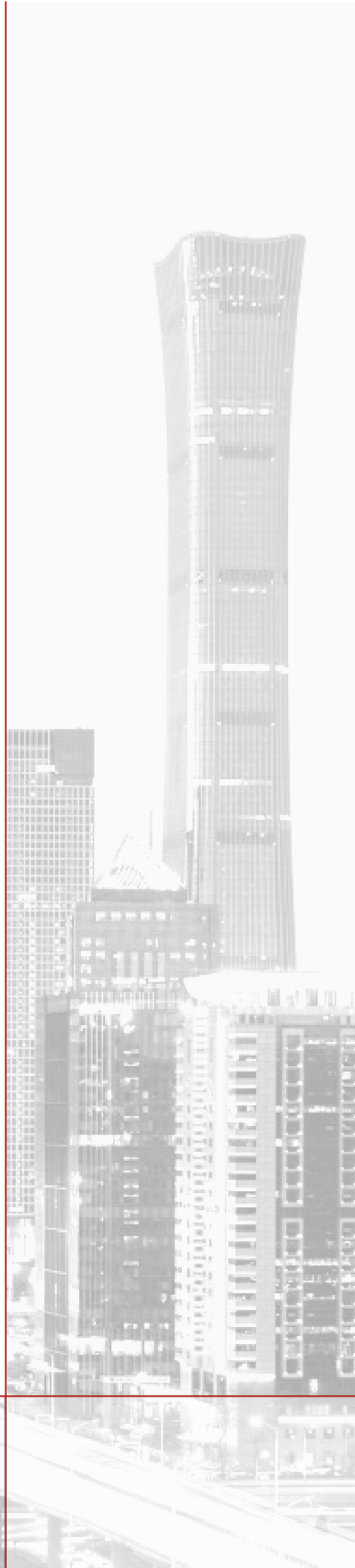
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



玉禾田环境发展集团股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA/稳定	AA/稳定	2025/09/28

债项概况 本期债项发行规模为 15 亿元，期限为 6 年，转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，按年付息；本次募集资金用于环卫设备配置中心项目和补充流动资金；本期债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、赎回和回售等条款。

评级观点 玉禾田环境发展集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为全国布局的城乡环境综合服务运营商，在项目运营经验及品牌知名度等方面具有一定综合竞争优势。2022—2024 年，公司加强开拓城市运营业务，在手合同金额保持增长，带动公司营业总收入和利润总额均持续增长，经营活动现金流持续净流入。财务方面，2022—2024 年底，公司资产总额持续增长，但应收账款规模较大，对资金形成占用；债务规模持续增长，债务结构以短期债务为主，债务负担处于可控水平。本次可转换债券发行对公司有息债务规模及结构影响很大，发行后公司偿债能力指标或将下降。考虑到未来转股因素，公司资本实力有望逐步增强，公司对本次可转换债券的保障能力有望进一步增强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 未来，随着城镇化、环卫项目市场化的持续推进，公司城市运营业务得以持续发展，整体竞争力有望保持。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司在维持其现有杠杆水平的基础上，行业地位及经营业绩得到明显提升；公司定向增发股票或引入战略投资者使得其资本实力大幅增强，公司偿债能力显著提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司客户支付政策变化，应收账款账龄进一步延长，对其当期经营业绩和现金流情况造成重大不利影响，公司出现明显流动性风险；公司客户采购政策发生变化，导致公司丧失大量订单，对公司经营和现金流情况造成重大不利影响；控股股东对公司股份质押比例过高。

优势

- **公司在项目运营经验、品牌知名度等方面具有一定综合竞争优势。**公司是全国布局的城乡环境综合服务运营商，在包括市政环卫等城市运营服务领域和物业管理领域已有多多年经营积累，服务了超过 1200 家品牌客户、近 200 家政府客户，积累了沿海大型城市如深圳、广州、天津的城市运营管理经验，同时在沈阳、福州、南昌、昆明、长沙和银川等省会城市储备了长期项目合同资源。公司物业管理服务业务已覆盖全国 80 余座城市。
- **公司城市运营业务在手订单充裕，可对未来业务持续性形成保障。**2022—2024 年，公司城市运营业务新签合同总金额分别为 36.89 亿元、118.32 亿元和 83.40 亿元，年底待执行合同金额分别为 262.38 亿元、352.64 亿元和 373.80 亿元，持续增长，可对未来业务持续性形成保障。

关注

- **公司城市运营业务受政策影响较大，竞争较为激烈，需关注主要客户区域财政状况。**公司城市运营业务客户主要为各级政府的环卫管理部门，项目招投标和企业回款情况受当地财政政策影响较大。随着传统物业公司、新兴城市服务提供商等进入行业，城市运营行业竞争或将持续加剧。
- **公司城市运营业务下游客户以地方政府单位为主，合同执行和回款期限较长，形成应收账款规模较大且持续增长，部分应收账款账龄较长。**2022—2024 年底，公司应收账款账面价值年均复合增长 36.30%；截至 2024 年底，公司应收账款占资产总额的 46.31%，其中账龄超过 1 年的应收账款账面余额占 23.14%。如应收账款回款周期进一步延长，公司或将面临较大的资金压力和坏账风险。

- **随着业务规模的扩大和固定资产投资需求的增加，公司有息债务持续增长，短期债务占比较高。**2022—2025 年 6 月底，公司全部债务规模分别为 10.71 亿元、14.85 亿元、21.85 亿元和 29.32 亿元，其中短期债务占比分别为 81.07%、78.81%、72.94% 和 81.56%，短期债务占比较高。
- **本期债券发行后，公司债务规模将大幅上升，募投项目规模较大，收益存在一定不达预期的风险。**公司本期债券拟发行规模上限为 15.00 亿元，分别为公司 2024 年底长期债务和全部债务的 2.54 倍和 0.69 倍，发行后公司债务负担将明显加重，公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期债券发行后长期债务的保障能力一般。考虑到公司所处行业竞争激烈，如市场环境发生重大不利变化，募投项目存在一定收益不达预期的风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aa
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：				--
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

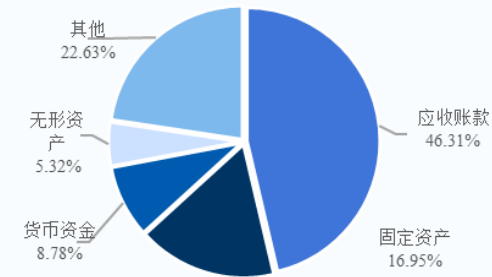
主要财务数据

合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
现金类资产（亿元）	10.22	11.23	8.07	11.42
资产总额（亿元）	61.19	73.41	91.08	99.26
所有者权益（亿元）	36.40	40.58	46.57	48.40
短期债务（亿元）	8.69	11.70	15.94	23.91
长期债务（亿元）	2.03	3.15	5.91	5.41
全部债务（亿元）	10.71	14.85	21.85	29.32
营业总收入（亿元）	53.94	61.61	72.03	37.11
利润总额（亿元）	6.86	7.45	8.57	4.48
EBITDA（亿元）	10.00	11.06	12.71	--
经营性净现金流（亿元）	3.72	3.28	3.69	3.57
营业利润率（%）	21.92	22.26	23.32	23.70
净资产收益率（%）	15.30	14.37	14.42	--
资产负债率（%）	40.50	44.73	48.87	51.24
全部债务资本化比率（%）	22.74	26.79	31.94	37.72
流动比率（%）	191.48	188.88	168.94	155.60
经营现金流动负债比（%）	18.26	12.15	10.63	--
现金短期债务比（倍）	1.18	0.96	0.51	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	24.26	23.38	21.78	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.07	1.34	1.72	--

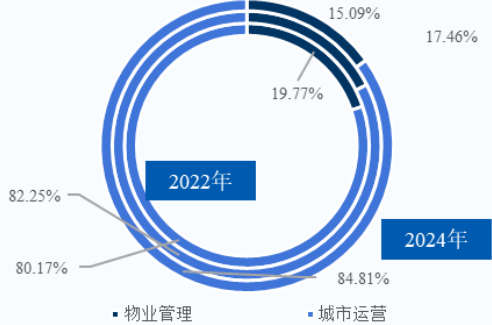
公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
资产总额（亿元）	30.62	33.01	35.53	39.38
所有者权益（亿元）	15.99	15.95	18.20	16.74
全部债务（亿元）	7.29	8.61	10.18	13.94
营业总收入（亿元）	4.00	3.85	2.52	0.86
利润总额（亿元）	3.71	1.93	2.80	-0.01
资产负债率（%）	47.77	51.68	48.76	57.50
全部债务资本化比率（%）	31.31	35.06	35.87	45.44
流动比率（%）	115.99	135.07	147.51	122.45
经营现金流动负债比（%）	2.24	3.00	3.32	--

注：1. 公司 2025 年半年度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

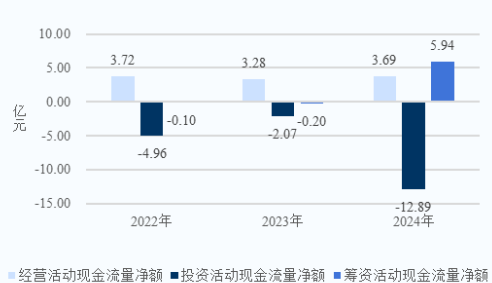
2024 年底公司资产构成



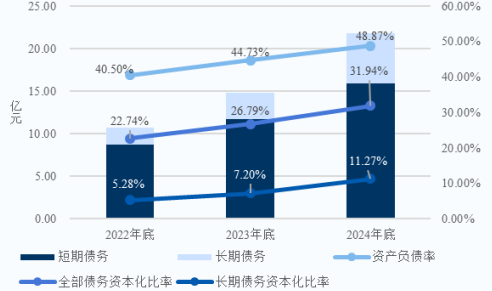
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA/稳定	2024/10/15	王 阳 肖怀玉	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 阳 wangyang@lhratings.com

项目组成员：杨学慧 yangxh@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、主体概况

玉禾田环境发展集团股份有限公司（以下简称“公司”或“玉禾田”）起源于 1997 年成立的深圳市玉禾田物业清洁管理有限公司，2015 年由深圳玉禾田环境事业发展有限公司整体变更设立为股份有限公司。2019 年 12 月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可[2019]2963 号《关于核准玉禾田环境发展集团股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，同意公司公开发行新股不超过 3460 万股，并于 2020 年 1 月 23 日在深圳证券交易所上市，股票简称为“玉禾田”，股票代码为“300815.SZ”。后经过送股、资本公积金转增股本等，截至 2025 年 6 月底，公司股本和注册资本均为 3.99 亿元，西藏天之润投资管理有限公司（以下简称“西藏天之润”）直接持有公司 47.92% 的股份并通过一致行动人深圳市鑫宏泰投资管理有限公司持有公司 3.54% 的股份；周平和周梦晨（二人为父子关系）分别持有西藏天之润 90% 和 10% 的股权，为公司实际控制人；前十大股东中王东焱持有公司 2.47% 的股份，其与周平为表兄妹关系；西藏天之润直接持有公司的股份中有 29.72% 已质押。

公司主营业务为城市运营和物业管理，按照联合资信股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业划分标准属于商业服务行业，适用于一般工商企业信用评级方法。

截至 2024 年底，公司本部内设经营监督管理中心、物业综合管理经营中心、全国市场开发中心、经营财务中心等部门。截至 2025 年 6 月底，公司合并范围内子公司共计 237 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 91.08 亿元，所有者权益 46.57 亿元（含少数股东权益 5.25 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 72.03 亿元，利润总额 8.57 亿元。截至 2025 年 6 月底，公司合并资产总额 99.26 亿元，所有者权益 48.40 亿元（含少数股东权益 5.38 亿元）；2025 年 1—6 月，公司实现营业收入 37.11 亿元，利润总额 4.48 亿元。

公司注册地址：安徽省安庆市岳西县天馨大道筑梦小镇电商产业园 5 号楼；法定代表人：鲍江勇。

二、本期债项概况

1 本期债券发行条款

本期债券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“可转债”或“本期债券”）。该可转债及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所上市。

本期债券募集资金总额不超过人民币 15.00 亿元（含 15.00 亿元）。本期债券的期限为自可转债发行之日起 6 年。本次拟发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本期债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一期利息。

本期债券无担保。

本期债券转股期自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

（1）转股条款

初始转股价格的确定：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日公司股票交易均价的较高者，具体初始转股价格由股东大会授权董事会根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，且不得向上修正。若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前的交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算。前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式：在本期债券发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）。具体调整办法如下：

派送股票股利或转增股本： $P1 = P0 / (1 + n)$

增发新股或配股： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + k)$

上述两项同时进行： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + n + k)$

派发现金股利： $P1 = P0 - D$

上述三项同时进行： $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1 + n + k)$ 。

其中：P1 为调整后转股价，P0 为调整前转股价，n 为送股率或转增股本率，k 为增发新股率或配股率，A 为增发新股价或配股价，D 为每股派送现金股利。

当公司出现上述股份和/或所有者权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在深圳证券交易所网站和中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使本公司股份类别、数量和/或所有者权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，本公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律、法规及证券监管部门的相关规定制订。

（2）转股价格的向下修正条款

在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

如公司决定向下修正转股价格，公司将在深圳证券交易所和中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间（如需）等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

（3）赎回条款

到期赎回条款：在本期债券期满后 5 个交易日内，公司将以本期债券的票面面值或上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本次可转换公司债券持有人赎回全部未转股的本期债券。具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款：在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：①在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当可转债转股余额不足 3000 万元时。

（4）回售条款

有条件回售条款：在本期债券最后 2 个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，本期债券持有人有权将其持有的全部或部分可转债按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续 30 个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本期债券最后 2 个计息年度，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款：若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转债的权利。在上述情形下，债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

2 本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过人民币 15.00 亿元（含 15.00 亿元），扣除相关发行费用后，拟投资项目如下表所示。其中环卫设备配置中心项目实施主体为公司，主要为进行市场拓展，购置作业车辆和环卫设备，用于在未来对收入增长所需的装备集中采购配

置和人员招聘。根据公司环卫设备配置中心项目可行性研究报告，环卫设备配置中心项目计划建设期 3 年，投资总额为 16.72 亿元，其中设备购置费用 15.86 亿元，预计税后内部收益率为 19.84%。

图表 1 • 本期债券募集资金拟使用用途（单位：亿元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金
环卫设备配置中心项目	16.72	11.47
补充流动资金	3.53	3.53
合计	20.26	15.00

资料来源：公司公告

在本期债券的募集资金到位之前，公司将根据项目需要以自筹资金进行先期投入，并在募集资金到位之后，依相关法律法规的要求和程序对先期投入资金予以置换。若实际募集资金数额（扣除发行费用后）少于上述项目拟投入募集资金总额，在最终确定的本次募投项目范围内，公司将根据实际募集资金数额，按照项目情况，调整并最终决定募集资金的具体投资项目、优先顺序及各项项目的具体投资额。考虑到公司所处行业竞争激烈，如市场环境发生重大不利变化，募投项目存在一定收益不达预期的风险。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年上半年报）](#)》。

四、行业分析

1 城市运营行业分析

近年来，随着环卫市场化改革及中国城镇化的稳步推进，市政环卫服务规模保持增长。市政环卫行业具有劳动密集型特点，盈利水平受人工成本影响较大，未来环卫车辆及设备需求或进一步增加。行业下游多为各级政府的环卫管理部门，企业回款受当地财政政策影响较大。随着传统物业公司、新兴城市服务提供商等进入行业，城市运营行业竞争或将持续加剧。

城市运营主要包括垃圾收集、垃圾处理、清洁保洁、治水、治污、治蚊、公共环境维护等多项服务。自 2002 年起，随着《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》（建城〔2002〕272 号）的出台，中国市政环卫市场从政府行政职能为主导向小规模市场化试点模式转变，部分试点城市启动政府采购公共服务的模式。2013 年以来，随着《关于政府向社会购买服务的指导意见》（国发办〔2013〕96 号文件）等推进政府购买公共服务的政策陆续发布，中国市政环卫产业大规模进入市场化推广发展阶段，从一二线、沿海城市推广至三四线城市、中西部地区及县城、村镇等。随着经济水平发展，中国城镇化率持续上升，由 2000 年的 36% 提升到 2024 年的 67%。城镇化率的提高为市政环卫服务需求带来稳定增量，市场容量不断扩大。根据环境司南不完全统计数据，2014—2024 年，环卫服务成交合同总额从 222 亿元增长至 2465 亿元；成交年化额从 77 亿元增长至 955 亿元。

市政环卫行业具有劳动密集型特点，一线员工众多，多为农民工，年龄结构呈高龄化趋势。2022—2024 年，50 岁以上的农民工占比持续上升，分别为 29.2%、30.6% 和 31.6%。2024 年，从事居民服务修理和其他服务业的农民工月收入同比增长 1.5% 至 4023 元，人工成本有所增长。此外，环卫装备供应商亦是市政环卫行业企业主要上游，采购产品包括路面清洁装备、市政园林养护设备、垃圾收转装备、垃圾处理装备等专业化车辆。根据国家统计局数据显示，2019 年至 2024 年全国市容环卫专用车辆设备数

量从 28.16 万台提升至 36.24 万台，年均复合增长率约 6.51%。未来随着城镇化水平的提升，人口老龄化带来的劳动力成本大幅提升，将进一步提升环卫企业对环卫车辆和智能环卫设备的购置需求。

市政环卫服务的主要购买方和监管者是各级政府的环卫管理部门，公开招标为政府采购的主要方式。2023 年，国务院办公厅转发实施国家发展改革委、财政部的《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（以下简称“指导意见”），为进一步深化基础设施投融资体制改革，切实激发民间投资活力，指导意见提出政府和社会资本合作将聚焦使用者付费项目，不能因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任，政府付费只能按规定补贴运营，不能补贴建设成本；政府和社会资本合作应全部采取特许经营模式实施；优先选择民营企业参与。公司环卫相关业务公共属性较强，近年来中标项目中，政府购买服务占比逐渐增加。

竞争格局方面，环卫服务行业的竞争主体主要包括专业环卫企业、物业服务企业以及部分国营企业，专业环卫企业在设备技术、人员管理等方面具有竞争优势，物业服务企业在社区管理方面的优势切入市政环卫服务行业。随着房地产市场的变化调整和城市化进程的推进，城市运营行业吸引了越来越多的参与者，包括传统物业公司、新兴城市服务提供商等。随着《“十四五”新型城镇化实施方案》等国家环卫相关政策持续出台，环卫服务覆盖的业务范围扩容并细化优化服务标准，城市综合管理服务将更加科学化、精细化、智慧化。《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》要求银行保险机构等金融机构加大对城镇污水垃圾处理、固体废物处理、建筑垃圾治理和资源化利用等环保领域的支持力度。《城市道路清扫保洁与质量评价标准（CJJ/T126-2022）》等标准进一步规范了市政环卫作业标准。环卫服务的持续扩容、行业标准的规范化、特许经营模式的推广等将促进行业内企业的发展，更多的物业服务企业以及国营企业或将参与行业竞争，城市运营行业竞争或将持续加剧。2022—2024 年，市政环卫服务行业的上市公司头部企业收入呈增长趋势，毛利率水平小幅波动；应收账款周转天数呈增长趋势，信用减值损失对利润总额影响较大；经营性活动现金流净额规模小幅波动。需关注市政环卫服务行业内企业应收账款管理及经营活动现金流情况。

图表 2 • 市政环卫行业上市公司情况

对比指标		盈峰环境	玉禾田	启迪环境	福龙马	侨银股份	劲旅环境	新安洁
2024 年主要业务收入占比情况		环卫服务 49.10%；智能装备 39.54%	城市运营 84.81%；物业管理 15.09%	环卫业务 53.10%；自来水及污水处理业务 21.28%；固体废物处理业务收入 16.56%	环卫产业服务 75.88%；环卫智能装备 21.40%	城乡环卫保洁 95.18%；生活垃圾处置 2.57%	特许经营权业务 52.83%；传统城乡环卫业务 41.05%；设备制造与销售 5.91%	环卫 87.19%；再生资源利用 6.93%；航空地服 4.37%
营业总收入（亿元）	2022 年	122.56	53.94	71.00	50.80	39.55	12.62	6.01
	2023 年	126.31	61.61	54.02	51.06	39.43	14.55	5.83
	2024 年	131.18	72.03	52.45	50.40	39.14	15.39	4.69
毛利率（%）	2022 年	22.74	22.40	24.61	22.35	25.40	25.10	16.69
	2023 年	22.85	22.72	18.68	22.78	26.04	24.78	9.40
	2024 年	21.77	23.82	23.77	21.57	26.86	26.53	11.00
应收账款周转天数（天）	2022 年	155.27	125.85	258.01	126.13	107.92	148.10	233.64
	2023 年	163.79	161.78	283.64	135.79	164.94	166.77	247.92
	2024 年	165.92	187.02	290.63	145.38	221.33	212.43	339.81
信用减值损失（亿元）	2022 年	-1.05	-0.50	-5.43	-0.76	-0.87	-0.08	-0.96
	2023 年	-2.16	-0.96	-4.49	-0.28	-0.93	-0.20	-0.09
	2024 年	-2.62	-1.31	-7.11	-1.00	-1.19	-0.32	-0.28
利润总额（亿元）	2022 年	5.56	6.86	-6.82	4.41	3.50	1.46	-0.44
	2023 年	6.10	7.45	-15.14	4.14	3.55	1.47	-0.59
	2024 年	5.43	8.57	-27.84	2.77	3.48	1.72	-0.57
经营性活动现金流净额（亿元）	2022 年	16.62	3.72	12.55	0.89	1.82	2.38	0.05
	2023 年	13.86	3.28	9.37	8.68	0.79	0.66	0.16
	2024 年	11.62	3.69	9.73	0.57	1.58	0.94	-0.52

注：“盈峰环境”全称为“盈峰环境科技集团股份有限公司”，下同；“启迪环境”全称为“启迪环境科技发展股份有限公司”；“福龙马”全称为“福龙马集团股份有限公司”，下同；“侨银股份”全称为“侨银城市管理股份有限公司”，下同；“劲旅环境”全称为“劲旅环境科技股份有限公司”；“新安洁”全称为“新安洁智能环境技术服务股份有限公司”
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

随着环卫行业持续深化市场化改革、“城市大管家”模式的推广，环卫行业将呈现一体化趋势。具体来看，环卫行业一方面将聚焦于环卫作业范围与内容的拓展，即环卫区域和环卫内容的拓展，从传统的道路清扫、水面保洁等基础服务，向绿化维护、公厕改造、农村污水处理等多元化领域延伸，提供管家式一体化服务；另一方面环卫业务链上下游的协同整合或将使得行业实现从前端环卫装备制造、中端高效环卫服务到末端垃圾处理的一体化流程，以提升作业效率、降低整体运营成本。环卫一体化模式的推行有助于相关政府部门简化管理流程、提高监管效能，市政环卫订单的金额扩大、服务范围延伸或将使得环卫行业集中度进一步提高。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司以市政环卫等城市运营服务为主业，客户主要集中在各级政府环卫主管部门或其下属单位等，地域跨度大、运营项目范围广，经多年积累，公司在行业经验、项目管理、品牌知名度等方面具有一定综合竞争优势，在城市运营服务领域项目获取能力突出。

公司是全国布局的城乡环境综合服务运营商，在市政环卫等城市运营服务领域和物业管理领域已有多年经营积累，在项目运营、品牌等方面具有一定综合竞争优势。与同业公司相比，公司在新签合同及在手合同方面均具备了一定规模优势。

项目运营方面，公司已在全国各地设立分子公司以覆盖和满足当地城市服务需求，并积累了针对运营项目范围广，地域跨度大的管理经验。公司服务了 1200 余家品牌客户，200 余家政府机构，在城市综合管理服务领域积累了相关资源。公司具有沿海大型城市如深圳、广州、天津等城市运营管理经验，同时在沈阳、海口、福州、南昌、昆明、长沙和银川等省会城市也积累了长期项目合同资源。公司物业管理服务业务已覆盖全国 80 余座城市，与“龙湖”“华侨城”等多家全国物业品牌保持长期的战略合作关系，业务覆盖深圳地铁、广州地铁、南宁地铁等轨道交通业务领域和三亚凤凰机场、广州白云机场等机场保洁业务，并参与完成了北京奥运会、广州亚运会、深圳大运会等赛事场馆及博鳌亚洲论坛等国际论坛的环境保障。公司具备业务所需相关资质，获取了经由品威国际认证（深圳）有限公司认证的清洁行业企业等级认证一级企业、市政环境清洁维护服务专业能力证书（甲级）、物业清洁（托管）维护服务专业能力证书（甲级）等。2022—2024 年，公司城市运营业务新签合同总金额分别为 36.89 亿元、118.32 亿元和 83.40 亿元，年底待执行合同金额分别为 262.38 亿元、352.64 亿元和 373.80 亿元，持续增长。

品牌知名度方面，近年来公司连续被评为“环卫十大影响力企业”（E20 环境平台评选）、国家级“守合同重信用企业”、广东企业 500 强、广东服务业企业 100 强、广东民营企业 100 强和深圳“老字号”企业等。此外，公司持续完善信息化产品矩阵，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，并通过与中国联通网络通信有限公司深圳市分公司签订战略合作协议，在城市综合管理、城市应急消防、智慧社区公共服务、无废城市等相关领域开展长期合作。

2 人员素质

公司高级管理人员具备较强的管理背景和经验，职工以生产人员为主，员工结构符合公司特点和发展需求。

截至 2025 年 6 月底，公司共有 7 位董事（包括 3 位独立董事）、3 位监事（包括 1 位职工监事）、4 位高级管理人员（其中 2 位兼任董事）。

公司董事长周平先生，1963 年生，大专学历，中国籍，无境外永久居留权；1986 年至 1989 年任职于黑龙江省哈尔滨纺织厂；1993 年至 1996 年任职于凸版印刷（深圳）有限公司；1997 年 10 月至 2010 年 4 月任深圳市玉禾田物业清洁管理有限公司执行董事兼总经理；2010 年 4 月至 2015 年 8 月，任深圳玉禾田环境事业发展有限公司执行董事兼总经理；2015 年 8 月至 2021 年 3 月 30 日担任公司董事长兼总经理；2021 年 3 月 31 日至今担任公司董事长。

公司总经理鲍江勇先生，1974 年生，大专学历，中国籍，无境外永久居留权；曾于 1996 年 9 月至 10 月担任沈阳汽车附件厂统计员；1996 年 11 月至 2002 年 4 月担任广州永顺清洁服务有限公司工程部主任；2002 年 5 月至 2002 年 7 月担任深圳高交会展馆环境主管；2002 年 7 月至 2002 年 10 月担任深圳中通物业管理有限公司（现名深圳中通商贸有限公司）清洁部经理；2002 年 10 月至 2015 年 8 月于公司历任管理部经理、常务副总经理、总经理；2015 年 8 月至 2018 年 1 月，担任公司物业清洁事业部（华南区）总监；2018 年 1 月至 2021 年 3 月，担任公司副总经理，2021 年 3 月至今担任公司总经理。

截至 2024 年底，公司在职员工合计 95014 人，以生产人员为主，人员结构符合公司特点和发展需求。

图表 3 • 截至 2024 年底公司人员结构

岗位类别	员工数量	教育程度	员工数量
生产人员	92724	研究生及以上	63
销售人员	123	本科	1159
技术人员	117	专科	1878
财务人员	317	高中（含中专、职高）	4926
行政人员	1733	初中及以下	86988

资料来源：联合资信根据公司年报整理

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91440300553876133C），截至 2025 年 7 月 10 日，公司本部无未结清关注类和不良/违约类贷款；已结清账户中包含 1 条关注类账户记录（2020 年 4 月产生），为公司工作人员操作失误所致，已正常还款。

截至 2025 年 9 月 24 日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家市场监督管理总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法失信案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和“信用中国”网站等主要信用信息平台中存在重大不利记录。

六、管理分析

1 法人治理

按照《公司法》等相关法律法规，公司建立了符合上市公司要求的法人治理结构。

公司根据《公司法》《证券法》和其他有关规定的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理人员组成的公司治理架构，并根据相关法律法规制定和修订了《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《监事会议事规则》《独立董事工作细则》等各项规章制度。

股东大会是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会、监事会的报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。公司董事由股东大会选举或更换，每届任期 3 年，任期届满可连选连任。公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事长 1 名。董事会设立发展战略与 ESG 委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会。董事会负责召集股东大会，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生，负责召集和主持监事会会议。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司监事会职权包括对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务等。

公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。公司设总经理 1 名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，可以连任。总经理对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、并向董事会报告工作等。

2 管理水平

公司根据生产经营的需要，制定了符合自身实际情况的规章制度。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，建立了相应的内部控制制度。

采购方面，公司制定并完善了各项采购管理制度，对物料计划、物料申购、供应商选择、采购询价与采购合同签订、采购物料的跟踪与验收、付款等方面均做出明确规定，各部门在制度规定的职责范围内切实履行采购业务的各项具体工作。

项目管理方面，公司对城市服务项目实施的全过程进行风险控制，成立城市服务项目风险控制委员会（以下简称“风控委员会”），由公司城市服务项目、市场、财务、经管、法务等各个部门负责人组成。在项目筛选阶段，对项目进行初步风险评估，确定是否参与项目，对于确定参与的项目，进行项目全过程跟踪，在项目实施阶段，由风控委员会审核相关法律文件并反馈意见、落实项目手续进度，依据政策调整及时与政府协商方案，确保项目推进符合国家相关法律法规及政策要求。在预中标阶段，与政府进行合同条款磋商，确保合同约定符合公司要求，不侵害公司权益。项目落地后，公司独立成立项目公司或与政府出资方成立项目公司，并负责项目的运营、融资及提供服务，项目公司一般由公司独立运营。

财务方面，公司设置了独立的财务部门，并配备了专职财务人员，具有规范的财务会计制度和对子公司的财务管理制度，根据准确完整的会计账簿记录和其他有关资料编制财务报表及附注，严格控制财务报告的使用，对公司年度财务报告经注册会计师审计后出具审计报告，在董事会审议后及时向公众披露；制定了《资金管理制度》，明确了公司资金管理和结算要求，加强资金业务管理和控制，注意实际操作中各个环节的职责权限和岗位分离的要求，保证资金安全，提高资金使用率的同时降低使用成本。公司及下属控股子公司的银行账户开立、注销、使用，均由公司财务部严格管理，审批手续完备，资料规范完整，确保银行账户管理高效安全。公司每年根据各单位年度预算对资金需求进行总体规划，以加强资金活动的集中归口管理，此外制定了《募集资金管理制度》，对募集资金的专户管理及专款专用、监督及信息披露进行了详细规定。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，以防范公司对外担保风险，确保公司资产安全。公司在对外担保业务规定非经公司董事会或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件，要求定期监测被担保人的经营情况和财务状况，对被担保人进行跟踪和监督，了解担保项目的执行、资金的使用、贷款的归还、财务运行及风险等，确保担保合同有效履行。

子公司管理方面，公司制定《控股子公司管理制度》等，明确了下属全资及控股子公司的经营管理、人事管理、财务管理、审计监督等方面进行管理。公司子公司主要为各地项目公司，公司通过现金管理平台实行项目公司的全部资金归集，项目公司的对外付款决策均需公司本部审批；融资方面，各项目公司均依据实际资金需求，按规定程序报公司本部审批后方可向银行申请融资。一般而言，项目公司的主要资金需求为环卫车辆采购及人工成本，公司本部根据历史经验及具体项目情况，提前进行资金需求判断和审批。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，确定董事会和股东大会各自的审批权限，规范了公司的关联交易及其披露，保证公司关联交易符合公平、公正、公开原则。

七、重大事项

2022 年，中国证监会作出《关于对玉禾田环境发展集团股份有限公司采取出具警示函监管措施的决定》。

2022 年 3 月 14 日，中国证监会对公司作出《关于对玉禾田环境发展集团股份有限公司采取出具警示函监管措施的决定》，其主要内容为：公司在申请首次公开发行股票并在创业板上市过程中，未对玉禾田环境发展集团股份有限公司佳木斯分公司被桦南县监察委员会立案调查等相关事项予以报告和披露，信息披露不完整、不及时。公司上述行为违反了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》第四条的有关规定，收到中国证监会出具的警示函。公司收到警示函后，高度重视警示函中指出的问题，对此着力加强内部管控制度，严格管控下属分子公司，并以此为鉴，切实加强对《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等法律法规及规范性文件的学习和培训。公司管理层严格遵循上市公司信息披露规范要求，强化规范运作意识，依法履行信息披露义务，有效提高公司治理水平，促进公司健康、稳定和持续发展，不断提高公司规范运作水平及信息披露质量，杜绝上述问题的再次发生，切实维护公司及全体股东的利益。

八、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，公司业务构成较为稳定，业务规模增长带动营业总收入及利润总额持续增长，综合毛利率相对稳定，区域分布以华南区域、华东区域及东北区域为主。

公司主要为政府单位和企业客户提供“全场景”的城市运营服务与物业管理服务。城市运营服务为公司营业总收入和经营性利润主要来源。2022—2024 年，公司持续拓展“城市大管家”模式，加强订单获取能力，营业总收入持续增长，年均复合增长 15.57%；利润总额持续增长，年均复合增长 11.81%，增速低于收入增速，主要原因为公司对应收账款计提的信用减值损失规模持续增长所致。

从收入构成来看，2022—2024 年，随着公司推动环卫数智化进程，增加园林养护、河道水面清污，路灯管控等业务，公司城市运营业务收入实现持续增长，年均复合增长 18.87%，是公司营业总收入核心来源；物业管理业务收入规模较为稳定。从区域分布来看，公司营业总收入主要来源于华南、华东和东北区域。

毛利率方面，2022—2024 年，公司城市运营与物业管理业务毛利率均基本保持稳定。

2025 年 1—6 月，公司营业总收入同比增长 9.00%至 72.03 亿元；利润总额 4.48 亿元，同比下降 5.74%，主要系公司为增加市场订单，市场费用投入增加所致。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业管理	10.66	19.77%	9.12%	10.76	17.46%	9.72%	10.87	15.09%	10.08%
城市运营	43.24	80.17%	25.67%	50.67	82.25%	25.35%	61.09	84.81%	26.22%
其他业务	0.04	0.07%	--	0.18	0.29%	--	0.07	0.10%	--
合计	53.94	100.00%	22.40%	61.61	100.00%	22.72%	72.03	100.00%	23.82%
其中：华南区域	18.43	34.16%	23.35%	20.62	33.47%	22.28%	23.00	31.93%	22.25%
华东区域	17.82	33.03%	21.93%	19.31	31.35%	25.98%	18.77	26.07%	27.19%
东北区域	8.02	14.87%	27.33%	8.87	14.40%	21.32%	9.18	12.75%	24.21%

注：表中 2022 年公司城市运营业务对应年报中的市政环卫业务
资料来源：联合资信根据公司公告整理

2 业务经营分析

（1）城市运营服务

公司项目以千万级规模项目为主，亿元以上大型项目数量较少，但金额占比高。公司在手项目较充足，为业务未来发展提供保障。公司经营回款情况受地方财政情况影响较大，近年来行业普遍存在回款趋缓，需关注客户区域财政状况及应收账款回款周期情况。

公司城市运营业务主要为当地政府或者环卫主管部门签订服务协议，在特定期限及区域内提供城市“全场景”一体化城市运营服务，如城市资源运营、环境卫生、绿化管养、道路管养、市容管控、停车管理、智慧照明等城市公共服务。公司通过设置大区负责各地域项目的运营管理、费用签批、干部调配等，并对不同年化收益的项目配备不同管理层，以对项目进行有效管理。

公司城市运营服务的采购内容主要包括环卫车辆和清扫设备等机械设备、扫帚和铁锹等作业工具、工服、油料、保险服务、劳务服务等。2022—2024 年，公司城市运营成本以人工成本和车辆费用为主；公司环卫人员主要为公司自有人员，部分通过劳务派遣进行补充，人工成本持续上涨主要为环卫人员数量上涨及人均薪酬上涨综合影响所致。

图表 5 • 公司城市运营业务成本构成情况

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额（亿元）	占营业成本比重	金额（亿元）	占营业成本比重	金额（亿元）	占营业成本比重
人工成本	20.23	62.95%	23.53	62.21%	27.48	60.96%
车辆费用	4.14	12.87%	4.52	11.96%	5.28	11.71%
折旧摊销	1.86	5.78%	2.18	5.77%	2.39	5.31%
材料费	1.71	5.32%	2.24	5.93%	3.07	6.80%
服务采购	2.05	6.38%	2.39	6.31%	3.34	7.41%
其他	2.15	6.70%	2.96	7.82%	3.52	7.81%

资料来源：联合资信根据公司公告整理

由于公司的业务区域较广，同时市场上供应商数量较多，公司对主要供应商依赖程度较低。2022—2024 年，公司对前五大供应商采购总额占比分别为 22.89%、23.13%和 33.53%，其中 2024 年对中粮（深圳）智汇置业有限公司的采购系公司购买深圳市福田区梅林街道的中粮·福田大悦广场部分办公楼层所致，非长期采购需求。整体看，公司供应商集中度一般。

图表 6 • 公司合并口径前五大供应商情况

年份	供应商	采购额 (亿元)	占年度采购总 额比例	年份	供应商	采购额 (亿元)	占年度采购总 额比例	年份	供应商	采购额 (亿元)	占年度采购总 额比例
2022 年	中国石化销售股份有限公司	1.76	10.52%	2023 年	中国石化销售股份有限公司	1.62	8.78%	2024 年	中粮（深圳）智汇置业有限公司	5.26	18.14%
	中国石油天然气股份有限公司	1.01	6.03%		中国石油天然气股份有限公司	1.25	6.75%		中国石化销售股份有限公司	1.76	6.06%
	中通新能源汽车有限公司	0.41	2.48%		福建龙马环卫装备销售有限公司	0.77	4.15%		中国石油天然气股份有限公司	1.56	5.37%
	内蒙古产权交易中心有限责任公司	0.36	2.14%		德州安佳人力资源有限公司	0.34	1.85%		深圳市无忧才智人力资源服务有限公司及其关联方	0.83	2.86%
	内蒙古金鼎拍卖有限公司	0.29	1.72%		中通新能源汽车有限公司	0.30	1.60%		长沙中联重科环境产业有限公司	0.61	2.09%

注：1. 公司根据包头市青禾源市政项目合同约定，通过内蒙古金鼎拍卖有限公司取得业主方的资产设备；2. 深圳市无忧才智人力资源服务有限公司与深圳有才综合服务有限公司的实际控制人均为方柱，二者采购额合并计算
资料来源：公司提供

公司城市运营业务主要包括特许经营权模式、政府购买服务模式等。政府购买服务项目为传统模式，主要为政府按照一定的方式和程序，把属于政府职责范围且适合通过市场化方式提供的服务事项，交由符合条件的社会力量和事业单位承担，并根据服务数量和质量等向其支付费用，一般不涉及资产移交，服务期限通常为 1~3 年，以月付为主，实质是由政府购买企业提供的清扫保洁、垃圾收运等服务，客户多为各级政府的环卫主管部门，由政府承担购买服务费用。特许经营模式是指地方政府将一定区域、一定期限的环境服务，通过竞争模式选择专业化的运营（投资）公司，由社会资本承担设计、运营、维护基础设施等相关工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报，政府负责基础设施及公共服务的价格和质量。近年来，公司新增订单及续签订单按数量计主要为政府购买服务类业务¹。公司特许经营权模式下的建设投资主要为购买政府相关环境部门的过往清洁设备。特许经营权模式合作期限一般在 10 年以上，最长不超过 40 年，主要通过 BOT、ROT、TOT 等方式开展。

公司单一项目以 1 亿元以内年化收入的订单为主；单一项目年限广泛，项目数量众多，业务网络覆盖全国 80 余个重点城市，公司重点扩大回款较为及时区域的合作范围及提升单体订单规模，同时兼有考虑该项目公司能够有合理规模的盈利。2022—2024 年，公司加强市场拓展，新签合同总金额波动增长，在手订单合同总额持续增加，其中 2023 年新签合同总金额同比大幅增加，主要系公司中标期限较长、金额较大的遵义市红花岗区、汇川区城乡环卫一体化特许经营项目所致。

图表 7 • 公司城市运营业务在手订单经营效率对比情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
新签合同总金额（亿元）	36.89	118.32	83.40
年底在手合同金额（亿元）	379.05	523.00	577.20
年底待执行合同金额（亿元）	262.38	352.64	373.80
主要中标项目情况	宁夏银川市西夏区西花园片区、同心路片区及贺兰山路片区环卫作业市场化运行项目；广州市灵山岛尖环卫保洁综合服务项目；内蒙古包头市青山区城乡环卫、园林、市政一体化市场运行综合服务项目；海南海口市秀英区主城区内园林运维管养项目；江西九江市中心城区环卫市场一体化采购项目甘肃省永登县住房和城乡建设局永登县生活垃圾分类及市政环卫管理一体化特许经营项目；安徽省滁溪县环卫项目；江苏连云港市凤凰镇环卫一体化项目；河北省秦皇岛市抚宁县及陕西汉中市汉台环卫项目等	在广东、江苏、福建、海南、贵州、甘肃、江西、新疆、河北、吉林、内蒙、湖南、天津、山东等 19 个省份中标环卫项目约 66 个，包括深圳市龙华区观湖街道办事处城市管家项目、兰州市七里河智慧环卫管理一体化特许经营项目、贵州省—遵义市红花岗区、汇川区城乡环卫一体化特许经营项目等	甘肃、贵州、云南等省份城市运营项目及特许经营项目，如六盘水市钟山区垃圾分类及环卫运行能力提升项目、遵义市红花岗区、汇川区城乡环卫一体化特许经营项目等

注：2023 年因收购重庆高洁环境绿化工程集团有限公司，其存续合同规模计入 2023 年及以后年份的年底在手合同金额
资料来源：联合资信根据公司公告整理

公司城市运营业务的客户为各级政府环境卫生管理部门或其下属单位，公司主要通过招投标、竞争性磋商、竞争性谈判等方式

¹ 因 2023 年中标遵义市红花岗区、汇川区城乡环卫一体化项目属于特许经营项目，系公司目前最大在手订单。

获取业务合同，公司与客户通常按月或季度结算，在每月或每季度结束后根据合同约定的服务金额或服务金额确定方式，并结合客户对公司服务的考核情况，按照合同约定的付款周期和服务价格结算方式向客户申请结算。公司经营回款情况受地方财政情况影响较大，近年来行业普遍存在回款趋缓，需关注应收账款回款周期情况。公司存量项目方面，海南省及江西省占比相较其他省份为高，部分款项存在不足额或不及时情况。回款情况较差的项目，公司逐渐收缩或提起诉讼。公司与客户签订合同后，根据合同规定配置项目所需要的作业车辆、设备、工具和作业人员，按照合同约定的作业质量标准提供服务，并接受客户的监督和考核。2022—2024 年，公司前五大客户销售总额占比分别为 19.97%、18.07%和 15.65%，集中度一般。

图表 8 • 2022—2024 年公司合并口径前五大客户情况

年份	客户	销售额 (亿元)	占年度销售 总额比例	年份	客户	销售额 (亿元)	占年度销售 总额比例	年份	客户	销售额 (亿元)	占年度销售 总额比例
2022 年	海口市秀英区环境卫生管理局	3.59	6.66%	2023 年	海口市秀英区环境卫生管理局	3.36	5.46%	2024 年	海口市秀英区环境卫生管理局	3.34	4.63
	石河子市城市管理局（城市管理行政执法局）	1.92	3.56%		石河子市城市管理局（城市管理行政执法局）	1.98	3.22%		新疆生产建设兵团第八师城市管理局（石河子市城市管理局）	1.96	2.72
	临淄区综合行政执法局	1.45	2.69%		澄迈县综合行政执法局	1.47	2.38%		澄迈县综合行政执法局	1.49	2.07
	澄迈县综合行政执法局	1.43	2.65%		中航物业管理有限公司	1.41	2.30%		沈阳经济技术开发区[中德(沈阳)高端装备制造产业园]建设管理服务中心	1.43	1.99
	九江市城市管理局	1.35	2.51%		沈阳经济技术开发区[中德(沈阳)高端装备制造产业园]建设管理服务中心	1.41	2.29%		九江市城市管理局	1.32	1.84

资料来源：公司提供

2023 年 12 月，公司公告中标贵州省遵义市红花岗区、汇川区城乡环卫一体化特许经营项目，采购人为遵义市综合行政执法局，成交金额为 64.19 亿元，其中红花岗区 25 年特许经营服务费 35.13 亿元，汇川区 25 年特许经营服务费 29.06 亿元，年平均报价为 2.57 亿元，含使用者付费（如居民垃圾处理费等）及可行性缺口补助（财政补贴），服务范围主要为（道路、人行道、广场、河道等区域清扫保洁）、公厕保洁及维护维修、垃圾分类及收集转运等运营维护特许经营。

（2）物业管理

公司物业管理业务主要物业保洁业务，合同期限通常为 1~3 年，2022—2024 年，公司新签合同额保持增长，合同规模稳定。

公司物业管理服务主要为在特定期限及区域内提供开荒、日常清洁保洁服务、石材养护及翻新处理、绿化养护、室内空气治理、四害消杀等专项清洁服务。公司物业管理服务成本主要由人工成本构成。

图表 9 • 公司物业管理业务成本构成情况

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额（亿元）	占营业成本比重	金额（亿元）	占营业成本比重	金额（亿元）	占营业成本比重
人工成本	8.67	89.53%	8.72	89.83%	8.30	84.97%
服务采购	0.44	4.52%	0.42	4.36%	0.90	9.16%
材料费	0.30	3.06%	0.26	2.72%	0.27	2.72%
其他	0.28	2.89%	0.30	3.09%	0.30	3.15%

资料来源：联合资信根据公司公告整理

公司物业管理服务客户主要包括物业管理公司及地铁、高铁和机场的运营管理单位等。公司主要通过商业谈判、招投标等方式获取业务合同。服务方按照合同要求，组织人员按照合同约定提供服务，客户对服务的质量进行考核评价，按照合同约定向服务方支付费用。合同期限大多为 1~3 年，公司与客户签订合同后，在合同期内按照合同规定的作业方式、作业规范以及作业要求，为客户提供环境卫生管理服务，并接受客户的监督和考核。公司与客户通常按月或季度结算。

公司物业管理服务业务主要为承包物业管理公司分包物业保洁业务，下游客户主要为物业管理公司、地铁、机场等，项目数量千余个，单体项目规模非常小。公司与“龙湖”“华侨城”等全国物业品牌保持长期的战略合作关系，并为深圳地铁、广州地铁、南宁地铁、长沙地铁、成都地铁、福州地铁、石家庄地铁等提供清洁类服务，兼有部分赛事保障业务。2022—2024 年，公司均储备了一定规模的待执行合同，因不同项目续签期不同，公司新签合同和在手合同金额均有所波动。因物业管理服务业务单体项目规模非常小，若有个别客户出现回款问题后，公司可及时调整合作，影响较小。

图表 10 • 公司物业清洁业务合同情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
新签合同总金额（亿元）	10.58	13.10	14.82
年底在手合同金额（亿元）	15.05	14.71	16.05
年底待执行合同金额（亿元）	7.50	7.51	8.51

资料来源：联合资信根据公司公告整理

3 经营效率

2022—2024 年，公司整体经营效率有所下降。与同业公司相比，公司经营效率处于较高水平。

从经营效率指标看，2022—2024 年，因下游回款效率减慢，公司销售债权周转次数持续下降，公司存货规模很小，总资产周转次数随着资产规模扩大而下降。与所选同业公司相比，公司存货、总资产周转率很高，应收账款周转率一般，整体经营效率处于较高水平。

图表 11 • 2022—2024 年公司经营效率情况

对比指标	2022 年	2023 年	2024 年
销售债权周转率（次）	2.86	2.22	1.92
存货周转次数（次）	140.93	113.49	87.04
总资产周转次数（次）	0.95	0.92	0.88

资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 12 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	盈峰环境	福龙马	侨银股份
存货周转率（次）	46.26	9.41	3.16	3.26
应收账款周转率（次）	1.92	2.17	2.48	1.63
总资产周转率（次）	0.88	0.45	0.78	0.50

注：1. 为了方便对比，上表公司数据均来自 Wind；2. 存货周转率=营业成本/[（期初（存货净额+合同资产）+期末（存货净额+合同资产））/2]，与表 10 指标计算方式存在差异
 资料来源：Wind

4 未来发展

公司未来将持续布局数智城市大管家战略、引入创新技术和智能设备，经营方针符合自身特色。

未来，公司将进一步推动数智城市大管家战略的布局，坚持引入创新技术，利用已有的资金实力和资本市场的助力，加大在智能环卫装备领域的投资。在现有环卫清扫、物业保洁业务上，加大智能装备的投入和智慧运营的比例。同时通过与产业链上下游企业通力合作，开拓智慧环卫市场份额，推动智慧化环卫在各地落地，以提升项目的智慧化程度、减少人力占比和碳排放总量。公司将全方位推行“作业云”系统、在城市运营服务领域尝试智能环卫装备、智能环卫信息系统、人机协同作业新模式等。此外，公司将坚持“人才强企”战略，构建动态、竞争、开放的人力资源体系，为企业发展提供人力资源保障，并结合自身的战略部署充分利用资本市场，拓宽融资渠道、提升公司融资能力，通过收购兼并等多种方式整合产业资源，进一步利用智能装备板块的布局。

九、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均为标准无保留意见。公司提供的 2025 年半年度财务报表未经审计。

合并范围方面，2022 年，公司合并范围新增 30 家子公司（收购 2 家、新设 25 家、根据合同约定因试运营结束纳入合并范围 1 家），注销 5 家子公司；2023 年，公司合并范围新增 65 家子公司（收购 30 家、新设 35 家），减少 5 家子公司（注销 3 家、股权转让 2 家）；2024 年，公司合并范围新增 48 家子公司，注销 10 家子公司。2025 年 1—6 月，公司新增设立 18 家子公司，收购 4 家子公司，注销子公司 2 家。截至 2025 年 6 月底，公司合并范围内共 237 家子公司。公司合并范围内子公司数量变动大，但相关子公司规模较小，整体看公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长。截至 2024 年底，公司资产以流动资产为主，流动资产中应收款项占比较高，平均账龄有所延长；非流动资产中固定资产占比较高。公司资产受限比例较小。

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 22.00%，主要系应收账款增长及公司购买办公楼所致；流动资产和非流动资产规模均持续增长，年均复合增长率分别为 22.66%和 20.84%。

流动资产方面，公司货币资金规模较大，截至 2024 年底受限货币资金为 0.13 亿元，占货币资金的 1.63%，主要为保函保证金、票据保证金、涉诉冻结款、履约保证金等。2022—2024 年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长 36.30%，主要系公司经营规模扩大及应收账款账龄增长所致。截至 2024 年底，公司账龄在一年以内的应收账款账面余额占比为 76.86%，较上年底占比(82.57%)有所下降，公司应收账款累计计提坏账规模 2.93 亿元，计提比例为 6.50%；前五大欠款方应收账款和合同资产期末余额占比合计 25.10%，公司主要应收账款客户区域分布相对分散。

非流动资产方面，2022—2024 年底，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 77.53%，主要由公司运营特许经营权类项目应收款构成。2022—2024 年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长 29.85%，截至 2024 年底较上年底大幅增长，主要系公司购买深圳中粮福田大悦广场办公场所所致；固定资产主要由作业车辆及设备、房屋及建筑物构成，累计计提折旧 11.83 亿元。2022—2024 年底，公司无形资产持续增长，年均复合增长 38.88%，主要由特许经营权构成，截至 2024 年底公司未对无形资产计提减值准备。

图表 13 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	39.00	63.74%	51.00	69.47%	58.68	64.43%	64.89	65.37%
货币资金	10.18	16.63%	11.21	15.27%	8.00	8.78%	11.26	11.34%
应收账款	22.71	37.11%	32.66	44.49%	42.18	46.31%	45.08	45.42%
非流动资产	22.18	36.26%	22.41	30.53%	32.39	35.57%	34.37	34.63%
长期应收款	1.49	2.44%	2.41	3.29%	4.70	5.16%	4.63	4.67%
固定资产	9.15	14.96%	10.68	14.55%	15.43	16.95%	15.20	15.31%
无形资产	2.51	4.11%	2.18	2.98%	4.85	5.32%	7.25	7.30%
资产总额	61.19	100.00%	73.41	100.00%	91.08	100.00%	99.26	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司主要受限资产为固定资产和应收账款，受限比例较低。

图表 14 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.13	0.14%	保函保证金、涉诉冻结款、票据保证金、履约保证金
固定资产	5.65	6.20%	融资租赁资产、贷款抵押物
应收账款	2.55	2.80%	质押担保
合计	8.33	9.14%	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2025 年 6 月底，公司合并资产总额较上年底增长 8.99%，资产结构较上年底变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

2022—2024 年底，公司所有者权益持续增长，所有者权益稳定性一般。

2022—2024 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 13.10%。截至 2024 年底，公司所有者权益 46.57 亿元，较上年底增长 14.77%，主要系公司利润积累，未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.73%，少数股东权益占比为 11.27%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 8.56%、15.31%和 62.46%。所有者权益中未分配利润占比较

大，权益结构稳定性一般。截至 2025 年 6 月底，公司所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

（2）负债

2022—2024 年底，公司负债和全部债务规模持续增长，债务结构以短期债务为主，主要来源于银行借款；债务负担持续加重，仍处于可控水平。2025 年 6 月底，随着业务规模扩大，公司短期借款增加，带动相关债务指标上升。

2022—2024 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 34.01%，公司负债以流动负债为主。2022—2024 年底，公司短期借款持续增长，年均复合增长 38.95%，主要系随着经营规模扩大，公司营运资金需求增加所致。截至 2024 年底，公司短期借款主要由保证借款（12.04 亿元）、信用借款（0.86 亿元）、质押+保证借款（0.70 亿元）构成。2022—2024 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 32.75%，主要为应付的设备款、材料款及服务费等；公司应付职工薪酬持续增长，年均复合增长 11.59%，主要系公司员工数量持续增加所致。公司非流动负债以长期借款为主，公司长期借款主要对应购建固定资产等长期资产所需资金，截至 2024 年底，公司长期借款主要由保证借款（2.56 亿元）、抵押+保证借款（2.06 亿元）构成。公司预计负债主要由 PPP 项目资产预计更新支出构成。

图表 15 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	20.37	82.19%	27.00	82.22%	34.74	78.04%	41.70	82.00%
短期借款	7.18	28.97%	9.09	27.69%	13.86	31.15%	21.29	41.87%
应付账款	5.73	23.11%	8.06	24.54%	10.09	22.68%	9.28	18.25%
应付职工薪酬	3.75	15.14%	4.21	12.81%	4.67	10.49%	3.41	6.70%
非流动负债	4.41	17.81%	5.84	17.78%	9.77	21.96%	9.16	18.00%
长期借款	1.33	5.35%	2.63	8.02%	4.81	10.82%	4.31	8.48%
负债总额	24.78	100.00%	32.84	100.00%	44.51	100.00%	50.86	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

债务方面，2022—2024 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 42.81%，以短期债务为主。截至 2024 年底，公司全部债务中约 91%为银行借款。从债务指标来看，2022—2024 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续上升。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 47.20%，主要系短期借款和长期借款增加所致。公司债务负担仍处于可控水平。

图表 16 • 公司债务及相关指标情况

指标	2022 年底	2023 年底	2024 年底	2025 年 6 月底
全部债务（亿元）	10.71	14.85	21.85	29.32
短期债务占全部债务比重	81.07%	78.81%	72.94%	81.56%
资产负债率	40.50%	44.73%	48.87%	51.24%
全部债务资本化比率	22.74%	26.79%	31.94%	37.72%
长期债务资本化比率	5.28%	7.20%	11.27%	10.05%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 6 月底，公司负债总额 50.86 亿元，较上年底增长 14.27%，主要系业务规模扩大，流动资金需求增加，公司短期借款增加所致。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大；公司全部债务 29.32 亿元，较上年底增长 34.17%，主要系短期借款增加，债务结构以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别较上年底上升 2.37 个百分点和 5.78 个百分点。

3 盈利能力

2022—2024 年，随着经营规模的扩大，公司营业总收入和利润总额均持续增长，营业利润率小幅上升；公司费用规模占营业总收入比例一般，信用减值损失对公司利润形成侵蚀，如应收账款账龄进一步增长，公司信用减值损失或将对利润影响加重；整体看，公司盈利水平较为稳定。

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 15.57%，主要系公司业务规模持续扩大所致；公司营业利润率小幅上升；公司利润总额持续增长，年均复合增长 11.81%，具体分析见本报告经营分析部分。

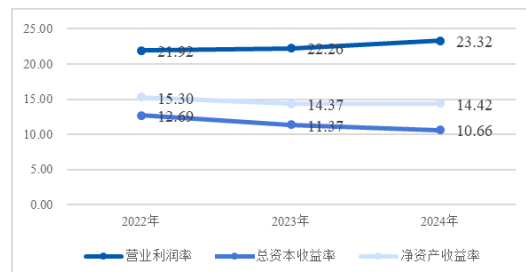
2022—2024 年，公司费用总额持续增长，分别占营业总收入的 8.88%、9.15%和 9.81%。公司费用主要由管理费用构成。2022—2024 年，公司信用减值损失规模持续增长，主要系公司应收账款账龄持续增长导致计提信用减值损失增加所致。

图表 17 • 公司利润表情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
营业总收入	53.94	61.61	72.03	37.11
营业成本	41.85	47.61	54.87	28.15
期间费用	4.79	5.64	7.07	3.74
信用减值损失	-0.50	-0.96	-1.30	-0.52
利润总额	6.86	7.45	8.57	4.48

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 18 • 2022—2024 年公司盈利指标情况（%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022—2024 年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所下降，但仍属于较高水平。与所选公司比较，公司收入规模和盈利能力指标属于较高水平。

图表 19 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	盈峰环境	福龙马	侨银股份
营业总收入（亿元）	72.03	131.18	50.40	39.14
销售毛利率	23.82	21.77	21.57	26.86
总资产报酬率	10.05	2.69	4.47	6.56
净资产收益率	14.42	3.02	5.30	11.48

注：总资产报酬率=（利润总额+财务费用中的利息费用）/总资产*100

资料来源：联合资信根据公开整理

4 现金流

2022—2024 年，公司经营活动现金持续净流入，净流入规模基本稳定，收入实现质量有所下降；投资活动因购买理财及办公楼持续净流出，筹资活动现金流随着借款规模增加，净流出转为净流入。

从经营活动来看，2022—2024 年，随着业务规模扩大，公司经营活动现金流入和流出量均持续增长；经营活动现金持续净流入，净流入规模基本稳定。2022—2024 年，公司现金收入比持续下降。

从投资活动来看，2022—2024 年，公司投资活动主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产和购买、赎回理财产品，投资活动现金净额持续净流出。其中，2024 年因公司购买办公楼，净流出规模大幅增长。

从筹资活动来看，2022—2024 年，公司筹资活动现金流入量和流出量均持续增长，其中 2022 年和 2023 年筹资活动现金流呈小幅净流出，主要系公司分红所致；2024 年，随着公司取得借款规模增加，公司筹资活动现金呈净流入态势。2022—2024 年，公司现金分红金额分别为 1.89 亿元、0.80 亿元和 1.49 亿元。

5 偿债指标

2022—2024 年，公司短期偿债指标表现较好，长期偿债能力指标表现良好，具备直接融资渠道。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	191.48%	188.88%	168.94%
	速动比率（%）	189.33%	187.40%	166.46%
	经营现金流动负债比（%）	18.26%	12.15%	10.63%
	经营现金/短期债务（倍）	0.43	0.28	0.23

长期偿债指标	经营现金流入量/流动负债（%）	2.58	2.17	1.96
	经营现金流入量/短期债务（倍）	5.61	4.73	4.05
	现金短期债务比（倍）	1.18	0.96	0.51
	EBITDA（亿元）	10.00	11.06	12.71
	全部债务/EBITDA（倍）	1.07	1.34	1.72
	经营现金/全部债务（倍）	0.35	0.22	0.17
	EBITDA 利息倍数（倍）	24.26	23.38	21.78
	经营现金/利息支出（倍）	9.03	6.94	6.33

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2022—2024 年，随着经营规模扩大，公司流动负债和短期债务持续增长，流动比率、速动比率、经营现金流动负债比率、经营现金/短期债务、经营现金流入量/流动负债、经营现金流入量/短期债务和现金短期债务比均持续下降，但仍处于可控水平。银行授信方面，截至 2024 年底，公司在银行等金融机构获得综合授信 55.00 亿元，已使用授信额度 26.31 亿元，间接融资渠道有待拓宽。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 持续增长，对利息和全部债务覆盖程度很高。2024 年，公司 EBITDA 同比增长 14.97%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 23.05%）和利润总额（占 67.43%）构成。2022—2024 年，公司经营活动现金净流入规模小幅下降，对全部债务和利息支出保障程度有所下降。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现较强。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司无对合并范围以外的担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司无重大的未决诉讼。

6 公司本部财务分析

公司本部是公司重要的投融资主体之一，资产以对子公司的借款及持有的子公司股权为主，公司本部债务负担一般，利润主要来源于投资收益，经营活动现金流持续净流入。

公司本部是经营和投融资主体之一。截至 2024 年底，公司本部资产总额 35.53 亿元，较上年底增长 7.63%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 61.22%，主要由货币资金（占 8.19%）、应收账款（占 7.11%）和其他应收款（占 82.50%）构成；非流动资产占 38.78%，主要由长期股权投资（占 95.02%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 1.78 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 17.32 亿元，较上年底增长 1.56%，以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 44.77%）、其他应付款（合计）（占 44.83%）、一年内到期的非流动负债（占 6.92%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 99.20%）构成。截至 2024 年底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率分别为 48.76%和 35.87%，债务负担一般。截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 18.20 亿元，较上年底增长 14.12%。在所有者权益中，实收资本为 3.99 亿元（占 21.90%）、资本公积合计 7.21 亿元（占 39.63%）、未分配利润合计 5.78 亿元（占 31.73%）、盈余公积合计 1.23 亿元（占 6.74%）。

2024 年，公司本部营业总收入为 2.52 亿元，利润总额为 2.80 亿元，投资收益为 2.84 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 0.49 亿元，投资活动现金流净额-3.01 亿元，筹资活动现金流净额 0.48 亿元。

十、ESG 分析

公司积极履行社会责任，制定了符合自身实际情况的规章制度。公司及其子公司存在行政处罚的情况，但不属于重大违法行为，整体看，公司 ESG 情况对公司经营无重大不利影响。

环境方面，作为市政环卫行业企业，在建设和运营过程中基本不需要消耗能源，公司及其子公司不属于环境保护部门公布的重点排污单位。2022 年和 2023 年，公司未因环境问题受到行政处罚，2024 年，因子公司应急物资没有按照应急预案配备，公司缴纳 1.0170 万元罚款，并进行全面整改，补齐上述应急物资装备。

社会责任方面，公司积极承担环保与社会责任，在多地开展除雪保障服务，并广泛参与植树节活动，助力“双碳”目标。公司捐资助学，支持教育事业，为多地教育基金及贫困大学生提供资助款，积极参与乡村扶贫和退役军人就业工作，并向多个基金会和公益组织捐款，用于支持残疾人、环卫工人、困难职工等群体的关爱和帮助，2024 年，公司累计投入 840 万元用于公益事业。

管理和治理方面，公司制定了符合自身实际情况的规章制度；曾于 2021 年收到监管函，于 2022 年收到警示函。2022—2024 年，公司及其子公司存在行政处罚的情况，其中处罚金额超过 5 万元情况如下表所示，相关违法行为不属于重大违法行为。

图表 21 • 2022—2024 年公司部分行政处罚情况

处罚年度	公司名称	作出处罚部门	处罚事由	处罚内容
2022 年	哈尔滨玉禾田环境事业发展有限公司	辽阳市文圣区应急管理局	对职工安全教育不到位等、对 1 名保洁人员死亡的安全生产事故负有责任	罚款 32 万元
2022 年	福建玉禾田环境事业发展有限公司晋安区分公司	福州市晋安区卫生健康局	未按照规定组织职业健康检查、安排未经职业健康检查的劳动者从事接触职业病危害作业	警告、罚款 15 万元，责令限期整改
2023 年	深圳市玉禾田物业清洁管理有限公司	深圳市南山区应急管理局	对分包单位的统一协调、管理不到位等，对 1 名分包单位工人清洁作业时死亡负有一定责任	罚款 35 万元
2023 年	滨州玉禾田城市服务有限公司	滨州市滨城区应急管理局	安全生产主体责任落实不到位等，发生 1 名人员作业过程中发生高处坠落、死亡事故	罚款 70 万元
2024 年	阿勒泰高洁城市环卫服务有限公司	阿勒泰地区生态环境局	环境应急物资和《哈巴河县生活垃圾填埋场突发环境事件应急预案》不一致，没有按照应急预案要求配备应急物资	罚款 1.0170 万元

资料来源：公司提供

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司债务结构影响很大，发行后，公司负债水平将大幅上升，债务负担有所增加。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券发行后长期债务的保障能力较强。考虑未来转股因素，公司资本实力或将逐步增强，公司对本次可转换公司债券的保障能力有望进一步增强。

公司本期债券拟发行规模为不超过人民币 15.00 亿元（含），按发行金额上限（人民币 15.00 亿元）测算，本期债券发行规模分别为公司 2024 年底长期债务和全部债务的 2.54 倍和 0.69 倍，对公司现有债务结构影响很大。以 2024 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，如将本期债券上限规模均计入应付债券科目，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 48.87%、31.94%和 11.27%上升至 56.10%、44.18%和 30.99%，公司负债水平大幅上升，债务负担将明显加重。从本次可转债的发行条款来看，公司设定了转股价格向下修正等条款，有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券发行后长期债务的保障能力一般。

截至 2024 年底，公司现金类资产为 8.07 亿元，为本期债券发行额度上限（15.00 亿元）的 0.54 倍。以 2024 年的财务数据为基础，按本期债券发行额度上限（人民币 15.00 亿元）测算，本期债券发行后，2024 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为本期债券的 4.55 倍、0.25 倍和 0.85 倍，分别为发行后长期债务的 3.26 倍、0.18 倍和 0.61 倍。

图表 22 • 本期债项偿还能力测算

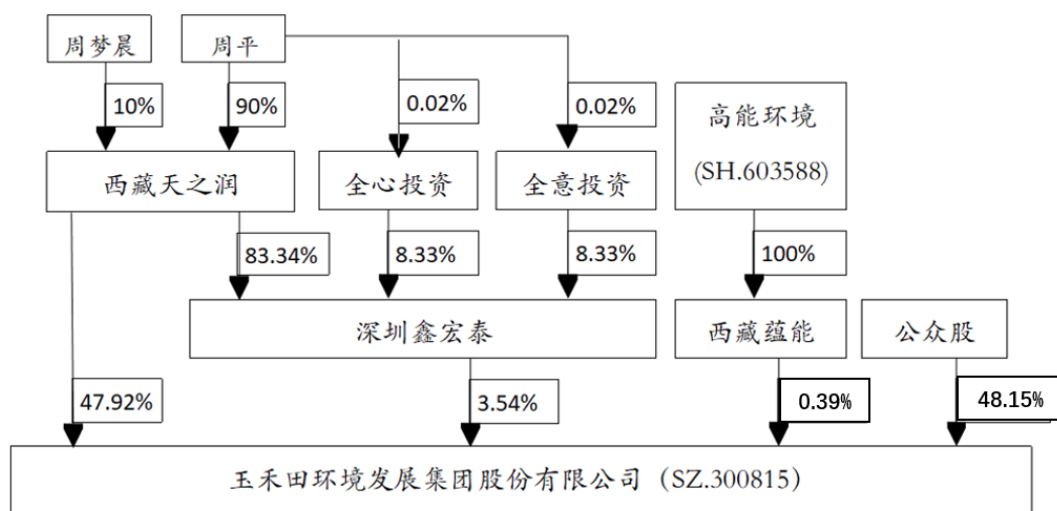
项目	2024 年
发行后长期债务（亿元）	20.91
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.26
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.18
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.64

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、评级结论

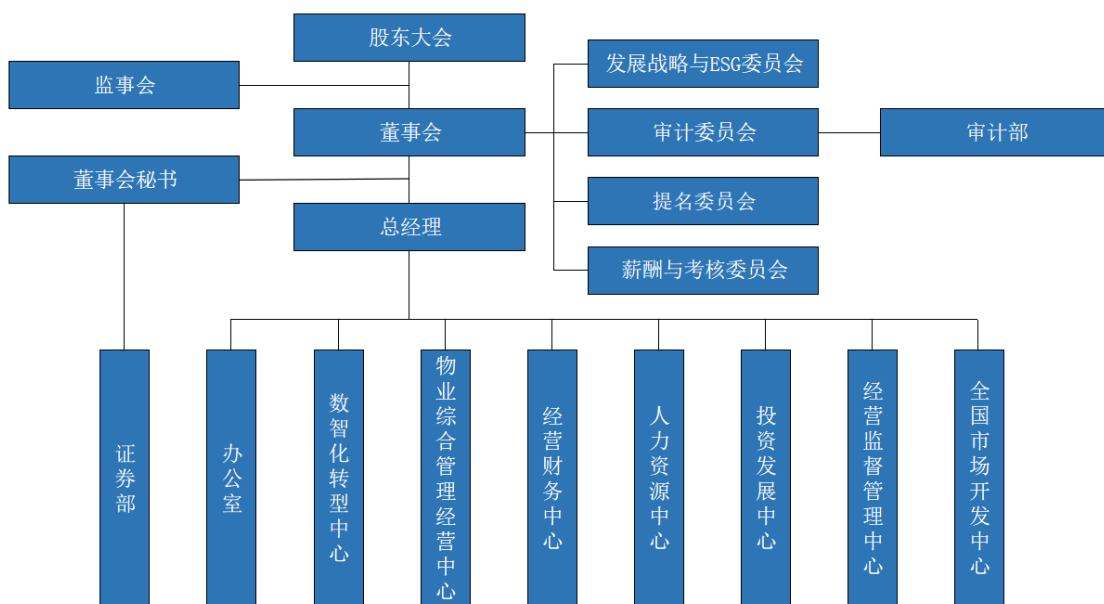
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债项信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月底）



注：“西藏天之润”全称为“西藏天之润投资管理有限公司”；“全心投资”全称为“深圳市全心咨询顾问企业(有限合伙)”；“全意投资”全称为“深圳市全意咨询顾问企业(有限合伙)”；“高能环境”全称为“北京高能时代环境技术股份有限公司”；“深圳鑫宏泰”全称为“深圳市鑫宏泰投资管理有限公司”；“西藏蕴能”全称为“西藏蕴能环境技术有限公司”
资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
海口玉禾田环境服务有限公司	9116.52	提供市政环卫服务	--	70.00%	设立
深圳玉禾田智慧城市运营集团有限公司	11000.00	提供物业管理服务及市政环卫服务	100.00%	--	购买

资料来源：联合资信根据公司公告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.22	11.23	8.07	11.42
应收账款（亿元）	22.71	32.66	42.18	45.08
其他应收款（亿元）	2.70	3.48	3.60	3.57
存货（亿元）	0.44	0.40	0.86	0.93
长期股权投资（亿元）	3.85	0.87	0.87	0.49
固定资产（亿元）	9.15	10.68	15.43	15.20
在建工程（亿元）	0.00	0.13	0.00	0.08
资产总额（亿元）	61.19	73.41	91.08	99.26
实收资本（亿元）	3.32	3.99	3.99	3.99
少数股东权益（亿元）	3.33	4.36	5.25	5.38
所有者权益（亿元）	36.40	40.58	46.57	48.40
短期债务（亿元）	8.69	11.70	15.94	23.91
长期债务（亿元）	2.03	3.15	5.91	5.41
全部债务（亿元）	10.71	14.85	21.85	29.32
营业总收入（亿元）	53.94	61.61	72.03	37.11
营业成本（亿元）	41.85	47.61	54.87	28.15
其他收益（亿元）	0.42	0.63	0.34	0.12
利润总额（亿元）	6.86	7.45	8.57	4.48
EBITDA（亿元）	10.00	11.06	12.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	50.32	56.70	65.02	37.89
经营活动现金流入小计（亿元）	52.49	58.59	68.22	40.40
经营活动现金流量净额（亿元）	3.72	3.28	3.69	3.57
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.96	-2.07	-12.89	-6.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.10	-0.20	5.94	5.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.86	2.22	1.92	--
存货周转次数（次）	140.93	113.49	87.04	--
总资产周转次数（次）	0.95	0.92	0.88	--
现金收入比（%）	93.29	92.04	90.27	102.08
营业利润率（%）	21.92	22.26	23.32	23.70
总资本收益率（%）	12.69	11.37	10.66	--
净资产收益率（%）	15.30	14.37	14.42	--
长期债务资本化比率（%）	5.28	7.20	11.27	10.05
全部债务资本化比率（%）	22.74	26.79	31.94	37.72
资产负债率（%）	40.50	44.73	48.87	51.24
流动比率（%）	191.48	188.88	168.94	155.60
速动比率（%）	189.33	187.40	166.46	153.38
经营现金流动负债比（%）	18.26	12.15	10.63	--
现金短期债务比（倍）	1.18	0.96	0.51	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	24.26	23.38	21.78	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.07	1.34	1.72	--

注：公司 2025 年半年度财务报表未经审计；“--”表示不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.17	3.82	1.78	1.87
应收账款（亿元）	1.48	1.68	1.55	1.69
其他应收款（亿元）	10.88	13.51	17.94	21.27
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	14.06	12.52	13.09	13.17
固定资产（亿元）	0.84	0.61	0.31	0.30
在建工程（亿元）	--	--	--	--
资产总额（亿元）	30.62	33.01	35.53	39.38
实收资本（亿元）	3.32	3.99	3.99	3.99
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	15.99	15.95	18.20	16.74
短期债务（亿元）	5.91	6.19	7.62	12.10
长期债务（亿元）	1.38	2.42	2.56	1.84
全部债务（亿元）	7.29	8.61	10.18	13.94
营业总收入（亿元）	4.00	3.85	2.52	0.86
营业成本（亿元）	3.34	2.69	1.82	0.69
其他收益（亿元）	0.03	0.03	0.00	0.00
利润总额（亿元）	3.71	1.93	2.80	-0.01
EBITDA（亿元）	4.00	2.23	3.11	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.43	4.05	2.79	0.76
经营活动现金流入小计（亿元）	5.22	4.45	4.02	1.04
经营活动现金流量净额（亿元）	0.29	0.43	0.49	-0.21
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.47	2.11	-3.01	-1.39
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.13	-0.88	0.48	1.69
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.66	2.44	1.56	--
存货周转次数（次）	895.90	793.42	932.54	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.12	0.07	--
现金收入比（%）	110.64	105.27	110.77	88.09
营业利润率（%）	15.96	29.68	27.28	19.35
总资本收益率（%）	17.74	8.79	10.97	--
净资产收益率（%）	24.02	11.68	15.38	--
长期债务资本化比率（%）	7.95	13.18	12.33	9.89
全部债务资本化比率（%）	31.31	35.06	35.87	45.44
资产负债率（%）	47.77	51.68	48.76	57.50
流动比率（%）	115.99	135.07	147.51	122.45
速动比率（%）	115.96	135.04	147.51	122.45
经营现金流动负债比（%）	2.24	3.00	3.32	--
现金短期债务比（倍）	0.37	0.62	0.23	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司本部 2025 年半年度财务报表未经审计；“/”表示数据未获取，“--”表示不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

玉禾田环境发展集团股份有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。