

玉禾田环境发展集团股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

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〔2026〕8440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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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**，维持“玉禾转债”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：

二〇二六年九月二十四日

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
玉禾田环境发展集团股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2026/09/24
玉禾转债	AA/稳定	AA/稳定	

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”）是全国布局的城乡环境综合服务运营商。跟踪期内，公司在城市运营领域保持较强的品牌影响力和跨区域项目运营经验，并持续推进数智化运营。2025 年，城市运营业务新签合同及待执行合同规模增长，但新增合同年化金额增幅明显低于新增合同总额增幅；2026 年上半年，在行业趋势变化背景下，公司调整业务扩展方向，新签合同金额同比有所下降；整体看，公司在手订单为后续收入提供一定支撑，但现阶段城市运营行业逐步从规模扩张转向存量优化与质量提升阶段，市场竞争日趋激烈，后续新增订单情况有待观察。同期，主要受益于新增项目回款情况较好，2025 年经营活动净现金流同比明显提升；2026 年上半年地方政府财政压力加大背景下，存量项目收益实现及应收账款回收情况需持续关注。财务方面，截至 2025 年底，公司资产总额较上年底有所增长，应收账款占比大，平均账龄有所拉长，需关注应收账款回收与减值风险；主要受城市运营业务部分新增项目初期投入大影响，公司盈利能力有所下滑；债务规模有所增长，期限以短期债务为主，2026 年 7 月“玉禾转债”发行后债务负担明显上升；偿债指标表现和再融资能力较好。综合评估，公司信用风险很低。

2025 年，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对“玉禾转债”的保障能力尚可，考虑到未来转股因素，公司对“玉禾转债”的保障能力或将提升。

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，公司城市运营业务有望持续发展，国家出台一系列防范化解地方政府债务风险的政策，有助于改善地方政府支付能力，应收账款回收预期向好，公司整体竞争力有望保持稳定。

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；客户支付政策优化，公司应收账款回款周期缩短，资产质量逐步改善；公司资本实力大幅增强，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；公司出现明显流动性风险；控股股东对公司股份质押比例过高。

优势

- **跟踪期内，公司在项目运营、品牌知名度等方面保持较强综合竞争优势。**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年的经营积累，服务了超过 1200 家品牌客户、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、昆明和银川等省会城市储备了长期项目合同资源。
- **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。**2025 年，公司城市运营业务新签合同总金额为 129.14 亿元，年底待执行合同金额为 419.98 亿元，可对未来业务持续性形成保障。

关注

- **城市运营行业增速放缓，竞争较为激烈，公司后续新增订单情况值得关注。**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。随着行业从规模扩张转向存量优化与质量提升阶段，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，需关注公司后续订单获取情况。
- **公司城市运营业务应收账款规模较大且持续增长，回款周期有所拉长。**截至 2025 年底，公司应收账款账面价值较上年底增长 14.72%，占资产总额的 46.14%，其中账龄超过 1 年的应收账款账面余额占 34.29%。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。
- **公司有息债务持续增长，短期债务占比高。**随着业务规模的扩大、回款周期拉长以及固定资产投资需求的增加，截至 2025 年底，公司全部债务规模 28.99 亿元，较上年底增长 31.85%，其中短期债务占 76.40%。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [一般工商企业信用评级方法与模型 V4.1.202606](#)

债项评级方法 [债项评级基本方法 V3.0.202207](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		2
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：--				--
模型级别				AA

个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

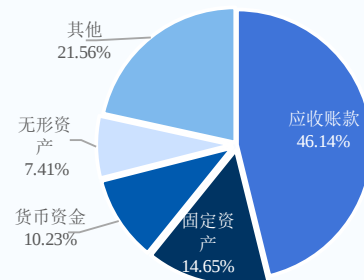
主要财务数据

合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
现金类资产（亿元）	8.07	10.93	10.27
资产总额（亿元）	91.08	104.87	107.78
所有者权益（亿元）	46.57	51.05	53.12
短期债务（亿元）	15.94	22.14	23.20
长期债务（亿元）	6.04	6.84	7.57
全部债务（亿元）	21.98	28.99	30.77
营业总收入（亿元）	72.03	77.22	38.48
利润总额（亿元）	8.57	8.02	4.46
EBITDA（亿元）	12.71	13.22	--
经营性净现金流（亿元）	3.69	7.16	0.39
净营业周期（天）	131.61	151.30	--
EBITDA 利润率（%）	17.65	17.12	--
总资产报酬率（%）	11.13	8.91	--
资产负债率（%）	48.87	51.32	50.71
全部债务资本化比率（%）	32.07	36.22	36.68
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.87	1.75	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.49	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	21.78	18.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.73	2.19	--
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
资产总额（亿元）	35.53	42.46	45.75
所有者权益（亿元）	18.20	19.64	18.24
全部债务（亿元）	10.18	11.45	11.83
营业总收入（亿元）	2.52	1.63	0.78
利润总额（亿元）	2.80	2.86	-0.07
资产负债率（%）	48.76	53.74	60.13
全部债务资本化比率（%）	35.87	36.83	39.33
流动比率（%）	147.51	146.00	131.49
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.19	0.10	--

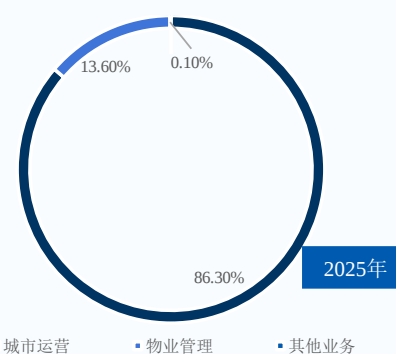
注：1. 公司 2026 年 1-6 月财务报表未经审计；2. 合并口径长期应付款中的有息负债已调整至长期债务中；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

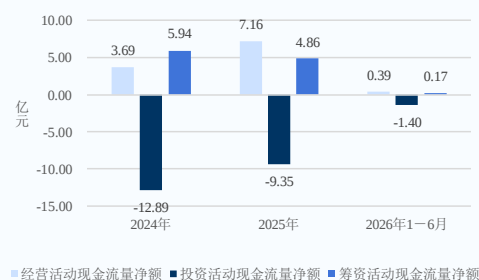
2025 年底公司资产构成



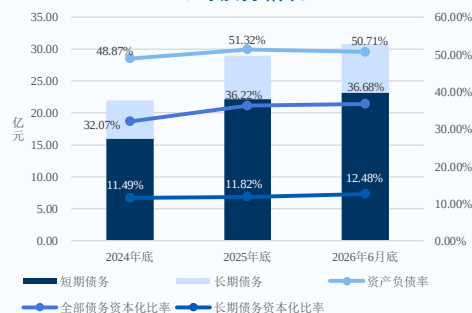
2025 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
玉禾转债	15.00 亿元	15.00 亿元	2032-07-28	转股价格向下修正条款、有条件赎回条款、有条件回售条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
玉禾转债	AA/稳定	AA/稳定	2025/09/28	王 阳 杨学慧	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	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘琨轩 liujx@lhratings.com

项目组成员：张 超 zhangc@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司原为 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集团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的批复》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 2026 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 42.92% 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 1.88% 的股份，其与周平为表兄妹关系；西藏天之润已质押 5676 万股，占所持股份的 33.18%。

公司主营业务为城市运营和物业管理，按照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 2026 年 6 月底，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 年底，公司合并范围内子公司共计 237 家。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 104.87 亿元，所有者权益 51.05 亿元（含少数股东权益 5.67 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 77.22 亿元，利润总额 8.02 亿元。截至 2026 年 6 月底，公司合并资产总额 107.78 亿元，所有者权益 53.12 亿元（含少数股东权益 6.06 亿元）；2026 年 1-6 月，公司实现营业总收入 38.48 亿元，利润总额 4.46 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券如下所示，截至公司反馈募集资金使用情况日（8 月 21 日），玉禾转债尚未到付息日，所募集资金尚未使用。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
玉禾转债	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/07/29	6 年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

“玉禾转债”拟投项目如下表所示。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 2 • 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

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策同向发力，为“十五五”良好开局筑牢根基。货币政策延续“适度宽松”基调，总量与结构双轮驱动的政策框架持续深化；

财政政策延续更加积极有为的基调，税收增幅持续提高，民生领域保障有力；结构政策继续着力优化科技创新企业发展环境，支持中小企业发展，明确就业支持和城市更新规划。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，国民经济整体运行在合理区间，上半年 GDP 同比增长 4.7%，节奏前高后低。量价共振、结构持续升级驱动出口超预期高增，新质生产力持续培育壮大，高端制造、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，固定资产投资由一季度小幅正增态势转为同比下降 5.7%，其中房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓，社会消费品零售总额同比增长 1.3%；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。信用方面，信贷“降速提质”成为新常态，信贷结构持续优化，直接融资比例显著提升。宏观杠杆率结束上行趋势，名义 GDP 增长回升缓解被动上升压力。工业企业效益显著改善，新质生产力构成核心驱动力。商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位。

展望后续，宏观政策将继续加大逆周期调节力度，推动存量政策加紧落地，储备增量政策，提振经济走势，确保完成全年经济增长目标。宏观经济运行有望延续结构性修复态势，呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察半年报（2026 年 6 月）》](#)。

五、行业分析

2025 年，环卫行业增速放缓，发展重心从规模扩张转向存量优化与质量提升。市场竞争格局持续演变，国有企业影响力增强，头部企业效应明显。技术革新加速推进，无人化作业与城市综合管理服务模式不断拓展，推动行业向智能化、综合化方向转型。人口老龄化推高人工成本，进一步刺激环卫装备的智能化升级需求。政策层面，新型城镇化与城市更新规划强调精细化、智慧化治理，为行业打开新空间，但应收账款回款压力与现金流波动等财务风险亦不容忽视。

2025 年环卫行业从高速扩张转向平稳发展与存量博弈并行的新阶段，根据环境司南 2026 年 1 月 29 日与 2 月 1 日发布的《2025 年度中国环卫市场化发展报告》（以下简称“《报告》”）内容，2025 年环卫市场化成交年化额为 966 亿元，同比仅增长 1.2%；行业总体规模达 3405 亿元，同比增幅收窄至 5%，市场增速明显放缓，增长逻辑正从规模扩张转向存量优化与质量提升。同时，行业竞争格局发生深刻变化，《报告》显示，2025 年民营企业仍占据 57% 的市场份额（年化总额 549 亿元），同时国有企业实力显著增强，市场份额提升至 41%；全年产生 13925 家中标供应商，年化额超 1 亿元的 130 家企业（占比 0.9%）合计贡献了 32% 的市场份额，市场虽高度分散但头部效应逐步显现。技术创新正成为重塑行业的关键力量，据《报告》，2025 年“环卫+无人驾驶”相关试点项目年化额达 74.71 亿元，开标无人化环卫设备 1676 台，技术应用已开始实质性地影响项目定价与商业模式，推动行业从“公共服务外包”向“城市环境数据智能服务”演进；同时，“城市大管家”模式加速发展，2025 年在管项目年化额达 119 亿元，服务边界正从传统环卫向综合城市运营持续延伸。

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。2025 年，50 岁以上的农民工占比持续上升，为 32.0%。2025 年，从事居民服务修理和其他服务业的农民工月均收入同比增长 2.7% 至 4130 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。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。

2025 年国家为化解地方政府债务、解决企业账款拖欠问题出台了一揽子政策：安排 2 万亿元地方政府债务限额，专项用于置换政府存量隐性债务；修订施行《保障中小企业款项支付条例》，明确对机关、事业单位及大型企业的支付期限要求，保护中小企业合法权益；出台《加快清理拖欠企业账款行动方案》，明确单个合同或单个项目欠款 50 万元以下，至 2025 年底全部清理完毕等目标；从地方政府债务结存限额中安排款项下达地方，用于支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款等；

发行直接用于解决拖欠企业账款的“清欠”专项债券；将地方政府融资平台经营性债务纳入重点化解范围。这些举措直接提升了地方政府的支付能力，并就账款的支付周期提出要求，对以地方政府为主要客户的市政环卫企业形成利好。

从行业内企业来看，2025 年行业头部上市公司收入变动有所分化，毛利水平小幅波动。从应收账款周转天数看，7 家公司周转效率显著分化，核心原因在于业务模式差异，其中：盈峰环境与福龙马因智能装备销售占比高，回款速度显著优于服务运营型企业；玉禾田、侨银股份等以环卫服务为主的企业，受结算周期长的天然属性影响，账期相对较长。从现金流看，7 家中有 5 家经营性现金流净额同比改善或由负转正，整体现金流状况较上年有所好转。但需注意的是，多数企业应收账款周转天数仍同比上升，后续回款情况仍有待观察。

图表 3 • 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
2025 年主要业务收入占比情况		环卫服务 45.76%；智能装备 42.71%	城市运营 86.30%；物业管理 13.60%	环卫业务 52.24%；自来水及污水处理业务 23.01%；固体废物处理业务收入 14.96%	环卫产业服务 74.41%；环卫智能装备 23.28%	城乡环卫保洁 93.35%；生活垃圾处置 3.42%	景区智慧化建设与运营业务 88.93%；设备制造与销售 10.83%	环卫 88.49%；再生资源利用 5.50%；航空地服 4.48%
营业总收入（亿元）	2024 年	131.18	72.03	52.45	50.40	39.14	15.39	4.69
	2025 年	138.44	77.22	46.53	49.26	36.11	16.70	3.94
毛利率（%）	2024 年	21.77	23.82	23.77	21.57	26.86	26.53	11.00
	2025 年	21.88	22.46	20.36	22.64	27.22	27.34	9.87
应收账款周转天数（天）	2024 年	165.92	187.02	290.63	145.38	221.33	212.43	339.81
	2025 年	159.26	211.12	334.36	179.97	259.98	255.65	398.94
信用减值损失/（应收账款+合同资产）（%）	2024 年	-4.15	-3.06	-16.58	-3.11	-3.31	-3.06	-6.07
	2025 年	-3.52	-2.38	-10.72	-2.34	-3.66	-1.90	-9.93
利润总额（亿元）	2024 年	5.43	8.57	-27.84	2.77	3.48	1.72	-0.57
	2025 年	7.34	8.02	-29.20	3.01	2.51	2.12	-0.81
经营性活动现金流净额（亿元）	2024 年	11.62	3.69	9.73	0.57	1.58	0.94	-0.52
	2025 年	9.63	7.16	7.68	5.17	7.09	1.00	0.23

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《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》深入推进以人为本的新型城镇化，以及国务院《城市更新“十五五”规划》等国家政策持续出台，环卫服务覆盖的业务范围进一步扩容，服务标准持续细化优化。同时，《城市更新“十五五”规划》明确提出推动城市治理智慧化精细化，推进城市全域数字化转型；城市综合管理服务将更加科学化、精细化、智慧化。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，城市运营行业竞争或将持续加剧。

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，具备全场景一体化服务及数智化管理能力的城市运营服务商有望在行业调整期巩固领先地位。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司在城市运营领域积累了较强的品牌影响力和跨区域项目运营经验，持续推进数智化运营，较大规模的在手合同对后续收入形成一定支撑；2026 年上半年，公司顺应行业趋势，侧重优质客户与重点项目。公司已建立项目准入和收益跟踪机制，但项目收益及现金回款仍受运营成本和地方财政支付能力影响。

（1）规模和市场地位

公司深耕城市运营行业 29 年，拥有丰富的运营及管理经验，已实现全国业务网络规模化扩张。截至 2025 年底，公司已建立起覆盖全国 200 余个行政区域的服务网络，累计为 200 家政府机构提供持续性服务。同时，公司物业管理服务可与城市运营业务形成战略协同，截至 2025 年底，公司物业管理服务业务已覆盖全国 80 余座重点城市，与龙湖集团控股有限公司、中海物业集团有限公司等多家全国物业品牌保持长期战略合作关系，业务覆盖深圳等 7 个城市的地铁系统，并打造了北京大兴国际机场、三亚凤凰机场等航空物业标杆项目，还先后承担了北京奥运会、博鳌论坛等国家级重大活动的环境保障任务。凭借多年的深耕与积累，公司具有较高的品牌影响力，2025 年继续获得“环卫十大影响力企业”荣誉，在市政环卫领域市场地位居前。截至 2025 年底，公司所有者权益 51.05 亿元，资本实力稳步提升。

（2）核心运营要素

项目运营与管理能力方面，公司积累了适应不同地区政策环境、财政状况与市场需求的项目运营经验，能够根据各地实际情况调配资源、优化作业方案。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。

面对技术加速迭代的外部环境变化，公司以数字化、智能化赋能经营管理，持续将物联网、AI 算法、智能机器人与数字孪生等新技术融入城市运营服务中，推动项目从“单点服务”向“全域数智运营”升级，提升运营效率，以适应城市治理精细化的需求变化。具体而言，公司以深圳玉树智能机器人产业集团有限公司为核心平台，通过整合环卫机器人、整车制造、智能装备等领域的关键资源，构建起从研发到制造的完整能力体系，为主营业务城市环境运营提供硬件支撑与技术赋能，推动其向智慧化、无人化方向升级。围绕这一布局，公司先后控股坎德拉（深圳）智能科技有限公司、湖南同辉汽车制造有限公司、贵州亿拓智能装备有限公司三家企业，快速补齐产业链关键环节，并与上海智元机器人达成战略合作，深化具身智能领域的技术协同。在产品层面，阳光系列无人清扫机器人完成迭代升级，无人垃圾转运车核心技术指标达到 L4（高度自动驾驶）级自动驾驶标准，将进入试点运行阶段。同时，公司前瞻设立具身机器人数据采集中心，累计完成数万小时真实作业数据采集，建成环卫垂域数据集，形成“数据采集—算法训练—场景验证”的完整闭环，为具身智能在环卫领域的规模化应用夯实了数据与算法基础。在下游应用端，公司不断丰富信息化产品与平台体系，围绕城市管理、垃圾分类、停车、照明、再生资源、环卫作业及城市环境运营等场景，推进相关系统的整合与建设，提升城市服务的数字化覆盖能力。通过上述布局，公司将技术积累逐步转化为差异化竞争能力，在行业调整期巩固自身领先地位。

订单获取能力方面，行业从高速扩张转向平稳发展与存量博弈并行阶段，同时市场竞争愈加激烈，在此背景下，公司凭借品牌影响力、跨区域规模化运营能力及数智化转型带来的经营管理优势，仍然保持了较高的业务拓展能力及丰富的业务资源储备。2025 年，公司城市运营业务新签合同总金额为 129.14 亿元，同比增长 54.84%；新增年化金额 21.54 亿元，同比增长 4.01%；年底待执行合同金额为 419.98 亿元，较上年底增长 12.35%。其中新签合同总额增速显著高于新增年化金额增速，系 2025 年新签项目中长期特许经营类项目占比提升所致，此类项目合同总额较大，但按服务年限分摊后的年化金额相对有限。2026 年 1-6 月，公司新签合同金额 26.27 亿元，同比下降 74.66%，新增年化金额 5.1 亿元，同比下降 62.86%，主要系 2025 年上半年，公司集中落地大型特许经营项目，而 2026 年上半年缺乏同等体量的项目；加之公司综合考虑地方政府财政状况、支付能力等因素，2026 年聚焦优质客户与重点项目，提升新增订单质量，推动业务可持续发展。截至 2026 年 6 月底，公司待执行合同金额为 407.84 亿元，存量订单履约进度正常。

项目质量方面，公司下游客户主要为各级政府环卫主管部门或其下属单位，前五大客户销售占比均低于 20%，不存在对某一区域依赖度较高的情况。项目前期，公司将地方政府财政实力、债务负担率、政府信用、营商环境及项目预计收益率等纳入项目准入评估指标，项目承接后公司对各项目的收益率持续跟踪考核。公司存量项目主要分布于省会城市及其他地级市，核心城市包括深

圳市、海口市、九江市、沈阳市、兰州市等，考虑到部分项目所在地区面临阶段性财政支付压力，且公司应收账款规模较大、账龄有所拉长，存量项目的预期收益兑现以及现金回款情况，仍受项目运营成本及地方财政支付能力影响。

（3）业态多元与协同度

公司物业管理服务可与城市运营业务形成战略协同，共同巩固公司的综合竞争力。截至 2025 年末，公司服务矩阵已延伸至 1200 余家品牌客户，形成稳定的业务合作生态，2025 年公司物业管理业务新签合同金额 12.72 亿元，2025 年末在手合同总额 16.68 亿元，待执行合同总额 8.98 亿元。

（4）信用记录

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2026 年 8 月 18 日，公司本部无未结清的关注类和不良/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。截至本报告出具日，公司除“玉禾转债”外，无其他公开市场债务融资工具和债券的发行记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。

截至 2026 年 9 月 23 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司进一步完善制度建设，取消监事会，部分董事及高管发生变动，对公司业务经营无重大不利影响。

跟踪期内，公司修订了《董事和高级管理人员持有和买卖公司股票管理制度》《董事会发展战略与 ESG 委员会工作细则》《董事会秘书工作细则》《董事会审计委员会工作细则》《董事会提名委员会工作细则》《董事会薪酬与考核委员会工作细则》《董事会议事规则》《独立董事工作细则》《对外投资管理办法》《防范控股股东、实际控制人及关联方资金占用管理办法》《董事、高级管理人员离职管理制度》《关联交易管理制度》《互动易平台信息发布及回复内部审核制度》《会计师事务所选聘制度》《市值管理制度》《外汇套期保值业务管理制度》《舆情管理制度》《股东会议事规则》《控股子公司管理制度》《募集资金管理办法》《内部审计制度》《内幕信息知情人登记管理制度》《投资者关系管理制度》《信息披露管理制度》，制定了《财务管理制度》进一步完善了制度建设，内控更加完善。

跟踪期内，公司不再设置监事会或者监事，监事会的职权由董事会审计委员会行使，公司监事会相关制度相应废止。因治理结构优化及个人原因，2025 年公司部分董事及高管发生变动，对公司业务经营无重大不利影响。

（三）经营方面

2025 年，公司营业总收入保持增长，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，同比变化不大。

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。受益于充足的订单储备、数智化转型与精细化管理，2025 年公司营业总收入同比增长 7.21%。其中，城市运营服务为公司营业总收入和经营性利润主要来源。毛利率方面，2025 年物业管理业务毛利率同比提升 3.39 个百分点，系智能化水平提升，带动人工成本、服务采购、材料费下降所致；2025 年城市运营业务毛利率同比下降 2.35 个百分点，主要系人工成本抬升、为匹配业务扩张加大资本性支出导致折旧摊销增长所致。2025 年公司利润总额同比下降 6.46%，主要源于城市运营业务毛利率承压、期间费用增长等因素。

2026 年 1-6 月，公司营业总收入同比增长 3.69%至 38.48 亿元；利润总额 4.46 亿元，同比下降 0.52%。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业管理	10.87	15.09%	10.08%	10.50	13.60%	13.47%
城市运营	61.09	84.81%	26.22%	66.65	86.30%	23.87%
其他业务	0.07	0.10%	--	0.08	0.10%	--
合计	72.03	100.00%	23.82%	77.22	100.00%	22.46%
其中：华南区域	23.00	31.93%	22.25%	23.16	29.99%	22.55%
华东区域	18.77	26.07%	27.19%	17.21	22.28%	20.96%
东北区域	9.18	12.75%	24.21%	10.06	13.02%	25.18%

资料来源：联合资信根据公司公告整理

（1）城市运营服务

截至 2025 年末，公司存量合同规模仍较大，客户以地方政府及环卫主管部门为主，项目回款较易受到区域财政实力、预算安排和结算审批进度影响；同期应收账款规模持续增长、账龄有所延长，对营运资金形成较大占用，需持续关注重点区域财政状况、项目结算进度及期后回款情况。

公司城市运营业务主要与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“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。2025 年，公司城市运营成本以人工成本和车辆费用为主，营业成本结构变化不大；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	2024 年		2025 年	
	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	27.48	60.96%	31.07	61.24%
车辆费用	5.28	11.71%	5.45	10.74%
折旧摊销	2.39	5.31%	2.98	5.86%
材料费	3.07	6.80%	2.80	5.51%
服务采购	3.34	7.41%	3.85	7.59%
其他	3.52	7.81%	4.60	9.06%

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。2025 年，公司对前五大供应商采购总额占比为 22.05%，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

供应商	采购额（亿元）	占年度采购总额比例
中国石化销售股份有限公司	2.00	7.36%
中国石油天然气股份有限公司	1.63	5.98%
贵州拓威装备制造有限公司	1.24	4.56%
长沙中联重科环境产业有限公司	0.64	2.34%
富德财产保险股份有限公司	0.49	1.80%

资料来源：公司提供

受益于持续深耕行业积累的品牌与规模优势，以及大型标杆项目的成功中标，2025 年公司新签合同总金额、年底在手合同金额及年底待执行合同金额均同比增长。2025 年，公司中标兰州市城关区城市管理一体化项目（以下简称“兰州项目”），创新采用 TOT+ROT 特许经营模式，涵盖“智慧环卫+市政绿化+公共空间”全域一体化服务。此项目年作业服务补贴总额为 35298.75 万元，存量经营权转让价为 3898.59 万元，服务年限 15 年，包含同步进行的建设期 1 年，对应合同总额 52.95 亿元。除此之外，2025 年，公司中标六盘水市钟山区（以下简称“六盘水项目”）垃圾分类及环卫运行能力提升项目（特许经营期 20 年），成为新政实施后首个入选国家发改委监管平台入库的城市运营项目，通过“设施投资+智慧平台建设+全周期运营”模式，构建垃圾分类投放—收运—处置—资源化闭环体系，为全国同类项目提供标准化范式。此项目每年特许经营服务费为 14538.08 万元，可回收再生资源销售等市场化收益预测金额为每年 301.18 万元，存量环卫资产转让费为 3841.72 万元，存量环卫资产租赁费为每年 173.70 万元，对应合同总额 29.08 亿元。上述项目需承担一定前期资本投入：其中兰州项目需支付存量经营权转让价 3898.59 万元并承担 ROT 改扩建投入，六盘水项目总投资规模不低于 14922.48 万元。总体看，上述两个项目期限较长，对公司订单储备形成支撑，但均需前期投入，且两地财政自给能力均有限，项目收益兑现及现金回款仍受运营效果、财政支付安排和结算进度影响。

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	2024 年	2025 年
新签合同总金额（亿元）	83.40	129.14
年化新签合同金额（亿元）	20.71	21.54
年底在手合同金额（亿元）	577.20	625.84
年底待执行合同金额（亿元）	373.80	419.98

注：在手合同金额指公司已签订的所有合同的总金额；待执行合同金额指在手合同中尚未执行完毕、未来尚需继续履行的部分，反映未来可转化为收入的部分。

资料来源：联合资信根据公司公告整理

回款方面，公司项目结算和回款较易受到区域财政实力、预算安排及付款审批进度影响。2025 年地方政府出台系列政策推进化债工作及清理拖欠企业账款，同时公司新项目回款较好，公司总体回款同比显著改善，当期经营活动净现金流同比大幅提升，但 2025 年公司业务规模持续扩大，且部分项目需进行前期投入，应收账款仍保持增长趋势。2025 年末，公司应收账款净额为 48.39 亿元，较上年底增长 14.72%，占总资产的 46.14%；一年以上应收账款占比升至 34.29%，应收账款对营运资金形成较大占用。2026 年上半年，政府清理拖欠企业账款的力度有所减弱，公司回款节奏趋缓。截至 2026 年 6 月末，公司应收账款净额进一步增至 52.14 亿元，一年以上应收账款占 36.00%；同期经营活动现金流量净额同比下降 89.22%至 0.39 亿元，回款情况需持续关注。对于回款情况较差的项目，公司逐渐收缩业务合作或提起诉讼。2025 年，公司前五大客户销售总额占比为 12.52%，集中度一般。

图表 8 • 公司合并口径前五大客户情况

客户	销售额（亿元）	占年度销售总额比例
海口市秀英区环境卫生管理局	3.29	4.26%
澄迈县住房和城乡建设局	1.84	2.38%
兰州市城关区市容环境卫生工作中心	1.67	2.16%
沈阳经济技术开发区城管服务中心	1.52	1.97%
九江市城市管理局	1.35	1.75%

资料来源：公司提供

（2）物业管理

2025 年，公司物业管理业务新签合同额同比下降，期末在手合同金额及待执行合同金额均有所增长，结算周期一般为月度或季度，整体回款情况较为稳定。

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	2024 年		2025 年	
	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	8.30	84.97%	7.63	83.94%
服务采购	0.90	9.16%	0.83	9.11%
材料费	0.27	2.72%	0.24	2.62%
其他	0.30	3.15%	0.39	4.33%

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。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。

2025 年，公司物业管理板块新签合同规模收缩，受合同执行期影响，年底在手合同金额及待执行合同金额均有所增长。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。物业管理服务结算周期一般为月度或季度，回款稳定。

图表 10 • 公司物业清洁业务合同情况

项目	2024 年	2025 年
新签合同总金额（亿元）	14.82	12.72
年底在手合同金额（亿元）	16.05	16.68
年底待执行合同金额（亿元）	8.51	8.98

资料来源：联合资信根据公司公告整理

（3）经营效率

2025 年，公司净营业周期同比延长，主要系应收账款增速快于营业收入增速，导致应收账款周转速度放缓所致。

公司存货主要由合同履约成本构成，服务型行业特征决定了公司存货规模较小，2025 年存货周转次数较高，应收账款周转次数有所下降，导致公司净营业周期同比延长。

图表 11 • 2024-2025 年公司经营效率情况

对比指标	2024 年	2025 年
存货周转次数（次）	87.04	52.46
应收账款周转次数（次）	1.92	1.71
净营业周期（天）	131.61	151.30

资料来源：联合资信根据公司资料整理

（4）未来发展

公司将持续推进数字化、智能化，以科技赋能业务发展，实现智慧化运营。

为适应市场竞争及外部需求变化，未来公司将深入推进智能装备产业化、服务模式平台化以及数据资产资本化，巩固竞争优势。具体而言：公司将依托玉树智能机器人产业集团，构建“装备+场景+运营+数据”四位一体的具身智能城市服务能力，推动环卫行业从单一运维向城市综合服务生态协同迈进；通过“玉树云”智慧环卫平台，实现全流程数智化闭环管理，提升项目智慧化程度；发挥具身机器人数据采集中心与智创中心作用，巩固“数据采集—算法训练—场景验证”全链条能力；深化人才培养，为战略落地提供人力支撑；同时启动“服务出海”战略，输出定制化的“机器人+AI”智慧城市运营方案，开拓东南亚、中东等国际市场。

（四）财务方面

公司提供了 2025 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，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2026 年半年度财务报表未经审计。合并范围方面，2025 年，公司合并范围新增 52 家子公司，注销子公司 10 家，转让子公司 1 家。截至 2025 年底，公司合并范围内共 237 家子公司。合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

1 主要财务数据变化

截至 2025 年底，公司资产规模保持增长，以流动资产为主，流动资产中应收款项占比较高且持续增长，平均账龄有所延长，面临资金占用和减值风险。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 104.87 亿元，较上年底增长 15.15%，主要系业务规模扩大带动应收账款增长、PPP 特许经营项目持续投入带动无形资产增加，以及回款改善带来的货币资金增长所致。流动资产和非流动资产规模均持续增长，较上年底分别增长 16.54%和 12.62%，资产结构以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2025 年底，公司货币资金 10.73 亿元，较上年底增长 34.15%，主要系经营性现金流入增加所致；货币资金主要由银行存款构成，占 98.12%；受限货币资金 0.20 亿元，占货币资金的 1.86%，主要为保函保证金、票据保证金、涉诉冻结款、履约保证金等。截至 2025 年底，公司应收账款 48.39 亿元，较上年底增长 14.72%，主要系公司业务规模扩大所致；截至 2025 年底，公司账龄在 1 年以内的应收账款账面余额占 65.71%，1 至 2 年占 25.28%，2 至 3 年占 6.06%，3 年以上占 2.95%；公司应收账款累计计提坏账 3.82 亿元，其中账龄为 0 至 3 个月的应收账款，不计提坏账准备，4 至 12 个月，计提比例为 5%，1 至 2 年，计提比例为 10%，2 至 3 年，计提比例为 20%，3 至 4 年，计提比例为 50%，4 至 5 年，计提比例为 80%，5 年以上则全额计提，综合计提比例为 7.31%；前五大欠款方应收账款和合同资产期末余额占比合计 23.92%，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，截至 2025 年底，公司长期应收款 5.42 亿元，较上年底增长 15.28%，主要由公司运营金融资产模式特许经营权类项目应收款构成；固定资产较上年底略有减少，主要由作业车辆及设备（占 62.61%）和房屋及建筑物（占 35.36%）构成，累计计提折旧 13.47 亿元；无形资产较上年底增长 60.25%，主要由特许经营权构成（占 95.06%）；截至 2025 年末，公司未对无形资产计提减值准备。

截至 2026 年 6 月底，公司合并资产总额 107.78 亿元，较上年底增长 2.77%，资产结构较上年底变化不大。截至 2026 年 6 月底，应收账款较上年底增长 7.75%，公司账龄在 1 年以内的应收账款账面余额占 64.00%，1 至 2 年占 24.40%，2 至 3 年占 8.30%，3 年以上占 3.30%，公司应收账款累计计提坏账准备 4.60 亿元，计提比例为 8.11%。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	58.68	64.43%	68.39	65.21%	71.61	66.44%
货币资金	8.00	13.63%	10.73	15.69%	9.95	13.90%
应收账款	42.18	71.8%	48.39	70.76%	52.14	72.82%
非流动资产	32.39	35.57%	36.48	34.79%	36.17	33.56%
长期应收款	4.70	14.51%	5.42	14.8%	4.98	13.78%
固定资产	15.43	47.65%	15.37	42.12%	14.96	41.35%
无形资产	4.85	14.97%	7.77	21.30%	7.99	22.09%
资产总额	91.08	100.00%	104.87	100.00%	107.78	100.00%

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2026 年 6 月底，公司受限资产为货币资金、固定资产及应收账款，受限比例较低。

图表 13 • 截至 2026 年 6 月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	0.25	0.24%	保函保证金、涉诉冻结款、票据保证金、履约保证金
固定资产	4.87	4.52%	融资租赁资产、贷款抵押物
应收账款	3.46	3.21%	质押担保
合计	8.59	7.97%	--

资料来源：联合资信根据企业年报整理

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2025 年底，公司所有者权益 51.05 亿元，较上年底增长 9.62%，主要系公司未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占 88.90%，少数股东权益占 11.10%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.81%、13.92%和 64.41%。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 2026 年 6 月底，公司所有者权益规模较上年底有所增长，主要源于未分配利润的增长。公司 2025 年度分红方案：为每 10 股派 3.46 元（含税），分红总额 1.38 亿元，已于 2026 年 6 月实施完毕。公司 2026 年半年度分红方案为：每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），合计派发现金股利 7971.84 万元。

跟踪期内，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。

跟踪期内，公司负债规模较上年底增长 20.92%，公司负债以流动负债为主。截至 2025 年底，公司短期借款较上年底增长 49.07%，主要系经营规模扩大及回款周期拉长，导致营运资金需求增加所致；截至 2025 年底，公司短期借款主要由保证借款（14.94 亿元）、票据融资（5.01 亿元）、质押+保证借款（0.50 亿元）构成。截至 2025 年底，公司应付账款较上年底增长 19.76%，主要系业务扩张带来采购需求增长所致，主要为应付的设备款、材料款及服务费等。截至 2025 年底，公司应付职工薪酬较上年底下降 12.11%，主要系公司支付上年末计提的工资奖金等薪酬所致。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 2025 年底，公司长期借款主要由保证借款（3.47 亿元）、抵押+保证借款（1.83 亿元）、质押+保证借款（1.03 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 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	34.74	78.04%	43.14	80.15%	42.95	78.59%
短期借款	13.86	39.91%	20.67	47.91%	20.81	48.46%
应付账款	10.09	29.06%	12.09	28.02%	11.20	26.08%
应付职工薪酬	4.67	13.45%	4.11	9.52%	3.65	8.49%
非流动负债	9.77	21.96%	10.68	19.85%	11.70	21.41%
长期借款	4.81	49.26%	6.32	59.20%	7.08	60.51%
负债总额	44.51	100.00%	53.82	100.00%	54.65	100.00%

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

债务方面，截至 2025 年末，公司全部债务较上年底增长 31.85%，以短期债务为主，增长主要源于短期借款的增长。截至 2025 年末，公司全部债务中 95.82% 为银行借款。从债务指标来看，2025 年末公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率较上年末分别上升 2.45 个百分点、4.15 个百分点和 0.33 个百分点，公司债务负担仍处于可控水平。但“玉禾转债”发行后，债务负担将显著上升。

图表 15 • 公司债务及相关指标情况

指标	2024 年底	2025 年底	2026 年 6 月底
全部债务（亿元）	21.98	28.99	30.77
短期债务占全部债务比重	72.51%	76.40%	75.39%
资产负债率	48.87%	51.32%	50.71%
全部债务资本化比率	32.07%	36.22%	36.68%
长期债务资本化比率	11.49%	11.82%	12.48%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2026 年 6 月底，公司负债总额 54.65 亿元，较上年底略有增长，仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大；公司全部债务 30.77 亿元，较上年底增长 6.17%，债务结构以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2026 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别较上年底降低 0.61 个百分点、提升 0.46 个百分点、提升 0.66 个百分点。

2025 年，随着经营规模的扩大，公司营业总收入同比增长，但增速低于营业成本及期间费用增速；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；公司盈利指标均有所下降。

2025 年，受益于城市运营主业规模扩张，公司营业总收入同比增长 7.21%；营业成本同比增长 9.12%，主要系城市运营业务人工成本及车辆费用增长所致，具体分析见本报告经营分析部分。2025 年，公司期间费用同比增长 7.98%，期间费用率为 9.88%；期间费用主要由管理费用构成，增长源于管理费用中职工薪酬的增长。2025 年，公司信用减值损失规模同比下降 10.60%，主要受益于政府债务化解及清欠拖欠企业账款政策，公司长账龄应收账款回款情况阶段性改善。受毛利水平下降及期间费用增长等综合影响，2025 年公司利润总额同比下降 6.46%；总资产报酬率及净资产收益率均有所下降，与所选公司相比，仍处于较高水平。

2026 年 1-6 月，公司营业总收入及营业成本同比分别增长 3.69% 和 4.39%，期间费用同比下降 6.06%，期间费用率为 9.12%，利润总额同比下降 0.52%。

图表 16 • 公司盈利相关指标情况（单位：亿元）

指标	2024 年	2025 年	2026 年 1-6 月
营业总收入	72.03	77.22	38.48
营业成本	54.87	59.88	29.38
期间费用	7.07	7.63	3.51
其中：销售费用	1.01	1.02	0.33

管理费用	4.91	5.27	2.41
研发费用	0.41	0.50	0.35
财务费用	0.74	0.85	0.43
信用减值损失	-1.31	-1.17	-0.82
其他收益	0.34	0.30	0.10
利润总额	8.57	8.02	4.46
EBITDA 利润率 (%)	17.65	17.12	--
总资产报酬率	11.13	8.91	--
净资产收益率	14.42	12.12	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 17 • 2025 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）	77.22	138.44	49.26	36.11
销售毛利率	22.46%	21.88%	22.64%	27.22%
总资产报酬率 (%)	8.91%	2.66%	4.61%	5.32%
净资产收益率 (%)	12.12%	3.10%	5.39%	7.23%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司经营获现能力波动大，2025 年，受益于历史应收款项回收及当期收入实现质量有所改善，公司经营活动现金净流入同比大幅提升；投资活动现金净流出规模有所下降，但筹资活动前现金仍存缺口，筹资活动现金继续净流入。考虑未来仍需持续进行设备等投入以及短期债务到期偿还情况，公司仍存外部融资需求。

受益于 2025 年地方政府化债工作推进及清理拖欠企业账款政策，公司 2025 年长账龄应收账款回款改善；同时公司新项目回款较好，公司经营性现金净流入规模同比增长 93.83%。2025 年，公司现金收入比为 97.82%，同比提升 7.55 个百分点。从投资活动来看，2025 年，公司投资现金净流出规模同比下降 27.48%，主要系 2024 年房产购置等资本开支较大，2025 年相关投资减少所致。

从筹资活动来看，2025 年，公司筹资活动现金继续净流入，但同比收窄 18.22%，主要系分红规模增加所致。

2026 年 1-6 月，公司经营活动现金持续净流入，但同比下降 89.22%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致；投资活动现金净流出规模同比收窄 76.84%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；筹资活动现金流量净额为 0.17 亿元，同比下降 96.98%，主要系银行借款净增加额减少所致。

2 偿债指标变化

2025 年，公司长短期偿债指标表现较好，再融资能力较好。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债能力指标	现金类资产/短期债务（倍）	0.51	0.49
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.87	1.75
	销售商品提供劳务收到的现金/短期债务（倍）	4.08	3.41
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	12.71	13.22
	全部债务/EBITDA（倍）	1.73	2.19
	EBITDA 利息倍数（倍）	21.78	18.54

2025 年底，公司现金类资产对短期债务的保障程度基本稳定，但处于一般水平；2025 年，销售商品提供劳务收到的现金可对流动负债及短期债务形成有效覆盖。银行授信方面，截至 2026 年 6 月底，公司在银行等金融机构获得综合授信 62.00 亿元，已使用授信额度 30.02 亿元，间接融资渠道较为顺畅。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道，再融资能力较好。整体看，公司短期债务偿债能力指标表现较好。

2025 年，公司 EBITDA 为 13.22 亿元，主要由折旧及摊销（占 33.96%）、计入财务费用的利息支出（占 5.39%）及利润总额（占 60.65%）构成，对全部债务覆盖程度较好，对利息的覆盖程度高。截至 2025 年末，公司所有者权益 51.05 亿元，对资产减值的保障能力较好。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现较好。

对外担保方面，截至 2026 年 6 月底，公司无对合并范围以外的担保。

未决诉讼方面，截至 2026 年 6 月底，联合资信未发现公司有重大的未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

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。

公司本部是重要的投融资主体之一。截至 2025 年底，公司本部资产总额 42.46 亿元，较上年底增长 19.51%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产占 66.99%，主要由货币资金（占 3.96%）、应收账款（占 4.93%）和其他应收款（占 84.65%）构成。截至 2025 年底，其他应收款较上年底增长 40.67%，主要系往来款增长，同时子公司宣告分红形成应收股利所致。非流动资产占 33.01%，主要由长期股权投资（占 93.48%）构成。截至 2026 年 6 月底，公司本部资产总额 45.75 亿元，较上年底增长 7.75%。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 22.82 亿元，较上年底增长 31.71%，以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 36.59%）、其他应付款（占 56.11%）、一年内到期的非流动负债（占 1.27%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 99.50%）构成。截至 2025 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 53.74% 和 36.83%，债务负担一般。截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 19.64 亿元，较上年底增长 7.90%。在所有者权益中，实收资本为 3.99 亿元（占 20.29%）、资本公积 7.21 亿元（占 36.73%）、未分配利润 6.92 亿元（占 35.24%）、盈余公积 1.52 亿元（占 7.74%）。截至 2026 年 6 月底，公司本部负债总额 27.51 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.13% 和 39.33%，较上年底分别提升 6.39 个百分点、2.50 个百分点。截至 2026 年 6 月底，公司本部所有者权益为 18.24 亿元。

2025 年，公司本部营业总收入为 1.63 亿元，利润总额为 2.86 亿元，投资收益为 3.15 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 0.47 亿元，投资活动现金流净额为 -0.55 亿元，筹资活动现金流净额为 -0.58 亿元。

（五）ESG 方面

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。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，公司共有 7 家子公司纳入环境信息依法披露企业名单，分别为霍城高洁城市环境服务有限公司、海原县高洁智慧城市运营管理有限公司、寻乌玉禾田环境管理有限公司、寻乌玉禾田环境管理有限公司澄江镇文口村、于田县高洁环境绿化工程有限公司、阿勒泰高洁城市环卫服务有限公司、高密鲁玉智慧城市服务有限公司。2025 年公司部分行政处罚事项见图表 19。

社会责任方面，公司积极承担环保与社会责任，于多地开展公益活动，常态化关爱一线与困难群体；深入学校及社区，普及环保科技知识，培育青少年生态环保意识；开展绿色发展与生态环保实践，推进可回收物及厨余垃圾的资源化处理，落实路灯节能改造项目，助力节能减排目标实现。2025 年，公司累计投入 512.42 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。2025 年，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 19 • 2025 年公司部分行政处罚情况

公司名称	作出处罚部门	处罚事由	处罚内容
墨玉县高洁环境绿化工程有限公司	墨玉县应急管理局	清理作业过程中发生安全生产事故	罚款 50 万元
深圳绿达环境工程技术有限公司	茂名市生态环境局	未申领取得排污许可证、擅自排放污染物	罚款 29 万元

资料来源：公司提供

七、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对“玉禾转债”的保障能力尚可，考虑到未来转股因素，公司对“玉禾转债”的保障

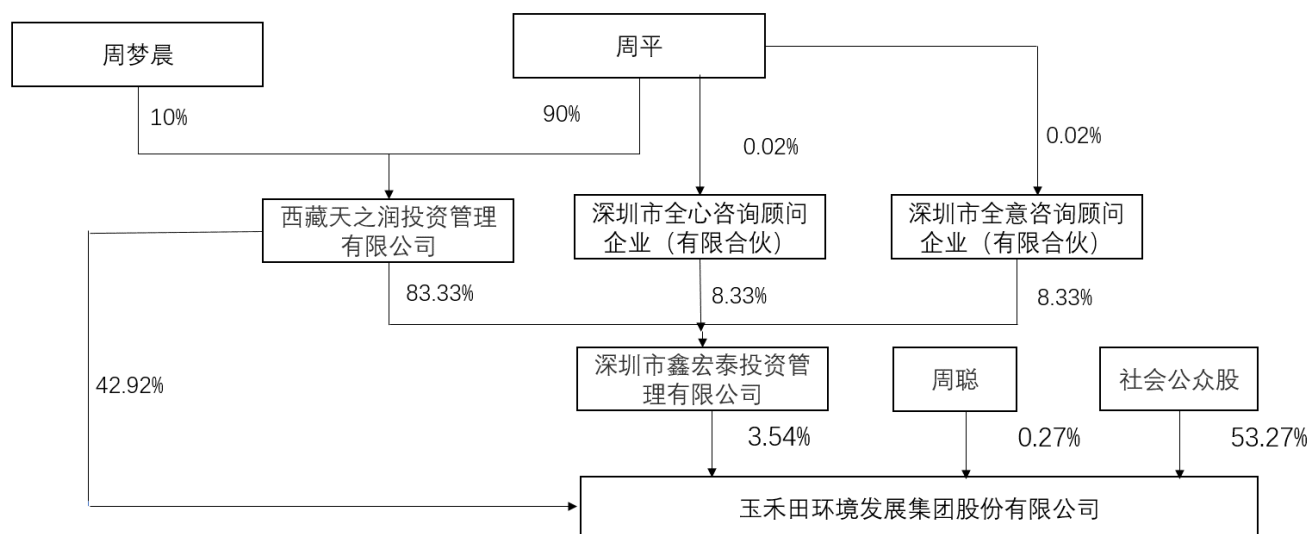
能力或将提升。

截至报告出具日，“玉禾转债”的余额为 15.00 亿元。2025 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“玉禾转债”的 5.28 倍、0.48 倍及 0.88 倍，对“玉禾转债”的保障程度尚可。“玉禾转债”设置了转股价格向下修正条款、有条件赎回条款，有利于促进债券持有人转股，考虑到未来转股因素，公司对待偿还债券的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

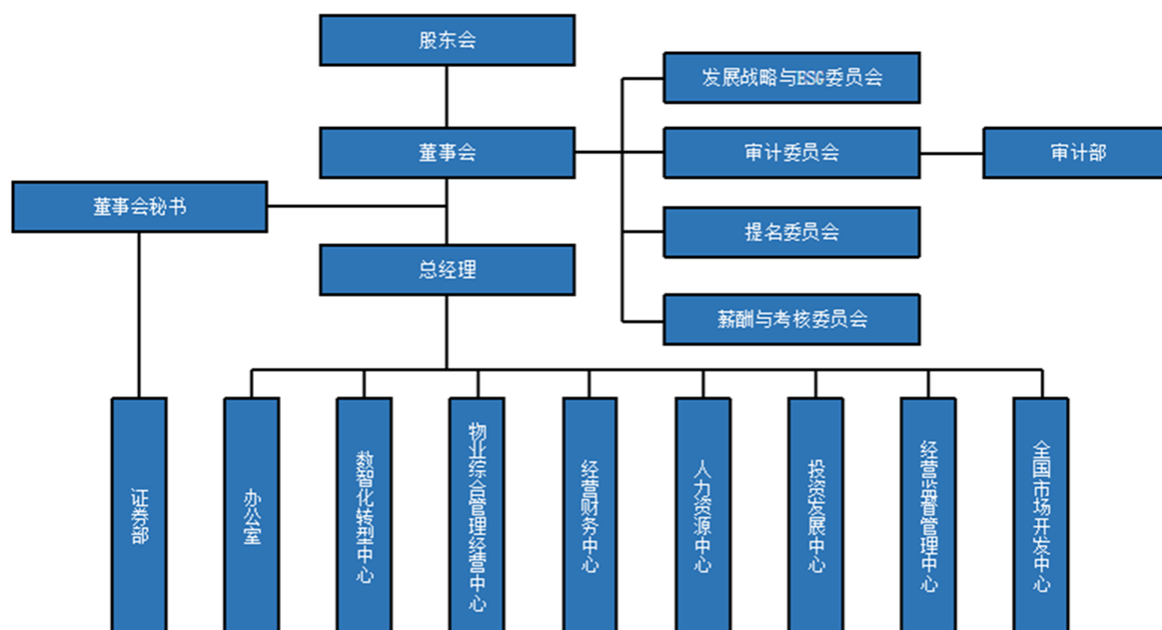
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“玉禾转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2026 年 6 月底）

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	
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：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
现金类资产（亿元）	8.07	10.93	10.27
应收账款（亿元）	42.18	48.39	52.14
其他应收款（亿元）	3.60	3.63	3.11
存货（亿元）	0.86	1.42	1.56
长期股权投资（亿元）	0.87	0.51	0.55
固定资产（亿元）	15.43	15.37	14.96
在建工程（亿元）	0.00	0.12	0.35
资产总额（亿元）	91.08	104.87	107.78
实收资本（亿元）	3.99	3.99	3.99
少数股东权益（亿元）	5.25	5.67	6.06
所有者权益（亿元）	46.57	51.05	53.12
短期债务（亿元）	15.94	22.14	23.20
长期债务（亿元）	6.04	6.84	7.57
全部债务（亿元）	21.98	28.99	30.77
营业总收入（亿元）	72.03	77.22	38.48
营业成本（亿元）	54.87	59.88	29.38
其他收益（亿元）	0.34	0.30	0.10
利润总额（亿元）	8.57	8.02	4.46
EBITDA（亿元）	12.71	13.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	65.02	75.54	35.77
经营活动现金流入小计（亿元）	68.22	79.20	36.93
经营活动现金流量净额（亿元）	3.69	7.16	0.39
投资活动现金流量净额（亿元）	-12.89	-9.35	-1.40
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.94	4.86	0.17
财务指标			
净营业周期（天）	131.61	151.30	--
应收账款周转次数（次）	1.92	1.71	--
存货周转次数（次）	87.04	52.46	--
总资产周转次数（次）	0.88	0.79	--
现金收入比（%）	90.27	97.82	92.97
EBITDA 利润率（%）	17.65	17.12	--
总资产报酬率（%）	11.13	8.91	--
净资产收益率（%）	14.42	12.12	--
长期债务资本化比率（%）	11.49	11.82	12.48
全部债务资本化比率（%）	32.07	36.22	36.68
资产负债率（%）	48.87	51.32	50.71
流动比率（%）	168.94	158.54	166.73
速动比率（%）	166.46	155.24	163.09
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.87	1.75	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.49	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	21.78	18.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.73	2.19	--

注：1. 公司 2026 年 1-6 月财务报表未经审计；2. 合并口径长期应付款中的有息负债已调整至长期债务中；3. 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；4. “--”表示指标不适用。

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	2024 年	2025 年	2026 年 6 月
现金类资产（亿元）	1.78	1.13	1.24
应收账款（亿元）	1.55	1.40	1.65
其他应收款（亿元）	17.94	24.08	26.71
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	13.09	13.10	13.13
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	35.53	42.46	45.75
实收资本（亿元）	3.99	3.99	3.99
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	18.20	19.64	18.24
短期债务（亿元）	7.62	8.13	8.37
长期债务（亿元）	2.56	3.32	3.45
全部债务（亿元）	10.18	11.45	11.83
营业总收入（亿元）	2.52	1.63	0.78
营业成本（亿元）	1.82	1.31	0.63
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	2.80	2.86	-0.07
EBITDA（亿元）	3.11	3.23	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.79	1.86	0.74
经营活动现金流入小计（亿元）	4.02	2.76	21.17
经营活动现金流量净额（亿元）	0.49	0.47	1.37
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.01	-0.55	-0.22
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.48	-0.58	-1.03
财务指标			
净营业周期（天）	171.38	259.13	--
应收账款周转次数（次）	1.56	1.11	--
存货周转次数（次）	932.54	2419.05	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.04	--
现金收入比（%）	110.77	114.04	94.66
EBITDA 利润率（%）	123.43	197.88	--
总资产报酬率（%）	9.08	8.29	--
净资产收益率（%）	15.38	14.93	--
长期债务资本化比率（%）	12.33	14.47	15.91
全部债务资本化比率（%）	35.87	36.83	39.33
资产负债率（%）	48.76	53.74	60.13
流动比率（%）	147.51	146.00	131.49
速动比率（%）	147.51	146.00	131.49
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.19	0.10	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.14	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	9.96	8.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.27	3.54	--

注：1. 公司 2026 年 1-6 月财务报表未经审计；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；3. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取。

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	
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
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	
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/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%
销售商品提供劳务收到的现金/短期债务	销售商品提供劳务收到的现金/短期债务
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

应收账款周转天数=360/应收账款周转次数

存货周转天数=360/存货周转次数

应付账款周转天数= 360/(营业成本/平均应付账款)

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断