

万物云拟分拆上市，多元业务价值将逐渐被认可



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件

- 11月6日，公司公告第十九届董事会第十三次会议审议通过了拟分拆所属子公司万物云到香港联交所上市的相关议案。

核心观点

- 万科拟分拆万物云上市。**作为行业领军者，万物云价值长期得到行业认可，成长可期。住宅物管服务品牌力多年保持行业领先。商企服务“万物梁行”是国内目前唯一本土物业公司与国际五大行战略联合的公司，收入规模已达行业头部。最早实践城市服务，“万物云城”商业模式已跑通，有望成为以“城市管家”为模式的城市综合服务商。此外，公司推动平台化战略（如与海康成立万御安防），有望通过重新组织产业，激发劳动力效率，扩张业务边界，最终可能成为产能持续扩大，效率不降低的平台型企业。20年公司实现营业收入182.0亿元，实现营业利润17.2亿元，在管面积约5.7亿平。截至21H1，公司总资产为190.1亿元，总负债为119.3亿元；上半年实现营业收入103.8亿元，实现营业利润10.4亿元。截至公告日，万科直接或间接合计持有万物云62.9%股权（未考虑阳光智博换股），预计本次发行的H股股数不高于万物云发行后总股本的15%（超额配售选择权行使前）。
- 分拆上市拓宽公司融资渠道，利于规模扩张。**考虑到目前房地产景气度下降，房企现金流恶化，预计后续更多房企可能出售物业公司股权。万科云有望抓住机会，借助资本市场力量实现规模逆势扩张。
- 多元业务价值逐渐显性化。**此次分拆万物云于港交所上市，将加速物业服务板块的发展，与公司向“开发、经营、服务并重”转型发展的战略一致。随着物业服务上市价值释放，投资者受此启发，其他经营板如物流地产、商业地产等业务的隐性价值将可能逐渐被认可，整体有利于提升公司估值水平。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司21-23年EPS为3.16/3.04/3.38元，维持目标价25.88元，维持买入评级。

风险提示

- 销售毛利率持续恶化；房地产调控超预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,894	419,112	466,850	521,155	579,106
同比增长(%)	23.6%	13.9%	11.4%	11.6%	11.1%
营业利润(百万元)	76,613	79,959	71,308	68,477	76,018
同比增长(%)	13.5%	4.4%	-10.8%	-4.0%	11.0%
归属母公司净利润(百万元)	38,872	41,516	36,779	35,293	39,248
同比增长(%)	15.1%	6.8%	-11.4%	-4.0%	11.2%
每股收益(元)	3.34	3.57	3.16	3.04	3.38
毛利率(%)	36.2%	29.2%	25.3%	23.0%	23.4%
净利率(%)	10.6%	9.9%	7.9%	6.8%	6.8%
净资产收益率(%)	22.6%	20.1%	15.5%	13.5%	13.7%
市盈率	5.7	5.4	6.0	6.3	5.7
市净率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月05日)	17.82元
目标价格	25.88元
52周最高价/最低价	32.72/17.52元
总股本/流通A股(万股)	1,162,538/1,161,874
A股市值(百万元)	207,164
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年11月07日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.14	-16.38	-10.7	-36.04
相对表现	-0.14	-17.06	-5.7	-32.76
沪深300	-2	0.68	-5	-3.28



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵旭翔

zhaoxuxiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070001

联系人 苏若琳

suruolin@orientsec.com.cn

联系人 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

相关报告

- 业绩负增长，毛利率下降仍是主要原因：——2021-10-30
—2021年三季报点评
- 业绩负增长，毛利率持续承压：——2021年
半年报点评
- 业绩稳定分红比例提升，多元化业务发展喜
人：——2020年年报点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	166,195	195,231	210,083	234,520	260,598	营业收入	367,894	419,112	466,850	521,155	579,106
应收票据、账款及款项融资	2,017	3,002	3,333	3,721	4,135	营业成本	234,550	296,541	348,556	401,353	443,691
预付账款	97,796	62,248	70,028	78,173	86,866	营业税金及附加	32,905	27,237	32,680	36,481	40,537
存货	897,019	1,002,063	1,115,379	1,244,196	1,375,442	营业费用	9,044	10,637	11,861	11,902	12,813
其他	275,963	284,844	279,196	279,995	280,847	管理费用及研发费用	12,085	10,954	12,406	13,794	18,531
流动资产合计	1,438,989	1,547,387	1,678,019	1,840,604	2,007,887	财务费用	5,736	5,145	4,608	4,729	4,946
长期股权投资	130,476	141,895	141,895	141,895	141,895	资产、信用减值损失	1,866	2,205	295	768	554
固定资产	12,400	12,577	11,879	11,180	10,481	公允价值变动收益	(69)	5	0	0	0
在建工程	4,180	3,237	6,458	9,679	12,899	投资净收益	4,984	13,512	14,863	16,349	17,984
无形资产	5,270	6,088	5,441	4,544	3,397	其他	(10)	48	0	0	0
其他	138,615	157,993	165,694	175,694	185,694	营业利润	76,613	79,959	71,308	68,477	76,018
非流动资产合计	290,940	321,790	331,366	342,991	354,366	营业外收入	715	999	730	815	848
资产总计	1,729,929	1,869,177	2,009,385	2,183,596	2,362,253	营业外支出	789	1,282	1,035	1,159	1,097
短期借款	15,365	25,112	25,339	50,799	61,425	利润总额	76,539	79,676	71,002	68,132	75,769
应付票据及应付账款	268,222	296,292	355,527	409,380	452,565	所得税	21,408	20,378	18,461	17,714	19,700
其他	989,023	996,090	1,036,188	1,093,540	1,174,671	净利润	55,132	59,298	52,542	50,418	56,069
流动负债合计	1,272,610	1,317,493	1,417,055	1,553,720	1,688,661	少数股东损益	16,260	17,783	15,763	15,125	16,821
长期借款	114,320	132,037	132,037	132,037	132,037	归属于母公司净利润	38,872	41,516	36,779	35,293	39,248
应付债券	49,646	43,576	43,576	43,576	43,576	每股收益(元)	3.34	3.57	3.16	3.04	3.38
其他	22,775	26,227	24,590	24,590	24,590						
非流动负债合计	186,740	201,840	200,203	200,203	200,203						
负债合计	1,459,350	1,519,333	1,617,258	1,753,923	1,888,864						
少数股东权益	82,521	125,334	141,096	156,221	173,042	主要财务比率					
实收资本(或股本)	11,302	11,618	11,625	11,625	11,625		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	12,384	18,554	18,554	18,554	18,554	成长能力					
留存收益	166,178	195,883	220,852	243,272	270,167	营业收入	23.6%	13.9%	11.4%	11.6%	11.1%
其他	(1,806)	(1,544)	0	0	0	营业利润	13.5%	4.4%	-10.8%	-4.0%	11.0%
股东权益合计	270,579	349,844	392,128	429,673	473,389	归属于母公司净利润	15.1%	6.8%	-11.4%	-4.0%	11.2%
负债和股东权益总计	1,729,929	1,869,177	2,009,385	2,183,596	2,362,253	获利能力					
						毛利率	36.2%	29.2%	25.3%	23.0%	23.4%
						净利率	10.6%	9.9%	7.9%	6.8%	6.8%
						ROE	22.6%	20.1%	15.5%	13.5%	13.7%
						ROIC	11.7%	11.1%	8.9%	7.9%	8.1%
						偿债能力					
						资产负债率	84.4%	81.3%	80.5%	80.3%	80.0%
						净负债率	34.7%	18.9%	13.1%	12.2%	7.8%
						流动比率	1.13	1.17	1.18	1.18	1.19
						速动比率	0.42	0.41	0.39	0.38	0.37
						营运能力					
						应收账款周转率	205.9	168.3	147.6	147.8	147.4
						存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	3.34	3.57	3.16	3.04	3.38
						每股经营现金流	4.04	4.58	2.63	1.24	2.49
						每股净资产	16.18	19.31	21.59	23.52	25.84
						估值比率					
						市盈率	5.7	5.4	6.0	6.3	5.7
						市净率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
						EV/EBITDA	2.5	2.4	2.7	2.7	2.5
						EV/EBIT	2.5	2.4	2.7	2.8	2.6

资料来源: 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn