

## 万科 A (000002.SZ)

## 行业龙头稳健发展，多元业务助力盈利提升

2022 年 06 月 20 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

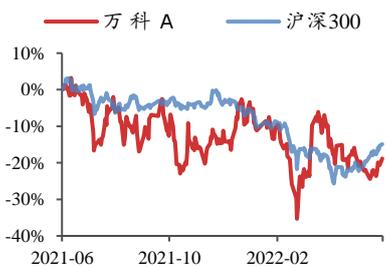
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/6/20
当前股价(元)	18.58
一年最高最低(元)	25.35/14.43
总市值(亿元)	2,160.00
流通市值(亿元)	1,805.52
总股本(亿股)	116.25
流通股本(亿股)	97.18
近 3 个月换手率(%)	78.04

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 万科作为行业龙头，盈利水平修复可期

展望未来，行业整体进入精细化运营发展阶段。万科作为行业龙头，以其敏锐的战略投资眼光、突出的品牌影响力、丰富的操盘运营经验、稳健的风险管理策略和多元的业务布局领先行业发展。我们认为公司有动力和机会保持现有规模，叠加多元化业务持续发展，将助力公司整体盈利水平修复。我们预计万科 A 在 2022 到 2024 年归母净利润分别为 244.4、269.0、297.5 亿元，EPS 分别为 2.10、2.31、2.56 元，对应 PE 估值分别为 8.8、8.0、7.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 销售维持稳定，拿地谨慎土储丰厚

从销售端来看公司近四年销售额相对稳定，2021 年累计签约销售金额 6278 亿元，较 2020 年同比下滑 10.8%，克尔瑞排名重回行业前二。从拿地端来看公司 2021 年权益拿地金额 1402 亿，同比增长 1.4%，拿地扩张有条不紊。从土储端看公司在二线城市土储较多，可满足未来近四年的开发需求，并且依托旧改、TOD 等多元化拿地方式拓展新的业绩增长点。

### ● 多元化业务同发展，营收稳步提升

经过多年探索，万科在物业、长租公寓、仓储物流、商管等多个领域进入行业前列。2021 年公司地产业务收入增速为 7.36%，物业业务 32.1%，物流仓储业务 68.9%，商业开发运营业务 20.6%，长租公寓业务 13.9%，多元化布局已初现规模，将成为公司未来发展新的利润蓄水池和增长点。

### ● 负债结构健康，融资成本行业低位

公司负债结构健康，信用评级较高，有息负债水平连续四年保持相对稳定，截至 2021 年底三道红线均转为绿档，存量融资综合融资成本降至 4.11%，保持行业低位。

● **风险提示：**政策调控风险，销售及回款不及预期，物流地产、长租公寓发展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	419,112	452,798	481,550	507,169	518,327
YOY(%)	13.9	8.0	6.3	5.3	2.2
归母净利润(百万元)	41,516	22,524	24,441	26,897	29,745
YOY(%)	6.8	-45.7	8.5	10.1	10.6
毛利率(%)	29.2	21.8	21.3	21.9	23.0
净利率(%)	9.9	5.0	5.1	5.3	5.7
ROE(%)	16.9	9.7	9.3	9.7	9.9
EPS(摊薄/元)	3.57	1.94	2.10	2.31	2.56
P/E(倍)	5.2	9.6	8.8	8.0	7.3
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 国内领先的城乡建设与生活服务商 .....	5
1.1、 三十余年耕耘，战略不断革新 .....	5
1.2、 管理层经验丰富，带领公司快速发展 .....	6
2、 销售规模保持稳定，拿地谨慎土储丰厚 .....	6
2.1、 销售排名重回 TOP2，市场份额有望进一步提升 .....	6
2.2、 拿地扩张稳健，二线城市投资占比较大 .....	8
2.3、 近年来土储规模稳定，去化周期灵活性高 .....	12
2.4、 旧改项目及 TOD 业务多元化拿地产生新的增长点 .....	13
3、 定位延展为城市配套服务商，多元化业务齐发展 .....	17
3.1、 万物云：“三驾马车”共发展，行业领先地位稳固 .....	17
3.1.1、 发展三十余年，追求做好物业服务 .....	17
3.1.2、 三驾马车业务体系不断发展 .....	18
3.1.3、 万物云营收及规模行业领先 .....	19
3.1.4、 毛利率对比同行有上涨空间 .....	23
3.1.5、 IPO 进程中，已递交招股说明书 .....	24
3.2、 万纬物流：布局扩张迅速，跃升至本土龙头地位 .....	25
3.2.1、 先发优势明显，两大核心业务全国领先 .....	25
3.2.2、 布局面积不断扩大，公募 REITs 迎来新机遇 .....	26
3.3、 商业运营：营收稳健增长，未来发展空间较大 .....	27
3.4、 长租公寓：规模稳居行业头部，政策扶持下发展空间足 .....	30
4、 财务分析：负债和融资结构稳健，盈利水平增长可期 .....	32
4.1、 盈利近两年同比下降，未来有望恢复企稳 .....	32
4.2、 负债指标控制稳健，三道红线转为绿档 .....	33
4.3、 金融机构长期看好，融资成本行业低位 .....	33
5、 盈利预测与投资建议 .....	35
6、 风险提示 .....	36
附：财务预测摘要 .....	37

## 图表目录

图 1： 万科发展三十余年，公司战略不断革新 .....	5
图 2： 万科近年销售额保持稳定 .....	7
图 3： 万科近年销售面积保持稳定 .....	7
图 4： 万科 2021 年销售额市占率略有下滑 .....	7
图 5： 万科销售额同比增速较全行业相比有所放缓 .....	7
图 6： 万科近两年单个城市销售规模有所下降 .....	8
图 7： 万科 2021 年单个城市销售额行业领先 .....	8
图 8： 2021 年万科销售金额区域分布情况，南方区域和上海区域占比较高 .....	8
图 9： 2021 年万科销售面积区域分布情况，南方区域、北方区域、上海区域占比较高 .....	8
图 10： 万科近年权益拿地金额保持稳定 .....	9
图 11： 万科近年权益拿地面积逐步收缩 .....	9
图 12： 万科近年拿地面积权益比保持稳定 .....	9
图 13： 万科近年拿地强度（拿地金额/销售金额）放缓 .....	9

图 14: 主流房企 2021 年拿地建面及金额同比呈下降趋势.....	10
图 15: 万科近年拿地金额三四线占比增大 .....	10
图 16: 万科在 A 股龙头房企中三四线城市拿地占比较大.....	10
图 17: 万科 2021 年拿地面积各区域分布较为均匀 .....	11
图 18: 万科 2021 年各区域拿地价格和销售价格, 南方区域房地差大.....	11
图 19: 万科在核心二线城市权益拿地面积较多 .....	11
图 20: 万科近年来销售均价和拿地楼板价价差较稳定.....	12
图 21: 近年来万科待开发和在建土储保持稳定 .....	12
图 22: 万科近四年土储面积去化周期维持在 3 年以上.....	12
图 23: 2021 年万科各区域土储分布较均衡 .....	13
图 24: 2021 年万科在一二线城市土储超过 60%.....	13
图 25: 2021 年万科在二线城市土储分布较多 .....	13
图 26: 万科近三年旧改拿地面积占比超过 20%.....	15
图 27: 万科多元化业务触角广泛 .....	17
图 28: 万物云“三驾马车”业务体系及具体业务.....	19
图 29: 2021 年万物云在管面积排名行业领先 .....	19
图 30: 2021 年万物云营收排名行业第二 .....	20
图 31: 公司物业管理营业收入快速增长 .....	20
图 32: 2021 年社区空间服务业务营收占比 56%.....	20
图 33: 万物云社区服务业务中住宅业务占比超 80%.....	21
图 34: 万物云社区服务业务在核心一二线城市占比超 90%.....	21
图 35: 万物云社区服务业务项目数量及面积逐年提升.....	21
图 36: 万物云 2021 年社区服务业务在管面积各区域分布情况.....	21
图 37: 商企和城市空间综合服务各业务营收逐年提升.....	22
图 38: 物业及设施管理服务占比超 60%.....	22
图 39: 商企物业服务项目数量及面积逐年增长 .....	22
图 40: 近三年开发商增值服务各业务营收稳步增长 .....	22
图 41: AIoT 及 BPaaS 解决方案服务营收保持增长 .....	23
图 42: BPaaS 解决方案服务总营收占比稳步提升.....	23
图 43: 2021 年万物云毛利率在主流物业公司中偏低 .....	23
图 44: 万科近三年各业务毛利率保持相对稳定 .....	24
图 45: 小区增值服务业务近三年毛利率稳中有升 .....	24
图 46: 商企和城市空间服务业态近三年毛利率有所下滑.....	24
图 47: BPaaS 服务业务近三年毛利率逐步提升.....	24
图 48: 全国社会物流总额近 20 年不断增长 .....	25
图 49: 全国网上零售额逐年攀升 .....	25
图 50: 北上广深四城物流仓储租金走势持续上涨 .....	25
图 51: 万纬冷链一站式供应链服务 .....	26
图 52: 近年来万纬物流可租赁仓储面积不断增长 .....	27
图 53: 近三年万纬物流营收增长较快 .....	27
图 54: 万科 2021 年开业在管商业面积排名行业前三 .....	28
图 55: 万科 2021 年已开业商场数量排名行业前三 .....	28
图 56: 万科 2021 年商业运营收入排名行业前列 .....	29
图 57: 万科 2021 年平均出租率排名行业前列 .....	29
图 58: 万科商业项目面积持续增长 .....	30

图 59: 万科商业项目营收稳步提升 .....	30
图 60: 近年万科泊寓开业房间数量和出租率持续攀升 .....	31
图 61: 万科泊寓近三年营收逐步走高 .....	31
图 62: 万科销售毛利率和净利率自 2019 年后下滑 .....	32
图 63: 万科归母净利润 2021 年下滑明显 .....	32
图 64: 万科净资产收益率和资产回报率近两年下滑 .....	32
图 65: 万科三费近年相对稳定维持在 7% 左右 .....	32
图 66: 万科近年净负债率保持低位 .....	33
图 67: 万科扣除预收账款后的资产负债率大幅降低 .....	33
图 68: 万科现金短债比维持在两倍以上 .....	33
图 69: 万科有息负债规模及有息负债率均保持稳定 .....	33
图 70: 万科融资余额近年来保持稳定 .....	34
图 71: 万科融资方式以银行贷款为主 .....	34
图 72: 万科长短期负债结构保持稳健 .....	34
图 73: 万科境内负债占比超过七成 .....	34
表 1: 万科董事会、高管及重要人员等主要人员地产管理经验丰富 .....	6
表 2: 2021 年以来各地旧改及城市更新政策 .....	14
表 3: 万科重点 TOD 业务发展七年初具规模 .....	16
表 4: 2021 年公司高标库和冷链库运营规模和效率有所提升 .....	26
表 5: 国内已发行公募 REITs 中有两支是仓储物流类 .....	27
表 6: 万科商业以印力为主要品牌进行全国化布局 .....	28
表 7: 2021 年万科营业额排名前十的商场均位于核心一二线城市 .....	29
表 8: 预计万科 2022 年业绩短暂承压后恢复增长 .....	35
表 9: 可比公司盈利预测与估值 .....	35

## 1、国内领先的城乡建设与生活服务商

### 1.1、三十余年耕耘，战略不断革新

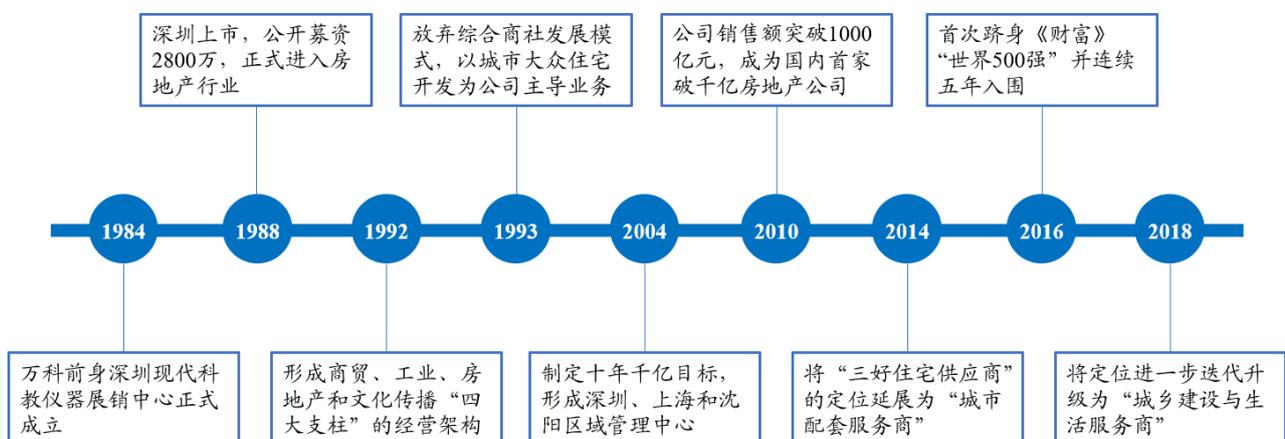
万科集团成立于1984年，1991年在深交所上市，股票代码为000002.SZ，是国内第一家房地产上市公司，也是深交所第二家上市公司。经过三十余年的发展，公司战略不断革新，业务聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市，同时连续五年入围《财富》“世界500强”，成为国内房地产行业的龙头企业。

**1983-1992年：始于深圳，非地产业务发展革新。**1984年，万科前身深圳现代科教仪器展销中心正式成立，主营业务为自动化办公设备及专业影视器材的进口销售，之后公司主营业务转为散件引进，在国内组装销售。1988年深圳市政府批准公司的股份改造方案，公开募资2800万，同时公开竞标获取威登别墅地块，正式进入房地产行业。1992年，万科物业成立，公司业务逐步形成了商贸、工业、房地产和文化传播“四大支柱”的经营架构。

**1992-2013年：确立地产主导业务，快速成为行业龙头。**1993年，公司放弃“综合商社”发展模式，以城市大众住宅开发为公司主导业务，确立了资本积累、做大经营规模为主的战略方针。从此，公司通过变卖资产、转让股份等方式先后剥离工业项目、国际企业服务、万佳百货等资产，经历了多年多元化经营的摸索，至2001年，公司专业化战略调整全部完成，开始聚焦房地产开发主业，进行全国化布局。2003年，公司积极开拓以深圳为中心的珠江三角洲区域、以上海为中心的长江三角洲区域、以沈阳为中心的东北区域，形成深圳、上海和沈阳区域管理中心。至2010年，公司销售额突破1000亿元，提前4年实现了2004年制定的千亿目标。

**2014年至今：定位延展为城市配套服务商，多元化业务齐发展。**2014年公司第四个十年发展规划将“三好住宅供应商”的定位延展为“城市配套服务商”。2018年公司将定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”，由城市建设升级延展至城乡，首次将战略目光拓展至乡村振兴，在巩固住宅开发和物业服务基础上，积极拓展商业运营、长租公寓、仓储物流、文旅度假服务等领域。

图1：万科发展三十余年，公司战略不断革新



资料来源：公司官网、开源证券研究所

## 1.2、管理层经验丰富，带领公司快速发展

万科现任董事会主席郁亮，于1990年加入万科，2001年出任万科集团总经理，2017年起任万科董事会主席，在任期间带领万科成为首个千亿房企，并在第四个十年的战略新阶段主导“城乡建设与生活服务商”的新策略。在房地产行业进入深入调整的长周期，万科目前七位董事中，三位具有万科十年以上的任职背景，三位来自深铁集团，一位来自国资委，领导层稳定且从业经验丰富，将使万科贯彻落实稳健的发展战略。

**表1：万科董事会、高管及重要人员等主要人员地产管理经验丰富**

姓名	职务	简介
郁亮	董事会主席	现任公司董事会主席。自1994年5月24日起任万科企业股份有限公司执行董事，2001年2月15日起任万科企业股份有限公司总裁。加入万科之前，郁先生曾供职于深圳外贸集团。
祝九胜	董事、总裁、首席执行官	现任公司董事、总裁、首席执行官，2012年加入万科，2012年至2015年担任公司高级副总裁，2018年1月31日至今任公司总裁、首席执行官。
王海武	董事、执行副总裁、首席运营官	现任公司董事、投资与决策委员会委员、执行副总裁、首席运营官，于2003年加入万科，历任东莞市万科房地产有限公司财务管理部经理、副总经理、总经理，公司高级副总裁，中西部区域BG首席合伙人、首席执行官兼万科(成都)企业有限公司总经理。
刘肖	执行副总裁，首席运营官	现任公司执行副总裁，首席运营官，2009年加入万科任职投融资与营销管理部总经理，曾供职于麦肯锡公司。
韩慧华	执行副总裁、财务负责人	现任公司执行副总裁、财务负责人，于2008年加入万科，历任本公司财务与内控管理部业务经理、助理总经理、副总经理及管理中心财务管理职能中心合伙人。
朱旭	董事会秘书	现任公司董事会秘书，于2016年加入万科，加入万科之前，曾任职于深圳市国家税务局、国民技术股份有限公司、深圳广田装饰集团股份有限公司。朱女士目前兼任GLP Holdings Limited董事、深交所第十届上市公司委员会委员、中国上市公司协会第二届董事会秘书委员会常务委员、中国税务学会理事、中国香港特许秘书公会中国内地技术咨询小组副主席。
胡国斌	董事	现任公司董事、薪酬与提名委员会委员，2019年5月至今，任深圳市资本运营集团有限公司党委书记、董事长，曾在深圳建设集团工作。
辛杰	董事	现任公司董事、投资与决策委员会委员，深铁集团董事长、党委书记，曾在深圳市外贸集团、深圳市长城物业管理公司工作，2017年9月至今，任深铁集团董事长、党委书记。
黄力平	董事	1999年加入深铁，2014年任任深圳市地铁集团有限公司副总经理，现任深圳市地铁集团有限公司党委副书记、董事、总经理。
雷江松	董事	2003年9月起任职于深圳市地铁集团，现任深圳市地铁集团有限公司党委委员、副总经理。

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

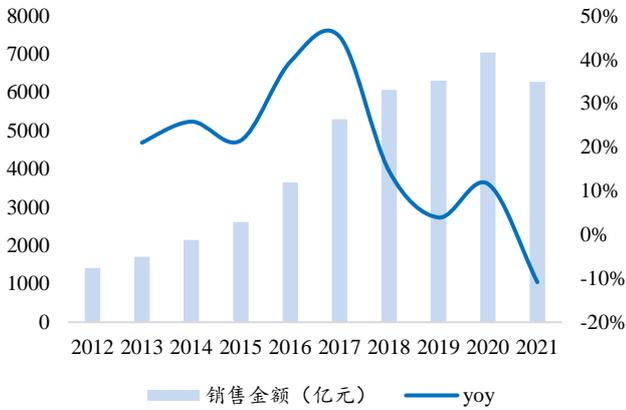
## 2、销售规模保持稳定，拿地谨慎土储丰厚

### 2.1、销售排名重回TOP2，市场份额有望进一步提升

2012年至2020年，公司销售规模快速增长，销售金额由1412亿增长至7042亿，年均复合增速为19.5%；销售面积由1296万方增长至4668万方，年均复合增速为15.3%；市占率（签约销售额占全国商品房销售额比重）从2012年的2.2%逐年提升至2020年的4.1%，公司销售额同比增速超过全行业同比增速，规模扩张趋势显著。2021年累计签约销售金额6278亿元，较2020年同比下滑10.8%，签约销售面积3808万方，同比下降18.4%，完成全年销售目标7900亿的79%，销售额完成情

况不及预期，同时公司整体市占率下滑至 3.5%，主要源于行业整体承压下，市场销售去化情况不佳。与此同时，公司全口径销售额克尔瑞排名重回 TOP2，未来随着行业集中度提升，政策和市场回暖，我们预计公司市占率将进一步提升。

图2：万科近年销售额保持稳定



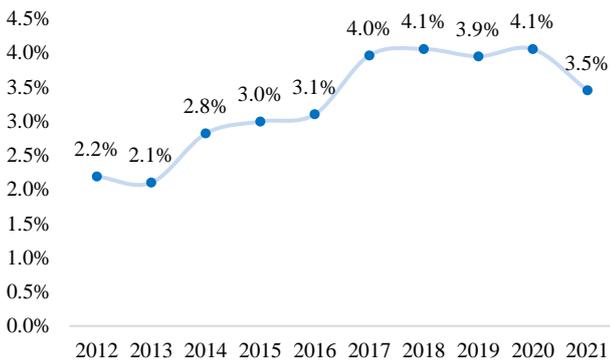
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：万科近年销售面积保持稳定



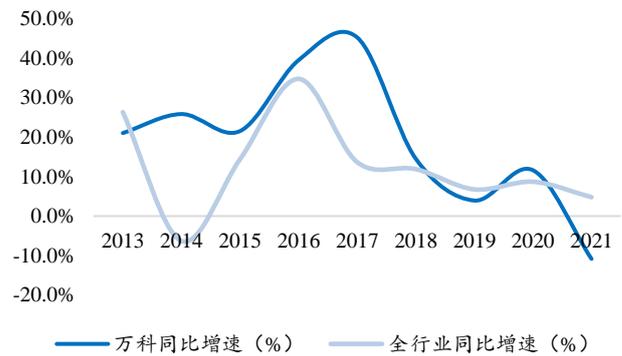
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：万科 2021 年销售额市占率略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：万科销售额同比增速较全行业相比有所放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

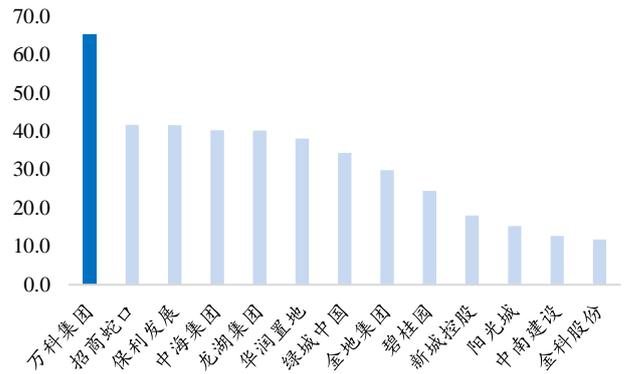
我们认为，公司近十年保持高速增长的主要源于城市深耕及重点区域的持续投资，实现了规模效应，提升了品牌影响力。2014年至2019年，公司单个城市规模销售额由 33 亿提升至 83 亿，与其他头部房企相比区域深耕效果显著。2021 年，公司进入城市提升至 96 个，单城市销售规模有所回落，但仍保持行业领先优势。同时公司继续执行城市圈聚焦的战略，在四大区域均衡发展，2021 年上半年在上海区域销售额占比提升 4 个百分点至 37.3%，长三角及珠三角销售额占比超过 50%，核心区域销售规模贡献较大。

图6：万科近两年单个城市销售规模有所下降



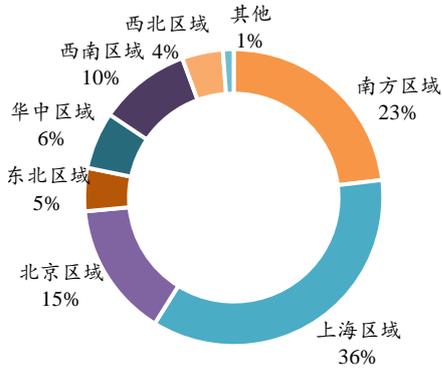
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：万科 2021 年单个城市销售额行业领先



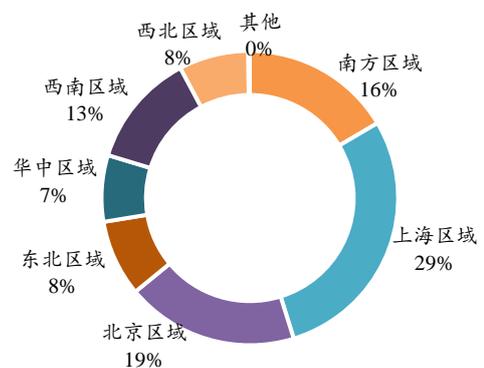
数据来源：公司公告、中指数据库、开源证券研究所

图8：2021 年万科销售金额区域分布情况，南方区域和上海区域占比较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2021 年万科销售面积区域分布情况，南方区域、北方区域、上海区域占比较高

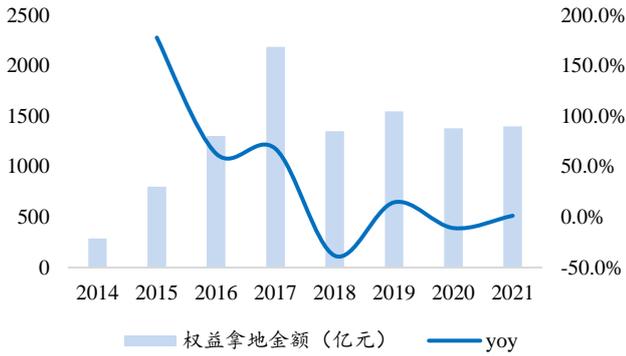


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、拿地扩张稳健，二线城市投资占比较大

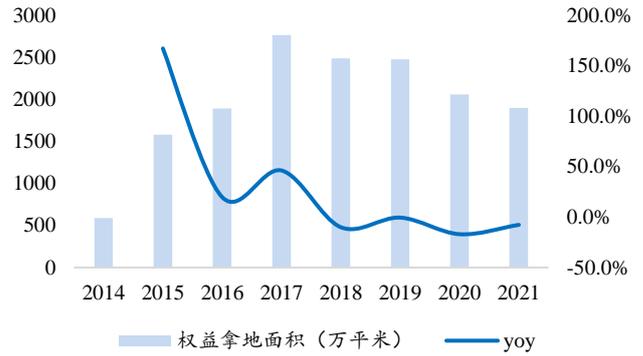
**拿地扩张积极，拿地金额排名行业前三。**在投资拿地层面，2016-2021年，公司权益拿地金额均超过1300亿，近四年保持相对稳定，但权益拿地面积同比下滑。公司2021年权益拿地金额1402亿，同比增长1.4%，权益拿地面积1901万平米，同比下滑7.6%。从权益拿地情况来看，公司拿地面积权益比近三年维持在60%以上，权益投资结构稳定，2021年由于行业流动性风险增加，公司拿地面积权益比升至71%，拿地金额权益比升至76%。同时公司2021年投销比（拿地金额/销售金额）为29%，较2016-2018年投资放缓，拿地扩张有条不紊。自2020年以来，公司整体通过收缩投资规模来平衡行业调控带来的风险，近两年拿地谨慎扩张较稳健。

图10: 万科近年权益拿地金额保持稳定



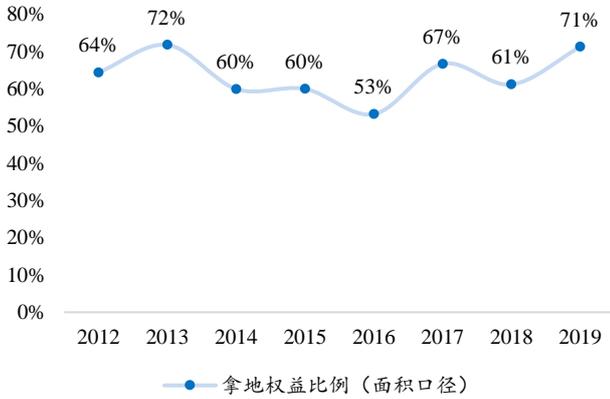
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 万科近年权益拿地面积逐步收缩



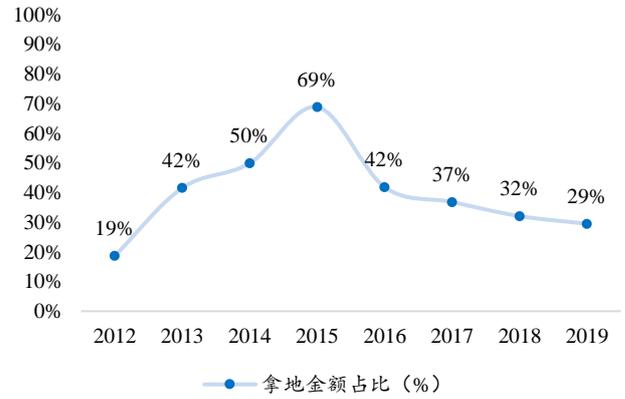
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 万科近年拿地面积权益比保持稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

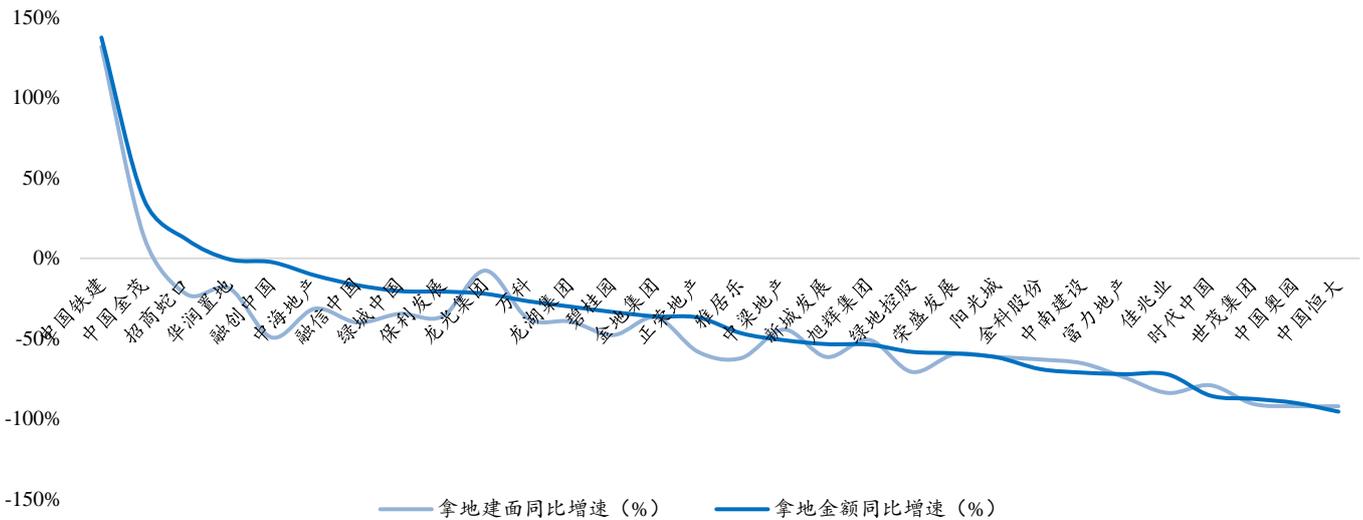
图13: 万科近年拿地强度（拿地金额/销售金额）放缓



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2021 年下半年来地产行业信用风险频发、市场景气度下行，开发商拿地趋于谨慎。从同业对比来看，主流房企拿地总成交金额同比下降 32%，总成交面积同比下降 50%，万科在采取审慎的土地投资策略下，投资收缩幅度依旧好于主流房企均值，同时拿地金额排名行业前三，显示公司发展的决心及较强的资金实力。

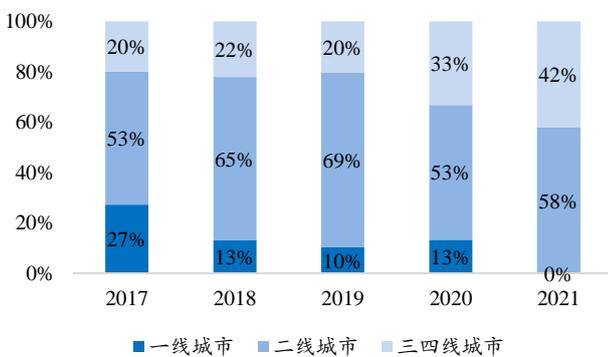
图14：主流房企 2021 年拿地建面及金额同比呈下降趋势



数据来源：中指数据库、开源证券研究所

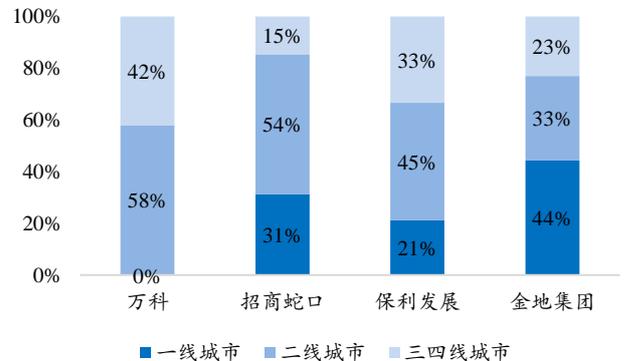
**一线城市无新增拿地，强三线城市拿地占比增大。**从拿地城市能级来看，2021年公司结合自身发展策略及市场走势，近20年来首次在一线城市没有新增拿地，一方面一线城市伴随双集中土地出让竞争加剧，盈利空间有限；另一方面一线城市主城区多数进入城市更新时期，新增供地地段价值升值慢，导致万科拿地的决心有所减弱。在规避一线城市的同时，公司加强了对二线城市的布局，2021年新增权益拿地金额有58%来源于二线城市，较2020年提升5个百分点。近两年，伴随行业竞争加剧，主流房企开始城市下沉，拓展新的业绩增长区域。为了规避核心城市土地集中出让带来的压力，公司2021年在三四线城市拿地金额占比增至42%，对比招商蛇口、保利发展、金地集团等典型开发商，强三线城市拿地占比明显要高，但同时公司进驻的强三线城市大多位于长三角、珠三角等重点片区，也是公司多年深耕的城市，在规模效应和品牌口碑加持下，项目未来去化有一定保障。

图15：万科近年拿地金额三四线占比增大



数据来源：中指数据库、开源证券研究所

图16：万科在 A 股龙头房企中三四线城市拿地占比较大

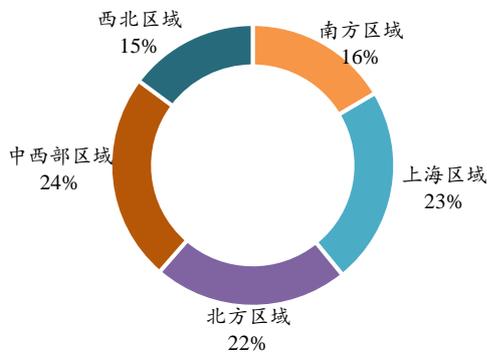


数据来源：中指数据库、开源证券研究所

**上海区域投资力度加大，二线核心城市拿地均衡。**从拿地区域分布情况看，上

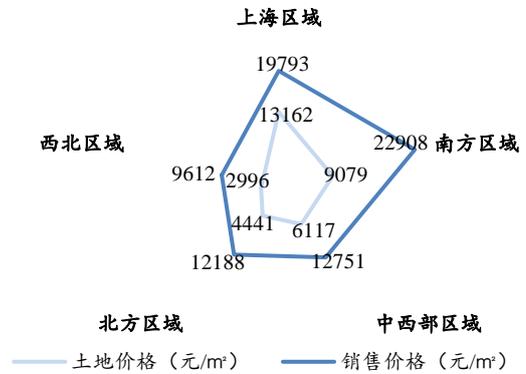
海区域拿地面积占比达到 23%，显示出公司对于华东片区市场的看好，但 2020 年上半年由于整体土地市场的火热，导致华东片区城市的土地竞争激烈，溢价率走高，房地差缩小，未来运营压力较大；传统南方区域占比 16%，通过佛山、东莞等地的新增货值维持深耕区域规模，基于深耕优势和拿地方式的多元化，公司在南方区域拿地成本相对较低，房地差超过一万元/平米，未来利润释放空间较大。从各城市权益拿地金额来看，公司积极布局“两集中”城市，除开一线城市和厦门，公司在“两集中”16 城权益拿地面积 878 万平米，占比 46.2%，对核心二线城市投资力度加大，且投资力度较均衡，权益拿地面积超过 50 万平米的城市有 14 个。在未来一线城市发展饱和的情况下，核心二线城市有机会迎来经济和人口的快速增长，公司在强二线城市的布局一方面规避了激烈的竞争，节省了土地成本，另一方面有机会借助城市发展红利保证项目有质量的去化。

图17: 万科 2021 年拿地面积各区域分布较为均匀



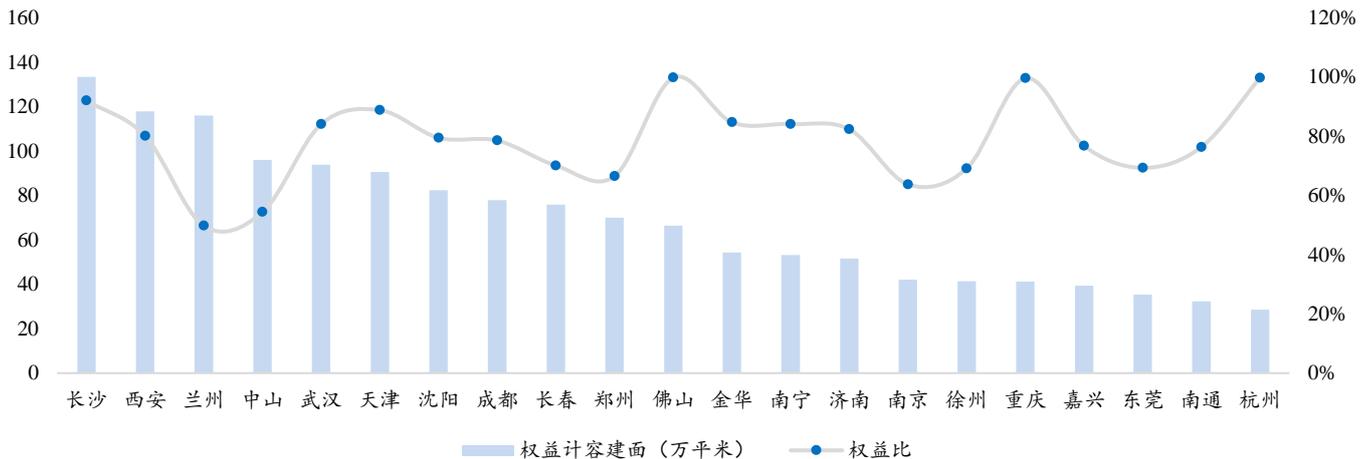
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 万科 2021 年各区域拿地价格和销售价格, 南方区域房地差大



数据来源: 中指数据库、开源证券研究所

图19: 万科在核心二线城市权益拿地面积较多

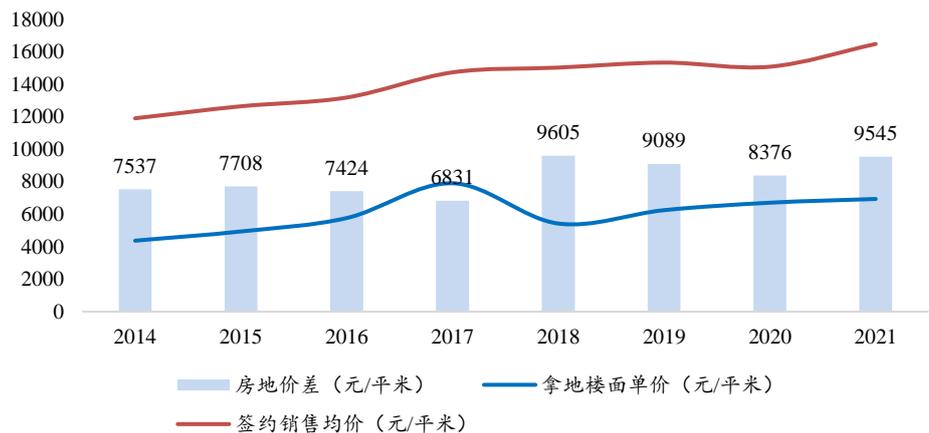


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

房地价差较稳定，盈利空间充足。公司在近八年周期内，房地价差维持在 7000-10000 元/平米范围内，对于销售与投资的把控精准程度较高。公司销售均价除 2020 年疫情导致同比下滑外，其余年份增长稳健。2017 年各地地价快速上涨，公司同时

加大了市场库存去化较快的一二线城市的投资力度，造成当年房地价差低于 7000 元/平方米。2018 年开始公司开始逐步下沉三四线城市，拿地价格相对较低，同时伴随全国房价上涨的趋势，房地价差升至 9000 元/平方米以上。2021 年，公司一方面停止在一线城市拿高价地，另一方面深化了城市深耕的战略方针，造成土地价格维持稳定，房地价差达到 9545 元/平方米，未来利润贡献可观。总体来看，公司近四年有三年房地价差稳定在 9000 元/平方米以上，依托区域深耕的操盘优势、较稳健的运营能力及较为高效的成本管控手段，未来盈利释放空间较大。

图20：万科近年来销售均价和拿地楼面价价差较稳定

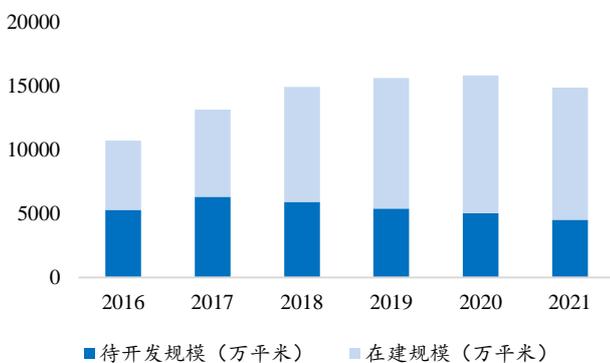


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.3、近年来土储规模稳定，去化周期灵活性高

土地储备稳定，去化周期稳定在三年以上。截至 2021 年底，公司待开发的土储面积 4522 万方，在建土储 10367 万方，总土储 14889 万方，近年来保持相对稳定。公司近四年土储去化周期稳定，2021 年土储建面可覆盖 2021 年全年销售面积的 3.2 倍，这也和公司灵活的土储策略，高周转拿地模式相关，一直秉承不囤地的原则，强调“量入为出”投资战略，保持稳健经营。

图21：近年来万科待开发和在建土储保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：万科近四年土储面积去化周期维持在 3 年以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**各区域土储分布均衡，二线城市土储较多。**从土储区域分布来看，2021 年底公司在七大区域土储分布较均衡，环上海区域、环北京区域和南方区域土储面积分布占比较高，均为 18%、18%和 17%，三个高能级经济圈占比超过 50%。从土储城市能级来看，公司在二线城市土储分布占比达到 58%，与 2021 年拿地二线土储占比保持一致，各能级土储分布均衡，抗风险能力较强。从土储城市分布来看，公司在长春、成都、西安三城土储面积超过 500 万方，土储排名前 20 城市多为一二线核心省会，且均为万科传统深耕城市，凭借深耕优势和强二线城市的虹吸力，未来土储释放可期。

图23：2021 年万科各区域土储分布较均衡

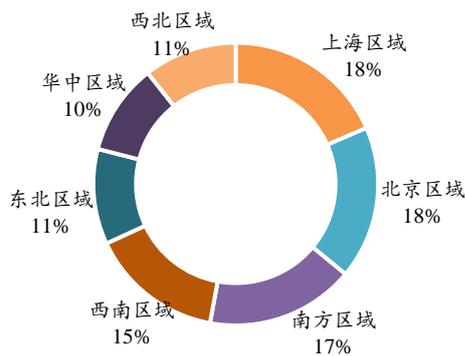
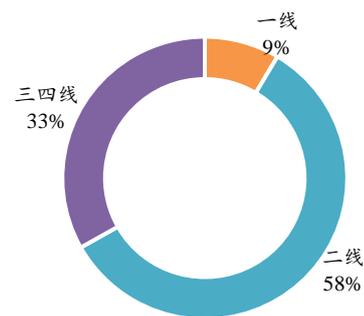


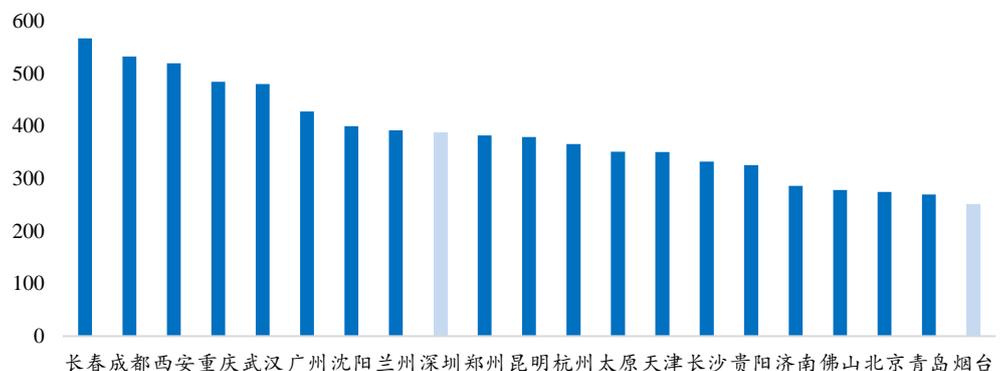
图24：2021 年万科在一二线城市土储超过 60%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2021 年万科在二线城市土储分布较多



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.4、旧改项目及 TOD 业务多元化拿地产生新的增长点

### (1) 旧改项目

**行业进入存量时代，城市旧改需求不断提升。**近年来，伴随行业竞争加剧，优质土储项目供应减少，房企在公司市场拿地难度加大；同时伴随中国城镇化率不断提升，2021 年年末常住人口城镇化率达到 64.72%，一二线城市旧改需求不断扩大，借助城市更新盘活优质存量用地，推动老旧小区改造升级，满足城市面貌和发展要求。

2021 年以来，中央近 10 次表态支持城市更新或直接出台相关政策，城市更新首次被

写入 2021 政府工作报告，2022 年两会政府工作报告再次被提及，城市更新已升级为国家战略。随着城市更新相关配套政策不断落地和实施，各地在鼓励市场主体参与方面、相关的规划和资金等方面的支持力度不断加大，企业城市更新业务拓展机遇也明显增加。

**一二线城市旧改需求旺盛，利好政策持续发布。**从城市的角度看，一线以及部分热点二线城市，尤其北京、上海、广州、深圳、厦门、杭州、南京、成都、天津、武汉等，具有城镇化进程快、二手房市场占比高、土地开发强度大、产业更新迭代快、房价水平高、房地产市场发展较成熟等特点，城市更新需求更加旺盛。2021 年至今，已有 12 座城市先后出台城市更新相关政府文件，2021 年 3 月 22 日，深圳市城市更新和土地整备局正式发布《深圳经济特区城市更新条例》；7 月 7 日，广州市住房和城乡建设局于发布《广州市城市更新条例（征求意见稿）》；8 月 25 日，经市人大常委会第三十四次会议表决通过，《上海市城市更新条例》于 9 月 1 日正式施行。11 月 4 日，住建部发布《住房和城乡建设部办公厅关于开展第一批城市更新试点工作的通知》，北京等 21 个城市成为首批试点。

**表2：2021 年以来各地旧改及城市更新政策**

颁布时间	城市	类型	文件
2022/1/1	西安	城市法规	西安市城市更新办法
2021/12/28	杭州	城市法规	关于积极推进老旧小区住宅加装电梯工作的实施意见
2021/12/28	天津	城市法规	天津市老旧房屋老旧小区改造提升和城市更新规划、土地、调查登记管理实施细则（试行）
2021/11/30	合肥	城市法规	关于印发《合肥市城镇老旧小区改造提升市级补助资金使用管理暂行办法》的通知
2021/11/30	济南	城市法规	关于进一步加快城镇老旧小区改造项目审批的通知
2021/11/12	北京	城市法规	关于报送 2022 年房地产投资计划的通知
2021/10/27	北京	城市法规	印发《关于加快推进韧性城市建设的指导意见》的通知
2021/10/1	重庆	城市法规	关于印发《重庆市城镇房屋更新改造规划管理办法》的通知
2021/9/1	北京	城市法规	关于做好城镇老旧小区改造施工管理增强人民群众获得感幸福感安全感的意见
2021/8/30	全国	全国法规	关于近期推动城市停车设施发展重点工作的通知
2021/8/30	贵阳	城市法规	筑建通〔2021〕252 号贵阳市住房和城乡建设局关于印发《贵阳市城镇老旧小区改造工程质量管理验收导则》（试行）与《贵阳市城镇老旧小区改造工程安全管理要点》的通知
2021/8/21	北京	城市法规	关于印发《北京市城市更新行动计划(2021-2025 年)》的通知
2021/6/24	昆明	城市法规	【市政府第 83 次常务会议】使用年限超 20 年老房经检测符合条件可加装电梯
2021/6/4	重庆	城市法规	《重庆市城镇老旧小区改造和社区服务提升项目管理办法（试行）》
2021/6/4	昆明	城市法规	昆明市关于促进经济平稳健康发展 20 条措施的意见
2021/4/16	成都	城市法规	关于进一步推进“中优”区域城市有机更新用地支持措施的通知
2021/3/22	深圳	城市法规	深圳经济特区城市更新条例

资料来源：中指研究院、开源证券研究所

**公司积极参与旧改业务，布局规模进一步扩大。**2017 年至 2020 年，公司旧改拿地建筑面积不断走高，由 512 万方增至 946 万方，处于高速发展阶段。2021 年，万科旧改拿地面积下滑至 534.7 万方，占比 20%，成为佛山联星整村改造主体，总建面达 145 万方，其中住宅建面约 81 万方，商业建面约 16 万方，厂房建面约 48 万方，拟投资总额 180 亿元。同时近年来公司在一线城市积极布局旧改业务：

**深圳：**公司进入深圳旧改市场较早，项目数量众多且分布广泛，城中村改造及工

改类项目均有涉及。同时公司储备的未立项更新项目数量达 30 余个，未来在深圳旧改市场仍具有相当强的竞争力，其中已列计划（包括已意愿公示）的项目有 22 个主要分布于在宝安、龙岗、光明、南山、龙华等区。

**广州：**作为万科深耕区域，土地储备较多，过去四年万科在广州公开市场拿地谨慎，加注旧改对万科也就显得尤为重要。万科操盘了黄埔区首个城中村改造项目文冲村，也是继天河猎德、海珠琶洲后广州第三个大型“城中村”改造项目，目前万科在广州合作的旧改项目包括沙步村、田心村，目前旧改项目仍有发展空间。

**上海：**2019 年开始上海万科启动城市计划，包括参与特大超大城市的旧改项目；功能转换、混合用地的项目。万科在上海较有名的城市更新项目委 2016 年中标的“上生·新所”改造项目，2020 年 9 月，万科摘得宝山杨行镇旧改地块，计容建面约 24 万方。2021 年 12 月 17 日，上海万科出资 20 亿元参与设立募集规模达 100 亿元的上海城市更新引导基金，投资领域聚焦于上海市城区的旧城改造、历史风貌保护、租赁住房等城市更新项目。

伴随存量市场的深入，房企可以通过参与旧城改造，协助政府收储土地，参与后续更新开发，获得优质土地储备。**近年来公司积极布局旧改市场，在雄厚的资金实力、较强的多业态开发能力、良好的政企合作关系、过往成功项目的优势加持下，有望将旧改项目转化成公司开发业务下新的增长极。**

图26：万科近三年旧改拿地面积占比超过 20%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

## (2) TOD 业务

**TOD 项目发展迅速，房企积极参与开发。**TOD 模式是指以城市公共交通站点为中心，对周边土地进行深度开发，TOD 模式强调借助交通线路规划引导土地开发、产业导入和人口集群，进而构建包括商业、办公、住宅、教育等多功能业态在内的多元化发展区域。随着城镇化率提高，城市人口不断增长，城市交通拥挤、土地资源紧缺、通勤成本高等问题突出，城市规划与土地资源的结合紧密度不断提升，也使得近年来 TOD 项目逐渐增多，这种模式既能将土地利用最大化、又能有效缓解交通拥堵，因此成为了比较具备代表性的城市开发模式，更被市场看作商业地产的下一个时代增长点。TOD 项目优势在于房企通过交通物业的商业价值，实现区域物业的价值增长，提升项目溢价能力，但同时 TOD 项目也具有开发周期长、前期投入高、整体回报慢以及空间设计难度高、业态规划复杂等特性，对开发企业的开发经验和资金实

力有较高的要求，因此对于万科等头部房企而言，资金实力和操盘能力可将 TOD 业务发展成全新增长点。

**公司 TOD 业务初具规模，与深铁合作增长空间较大。** 万科自 2015 年开始布局 TOD 项目，持续深化“轨道+物业”发展模式。在城市选择方面，除了北上广深四个一线城市，杭州、南京、长沙、佛山、长春等地也成为万科积极拓展的重点城市，打造的深圳臻湾汇、上海天空之城、佛山天空之城等多个项目成为所在城市 TOD 综合开发标杆。近两年，TOD 更是成为万科除了城市更新外唯一重点关注的领域。截止 2021 年中旬，万科累计已获取 49 个 TOD 项目，涉及建筑面积 1803 万平米。万科代表性 TOD 项目为上海天空之城项目，作为虹桥商务区内首个“TOD 模式”综合体，项目总建筑面积约 80 万平米，包含住宅、商场及字楼等多种业态，住宅价格为区域标杆，写字楼则为阿里巴巴、安踏、中核、罗氏、吉利控股等众多知名企业的办公场所。

**表3: 万科重点 TOD 业务发展七年初具规模**

城市	项目名称	拿地时间	权益比	计容建面 (m <sup>2</sup> )	合作方案
武汉	万科金域国际	2015.4	92.90%	569843	万科、中恒合作
珠海	珠海万科城	2015.9	46.70%	625358	竞配建 30 万方住房
上海	万科上海天空之城	2015.9	49.80%	455248	万科联合上海申通地铁集团
南昌	南昌天空之城	2016.1	21.30%	622317	江西科鸿置业，其控股股东为万科
杭州	杭州杭行路天马	2017.4	80.00%	68263	与杭州地铁置业有限公司合作
重庆	万科重庆天地	2017.5	38.60%	1259300	万科以 41.33 亿收购瑞安 79.2% 股权
深圳	万科深圳臻湾汇	2017.12	24.00%	419000	与深圳地铁集团合作
长沙	万科金色梦想	2018.9	99.50%	517107	万科、麓谷合作
温州	温州 TOD 国际新城	2019.7	16.60%	433411	万科、金茂、融创、旭辉和滨江联合打造
佛山	佛山万科南海天空之城	2020.4	50.80%	480816	与深圳地铁置业合作
宁波	宁波三堂馆 TOD 地块	2021.1	51.00%	20551	与宁波轨道交通集团合作

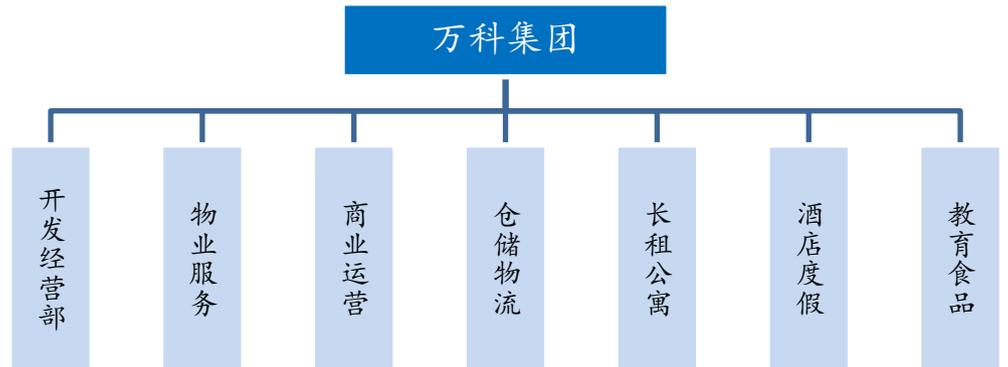
资料来源：公司公告、中指数据库、开源证券研究所

**我们认为，未来两年内公司地产业务将维持现有规模。战略投资层面**，基于宏观政策和行业市场的变化，不断调整投资策略，拿地节奏稳健，整体土储货值去化周期维持行业低位，一直秉承不囤地的原则，强调“量入为出”投资战略，不依赖销售价格上涨，保持稳健经营。**区域选择层面**，公司由过去均匀、分散式投资转为向市场表现更好、团队操盘能力得到证明的地方集约化投资，围绕长三角、珠三角、京津冀、成渝等大都市圈层城市体系进行重点布局，对这些区域的投资力度和持续性都较强，借助核心城市的发展红利和人口红利，未来销售去化可观。**土地储备层面**，公司目前土地储备充足，可满足未来近四年的开发需求，同时各区域土储分布均衡，具有较强的抗风险能力，重仓核心二线城市的优质土地也保证了项目的高去化速度及利润回报。

### 3、定位延展为城市配套服务商，多元化业务齐发展

随着房地产行业存量市场持续扩容，万科也多次探索多元化业务来应对行业变化。经过多年摸索，新业务转型已经初见成效，在多个新赛道形成了一些鸡肋。万科主要涉足的物业管理、长租公寓、商业运营、仓储物流、旅游度假等业务均围绕“城市配套服务商”中心展开，在维持住宅开发主营业务的基础上，实现多元化业务拓展，构成公司未来的增长空间。

图27：万科多元化业务触角广泛



资料来源：公司官网、开源证券研究所

#### 3.1、万物云：“三驾马车”共发展，行业领先地位稳固

##### 3.1.1、发展三十余年，追求做好物业服务

万科集团通过直接持有万物云 57.12% 的股权，同时通过万科各全资附属公司万倾、万斛、万马争先、盈达投资基金、万殊之妙及万斛泉源持有万物云 5.77% 股权，共行使万物云共约 62.89% 的投票权成为控股股东。万物云起源于万科集团“做好物业服务”的追求，在社区空间服务领域打造了具有家喻户晓的万科物业品牌，并首创了市场化物业运营的方式，协助制定了物业管理的行业标准。万科物业成立于 1990 年，在 2020 年 10 月更名为万物云空间科技服务股份有限公司。至今已发展三十余年，通过不断进行服务模式以及业务模式的创新变革，成为地产龙头物业，目前万科集团公司直接或间接合计持有万物云 62.889% 股权，为绝对控股股东。万科物业发展历程可分为三个阶段：

(1) 1990-1999 年，起步阶段：万科物业起步于多层住宅小区深圳天景花园，推动成立了中国大陆第一个业主委员会，1992 年万科物业管理有限公司成立，1996 年通过了 ISO9002 第三方国际认证，成为国内首家通过国际认证的物业管理公司，同时积极试水外管项目，获得了深圳“鹿丹村”小区的物业管理权。

(2) 2000-2014 年，扩张阶段：伴随万科的全国快速扩张，万科物业也进行了快速规模增长。2000 年签约国家建设部大院办公楼、住宅楼的物业管理服务，2001 年逐步退出外管项目，专注负责万科内部项目，进行全国化布局，2006 年发布“3+X”区域管理模式，并在 2010 年首次获得“中国物业服务百强企业”第一名。

(3) 2015 年至今，拓展阶段：2015 年开始，万科物业逐步放开外管业务，并于 2018 年入股戴德梁行成为第四大股东，同时与其成立合资公司万物梁行，拓展了公

司在商管物业领域的不足。2020年万科物业改名万物云，通过“三驾马车”业务实现战略转型，未来将在科技空间领域布局新业务。

### 3.1.2、三驾马车业务体系不断发展

万物云是通过社区、商企和城市空间“三驾马车”业务体系，协同驱动全域空间服务提供商，并通过万物云的人工智能物联网 AIoT 以及流程即服务 BPaaS 解决方案，在空间实现远程和混合运营，来为客户提升空间服务效率。在业务不断更新探索和战略实施转型的过程中，公司建立了以下三大业务模式：

#### (1) 社区空间服务

为满足业主和居民多元化的住宅居住及消费需求，公司提供了包括住宅物业服务、居住相关资产服务和其他社区增值服务在内的一系列的社区空间服务。

**住宅物业服务：**作为公司住宅物业服务板块，公司主要以万科物业为品牌提供基础物业服务，主要包括向住宅物业业主或住户提供的清洁服务、秩序维护服务、园艺服务及维修及保养服务。目前已布局全国 105 个大中城市及特别行政区（含中国香港），服务 3490 个项目。

**房屋销售及租赁经纪服务：**在公司所管理的住宅社区、公司的实体店面以及第三方在线平台上刊登物业清单广告，同时为业主及买家提供的房屋信息及交易咨询服务。在完成房屋销售或租赁交易后，公司一般会按合同价值或月租金的商定固定百分比向业主、买家或租户收取佣金。公司还协助物业开发商为未售出的新建房屋寻找潜在买家，并向物业开发商按物业销售收入的一定百分比收取佣金。

**房屋再装修及美居服务：**主要包括房屋再装修及翻新服务和房屋美居及装修服务，第三方美居及装修服务供货商为提高营销效率可能会单独聘请公司提供客户分析及推广服务，按其提供的产品或服务对价事先商定的百分比从第三方服务供货商收取的佣金中获得收入。

**车位销售服务：**公司作为物业开发商的销售代理，协助他们销售未售出的车位，而卖出价格和预定最低售价的差额则将作为公司所获得的佣金。

#### (2) 商企和城市空间综合服务

公司为商企、政府部门和其他机构客户提供物业服务及综合设施管理服务、开发商增值服务以及城市空间整合服务。通过与戴德梁行大中华区物业及综合设施管理服务业务整合，公司设立了独特的商企空间管理品牌万物梁行，并树立了以客户为中心的发展方向，已服务项目超 1900 个，涵盖商业综合体、写字楼、科技园、学校、城市公共建筑、城市更新特色街区等业态。

**物业及设施管理服务：**通过万物梁行开展物业及设施管理服务，包括秩序维护服务、清洁和绿化服务、设施运行和维护服务、健康管理、综合行政服务和礼宾服务。

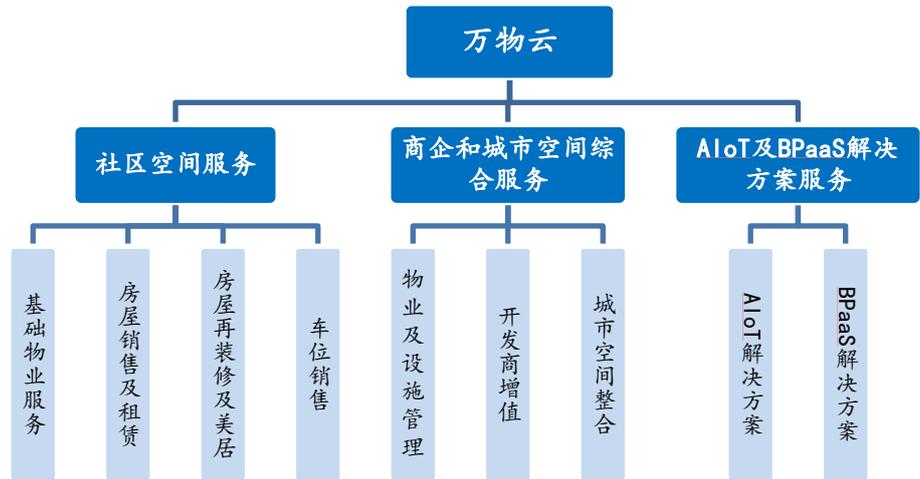
**开发商增值服务：**主要包括案场管理、交付前支持服务、楼宇修缮服务。此外，公司还和物业开放商合作探讨不同用例的技术解决方案。

**城市空间整合服务：**主要包括城市空间治理、城市专项设施运营及城市资源整合运营。这种模式的价值在于应用了物业管理中的系统性思维方式和精细化流程管理，将城市空间里的业务模块进一步解构和重新组合，等于对城市空间里的公共服务进行了生产和组织流程再造。

(3) AIoT 及 BPaaS 解决方案服务

为推动空间服务的标准化、数字化和智能化，全方位提升空间服务能力和效率，公司开发了系列远程空间科技运营服务，包括人工智能物联网 AIoT 以及流程即服务 BPaaS 解决方案服务。万物云作为万物云科技业务的主体，负责一站式的 AIoT 解决方案，涵盖从初始规划设计、技术开发与集成，建设及安装到交付后实施运维服务的智慧物业。BPaaS 解决方案主要包括企业远程运营服务及空间远程运营服务。

图28：万物云“三驾马车”业务体系及具体业务

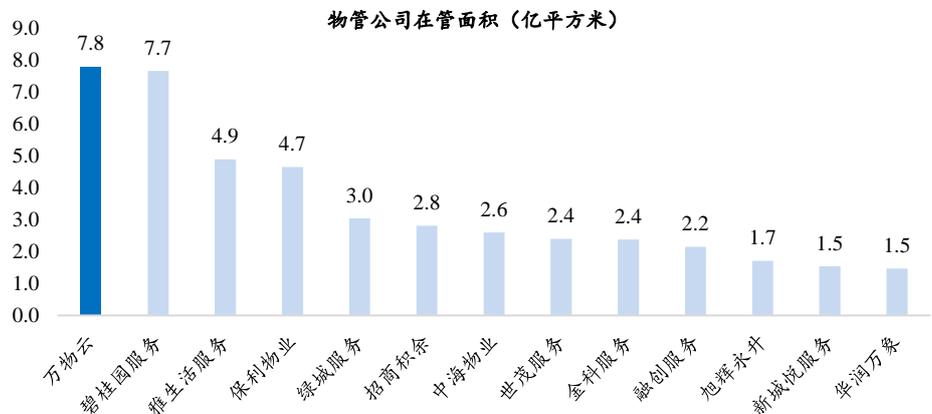


资料来源：公司官网、开源证券研究所

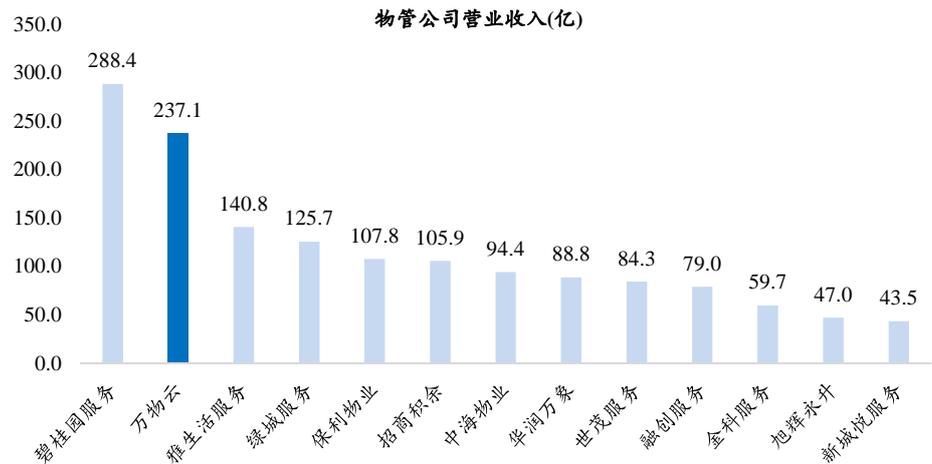
3.1.3、万物云营收及规模行业领先

背靠万科全国化布局的龙头优势，万科物业一直处于行业领跑位置。在 2021 年下半年，万物云进一步靠收并购扩大规模，8 月以总价 50.31 亿元收购阳光智博服务（原阳光城旗下物业服务业务主体），9 月以总价 20.06 亿元收购福建伯恩物业 97.2% 的股份（原三盛地产旗下物业服务业务主体），万物云的在管面积达到 7.8 亿平方米，同比增长 35.9%，重回行业领先地位。

图29：2021 年万物云在管面积排名行业领先



数据来源：公司公告、开源证券研究所

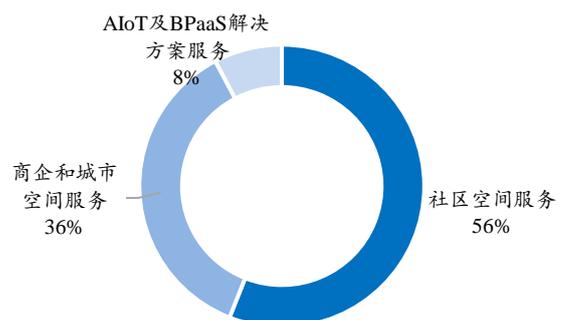
**图30：2021年万物云营收排名行业第二**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**公司物业营收增速保持高增长。**凭借强大的品牌声誉和优质的服务质量，公司在不同的业务领域不断扩展业务边界和实力，2016-2021年，万物云营收由43亿增长至240亿，复合增长率41%。2021年万物云合计实现营业收入240.4亿元，同比增长32.1%，其中社区空间服务收入134.6亿元，占比56.0%，同比增长22.9%；商企和城市空间服务收入87.2亿元，占比36.2%，同比增长38.1%；AIoT及BPaaS解决方案服务收入18.6亿元，占比7.8%，同比增长99.5%。总体来看，公司收入主要受住宅物业服务 and 物业及设施管理服务的持续增长所推动，伴随商管与智慧城市服务的发展成熟，公司借助长期积淀的物管服务体系和利用科技打造开放式物管赋能平台，未来整体业务规模有较大的拓展空间。

**图31：公司物业管理营业收入快速增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

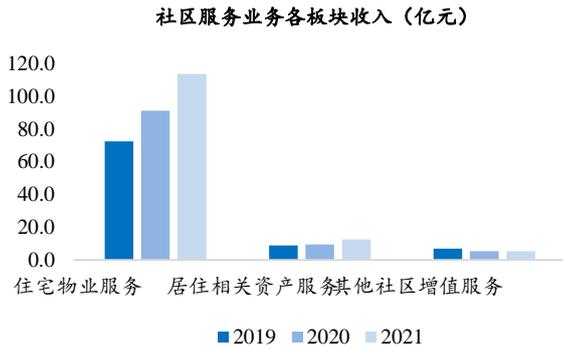
**图32：2021年社区空间服务业务营收占比56%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**社区空间服务业务营收稳步增长。**社区空间服务板块下提供住宅物业服务、居住相关资产服务及其他社区增值服务等内容，近三年社区空间居住消费服务板块收入实现快速增长，住宅业务近三年营收占比超过80%，是社区服务业务的核心业务。截至2021年底，万科物业的客户满意度始终保持在高位，物业费收缴率达约94.7%，在管住宅项目留存率超过98.6%，在管社区项目的平均物业管理费为3.13元/平方米

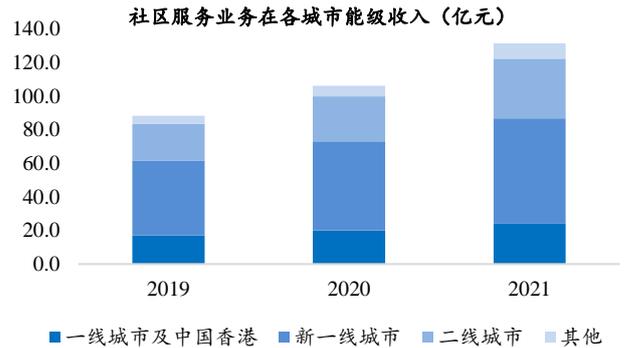
1月，客户拥有较高的可支配收入水平和较强的消费能力。目前公司住宅物业服务的地域分布扩展至中国30个省、直辖市和自治区的逾120个城市，管理2823个住宅物业，总建筑面积6.6亿方。截至2021年底，公司位于一线城市及中国香港、新一线城市及二线城市的住宅物业服务项目占住宅物业服务总在管建筑面积的91%，在华东、华南、华北区域在管面积占比分别为35%、20%和14%，核心区域占比接近70%，住宅物业资产较优质。

图33：万物云社区服务业务中住宅业务占比超80%



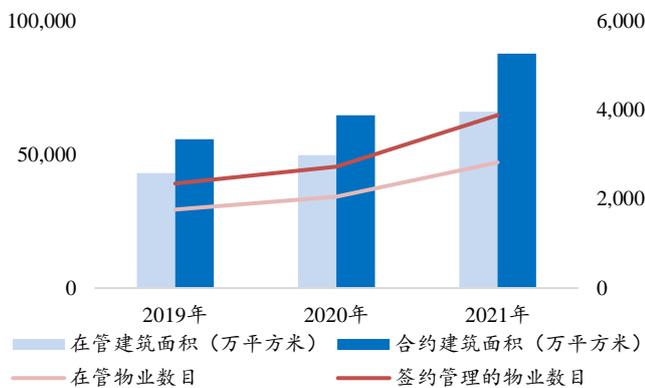
数据来源：万物云招股说明书、开源证券研究所

图34：万物云社区服务业务在核心一二线城市占比超90%



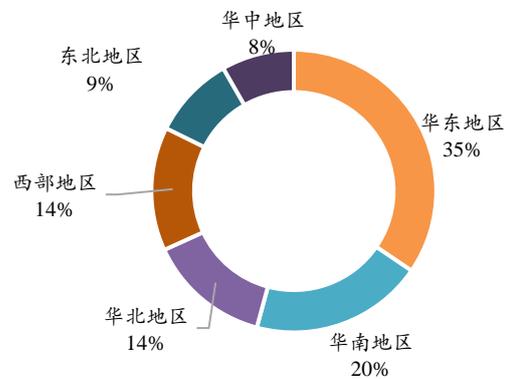
数据来源：万物云招股说明书、开源证券研究所

图35：万物云社区服务业务项目数量及面积逐年提升



数据来源：万物云招股说明书、开源证券研究所

图36：万物云 2021 年社区服务业务在管面积各区域分布情况



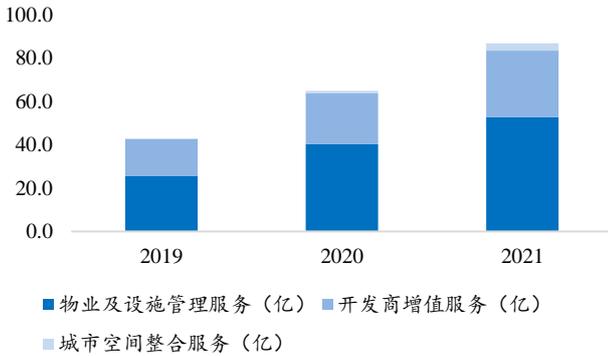
数据来源：万物云招股说明书、开源证券研究所

## (2) 商企和城市空间综合服务

凭借优质品牌的实力、服务质量的坚持和行业领先的技术能力，公司能够提供广泛的外包管理解决方案，为商企和城市空间的业主和用户持续创造价值。公司的商企和城市空间综合服务主要包括物业及设施管理服务、开发商增值服务及城市空间整合服务，2021年营收占比分别为61%、35%及4%，整体营收以物业及设施管理服务为主，商企物业核设施管理项目和数量逐年提升，在管项目超过1600个，在管建面达到1.24亿方；开发商增值服务各业务营收稳步增长，楼宇修缮服务近三年需求增长迅猛，同时城市空间整合服务营收也逐年提升。就商企和城市客户而言，公司致

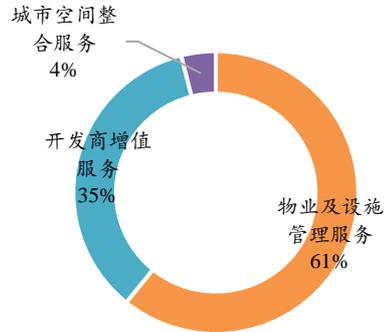
力于为大型的企业客户和发达城市提供服务。商企客户方面服务重点行业,截至 2021 年 12 月 31 日企业客户已覆盖中国前 10 大市值的互联网企业中的 8 个和中国前 10 大市值的金融服务公司中的 7 个。城市客户方面通过合资公司等多种方式开展城市资源管理和运营的物业城市服务,打造了珠海横琴、深圳机场等经典城市资源管理和专项运营的案例。

图37: 商企和城市空间综合服务各业务营收逐年提升



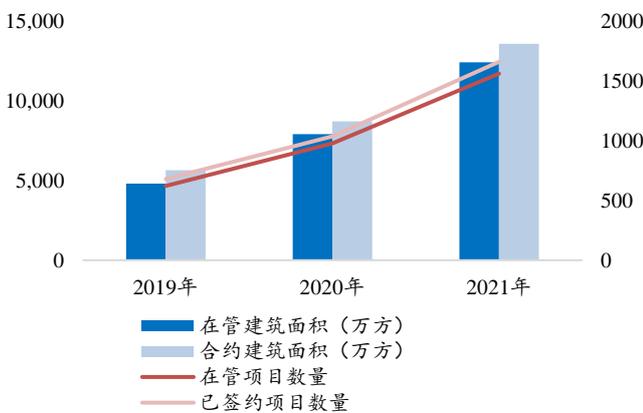
数据来源: 万物云招股说明书、开源证券研究所

图38: 物业及设施管理服务占比超 60%



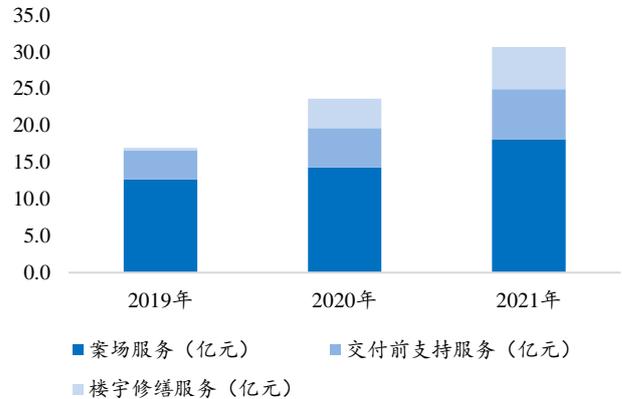
数据来源: 万物云招股说明书、开源证券研究所

图39: 商企物业服务项目数量及面积逐年增长



数据来源: 万物云招股说明书、开源证券研究所

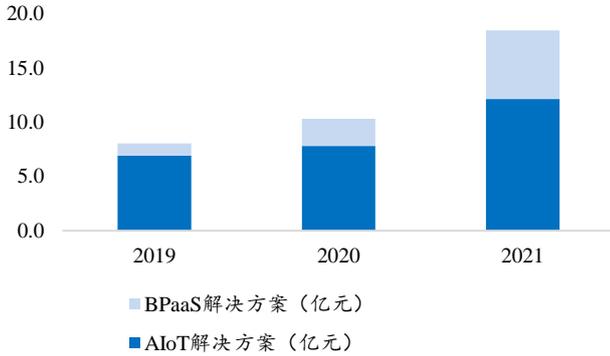
图40: 近三年开发商增值服务各业务营收稳步增长



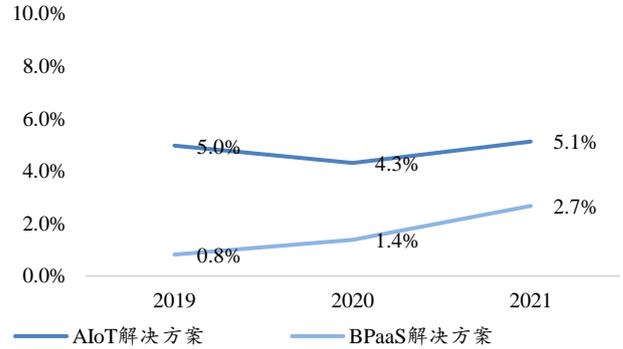
数据来源: 万物云招股说明书、开源证券研究所

### (3) AIoT 及 BPaaS 解决方案服务

结合公司在空间管理/运营方面的深厚专业知识及技术能力,为各行业企业和机构客户提供 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务,为客户实现了空间服务体验和效率的飞跃。截止 2021 年底,公司已在 50 个城市服务物业开发商、物业管理者及政企客户,为其提供智能工地、智能社区、智能楼宇、智能园区、智慧城市等广泛场景下的解决方案。近三年公司 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务所得收入分别为 8.06 亿、10.34 亿及人民币 18.50 亿,分别占总收入的 5.8%、5.7%及 7.8%,同时公司 BPaaS 解决方案营收增速较快,从 2019 年营收 1.14 亿增至 2021 年的 6.34 亿,占总营收比例从 0.8% 增至 2.7%。

**图41: AIoT 及 BPaaS 解决方案服务营收保持增长**


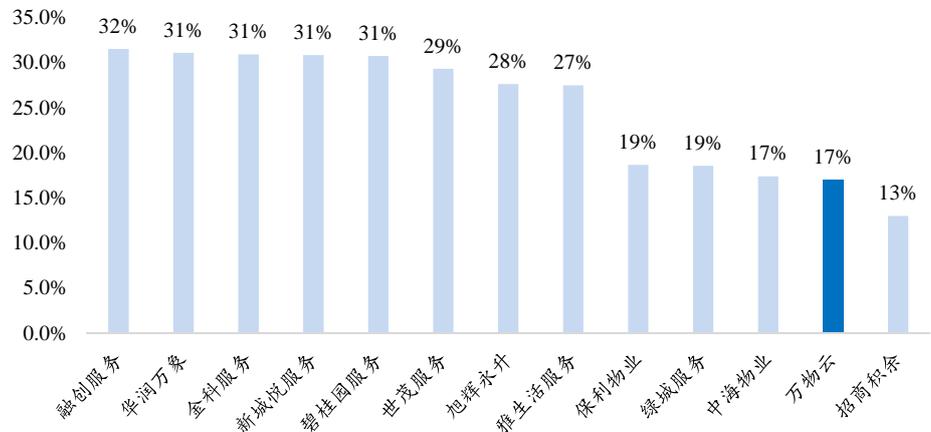
数据来源: 万物云招股说明书、开源证券研究所

**图42: BPaaS 解决方案服务总营收占比稳步提升**


数据来源: 万物云招股说明书、开源证券研究所

### 3.1.4、毛利率对比同行有上涨空间

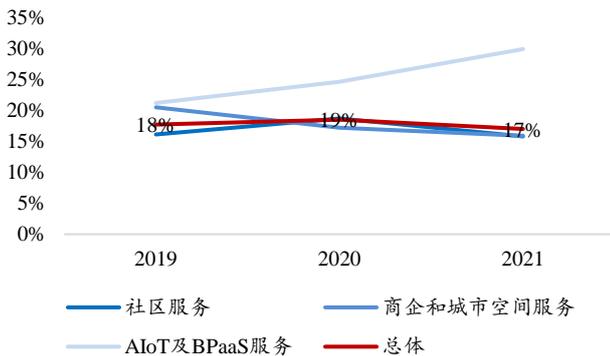
根据万物云招股书, 万物云的毛利率对比可比公司处在偏低水平。公司近三年毛利分别为 24.68 亿元、33.65 亿元、40.2 亿元; 毛利率分别为 17.7%、18.5%、17%, 相比于同行主流物企毛利率可达 30%, 万物云的毛利率偏低。

**图43: 2021 年万物云毛利率在主流物业公司中偏低**


数据来源: 万物云招股说明书、公司公告、Wind、开源证券研究所

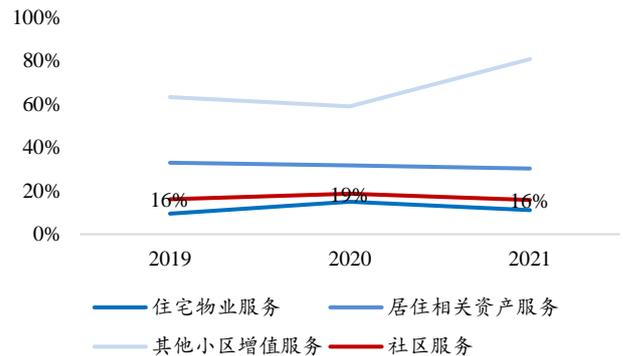
**分板块毛利率贡献情况。**社区空间服务业务毛利率 2021 年降至 15.8%，主要因为 2020 年公司享受了政府在社会保障方面的优惠政策，以降低新冠肺炎的影响，这部分优惠政策于 2021 年被取消。同时为进一步提高服务质量，公司持续更新服务设备导致服务成本提高。此外，作为公司通过科技赋能提高整体经营效率及成本结构的方法的一部分，公司自 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务板块的收入贡献增加，这带来了相对较高的毛利率，三年毛利率分别为 21.2%、24.6%、29.9%，且 BPaaS 解决方案服务近三年实现扭亏为盈，毛利高达 40%。从长期来看，公司通过在具有战略意义的城市提高覆盖浓度及提供多样化服务提高公司整体的毛利率，以实现规模效应并抓住相应的机会。

图44：万科近三年各业务毛利率保持相对稳定



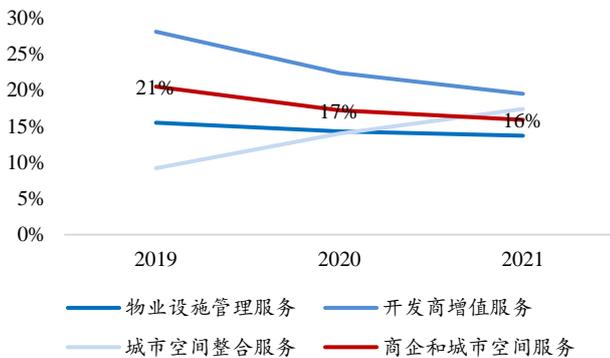
数据来源：万物云招股说明书、开源证券研究所

图45：小区增值服务业务近三年毛利率稳中有升



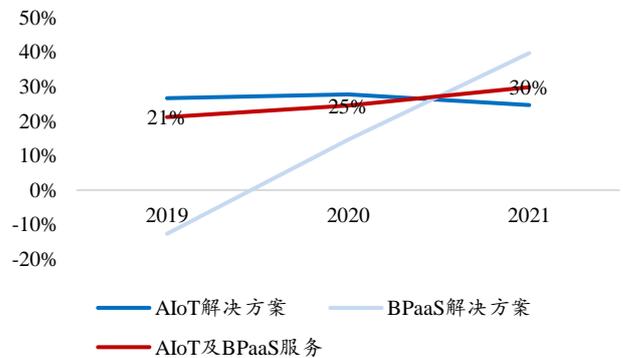
数据来源：万物云招股说明书、开源证券研究所

图46：商企和城市空间服务业态近三年毛利率有所下滑



数据来源：万物云招股说明书、开源证券研究所

图47：BPaaS 服务业务近三年毛利率逐步提升



数据来源：万物云招股说明书、开源证券研究所

### 3.1.5、IPO 进程中，已递交招股说明书

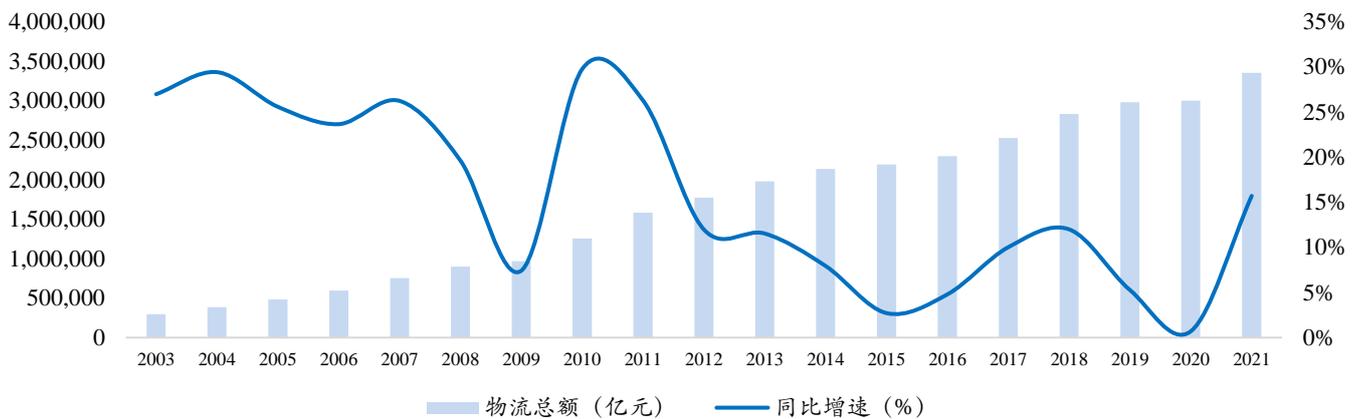
**万物云拟赴港 IPO，已向港交所递交招股说明书。**2021 年 11 月 5 日，万科公告计划拆分子公司万物云到中国香港联交所上市，也是万科第一次分拆单个业务板块进行上市。目前国内物业行业内上市公司的数量已达 54 家，越来越多的物业企业希望通过资本市场力量实现规模的快速扩张。2021 年 11 月 5 日，万科公告计划拆分子公司万物云到中国香港联交所上市，也是万科第一次分拆单个业务板块进行上市。2022 年 4 月 1 日，万物云向港交所递交招股说明书，拟于港交所主板市场上市，中信证券、花旗、高盛为其联席保荐人。

万物云 CEO 朱保全在万科 2021 年度业绩会上曾表示，万科分拆万物云上市不会以捕捉资本窗口为重点考虑因素，上市只是公司经营长河的一个节点，从内部事业部变成一个公众公司的过程。并且从估值角度来讲，因为当前估值更理性，所以万物云目前的上市时点更合适，在资本市场相对理性的时刻给投资者一个更恰当的投资机会。万物云成功上市，将引入国内外机构投资者，有效增强万物云的资本实力，奠定行业的领导地位，得以吸引和保留人才，为其业务发展提供更为多元化的融资渠道，提升万物云竞争优势。

### 3.2、万纬物流：布局扩张迅速，跃升至本土龙头地位

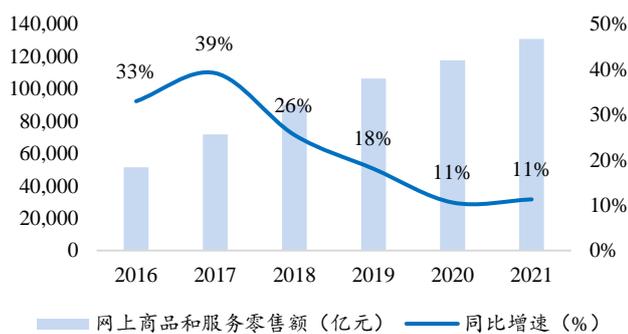
2021 年物流运行总体呈现稳中加固、稳中向好的发展态势，全国社会物流总额 335.2 万亿元，同比增长 16.0%。随着互联网零售的发展，电商零售、快递业务量保持高速增长趋势，2021 年全国网上零售额达 13.09 万亿元，同比增长 11.3%，两年平均增长 11.0%。互联网零售市场规模的持续壮大激发高标仓储需求持续增长，仓储物流行业增长潜力较大。对比北上广深四城物流仓储租金来看，由于需求旺盛、供应稀缺，仓储物流租金水平持续提升。在居民消费水平提升和消费结构升级大背景下，叠加新冠疫情因素，生鲜电商、医药物流、社区团购等新业态新模式将逐渐推广普及，仓储物流在冷链物流设施等细分市场上将迎来新的增长点。

图48：全国社会物流总额近 20 年不断增长



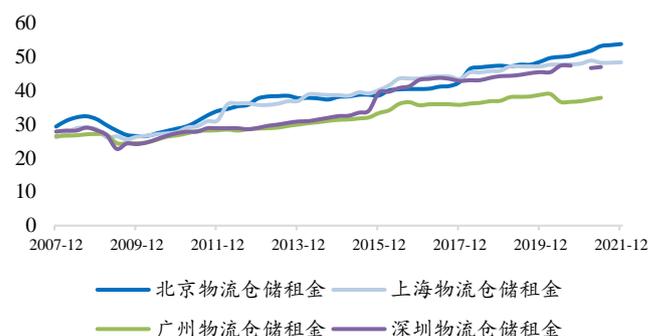
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：全国网上零售额逐年攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：北上广深四城物流仓储租金走势持续上涨

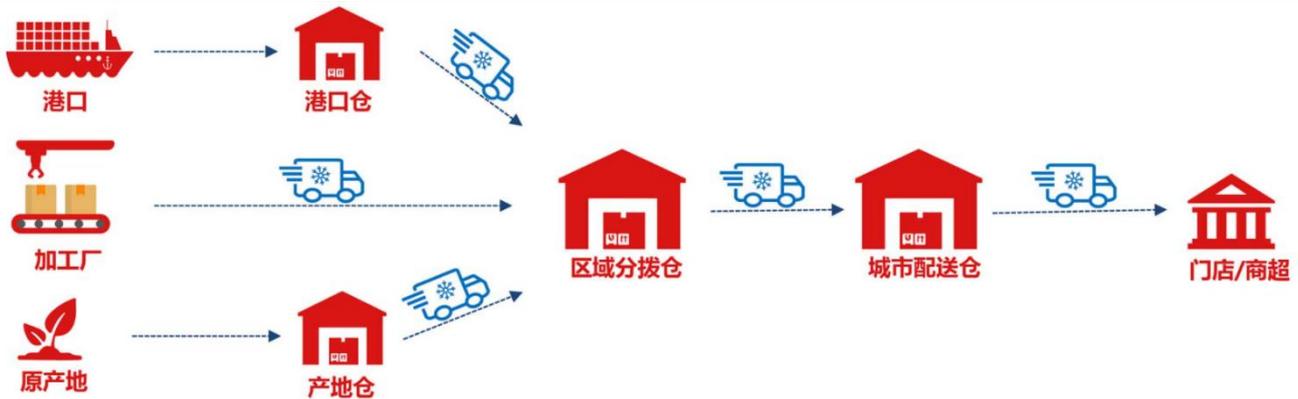


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 3.2.1、先发优势明显，两大核心业务全国领先

万纬物流是万科在 2015 年正式推出独立物流品牌，经过六年发展，已成为国内出色的物流服务商。万纬可为客户提供两大核心业务：高标准的仓储设施及多元化的冷链物流服务，客户涵盖电商、快递、制造业等各个领域。

图51：万纬冷链一站式供应链服务



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 3.2.2、布局面积不断扩大，公募 REITs 迎来新机遇

**仓储物流网络布局进一步完善。**2021 年万纬物流完善核心节点布局，在 46 个城市累计管理 152 个仓储项目，可租赁建筑面积 1136 万平方米。所管理的项目中，高标库 125 个，可租赁建筑面积 998 万平方米；冷链园区 38 个，可租赁建筑面积 138 万平方米。

**规模稳步扩张，运营效率提升。**2021 年公司累计开业项目建筑面积 828 万平方米，新开业项目建筑面积 141 万平方米，其中高标库新开业 114 万平方米，冷库新开业 27 万平方米。万纬物流管理项目的营业收入 31.6 亿元，同比增长 68.9%，其中高标库营业收入 20.6 亿元，同比增长 59.8%；冷库营业收入 11.0 亿元，同比增长 89%。稳定期的高标库出租率为 93%，冷链稳定期的使用率为 75%，使用效率较 2021 年有所提升。2021 年万纬进一步扩大版图，在昆山、南昌和重庆分别获取一块物流用地，总建面超过 21 万方，呈现稳步扩张态势。同时万纬引入了新加坡政府投资公司 (GIC)、淡马锡等四家战略投资者，为公司后续发展提供资源和协同机会，推动业务进入新发展阶段，未来在营收及规模上保持稳步增长。

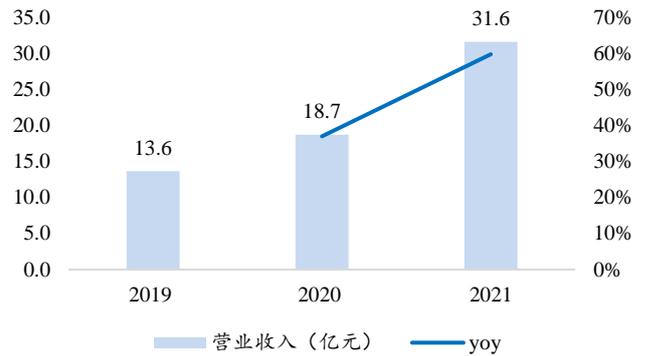
表4：2021 年公司高标库和冷链库运营规模和效率有所提升

	项目个数	可租赁面积 (万平方米)	新开业建筑面积 (万平方米)	稳定期出租率	营业收入 (亿元)
高标库	125	998	114	93%	20.6
冷链库	38	138	27	75%	11.0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图52：近年来万纬物流可租赁仓储面积不断增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图53：近三年万纬物流营收增长较快**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**积极推动资产证券化，公募 REITs 迎来新机遇。**2020 年 6 月，万纬物流首期类 REITs 产品“万纬物流-易方达资产-物流仓储 1 期资产支持专项计划”在深圳证券交易所挂牌，其成功发行代表着万纬物流的资产价值与专业运营能力获得了市场认可。2021 年 4 月，中国首批基础设施公募 REITs 项目申报，公募 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，其实质性落地使得投资者及开发商对仓储物流行业的兴趣进一步提升。目前在上市的 12 支 REITs 基金中，有 2 支是仓储物流类。我们认为万纬物流未来有望受益于 REITs 的持续发展。

**表5：国内已发行公募 REITs 中有两支是仓储物流类**

名称	资产类型	发行规模(亿元)	发行价格(元)	发行份额(亿份)	基金成立日
华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	交通基础设施	21.30	7.10	3.00	2021-12-03
建信中关村产业园 REIT	园区基础设施	28.80	3.20	9.00	2021-12-03
博时招商蛇口产业园 REIT	园区基础设施	20.79	2.31	9.00	2021-06-07
平安广州交投广河高速公路 REIT	交通基础设施	91.14	13.02	7.00	2021-06-07
<b>红土创新盐田港仓储物流 REIT</b>	<b>仓储物流</b>	<b>18.40</b>	<b>2.30</b>	<b>8.00</b>	<b>2021-06-07</b>
中航首钢生物质 REIT	生态环保	13.38	13.38	1.00	2021-06-07
华安张江光大园 REIT	园区基础设施	14.95	2.99	5.00	2021-06-07
浙商证券沪杭甬高速 REIT	交通基础设施	43.60	8.72	5.00	2021-06-07
富国首创水务 REIT	生态环保	18.50	3.70	5.00	2021-06-07
东吴苏州工业园区产业园 REIT	园区基础设施	34.92	3.88	9.00	2021-06-07
<b>中金普洛斯仓储物流 REIT</b>	<b>仓储物流</b>	<b>58.35</b>	<b>3.89</b>	<b>15.00</b>	<b>2021-06-07</b>

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、商业运营：营收稳健增长，未来发展空间较大

**万科商业依托印力集团进行全国化布局。**印力集团前身为深圳国投商用置业发展有限公司，2016 年万科与合作方收购印力 96.55% 股权，将其作为主要商业开发与运营平台。2018 年印力联合万科、TRIWATER 基金以 83.65 亿元收购凯德在国内的 20 个商业项目，将商业版图进一步扩大。印力集团拥有十余年的商业地产开发运营经验，旗下拥有四大“印象系”购物中心产品——“印象城、印象汇、印象里、印象城 MEGA”，结合万科广场形成万科商业五大品牌。目前共运营管理项目 105 个，遍

布全国 50 多个城市，资产规模近 900 亿，管理面积近 875 万平方米。2021 年新开业项目 15 个，建筑面积 135 万平方米，规划中和在建商业建筑面积为 102.7 万平方米。

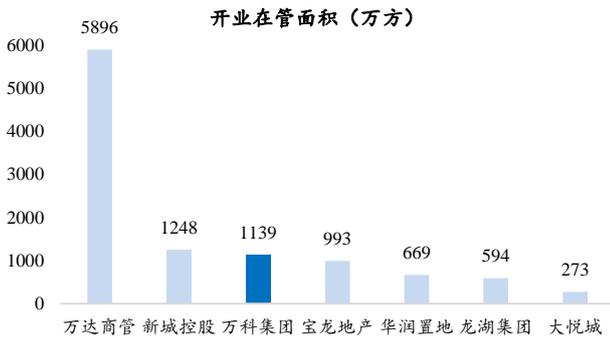
**表6：万科商业以印力为主要品牌进行全国化布局**

品牌	类型	项目个数	管理面积
印象城	区域型购物中心	34	近 500 万 m <sup>2</sup>
印象汇	片区型购物中心	26	近 120 万 m <sup>2</sup>
印象里	社区商业	7	近 20 万 m <sup>2</sup>
印象城 MEGA	超大型商业中心/目的地商业	2	近 60 万 m <sup>2</sup>
万科广场	家庭型购物中心	7	近 80 万 m <sup>2</sup>

资料来源：公司官网、开源证券研究所

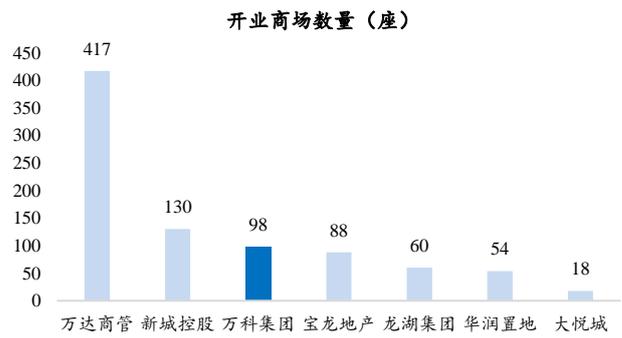
**商业开发业务排名行业前列。**公司 2021 年商业在管面积 1139 万平方米，已开业商场数量 98 座，商业规模仅次于万达和新城排名行业前三；商业管理营收 76.2 亿元，同比增长 20.6%，居国内商业地产管理运营领先梯队；出租率达到 95.3%，在头部商管公司中处于中游水平，伴随疫情好转及运营管理效率不断提升，未来有进一步增长空间。

**图54：万科 2021 年开业在管商业面积排名行业前三**

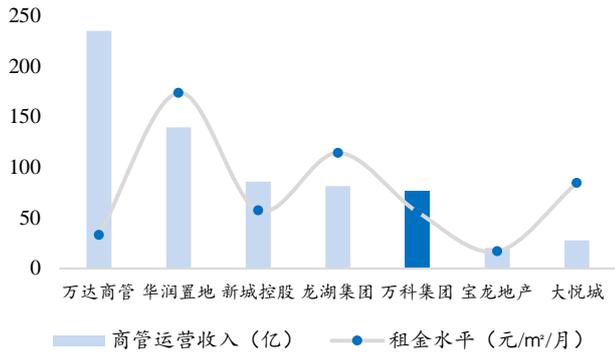


数据来源：公司公告、万达商管招股说明书、开源证券研究所

**图55：万科 2021 年已开业商场数量排名行业前三**

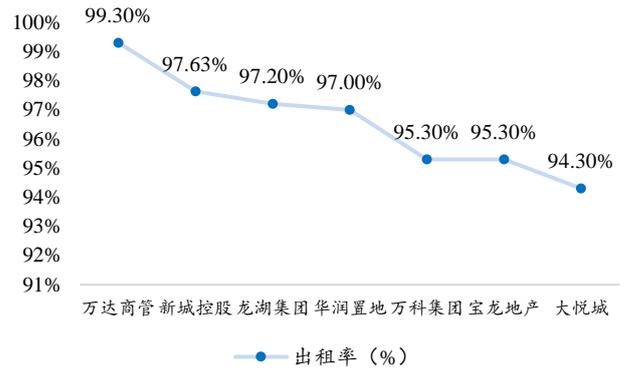


数据来源：公司公告、万达商管招股说明书、开源证券研究所

**图56：万科 2021 年商业运营收入排名行业前列**


数据来源：公司公告、万达商管招股说明书、开源证券研究所

备注：不同公司商业运营收入定义有差异；万达商管使用营业收入口径，包括委托管理模式和租赁运营模式；华润置地使用公司购物中心租金口径，包含租金及物业管理费；新城控股使用不含税口径的租金收入，包含租金、管理费、停车场、多种经营及其他零星管理费收入；龙湖集团使用租金收入，包含租金、管理费；万科 A 使用商业业务营业收入口径。

**图57：万科 2021 年平均出租率排名行业前列**


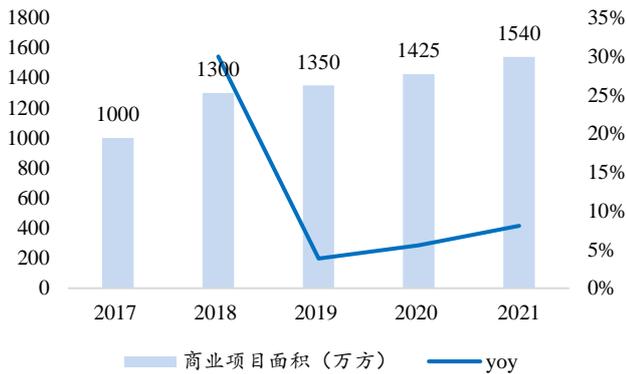
数据来源：公司公告、万达商管招股说明书、开源证券研究所

**业务稳健增长，未来发展动力足。**2017-2021 年，万科商业面积增长 1.5 倍，达到 1540 万平方米，2021 年累计开业的商业项目建筑面积为 1139 万平方米，新开业商业面积 207 万平方米，规划中和在建商业建筑面积为 401 万平方米。商业业务营业收入 76.2 亿元，同比增长 20.57%，其中印力管理的商业项目营业收入 52.3 亿元，同比增长 23.9%。万科商业营业额排名前十的商场均位于核心一二线城市，出租率均在 95% 以上，总营收占比接近 50%。万科商业目前在建商业面积占商业总面积 26%，建成开业后，未来总体规模有进一步增长动力。

**表7：2021 年万科营业额排名前十的商场均位于核心一二线城市**

项目名称	城市	建筑面积 (万平方米)	出租率	营业收入 (万元)
上海七宝万科广场	上海	237193	98%	44222.38
深圳印力中心	深圳	203673	98%	34808.58
上海南翔印象城 MEGA	上海	336880	99%	32982.97
杭州西溪印象城	杭州	251145	99%	30229.33
龙岗万科广场	深圳	128925	100%	24421.26
杭州金沙印象城	杭州	186098	95%	17311.71
济南印象城	济南	156630	100%	16330.85
宁波鄞州印象城	宁波	113622	100%	15780.10
天津西青印象城	天津	266450	98%	15515.85
南宁印象城	南宁	127180	100%	14784.56

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图58：万科商业项目面积持续增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图59：万科商业项目营收稳步提升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**聚焦长三角区域，轻资产运营迅速发展。**万科商业目前在消费购买力较强的沪杭区域已开业 18 个项目，基本实现了网络化布局 and 全产品线覆盖，其中 2021 年在上海开业 3 个购物中心，拥有上海七宝万科广场、上海南翔印象城 MEGA、上海松江印象城、杭州奥体印象城、杭州西溪印象城等多个标杆项目，通过深耕区域的战略推出新一代印象城产品，进一步提升市场份额和品牌口碑。近年来印力轻资产管理业务规模迅速增长，截止 2021 年底输出管理项目已达 42 个，输出管理面积约 237 万平方米，标杆项目是 2021 年 5 月开业的上海漕河泾印象城。

### 3.4、长租公寓：规模稳居行业头部，政策扶持下发展空间足

**长租公寓行业政策利好频出，保障性租赁住房迎来发展机会。**2016 年的中央经济工作会议中首次提出建立租购并举的住房制度，并鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。2016 年 5 月国务院办公厅公布的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》及 2017 年 7 月住建部等九部委公布的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》共同组建了租赁市场的顶层设计，从鼓励机构参与、增加供给、税收优惠、金融政策、加强监管五方面进行引导。“租购并举”的提出更是体现政策端对租赁市场发展的利好态度。2020 年受疫情影响，行业增速整体下滑，出租率下滑利润承压，房企信用风险事件开始出现，中央和地方迅速出台有关政策规范市场。住建部对《住房租赁条例（征求意见稿）》进行了公开的意见征询，同时规范了租赁企业的市场行为、经营活动和租金监管等部分，针对长租市场的乱象进行有针对性的整治，保障市场的稳健运作。自“十九大”以来，保障性租赁住房开始走入了人们的视野，“十四五”规划提出“扩大保障性租赁住房供给”，40 个重点城市计划新增 650 万套保障性租赁住房，明确了保障性租赁住房建设是 2022 年住房建设事业的重点发力点。

**较早布局长租业务，产品发展不断完善。**作为最早布局租赁市场的地产开发商之一，万科长租公寓雏形始于 2008 年打造面向中低收入家庭的租赁住宅项目万汇楼，2014 年成立“万科驿”团队开展租赁业务，2015 年形成以“万科驿”为主、“万科派”与“被窝公寓”为辅的产品体系，随后开始在几个重点城市进行尝试长租公寓开业超过一千间，2016 年，整合各分公司长租公寓业务，统一为泊寓品牌纳入管理运营，主打青年公寓，2018 年，将租赁业务确立为核心业务，截至 2021 年底泊寓已分

布全国 33 个城市，开业约 16 万间优质房源，累计服务 52 万名城青年，至今现已发展为集中式长租公寓市场领军企业。

**产品类型打造丰富，轻资产运营业务取得突破。**2021 年，泊寓已经形成了集体用地和自持用地租赁住房建设、城市更新和老旧城区微改造、与政府合作提供人才租赁住房、全流程管理输出服务等多种业务发展模式。同时泊寓“产策、建造、运营一条龙”的综合服务能力明显提升，为多地政府和企业提供保障性租赁住房、人才公寓、健康驿站的轻资产管理输出服务，服务的资产方已达 294 家，涉及房源 2.1 万间。其中为李宁下资产提供“设计+改造+运营”全周期服务获得资产方高度认可，实现开业即满租。

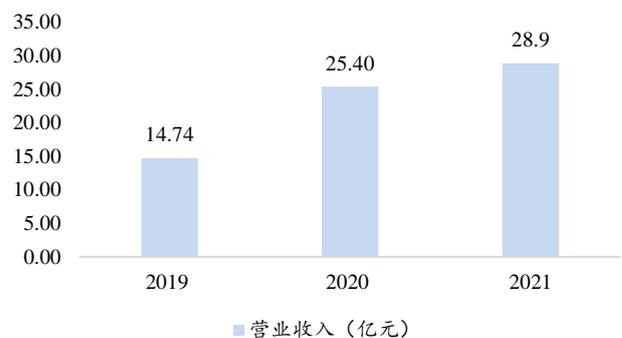
**近年业绩稳步增长，行业领先优势明显。**2017 年至 2021 年，泊寓开业数量由 3 万间增至 15.95 万间，复合增长率接近 49%。截至 2021 年底，泊寓布局 33 个城市，已服务客户超过 51 万人，已开业项目整体出租率达 95.3%，租金收缴率为 98.9%，客户续租率达 58%。全年实现营业收入 28.9 亿元，同比增长 13.9%，新开业房间 1.71 万间。

**图60：近年万科泊寓开业房间数量和出租率持续攀升**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图61：万科泊寓近三年营收逐步走高**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2021 年 7 月 2 日，国家发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金试点工作的通知》明确提出将保障性租赁住房纳入试点行业。仲量联行指出，虽然现阶段公布的政策暂时仅将保障性租赁住房纳入 REITs 的底层资产，但随着 REITs 试点的不断推进和完善，范围的不断扩大，相信市场化运作的租赁住房也将有望被纳入 REITs 的范畴之中。租赁住房和 REITs 天然适配度高。从国际经验来看，租赁住房尤其是以重资产运营的租赁住房，具备投资规模大、投资回报期较长、现金流持续稳定以及有持续经营能力的特点，是 REITs 市场备受青睐的底层资产类别之一。租赁住房 REITs 可以实现“投融管退”的闭环，为租赁住房项目提供优质的退出渠道，快速回笼资金，有效提高租赁住房市场的流动性；同时还可以提升开发商开发租赁住房的动力，从而加大该市场的供应量。

对于房企布局而言，多元化业务普遍具有“回报周期长、前期投入重”的属性，需要长时间的培育才能产生稳定的收益。以 2021 年的业绩来看，万科地产业务收入同比增长 7.36%，物业业务增速 32.1%，物流仓储业务增速 68.9%，商业开发运营业务增速 20.6%，长租公寓业务增速 13.9%。可以看出，万科多元化布局已初现规模，新业务赛道增长率已超过开发领域，将成为公司未来发展新的利润蓄水池和增长点。

## 4、财务分析：负债和融资结构稳健，盈利水平增长可期

### 4.1、盈利近两年同比下降，未来有望恢复企稳

万科 2012 至 2016 年盈利情况较稳定，销售毛利率和净利率维持在 30% 和 13% 左右，2016 至 2019 年，依托规模的扩张及二三线城市房价的快速上涨，公司的盈利水平增长迅速，销售毛利润增至 37.5%，销售净利润增至 16.6%，净资产收益率保持在 20% 以上。2021 年，公司毛利率和净利率分别降至 21.8% 和 8.4%，ROE 降至 9.55%，归母净利润 225.2 亿元，同比下降 45.7%，盈利水平明显下降。公司近两年利润承压主要有三点原因：一是公司销售额自 2018 年后维持在 6000 亿水平，规模增长有限；二是 2016-2018 年公司高价地遭遇限价政策，利润空间大幅压缩，同时近两年竞争加剧、去化放缓、溢价难度增加压缩了企业的利润空间；三是多元化业务转型带来的影响，持有型业务前期资金占用大，回报周期较长，转型效果要体现出来还需要时间。我们认为，伴随（1）高价地低利润项目逐步去化完毕，公司地货比自 2017 年后有所回落；（2）市场降温后土地市场价格预期趋稳，房地价差空间扩大；（3）多元化业务的发展成熟带来稳定的现金流和业绩增长；（4）较稳健的经营风格控制成本，三费近两年控制在 6.5% 以内，加之超前的降本提效动作，公司未来两年盈利水平在触底之后或将略有回升。

图62：万科销售毛利率和净利率自 2019 年后下滑



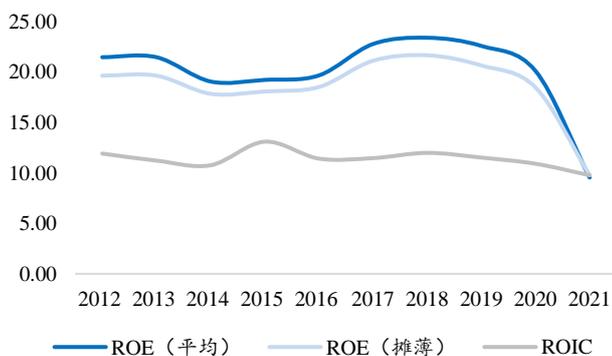
数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：万科归母净利润 2021 年下滑明显



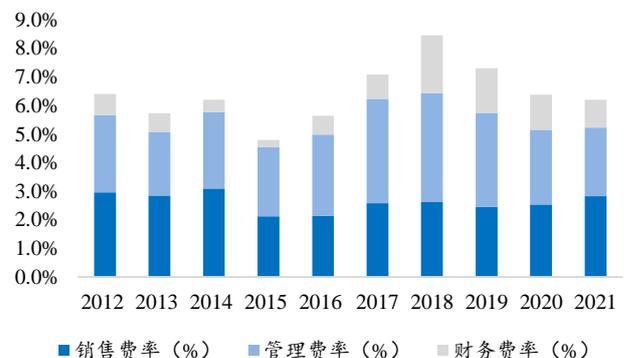
数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：万科净资产收益率和资产回报率近两年下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图65：万科三费近年相对稳定维持在 7% 左右



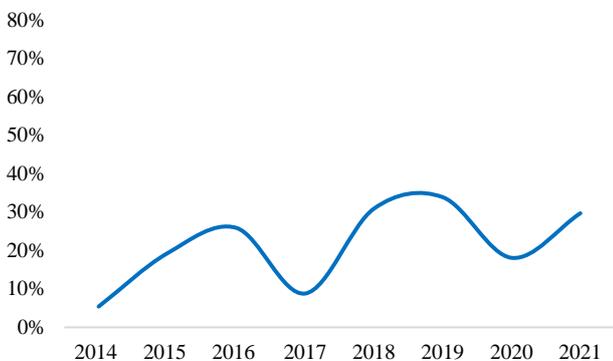
数据来源：Wind、开源证券研究所

头部企业整体盈利下滑，公司盈利能力处于中上游。由于2017、2018年高价地迎来限价政策，地价售价差不断缩小，行业利润空间受到持续挤压，企业整体利润空间继续承压。2021年14家头部房企毛利率平均值仅为19.7%，净利率平均值为10.5%，下滑趋势明显。

## 4.2、负债指标控制稳健，三道红线转为绿档

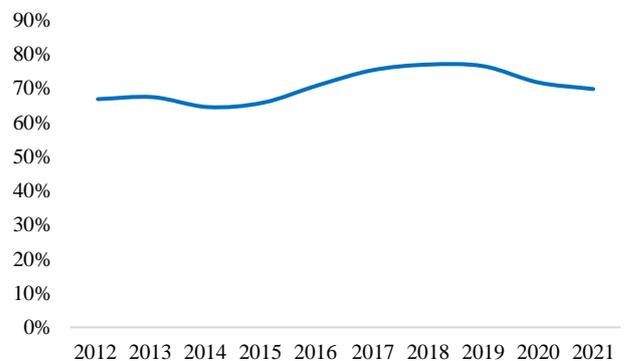
2021年，公司净负债率29.7%，长期处于行业低位，剔除预收账款的资产负债率为69.8%，处于近五年来的最低值，现金短债比2.55，负债结构较健康。截至2021年底公司有息负债规模2659.6亿元，除了2015-2017年公司规模扩张负债增加外，已连续四年保持相对稳定。整体来看，公司负债结构健康，且2021年底三道红线转绿，信用评级较高，凭借较低的有息负债和充裕的现金流，业绩稳步增长可期。

图66：万科近年净负债率保持低位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图67：万科扣除预收账款后的资产负债率大幅降低



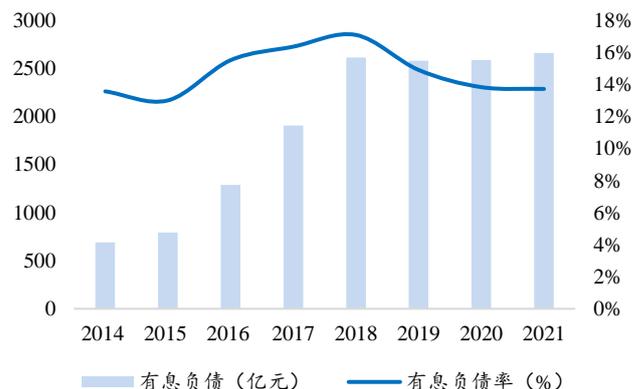
数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：万科现金短债比维持在两倍以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图69：万科有息负债规模及有息负债率均保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.3、金融机构长期看好，融资成本行业低位

国际评级机构标普、穆迪和惠誉分别维持公司“BBB+”，“Baa1”和“BBB+”的

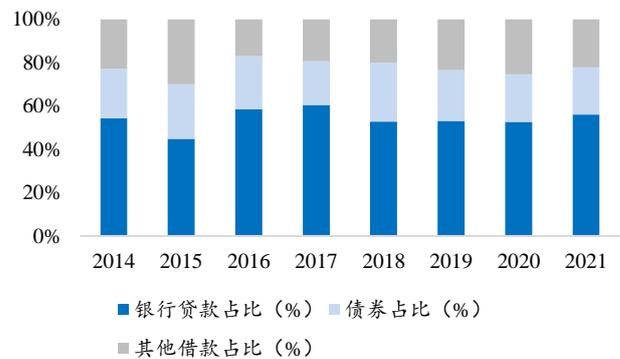
长期企业信用评级，评级展望均为“稳定”。受益于公司较低的负债率和优异的融资能力，公司融资成本较低，截至2021年末存量融资综合融资成本降至4.11%。2021年，公司发债主要集中在上半年，1月单月发债融资50亿，2月受春节假期影响未发债，4-6月，单月融资回归至40亿左右。2021年下半年，国内融资环境收紧，尤其是8月受头部房企流动性风险事件影响，市场对行业持审慎态度，房企融资呈断崖式下跌。从2021年9月初至2022年1月底，公司有着将近5个月的发债空白期。2022年开年以来，房企境内融资环境已持续得到改善，公司在前两月先后完成三笔共80亿元中票发行，票面利率低于3%，同时在三月初发行19.9亿元公司债，且募资用途均为项目建设。融资成本方面，公司银行贷款融资余额1493亿，融资成本从LIBOR按约定利率上浮不高于5.88%；债券融资余额579.8亿元，融资成本1.9%-5.35%，其他金融资产融资余额587.8亿元，融资成本2.99%-6.16%。截至2021年底公司有息负债2659.6亿元，银行借款占比为56%，应付债券占比为22%，其他借款占比为22%，融资结构健康，良好的资金优势为后续公司开发运营并举发展提供强有力的支持。

图70：万科融资余额近年来保持稳定



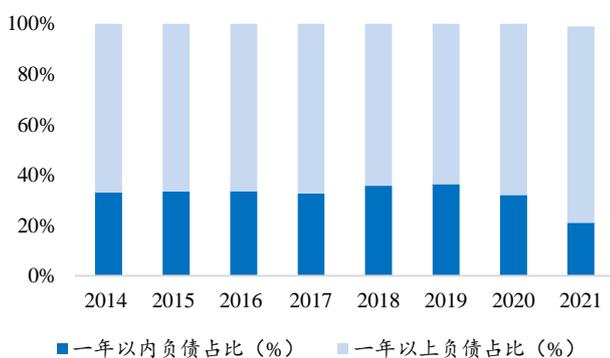
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图71：万科融资方式以银行贷款为主



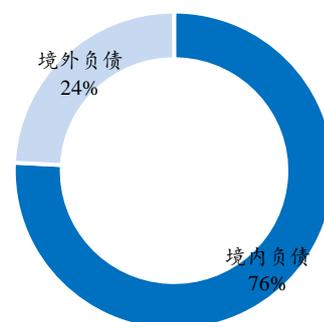
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图72：万科长短期负债结构保持稳健



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图73：万科境内负债占比超过七成



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

我们对公司经营做出以下假设，给出盈利预测：

伴随各地托底政策的持续出台，行业销售增速有望于 2022 年 3 季度触底反弹，逐渐恢复到正常水平。结合公司销售预期与在手预收账款规模，我们认为公司结算收入将平稳增长，假设公司 2022-2024 年地产板块营收增速分别为 6%、5%、2%，物业板块营收增速为 10%、8%、5%，其他业务板块营收增速为 32%、27%、8%，对应公司营收增速分别为 6.35%、5.32%、2.20%。基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表8：预计万科 2022 年业绩短暂承压后恢复增长

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
住宅业务结算收入（亿元）	4004.49	4299.32	4557.28	4785.14	4880.85
YOY	13.55%	7.36%	6.00%	5.00%	2.00%
物业服务业务收入（亿元）	154.32	198.31	218.14	235.59	247.37
YOY	21.51%	28.50%	10.00%	8.00%	5.00%
其他业务收入（亿元）	32.31	30.35	40.09	50.96	55.05
YOY	27.19%	-6.06%	32.08%	27.12%	8.04%
总主营业务收入（亿元）	4191.12	4527.98	4815.50	5071.69	5183.27
YOY	13.92%	8.04%	6.35%	5.32%	2.20%
毛利率	29.25%	21.82%	21.31%	21.95%	22.96%

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司是具有国资背景及高周转的经营模式的混合所有制企业，我们选取了五家可比公司进行相对估值，均为在多元化业务领域发展实力强劲的头部的房企。考虑到公司多年行业龙头丰富的经营能力、稳健持续的盈利能力及多元化业务拓展稳中向好，我们认为相对可比公司业绩增长空间较大，对应 2022 年盈利预测的 P/E 估值为 8.8 倍，高于可比公司平均水平。

表9：可比公司盈利预测与估值

股票代码	证券简称	EPS（摊薄/元）					P/E（倍）				
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
600383.SH	金地集团	2.14	1.93	2.24	2.42	2.60	5.1	5.7	5.3	4.9	4.5
001979.SZ	招商蛇口	1.66	2.07	1.37	1.48	1.62	8.0	9.4	9.0	8.3	7.6
0960.HK	龙湖集团	3.03	3.47	4.44	5.01	5.69	8.2	6.7	6.2	5.5	4.8
1109.HK	华润置地	3.85	4.43	4.78	5.29	5.96	6.6	5.9	5.8	5.3	4.7
600048.SH	保利发展	2.42	2.29	2.21	2.35	2.71	6.1	6.5	6.7	6.3	5.5
	平均值						6.8	6.8	6.8	6.6	6.0
000002.SZ	万科 A	3.57	1.94	2.10	2.31	2.56	5.1	9.4	8.8	8.0	7.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、除万科 A、保利发展为开源证券研究所预测外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2022 年 6 月 20 日。）

展望未来，行业整体进入精细化运营发展阶段。万科作为行业龙头，以其敏锐的战略投资眼光、突出的品牌影响力、丰富的操盘运营经验、稳健的风险管理策略和多元的业务布局领先行业发展。我们认为公司有动力和机会保持现有规模，叠加多元化业务持续发展，将助力公司整体盈利水平修复。我们预计万科 A 在 2022 到 2024 年归母净利润分别为 244.4、269.0、297.5 亿元，EPS 分别为 2.10、2.31、2.56 元，对应 PE 估值分别为 8.8、8.0、7.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险提示

政策调控风险，销售及回款不及预期，物流地产、长租公寓发展不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1547387	1600268	1686468	1739355	1734008
现金	195231	149352	144465	152151	155498
应收票据及应收账款	3002	4771	3496	5211	3687
其他应收款	249499	266061	282237	295231	294941
预付账款	62248	67230	70469	74556	73660
存货	1002063	1075617	1148565	1174970	1168986
其他流动资产	35345	37236	37236	37236	37236
<b>非流动资产</b>	321790	338370	351189	364380	373144
长期投资	141895	144449	151396	159663	166016
固定资产	12577	12821	14358	15974	16911
无形资产	6088	10445	11668	13114	14197
其他非流动资产	161230	170654	173767	175629	176019
<b>资产总计</b>	1869177	1938638	2037657	2103735	2107152
<b>流动负债</b>	1317493	1311446	1411917	1480884	1490855
短期借款	25112	14413	59356	135172	124238
应付票据及应付账款	296292	330537	340491	360511	346652
其他流动负债	996090	966497	1012071	985201	1019965
<b>非流动负债</b>	201840	234419	205313	171188	129158
长期借款	175613	207343	178237	144112	102082
其他非流动负债	26227	27076	27076	27076	27076
<b>负债合计</b>	1519333	1545865	1617231	1652072	1620013
少数股东权益	125334	156820	171309	188093	206341
股本	11618	11625	11625	11625	11625
资本公积	18554	20584	20584	20584	20584
留存收益	195883	203885	228336	255441	284215
<b>归属母公司股东权益</b>	224511	235953	249117	263570	280797
负债和股东权益	1869177	1938638	2037657	2103735	2107152

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	53188	4113	5059	-12973	77039
净利润	59298	38070	38930	43682	47993
折旧摊销	0	0	3047	3624	4161
财务费用	5145	4384	1466	2221	2730
投资损失	-13512	-6614	-6192	-7835	-6155
营运资金变动	-2713	-37833	-32187	-54660	28314
其他经营现金流	4969	6107	-5	-4	-4
<b>投资活动现金流</b>	5797	-26281	-9669	-8975	-6766
资本支出	7208	9578	5873	4925	2410
长期投资	-8300	-14394	-6947	-2554	-6354
其他投资现金流	4705	-31096	-10743	-6605	-10710
<b>筹资活动现金流</b>	-32504	-23104	-45220	-46182	-55992
短期借款	9746	-10699	0	0	0
长期借款	11648	31730	-29105	-34126	-42029
普通股增加	316	8	0	0	0
资本公积增加	6170	2029	0	0	0
其他筹资现金流	-60384	-46172	-16115	-12057	-13963
<b>现金净增加额</b>	25924	-44954	-49831	-68131	14282

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	419112	452798	481550	507169	518327
营业成本	296541	353977	378937	395864	399343
营业税金及附加	27237	21056	33562	34314	32245
营业费用	10637	12809	12603	13240	13728
管理费用	10288	10242	11357	11717	12099
研发费用	666	642	724	741	768
财务费用	5145	4384	1466	2221	2730
资产减值损失	-1981	-3514	-4334	-3043	-2073
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	4	5	4	4
投资净收益	13512	6614	6192	7835	6155
资产处置收益	48	19	0	0	0
<b>营业利润</b>	79959	52531	53433	59956	65645
营业外收入	999	1148	834	924	976
营业外支出	1282	1456	1010	1134	1221
<b>利润总额</b>	79676	52223	53257	59745	65400
所得税	20378	14153	14327	16064	17407
<b>净利润</b>	59298	38070	38930	43682	47993
少数股东损益	17783	15545	14489	16784	18248
<b>归母净利润</b>	41516	22524	24441	26897	29745
EBITDA	85529	59817	59729	68175	74564
EPS(元)	3.57	1.94	2.10	2.31	2.56

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.9	8.0	6.3	5.3	2.2
营业利润(%)	4.4	-34.3	1.7	12.2	9.5
归属于母公司净利润(%)	6.8	-45.7	8.5	10.1	10.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.2	21.8	21.3	21.9	23.0
净利率(%)	9.9	5.0	5.1	5.3	5.7
ROE(%)	16.9	9.7	9.3	9.7	9.9
ROIC(%)	12.4	8.2	7.4	7.7	8.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	81.3	79.7	79.4	78.5	76.9
净负债比率(%)	26.2	37.1	38.8	44.2	29.7
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	167.0	116.5	116.5	116.5	116.5
应付账款周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.57	1.94	2.10	2.31	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	4.58	0.35	0.44	-1.12	6.63
每股净资产(最新摊薄)	19.31	20.30	21.43	22.67	24.15
<b>估值比率</b>					
P/E	5.2	9.6	8.8	8.0	7.3
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.1	8.7	9.2	8.9	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn