



## 万物云-IPO 点评

### 报告摘要

#### 公司概况

- 万物云是中国领先的物业管理服务提供商,主要服务中国经济最发达之高能级城市,截至2022年3月,公司在管约2900个住宅项目,其中,北京、上海、深圳及杭州均拥有超过200个项目;广州、宁波、福州、东莞及沈阳均拥有超过150个项目。项目密度较为集中。
- 根据弗若斯特沙利文的资料,按基础物业管理服务收入计,万物云于2021年在中国物业管理服务市场中排名第一,占有4.28%的市场份额。截至2022年3月底,在管住宅项目2889个,在管面积达6.70亿平米,合约面积约为8.95亿平米,属超巨型房管公司。
- 截至2021年12月31日,母公司万科(2202.HK)在建物业项目总建面约1.04亿平米,其中权益总建面约6430万平米。另外,万科持作未来发展的物业项目总建面约4520万平米,将为万物云未来不断创造收入,实现长远的持续发展。万科今年1-8月累计全口径销售额约2790亿元,全国排名第三位,是内房第一梯队的开发商。
- 公司服务范围从单一物业扩展到社区、商企和城市空间,并发展了不同的垂直业务领域。业务可归纳成三大板块:**
  - 一) 社区空间居住消费服务。**主要面向个人客户(业主、居民住户),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。这板块相当于其他物管公司的基础物管及社区增值服务。是公司收入主要来源,占2021年总收入之55.5%、总毛利之51.9%;
  - 二) 商企和城市空间综合服务。**主要面向机构客户(企业、政府),包括物业及设施管理服务、开发商增值服务以及城市空间整合服务。这里再细分三个子板块,其中物业及设施管理服务相当于商管服务、开发商增值服务相当于其他物管公司的非业主增值服务、城市空间整合服务相当于城服业务。占2021年总收入之36.7%、总毛利之34.4%,其中,开发商增值服务占总收入之12.9%、总毛利之14.9%;
  - 三) AIoT及BPaaS解决方案服务。**这个比较独特,万物云投入科技研发,来全方位提升服务能力和效率,令服务可以标准化及数字化。包括AIoT解决方案及BPaaS解决方案。通过AIoT系统与算法对空间(住宅、商业及城服项目)中各类设施设备进行「24x7」的实时监测,并自动生成应急工单。结合AIoT系统,加上远程运营能力,万物云打造各类BPaaS解决方案,公司的空间云服务,产品形态主要包括以下几大部分:云巡检、云维保、云调度、云客服及云通行。占2021年总收入之7.8%、总毛利之13.8%。
- 万物云2021年归母净利润为17.2亿元。

#### 行业状况及前景

- 随着快速城镇化及人均可支配收入的不断增长,物业服务百强企业的在管建筑面积及物业数目迅速增加。加上地产板块在投融资下的限制,进一步加速下游物管行业的整合,头部企业在资源上的比较优势将被突显。
- 中国顶级的社区空间居住消费服务提供商已树立起品牌声誉,品牌声誉对于获得新的市场机遇尤为重要。大多数住宅物业主亦偏向聘请知名社区空间居住消费服务提供。品牌效应下,将加速行业整合。

## IPO 点评

证券研究报告

房地产行业

股份名称: 万物云  
股份代码: 2602

**IPO 专用评级: 5.2**

-- 评级基于以下标准,最高10分

1. 公司营运 (30%) :	7
2. 行业前景 (30%) :	5
3. 招股估值 (20%) :	5
4. 市场情绪 (20%) :	3

#### 主要发售统计数字

上市日期:	29/9/2022
发行价范围(港元)	47.1 -52.7
发行股数, 绿鞋前(百万股)	116.71
-- 香港公开发售; 占比	11.67; 10%
-- 最高回拨后股数; 占比	58.36; 50%
-- 发行中旧股数目; 占比	0; 0%
总发行金额, 绿鞋前(亿港元)	54.97 -61.51
总集资金额, 绿鞋前(亿港元)	54.97 -61.51
净集资金额, 绿鞋前(亿港元)	53.73 -60.27
发行后股本(百万股)	
-- 绿鞋前	1,167.13
-- 绿鞋后	1,184.64
发行后市值 (亿港元)	
-- 绿鞋前	550-615
-- 绿鞋后	558-624
备考每股有形资产净值(港元)	6.23 -6.78
备考市净率(倍)	7.56 -7.77
保荐人	中信、花旗、高盛
账簿管理人	中信、花旗、高盛、招银国际、工银国际、农银国际、建银国际、国信
会计师	安永会计师事务所

资料来源: 公司招股书

**黄焯伟 行业分析师**

+852-2213 1402  
stevewong@eif.com.hk

### 优势与机遇

- 关联房企万科是中国地产的第一梯队，销售排名维持首五位，品牌效益极高。公司背靠龙头房企万科，亦能受惠。
- 万科股东背景，加上多年优良管理之佳绩，在民企爆雷危机中，突出公司的稳健优点。
- 在管面积规模大，公司的「万物云街道」是基于对行业的洞见而提出并以技术支持的解决方案，公司以街道为单位，按在管项目为驻点及员工20至30分钟可达为半径构建新的服务圈，通过人员共享和快速响应的举措，为街道内的所有空间提供混合服务。这种模式体现了从供给侧进行服务变革的愿景。在客户需求不增加的前提下，该模式设想在传统分开管理的物业基础上建立万物云街道的协同运营服务，提升效率。
- 多元化的业务模式，在不同细分赛道中发展。

### 弱项与风险

- 物管行业是劳工密集的产业之一，劳工成本在销售成本及行政开支的主要部分。最低工资上涨及人工成本上升会影响未来盈利能力。
- 整体地产行业销售仍然较弱，下游物管板块短期仍有压力。

### 投资估值

- 行业并购加速，物业管理行业正在重复地产行业的发展过程，集中度不断提升，行业整合将会加速，万物云在管理体量上的规模效益，及其品牌效应，将令公司受惠行业整合的红利。加上母公司万科在地产的龙头地位，使万物云能事半功倍。
- 在规模上，万物云可比碧服（6098.HK），是港股物管板块中，第二大的物管公司。同时，万科的股东背景，使其免疫于民企爆雷危机中。所以我们认为万物云应该享有估值上的溢价，可对标其他国企背景的大型物管公司。
- 按公司上市市值550-615亿港元计算，我们预计公司的市盈率约为22-26倍2022年市盈率、17-20倍2023年市盈率，虽然低于华润万象，但高于保利物业及中海物业。
- 综合以上考虑，我们给予公司IPO专用评级：5.2分。
- 基于地产整体板块的波动性较高，上市初期难免受行情影响，投资者须格外注意。

图 1：公司财务情况

(百万元)	2019 年		2020 年		2021 年		2021 年		2022 年		同比 变动
		佔比		佔比		佔比	首季	佔比	首季	佔比	
<b>收入</b>	<b>13,927</b>		<b>18,145</b>		<b>23,705</b>		<b>4,748</b>		<b>6,848</b>		<b>44.2%</b>
<b>社區空間居住消費服務</b>	<b>8,828</b>	<b>63.4%</b>	<b>10,623</b>	<b>58.5%</b>	<b>13,161</b>	<b>55.5%</b>	<b>2,786</b>	<b>58.7%</b>	<b>3,911</b>	<b>57.1%</b>	<b>40.4%</b>
住宅物業服務	7,251	52.1%	9,130	50.3%	11,363	47.9%	2,473	52.1%	3,553	51.9%	43.7%
居住相關資產服務	890	6.4%	950	5.2%	1,256	5.3%	217	4.6%	241	3.5%	11.1%
其他社區增值服務	687	4.9%	543	3.0%	543	2.3%	96	2.0%	117	1.7%	21.1%
<b>居住相關資產服務</b>	<b>890</b>	<b>6.4%</b>	<b>950</b>	<b>5.2%</b>	<b>1,256</b>	<b>5.3%</b>	<b>217</b>	<b>4.6%</b>	<b>241</b>	<b>3.5%</b>	
房屋銷售及租賃經紀服務	567	4.1%	632	3.5%	819	3.5%	159	3.4%	185	2.7%	15.9%
房屋再裝修及美居服務	323	2.3%	318	1.8%	437	1.8%	57	1.2%	56	0.8%	-2.4%
<b>其他社區增值服務</b>	<b>687</b>	<b>4.9%</b>	<b>543</b>	<b>3.0%</b>	<b>543</b>	<b>2.3%</b>	<b>96</b>	<b>2.0%</b>	<b>117</b>	<b>1.7%</b>	
車位銷售服務	419	3.0%	360	2.0%	338	1.4%	58	1.2%	56	0.8%	-3.2%
其他	268	1.9%	183	1.0%	204	0.9%	38	0.8%	61	0.9%	58.1%
<b>商企和城市空間綜合服務</b>	<b>4,293</b>	<b>30.8%</b>	<b>6,489</b>	<b>35.8%</b>	<b>8,693</b>	<b>36.7%</b>	<b>1,623</b>	<b>34.2%</b>	<b>2,438</b>	<b>35.6%</b>	<b>50.2%</b>
物業及設施管理服務	2,569	18.4%	4,023	22.2%	5,288	22.3%	1,020	21.5%	1,652	24.1%	61.9%
開發商增值服務	1,693	12.2%	2,363	13.0%	3,065	12.9%	559	11.8%	664	9.7%	18.8%
城市空間整合服務	31	0.2%	102	0.6%	340	1.4%	44	0.9%	122	1.8%	178.0%
<b>開發商增值服務</b>	<b>1,693</b>	<b>12.2%</b>	<b>2,363</b>	<b>13.0%</b>	<b>3,065</b>	<b>12.9%</b>	<b>559</b>	<b>11.8%</b>	<b>664</b>	<b>9.7%</b>	
案場及樣板房管理	1,265	9.1%	1,430	7.9%	1,812	7.6%	364	7.7%	398	5.8%	9.4%
交付前支持服務	391	2.8%	533	2.9%	683	2.9%	90	1.9%	119	1.7%	32.7%
樓宇修繕服務	37	0.3%	399	2.2%	570	2.4%	105	2.2%	146	2.1%	39.6%
<b>AIoT 及 BPaaS 解決方案服務</b>	<b>806</b>	<b>5.8%</b>	<b>1,034</b>	<b>5.7%</b>	<b>1,850</b>	<b>7.8%</b>	<b>338</b>	<b>7.1%</b>	<b>499</b>	<b>7.3%</b>	<b>47.6%</b>
AIoT 解決方案	693	5.0%	783	4.3%	1,216	5.1%	258	5.4%	311	4.5%	20.7%
BPaaS 解決方案	114	0.8%	251	1.4%	634	2.7%	80	1.7%	187	2.7%	134.3%
<b>毛利</b>	<b>2,468</b>		<b>3,365</b>		<b>4,020</b>		<b>699</b>		<b>991</b>		<b>41.7%</b>
<b>社區空間居住消費服務</b>	<b>1,419</b>	<b>57.5%</b>	<b>1,992</b>	<b>59.2%</b>	<b>2,084</b>	<b>51.9%</b>	<b>401</b>	<b>57.3%</b>	<b>516</b>	<b>52.1%</b>	<b>28.8%</b>
住宅物業服務	690	28.0%	1,370	40.7%	1,265	31.5%	276	39.5%	362	36.5%	31.0%
居住相關資產服務	294	11.9%	302	9.0%	381	9.5%	54	7.7%	63	6.4%	17.6%
其他社區增值服務	435	17.6%	320	9.5%	438	10.9%	71	10.1%	91	9.2%	28.5%
<b>商企和城市空間綜合服務</b>	<b>878</b>	<b>35.6%</b>	<b>1,119</b>	<b>33.3%</b>	<b>1,383</b>	<b>34.4%</b>	<b>214</b>	<b>30.6%</b>	<b>310</b>	<b>31.3%</b>	<b>45.2%</b>
物業及設施管理服務	399	16.2%	575	17.1%	726	18.0%	114	16.4%	176	17.7%	53.5%
開發商增值服務	476	19.3%	530	15.7%	598	14.9%	86	12.2%	109	11.0%	27.8%
城市空間整合服務	3	0.1%	14	0.4%	59	1.5%	14	1.9%	25	2.5%	85.4%
<b>AIoT 及 BPaaS 解決方案服務</b>	<b>171</b>	<b>6.9%</b>	<b>254</b>	<b>7.6%</b>	<b>553</b>	<b>13.8%</b>	<b>85</b>	<b>12.1%</b>	<b>165</b>	<b>16.6%</b>	<b>93.9%</b>
AIoT 解決方案	185	7.5%	218	6.5%	301	7.5%	53	7.6%	87	8.8%	65.0%
BPaaS 解決方案	(14)	-0.6%	37	1.1%	252	6.3%	32	4.6%	77	7.8%	141.8%

资料来源：公司资料、安信国际

图 1：公司财务情况（续）

(百万元)	2019 年		2020 年		2021 年		2021 年		2022 年		同比
		佔比		佔比		佔比	首季	佔比	首季	佔比	变动
<b>毛利率 (%)</b>	<b>17.7%</b>		<b>18.5%</b>		<b>17.0%</b>		<b>14.7%</b>		<b>14.5%</b>		<b>-0.3pp</b>
社區空間居住消費服務	16.1%		18.7%		15.8%		14.4%		13.2%		-1.2pp
住宅物業服務	9.5%		15.0%		11.1%		11.2%		10.2%		-1.0pp
居住相關資產服務	33.0%		31.7%		30.3%		24.7%		26.2%		1.4pp
其他社區增值服務	63.3%		59.0%		80.8%		73.3%		77.8%		4.5pp
<b>商企和城市空間綜合服務</b>	<b>20.5%</b>		<b>17.2%</b>		<b>15.9%</b>		<b>13.2%</b>		<b>12.7%</b>		<b>-0.4pp</b>
物業及設施管理服務	15.5%		14.3%		13.7%		11.2%		10.6%		-0.6pp
開發商增值服務	28.1%		22.4%		19.5%		15.3%		16.5%		1.2pp
城市空間整合服務	9.2%		14.0%		17.4%		30.9%		20.6%		-10.3pp
<b>AIoT 及 BPaaS 解決方案服務</b>	<b>21.2%</b>		<b>24.6%</b>		<b>29.9%</b>		<b>25.1%</b>		<b>33.0%</b>		<b>7.9pp</b>
AIoT 解決方案	26.7%		27.8%		24.7%		20.5%		28.0%		7.5pp
BPaaS 解決方案	-12.7%		14.6%		39.8%		40.0%		41.3%		1.3pp
銷售費用	(128)	-0.9%	(166)	-0.9%	(257)	-1.1%	(35)	-0.7%	(81)	-1.2%	
管理費用	(1,078)	-7.7%	(1,363)	-7.5%	(1,792)	-7.6%	(322)	-6.8%	(477)	-7.0%	
<b>營業利潤</b>	<b>1,262</b>		<b>1,836</b>		<b>1,971</b>		<b>343</b>		<b>433</b>		
<b>營業利率 (%)</b>	<b>9.1%</b>		<b>10.1%</b>		<b>8.3%</b>		<b>7.2%</b>		<b>6.3%</b>		<b>-0.9pp</b>
淨利潤	1,040		1,519		1,714		287		319		10.9%
其中，歸屬公司擁有人	1,020		1,464		1,668		282		312		10.7%
<b>淨利潤率 (%)</b>	<b>7.3%</b>		<b>8.1%</b>		<b>7.0%</b>		<b>5.9%</b>		<b>4.6%</b>		<b>-1.4pp</b>
<b>核心淨利</b>	<b>1,127</b>		<b>1,552</b>		<b>1,719</b>		<b>302</b>		<b>373</b>		23.3%
<b>核心淨利率 (%)</b>	<b>8.1%</b>		<b>8.6%</b>		<b>7.3%</b>		<b>6.4%</b>		<b>5.4%</b>		<b>-0.9pp</b>
住宅總簽約面積 (百萬平方米)	557.44		646.56		877.75				894.78		
待轉化合同管理面積	126.33		149.04		217.33				224.61		
收費面積	431.11		497.52		660.43				670.17		
總關聯方收費面積	249.34		283.14		326.68				329.77		
<b>平均在管面積</b>			<b>602.00</b>		<b>762.16</b>				<b>886.27</b>		
<b>平均每月單位收入：</b>											
物業管理服務			1.26		1.24				1.34		
社區增值服務			0.21		0.20				0.13		

資料來源：公司資料、安信國際

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010