

02602.HK 万物云

无评级

规模领先的全域空间服务提供商

2022年9月21日

招股数据

日期	2022.9.20
招股价(港元)	47.10~52.70
总股本(亿股)	11.67
发行后市值(亿港元)	550~615
每股净资产(元)	8.64
PB (IPO后)	4.9~5.4

来源:招股说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190521010001

请注意:严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管的活动

- **规模领先的全域空间服务提供商:**万物云成立于2001年,此前为万科企业旗下的物业服务板块。历经30余年发展,公司已成为中国领先的全域空间服务提供商,业务覆盖社区空间、商企空间和城市空间三大板块。公司2021年在中国物业管理服务市场按基础物管服务收入计的市占率为4.28%,排名第一。
- **建议投资者积极关注:**公司2020/2021年的营业收入为181/237亿元,同比增长30.3%/30.6%。归母净利润为14.6/16.7亿元,同比增长43.5%/13.9%。预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为20.8/29.2/43.8亿元,对应2021-2024CAGR增长为38%。按照47.10、49.90、52.70港元的发行价,对应上市后总股本(绿鞋前)11.67亿股,对应市值为550、582、615亿港元。市值下限对应公司2022/2023年PE为23.5/16.8倍,市值上限对应PE为26.3/18.8倍。对比部分国央企物管公司平均估值2022/2023年PE15.9/12.2倍,公司有估值溢价。我们认为1)公司的基础盘在于住宅物管规模上看处于行业领先地位,项目主要分布在一二线城市,受益于较优的综合服务能力,楼盘物管费也处于较高水平。基础盘为公司提供了稳定和天然的用户流量池。随着内生+外拓规模平稳扩张,该分部收入也有望保持稳步增长。公司及早进入商企服务领域,写字楼市场龙头优势显著,与戴德梁行强强联合,旗下万物梁行建立起较强的品牌力。而城市服务空间业务目前正处于高速增长阶段,AIoT和BPaaS解决方案建立数字化护城河的同时,也正在加速商业化变现。2)线上+线下,公司一体化、全业态业务、全产品线相互协同。在数字化底座支持的基础上,公司业务间有望实现人员结构的优化和环节效率提升,实现降本增效。公司将“蝶城”计划作为未来重要战略方向,以潜力街道为单位,围猎提升单位部署密度,加强多元业务的导入和渗透,并实现单元的收入和盈利加速度增长。公司当前已布局531个蝶城,其中包括148个标准蝶城,计划在未来三年构建300个蝶城。我们认为公司作为龙头可享有一定估值溢价,建议投资者积极关注申购。

公司名称	万物云
股票代码	02602.HK
招股截止时间	2022年9月22日
上市日期	2022年9月29日
发行股数(亿股)	3.6966
--香港发售数(亿股)	0.11671
--国际配售数(亿股)	1.05043
发行后总股本(亿股)	11.67134
发行价范围(港元/每股)	47.10~52.70
发行后市值(亿港元)	550~615
联席保荐人	中信证券、花旗、高盛
联席账簿管理人	中信证券、花旗、高盛、招银国际、工银国际、农银国际、中银国际、建银国际、国信证券(香港)
会计师	安永

来源:招股说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示:市场拓展和收购不及预期、增值业务拓展不及预期、收缴率不及预期、数字化研发不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、公司基本情况.....	- 4 -
2、在管规模领先的全域空间服务提供商.....	- 9 -
3、财务分析.....	- 18 -
4、估值及申购建议.....	- 22 -
5、风险提示.....	- 25 -

图 表 目 录

图 1、万物云发展历程.....	- 4 -
图 2、公司的业务布局.....	- 6 -
图 3、营业收入.....	- 6 -
图 4、营业收入分拆.....	- 6 -
图 5、上市前股权结构.....	- 7 -
图 6、上市后（绿鞋前）股权结构.....	- 8 -
图 7、公司历年在管面积.....	- 9 -
图 8、2021A 主要物管公司在管面积.....	- 9 -
图 9、公司历年合约面积.....	- 9 -
图 10、2021A 主要物管公司合约面积.....	- 9 -
图 11、公司住宅业态在管面积和合约面积.....	- 10 -
图 12、2021A 主要物管公司住宅业态在管面积.....	- 10 -
图 13、公司住宅业态在管面积按城市能级分布.....	- 10 -
图 14、公司住宅业态在管面积按区域分布.....	- 10 -
图 15、在管面积按项目来源划分.....	- 11 -
图 16、合约面积按项目来源划分.....	- 11 -
图 17、住宅物管费单位饱和收入.....	- 11 -
图 18、项目中标率.....	- 11 -
图 19、项目收缴率.....	- 12 -
图 20、项目续约率.....	- 12 -
图 21、居住相关资产服务按收入分拆.....	- 13 -
图 22、其他社区增值服务按收入分拆.....	- 13 -
图 23、公司非住业态在管面积和合约面积.....	- 13 -
图 24、2021A 主要物管公司非住业态在管面积.....	- 13 -
图 25、非住在管面积按城市能级分布.....	- 14 -
图 26、非住在管面积按区域分布.....	- 14 -
图 27、在管面积按项目类型划分.....	- 14 -
图 28、非住物管费单位饱和收入.....	- 14 -
图 29、非住分部收缴率.....	- 15 -
图 30、非住分部续约率.....	- 15 -
图 31、开发商增值服务按收入分拆.....	- 16 -
图 32、城市空间整合服务按收入分拆.....	- 16 -
图 33、AIoT 履约项目数量.....	- 16 -
图 34、AIoT 履约付费客户数量.....	- 16 -
图 35、AIoT 单项目平均收入.....	- 16 -
图 36、AIoT 单客户平均收入.....	- 16 -
图 37、BPaaS 企业运营服务项目数量.....	- 17 -

图 38、BPaaS 企业运营服务客户数量.....	- 17 -
图 39、BPaaS 企业运营服务单项目平均收入.....	- 17 -
图 40、BPaaS 企业运营服务单客户平均收入.....	- 17 -
图 41、一个蝶城的单店模型.....	- 18 -
图 42、蝶城模型下的组织架构.....	- 18 -
图 43、营业收入.....	- 18 -
图 44、营业收入分拆.....	- 18 -
图 45、公司历年社区空间居住消费服务收入.....	- 19 -
图 46、2021A 社区空间居住消费服务收入分拆.....	- 19 -
图 47、公司历年商企和城市空间综合服务收入.....	- 19 -
图 48、2021A 商企和城市空间综合服务收入分拆.....	- 19 -
图 49、公司历年 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入.....	- 20 -
图 50、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入分拆.....	- 20 -
图 51、公司整体毛利润及毛利率.....	- 20 -
图 52、分部毛利率.....	- 20 -
图 53、公司营业成本构成.....	- 20 -
图 54、公司的收入和毛利拆分.....	- 20 -
图 55、经营利润及经营利润率.....	- 21 -
图 56、销售&行政费用率.....	- 21 -
图 57、公司归母净利润及归母净利率.....	- 21 -
图 58、ROA&ROE.....	- 21 -
图 59、公司贸易应收款项分拆.....	- 22 -
图 60、2021A 行业关联方贸易应收账款比例.....	- 22 -
图 61、2021A 行业贸易应收账款周转率.....	- 22 -
图 62、2021A 行业短期贸易应收账款比例.....	- 22 -
表 1、公司的产品、服务及定价方式.....	- 4 -
表 2、公司上市前的主要收并购.....	- 12 -
表 3、行业估值表（2022/9/20）.....	- 25 -

报告正文

1、公司基本情况

万物云空间科技服务股份有限公司（下称“万物云”或“公司”）成立于2001年，此前为万科企业旗下的物业服务板块。历经30余年发展，公司已成为中国领先的全域空间服务提供商，业务覆盖社区空间、商企空间和城市空间三大板块。据弗若斯特沙利文资料，公司2021年在中国物业管理服务市场按基础物管服务收入计的市占率为4.28%，排名第一。2017年至2019年间，公司连续荣获中国房地产业协会和中国房地产测评中心“中国物业管理企业品牌价值”第一名，公司亦是中国首家年收入破百亿元人民币的物业服务公司。

图1、万物云发展历程

- 1990年 万科企业的物业管理业务部门接管第一个服务项目—深圳天景花园
- 1992年 深圳市万科物业服务服务有限公司成立（“深圳万物”）
- 1996年 中标深圳“鹿丹村”项目，是中国物业管理行业首次公开招标
- 2001年 “万科物业发展股份有限公司”成立，是首批获得住建部颁发的《物业服务企业资质证书一级》的企业
- 2012年 引入增值服务，首家幸福驿站在广州万科蓝山花园开业
- 2013年 业主专属“住这儿”APP上线公测
- 2013年 推出专为客户关系管理系统和呼叫中心
- 2014年 发布“睿服务1.0”，将积累20余年的流程和体系“数字化”
- 2018年 发布“住宅商企两翼齐飞”的发展战略
与一家国有企业合作推出中国首个城市管理生态系统“物业城市”
推出朴邻，提供房屋销售及租赁经纪服务
- 2019年 与戴德梁行成立合资公司万物梁行
- 2020年 更名为“万物云空间科技服务股份有限公司”
首次披露空间服务“三驾马车”模型—CS（社区空间）、BS（商企空间）、US（城市空间）
- 2021年 在中国武汉设立数字运营中心，进一步加强远程运营能力

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

具备全业态、全客户、全服务的管理及运营能力。公司主营业务包括社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务、AIoT及BPaaS解决方案服务三大板块，是一家覆盖全业态、全客户、全服务的综合物业服务提供商。同时依托万科品牌效益，公司具备较强的定价能力，单位佣金处于行业中上游水平。

表1、公司的产品、服务及定价方式

业态	产品线子品牌	业务	服务内容	服务对象	定价方式
社区空间居住消费服务	万科物业、朴邻（租售）、万物为家（装修、焕新等）	住宅物业服务	清洁服务 秩序维护服务 园艺服务 维修及保养服务	业主	包干制为主（占比95%+），管理酬金制为辅，2021A平均每月每平米饱和收入为3.13元

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

		房屋销售及租赁经纪服务	开发商、业主	房屋交易：按物业价值的 1.5%-1.8%收取佣金 租赁经纪：按月租金的 82.3%-95.7%收取佣金
	居住相关资产服务	房屋再装修和翻新服务	业主	开发商新房协销：按物业销售收入的 1.1%-3.0%收取佣金 整个公寓：收取每平米 1820-2840 元佣金 独立厨房/卫生间：收取每平米 5316-15363 元佣金
	其他社区增值服务	房屋美居及装修服务 主要为车位销售服务	业主 开发商	提供的产品或服务对价的 6%-12% 卖出价格和预定最低售价的差额
商企和城市空间综合服务	万物梁行(物业及设施管理)、万物云城 City Up (城市空间整合)	秩序维护 清洁和绿化 设施运行和维护 环境、健康及安全管理 综合行政支持 活动支持和礼宾服务	商企	包干制为主，管理酬金制为辅，2021A 平均每月每平米饱和收入为 5.70 元，其中办公空间为 5.94 元/月/平米，其他类为 5.11 元/月/平米
		案场及样板房管理服务		
	楼宇修缮服务	政府	实际发生的成本加成（一般为 9%），或者收取单位价格*修缮面积得到的固定价格每平米 4.0 元的固定服务费率 全委模式：根据合同签订，按月支付 合作合资模式：股权占比确认利润（损益表）	
	交付前支持服务 城市空间治理服务 城市专项设施运营 城市资源整合运营			
AIoT 及 BPaaS 解决方案服务	万瑞科技 (AIoT)、祥盈企服(提供特定职能如远程财务流程、人力资源等服务方案)、第五空间	提供解决方案，覆盖智慧 物业生命周期从初始工程 设计、施工到交付后运营 的各个阶段	开发商、业主、商企等	不同服务有所差异
		远程企业运营服务(支持 企业客户非核心业务流 程)	商企	根据客户所订阅服务的性质以及服务请求的数量收取，一般按月度或季度支付
		远程空间运营服务(主要 提供给从事城市空间整合 服务的合联营公司)	政府、商企	收取收入的约 2%作为数字化运营服务费，并根据我们于其持有的股本权益分摊损益

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

业务布局全国化，核心聚焦高能级城市。截至 2022Q1，公司合计在管住宅物业服务项目 2889 个，在管建筑面积 6.7 亿平米，合约建筑面积 8.9 亿平米；在管物业及设施管理服务项目 1650 个，在管建筑面积 1.4 亿平米，合约建筑面积 1.5 亿平米；同时公司在中国 52 个城市提供城市空间整合服务。从地区分布看，华东和华南区域项目分布较密集。分城市看，北京、上海、深圳及杭州在管项目超 200 个。

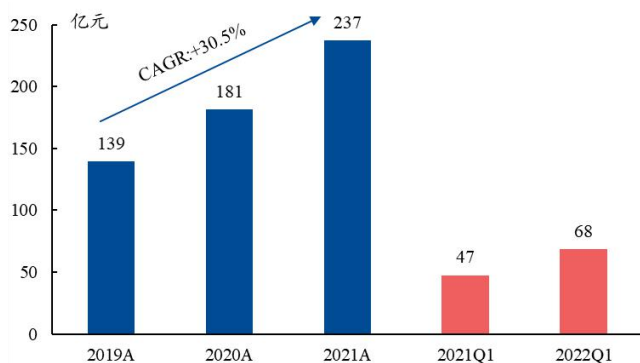
图 2、公司的业务布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

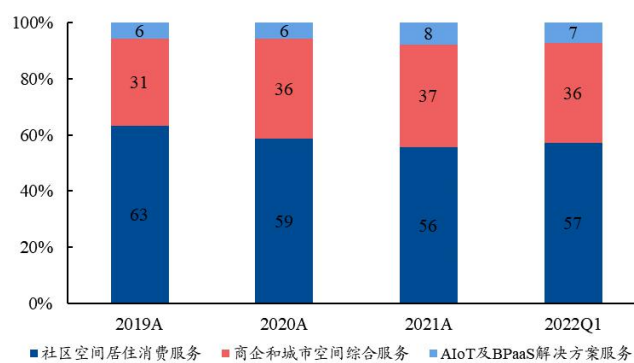
2019-2021 年营业收入年复合增长率 30%+：公司 2021 年的营业总收入 237 亿元，保持高速增长，2019 至 2021 年复合增长率达 30.5%，其中社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务分别占比 56%、37%及 8%。2022Q1 公司实现营业收入 68 亿元，同比增长 44.2%，除业务自然扩张外，伯恩物业及阳光智博并表带来的收益对业绩亦有所推动。

图 3、营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、营业收入分析



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

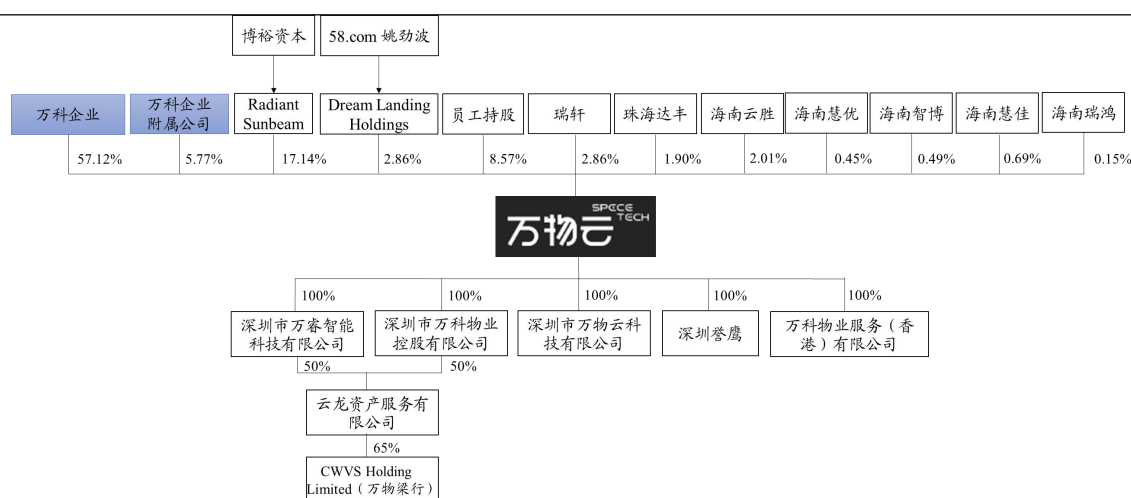
股权结构：万科企业控股，上市前引入两大战略股东。公司最大控股方为万科企业(2202.HK)，上市前万科及其附属公司共持股 62.89%，上市后持股 56.60%。万科企业是国内规模领先的综合房地产开发运营商，业务覆盖住宅开发、物业服务、商业、长租公寓、物流仓储、酒店与度假、教育等领域。

2017 年，公司引入 Radiant Sunbeam 及 Dream Landing Holdings 两大战略股东，其背后实控人分别为博裕资本及 58.com 的姚劲波先生，上市前博裕和 58.com 分别持股 17.14%和 2.85%，上市后分别持股 15.42%和 2.58%。

另外，公司的员工持股平台上市后持股 7.71%；公司通过部分股权交易收购的阳光智博物业的四个控股公司海南慧优（持股阳光智博 72.38%）、海南智博（持股阳光智博 10.19%）、海南慧佳（持股阳光智博 14.41%）、海南瑞鸿（持股阳光智博 3.02%）上市后持股 1.60%；IPO 发售予公众股份占上市后股本 10%。

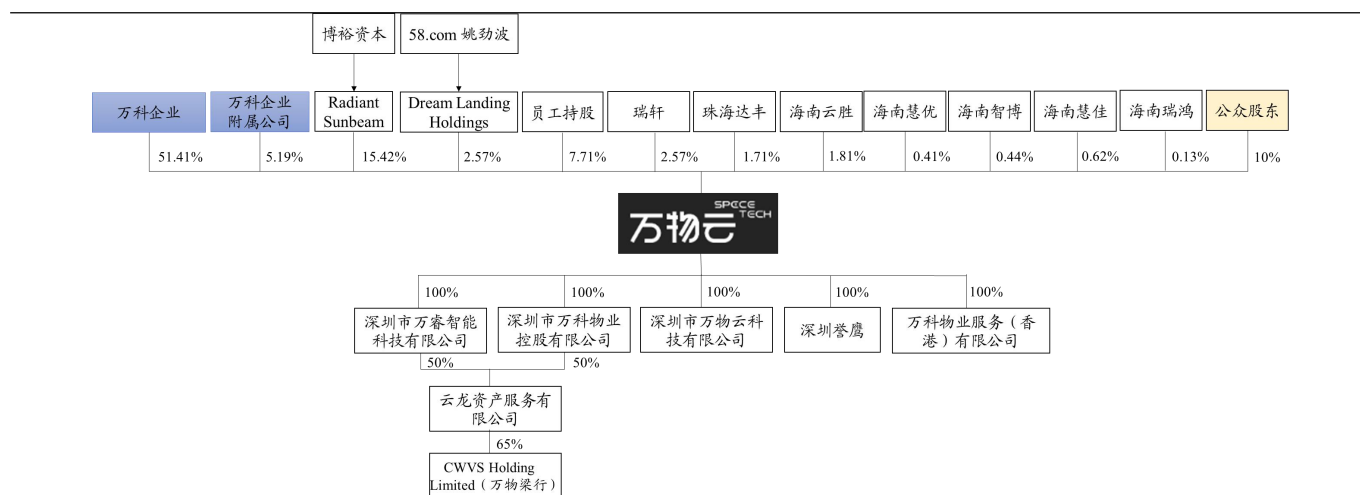
2020 年 1 月，公司与戴德梁行成立合资平台 CWVS Holding Limited，分别持股 65%和 35%，推出万物梁行品牌线，主要开展商务物业及设施管理服务。目前平台共 5 名董事，3 名由万科任命，2 名由戴德梁行任命。

图 5、上市前股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、上市后（绿鞋前）股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

目前公司董事会由 11 名成员组成，包含 2 名执行董事、5 名非执行董事及 4 名独立非执行董事。

朱保全先生，48 岁，董事长、执行董事兼总经理，主要负责公司整体运营，确定其战略政策和发展方向。朱先生拥有丰富的地产与物业管理行业经验，并致力于行业数字化变革，拥有 10 年以上大型企业管理经验。朱先生自 2010 年 5 月起出任总经理，自 2011 年 2 月起出任董事、董事长兼总经理，并于 2022 年 3 月 2 日获重新委任为执行董事。

何曙华先生，47 岁，执行董事，主要负责政府及企业客户服务。何先生拥有逾 20 年丰富的物业管理行业经验，于 1998 年 4 月加入公司后，先后担任广州大区总经理、商企事业部首席执行官、公司首席市场官等。

王文金先生，56 岁，非执行董事，主要负责整体发展提供指导。王先生于 1993 年 11 月加入万科企业后，历任财务部总经理、财务总监、首席财务官、首席风险官、执行董事、执行副总裁及财务负责人。

张旭先生，59 岁，非执行董事，主要负责为公司整体发展提供指导。张先生于 2002 年 11 月加入万科企业后，历任武汉市万科房地产有限公司常务副总经理及总经理，主要负责房地产项目的开发与经营；及万科企业副总裁，主要负责战略、投资、营销、运营及海外业务的管理。

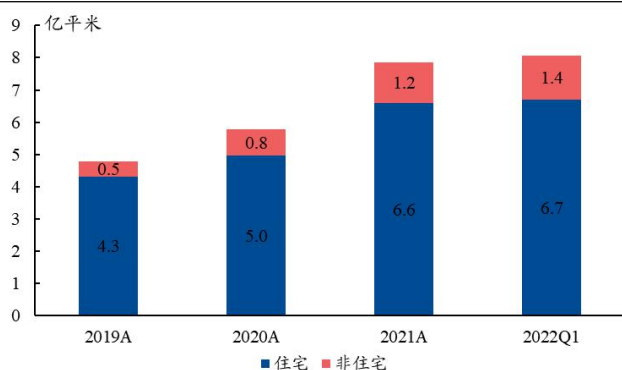
孙嘉先生，44 岁，非执行董事，主要负责为公司的整体发展提供指导。孙先生于 2007 年 7 月加入万科企业后，历任万科企业战略与投资管理部副总经理及总经理、万科企业副总裁、首席财务官等。

2、在管规模领先的全域空间服务提供商

“三架马车”协同发展，打造三条增长曲线。截至 2021 年末，公司合计在管面积为 7.8 亿平方米，其中住宅及非住宅业态分别占比 84.1%及 15.9%。公司外拓+收并购持续发力，截至 2021 年末公司总在管面积跃居行业第一。2021A 公司总合约面积为 10.1 亿平方米，对应合约在管比为 1.3。公司全业态协同发展，据公司规划，万科物业、万物梁行、万物云城预期增速分别在 30%-、30%-60%及 60%+范围内。

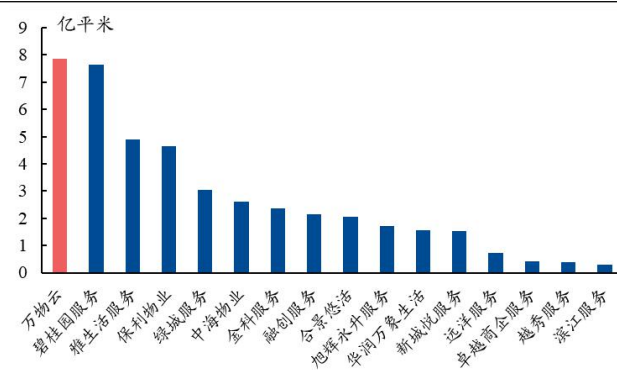
在公司的成长逻辑中，其一是现在的成熟业务，来自于万科物业及万物梁行的传统物业驱动。第二阶段增长曲线来自蝶城战略驱动下的住宅+增值业务提速增长，以及万物梁行长尾业务增长。其三是明天业务的增长曲线，即持续战略性投入的智慧城市和互联网业务。

图 7、公司历年在管面积



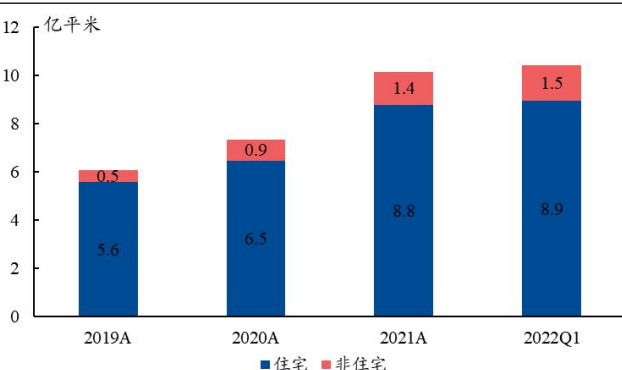
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2021A 主要物管公司在管面积



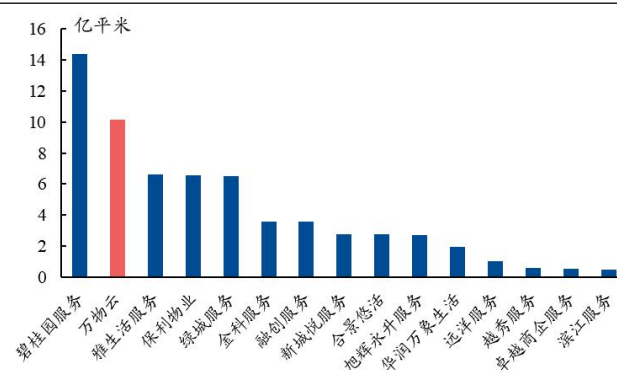
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司历年合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2021A 主要物管公司合约面积

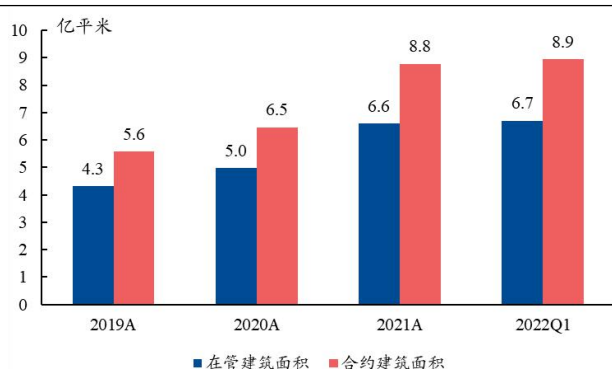


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 在管面积行业第一，建立强大的流量平台

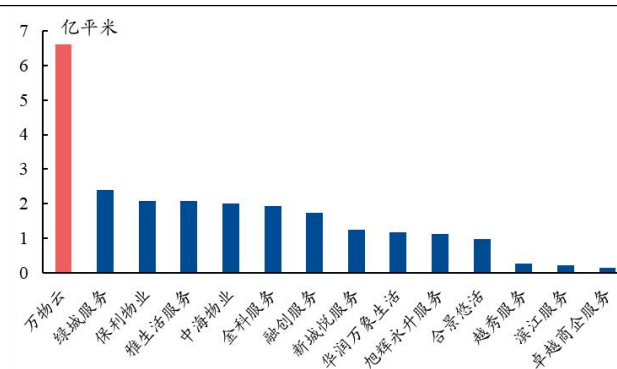
住宅物业服务在管面积行业领先。截至 2022Q1，公司在管及合约项目数量分别为 2889 和 3956 个，在管面积和合约面积分别为 6.7 和 8.9 亿平米，对应合约在管比为 1.3。从 2021A 主要物管公司住宅分部在管面积看，公司整体规模处于行业第一梯队，并持续维持增长态势，2019-2021 年公司在管面积及合约面积的年复合增长率达 23.8% 及 25.5%。

图 11、公司住宅业态在管面积和合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

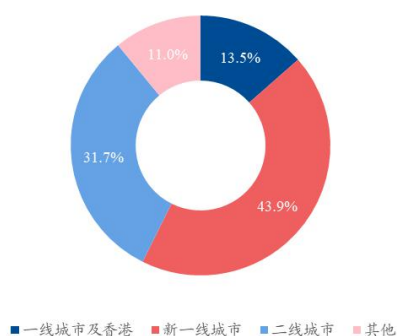
图 12、2021A 主要物管公司住宅业态在管面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：因碧桂园服务未披露住宅分部在管面积因此未列入图表

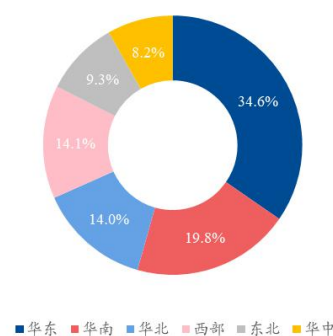
持续提升高量级城市服务空间密度。截至 2022Q1，公司住宅物业服务覆盖中国 30 个省的超 120 个城市，未来公司将持续聚焦战略重点城市，提升服务空间密度。从截至 2022Q1 在管面积分布看，一线城市及香港、新一线城市、二线城市、其他城市分别占比 13.5%、43.9%、31.7%、11.0%；华东、华南、华北、西部、东北、华中区域分别占比 34.6%、19.8%、14.0%、14.1%、9.3%、8.2%

图 13、公司住宅业态在管面积按城市能级分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

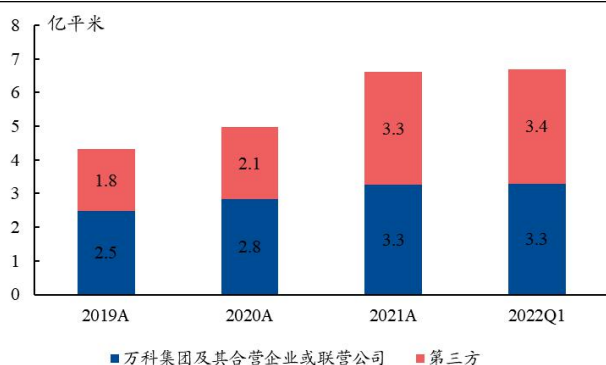
图 14、公司住宅业态在管面积按区域分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

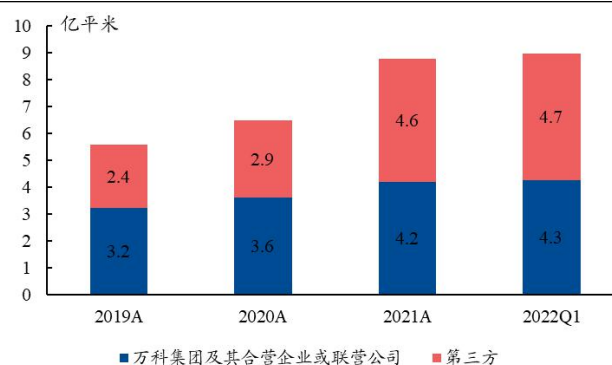
外拓持续发力，物管费稳步提升。公司来自于第三方的项目占比稳步提升。2021年公司完成伯恩物业和阳光智博收购，截至2021A，公司在管面积中第三方项目占比首次突破50%，随着公司市场化进一步推进，第三方物业占比预期将持续提升。从项目中标率来看，第三方物业的历年中标率维持在50%+。从物管费看，截至2021A公司住宅分部平均每月每平方米物管费收入为3.13元，呈稳步提升态势，其中来自于集团层面的项目平均单位收入高于来自于第三方的项目。

图 15、在管面积按项目来源划分



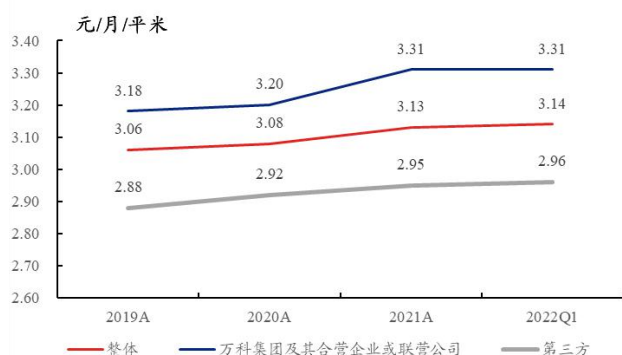
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、合约面积按项目来源划分



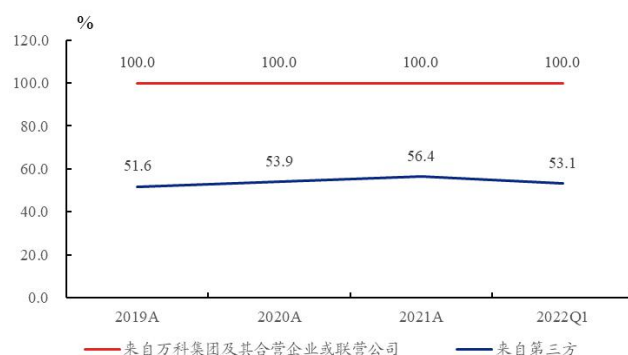
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、住宅物管费单位饱和收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

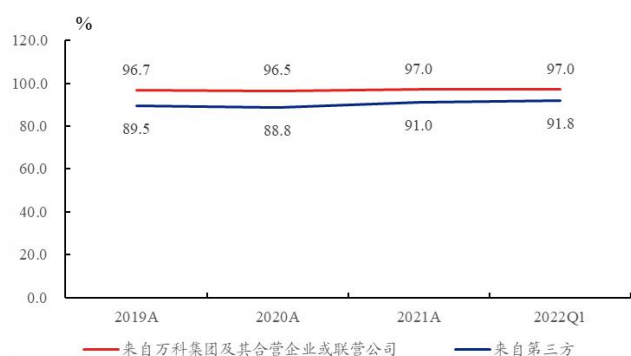
图 18、项目中标率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

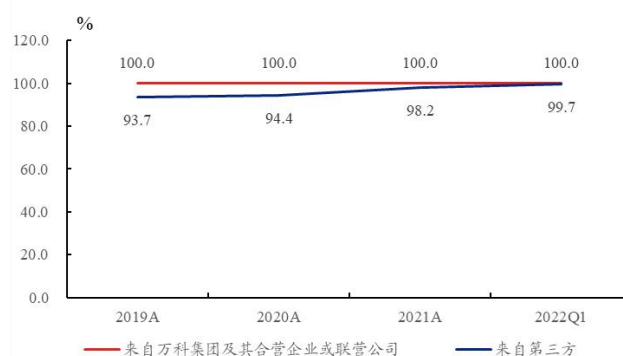
从项目管理情况来看，来自万科及合联营项目收缴率保持在95%+，来自第三方项目收缴率2021A提升至90%+。从项目续约率来看，内外部项目续约率都在接近100%水平。

图 19、项目收缴率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、项目续约率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

通过战略收并购快速拓展规模，提升华东区域布局密度。公司在 2021 年下半年完成对伯恩物业及阳光智博的并购，累计新增在管面积约 0.8 亿平方米，新增合约面积约 1.4 亿平米。两宗收并购进一步帮助提升公司在华东区域尤其福建省的市场份额。2021 年 9 月及 10 月，两家并购企业陆续开始产生并表收益。

表 2、公司上市前的主要收并购

时间	并购标的	对价	贡献在管/合约面积	并购目的
2021/8/31	伯恩物业	首个阶段对价为人民币 16.13 亿元；第二个阶段对价需参考 2021 年伯恩物业的经审计利润净额而定	在管面积 4800 万平方米，合约面积 7600 万平方米	(1) 扩大市场份额（尤其福建省）
2021/10/1	阳光智博	通过发行对价股份（4.80%的股本权益）进行收购；后进行了现金及股份回购调整	164 个物管项目合计在管面积 3030 万平方米，合约面积约 6710 万平方米；19 个商业运营及管理服务项目在管面积合计 140 万平方米	(2) 实现物业服务项目组合协同效应 (3) 扩大增值服务的市场覆盖范围

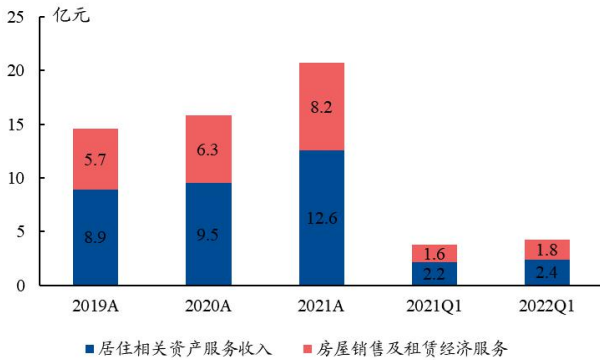
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：伯恩物业在管面积来源于克而瑞《2020 年中国物业服务企业在管规模榜 TOP100》

居住相关资产服务收入稳步提升。截至 2021A，公司居住相关资产服务收入为 12.6 亿元，2019-2021 年复合增长率达 18.8%。其中房屋销售及租赁经济服务、房屋再装修及美居服务分别实现收入 8.2、4.4 亿元，2019-2021 年复合增长率为 20.2%、16.2%，2021A 占分部收入比为 65.2%、34.8%。

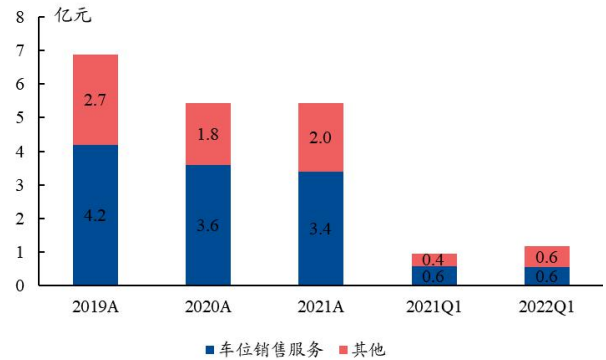
其他社区增值服务收入过去三年规模平稳略降。2021A 公司其他社区增值服务收入为 5.4 亿元，2019-2021 年收入规模平稳略降。2021A 结构中车位销售服务占比 62.3%，其他类服务（含公共区域运营服务、机电设备维护服务及社区餐饮服务）占比 37.7%。

图 21、居住相关资产服务按收入分拆



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、其他社区增值服务按收入分拆

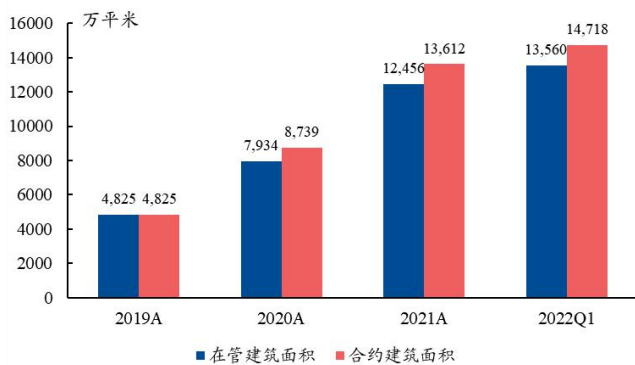


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 商企业务高速增长，持续拓展城市空间服务边界

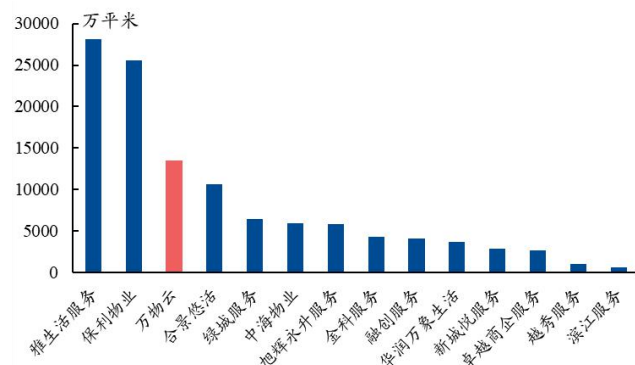
非住业态在管面积年复合增长率超 60%：截至 2022Q1，公司非住分部在管及合约项目数量分别为 1650 和 1754 个，在管面积和合约面积分别为 13560 和 14718 万平方米，对应合约在管比为 1.1。非住业态规模持续呈现高增长，在管及合约面积 2019-2021 年复合增长率分别为 60.7% 及 68.0%。从 2021A 主要物管公司非住宅分部在管面积看，公司非住业态在管规模处于行业中上游水平。而从收入市占来看，2021A 公司占 0.21%，位列行业第一。

图 23、公司非住业态在管面积和合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、2021A 主要物管公司非住业态在管面积

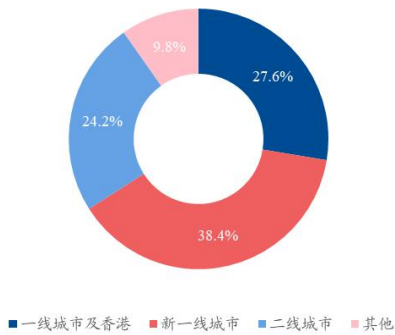


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：因碧桂园服务未披露非住分部在管面积因此未列入图表

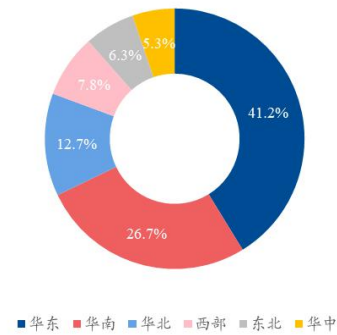
按面积划分，一二线城市占比达到 9 成+。截至 2022Q1，公司非住业态在管面积按城市能级分布，一线城市及香港、新一线城市、二线城市、其他城市分别占比 27.6%、38.4%、24.2%、9.8%，相较住宅分部更加聚焦核心高能级城市。分区域看，华东、华南、华北、西部、东北、华中分别占比 41.2%、26.7%、12.7%、7.8%、6.3%、5.3%。

图 25、非住在管面积按城市能级分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、非住在管面积按区域分布

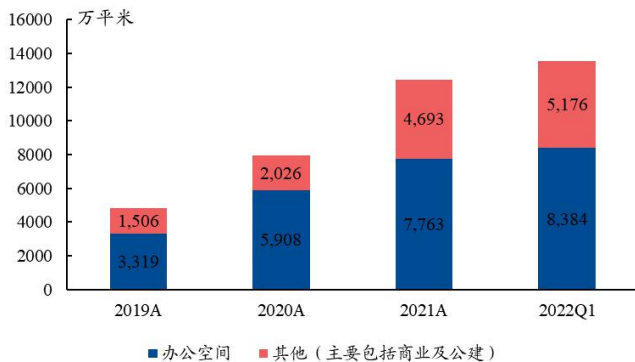


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

写字楼业态布局较早，商业及公建未来可期。截至 2022Q1，公司非住业态合计在管面积 13560 万平米。其中办公空间 8384 万平米，占比 61.8%，2019-2021 年复合增长率为 52.9%；其他业态（主要包括商业及公建）在管面积 5176 万平米，2019-2021 年复合增长率为 76.5%，占比在持续提升。

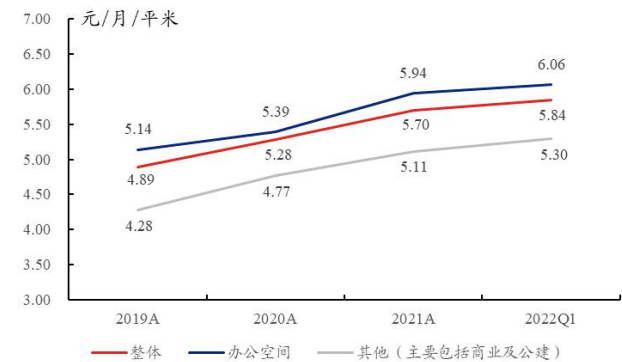
物管费持续增长，客群主要为第三方。截至 2022Q1 公司非住分部每月每平方米物管费收入为 5.84 元，呈稳步上升态势，其中办公空间物管费单价高于商业及公建类。从项目来源看，截至 2021 年公司非住业态第三方在管面积占比高达 85.6%。

图 27、在管面积按项目类型划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

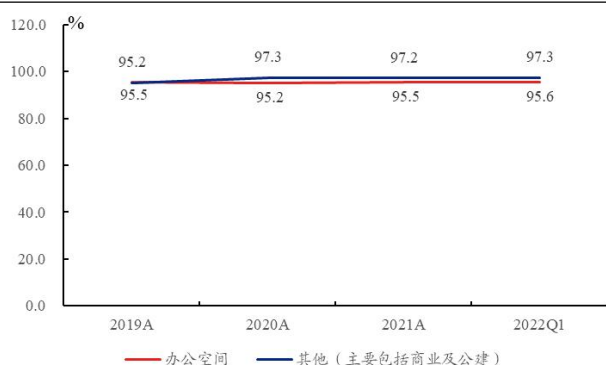
图 28、非住物管费单位饱和收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

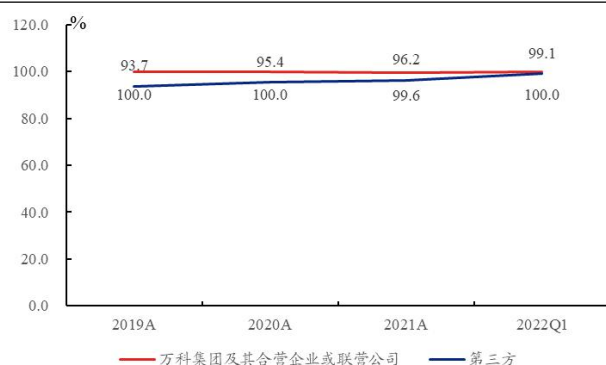
收缴率和续约率都保持在较高水平。截至 2022Q1，公司办公空间的收缴率为 95.6%，其他业态的收缴率为 97.3%，持续维持高位。从续约率情况来看，2022Q1 来自于第三方的续约率为 99.1%。

图 29、非住分部收缴率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、非住分部续约率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

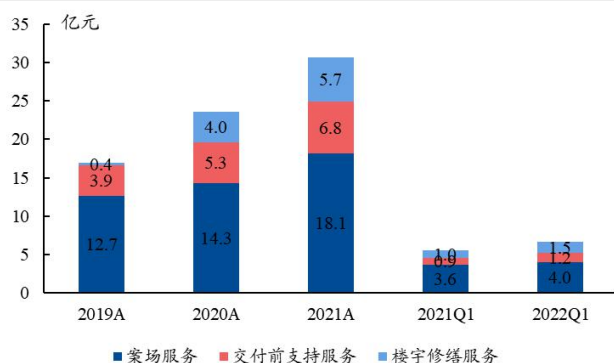
开发商增值服务收入 Q1 增速放缓，过去三年楼宇修缮业务成长最快。截至 2021A，公司开发商增值服务收入为 30.7 亿元，2019-2021 年复合增长率为 34.5%；其中案场服务、交付前支持服务、楼宇修缮服务收入分别为 18.1、6.8、5.7 亿元，2019-2021 年复合增长率为 19.7%、32.1%、293.2%，2021A 收入占分部收入比例为 59.1%、22.3%和 18.6%。2022Q1 分部收入增长放缓，Q1 收入为 6.6 亿元，同比增长 18.8%。

城市空间整合服务呈现爆发式扩张。截至 2022Q1，公司已在全国 30 个城市拥有 52 个城市空间整合服务项目，项目数量及收入端均呈现爆发式增长。公司 2021A 城市空间整合服务收入为 3.4 亿元，2019-2021 年复合增长率达 233.4%。2022Q1 收入为 1.2 亿元，同比增长 2 倍。

区别于传统公建物管业务的是，公司的城市空间服务在传统的环卫业务以外，重点打造专项设施运营业务、为客户提供智慧方案、通过数字化底座加成为政府公建设态提供空间治理服务，这需要较强的产业智能化能力作为支持，公司在智慧研发方面具备先发优势，初具规模并逐步实现商业化的 AIoT 和 BPaaS 系统可有效植入，协助区域闭环管理和帮助提升客户体验，同时带来各环节效率的提升、经营环节分工的明确、冗余人力的节省。

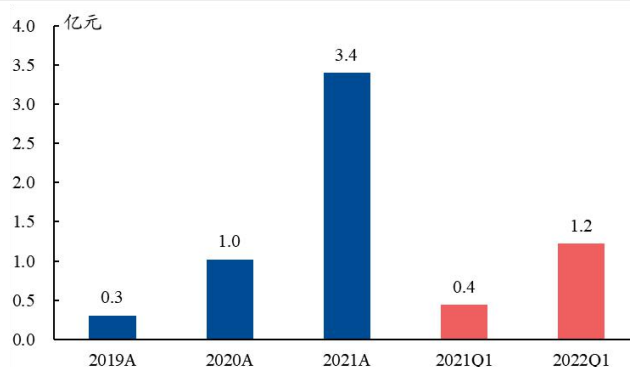
而区别于其他互联网参与者的是，公司具备本地化部署能力和线上线下一体化整合能力，并更熟知商企/政府客户的痛点和需求（规划老旧亟待更新，需要智慧化解决方案建议、自动化硬件设施的安装和对人工的替代、项目实时检测反馈和自动派单、大数据记录、需要定制化云服务等）。

图 31、开发商增值服务按收入分拆



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、城市空间整合服务按收入分拆

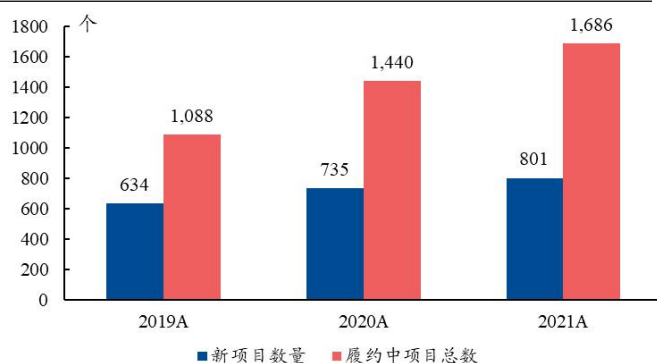


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 从底层到顶层的技术体系加固技术壁垒，商业化变现正在加速

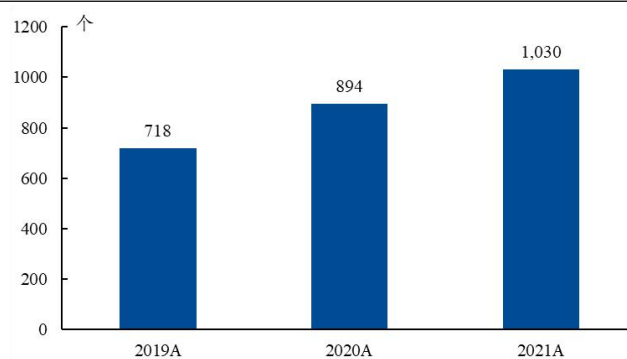
截至 2022Q1，公司已在超 90 个城市为物业开发商、物业管理者及政企客户提供服务，覆盖智慧工地、智慧社区、智慧楼宇、智慧产业园区、智慧城市等场景下的 AIoT 解决方案。2021A 公司付费客户数量为 1030 个，平均收入 118.1 万元/位，同比增长 34.8%；履约合同合计 1686 份，平均收入 72.1 万元/份，同比增长 32.5%。

图 33、AIoT 履约项目数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、AIoT 履约付费客户数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、AIoT 单项目平均收入

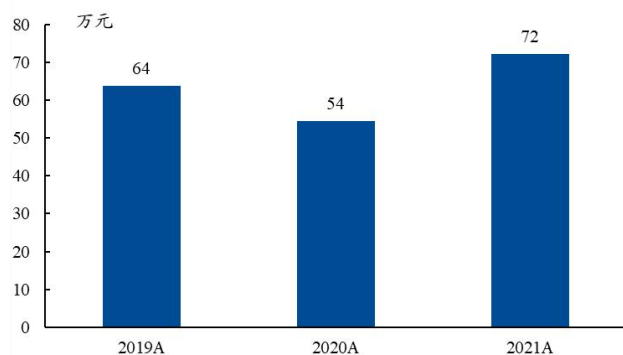
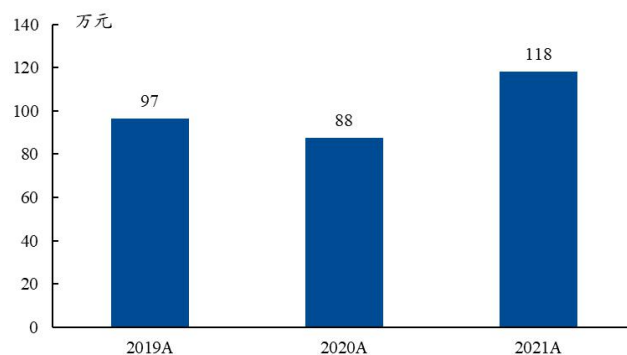


图 36、AIoT 单客户平均收入

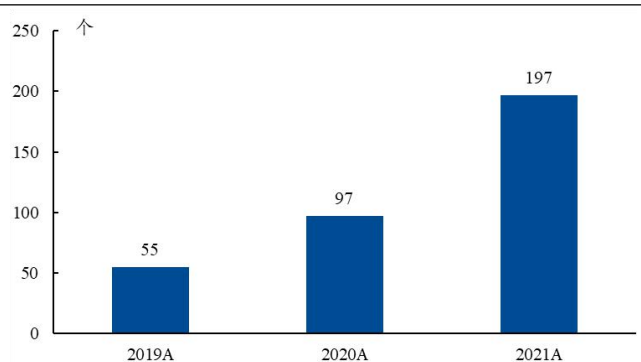


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

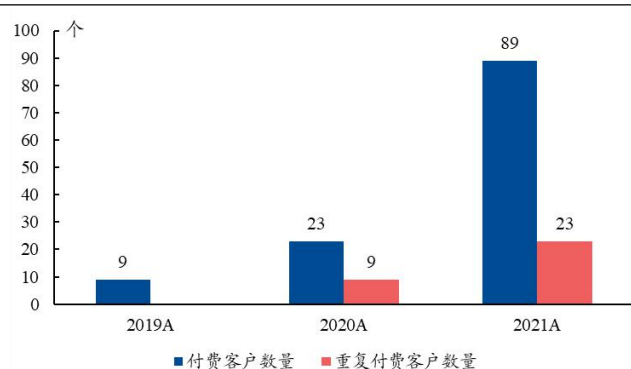
BPaaS 解决方案主要包括远程企业运营服务及远程空间运营服务。2021A 公司远程企业运营服务付费客户数量为 89 个，平均收入 520.4 万元/位，同比下降 35.9%；履约合同合计 197 份，平均收入 235.8 万元/份，同比增长 20.1%。

图 37、BPaaS 企业运营服务项目数量



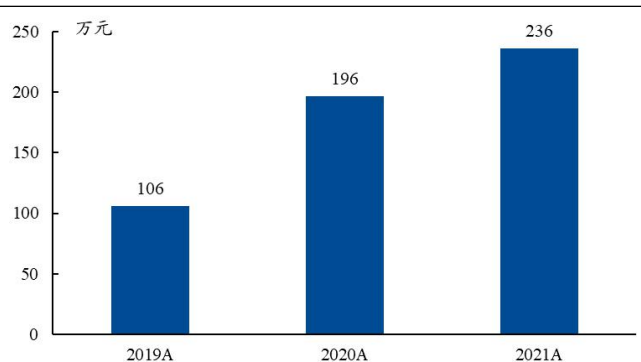
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、BPaaS 企业运营服务客户数量



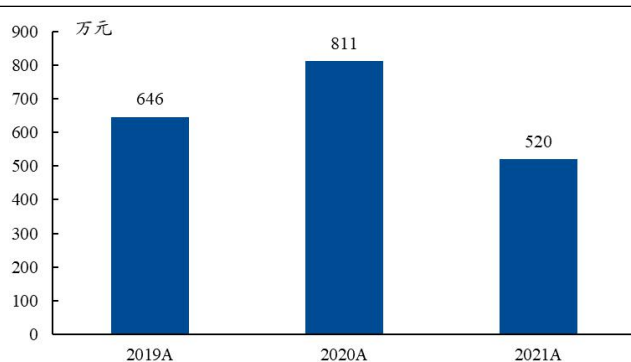
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、BPaaS 企业运营服务单项目平均收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、BPaaS 企业运营服务单客户平均收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 蝶城模型打造单元全业态闭环，提升浓度实现裂变

公司将一些有潜力的街道筛选进入蝶城预备军，随着对蝶城越发深入的熟悉挖掘更多的服务机会，其中包括商业、城市物业等多种类型及大小的业务，也包括供应链上多种形式的服务，促进蝶城街道进入加速成长期。一般来说一个蝶城的标准模型如下：

覆盖范围：一个街道为中心，三公里半径服务圈

0-标准蝶城周期：5 年

投资额：1500 万-2000 万

组织结构：每个阵营体（商业、城市服务等多产品线）负责 10 条街道

成熟蝶城创收：1 亿+营收，20%+毛利率，10%+净利率；超过 2 亿营收将规划裂

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

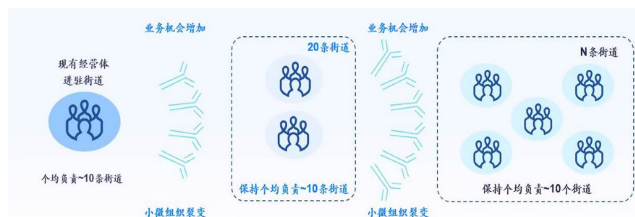
变
 成长历程：初期-目标蝶城-对应 3000 户住户；中期-主攻蝶城-对应 6000 户住户；
 成熟期-标准蝶城-对应 10000 户住户
 规划：2022 年完成 30 个蝶城部署，未来 3 年完成 300 个

图 41、一个蝶城的单店模型



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、蝶城模型下的组织架构



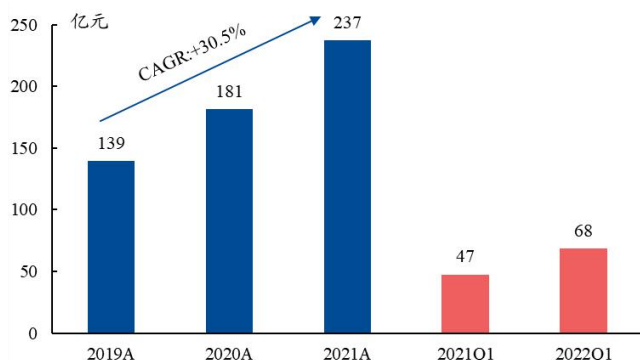
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在 100 个城市选择了 3402 个街道作为主要目标。截至 2022 年 3 月 31 日，公司的目标蝶城、主攻蝶城和标准蝶城分别为 219、119、121 个，合计 459 个。到目前来看，已分别增至 208、175、148 个，合计 531 个。

3、财务分析

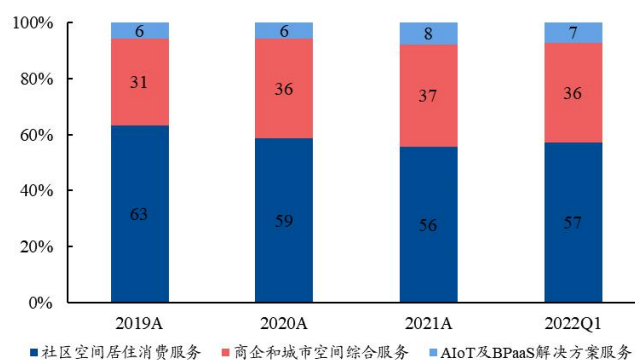
公司 2021 年的营业总收入 237 亿元，保持高速增长，2019 至 2021 年复合增长率达 30.5%，其中社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务分别占比 56%、37%及 8%。2022Q1 公司实现营业收入 68 亿元，同比增长 44.2%。

图 43、营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

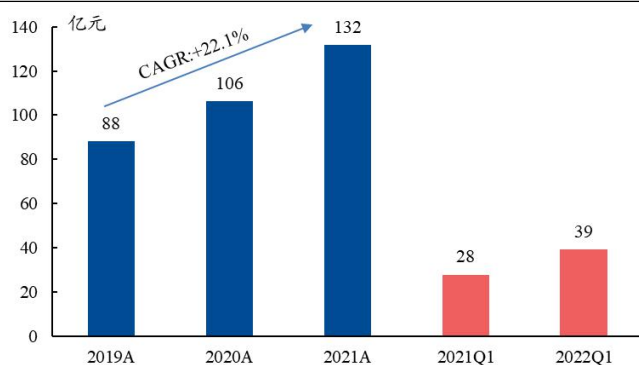
图 44、营业收入分拆



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

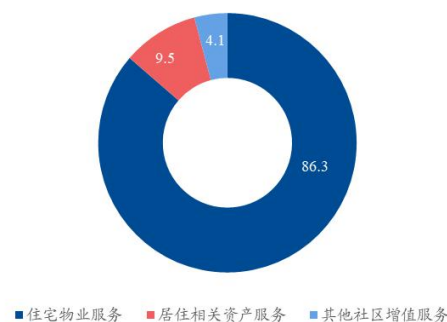
社区空间居住消费服务收入稳步提升。公司 2021 年社区空间居住消费服务收入为 132 亿元，2019-2021 年复合增速为 22.1%。其中住宅物业服务、居住相关资产服务、其他社区增值服务收入占比分别为 86.3%、9.5%和 4.1%。2022Q1 收入为 39 亿元，同比增长 40.4%。

图 45、公司历年社区空间居住消费服务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

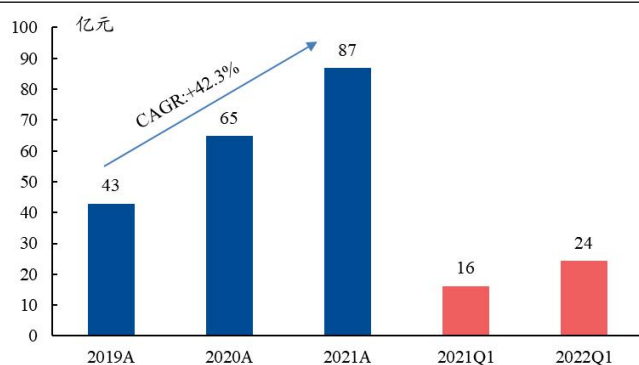
图 46、2021A 社区空间居住消费服务收入分析



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

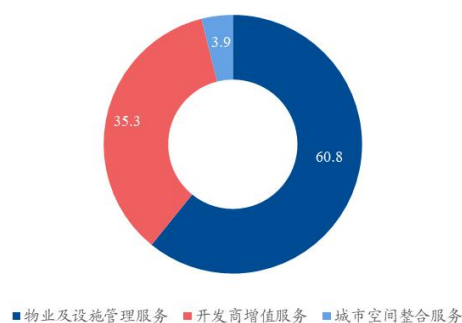
商企和城市空间综合服务收入高速增长。公司 2021 年商企和城市空间综合服务收入为 87 亿元，2019-2021 年整体复合增速达 42.3%，其中物业及设施管理服务、开发商增值服务、城市空间整合服务 CAGR 分别为 43.5%、34.5%、233.4%，2021A 对应收入贡献比例分别为 60.8%、35.3%和 3.9%。2022Q1 收入为 24 亿元，同比增长 50.2%。

图 47、公司历年商企和城市空间综合服务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

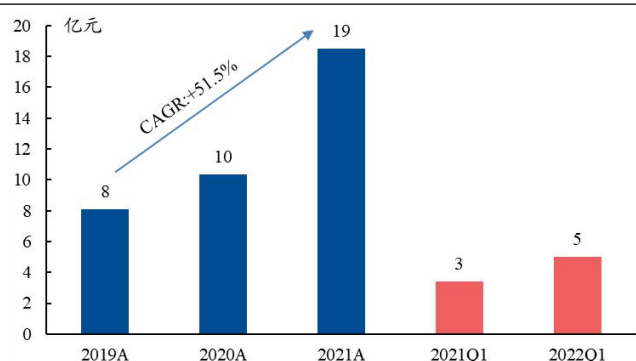
图 48、2021A 商企和城市空间综合服务收入分析



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

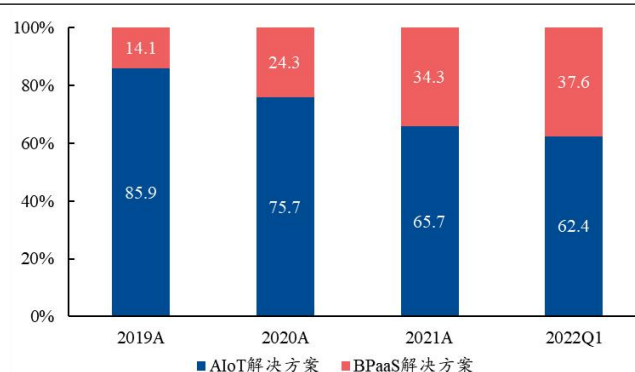
解决方案服务收入增速最快，BPaaS 收入占比提升。公司 2021 年 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入为 19 亿元，2019~2021 年整体复合增速达 51.5%。BPaaS 收入占比持续提升，2021 年 AIoT 及 BPaaS 解决方案收入占比分别为 65.7%和 34.3%。2022Q1 收入为 5 亿元，同比增长 47.6%。

图 49、公司历年 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

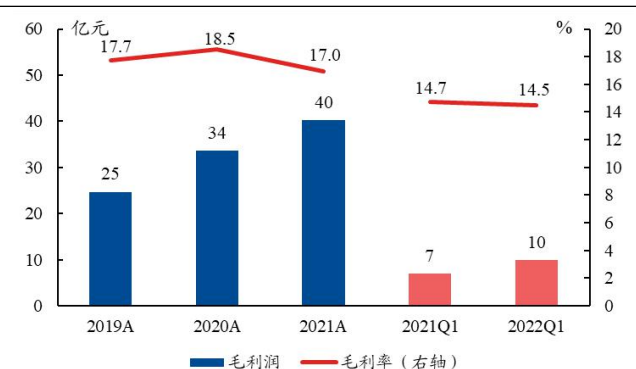
图 50、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入分析



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

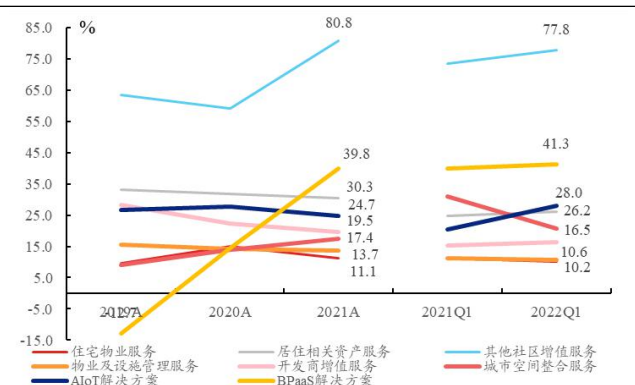
2021A 整体毛利率小幅下降。2021 年公司整体毛利润为 40 亿元，对应毛利率为 17.0%，同比下降 1.5 个百分点。分业务类型看，2021 年公司社区空间居住消费服务中的住宅物业、居住相关资产、其他社区增值服务毛利率分别为 11.1%、30.3%、80.8%，同比下降 3.9、下降 1.4、增长 21.8 个百分点。商企和城市空间综合服务中的物业及设施管理、开发商增值、城市空间整合服务毛利率分别为 13.7%、19.5%、17.4%，同比下降 0.6、下降 2.9、增长 3.4 个百分点。解决方案服务中 AIoT 和 BpaaS 毛利率分别为 24.7%和 39.8%，同比下降 3.1 和增长 25.2 个百分点。

图 51、公司整体毛利润及毛利率



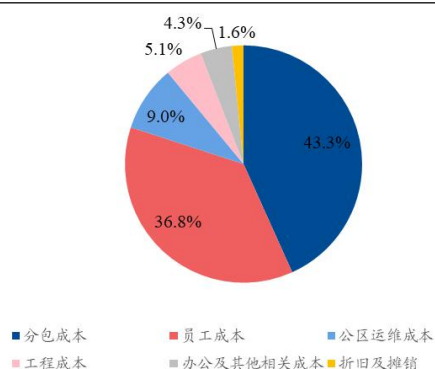
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、分部毛利率



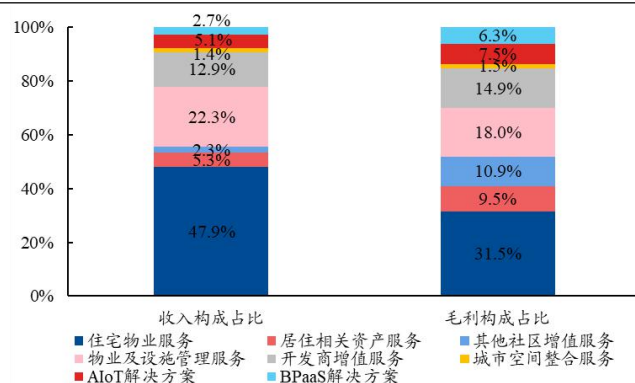
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、公司营业成本构成



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

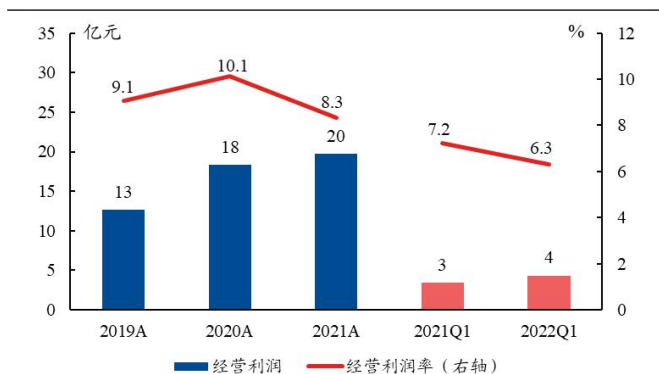
图 54、公司的收入和毛利拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

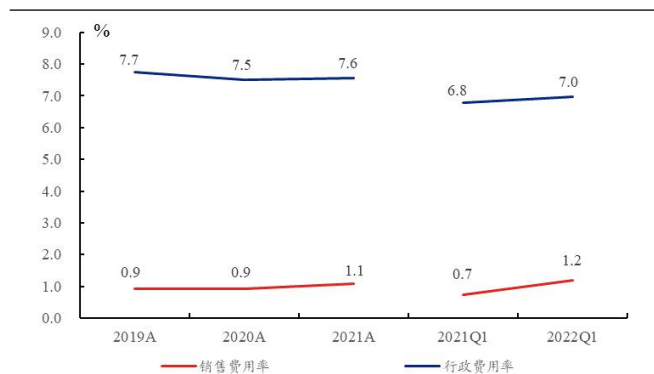
销售&管理费用率近三年保持稳定。公司近三年销售及行政费用率整体保持稳定，2021A 经营利润率下滑主要由毛利率下降所致。2021 年公司经营利润为 20 亿元，2019-2021 年复合增速为 25.0%。2021A 经营利润率为 8.3%，同比下降 1.8 个百分点。

图 55、经营利润及经营利润率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

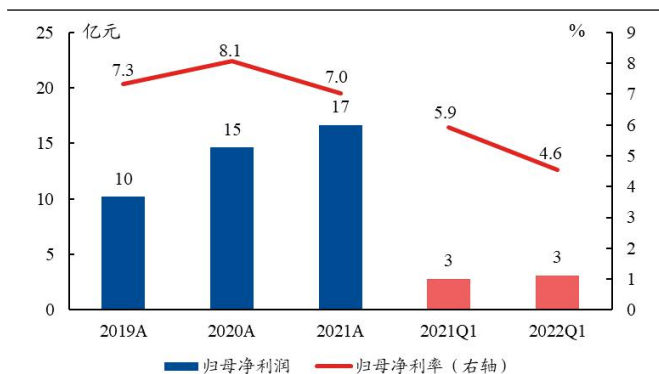
图 56、销售&行政费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

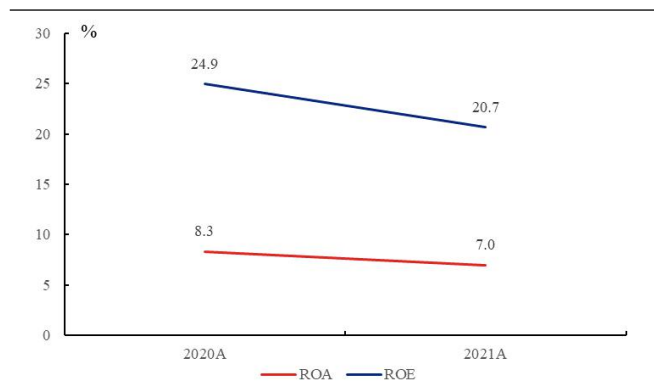
归母净利润稳步增长。2021 年公司归母净利润为 17 亿元，2019-2021 年复合增速为 27.9%。2022Q1 归母净利润为 3.1 亿元，同比增长 10.7%。2021A 归母净利率为 7.0%，同比下降 1.1 个百分点。

图 57、公司归母净利润及归母净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

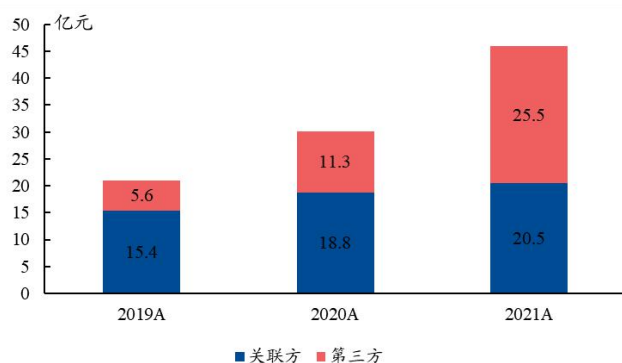
图 58、ROA&ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

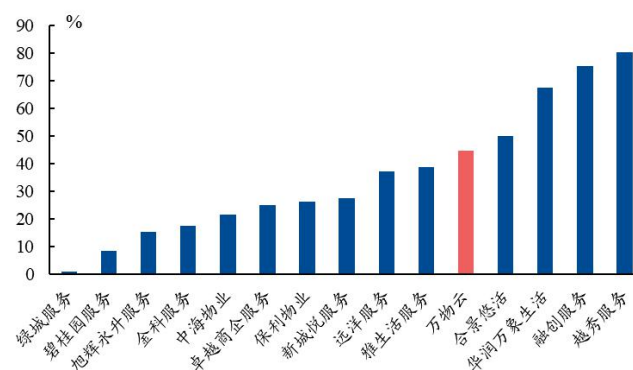
关联方应收占比下降，第三方应收占比增长。2021 年公司贸易应收账款合计 46 亿元（减值拨备前），主要来自于商企和城市空间综合服务、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入。公司步入市场化阶段以来，关联方贸易应收比重持续下降，2021 年关联方比例为 44.6%，同比下降 17.9 个百分点，较 2019 年下降 28.9 个百分点。

图 59、公司贸易应收款项分析



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、2021A 行业关联方贸易应收账款比例

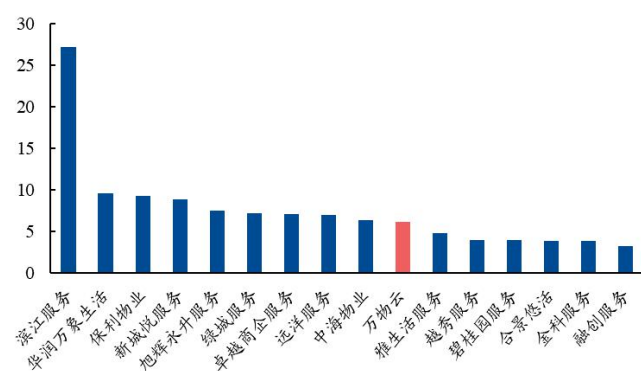


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

贸易应收周转率处于行业中游水平。2021 年公司贸易应收账款平均周转率为 6.2，对应贸易应收周转天数 58.5 天，处于行业中游水平。公司 1 年内贸易应收款占比 93.9%，目前坏账风险可控，2021A 减值拨备 1.3 亿元，减值拨备比例为 3.0%，处于合理水平。

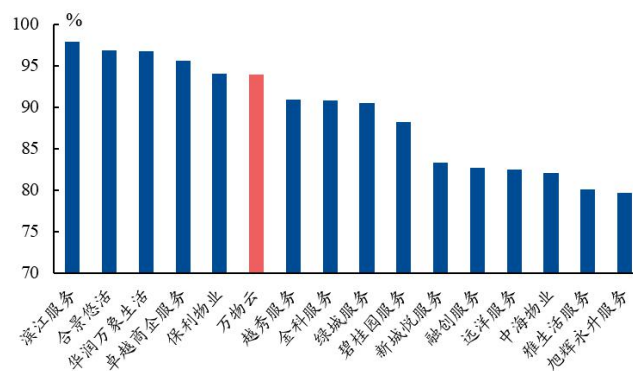
2021 年公司的经营现金流对应净利润倍数为 1.65 倍，保持大于 1 的水平。截至 2021A 公司的账面现金为 67 亿元，本次募资预计 7.0-7.8 亿美元，对应约 47-52 亿元人民币。

图 61、2021A 行业贸易应收账款周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、2021A 行业短期贸易应收账款比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、估值及申购建议

● 基石投资者

目前公司 IPO 已获得 6 家基石投资者合共约 272 至 280 百万美元的认购，在超额配股权未行使情况下，若发售价格分别为 52.70（发售价格上限）、49.90（发售价格中位数）和 47.10（发售价格下限）港元，则基石投资者认购的股份数量分别为 4179、4348 和 4537 万股，占发行后总股本的 3.58%、3.73%、3.89%。基石投资者分别为中国诚通（含中国国有企业混合所有制改革基金及中国诚通投资）、UBS

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

AM Singapore、HHLR Fund L.P.& YHG Investment, L.P.、CEPHEI、淡马锡、Athos Asia Event Driven Master Fund。

中国国有企业混合所有制改革基金有限公司是经国务院批准设立的国家级基金，总目标规模约 2000 亿元，首期募集资金 707 亿元，其最大股东为中国诚通，股权约为 33.95%。中国国有企业混合所有制改革基金计划认购金额为人民币 5 亿元，按发行价格 52.70、49.90、47.10 港元计算，预计将认购 10,777,600、11,382,300 或 12,059,000 股，分别占发行股份的 9.23%、9.75%及 10.33%以及发行完成后总股本的 0.92%、0.98%及 1.03%。

中国诚通投资有限公司是中国诚通香港有限公司的全资附属公司，中国诚通香港是中国诚通的海外资本运营平台，其负责进行海外股权投资、金融服务及资本运营。中国诚通投资有限公司计划认购金额为 20 百万美元，按发行价格 52.70、49.90、47.10 港元计算，预计将认购 2,978,800、3,146,000 或 3,333,000 股，分别占发行股份的 2.55%、2.70%及 2.86%以及发行完成后总股本的 0.26%、0.27%及 0.29%。

UBS AM Singapore 为投资管理公司 UBS Asset Management 的全资附属公司，而 UBS Asset Management 由瑞银集团有限公司全资持有，负责资产管理业务运营，独立作出所有投资决策。UBS AM Singapore 计划认购金额为 60 百万美元，按发行价格 52.70、49.90、47.10 港元计算，预计将认购 8,936,500、9,438,000 或 9,999,000 股，分别占发行股份的 7.66%、8.09%及 8.57%以及发行完成后总股本的 0.77%、0.81%及 0.86%。

HHLR Fund, L.P.及 YHG Investment, L.P.是一家全球资产管理公司，专注于投资实现可持续增长的高品质企业。HHLR Fund, L.P.及 YHG Investment, L.P.计划认购 5,824,000 股，占发行股份的 4.99%及发行完成后总股本的 0.50%。按发行价格 52.70、49.90、47.10 港元计算，预计总认购金额约 39、37、34 百万美元。

CEPHEI 由超过 100 名投资者持有，所管理的资产总值约为 1,301 百万美元，投资者分别主要包括养老基金、基金会及大型家族办公室；投资公司及基金中的基金；及企业和高净值个人。CEPHEI 计划认购 5,824,000 股，占发行股份的 4.99%及发行完成后总股本的 0.50%。按发行价格 52.70、49.90、47.10 港元计算，预计总认购金额约 39、37、34 百万美元。

淡马锡是一家投资公司，于 2022 年 3 月 31 日的投资组合净值为 4,030 亿新加坡元。淡马锡计划认购金额为 25 百万美元，按发行价格 52.70、49.90、47.10 港元计算，预计将认购 3,723,500、3,932,500 或 4,166,200 股，分别占发行股份的 3.19%、3.37%及 3.57%以及发行完成后总股本的 0.32%、0.34%及 0.36%。

Athos Asia Event Driven Master Fund 的投资管理人是 Athos Capital，其代表环球机构投资者管理超过 10 亿美元的资产，包括主权财富基金、大学捐赠基金、基金会

及家族办公室。Athos Asia Event Driven Master Fund 计划认购金额为 25 百万美元，按发行价格 52.70、49.90、47.10 港元计算，预计将认购 3,723,500、3,932,500 或 4,166,200 股，分别占发行股份的 3.19%、3.37%及 3.57%以及发行完成后总股本的 0.32%、0.34%及 0.36%。

● 募集资金用途说明

假设发售价为每股发售股份 47.10-52.70 港元，中位数 49.90 港元，经扣除就全球发售已付及应付的包销费、佣金及估计开支，并假设超额配股权未获行使，预计将收取的全球发售所得款项净额将约为 7.00-7.84 亿美元（绿鞋前），募集资金具体用途如下：

- (1) **万物云街道（约 35%）**，主要包括：支持住宅物业服务项目初始阶段的技术部署及提升服务质量工作（约 15%）；收购住宅物业服务提供商（约 5%）；建立新的附属公司或支持业务发展活动（5%）；投入标准化和数字化（约 10%）
- (2) **AIoT 及 BPaaS 解决方案（约 25%）**，主要包括：对基础设施进行技术化投资改造（约 10%）；为 BPaaS 解决方案的开发提供资金（约 15%）
- (3) **收购 3-5 家增值服务提供商及行业上下游供应链服务提供商（约 20%）**
- (4) **吸纳及培养人才（约 10%）**
- (5) **营运资金及一般公司用途（约 10%）**

● 估值及申购建议

公司 2020/2021 年的营业收入为 181/237 亿元，同比增长 30.3%/30.6%。归母净利润为 14.6/16.7 亿元，同比增长 43.5%/13.9%。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 20.8/29.2/43.8 亿元，对应 2021-2024CAGR 增长为 38%。按照 47.10、49.90、52.70 港元的发行价，对应上市后总股本（绿鞋前）11.67 亿股，对应市值为 550、582、615 亿港元。市值下限对应公司 2022/2023 年 PE 为 23.5/16.8 倍，市值上限对应 PE 为 26.3/18.8 倍。对比部分国央企物管公司平均估值 2022/2023 年 PE15.9/12.2 倍，公司有估值溢价。

我们认为 1) 公司的基础盘在于住宅物管规模上看处于行业领先地位，项目主要分布在一二线城市，受益于较优的综合服务能力，楼盘物管费也处于较高水平。基础盘为公司提供了稳定和天然的用户流量池。随着内生+外拓规模平稳扩张，该分部收入也有望保持稳步增长。公司及早进入商企服务领域，写字楼市场龙头优势显著，与戴德梁行强强联合，旗下万物梁行建立起较强的品牌力。而城市服务空间业务目前正处于高速增长阶段，AIoT 和 BPaaS 解决方案建立数字化护城河的同时，也正在加速商业化变现。2) 线上+线下，公司一体化、全业态业务、全产品线相互协同。在数字化底座支持的基础上，公司业务间有望实现人员结构的优化和环节效率提升，实现降本增效。公司将“蝶城”计划作为未来重要战略方向，以潜力街道为单位，围猎提升单位部署密度，加强多元业务的导入和渗透，并实现单元的收入和盈利加速度增长。公司当前已布局 531 个蝶城，其中包括 148 个

标准蝶城，计划在未来三年构建 300 个蝶城。我们认为公司作为龙头可享有一定估值溢价，建议投资者积极关注申购。

表 3、行业估值表（2022/9/20）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS (人民币元)				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
民企											
02869.HK	绿城服务	5.60	182	0.26	0.21	0.27	0.35	19.1	23.4	18.3	14.1
03316.HK	滨江服务	21.75	60	1.17	1.53	2.09	2.87	16.6	12.7	9.3	6.8
01755.HK	新城悦服务	6.51	57	0.62	0.69	1.04	1.18	9.3	8.4	5.6	4.9
01995.HK	旭辉永升服务	4.14	73	0.37	0.44	0.59	0.70	10.0	8.4	6.3	5.2
06098.HK	碧桂园服务	14.72	497	1.28	1.79	2.09	2.45	10.2	7.3	6.3	5.3
06668.HK	星盛商业	1.35	14	0.18	0.21	0.26	0.32	6.5	5.7	4.6	3.7
06989.HK	卓越商企服务	2.96	36	0.42	0.51	0.62	0.74	6.3	5.2	4.3	3.6
01516.HK	融创服务	2.38	73	0.41	0.42	0.60	0.74	5.1	5.0	3.5	2.9
09666.HK	金科服务	9.02	59	1.62	1.90	2.47	3.16	5.0	4.2	3.3	2.5
03913.HK	合景悠活	1.19	24	0.33	0.38	0.47	0.59	3.2	2.8	2.2	1.8
	平均							9.1	8.3	6.4	5.1
国企/央企											
01209.HK	华润万象	34.25	782	0.76	0.97	1.27	1.60	40.3	31.4	24.0	19.0
06049.HK	保利物业	46.65	258	1.53	1.94	2.42	3.05	27.1	21.4	17.1	13.6
02669.HK	中海物业*	8.16	268	0.30	0.40	0.52	0.68	27.3	20.5	15.7	11.9
00816.HK	金茂服务	3.94	36	0.22	0.46	0.63	0.95	17.9	8.6	6.3	3.7
06626.HK	越秀服务	3.08	47	0.27	0.34	0.46	0.63	11.4	9.2	6.7	4.4
06677.HK	远洋服务	2.30	27	0.37	0.47	0.62	0.81	5.5	4.3	3.3	2.5
	平均							24.8	15.9	12.2	9.2
	整体平均							13.8	11.2	8.5	6.6

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*中海物业为港币报表，黑体为兴业证券预测”

5、风险提示

1) **市场拓展和收购不及预期**: 公司市场拓展和收购不及预期，或导致在管规模增速下降，盈利表现不及预期；此外，公司若不能优化整合收购标的。收并购带来的收益可能不及预期。

2) **增值业务拓展不及预期**: 物管公司增值业务拓展不及预期，或导致公司业务结构单一，盈利能力下降。

3) **收缴率不及预期**: 若物管公司在规模扩张过程中，无法维持提供质价相符的服务，获得较高业主满意度，或导致物管费收缴率不及预期，收入增速低于规模增速，公司盈利能力下降。

4) **数字化研发不及预期**: 数字化研发能力为公司其他业务搭建起基础，未来也将是重点发展方向，若数字化研发进程低于预期，可能将导致公司业务成长速度不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、Higher Key Management Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、广发控股（香港）有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通投资建设集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、Ningbo Haishu Development and Construction Investment (Group) Co., Ltd.、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、连云港港口集团、邳州市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd.、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd.、济南高新控股集团有限公司、郑州地产集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、香港象屿投资有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、朗诗绿色生活服务股份有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财险投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、莒博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、厦门象屿集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限

公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、镇江交通产业集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk