

【广发地产&海外】万物云(02602.HK)

优质物企深度系列报告(一): 卅载远行, 历久弥新

核心观点:

- **行业龙头, 稳健增长。**在上市物企中, 21年万物云在管面积7.8亿平米, 排名第1; 外拓合约面积8330万平米, 排名第3; 收入237.0亿元, 排名第2; 归母净利润16.7亿元, 排名第4。公司在住宅物管、商写物管、外拓实力、城市服务、科技服务等领域均处于领先地位。
- **收入倚重基础物管, 高基数下增速放缓。**21年基础物管收入占比70%, 在行业中占比较高。从面积增长来看, 21年内生增长合约面积1.4亿平米(万科0.6亿平米+外拓0.8亿平米), 内生增长能力行业第2, 不过由于基数较大, 内生增长对应在管面积的潜在增速为18%。
- **城市与科技服务增速较快。**两大新业务(两者有密切关系)增速较快, 21年合计毛利占比达到15%, 22H1达到20%, 利润贡献也十分突出。目前业务仍然处在成长期, 预计仍将成为公司增速最快的业务。
- **社区增值服务潜在空间较大。**21年公司住宅社区增值毛利坪效1.41元/平米, 处于龙头较低水平, 主要是公司许多新业务并未开展, 且发展成熟的社区零售利润全部反哺给业主而没有体现为公司的利润。此外, 公司公区经营的收益也大幅低于其他龙头, 如果公区经营毛利坪效提高至龙头平均水平, 按21年住宅平均在管面积测算, 具备4.6亿元归母净利润提升空间, 能贡献业绩增速28%, 潜力较大。
- **蝶城战略模式可行, 前景广阔。**蝶城战略本质是密度加深, 在高密度社区应用科技, 先降低成本, 后通过高密度提供社区增值服务, 实现社区更新+公司业绩增长的双赢。从我们的模型来看, 该商业模式具备可行性, 但存在一定的时间周期, 是公司作为行业龙头的一次创新性探索。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计22/23年归母净利20.0/26.1亿元, 核心归母净利24.1/30.2亿元, 考虑业绩增速, 给予22年核心归母净利30x PE估值, 对应合理价值68.53港元/股, 给予“买入”评级。

风险提示。 房地产下行; 市场竞争加剧; 外拓及增值服务不及预期等。

盈利预测: (最新人民币兑港元汇率 0.9054; 除特别说明, 本报告货币均为人民币)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,145	23,705	30,668	35,385	41,933
增长率(%)	30.3%	30.6%	29.4%	15.4%	18.5%
EBITDA(百万元)	2385	2379	3500	4439	5910
归母净利润(百万元)	1464	1668	2001	2609	3602
增长率(%)	43.5%	13.9%	20.0%	30.3%	38.1%
EPS(元/股)	1.39	1.59	1.71	2.24	3.09
市盈率(x)	26.63	23.38	21.65	16.61	12.03
ROE(%)	23.4%	16.9%	12.2%	14.3%	17.4%
EV/EBITDA(x)	14.19	13.80	7.63	5.22	3.09

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

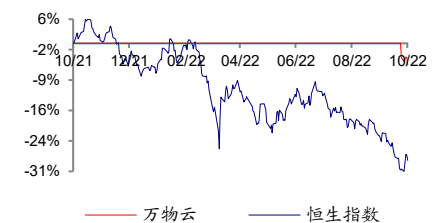
买入

当前价格	41.00 港元
合理价值	68.53 港元
报告日期	2022-10-12

基本数据

总股本/流通股本(亿股)	11.67/1.17
总市值/流通市值(亿港元)	508.9/50.9
一年内最高/最低(港元)	46.00/43.60
30日日均成交量/成交额(百万)	4.64/210
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-5.22/-5.22

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

欧阳喆



SAC 执证号: S0260522070002



021-38003641



ouyangzhe@gf.com.cn

请注意, 乐加栋、欧阳喆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活动。

相关研究:

目录索引

一、行业领袖，历久弥新.....	6
（一）发展历程.....	6
（二）股权结构.....	8
（三）高管与股权激励.....	10
二、财报概览：风格与央企龙头类似.....	12
（一）利润表：收入规模行业第二，利润率水平较低.....	12
（二）资产负债表：现金充沛，应收款控制良好.....	14
三、分业务：物管与科技龙头，社区增值潜力较大.....	16
（一）业务概览：公共空间服务为本，选择性进入私人空间服务.....	16
（二）基础物管：高基数下增速放缓，收并购摊销影响 22 年开始显现.....	19
（三）非业主增值：对母公司依赖度低于龙头平均.....	34
（四）社区增值：毛利贡献水平较低，真实潜力较大.....	37
（五）科技服务：亮点业务，收入与毛利率齐升.....	42
（六）城市服务：潜在全口径收入规模较大，结合科技复合输出.....	47
四、蝶城战略：模式具备可行性，行业共赢的探索.....	52
五、盈利预测及估值.....	57
六、风险提示.....	60

图表索引

图 1: 万物云综合评分与上市物企对比	6
图 2: 万物云发展历程	7
图 3: 万物云最新股权结构 (截至 2022 年 10 月 10 日)	9
图 4: 万物云董事会与核心管理层构成	10
图 5: 龙头毛利率对比	13
图 6: 龙头归母净利率对比	13
图 7: 万物云商誉 (亿元)	14
图 8: 万物云无形资产 (亿元)	14
图 9: 万物云货币现金 (亿元)	15
图 10: 万物云贸易应收款及周转天数	15
图 11: 龙头贸易应收款周转天数比较	15
图 12: 龙头贸易应收款拨备率比较	15
图 13: 万物云业务理念与业务品牌	16
图 14: 万物云在管面积 (万方) 及增速	19
图 15: 万物云住宅物管收入量价贡献拆分	21
图 16: 万物云住宅物管收入分来源	21
图 17: 新增住宅在管面积及万科集团竣工面 (万方)	22
图 18: 万物云新增住宅面积与万科集团销售拿地 (万方)	22
图 19: 万物云分来源住宅公告饱和物业费 (元/平米/月)	22
图 20: 万物云分来源新增住宅在管面积 (万方)	22
图 21: 龙头住宅在管面积 (万方) 比较	22
图 22: 龙头住宅物管收入坪效 (元/平米/月) 比较	22
图 23: 万物云分来源新增住宅合约面积 (万方)	23
图 24: 万物云内生新增合约面积及在管潜在增速	23
图 25: 万物云分来源住宅物管毛利率	23
图 26: 万物云分来源住宅物管毛利 (亿元) 及占比	23
图 27: 万物云分来源新增非住宅在管面积 (万方)	25
图 28: 万物云分来源非住宅饱和物业费 (元/平/月)	25
图 29: 万物云分类型新增非住宅在管面积 (万方)	26
图 30: 万物云分类型非住宅饱和物业费 (元/平/月)	26
图 31: 万物云新增非住宅合约与在管面积 (万方)	27
图 32: 万物云分来源新增合约面积	27
图 33: 万物云分来源非住宅物管毛利率	27
图 34: 万物云分来源非住宅物管毛利 (亿元) 及占比	27
图 35: 2021 主要物企商写及类商写在管面积及新增在管面积	28
图 36: 2021 年龙头物企内生增长面积及潜在在管面积增速	31
图 37: 万物云分来源分业态内生增长面积及潜在增速	33
图 38: 万物云分来源分业态毛利率	33
图 39: 万物云分业态合约年饱和物管收入	34

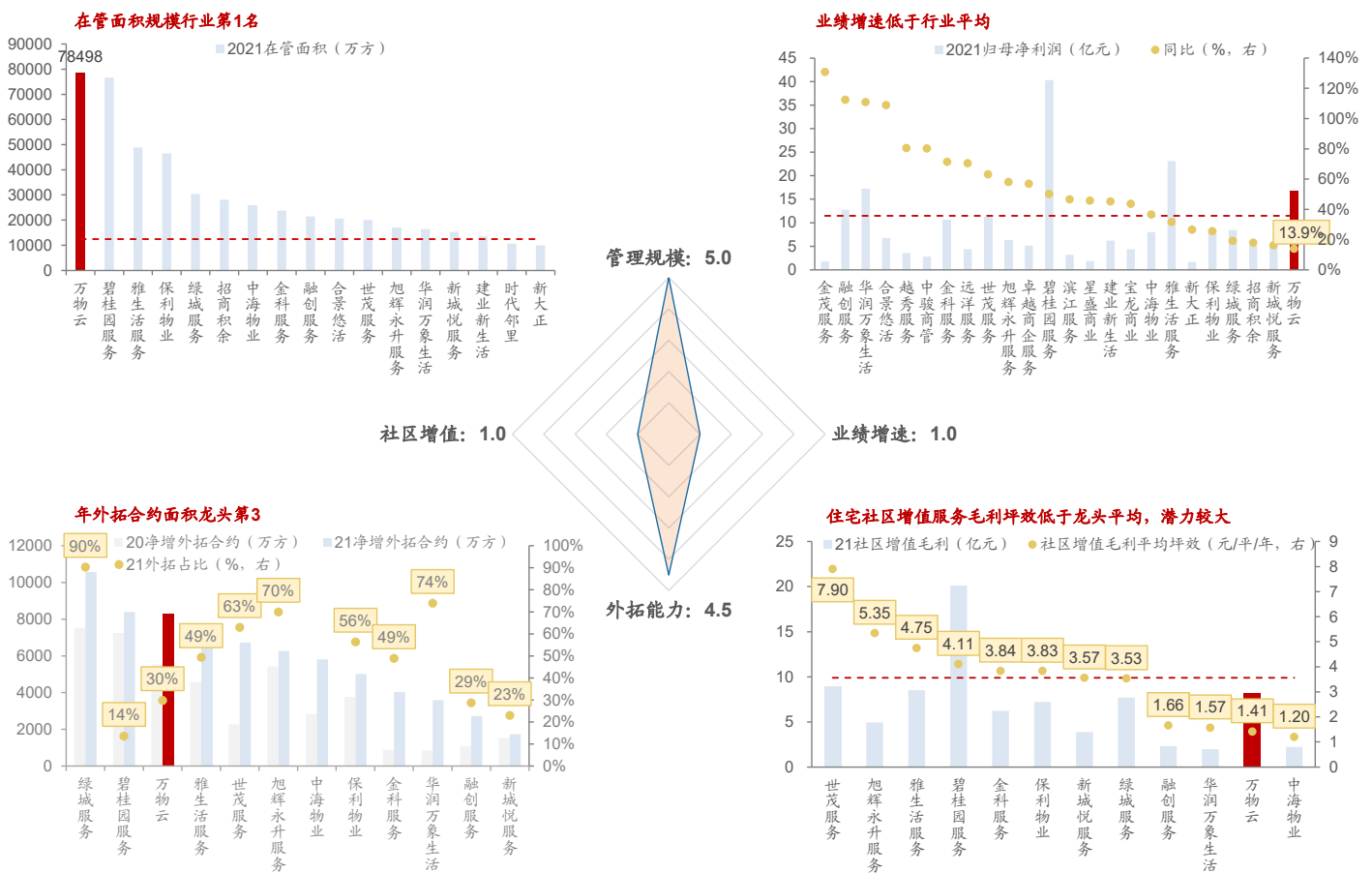
图 40: 万物云分业态新增合约年饱和物管收入	34
图 41: 万物云分来源非业主增值服务收入	36
图 42: 万物云非业主增值毛利/地产销售金额	36
图 43: 龙头物企非业主增值毛利/地产销售金额	36
图 44: 龙头物企非业主增值毛利率	36
图 45: 万物云关联方交易收入占比	37
图 46: 龙头物企关联方交易收入占比比较	37
图 47: 万物云社区增值服务收入结构	39
图 48: 万物云社区增值服务毛利坪效	39
图 49: 龙头物企社区增值服务毛利及毛利坪效	39
图 50: 龙头物企社区增值毛利率	39
图 51: 万物云友邻计划图示	40
图 52: 龙头物企非资产类社区增值毛利坪效 (元/平)	41
图 53: 龙头物企公区经营收入坪效 (元/平)	41
图 54: 万物云科技服务收入 (亿元) 及同比	43
图 55: 万物云科技服务毛利 (亿元) 及同比	43
图 56: 万物云 AIoT 解决方案服务收入分来源结构	44
图 57: 万物云 AIoT 解决方案服务新增项目 (个) 分来源	44
图 58: 万物云 BPaaS 解决方案服务收入分来源结构	45
图 59: 万物云 BPaaS 解决方案服务收入分业务结构	45
图 60: 万物云远程企业运营服务客户数量 (家)	46
图 61: 万物云远程企业运营服务单项目收入 (万元)	46
图 62: 龙头物企科技服务收入 (亿元) 对比	46
图 63: 龙头物企科技服务毛利 (亿元) 对比	46
图 64: 万物云研发费用及研发费用率	47
图 65: 劳动密集型企业研发费用率比较	47
图 66: 万物云城市空间整合服务合作模式图示	48
图 67: 龙头物企城市服务收入及毛利率	49
图 68: 万物云合作模式城市服务归母净利率测算	49
图 69: 万物云城开展城市服务的模式与理念	50
图 70: 万物云蝶城模型图示	53
图 71: 万物云蝶城收支模型	54
表 1: 万物云上市前股权转让及估值	9
表 2: 万物云已授予股权激励情况 (不含 21 年 12 月增持的 2000 万股)	10
表 3: 上市物企股权激励情况概览	11
表 4: 万物云利润表概览	12
表 5: 2021 年万物云与行业利润表指标对比	13
表 6: 万物云历史收并购标的及基本情况	14
表 7: 万物云分部业务概览	17
表 8: 龙头 2021 年收入及结构对比	18

表 9: 龙头 2021 年毛利及结构对比	18
表 10: 万物云住宅基础物管分来源	20
表 11: 万物云非住宅基础物管分来源	24
表 12: 万物云非住宅基础物管分类型	26
表 13: 万物梁行代表性服务项目及服务成果	28
表 14: 2021 年龙头基础物管量价拆分	29
表 15: 2021 年龙头管理面积新增来源拆分	30
表 16: 2022M1-M8 房企销售情况概览	31
表 17: 2021 万物云分业态分来源基础物管情况	32
表 18: 22H1 万物云年饱和合同收入与新拓年饱和合同收入	34
表 19: 万物云非业主增值服务内容	35
表 20: 龙头非业主增值服务内容比较	35
表 21: 万物云非业主增值服务收入结构及毛利	36
表 22: 万物云社区增值服务内容	37
表 23: 龙头社区增值服务内容比较	38
表 24: 万物云社区增值服务收入结构及毛利	38
表 25: 万物云在住宅社区中主要行动	40
表 26: 万物云社区增值服务毛利和归母净利润贡献潜力测算	42
表 27: 万物云 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务内容	42
表 28: 万物云 AIoT 及 BpaaS 解决方案服务收入结构及毛利	43
表 29: 万物云 AIoT 解决方案服务收入分来源及概览	44
表 30: 万物云城市空间整合服务内容	47
表 31: 万物云城市空间整合服务收入及毛利	48
表 32: 龙头物企城市服务内容比较及 21 年收入、毛利与毛利率	49
表 33: 万物云主要城市服务项目公司情况概览	50
表 34: 万物云、碧桂园服务、保利物业开展城市服务对比	52
表 35: 万物云蝶城分类	54
表 36: 万物云蝶城量化模型	55
表 37: 万物云 IPO 募资用途	57
表 38: 万物云盈利预测	58
表 39: 可比公司估值	59

一、行业领袖，历久弥新

万物云1990年成立，是中国内地最早开展物业服务的公司之一，30多年来，公司成长为全国乃至世界领先的物业龙头。截至2021年底，在如期披露21年年报的上市物企中，公司在管面积7.8亿平方米，位于行业第1。2021年公司归母净利润16.7亿元，位于行业第4，业绩增速13.9%，低于行业平均。2021年公司外拓净增合约面积8330万平方米，位居行业第3，是外拓龙头之一。2021年公司住宅社区中，社区增值服务毛利坪效1.41元/平米/年，低于龙头平均，公司在社区增值服务的发展理念与其他龙头有所差异。

图1：万物云综合评分与上市物企对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（一）发展历程

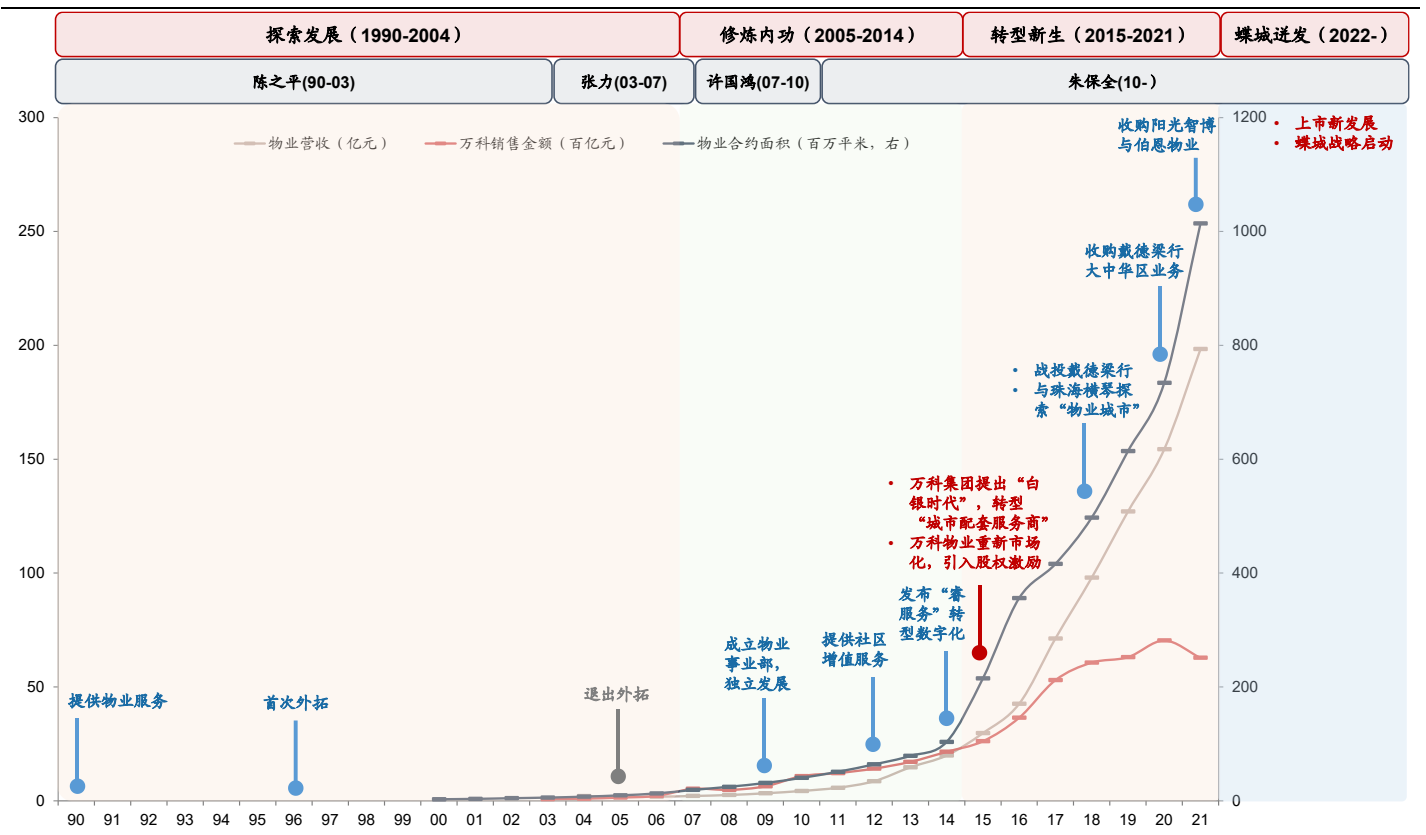
万物云自1990年开始提供物业服务，其历史发展可以分为4个阶段：

探索发展阶段 (1990-2004)：发家于深圳的万科地产是中国内地最早开展房地产开发业务的地产公司之一，万物云也成为了中国内地最早提供物业服务的物业企业。1990年，受日本SONY公司售后服务的启示，万科地产开始推出物业管理服务，这也奠定了万物云早期发展的一个特点：地产将物业视作售后服务部门而非独立发

展的业务单元。1991年，万物云参与了国内首个“业主委员会”的建立，这一模式在1994年被纳入《深圳市经济特区住宅区物业管理条例》，在同行业中广泛应用。作为行业先驱，万物云在物业服务的实践和标准上做出了许多探索，也为我国物业行业的发展做出了较大的贡献：在万物云首任领导陈之平的带领下，1994年公司行业内首推“酒店式管理模式”；1996年，公司率先引入并通过物业行业的ISO9000质量管理体系的国际认证；公司于1996年开展了行业首次外拓，赢得了深圳鹿丹村的物业服务项目；2001年，公司开始成体系化地进行外拓。

修炼内功 (2005-2014)：万物云的外拓在2005年终止，并开始退出此前的外拓项目，专注于万科地产自身的住宅小区服务。这从集团的层面非常容易理解，经济账上，2004年万物云营业收入2.0亿元，而万科地产销售金额91.6亿元，物业的收入相对于地产的销售而言占比极低，2005年万物云退出外接项目，营业收入下滑至1.8亿元，而地产的销售增长到140亿元，外接项目的占比较低，增长有限，而地产的发展才是增长的源泉；“政治”账上，在地产发展的“黄金时代”，积累了良好口碑的万科物业对外提供服务，是利好地产的竞争对手，这对于万科地产而言是不容易接受的。在这十年，万物云聚焦万科地产的服务，但这并非全然坏事，因为万科地产在这个时期成长为行业龙头并持续领先，布局城市从05年的19个增长到14年的63个，连带着万物云完成了均衡性的全国布局，而即便只服务万科地产的项目，14年万物云的合约面积也达到了1.03亿平米，居于行业龙头地位。

图2：万物云发展历程



数据来源：公司招股书，公司年报，广发证券发展研究中心

值得一提的是，尽管这十年万物云主要服务于万科地产，但公司依然实现了集

团内部的独立。2007年，万科集团从仲量联行引入了许国鸿作为万物云的第三任领导，在许总任上，2009年，万科集团正式成立物业事业部，物业子公司从地产子公司中分离出来，成为集团独立的业务板块，这在组织结构上为万物云后来的独立发展奠定了基础。

转型新生（2015-2021）：2015年对于万物云而言是非常重要的转折年，万科地产在致股东书中正式提出了房地产的“白银时代”，并明确指出“万科需要在这个十年内基本完成新业务的探索和布局，确定新的商业模式”，并提出万科集团将从“三好住宅”转型“城市配套服务商”。在万科集团基于房地产前景的判断做出转型的大背景下，万物云也迎来了独立发展的机会，15年6月，万科集团正式通过决议，“同意万科物业业务通过市场化道路，追求快速增长的总体策略”，不过仍要求其“原则上不承接与万科自身在售楼盘存在直接竞争关系的在售项目”，此外，万科集团还同意万科物业引入事业合伙人机制，只针对物业体系员工，增发15年发行后10%的股份用于员工持股激励（相当于IPO后的7.71%）。

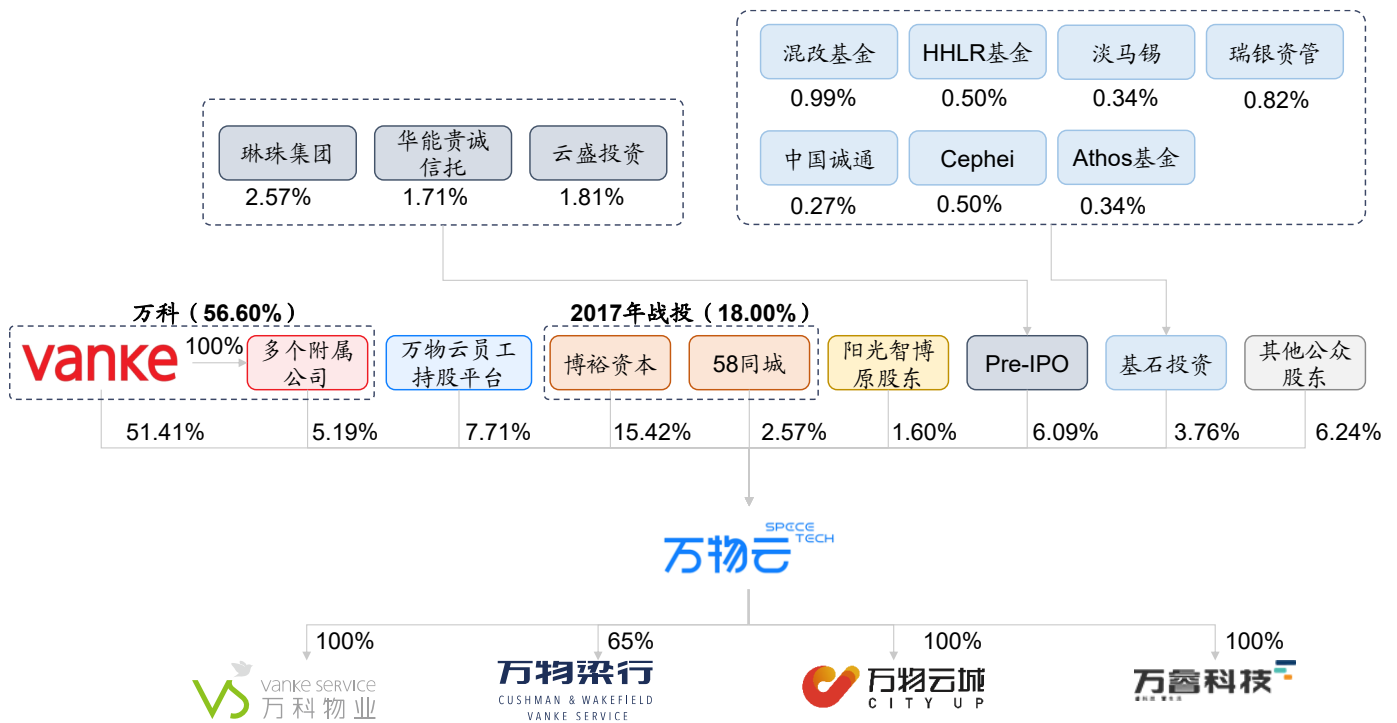
在此之后，万物云的发展进入了新的阶段，首先是规模发展上，公司多年来积累的服务品质和良好口碑在外拓上取得了迅猛的成绩，15年底公司合约面积达到2.15亿平米，同比增长108%，几乎再造了一个万物云，此后公司也持续保持着高速的规模发展，21年底公司合约面积达到10.1亿平米，已经是14年底的10倍。公司也开始延展业务边界，18年战投戴德梁行，20年收购戴德梁行的大中华区业务，一举成为中国内地的商写龙头；18年公司还和珠海市横琴区合作，探索国内首个“物业城市”的发展成为业内最早涉足城市服务的物企之一，并于19年与雄安新区达成合作。2021年，公司收购了福建龙头阳光智博和伯恩物业，加深了在福建的区域密度。截至21年底，公司在住宅、商写、城市服务三个赛道上均建立了有利的优势地位，并有意识地建立了业务之间的互补，为下一个阶段的新发展奠定基础。

蝶城迸发（2022-）：2022年公司提出了“蝶城”战略，其核心是以街道为单位投资打造高浓度、高效率的服务网络，在一个半径3公里的城市区域内，构建20-30分钟服务可触达的服务圈。这个战略将充分利用公司目前在住宅、商写、城市服务领域建立的优势，和14年以来科技化持续投入的成果，这个战略是公司管理层为万物云后续发展制定的核心指针，其落实效果也直接决定了万物云未来发展的前景，这也是我们理解万物云上市融资用途的关键。

（二）股权结构

IPO后（不含超额配售，下同），公司总股本11.67亿股，万科集团直接和间接持股56.60%，万物云“睿达系”员工持股平台合计持股7.71%，根据万科集团过往年报和22年半年报，万科集团与其他股东签署了一致行动协议，若IPO后一致行动协议仍然生效，则万科集团对万物云的实际表决权为65.19%，维持控股地位。万物云员工持股平台持股7.71%，2017年公司引入的战投博裕资本和58同城分别持股15.42%、2.57%，公司通过换股方式收购阳光智博，阳光智博的原股东持股1.60%，3位pre-IPO投资人合计持股6.09%，上述股东均需履行IPO后1年禁售期的承诺。7位基石投资人合计持股3.76%，禁售6个月，其他公众股东持股6.24%。

图3: 万物云最新股权结构 (截至2022年10月10日)



数据来源: 公司年报, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

由于万物云上市前经历过多次股权转让, 我们可以梳理出公司上市前各位投资人的持股成本和公司各个阶段的估值。

表1: 万物云上市前股权转让及估值

时间	事件	股东	持股成本 (元/股)	持股变动 (万股)	万物云估值 (亿元)
2016/1/25	员工持股计划	员工持股平台	4.89	3500	22
2016/3/1	员工持股计划	员工持股平台	5.89	3500	27
2017/3/20	引入战投	博裕资本	9.02	25000	60
		58同城	9.02	5000	60
2021/9/26	收购阳光智博	阳光智博原股东	99.8	5042	1048
2021/11/3	万科集团收购阳光智博持有的部分股份	万科集团	99.8	3060.2	1048
2021/12/13	博裕投资部分退出	琳珠集团	99.8	3000	1048
		华能贵诚信托	99.8	2000	1048
		员工持股平台	99.8	2000	1048
2022/1/4	58同城部分退出	云胜投资	99.8	1995.8	1048
2022/1/4	阳光智博原股东部分退出	云胜投资	99.8	115.5	1048
2022/9/29	IPO	基石投资人及其他公众股东	44.16	11671.4	465

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 货币单位均为人民币

下跌，物业板块的二级市场估值也持续下滑，万物云IPO的估值也较pre-IPO阶段下降了55.7%。

（三）高管与股权激励

6位核心高管（2位执行董事与4位核心管理团队成员）中，4位是资深万科人士，在万科集团供职超过20年，其中现任董事长兼CEO朱保全2010年从地产集团来到物业，代领了公司走过了万物云市场化、国际化、业务多元化、科技化的全历程。15年公司重新市场化后，公司引进了具有资深投行与不动产投资经验的李庆平为公司CFO，在收购万物梁行后，李庆平总担任万物梁行的董事长，并继续负责投资并购事宜。21年公司还引进了阿里云前首席智能科学家丁险峰为公司的首席科学家，公司自14年推出“睿服务”科技服务以来，在科技上持续投入，在公司的“蝶城”战略中，科技也具有至关重要的作用。

公司员工持股平台合计9000万股（初始7000万股+21年12月承接博裕资本退出的2000万股），占总股本7.71%，激励比例在龙头中排名第7，对应股权市值38.0亿港元，在行业中排名第1，股权激励丰厚而慷慨。

图4：万物云董事会与核心管理层构成



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表2：万物云已授予股权激励情况（不含21年12月增持的2000万股）

姓名	人数	职务	奖励股份（万股）	占比	持股比例	市值（亿港元）
朱保全先生	1	董事	2,000	29%	1.71%	84,400
何曙华先生	1	董事	107	2%	0.09%	4,508
向云女士	1	监事	67	1%	0.06%	2,817
吴剑侠先生	1	监事	58	1%	0.05%	2,439

邹明先生	1	副总经理	81	1%	0.07%	3,408
杨光辉先生	1	副总经理	93	1%	0.08%	3,945
李庆平先生	1	首席投资官	106	2%	0.09%	4,454
附属公司董事	21		860	12%	0.74%	36,307
附属公司监事	6		198	3%	0.17%	8,353
其他员工	360		3,431	49%	2.94%	144,768
合计	394		7,000	100%	6.00%	295,400

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

注：数据截至2022年10月10日

表3：上市物企股权激励情况概览

公司简称	计划股权激励市值 (亿港元)	计划股权激励比例	购股权计划	股权激励	员工持股	员工优先发售
龙头						
绿城服务	27.0	17.80%	8.56%		9.24%	
旭辉永升服务	7.1	16.38%		16.38%		
融创服务	8.8	15.70%		15.01%		0.69%
新城悦服务	6.3	14.20%	9.19%	5.01%		
金科服务	7.9	10.16%		2.00%	8.16%	
保利物业	22.2	10.00%		10.00%		
恒大物业	24.9	10.00%	10.00%			
万物云	38.0	7.71%			7.71%	
碧桂园服务	24.9	6.41%	6.41%			
雅生活服务	4.7	5.63%		5.63%		
世茂服务	1.2	2.87%		2.87%		
华润万象生活	10.1	1.44%				1.44%
非龙头						
星盛商业	3.9	29.51%	9.80%	19.71%		
建业新生活	7.9	26.88%	13.35%	13.52%		
中奥到家	0.6	21.51%	18.72%	2.79%		
第一服务控股	1.4	20.00%	10.00%	10.00%		
鑫苑服务	0.5	18.72%	8.81%	9.91%		
合景悠活	3.7	17.26%	10.00%	7.25%		
金融街物业	1.4	16.62%			16.62%	
朗诗绿色生活	1.8	15.58%	9.74%	5.84%		
新希望服务	1.4	14.40%	9.83%		4.57%	
卓越商企服务	4.0	12.14%	12.14%			
中骏商管	4.2	12.12%		12.12%		
祈福生活服务	0.6	11.93%	11.93%			
浦江中国	0.8	11.91%	9.88%	2.03%		
特发服务	3.2	10.58%			10.58%	
宝龙商业	2.1	10.50%		10.50%		

宋都服务	0.3	10.00%	10.00%			
奥园健康	1.4	10.00%	10.00%			
烨星集团	0.1	9.87%	9.87%			
德信服务集团	3.0	9.83%	9.83%			
领悦服务集团	0.2	9.80%	9.80%			
正荣服务	0.4	9.64%	9.64%			
新大正	3.7	9.24%		1.56%	7.68%	
佳兆业美好	0.4	9.08%	9.08%			
彩生活	0.8	8.32%	8.32%			
东原仁知服务	0.4	7.44%		7.44%		
远洋服务	1.5	7.43%		7.43%		
和泓服务	1.6	7.14%	7.14%			
荣万家	0.4	6.31%		6.31%		
银城生活服务	0.5	5.53%	2.03%	3.50%		
德商产投服务	0.2	3.14%	3.14%			
时代邻里	0.2	3.00%		3.00%		
建发物业	1.3	2.64%		2.64%		
汇总						
平均	4.7	11.18%				
龙头	13.2	10.06%				
非龙头	2.9	11.55%				
央企	24.6	6.38%				
地方国企	1.9	8.71%				
民企龙头	12.5	11.02%				
民企非龙头	1.6	12.09%				

数据来源：股权激励公告，广发证券发展研究中心

注：股权激励对应市值截至2022年10月10日

二、财报概览：风格与央企龙头类似

（一）利润表：收入规模行业第二，利润率水平较低

2021年万物云收入237.0亿元，同比+30.6%，收入规模排名行业第2；归母净利润16.7亿元，同比+13.9%，归母净利润规模行业排名第4。

表4：万物云利润表概览

	19	20	21	22H1
营业收入（亿元）	139.3	181.5	237.0	142.4
同比（%）		30.3%	30.6%	38.2%
整体毛利率（%）	17.7%	18.5%	17.0%	14.9%
毛利（亿元）	24.7	33.6	40.2	21.3

同比 (%)		36.3%	19.5%	26.0%
销售费用(亿元)	1.3	1.7	2.6	2.1
销售费用率 (%)	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%
管理费用(亿元)	10.8	13.6	17.9	9.6
管理费用率 (%)	7.7%	7.5%	7.6%	6.8%
归母净利润(亿元)	10.2	14.6	16.7	8.7
同比 (%)		43.5%	13.9%	16.6%
归母净利率 (%)	7.3%	8.1%	7.0%	6.1%

数据来源：招股说明书，公司半年报，广发证券发展研究中心

从行业对比来看，万物云2021年的利润表增长表现稳健，从行业分类来看，万物云在收入增速、毛利率、归母净利率等方面与央企龙头类似，21年全年毛利率下滑较大，销管费用率也有所上升，最终导致归母净利率下滑1.0pct，归母净利润增速落后于央企龙头平均水平。

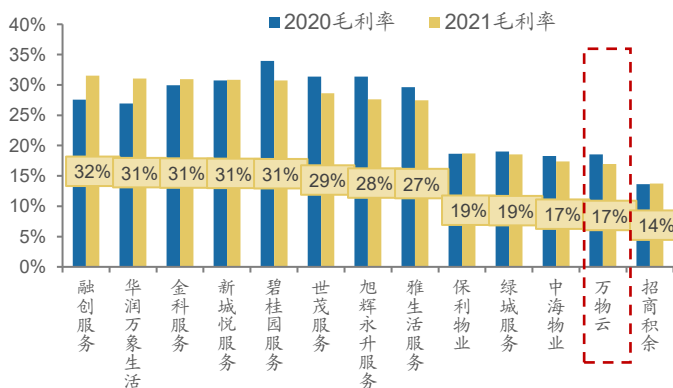
表5：2021年万物云与行业利润表指标对比

	万物云	板块	龙头	央国企龙头
收入增速	30.6%	44.1%	45.7%	30.9%
毛利率	17.0%	25.7%	24.3%	18.8%
毛利率变动	-1.6%	0.0%	-0.1%	0.0%
销管费用率	8.6%	9.6%	9.2%	7.7%
销管费用率变动	0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.4%
归母净利润增速	13.9%	43.5%	45.9%	39.5%
归母净利率	7.0%	12.0%	11.7%	9.0%
归母净利率变动	-1.0%	0.0%	0.0%	0.6%

数据来源：招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

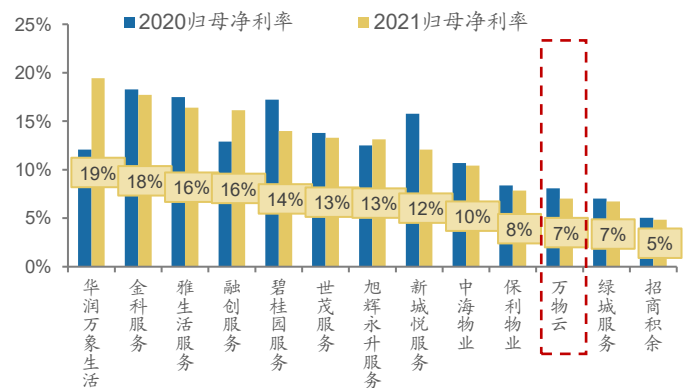
注：板块为57家公布21年业绩的全部上市物企，龙头及分类为符合《物业2022年中报综述：规模增长驱动力减弱，央企龙头竞争优势全面凸显》中标准的物企，共13家，详见下图，下同。

图5：龙头毛利率对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：龙头归母净利率对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(二) 资产负债表：现金充沛，应收款控制良好

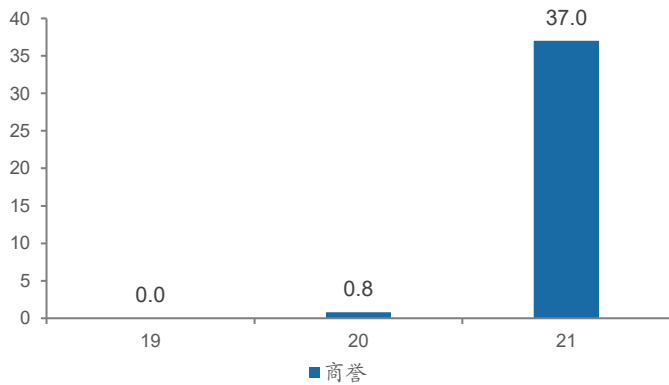
2021年万物云总资产规模287.2亿元，在行业中排名第2，现金（占比22.4%）无形资产（占比15.8%）、贸易应收款（占比15.7%）、商誉（占比12.9%）是公司资产的主要组成部分，四大资产占比合计66.8%。

21年末公司现金64.3亿元，预计IPO后将提高至100亿元左右，净现金规模或将排名行业第2，仅次于华润万象生活，现金充沛。

21年末公司无形资产45.4亿元，商誉37.0亿元，主要都是由21年收购伯恩物业和阳光智博所得。

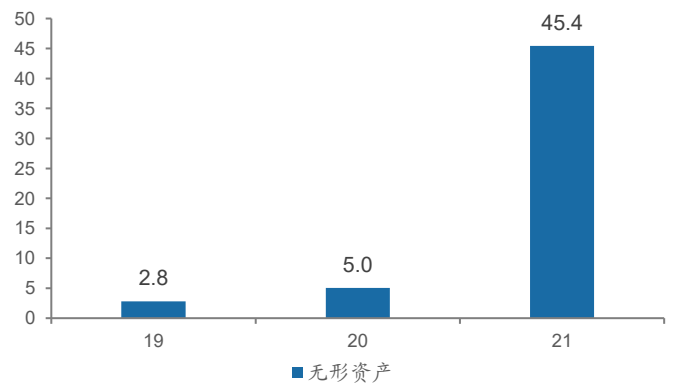
值得一提的是，20年公司收购戴德梁行大中华区业务，是通过双方将各自商写业务板块注入新公司（CWVS Holding Limited）的方式完成的，并未支付现金。2021年公司收购阳光智博原本拟以换股的方式进行，后来改为部分换股+支付现金方式进行，股份支付代价占比39.3%，因此公司在过往这3宗大型收并购中并未消耗大量现金，而通过经营性现金流流入，公司的货币现金规模在过去3年持续增长。

图7：万物云商誉（亿元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图8：万物云无形资产（亿元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司收购获得的大量无形资产在后续需要进行摊销，由于21年并表时间较晚，摊销的影响在财务报表中并未完全体现。公司无形资产摊销采用直线法，预计使用年限为10年，根据公司22H1的摊销情况来看（2.8亿元），预计2022-2031年公司每年摊销无形资产约5.5亿元（2021年公司的无形资产摊销规模为1.9亿元）。大规模的摊销可以缓解外部投资人对商誉减值的顾虑，不过也将对公司的毛利率带来一定的负面影响，预计摊销对基础物管毛利率的压制将在22年财报完全体现，后续将成为长期变量，如果没有进一步的大规模收并购，2023年开始对基础物管毛利率的边际影响将减弱。

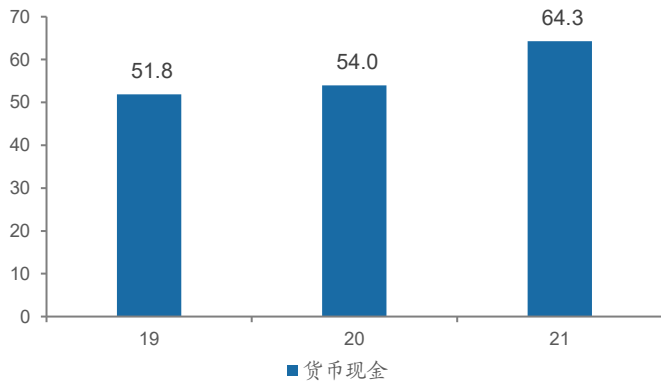
表6：万物云历史收并购标的及基本情况

收购日期	标的	收购比例	标的估值 (亿元)	现金代价 (亿元)	2021PE	收购目的	产生商誉 (亿元)
2020/1/6	CWVS Holding Limited	65%		0		国际商写龙头	0.8

2021/8/31	伯恩物业	100%	18.05	18.05	18.1	加深福建密度	12.1
2021/10/1	阳光智博	100%	50.30	30.53	16.8	加深福建密度	24.1
	合计						37.0

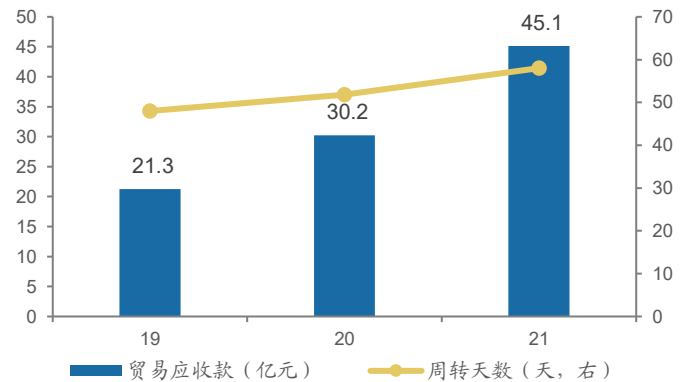
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图9：万物云货币现金（亿元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图10：万物云贸易应收款及周转天数

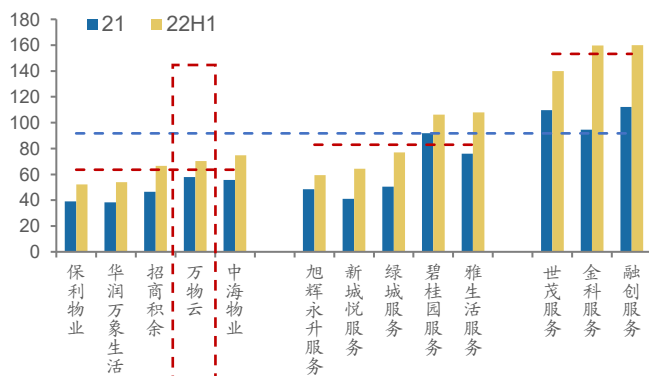


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

21年末公司贸易应收款净值45.1亿元，同比增长14.9亿元。分来源来看，万科集团的贸易应收款余额增加1.7亿元，第三方贸易应收款余额增加14.3亿元，主要来源于第三方的增长，其中公司收购伯恩物业和阳光智博，于收购日并表的贸易应收款净额合计为7.7亿元，公司自身业务发展的增加约为7.2亿元，占收入比例为3.0%，占比较小。从同业对比来看，公司的贸易应收款周转天数也处于行业内较为优秀的水平。

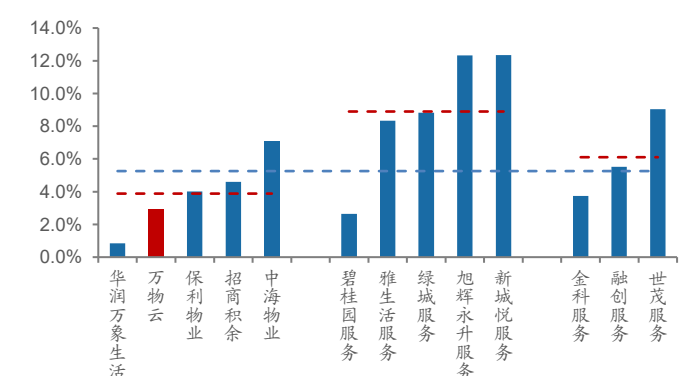
拨备率方面，21年末公司贸易应收款余额46.5亿元，累计计提减值准备1.3亿元（贸易应收款净值=贸易应收款余额-贸易应收款减值准备），拨备率为2.9%，在龙头中处于较低的水平。

图11：龙头贸易应收款周转天数比较



数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

图12：龙头贸易应收款拨备率比较



数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

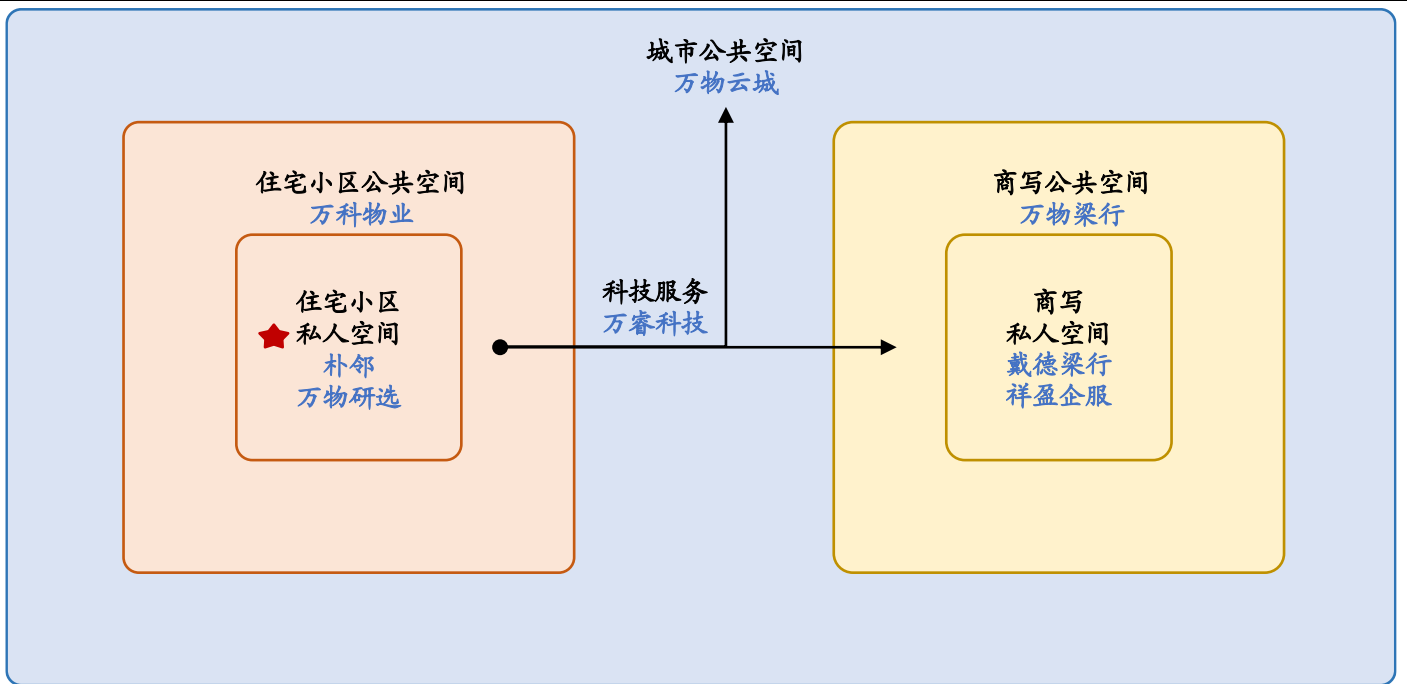
三、分业务：物管与科技龙头，社区增值潜力较大

(一) 业务概览：公共空间服务为本，选择性进入私人空间服务

我们首先从万物云的服务理念来介绍公司的业务内容。

从住宅物业的小区为起点，业主购买的住房以内，是业主的私人空间，住房以外（小区围墙以内），是小区的公共空间，物业费的服务范围，是业主付费请物业公司打理小区的公共空间，这也就是物业服务的基础物管“四保”（保洁保修保安保绿）的内容，住宅小区公共空间的服务，就是公司子品牌“万科物业”的主要内容。

图13：万物云业务理念与业务品牌



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

业主的房屋之内，是业主的私人空间，不在物业费的覆盖范围之内，而对于进入业主的私人空间给业主提供服务（入户服务）这件事，公司暂未大幅开展。万物云认为，住房是业主的重要资产，公司和业主取得双赢的核心路径，是帮助业主实现住房资产的保值，而利用距离业主近而尽量从业主的消费中占据更高的份额的社区增值服务，公司的参与较少。因此，公司的社区增值服务，主要围绕业主的住房价值，其中包括二手房租售经纪业务（子品牌“朴邻”）和房屋装修与美居服务（子品牌“万物研选”）。

业主走出住宅小区，其中一个重要的内容，就是工作。工作的空间与住宅小区类似，租户/业主办公室之内的空间是私人空间，办公室之外（写字楼以内）的空间是公共空间，物业费所对应的公共空间的服务，是“万物梁行”的业务内容，办公室以内针对企业客户的私人空间服务，具有较高的专业性和技术性，如设施设备运维、礼宾接待、会务服务、团餐、泛员工行政服务等，而以戴德梁行为代表的国际五大行

在这一领域具有丰富的经验和客户资源，公司对戴德梁行大中华区业务的收购，建立了在这一领域的竞争优势。万物云对商写客户的私人空间服务的态度较业主的私人空间服务的态度更积极，公司认为企业客户增值服务的空间广阔，提供优质服务也更容易吸引业主付费。

在住宅小区与写字楼之外，对应广大的城市范围内的公共空间的服务，客户是政府，服务对象是公共产权的城市公共空间，这是“万物云城”的业务内容。

公司在30多年住宅小区服务的过程中，积累了详细而完善的服务标准和业务流程体系，公司在科技化和数字化的投入和转型上也起步较早，科技实力较强，服务经验+科技实力的组合，也能因此对商写服务和城市服务赋能，提高运营能力，增加服务收入，其中科技服务中还孵化了针对企业客户大规模蓝领工人招聘、人力资源外包服务的子品牌“祥盈企服”，科技服务也日益成为公司收入和利润的重要来源。

表7: 万物云分部业务概览

	金额(亿元)				同比(%)			占比(%)			
	2019	2020	2021	22H1	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1
营业收入	139.3	181.5	237.0	142.4	30.3%	30.6%	38.2%				
住宅基础物管	72.5	91.3	113.6	72.7	25.9%	24.5%	40.8%	52.1%	50.3%	47.9%	51.0%
非住宅基础物管	25.7	40.2	52.9	34.5	56.6%	31.4%	57.8%	18.4%	22.2%	22.3%	24.3%
非业主增值服务	16.9	23.6	30.7	13.7	39.6%	29.7%	2.9%	12.2%	13.0%	12.9%	9.6%
社区增值服务	15.8	14.9	18.0	7.2	-5.3%	20.5%	-4.8%	11.3%	8.2%	7.6%	5.1%
城市服务	0.3	1.0	3.4	2.7	233.7%	233.0%	117.9%	0.2%	0.6%	1.4%	1.9%
科技服务	8.1	10.3	18.5	11.6	28.2%	79.0%	56.2%	5.8%	5.7%	7.8%	8.1%
毛利	24.7	33.6	40.2	21.3	36.3%	19.5%	26.0%				
住宅基础物管	6.9	13.7	12.7	7.6	98.5%	-7.6%	55.5%	28.0%	40.7%	31.5%	35.9%
非住宅基础物管	4.0	5.7	7.3	4.0	43.9%	26.2%	51.2%	16.2%	17.1%	18.0%	19.0%
非业主增值服务	4.8	5.3	6.0	2.8	11.2%	12.8%	-12.3%	19.3%	15.7%	14.9%	13.3%
社区增值服务	7.3	6.2	8.2	2.5	-14.8%	31.8%	-31.4%	29.5%	18.5%	20.4%	11.8%
城市服务	0.0	0.1	0.6	0.3	408.5%	314.5%	24.2%	0.1%	0.4%	1.5%	1.4%
科技服务	1.7	2.5	5.5	3.9	49.2%	117.3%	82.4%	6.9%	7.6%	13.8%	18.6%
毛利率(%)	17.7%	18.5%	17.0%	14.9%	0.8%	-1.6%	-1.4%				
住宅基础物管	9.5%	15.0%	11.1%	10.5%	5.5%	-3.9%	1.0%				
非住宅基础物管	15.5%	14.3%	13.7%	11.7%	-1.3%	-0.6%	-0.5%				
非业主增值服务	28.1%	22.4%	19.5%	20.8%	-5.7%	-2.9%	-3.6%				
社区增值服务	46.2%	41.6%	45.5%	34.7%	-4.6%	3.9%	-13.4%				
城市服务	9.2%	14.0%	17.4%	10.8%	4.8%	3.4%	-8.1%				
科技服务	21.2%	24.6%	29.9%	34.2%	3.5%	5.3%	4.9%				

数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

从收入和毛利结构来看, 住宅仍然是最主要的来源, 住宅物管+住宅社区增值的收入和毛利占比均在50%以上。非住宅物管的收入和毛利占比基本稳定在20%左右。非业主增值服务的收入占比在13%左右, 但随着毛利率的持续下滑, 毛利占比逐步

从19年的20%左右下滑至21年的15%。城市服务由于大量服务内容非并表（在城市服务章节详述）的原因，收入和毛利占比均不高，而科技服务（其中城市服务的客户是重要组成部分）随着公司业务的不推广和毛利率的持续爬坡，收入和毛利占比逐渐提高。

从龙头的收入和毛利结构对比来看，万物云在龙头中属于更倚重基础物管而社区增值服务占比较小的类型。

表8：龙头2021年收入及结构对比

	收入（亿元）				收入占比（%）			
	基础物管	非业主增值	社区增值	其他服务	基础物管	非业主增值	社区增值	其他服务
招商积余	78.0	7.9	13.2	6.8	74%	7%	12%	6%
万物云	166.5	30.7	18.0	21.9	70%	13%	8%	9%
中海物业	54.1	14.6	6.6	1.9	70%	19%	9%	2%
保利物业	66.7	18.1	23.0		62%	17%	21%	
绿城服务	77.7	19.6	28.4		62%	16%	23%	
雅生活服务	86.6	28.6	18.7	7.0	61%	20%	13%	5%
融创服务	45.4	26.8	5.1	1.8	57%	34%	6%	2%
旭辉永升服务	26.5	8.7	11.0	0.8	56%	18%	23%	2%
世茂服务	41.7	8.7	24.5	8.6	50%	10%	29%	10%
新城悦服务	21.0	8.2	9.2	5.2	48%	19%	21%	12%
金科服务	28.7	10.3	14.9	5.7	48%	17%	25%	10%
碧桂园服务	137.9	26.8	33.3	90.5	48%	9%	12%	31%
华润万象生活	37.7	8.1	7.2	35.7	43%	9%	8%	40%
龙头	868.5	217.0	213.0	185.8	59%	15%	14%	13%
央国企	403.0	79.4	68.0	66.3	65%	13%	11%	11%
关联未违约民企	349.8	91.7	100.5	103.5	54%	14%	16%	16%
关联违约民企	115.7	45.9	44.5	16.0	52%	21%	20%	7%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表9：龙头2021年毛利及结构对比

2021	毛利（亿元）				毛利占比（%）				毛利率（%）			
	物管	非业主	社区	其他	物管	非业主	社区	其他	物管	非业主	社区	其他
中海物业	8.0	2.6	2.2	0.5	60%	20%	16%	4%	15%	18%	33%	29%
招商积余	8.7	0.9	1.8	3.2	59%	6%	12%	22%	11%	11%	13%	48%
万物云	19.9	6.0	8.2	6.1	50%	15%	20%	15%	12%	20%	46%	28%
世茂服务	11.5	2.4	8.9	1.1	48%	10%	37%	5%	28%	27%	36%	13%
保利物业	9.5	3.4	7.2		47%	17%	36%		14%	19%	31%	
碧桂园服务	41.8	10.9	20.1	15.8	47%	12%	23%	18%	30%	41%	61%	17%
旭辉永升服务	6.1	1.8	4.9	0.1	47%	14%	38%	1%	23%	21%	45%	15%
新城悦服务	6.3	2.4	3.9	0.9	47%	18%	29%	6%	30%	29%	42%	17%
融创服务	11.6	9.6	2.3	1.4	47%	38%	9%	6%	26%	36%	46%	79%

雅生活服务	17.4	27.5	8.5	1.5	45%	71%	22%	4%	20%	96%	46%	22%
绿城服务	9.7	5.9	7.7		42%	25%	33%		13%	30%	27%	
金科服务	7.0	4.5	6.2	0.8	38%	24%	34%	4%	24%	43%	42%	14%
华润万象生活	5.7	2.6	2.0	17.3	21%	9%	7%	63%	15%	32%	27%	49%
龙头	163.3	80.3	84.0	48.9	45%	22%	23%	14%	19%	37%	39%	26%
央国企	51.8	15.5	21.4	27.2	45%	13%	18%	24%	13%	19%	31%	41%
关联未违约民企	81.4	48.5	45.2	18.3	46%	27%	26%	10%	23%	53%	45%	18%
关联违约民企	30.1	16.4	17.5	3.3	45%	24%	26%	5%	26%	36%	39%	21%

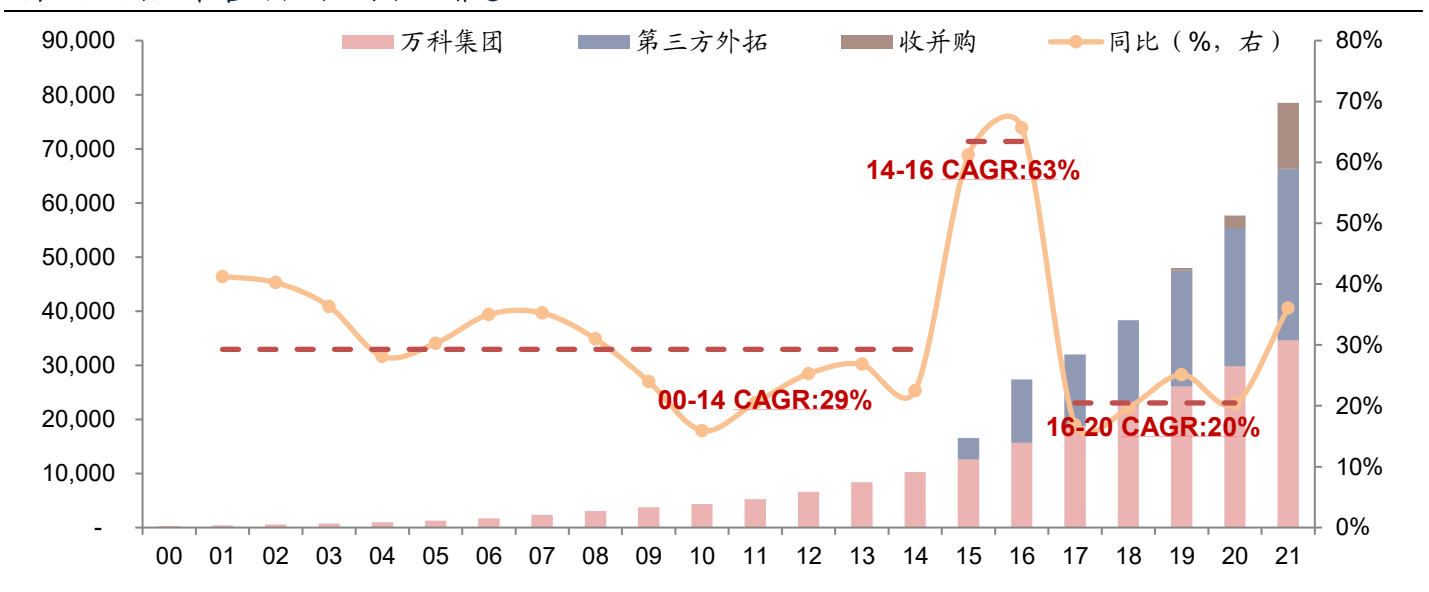
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）基础物管：高基数下增速放缓，收并购摊销影响 22 年开始显现

2021年公司在管面积7.8亿平米，2000-2021年在管面积的CAGR为32%，从在管面积的增速来看，主要可以分为3大阶段：

- （1） 14年之前，公司面积增长的主要来源是万科集团的交付，00-14年CAGR为29%，在这个时期，尽管万科集团的交付体量在不断增长，但随着基数的扩大，公司的增速呈现放缓趋势，与此同时，这一时期公司在管面积的增速也明显受到房地产周期的影响；
- （2） 15-16年，重新市场化外拓之后，依托此前万科的口碑和公司自身的努力，第三方外拓贡献了巨大增量，带动在管面积高速增长，CAGR为63%；
- （3） 17-21年，随着规模持续扩大，在高基数下，尽管万科集团的交付和外拓体量仍然较大，但在管面积增速开始放缓，16-20年CAGR为20%，21年大规模收并购推动在管面积增长36%（剔除21年收并购的增速为19%）。

图14：万物云在管面积（万方）及增速



数据来源：公司招股书，公司年报，广发证券发展研究中心

注：如前所述，96-05年之间的外拓贡献极小，因此忽略不计

1.住宅基础物管：母公司仍然是收入主要来源

2021年公司住宅基础物管收入113.6亿元，19-21年CAGR为25.2%，在管面积6.6亿平米，19-21年CAGR为23.8%，公司公告的饱和物业费为3.13元/平米/月，19-21年CAGR为1.1%，我们计算的住宅物管收入坪效19-21年CAGR为2.7%，过去三年呈现量价齐升的良好局面（关于饱和物业费与物管收入坪效的定义和差别，详见本页脚注）¹。

分来源来看，21年来自万科集团的住宅物管收入69.3亿元，占比61.0%，第三方住宅物管收入44.3亿元，占比39.0%，万科集团的住宅开发仍然是公司住宅物管收入的主要来源。不过从过去两年的增速来看，第三方物管收入的增速更快，因此第三方住宅物管收入的占比持续提升。

表10: 万物云住宅基础物管分来源

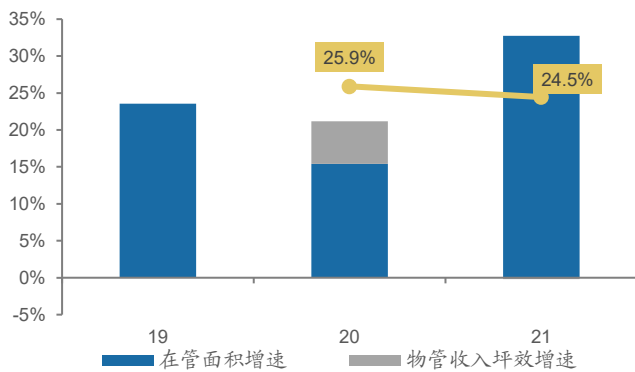
	规模			同比 (%)			占比 (%)		
	19	20	21	19	20	21	19	20	21
物业管理收入 (亿元)	72.5	91.3	113.6		25.9%	24.5%			
万科集团	48.2	58.9	69.3		22.1%	17.7%	66.5%	64.5%	61.0%
第三方	24.3	32.4	44.3		33.4%	36.6%	33.5%	35.5%	39.0%
在管面积 (万方)	43111	49752	66043	23.5%	15.4%	32.7%			
万科集团	24934	28314	32668	13.9%	13.6%	15.4%	57.8%	56.9%	49.5%
第三方	18177	21438	33375	39.8%	17.9%	55.7%	42.2%	43.1%	50.5%
新增在管面积 (万方)	8214	6641	16291		-19.2%	145.3%			
万科集团	3043	3380	4355		11.1%	28.8%	37.0%	50.9%	26.7%
第三方收购	434	144	7218		-66.9%	4926.6%	5.3%	2.2%	44.3%
第三方外拓	4737	3117	4718		-34.2%	51.3%	57.7%	46.9%	29.0%
物管收入坪效 (元/平/月)	1.55	1.64	1.64		5.8%	-0.2%			
万科集团	1.72	1.84	1.89		7.4%	2.8%			
第三方	1.30	1.36	1.35		5.0%	-1.3%			
新增面积物管收入坪效 (元/平/月)		2.11	1.62			-23.0%			
万科集团		2.77	2.25			-18.7%			
第三方		1.60	1.30			-18.8%			
合同管理面积 (万方)	55744	64656	87775	22.2%	16.0%	35.8%			
万科集团	32167	36127	41781	16.3%	12.3%	15.7%	57.7%	55.9%	47.6%
第三方	23577	28529	45994	31.4%	21.0%	61.2%	42.3%	44.1%	52.4%
新增合同管理面积 (万方)	10142	8912	23119		-12.1%	159.4%			
万科集团	4503	3960	5654		-12.1%	42.8%	44.4%	44.4%	24.5%
第三方收购	463	253	10905		-45.3%	4208.7%	4.6%	2.8%	47.2%
第三方外拓	5176	4699	6560		-9.2%	39.6%	51.0%	52.7%	28.4%

¹ 物业管理收入=饱和物业费*收缴率*平均收费面积*12=物管收入坪效*平均在管面积*12，因此，物管收入坪效=公告饱和物业费*收缴率*(平均收费面积/平均在管面积)，包括万物云在内的头部物企，平均收费面积/平均在管面积比例大约在65%-75%。

合约储备面积(万方)	12633	14904	21733		18.0%	45.8%			
万科集团	7233	7813	9113		8.0%	16.6%	57.3%	52.4%	41.9%
第三方	5400	7091	12620		31.3%	78.0%	42.7%	47.6%	58.1%
物业管理毛利(亿元)	6.9	13.7	12.7		98.5%	-7.6%			
万科集团	6.6	11.0	10.8		65.2%	-1.5%	96.1%	80.0%	85.3%
第三方	0.3	2.7	1.9		918.2%	-32.2%	3.9%	20.0%	14.7%
物业管理毛利率(%)	9.5%	15.0%	11.1%		5.5%	-3.9%			
万科集团	13.8%	18.6%	15.6%		4.9%	-3.0%			
第三方	1.1%	8.4%	4.2%		7.3%	-4.3%			

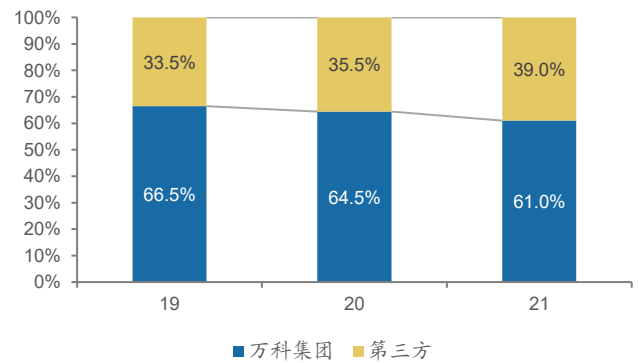
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图15: 万物云住宅物管收入量价贡献拆分



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图16: 万物云住宅物管收入分来源



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

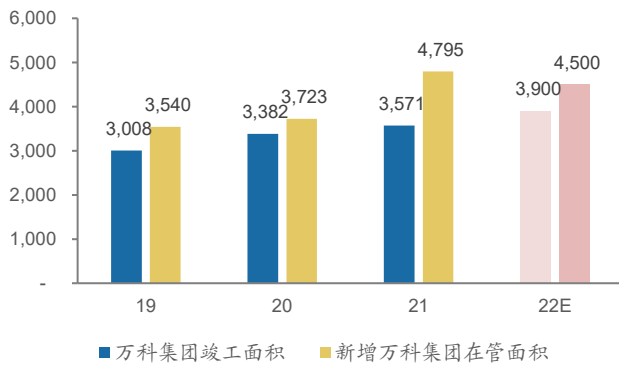
万科集团方面, 在管面积新增方面, 过去三年, 万科集团交付的面积逐年上升, 从19年的3043万平米逐年提高至21年的4355万平米。由于地产竣工与交付的一定时间差以及双方在面积口径上的一定差异, 过去三年万科集团交付的面积均高于地产的竣工面积, 三年平均高出700万平米, 2022年万科集团计划竣工面积3900万平米, 22H1计划完成率37%, 创11年以来历史新高, 预计全年万物云从万科集团获得的新增在管面积有望达到4500万平米。不过, 考虑到22年1-8月万科集团销售面积仅1710万平米(同比下滑37.1%), 拿地面积383万平米(同比下滑82.5%), 依靠较为充足的母公司合约储备面积(21年底 9113万平米), 22-23年万科集团仍能支撑每年约4500万平米的交付, 但24年往后, 万科集团的面积支持或将受到影响。

物业费方面, 近年来万科集团交付面积逐年加大, 新盘物业费高于存量盘, 公司来自万科集团的住宅项目饱和物业费逐年小幅提高。

第三方新增在管面积方面, 过去三年二手房拓展和第三方新房住宅交付平均在4700万平米, 由于二手房拓展的交付周期较短, 因此第三方外拓住宅的合约储备转化率比万科集团的交付更高。公司过往的收并购体量较少, 21年对伯恩物业和阳光智博的收购体量较大, 合计贡献在管面积7218万平米。

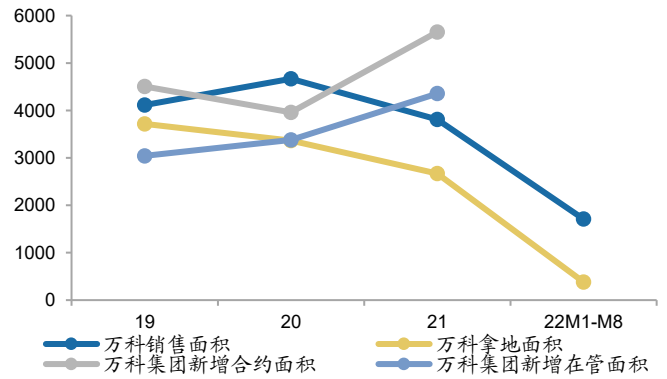
不过由于21年外拓体量较大, 且并表时间较短, 公司第三方平均物管收入坪效在21年小幅下降, 如果22年没有大规模收并购, 公司按20年的第三方新增物管收入坪效水平外拓, 公司的第三方物管收入坪效将回升。

图17: 新增住宅在管面积及万科集团竣工面积(万方)



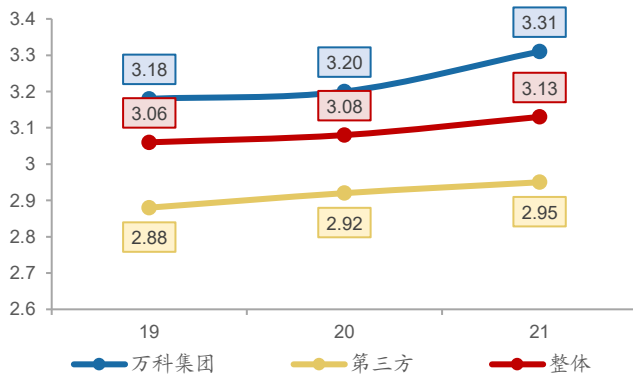
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图18: 万物云新增住宅面积与万科集团销售拿地(万方)



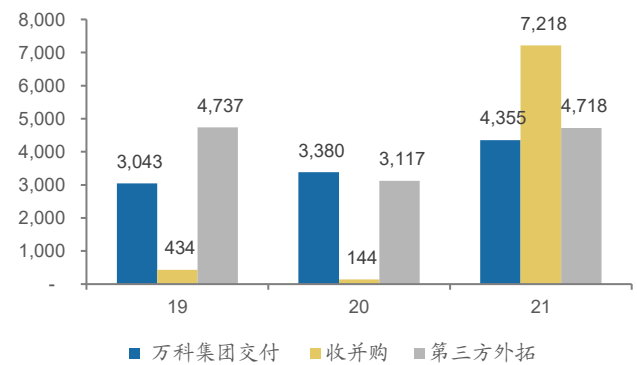
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图19: 万物云分来源住宅公告饱和和物业费(元/平米/月)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

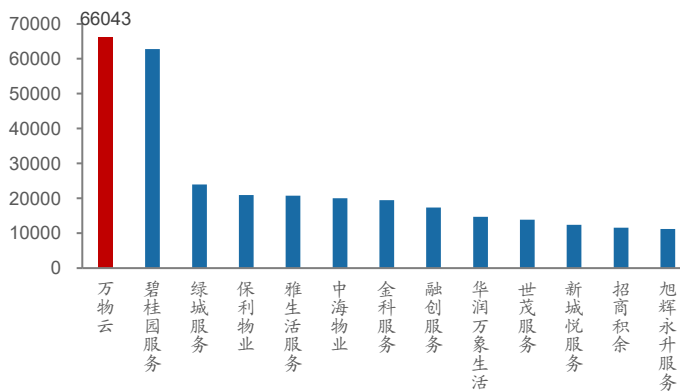
图20: 万物云分来源新增住宅在管面积(万方)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

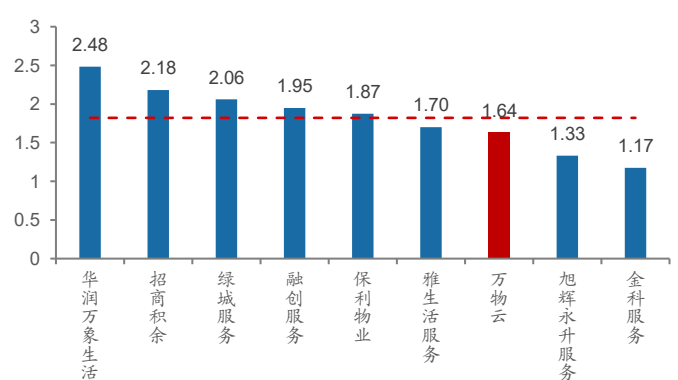
从同业对比来看, 21年底万物云6.6亿平米住宅在管面积, 在行业中规模最大, 不过在披露住宅物管收入的公司中, 万物云的住宅平均物管收入坪效不高, 低于样本龙头平均, 这或与公司第三方外拓面积占比较高有关。

图21: 龙头住宅在管面积(万方)比较



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心
注: 碧桂园服务住宅在管面积为估计值

图22: 龙头住宅物管收入坪效(元/平米/月)比较

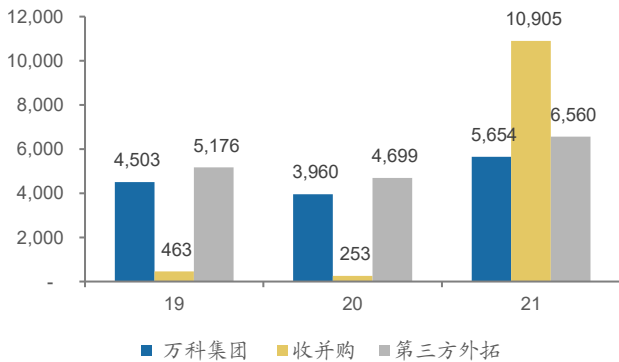


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

合约新增方面，21年公司新增住宅合约面积2.3亿平米，三大来源的合约新增均创历史新高，其中第三方住宅外拓合约新增面积连续三年超过万科集团的贡献，体现了公司强劲的外拓实力，公司规模的增长也更加依赖于外拓。叠加收并购的贡献，21年公司第三方住宅合约面积达到4.6亿平米，首次超过万科集团的合约面积（4.2亿平米）。

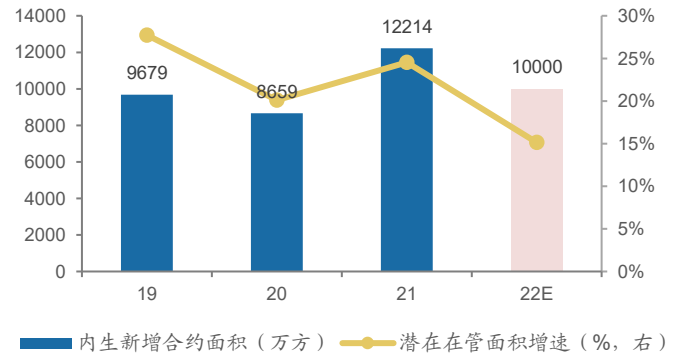
剔除收并购，过去三年，公司内生合约面积增长（万科集团+第三方外拓）平均1亿平米，后续来看，如果万科集团的拿地行为持续谨慎，第三方房地产销售市场持续下行，公司的住宅新增合约面积增长将存在压力。如果公司保持每年内生增长1亿平米的住宅合约面积，那么公司住宅在管面积未来3年内将维持潜在内生10%-15%的增速水平。

图23: 万物云分来源新增住宅合约面积 (万方)



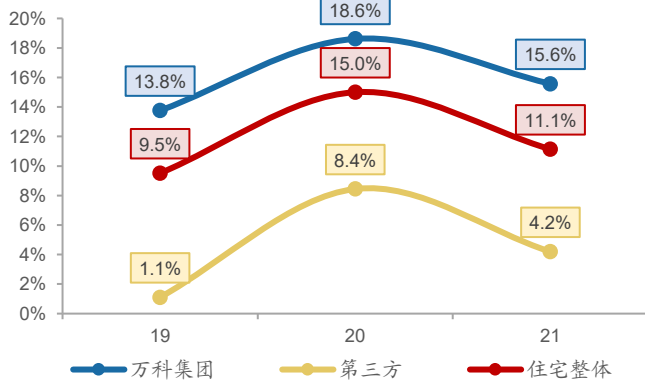
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图24: 万物云内生新增合约面积及在管潜在增速



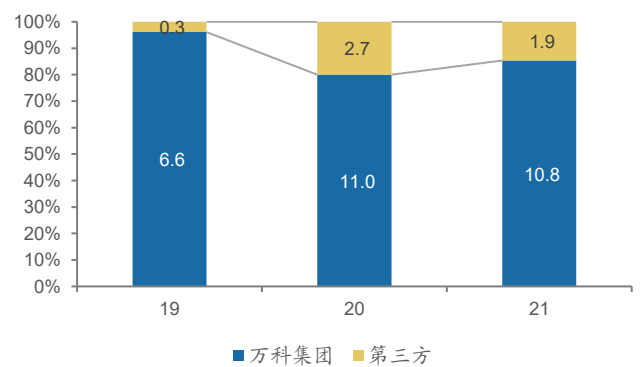
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图25: 万物云分来源住宅物管毛利率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图26: 万物云分来源住宅物管毛利 (亿元) 及占比



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

毛利率方面，剔除20年疫情补贴的影响，19-21年公司的住宅物管毛利率呈现上涨趋势，不过内部分化较为严重，21年万科集团的住宅物管毛利率为15.6%，而第三方仅4.2%，万科集团项目与第三方项目的毛利率差异，也导致了毛利贡献上的分化，因此，尽管公司面积的增长中外拓占比逐步提高，但毛利的超越仍有一定距离。

此外，前文我们提到21年公司收购伯恩物业和阳光智博，从22年开始每年将计

提约5.1亿元的无形资产摊销，这或将对公司22年开始的第三方住宅物管毛利率产生一定的下行压力。

2.非住宅基础物管：商写领域龙头，外拓实力强劲

2021年公司非住宅基础物管收入52.9亿元，19-21年CAGR为43.5%，在管面积1.2亿平米，19-21年CAGR为60.7%，平均物业费4.32元/平米/月，19-21年CAGR为-8.8%，收入增长主要依靠面积驱动，其中20-21年收并购的贡献较大。

分来源来看，21年来自万科集团的非住宅物管收入8.9亿元，占比16.8%，第三方非住宅物管收入44.0亿元，占比83.2%，第三方项目是万物云非住宅物管的主要来源。

值得一提的是，尽管收购戴德梁行大中华区业务板块是万物云商写发展历史上至关重要的里程碑，但是公司第三方非住宅物管收入的来源主要是自身的外拓，而非对戴德梁行业务的并表。我们做一个简单测算，20年公司40.2亿元非住宅物业管理收入中，万科集团的项目贡献6.2亿元，第三方外拓项目贡献至少21.3亿元（19年数据），20年年初收购戴德梁行大中华区业务且全年并表，则戴德梁行最多贡献了12.7亿元增量收入，万科方和戴德梁行的收入贡献比例为27.5亿元/12.7亿元，贡献比例为67%:33%，这也是公司收购戴德梁行时能不支付现金，而是以65%:35%的比例注入资产进行合并收购的底气所在。

表11: 万物云非住宅基础物管分来源

	规模			同比 (%)			占比 (%)		
	19	20	21	19	20	21	19	20	21
物业管理收入 (亿元)	25.7	40.2	52.9		56.6%	31.4%			
万科集团	4.4	6.2	8.9		41.4%	43.4%	17.1%	15.4%	16.8%
第三方	21.3	34.0	44.0		59.8%	29.2%	82.9%	84.6%	83.2%
在管面积 (万方)	4825	7934	12456	41.2%	64.4%	57.0%			
万科集团	1126	1469	1910	79.3%	30.5%	30.0%	23.3%	18.5%	15.3%
第三方	3699	6465	10546	32.7%	74.8%	63.1%	76.7%	81.5%	84.7%
新增在管面积 (万方)	1409	3109	4521		120.7%	45.4%			
万科集团	498	344	441		-31.0%	28.3%	35.3%	11.1%	9.7%
第三方收购	0	1744	2677			53.5%		56.1%	59.2%
第三方外拓	911	1022	1404		12.2%	37.4%	64.7%	32.9%	31.1%
物管收入坪效 (元/平/月)	5.19	5.26	4.32		1.2%	-17.8%			
万科集团	4.17	3.99	4.39		-4.4%	10.1%			
第三方	5.47	5.58	4.31		2.0%	-22.8%			
新增面积物管收入坪效 (元/平/月)		5.37	2.76			-48.5%			
万科集团		3.60	5.73			59.1%			
第三方		5.77	2.42			-58.0%			
合同管理面积 (万方)	5667	8739	13612	37.0%	54.2%	55.8%			
万科集团	1334	1699	2097	96.3%	27.4%	23.4%	23.5%	19.4%	15.4%

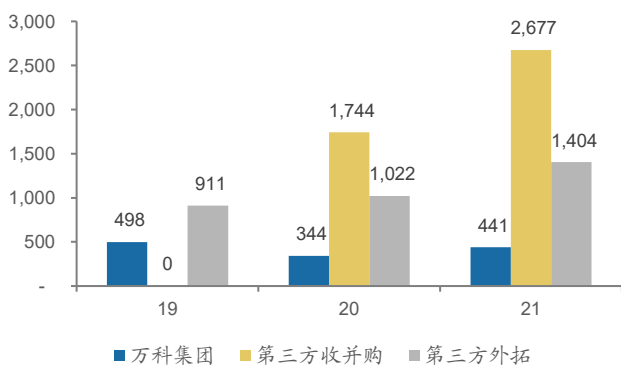
第三方	4333	7040	11515	25.4%	62.5%	63.6%	76.5%	80.6%	84.6%
新增合同管理面积(万方)	1531	3072	4873		100.7%	58.6%			
万科集团	655	365	398		-44.2%	8.8%	42.8%	11.9%	8.2%
第三方收购	0	1875	2706			44.3%		61.0%	55.5%
第三方外拓	876	832	1770		-5.1%	112.8%	57.2%	27.1%	36.3%
合约储备面积(万方)	842	805	1156		-4.4%	43.7%			
万科集团	208	230	187		10.4%	-18.8%	24.7%	28.6%	16.1%
第三方	634	575	970		-9.3%	68.6%	75.3%	71.4%	83.9%
物业管理毛利(亿元)	4.0	5.7	7.3		43.9%	26.2%			
万科集团	0.9	1.4	1.8		46.9%	32.5%	23.4%	23.9%	25.1%
第三方	3.1	4.4	5.4		43.0%	24.3%	76.6%	76.1%	74.9%
物业管理毛利率(%)	15.5%	14.3%	13.7%		-1.3%	-0.6%			
万科集团	21.3%	22.1%	20.4%		0.8%	-1.7%			
第三方	14.4%	12.9%	12.4%		-1.5%	-0.5%			

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

万科集团方面, 面积新增方面, 过去三年, 万科集团交付的面积约为430万平米, 较为稳定, 物管收入坪效也较为稳定。

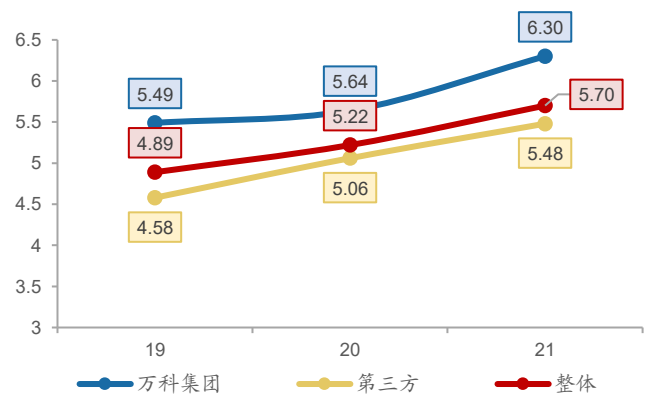
第三方外拓方面, 19-20年公司外拓体量基本在1000万平米左右, 21年大幅提高至1400万平米, 增长较快。自20年收购戴德梁行后, 21年公司对伯恩物业和阳光智博的收购也获得了较多的非住宅面积, 不过或主要是公建业态而非商写, 此外也存在并表时间因素的原因, 导致公司第三方非住宅物管收入坪效在21年大幅下降, 预计22年将有所回升。

图27: 万物云分来源新增非住宅在管面积(万方)



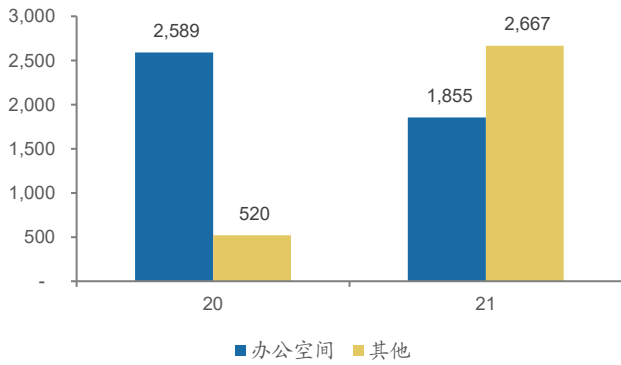
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图28: 万物云分来源非住宅饱和和物业费(元/平/月)



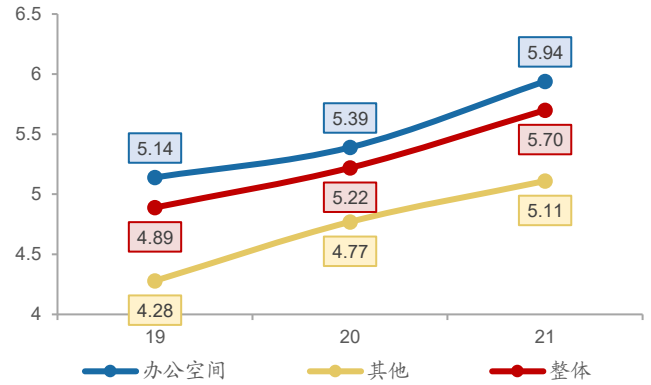
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图29: 万物云分类型新增非住宅在管面积 (万方)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图30: 万物云分类型非住宅饱和和物业费 (元/平/月)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表12: 万物云非住宅基础物管分类型

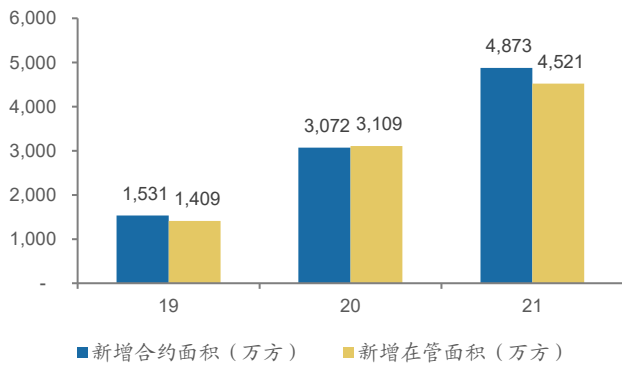
	规模			同比 (%)			占比 (%)		
	19	20	21	19	20	21	19	20	21
物业管理收入 (亿元)	25.7	40.2	52.9		56.6%	31.4%			
办公空间	20.3	32.0	41.0		57.8%	28.2%	78.9%	79.5%	77.5%
其他	5.4	8.3	11.9		52.3%	44.1%	21.1%	20.5%	22.5%
在管面积 (万方)	4825	7934	12456	41.2%	64.4%	57.0%			
办公空间	3319	5908	7763		78.0%	31.4%	68.8%	74.5%	62.3%
其他	1506	2026	4693		34.5%	131.6%	31.2%	25.5%	37.7%
新增在管面积 (万方)	1409	3109	4521		120.7%	45.4%			
办公空间		2589	1855			-28.4%		83.3%	41.0%
其他		520	2667			413.1%		16.7%	59.0%
物管收入坪效 (元/平/月)	5.19	5.26	4.32		1.2%	-17.8%			
办公空间		5.78	5.00			-13.5%			
其他		3.89	2.95			-24.3%			
新增面积物管收入坪效 (元/平/月)		5.37	2.76			-48.5%			
办公空间			3.38						
其他			1.90						

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

合约新增方面, 由于非住宅拓展以存量拓展为主, 且新房一般在交付后才有物业管理, 因此合约新增与在管新增规模相当。

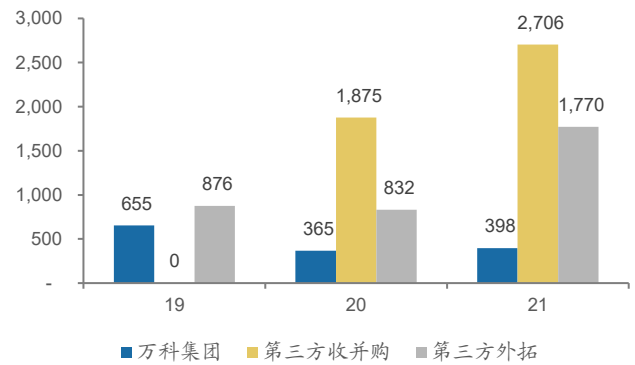
剔除收并购, 公司内生合约面积增长 (万科集团+第三方外拓) 约能达到2000万平方米, 对应公司非住宅在管面积未来3年内将维持潜在内生13%-16%的增速水平, 在收并购放缓后, 公司非住宅在管面积的增长或将放缓。

图31: 万物云新增非住宅合同与在管面积 (万方)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

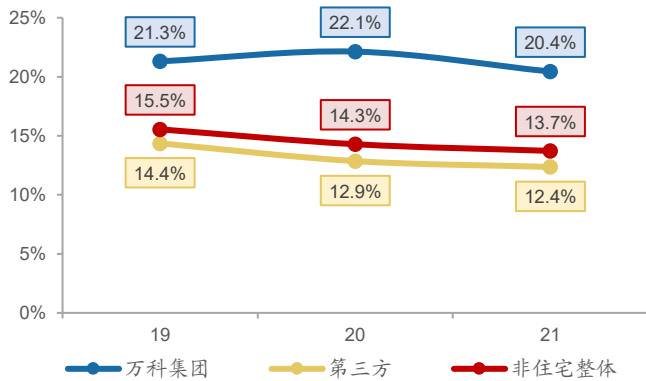
图32: 万物云分来源新增合同面积



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

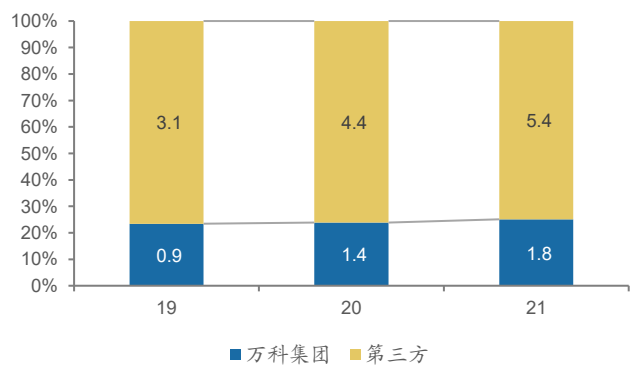
毛利率方面, 万科集团和第三方项目的毛利率基本平稳, 不过由于20年和21年的收并购, 预计22年开始公司第三方的非住宅项目由于无形资产摊销的原因, 毛利率将产生一定的下行压力。

图33: 万物云分来源非住宅物管毛利率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图34: 万物云分来源非住宅物管毛利 (亿元) 及占比

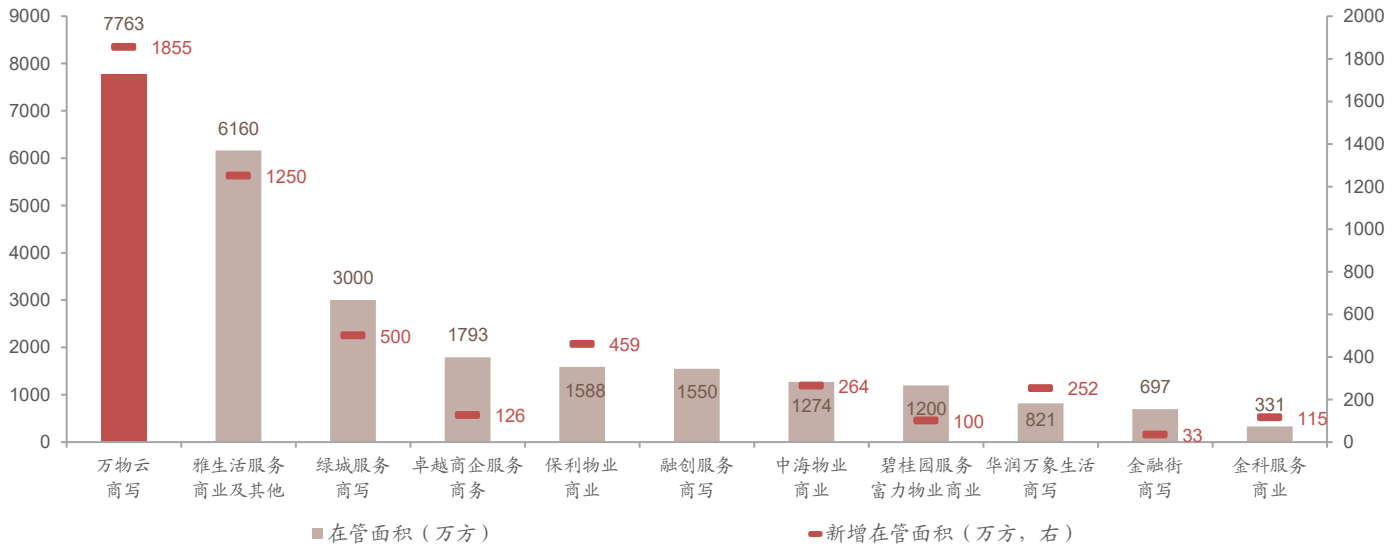


数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

万物云的非住宅物业的主要关注点是其写字楼, 21年底公司写字楼在管面积7763万平方米, 在公司非住宅面积中占比62.3%, 是非住宅的核心组成部分。从规模来看, 我们整理了主要物企的商写及类商写的面积, 可以看到, 万物云的商写在管面积和新增在管面积上均处于行业领先地位, 是目前行业中的商写龙头。

与较多以来关联开发商提供面积来源不同, 万物云已经培育出强大的外拓实力, 商写规模的扩张主要依赖于拓展, 这在未来商写存量市场的竞争中是强大的优势, 而与戴德梁行的合作、科技的赋能等, 也进一步巩固了公司在商写物管和增值服务领域的竞争优势。

图35: 2021主要物企商写及类商写在管面积及新增在管面积



数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 绿城服务的商写面积及富力物业的商业面积(碧桂园服务)及新增面积为约数估计值, 碧桂园服务除富力物业的商业外, 还有其他下属的商写/商业面积, 但整体商写面积体量也不会超过万物云

表13: 万物梁行代表性服务项目及服务成果

服务效果	项目名称	服务成果
降本节能增效	腾讯滨海大厦	全年减少电耗 8%以上
	阿里后海中心	停车场照明智能化改造, 实现全年能耗下降 20%以上
	阿里中心·杭州 Z 空间	19 年通过能耗管控, 比 18 年同比下降 10%, 20 比 19 同比下降超 20%
	北京凤凰国际传媒中心	3 年节省能耗费用超百万元, 解决高温难题, 高温区域空调节能 50%以上
	渣打银行大厦	将电梯平均等候时间从 5 分钟降低到 1 分钟
综合设施管理 (IFM)	华为	为多个城市提供全委托设施管理、能源管理、行政后勤综合运营服务、企业专项需求服务
	科思创	为北京/上海/广州三地提供 IFM, 并协助客户办公室获得 WELL 认证
	字节跳动	为全国 22 个城市共 44 个办公地点提供 IFM
	快手	为北京/深圳/武汉/长沙/成都 5 个城市保障客户完成全年重大活动
	兴业银行	为福州/南宁 2 个城市提供 IFM
	拜耳	为拜耳在中国 18 个城市的 21 个办公地点提供 IFM
	玫琳凯	对上海的总部, 杭州的 2 个制造工厂、中央配送中心和全国 35 个城市的美容分销中心提供 IFM
	保时捷	为保时捷汽车投资有限公司中国区的 15 家 4S 店及中国办公室提供环境健康安全 (EHS) 管理服务
	欧莱雅	协助客户为全国不同业态办公楼、实验室、培训中心制定服务方案
奥多比	为亚太区管理的工作场所包括位于东京/香港/北京/首尔/新加坡/悉尼/墨尔本 7 个城市办公室提供 IFM	
资产增值	北京凤凰国际传媒中心	LEED-EB (O+M) 铂金级认证
	大连中国人寿希望大厦	LEED 铂金级认证
	深圳马家龙创新大厦	LEED 铂金级认证
	深圳万科大梅沙中心	LEED 铂金级认证
	佛山万科金融中心	LEED 铂金级认证
	广州寰城中心广场	LEED 铂金级认证
	上海都市总部大厦	LEED-EB (O+M) 金级认证

	上海七宝万科广场	LEED-CS 金级认证
	深圳能源大厦	LEED-CS 金级认证
	武汉平安金融中心	LEED 金级认证
	腾讯滨海大厦	LEED 金级认证
	北京盈科中心	LEED 金级认证
	深圳万科滨海云中心	LEED 金级认证
其它代表项目	东莞亚洲一号	亚洲规模最大的一体化智能物流中心
	深圳国家基因库	国家基因库是服务于国家战略的国家级公益性创新科研及产业基础设施建设项目
	广州凯达尔枢纽国际广场	中国首个对标国际标准的 TOD 项目，36 万平粤港澳大湾区枢纽综合体，全国首例高铁、地铁、城轨同时交汇的上盖的建筑
	佛山美的全球创新中心	具有家电行业内最严苛实验室
	上海南翔印象城 MEGA	是上海单体量最大的购物中心（建面 34 万平），定位为“一日微度假胜地”，巨型商业体

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.基础物管综合（住宅+非住宅）：内生增长稳健，高基数下增速放缓

从同行比较来看，21年万物云物管收入166.5亿元，行业第1；在管面积7.8亿平方米，行业第1；合约面积10.1亿平方米，行业第2；物管收入坪效2.04元/平米/月，处于龙头中上水平。从增速来看，21年在高基数下，万物云在物管收入和面积增速上落后于龙头平均，尽管受到收购并表时间的影响，物管收入坪效也仍然保持基本稳定。

表14：2021年龙头基础物管量价拆分

	量价拆分				量价增速			
	物管收入	在管面积	物管收入坪效	合约面积	物管收入	在管面积	物管收入坪效	合约面积
	亿元	万平米	元/平米/月	万平米				
万物云	166.5	78,498	2.04	101,387	27%	36%	-2%	38%
碧桂园服务	137.9	76,574	2.01	143,790	60%	103%	-8%	75%
雅生活服务	86.6	48,888	1.67	66,307	34%	30%	-15%	27%
招商积余	78.0	28,103	2.76		21%	47%	-12%	
绿城服务	77.7	30,410	2.33	65,180	21%	21%	1%	22%
保利物业	66.7	46,531	1.31	65,626	35%	22%	6%	16%
中海物业	54.1	26,000	2.01		32%	39%	0%	
融创服务	45.4	21,474	2.16	35,840	64%	59%	-12%	36%
世茂服务	41.7	24,050	1.80	30,800	54%	65%	-15%	53%
华润万象生活	37.7	16,242	2.48	20,892	29%	37%	1%	30%
金科服务	28.7	23,786	1.21	35,980	42%	52%	-1%	30%
旭辉永升服务	26.5	17,104	1.62	27,077	51%	68%	-8%	49%
新城悦服务	21.0	15,353	1.37	27,885	67%	51%	6%	37%
龙头平均	66.8	34,847	1.91		41%	49%	-4%	

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从管理面积的增长来源来看，2021年万物云在管面积和合约面积的增长规模均位于行业第2。从内生增长（关联方+外拓）的面积来看，万物云21年内生增长在管面积1.1亿平米，内生增长合约面积1.4亿平米，也都位于行业第2（仅次于碧桂园服务），其中外拓合约面积8330万平米，位于行业第3（与碧桂园服务基本相当，落后于绿城服务）。

如果龙头的内生合约增长面积保持2021年的水平，万物云每年1.4亿平米的合约面积增长，对应公司当前在管面积的潜在增速为18%，在较高的在管面积基数下，尽管公司的内生增长能力极强，但增速并不高，这与我们在2022年年度策略《行业普增的拐点，巨人时代的先声》和2022年中报综述《规模增长驱动力减弱，央企龙头竞争优势全面凸显》中所提及的龙头增速下台阶的判断一致。

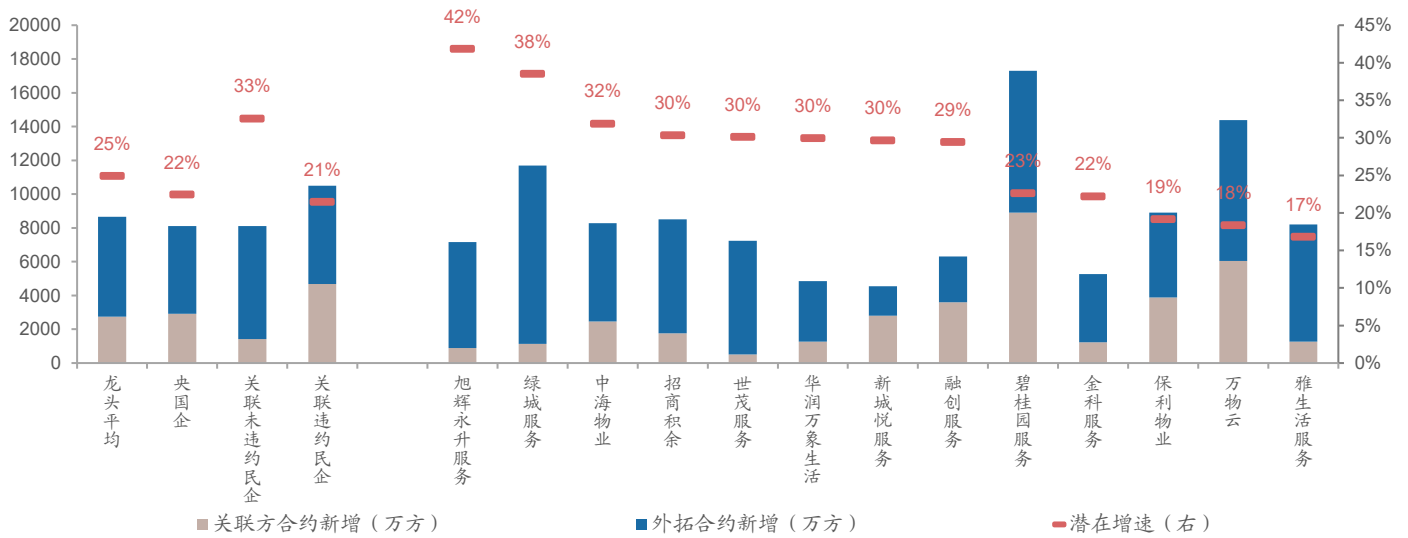
在当前房地产变局的背景下，关联方房企的经营情况对于物业企业的经营和二级市场情绪会有较大的影响。万科集团是混合所有制企业，深地铁为大股东，而万科集团在经营上也以稳健谨慎著称，关联方信用风险较小。但考虑到当前阶段龙头物企的关联方面积支持仍占有较大的比例，关联方的销售情况在短期内仍然对于物企的面积增长有一定的影响，从22年1-8月的销售情况来看，万科集团的销售金额增速和销售面积增速均好于龙头平均，销售面积也排名行业第2，在变局的环境下预计万科主体稳定性依然会是支持万物云在竞争中获取较高行业地位的重要因素。

表15: 2021年龙头管理面积新增来源拆分

2021	净增在管面积 (万方)				净增合约面积 (万方)			
	整体	关联方	收购	外拓	整体	关联方	收购	外拓
碧桂园服务	38,843	7,235	27,800	3,808	61,740	8,898	44,449	8,396
万物云	20,812	4,795	9,895	6,122	27,992	6,052	13,611	8,330
雅生活服务	11,409	1,244	5,760	4,405	14,048	1,266	5,850	6,932
世茂服务	9,438	660	3,027	5,753	10,690	510	3,451	6,729
招商积余	9,013	1,766	504	6,743				
保利物业	8,519	3,368	0	5,151	8,906	3,885	0	5,021
金科服务	8,169	2,038	2,992	3,139	8,263	1,232	2,993	4,037
融创服务	7,964	4,325	2,410	1,229	9,464	3,592	3,153	2,719
中海物业	7,290	2,471	0	4,819				5,809
旭辉永升服务	6,941	1,033	1,486	4,422	8,958	884	1,798	6,269
绿城服务	5,360	543	0	4,817	11,700	1,129	0	10,571
新城悦服务	5,212	2,045	2,800	366	7,571	2,805	3,027	1,739
华润万象生活	4,405	1,704	0	2,701	4,856	1,266	0	3,590
龙头平均	11,029	2,556	4,360	4,113	15,835	2,865	7,121	5,845
央国企	10,008	2,821	2,080	5,107	13,918	3,734	4,537	5,687
关联未违约民企	13,553	2,420	7,569	3,564	20,803	2,996	11,025	6,781
关联违约民企	8,523	2,341	2,810	3,373	9,472	1,778	3,199	4,495

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图36: 2021年龙头房企内生增长面积及潜在在管面积增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表16: 2022M1-M8房企销售情况概览

证券简称	金额 亿元	同比 (%)	面积 万方	同比 (%)	均价 元/平	同比 (%)	21 金额 增速	20 销售 排名	21 销售 排名	22M1-8 排名	排变动
碧桂园	3340	-39.4%	4,159	-34.7%	8032	-7.2%	-3.2%	1	1	1	0
万科 A	2800	-36.8%	1,710	-37.1%	16373	0.5%	-10.8%	3	2	3	-1
融创中国	1346	-67.6%	1,021	-64.4%	13182	-8.9%	3.8%	4	3	8	-5
保利发展	2817	-24.7%	1,693	-26.2%	16635	2.1%	6.4%	5	4	2	2
中国海外发展	1785	-30.0%	799	-37.9%	22343	12.8%	2.4%	6	6	4	2
招商蛇口	1666	-23.5%	658	-30.0%	25321	9.3%	17.7%	10	7	6	1
华润置地	1710	-17.8%	801	-33.3%	21358	23.1%	10.8%	9	8	5	3
绿地控股	863	-58.7%	812	-51.2%	10625	-15.3%	-18.5%	7	9	15	-6
龙湖集团	1263	-30.5%	766	-27.5%	16497	-4.1%	7.2%	11	10	10	0
金地集团	1404	-32.3%	596	-38.2%	23566	9.5%	18.2%	13	11	7	4
世茂集团	568	-71.5%	352	-68.6%	16144	-9.0%	-10.4%	8	12	22	-10
绿城中国	1697	-24.6%	801	-19.6%	21186	-6.3%	21.3%	19	13	9	4
旭辉控股集团	943	-46.7%	629	-37.7%	14984	-14.5%	7.0%	14	14	12	2
中国金茂	969	-40.2%	502	-46.3%	19320	11.5%	1.9%	15	15	11	4
新城控股	855	-43.8%	858	-39.8%	9970	-6.7%	-6.8%	12	16	16	0
中南建设	429	-69.5%	360	-64.8%	11924	-13.5%	-11.8%	17	17	28	-11
金科股份	544	-58.5%	760	-40.2%	7158	-30.6%	-16.0%	16	18	23	-5
阳光城	343	-74.2%	215	-73.9%	15937	-1.2%	-15.7%	18	19	38	-19
中梁控股	476	-60.0%	469	-50.4%	10147	-19.4%	1.8%	20	20	25	-5
建发股份	1198	-22.0%	598	-23.2%	20017	1.5%	32.0%	20	17	11	6
滨江集团	928	-19.8%	175	-29.1%	52879	13.1%	24.0%	27	22	13	9
龙光集团	361	-67.9%	227	-63.8%	15910	-11.5%	16.1%	23	23	34	-11

融信中国	490	-55.4%	211	-60.6%	23179	13.0%	0.2%	21	24	26	-2
正荣地产	251	-76.3%	154	-76.0%	16336	-1.3%	2.6%	22	25	53	-28
雅居乐集团	495	-46.2%	389	-34.6%	12724	-17.8%	0.6%	26	27	31	-4
美的置业	535	-47.1%	421	-50.0%	12710	5.7%	8.7%	33	28	24	4
远洋集团	611	-16.6%	369	-7.1%	16525	-10.2%	4.0%	36	29	19	10
荣盛发展	276	-66.0%	263	-63.2%	10480	-7.7%	5.9%	28	30	51	-21
华发股份	647	-15.0%	226	-24.4%	28696	12.5%	1.2%	34	32	17	15
中国奥园	173	-80.3%	174	-77.9%	9902	-11.1%	-9.0%	29	33	68	-35
富力地产	309	-62.7%	233	-63.6%	13251	2.7%	-19.9%	24	34	52	-18
佳兆业集团	158	-80.7%	86	-82.3%	18439	9.2%	-8.8%	25	36	63	-27
越秀地产	630	-3.4%	228	-4.8%	27633	1.5%	20.2%	46	37	18	19
首开股份	575	-32.4%	200	-26.0%	28721	-8.7%	8.6%	42	38	21	17
禹洲集团	265	-62.9%	149	-60.2%	17811	-6.8%	0.0%	37	40	58	-18
中骏集团控股	411	-45.2%	326	-33.4%	12611	-17.8%	2.9%	41	41	30	11
合景泰富集团	340	-52.4%	170	-53.5%	20011	2.4%	0.2%	39	42	45	-3
宝龙地产	292	-58.9%	194	-56.6%	15031	-5.4%	24.1%	55	43	48	-5
时代中国控股	325	-45.8%	199	-34.7%	16365	-17.1%	-4.8%	43	46	42	4
弘阳地产	251	-59.5%	183	-49.5%	13697	-19.8%	0.8%	49	48	56	-8
建业地产	179	-53.7%	251	-50.8%	7143	-5.9%	-12.0%	57	58	80	-22
保利置业集团	237	-34.9%	126	-40.7%	18869	9.8%	8.6%	67	60	57	3
中国恒大	185	-95.8%	189	-96.5%	9777	19.9%	-38.7%	2	5	47	-42
重点跟踪房企	34255	-42.9%	22145	-43.2%	15469	0.5%					
TOP 10	19270	-42.1%	13207	-50.0%	14590	15.8%					
TOP 11-30	12773	-51.0%	8115	-49.6%	15740	-2.6%					
TOP 100	46819	-47.6%	29699	-50.6%	15764	6.0%					
TOP 100 权益金额	32868	-47.9%									

数据来源：CRIC，公司销售公告，广发证券发展研究中心

我们预计22年万物云的物管收入增速和毛利增速或将超过面积增速，主要是由于21年的2宗大型收并购分别在21年9月和10月开始并表（这也导致了21年第三方物业费受到拖累），22年开始全年并表，预计将贡献超过面积增速的收入和毛利。毛利方面，由于收并购摊销的原因，22年毛利率或将受到一定拖累，23年开始下行压力将消除。

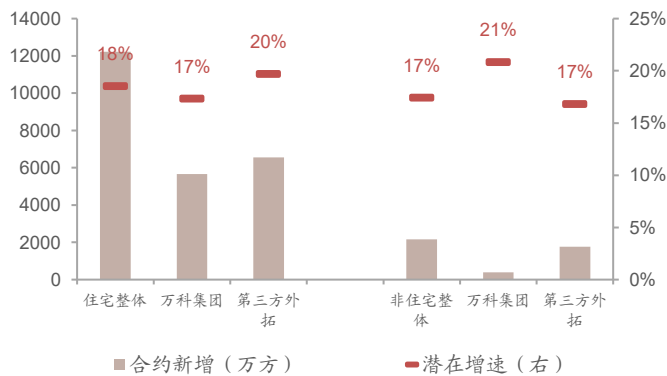
表17：2021万物云分业态分来源基础物管情况

2021	规模			同比 (%)			占比 (%)		
	整体	住宅	非住宅	整体	住宅	非住宅	整体	住宅	非住宅
物业管理收入 (亿元)	166.5	113.6	52.9	26.6%	24.5%	31.4%			
万科集团	78.2	69.3	8.9	20.2%	17.7%	43.4%	68.8%	61.0%	16.8%
第三方	88.3	44.3	44.0	32.8%	36.6%	29.2%	77.7%	39.0%	83.2%
在管面积 (万方)	78498	66043	12456	36.1%	32.7%	57.0%			

万科集团	34578	32668	1910	16.1%	15.4%	30.0%	44.0%	49.5%	15.3%
第三方	43920	33375	10546	57.4%	55.7%	63.1%	56.0%	50.5%	84.7%
新增在管面积(万方)	20812	16291	4521	113.5%	145.3%	45.4%			
万科集团	4795	4355	441	28.8%	28.8%	28.3%	23.0%	26.7%	9.7%
第三方收购	9895	7218	2677	424.3%	4926.6%	53.5%	47.5%	44.3%	59.2%
第三方外拓	6122	4718	1404	47.9%	51.3%	37.4%	29.4%	29.0%	31.1%
平均物业管理费(元/平/月)	2.04	1.64	4.32	-1.8%	-0.2%	-17.8%			
万科集团	2.03	1.89	4.39	4.3%	2.8%	10.1%			
第三方	2.05	1.35	4.31	-7.9%	-1.3%	-22.8%			
新增在管平均物业费(元/平/月)	1.91	1.62	2.76	-33.5%	-23.0%	-48.5%			
万科集团	2.57	2.25	5.73	-10.2%	-18.7%	59.1%			
第三方	1.65	1.30	2.42	-42.5%	-18.8%	-58.0%			
合同管理面积(万方)	101387	87775	13612	38.1%	35.8%	55.8%			
万科集团	43878	41781	2097	16.0%	15.7%	23.4%	43.3%	47.6%	15.4%
第三方	57510	45994	11515	61.7%	61.2%	63.6%	56.7%	52.4%	84.6%
新增合同管理面积(万方)	27992	23119	4873	133.6%	159.4%	58.6%			
万科集团	6052	5654	398	39.9%	42.8%	8.8%	26.2%	24.5%	8.2%
第三方收购	13611	10905	2706	539.5%	4208.7%	44.3%	58.9%	47.2%	55.5%
第三方外拓	8330	6560	1770	50.6%	39.6%	112.8%	36.0%	28.4%	36.3%
合约储备面积(万方)	22889	21733	1156	45.7%	45.8%	43.7%			
万科集团	9299	9113	187	15.6%	16.6%	-18.8%	40.6%	41.9%	16.1%
第三方	13590	12620	970	77.3%	78.0%	68.6%	59.4%	58.1%	83.9%
物业管理毛利(亿元)	19.9	12.7	7.3	2.4%	-7.6%	26.2%			
万科集团	12.6	10.8	1.8	2.3%	-1.5%	32.5%	63.4%	85.3%	25.1%
第三方	7.3	1.9	5.4	2.5%	-32.2%	24.3%	36.6%	14.7%	74.9%
物业管理毛利率(%)	12.0%	11.1%	13.7%	-2.8%	-3.9%	-0.6%			
万科集团	16.1%	15.6%	20.4%	-2.8%	-3.0%	-1.7%			
第三方	8.3%	4.2%	12.4%	-2.4%	-4.3%	-0.5%			

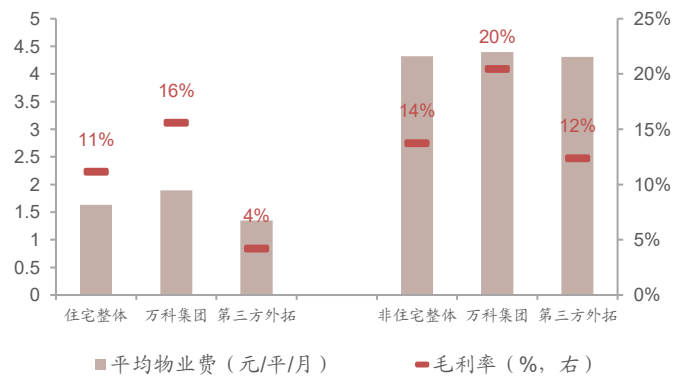
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图37: 万物云分来源分业态内生增长面积及潜在增速



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图38: 万物云分来源分业态毛利率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

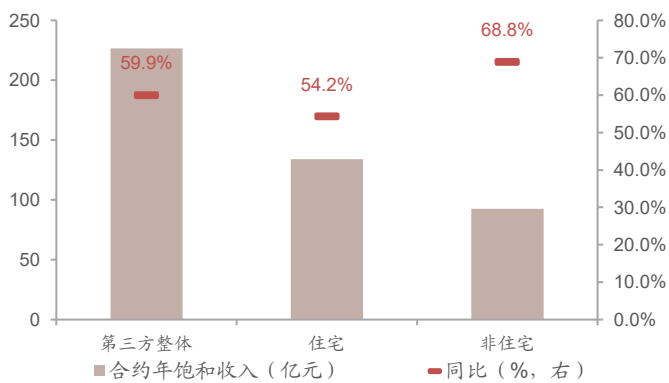
万物云22H1中报首次披露了新增年饱和合同额的数据，22H1新增第三方年化合约合同额36.0亿元，同比增长106.7%，其中住宅增长104.4%，非住宅增长110.1%，在22H1疫情的不利影响下，公司依然取得了优异的外拓成绩，体现了公司强大的外拓实力。

表18: 22H1万物云年饱和合同收入与新拓年饱和合同收入

22H1	规模			同比 (%)			占比 (%)		
	整体	住宅	非住宅	整体	住宅	非住宅	整体	住宅	非住宅
合约年饱和收入 (亿元)	378.3	263.7	114.6	39.3%	31.5%	61.5%			
万科集团	151.8	129.7	22.0	16.9%	14.1%	36.8%	40.1%	49.2%	19.2%
第三方	226.6	134.0	92.5	59.9%	54.2%	68.8%	59.9%	50.8%	80.8%
新增合约饱和收入 (亿元)	43.1	24.9	18.1	48.0%	35.1%	70.5%			
万科集团	7.1	3.5	3.6	-39.4%	-56.0%	-3.8%	16.4%	14.1%	19.6%
第三方	36.0	21.4	14.6	106.7%	104.4%	110.1%	83.6%	85.9%	80.4%
在管年饱和收入 (亿元)	287.7	193.7	94.0	33.1%	28.3%	44.3%			
万科集团	118.4	100.7	17.7	17.9%	15.7%	32.4%	41.1%	52.0%	18.8%
第三方	169.3	93.0	76.3	46.3%	45.5%	47.4%	58.9%	48.0%	81.2%
新增在管饱和收入 (亿元)	27.5	15.2	12.4	18.5%	10.1%	30.7%			
万科集团	7.4	4.5	2.9	-6.1%	-12.4%	5.6%	27.0%	29.8%	23.5%
第三方	20.1	10.6	9.5	31.2%	23.5%	41.0%	73.0%	70.2%	76.5%

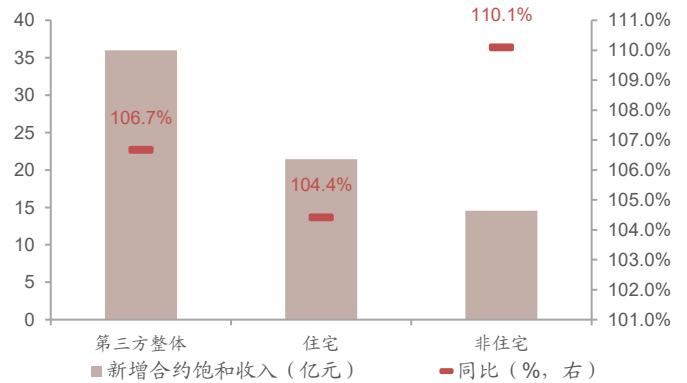
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图39: 万物云分业态合约年饱和和物管收入



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图40: 万物云分业态新增合约年饱和和物管收入



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）非业主增值：对母公司依赖度低于龙头平均

万物云提供三大类的非业主增值服务，从同行对比来看，万物云开展的非业主增值服务内容较为常规，与其他龙头物企相比类似，类别也并不多。

表19: 万物云非业主增值服务内容

	服务内容	收费
案场及样板房管理服务	访客接待、清洁、秩序维护和维修服务	固定费率，根据项目单价及建筑面积计算，按月或按季收取
交付前支持服务	建设阶段提供专业建议、咨询服务，交付前验收、清洁等	固定费率，每平方米 4 元
楼宇修缮服务	楼宇修缮、翻新、质量检查与评估、管理承包商与分包商等	方式一（主要方式）：实际成本*109% 方式二（次要方式）：固定单价*修缮建面

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表20: 龙头非业主增值服务内容比较

公司简称	案场	前介	开办	咨询	维修保养	新房/车位租售代理	其他
碧桂园服务	√	√	√	√	√	√	电梯维保
融创服务	√	√	√	√	√	√	
恒大物业	√	√	√	√	√	√	
新城悦服务	√	√	√	√	√	√	
雅生活服务	√	√	√	√	√	√	
保利物业	√	√	√	√	√		写字楼整租
旭辉永升服务	√	√	√	√	√		样板房装修
中海物业	√	√	√	√	√		工程服务
世茂服务	√	√	√	√	√		
金科服务	√	√	√	√	√		
绿城服务	√	√	√	√	√		
华润万象生活	√	√	√	√	√		
万物云	√	√	√	√	√		

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

从收入结构来看，案场服务是公司非业主增值服务的主要内容，收入占比达到60%左右。19年开始，公司开始提供房修服务，伴随着万科集团的大面积交付，房修服务的收入增长较快。交付前支持服务的收入占比较为稳定，基本在20%左右。

分来源来看，万科集团仍然是公司非业主增值服务收入的主要来源，21年收入占比达到86.0%。

公司19-20年非业主增值服务毛利/关联方销售金额比例基本稳定，但21年大幅提高至0.095%，主要是21年下半年以来房地产市场下行，但房地产开发商仍然在努力推进房屋销售，因此对于物业企业而言，非业主增值服务的下降较地产销售金额下降的速度要慢，最终体现为非业主增值服务毛利/关联方销售金额比例的提高，这一趋势与行业龙头的整体走势一致。从同业对比来看，万物云这一比例在龙图中处于中等水平。

从关联交易收入来看，19年以来公司关联交易收入占比呈现上升趋势，但仍然低于龙头平均，公司的关联交易收入占比在龙头中处于中游水平。

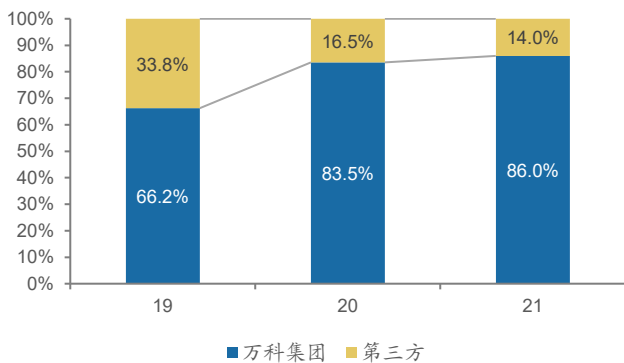
毛利率方面，楼宇修缮服务的毛利率较低（仅9%）而增速较快，叠加21年以来地产下行，公司非业主增值服务毛利率持续下滑，在同行中也属于较低水平。后续地产销售持续下行，毛利率或仍将有一定压力。

表21: 万物云非业主增值服务收入结构及毛利

	金额 (亿元)			同比 (%)		占比 (%)		
	2019	2020	2021	2020	2021	2019	2020	2021
非业主增值服务收入	16.9	23.6	30.7	39.6%	29.7%			
案场及样板房管理服务	12.7	14.3	18.1	13.1%	26.7%	74.7%	60.5%	59.1%
交付前支持服务	3.9	5.3	6.8	36.3%	28.0%	23.1%	22.6%	22.3%
楼宇修缮服务	0.4	4.0	5.7	983.6%	42.7%	2.2%	16.9%	18.6%
非业主增值服务毛利	4.8	5.3	6.0	11.2%	12.8%			
非业主增值服务毛利率 (%)	28.1%	22.4%	19.5%	-5.7%	-2.9%			

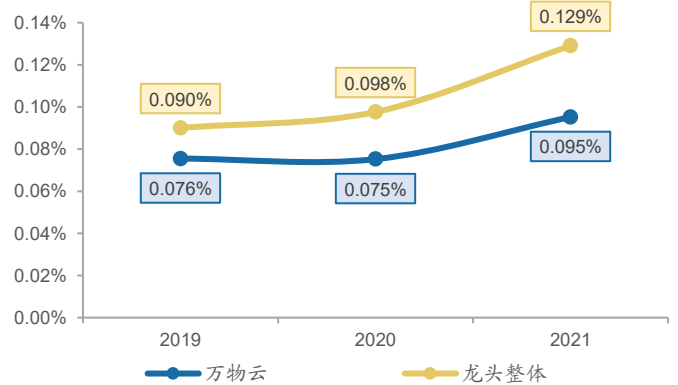
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图41: 万物云分来源非业主增值服务收入



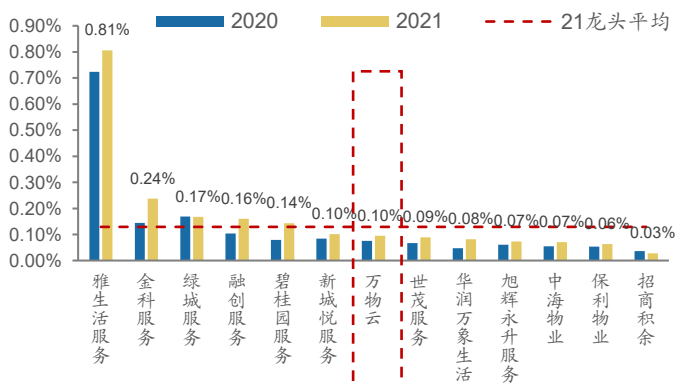
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图42: 万物云非业主增值毛利/地产销售金额



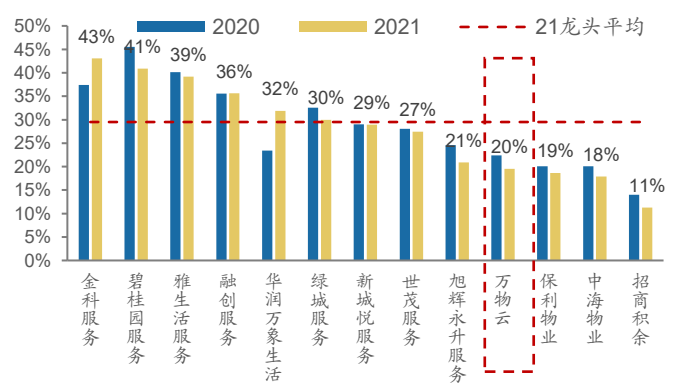
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图43: 龙头物企非业主增值毛利/地产销售金额



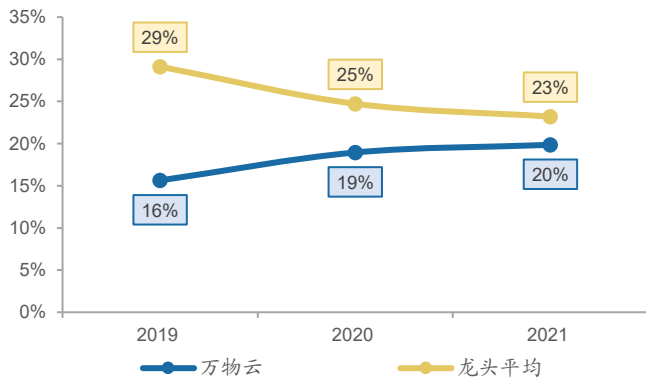
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图44: 龙头物企非业主增值毛利率



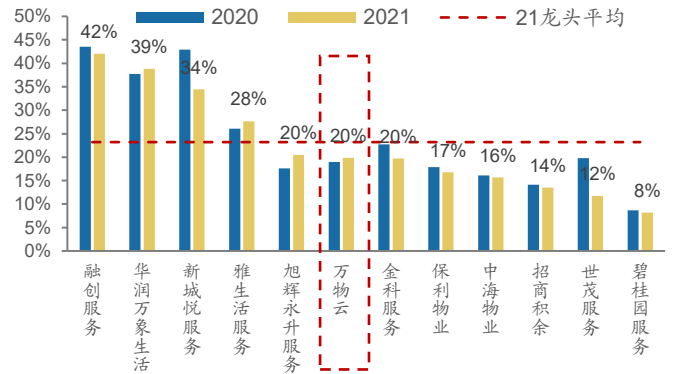
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图45: 万物云关联方交易收入占比



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图46: 龙头物企关联方交易收入占比比较



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

(四) 社区增值: 毛利贡献水平较低, 真实潜力较大

我们开篇提到万物云在社区增值服务的开展上较为审慎, 在经营理念上认为住宅物业的核心目标是帮助业主实现房产的保值, 因此在社区增值服务的开展上主要聚焦在房产价值有关的租售经纪、房屋装修与美居上。

从同行对比来看, 万物云在社区增值服务的品类上较少, 特别是近年来龙头物企发展迅猛的社区零售和家政服务, 万物云也基本没有收入。我们认为万物云在社区增值服务的开展上能做而暂未大幅主动做(并非做不到)的原因在于:

- (1) 容易做: 社区零售和家政服务的开展, 起步较为简单, 利用距离业主距离较近的优势, 物业公司可以简单地作为中间商开展业务, 抽取佣金;
- (2) 有经验: 万物云是业内最早开展社区增值服务的公司, 早在2012年, 万物云推出了“幸福社区计划”, 推出包括团购、家政、邮电、租售、代办、便民服务等的多维度社区增值服务。

表22: 万物云社区增值服务内容

		服务内容	收费
居住相关资产服务	房屋销售及租赁经纪服务	开发商新房销售经纪, 业主二手房租售经纪	开发商新房销售经纪佣金率: 房屋价值 1.1%-3.0% 业主二手房销售经纪佣金率: 房屋价值 1.5%-1.8% 业主二手房租赁经纪佣金率: 月租金 82.3%-95.7%
	房屋再装修及美居服务	房屋再装修及翻新: 卫生间、厨房、卧室、整个公寓的再装修与翻新	整个公寓: 1820-2840 元/平米 独立厨房/卫生间: 5316-15363 元/平米
		房屋美居及装修: 第三方美居及装修供应商中介	佣金率: 6%-12%
其他社区增值服务	车位销售服务	开发商车位尾盘代销	佣金制: 卖出价-买入价=收入
	其他服务	公共区域运营服务、机电设备维护服务和小区餐饮服务	

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表23: 龙头社区增值服务内容比较

	公区运营	拎包入住	二手租售经纪	新房/车位代销	社区零售	家政	媒体	托幼	旅行服务	团餐	其他服务
金科服务	√	√	√	√	√	√		√	√	√	
世茂服务	√	√	√	√	√	√					智慧社区解决方案, 养老
中海物业	√	√	√		√	√					
融创服务	√	√	√		√	√			√		
绿城服务	√	√	√	√	√	√		√			交通服务, 保健服务
新城悦服务	√	√	√	√	√	√				√	电梯维保
保利物业	√	√	√	√	√	√	√				
旭辉永升服务	√	√	√	√	√	√					房修
碧桂园服务	√	√	√		√	√	√				
恒大物业	√	√	√		√	√					
雅生活服务	√	√	√		√	√		√		√	非住宅增值服务
华润万象生活	√	√	√	√	√	√					
万物云	√	√	√	√						√	二手房翻修

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表24: 万物云社区增值服务收入结构及毛利

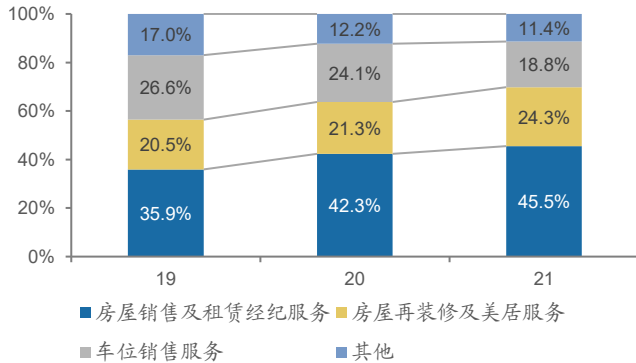
		金额(亿元)			同比(%)		占比(%)		
		2019	2020	2021	2020	2021	2019	2020	2021
社区增值服务收入		15.8	14.9	18.0	-5.3%	20.5%			
居住相关 资产服务	房屋销售及租赁经纪服务	5.7	6.3	8.2	11.6%	29.5%	35.9%	42.3%	45.5%
	房屋再装修及美居服务	3.2	3.2	4.4	-1.6%	37.3%	20.5%	21.3%	24.3%
其他社区 增值服务	车位销售服务	4.2	3.6	3.4	-14.1%	-6.0%	26.6%	24.1%	18.8%
	其他	2.7	1.8	2.0	-31.8%	12.0%	17.0%	12.2%	11.4%
社区增值服务毛利		7.3	6.2	8.2%	-14.8%	31.8%			
居住相关资产服务		2.9	3.0	3.8	2.6%	26.3%	40.3%	48.5%	46.5%
其他社区增值服务		4.4	3.2	4.4	-26.4%	37.0%	59.7%	51.5%	53.5%
社区增值服务毛利率(%)		46.2%	41.6%	45.5%	-4.6%	3.9%			
居住相关资产服务		33.0%	31.7%	30.3%	-1.3%	-1.4%			
其他社区增值服务		63.3%	59.0%	80.8%	-4.3%	21.8%			

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

从数据来看, 除去房屋租售经纪、房屋美居与装修、车位代销等业务, 包括公区租赁、停车位管理、社区广告等在内的各类其他业务收入占比仅11%, 规模仅2.0亿元, 处于较低的水平。而考虑整体社区增值服务, 可以看到, 21年公司的社区增值服务毛利仅8.2亿元, 龙头排名第4, 与公司在管面积排名第1的地位严重不符, 而公司在住宅社区的社区增值服务于毛利坪效仅1.41元/平米/年, 龙头排名倒数第2, 住宅社区创造利润的效率较低。

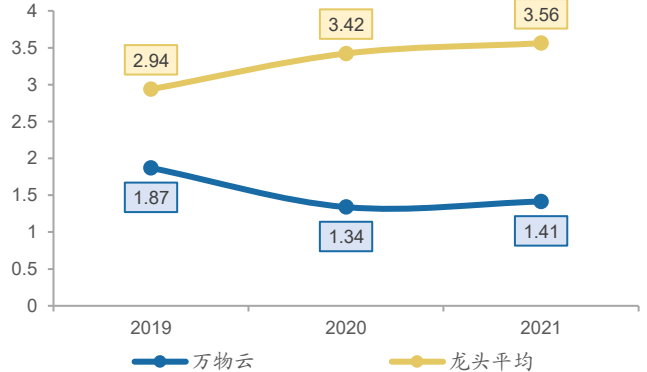
毛利率方面，万物云的社区增值服务毛利率在龙头中处于中上水平。

图47: 万物云社区增值服务收入结构



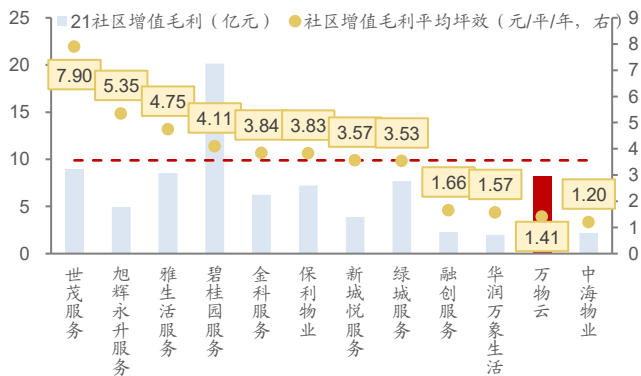
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图48: 万物云社区增值服务毛利坪效



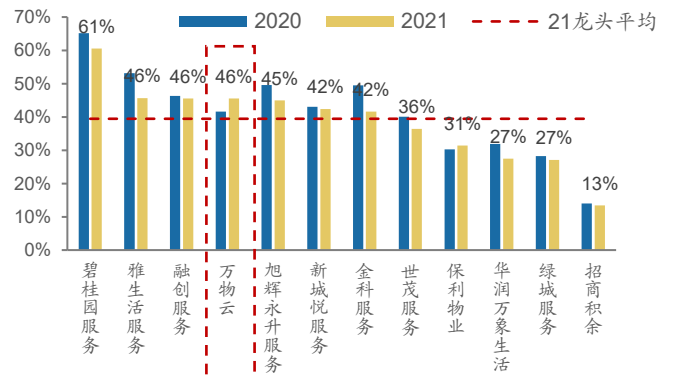
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图49: 龙头物企社区增值服务毛利及毛利坪效



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图50: 龙头物企社区增值毛利率



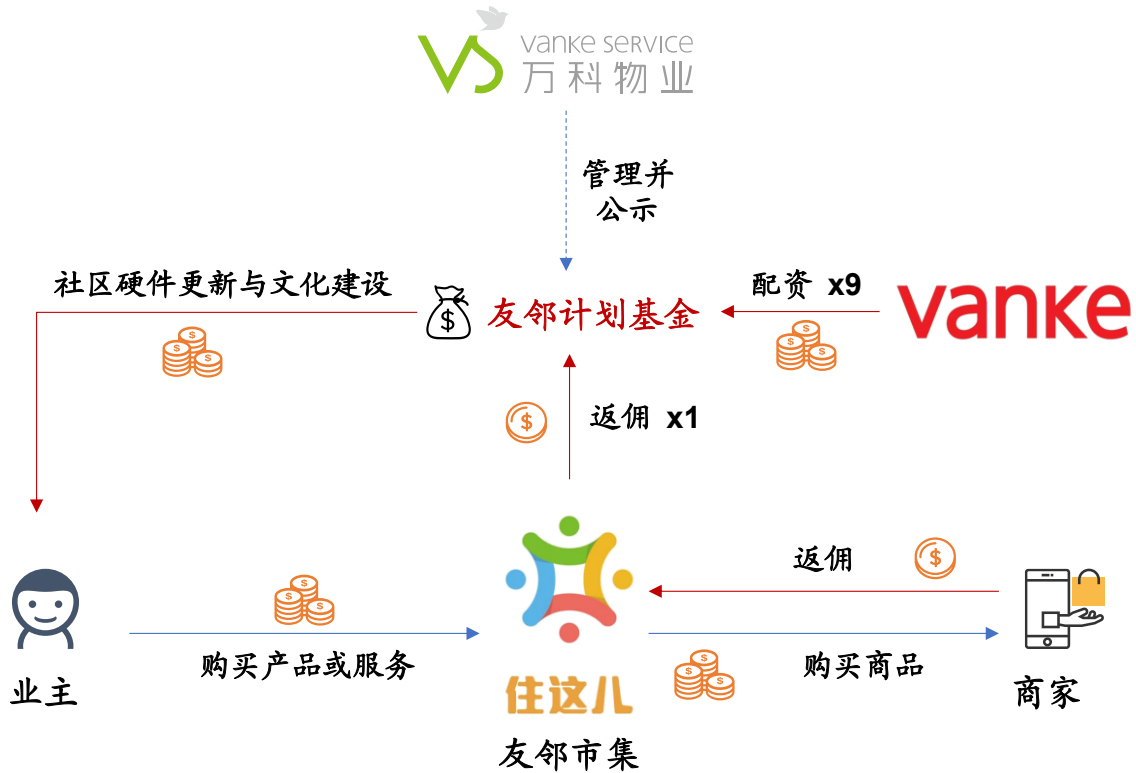
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

万物云在住宅社区中最为看重的,是为业主的房产保值所起到的作用,因此,公司在住宅社区中开展服务,都围绕这一主题展开,而对于其他不能促进这一主题的业务,都采取了较为审慎的态度。

事实上,万物云在住宅社区中开展了社区零售业务,但公司主动放弃了社区零售的收入和利润。2016年9月,万科物业上线“友邻计划”,公司将业主在公司APP“住这儿”的电商平台(友邻市集)上消费的商家佣金全部返还给业主,其表现形式是,公司发起“友邻计划”,业主在友邻市集上购买产品或服务,商家将向“友邻计划”捐赠一定比例款项,“友邻市集”承诺自身0利润,“友邻计划”会将捐赠的资金投入到业主所在小区的硬件更新及文化建设两大领域。2021年,万物云联合万科集团对友邻计划进行了升级,业主在友邻市集消费金额的返佣继续纳入资金池,而万科地产则按照9:1进行配捐,总金额不超上一年销售额千分之一(根据万科集团过去几年的销售金额,约为6-7亿元),首期行动3年。友邻计划的结果是,对于万物云的住宅业主而言,通过万物云的社区零售渠道消费,万物云不会获得报表层面的收入和利润,而万科集团还另外要支出9倍的消费利润,返还给业主的社区。而这样做的目的,是因为万物云认为,随着未来房屋楼龄的变长,社区的设施设备陈旧,不

利于业主的社区生活和房产保值，而在当前环境下，获取业主的新增资金进行焕新的难度较大，万物云希望通过这种方式获得增量资金，实现社区更新、业主居住环境改善、房产保值的正向循环。

图51: 万物云友邻计划图示



数据来源：招股说明书，公司官网，广发证券发展研究中心

而除了“友邻计划”之外，万物云在住宅小区中还开展了其他的活动，宗旨也是为了服务业主的居住环境改善和房产保值，而在这些活动中，万物云都不为了从业主中获得生活消费收入，甚至还要补贴资金。

表25: 万物云在住宅社区中主要行动

时间	活动
2016/09	发起“友邻计划”，业主在公司APP“住这儿”的电商平台（友邻市集）上消费的商家佣金全部返还给业主，“友邻市集”承诺自身0利润。
2020/01	“问题电梯”实施升级改造及更换工程
2021/01	全部在管住宅小区实施电梯广告收益透明化
2021/05	“友邻计划”升级，业主在友邻市集消费金额的返佣继续纳入资金池，而万科地产则按照9:1进行配捐，总金额不超上一年销售额千分之一，首期行动3年。
2022/01	设立电梯困人关怀金，出现电梯故障困人的，被困乘梯人可获颁每人200元关怀金，督促自身提升电梯安全性、运行稳定性等日常管理水平。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

我们将住宅社区增值服务做一个划分，第一部分是万物云核心在做的资产类业识别风险，发现价值

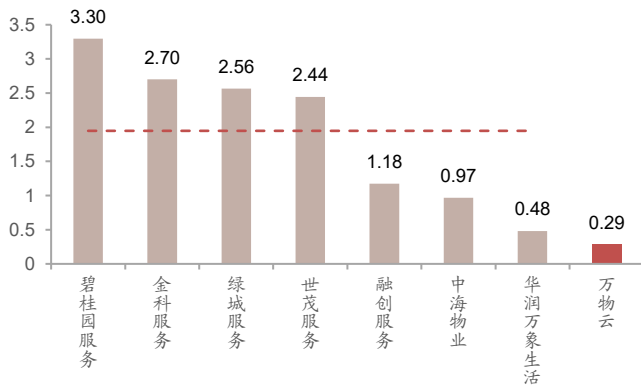
请务必阅读末页的免责声明

务（租售经纪、美居、车位销售），第二部分是万物云在做的传统公区经营业务，第三方部分是万物云基本没有贡献而其他物企在做的新兴业务（如社区零售、家政等）。资产类业务与关联地产公司有较强的关联或具有房地产周期属性，而其他业务则是物企自身在社区类可以开展的持续性业务。

从我们的计算结果来看，除万物云以外的龙头物企公区经营业务（上述第二部分业务：同行普遍开展且万物云也有开展的业务）毛利坪效平均为1.35元/平米²，而万物云为0.35元/平米；除万物云以外龙头物企的新兴业务（上述第三部分业务：同行普遍开展而万物云基本无贡献的业务）毛利坪效为0.60元/平米³，而万物云为0元/平米。

从上述对比来看，万物云在社区增值服务上有较大的潜力没有得到释放，一是公司有部分业务没有开展，二是对于非常传统且业务模式十分简单的公区经营业务，公司也仅仅是微利。

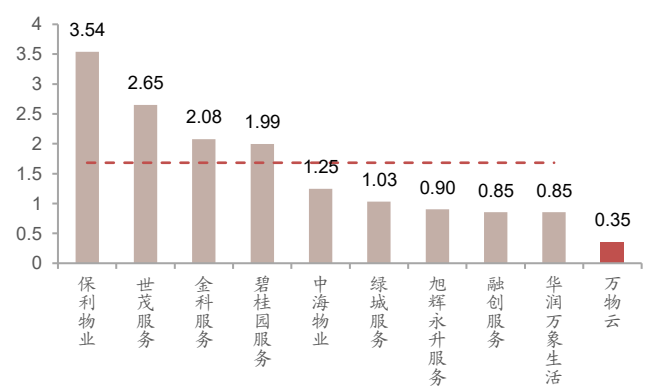
图52: 龙头物企非资产类社区增值毛利坪效 (元/平)



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

注：资产类业务=租售经纪+美居+车位销售

图53: 龙头物企公区经营收入坪效 (元/平)



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

我们这里对万物云的真实社区增值服务毛利贡献潜力做一个敏感性分析测算。如果公司其他收入（主要是公区经营）的毛利坪效能够提高到龙头公区收入坪效平均对应的水平（1.35元/平米），住宅社区预计为公司带来额外的6.2亿元毛利，25%所得税率下对应4.6亿元归母净利润；如果公司再开展并纳入新兴业务（家政、社区零售等）的贡献，则预计新增9.6亿元毛利，对应归母净利润7.2亿元。

简单来说，万物云只需加强公区的管理的和运营，提高到龙头的平均水平，就能增厚归母净利润4.6亿元，对应21年归母净利润的增速贡献为28%，具备较大的挖潜空间。

² 除万物云以外的龙头物企公区经营业务收入坪效平均为 1.68 元/平米，21 年万物云公区经营毛利率为 80.8%，这一部分业务较为传统，各家物企差别不大，按毛利率 80% 计算，对应毛利坪效为 1.35 元/平米。

³ 除万物云以外的龙头物企，非资产类业务的毛利坪效为 1.95 元/平米，扣减上述公区经营毛利坪效 1.35 元/平米，对应其他新兴业务的毛利坪效为 0.60 元/平米。

表26: 万物云社区增值服务毛利和归母净利润贡献潜力测算

	毛利坪效	新增毛利潜力	新增归母净利润潜力	归母净利润增速贡献
当前水平	0.29	0.0	0.0	0%
	0.50	1.2	0.9	6%
	1.00	4.1	3.1	19%
公区收入坪效平均	1.35	6.2	4.6	28%
非地产毛利坪效平均	1.95	9.6	7.2	43%
	2.50	12.8	9.6	58%
公区收入坪效最高	2.80	14.6	10.9	65%
	3.00	15.7	11.8	71%
非地产毛利坪效最高	3.30	17.5	13.1	79%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: (1) 资产类业务=租售经纪+美居+车位销售; (2) 毛利坪效单位: 元/平方米, 毛利潜力和归母净利润潜力单位: 亿元

(五) 科技服务: 亮点业务, 收入与毛利率齐升

公司的城市服务与科技服务内容有部分交叉, 我们将其进行有机组合, 重组分析。我们先探讨科技服务, 再回到城市服务。

万物云的科技服务分为2大板块, 分别是AIoT解决方案和BPaaS解决方案。

简单来说, AIoT解决方案提供的是以自动巡逻、远程门禁、视频监控、自动停车场管理、智能照明、环境监测等为主的智能设备销售、安装和运营服务, 客户是一切希望采购智能化物业设备和服务的对象, 包括房企、物业公司、企业、业委会等。

BPaaS解决方案则是在公司前期广泛提供AIoT解决方案的基础上, 借助于大量一线的智能传感器所积累的海量业务场景信息和数据, 以及公司为了提供智能设备运营服务的需要, 建立了统一的数据运营中心, 将全部的数据运营服务进行集成, 这也就是公司设立在武汉的远程数据运营中心。通过这一数据运营中心, 公司能够将积累多年的标准化服务流程和智能化服务方案持续更新迭代和对外输出服务, 并能减少一线员工的需求量, 例如用一线的智能设备进行云端巡检、设备维保、保安通行等, 代替人工; 对紧急事件提供云端调度服务, 在临时人手不足的地方调度周边员工, 减少人员的备用; 远程客服服务, 减少一线客服员工需求等。BPaaS解决方案的客户有2类, 一类是企业(子品牌“祥盈企服”的客户), 主要服务于企业客户非核心业务的外包, 如财务处理、人力资源运营、招聘等; 另一类是城市服务供应商, 主要是公司在城市服务中的合联营企业(因此在这一部分, 科技服务与城市服务存在联动), 公司收取城市服务供应商收入的2%作为数字化运营服务费。

表27: 万物云AIoT及BPaaS解决方案服务内容

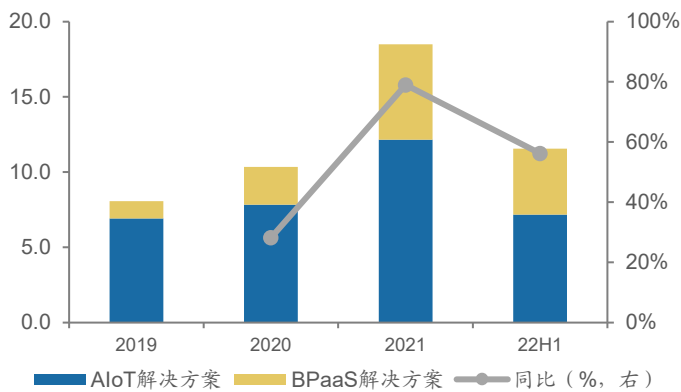
	服务内容	客户	收费
AIoT 解决方案	智能物业工程的规划设计、技术开发与集成、工程建设安装、运维服务等全流程服务, 包括智能社区、智慧楼宇、智慧产业园区、智慧城市、智慧工地等多场景下的智能软硬件解决方案	房地产开发商、企业、物业公司、业委会等	按服务协议与工程进度收费

BPaaS 解决方案	远程企业运营服务	企业客户非核心业务外包：财务处理、人力资源运营、招聘运营、信息技术咨询台服务等	企业：汽车制造商、物业公司、互联网公司、房地产开发商、酒店、物流公司等	根据客户所订阅服务的性质以及服务请求的数量收取，一般按月度或季度收费
	远程空间运营服务	智慧城市空间工作流程管理服务（监控、预警、调度等）、运营数据分析服务等	主要是提供万物云提供城市服务的合联营公司	数字化运营服务费：客户收入的2%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

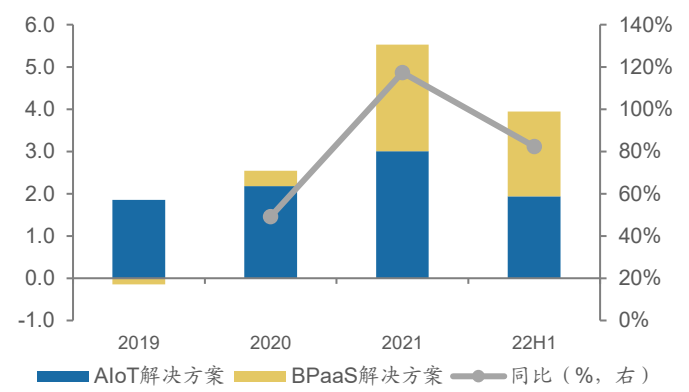
从收入和毛利情况来看，公司科技服务的收入和毛利增速较快，特别是从2021年开始进入爆发式增长。AIoT解决方案服务开展较早，模式较为成熟，目前仍然是收入的主要组成部分，2021年收入占比65.7%，毛利率也基本稳定，大约在25%左右；BPaaS解决方案在2019年仍处于开发阶段，当年的毛利率仍然为负数，2020年基本成熟后开始商业化运作，毛利率和收入都开始攀升，并在2021年进入爆发式增长，毛利率也进一步提升，2021年毛利率水平达到39.8%，由于收入的高速增长和毛利率的攀升，22H1 BPaaS解决方案在毛利贡献上已经小幅超过了AIoT解决方案。

图54：万物云科技服务收入（亿元）及同比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图55：万物云科技服务毛利（亿元）及同比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表28：万物云AIoT及BPaaS解决方案服务收入结构及毛利

	金额 (亿元)				同比 (%)			占比 (%)			
	2019	2020	2021	22H1	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1
科技服务收入	8.1	10.3	18.5	11.6	28.2%	79.0%	56.2%				
AIoT 解决方案	6.9	7.8	12.2	7.2	13.0%	55.4%	39.3%	85.9%	75.7%	65.7%	62.2%
BPaaS 解决方案	1.1	2.5	6.3	4.4	120.8%	152.6%	95.3%	14.1%	24.3%	34.3%	37.8%
科技服务毛利	1.7	2.5	5.5	3.9	49.2%	117.3%	82.4%				
AIoT 解决方案	1.9	2.2	3.0	1.9	17.8%	38.0%	53.0%	108.5%	85.6%	54.4%	49.0%
BPaaS 解决方案	-0.1	0.4	2.5	2.0		590.6%	123.7%	-8.5%	14.4%	45.6%	51.0%
科技服务毛利率 (%)	21.2%	24.6%	29.9%	34.2%	3.5%	5.3%	4.9%				
AIoT 解决方案	26.7%	27.8%	24.7%	26.9%	1.1%	-3.1%	2.4%				
BPaaS 解决方案	-12.7%	14.6%	39.8%	46.1%	27.3%	25.2%	5.8%				

数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

1.AIoT 解决方案：偏开发商属性流量业务，第三方拓展速度较快

由于AIoT解决方案有较强的智能化硬件设备销售和安装属性，因此我们认为其客户仍然以有建筑安装需求的新房开发商为主，这一部分收入在较大程度上具有非业主增值服务的属性。从收入来源来看，母公司万科集团也仍然是公司AIoT解决方案收入的主要来源，收入过去三年基本在70%左右。

不过，从新增项目数量来看，万科集团每年贡献的项目数量基本稳定，而第三方项目的新拓展数量则逐年提高，体现了公司科技服务的市场竞争力，因此近年来第三方AIoT解决方案的收入增速也快于万科集团的贡献。

后续来看，由于AIoT的收入来源具有较强的“流量属性”，需要不断地拓展新增项目和客户才能获得收入，在房地产市场下行的背景下，新房市场的拓展市场将受到一定影响，在万科集团谨慎拿地的情况下，公司这一部分收入的增长将更多取决于第三方项目的拓展。

图56: 万物云AIoT解决方案服务收入分来源结构

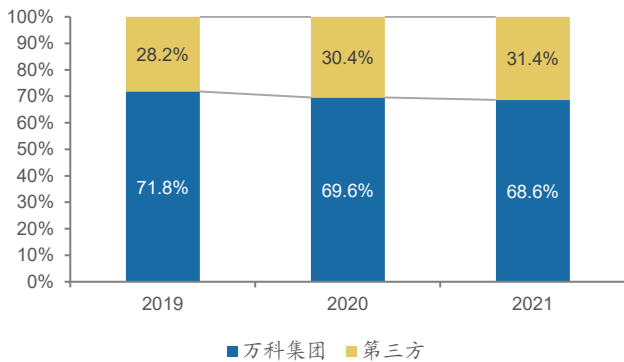
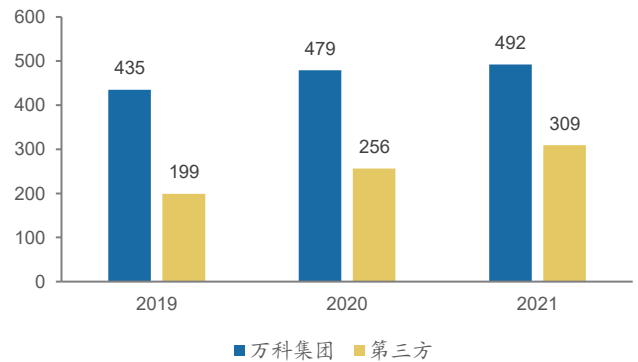


图57: 万物云AIoT解决方案服务新增项目(个)分来源



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表29: 万物云AIoT解决方案服务收入分来源及概览

	规模			同比 (%)		占比 (%)		
	2019	2020	2021	2020	2021	2019	2020	2021
AIoT 解决方案收入 (亿元)	6.9	7.8	12.2	13.0%	55.4%			
万科集团	5.0	5.4	8.3	9.5%	53.3%	71.8%	69.6%	68.6%
第三方	2.0	2.4	3.8	21.9%	60.2%	28.2%	30.4%	31.4%
履约中项目数量 (个)	1088	1440	1686	32.4%	17.1%			
单项目收入 (万元)	64	54	72	-14.6%	32.7%			
付费客户数量 (个)	718	894	1030	24.5%	15.2%			
单客户收入 (万元)	96	88	118	-9.2%	34.9%			
新项目数量 (个)	634	735	801	15.9%	9.0%			
万科集团	435	479	492	10.1%	2.7%	68.6%	65.2%	61.4%
第三方	199	256	309	28.6%	20.7%	31.4%	34.8%	38.6%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2.BPaaS 解决方案：存量粘性业务，仍在高速增长期

与AIoT解决方案服务相比，万物云的BPaaS解决方案服务的收入独立性更强，2021年第三方收入占比达到52.8%。

BPaaS解决方案服务分为2个部分，分别是远程企业运营服务和远程空间运营服务，公司在招股说明书中并未披露两大子项的收入明细，我们根据项目数量和单项目收入进行测算，从结果来看，远程企业运营服务是收入的主要组成部分2021年收入占比达到73.2%。

图58：万物云BPaaS解决方案服务收入分来源结构

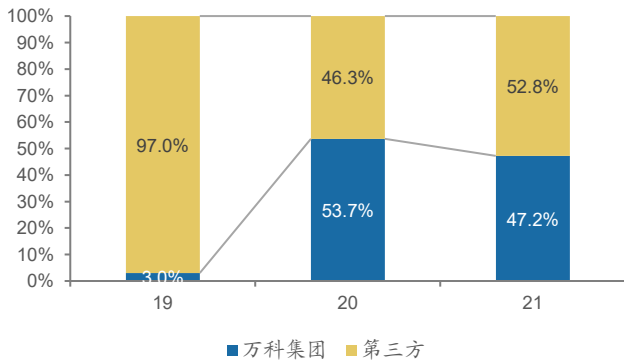
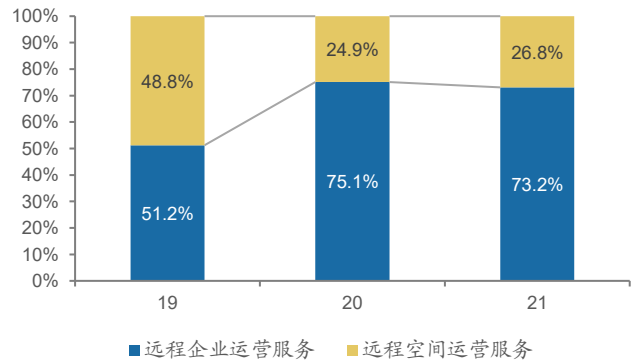


图59：万物云BPaaS解决方案服务收入分业务结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

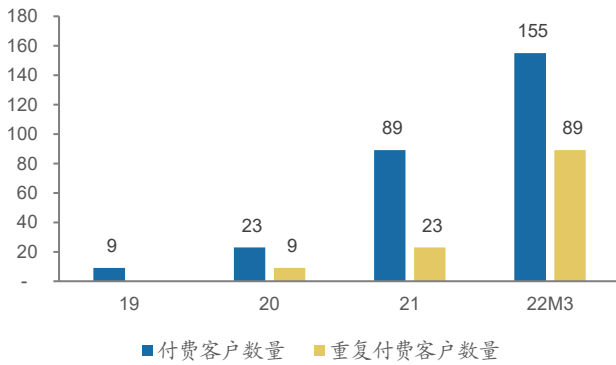
远程空间运营服务收入与城市服务密切相关，我们在城市服务的部分详细讨论，在这里先主要关注远程企业运营服务。

万物云远程企业运营服务的内容主要是企业非核心业务外包服务（报销等财务处理、蓝领工人招聘、人员考勤管理等），具有“软件”服务的属性，因此，在企业选择了外包之后，往往具有不可逆性，而对于“外包服务公司”（万物云）而言，则往往意味着客户具有较高的粘性。这在公司的经营数据中也有鲜明的体现，2019年至2022年3月，公司当期末重复付费的客户数量就等于上一期末付费客户数量，这就意味着公司在远程企业运营服务上，迄今为止没有客户流失，体现了极强的客户粘性和服务竞争力。

另外，公司远程企业运营服务也呈现了明显的单项目收入上涨趋势，大抵来说有两种原因：（1）公司的远程企业运营服务呈现了“菜单叠加”的趋势，项目不断增加新的服务内容；（2）公司企业拓展的客户质量提高，客户的员工人数更多/业务需求更大。无论是哪种原因，背后都意味着公司远程企业运营服务的市场竞争力的提高。

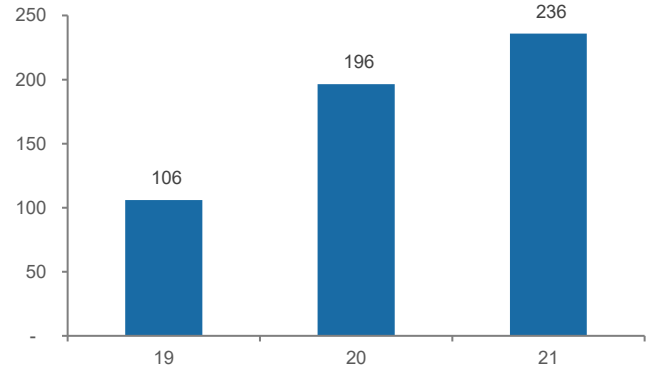
后续来看，由于远程企业运营服务具有极强的用户粘性，服务的“存量效应”显著，公司还存在菜单叠加/优质客户拓展的逻辑，具备广阔拓展和深度加深的持续发展空间，而截至22M3公司付费客户数量较21年底增长74.2%，预计22年仍将实现高速增长。该业务仍在成长期，后续随着客户的持续开拓，预计仍将有较快的增速。

图60: 万物云远程企业运营服务客户数量(家)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图61: 万物云远程企业运营服务单项目收入(万元)

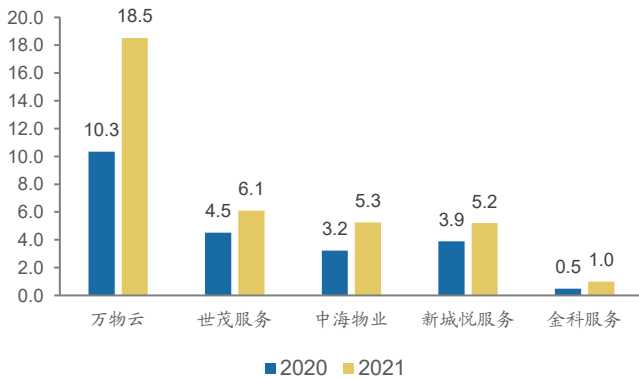


数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

3.科技服务综合: 科技服务龙头, 对外输出能力强大

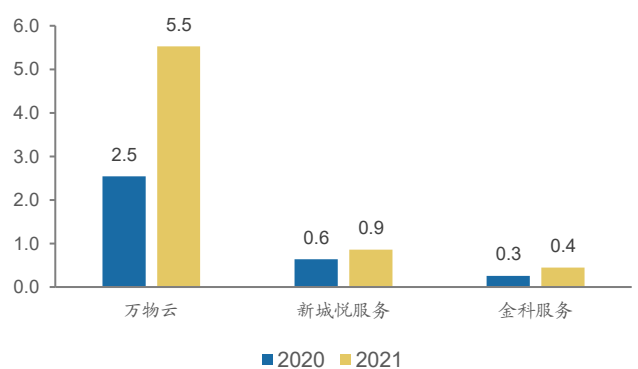
万物云并非市场上唯一一家提供科技服务输出的物业公司, 但大抵而言, 物业公司的科技服务基本都脱离不了智能化设备的硬件销售安装与运维服务。从披露科技服务明细的物业公司来看, 万物云在科技输出收入在占据绝对领先的地位。

图62: 龙头物企科技服务收入(亿元)对比



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图63: 龙头物企科技服务毛利(亿元)对比



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

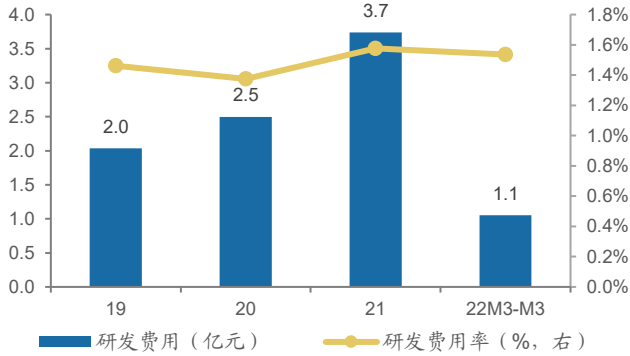
科技运用是物业公司目前普遍采用的手段, 主要内容是加强内部管理, 提高效率, 而部分较为领先的企业已经将成熟的科技建设进行对外输出, 成为了收入和利润的贡献来源。而要达到对外输出的条件, 需要进行较强的研发投入, 这基本是只属于龙头的游戏, 只有龙头企业有能力支出大体量的研发支出, 形成科技竞争优势, 并利用自身庞大的管理规模来摊平研发成本。

物企基本不披露研发支出, 从万物云的数据来看, 19-22M3公司累计研发费用9.3亿元, 公司19年以来的研发费用率基本在1.5%左右。与其他劳动密集型企业的比较来看, 公司的研发费用率也并不算高。公司在IPO募资用途中有25%将用于科技服务支出(约14.0亿港元), 后续公司也将持续巩固科技服务领域方面的优势。

科技服务是一个新市场, 内部科技体系建立基本成熟的龙头物企已经开始逐步

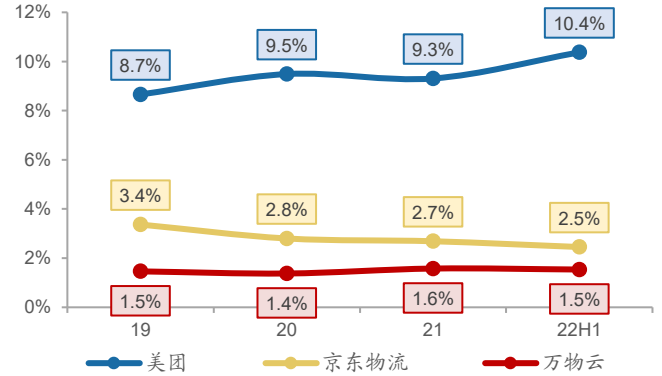
对外输出，科技从内部成本项转变为收入和利润项。万物云目前在科技服务领域具备较强的优势，且仍处在成长期，预计后续在科技服务上还将保持较快的增速。

图64: 万物云研发费用及研发费用率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图65: 劳动密集型企业研发费用率比较



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 万物云为 22M1-M3

(六) 城市服务: 潜在全口径收入规模较大, 结合科技复合输出

万物云开展城市服务有2种模式: 第一种模式是“全委模式”, 公司通过招投标获取政府的城市服务项目, 公司直接提供服务, 获得的收入进入公司的利润表; 第二种模式是“合作模式”, 公司与国资成立合资公司, 以合资公司的身份提供城市服务, 但公司在合资公司中一般是小股东, 因此合资公司提供服务的收入并不纳入万物云的利润表, 而是通过合联营投资收益的方式进入公司利润表, 此外, 我们前文也提到, 对于提供城市服务的合联营公司, 万物云会收取合联营公司收入的2%作为数字化运营服务费, 这一部分收入计入公司的利润表, 纳入BPaaS解决方案服务收入的远程空间运营服务收入中。

表30: 万物云城市空间整合服务内容

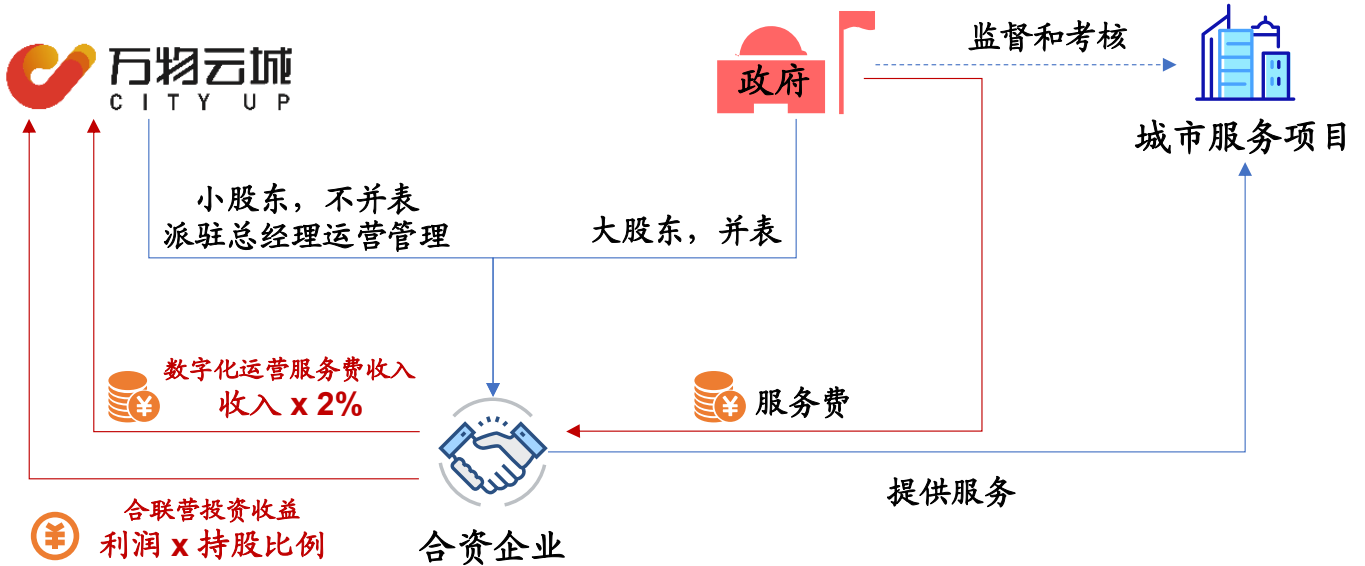
	业务内容	付费
全委模式	公司直接参与政府城市服务项目招投标获取	按月支付
合作模式	与政府指定国企成立合资公司, 国企控股, 公司派驻总经理, 通过合资公司提供服务	1. 合资公司作为万物云的合联营企业, 不并表, 不贡献收入, 而贡献合联营投资收益 2. 合资公司收入的 2% 作为万物云科技服务收入的数字化运营服务费

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

从这个角度来看, 公司财务报表中分部收入中的城市空间整合服务收入, 可以理解为全委模式的收入, 而合作模式的全口径收入, 公司并未披露。不过, 考虑到合作模式下, 合资公司的收入需要支付2%的数字化运营服务费, 在万物云的财务报表中体现为远程空间运营服务收入, 我们在科技服务收入中拆析了远程空间运营服务收入的体量(21年测算为1.7亿元), 据此, 我们可以用“远程空间运营服务收入÷

2%” 测算出合作模式下公司的收入（约为85.1亿元）。

图66: 万物云城市空间整合服务合作模式图示



数据来源: 招股说明书, 公司官网, 广发证券发展研究中心

从测算结果来看, 万物云在城市服务中的主要模式是合作模式, 超过95%的城市服务全口径收入都来源于合作模式, 财报中的全委模式的收入并不能反映公司在城市服务中的真正实力。

表31: 万物云城市空间整合服务收入及毛利

	规模			同比 (%)		占比 (%)		
	2019	2020	2021	2020	2021	2019	2020	2021
全口径收入 (亿元)	28.0	32.2	88.5	15.1%	174.4%			
全委模式	0.3	1.0	3.4	233.7%	233.0%	1.1%	3.2%	3.8%
合作模式	27.7	31.2	85.1	12.7%	172.5%	98.9%	96.8%	96.2%
全委模式毛利 (亿元)	0.0	0.1	0.6	408.5%	314.5%			
全委模式毛利率 (%)	9.2%	14.0%	17.4%	4.8%	3.4%			
城市服务项目数量 (个)	6	16	47	166.7%	193.8%			
平均单项目收入 (亿元)	8.0	2.9	2.8	-63.4%	-4.2%			

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

城市服务也是当前物业行业的崭新领域, 且随着政府放管服改革的持续推进, 在房地产市场下行的背景下, 成为了行业内一块新兴市场, 众多龙头物企也通过收购、合资合作等方式切入这一领域。我们收集了提供城市服务的龙头物企的情况, 从结果来看, 尽管万物云披露的全委模式的城市服务收入仅3.4亿元, 但考虑到委托模式的潜在贡献, 公司真实的城市服务体量或较为庞大。22H1公司全委模式城市服务收入2.7亿元, 同比增长118%, 保持高速增长态势。

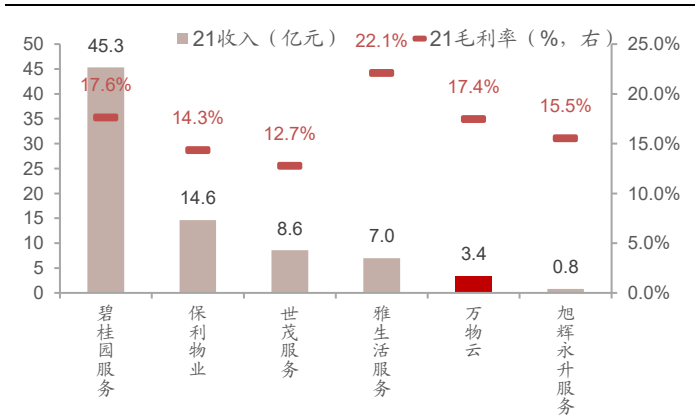
表32: 龙头物企城市服务内容比较及21年收入、毛利与毛利率

公司	服务内容	21 收入 (亿元)	21 毛利率 (%)	21 毛利 (亿元)
碧桂园服务	城市环卫, 老旧小区更新服务等	45.3	17.6%	8.0
万物云	市政基础设施科学管养, 以河流治理为代表的生态优化服务, 智慧社区平台的应用, 社区公共空间更新及运营服务	3.4	17.4%	2.3
保利物业	城镇景区管理、轨道交通、高校、城市环卫、全域化服务	14.6	14.3%	2.1
雅生活服务	城市环卫	7.0	22.1%	1.5
世茂服务	城市环卫	8.6	12.7%	1.1
旭辉永升服务	城市环卫	0.8	15.5%	0.1

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: (a) 21年毛利率中, 万物云为全委模式毛利率, 保利物业为基础物管业务毛利率; (b) 万物云城市服务毛利=全委模式毛利+远程空间运营服务收入

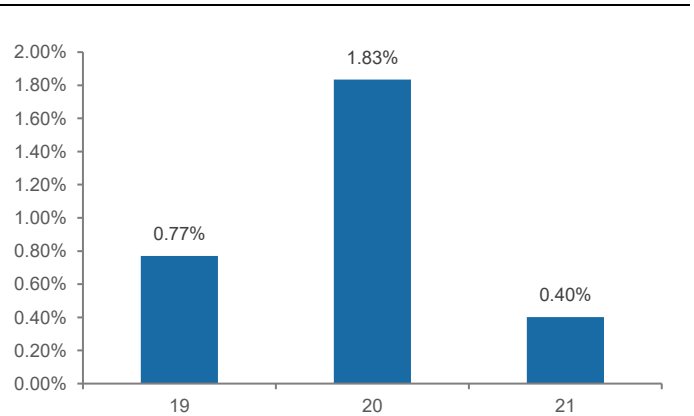
图67: 龙头物企城市服务收入及毛利率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 万物云为全委模式, 保利物业为基础物管业务毛利率

图68: 万物云合作模式城市服务归母净利率测算



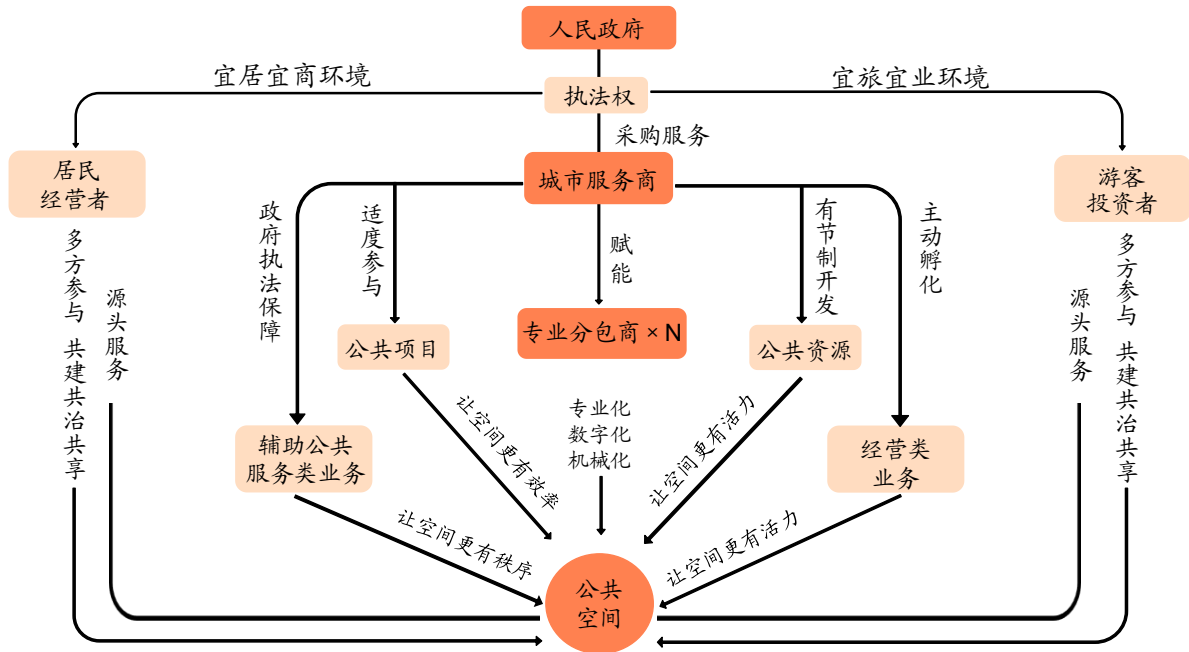
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

万物云主要通过合作模式来开展城市服务, 主要有如下一些优势:

- (1) 国资作为合资公司的大股东, 万物云不用太担心项目的回款安全性问题;
- (2) 即便存在城市服务的应收款增加的潜在问题, 由于合资公司不并表, 并不会体现在万物云的财务报表上, 通过轻资产模式, 万物云主要通过自身的城市服务能力为政府赋能, 获取稳定的科技服务收入和分红, 并获得潜在的拓展城市中的商写和住宅项目的机会;
- (3) 城市服务的利润率较低, 通过轻资产模式, 万物云能有效地保障报表层面的利润率水平。我们用公司合联营投资收益/(合作模式城市服务收入*98%)来作为公司合作模式城市服务收入的测算, 19-21年平均为1.0%, 且都未超过2%。一方面这是由于万物云通过数据服务费的方式抽取了合资公司归母净利润2个百分点的利润, 使得合资公司的归母净利率较低, 但即便是加回这2个百分点的利润, 测算的合资公司的归母净利率

水平也不会超过4%，这也体现了城市服务公共服务属性的微利的特点，而通过轻资产模式，万物云能较好地保障自身的利润和利润率。

图69: 万物云城开展城市服务的模式与理念



数据来源：公司招股书，公司官网，广发证券发展研究中心

万物云进入城市服务的理念在于破除政府城市管理的“多对多”模式。一个城市服务治理问题不是孤立的，各个环节和流程都可能导致问题的出现，但从传统的管理模式来看，由于“条块分割”、“划区管理”等原因，会导致各个不同的部门分割管理的现象，也极易产生边界不清晰、资源浪费等现象。万物云的切入是以类似“总包商”的身份出现，物业公司由政府签订一揽子协议，对涉及社会问题的全部相关流程全面接入，由“一个服务商”取代过去的“多个管理者”，这其中涉及的专业化的工作既可以自己开展也可以委托给其他专业分包商，政府也从传统的既当“运动员”又当“裁判员”的多头管理模式退出为一个专业的监管者，出现任何问题都可以找物业公司问责，并通过引进市场竞争机制来实现提效降费，实现整体社会效率的提高。

此外，万物云在这个过程中的另一个核心优势就在于其远程的科技运营服务能力，通过智慧化设备终端和远程数据运营中心，万物云在开展城市服务的过程中能有效减少一线员工的数量，降低成本，并同时提高城市服务的智慧化水平和响应速度，实现全方位的效率提高，这也是公司收取数字服务费的核心竞争力所在。

表33: 万物云主要城市服务项目公司情况概览

进入日期	省份/城市	项目公司	注册资本(万元)	持股比例
2018/9/20	珠海	珠海大横琴城市公共资源经营管理有限公司	6667	40%
2019/9/9	雄安	河北雄安城市资源经营管理有限公司	1000	40%
2019/12/11	广州	广州城市空间运营管理有限公司	1000	49%

2020/2/21	青岛	青岛万动城市资源经营管理有限公司	1000	40%
2020/3/9	厦门	厦门市思明城市资源经营管理有限公司	1000	40%
2020/3/9	成都	成都高投城市资源经营有限公司	1000	40%
2020/9/30	武汉	武汉市江汉城市资源经营管理有限公司	1000	40%
2020/12/30	江门	江门人才岛城市资源经营管理有限公司	1000	40%
2021/1/18	东莞	东莞水乡城市资源经营管理有限公司	500	45%
2021/2/1	扬州	扬州万新城市运营管理服务有限公司	1000	40%
2021/4/28	湖北	湖北联投城市资源经营管理有限公司	10000	50%
2021/5/26	北京	北京丰台智慧云城市资源经营管理有限公司	500	51%
2021/6/7	深圳	深圳市福保城市资源管理有限公司	500	40%
2021/6/29	佛山	佛山市禅城万联城市资源经营管理有限公司	500	40%
2021/7/21	中山	中山市翠亨城市资源经营管理有限公司	1000	40%
2021/7/21	龙港	龙港市城市资源经营管理有限公司	500	40%
2021/7/22	北京	北京丽泽智慧云城市资源经营管理有限公司	500	51%
2021/9/3	上海	上海西岸云港城市运营服务有限公司	1000	40%
2021/12/1	济南	济南港融城市资源经营管理有限公司	500	40%
2021/12/7	佛山	佛山市顺德区云智慧城市资源经营管理有限公司	500	40%
2021/12/22	合肥	合肥庐阳城市资源经营管理有限公司	500	40%
2021/12/28	佛山	佛山市南海万联城市资源经营管理有限公司	1000	40%
2021/12/30	台州	台州市心海万物城市运营服务有限公司	500	40%
2022/1/27	福州	福州市新晋城市资源经营管理有限公司	500	40%
2022/5/25	廊坊	廊坊临空城市资源经营管理有限公司	500	40%
2022/6/23	福州	福州市仓山区城市资源经营管理有限公司	500	40%
2022/6/28	深圳	深圳市罗湖万物城市运营有限公司	500	49%
2022/8/12	深圳	深圳市芦苇生态环境科技服务有限公司	500	51%
2022/8/25	成都	成都东万城市资源企业经营管理有限公司	1000	40%

数据来源：招股说明书，全国企业信息查询系统，广发证券发展研究中心

万物云、碧桂园服务、保利物业是城市服务领域的三大领头羊，在各自的细分领域都具有较为突出的优势。

从毛利对比来看，2021年碧桂园服务的城市服务毛利最多，达到8.0亿元，而万物云与保利物业的差距不大。

从布局来看，与同行相比，万物云布局城市的能级更高，基本都布局在一二线城市，碧桂园服务的布局主要在三线城市，而保利物业过往的布局主要不在城市而在乡镇，2021年开始向大本营广州为代表的二线城市渗透。

从单城市/单项目体量来看，万物云通过和政府合资合作，撬动的一般为一二线城市的大项目，公司布局的城市数量和获取的项目数量都相对较少，而在单城市毛利/单项目毛利上则分别高于碧桂园服务和保利物业。

表34: 万物云、碧桂园服务、保利物业开展城市服务对比

	万物云	碧桂园服务	保利物业
2021 毛利 (亿元)	2.3	8.0	2.1
2021 年底布局城市数量 (个)	22	150	-
2021 年底项目数量 (个)	47	-	541
2021 平均单城市毛利 (万元)	1,529	684	-
2021 平均单项目毛利 (万元)	728	-	45
主要布局区域	一二线城市新区	三四线城市	从乡镇向一二线城市渗透
合作方式	总对总, 全域覆盖	总对总+项目制	项目制开始聚少成多, 逐步全域覆盖
合作模式	国资合资 (小股东)	国资合资 (大股东)	招投标
理念	专业服务+智慧平台+行政力量	全场景数字化城市经营	城镇公共服务管理+公共物业服务
愿景	现代智慧城市治理	城市共生, 经营城市	乡镇社会治理, 乡村振兴
核心	科技运用	资源整合导入	服务下沉, 定制化个性套餐

数据来源: 各公司年报, 各公司官网, 广发证券发展研究中心

注: 万物云城市服务毛利=全委模式毛利+远程空间运营服务收入

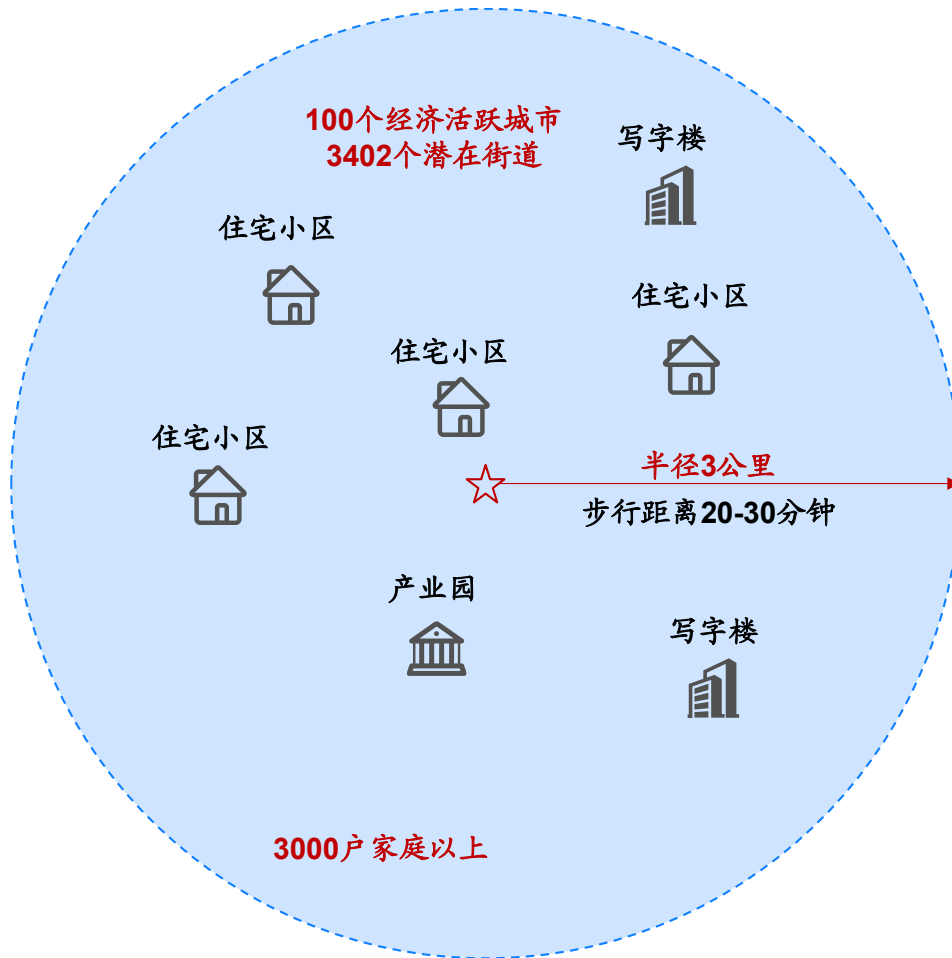
四、蝶城战略: 模式具备可行性, 行业共赢的探索

蝶城战略是万物云未来发展的核心战略,也是公司上市IPO募资用途的主要使用方向,蝶城战略将充分利用公司此前在住宅、商写、城市服务领域内积累的丰富服务经验以及强大的科技服务能力,以加深区域密度为核心,构筑新的物业商业模式。

万物云的蝶城需要符合3个维度:

- (1) **区位维度:** 公司锁定了100个经济活跃城市,根据人口、经济等多维度指标,筛选出了
- (2) **空间维度:** 以公司服务的项目为中心,半径三公里,这是公司员工步行20-30分钟的可达距离;
- (3) **密度维度:** 区域内覆盖家庭数量在3000户以上。

图70: 万物云蝶城模型图示



数据来源: 公司招股书, 公司官网, 广发证券发展研究中心

根据覆盖的家庭户数的不同, 公司将蝶城分为3类:

第一类是覆盖家庭户数刚刚达到3000户的目标蝶城, 这类蝶城开始进入公司的关注范围, 而对于这类蝶城, 公司的核心策略是加速密度提升, 通过外拓、收购等方式, 迅速将目标蝶城的覆盖户数提高到6000户以上, 在这个过程中, 公司还可以充分发挥自身在商写、城市服务领域内的优势和经验, 拓展非住宅项目以提高密度。

第二类是覆盖家庭户数达到6000户的主攻蝶城, 公司对于这类蝶城的核心目标是进行服务流程改造和集约化。第一步是铺设大量的基础设施, 主要包括各类智能化终端, 实现数字化改造。第二步是人员集约化, 由于已经有了较为丰富的数字化基础设施, 且能联通公司的远程运营服务中心进行任务调度, 公司可以开始节约大量的人力成本, 包括设备巡检、保安、保洁等, 一方面公司可以用智能化设备替代人工, 一方面公司可以通过在区域内人员调度减少单项目员工数量, 另一方面公司可以通过使用机器, 在区域范围内任用机器+人的方式提高人效。

第三类是覆盖家庭户数达到10000户的标准蝶城, 在人员密度上已经达到了公司的目标, 公司在这个阶段开始引入房屋翻修与美居等资产服务, 通过增值服务进一步提高区域内的收入和利润率水平。

表35: 万物云蝶城分类

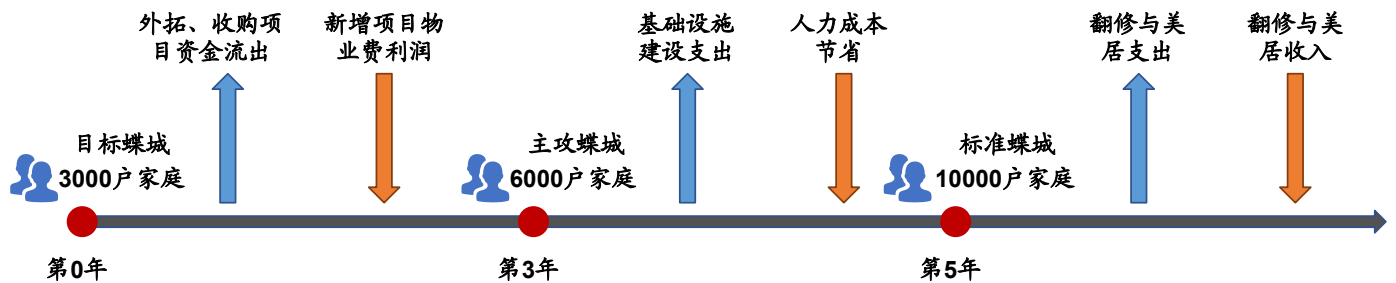
	户数标准 (户)	蝶城数量(个)			核心策略
		2018/12/31	2022/3/1	2022/9/11	
目标蝶城	3000	144	219	208	通过外拓、收购等方式, 迅速将覆盖户数提高到 6000 户以上
主攻蝶城	6000	75	119	175	1.铺设数字化基础设施、公共设施、设备与任务调度平台 2.打通物业服务供应链(四保人员、物业材料、机械等), 提高人效
标准蝶城	10000	82	121	148	引入房屋翻修与美居等资产服务
合计		301	459	531	

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

根据公司招股书的表述, 我们假设从目标蝶城进化为标准蝶城大约需要5年时间, 前3年建设为主攻蝶城, 后2年建设为标准蝶城, 我们探讨这个过程中的资金需求。

从蝶城收支模型的基础图示中我们基本可以判断, 在建设成标准蝶城之前, 公司的蝶城模型基本处于现金净流出的状态, 第一阶段的带资入场和收并购增加密度, 其花费将远超每年累计的新增项目利润; 第二阶段的大规模基础设施建设支出, 也将远超短期内人力成本的节省; 而直到第三阶段提供社区增值服务后, 公司将进入收入和利润兑现环节。

图71: 万物云蝶城收支模型



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

从这个简化过程中我们可以看到, 密度确实是蝶城模型中的关键变量: 在前期的支出中, 基础设施建设支出体量较大, 而要最大化地利用智慧化设备, 都需要足够的体量, 无论是机器的使用还是人员的跨项目调度等, 都需要有足够的项目数量、管理面积、员工人数才可以实现, 单一项目、少量员工是难以充分发挥智慧化设备的价值的; 在后期的翻修与美居服务中, 存量房屋的再装修事实上是一个非常困难的服务场景, 相比于新房的集中交付和业主都具有明确的装修需求, 二手房的再装修需求虽然存在, 但十分分散, 如果没有足够的基数实现稳定的需求释放, 难以支撑公司在区域内保留再装修的门店与团队。

公司在招股书中披露了上半年在深圳坂田街道建设标准蝶城和总计6个蝶城试点项目的部分数据, 根据这些数据, 我们做一些合理假设, 对公司的整体蝶城模型

做一个量化的数据模型进行探讨。我们做出如下假设：

- (1) 户均面积100平米，平均物业费按21年住宅平均物业费1.64元/平米/月（公司在项目拓展的过程中，可以在街道内拓展商写、产业园等项目，且根据公司历史情况来看，非住宅项目的物业费和毛利率都较住宅项目高，但我们这里做保守假设，只考虑住宅项目）；
- (2) 单项目对应2000户家庭，对应管理面积20万平米（深圳坂田街道公司11个住宅项目对应22727户家庭2066户，公司21年底平均单住宅项目面积为23.4万平米，基本相符）；
- (3) 公司在目标蝶城中的项目基础物管税前利润率为0%，且第一阶段通过外拓或收购取得的项目利润率也为0%（坂田项目初始是一个亏损项目）；
- (4) 经过第二阶段的数字化改造后，公司项目整体税前利润率提升至12%（22H1公司6个蝶城试点住宅毛利率平均提升12pct）；
- (5) 公司第一阶段“带资入场”外拓或收购的成本为单项目400万元（单项目一年的物业费收入为394万元）；
- (6) 公司第二阶段数字化改造的成本为单项目200万元（坂田街道11个住宅项目和7个非住宅项目，投资支出为1900万元，只考虑住宅为单项目173万元，若考虑非住宅单项目会更低，我们采用保守估计）；
- (7) 翻修与美居服务的客单价为4万元，毛利率为30%（21年公司居住相关资产服务毛利率30.3%）；
- (8) 房屋翻修与美居服务的最终渗透率达到15%，每年释放3%（根据坂田项目22H1的数据计算，年化渗透率约为2.8%）；
- (9) 项目拓展为匀速拓展，在达到标准蝶城（户数10000户）后，仍按照每年2000户的速度拓展（第3年6000户到第5年10000户也为每年2000户）；
- (10) 所得税率为25%，无少数股东损益。

表36: 万物云蝶城量化模型

时间	支出事件	户数	项目数量	支出	物管收入	物管利润率	物管利润	装修收入	装修毛利率	装修利润	税后利润	合计收支	累计现金流	NPV
1	收购 0.5 个项目	4000	2	200	787	0%						-200	-200	-200
2	收购 0.5 个项目	5000	2.5	200	984	0%						-200	-400	-390
3	收购 0.5 个项目	6000	3	200	1181	0%						-200	-600	-572
4	数字化改造	8000	4	800	1574	12%	189				142	-658	-1258	-1141
5	新项目数字化改造	10000	5	200	1968	12%	236	1200	30%	360	447	247	-1011	-937
6	新项目数字化改造	12000	6	200	2362	12%	283	1200	30%	360	483	283	-729	-716
7	新项目数字化改造	14000	7	200	2755	12%	331	1200	30%	360	518	318	-411	-479
8	新项目数字化改造	16000	8	200	3149	12%	378	1200	30%	360	553	353	-57	-227
9	新项目数字化改造	18000	9	200	3542	12%	425	1200	30%	360	589	389	332	36

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

注：金额单位均为万元

从我们的模型来看，不考虑资金成本，蝶城模型现金流直到第9年转正；若考虑资金成本，假设折现率为5%（公司wacc为1.5%），也需要第9年转正。在较为保守的情况下，蝶城模型也能够跑通，具备可行性。

关于这个模型，我们做进一步的量化解释：

- (1) 在目标蝶城转化为主攻蝶城（3000户增长到6000户）的过程中，公司的支出有2部分，一是增长过程中的“带资入场”/收购成本，二是达到6000户之后的统一数字化改造成本。在这个转化过程中，2000户的成本（对应1个项目）为600万元（400万元“带资入场”/收购成本+200万元数字化改造成本），对应的利润为0（项目不盈利）；如果数字化改造后项目毛利率提高到12%，则对应年税后利润为35万元，PE为17x，估值较高。
- (2) 在主攻蝶城转化为标准蝶城（6000户增长到10000户）的过程中，公司的支出主要是新拓展项目的数字化改造成本，而新拓展的项目在改造之后可以按12%的利润率提供利润。在这个转化过程中，2000户的成本为200万元，税后利润为35万元，对应的PE为6x，估值具有吸引力。
- (3) 在标准蝶城之后（10000户持续增长），公司的支出仅为数字化改造成本，而收益除了前述的物管利润之外，还有公司开展装修业务的利润，每2000户对应的成本为200万元，税后利润为89万元（物管利润35万元+年化装修利润54万元），对应PE为2x，估值具有较大的吸引力。

从上述分析中我们可以看到，蝶城模型是一个“先付出后享受”的商业模式，前期“带资入场”/收购成本和数字化改造成本很高，后期密度加深后，达到引入装修业务获得额外利润贡献，是打平前期支出的关键。从这个角度来说，蝶城模型业务模式考察的关键有2点：

- (1) 在达到主攻蝶城之后，公司是否具备不依靠“带资入场”/收购而实现自然拓展的能力（每年拓展1个项目/2000户）；
- (2) 在达到标准蝶城之后，公司是否能实现装修业务的开展和渗透率的提高（能达到15%的渗透率）。

从商业模式的探索来看，公司优先在目前密度已经超过10000户的街道进行数字化改造和装修业务的探索，能规避第一个考察点的不确定性，是较为合理的探索路径。

对于上述蝶城战略量化模型，我们还有3个次要结论：

- (1) 蝶城模型是一个前期消耗现金流的商业模式，需要准备资金以供前期支出，特别是对于需要进行数字化改造的蝶城，是整个项目过程中单年现金支出最多的一年。公司计划2022、2023、2024年及以后分别建设不少于15、25、300个标准蝶城，若每个标准蝶城按10000户家庭的最小体量计算，数字化改造的支出将分别为1.5亿、2.5亿、30亿元，对现金的需求量较大。从公司的IPO募资用途来看，公司的募集资金也有较大的比例用于智能化设备改造，后续公司也或将使用自有资金。
- (2) 第9年，标准蝶城不考虑数字数字化改造支出的归母净利率为12.4%，考虑数字化支出后为8.2%。如果公司要进一步提高利润率水平，有如下几个方法，如果这些方法能够实现，公司现金流回正速度会加快，利润率

也会提高：数字化改造的规模效应显现，物管毛利率持续提高；以数字化改造的效果引导业主提高物业费，实现物管毛利率的提高；在同区域内拓展高毛利率的非住宅项目；引入更多增值服务业务。

- (3) 从利润表层面来看，如果将数字化改造算作资本开支（资产化而非费用化），那么数字化改造当年，公司就实现了利润转正；若直接费用化，那么数字化改造次年，公司实现了利润转正；但从实质的现金流角度，累计现金流利润转正的时间要延后。

总结而言，蝶城战略是万物云对于密度加深的一次极限探索，公司建立以街道为颗粒度单位的发展模式，充分发挥公司在住宅、商写、城市服务等多业态的优秀服务能力，科技化实力，资产服务能力，以推动公司、业主、社区的共赢。从我们的分析和模型结果来看，蝶城战略具有可行性，能够实现项目利润率的改善，业主生活便利度和满意度的提高，社区的更新，业主房产的保值增值，是一次非常有意义的探索。蝶城战略的成功，也将对公司和行业的发展产生重要影响，推动物业公司盈利和业主房产保值增值的共赢发展，但值得一提的是，蝶城战略的流程较长，累计现金流回正有一定的周期，对于公司在过程中的把控能力要求较高，因此也具备一定的不确定性。

表37：万物云IPO募资金用途

大类	比例	金额（亿港元）	用途
蝶城战略 密度加深	9%	5.0	提高独立第三方住宅项目拓展竞争力，支付智能软硬件产品成本
	6%	3.4	提高独立第三方住宅项目拓展竞争力，改善居住环境并进行设施及公共区域翻新等
	5%	2.8	收购选定街道的物业公司以增加项目密度
	5%	2.8	拓展城市服务
	10%	5.6	房屋装修及美居服务业务的仓库、服务培训及展示中心、清洁设备等基础设施投资
其他	25%	14.0	AIoT 及 BPaaS 解决方案的开发
	20%	11.2	收购生态链系统中的增值服务商或上下游供应链服务商
	10%	5.6	吸纳及培养人才
	10%	5.6	一般业务用途及营运资金
总计	100%	56.0	

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

五、盈利预测及估值

整体来看，公司是物业行业的综合性龙头，在住宅物业、商写物业、城市服务、科技服务输出等领域均在行业中占据领先地位，公司社区增值服务目前毛利贡献较低，但实质具备较大的利润贡献空间。公司的蝶城战略是一次行业共赢的探索，也是对密度加深战略的坚定执行，我们认为蝶城战略具备可行性，后续若能有效落地，将形成公司增值的另一条曲线。

我们预计2022/2023年公司营收分别为306.7/353.9亿元，分别同比增长29.4%/15.4%。物业管理收入由于21年下半年伯恩物业和阳光智博的收购在22年全

年并表，预计在22年收入有较快的增长，23年如果没有收并购，在内生增长的基础上，增速或将放缓；基础物管毛利率由于收并购摊销的原因在22年有所下降，23年开始收并购摊销的负面冲击开始消除，随着公司逐步加大科技化投入，毛利率或将改善。非业主增值服务在房地产下行的背景下，收入增速和毛利率都将承压。社区增值服务随着公司蝶城战略的收入，后续仍有成长的空间，毛利率也将基本稳定，主要受内部结构变化的影响，如果公司强化公区经营或其他类型社区增值服务的开发力度，社区增值服务的收入和毛利率还有进一步提高的空间。城市服务和科技服务仍将是公司增速最快的业务，且随着业务的逐步成熟和爬坡，科技服务的毛利率由于BPaaS业务的占比提高，毛利率或将继续提升。

我们预计公司2022/2023年归母净利润分别为20.0/26.1亿元，分别同比+20.0%/30.3%，扣除无形资产摊销后的核心归母净利润规模分别为24.1/30.2亿元，分别同比+33.3%/25.2%。公司是均衡性行业龙头，在各个业务条线上均有突出的表现，后续也具备业务上的多重挖潜空间；母公司万科集团具有国企背景，是地产行业的常青树，且经营长期保持稳健，在房地产下行和民企信用风险迭出的情况下，具备为公司保驾护航的能力，地产行业的变革或进一步改善以万物云为代表的央国企龙头的竞争格局，后续行业稳定后板块估值也具备修复的空间。考虑公司业绩增速，我们给予公司2022年核心归母净利润30xPE估值，对应合理价值68.53港元/股，对应公司总合理价值为800亿港元，给予“买入”评级。

表38: 万物云盈利预测

	19	20	21	22E	23E	24E
营业收入(亿元)	139.3	181.5	237.0	306.7	353.9	419.3
物业管理服务	98.2	131.5	166.5	216.8	255.6	299.4
非业主增值服务	16.9	23.6	30.7	35.1	33.2	34.4
社区增值服务	15.8	14.9	18.0	22.2	24.9	34.6
城市服务	0.3	1.0	3.4	5.8	8.1	10.4
科技服务	8.1	10.3	18.5	26.8	32.1	40.7
营业收入同比(%)		30.3%	30.6%	29.4%	15.4%	18.5%
整体毛利率(%)	17.7%	18.5%	17.0%	16.8%	17.6%	19.2%
物业管理服务	11.1%	14.8%	12.0%	11.3%	12.5%	13.6%
非业主增值服务	28.1%	22.4%	19.5%	19.4%	18.8%	18.5%
社区增值服务	46.2%	41.6%	45.5%	45.6%	44.9%	45.5%
城市服务	9.2%	14.0%	17.4%	11.0%	13.0%	15.0%
科技服务	21.2%	24.6%	29.9%	35.1%	37.5%	40.3%
毛利(亿元)	24.7	33.6	40.2	51.5	62.4	80.6
物业管理服务	10.9	19.4	19.9	24.5	31.8	40.6
非业主增值服务	4.8	5.3	6.0	6.8	6.3	6.4
社区增值服务	7.3	6.2	8.2	10.1	11.2	15.7
城市服务	0.0	0.1	0.6	0.6	1.0	1.6
科技服务	1.7	2.5	5.5	9.4	12.0	16.4
销售费用(亿元)	1.3	1.7	2.6	4.3	5.0	5.9
销售费用率(%)	0.92%	0.92%	1.08%	1.4%	1.4%	1.4%

管理费用(亿元)	10.8	13.6	17.9	22.7	26.2	31.0
管理费用率(%)	7.74%	7.51%	7.56%	7.4%	7.4%	7.4%
利润总额	14.5	21.1	23.2	27.5	35.9	49.5
同比(%)		45.0%	10.0%	18.6%	30.3%	38.1%
所得税(亿元)	4.1	5.9	6.1	6.9	9.0	12.4
所得税率(%)	28.5%	28.0%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(亿元)	10.4	15.2	17.1	20.6	26.9	37.1
同比(%)		46.0%	12.9%	20.4%	30.3%	38.1%
净利润率(%)	7.5%	8.4%	7.2%	6.7%	7.6%	8.9%
少数股东损益(亿元)	0.2	0.5	0.5	0.6	0.8	1.1
少数股东损益占比(%)	2.0%	3.6%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
归母净利润(亿元)	10.2	14.6	16.7	20.0	26.1	36.0
同比(%)		43.5%	13.9%	20.0%	30.3%	38.1%
归母净利率(%)	7.3%	8.1%	7.0%	6.5%	7.4%	8.6%
核心归母净利润(亿元)	11.0	15.2	18.1	24.1	30.2	40.2
同比(%)		38.4%	18.9%	33.3%	25.2%	32.9%
核心归母净利率(%)	7.9%	8.4%	7.6%	7.9%	8.5%	9.6%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表39：可比公司估值

公司简称	2022PE	2023PE	2022PEG	2023PEG
华润万象生活	28	21	1.0	0.7
招商积余	22	17	0.6	0.6
万物云	22	17	1.1	0.5
保利物业	18	15	0.7	0.5
中海物业	18	14	0.4	0.5
龙头平均	22	17	0.7	0.6

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：（1）数据截至2022年10月11日；（2）华润万象生活、中海物业为一致预期

六、风险提示

全国房地产销售持续下行的风险：房地产行业政策调控力度进一步加大，去化下行速度及库存抬升速度快于预期，使得房地产销售持续下行，从而影响新房的交付，从而影响公司在管面积的增长；

外拓不及预期的风险：外拓具有不确定性，具有一定的风险；

增值服务不及预期的风险：社区增值服务的开展具有不确定性，具有一定的风险；

市场竞争加剧的风险：物业上市企业增多，市场竞争加剧，可能会影响公司的利润率和业务进展。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12,208	13,708	24,324	29,003	35,395
货币资金	5,398	6,431	16,864	20,426	25,300
应收及预付	4,516	6,212	7,075	8,138	9,585
存货	327	261	381	435	506
其他流动资产	1,967	805	4	4	4
非流动资产	6,796	15,016	15,247	15,374	15,396
长期股权投资	1,711	1,813	1,813	1,813	1,813
固定资产	358	501	527	529	506
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	503	4,544	4,749	4,873	4,918
其他长期资产	4,224	8,158	8,158	8,158	8,158
资产总计	19,004	28,724	39,571	44,377	50,791
流动负债	11,512	16,282	20,590	23,489	27,270
短期借款	10	12	0	0	0
应付及预收	10,898	15,233	19,334	22,085	25,660
其他流动负债	604	1,037	1,256	1,404	1,610
非流动负债	927	2,130	2,130	2,130	2,130
长期借款	4	4	4	4	4
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	923	2,126	2,126	2,126	2,126
负债合计	12,439	18,412	22,720	25,619	29,400
股本	1,000	1,050	1,167	1,167	1,167
储备	5,255	8,843	15,203	17,029	19,550
归属母公司股东权益	6,255	9,893	16,370	18,196	20,718
少数股东权益	310	419	481	562	673
负债和股东权益	19,004	28,724	39,571	44,377	50,791

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,145	23,705	30,668	35,385	41,933
营业成本	14,781	19,685	25,519	29,150	33,868
销售费用	166	257	429	495	587
管理费用	1,363	1,792	2,269	2,618	3,103
财务费用	14	10	0	0	0
其他收入	371	417	301	464	577
其他费用	22	23	0	0	0
投资净收益	56	34	0	0	0
利润总额	2,109	2,320	2,751	3,586	4,952
所得税	590	606	688	896	1,238
净利润	1,519	1,714	2,063	2,689	3,714
少数股东损益	55	47	62	81	111
归属母公司净利润	1,464	1,668	2,001	2,609	3,602
EBITDA	2,385	2,379	3,489	4,417	5,877
EPS (元)	1.39	1.59	1.71	2.24	3.09

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,557	7,115	6,558	5,108	6,651
净利润	2,109	2,320	2,751	3,586	4,952
折旧摊销	186	129	153	178	203
营运资金变动	725	4,108	3,337	1,782	2,263
其它	-463	558	317	-438	-766
投资活动现金流	-1,950	-8,252	-894	-764	-696
资本支出	-1,143	-4,430	-980	-980	-980
投资变动	-859	-479	0	0	0
其他	52	-3,343	86	216	284
筹资活动现金流	-390	-2	4,780	-783	-1,081
银行借款	-64	-43	305	0	0
股权融资	4	50	5,075	0	0
其他	-330	-10	-600	-783	-1,081
现金净增加额	216	-1,139	10,445	3,562	4,874
期初现金余额	5,185	5,398	6,431	16,864	20,426
期末现金余额	5,398	4,258	16,864	20,426	25,300

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	30.29%	30.64%	29.38%	15.38%	18.50%
EBIT 增长	45.33%	9.74%	18.06%	30.34%	38.10%
归母净利润增长	43.55%	13.91%	20.01%	30.34%	38.10%
获利能力					
毛利率	18.54%	16.96%	16.79%	17.62%	19.23%
净利率	8.07%	7.04%	6.53%	7.37%	8.59%
ROE	23.41%	16.86%	12.23%	14.34%	17.39%
ROA	7.70%	5.81%	5.06%	5.88%	7.09%
偿债能力					
资产负债率	65.46%	64.10%	57.42%	57.73%	57.88%
流动比率	1.06	0.84	1.18	1.23	1.30
速动比率	0.90	0.72	1.06	1.11	1.17
营运能力					
总资产周转天数	353	367	406	433	414
应收账款周转天数	52	58	58	58	58
存货周转天数	9	5	5	5	5
每股指标 (元)					
每股收益	1.39	1.59	1.71	2.24	3.09
每股经营现金流	2.43	6.77	5.62	4.38	5.70
每股净资产	5.95	9.42	14.03	15.59	17.75
估值比率					
P/E	26.63	23.38	21.65	16.61	12.03
P/B	6.23	3.94	2.65	2.38	2.09
EV/EBITDA	14.19	13.80	7.63	5.22	3.09

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，13年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：首席分析师，清华大学工学硕士，9年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：高级分析师，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：高级分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡慧：研究员，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛恬：研究员，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡正维：研究员，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。