

## 公司研究

## 物业科技先锋，30年厚积薄发

## ——万物云（2602.HK）投资价值分析报告

## 要点

## 物管行业标杆亮相，股东阵容实力雄厚

万物云前身为万科地产物业服务部门，1990年开始涉足住宅物业管理，组织成立中国第一个业主委员会，在全国第一次物业管理公开招标中夺魁，开创第三方物业管理先河，历经30年发展，持续为行业树立标杆。2022年9月29日，万物云在港交所上市，控股股东为万科企业，战略投资者有博裕资本、58同城，吸引了中国诚通及旗下的国企混改基金、瑞银资管、高瓴资本、淡马锡等基石投资者。

## 三大业务板块协同发展，基础物管市占率行业第一

公司业务分住宅、商企、科技三大板块，对应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。截至2022H1，住宅在管面积7亿平，覆盖全国30个省市自治区；商业1.4亿平，按2021年基础物业管理服务收入计，万物云占市场总份额的4.28%，排名行业第一。

## 商企服务构筑差异化竞争壁垒，智慧物业建设行业领先

万物云融合中外基因成立万物梁行，走差异化路线，深挖企业综合后勤板块需求，以客户为中心，进一步拓宽物业管理服务范畴，向国际物管龙头看齐，打造新的增长曲线，抢滩登陆综合设施管理市场，锁定优质客户。科技板块独树一帜，AIoT（人工智能物联网）+BPaaS（云技术流程管理）解决方案服务将线上云服务与线下智能硬件服务相结合，服务场景从智慧社区到智慧城市，竞争优势突出。

## 多航道驱动业绩快速增长，毛利率稳定，期间费用率优化

公司培育了多条业务条线并发展成熟，2011-2021年公司始终保持超过30%的收入增速，2022H1住宅、商企、科技三大板块收入分别为80亿元（yoy+35%）/51亿元（yoy+40%）/12亿元（yoy+56%），均延续了快速增长势头。剔除收购导致的无形资产摊销影响，2022H1毛利率为16.9%，同比提升0.1pct；销售费用率+管理费用率基本维持稳定，于同业而言相对较低，2022H1为8.2%。

## 盈利预测、估值与评级：目标价54.9港元，首次覆盖给予“买入”评级

我们预测公司2022-2024年的营业收入分别为306亿/382亿/466亿元，营收增速分别为29%/25%/22%；归母净利润分别为19.5亿/24.1亿/29.5亿元；三年EPS分别为1.67元/2.07元/2.53元。根据相对估值法，我们认为公司2022年的合理PE为30倍，对应目标价54.9港元；根据绝对估值法，我们认为公司合理价格为55.1港元。公司是物业服务标杆企业，多年保持中高速增长，住宅物业规模第一梯队，商企服务稳居龙头，智慧物业建设方面领跑行业，未来发展空间广阔，业绩增长保障性强，首次覆盖给予“买入”评级，目标价54.9港元。

**风险提示：**业务开展与外拓不及预期风险、成本控制风险、次新股价格波动风险。

## 盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	18,145	23,705	30,554	38,175	46,629
营业收入增长率	30.3%	30.6%	28.9%	24.9%	22.1%
归母净利润（百万元）	1,464	1,668	1,952	2,413	2,952
归母净利润增长率	43.5%	13.9%	17.0%	23.7%	22.3%
EPS（元）	1.25	1.43	1.67	2.07	2.53
ROE（归母，摊薄）	22.3%	16.2%	16.4%	17.7%	18.7%
P/E	28.8	25.3	21.6	17.5	14.3
P/B	6.4	4.1	3.5	3.1	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-25；汇率：1港元=0.9130元人民币

## 买入（首次）

当前价/目标价 39.6/54.9 港元

## 作者

分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人：韦勇强

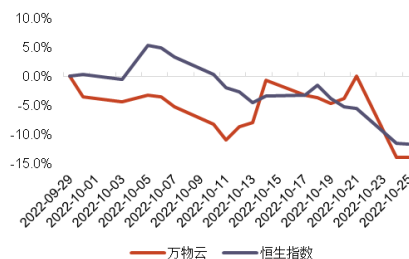
021-52523810

weiyongqiang@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.67
总市值(亿港元)	462.2
一年最低/最高(港元)	39.6/46
近3月换手率	28.12%

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 相关研报

20210928 透视爱玛客（ARMK.N），全球标杆服务公司九十年发展之路——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（一）

20211123 借鉴索迪斯（SW.PA），五十年领跑全球IFM——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（二）

20220118 聚焦FirstService（FSV.O），何以支撑60倍PE高估值？——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（三）

20200305 物管搭台，科技唱戏——光大证券物业管理与科技行业联合研究报告（1）

## 投资聚焦

2022年9月29日，万物云在港交所挂牌上市，公司背靠地产开发龙头万科集团，资源禀赋优势与品牌力突出，连续十年蝉联物管综合实力榜首，是物管标杆企业。通过社区、商企和城市空间“三驾马车”业务体系驱动，近十年保持超过30%的收入增长，同时具备行业领先的科技能力，30年来持续引领行业发展。

### 关键假设

- 1) 住宅物业：关联方持续稳定交付物业管理项目，2022年上市资本迅速扩充，公司有较大动力和资本实力通过招投标、收并购等获取第三方项目。预计年新增合约面积1.2亿平；随服务品质及业主消费水平提升，平均物业管理费温和上涨。
- 2) 商企和城市空间：企业、机构和政府追求办公运营效率，将非核心业务外包的大趋势延续，龙头公司凭借专业化能力和品牌优势，建立壁垒，市场份额持续提升；预计每年新增4000万平方米合约面积，平均项目单价温和上涨。
- 3) 2022年下半年及之后，国内新冠疫情得到有效控制，公司的增值服务各项业务可以稳定开展。

### 公司的竞争优势

- 1、**集团品牌势能强大，资源丰富，推动公司可持续发展。**截至2021年年底，万科集团的品牌价值超过1,300亿元人民币，2020、2021分别交付3380/4355万平在管面积，关联方物业费高于第三方项目，拥有一定的品牌溢价。
- 2、**高品质服务，高协议留存率，平均物业费逐年上涨。**万物云以住宅物业管理起家，服务品质高，品牌力强，住宅物业服务的留存率达99.8%，物业及设施管理服务的留存率达99.7%；平均物业管理费温和上涨，22Q1办公空间物业费6.06元/月/平，相较于2019年底5.14元实现17.9%的提升。
- 3、**科技赋能，引领智慧物业建设。**万物云的科技板块产品更为丰富，服务范围更广，能应对多种复杂场景（智慧社区、智慧园区、智慧楼宇、智慧工地、智慧城市的设计、施工、运营一体化服务），具备提供产品+解决方案全套服务能力，并向同业输出（向城市服务提供商输出BPaaS解决方案，为行业制定标准流程）。
- 4、**提前布局IFM市场。**一般物管企业主要提供传统商管业务，如保安、保洁、维修等；万物云向国际物管龙头看齐走差异化路线，深挖企业综合后勤板块需求，以客户为中心，拓宽物业管理服务范畴，打造新的增长曲线，物业及设施管理收入2019-2021年翻倍至53亿，市场空间大，公司该业务仍在快速成长。

### 股价上涨的催化因素

- 1、2022年9月底IPO后，资本扩充，公司招投标、收并购扩大规模动力增强。
- 2、2022年下半年房地产相关支持政策持续出台，有利于行业β修复；待四季度及之后地产与消费回暖，公司基本面有望进一步改善。
- 3、政策支持+战略聚焦，科技板块订单量价齐升，智慧物业发展可能超出预期。

### 估值与目标价

我们预测公司2022-2024年的营业收入分别为306亿/382亿/466亿元，营收增速分别为29%/25%/22%；归母净利润分别为19.5亿/24.1亿/29.5亿元；三年EPS分别为1.67元/2.07元/2.53元。根据相对估值法绝对估值法，综合给予公司目标价54.9港元（2022年30倍PE），首次覆盖给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、“三驾马车”，30年来持续引领行业发展</b>	<b>6</b>
1.1、公司近30年发展历程（1990-2022年）	6
1.2、股东实力雄厚，员工激励到位	8
1.3、“三驾马车”协同驱动，造就多元化增长动力	10
1.4、智慧物业建设行业领先	11
<b>2、物管行业集中度低，业绩中高速增长</b>	<b>15</b>
2.1、市场持续扩容，龙头市占率仍不足5%	15
2.2、服务类型多样化，近期政策指引智慧物业发展	16
2.3、物管公司业绩中高速增长，毛利率保持稳定	17
<b>3、万物云“三驾马车”驱动，利润增长稳定</b>	<b>20</b>
3.1、利润率较为稳定，销售管理费用率较低	21
3.2、商业与科技板块收入两年翻倍，科技业务商业化，毛利率逐年走高	22
3.3、万科物业：在管规模第一梯队，多年蝉联百强榜首	23
3.3.1、住宅基础物业管理规模稳健增长，合管比稳步提升	23
3.3.2、依托物管优势开展社区增值服务	25
3.4、万物梁行：融合中外基因，打造国内IFM龙头	26
3.5、万物云城：城市空间整合数字化先行者	30
3.6、万睿科技：AIoT+BPaaS科技赋能	31
<b>4、核心竞争优势与未来增长驱动</b>	<b>33</b>
4.1、集团品牌势能强大，资源丰富，推动可持续发展	33
4.2、万物云自身优质服务建立的品牌力是核心竞争力	35
4.3、深挖综合后勤服务，万物云抢占国内IFM市场	36
4.4、物业科技先锋，产品+解决方案的全套服务能力	36
4.5、未来主要增长驱动：品牌、科技与“蝶城”	38
<b>5、盈利预测、估值与投资评级</b>	<b>40</b>
5.1、营业收入及利润预测	40
5.2、相对估值法测算	44
5.3、绝对估值法测算	45
5.4、估值结论与投资评级	46
<b>6、风险分析</b>	<b>47</b>

## 图目录

图 1: 万物云发展历程 (1990-2022 年)	7
图 2: 万物云股权架构, 截至 2022 年 9 月 29 日	8
图 3: 万物云商业模式	10
图 4: 万物云业务	11
图 5: 万物云各业务开展平台	11
图 6: 万物云智慧社区产品方案架构	12
图 7: 万物云智慧工地产品方案架构	12
图 8: 万物云智慧城市产品方案架构	13
图 9: 万物云空间全链接平台	13
图 10: 万物云物业城市管理平台	13
图 11: 万物云视频安防智能化	14
图 12: 万物云数字罗盘	14
图 13: 中国物业管理面积增长及预测	15
图 14: 中国商企城市服务市场收入及增长预测	15
图 15: 中国智慧城市云服务市场收入及增长预测	16
图 16: 近年行业收入增速变化	17
图 17: 近年行业归母净利润增速变化	17
图 18: 近年行业毛利率变化	18
图 19: 近年行业归母净利润率变化	18
图 20: 行业在管面积排行 (2022.6.30)	18
图 21: 行业合约面积排行 (2022.6.30)	18
图 22: 万物云历年收入	20
图 23: 公司 2019-2022H1 归母净利润	20
图 24: 公司 ROA&ROE	20
图 25: 公司毛利率、营业利润率、归母净利润率	21
图 26: 公司销售费用率、管理费用率	21
图 27: 公司货币资金&货币资金/总资产	21
图 28: 公司经营活动现金净额&经营活动现金净额/净利润	21
图 29: 公司 2019-2022H1 三大业务板块营收	22
图 30: 公司 2019-2022H1 三大业务板块毛利率	22
图 31: 按服务类型划分的社区空间居住消费服务收入	23
图 32: 按来源划分社区空间居住消费服务下住宅物业服务收入	23
图 33: 住宅物业服务的在管总建筑面积以及相应在管物业数量	23
图 34: 住宅物业服务的合约面积及合管比	23
图 35: 万物云项目地域分布	24
图 36: 2021 年末按城市级别划分的住宅物业在管面积分布	25
图 37: 2021 年末按地域划分的住宅物业服务的在管面积分布	25
图 38: 社区增值服务收入	25
图 39: 社区增值服务毛利率	25
图 40: 万物梁行进驻成都 CIC 创想中心	27
图 41: 万物梁行 IFM 服务	27
图 42: 商企和城市空间服务业务收入	27
图 43: 商企和城市空间综合服务各业务毛利率	27
图 44: 2021 年按城市级别划分的商企和城市空间综合服务收入	28
图 45: 2021 年按城市级别划分的商业在管面积分布	28

图 46: 商业在管面积按照业态拆分 .....	28
图 47: 商业合约面积 .....	28
图 48: 住宅第三方在管项目个数及在管面积占比 .....	29
图 49: 商业第三方在管项目个数及在管面积占比 .....	29
图 50: 开发商增值服务收入拆分 .....	29
图 51: 万物云入驻珠海横琴城市大管家 .....	30
图 52: 万物云珠海横琴项目智慧平台 .....	30
图 53: 深圳机场卫星厅项目 .....	30
图 54: 万物云城智慧服务——AI 巡逻车 .....	30
图 55: 黑猫三号人行出入口无人值守智能门禁 .....	31
图 56: 星云空间数字孪生 PaaS 平台 .....	31
图 57: 解决方案服务收入 .....	32
图 58: 解决方案服务毛利率 .....	32
图 59: 万科集团业务版图 .....	33
图 60: 万科历年销售金额与面积 .....	33
图 61: 万科土地储备 .....	33
图 62: 万科营业收入 (亿元) .....	34
图 63: 万科收入拆分 (亿元) .....	34
图 64: 万科各业务毛利率 .....	34
图 65: 万科 ROA 与 ROE 水平 .....	34
图 66: 万物云近年物业管理协议留存率 .....	35
图 67: 万物云近年平均物业管理费水平 .....	35

## 表目录

表 1: 万物云基石投资者 .....	8
表 2: 公司高层管理人员简介 .....	9
表 3: 万物云 IFM 业务 .....	26
表 4: BPaaS 解决方案服务内容 .....	31
表 5: 万物云住宅物业费水平 .....	34
表 6: 国际物管巨头索迪斯 IFM 业务 .....	36
表 7: 国际物管巨头爱玛客 IFM 业务 .....	36
表 8: 国内头部物业企业运用科技赋能情况 .....	37
表 9: 万物云各条线品牌 .....	38
表 10: 公司 IPO 募集资金用途 .....	39
表 11: 营业收入、毛利及毛利率预测表 .....	43
表 12: 可比公司估值比较 .....	45
表 13: 绝对估值核心表 .....	45
表 14: 现金流折现及估值表 .....	46
表 15: 敏感性分析表 .....	46

# 1、“三驾马车”，30年来持续引领行业发展

万物云致力于服务城市居民基于“住”的消费，承接政府与企业基于营造宜人环境的服务管理外包，以及建设基于空间效率改善的云平台。公司前身为万科物业发展股份有限公司，业务开始于1990年。2022年9月29日，万物云在港交所挂牌上市。

## 1.1、公司近30年发展历程（1990-2022年）

### 崭露头角，开创业委会、第三方物业管理先河

1990年，万科地产受到SONY售后服务启示，决定从第一个房地产项目开始即引入物业管理业务。8月，物业服务业务部门率先在中国深圳天景花园提供住宅物业服务，标志着万科物业管理业务的开端。

1991年3月22日，万科物业在深圳天景花园组织成立中国第一个“业主委员会”，开创了“业主自治与专业服务相结合”的物业管理新模式。该模式于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。

1992年，万科物业正式注册成立。

1996年，深圳万科物业管理公司顺利通过ISO9002第三方国际认证，成为国内首家被国际机构承认符合国际质量标准的物业管理公司。同年，公司在全国首次物业管理公开招标中一举夺魁，获得了深圳“鹿丹村”小区的物业管理权，从而打破了“谁开发，谁管理”的局面。

### 注重服务品质，持续引领行业发展

2000年，万科物业签约国家建设部大院办公楼、住宅楼的物业管理服务，并于2001年获得建设部首批颁发的物业管理一级资质证书。

2002年，在物业管理行业首创与国际知名调查公司盖洛普合作，对下属各服务小区业主满意度进行第三方的独立调查评价。

2005年，万科物业率先于同行将“物业管理处”更名为“物业服务中心”，2007年，万科物业通过将旗下“物业管理有限公司”统一更名为“物业服务有限公司”，管理精进的同时提升服务品质。

2009年，万科集团正式成立物业事业部。

2010年，公司荣获由中国指数研究院评选的“中国物业服务百强企业”第一名。

2011年，公司被中国物业管理协会评为全国物业服务企业综合实力百强第一名。

### 开展增值服务，引入战略投资者

2012年“幸福驿站”在广州万科蓝山花园首次亮相，引入增值服务业务。

2013年，专门供住户和其他互联网用户（如业主、商户及服务供应商）连接的社区手机应用程序“住这儿”上线，公司推出专有客户关系管理系统和呼叫中心。

2014年，公司发布睿服务体系。

2017年，成功引入博裕资本与58集团两家战略投资者成为公司新股东。

公司于2017年及2018年连续被中国房地产业协会和中国房地产测评中心评为中国物业管理企业品牌价值第一名，被国务院发展研究中心、中指研究院评为中国物业服务质量领先品牌第一名。

### 住宅、商企、公服“三驾马车”驱动

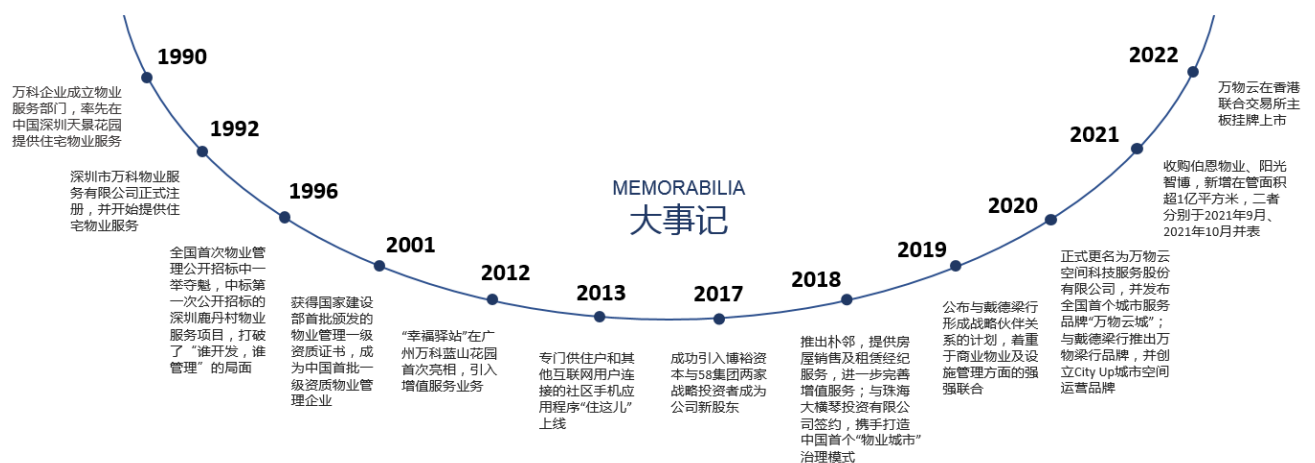
2018年，公司推出“朴邻”，提供房屋销售及租赁经纪服务，增值服务体系进一步完善；2018年万科物业成为中国第一家年收入超过人民币100亿元的物业服务公司，同年转为股份有限公司。

2019年12月12日，万物云公布与戴德梁行形成战略伙伴关系的计划，合并及巩固双方在品牌、人才管理和提供物业及设施管理服务方面的优势，着重于商业物业及设施管理方面的强强联合。

2020年，万科物业发展股份有限公司正式更名为万物云空间科技服务股份有限公司，并发布全国首个城市服务品牌“万物云城”；同年推出了万物梁行品牌，以及城市空间运营品牌“City Up”。公司正式公布了社区、商企及城市空间（“三驾马车”）。

2021年，为实现业务扩张，提高重点布局城市的项目布局密度，公司收购了伯恩物业、阳光智博，新增在管面积超1亿平方米，二者分别于2021年9月、2021年10月并表。

图 1：万物云发展历程（1990-2022 年）

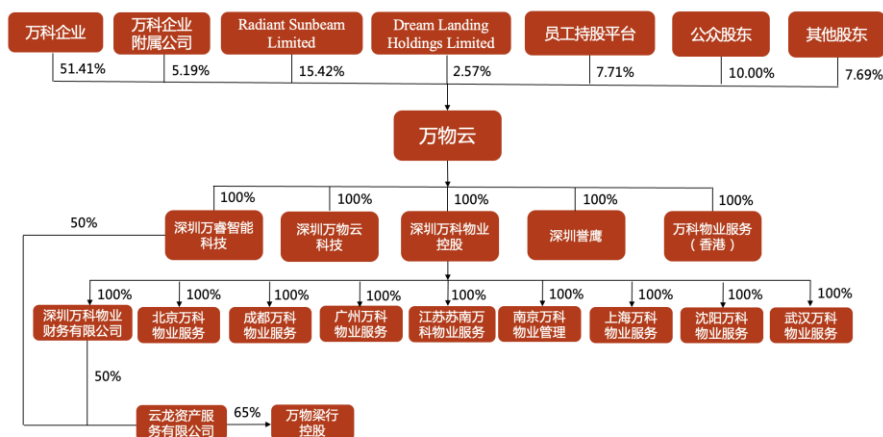


资料来源：公司官网，公司招股说明书，光大证券研究所整理

## 1.2、 股东实力雄厚，员工激励到位

2022年9月29日公司IPO全球发售完成后，母公司万科企业持股51.41%，万科企业附属公司持股5.19%，Radiant Sunbeam Limited（博裕资本间接全资拥有的公司）持股15.42%，Dream Landing Holdings Limited（58同城间接全资附属公司）持股2.57%，员工持股平台持股7.71%，公众股东持股10%，其他股东持股7.69%。

图 2：万物云股权架构，截至 2022 年 9 月 29 日



资料来源：万物云招股说明书；光大证券研究所绘制

万物云发售的基石投资人为中国诚通以及旗下的混合所有制改革基金、瑞银资管、高瓴旗下 HHLR 基金及 YHC 投资、润晖投资、淡马锡及 Athos 资本。根据公司公告，万物云以 49.35 港元/股发售，基石投资者合计投资约 2.76 亿美元。

表 1：万物云基石投资者

投资机构	投资金额 (亿美元)	背景介绍
中国诚通	0.92	中国诚通由国务院国有资产监督管理委员会全资控制。中国国有企业混合所有制改革基金为经国务院批准，受国务院国有资产监督管理委员会委托并由中国诚通发起的国有基金，股东包括多家中央企业、地方政府国有企业及私人企业，其中最大股东为中国诚通，股权约为 33.95%。混合所有制改革基金主要从事股权投资、资产管理、投资咨询及企业管理咨询，重点投资于重点战略领域、核心技术领域等。
UBS AM Singapore	0.6	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最终全资拥有。UBS Asset Management 具备所有主要传统及另类资产类别的投资能力及风格，并向机构、批发中介机构及其全球财富管理客户提供顾问支持。
HHLR Fund, L.P.及 YHC Investment, L.P.	0.37	HHLR Fund, L.P.及 YHC Investment, L.P.为高瓴资本旗下基金和投资公司，专注于投资实现可持续增长的高品质企业，投资医疗保健、商业服务、消费及工业领域。
CEPHEI	0.37	润晖投资 Cephei QFII China Total Return Fund、Cephei CERR Fund 及 Cephei CEG Fund 由超过 100 名投资者持有，投资者分别主要包括养老基金、基金会及大型家族办公室。
淡马锡	0.25	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，致力于以投入财务资本、人力资本、社会资本和自然资本，促进解决方案以应对全球挑战。

Athos Asia Event Driven Master Fund	0.25	Athos Capital Limited 担任 Athos Asia Event Driven Master Fund 的投资管理人。Athos Capital 于 2011 年成立，进行多种投资策略，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。
总计	2.76	

资料来源：万物云招股说明书，光大证券研究所整理；汇率：1 美元=人民币 6.9098 元

公司的高层管理人员从事相关行业多年，对物业管理及开发，公司治理与运营，业务发展投资等方面有着丰富的实践经验，对行业发展有着深刻理解。公司的执行董事和高级管理团队在各自领域拥有超过 10 年的专业经验。公司董事长兼总经理朱保全先生于万科集团任职超过 22 年，于万科物业任职超过 12 年，在房地产和物业服务行业拥有丰富经验和旗帜性的业界地位。

作为万物云的掌舵人，朱保全先生提出并引领了多次万物云的业务结构、流程的调整和战略的创新升级。

表 2：公司高层管理人员简介

姓名	年龄	现任职务	角色与职责	加入日期
朱保全	48	董事长、执行董事兼总经理	负责公司整体运营，战略政策和发展方向	2010-5
何曙华	47	执行董事	负责政府及企业客户服务	1998-4
邹明	49	副总经理	负责本公司人力资源管理	2001-2
杨光辉	51	副总经理、首席客户官	负责住宅业务的运营及管理	1997-4
李庆平	44	首席投资官	负责本公司投资及并购相关事项	2016-9
王文金	56	非执行董事	负责为本公司的整体发展提供指导	2017-2
张旭	59	非执行董事	负责为本公司的整体发展提供指导	2016-1
孙嘉	44	非执行董事	负责为本公司的整体发展提供指导	2018-1
周奇	41	非执行董事	负责为本公司的整体发展提供指导	2017-2
姚劲波	46	非执行董事	负责为本公司的整体发展提供指导	2017-2

资料来源：公司招股说明书（2022 年）

在员工激励方面，万科企业于 2015 年 6 月为其物业服务业务的员工引入并采纳一项内部事业合伙人机制，以吸引和留住人才，增强公司的竞争力，实现长期发展。事业合伙人机制已经进一步修订并合并为公司的员工持股计划，员工持股平台合计直接持有全球发售完成后已发行股份总数的 7.7%（根据 2022 年中报披露，股份已经授予 394 名核心骨干员工）。公司已设立睿达第一有限公司、睿达第二有限公司（前称 WkGrowth Limited）、睿达第三有限公司、睿达第四有限公司和睿达第五有限公司作为境外员工持股平台。

### 1.3、“三驾马车”协同驱动，造就多元化增长动力

万物云引领并推动了中国物业服务行业的发展。32年来，公司始终坚守为客户做好服务的初心，依托于领先的品牌优势和服务质量，成为了中国领先的全域空间服务提供商，也是稀有的由社区、商企和城市空间“三驾马车”业务体系协同驱动的服务供应商。

公司业务主要分为三大板块：**社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务、AloT及BPaaS解决方案服务。**

图3：万物云商业模式



资料来源：公司招股说明书

**社区空间居住消费服务：**为满足业主和居民多元化的住宅居住消费需求，万物云提供包括**住宅物业服务、居住相关资产服务和其他社区增值服务**。公司通过“万科物业”品牌，为所服务的社区空间的业主和居民提供住宅物业服务。作为住宅物业服务的延伸，万物云还推出了包括“朴邻”等在内的一系列品牌，开展包括房屋经纪及租赁管理服务以及房屋修缮和美居服务。

**商企和城市空间综合服务：**包括(i)**物业及设施管理服务：**为商业客户提供基础物管服务及综合后勤服务，综合后勤服务主要有：公用事业开支优化服务，环境、健康及安全服务，综合行政支持服务，活动支持服务，礼宾服务。(ii)**开发商增值服务**。(iii)**城市空间整合服务：**包括城市空间治理（如城市环卫服务及市政设施维护保养服务）及城市资源整合运营（如为国有物业提供招商租赁以及为事业单位提供组织者服务）。公司也与街道办事处密切合作，以协助解决老旧小区的公共服务改进需求，为城市营造宜人环境，实现城市空间管理的专业化及数字化。

**解决方案服务：**(i)**AloT 解决方案：**向开发商、业主及其他企业和机构客户提供的 AloT 解决方案，覆盖智能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。(ii)**BPaaS 解决方案：**向企业客户提供远程企业运营服务，以支持企业客户的非核心业务流程；远程空间运营服务，如智能城市空间工作流程管理服务及运营数据分析服务，主要提供予从事城市空间整合服务的合营企业及联营公司。

图 4: 万物云业务

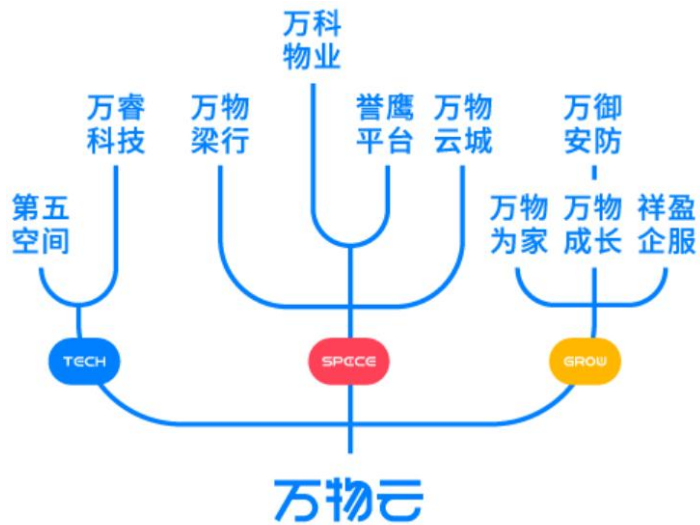


资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

### 1.4、智慧物业建设行业领先

万物云科技板块主要包括第五空间和万睿科技。第五空间运营的“住这儿”APP与“邻居”公众号承载万物云旗下社区到家服务, 万睿科技从事基于智慧社区、智慧园区、智慧楼宇、智慧工地、智慧城市的设计、施工、运营一体化服务。

图 5: 万物云各业务开展平台



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

万物云具备行业领先的科技能力, 构建了从底层智能物联系统集成和云边协同能力, 中层空间云服务、远程服务及 BPaaS 解决方案, 至顶层人工智能解决方案的科技体系:

#### 底层 (感知层): 智能物联系统集成和云边协同能力

万物云通过搭建智能物联系统, 实现了千万数量级的传感器和摄像头等智能硬件产生的数据的连接, 构建云边的 AI 体系, 实时监测和处理突发事件。

智能物联系统的标志产品有智慧社区、智慧工地、智慧城市，分别代表消费端、企业端和政府端的服务。智慧小区解决方案围绕业主、物业、合作方三大客户群体，为客户提供安全、高效、便捷的智慧化服务和管理方式，全面提升客户的生活与满意度。

图 6: 万物云智慧社区产品方案架构



资料来源: 万睿科技官网, 光大证券研究所整理

智慧工地以智能监控为前端主要设备, 通过信号传输(5G/4G)至数据存储和服务器, 以指挥中心大屏、web 端及手机 APP 方式呈现。

图 7: 万物云智慧工地产品方案架构



资料来源: 万睿科技官网, 光大证券研究所整理

智慧城市解决方案创新性地引入物业城市市场化和一体化机制，联手解构多元复杂的城市治理问题，实现多元主体协同治理的模式。旨在提升城市数字运营服务，树立“建设与运营并重”的智慧城市全要素运营理念，将运营推向体系化、平台化、敏捷化、智能化，助力客户数字化成功转型。

图 8：万物云智慧城市产品方案架构



资料来源：万睿科技官网，光大证券研究所整理

中层（服务层）：覆盖全域空间的 BPaaS 解决方案

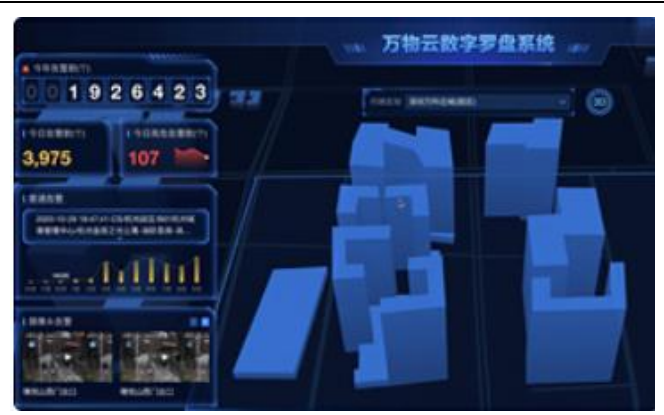
万物云已建设了基于数据和算法，结合空间云服务和远程运营能力的各类 BPaaS 解决方案，对传统的空间服务进行标准化、数字化和智能化的运营。

图 9：万物云空间全链接平台



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 10：万物云物业城市管理平台



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

顶层（智能调度层）：空间服务的人工智能解决方案

万物云科技体系的顶层仍在内部开发中。基于底层和中间层的空间科技服务一体化解决方案，公司正积极努力地建设用于复杂场景的相关产品，并最终实现空间服务的人工智能解决方案。

万物云的科技技术解决方案扩大并加快了在减少对人工劳动的依赖和提高服务效率方面的规模和速度，实现远程操作现场空间服务。

在 AI 应用方面，万物云围绕物业行业特有应用场景，面向内部及外部合作伙伴，构建多个领域的 AI 能力，帮助物业企业快速构建智能化方案。如社区秩序管理、社区服务管理、工地安全监控等多种 AI 应用能力。

公司已集成多个社区视频监控，通过万物云人工智能服务中心（AISC）实现社区视频安防智能化；交叉整合资源罗盘（人员、设备、耗材数据等）和资产罗盘（设备状态、属性及位置等信息）两个罗盘，形成时空罗盘，通过时空罗盘回溯员工轨迹、事件、设备状态等信息分析计算出潜在风险，并根据操作建议自动派发和跟进工单处理，以时空罗盘、时空分析、工单管理、设备控制四大能力，形成万物云空间 OS（操作系统）。

图 11：万物云视频安防智能化



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 12：万物云数字罗盘



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

## 2、物管行业集中度低，业绩中高速增长

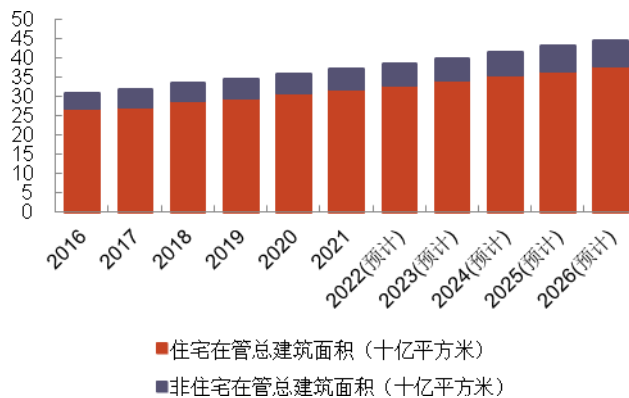
### 2.1、市场持续扩容，龙头市占率仍不足 5%

中国物管行业市场规模持续扩大，呈现出分散且竞争激烈的特点。根据公司招股说明书，中国物管公司的在管总建筑面积由 2016 年的 309 亿平方米增至 2021 年的 372 亿平方米，整体年复合增长率为 3.8%。

中国住宅物业在管总建筑面积在 2021 年达到 319 亿平方米，2016 年至 2021 年整体年复合增长率为 3.4%；非住宅物业在管总建筑面积达 53 亿平方米，2016 年至 2021 年的整体年复合增长率为 6.3%。弗若斯特沙利文预计 2026 年中国住宅物业和非住宅物业合计在管建筑面积将达 447 亿平方米。整体市场规模稳健增长，在管总建筑面积不断扩大。

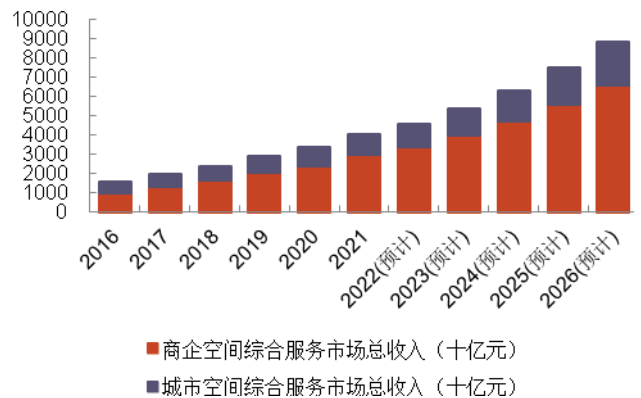
根据弗若斯特沙利文，中国商企和城市空间综合服务市场的总收入已由 2016 年的人民币 1.6 万亿元增至 2021 年的人民币 4.1 万亿元，整体年复合增长率约 21.2%，且预计 2026 年此值将达人民币 8.8 万亿元，2021-2026 年整体年复合增长率为 16.8%。

图 13：中国物业管理面积增长及预测



资料来源：万物云招股说明书、弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所整理

图 14：中国商企城市服务市场收入及增长预测



资料来源：万物云招股说明书、弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所整理

截至 2021 年末，中国物管行业约有 11 万名参与者，对于中国物管公司而言，大部分收入来自基础物业管理服务，约占 74.4%。2021 年，按基础物业管理服务收入计，行业排名第一公司（万物云）的市场份额约为 4.28%，整体市场呈现出分散状态。

由于市场高度分散，物管企业上市后资本实力增强，通常通过收并购快速扩大业务规模，提升区域布局密度，补充服务业态，根据我们重点关注的物管公司并购情况，2020 年至 2022 年 8 月底，重点公司共发生 70 余起收并购事件，大部分收并购集中发生在 2020 年与 2021 年。

## 2.2、服务类型多样化，近期政策指引智慧物业发展

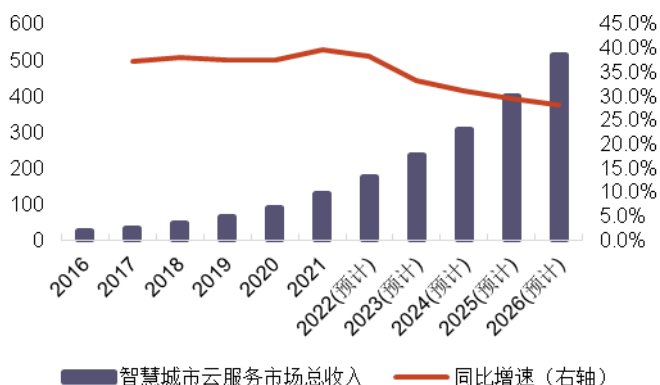
物管公司除提供基础物业管理外，还积极扩展各类增值服务（包括案场服务、销售服务、美居服务、资产管理服务等），整个行业呈现出多样化特点。在先进技术发展的推动下，龙头公司开始探索物业管理服务市场的技术应用，通过将基础物业管理服务及增值服务与技术赋能解决方案（如智慧物业咨询服务、综合智慧空间解决方案、远程企业运营服务及远程空间运营服务）相结合，开始探索新的盈利方式。物管公司的定位也从“物业管理服务提供商”转向“物业管理及商业运营服务提供商”、“综合城市运营服务提供商”。

利好政策的出台是中国物管行业健康发展的重要基础，早在 2014 年 5 月，住房和城乡建设部办公厅印发《智能社区建设指南（试行）》，鼓励透过数字化及智能管理升级传统物业管理服务，这为物业智慧化服务发展带来广阔前景。同年 8 月，国家发改委发布《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》，对中国智慧城市建设进行全面部署。此后，其他相关政府部门陆续颁布与智慧城市建设和智慧小区建设各方面相关的具体政策。此等政策为物管公司的智慧小区和智慧城市建设提供了清晰指引。

2022 年 5 月 20 日，民政部等九部门联合印发《关于深入推进智慧社区建设的意见》（以下简称《意见》），明确了智慧社区建设的总体要求、重点任务和保障措施等。《意见》提出，到 2025 年，基本构建起网格化管理、精细化服务、信息化支撑、开放共享的智慧社区服务平台，初步打造成智慧共享、和睦共治的新型数字社区，社区治理和服务智能化水平显著提高；健全完善政府指导、多方参与的智慧社区建设资金投入机制，鼓励社会力量参与“互联网+社区服务”，创新提供服务模式和产品。

根据弗若斯特沙利文的资料，中国智慧城市云服务市场的总收入由 2016 年的人民币 256 亿元增至 2021 年的人民币 1278 亿元，整体年复合增长率约 38.0%，且预计 2026 年此值将达人民币 5132 亿元，2021-2026 年整体年复合增长率为 32.1%。

图 15：中国智慧城市云服务市场收入及增长预测



资料来源：万物云招股说明书、弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所整理，单位：十亿元

## 2.3、物管公司业绩中高速增长，毛利率保持稳定

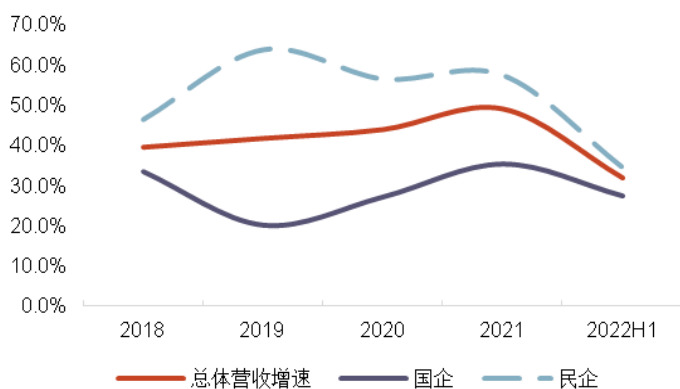
我们长期跟踪 17 家重点物管企业，根据控股股东性质分为国企和民企物业。国企组 8 家为：华润万象生活 (1209.HK)、中海物业 (2669.HK)、保利物业 (6049.HK)、招商积余 (001914.SZ)、远洋服务 (6677.HK)、金茂服务 (0816.HK)、越秀服务 (6626.HK)、建发物业 (2156.HK)；

民企组 9 家为：碧桂园服务 (6098.HK)、绿城服务 (2869.HK)、雅生活服务 (3319.HK)、旭辉永升服务 (1995.HK)、新城悦服务 (1755.HK)、建业新生活 (9983.HK)、融创服务 (1516.HK)、世茂服务 (0873.HK)、金科服务 (9666.HK)

2019 年物管公司开始集中亮相资本市场，2019-2021 年，行业营业收入基本维持 40% 以上高速增长，且增速逐年提高，民企物管营收增速高于国企物管。22H1 受房地产行业下行和疫情影响，行业营收增速下滑至 32%，其中国企物管增速为 27.4%，民企物管增速为 34.5%。

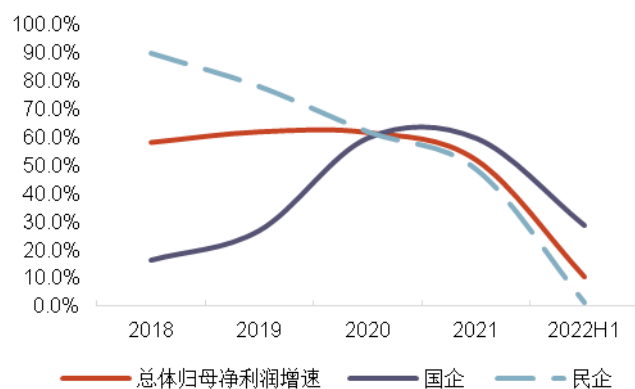
22H1 行业归母净利润同比增速呈现下降的趋势，部分民企受到母公司影响导致其归母净利润同比增速大幅度下降。剔除受到母公司影响较大的部分民企（融创服务和世茂服务），22H1 行业平均归母净利润同比增速为 10.2%。其中，国企物管归母净利润增速为 28.8%，民企物管为 1.2%。

图 16：近年行业收入增速变化



资料来源：wind，光大证券研究所整理

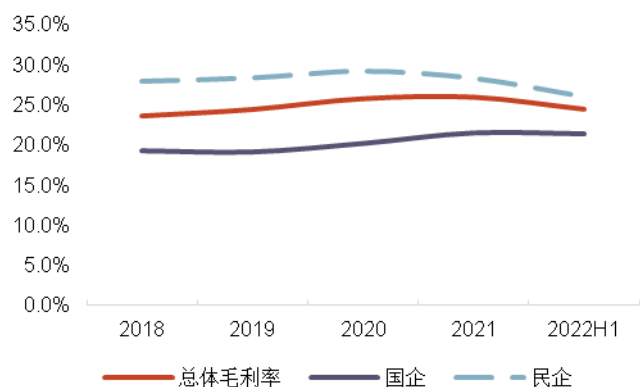
图 17：近年行业归母净利润增速变化



资料来源：wind，光大证券研究所整理

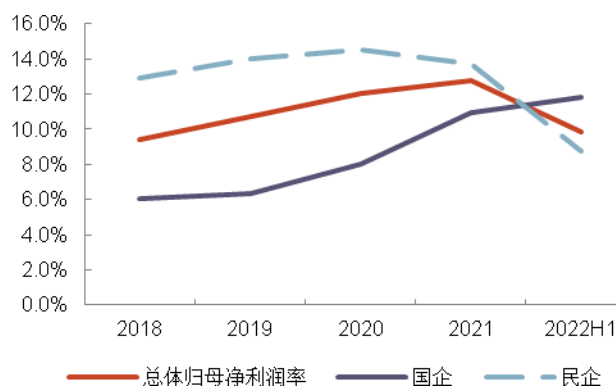
22H1, 物管公司毛利同比增长 19%, 国企组与民企组增速收敛至相近水平, 其中民企组毛利同比增长 17.3%, 国企组同比增长 22.9%。2018-2021 年行业毛利率由 23%稳步提升至 26%, 民企组毛利率显著高于国企组; 22H1 整体毛利率回落至 24.5%, 其中民企组 26.1%, 国企组 21.4%。

图 18: 近年行业毛利率变化



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 19: 近年行业归母净利润率变化



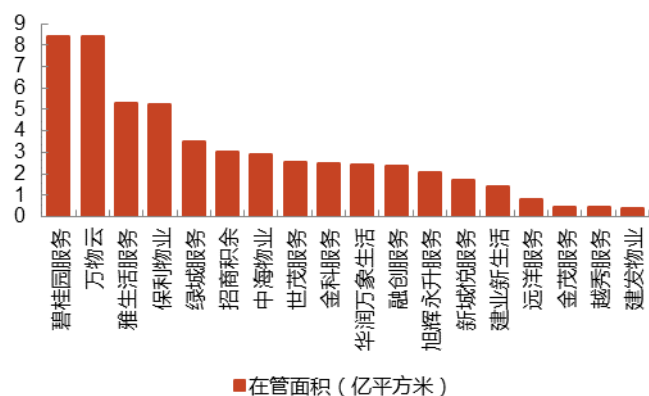
资料来源: wind, 光大证券研究所整理

截至 2021 年末, 物管行业约有 11 万名参与者。行业内主要有两类参与者: 1) 以碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务为首的民企; 2) 以保利物业、招商积余为首的国企。根据弗若斯特沙利文的数据, 2021 年中国基础物业管理服务市场的总收入达 3229 亿元, 其中万物云排名第一, 市场份额为 4.28%, 紧随其后的便是碧桂园服务、雅生活服务。

2021 年中国商企和城市空间综合服务市场的总收入达 40629 亿元, 其中万物云排名第一, 市场份额约为 0.21%, 紧随其后的便是雅生活服务、招商积余、碧桂园服务等。在管规模来看, 截至 2022H1, 重点物管企业中, 碧桂园服务以在管面积 8.43 亿平排名第一。其次为万物云, 万物云在管面积约为 8.4 亿平。紧随其后是雅生活服务、保利物业、绿城服务。

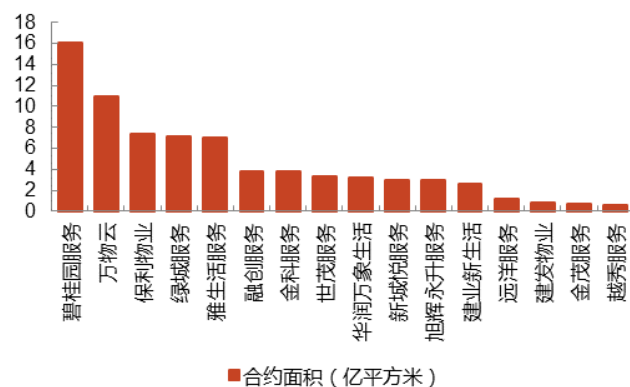
从合约储备来看, 截至 2022H1, 重点物管企业中, 碧桂园服务以合约面积 16.09 亿平排名第一。其次为万物云, 万物云合约面积约为 10.9 亿平。紧随其后是保利物业、绿城服务、雅生活服务。

图 20: 行业在管面积排行 (2022.6.30)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

图 21: 行业合约面积排行 (2022.6.30)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

由于增量和存量市场空间较大，公司业务铺排能力和管理能力有限，物管公司可以通过从关联方获取大量项目，而第三方外拓市场主要考虑地区项目密度，以及投入成本，总体而言第三方外拓市场竞争持续存在，品牌力强的头部物管公司扩张速度将会快于行业。

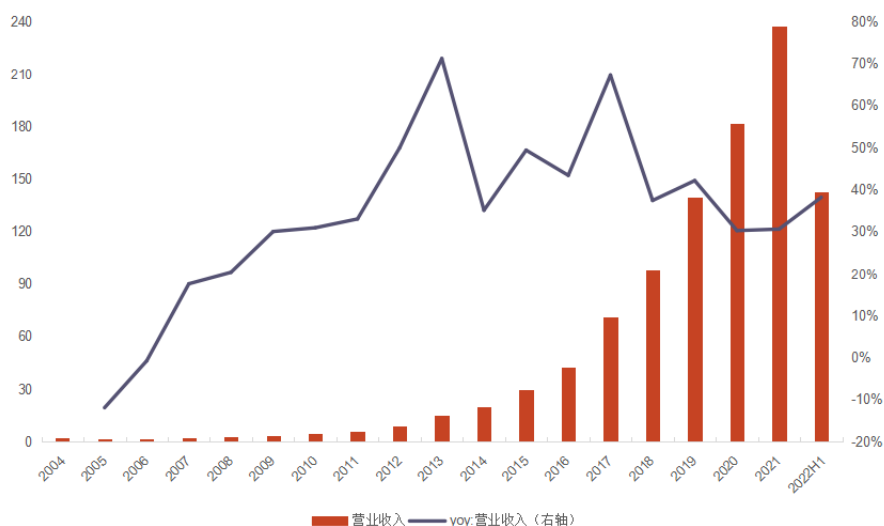
相比于竞争对手，万物云具备规模优势和品牌优势，塑造的品牌名誉对于公司开展基础物管业务和空间综合服务起到重要作用，在长期服务中逐渐积累的运营及管理能力帮助公司积累了丰富优质的客户资源，30年来保持稳定的规模扩张速度。

### 3、万物云“三驾马车”驱动，利润增长稳定

随着在管规模扩张，万物云收入（早期作为万科物业管理业务条线列示在万科 A 年报里）由 2004 年的 2 亿元增长至 2018 年的 98 亿元，培育了多业务条线并发展成熟，形成住宅物业为基本盘，增值服务、科技服务、商企服务和城市服务等多元板块均衡发展的模式，业绩保持中高速增长。

综合来看，公司最近三个会计年度（2019-2021）经营和业绩表现较好。2019-2021 年，公司营收从 139.3 亿元增加至 237 亿元，且年均增速维持在 30% 左右，营业收入快速上升；归母净利润则从 10.2 亿元增至 16.7 亿元。2022H1，公司实现营业收入 142 亿元，同比增长 38.2%；归母净利润 8.7 亿元，同比增长 16.6%。

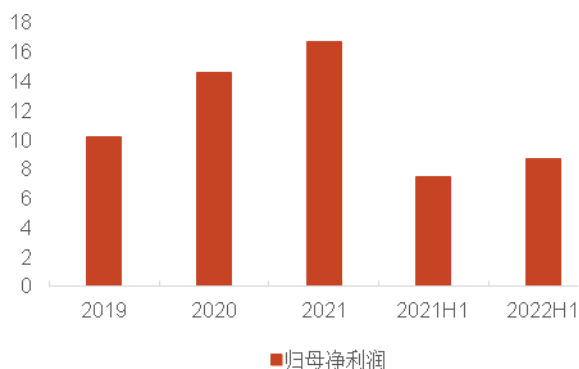
图 22：万物云历年收入



资料来源：2004-2018 年数据来自万科 A 年报，2019-2021 年数据来自万物云招股说明书，2022H1 数据来自万物云半年报，光大证券研究所整理，单位：亿元

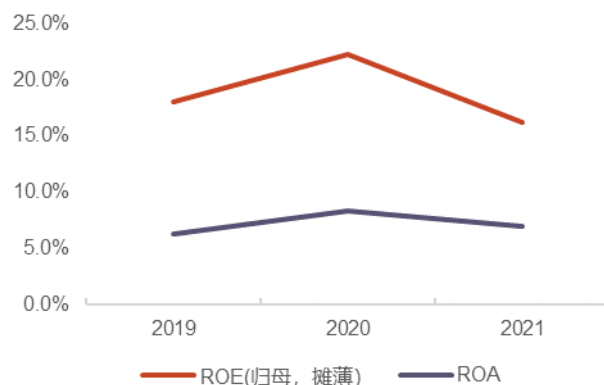
盈利能力方面，公司总体回报率较为稳定。2019-2021 年，万物云 ROE（摊薄）分别为 18%、22.3% 和 16.2%，保持较高水平；ROA 则分别为 6.3%、8.3% 和 7.0%。

图 23：公司 2019-2022H1 归母净利润



资料来源：公司招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理，单位：亿元

图 24：公司 ROA&ROE



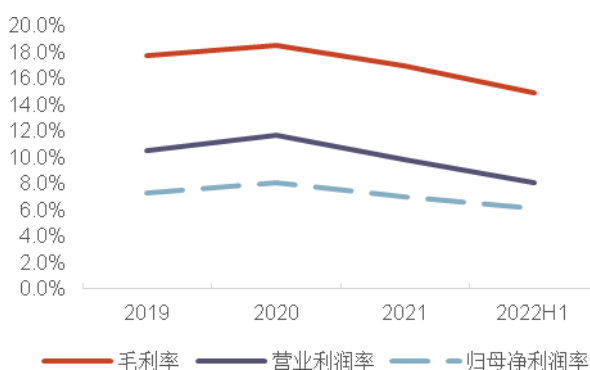
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

### 3.1、 利润率较为稳定，销售管理费用率较低

从利润率来看，近年公司的毛利率、营业利润率、归母净利润率一直保持稳定水平：其中毛利率基本保持在 17%左右，营业利润率在 10%左右，归母净利润率在 7.5%左右。2022H1，公司毛利率降至 14.9%，主要因为过往收并购带来无形资产摊销的影响；剔除该影响的毛利率为 16.9%，较 2021H1 小幅提升 0.1pct。

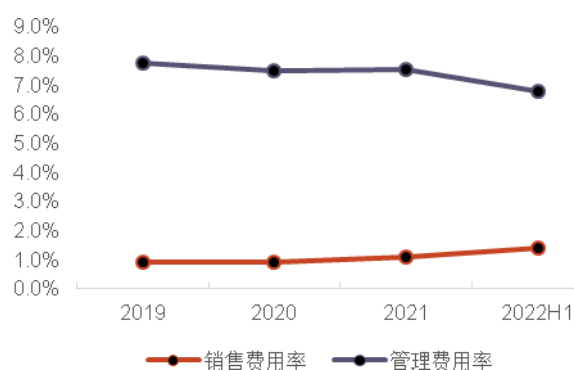
从期间费用率来看，公司的销售费用率+管理费用率基本维持稳定，于同业而言相对较低，管理费用率维持在 7.6%附近，2022H1 有所优化，为 6.8%；由于销售及推广力度加强，销售费用率近年逐年提升，2021 年为 1.1%，2022H1 进一步提升至 1.4%。

图 25：公司毛利率、营业利润率、归母净利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 26：公司销售费用率、管理费用率

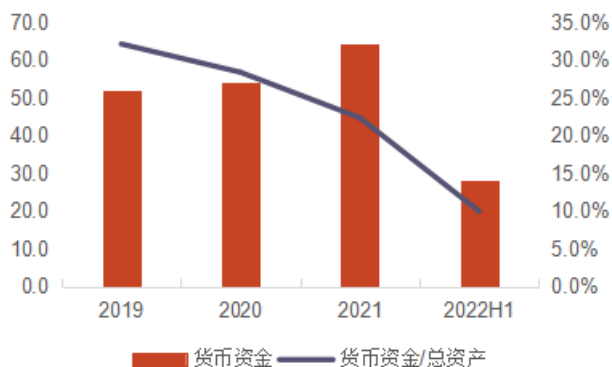


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

在流动性方面，万物云货币资金占总资产比例在 2019-2021 年间分别为 32.2%、28.4%和 22.4%，2021 年因为收购伯恩物业使得公司定期存款减少约 12.2 亿元；2021 年 12 月宣派股息约 35.4 亿元，公司货币资金大幅减少；截至 2022 年 6 月 30 日，公司没有长期和短期借款/债券存续。

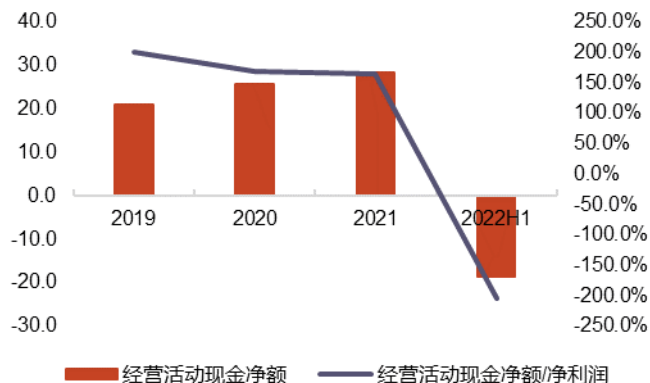
现金流方面，公司 2019-2021 年间经营活动现金净额分别为 20.9、25.6 和 28.3 亿元，净现比在 1.65 水平以上，现金流状况较好。22H1 贸易应收款、按金及预付款大幅增加，扣除营运资本变动前的经营活动现金流为 14.6 亿元，营运资本变动影响下，经营活动现金净额为-18.5 亿元。

图 27：公司货币资金&货币资金/总资产



资料来源：公司招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理；单位：亿元

图 28：公司经营活动现金净额&经营活动现金净额/净利润



资料来源：公司招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理，单位：亿元

### 3.2、商业与科技板块收入两年翻倍，科技业务商业化，毛利率逐年走高

2021年，公司收入结构优化。其中社区空间居住消费服务收入占比由2019年的63.4%降低至55.5%，商企和城市空间综合服务与解决方案服务迎来较快发展，收入分别由2019年的42.9亿元/8.1亿元增长至2021年的86.9亿元/18.5亿元，收入在两年内基本实现翻倍，营收占比也由2019年的30.8%/5.8%提升至36.7%/7.8%。

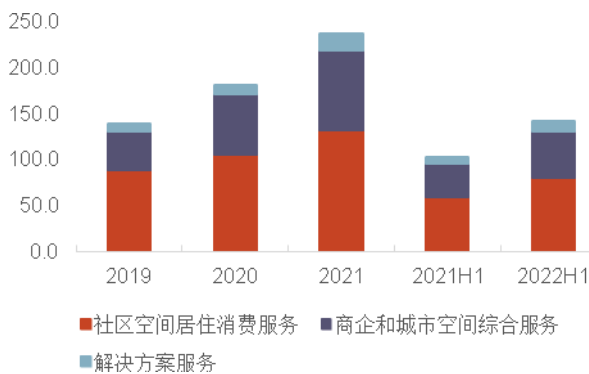
毛利和毛利率方面，拆分板块来看：

1) 小区空间居住消费服务板块的毛利从2019年的14.19亿元，增加至2021年的20.84亿元，板块毛利率在2020年提升至18.7%，2021年回落至15.8%，主要因为2020年，公司享受了政府在社会保障方面的优惠政策，以降低Covid-19的影响，这部分优惠政策于2021年被取消。

2) 商企和城市空间综合服务板块的毛利从2019年的8.78亿元增加至2021年的13.83亿元，对应毛利率从20.5%下降至15.9%。主要是由于板块内开发商增值服务的毛利率由2019年的28.1%降至2020年的22.4%，并进一步降至2021年的19.5%。

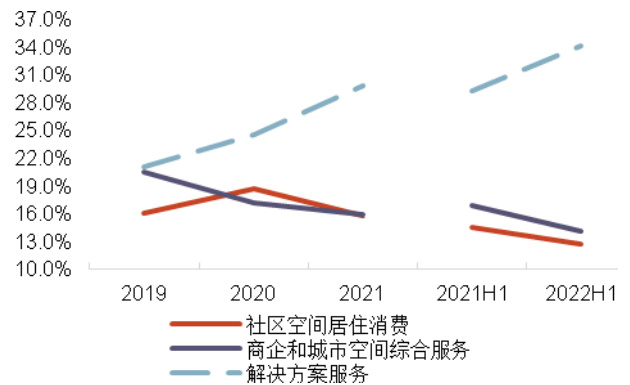
3) AIoT及BPaaS解决方案服务板块的发展势头迅猛，毛利从2019年的1.71亿元，增加至2021年5.53亿元，对应毛利率从2019年的21.2%上升至2021年的29.9%。

图 29：公司 2019-2022H1 三大业务板块营收



资料来源：公司招股说明书、2022年中报，光大证券研究所整理；单位：亿元

图 30：公司 2019-2022H1 三大业务板块毛利率



资料来源：公司招股说明书、2022年中报，光大证券研究所整理

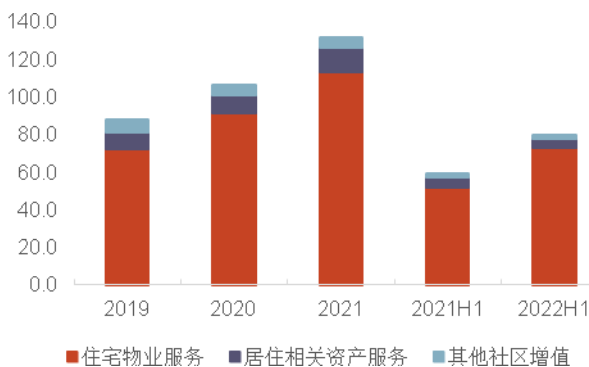
### 3.3、 万科物业：在管规模第一梯队，多年蝉联百强榜首

万科物业成立于 1990 年，是万物云空间科技服务股份有限公司旗下品牌，以住宅物业为主提供高品质服务，连续十年蝉联中国物业管理综合实力第一（2010-2019），是行业领跑者。

公司社区空间居住消费服务板块下包括住宅物业服务、居住相关资产服务及其他社区增值服务。公司社区空间居住消费服务板块为支柱板块，历年营收占比均超过 50%。板块内拆分来看，2022H1，住宅物业服务收入 72.7 亿元，占板块收入比重高达 90.9%，居住相关资产服务及其他社区增值服务在该板块收入占比则在 10%左右。

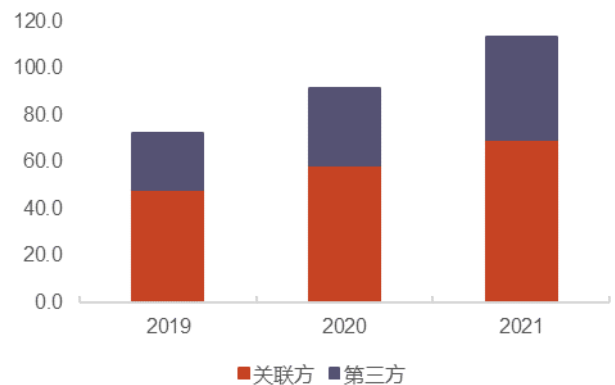
**住宅物业服务第三方在管项目占比逐年上升，外拓能力增强。**2019-2021 年住宅物业管理服务业务总在管项目个数分别为 1764、2054 和 2823 个，其中第三方在管项目个数为 886、1023 和 1605 个，第三方在管面积占比约 42.2%、43.1% 及 50.5%，第三方项目收入占比分别为 33.5%、35.5%、39%。

图 31：按服务类型划分的社区空间居住消费服务收入



资料来源：公司招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理，单位：亿元

图 32：按来源划分社区空间居住消费服务下住宅物业服务收入

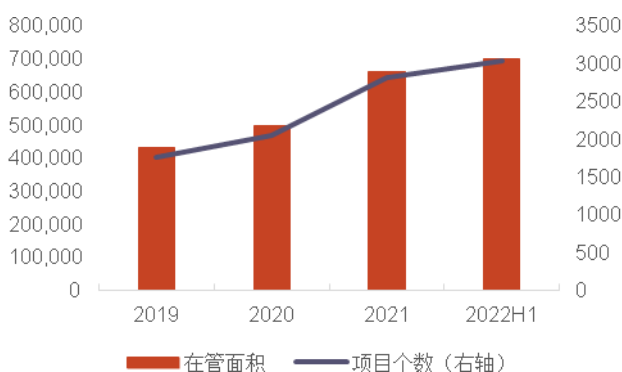


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，单位：亿元

#### 3.3.1、住宅基础物业管理规模稳健增长，合管比稳步提升

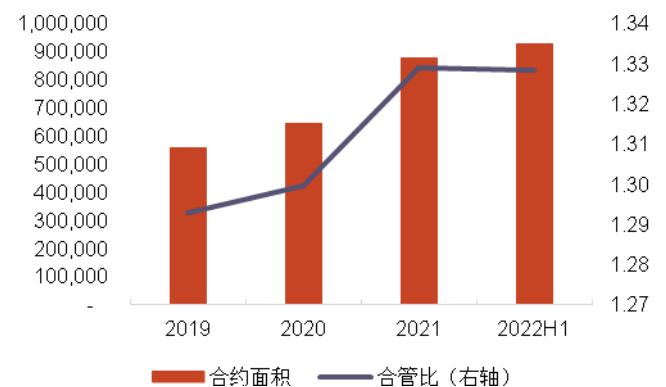
公司住宅基础物业管理规模保持了稳健增长，合管比稳步提升。公司住宅合约面积从 2019 年 5.57 亿平方米增至 2021 年 8.78 亿平方米；在管面积从 2019 年 4.31 亿平方米增加到 2021 年 6.6 亿平方米，合管比由 1.29 上升至 1.33。截至 2022 年 6 月 30 日，公司住宅在管面积 7 亿平方米，合约面积 9.3 亿平方米。

图 33：住宅物业服务的在管总建筑面积以及相应管理项目数量



资料来源：公司招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理，单位：千平方米

图 34：住宅物业服务的合约面积及合管比



资料来源：公司招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理，单位：千平方米

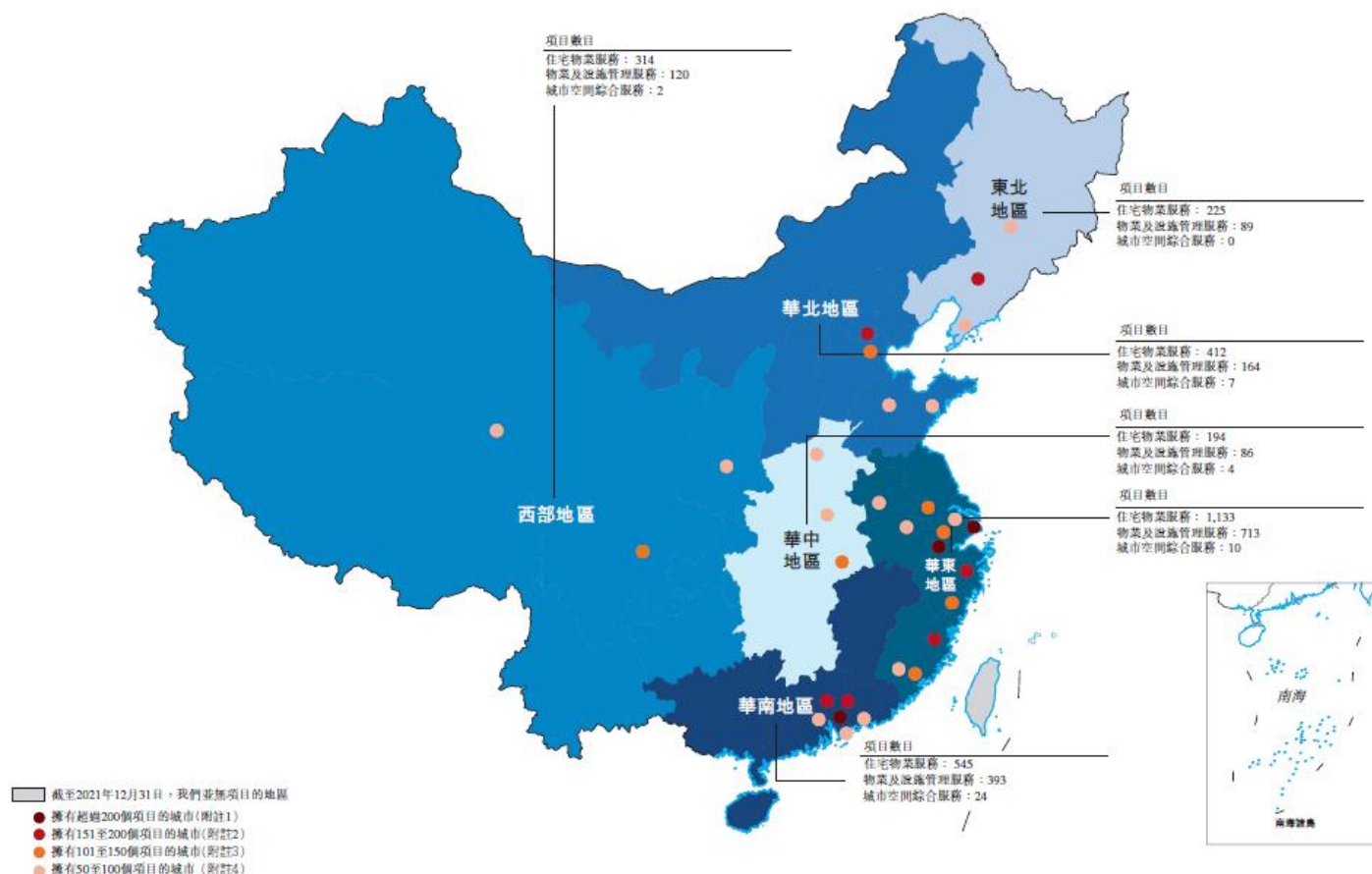
### 聚焦于客户消费水平高的区域，华东华南收入贡献最大

万物云致力于为位于中国经济最发达的高线城市的核心空间以及客户提供优质服务，并将战略聚焦于增加重点区域内的业务浓度。截至 2022 年 3 月 31 日，公司空间服务覆盖了中国 32 个省市自治区的 159 个城市。其中，一线及香港、新一线及二线城市社区项目在管面积占总社区项目在管面积的比例为 89.0%，对应区域商企项目合约面积占总商企项目在管面积的比例约为 90.2%。

万物云在一线城市平均在管项目个数为 228 个。受益于聚焦高线城市城市的战略，万物云为大量、优质的城市居民提供物业服务 and 社区空间增值服务。2021 年，公司在管社区项目的平均物业管理费为 3.13 元/平方米/月，客户拥有较高的可支配收入水平和较强的消费能力。

随着项目组合不断扩展，公司高密度布局策略取得了一定成果。2019、2020 及 2021 年，万物云在一线城市及香港、新一线城市及二线城市的社区空间居住消费服务收入分别为人民币 83.5 亿元、100 亿元及 122.5 亿元。

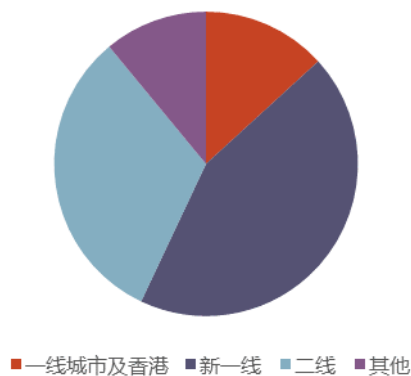
图 35：万物云项目地域分布



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

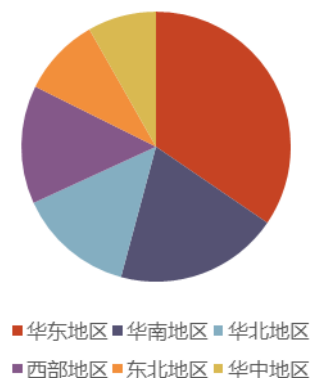
按照区域划分，住宅物业最大的收入贡献者来自华东和华南地区，于 2019 年、2020 年及 2021 年分别占总收入的 53.4%、52.8%及 53.1%；2021 年，华东和华南住宅在管面积分别为 2.28 亿平方米和 1.3 亿平方米。

图 36：2021 年末按城市级别划分的住宅物业在管面积分布



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 37：2021 年末按地域划分的住宅物业服务的在管面积分布



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

### 3.3.2、依托物管优势开展社区增值服务

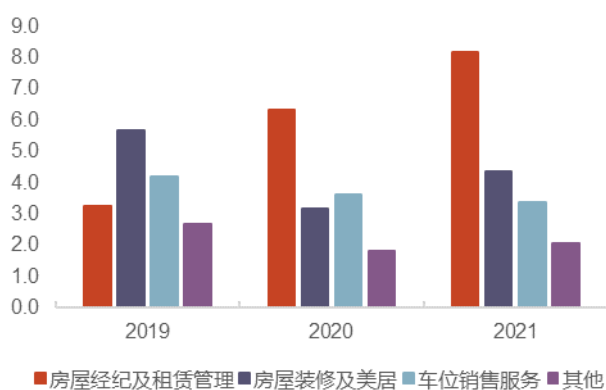
与同业相比，万物云尚未大力铺排多条业务线，而是选择聚焦核心业务：房屋经纪和租赁、美居服务，同时协助开发商销售车位。

公司以“朴邻”品牌开展房屋销售及租赁经纪服务。“朴邻”品牌采用小区中心战略。资产管家与所管理的住宅物业业主有更紧密的联系，并对其有更深入的了解，从而产生巨大的房屋销售及租赁经纪服务需求。截至 2021 年 12 月 31 日，“朴邻”在 50 多个城市拥有超过 600 个小区实体店面。

万物云居住相关资产服务产生的收入由 2020 年的人民币 9.5 亿元增至 2021 年的 12.6 亿元，其中房屋销售及租赁经纪服务 2021 年收入 8.2 亿元，房屋再装修及美居服务收入 4.4 亿元。这主要是由于其在管物业数量增加，与公司业务扩张相一致；公司自其他社区增值服务（主要为车位销售服务）产生的收入由 2019 年的人民币 6.9 亿元减至 2021 年的人民币 5.4 亿元，主要因停车位出售量减少。

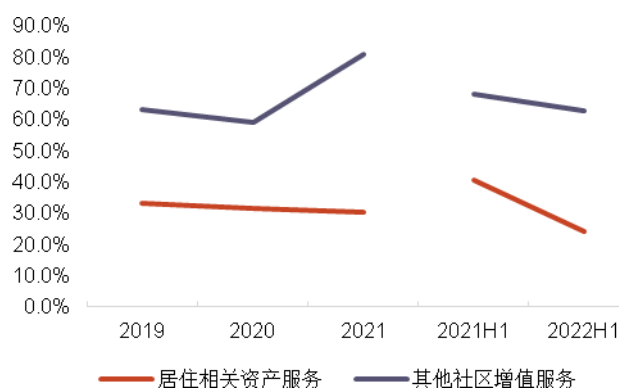
毛利率方面，2021 年居住相关资产服务毛利率为 30.3%，与 2020 年 31.7%的毛利率相比稍有下降；其他社区增值服务的毛利率则从 2020 年的 59%上升至 2021 年的 80.8%。

图 38：社区增值服务收入



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，单位：亿元

图 39：社区增值服务毛利率



资料来源：公司招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理

### 3.4、万物梁行：融合中外基因，打造国内 IFM 龙头

商企空间服务主要通过万物梁行开展。万物梁行是国内首家兼具中外基因的商企服务公司，于 2019 年 12 月 12 日由万物云（万科物业）与戴德梁行强强联合成立，业务聚焦于商企空间全生命周期管理服务的解决方案，包含：物业管理（PM）、综合设施管理（IFM）、泛行政定制化服务、营销中心管理服务，以及围绕商企空间衍生的各类生态业务等。

综合设施管理（Integrated facility management, IFM）是指不局限于管理对象（如住宅、商办、公建物业）安保和维修等，更重要的是“进入企业”，支持客户核心业务发展，满足客户更高层次个性化需求。该概念起源于美国并在美国发展成熟，后传入欧洲。亚太地区由于工业标准化程度相对较低，以及部分终端用户对 IFM 等外包业务的接受度不如发达国家，因此 IFM 整体发展水平目前落后于欧美国家（澳大利亚、新加坡相对成熟）。但随着未来亚太地区发展中国家经济实力的崛起和成熟，对外包业务的认可度的提升，结合各国对经济、能源节省的高度需求，IFM 在这些地区也会日趋成熟。

一般物管企业主要提供传统商管业务，如保安、保洁、维修等，部分公司为购物中心和写字楼提供商业运营服务，万物云走出差异化路线，深挖企业综合后勤板块需求，以客户为中心，进一步拓宽物业管理服务范畴，向国际物管龙头看齐，打造新的增长曲线。

表 3：万物云 IFM 业务

服务业态	服务内容	主要客户
写字楼、购物中心、商业综合体、研发中心、产业园、物流园、学校、城市公共建筑、城市更新特色街区等	1、公用事业开支优化服务，准备、监督及审查开支计划及结算。 2、环境、健康及安全管理，提供融入健康及安全标准的运营指导。 3、综合行政支持服务， <b>雇员考勤监督及跟踪</b> 、文档服务培训、训后审核， <b>会议支持</b> ， <b>邮寄快递</b> 等其他软性行政支持服务。 4、活动支持服务，包括前期策划，场地装修与管理， <b>活动运营及后勤支持</b> ，证客接待、后续复盘服务。 5、礼宾服务，包括 <b>前台服务</b> 、会议支持服务、餐饮服务、展厅支持服务、销售中心服务、高管接待服务和礼仪培训服务。	腾讯、阿里巴巴、海康威视、字节跳动、招商银行、爱马仕、拜耳等国内头部企业、独角兽公司、国内外知名金融企业及大型跨国公司等。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

近年来，中国在全球生产分工体系日渐占据重要位置，中国产业全球竞争力不断。在“双循环”战略大背景下，中国经济发展和企业全球化进程持续加速。伴随经济发展的良好势头，企业服务外包也为大势所趋，这为 IFM 赛道带来了巨大的发展空间，详见我们 2021 年 11 月 23 日外发报告，《物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（二）：借鉴索迪斯（SW.PA），五十年领跑全球 IFM》。作为行业内首家，也是唯一一家与房地产五大行成功合并业务的本土企业，万物梁行兼具国际视野和本土资源。在企业客户 IFM 服务端，具备在大中华区独立自主且灵活地发展 IFM 业务的可能性。

截至 2021 年 12 月 31 日，万物梁行在管项目 1565 个，在管项目面积 1.25 亿平方米。公司服务涵盖写字楼、购物中心、商业综合体、研发中心、产业园、物流园、学校、城市公共建筑、城市更新特色街区等各业态，客户广泛分布于互联网、地产、金融、科技、通讯、医疗、高端制造业等众多行业，包括腾讯、阿里

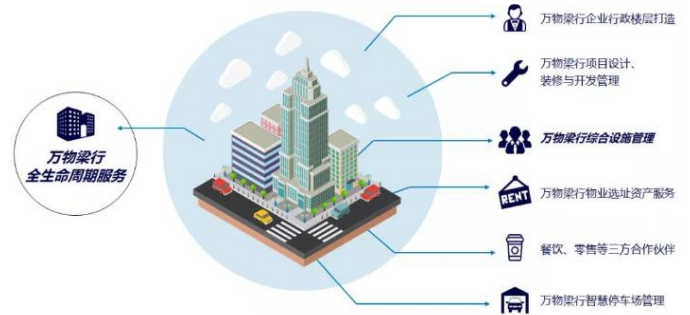
巴巴、海康威视、字节跳动、招商银行、爱马仕、拜耳等国内头部企业、独角兽公司、国内外知名金融企业及大型跨国公司。

图 40: 万物梁行进驻成都 CIC 创想中心



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

图 41: 万物梁行 IFM 服务

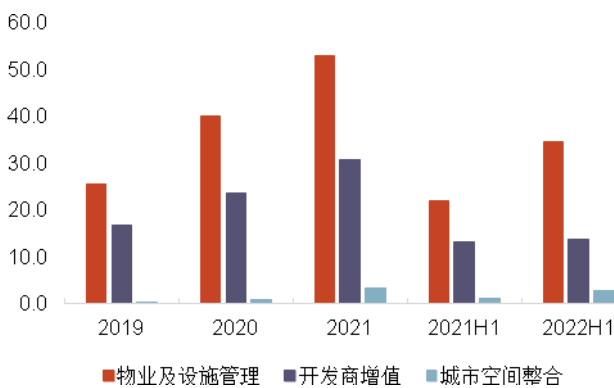


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

收入水平来看, 商业物业设施管理服务收入增长明显, 2019-2021 年收入分别为 25.7 亿元、40.23 亿元和 52.88 亿元, 其中 2021 年 yoy+31.4%; 开发商增值服务保持上升态势, 2019-2021 年收入从 16.9 亿元增长至 30.65 亿元。

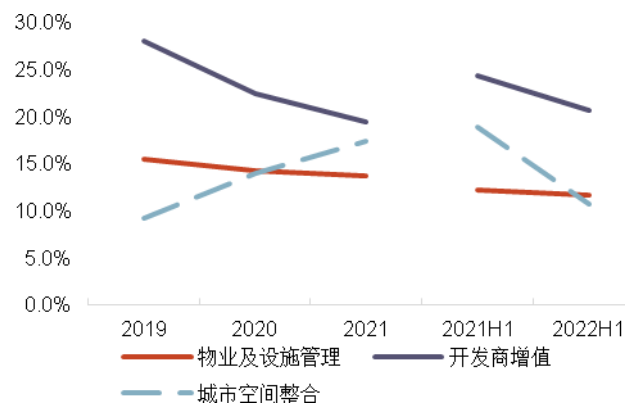
在毛利方面, 商业物业设施管理服务 2019-2021 年毛利率分别为 15.5%、14.3% 和 13.7%, 毛利率水平较为稳定, 2021 年毛利 7.26 亿元 yoy+26.2%; 开发商增值服务 2019-2021 年毛利率分别为 28.1%、22.4% 和 19.2%, 为提升运营效率, 加大成本端开发力度, 近两年毛利率下降较为明显。

图 42: 商企和城市空间服务业务收入



资料来源: 公司招股说明书、2022 年中报, 光大证券研究所整理, 单位: 亿元

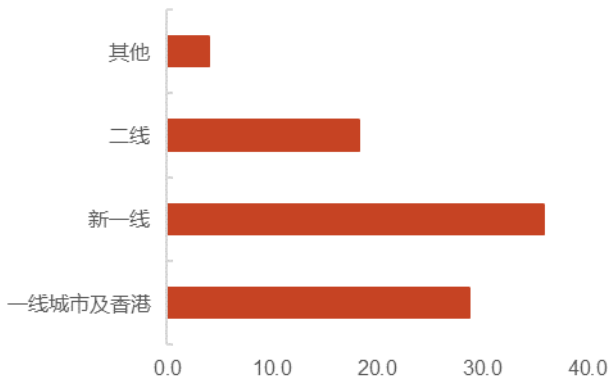
图 43: 商企和城市空间综合服务各业务毛利率



资料来源: 公司招股说明书、2022 年中报, 光大证券研究所整理

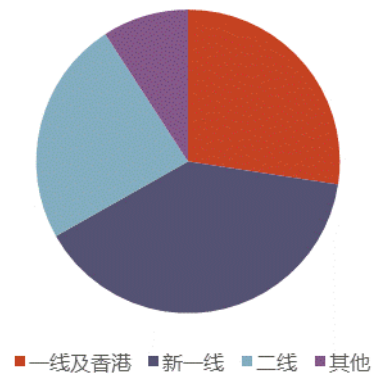
较高线城市覆盖浓度仍是万物云在商企和城市空间综合服务方面的策略重点。2019年、2020年及2021年，公司在一线城市及香港、新一线城市及二线城市的商企和城市空间综合服务收入分别为人民币40.9亿元、62.2亿元及83亿元，年复合增长率42.4%。

图 44：2021 年按城市级别划分的商企和城市空间综合服务收入



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，单位：亿元

图 45：2021 年按城市级别划分的商业在管面积分布

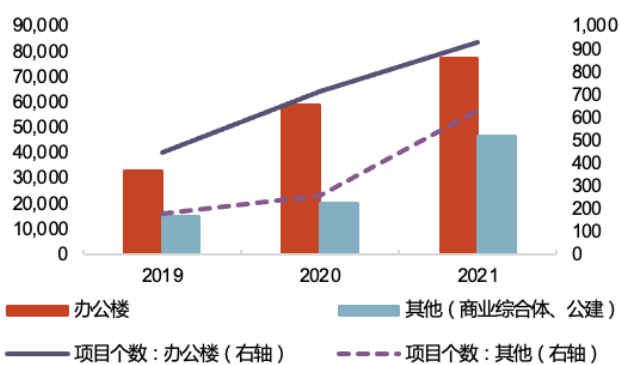


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

商业在管面积按照业态拆分，办公楼仍然占据主要地位，其2019-2021年在管面积分别为3318、5908和7763万平方米，项目个数也由445个增长至933个。而包括商业综合体和公建的其他项目在2021年上升速度迅猛，2020-2021年在管面积由2026万平方米增至4693万平方米，项目个数也从261个增长至632个。

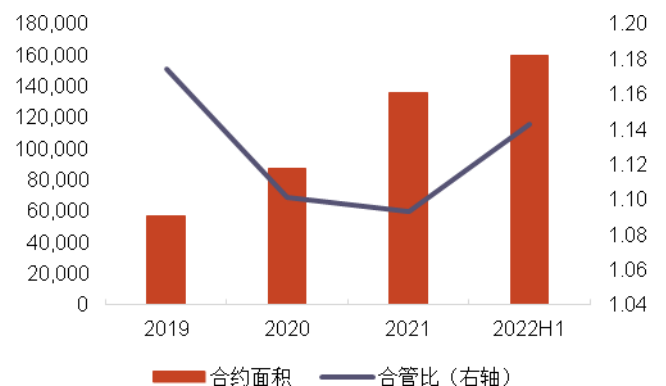
商业物业合管比呈现下降趋势。2021年商业物业合约面积1.36亿平方米，在管面积1.24亿平方米，相比之下在管面积上升速度更快，合管比由2020年的1.10下降到1.09。2022H1商业合约面积约1.6亿平方米，合管比提升至1.14。

图 46：商业在管面积按照业态拆分



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，单位：千平方米

图 47：商业合约面积



资料来源：公司招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理，单位：千平方米

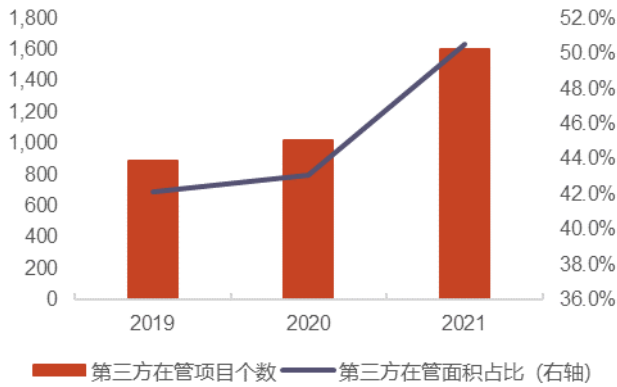
**商业物业第三方交付占据主导，住宅物业第三方拓展逐步发力**

从在管面积拆分来看，2021年住宅物业在管面积的第三方占比为51%，商业物业则达到85%。

2019-2021 年的商业物业管理服务业务中,来自母公司及关联方的在管面积分别为 1126 万、1469 万和 1910 万平方米,第三方为 3699 万、6465 万和 1.05 亿平方米,第三方面积在万物云商业在管面积中比重较大。

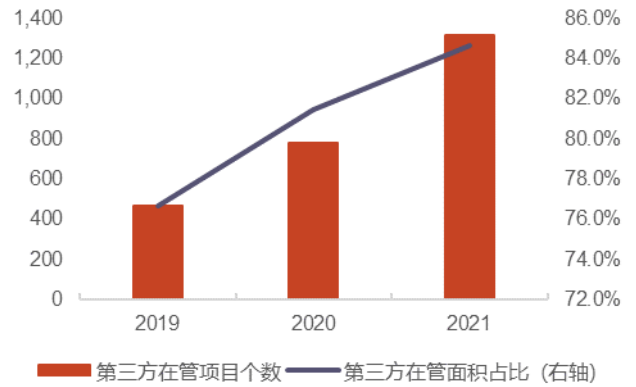
住宅物业方面,第三方在管面积占比逐年上升。2019-2021 年的住宅物业管理服务业务中,总在管项目个数分别为 1764、2054 和 2823 个;其中第三方在管项目个数为 886、1023 和 1605 个,在管面积占比约 42.2%、43.1%及 50.5%。

图 48: 住宅第三方在管项目个数及在管面积占比



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理, 单位: 个

图 49: 商业第三方在管项目个数及在管面积占比

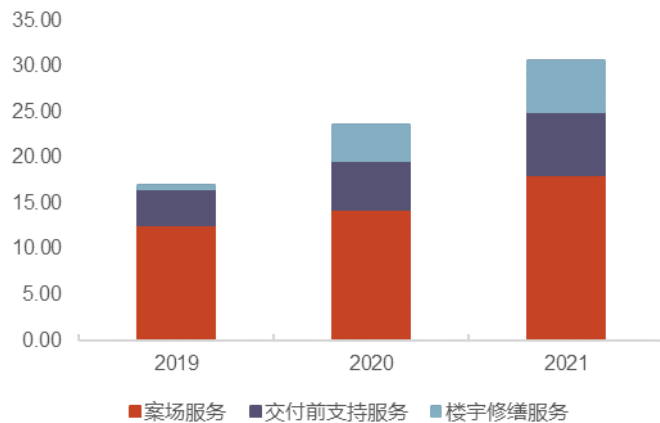


资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理, 单位: 个

商企板块,地产开发商是公司服务的客户类别之一。万物云利用专业知识及品牌实力,帮助地产开发商提升运营效率及更好地满足终端客户不断变化的需求。万物云开发商增值服务主要包括案场管理、交付前支持服务楼宇修缮服务。此外,公司还和地产开发商合作探讨不同用例的技术解决方案。

开发商增值服务中,案场服务为主要收入来源,2019-2021 年间,公司案场服务收入分别为 12.65、14.3 和 18.12 亿元;交付前支持服务收入占比稳定,2021 年收入达到 6.83 亿元;楼宇修缮服务收入上升明显,从 2019 年的 0.37 亿元已经发展到 2021 年收入 5.7 亿元。

图 50: 开发商增值服务收入拆分



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理, 单位: 亿元

### 3.5、万物云城：城市空间整合数字化先行者

城市空间主要包括政府建筑、学校、医院、道路、街道及其他城市空间提供管理服务万物云城是万物云推出的第一个城市服务独立品牌。通过线上线下的精细化运营，万物云城智慧化的服务覆盖站城一体化、产城融合等多业态在内的城市复合空间，并管理城市数字资产，最终实现政府主导、社会参与、源头治理、执法保障、万物互联的新型智慧城市治理的“新生态圈”。

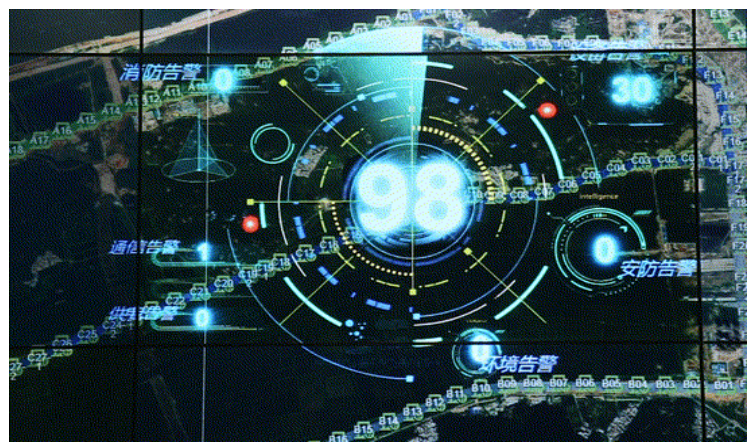
**横琴粤澳深度合作区：**2018年5月24日，珠海大横琴投资有限公司与万科物业发展股份有限公司正式签署战略合作框架协议，双方将携手推动“物业城市”管理理念的落地。此项目是万物云首个物业城市实践，万物云通过“专业服务+智慧平台+行政力量”相融合的方式，以专业化的服务总包，开启对城市公共空间与公共资源、公共项目进行全流程“管理+服务+运营”的政府、市场、社会多元主体协同治理模式。

图 51：万物云入驻珠海横琴城市大管家



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 52：万物云珠海横琴项目智慧平台



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

自 2018 年在横琴粤澳深度合作区落地首个“物业城市”服务项目以来，万物云城已服务 22 个城市的 47 个城市项目（截至 2021 年 12 月 31 日），包括雄安新区、青岛动车小镇、厦门鼓浪屿、深圳福田区、上海西岸传媒港、武汉“1+8 城市圈”、武汉江汉区、成都高新区等地标型项目。在创新型城市空间专项服务上，万物云城围绕生态环境、交通枢纽、公园管理等领域开展探索，承接了如深圳河流水质监测及坪山河管养、深圳空港枢纽、深圳荔枝公园项目等。

图 53：深圳机场卫星厅项目



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 54：万物云城智慧服务——AI 巡逻车



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

在智能城市空间工作流程管理服务及运营数据分析服务中，主要应用了 BPaaS 解决方案，因此城市空间整合服务的扩张也带动了公司解决方案服务的快速增长。

从收入上看，城市空间整合服务虽然收入占比目前仍在 1%左右，但 2019-2021 年实现了收入从 3000 万到 3.4 亿的飞跃，增长近 10 倍。2019-2021 年，公司城市空间整合业务与 BPaaS 解决方案收入维持较高增速，城市空间整合业务 2021 年收入 3.4 亿元，yoy+233%（2020 年 1.02 亿元，yoy+233.7%）。

### 3.6、万睿科技：AIoT+BPaaS 科技赋能

万物云科技板块的万睿科技 1994 年创立，为万科地产智能化安防工程提供设计、施工和售后服务。2018 年万睿重新定位，聚焦建筑智能化和智能物联两大领域，输出解决方案。

客户聘请万物云提供 AIoT 解决方案，通常会购买公司自主开发的创新型智能设备产品及软件系统，如黑猫系列无人值守人行门禁系统及 Smart Guest 系列访客登记和身份验证系统以及万睿数字孪生 PaaS 平台，平台致力解决各种异构问题下的数据融通和场景联动，提供数字运营基础能力底座，助力业务系统开发者快速搭建链接客户的数字孪生应用。

图 55：黑猫三号人行出入口无人值守智能门禁



资料来源：万睿科技官网，光大证券研究所整理

图 56：星云空间数字孪生 PaaS 平台



资料来源：万睿科技官网，光大证券研究所整理

BPaaS 解决方案主要包括 (1) 远程企业运营服务：通过祥盈企服旗下的业务流程外包中心，以 BPaaS 解决方案提供全套远程企业运营服务，其中包括财务流程运营、人力资源运营及信息技术咨询台服务；(2) 远程空间运营服务：向从事城市空间整合服务的公司提供远程空间运营服务，如智慧城市空间工作流程管理服务（包括但不限于监控、检修及资源调度服务）及运营数据分析服务。

表 4：BPaaS 解决方案服务内容

业务类型	服务类型	服务内容
远程企业运营服务	财务流程运营	提供覆盖成本到报销、采购到付款、订单到收款及总账到财务报表等环节的端到端流程服务，亦能够根据客户的运营流程为客户提供基于市场的计算和分析，并对每个账户的年营业额进行计算。
	人力资源运营	为企业客户提供员工及人力资源相关事项的服务，例如薪酬服务、考勤管理及合同管理。
	信息技术咨询台服务	建立远程数据运营中心在远程支持和满足客户的需求。客户可以使用桌面上设置的桌面工具或直接呼叫远程数据运营

		中心解决其日常运营遇到的 IT 相关问题。此外，已在全国范围部署逾 300 名 IT 工作人员，以及时响应客户需求。
远程空间运营服务	智慧城市空间工作流程管理服务	远程空间运营服务使项目公司能够通过以数字化、智能化和高效的方式管理监控、检修及资源调度工作流程，从而提升运营效率。在相关城市空间中安装的各种电子设备和仪器配置有算法，能使该等设备对清洁、园艺及秩序维护服务中的多种场景自动作出反应。典型例子包括垃圾转运站的远程监控及抽查、远程灯光控制及智能巡逻。
	运营分析服务	远程企业运营服务在运营效率提升方面为项目公司提供技术支持解决方案，其中整合信息及数据分析能力可帮助其管理团队作出业务决策。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

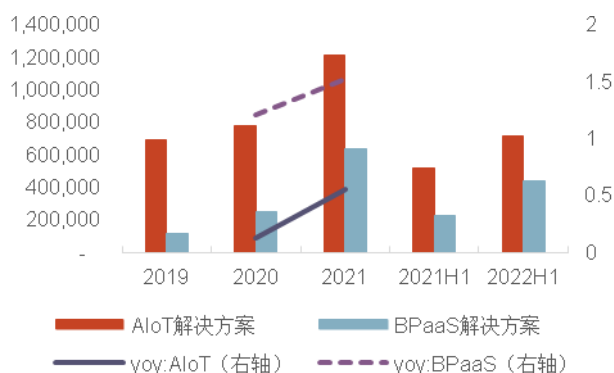
2019-2021 年，科技板块收入由 8.1 亿元增长至 18.5 亿元，2022H1 收入 11.6 亿元 (yoy+56.2%)，占总收入比重 8.1%。

其中 BPaaS 解决方案 2021 年收入 6.34 亿元，yoy+152.6% (2020 年 2.51 亿元，yoy+120.8%)；AloT 解决方案 2021 年收入 12.16 亿元，yoy+55.4% (2020 年 7.83 亿元，yoy+13.0%)。

毛利率方面，AloT 及 BPaaS 解决方案服务的毛利率呈上行趋势。2019-2021 年间，解决方案服务毛利率一路上升，2019-2021 年分别为 21.2%、24.6%和 29.9%，其中 AloT 解决方案毛利率分别为 26.7%、27.8%和 24.7%。

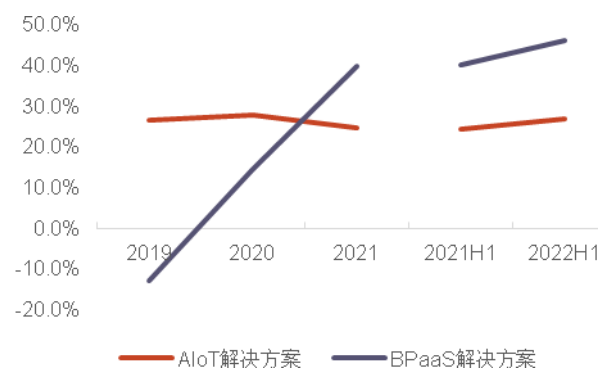
BPaaS 解决方案在 2019 年亏损，2020 年实现盈利，毛利率为 14.6%，主要原因为：BPaaS 解决方案于 2019 年仍处于开发的早期阶段，并于 2020 年才开始商业化。2021 年实现毛利率 39.8%，实现较大提升，主要原因为：BPaaS 解决方案服务逐渐成熟并商业化。

图 57：解决方案服务收入



资料来源：万物云招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理，单位：千元

图 58：解决方案服务毛利率



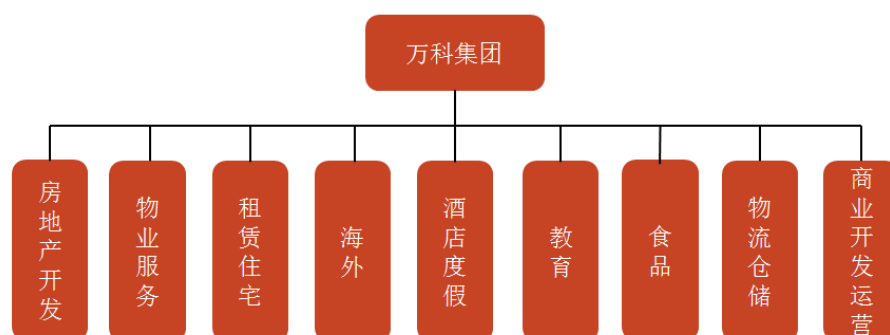
资料来源：万物云招股说明书、2022 年中报，光大证券研究所整理

## 4、核心竞争优势与未来增长驱动

### 4.1、集团品牌势能强大，资源丰富，推动可持续发展

万科集团是中国地产行业极具声誉的品牌地产商，拥有非常高的品牌美誉度，亦是中国深圳证券交易所和香港联交所两地上市的房地产龙头企业。根据弗若斯特沙利文的资料，截至 2021 年年底，万科集团的品牌价值超过 1,300 亿元人民币。根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心共同发布的“2021 中国房地产开发企业中国综合实力测评”中，万科集团排名第一位。在 2021 年《财富》500 强榜单中，万科集团位列 160 位。与此同时，万科集团亦是少数始终保持三大国际评级机构一致授予投资级评级的中国房地产开发商。

图 59：万科集团业务版图

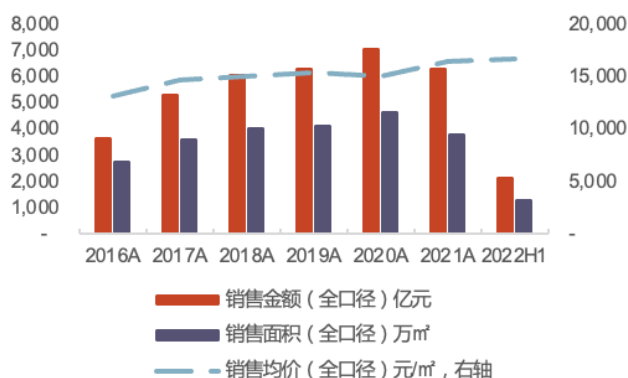


资料来源：万科官网，光大证券研究所整理

### 关联方万科集团销售保持强劲，收入名列前茅

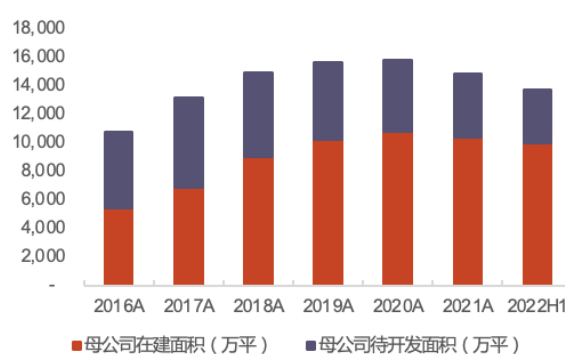
2021 年全年，万科集团累计实现销售面积 3,807.8 万平方米，销售金额人民币 6,277.8 亿元。根据弗若斯特沙利文的资料，2021 年万科集团位列中国房企第二名。2022 年上半年，万科集团实现销售面积 1,290.7 万平方米，销售金额人民币 2,153.9 亿元。

图 60：万科历年销售金额与面积



资料来源：万科年报、半年报，光大证券研究所整理

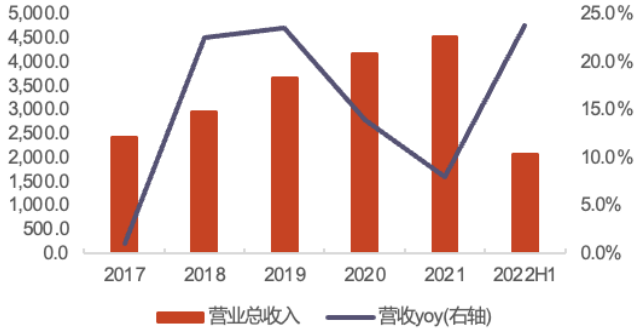
图 61：万科土地储备



资料来源：万科年报、半年报，光大证券研究所整理

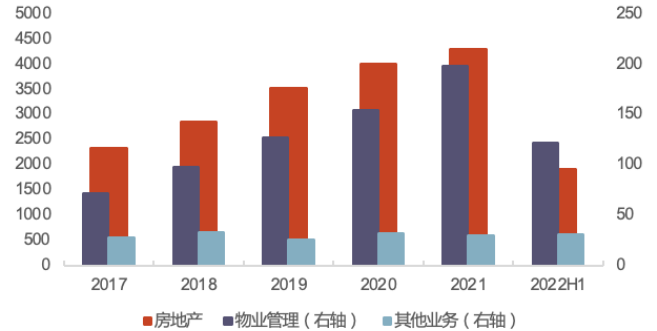
拆分收入结构来看，万科集团的房地产开发业务为其主要收入来源，2022H1 收入为 2069 亿元，其中地产开发业务收入为 1917 亿元。毛利率方面，2022H1 地产开发业务毛利率为 20.9%。

图 62: 万科营业收入 (亿元)



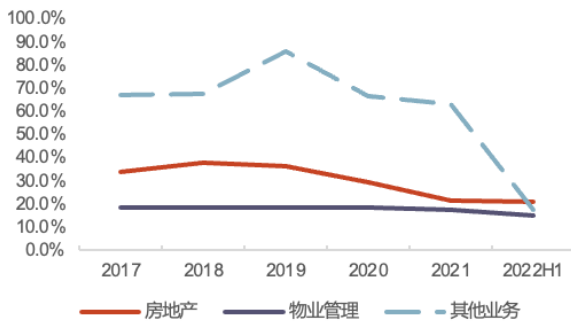
资料来源: 万科年报、半年报, 光大证券研究所整理

图 63: 万科收入拆分 (亿元)



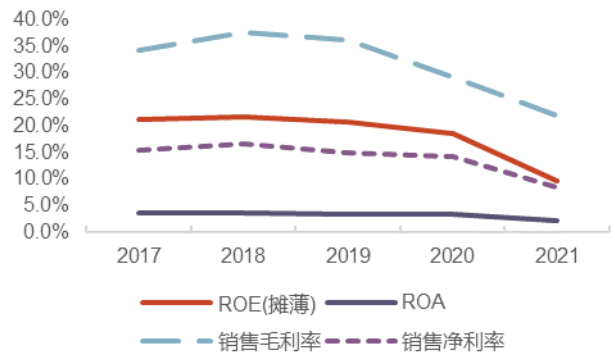
资料来源: 万科年报、半年报, 光大证券研究所整理

图 64: 万科各业务毛利率



资料来源: 万科年报、半年报, 光大证券研究所整理

图 65: 万科 ROA 与 ROE 水平



资料来源: 万科年报, 光大证券研究所整理

截至 2022H1, 万科净负债率为 35.5%, 一年内到期短债占比为 22.4%, 剔除预后资产负债率为 68.4%, “三道红线”持续保持绿档。万物云与万科集团长期持续的良好业务关系也为公司持续成长提供源源不断的动力。

万科项目开发质量高, 且住宅项目主要为中高端住宅物业, 万物云来自于关联方的住宅项目物业费高于独立第三方项目, 拥有一定的品牌溢价。

表 5: 万物云住宅物业费水平

元/月/平方米	2019	2020	2021	2022Q1
万科及其合联营	3.18	3.20	3.31	3.31
独立第三方	2.88	2.92	2.95	2.96

资料来源: 万物云招股说明书, 光大证券研究所整理

## 4.2、万物云自身优质服务建立的品牌力是核心竞争力

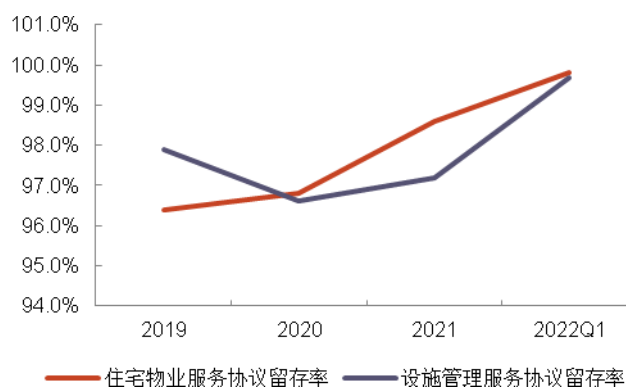
随着业务的持续扩大和服务范围的拓宽，公司客户类型不断丰富，涵盖业主、企业及其他机构客户，并不依赖万科集团获取项目或产生收入。品牌是公司的重要资产，公司主要通过万科物业、万物梁行、City Up 和万睿科技这些品牌开展社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务以及 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务。我们认为，在口碑良好的“万科”品牌及万物云系列品牌赋能下，公司具备多方品牌优势，利于吸纳和维持客户，可持续发展能力强。

万物云以住宅物业管理起家，服务品质高，品牌力强，使得物业管理协议留存率接近 100%，平均物业管理费温和上涨，新签约项目基本等价于“永续增长年金”，不断增厚基础物管基本盘（2022H1 住宅基础物管收入占比 51%，商企物管占比 24.3%，二者合计占比 75.3%，对比招商积余 78%、中海物业 75.5%），保障了公司业绩稳健增长。

2019 年-2022 年第一季度，公司物管费持续稳步上升，其中，22Q1 办公空间物业费平均每月每平方米的饱和收入为人民币 6.06 元，相较于 2019 年底 5.14 元/平米/月的物业费，实现 17.9%的提升。

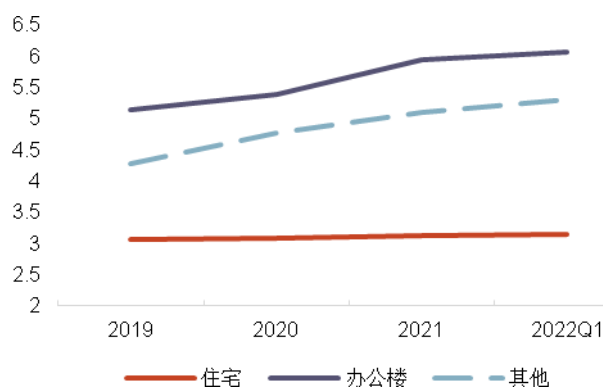
截至 2022 年 3 月 31 日，公司住宅物业服务的留存率达 99.8%，物业及设施管理服务的留存率达 99.7%，均接近 100%。其中，独立第三方的住宅服务留存率在 22Q1 达 99.6%（对比 2019 年底 92.3%）。

图 66：万物云近年物业管理协议留存率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 67：万物云近年平均物业管理费水平



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，单位：元/月/平方米

### 4.3、深挖综合后勤服务，万物云抢占国内 IFM 市场

我们认为 IFM 是物管公司发展的一条路径，在中国市场的潜力较大（万物云物业及设施管理收入 2019-2021 年实现收入翻倍至 52.9 亿元），详见我们 2021 年 11 月 23 日外发报告，《物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（二）：借鉴索迪斯（SW.PA），五十年领跑全球 IFM》。

表 6：国际物管巨头索迪斯 IFM 业务

服务业态	服务内容	主要客户
工商业与行政机构	为工商企业、公共机构、行政机构及军队等提供餐饮、后勤服务及设施管理解决方案	1500 多个相关服务机构，客户数量超过 10000 家
医疗和养老机构	为医疗保健专业人员提供设备工程和临床基础设施解决方案以及一系列增值综合服务	业务遍布欧洲、北美、南美以及亚太的 39 个国家
教育机构	为 K-12 客户和高校提供包括餐饮、住宿、保洁、安保在内的基础设施解决方案	为全球 42 个国家约 2500 所学校提供服务

资料来源：索迪斯官网，光大证券研究所整理

表 7：国际物管巨头爱玛客 IFM 业务

服务业态	服务内容	主要客户
教育	为高等教育和 K-12 客户提供行政支持、环境清洁、安保、设施设备管理和配餐服务	1500 多所学校，每年为 250 万学生提供 2.73 亿顿饭菜
医疗	为医疗机构提供环境服务、中央运送服务、设施运行管理、安保服务、其他临床支持和配餐服务	全球 2500 家医疗机构
商业与工业	提供行政支持、环境清洁、安保、设施设备管理和配餐服务，	全球 5400 多处办公地点
体育、娱乐和惩戒	为体育和娱乐场所提供配餐、零售和设施管理服务，还为惩戒设施（如监狱）提供职业培训	30 支 MLB,NBA,NFL,NHL 队伍，多所大学运动队伍
设施管理和其他	内务管理、工厂运营和维护、能源管理、场地维护、景观美化、运输、设施咨询服务等	810 多家工厂，超过 1000 处设施

资料来源：爱玛客官网，光大证券研究所整理

万物云提前布局抢占市场，锁定大量优质客户；展望后续，公司先发优势明显：一方面万物云通过优质服务提升客户粘性，获取更多单客户价值，同时保持较高协议留存率，另一方面中小企业在外包趋势发展下也有可能存在“羊群效应”，进而成为万物云的潜在客户。

### 4.4、物业科技先锋，产品+解决方案的全套服务能力

2022 年 5 月 20 日，九部门发文推进智慧社区建设，物业企业作为“社区治理基层支柱”及“关键实施载体”，将在智慧社区建设中发挥关键作用。详见我们 2022 年 5 月 22 日外发报告：《“基层治理支柱+关键实施载体”，物管行业重要性再提升——对 5 月 20 日九部门联合印发意见深入推进智慧社区建设的点评》。

我们认为，在政策指引下，各方参与者会充分发挥自身优势，走向合作，提高效率，如软件供应商的技术优势、物业服务商丰富的管理经验相结合，共同推进智慧云服务市场的发展（详见我们 2020 年 3 月 5 日外发报告：《物管搭台，科技唱戏——光大证券物业管理与科技行业联合研究报告（1）》），具备行业领先

的科技能力以及拥有近三十年丰富的物业管理经验的万物云在市场中具有明显的竞争优势。

为使一系列服务场景信息化、可视化和智能化，公司开发了全方位空间运营的技术体系，通过万睿科技、祥盈服务及“第五空间”三大品牌进行运营和管理。万睿科技作为万物云的科技分支，负责一站式的 AIoT 解决方案，涵盖从初始建设规划设计、技术开发与集成，建设及安装到交付后实施运维服务的智慧物业生命周期的各个阶段。根据客户的具体需求，公司客户可签订合同，一次仅提供上述一项、全部服务或其任意组合。

AIoT（人工智能物联网）+BPaaS（云技术流程管理）解决方案服务将线上云服务与线下智能硬件及线下服务相结合，可实现调动资源和精细工作流程，提升空间服务效率，从而降本增效、精简运营。按 2021 年的收入计，公司在智慧城市云服务提供商中的排名为前 10-20 名之间，市场份额为 1.45%，预计公司上市后将持续挖掘科技化潜能，增加智慧城市云服务市场的份额。

对比同业，万物云的科技板块产品更为丰富，服务范围更广，能应对多种复杂场景（智慧社区、智慧园区、智慧楼宇、智慧工地、智慧城市的设计、施工、运营一体化服务），且万物云具备提供产品+解决方案的全套服务能力，辅助客户进行运营管理和决策分析，收入规模也领先同业，万物云在智慧科技领域龙头地位稳固，并且具备向同业输出的能力（向城市服务提供商输出 BPaaS 解决方案，为行业制定标准流程）。

表 8：国内头部物业企业运用科技赋能情况

物管企业	科技应用举例
碧桂园服务	在全国范围内推动应用部署智能化系统，覆盖超 3,000 个项目，共 159.3 万个点位设备和智能监控对象。物业数字化服务品牌「天石云」平台进一步市场化，向超过 200 个第三方企业赋能，覆盖管理面积近 6300 万平方米的 627 个项目。成立了机器人公司，计划推出物业管理领域的多款机器人，未来将通过任务和工单系统可以直接向清洁机器人派发工单，实现人机合作的全新工作场景。
金科服务	输出智慧科技，(i)智慧设计服务：为物业开发商提供有关项目施工全周期的智能解决方案；(ii)智慧案场服务：在房屋销售阶段为物业开发商提供智能化、数字化案场技术服务，如生命家房屋展示系统；及(iii)智慧综合运营平台服务：通过开发、定制、安装及运维 IBMS（智能建筑管理系统），参与智能城市、智慧政企、智慧小区建设。
绿城服务	改造智能闸道系统，运用巡逻机器人、案场机器人提升效率；通过“幸福绿城”APP 等平台技术实现园区智能化管理。
新城悦服务	打造智慧平台，布局物业服务中心小前端和职能支持大中台的敏捷服务模式，全新升级网格管理系统、商业智能(BI)系统、客户关系管理(CRM)系统、物业工单系统、收银系统等。
雅生活服务	以智能解决方案为主线，通过应用 AI、物联网技术，持续推进智慧安防、智慧车行以及智慧运维的升级及改造，。携手华为、海纳云、朗新科技、海康威视等战略合作伙伴共同推进城市智能体系的建设和运营，构建多个智慧服务场景应用。
万物云	智慧社区、智慧园区、智慧楼宇、智慧工地、智慧城市的设计、施工、运营一体化服务，提供产品+解决方案的全套服务。

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

## 4.5、未来主要增长驱动：品牌、科技与“蝶城”

我们认为，万物云主要有以下发展驱动：

- 1) **提升高能级城市项目密度，获取更高物业服务费溢价。**万物云聚焦增加高线城市业务浓度的战略，由于高线城市居民普遍享有较高的可支配收入和较强的购买力，公司独特的聚焦浓度策略能够获得更高的物业服务费溢价。
- 2) **夯实品牌影响力，拓展空间服务范围。**公司以万科物业和万物梁行为核心品牌，逐步搭建了多元化、战略一致的万物云自主品牌集群，三大业务条线下的品牌如下：

表 9：万物云各条线品牌

业务线	品牌
社区空间居住消费服务	万科物业
	朴邻
	万物为家
商企和城市空间综合服务	万物梁行及 City Up
AIoT 及 BPaaS 解决方案服务	万睿科技
	祥盈服务
	第五空间

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

品牌势能和专业能力是推动公司可持续发展的核心竞争力。在现有万物云品牌集群的基础上，持续孵化更多新品牌，加强客户品牌忠诚度，进一步发挥品牌红利以助力业务持续发展。

公司致力于整合内外部优势，打破传统物管服务边界，拓宽服务产品及领域。围绕住宅物业服务，公司计划以“管家”模式提供多样性的服务，通过万物为家品牌发展众多增值服务，通过子品牌“朴邻”开展房屋销售及租赁经纪服务；围绕商企空间，公司计划在传统物业服务之外，提供高品质一体化服务（如能源消耗管理服务、人力资源管理服务及交付前服务）；围绕城市空间，公司计划通过探索新的项目机会，扎根具有雄厚经济基础的高线城市，做城市空间服务的“大管家”和整合服务提供商。

3) **持续投入科技能力，打造全域空间服务商。**万物云致力于进行数字化变革，坚持打造科技化名片，发展数字化技术以保持其在市场中的竞争优势。公司不断投入更多资源到技术研发中，此次 IPO 募集资金中的 25% 将用于投入 AIoT 及 BPaaS 解决方案的开发，助力科技板块产品及系统的研发。近年来，物管行业面临逐年上升的人力成本，采用数字化技术可减少对体力劳动的依赖，预计人工成本增加对万物云的影响较小。

4) **优化“万物云街道”模式，部署“蝶城”战略。**街道是中国城市规划和行政区划的最小单位，“万物云街道”是万物云基于对行业的洞见而提出并以技术支持的解决方案：以街道为单位，按在管项目为驻点及员工 20 至 30 分钟可达为半径构建新的服务圈，通过人员共享和快速响应的举措，为街道内的所有空间提供混合服务。根据弗若斯特沙利文的资料，万物云为业内首家采用聚焦浓度、基于街道的方法来拓展主要业务的公司。

公司的聚焦浓度战略可为“万物云街道”模式的引入奠定基础，进一步为打造“蝶城”作铺垫；如万物云在 2021 年收购阳光智博和伯恩物业，目的之一在于扩大华东地区（尤其是福建省）的市场份额，以部署“万物云街道”模式。密度的增加能够在一个本地化的服务网络内将公司的在管物业和设施同社区、商企和

城市空间联系起来，并带来实效。公司计划将“万物云街道”模式在全国范围内快速复制，3-5年内完成建设数百个万物云街道的目标。

此次万物云 IPO 募集资金，计划将 35% 资金（约 19.79 亿港元）投入到打造“万物云街道”模式中，表明了公司布局的核心所在。

**表 10：公司 IPO 募集资金用途**

比例（金额，港元）	用途
35%（19.79 亿）	用于为在选定街道发展我们独特的聚焦浓度战略及在全国范围内推行“万物云街道”模式提供资金，从而扩大业务、实现规模效益及创造新收入机会。
25%（14.14 亿）	用于投入 AIoT 及 BPaaS 解决方案的开发，旨在使我们具备建立产业互联网的能力。
20%（11.31 亿）	用于通过收购或投资增值服务提供商及行业上下游供应链的服务提供商以孵化万物云生态系统。
10%（5.66 亿）	用于吸纳及培养人才。
10%（5.66 亿）	用于营运资金及一般公司用途。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

截至 2022 年 Q1，万物云管理层选择符合对潜在万物云街道选择标准的 3402 条街道（包括在管超过 3,000 户家庭所在的 531 个指定万物云街道）作为“万物云模式”的首期扩张目标；在若干万物云街道（包括深圳坂田、武汉唐家墩及光谷南、苏州金鸡湖、沈阳长白街道以及上海宜川街道）部署街道代表，以把握新的商企和城市空间业务机会。

## 5、盈利预测、估值与投资评级

### 5.1、营业收入及利润预测

**营收预测：**我们的预测基于以下关键假设：

1) 住宅物业（社区空间）：关联方持续稳定交付物业管理项目，2022 年上市资本迅速扩充，公司有较大动力和资本实力，通过招投标、收并购和成立合资公司方式获取第三方物业管理项目。预计 2022-2024 年新增在管面积分别为 1.4 亿平方米、1.23 亿平方米、1.23 亿平方米，其中约三分之一为关联方交付，三分之二为第三方获取。随服务品质提升，以及业主消费水平提升，整体物业管理费水平温和上涨。

2) 商业物业（商企和城市空间）：企业、机构和政府追求办公运营效率，将非核心业务外包的大趋势延续，龙头公司凭借专业化能力和品牌优势，建立壁垒，市场份额持续提升。万物梁行具有中外合作基因，管理经验和品牌实力业内领先，是国内物业及设施管理龙头（已经与超过 900 家企业及机构客户建立联系，按市值计，包括前十名互联网公司中的 8 家及前十名金融服务公司中的 7 家），根据公司近三年外拓情况与项目收费水平，预计每年新增 4000 万平方米合约面积，项目单价温和上涨。

3) 2022 年下半年及之后，国内新冠疫情得到有效控制，公司的增值服务各项业务可以稳定开展。

我们预计公司 2022-2024 年营收增速为 28.9%、24.9%、22.1%。分业务来看：

**社区空间居住消费服务：**

1) **住宅物业管理：**住宅物业收费方式为单价 x 面积，关联方 2019-2021 年销售面积分别为 4112 万/4668 万/3808 万平方米，在建面积均超过 1 亿平方米，预计关联方 22 年交付 4000 万方、23-24 年每年稳定交付 4300 万方在管面积；2021 年公司收购阳光智博和伯恩物业，第三方项目储备增长较快（第三方累计新增 1.2 亿平方米，其中 7200 万方来自收并购，5000 万方来自独立拓展），假定公司上市后资本扩充，外拓团队扩张，拓展能力提升，同时通过收并购快速提升规模的动力增强，由此预计 2022 年新增约 1 亿平方米第三方在管面积，2023、2024 年新增约 8000 万平方米在管面积；根据过去两年平均年涨幅，预计基础物管单价年均涨幅 5%；综上，我们预计该部分业务 2022-2024 年的营收增速为 25.8%、22.9%、19.9%。

2) **居住相关资产服务：**

房屋经纪和租赁业务，根据公司招股说明书披露，公司截至 2021 年末共有 600 余家线下门店开展经纪业务，其中存量房交易佣金率为 1.5%-1.8%，新房交易佣金率为 1.1%-3%，房屋租赁佣金率为月租金 80%，均为行业中等水平；我们测算 2021 年公司房屋经纪和租赁业务 GTV（总交易额）约 450 亿元，2022 年由于疫情和房地产行业下行影响，房屋交易市场景气度下行，公司业务规模尚小，预计疫情和房地产行业整体冲击对公司影响不大，背靠万科集团，房源优质，通过线上安居客平台和线下门店开展业务，预计市占率稳步提升；2020、2021 年 GTV 增速分别为 95.5%、29.5%，我们预计该部分业务 2022-2024 年的 GTV 增速为 5%、30%、30%。

房屋装修、美居业务增长驱动为在管面积扩张以及渗透率提升，因此正常经营状态下该业务收入增速高于在管面积增速；2022 年上半年疫情阻碍业务开展，同

时房地产竣工有所延后，叠加居民消费低迷，房屋装修行业业务收缩；2020、2021 年该业务收入增速分别为-44%、37%；预计 2022-2024 年该部分业务收入增速分别为-10%、30%、30%。

由此，我们预计居住相关资产服务 2022-2024 年收入增速分别为-0.22%、30%、30%。

**3) 其他社区增值业务：**主要是车位销售服务，该业务为非重点业务，承接控股股东万科集团的车位代理销售，2020、2021 年及 2022H1 该业务收入增速分别为-21%、0.1%、-5.4%，预计公司上市后，集团对公司的发展支持力度提升，预计车位销售服务 2022-2024 年收入增速分别为-5%、5%、5%。

### 商企和城市空间综合服务：

**1) 物业及设施管理：**商企物业管理包含了商业办公楼、企业办公楼、产业园等业态，场景需求复杂，对专业化水平要求高，收费水平也高于住宅物业，公司在管业态以办公楼为主，其他业态包括商场、产业园等，预计 2022-2024 年每年新增 2000 万平方米写字楼在管面积和 2000 万平方米其他业态在管面积，基础物管单价按照 5% 的年平均涨幅上涨，综上，我们预计该部分业务 2022-2024 的营收增长为 44.4%、32.6%、26.8%。

**2) 开发商增值服务：**2022 年房地产下行，案场服务相关需求减缓，2022H1 该板块营收同比增长 2.9%。考虑地产销售边际改善趋势延续，市场逐步筑底回暖，2023 年及之后开发商增值业务较 2022 年有望改善，同时行业龙头有望在竞争中提升市场份额，但房地产开发行业的整体难以维持较高增速，我们预测该业务 2022-2024 年营收增速分别为 2%、5%、5%。

**3) 城市空间整合：**即城市服务（市政清洁、维修、秩序维护等），公司提出“服务一座城”、“城市管家”等计划，不断拓宽物业服务传统边界，城市服务为政府外包业务，服务项目、服务内容和收费水平均为合约规定，利润率稳定，市场空间较大，同时能为后续开展智慧城市建设积累项目资源，截至 2022 年 3 月 31 日，城市服务项目 52 个；预计公司将重点发展该业务，由于前期收入基数较小（2021 年为 3.4 亿元），后续预计可在较长一段时间维持较高的增长速度。该板块 2021 年营收同比增长 233%，预测 2022-2024 年营收增速分别为 80%、60%、50%。

### 解决方案服务：

解决方案服务为公司重点业务，是区别于其他物管公司的核心竞争优势之一。从收入来源上看，2019-2021 年解决方案服务收入中来自万科集团及合联营企业的收入占比分别为 59.7%、54.8%、47.3%，关联交易占比逐年降低，公司对外输出智慧物业产品和服务的能力逐年提升。根据已有关联交易合同，2022-2024 年解决方案服务关联交易金额上限分别为 10.3 亿元、12.4 亿元、13.7 亿元，上市后公司加大对解决方案业务投入力度（募集资金 25% 用于解决方案业务），预计公司服务能力提升，产品丰富度提高，服务边界进一步延伸，预计该板块 2022-2024 年营收增速分别为 41.8%、31.6%、29.9%。

拆分业务来看，截至 2021 年末，AIoT 解决方案合同数量 1686 个，收入 12.2 亿元，yoy+55.4%，平均合同单价 72.1 万元/年，（2019-2020 年合同数量为 1088、1440 个，单价 63.7 万元/年、54.4 万元/年），预计上市后资本加持以及战略聚焦下，AIoT 解决方案业务有望迎来量价齐升，我们预计每年增加合同

数量 400 个, 预计 AIoT 解决方案 2022-2024 年营收增速分别为 37.2%、26.6%、27.2%;

BPaaS 解决方案服务基数较小, 截至 2021 年末合同数量 107 个, 平均合同单价 592.6 万元/年, 我们预计每年增加合同数量 40-60 个, 预计 BPaaS 解决方案 2022-2024 年营收增速分别为 50.7%、40.2%、34.3%。

**毛利和毛利率预测:** IPO 之前, 公司经过多年发展, 业务规模行业领先, 业务模式基本成熟, 毛利率保持稳定。2021 年综合毛利率为 17%, 我们认为后续公司的毛利率将在较长一段时间内基本保持稳定。

按照业务的拆分来看:

#### 社区空间居住消费服务:

1) **住宅物业管理服务:** 公司提出“万物云街道”模式, 即不断提升同一区域的管理项目密度, 通过集中化业务, 提升规模经济, 同时将部分非核心业务外包, 节约成本, 我们认为通过外包+集中的策略, 公司能有效缓解人工成本上行压力。2020 年疫情发生后, 公司享受社保减免政策, 毛利率由 2019 年的 9.5% 提升至 15%, 但 2021 年社保减免取消, 但得益于规模经济降低成本, 2021 年毛利率为 11.14%, 我们预计 2022-2024 年, 住宅物业管理的毛利率能维持在 11.14% 水平。

2) **居住相关资产服务:** 房屋经纪、美居等相关业务仍处于扩张期, 需要部分前期投入 (如朴邻门店开业数量增加、人员扩充等), 2021 年该业务毛利率为 30.3%, 预计 2022-2024 年板块毛利率小幅下降, 分别为 29%、28%、27%。

3) **其他增值服务:** 该业务的毛利率较高, 主要为车位销售业务, 2019-2021 年平均毛利率为 67%, 我们预计 2022-2024 年该业务毛利率保持在 67% 水平。

#### 商企和城市空间综合服务:

1) **物业及设施管理:** 专业化程度高, 整体毛利率高于住宅物业, 2019-2021 年毛利率逐年降低 (在管面积由 4.3 亿平方米增长至 6.6 亿平方米, 毛利率由 15.6% 降低至 13.7%), 主要由于在管规模快速扩张, 而新项目早期阶段委托的服务毛利率相对较低; 预计项目进入中后期阶段后, 毛利率能逐渐企稳, 我们预计 2022-2024 年该业务毛利率分别为 13.7%、13.68%、13.65%。

2) **开发商增值服务:** 2019-2021 年, 开发商增值服务毛利率由 28.1% 降低至 19.5%, 降幅较大, 主要原因是内部业务结构变化, 毛利率较低的房屋修缮业务占比快速提升, 案场服务和交付前服务增速放缓, 占比减少; 2022 年上半年, 房地产销售下行, 开发商对案场服务和交付前服务需求减少, 公司开发商增值业务收入增速降低较快, 预计板块毛利率仍将延续下降趋势, 2022-2024 年该业务毛利率分别为 19.4%、19.3%、19.2%。

3) **城市空间整合:** 城市服务为政府外包业务, 盈利水平相对稳定, 预计 2022-2024 年该业务毛利率维持在 15% 水平。

#### 解决方案服务:

2019-2021 年, 随着 AIoT、BPaaS 解决方案逐渐商业化, 解决方案业务毛利率逐年提升, 我们预计 AIoT、BPaaS 解决方案服务逐渐成熟并趋于稳定, 毛利率分别维持 25%、45% 水平, 预计 2022-2024 年解决方案服务毛利率分别为 32.3%、32.8%、33%。

综上，我们预测公司 2022-2024 营业收入为 305.5 亿元、381.8 亿元、466.3 亿元，营收增速分别为 28.9%、24.9%、22.1%，三年的毛利分别为 49.5 亿元、61.4 亿元、74.9 亿元，综合毛利率分别为 16.2%、16.1%、16.1%。

表 11：营业收入、毛利及毛利率预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>18,145</b>	<b>23,705</b>	<b>30,554</b>	<b>38,175</b>	<b>46,629</b>
<b>1) 社区空间居住消费服务</b>	<b>10,623</b>	<b>13,161</b>	<b>16,558</b>	<b>20,344</b>	<b>24,397</b>
住宅物业服务	9,130	11,363	14,790	18,174	21,711
居住相关资产服务	950	1,256	1,253	1,629	2,117
其他社区增值服务	543	543	516	541	569
<b>2) 商企和城市空间综合服务</b>	<b>6,489</b>	<b>8,693</b>	<b>11,371</b>	<b>14,379</b>	<b>17,746</b>
物业及设施管理	4,023	5,288	7,633	10,117	12,831
开发商增值	2,363	3,065	3,127	3,283	3,447
城市空间整合	102	340	612	979	1,468
<b>3) 解决方案服务</b>	<b>1,034</b>	<b>1,850</b>	<b>2,624</b>	<b>3,453</b>	<b>4,486</b>
AIoT 解决方案	783	1,216	1,669	2,113	2,687
BPaaS 解决方案	251	634	956	1,340	1,799
<b>营收增速</b>	<b>30.3%</b>	<b>30.6%</b>	<b>28.9%</b>	<b>24.9%</b>	<b>22.1%</b>
<b>1) 社区空间居住消费服务</b>	<b>20.3%</b>	<b>23.9%</b>	<b>25.8%</b>	<b>22.9%</b>	<b>19.9%</b>
住宅物业服务	25.9%	24.5%	25.81%	22.86%	19.92%
居住相关资产服务	6.8%	32.1%	-0.22%	30.00%	30.00%
其他社区增值服务	-21.0%	0.1%	-5.00%	5.00%	5.00%
<b>2) 商企和城市空间综合服务</b>	<b>51.2%</b>	<b>34.0%</b>	<b>30.8%</b>	<b>26.4%</b>	<b>23.4%</b>
物业及设施管理	56.6%	31.4%	44.35%	32.55%	26.82%
开发商增值	39.6%	29.7%	2.00%	5.00%	5.00%
城市空间整合	233.7%	233.0%	80.00%	60.00%	50.00%
<b>3) 解决方案服务</b>	<b>28.2%</b>	<b>79.0%</b>	<b>41.8%</b>	<b>31.6%</b>	<b>29.9%</b>
AIoT 解决方案	13.0%	55.4%	37.20%	26.62%	27.18%
BPaaS 解决方案	120.8%	152.6%	50.70%	40.20%	34.29%
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>3,365</b>	<b>4,020</b>	<b>4,948</b>	<b>6,139</b>	<b>7,486</b>
<b>1) 社区空间居住消费服务</b>	<b>1,992</b>	<b>2,084</b>	<b>2,356</b>	<b>2,843</b>	<b>3,371</b>
住宅物业服务	1,370	1,265	1,648	2,025	2,419
居住相关资产服务	302	381	363	456	572
其他社区增值服务	320	438	346	363	381
<b>2) 商企和城市空间综合服务</b>	<b>1,119</b>	<b>1,383</b>	<b>1,744</b>	<b>2,164</b>	<b>2,633</b>
物业及设施管理	575	726	1,046	1,384	1,751
开发商增值	530	598	607	634	662
城市空间整合	14	59	92	147	220
<b>3) 解决方案服务</b>	<b>254</b>	<b>553</b>	<b>847</b>	<b>1,131</b>	<b>1,481</b>
AIoT 解决方案	218	301	417	528	672
BPaaS 解决方案	37	252	430	603	810
<b>毛利率</b>	<b>18.54%</b>	<b>16.96%</b>	<b>16.19%</b>	<b>16.08%</b>	<b>16.05%</b>
<b>1) 社区空间居住消费服务</b>	<b>18.75%</b>	<b>15.84%</b>	<b>14.23%</b>	<b>13.98%</b>	<b>13.82%</b>
住宅物业服务	15.00%	11.14%	11.14%	11.14%	11.14%
居住相关资产服务	31.73%	30.32%	29.00%	28.00%	27.00%
其他社区增值服务	59.00%	80.76%	67.00%	67.00%	67.00%

<b>2) 商企和城市空间综合服务</b>	<b>17.24%</b>	<b>15.90%</b>	<b>15.34%</b>	<b>15.05%</b>	<b>14.84%</b>
物业及设施管理	14.29%	13.72%	13.70%	13.68%	13.65%
开发商增值	22.42%	19.50%	19.40%	19.30%	19.20%
城市空间整合	14.00%	17.42%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>3) 解决方案服务</b>	<b>24.61%</b>	<b>29.89%</b>	<b>32.28%</b>	<b>32.76%</b>	<b>33.02%</b>
AIoT 解决方案	27.84%	24.72%	25.00%	25.00%	25.00%
BPaaS 解决方案	14.56%	39.79%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

### 销售费用和管理费用:

公司在物业管理行业中智能化科技化程度较高,拥有成熟的治理体系和严格的费用管控体系,2019-2021年,公司管理费用率分别为7.7%、7.5%、7.6%(2022H1为6.8%),有所优化;近三年销售费用率分别为0.9%、0.9%、1.1%(2022H1为1.4%),小幅提升;我们预计公司通过高密度布局策略和智能化手段提高经营效率,2022-2024年管理费用率优化为7.4%、7.2%、7%;预计2022-2024年销售费用率保持稳定,为1.2%。2022-2024年销售管理费用合计为26.3亿元、32.1亿元、38.2亿元。

**盈利预测:**我们预测公司2022-2024三年归母净利润分别为19.5亿元、24.1亿元、29.5亿元,归母净利润率分别为6.4%、6.3%、6.3%,2022-2024三年EPS分别为1.67元、2.07元、2.53元。

## 5.2、 相对估值法测算

万物云作为物业管理行业龙头之一,我们综合考虑公司规模和关联方实力,选取了华润万象生活(1209.HK)、保利物业(6049.HK)和招商积余(001914.SZ)三家公司作为可比公司。

**华润万象生活:**央企华润集团旗下业务单元华润置地的成员公司,中国领先的物业管理和商业运营服务商,拥有卓越的运营服务能力,商管领域具备龙头地位,品牌美誉度高,规模扩张较快,关联方华润置地经营稳健,项目交付保障性较高,物管+商管发展模式韧性较强,2021年、2022H1归母净利润同比分别为+111%、+27.5%,2021-2024年wind一致预期EPS复合增速为28.3%。

**保利物业:**央企保利集团下属保利发展控股子公司,截至2022年6月,公司已进入全国29个省、直辖市与自治区的206个城市,在管面积达5.23亿平方米,2021年度品牌价值逾159亿元,已成为物业行业规模和品质的领军者及标杆示范企业。2021年、2022H1归母净利润同比分别为+26%、+28%,2021-2024年wind一致预期EPS复合增速27%。

**招商积余:**央企招商局集团下属招商蛇口控股子公司,国内非住宅物业管理龙头,截至2022年6月30日,公司共有3亿平方米在管面积,其中非住宅1.8亿平方米,占比61%;非住宅客户包括办公楼、园区、政府、公共物业、学校、机场等,专业化能力需求高,具有较高的壁垒。2021年、2022H1归母净利润同比分别为+17.3%、+33.5%,2021-2024年wind一致预期EPS复合增速27.9%。

万物云2021归母净利润同比+13.9%,2021-2024年预测EPS复合增速为21%,低于可比公司均值(27.7%),可比公司2022年平均PE为21倍。综合考虑公司发展阶段和发展速度,万物云业务规模处于行业龙头地位,各业务线成熟,为行业打造标准,是物业服务企业标杆,历经多年发展仍然保持中高速增长,住宅物业处在规模第一梯队,商业企业服务深度和广度领先同业,在智慧物业建设方

面引领行业发展,我们认为应当给予公司适当龙头估值溢价;且物业公司自 2021 年下半年来估值回调明显,当前处于估值历史低位;综合考虑,我们给予公司 2022 年 30 倍 PE 估值(高于可比公司均值),目标价约为 54.9 港元。

表 12: 可比公司估值比较

证券代码	公司名称	收盘价 (港元/元)		EPS (元)					PE (X)				CAGR (2021-2024)	市值 (亿港元/亿元)
		2022/10/25	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E				
1209.HK	华润万象生活	26.4	0.76	0.98	1.27	1.60	31.8	24.6	19.0	15.1	28.3%	601.4		
6049.HK	保利物业	32.0	1.53	1.94	2.46	3.13	19.1	15.0	11.9	9.3	27.0%	177.1		
001914.SZ	招商积余	14.2	0.48	0.65	0.81	1.01	29.3	22.0	17.4	14.0	27.9%	150.4		
	平均值						26.8	20.5	16.1	12.8	27.7%	314.4		
2602.HK	万物云	39.6	1.43	1.67	2.07	2.53	25.3	21.6	17.5	14.3	21.0%	462.2		

资料来源: wind; 可比公司 2022-2024 年 EPS 来自 WIND 一致预期, 万物云 2022-2024 年 EPS 为光大证券研究所预测; 收盘价为 2022 年 10 月 25 日, 汇率按 1 港元兑换 0.9130 元人民币计, 招商积余收盘价与市值为人民币, 计算均值转换成港币

### 5.3、绝对估值法测算

长期增长率: 由于物业服务行业的服务消费属性, 长期来看物业费涨幅有望与 CPI 涨幅同步, 故假设长期增长率为 2%;

无风险率  $R_f$ : 选取十年期国债收益率, 约为 2.5%;

$R_m - R_f$ : 选取近 10 年恒生指数平均年收益率作为  $R_m$ , 约为 10%,  $R_m - R_f$  约为 7.5%;

$\beta$ : 采取恒生指数-地产-物业服务及管理的行业  $\beta$  作为公司无杠杆  $\beta$  的近似;

税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 25%。

表 13: 绝对估值核心表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 $R_f$	2.50%
$R_m - R_f$	7.50%
$\beta$ (levered)	1.4
$K_e$ (levered)	13.14%
税率	25.00%
$K_d$	5.00%
$V_e$ (百万元)	42,197
$V_d$ (百万元)	11.50
目标资本结构	30.00%
WACC	10.70%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据 FCFE 绝对估值的结果, 万物云的合理股价约为 55.1 港元/股。

表 14: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	10,510	17.63%
第二阶段	19,909	33.40%
第三阶段 (终值)	29,181	48.96%
企业价值 AEV	59,601	100.00%
加: 非经营性净资产价值		0.00%
减: 少数股东权益 (市值)	933	-1.57%
减: 债务价值	12	-0.02%
总股本价值	58,656	98.42%
股本 (百万股)	1,167	
每股价值 (元)	50.26	
每股价值 (港元)	55.05	
PE (2022E)	30.05	

资料来源: 光大证券研究所预测, 汇率按 1 港元兑换 0.9130 元人民币计算

表 15: 敏感性分析表

WACC	长期增长率				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
9.7%	59.59	61.59	63.85	66.43	69.39
10.2%	55.56	57.26	59.17	61.32	63.77
10.7%	51.98	53.43	55.05	56.86	58.91
11.2%	48.78	50.02	51.40	52.94	54.66
11.7%	45.90	46.97	48.16	49.47	50.93

资料来源: 光大证券研究所预测, 单位: 港元

## 5.4、 估值结论与投资评级

我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 305.5 亿元、381.8 亿元、466.3 亿元, 营收增速分别为 28.9%、24.9%、22.1%; 归母净利润分别为 19.5 亿元、24.1 亿元、29.5 亿元; 三年 EPS 分别为 1.67 元、2.07 元、2.53 元。

根据相对估值法, 我们认为公司 2022 年的合理 PE 估值为 30 倍, 对应目标价约为 54.9 港元; 根据绝对估值法, 我们认为公司合理价格约为 55.1 港元/股;

**综合绝对估值法与相对估值法, 我们给予公司目标价 54.9 港元。**

鉴于公司背靠实力雄厚的万科集团, 业务规模处于行业龙头地位, 是物业服务企业标杆, 历经多年发展仍然保持中高速增长, 住宅物业处在规模第一梯队, 商业企业服务深度和广度领先同业, 在智慧物业建设方面引领行业发展, 未来发展空间广阔, 业绩增长保障性强, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险分析

业务开展不及预期风险：由于市场竞争、客户需求及市场趋势变动，公司社区增值及解决方案服务未必会按计划增长，前期投入的相关成本可能无法收回。

成本控制的风险：物业管理业务属于劳动密集型行业，若最低工资增加，雇员人数增加，以及其他因素的发生，成本会相应增加。此外对成本控制措施的实施也需要一段时间生效。

外拓不及预期风险：公司在第三方市场外拓获取大量项目，第三方外拓面临激烈的外部竞争，有可能导致公司外拓规模增长不及预期，同时疫情反复也可能导致部分项目招投标出现延缓。

次新股价格波动风险：公司登陆资本市场时间较短，若投资者预期变化，股价表现或有可能出现较大波动。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,145	23,705	30,554	38,175	46,629
营业成本	-14,781	-19,685	-25,606	-32,036	-39,143
毛利	3,365	4,020	4,948	6,139	7,486
其他收入及收益,净额	371	417	404	439	469
销售费用	-166	-257	-367	-458	-560
管理费用	-1,363	-1,792	-2,261	-2,749	-3,264
金融资产减值	-117	-69	-28	-37	-53
其他支出-经营	-22	-23	-26	-30	-33
应占共同控制实体损益	44	-12	0	0	0
应占联营公司损益	12	46	52	59	66
折旧及摊销	-214	-396	-526	-605	-686
EBITDA	2,337	2,727	3,248	3,968	4,797
营业利润 EBIT	2,123	2,330	2,721	3,363	4,111
财务费用	-14	-10	-11	-12	-12
税前利润 EBT	2,109	2,320	2,711	3,352	4,100
所得税	-590	-606	-678	-838	-1,025
净利润 (含少数股东权益)	1,519	1,714	2,033	2,514	3,075
净利润 (不含少数股东权益)	1,464	1,668	1,952	2,413	2,952
总股本(百万股)	1,000	1,050	1,167	1,167	1,167
EPS(元, 人民币)	1.25	1.43	1.67	2.07	2.53
资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	12,208	13,708	17,739	21,867	27,328
货币资金	5,398	6,431	7,717	8,488	9,337
贸易应收款及应收保证金-流动资产	3,021	4,514	6,086	7,907	10,534
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	1,495	1,698	2,679	4,015	5,793
存货	327	261	337	421	514
受限制银行存款-流动资产	238	305	349	393	436
按公允价值计入损益的金融资产	10	4	4	4	5
定期存款	1,719	496	567	638	709
非流动资产合计	6,796	15,016	16,046	17,345	18,619
固定资产-物业,厂房及设备	358	501	528	541	541
投资性房地产	838	657	728	777	821
有使用权资产-非流动资产	226	253	278	292	291
无形资产	583	8,244	8,693	9,097	9,462
于合营公司之权益	984	1,020	1,081	1,352	1,653
于联营公司之权益	727	794	841	1,053	1,286
指定为按公允价值列入其他全面收益的股本工具投资-非流	1,018	1,497	1,714	1,928	2,141
按公允价值计入损益的金融资产-非流动资产	1	1	1	1	1
递延税项资产-非流动资产	17	57	73	91	112
按金,预付款项及其它应收款项-非流动资产	2,043	1,992	2,108	2,213	2,311
资产总计	19,004	28,724	33,785	39,212	45,948
流动负债合计	11,512	16,282	19,624	23,180	27,672
应付账款及应付票据	2,605	3,243	5,195	7,803	11,266
应计负债和其他应付账款	4,747	7,822	8,701	9,082	9,542
合同负债-流动负债	3,546	4,168	4,770	5,166	5,548
按公允价值计入损益之金融负债	-	192	206	219	231
短期借款	10	12	-	-	-
租赁-流动负债	80	101	111	116	116
应交所得税-流动负债	524	745	641	793	970
非流动负债合计	927	2,130	2,274	2,407	2,527
计息银行及雇员借款-非流动负债	4	4	-	-	-
应计费用及其他应付款项-非流动负债	661	816	865	908	948
拨备-非流动负债	48	73	95	119	145
租赁-非流动负债	145	150	165	172	172
递延税项负债-非流动	68	1,088	1,151	1,208	1,261
负债总计	12,439	18,412	21,898	25,587	30,199
股本	1,000	1,050	1,167	1,167	1,167
储备 (含留存收益)	5,255	8,843	10,185	11,844	13,873
股东权益合计(不含少数股东权益)	6,255	9,893	11,352	13,011	15,040
少数股东权益	310	419	535	613	709
股东权益合计(含少数股东权益)	6,565	10,313	11,887	13,624	15,749
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,557	2,834	2,653	2,760	3,086
投资活动现金流	(1,950)	519	(4,528)	(1,234)	(1,315)
融资活动现金流	(390)	(2,319)	3,161	(754)	(922)
净现金流	216	1,033	1,286	772	849

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 注: EPS 按最新股本测算

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE