

## 长期引领行业，品牌力和利润率完美平衡

### 核心观点

- **全业态布局+多品牌发力+高质量成长的行业龙头。**公司深耕物业行业 32 年，围绕社区/商企/城市空间构建全系品牌矩阵，2022H1 合约/在管面积 10.9/8.4 亿方，高居行业 Top2；2019-2021 年营收 CAGR 达 30.5%，归母净利润 CAGR 达 27.9%。
- **住宅物业服务品牌美誉度高，在业主口碑和利润率之间取得完美平衡，内生增长成长性、确定性强。**万科物业长期注重服务细节和服务质量管理，以“高满高收”为基本盘，维持中低利润率以获得行业领先的客户满意度，收缴率、续约率、单方收费等指标优秀，同时公司以品牌口碑作为扩张利器，2021 年外拓合约面积排名行业第 2，内生增长动力强劲。母公司万科经营稳健，近期频获融资支持，支撑公司高确定性成长。随着行业利润率承压、基本面关注点向基础服务回归，我们认为，公司强大品牌力、内生增长的高确定性和对社区增值服务的低依赖度或将显现优势。
- **在商企服务和城市服务的高成长赛道上具备先发优势，率先建立资源和能力壁垒。**公司率先布局商企服务蓝海，旗下“万物梁行”是国内唯一与国际五大行之一合资成立的商企服务品牌，双方资源禀赋协同互补，品牌红利有望持续释放。其中 PM 业务抢占专业能力制高点和核心资源，IFM 业务已具备高价值客户基础，有望借助跟随效应实现高成长并建立护城河。城市服务方面，公司通过标杆项目+品牌催化+模式迭代构建独特竞争力，匹配政府所需，有望打开市场空间，兼具协同价值。
- **科技赋能建立中长期竞争力，蝶城战略具备想象空间。**基于物业管理 SOP 的良好基础，公司科技能力行业领先，兼具对内赋能和对外输出能力，业绩贡献逐年提升。蝶城战略着眼于规模经济，是整合了空间科技+多业态+高浓度等优势形成的组合打法，短期或带来成本端压力，长期有望切实推动降本增效，并挖掘增量业务机会。

### 盈利预测与投资建议

- **首次覆盖给予买入评级，目标价 66.6 港元。**我们预测公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.65/2.18/3.00 元。参考行业第一梯队主要以央企为背景的物业管理公司 2023 年的平均估值为 21X。考虑到万物云和母公司万科的规模体量均属行业龙头，在全业态布局的同时各赛道均已建立品牌优势，以及万物云领先于行业的科技能力，我们给予其 30% 的估值溢价，给予 2023 年 27X 的 PE。对应目标价 66.6 港元。

**风险提示：**母公司交付不及预期。外拓低于预期。收并购整合及商誉减值风险。蝶城成本投入过大或发展不及预期。科技板块发展不及预期。假设条件变化影响测算结果。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,145	23,705	31,128	39,612	49,441
同比增长(%)	30.3%	30.6%	31.3%	27.3%	24.8%
营业利润(百万元)	2,109	2,320	2,631	3,597	4,999
同比增长(%)	45.0%	10.0%	13.4%	36.7%	39.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,464	1,668	1,945	2,571	3,533
同比增长(%)	43.5%	13.9%	16.6%	32.2%	37.4%
每股收益(元)	1.24	1.42	1.65	2.18	3.00
毛利率(%)	18.5%	17.0%	15.7%	16.6%	17.6%
净利率(%)	8.1%	7.0%	6.2%	6.5%	7.1%
净资产收益率(%)	24.9%	20.7%	15.3%	15.6%	18.9%
市盈率(倍)	37.8	33.2	28.4	21.5	15.7
市净率(倍)	8.8	5.6	3.6	3.2	2.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入(首次)

股价(2023年01月04日)	53.05 港元
目标价格	66.6 港元
52周最高价/最低价	56.05/27.2 港元
总股本/流通H股(万股)	117,847/12,805
H股市值(百万港币)	62,518
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2023年01月04日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.98	21.53	20.57	
相对表现	6.49	10.19	-1.17	
恒生指数	4.49	11.34	21.74	-10.72



### 证券分析师

赵旭翔	zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070001
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931

## 目录

万物云：全业态布局、高质量发展的行业龙头 .....	6
行业先行者，迈入新征程 .....	6
由万科控股，管理团队行业经验丰富 .....	7
全业态布局+多品牌发力+高质量发展的行业龙头 .....	8
物管行业：洗尽铅华，返璞归真 .....	12
行业规模增长放缓，基本面关注点回归基础服务 .....	12
利润率承压，物企独立性备受关注 .....	14
商企与城市空间服务有望成为新增长点 .....	15
社区空间居住消费服务：固本强基，品牌口碑和利润率完美平衡 .....	16
住宅基础服务为中流砥柱，完美平衡客户满意度和利润率 .....	16
优质服务口碑和高美誉度品牌加持，独立拓展能力优异 .....	17
母公司经营稳健，亦可对未来增长提供稳定支撑 .....	20
深耕一二线城市，聚焦浓度提升创造规模效益 .....	21
聚焦资产类增值服务，未来仍有提升空间 .....	24
商企和城市空间服务：高成长赛道具备先发优势，率先建立资源和能力壁垒 .....	26
物业及设施管理服务：强强联合构筑护城河，有望持续释放品牌红利 .....	26
城市空间整合服务：政府所需，企业所能 .....	32
空间科技+蝶城战略，建立中长期领先优势 .....	35
长期投入数智化转型，实现内部赋能 .....	35
AIoT 及 BPaaS 解决方案已具备对外输出能力 .....	36
结点成网，“蝶变”愿景有望兑现 .....	38
盈利预测与投资建议 .....	40
盈利预测 .....	40
投资建议 .....	41
风险提示 .....	42

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 2015 年全面市场化后, 公司合约面积及营收规模快速增长.....	6
图 3: 万物云股权结构 (截至 2022 年 10 月 23 日, 部分行使超额配股权后).....	7
图 4: 万物云业务板块及品牌谱系.....	8
图 5: 万物云营收及增速 (单位: 百万元).....	9
图 6: 万物云归母净利润及增速 (单位: 百万元).....	9
图 7: 万物云营收结构.....	9
图 8: 万物云毛利结构.....	9
图 9: 2022H1 上市物企在管面积对比.....	10
图 10: 2022H1 上市物企合约面积对比.....	10
图 11: 2019-2022H1 典型物企应收账款周转天数区间.....	10
图 12: 2021 年末头部物企净现比.....	11
图 13: 2019-2022H1 三项费用率同业比较.....	11
图 14: 32 家样本物企 2017-2022H1 总营业收入及增速.....	12
图 15: 32 家样本物企 2017-2022H1 总归母净利润及增速.....	12
图 16: 32 家样本物企 2017-2022H1 基础物业服务收入增速.....	12
图 17: 32 家样本物企各项业务收入增速.....	12
图 18: 32 家样本物企 2018-2022H1 总在管面积增速.....	13
图 19: 32 家样本物企 2018-2022H1 总合约面积增速.....	13
图 20: 行业总在管面积及增速 (单位: 十亿平米).....	13
图 21: 32 家样本物企平均毛利率和净利率.....	14
图 22: 32 家样本物企各项业务毛利率.....	14
图 23: 32 家样本物企非住和第三方项目在管面积占比均值.....	14
图 24: 32 家样本物企平均应收账款周转天数.....	15
图 25: 部分上市物业公司 2022H1 商誉占总资产比重.....	15
图 26: 商企和城市空间综合服务市场规模预测.....	15
图 27: 社区空间居住消费服务营收及增速.....	16
图 28: 社区空间居住消费服务营收结构.....	16
图 29: 社区空间居住消费服务毛利率及分项毛利率.....	16
图 30: 社区空间居住消费服务毛利润结构.....	16
图 31: 万物云住宅在管/合约面积及增速.....	17
图 32: 典型物企合管比.....	17
图 33: 万物云第三方住宅项目收缴率、留存率、续约率.....	18
图 34: 2021 年物业费收缴率同业比较.....	18

图 35: 万物云第三方住宅项目中标率.....	18
图 36: 2021 年万物云外拓中标率行业领先.....	18
图 37: 万物云住宅合约面积构成.....	19
图 38: 万物云新增住宅合约面积构成 (单位: 万方) .....	19
图 39: 万物云住宅在管面积构成.....	19
图 40: 万物云新增住宅在管面积构成 (单位: 万方) .....	19
图 41: 2021 年第三方外拓面积同业比较 (单位: 万方) .....	20
图 42: 2021H1-2022H1 住宅净增合约/在管项目年化饱和收入.....	20
图 43: 万科销售金额及增速 (单位: 亿元) .....	20
图 44: 万科土储面积及销售保障系数 (单位: 万方) .....	20
图 45: 万科三道红线指标情况.....	21
图 46: 万科综合融资成本情况.....	21
图 47: 不同能级城市住宅在管面积分布.....	21
图 48: 不同能级城市社区空间居住消费服务收入分布.....	21
图 49: 2021 年住宅在管面积区域分布.....	22
图 50: 2019-2021 年住宅物业费同业比较 (单位: 元/平/月) .....	22
图 51: 2021 年末典型物管公司进驻城市数量、单城市平均在管面积.....	22
图 52: 人均在管面积同行对比.....	23
图 53: 万物云人均营收同行对比.....	23
图 54: 万物云住宅在管面积增速、基础服务及社区增值服务营收增速对比 .....	24
图 55: 2022H1 社区增值服务收入及占基础服务收入比例对比 .....	24
图 56: 万物云社区增值服务毛利率及分项毛利率.....	24
图 57: 2021-2022H1 社区增值服务毛利率同业比较.....	24
图 58: 万物云社区增值服务收入构成.....	25
图 59: 2021 年百强物企各项社区增值服务收入占比.....	25
图 60: 商企和城市空间服务板块收入拆分 (单位: 百万元) .....	26
图 61: 商企和城市空间服务板块营收结构 .....	26
图 62: 商企和城市空间服务板块毛利润结构.....	26
图 63: 商企和城市空间服务分项毛利率.....	26
图 64: 资源禀赋协同互补, 构建全生命周期全场景一站式 PFM 服务能力.....	27
图 65: 公司 PFM 项目合约/在管面积及增速 .....	27
图 66: 万物云 PFM 项目收入及增速.....	28
图 67: 万物云 PF、IFM 营收占比.....	28
图 68: 万物云 2021 年不同业态在管面积及营收占比.....	28
图 69: 2021 年末典型物企商办在管面积及年内净增面积 .....	28
图 70: 不同能级城市物业及设施管理服务在管面积分布 .....	28
图 71: 不同能级城市商企和城市空间综合服务收入分布 .....	28
图 72: 万物云第三方 PFM 项目收缴率、续约率、留存率.....	29

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

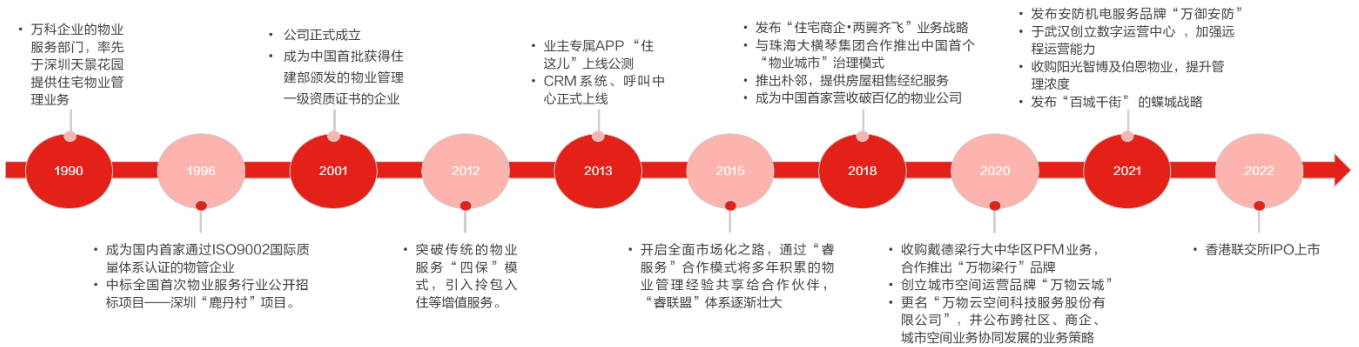
图 73: 万物云 PFM 项目新增在管面积构成 (单位: 万方) .....	29
图 74: 万物云 PFM 项目第三方面积占比 .....	29
图 75: 21H1-22H1 公司 PFM 净增合约/在管项目年化饱和收入 .....	29
图 76: 典型在管城市地标项目 .....	30
图 77: 合作企业资源 .....	31
图 78: 万物云对单一大客户 A 的业务/区域跟随 (1+N 模式) .....	31
图 79: 万物云、特发服务、卓越商企 PFM 毛利率对比 .....	31
图 80: 珠海横琴智慧运营调度平台 .....	32
图 81: “全域智能运营”运行框架 .....	32
图 82: 万物云城市服务产品“云城队长” .....	32
图 83: 提供城市空间整合服务的城市及项目数量 .....	33
图 84: 报表城市空间整合服务收入及增速 (单位: 百万元) .....	33
图 85: 2019-2022H1 研发费用及研发费率 .....	35
图 86: 募资净额的 25%拟用于 AIoT 和 BPaaS 解决方案开发 .....	35
图 87: 万物云空间科技体系 .....	36
图 88: AIoT 及 BPaaS 解决方案收入及增速 (单位: 百万元) .....	37
图 89: AIoT 及 BPaaS 解决方案来自第三方的收入占比提升 .....	37
图 90: AIoT 及 BPaaS 解决方案营收及毛利占比 .....	37
图 91: AIoT 及 BPaaS 解决方案及分项毛利率 .....	37
图 92: 万物云“蝶城”模式 .....	38
图 93: 万物云“蝶城”发展情况 .....	39
表 1: 核心管理团队简介 .....	7
表 2: 公司业务简介 .....	8
表 3: 万科近期频获融资支持 .....	21
表 4: 公司聚焦于高能级城市的浓度提升 (截至 2022 年 3 月 31 日) .....	23
表 5: 万物云城市空间整合服务模式 .....	33
表 6: 万物云城市空间整合服务全口径收入测算 .....	34
表 7: 典型物企城市服务指标对比 .....	34
表 8: 万物云 BPaaS 解决方案核心功能 .....	36
表 9: 收入分类预测 .....	41
表 10: 可比公司估值情况 .....	42

## 万物云：全业态布局、高质量发展的行业龙头

### 行业先行者，迈入新征程

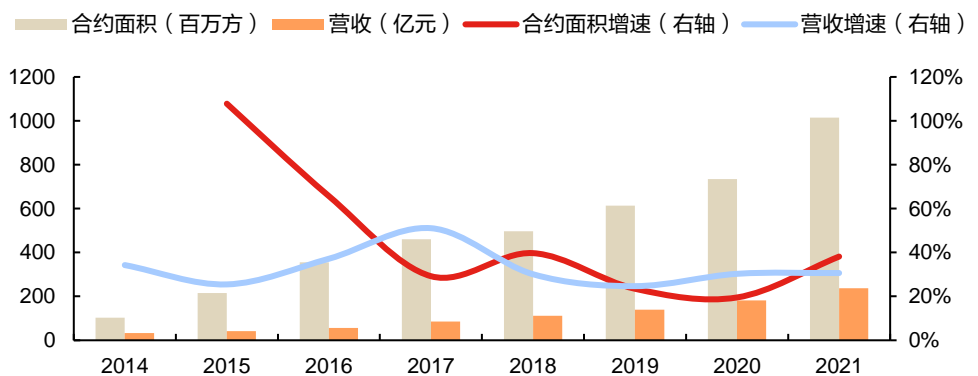
**行业领军者，32 载砥砺前行，步入全新发展阶段。**公司起源于万科的物业服务部门，前期以提供万科住宅项目的物业服务为主，在外拓、增值服务等方面开启行业先河。2015 年开启全面市场化，业务规模迅速扩大；2018 年成为国内首家营收破百亿的物业公司，并开启业务转型；2020 年更名为“万物云”，正式确立跨社区、商企、城市空间全业态协同发展的策略，在此之前曾连续十年蝉联中指研究院评选的中国物业服务百强榜第一。公司于 2022 年 9 月 29 日在港交所主板挂牌上市，步入全新发展阶段。

图 1：公司发展历程



数据来源：招股书，公司官网，东方证券研究所

图 2：2015 年全面市场化后，公司合约面积及营收规模快速增长



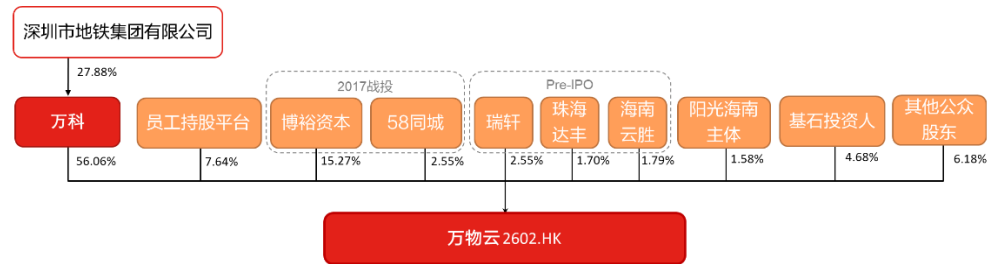
备注：2014-2018 年数据来自万科年报，2019-2021 年数据来自万物云招股书

数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

## 由万科控股，管理团队行业经验丰富

公司由万科集团控股，股东结构多元。本次 IPO 发行新股 1.17 亿股，占行使超额配售权前发行后股本总额的 10.0%，募集资金净额为 55.9 亿港元。部分行使超额配股权后，控股股东万科持股比例 56.06%，2017 年引入的战投方博裕资本、58 同城分别持股 15.27%、2.55%，中国诚通、瑞银资管、高瓴资本等基石投资人持股比例合计 4.68%，员工持股约 7.64%。

图 3：万物云股权结构（截至 2022 年 10 月 23 日，部分行使超额配股权后）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**管理团队经验丰富，员工股权激励到位。**公司 6 位核心高管中的 4 位为万科系出身、深耕物管行业的老兵，在万科/公司任职 20 年以上，管理和运营经验丰富。其中现任董事长兼总经理朱保全先生长期执掌万科物业（万物云前身），对行业发展有深刻见解，主要负责公司整体运营及战略规划，同时兼任万科联席总裁。公司管理层构架合理，兼顾了战略层面的连贯执行和业务方面的高效推进。员工激励方面，万科自 2015 年 6 月起为公司员工引入内部事业合伙人机制，后续进一步修订合并为“员工持股计划”，设立睿达第一至第五有限公司作为员工持股平台，合计持股 9000 万股（其中员工持股计划 7000 万股，睿达第三有限公司 2021 年 11 月增持 2000 万股），持股比例 7.64%。截至 2022 年 9 月已授予 394 名参与者，激励力度可观。

表 1：核心管理团队简介

姓名	年龄	职位	职责	加入公司时间	入职前主要经历
朱保全	48	董事长 执行董事兼总经理	公司整体运营及战略规划	1999/4	万科集团
何曙华	47	执行董事、政企客户 服务中心首席合伙人	政府及企业客户服务	1998/4	万科物业、万科集团
李庆平	44	首席投资官	投资、并购、投后整合运营、 新业务孵化	2016/9	中信产业基金、民生信 托、民生资本、万物梁行
杨光辉	51	副总经理 首席客户官	住宅业务	1997/4	万科物业
丁险峰	50	首席科学家	数字智能化业务 运营组织重塑	2021/7	英特尔、华为、阿里巴巴
邹明	49	副总经理	人力资源管理	2001/2	万科物业

数据来源：招股书，万物云官网，东方证券研究所

## 全业态布局+多品牌发力+高质量发展的行业龙头

社区、商企、城市空间“三驾马车”并驾齐驱，构建全系品牌矩阵。公司 2018 年发布“住宅商企·两翼齐飞”业务战略，同年与珠海横琴合作推出“物业城市”。随着 2020 年对戴德梁行大中华区业务整合的完成，公司正式确立了社区、商企、城市空间“三驾马车”协同发展的业务策略，以原“万科物业”及新推出的“万物梁行”、“万物云城”品牌为核心，构建全系品牌矩阵，助推业务发展。

图 4：万物云业务板块及品牌谱系



数据来源：招股书，公司官网，东方证券研究所

表 2：公司业务简介

业务板块	业务分类	业务细分	服务内容简介	品牌
社区空间居住消费服务	住宅物业服务	住宅基础物业管理	向住宅业主/住户提供清洁、秩序维护、园艺服务及维修保养服务	万科物业
	居住相关资产服务	房屋销售及租赁经纪	为社区住户提供二手房交易、租赁经纪、房屋托管打理等资产服务，同时为开发商提供新房销售协助	朴邻
		房屋装修及美居	为存量房屋提供全屋整装、厨卫改造等解决方案，并为业主对接第三方供应商的家具购置、安装及售后服务	万物研选
	其他社区增值服务	车位销售 其他服务	向开发商提供车位协销服务，并收取佣金 包括公区空间运营服务、机电设施维护服务及社区餐饮服务等	/
商企和城市空间综合服务	物业及设施管理服务	商企物业管理	对不动产公区提供物业管理服务，包括：秩序维护、清洁绿化、设施运维、能源管理、空间资产服务等	万物梁行 (万物商企、戴德梁行)
		综合设施管理	针对企业用户非核心业务流程产生的工作场所需求，提供综合行政支持、活动支持、礼宾服务、EHS 管理等服务	
	开发商增值服务	案场及样板间管理	为开发商案场及样板间提供接待、清洁、秩序维护和维修服务	/
		交付前支持 楼宇修缮	为开发商提供物业规划及设计建议，并协助交接过程 楼宇修缮翻新的设计及执行，定期质检和评估，总包/分包管理等	
	城市空间整合服务	城市空间治理 城市资源整合运营	如城市环卫服务及市政设施维护保养服务等 为国有物业提供招商租赁，为事业单位提供组合管理服务，及协助解决老旧小区的公共服务改进需求等	万物云城
AIoT 及 BPaaS 解决方案服务	AIoT 解决方案	泛场景全生命周期 AIoT 解决方案	向开发商、业主及政企客户提供智慧工地、智慧园区、智慧城市等泛场景全生命周期 AIoT 解决方案(包括智能设备及软件系统)	万睿科技
	BPaaS 解决方案	远程企业运营服务	向企业客户提供人事、财务、招聘、IT 等职能外包服务	祥盈企服
		远程空间运营服务	向从事城市空间整合服务的合联营公司提供智慧城市空间工作流程管理服务、运营数据分析服务等	/

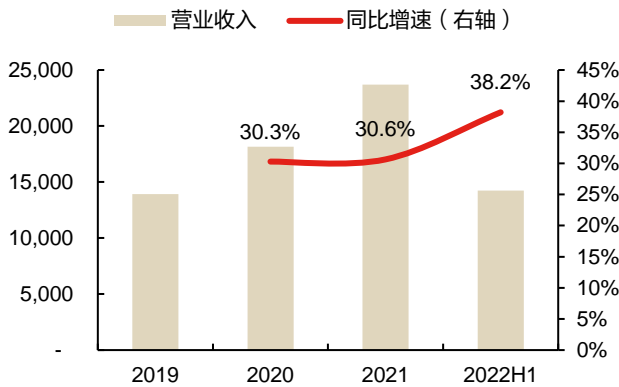
数据来源：招股书，公司官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**营收利润稳健增长。**公司 2021 年实现营收 237.0 亿元，实现归母净利润 16.7 亿元，2019-2021 年营收 CAGR 达 30.5%，归母净利润 CAGR 达 27.9%。2022H1 公司实现营收 142.4 亿元，同比增长 38.2%，实现归母净利润 8.7 亿元，同比增长 16.6%。

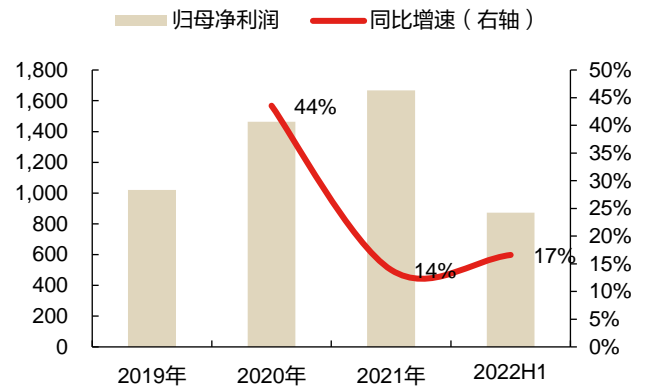
具体来看，截至 2022H1，社区空间居住消费服务、商企和城市空间服务、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务营收占比 56.1%/35.8%/8.1%，分别贡献了公司 47.8%/33.7%/18.6%的毛利润。2019 年以来，AIoT 及 BPaaS 解决方案服务营收和毛利占比持续提升，或成为未来新的业绩增长点。

图 5：万物云营收及增速（单位：百万元）



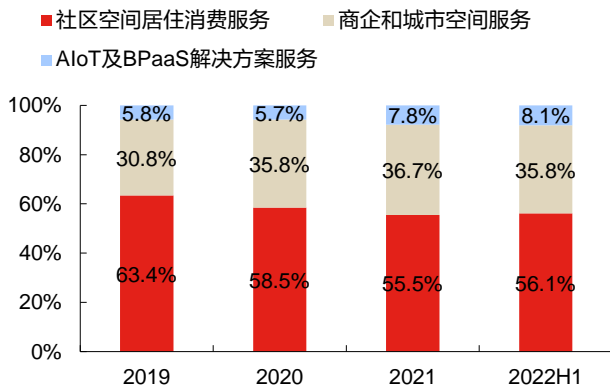
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 6：万物云归母净利润及增速（单位：百万元）



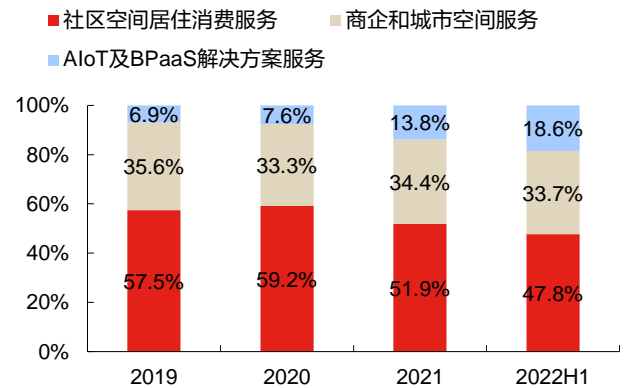
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 7：万物云营收结构



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

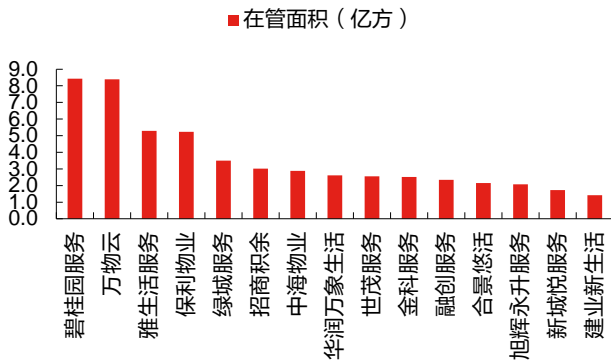
图 8：万物云毛利结构



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

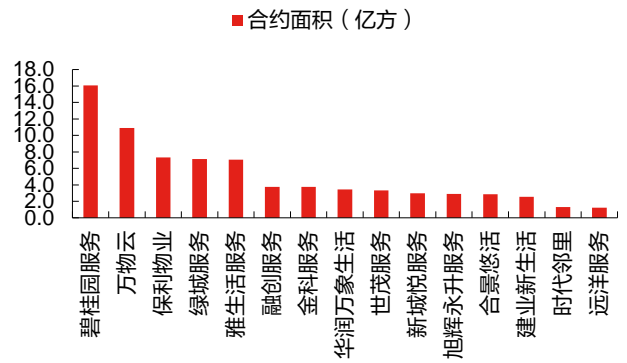
**管理规模位居行业龙头。**截至 2022H1，公司为中国 3035 个住宅物业提供物业管理服务，在管面积为 7.0 亿平方米；同时为 1706 个写字楼、商业综合体及公共物业提供物业及设施管理服务，在管面积约 1.4 亿平方米；合约规模方面，截至 2022H1，住宅/非住宅业态合约面积分别为 9.3/1.6 亿平方米。整体管理规模位居行业 Top 2。

图 9：2022H1 上市物企在管面积对比



备注：碧桂园服务管理面积不含“三供一业”  
数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

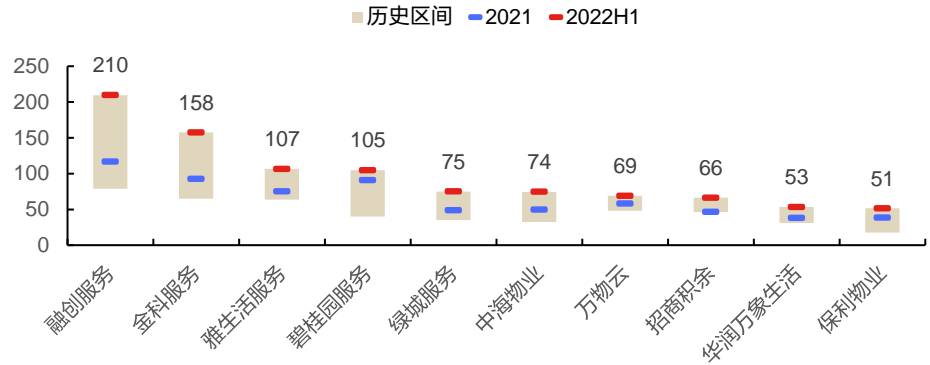
图 10：2022H1 上市物企合约面积对比



碧桂园服务管理面积不含“三供一业”  
数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

**应收账款控制较好，现金流表现优异。**公司 2019-2022H1 应收账款周转天数处于 48-69 天区间内，基本与头部央企物业公司相当；2021 年末公司净现比高达 1.65，在头部物企中仅次于央企保利物业。我们可以理解为业主的付费意愿和对服务的认可度更强，良好的现金流将保障公司各项业务的有序开展。

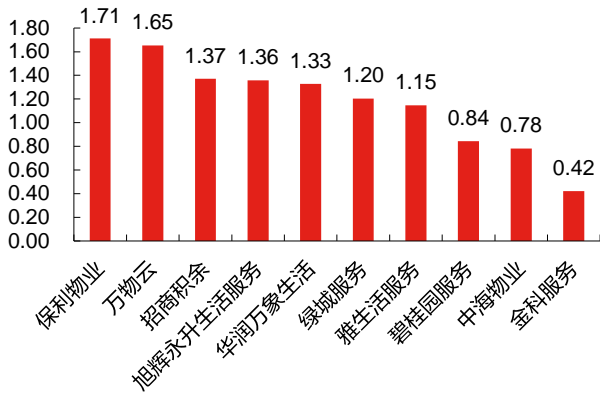
图 11：2019-2022H1 典型物企应收账款周转天数区间



数据来源：招股书，Wind，东方证券研究所

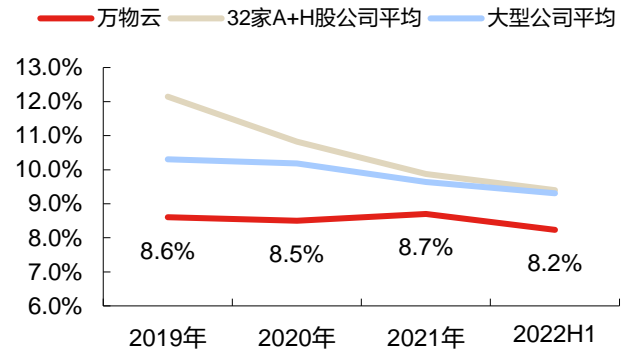
**三项费用率低于行业平均。**我们统计了 32 家 A+H 股物管上市公司（不包含万物云）2019 年至 2022H1 的三项费率均值分别为 12.1%、10.8%、9.9%、9.4%，其中 10 家大型物企分别为 10.3%、10.2%、9.6%、9.3%。万物云 2019-2022H1 三项费率分别为 8.6%、8.5%、8.7%、8.2%，较行业平均水平优势明显，较大型物企仍低约 1 个百分点，体现出公司效率方面的优势。

图 12：2021 年末头部物企净现比



数据来源：招股书，Wind，东方证券研究所

图 13：2019-2022H1 三项费用率同业比较



备注：大型公司指截至 2022H1 在管面积超过 2.3 亿方（含）的 10 家公司  
数据来源：招股书，Wind，东方证券研究所

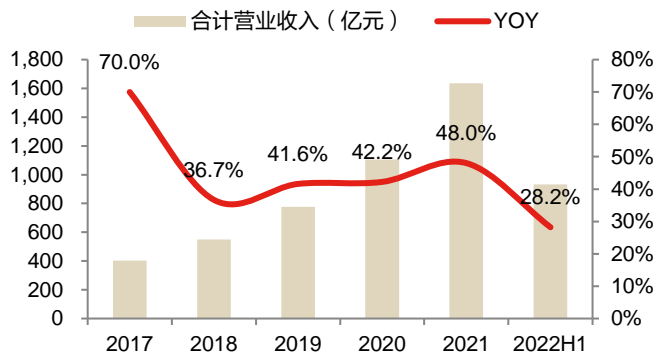
## 物管行业：洗尽铅华，返璞归真

### 行业规模增长放缓，基本面关注点回归基础服务

**行业高景气不再，业绩明显承压。**32家样本上市物企2022H1实现总营收932亿元，同比增长28.2%，总归母净利润93.8亿元，同比下降13.1%，营收增速放缓，归母净利润首次出现下滑。地产下行通过项目交付、增值服务、应收账款坏账等渠道对物业公司业绩产生不利影响，叠加疫情形势反复，行业业绩承压明显。

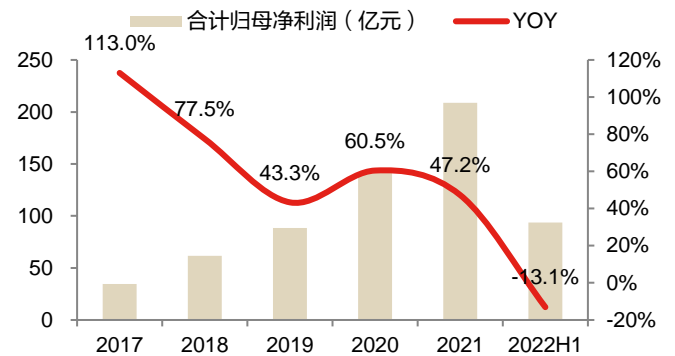
**基础服务增长稳健，增值服务受到较大冲击。**32家样本上市物企2022H1基础物管/社区增值/非业主增值服务营收同比增速分别为40.6%、16.2%、-2.9%，2021年同比增速分别为40.7%、68.3%、36.8%，基础服务营收增长相对稳健，增值服务增速下调明显。具体来看，非业主增值服务主要是物业公司为开发商销售阶段提供的协销等后勤服务，过去关联方在非业主增值服务领域对物业公司的支持力度较大，在地产下行的背景下，这部分业务未来成长性趋弱。社区增值服务同质化严重，营收不确定性主要来源于疫情反复和房产经纪等地产相关业务的影响，此外长期面临第三方竞争。

图 14：32 家样本物企 2017-2022H1 总营业收入及增速



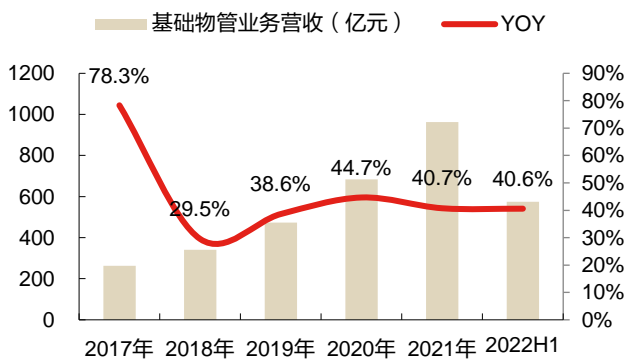
数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 15：32 家样本物企 2017-2022H1 总归母净利润及增速



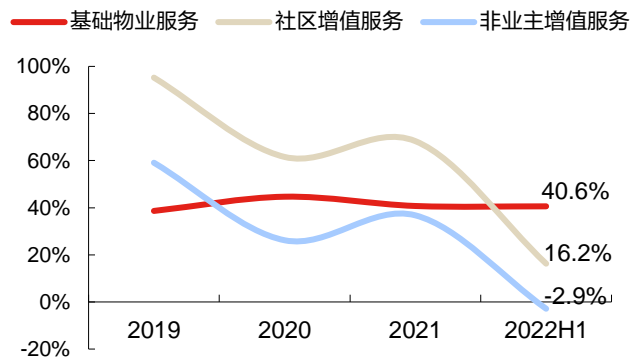
数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 16：32 家样本物企 2017-2022H1 基础物业服务收入增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：32 家样本物企各项业务收入增速

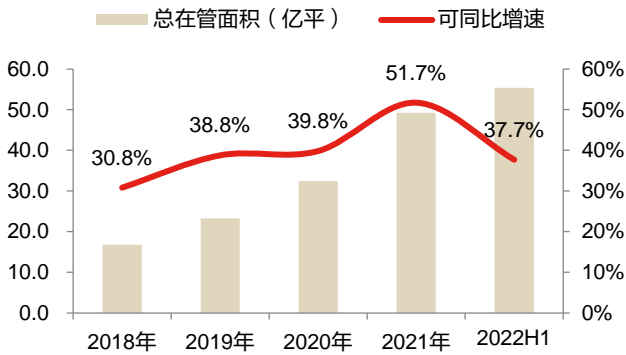


数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

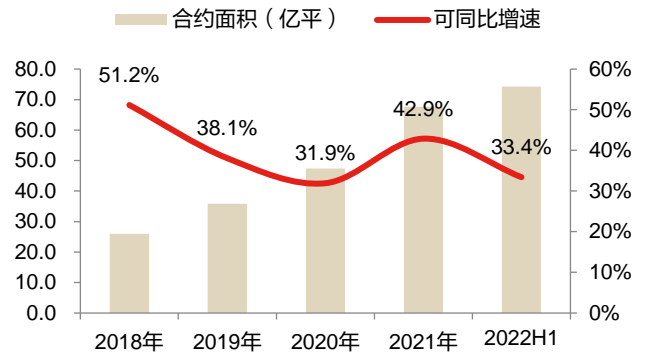
规模扩张放缓，稳健发展的头部物企有望获得份额增长。32家样本上市物企 2022H1 总在管面积为 55.4 亿方，同比增长 37.7%，总合约面积为 74.3 亿方，同比增长 33.4%，增速较 2021 年均有回落，且合约面积增速低于在管面积。物企规模扩张受限主要由于：1) 地产下行导致新开工减少、交付周期延长；2) 疫情影响市拓减少和项目进场；3) 收并购更加谨慎。物企高成长惯性被打破，进入稳健增长阶段。根据弗若斯特沙利文报告，2021 年行业总在管面积 372 亿平米，过去五年 CAGR 为 3.8%，预计 2021-2026 年仍可维持 3.7% 的复合增速，至 2026 年总在管面积预计达到 447 亿平米，未来保底增速仍可观。考虑到当前行业集中度仍较低，随着收并购趋于理性，预计稳健发展的头部物企增速仍有保障。

图 18: 32 家样本物企 2018-2022H1 总在管面积增速



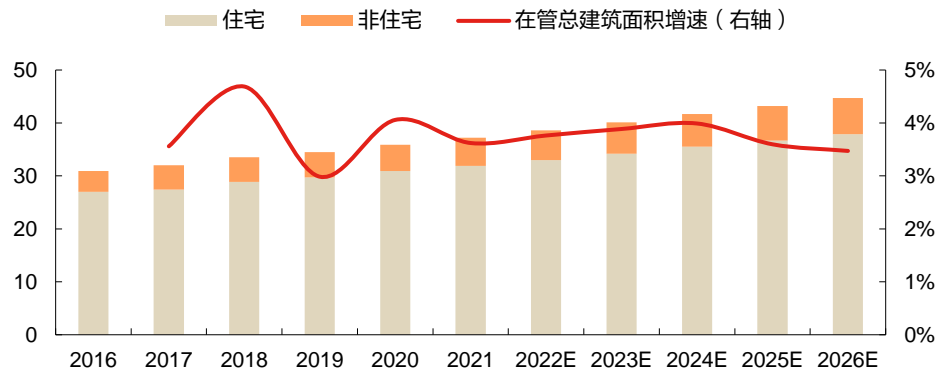
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 19: 32 家样本物企 2018-2022H1 总合约面积增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 20: 行业总在管面积及增速 (单位: 十亿平米)

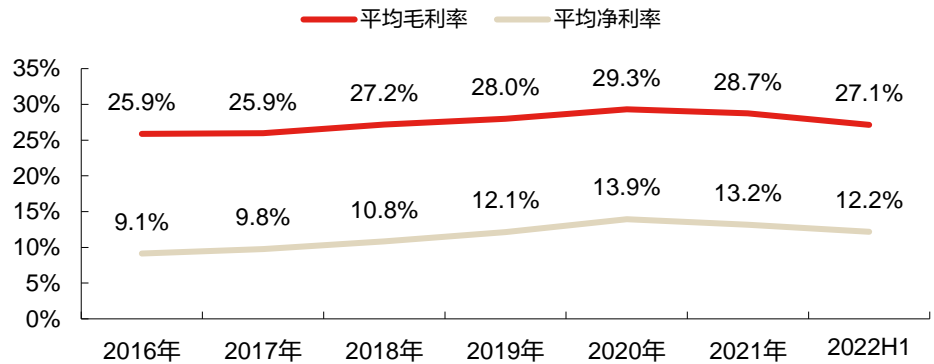


数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

## 利润率承压，物企独立性备受关注

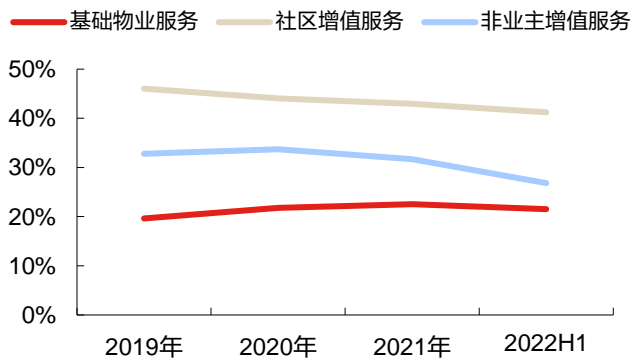
**行业毛利率面临下行压力。**从 2022 年中报来看，32 家上市物企毛利率和净利率较 2021 全年分别下降 1.6/1.0 个百分点。其中基础服务毛利率受业态结构和发展周期的双重影响：高端商写主要采用酬金制的定价方式，毛利率通常较高，但当前非住业态占比增长放缓，拓展空间有限；同时地产新开工持续下行，新房交付已过拐点；而存量盘既无定价权也缺乏成本下降，利润率提升空间不大。另一方面市场化发展成为行业趋势，物企第三方项目贡献普遍超过母公司，外拓项目质量和成熟度参差不齐也会造成毛利率的波动。从增值服务的角度，非业主增值服务失去关联方支持后毛利率压力较大，社区增值服务高毛利率的可持续性有限。**综合来看，我们认为行业利润率提升已到拐点，高毛利公司后续会面临压力。**

图 21：32 家样本物企平均毛利率和净利率



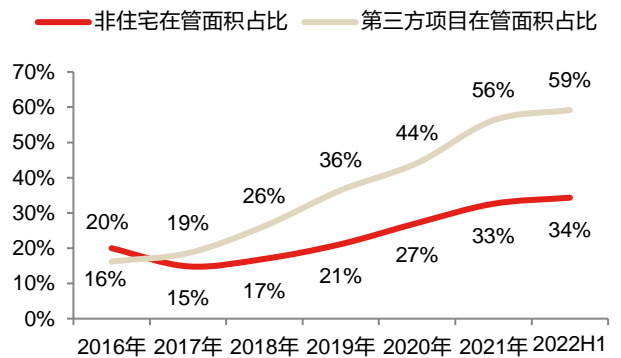
数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 22：32 家样本物企各项业务毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 23：32 家样本物企非住和第三方项目在管面积占比均值

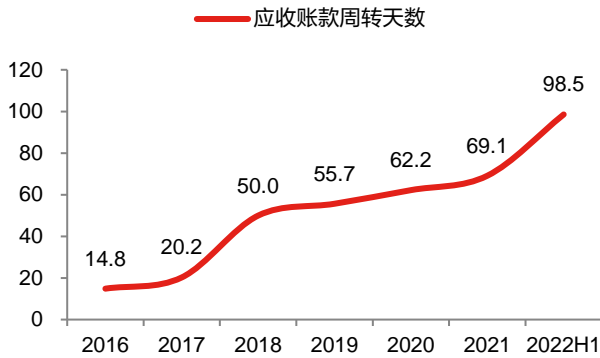


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**应收账款减值风险尚未完全消化。**从 2022 年中报来看，上市物业公司平均应收账款周转天数为 98.5 天，较 2021 年的 69.1 天有较大提升。从个体公司来看，非业主增值服务收入占比越高，除央企国企外的物业公司应收账款周转天数一般越长，可以认为关联方拖欠相关款项是影响物业公司应收款项的主要原因。部分物企 2022H1 对关联方应收账款计提大额减值，对业绩形成较大冲击，但仍未完全减值完毕。

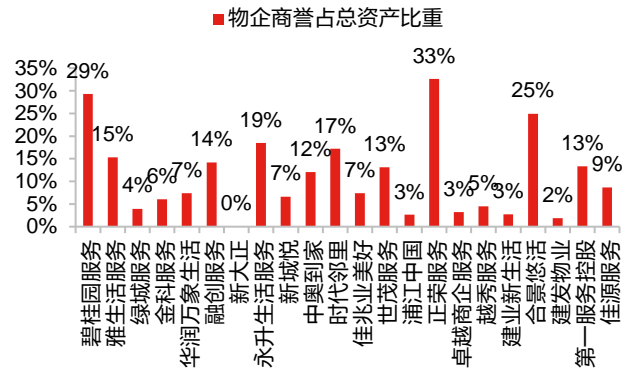
收并购带来的大额商誉同样增长了物企后续业绩的不确定性。部分物企前期收并购力度较大，商誉占比较高，目前尚未观察到大规模的商誉减值，如收并购标的业绩不及预期，后续出现减值，业绩增长仍具不确定性。物企与关联方的独立性也是决定估值水平的重要因素。

图 24：32 家样本物企平均应收账款周转天数



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：部分上市物业公司 2022H1 商誉占总资产比重

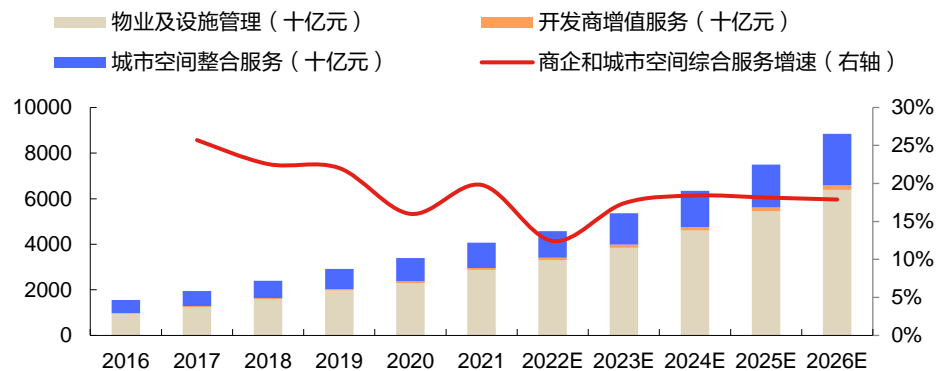


数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

## 商企与城市空间服务有望成为新增长点

近年上市物企纷纷加码布局非住业态及城市服务领域。根据弗若斯特沙利文报告，2021 年国内物业及设施管理服务、城市空间整合服务市场规模分别为 28787 亿元、11023 亿元，预计 2026 年分别达到 63857 亿元、22599 亿元，对应 2021-2026 年 CAGR 分别 17.3%、15.4%，高于基础物管服务增速。我们认为，商企服务方面，随着企业客户服务外包意识的增强，物业公司服务的内涵有望扩容；城市服务方面，在持续推进“放管服”改革和城市精细化管理的背景下，城市服务是政府寻求一体化解决方案和物管公司基于自身多元业态服务能力和数智化技术能力拓展自身业务边界相互匹配的结果，同时两个赛道均存在一定的能力壁垒。看好全业态布局、品牌势能强、中后台科技基础设施水平领先的物企建立先发优势。

图 26：商企和城市空间综合服务市场规模预测



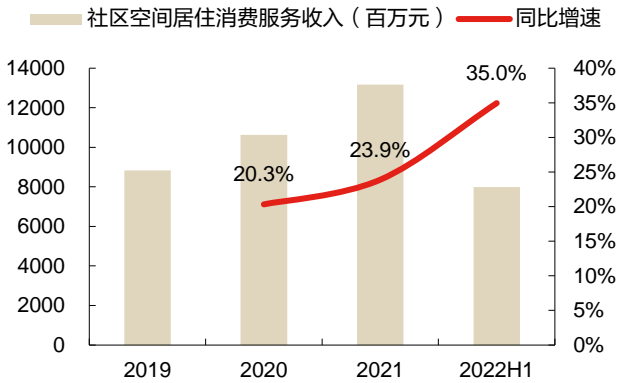
数据来源：弗若斯特沙利文，招股书，东方证券研究所

## 社区空间居住消费服务：固本强基，品牌口碑和利润率完美平衡

### 住宅基础服务为中流砥柱，完美平衡客户满意度和利润率

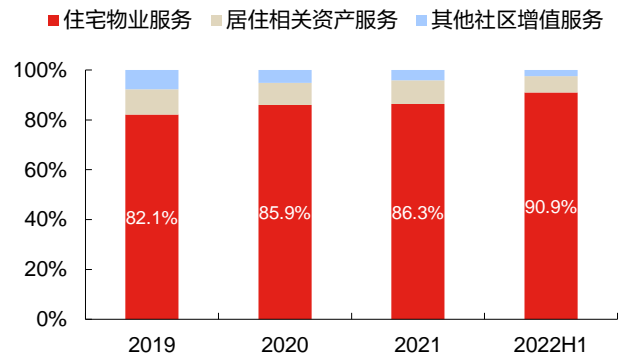
以住宅基础物业服务为基石，维持中低利润率，实现稳健增长。公司 2021 年社区空间居住消费服务实现营收 131.6 亿元，2019-2021 年 CAGR 达 22.1%。随着此前收购的伯恩物业、阳光智博完全并表（分别于 2021 年 9、10 月并表），2022H1 板块营收同比高增 35%至 79.9 亿元。板块内拆分来看，住宅物业服务营收占比约 9 成，2021 年实现 113.6 亿元，2019-2021 年 CAGR 达 25.2%，2022H1 同比增长 40.8%至 72.7 亿元。毛利方面，2021 年住宅物业服务贡献板块毛利的 60.7%，2022H1 进一步提升至 75.3%。2019-2021 年公司住宅物业毛利率分别为 9.5%/15.0%/11.1%，2022H1 降至 10.5%。对比来看公司基础服务毛利率偏低，我们认为主要与几个因素有关：①注重服务品质和客户满意度，基础服务方面成本投入偏高，一定程度上“牺牲”了短期利润以换取业主的长期信任；②公司在管项目布局集中于一二线城市，社区空置率较低，服务端也相应需要投入更多成本；③伯恩物业和阳光智博两单大型收购从 2021H2 开始带来无形资产摊销的影响。

图 27：社区空间居住消费服务营收及增速



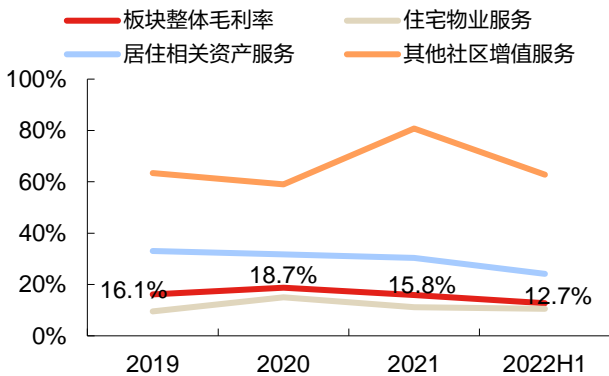
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 28：社区空间居住消费服务营收结构



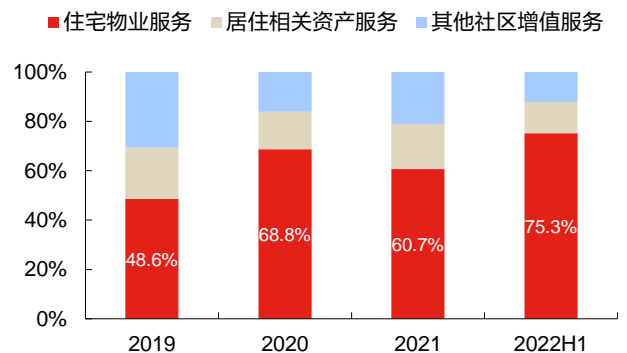
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 29：社区空间居住消费服务毛利率及分项毛利率



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

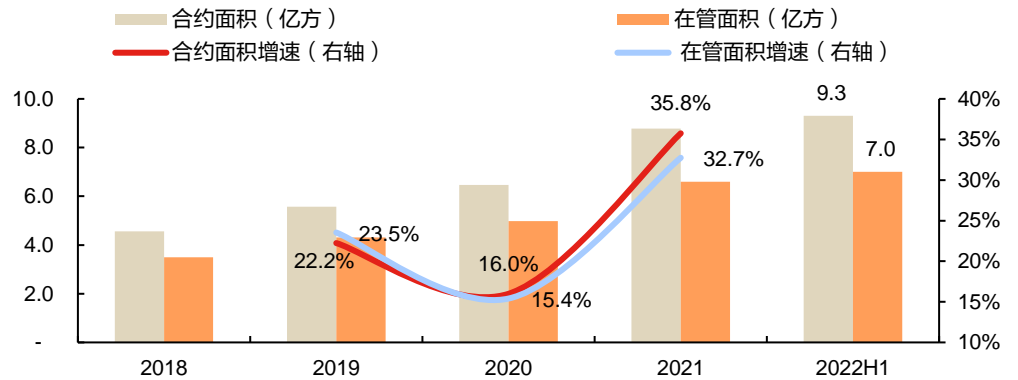
图 30：社区空间居住消费服务毛利润结构



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

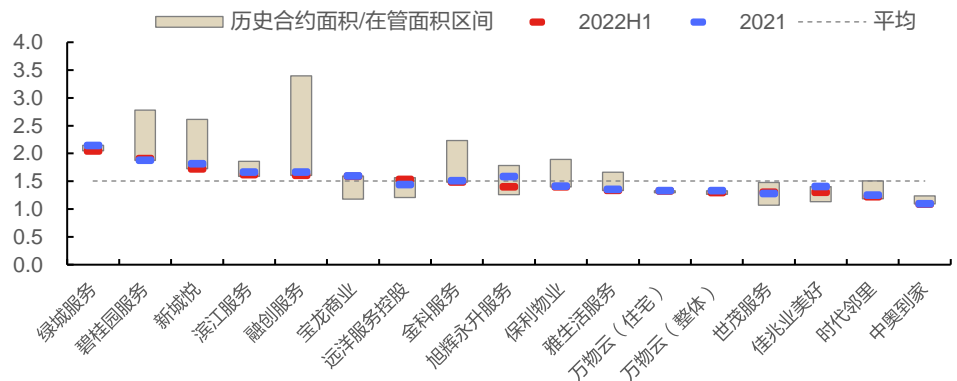
**住宅在管规模达 7 亿平米，在管项目数量突破 3000 个。**2018-2021 年公司在管面积、合约面积 CAGR 分别为 24.4%、23.7%。截至 2022H1，公司住宅物业在管面积、合约面积分别为 7.0、9.3 亿平米，在管、合约项目数量分别为 3035、4096 个。项目储备方面，2019-2021 年公司住宅物业合管比（合约面积/在管面积）稳中有升，截至 2022H1，公司住宅物业合管比为 1.33，全业态整体合管比为 1.30，在典型物企中偏低。考虑到公司管理规模的体量，当前储备下短期增长仍有保障，如需实现更高的增速，则有赖于外拓和收并购的持续发力。

图 31：万物云住宅在管/合约面积及增速



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 32：典型物企合管比



数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

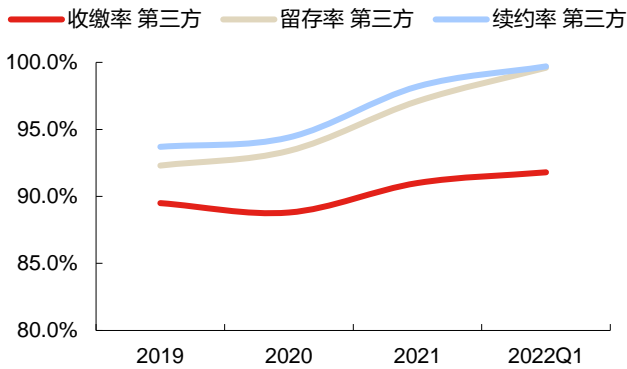
## 优质服务口碑和高美誉度品牌加持，独立拓展能力优异

**32 年匠心打磨服务品质，以“高满高收”为基本盘，塑造一流口碑和高美誉度品牌。**1996 年万科物业成为国内首家通过 ISO9002 国际质量体系认证的物企，从最初的物业“三大法宝”，到“五好”服务、21 个有温度的触点服务等，万科物业始终以客户满意为驱动，注重服务细节管理。同时，公司先后推出酒店式服务、无人化管理、“五步一法”创新服务体系等，并首创“管家式服务”，持续引领行业服务模式创新，连续十年蝉联中国物业服务百强企业综合实力第一名，其服务力也成为万科住宅销售的重要抓手。2021 年公司在业内首倡电梯广告收益全透明，并率先设立电梯困人关怀金，其背后是对客户权益的坚持和倒逼自身服务力的提升，从而持续增强业主信任。根据中指院 2022 年对 30 个城市的调研，万科物业在其中 8 个城市物业服务满意度排名第一，在 16 个城市排名前三；同时万科物业也在 2022 年乐居财经全国物业客户满意度调查中排名第一。

高质量服务和出色的品牌口碑构建了持续的市场竞争力。在走向市场化的过程中，物业服务的价值逐渐得到识别，特别是经受了疫情考验后，物业服务的服务水平一定程度上具备了比较的标准，业主为好服务长期付费的意愿逐渐提升，品牌力成为物业公司评价的重要指标。我们认为万物云的品牌口碑优势赋予了公司强大的内生增长动力，具体表现为：

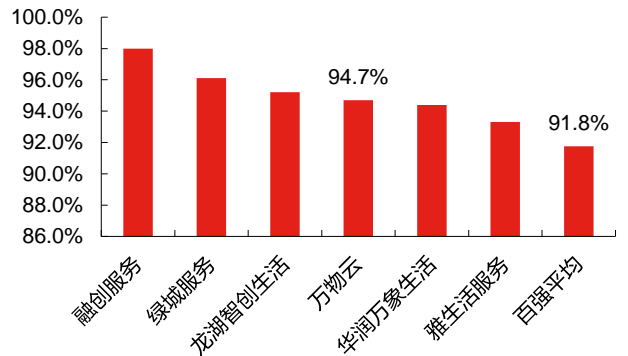
- **物业费收缴率、续约率等指标高于同行。**招股书显示，公司2019-2021年住宅物业费收缴率稳定在94%左右，处于行业领先水平，其中2021年第三方项目收缴率也达到91.0%的较高水平。而在合同留存率、续约率方面，2021年第三方项目分别达到97.1%、98.2%，2022Q1更是高达99.6%、99.7%，反映出业主对公司服务能力的认可和较高的付费意愿。
- **外拓投标具备优势。**公司2019-2021年第三方项目中标率分别为51.6%、53.9%、56.4%，在外拓能力同样出色的头部物企中亦属于佼佼者。此外，出色的口碑也成功为公司“引流”，存量项目业委会主动寻求万科物业接管，目前公司已记录的意向项目数超过15000个。
- **存量项目提价空间有望打开。**我们认为，尽管短期很难看到物业公司在提价方面的明显突破，但在长期消费升级背景下，虽然集体决策困难，但最终不管是政策上，还是客户意识上，总会缓慢朝着愿意为服务支付合理价格的方向推进。而公司作为好品牌、好服务的长期践行者，其良好的客户关系基础和聚焦高能级城市的布局，也使得存量项目具备提价的可能。

图 33：万物云第三方住宅项目收缴率、留存率、续约率



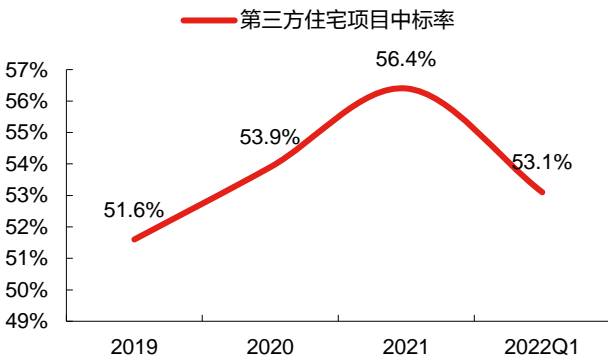
数据来源：招股书，东方证券研究所

图 34：2021 年物业费收缴率同业比较



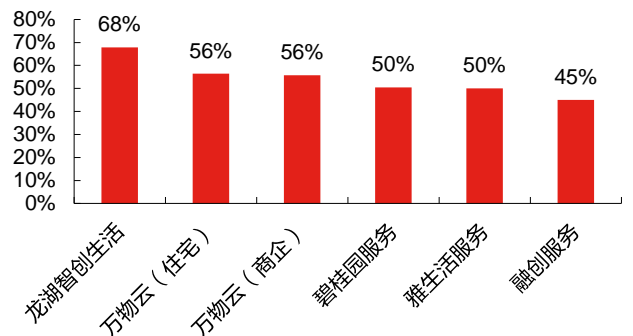
数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

图 35：万物云第三方住宅项目中标率



数据来源：招股书，东方证券研究所

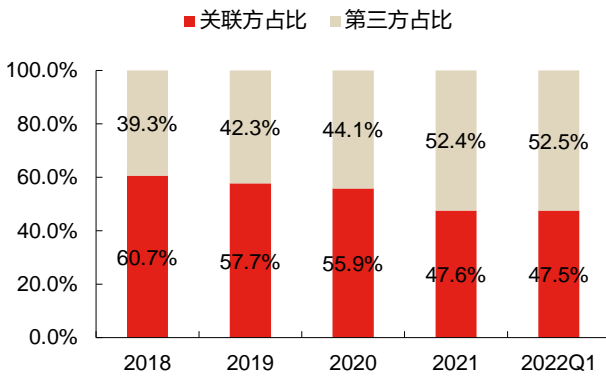
图 36：2021 年万物云外拓中标率行业领先



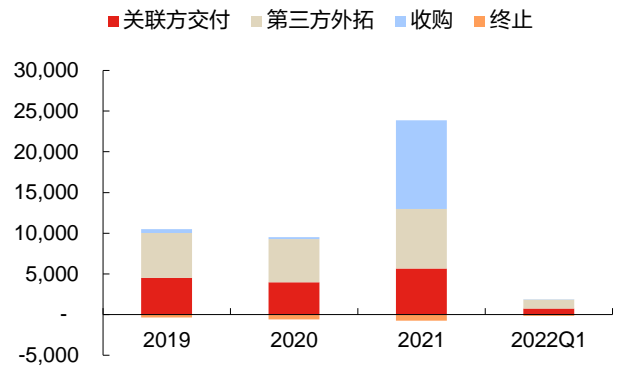
数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

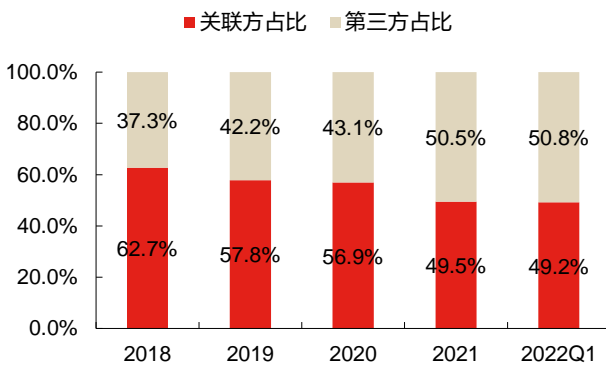
**强大品牌力加持下，独立拓展能力领先。**公司早在 1996 年全国首次物业管理项目公开招标中，即中标深圳“鹿丹村”项目，在外拓方面积累了多年经验。在市场化程度较高的独立第三方拓展市场，公司品牌优势尽显。2019-2021 年公司新增住宅合约及在管面积中，来自第三方外拓的面积分别达到 5539/5309/7319 万方以及 5070/3715/5477 万方，均高于母公司交付体量。其中，2021 年考虑商企服务外拓合约面积 2165 万方后，公司全业态外拓合约面积达到 9484 万方，外拓规模处于行业领先地位。在外拓和收并购同步发力下，公司住宅合约及在管面积中第三方占比持续提升，并于 2021 年超过 50%。2022H1 公司净新增住宅合约、在管项目年化饱和收入分别达 24.9、15.2 亿元，其中第三方项目占比分别高达 85.9%、70.2%，独立拓展能力亮眼。我们认为，品牌美誉度优势将持续助力公司在第三方外拓市场，特别是存量项目拓展方面占得先机。

**图 37：万物云住宅合约面积构成**


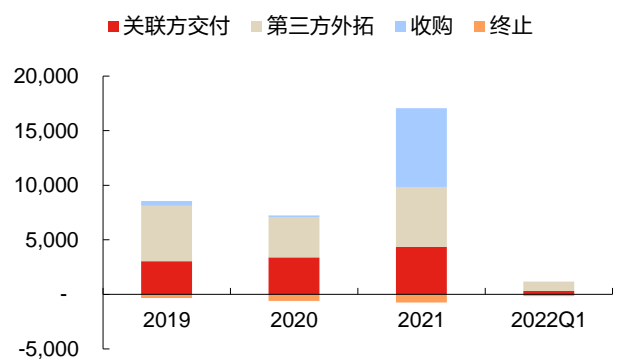
数据来源：招股书，东方证券研究所

**图 38：万物云新增住宅合约面积构成（单位：万方）**


数据来源：招股书，东方证券研究所

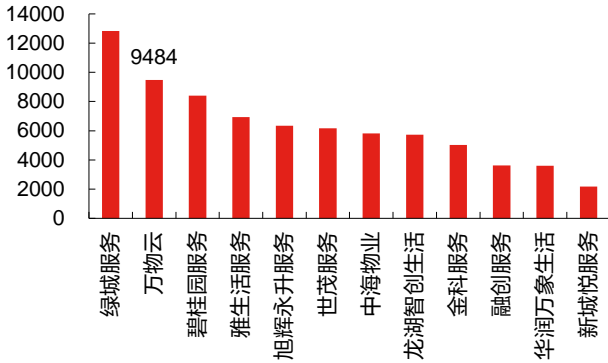
**图 39：万物云住宅在管面积构成**


数据来源：招股书，东方证券研究所

**图 40：万物云新增住宅在管面积构成（单位：万方）**


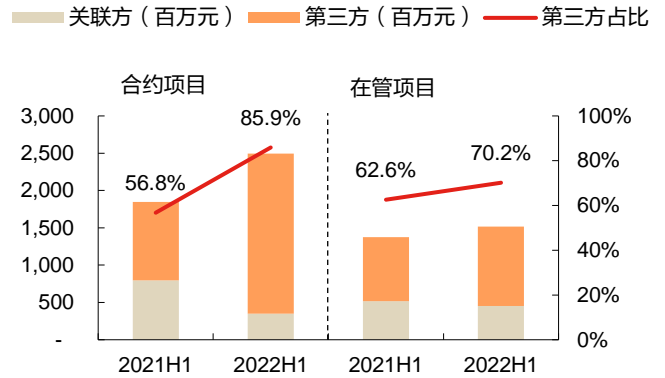
数据来源：招股书，东方证券研究所

图 41：2021 年第三方外拓面积同业比较（单位：万方）



备注：万物云包含商企外拓面积，与其他物企同口径  
数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

图 42：2021H1-2022H1 住宅净增合约/在管项目年化饱和收入



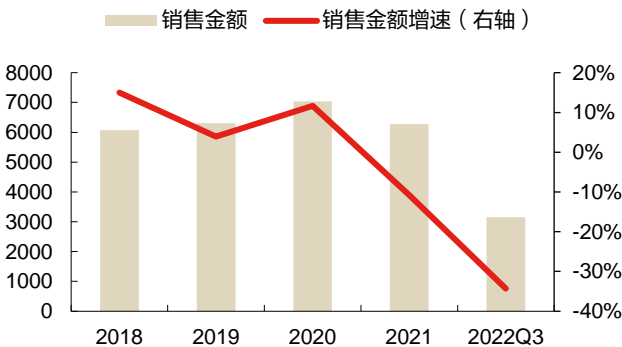
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 母公司经营稳健，亦可对未来增长提供稳定支撑

**万科经营稳健、信用完好，近期频获融资支持。**母公司万科长期经营稳健，2021 年以来三道红线指标维持绿档（截至 2022Q3 末，剔除预负债率 67.5%，净负债率 43.2%，未扣除受限资金的现金短债比 1.9），信用水平与部分央国企相当。在本轮地产行业波动中，万科凭借其稳健的财务状况仍可保持融资渠道畅通，同时综合融资成本持续下降至 2022Q3 末的 4.06%，处于行业低位。随着 2022 年 11 月以来监管在融资端持续释放积极政策，万科作为优质房企代表，率先获得多家大行的意向性授信支持，同时拟报送 280 亿元储架式注册发行意向，此外大股东深铁集团提请股权融资一般性授权。“三支箭”协同发力之下，有望进一步提高万科抵御行业风险的能力，并提升其在行业低谷的扩表能力，从而在招拍挂和收并购市场积极作为，为公司持续提供增量项目支持。

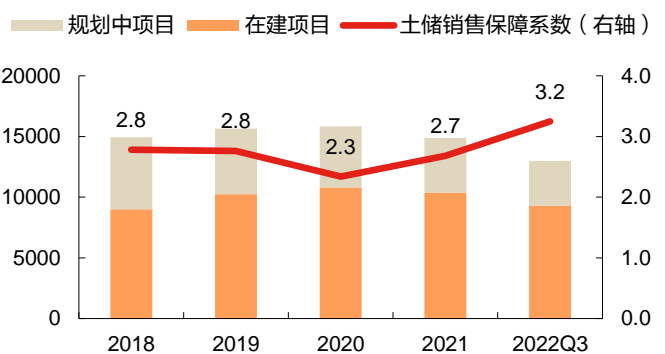
**母公司开发销售体量将保障公司基本盘稳固。**万科常年稳居全国销售额排行榜前三，2022 年 1-11 月累计销售额和销售面积均排名行业第 3，龙头地位稳固。截至 2022Q3 末，万科总土储建面（在建项目+规划中项目）1.3 亿平，未售土储可保障未来 3 年销售，我们认为未来公司来自关联方交付的在管面积增长是具备可持续性的。此外，万科交付项目的质量和相对更高的物业费单价也对公司新接管项目的盈利能力提供一定保障。

图 43：万科销售金额及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

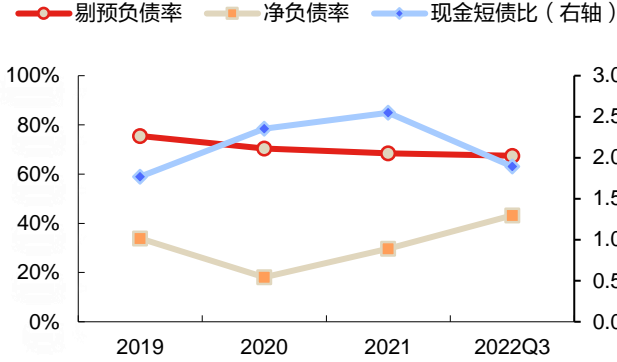
图 44：万科土储面积及销售保障系数（单位：万方）



备注：土储销售保障系数=未售土储计容建面/过去 12 个月销售面积  
数据来源：公司公告，东方证券研究所

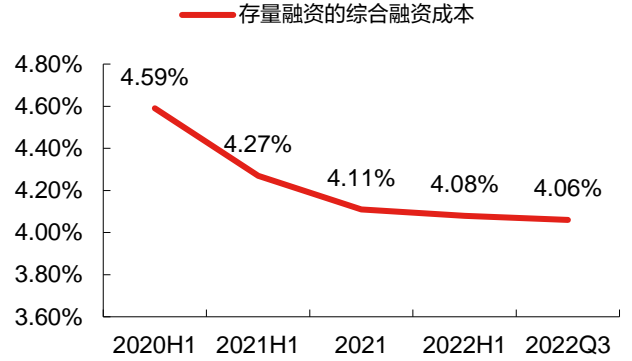
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 45: 万科三道红线指标情况



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 46: 万科综合融资成本情况



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 3: 万科近期频获融资支持

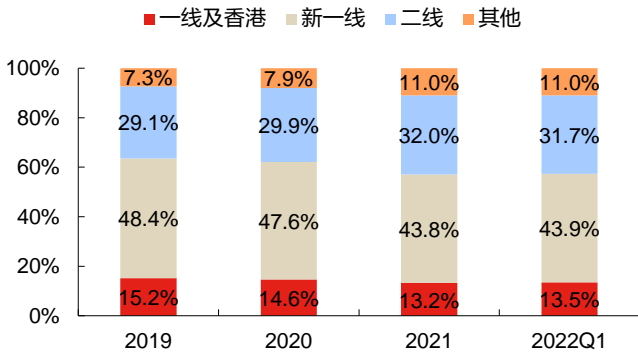
日期	事件	类型
11月21日	万科公告: 公司拟新增不超过人民币 500 亿元的发行直接债务融资工具的授权	债务融资
11月22日	交易商协会披露, 万科拟报送 280 亿元储架式注册发行计划	
11月23日-12月10日	万科陆续与交行、农行、中国银行、工商银行、建行、邮储银行等多家大行签署战略合作协议, 拟向万科提供意向性授信额度	信贷支持
12月1日	万科公告: 大股东深铁集团提请股权融资一般性授权, 批准配发的新股数量不超过 A 股/H 股数量的 20%	股权融资

数据来源: 公司公告, 交易商协会, 观点地产, 东方证券研究所

## 深耕一二线城市, 聚焦浓度提升创造规模效益

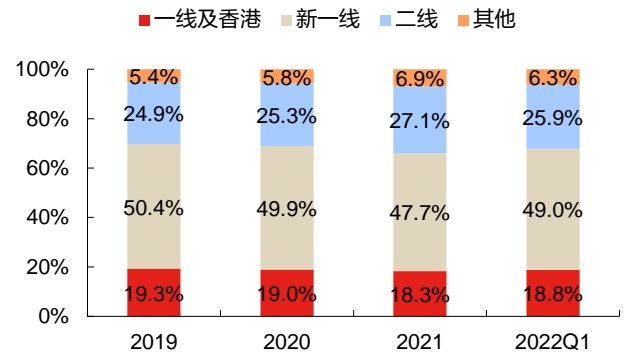
**聚焦高能级城市, 单方物业费指标优异。**根据招股书, 截至 2022Q1, 公司住宅在管面积的 89.0% 和社区空间居住消费服务营收的 93.7% 来自于一二线城市。根据弗若斯特沙利文数据, 2021 年公司来自一二线城市的收入在物企中位列第一。从区域分布上来看, 公司整体布局相对均衡, 其中消费能力较强的华东、华南合计在管面积占比 55%。对高能级城市的聚焦也使得公司住宅物业费单价领先于同行, 2019-2021 年分别达到 3.06、3.08、3.13 元/平米/月。

图 47: 不同能级城市住宅在管面积分布



数据来源: 招股书, 东方证券研究所

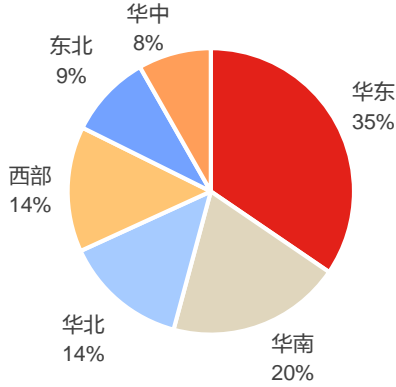
图 48: 不同能级城市社区空间居住消费服务收入分布



数据来源: 招股书, 东方证券研究所

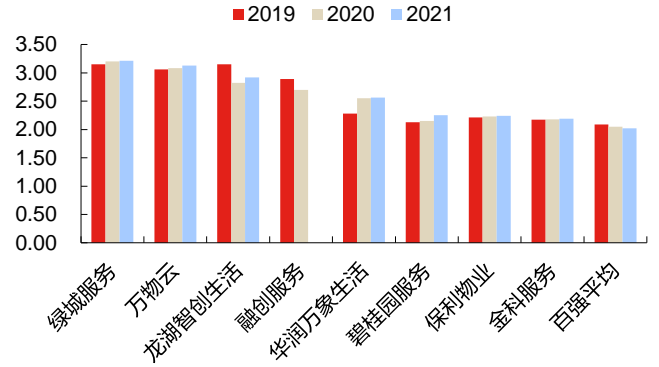
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 49：2021 年住宅在管面积区域分布



数据来源：招股书，东方证券研究所

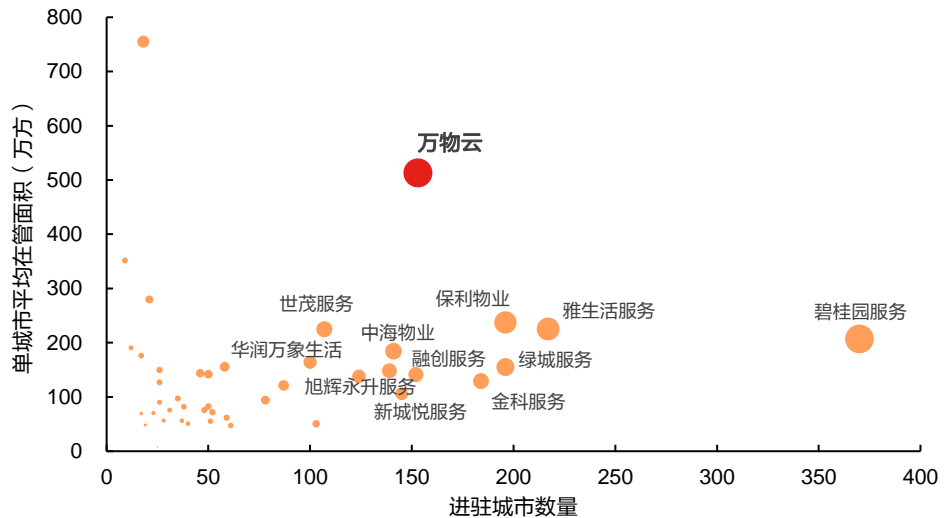
图 50：2019-2021 年住宅物业费同业比较（单位：元/平/月）



数据来源：招股书，公司公告，中指院，东方证券研究所

**聚力规模经济效益，多措并举促成高浓度布局。**截至 2021 年末，公司已进驻 153 个城市，单城市平均在管项目数量 29 个，平均在管面积 513 万方（包含住宅和非住以便于同口径对比），管理浓度处于行业绝对领先水平；截至 2022Q1 末，公司于四大一线城市平均在管项目数量达 228 个，在 30 个城市在管项目超过 50 个。可以明显看出，在重点城市的持续深耕和提升浓度，是万物云与其他大中型物业公司在规模扩张思路上的最大区别。从公司 2021 年先后收购伯恩物业以及换股收购阳光智博来看，在标的选择上，公司倾向于选择与自身在区域布局上高度重合、在业态布局上协同互补的物企，例如阳光智博与公司按面积规模的城市重合率达 92%，同时长期深耕商管、医管赛道。收购后在进一步完善了公司多元业态布局的同时，极大地提高了公司在福建省的市场份额，其中截至 2021 年底公司在福州市的在管项目达到 173 个，反映出公司对“聚焦浓度”这一战略的坚决执行。

图 51：2021 年末典型物管公司进驻城市数量、单城市平均在管面积



备注：气泡大小表示在管面积

数据来源：招股书，各公司公告，中指院，东方证券研究所

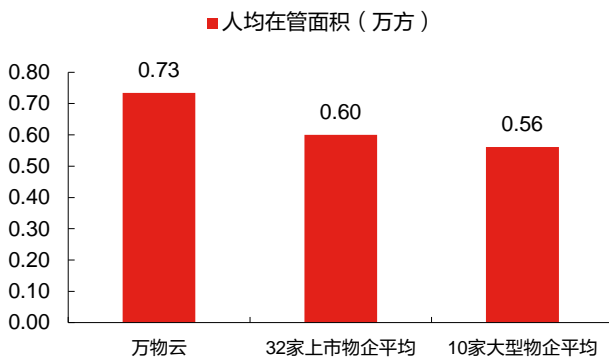
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**表 4：公司聚焦于高能级城市的浓度提升（截至 2022 年 3 月 31 日）**

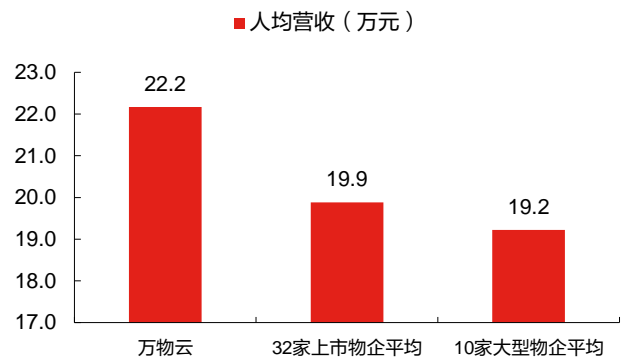
在管项目数量	城市
超过 200 个	北京、上海、深圳、杭州（4 个）
151-200 个	广州、宁波、福州、东莞、沈阳（5 个）
101-150 个	苏州、成都、武汉、天津、温州、厦门（6 个）
51-100 个	香港、重庆、南京、青岛、无锡、长沙、郑州、济南、合肥、大连、泉州、西安、长春、南宁、龙岩（15 个）

数据来源：招股书，东方证券研究所

物业管理作为劳动密集型行业，人工成本占比高，而其离散的项目制模式以及有形服务难以脱离实体空间的特点，使得人员难以精简，因而规模效应并不如固定成本较高的制造业那样显著。但高浓度的布局密度能够一定程度突破空间组织效率低的瓶颈（例如人员可以复用，设施设备可以共享），再辅以科技赋能等手段，能够有效提升物业服务的边际效率。在收入端，在片区内的高强度布局，意味着局部品牌影响力的持续渗透，在优质口碑的加持下有望加速公司接管区域内的其他项目，同时也意味着物业公司通过开展社区增值服务上将获得更为可观的私域流量池和竞争力，从而在诸如房屋经纪、社区团购等业务上进一步具备与第三方平台争夺话语权的能力，最终综合发挥降本增效的作用。从 2021 年典型上市物业的人效水平上看，得益于公司的高浓度布局以及数智化技术的赋能，公司人均在管面积约 0.7 万方，人均创收 22.2 万元，均领先于 32 家样本上市物业以及其中 10 家大型物企的平均值。2021 年，公司将聚焦浓度策略进一步升级为蝶城战略，即颗粒度细化到街道层面的浓度提升，有望进一步实质性推动降本提效。

**图 52：人均在管面积同行对比**


备注：大型公司指截至 2022H1 在管面积超过 2.3 亿方（含）的 10 家公司  
数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

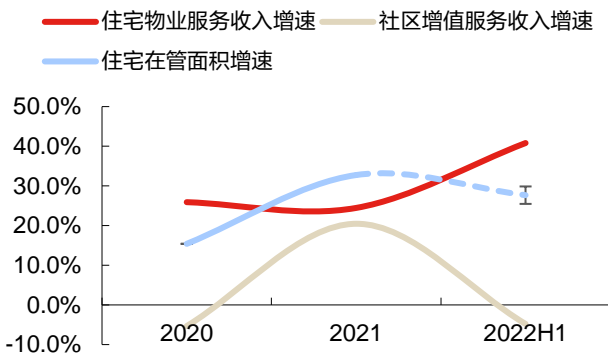
**图 53：万物云人均营收同行对比**


备注：大型公司指截至 2022H1 在管面积超过 2.3 亿方（含）的 10 家公司  
数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

## 聚焦资产类增值服务，未来仍有提升空间

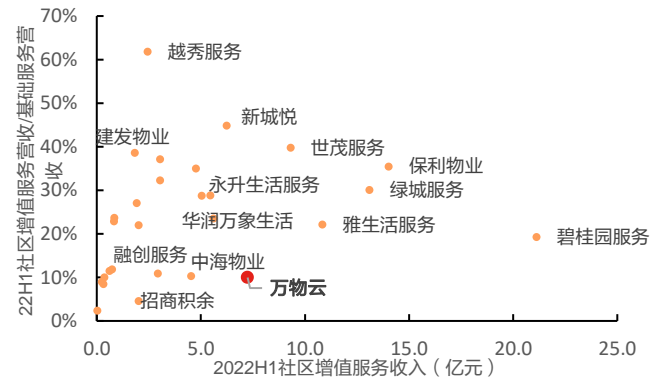
社区增值服务收入增速及毛利率水平低于同行，渗透率仍有提升空间。与万物云在管理规模及基础服务收入体量上的行业领先地位相比，公司在社区增值服务上采取了相对保守的态度。截至2022H1，公司社区增值服务收入为7.2亿元，在33家样本上市物企（即前述32家样本物企+万物云）中排名第6，仅占公司住宅基础服务收入的10.0%，占公司总营收的5.1%，分别排名第24、26。增速上看，2019-2021年公司社区增值服务收入CAGR仅为6.8%，远低于在管面积和基础服务收入CAGR（分别为23.8%、25.2%），渗透率仍有提升空间；而同期百强物企社区增值服务收入CAGR为23.7%，对比32家样本物企和其中10家大型物企同期平均CAGR均在60%以上，差距更为明显。毛利率方面，2019-2021年公司社区增值服务毛利率分别为46.2%、41.6%、45.5%，2022H1降至34.7%，在已披露社区增值服务毛利率的物企中处于中下游水平。

图 54：万物云住宅在管面积增速、基础服务及社区增值服务营收增速对比



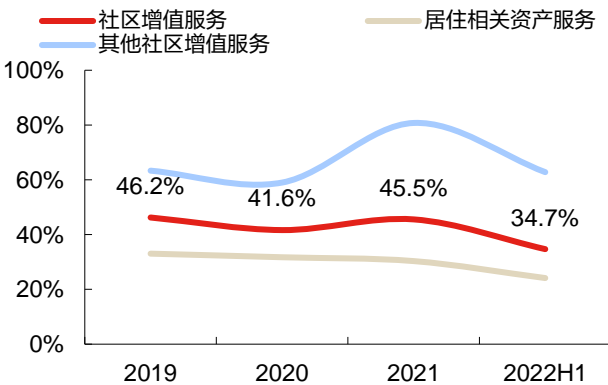
备注：2022H1 住宅在管面积同比增速为根据在管项目数量及过往单项目平均体量区间计算的预测值  
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 55：2022H1 社区增值服务收入及占基础服务收入比例对比



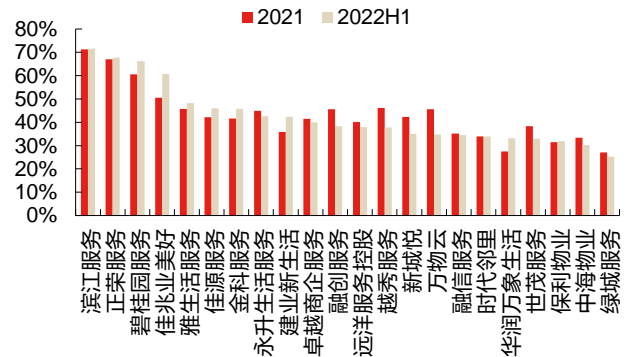
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 56：万物云社区增值服务毛利率及分项毛利率



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 57：2021-2022H1 社区增值服务毛利率同业比较



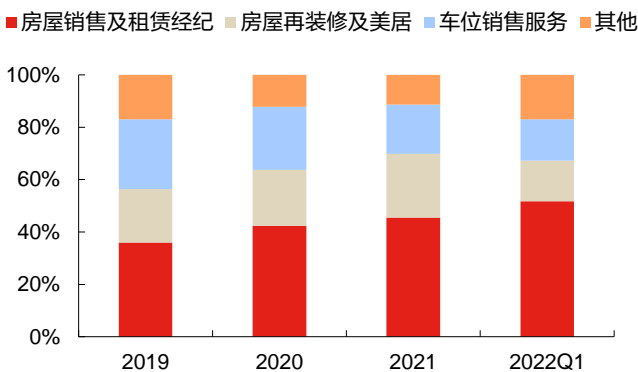
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

**重点聚焦资产端增值服务，业务有所取舍。**根据中指院统计，2021 年百强物业企业共计开展超 30 种细分社区增值服务，主要围绕“人”、“货”、“场”开展业务，即社区生活服务、业主资产运营服务及社区空间运营服务，三者收入占比接近 1:1:1，合计收入占比超过 80%。而万物云则战略聚焦房产租售经纪、装修美居等 To A 的资产端增值服务（合并称为“居住相关资产服务”），并分别推出“朴邻”、“万物研选”两大品牌，而在纯 C 端如社区传媒、社区零售等增值服务上则明显有所克制。结构上看，截至 2022H1，毛利率偏低的居住相关资产服务在公司社区增值服务中收入占比达 73%，并且在过往几年中持续提升，这也就解释了公司在社区增值服务费上相对保守的增速和毛利率水平。**我们认为，公司选择性开展社区增值服务，是基于其“帮助业主资产实现保值增值”的核心价值主张。**

从过往实践来看，公司并不缺乏开展社区增值服务的基础与能力。公司旗下“住这儿”App 提供了社区到家服务以及线上社区消费平台“友邻市集”，但根据公司发布的“友邻计划”，“友邻市集”承诺自身 0 利润，业主消费金额会按商家返点比例纳入“友邻计划”资金池，并用于社区的更新建设。此外 2021 年起万科还发起“美丽社区”行动，每年拿出不超过上一年销售额的千分之一，按 9:1 与“友邻计划”募集的资金进行配捐，用作社区更新改造以助力业主房屋资产的保值增值。我们认为，无论是对资产端增值服务的聚焦，还是其他社区消费服务对社区资产的反哺，其目的都在于发挥物企天然优势，以对资产负责的态度换取业主的长期信任与口碑。

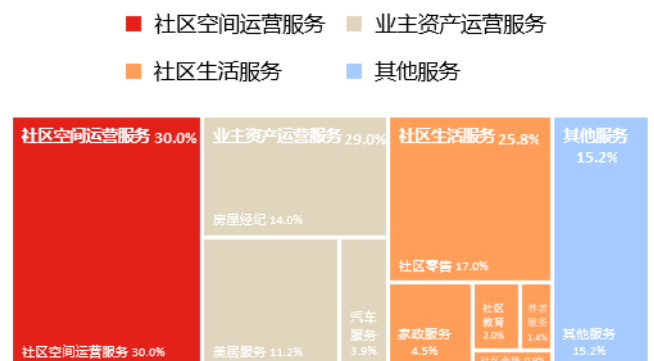
**随着行业基本面关注点向基础服务回归，我们认为万物云对社区增值服务相对更低的依赖度以及业务内容上的高度聚焦更具优势。**受限于社区消费场景的复杂化、物业公司自身的供给瓶颈以及走向市场化过程中面临的竞争，社区增值服务面临毛利率下滑的压力。我们看到疫情期间对社区自治的依赖使得物业公司短期增大了对公共区域的掌控力度，同时静态管理制约了第三方服务的抵达性，业主对物业公司提供点对点保障服务的依赖度有所增加，而随着疫情管控逐步放松，物业公司相对于诸如社区团购等第三方平台的竞争优势可能会被逐步蚕食。部分公司此前在社区增值服务内容上过度延伸，由此带来的高增速和高毛利或难以为继。万物云聚焦于自身优势，依托业主信任和区域浓度有序开展社区增值服务则更具可持续性，同时公司整体对社区增值服务依赖度较低，也可一定程度减少相关业务短期营收增速和盈利能力下滑对公司整体业绩的拖累。

图 58：万物云社区增值服务收入构成



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 59：2021 年百强物企各项社区增值服务收入占比

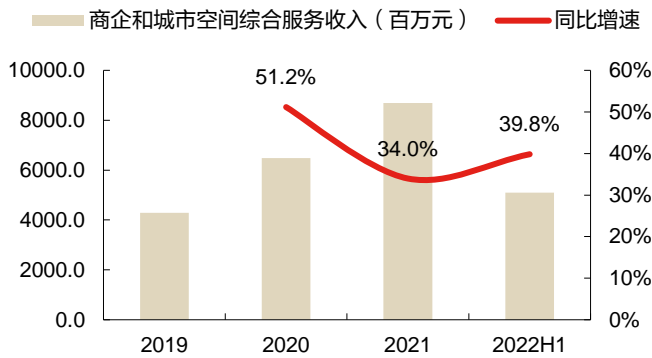


数据来源：中指院，东方证券研究所

## 商企和城市空间服务：高成长赛道具备先发优势，率先建立资源和能力壁垒

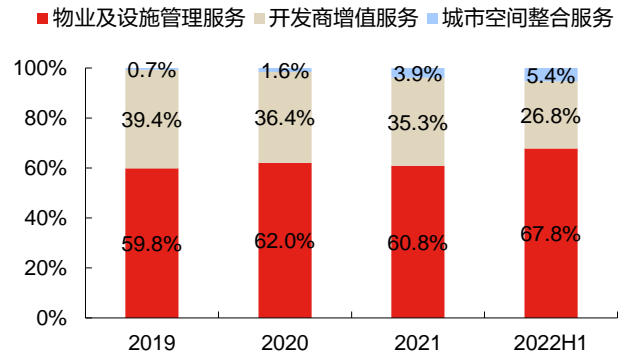
板块主要包括：面向商企的物业及设施管理服务（PFM）、面向开发商的开发商增值服务及面向政府部门的城市空间整合服务。其中商企服务是营收和毛利贡献主力；开发商增值服务盈利能力较强，毛利贡献 4 成左右，但整体营收占比逐年下滑；城市空间整合服务营收体量较小，但增速较快。根据招股书，商企服务和城市空间整合服务是公司未来重点发力方向。

图 60：商企和城市空间服务板块收入拆分（单位：百万元）



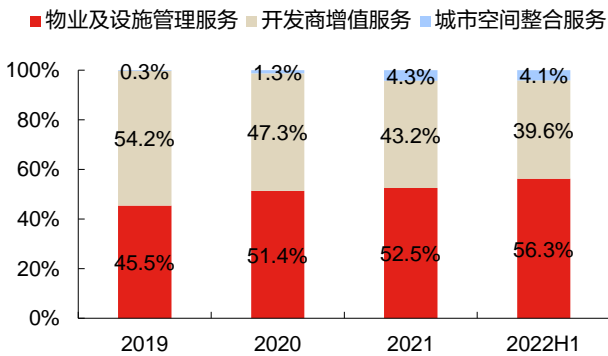
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 61：商企和城市空间服务板块营收结构



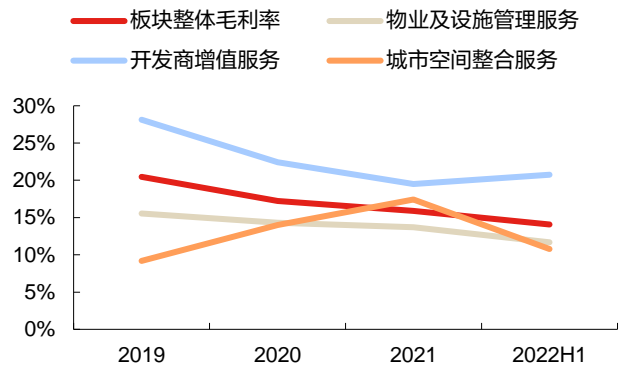
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 62：商企和城市空间服务板块毛利润结构



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 63：商企和城市空间服务分项毛利率



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

## 物业及设施管理服务：强强联合构筑护城河，有望持续释放品牌红利

成功整合戴德梁行大中华区 PFM 业务，兼具国际视野和本土化资源优势，整合后实现强劲增长。公司于 2018 年 7 月认购了国际房地产顾问“五大行”之一戴德梁行 4.9% 股份，同年 10 月公布了“住宅商企·两翼齐飞”的业务战略，2019 年 12 月进一步与戴德梁行建立战略合作伙伴关系，2020 年 1 月双方成立合资公司（万物云持股 65%，戴德梁行持股 35%），万物云成为国内唯一一家成功整合“五大行”大中华区 PFM 业务的本土企业。同年 7 月公司推出“万物梁行”品牌开展物业及设施管理服务（PFM），并获授权在大中华区可根据获客策略灵活使用“戴德梁行”

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

（主要针对外资企业客户）及“万物商企”（主要针对境内企业客户）品牌。戴德梁行系统化专业化的管理经验和国际顶尖的客户和人才资源，与万物云深耕本土的网络覆盖优势、高效响应及出色的交付能力协同互补，团队亦实现高效融合。随着万物梁行品牌影响力不断扩大，公司管理规模实现强劲增长。根据公司招股书，公司 2019-2021 年 PFM 项目在管面积、合约面积 CAGR 分别达到 60.7%、55.0%，2021 年实现营收 52.9 亿元，根据弗若斯特沙利文数据位居国内 PFM 收入第一，优于包括五大行在内的商企服务同行。2022H1 实现营收 34.5 亿元，同比提高 57.8% 维持高增。截至 2022H1 末，公司 PFM 服务在管/合约项目数量分别为 1706/1929 个，在管/合约面积分别为 1.4/1.6 亿平米，规模优势明显。

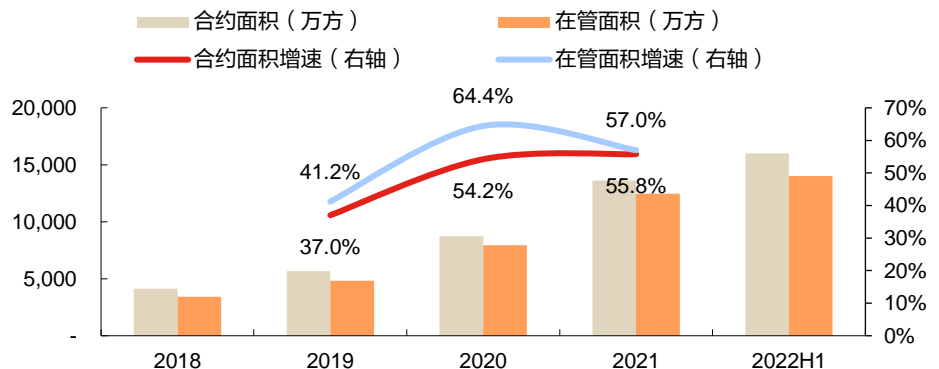
- 分业务看，主要针对不动产公区的物管服务（PM）营收占比约 45%，针对企业客户的综合设施管理服务（IFM）营收占比约 55%。我们预计 IFM 有望成为增长点。
- 分业态看，公司主要聚焦商办业态。2021 年商办在管面积和营收占比分别达 62.3%、77.5%；在管面积 0.8 亿方、年内净增 0.2 亿方，在管和拓展规模属上市物企绝对龙头。
- 分区域看，公司延续了聚焦高能级城市的布局策略。截至 2022Q1，PFM 项目在管面积的 90.2% 及板块整体营收的 97.0% 来自一二线城市，其中一线城市（含香港）在管面积和营收占比约 3 成。

图 64：资源禀赋协同互补，构建全生命周期全场景一站式 PFM 服务能力



数据来源：万物梁行公众号，东方证券研究所

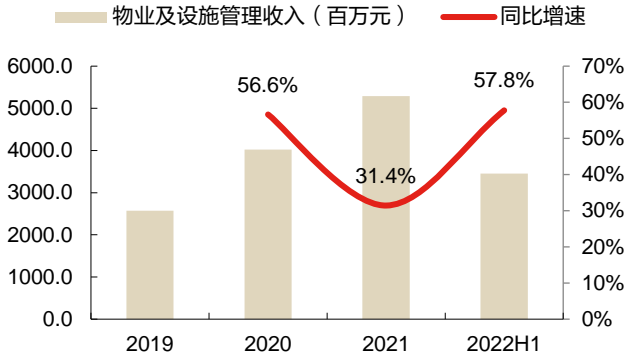
图 65：公司 PFM 项目合约/在管面积及增速



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

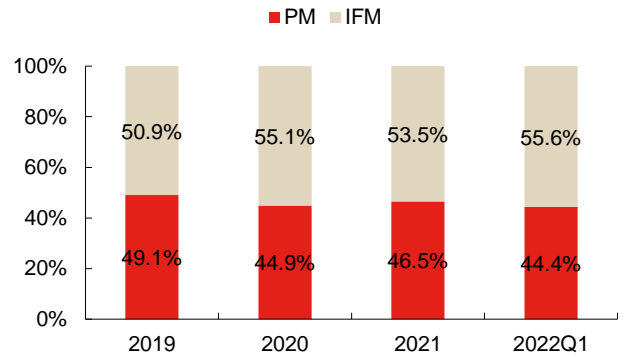
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 66: 万物云 PFM 项目收入及增速



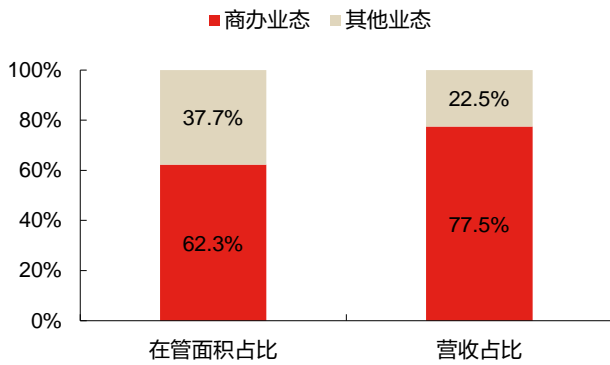
数据来源: 招股书, 公司公告, 东方证券研究所

图 67: 万物云 PF、IFM 营收占比



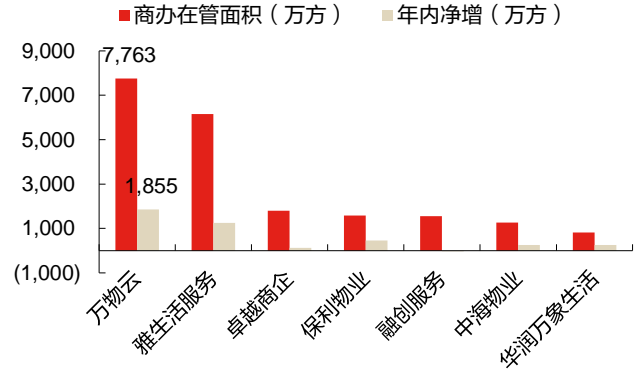
数据来源: 招股书, 公司公告, 东方证券研究所

图 68: 万物云 2021 年不同业态在管面积及营收占比



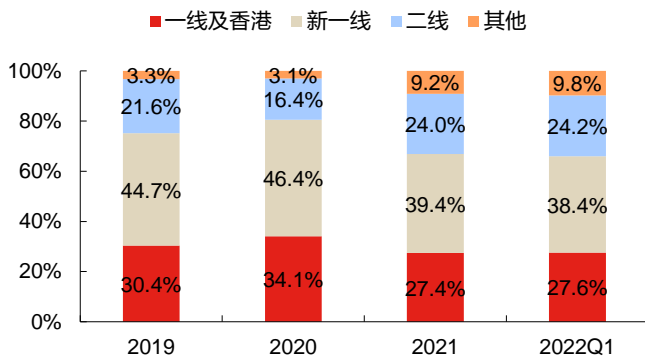
数据来源: 招股书, 公司公告, 东方证券研究所

图 69: 2021 年末典型物企商办在管面积及年内净增面积



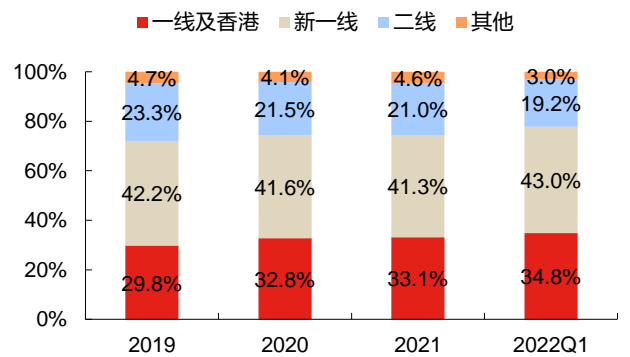
数据来源: 招股书, 各公司公告, 东方证券研究所

图 70: 不同能级城市物业及设施管理服务在管面积分布



数据来源: 招股书, 东方证券研究所

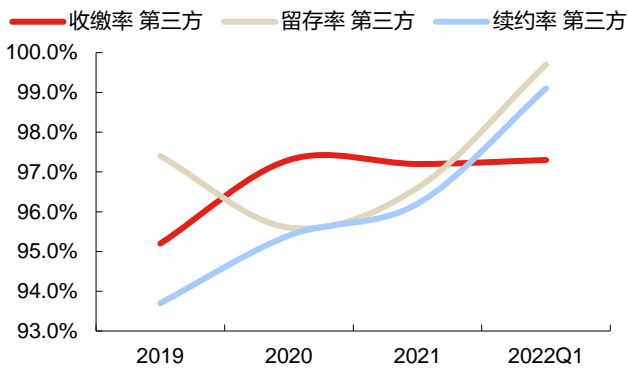
图 71: 不同能级城市商企和城市空间综合服务收入分布



数据来源: 招股书, 东方证券研究所

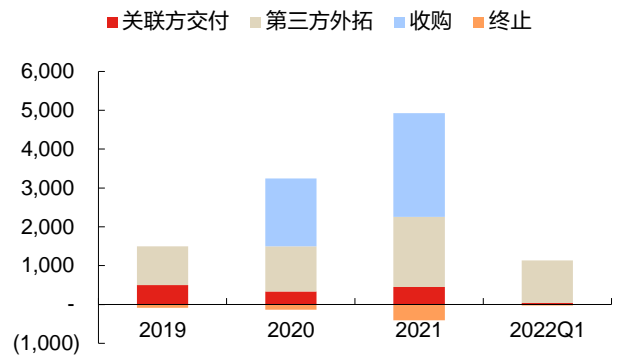
**品牌红利持续释放，积极外拓显成效。**品牌整合后，公司服务质量明显提升，第三方项目收缴率稳定在 97%左右高位，同时留存率和续约率快速提升至 2022Q1 的 99.7%、99.1%。外拓方面，2019-2021 年公司新增 PFM 项目在管面积中，来自第三方外拓的面积分别达到 998/1165/1799 万方，远高于母公司交付；加之伯恩物业等收并购项目贡献，公司 PFM 管理面积中第三方占比达 85%。2022H1 公司净新增 PFM 合约、在管项目年化饱和和收入分别达 18.1、12.4 亿元，同比增速达 70.5%、30.7%，其中第三方项目占比分别高达 80.4%、77%。我们认为，未来公司品牌红利有望持续释放，为公司带来可持续的内生增长。

图 72：万物云第三方 PFM 项目收缴率、续约率、留存率



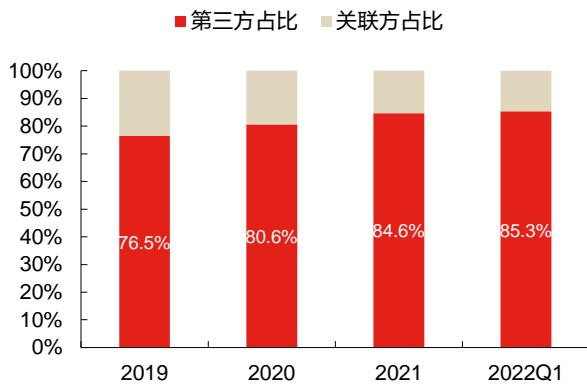
数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 73：万物云 PFM 项目新增在管面积构成（单位：万方）



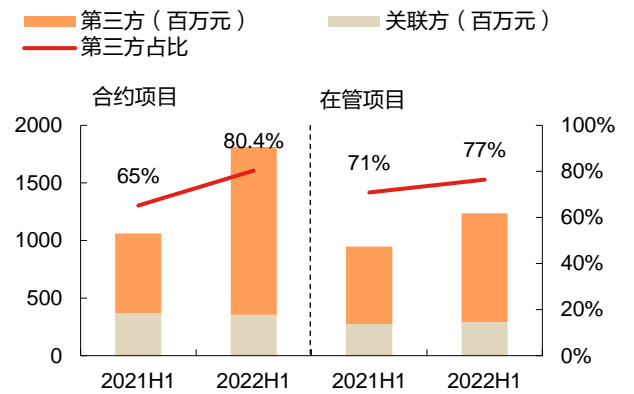
数据来源：招股书，东方证券研究所

图 74：万物云 PFM 项目第三方面积占比



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 75：21H1-22H1 公司 PFM 净增合约/在管项目年化饱和和收入



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

**PM：依托品牌势能+专业壁垒，高举高打抢占核心资源。**

得益于万科的多元化业务布局，公司在商办空间物管领域原本具备较好的基础，与戴德梁行的合作在大幅增强公司的品牌势能的同时，进一步帮助公司抢占超高层等物管专业能力制高点，从而在地标项目等核心资源上具备竞争优势。公司 2021 年在国内超高层项目招投标中获取了超过 50% 的份额，2022 年上半年新增超高层项目中标率超 70%。这类项目其空间组织和设施设备的复杂性，本身构成专业壁垒，即便具备开发商背景的物业公司也较少有相关经验；同时地标自身的影响力以及集聚了高能级入驻企业的特点，也决定了此类项目往往选择资源禀赋与之匹配的物业公司。我们认为，依托品牌势能和专业优势，公司有望持续巩固对于核心商办空间资源的获取能力，获得规模增长和扩大品牌影响力的同时，亦有望加大对高价值企业客户的服务覆盖，协同创造 To B 端 IFM 业务的增量机会。

**图 76：典型在管城市地标项目**



数据来源：万物梁行公众号，东方证券研究所

**IFM：先发优势布局高成长潜质蓝海赛道，盈利能力提升仍是重要课题。**

IFM 核心是“进入”企业客户内部，挖掘其生产活动对于空间及各要素的多元化需求，并提供持续的定制化服务，以支持企业客户的核心主业发展。这就对物业公司在客户信任度、服务专业性、中后台支持等方面提出了更高要求，因而也具备更高的壁垒。IFM 的价值，在于通过持续的定制化服务提高客户黏性，从而深度绑定并形成长期合作，最终使物企成为真正意义上的“管家”。  
**业务的成长性体现在：**  
 ①纵向对单一大客户扩大物业组合管理规模，并形成业务跟随和区域跟随；  
 ②随着服务能力完善，横向发展多行业客户，以避免订单过于集中导致议价能力下降，同时也可提供一定的抗经济周期性。而其护城河则体现为：  
 ①对企业客户来说合作关系稳定后更换成本较高；  
 ②在业务和区域跟随过程中物企自身能力和组织的持续完善。

IFM 在国内尚处于起步期，竞争格局尚未形成。借助戴德梁行在 IFM 领域的长期深耕优势，公司重点发力高潜力行业的头部客户，针对大客户总部+分散式职场特点，公司在客户对接上采取“1+N”管理模式，在提高覆盖面的同时可保证各地服务标准的统一，通过业务和区域跟随逐步提升管理规模和客户粘性。例如，针对科技企业集团 A，公司从 2017 年向其总部中心提供 PFM 服务，逐步发展到 2022Q1 末为其管理坐落在深圳、北京、广州、雄安和西安 20 处物业，管理面积从 1.8 万方扩大至 71.1 万方，累计合同金额超过 5 亿元。根据我们统计，截至 2022H1 公司已服务世界 500 强中的 28 家企业、中国 500 强中的 48 家企业以及 12 家独角兽公司，涵盖互联网、金融、新能源和高端制造业等，其中包括中国前十市值互联网企业中的 8 家、中国前十市值金融

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

企业中的 8 家。我们认为，随着企业客户服务外包意识的增强，国内 IFM 市场具有广阔的空间。在这一过程中，率先建立起前端专业服务能力和中后台基础设施支持并占据头部客户资源的物业公司将具有先发优势，有望引领行业格局。

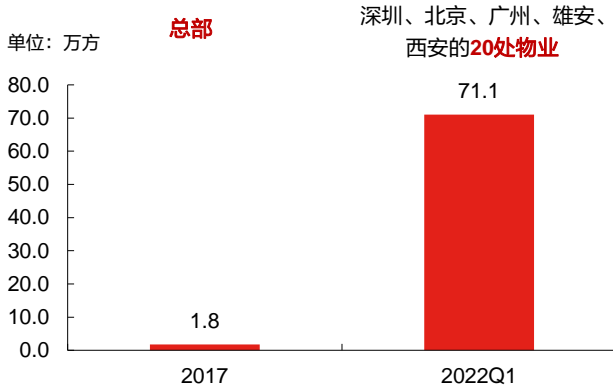
从盈利能力来看，对比国内深耕 FM 业务的卓越商企、特发服务来看，PFM 服务整体毛利率水平偏低，且均有下探趋势，我们理解行业仍处在培育期，各公司业务仍处于摸索阶段，无论是客户关系发展、自身能力建设和中后台的组织和技术投入都需要一定成本。未来随着 IFM 跟随效应带来的规模经济效应，以及 IFM 自身具备一定的增值业务属性，盈利水平有望得到改善。

图 77：合作企业资源



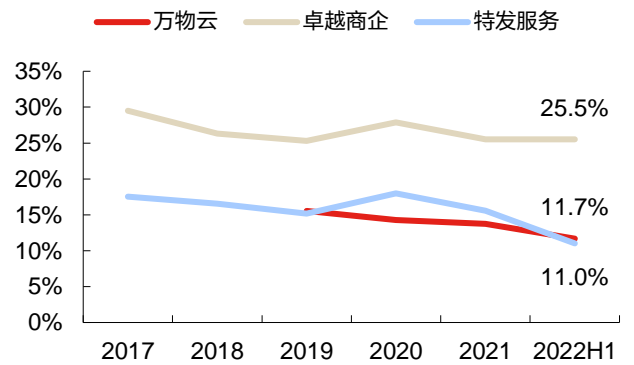
数据来源：万物云公众号，东方证券研究所

图 78：万物云对单一大客户 A 的业务/区域跟随（1+N 模式）



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 79：万物云、特发服务、卓越商企 PFM 毛利率对比



数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

## 城市空间整合服务：政府所需，企业所能

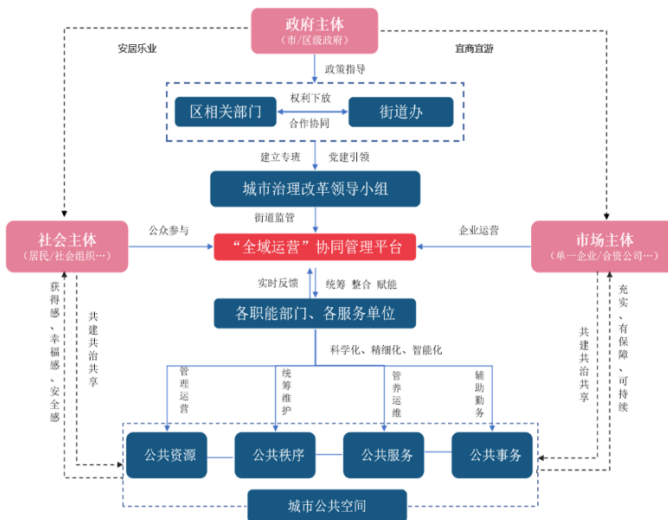
通过标杆项目+品牌催化+模式迭代形成独特竞争力，城市服务初步实现产品化。公司于 2018 年 5 月以国企混改的形式与珠海横琴新区（现横琴粤澳深度合作区）管委会合作，率先推出“物业城市”模式介入城市服务。与其他物企主要通过切入环卫赛道进军城市服务市场不同，该模式下万物云（或合资平台）作为服务总包或“城市管家”，发挥自身资源整合能力穿针引线，自上而下对若干城市服务项目进行统筹运营管理，实现公共服务降本提质。在横琴实践中，公司承接岛内 106 平方公里的地上+地下空间管养、城市生活服务、城市资源运营等全域服务，作为全国标杆案例受到广泛关注，形成示范效应。2020 年 10 月公司推出全国首个定位城市服务的独立品牌“万物云城”，加速“物业城市”推广。同时随着公司空间科技能力步入成熟，“物业城市”进一步迭代升级为“全域智能运营”模式，即通过智慧运营平台一网统管，实现城市基础设施的全时段监测和公共服务的智能调度，为城市治理提供一体化解决方案。在此模式下，公司推出由岗位、设备、调度系统组合而成的“云城队长”城市服务产品，可基于城市网格统筹协管市容巡查、环境卫生、垃圾转运、道路安全巡查等工作，并通过智慧运营平台高效响应、现场处置。目前“云城队长”已在成都高新、深圳沙头、佛山顺德、珠海横琴、温州龙港等地部署推行。

图 80：珠海横琴智慧运营调度平台



数据来源：万睿科技公众号，东方证券研究所

图 81：“全域智能运营”运行框架



数据来源：万物云城公众号，东方证券研究所

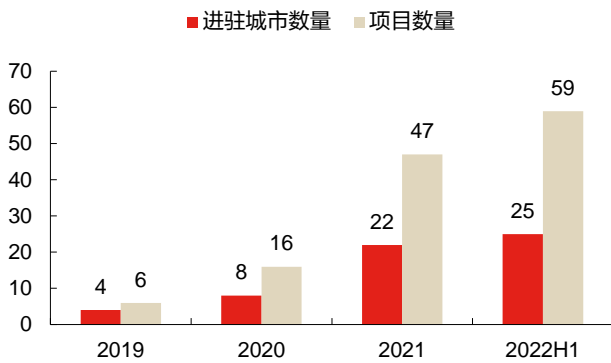
图 82：万物云城市服务产品“云城队长”



数据来源：万物云城公众号，东方证券研究所

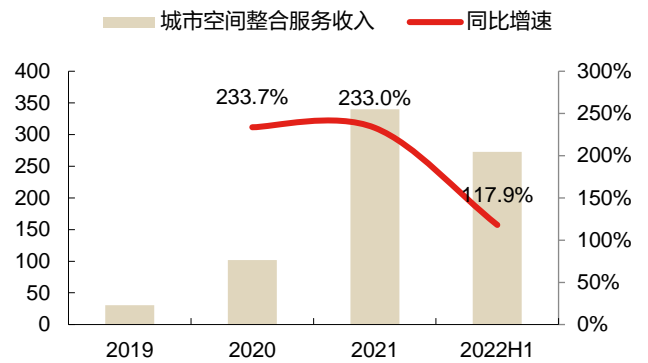
通过股权合作+全委模式开展城市服务，我们测算 2021 年公司城市服务逾 80 亿元。根据招股书，万物云主要通过两种模式提供城市空间整合服务：①与地方国资股权合作模式，②直接承揽的全委模式。其中报表直接体现全委模式下城市服务收入于 2021 年达到 3.4 亿元，实际上公司开展城市服务主要以合作模式为主，即与地方国资成立合联营平台公司承接城市服务，对万物云来说平台公司收入不并表、利润按股比计入损益。而招股书披露万物云对上述合联营公司提供远程数据运营服务，一般收取项目公司收入的 2.0%作为运营管理费，在报表中体现为 BPaaS 解决方案中远程空间运营服务收入，据此我们估算 2021 年公司城市服务在全委+合作模式下的全口径收入约 88.5 亿元，2019-2021 年 CAGR 达到 77.7%。公司曾在 2020 年 10 月提出“百城计划”，计划三年内于京津冀、长三角、大湾区三大核心城市群及 7 个重点城市落地 100 个城市服务项目。截至 2022H1，公司已于 25 个城市落地 59 个城市服务项目，我们预计未来有望保持较高增速。

图 83：提供城市空间整合服务的城市及项目数量



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

图 84：报表城市空间整合服务收入及增速（单位：百万元）



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

表 5：万物云城市空间整合服务模式

城市空间整合服务模式		
模式	股权合作模式	全委模式
路径	与当地指定政府指定的国企投资公司成立合营企业或联营公司（即项目公司）	通过参与地方政府部门发起的招投标程序直接签订协议
项目公司管理	合作方控股，万物云派驻总经理负责日常运营和管理工作	/
万物云收费标准	向项目公司提供 BPaaS 解决方案，万物云按年收取其城市服务收入的 2%作为远程数据运营服务费	根据实际工作量按月收取服务费，具体与政府财政预算、服务性质和复杂程度、服务期限及人员配备要求等相关
业绩贡献	项目公司收入不并表，利润按股比计入损益；数字化运营服务费计入 BPaaS 解决方案收入	城市服务直接确认收入

数据来源：招股书，东方证券研究所

**表 6：万物云城市空间整合服务全口径收入测算**

城市空间整合服务全口径收入测算（百万元）	2019	2020	2021
BPaaS 解决方案-远程空间运营服务费	55.4	62.5	170.2
费率	2.0%	2.0%	2.0%
合联营项目公司城市服务收入测算（合作模式）	2771	3123	8510
报表城市空间整合服务收入（全委模式）	31	102	340
<b>全口径城市空间整合服务收入</b>	<b>2802</b>	<b>3225</b>	<b>8849</b>
yoy		15.1%	174.4%

数据来源：招股书，东方证券研究所

“政府所需”空间广阔，对企业所能亦有门槛。头部物企已经率先布局城市服务这一新兴蓝海市场，尽管开展业务的路径有所不同，盈利能力也或多或少受限于其公共服务属性，但城市服务的高成长性和协同价值具备想象空间。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年国内城市空间整合服务市场规模约 1.1 万亿，预计到 2026 年可达 2.3 万亿，市场规模具备翻倍空间，若进一步考虑城市服务带来其他业务的协同机会，则更为可观。物企开展城市服务，匹配了政府对于城市治理一体化解决方案的需求。同时我们也要看到，城市服务的容错度较低，同时要求政府适当放权，因而双方的共识和信任是关键，这一方面来源于政企关系，另一方面建立在物企多元业态运营经验、全域管理能力、资源统筹能力之上，同时对于智慧城市建设的需要也需要城市空间服务商具备强大的数智化中后台支撑。我们看好城市服务的广阔空间，同时我们认为这一赛道也具有一定壁垒。

万物云城市服务总包模式的优势在于：①与地方平台成立合资公司为主的模式，能够降低风险，同时②合作的关系能够建立信任，同时自上而下的模式，可以为其他垂直业务领域带来协同机会。

**表 7：典型物企城市服务指标对比**

	营收（亿元）		营收同比		毛利率		毛利同比	
	2021	2022H1	2021	2022H1	2021	2022H1	2021	2022H1
碧桂园服务	45.3	26.4	412.3%	25.8%	17.6%	18.1%	-14.9 pct	-1.2 pct
保利物业	14.6	9.3	81.8%	41.8%	-	-	-	-
世茂服务	8.6	6.7	-	400%	12.7%	15.8%	-	+0.9 pct
雅生活	7.0	6.4	-	302%	22.1%	20.2%	-	-1.9 pct
万物云	3.4	2.7	233.0%	118%	17.4%	10.8%	+3.4 pct	-8.1 pct

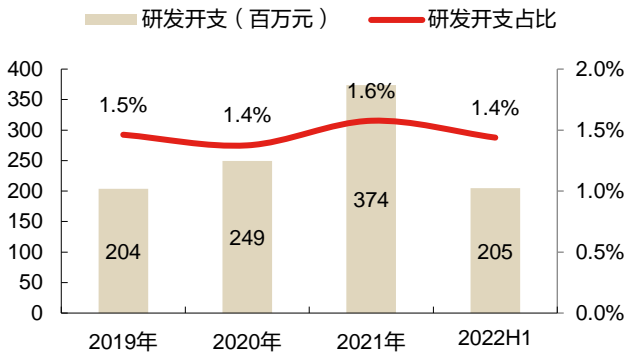
数据来源：招股书，各公司公告，东方证券研究所

## 空间科技+蝶城战略，建立中长期领先优势

### 长期投入数智化转型，实现内部赋能

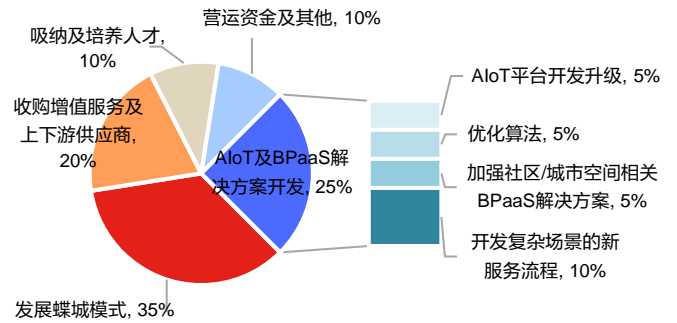
基于物业服务 SOP 方面的长期积累，公司在空间科技领域布局较早，持续投入推动传统物业服务的技术创新和流程再造。根据官网，公司旗下“万睿科技”成立于 2013 年 1 月，前身服务于万科集团的智能化安防工程业务，2018 年起聚焦于 AIoT 技术在智能建筑细分场景下的应用；而自 2014 年起，基于自身长期实践和经验沉淀，万科物业就已着手推动业务流程体系的数字化工作。人才和团队方面，公司 2021 年引进了在 IoT 和 AI 领域拥有近 20 年经验的前阿里云首席物联网科学家丁险峰，出任公司管理合伙人及首席科学家。截至 2022Q1，公司研发团队已达 464 人。研发投入方面，根据招股书和 2022 年中报，公司 2019-2022H1 每年投入营收的约 1.5% 进行科技研发，累计投入达到 10.3 亿元。与此同时，公司拟将 IPO 募资净额的 25% 用于持续投入 AIoT 和 BPaaS 解决方案开发。

图 85：2019-2022H1 研发费用及研发费率



数据来源：招股书，公司公告，东方证券研究所

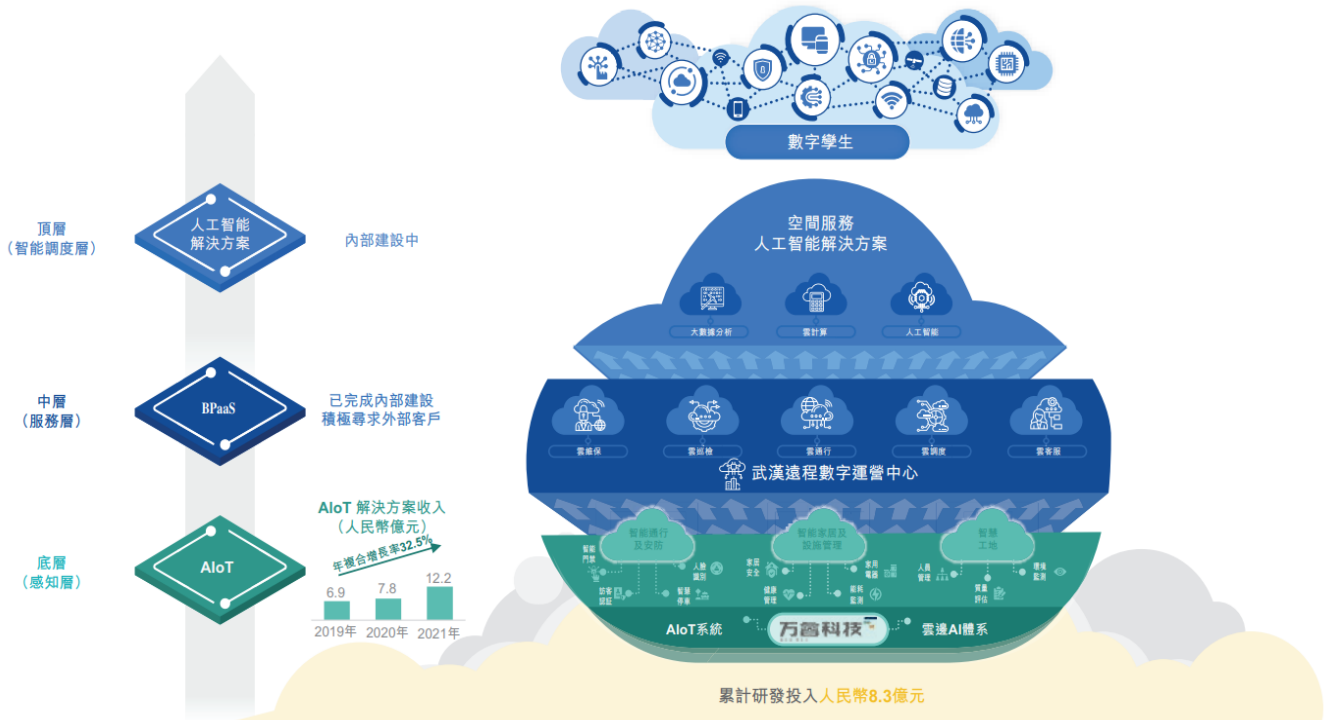
图 86：募资净额的 25% 拟用于 AIoT 和 BPaaS 解决方案开发



数据来源：招股书，东方证券研究所

公司空间科技服务的技术平台架构主要包括：1) **底层感知层**：通过搭建 AIoT 系统，实现智能硬件数据互联。其中项目上部署智能设备（如摄像头、传感器等）+ 边缘服务器，可对环境和设备进行全时段监控，并自动生成工单；同时云端 AI 可针对复杂场景协同进行算法训练。2) **中层服务层**：基于 AIoT 系统和远程运营能力打造了各类 BPaaS 解决方案。其中底层智能设备报送的信息由武汉远程数据运营中心处理，并进行智慧工单派发和任务调度，实现现场服务和远程运营联动，产品形态包括云巡检、云维保、云调度、云客服和云通行。截至 2022Q1，武汉远程运营中心已实现全国超过 2000 个物业项目的联动。3) **顶层智能调度层**：公司尚在建设基于大数据分析和云计算的人工智能解决方案，目标是物业服务流程的 AI 化。

图 87: 万物云空间科技体系



数据来源: 招股书, 东方证券研究所

表 8: 万物云 BPaaS 解决方案核心功能

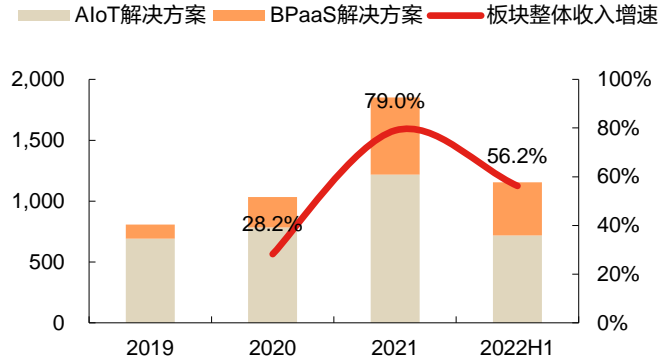
产品形态	功能
云巡检	通过无线传感器跟踪监控设施设备运行情况, 缩短维护响应时间, 提高维护效率
云维保	通过 IoT 赋能解决方案处理无线传感器实时收集的资料, 精准预见并识别维护需求, 避免日后相关维护成本变得高昂
云调度	集中管理和协调资源, 为在管物业提供紧急场景和相关运营数据的即时可见性
云客服	实现物业费收缴、处理维修请求、发布社区公告等多种客户服务功能的数字化
云通行	利用深度学习、大数据分析及物联网技术工具集, 通过黑猫三号等硬件产品提供无人值守等智能门禁解决方案

数据来源: 招股书, 东方证券研究所

## AloT 及 BPaaS 解决方案已具备对外输出能力

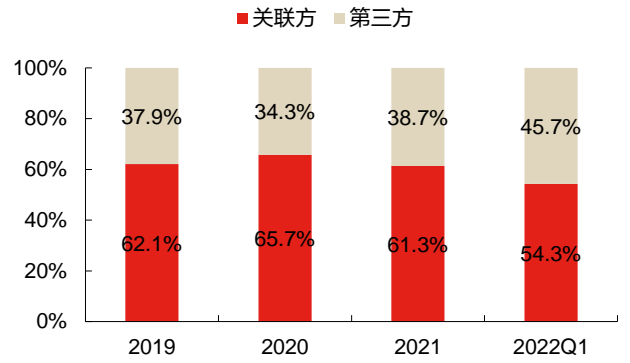
空间科技能力已实现对外输出, 业绩贡献逐年提升。公司 2021 年 AloT 及 BPaaS 解决方案实现营收 18.5 亿元, 2019-2021 年营收 CAGR 达到 51.5%, 2022H1 同比增长 56.2%至 11.6 亿元。营收贡献从 2019 年的 5.8%提高到 2022H1 的 8.1%, 毛利贡献从 2019 年的 6.9%提高至 2022H1 的 18.6%, 2022H1 板块毛利率达 34.2%, 营收增速和毛利率均位列公司三大业务板块第一。此外, 板块第三方营收占比稳步提升至 45.7%, 表现出良好的商业化前景。分业务看:

图 88: AIoT 及 BPaaS 解决方案收入及增速 (单位: 百万元)



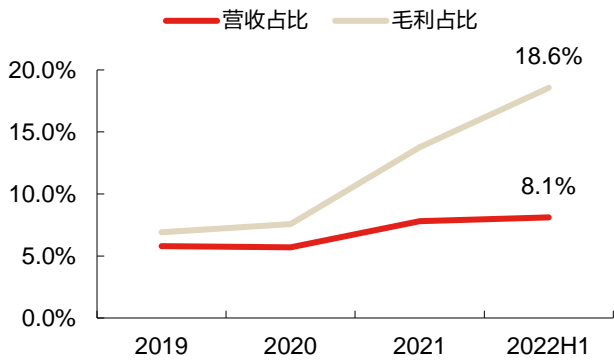
数据来源: 招股书, 公司公告, 东方证券研究所

图 89: AIoT 及 BPaaS 解决方案来自第三方的收入占比提升



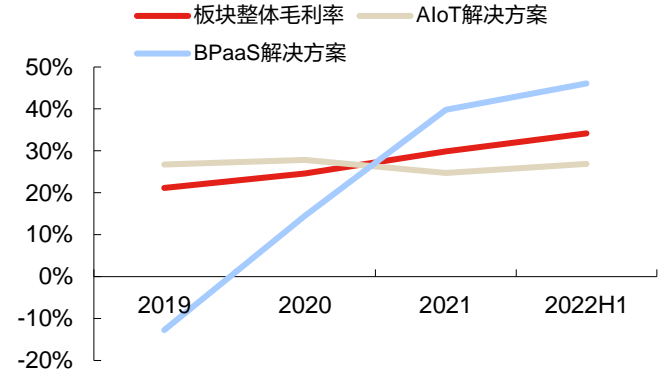
数据来源: 招股书, 东方证券研究所

图 90: AIoT 及 BPaaS 解决方案营收及毛利占比



数据来源: 招股书, 公司公告, 东方证券研究所

图 91: AIoT 及 BPaaS 解决方案及分项毛利率



数据来源: 招股书, 公司公告, 东方证券研究所

- AIoT 解决方案:** 由公司旗下“万睿科技”负责一站式 AIoT 解决方案, 主要面向开发商、物业管理者及政企客户, 提供智慧社区、智慧城市、智慧工地等泛场景下涵盖规划设计-技术开发集成-施工安装-售后运维的全周期软硬件服务。2019-2021 年营收 CAGR 为 32.5%, 2022H1 实现营收 7.2 亿元, 毛利率总体稳定在 25-28% 左右。从收入来源看, 来自关联方的收入占比约 6-7 成, 且整体呈下降趋势。
- BPaaS 解决方案:** 除了前文提到向开展城市空间整合服务的合联营公司提供远程空间运营服务外, 公司亦通过“祥盈企服”品牌提供远程企业运营服务, 即为企业客户提供人事、招聘及业务流程的外包服务。与 AIoT 解决方案偏“一次性”服务的特征不同, 业务流程外包服务更具粘性, 2019-2022Q1 实现 100% 的客户重复付费。此外远程企业服务的客户也更加多元, 涵盖汽车、物管、互联网、酒店、物流公司等行业。2019-2021 年营收 CAGR 达到 136.2%, 2022H1 同比高增 95.3% 至 4.4 亿元, 毛利率亦快速提高至 46.1%。根据招股书, 2022Q1 来自第三方的营收已经超过关联方, 外拓势头良好。我们认为, 得益于: ①已有客户的重复订阅, ②公司 PFM 业务的协同引流, ③城市服务在更多城市加速落地, BPaaS 解决方案有望实现快速增长。

## 结点成网，“蝶变”愿景有望兑现

**蝶城战略：聚焦浓度+全业态服务+科技赋能的组合拳。**蝶城是公司于经济活跃城市战略性选择的街道，街道内万物云已拥有多个在管物业，以 3 公里为半径建立 20-30 分钟可达的服务圈，覆盖至少 5 万户居民，其中万物云的目标是服务超过 1 万户。就具体目标街道而言，公司拟通过四步建立线下服务网络（“地网”）：①收购住宅物管项目提升浓度，②对基础设施实施升级改造，部署智能设备，③整合供应链资源推进服务人员共享复用，④部署街道代表进一步挖掘需求并拓展全业态机会项目。与此同时，通过搭建数字化社区服务平台及工单调度平台，建立线上服务网络（“天网”）。最终建立起高浓度、高效率的服务网络，赋能街道的“远程+混合”运营。

图 92：万物云“蝶城”模式



数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，与其他上市物企提高布局密度等策略的不同点在于，公司蝶城战略颗粒度精细到街道层面，其看点在于：一是可以切实提高效率，空间科技能力得以充分发挥作用，服务人员也可最大化共享复用；二是建立区域内绝对的品牌影响力，成为“优势物种”，在高美誉服务口碑的支撑下，有助于加速后续项目拓展，同时也使得竞争对手在区域内的拓展成本提升；三是夯实开展增值服务的基础，区域内集中的流量带来想象空间；四是与基层治理的最小单元相重合，更有利于把握“政府所需”，带来城市服务等相关机会。

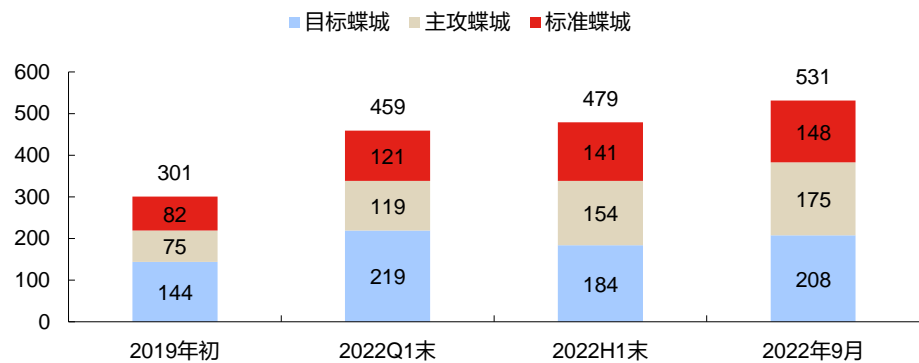
在这一战略构想中，公司的空间科技能力是“蝶变”愿景得以实现的基础。根据招股书，公司拟对蝶城采取的科技赋能举措包括：建设边缘服务器、可视对讲网络、Lora 组网等数字化基础设施，部署自助服务终端、无人值守门禁、摄像头、传感器等智能设备，以及接入灵石 E 控操作系统、武汉远程运营服务中心等工单调度平台。我们认为发挥蝶城规模效应的关键在于，通过智能设备替代此前物业服务人员的大量低价值劳动，实现人机高效协同；同时通过远程工单调度及作业指导保障各项需求的及时响应，实现集约化运营，从而在不降低服务质量的同时切实推动降本提效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**从试点效果来看，蝶城模式已初步跑通。**以深圳坂田街道为例，截至 2022H1，公司管理了 11 个住宅物业和 7 个 PFM 项目（商业、写字楼和社区资产等），共服务 22,727 户家庭，占街道家庭总户数的 36.1%。通过供应链资源整合、业务工单化、推进人员共享复用，2022H1 项目整体毛利率较 2021 年同期增长 9.6pct；社区增值服务方面，街道内装修美居服务月均新合同额从 2022Q1 的 110 万元增长至 2022Q2 的 310 万元人民币，增幅达 180%。2022H1 整体实现社区空间居住消费服务收入约 6530 万元，物业及设施管理收入 1460 万元。而从包括深圳坂田在内的多个蝶城试点街道来看，2022H1 实现住宅物业服务毛利率平均增长 12.0pct。

**目标清晰，长期主义下蝶城价值有望兑现。**进度上看，截至 2022 年 9 月，在筛选出的 3402 个目标街道中，公司已经积累了 531 个蝶城，包括 148 个标准蝶城（街道内服务 0.3-0.6 万户家庭），175 个主攻蝶城（街道内服务 0.6-1 万户家庭），208 个目标蝶城（街道内服务超过 1 万户家庭）。公司拟获得目标街道内 4.2 万个项目中的约 1.6 万个，截至 2022 年 9 月已侧重于发展其中 1000 个项目。短期来看，蝶城的前期开拓必然带来必要的成本投入，但长期将有望真正意义上实现规模效应并带来降本、提效、增收。根据招股书，公司计划 3 年内发展 300 个目标蝶城，届时有望兑现潜力。

图 93：万物云“蝶城”发展情况



数据来源：招股书，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1、社区空间居住消费服务：**板块收入增长主要来自住宅物业服务，母公司万科稳定的交付以及公司独立拓展力是在管面积持续增长的保障，预计 2022-2024 年住宅在管面积分别为 7.91/9.20/10.48 亿平，住宅物业服务 2021-2024 年营收复合增速 26.5%，考虑到收并购产生的无形资产摊销影响，以及蝶城初始投入成本较高、后期有望产生规模效应，我们预计 2022-2024 年住宅物业服务毛利率为 10.4%/10.8%/11.3%。社区增值服务方面，地产销售下行或影响房屋销售经纪服务及车位协销的开展，我们预计居住相关资产服务 2021-2024 年营收复合增速 23.4%，其他社区增值服务营收复合增速 17.6%；毛利率前期受地产拖累有所降低，而后随销售回暖及管理浓度提升带来的规模效应而稳步提升，预计 2022-2024 年居住相关资产服务毛利率分别为 23%/25%/27%（参考 2022H1 实际为 24.1%），其他社区增值服务毛利率维持 60%左右（参考 2022H1 实际为 62.8%）。
- 2、商企和城市空间综合服务：**板块收入增长主要来自物业及设施管理服务，万物梁行的品牌势能加持下，预计 2022-2024 年 PFM 项目在管面积分别为 1.57/1.95/2.39 亿平，2021-2024 年营收复合增速 34.0%，毛利率前期受无形资产摊销影响，未来或随着 IFM 业务扩张带来的重复订单增加而有所回升，预计 2022-2024 年毛利率为 13.6%/13.7%/13.9%；全委模式下的城市空间整合服务当前营收规模不大，“百城计划”的目标实现度较高，我们预计 2021-2024 年复合增速有望达到 50.9%，毛利率随着项目运营步入成熟而有望逐步提升，预计 2022-2024 年分别为 13.5%/14.0%/15.0%；开发商增值服务增速和毛利率同样会受到地产销售下行的影响，预计 2021-2024 年复合增速放缓至 4.3%，未来毛利率维持 20%左右。
- 3、AIoT 及 BPaaS 解决方案：**与地产关联度相对较低、具备重复订阅性质的 BPaaS 解决方案有望实现快速增长，预计 2021-2024 年复合增速 74.3%；同时随着重复订单增加，2022-2024 年毛利率有望提升至 46.0%/46.5%/47.0%（参考 2022H1 为 46.1%）；AIoT 解决方案偏“一次性”服务，增速或受限于地产行业竣工周期，我们预计 2021-2024 年复合增速 26.8%，毛利率随着订单量增加以及产品的持续迭代更新，2022-2024 年有望提升至 27.0%/27.5%/28.0%。
- 4、**公司通过科技赋能及聚焦浓度，预计能够切实降本提效，预计 2022-2024 年管理费用率（含研发费用）为 7.3%/7.0%/6.8%。
- 5、**公司 2022-2024 年的有效税率为 26%/26%/26%。

表 9：收入分类预测

营业收入（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>社区空间居住消费服务</b>	<b>10623</b>	<b>13161</b>	<b>17255</b>	<b>21585</b>	<b>26233</b>
yoy	20.3%	23.9%	31.1%	25.1%	21.5%
毛利率	18.7%	15.8%	13.1%	13.6%	14.4%
住宅物业服务	9130	11363	15323	19046	22989
yoy	25.9%	24.5%	34.9%	24.3%	20.7%
毛利率	15.0%	11.1%	10.4%	10.8%	11.3%
居住相关资产服务	950	1256	1341	1836	2361
yoy	6.8%	32.1%	6.8%	36.9%	28.6%
毛利率	31.7%	30.3%	23.0%	25.0%	27.0%
其他社区增值服务	543	543	591	703	883
yoy	-21.0%	0.1%	8.9%	18.9%	25.6%
毛利率	59.0%	80.8%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>商企和城市空间综合服务</b>	<b>6489</b>	<b>8693</b>	<b>11097</b>	<b>13916</b>	<b>17367</b>
yoy	51.2%	34.0%	27.6%	25.4%	24.8%
毛利率	17.2%	15.9%	15.0%	15.2%	15.4%
物业及设施管理服务	4023	5288	7555	9821	12719
yoy	56.6%	31.4%	42.9%	30.0%	29.5%
毛利率	14.3%	13.7%	13.6%	13.7%	13.9%
开发商增值服务	2363	3065	2925	3209	3479
yoy	39.6%	29.7%	-4.6%	9.7%	8.4%
毛利率	22.4%	19.5%	19.0%	20.0%	21.0%
城市空间整合服务	102	340	616	885	1168
yoy	233.7%	233.0%	81.4%	43.6%	32.0%
毛利率	14.0%	17.4%	13.5%	14.0%	15.0%
<b>AIoT 及 BPaaS 解决方案服务</b>	<b>1034</b>	<b>1850</b>	<b>2776</b>	<b>4111</b>	<b>5841</b>
yoy	28.2%	79.0%	50.0%	48.1%	42.1%
毛利率	24.6%	29.9%	35.3%	37.3%	38.9%
AIoT 解决方案	783	1216	1566	1981	2483
yoy	13.0%	55.4%	28.7%	26.5%	25.4%
毛利率	27.8%	24.7%	27.0%	27.5%	28.0%
BPaaS 解决方案	251	634	1210	2130	3358
yoy	120.8%	152.6%	90.9%	76.0%	57.6%
毛利率	14.6%	39.8%	46.0%	46.5%	47.0%
<b>营业收入合计</b>	<b>18145</b>	<b>23705</b>	<b>31128</b>	<b>39612</b>	<b>49441</b>
yoy	30.3%	30.6%	31.3%	27.3%	24.8%
综合毛利率	18.5%	17.0%	15.7%	16.6%	17.6%

数据来源：招股书，东方证券研究所

## 投资建议

首次覆盖给予买入评级，目标价 66.6 港元。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.65/2.18/3.00 元。我们主要选取行业第一梯队央企背景的物业管理公司（华润万象生活、保利物业、招商积余、中海物业等）作为可比公司，可比公司 2023 年的平均估值为 21X。考虑到万物云和母公司万科的规模体量均属行业龙头，在全业态布局的同时各赛道均已建立品牌优势，以及万物云领先于行业的科技能力，我们给予其 30% 的估值溢价，给予 2023 年 27X 的 PE。根据 2023 年 1 月 4 日汇率，1 港元=0.885 人民币，对应目标价 66.6 港元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 10: 可比公司估值情况

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率				每股收益 同比增速
		2023/1/4	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2024E
华润万象生活	1209.HK	39.37	0.76	0.97	1.26	1.60	52	40	31	25	26%
招商积余	001914.SZ	16.00	0.48	0.62	0.78	0.97	33	26	21	16	25%
保利物业	6049.HK	47.20	1.53	1.94	2.46	3.13	31	24	19	15	27%
中海物业	2669.HK	8.28	0.24	0.35	0.46	0.60	34	24	18	14	31%
绿城服务	2869.HK	4.93	0.26	0.26	0.32	0.40	19	19	15	12	25%
	最大值						52	40	31	25	31%
	最小值						19	19	15	12	25%
	平均数						34	27	21	16	27%

备注: 选取 2023.1.4 汇率, 1 港元=0.885 人民币

数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 风险提示

**地产行业风险持续外溢，导致母公司交付体量不及预期。**由于上游地产开发行业基本面持续下行，尽管供需两端政策宽松持续加码，但落地效果仍有待观察。若行业信用风险持续蔓延影响母公司万科的销售和项目交付，可能会导致公司规模增长放缓。

**外拓低于预期。**2022H1 公司第三方外拓的住宅和 PFM 项目净新增年化饱和金额占比 7-8 成，若未来公司外拓低于预期，可能造成业绩增速难以兑现。

**收并购整合和商誉减值风险。**截至 2022H1 末，公司商誉账面价值 37 亿元，主要系此前收购伯恩物业及阳光智博产生，未来公司亦计划通过收购提升布局集中度。但若项目投后整合情况不理想，可能无法实现预期收益，造成商誉减值并拖累业绩。

**蝶城成本投入过高或效果不及预期。**公司蝶城战略前期投入成本较高，若未来无法兑现规模效应，或降本提效的效果不及预期，则可能导致盈利下滑。

**科技板块发展不及预期。**公司目前已实现 AIoT 及 BPaaS 解决方案对外输出，若未来新订单量不及预期，或单项目/合同平均收入低于预期，可能会影响板块营收增速；对内角度，从 2019-2021 年实际情况来看，公司每年投入营收的约 1.5% 进行科技研发，若科技赋能对降本提效的作用不及预期，或者项目上科技过度替代人工而导致服务口碑下降，可能会影响公司盈利及估值水平。

**假设条件变化影响测算结果。**我们假设公司 2021H1 住宅单项目平均在管面积 23.8 万方（取 2020、2021 年末的中值），据此推算 2022H1 住宅在管面积同比增速约为 27.7%。此外我们假设 2019-2021 年公司远程空间运营服务收入=BPaaS 解决方案收入-远程企业运营服务收入，并假设公司股权合作模式下合联营公司城市服务收入=远程空间运营服务收入/服务费率（2.0%），据此计算得到公司全口径城市服务收入。若上述假设条件发生变化，可能会影响我们对于公司 2022H1 住宅在管面积同比增速以及 2019-2021 年全口径城市服务收入测算结果的准确性。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,398	6,431	12,349	15,061	17,597	营业收入	18,145	23,705	31,128	39,612	49,441
应收账款	4,516	6,212	7,152	9,338	11,796	营业成本	(14,781)	(19,685)	(26,228)	(33,019)	(40,732)
预付账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	327	261	523	580	670	营业费用	(166)	(257)	(420)	(515)	(593)
其他	1,967	805	828	828	828	管理费用	(1,363)	(1,792)	(2,272)	(2,773)	(3,362)
<b>流动资产合计</b>	<b>12,208</b>	<b>13,708</b>	<b>20,851</b>	<b>25,808</b>	<b>30,891</b>	财务费用	(14)	(10)	(11)	(12)	(13)
长期股权投资	1,711	1,813	2,216	2,181	2,715	资产减值损失	(117)	(69)	(183)	(120)	(153)
固定资产	358	501	696	960	1,230	公允价值变动收益	55	50	6	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	56	34	40	48	55
无形资产	583	8,244	8,516	8,616	8,657	其他	294	344	572	375	356
其他	4,144	4,458	4,860	5,592	6,417	<b>营业利润</b>	<b>2,109</b>	<b>2,320</b>	<b>2,631</b>	<b>3,597</b>	<b>4,999</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,796</b>	<b>15,016</b>	<b>16,289</b>	<b>17,349</b>	<b>19,020</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>19,004</b>	<b>28,724</b>	<b>37,140</b>	<b>43,157</b>	<b>49,911</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	10	12	0	9	7	<b>利润总额</b>	<b>2,109</b>	<b>2,320</b>	<b>2,631</b>	<b>3,597</b>	<b>4,999</b>
应付账款	2,605	3,243	4,251	5,530	6,710	所得税	(590)	(606)	(628)	(935)	(1,300)
其他	8,897	13,027	14,613	17,255	19,954	<b>净利润</b>	<b>1,519</b>	<b>1,714</b>	<b>2,003</b>	<b>2,662</b>	<b>3,699</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11,512</b>	<b>16,282</b>	<b>18,864</b>	<b>22,794</b>	<b>26,671</b>	少数股东损益	55	47	58	91	166
长期借款	4	4	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,464</b>	<b>1,668</b>	<b>1,945</b>	<b>2,571</b>	<b>3,533</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.24	1.42	1.65	2.18	3.00
其他	923	2,126	2,226	2,372	2,500						
<b>非流动负债合计</b>	<b>927</b>	<b>2,130</b>	<b>2,226</b>	<b>2,372</b>	<b>2,500</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>12,439</b>	<b>18,412</b>	<b>21,091</b>	<b>25,166</b>	<b>29,171</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	310	419	477	568	734	<b>成长能力</b>					
股本	1,000	1,050	1,178	1,178	1,178	营业收入	30.3%	30.6%	31.3%	27.3%	24.8%
资本公积	2,408	7,388	12,705	12,705	12,705	营业利润	45.0%	10.0%	13.4%	36.7%	39.0%
留存收益	3,062	1,193	1,688	3,540	6,122	归属于母公司净利润	43.5%	13.9%	16.6%	32.2%	37.4%
其他	-215	262	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,565</b>	<b>10,313</b>	<b>16,049</b>	<b>17,991</b>	<b>20,739</b>	毛利率	18.5%	17.0%	15.7%	16.6%	17.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,004</b>	<b>28,724</b>	<b>37,140</b>	<b>43,157</b>	<b>49,911</b>	净利率	8.1%	7.0%	6.2%	6.5%	7.1%
						ROE	24.9%	20.7%	15.3%	15.6%	18.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	65.5%	64.1%	56.8%	58.3%	58.4%
归母净利润	1,464	1,668	1,945	2,571	3,533	净负债率	3.7%	2.6%	1.7%	1.6%	1.5%
折旧摊销	214	395	767	924	1,087	流动比率	1.1	0.8	1.1	1.1	1.2
财务费用	14	10	11	12	13	速动比率	1.0	0.8	1.1	1.1	1.1
投资损失	(56)	(34)	(40)	(48)	(55)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	725	784	601	933	416	应收账款周转率	7.0	6.3	6.4	6.5	6.3
其它	197	10	(231)	73	157	存货周转率	41.7	67.0	66.9	59.9	65.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,557</b>	<b>2,834</b>	<b>3,054</b>	<b>4,465</b>	<b>5,150</b>	总资产周转率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1
资本支出	(408)	(285)	(1,326)	(1,298)	(1,375)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	(530)	2,210	153	138	138	每股收益	1.2	1.4	1.7	2.2	3.0
其他	(1,012)	(1,407)	(3)	220	(315)	每股经营现金流	2.2	2.4	2.6	3.8	4.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,950)</b>	<b>519</b>	<b>(1,176)</b>	<b>(940)</b>	<b>(1,552)</b>	每股净资产	5.3	8.4	13.2	14.8	17.0
债权融资	(57)	(100)	(100)	(82)	(98)	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	5,445	0	0	市盈率	37.8	33.2	28.4	21.5	15.7
其他	(334)	(2,219)	(1,305)	(731)	(964)	市净率	8.8	5.6	3.6	3.2	2.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(390)</b>	<b>(2,319)</b>	<b>4,040</b>	<b>(813)</b>	<b>(1,062)</b>						
汇率变动影响	(4)	(0)	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	<b>213</b>	<b>1,033</b>	<b>5,918</b>	<b>2,712</b>	<b>2,536</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。