

## 蝶城战略成效显著，三轮驱动科技赋能

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 母公司支持叠加高质量外拓和收并购，管理规模持续提升，全业态签约面积 10.4 亿方，在管面积 8.1 亿方，居行业前列；商企服务竞争力领先，拓展城市服务打造新的增长点，设定 3 年落地 100 个项目的目标；2) “蝶城”模式通过管理密度提升叠加科技赋能提升效率，已落地 531 个项目；3) 科技业务规模扩展迅猛，对内赋能对外提供服务形成业绩增长支撑。
- **管理规模持续增长，商企服务强强联合。** 公司是物业管理行业领跑者，全业态签约面积 10.4 亿方，在管面积 8.1 亿方，居行业前列。公司多渠道拓展，2019-2022Q1 住宅新增合约面积 4.6 亿平，关联方/市拓/收并购面积占比 42%/32%/25%，在管第三方项目占比提升至 57.9%。公司与戴德梁行合作打造品牌“万物梁行”进行商企及设施管理服务，2022H1 年收入同比增长 57.8%，商写物管领域具备强大竞争力。公司拓展城市服务打造新的增长点，2020 年推出专属平台“万物云城”，并设定 3 年落地 100 个项目的目标，目前在 25 个城市拥有 59 个，2022H1 收入同比增长 118%，增长态势迅猛。
- **“蝶城”模式实现效率提升，浓度战略成效明显。** 公司聚焦城市核心区域，提出 3-5 年内完成建设数百个街道的目标，截至 2022 年 9 月已经落地了 531 个蝶城。管理密度提升叠加科技赋能，蝶城可全面提升管理效率，提高员工效能，同时利于增值服务渗透率提升，预计 2022 年人均创收可达 29 亿元。2021 年末万物云的社区空间服务覆盖了 32 个省的 153 个城市，受益于聚焦高线级城市的战略以及优质的服务，在管社区项目平均物业管理费提升至单月 3.13 元/方。
- **打造科技赋能平台，全面提质增效。** 公司注重科技研发与赋能，21 年公司科技研发投入高达 3.74 亿元，同比增长超 50%。公司形成三层技术平台架构，实现空间服务的人工智能解决方案，可减少人工成本、实现人员多项目、跨区域调度，结合“蝶城”模式全面提升管理效率。同时 AIoT 和 BPaaS 解决方案对外输出实现盈利，2022H1 收入同比大幅增长 95.3%。
- **盈利预测与评级。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润将保持 19.7% 的复合增长率。考虑到公司经营稳健、科技板块业务扩张迅猛且“蝶城”模式规模效应逐渐显现，给予 2023 年业绩 25 倍 PE，对应目标价 48.22 元（55.59 港元），首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 物业拓展不及预期，商企及城市服务拓展不及预期。

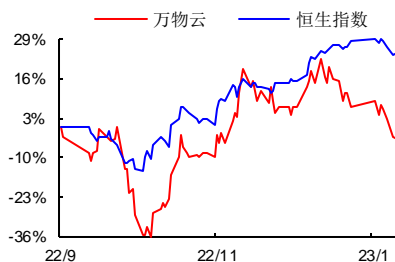
| 指标/年度            | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元人民币)     | 23705  | 29844  | 39381  | 50159  |
| 增长率              | 31%    | 26%    | 32%    | 27%    |
| 归属母公司净利润(百万元人民币) | 1668   | 1681   | 2273   | 2861   |
| 增长率              | 14%    | 1%     | 35%    | 26%    |
| 每股收益 EPS         | —      | 1.43   | 1.93   | 2.43   |
| 净资产收益率           | 16.86% | 10.10% | 12.01% | 13.14% |
| PE               | —      | 28.06  | 20.75  | 16.49  |

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠  
执业证号: S1250522100001  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn  
联系人: 刘洋  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 52 周区间(港元)    | 29.55-56.15 |
| 3 个月平均成交量(百万) | 0.41        |
| 流通股数(亿)       | 11.78       |
| 市值(亿)         | 544.45      |

### 相关研究

## 目 录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>1 万物云亟待分拆上市，多元业务寻求价值重估</b> .....  | <b>1</b>  |
| 1.1 三驾马车并驾齐驱，打造科技赋能平台 .....          | 1         |
| 1.2 业绩保持高增长，管理规模居行业前列 .....          | 4         |
| <b>2 管理规模持续增长，实现全业态布局</b> .....      | <b>6</b>  |
| 2.1 基础物管稳固基本盘，外拓增长强劲 .....           | 6         |
| 2.2 朴邻打造客户资管平台，社区增值服务仍具潜力 .....      | 10        |
| 2.3 商企服务强强联合，城市综合服务引领者 .....         | 12        |
| <b>3 “蝶城”模式实现效率提升，浓度战略成效显著</b> ..... | <b>16</b> |
| 3.1 蝶城布局加速，规模效应逐渐凸显 .....            | 16        |
| 3.2 聚焦城市核心区域，浓度战略成效显著 .....          | 18        |
| <b>4 打造空间科技赋能平台，全面提质增效</b> .....     | <b>20</b> |
| 4.1 科技平台架构完善，对内重塑空间效率 .....          | 20        |
| 4.2 对外输出智慧服务，营收增长显著 .....            | 23        |
| <b>5 盈利预测与估值</b> .....               | <b>25</b> |
| 5.1 盈利预测 .....                       | 25        |
| 5.2 相对估值 .....                       | 26        |
| <b>6 风险提示</b> .....                  | <b>26</b> |

## 图 目 录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程.....                                | 1  |
| 图 2: 公司股权架构.....                                | 2  |
| 图 3: 公司三大业务板块.....                              | 3  |
| 图 4: 2022H1 公司营业收入 142.4 亿元 (+38.2%) .....      | 4  |
| 图 5: 2022H1 公司归母净利润 8.7 亿元 (+16.6%) .....       | 4  |
| 图 6: 公司三大业务板块.....                              | 4  |
| 图 7: 2021 年万物云营收 237 亿元位居行业第二.....              | 5  |
| 图 8: 2022H1 万物云在管面积和合同管理面积位居行业前列 .....          | 5  |
| 图 9: 公司在管面积及同比增速 .....                          | 5  |
| 图 10: 公司合约面积及同比增速 .....                         | 5  |
| 图 11: 2019-2022H1 公司分业务毛利率.....                 | 6  |
| 图 12: 2019-2022H1 公司费用率保持平稳.....                | 6  |
| 图 13: 2022H1 年公司现金及等价物余额 28.1 亿元.....           | 6  |
| 图 14: 2019-2021 年公司经营性现金流/净利润持续大于 1.....        | 6  |
| 图 15: 公司社区空间服务由万科物业、朴邻、万物为家 3 大品牌 3 大业务构成 ..... | 7  |
| 图 16: 2021 年社区空间居住消费服务营收构成 .....                | 7  |
| 图 17: 2022H1 年公司社区空间服务营收 72.7 亿元 (+35.0%) ..... | 7  |
| 图 18: 2019-2022Q1 公司住宅合约面积来源细分 .....            | 8  |
| 图 19: 2019-2022Q1 公司商业合约面积来源细分 .....            | 8  |
| 图 20: 万科地产销售面积.....                             | 8  |
| 图 21: 万科地产新增土地货值.....                           | 8  |
| 图 22: 2019-2021 万物云外拓面积及饱和收入 .....              | 9  |
| 图 23: 2019-2021 年每月每方的饱和收入稳步增长 .....            | 9  |
| 图 24: 2021 年公司 52.4% 合约面积来自第三方 .....            | 9  |
| 图 25: 2021 年公司 50.5% 在管面积来自第三方 .....            | 9  |
| 图 26: 部分物企新增市拓面积及占比 .....                       | 9  |
| 图 27: 2021 年房屋销售及租赁经纪服务收入 8.2 亿元 (+30%) .....   | 11 |
| 图 28: 2021 年房屋再装修及美居服务收入 4.4 亿元 (+87%) .....    | 11 |
| 图 29: 朴邻租房覆盖 50+ 城市设立超 600+ 门店 .....            | 11 |
| 图 30: 朴邻是资产全周期管理的核心及起点.....                     | 11 |
| 图 31: 商企和城市空间综合服务市场近 6 年 CAGR 达 21.2%.....      | 12 |
| 图 32: 2021 年商企和城市空间综合服务一线类城市占比超 70%.....        | 12 |
| 图 33: 2022H1 商业和城市空间综合服务收入同比+39.8%.....         | 12 |
| 图 34: 2022H1 物业及设施服务收入 34.5 亿元 (+57.8%) .....   | 13 |
| 图 35: 2022H1 物业及设施管理服务占比 67.8%.....             | 13 |
| 图 36: 2022H1 物业及设施服务在管项目 1706 个.....            | 13 |
| 图 37: 2021 年物业及设施管理服务在管建筑面积 1.25 亿万方 .....      | 13 |
| 图 38: 2022H1 独立第三方在管项目数量占比达 84.1%.....          | 14 |
| 图 39: 物业及设施服务独立第三方项目中标率以及协议留存率 .....            | 14 |

|   |    |
|---|----|
| 图 40: 公司城市空间整合服务覆盖城市数量以及项目数量 .....                | 14 |
| 图 41: 2022H1 城市空间整合服务收入 2.7 亿元 (+118%) .....      | 15 |
| 图 42: 2022H1 城市空间整合服务收入占比提升至 5.4% .....           | 15 |
| 图 43: 城市服务与政府及专项服务商合作架构图 .....                    | 16 |
| 图 44: 万物云“蝶城”模型 .....                             | 17 |
| 图 45: 截至 2022 年 9 月 11 日“蝶城”质量规模同步提升 .....        | 18 |
| 图 46: 2019-2021 年公司各开支中员工成本占比呈下降趋势 .....          | 18 |
| 图 47: 不同能级城市在管建筑面积占比 .....                        | 19 |
| 图 48: 公司项目地域分布 .....                              | 19 |
| 图 49: 公司住宅物业服务协议和物业及设施管理协议留存率 .....               | 19 |
| 图 50: 公司住宅物业服务费和物业及设施管理费收缴率 .....                 | 19 |
| 图 51: 2021 年公司单位物管费提升至 3.13 元/平方米/月 .....         | 20 |
| 图 52: 物管行业单位物管费对比 (元/平方米/月) .....                 | 20 |
| 图 53: 2022H1 公司研发投入金额 2.0 亿元 (+42.8%) .....       | 21 |
| 图 54: 公司技术平台架构 .....                              | 22 |
| 图 55: 万物云街道多业态智慧需求场景 .....                        | 23 |
| 图 56: 万睿科技项目数字化看板 .....                           | 23 |
| 图 57: 万睿科技智能工程管理平台闭环运行模式 .....                    | 23 |
| 图 58: 中国智慧城市云服务市场规模 .....                         | 24 |
| 图 59: BPaaS 服务包含业务服务、职能服务和客户服务三大类 .....           | 24 |
| 图 60: 2022H1 公司 AIoT 及 BPaaS 解决方案收入 11.6 亿元 ..... | 25 |
| 图 61: 2022H1 公司 BPaaS 解决方案服务占比提升至 38% .....       | 25 |

## 表 目 录

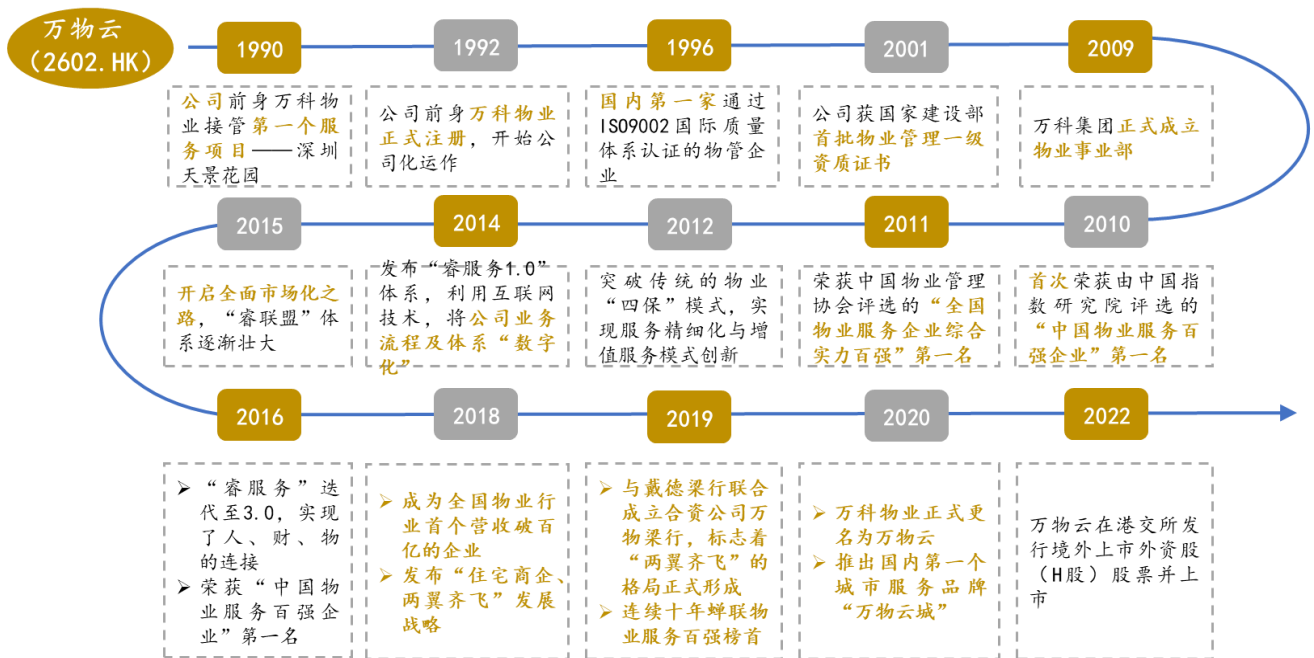
|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1: 公司主要管理层概述 .....             | 2  |
| 表 2: 公司主要收并购标的 .....             | 10 |
| 表 3: 公司社区增值服务体系构成 .....          | 10 |
| 表 4: 公司城市空间服务项目开展模式 .....        | 15 |
| 表 5: 不同城市管理密度 .....              | 19 |
| 表 6: AIoT 与 BPaaS 解决方案详细对比 ..... | 20 |
| 表 7: 公司计划上市所得款项用途 .....          | 21 |
| 表 8: 分业务收入及毛利率 .....             | 25 |
| 表 9: 可比公司估值 .....                | 26 |

# 1 万物云亟待分拆上市，多元业务寻求价值重估

## 1.1 三驾马车并驾齐驱，打造科技赋能平台

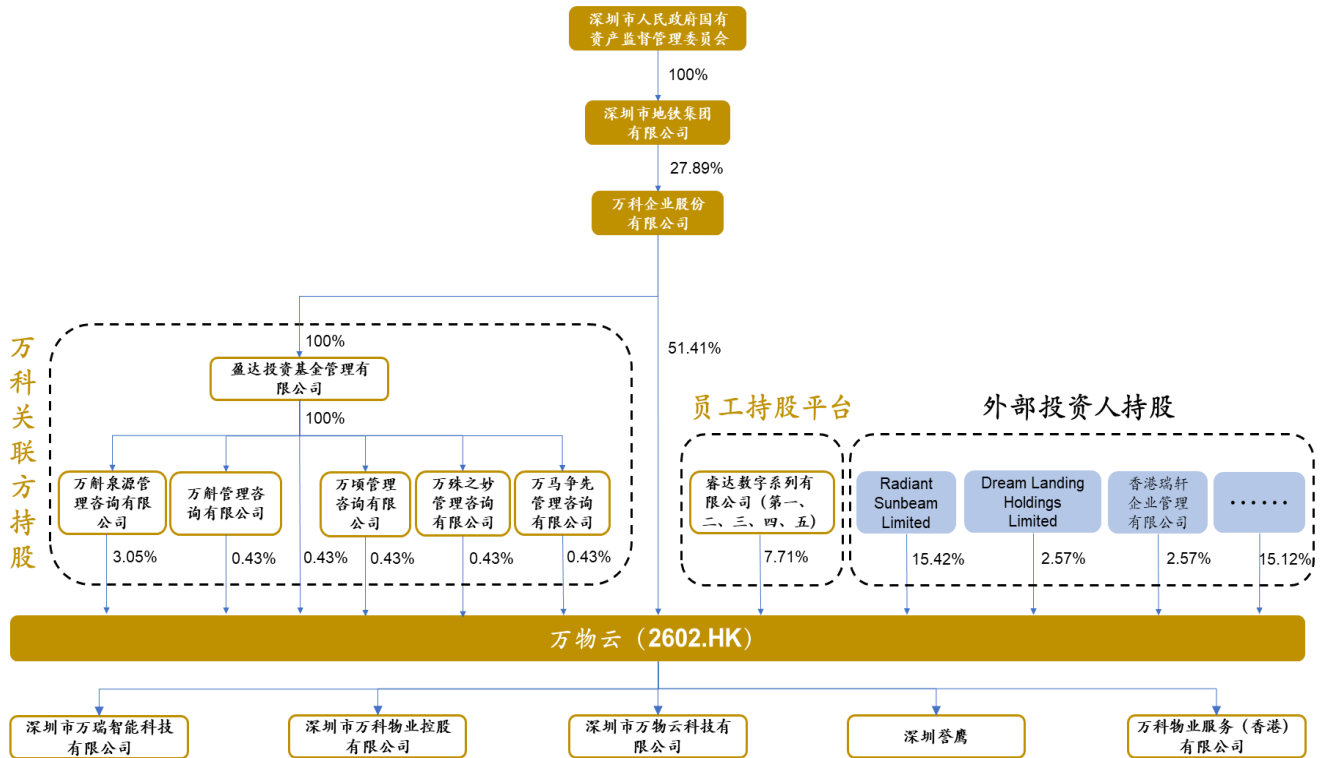
万物云 (2602.HK) 为万科企业下属控股子公司，地产开发龙头助力公司快速成长。前身万科物业成立于 1990 年，从公司首个服务项目深圳天景花园开始，业务逐渐拓展至商企服务、城市服务等领域。万物云发展 32 年始终围绕客户需求，不断进行服务模式以及业务模式的创新变革，公司已连续 10 年蝉联“中国物业服务百强企业综合实力 TOP1”，连续 5 年蝉联“中国房地产开发企业 500 强首选物业品牌”榜首，连续 3 年获“中国特色物业服务领先企业-企业总部基地”称号。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

**股权结构稳定，母公司万科企业直接持股 51.4%。** 母公司万科企业直接持股 51.4%，为公司第一大股东；万科企业于 2015 年 6 月为其从事物业服务业务（即本公司）的员工引入内部事业合伙人机制，公司董事长朱保全及其余管理层、员工通过睿达数字系列有限公司共计持股 7.7%；万科关联方持股合计 5.2%；公司于 2017 年分别引入外部战略投资人 Radiant Sunbeam Limited（控制实体为博裕资本）和 Dream Landing Holdings Limited（控制实体为 58 同城），分别持股 15.4%、2.6%；香港瑞轩企业管理有限公司持股 2.6%；剩余外部投资人持股合计 15.1%（包括公众股东持股 10.0%）。

**图 2：公司股权架构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司管理层具有业内领先的组织领导能力。** 公司执行董事和高级管理团队在行业平均拥有超过 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，于万物云（原万科物业）任职超过 12 年。在房地产和物业服务行业拥有丰富企业管理经验。公司在管理层的领导下，不断引领中国物业服务行业的创新、发展与变革。

**表 1：公司主要管理层概述**

| 姓名  | 职位           | 职责                     | 个人简介  |
|-----|--------------|------------------------|---|
| 朱保全 | 董事长、执行董事兼总经理 | 负责公司的整体运营，确定其战略政策和发展方向 | 1999 年 4 月加入万科集团，于万科集团及其附属公司担任多个职位，包括北京万科地产人力资源部门经理、客户服务中心经理，成都万科地产总经理助理，集团办公室副主任、主任，集团行政总监，南京万科地产总经理，集团副总裁及高级副总裁等多项职务。拥有丰富的企业管理经验。   |
| 何曙华 | 执行董事         | 负责政府及企业客户服务            | 1998 年 4 月加入本公司，先后担任多个职位，包括深圳市万科物业服务有限公司物业管理经理、北京万科物业服务有限公司常务副总经理、万科物业武汉大区总经理、本公司广州大区总经理、商企事业部首席执行官、公司首席市场官等。   |
| 邹明  | 副总经理         | 负责公司的人力资源管理            | 2001 年 2 月加入万科集团，于万科集团及其附属公司担任多个职位，包括深圳万科物业人力资源主管、人力资源部经理助理，上海万科物业副总经理、北京万科物业副总经理、天津万科物业总经理、住宅项目运营中心北京大区总经理、华北区域总经理及本公司人力资源负责人，万科企业人力资源经理，万物云空间科技服务股份有限公司规划发展部总监等多项职务，拥有丰富的人力资源及企业管理经验。 |
| 杨光辉 | 副总经理兼首席客户官   | 负责住宅业务的运营及管理           | 1997 年 4 月加入万科集团，于万科集团及其附属公司担任多个职位，包括项目环境主管、质量部主管、质量部经理、业务督导经理、杭州万科物业服务有限公司总经理、住宅项目运营中  |

| 姓名  | 职位    | 职责            | 个人简介  |
|-----|-------|---------------|---|
|     |       |               | 心上海大区总经理、上海万科物业总经理、浙江耀江物业管理有限公司管理有限公司董事长、华东区域分部牵头合伙人、首席客户官等多项职务。拥有丰富的客户管理及企业管理经验。   |
| 李庆平 | 首席投资官 | 负责公司投资及并购相关事项 | 2016年9月加入万科集团，于万科集团及其附属公司担任多个职位，包括万科物业首席财务官，万物云空间科技服务股份有限公司首席投资官，万物梁行董事长等多项职务。加入万科集团前，曾任中国中化集团公司投资部项目经理、中国对外经济贸易信托有限公司总经理助理、中信产业投资基金管理有限公司副总裁、中国民生信托有限公司副总裁、民生资本投资管理有限公司董事兼总经理等。拥有丰富的投资管理及企业管理经验。 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司建立包括社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务、AIoT及BPaaS解决方案服务三大业务板块，打造科技赋能平台，提升服务效率和质量。1) 社区空间居住消费服务板块：主要为满足业主和居民多元化的住宅居住消费需求，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。公司主要通过“万科物业”、“朴邻”等品牌提供相关服务。**万科物业**：主要提供住宅物业服务；**朴邻**：作为住宅物业服务的延伸，为业主和居民提供房屋销售、租赁经纪服务、房屋装修及美居服务等居住相关资产服务。2) 商企和城市空间综合服务：主要为企业、政府及其他机构客户提供物业及设施管理服务、开发商增值服务以及城市空间整合服务。公司主要通过戴德梁行合作建立的品牌“万物梁行”及公司自有品牌“万物云城”提供相关服务。**万物梁行**：主要涉足商企物业服务、综合设施管理服务及其他增值服务。**万物云城**：作为独立的城市空间运营品牌，为客户提供城市空间治理及城市资源整合运营方面的解决方案或组合。3) AIoT及BPaaS解决方案服务：主要为物业开发商、业主及其他企业及机构客户提供智能解决方案。公司主要通过“万睿科技”、“祥盈企服”、“第五空间”等品牌提供服务。

图 3：公司三大业务板块

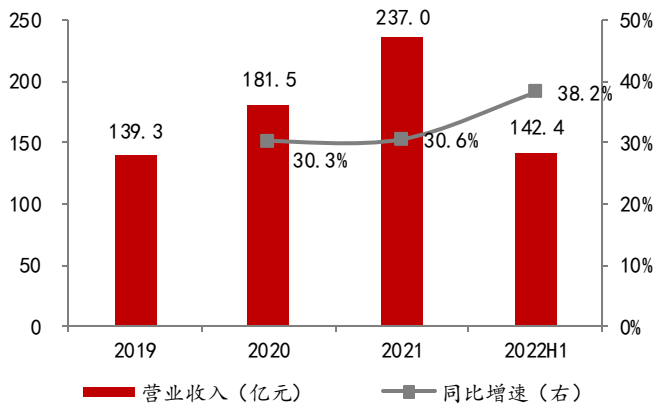


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 业绩保持高增长，管理规模居行业前列

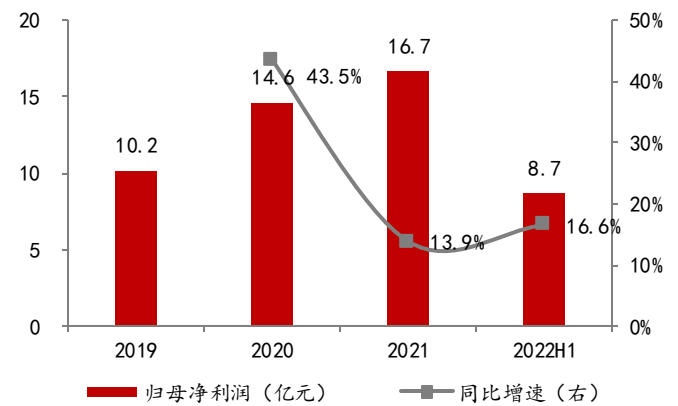
公司营收和归母净利润均保持高速增长。营收方面，2019-2021年公司营业收入从139.3亿元增长至237.0亿元，CAGR高达30.4%。2022H1公司营收同比增长38.2%至142.4亿元，主要受益于公司社区、商企和城市空间“三驾马车”协同并进。2019-2021年公司归母净利润从10.2亿元增长至16.7亿元，CAGR高达27.9%。2022H1公司归母净利润同比增长16.6%至8.7亿元，主要受益于公司各项成本持续优化。

图 4：2022H1 公司营业收入 142.4 亿元 (+38.2%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

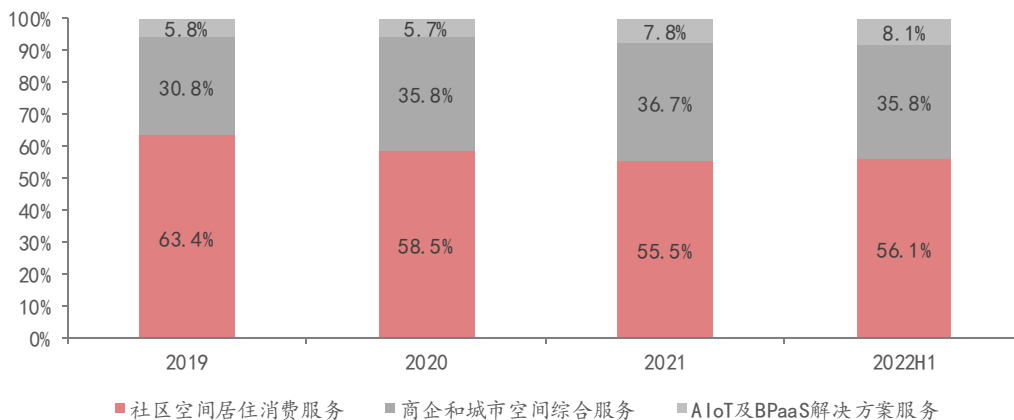
图 5：2022H1 公司归母净利润 8.7 亿元 (+16.6%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

收入结构不断优化，科技服务占比提升。公司坚持“社区、商企、城市”三驾马车并驾齐驱，2021年社区空间居住消费服务营收约131.6亿元、商企和城市空间综合服务86.9亿元，同比分别增长22.9%和38.1%，在总收入中的占比分别为55.5%、36.7%。2022H1公司社区空间居住消费服务/商企和城市空间综合服务营收达79.9/50.9亿元，分别同比增长35.0%/39.8%，在总收入中的占比分别为56.1%/35.8%。公司通过推动AIoT及BPaaS解决方案服务发展，在空间里实现了“远程+混合”经营，实现了空间服务效率的飞跃。2021年公司AIoT及BPaaS解决方案服务实现营收18.6亿元，同比增长99.5%，占比7.8%，2022H1实现营收11.6亿元，同比增长56.2%，占比进一步提升至8.1%。

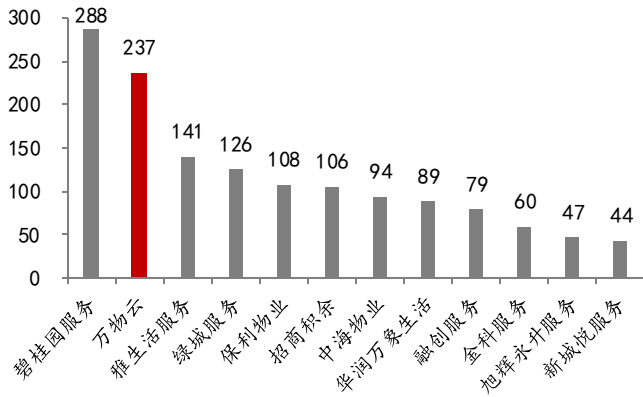
图 6：公司三大业务板块



数据来源：公司公告，西南证券整理

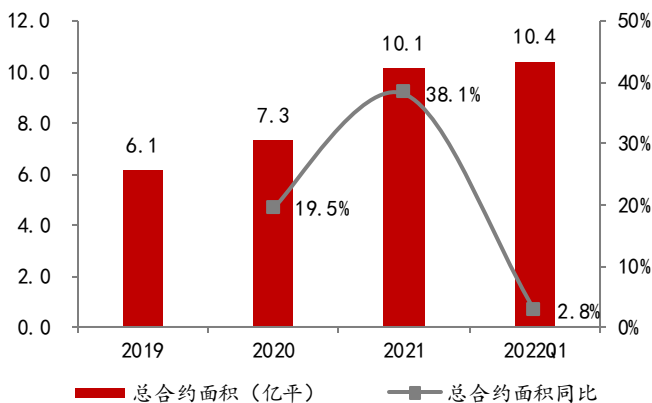
公司营收、管理面积规模均领跑全行业。万物云是物业管理行业领跑者，营收方面，公司2021年实现营业收入237亿元，仅次于碧桂园服务，位居行业第二位；管理面积方面，截至2022年3月累计签约面积10.4亿方，其中在管面积8.1亿方，储备面积2.3亿方，均居行业前列。

图7：2021年万物云营收237亿元位居行业第二



数据来源：公司公告，西南证券整理

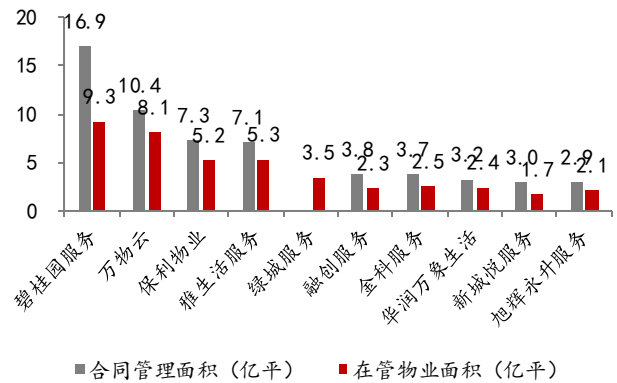
图9：公司在管面积及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

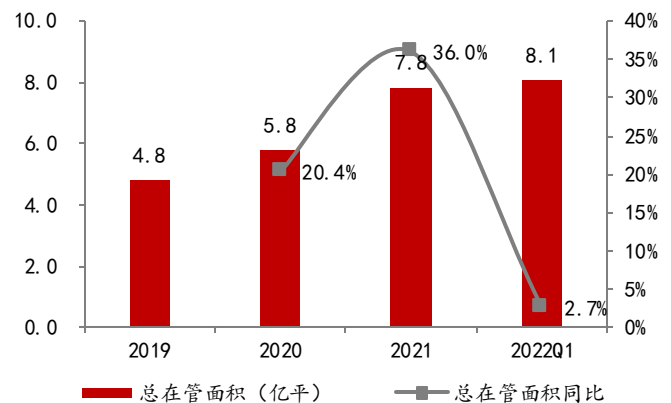
受疫情补贴力度影响毛利率有所下降，费用率保持平稳。2022H1公司综合毛利率为14.9%，分业务来看，AIoT和BPAas解决方案服务毛利率最高，稳定提升至34.2%；另一方面，社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务业务毛利率均受到政府疫情补贴力度下降影响，2022H1较2021年分别下降3.1pp/1.8pp至12.7%/14.1%。公司费用率保持平稳，2022H1销售费用率和管理费用率分别为1.4%和6.8%。

图8：2022H1万物云在管面积和合同管理面积位居行业前列

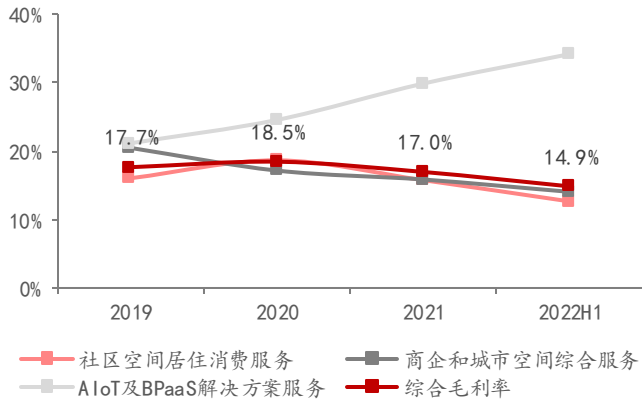


数据来源：公司公告，西南证券整理注：万物云为截至22年3月

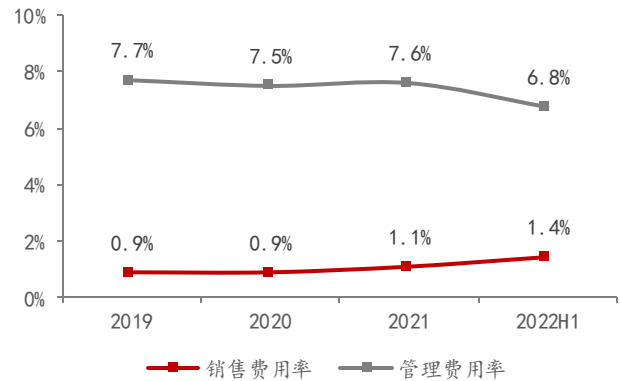
图10：公司合约面积及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

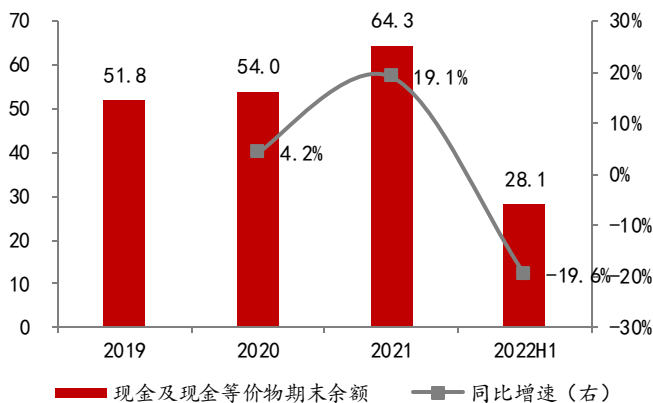
**图 11：2019-2022H1 公司分业务毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

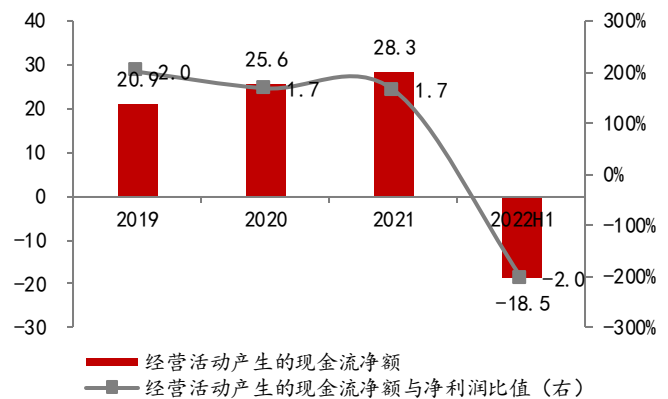
**图 12：2019-2022H1 公司费用率保持平稳**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在手现金充足，债务结构健康合理。2022H1 年公司在手现金 28.1 亿元，同比下降 19.6%。2021 年公司经营活动产生的现金流净额为 28.3 亿元，保持经营活动产生的现金流净额/净利润持续大于 1。公司资产负债率稳中有降，截至 2022H1 为 61.4%，从债务结构来看，计息银行借款占比较小。

**图 13：2022H1 年公司现金及等价物余额 28.1 亿元**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 14：2019-2021 年公司经营性现金流/净利润持续大于 1**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 管理规模持续增长，实现全业态布局

### 2.1 基础物管稳固基本盘，外拓增长强劲

万物云社区空间居住消费服务主要包括住宅物业服务、居住相关资产服务和其他社区增值服务 3 大类。1) 住宅物业服务。主要针对社区业主，成立万科物业，提供安全管理、环境绿化、保洁管理和设施设备维护管理等 4 项服务；2) 居住相关资产服务。公司成立品牌朴邻租房，主要包括房屋托管、销售及租赁等经纪服务。“万物为家”品牌下子品牌万物研选致力于房屋装修以及美居焕新服务；3) 其他社区增值服务。主要包括车位销售服务，公共区域运营服务、机电设备维修服务和社区餐饮服务。万物云社区空间居住消费服务业务线下的品牌包括万科物业、朴邻和万物为家。

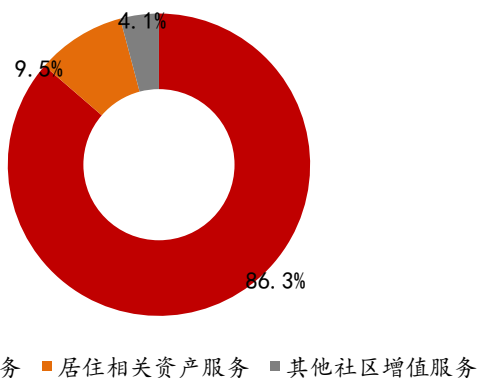
图 15：公司社区空间服务由万科物业、朴邻、万物为家 3 大品牌 3 大业务构成



数据来源：公司官网，西南证券整理

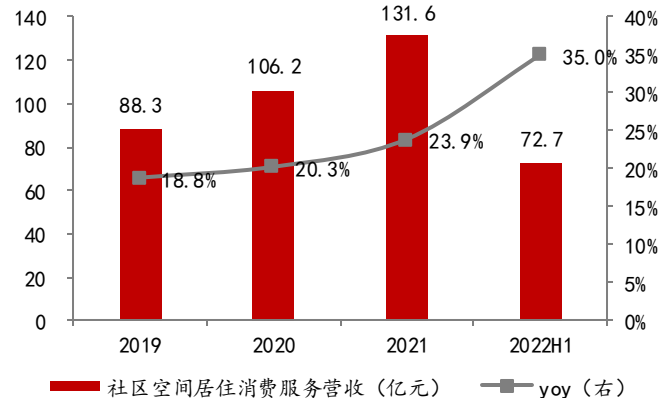
公司社区空间服务营收持续增长。2021 年公司社区空间居住消费服务产生的收入由 2020 年的 106.2 亿元增至 131.6 亿元，同比增长 23.9%。1) 住宅物业服务实现营收 114 亿元，占比高达 86%，主要是由于在管建筑面积由截至 2020 年 5.0 亿方增至截至 6.6 亿方，平均每月每方的饱和收入由 2020 年 3.08 元增至 3.13 元。2) 资产服务营收由 2020 年 10 亿元增长至 13 亿元，占比达 10% 进一步提升，主要是由于在管物业数量增加，与住宅物业服务协同。3) 社区增值服务产生的收入由 2019 年的 6.9 亿元降至 2020 年的 5.4 亿元，2021 年保持稳定，主要是由于停车位的存量减少，与公司的业务策略相一致。2022H1 公司社区空间居住消费服务营收为 72.7 亿元，相较于去年同期增长 35.0%，为公司提供稳定业绩贡献。

图 16：2021 年社区空间居住消费服务营收构成



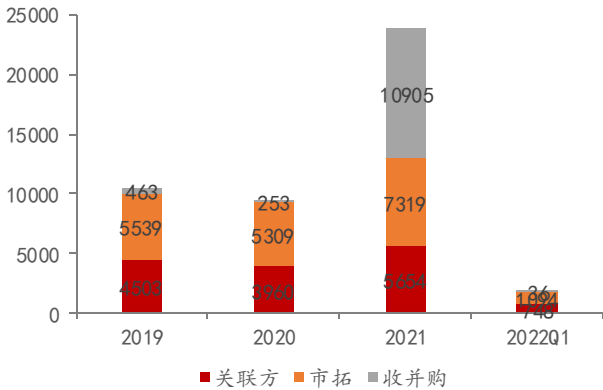
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 17：2022H1 公司社区空间服务营收 72.7 亿元 (+35.0%)

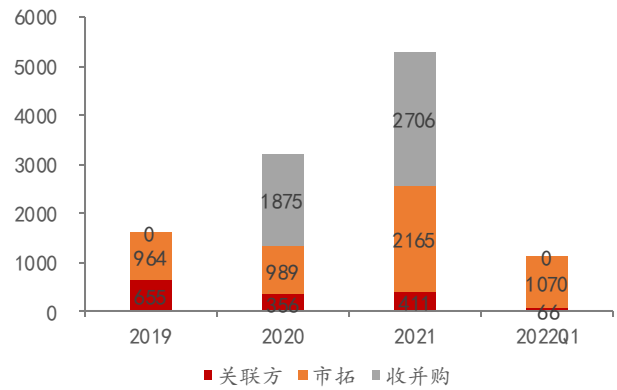


数据来源：公司公告，西南证券整理

多渠道拓展提升市场规模。2019-2022Q1 公司住宅累计新增合约面积 4.6 亿平方米，其中市场化拓展/关联房企贡献/收并购分别占比 32%/42%/25%。2019-2022Q1 公司商业累计新增合约面积 1.1 亿平方米，其中市场化拓展/关联房企贡献/收并购分别占比 13%/46%/41%，主要受益于传承万科的品牌基因、全业态优质服务及万物梁行落地。

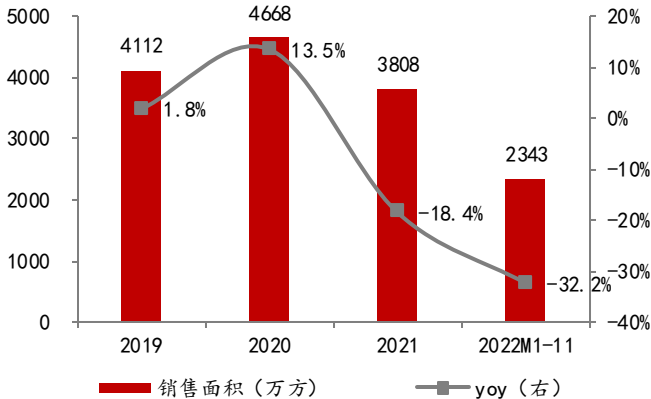
**图 18: 2019-2022Q1 公司住宅合约面积来源细分**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

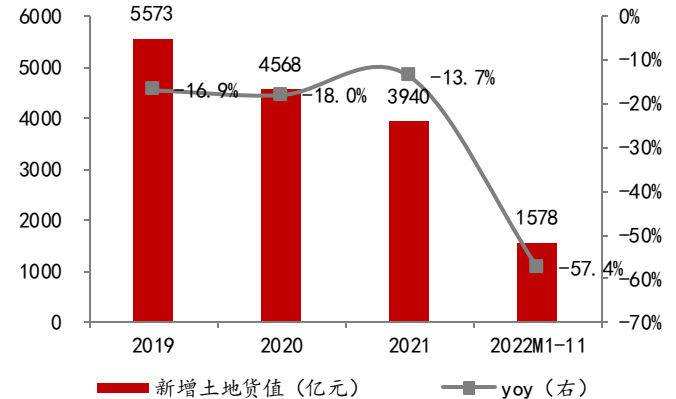
**图 19: 2019-2022Q1 公司商业合约面积来源细分**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**母公司万科集团为公司发展提供有力支撑。**2021 年全年,万科集团累计实现销售面积 3808 万方,根据弗若斯特沙利文位列中国房企第二名,2016-2021 年年均销售面积过 4000 万方,是万物云营收的强有力支撑,2021 年公司超过 40%在管项目来自母公司。根据克而瑞数据,截至 2022 年 11 月末,万科地产累计销售面积为 2343.1 万方,同比下降 32.2%;新增土地货值为 1578.3 亿元,同比下降 57.4%,为七家新增货值超过 1000 亿元房企之一。

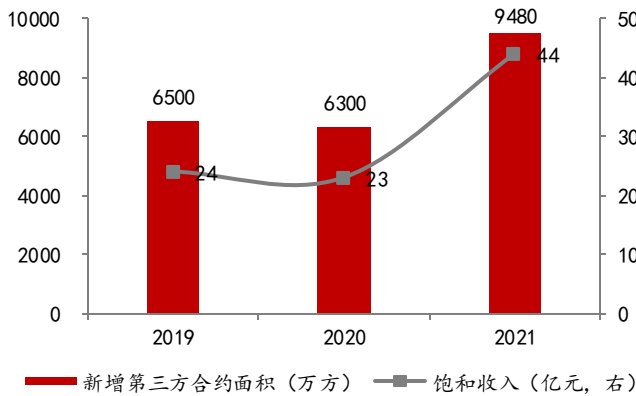
**图 20: 万科地产销售面积**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

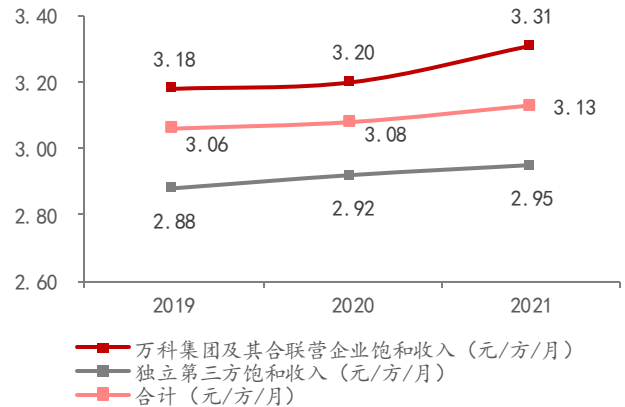
**图 21: 万科地产新增土地货值**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

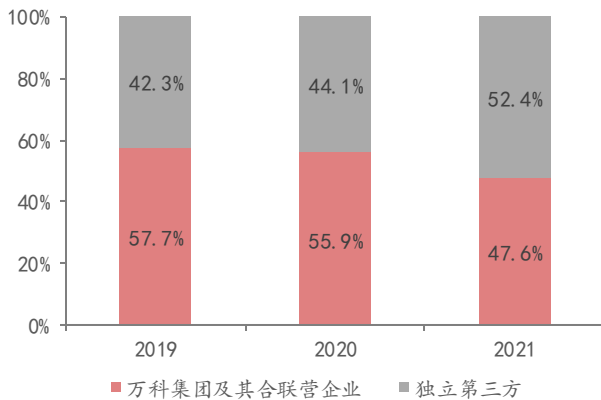
**通过高质量外拓和收并购提高项目数量,第三方项目占比不断提升。**截至 2022H1,万物云的第三方在管社区项目数量达 1757 个,占所有在管社区项目的 57.9%。2022H1 新增的由独立第三方开发的住宅物业合约项目对应的年化饱和收入达 21.4 亿元,相较于去年同期大幅增长 104.4%。公司依托良好的口碑和品牌美誉度,市场化拓展能力领先。

**图 22: 2019-2021 万物云外拓面积及饱和收入**


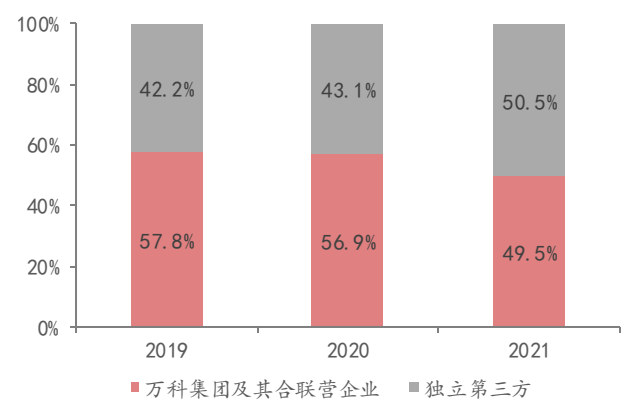
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 23: 2019-2021 年每月每方的饱和收入稳步增长**


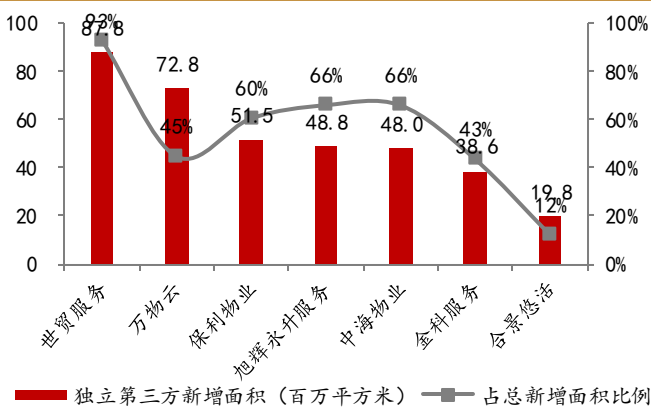
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 24: 2021 年公司 52.4% 合约面积来自第三方**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 25: 2021 年公司 50.5% 在管面积来自第三方**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 26: 部分物企新增市拓面积及占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司坚持增加区域浓度的战略,审慎选择收购优质资产标的。2021 年收购了伯尔尼物业和阳光智博生活服务,大幅提高对于区域市场的覆盖浓度。伯尔尼物业是国家一级资质物业管理企业,管理面积达 7000 多万平方米,覆盖高端住宅、别墅、写字楼、商业综合体等多种业态。阳光智博深耕物业、商管、医管三个主航道,截至 2020 年末,阳光智博的在管总建

筑面积约 3020 万方，合约总建筑面积约 6710 万方。公司通过收购优质标的实现强强联合，在提升管理规模的同时，增加区域浓度以提升规模效应。

**表 2：公司主要收并购标的**

| 公司名称      | 收购时间      | 主要区域                             | 管理规模                                   | 公司介绍  |
|-----------|-----------|----------------------------------|--|---|
| 伯尔尼<br>物业 | 2021.9.28 | 华东、华北、<br>海西、华南、<br>华中、西南等<br>区域 | 中国物业服务企业<br>TOP27，管理面积<br>达 7000 多万平方米 | 福建伯尔尼物业管理股份有限公司是国家一级资质物业管理企业，主营业务系为住宅、商业物业提供专业物业经营管理服务，项目涉及中高端住宅、别墅、写字楼、商业综合体等多种类型。公司获得了中国房地产协会颁发的“中国物业管理企业品牌价值 50 强”、中国指数研究院颁发的“中国物业服务百强企业”、“中国物业服务特色品牌”等多项荣誉。 |
| 阳光<br>智博  | 2021.10.1 | 主要位于华东<br>地区（尤其是<br>福建省）         | 中国物业服务企业<br>TOP16，管理面积<br>超 3000 万平方米  | 阳光智博服务成立于 2001 年，总部位于上海，20 年来始终为客户提供高品质物业管理和商业运营服务，深耕物业、商管、医管三个主航道，服务业态包括住宅、商业、医院、学校等多种类型。阳光智博服务由阳光控股集团孵化，2021 年成为万物云成员企业（万物云为万科控股子公司）。                         |

数据来源：公司公告，西南证券整理

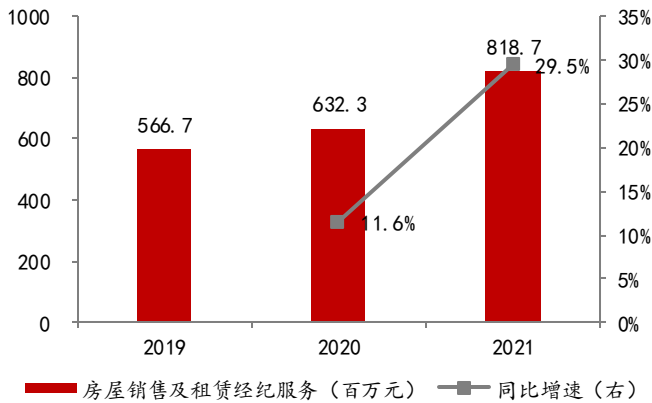
## 2.2 朴邻打造客户资管平台，社区增值服务仍具潜力

“管家服务体系”优化服务体验，客户忠诚度显著提高，社区增值服务增长潜力巨大。业内首创管家式全生命周期服务，突破传统社区空间服务“四保”模式，基于业内领先的管家服务体系，开展多元化增值服务。目前，公司主要通过子品牌“朴邻”和“万物研选”开展社区相关增值服务，其中，子品牌“朴邻”是万物云旗下社区房产经纪服务商，提供包括二手房租售、新房置业、房屋托管打理等资产服务，助力公司开拓房产经纪业务新的增长点。子品牌“万物研选”是万物云旗下房屋改造焕新品牌，为居家住户提供房屋美容、家具换新、厨卫改造、全屋装修等多系列房屋焕新升级服务，让住户“住有所优”。2021 年公司房屋销售及租赁经纪服务（朴邻）以及房屋再装修及美居服务（万物研选）分别实现收入 8.2 亿元和 4.4 亿元，同比增速分别为 29.5% 和 87.3%，均呈现高速增长。

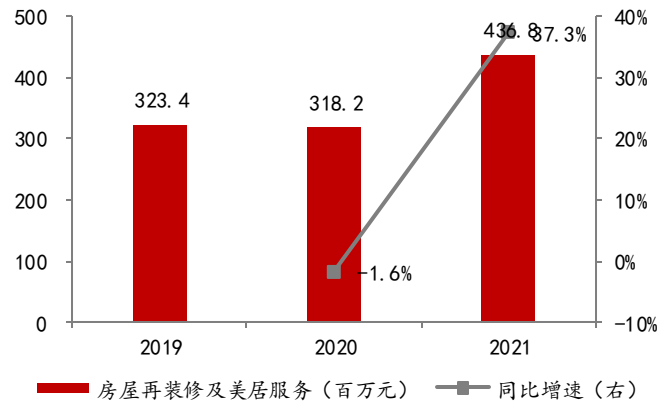
**表 3：公司社区增值服务体系构成**

| 主体业务         | 服务类型            | 提供服务                         | 佣金收费  | 对应品牌 | 角色定位          |
|--------------|-----------------|------------------------------|---|------|---------------|
| 居住相关<br>资产服务 | 房屋销售<br>及租赁经纪服务 | 现有房屋交易                       | 按物业价值的 1.5%-1.8%  | 朴邻   | 社区房产<br>经纪服务商 |
|              |                 | 租赁经纪服务                       | 按月租金的 82.3%至 95.7%  |      |               |
|              |                 | 协助新房销售                       | 按物业销售收入的 1.1%-3.0%  |      |               |
| 居住相关<br>资产服务 | 房屋再装修<br>及美居服务  | 房屋再装修及翻新业务                   | ① 针对整居，每平方米 1,820 元-2,840 元<br>② 针对单间（独立厨房或卫生间），每平方米 5,316 元-15,363 元 | 万物研选 | 居住焕新<br>消费平台  |
|              |                 | 房屋美居及装修业务                    | 第三方服务供货商与客户交易成功后，从产品或服务对价中抽成 6%-12%                                   |      |               |
| 其他社区<br>增值服务 | 车位销售服务          | 车位销售服务                       | (出售车位的价格-与物业开发商约定的最低售价)，该价差为佣金  | -    | -             |
|              | 其他              | 公共区域运营服务、机电设备<br>维护服务和社区餐饮服务 | 未披露   | -    | -             |

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 27: 2021 年房屋销售及租赁经纪服务收入 8.2 亿元 (+30%)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 28: 2021 年房屋再装修及美居服务收入 4.4 亿元 (+87%)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

以朴邻为核心为社区客户提供资产管理服务, 涵盖房屋经纪等多种业务, 资产保值增值能力强。2021 年朴邻的收入规模同比增长超过了 29.5%。根据万科业绩会披露, 截至 21 年末, 朴邻房屋租售业务已成立超 600 家门店, 覆盖 54 个城市, 触达住宅项目 2079 个, 涵盖约 300 万户家庭。公司为业主提供优质的社区物业服务, 表现出强劲的资产保值增值作用, 在管住宅价格普遍高于周边楼盘。

**图 29: 朴邻租房覆盖 50+ 城市设立超 600+ 门店**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**图 30: 朴邻是资产全周期管理的核心及起点**

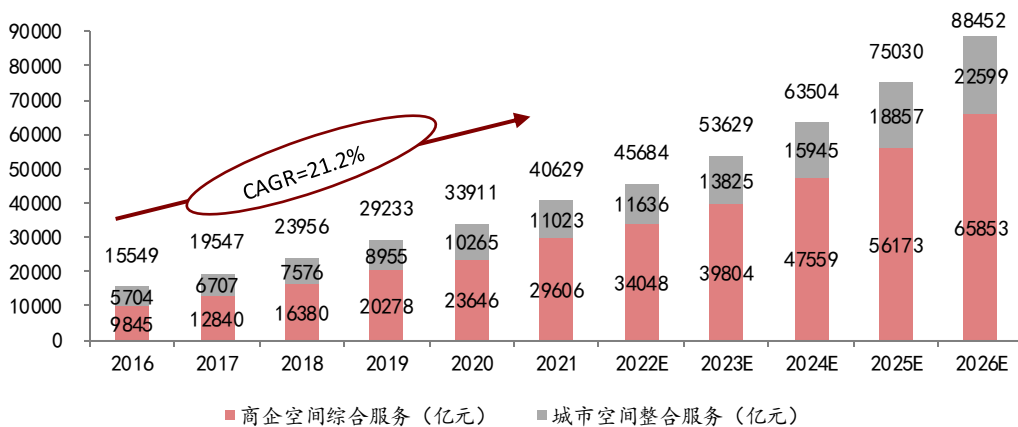

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

与其他物管企业不同, 公司社区增值服务几乎没有家政、社区零售等消费类收入, 后期可拓展空间较大。公司目前涉足家政和社区零售区域较少, 几乎未有该类增值服务收入。社区零售需求以运营为核心, 一般涉及到蔬果、生鲜等, 为消费群体的刚需。做好社区零售项目, 前后端每一项都需要精细化运作的, 包括前端的推广、集客、服务, 以及后台的供应链、仓配等等, 资金资源上高投入+充足运营管理经验是做好社区零售的必要条件。从“住这儿”APP 应用内可以看到部分零食、生鲜、饮料等零售产品的售卖, 也即实际上万物云是给社区零售提供了入口的, 但本身社区零售并没有被单列统计入万物云的社区增值服务体系。随着蝶城模式逐步深入推进, 公司亦可借助其渐趋成熟的社区内智能供应链体系引入第三方社区电商企业来做大社区零售业务, 扩大垂直产业类型, 增厚社区增值服务收入。

## 2.3 商企服务强强联合，城市综合服务引领者

商企和城市空间综合服务市场快速增长，集中度低。据弗若斯特沙利文测算，中国商企和城市空间综合服务市场规模已由 2016 年的 15549 亿元增加至 2021 年的 40629 亿元，期间 CAGR 为 21.2%。预计 2026 年，中国商企和城市空间综合服务市场规模将达到 88452 亿元，2021 年至 2026 年期间 CAGR 为 16.8%。在中国 650000 家商企和城市空间综合服务提供商中，截至 2020 年，前五大商企和城市空间综合服务提供商占商企和城市空间综合服务市场总收入约 0.69%。

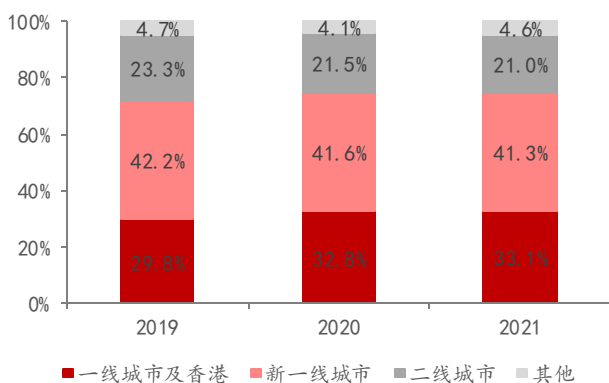
图 31：商企和城市空间综合服务市场近 6 年 CAGR 达 21.2%



数据来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，西南证券整理

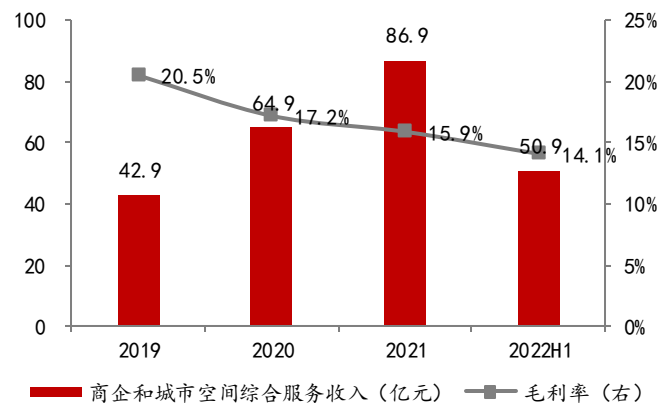
商业和城市空间综合服务收入稳步提升，重点布局高线城市。公司提供商企和城市基于营造宜人环境空间的综合服务，主要包括为商企、政府部门和其他机构客户提供的物业服务及综合设施管理服务、开发商增值服务以及城市空间整合服务。2018 年 7 月公司以 1.67 亿美元购买戴德梁行 4.9% 的股权，成为其第四大股东，之后 2020 年 4 月公司与戴德梁行成立合资公司“万物梁行”。此外，公司还通过“City Up”品牌，提供城市空间整合服务。公司商企和城市空间综合服务 2021 年实现营收 86.9 亿元，占比提升至 36.7%，其中一线城市及新一线城市占比 74.4%。2022H1 该服务毛利率为 14.1%，小幅下降，但整体维持良好水平。

图 32：2021 年商企和城市空间综合服务一线类城市占比超 70%



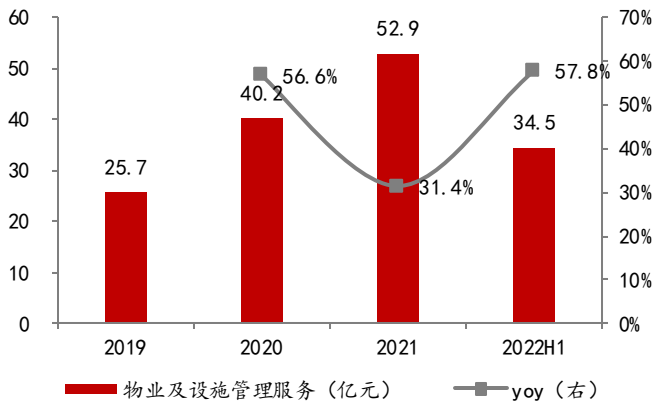
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：2022H1 商业和城市空间综合服务收入同比+39.8%

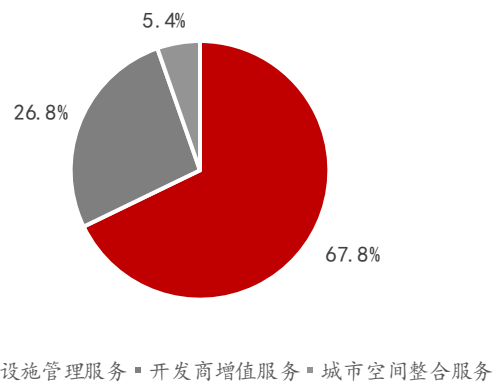


数据来源：公司公告，西南证券整理

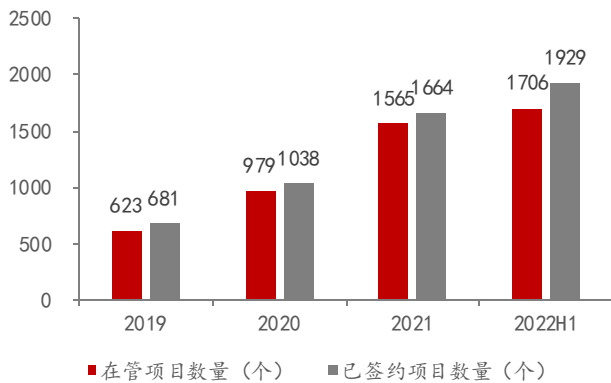
**物业及设施管理服务管理规模持续增长。**公司提供全面的物业及设施管理服务，包括商业物业服务及综合管理服务，包括但不限于办公空间、商业综合体、产业园区及公共场所。公司主要通过万物梁行开展物业及设施管理服务，2022H1 年公司物业及设施管理服务收入 34.5 亿元，同比增长 57.8%，实现高速增长，占商企和城市综合服务收入的 67.8%，为公司主要发展与盈利业务。2022H1 公司物业及设施服务在管项目 1706 个，已签约项目数量 1929 个，年化饱和收入为 94.0 亿元。2021 年公司物业及设施管理服务在管建筑面积 1.25 亿万方，同比增长 57.0%，规模快速增长。

**图 34：2022H1 物业及设施服务收入 34.5 亿元 (+57.8%)**


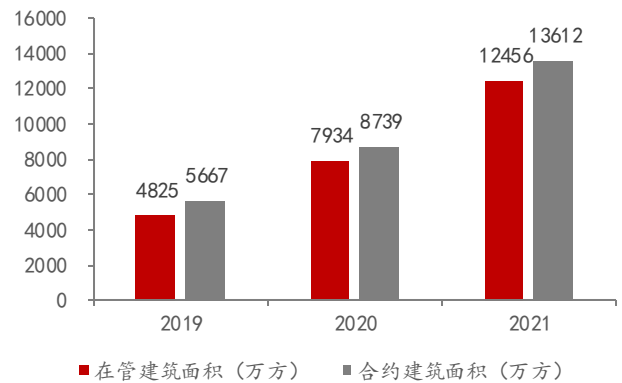
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 35：2022H1 物业及设施管理服务占比 67.8%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

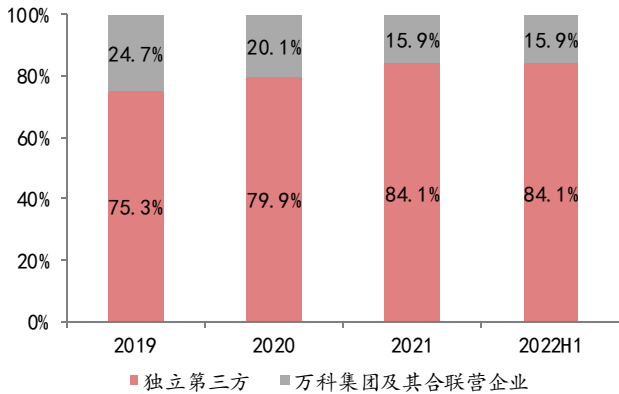
**图 36：2022H1 物业及设施服务在管项目 1706 个**


数据来源：公司公告，西南证券整理

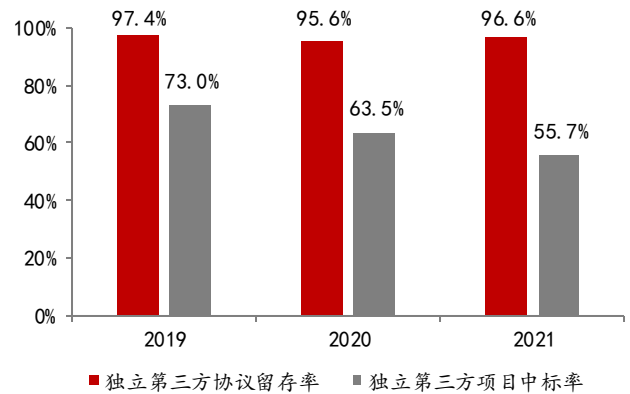
**图 37：2021 年物业及设施管理服务在管建筑面积 1.25 亿万方**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司和戴德梁行合作能够发挥各自优势，形成品牌叠加效应，奠定商企物管的领先优势。**戴德梁行作为外资五大行，具有宽广的国际化视野、丰富的资产管理经验和市场影响力；而公司作为国内综合实力最强的物管企业，具有丰富的本土化物管经验、丰富的客户资源和现金的科技管理系统，二者成立合资公司“万物梁行”，能够有效发挥各自优势，双方协作进行商写物业管理、综合设备管理等服务，由此奠定万物梁行在国内商写物管领域的强大竞争力。2021 年独立第三方在管项目数量达 1316 个，同比增长 68.3%，占比达 84.1%，连续三年占比上升实现快速增长，2022H1 占比维持在 84.1%。公司主要通过从独立第三方获取物业及设施管理项目新合约，管理的项目类型也不断拓展和丰富，涵盖业主、企业及其他机构客户，并不十分依赖万科集团获取项目。2021 年公司独立第三方项目中标率为 55.7%，独立第三方协议留存率达 96.6%，整体保持较高的水平。

**图 38: 2022H1 独立第三方在管项目数量占比达 84.1%**


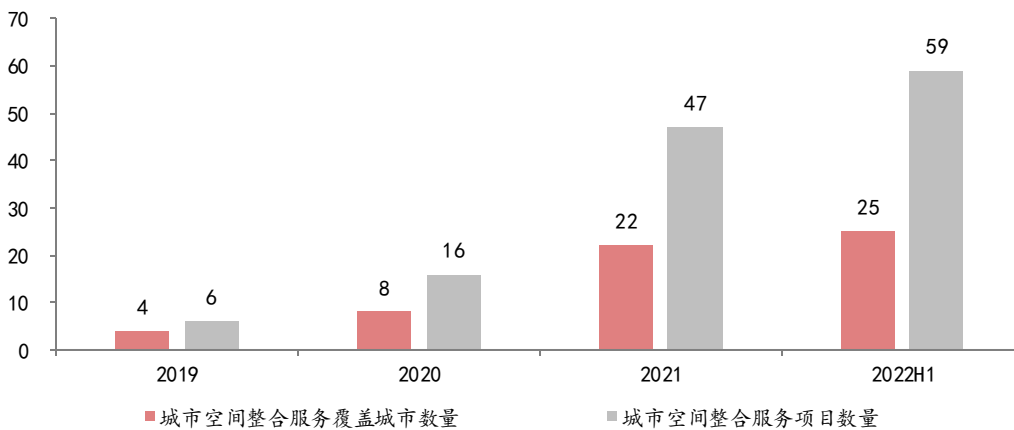
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 39: 物业及设施服务独立第三方项目中标率以及协议留存率**


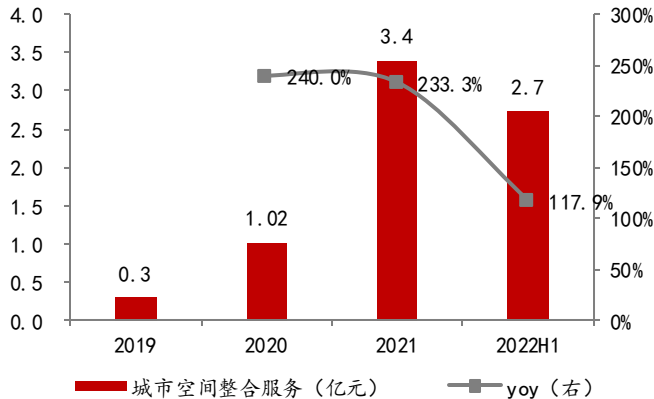
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

注: 项目中标率数据中的项目包含: 1) 独立第三方开发; 2) 万科集团及其合联营企业开发但随后整体出售给独立第三方

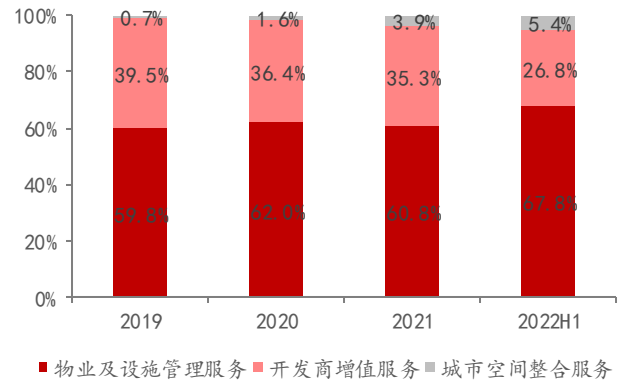
城市空间整合服务拓展强劲, 有望成为新的业绩增长点。2020 年 10 月, 公司推出城市服务专属平台“万物云城”, 并设定 3 年目标-在京津冀、长三角、大湾区三个核心城市群及成都、重庆、武汉、青岛、郑州、西安、济南等 7 个重点城市, 计划落地 100 个城市服务项目。2022H1 公司城市空间整合服务 2.7 亿元, 同比增长 117.9%, 涨幅较大, 有望成为公司新的业绩增长动力。自 2019 到 2022H1, 公司城市空间整合服务收入占比由 0.7% 上升到 5.4%, 增长态势迅猛。截至 2022H1, 公司在 25 个城市拥有 59 个城市空间整合服务项目。

**图 40: 公司城市空间整合服务覆盖城市数量以及项目数量**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 41: 2022H1 城市空间整合服务收入 2.7 亿元 (+118%)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 42: 2022H1 城市空间整合服务收入占比提升至 5.4%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

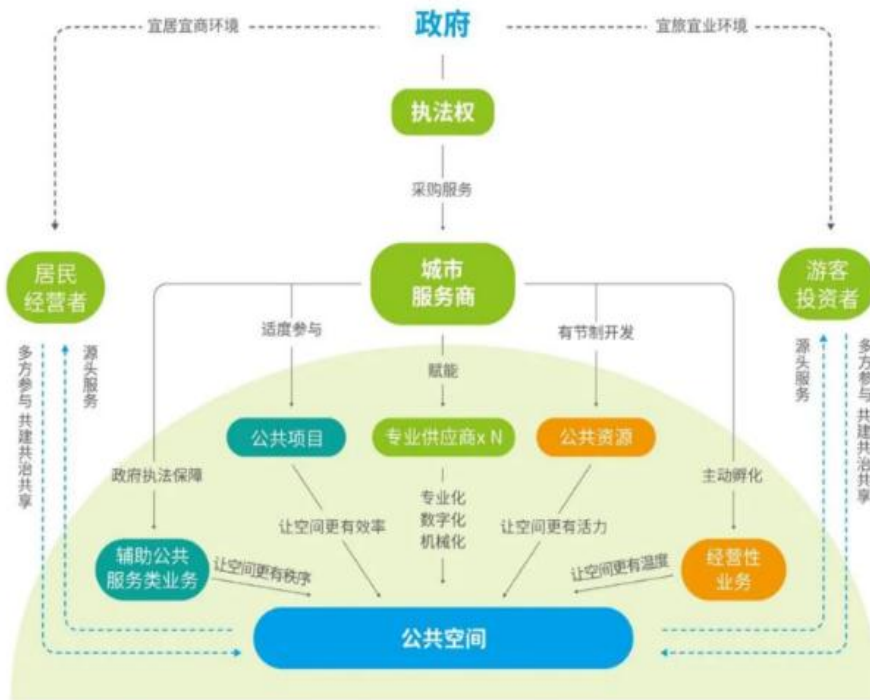
公司专注于一体化管理城市, 梳理出城市空间管理、生态环境服务、社区协同治理及社区运营更新 4 类产品解决方案。万物云城鉴于母公司的政府资源 (深铁为第一大股东) 以及品牌地位, 公司多以总包商的身份承接城市服务项目, 再将业务分包给专业供应商。不同于部分物企以环卫为主要业务载体, 公司梳理出城市空间管理、生态环境服务、社区协同治理及社区运营更新 4 类产品解决方案, 为不同城市提供个性化服务。公司的城市空间服务项目开展方式主要分为两大类, 包括“合作模式” (股权合作) 和“全委模式” (合同委托), 城市建成区主要与政府城市管理部门或街道办事处签订委托协议, 而新城新区的城市服务项目主要是与新区政府控制的国有企业合资新设城市管理平台公司以股权承接方式合作。两种模式下对利润表的影响区别在于“合作模式”不并表, 以合联营投资收益列示, 因此考虑真实业务收益还需关注该服务开展模式带来的投资收益。此外, 公司在开展合作模式的同时引入“全局智能运营模式”, 提供了远程调度服务, 额外收取远程数据运营服务费, 每年收取合联营企业约 2% 收入的远程空间运营服务费。从战略意义的视角看, 通过提供城市空间整合服务, 与政府建立长期良好合作关系, 有助于未来公司其他垂直业务领域获取大量业务机会。

**表 4: 公司城市空间服务项目开展模式**

| 项目开展模式 | 具体方式   | 收费模式   | 对财报影响         |
|--------|--|--|---------------|
| 合作模式   | 股权合作, 与政府指定的国企投资企业成立合联营企业。由国企控股, 公司派驻总经理负责经营管理 | ①以合联营企业的股权占比确认相应损益<br>②通过引入 BPaaS 解决方案收取合联营企业约 2% 收入的远程空间运营服务费 | 以合联营投资收益列示    |
| 全委模式   | 合同委托, 通过招投标程序直接与政府签订城市空间整合服务协议                 | 参考多种因素定价, 按月支付   | 直接成为业务收入影响利润表 |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 43：城市服务与政府及专项服务商合作架构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

以横琴项目为例，公司在城市空间管理、城市资源运营、公共辅助服务和物业维度方面全面升级，效果显著。2018 年万物云城以总承包商的身份，股权合作的方式为大横琴提供全方位的城市服务。万物云城出资占比 40%，珠海大横琴出资 60%，共同成立大横琴城市公共资源管理公司。2019 年 1 月，大横琴城资以 2.7 亿元中标 2019 年横琴新区（岛内）市政管养采购项目，全面接管覆盖横琴 106.46 平方公里的市政基础设施管养工作，管养范围从“地上”到“地下”，提供包括市容环卫、园林绿化、城市照明、高压管养、城市桥梁、市政道路、水利设施在内的管养服务，形成了以空间管理、资源管理、公共服务、物业服务、经营业务和综合管廊为主的“5+1”城市空间整合服务业务板块。

### 3 “蝶城”模式实现效率提升，浓度战略成效显著

#### 3.1 蝶城布局加速，规模效应逐渐凸显

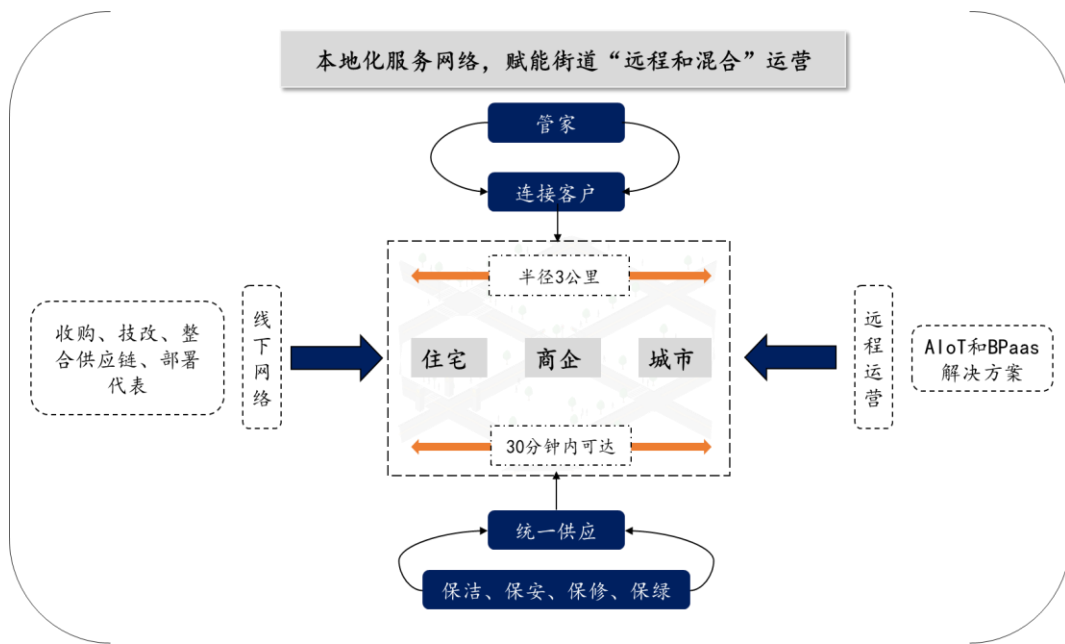
建立“万物云街道模式”，科技协同赋能提升管理效率。万物云街道模式是指将公司在管项目和设施同社区、商企乃至城市空间联系起来，围绕一条街道内服务建立 20—30 分钟可达的服务圈“蝶城”，在每一个“万物云街道”内建立一个本地化服务网络，以实现协同运营、提质增效、创收等目的。通过在街道区域内积极践行远程运营和混合服务，员工可在 20-30 分钟内实现在管物业之间往返，提升运营管理效率。公司共将万物云街道按服务范围分为三个级别，服务范围涵盖 3000 户家庭以上的街道，按照服务家庭户数将万物云街道分为三个级别——目标蝶城（3000-6000 户家庭）、主攻蝶城（6000-10000 户家庭）、标准蝶城（10000 户以上家庭）。不同等级的蝶城侧重点有所不同，早期投入较高，但随着成熟度的提升，后期收益将逐步显现：

1) 目标蝶城阶段，侧重点在于“高浓度”。通过收购、外拓等方式持续增加目标街道中项目浓度，对基础设施进行技术化投资改造添技术含量，对现场服务人员进行培训增强快速响应能力扩服务高含金量，达到“浓度”三高。社区服务平台初步搭建雏形，尚因供应链尚未醇熟等需深化改革未能充分发挥节源提效功能。

2) 主攻蝶城阶段，侧重点在于“高效率”。线上+线下有机结合，实现本地化的服务网络。通过整合目标街道内的供应链资源（如智能设备、分包商、工人），使线上服务平台能够通过调度系统调用传统上无关联空间内的资源，为多个在管物业和设施提供服务，从而节约成本节约时间，达到高效率；线上则扩容数字化小区服务平台，以及搭建远程工单和任务调度平台，协调和调动目标街道区域内的人员，从而形成高效、技术先进的在线服务网络。

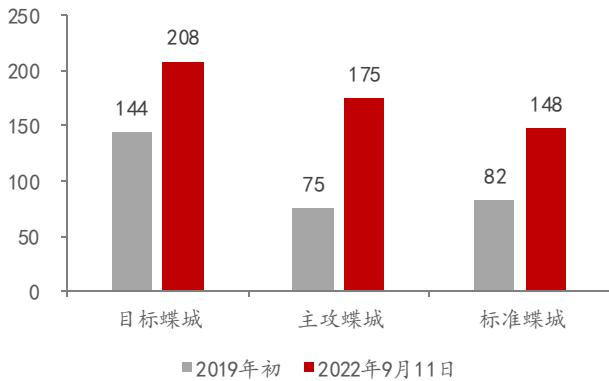
3) 标准蝶城阶段，侧重点在于“增服务”。本地化的服务网络搭建已较完善，区域内项目浓度较饱和，此时侧重于运营流程的继续变革，维护和迭代 AIoT 平台，增强其用户友好性。同时着力实现房屋再装修等更多的社区增值业务落地，增厚来自于存量客户群体的收益。

图 44：万物云“蝶城”模型

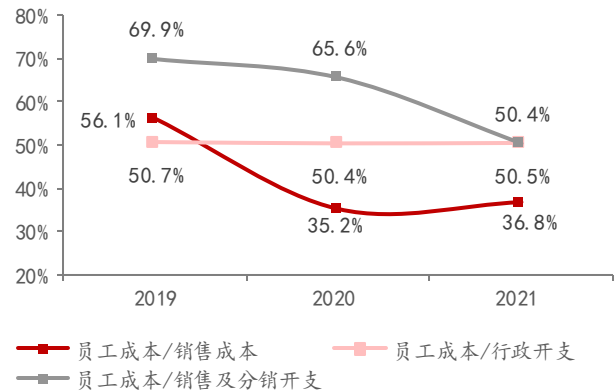


数据来源：公司公告，万物有云公众号，西南证券整理

蝶城布局加速，管理效能提升。公司提出在 3-5 年内完成建设数百个街道的目标，截至 2022 年 9 月 11 日，在国内 100 个经济活跃城市选定的 3402 个目标街道中，公司已经落地了 531 个蝶城，其中目标蝶城 208 个，主攻蝶城 175 个，标准蝶城 148 个，规模持续扩大，整体服务范围也同步扩大。截至 2022H1，拥有 98477 名雇员，人均创收 14.5 万元，若全年业绩保持稳定，预计年末人均创收可达 29 亿元，而 2021 年全年人均创收 22.2 亿元。2021 年人均在管面积为 7289.7 方，处于行业领先水平。随着公司规模持续扩张，受益于员工效能提高和科技赋能的提效，各支中对应的员工成本占比呈现下降趋势。

**图 45: 截至 2022 年 9 月 11 日“蝶城”质量规模同步提升**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 46: 2019-2021 年公司各开支中员工成本占比呈下降趋势**


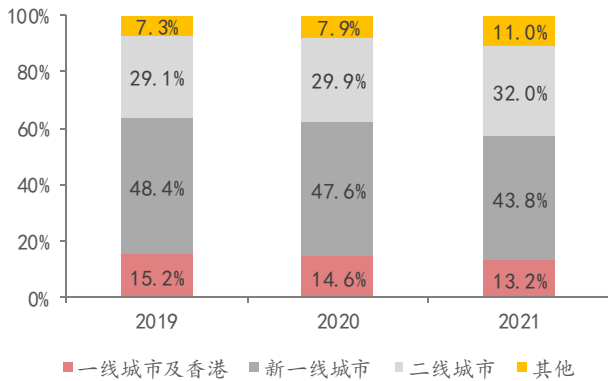
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

以公司构建的深圳坂田蝶城为例, 通过不断深化布局, 万物云街道模式规模效应逐渐凸显。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司在坂田街道投资超 1900 万元, 拥有深圳万科城、深圳第五园等有 11 个住宅物业服务项目, 在管户数达到 22727 户, 占坂田街道总户数的 36.1%, 还有华为百草园、五园万科里等 7 个物业及设施管理项目, 服务员工数量超过 2000 人。项目密度的增加使公司能够在一个本地化全业态服务网络内通过整合供应链资源, 包括人力、设备跨项目的共享, 从而达到提升运营效率, 快速提升居住相关资产服务的目的, 每月每平方米节约成本约 0.34 元。2022 上半年坂田万物云街道毛利率较 2021 年同期增长 9.6pp, 扭亏为盈, 规模效应逐渐凸显。未来, 万物云街道模式有望在全国范围内快速复制, 深化浓度战略的同时助力主业高质量发展。

### 3.2 聚焦城市核心区域, 浓度战略成效显著

**聚焦城市核心区域, 浓度战略成效高。**截至 2021 年末, 万物云的社区空间服务覆盖了中国 32 个省的 153 个城市, 一线及香港、新一线及二线城市社区项目合约建筑面积占总社区项目合约面积比高达 86%, 在管面积占比高达 89%。其中, 在超过 30 个城市在管项目超过 50 个, 在一线城市平均在管项目个数为 217 个。据公司招股书披露, 公司上市所得款项的 35% 将用于为在选定街道发展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。万物云计划聚焦中国经济排名前 100 的城市, 遴选万物云现有项目浓度高的区域, 优先建设蝶城, 目前万物云项目浓度高的区域主要集中在华东、华南沿海地区。

图 47: 不同能级城市在管建筑面积占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 48: 公司项目地域分布



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

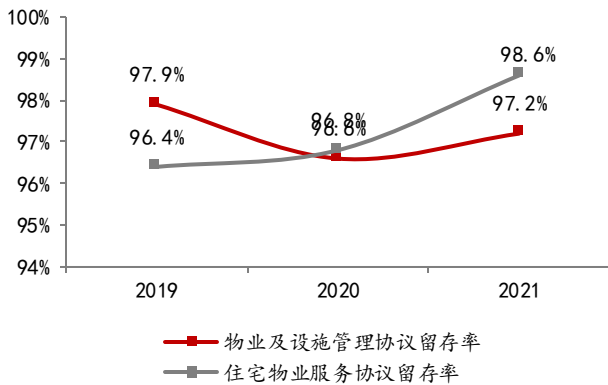
表 5: 不同城市管理密度

| 单个城市拥有的项目数量 | 城市数量 | 具体城市  |
|-------------|------|---|
| 50-100 个    | 16   | 香港、重庆、南京、青岛、无锡、长沙、郑州、佛山、济南、合肥、大理、泉州、西安、长春、南宁、龙岩 |
| 101-150 个   | 6    | 苏州、成都、武汉、天津、温州、厦门                               |
| 151-200 个   | 5    | 广州、宁波、福州、东莞、沈阳                                  |
| 200 个以上     | 4    | 北京、上海、深圳、杭州                                     |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

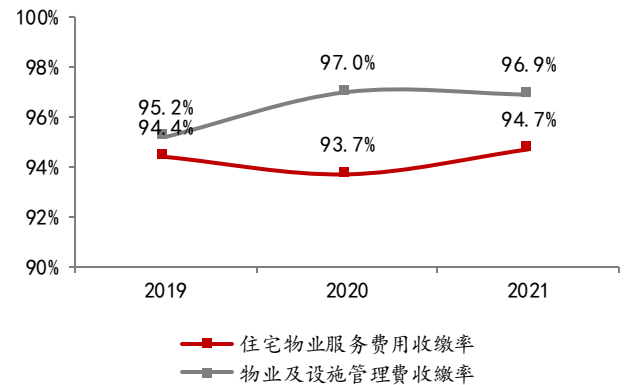
受益于聚焦高线城市战略以及优质的服务, 基础物管服务单价稳定提升。截至 2021 年末, 公司的客户满意度始终保持在高位, 21 年住宅物业服务费收缴率达约 94.7%, 在管住宅项目协议留存率超过 98.6%。受益于聚焦高线城市战略, 公司业主拥有较高的可支配收入水平和较强的消费能力, 同时依托公司优质的服务, 在管社区项目的平均物业管理费提高到单月 3.13 元/方。

图 49: 公司住宅物业服务协议和物业及设施管理协议留存率

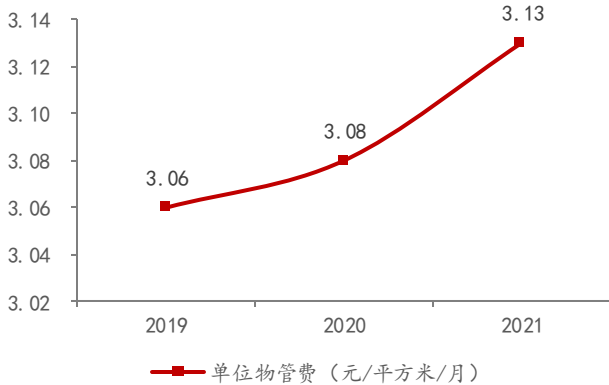


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

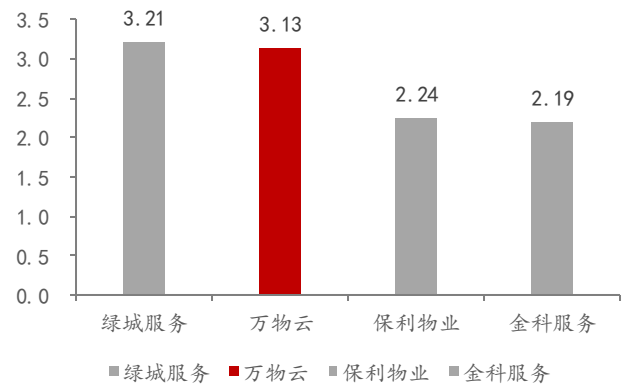
图 50: 公司住宅物业服务费和物业及设施管理费收缴率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 51: 2021 年公司单位物管费提升至 3.13 元/平方米/月**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 52: 物管行业单位物管费对比 (元/平方米/月)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 打造空间科技赋能平台, 全面提质增效

### 4.1 科技平台架构完善, 对内重塑空间效率

**AIoT 及 BPaas 解决方案揭开远程+混合运营的新篇章, 全面提质增效。**万物云科技服务板块主要包括 AIoT 和 BPaas 解决方案, 着力于社区、商企和城市空间服务的标准化及数字化, 形成“万睿科技”, “第五空间”“祥盈企服”三大品牌, 是公司领先于国内同行实现远程运营现场服务的基石。AIoT 即人工智能技术与物联网基础设施的融合, BPaas 即利用云技术组合进行流程管理+企业业务流程外包, 在万物云的框架下前者为后者的开发和商业化提供关键底层支持。两种科技服务方案最终呈现的效果就是将在线云服务+线下智能硬件+线下服务相结合, 实现了现场服务和远程运营的一体化, 合理调动资源及精简工作流程。

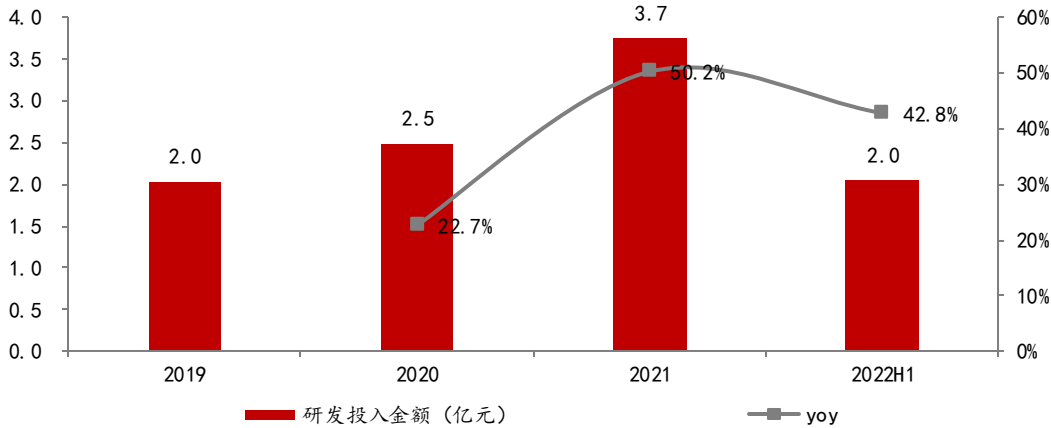
**表 6: AIoT 与 BPaas 解决方案详细对比**

| 服务方案       | 业务细分     | 业务内容  | 目标客群                                | 费用收取   | 负责公司 |
|------------|----------|---|-------------------------------------|--|------|
| AIoT 解决方案  | 智慧物业解决方案 | 对物业生命周期各阶段智能化 (包括智慧工地、智慧小区、智慧楼宇、智慧产业园区、智慧城市), 涵盖初始建设规划设计、技术开发与集成, 建设及安装到交付后实施运维服务 | 物业开发商、物业管理者、业主及政企客户                 | 先根据工作规模以及各项成本等因素估计服务费, 根据交付情况, 随着时间的推移逐步确认实际费用 | 万睿科技 |
| BPaas 解决方案 | 远程企业运营服务 | 接受企业客户的非核心业务的外包, 如财务处理、人力资源运营、招聘运营等   | 包括汽车制造商、物业管理公司、互联网公司、物业开发商、酒店及物流公司等 | 以服务性质及数量定价, 按月度或季度支付                           | 祥盈企服 |
|            | 远程空间运营服务 | 监控、检修及资源调度等工作流程管理服务及运营数据分析服务  | 从事城市空间整合服务的合联营企业                    | 客户收入的约 2% 作为数字化运营服务费, 同时按合联营企业所占股份计算股权投资收益     | 第五空间 |

数据来源: 公司官网, 公司公告, 西南证券整理

科技研发投入持续增长，上市所得资金多用于推行“万物云街道”模式及拓宽技术“护城河”。公司坚定实施科技战略，持续且大量的投入科技研发，2022H1 公司研发投入同比增长 42.8%至 2.0 亿元，“智能化”是公司未来发展核心，公司计划将上市所得款项总额的 25%（约 14.1 亿港元）用于投入公司 AIoT 及 BPaaS 解决方案的开发，凸显公司对于科技研发的重视。公司首席科学家 CTO 丁险峰有 15 年硅谷工作经历，回国后在华为、阿里巴巴担任核心研发职位，已在物联网与人工智能领域工作了约 20 年，从业经验丰富。

图 53：2022H1 公司研发投入金额 2.0 亿元 (+42.8%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

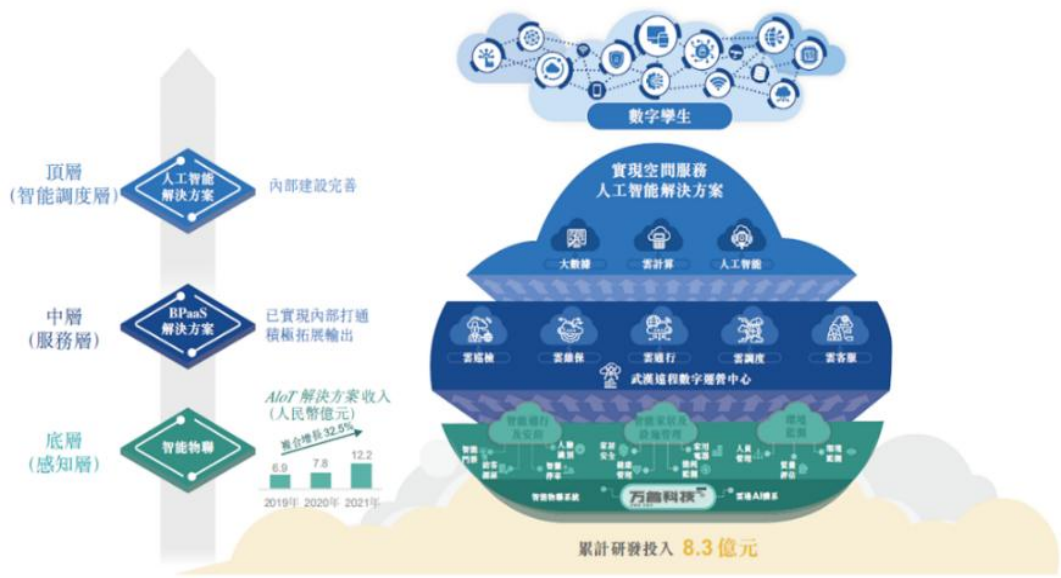
表 7：公司计划上市所得款项用途

| 上市所得款项用途<br>(按比例) | 募得资金用途                                |
|-------------------|---------------------------------------|
| <b>35%</b>        | <b>在选定街道发展聚焦浓度战略及在全国范围推行“万物云街道”模式</b> |
| ——15%             | 用于支持管理住宅物业服务项目初始阶段的技术部署               |
| ——5%              | 收购住宅物业服务提供商                           |
| ——5%              | 拓展城市空间整合服务项目组合                        |
| ——10%             | 投入标准化和数字化举措                           |
| <b>25%</b>        | <b>AIoT 及 BPaaS 解决方案开发</b>            |
| ——5%              | 开发 AIoT 平台和升级增强 AIoT 系统集成能力           |
| ——5%              | 优化算法                                  |
| ——15%             | 开发 BPaaS 解决方案                         |
| <b>20%</b>        | <b>3-5 年收购 3-5 家增值服务商及供应链服务商</b>      |
| <b>10%</b>        | <b>吸纳及培养人才</b>                        |
| <b>10%</b>        | <b>营运资金及一般用途</b>                      |

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司形成完备技术平台架构，构建长期竞争优势。平台包括三个层面：底层的 AIoT 系统和云边协同能力，中层的 BPaas 解决方案，以及顶层的人工智能解决方案。1) 底层（感知层）：基于智能物联系统集成与云边协同能力实现场景感应，实时监测和处理突发事件。基于技术化改造后的智能硬件，公司实现各类集成产品互联互通，从而为客户提供一体化工程解决方案。以万睿科技研发的 IPC 视频云平台为例，它能够标准化视频接入方案及流程，将不同品牌、不同网络环境中的摄像头统一接入云端运营平台，云端运营平台则到了中层（服务层）的应用领域。2) 中层（服务层）：基于 BPaas 提供各类解决方案，对服务客户的传统业务进行标准化和数字化运营，提升运营效率。BPaas 解决方案提供实时数据，基于具体场景，为客户提供远程协同指导服务，降低人员需求和工作内容，提高客户公司工作效率。目前 BPaas 解决方案已应用在管家、保安、机电和保洁等场景服务流程中。3) 顶层（智能调度层）：基于人工智能实现智能调度，确保服务过程高效、有序。目前科技体系的顶层仍在内部开发中。公司正积极努力的建设对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。该解决方案主要用于远程操作现场空间，从而减少公司对人工劳动的依赖，同时有效提升服务效率。

图 54：公司技术平台架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

万物云街道模式建立本地化全业态服务网络，提高员工服务效率和设备辐射范围。万物云构建了强大的 DFMS (Data, Facility, Marketing, Service) 科技赋能模型作为关键路径为蝶城保驾护航，通过数据遴选出蝶城重点建设区域。蝶城战略的铺开实现，1) 前期需要大范围技改、整合供应链、扩大项目浓度、人员培训等等一些线下设备和人员的更新换代，资源整合，投入较大；2) 中期来看，万物云继续对蝶城内潜在客户及需求进行挖掘，而科技架构顶层的人工智能方案逐步诞生，持续对内赋能运营管理，从供给上来看又可为蝶城内创造新的需求；3) 当蝶城构想的本地化全业态服务网络搭建与运营较为成熟时，规模效应体现，推动效率大幅提升。最终可实现：1) 通过智能化设备实现实时监测等功能，减少多余人工支出；2) 迅速且精准定位问题源投以及能够快速响应业主需求，提高了人员调度的效率和业主满意度；3) 人员可以多项目、跨区域流转，提升了人均管理覆盖面积。万物云亦希望将此模式渗透到更为广阔的商企、城市空间领域。

图 55: 万物云街道多业态智慧需求场景



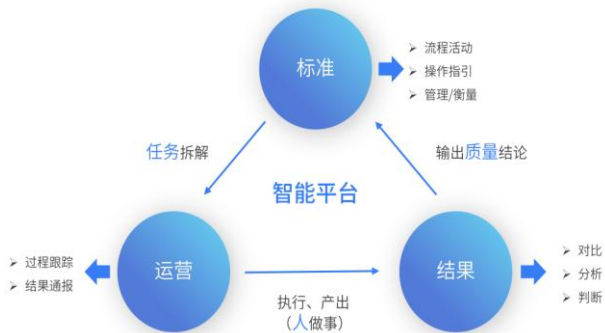
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 56: 万睿科技项目数字化看板



数据来源: 万睿科技公众号, 西南证券整理

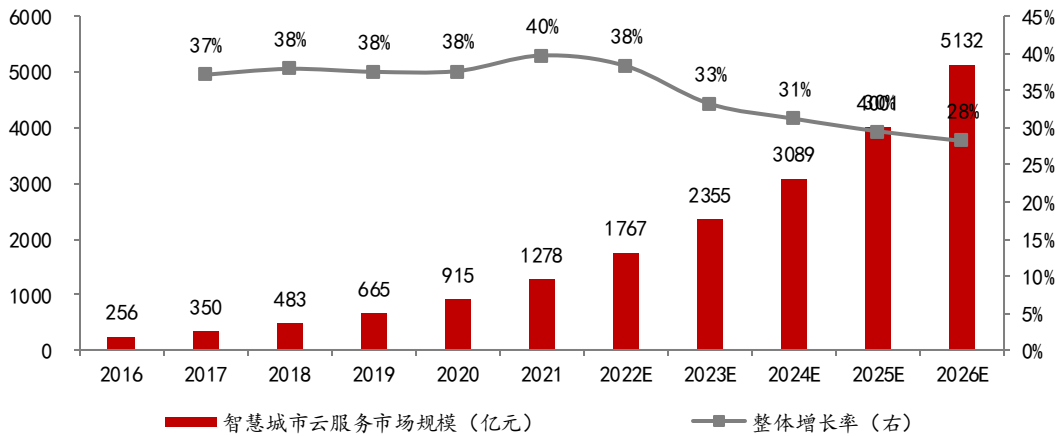
图 57: 万睿科技智能工程管理平台闭环运行模式



数据来源: 万睿科技公众号, 西南证券整理

## 4.2 对外输出智慧服务, 营收增长显著

智慧城市云服务市场快速增长, 空间广阔。据弗若斯特沙利文测算, 中国智慧城市云服务市场的市场规模由 2016 年的 256 亿元增加到 2021 年的 1278 亿元, CAGR 为 38.0%。预计到 2026 年将增至 5132 亿元, 2021 年到 2026 年期间的 CAGR 为 32.1%。按照收入口径, 2021 年城市云服务市场前五大参与者各自的平均市场份额为 3.4% 左右, 而万物云在智能城市云服务提供商中的排名为前 10 至前 20 名之间, 市场份额为 1.45%, 仍有较大提升空间。

**图 58：中国智慧城市云服务市场规模**


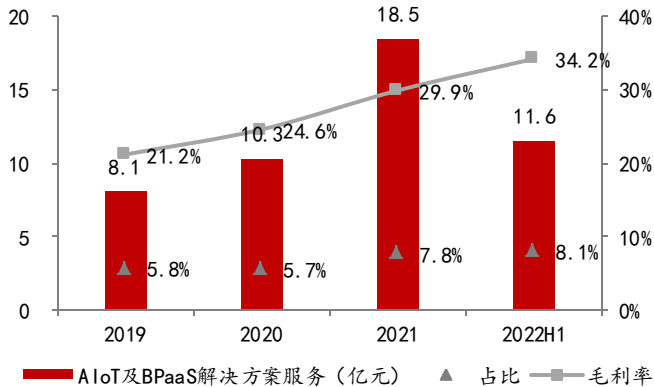
数据来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，西南证券整理

盈利模式逐渐清晰，AIoT 和 BPaaS 解决方案分别定位于将硬件数字化和提供信息化服务。从创收方式来看，AIoT 解决方案的数字化基础设施建设，硬件设备包括智慧通行系统、自助服务终端、扫地、可视对讲设备等，软件包括任务调度平台即智慧工单系统、视频流方案等等。BPaaS 解决方案构筑在 AIoT 的基础上提供配套信息化运营服务并创收，主要分为业务服务类、职能服务类及客户服务类。①**业务服务类**：主要提供设备设施专业管理、保洁绿化专业管理车场运营等，提供全闭环物管服务，实现精细化管理；②**职能服务类**：主要提供采购、费用管控、财务报告、人事管理等，促进公司专职人员费用的减少；③**客户服务**：主要提供标准化的高效客户服务体系，包括缴费、通行、报事等物管服务，为用户提供更便捷的线上线下一体化体验服务。

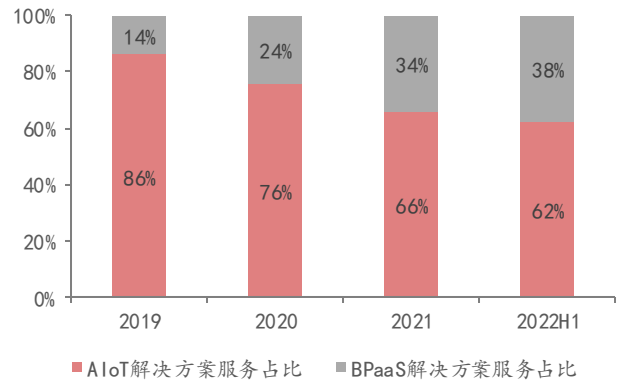
**图 59：BPaaS 服务包含业务服务、职能服务和客户服务三大类**


数据来源：公司官网，西南证券整理

AIoT 及 BPaaS 解决方案营收保持高速增长。公司 AIoT 及 BPaaS 解决方案服务 2022H1 实现收入 11.6 亿元，同比增长 56.2%。毛利率持续上升，从 2019 年 21.2% 上升到 2022H1 的 34.2%，增加 13.0pp。在整体业务中营收占比 8.1%，较 2019 年上升 2.3pp。从结构来看，AIoT 服务依旧为核心业务，占比 62.2%，2022H1 实现收入 7.2 亿元，同比增长 39.3%；而 BPaaS 解决方案服务 2022H1 实现收入 4.4 亿元，同比大幅增长 95.3%。BPaaS 解决方案实现数据搭建与信息共享，服务于相关企业实现对外输出，占比呈现明显提升，BPaaS 解决方案服务由 2019 年占比 14% 上升至 2022H1 的 38%。

**图 60：2022H1 公司 AIoT 及 BPaaS 解决方案收入 11.6 亿元**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 61：2022H1 公司 BPaaS 解决方案服务占比提升至 38%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

**假设 1：**社区空间居住消费服务分项：2022H1 居住相关资产服务/其他社区增值服务营收分别同比下降 4.6%/5.4%，综合考虑地产下行周期对投资端影响以及下半年政策端刺激力度强劲，2022-2024 年对两者的营收增速分别假设为 0%/18.8%/10%以及 0.5%/0.5%/0.5%。2022H1 住宅物业服务营收增速为 40.8%，在管建筑面积增长稳定，对 2022-2024 年营收增速假设为 25.9%/32.5%/28.5%。

**假设 2：**商企和城市空间综合服务分项：2022H1 物业及设施管理服务营收增长为 57.8%，考虑在管建筑面积增长较快第三方外拓持续进行，2022-2024 年对其营收增速假设为 43.5%/37.5%/32.5%。综合考虑地产下行周期对房企销售的影响，2022-2024 年对开发商增值服务的营收增速假设为 -15.0%/10.0%/5.0%。2022H1 城市空间整合服务营收增速为 117.9%，考虑低基数对其 2022-2024 年的营收增速假设为 80.0%/60.0%/40.0%。

**假设 3：**AIoT 及 BPaaS 解决方案服务分项：2022H1，AIoT 和 Bpaas 解决方案营收增长分别达 39.3%和 95.3%，AIoT 增长较稳定，而 bpaas 存在低基数影响且分项远程企业运营服务为主体增收部分，2022 年-2024 年对 AIoT 营收增速假设为 39.3%/32.5%/25.0%，对 bpaas 营收增速假设为 95.3%/50.0%/40.0%。

**表 8：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元     |    | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|----|-------|-------|-------|-------|
| 社区空间居住消费服务 | 收入 | 13161 | 16107 | 21001 | 26550 |
|            | 增速 |       | 23.9% | 22.4% | 30.4% |
| 住宅物业服务     | 收入 | 11363 | 14306 | 18961 | 24358 |
|            | 增速 |       | 24.5% | 25.9% | 32.5% |
| 居住相关资产服务   | 收入 | 1256  | 1256  | 1491  | 1640  |
|            | 增速 |       | 32.1% | 0.0%  | 18.8% |
| 其他社区增值服务   | 收入 | 543   | 546   | 548   | 551   |
|            | 增速 |       | 0.1%  | 0.5%  | 0.5%  |

| 单位：百万元              |     | 2021A  | 2022E  | 2023E | 2024E |
|---------------------|-----|--------|--------|-------|-------|
| 商企和城市空间综合服务         | 收入  | 8693   | 10804  | 14277 | 18202 |
|                     | 增速  | 34.0%  | 24.3%  | 32.1% | 27.5% |
| 物业及设施管理服务           | 收入  | 5288   | 7587   | 10432 | 13823 |
|                     | 增速  | 31.4%  | 43.5%  | 37.5% | 32.5% |
| 开发商增值服务             | 收入  | 3065   | 2605   | 2866  | 3009  |
|                     | 增速  | 29.7%  | -15.0% | 10.0% | 5.0%  |
| 城市空间整合服务            | 收入  | 340    | 612    | 979   | 1370  |
|                     | 增速  | 233.0% | 80.0%  | 60.0% | 40.0% |
| AIoT 及 BPaaS 解决方案服务 | 收入  | 1850   | 2933   | 4103  | 5407  |
|                     | 增速  | 79.0%  | 58.5%  | 39.9% | 31.8% |
| AIoT 解决方案           | 收入  | 1216   | 1694   | 2245  | 2807  |
|                     | 增速  | 55.4%  | 39.3%  | 32.5% | 25.0% |
| BPaaS 解决方案          | 收入  | 634    | 1238   | 1857  | 2600  |
|                     | 增速  | 152.6% | 95.3%  | 50.0% | 40.0% |
| 合计                  | 收入  | 23705  | 29844  | 39381 | 50159 |
|                     | 增速  | 30.6%  | 25.9%  | 32.0% | 27.4% |
|                     | 成本  | 19685  | 25244  | 33095 | 42128 |
|                     | 毛利率 | 17.0%  | 15.4%  | 16.0% | 16.0% |

数据来源：Wind，西南证券

## 5.2 相对估值

预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.43/1.93/2.43 元。选取同为物管行业头部企业，且关联开发商财务状况较为稳健的招商积余、中海物业、保利物业、华润万象生活作为可比公司，2023 年可比公司平均 PE 为 21.7 倍。考虑到公司经营稳健、科技板块业务扩张迅猛且“蝶城”模式规模效应逐渐显现，我们给予 2023 年业绩 25 倍 PE，对应目标价 48.22 元（55.59 港元），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

| 证券代码      | 可比公司   | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润（百万元） |         |         |         | PE（倍） |       |       |       |
|-----------|--------|-------------|------------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
|           |        |             | 21A        | 22E     | 23E     | 24E     | 21A   | 22E   | 23E   | 24E   |
| 001914.SZ | 招商积余   | 176.97      | 512.87     | 654.59  | 826.39  | 1029.4  | 41.89 | 27.04 | 21.42 | 17.19 |
| 2669.HK   | 中海物业   | 287.58      | 983.87     | 1294.45 | 1702.36 | 2224.6  | 27.63 | 22.22 | 16.89 | 12.93 |
| 6049.HK   | 保利物业   | 249.03      | 845.69     | 1075.01 | 1361.63 | 1732.78 | 32.79 | 23.17 | 18.29 | 14.37 |
| 1209.HK   | 华润万象生活 | 872.71      | 1724.92    | 2219.97 | 2886.15 | 3640.53 | 39.33 | 39.31 | 30.24 | 23.97 |
| 平均值       |        |             |            |         |         |         | 35.41 | 27.93 | 21.71 | 17.12 |

数据来源：Wind，西南证券整理（截止 2023 年 2 月 14 日）

## 6 风险提示

物业拓展不及预期，商企及城市服务拓展不及预期。

**附：财务报表**

| 资产负债表(百万元)        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表(百万元)        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | 13,708       | 22,363       | 24,735       | 27,869       | <b>营业总收入</b>    | 23,705       | 29,844       | 39,381       | 50,159       |
| 现金                | 6,431        | 11,620       | 12,119       | 13,198       | <b>营业成本</b>     | 19,685       | 25,244       | 33,095       | 42,128       |
| 应收账款              | 4,486        | 6,567        | 7,753        | 8,967        | 销售费用            | 257          | 298          | 394          | 502          |
| 存货                | 261          | 244          | 308          | 340          | 管理费用            | 1,792        | 2,238        | 2,954        | 3,762        |
| 其他                | 2,530        | 3,931        | 4,556        | 5,365        | 研发费用            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>      | 15,016       | 16,314       | 17,645       | 19,007       | 财务费用            | -75          | -118         | -122         | -132         |
| 固定资产              | 501          | 573          | 642          | 707          | <b>除税前溢利</b>    | 2,320        | 2,374        | 3,255        | 4,096        |
| 无形资产              | 8,497        | 8,122        | 7,785        | 7,482        | 所得税             | 606          | 641          | 911          | 1,147        |
| 其他                | 6,018        | 7,618        | 9,218        | 10,818       | <b>净利润</b>      | 1,714        | 1,733        | 2,343        | 2,949        |
| <b>资产总计</b>       | 28,724       | 38,676       | 42,380       | 46,876       | 少数股东损益          | 47           | 52           | 70           | 88           |
| <b>流动负债</b>       | 16,282       | 19,429       | 20,789       | 22,336       | <b>归属母公司净利润</b> | 1,668        | 1,681        | 2,273        | 2,861        |
| 短期借款              | 12           | 12           | 12           | 12           | EBITDA          | 2,366        | 2,965        | 3,806        | 4,606        |
| 应付账款              | 3,243        | 4,900        | 4,834        | 5,079        | EPS (元)         | —            | 1.43         | 1.93         | 2.43         |
| 其他                | 13,027       | 14,517       | 15,944       | 17,246       |                 |              |              |              |              |
| <b>非流动负债</b>      | 2,130        | 2,130        | 2,130        | 2,130        | <b>主要财务比率</b>   | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 长期借款              | 4            | 4            | 4            | 4            | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 其他                | 2,126        | 2,126        | 2,126        | 2,126        | 营业收入            | 30.64%       | 25.90%       | 31.95%       | 27.37%       |
| <b>负债合计</b>       | 18,412       | 21,558       | 22,919       | 24,466       | 归属母公司净利润        | 13.91%       | 0.80%        | 35.22%       | 25.87%       |
| 普通股股本             | 1,050        | 1,178        | 1,178        | 1,178        | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| 储备                | 8,842        | 15,467       | 17,740       | 20,601       | 毛利率             | 16.96%       | 15.41%       | 15.96%       | 16.01%       |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | 9,893        | 16,647       | 18,920       | 21,781       | 销售净利率           | 7.23%        | 5.81%        | 5.95%        | 5.88%        |
| 少数股东权益            | 419          | 471          | 541          | 630          | ROE             | 16.86%       | 10.10%       | 12.01%       | 13.14%       |
| 股东权益合计            | 10,313       | 17,118       | 19,461       | 22,411       | ROIC            | 14.10%       | 8.79%        | 10.86%       | 12.10%       |
| <b>负债和股东权益</b>    | 28,724       | 38,676       | 42,380       | 46,876       | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                   |              |              |              |              | 资产负债率           | 64.10%       | 55.74%       | 54.08%       | 52.19%       |
|                   |              |              |              |              | 净负债比率           | -62.21%      | -67.79%      | -62.19%      | -58.82%      |
|                   |              |              |              |              | 流动比率            | 0.84         | 1.15         | 1.19         | 1.25         |
|                   |              |              |              |              | 速动比率            | 0.81         | 1.12         | 1.15         | 1.21         |
|                   |              |              |              |              | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                   |              |              |              |              | 总资产周转率          | 0.99         | 0.89         | 0.97         | 1.12         |
|                   |              |              |              |              | 应收账款周转率         | 6.34         | 5.40         | 5.50         | 6.00         |
|                   |              |              |              |              | 应付账款周转率         | 6.73         | 6.20         | 6.80         | 8.50         |
|                   |              |              |              |              | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                   |              |              |              |              | 每股收益            | —            | 1.43         | 1.93         | 2.43         |
|                   |              |              |              |              | 每股经营现金流         | —            | 1.73         | 2.06         | 2.55         |
|                   |              |              |              |              | 每股净资产           | —            | 14.13        | 16.05        | 18.48        |
|                   |              |              |              |              | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                   |              |              |              |              | P/E             | —            | 28.06        | 20.75        | 16.49        |
|                   |              |              |              |              | P/B             | —            | 2.83         | 2.49         | 2.17         |
|                   |              |              |              |              | EV/EBITDA       | -2.71        | 11.99        | 9.21         | 7.38         |
|                   |              |              |              |              |                 |              |              |              |              |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>经营活动现金流</b>    | 2,834        | 2,043        | 2,422        | 3,002        |                 |              |              |              |              |
| 净利润               | 1,668        | 1,681        | 2,273        | 2,861        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 47           | 52           | 70           | 88           |                 |              |              |              |              |
| 折旧摊销              | 395          | 902          | 868          | 838          |                 |              |              |              |              |
| 营运资金变动及其他         | 724          | -592         | -789         | -786         |                 |              |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b>    | 519          | -1,916       | -1,914       | -1,912       |                 |              |              |              |              |
| 资本支出              | -275         | -600         | -600         | -600         |                 |              |              |              |              |
| 其他投资              | 794          | -1,316       | -1,314       | -1,312       |                 |              |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b>    | -2,319       | 5,062        | -11          | -11          |                 |              |              |              |              |
| 借款增加              | 1            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 普通股增加             | 0            | 5,072        | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 已付股利              | -2,243       | -11          | -11          | -11          |                 |              |              |              |              |
| 其他                | -78          | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| <b>现金净增加额</b>     | 1,033        | 5,190        | 498          | 1,079        |                 |              |              |              |              |

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 销售经理       | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn     |
|    | 李煜  | 销售经理       | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 谭世泽 | 销售经理       | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杜小双 | 高级销售经理     | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 胡青璇 | 销售经理       | 18800123955  | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理       | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 巢语欢 | 销售经理       | 13667084989  | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理       | 17628609919  | 17628609919 | yx@swsc.com.cn       |
|    | 张文锋 | 销售经理       | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理       | 18208801355  | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售经理       | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 丁凡  | 销售经理       | 15559989681  | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |