

积极主动化解关联方潜在风险， 上市后首单收并购落地

核心观点

2024 年末，公司积极推动以资抵债，降低关联交易占比，全年持续关联交易营收占比低于 9.8%，创近三年新低。虽然主动降低关联交易占比或将使短期业绩承压，但也将提高公司运营的独立性，有效控制了大股东潜在的回款风险和减值损失，利好长期稳健发展。1 月 3 日公司上市后的首单收并购落地，以 22.7 亿元收购中洲物业 100% 股权。标的资产质量优质，2024 年净利润率高达 37.0%，收购后将有效提升公司盈利能力，增厚公司业绩。

事件

2024 年 12 月 31 日，公司公告预计全年持续关联交易的收入占比低于 9.8%。相较过去三年同期，持续关联交易占比持续下降。

2025 年 1 月 3 日，公司公告公司全资附属公司与深圳市中洲投资控股股份有限公司签署股权转让协议，据此，公司以人民币 22.7 亿元（存量项目 16.7 亿元，未交付项目 0.6 亿元）向中洲投资收购深圳市中洲物业管理有限公司 100% 股权。

简评

积极推动以资抵债，关联交易降至近三年新低，大股东潜在回款风险得到控制。2024 年四季度以来，公司发布了一系列关联交易公告，通过若干社区商办、商品房等资产抵偿关联方应收账款。预计 2024 年下半年累计回收关联方应收账款超过 30 亿元（其中以资抵债 12 亿元）。预计 2024 年持续关联交易营收占比低于 9.8%（2021-2023 分别为 19.2%、16.0%、13.5%），相较过去三年同期，呈显著下降趋势。此外，公司预计 2025 年内还将通过关联交易抵偿关联方应收账款约 5 亿元。我们认为公司积极推动以资抵债，降低关联交易占比，虽然短期内或将会对公司业绩产生一定压力，但也将提高公司运营的独立性，有效控制大股东潜在的回款风险和减值损失，有助于公司中长期经营向好。

上市后首单收并购落地，资产质量优质将有效增厚公司业绩，强化蝶城战略。收购中洲物业 100% 股权为万物云上市后披露的首单物业收并购。标的公司资产质量优质，整体收缴率达到 86% 以上，交付 5 年以上的项目普遍收缴率在 90% 以上，平均物业费为 4.06 元/平。2024 年年化合同收入为 3.04 亿元，可并表收入为 2.88 亿元，2024 年前九个月实现营收约 2.56 亿元，净利润 9465.5 万元。若仅考虑收购存量项目的 16.7 亿元，年化净利润后，对应的收购

万物云 (2602.HK)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号: BPU491

黄啸天

huangxiaotian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070013

发布日期: 2025 年 01 月 04 日

当前股价: 19.98 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.68/-13.96	-29.81/-21.59	-22.98/-23.08
12 月最高/最低价 (港元)		29.10/17.00
总股本 (万股)		117,565.53
流通 H 股 (万股)		117,565.53
总市值 (亿港元)		232.52 亿
流通市值 (亿港元)		232.52 亿
近 3 月日均成交量 (万)		70.89
主要股东		
万科企业股份有限公司		50.91%

股价表现



相关研究报告

- 24.08.23 【中信建投房地产】万物云(2602):收入稳步增长,入通获准后首次派息率高达 100%——2024 年中期业绩点评
- 24.03.24 【中信建投房地产】万物云(2602):蝶城提效助业绩增长,派息率明显提升——2023 年年度业绩点评

倍数约为 13 倍，收购价格适中。标的公司净利润率高达 37.0%，收购后将有效提升公司盈利能力，增厚公司业绩。此外，中洲物业旗下 44 个住宅项目主要分布在深圳、成都等核心城市，其中 97% 的项目位于万物云划定的价值街道范围内。预计收购将新增公司 10 个蝶城，升级 5 个现有蝶城，优化 4 个现有蝶城，强化公司蝶城战略的推进和综合竞争力的提升。

调升中长期盈利预测，维持买入评级。考虑到公司主动降低关联交易占比，短期业绩或将承压，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，同时考虑到降低关联交易后的风险出清以及收并购带来的业绩增厚，我们坚定看好公司中长期实现良好发展，调升公司 2026 的业绩预测。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.49/1.79/2.04 元（原预测为 1.71/1.87/2.02 元）。看好蝶城战略对公司盈利水平的提升，维持买入评级不变。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,105.8	33,183.5	34,361.9	39,535.5	44,753.9
YoY(%)	27.0	10.2	3.6	15.1	13.2
归母净利润（百万元）	1,510.5	1,954.7	1,744.7	2,102.7	2,393.6
YoY(%)	-9.4	29.4	-10.7	20.5	13.8
核心净利润（百万元）	1,802.5	2,339.6	2,233.2	2,628.3	2,872.4
YoY(%)	N/A	29.8	-4.5	17.7	9.3
EPS(摊薄/元)	1.29	1.67	1.49	1.79	2.04
P/E(倍)	15.50	11.98	13.42	11.13	9.78
P/B(倍)	1.42	1.33	1.30	1.27	1.24

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

1、物业管理行业第三方外拓竞争压力较大。上市物业公司数量众多，纷纷发力第三方项目外拓，而每年新房市场规模有限、二手房市场续约率相对稳定，因此公司将面临不同物企之间激烈竞争，降低行业效率和增加拓展的不确定性。

2、母公司销售恢复不及预期影响物管基本盘。母公司万科今年的销售仍处于下滑状态。市场低迷会影响到万科对公司物管面积的交付，从而拉低公司物管总体规模的增长。

3、收并购和科技设备投入带来折旧摊销压力。公司前期毛利率出现下滑的重要原因之一便是前期收并购带来的大额摊销。若公司未来继续收并购或加大已拓展项目的科技设备投入，短期内折旧摊销压力将会比较大。

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

黄啸天

中信建投证券房地产&REITs行业分析师，上海财经大学硕士。2018年加入中信建投，深入覆盖房地产开发、物业管理、REITs等领域。2020年最佳行业金牛分析师奖团队成员，2018、2020年卖方分析师水晶球奖团队成员，2018-2023年Wind金牌分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk