

2025 年 03 月 26 日

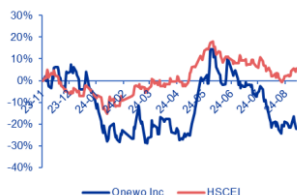
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 25 日

收盘价 (港币)	22.70
恒生中国企业指数	8616.05
52 周最高/最低 (港币)	28.25/15.72
H 股市值 (亿港元)	265.95
流通 H 股 (百万股)	1,171.57
汇率 (人民币/港币)	1.0829

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

联系人

曹曼
(8621)23297818x
caoman@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

万物云 (02602)

——业绩下降，全额分红，蝶城提效

投资要点：

- **24 年归母净利润同比-41%、低于预期，分红慷慨、派息比例高达 100%**。24 年，公司实现营业收入 362 亿元，同比+9.2%，其中住宅物管/商企城服/科技业务分别占比 58%/34%/8%；毛利润 47 亿元，同比-2.4%，其中住宅物管/商企城服/科技业务分别占比 64%/19%/17%；归母净利润 11.5 亿元，同比-41.2%，主要由于年内非经常性收益同比-8.1 亿元，包括：开发商等原因计提信用减值同比-3.4 亿元，股权交易收益同比-2.6 亿元，税收优惠政策到期未延续导致政府补助收益同比-0.9 亿元等。24 年核心净利润 22.3 亿元，同比-4.8%；基本每股收益 0.98 元，同比-41%。报告期内，毛利率和归母净利率为 13.0% 和 3.2%，分别同比-1.5pct 和-2.7pct；三费费率 7.0%，同比-0.8pct，其中销售、管理和财务费率分别为 5.4%/1.6%/0.0%，同比分别-0.9pct/+0.1pct/+0.0pct。24 年末贸易应收款项及应收保证金 65 亿元，同比-3.5%。此外，公司拟每股派息 1.9 元，派息金额占比核心净利润 100%，对应股息率（2025/3/26 收盘价）8.9%。
- **住宅物管及蝶城：24 年物管毛利同比+3%，在管饱和收入中万科占比 48%**。24 年末公司住宅合约饱和收入 327 亿元，同比+6.6%；在管饱和收入 273 亿元，同比+11.9%，其中来自万科的项目占比 48%；合约/在管比 1.20 倍、同比-0.06 倍。24 年公司住宅物管收入 192 亿元，同比+13.1%；其中物业管理、居住相关资产、其他社区增值服务分别占比 92%/6%/2%；同比分别+13%/-1%/-12%；毛利率分别为 12.4%/28.8%/66.0%，同比分别-0.9pct/+0.2pct/-0.1pct。24 年住宅物管毛利 29.9 亿元，同比+3.0%；毛利率 14.3%，同比-1.2pct，毛利率下滑的主要原因是主动对项目进行投入以提升客户满意度。截至 2024 年末，蝶城总数 666 个，同比+7.2%；累计对 250 个蝶城进行流程改造；较还未开始进行蝶城提效改造工作的 2021 年，公司住宅物管毛利率提升了 1.3pct。
- **商企城服：24 年商企城服毛利同比-18%，PFM 在管饱和收入中第三方占比 85%**。24 年末公司 PFM 合约饱和收入 186 亿元，同比+17.3%；在管饱和收入 154 亿元，同比+14.4%，其中第三方占比 85%；合约/在管比 1.21 倍、同比+0.03 倍。24 年公司商企城服收入 123 亿元，同比+5.4%；其中 PFM、开发商增值服务、城市服务分别占比 81%/13%/6%，同比分别 +20%/-42%/+11%；毛利率分别为 8.4%/0.0%/7.1%，同比分别 -0.2pct/-11.6pct/-2.4pct。24 年商企城服毛利 8.9 亿元，同比-18.1%；毛利率 7.3%，同比-2.1pct。
- **科技业务：24 年科技业务毛利同比-0.3%，BPaaS 拓展良好**。24 年公司科技业务收入 30 亿元，同比+8.6%；其中 AIoT、BPaaS 分别占比 47%/53%，同比分别+1%/+17%；毛利率分别为 21.0%/32.0%，同比-7.3pct/+1.8pct。24 年科技业务毛利 8.1 亿元，同比-0.3%；毛利率为 26.8%，同比-2.4pct。AIoT 业务积极拓展市场渠道，其中来自产业客户收入 8.7 亿元，同比+12%；占比 61%，同比+6pct。BPaaS 业务拓展成效良好。
- **投资分析意见：业绩下降，全额分红，蝶城提效，维持“买入”评级**。万物云定位行业领先的空间科技服务商，在科技赋能、住宅外拓、蝶城深耕、商企城服拓展等方面拥有较大优势。在物管行业日益精细化管理的背景下，公司领先外拓，通过科技赋能进行价值街道深耕，对抗基层人力成本上行并取得一定成效；并凭借商企城服方面的先发规模优势，预计公司业绩将进入成长期。考虑到房地产行业销售承压，我们下调公司 2025-26 年归母净利润预测分别为 16.0/18.0 亿元（原 20.4/22.5 亿元），并引入 27 年为 19.8 亿元，现价对应 25 年 PE16X，并现价对应 24A 股息率（2025/3/26 收盘价）达 8.9%，考虑到公司分红慷慨、中长期蝶城提质增效，并且深圳国资已入主万科、后续母公司拖累减少，维持“买入”评级。
- **风险提示：业务拓展不及预期，人工成本上升致利润率下行。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	33,183	36,224	38,588	41,357	44,503
同比增长率 (%)	10.2	9.2	6.5	7.2	7.6
归母净利润 (百万元)	1,955	1,150	1,597	1,795	1,975
同比增长率 (%)	29.4	(41.2)	38.9	12.4	10.0
每股收益 (元/股)	1.66	0.98	1.36	1.53	1.69
净资产收益率 (%)	11.1	7.0	10.7	13.6	17.3

市盈率

市净率

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

附表 1：资产负债表

资产负债表					
单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,572	13,435	14,312	15,338	16,505
应收账款及票据	8,693	8,677	9,243	9,906	10,660
存货	56	102	109	117	126
其他流动资产	563	643	596	638	687
流动资产合计	24,885	22,857	24,260	26,000	27,978
固定资产	679	620	620	620	620
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	548	960	970	980	989
土地使用权	0	0	0	0	0
其他非流动资产	13,271	14,171	14,570	15,037	15,568
非流动资产合计	14,498	15,751	16,160	16,637	17,178
资产合计	39,383	38,608	40,420	42,637	45,155
短期借款	0	0	9,092	12,022	15,272
应付账款	5,764	6,658	7,091	7,594	8,173
应交税金	1,251	1,241	1,151	1,232	1,326
其他流动负债	11,667	11,194	6,400	6,859	7,381
流动负债合计	18,683	19,093	23,734	27,707	32,153
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,480	2,355	1,162	1,244	1,339
非流动负债合计	2,480	2,355	1,162	1,244	1,339
负债合计	21,163	21,448	24,895	28,951	33,491
归属母公司所有者权益	17,605	16,423	14,926	13,243	11,393
少数股东权益	615	737	599	443	271
所有者权益合计	18,220	17,160	15,524	13,686	11,664
负债和股东权益	39,383	38,608	40,420	42,637	45,155

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 2：利润表

利润表					
单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,183	36,224	38,588	41,357	44,503
营业成本	28,372	31,527	33,578	35,960	38,702
销售费用	497	585	623	668	719
管理费用	2,073	1,940	2,067	2,215	2,384
财务费用	9	12	13	14	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(24)	(39)	150	150	230
营业利润	2,658	1,696	2,356	2,649	2,913
营业外收支					
利润总额	2,658	1,696	2,356	2,649	2,913

所得税	622	440	611	687	756
净利润	2,036	1,256	1,745	1,962	2,157
少数股东损益	81	106	148	166	183
归属母公司净利润	1,955	1,150	1,597	1,795	1,975
NOPLAT	2,339	1,916	1,708	1,826	1,943
EPS(摊薄) (元)	1.67	0.98	1.36	1.53	1.69

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 3：现金流量表

现金流量表					
单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,955	1,256	1,745	1,962	2,157
折旧与摊销	1,016	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资本变动	(325)	864	(140)	(168)	(184)
其他经营活动现金流	(60)	51	(137)	(136)	(215)
经营活动产生的现金流量	2,586	2,171	1,468	1,658	1,759
资本性支出	365	0	0	0	0
其他投资活动现金流	291	12	13	14	15
投资活动产生的现金流量	152	12	13	14	15
债务增加	0	(598)	3,104	3,471	3,868
股权融资	(43)	0	0	0	0
支付股利	284	2,227	3,094	3,478	3,825
其他筹资活动现金流	(69)	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	(517)	(4,401)	(558)	(687)	(656)
现金及现金等价物净增加额	2,227	(2,138)	877	1,027	1,167
现金及现金等价物期末余额	15,572	13,435	14,312	15,338	16,505

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。