

公司研究

地产关联风险降低，业绩增长保障性较强

——万物云（2602.HK）跟踪报告

要点

事件：公司 2024 年营收同比+9.2%，核心净利润同比-4.8%，派息率 100%。

1、3月31日，公司发布公告称，上海万科投资（万科企业全资子公司，作为卖方）与万物商企空间科技（万物云全资子公司，作为买方）订立股权转让协议，出售上海祥大 55%股权，代价为人民币 8.7 亿元。万科企业先前已通过资产抵债的方式向万物云转让 45%上海祥大股份（抵偿 5.9 亿元应付万物云的到期应收款），上海祥大持有位于上海市浦东新区洋泾街道的办公与商业物业，即上海滨江万科中心及光合新座，位于上海陆家嘴核心地段。

2、万物云发布 2024 年度业绩公告，实现营收 362 亿元，同比增长 9.2%，毛利 47 亿元，同比降低 2.4%，归母净利润 11.5 亿元，同比降低 41.2%，核心净利润（剔除无形资产客户关系摊销、非经常性事项净收益及其相关所得税影响后的利润）22.3 亿元，同比降低 4.8%。公司按照核心净利润的 100%进行全年派息，合计派息每股 1.9 元人民币（含税）。

点评：核心主业稳健增长，地产关联风险降低，持续重视股东回报。

1) 主业增长保障性较强。2024 年公司住宅物业服务/商企物业和设施管理/城市服务实现收入 192/100/7.6 亿元，同比增长 13.1%/20.1%/10.9%，三项业务分别代表公司面向居民/企业/政府提供的物管和综合后勤服务，三项业务收入占比 82.7%，增长稳健；截至 2024 年末，公司住宅/商企物管在手合约饱和和收入 327/186 亿元，分别覆盖 2024 年度实际收入 1.7/1.9 倍，考虑万科物业和万物梁行品牌力强，拓展能力优秀，公司未来住宅/商企物管业绩增长保障性较强。

2) 控制增量化解存量，地产关联业务风险降低。截至 2024 年末公司来自关联方万科地产的贸易应收款总额 24.5 亿元，较 2023 年没有进一步增加，当年计提减值拨备 2.6 亿元，拨备比例 10.6%；2024 年开发商增值业务收入 15.7 亿元，毛利 7.2 万元，对利润的影响有限；公司积极同关联方开展资产抵债交易，化解存量应收款，2024 年合计抵偿关联方应收款 12 亿元，有效控制了地产风险。

3) 重视股东回报，全年派息率 100%。2024 年公司经营活动所得现金流净额 19 亿元，2024 年末账上现金及现金等价物 134 亿元，现金充沛；公司宣派 2024 年度股息合计 22.3 亿元，派息率 100%（覆盖核心净利润）。

盈利预测、估值与评级：公司在住宅物管、商企物管、物业科技领域均为行业龙头，具备明显的规模优势和外拓竞争优势；短期地产关联业务、住宅物管业务毛利率下滑，下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 16.4/20.9 亿元（原预测为 19.4/22.1 亿元），新增 2027 年预测为 23.0 亿元，对应预测 PE 为 15/12/11 倍，行业龙头主业增长稳健，股息率具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧导致外拓不及预期，地产关联业务影响超出预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,183	36,224	39,381	42,669	46,216
收入增长率	10.2%	9.2%	8.7%	8.3%	8.3%
归母净利润（百万元）	1,955	1,150	1,640	2,092	2,298
归母净利润增长率	29.4%	-41.2%	42.7%	27.5%	9.9%
EPS(元, 人民币)	1.67	0.98	1.40	1.79	1.96
ROE(归母, 摊薄)	10.7%	6.7%	9.5%	11.8%	12.6%
P/E	12.6	21.4	15.0	11.8	10.7
P/B	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-4-2；汇率：1 港元=0.9227 元人民币

买入（维持）

当前价：22.75 港元

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

021-52523810

weiyongqiang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.72
总市值(亿港元)	266.5
一年最低/最高(港元)	15.43/27.60
近 3 月换手率	12.65%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20240830 核心主业稳健增长，中期派息率 100%——万物云（2602.HK）2024 年中期业绩点评

20240324 经营效率显著提升，股息率具备吸引力——万物云（2602.HK）2023 年度业绩点评
20230826 蝶城战略成效初显，现金充沛慷慨分红——万物云（2602.HK）2023 年中期业绩点评

20230412 物管持续高速增长，科技+蝶城提升运营效率——万物云（2602.HK）2022 年业绩点评

20221025 物业科技先锋，30 年厚积薄发——万物云（2602.HK）投资价值分析报告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,183	36,224	39,381	42,669	46,216
营业成本	-28,372	-31,527	-34,099	-36,864	-39,885
毛利	4,812	4,697	5,282	5,805	6,332
其他收入及收益,净额	720	184	159	173	190
销售费用	-497	-585	-597	-604	-654
管理费用	-2,073	-1,940	-2,031	-2,115	-2,291
金融资产减值	-271	-608	-368	-149	-161
应占联营公司损益	-24	-39	-41	-42	-44
折旧及摊销	-1,016	-957	-1,011	-1,066	-1,124
EBITDA	3,683	2,665	3,416	4,134	4,496
营业利润 EBIT	2,666	1,708	2,405	3,068	3,371
财务费用	-9	-12	-16	-21	-24
税前利润 EBT	2,658	1,696	2,389	3,047	3,348
所得税	-622	-440	-597	-762	-837
净利润 (含少数股东权益)	2,036	1,256	1,792	2,285	2,511
净利润 (不含少数股东权益)	1,955	1,150	1,640	2,092	2,298
核心净利润	2,340	2,230	2,646	2,994	3,260
总股本(百万股)	1,172	1,172	1,172	1,172	1,172
EPS(元, 人民币)	1.67	0.98	1.40	1.79	1.96
资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	24,885	22,857	24,831	27,120	29,620
货币资金	15,572	13,435	14,778	16,256	17,882
贸易应收款及应收保证金-流动资产	6,781	6,542	6,949	7,529	8,155
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	1,912	2,135	2,321	2,515	2,724
存货	56	102	111	121	131
受限制银行存款-流动资产	390	455	475	495	516
定期存款	173	188	196	204	213
非流动资产合计	14,498	15,751	15,265	14,999	14,710
固定资产-物业,厂房及设备	679	620	618	574	526
投资性房地产	548	960	526	522	517
有使用权资产-非流动资产	354	324	530	601	668
无形资产	7,981	7,733	7,337	6,910	6,463
指定为按公允价值列入其他全面收益的股本工具投资-非流动资产	813	1,014	1,058	1,102	1,148
按金,预付款项及其它应收款项	2,502	2,832	2,882	2,930	2,979
资产总计	39,383	38,608	40,096	42,119	44,330
流动负债合计	18,683	19,093	20,207	21,694	23,304
应付账款及应付票据	5,764	6,658	6,930	7,210	7,506
应计负债和其他应付账款	7,149	6,427	6,705	7,375	8,354
合同负债-流动负债	4,681	4,908	5,051	5,191	5,335
租赁-流动负债	100	102	167	189	210
应交所得税-流动负债	989	998	1,355	1,728	1,899
非流动负债合计	2,480	2,355	2,546	2,640	2,733
应计费用及其他应付款项-非流动负债	1,131	1,160	1,179	1,198	1,218
拨备-非流动负债	147	105	113	122	132
租赁-非流动负债	252	234	382	433	482
递延税项负债-非流动	951	857	872	886	901
负债总计	21,163	21,448	22,753	24,334	26,037
股本	1,178	1,172	1,172	1,172	1,172
储备 (含留存收益)	16,427	15,251	15,436	15,881	16,386
股东权益合计(不含少数股东权益)	17,605	16,423	16,608	17,053	17,558
少数股东权益	615	737	745	765	788
股东权益合计(含少数股东权益)	18,220	17,160	17,353	17,818	18,346
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,586	2,386	2,824	3,620	4,174
投资活动现金流	152	(3,245)	745	(687)	(902)
融资活动现金流	(517)	(1,279)	(2,226)	(1,455)	(1,647)
净现金流	2,222	(2,138)	1,343	1,478	1,626

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, EPS 按最新股本测算,2024 年度现金流量表未披露, 为预测值。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

法律主体声明

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

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

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP