

## 强于大市

## 物业管理行业事件点评

## 万物云：循环型业务实现有质量的增长，蝶城与空间物联战略持续推进

事件：万物云发布 2022 年年报，实现营业收入 301.1 亿元，同比+27.0%；归母净利润 15.1 亿元，同比-9.4%。公司拟每股派发现金红利 0.241 元（含税），分红率为 17.2%。

## 核心观点

■ 公司核心业务保持有质量的增长，开发商相关业务受客观因素影响。2022 年公司实现营业收入 301.1 亿元，同比增长 27.0%。其中，社区空间居住消费服务收入 165.8 亿元，同比增长 26.0%；商企和城市空间综合服务收入 111.4 亿元，同比增长 28.2%；AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入 23.8 亿元，同比增长 28.5%。2022 年公司毛利率 14.1%，同比下降 2.9 个百分点，经调整后的毛利率（剔除历史收购带来的客户关系摊销后计算所得的毛利率）为 15.9%，同比下降 1.8 个百分点，主要受外部客观因素及经济环境影响，居住相关资产服务及开发商类增值服务业务的毛利率有所下降。其中，核心业务保持有质量的增长。循环型业务（包括社区空间居住消费服务中的住宅物业管理服务、商企和城市空间综合服务中的物业及设施管理服务、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务中的 BPaaS 解决方案业务）2022 年实现收入 233.5 亿元，同比增长 35.1%，收入占比 77.6%，提升 4.6 个百分点；循环型业务毛利率 13.8%，同比提升 0.1 个百分点。2022 年公司实现归母净利润 15.1 亿元，同比下降 9.4%，归母净利率为 5.0%，同比下降 2.0 个百分点。除了受到毛利率下滑带来的影响外，还有以下两方面的因素：1) 公司销售费用同比大幅增加 75.1% 至 4.5 亿元，销售费用率同比提升 0.4 个百分点至 1.5%，主要由于在市场环境不佳的背景下为保持收入增长及进入新城市、新行业、新赛道导致的营销费用增加。2) 收并购导致无形资产摊销 5.7 亿元，同比增长 194.0%，主要为过往收购的阳光智博和伯尔尼物业带来的客户关系摊销。截至 2022 年末，公司持有现金 133.5 亿元，同比增加 107.5%，主要为年内上市收到募集资金（50.7 亿元）及经营性活动产生的现金净流入（27.6 亿元，同比小幅下降 2.5%）。

■ 社区空间居住消费服务：1) 住宅物业服务：2022 年实现收入 148.1 亿元，同比 30.3%，占总收入的 49.2%；毛利率 9.9%，同比下降 1.2 个百分点；经调整的毛利率为 11.6%，与去年同期持平。由于该业务稳定、可靠、高质量的服务获得客户认可，支持公司达成长期领先的收缴率，预收物业费余额 39.8 亿元，实现预收占比（预收账款与应收账款比值）4.1 倍。截至 2022 年，在管住宅项目数量 3446 个，较 2021 年末增加 623 个。在管项目中 59.1% 来自于第三方外拓，占比较 2021 年末提升了 2.2 个百分点。2) 居住相关资产服务：2022 年实现收入 13.5 亿元，同比增长 7.6%，占总收入的 4.5%；实现毛利率 27.6%，同比下降 2.7 个百分点。作为公司的蝶城战略相关业务，尽管 2022 年受到“无法入户”等疫情客观因素较大影响，但公司仍将加大该业务板块的团队建设与平台建设投入，“蝶城+房屋焕新”得到广泛认可。3) 其他社区增值服务：2022 年实现收入 4.2 亿元，同比下滑 22.4%，占总收入的 1.4%，主要原因是与房屋销售相关的车位租赁服务下滑明显；毛利率同比下降 17.2 个百分点至 63.6%。该业务并非公司主要发力的业务，未来贡献收入占比预计将越来越小。■ 商企和城市空间综合服务：1) 物业及设施管理服务：2022 年实现收入 75.4 亿元，同比增长 42.7%，毛利率 12.2%，同比下降 1.5 个百分点。截至 2022 年，在管物业和设施管理项目数量 1829 个，较 2021 年末增加 264 个，其中商企物业服务项目(PM)747 个，较 2021 年增加 92 个；综合设施管理服务项目(FM)1082 个，较 2021 年增加 172 个，收入的增长主要受益于公司在客户多元化方面的深耕，以及对超高层、超大型复杂综合体等高净值项目中的强劲竞争优势。尽管整体环境、经济周期影响了少数客户的支付安排，但公司仍通过加强账期管理，将账期时间控制在合理范围内，2022 年的物业及设施管理服务应收账款周转天数为 55 天。2) 开发高增值业务：2022 年实现收入 29.4 亿元，同比下降 4.2%，占总收入的 9.7%，毛利率 13.9%，同比下降 5.6 个百分点。由于去年开发行业的景气度走低，导致公司案场业务、前介业务的收入下降。3) 城市空间整合服务：2022 年实现收入 6.6 亿元，同比增加 95.5%，占总收入的 2.2%，毛利率 8.2%，同比下降 9.2 个百分点，毛利率下滑主要是因为各地客户的需求波动。截至 2022 年末，公司已在全国 36 个城市落地 84 个城市空间整合服务项目。在城市空间整合服务上，公司约三成合同以控股、重资方式承接，七成合同以少数股权操盘方式落地。

■ 蝶城战略：蝶城模式得到初步验证。“蝶城+”是万物云正在构建的产业互联生态，即在 3 公里半径的地理空间内，打破传统住宅物业业隔墙，通过智能物联硬件对服务流程做出系统性改变，人员调度从小区内变为跨小区，效率得到改变。2022 年蝶城数量从 459 个增长到 584 个。通过对蝶城内项目的设备、设施等进行智能化改造或升级，实现智能物联，在此基础上，对供应链进行整合，打造蝶城内的以工单为驱动的流程变革。2022 年公司已实现蝶城改造 38 个蝶城，涉 329 个项目，实现收入 8.2 亿元，相关投入改造 1.6 亿元，完成对 38 个蝶城的改造后，2022 年内即为基础住宅物业带来超过 3000 万元的提效，作用至全年可提升 4% 的基础住宅物业服务毛利率。因此，进一步验证了蝶城流程改造提效的可行性，并构建成为公司的护城河。而同样在这个区域内，对维修匠人们做出智能调度，则构成了“蝶城+房屋焕新”。在房屋焕新试点的 31 个蝶城中，实现了 2.1 亿元的签约合同额，同比增 118.8%，同时公司维持了超过 90% 的高满意度。蝶城生态业务也在逐渐铺开，在 38 个蝶城内，商业物业及设施管理业务收入同比增长 1.6 亿元。由此延伸下，“蝶城+社群”、“蝶城+电梯”、“蝶城+XX”的产业互联生态正在形成。2023 年，公司计划将实现超过 100 个蝶城的试点、探索及迭代；2025 年完成 300 个蝶城的打造。

■ 科技转型战略：空间物联业务持续高速增长，AIoT 解决方案外拓能力强劲。AIoT 是覆盖从初始工程设计、施工到交付后运营的各个阶段的智能化解决方案；BPaaS 则包括远程企业运营服务（以支持企业客户的核心业务流程）及远程空间运营服务（如智慧城市空间工作流程管理服务及运营数据分析服务）。2022 年 BPaaS 解决方案收入 9.9 亿元，同比增长 56.7%，占总收入的 3.3%；毛利率达 32.9%，同比下降 6.9 个百分点。收入高速增长一方面源自公司大力推进企业 BPaaS 服务，新增十余家世界 500 强、中国 500 强及独角兽客户；另一方面，空间 BPaaS 服务在 38 个物业城市项目落地。2022 年 AIoT 解决方案收入 13.8 亿元，同比增长 13.9%；毛利率同比提升 6 个百分点至 30.7%。尽管 AIoT 解决方案部分业绩受到开发商的影响，但公司通过多种渠道开发市场，积极拓展不同服务业态，大力拓展支付能力较强的企业及政府客户，与头部基建企业、大型家电企业及科技企业等优质客户新建合作关系，输出黑猫系列通行产品、睿联系列物联产品、灵石边缘服务器等硬件产品，使其收入稳健增长，且盈利水平也有所提升。2022 年公司研发投入 4.1 亿元，研发投入占总收入的 1.4%，研发投入带来自身运营效率的提升。2022 年公司设立在武汉的远程数字运营中心，已实现对所有住宅项目的远程运营。2022 年公司成功研发并在 1354 个项目内铺设国内第一台物业前台自助服务机—菠萝一号，可实现基础物业功能 7\*24 的无间断服务。同时，已经在 5 个蝶城试点铺设灵石服务器，实现 AI 与工单调度结合，以进一步提升流程效率。

■ 多元客户战略：公司的客户矩阵更加多元化，通过洞察客户需求，公司持续拓展在企业服务上的能力与边界；同时，公司的多元客户战略会进一步帮助公司提升企业发展的韧性。公司在持续降低与母公司关联交易比例的同时，2019 年就开始为对冲业务来源单一的风险做出多元客户布局，并通过旗下“万物梁行”品牌，让公司成为互联网、金融、高端制造等领域头部企业的战略物业服务商。2022 年物业及设施管理服务收入 75.4 亿元，同比增长 42.7%，其中来自第三方项目数量占比 83.9%，收入贡献占比 84.8%；并新增了 16 个世界及中国 500 强客户、8 个独角兽客户，其中包含新能源、半导体、航空航天等多个领域的头部企业客户，实现了在前沿行业客户上的突破。公司持续提升为不同行业定制服务的能力，服务客户的更多方面，如在高端制造行业为数十个厂区提供精密特殊设备维护服务，对企业总部客户提供高端礼宾等生态服务，定制服务 2022 年实现签约金额 2.6 亿元，同比增长超过 100%。

## 投资建议

■ 万物云是物业管理行业的领航者，其规模、品牌、服务等多方面都具备行业开拓者的实力。一方面，管理规模领先，覆盖多元业态，母公司地产龙头房企万科协同与赋能的同时，市场外拓实力强劲，收并购经验丰富；另一方面，拥有完整的品牌集群。同时，公司三大战略路径清晰：较早布局城市空间服务，持续提升全域空间服务能力，持续探索、迭代蝶城；持续进行科技投入，保持空间科技领先地位；多远客户战略进一步帮助公司提升企业发展的韧性。我们建议持续关注。

风险提示：地产开发增速放缓或交付不及预期风险；第三方外拓增长不及预期风险；智慧化物业拓展不及预期；收并购标的进展不及预期。

## 相关研究报告

《保利发展：业绩与利润率短期承压，融资与资金优势显著》20230402

《建发国际集团：营收业绩高速增长，在手现金实现双位数增长》20230402

《万科：营收业绩同比增长，债务期限与结构持续优化》20230331

《华润置地：核心净利润稳健增长，央企龙头资金优势充沛》20230329

《绿城中国：营收与核心净利稳步增长，债务结构显著优化》20230329

《招商蛇口：短期业绩与盈利水平承压，看好后续优质土储兑现及多类型 REITs 平台构建》20230321

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

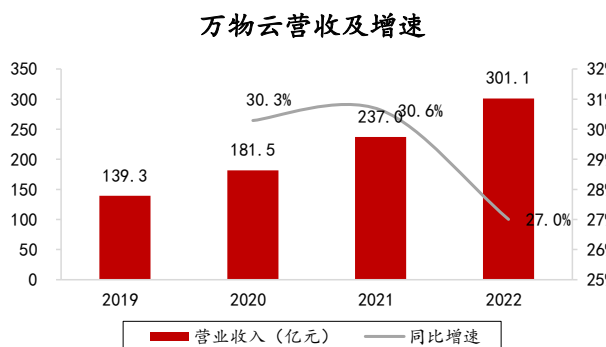
证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

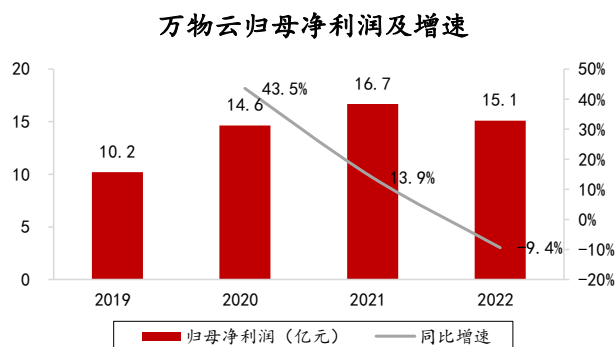
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

图表 1. 2022 年万物云实现营业收入 301.1 亿元，同比增长 27.0%



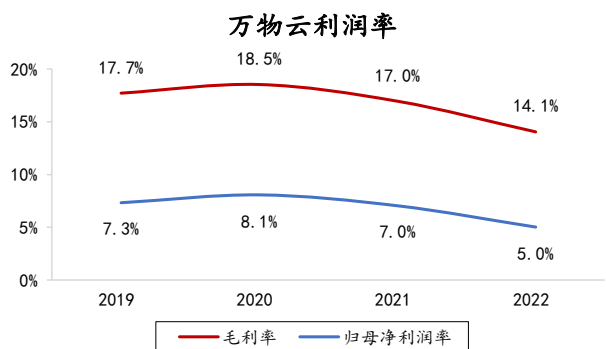
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2022 年万物云实现归母净利润 15.1 亿元，同比下降 9.4%



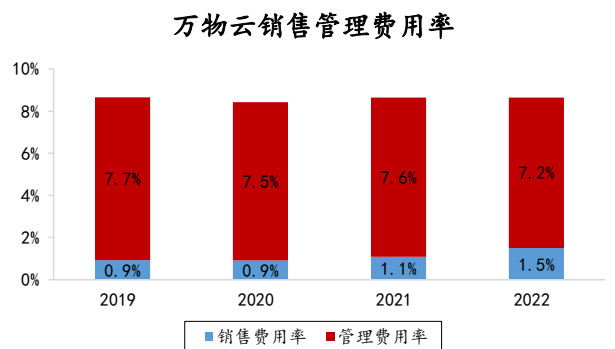
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 2022 年万物云毛利率、归母净利润率分别为 14.1%、5.0%



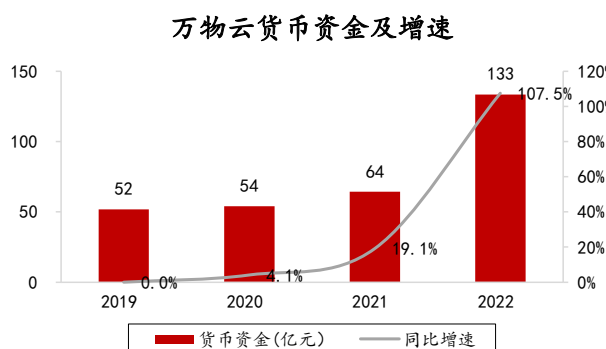
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 2022 年万物云销售费用率和管理费用率分别为 1.5%、7.2%



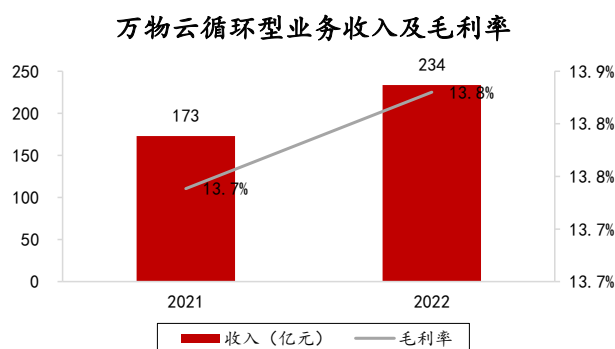
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 截至 2022 年末，万物云货币资金 133 亿元，同比增长 107.5%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2022 年万物云循环型业务收入 234 亿元，毛利率 13.8%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 万物云各项业务收入拆分及毛利率

|                                           | 2022 年<br>营业收入(亿元) | 同比增<br>速     | 2022 年<br>毛利率 | 同比变<br>化(PCT) |
|-------------------------------------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>社区空间居住消费服务</b>                         |                    |              |               |               |
| —住宅物业服务                                   | 148.11             | 30.3%        | 9.9%          | (1.20)        |
| —居住相关资产服务                                 | 13.51              | 7.6%         | 27.6%         | (2.70)        |
| —其他社区增值服务                                 | 4.21               | -22.4%       | 63.6%         | (17.20)       |
| 小计                                        | 165.83             | 26.0%        | 12.7%         | (3.10)        |
| <b>商企和城市空间综合服务</b>                        |                    |              |               |               |
| —物业和设施管理服务                                | 75.45              | 42.7%        | 12.2%         | (1.50)        |
| —开发商增值服务                                  | 29.35              | -4.2%        | 13.9%         | (5.60)        |
| —城市空间服务                                   | 6.64               | 95.5%        | 8.2%          | (9.20)        |
| 小计                                        | 111.44             | 28.2%        | 12.4%         | (3.50)        |
| <b>AIoT 及 BPaaS 解决方案服务</b>                |                    |              |               |               |
| —AIoT 解决方案                                | 13.85              | 13.9%        | 30.7%         | 6.00          |
| —BPaaS 解决方案                               | 9.93               | 56.7%        | 32.9%         | (6.90)        |
| 小计                                        | 23.78              | 28.5%        | 31.6%         | 1.70          |
| <b>合计</b>                                 | <b>301.05</b>      | <b>27.0%</b> | <b>14.1%</b>  | <b>(2.90)</b> |
| <b>循环型业务（住宅物业服务+物业和设施管理服务+BPaaS 解决方案）</b> | <b>233.49</b>      | <b>35.1%</b> | <b>13.8%</b>  | <b>0.10</b>   |

资料来源：公司年报，中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371