

# 物管与科技有机结合，领先的全域空间服务商

## ——优质物管公司案例研究：万物云

2022年7月24日

作者	杨凡
邮箱	yangfan02@stock.com.cn
电话	13916395118
证书编号	S1230521120001
联系人	王逸枫

# 目录

C O N T E N T S

01

万物云业务概览

02

万物云分项业务分析

03

万物云财务分析

04

头部物企横向对比

05

万物云投资亮点总结

# 01

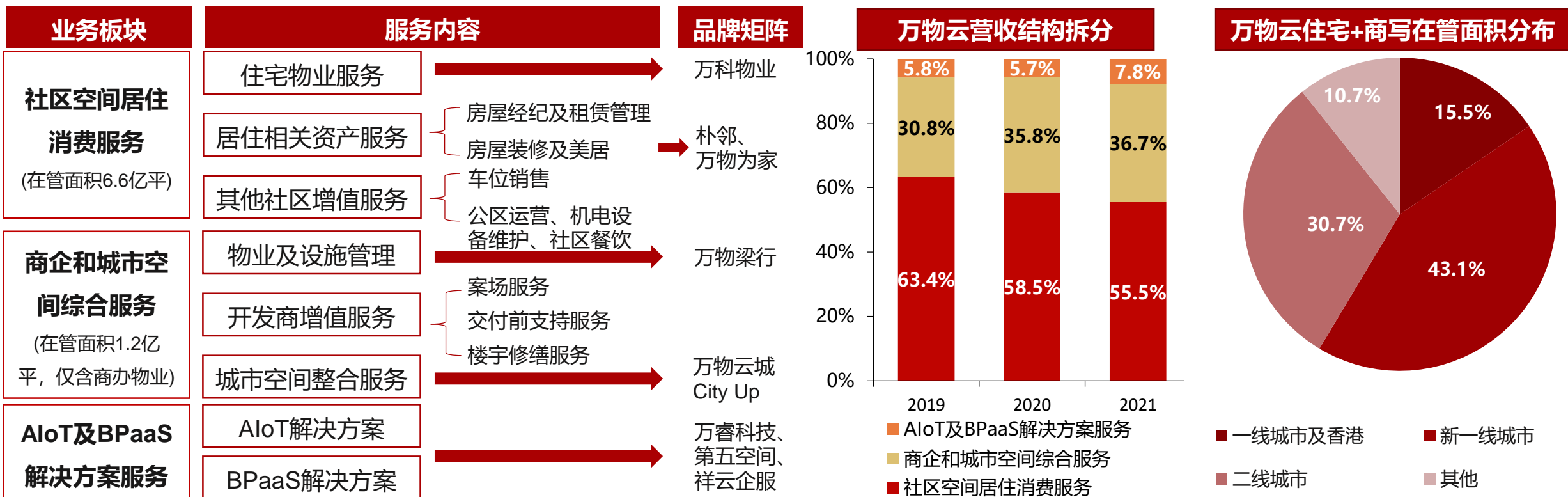
## 万物云 业务概览

## 1.1 万物云主营业务

**万物云商业模式：社区+商企+城市空间三驾马车协同，科技赋能提升空间服务效率和质量**

**万物云主营业务分为三大板块：**

- 1) 社区空间居住消费服务：**通过【万科物业】品牌提供住宅物业服务，通过【朴邻】、【万物为家】品牌提供社区增值服务，2021年公司住宅项目合约面积8.78亿平，在管面积6.60亿平。
- 2) 商企和城市空间综合服务：**与戴德梁行大中华区业务合并打造【万物梁行】品牌，为写字楼、商业综合体、产业园和公建设施提供物业及设施管理服务，2021年合约面积约1.36亿平，在管面积1.25亿平\*；此外，万物云还为房企提供开发商增值服务以帮助新房销售，并建立【万物云城】品牌切入城市服务赛道，截至2021年末已在全国22个城市拓展47个项目。
- 3) AIoT及BPaaS解决方案服务：**通过【万睿科技】等品牌对外输出空间科技运营服务，推动空间服务标准化、智能化和数字化，提升服务的能力和效率。



资料来源：万物云招股说明书，浙商证券研究所；\*注：不包括部分不按照建筑面积为基数计算物业费的项目的建筑面积；AIoT指人工智能物联网，BPaaS指流程及服务

## 管理规模领先，多元业态管理

住宅：合约/在管面积分别为8.8/6.6亿平，合管比1.33  
商写：合约/在管面积分别为1.4/1.2亿平，合管比1.09

## 完整品牌集群，提升服务品质

万科物业、朴邻、万物梁行、万物云城、万睿科技等  
住宅项目留存率98.6%，平均物业费3.13元/平/月  
商写项目留存率97.2%，平均物业费5.7元/平/月

城市布局：聚焦提升核心城市  
核心地区的浓度

住宅项目**二线及以上**在管面积占比89%，商写项目  
90.8%；  
城市服务提出万物云街道战略，远程运营+混合服务

## 市拓及收并购经验丰富

第三方在管面积占比：住宅50.5%，商写84.7%  
战略并购增加区域管理密度：收购**伯恩物业、阳光智博**

## 母公司协同，实现双向赋能

母公司销售规模领先，稳定贡献在管面积  
跟随母公司实现全国化布局

## 空间科技：对内赋能+对外输出

**对内**：1) 优化业务流程，提升效率降低成本；2) 扩大管理边界，实现快速响应，提升服务品质和满意度。  
**对外**：输出科技成果，2021年营收18.5亿元，毛利率29.9%

## 人才管理

**管理团队**行业及管理经验丰富，具有战略远见  
**业务团队**垂直管理，自驱力强  
长期、多元化的**内部人才培养机制**，年轻员工不断开发自身潜力与服务边界

## 战略发展方向

## ① 夯实品牌，积极进行空间和客户的拓展

- **充实品牌集群**：在万科物业、万物梁行两大核心品牌及现有品牌集群基础上，持续孵化更多品牌；
- **空间拓展**：聚焦提升核心城市核心区域的浓度战略，扩大管理规模，丰富管理业态；
- **客户拓展**：1) 包括万科在内的优质开发商；2) 企业大客户；3) 城市客户（地方政府）。

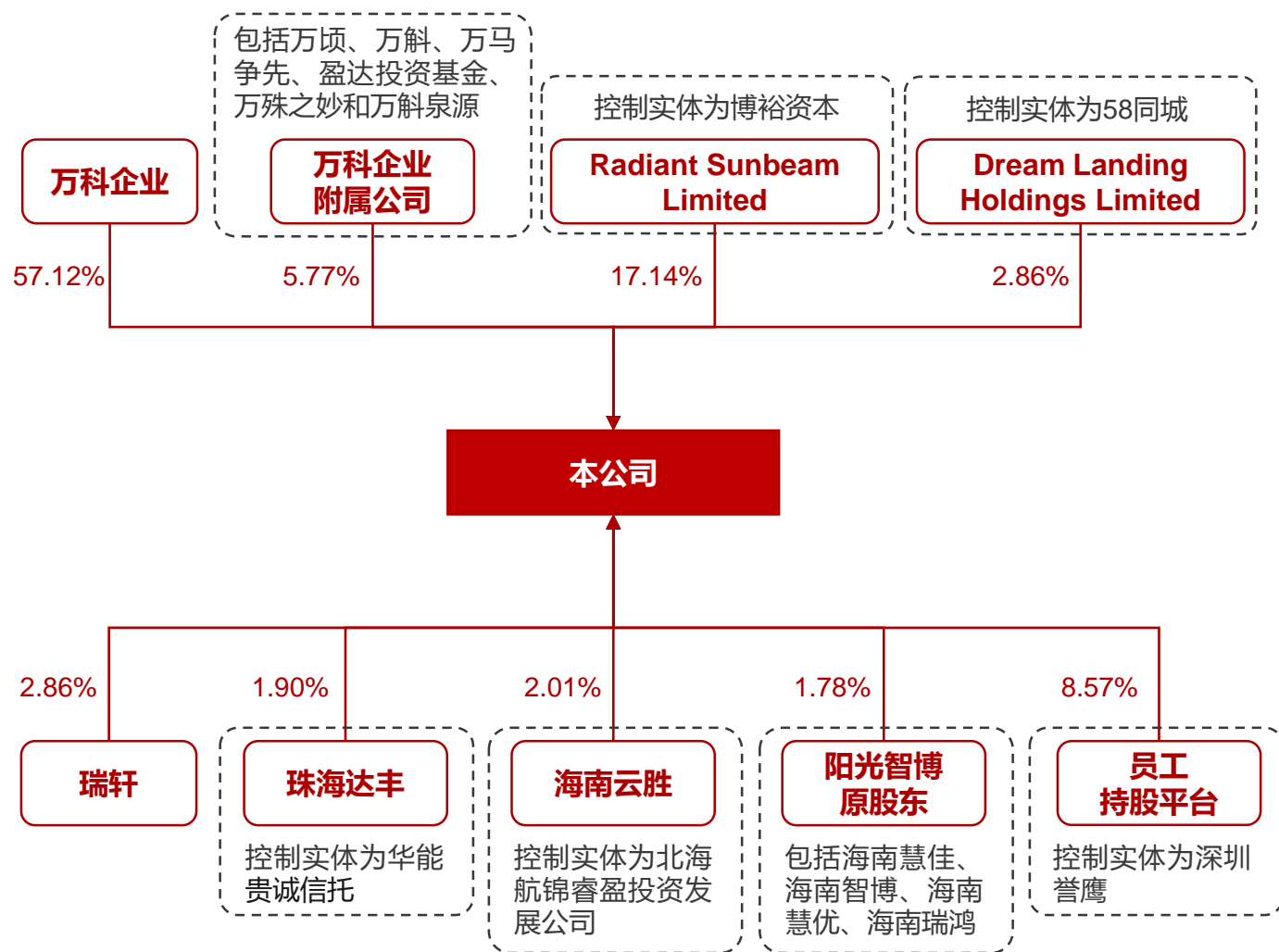
## ② 以客户为中心，扩张服务内容

- **社区空间**：持续开展以资产服务为主的社区增值服务（促进房产经纪和装修业务快速发展，有选择性探索公区和私域服务）；
- **商企空间**：除基础物管以外，通过总承包模式，一站式集中解决商企空间各类非主营业务外包的管理需求；
- **城市空间**：扎根核心城市，全国复制万物云街道模式，3-5年内完成建设数百个街道的目标

## ③ 持续进行科技投入，保持空间科技领先

积极探索基于场景的科技能力，实现物业服务流程的AI化，加大对外输出，形成成熟的商业模式

## 万物云股权架构（上市前）



## 2017年:

- 2月: Radiant Sunbeam Limited及Dream Landing Holdings Limited前后以15亿员和3亿元的对价获得了公司25%和5%的股份。

## 2018年:

- 1月: 万科企业将3%股权转让于万科企业附属公司。

## 2021年:

- 9月: 通过换股收购阳光城集团下物业公司阳光智博, 向阳光智博原股东发行公司4.80%股权。10月海南慧优向深圳誉鹰转让3060.2万股权, 后12月深圳誉鹰又将3060.2万股权转让给万斛泉源。
- 11月: Radiant Sunbeam Limited转让6.66%股份给瑞轩、睿达第三有限公司(员工持股平台)、珠海达丰, 对价为29.94、19.96、19.96亿元。
- 12月: Dream Landing Holdings Limited和海南慧优分别向海南云胜转让1995.8万和115.5万股权。

万物云员工持股计划复盘

- 1) 2015年6月，公司引入内部事业合伙人机制，以吸引人才，后修订为员工持股计划。公司设立睿达第一有限公司、睿达第二有限公司、睿达第三有限公司、睿达第四有限公司和睿达第五有限公司作为境外员工持股平台。
- 2) 2016年1月25日，睿达第一有限公司以注资方式完成认购，对价约1.14亿元。2016年3月，睿达第二有限公司、睿达第三有限公司、睿达第四有限公司和睿达第五有限公司完成认购，对价约1.37亿元。
- 3) 截止最后实际可行日期，员工持股平台共直接持有7000万股，约占已发行股份数的6.66%，由朱保全在内的394名员工持有。

	具体内容
背景	2015年6月引入内部事业合伙人机制，后进一步修订事业合伙人机制及员工持股计划。
意义	吸引和留住人才，增强公司竞争力，实现长期发展。
境外持股平台	睿达第一有限公司、睿达第二有限公司、睿达第三有限公司、睿达第四有限公司和睿达第五有限公司
持股情况	员工持股平台共持有7000万股，约占已发行股份总数的6.66%，目前共授予397名员工。
参与者	本集团授予相关奖励的管理层成员和员工。
奖励	参与者授予奖励，可在员工激励平台认购若干有限合伙权益。奖励的售出由员工激励平台普通合伙人决定。
出售转让要求	参与者有权安排出售认购的激励权益。 参与者不得将激励权益以任何方式转让、抵押、为他人提供担保、质押或处置。

参与者	公司职务	奖励股份	股份占比
朱保全	董事	20,000,000	1.90%
何曙华	董事	1,068,294	0.10%
向云	监事	667,459	0.06%
吴剑侠	监事	578,014	0.05%
邹明	副总经理	807,663	0.08%
杨光辉	副总经理	934,776	0.09%
李庆平	首席投资官	1,055,513	0.10%
附属公司董事（21名）		8,603,563	0.82%
附属公司监事（6名）		1,979,447	0.19%
本公司其他员工（360名）		34,305,273	3.26%
合计		70,000,002	6.66%

## 万物云上市募集资金使用计划

除了保障日常运营以外，公司此次上市募集资金主要将用于**项目扩张、科技投入、投资增值服务供应商、以及吸引和培养人才**。

## 上市募集资金使用计划

1. 用于为在选定街道打造高浓度街区提供资金、全国拓展万物云街道模式

进行**市场化拓展**，主要用于支付智能软硬件产品及居住环境改善等改造成本

**收购、投资**住宅或商业物业公司，需满足：1) 在二线及以上城市中、万物云选定的街道内已具备一定浓度；2) 在选定街道内拥有与万物云互补的业务

建立新的附属公司、或对新的合联营公司进行股权投资，以**扩大城市空间服务业务**

用于**加强数字化基础设施**，增加线下触点，强化标准化和数字化业务流程

2. 用于投入AIoT及BPaaS解决方案的开发，加强建立产业互联网的能力

**投资AIoT基础设施**：1) 开发、升级系统，增强集成能力；2) 优化算法以适用更复杂场景

3. 用于收购或投资增值服务提供商和上下游供应链上的服务商

为BPaaS解决方案的开发提供资金，将各个服务场景额服务流程标准化、数字化

4. 用于吸纳及培养人才



# 02

## 万物云分项 业务分析

## 2.1 社区空间居住消费服务

## 社区空间居住消费服务总览：基础物管营收占比超8成，社区增值服务待挖掘空间较大

1) 保持较快增速，基础物管为核心收入来源：社区空间居住消费服务是万物云的核心收入，2021年实现营收131.6亿元，同比+23.9%，占公司总收入比重超5成。其中，提供基础物管服务的住宅物业服务2021年实现营收113.6亿元，同比+24.5%，收入占比86.3%，提升0.4个百分点。

2) 社区增值服务业务结构优化，后期潜力较大：万物云主要提供两大类社区增值服务，2021年合计实现营收17.98亿元，同比+20.5%，收入占比13.7%。房屋经纪和装修业务为主要的增值服务，2021年营收12.56亿元，同比+32.1%，保持较高增速。周期性较强的车位销售业务营收占比下降0.8个百分点，主要由于车位存量下降导致。

## 营收占比 (2020年/2021年)

## 社区空间居住消费服务

## 住宅物业服务

(85.9%/86.3%)

## 居住相关资产服务

(8.9%/9.5%)

## 其他社区增值服务

(5.1%/4.1%)

## 房屋经纪及租赁管理服务

(6.0%/6.2%)

## 房屋再装修及美居

(3.0%/3.3%)

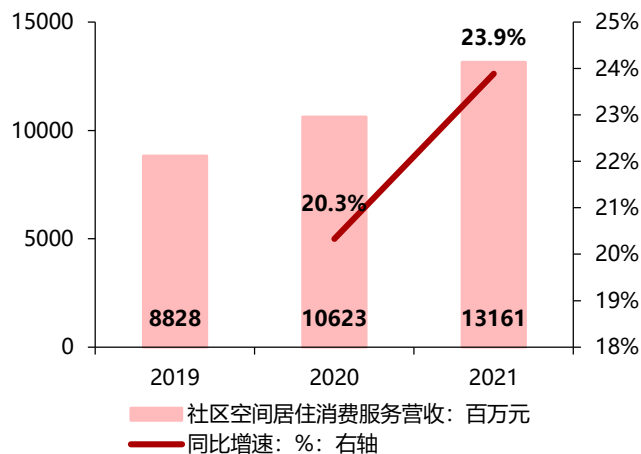
## 车位销售服务

(3.4%/2.6%)

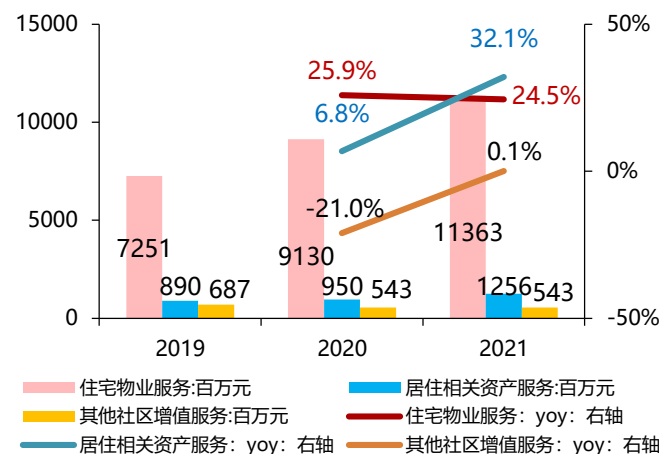
## 其他（公区运营、设备维修、社区餐饮）

(1.7%/1.6%)

## 社区空间居住消费服务收入及增速



## 社区空间居住消费服务分项收入及增速



## 社区空间居住消费服务收费模式

## 住宅物业服务

- 包干制为主：2021年包干制收入占比96.4%，按每月每平方米收取物业管理费；
- 少量酬金制：2021年酬金制收入占比3.6%，抽物业服务费总额8-10%

## 居住相关资产服务

- 房屋销售及租赁：按照合同价值或月租金的商定百分比收取佣金
- 房屋再装修及美居：第三方供应商提供装修服务，按固定百分比从第三方供应收取的佣金中抽取收入

## 其他社区增值服务

- 车位销售服务：与开发商约定的最低售价和向买家出售价格的差额

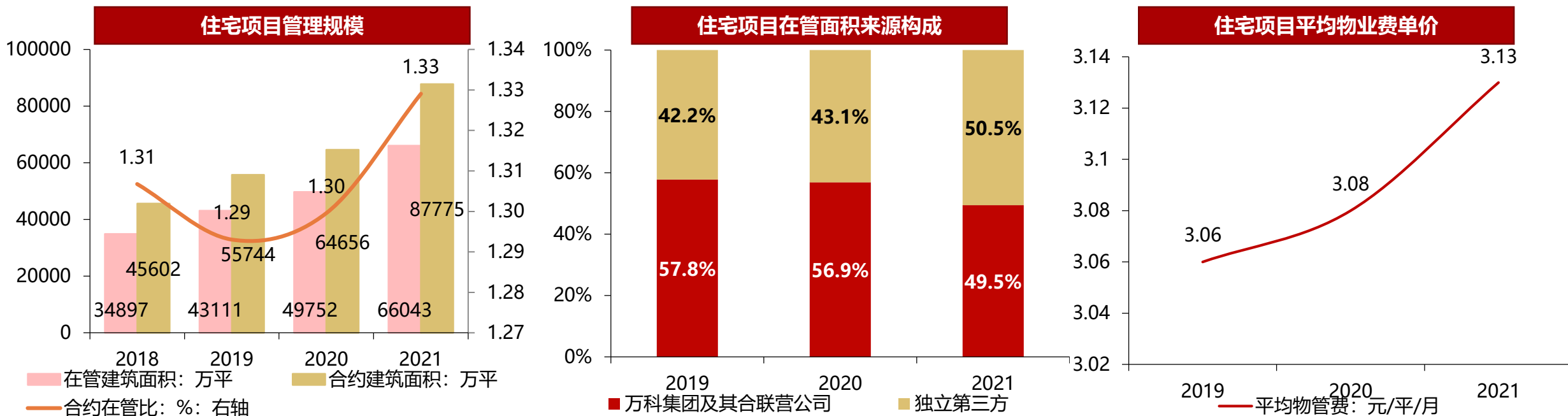
## 2.1 社区空间居住消费服务

## 住宅物业管理：量价齐增，第三方外拓成为规模拓展主力

**1) 在管面积稳步上升，存量项目留存率维持高位：**2021年万物云住宅项目在管面积6.6亿平，同比+32.7%，合约面积8.78亿平，同比+35.8%，2018-2021年CAGR均达24%。规模保持高速增长的同时，项目留存率高达98.6%，显示出业主对万物云物业管理服务的满意度较高。2021年合约在管比1.33，后续规模增长确定性较强。

**2) 第三方外拓经验丰富，超越关联方结转面积成为规模增长的主要来源：**万物云拥有较强的市场化拓展基因，最早于1996年就通过公开招标中标深圳鹿丹村小区，是较早开启市拓的公司之一。2021年公司在管面积中，来自第三方的占比约50.5%，首次超过关联方贡献的结转面积。除了市拓以外，公司还通过收并购拓展管理规模，2021年先后收购伯恩物业和阳光智博，以提升在福建省的管理密度。2021年新增的1.63亿在管面积中，关联方、第三方、外拓分别贡献0.44、0.55和0.72万平，分别占比27%、34%和44%。

**3) 品牌优势和服务质量突出+深耕高能级城市，物业费实现稳步上涨：**2021年公司住宅项目平均物业费单价达到3.13元/月/平，同比+1.6%，其中第三方项目平均物管费平均物业费约2.95元/月/平。



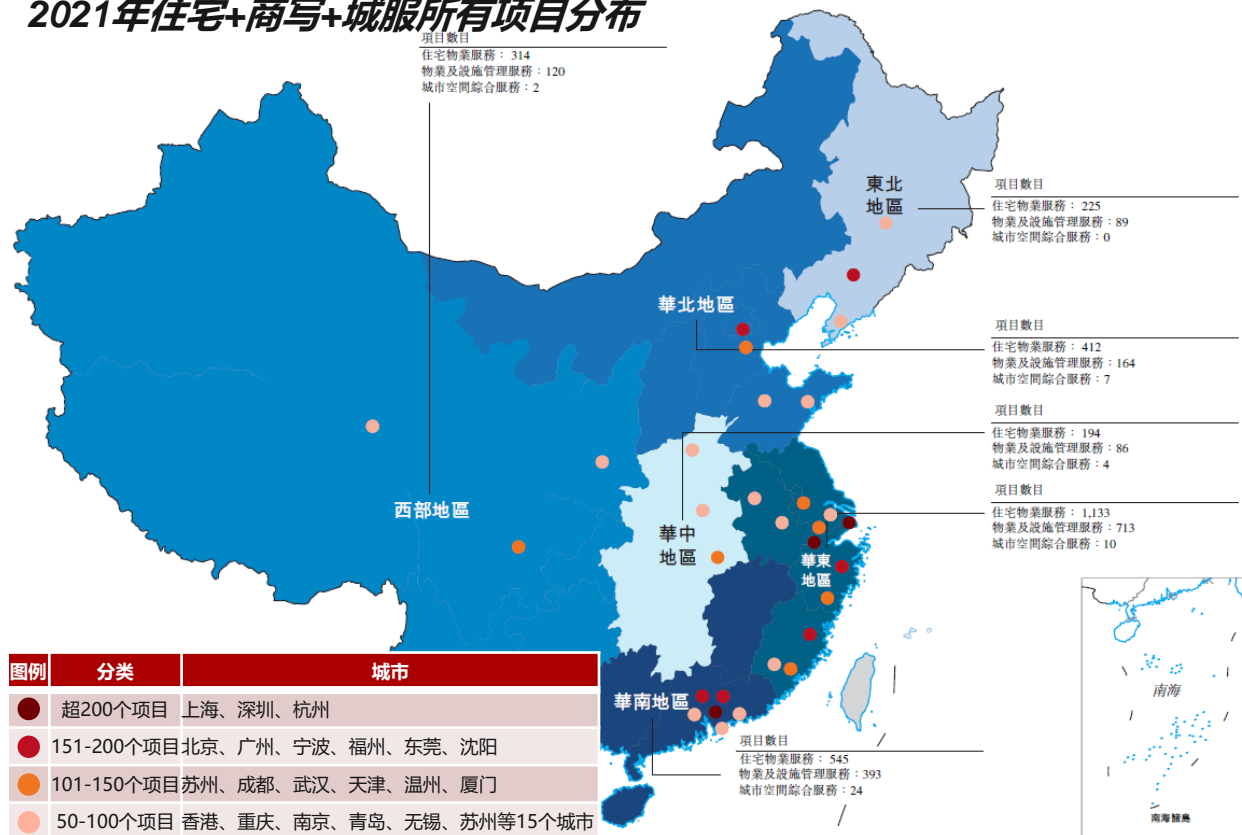
## 2.1 社区空间居住消费服务

## 住宅物业管理：聚焦高能级核心城市

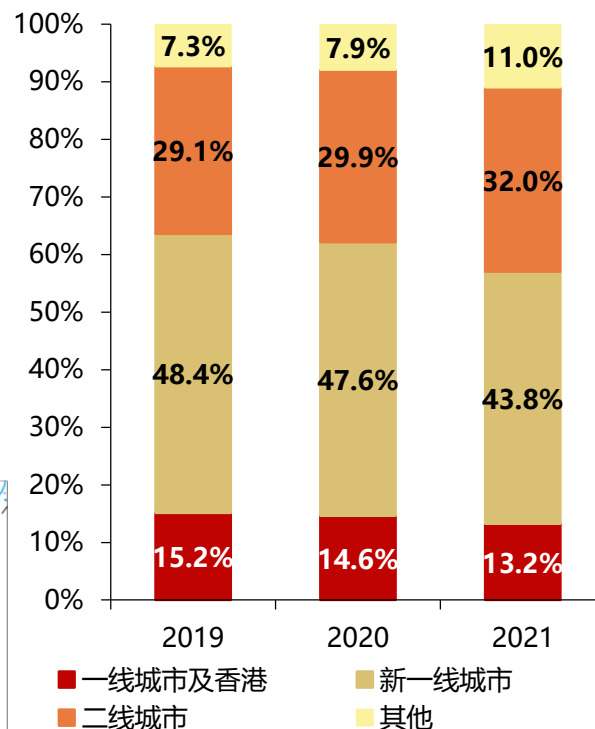
1) **借力万科全国版图实现全国化布局，通过强大的外拓实力实现区域深耕：**万物云将提高高能级城市的服务覆盖密度作为业务拓展的重心，通过提升在重要战略城市的业务规模和品牌力，以此实现服务溢价。截至2021年，公司在上海、深圳、杭州拥有超200个服务项目，在北京、广州、宁波等城市拥有超150个项目。

2) **住宅项目聚焦二线及以上城市：**截至2021年，万物云管理的住宅项目中，二线及以上城市在管面积占比约89%，贡献约93.1%的收入（含增值服务）。华东和华南是公司主力深耕和优势区域，2021年住宅项目在管面积占比分别为34.5%和19.7%。

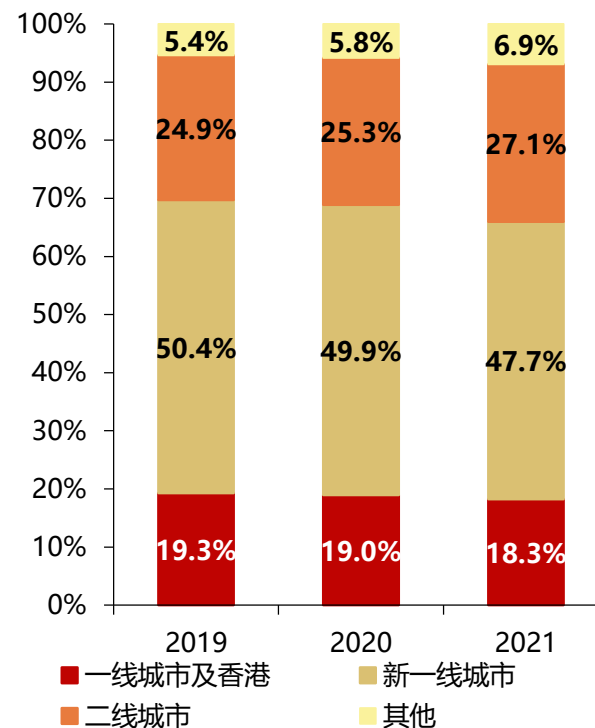
## 2021年住宅+商写+城服所有项目分布



## 住宅项目分线城市在管面积构成



## 社区空间居住消费服务分线城市收入



资料来源：万物云招股说明书，浙商证券研究所

## 2.2 商企和城市空间综合服务

## 商企和城市空间综合服务总览：物业及设施管理营收占比超6成，城市服务增速较快

**1) 打破传统服务边界，商企和城服等非住宅领域收入实现快速增长：**2021年商企和城市空间综合服务实现营收86.9亿元，同比+34%，2019-2021年CAGR达42.3%，2021年营收占比36.7%，较2019年提升5.9个百分点，作为三驾马车战略的重要组成部分，商企和城市空间综合服务逐渐成为万物云收入的重要来源。

**2) 营收结构有所优化：**物业及设施管理服务2021年实现营收52.88亿元，同比+31.4%，营收占比60.8%，是公司商企和城服板块的压舱石。城市服务快速上量，2021年实现营收3.4亿元，同比+233%，随着公司万物云街道模式的推进，城市服务有望持续增长。开发商增值服务2021年营收占比下降1个百分点。

## 营收占比 (2020年/2021年)

## 商企和城市空间综合服务

物业及设施管理  
(62.0%/60.8%)

商业物业服务  
(27.9%/28.3%)

综合设施管理服务  
(34.2%/32.5%)

开发商增值服务  
(36.4%/35.3%)

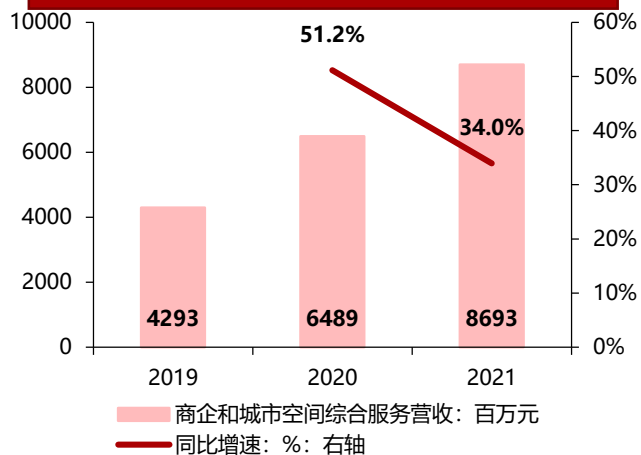
案场服务  
(22.0%/20.8%)

交付前支持服务  
(8.2%/7.9%)

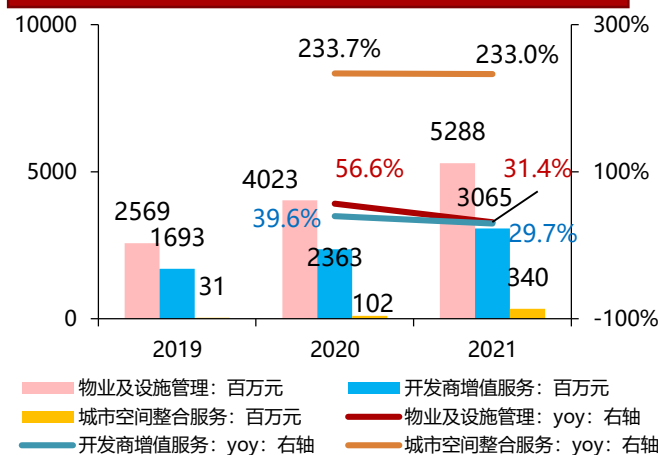
城市空间整合服务  
(1.6%/3.9%)

楼宇修缮服务  
(6.2%/6.6%)

## 商企和城市空间综合服务收入及增速



## 商企和城市空间综合服务分项收入及增速



## 商企和城市空间综合服务收费模式

物业及设施管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>包干制为主：2021年包干制收入占比97.3%，按每月每平方米收取物业管理费；少量酬金制，2021年酬金制收入占比2.7%</li> <li>商业物业服务收费按照单价模式：平均物业费乘以管理的建筑面积</li> <li>综合设施管理服务收费按照固定价格模式</li> </ul>
开发商增值服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>案场服务和交付前支持服务：固定服务费</li> <li>楼宇修缮服务：实际成本*9%作为收入</li> </ul>
城市空间整合服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>全委模式：通过招投标获取项目，按月收取服务费</li> <li>合资模式：与政府指定平台成立合联营公司，服务费通过股权投资收益入账</li> </ul>

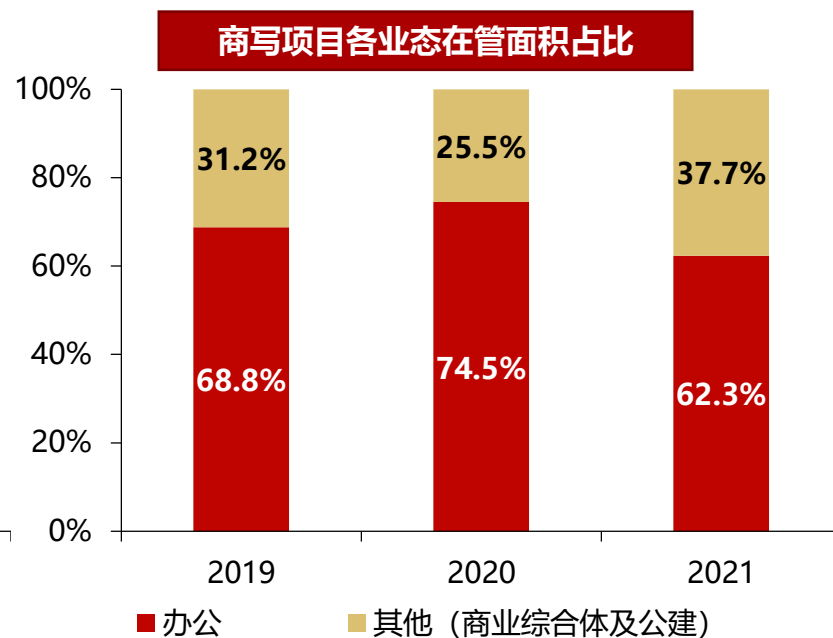
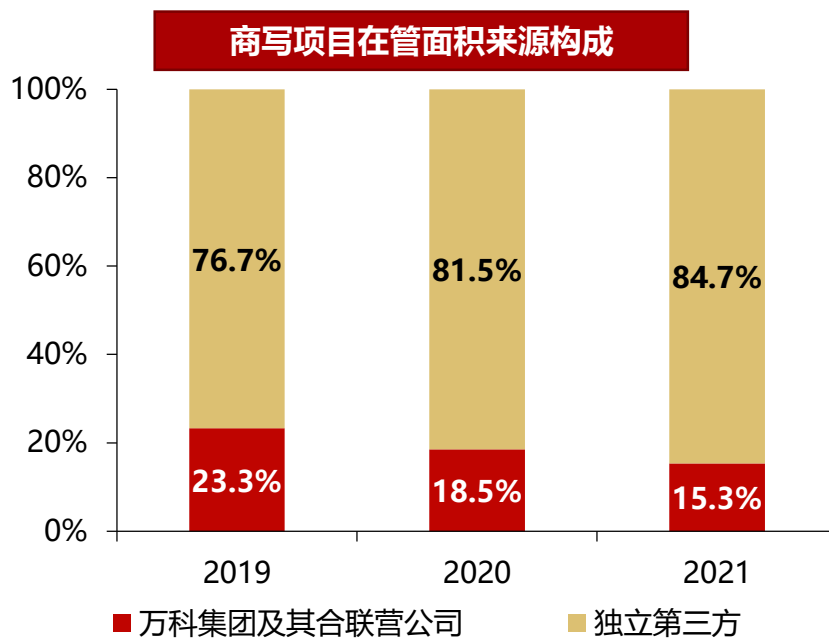
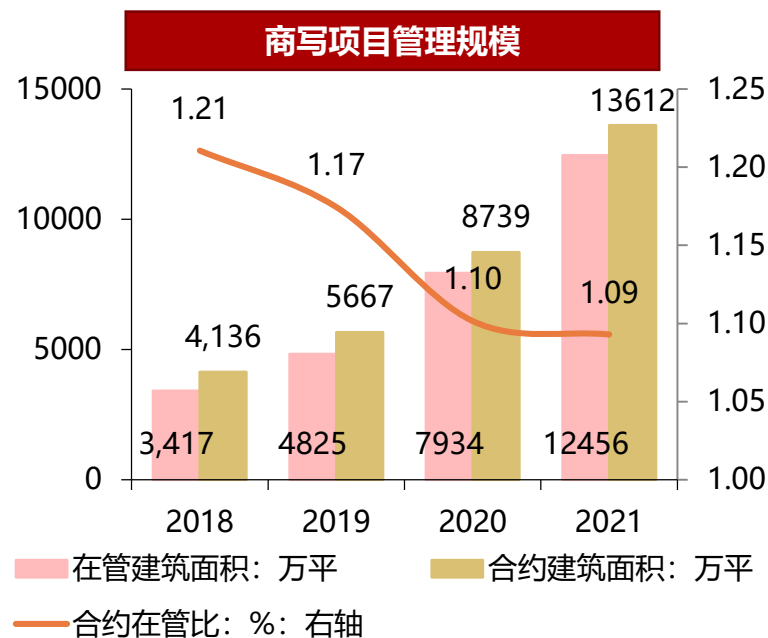


## 2.2 商企和城市空间综合服务

**物业及设施管理服务：打造专业品牌，提供专业服务，具备强大的外拓实力**

**1) 对标国际一流物业服务商，整合戴德梁行大中华区商写物管业务，打造独立专业的商企服务品牌：**2020年初万物云完成与戴德梁行的整合，并于2020年7月推出专业的商企空间管理品牌万物梁行。2021年公司商写项目合约面积1.36亿平，在管面积1.25亿平，在管面积中来自独立第三方的项目占比约85%。品牌战略下公司市场化拓展能力不断加强，截至2021年末公司已与超过900家企业及机构客户建立了联系，包括中国十大互联网公司中的8家以及十大金融服务公司中的7家，公司2021年参与的超200米超高层项目的招投标过程中，中标率达50%以上。

**2) 管理业态以写字楼为主，不断延展服务内容，挖掘高附加值增值服务：**2021年商写项目在管面积中，写字楼业态占比约62%，以商业综合体和公建业态为主的其他业态占比38%。万物云延续从住宅物管中建立的管家思维，除了提供基础物管以外，积极挖掘客户需求，一站式集中解决企业办公空间中各类非主营业务外包的管理需求，包括行政支持、活动策划、礼宾服务等垂直专业业务，增加收入的同时提升客户的满意度和粘性。



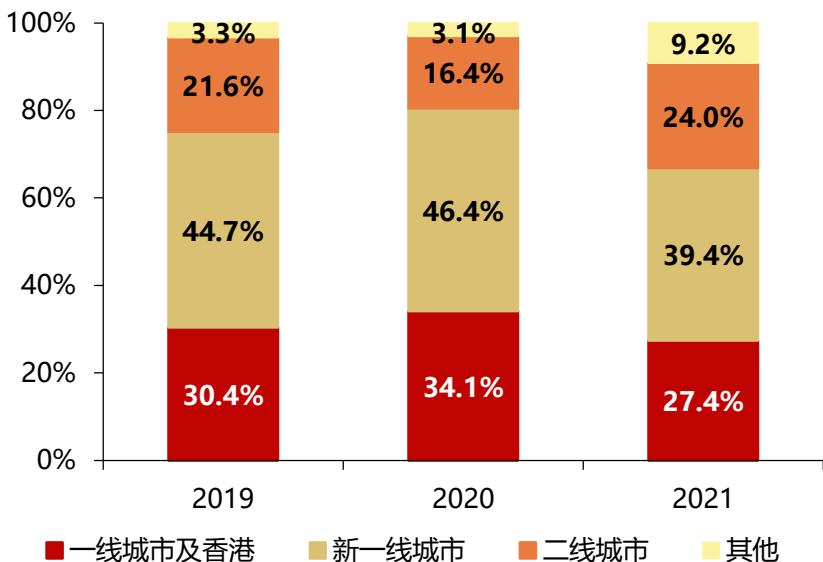
## 2.2 商企和城市空间综合服务

**物业及设施管理服务：贯彻高能级城市浓度战略，聚焦核心城市**

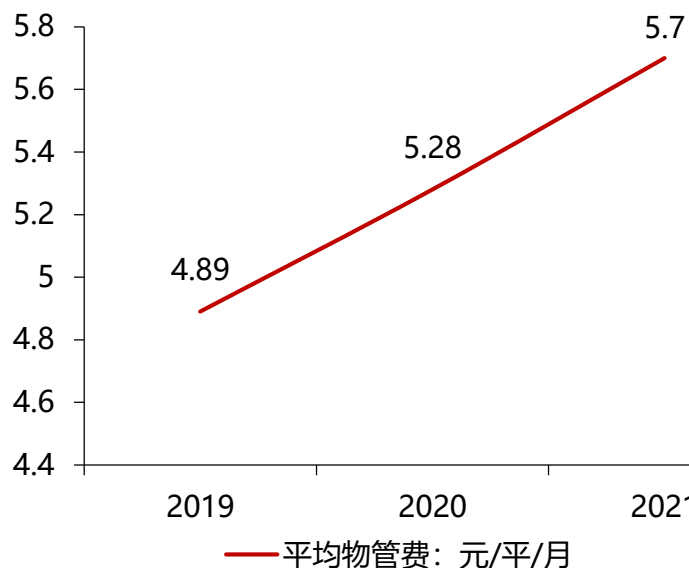
**1) 二线及以上城市在管面积占比超90%：**公司商写项目在管面积中，二线及以上城市占比始终维持在9成以上，2021年约90.8%。华东和华南区域是公司的深耕区域，2021年在管面积占比分别为41.4%和26.1%。

**2) 项目留存率保持高位，物业费单价不断提升：**得益于公司的品牌和高能级城市深耕战略，公司在维持高项目留存率的同时，实现物业费单价的不断提升，近三年公司存量项目留存率均维持在95%以上，平均物业费从2019年的4.89元/平/月上涨至5.7元/平/月。

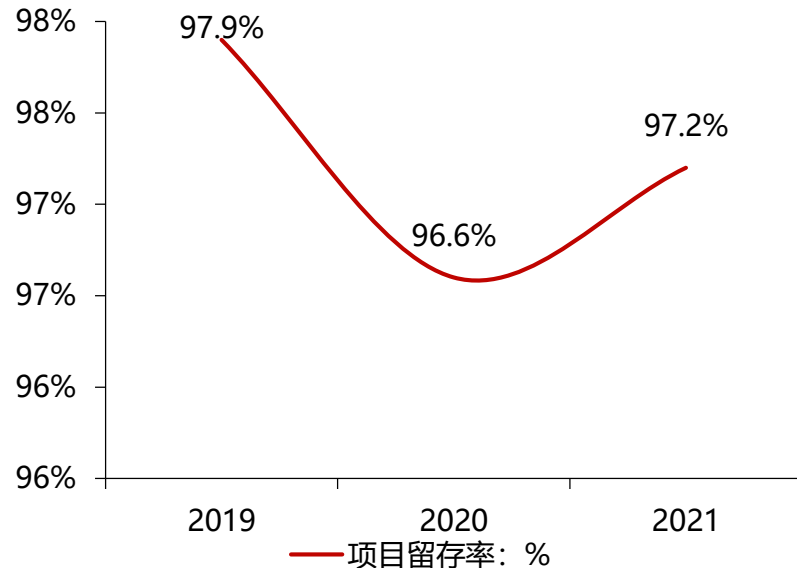
商写项目分线城市在管面积构成



商写项目平均物业费单价



商写项目留存率



## 2.2 商企和城市空间综合服务

## 城市空间综合服务：全域智能运营模式初见成效

1) **成立万物云城品牌专攻城市综合服务领域，城市服务全国化推广加速：**自2018年在横琴粤澳深度合作区落地首个“物业城市”服务项目以来，截至2021年末公司已落地包括雄安新区、青岛动车小镇，厦门鼓浪屿、深圳福田区等47个项目，辐射全国22个城市。2021年城市服务实现营收3.4亿元，同比+233%。

2) 全域智能运营下将不断积累的先进的物业管理经验运用到城市治理当中，通过数字化方式有效提升基层治理效率，通过拆解重组政府不同职能部门的业务内容，建立统一的服务标准，公司承接包含市政环卫、绿化保洁、道桥管养、辅助巡查、生态环境监测等73个业务类型。

## 核心模式

## 核心思路

全域智能运营

将城市作为一个大物业，将物业管理中的系统性思维和精细化流程管理融入城市治理

## 方式

## 整合

对城市空间内多个业务模块进行解构和重组，建立高效的流程和服务标准

提供优质生活服务

## 智能

用数字化方式，将城市服务中的人、设备、调度系统连接成网络

提升基层治理效率

城市	项目	合作模式	核心服务内容	项目体量
厦门	鼓浪屿全岛整合运营服务	成立合资企业	公有房产运营管理及历史建筑保护、市政服务、园林、市容、环卫	鼓浪屿占地1.91平方公里
武汉	江汉区物业城市服务	成立合资企业	老旧小区改造、社区综合治理，建设物业城市	江汉区占地28.29平方公里
深圳	福田区福保街道	顾问服务	根据现状制定优化方案，指导运营，并提供信息系统优化服务	石厦村264栋楼
	福田区沙河街道	顾问服务	以职业经理人团队加入白石洲物业管理公司，提升物管水平和城中村治理	占地13.78万平，房屋理公司，提升物管水平和城中村治理608栋，居住人口4万人
	福田区沙头街道	委托管理服务	统筹管理，以街道市容巡查、垃圾转运站监管切入，探索全域治理	13.59平方公里，4000多栋楼
	坪山石井街道	委托管理服务	全域推进城市空间管理服务改革，包含绿化、民生服务等18个基础项目，停车管理、安全巡查等16个增值项目	36.52平方公里，下辖4个社区
广州	三元里街道	顾问服务	市容、环卫等撰写服务、公共设施管养等	13个社区，常住人口10.3万人
常州	钟楼区南大街街道、荷花池街道	委托管理服务	环卫保洁、绿化管护、公共设施管养合到管理等	两个街道行政区共8.76平方公里，约12.43万人



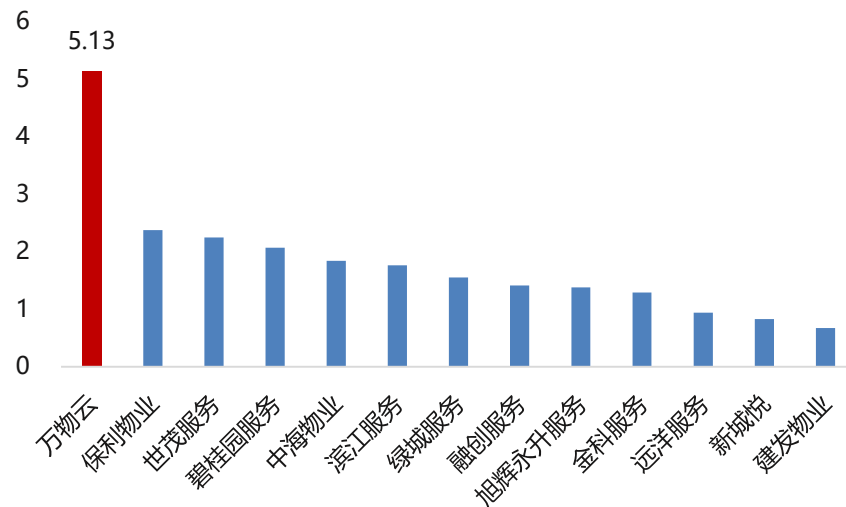
## 2.2 商企和城市空间综合服务

## 万物云街道模式：提升管理密度，打造规模效应，目标在3-5年内打造数百条万物云街道

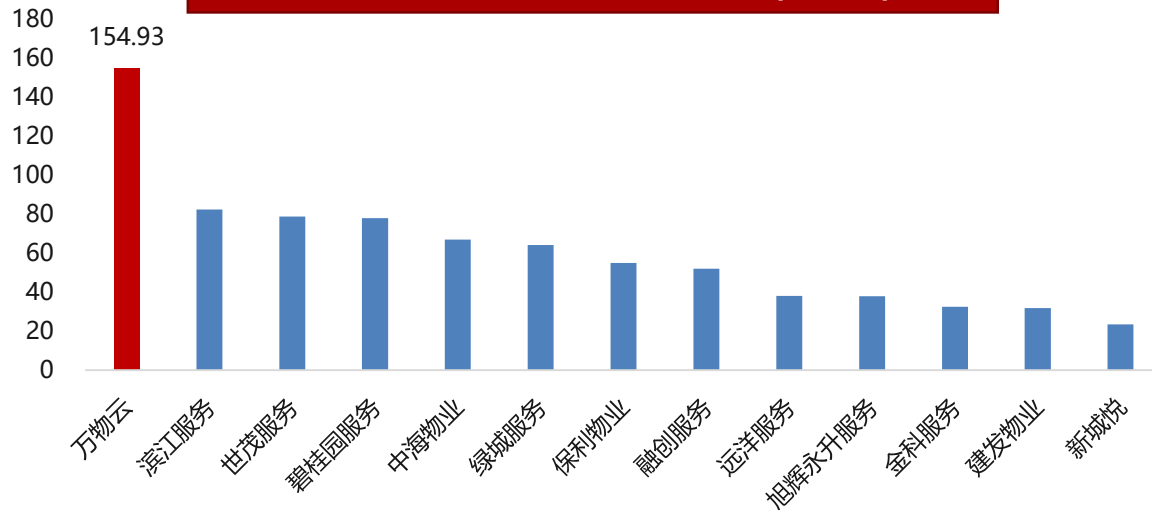
1) **万物云街道以远程+混合为核心**：万物云创新性提出万物云街道概念，以街道为单位，按在管项目为驻点，以20-30分钟可达为半径构建新的服务圈，进一步打开社区、商企、城市空间服务的传统边界，通过远程任务调度平台，实现管理人员共享和快速响应，为街道内的所有空间提供混合服务。根据公司招股说明书披露，2019-2021年区域浓度的增加大幅提高公司基于街道发展的增值服务规模，规模效应开始显现。万物云将目标定在经济排名前100的城市，拥有超过14900条街道，公司首先选择最具潜力的3400条街道作为首期目标，计划在3-5年内打造数百条万物云街道。

2) **万物云街道战略初见成效，单城市管理面积行业领先**：城市浓度战略下，万物云单城市收入与单城市在管面积显著高于行业平均，2021年单城市实现营收155百万元，单城市在管面积达513万平。

重点物管公司单城市在管面积横向对比（百万平）



重点物管公司单城市收入横向对比（百万元）



高浓度

通过外拓+收购主动提高区域内的在管项目数量，包含住宅、商写、城市服务等综合业态，打造高浓度的服务网络

高效率

1) 提高供应商效率；2) 以科技手段打造远程调度平台，以远程服务代替现场服务，节约人力成本

增服务

以客户为中心孵化新业务，深耕区域客户需求，提高街道的单位创收

## 案例-深圳坂田街道项目

街道内签约万科城等8个住宅项目、华为百草园、万科里等6个商写项目，住宅+商企面积占街道总建面33.5%

通过现场智能改造实现远程运营，成功降低人力54人，节约成本500万/年

街道内装修服务和家具维修服务收入年增速超200%，街道内住宅项目扭亏为盈

### 数字化战略提升效率和服务质量，成功实现对外输出

万物云的空间科技业务目前主要分为两块：AIoT解决方案（人工智能物联网）和BPaaS解决方案（流程及服务）：

#### 1) AIoT是公司科技系统的底层（感知层）：

- **硬件 - 智能物联系统**：实现千万数量级的传感器和摄像头等智能硬件的数据连接，对空间进行7×24监控，解放基础劳动力同时保障服务品质。
- **软件 - 云边AI体系**：实时监测和处理突发事件，通过算法能力的训练实现对全场景的覆盖，目前已完成7中算法训练，如识别汽车违规占道、垃圾识别和满溢等。
- **标志性成果 - 智能设备黑猫**：可应用于广泛的物业服务场景，包括自动巡逻、远程门禁、视频监控、自动停车场管理、智能照明及环境监测。

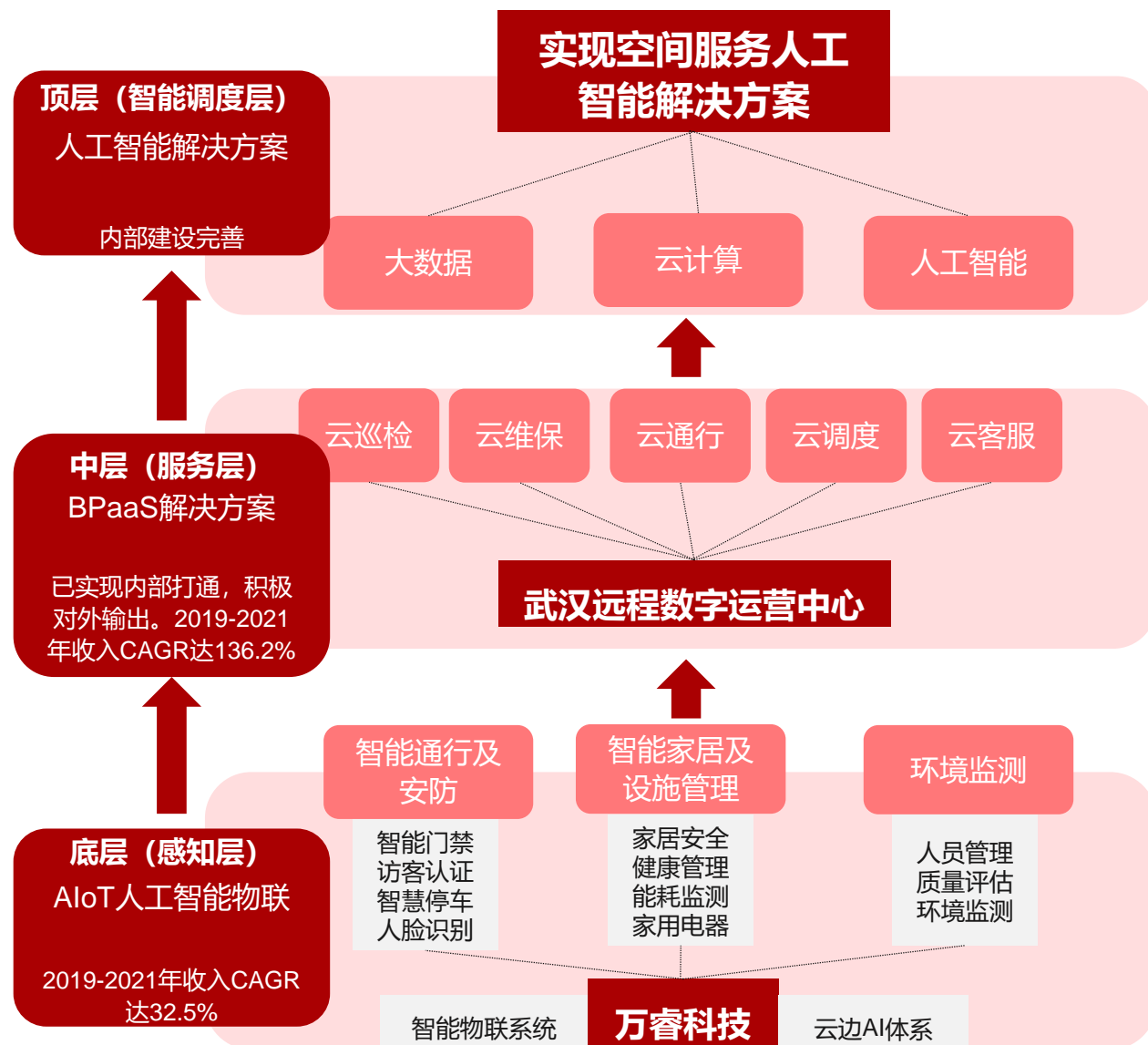
#### 2) 覆盖全域空间的BPaaS是公司科技系统的中层（服务层）：

- **产品形态主要包括**：云维保、云巡检、云调度、云客服和云通行。
- **服务类型**：**企业远程运营服务**（承接企业财务处理、人力资源运营、信息技术等外包，简化客户业务流程）、**空间远程运营服务**（向从事城市服务的公司提供远程数字运营调度服务和智慧城市运营分析服务）。
- 基于底层智能物联系统建立**武汉远程数据运营中心**，搭建了空间数字化流程的远程操作系统和管理平台，实现远程管理，减少企业的人员需求，已连接逾2,000个物业服务项目。

#### 3) 空间服务的人工智能解决方案是科技系统的顶层（智能调度层）：

- **科技体系的顶层仍在内部开发中**。万物云正在基于底层和中间层的空间科技服务一体化解决方案，建设对于复杂场景的相关产品，以最终实现空间服务的人工智能解决方案。

资料来源：万物云招股说明书，浙商证券研究所



# 03

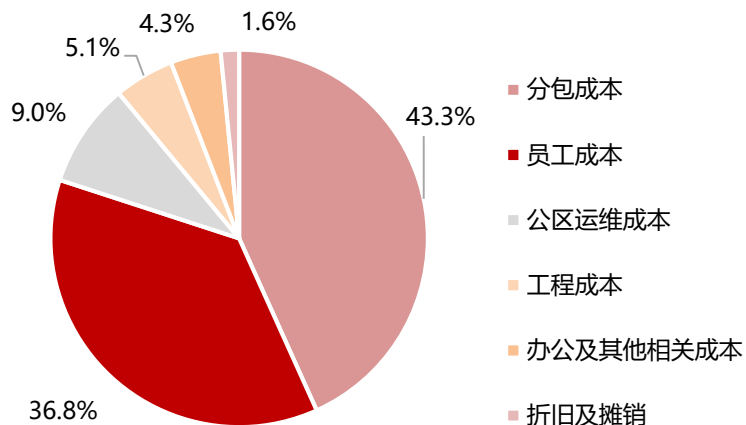
## 万物云 财务分析

### 公司各项收入维持高增，成本结构维持稳定

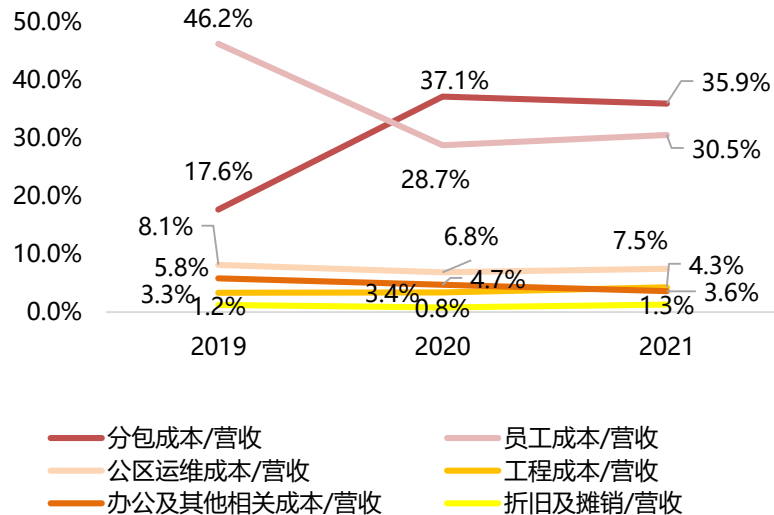
**1) 多元业务齐头并进：**受益于社区、商企和城市空间“三驾马车”业务协同驱动，2021年公司实现营收139.27亿元，同比+30.6%，各项收入均实现高速增长。社区居住消费服务收入同比+23.9%，作为营收占比55.5%的最大业务分项，依然实现较高增速增长。商企和城市空间综合服务包含“三驾马车”中的其中两项核心业务，2021年营收同比+34%，收入占比从2019年的30.8%提升至36.7%。公司领先的空间科技实力和较为成熟的商业模式，助力AIoT及BPaaS解决方案服务成功实现对外输出，2021年营收占比虽然较小，但发展势头迅猛，实现收入18.5亿元，同比+79%。

**2) 成本有所优化：**作为劳动密集型行业，分包成本和员工成本是公司营业成本中占比最高的两项成本，对公司盈利能力影响较大，2021年分别占成本的43.3%和36.8%。2021年分包成本占营收比重为35.9%，较2020年下降1.2pct，员工成本占营收比重30.5%，较2020年小幅上升，对比2019年下降15.7pct。

#### 2021万物云营业成本构成



#### 各项营业成本占营收比重



公司分项营业收入及增速	2019	2020	2021	2019-2021 复合年均增长率
社区空间居住消费服务收入 (百万元)	8828	10623	13161	22.1%
yoy (%)	——	20.3%	23.9%	——
占总营收比重 (%)	63.4%	58.5%	55.5%	——
商企和城市空间综合服务收入 (百万元)	4293	6489	8693	42.3%
yoy (%)	——	51.2%	34.0%	——
占总营收比重 (%)	30.8%	35.8%	36.7%	——
AIoT及BPaaS解决方案服务收入 (百万元)	806	1034	1850	51.5%
yoy (%)	——	28.2%	79.0%	——
占总营收比重 (%)	5.8%	5.7%	7.8%	——
总营收 (百万元)	13927	18145	23705	30.5%
总营收yoy (%)	——	30.3%	30.6%	——

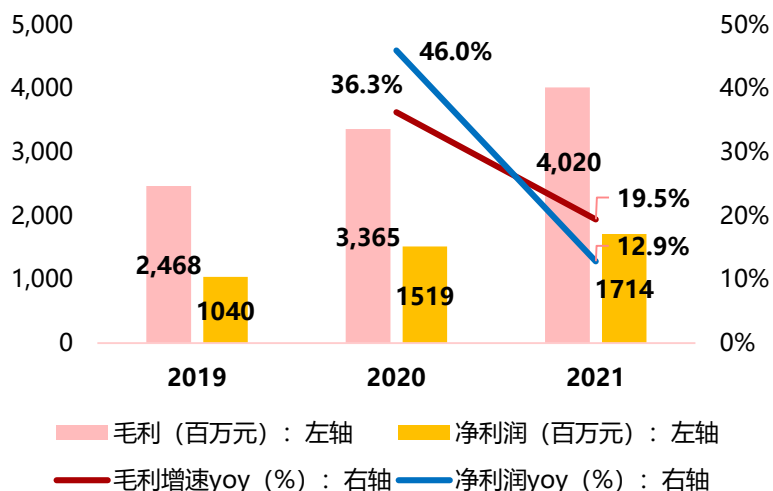
资料来源：万物云招股说明书，浙商证券研究所

### 公司毛利润和净利润稳步增长，城市服务和空间科技毛利率表现亮眼

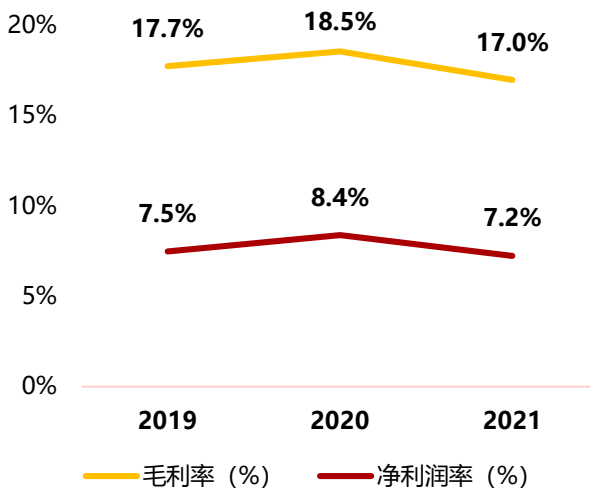
1) **盈利能力维持稳定区间：**2021年公司分别实现毛利润和净利润40.20和17.14亿元，同比+19.5%和+12.9%，维持稳定上涨趋势。2021年公司实现毛利率17%，净利润率7.2%，基本维持在稳定的区间。

2) **城市服务及空间科技毛利率持续攀升：**分业务来看，社区空间居住消费服务2021年毛利率为15.8%，其主要下降原因为2020年社保减免政策取消。商企和城市空间综合服务2021年毛利率为15.9%，其中城市空间整合服务毛利率持续改善。公司空间科技业务毛利率表现亮眼，2021年毛利率为29.9%，商业模式成熟开始对外输出后，盈利能力持续改善。

#### 万物云毛利润和净利润及同比增速



#### 万物云整体毛利率与净利润率走势



分项业务毛利率情况	2019	2020	2021
<b>社区空间居住消费服务</b>	<b>16.1%</b>	<b>18.7%</b>	<b>15.8%</b>
--住宅物业服务	9.5%	15.0%	11.1%
--居住相关资产服务	33.0%	31.7%	30.3%
--其他社区增值服务	63.3%	59.0%	80.8%
<b>商企和城市空间综合服务</b>	<b>20.5%</b>	<b>17.2%</b>	<b>15.9%</b>
--物业及设施管理服务	15.5%	14.3%	13.7%
--开发商增值服务	28.1%	22.4%	19.5%
--城市空间整合服务	9.2%	14.0%	17.4%
<b>AIoT及BPaaS解决方案服务</b>	<b>21.2%</b>	<b>24.6%</b>	<b>29.9%</b>
--AIoT解决方案	26.7%	27.8%	24.7%
--BPaaS解决方案	-12.7%	14.6%	39.8%
<b>整体毛利率</b>	<b>17.7%</b>	<b>18.5%</b>	<b>17.0%</b>

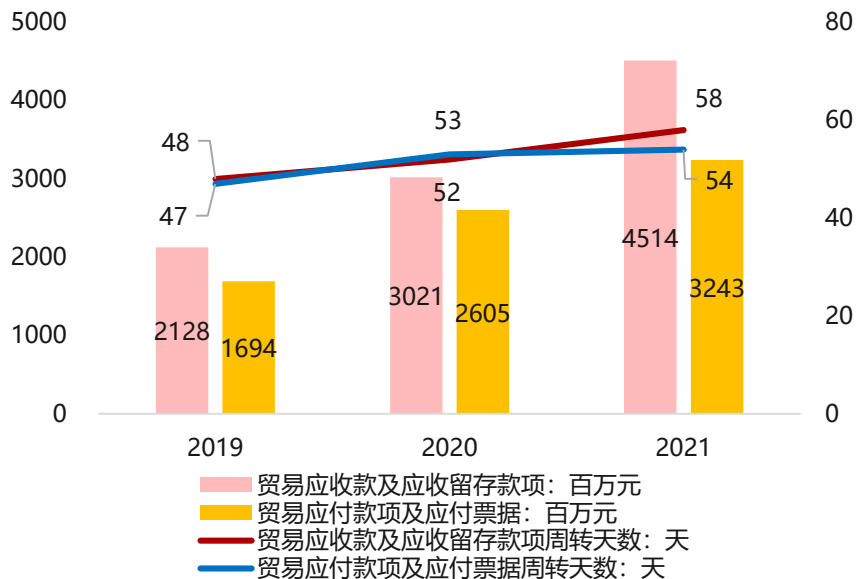


### 应收应付随业务规模而增加，物业费收缴率维持高位，减值风险较小

**1) 应收款管理效率较高：**由于公司业务规模扩张，2021年公司贸易应收款项及应收留存款项达45.1亿元，同比+49.4%，但贸易应收款项及应收留存款项账龄大多集中在一年以内，且减值较少。得益于较高的客户满意度，公司始终维持较高的物业费收缴率，2019、2020、2021年分别达到94.4%、93.7%、94.7%。公司贸易及保留应收款项周转天数自2019年的48天增至2020年的52天，并进一步增至2021年的58天，这主要是因为公司授予较长信贷期的客户收入贡献持续增加。公司贸易应收款主要来自商企和城市空间服务、AIoT及BPaaS解决方案服务。

**2) 应付款与业务增长保持一致：**公司贸易应付款及应付票据主要为向供应商提供货品及服务的款项。2021年公司贸易应付款项及应付票据32.4亿元，同比+24.5%，该增长主要因为公司将大量服务外包。同样得益于客户对公司良好信誉的认可，公司在疫情期间获得延长信贷期的优惠待遇，故截止2021年底，公司贸易应付款项及应付票据周转天数略有扩大至54天。

公司贸易及保留应收款项及周转天数

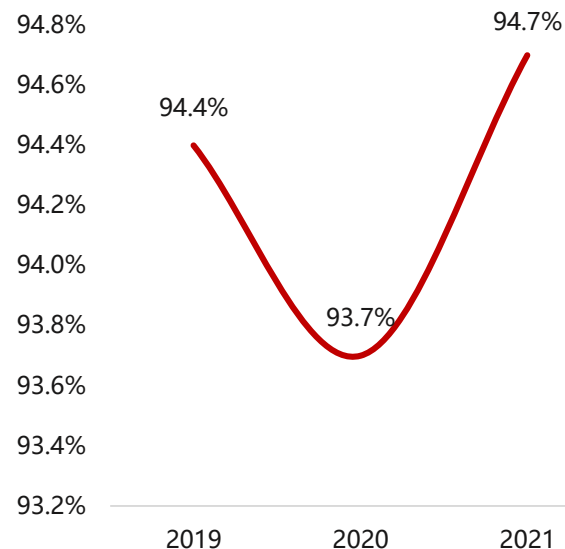


公司贸易及保留应收款项账龄及减值准备 (百万元)

	2019	2020	2021
一年内	2096.8	2970.3	4237.6
占比	98.5%	98.3%	93.9%
一至两年	20.3	40.7	236.4
占比	1.0%	1.3%	5.2%
两年以上	10.7	9.7	40.3
占比	0.5%	0.3%	0.9%
贸易应收款减值	20.5	36.9	134.9
占比*	1.0%	1.2%	2.9%

注：\*基数为减值前的贸易应收款总额

公司2019年-2021年住宅物业费收缴率 (%)

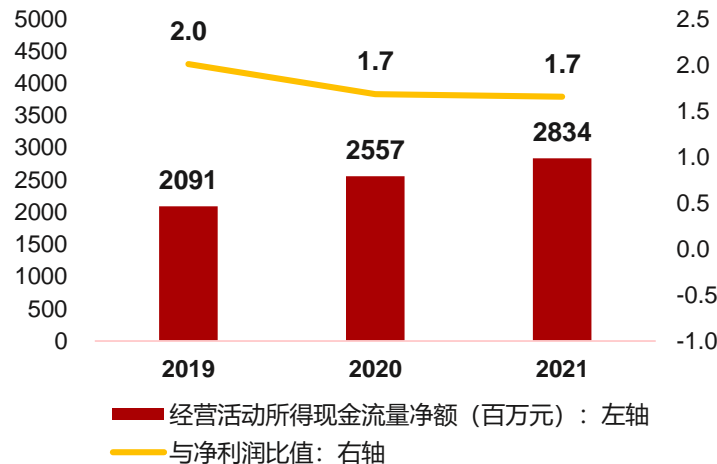


### 现金流情况良好，财务结构合理

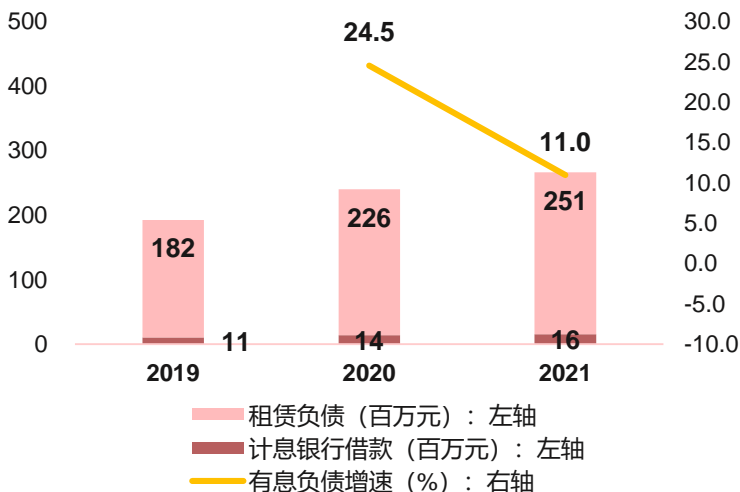
**1) 现金流稳定充沛，在手现金充裕：**2021年公司经营活动所得现金流量净额稳步提升至28.3亿元，快速扩张下始终维持现金流正向增长。公司在手现金充裕，2019-2021年公司现金及现金等价物分别为51.9、54.0、64.3亿元，同比增长为4.1%、19.1%。

**2) 负债结构合理：**2021年公司计息银行借款约0.16亿元，同比增长14%，占比相对较小。公司租赁负债主要来自经营中使用办公场所的租赁合同，近年随着公司业务扩展而持续增加。

### 经营活动所得现金流量净额及与净利润比值



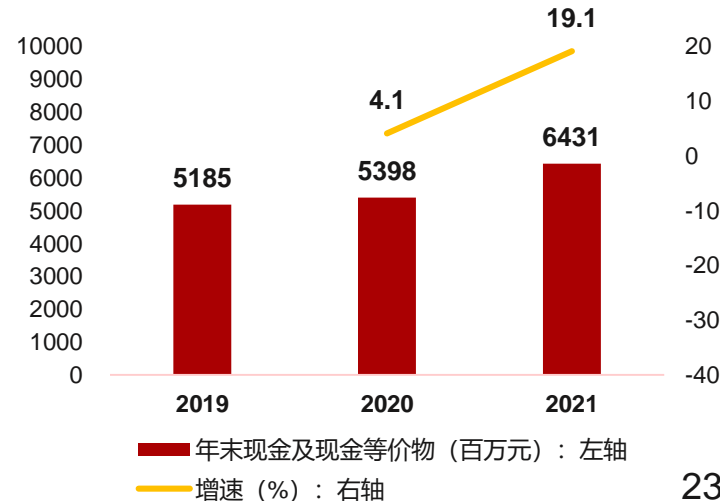
### 公司有息负债分项及增速



### 公司资产负债情况及部分财务指标 (百万元)

	2019	2020	2021
流动资产	9986	12208	13708
非流动资产	6140	6796	15016
流动负债	9772	11512	16282
非流动负债	684	927	2130
流动资产净额	214	696	-2574

### 年末现金及现金等价物及增速



04

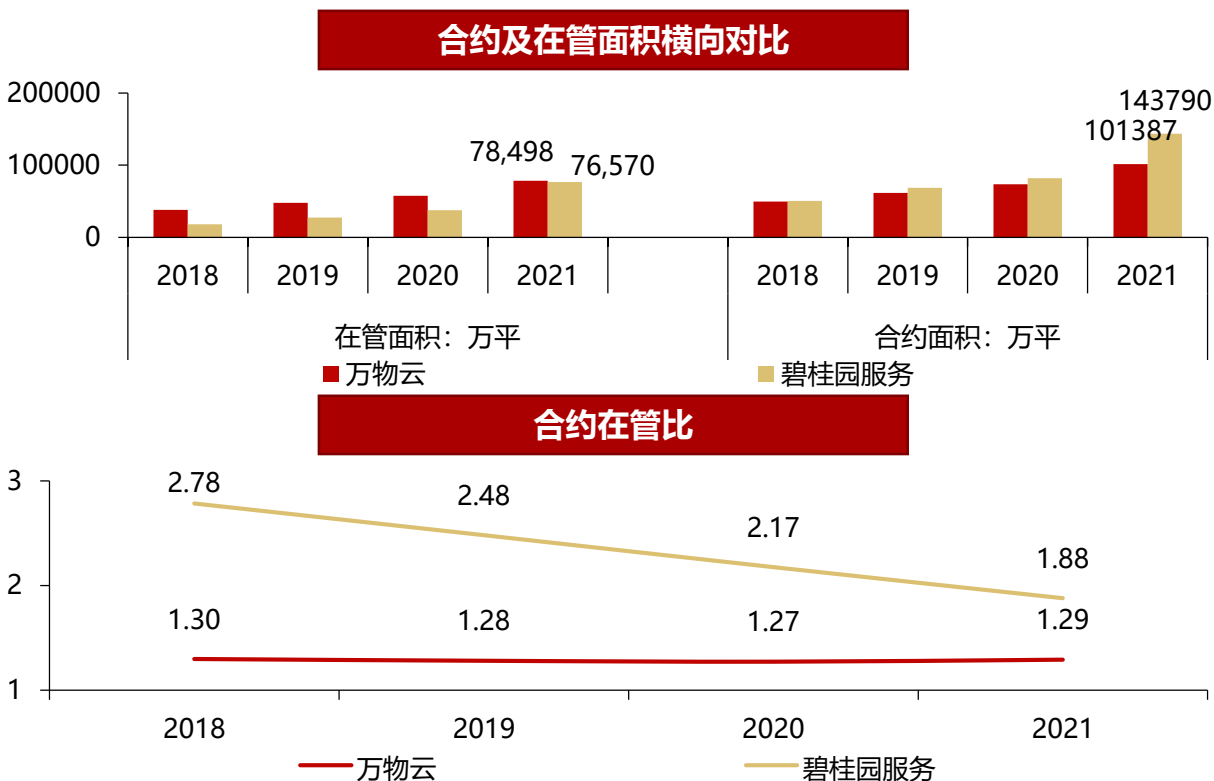
头部物企  
横向对比



## 万物云与碧桂园服务横向对比

1) 在管规模相当，当前时点碧桂园服务规模增长确定性更强：2021年万物云住宅及非住宅在管面积约7.85亿平，略高于碧桂园服务的7.66亿平，但碧桂园服务拥有14.38亿平合约面积，远高于万物云的10.14亿平合约面积，若不考虑未来收并购及市拓增量面积，碧桂园服务的规模增长确定性更强。

2) 碧桂园服务收入规模更高、盈利能力更强：2021年万物云实现营收237亿元，低于碧桂园服务的288亿元，碧桂园服务收入增长势头更强，2019-2021年万物云和碧桂园服务营收复合增速分别为30.5%和72.9%。从盈利能力来看，目前万物云的毛利率和净利润率均较碧桂园服务尚存一定差距。



		万物云			碧桂园服务		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
财务数据	营业收入: 百万元	13927	18145	23705	9645	15600	28843
	同比增速: %		30.3%	30.6%	106.3%	61.7%	84.9%
	毛利润: 百万元	2468	3365	4020	3048	5300	8864
	同比增速: %		36.3%	19.5%	72.9%	73.9%	67.3%
	净利润: 百万元	1040	1519	1714	1,718	2,782	4349
盈利能力	同比增速: %		46.0%	12.9%	83.9%	61.9%	56.4%
	毛利率	17.7%	18.5%	17.0%	31.6%	34.0%	30.7%
	净利润率	7.5%	8.4%	7.2%	17.8%	17.8%	15.1%

## 4.2 万物云VS碧桂园服务

## 万物云与碧桂园服务横向对比：四大类分项业务

**1) 业务结构：**两家物管龙头均以基础物管为核心业务，2021年万物云物业管理营收占比高达70.2%，远高于碧桂园服务的47.8%；万物云社区增值服务2021年营收占比7.6%，较碧桂园服务的11.5%仍有较大的发展空间；非业主增值服务方面，2021年万物云营收占比12.9%高于碧桂园服务，仍然是万物云较为重要的业务组成；城市服务方面，碧桂园服务通过收并购业务体量增长迅速，2021年营收占比已经达到15.7%，远高于万物云的1.4%。

**2) 盈利能力：**除城市服务业务以外，万物云目前各项业务毛利率均较碧桂园服务有一定差距；两家龙头物管公司城市服务业务毛利率均处于17-18%区间。

**3) 我们认为，**万物云的优势在于管理项目聚焦一二线高能级城市、单城市管理密度较高，且叠加科技实现降本增效，后期盈利能力有望持续改善，规模效应下增值服务还有较大的增长潜力。

		万物云			碧桂园服务		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
物业管理 (住宅+非住)	营业收入：百万元	9820	13153	16651	5749	8607	13794
	同比增速：%		33.9%	26.6%	66.8%	49.7%	60.3%
	营收占比	70.5%	72.5%	70.2%	59.6%	55.2%	47.8%
	毛利率	11.1%	14.8%	11.9%	30.2%	34.6%	30.3%
社区增值服务	营业收入：百万元	1577	1493	1798	865	1731	3328
	同比增速：%		-5.3%	20.5%	107.4%	100.1%	92.2%
	营收占比	11.3%	8.2%	7.6%	9.0%	11.1%	11.5%
	毛利率	46.2%	41.6%	45.5%	66.2%	65.1%	60.5%
非业主增值服务	营业收入：百万元	1693	2363	3065	1422	1370	2675
	同比增速：%		39.6%	29.7%	79.8%	-3.7%	95.3%
	营收占比	12.2%	13.0%	12.9%	14.7%	8.8%	9.3%
	毛利率	28.1%	22.4%	19.5%	41.0%	45.5%	40.9%
城市服务	营业收入：百万元	31	102	340	68	884	4529
	同比增速：%		233.7%	233.0%		1192.4%	412.3%
	营收占比	0.2%	0.6%	1.4%	0.7%	5.7%	15.7%
	毛利率	9.2%	14.0%	17.4%	38.7%	32.5%	17.6%

资料来源：万物云招股说明书、公司公告，浙商证券研究所

万物云是国内最早开始探索物业服务的公司之一，1990年作为万科企业的物业服务部门率先开始提供住宅物业服务，经过30年的探索和积累逐渐发展成为规模领先、品牌及科技实力强劲的物管公司。2020年10月，为了配合公司在空间服务领域的后续发展、定位和多元化战略，公司改名为万物云空间科技股份有限公司，科技基因凸显。

我们认为，公司传承国内最大的综合房地产开发商万科的优质基因，具有天生的竞争优势，我们认为公司的主要亮点为：

**1) 管理规模领先，具备较强的多业态管理能力。**2021年公司合约和在管面积分别为10.1亿和7.8亿平，位居行业前列，规模效应有望逐渐显现。在管面积中，非住宅占比约15.9%，综合管理能力突出。

**2) 打造优质品牌、聚焦高能级城市，服务溢价能力较强。**公司搭建丰富且系统化的万物云品牌集群，包含万科物业、朴邻、万物梁行、万物云城、万睿科技等独立品牌，深耕不同的细分服务领域，输出专业的高品质服务。公司聚焦提升核心城市核心地区浓度战略，二线及以上城市在管面积占比89.3%。我们认为，公司拥有较强的品牌势能与优质的服务口碑，并且聚焦高能级城市，有利于后续管理单价的持续提升，也为增值服务的拓展提供良好的基础。

**3) 空间科技实力超前，打破传统服务边界，单城市管理规模行业领先。**公司成功的数字化战略显著提升效率和服务质量，并实现对外输出。借助科技打造万物云街道模式，2021年单城市在管规模约513万平，释放较强的规模效应和协同效应，实现成本的降低和单位创收能力的提升。我们认为，公司的万物云街道模式具备一定可复制性，公司计划在3-5年内打造数百条万物云街道，有利于公司盈利能力的持续提升。

可比公司估值表

代码	公司简称	市值 (亿港元)	年初收盘价 (港元)	最新收盘价 (港元)	年内累计涨幅 (%)	每股收益 (元每股/港元每股)				PE (倍)				PEG 2022
						2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
6098.HK	碧桂园服务	686	46.70	20.35	-56%	1.28	1.75	2.44	3.34	12.84	9.43	6.75	4.94	0.25
6049.HK	保利物业	251	61.30	45.30	-26%	1.53	1.96	2.50	3.18	23.98	18.76	14.66	11.54	0.68
2669.HK	中海物业	266	8.27	8.08	-2%	0.30	0.40	0.52	0.69	27.00	20.44	15.46	11.77	0.64
1995.HK	旭辉永升服务	101	12.08	5.78	-52%	0.37	0.50	0.69	0.91	12.78	9.36	6.82	5.16	0.27

## 风险提示

- 1) 疫情反复或导致部分增值服务和市场外拓难以开展，进而影响公司收入和规模的增长；
- 2) 外拓市场竞争加剧，导致外拓项目的量价存在一定不确定性；
- 3) 房地产开发赛道风险尚未出清，部分房企债务违约或展期或影响物业板块估值；
- 4) 公司收并购标的存在减值风险。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>