

港股公司|公司深度|万物云（02602）

蝶城稳步扩张，科技驱动增长



| 报告要点

公司基础物管业务增长稳健，第三方项目拓展能力突出，2019-2023 年，住宅物业服务 and 商企物业管理营收 CAGR 分别达 23.7% 和 34.1%。公司在科技领域持续投入，带来新的业务增长极，2019-2023 年，AIoT 和 BPaaS 解决方案营收 CAGR 分别为 19.6% 和 86.1%，城市空间整合服务 CAGR 高达 117.3%。公司 2023 年末现金及等价物 155.72 亿元，分红派息 12.84 亿元，股息率 4.82%，同时积极回购，截至 2024 年 11 月累计回购金额 3.45 亿元。鉴于公司在物管领域的龙头地位，以及科技赋能下蝶城战略的品牌优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

| 分析师及联系人



杜昊昊



姜好幸



方鹏



刘汪

SAC: S0590524070006 SAC: S0590524070008 SAC: S0590524100003

万物云(02602)

蝶城稳步扩张，科技驱动增长

行业：房地产/房地产服务
投资评级：买入（首次）
当前价格：21.05 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,166/1,166
流通市值(百万港元) 24,539.15
每股净资产(元) 16.17
资产负债率(%) 53.18
一年内最高/最低(港元) 28.25/15.72

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 基础物管稳健，蝶城效果兑现

公司住宅和商企基础物业服务营收保持高速增长，2019-2023 年，住宅物业和商企物业的营收 CAGR 分别为 23.7%、34.1%。2024 年上半年，住宅和商企在管项目饱和和收入分别为 262.07、143.11 亿元，同比分别+14.2%、25.8%，合约项目饱和和收入分别为 318.50、175.08 亿元，同比分别+8.8%、14.8%。蝶城战略稳步推进，2024 年上半年蝶城数量增长至 642 个，一方面通过服务质量持续拓展存量项目，另一方面通过流程改造实现降本增效，同时带动其他增值业务共同成长。

➤ 践行科技战略，开拓新增长极

公司持续投入研发，提升空间科技能力，对内降本增效，对外拓展新的业务增长极。AIoT 解决方案、BPaaS 解决方案和城市空间整合服务 2019-2023 年的营收 CAGR 分别为 19.6%、86.1%、117.3%。公司构建“全域智能运营”的服务模式，助力城市空间整合服务快速增长，已在 24 个城市落地 108 个服务项目。上述业务市场空间广阔，公司有望凭借完善的服务体系和丰富的项目经验，保持营收和利润增长。

➤ 现金充足，分红慷慨，积极回购

公司 2023 年末现金及等价物达 155.72 亿元，占总资产的比例为 39.5%。2023 年经营性现金流量净额为 25.86 亿元，经营性现金流覆盖净利润倍数为 1.27 倍。2024 年中期分红 11.95 亿元，股利支付率为 154.9%。公司自 2023 年 11 月开始回购，截至 2024 年 11 月 20 日，已累计回购股份 1761 万股，约占回购前总股本的 1.49%，累计回购金额为 3.45 亿元。

➤ 蝶城战略助力公司高质量发展，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 363.62/403.34/443.56 亿元，同比增速分别为 9.6%/10.9%/10.0%，2024-2026 年归母净利润分别为 19.79/22.01/24.52 亿元，同比增速分别为 1.3%/11.2%/11.4%，对应三年 CAGR 为 7.8%；EPS 分别为 1.69/1.88/2.09 元/股。鉴于公司在物管领域的龙头地位，以及科技赋能下蝶城战略的品牌优势，综合绝对估值法（DCF 法测算得到公司价值为 350 亿元）和相对估值法（可比公司 2025 年平均 PE 为 13 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场修复不及预期，蝶城战略的效果不及预期，市场外拓不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30106	33183	36362	40334	44356
增长率（%）	27.0%	10.2%	9.6%	10.9%	10.0%
EBITDA（百万元）	2887	3683	3482	3838	4230
归母净利润（百万元）	1510	1955	1979	2201	2452
增长率（%）	-9.4%	29.4%	1.3%	11.2%	11.4%
EPS（元/股）	1.29	1.67	1.69	1.88	2.09
市盈率（P/E）	16.3	12.6	12.5	11.2	10.1
市净率（P/B）	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.1	3.5	3.3	2.5	1.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 12 月 10 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司深耕物管行业三十年，业务规模、服务质量稳居行业头部。通过外部收并购和内部研发投入，不断拓展客户范围，满足多元化业务需求。公司住宅和商企物业服务基本盘稳健，蝶城战略稳步推进，品牌力不断提升，带动外拓项目持续增长。此外，通过科技赋能，开拓了 BPaaS 解决方案、城市空间整合服务等高成长赛道。在房地产市场下行的环境下，公司保持充沛的现金流和稳健的应收账款管理，同时保持高分红比例，看好公司的长期高质量发展。

核心假设

- 社区空间居住消费服务：1) 预计 2024-2026 年住宅物业服务营收分别为 190.86/213.90/234.97 亿元，同比分别+12.3%/+12.1%/+9.9%，毛利率维持在 13.3%；2) 预计 2024-2026 年居住相关资产服务营收分别为 13.34/13.74/14.56 亿元，同比分别-2%/+3%/+6%，毛利率为 29.0%；3) 预计 2024-2026 年其他社区增值服务营收分别为 3.57/3.57/3.75 亿元，同比分别-5%/持平/+5%，毛利率分别为 60%/62%/64%。
- 商企和城市空间综合服务：1) 预计 2024-2026 年物业和设施管理服务营收分别为 99.76/114.53/129.31 亿元，同比分别+20.2%/+14.8%/+12.9%，毛利率分别为 8.5%/9.0%/10.0%；2) 预计 2024-2026 年开发商增值服务营收分别为 18.78/16.91/16.91 亿元，同比分别-30%/-10%/持平，毛利率分别为 2%/4%/6%；3) 预计 2024-2026 年城市空间整合服务营收分别为 7.49/8.24/9.07 亿元，同比分别+10%/+10%/+10%，毛利率分别为 9.0%/9.5%/10%。
- AIoT 及 BPaaS 解决方案服务：1) 预计 2024-2026 年 AIoT 解决方案营收分别为 13.47/14.14/14.85 亿元，同比分别-5%/5%/5%，毛利率维持在 25%；2) 预计 2024-2026 年 BPaaS 解决方案营收分别为 16.36/18.32/20.15 亿元，同比分别+20%/+12%/+10%，毛利率稳定在 35%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 363.62/403.34/443.56 亿元，同比增速分别为 9.6%/10.9%/10.0%，2024-2026 年归母净利润分别为 19.79/22.01/24.52 亿元，同比增速分别为 1.3%/11.2%/11.4%，对应三年 CAGR 为 7.8%；EPS 分别为 1.69/1.88/2.09 元/股。可比公司 2025 年平均 PE 为 13 倍，鉴于公司在物管领域的龙头地位，以及科技赋能下蝶城战略的品牌优势，综合绝对估值法（DCF 法测算得到当前每股价值为 32.70 港元）和相对估值法，给予公司 2025 年 14 倍 PE，对应目标价 28.76 港元（汇率采用 1 人民币=1.0936 港元），首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，受房地产市场下行影响，关联方带来的项目增量或有所减少，人工成本持续上升。公司凭借蝶城战略的推进，不断提高市场外拓能力，关联方相关的营收占比持续降低，物业基本盘增长稳健。同时，公司保持健康的现金储备和经营性现金流，应收账款管理高效，有望保持高质量发展。
- 长期来看，公司坚持“蝶城战略”、“客户多元化战略”和“科技战略”，有望通过科技赋能和多元化业务带来利润增厚。物管行业市场空间广阔，随着公司品牌影响力和服务力的提升，有望进一步提高市场份额。

正文目录

1. 龙头地位稳固，多元业务驱动高质量增长	6
1.1 深耕物管行业，“三驾马车”并进	6
1.2 背靠头部房企，股权激励充足	9
1.3 行业空间可期，公司保持头部地位	12
2. 规模稳居头部，积极回馈股东	14
2.1 营收保持增长，循环业务毛利率稳健	14
2.2 应收账款好于行业，现金流充足	16
2.3 分红积极，回购彰显信心	18
3. 业务多元化发展，核心板块稳中有升	19
3.1 蝶城战略稳步推进，外拓能力优异	19
3.2 商企物业稳步拓展，利润增厚可期	22
3.3 优化客户结构，科技业务带来新的增长极	24
4. 盈利预测、估值与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	28
5. 风险提示	31

图表目录

图表 1: 万物云发展历程	6
图表 2: 万物云品牌谱系	7
图表 3: 万物云蝶城数量	8
图表 4: 万物云三大主营业务	9
图表 5: 万物云业务分类	9
图表 6: 万物云股权结构图	10
图表 7: 公司管理层及个人履历	10
图表 8: 境外员工持股平台	11
图表 9: 公司人均创造营收能力持续提升	12
图表 10: 2020-2025 年物业管理面积及预测	13
图表 11: 2024H1 新增合约面积 TOP50 企业总新增面积及增速	13
图表 12: 2018-2023 年上市物企披露收并购金额及数量	13
图表 13: 2023 年中国物业服务企业在管面积 TOP10	14
图表 14: 2023 年中国物业服务企业合约面积 TOP10	14
图表 15: 公司 2019-2024H1 营收及增速	15
图表 16: 头部物企 2023H1、2024H1 营收（亿元）	15
图表 17: 公司 2019-2024H1 归母净利润及增速	15
图表 18: 头部物企 2023H1、2024H1 归母净利润（亿元）	15
图表 19: 公司 2019-2024H1 毛利率及归母净利率	16
图表 20: 公司 2019-2024H1 研发费用及研发费用率	16
图表 21: 公司 2019-2024H1 销管费用率	16
图表 22: 公司销管费用率低于头部物企均值	16

图表 23:	公司 2019-2024H1 应收账款及应收账款周转率.....	17
图表 24:	公司 2019-2024H1 现金及现金占总资产的比例.....	17
图表 25:	公司应收账款周转天数低于头部物企均值.....	17
图表 26:	头部物企应收账款周转天数.....	17
图表 27:	公司 2019-2024H1 现金及现金占总资产的比例.....	18
图表 28:	公司 2019-2024H1 经营性现金流净额及净利润覆盖倍数.....	18
图表 29:	万物云上市以来分红情况.....	19
图表 30:	公司社区空间居住消费服务营收及增速.....	20
图表 31:	公司社区空间居住消费服务各业务营收占比.....	20
图表 32:	公司社区空间居住消费服务毛利润.....	20
图表 33:	公司社区空间居住消费服务各业务毛利率.....	20
图表 34:	公司住宅物业服务营收构成.....	21
图表 35:	公司住宅物业服务在管项目构成.....	21
图表 36:	公司住宅物业服务在管项目拓展个数.....	21
图表 37:	公司住宅物业服务在管项目饱和收入.....	21
图表 38:	公司住宅物业服务合约项目个数及饱和收入.....	22
图表 39:	公司住宅物业服务合约项目拓展个数.....	22
图表 40:	公司商企和城市空间综合服务营收及增速.....	22
图表 41:	公司商企和城市空间综合服务各业务营收占比.....	22
图表 42:	公司商企和城市空间综合服务毛利润.....	23
图表 43:	公司商企和城市空间综合服务各业务毛利率.....	23
图表 44:	公司物业和设施管理服务营收构成.....	23
图表 45:	公司物业和设施管理服务在管项目构成.....	23
图表 46:	公司物业和设施管理服务在管项目拓展个数.....	24
图表 47:	公司物业和设施管理服务在管项目饱和收入.....	24
图表 48:	公司物业和设施管理服务合约项目个数及饱和收入.....	24
图表 49:	公司物业和设施管理服务合约项目拓展个数.....	24
图表 50:	公司 AIoT 解决方案营收及增速.....	25
图表 51:	公司 AIoT 解决方案毛利及毛利率.....	25
图表 52:	公司 BPaaS 解决方案营收及增速.....	25
图表 53:	公司 BPaaS 解决方案毛利及毛利率.....	25
图表 54:	公司分业务板块营收及毛利率预测.....	27
图表 55:	FCFF 估值模型参数.....	28
图表 56:	FCFF 估值结果 (百万元).....	29
图表 57:	FCFF 模型敏感性测试 (元/股).....	29
图表 58:	公司近一年估值走势.....	30
图表 59:	可比公司估值指标比较.....	30

1. 龙头地位稳固，多元业务驱动高质量增长

1.1 深耕物管行业，“三驾马车”并进

三十年物管经验，成就行业领先的空间科技服务商。公司由万科集团旗下物业服务板块发展而来，于 2022 年 9 月正式在港交所主板上市。公司拥有三十多年的物业管理服务经验，通过收并购不断拓展业务范围和规模。2019 年，公司收购戴德梁行大中华区业务，成立合资企业“万物梁行”，聚焦商企物业及设施管理。2020 年，公司推出“万物云城”品牌，致力于城市空间一体化治理，形成了以社区、商企和城市空间三大业务体系为核心的运营模式。

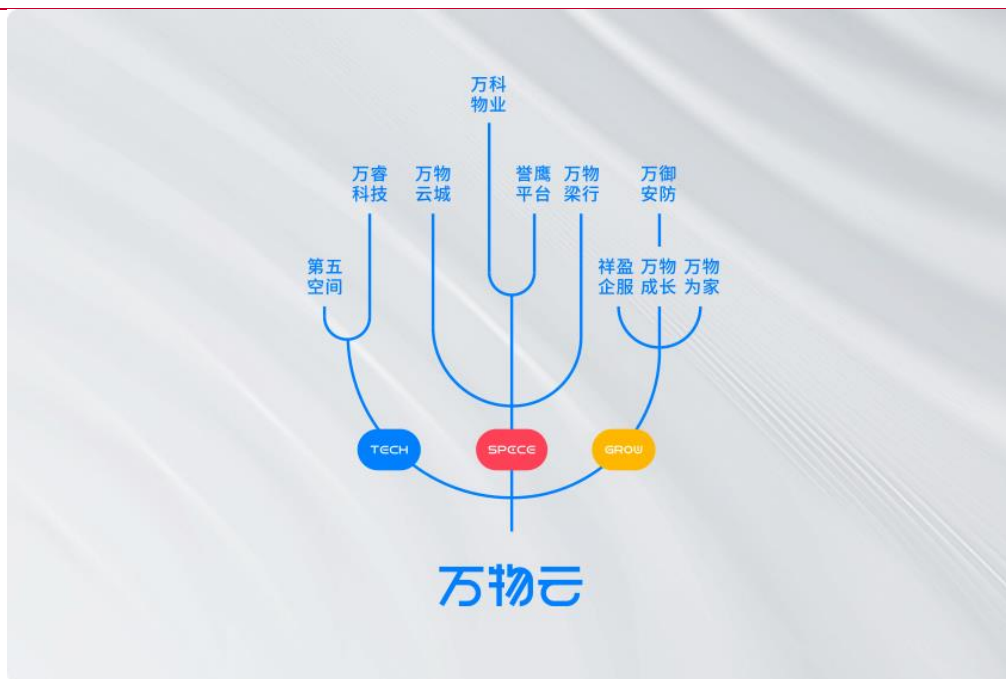
图表1：万物云发展历程



资料来源：公司官网，国联证券研究所

万物云品牌矩阵丰富，三大战略坚定落位。公司旗下包括“万科物业”、“万物梁行”等核心品牌，不断拓展业务范围。公司践行三大战略：1) 蝶城战略：选取高密度高质量区域，通过流程改造和投入智慧社区改造基金，打造蝶城底盘，凭借品牌效应不断获取区域内存量住宅项目；2) 客户多元化战略：深耕五大赛道，持续深化服务扩展能力，丰富客户矩阵；3) 科技战略：对内通过软硬件科技实现降本增效，对外提供 AIoT、BPaaS 解决方案服务。

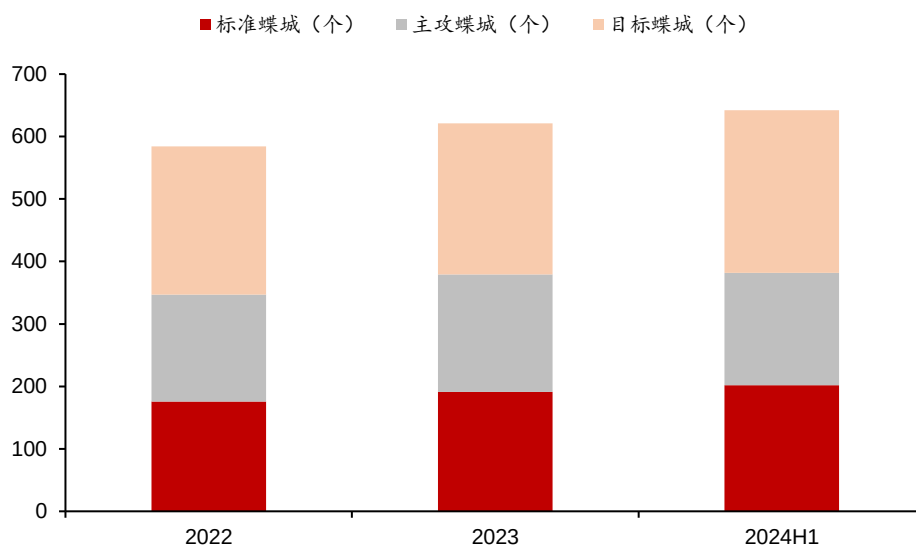
图表2：万物云品牌谱系



资料来源：万物云官网，国联证券研究所

蝶城战略稳步推进。公司从 2020 年起探索与践行蝶城战略，从全国经济最发达的 100 个城市中，选择 3402 条街道集中提升物业项目浓度。截至 2024 年上半年，公司蝶城个数增长至 642 个，其中标准蝶城 202 个，主攻蝶城 180 个，目标蝶城 260 个。蝶城战略一方面通过提高服务质量和品牌效应，在智慧社区和资产增值方面强化客户认知，不断拓展蝶城内存量项目；另一方面利用多种资金，对老旧小区进行流程改造，实现降本增效。此外，公司构建了“蝶城+”产业互联生态，带动其他增值业务成长。

图表3：万物云蝶城数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：目标蝶城指服务 3000-6000 户家庭的街道，主攻蝶城指服务 6000-10000 户家庭的街道，标准蝶城指服务超过 10000 户家庭的街道。

公司主要有三大业务板块，分别是社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务。

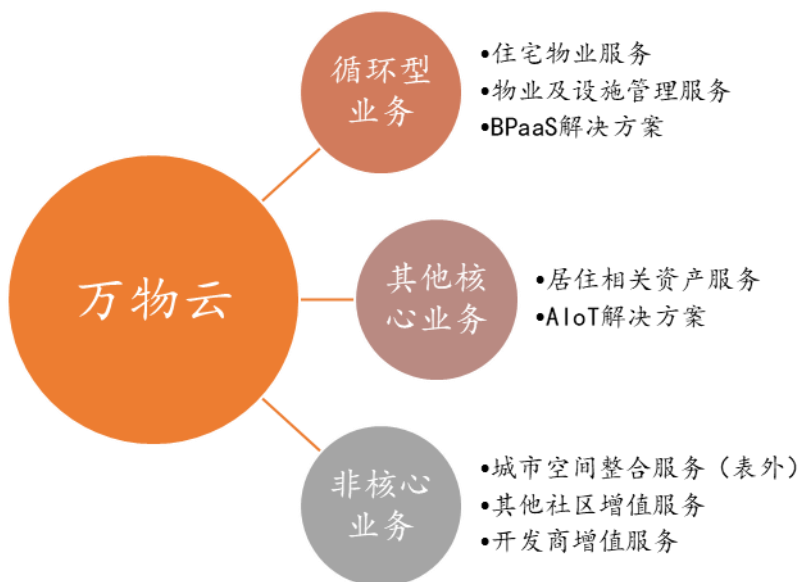
按照业务收入模式可分为：1) 循环型业务：包括住宅物业服务、物业及设施管理服务及 BPaaS 解决方案，公司可通过续签来持续获取收益。2) 其他核心业务：包括居住相关资产服务及 AIoT 解决方案，该类业务需要通过增量项目及客户维持。3) 非核心业务：包括城市空间整合服务、其他社区增值服务及开发商增值服务，公司主动调整战略，该类业务占比持续下降，其中城市空间整合服务将主要以表外合资的形式展开。

图表4：万物云三大主营业务



资料来源：招股说明书，国联证券研究所

图表5：万物云业务分类



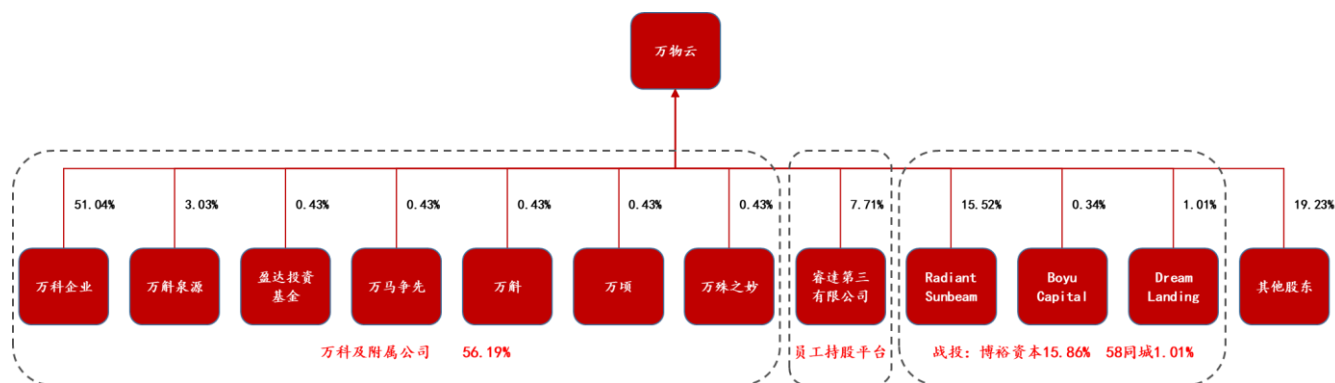
资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 背靠头部房企，股权激励充足

万科企业是万物云的控股股东。截至 2024 年 6 月，万科集团及附属子公司合计持股 56.19%。公司员工持股平台（睿达第一-第五有限公司）合计持有 7.71% 股份。此外，

公司在 2017 年引入战投博裕资本和 58 同城，分别持有 15.86%、1.01%股份。

图表6：万物云股权结构图



资料来源：公司公告，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 6 月 30 日

公司管理团队专业稳健，推动公司持续创新发展。公司核心管理层拥有丰富的物业管理行业经验，多位高管来自万科内部。董事长朱保全先生 2010 年加入万科物业，拥有丰富的地产与物业管理行业经验。2021 年，公司引入丁险峰先生担任首席科学家，丁先生曾担任阿里云首席物联网科学家，拥有近 20 年的物联网与人工智能经验。

图表7：公司管理层及个人履历

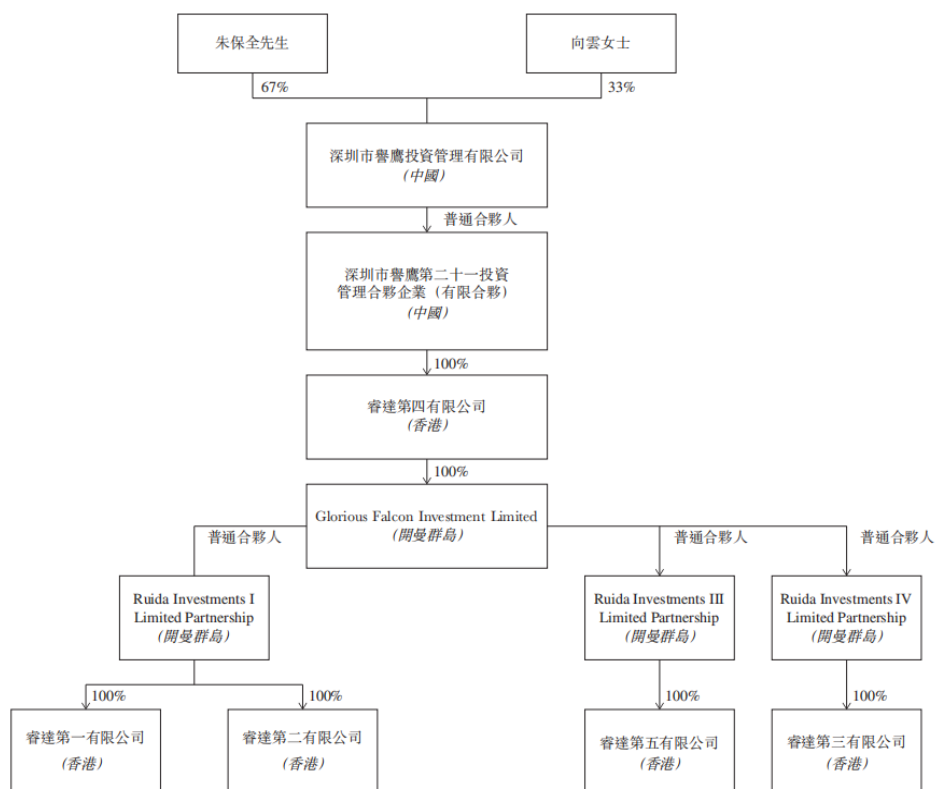
 朱保全：2010年5月起出任公司总经理，自2011年2月起出任公司董事、董事长兼总经理，于2022年3月获重新委任为执行董事。朱先生拥有丰富的地产与物业管理行业经验，拥有10年以上大型企业管理经验。	 何曙华：1998年4月加入公司，先后担任多个职位，现担任公司首席市场官、政府及企业客户服务中心首席合伙人，分管城市空间服务和万睿科技。何先生拥有逾20年丰富的物业管理行业经验。	 杨光辉：2021年3月起担任公司副总经理、首席客户官。2022年1月起担任万科物业BU首席合伙人。主要负责住宅物业服务（万科物业）的运营管理。杨先生拥有逾20年的物业管理行业经验。	 邹明：2021年1月起担任公司副总经理，主要负责公司人力资源管理。邹先生于2001年2月加入公司后，历任天津万科物业服务有限公司总经理、住宅项目运营中心北京大区总经理、华北地区总经理等。	 丁险峰：2021年起担任公司首席科学家。丁先生拥有近20年物联网与人工智能经验，曾在硅谷工作15年并担任国际传感器行业协会全球董事。曾任阿里云首席物联网科学家、阿里巴巴技术委员会IoT专委会组长。
---	--	--	--	--

资料来源：公司公告、公司官网，国联证券研究所

员工持股计划助推人才与公司共同发展。公司于 2015 年 6 月推出内部事业合伙人机制，设立睿达第一至第五有限公司作为境外员工持股平台，以此增强核心竞争力，激

励员工与公司共同成长。

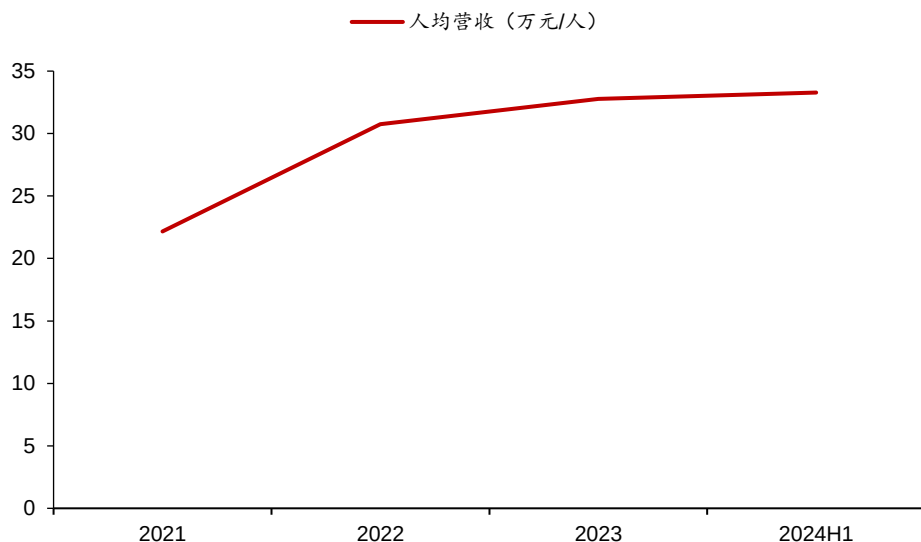
图表8：境外员工持股平台



资料来源：招股说明书，国联证券研究所

完善人才培养体系，人均创收持续提升。公司重视员工个人成长，自 2019 年起推出员工发展项目，提供技能培训和多元业务发展，2023 年员工人均培训时长为 77.8 小时，推动 2598 名一线服务者转岗。2021 年，公司在“双百计划”基础上提出“千人计划”，为参与者提供 5000-7000 元的助学金，帮助员工实现学历提升。随着员工的成长，一方面提高了服务质量和满意度，另一方面也提高了人均创收能力，人均营收从 2021 年的 22.17 万元/人提升至 2024 年上半年的 33.28 万元/人。

图表9：公司人均创造营收能力持续提升



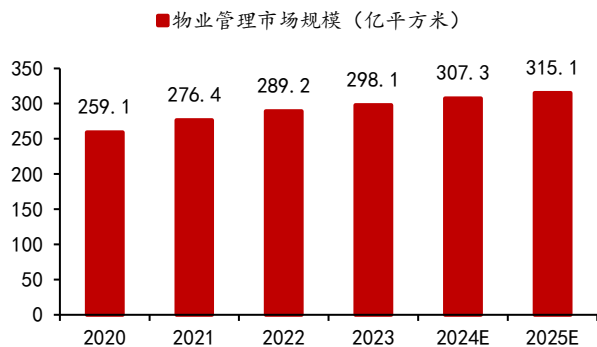
资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 行业空间可期，公司保持头部地位

物业管理“增量+存量”逻辑支撑长远发展。根据中指院数据，全国物业管理总面积由2020年的259.1亿平方米增长至2023年的298.1亿平方米，预计2025年全国物业管理规模将达到315亿平方米。受房地产销售低迷的影响，物业管理市场规模增速有所放缓。物业服务的增长，逐渐由过去几年的开发商增量驱动转为存量市场外拓驱动，同时通过横向覆盖多元化非住宅业态，纵向深入增值服务领域，开拓新的增长极。

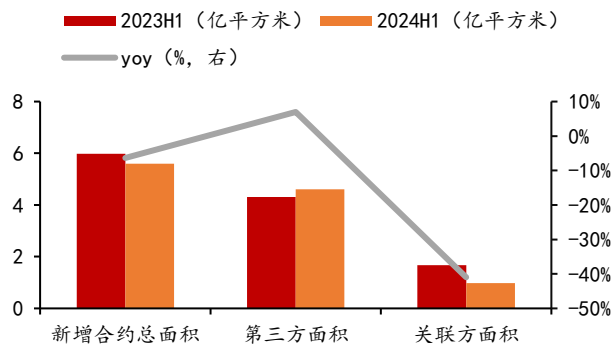
第三方外拓贡献主要增量合约面积。根据中指院数据，2024年上半年，新增合约面积排名前50的企业合计新增5.6亿平方米，同比下降6.4%。其中，关联方合约面积9836万平方米，同比下降41.0%；第三方外拓管理面积达4.6亿平方米，同比增长7.0%。新增合约面积前10的企业，新增合约面积合计2.5亿平方米，同比下降7.6%，第三方外拓增速较高，同比增长16.7%，关联方管理面积同比下降47.8%。

图表10：2020-2025 年物业管理面积及预测



资料来源：中指院，国联证券研究所

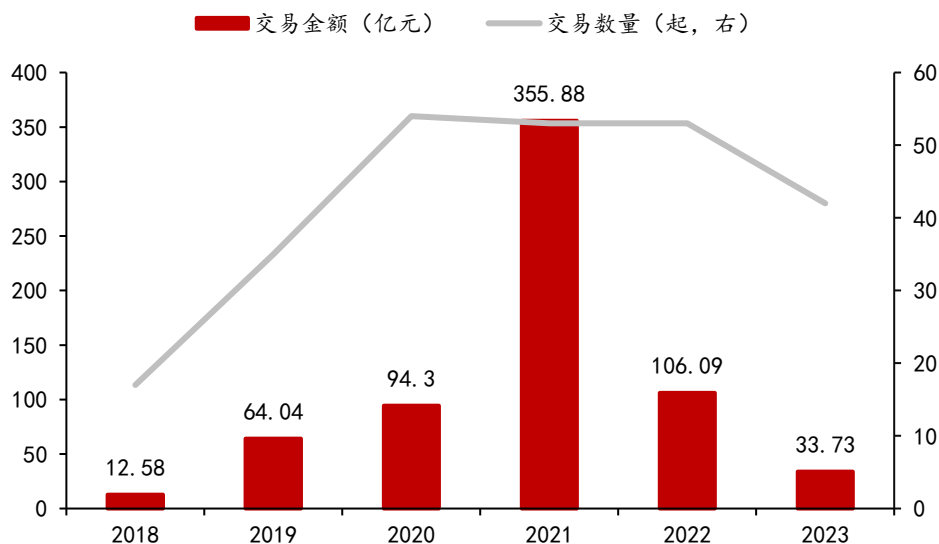
图表11：2024H1 新增合约面积 TOP50 企业总新增面积及增速



资料来源：中指院，国联证券研究所

物业企业并购降温。2023 年全年上市物企披露 42 起收购，交易金额 33.73 亿元，同比下降 68.21%，其中关联方收购金额 14.8 亿元，剔除后交易金额降幅达 82.16%。物业服务企业此前大规模收并购，面临一定的资产减值压力。在当前市场环境下，物企并购更加理性与谨慎，注重高质量发展。

图表12：2018-2023 年上市物企披露收并购金额及数量

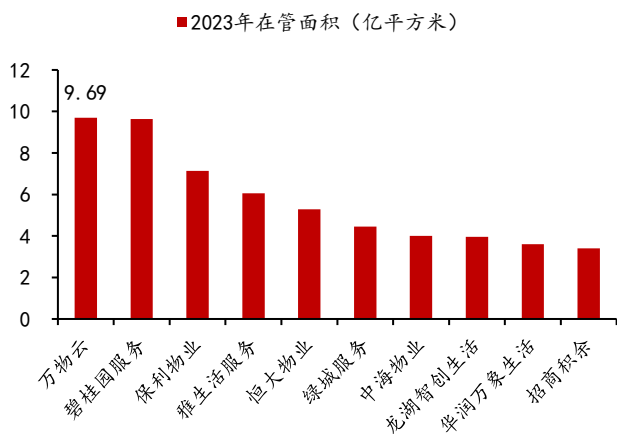


资料来源：克而瑞，国联证券研究所

万物云在业务规模、服务质量方面行业领先。服务质量方面，公司荣获克而瑞评选的“2023 年中国住宅物业服务力 TOP1 企业”。业务规模方面，根据克而瑞数据，2023 年公司在管面积约 9.69 亿平方米，位居行业第一位；合约面积约 12.12 亿平方米，

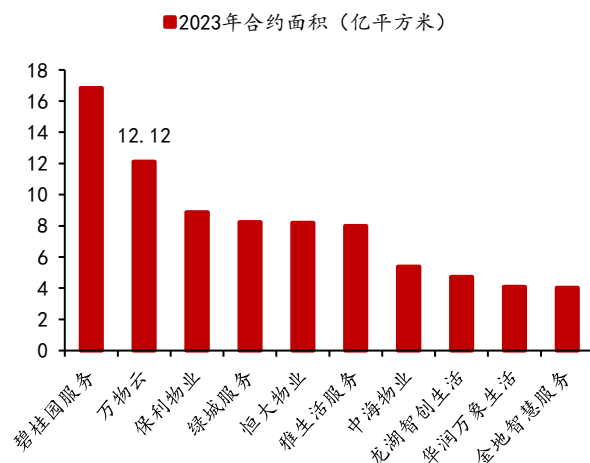
位居行业第二位。

图表13：2023 年中国物业服务企业在管面积 TOP10



资料来源：克而瑞，国联证券研究所

图表14：2023 年中国物业服务企业合约面积 TOP10



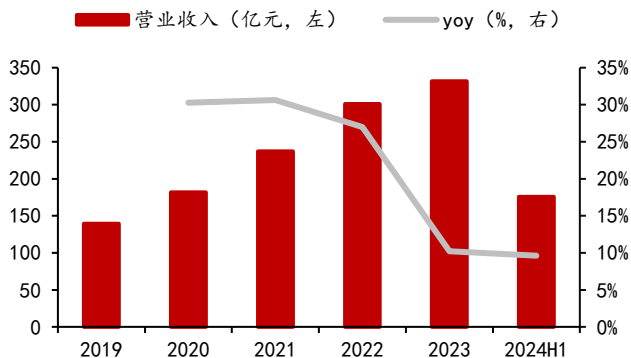
资料来源：克而瑞，国联证券研究所

2. 规模稳居头部，积极回馈股东

2.1 营收保持增长，循环业务毛利率稳健

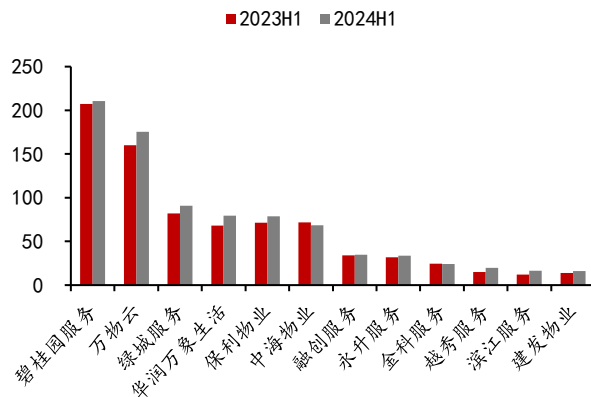
营收保持增长，规模位居头部。公司近年来营业收入保持高速增长，2019-2023 年营业收入 CAGR 达 24.2%。2024 年上半年，公司实现营业收入 175.60 亿元，同比增长 9.6%，相比之下，头部物业管理企业（选取市值排名靠前的 12 家港股物业管理企业作为样本公司，下同）的平均增速为 7.1%。从绝对规模来看，公司 2024 年上半年营业收入在头部物业管理企业排名第二，稳居行业第一梯队。

图表15：公司 2019-2024H1 营收及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

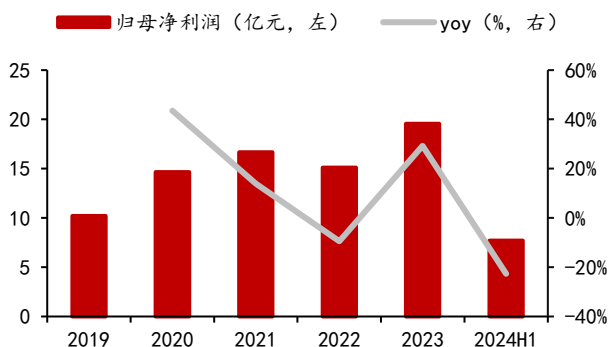
图表16：头部物企 2023H1、2024H1 营收 (亿元)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

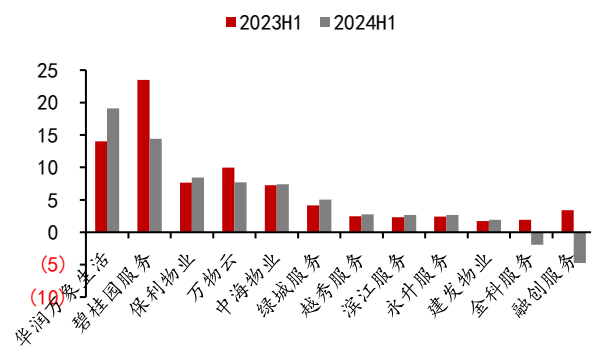
核心净利润稳健。公司归母净利润从 2019 年的 10.20 亿元增长至 2023 年的 19.55 亿元，2019-2023 年归母净利润 CAGR 为 17.7%。2024 年上半年，公司实现归母净利润 7.72 亿元，同比减少 22.7%，若考虑核心净利润(剔除摊销和非经常性损益影响)，2024 年上半年核心净利润为 12.02 亿元，同比减少 2.7%。从绝对规模来看，公司 2024 年上半年归母净利润在头部物业管理企业排名第 4 位。

图表17：公司 2019-2024H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表18：头部物企 2023H1、2024H1 归母净利润 (亿元)

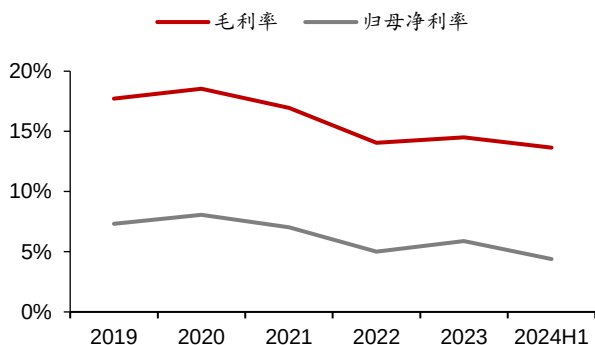


资料来源：公司公告，国联证券研究所

持续性业务毛利率稳健，费用率改善。2024 年上半年，受房地产销售端影响，开发商增值服务盈利能力下滑，同时设施管理服务拓展客户中低毛利项目占比提升，整体毛利率为 13.6%，同比下降 1.5pct。公司循环业务（住宅物业服务+物业和设施管理服务+BPaaS 解决方案）毛利率为 13.0%，同比持平。费用率方面，公司销管费用率逐步改善，且始终优于头部物业管理企业，2024 年上半年销管费用率降至 7.0%。公司

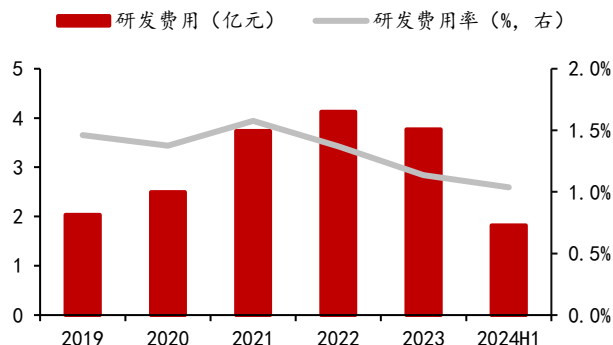
保持较高的研发投入，通过科技提效创收，2024 年上半年研发投入为 1.82 亿元。

图表19：公司 2019-2024H1 毛利率及归母净利率



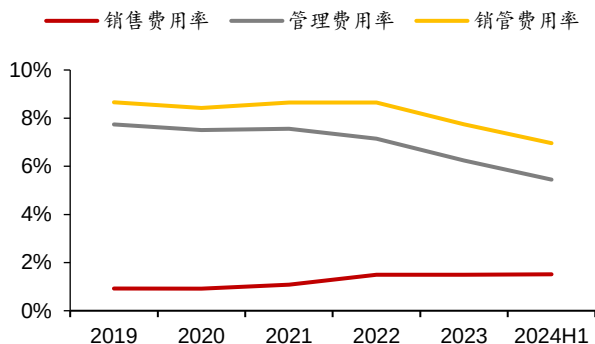
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表20：公司 2019-2024H1 研发费用及研发费用率



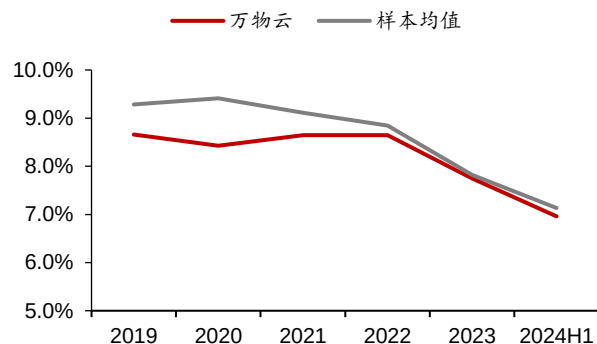
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表21：公司 2019-2024H1 销管费用率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表22：公司销管费用率低于头部物企均值



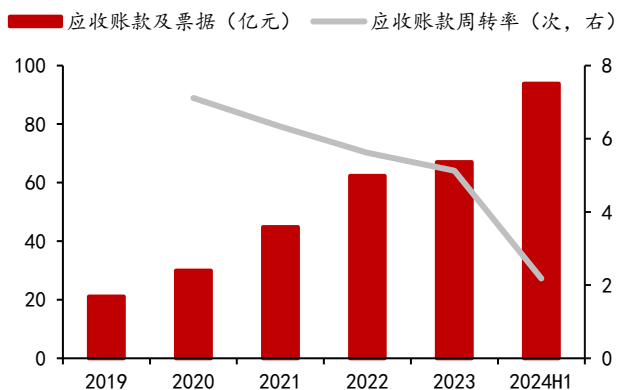
资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.2 应收账款好于行业，现金流充足

应收账款结构优化，管理效率优于行业平均水平。2024 年上半年，公司应收账款及票据为 93.86 亿元，同比增长 28.0%，贸易应收款中，来自关联方的占比为 38.4%。公司践行客户多元化战略，加大第三方外拓力度，关联方占总营收的比例从 2019 年的 15.4% 降至 2024 年上半年的 10.1%。2024 年上半年公司应收账款周转天数为 82.5 天，好于头部物业管理企业平均水平的 108.1 天。随着公司运营独立性的加强，应收

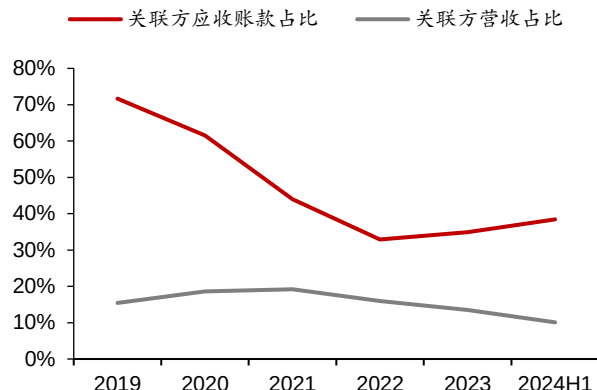
账款管理有望逐步改善,对于存量关联方应收账款,公司亦探索资产抵债等方式收回。

图表23: 公司 2019-2024H1 应收账款及应收账款周转率



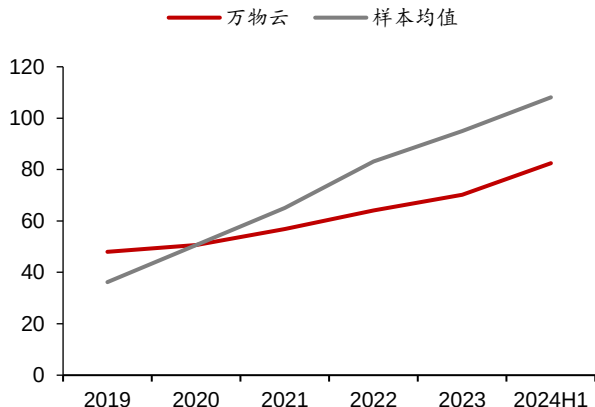
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表24: 公司 2019-2024H1 现金及现金占总资产的比例



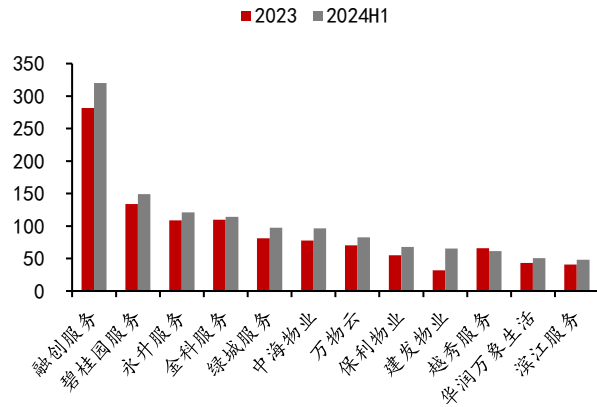
资料来源: 公司公告、公司年报, 国联证券研究所

图表25: 公司应收账款周转天数低于头部物企均值



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

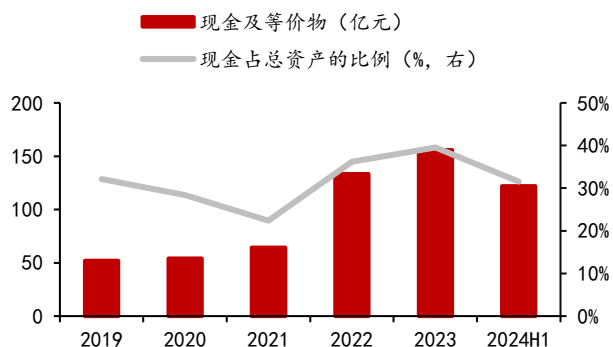
图表26: 头部物企应收账款周转天数



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

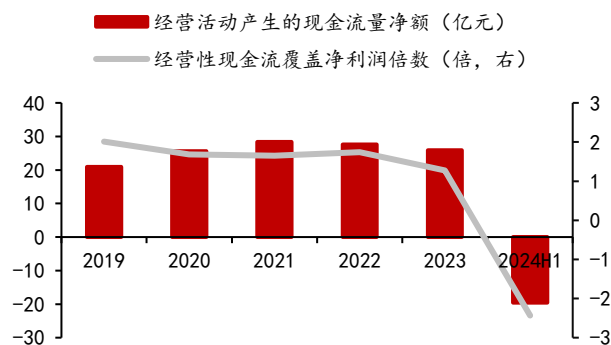
公司现金流稳健。公司现金储备充足, 2024 年上半年, 公司现金及等价物为 121.97 亿元, 占总资产的比例为 31.6%。受物业缴费习惯等影响, 现金及等价物在年末时更高, 2023 年公司现金及等价物为 155.72 亿元, 占总资产的比例为 39.5%。现金流方面, 公司保持稳健的经营性现金流, 2023 年经营性现金流量净额为 25.86 亿元, 经营性现金流覆盖净利润倍数为 1.27 倍。

图表27：公司 2019-2024H1 现金及现金占总资产的比例



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表28：公司 2019-2024H1 经营性现金流净额及净利润覆盖倍数



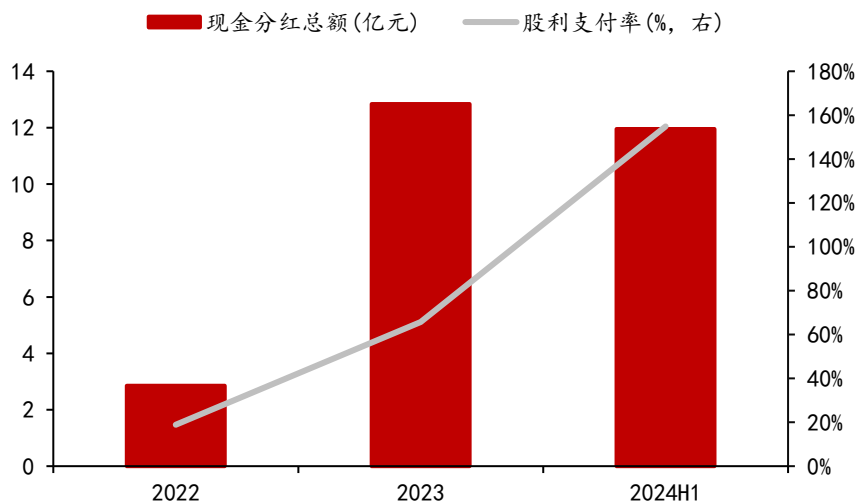
资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.3 分红积极，回购彰显信心

公司保持高比例分红。除 2022 年上市初期之外，公司保持较高比例的股息分红。2023 年公司现金分红总额为 12.84 亿元，股利支付率为 65.7%。2024 年上半年，公司中期股息分红 6.61 亿元，并派发特别股息分红 5.41 亿元，合计股利支付率为 154.9%。股息率方面，2023 年公司股息率为 4.82%。

公司积极回购股份，提升股东价值。2023 年 6 月，公司股东大会授予公司董事会回购 H 股的一般性授权，回购份额不超过已发行 H 股总数的 10%。截至 2024 年 11 月 20 日，公司已累计回购股份 1761 万股，约占回购前总股本的 1.49%，累计回购金额为 3.45 亿元。在当下的房地产市场环境下，公司积极回购，彰显了对自身业务发展及前景的信心，也进一步增厚了股东价值。

图表29：万物云上市以来分红情况



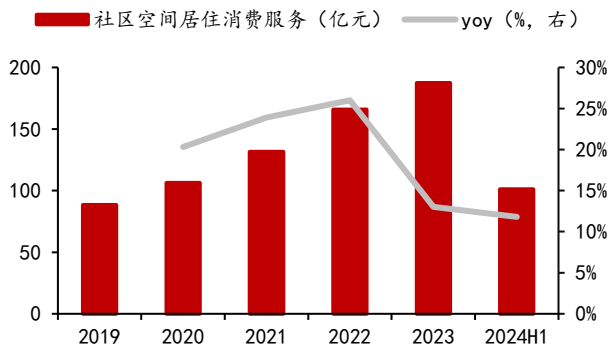
资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 业务多元化发展，核心板块稳中有升

3.1 蝶城战略稳步推进，外拓能力优异

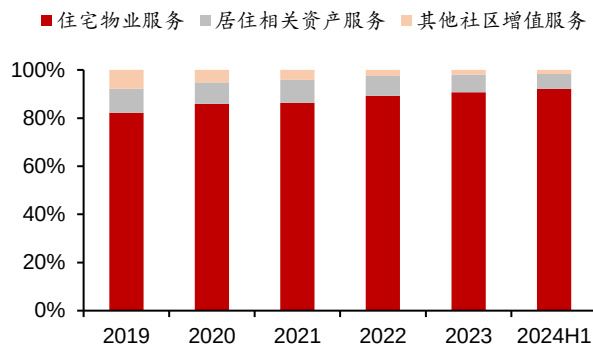
社区空间居住消费服务保持稳健增长。公司社区空间居住消费服务主要提供住宅物业服务、居住相关资产服务及其他社区增值服务，2019-2023 年营业收入 CAGR 为 20.7%，2024 年上半年实现营收 101.03 亿元，同比增长 11.8%。从营收构成来看，住宅物业服务贡献主要收入，营收占比从 2019 年的 82.1% 提升至 2024 年上半年的 92.2%。居住相关资产服务（房屋销售及租赁、家装美居）及其他社区增值服务（车位销售）均与房地产销售市场关联度较大，受市场下行影响，营收占比有所下降。

图表30：公司社区空间居住消费服务营收及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

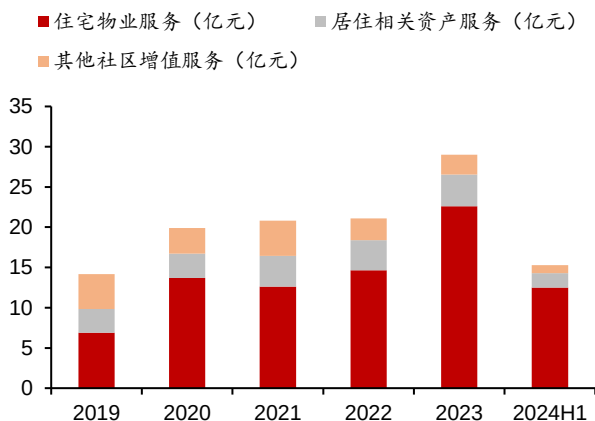
图表31：公司社区空间居住消费服务各业务营收占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

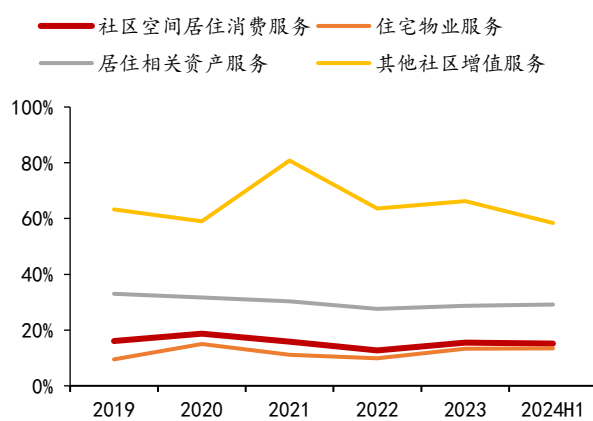
核心住宅物业服务业务毛利率提升。社区空间居住消费服务整体毛利率近年来略有下滑。分业务来看：住宅物业服务毛利率较为稳健，主要是因为公司万科物业品牌影响力提升，同时蝶城战略推进下成本进一步降低；居住相关资产服务及其他社区增值服务的毛利率波动较大，主要是因为业务量及交易规模下降，而固定成本调整仍需一定时间。

图表32：公司社区空间居住消费服务毛利润



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表33：公司社区空间居住消费服务各业务毛利率

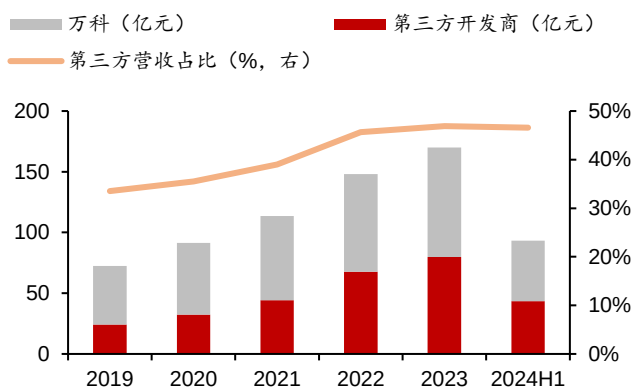


资料来源：公司公告，国联证券研究所

万科物业外拓能力突出，第三方项目占比持续提升。公司住宅物业服务 2019-2023 年营收 CAGR 为 23.7%，2024 年上半年实现营业收入 93.16 亿元，同比增长 14.2%。分来源来看，来自第三方开发商的营收占比持续提升，从 2019 年的 33.5% 提升至 2024 年上半年的 46.6%。在管项目中，增量项目主要来自第三方开发商。住宅物业服务的增长，主要得益于蝶城战略的推进，通过高质量服务的品牌效应以及标杆项目的打造，

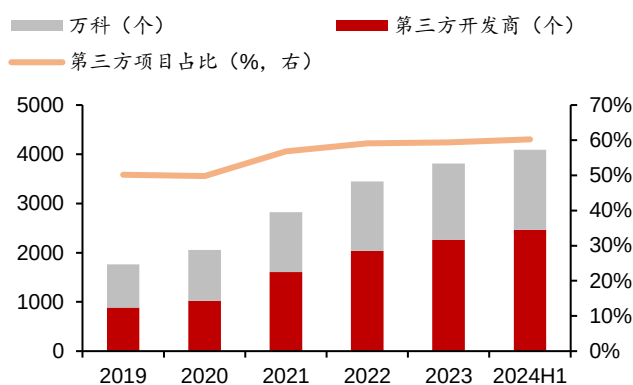
提高在蝶城内部项目拓展的成功率。

图表34：公司住宅物业服务营收构成



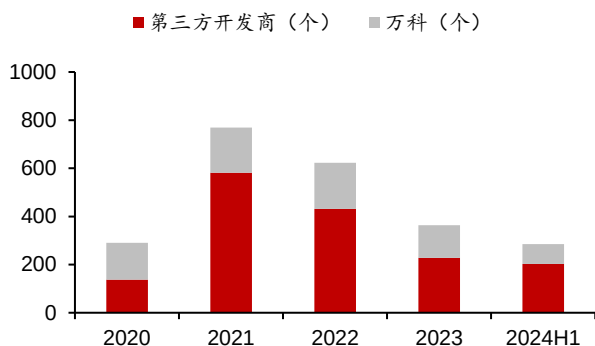
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表35：公司住宅物业服务在管项目构成



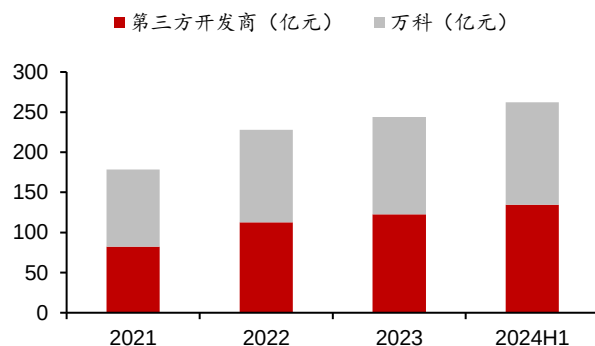
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：公司住宅物业服务在管项目拓展个数



资料来源：公司公告，国联证券研究所

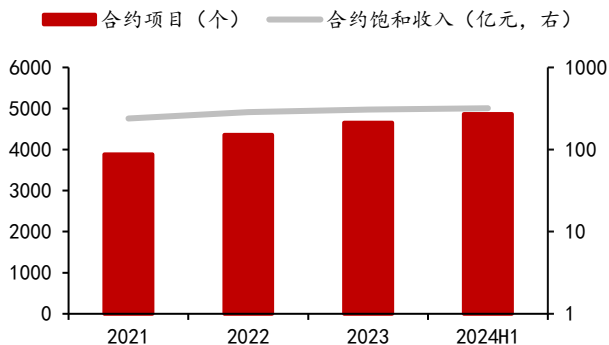
图表37：公司住宅物业服务在管项目饱和收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

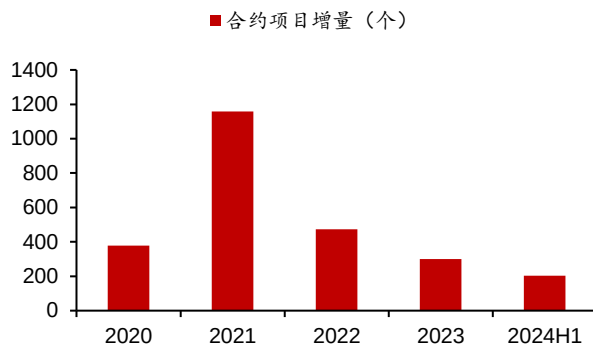
公司住宅物业服务项目储备丰富。受房地产市场整体环境影响，公司住宅合约项目增速有所放缓，但仍保持较大规模。截至 2024 年上半年，公司住宅物业服务合约项目为 4862 个，较 2023 年末增长 204 个，合约饱和年化收入为 318.50 亿元，同比增长 8.8%。

图表38：公司住宅物业服务合约项目个数及饱和收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表39：公司住宅物业服务合约项目拓展个数

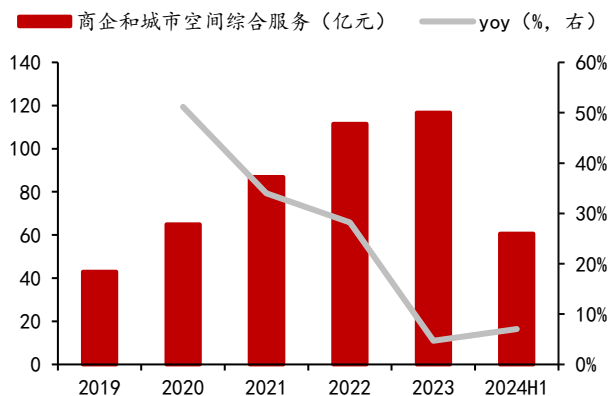


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 商企物业稳步拓展，利润增厚可期

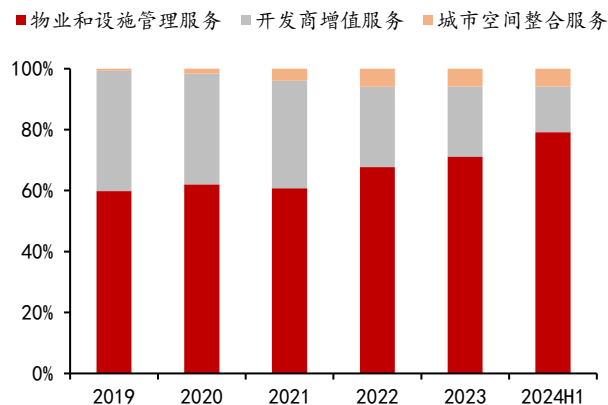
受房地产市场影响，商企和城市空间综合服务营收增速有所放缓。公司商企和城市空间综合服务主要提供物业及设施管理服务、开发商增值服务、城市空间整合服务，2019-2023 年营业收入 CAGR 为 28.4%，2024 年上半年实现营收 60.65 亿元，同比增长 7.0%。从营收构成来看，2019 年物业和设施管理服务、开发商增值服务的营收占比分别为 59.8%、39.4%，2024 年上半年分别为 79.1%、15.1%。开发商增值业务主要是为万科提供案场服务，受万科的推货和销售下滑影响，开发商增值业务营收承压。

图表40：公司商企和城市空间综合服务营收及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表41：公司商企和城市空间综合服务各业务营收占比

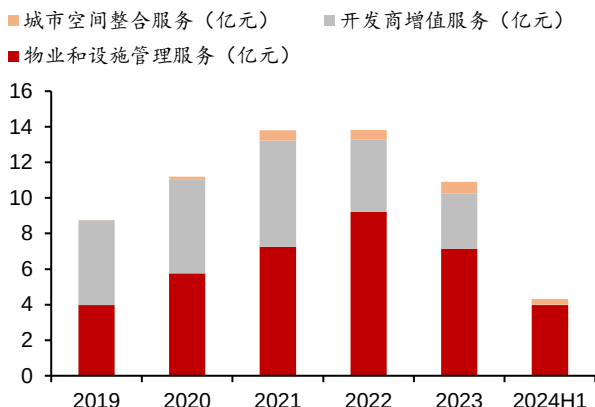


资料来源：公司公告，国联证券研究所

物业和设施管理服务为主要利润来源。商企和城市空间综合服务毛利率短期内持续承压，2024 年上半年毛利率为 7.1%。分业务来看，物业和设施管理服务仍处于业务

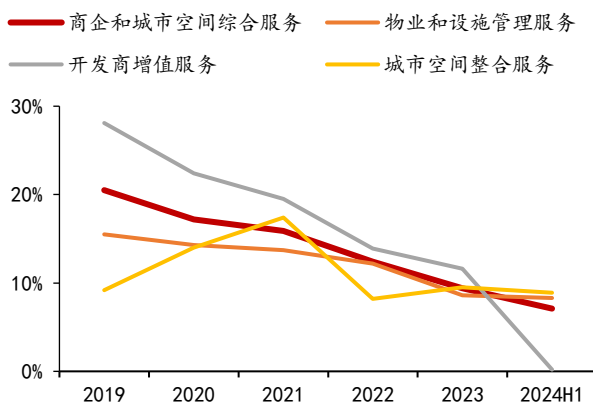
拓展期，低毛利项目占比增加导致毛利率略有下滑；开发商增值服务主要受新房销售低迷影响，毛利率持续降低；城市空间整合服务主要为政府项目，2024 年上半年毛利率为 8.9%。

图表42：公司商企和城市空间综合服务毛利



资料来源：公司公告，国联证券研究所

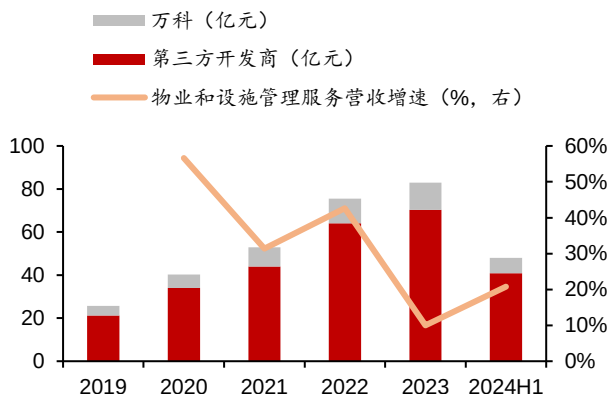
图表43：公司商企和城市空间综合服务各业务毛利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

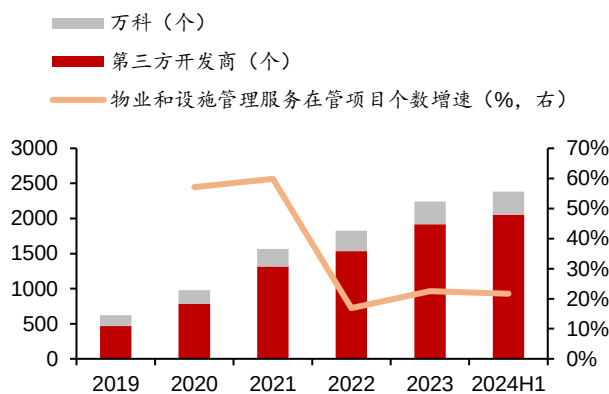
与戴德梁行强强联合，商企物业持续拓展。公司物业和设施管理服务 2019-2023 年营收 CAGR 为 34.1%，2024 年上半年实现营业收入 47.99 亿元，同比增长 20.8%。分来源来看，来自第三方开发商的项目贡献主要的营收，截至 2024 年上半年，公司在管项目中，来自第三方开发商的营收为 40.91 亿元，占比 85.2%，在管第三方项目共 2057 个，占比 86.4%，在管项目饱和年化收入为 121.22 亿元，占比 84.7%。

图表44：公司物业和设施管理服务营收构成



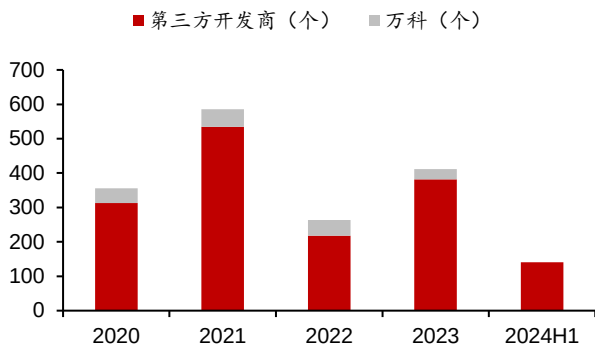
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表45：公司物业和设施管理服务在管项目构成



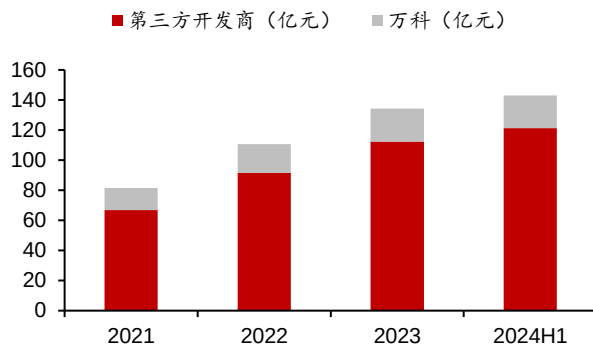
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表46：公司物业和设施管理服务在管项目拓展个数



资料来源：公司公告，国联证券研究所

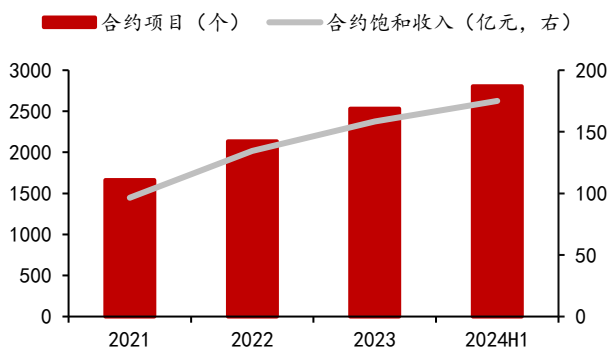
图表47：公司物业和设施管理服务在管项目饱和收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

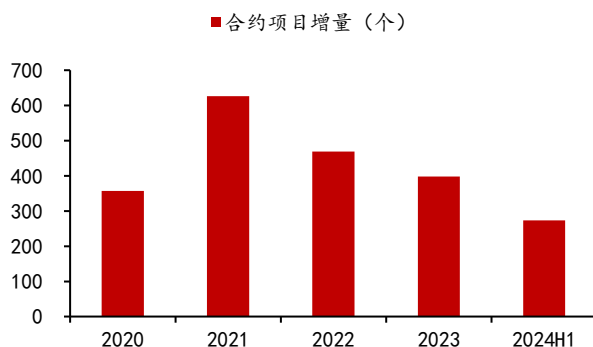
公司凭借优质的服务能力和品牌优势，持续扩展优质项目。截至 2024 年上半年，公司物业和设施管理服务合约项目为 2804 个，较 2023 年末增长 273 个，合约饱和年化收入为 175.08 亿元，同比增长 14.84%。

图表48：公司物业和设施管理服务合约项目个数及饱和收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表49：公司物业和设施管理服务合约项目拓展个数

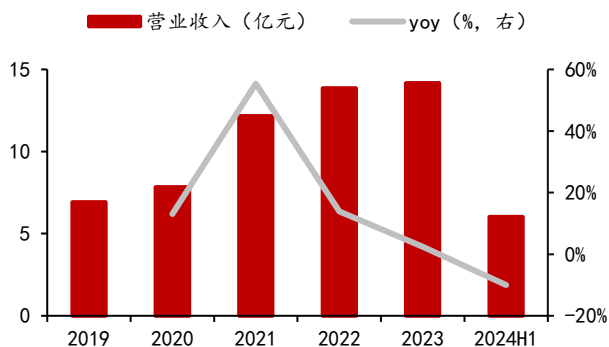


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 优化客户结构，科技业务带来新的增长极

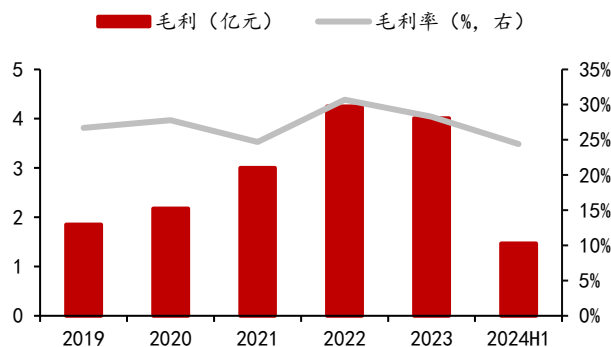
AIoT 解决方案积极推进非住产业客户项目的拓展。公司 AIoT 解决方案主要提供包括建设、安装、运维的一站式智慧物业服务，与新房开发商相关性更强。2019-2023 年营收 CAGR 为 19.6%，2024 年上半年实现营业收入 6.03 亿元，同比减少 10.0%。受业务规模下降及产品结构调整的影响，2024 年上半年毛利率为 24.4%，同比下降 6.7 个百分点。从收入结构来看，2023 年，来自开发商和产业客户的营收分别为 7.81、6.37 亿元，2024 年上半年分别为 2.78、3.25 亿元，产业客户成为主要收入来源。

图表50: 公司 AIoT 解决方案营收及增速



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

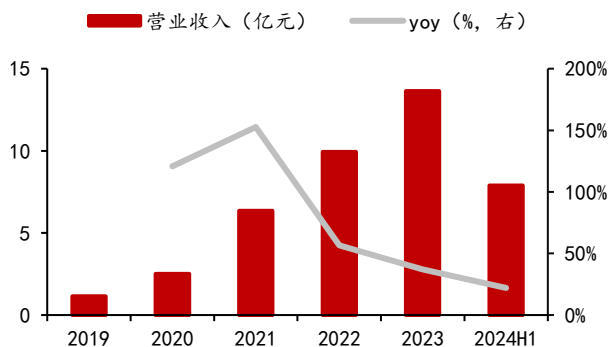
图表51: 公司 AIoT 解决方案毛利及毛利率



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

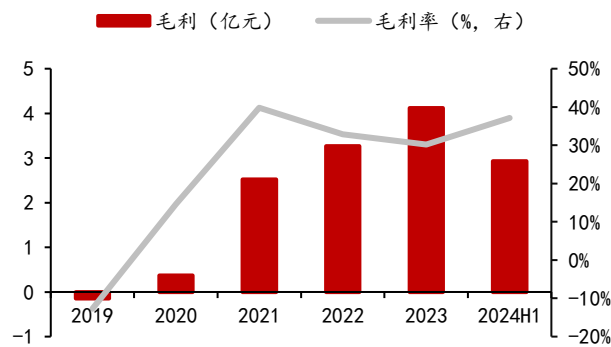
BPaaS 解决方案保持高速拓展。公司 BPaaS 解决方案业务主要包括远程企业运营服务及远程空间运营服务, 根据服务性质及数量收费, 可带来稳定持续的收入。BPaaS 解决方案业务快速扩张, 2019-2023 年营收 CAGR 为 86.1%, 2024 年上半年实现营业收入 7.89 亿元, 同比增长 22.0%, 毛利率为 37.1%, 同比提高 3.2 个百分点。

图表52: 公司 BPaaS 解决方案营收及增速



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表53: 公司 BPaaS 解决方案毛利及毛利率



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

2024 年上半年, 公司实现营收 175.60 亿元, 同比增长 9.6%。公司营业收入主要来自三个板块: 社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务、AIoT 及 BPaaS 解决方案服务。

1) 社区空间居住消费服务:

- 住宅物业服务业务: 公司在管项目个数保持稳健增长, 合约项目储备丰富, 公司凭借优质的服务能力和品牌效应, 有望在第三方项目外拓中取得优势。我们预计 2024-2026 年住宅物业服务营收分别为 190.86/213.90/234.97 亿元, 同比分别+12.3%/+12.1%/+9.9%, 蝶城战略稳步推进, 成本管控下毛利率维持在 13.3%。
- 居住相关资产服务及其他社区增值服务业务: 短期内受市场整体环境影响, 营收或有所下降。随着政策扶持下房地产市场供需逐步修复, 我们预计 2024-2026 年居住相关资产服务营收分别为 13.34/13.74/14.56 亿元, 同比分别-2%/+3%/+6%, 毛利率稳定在 29.0%, 其他社区增值服务营收分别为 3.57/3.57/3.75 亿元, 同比分别-5%/持平/+5%, 规模带动下, 毛利率有望逐步修复, 毛利率分别为 60%/62%/64%。

2) 商企和城市空间综合服务:

- 物业和设施管理服务业务: 公司与戴德梁行强强联合, 打造万物梁行品牌, 业务规模不断增长, 同时随着品牌力提升和项目进入成熟期, 毛利率有望逐步提升。我们预计 2024-2026 年物业和设施管理服务营收分别为 99.76/114.53/129.31 亿元, 同比分别+20.2%/+14.8%/+12.9%, 毛利率分别为 8.5%/9.0%/10.0%。
- 开发商增值服务业务: 受房地产市场销售端影响, 开发商案场服务业务收入和盈利能力均有所下降。随着政策不断加码, 新房销售或筑底企稳, 营收和毛利率有望得到修复。我们预计 2024-2026 年开发商增值服务营收分别为 18.78/16.91/16.91 亿元, 同比分别-30%/-10%/持平, 毛利率分别为 2%/4%/6%。
- 城市空间整合服务业务: 公司城市空间整合服务营收与盈利能力稳健, 市场空间广阔, 公司有望凭借完善的科技平台和丰富的项目经验保持规模和利润的增长。我们预计 2024-2026 年城市空间整合服务营收分别为 7.49/8.24/9.07 亿元, 同比分别+10%/+10%/+10%, 毛利率分别为 9.0%/9.5%/10%。

3) AIoT 及 BPaaS 解决方案服务:

- **AIoT 解决方案业务**：该业务主要为物联网硬件销售及运营，受房地产销售市场的影响较大。在政策扶持下，随着房地产市场“止跌企稳”，同时公司积极优化调整客户结构，有望逐步恢复增长。我们预计 2024-2026 年 AIoT 解决方案营收分别为 13.47/14.14/14.85 亿元，同比分别-5%/5%/5%，毛利率维持在 25%。
- **BPaaS 解决方案业务**：该业务为轻资产服务业务，且可持续性强，有望保持稳定的规模增长。我们预计 2024-2026 年 BPaaS 解决方案营收分别为 16.36/18.32/20.15 亿元，同比分别+20%/+12%/+10%，毛利率稳定在 35%。

图表54：公司分业务板块营收及毛利率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	237.05	301.06	331.83	363.62	403.34	443.56
yoy	30.6%	27.0%	10.2%	9.6%	10.9%	10.0%
毛利率	17.0%	14.1%	14.5%	13.8%	14.0%	14.3%
社区空间居住消费服务（亿元）	131.61	165.83	187.38	207.76	231.20	253.28
yoy	23.9%	26.0%	13.0%	10.9%	11.3%	9.5%
毛利率	15.8%	12.7%	15.5%	15.1%	15.0%	15.0%
住宅物业服务（亿元）	113.63	148.11	170.02	190.86	213.90	234.97
yoy	24.5%	30.3%	14.8%	12.3%	12.1%	9.9%
毛利率	11.1%	9.9%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
居住相关资产服务（亿元）	12.56	13.51	13.61	13.34	13.74	14.56
yoy	32.1%	7.6%	0.7%	-2.0%	3.0%	6.0%
毛利率	30.3%	27.6%	28.7%	29.0%	29.0%	29.0%
其他社区增值服务（亿元）	5.43	4.21	3.75	3.57	3.57	3.75
yoy	0.1%	-22.4%	-10.8%	-5.0%	0.0%	5.0%
毛利率	80.8%	63.6%	66.2%	60.0%	62.0%	64.0%
商企和城市空间综合服务（亿元）	86.93	111.44	116.64	126.03	139.68	155.28
yoy	34.0%	28.2%	4.7%	8.1%	10.8%	11.2%
毛利率	15.9%	12.4%	9.4%	7.6%	8.4%	9.6%
物业和设施管理服务（亿元）	52.88	75.45	83.00	99.76	114.53	129.31
yoy	31.4%	42.7%	10.0%	20.2%	14.8%	12.9%
毛利率	13.7%	12.2%	8.6%	8.5%	9.0%	10.0%
开发商增值服务（亿元）	30.65	29.35	26.83	18.78	16.91	16.91
yoy	29.7%	-4.2%	-8.6%	-30.0%	-10.0%	0.0%
毛利率	19.5%	13.9%	11.6%	2.0%	4.0%	6.0%
城市空间整合服务（亿元）	3.40	6.64	6.81	7.49	8.24	9.07
yoy	233.0%	95.5%	2.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率（亿元）	17.4%	8.2%	9.5%	9.0%	9.5%	10.0%
AIoT 及 BPaaS 解决方案服务	18.50	23.78	27.81	29.82	32.46	35.00

yoy	79.0%	28.5%	16.9%	7.3%	8.8%	7.8%
毛利率	29.9%	31.6%	29.2%	30.5%	30.6%	30.8%
AIoT 解决方案（亿元）	12.16	13.85	14.18	13.47	14.14	14.85
yoy	55.4%	13.9%	2.4%	-5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	24.7%	30.7%	28.3%	25.0%	25.0%	25.0%
BPaaS 解决方案（亿元）	6.34	9.93	13.63	16.36	18.32	20.15
yoy	152.6%	56.7%	37.2%	20.0%	12.0%	10.0%
毛利率	39.8%	32.9%	30.2%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：iFinD，国联证券研究所测算

4.2 估值与投资建议

绝对估值法：假设无风险利率为中国香港 10 年期政府债券基准收益率，市场预期回报率为恒生香港中资企业指数平均年化收益率，WACC 为 9.67%。假设第二阶段年数为 5 年，增长率为 2%，永续增长率为 0.5%。根据 FCFF 模型进行折现估值，测算出公司当前价值为 350 亿元，对应股价为 29.90 元/股（对应 32.70 港元/股，汇率采用 1 人民币=1.0936 港元）。

图表55：FCFF 估值模型参数

估值假设	参数
无风险利率 Rf	3.37%
市场预期回报率 Rm	8.07%
第二阶段年数（年）	5
第二阶段增长率	2.00%
永续增长率	0.50%
有效税率 Tx	25.00%
税后债务资本成本 Kd	5.00%
债务资本比重 Wd	1.00%
股权资本成本 Ke	9.72%
WACC	9.67%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表56: FCFF 估值结果 (百万元)

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	6916.16	19.40%
第二阶段	9954.35	27.92%
第三阶段 (终值)	18778.14	52.68%
企业价值 AEV	35648.64	
加: 非核心资产	0.00	0.00%
减: 带息债务 (账面价值)	0.00	0.00%
减: 少数股东权益	614.82	1.72%
股权价值	35033.83	98.28%
除: 总股本 (股)	1171565329	
每股价值 (元)	29.90	

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

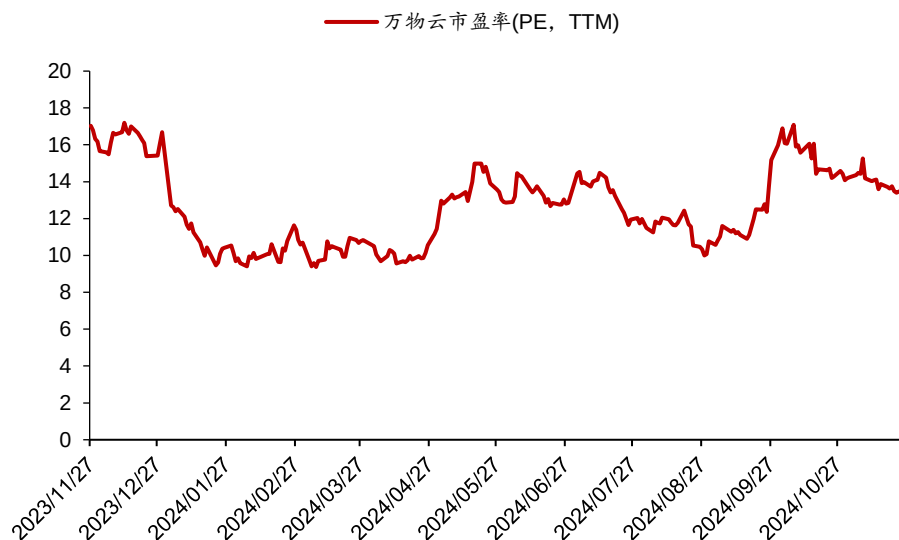
图表57: FCFF 模型敏感性测试 (元/股)

WACC	永续增长率						
	0.38%	0.41%	0.45%	0.50%	0.55%	0.61%	0.67%
7.26%	39.92	40.07	40.23	40.41	40.61	40.84	41.09
7.99%	36.14	36.25	36.38	36.52	36.68	36.86	37.05
8.79%	32.73	32.82	32.92	33.03	33.16	33.30	33.45
9.67%	29.67	29.74	29.82	29.90	30.00	30.11	30.22
10.63%	26.91	26.96	27.02	27.09	27.16	27.25	27.34
11.70%	24.42	24.46	24.50	24.56	24.61	24.68	24.75
12.87%	22.17	22.20	22.24	22.28	22.32	22.37	22.42

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

相对估值法: 可比公司 2025 年平均 PE 为 13 倍, 鉴于公司在物管领域的龙头地位, 以及科技赋能下蝶城战略的品牌优势, 给予公司 2025 年 14 倍 PE, 对应目标价 26.30 元/股 (对应 28.76 港元/股, 汇率采用 1 人民币=1.0936 港元)。

图表58：公司近一年估值走势



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表59：可比公司估值指标比较

证券代码	证券简称	市值（亿元）	EPS（元/股）			PE（X）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2869.HK	绿城服务	110	0.23	0.27	0.31	15.9	13.5	11.7
2669.HK	中海物业	165	0.48	0.55	0.64	10.8	9.3	8.1
1209.HK	华润万象生活	615	1.59	1.88	2.18	18.3	15.5	13.3
平均值						15.0	12.8	11.1
2602.HK	万物云	230	1.69	1.88	2.09	12.5	11.2	10.1

资料来源：iFinD，国联证券研究所（可比公司盈利预测参考 iFinD 一致预期，收盘价取 2024 年 12 月 10 日收盘价）

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 363.62/403.34/443.56 亿元，同比增速分别为 9.6%/10.9%/10.0%，2024-2026 年归母净利润分别为 19.79/22.01/24.52 亿元，同比增速分别为 1.3%/11.2%/11.4%，对应三年 CAGR 为 7.8%；EPS 分别为 1.69/1.88/2.09 元/股。可比公司 2025 年平均 PE 为 13 倍，鉴于公司在物管领域的龙头地位，以及科技赋能下蝶城战略的品牌优势，综合绝对估值法（DCF 法测算得到当前每股价值为 32.70 港元）和相对估值法，给予公司 2025 年 14 倍 PE，对应目标价 28.76 港元（汇率采用 1 人民币=1.0936 港元），首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

市场修复不及预期。尽管市场调控政策正在逐步推进，政策的执行效果可能不如预期。由于政策实施过程中可能出现的延迟等影响因素发生，市场供需平衡的恢复进程可能因此放缓，进而影响调控效果。

蝶城战略的效果不及预期。公司蝶城战略需要在项目前期投入人工成本、硬件成本等，若后期无法通过成本管控实现利润率改善，可能导致公司盈利水平下降。

市场外拓不及预期。若新房销售仍然疲软，存量房市场的竞争或将加剧，从而影响公司住宅物业服务的营收与盈利水平。

财务预测摘要

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	21,788.79	24,885.05	28,098.62	31,529.02	35,103.10	营业收入	30,105.80	33,183.46	36,362.20	40,334.43	44,355.52
现金	13,721.25	15,962.93	17,525.53	19,801.45	22,207.26	营业成本	25,875.05	28,371.69	31,360.87	34,698.62	38,006.79
应收票据及应收账款合计	6,277.90	6,781.10	7,969.80	8,840.42	9,721.76	税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	450.32	497.38	509.07	564.68	620.98
预付账款	1,259.90	1,410.98	1,546.14	1,715.04	1,886.02	管理费用	2,153.46	2,073.30	2,181.73	2,420.07	2,661.33
存货	69.95	56.05	187.68	207.65	227.45	财务费用	11.23	8.54	11.40	14.68	11.48
其他流动资产	459.79	673.98	869.47	964.45	1,060.60	其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	15,121.03	14,498.07	14,436.35	14,349.52	14,235.70	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,739.18	1,413.68	1,713.68	2,013.68	2,313.68	投资净收益	-9.55	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	666.15	678.63	668.46	670.69	683.42	营业利润	1,606.20	2,232.55	2,299.13	2,636.38	3,054.95
无形资产	5,037.82	4,634.64	4,317.81	3,963.48	3,571.65	其他非经营损益	414.58	425.27	450.00	420.00	350.00
其他非流动资产	7,677.88	7,771.13	7,736.41	7,701.68	7,666.96	利润总额	2,020.77	2,657.82	2,749.13	3,056.38	3,404.95
资产总计	36,909.82	39,383.12	42,534.96	45,878.55	49,338.80	所得税	434.68	621.99	687.28	764.09	851.24
流动负债	17,713.54	18,682.56	20,894.80	23,046.39	25,178.71	净利润	1,586.10	2,035.83	2,061.85	2,292.28	2,553.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	75.61	81.13	82.47	91.69	102.15
应付票据及应付账款合计	5,319.72	5,764.49	5,995.48	6,633.58	7,266.03	归属母公司净利润	1,510.49	1,954.70	1,979.37	2,200.59	2,451.56
其他流动负债	12,393.83	12,918.07	14,899.31	16,412.81	17,912.68	EBITDA	2,886.70	3,682.52	3,482.25	3,837.88	4,230.25
非流动负债	2,195.30	2,480.32	2,480.32	2,480.32	2,480.32	EPS (元)	1.29	1.67	1.69	1.88	2.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
其他非流动负债	2,195.30	2,480.32	2,480.32	2,480.32	2,480.32	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	19,908.84	21,162.88	23,375.11	25,526.71	27,659.03	成长能力					
少数股东权益	541.27	614.82	697.29	788.98	891.13	营业收入 (%)	27.00	10.22	9.58	10.92	9.97
股本	1,178.47	1,178.47	1,171.57	1,171.57	1,171.57	净利润 (%)	-7.48	28.35	1.28	11.18	11.40
资本公积	15,281.24	16,426.96	16,301.31	16,301.31	16,301.31	获利能力					
留存收益	0.00	0.00	989.69	2,089.98	3,315.76	毛利率 (%)	14.05	14.50	13.75	13.97	14.31
归属母公司股东权益	16,459.71	17,605.43	18,462.56	19,562.86	20,788.64	净利率 (%)	5.27	6.14	5.67	5.68	5.76
负债和股东权益	36,909.82	39,383.12	42,534.96	45,878.55	49,338.80	ROE (%)	9.18	11.10	10.72	11.25	11.79
现金流量表 (百万元)						ROIC (%)	21.30	27.29	31.08	37.72	50.17
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
经营活动现金流	2756.315	2586.23	3018.73	3755.90	4080.58	资产负债率 (%)	53.94	53.74	54.96	55.64	56.06
净利润	1,586.10	2,035.83	2,061.85	2,292.28	2,553.71	净负债比率 (%)	-80.71	-87.61	-91.47	-97.30	-102.43
折旧摊销	854.70	1,016.17	721.72	766.82	813.82	流动比率	1.23	1.33	1.34	1.37	1.39
财务费用	11.23	8.54	11.40	14.68	11.48	速动比率	1.20	1.29	1.29	1.32	1.34
其他经营现金流	304.29	-474.30	223.77	682.11	701.56	营运能力					
投资活动现金流	-36.49	152.40	-322.50	-365.00	-437.50	总资产周转率	0.82	0.84	0.85	0.88	0.90
资本支出	473.37	90.91	660.00	680.00	700.00	应收账款周转率	4.80	4.89	4.56	4.56	4.56
其他投资现金流	-509.86	61.49	-982.50	-1,045.00	-1,137.50	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	4,182.92	-516.83	-1,133.63	-1,114.97	-1,237.27	每股收益 (最新摊薄)	1.29	1.67	1.69	1.88	2.09
短期借款	-11.50	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.35	2.21	2.58	3.21	3.48
长期借款	-4.09	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	14.05	15.03	15.76	16.70	17.74
其他筹资现金流	4,198.50	-516.83	-1,133.63	-1,114.97	-1,237.27	估值比率					
现金净增加额	6,902.74	2,221.81	1,562.60	2,275.92	2,405.81	P/E	16.33	12.62	12.46	11.21	10.06
						P/B	1.50	1.40	1.34	1.26	1.19
						EV/EBITDA	5.07	3.47	3.29	2.52	1.84

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 12 月 10 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号玖安广场 A 座 4 层

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼