



# 房地产服务行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

房地产组

分析师：池天惠（执业 S1130524080002） 分析师：方鹏（执业 S1130524030001）

chitianhui@gjzq.com.cn

fang\_peng@gjzq.com.cn

## 物业 24H1 业绩总结：业绩稳健分红提升，把握底部配置机遇

### 核心观点

**利润表：收入增速趋缓，归母净利延续下滑，央国企表现突出。**2024 上半年 60 家上市物企：①营收总额 1448.6 亿元，同比+6.1%，较 23H1 的 8.9%有所放缓。其中民企且未展期物企+14.1%；央国企物企+12.2%；独立物企+12.0%；混合所有制物企+10.0%；民企且已展期物企+0.1%。②归母净利润总额 87.5 亿元，同比-29.1%，延续 22 年以来的下滑趋势。其中央国企物企+19.5%；民企且未展期物企+4.8%；混合所有制物企-9.7%；独立物企-29.4%；民企且已展期物企-91.3%。③整体毛利率为 20.7%，同比-1.4pct，毛利率持续下降。其中民企且未展期物企 26.5%；央国企物企 21.8%；民企且已展期物企 21.0%；混合所有制物企毛利率 15.5%；独立物企 13.9%。④整体销管费用率为 7.9%，同比-0.4pct，销管费用率持续压降。其中央国企物企 5.4%；独立物企 6.7%；混合所有制物企 7.8%；民企且未展期物企 7.9%；民企且已展期物企 8.9%。

**资产负债表：应收持续上升，现金仍然充裕。**2024 上半年 60 家上市物企：①贸易应收账款周转天数 118 天，较 23 年底增加 14 天。应收账款周转天数的拉长仍是行业共性问题，其中央国企物企 79 天；混合所有制物企 91 天；独立物企 98 天；民企且未展期物企 102 天；民企且已展期物企 160 天。②净现金总额 993 亿元，同比-2.1%，物企现金仍然充裕，不改“现金奶牛”的属性，为分红奠定基础。

**业务结构：基础物管稳定业绩，央国企各业务表现更优。**2024 上半年 36 家上市物企各业务收入：①物管服务同比+10.1%。其中央国企物企+17.1%；混合所有制物企+14.9%；民企且未展期物企+7.4%；民企且已展期物企+5.3%。②非业主增值服务同比-19.8%。其中央国企物企-7.2%；民企且未展期物企-10.9%；混合所有制物企-17.4%；民企且已展期物企-43.0%。③社区增值服务同比-2.8%，首次陷入负增长。其中央国企物企+10.5%；混合所有制物企-0.6%；民企且已展期物企-4.9%；民企且未展期物企-19.7%。从收入结构来看，物管服务收入占比升至 69.5%，进一步夯实业绩压舱石地位；非业主增值连续两年大幅下滑后收入占比降至 6.7%；社区增值近五年在维持 12%-16%区间。

**分红+回购共同提升股东回报，物业股红利属性凸显。**2024 上半年 60 家上市物企：①分红提升。从物企数量看，共有 15 家进行中期分红，同比净增 4 家。从分红总额看，2024 上半年，15 家物企分红总额约 30.5 亿元，同比+81.5%。②持续回购。2024 年以来更多物企加入回购队伍，如越秀服务等。今年 1-8 月金科服务回购力度最大，回购比例超 4%。③物业股较高的股息率提供安全垫。当前物业股作为红利资产的属性开始显现，多数物企的股息率均在 3%以上，投资性价比逐渐凸显。

### 投资建议

从业绩稳定角度看：在宏观环境不确定及地产持续筑底的背景下，部分物企仍能保持营收利润持续增长、毛利率稳定、销管费用率不断压降、应收账款控制得当、低负债率、现金充裕等优秀特质，业绩层面已持续得到验证。从分红回购角度看：部分物企持续稳定的分红回购既能证明公司财务稳健、现金流充足、业务发展良好，从而打消资本市场的顾虑，又能强化股东回报，提振市场信心。我们认为部分物企持续夯实基本盘、增强业务独立性、开拓新的业绩增长点，凭借扎实的经营质量，展现出穿越周期的强大韧性，当前物业股已回落至底部区间，投资性价比凸显。推荐**金科服务、华润万象生活、滨江服务、越秀服务、建发物业**。

### 风险提示

关联房企销售不及预期；物企外拓不及预期；社区增值服务落地不及预期；金融资产及商誉减值风险。



## 内容目录

样本说明.....	4
一、利润表：收入增速趋缓，归母净利延续下滑，央国企表现突出.....	4
1.1、整体收入增速持续放缓，民企且未展期物企增速最高.....	4
1.2、归母净利润持续下滑，央国企盈利能力更有保障.....	5
1.3、整体毛利率延续下滑态势，央国企毛利率趋势稳定.....	6
1.4、降本增效管控费用，销管费用率持续下滑.....	7
二、资产负债表：应收持续上升，现金仍然充裕.....	8
2.1、应收账款周转天数拉长仍是行业共性问题.....	8
2.2、净现金规模仍然充裕.....	9
三、业务结构：基础物管稳定业绩，央国企各业务表现更优.....	10
3.1、基础物管收入正增长、占比上升，进一步体现压舱石属性.....	11
3.2、央国企物企各项业务表现均优于同行.....	11
四、回购+分红共同提升股东回报，物业股红利属性凸显.....	12
4.1、物企进行中期分红的意愿提升.....	12
4.2、物企持续开展回购.....	14
4.3、股息率提供安全垫，投资性价比凸显.....	14
五、投资建议.....	15
六、风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1： 物业指数与地产指数的走势基本一致.....	4
图表 2： 本文各类表述所对应的上市物企明细.....	4
图表 3： 1H24 上市物企营收总额同比+6.1%.....	5
图表 4： 各类样本物企的营收同比走势.....	5
图表 5： 1H24 上市物企营收 TOP20.....	5
图表 6： 1H24 上市物企归母净利润总额同比-29.1%.....	6
图表 7： 各类样本物企的归母净利润同比走势.....	6
图表 8： 1H24 上市物企归母净利润 TOP20.....	6
图表 9： 1H24 上市物企毛利率同比下降 1.4pct.....	7
图表 10： 各类样本物企的毛利率走势.....	7
图表 11： 1H24 上市物企毛利率 TOP20.....	7



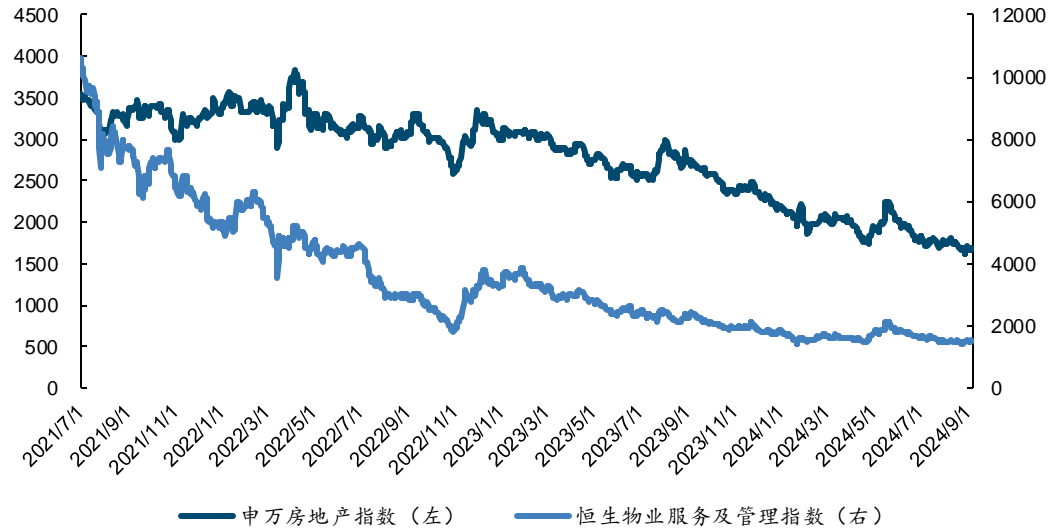
图表 12:	1H24 上市物企销管费用率同比下降 0.4pct.....	8
图表 13:	各类样本物企的销管费用率走势.....	8
图表 14:	1H24 上市物企销管费用率最低的 20 名.....	8
图表 15:	1H24 上市物企应收账款周转天数持续走高.....	9
图表 16:	各类样本物企的贸易应收账款周转天数走势.....	9
图表 17:	1H24 上市物企贸易应收账款周转天数最短的 20 名.....	9
图表 18:	2024 年上市物企净现金总额同比-2.1%.....	10
图表 19:	各类样本物企的净现金同比走势.....	10
图表 20:	1H24 上市物企净现金 TOP20.....	10
图表 21:	持续披露业务收入数据的 36 家上市物企明细及分类.....	11
图表 22:	36 家物企各业务收入的同比走势.....	11
图表 23:	36 家物企各业务收入的占比走势.....	11
图表 24:	各类物企的物管服务收入同比.....	12
图表 25:	各类物企的社区增值服务收入同比.....	12
图表 26:	各类物企的非业主增值服务收入同比.....	12
图表 27:	各类物企的其他业务收入同比.....	12
图表 28:	1H24 上市物企分红总额同比+81.5%.....	13
图表 29:	1H24 上市物企的中期分红总额.....	13
图表 30:	1H24 上市物企的中期分红比例.....	14
图表 31:	2024 年 1-8 月上市物企的回购情况.....	14
图表 32:	当前物业股的股息率 TOP30.....	15
图表 33:	港股物业股 PE-TTM.....	16
图表 34:	覆盖公司估值情况.....	16



## 样本说明

自 2021 年下半年以来，房地产市场进入深度调整期，房企的经营状况在一定程度上能够影响其关联的上市物企的业绩及股价表现。在资本市场上，物业指数与地产指数的走势基本保持一致。

图表1：物业指数与地产指数的走势基本一致



来源：wind，国金证券研究所

由于关联房企能够对物企产生较大的影响，因此本文在整体分析物业行业的业绩表现之外，还根据其关联房企的股东背景及经营情况，将上市物企分成了央国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企、混合所有制物企、独立物企共五类进行对比分析。本文中出现的各类表述所对应的物业公司明细如下表所述。

图表2：本文各类表述所对应的上市物企明细

类型	数量(家)	物企明细
上市物企	60	华润万象生活 万物云 中海物业 碧桂园服务 保利物业 绿城服务 招商积余 恒大物业 特发服务 金科服务 融创服务 滨江服务 越秀服务 雅生活服务 建发物业 永升服务 华发物业服务 新城悦服务 金茂服务 新大正 建业新生活 世茂服务 宝龙商业 卓越商企服务 德信服务集团 南都物业 新希望服务 星盛商业 金融街物业 和泓服务 德商产投服务 苏新服务 众安智慧生活 合景悠活 京城佳业 远洋服务 荣万家 时代邻里 宋都服务 康桥悦生活 第一服务控股 祈福生活服务 东原仁知服务 中骏商管 领悦服务集团 星悦康旅 鑫苑服务 力高健康生活 佳兆业美好 中奥到家 彩生活 融信服务 弘阳服务 正荣服务 兴业物联 润华服务 晋商服务 浦江中国 牌星集团 朗诗绿色生活
关联房企为央国企的样本物企 (简称“央国企物企”)	8	华润万象生活 中海物业 保利物业 招商积余 越秀服务 建发物业 华发物业服务 金茂服务
关联房企为民企且未展期的样本物企 (简称“民企且未展期物企”)	5	滨江服务 新城悦服务 卓越商企服务 新希望服务 星盛商业
关联房企为民企且已展期的样本物企 (简称“民企且已展期物企”)	10	碧桂园服务 恒大物业 金科服务 融创服务 雅生活服务 永升服务 建业新生活 世茂服务 宝龙商业 德信服务集团
关联房企为混合所有制的样本物企 (简称“混合所有制物企”)	2	万物云 绿城服务
无关联房企的物企 (简称“独立物企”)	5	特发服务 新大正 南都物业 苏新服务 浦江中国

来源：wind，国金证券研究所 注：仅选取连续披露数据的上市物企；类型仅根据上市物企其关联房企的股东背景及经营情况划分，与物企自身的股东背景及经营情况无关

## 一、利润表：收入增速趋缓，归母净利延续下滑，央国企表现突出

### 1.1、整体收入增速持续放缓，民企且未展期物企增速最高

2024 年上半年，60 家上市物企营收总额 1448.6 亿元，同比+6.1%，较 2023 年上半年 8.9% 的增速有所放缓。主要原因有：①行业经过几年的高速发展，收入基数越来越大；②行业由规模导向转为效益导向，部分物企进行业务聚焦和区域聚焦，主动批量退盘，逐步



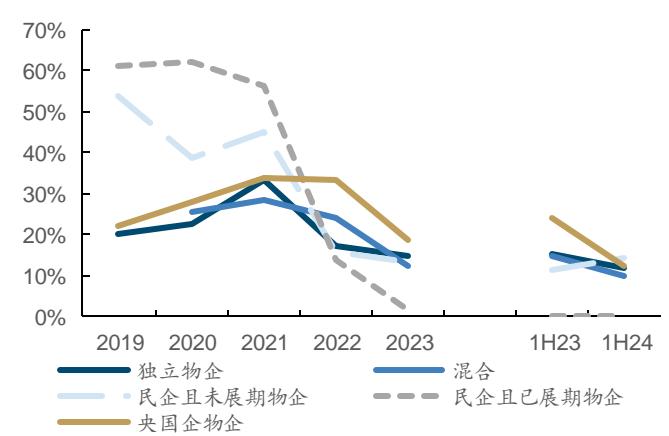
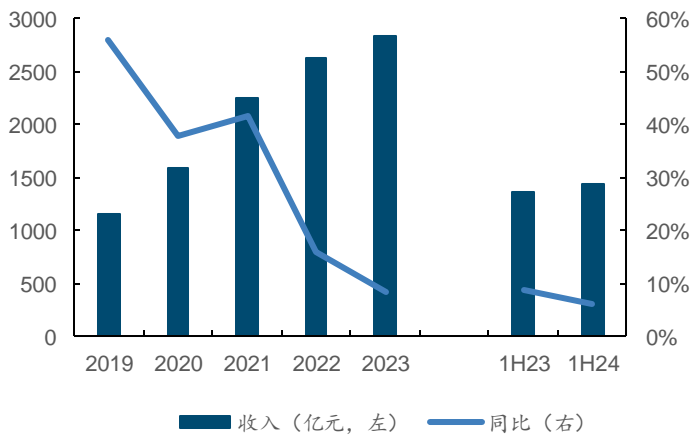
收缩或退出增收不增利甚至亏损的业务（特别是社区增值服务中的某些业务板块）；③受地产影响，非业主增值服务收入及新增在管面积普遍下降；④收并购市场低迷。

从各类样本物企的营收同比增速来看，2024 年上半年央国企物企为+12.2%，独立物企为+12.0%，民企且未展期物企为+14.1%（滨江服务及新希望服务增速较快），混合所有制物企为+10.0%，民企且已展期物企为+0.1%（雅生活服务、世茂服务、金科服务收入同比下滑）。上半年各类型物企的营收增速大多有所下滑，且物企的营收仍受到关联地产的影响，关联地产的经营越稳健，则物企的收入增速下降幅度越小。

60 家上市物企中，2024 年上半年营收最高的三家分别是碧桂园服务、万物云、绿城服务，营收分别为 210 亿元、176 亿元、91 亿元，同比分别+1.5%、+9.6%和+10.6%。物企间营收规模的差距较为明显。

图表3：1H24 上市物企营收总额同比+6.1%

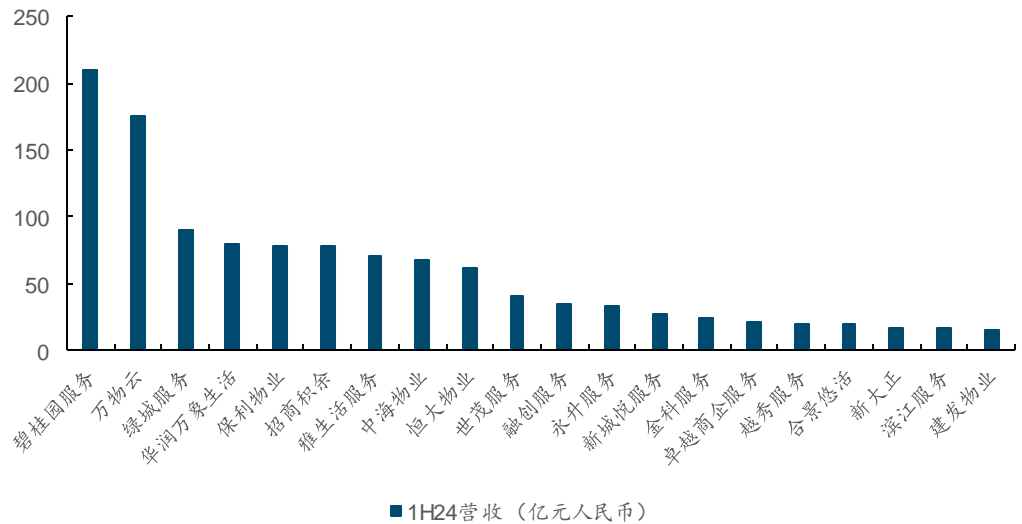
图表4：各类样本物企的营收同比走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表5：1H24 上市物企营收 TOP20



来源：wind，国金证券研究所

### 1.2、归母净利润持续下滑，央国企盈利能力更有保障

2024 年上半年，60 家上市物企归母净利润总额 87.5 亿元，同比-29.1%，归母净利润大幅下滑，主要因为：①外部受到宏观经济波动及地产行业下行影响，收缴率有所下滑，高毛利的增值服务进展趋缓；内部员工成本支出相对刚性，因此多数物企的综合毛利率持续下滑。②受甲方付款账期不断延长的拖累，物企对应收账款、应收票据等金融资产持续计提减值。③受此前高溢价并购兑现不及预期的拖累，商誉持续减值。

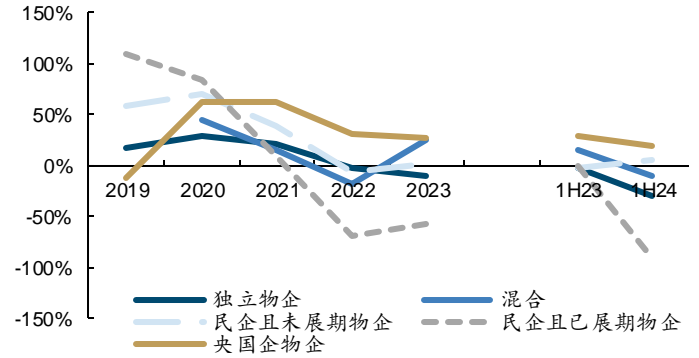
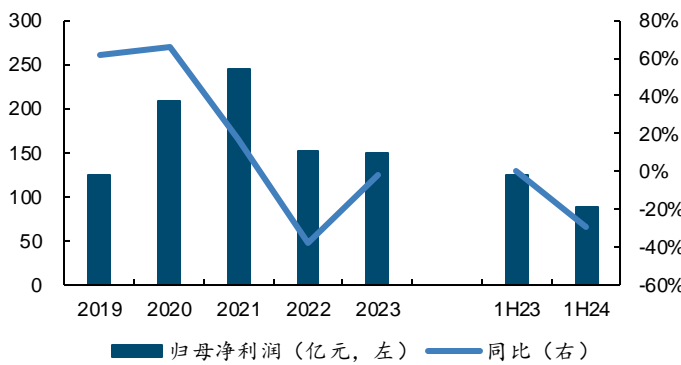


从各类样本物企的归母净利润同比增速来看，2024年上半年央企物企为+19.5%，民企且未展期物企为+4.8%，民企且已展期物企为-91.3%（受雅生活服务、金科服务、融创服务由盈转亏影响），独立物企为-29.4%（受南都物业大幅下降拖累），混合所有制物企为-9.7%（受万物云下降影响）。央企物企和其他物企之间的利润分化程度较收入分化更为显著，主要因为在毛利率下滑和应收账款&商誉减值方面存在差距。

60家上市物企中，2024年上半年归母净利润最高的三家分别是华润万象生活、碧桂园服务、保利物业，归母净利润分别为19亿元、14亿元、8亿元，同比分别+36.0%、-38.7%和+10.8%。物企间归母净利润的差距同样明显，且受到毛利率、减值、期间费用率等多重因素影响，营收较高的物企可能归母净利润并不高。

图表6: 1H24上市物企归母净利润总额同比-29.1%

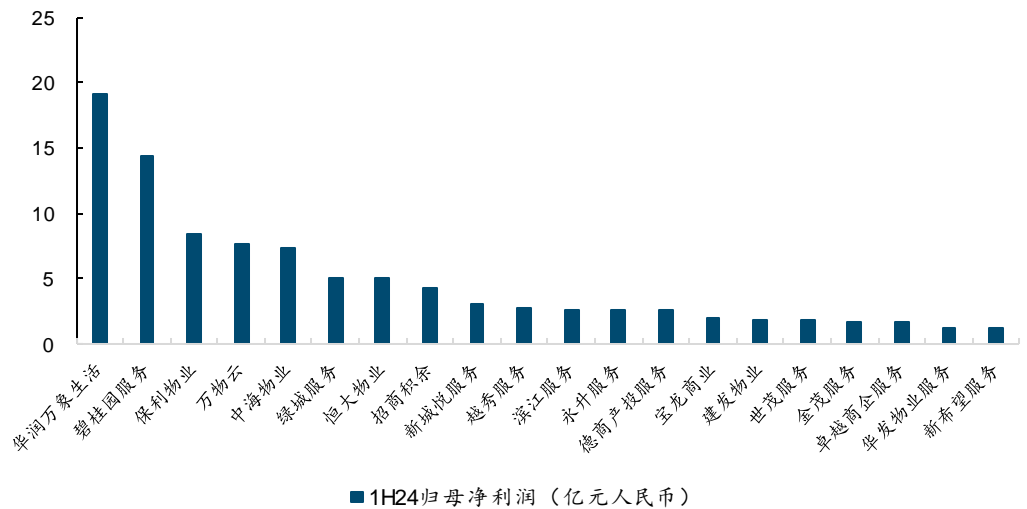
图表7: 各类样本物企的归母净利润同比走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 1H24上市物企归母净利润TOP20



来源: wind, 国金证券研究所

### 1.3、整体毛利率延续下滑态势，央企毛利率趋势稳定

2024年上半年，60家上市物企的整体毛利率为20.7%，同比-1.4pct。物企的三大主营业务毛利率普遍存在下滑的压力：①基础物管毛利率下滑主要因为物业费提价较为困难而人工成本相对刚性、收缴率下滑、无形资产摊销增加、第三方外拓占比持续提升（外拓项目毛利率通常低于关联房企新交付项目）。②社区增值服务毛利率下滑主因：消费表现承压，部分业务开展不及预期、业务结构或模式有所变化（如高毛利率的平台抽佣模式转为低毛利率的自营模式）。③非业主增值服务毛利率下滑主要因为销售持续筑底，房企对成本管控更为严苛，物企的该业务规模大幅收缩，其中民企物企该业务的毛利率下滑尤为明显。

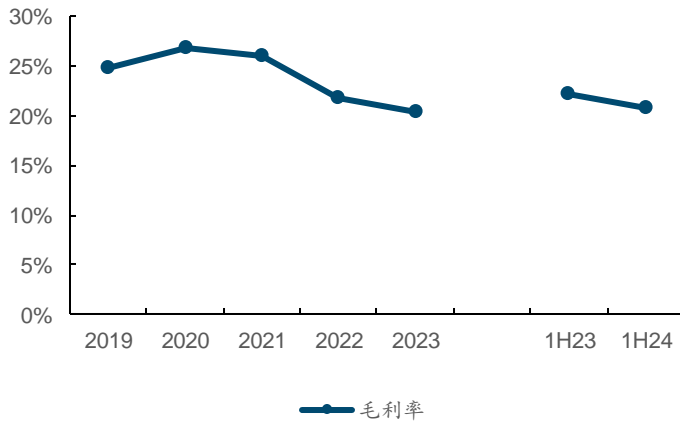
从各类样本物企的毛利率来看，2024年上半年民企且未展期物企毛利率为26.5%，同



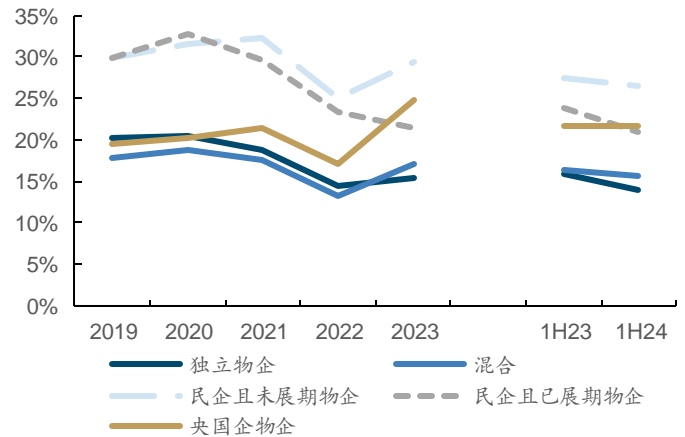
比-1.1pct；民企且已展期物企毛利率为 21.0%，同比-2.8pct；央国企物企毛利率为 21.8%，同比持平；混合所有制物企毛利率为 15.5%，同比-0.7pct；独立物企毛利率为 13.9%，同比-1.9pct。尽管央国企物企的毛利率水平居中，但整体表现更为稳健，并未持续下滑，基本稳定在 20%的水平。

60 家上市物企中，2024 年上半年毛利率最高的三家分别是星盛商业、祈福生活服务、华润万象生活，毛利率分别为 51.6%、46.4%、34%，同比分别-5.5pct、-2.2pct、+0.8pct。毛利率靠前的物企，普遍开展一定规模的商业运营管理业务，该业务毛利率较高。

图表9：1H24 上市物企毛利率同比下降 1.4pct



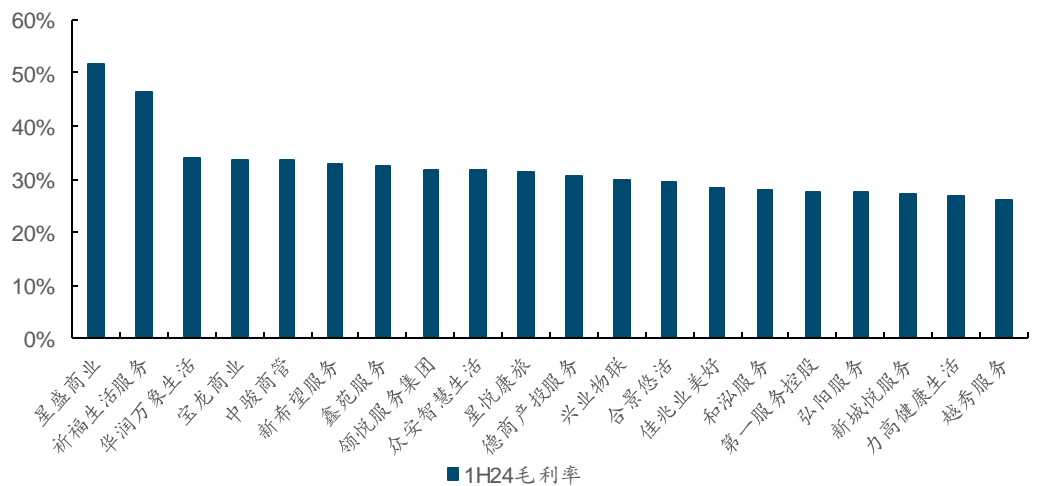
图表10：各类样本物企的毛利率走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表11：1H24 上市物企毛利率 TOP20



来源：wind，国金证券研究所

#### 1.4、降本增效管控费用，销管费用率持续下滑

由于多家物企将销售费用及管理费用合并列示或仅列示其中一项，为保障数据的可比性，本文不单独分析销售费用率与管理费用率，统一采用销管费用率来衡量各家物企的费用管控能力。

2024 年上半年，60 家上市物企的整体销管费用率为 7.9%，同比-0.4pct。物企持续降本增效，销管费用率呈连年下降的态势。

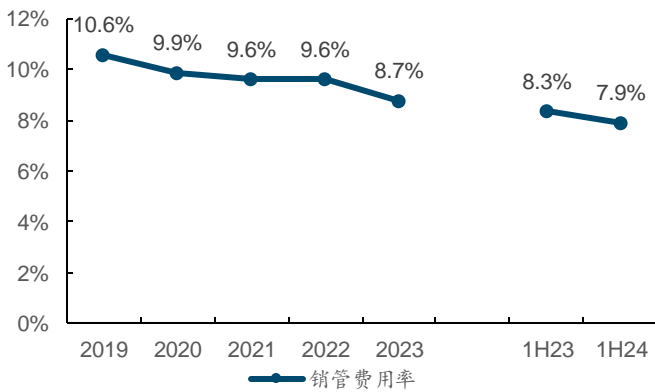
从各类样本物企的销管费用率来看，2024 年上半年央国企物企销管费用率为 5.4%，同比-0.8pct；独立物企销管费用率为 6.7%，同比-1.0pct；混合所有制物企销管费用率为 7.8%，同比-0.7pct；民企且未展期物企销管费用率 7.9%，同比-0.6pct；民企且已展期物



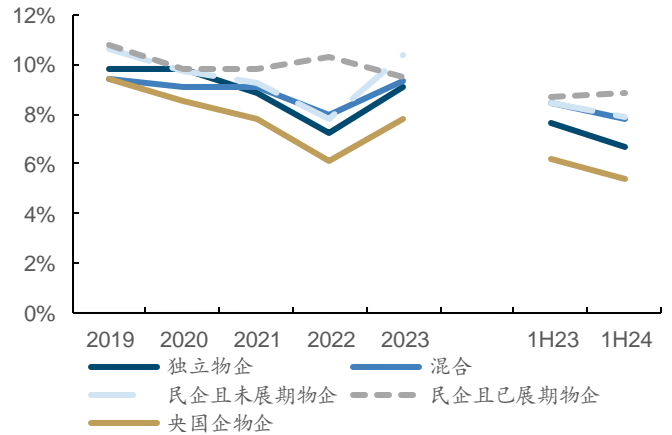
企销管费用率 8.9%，同比+0.2pct。

60 家上市物企中，2024 年上半年销管费用率最低的三家分别是中海物业、招商积余、滨江服务，销管费用率分别为 2.7%、3.5%、3.7%，同比分别持平、-0.6pct、+0.3pct。

图表12: 1H24 上市物企销管费用率同比下降 0.4pct



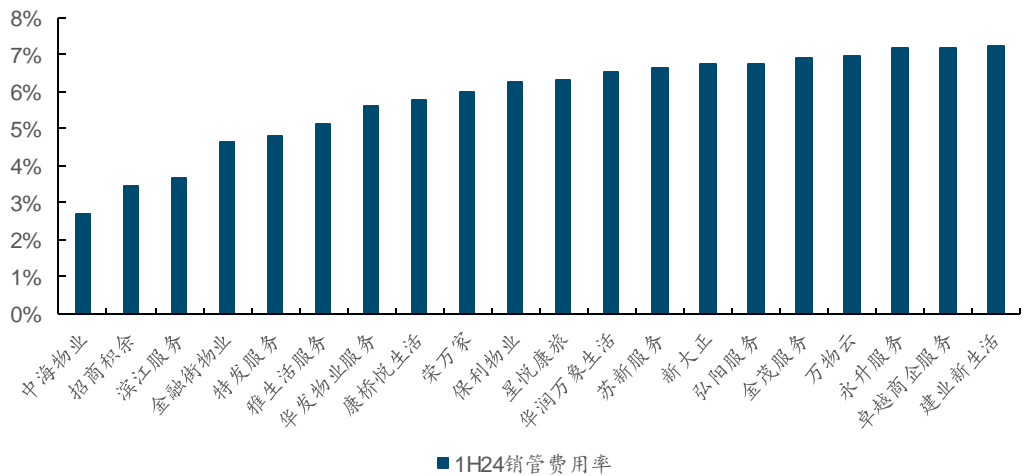
图表13: 各类样本物企的销管费用率走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 1H24 上市物企销管费用率最低的 20 名



来源: wind, 国金证券研究所

## 二、资产负债表：应收持续上升，现金仍然充裕

### 2.1、应收账款周转天数拉长仍是行业共性问题

2024 年上半年，30 家上市物企的整体贸易应收账款周转天数约 118 天，较 2023 年末增加约 14 天，随着各类甲方支付能力的下降及物企业务规模的扩张，应收账款周转天数持续拉长。

从各类样本物企的贸易应收账款周转天数来看，2024 年上半年央国企物企贸易应收账款周转天数约 79 天，较 2023 年末增加 20 天；独立物企贸易应收账款周转天数约 98 天，较 2023 年末增加 17 天；民企且未展期物企贸易应收账款周转天数约 102 天，较 2023 年末增加 18 天；混合所有制物企贸易应收账款周转天数约 91 天，较 2023 年末增加 17 天；民企且已展期物企贸易应收账款周转天数约 160 天，较 2023 年末增加 21 天。央国企开发商经营规范、韧性更强，央国企物业不盲目激进扩张、注重项目质量，因此央国企企业的应收账款回收情况更好，周转速度更快。

60 家上市物企中，2024 年上半年贸易应收账款周转天数最短的三家分别是星盛商业、

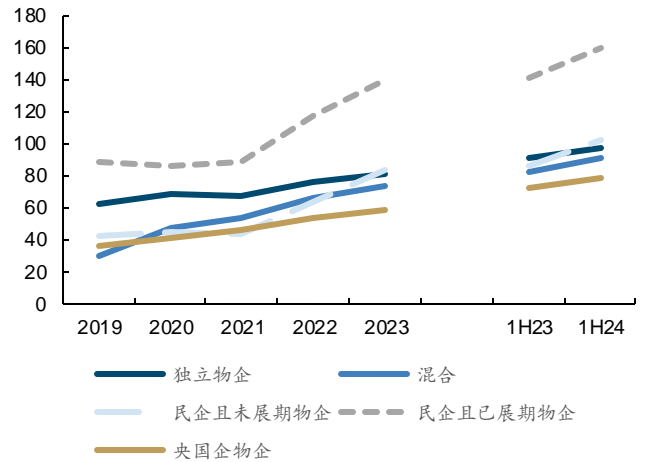
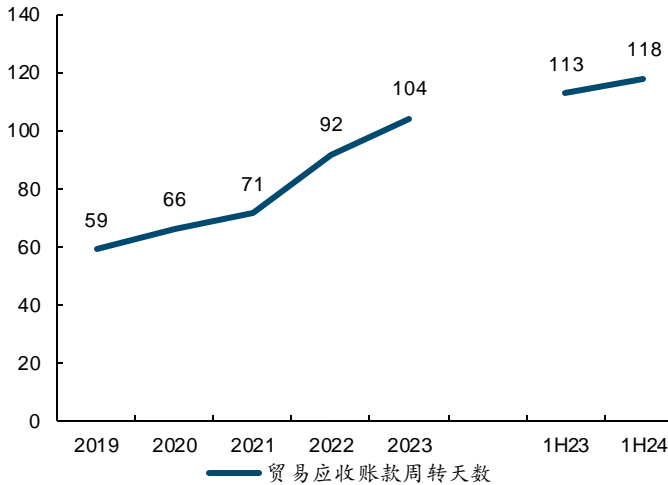




祈福生活服务、滨江服务，贸易应收账款周转天数分别为 8 天、20 天、48 天。其中星盛商业及祈福生活服务主要从事商业运营管理服务，不易受到住宅开发波动影响，回款较快；滨江服务在区域上聚焦经济基础较好的浙江区域（尤其杭州），业态上聚焦住宅，提供中高端品质服务，客户支付能力相对更强，同时美居业务带动营收高增，因此应收账款周转天数较短。

图表15: 1H24 上市物企应收账款周转天数持续走高

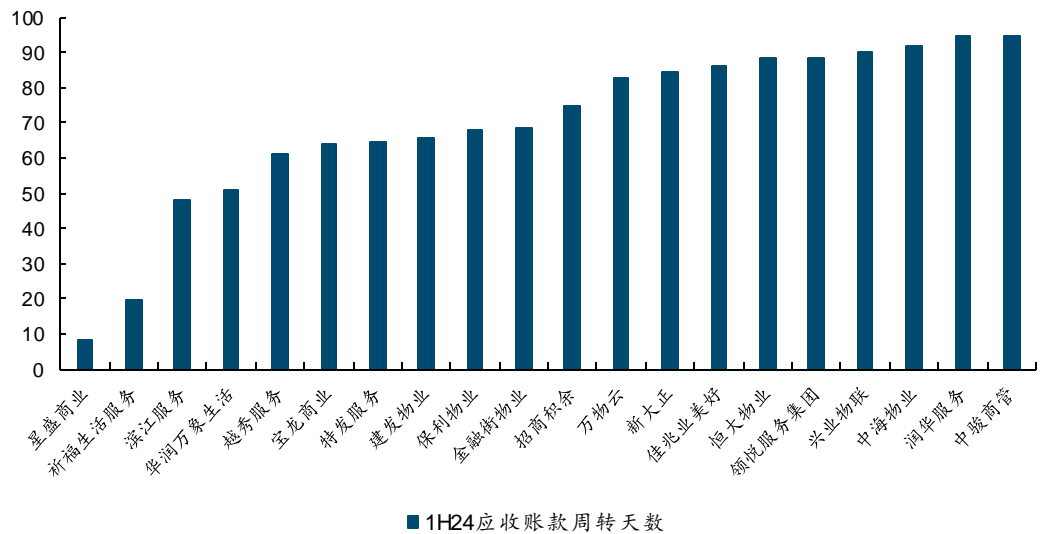
图表16: 各类样本物企的贸易应收账款周转天数走势



来源: wind, 国金证券研究所 注: 应收账款取期末期初平均值, 全年天数取 360 天, 半年天数取 180 天, 下同

来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 1H24 上市物企贸易应收账款周转天数最短的 20 名



来源: wind, 国金证券研究所

## 2.2、净现金规模仍然充裕

2024 年上半年, 60 家上市物企的净现金总额为 993 亿元, 较 2023 年末-14.2%, 较 23H1 同比-2.1%, 整体仍处于较为充裕的水平, 物企作为“现金奶牛”的属性仍未改变, 为有实力分红奠定基础。

从各类样本物企的净现金来看, 2024 年上半年央企物企净现金约 321 亿元, 较 2023 年末-13.4%; 民企且已展期物企净现金约 322 亿元, 较 2023 年末-8.6%; 混合所有制物企净现金约 149 亿元, 较 2023 年末-24.8%; 民企且未展期物企净现金约 52 亿元, 较 2023 年末-26.5%; 独立物企净现金约 12 亿元, 同比-30.3%。

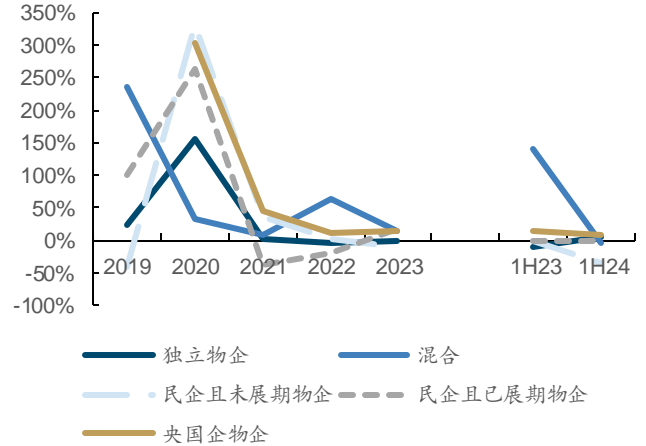
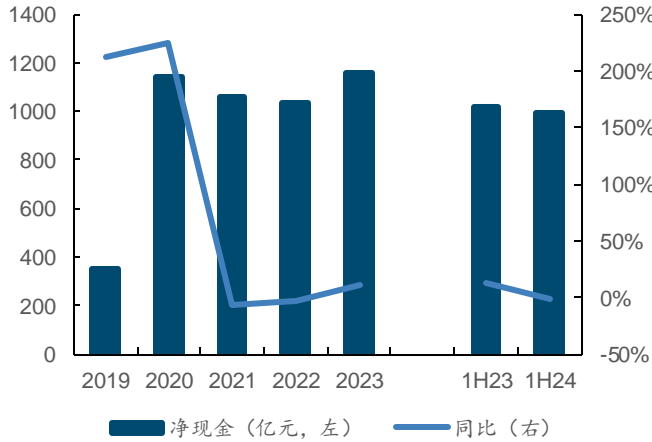
60 家上市物企中, 2024 年上半年净现金最高的三家分别是万物云、碧桂园服务、保利物业, 净现金分别为 122 亿元、108 亿元、106 亿元, 较 2023 年末分别-21.8%、-2.0%、



-3.6%。

图表18: 2024年上市物企净现金总额同比-2.1%

图表19: 各类样本物企的净现金同比走势

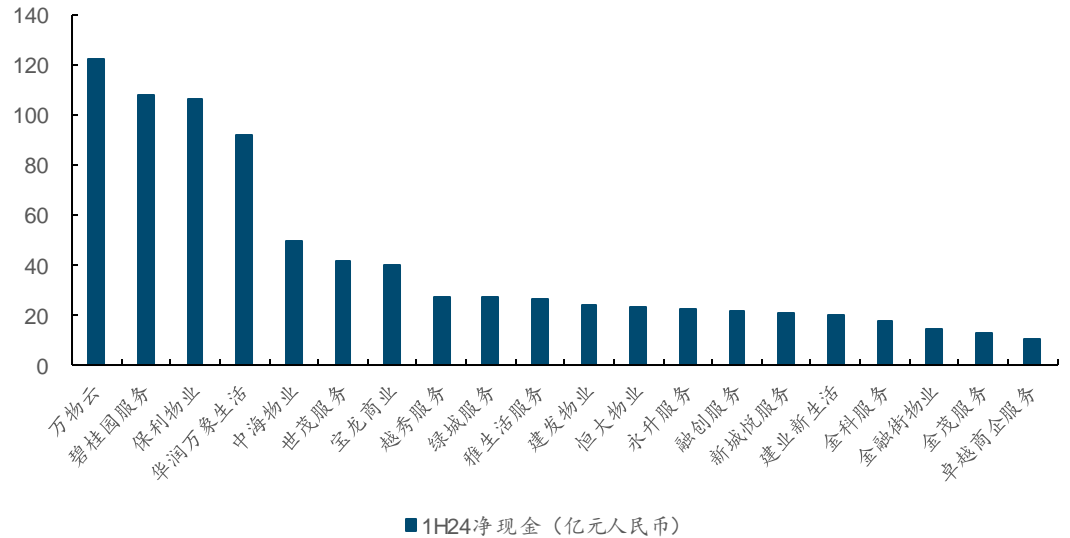


来源: wind, 国金证券研究所 注: 净现金=现金及等价物-短期借贷及长期借贷

来源: wind, 国金证券研究所

当期到期部分-长期借贷, 下同

图表20: 1H24上市物企净现金TOP20



来源: wind, 国金证券研究所

### 三、业务结构: 基础物管稳定业绩, 央国企各业务表现更优

由于各家物企的业务构成存在部分差异, 在业务口径层面, 我们选取持续披露物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务收入数据的 36 家上市物企作为样本, 形成最大公约数, 方便下文的研究及对比。



图表21：持续披露业务收入数据的36家上市物企明细及分类

类型	数量(家)	物企明细
持续披露物管、社区增值、非业主增值收入数据的物企	36	碧桂园服务 领悦服务集团 恒大物业 华润万象生活 融创服务 金科服务 雅生活服务 永升服务 保利物业 世茂服务 绿城服务 合景悠活 新城悦服务 中海物业 宝龙商业 建业新生活 时代邻里 远洋服务 正荣服务 滨江服务 荣万家 康桥悦生活 建发物业 佳兆业美好 弘阳服务 第一服务控股 和泓服务 鑫苑服务 烨星集团 新希望服务 越秀服务 金茂服务 朗诗绿色生活 万物云 德信服务集团 融信服务
央企物企	6	华润万象生活 保利物业 中海物业 建发物业 越秀服务 金茂服务
混合所有制物企	4	万物云 绿城服务 建业新生活 远洋服务
民企且未展期物企	4	雅生活服务 新城悦服务 滨江服务 新希望服务
民企且已展期物企	22	碧桂园服务 恒大物业 融创服务 金科服务 永升服务 世茂服务 合景悠活 宝龙商业 时代邻里 正荣服务 领悦服务集团 康桥悦生活 佳兆业美好 弘阳服务 第一服务控股 和泓服务 鑫苑服务 烨星集团 朗诗绿色生活 荣万家 德信服务集团 融信服务

来源：wind，国金证券研究所 注：具体命名方式及分类准则与图表2相同

### 3.1、基础物管收入正增长、占比上升，进一步体现压舱石属性

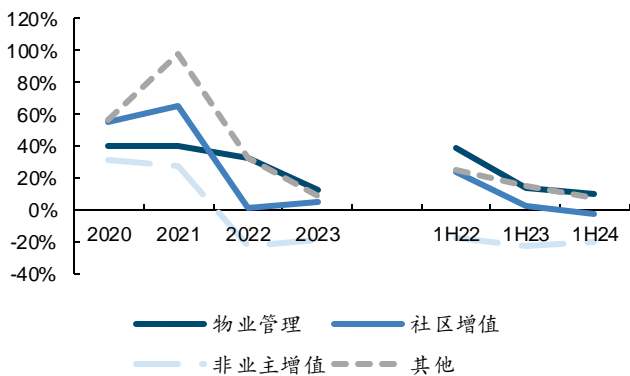
2024上半年，36家物企的收入结构持续优化。其中：

①物业管理服务具备“存量+增量”的商业模式，通过“内生+外拓”共同驱动增长，存量相对不易丢盘，增量空间广阔，每年稳定收取物业费，因而抗周期性较强，该业务2024上半年仍保持了10.1%的同比增速，收入增速是各项业务中最快的。在总收入中的占比呈持续上升态势，占比较23年底提升2.6pct至69.5%，进一步夯实业绩“压舱石”的地位。

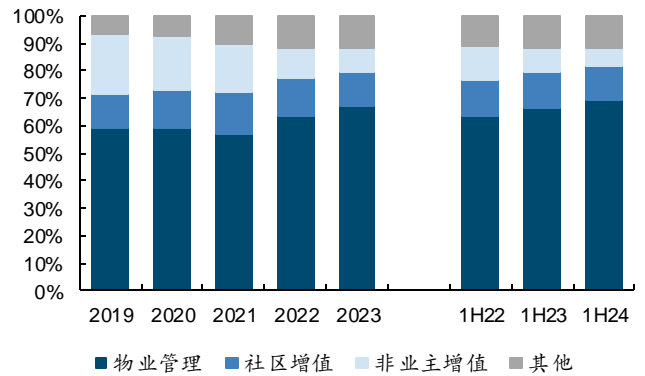
②非业主增值服务因为受到地产深度调整的拖累，2024上半年收入同比-19.8%（2023上半年同比-22.4%）。2024上半年的收入占比较23年底下滑1.9pct至6.7%，近五年的收入占比持续下滑，受地产影响越来越小。

③社区增值服务收入增速持续两年低位运行，2024上半年同比-2.8%（2023上半年同比+2.1%），首次陷入负增长。2019-2024H1期间，社区增值服务的收入占比基本维持在12%-16%的水平。

图表22：36家物企各业务收入的同比走势



图表23：36家物企各业务收入的占比走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

### 3.2、央企物企各项业务表现均优于同行

2024上半年，不同背景的物企开展各项业务的表现分化：①物管服务收入同比增速：央企物企+17.1%、混合所有制物企+14.9%、民企且未展期物企+7.4%、民企且已展期物企+5.3%。各类型物企均处于增长轨道，央企物企凭借关联房企稳健的交付力及自身外拓的品牌力，基础物管收入增速最快。

②社区增值服务收入同比增速：央企物企+10.5%、混合所有制物企-0.6%、民企且已展期物企-4.9%、民企且未展期物企-19.7%。仅央企物企能够实现正增长。

③非业主增值服务收入同比增速：央企物企-7.2%、民企且未展期物企-10.9%、混



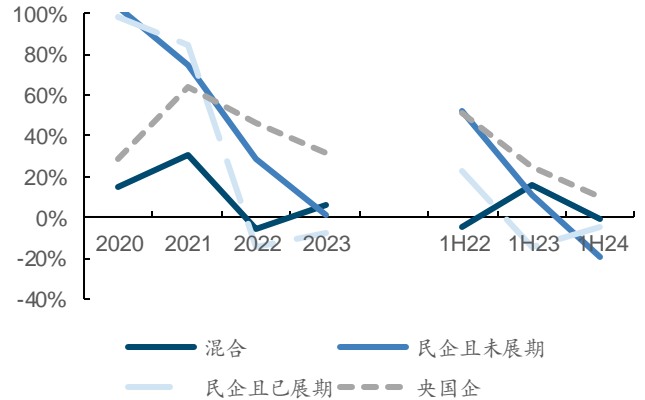
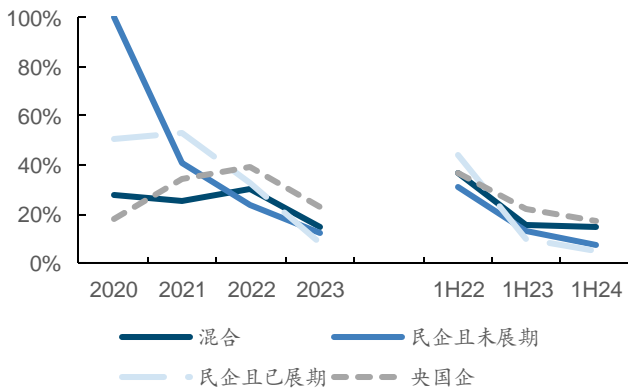
合所有制物企-17.4%、民企且已展期物企-43.0%。各类物企均受到地产拖累，非业主增值服务均为负增长，央国企物企降幅较小。

④其他业务收入同比增速：央国企物企+22.9%、民企且已展期物企+3.2%、混合所有制物企同比持平、民企且未展期物企-4.6%。其他业务主要涉及商业运营管理、车位销售、城市服务等，央国企物企同样收入增速最快。

央国企物企充分受益于关联开发商更为稳健的销售投资表现及各方资源支持，能够投入更多人力、物力、资源培养产品力及服务力，四项业务的收入增速表现均强于其他背景的物企。央国企物企的非业主增值服务收入降幅更低，物业管理服务、社区增值服务、其他业务的发展速度更快。

图表24：各类物企的物管服务收入同比

图表25：各类物企的社区增值服务收入同比

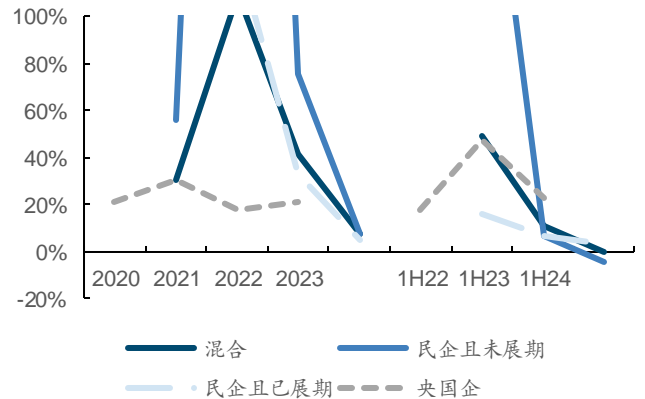
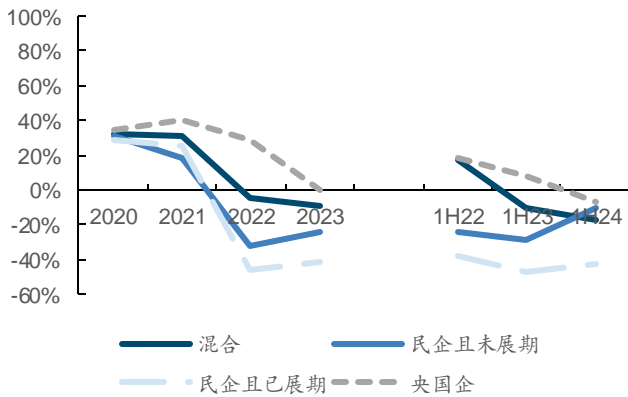


来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表26：各类物企的非业主增值服务收入同比

图表27：各类物企的其他业务收入同比



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

## 四、回购+分红共同提升股东回报，物业股红利属性凸显

### 4.1、物企进行中期分红的意愿提升

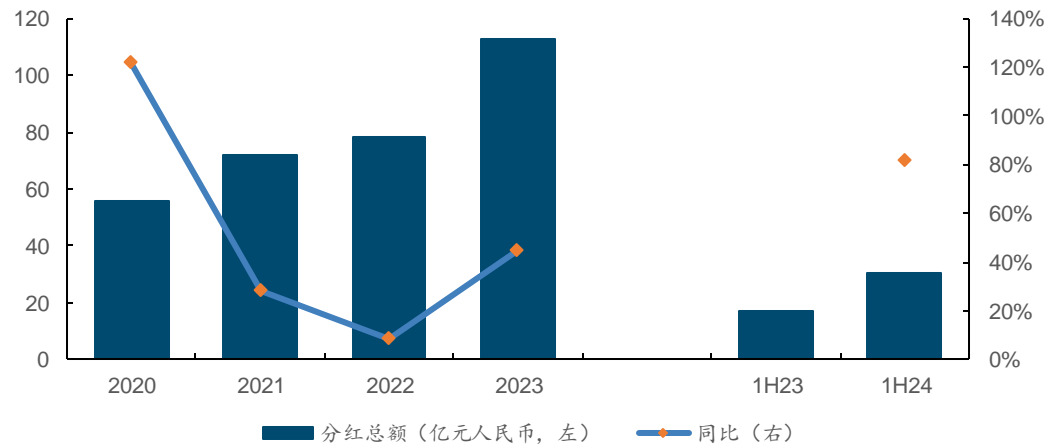
从分红的物企数量看，2024 上半年，60 家上市物企中共有 15 家进行中期分红，而 23H1 为 11 家，新增滨江服务、金茂服务、星盛商业、远洋服务、东原仁知服务，减少宝龙商业。

从分红总额看，2024 上半年，15 家物企的分红总额约 30.5 亿元，同比+81.5%。

60 家上市物企中，2024 上半年分红总额最高的三家分别是万物云、华润万象生活、中海物业，分红总额分别约 12.0 亿元、6.3 亿元、2.5 亿元，同比分别+224.1%、+24.4%、53.2%。（万物云含特别股息）

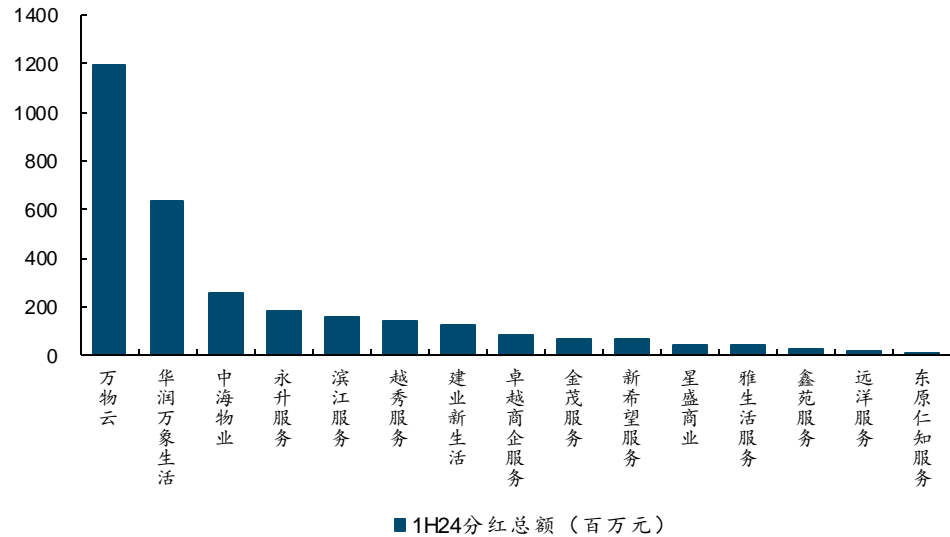


图表28: 1H24 上市物企分红总额同比+81.5%



来源: wind, 国金证券研究所

图表29: 1H24 上市物企的中期分红总额

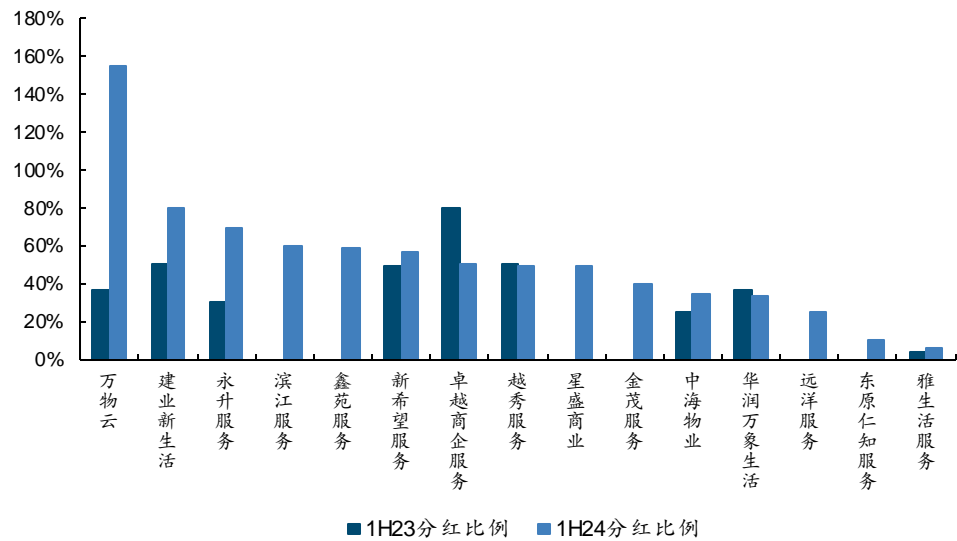


来源: wind, 国金证券研究所

从中期分红比例来看, 2024 上半年年分红比例最高的五家分别是万物云、建业新生活、永升服务、滨江服务、鑫苑服务, 分红比例分别为 155%、80%、70%、60%、59%。(万物云以归母净利润/核心净利润计的分红比例分别为 155%/100%; 建业新生活以归母净利润/核心净利润计的分红比例分别为 121%/80%)



图表30: 1H24上市物企的中期分红比例



来源: wind, 国金证券研究所 注: 1H23 建业新生活、1H24 雅生活服务的归母净利润为亏损状态, 故用核心净利润作分母计算分红比例

#### 4.2、物企持续开展回购

2022年下半年以来, 部分物企陆续开启回购, 2024年以来更多物企加入回购队伍, 如中海物业、越秀服务、南都物业等。物企持续的回购有利于减少公司股本, 提高每股收益和股东权益, 对稳定公司股价、增强投资者信心有积极意义。

2024年1-8月, 由于历史亏损导致不能分红, 金科服务的回购力度最大, 累计斥资1.67亿元回购2644万股, 占期初总股本的比例超过4%, 以此提升股东回报。

图表31: 2024年1-8月上市物企的回购情况

	累计回购金额 (万元人民币)	累计回购股数 (万股)	占期初总股本的比例
金科服务	16734	2644	4.14%
德信服务集团	3498	1943	2.07%
南都物业	2008	229	1.22%
新大正	2711	253	1.11%
永升服务	2027	1502	0.86%
万物云	17298	954	0.81%
绿城服务	5891	2314	0.72%
越秀服务	1375	480	0.32%
中海物业	1121	290	0.09%
星盛商业	89	76	0.07%

来源: wind, 国金证券研究所

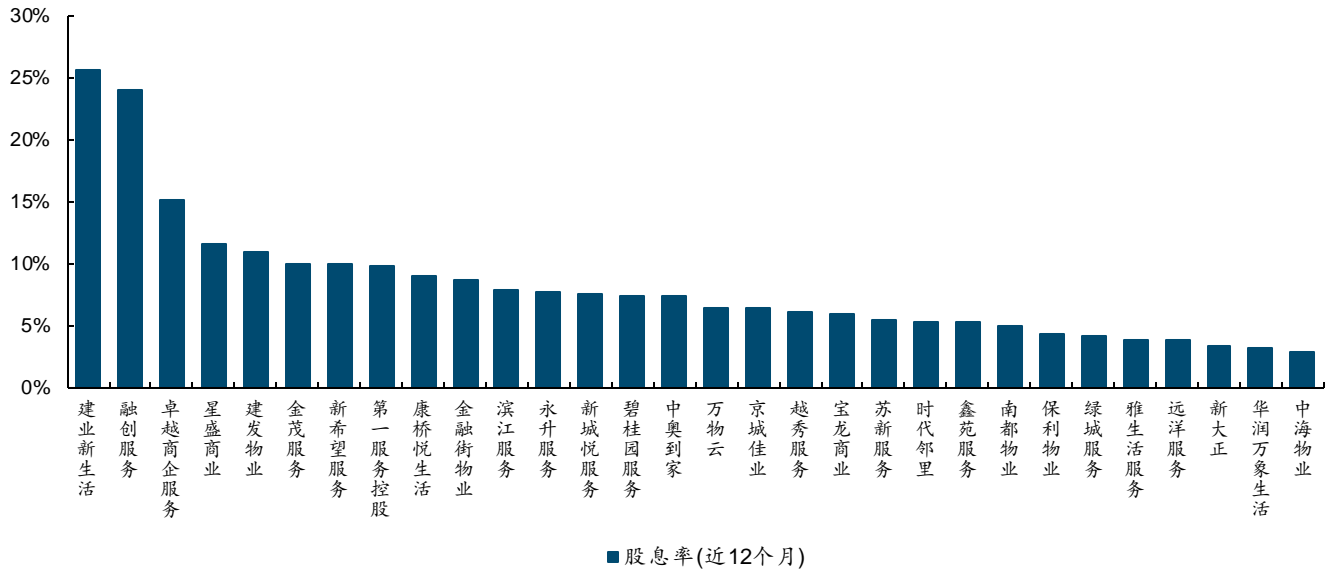
#### 4.3、股息率提供安全垫, 投资性价比凸显

一方面, 物业股经过大幅回调, 多数物企的股价已处于底部区间。另一方面, 经历过大幅收购大举规模扩张的时期后, 物企经营回归稳健发展, 由于账上现金充裕且几无资本开支, 物企的分红意愿开始提升, 中期末期股息逐步走高, 作为红利资产的属性开始显现。综合来看, 较低的股价及持续提升的分红共同组成了目前物业股不低的股息率, 当前



多数物企的股息率均在 3% 以上，投资性价比逐渐凸显。

图表32：当前物业股的股息率 TOP30



来源：wind，国金证券研究所 注：截至 2024/9/6；剔除祈福生活服务的异常高值

## 五、投资建议

从业绩稳定角度看，在宏观环境不确定及地产持续筑底的背景下，部分物企仍能保持营收利润持续增长、毛利率稳定、销管费用率不断压降、应收账款控制得当、轻资产低负债率、现金充裕等优秀特质，业绩层面已持续得到验证。

从分红回购角度看，部分物企持续稳定的分红回购既能证明公司财务稳健、现金流充足、业务发展良好，从而打消资本市场的顾虑，又能提高股价的安全边际，强化股东回报，提振市场信心。

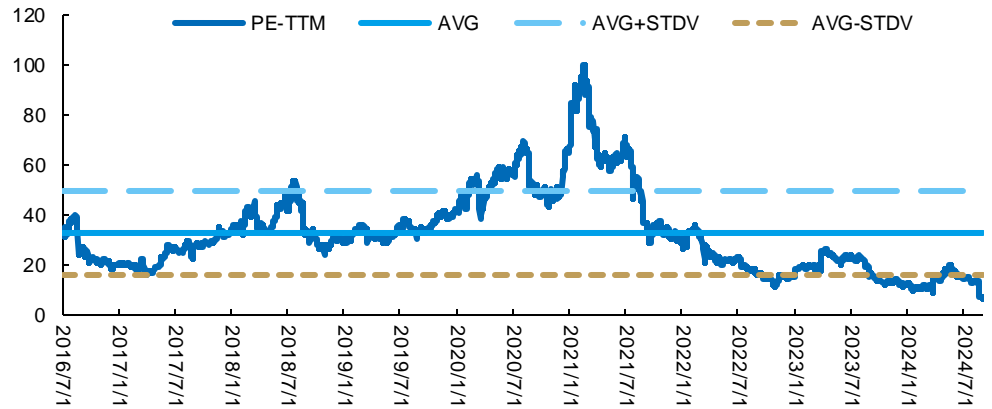
在本轮地产及物业大幅调整的周期中，我们认为部分优质物企在持续夯实基本盘、增强业务独立性、开拓新的业绩增长点，凭借扎实的经营质量，展现出抵御下行及穿越周期的强大韧性，当前物业股的股价已回落至底部区间，投资性价比凸显。

在国资物企中，推荐华润万象生活、越秀服务、建发物业。①**华润万象生活**：在管购物中心的销售额及出租率逆势上升，商管业务明显领先大市，带动公司毛利率上升，同时派发特别股息将 23 年派息比例提升至 100%。②**越秀服务**：公司业绩及规模稳步增长，其中美居业务高增带动收入高增；在手现金超过市值，价值或被低估；公司开启回购，并延续中期派息，积极回馈股东；③**建发物业**：近两年是建发房产的交付大年，带动公司的规模及业绩稳定增长，稳定型业务基础物管占比逐步上升。

在民营物企中，推荐金科服务、滨江服务，建议关注绿城服务。①**金科服务**：公司在 2022-2024H1 期间充分计提减值，卸下历史包袱；夯实经营质量，退出低效项目，进行业务聚焦区域聚焦；大比例持续回购，拟以公积金弥补亏损后实施分红；公司全年业绩有望迎来反转。②**绿城服务**：公司已走出前两年的业绩扰动，经营效率及核心经营利润率提升，核心利润高增超出市场预期，公司上调全年业绩指引，后续业绩或将持续改善。③**滨江服务**：关联房企滨江集团销售拿地等经营表现堪比国企；公司定位中高端品质服务，物业费维持行业第一梯队；优居服务带动 5S 增值服务高增，合同负债充足，增长持续性仍有保障。



图表33: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表34: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
9666.HK	金科服务	买入	50	N.A.	9.3	8.6	-9.5	5.4	5.8	48%	n.a.	8%
6098.HK	碧桂园服务	增持	133	45.6	9.1	7.0	2.9	14.6	18.9	-85%	400%	30%
1209.HK	华润万象生活	买入	508	17.4	14.1	12.1	29.3	36.0	42.1	33%	23%	17%
3316.HK	滨江服务	买入	44	8.9	7.8	6.6	4.9	5.6	6.7	20%	14%	19%
6626.HK	越秀服务	买入	42	8.7	7.6	6.7	4.9	5.6	6.4	17%	15%	14%
2156.HK	建发物业	买入	31	6.5	6.5	5.5	4.7	4.7	5.6	89%	0%	19%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 9 月 6 日; 2) 预测数据均为国金预测

## 六、风险提示

关联房企销售不及预期。关联房企的销售项目在竣工后会转化为物企的在管面积，若其销售不及预期，会影响物企在管规模及物管业务增长的速度。

物企外拓不及预期。当前各物企正积极向外拓展获取第三方项目，外拓市场竞争日益激烈，外拓难度加大可能导致新增外拓面积低于预期。

社区增值服务落地不及预期。目前物企普遍开展各类社区增值服务，但可能受到消费环境、资金投入、业务壁垒等多方面因素影响，导致其中部分业务进展不顺。

金融资产及商誉减值风险。在地产尚未企稳的背景下，物企的金融资产以及此前高溢价收购所形成的商誉均存在减值风险，侵蚀公司利润。





**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究