

## 房地产服务行业深度报告

# “三问物业行业”系列报告之二——转机、风险与分红

增持（维持）

2024年09月18日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

### 投资要点

- 什么样的公司能实现利润率的企稳回升？**行业出现积极变化：**部分优秀公司毛利率出现企稳甚至回升趋势。**以 14 家样本公司为例，6 家公司 2024H1 的综合毛利率口径较 2023 年同期出现了回升。更重要的是基础物业服务业务的毛利率，连续 2 个报表期毛利率均同比提升的公司仅有 3 家：中海物业、绿城服务和万物云。综合各项业务的毛利率看中海物业和绿城服务的利润率水平已经企稳，领先行业大部分公司。**我们将部分公司毛利率率先企稳的原因概括如下：**1) 通过项目布局的聚焦战略实现规模效应，提升人均的管理效能，降低成本；2) 执行“有质量的外拓”战略，外拓项目对利润率实现正向贡献；3) 地产关联方仍维持正常的销售和交付，能够提供稳定体量的高利润率项目的交付；4) 坚定退出盈利能力不佳甚至亏损的项目。最后需要关注管理费率的变化，只有毛利率企稳回升同时管理费率缓慢降低，才可认为公司实现提质增效。
- 应收款是否会构成物业行业的重大风险？**样本公司 2024 年中期应收款总额和周转天数均略有上升，但未到严重恶化程度。**关于应收款的分析，我们总结如下：**1) 无需对 2024 年中期应收款金额上升过多担忧。2) 重点关注一年以上应收款的情况。一年以上应收款增速慢、占比低的公司，其经营风险也越低。3) 按应收款的对象分类：周转天数更为重要，反应客户实际支付意愿和支付能力。当前除央国企关联方支付能力意愿尚可外，其余各方（出险房企关联方、C 端小业主、B 端、G 端）客户支付能力和意愿均有所下降。4) 按企业性质分类：央国企公司无论是应收款周转天数还是一年以上应收款管控均远好于非央国企公司。
- 何为物业公司合意的分红率上限和提升速度？**物业公司通过积极分红加大股东回报力度这一趋势正在得以延续。14 家样本公司中有多达 7 家公司宣布进行中期派息，且有 3 家公司华润万象生活、万物云和永升服务进行了特别派息，除分红外部分公司还通过回购股份来增厚股东权益。**除了分红意愿，持续分红能力同样重要。**持续分红能力源于现金流的创造能力，可用净现比（经营性现金流净额/核心归母净利润）指标衡量，净现比应该在大多数年份保持 1 倍以上，目前看绿城服务、滨江服务和央国企公司符合要求。**最后，分红率的提升是中长期业绩增速的函数。**价值投资的投资者最关注“每股股利”， $\text{每股股利} = \text{股利总额} \div \text{普通股股数} = \text{归母净利润} \times \text{分红率} \div \text{普通股股数}$ ，由于未来净利润增速放缓，为维持“每股股利”稳定增长，需要用分红率的提升来对冲，若无法完全对冲可以利用回购注销减少普通股股数。更重要的是公司需要让市场相信其会维持“每股股利”稳定增长的决心。
- 投资建议：**我们认为当前时点具备投资价值的物业公司应符合以下条件：1) 综合毛利率尤其是基础物业服务业务的毛利率出现连续 2 个会计期以上的企稳回升。2) 应收款周转天数控制得当，其中一年以上应收款增速慢、占比低，关联方仍维持稳定的支付能力和意愿。3) 拥有持续高分红的能力；拥有积极的分红意愿。按照上述几点要求，央国企物企相对更符合，但也有个别优秀的非央国企公司具备相当不错的投资价值。基于我们的分析逻辑，我们推荐保利物业、华润万象生活、绿城服务和越秀服务，建议关注中海物业、滨江服务。
- 风险提示：**大股东/关联方交付项目规模不及预期；地产销售复苏不及预期；社会总需求恢复缓慢；外拓规模不及预期；关联方大股东对资金占用的风险。

### 行业走势



### 相关研究

《现阶段投资物业股需思考的三个重要问题》

2024-04-19

《物管行业 2023 年中报综述：经营回归本源，发展质重于量》

2023-09-17

## 内容目录

0. 引言 .....	4
1. 什么样的公司能实现利润率的企稳回升? .....	4
1.1. 部分公司毛利率已实现企稳回升 .....	4
1.2. 企业经营质量差异导致毛利率分化 .....	8
1.3. 管理费率下行将成为行业趋势 .....	10
2. 应收款是否会构成物业行业的重大风险? .....	11
2.1. 应收款确存压力但整体可控 .....	11
2.2. 三维度拆解分析应收款的真实风险 .....	14
2.3. 关联方应收款仍存一定隐患 .....	19
3. 何为物业公司合意的分红率上限和提升速度? .....	20
3.1. 分红率稳定提升, 丰富股东回报手段 .....	20
3.2. 持续分红能力源于现金流的创造能力 .....	22
3.3. 分红率的提升是中长期业绩增速的函数 .....	24
4. 投资建议 .....	25
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1: 样本公司综合毛利率水平变动情况 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1) .....	5
图 2: 部分公司 2024H1 物业服务业务毛利率开始企稳回升 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1) .....	5
图 3: 部分公司 2023 年物业服务业务毛利率开始企稳回升 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1) .....	6
图 4: 非业主增值业务毛利率仍未企稳 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1) .....	6
图 5: 社区增值业务毛利率仍在向均值回归趋势中 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1) .....	7
图 6: 样本公司管理费用率均出现明显下降 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1) ....	11
图 7: 样本公司 2024H1 合同负债同比增速明显放缓.....	12
图 8: 样本公司 2024 年中期应收款出现不同程度提升.....	12
图 9: 大量公司 2023 年及 2024H1 的应收款增速高于营业收入增速.....	13
图 10: 大部分公司 2024H1 应收款周转天数高于 2023H1 (单位: 天) .....	14
图 11: 物业公司中期应收款金额一般大于年末值 (单位: 亿元) .....	14
图 12: 样本公司一年以上应收款情况 (单位: 亿元) .....	15
图 13: 样本公司一年以上应收款占比情况.....	16
图 14: 样本公司关联方应收款占比情况.....	16
图 15: 样本公司关联方应收款周转天数情况 (单位: 天) .....	17
图 16: 样本公司第三方应收款周转天数情况 (单位: 天) .....	17
图 17: 按企业性质分, 样本公司应收款同比增速.....	18
图 18: 按企业性质分, 样本公司应收款周转天数情况.....	18
图 19: 按企业性质, 样本公司一年以上应收款同比增速.....	19
图 20: 按企业性质, 样本公司一年以上应收款占比情况.....	19
图 21: 样本公司 2019-2023 年分红率及股息率情况 .....	20
图 22: 样本公司 2024 年中期分红派息情况.....	21
图 23: 部分物业公司积极进行回购增厚股东权益.....	22
图 24: 样本公司 2019-2023 年经营性现金流净额情况 (单位: 亿元) .....	23
图 25: 样本公司 2019-2023 年净现比情况 .....	23
图 26: 样本公司历史分红率情况及未来提升空间.....	25
表 1: 样本公司 2023 年-2024H1 毛利率企稳回升情况 .....	8
表 2: 典型公司外拓发展战略中关于项目规模效应的相关表述.....	9

## 0. 引言

随着物管公司中报的披露，行业及公司开始出现一些变化，市场对物业公司开始有了一些积极的认识比如毛利率的回升，但同时也产生了一些新的担忧比如应收款的过快增长。我们在4月19日发布的报告《现阶段投资物业股需思考的三个重要问题》中提出过，投资物业公司需要从关联方的影响、外拓综合能力和分红情况来分析，而本篇报告我们尝试从当前市场最关注的几个问题出发，再问投资物业公司需要思考的几个问题，并借此筛选出当前就具备投资价值的优秀公司。

本文的分析中，我们选取了14家典型物业公司，其中6家为央企：保利物业、华润万象生活、中海物业、招商积余、越秀服务和建发物业；7家为民企：万物云、碧桂园服务、雅生活服务、融创服务、永升服务、新城悦服务和滨江服务；最后一家较为特殊的没有强地产关联方的绿城服务。下文中若无特殊说明，所采用的数据均为上述14家公司。

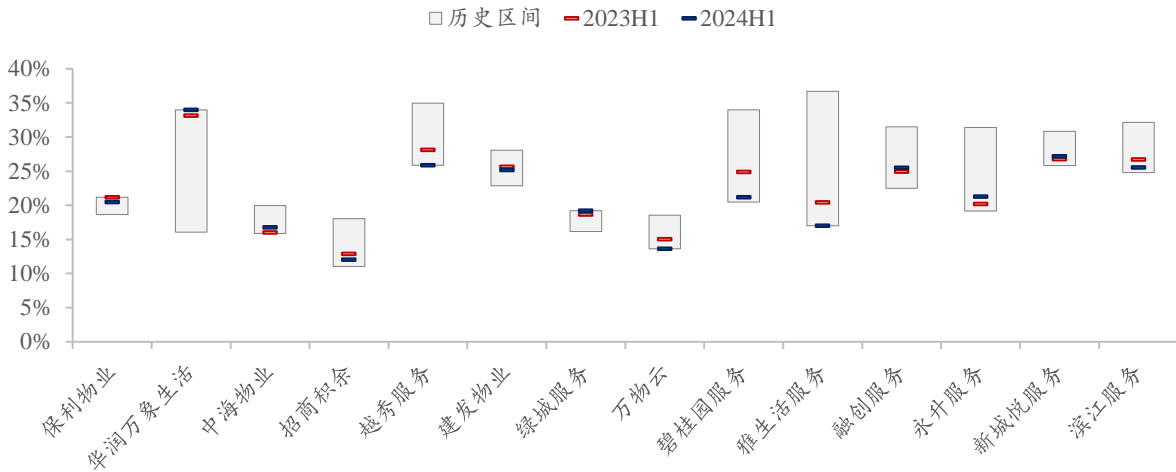
## 1. 什么样的公司能实现利润率的企稳回升？

### 1.1. 部分公司毛利率已实现企稳回升

透过2024年中报数据，我们发现了物业行业的一个积极变化：在经过2年多时间的调整后，部分优秀公司的毛利率开始出现企稳甚至回升的趋势。

以14家样本公司为例，有华润万象生活、中海物业、绿城服务、融创服务、永升服务和新城悦服务6家公司，2024H1的综合毛利率口径较2023年同期出现了回升。其中中海物业、融创服务、永升服务和新城悦服务4家公司虽然利润率有所回升，但仍处于2019年至今区间的靠近下限位置，显示其利润率企稳回升趋势仍待进一步验证，而华润万象生活和绿城服务的综合毛利率水平已经恢复至接近2019年至今的区间上限，基本可以明确其利润率的调整已基本完成。

图1: 样本公司综合毛利率水平变动情况 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1)

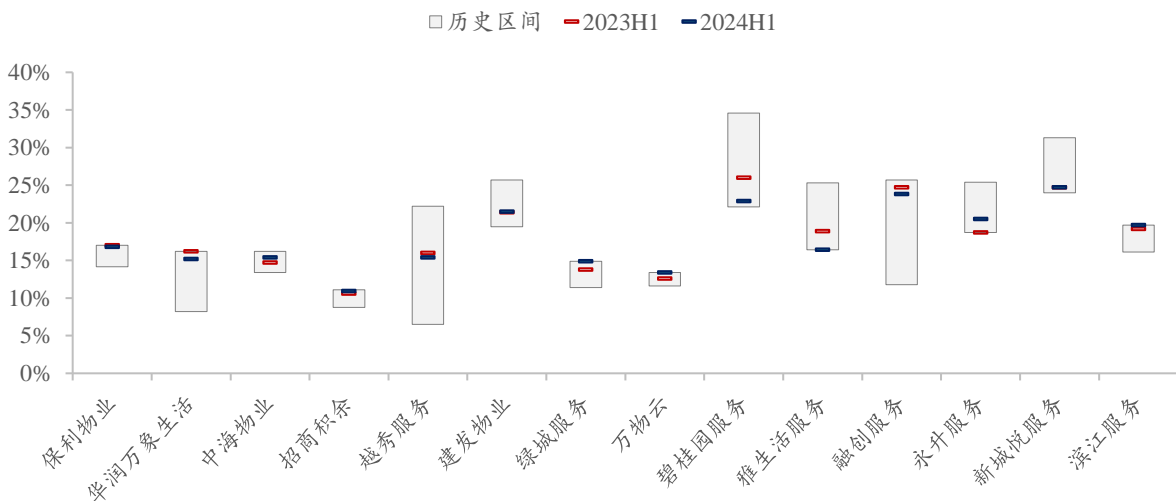


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

时至今日, 随着地产关联方的自顾不暇和社区增值业务的去伪存真, 物业公司均已意识到基础业务服务才是公司行稳致远发展的压舱石, 因此我们认为利润率拐点研究的核心即为基础物业服务业务的毛利率变化。

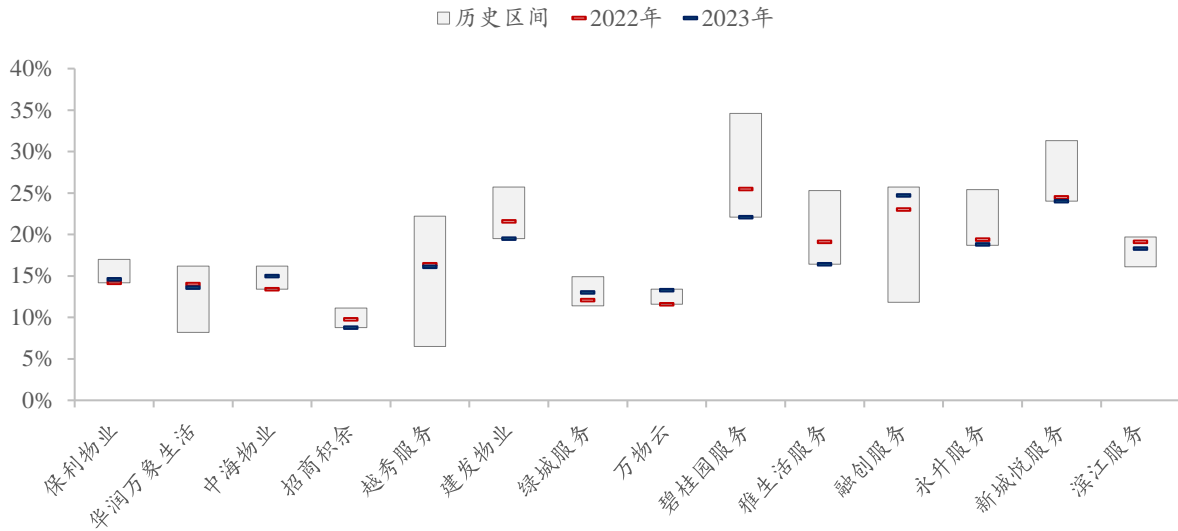
我们将连续 2 个报表期 (即 2024H1 比 2023H1、2023 年比 2022 年) 物业服务业务毛利率均同比提升, 定义为此业务毛利率出现拐点。基于此定义, 符合条件的公司仅有 3 家: 中海物业、绿城服务和万物云。

图2: 部分公司 2024H1 物业服务业务毛利率开始企稳回升 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图3：部分公司 2023 年物业服务业务毛利率开始企稳回升（图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1）

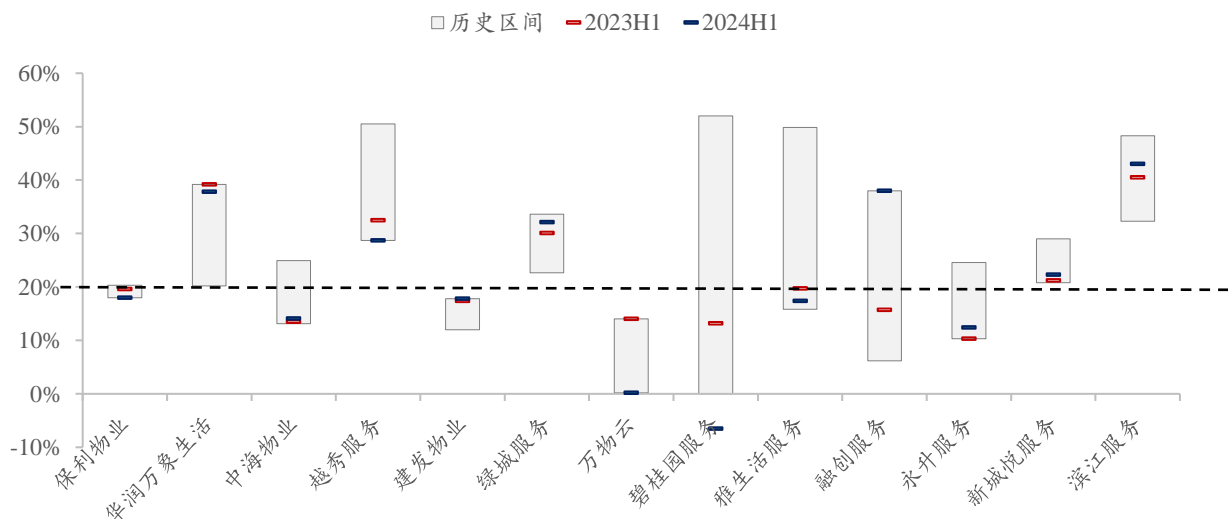


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

作为纯关联交易的非业主增值服务业务，我们在之前的报告中已有详细的讨论，能够给这项业务利润对应估值的前提是合理的收入占比（10%左右）和合理的利润率水平（不超过 20%），虽然重要性在降低，但若此业务的毛利率出现比较极端的波动，仍会对公司的业绩造成较大的影响，一如 2024H1 的万物云和碧桂园服务。

从 2024 年中期情况看，大部分样本公司此业务的毛利率水平正在向 20%的合理水平平均值回归，但也有部分公司能够通过自身的品牌溢价能够将利润率稳定在高于此水平的区间，如绿城服务和滨江服务。

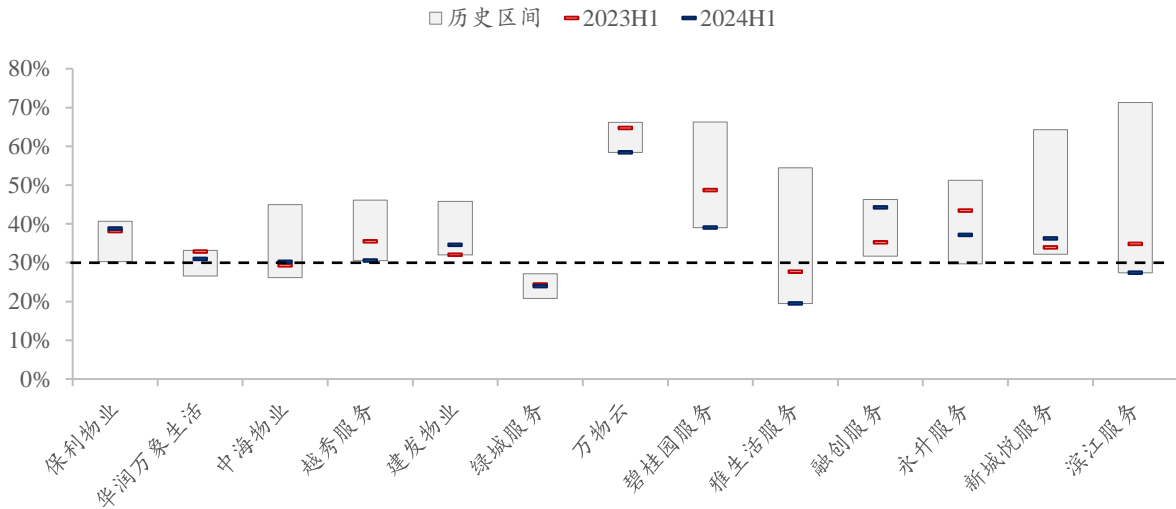
图4：非业主增值服务毛利率仍未企稳（图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

社区增值的细分业务较多，毛利率区间分布也较广，但从近几年的情况来看，样本公司此业务的毛利率水平也开始出现向着 30% 这一合理水平均值回归。此外，央企公司此业务的毛利率波动幅度明显低于民企公司。具体来看，2024H1 此业务毛利率较去年同期出现回升的公司分别为保利物业、中海物业、建发物业、融创服务和新城悦服务。

图5：社区增值业务毛利率仍在向均值回归趋势中（图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

我们将样本公司的综合毛利率和各分项业务的毛利率变化情况整理列表。我们认为当前时点对物业公司来说，基础物业服务业务的毛利率企稳回升是最能体现公司真实的经营能力的，而在此基础上若配合两项增值业务毛利率的企稳，能够带动综合毛利率的回升，则是更为理想的状态。综上所述，根据 2024 年中报情况我们可以得出以下判断：样本公司中中海物业和绿城服务两家公司的利润率水平已经企稳，领先行业大部分公司。

表1: 样本公司 2023 年-2024H1 毛利率企稳回升情况

公司	综合毛利率	基础物业服务	非业主增值	社区增值
保利物业				↑
华润万象生活	↑			
中海物业	↑	↑	↑	↑
招商积余				
越秀服务				
建发物业			↑	↑
绿城服务	↑	↑	↑	
万物云		↑		
碧桂园服务				
雅生活服务				
融创服务	↑		↑	↑
永升服务	↑		↑	
新城悦服务	↑		↑	↑
滨江服务			↑	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 1.2. 企业经营质量差异导致毛利率分化

发现利润率企稳回升现象固然重要, 但探究其能够企稳的原因, 以及缘何部分公司能够领先行业率先企稳才对投资物业股有更重要的意义。

**我们认为可以从两方面来分析: 对内对存量的提质增效; 对外对增量的精挑细选。**

由于当前物业行业定价体系的原因, 存量项目调整物业费始终是一件非常困难的事情, 而作为最大成本项的人工成本又由于各地最低工资标准的逐步上调而有所提升, 这就是市场对物业公司盈利模型最大的担忧——存量在管项目的毛利率水平会随着管理年限增加而缓慢下降。

对物业公司而言, 抵抗利润率下降的最佳举措就是努力降低人工成本, 而减少人工成本一般有 3 条路径: 1) 在保证服务质量的前提下减少人员投入; 2) 使用科技化手段替代人工; 3) 增加项目密度, 进而提升人员效能。

其中第一点是行业“公开的秘密”, 但对尺度的具体把握各公司之间存在较大的差异。前几年物业公司普遍采用将保安、保洁等工种外包的模式降低人员成本, 但外包人员素质方差大, 带来的管理难度也成倍扩大。更重要的是较高的人员流动性无法保证业主满意度, 进而影响物业费的收缴率。第二点科技化手段, 目前在行业的应用仍较为有限, 主要体现在道口闸机、监控等环节, 对人力的节省仍比较有限。



此处想着重谈谈第三点——项目聚集后的规模效应带来的人员效能的提升。提及项目规模效应，我们首先想到的是行业内最先开始践行这一战略的万物云的“蝶城”。根据公司 2023 年年报数据，当年实现改造蝶城区域 150 个，改造后平均提效 4.5%，在一定区域内布局足够密度的项目，确实能够通过复合用工、物料共享等举措实现管理成本的下降。除了万物云外，我们发现头部公司从 2024 年纷纷开始实行聚焦布局的战略。如华润万象生活新拓项目 86% 集中于一二线城市；绿城服务外拓聚焦 60 个重点城市；保利物业重点在四大核心经济带发力等等。由于头部物业公司已不再盲目追求管理规模，其对在管项目的认识已进入新的阶段——即更为看重项目密度，从而能通过项目间的协调和管控实现人均管理效能的提升。

表2：典型公司外拓发展战略中关于项目规模效应的相关表述

公司	相关表述
华润万象生活	2024 上半年新增第三方合约面积 2,433 万平方米，86% 位于一二线城市。
绿城服务	2024 年外拓在已布局的 200 多个城市中聚焦 60 个左右的重点城市。
保利物业	2024 上半年新拓合同金额中四大核心经济带占比 77%，较去年同期提升 10.5 个百分点。
永升服务	未来持续有序退出部分非核心城市、位置偏远，低质、低效项目，重点布局 100 城。
新城悦服务	未来项目拓展聚焦重点 50 城，区域上布局长三角、环渤海和川渝经济带。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**获取高质量的外拓项目是提升毛利率的重要举措。**外拓对物业公司的重要性毋庸置疑，但过去几年中对外拓展也经历了一段弯路，具体分析我们已在 4 月 19 日发布的报告《现阶段投资物业股需思考的三个重要问题》中有过详尽的分析。经历过几年的激进时期后，2024 年各家公司对于外拓的策略都变得谨慎，纷纷提出了类似“做有质量的外拓”的战略，对外拓项目设立合同金额、利润率等指标，头部公司也确实通过获取较高利润率的外拓项目，边际上对利润率的稳定起到了相当的作用。

此外，地产关联方稳定的新交付项目也是物业公司维持综合毛利率稳定的关键因素。

最后，通过退出部分常年亏损项目或是前几年获取的盈利能力不佳的外拓项目，亦可以帮助公司提高毛利率水平。

综上所述，我们可以将部分公司毛利率能够率先企稳的原因概括如下：

- 1) 通过项目布局的聚焦战略实现规模效应，从而提升人均的管理效能，降低成本；
- 2) 执行“有质量的外拓”战略，外拓项目对利润率实现正向贡献；
- 3) 地产关联方仍维持正常的销售和交付，能够提供稳定体量的高利润率项目的交付；
- 4) 坚定退出盈利能力不佳甚至亏损的项目。

最后值得一提的是，在物业费提价机制和最低工资标准逐年抬升的大背景下，物业公司基础物业服务业务的毛利率是缺乏大幅向上的空间的，因此部分公司能够做到毛利率的企稳甚至略微回升已经非常不容易了，大部分公司的利润率水平仍将面临较大的下行压力。

### 1.3. 管理费率下行将成为行业趋势

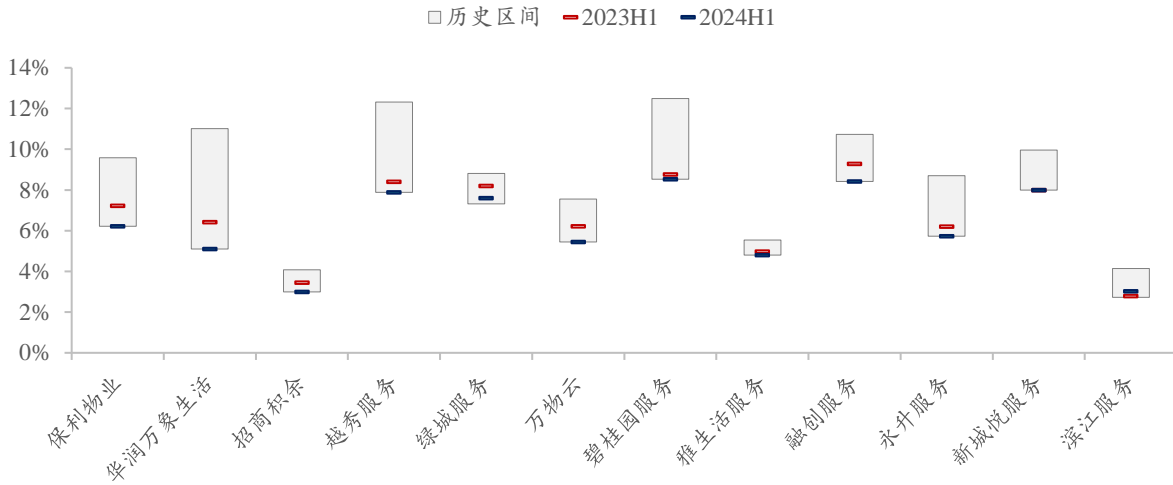
为何需要关注管理费用率？因为管理费对物业公司而言同样是人工成本，且市场曾经对物业公司营业成本和管理费用的确认边界上存在质疑，即认为可能因为希望提升毛利率将部分人员成本挪至管理费用。因此只有当毛利率企稳回升同时管理费率缓慢降低，才可认为公司确实实现了提质增效。

**一般而言，物业公司可以通过以下几种方法实现管理费率的下降：**

- 1) 区域合并：区域合并能够直接减少区域（或城市）一级的各职能部门人员，是最有效的降低管理费的措施。结合上文所述，头部公司均已开始执行区域聚焦的战略，可以预见未来物业公司的区域合并将频繁出现。
- 2) 总部中后台职能部门的精简。总部管控能力强的公司，均应做到总部职能部门人员增速远低于在管项目的增速，从而实现总部人员的提效。
- 3) 削减行政费用预算（差旅、采购等）。此条与其他行业公司并无二致，也是大部分公司正在采用的措施。

从样本公司 2019 年至今的数据看，绝大部分公司都实现了管理费用率的下降，且 2024H1 的管理费用率基本都是 2019 年以来的最低水平，较 2019 年至今最高值下降幅度较大的公司有华润万象生活、越秀服务、碧桂园服务等。管理费用率的行业标杆公司为滨江服务，由于项目布局相对集中在长三角，其管理费用率常年稳定在 3% 左右。14 家样本公司当前管理费用率平均水平仍然在 6% 左右，考虑到大部分公司无法实现类似滨江服务的区域聚焦布局，我们预计管理费用率仍有约 2 个百分点的下降空间，未来大部分公司的管理费用率将回落至 4-5% 区间。

图6: 样本公司管理费用率均出现明显下降(图中“历史区间”范围为2019年-2024H1)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

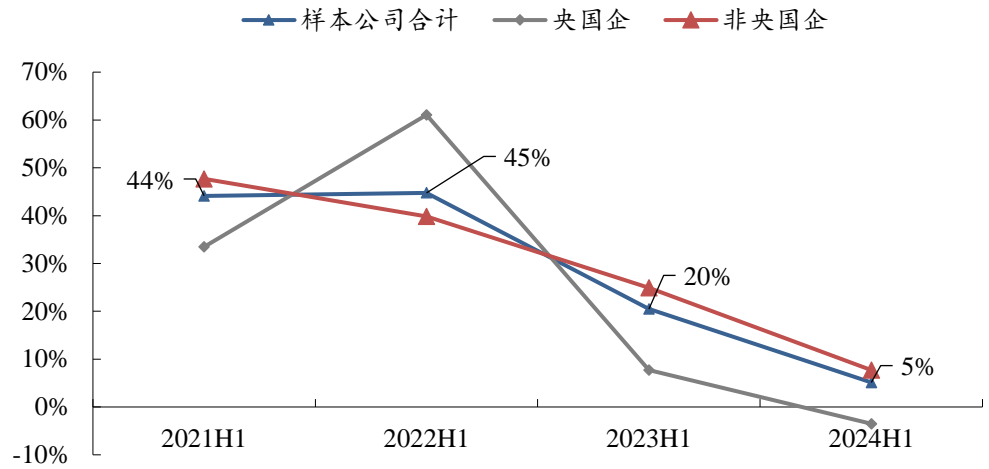
## 2. 应收款是否会构成物业行业的重大风险?

受宏观经济影响, 物业公司的服务对象无论是C端小业主、B端还是G端, 其支付能力和支付意愿均有不同程度的下降。市场开始担心物业公司应收款是否会大幅增加, 进而影响公司现金流。本章我们就此问题进行具体讨论。

### 2.1. 应收款确存压力但整体可控

**业主支付意愿逐年下滑, 预收物业费难度提升。**一般而言, 物业公司在收缴当年物业费时, 会通过赠送礼物或提供折扣来鼓励业主提前支付当年甚至是明年的物业费, 提前收取的物业费会计入合同负债(预收款)科目, 这一指标是检验业主支付意愿和能力的前瞻指标。从样本公司历年年中的合同负债情况看, 同比增速2023年开始明显下滑, 2024年中期同比增速已回落至5.1%。若区分企业性质看, 预收政策一般较为激进的非央国企2024年中期增速仅为7.7%, 而央国企2024年中期同比则已出现-3.5%的下降。

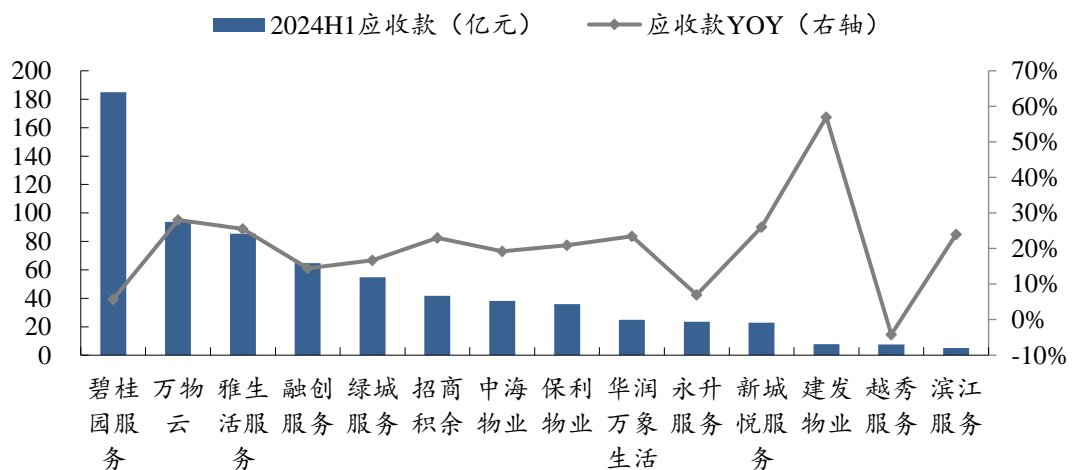
图7: 样本公司 2024H1 合同负债同比增速明显放缓



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

样本公司 2024 年中期应收款出现不同程度上升, 但整体增速仍可控制。从样本公司情况看, 2024 年中期的应收款确实出现一些提升, 仅越秀服务应收款同比下滑, 其余公司同比增长区间为 6%~57% 不等, 大部分公司增速分布在 10~30% 区间。从金额看, 2024 年中期应收款剩余金额较多的公司为碧桂园服务 (185 亿元)、万物云 (94 亿元) 和雅生活服务 (85 亿元)。

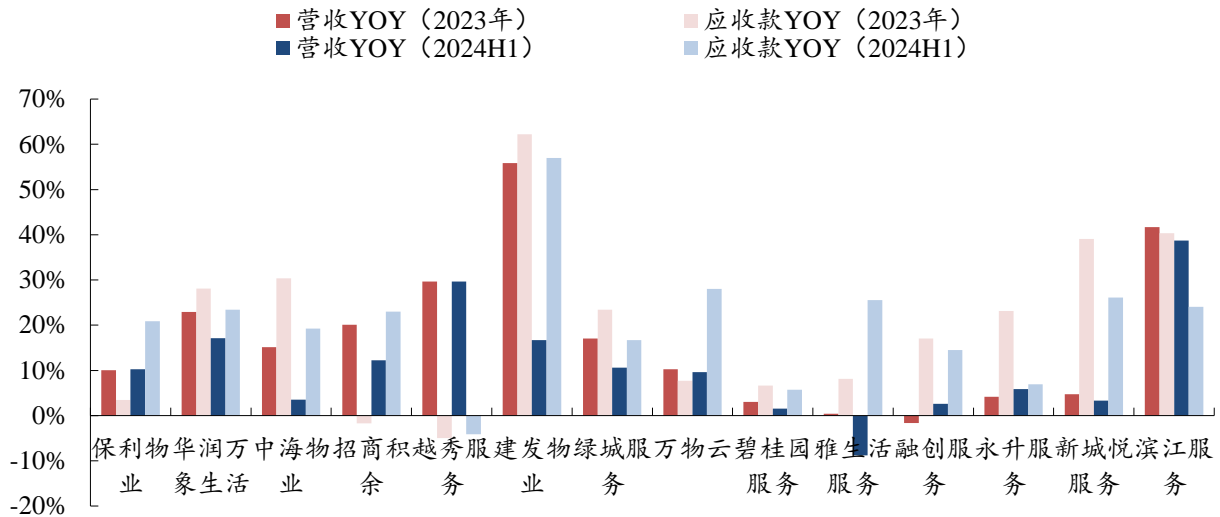
图8: 样本公司 2024 年中期应收款出现不同程度提升



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

大部分公司 2024H1 应收款增速高于营业收入增速，但较 2023 年并未出现严重恶化。一般而言，物业公司的应收款增速应该基本与营业收入的增速保持一致。我们将样本公司的应收款增速与营收增速进行比较发现，14 家样本公司中有 12 家公司 2024H1 的应收款增速高于营收增速，同样的情况在 2023H1 为 11 家。更进一步，我们将应收款增速高于营收增速 10 个百分点以上定义为应收款过快增长，2024H1 和 2023H1 符合此定义的公司数量都为 8 家。因此我们可以得出结论：物业公司确实面临应收款增速过快的局面，这种情况是从 2023 年开始的，但 2024 年并没有出现进一步恶化。

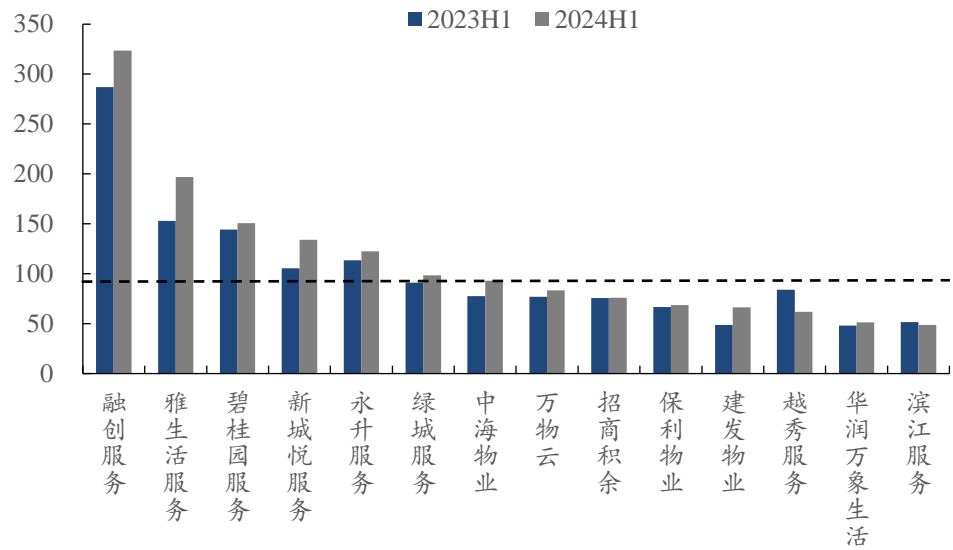
图9：大量公司 2023 年及 2024H1 的应收款增速高于营业收入增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

大部分公司应收款周转天数较去年同期有所提升。从应收款周转天数看，样本公司中仅越秀服务和滨江服务两家公司出现下降，其余公司均出现不同程度的上升，但总体而言，大部分公司的应收款周转天数都还处于 90 天的安全线以下。值得注意的是，应收款周转天数较高的公司均为民企公司，民企公司的应收款风险会显著高于央国企公司，造成此现象的具体原因会在后文中详细解释和分析。

图10: 大部分公司 2024H1 应收款周转天数高于 2023H1 (单位: 天)



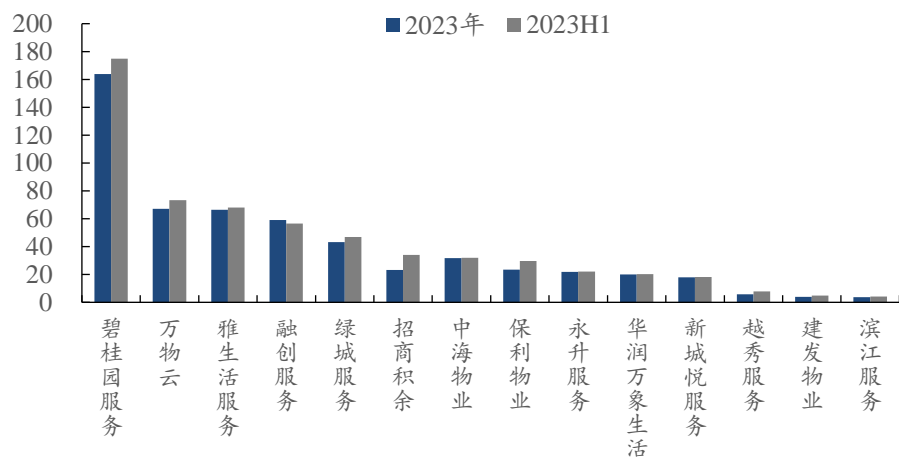
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.2. 三维拆解分析应收款的真实风险

上节中, 我们罗列了物业公司涉及到收款的一系列指标, 通过指标我们能发现 2024 年上半年物业公司确实普遍面临一定的收款压力。本节我们会进一步对应收款指标进行拆解, 分析其中蕴含的企业真实经营情况。

首先, 无需对 2024 年中期应收款金额的上升有过多担忧。由于物业服务合同的特点以及客户的付费习惯, 一般中期的应收款都会高于当年年底的数字。我们以样本公司 2023 年的数据为例, 14 家公司中除融创服务外, 其余 13 家公司中期的应收款金额均大于年底的金额。

图11: 物业公司中期应收款金额一般大于年末值 (单位: 亿元)



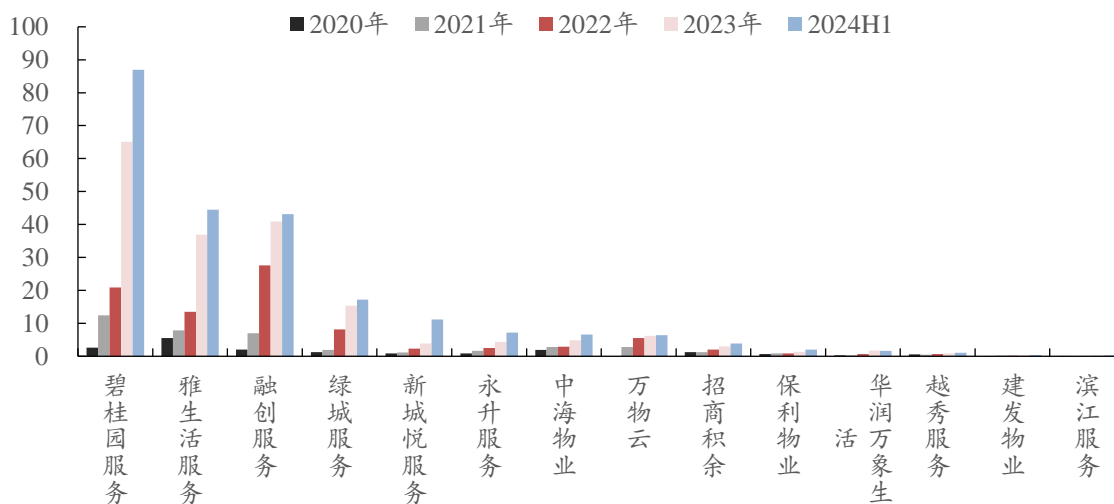
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

对应收款的分析，最核心最重要的是关注一年以上应收款的情况。为何应收款的研究要重点关注一年以上的情况，原因有二：1) 物业合同尤其是住宅类的物业合同一般约定支付物业费的周期是一个自然年，但收入的确认是按照权责发生制进行月度确认，于是就造成了物业公司一年之内的应收款始终在滚动增加，但这部分应收款大部分是能够在合同约定期末收回的。2) 真正影响公司现金流和利润的也是一年以上的应收款，现金流的影响不过多解释，对利润的影响则是因为随着应收款年数的增加，按照会计准则计提的减值比例也会随之提升。

基于上述两条原因，我们真正需要关注的是公司一年以上的应收款情况，其中金额的变化和一年以上应收款的占比情况是最核心的两个量化指标。

一年以上应收款边际的变化情况比金额更重要。一般而言，若无业务模式的大幅调整，一年以上应收款的增长理应与营业收入增速大致相符，若在没有出现业务模式变动的情况下，公司的一年以上应收款出现大幅增长，意味着公司在收款上出现了一定风险。例如 2023 年几家头部民企物业公司的一年以上应收款出现大幅增长，核心原因就在于其关联方在 2022 年遭遇了现金流危机，导致其 2022 年应支付给物业公司的相关款项延期支付，账期从一年内拖成了一年以上。对于这类公司我们需要关注的是后续相关款项是否随着时间推移转为账龄更长的应收款，若如此势必将会因减值的计提影响公司的业绩。

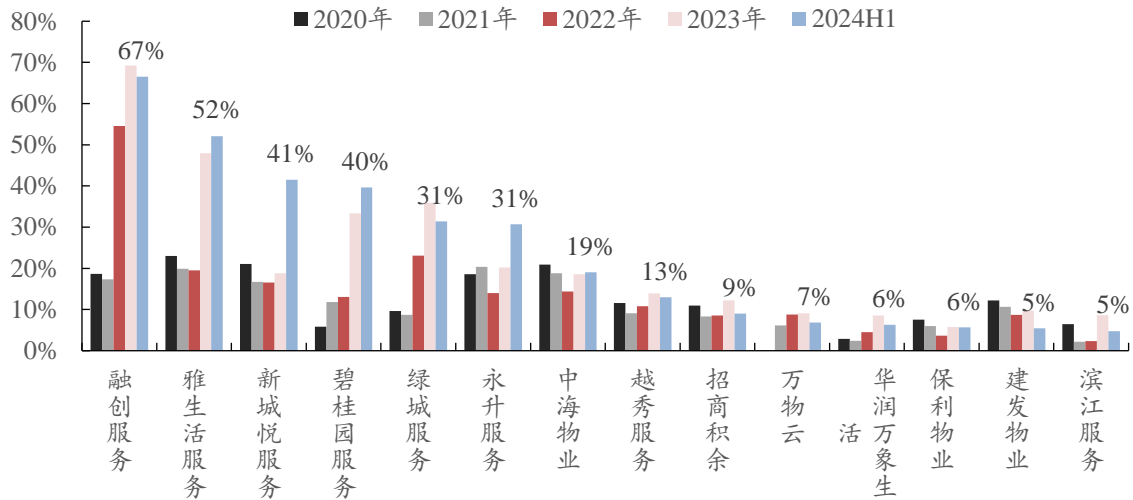
图12：样本公司一年以上应收款情况（单位：亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

对于一年以上应收款占比指标，占比及其边际变化同样重要。首先与金额变动同理，若一年以上应收款占比出现大幅提升，即意味着公司的收款能力短期出现一定风险。其次，一年以上应收款的占比与公司经营风险呈现明显的正相关，即一年以上应收款占比越高（往往同时还伴随比例的大幅提升），公司的经营风险也越高。我们将上述两个指标结合起来分析可以发现，将两个指标分别由高至低排序后，样本公司的排序顺序是高度重合的，排序越靠右侧的公司（一年以上应收款金额和占比均较低）其经营风险就越低。

图13: 样本公司一年以上应收款占比情况

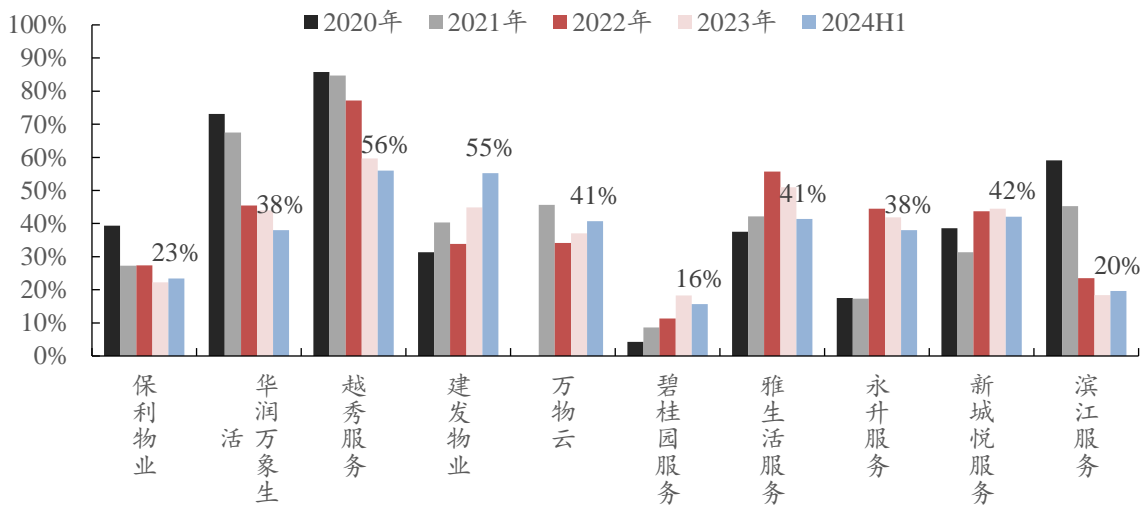


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

第二个维度我们从应收款的对象分类来分析, 应收款可分为关联方应收款和第三方应收款两部分。

关联方应收款占比整体呈下降趋势。从 14 家样本公司情况看, 大部分公司关联方应收款的占比在过去几年中都呈现下降的趋势, 主要原因在于行业公司近几年大幅增加第三方项目的外拓第三方应付款随之增加, 同时随着地产行业的持续调整, 非业主增值服务的业务体量逐年下降造成关联交易金额下降。此消彼长下, 关联方的应收款占比开始出现下降。

图14: 样本公司关联方应收款占比情况



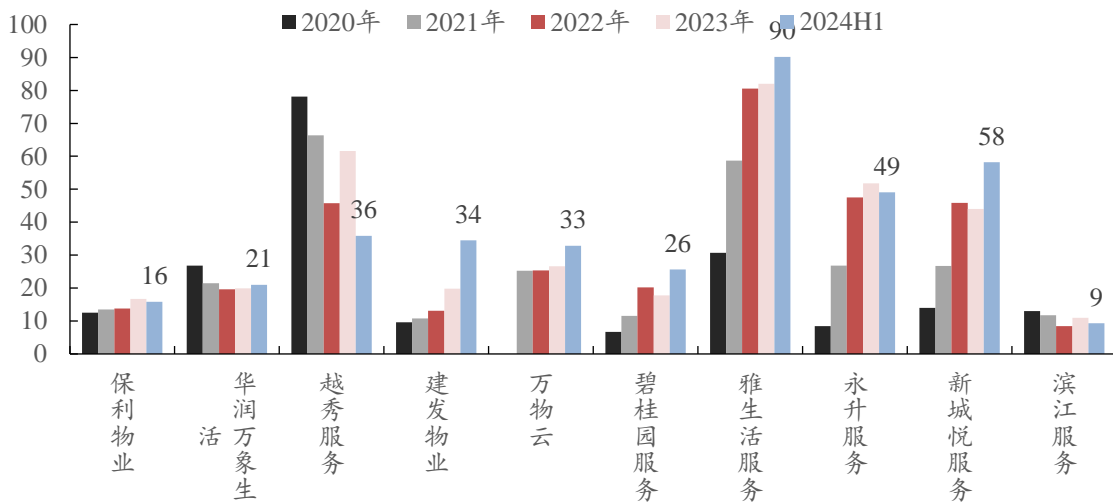
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所



应收款周转天数更为重要,反应了客户实际支付意愿和支付能力。相较金额和占比,应收款的周转天数更为重要,因为这一指标反应了物业公司服务对象真实的支付意愿和能力。

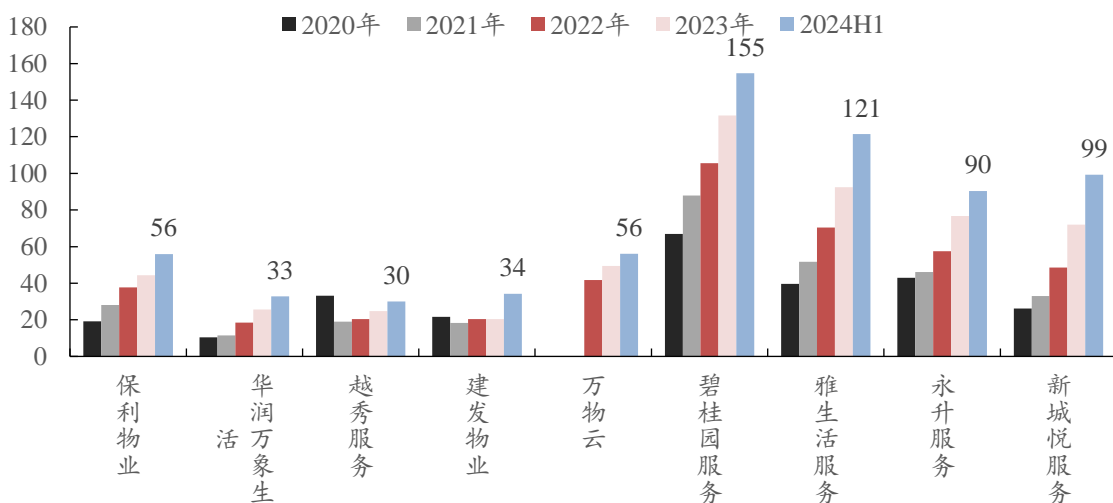
根据样本公司的数据,我们可以发现关联方的周转天数出现了明显的分化:央国企公司普遍稳定或回落,但民企公司尤其是关联方已经出现信用风险事件的,其关联方应收款周转天数逐年提升。而所有样本公司的第三方应收款的周转天数均为逐年提升,表明小业主C端、B端以及G端客户均出现支付能力和意愿的下降。总的来说,除了央国企关联方支付能力意愿尚可外,其余各方(出险房企关联方、C端小业主、B端、G端)客户的支付能力和意愿均有所下降。

图15: 样本公司关联方应收款周转天数情况(单位:天)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图16: 样本公司第三方应收款周转天数情况(单位:天)

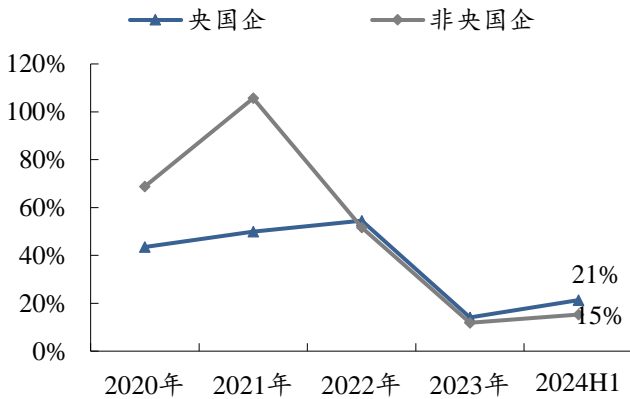


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

第三个维度我们从物业公司的企业性质进行分类分析，将物业公司分为央国企和非央国企公司。

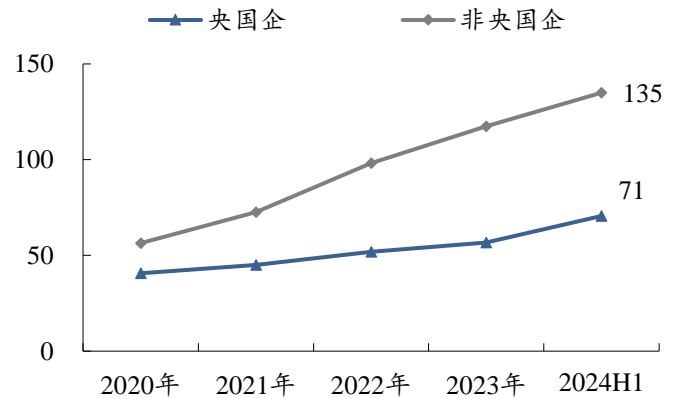
应收款同比增速接近，但应收款周转天数分化。从应收款的同比增速看，非央国企在 2021 年前明显快于央国企，但 2022 年起两类公司的增速已较为接近。但应收款周转天数则出现越加明显的分化，央国企公司的周转天数虽有上升但仍控制在 71 天，而非央国企公司的应收款周转天数自 2022 年起明显上升，至 2024H1 已达 135 天。

图17: 按企业性质分, 样本公司应收款同比增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图18: 按企业性质分, 样本公司应收款周转天数情况

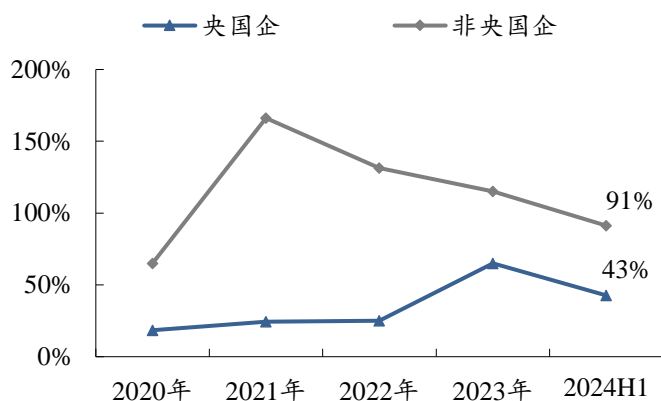


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

更为重要的一年以上应收款指标上, 两类公司的分化更为明显。央国企公司一年以上应收款增速随也有所增加, 但增速大致可控, 但民企公司一年以上应收款的同比增速则在 2021 年就突破了 100%, 2024H1 增速有所回落但也高达 91%。较高的增速也导致其一年以上应收款的占比出现明显提升, 至 2024H1 已突破 40%, 应收款的风险快速积累, 而央国企一年以上应收款的占比则稳定在 10% 上下波动。

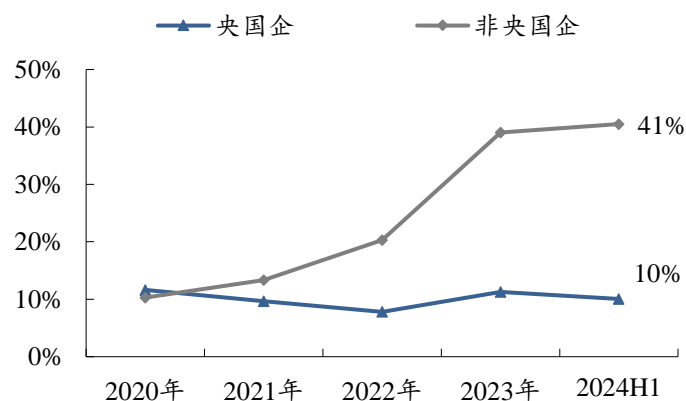
总的来说, 央国企公司无论是应收款周转天数还是一年以上应收款的管控均远好于非央国企公司。这不仅源于其关联地产方较强的支付意愿和能力, 也反应了央国企公司更严格的外拓项目审核和更有效的收缴措施。

图19: 按企业性质, 样本公司一年以上应收款同比增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图20: 按企业性质, 样本公司一年以上应收款占比情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

关于应收款的分析, 我们总结如下:

1) 无需对 2024 年中期应收款金额的上升有过多担忧。

2) 重点关注一年以上应收款的情况: 金额上关注边际的变化情况; 占比指标占比及其边际变化同样重要。一年以上应收款增速慢、占比低的公司, 其经营风险也越低。

3) 按应收款的对象分类: 周转天数更为重要, 反应了客户实际支付意愿和支付能力。当前除央国企关联方支付能力意愿尚可外, 其余各方 (出险房企关联方、C 端小业主、B 端、G 端) 客户的支付能力和意愿均有所下降。

4) 按企业性质分类: 央国企公司无论是应收款周转天数还是一年以上应收款的管控均远好于非央国企公司。

### 2.3. 关联方应收款仍存一定隐患

应收款作为当前物业行业及公司最大的风险项, 值得认真拆解分析和研究。展望未来, 物业公司的应收款将取决于两大因素的变化: 1) 宏观经济增速换挡转型期的进程; 2) 关联地产方支付能力的情况。

首先, 中国作为全球第二大经济体, 新旧动能的转换势必不会一蹴而就, 因此可以预见的是未来 1-2 年, 物业公司的第三方客户支付能力和意愿预计将维持近几年的状态。在这种大背景下, 公司间的分化将越发明显, 基于其不同的项目及客户选择能力、不同的服务品质带来迥异的客户支付意愿以及不同的内部激励机制带来的组织能力, 将直接反应在其应收款的变化上。

对于关联方而言, 分化也将愈加明显。央国企和非央国企的差距上文已详尽分析不

再赘述。此处想额外提及一点是市场较少关注到的。市场主流观点认为由于非业主增值服务业务体量已经连年萎缩，因此关联方应收款的金额已不会再大幅增长，未来仅需考虑如何进行减值计提。但市场可能忽略了关联方应收款中另一部分——空置费。过去地产销售去化尚可的阶段，通常关联方交付项目的空置率较低，空置费金额也不大，但近几年销售去化率下行，可以预见未来交付项目的空置率将会明显提升，由此带来的空置费将带来关联方应收款的再度上升。因此关联方的影响至少在应收款这一指标上并未完全体现。

总的来说，未来各方支付能力和意愿大幅恢复的概率较低，空置率的提升将导致关联方应付款仍会持续提升，因此公司间的分化将越来越大，对项目和客户选择能力强、服务品质高的央国企公司对应的风险更低。

### 3. 何为物业公司合意的分红率上限和提升速度？

#### 3.1. 分红率稳定提升，丰富股东回报手段

我们在4月19日发布的报告《现阶段投资物业股需思考的三个重要问题》就已总结过物业公司过去几年分红率的情况，2023年大量物业公司提升了分红率是物业行业发展新阶段和投资者对稳定分红的诉求两者共同作用的结果，从市场反馈情况来看，愿意通过分红、回购等措施回报股东的公司也普遍获得了市场积极的回应。

图21：样本公司2019-2023年分红率及股息率情况

	分红率					变化	股息率
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		
保利物业	33%	36%	19%	25%	40%	上升	4.2%
华润万象生活		37%	37%	45%	55%	上升	3.2%
中海物业	31%	30%	30%	31%	31%	维持	3.0%
招商积余	37%	32%	21%	21%	25%	维持	2.1%
越秀服务			35%	36%	50%	上升	5.6%
建发物业			41%	49%	71%	上升	10.7%
绿城服务	45%	77%	63%	53%	73%	上升	4.3%
碧桂园服务	24%	27%	24%	64%	25%	维持	7.6%
雅生活服务	48%	40%	24%	0%	19%	上升	3.9%
融创服务		30%	29%	55%	55%	维持	10.4%
永升服务	33%	30%	31%	40%	50%	上升	5.4%
新城悦服务	52%	50%	25%	33%	40%	上升	7.5%
滨江服务	69%	60%	60%	60%	70%	上升	8.1%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所（股息率按9月13日收盘价计算）

从这次中报情况看，物业公司通过积极分红加大股东回报力度这一趋势正在得以延续。14家样本公司中有多达7家公司宣布进行中期派息，且有3家公司华润万象生活、万物云和永升服务进行了特别派息。考虑特别派息后，华润万象生活派息率达到102%（实际是按照2023年归母净利率的100%来考虑特别分红金额），万物云按照中期核心净利润的100%考虑特别分红，永升服务的派息率达到70%。若不考虑特别派息，分红率最高的为滨江服务（60%），越秀服务和永升服务分红率也达到50%。

图22：样本公司2024年中期分红派息情况

	2024H1归母净利润（亿元）	2024H1派息金额（亿元）	分红率		
			2023年	2024H1	剔除特别分红
华润万象生活	19.1	19.5	55%	102%	36%
中海物业	7.4	2.5	31%	34%	34%
越秀服务	2.8	1.4	50%	50%	50%
万物云	7.6	12.0	55%	157%	55%
雅生活服务	-16.3	0.4	19%	-	-
永升服务	2.7	1.9	50%	70%	50%
滨江服务	2.6	1.6	70%	60%	60%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除了分红外，部分公司还通过回购股份来增厚股东权益。我们整理了6家典型公司（除中骏商管外都在14家样本公司范围内）自2023年以来的回购情况，2023年回购金额较高的公司是碧桂园服务（2.7亿元）、中骏商管（1.8亿元）和绿城服务（1.3亿元）；2024年上半年回购金额较高的是万物云（1.0亿元）和绿城服务（0.6亿元）。

回购是成熟资本市场中非常重要的市值管理措施，本质是通过股本的减少来增厚现有股东的每股权益，因此通常能够获得积极的市场回馈。从典型公司的回购情况我们可以发现几个重要规律：

1) 回购金额需要达到一定规模方能起效（回购金额/当期归母净利润达到10%左右）例如绿城服务、万物云和永升服务，在2024年上半年均进行了较大规模的回购，其股价相对HSPSM.HI指数都取得了相对正收益。

2) 较好的回购模式应当：稳定、持续。回购的本质是公司认为股价低于其真实的价值，因此稳定的回购会让市场不断确认公司维护合理估值的信念，最终实现价值回归。从典型公司情况看，短期内大量回购的效果并不好，无法带来股价的相对正收益。

图23: 部分物业公司积极进行回购增厚股东权益

公司名称	回购股数 (万股)		回购金额 (亿元)		回购金额/归母净利润		区间绝对涨幅		区间相对涨幅	
	2023年	2024H1	2023年	2024H1	2023年	2024H1	2023年	2024H1	2023年	2024H1
绿城服务	4434	2314	1.3	0.6	22%	12%	-44%	16%	0%	27%
中海物业	0	290	0.0	0.1	0%	2%	-28%	-20%	16%	-9%
万物云	219	549	0.5	1.0	2%	13%	-49%	-6%	-5%	5%
碧桂园服务	3018	0	2.7	0.0	91%	0%	-65%	-29%	-21%	-17%
永升服务	534	1502	0.1	0.2	1%	8%	-67%	8%	-23%	20%
中骏商管	14000	0	1.8	0.0	72%	0%	-72%	-50%	-28%	-39%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 基准指数为 HSPSM.HI)

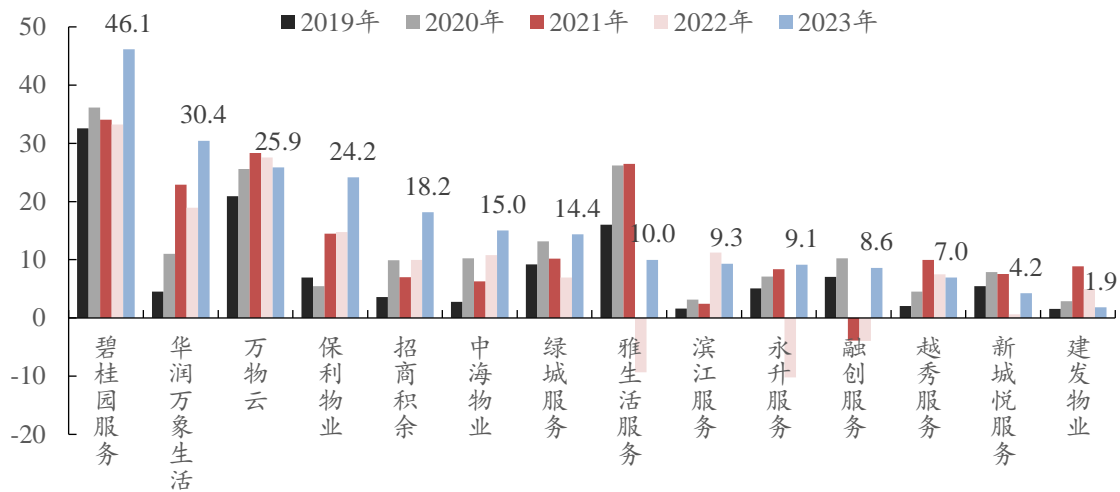
物业公司已普遍具备较高分红意愿, 后续分红回购力度预计稳中有升。分红和回购是成熟资本市场上市公司较为常见的市值维护措施, 作为业务模式以轻资产为主的物业公司, 市场及投资人自然会对分红提出更高的要求。目前来看, 上市物业公司也已基本认可逐步提高分红率的做法, 尤其是一批央国企公司, 即便提高分红率和回购方案需要经过繁琐复杂的审批流程, 也坚定地开始执行提升股东回报的措施, 相信未来随着市场不断给予这一行为正向的反馈, 物业公司的分红回购力度也会稳中有升。

### 3.2. 持续分红能力源于现金流的创造能力

除了分红意愿外, 我们还需要关注物业公司持续高分红的执行能力, 持续高分红的基础只有一点——现金流持续创造能力。

物业公司现金流情况与应收款高度相关, 且呈现负相关关系。2021及2022年, 受到关联方影响部分民企物业公司的应收款出现明显上升, 与之对应这两年其经营性现金流出现明显下降, 甚至部分公司在2022年出现经营性现金流的净流出。而央国企的经营性现金流则较为稳定且逐年增长。同理, 根据上文分析, 2024年所有物业公司的应收款都存在一定程度的压力, 可以预计的是大部分公司2024年的经营性现金流情况可能将比2023年略差一些。未来对应收款控制能力更强的央国企, 其经营性现金流的表现也将更加稳定。

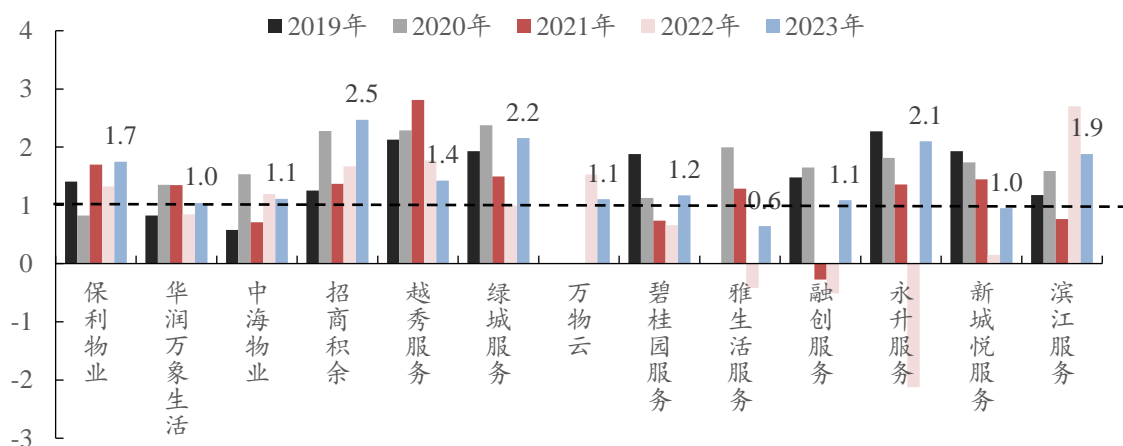
图24: 样本公司 2019-2023 年经营性现金流净额情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

我们可以使用净现比 (经营性现金流净额/核心归母净利润) 这一指标来评判物业公司现金流的创造能力。由于考虑的是公司在正常经营过程中的现金流和利润的创造关系, 因此我们采用核心归母净利润, 即剔除了非经营性的行为对利润的影响 (如无形资产摊销、商誉减值、汇兑影响等)。我们认为, 只有当净现比在大多数时间都维持在 1 倍以上, 公司才具备持续高分红的能力。从样本公司的情况看, 央国企在净现比的表现上明显优于非央国企, 能够在大多数年份保持 1 倍以上的净现比, 而非央国企中绿城服务和滨江服务也符合这一条件。

图25: 样本公司 2019-2023 年净现比情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

总的来说，持续高分红的基础是稳定的经营性现金流和净现比，而良好的现金流的基础又是稳健的经营，包括收缴率的维持、高质量的外拓等，当然也包括地产关联方稳定的支付意愿。可以说持续稳健高质量的企业经营是因，健康的现金流是果，再结合良好的分红意愿，最后实现分红率的稳步提升是顺其自然的结果。

### 3.3. 分红率的提升是中长期业绩增速的函数

关于分红我们想探讨的最后一点是：什么才是比较好的分红提升的节奏？

对于价值投资的投资人而言，最关注的指标其实就是“每股股利”，对应其投资回报情况，其核心诉求是希望保证每股股利稳定或是还能有稳定增长。每股股利的计算公式如下：

$$\text{每股股利} = \text{股利总额} \div \text{普通股股数} = \text{归母净利润} \times \text{分红率} \div \text{普通股股数}$$

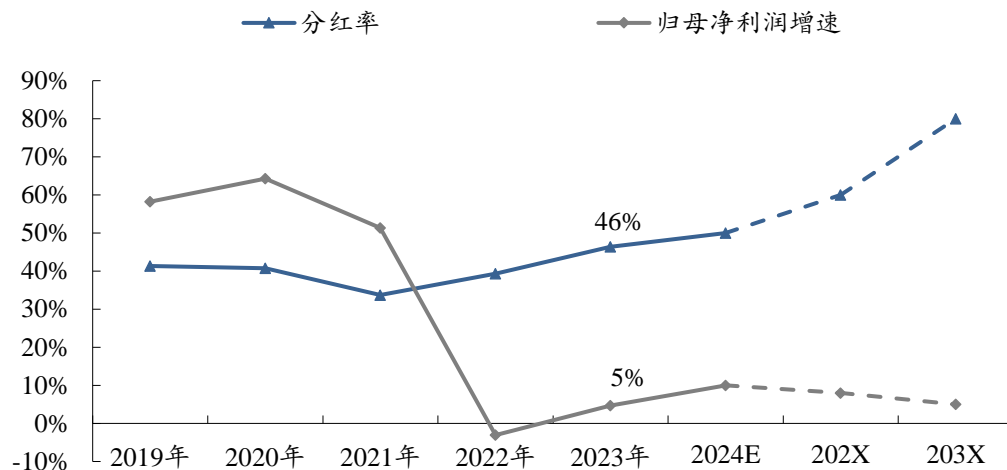
影响每股股利的是3个指标，归母净利润、分红率和普通股股数，对物业公司而言需要考虑的问题就是如何平衡这3个指标，使未来一段时间内公司的每股股利维持稳定。首先是归母净利润，样本公司合计的归母净利润增速在2022年大幅回落转负后，2023年重新恢复正增长，但增速中枢已回落至10%左右。考虑到头部公司普遍已具备相当的管理体量，未来归母净利润的增速预计是缓慢下降的，中枢预计将从10%下降至5%左右，其中优秀的头部公司净利润增速中枢预计从15%下降至10%左右。

根据每股股利的计算公式，在普通股股数不变的情况下，分红率的提升幅度应该匹配净利润的下降幅度。一般而言，公司都会制定未来3-5年的发展战略，对应一定的净利润增速。我们的建议是，物业公司可以考虑根据既定的净利润增速去匹配未来几年的分红率增速，并让市场和投资人对这一做法有充分的预期。当然，若发生战略规划中未考虑的经营风险导致净利润偏离规划范围时，还可以通过回购注销来减少普通股股数，最终实现每股股利的稳定。

总结来说：由于未来净利润增速放缓，为维持“每股股利”稳定增长，需要用分红率的提升来对冲，若无法完全对冲可以考虑利用回购注销减少普通股股数。更重要的是公司需要让市场相信其会维持“每股股利”稳定增长的决心。



图26: 样本公司历史分红率情况及未来提升空间



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 4. 投资建议

当前的物业行业毫无疑问还处于快速发展的阶段, 远未到达行业成熟期, 各细分业态和领域的头部集中度都还非常低。对物业公司而言, 正处于增速换挡进入高质量发展的新阶段, 当前阶段有喜也有忧。“喜”的是我们发现部分头部公司的利润率水平已经开始出现企稳的迹象; “忧”的是行业应收款的压力是有所上升的。但我们相信优秀的公司是能够在这一阶段通过严格的项目拓展纪律、服务品质带来稳定的客户支付意愿以及有效的激励机制带来的组织能力最终脱颖而出。

**我们认为当前时点具备投资价值的物业公司应该符合以下条件:**

- 1) 综合毛利率尤其是基础物业服务业务的毛利率出现连续 2 个会计期以上的企稳回升, 同时管理费用率同步出现稳定下降。
- 2) 应收款周转天数控制得当 (少于 90 天为佳), 其中一年以上应收款增速慢、占比低 (占比低于 10% 为佳), 关联方仍维持稳定的支付能力和意愿。
- 3) 拥有持续高分红的能力: 净现比基本维持在 1 倍以上; 拥有积极的分红意愿: 近期提高分红比例、增加分红频率或是采取特别分红股份回购等动作。

按照上述几点要求, 央国企物企相对更符合, 但也有个别优秀的非央国企公司具备相当不错的投资价值。基于我们的分析逻辑, 我们推荐保利物业、华润万象生活、绿城服务和越秀服务, 建议关注中海物业、滨江服务。

## 5. 风险提示

- 1) 大股东/关联方交付项目持续下降，将造成基础物业服务收入不及预期。
- 2) 地产销售复苏不及预期，将造成售楼处服务等非业主增值服务收入不及预期。
- 3) 社会总需求恢复缓慢，造成社区增值服务业务恢复不及预期。
- 4) 第三方外拓市场竞争愈加激烈，造成外拓规模不及预期拖累业绩。
- 5) 关联方大股东对资金占用的风险，可能造成物业公司现金流情况恶化。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>