



# 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） 联系人：何裕佳

chitianhui@gjzq.com.cn

heyujia@gjzq.com.cn

## 物管 2024 年报总结：穷且益坚，不坠青云之志

### 核心观点

#### 2024 年利润表概况：

- 1、收入增速持续放缓。58 家样本物企营收总额 2832.6 亿元，同比+4.5%，较 2023 年+8.2%的增速进一步放缓。
- 2、毛利润及毛利率下降。58 家样本物企毛利润总额 538.3 亿元，同比-2.7%（2023 年同比+1.6%）。毛利率 19.0%，同比下降 1.4 个百分点。
- 3、销管费率进一步压降。58 家样本物企销管费用总额 237.1 亿元，同比-0.1%（2023 年同比-1.5%）。销管费率为 8.4%，同比下降 0.4 个百分点。
- 4、净利润及净利率下降。58 家样本物企净利润总额 118.8 亿元，同比-19.9%（2023 年同比+1.9%）。净利率为 4.2%，同比下降 1.3 个百分点。58 家样本物企归母净利润总额 109.1 亿元，同比-20.1%（2023 年同比+1.5%）。

#### 2024 年资产负债表概况：

- 1、应收账款增幅明显放缓，应收账款周转天数略增。58 家样本物企的合计贸易应收账款 884.7 亿元，同比+2.5%（2023 年同比+8.5%），应收增速低于营收增速。58 家样本物企应收账款周转率 3.39 次（2023 年 3.42 次），应收账款周转天数 106 天（2023 年 105 天）。
- 2、在手资金充裕，“现金奶牛”属性仍未变。58 家样本物企在手资金总额 1292.8 亿元，同比+1.5%（2023 年同比+11.1%）。

#### 2024 年分业务表现概况：

- 1、分业务收入：基础物管收入增速最快，收入占比持续上升。18 家样本物企①增速：基础物管同比+9.9%，其他业务同比+5.6%，总收入同比+4.9%，社区增值同比-4.3%，非业主增值同比-21.6%。②占比：基础物管 68.3%（23 年 65.1%），其他业务 13.9%（23 年 13.8%），社区增值 11.4%（23 年 12.5%），非业主增值 6.4%（23 年 8.5%）。
- 2、分业务毛利：毛利润下降，各业务毛利率承压，基础物管及其他业务毛利占比上升。18 家样本物企①增速：其他业务同比+5.5%，基础物管同比+1.5%，总毛利同比-2.0%，社区增值同比-9.5%，非业主增值同比-21.5%。②毛利率：社区增值 29.0%，同比-1.7pct；其他业务 24.7%，同比持平；非业主增值 21.3%，同比持平；综合 18.9%，同比-1.3pct；基础物管 15.8%，同比-1.3pct。③占比：基础物管 57.2%（23 年 55.2%），其他业务 18.2%（23 年 16.9%），社区增值 17.5%（23 年 18.9%），非业主增值 7.2%（23 年 9.0%）。

#### 2024 年分红提升+积极回购，红利属性凸显：

- 1、分红金额及分红比例上升。58 家物企的分红总额约 133.5 亿元，同比+31.7%（2023 年同比+51.6%）。分红比例为 76.2%，同比上升 14.5 个百分点。
- 2、持续回购。在股价低位及市值管理诉求下，更多物企开始积极回购，如万物云、招商积余、越秀服务等。
- 3、股息率较高。当前部分国资物企的股息率超 6%，同时具备成长性、在手现金充足，投资性价比凸显。

### 投资建议

站在当前时点，我们认为优质物企具备安全性、成长性、红利性三重价值，具备抵御下行及穿越周期的强大韧性。当前物业股已回落至底部区间，股息率较高，投资性价比凸显。持续推荐华润万象生活、滨江服务、碧桂园服务、建发物业、越秀服务等。

### 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

样本选择.....	4
一、利润表：收入增速趋缓，利润筑底中.....	4
1.1、收入增速持续放缓.....	4
1.2、毛利润及毛利率下降.....	5
1.3、销售&管理费率进一步压降.....	6
1.4、净利率持续承压，归母净利润进一步下滑.....	7
二、资产负债表：应收增速趋缓，现金仍然充裕.....	9
2.1、应收账款增幅明显放缓，应收账款周转天数略增.....	9
2.2、物企在手资金充裕.....	10
三、业务结构：基础物管稳定业绩，央国企各业务表现更优.....	11
3.1、分业务收入：基础物管收入增速最快，收入占比持续上升.....	11
3.2、分业务毛利：毛利润下降，各业务毛利率承压，基础物管及其他业务毛利占比上升.....	12
四、回购+分红共同提升股东回报，物业股红利属性凸显.....	14
4.1、物企分红金额及分红比例上升.....	14
4.2、物企持续开展回购.....	15
4.3、股息率较高，投资性价比凸显.....	16
五、投资建议.....	16
六、风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1： 本文所用到的 58 家物企样本.....	4
图表 2： 2024 年样本物企合计营收 2833 亿元，同比+4.5%.....	4
图表 3： 2024 年营收 TOP20 的物企.....	5
图表 4： 2024 年样本物企合计毛利润 538 亿元，同比-2.7%.....	5
图表 5： 2024 年样本物企毛利率 19.0%，同比-1.4pct.....	5
图表 6： 2024 年毛利率 TOP20 的物企（单位：%）.....	6
图表 7： 2024 年样本物企合计销管费用 237 亿元，同比-0.1%.....	6
图表 8： 2024 年样本物企销管费率 8.4%，同比-0.4pct.....	6
图表 9： 2024 年销管费率最低的 20 家物企（单位：%）.....	7
图表 10： 2024 年样本物企合计净利润 119 亿元，同比-19.9%.....	7
图表 11： 2024 年样本物企净利率 4.2%，同比-1.3pct.....	7



图表 12: 2024 年净利率 TOP20 的物企 (单位: %)	8
图表 13: 2024 年样本物企合计归母净利润 109 亿元, 同比-20.1%	8
图表 14: 2024 年归母净利润 TOP20 的物企	9
图表 15: 2024 年样本物企合计应收账款 845 亿元, 同比+2.5%	9
图表 16: 2024 年样本物企应收账款周转率略降, 周转天数略增	9
图表 17: 2024 年应收账款周转天数最低的 20 家物企	10
图表 18: 2024 年样本物企合计现金 1293 亿元, 同比+1.5%	10
图表 19: 2024 年在手资金 TOP20 的物企	11
图表 20: 持续披露各业务收入及毛利数据的 18 家重点上市物企	11
图表 21: 收入增速: 基础物管>其他>总收入>社区增值>非业主增值	12
图表 22: 基础物管收入占比持续上升	12
图表 23: 毛利润增速: 其他>基础物管>总毛利>社区增值>非业主增值	13
图表 24: 毛利率: 社区增值>其他>非业主增值>综合>基础物管	13
图表 25: 基础物管及其他业务的毛利润占比持续上升	14
图表 26: 2024 年样本物企合计分红金额 133 亿元, 同比+31.7%	14
图表 27: 2024 年样本物企分红比例 76.2%, 同比+14.5pct	14
图表 28: 2024 年分红金额 TOP20 的物企	15
图表 29: 2024 年进行分红的物企	15
图表 30: 2024 年上市物企的回购情况	16
图表 31: 当前主要物业股的股息率普遍较高	16
图表 32: 港股物业股 PE-TTM	17
图表 33: 覆盖物业公司估值表	17



## 样本选择

自 2021 年下半年以来，我国房地产市场进入深度调整期，在本轮供给侧出清中，部分央国企背景的开发商及少数民营开发商经营稳健，在销售、投资、融资端均表现更佳，体现出穿越下行周期的强大韧性。

尽管物企不像开发商一样，有非常明显的周期波动，但物企的业绩及股价表现均会受到其关联房企的影响。从过去几年的情况来看，央国企背景物企及少数优质民营物企的经营业绩及股价表现更佳已经成为市场共识，这在我们此前外发的物企业绩系列报告中也已反复提及。

2024H1 业绩总结：《业绩稳健分红提升，把握底部配置机遇》

2023 年报业绩总结：《转型高质量发展，穿越地产周期》

2023H1 业绩总结：《物管行业韧性较强，国企业表现更优》

2022 年报业绩总结：《地产影响分化，国企表现更优》

由于聚焦央国企物企及优质民营物企已成明牌，因此为总结物管行业的发展趋势，本文选取 58 家物企作为样本，不再按关联房企的背景区分物企。

图表1：本文所用到的 58 家物企样本

碧桂园服务	华润万象生活	中海物业	保利物业	万物云	绿城服务	雅生活服务	金科服务	融创服务	世茂服务
合景悠活	滨江服务	越秀服务	建发物业	卓越商企服务	建业新生活	金茂服务	宝龙商业	远洋服务	中骏商管
德信服务集团	星盛商业	和泓服务	新希望服务	时代邻里	荣万家	弘阳服务	鲁商服务	朗诗绿色生活	金融街物业
润华服务	佳兆业美好	彩生活	正荣服务	第一服务控股	德商产投服务	京城佳业	祈福生活服务	中奥到家	浦江中国
宋都服务	苏新服务	方圆生活服务	永升服务	星悦康旅	鑫苑服务	兴业物联	烨星集团	恒大物业	佳源服务
领悦服务集团	康桥悦生活	力高健康生活	东原仁知服务	众安智慧生活	经发物业	泓盈城市服务	招商积余		

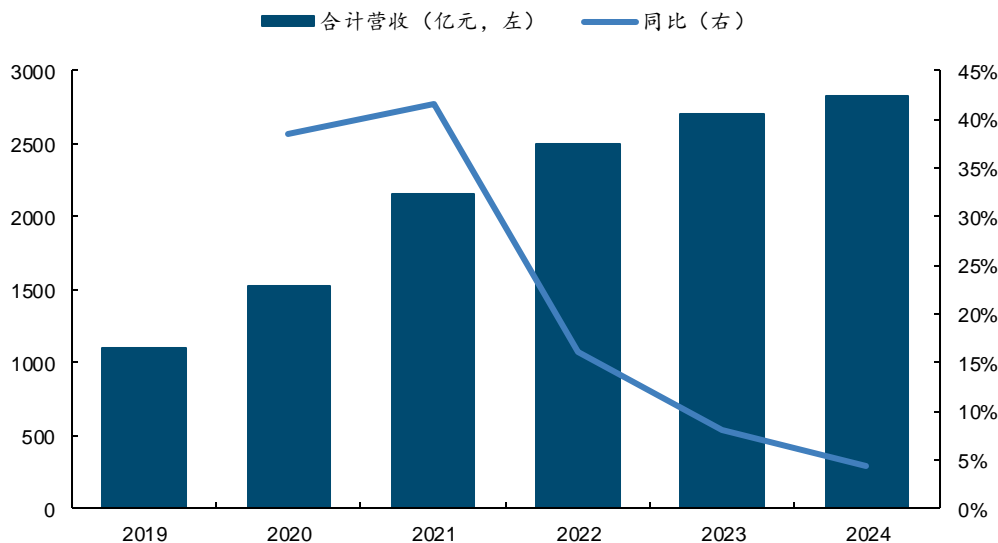
来源：国金证券研究所 注：新城悦服务、瑞森生活服务尚未发布 2024 年报

## 一、利润表：收入增速趋缓，利润筑底中

### 1.1、收入增速持续放缓

2024 年 58 家样本物企营收总额 2832.6 亿元，同比+4.5%，较 2023 年+8.2%的增速进一步放缓，但整体仍处于增长轨道。

图表2：2024 年样本物企合计营收 2833 亿元，同比+4.5%



来源：wind，国金证券研究所

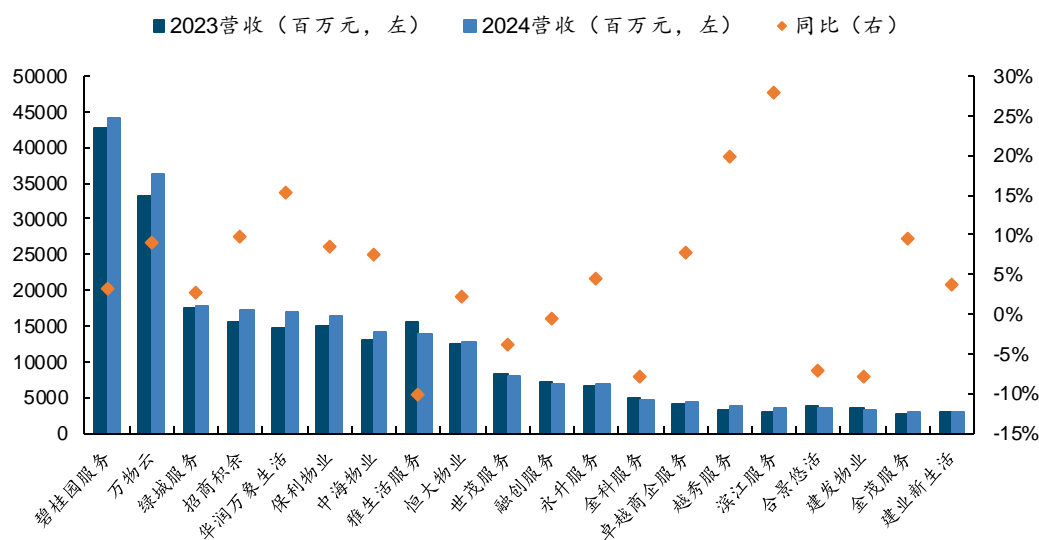


58 家样本物企中，2024 年营收最高的三家分别是碧桂园服务、万物云、绿城服务，营收分别为 440 亿元、362 亿元、179 亿元，同比分别+3.2%、+9.2%和+2.9%。

各收入梯队分化明显，目前已形成碧桂园服务、万物云两大 300 亿+的巨头，以及绿城服务至恒大物业 7 家 100-200 亿规模的第二梯队。

我们观察到尽管行业头部企业的规模已经很大，但其收入增速仍强于大多数中小物企，每年的增量甚至高于一家中小物企的体量，印证了行业马太效应加剧，龙头物企的规模优势及品牌优势进一步放大。

图表3：2024 年营收 TOP20 的物企



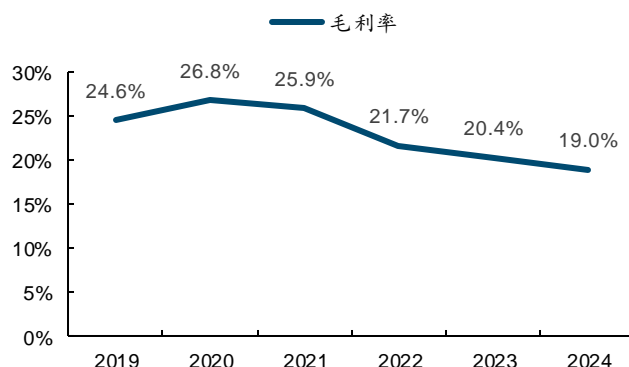
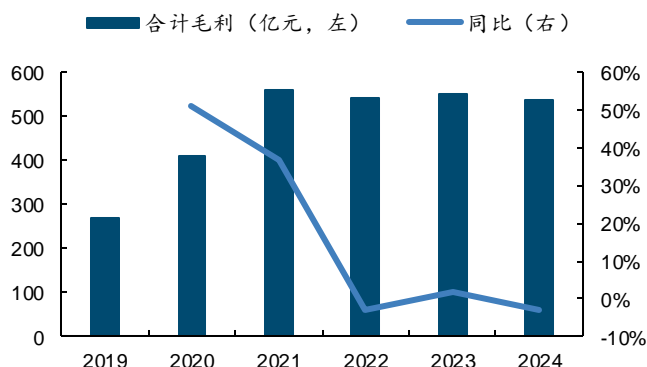
来源：wind，国金证券研究所

## 1.2、毛利润及毛利率下降

2024 年 58 家样本物企毛利润总额 538.3 亿元，同比-2.7%（2023 年同比+1.6%）。毛利率为 19.0%，同比下降 1.4 个百分点。由于收入端各业务发展趋缓，成本端人力成本刚性上涨，物企毛利率仍处于下行通道。

图表4：2024 年样本物企合计毛利润 538 亿元，同比-2.7%

图表5：2024 年样本物企毛利率 19.0%，同比-1.4pct



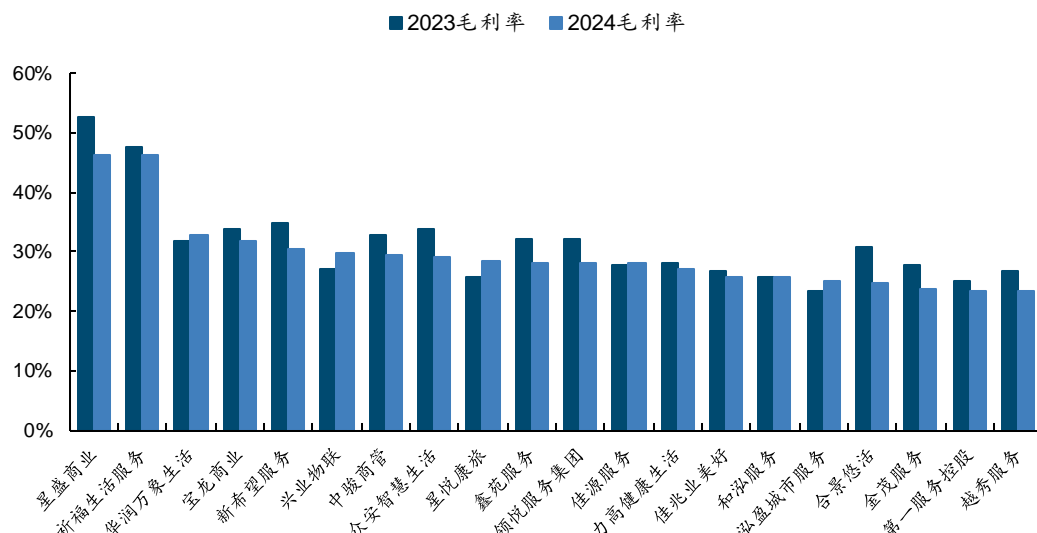
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

58 家样本物企中，2024 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，分别为 46.2%、46.1%、32.9%，同比分别-6.3pct、-1.3pct、+1.1pct。高毛利率的物企普遍开展利润率较高的商管业务。



图表6：2024年毛利率TOP20的物企（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

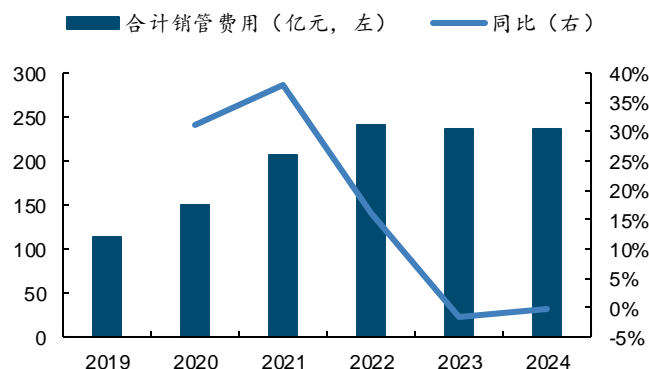
### 1.3、销售&管理费率进一步压降

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。

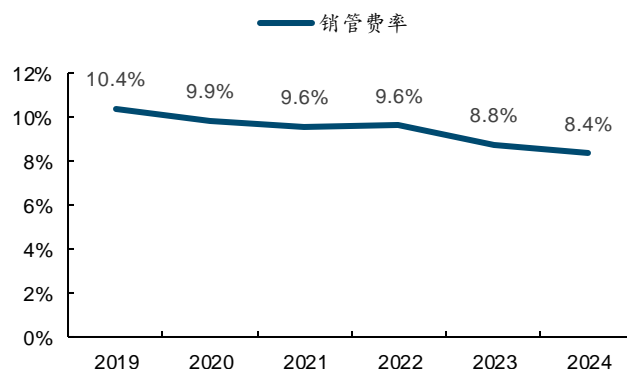
2024年58家样本物企销管费用总额237.1亿元，同比-0.1%（2023年同比-1.5%）。销管费率为8.4%，同比下降0.4个百分点。行业已过野蛮生长期，随着收入增速趋缓、利润持续承压，物企更注重质量而非规模，其中降本增效是主要抓手之一，23-24年持续压降销管的绝对金额及费率。

图表7：2024年样本物企合计销管费用237亿元，同比-0.1%

图表8：2024年样本物企销管费率8.4%，同比-0.4pct



来源：wind，国金证券研究所



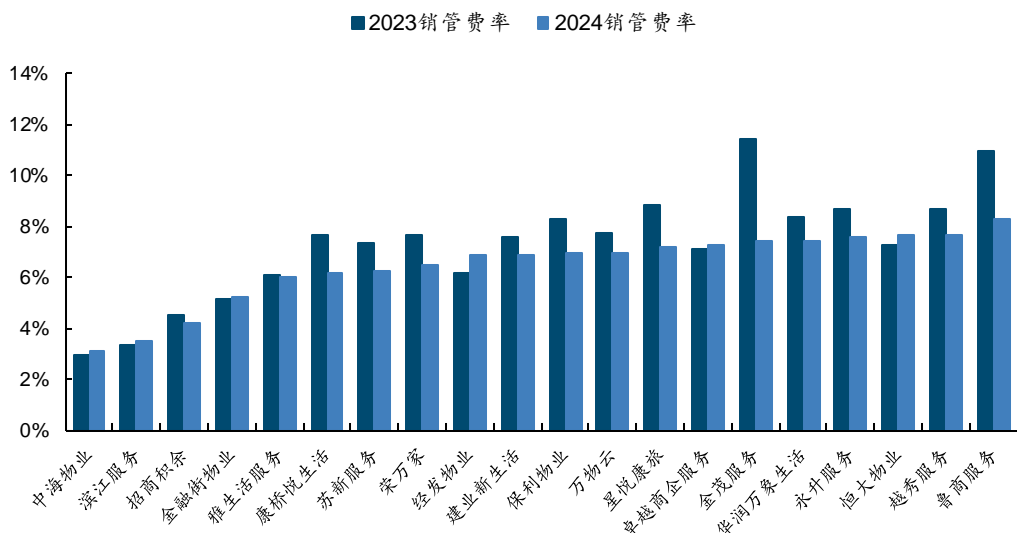
来源：wind，国金证券研究所

58家样本物企中，2024年销管费率最低的三家分别是中海物业、滨江服务、招商积余，分别为3.1%、3.5%、4.2%，同比分别+0.1pct、+0.1pct、-0.3pct。





图表9：2024年销管费率最低的20家物企（单位：%）

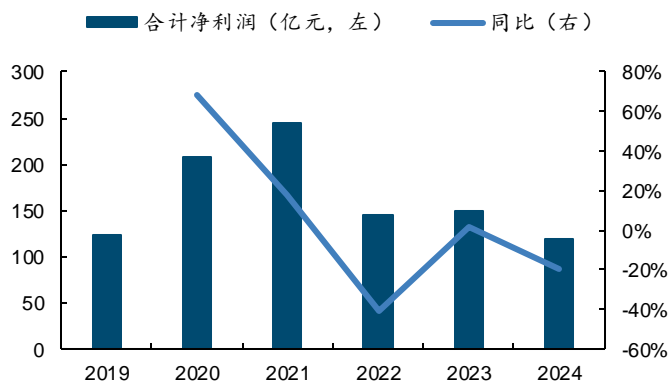


来源：wind，国金证券研究所

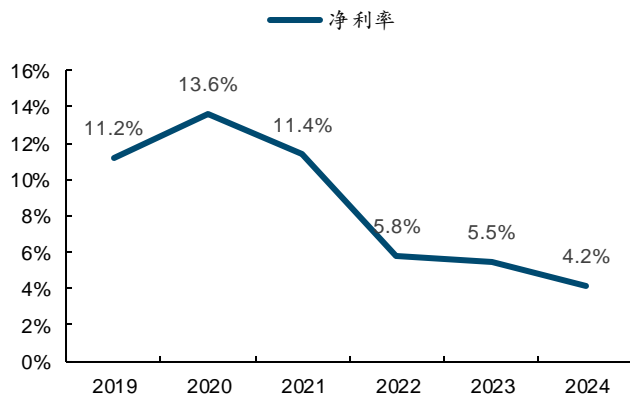
#### 1.4、净利率持续承压，归母净利润进一步下滑

2024年58家样本物企净利润总额118.8亿元，同比-19.9%（2023年同比+1.9%）。净利率为4.2%，同比下降1.3个百分点。由于营收、毛利、销管费率表现均相对稳定，净利大幅下滑的背后仍然是受到减值等非经营性因素拖累。

图表10：2024年样本物企合计净利润119亿元，同比-19.9%



图表11：2024年样本物企净利率4.2%，同比-1.3pct



来源：wind，国金证券研究所

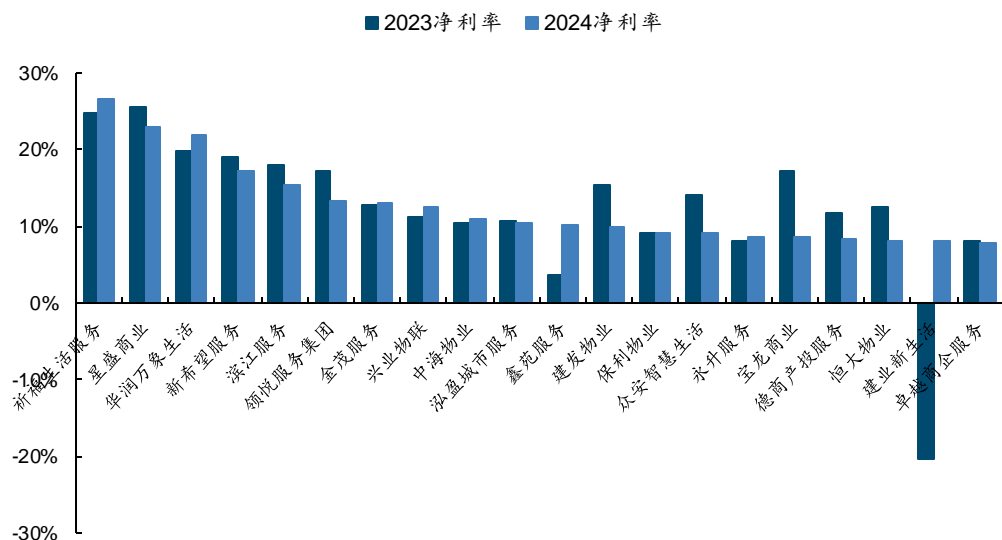
来源：wind，国金证券研究所

58家样本物企中，2024年净利率最高的三家分别是祈福生活服务、星盛商业、华润万象生活，分别为26.5%、23.0%、21.9%，同比分别+1.7pct、-2.5pct、+2.0pct。

净利率最高的物企与毛利率最高的物企基本相同，高净利率的核心是从事商管业务、具有较为可观的利息收入。但部分高毛利率的物企却无法对应高净利率，仍是受到减值等因素拖累。



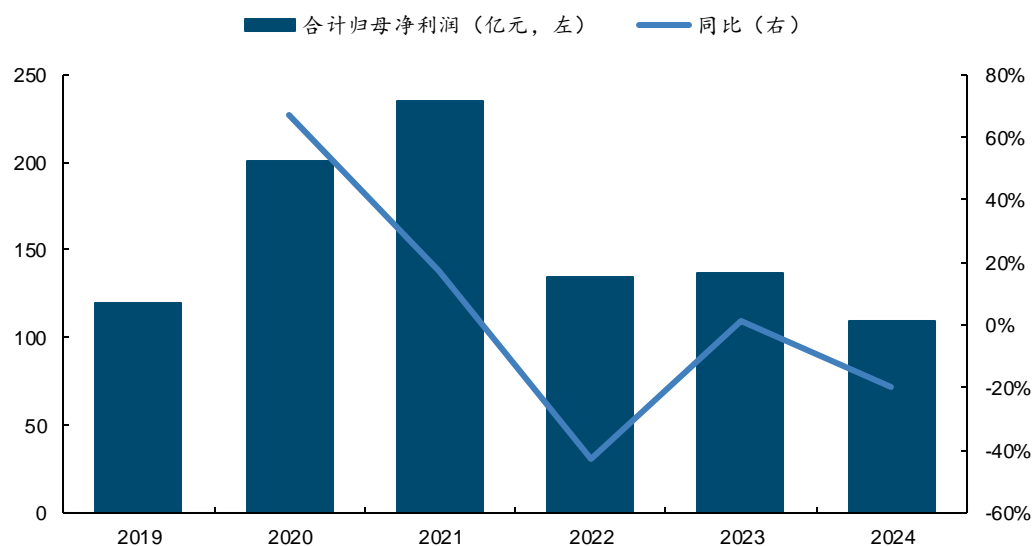
图表12：2024 年净利率 TOP20 的物企（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

通常情况下，由于业务模式与房开明显不同，物企归母净利表现受少数股东损益影响较小。因此在净利润、净利率下滑的情况下，物企的归母净利润同样持续筑底。2024 年 58 家样本物企归母净利总额 109.1 亿元，同比-20.1%（2023 年同比+1.5%）。

图表13：2024 年样本物企合计归母净利润 109 亿元，同比-20.1%



来源：wind，国金证券研究所

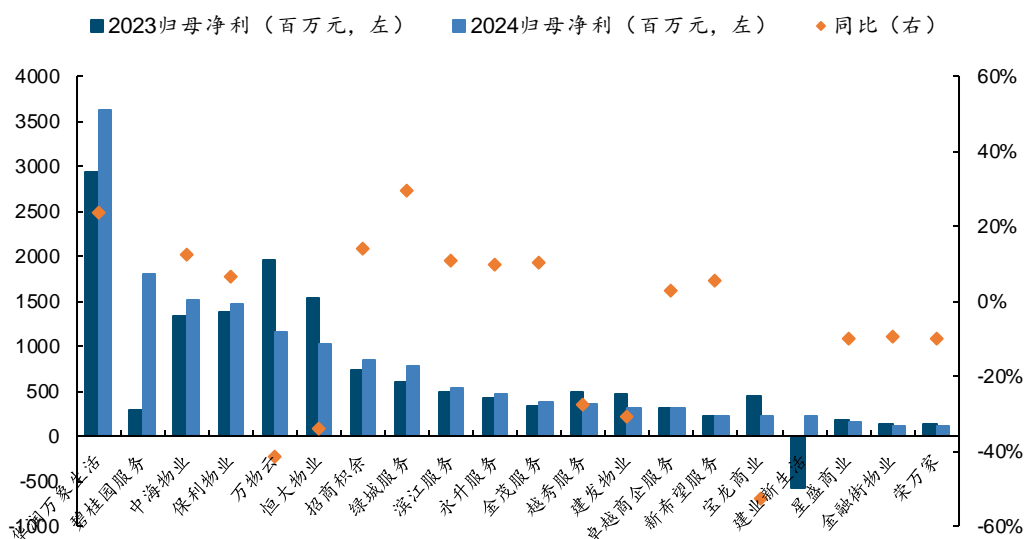
58 家样本物企中，2024 年归母净利最高的三家分别是华润万象生活、碧桂园服务、中海物业，归母净利分别为 36.3 亿元、18.1 亿元、15.1 亿元，同比分别+23.9%、+518.6%、+12.5%。

我们观察到归母净利的分化明显小于营收的分化，且部分中小型物企的归母净利排名较之收入排名更靠前。核心因素是该部分物企自身及关联房企稳健经营，所面临的商誉减值、应收账款&应收票据减值压力更小。





图表14：2024年归母净利润TOP20的物企



来源：wind，国金证券研究所 注：碧桂园服务同比+518.6%，建业新生活同比亏转盈

## 二、资产负债表：应收增速趋缓，现金仍然充裕

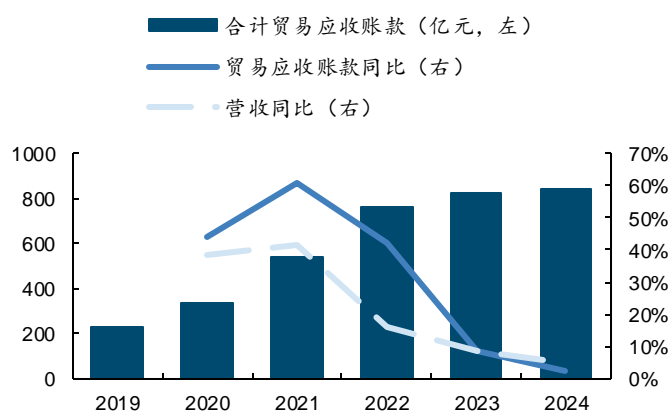
### 2.1、应收账款增幅明显放缓，应收账款周转天数略增

2024年，58家样本物企的合计贸易应收账款884.7亿元，同比+2.5%（2023年同比+8.5%），应收账款增速低于营收4.5%的同比增速。

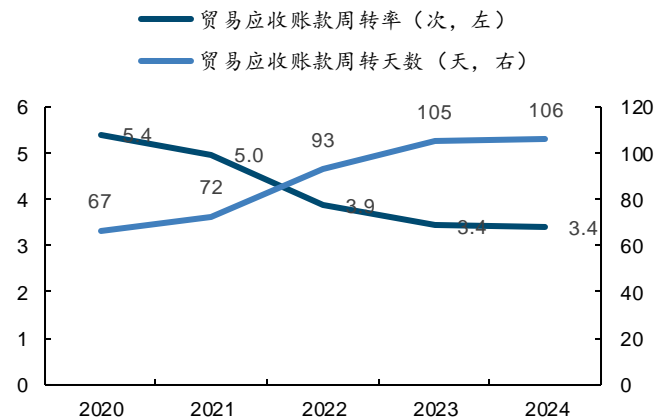
2024年，58家样本物企应收账款周转率3.39次，较2023年的3.42次略降。应收账款周转天数106天，较2023年的105天略增。

一方面受宏观环境影响，B端、C端、G端各方支付能力有所下降，另一方面物企管理规模扩张，非住业态逐渐增多，应收账款周转天数持续拉长属于正常现象。但同时我们观察到应收账款周转天数增幅明显放缓，背后或折射出近年来物企摒弃盲目扩张，转而更注重项目质量（尤其是利润率、收缴率等指标），通过各类手段压实一线催收指标，并开始退出存在收缴问题的项目。

图表15：2024年样本物企合计应收账款845亿元，同比+2.5%



图表16：2024年样本物企应收账款周转率略降，周转天数略增



来源：wind，国金证券研究所

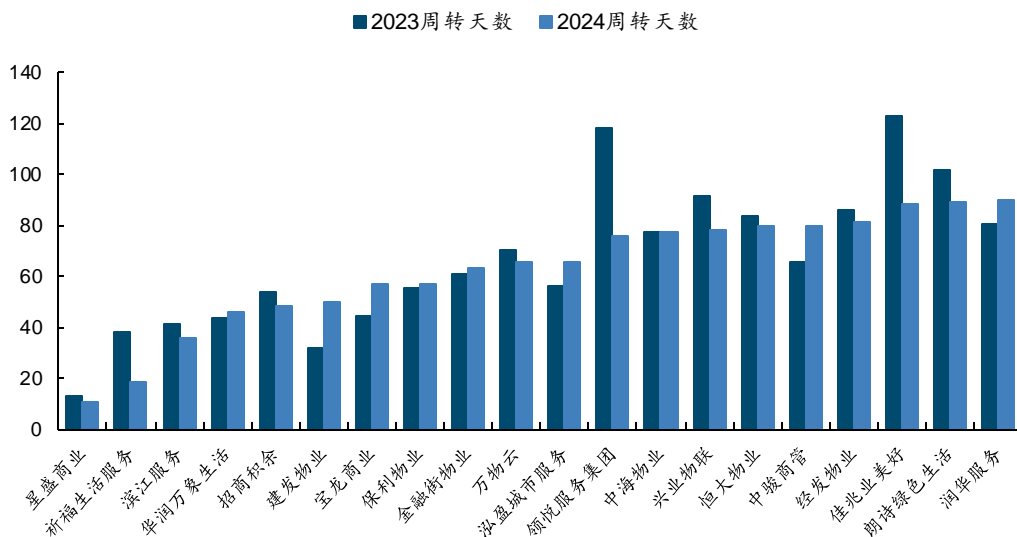
来源：wind，国金证券研究所 注：计算时应收账款取期末期初平均值，天数取360天，下同

58家样本物企中，2024年应收账款周转天数最低的三家分别是星盛商业、祈福生活服务、滨江服务，分别为10天、19天、36天，以上三家2023年同期分别为13天、38天、41天。其中星盛商业及祈福生活服务主要从事商业运营管理，回款快，受地产下行及



非住业态影响较小；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，同时营收高增，因此应收账款周转天数较短。

图表17：2024年应收账款周转天数最低的20家物企

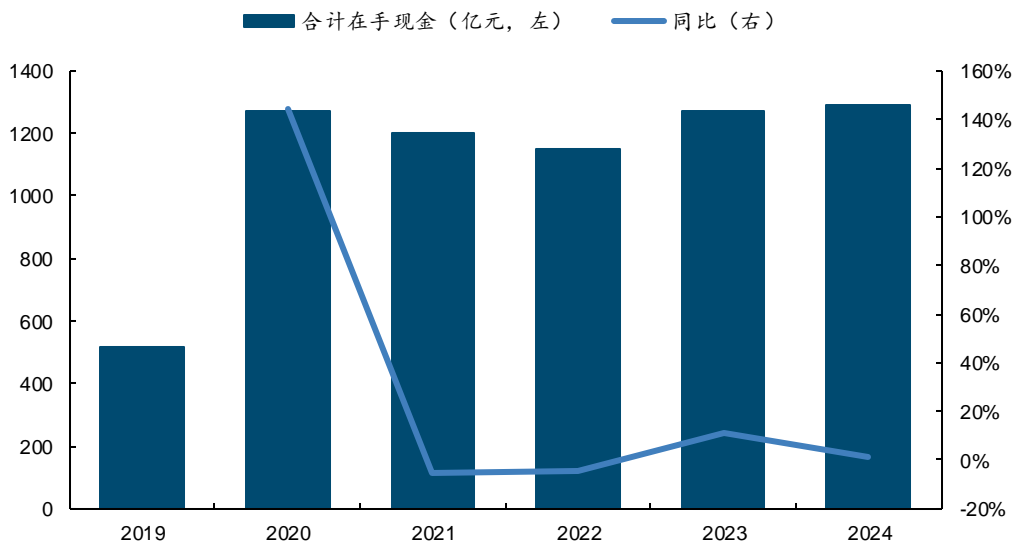


来源：wind，国金证券研究所

## 2.2、物企在手资金充裕

2024年58家样本物企在手资金总额1292.8亿元，同比+1.5%（2023年同比+11.1%）。我们观察到物企的在手资金整体仍处于充裕的水平，短期收并购意愿不高且为提升资金运作效率，将部分资金放入定期存款以提升利息收入。

图表18：2024年样本物企合计现金1293亿元，同比+1.5%



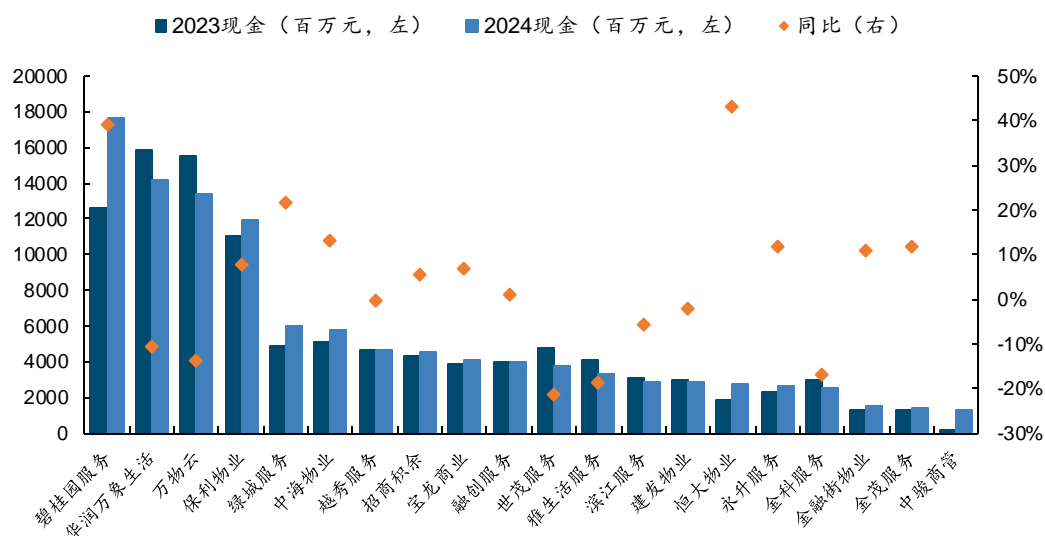
来源：wind，国金证券研究所 注：现金包含流动资产-定期存款、非流动资产-定期存款

同时由于物业管理本身轻资产的商业模式，几乎无需债务融资，且目前收并购频次大幅降低，对大规模资金运作的诉求降低。因此物企作为“现金奶牛”的属性仍未改变，为提升分红奠定基础。

58家上市物企中，2024年在手资金最高的三家分别是碧桂园服务、华润万象生活、万物云，在手资金分别为176亿元、141亿元、134亿元，同比分别+39.4%、-10.7%、-13.7%。



图表19：2024 年在手资金 TOP20 的物企



来源：wind，国金证券研究所 注：中骏商管同比+534.4%

### 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、数据披露情况存在一定差异，我们选取持续披露基础物业管理服务、社区（业主）增值服务、非业主增值服务收入及毛利的 18 家重点上市物企作为样本。

此外，我们将以上三项传统业务之外的业务统称为其他业务，针对本文选取的 18 家物企，其他业务主要包含：商业运营管理、城市服务、科技业务等内容。

图表20：持续披露各业务收入及毛利数据的 18 家重点上市物企

碧桂园服务	万物云	恒大物业	华润万象生活	融创服务	金科服务
世茂服务	绿城服务	中海物业	雅生活服务	永升服务	保利物业
建业新生活	滨江服务	建发物业	新希望服务	越秀服务	金茂服务

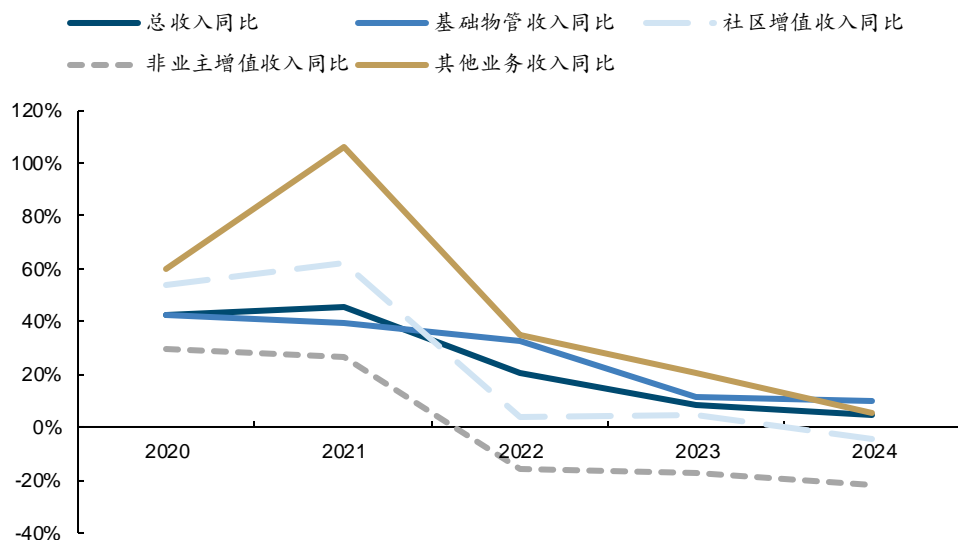
来源：国金证券研究所

#### 3.1、分业务收入：基础物管收入增速最快，收入占比持续上升

从收入增速来看，2024 年基础物管同比+9.9%，其他业务同比+5.6%，总收入同比+4.9%，社区增值服务同比-4.3%，非业主增值服务同比-21.6%。基础物管抗周期性较强，是物管公司的经营基本盘，收入增速是各项业务中最快的。而非业主增值服务收入连续三年同比下降，社区增值服务收入增速首次转负。



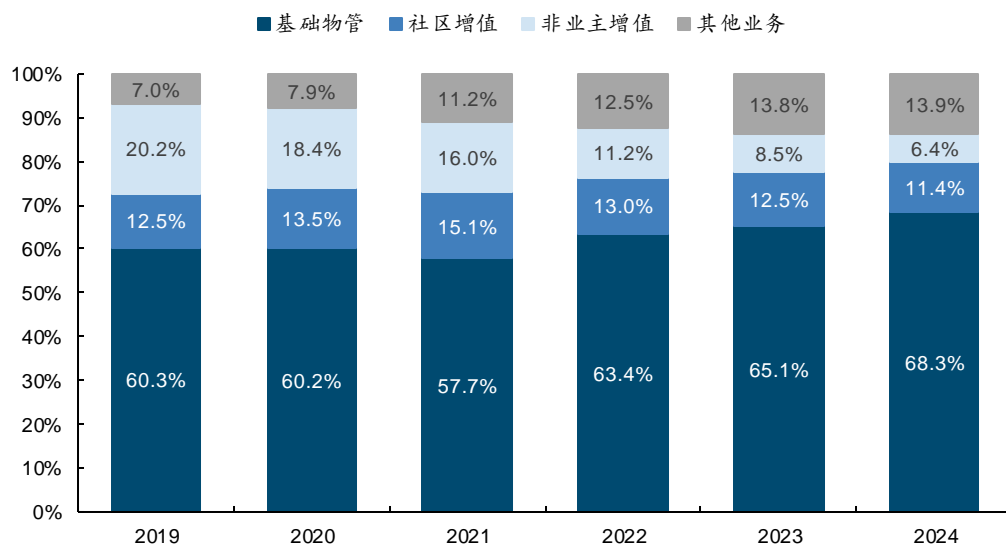
图表21: 收入增速: 基础物管>其他>总收入>社区增值>非业主增值



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

从收入占比来看, 基础物管在总收入中的占比持续上升, 进一步夯实业绩“压舱石”的地位。而其他业务占比同样连续上升, 23-24 年已成为收入第二大贡献来源。

图表22: 基础物管收入占比持续上升



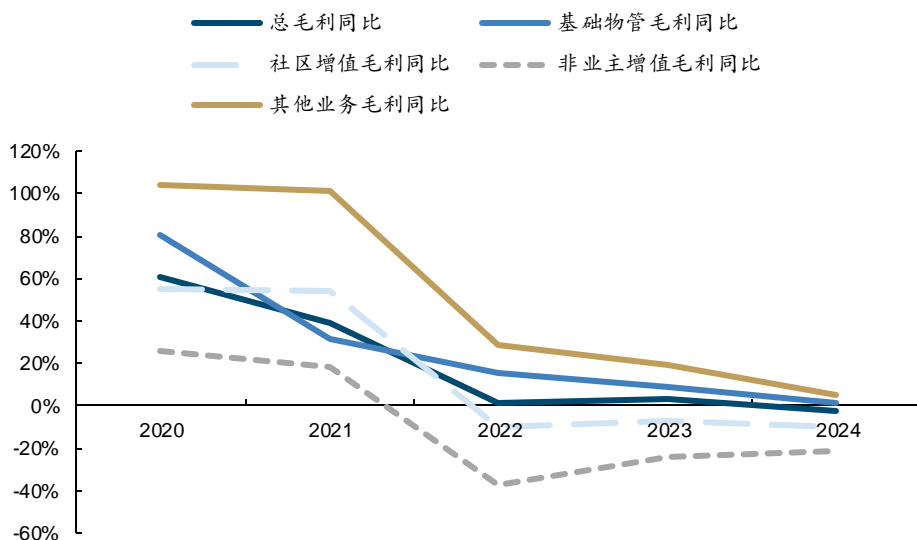
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 3.2、分业务毛利: 毛利润下降, 各业务毛利率承压, 基础物管及其他业务毛利占比上升

从毛利润增速来看, 2024 年其他业务同比+5.5%, 基础物管同比+1.5%, 总毛利同比-2.0%, 社区增值服务同比-9.5%, 非业主增值服务同比-21.5%。基础物管及其他业务毛利润增速持续承压, 非业主增值服务及社区增值服务毛利润连续三年下降, 总毛利润增速首次转负。



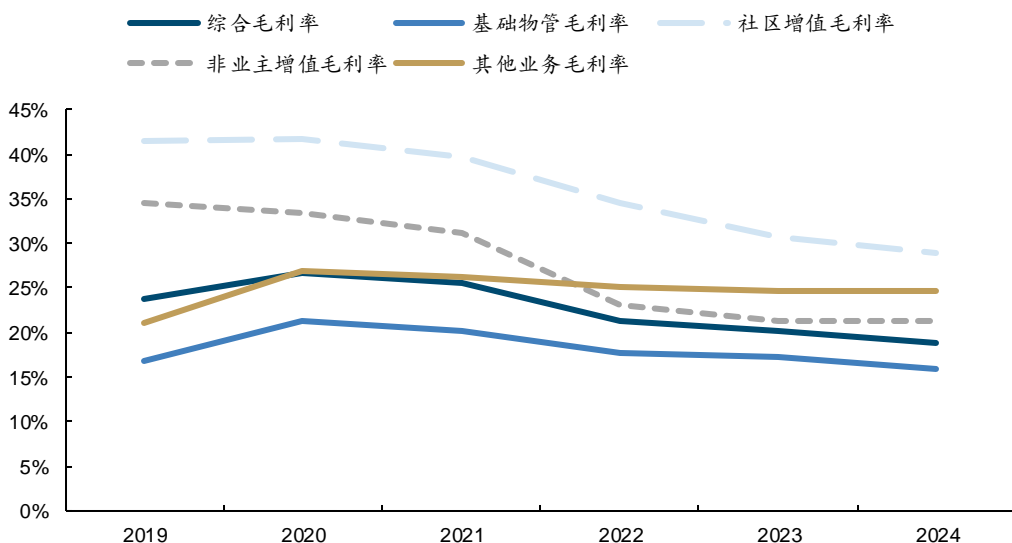
图表23: 毛利润增速: 其他>基础物管>总毛利>社区增值>非业主增值



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

从毛利率来看, 2024 年社区增值服务毛利率 29.0%, 同比-1.7pct; 其他业务毛利率 24.7%, 同比持平; 非业主增值服务毛利率 21.3%, 同比持平; 综合毛利率 18.9%, 同比-1.3pct; 基础物管毛利率 15.8%, 同比-1.3pct。除基础物管外, 其他几项业务的毛利率降幅均出现收窄的趋势, 或代表综合毛利率筑底中。

图表24: 毛利率: 社区增值>其他>非业主增值>综合>基础物管

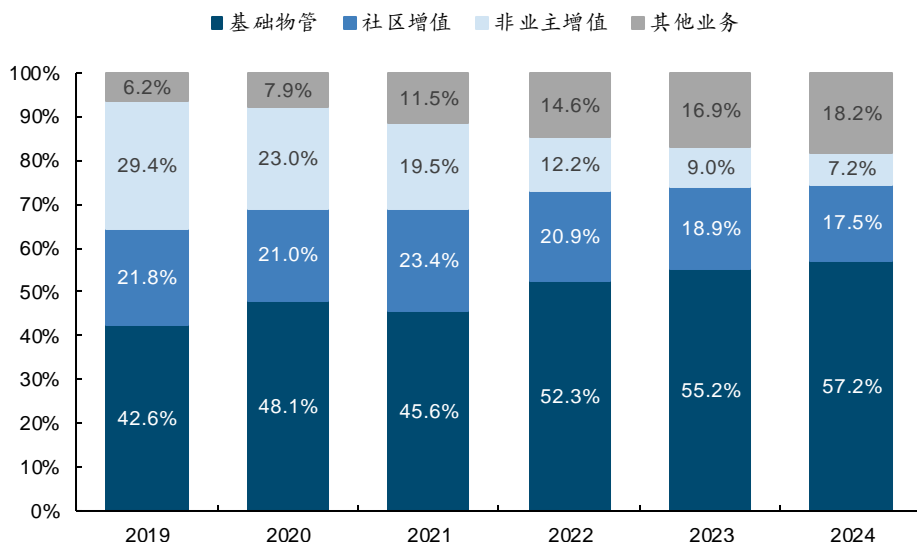


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

从毛利润占比来看, 考虑到较高毛利率的增值服务收入下滑且毛利率下滑, 而基础物管尽管毛利率亦下滑, 但收入上升, 其他业务毛利率稳定且收入上升, 因此在结构上呈现出基础物管及其他业务毛利润占比上升的结果, 目前基础物管既是收入又是毛利的基本盘, 其他业务已代替社区增值成为毛利润第二大贡献来源。



图表25：基础物管及其他业务的毛利润占比持续上升



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

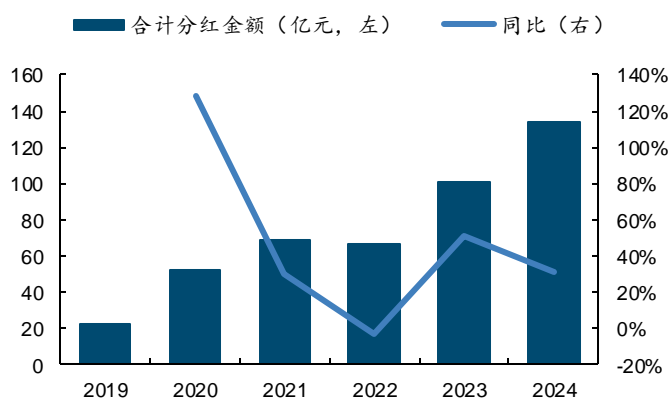
### 4.1、物企分红金额及分红比例上升

从分红总额看，2024 全年，58 家物企的分红总额约 133.5 亿元，同比+31.7%（2023 年同比+51.6%）。

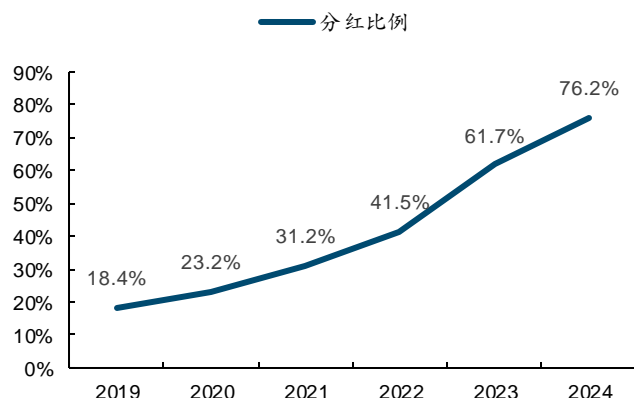
从分红比例看，2024 全年，58 家物企的分红比例（仅统计归母净利润为正的 45 家）为 76.2%，同比上升 14.5 个百分点。但需要注意的是 23-24 年分红比例连续两年大幅上升，一方面来源于分子端分红的绝对金额上升，另一方面由于分母端归母净利润下降或仅小幅增长，实际上目前大多数物企的分红比例尚无法达到这一水平，仍有待提升。

图表26：2024 年样本物企合计分红金额 133 亿元，同比 +31.7%

图表27：2024 年样本物企分红比例 76.2%，同比 +14.5pct



来源：wind，国金证券研究所



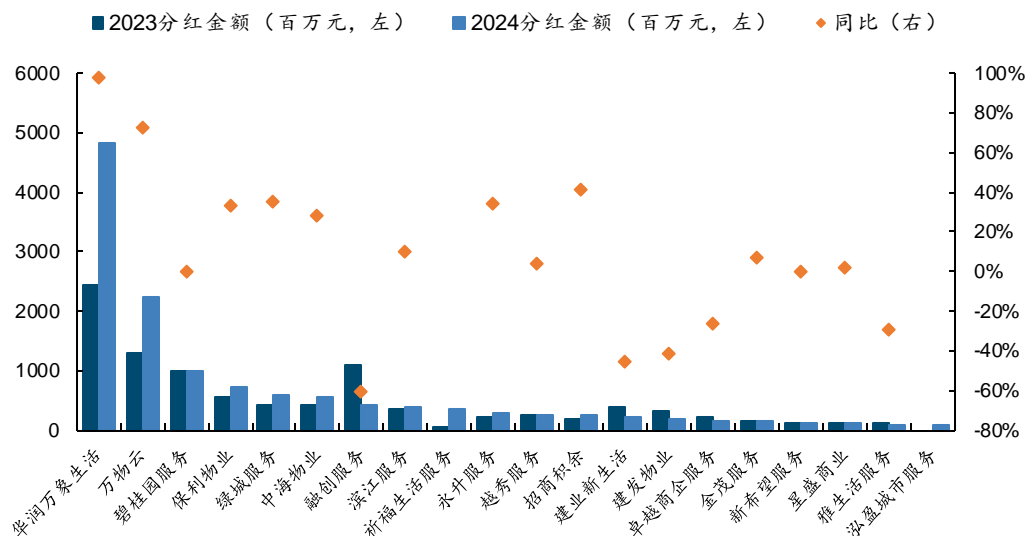
来源：wind，国金证券研究所

2024 全年分红金额最高的五家分别是华润万象生活、万物云、碧桂园服务、保利物业、绿城服务，分红金额分别为 48.2 亿元、22.2 亿元、9.9 亿元、7.4 亿元、5.9 亿元，同比分别+98.5%、+72.9%、+0.5%、+33.7%、+35.8%。





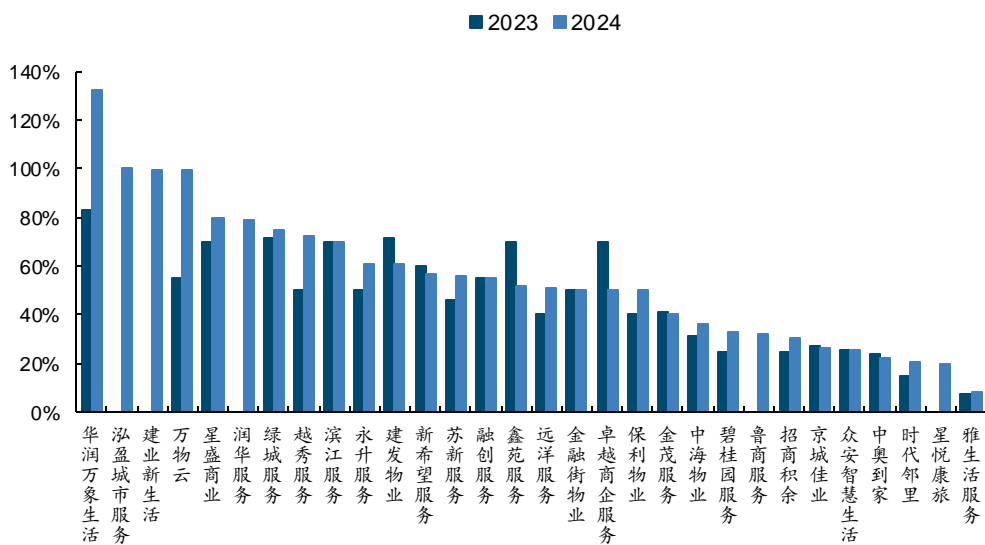
图表28：2024 年分红金额 TOP20 的物企



来源：wind，国金证券研究所 注：新福生活服务同比+772.8%；泓盈城市服务 2023 年为 0 无法计算同比

2024 全年分红比例最高的五家分别是华润万象生活、泓盈城市服务、建发新生活、万物云、星盛商业，分红比例分别为 133%、100%、100%、100%、80%。（万物云以归母净利润/核心净利润计的分红比例分别为 193%/100%）

图表29：2024 年进行分红的物企



来源：wind，国金证券研究所 注：碧桂园服务、融创服务、时代邻里为归母核心净利润口径；万物云、雅生活服务为核心净利润口径

#### 4.2、物企持续开展回购

2024 年以来，由于近年来上市物企估值被大幅下杀，股价持续回落，公司价值或被低估，以及央国企市值管理的诉求，越来越多物企加入回购队伍，如万物云、招商积余、越秀服务等。

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。



图表30：2024 年上市物企的回购情况

	累计回购金额 (万元 RMB)	回购金额/期初总市值	累计回购股数 (万股)	回购股数/期初总股本
德信服务集团	9053	4.2%	5475	5.8%
金科服务	17124	2.4%	2693	4.2%
万物云	35246	1.2%	1831	1.6%
南都物业	2008	1.0%	229	1.2%
新大正	2711	1.0%	253	1.1%
永升服务	2027	0.8%	1502	0.9%
绿城服务	6878	0.7%	2600	0.8%
越秀服务	3355	0.9%	1156	0.8%
中海物业	1121	0.1%	290	0.1%
招商积余	989	0.1%	90	0.1%
星盛商业	89	0.1%	76	0.1%

来源：wind，国金证券研究所

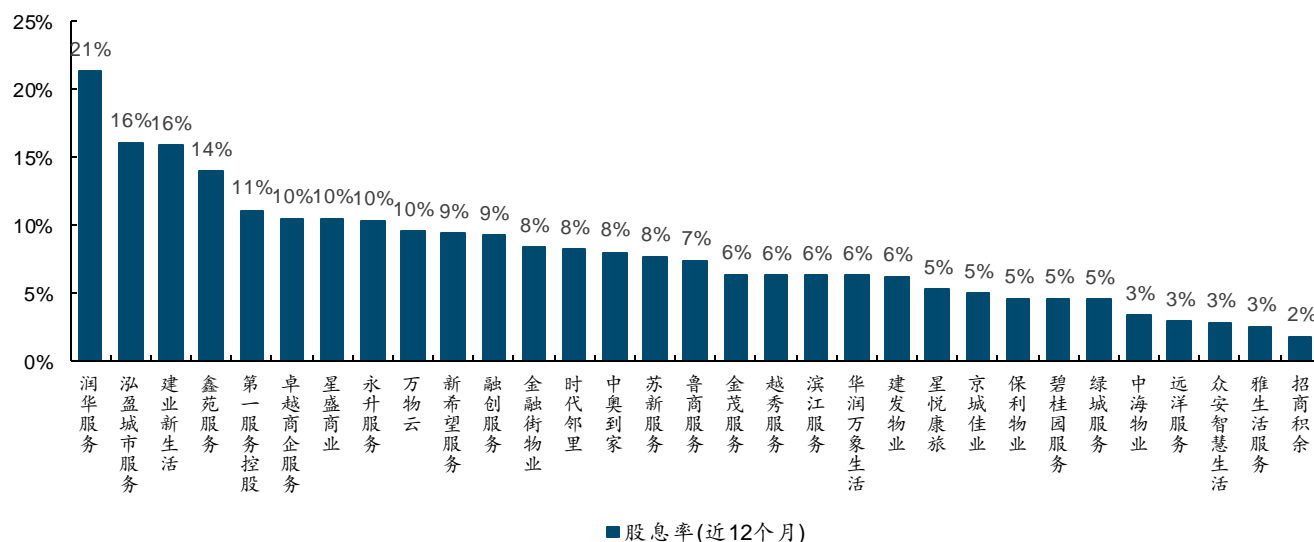
#### 4.3、股息率较高，投资性价比凸显

一方面，近年来物业股的股价经历大幅回撤，目前多数物企的股价仍处于底部区间。

另一方面，当前物企发展已普遍回归经营本质及主营赛道，更强调聚焦主业、内生增长、提质增效，而非规模扩张、业务多元化扩展。物企每年能创造大量现金流，账上现金充裕且几无资本开支，因此分红意愿开始提升，派息金额逐步走高。

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，部分稳健发展的国资物企的股息率甚至超过 6%，投资性价比凸显。

图表31：当前主要物业股的股息率普遍较高



来源：wind，国金证券研究所 注：截至 2025/4/18；股息率采用 TTM 算法；剔除祈福生活服务

## 五、投资建议

从安全性看，物管是纯内需行业，受外部环境动荡影响小。同时物管行业是加强基层治理体系和治理能力现代化的重要一环，事关社会民生，有望获得政策持续关注支持。

从成长性看，优质物企聚焦主营赛道，提升经营质量，规模与效益并重，实现营收及利润持续增长，业绩层面已得到验证。



从红利性看，①分红能力有保障：面对近年来宏观经济承压及地产持续筑底的挑战，优质物企仍交出毛利率稳定、销管费用率压降、应收控制得当、低负债率、现金充裕的答卷。②分红意愿能验证：近年来物企普遍提升分红比例，加大回购力度，以此强化股东回报，提振市场信心。

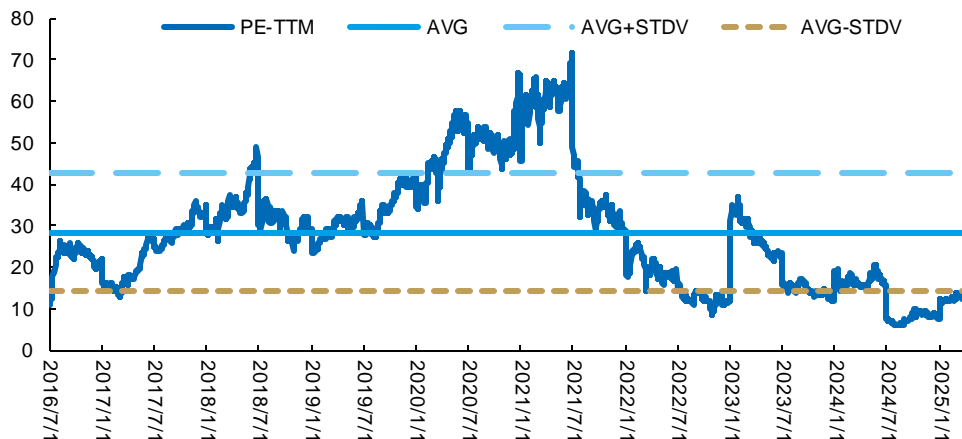
尽管本轮地产及物业大幅调整的周期尚未结束，但在此漫漫长夜中，优质物企持续向下扎根，夯实基本盘，质效并举稳健前行。当前物业股的股价已回落至底部区间，投资性价比凸显。

对于优质物企的选择：

推荐：华润万象生活、滨江服务、碧桂园服务、建发物业、越秀服务。

建议关注：绿城服务、万物云、保利物业、中海物业。

图表32：港股物业股 PE-TTM



来源：wind，国金证券研究所

图表33：覆盖物业公司估值表

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		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
6098.HK	碧桂园服务	增持	215	11.9	9.6	8.9	18.1	22.3	24.2	519%	23%	9%
1209.HK	华润万象生活	买入	768	21.1	17.4	15.9	36.3	44.1	48.2	24%	21%	9%
3316.HK	滨江服务	买入	61	11.2	10.0	9.1	5.5	6.1	6.7	11%	11%	10%
6626.HK	越秀服务	买入	41	11.5	7.8	7.2	3.5	5.2	5.6	-28%	46%	9%
2156.HK	建发物业	买入	31	9.7	8.5	7.8	3.2	3.7	4.0	-31%	13%	10%

来源：wind，国金证券研究所 注：1）数据截至 2025 年 4 月 18 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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