



# 物管发展节奏更沉稳，Reits迎来新机遇

## 物管+REITs行业2025年中期投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 胡耀文（分析师）

证书编号：S0790524070001

邮箱：huyaowen@kysec.cn

姓名 杜致远（联系人）

证书编号：S0790124070064

邮箱：duzhiyuan@kysec.cn

# 核心观点

## 1. 物管行业规模增速放缓，第三方拓展解局

根据中指研究院数据，截至2024年末，中国物管行业在管规模达314.1亿平，同比增长4%，2020-2024年复合增长率达4.9%，百强物企在管面积增速连续三年回落，合管比降至1.27。受物业费下调、亏损项目治理等影响，物企2024年普遍退出存在交付风险和低质低效的项目，聚焦高能级城市的优质产业和客户，同时百强物企第三方在管面积占比和非住业态占比均有所提升。2021年以来，百强物企收入增速和在管面积增速趋势一致，虽然收入保持稳健增长，但增速降至个位数，毛利率和净利率均呈下降趋势。18家样本物企中，11家2024年收入同比增长或减亏，业绩表现符合预期；2024年毛利率和净利率基本为近三年低值，管理费率基本为近三年较低，银行存款及现金总额同比下降1.4%，整体在手现金依然较充裕，派息比例依旧稳健，股息率维持较高水平。

## 2. 物管行业 2025年发展机遇

（1）好房子、好服务概念下，优质服务成为核心竞争力，受此影响物企陆续推出新产品、好服务抢占市场。（2）AI时代下，物企通过对项目硬件和管理软件进行升级改造，实现成本的解节约及管理效率的提升。（3）房屋养老金政策下，城市更新和老旧小区改造迎来机遇，物企通过布局新赛道有望改善低价项目的盈利空间。

## 3. REITs运行态势及发展趋势展望

2025年初至今，中国公募REITs市场呈现显著的结构分化，抗周期板块表现强劲而顺周期板块承压。数据显示，截至4月中旬，中证REITs全收益指数年内累计上涨8.5%，但细分板块差异明显。未来趋势上，短期内市场或继续受宏观波动影响，弱周期板块（如保障房、消费）若回调可能凸显配置价值，顺周期板块（如仓储、产业园）需关注内需修复与估值错杀机会；长期来看，政策支持的扩容方向（如养老、新型基建REITs）及利率下行背景下高分红资产的吸引力或推动市场结构性机会深化。未来REITs市场将延续扩容与分化的双重趋势。在政策常态化发行和资产类型多元化的推动下，市场规模预计持续扩张，底层资产将进一步覆盖新基建、智慧城市、文旅等新兴领域，同时存量项目扩募提速（如华夏北京保障房REIT扩募案例）将强化市场流动性。

## 4. 投资建议

物管方面，行业在管规模增速放缓，第三方项目竞争解局，新拓规模有所下降，头部物企陆续退出低质项目和业务后，物企整体在管项目质量提升，借助AI提升人效，管理成本有所压降，未来盈利能力有望进一步改善。我们认为，物管行业从规模扩张导向转成服务品质导向的过程中，逐渐回归品质，质价相符、服务品质突出、能够提供优质增值服务的企业或将得到更好的支持与发展，推荐标的：（1）非住业务占比较高，对房地产依赖相对较小的综合类开发公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余等；（2）关联地产公司销售拿地强势，市占率明显提升：滨江服务、建发物业。REITs方面，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs作为高分红、中低风险资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，当前时间节点重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线，持续关注扩容+分化逻辑，注意板块周期及利率敏感资产创造的波段机会。

**5. 风险提示：**调控政策超预期变化、房地产销售复苏不及预期、第三方拓展竞争加剧、增值业务毛利率下行、项目长期分派率不及预期。

# 目录

## CONTENTS

1

物管规模增速放缓，第三方拓展解局

2

业绩表现整体稳健，增值业务结构调整优化

3

物管行业2025年发展机遇

4

物管投资策略及风险提示

5

总量视角下REITs运行态势及发展展望

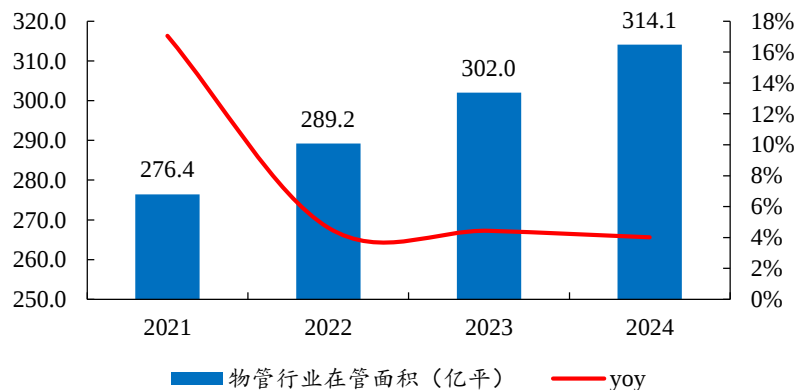
6

REITs投资策略及风险提示

## 1.1 物管行业进入存量市场，管理规模增速放缓

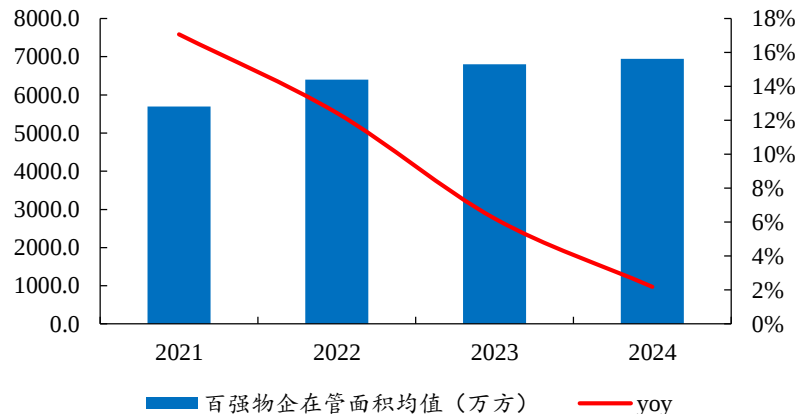
根据中指研究院数据，2022年以来物管行业管理规模增速有所放缓，截至2024年末，中国物管行业在管规模达314.1亿平，同比增长4%，2020-2024年复合增长率达4.9%；中指百强物企平均在管规模0.69亿平，增速降至2%。在物管行业进入存量市场的背景下，百强物企在管面积增速连续三年回落。

图1：中指2024年中国物管行业在管规模同比+4%



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

图2：中指百强物企在管面积增速同比放缓

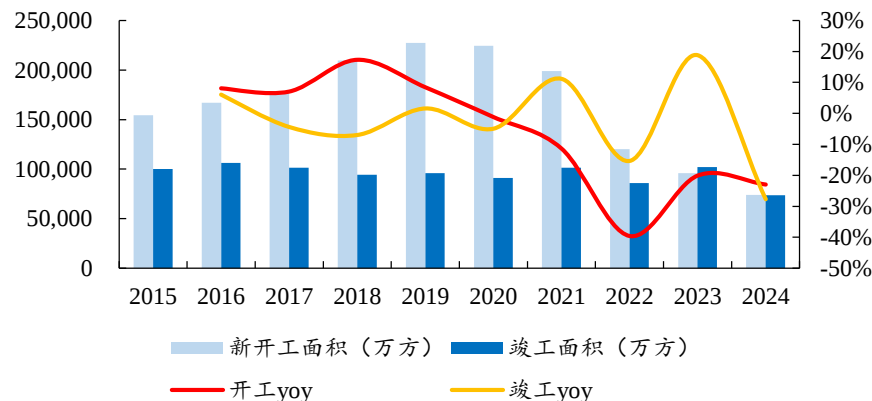


数据来源：中指研究院、开源证券研究所

## 1.1 物管行业进入存量市场，管理规模增速放缓

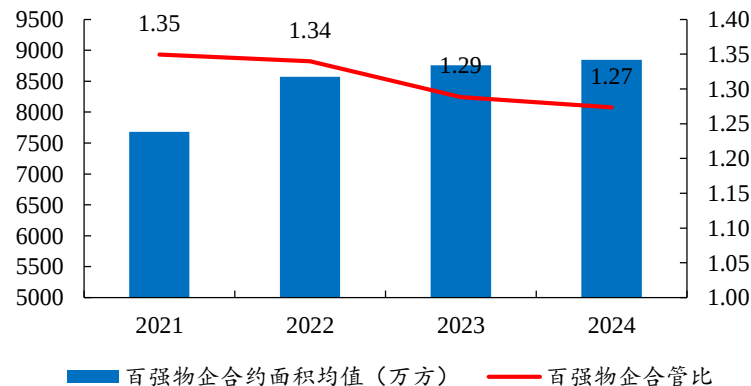
2024年，房屋开竣工面积分别同比下降23.0%和27.7%，物企合约面积增速受此影响有所放缓，百强物企合管比降至1.27。

图3：2024年房屋开竣工面积均下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：中指百强物企合管比有所下降

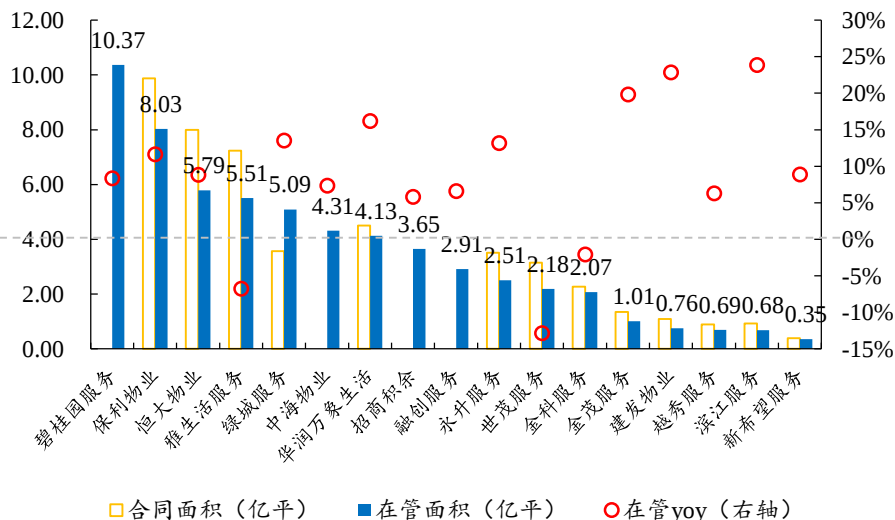


数据来源：中指研究院、开源证券研究所

## 1.2 新拓项目更重质量，第三方占比提升

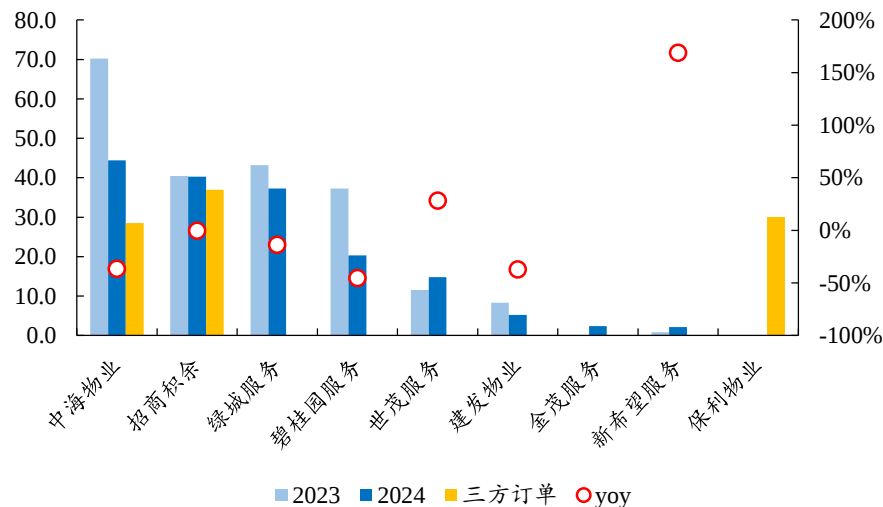
我们选取了行业头部18家物企进行对比，在管面积规模仍保持增长趋势，其中雅生活服务、世茂服务、金科服务在管面积同比下降，碧桂园服务在管面积突破10亿平，保持在管规模第一。2024年，头部物企整体拓展进度放缓，已披露新拓数据的头部物企中，仅世茂服务和新希望服务实现同比增长。同时2024年由于关联方交付规模下降，新拓规模中第三方项目占比有所提升。

图5：2024年样本物企在管面积规模仍保持增长趋势



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图6：2024年头部物企整体拓展进度放缓（亿元）

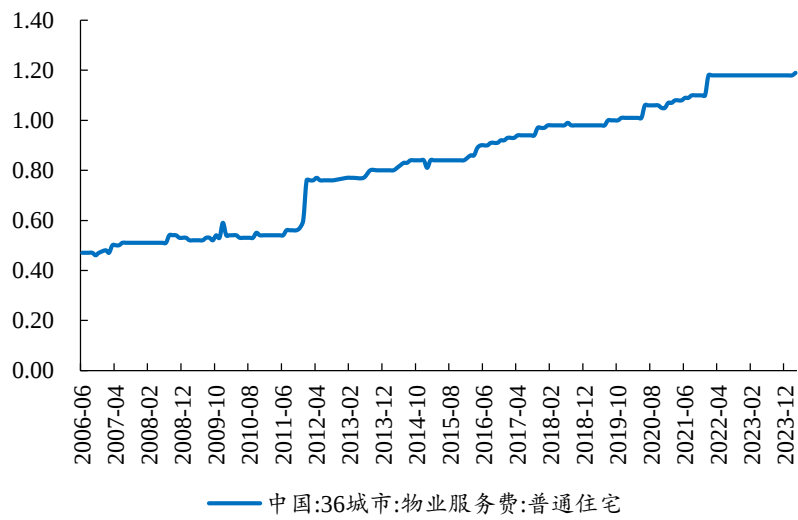


数据来源：各公司年报、开源证券研究所

# 1.3 物企退出低毛利风险项目，聚焦存量住宅

全国层面住宅物业费相对房价而言涨幅不高，截至2024年3月为1.19元/平/月。2024年以来，重庆、武汉、青岛等城市明确了物业费指导价，引发降价舆情，在此影响下，2024年百余个项目物业费下调，降幅在20%-35%之间。

图7：截至2024年3月全国层面物业费1.19元/平/月



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2024年以来多城明确了物业费指导价上限

| 时间       | 城市    | 细则                                                   |
|----------|-------|------------------------------------------------------|
| 2024年2月  | 重庆    | 直接规定了物业费的标准，中心城区电梯住宅物业费最高是1.9元/平/月，无电梯的最高是1.35元/平/月。 |
| 2024年5月  | 青岛城阳区 | 直接规定了物业费的标准，中心城区电梯住宅物业费最高是1.9元/平/月，无电梯的最高是1.35元/平/月。 |
| 2024年7月  | 银川    | 普通住宅前期物业服务收费限价最高2.2元/平/月                             |
| 2024年7月  | 武汉江夏区 | 普通住宅前期物业服务收费最高2.4元/平/月，上浮最高20%，即最高2.88元/平/月。         |
| 2024年11月 | 武汉新洲区 | 五星级物业（有电梯的最高星级）的最高收费标准被限定为2.3元/平/月，基准价最高可以上浮20%      |

资料来源：中指研究院、金融界、开源证券研究所

# 1.3 物企退出低毛利风险项目，聚焦存量住宅

受物业费下调、亏损项目治理等影响，物企2024年普遍退出存在交付风险和低质低效的项目，聚焦高能级城市的优质产业和客户。同时企业更加注重存量住宅的拓展，拥有良好口碑、提供优质服务的物企将更受市场青睐。

表2：2024年头部物企普遍退出存在交付风险和低质低效的项目

| 城市    | 细则                                           |
|-------|----------------------------------------------|
| 万物云   | 共退出53个住宅物业项目，涉及饱和收入为2.86亿元                   |
| 滨江服务  | 2024年退出在管面积287.6万方                           |
| 绿城服务  | 主动退出了部分非核心城市及存在交付风险的储备项目                     |
| 中海物业  | 为优化业务结构及亏损项目治理进行退盘4450万                      |
| 永升服务  | 终止在管建面2961万方                                 |
| 越秀服务  | 终止在管建面721万方                                  |
| 雅生活服务 | 逐步退出部分低回款、低转化、低效益的问题项目和孤岛城市，提升项目集中度并巩固区域规模优势 |
| 金科服务  | 全年退出住宅在管建筑面积约1920万方，退出企业服务项目约145个            |

资料来源：各公司年报、开源证券研究所

表3：2024年头部物企注重存量住宅的拓展

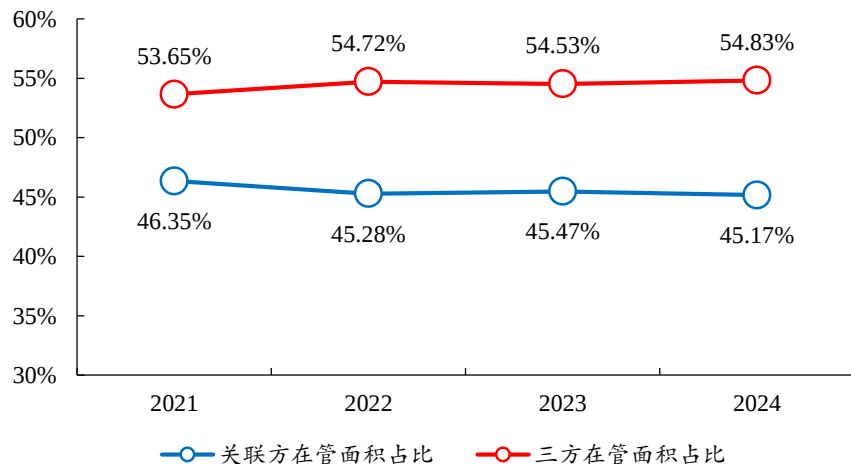
| 企业   | 存量市场拓展                                        |
|------|-----------------------------------------------|
| 万物云  | 随着开发商前期物业合同过渡到物业服务合同，存量住宅市场打开空间，住宅小区更换物业将是大趋势 |
| 招商积余 | 存量业委会住宅项目实现近3年零的突破                            |
| 绿城服务 | 侧重于优质的存量市场拓展，存量住宅新拓单价+8.5%                    |
| 金科服务 | 推出美好家园计划，重点推进优质存量小区的拓展工作                      |

资料来源：各公司年报、开源证券研究所

## 1.4 关联方交付普遍下降，三方及非住占比提升

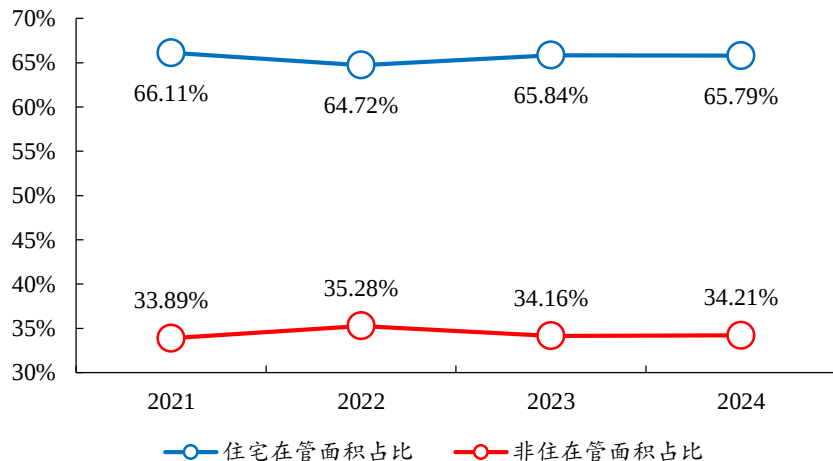
根据中指数据，2024年百强物企第三方在管面积占比和非住业态占比均有所提升，一方面来自关联方交付面积正在减少，另一方面存量住宅拓展和非住业态等第三方受房地产市场下行压力更小。

图8：2024年百强物企第三方在管面积占比提升



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

图9：2024年百强物企非住在管面积占比提升

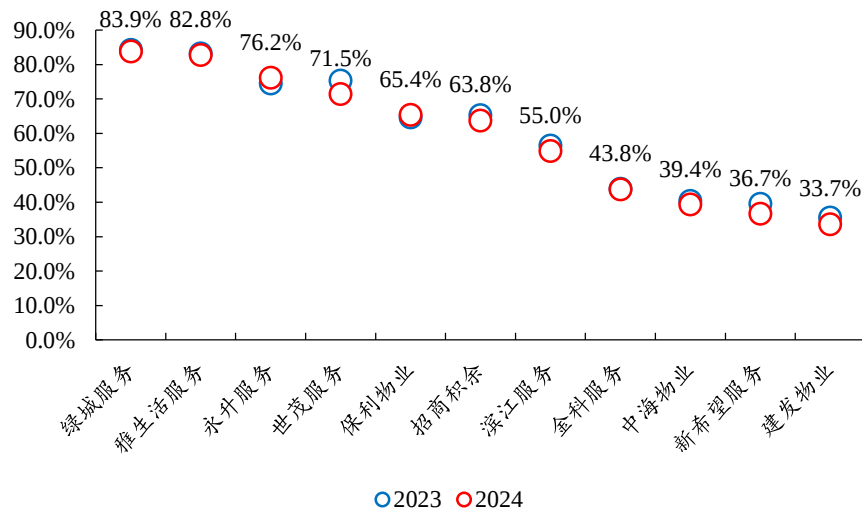


数据来源：中指研究院、开源证券研究所

## 1.4 关联方交付普遍下降，三方及非住占比提升

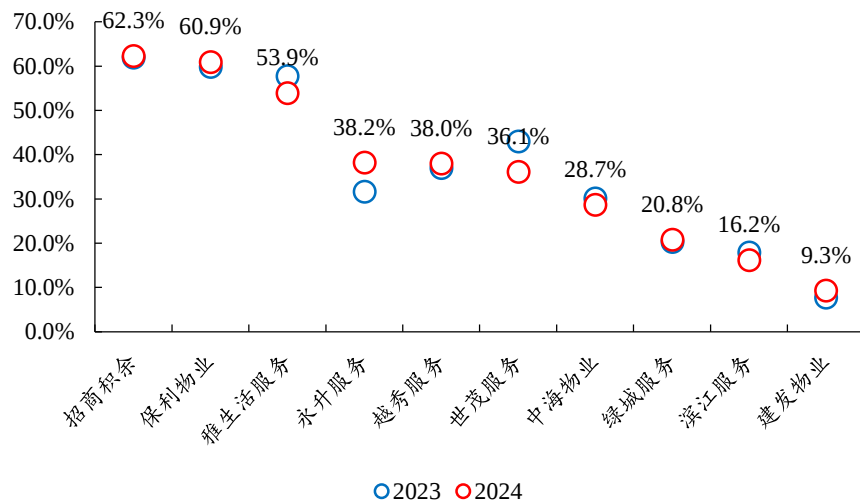
从头部18家物企情况看，由于非住业态拓展加剧，同时退出低效项目，以及关联方项目正常交付，部分企业2024年三方占比和非住业态占比有所下降。

图10：部分企业2024年三方占比有所下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图11：部分企业2024年非住业态占比有所下降

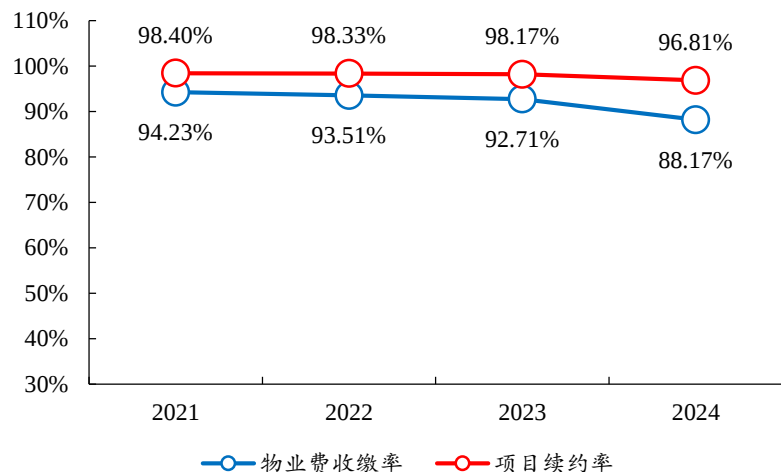


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 1.5 收缴率续约率下降，应收账款回收周期拉长

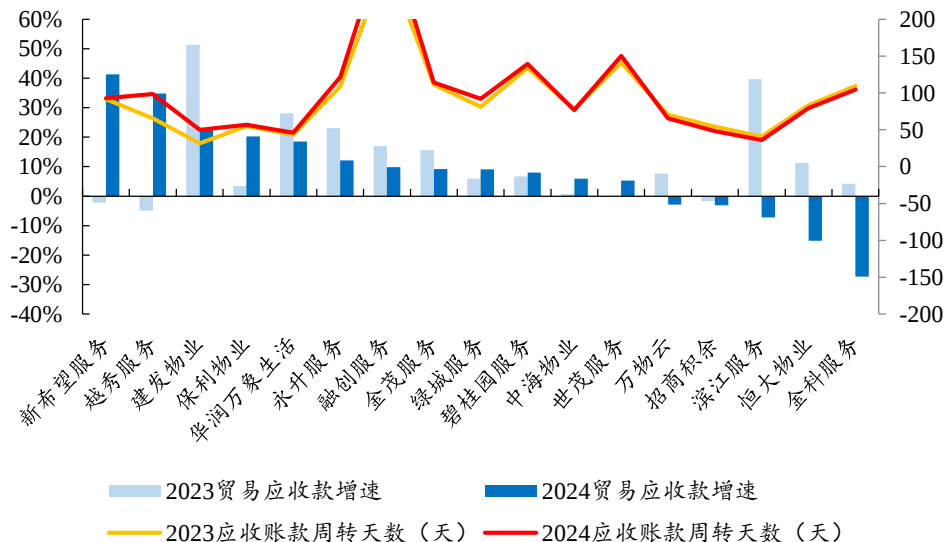
2021年以来，百强物企物业费收缴率和项目续约率逐年下降，市场竞争加剧的形势下业主可选择范围更大。与之相对应多数头部物企2023-2024年贸易应收款同比增长，应收账款周转天数增长。

图12：2024年百强物企物业费收缴率和项目续约率下降



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

图13：多数头部物企2023-2024年贸易应收款同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

物管规模增速放缓，第三方拓展解局

2

业绩表现整体稳健，增值业务结构调整优化

3

物管行业2025年发展机遇

4

物管投资策略及风险提示

5

总量视角下REITs运行态势及发展展望

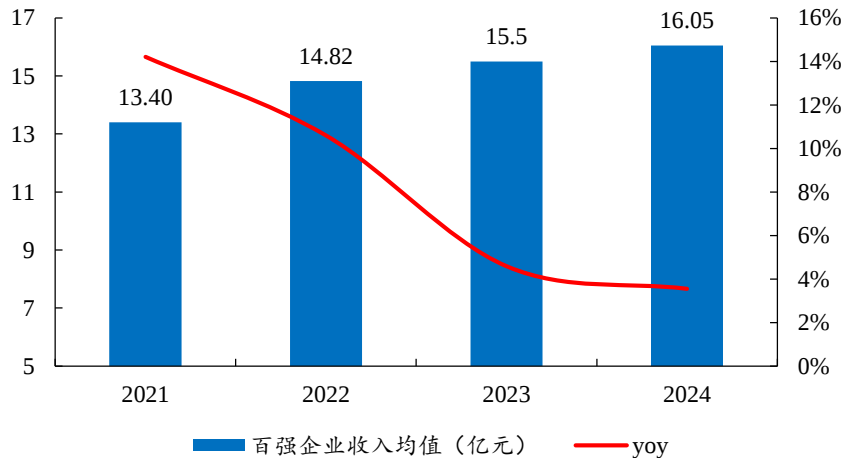
6

REITs投资策略及风险提示

## 2.1 收入仍保持增长，盈利能力边际承压

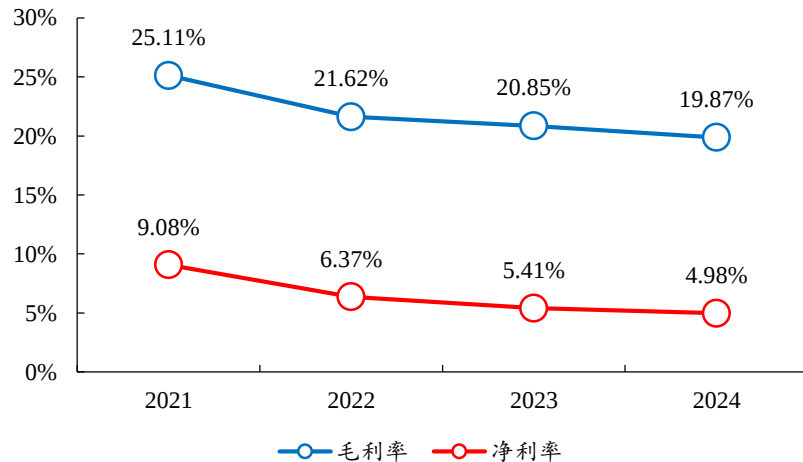
2021年以来，百强物企收入增速和在管面积增速趋势一致，虽然收入保持稳健增长，但增速降至个位数。盈利能力来看，在房地产销售下行、行业竞争加剧等影响下，毛利率和净利率均呈下降趋势。

图14：2024年百强物企平均收入同比增速放缓



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

图15：2024年百强物企盈利水平继续下降

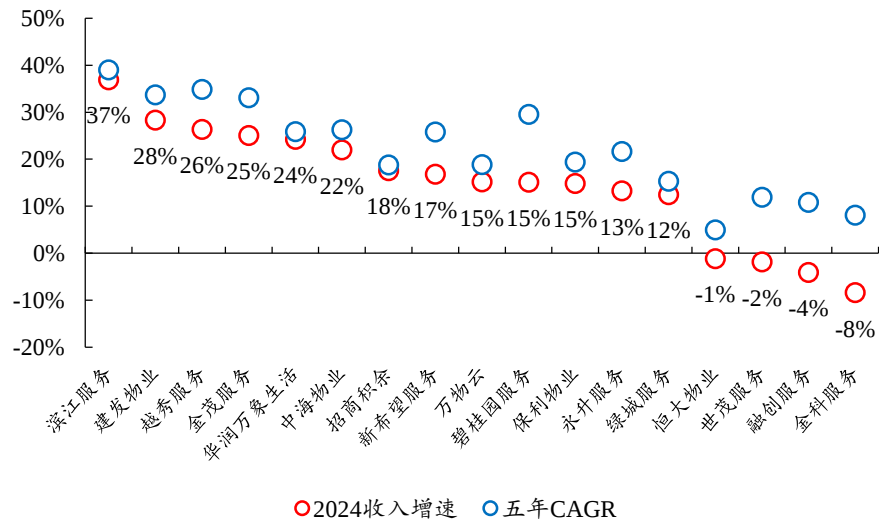


数据来源：中指研究院、开源证券研究所

## 2.1 收入仍保持增长，盈利能力边际承压

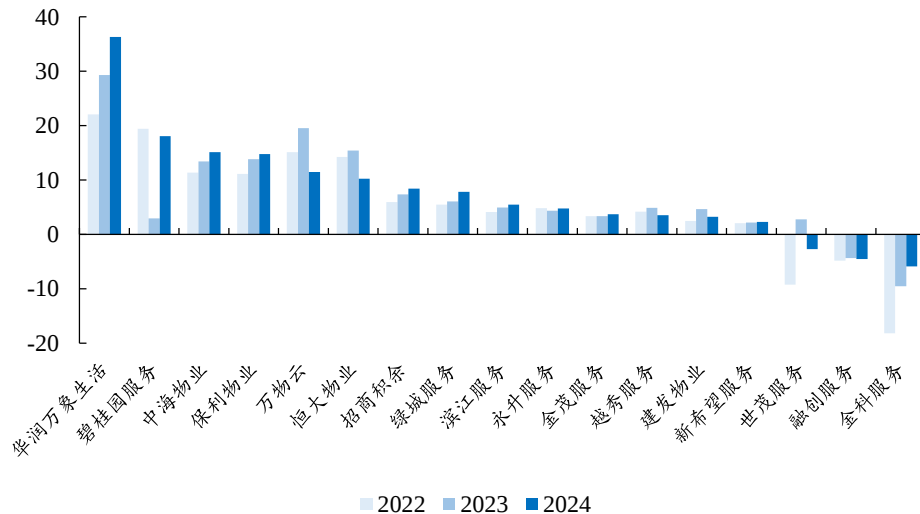
样本物企2020-2024年收入CAGR均为正值，2024年收入增速均小于近五年CAGR，仅滨江服务增速超30%。样本物企2024年归母净利润表现差异较大，18家样本物企中11家同比增长或亏损减少，业绩表现符合预期。

图16：2024年样本物企收入增速均小于近五年CAGR



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2024年样本物企归母净利润表现差异较大（亿元）

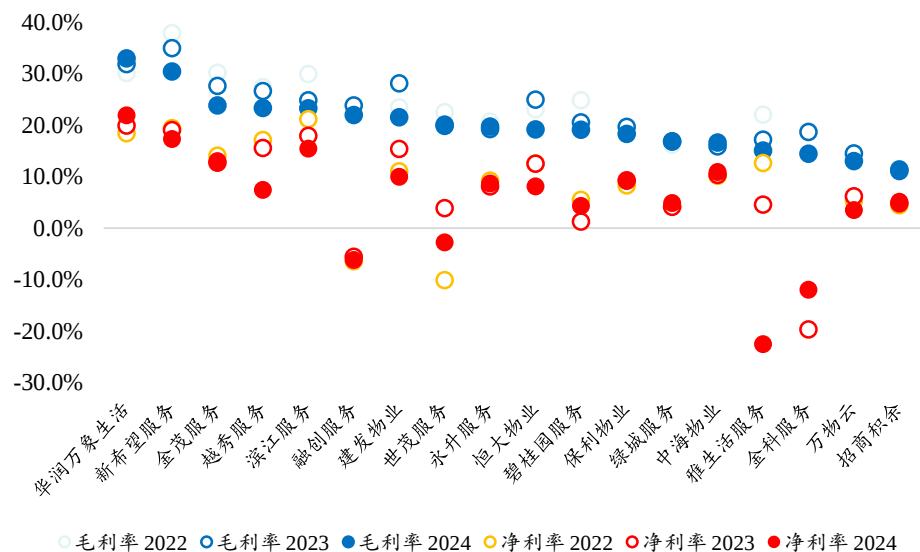


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1 收入仍保持增长，盈利能力边际承压

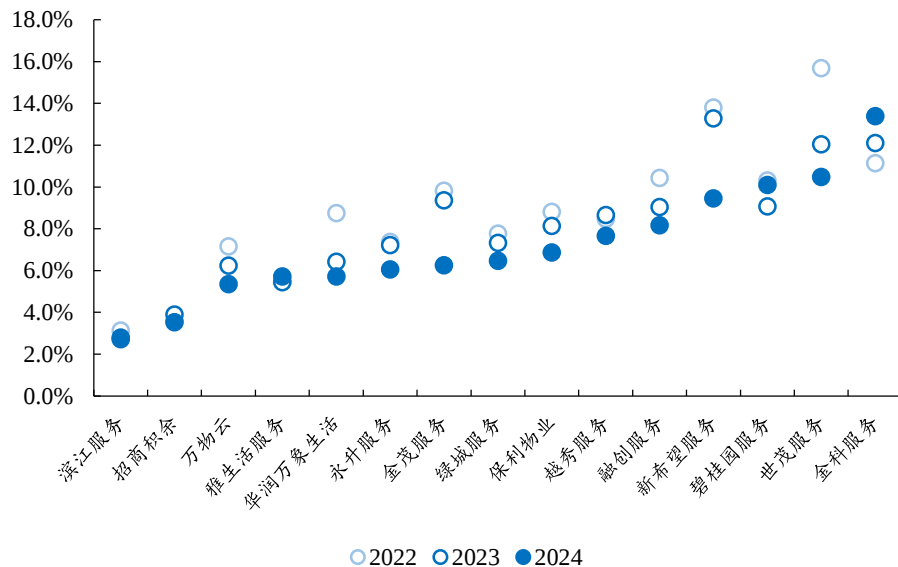
样本物企盈利能力表现看，2024年毛利率和净利率基本为近三年低值，华润万象、新希望服务和金茂服务盈利能力较强。近年物企降本提效战略效果显著，2024年管理费率基本为近三年较低，滨江服务和招商积余管理成本控制能力较强。

图18：2024年样本物企毛利率和净利率基本为近三年低值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2024年样本物企管理费率基本为近三年最低

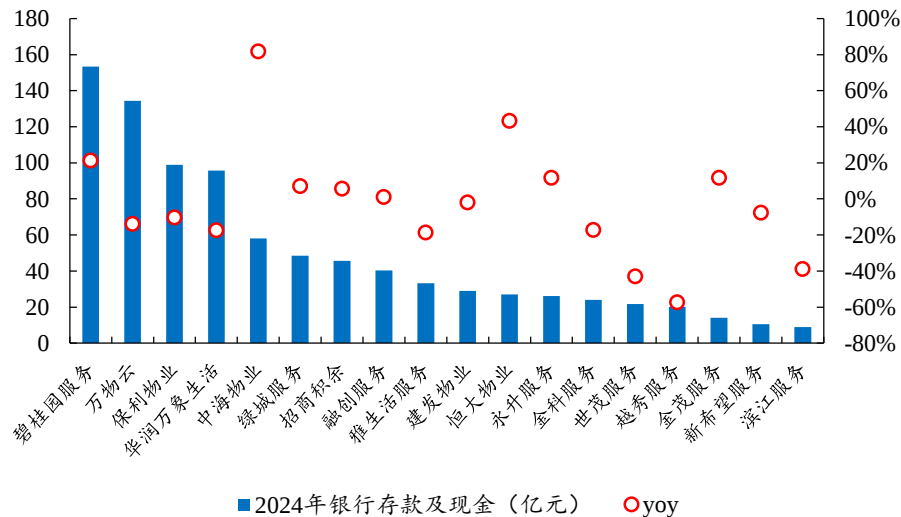


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 在手现金较充裕，派息比例维持高位

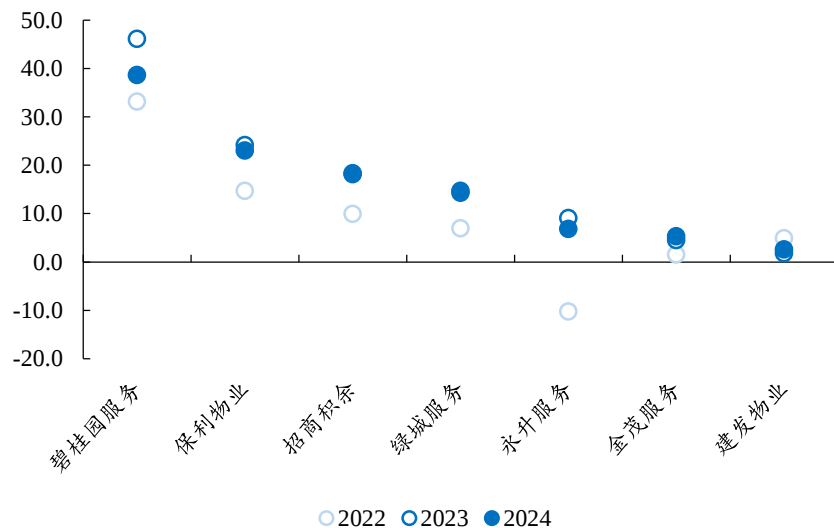
2024年，18家样本物企银行存款及现金总额同比下降1.4%，在手现金依然较充裕。从已公布经营性净现金流的7家物企情况看，2024年现金流保持相对稳健水平。

图20：2024年样本物企在手现金依然较充裕



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024年样本物企经营性净现金流相对稳健（亿元）

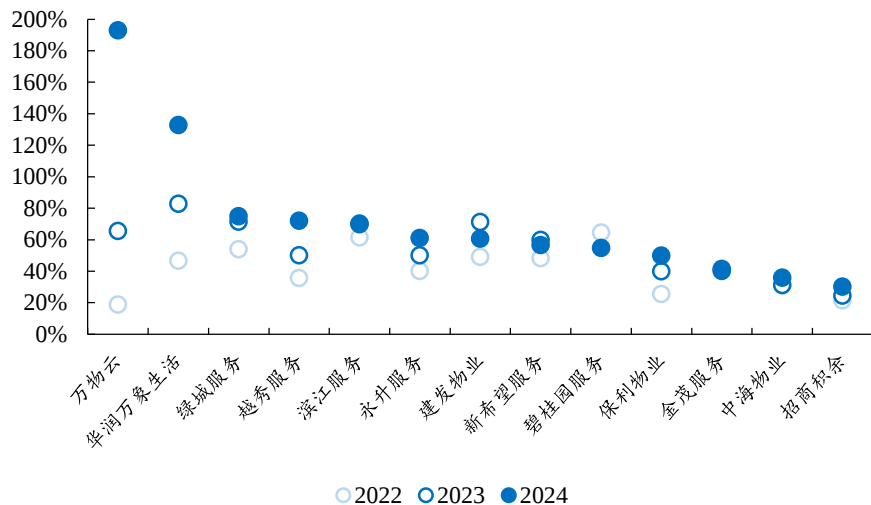


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 在手现金较充裕，派息比例维持高位

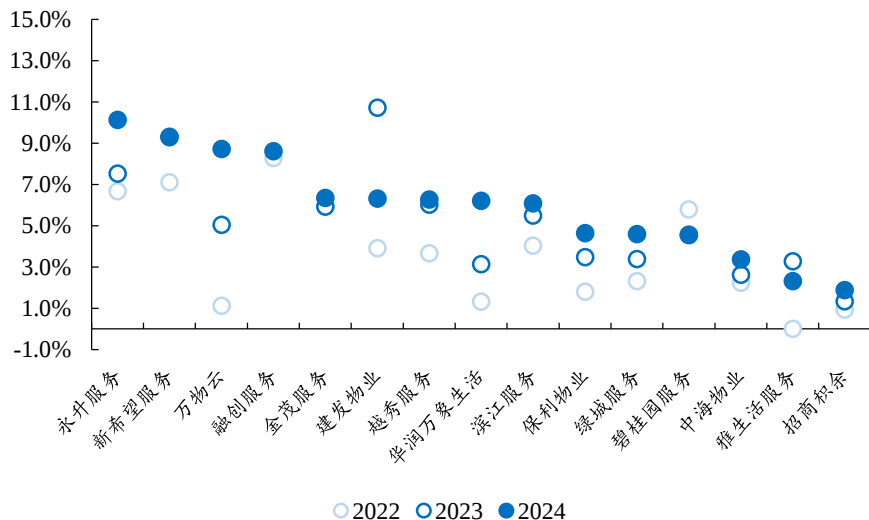
物企作为现金奶牛行业，在手现金充裕，历年分红比例均保持高位。2024年样本物企派息比例维持稳健水平，整体万物云和华润万象生活派息比例较高，同时由于物业股价大幅回撤，2024年整体股息率维持较高水平。

图22：2024年样本物企派息比例保持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2024年样本物企股息率有所提升

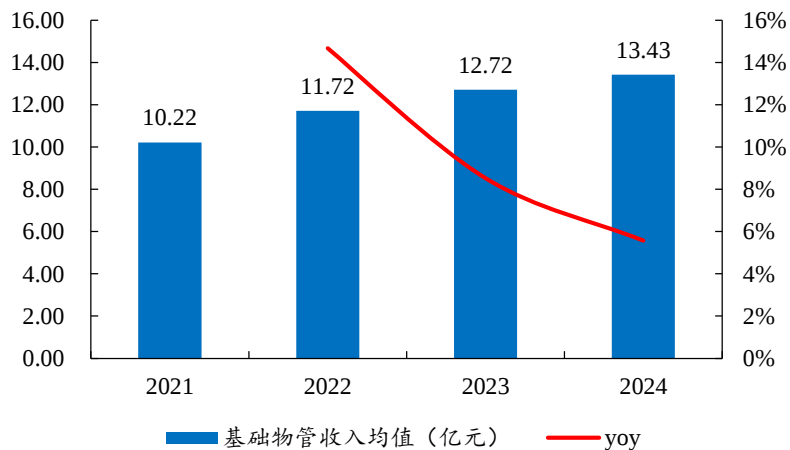


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3 物管收入保持增长，毛利率总体呈现下降趋势

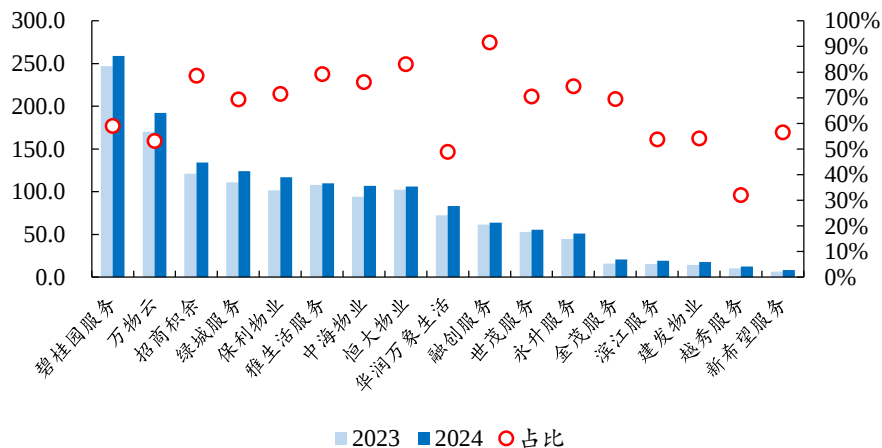
收入结构来看，2024年百强物企基础物管收入均值为13.43亿元，同比+5.6%，占比约84%，同比提升1.6pct。从物企物管收入来看，伴随在管面积提升，样本物企均实现增长，物管收入平均占比66%，融创服务收入占比最高，为92%。

图24：2024年百强物企基础物管收入同比+5.6%



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

图25：2024年样本物企基础物管收入均实现增长

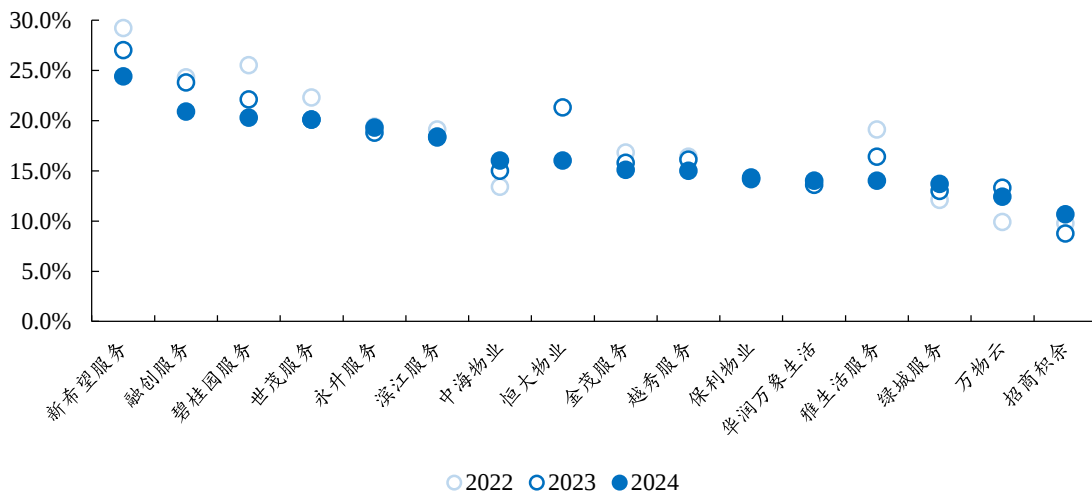


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 物管收入保持增长，毛利率总体呈现下降趋势

样本物企近三年基础物管毛利率总体延续下降趋势，其中毛利率排名前三的新希望服务、融创服务和碧桂园服务2024年毛利率明显下降，中海物业、绿城服务和招商积余毛利率逆势提升。

图26：2024年样本物企物管毛利率总体延续下降趋势

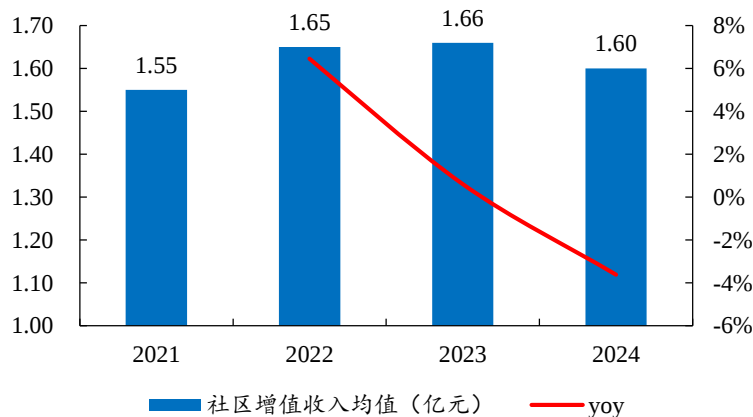


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.4 社区增值收入微降，业务结构优化调整

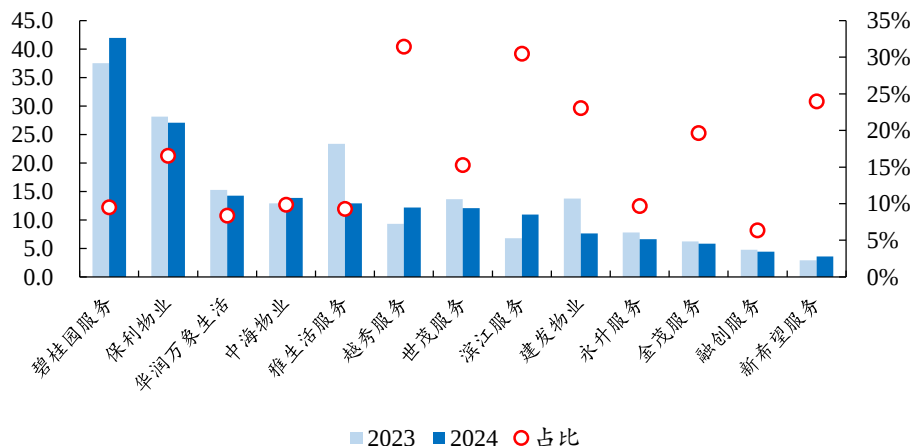
收入结构来看，百强物企增值服务收入均值1.60亿元，同比下降4%，占比13.8%，同比下降1.4pct。从社区增值收入来看，样本物企在消费需求降低、优化业务结构、低毛利项目退出影响下，2024年收入整体下降，仅碧桂园服务、越秀服务、滨江服务和新希望服务实现增长。

图27：2024年百强物企社区增值服务收入同比-4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2024年头部物企社区增值服务收入整体同比下降（亿元）

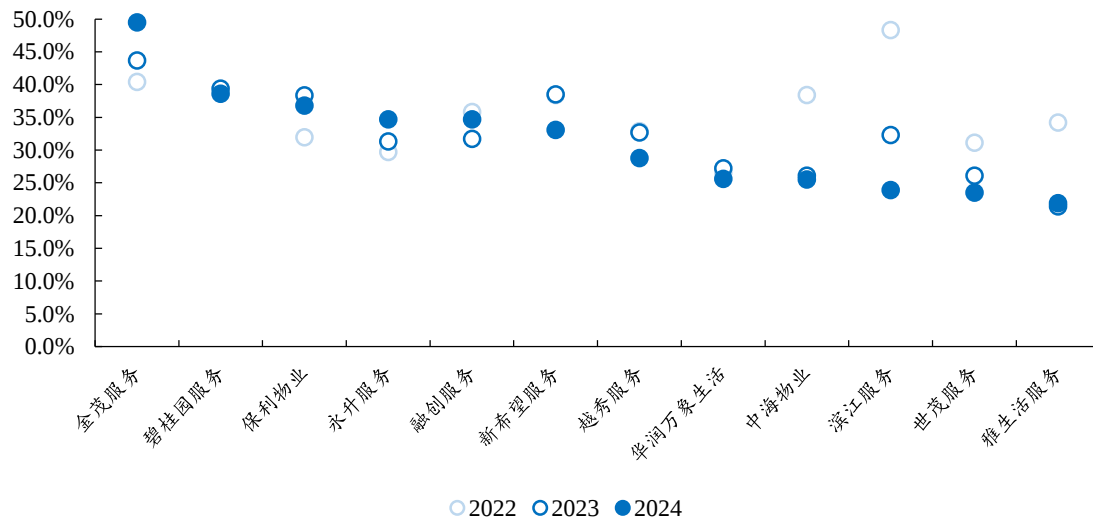


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 社区增值收入微降，业务结构优化调整

样本物企近三年社区增值服务毛利率总体延续下降趋势，但社区增值服务作为物管行业的高毛利业务，对整体业绩影响较大。样本物企提升社区增值服务盈利空间的方式包括提高服务质量、关停并转低盈利业务、降本增效等。

图29：2024年头部物企社区增值服务毛利率总体延续下降趋势

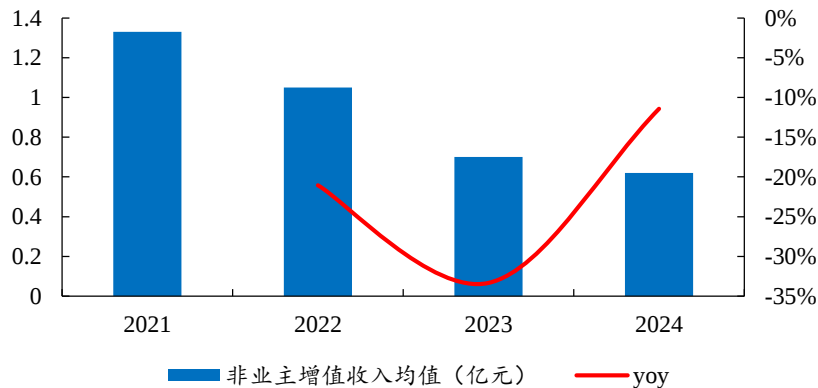


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.4 受地产销售影响，非业主增值服务收入下降

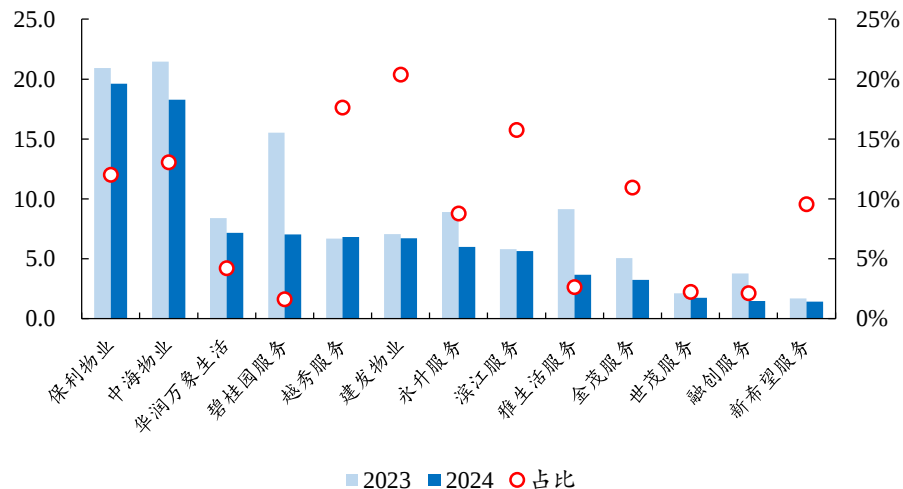
受上游房地产市场销售波动影响，百强物企非业主增值服务业务收入自2021年来年逐年下降，2024年百强物企收入均值0.62亿元，同比-11.4%。在房企降本提效、压缩销售成本的趋势下，未来开发商增值服务或将继续萎缩。

图30：2024年百强物企非业主增值服务收入同比-11%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2024年头部物企非业主增值服务收入延续下降趋势（亿元）

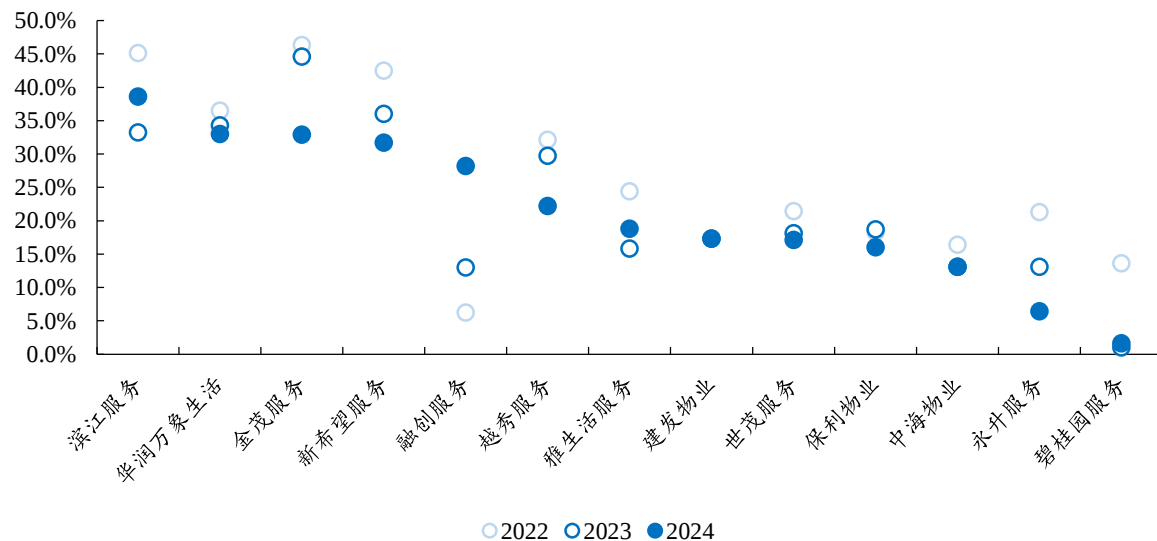


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.4 受地产销售影响，非业主增值服务收入下降

样本物企近三年非业主增值服务毛利率延续下降趋势，其中降幅较大的有金茂服务、新希望服务、越秀服务等。

图32：2024年头部物企非业主增值服务毛利率延续下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

物管规模增速放缓，第三方拓展解局

2

业绩表现整体稳健，增值业务结构调整优化

3

物管行业2025年发展机遇

4

物管投资策略及风险提示

5

总量视角下REITs运行态势及发展展望

6

REITs投资策略及风险提示

### 3.1 好房子、好服务概念下，优质服务成为核心竞争力

2024年，住建部部长倪虹在两会民生主题记者会上首提“好房子、好服务”，2025年3月收入写入政府工作报告。中央政策引领下，服务品质更优质的企业市占率或将进一步提升。

表4：“好房子、好服务”概念多次被中央政策性文件提及

| 日期       | 会议        | 内容                                                                        |
|----------|-----------|---------------------------------------------------------------------------|
| 2024年3月  | 两会民生主题记者会 | 今后拼的是高质量，拼的是新科技，拼的是好服务。谁能抓住机遇、转型发展，谁能为群众建设好房子、提供好服务，谁就能有市场，谁就能有发展，谁就能有未来。 |
| 2024年8月  | 国新办新闻发布会  | “好房子”需要好服务，将实施居住服务提升行动，下大力气提高物业服务水平，支持养老、托育、家政等线上线下的生活服务。                 |
| 2024年11月 | 中国建筑科技展   | 国务院总理李强参观调研中国建筑科技展，五次强调了“好房子”的重要性，着重提及“好房子”的四项标准，即安全、舒适、绿色、智慧。            |
| 2025年3月  | 两会政府工作报告  | 适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。                                 |

资料来源：光明网、克而瑞、开源证券研究所

### 3.1 好房子、好服务概念下，优质服务成为核心竞争力

物管行业从规模扩张导向转成服务品质导向的过程中，逐渐回归品质，质价相符、服务品质突出、能够提供优质增值服务的企业或将得到更好的支持与发展。

表5：头部物企将好服务概念看成发展战略

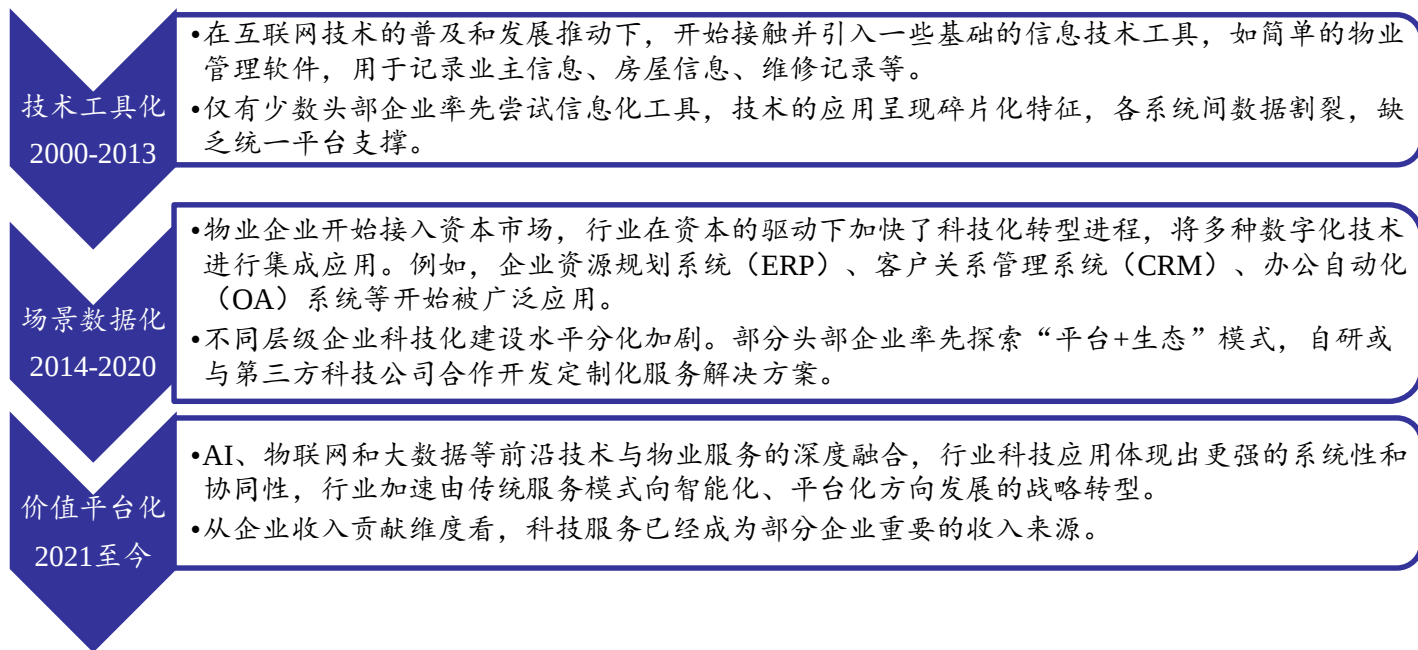
| 公司     | 措施                                                               |
|--------|------------------------------------------------------------------|
| 保利物业   | 成立保利东方礼遇高端服务学院，推进好服务标杆项目落地全国，夯实专业产品力                             |
| 招商积余   | 2025年经营策略做好服务力、数字化和组织人才的三大保障                                     |
| 华润万象生活 | 乐活一夏”“润比邻”等社群运营IP影响力进一步增强，年内客户满意度91.76分，同比增长3.44分                |
| 中海物业   | 提出业主好服务、城市好服务、智慧好服务的战略目标，基于用户需求，强化社群运营，丰富产品/服务组合，增加单用户产出         |
| 建发物业   | 持续夯实基础服务品质，全面落地“天天好”服务；通过打造更多“灯塔”级的服务项目，形成示范效应，树立服务口碑，以不断提升业主满意度 |

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

## 3.2 AI时代下物企管理效率的提升

中国物业管理行业的科技化建设围绕“技术工具化-场景数据化-价值平台化”的逻辑主线，呈现出清晰的演进过程。

图33：物管行业科技化演进主要分为三个阶段

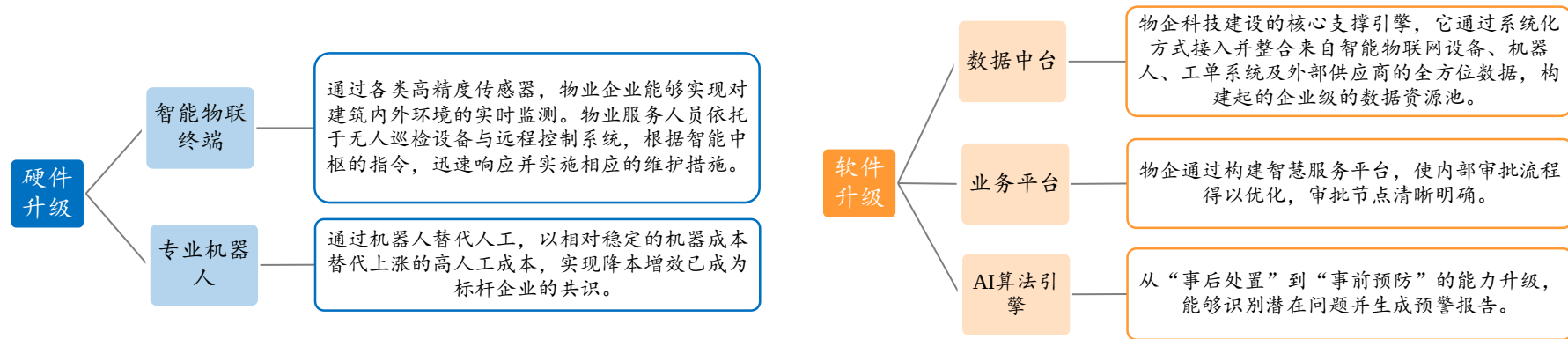


资料来源：中指研究院、开源证券研究所

## 3.2 AI时代下物企管理效率的提升

AI在物管行业的运用从硬件到软件均迎来全面升级，科技工具的规模化应用正在重塑行业服务标准，数据资产的价值挖掘推动企业从单一物业服务商向社区生活服务平台转型，科技助力构建画像和消费行为数据库，能够精准匹配家政、养老、教育等高附加值服务。

图34：AI在物管行业的运用从硬件到软件均迎来全面升级



资料来源：中指研究院、开源证券研究所

## 3.2 AI时代下物企管理效率的提升

近年来，头部物企公司纷纷开始搭建智慧服务平台，大幅提高沟通效率和服务流程，缩短了决策时间。

表6：头部物企公司纷纷开始搭建智慧服务平台

| 企业    | 物企智慧平台      | 核心架构            | 创新点                                        |
|-------|-------------|-----------------|--------------------------------------------|
| 碧桂园服务 | 天石云平台       | 多模态AI引擎+自研IoT中台 | 首创"AI管家决策树"，实现社区安防/能耗/设备故障的跨场景联动           |
| 万物云   | 灵石空间操作系统    | 云调度+边计算+端智群     | 整合AI算法、边缘计算和物联网技术，实现设备监控、能源管理、安防预警及工单派发等功能 |
| 绿城服务  | 善数智慧物业      | 数字孪生+工单动态规划算法   | 通过数字化体系重塑产品生态矩阵，基于运营管理及智慧化需求，打造系统性的解决方案    |
| 保利物业  | RADAR智慧服务系统 | 社区LBS网格化+需求预测模型 | 通过“扫描-定位-匹配-追踪-反馈”全链路闭环管理，实现服务响应度提升40%     |

资料来源：中指研究院、开源证券研究所

### 3.3 房屋养老金政策下，城市更新机遇

为了解决城镇超过30年房龄老旧房屋的维修问题，2022年住建部提出建立房屋养老金制度，2024年8月住建部提出将引入房屋养老金制度。并在上海、北京、广州等22个城市率先展开试点。对于物企而言，以更多转向房屋全生命周期管理，参与到房屋建设、维修、改造、保险等过程中，物企在老旧小区中低盈利现状或将得到改善。

表7：部分物企能够承接房龄老旧房屋的维修

| 区域     | 物企   | 具体措施                                                                                       |
|--------|------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京劲松街道 | 愿景集团 | 签订协议，对老旧小区劲松北社区进行改造，企业以3000万元投资参与改造，以获得小区内改造而来的商店、餐厅和社区服务中心等空间的长期运营权。                      |
| 江汉区政府  | 万物云  | 成立合资公司，打包管理99个老旧小区，进行停车位、公共设施维修等改造和后期管理，相关资金支出由财政经费、居民物业费分别承担约40%，其余20%则通过小区公共资源经营及有偿服务弥补。 |
| 上海凌云街道 | 徐房物业 | 政府托底，公共空间做增量，构建绿色低碳街区，6家原物业公司统一更换为徐房物业承担街区所有物业管理工作。                                        |

资料来源：第一财经、新闻晨报、中指研究院、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

物管规模增速放缓，第三方拓展解局

2

业绩表现整体稳健，增值业务结构调整优化

3

物管行业2025年发展机遇

4

物管投资策略及风险提示

5

总量视角下REITs运行态势及发展展望

6

REITs投资策略及风险提示

# 4.1 投资建议

2024年，受到房地产销售下行、居民消费提振不足等因素影响，物管行业在管规模增速放缓，第三方项目竞争解局，新拓规模有所下降。与此同时，头部物企陆续退出低盈利及存在风险的项目和业务，物企整体在管项目质量提升，借助AI提升人效，管理成本有所压降，未来盈利能力有望进一步改善。我们认为，物管行业从规模扩张导向转成服务品质导向的过程中，逐渐回归品质，质价相符、服务品质突出、能够提供优质增值服务的企业或将得到更好的支持与发展，推荐标的：（1）非住业务占比较高，对房地产依赖相对较小的综合类开发公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余等；（2）关联地产公司销售拿地强势，市占率明显提升：滨江服务、建发物业。

表8：推荐及受益标的盈利预测与估值

| 公司     | 评级  | 市值       | 归母净利润/<br>亿元 |       |       |       |       | P/E   |       |       |
|--------|-----|----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |     | 2025/5/6 | 2024A        | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 华润万象生活 | 买入  | 780.3    | 36.3         | 42.7  | 48.9  | 55.0  | 21.5  | 18.3  | 16.0  | 14.2  |
| 万物云    | 未评级 | 229.7    | 11.5         | 16.5  | 19.5  | 21.0  | 20.0  | 13.9  | 11.8  | 10.9  |
| 碧桂园服务  | 未评级 | 218.4    | 18.1         | 20.5  | 24.1  | 26.5  | 12.1  | 10.7  | 9.1   | 8.2   |
| 保利物业   | 买入  | 161.2    | 14.7         | 15.8  | 17.2  | 18.8  | 10.9  | 10.2  | 9.4   | 8.6   |
| 中海物业   | 未评级 | 166.9    | 15.1         | 16.8  | 18.5  | 20.2  | 11.0  | 9.9   | 9.0   | 8.2   |
| 招商积余   | 买入  | 126.1    | 8.4          | 9.2   | 10.8  | 12.2  | 15.0  | 13.7  | 11.7  | 10.3  |
| 绿城服务   | 买入  | 132.3    | 7.9          | 9.2   | 10.3  | 11.4  | 16.8  | 14.3  | 12.8  | 11.7  |
| 滨江服务   | 买入  | 68.2     | 5.5          | 7.0   | 8.3   | 9.6   | 12.5  | 9.7   | 8.2   | 7.1   |
| 越秀服务   | 未评级 | 40.3     | 3.5          | 5.4   | 6.2   | 7.3   | 11.4  | 7.5   | 6.5   | 5.6   |
| 建发物业   | 买入  | 33.2     | 3.2          | 3.8   | 4.4   | 5.1   | 10.3  | 8.8   | 7.5   | 6.5   |
| 金茂服务   | 未评级 | 25.0     | 3.7          | 4.1   | 4.3   | 4.6   | 6.7   | 6.2   | 5.8   | 5.5   |

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025年5月6日，汇率1 港币=0.93人民币）  
买入评级标的公司盈利预测与估值来自开源证券研究所，其余公司盈利预测与估值来自Wind一致预期

- (1) 房地产销售复苏不及预期：项目销售及交付进度放缓，合同面积和在管面积增速持续放缓。
- (2) 第三方拓展竞争加剧：物管行业转型存量市场，非住业态及存量住宅等蓝海市场竞争加剧，挤压企业盈利空间。
- (3) 增值业务毛利率下行：受开发商增值服务减少、居民消费复苏不及预期等因素影响，企业增值服务收入及盈利空间持续下行。

5.1

政策端市场化趋势加强：常态化发行提速，市场化趋势增强

- 2024年7月31日，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》。
- 首次将REITs的资产行业范围进一步拓宽至养老设施、储能设施项目、清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目、4A级景区（原为5A级景区）和市场化租赁住房。此外，允许园区REITs、消费REITs中的酒店、商办配套比例不高于30%（特殊情况不超过50%）的资产入池。REITs资产范围不断拓宽，资产类别趋于全面，有利于REITs一级市场提质扩容。
- 取消分派率IRR的要求，预示着在无风险利率下行的背景下，REITs底层资产的估值有望增长，从而增强其股性。

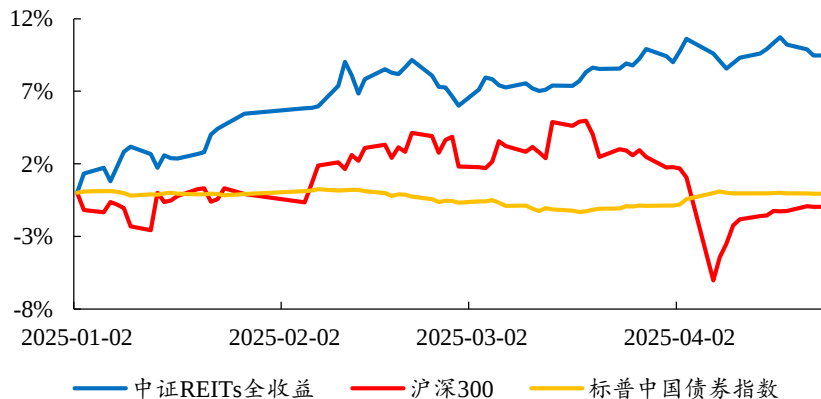
表9：政策端信号释放：市场化趋势增强、常态化发行提速

| 日期         | 部门               | 文件                                                        | 内容                                                                                                                                                                                                                                      |
|------------|------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020/4/24  | 中国证监会            | 《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》                     | 明确重点区域与行业，交易结构采用“公募基金+资产支持证券（ABS）”模式，完善制度规范，明确管理人职责、投资者保护机制等，加强资产质量审核，构建监管框架，防范市场风险。                                                                                                                                                    |
| 2015/4/24  | 十二届全国人民代表大会常务委员会 | 《中华人民共和国证券投资基金法》                                          | 立法目的和适用范围，基金管理人和托管人的职责，基金的募集，交易和申购赎回，基金的运作与信息披露，基金合同的变更，终止与财产清算，法律责任等                                                                                                                                                                   |
| 2023/10/20 | 中国证监会            | 《公开募集基础设施证券投资基金指引》                                        | 明确产品定义与运作模式，压实机构主体责任，严控基础设施项目质量、明确基金份额发售方式，规范基金投资运作，加强风险管控，夯实投资者保护机制，明确证监会监督管理和相关自律组织管理职责，强化违规行为约束。                                                                                                                                     |
| 2024/2/8   | 中国证监会            | 《监管规则适用指引——会计类第4号》                                        | 只要基础设施REITs是不可避免现金分红义务和强制清算义务，即可明确其权益属性。                                                                                                                                                                                                |
| 2024/7/31  | 国家发展改革委          | 《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资〔2024〕1014号） | 首次将REITs的资产行业范围进一步拓宽至养老设施、储能设施项目、清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目、4A级景区（原为5A级景区）和市场化租赁住房；此外，允许园区REITs、消费REITs中的酒店、商办配套比例不高于30%（特殊情况不超过50%）的资产入池。REITs资产范围不断拓宽，资产类别趋于全面，有利于REITs一级市场提质扩容。取消了分派率IRR的要求，预示着在无风险利率下行的背景下，REITs底层资产的估值有望增长，从而增强其股性。 |

资料来源：中国政府网、证监会官网、开源证券研究所

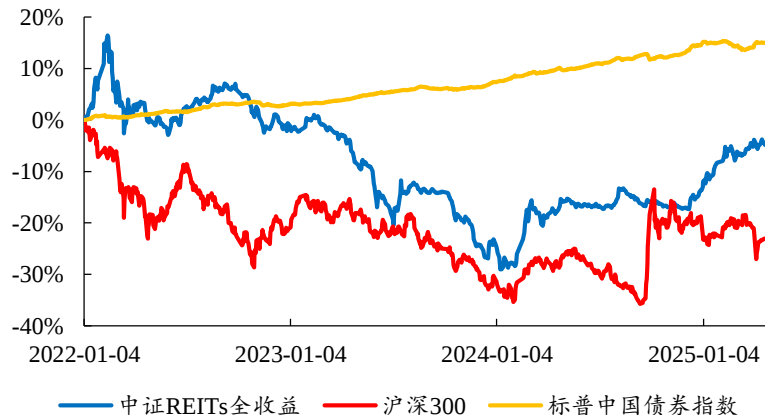
- 2025年初至今，中国公募REITs市场呈现显著的结构性分化，抗周期板块表现强劲而顺周期板块承压。数据显示，截至4月中旬，中证REITs全收益指数年内累计上涨8.5%，但细分板块差异明显：市政环保、保租房及消费类REITs凭借稳定的现金流和抗周期属性逆势上涨，其中消费类REITs年内涨幅超15%。未来趋势上，短期内市场或继续受宏观波动影响，弱周期板块（如保障房、消费）若回调可能凸显配置价值，顺周期板块（如仓储、产业园）需关注内需修复与估值错杀机会；长期来看，政策支持的扩容方向（如养老、新型基建REITs）及利率下行背景下高分红资产的吸引力或推动市场结构性机会深化。

图35：2025年年初以来，中证REITs全收益涨势明显



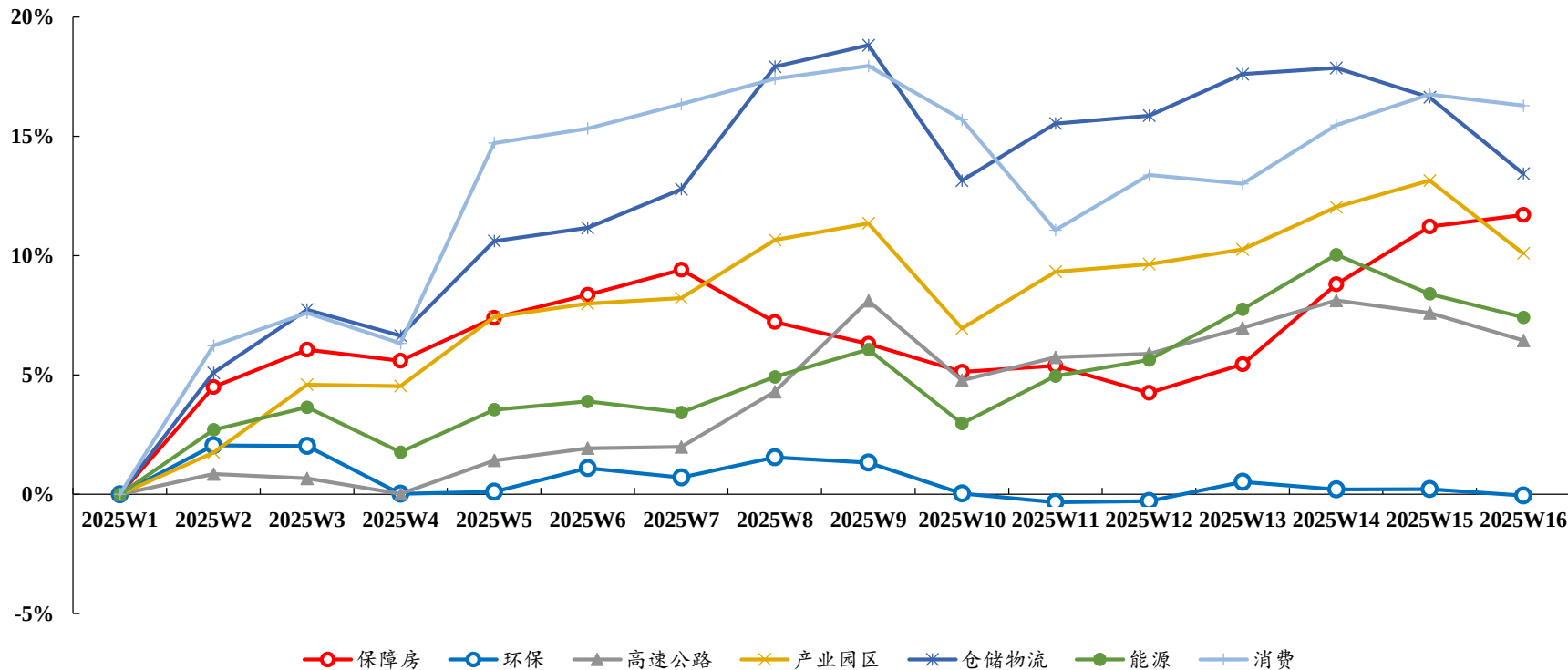
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：长时间维度看，REITs资产与股债的相关性偏弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

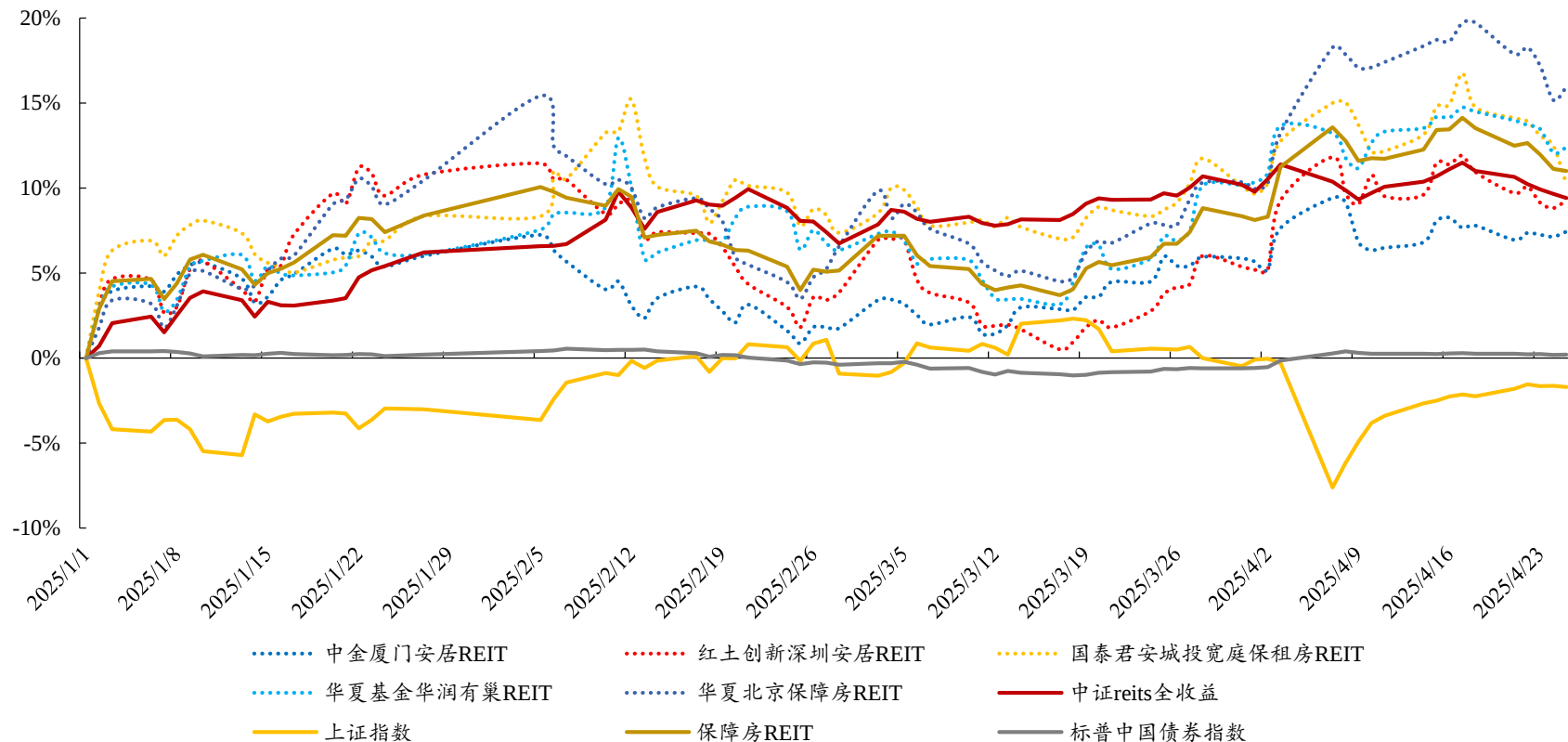
图37：2025年年初以来，行业板块结构性分化明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2025年初至今，保障房REITs的强劲走势主要受多重因素驱动：
- **避险需求激增。**受国际局势变动及A股剧烈震荡影响，资金转向抗周期资产。4月7日上证指数下跌7%，7只保租房REITs中6只逆势上涨，平均涨幅达1.84%，华夏北京保障房REIT单日涨幅超4%。
- **底层资产韧性凸显。**核心区位（如北上深科技产业带）、高出租率及长租约占比支撑现金流稳定，叠加租金补贴和产业协同效应（如腾讯、字节跳动员工租户），形成超额收益基础。
- **政策与扩募催化。**国家推动租赁住房金融支持，首单保租房REIT扩募获批（如华夏北京保障房REIT），分派率提升预期增强市场信心，叠加低利率环境下高分红特性吸引保险等长期资金持续流入。
- **业绩延续性。**2024年下半年以来，保租房REITs月度涨幅持续领先，年内累计超额收益显著，进一步巩固其“避风港”定位。

图38：2025年年初以来，保障房REITs板块行情受多重因素影响

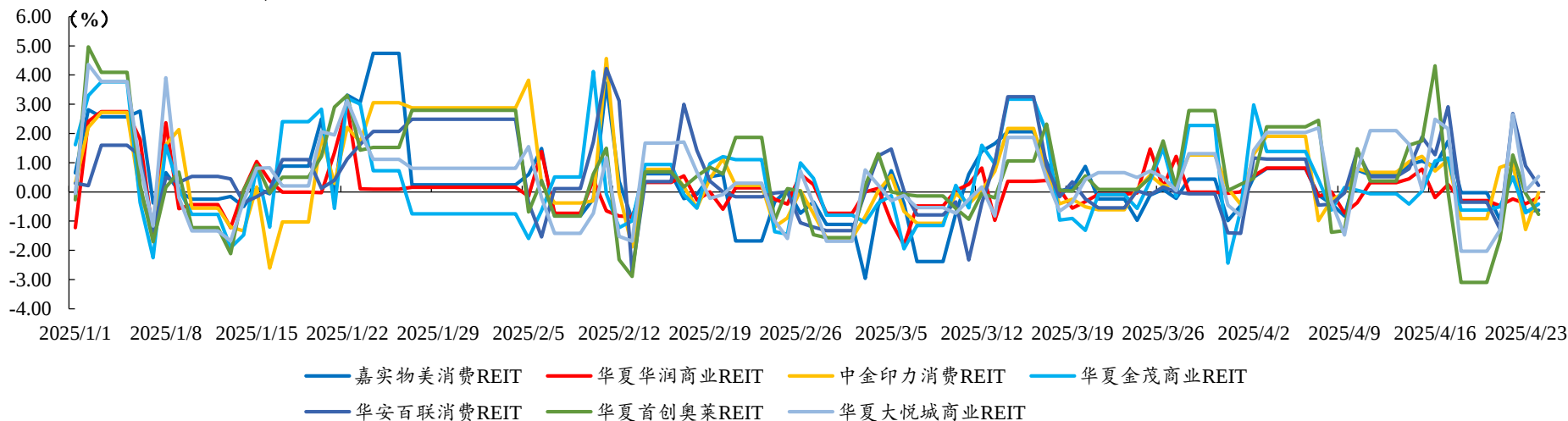


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.5 消费REITs：政策驱动与基本面分化并存

- 2025年政府工作报告明确将提振消费列为首要任务、叠加《提振消费专项行动方案》等政策催化下，市场对消费复苏预期升温，资金加速涌入消费REITs板块，推动其二级市场价格快速上行，如华夏首创奥莱REIT自2024年12月以来涨幅超55%；另一方面，消费REITs底层资产租金承压，但凭借高派息率（普遍5%以上）和抗周期属性（如社区超市、奥莱等刚需业态），资金更倾向通过牺牲短期租金弹性换取稳定分红，形成“以价换量”的市场共识。新发消费REITs项目底层资产多为成熟商业体（如长沙览秀城、上海又一城），叠加扩募预期（如中金厦门安居REIT扩募案例引发的板块联动效应），进一步强化了市场对现金流确定性的追逐，但需警惕价格过快上涨后分派率稀释带来的估值回调压力。

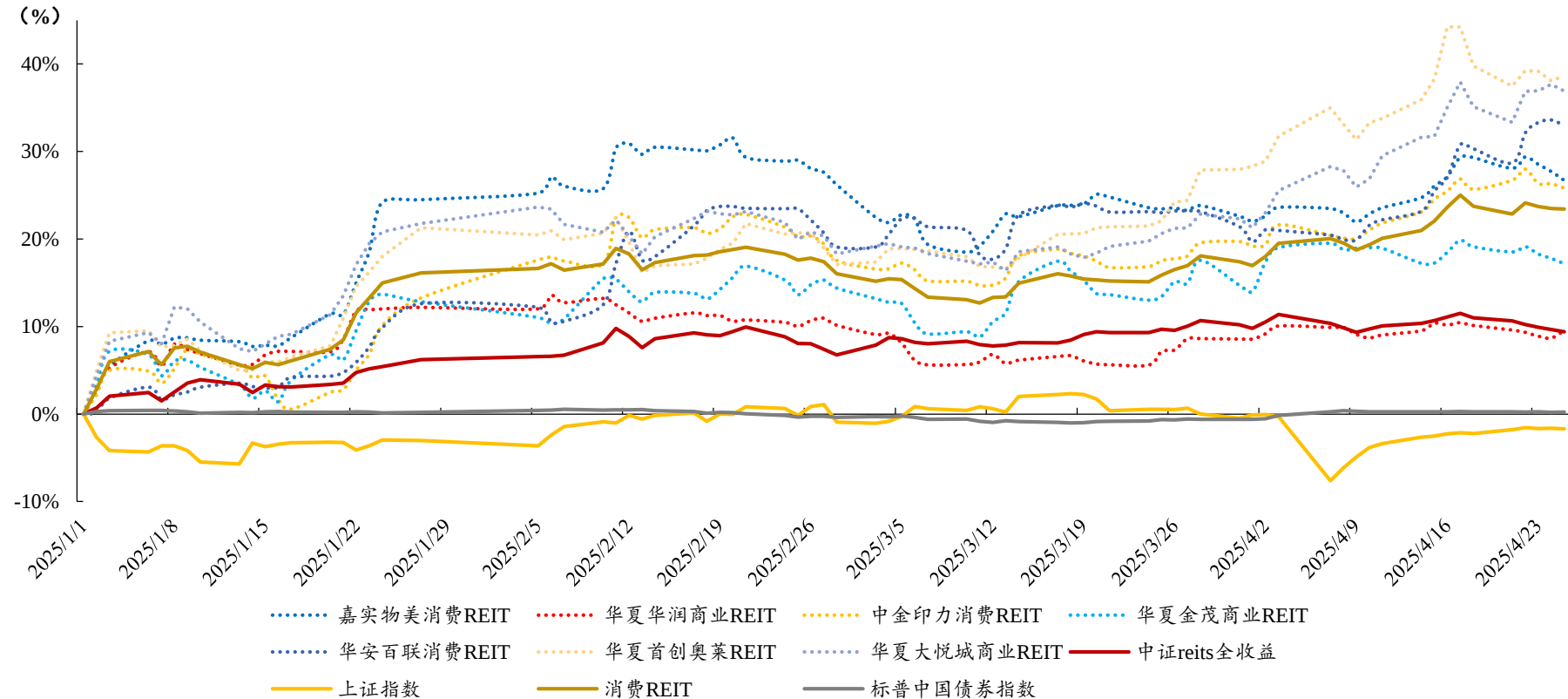
图39：2025年初以来，消费REITs板块行情受政策基本面影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.5 消费REITs：政策驱动与基本面分化并存

图40：2025年年初以来，消费REITs板块行情受政策基本面影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 未来REITs市场将延续扩容与分化的双重趋势。在政策常态化发行和资产类型多元化的推动下，市场规模预计持续扩张，底层资产将进一步覆盖新基建、智慧城市、文旅等新兴领域，同时存量项目扩募提速（如华夏北京保障房REIT扩募案例）将强化市场流动性。低利率环境叠加权益市场波动，REITs作为兼具稳定分红与抗周期属性的资产，配置需求仍将旺盛，但需警惕部分高溢价品种因价格过快上涨导致分派率稀释的风险。政策层面，专项立法、增量资金引入及运营能力规范或成为中长期改革重点，进一步夯实市场基石。

- 重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线：一是抗周期属性强的消费类（如社区商业、奥莱）、保租房REITs，其刚性需求与政策倾斜支撑业绩韧性；二是高壁垒新兴业态如医药仓储（如汇添富九州通REIT）、数据中心、智慧物流等，凭借行业高门槛与需求确定性凸显成长潜力。区域布局上，核心城市群资产（如北上深科技带、成渝双城经济圈）及地方特色项目（如四川清洁能源REITs）因政策扶持和产业协同效应更具增值空间。投资者需动态平衡估值与分派率，优先选择运营稳健、扩募能力强的标的，同时关注利率波动与供给放量对市场情绪的短期冲击。

# 目 录

## CONTENTS

1

物管规模增速放缓，第三方拓展解局

2

业绩表现整体稳健，增值业务结构调整优化

3

物管行业2025年发展机遇

4

物管投资策略及风险提示

5

总量视角下REITs运行态势及发展展望

6

**REITs投资策略及风险提示**

- 我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，当前时间节点重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线，持续关注扩容+分化逻辑，注意板块周期及利率敏感资产创造的波段机会，板块整体具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。
- 重点关注：  
核心配置：高股息保租房、消费REITs。  
波段机会：利率敏感型资产（高速、产业园）在利率下行期或更具弹性。

- 公募REITs价格变动及运营风险；
- 调控政策超预期变化，行业波动加剧；
- 各类别资金入市进度不及预期；
- 项目长期分派率不及预期。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    | <b>备注：</b> 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |
|------|------------------|-----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 证券评级 | 买入（buy）          | 预计相对强于市场表现20%以上；      |                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现5%~20%；     |                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现5%以下。       |                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

# THANKS

感 谢 聆 听



开源证券