

行业低速增长，盈利能力有望筑底企稳

——物业管理行业跟踪报告

强于大市 (维持)

2023 年 09 月 22 日

行业核心观点：

在地产行业下行的背景下，物业管理公司持续压降与关联开发商相关度较高的业务。短期，房地产行业宽松政策持续释放，行业基本面有望边际改善，有望带动物业管理板块估值修复，但仍需警惕信用风险和商誉减值风险，建议积极关注优质的头部物业管理公司。

投资要点：

物管企业着力降低对开发商依赖度，规模扩张速度显著下降：选取的 12 家自 2019 年有连续合约规模和在管规模披露数据的主流样本物管企业，截至 2023 年 H1 末，这 12 家物管企业合约规模合计达到 62.33 亿平方米，较上年末增速为 3.2%；在管规模达到 41.05 亿平方米，较上年末增速为 5.8%。12 家样本物管企业的合约规模/在管规模约为 1.52，较年初下降 0.04。

非住宅领域仍是企业争夺的重点，但整体表现分化：（1）2023 年上半年 12 家样本物业管理企业平均非住宅管理面积占比为 40.35%，较去年末小幅上涨。从选取的 12 家样本物业管理企业非住宅管理面积占比中位数来看，2021 年以来中位数呈下降趋势，物业管理企业表现分化；

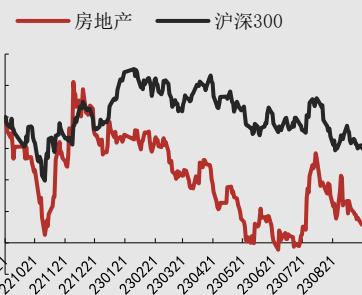
（2）物管企业着力降低对关联开发商的依赖度，市场化拓展仍是其核心外拓方式，但是受行业环境影响，整体来自第三方在管面积占比提升幅度放缓，23H1 整体保持相对稳定。

关注商誉减值风险以及信用减值风险：（1）经过 2021 年的并购潮后，物管企业并购趋于理性，2023 年上半年行业整体收并购规模明显下降，23H1 商誉减值情况有所下降，但是仍需关注历史并购形成的大额商誉在行业环境承压的背景下的减值风险；（2）受房地产行业下行等因素影响，物业管理行业应收账款回款速度下降，应收账款规模增加，统计的 17 家样本物业管理公司 2023 年 H1 应收账款规模较 2022 年末增加 16%，延续此前持续上行的趋势。2023 年 H1，17 家样本企业应收账款合计占 2022 年营业收入比重达到 48%，较 2022 年上行了 6.6pct，延续持续上行趋势。

业绩步入低速增长，盈利能力有望筑底企稳：2023 年 H1，17 家样本物管企业营业收入同比增长 8.45%，较 2022 年增速降低 12.44pct，净利润增速达到 4.02%，实现正增长。17 家样本物企 2023H1 的平均综合毛利率为 22.81%，较 2022 年底微升 0.62pct，同比下降 1.88pct，平均综合净利率为 9.39%，较 2022 年底上涨 4.44pct，同比小幅下降 0.4pct。

风险因素：关联房企经营风险；信用减值风险；商誉减值风险；市场外拓不及预期等。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

成交规模有所回升，仍聚焦高能级城市
多地取消住房限购政策

8 月行业基本面仍在筑底，政策兑现后持续
关注销售端修复情况

分析师： 潘云娇
执业证书编号： S0270522020001
电话： 02032255210
邮箱： panyj@wlzq.com.cn

正文目录

1 受地产行业等因素影响，规模增速持续回落.....	3
1.1 物管企业着力降低对开发商依赖度，规模扩张速度显著下降	3
1.2 非住宅领域仍是企业争夺的重点，但整体表现分化	4
2 持续关注商誉减值以及信用减值风险.....	5
2.1 关注历史并购形成的大额商誉潜在减值风险	5
2.2 在手现金持续下降，应收账款增加明显	6
3 业绩步入低速增长，盈利能力有望筑底企稳.....	7
3.1 物业管理公司业绩增速延续下降趋势	8
3.2 社区增值服务收入增长承压，受地产影响非业主增值服务收入大幅收缩 ...	9
3.3 平均毛利率、净利率较 2022 年全年水平有所回升	10
3.4 仍需持续关注信用减值风险	12
3.5 各项费用率均小幅下降	12
4 投资建议与风险因素	13

图表 1: 12 家样本物业管理公司合约规模和在管规模 (亿平方米, 左轴; 合约规模/在管规模, 右轴)	3
图表 2: 2023 年上半年样本物业管理公司合约规模增速 (%)	3
图表 3: 2023 年上半年样本物业管理公司在管规模增速 (%)	3
图表 4: 12 家样本公司住宅与非住宅在管面积占比 (%)	4
图表 5: 主要样本公司第三方拓展的在管面积占比 (%)	5
图表 6: 物业管理公司商誉变动情况 (亿元)	5
图表 7: 物业管理公司在手现金变动情况 (亿元)	6
图表 8: 部分物业管理公司应收账款显著增加 (亿元)	6
图表 9: 样本物业管理公司应收账款占营业收入比重情况	7
图表 10: 17 家物业管理公司整体营业收入同比增速 (%)	8
图表 11: 17 家物业管理公司 23 年 H1 营业收入同比增速比较 (%)	8
图表 12: 17 家物业管理公司整体净利润同比增速 (%)	9
图表 13: 17 家物业管理公司 2023H1 归母净利润同比增速比较 (%)	9
图表 14: 部分主要物业管理公司社区增值服务收入 (亿元) 及增速情况 (%) ...	10
图表 15: 部分主要物业管理公司非业主增值服务收入 (亿元) 及增速情况 (%)	10
图表 16: 主要物业管理公司整体毛利率同比变化 (%)	11
图表 17: 主要物业管理公司整体净利率同比变化 (%)	11
图表 18: 样本物业管理公司综合毛利率与归母净利率变动情况	11
图表 19: 样本公司历年信用减值损失计提规模 (亿元)	12
图表 20: 样本物管公司平均期间费用率变动情况 (%)	12
图表 21: 样本物管公司各项费用率均值变动情况 (%)	12

我们对港股申万行业分类(2021)中房地产板块三级分类物业管理行业¹以及A股中招商积余与新大正的2023年中期业绩进行汇总分析如下:

1 受地产行业等因素影响, 规模增速持续回落

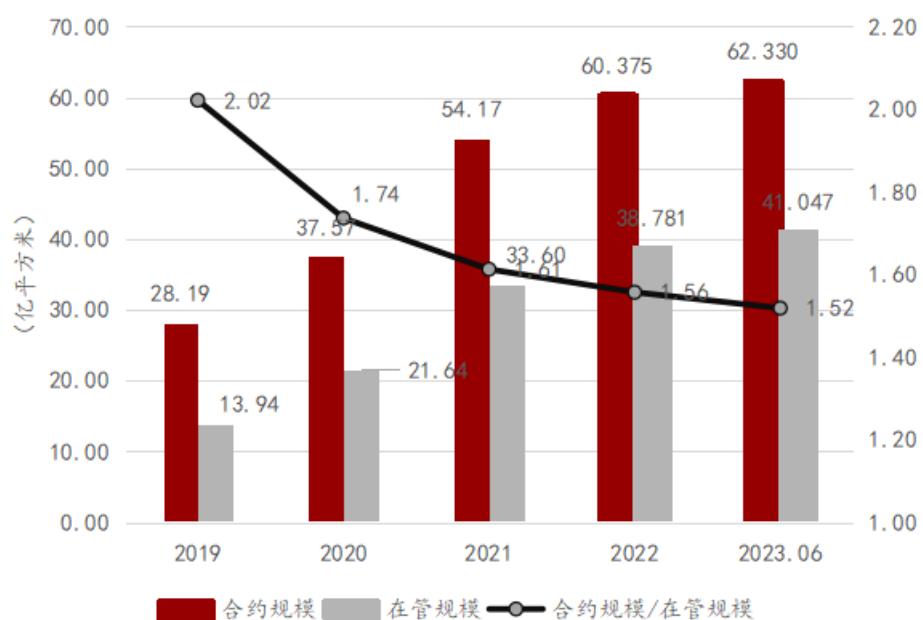
1.1 物管企业着力降低对开发商依赖度, 规模扩张速度显著下降

行业在管规模和合约规模增速显著下降。选取的12家自2019年有连续合约规模和在管规模披露数据的主流样本物管企业, 截至2023年H1末, 这12家物管企业合约规模合计达到62.33亿平方米, 较上年末增速为3.2%; 在管规模达到41.05亿平方米, 较上年末增速为5.8%。12家样本物管企业的合约规模/在管规模约为1.52, 较年初下降0.04。

其中合约规模位于行业前列的是碧桂园服务(16.45亿平方米)、保利物业(8.42亿平方米)、绿城服务(7.94亿平方米)、雅生活服务(7.62亿平方米)、融创服务(3.96亿平方米)。

部分物管企业规模出现收缩。在管规模和合约规模2023H1增速居前的物管企业分别是华润万象生活(在管和合约面积增速分别为14.78%和13.10%)、保利物业(在管和合约面积增速分别为12.92%和9.17%)、卓越商企服务(在管和合约面积增速分别为12.39%和4.71%)、绿城服务(在管和合约面积增速分别为7.91%和4.02%); 在管规模负增长的分别是合景悠活、时代邻里和世茂服务, 增速分别为-4.69%、-1.35%和-0.34%。

图表1: 12家样本物业管理公司合约规模和在管规模(亿平方米, 左轴; 合约规模/在管规模, 右轴)

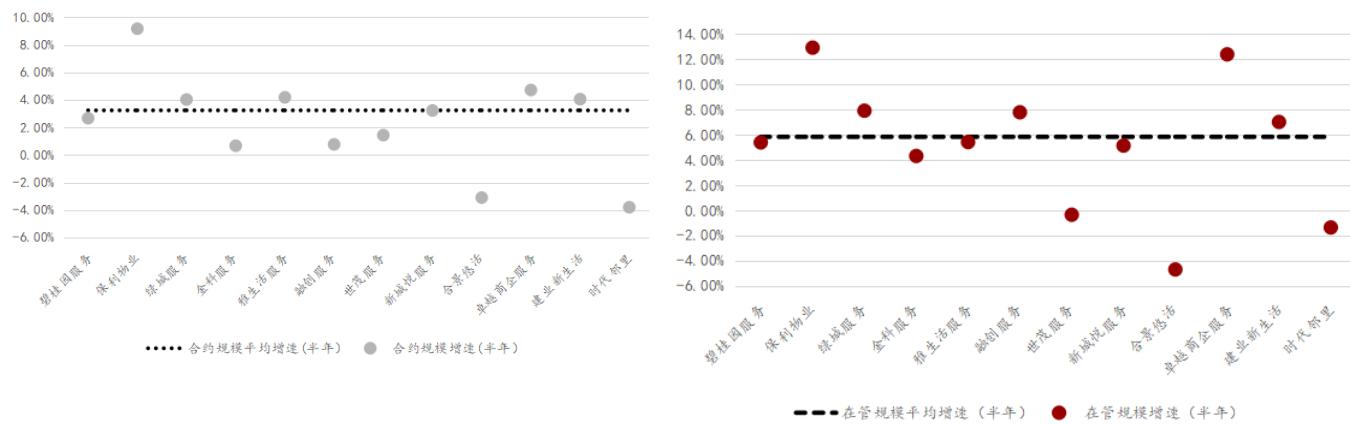


资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表2: 2023年上半年样本物业管理公司合约规模增速 (%)

图表3: 2023年上半年样本物业管理公司 在管规模增速 (%)

¹ 其中本报告中旭辉永升服务、彩生活与恒大物业尚未披露年报故未纳入其中。



资料来源：同花顺iFind, 万联证券研究所

资料来源：同花顺iFind, 万联证券研究所

1.2 非住宅领域仍是企业争夺的重点，但整体表现分化

非住宅在管面积占比小幅上升。我们选取的12家样本物业管理企业近年来平均非住宅管理面积占比在40%上下小幅振荡，2023年上半年12家样本物业管理企业平均非住宅管理面积占比为40.35%，较去年末小幅上涨。从选取的12家样本物业管理企业非住宅管理面积占比中位数来看，2021年以来中位数呈下降趋势，物业管理企业表现分化。

2023年上半年，保利物业、雅生活服务、卓越商企服务、招商积余的在管面积中非住宅业态占比较高，均在50%以上；绿城服务、金科服务、融创服务非住宅占比较低，均在20%以内。

与去年年末相比，12家有可比数据的物管企业中的中海物业和保利物业非住宅占比提升超过2pct。其中，中海物业更是在三年半内实现了非住宅占比翻倍的提升，主要由于其基数较低，同时不断丰富在管物业业态，扩宽了非住宅业态的覆盖范围。

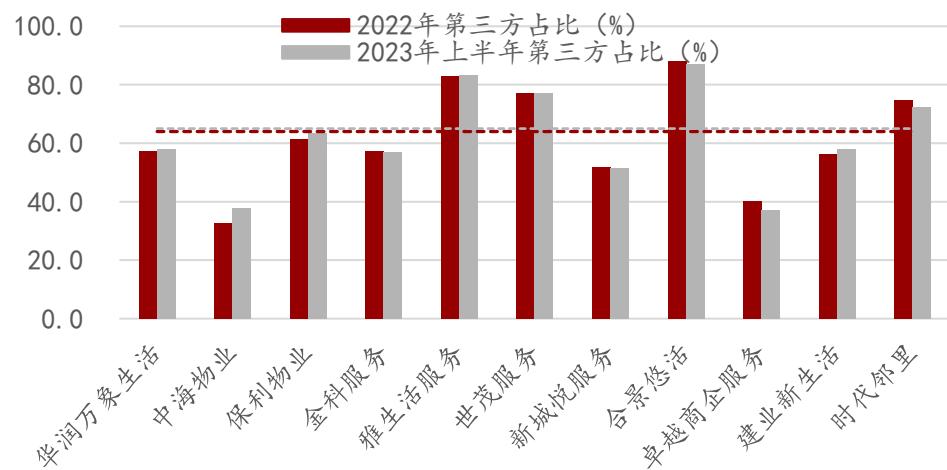
图表4: 12家样本公司住宅与非住宅在管面积占比 (%)

证券简称	2020		2021		2022		2023.06	
	住宅占比	非住宅占比	住宅占比	非住宅占比	住宅占比	非住宅占比	住宅占比	非住宅占比
中海物业	89.20%	10.80%	77.20%	22.80%	75.50%	24.50%	71.80%	28.20%
保利物业	44.10%	55.90%	45.00%	55.00%	43.90%	56.10%	41.50%	58.50%
绿城服务	78.10%	21.90%	78.70%	21.30%	80.90%	19.10%	80.50%	19.50%
金科服务	82.80%	17.20%	81.80%	18.20%	81.80%	18.20%	81.90%	18.10%
雅生活服务	40.40%	59.60%	42.50%	57.50%	43.60%	56.40%	42.70%	57.30%
融创服务	77.50%	22.50%	80.70%	19.30%	81.50%	18.50%	82.00%	18.00%
世茂服务	59.50%	40.50%	57.70%	42.30%	54.10%	45.90%	53.20%	46.80%
新城悦服务			81.10%	18.90%	74.20%	25.80%	75.30%	24.70%
合景悠活	69.95%	30.05%	48.13%	51.87%	50.40%	49.60%	51.00%	49.00%
卓越商企服务	29.70%	70.30%	34.00%	66.00%	35.50%	64.50%	36.80%	63.20%
时代邻里	32.40%	67.60%	46.20%	53.80%	58.00%	42.00%	59.40%	40.60%
招商积余	50.36%	49.64%	41.08%	58.92%	41.16%	58.84%	39.74%	60.26%
平均值	60.33%	39.67%			60.05%	39.95%	59.65%	40.35%
中位数	59.50%	40.50%	52.92%	47.08%	56.05%	43.95%	56.30%	43.70%

资料来源：同花顺iFind, 万联证券研究所

物管企业着力降低对关联开发商的依赖度，市场化拓展仍是其核心外拓方式，但是受行业环境影响，整体来自第三方在管面积占比提升幅度放缓，23H1整体保持相对稳定。根据我们统计的主要样本物管公司整体的第三方外拓面积占比情况来看，2023年上半年第三方外拓在管面积占比平均达到64%，较去年年底基本持平，物业管理公司外拓更趋谨慎理智。其中雅生活服务、世茂服务、合景悠活、时代邻里第三方外拓面积占比明显高于整体均值水平。

图表5：主要样本公司第三方拓展的在管面积占比（%）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所，注：卓越商企的第三方占比为商务物业在管面积第三方占比

2 持续关注商誉减值以及信用减值风险

2.1 关注历史并购形成的大额商誉潜在减值风险

尽管并购降温，但仍需警惕历史并购形成的大额商誉减值风险。经过2021年的并购潮后，物管企业并购趋于理性，2023年上半年行业整体收并购规模明显下降。从商誉角度来看，样本物管企业中，金科服务、新城悦服务这2家企业商誉有较大幅度提升，较去年年底均超过10%；合景悠活、时代邻里在2023年上半年度分别计提商誉减值损失0.80亿元和3.62亿元。尽管物业管理企业对并购的态度趋于谨慎，但是仍需关注历史并购形成的大额商誉在行业环境承压的背景下的减值风险。

图表6：物业管理公司商誉变动情况（亿元）

	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/6/30
碧桂园服务	43.62	192.89	179.01	179.01
华润万象生活	/	/	18.05	18.05
保利物业	0.65	0.65	0.65	0.65
绿城服务	2.84	4.51	6.58	6.64
金科服务	0.00	4.10	3.57	4.39
雅生活服务	21.82	31.23	33.15	33.15
绿城管理控股	7.69	7.69	9.82	9.82
合景悠活	2.60	7.00	16.00	15.20
卓越商企服务	2.72	0.41	2.25	2.44

建业新生活	/	/	1.15	1.15
时代邻里	2.84	5.63	4.85	1.23
招商积余	25.70	25.70	31.90	31.90
新大正	0.40	0.40	0.70	0.70

资料来源：同花顺iFind, wind, 万联证券研究所

2.2 在手现金持续下降，应收账款增加明显

2023H1物管企业在手现金延续2022年下降趋势。截至2023年6月末，17家样本物管企业整体在手现金较2022年末下降0.13%，延续2022年下滑趋势，其中，在手现金超过100亿元的有2家，分别是华润万象生活（153亿元）、碧桂园服务（152亿元），另外保利物业（69.0亿元）在手现金也相对较高；绿城管理控股与华润万象生活在手现金较去年年底具有明显增幅，分别为31.07%和21.13%。17家样本物管企业中10家在手现金数量较去年年底有所下降。

图表7：物业管理公司在手现金变动情况（亿元）

证券简称	2020	2021	2022	2023.06
碧桂园服务	152.15	116.19	139.09	152.41
华润万象生活	103.12	136.98	125.93	152.53
中海物业	31.19	35.02	41.90	39.33
保利物业	74.48	76.91	89.56	68.96
绿城服务	59.90	55.07	50.65	45.81
金科服务	68.40	51.67	38.55	42.64
雅生活服务	50.57	43.91	37.99	37.60
融创服务	93.68	53.04	38.78	31.23
绿城管理控股	23.97	21.38	19.33	25.34
世茂服务	58.30	98.42	46.67	47.76
新城悦服务	18.82	25.04	19.74	20.52
合景悠活	29.60	12.34	18.48	16.52
卓越商企服务	37.31	33.23	26.32	26.20
建业新生活	22.18	22.64	21.24	15.91
时代邻里	10.48	8.14	8.10	8.13
招商积余	23.02	20.60	31.67	24.87
新大正	6.77	6.70	6.00	3.30

资料来源：wind, 万联证券研究所，以上数据口径为wind中现金及现金等价物及其他短期投资合计数，注：中海物业在手现金以港币为单位进行计算。

物业管理公司应收账款持续增加。受房地产行业下行等因素影响，物业管理行业应收账款回款速度下降，应收账款规模增加，统计的17家样本物业管理公司2023年H1应收账款规模较2022年末增加16%，延续此前持续上行的趋势。2023年H1，17家样本企业应收账款合计占2022年营业收入比重达到48%，较2022年上行了6.6pct，延续持续上行趋势。

图表8：部分物业管理公司应收账款显著增加（亿元）

证券简称	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/6/30
碧桂园服务	52.44	155.78	194.52	213.57
华润万象生活	16.08	19.65	29.68	32.66
中海物业	11.99	20.56	34.53	41.90
保利物业	14.00	22.49	31.36	68.51
绿城服务	19.90	30.55	48.40	61.27
金科服务	15.75	42.10	24.36	25.75
雅生活服务	34.06	51.05	103.53	99.36
融创服务	13.88	44.05	43.51	48.87
绿城管理控股	5.91	9.89	11.22	10.76
世茂服务	23.18	38.44	43.25	46.07
新城悦服务	5.93	12.17	23.02	27.65
合景悠活	8.08	14.59	25.17	30.40
卓越商企服务	5.62	11.36	13.19	15.00
建业新生活	13.29	22.22	26.33	28.05
时代邻里	6.47	14.03	11.04	10.46
招商积余	11.56	15.40	23.59	34.04
新大正	2.03	3.21	4.81	7.06
合计	260.15	527.55	691.54	801.38

资料来源: wind, 万联证券研究所, 注: 中海物业应收账款以港币为单位进行计算

图表9: 样本物业管理公司应收账款占营业收入比重情况

证券简称	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/6/30
碧桂园服务	34%	54%	47%	52%
华润万象生活	24%	22%	25%	27%
中海物业	22%	27%	30%	37%
保利物业	17%	21%	23%	50%
绿城服务	20%	24%	33%	41%
金科服务	47%	71%	49%	51%
雅生活服务	34%	36%	67%	65%
融创服务	30%	56%	61%	69%
绿城管理控股	33%	44%	42%	41%
世茂服务	46%	46%	50%	53%
新城悦服务	21%	28%	44%	53%
合景悠活	53%	45%	62%	75%
卓越商企服务	22%	33%	37%	43%
建业新生活	50%	62%	84%	89%
时代邻里	37%	52%	42%	40%
招商积余	13%	15%	18%	26%
新大正	15%	15%	19%	27%
均值	28%	38%	42%	48%

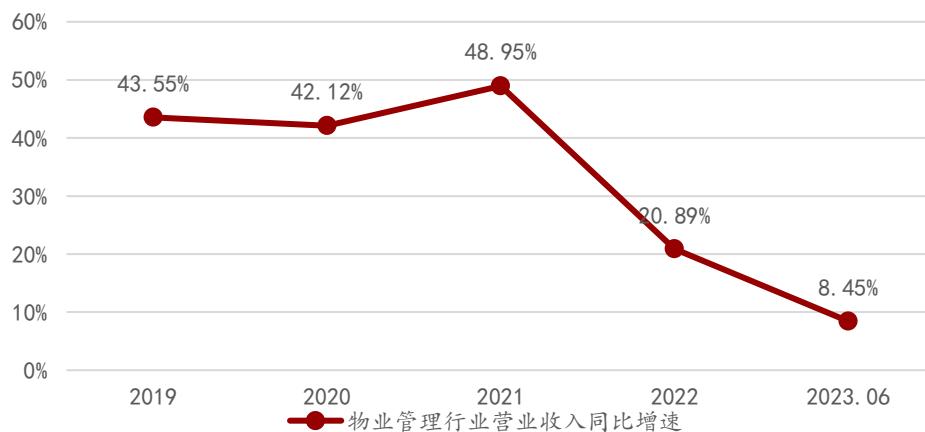
资料来源: wind, 万联证券研究所, 注: 2023年H1样本物业管理公司应收账款占营业收入比重数据为2023H1末应收账款/2022年营业收入。

3 业绩步入低速增长, 盈利能力有望筑底企稳

3.1 物业管理公司业绩增速延续下降趋势

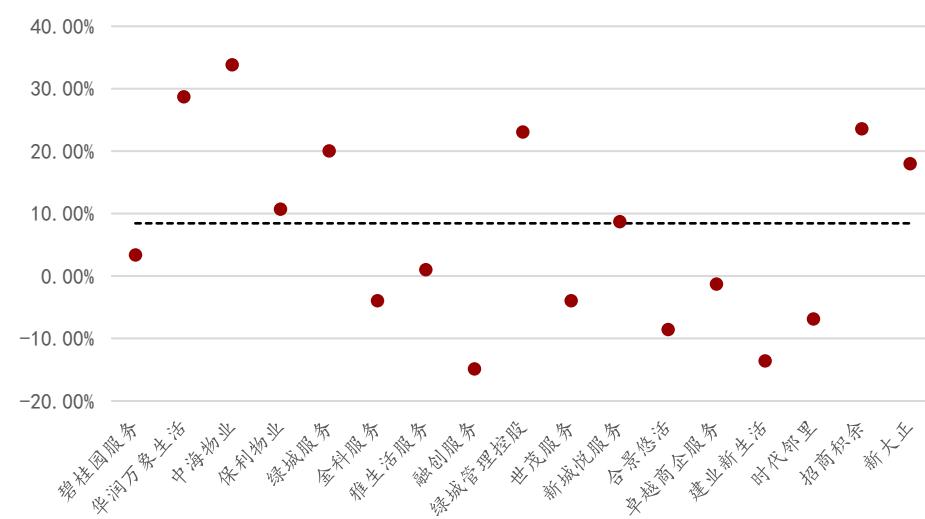
自2021年以来，物业管理公司业绩增速呈下降趋势。2023年H1，17家样本物管企业营业收入同比增长8.45%，较2022年增速降低12.44pct。其中营收增速高于整体平均水平的公司有华润万象生活（28.72%）、中海物业（33.83%）、保利物业（10.73%）、绿城服务（20.05%）、绿城管理控股（23.08%）、新城悦服务（8.72%）、招商积余（23.58%）、新大正（18.00%）。

图表10：17家物业管理公司整体营业收入同比增速（%）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

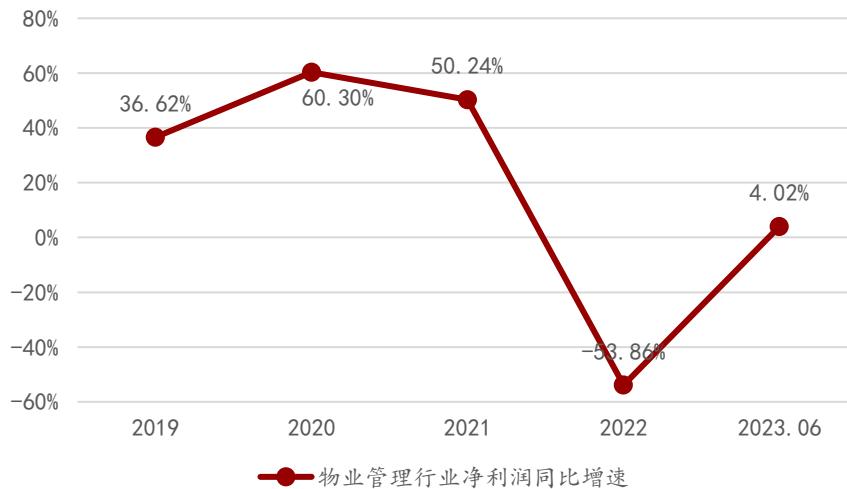
图表11：17家物业管理公司23年H1营业收入同比增速比较（%）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所，注：虚线为整体增速均值

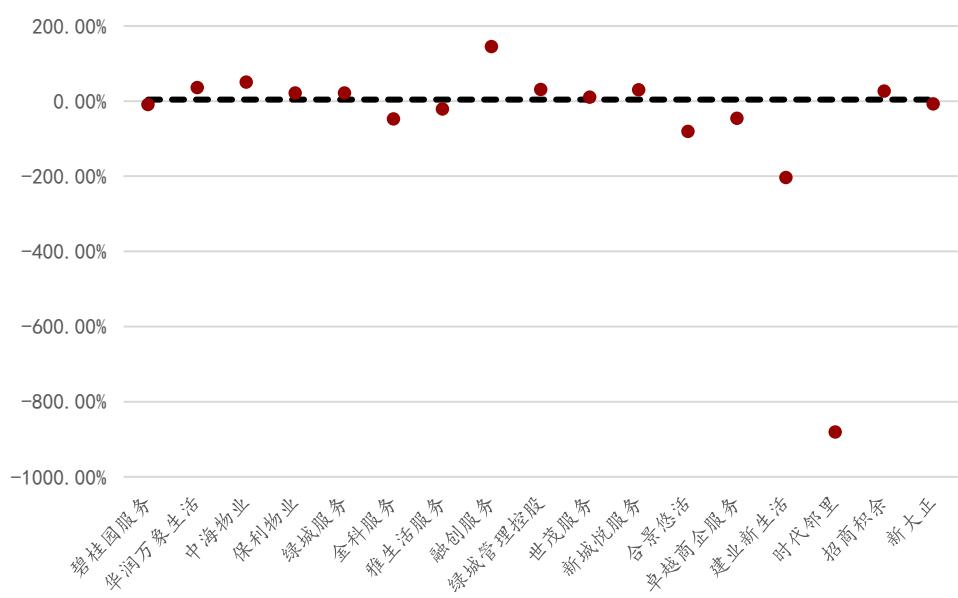
2023年H1，在去年低基数的基础上17家样本物管企业的净利润增速达到4.02%，实现低速增长。增速提升幅度较大的公司是融创服务（+8%）、中海物业（+51.17%）、华润万象生活（+36.48%）、绿城管理控股（+31.26%）、新城悦服务（+30.10%），涨幅均超过30%。增速下跌幅度较大的公司有时代邻里（-880.31%）、建业新生活（-203.38%），均远超过-100%。

图表12: 17家物业管理公司整体净利润同比增速 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表13: 17家物业管理公司2023H1归母净利润同比增速比较 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所, 注: 虚线为整体增速均值

3.2 社区增值服务收入增长承压, 受地产影响非业主增值服务收入大幅收缩

社区增值服务收入增长承压。我们统计了部分主要物业管理公司2023H1社区增值服务收入, 整体来看, 社区增值服务收入增速延续下降的趋势, 我们统计的10家物管公司社区增值服务收入同比增速为+0.67%, 较22年下降7.02pct, 这主要是由于疫后经济修复不及预期, 整体需求不足, 使得新零售、车位资产运营等增值服务业务开展困难。

受地产影响非业主增值服务收入大幅收缩。我们统计的主要物业管理公司的非业主增值服务收入在2023年H1持续收缩, 同比增速为-20.03%, 较22年下滑幅度进一步扩

大。一方面由于地产行业持续下行，新开工走弱，案场协销等非业主增值服务需求下降，另一方面物业管理着力摆脱对关联开发商依赖主动收缩相关业务，导致大部分物业管理公司非业主增值服务收入出现明显下滑。

图表14：部分主要物业管理公司社区增值服务收入（亿元）及增速情况（%）

	2022H1	2023H1	同比增速
碧桂园服务	21.12	18.84	-10.81%
华润万象生活	5.60	6.27	11.84%
中海物业	4.53	7.11	56.85%
保利物业	14.02	12.72	-9.29%
绿城服务	13.10	16.34	24.72%
金科服务	2.85	1.60	-43.86%
雅生活服务	10.84	11.67	7.65%
融创服务	2.94	2.46	-16.26%
世茂服务	9.31	7.09	-23.85%
新城悦服务	6.25	7.08	13.36%

资料来源：同花顺iFind，各公司年报，万联证券研究所，注：中海物业社区增值服务收入以港币为单位进行计算

图表15：部分主要物业管理公司非业主增值服务收入（亿元）及增速情况（%）

	2022H1	2023H1	同比增速
碧桂园服务	14.24	9.72	-31.76%
华润万象生活	4.12	4.07	-1.11%
中海物业	8.66	12.05	39.22%
保利物业	10.92	10.51	-3.78%
绿城服务	9.57	10.75	12.29%
金科服务	2.71	0.85	-68.61%
雅生活服务	9.90	5.90	-40.40%
融创服务	8.81	2.03	-76.90%
世茂服务	3.22	1.21	-62.38%
新城悦服务	2.74	2.79	1.70%

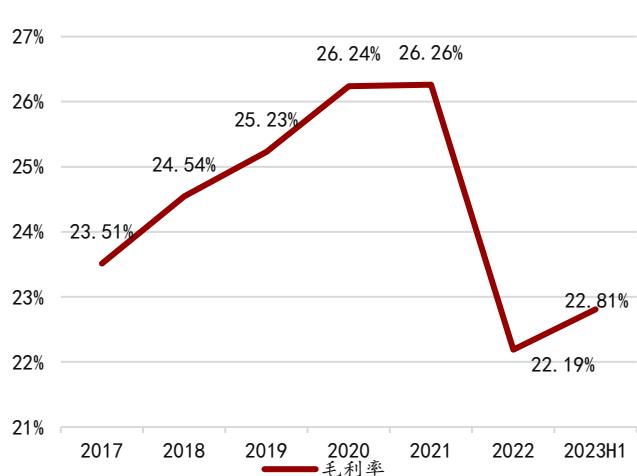
资料来源：同花顺iFind，各公司年报，万联证券研究所，注：中海物业非业主增值服务收入以港币为单位进行计算

3.3 平均毛利率、净利率较2022年全年水平有所回升

整体毛利率水平较2022年全年水平有所回升。17家样本物企2023H1的平均综合毛利率为22.81%，较2022年底微升0.62pct，同比下降1.88pct，主要原因是在需求收缩、攻击冲击、预期转弱的宏观背景下，以及房地产行业下行等因素，物业管理行业回款以及增值服务拓展等方面也受到一定不利影响，导致同比有所下降，但较22年全年呈现筑底企稳迹象。样本企业中23H1毛利率较2022年下降的共有6家，其中降幅最大的两家物管企业是建业新生活和卓越商企服务，较2022年底变动为-5.08pct、-2.54pct。金科服务、华润万象生活2023H1毛利率较2022年底分别上涨4.02pct、3.11pct，主要来源于基础物业服务品质的提升和服务效率的优化。

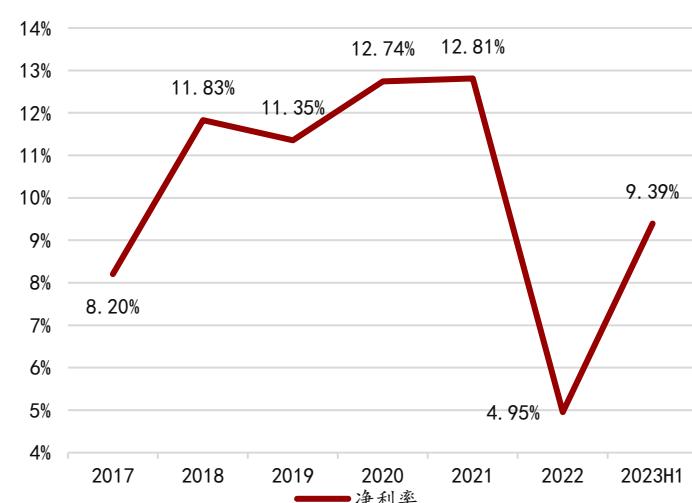
整体净利率同比小幅下降，较2022年全年有所上行。选取的17家样本物管企业2023H1平均综合净利率为9.39%，较2022年底上涨4.44pct，同比小幅下降0.4pct；其中，净利率较2022年增长有7家，净利率较高的物管企业有绿城管理控股和华润万象生活等，融创服务净利率修复较为明显，较去年扭亏为盈。

图表16：主要物业管理公司整体毛利率同比变化（%）



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表17：主要物业管理公司整体净利率同比变化（%）



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表18：样本物业管理公司综合毛利率与归母净利率变动情况

证券代码	证券简称	毛利率 (%)			归母净利率 (%)		
		2021	2022	2023.06	2021	2022	2023.06
6098.HK	碧桂园服务	30.73	24.80	24.88	13.98	4.70	4.08
1209.HK	华润万象生活	31.08	30.05	33.16	19.43	18.36	19.04
2669.HK	中海物业	17.39	15.92	16.02	10.42	10.03	10.52
6049.HK	保利物业	18.68	18.81	21.17	7.84	8.13	8.68
2869.HK	绿城服务	18.55	16.17	18.66	6.73	3.69	3.83
9666.HK	金科服务	30.94	18.85	22.86	17.71	-36.33	-40.49
3319.HK	雅生活服务	27.48	22.00	20.44	16.40	11.96	10.48
1516.HK	融创服务	31.52	22.51	24.96	17.19	-6.76	9.27
9979.HK	绿城管理控股	46.39	52.28	52.04	25.20	28.03	29.09
0873.HK	世茂服务	29.31	22.50	21.05	13.41	-10.73	-10.76
1755.HK	新城悦服务	30.84	25.84	26.76	12.08	8.18	9.09
3913.HK	合景悠活	37.66	30.82	31.57	20.73	0.08	-6.43
6989.HK	卓越商企服务	27.68	23.94	21.39	14.71	11.44	7.45
9983.HK	建业新生活	32.88	33.14	28.05	17.22	17.86	-0.93
9928.HK	时代邻里	27.28	21.33	23.54	11.32	-8.20	-18.88
001914.SZ	招商积余	13.76	11.84	13.30	4.84	4.56	4.75
002968.SZ	新大正	18.67	16.18	14.76	7.95	7.15	6.33

资料来源：Wind, 万联证券研究所

3.4 仍需持续关注信用减值风险

2023年上半年样本物管公司信用减值损失计提规模总体较去年全年水平明显下降，但是仍有少部分公司减值规模较大，同时当前地产行业仍处于筑底阶段，仍需持续关注下半年信用减值风险。

图表19: 样本公司历年信用减值损失计提规模 (亿元)

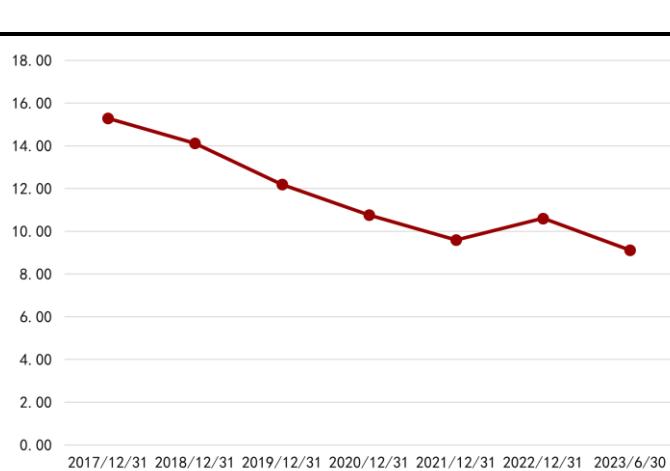
证券简称	2022/12/31	2023/6/30
碧桂园服务	6.79	3.16
中海物业	0.51	0.41
保利物业	0.46	0.30
绿城服务	1.42	1.16
金科服务	21.52	1.47
雅生活服务	4.66	0.46
融创服务	15.42	0.38
绿城管理控股	0.23	0.01
世茂服务	7.44	0.13
新城悦服务	1.45	0.91
合景悠活	4.26	1.19
卓越商企服务	0.84	0.25
建业新生活	0.78	6.41
时代邻里	3.72	0.75
招商积余	0.28	0.26
新大正	-0.10	0.05

资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

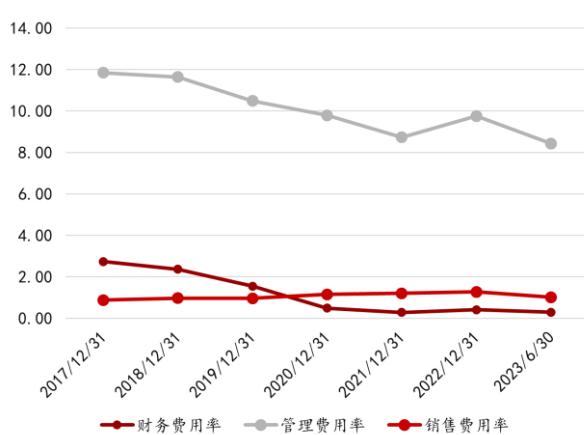
3.5 各项费用率均小幅下降

17家样本公司2023年上半年期间费用率平均为9.12%，同比下降0.55pct，较去年下降1.49pct。物业管理板块期间费用率整体表现出下行趋势，其中销售、财务、管理费用率都同比小幅下降。

图表20: 样本物管公司平均期间费用率变动情况 (%)



图表21: 样本物管公司各项费用率均值变动情况 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

4 投资建议与风险因素

在地产行业下行的背景下,物业管理公司持续压降与开发商相关度较高的业务,短期,房地产行业宽松政策持续释放,行业基本面有望边际改善,有望带动物业管理板块估值修复,但仍需警惕信用风险和商誉减值风险,建议积极关注优质的头部物业管理公司。

风险因素: 关联房企经营风险; 信用减值风险; 商誉减值风险; 市场外拓不及预期等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等众多业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场