

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

质量分红双提升 ——物业管理2023年年报分析

地产行业 强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

2024年4月15日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心摘要

- **业绩稳健增长，盈利能力改善：**2023年12家主流物企整体营收同比增长16.4%，增速较2022年收窄11个百分点；得益于毛利率回升及销管费用率改善，整体归母净利润同比增长26.4%，较2022年提升16.4个百分点。其中以商业运营服务为代表的其他业务毛利率持续升高，基础物管服务、社区增值服务毛利率小幅改善，非业主增值服务延续下挫；盈利能力整体改观主要源于通过区域及项目聚焦、科技赋能提升人效，以及主动清退低质项目等。央国企、民企类物管公司收入增速基本相当，民企归母净利润增速反弹明显，但绝对增速（11.5%）与央国企（29.5%）仍存在差距。
- **各业务呈现分化，基础物管重量更重质：**2023年10家主流物企整体在管面积升至27.2亿平米，同比增长20.9%，增速较2022年回落8.5个百分点，更为重视项目质量，坚持有效规模扩张。在管面积中第三方占比、非住宅占比持续提升，关联房企依赖度进一步下降。非住宅为市拓增量贡献重要来源，涉及办公、商业、政府、学校、医院等各种类型，拓展方式包括竞标直拓、大客户“总对总”、平台公司合资合作等。社区增值步入核心产品垂直化产业能力打造新阶段，单位面积毛利贡献回升。商管规模扩大经营改善，深度运营要求加深。
- **现金流表现优化，加大分红比例：**2023年12家主流物企整体应收账款及票据同比增长15.2%，低于营收（16.4%），增速相对可控；全年经营性净现金流明显修复，年末整体在手现金641.1亿元，同比增长10%。2023年12家主流物企整体分红比例升至50.6%，较2022年提升15.3个百分点，伴随分红规模扩大，平均股息率超5%，股息吸引力持续增强。其中央国企类物管公司应收款增速更为可控，物业费收缴、现金回流亦更为健康；民企类物管公司分红比例更高，但央国企分红比例边际增长更为明显。
- **投资建议：**整体看，2023年主流物企规模增长收窄，但质量提升明显，未来考虑行业空间广阔，区域及项目聚焦、科技赋能等手段有助于降本增效，主流物企经营及业绩表现仍有望保持平稳。当前主流物企估值仍处历史低位，叠加分红比例提升，股息率吸引力增强，配置价值逐步凸显，建议关注保利物业、星盛商业、招商积余、新城悦服务等。
- **风险提示：**1) 房地产修复不及预期风险；2) 物管行业竞争加剧风险；3) 物管费催收难度加大、现金回流不及预期风险；4) 部分企业分红比例长期偏低风险。



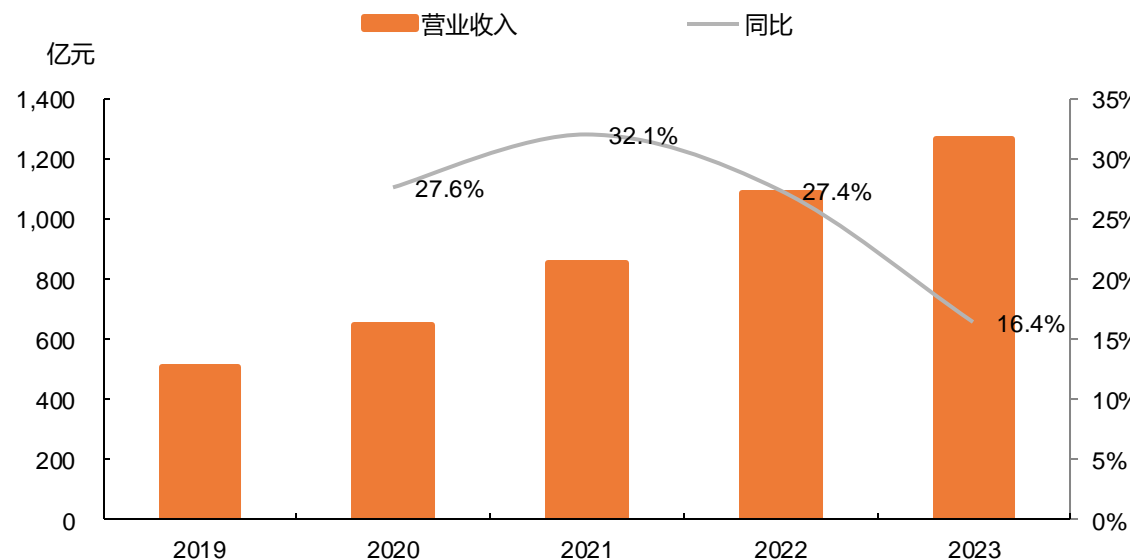
目录CONTENTS

- 业绩稳健增长，盈利能力改善
- 各业务呈现分化，基础物管重量更重质
- 重回现金牛逻辑，加大分红比例
- 投资建议及风险提示

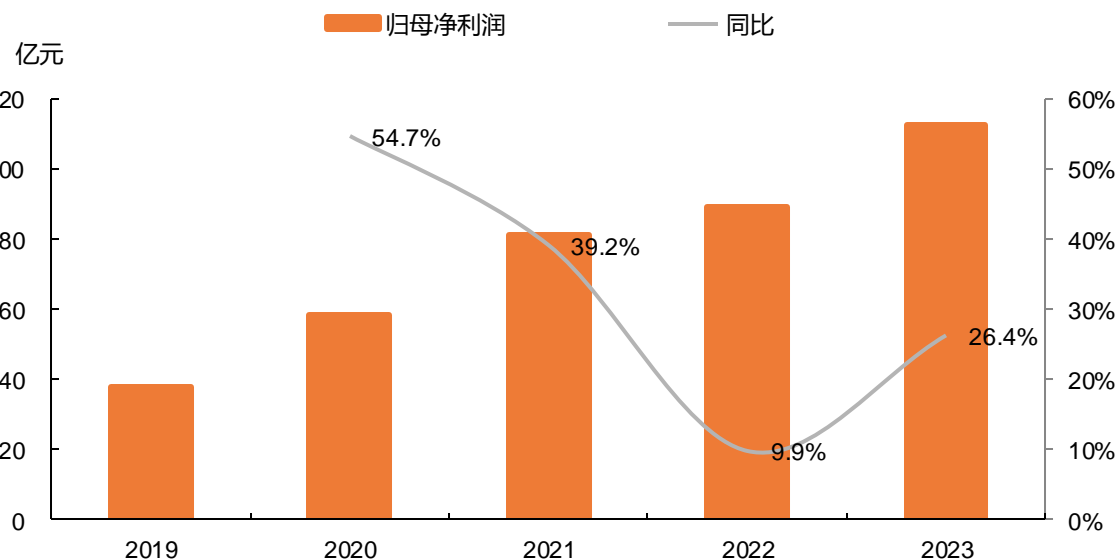
业绩稳健增长，归母净利润增速回升

- 2023年12家主流物企整体营收同比增长16.4%，增速较2022年收窄11个百分点。得益于毛利率回升及销管费用率改善，2023年12家主流物企整体归母净利润同比增长26.4%，较2022年提升16.4个百分点。

○ 2023年12家主流物企营收同比增长16.4%



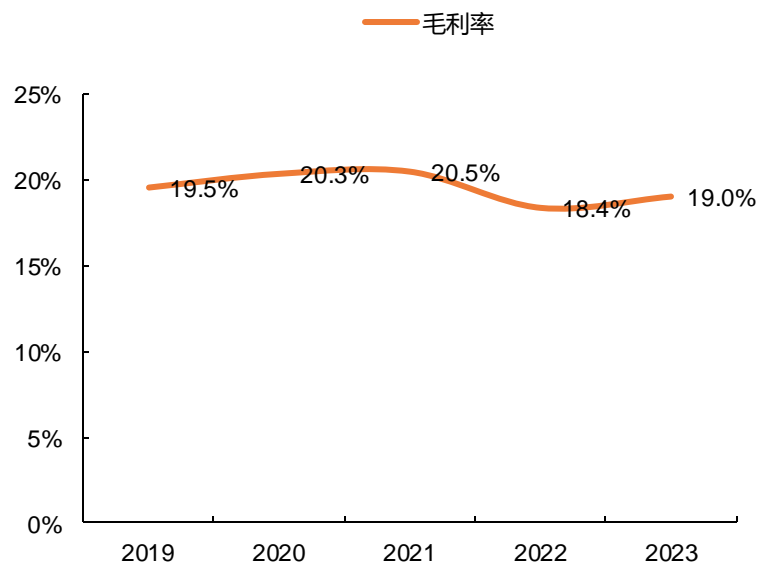
● 2023年12家主流物企归母净利润同比增长26.4%



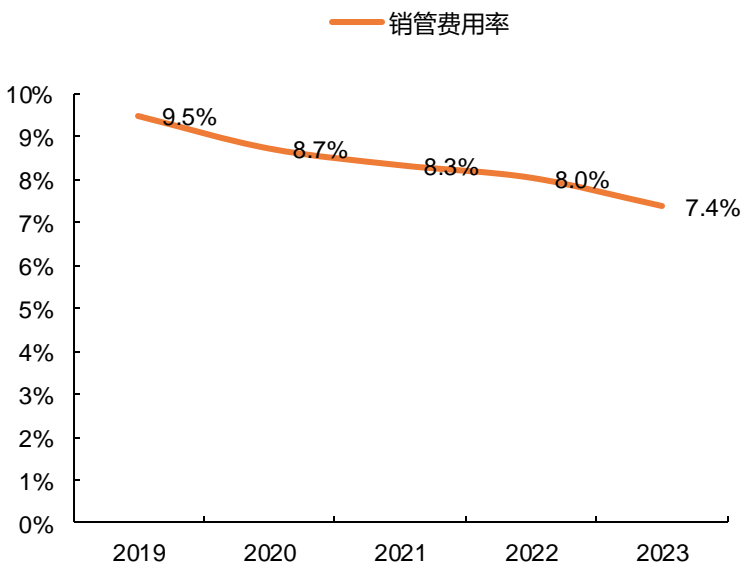
毛利率同比改善，销管费用率延续下行

- 2023年12家主流物企整体毛利率19%，同比回升0.7个百分点，核心源于通过区域及项目聚焦、科技赋能提升人效，以及主动清退低质项目等。其中，以商业运营服务为代表的其他业务毛利率持续升高，基础物管服务、社区增值服务毛利率小幅改善，非业主增值服务毛利率延续下挫。
- 2023年12家主流物企整体销管费用率7.4%，同比下降0.7个百分点，管理效能持续提升。

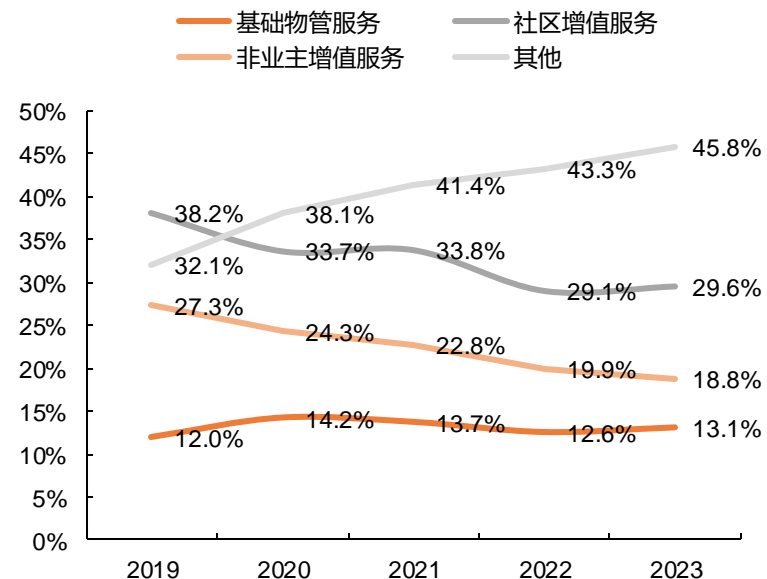
○ 2023年12家主流物企综合毛利率回升



● 2023年12家主流物企销管费用率延续下行



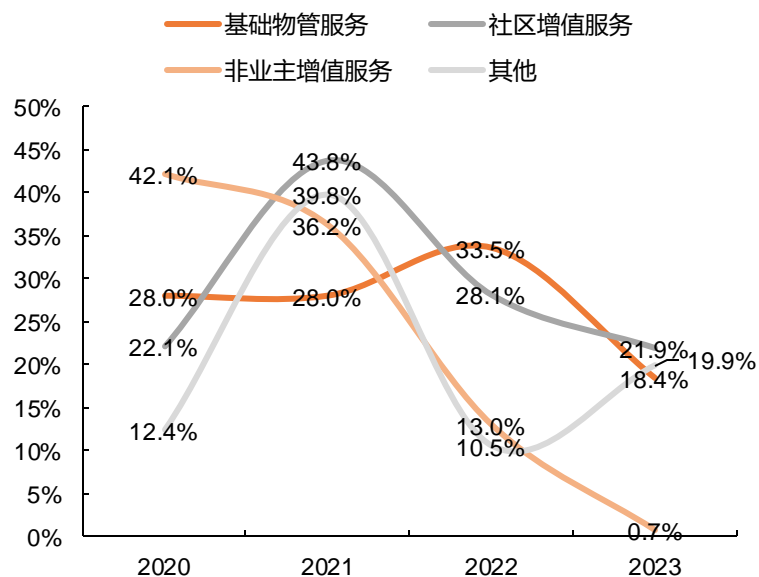
◎ 10家主流物企分业务毛利率变化



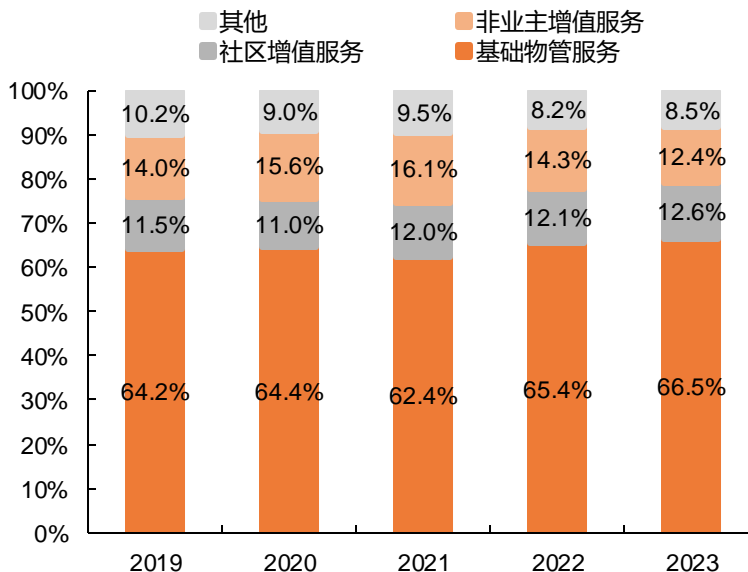
基础物管业绩贡献持续增强

► 分业务看，2023年12家主流物企整体基础物管服务、社区增值服务、非业主增值服务、其他业务收入同比增长18.4%、21.9%、0.7%、19.9%，较2022年分别下降15.2个、6.2个、12.2个、提升9.4个百分点。基础物管服务业绩贡献持续增强，2023年12家主流物企基础物管服务收入占比同比提升1.1个百分点至66.5%，10家主流物企基础物管服务毛利润占比同比提升1.7个百分点至47.3%。

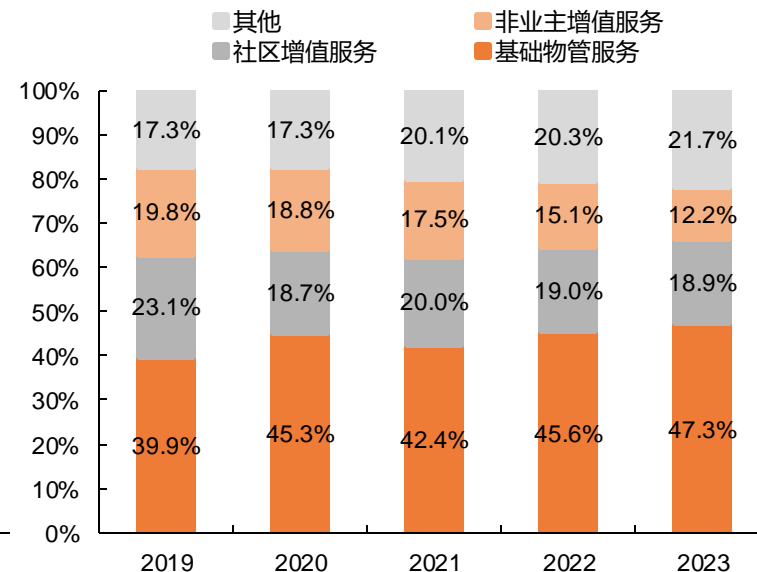
○ 12家主流物企分业务收入增速



● 12家主流物企分业务收入占比



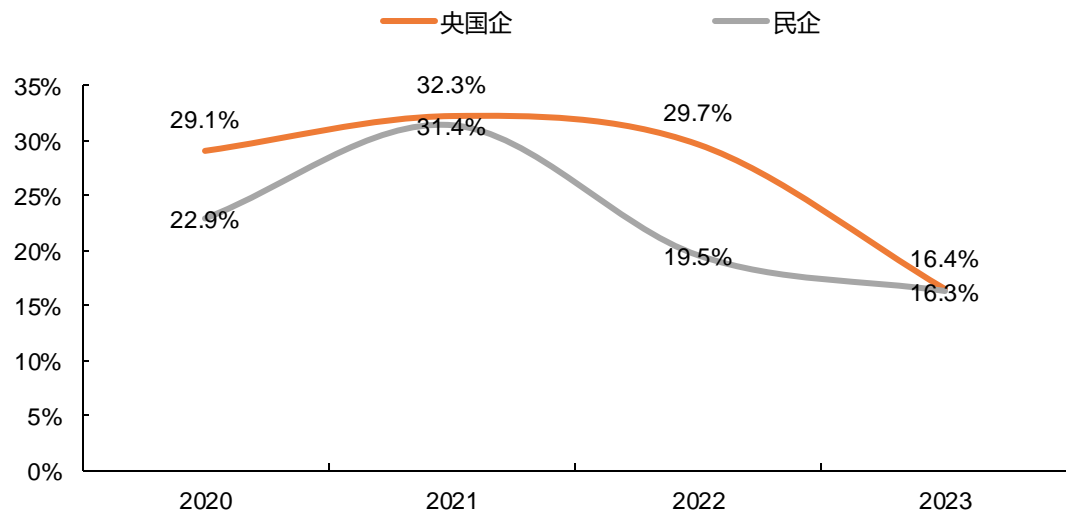
◎ 10家主流物企分业务毛利润占比



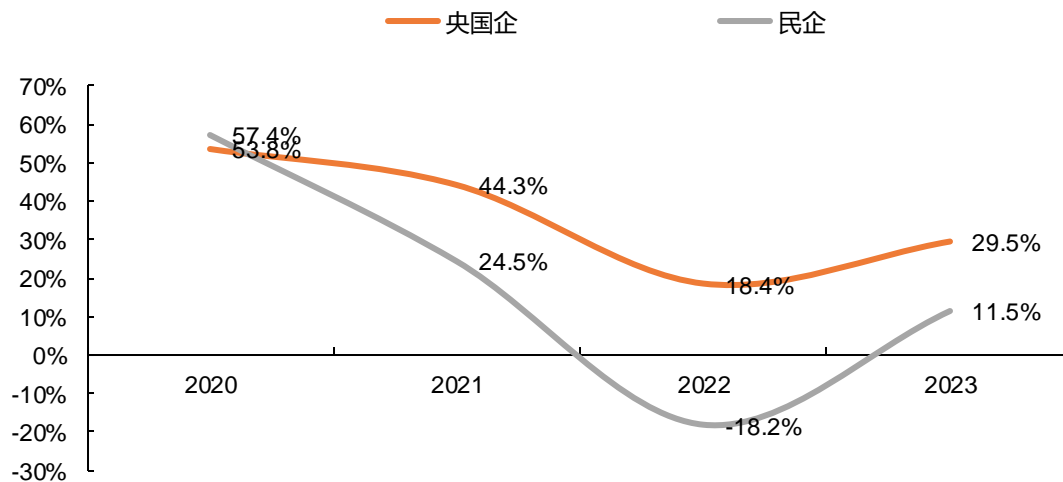
央国企增速优势仍旧明显

- 分企业类型看，2023年12家主流物企中央国企类物管公司、民企类物管公司整体收入同比分别增长16.4%、16.3%，增速基本相当；归母净利润同比分别增长29.5%、11.5%，较2022年提升11.1个、29.7个百分点，民企类物管公司利润增速反弹明显，但绝对增速与央国企类物管公司仍存明显差距。

○ 12家主流物企中央国企、民企收入增速对比



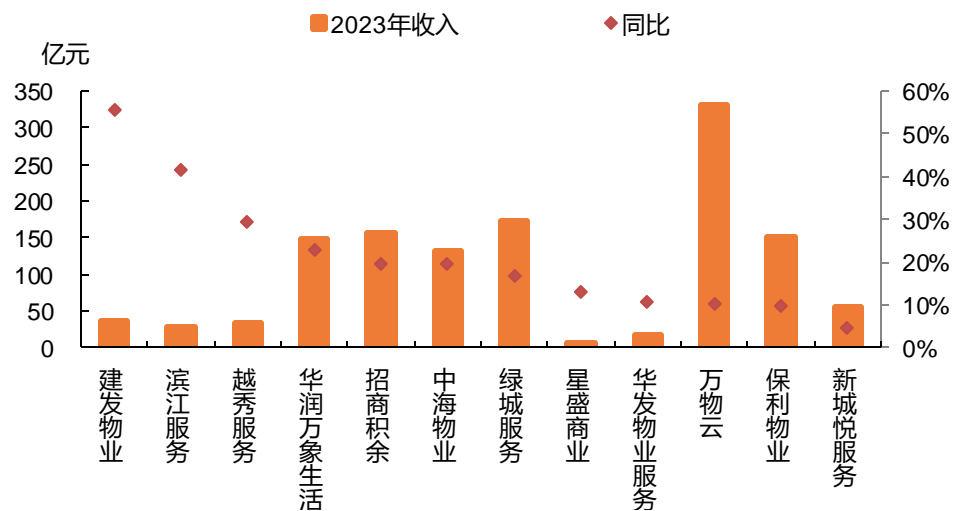
● 12家主流物企中央国企、民企归母净利润增速对比



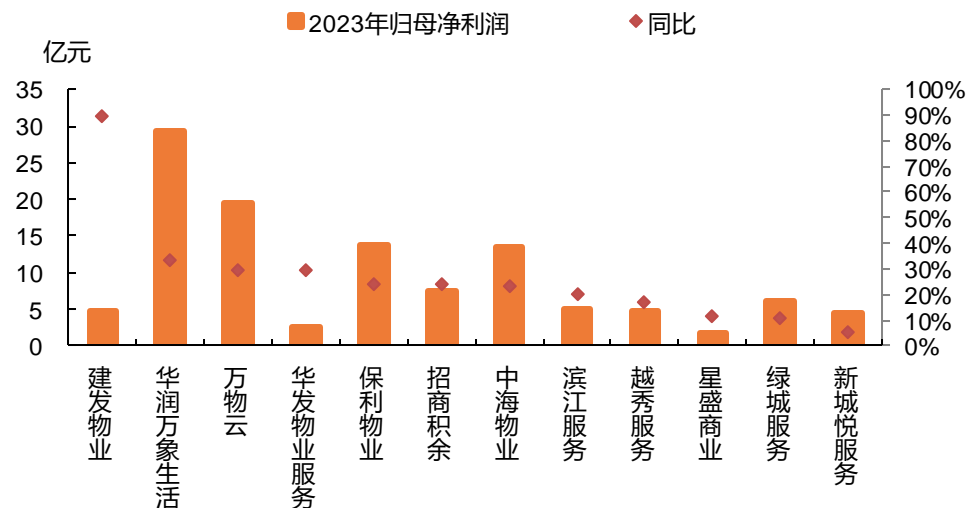
主流物企表现各不相同

- 从各个企业来看，12家主流物企中2023年收入规模前三为万物云（331.8亿元）、绿城服务（173.9亿元）、招商积余（156.3亿元），收入增速前三为建发物业（55.8%）、滨江服务（41.7%）、越秀服务（29.7%）；归母净利润规模前三为华润万象生活（29.3亿元）、万物云（19.5亿元）、保利物业（13.8亿元），归母净利润增速前三为建发物业（89.0%）、华润万象生活（32.8%）、万物云（29.4%）。

○ 12家主流物企收入规模及增速存在差异



◎ 12家主流物企归母净利润规模及增速各不相同





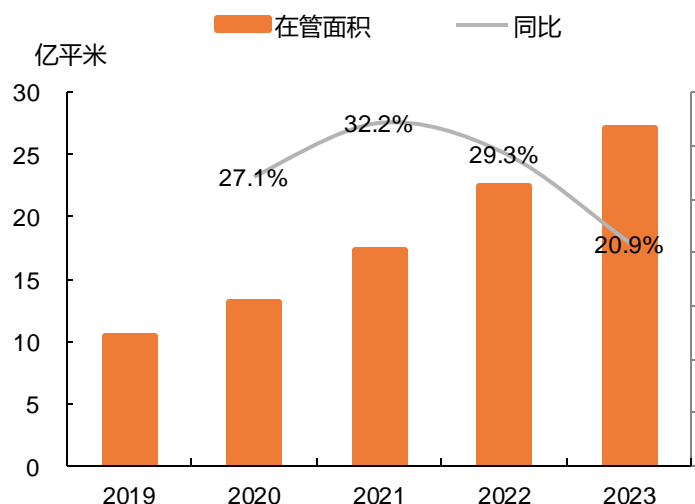
目录 CONTENTS

- 业绩稳健增长，盈利能力改善
- 各业务呈现分化，基础物管重量更重质
- 重回现金牛逻辑，加大分红比例
- 投资建议及风险提示

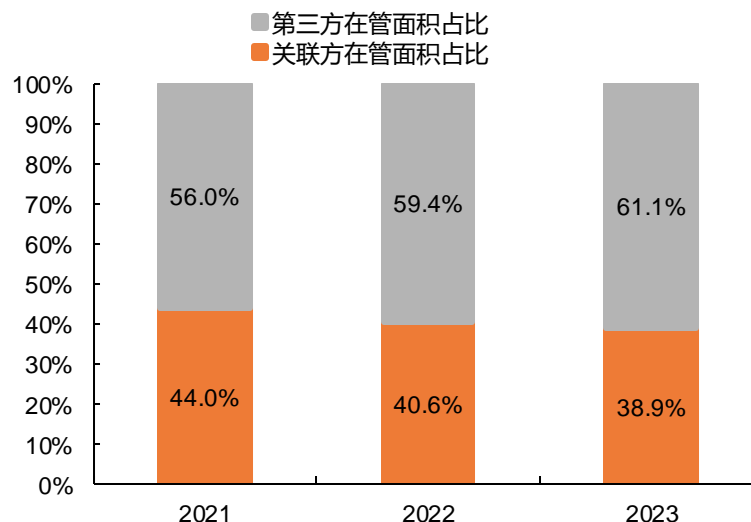
管理规模扩张放缓，在管构成持续优化

- 2023年10家主流物企整体在管面积升至27.2亿平米，同比增长20.9%，增速较2022年回落8.5个百分点。在管面积增速收窄一方面源于存量基数提升，另一方面更在于主流物企重视项目质量，坚持选择标准，主动放弃低质项目。整体看，过往粗放式增长模式难以为继，物企关注重点向有效规模转移。
- 在管面积中第三方占比、非住宅占比持续提升，关联房企依赖度进一步下移。2023年9家主流物企第三方在管面积占比同比提升1.6个百分点至61.1%，非住宅在管面积占比同比提升2.5个百分点至40.6%。

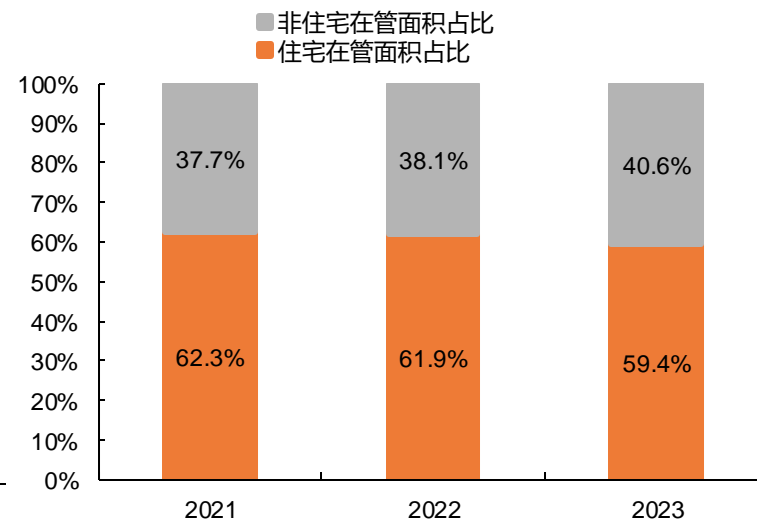
○ 2023年10家主流物企在管面积增速回落



● 9家主流物企在管面积构成（按来源）



● 9家主流物企在管面积构成（按业态）

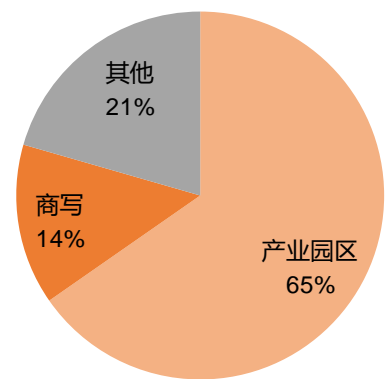


资料来源：公司公告，平安证券研究所；10家主流物企具体为招商积余、新城悦服务、中海物业、绿城服务、滨江服务、保利物业、建发物业、华发物业服务、华润万象生活、越秀服务，在管面积按来源分类的9家主流物企为10家主流物企扣除越秀服务，在管面积按业态分类的9家主流物企为10家主流物企扣除华润万象生活

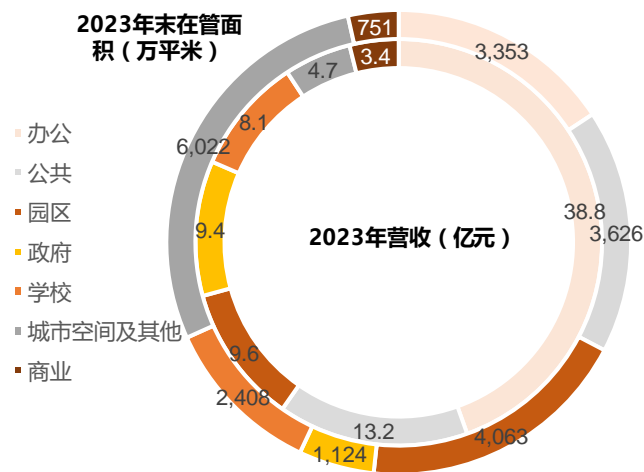
非住宅拓展涉猎广泛，项目获取方式多元

- 市场化拓展中，非住宅为增量贡献重要来源。从主流物企业态构成来看，非住宅涉及办公、商业、园区、政府、学校、医院、公园河道、场馆等各种类型。其中商办等业态单位面积收入贡献相对优异。
- 主流物企市场化拓展手段丰富，除竞标直拓外，还包括大客户“总对总”、平台公司合资合作等。

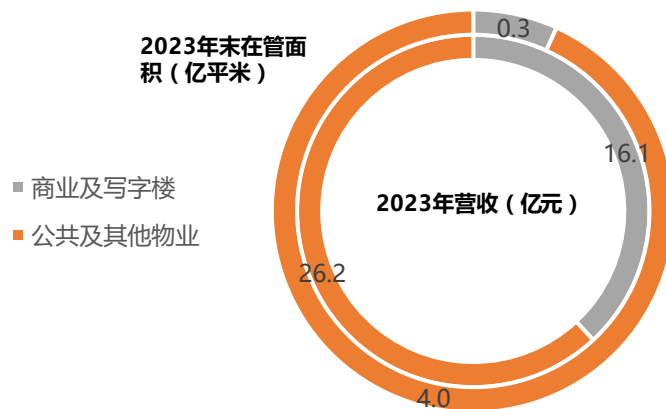
◎ 中海物业2023年新增非住宅外拓合约面积构成



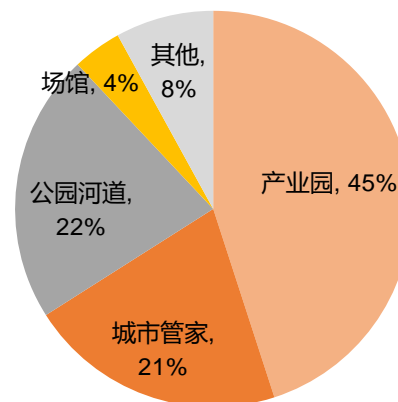
○ 招商积余非住业态收入及面积贡献



◎ 保利物业非住业态收入及面积贡献



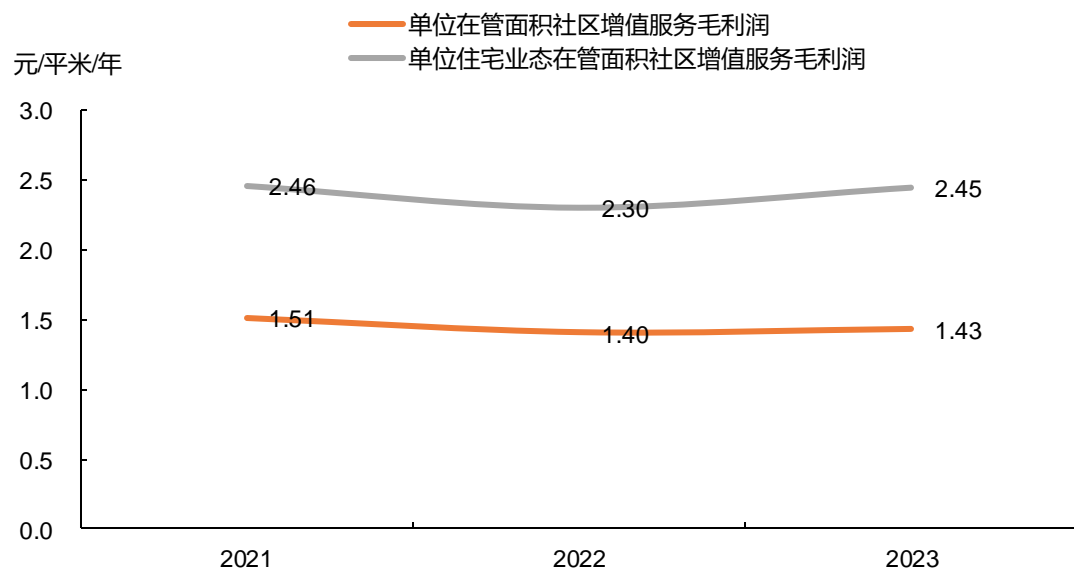
◎ 华润万象生活2023年城市空间在管面积业态分类



社区增值主动求变，向可持续性业务侧重

- 社区增值服务由传统流量与资源转化驱动步入核心产品垂直化产业能力打造新阶段，单品机会得到持续印证。通过调整布局、重点发力，社区增值服务经营效能有所改善，2023年7家主流物企单位在管面积社区增值服务毛利润同比增长1.8%，单位住宅业态在管面积社区增值服务毛利润同比增长6.4%。
- 赛道选择方面，强周期、与房产开发高度相关业务逐渐淡出，向具备较强可持续性业务倾斜，如团餐、设施设备服务、存量房相关资产服务等。

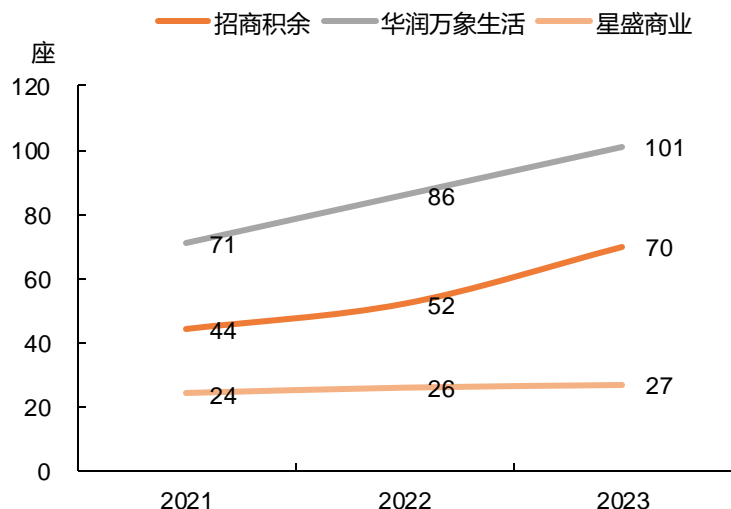
○ 7家主流物企2023年单位面积社区增值服务利润贡献回升



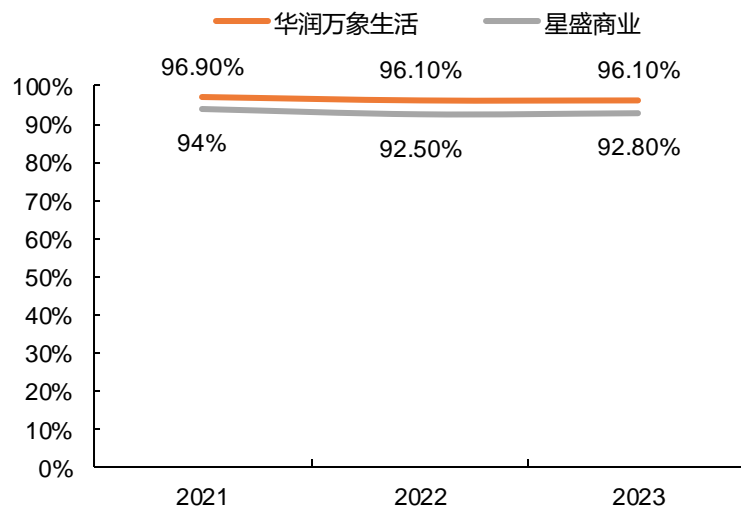
商管受益消费复苏，规模扩大经营改观

➤ 受益消费需求恢复，2023年主流商管公司购物中心零售额同比明显增长，且高于社零增速（7.2%）。2023年在营购物中心数量增加，出租率稳中有增。往后看，购物中心格局分散，主流商管公司仍具备规模增长空间。短期维度，由于外部环境有待观察，叠加存量时代深度运营要求加深，商管公司将更倾向在稳健提效精细化运营情况下追求发展。

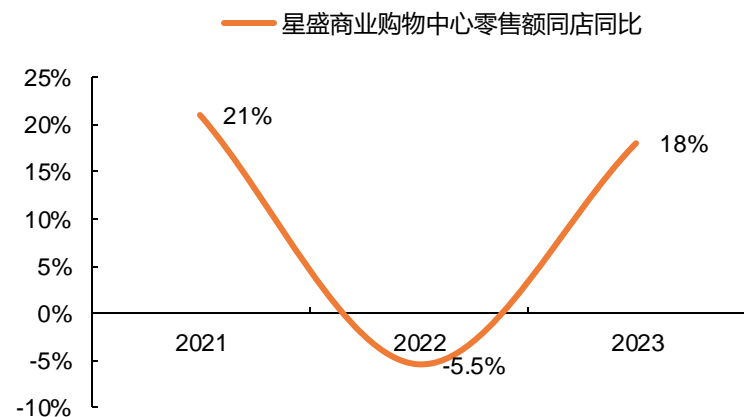
○ 主流物企在营购物中心持续增加



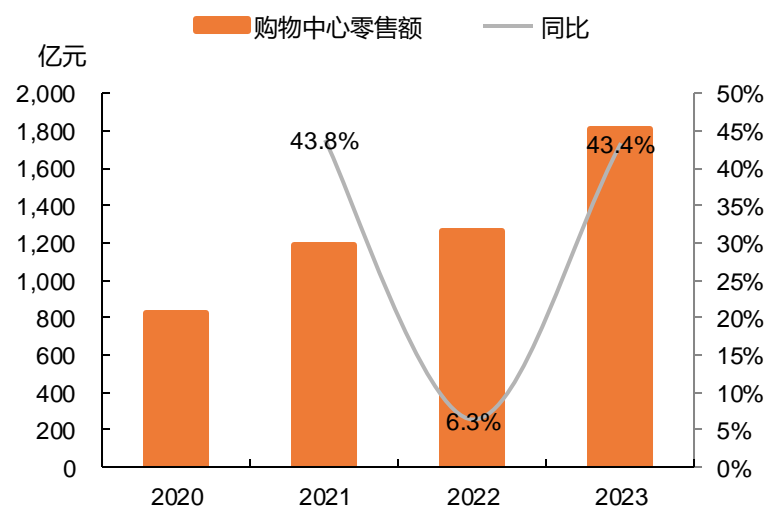
◎ 主流物企在营购物中心出租率维持高位



◎ 星盛商业2023年购物中心零售额同店同比提升



◎ 华润万象生活2023年购物中心零售额恢复性增长





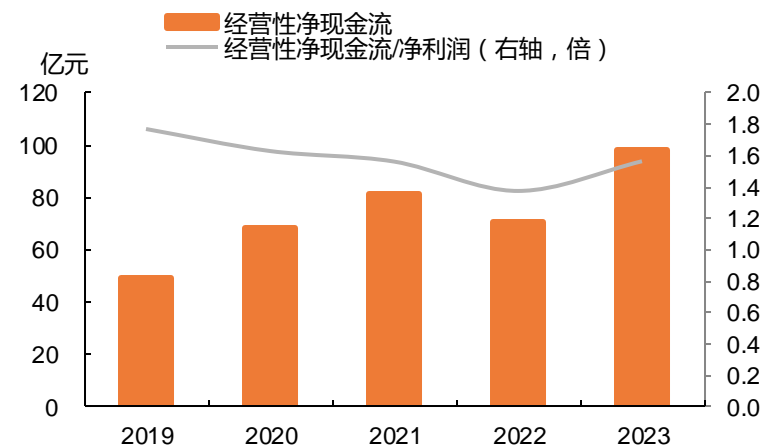
目录CONTENTS

- 业绩稳健增长，盈利能力改善
- 各业务呈现分化，基础物管重量更重质
- 重回现金牛逻辑，加大分红比例
- 投资建议及风险提示

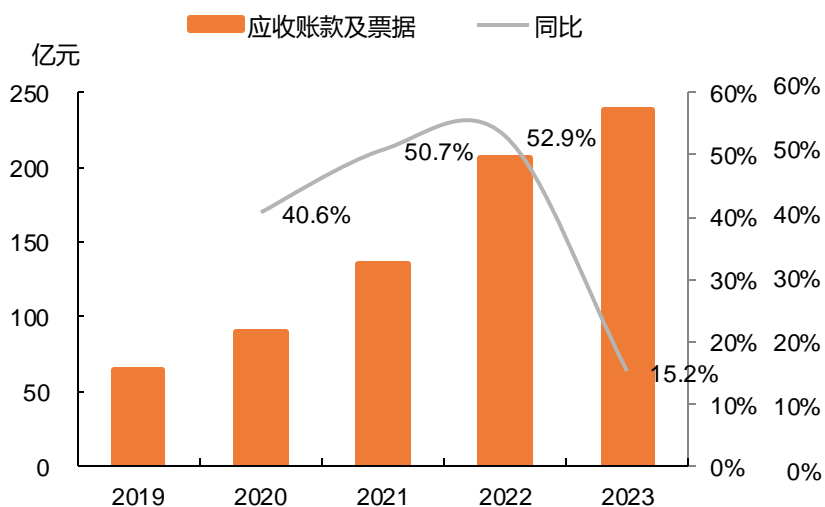
应收款增速可控，在手现金延续增长

► 2023年12家主流物企整体应收账款及票据同比增长15.2%，低于营收（16.4%），增速相对可控。受益收缴率提升及预收力度加大，全年经营性净现金流不降反增，8家主流物企2023年经营性净现金流升至近年新高。2023年末12家主流物企整体在手现金641.1亿元，同比增长10%。

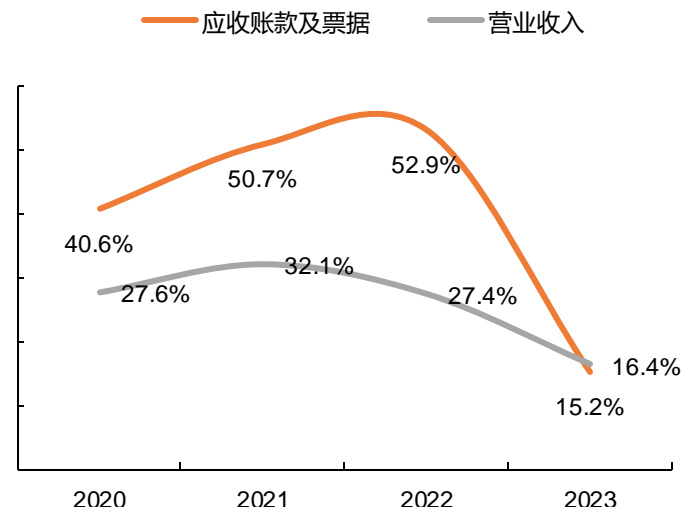
8家主流物企2023年经营性净现金流回升



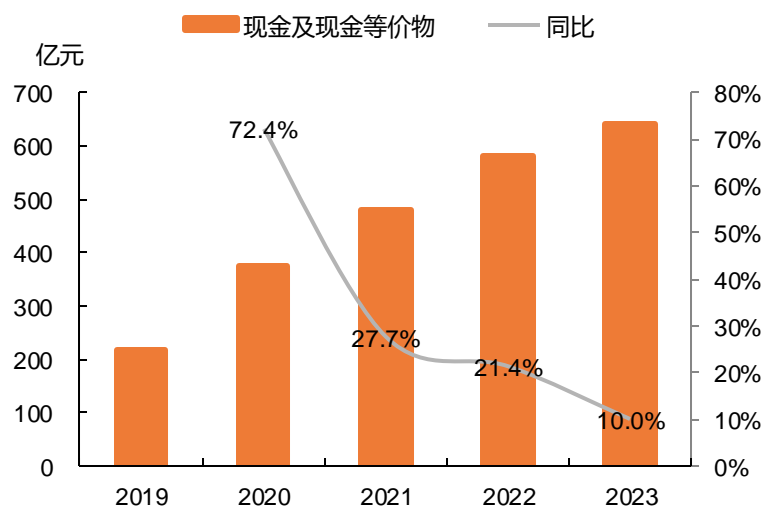
12家主流物企应收账款及票据最新增速放缓



12家主流物企应收账款及票据最新增速低于营收



12家主流物企现金及现金等价物延续增长

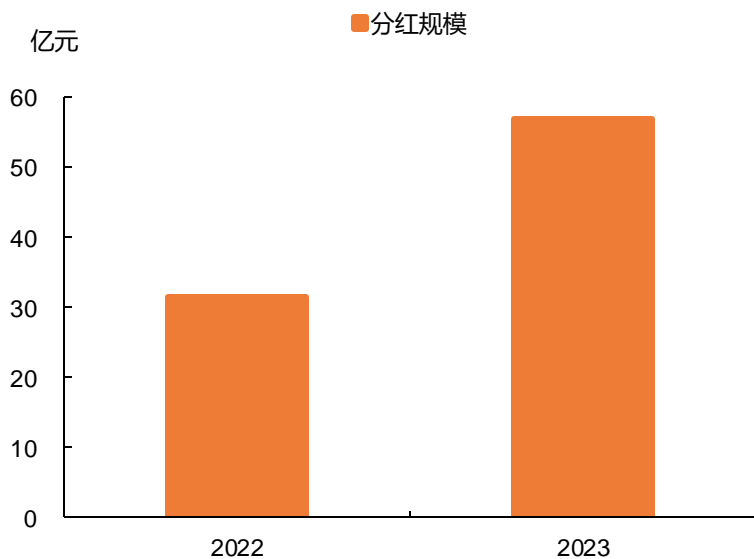


资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所; 12家主流物企具体为招商积余、新城悦服务、中海物业、绿城服务、滨江服务、保利物业、建发物业、华发物业服务、华润万象生活、星盛商业、越秀服务、万物云, 下同; 8家主流物企为12家主流物企扣除中海物业、滨江服务、建发物业、华润万象生活

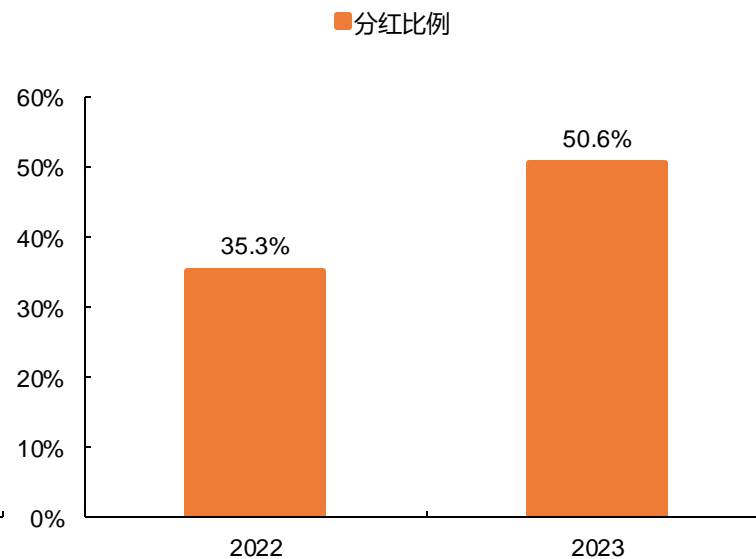
分红比例提升，股息率吸引力增强

➤ 2023年上市物企加大分红力度，12家主流物企整体分红比例升至50.6%，较2022年提升15.3个百分点。考虑物业管理轻资产、强现金流、业务相对稳定特征，后续部分企业分红比例仍存提升空间。随着分红规模扩大，12家主流物企股息率均值超过5%，股息吸引力持续增强。

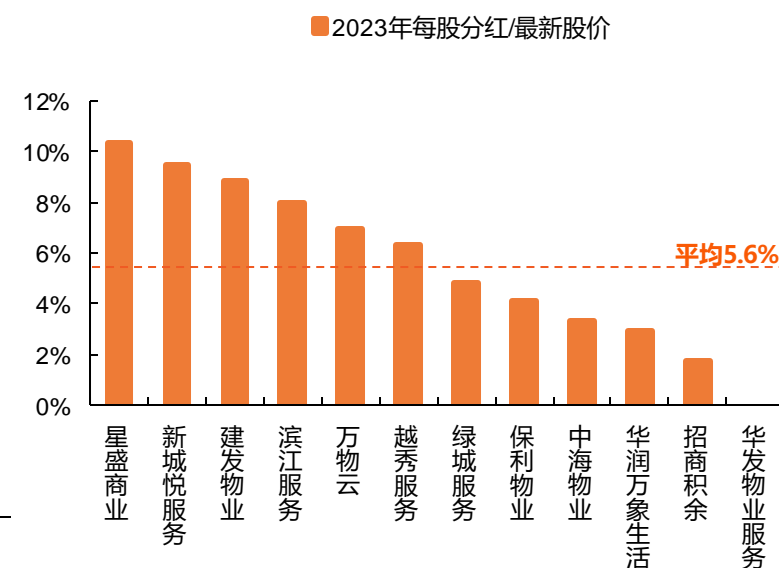
12家主流物企分红规模增长



12家主流物企分红比例明显提升



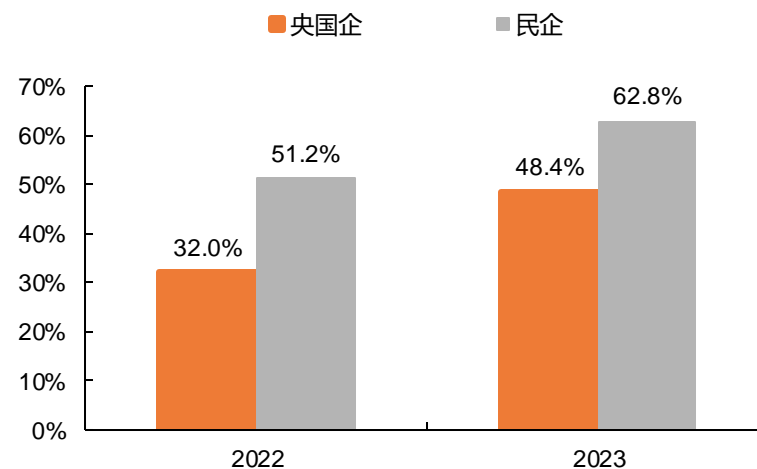
12家主流物企股息率较高 (按2024/4/12收盘价估算)



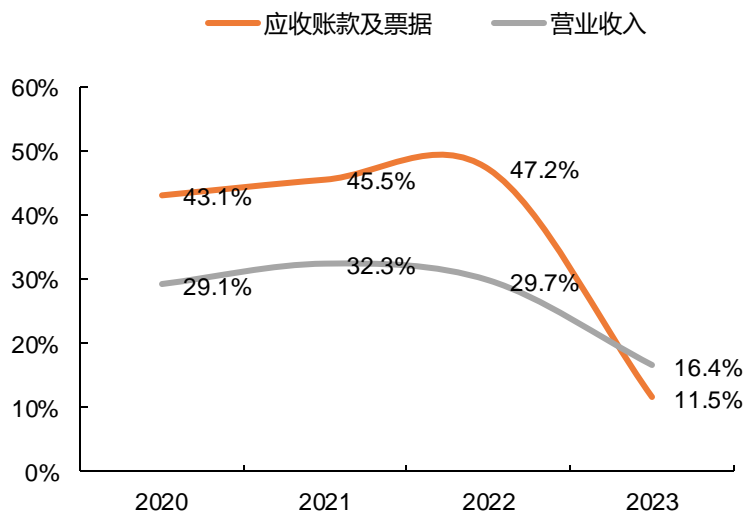
央国企现金优势更强，民企分红比例更高

► 分企业类型看，2023年12家主流物企中央国企类物管公司应收账款及票据增速低于营收，现金及现金等价物延续增长，表明其物业费收缴、现金回流更为健康，坏账隐患亦相对较低。12家主流物企中民企类物管公司分红比例高于央国企，但从边际变化来看，2023年央国企类物管公司分红比例同比提升16.4个百分点，高于民企（提升11.6个百分点）。

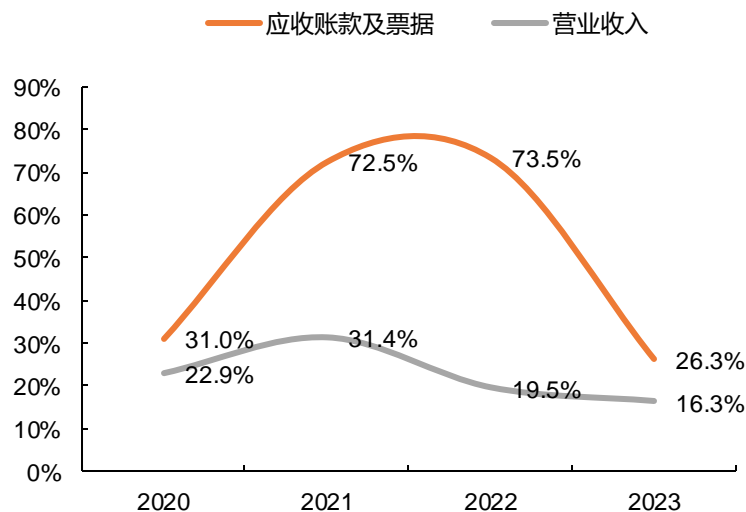
12家主流物企分企业类型分红比例变化



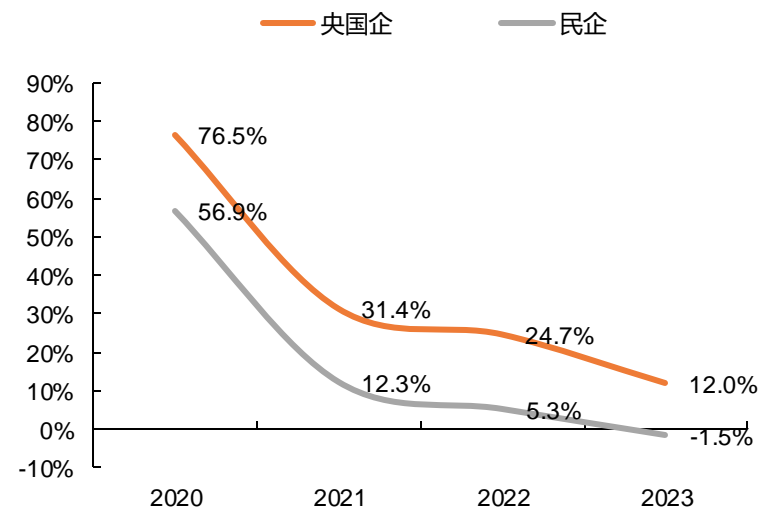
12家主流物企中央国企应收账款及票据增速与营收增速对比



12家主流物企中民企应收账款及票据增速与营收增速对比



12家主流物企中央国企现金及现金等价物延续增长





目录CONTENTS

- 业绩稳健增长，盈利能力改善
- ◎ 各业务呈现分化，基础物管重量更重质
- ◎ 重回现金牛逻辑，加大分红比例
- ◎ 投资建议及风险提示

投资建议

- 回顾2023年，主流物企营收增速收窄，受益毛利率回升及销管费用率延续下行，归母净利润增速回升。其中以商业运营服务为代表的其他业务毛利率持续升高，基础物管服务、社区增值服务毛利率小幅改善。资产负债表端，主流物企应收款增速低于营收；同时得益于催收重视度提升，经营性净现金流明显修复，在手现金延续增长。整体看，主流物企基本实现高速增长向高质量发展过渡，亦逐步兑现有现金流的增长承诺。其中，央国企类物管公司由于前期扩张相对审慎、历史包袱较轻，同时关联房企仍具备保驾护航能力，业绩增长、现金回流相对更优，应收款减值等隐忧亦相对可控。
- 展望未来，在以质为先的发展导向下，叠加存量项目结构调整、区域及项目聚焦、科技赋能降本增效，预计主流物企经营及业绩表现仍有望保持平稳。当前主流物企估值仍处历史低位，叠加分红比例提升，股息率吸引力增强，配置价值逐步凸显，建议关注保利物业、星盛商业、招商积余、新城悦服务等。

重点公司盈利预测

股票名称	股票代码	股票价格 2024-4-12	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
保利物业	6049.HK	24.40	2.49	2.91	3.29	3.68	9.8	8.4	7.4	6.6	推荐
招商积余	001914.SZ	9.62	0.69	0.82	1.02	1.18	13.9	11.7	9.4	8.2	推荐
新城悦服务	1755.HK	2.16	0.51	0.53	0.55	0.57	4.2	4.1	3.9	3.8	推荐
星盛商业	6668.HK	1.14	0.17	0.19	0.21	0.24	6.7	6.0	5.4	4.8	推荐

风险提示

- 1) 房地产修复不及预期风险：若房地产修复不及预期，将导致物业管理行业发展空间受限、参与主体经营承压风险；
- 2) 物管行业竞争加剧风险：存量时代下物企发力市场化拓展为必然趋势，过度竞争将导致拓展难度加大，项目获取及盈利能力受损风险；
- 3) 物管费催收难度加大、应收款规模持续增加、现金回流不及预期风险；
- 4) 行业整体分红比例进一步提升可能性降低、部分企业分红比例长期偏低风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。