

## 房地产服务行业深度报告

# 现阶段投资物业股需思考的三个重要问题

## 增持（首次）

2024年04月19日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **物业公司到底能否彻底与地产关联方切割？** 地产关联方对物业公司的影响为：1) 地产关联方销售下滑，导致住宅项目的交付量下降；2) 关联交易业务非业主增值服务；3) 关联业务造成的关联方应收款问题。但目前来看，物业公司很难与地产关联方实现完全切割，且没有必要切割。地产关联方如果能够与物业公司相互支持，能够维持稳定的项目交付和应付款的支付，而物业公司主动压降与其关联业务体量，非业主增值业务利润占比在 10-20% 之间、毛利率在 20% 左右，若能维持这一状态，并不应该给予关联业务太多折价。

■ **第三方外拓项目究竟是蜜糖还是砒霜？** 过去几年中，在管面积是衡量物业公司实力的最重要指标，很多公司在“投”和“管”上脱节，投资部门外拓了一些质量并不好的项目，运营部门进场后发现实际利润与前期测算大相径庭，最后对物业服务业务的毛利率造成拖累。如何平衡质量和规模实现高质量的第三方外拓是当前所有物业公司面临的最大困境。**我们认为拥有高质量外拓能力的公司应当具备以下几个特征：** 1) 完备的外拓考核机制，稳定增长的外拓项目合同金额；2) 外拓项目的稳定管理，不会出现大量外拓项目退场，或是亏损项目影响物业服务业务的利润率；3) 外拓项目回款正常，第三方项目应收款周转天数处于合理区间；4) 能够平衡短期和长期战略目标，拥有 1-2 类特色优势业态。

■ **物业公司是否能成为长期高分红标的？** 大部分物业公司都提高了 2023 年的分红率，分红率超过 40% 的公司有保利物业（40%）、华润万象生活（55%）、越秀服务（50%）、建发物业（71%）、绿城服务（73%）、新城悦服务（40%）、滨江服务（70%）等，很多公司股息率已经高于 6%。**物业公司愿意提高高分红率的内在原因除了普遍出现好转的现金流情况和在手现金情况外，也是为了证明其现金没有被占用。** 随着行业开始回归正常的发展节奏，物业的商业模式理应匹配较高的分红率，提升并维持较高的分红率应该是物业公司顺应行业和公司发展新阶段的正常决策，**能够长期维持高分红率的物业公司应该具备以下 3 个条件：** 1) 能够持续创造稳定现金流；2) 对现金有独立的使用决策权；3) 公司及管理层也意识到高分红是当前应该采取的策略。量化指标上，我们可以通过净现比、应收款周转天数（尤其是一年以上应收款的情况）、应收款增速与营收增速的比较等进行判断，其中一项或多项指标出现恶化时，高分红率将是不可持续的。

■ **投资建议：** 按照当前情况看，综合考虑与地产关联方的关系、第三方外拓上的综合实力以及持续高分红的能力和意愿，央国企物企具备相对更高的投资价值，但也不应该忽视个别优秀民营物企的投资价值。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、越秀服务和建发物业**，建议关注：**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

《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

《物管行业 2022 年报综述：“狂飙”时代已落幕，分化阶段徐徐开启》

2023-05-22

## 内容目录

1. 物业公司到底能否彻底与地产关联方切割? .....	4
1.1. 地产关联方对物业公司的影响.....	4
1.2. 互相安好互相扶持是最佳状态.....	8
2. 第三方外拓项目究竟是蜜糖还是砒霜? .....	9
2.1. 第三方外拓的恶性竞争.....	9
2.2. 如何评判高质量的外拓能力.....	11
3. 物业公司是否能成为长期高分红标的? .....	13
3.1. 物业公司普遍提高 2023 年分红率.....	13
3.2. 独立、稳健经营的物业公司才具备长期高分红的能力.....	16
4. 投资建议: 寻找与关联方互相安好、第三方外拓行稳致远、具备稳定高分红能力的公司 ....	18
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1:	2019-2023 年典型民企销售金额同比变化 .....	5
图 2:	典型民营物业公司当年新增在管面积 (单位: 亿平) .....	5
图 3:	2019-2023 年典型央国企销售金额同比变化 .....	5
图 4:	典型央国企物业公司当年新增在管面积 (单位: 亿平) .....	5
图 5:	典型物企非业主增值服务利润占比情况 .....	6
图 6:	典型物企非业主增值服务毛利率情况 .....	6
图 7:	典型物企关联方应收款周转天数 (天) .....	7
图 8:	典型物企关联方应收款占总应收款比重 .....	8
图 9:	过快上升的第三方项目占比会给物业服务业务毛利率带来压力 .....	10
图 10:	2020 年后第三方外拓项目的在管面积占比大幅提升 .....	11
图 11:	样本公司第三方贸易应收款/营业收入情况, 央国企远好于民企 .....	12
图 12:	样本公司第三方贸易应收款周转天数情况, 央国企远好于民企 .....	13
图 13:	样本公司 2019-2023 年分红率及股息率情况 .....	14
图 14:	典型物企 2023 年经营活动现金流净额出现好转 .....	15
图 15:	典型物企 2023 年净现比开始回升 .....	15
图 16:	样本物业公司在手现金充沛 .....	15
图 17:	央国企公司应收款增速已低于营业收入增速 .....	16
图 18:	非央国企公司一年以上应收款占比明显提升 .....	16
图 19:	样本物业公司现金收益率情况 .....	17

## 1. 物业公司到底能否彻底与地产关联方切割？

本文的分析中，我们选取了 11 家典型物业公司，其中 5 家为央国企：保利物业、华润万象生活、中海物业、越秀服务和建发物业；5 家为民企：碧桂园服务、雅生活服务、融创服务、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 11 家公司。

### 1.1. 地产关联方对物业公司的影响

由于我国物业行业发展的历史原因，目前行业头部公司几乎都拥有一个强关联的地产开发商，或者说我国快速壮大的头部物业公司是过去二十年房地产行业快速发展的伴生产物，这就注定了其在基因上与地产关联方那千丝万缕的关联性。

在过去房地产行业蓬勃发展的阶段，物业公司也受益获得了业务和利润的快速增长，资本市场也并未给物业公司的关联性一定的折价。但在房地产行业开始调整之际，物业公司也受到了关联性的影响，不仅对业绩造成影响，估值也受到持续的冲击。

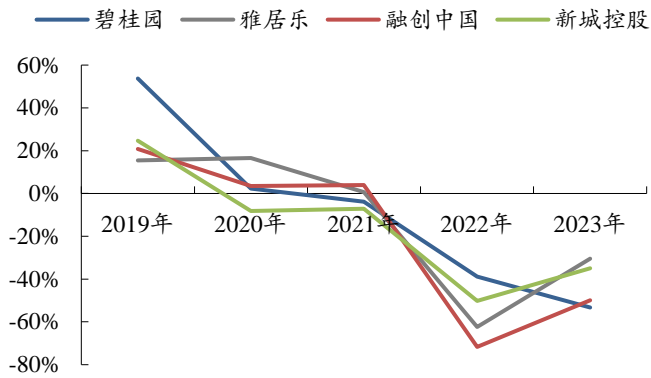
**在经历了将近 3 年的大幅调整后，我们不禁要问一句：物业公司到底能否彻底与地产关联方切割？又到底该如何给其关联性定价？**

首先，我们需要厘清地产关联方对物业公司的影响到底体现在哪些方面。总结来说，其影响主要体现在以下几个方面：

#### 1) 地产关联方销售下滑，导致住宅项目的交付量下降。

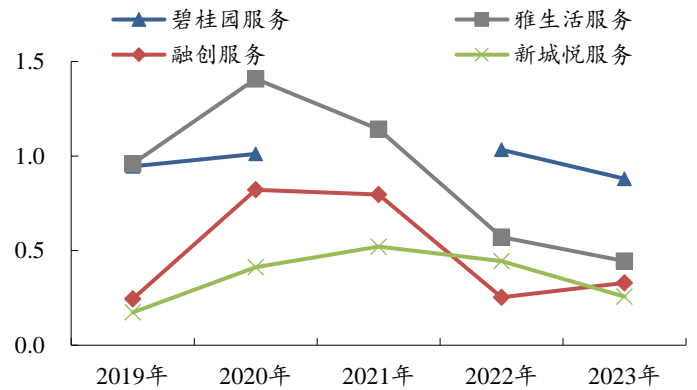
2022 年起，以民营房企为代表的开发商普遍出现销售数据的大幅下滑，根据克而瑞数据，2022 年和 2023 年 TOP100 房企的销售金额同比分别下滑 42% 和 18%，且这一趋势在 2024 年并未出现好转。预售项目一般在 2-3 年后形成竣工交付，但考虑到部分 2022 年前预售的在建工程的施工进度也受到影响，房企关联方交付项目的影响从 2022 年就已经开始陆续体现，典型民营物业公司的当年新增在管面积数据非常直观的体现了这一影响（已剔除因收购影响较大的数据）。

图1：2019-2023年典型民企销售金额同比变化



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

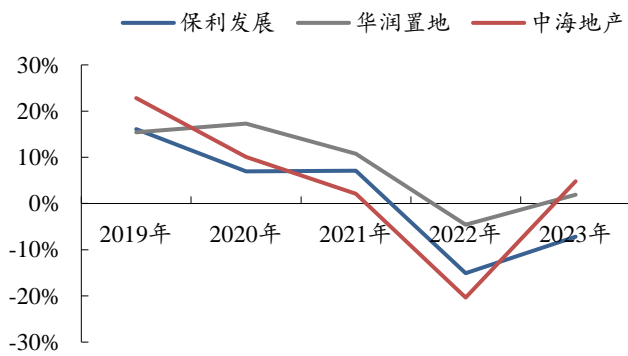
图2：典型民营物业公司当年新增在管面积（单位：亿平）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

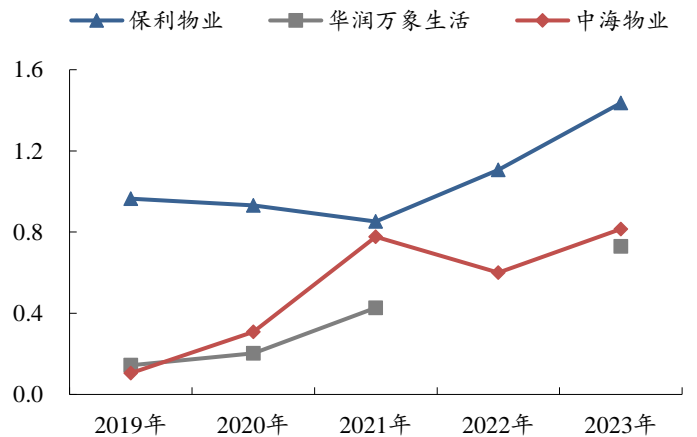
反观央国企物业公司，由于其地产关联方在本轮调整周期中，销售的下降幅度明显优于行业平均水平，且在施项目的施工节奏也相对正常，因此关联方竣工交付的节奏和体量并未受到太大影响，仍能保持新增在管项目中的基本盘稳定增长。

图3：2019-2023年典型央国企销售金额同比变化



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

图4：典型央国企物业公司当年新增在管面积（单位：亿平）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2) 关联交易业务：非业主增值服务。

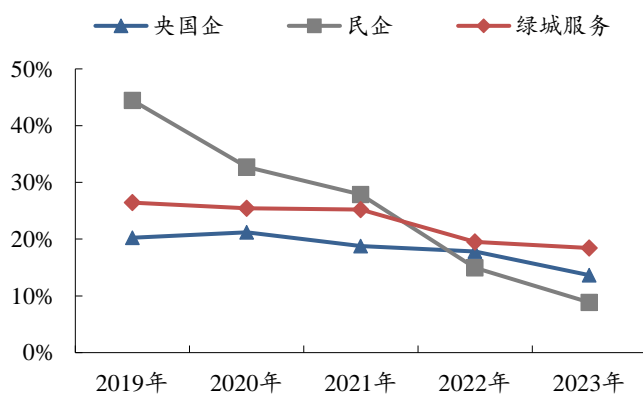
非业主增值服务主要的业务内容是为开发商的售楼处提供综合服务，当然其中绝大部分的业务都是其关联地产方的项目。作为纯粹的关联交易，其实一直都受到监管部门的重点关注，在所有物业公司首次上市时，非业主增值服务的关联交易都是证监会和交易所重点问询的部分。

但在行业上行期间，二级市场似乎并未给予关联交易对应的利润估值折价，且彼时物业公司的估值远高于开发商的估值，因此地产关联方通过关联交易为物业公司适当增厚一些利润成为行业潜规则。上述影响可以从 2 个指标直观的反映：非业主增值服务的利润占比和其毛利率水平。

5 家典型民企的非业主增值服务平均利润占比从 2019 年较为夸张的 44% 一路回落，2021 年随着另两项业务的快速发展利润占比回落至 28%，同期其非业主增值业务的平均毛利率始终维持在接近 40% 的不合理水平。2022 年起，民企物业公司的地产关联方受创严重，该业务的毛利率也开始快速回落至 20% 以下，同时利润占比也回落至 10% 以下，经过 2 年多的时间基本完成了该业务的“挤水分”工作。

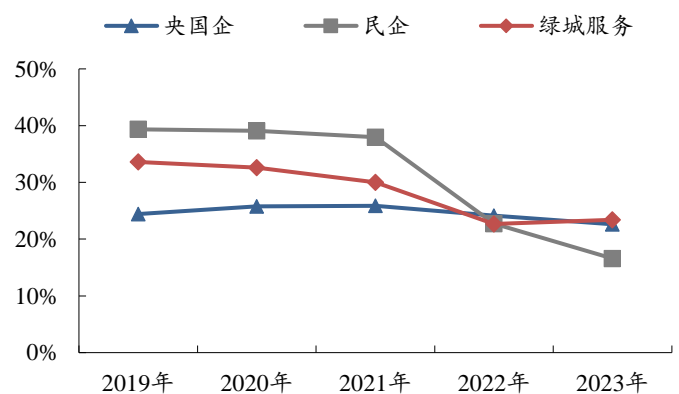
而前期对关联交易较为克制的央国企和绿城服务，受影响程度则相对弱一些，毛利率尚能稳定在 23% 左右水平，但平均利润占比也回落至 15% 以下。

图5：典型物企非业主增值服务利润占比情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图6：典型物企非业主增值服务毛利率情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3) 关联业务造成的关联方应收款问题。

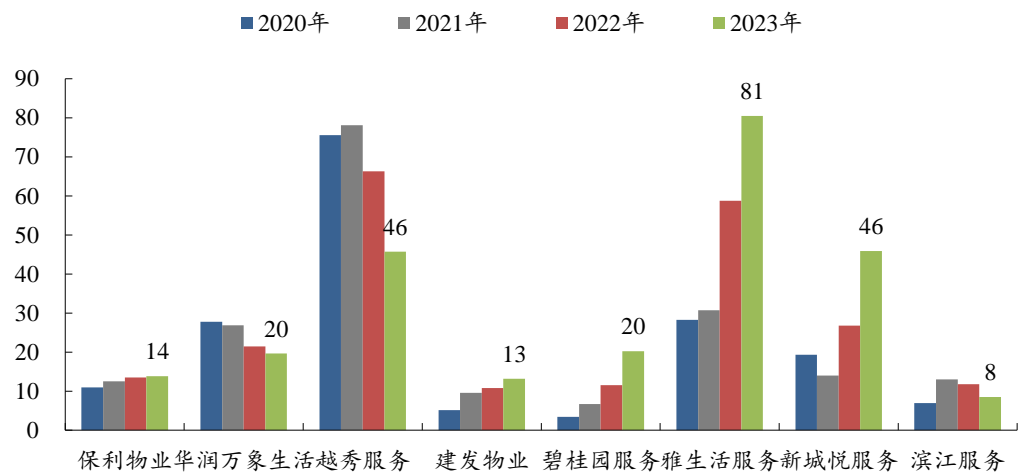
上文第二点所述的关联交易业务下滑影响的主要是物业公司的损益表，但更为重要的是关联业务造成的应收款问题，这影响是构成物业公司较高估值核心逻辑之一的“良好现金流”。关联方的应收款主要由两部分构成：1) 交付项目中未出售房源的物业费；2) 非业主增值服务业务的相关款项。

我们观察到一个现象，自 2021 年起大部分物业公司的应收款增速都开始高于营业收入的增速，这也意味着物业公司的现金创造能力正在变弱。这一现象隐含的逻辑也非常简单，2021 年起，我国房地产行业及房地产开发商开始陷入现金流危机，关联方自身现金流都捉襟见肘，对物业公司的应付款支付意愿显然是减弱的。此外作为无抵押物的应收款，其偿债顺序相对靠后，关联方很有可能将不会再支付相应的应付款。随着应收款

账龄的延长，未来将按照会计要求进行坏账的拨备。

若从量化的指标来看，可以重点关注关联方应收款周转天数。若这一指标逐渐降低，则说明关联方仍拥有较强的支付意愿和支付能力，反之若周转天数逐年抬升，则是非常明确的预警信号，可以发现典型公司中大部分的民企物业公司的这一指标都出现上升的趋势，而国企则基本逐渐下降，这与房地产行业的现状也是吻合的。此外，周转天数的数值同样重要，一般正常的账龄为约 60 天，若超过此水平则需引起关注。

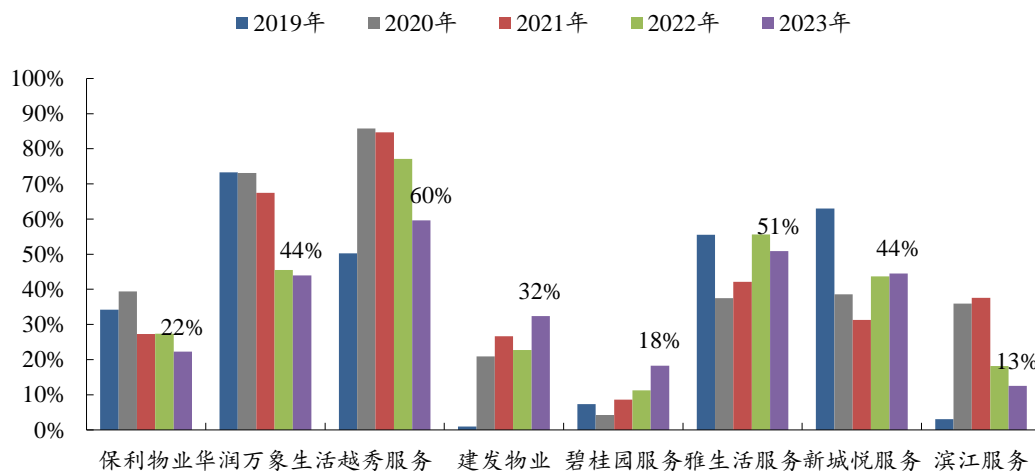
图7：典型物企关联方应收款周转天数（天）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

关联方应收款占总应收款的比重也是一个重要观察指标。可以发现样本公司中，绝大部分央国企的这一占比都出现了下降，但除滨江服务外的民企的这一占比都出现了明显的提升。这一占比与公司第三方项目的比例、非业主增值服务业务利润占比也息息相关。

图8：典型物企关联方应收款占总应收款比重



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

综合而言，由于地产关联方和其他业主近年来的支付能力普遍下降，物业公司的应收款周转天数普遍出现一定的上升，但若其中关联方应收款的占比越低，则能体现公司更强的独立性以及相对更强的应收款回收能力。

## 1.2. 互相安好互相扶持是最佳状态

经过上节的论述，可以明确地产关联方对物业公司的影响确实是在逐渐减弱，但做到完全切割可能只是资本市场的一厢情愿了。

从组织架构维度看，物业公司通常仍然是集团公司的子公司，无论央国企还是民企其实控人通常与地产关联方是一致的。因此物业公司的人事任命通常也会由实控人决策（尤其是管理层），另外在房地产行业人员优化的大背景下，不排除地产关联方的一些人员会流动至物业公司工作。

从财务方面看，在经历了恒大物业事件后，相信已上市的物业公司都会非常谨慎地对待与关联方的资金往来。再者看，开发商在经历了行业近3年的剧变后，风险暴露已相对充分，物业公司的资金并不足以解决关联方（尤其是民企关联方）面临的问题，因此其对物业公司资金的使用意愿也已大幅降低。

从业务和战略层面看，现阶段的开发商其实对能产生稳定现金流的经营性业务非常渴求，所以支持和鼓励物业公司独立、稳健发展是符合地产关联方转型的战略目标的。另外考虑到当前物业公司的整体市值和估值情况，地产关联方再通过其进行股权融资的概率也已经不高了。



总结一下当前物业公司与地产关联方的情况。不利的方面包括：1) 地产关联方销售下滑，导致毛利率较高的住宅项目的交付下滑；2) 关联业务非业主增值服务的体量大幅下滑，利润率回归市场正常水平；3) 关联业务的贸易应收款上升，可能带来减值。

所以该如何考虑关联方对估值的影响？上述的第1和第3条的影响并未完全体现，可能在未来2-3年继续影响物业公司的报表。但第2条非业主增值服务为代表的关联交易业务，已经在过去的2年时间内基本完成了出清，收入利润体量大幅下降，同时利润率也回到业务正常范围内。若未来其利润占比能进一步下降至10%以内，则对物业公司整体的估值折价影响将大幅减弱，从长期维度看，关联交易业务的式微对物业公司的可持续发展来说是塞翁失马焉知非福。

综上所述，对物业公司和地产关联方而言，最佳的状态是互相安好并互相扶持，但就目前的地产行业情况来看，只有央企和个别的民营公司能够符合这样的条件。我们认为，对于关联方销售和交付节奏正常、关联交易款项结算稳定，且非业主增值业务利润占比在10-20%之间、毛利率在20%左右的物业公司，可基本不用考虑关联方造成的估值折价。反之，若关联方交付延迟、关联交易应收款周转明显恶化的物业公司，应当按照关联业务利润占比进行相应的估值折价。

## 2. 第三方外拓项目究竟是蜜糖还是砒霜？

### 2.1. 第三方外拓的恶性竞争

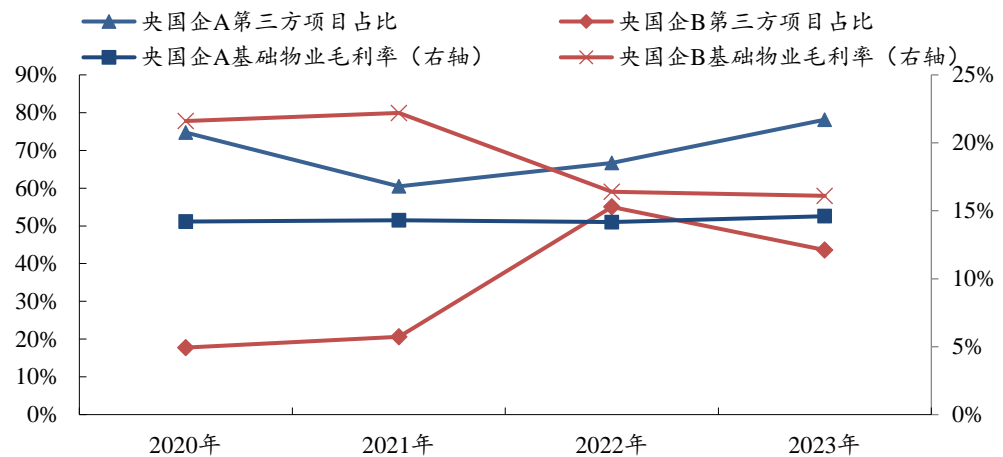
承上章所述，由于地产关联方对物业公司构成负面影响，几乎所有的物业公司都在过去几年将独立发展作为首要的战略目标，而独立发展中最重要的一点就是拥有获取独立第三方项目的能力，资本市场也开始将第三方项目外拓能力与独立发展划上等号，于是一场外拓的“军备竞赛”开始了。

在过去的几年中，几乎所有的物业公司都在做几件事：1) 招兵买马扩充拓展团队；2) 在战略规划中制定了非常高的外拓计划；3) 给予外拓业务超高的激励政策。但高激励+高KPI的模式，是需要有非常严格的投资决策纪律做“守门员”的。

过去几年中，在管面积是衡量物业公司实力的最重要指标，因此很多公司确实不同程度放松了第三方项目投拓的要求，签约了一些质量并不好的项目。由此带来的结果就是这些项目进入在管状态后盈利能力堪忧，对物业服务的毛利率造成拖累。我们选取了2家典型的央国企物企（央国企的毛利率数据更能反映其真实经营情况），其中一家公司持续深耕外拓市场多年，当年新增项目中第三方项目的占比常年保持在60%以上，我们称之为拥有“外拓基因”的公司A。而另一家公司B从2022年才开始大举发力外拓，其当年新增项目中第三方项目占比从2021年的21%跳升至2022年的55%。相应的，我们可以发现拥有“外拓基因”的公司A，其物业服务业务的毛利率水平基本稳定在14-

15%区间,而公司B的物业服务业务毛利率则是从2019年的22%下滑至2023年的16%。

图9：过快上升的第三方项目占比会给物业服务业务毛利率带来压力



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

由此可见，过快的第三方外拓比例的提升，势必会增加一部分非优质项目，而这些项目的不利影响会很快体现为基础物业服务业务毛利率水平的下降。最终物业公司往往会选择从这批项目中退场止损，从这两年部分物业公司年报披露的情况看，退场项目的体量是在明显增长的，但这些项目对公司造成的伤害已经无法挽回了。

这就是目前行业第三方外拓所面临的最大困境：如何平衡质量和规模，在市场优质项目供给相对短缺的情况下，做到第三方外拓的高质量发展。

除此之外，第三方外拓的恶性竞争还可能导致公司内部的矛盾。第三方外拓项目并非简单的一次投标行为，而是一套“投+管”的系列动作，但在物业公司内部“投”的责任部门是投资拓展部门，而“管”的责任部门通常是运营部门。投资部门的核心KPI是外拓金额和面积，运营部门的核心KPI是经营利润、收缴率、满意度等，两大部门的目标是不一致的，势必导致一些矛盾。实际经营中最常见的现象是：投资部门进行项目测算，能够满足公司的投资回报要求，最终获得项目。但项目进场后运营部门发现实际利润率远低于前期的测算。

单纯依靠呆板的投资回报等指标并不能确保获取项目的质量，一套完善的投前、投中、投后的管理体系方可彻底解决这一矛盾，这一管理体系还需要和激励体系相互配合，这种机制需要较长时间的磨合，因此我们才会在前文中提到，第三方外拓的能力并非一蹴而就的。

## 2.2. 如何评判高质量的外拓能力

那如何判断一家公司是否具备高质量的外拓能力？我们认为至少需要满足以下4点。

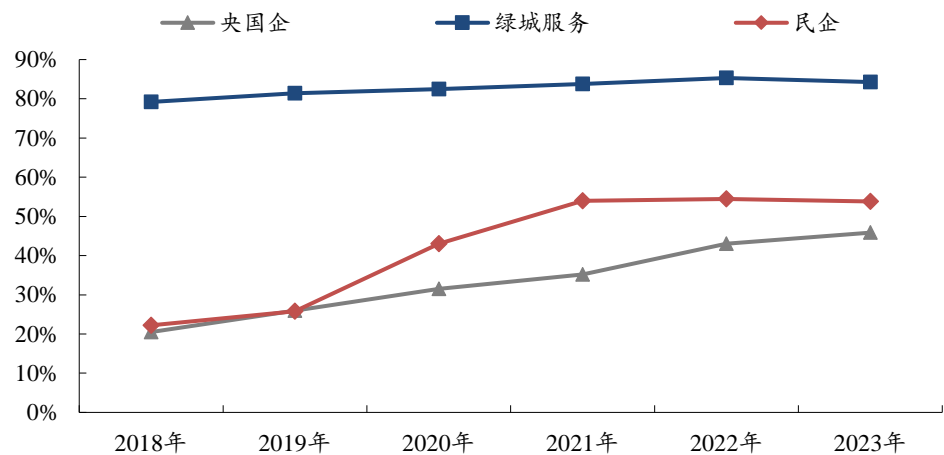
### 1) 完备的投拓-运营-激励体系

诚如上节所述，外拓能力是一种体系化的能力，不仅需要严格的投资纪律守住盈利底线，更需要覆盖项目全生命周期，强调投后管理，协调投资和运营两部门的合作，弱化激励中新拓金额的权重，增加运营期利润情况的考核。

### 2) 拥有不过度追求短期目标的战略定力

由于物业公司历史定位的问题，很多物业公司并不具备我们上文所述的“外拓基因”。2020年随着一批物业公司的上市，资本市场对物业公司的外拓能力提出较高的要求，此后物业公司开始在外拓上发力，民企公司较央企国企更为激进。

图10：2020年后第三方外拓项目的在管面积占比大幅提升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

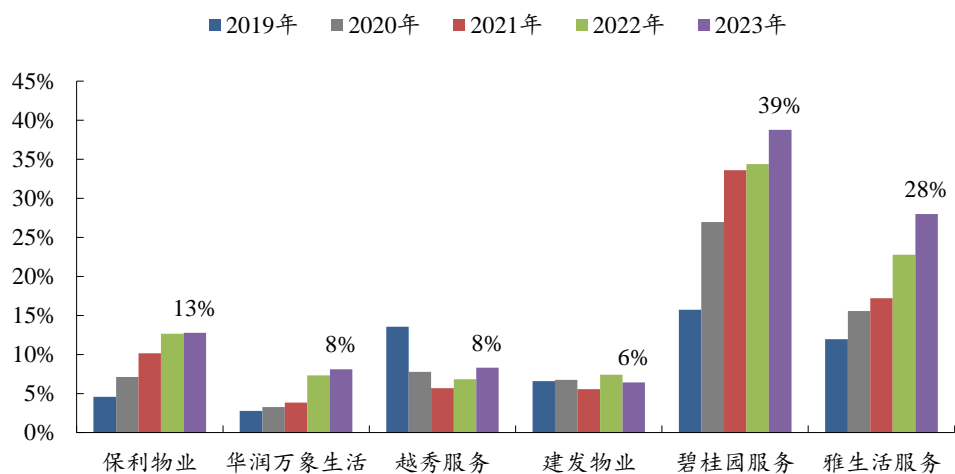
刚开始做第三方外拓的公司，通常会“广撒网”，各种业态的项目都会尝试，且更为追求项目的合同金额或者在管面积而非盈利能力，原因就在于在此阶段公司会制定相对激进的外拓指标，急于向市场证明公司已拥有独立发展的能力。而恰恰在此阶段，拥有更强战略定力，合理控制外拓节奏、平衡规模和利润并建立优势业态的公司方能逐渐获得“外拓基因”。

### 3) 坚持选择有利润、能够创造现金流的项目

上文已多次提到，获取有利润的项目才是有质量的外拓。除此之外还应强调，外拓项目也应该重视现金流的创造能力。在过去几年外拓大扩张的阶段，很多公司开始有意地将能力边界向非住宅业态扩张，商办、医院、高校、公建、轨交等等业态成为大家追逐的方向。但这些 To B/To G 的业务都会带来一个共同的问题——应收款。

To B/To G 的第三方外拓项目确实能够带来金额较大的订单，推动营业收入的快速增长，但若项目的回款情况不佳则会带来应收款的累计直接影响物业公司的现金流。我们认为第三方的贸易应收款的增速理应与营业收入增速保持一致，故第三方应收款/营业收入的比值应该是相对稳定或小幅波动的。

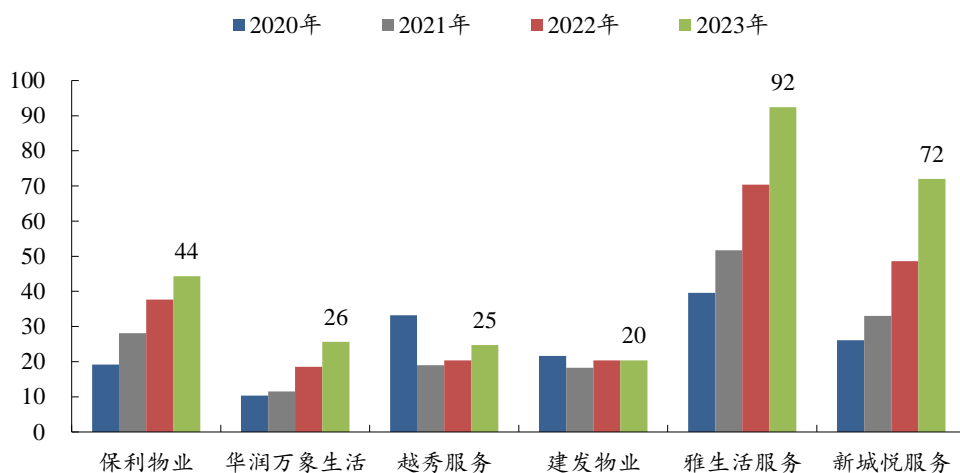
图11: 样本公司第三方贸易应收款/营业收入情况，央国企远好于民企



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

我们发现，无论是第三方贸易应收款/营业收入情况，还是第三方贸易应收款的周转天数情况，央国企均远好于民企，说明央国企在近几年的外拓中更为保守，所拓展项目的回款情况相对较好，而民企物业公司历史拓展项目创造持续现金流的能力相对就要弱一些。

图12: 样本公司第三方贸易应收款周转天数情况, 央国企远好于民企



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 4) 聚焦 1-2 类重点业态, 打造核心能力和优势业态

物业公司在进行外拓时, 覆盖的业态类型越多, 并不一定意味着其外拓能力越强。相反, 如果能有聚焦在 1-2 类重点业态, 找到突破口形成自己的优势业态, 反而能够证明公司形成了自己的核心竞争力。业内成功的案例如保利物业在公共服务业态的深耕、如新大正在航空业态的领先等。

综上所述, 我们可以给出拥有高质量外拓能力的公司一个大致的画像:

- 1) 完备的外拓考核机制, 稳定增长的外拓项目合同金额;
- 2) 外拓项目的稳定管理, 不会出现大量外拓项目退场, 或是亏损项目影响物业服务业务的利润率;
- 3) 外拓项目回款正常, 第三方项目应收款周转天数处于合理区间;
- 4) 能够平衡短期和长期战略目标, 拥有 1-2 类特色优势业态。

### 3. 物业公司是否能成为长期高分红标的?

#### 3.1. 物业公司普遍提高 2023 年分红率

2024 年高股息策略开始获得市场越来越多的关注, 而物业作为一个低负债、低资本开支、良好现金流的行业, 是非常符合高分红公司的基本特征的。可以看到, 大部分物

业公司也确实做出了回应，不同幅度地提高了其 2023 年的分红比例。

我们选取的 11 家公司中，保利物业、华润万象生活、越秀服务、绿城服务、新城悦服务等都大幅提升了其分红率，建发物业、滨江服务由于历史上始终保持较高分红率，这次还通过特别分红的方式再次提升分红率。此外，碧桂园服务和融创服务尽管由于减值造成归母口径净利润较低或是亏损，仍然按照核心净利润进行分红与股东分享收益。

从股息率看，融创服务和新城悦服务都已超过 9%，建发物业、滨江服务也已超过 8%。今年大幅提高分红比例的越秀服务的股息率也超过 6%，均已符合高股息标的的特征。

图13：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	3.0%
中海物业	31%	30%	30%	31%	31%	维持	3.4%
越秀服务			35%	36%	50%	上升	6.3%
建发物业			41%	49%	71%	上升	8.8%
绿城服务	45%	77%	63%	53%	73%	上升	4.7%
碧桂园服务	24%	27%	24%	64%	25%	维持	7.3%
雅生活服务	48%	40%	24%	0%	19%	上升	3.5%
融创服务		30%	29%	55%	55%	维持	9.0%
新城悦服务	52%	50%	25%	33%	40%	上升	9.2%
滨江服务	69%	60%	60%	60%	70%	上升	8.5%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

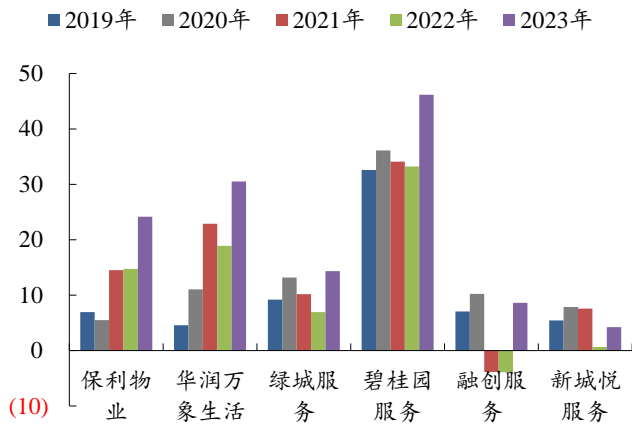
**物业公司普遍提高 2023 年分红率是表象，而内在的原因则值得引起重视。**

首先，2023 年物业公司的经营性现金流普遍出现好转。除了 2022 年四季度的部分物业费由于疫情原因延迟至 2023 年一季度支付的特殊因素外，物业公司今年普遍加强了现金流管理，采取的方法包括但不限于通过各种手段清缴过往陈欠款、保持今年费用的收缴率、适当提高物业费预付比例、清退现金流较差的项目等。从典型公司的经营性现金流看，确实观察到 2023 年的情况正在大幅好转，扭转了 2021-2022 年逐年下滑的不利状态。

从净现比指标看，也发现有越来越多的公司能够实现 1 倍以上的覆盖，绿城服务和保利物业 2023 年的覆盖倍数已经到达 2.2 倍和 1.7 倍。从物业公司的商业逻辑来看，经营性现金流理应能够覆盖当年净利润。由此可见，越来越多的物企正在找回初心，回归

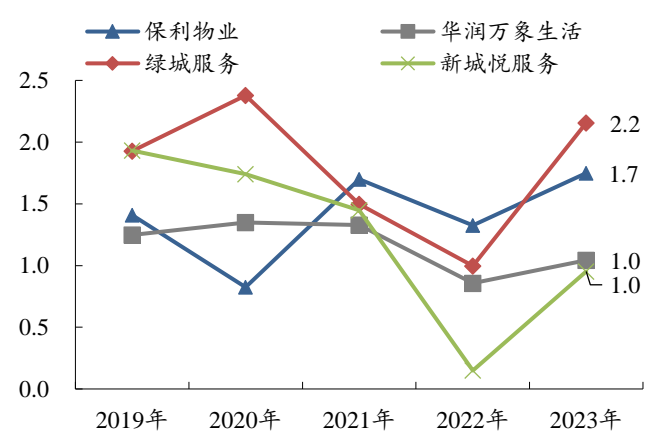
业务本源，将现金流而非利润视为公司发展的核心指标。

图14: 典型物企 2023 年经营活动现金流净额出现好转



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

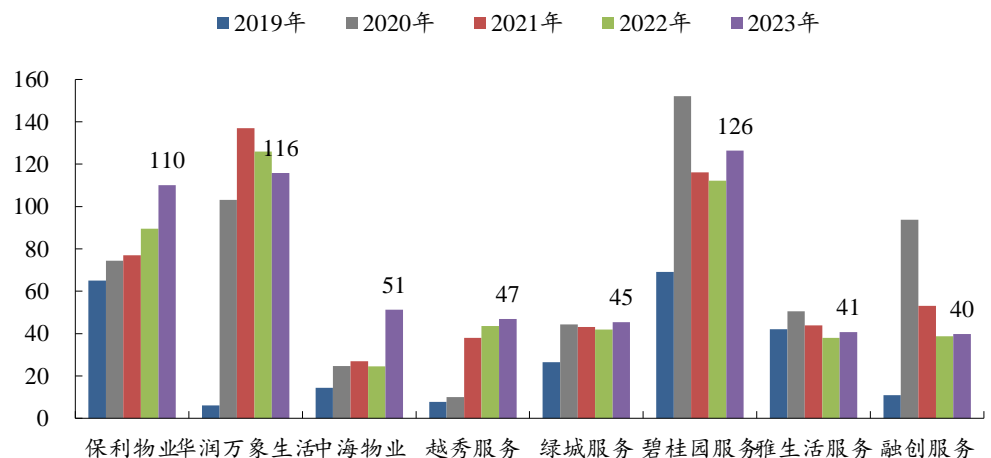
图15: 典型物企 2023 年净现比开始回升



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

其次, 物企在手现金充沛, 满足高分红率的客观条件。我们梳理了样本公司现金科目的情况, 可以发现大部分物企 2023 年的现金稳定或有所增长, 且金额已经相当可观, 其中不乏在手现金超过 100 亿的公司 (保利物业、华润万象生活和碧桂园服务), 而其他中型物业公司的现金也都在 40-50 亿不等, 这样体量的现金已经达到了需要公司进行现金管理动作的规模。过去几年, 由于对规模的焦虑, 各家公司可能会预留部分现金用于大型收购, 但目前来看一二级市场的倒挂已经消失, 上市物企对大型收购的动力已经大幅下降, 因此提高分红率避免大量现金闲置而被股东诟病, 成为大部分物企的共同选择。

图16: 样本物业公司在手现金充沛



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

最后，大比例分红是物业公司证明现金没有被占用的最简单直接的方法。过去几年由于个别公司的不当做法，使投资者对物企（尤其是有民营地产关联方的物企）的现金产生了不信任感，有现金被关联方占用甚至挪用的担心，那将现金以分红的形式返还给投资者则成为最佳的也是最直接自证手段。

### 3.2. 独立、稳健经营的物业公司才具备长期高分红的能力

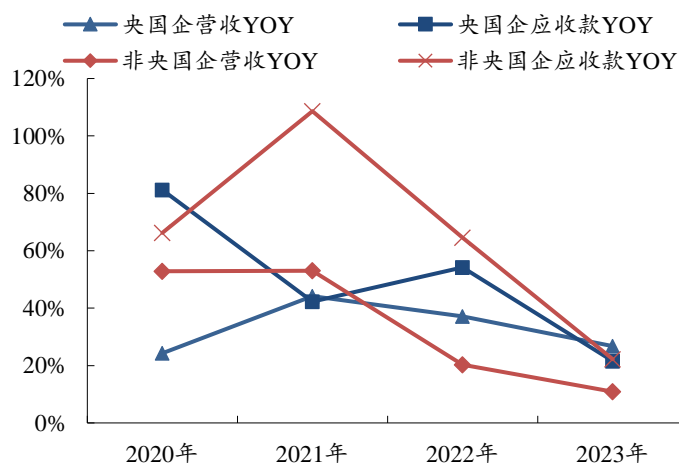
物业行业经历了过去几年的快速发展之后，开始回归正常的发展节奏，而物业的商业模式理应匹配较高的分红率，提升并维持较高的分红率应该是物业公司顺应行业和公司发展新阶段的正常决策，而非对资本市场的短期好恶的刻意迎合，两者有本质区别，前者是可持续的，而后者则是不可持续的。

我们需要找出的就是上文所述顺应行业发展规律的公司，而能够长期维持高分红率的物业公司应该具备以下3个条件：1）能够持续创造稳定现金流；2）对现金有独立的使用决策权；3）公司（管理层）有分红意愿。

首先，能够持续创造稳定现金流其实是一个非常高的标准，这不仅要求公司对存量项目维持较好的收缴率，更要求公司在发展战略上保持合理适度。就如同前几年行业大量公司采用激进的第三方外拓策略，不仅可能带来一定的资金流出（带资进场、保证金等），同时低质量项目可能导致大量应收款影响现金流。

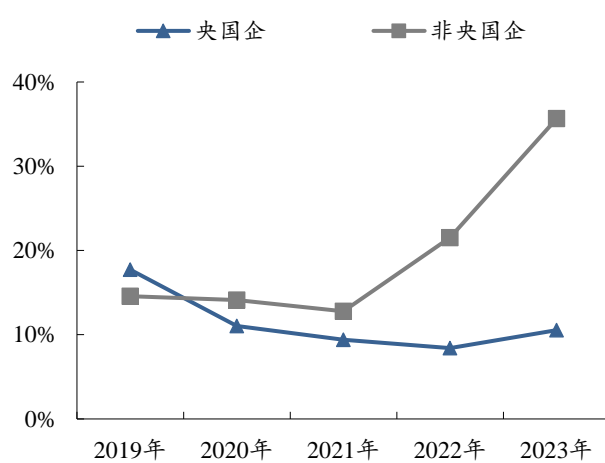
应收款是影响物业公司现金流最重要的指标，我们可以用应收款相关的指标来量化评价物业公司的这一能力。第一，在可持续创造现金流的状态下，物业公司的营收增速应该是高于应收款增速的。其次，可以重点关注一年以上应收款的占比，若此占比明显上升或是趋势性上升的，则表明公司的现金流情况是持续恶化的，能否支持持续的高分红率是需要存疑的。

图17: 央国企公司应收款增速已低于营业收入增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图18: 非央国企公司一年以上应收款占比明显提升

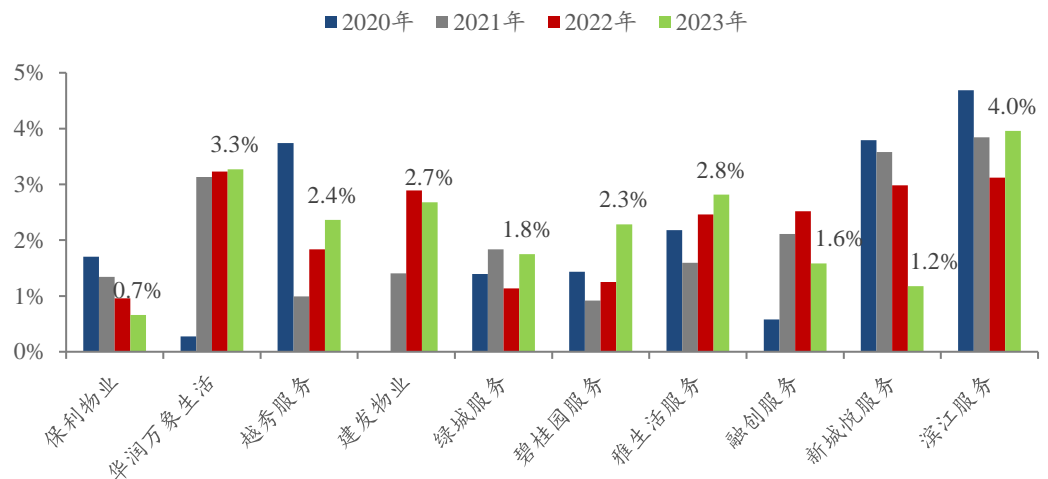


数据来源：公司年报，东吴证券研究所



其次，物业公司对现金有独立的使用决策权是底线要求。作为外部研究人员我们很难准确获知公司内部的现金管理制度和实际执行情况，我们只能通过一些量化的指标来进行判断。因此我们尝试使用各公司的财务收入/期初期末现金的平均值得到的现金收益率来衡量，但由于各家公司的现金管理手段和能力不一，现金收益率的高低并不能直接反映公司现金支配的能力。由于历史上个别民营物业公司出现过地产关联方挪用物业资金的情况发生，所以市场可能会将对现金使用决策权的担忧扩大至所有民企物业公司。而央国企物企的关联方目前并未出现公开债务的违约，其现金流水平也相对健康，并没有占用物业公司现金的动机。基于此我们判断央国企物业公司对现金的使用决策权可能会略胜一筹。

图19：样本物业公司现金收益率情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

最后也是最重要的一点是，公司/管理层能够充分认识到行业当前的发展状态，能够参照成熟资本市场的公司治理模式，理解高分红是符合当前公司和股东共同利益的最佳策略。

总结一下，我们认为能够维持高分红的物业公司应当拥有能够持续创造稳定现金流的能力，同时对现金有独立的使用决策权，最后公司及管理层也意识到高分红是当前应该采取的策略。量化指标上，我们可以通过净现比、应收款周转天数（尤其是一年以上应收款的情况）、应收款增速与营收增速的比较等进行判断，其中一项或多项指标出现恶化时，高分红率将是不可持续的。

#### 4. 投资建议：寻找与关联方互相安好、第三方外拓行稳致远、具备稳定高分红能力的公司

对物业公司的研究，不能用太刻板的标准去衡量，比如行业上行期时都对社区增值服务趋之若鹜，但最后发现能够产生持续现金流且能贡献足够体量利润的业务并不多；又比如在行业下行期时，大家又纷纷忙于与地产关联方切割，但最后发现地产关联方交付的住宅项目可能才是盈利最佳的资产。所以如何判断具备投资价值的物业公司？

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) 地产关联方能够与物业公司相互支持，关联方能够维持稳定的项目交付和应付款的支付，但物业公司应主动压降与其关联业务体量，非业主增值服务利润占比在 10-20%之间、毛利率在 20%左右。
- 2) 拥有完备的外拓考核机制，稳定增长的外拓项目合同金额，没有大量前期外拓项目退场，第三方项目应收款周转天数稳定，并拥有 1-2 类特色优势业态。
- 3) 拥有能够持续创造稳定现金流的能力，同时对现金有独立的使用决策权，最后公司及管理层也愿意逐步提高分红率。

按照当前情况看，央国企物企相对更符合上述几条的标准，但也不应该忽视个别优秀民营物企的投资价值。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、越秀服务和建发物业，建议关注滨江服务。

#### 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>