



# 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：杜昊旻（执业 S1130521090001）

duhaomin@gjzq.com.cn

## 2023 年报总结：转型高质量发展，穿越地产周期

### 核心观点

**利润表：收入增速趋缓，利润略有下滑，央国企表现突出。**2023 年 60 家上市物企：①营收总额 2855.5 亿元，同比+8.1%，较 22 年 15.7%有所放缓。其中央国企物企+18.3%，独立物企+15.0%，民企且未展期物企+13.4%，混合所有制物企+10.1%，民企且已展期物企+1.7%。②归母净利润总额 149.6 亿元，同比-1.7%，已连续两年下滑。其中央国企物企+26.1%，民企且未展期物企+1.9%，民企且已展期物企-4.2%，独立物企-10.8%，混合所有制物企-24.8%。③整体毛利率为 20.3%，同比-1.3pct，毛利率持续下降。其中民企且未展期物企 26.0%；民企且已展期物企 22.1%；央国企物企 20.8%；混合所有制物企毛利率 16.1%；独立物企 13.4%。④整体销管费用率为 8.7%，同比-0.9pct，销管费用率持续压降。其中央国企物企 6.7%；独立物企 7.9%；混合所有制物企 8.3%；民企且未展期物企 9.1%；民企且已展期物企 10.2%。

**资产负债表：应收增速放缓，商誉下降，现金充裕。**2023 年 60 家上市物企：①贸易应收账款周转天数 104 天，同比增加 12 天，增速放缓。贸易应收账款周转天数拉长是行业共性问题，其中央国企物企 61 天；独立物企 81 天；民企且未展期物企 84 天；混合所有制物企 86 天；民企且已展期物企 139 天。②商誉总额 364.7 亿元，同比-11.3%，首次由正转负，主因收并购放缓并计提大额减值。③净现金总额 1158.2 亿元，同比+11.4%，物企现金充裕，作为“现金奶牛”的属性仍未改变。

**现金流量表：重回现金流逻辑，积极分红回馈股东。**2023 年 60 家上市物企：①经营性现金流净额 294.0 亿元，同比+108.2%。其中央国企物企+41.9%；民企且已展期物企+449.0%；混合所有制物企+3.2%；民企且未展期物企+4.8%；独立物企+95.8%；②经营性现金流净额/净利润为 1.81x，较 22 年的 0.86x 大幅提升。③融资性现金流净额-140.9 亿元，较 22 年-127.7 亿元流出更多，主因债务减少及分红增加。④分红总额 86.4 亿元，同比+23.6%。其中央国企物企+54.9%；混合所有制物企+36.3%；民企且已展期物企-18.9%；民企且未展期物企+19.9%；独立物企+10.5%。央国企物企分红更为稳健，2020-2023 年期间分红总额维持 50%以上的增速。

**业务结构：基础物管稳业绩，增值服务助成长。**2023 年 37 家上市物企各业务收入：①物管服务同比+12.8%，收入占比提升 3.1pct 至 67.0%，进一步夯实业绩压舱石地位。②非业主增值服务同比-20.9%，成为唯一负增长的业务，连续两年大幅下滑后收入占比降至 8.1%。③社区增值服务同比+5.2%，近五年收入占比维持 12%-16%。

### 投资建议

房地产市场进入深度调整以来，关联房企的经营情况持续影响物业公司的业绩及在资本市场的表现。从外部来看，当前央国企开发商销售、拿地、融资表现普遍好于同行，部分头部央国企及改善型房企资产质量好、债务健康，具备明显的竞争优势，能够助力物业公司的发展。从自身来看，部分物业公司不盲目扩张规模，持续夯实发展质量，中长期业绩表现亮眼，体现出穿越周期的强大韧性，具备营收利润持续增长、销管费用率不断压降、应收账款控制得当、低负债率现金充裕、经营性现金流持续改善、积极分红回馈股东等优秀特质。因此在国资物企中，推荐**华润万象生活**、**建发物业**、**越秀服务**，其关联房企销投融资表现突出，在行业出清的过程中有望实现强者恒强，能够大力支持物企的发展。在民营物企中，推荐**滨江服务**，其关联房企经营稳健堪比国企，公司自身定位中高端品质服务，5S 增值服务进展顺利；推荐**金科服务**，公司连续两年计提大额减值，历史包袱出清，24 年有望迎来业绩反转。

### 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

样本说明.....	4
一、利润表：收入增速趋缓，利润略有下滑，央国企表现突出.....	5
1.1、整体收入增速持续放缓，央国企增速最高.....	5
1.2、央国企利润增速稳定，多数民企利润持续下滑.....	6
1.3、整体毛利率延续下滑态势，央国企毛利率略有提升.....	6
1.4、降本增效管控费用，销管费用率持续下滑.....	7
二、资产负债表：应收增速放缓，商誉下降，现金充裕.....	8
2.1、贸易应收账款周转天数拉长成行业共性问题.....	8
2.2、商誉有所下降，并购趋向谨慎.....	9
2.3、净现金规模回升，资金相对充裕.....	11
三、现金流量表：重回现金流逻辑，积极分红回馈股东.....	12
3.1、经营性现金流净额大幅回升，覆盖净利润倍数上升.....	12
3.2、融资性现金流流出，红利属性凸显.....	14
四、业务结构：基础物管稳业绩，增值服务助成长.....	16
4.1、基础物管收入增长，占比上升，压舱石属性凸显.....	17
4.2、央国企物企各项业务表现优于同行，关键在于增值服务.....	17
五、投资建议.....	18
六、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1： 物业指数与地产走势基本一致.....	4
图表 2： 本文各类表述所对应的上市物企明细.....	4
图表 3： 2023 年上市物企营收总额同比+8.1%.....	5
图表 4： 各类样本物企的营收同比走势.....	5
图表 5： 2023 年上市物企营收 TOP20.....	5
图表 6： 2023 年上市物企归母净利润总额同比-1.7%.....	6
图表 7： 各类样本物企的归母净利润同比走势.....	6
图表 8： 2023 年上市物企归母净利润 TOP20.....	6
图表 9： 2023 年上市物企毛利率同比下降 1.3pct.....	7
图表 10： 各类样本物企的毛利率走势.....	7
图表 11： 2023 年上市物企毛利率 TOP20.....	7



图表 12:	2023 年上市物企销管费用率同比下降 0.9pct	8
图表 13:	各类样本物企的销管费用率走势	8
图表 14:	2023 年上市物企销管费用率最低的 20 名	8
图表 15:	2023 年上市物企应收账款周转天数持续走高	9
图表 16:	各类样本物企的贸易应收账款周转天数走势	9
图表 17:	2023 年上市物企贸易应收账款周转天数最短的 20 名	9
图表 18:	2023 年上市物企商誉总额同比-11.3%	10
图表 19:	各类样本物企的商誉同比走势	10
图表 20:	2023 年上市物企商誉 TOP20	10
图表 21:	上市物企收并购交易金额自 2021 年后连续两年放缓	11
图表 22:	2023 年上市物企净现金总额同比+11.4%	11
图表 23:	各类样本物企的净现金同比走势	11
图表 24:	2023 年上市物企净现金 TOP20	12
图表 25:	2023 年上市物企经营性现金流净额同比+108.2%	12
图表 26:	各类样本物企的经营性现金流净额同比走势	12
图表 27:	2023 年上市物企经营性现金流净额 TOP20	13
图表 28:	各类样本物企的经营性现金流净额覆盖净利润的倍数走势	13
图表 29:	2023 年上市物企经营性现金流净额覆盖净利润的倍数 TOP20	14
图表 30:	2023 年上市物企融资性现金流净额-141 亿元	14
图表 31:	2023 年上市物企分红总额同比+23.6%	14
图表 32:	各类样本物企的分红总额同比走势	15
图表 33:	2023 年上市物企分红总额 TOP20	15
图表 34:	各类样本物企的分红比例走势	16
图表 35:	2023 年上市物企分红比例 TOP20	16
图表 36:	持续披露业务收入数据的 37 家上市物企明细及分类	17
图表 37:	37 家物企各业务收入的同比走势	17
图表 38:	37 家物企各业务收入的占比走势	17
图表 39:	各类物企的物管服务收入同比	18
图表 40:	各类物企的社区增值服务收入同比	18
图表 41:	各类物企的非业主增值服务收入同比	18
图表 42:	各类物企的其他业务收入同比	18
图表 43:	港股物业股 PE-TTM	19
图表 44:	覆盖公司估值情况	19



## 样本说明

自 2021 年下半年以来，房地产市场进入深度调整期，房企的经营状况在一定程度上能够影响其关联的上市物企的业绩及股价表现。在资本市场上，物业指数与地产指数的走势基本保持一致。

图表1：物业指数与地产走势基本一致



来源：wind，国金证券研究所

由于关联房企能够对物企产生较大的影响，因此本文在整体分析物业行业的业绩表现之外，还根据其关联房企的股东背景及经营情况，将上市物企分成了央国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企、混合所有制物企、独立物企共五类进行对比分析。本文中出现的各类表述所对应的物业公司明细如下表所述。

图表2：本文各类表述所对应的上市物企明细

类型	数量（家）	物企明细
上市物企	60	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 新城悦服务 合景悠活 滨江服务 越秀服务 建发物业 卓越商企服务 金茂服务 建业新生活 宝龙商业 远洋服务 中骏商管 德信服务集团 星盛商业 力高健康生活 和泓服务 新希望服务 时代邻里 第一服务控股 弘阳服务 华发物业服务 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 银城生活服务 荣万家 德商产投服务 京城佳业 祈福生活服务 中奥到家 浦江中国 苏新服务 永升服务 星悦康旅 鑫苑服务 兴业物联 众安智慧生活 恒大物业 领悦服务集团 康桥悦生活 融信服务 东原仁知服务 烨星集团 特发服务 招商积余 新大正 南都物业
关联房企为央国企的样本物企 （简称“央国企物企”）	10	华润万象生活 中海物业 保利物业 招商积余 华发物业服务 越秀服务 建发物业 金茂服务 金融街物业 京城佳业
关联房企为民企且未展期的样本物企 （简称“民企且未展期物企”）	5	新城悦服务 滨江服务 卓越商企服务 新希望服务 星盛商业
关联房企为民企且已展期的样本物企 （简称“民企且已展期物企”）	15	碧桂园服务 恒大物业 世茂服务 融创服务 永升服务 金科服务 合景悠活 宝龙商业 时代邻里 银城生活服务 荣万家 佳兆业美好 中奥到家 星悦康旅 彩生活
关联房企为混合所有制的样本物企 （简称“混合所有制物企”）	4	万物云 绿城服务 远洋服务 建业新生活
无关联房企的物企 （简称“独立物企”）	5	新大正 南都物业 特发服务 苏新服务 浦江中国

来源：wind，国金证券研究所 注：仅选取连续披露数据的上市物企；类型仅根据上市物企其关联房企的股东背景及经营情况划分，与物企自身的股东背景及经营情况无关



## 一、利润表：收入增速趋缓，利润略有下滑，央国企表现突出

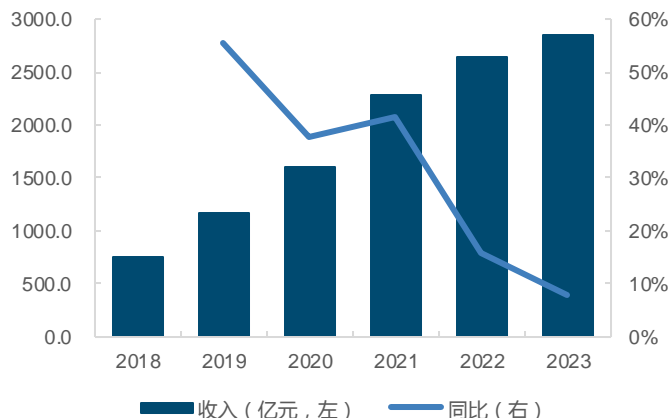
### 1.1、整体收入增速持续放缓，央国企增速最高

2023 年，60 家上市物企营收总额 2855.5 亿元，同比+8.1%，较 2022 年 15.7% 的增速有所放缓。主要原因有：①行业经过几年的高速发展，收入基数已经较大；②行业由规模导向转为效益导向，部分公司主动退盘部分低效的在管项目，逐步收缩或退出部分增收不增利的业务（特别是社区增值服务中的某些业务板块）；③受地产影响，非业主增值服务收入及新增在管面积普遍下降；④收并购市场低迷。

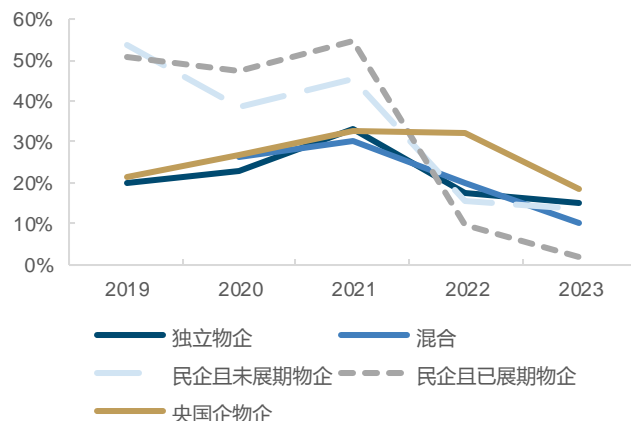
从各类样本物企的营收同比增速来看，2023 年央国企物企为+18.3%，独立物企为+15.0%，民企且未展期物企为+13.4%，混合所有制物企为+10.1%，民企且已展期物企为+1.7%。在当前物业行业中，各类物企的经营表现持续分化，与地产行业央国企和民企明显分化的趋势一致，由于央国企开发商在销售、拿地、融资各方面的表现均优于多数民营开发商，因此能够在新交付管理面积规模、开展非业主增值服务等方面对给予关联物企更大力度的支撑。

60 家上市物企中，2023 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 426 亿元、332 亿元、174 亿元，同比分别+3.0%、+10.2%和+17.1%。物企间营收规模的差距较为明显。

图表3：2023 年上市物企营收总额同比+8.1%



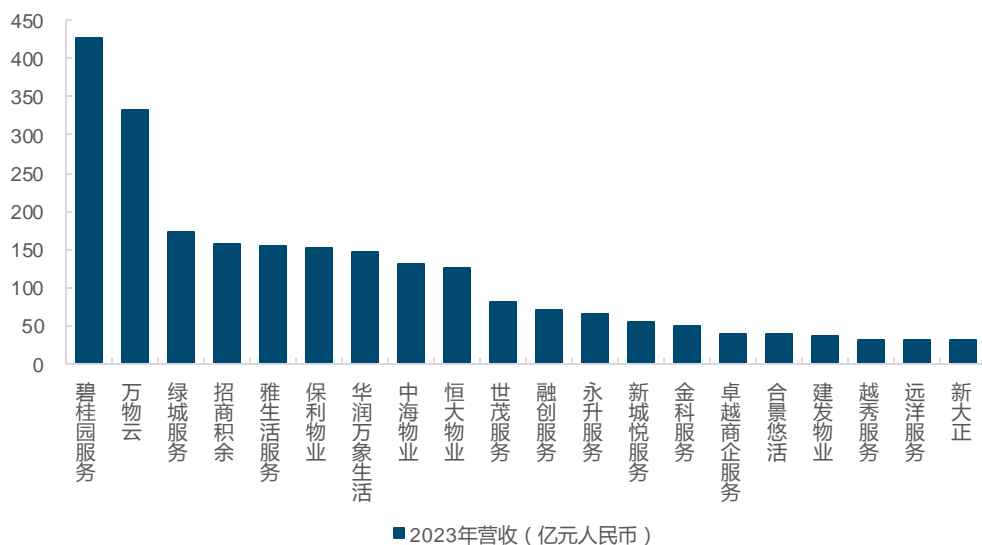
图表4：各类样本物企的营收同比走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表5：2023 年上市物企营收 TOP20



来源：wind，国金证券研究所





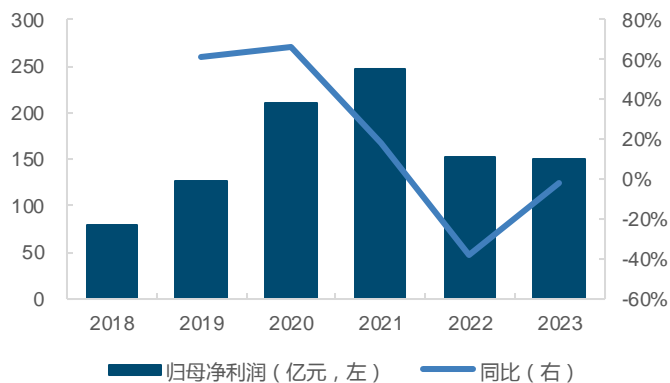
## 1.2、央国企利润增速稳定，多数民企利润持续下滑

2023 年，60 家上市物企归母净利润总额 149.6 亿元，同比-1.7%，归母净利润已经连续两年下滑，主要因为：①外部受到宏观经济波动及地产行业下行影响，内部员工成本支出相对刚性，多数物企综合毛利率持续下滑。②受房地产付款账期不断延长的拖累，物企对应收账款、应收票据等金融资产持续计提减值。③受此前高溢价并购及兑现不及预期的拖累，商誉持续减值。

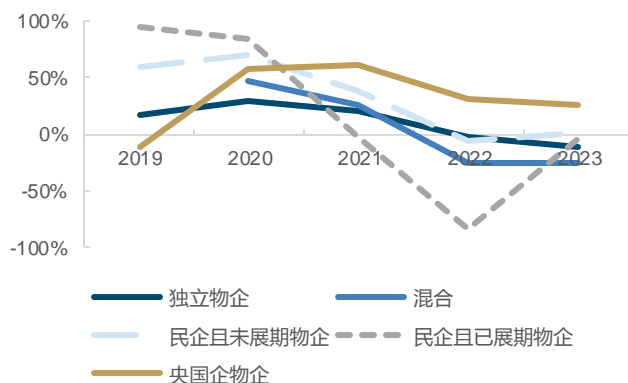
从各类样本物企的归母净利润同比增速来看，2023 年央国企物企为+26.1%，民企且未展期物企为+1.9%，民企且已展期物企为-4.2%（2022 年同比降幅超 80%，基数较低），独立物企为-10.8%，混合所有制物企为-24.8%（受建业新生活大幅由盈转亏拖累）。央国企物企和民企物企之间的利润分化程度较收入分化更为显著，主要因为在毛利率下滑和应收账款&商誉减值方面，民企物企下滑程度远大于国企物企。

60 家上市物企中，2023 年归母净利润最高的三家分别是华润万象生活、万物云、恒大物业，归母净利润分别为 29 亿元、20 亿元、15 亿元，同比分别+32.8%、+29.4%和+8.3%。物企间归母净利润的差距同样明显，且受到毛利率、减值、期间费率等多重因素影响，营收较高的物企可能归母净利润并不高。

图表6：2023 年上市物企归母净利润总额同比-1.7%



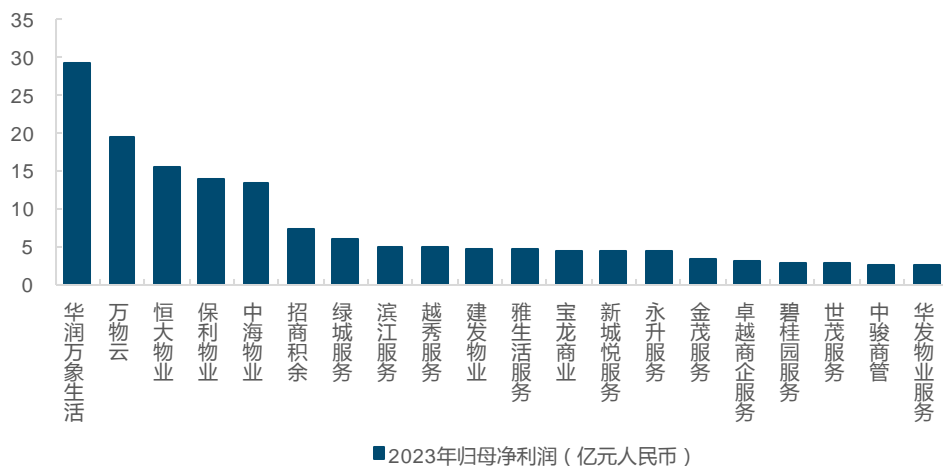
图表7：各类样本物企的归母净利润同比走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表8：2023 年上市物企归母净利润 TOP20



来源：wind，国金证券研究所

## 1.3、整体毛利率延续下滑态势，央国企毛利率略有提升

2023 年，60 家上市物企的整体毛利率为 20.3%，同比-1.3pct。物企的三大主营业务毛利率普遍存在下滑的压力：①基础物管毛利率下滑主要因为物业费提价较为困难而人工成本相对刚性、无形资产摊销增加、第三方外拓占比持续提升（外拓项目毛利率通常低于关联房企新交付项目）。②社区增值服务毛利率下滑主要因为部分业务落地不及预期、业务结构或模式有所变化（如平台抽佣转为自营）。③非业主增值服务毛利率下滑主要因为

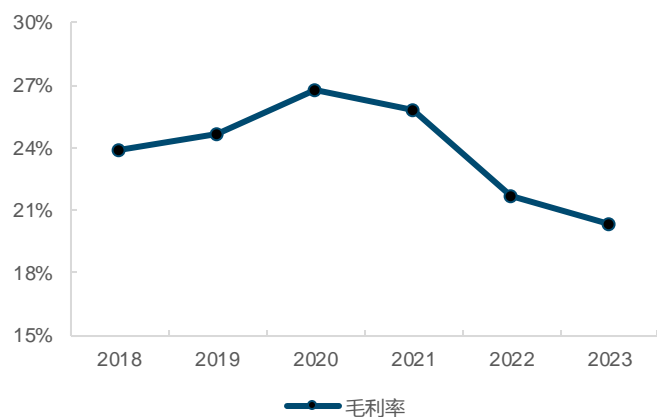


销售持续筑底，房企对成本管控更为严苛，物企该业务规模大幅收缩，其中民企物企该业务的毛利率下滑尤为明显。

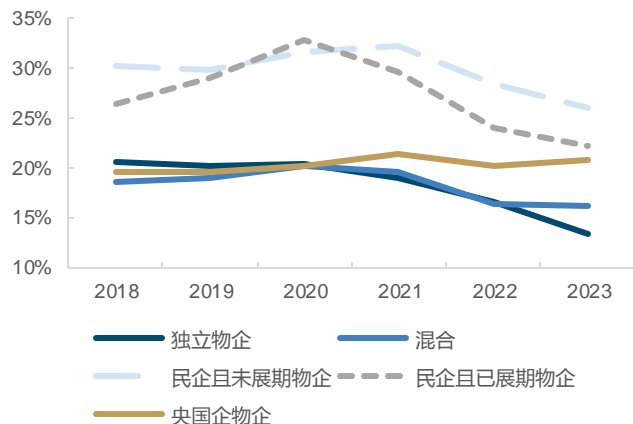
从各类样本物企的毛利率高低来看，2023 年民企且未展期物企毛利率为 26.0%，同比-2.4pct；民企且已展期物企毛利率为 22.1%，同比-1.9pct；央国企物企毛利率为 20.8%，同比+0.7pct；混合所有制物企毛利率为 16.1%，同比-0.4pct；独立物企毛利率为 13.4%，同比-3.1pct。尽管央国企物企的毛利率水平居中，但整体表现更为稳健，并未持续下滑，基本稳定在 20% 的水平。

60 家上市物企中，2023 年毛利率最高的三家分别是星盛商业、祈福生活服务、新希望服务，毛利率分别为 52.5%、47.4%、34.9%，同比分别-3.2pct、+1.0pct、-2.9pct。毛利率较高的物企普遍开展一定体量的商业运营管理业务（毛利率较高）。

图表9：2023 年上市物企毛利率同比下降 1.3pct



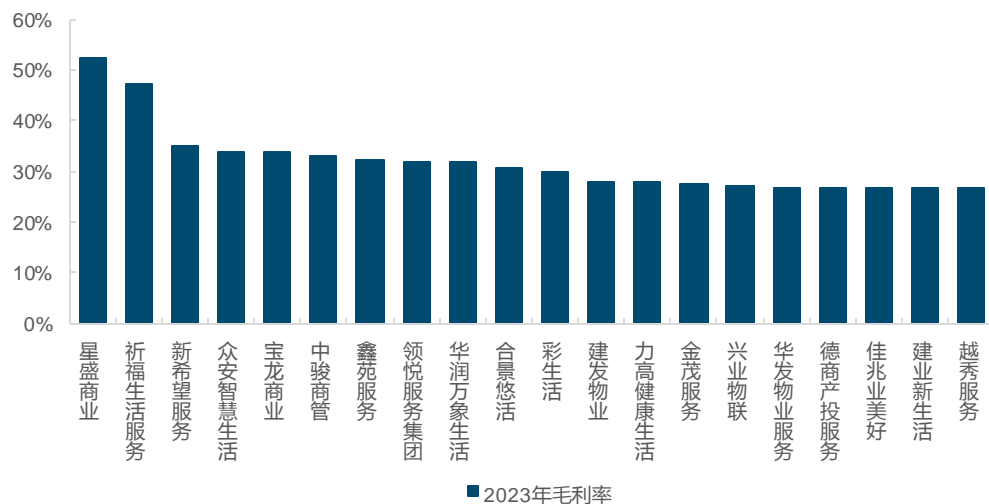
图表10：各类样本物企的毛利率走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表11：2023 年上市物企毛利率 TOP20



来源：wind，国金证券研究所

#### 1.4、降本增效管控费用，销管费用率持续下滑

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。

2023 年，60 家上市物企的整体销管费用率为 8.7%，同比-0.9pct。物企持续降本增效，销管费用率呈连年下降的态势。

从各类样本物企的销管费用率来看，2023 年央国企物企销管费用率为 6.7%，同比-0.7pct；独立物企销管费用率为 7.9%，同比-0.4pct；混合所有制物企销管费用率为 8.3%，

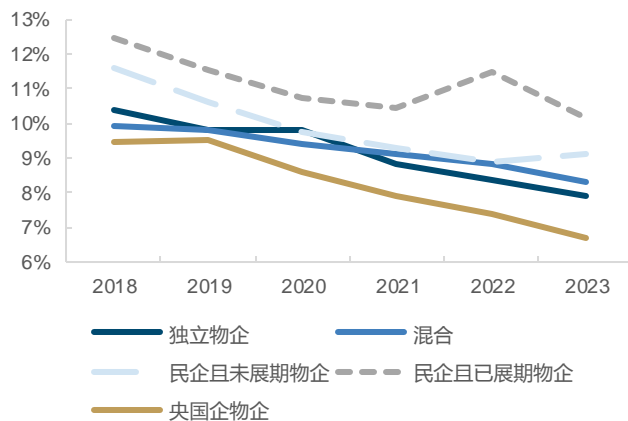
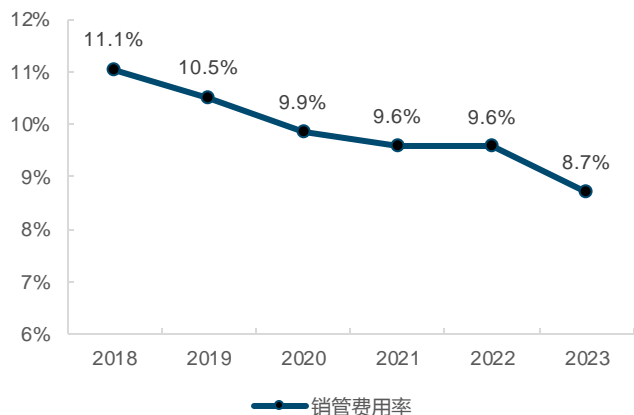


同比-0.5pct；民企且未展期物企销管费用率 9.1%，同比+0.2pct；民企且已展期物企销管费用率 10.2%，同比-1.3pct。

60 家上市物企中，2023 年销管费用率最低的三家分别是中海物业、滨江服务、招商积余，销管费用率分别为 3.0%、3.4%、4.5%，同比分别-0.7pct、-0.2pct、+0.3pct。

图表12：2023 年上市物企销管费用率同比下降 0.9pct

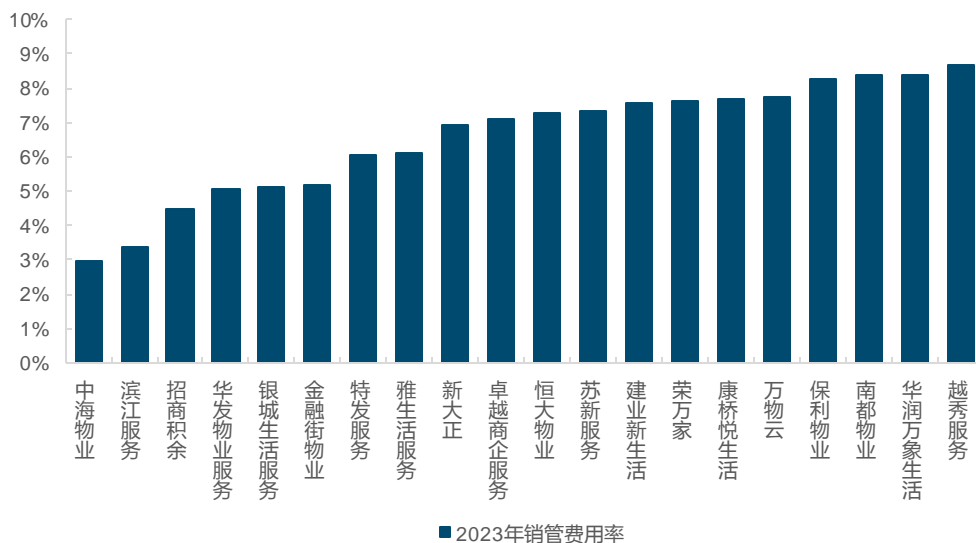
图表13：各类样本物企的销管费用率走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表14：2023 年上市物企销管费用率最低的 20 名



来源：wind，国金证券研究所

## 二、资产负债表：应收增速放缓，商誉下降，现金充裕

### 2.1、贸易应收账款周转天数拉长成行业共性问题

2023 年，60 家上市物企的整体贸易应收账款周转天数约 104 天，较 2022 年增加约 12 天，增长速度有所放缓。

从各类样本物企的贸易应收账款周转天数来看，2023 年央国企物企贸易应收账款周转天数约 61 天，同比增加 6 天；独立物企贸易应收账款周转天数约 81 天，同比增加 4 天；民企且未展期物企贸易应收账款周转天数约 84 天，同比增加 21 天；混合所有制物企贸易应收账款周转天数约 86 天，同比增加 9 天；民企且已展期物企贸易应收账款周转天数约 139 天，同比增加 20 天。近年来贸易应收账款周转天数持续增长已经成为行业的共性问题，主要原因有：①物企在管规模持续扩大，收缴困难的低效项目增多；②受到宏观经济波动影响，部分物企收缴率不及预期；③地方政府财政紧张，ToG 类业务的支付账期拉长；④受销售持续筑底影响，房企普遍拖长账期，特别是民营开发商陷入流动性危机后支付能力下降，多数民营物企应收账款的收回期限相较之前更久。其中央国企物企受益于

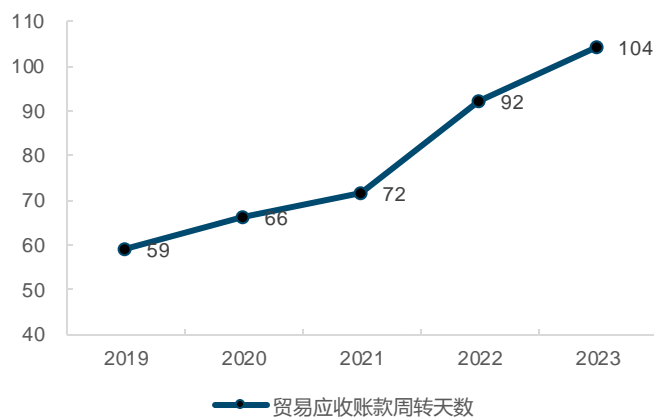




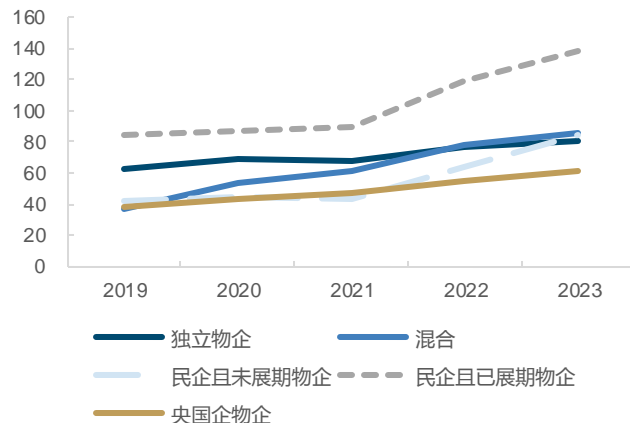
行业分化中关联房企的经营表现较好，独立物企受到开发商影响更小，因此贸易应收账款回收情况更好，周转速度更快。

60家上市物企中，2023年贸易应收账款周转天数最短的三家分别是星盛商业、建发物业、祈福生活服务，贸易应收账款周转天数分别为13天、32天、38天。其中星盛商业及祈福生活服务主要从事商业运营管理服务，不易受到住宅开发波动影响，回款较快；建发物业2023年营收大幅增长，因而周转速度加快。

图表15：2023年上市物企应收账款周转天数持续走高



图表16：各类样本物企的贸易应收账款周转天数走势

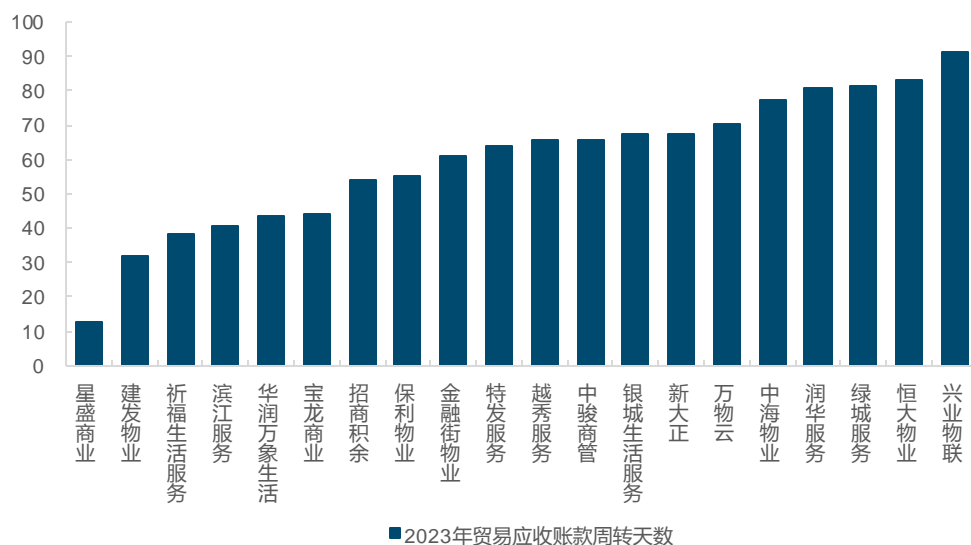


来源：wind，国金证券研究所 注：贸易应收账款取期末期初平均值，天数取360

来源：wind，国金证券研究所

天，下同

图表17：2023年上市物企贸易应收账款周转天数最短的20名



来源：wind，国金证券研究所

## 2.2、商誉有所下降，并购趋向谨慎

2023年，60家上市物企的商誉总额为364.7亿元，同比-11.3%，商誉增速首次由正转负。主要因为：一方面上市物企逐渐回归理性，发展路径逐步由“规模为王”转为“效益为王”，各家物企开始积极寻求高质量增长，对收并购普遍持审慎态度，进一步减少收并购行为。根据克而瑞统计，2023年共发生42宗收并购事件，同比下降21%；收并购金额约33.73亿元，同比下降68%，已经连续两年大幅缩水。另一方面此前部分物企的收并购行为过于激进，交易对价过高，近两年投后整合不畅、标的公司项目质量低于预期、标的公司业绩预期无法兑现等问题陆续出现，进而持续计提减值，商誉减值后账面价值大幅下降。

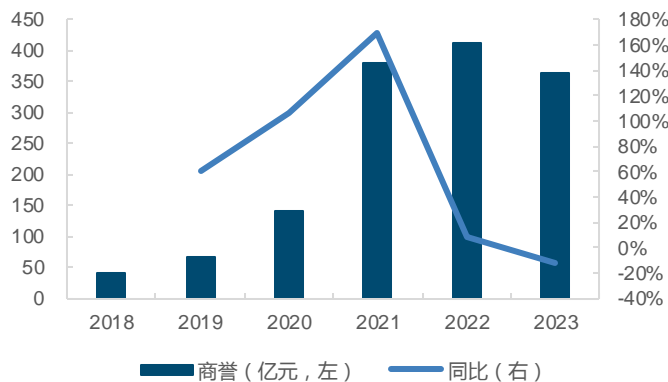
从各类样本物企的商誉来看，2023年民企且已展期物企商誉约234亿元，同比-16.0%；混合所有制物企商誉约49亿元，同比-0.1%；央国企物企商誉约26亿元，同比+7.2%；民



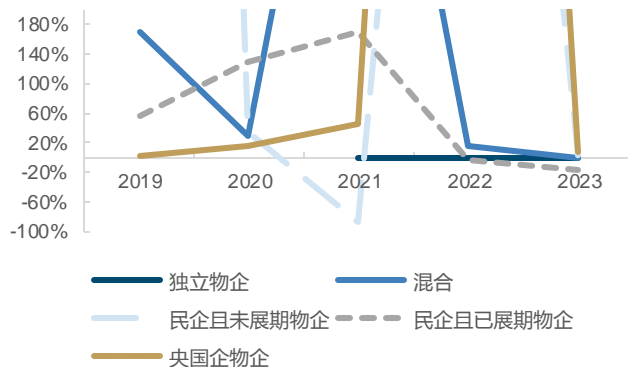
企且未展期物企商誉 8 亿元，同比+1.3%；独立物企商誉约 0.26 亿元，同比持平。

60 家上市物企中，2023 年商誉最高的三家分别是碧桂园服务、万物云、雅生活服务，商誉分别为 164 亿元、37 亿元、29 亿元，同比分别-8.2%、-0.0%、-12.9%。

图表18：2023 年上市物企商誉总额同比-11.3%



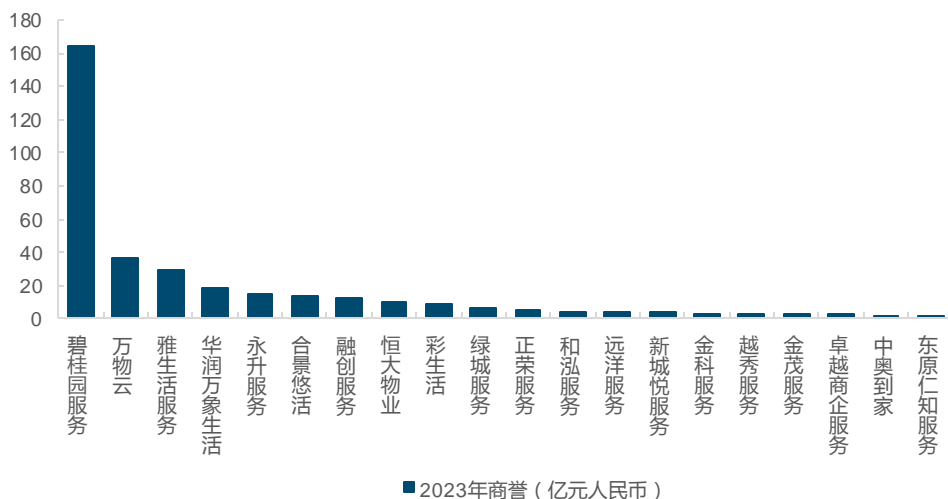
图表19：各类样本物企的商誉同比走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所 注：产生并购后商誉会大幅增长，低基数效应导致部分年份同比波动巨大

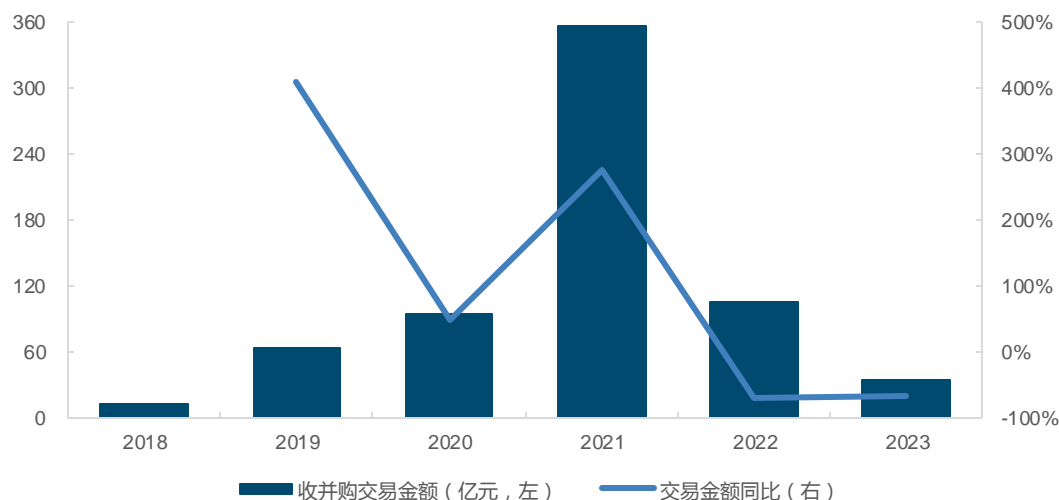
图表20：2023 年上市物企商誉 TOP20



来源：wind，国金证券研究所



图表21：上市物企收并购交易金额自2021年后连续两年放缓



来源：克而瑞，国金证券研究所

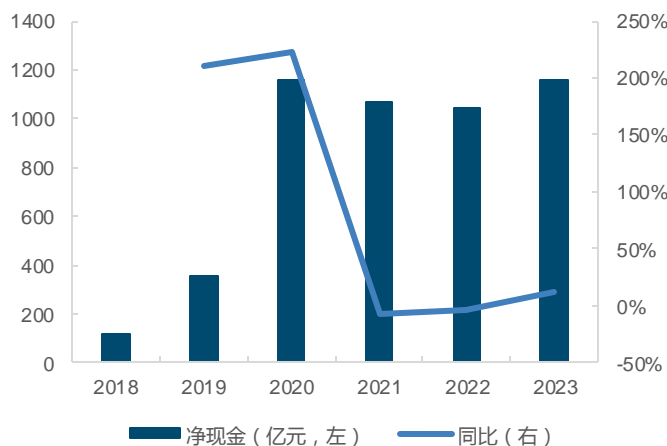
### 2.3、净现金规模回升，资金相对充裕

2023年，60家上市物企的净现金总额为1158.2亿元，同比+11.4%，整体仍处于较为充裕的水平，物业公司作为“现金奶牛”的属性仍未改变。

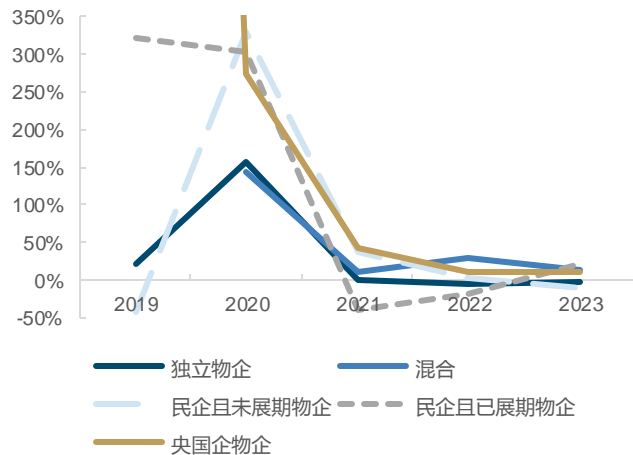
从各类样本物企的净现金来看，2023年央企物企净现金约395亿元，同比+11.6%；民企且已展期物企净现金约348亿元，同比+20.2%；混合所有制物企净现金约220亿元，同比+12.1%；民企且未展期物企净现金约71亿元，同比-10.1%；独立物企净现金约18亿元，同比-2.5%。

60家上市物企中，2023年净现金最高的三家分别是万物云、华润万象生活、碧桂园服务，净现金分别为156亿元、116亿元、111亿元，同比分别+16.7%、-8.0%、+23.5%。各物企间资金实力差距较大。

图表22：2023年上市物企净现金总额同比+11.4%



图表23：各类样本物企的净现金同比走势



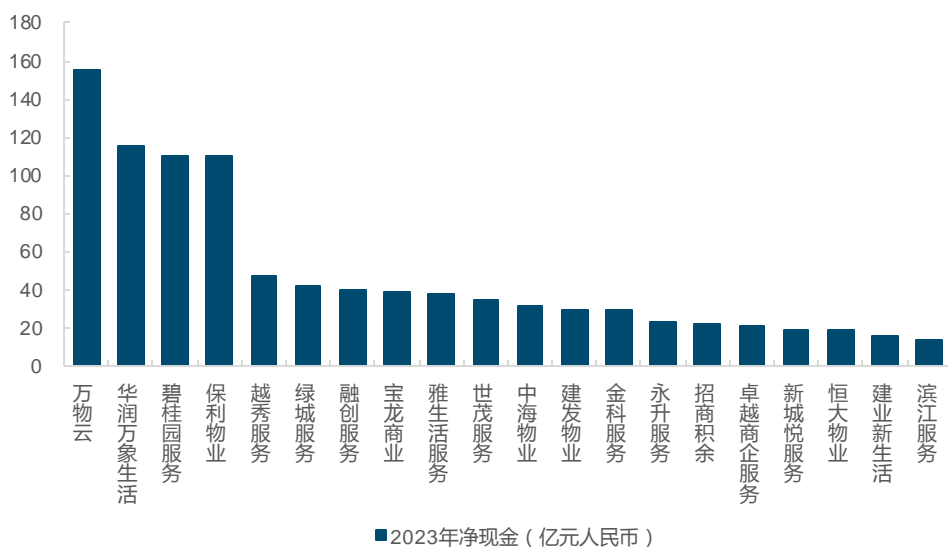
来源：wind，国金证券研究所 注：净现金=现金及等价物-短期借贷及长期借贷

来源：wind，国金证券研究所

当期到期部分-长期借贷，下同



图表24：2023年上市物企净现金 TOP20



来源：wind，国金证券研究所

### 三、现金流量表：重回现金流逻辑，积极分红回馈股东

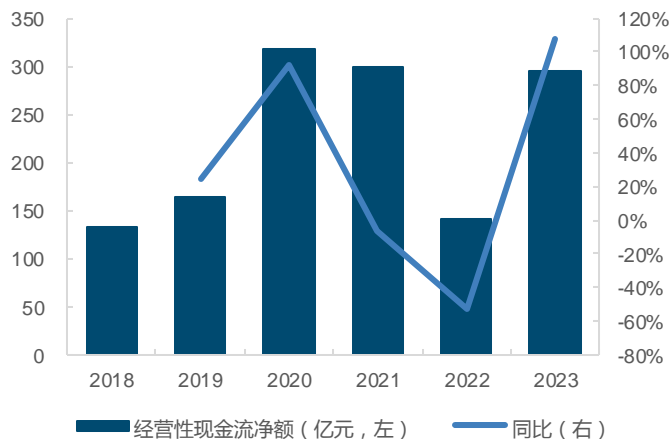
#### 3.1、经营性现金流净额大幅回升，覆盖净利润倍数上升

2023年，60家上市物企的经营性现金流净额约294.0亿元，同比+108.2%。物企经营重回现金流逻辑，2023年在22年低基数上紧抓回款、收缩开支，经营性现金流净额同比明显回升。

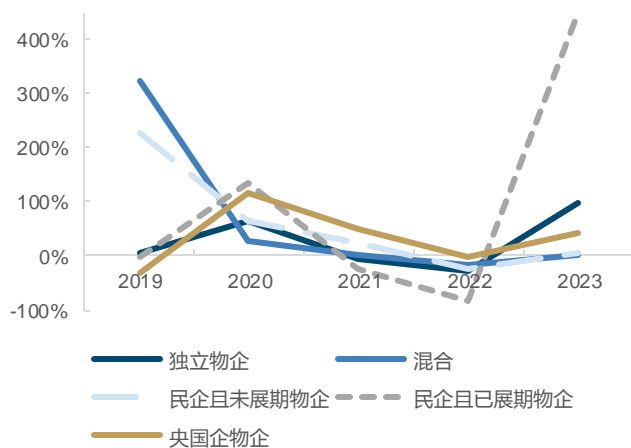
从各类样本物企的经营性现金流净额来看，2023年央企物企经营性现金流净额约105亿元，同比+41.9%；民企且已展期物企经营性现金流净额约100亿元，同比+449.0%（融创服务、世茂服务、永升服务等大型物企由负转正）；混合所有制物企经营性现金流净额约38亿元，同比+3.2%；民企且未展期物企经营性现金流净额约18亿元，同比+4.8%；独立物企经营性现金流净额约8亿元，同比+95.8%。

60家上市物企中，2023年经营性现金流净额最高的三家分别是碧桂园服务、华润万象生活、万物云，经营性现金流净额分别为46亿元、30亿元、26亿元，同比分别+38.9%、+60.8%、-6.2%。

图表25：2023上市物企经营性现金流净额同比+108.2%



图表26：各类样本物企的经营性现金流净额同比走势

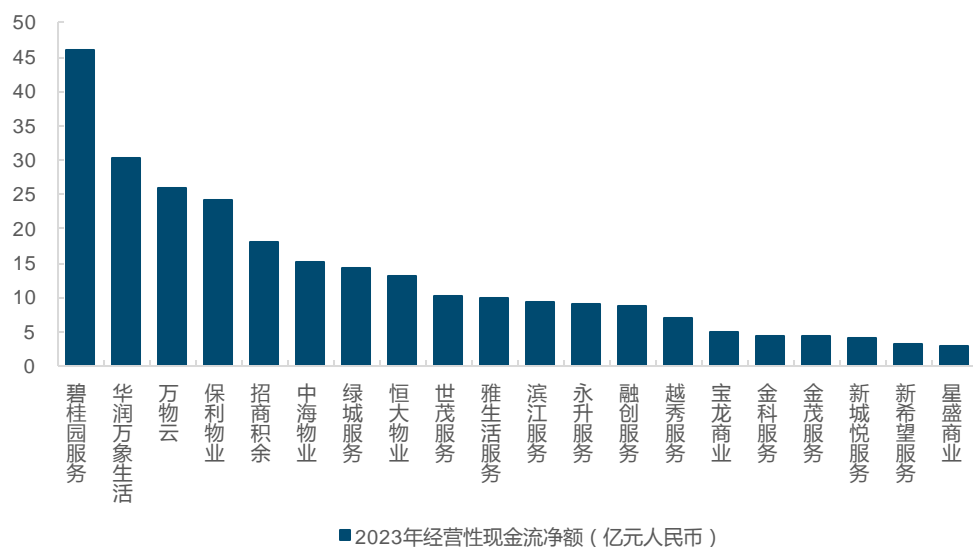


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



图表27: 2023 年上市物企经营性现金流净额 TOP20



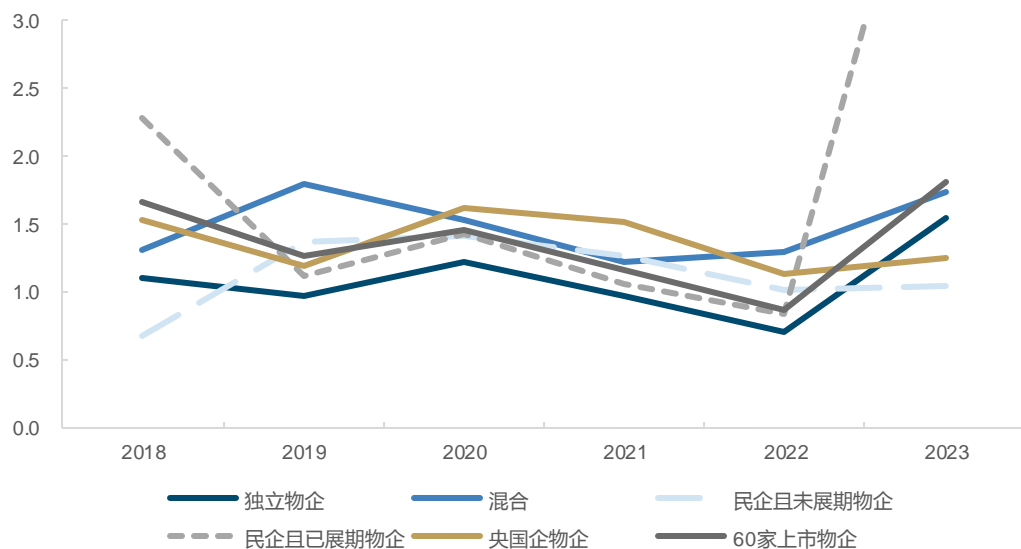
来源: wind, 国金证券研究所

2023 年, 60 家上市物企经营性现金流净额覆盖净利润的倍数为 1.81x, 较 2022 年的 0.86x 大幅提升, 主要由于分子端经营性现金流净额大幅提升, 分母端净利润持续下滑。

从各类样本物企的经营性现金流净额/净利润来看, 民企且已展期物企、混合所有制物企、独立物企、央国企物企、民企且未展期物企的覆盖倍数分别为 5.15x、1.73x、1.54x、1.26x、1.04x。经营性现金流净额覆盖净利润的倍数越高通常意味着净利润质量更高更有保障, 但覆盖倍数过高可能是由于计提大额减值后净利润偏低所导致的。

60 家上市物企中, 剔除覆盖倍数为 3 倍以上的极端高值后, 2023 年经营性现金流净额覆盖净利润的倍数最高的三家分别是东原仁知服务、彩生活、招商积余, 覆盖倍数分别为 2.62x、2.61x、2.46x。

图表28: 各类样本物企的经营性现金流净额覆盖净利润的倍数走势

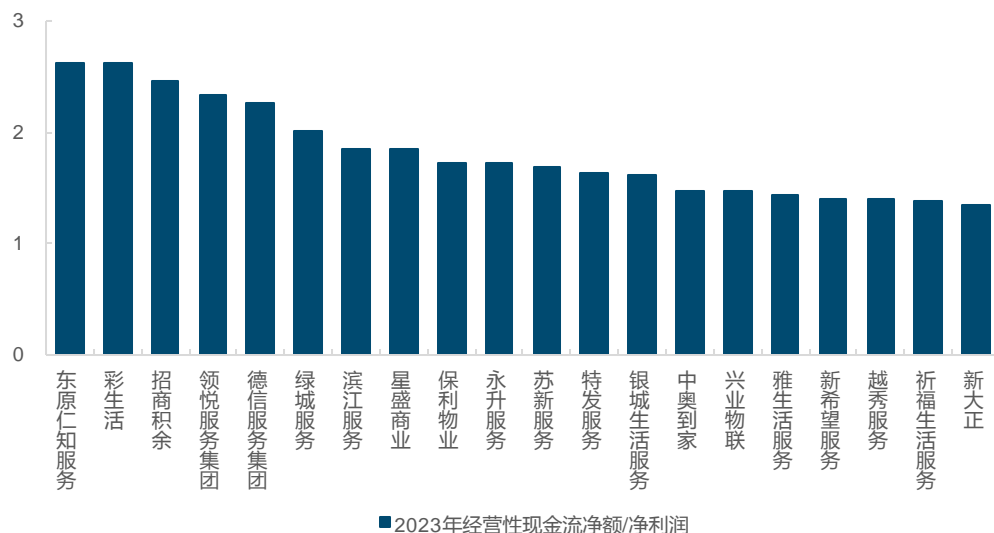


来源: wind, 国金证券研究所





图表29：2023 年上市物企经营性现金流净额覆盖净利润的倍数 TOP20



来源：wind，国金证券研究所 注：剔除覆盖倍数为 3 倍以上的极端值

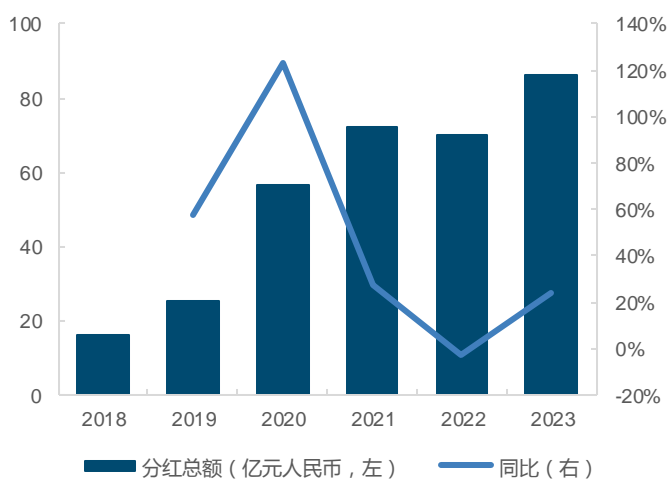
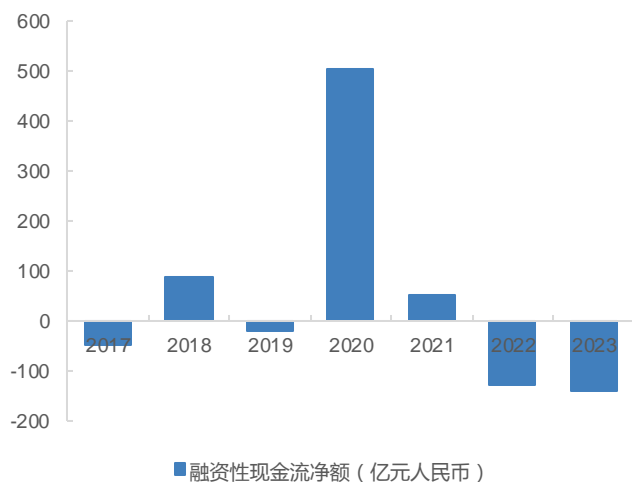
### 3.2、融资性现金流流出，红利属性凸显

2023 年，60 家上市物企的融资性现金流净额约-140.9 亿元，而 2022 年同期为-127.7 亿元。融资性现金流持续大额流出主要由于物企债务减少以及分红增加，2023 年 60 家上市物企的分红总额约 86.4 亿元，同比+23.6%。

从各类样本物企的分红总额来看，2023 年央国物企分红总额约 36 亿元，同比+54.9%；混合所有制房企分红总额约 18 亿元，同比+36.3%；民企且已展期物企分红总额约 18 亿元，同比-18.9%；民企且未展期物企分红总额约 10 亿元，同比+19.9%；独立物企分红总额约 2 亿元，同比+10.5%。得益于利润规模的持续增长，央国物企分红表现更为稳健，2020-2023 年期间分红总额始终维持 50%以上的增速。

60 家上市物企中，2023 年分红总额最高的三家分别是华润万象生活、万物云、碧桂园服务，分红总额分别约 16 亿元、13 亿元、10 亿元，同比分别+55.9%、+349.7%、-21.5%。

图表30：2023 年上市物企融资性现金流净额-141 亿元 图表31：2023 年上市物企分红总额同比+23.6%

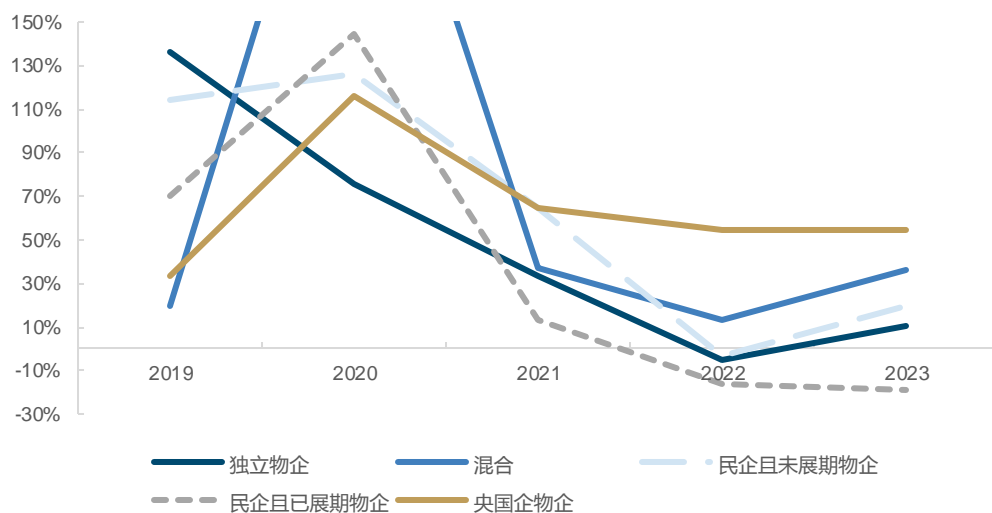


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

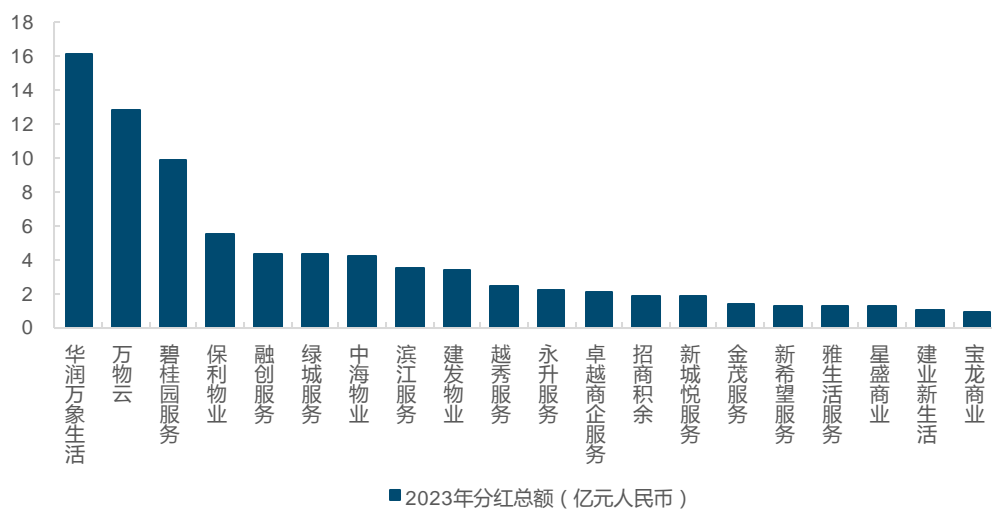


图表32：各类样本物企的分红总额同比走势



来源：wind，国金证券研究所

图表33：2023 年上市物企分红总额 TOP20



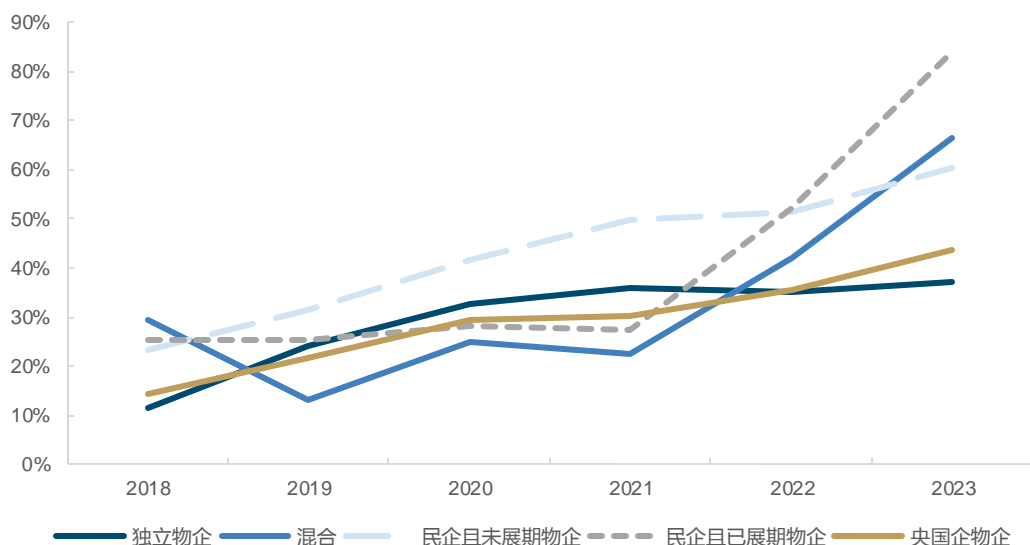
来源：wind，国金证券研究所

从各类样本物企的分红比例来看，剔除 2018-2023 年期间归母净利润存在亏损的物企后，2023 年民企且已展期物企、混合所有制物企、民企且未展期物企、央国企物企、独立物企的分红比例分别为 84.1%、66.7%、60.5%、43.7%、37.2%。其中民企且已展期物企中部分物企计提减值后归母净利润大幅下滑，导致分红比例相对较高。

60 家上市物企中，剔除极端值后，2023 年分红比例最高的五家分别是绿城服务、建发物业、卓越商企服务、滨江服务、星盛商业，分红比例分别为 71.9%、71.1%、70.0%、70.0%、70.0%。除以上五家物企外，其余物企的分红比例均未超过 70%。

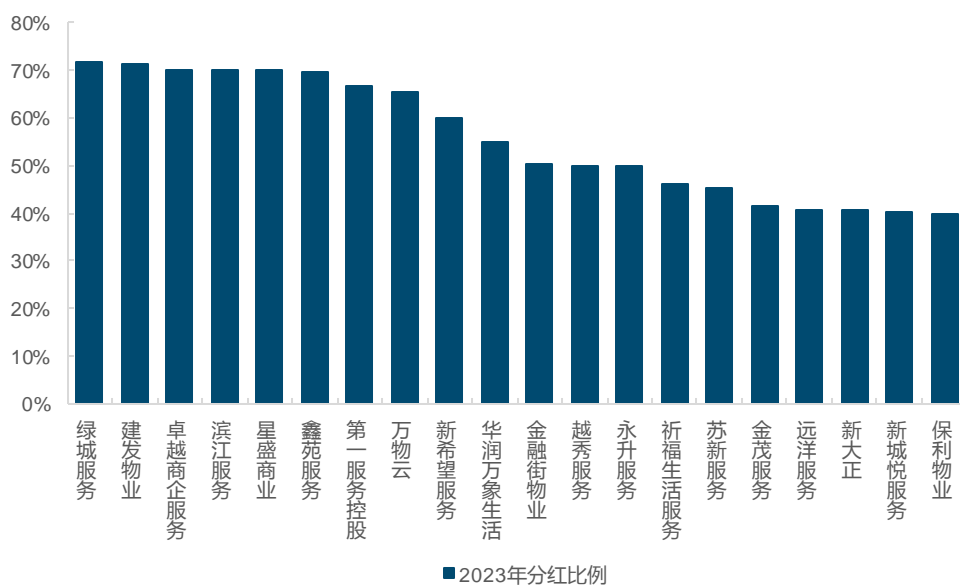


图表34：各类样本物企的分红比例走势



来源：wind，国金证券研究所 注：剔除 2018-2023 年期间归母净利润存在亏损的样本物企后，统计剩下的 30 家物企；分红比例=当期分红金额/归母净利润

图表35：2023 年上市物企分红比例 TOP20



来源：wind，国金证券研究所 注：剔除因归母净利润太低造成分红比例过高的极端值

#### 四、业务结构：基础物管稳业绩，增值服务助成长

由于各家物企的业务构成存在部分差异，在业务口径层面，我们选取持续披露物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务收入数据的 37 家上市物企作为样本，形成最大公约数，方便下文的研究及对比。



图表36：持续披露业务收入数据的37家上市物企明细及分类

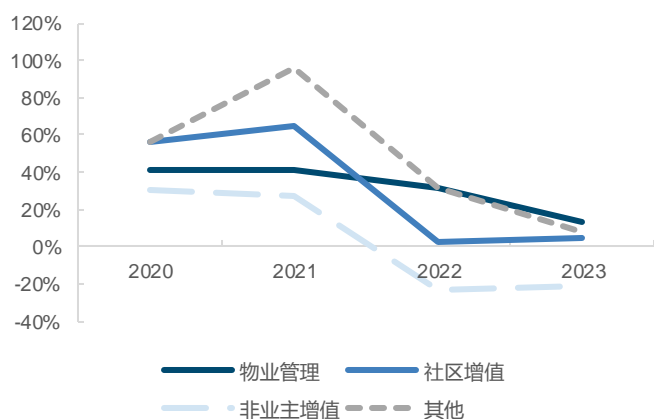
类型	数量（家）	物企明细							
持续披露物管、社区增值、非业主增值收入数据的物企	37	碧桂园服务	领悦服务集团	恒大物业	华润万象生活	融创服务	金科服务	雅生活服务	永升服务
		保利物业	世茂服务	绿城服务	合景悠活	新城悦服务	中海物业	宝龙商业	建业新生活
		时代邻里	远洋服务	正荣服务	滨江服务	荣万家	星悦康旅	建发物业	佳兆业美好
		弘阳服务	第一服务控股	和泓服务	鑫苑服务	烨星集团	新希望服务	越秀服务	金茂服务
		朗诗绿色生活	万物云	德信服务集团	融信服务	康桥悦生活			
央企物企	6	华润万象生活	保利物业	中海物业	建发物业	越秀服务	金茂服务		
混合所有制物企	4	万物云	绿城服务	建业新生活	远洋服务				
民企且未展期物企	4	雅生活服务	新城悦服务	滨江服务	新希望服务				
民企且已展期物企	23	碧桂园服务	恒大物业	融创服务	金科服务	永升服务	世茂服务	合景悠活	宝龙商业
		时代邻里	正荣服务	领悦服务集团	星悦康旅	佳兆业美好	弘阳服务	第一服务控股	和泓服务
		鑫苑服务	烨星集团	朗诗绿色生活	荣万家	德信服务集团	融信服务	康桥悦生活	

来源：wind，国金证券研究所 注：具体命名方式及分类准则与图表2相同

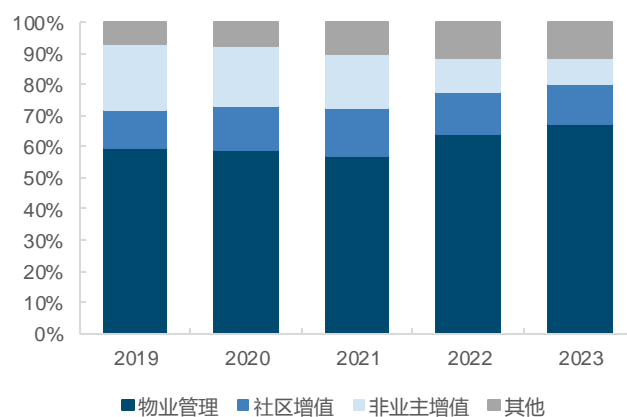
#### 4.1、基础物管收入增长，占比上升，压舱石属性凸显

2023年，37家物企的收入结构持续发生变化。其中：①物业管理服务具备“存量+增量”的商业模式，通过“内生+外拓”共同驱动增长，存量不易丢盘，增量空间广阔，每年稳定收取物业费，因而抗周期性较强，该业务2023年仍保持了12.8%的同比增速，收入增速是各项业务中最快的。在总收入中的占比呈持续上升态势，2023年提升了3.1pct至67.0%，物管业务的收入贡献已经超过2/3，进一步夯实业绩“压舱石”的地位。②非业主增值服务因为受到地产深度调整的拖累，2023年收入同比-20.9%（2022年同比-23.6%），成为唯一一个负增长的业务；2023年的收入占比同比下滑2.9pct至8.1%，首次降至10%以下，近五年的收入占比持续下滑。③社区增值服务收入增速持续两年低位运行，2023年同比+5.2%（2022年同比+2.6%），部分物企由于社区增值服务中的某些子业务落地不及预期，选择收缩该块业务。2019-2023年期间，社区增值服务的收入占比基本维持在12%-16%的水平。

图表37：37家物企各业务收入的同比走势



图表38：37家物企各业务收入的占比走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

#### 4.2、央企物企各项业务表现优于同行，关键在于增值服务

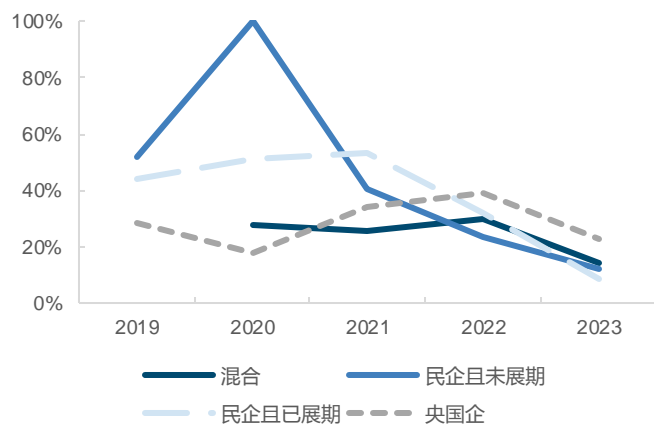
2023年①物管服务收入同比增速：央企物企+22.5%、混合所有制物企+14.4%、民企且未展期物企+12.4%、民企且已展期物企+8.4%。各类型物企均处于增长轨道，彼此之间相差不大。②社区增值服务收入同比增速：央企物企+25.1%、民企且未展期物企+11.1%、混合所有制物企+6.2%、民企且已展期物企-7.9%。③非业主增值服务收入同比增速：央企物企+2.2%、混合所有制物企-9.8%、民企且未展期物企-33.8%、民企且已展期物企-42.6%。仅央企物企实现正增长。④其他业务收入同比增速：央企物企+20.6%、民企且未展期物企+7.6%、混合所有制物企+7.5%、民企且已展期物企+4.5%。各类型物企均处于增长轨道，彼此之间相差不大。

通过对比不同类型物企的各项业务收入情况可知，需要投入大量人力物力运营的社区



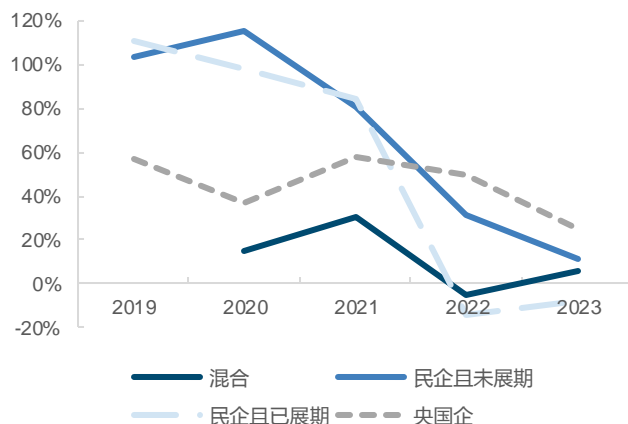
增值服务以及跟地产关联度高的非业主增值服务收入这两项业务的表现差异是导致不同类型物企收入分化的主要原因。

图表39：各类物企的物管服务收入同比



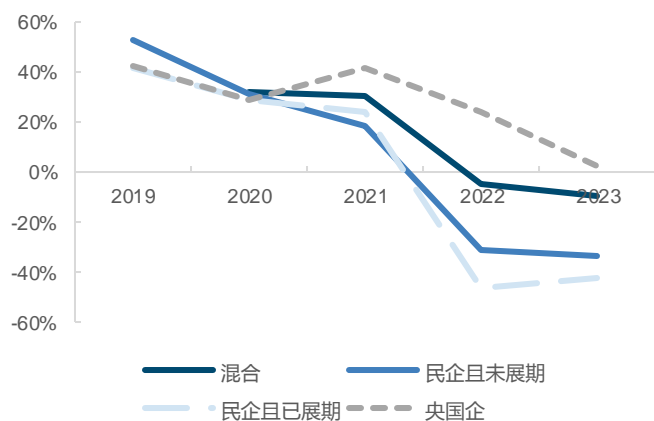
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表40：各类物企的社区增值服务收入同比



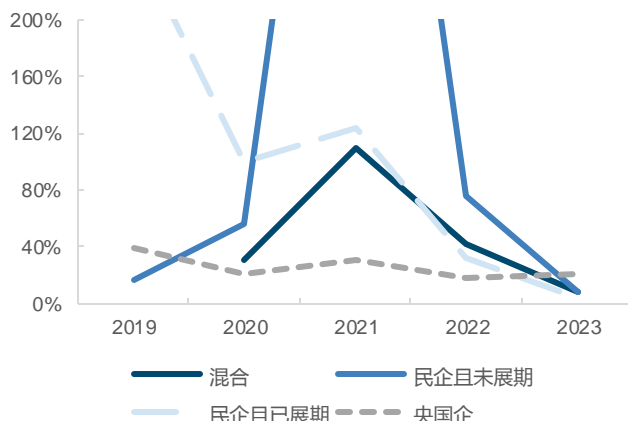
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表41：各类物企的非业主增值服务收入同比



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表42：各类物企的其他业务收入同比



来源：各公司公告，国金证券研究所

## 五、投资建议

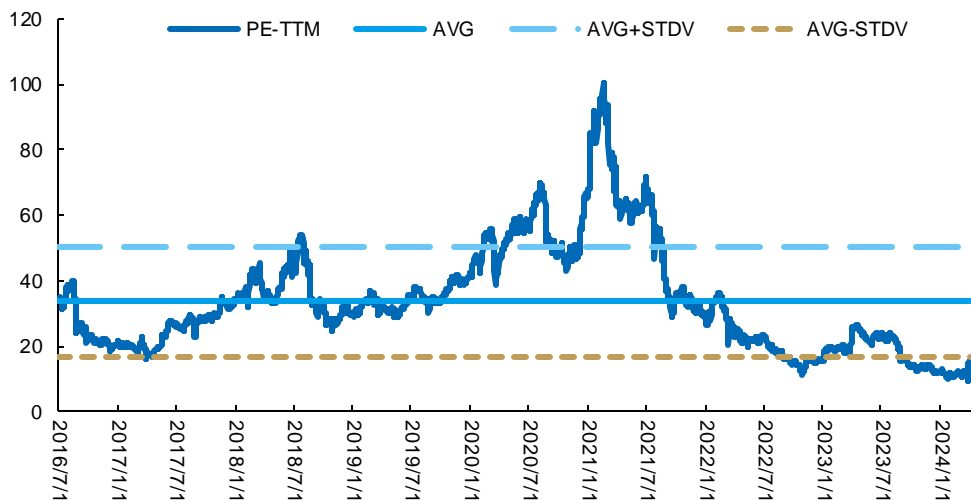
房地产市场自 2021 年下半年进入深度调整以来，关联房企的经营情况持续影响着物业公司的业绩及在资本市场的表现。从外部来看，正如我们此前发布的地产 2023 年报总结《黎明前的黑夜》等报告中所提到的，当前央国企开发商在销售、拿地、融资端的表现普遍好于其他背景的开发商，部分头部央国企及改善型房企资产质量好、债务健康，具备明显的竞争优势，能够助力物业公司的发展。从自身来看，部分物业公司不盲目扩张规模，持续夯实发展质量，中长期业绩表现亮眼，体现出穿越周期的强大韧性，具备营收利润持续增长、销管费用率不断压降、应收账款控制得当、低负债率现金充裕、经营性现金流持续改善、积极分红回馈股东等优秀特质。

因此在国资物企中，推荐华润万象生活、建发物业、越秀服务，其关联房企销投融资表现突出，在行业出清的过程中有望实现强者恒强，能够大力支持物企的发展。在民营物企中，推荐滨江服务，其关联房企经营稳健堪比国企，公司自身定位中高端品质服务，5S 增值服务进展顺利；推荐金科服务，公司连续两年计提大额减值，历史包袱出清，24 年有望迎来业绩反转。





图表43: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表44: 覆盖公司估值情况

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		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
9666.HK	金科服务	买入	54	N.A.	10.0	9.3	-9.5	5.4	5.8	48%	n.a.	8%
6098.HK	碧桂园服务	增持	185	63.1	18.0	12.8	2.9	10.2	14.4	-85%	250%	40%
1209.HK	华润万象生活	买入	616	21.0	16.9	14.7	29.3	36.5	41.8	33%	25%	14%
3316.HK	滨江服务	买入	45	9.1	7.9	6.9	4.9	5.7	6.5	20%	15%	14%
6626.HK	越秀服务	买入	44	9.0	7.8	6.7	4.9	5.6	6.5	17%	16%	15%
2156.HK	建发物业	买入	45	9.7	8.9	6.7	4.7	5.1	6.8	89%	9%	33%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 5 月 4 日; 2) 预测数据均为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径

## 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。

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