

## 房地产服务行业深度报告

## 长风破浪会有时——物业公司 2024 年年报的四大预测

增持(维持)

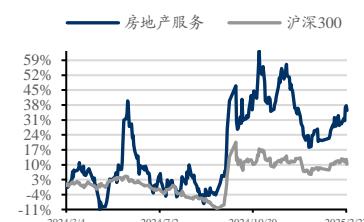
## 投资要点

- **预测一：收入利润增速中枢下移，回归正常商业逻辑对应增速。**我们判断，随着行业步入成熟阶段，同时头部物业公司收入已具备一定体量，未来头部公司的收入增速中枢将回归至 10%左右，个别优秀公司的增速仍能维持 15-20%。其中，物业服务业务的收入占比将会继续提升，预计未来中枢将提升至 70%左右。收入增速的放缓主要源于新拓项目增速放缓，新拓项目增速放缓源于对项目准入标准的提升，考核的重心从“量”调整为“质”，因此 2023 年起很多公司开始逐步退出前期拓展的部分无法盈利的项目。
- **预测二：利润率分化加剧，需分辨变化的驱动是“增效”还是“降本”。**利润率的三大判断：1) 分化将持续加剧。未来几年，非业主增值服务及社区增值服务业务发展都将较为平稳，且在收入结构中的占比也会有所下降，因此物业服务业务的利润率将主导公司整体利润率的变化。2) 良性的“增效”才具备可持续性。“降本类”措施可持续性差，“增效类”举措则相对更具备可持续性(如物业服务业务毛利率的提升较管理费用或销售费用的下降更好)。3) 利润率的变化是一个中期维度的变量，扭转趋势不容易，因此我们需要特别关注利润率已经出现拐点的公司，其利润率的修复可能带来年维度的估值修复的投资机会。
- **预测三：回款整体下降，现金流面临一定挑战。**行业整体收缴率受宏观经济影响将逊于 2023 年，但预计行业部分优秀公司，通过各种催收措施，可将收缴率维持到与 2023 年基本持平的水平。收缴率下降带来两大影响：1) 应收款增长，关注的指标应为“一年以上应收款”的占比和周转天数的变化；2) 经营现金流下降，可能影响分红能力。关于收缴率和现金流的预测，更需要关注能够实现逆市增长或稳定的公司，因为其必然在经营管控或项目质量上优于行业平均水平，这种特质也只有在行业经历波动的状态下方能被放大，进而被发现。
- **预测四：分红意愿继续提升，提升幅度可能弱于上一年。**我们预计 2024 年大部分公司会继续提升其分红比例，尤其是分红率仍然低于 50%的公司。部分受到商誉减值影响的公司，可能会通过维持或适当提高其分红总金额来变相实现分红率的提升。但受到收缴率下滑对现金流造成的影响，我们预计今年大部分公司分红率的提升幅度可能会少于 2023 年。
- **投资建议：**我们观察到物业行业已经出现诸多向好的趋势，但仍不足以到达行业系统重估的临界点。但部分优秀的公司领先行业率先触及了临界点：1) 基本摆脱地产关联方的影响；2) 收入利润稳定增长，利润率企稳或回升；3) 分红率持续提升。我们认为，当前时点的物业公司给予 10-15 倍的 PE 是相对合理的估值区间，到达或接近重估临界点的公司理应给予更高的估值，典型的公司为：华润万象生活和绿城服务，是我们当前最为看好的标的，此外建议关注中海物业、万物云、滨江服务等。
- **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。

2025 年 03 月 02 日

证券分析师 房诚琦  
 执业证书：S0600522100002  
 fangcq@dwzq.com.cn

## 行业走势



## 相关研究

《“三问物业行业”系列报告之二——  
 转机、风险与分红》

2024-09-18

《现阶段投资物业股需思考的三个重  
 要问题》

2024-04-19

## 内容目录

1. 物业公司 2024 年年报的四大预测 .....	4
1.1 预测一：收入利润增速中枢下移，回归正常商业逻辑对应增速.....	4
1.2 预测二：利润率分化加剧，需分辨变化的驱动是“增效”还是“降本” .....	6
1.3 预测三：回款整体下降，现金流面临一定挑战.....	9
1.4 预测四：分红意愿继续提升，但提升幅度可能弱于上一财年.....	10
2. 投资建议 .....	11
3. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 按企业性质分, 样本公司营业收入同比增速.....	4
图 2: 按企业性质分, 样本公司归母净利润同比增速.....	4
图 3: 典型非民企物业服务收入占比稳中有升.....	5
图 4: 典型民企物业服务收入占比大幅提升.....	5
图 5: 样本公司在管面积的同比增速普遍下降.....	6
图 6: 样本公司综合毛利率水平变动情况 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1) .....	7
图 7: 部分公司 2023 年物业服务业务毛利率企稳回升 (图中“历史区间”范围为 2019 年-2024H1) .....	7
图 8: 样本公司一年以上应收款占比情况.....	9
图 9: 样本公司 2019-2023 年净现比情况 .....	10
图 10: 样本公司 2019-2023 年分红率变化情况 .....	11
图 11: 典型物业公司市值及估值情况.....	12
表 1: 样本公司 2023 年-2024H1 毛利率企稳回升情况 .....	8

## 1. 物业公司 2024 年年报的四大预测

我们在 2024 年 9 月 18 日发布的报告《“三问物业行业”系列报告之二——转机、风险与分红》中提出了行业发展新阶段，物业公司的研究框架和影响其估值的三大因素——利润率的变化、应收款的控制和股东回报意愿，解释了市场定价的有效性和物业公司估值出现分化的核心原因。

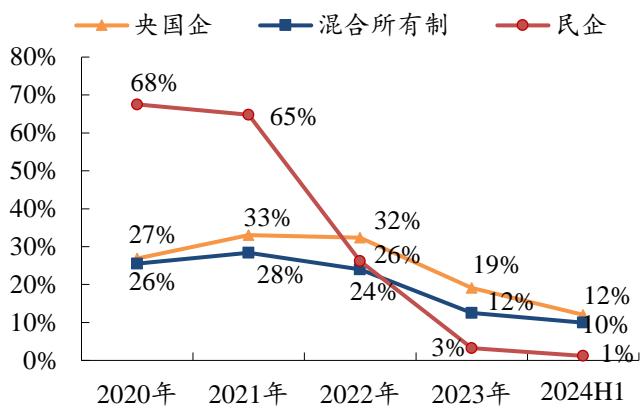
临近 2024 年年报业绩的披露，我们基于上述研究框架，可以对行业公司 2024 年的年报情况做出以下四大预测。

本文的分析中，样本公司仍然为 14 家典型物业公司（6 家央国企：保利物业、华润万象生活、中海物业、招商积余、越秀服务和建发物业；7 家民企：万物云、碧桂园服务、雅生活服务、融创服务、永升服务、新城悦服务和滨江服务；1 家混合所有制：绿城服务）。下文中若无特殊说明，所采用的数据均为上述 14 家公司。

### 1.1 预测一：收入利润增速中枢下移，回归正常商业逻辑对应增速

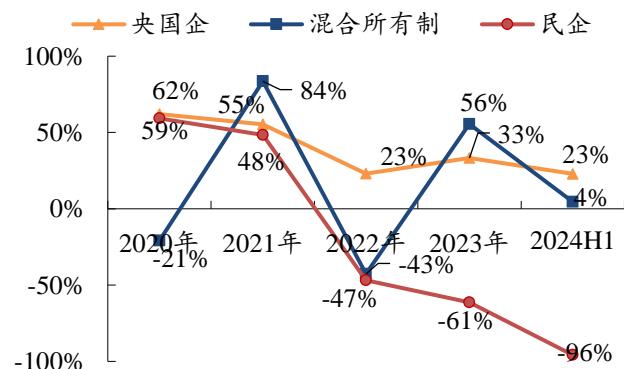
物业行业已进入成熟期，收入增速中枢将维持在 10% 左右。2019-2021 年由资本助力，物业行业经历了大幅增长的阶段，头部公司普遍实现了 20-30% 的复合收入增速，部分激进的民企公司通过收购和激进的三方项目拓展收入增速甚至超过 60%。但随着地产行业步入调整，物业行业也逐渐回归正常的商业逻辑，行业头部公司的增速回落至 20% 以下。我们判断，随着行业步入成熟阶段，同时头部物业公司收入已具备一定体量，未来头部公司的收入增速中枢将回归至 10% 左右，个别优秀公司的增速仍能维持 15-20%。

图1：按企业性质分，样本公司营业收入同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图2：按企业性质分，样本公司归母净利润同比增速

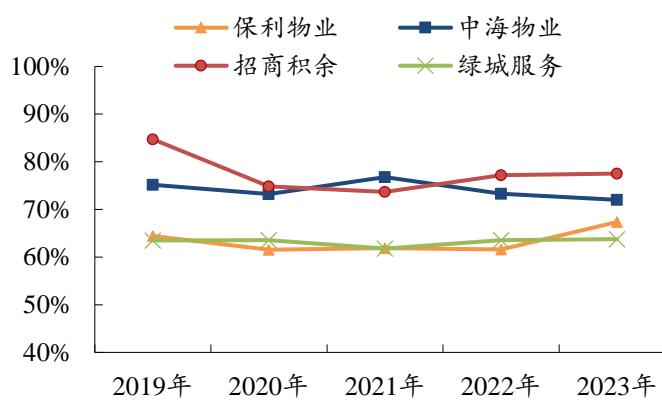


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**回归本源：物业服务业务的收入占比将会继续提升。**过去几年，各家物业公司的战略部门最重要的课题就是如何寻找除了基础物业服务以外的第二增长曲线，过去多年物业公司有过多方探索，消费方向的业务（如社区零售）面临各自垂直领域现有头部公司的降维打击；资产方向的业务（如车位销售）无法彻底摆脱关联方和地产周期的束缚；场景延伸方向的业务（如养老服务）短期又无法实现稳定盈利。

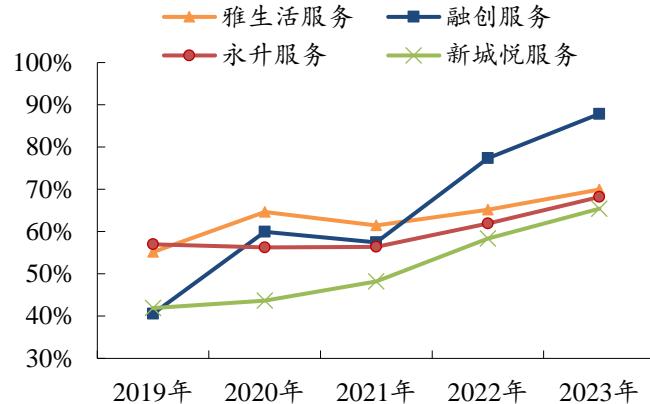
收入分类里的两类增值服务确实成为了“增值”的服务，物业公司的主业“物业服务业务”的收入占比近年来开始提升，相对而言民企公司由于过去两类增值服务中的关联交易的历史原因，这两年两类增值服务收入下降较快，其物业服务业务的收入占比出现了明显的提升，几家典型公司的物业服务收入占比提升了 10-40 个百分点，而央国企的占比相对稳定。预计未来物业服务业务的收入占比的中枢将继续提升至 70%左右。

图3：典型非民企物业服务收入占比稳中有升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

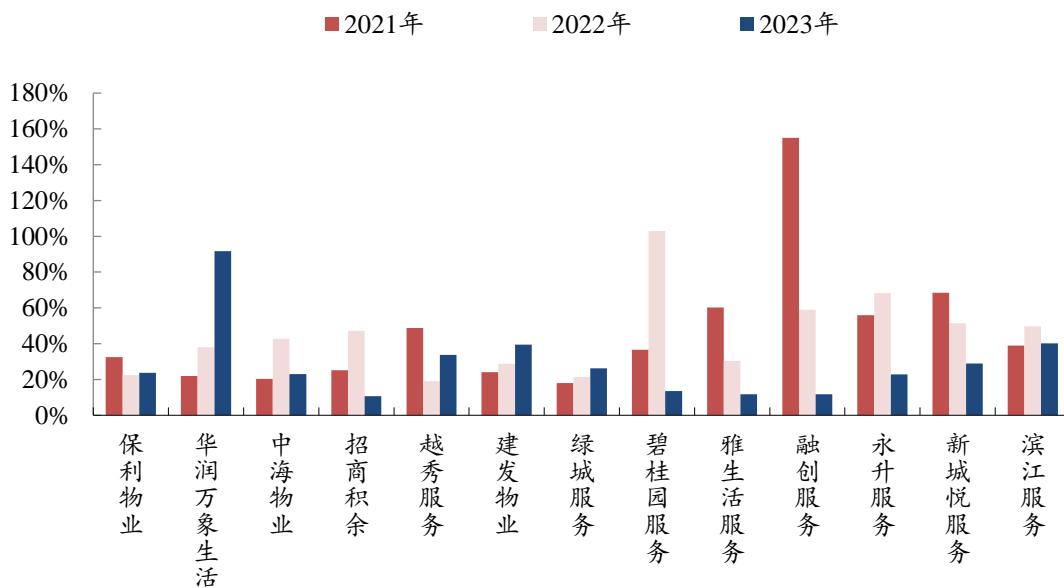
图4：典型民企物业服务收入占比大幅提升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

收入增速的放缓主要源于新拓项目增速放缓，新拓项目增速放缓源于对项目准入标准的提升，考核的重心从“量”调整为“质”。回顾 2021-2023 年头部公司在管面积的变化，绝大部分公司的在管面积同比增速出现了明显的下降。我们认为这是行业回归理性，回归基本商业逻辑的现象，公司在拓展项目时不再盲目，开始考虑项目本身的盈利情况，同时也思考是否能与现有项目产生协同效应。根据绿城服务 2024 年中报后的公开电话会，其在拓展项目时，考核的首要指标是项目的经济效益，另外会对合同金额较大的项目给予一定加分，而管理面积指标已经被弱化。我们预计其他公司在拓展项目时的考核指标也会做出相应调整，即物业公司开始在行业发展新阶段中谋求更有质量的发展，因此 2023 年起很多公司开始逐步退出前期拓展的部分无法盈利的项目。

图5：样本公司在管面积的同比增速普遍下降



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

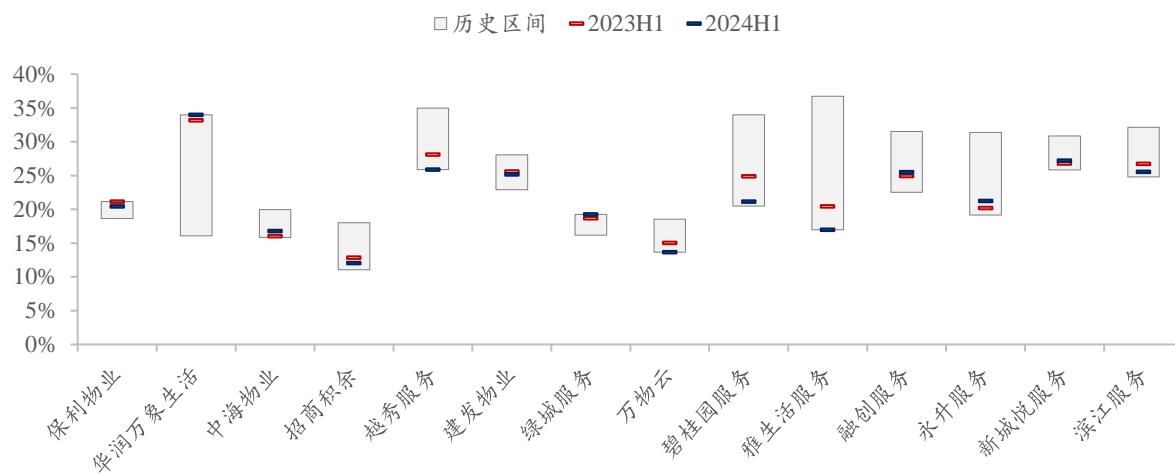
过去我们讨论物业行业的商业模式通常聚焦于其持续性，即在管项目能够持续产生收入和现金流，但对物业公司收入的增长讨论并不多。由于物业费上涨难度较大，物业公司不同于商业运营公司，没有“同店”增长的逻辑，因此其收入的增长主要有两个来源：一是源自新拓项目，我们预计这部分未来几年能够帮助物业公司维持个位数的收入增长；二是来源于关联方的稳定交付。因此仍能维持关联方稳定交付的央国企和混合所有制公司预计能够维持 10-15% 的收入增速，而缺少关联方交付的民企公司预计仅能维持个位数的收入增速。

而利润的增速还取决于利润率的影响，这点将在下一段中进行分析。

## 1.2 预测二：利润率分化加剧，需分辨变化的驱动是“增效”还是“降本”

通过上文中图 1 与图 2 可以发现，过去几年典型物业公司利润的波动远大于收入的波动，即使剔除了由收购带来的商誉减值的影响，其波动依然较收入波动更为明显，最核心的原因即是利润率的影响。具体的分析我们已经在《“三问物业行业”系列报告之二——转机、风险与分红》中详细论述，我们不再重复。本章将重点预判利润率的未来变化趋势及其影响因素。

图6：样本公司综合毛利率水平变动情况（图中“历史区间”范围为2019年-2024H1）

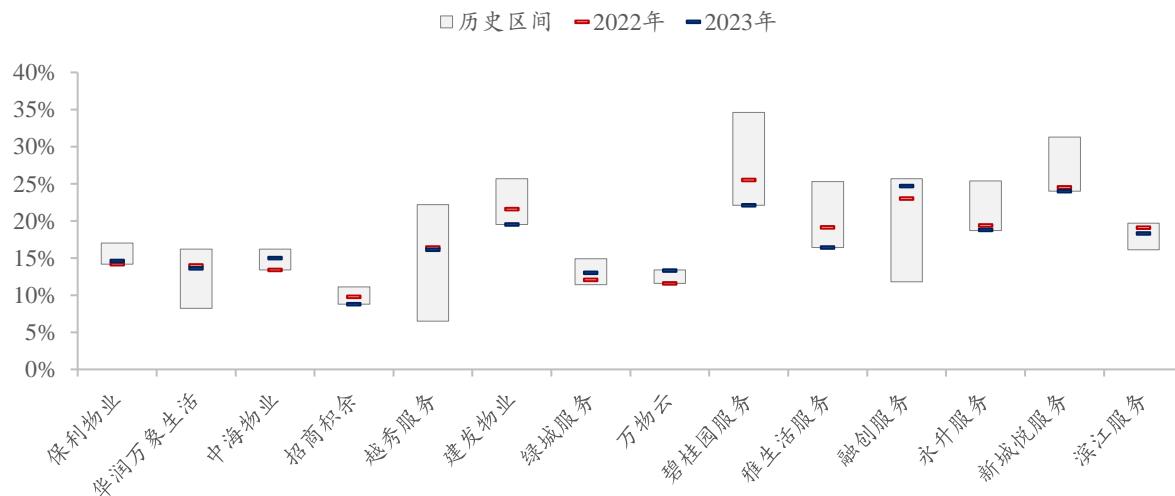


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

我们对利润率的第一个判断：分化将持续加剧。未来几年，非业主增值服务及社区增值服务业务发展都将较为平稳，且在收入结构中的占比也会有所下降，因此物业服务业务的利润率将主导公司整体利润率的变化。

根据我们的观察，对物业服务业务利润率提升较为有效的举措有：1) 提高新拓项目盈利能力准入标准；2) 清退前期亏损项目减轻历史包袱的负担；3) 城市和项目布局上开始追求密度，提高员工管理坪效；4) 调整员工薪酬机制，提升人员复用率；5) 科技设备的替代等。以上经营动作的调整速度和力度，决定了各公司利润率止跌回稳的进程，公司间经营战略和能力的差距，也将体现在未来利润率的变化上，故分化必将加剧。

图7：部分公司2023年物业服务业务毛利率开始企稳回升（图中“历史区间”范围为2019年-2024H1）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

我们对利润率的第二个判断：良性的“增效”才具备可持续性。目前主流的改善利润率的方式可以分为“降本类”和“增效类”。“降本类”的措施还包括调整组织架构减少管理层级、降低管理费用和销售费用标准（控制差旅费、业务招待费等）、偷减项目人头数、增加外包比例等。可以发现，“降本类”的措施要不属于自己一次性事项，要不可能降低服务满意度或阻碍业务开展，并不具备可持续性，而“增效类”举措则相对更具备可持续性。因此在分析一家公司利润率的改变时，需要追根溯源，例如物业服务业务毛利率的提升（通常代表经营效率的提升）就较单纯的管理费用或销售费用的下降更好。

我们对利润率的第三个判断：利润率的变化是一个中期维度的变量，扭转趋势不容易。这其中的逻辑非常简单，由于物业公司退出项目并非易事，因此过往亏损项目将形成拖累，新拓项目或经营增效带来的利润率的提升对整体利润率的影响需要一定时间，通常需要1-2年甚至更长时间方能有所体现，即我们当下观察到利润率已经有所回升的公司早在2022年或更早就开始进行调整（例如绿城服务）。而一旦趋势形成，在未来一定时间趋势也会持续，因此我们需要特别关注利润率已经出现拐点的公司，其利润率的修复可能带来年维度的估值修复的投资机会，从这个逻辑出发，当前时点建议关注绿城服务、中海物业、万物云。

表1：样本公司2023年-2024H1毛利率企稳回升情况

公司	综合毛利率	基础物业服务	非业主增值	社区增值
保利物业				↑
华润万象生活	↑			
<b>中海物业</b>	↑	↑	↑	↑
招商积余				
越秀服务				
建发物业			↑	↑
<b>绿城服务</b>	↑	↑	↑	
万物云		↑		
碧桂园服务				
雅生活服务				
融创服务	↑		↑	↑
永升服务	↑		↑	
新城悦服务	↑		↑	↑
滨江服务			↑	

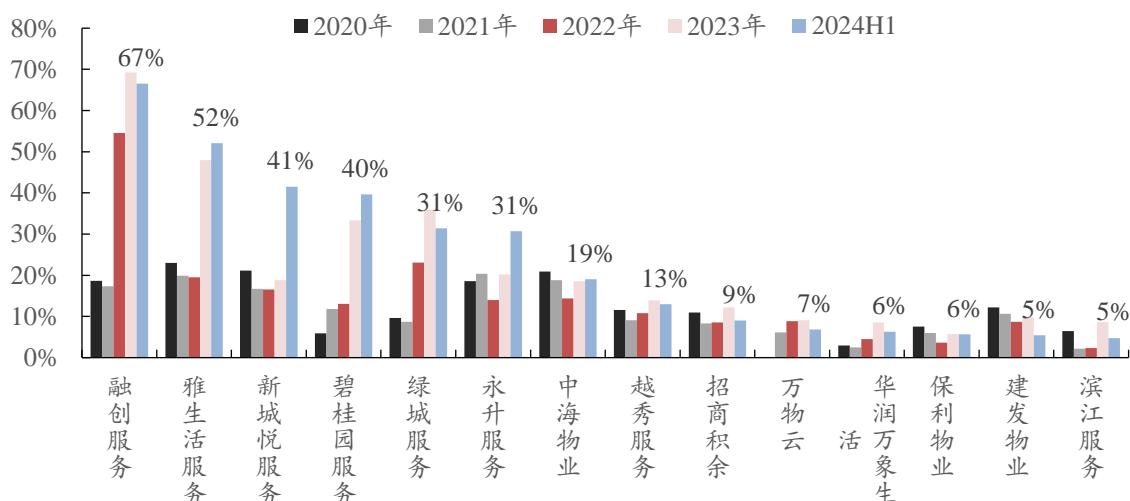
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3 预测三：回款整体下降，现金流面临一定挑战

行业整体收缴率受宏观经济影响将逊于 2023 年，关注仍能维持收缴率的优秀公司。2024 年受到内外部因素影响，整体宏观经济面临一定挑战，对物业公司而言，C 端/B 端/G 端客户的支付能力及支付意愿均出现不同程度的下降，因此 2024 年行业整体收缴率势必面临一定程度的下降。但我们预计行业部分优秀公司，可以通过各种催收措施，将收缴率维持到与 2023 年基本持平的水平，主要得益于其在管项目本身不错的质地，同时公司的经营管控能力也更为出色。

**重点关注一年以上应收款占比的变化情况。**收缴率下降带来的首要影响即物业公司的应收款将有所增长，但由于行业业务模式的特殊性，我们真正需要关注的指标应为“一年以上应收款”的占比和周转天数的变化，若占比或周转天数快速提升，则需要引起重视。目前来看，央国企一年以上应收款占比水平普遍低于民企公司。

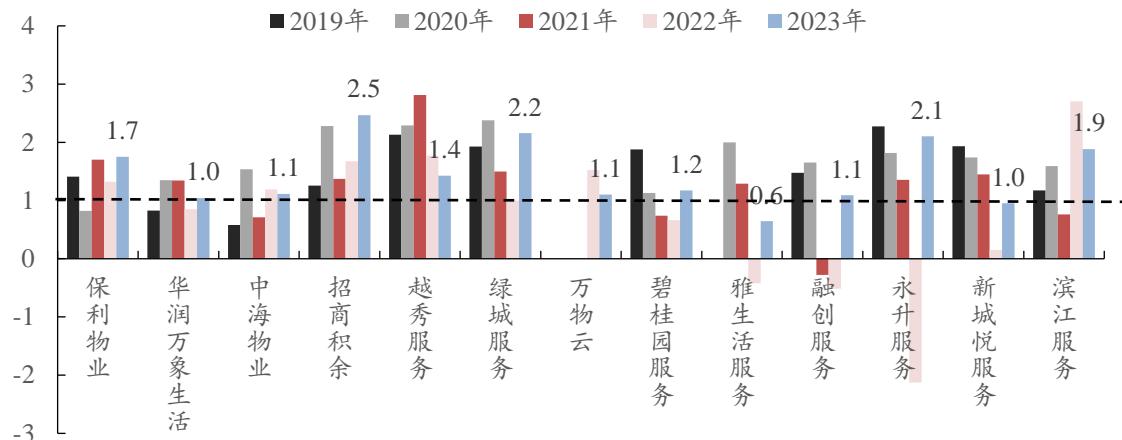
图8：样本公司一年以上应收款占比情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

收缴率下降将导致经营活动现金流减少，但需要分辨部分业务带来的非持续性影响。收缴率的变化带来的第二个影响即物业公司的经营活动现金流入将有所下降。大部分公司在 2023 年都实现了 1 倍以上的净现比（经营活动现金流净额/归母净利润）。我们预计 2024 年不同公司间将出现分化，对回款把控严格的公司将仍能维持 1 倍以上的净现比，但同时也会出现一批净现比不到 1 倍的公司。需要注意的是，会有部分公司由于例如家装业务的影响，由于其现金流的滞后支出造成净现比的下降。若这类业务未来并无持续推进，我们认为应当剔除这部分业务对现金流的影响后再考虑其净现比，才能反应公司真实的回款能力和经营能力（例如 2024 年的越秀服务和建发服务均会受家装业务的影响）。

图9：样本公司 2019-2023 年净现比情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

我们认为，在本节关于收缴率和现金流的预测中，更需要关注那些能够实现逆市增长或稳定的公司，因为其必然在经营管控或项目质量上优于行业平均水平，这种特质也只有在行业经历波动的状态下方能被放大，进而被发现。我们判断，绿城服务以及华润万象生活、保利物业等央国企将更有机会实现更好的收缴率和现金流表现。

#### 1.4 预测四：分红意愿继续提升，但提升幅度可能弱于上一财年

提高股东回报趋势不变，分红率预计将继续提升。从物业行业的业务模式出发，其合同结算周期短、无负债、几乎无资本开支等特点天然具备高分红率的基础，因此例如绿城服务、滨江服务等一贯重视股东回报的公司在历史上就一直保持着非常高的分红率。受到近年来红利风格的影响，越来越多的物业公司开始逐年提升其分红比例，即使个别公司归母净利润受到商誉减值影响，仍然会将调整后核心净利润作为基数进行分红回报股东。展望 2024 年的分红预期，我们预计大部分公司会继续提升其分红比例，尤其是分红率仍然低于 50% 的公司。部分受到商誉减值影响的公司，可能会通过维持或适当提高其分红总金额来变相实现分红率的提升。

图10：样本公司 2019-2023 年分红率变化情况

	分红率					变化
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
保利物业	33%	36%	19%	25%	40%	上升
华润万象生活		37%	37%	45%	55%	上升
中海物业	31%	30%	30%	31%	31%	维持
招商积余	37%	32%	21%	21%	25%	维持
越秀服务			35%	36%	50%	上升
建发物业			41%	49%	71%	上升
绿城服务	45%	77%	63%	53%	73%	上升
碧桂园服务	24%	27%	24%	64%	25%	维持
雅生活服务	48%	40%	24%	0%	19%	上升
融创服务		30%	29%	55%	55%	维持
永升服务	33%	30%	31%	40%	50%	上升
新城悦服务	52%	50%	25%	33%	40%	上升
滨江服务	69%	60%	60%	60%	70%	上升

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

预计分红率的提升幅度可能弱于上一财年。股东回报的提升，除了要考虑分红意愿外，还需要考虑分红能力。如预测三中所述，2024 年物业行业的整体收缴率会略有下滑，进而影响公司的现金流，故我们预计今年大部分公司分红率的提升幅度可能会少于 2023 年。

除此之外，可能有部分公司对分红率的提升节奏有自己的战略安排，不希望基础分红率提升太快，能够给到未来足够的上升空间。我们认为，最重要的并不是迎合资本市场短期偏好而一味提升分红率，而是与股东和市场充分沟通，使其理解公司的战略安排。如何平衡资本市场的要求和公司中长期战略对现金的使用规划，是未来物业公司最大的调整之一。若短期基础分红率的提升确实有难度，也可以通过特别分红的形式回馈股东，过去一年也有多家公司进行了特别分红，市场也都给予了比较积极的反馈。

## 2. 投资建议

我们对 2024 年物业公司的年报预测可以总结如下：

- 收入利润增速中枢下移，回归正常商业逻辑对应增速（中枢回到 10-15%，央国企公司略高于民企公司）。

2、利润率分化加剧，重点关注物业服务业务的利润率变化，部分优秀公司已经实现了利润率的见底回升。

3、回款整体下降，重点关注一年以上应收款占比的变化。

4、分红率预计将继续提升，但分红率的提升幅度可能弱于上一财年。

综上所述，我们观察到物业行业已经出现诸多向好的趋势，但仍不足以到达行业系统重估的临界点。但部分优秀的公司领先行业率先触及了临界点：1) 基本摆脱地产关联方的影响；2) 收入利润稳定增长，利润率企稳或回升；3) 分红率持续提升。

我们认为，当前时点的物业公司给予 10-15 倍的 PE 是相对合理的估值区间，到达或接近重估临界点的公司理应给予更高的估值，典型的公司为：华润万象生活和绿城服务，是我们当前最为看好的标的，此外建议关注中海物业、万物云、滨江服务等。

图11：典型物业公司市值及估值情况

公司名称	公司代码	2025/2/28		营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率	净利率	PE (2025E)	分红率 (2023年)
		市值(人民 币亿元)	股价(元)						
保利物业	6049.HK	160	29.17	150.6	13.8	20%	9%	9.8	40%
华润万象生活	1209.HK	680	30.15	147.7	29.3	32%	20%	16.5	55%
中海物业	2669.HK	154	4.74	130.5	13.4	16%	10%	8.9	31%
招商积余	001914.SZ	111	10.48	156.3	7.4	12%	5%	12.2	25%
越秀服务	6626.HK	44	2.98	32.2	4.9	27%	15%	7.4	50%
建发物业	2156.HK	36	2.59	35.7	4.7	28%	13%	8.1	71%
绿城服务	2869.HK	113	3.62	173.9	6.1	17%	3%	12.8	73%
万物云	2602.HK	243	21.00	331.8	19.5	15%	6%	11.9	55%
碧桂园服务	6098.HK	175	5.29	426.1	2.9	20%	1%	9.4	25%
雅生活服务	3319.HK	38	2.69	154.4	4.6	17%	3%	9.3	0%
融创服务	1516.HK	47	1.54	70.1	-4.4	24%	-6%	6.2	55%
永升服务	1995.HK	33	1.94	65.4	4.3	19%	7%	6.1	50%
新城悦服务	1755.HK	25	2.87	54.2	4.5	27%	8%	4.6	40%
滨江服务	3316.HK	55	20.30	28.1	4.9	25%	18%	8.2	70%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 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提供。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>