

2024 年 09 月 07 日

板块降速，分化加剧

——2024H1 物业管理财报综述

看好

本期投资提示：

- **24H1 营收增速放缓、业绩下滑，总体降速、继续分化。**24H1，物业管理板块整体主营业务收入同比+5.5%，较上年同期-0.4pct。其中，一线物企营业收入同比+7.7%，较上年同期-6.4pct；二线物企营业收入同比+4.9%，较上年同期+1.3pct。24H1，物业管理板块整体归母净利润同比-6.8%，较上年同期-8.5pct。其中，一线物企归母净利润同比+3.8%，较上年同期-10.3pct；二线物企归母净利润同比-9.7%，较上年同期-7.6pct。24H1，主流物业管理公司营收增速放缓、净利润同比下降，源于：1) 21 年下半年以来房地产新开工、销售持续下行；2) 部分房地产企业出险，竣工交付受到影响；3) 应收账款计提减值增加。综合来看，物管行业呈现总体降速，结构继续分化，一线物企营收、业绩增速仍高于二线物企，体现出强者仍强的局面。
- **24H1 毛利率、净利率下降，源于人工上升、应收款减值增加等。**24H1，物业管理板块整体毛利率为 21.9%，同比-0.8pct。其中，一线物企毛利率 19.4%，同比-1.0pct；二线物企毛利率 22.7%，同比-0.9pct。24H1，物业管理板块整体净利率 7.0%，同比-0.4pct。其中，一线物企净利率 9.7%，同比-0.4pct；二线物企净利率 6.2%，同比-0.2pct。24H1，物业管理板块整体三费率为 8.6%，同比-1.1pct。其中，一线物企三费率为 6.3%，同比-0.8pct；二线物企三费率为 9.3%，同比-1.1pct。24H1，物业管理板块应收账款余额均值达 45 亿元，同比+16%；应收账款减值均值 9.3 亿元，同比+112%，对应应收账款减值占比应收账款达 21.8%，同比+8.0pct，其中一线物企 11.3%、同比+6.0pct，二线企业 31.2%、同比+8.8pct；商誉减值及无形资产摊销比例（占比商誉及无形资产）平均值为 3.4%，同比+0.5pct。24H1，物管公司毛利率和净利率下降，主要源于：1) 地产行业下行、人工成本上升等因素，压制物管行业盈利能力；2) 非住宅物业竞争有所加剧；3) 高毛利增值服务增速下行；4) 应收账款减值增加；5) 商誉减值及无形资产摊销占比提升。
- **24H1 基础/非业主/业主增值分别占 72%/9%/14%、合同/在管比 1.4 倍。**24H1，6 家主流物企物业管理服务、非业主增值服务、业主增值服务营收分别占比 72%、9%、14%，分别同比+12%、-25%、-0.3%。综合来看，主流物业公司物业管理服务保持稳健增长，非业主增值服务受地产下行拖累、业主增值服务受消费下行影响，占比均有所下降。从经营数据来看，24H1，14 家主流物企在管面积平均同比+10.8%，较上年同期-7.8pct；其中，一线、二线物企平均分别同比+14%、+7%。合同面积平均同比+4.4%；其中，一线、二线物企平均分别同比+6.7%、+1.5%。24H1 末，14 家主流物企合同/在管面积平均覆盖倍数为 1.4 倍，较 23 年末-0.05 倍。其中，一线、二线物企分别为 1.4、1.3 倍，分别较 23 年末-0.09 倍、-0.03 倍。
- **24H1 资产负债率、周转率、净利率均降，板块 ROE 下降。**24H1，物业管理板块整体 ROE 为 3.9%，同比-1.8pct。其中，一线物企 ROE 为 5.5%，同比-2.9pct；二线物企 ROE 为 3.4%，同比-1.4pct。24H1，板块整体资产负债率为 41.3%，同比-2.1pct；板块整体资产周转率为 0.34 次，同比-0.04 次；板块整体净利率为 7.0%，同比-0.4pct。综合来看，24H1，物业管理板块负债率下降、周转率下降、净利率略降，综合导致板块 ROE 下降，其中一线物企仍好于二线物企。
- **投资分析意见：板块降速，分化加剧，维持“看好”评级。**我们认为，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务、消费、资产管理三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面。对比海外，我国物业管理行业拥有空间巨大、围墙属性、集中度继承三大独有特色。短期来看，由于房地产基本面超预期下行影响，物管行业呈现总体降速、物企分化进一步加剧趋势，但优质物企有望更加受益集中度提升，成长空间更大，并且目前物管板块平均 2024PE 仅 11X。我们维持物业管理行业“看好”评级，推荐：华润万象、招商积余、绿城服务、保利物业、中海物业。
- **风险提示：地产超预期下行、人工成本上行超预期、增值服务探索不及预期。**

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
邓力 A0230523050001
dengli@swsresearch.com

联系人

邓力
(8621)23297818×
dengli@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资分析意见

我们认为，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务、消费、资产管理三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面。对比海外，我国物业管理行业拥有空间巨大、围墙属性、集中度继承三大独有特色。短期来看，由于房地产基本面超预期下行影响，物管行业呈现总体降速、物企分化进一步加剧趋势，但优质物企有望更加受益集中度提升，成长空间更大，并且目前物管板块平均 2024PE 仅 11X。我们维持物业管理行业“看好”评级，推荐：华润万象、招商积余、绿城服务、保利物业、中海物业。

原因与逻辑

24H1，主流物业管理公司营收增速放缓、净利润同比下降，主要源于：1) 21 年下半年以来房地产新开工、销售持续下行；2) 部分房地产企业出险，竣工交付受到影响；3) 应收账款计提减值增加。综合来看，物管行业呈现总体降速，结构继续分化，一线物企营收、业绩增速仍高于二线物企，体现出强者仍强的局面。而从毛利率、净利率、三项费率、应收款减值比例等多维度指标来看，一线物企仍好于二线物企，优质物企拥有更好的综合实力或预示着其将在本轮行业加速出清后的格局优化阶段，获得更好的成长空间。

有别于大众的认识

市场认为，随着地产行业销售、新开工的快速下行，物业管理行业成长逻辑受到较大压制，而我们认为，中期维度，随着城镇化率提升、人均居住面积提升，物业管理行业仍有较大成长空间，行业正进入加速整合阶段，预计后续仍将呈现总量平稳，结构分化的趋势，行业集中度也有望加速提升。从 24H1 财报来看，24H1 主流一线物企在管面积同比增速达 14%，营收增速达 8%，头部物企规模仍延续扩张趋势，预计后续行业将加剧分化，呈现强者恒强的趋势。

目录

1. 24H1 营收增速放缓、业绩下滑，总体降速、继续分化	5
1.1 24H1 营收同比+6%、增速放缓，从结构来看：一线+8%>二线+5%.....	5
1.2 24H1 净利润同比-7%、业绩下降，从结构来看：一线+4%>二线-10%.....	5
2. 24H1 毛利率、净利率下降，源于人工上升、应收款减值增加等	7
2.1 24H1 板块毛利率为 22%、继续下降，结构：二线 23%>一线 19%.....	7
2.2 24H1 板块净利率 7.0%、小幅下降，结构：一线 9.7%>二线 6.2%.....	9
2.3 24H1 三费费率为 8.6%、费率优化，其中一线 6.3%、二线 9.3%.....	10
2.4 24H1 应收账款减值比例达 22%、继续走高，一线 11%，二线 31%.....	10
2.5 24H1 商誉减值及无形资产摊销比例为 3.4%、同比走高	12
3. 24H1 基础/非业主/业主增值分别占 72%/9%/14%、合同/在管比 1.4 倍.13	
3.1 24H1 基础/非业主/业主增值分别占 72%/9%/14%、同比+12%/-25%/-0.3%13	
3.2 24H1 在管同比+11%，合同同比+4%，合同/在管比 1.4 倍	15
4. 24H1 资产负债率、周转率、净利率均降，板块 ROE 下降	17
5. 投资分析意见：板块降速，分化加剧，维持“看好”评级	19
6. 风险提示：地产超预期下行、人工成本上行超预期、增值服务不及预期19	

图表目录

图 1、2017-2024H1 物业管理板块营业收入增长率	5
图 2、2017-2024H1 物业管理板块归母净利润增长率	6
图 3、2017-2024H1 物业管理板块毛利率	7
图 4、6 家物企 2018-2024H1 物业管理服务毛利率	8
图 5、6 家物企 2018-2024H1 非业主增值服务毛利率	8
图 6、6 家物企 2018-2024H1 业主增值服务毛利率	9
图 7、2017-2024H1 物业管理板块归母净利率	9
图 8、2017-2024H1 物业管理板块三费率情况	10
图 9、2018-2024H1 物业管理板块应收款同比	11
图 10、2021-2024H1 物业管理板块应收款减值同比情况	11
图 11、2020-2024H1 物业管理板块应收款减值比例情况	12
图 12、4 家物企 2024H1 商誉减值及无形资产摊销绝对额	12
图 13、4 家物企 2024H1 商誉减值及无形资产摊销比例	13
图 14、6 家物企 2024H1 营收构成对比	14
图 15、2024H1 物业管理服务收入同比增速	14
图 16、2024H1 非业主增值服务收入同比增速	15
图 17、2024H1 业主增值服务收入同比增速	15
图 18、2017-2024H1 主流公司在管面积同比增速	16
图 19、2017-2024H1 主流公司合同面积同比增速	16
图 20、2019-2024H1 主流公司合同面积/在管面积覆盖倍数	17
图 21、2017-2024H1 物业管理板块资产负债率情况	18
图 22、2017-2024H1 物业管理板块资产周转率情况	18
图 23、2017-2024H1 物业管理板块 ROE 情况	18
表 1：主流 AH 上市物业管理企业估值情况	19

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/605311323020011320>