

止跌+改善带动物业公司价值修复

行业评级：看好
2025年4月8日

分析师 杨凡
邮箱 yangfan02@stocke.com.cn
电话 13916395118
证书编号 S1230521120001

分析师 吴贵伦
证书编号 S1230524080009

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

CONTENTS

01

改善房产带动物业服务

02

ROIC分析物业公司价值

03

物业公司估值修复空间

01

改善房产带动物业 服务

2025年两会明确“推动好房子”

持续用力推动房地产市场止跌回稳。**因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。**

具体部委如何做？2025年3月9日住建部倪部长采访：

- 1) 一是巩固政策组合拳效果，继续打好保交房攻坚战，加大白名单贷款投放力度，按照“应进尽进、应贷尽贷”要求，充分保障项目建设交付。

托底

- 2) 二是加力实施城中村和危旧房改造。将在去年新增100万套的基础上，继续扩大改造规模。稳妥推进货币化安置，让城中村的居民拥有更多的自主选择权.....将2000年以前的老旧小区纳入到城中村改造范畴中。

拉投资

- 3) 推进收购存量商品房，支持地方在收购主体价格和用途方面充分行使自主权。

推动供需平衡

- 4) 改革完善房地产开发、销售等基础性制度，适应人民群众高品质住房的需要，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子，促进房地产市场平稳健康发展。

产品升级

1.1 新房开发聚焦改善

新房供给“量缩质优”

- 2024年4月，自然资源部办公厅发布《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，对于库存压力大、去化周期超过36个月的城市，要暂停新增商品住宅用地出让。
- 2024-2025Q1核心城市供应“好区位”土地，部分城市部分区位楼面均价破新高。
- 2025年3月13日住建部发布《住宅项目规范》对住宅项目的建设、使用和维护作出规定。

表：土地市场成交情况

年份	土地成交面积 (亿平)	土地成交面积 累计同比(%)	土地成交价款 (万亿元)	土地成交价款 累计同比 (%)	土地溢价率 (%)	土地单价 (元/平)
2020	22.8	7.2%	6.3	15.9%	15.2%	2763
2021	17.4	-23.5%	5.7	-9.5%	12.6%	3276
2022	12.1	-30.7%	4.0	-29.9%	3.8%	3306
2023	9.3	-23.5%	3.3	-17.2%	5.2%	3548
2024	7.3	-21.0%	2.5	-24.4%	4.1%	3425

2025年3月13日住建部《住宅项目规范》，规划要求包括：

1. 容积率低层小区不高于2，高层小区不高于3.1；
2. 日照时长冬日不低于1小时，夏日不低于2小时；
3. 套内使用面积要求：卧室不小于5平米，兼具起居室卧室不小于9平米，厨房不小于3.5平米；层高不低于3米，卧室、起居室净层高不低于2.6米，厨房和卫生间净高不低于2.2米；
4. 墙体和楼板隔声性能提升；
5. 四层以上或高度超过9米住宅需要配备电梯。

.....

中高端住宅市场物业费

- 中高端住宅收取的物业费通常比普通住宅高两倍左右。尽管更高物业费需要匹配更全面的服务以及对应的更多人力成本，但是在科技赋能的加持下，人力成本占比较高的物业行业其成本优化空间也较大。单平米物业费较高，人工成本优化空间也更大，进而带来利润扩张的空间。
- 根据2023年百强企业数据统计，营业成本中人工成本占比51.20%，外包成本约20%，合计广义人工成本约70%。
- AI科技的应用可以通过自动化管理停车、电梯等系统，减少人工巡检和维修频率，降低维护和人员成本。

表：物业公司各项成本占比

类别	占比	项目
人工成本	50%-60%	自有员工薪资、社保
设备设施维护成本	15%-25%	机电设备、电梯维保、能源消耗等
清洁与绿化成本	8%-12%	公共区域保洁、绿化养护
公共安全成本	5%-10%	安保人员、智能安防系统投入
管理费用	5%-10%	行政办公、差旅、培训等
其他经营成本	3%-5%	研发创新、市场营销、税费等

表：部分城市物业费差异

城市	普通住宅指导价 (元/㎡/月)	中高端住宅市场价 (元/㎡/月)
北京	2.0-2.3 (多层/高层)	3.0-8.0
上海	2.0-2.5	4.0-10.0
深圳	2.8-3.5	5.0-15.0
广州	1.8-2.5	3.0-6.0
杭州	1.5-2.2	2.5-5.0
成都	1.2-1.8	2.0-4.0
重庆	1.0-1.5	1.8-3.5
武汉	1.2-1.6	2.0-4.0

02

ROIC分析物业公司 价值

ROIC指标剥离杠杆幻觉，聚焦经营回报率

- ROIC直接反映企业利用债权人和股东投入的总资本（包括债务+股权）的盈利能力。与ROE（股东权益回报率）不同，ROIC不受杠杆率影响，避免高负债企业虚增ROE的假象。长期高ROIC企业往往具备垄断技术、品牌溢价或网络效应。

$$ROIC = \frac{EBIT \times (1 - \text{税率})}{\text{总负债} + \text{股东权益} - \text{非经营性现金}}$$

表：六家央国企物业公司ROIC对比

	年份	华润万象生活	保利物业	中海物业	招商积余	绿城服务	万物云	对比：贵州茅台
ROIC(%)	2018年	86.21	64.89	35.88	9.02	22.75	-	32.14
	2019年	42.98	17.19	40.84	3.89	17.06	-	31.19
	2020年	11.67	12.00	38.22	4.45	13.85	-	29.45
	2021年	12.47	13.05	38.22	4.59	11.94	-	27.44
	2022年	15.23	15.38	38.12	5.38	7.48	11.46	29.39
	2023年	19.38	16.82	35.74	6.51	7.98	11.48	33.49
	2024年	22.35	16	32.36	7.45	10.07	6.76	35.19
ROIC(%) 五年平均		16.22	14.65	36.53	5.67	10.26	9.11	30.99
WACC(%)		1.51	2.97	3.01	0.73	1.45	1.90	0.36
PE-2025 (倍)		16	10	9	13	13	14	20

物业公司提升ROIC

- 物业公司通常没有负债或者有较少的短期负债，整体负债率并不高，因此提升物业公司ROIC的思路主要从分子端入手。分母端主要通过降低应收账款回款时间来增加现金流，从而达到降低分母提升ROIC的目的。

$$ROIC = \frac{EBIT \times (1 - \text{税率})}{\text{总负债} + \text{股东权益} - \text{非经营性现金}} = \text{利润率} \times \text{资本周转率}$$

表：物业公司提升ROIC路径

物业公司提升ROIC路径

分子端	提升运营效率	物业公司主要运营成本为人工成本和维护成本。 AI技术的应用（例如安防电子眼、清洁机器人）可以减少保安、清洁等人工费用。 此外科技的应用也可以提升单位员工服务半径，降低项目人员总数量。
	增强定价权	物业费受物价指导和业委会监督，提价较困难，物业费长期不变会侵蚀利润率。物业公司提升物业费定价灵活性，使其更贴近市场化定价可以从两方面入手： 1) 增加市场化定价的资产，例如写字楼和商业中心的管理面积占比；2) 增加改善型住宅物业管理项目，使物业费更好的匹配优质服务。
	提升高利润业务占比	传统住宅物业费毛利率在10-15%左右，提升空间有限。 增值服务和商办类物业毛利率可高于30%和60%，利润率较高。 提升增值服务和商办类收入或利润贡献占比也可以提升物业公司的利润率。
分母端	提升应收账款周转效率	物业公司近年应收账款持续攀升，应收账款周转效率持续降低。物业公司应收账款的增加主要因1) 公建类物业占比提升；2) 母公司房企现金流紧张。 通常央企应收账款/营收比重较民企较好。
	提升存货周转效率	物业公司通常经营模式为轻资产，没有太多存货。但个别物业公司历史遗留问题，可能持有重资产，导致存货较高。重资产置换出表后， 公司做轻，可提升存货周转率。

2.2 影响物业公司ROIC的商业模式

ROIC提升方式1：提升运营效率 —— 【长期且慢】

- **提升毛利率：**物业公司提升运营效率主要通过降本的方式来实现，包括基础物业人工成本中安保、清洁、维护等工作，可以借助AI科技来实现更低成本、更精准的运维，实现管理团队人数精简而运维质量更好的效果。
- **降低三项费率：**由于物业公司负债较低，通常财务成本影响不大，**提升净利润主要可通过降低管理费和销售费用来实现。**管理费通常随着公司管理规模的扩大而增长，管理费增速小于收入增速可能需要公司物业区位足够聚焦，实现局部规模化效应。然而初期物业公司成长跟随母公司开发商，规模效应带来管理半径较大，成本难以集约的情况。**我们认为，未来物业公司可以通过加大管理项目的进入和退出，实现区域管理资源集约化。**

图：万物云AI监控代替人眼

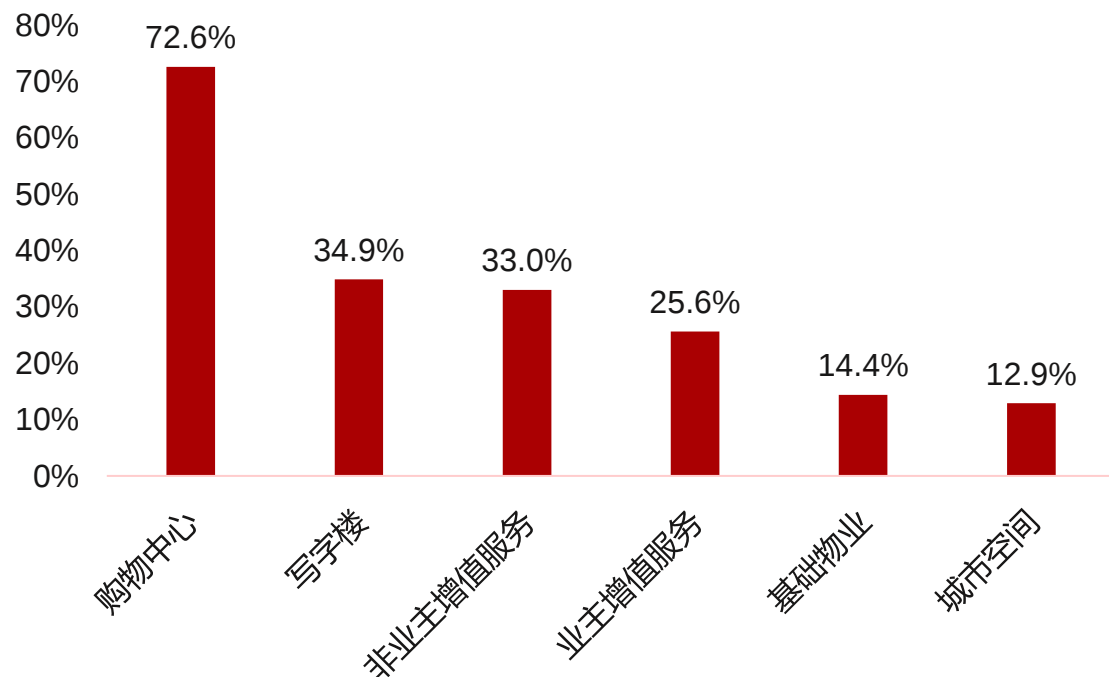


2.2 影响物业公司ROIC的商业模式

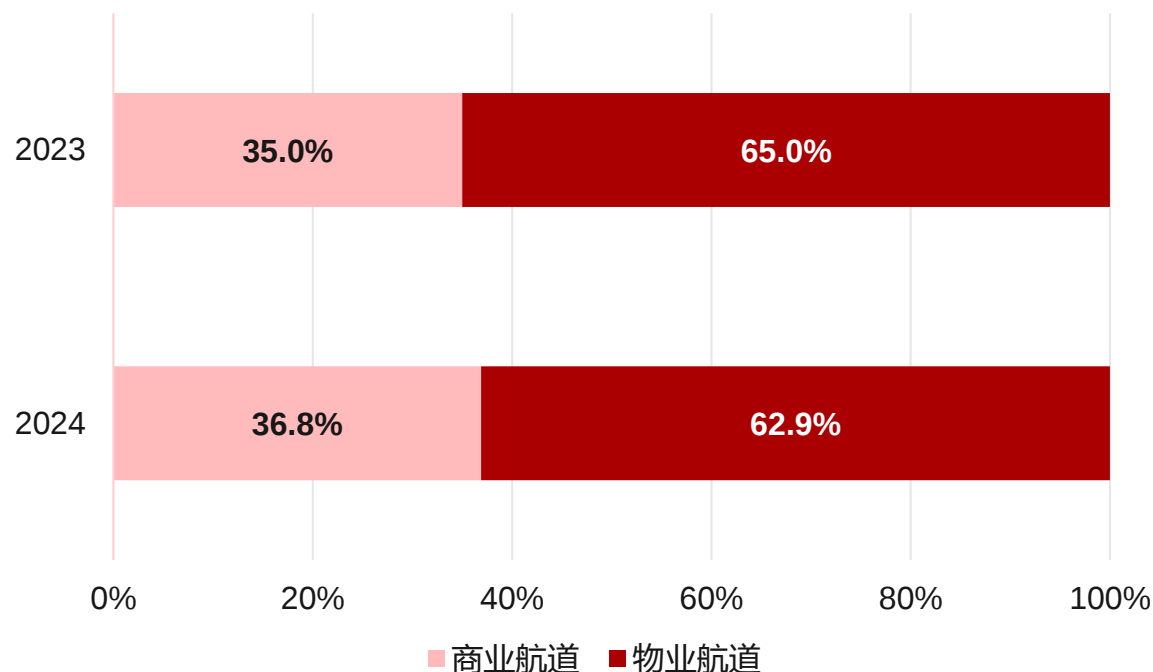
ROIC提升方式2：增加高利润率业务收入占比

- 以华润万象生活为例，商业航道的购物中心和写字楼毛利率远高于基础住宅物业服务 and 城市空间物业服务。2024年商业航道毛利率大约为60%，而包括住宅和城市物业服务的物业航道毛利率为17%。
- 2024年公司商业航道收入同比增速21%，物业航道增速11.6%。公司收入结构上，商业航道的占比持续提升。高毛利业务收入占比和利润占比的提升给公司带来毛利率的优化。2024年公司整体毛利率32.9%，同比增加1.1个百分点。

图：2024年华润万象生活分业务毛利率（%）



图：华润万象生活收入结构占比（%）



2.2 影响物业公司ROIC的商业模式

ROIC提升方式3：增强定价权

- 绿城服务深耕江浙，受母公司房企以改善型产品为主的影响，公司住宅物业费高于市场平均水平，且2022-2024年从3.2元每平每月提升到3.24元每平每月。公司为中高端住宅提供优质服务，获得较竞争对手更强的定价能力。

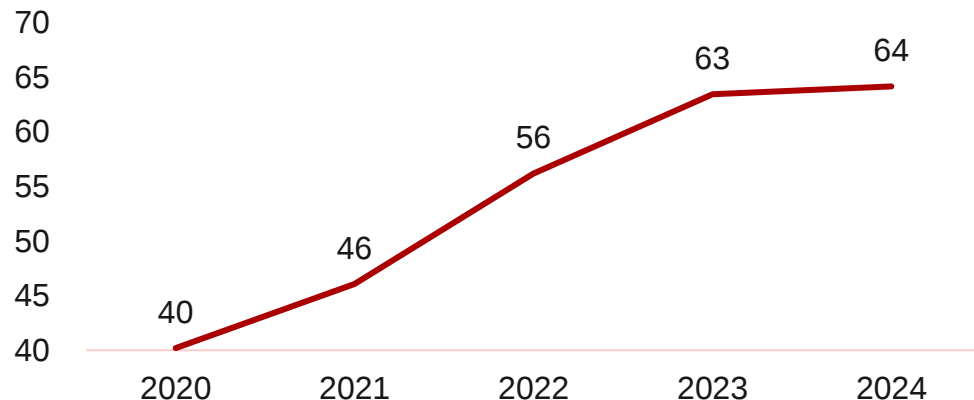
图：绿城服务【工作主线-回归服务价值】示意图



ROIC提升方式4/物业公司估值压制问题：应收账款

- 物业公司应收账款主要来自于为母公司房企提供物业、非业主增值服务导致的。2020年以来受房企融资紧张的影响，物业公司应收账款周转天数普遍提升，整体趋势上，央企>国企>民企。
- 应收账款的增加会导致：1) 未来坏账计提可能增加，进而影响公司利润；2) 尽管物业公司现金较多，但应收周转天数的增加会减少现金流入，导致公司ROIC分母增加，进而降低公司ROIC。

图：六家央企平均应收账款周转天数



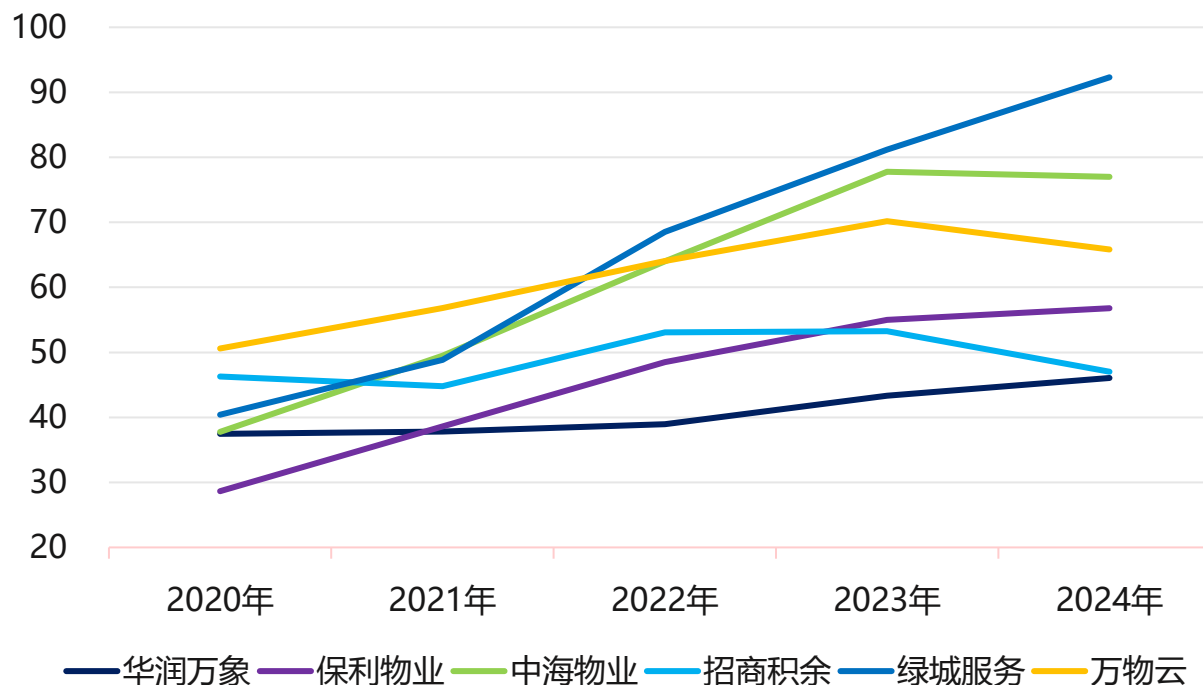
表：六家央企物业公司应收账款相关情况

公司	应收账款 (亿元)	应收账款中： 一年以上 (亿元)	营业收入 (包括定期存款) (亿元)	账面现金 (亿元)	应收账款 占营收比例 (%)	应收账款 占账面现金比例 (%)	一年以上占应收比例 (%)
华润万象	24	4	170	123	14%	19%	15%
保利物业	28	5	163	99	17%	28%	18%
中海物业	28	7	140	58	20%	49%	24%
招商积余	22	3	172	32	13%	71%	14%
绿城服务	48	19	179	58	27%	84%	38%
万物云	65	10	362	136	18%	48%	16%
比较公司：贵州茅台	20	0.1	1741	595	1%	3%	0%

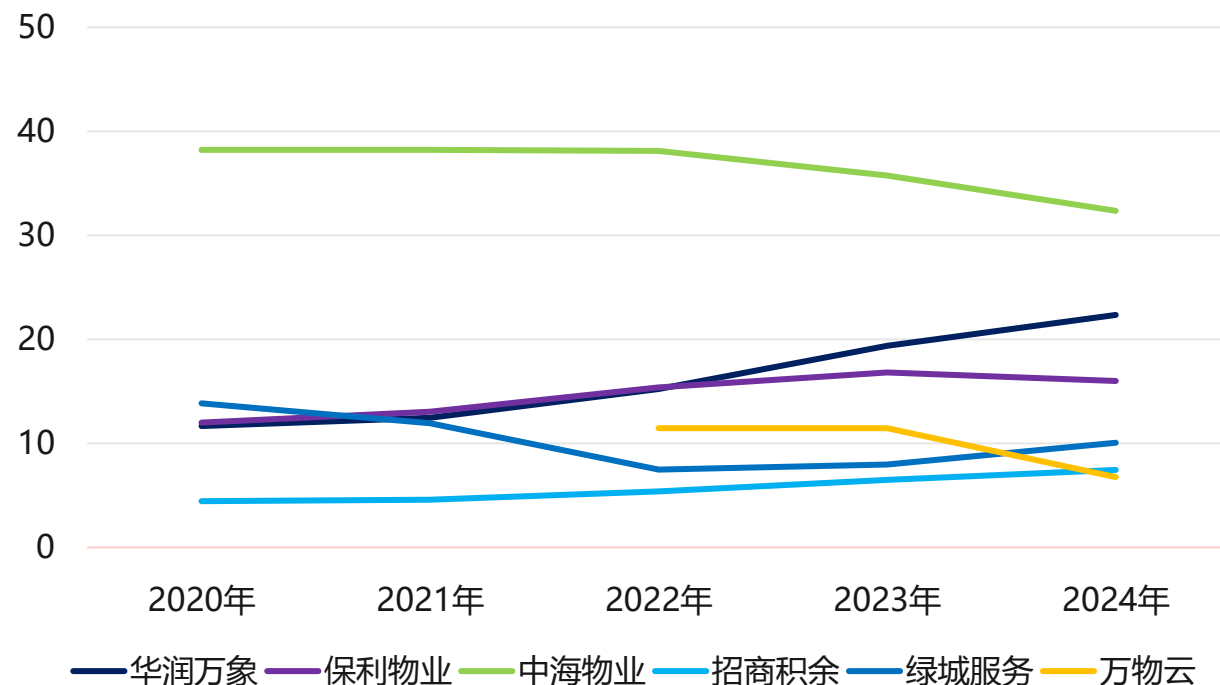
ROIC提升方式4/物业公司估值压制问题：应收账款

- 从应收账款周转天数来看，招商积余是2020年以来应收账款周转天数增加的最少的公司，2024年相较2020年增加了0.74天；华润万象生活次之，增加了8.6天；万物云位列第三，应收账款周转天数增加了15天；保利物业和中海物业分别增加了28和39天；增加最多的是金茂服务45.9天。
- 2020-2024年物业收入结构缓慢调整，毛利率的变化对公司ROIC影响甚微。与此同时，应收账款周转天数的变化对ROIC走势产生了明显影响。招商积余和华润万象生活应收账款周转维持较为稳定的情况下，ROIC趋势向上。保利物业、中海物业的ROIC在应收账款周转天数攀升时出现了明显掉头向下的走势。

图：六家央国企物业公司应收账款天数（天）



图：六家央国企物业公司ROIC走势（%）



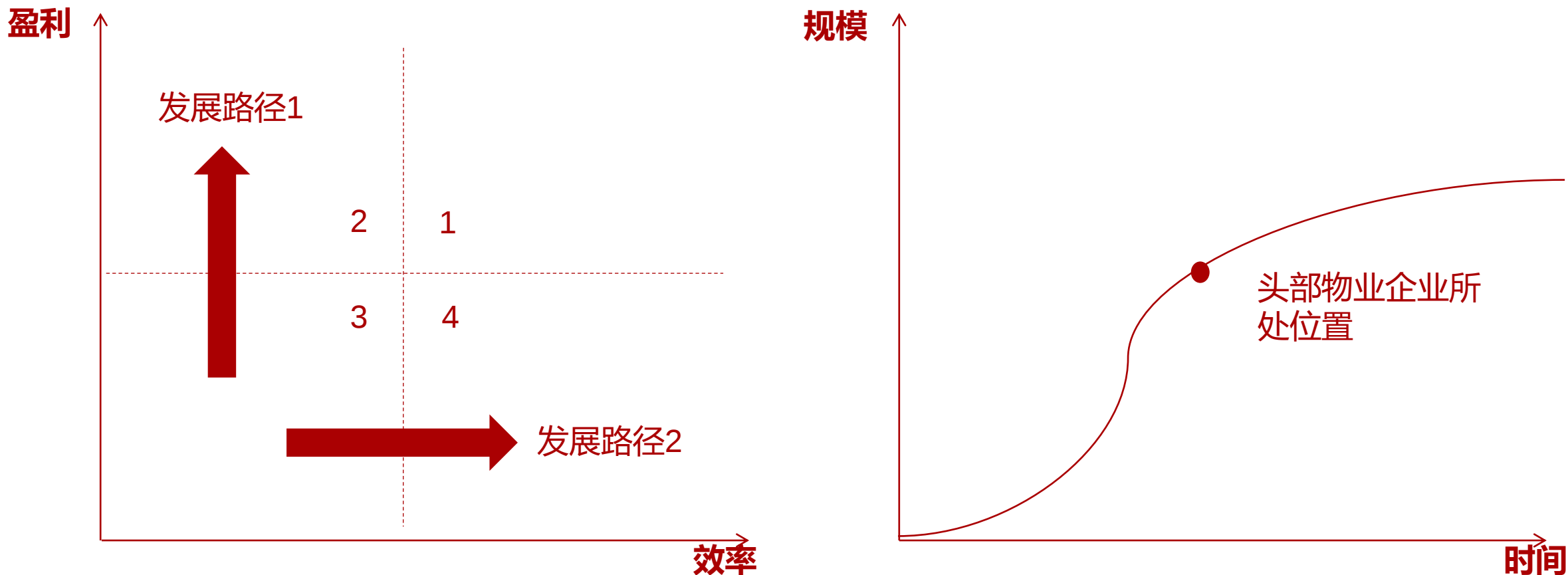
03

物业公司估值修复 空间

3.1 物业公司发展阶段和估值

内部效率优化和利润挖掘决定估值

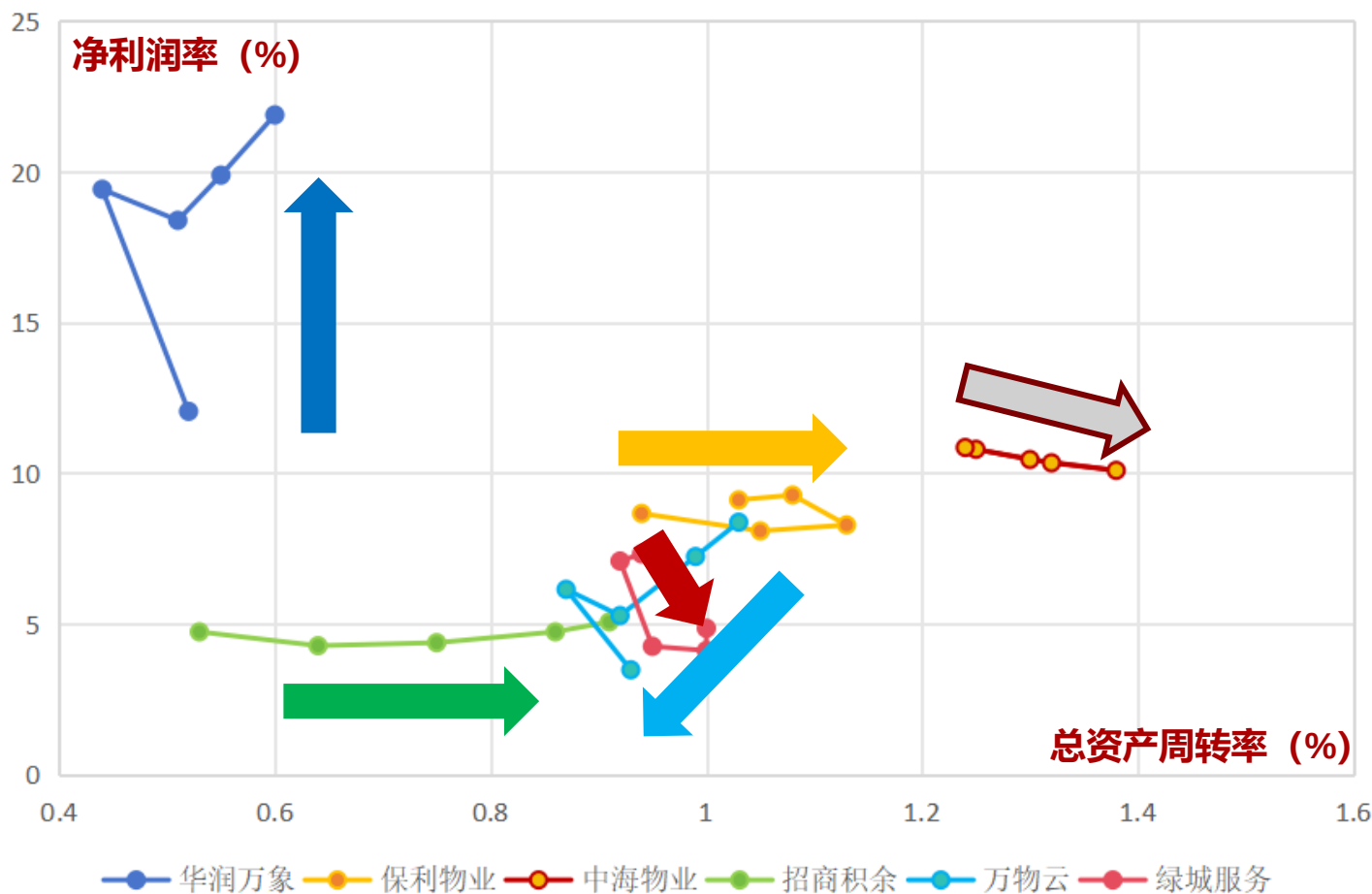
- 物业公司的发展阶段前期和母公司房企同步，但高歌猛进/跑马圈地的扩规模阶段已暂时告一段落。在规模增速放缓的情况下，**物业公司的价值逻辑回归到内部优化/效率提升/利润挖掘上**。在下次商业模式突破或技术突破带来管理规模的进一步突破前，**我们认为物业公司利润结构的优化和内部效率的提升（例如应收账款的降低或维持稳定）决定了物业企业的估值水平**。



华润万象求利润，招商积余求效率

- 我们综合六家央企物业公司2020-2024年效率和利润走势来看。

图：六家央企物业公司净利润率和总资产周转率



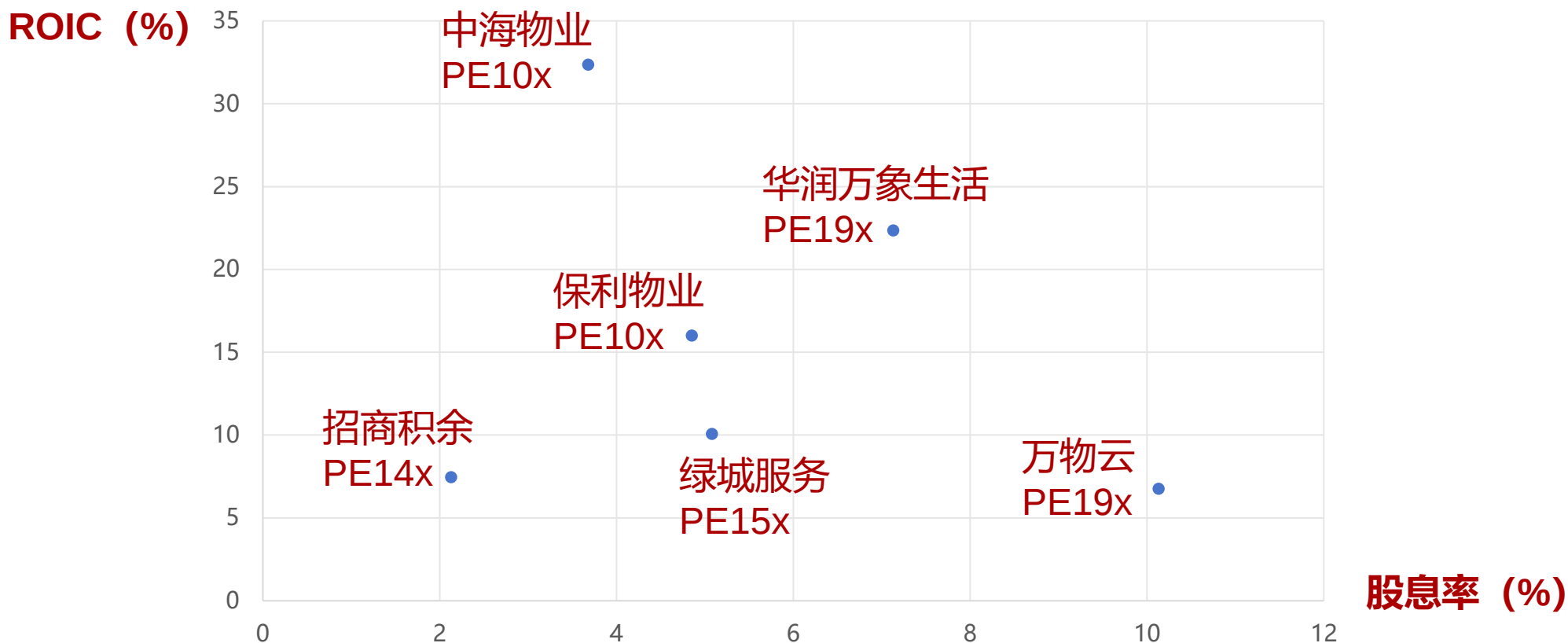
- 【华润万象生活】在维持既定效率的情况下，向上追求利润率；
- 【招商积余】在缓慢提升利润率的同时提升了效率；
- 【中海物业】提升效率的同时利润率有所下滑；
- 【保利物业】利润率维持稳定的同时，效率有反复；
- 【绿城服务】稳定效率的同时利润率有所下滑，但2024年利润率有好转；
- 【万物云】效率和利润率面临双重压力。

□ 值得注意的是，我们认为AI科技的使用最终会使所有物业公司利润率提升（图中所有点位向上移动）。但初期科技的应用主要是降低了基础工种的数量，进而实现人员成本的见底，但与此同时AI科技的应用增加了经受过培训的/高学历岗位，成本的降低和利润空间的增厚还有待观察。

高分红+高利润率获高估值

- 当前物业公司估值中，华润万象生活和万物云市场给予20倍左右的PE估值，华润万象生活ROIC超过20%，股息率超过7%，万物云虽然ROIC不高但是股息率达到10.1%。高ROIC或高股息率在港股市场均可获得较高的估值。A股中的招商积余虽然和港股央国企物业公司相比ROIC和股息率均不算高，但由于其稀缺性，市场还是给以15倍左右的PE估值。

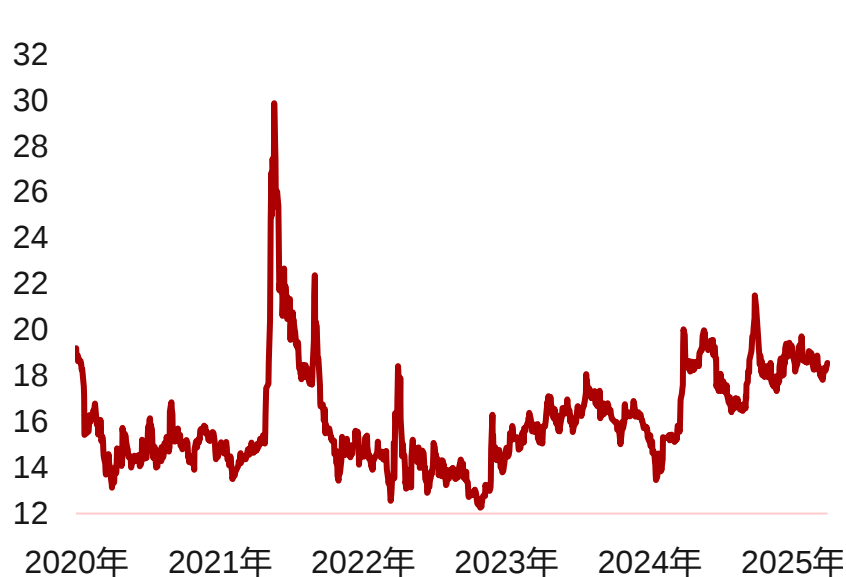
图：六家央国企物业公司股息率和ROIC



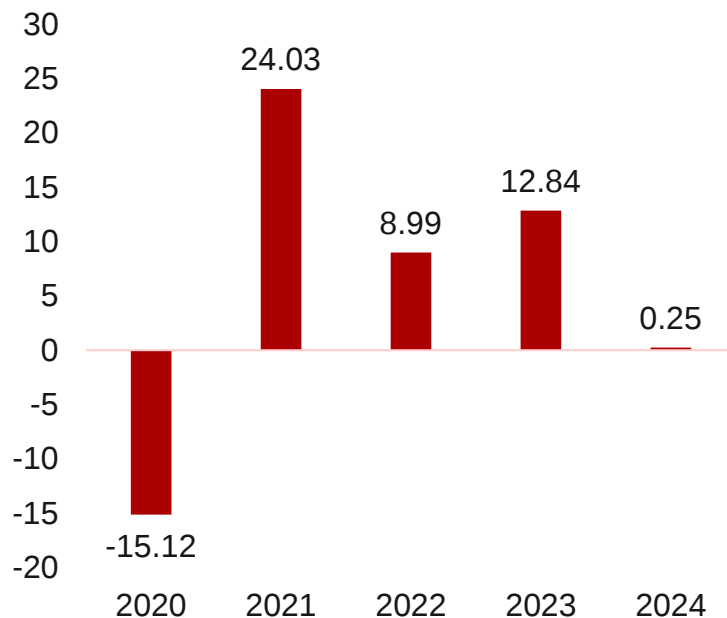
房企信用先稳定，物企永续现金流价值后体现

- 在房企扩张期间，物业公司规模迅速增长带来收入和利润的增长。在2021-2024年房地产下行周期，开发商信用受到资本市场担忧时，作为子公司的物业公司估值也相应受到了影响。2024年9月房地产行业政策提出“止跌回稳”并出台一系列企稳政策，房地产企业下行风险得到阶段性缓解。
在房企信用稳住之后，物业公司的永续现金流价值才能逐渐得到体现。
- 由于物业公司轻资产属性，通常估值方法用PE和DCF两种方式。PE估值中，企业市值一方面受公司盈利能力影响EPS，一方面受经济周期影响，资本市场在不同周期阶段估值偏好不同，给与的PE估值乘数也不同。当前资本市场对红利资产的偏好持续抬升红利资产估值。中国国贸的PE走势与净利润增速走势情况来看，显著的说明了这一点。

图：中国国贸PE估值走势（倍）



图：中国国贸归母净利润增速（%）



图：六家央国物业PE均值（倍）



强现金流业务属性+超额分红，估值具备提升空间

- 综上所述，我们认为在房地产行业止跌回稳的趋势下，房地产企业信用稳定，行业下行风险触底，央国企物业公司估值有了开始修复的基础。尽管物业公司高速拓展规模的时期已过，但**内生效率提升（降本增效，应收账款账期管理）和利润优化有望能够带动盈利以5-10%左右的增速增长，产生稳定的现金流。**
- 当前资本市场对红利资产的估值提升，应扩散到央国企物业公司。央国企物业公司主体信用稳定，收缴率变化不大，应收账款管理相对民企稳定（尤其是华润万象生活和招商积余）。中国国贸2022年估值持续提升主要因其**强现金流业务属性**和**超额分红**。这两点在主体信用稳健的央国企物业同样适用，因此我们认为央国企物业公司估值具备提升空间，在利润增速可对标中国国贸的基础上，剔除现金后PE估值可参考中国国贸。
- 建议关注：第一梯队 - 华润万象生活和招商积余，第二梯队 - 中海物业和保利物业。**

表：典型物业公司相关指标

公司	市值 (亿元)	现金 (亿元)	剔除现金后市值 (亿元)	2024年净利润 (亿元)	PE (倍)	剔除现金PE (倍)	2020-2024年净利润CAGR (%)
华润万象生活	680	123	557	37.3	18.22	14.93	46%
保利物业	152	99	54	14.89	10.24	3.60	21%
中海物业	154	58	96	15.22	10.14	6.33	21%
招商积余	119	32	88	8.69	13.74	10.09	21%
绿城服务	115	58	58	8.67	13.31	6.64	4%
万物云	225	136	89	12.56	17.90	7.05	/
对比：中国国贸	215	40	175	12.64	16.97	13.82	11%

- 1、政策效果不及预期，若全国房地产相关的支持政策推进效果不及预期，房企再次出险可能导致物业公司估值下滑；
- 2、物业公司内生增速动力缺乏，科技降本增效不显著，导致利润承压；
- 3、物业公司应收账款周转天数继续拉长影响ROIC。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>