仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 09 日

物管板块整体承压，优质物企保持韧性

——2026H1 物业管理板块财报综述

看好

相关研究

《本轮租金改善源于租赁供给收缩，进一步支撑核心城市止跌回升判断——二手房租金改善的分析及持续性判断》 2026/06/15

《核心城市先行，星火亦可燎原——中国房地产止跌回稳系列报告之一》 2026/05/18

《核心城市引领止跌回稳，龙头房企先行弹性十足——日美房地产止跌回稳路径复盘》 2026/03/24

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **26H1 板块营收增长、业绩下滑，物企表现分化加剧。**26H1，物业管理板块整体主营业务收入同比+4.1%，较上年同期-0.8pct，较 25 年全年-1.0pct；其中，一线物管公司营业收入同比+6.0%，较上年同期-1.0pct；二线物管公司营业收入同比+0.3%，较 25 年全年-1.1pct。26H1，物业管理板块整体归母净利润同比-0.7%，较上年同期+1.0pct，较 25 年全年+10.6pct。其中，一线物管公司归母净利润同比+3.7%，较上年同期+4.9pct；二线物管公司归母净利润同比-12.9%，较上年同期-9.6pct。26H1，主流物业管理公司业绩增速下降，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）应收账款计提减值大幅增长。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。

- **26H1 板块毛利率、净利率双降，源于成本占比提升、应收款减值增加等。**26H1，物业管理板块整体毛利率为 18.7%，同比-0.6pct。其中，一线物企毛利率为 18.3%，同比-0.4pct；二线物企毛利率为 19.8%，同比-0.7pct。26H1，板块整体净利率为 6.8%，同比-0.3pct。其中，一线物企净利率为 7.7%，同比-0.2pct；二线物企净利率为 5.0%，同比-0.8pct。26H1，板块整体三费率为 7.1%，同比持平。其中，一线物企三费率为 5.3%，同比-0.6pct；二线物企三费率为 7.8%，同比+0.2pct。26H1，板块应收款余额均值达 49 亿元，同比+5.8%；应收账款减值金额均值达 11 亿元，同比+20%，对应应收账款减值占比应收账款为 23%，较上年同期+3pct，其中一线物企 13%、同比+3pct，二线物企 32%、同比+3pct；商誉减值及无形资产摊销比例平均值为 2.3%，同比-1pct。26H1，物管公司毛利率和净利率下降，主要源于：1）地产行业下行、成本占比上升等，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高位。

- **26H1 基础/非业主/业主增值分别占 77%/11%/9%、合同/在管比 1.2 倍。**26H1，5 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 77%、11%、9%，收入分别同比+9%、-10%、-10%。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，26H1，13 家主流物企在管面积平均同比+4%，较上年同期-2.5pct；其中，一线、二线物企平均分别同比+6%、+2%。合同面积平均同比+5.6%，较上年同期+0.2pct；其中，一线、二线物企平均分别同比+4.7%、+6.5%。26H1 末，13 家主流物企合同/在管面积平均覆盖倍数为 1.23 倍，较 25 年末-0.03 倍。其中，一线、二线物企分别为 1.26、1.21 倍，较 25 年末均-0.03 倍。

- **26H1 板块资产负债率升、周转率平、净利率降，板块 ROE 下降。**26H1，物业管理板块整体 ROE 为 4.2%，同比-0.8pct。其中，一线物企 ROE 为 8.0%，同比持平；二线物企 ROE 为 3.1%，同比-1.0pct。26H1，板块整体资产负债率为 48.2%，同比+0.7pct；板块整体资产周转率为 0.38 次，同比持平；板块整体净利率为 6.8%，同比-0.3pct 。综合来看，26H1，物业管理板块负债率上升、周转率持平、净利率略降，综合导致板块整体 ROE 下降，其中一线物企仍显著好于二线物企。

- **投资分析意见：物管板块整体承压，优质物企保持韧性，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，其中优质物企有望更加受益集中度提升、并提质增效下实现高质量发展，预计后续成长空间更大。目前物管板块平均 2026PE 11X，我们维持物管行业“**看好**”评级，推荐：华润万象、绿城服务、招商积余、保利物业、中海物业，建议关注：滨江服务、建发物业。

- **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。**

仅供内部参考，请勿外传

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，其中优质物企有望更加受益集中度提升、并提质增效下实现高质量发展，预计后续成长空间更大。目前物管板块平均 2026PE 11X，我们维持物管行业“**看好**”评级，推荐：华润万象、绿城服务、招商积余、保利物业、中海物业，建议关注：滨江服务、建发物业。

原因与逻辑

2026H1，主流物业管理公司业绩下滑，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。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。26H1 主流一线物企营收增速达 6%，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。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 26H1 营收增长、业绩下滑，物企表现分化加剧 5

1.1 26H1 营收同比+4%、较 25 年全年-1pct，从结构来看：一线+6%>二线+0.3%.....5
1.2 26H1 净利润同比-1%、较 25 年全年+11pct，从结构来看：一线+4%>二线-13% ...5

2. 26H1 毛利率、净利率下降，源于成本占比提升、应收款减值增加等 6

2.1 26H1 板块毛利率为 19%、继续下降，结构：二线 20%>一线 18%.....6
2.2 26H1 板块净利率 6.8%、小幅下降，结构：一线 7.7%>二线 5.0% 9
2.3 26H1 三费费率为 7.1%、费率稳定，其中一线 5.3%、二线 7.8% 9
2.4 26H1 应收账款减值比例达 23%、继续走高，一线 13%，二线 32% 10
2.5 26H1 商誉减值及无形资产摊销比例为 2.3% 12

3. 26H1 基础/非业主/业主增值分别占 77%/11%/9%、合同/在管比 1.2 倍..... 13

3.1 26H1 基础/非业主/业主增值分别占 77%/11%/9%、收入同比+9%/-10%/-10%.....13
3.2 26H1 在管同比+4%，合同同比+6%，合同/在管比 1.2 倍.....15

4. 26H1 资产负债率升、周转率平、净利率降，板块 ROE 下降 17

5. 投资分析意见：物管板块整体承压，优质物企保持韧性，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 20

图表目录

图 1：2019-2026H1 物业管理板块营业收入增长率 5
图 2：2019-2026H1 物业管理板块归母净利润增长率 6
图 3：2019-2026H1 物业管理板块毛利率 7
图 4：5 家物企 2019-2026H1 物业管理服务毛利率 8
图 5：5 家物企 2019-2026H1 非业主增值服务毛利率 8
图 6：5 家物企 2019-2026H1 业主增值服务毛利率 8
图 7：2019-2026H1 物业管理板块归母净利率 9
图 8：2019-2026H1 物业管理板块三费率情况 10
图 9：2019-2026H1 物业管理板块应收款同比 11
图 10：2021-2026H1 物业管理板块应收款减值同比情况 11
图 11：2021-2026H1 物业管理板块应收款减值比例情况 12
图 12：7 家物企 2026H1 商誉减值及无形资产摊销绝对额 12
图 13：7 家物企 2026H1 商誉减值及无形资产摊销比例 13
图 14：5 家物企 2026H1 营收构成对比 14
图 15：2026H1 物业管理服务收入同比增速 14
图 16：2026H1 非业主增值服务收入同比增速 14
图 17：2026H1 业主增值服务收入同比增速 15
图 18：2017-2026H1 主流公司在管面积同比增速 16
图 19：2017-2026H1 主流公司合同面积同比增速 16
图 20：2020-2026H1 主流公司合同面积/在管面积覆盖倍数 17
图 21：2018-2026H1 物业管理板块资产负债率情况 18
图 22：2018-2026H1 物业管理板块资产周转率情况 18
图 23：2018-2026H1 物业管理板块 ROE 情况 19

表 1：主流 AH 上市物业管理公司估值情况 19

仅供内部参考，请勿外传

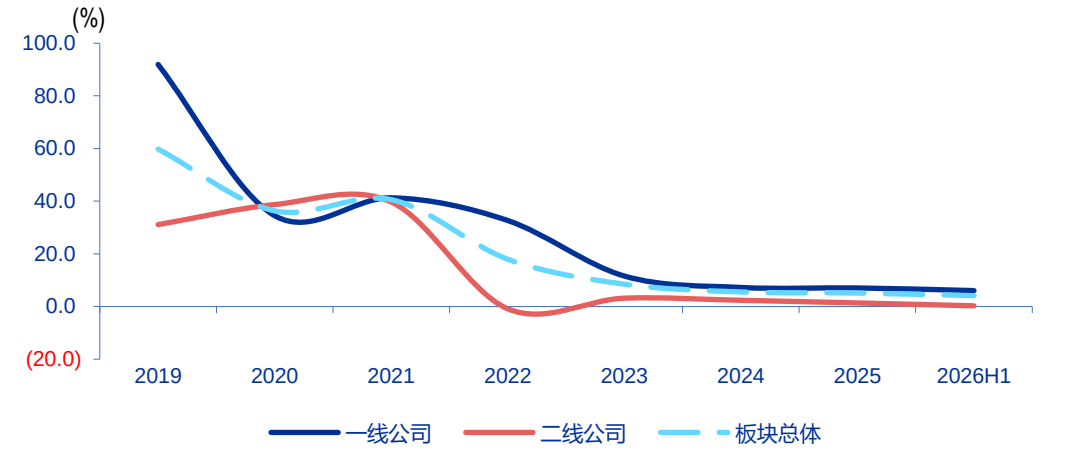
1. 26H1 营收增长、业绩下滑，物企表现分化加剧

1.1 26H1 营收同比+4%、较 25 年全年-1pct，从结构来看：一线+6%>二线+0.3%

据万得数据，2026H1，物业管理板块整体主营业务收入同比+4.1%，较上年同期-0.8pct，较 25 年全年-1.0pct，整体增速继续下行。其中，一线物管公司营业收入同比+6.0%，较上年同期-1.0pct，较 25 年全年-1.0pct；二线物管公司营业收入同比+0.3%，较上年同期-0.6pct，较 25 年全年-1.1pct。物业管理板块整体营收增速下降，主要源于房地产行业销售、开工持续下行；其中，一线物业公司增速仍高于二线物业公司增速，呈现强者恒强的趋势。

注：物业管理板块整体指主流 AH 35 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

图 1：2019-2026H1 物业管理板块营业收入增长率



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：物业管理板块整体指主流 AH 35 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

1.2 26H1 净利润同比-1%、较 25 年全年+11pct，从结构来看：一线+4%>二线-13%

据万得数据，2026H1，物业管理板块整体归母净利润同比-0.7%，较上年同期+1.0pct，较 25 年全年+10.6pct。其中，一线物管公司归母净利润同比+3.7%，较上年同期+4.9pct，较 25 年全年+16.9pct；二线物管公司归母净利润同比-12.9%，较上年同期-

仅供内部参考，请勿外传

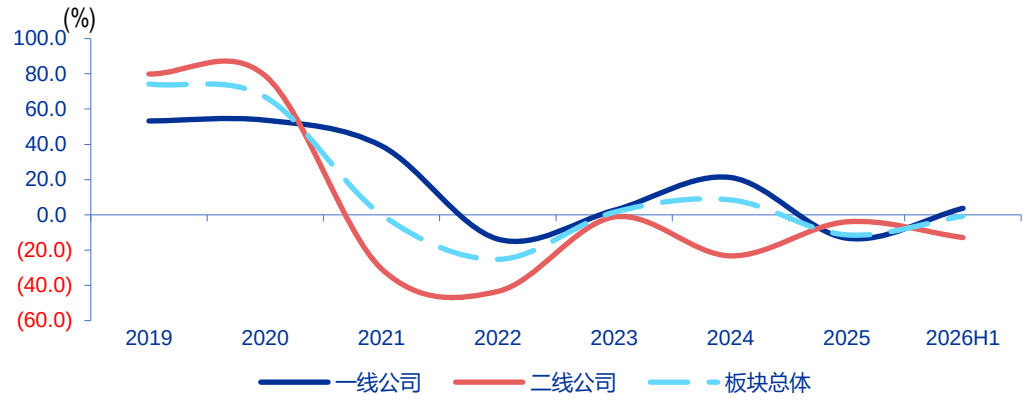
9.6pct，较 25 年全年-8.9pct。物业管理板块整体归母净利润同比小幅下滑，其中一线物业公司表现好于二线物业公司。

2026H1，主流物业管理公司业绩增速下降，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）应收账款计提减值大幅增长。

从物企结构来看，主流物企中，净利润增速排名靠前的为绿城服务（+15%）、建发物业（+11%）、华润万象（+10%）。

综合来看，一线物企营收和业绩增速均高于二线物企，整体而言，物管行业仍然体现出强者更强的局面，房企出险增加，行业进入加速整合阶段，预计后续将呈现总量平稳，结构分化的趋势。

图 2：2019-2026H1 物业管理板块归母净利润增长率



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：物业管理板块整体指主流 AH 35 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

2. 26H1 毛利率、净利率下降，源于成本占比提升、应收款减值增加等

2.1 26H1 板块毛利率为 19%、继续下降，结构：二线 20%>一线 18%

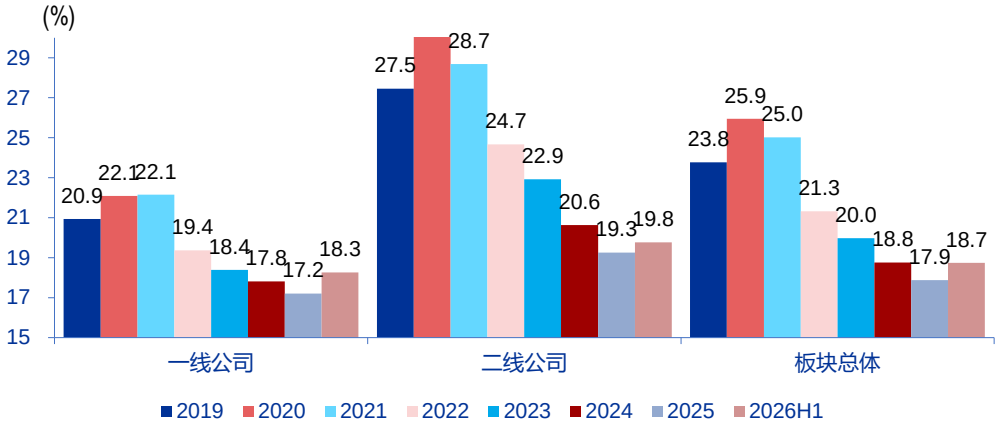
据万得数据，2026H1，物业管理板块整体毛利率为 18.7%，较上年同期-0.6pct。其中，一线物业管理公司毛利率为 18.3%，较上年同期-0.4pct；二线物业管理公司毛利率为 19.8%，较上年同期-0.7pct。

仅供内部参考，请勿外传

2026H1，主流物管公司毛利率下降主要源于：1）成本相对占比提升，压制物管行业盈利能力；2）房地产行业持续下行，导致非业主增值服务盈利能力承压；3）高毛利增值服务增速有所放缓。

从主流物管公司来看，招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、华润万象生活、万物云、滨江服务、建发物业毛利率分别为 11.0%、19.2%、18.1%、19.9%、14.9%、38.0%、12.7%、20.8%、23.4%，分别较上年同期-1.1、-0.2、-0.4、+0.5、-2.1、+0.9、-1.1、-1.7、-1.8pct。

图 3：2019-2026H1 物业管理板块毛利率

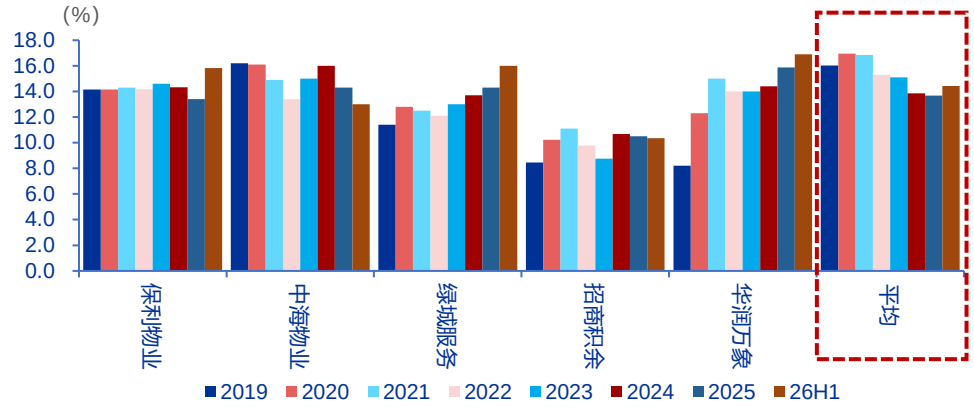


资料来源：Wind，申万宏源研究

从主流 5 家物业公司（关联地产公司未出险）分类型业务情况来看，2026H1，5 家主流物业公司：1）物业管理服务平均毛利率达 14.4%，同比-0.7pct，物业管理服务毛利率下降主要源于：成本相对占比提升；非住宅物业竞争有所加剧等。2）非业主增值服务平均毛利率达 18.0%，同比-0.7pct。3）业主增值服务平均毛利率达 33.0%，同比+2.4pct，主要源于社区增值服务业务结构的持续调整，业主增值服务仍保持较高毛利率水平。

仅供内部参考，请勿外传

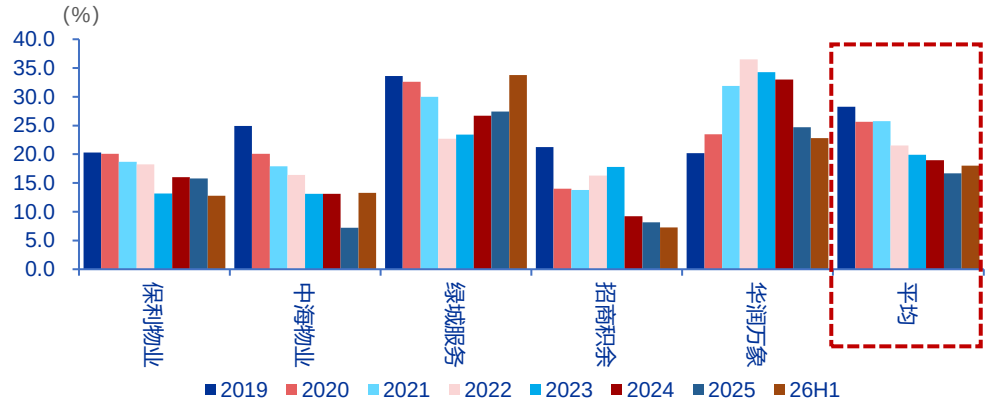
图 4：5 家物企 2019-2026H1 物业管理服务毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：此处我们仅对 5 家主流物企做毛利率分析。

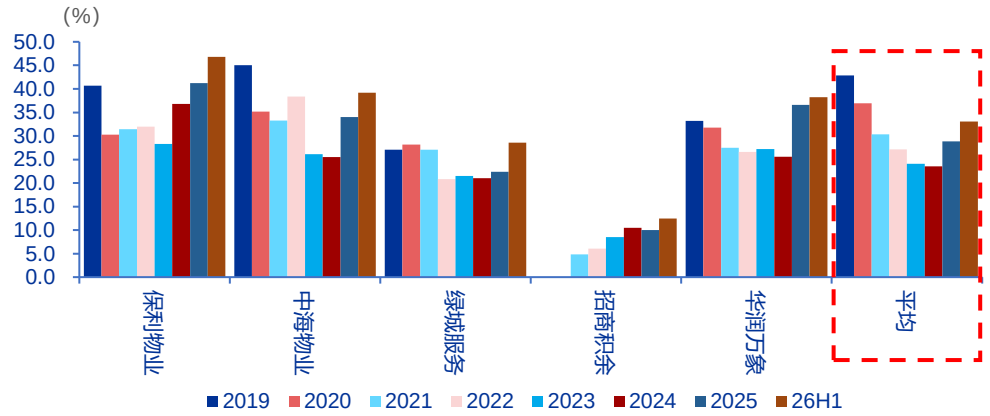
图 5：5 家物企 2019-2026H1 非业主增值服务毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：此处我们仅对 5 家主流物企做毛利率分析。

图 6：5 家物企 2019-2026H1 业主增值服务毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：此处我们仅对 5 家主流物企做毛利率分析。

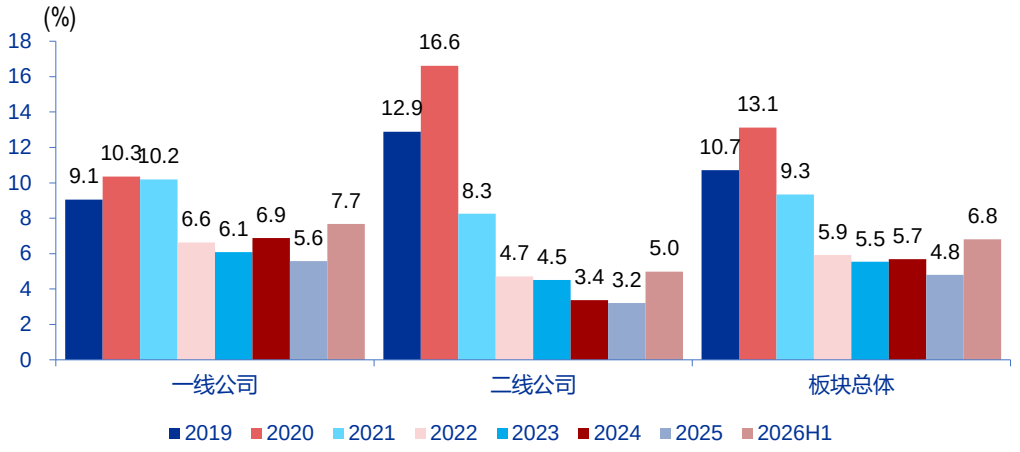
仅供内部参考，请勿外传

2.2 26H1 板块净利率 6.8%、小幅下降，结构：一线 7.7%>二线 5.0%

据万得数据，2026H1，物业管理板块整体净利率为 6.8%，较上年同期-0.3pct。其中，一线物管公司净利率为 7.7%，较上年同期-0.2pct；二线物管公司净利率为 5.0%，较上年同期-0.8pct。主流物业公司净利率下降，主要源于：1）毛利率下行；2）应收款减值增加；3）商誉减值及无形资产摊销占比提升。

从主流物管公司来看，招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、华润万象生活、万物云、滨江服务、建发物业净利率分别为 5.1%、10.6%、3.9%、7.2%、9.4%、24.3%、4.1%、13.7%、11.1%，分别较上年同期-0.1、持平、-0.4、+0.6、-1.5、+0.5、-0.3、-1.0、-0.7pct。

图 7：2019-2026H1 物业管理板块归母净利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：物业管理板块整体指主流 AH 35 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

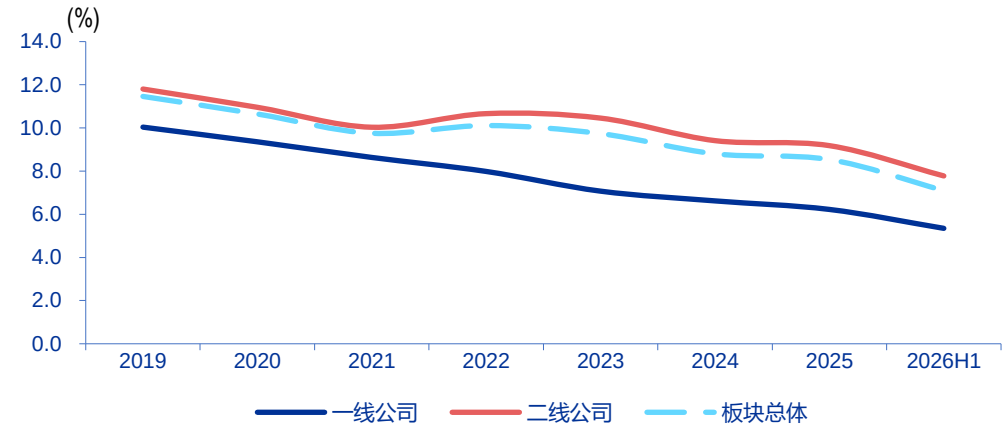
2.3 26H1 三费费率为 7.1%、费率稳定，其中一线 5.3%、二线 7.8%

据万得数据，2026H1，物业管理板块整体三费率为 7.1%，较上年同期持平。其中，一线物业管理公司三费率为 5.3%，较上年同期-0.6pct；二线物业管理公司三费率为 7.8%，较上年同期+0.2pct。

仅供内部参考，请勿外传

从主流物管公司来看，招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、华润万象生活、万物云、滨江服务、建发物业三费率分别为 2.8%、4.4%、21.2%、7.2%、4.6%、11.1%、0.6%、0.1%，分别较上年同期-0.7、-0.1、-2.0、-0.1、+0.2、-0.7、+0.1、+0.1pct。

图 8：2019-2026H1 物业管理板块三费率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：物业管理板块整体指主流 AH 35 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

2.4 26H1 应收账款减值比例达 23%、继续走高，一线 13%，二线 32%

据万得数据，2026H1，物业管理板块应收账款余额均值达 49.4 亿元，同比+5.8%；其中，一线物业管理公司应收账款余额均值达 73.4 亿元，同比+5.4%；二线物业管理公司应收账款余额均值达 25.5 亿元，同比+6.9%。其中招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、华润万象生活、万物云应收账款余额同比增速分别为 15.6%、12.9%、8.1%、6.3%、23.7%、7.6%、-12.4%。

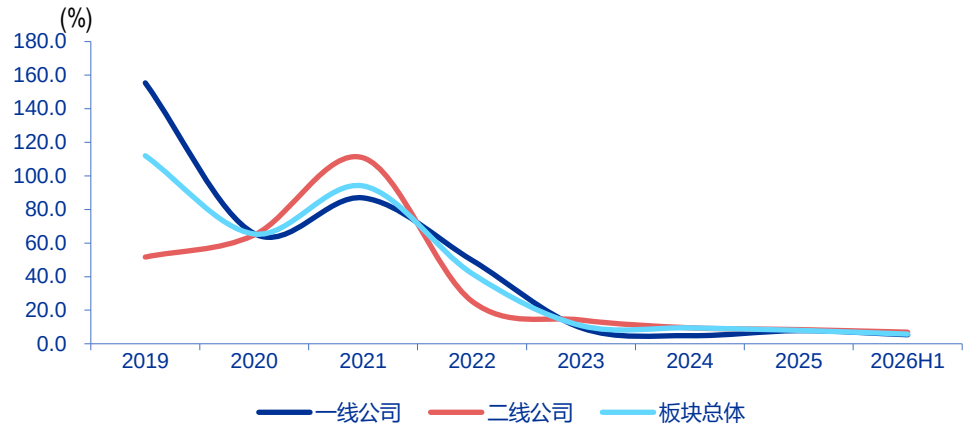
2026H1，物业管理板块应收账款减值金额均值达 11.0 亿元，同比+20%；其中，一线物业管理公司应收账款减值金额均值达 11.8 亿元，同比+35%；二线物业管理公司应收账款减值金额均值达 10.1 亿元，同比+7%。其中招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、华润万象生活、万物云应收账款减值金额同比增速分别为+23%、+29%、+24%、+32%、+41%、+52%、+69%。

2026H1，物业管理板块应收账款减值比例（占比应收账款余额）为 22.5%，较上年同期+3.2pct。其中，一线物业管理公司应收账款减值占比为 12.8%，较上年同期+3.4pct；二线物业管理公司应收账款减值占比为 32.3%，较上年同期+3.0pct。其中招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、华润万象生活、万物云应收账款减值比例分别为 5.7%、5.3%、20.6%、11.7%、10.6%、10.1%、26.5%。

仅供内部参考，请勿外传

应收账款减值金额及比例提升，主要源于过去几年物业管理行业经历了一轮快速扩张，而由于目前地产行业下行，物管公司回款速度放缓，部分应收款账龄增加，导致的应收款减值比例提升在现阶段体现。

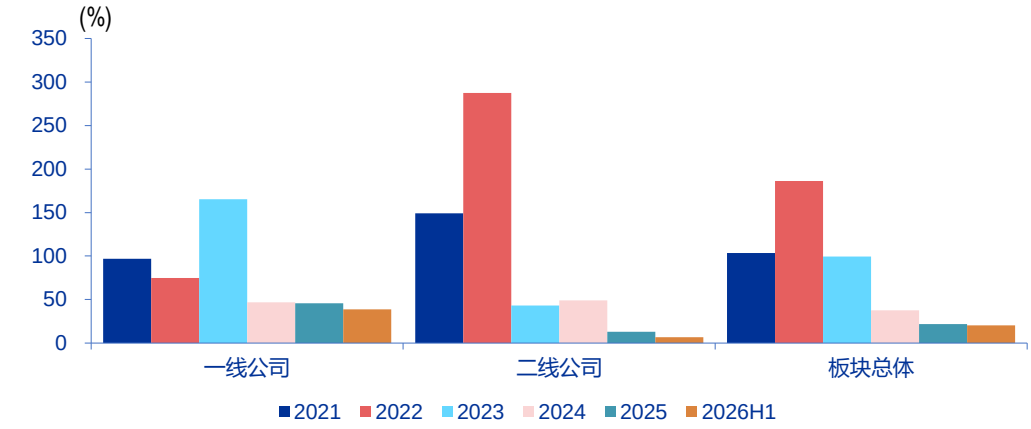
图 9：2019-2026H1 物业管理板块应收款同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：考虑到数据可获得性，物业管理板块整体选取主流 AH 14 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

图 10：2021-2026H1 物业管理板块应收款减值同比情况

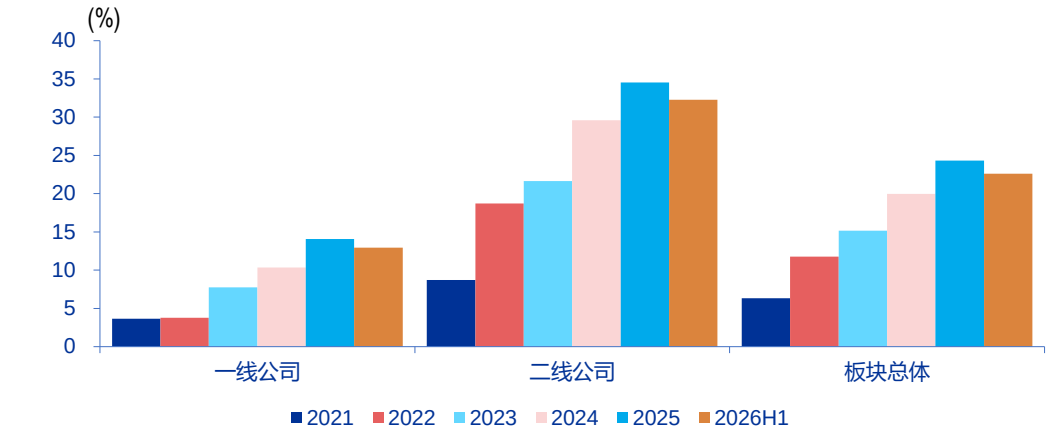


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：考虑到数据可获得性，物业管理板块整体选取主流 AH 14 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

仅供内部参考，请勿外传

图 11：2021-2026H1 物业管理板块应收款减值比例情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

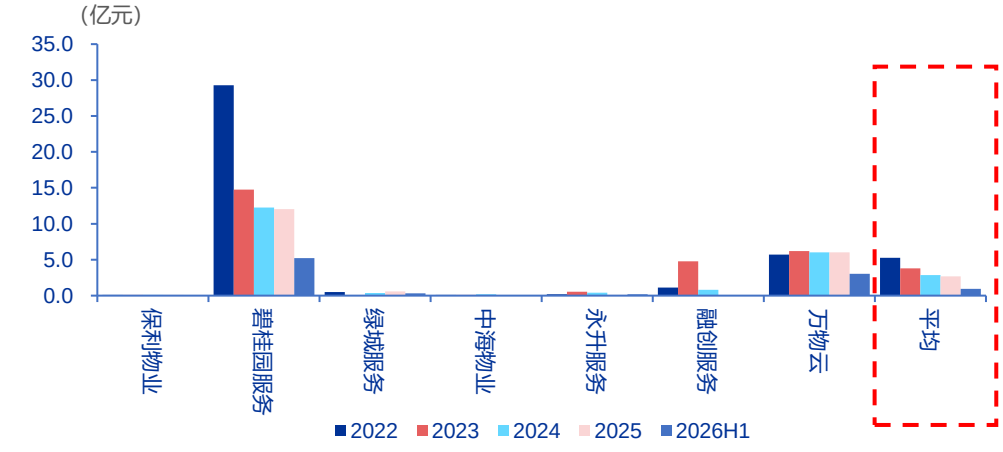
注：考虑到数据可获得性，物业管理板块整体选取主流 AH 14 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

2.5 26H1 商誉减值及无形资产摊销比例为 2.3%

2026H1，7 家物业公司商誉及无形资产平均值为 45.0 亿元，同比-9.5%；商誉减值及无形资产摊销平均值为 1.0 亿元，同比-18.6%；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 2.3%，较上年同期-0.8pct。其中保利物业、碧桂园服务、绿城服务、万物云商誉减值及无形资产摊销比例分别为 5.2%、2.6%、3.6%、4.1%。

过去几年物业管理行业经历了一轮快速扩张，并且行业出现较多收并购行为，而由于目前地产及物管行业的下行，部分公司收并购产生的商誉减值和无形资产摊销在现阶段逐步反应。

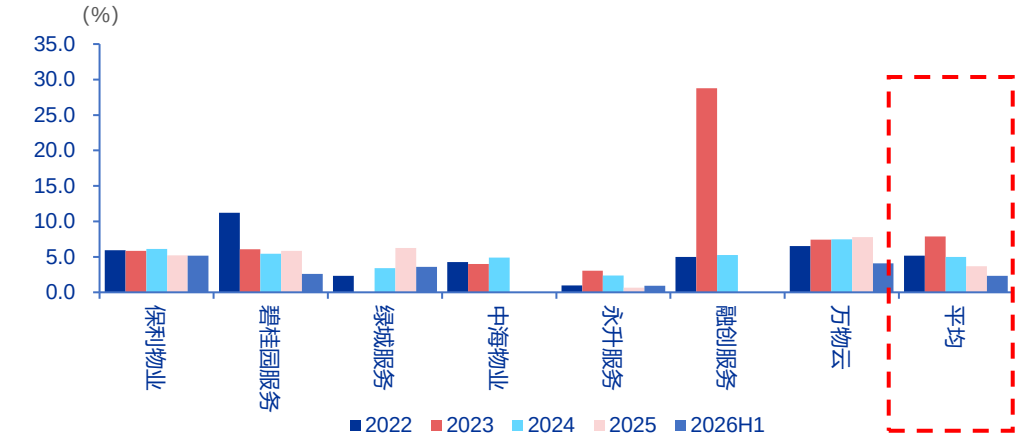
图 12：7 家物企 2026H1 商誉减值及无形资产摊销绝对额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

图 13：7 家物企 2026H1 商誉减值及无形资产摊销比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 26H1 基础/非业主/业主增值分别占 77%/11%/9%、合同/在管比 1.2 倍

3.1 26H1 基础/非业主/业主增值分别占 77%/11%/9%、收入同比+9%/-10%/-10%

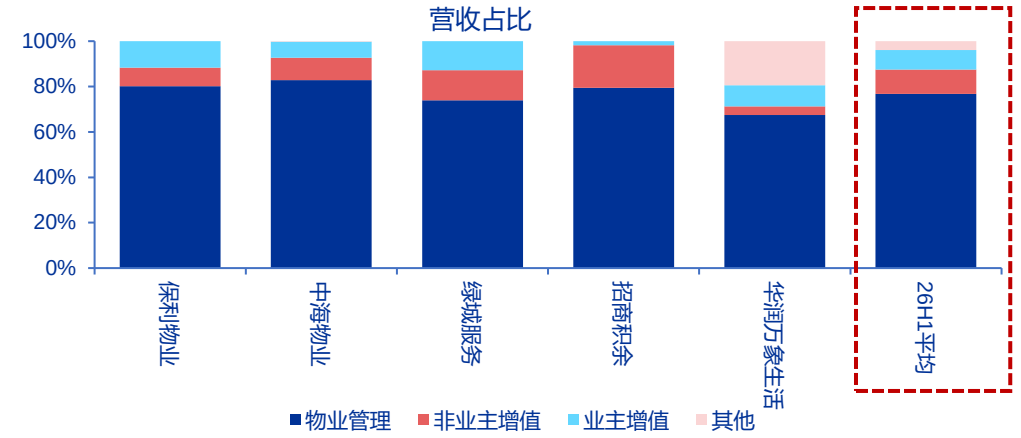
从主流物业公司分类型业务占比情况来看，2026H1，5 家主流物业公司（关联地产公司未出险）物业管理服务、非业主增值服务、业主增值服务、其他服务营收分别占比 77%、11%、9%、4%，分别较上年同期+2.6、-1.4、-1.2pct、持平。其中，保利物业、中海物业、绿城服务、招商积余、华润万象生活基础物管收入占比分别 80%、83%、74%、79%、67%。

从主流物业公司分类型业务增速情况来看，2026H1，5 家主流物业公司（关联地产公司未出险）物业管理服务、非业主增值服务、业主增值服务收入平均分别同比+9%、-10%、-10%。其中，保利物业、中海物业、绿城服务、招商积余、华润万象生活业主增值服务收入同比增速分别-14.4%、-13.7%、+0.4%、-27.3%、+2.8%。

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。

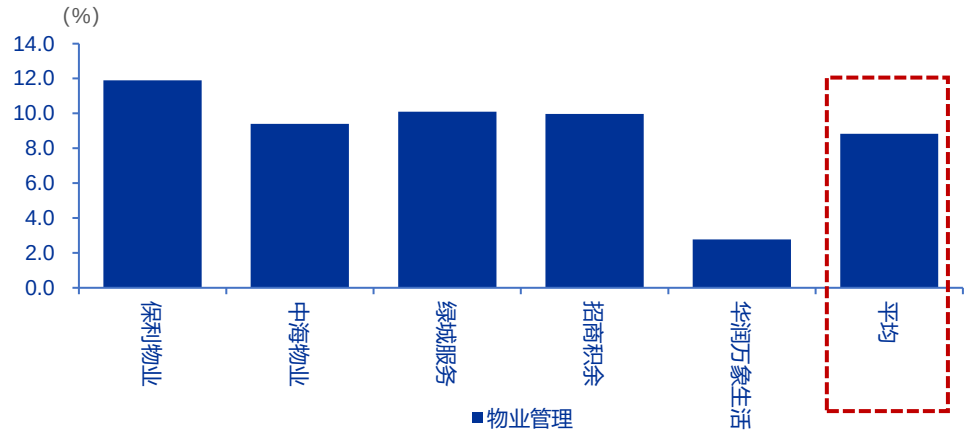
仅供内部参考，请勿外传

图 14：5 家物企 2026H1 营收构成对比



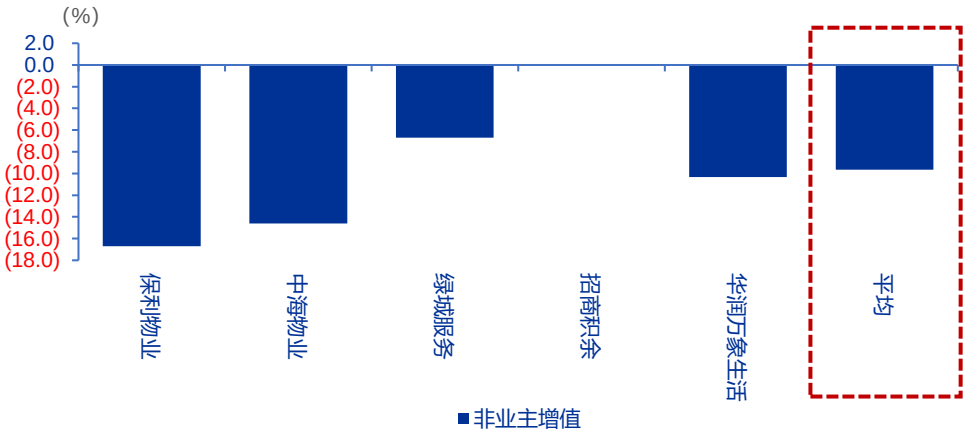
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：2026H1 物业管理服务收入同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

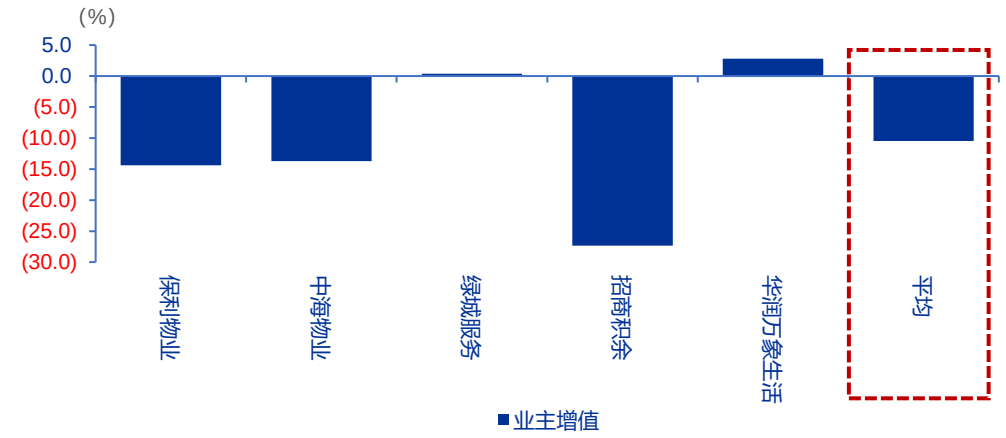
图 16：2026H1 非业主增值服务收入同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

图 17：2026H1 业主增值服务收入同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 26H1 在管同比+4%，合同同比+6%，合同/在管比 1.2 倍

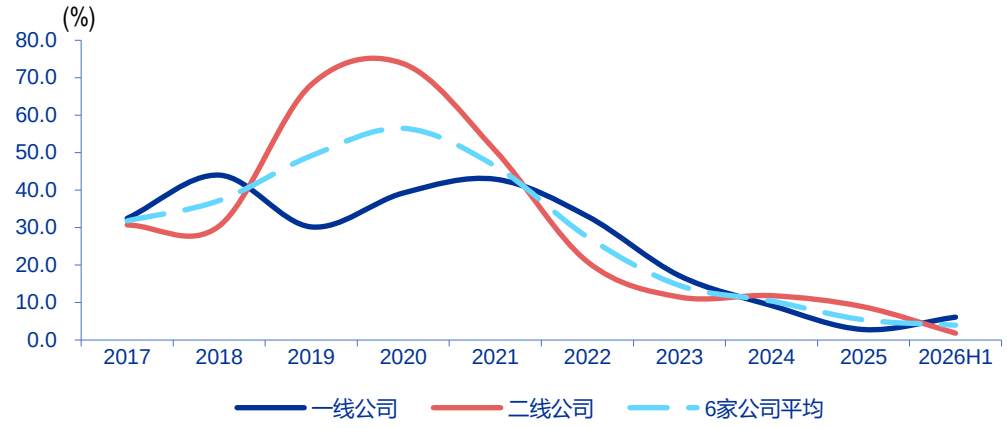
据各公司公告，从经营数据来看，2026H1，13 家主流物业公司在管面积平均同比增速为 4.0%，较上年同期下降 2.5pct。其中，一线物管公司在管面积平均同比增速为 6.1%，较上年同期下降+1.9pct；二线物管公司在管面积平均同比增速为 1.8%，较上年同期下降 6.8pct。其中招商积余、中海物业、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、华润万象生活、永升服务、滨江服务同比增速分别为+10.6%、+13.6%、+7.2%、+3.1%、+8.2%、+9.1%、+0.5%、+23.4%。

2026H1，13 家主流物业公司合同面积平均同比增速为+5.6%，较上年同期+0.2pct。其中，一线物管公司合同面积平均同比增速为 4.7%，较上年同期+0.9pct；二线物管公司合同面积平均同比增速为+6.5%，较上年同期-0.1pct。其中保利物业、绿城服务、华润万象生活、永升服务、滨江服务同比增速分别为+2.2%、+2.5%、+9.3%、+0.5%、+13.8%。

2026H1 末，13 家主流物业公司合同/在管面积覆盖倍数平均值为 1.23 倍，较 2025 年末-0.03 倍。其中，一线物管公司合同/在管面积覆盖倍数平均值为 1.26 倍，较 2025 年末-0.03 倍；二线物管公司合同/在管面积覆盖倍数平均值为 1.21 倍，较 2025 年末-0.03 倍。其中保利物业、绿城服务、华润万象生活、永升服务、滨江服务分别为 1.1 倍、1.6 倍、1.1 倍、1.4 倍、1.2 倍。

仅供内部参考，请勿外传

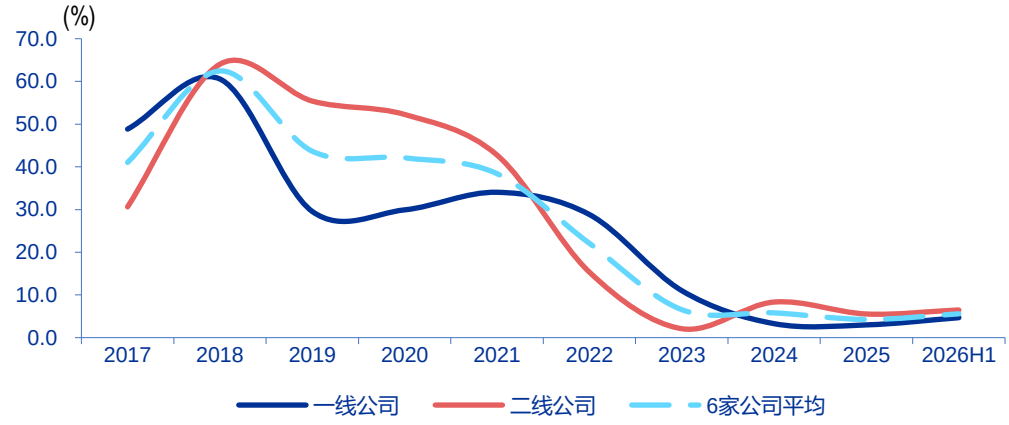
图 18：2017-2026H1 主流公司在管面积同比增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：考虑到数据可获得性，物业管理板块整体选取主流 AH 14 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

图 19：2017-2026H1 主流公司合同面积同比增速

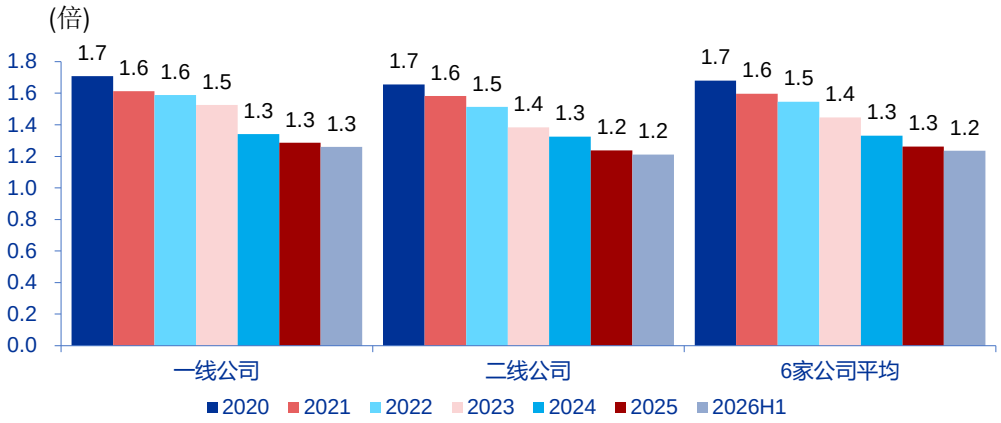


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：考虑到数据可获得性，物业管理板块整体选取主流 AH 14 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

仅供内部参考，请勿外传

图 20：2020-2026H1 主流公司合同面积/在管面积覆盖倍数



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：考虑到数据可获得性，物业管理板块整体选取主流 AH 14 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

4. 26H1 资产负债率升、周转率平、净利率降，板块 ROE 下降

据万得数据，2026H1，物业管理板块整体资产负债率为 48.2%，较上年同期+0.7pct。其中，一线物业管理公司资产负债率为 50.0%，较上年同期+0.4%；二线物业管理公司资产负债率为 47.7%，较上年同期+0.8pct。其中招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、华润万象生活、万物云、滨江服务、建发物业资产负债率分别为 46.1%、42.0%、48.2%、54.0%、53.6%、48.0%、57.9%、66.6%、56.9%，分别较上年同期+2.1、-0.9、+3.1、持平、-1.6、-1.3、+1.1、持平、+2.3pct。

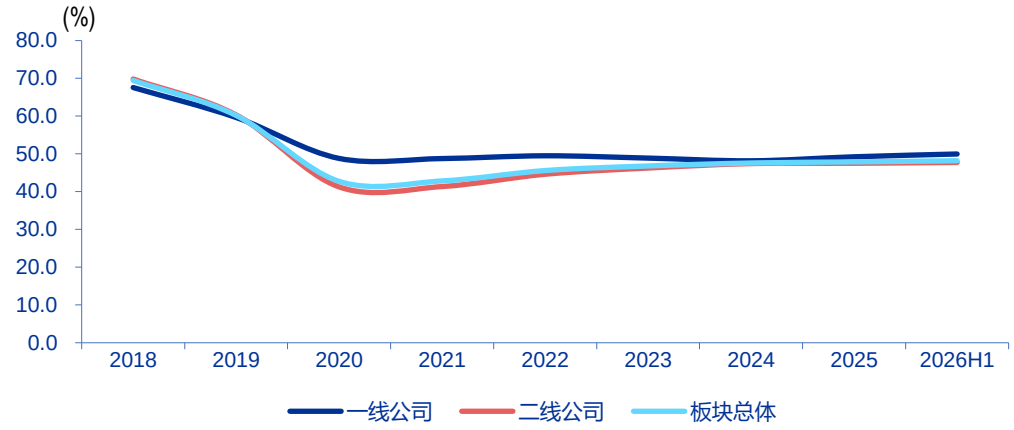
2026H1，物业管理板块整体资产周转率为 0.38 次，较上年同期持平。其中，一线物业管理公司资产周转率为 0.46 次，较上年同期+0.01 次；二线物业管理公司资产周转率为 0.37 次，较上年同期-0.01 次。其中招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、华润万象生活、万物云、滨江服务、建发物业分别为 0.5、0.5、0.3、0.5、0.6、0.3、0.5、0.4、0.5 次。

2026H1，物业管理板块整体 ROE 为 4.2%，较上年同期-0.8pct。其中，一线物业管理公司 ROE 为 8.0%，较上年同期持平；二线物业管理公司 ROE 为 3.1%，较上年同期-1.0pct。其中招商积余、保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、华润万象生活、万物云、滨江服务、建发物业分别为 4.6%、8.8%、2.7%、8.9%、11.6%、14.3%、5.4%、18.6%、12.0%，分别较上年同期+0.1、-0.3、-0.1、+1.0、-2.8、+1.7、+0.4、-0.5、-0.1pct。

仅供内部参考，请勿外传

综合来看，2026H1，物业管理板块负债率上升、周转率持平、净利率略降，综合导致板块整体 ROE 下降，其中一线物企仍显著好于二线物企。

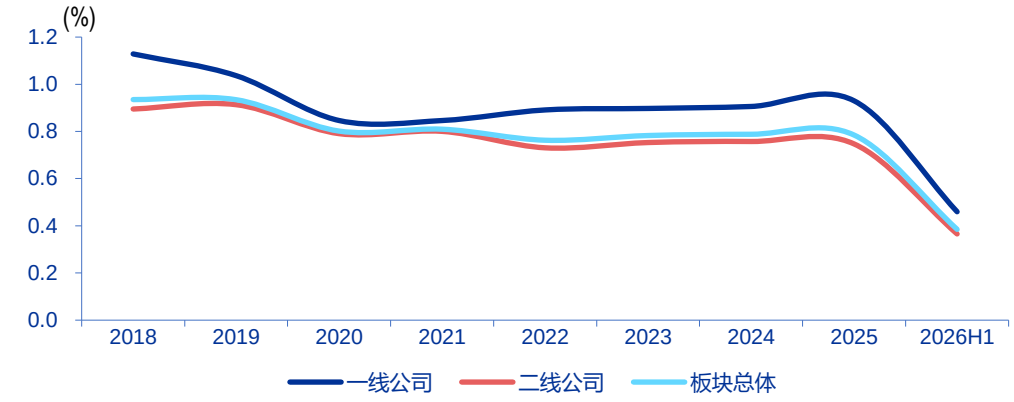
图 21：2018-2026H1 物业管理板块资产负债率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：物业管理板块整体指主流 AH 35 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

图 22：2018-2026H1 物业管理板块资产周转率情况

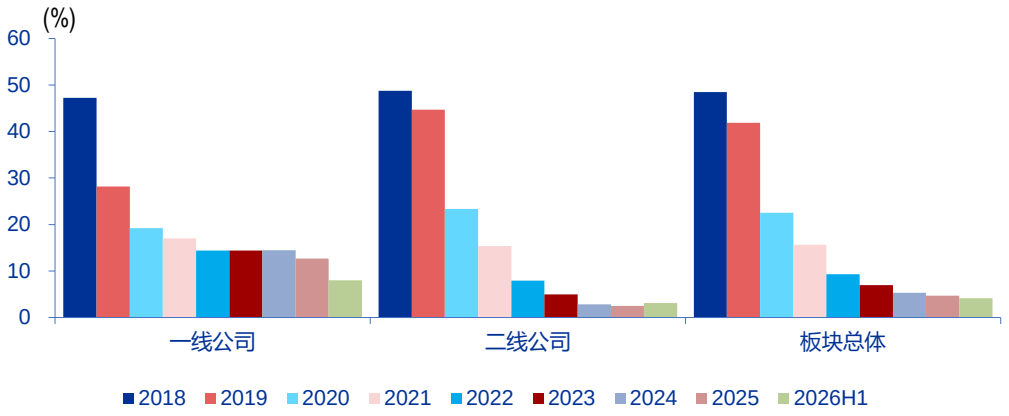


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：物业管理板块整体指主流 AH 35 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

仅供内部参考，请勿外传

图 23：2018-2026H1 物业管理板块 ROE 情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：物业管理板块整体指主流 AH 35 家物管公司，其中，我们将 25 年收入大于等于 100 亿元的物业公司定义为一线物管公司（除恒大物业），其余为二线物业公司。

5. 投资分析意见：物管板块整体承压，优质物企保持韧性，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，其中优质物企有望更加受益集中度提升、并提质增效下实现高质量发展，预计后续成长空间更大。目前物管板块平均 2026PE 11X，我们维持物管行业“**看好**”评级，推荐：华润万象、绿城服务、招商积余、保利物业、中海物业，建议关注：滨江服务、建发物业。

表 1：主流 AH 上市物业管理公司估值情况

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			市盈率			市净率 PB（LF）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		
		9 月 8 日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
001914.SZ	招商积余	9.21	0.62	0.89	0.94	14.8	10.3	9.8	0.9	6.5	9.4	9.9	-22.1%	43.8%	5.5%
2869.HK	绿城服务	3.70	0.28	0.33	0.38	13.3	11.3	9.8	1.5	8.8	10.3	11.9	12.1%	17.2%	15.4%
2669.HK	中海物业	3.07	0.42	0.40	0.42	7.4	7.7	7.3	1.6	13.7	13.1	13.8	-9.5%	-4.4%	5.4%
6049.HK	保利物业	24.46	2.81	2.95	3.11	8.7	8.3	7.9	1.3	15.5	16.3	17.2	5.1%	5.3%	5.4%
1209.HK	华润万象生活	35.28	1.74	1.93	2.11	20.3	18.3	16.7	5.1	39.7	44.0	48.2	9.4%	10.8%	9.7%
	平均值		**1.17**	**1.30**	**1.39**	**12.9**	**11.2**	**10.3**	**2.1**	**16.8**	**18.6**	**20.2**	**-1.0%**	**14.5%**	**8.3%**

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，A、H 股均取 2026/9/8 收盘价，汇率为 0.86。）

仅供内部参考，请勿外传

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

1）地产行业销售超预期下行，压制物业管理行业成长性；

2）行业人工成本上行超预期，毛利率承压；

3）行业增值服务探索不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。