仅供内部参考，请勿外传

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业深度

行业整体稳定，企业持续分化，建议关注稳健高分红标的——地产经营服务行业 2026 年中报综述

房地产服务

核心观点

2026 年上半年，物管及商管行业企业经营持续回归物业管理服务主业，随着高质量发展的持续推进，部分企业基础物管服务毛利率实现企稳回升。企业表现分化，部分优质的物管商管企业业绩持续增长。受益于二季度房地产交易热度回升及降本增效的推进，头部交易中介商盈利实现高增。代建服务商龙头绿城管理控股新拓项目代建费稳居行业第一，且新拓项目质量显著提升，现金流及回款向好。部分经营服务企业选择高比例分红，积极回馈股东。我们继续看好物管及经营服务赛道，推荐业绩持续增长的物企、盈利修复的交易中介及代建龙头。

摘要

物管商管：经营持续回归主业，行业整体盈利能力稳定。高质量发展成效初显，部分企业业绩持续增长，同时高比例分红积极回馈股东。2026 年上半年 26 家重点物管及商管公司合计实现营业收入 1296 亿元，同比增长 4.1%，增速较去年同期低 1.1 个百分点；综合毛利率为 18.6%，较去年同期下降 0.4 个百分点。降本增效持续推进，上半年样本企业销售及管理费用率合计为 6.4%，较去年同期下降 0.5 个百分点，经营效率的持续提升部分对冲毛利率的下降，使得行业整体的盈利能力维持稳定。上半年实现归母净利润 93 亿元，同比增长 3.7%；归母净利润率为 7.2%，与去年同期持平。分业务来看，主业基础物管服务营收增长稳健，上半年基础物管服务营收同比增长 6.1%，占比较去年同期提升 1.3 个百分点至 72.2%。部分物管企业高质量发展成效开始显现，基础物管服务毛利率实现企稳回升。社区增值服务毛利率已开始企稳回升，上半年 16 家重点物管及商管公司社区增值服务毛利率较去年同期上升 1.5 个百分点至 32.1%。企业表现分化，部分优质企业实现业绩的持续增长。部分物企宣派中期股息，且分红比例达到 100%及以上。

交易中介商：降本增效成效显现，叠加二季度经营修复，盈利实现高增。1）受益于二季度房地产交易热度回升，2026 年二季度贝壳总 GTV 为 9338 亿元，同比增长 6.3%，在连续 3 个季度同比下滑后实现同比增速转正；环比一季度增长 31.2%。我爱我家二季度经纪业务 GTV551 亿元，同比增长 2.1%、环比增长 19.2%；改善明显。2）企业持续推进提效降本，贝壳上半年运营费用总额同比减少 18.0%至 73 亿元，毛利率较去年同期提升 5.3 个百分点至 26.6%；我爱我家管理费用同比下降 7.1%，销售费用同比下降

维持 强于大市

竺劲
zhujinbj@csc.com.cn
SAC 编号:S1440519120002
SFC 编号:BPU491
吴梦茹
wumengru@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525060002

发布日期： 2026 年 09 月 26 日

市场表现



相关研究报告

26.09.19	【中信建投 REITs】:REITs 周报（9.12-9.18）：八单项目获进展，中评协发布 REITs 资产评估指导意见
26.09.12	【中信建投 REITs】:REITs 周报（9.5-9.11）：公路法拟完善到期养护收费机制，五单公募 REITs 项目获进展
26.09.05	【中信建投 REITs】:REITs 周报（8.29-9.4）：创金合信北京国资公司 REIT 上市，华夏华润消费 REIT 扩募终止
26.08.29	【中信建投 REITs】:REITs 周报（8.22-8.28）：两监管部门强化 REITs 政策支持，市场持续反弹
26.08.27	【中信建投 REITs】:市场风格切换，增量政策可期，把握公募 REITs 底部配置机会

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

7.5%，带动综合毛利率较去年同期提升 3.2 个百分点至 13.0%。3）降本增效叠加二季度经营修复，2026 年上半年贝壳实现收入 434 亿元，同比下降 12.0%；实现经调整净利润 48 亿元，同比增长 49.2%。我爱我家实现营业收入 47.0 亿元，同比下降 16.9%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比大幅增长 110.4%。盈利表现均显著好于收入。

代建服务商：龙头企业地位稳固，持续积极回馈股东。2026 年上半年绿城管理控股实现营业收入 14.7 亿元，同比增长 6.7%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 5.9%，增速由负转正。上半年毛利率为 41.1%，较去年同期提升 1.1 个百分点。公司销售及管理费率较去年同期下降 2.5 个百分点至 17.0%，管理效率持续提升。现金流质量继续修复，上半年经营性现金流净流入 1.34 亿元，同比增长 20%。上半年公司新拓代建费 34.1 亿元，新拓代建费一二线城市占比 64.3%，较去年同期提升 5.2 个百分点。新拓项目质量稳定、转化率提升，60%项目代建费率大于 3%。公司连续两年派发中期股息，2026 年中期股息每股 0.076 元，同比持平，占中期归母净利润的 56%。2026 年全年指引派息比例不低于归母净利润的 80%。

投资建议：看好业绩持续增长的物企、盈利修复的交易中介及代建龙头。（1）物管商管：行业整体经营回归理性，转向高质量发展，项目质量、经营效率是物企保障业绩和稳定分红的核心因子，推荐**华润万象生活、保利物业、绿城服务、滨江服务**。**（2）交易中介商：**我们看好政策支持下核心城市房地产市场的企稳回升，推荐重点布局核心城市的头部交易中介商**贝壳-W、我爱我家**。**（3）代建服务商：**当前居民住房需求已从“有没有”转向“好不好”，我们看好“好房子”建设下拥有卓越产品力和品牌力的头部代建服务商**绿城管理控股。**

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 物管商管：主业占比提升，企业表现分化 1
1.1 财报情况：企业经营效率持续提升，行业整体盈利能力稳定 1
（1）行业整体营收增长稳健，业绩增速放缓，归母净利润率持平 1
（2）经营效率持续提升，行业整体盈利能力维持稳定 1
（3）央国企背景的物企表现更优，部分优质物企业绩保持持续增长 2
（4）央国企背景物企 ROE 维持较高水平 4
（5）部分企业宣派中期股息，积极回报股东 5
1.2 业务情况：主业营收占比持续提升，社区增值毛利率企稳回升 6
（1）基础物管服务：收入占比持续提升，在管面积增速放缓 6
（2）非增值服务：营收同比下滑，毛利率承压下行 8
（3）社区增值服务：收入降幅收窄，毛利率企稳回升 9
1.3 部分物企业绩保持持续增长 10
（1）华润万象生活：商业运营能力卓越，持续高分红回馈股东 10
（2）保利物业：业绩稳健增长，物管主业韧性凸显 12
（3）绿城服务：利润双位数增长，盈利能力持续提升 15
（4）滨江服务：业绩保持稳健增长，品质服务支撑高派息 16
2. 交易中介商：降本增效叠加二季度经营修复推动盈利高增 19
2.1 贝壳-W：二季度经营环比改善明显，提效降本推动盈利高增 19
2.2 我爱我家：业绩同比大幅增长，资管业务经营效率提升 21
3. 代建服务商：绿城管理控股龙头地位稳固，股东回报积极 23
4. 投资建议：看好业绩持续增长的物企、盈利修复的交易中介及代建龙头 26
5. 风险分析 28

图目录

图 1:上半年 26 家重点物企总营收同比增长 4.1% 1
图 2:上半年 26 家重点物企归母净利润同比增长 3.7% 1
图 3:上半年 26 家重点物企销售管理费用率进一步压降 2
图 4:上半年 26 家重点物企减值占营收比重为 2.7% 2
图 5:上半年 26 家重点物企毛利率及归母净利率 2
图 6:上半年 10 家央国企背景物企总营收同比增长 5.8% 3
图 7:上半年 16 家民营物企总营收同比增长 2.6% 3
图 8:上半年 10 家央国企背景物企归母净利润增长 8.5% 3
图 9:上半年 16 家民营物企归母净利润同比下滑 5.6% 3
图 10:上半年 9 家持续盈利的央国企物企归母净利润 4
图 11:上半年 12 家持续盈利的民营物企归母净利润情况 4
图 12:部分优质物企业绩保持持续增长 4
图 13:上半年 26 家重点物企整体 ROE 提升 0.2pct 5
图 14:上半年 26 家重点物企归母净利率较去年同期持平 5
图 15:上半年 26 家重点物企总资产周转率有所提升 5

仅供内部参考，请勿外传

图 16:上半年 26 家重点物企权益乘数有所提升 5
图 17:上半年重点物企分红比例 6
图 18:重点物企股息率（截至 2026 年 9 月 22 日收盘） 6
图 19:上半年 21 家重点物企基础物管服务收入及增速 6
图 20:上半年 21 家重点物企基础物管服务收入占比提升 6
图 21:上半年 16 家重点物企基础物管服务毛利率为 15.4% 7
图 22:部分物企上半年基础物管服务毛利率企稳回升 7
图 23:18 家重点物企在管面积同比增长 2.9% 7
图 24:9 家重点物企合管比为 1.29 7
图 25:物企在管面积出现规模断层（百万平米） 8
图 26:上半年 21 家重点物企非业主增值服务收入及增速 8
图 27:不同背景物企非业主增值服务收入及增速 8
图 28:上半年 16 家重点物企非业主增值服务毛利率为 16.1% 9
图 29:上半年 21 家重点物企社区增值服务收入同比下降 2.2% 9
图 30:上半年 16 家重点物企社区增值服务毛利率为 32.1% 10
图 31:社区增值服务毛利率仍为三项业务中最高 10
图 32:上半年营收 92.2 亿元，同比增长 8.1% 10
图 33:上半年核心净利润 22.3 亿元，同比增长 10.8% 10
图 34:上半年公司毛利率为 38.0% 11
图 35:上半年购物中心零售额 1485 亿，同比增 21.7% 11
图 36:截至 2026 年 6 月末在营购物中心出租率 97.4% 11
图 37:截至 2026 年 6 月末物管在管面积 4.56 亿方 12
图 38:截至 6 月末物管合约面积 4.90 亿方，合管比 1.08 12
图 39:上半年分红率达 100% 12
图 40:上半年营业收入同比增长 5.2% 13
图 41:上半年归母净利润同比增长 4.8% 13
图 42:上半年毛利率 19.2%，归母净利率 10.6% 13
图 43:上半年物业管理服务收入占总营收比重为 80.2% 14
图 44:截至上半年末在管面积 8.9 亿平，合管比 1.14 14
图 45:上半年住宅平均物业管理费为 2.52 元/平米/月 14
图 46:上半年来自第三方的在管面积占比为 66.9% 14
图 47:上半年增值业务毛利率较去年同期提升 15
图 48:上半年营收同比+6.3%，归母净利润同比+15.2% 15
图 49:上半年毛利率 20.0%，较去年同期提升 0.5pct 15
图 50:上半年物业、咨询及园区服务毛利率均提升 16
图 51:截至上半年末在管面积 5.8 亿平，合管比 1.56 16
图 52:上半年营收 23.0 亿元，同比增长 13.5% 16
图 53:上半年归母净利润 3.2 亿元，同比增长 5.8% 16
图 54:上半年综合毛利率 20.8%，较去年同期下降 1.7pct 17
图 55:上半年物业管理服务在营收中占比 60.9% 17
图 56:上半年末在管面积 9268 万方，合管比 1.18 17

仅供内部参考，请勿外传

图 57:上半年派息比例 70%，较去年同期持平 18
图 58:上半年营收 434 亿元，同比下降 12.0% 19
图 59:上半年 Non-GAAP 归母净利润 48 亿元 19
图 60:上半年综合毛利率为 26.6% 19
图 61:上半年总 GTV16455 亿元，同比下降 4.5% 19
图 62:二季度 GTV 改善明显 20
图 63:上半年存量房业务贡献利润占比提升 20
图 64:公司各项业务贡献利润率的变化情况 20
图 65:公司持续积极回馈股东 21
图 66:上半年公司营收 47.0 亿元，同比下降 16.9% 21
图 67:上半年公司归母净利润 0.8 亿元，同比增长 110.4% 21
图 68:上半年公司综合毛利率为 13.0% 22
图 69:上半年公司三费共 8.6 亿元，同比压降 15.1% 22
图 70:上半年公司经纪业务 GTV 为 1014 亿元 22
图 71:截至上半年末公司相寓在管房源规模达 35.8 万套 22
图 72:上半年公司实现营收 14.7 亿元，同比增长 6.7% 23
图 73:上半年公司实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 5.9% 23
图 74:上半年公司毛利率为 41.1% 23
图 75:上半年公司销售及管理费用同比下降 6.9% 23
图 76:上半年公司经营性现金流净流入 1.34 亿元，同比增长 20% 24
图 77:上半年新拓代建建面 1352 万平方米 24
图 78:上半年新拓代建费 34.1 亿元 24
图 79:上半年公司分红比例为 56% 25

表目录

表 1:主要经营服务公司估值情况（截至 9 月 22 日收盘） 26
表 2:样本公司列表 27

仅供内部参考，请勿外传

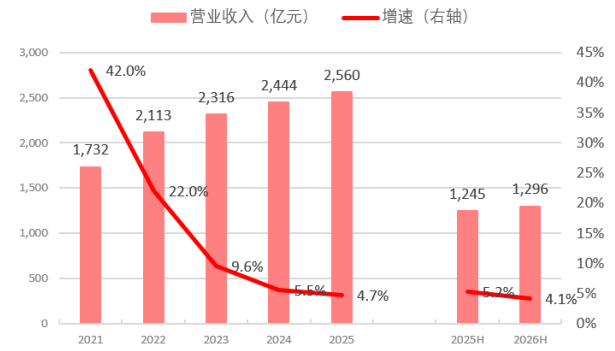
1. 物管商管：主业占比提升，企业表现分化

1.1 财报情况：企业经营效率持续提升，行业整体盈利能力稳定

（1）行业整体营收增长稳健，业绩增速放缓，归母净利润率持平

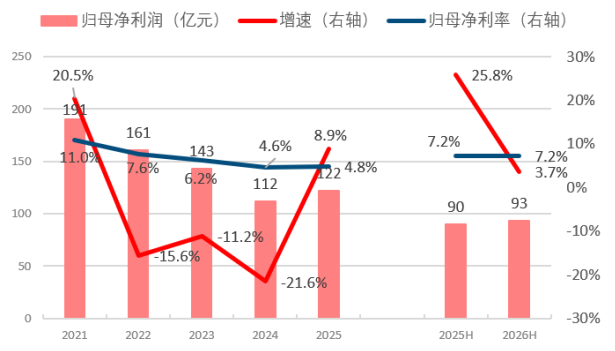
营收增长稳健，业绩增速放缓，归母净利润率持平。2026 年上半年 26 家重点物管及商管公司合计实现营业收入 1296 亿元，同比增长 4.1%，增速较去年同期低 1.1 个百分点；实现归母净利润 93 亿元，同比增长 3.7%，增速较去年同期低 22.1 个百分点，增速大幅回落主因 2025 年上半年样本企业中的雅生活服务及融创服务由亏损转为盈利，使得样本企业整体业绩大幅增加。2026 年上半年样本企业整体归母净利润率为 7.2%，较去年同期持平，盈利能力保持稳定。

图 1:上半年 26 家重点物企总营收同比增长 4.1%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 2:上半年 26 家重点物企归母净利润同比增长 3.7%



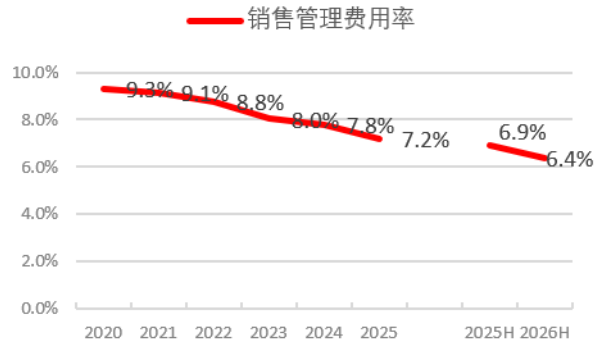
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

（2）经营效率持续提升，行业整体盈利能力维持稳定

经营效率持续提升，减值高峰已过，行业整体盈利能力维持稳定。2026 年上半年 26 家重点物管及商管公司综合毛利率为 18.6%，较去年同期下降 0.4 个百分点；归母净利润率为 7.2%，较去年同期持平。上半年 26 家重点物管及商管公司商誉及金融资产等减值占营收的比重为 2.7%，较去年同期略微上升 0.2 个百分点，但与 2024 年的 4.7%相比已大幅下降，行业整体减值高峰已过。上半年样本企业销售及管理费用率合计为 6.4%，较去年同期下降 0.5 个百分点，经营效率的持续提升部分对冲毛利率的下降，使得行业整体的盈利能力维持稳定。

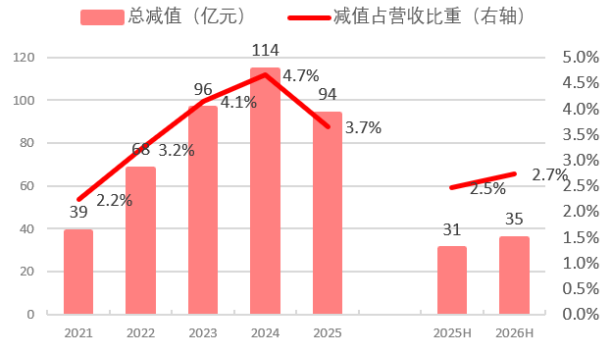
仅供内部参考，请勿外传

图 3:上半年 26 家重点物企销售管理费用率进一步压降



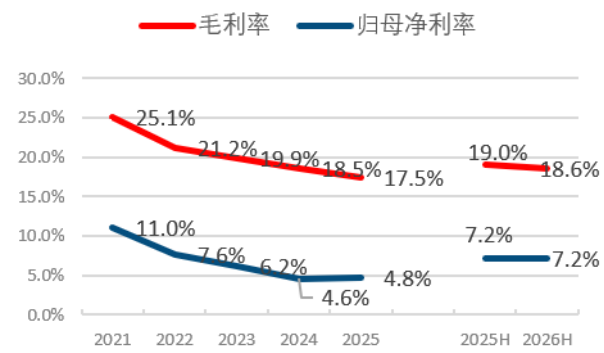
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 4:上半年 26 家重点物企减值占营收比重为 2.7%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 5:上半年 26 家重点物企毛利率及归母净利率



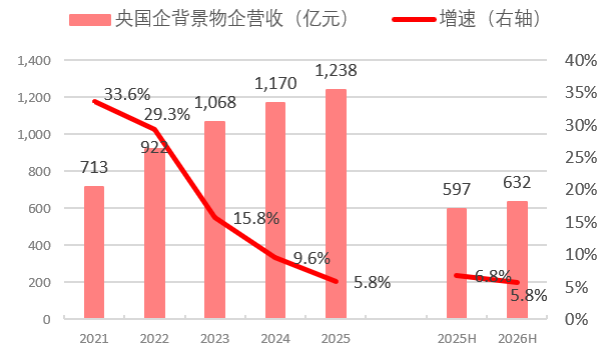
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

（3）央国企背景的物企表现更优，部分优质物企业绩保持持续增长

央国企背景的物企营收增速仍高于民企背景的物企。自 2022 年开始民企背景的物企营收增速大幅回落，低于国央企背景的物企，两者的差距从 2025 年开始收窄。2026 年上半年 26 家重点物管及商管公司中的 10 家央国企背景的物企合计实现营业收入 632 亿元，同比增长 5.8%，增速较去年同期下滑 1.1 个百分点；16 家民营物企合计实现营业收入 665 亿元，同比增长 2.6%，增速较去年同期下滑 1.2 个百分点。民营物企营收增速仍低于央国企背景的物企，两者的差距自 2025 年以来保持在 5 个百分点以内。

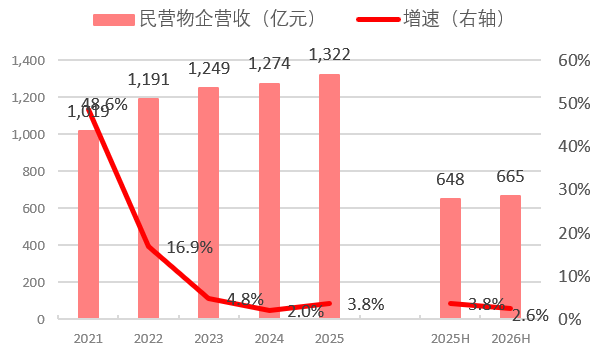
仅供内部参考，请勿外传

图 6:上半年 10 家央国企背景物企总营收同比增长 5.8%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

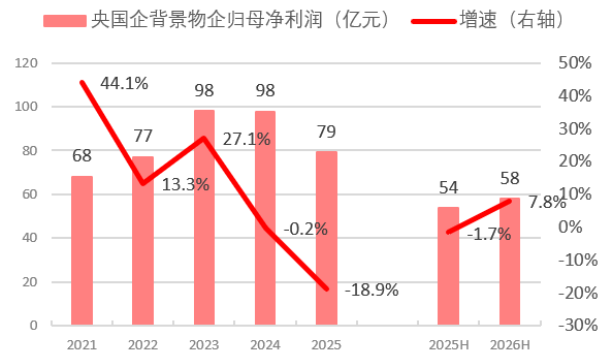
图 7:上半年 16 家民营物企总营收同比增长 2.6%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

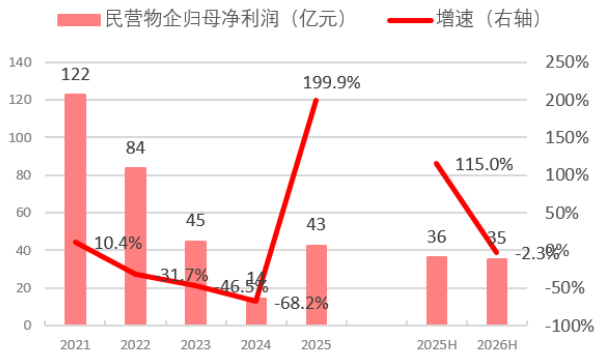
国央企背景的物企业绩表现优于民营物企。2026 年上半年 26 家重点物管及商管公司中的 10 家央国企背景的物企合计实现归母净利润 58 亿元，同比增长 7.8%，增速较去年同期提升 9.5 个百分点。16 家民营物企合计实现归母净利润 35 亿元，同比下滑 2.3%，增速由正转负，民营物企归母净利润波动较大，主因 2025 年上半年雅生活服务、融创服务实现扭亏为盈，而 2026 年上半年建业新生活业绩开始出现亏损。如我们剔除 2024 年上半年、2025 年上半年及 2026 年上半年出现亏损的企业，9 家央国企背景的物企合计实现归母净利润 58 亿元，同比增长 3.0%，增速较去年同期下降 2.1 个百分点；12 家民营物企合计实现归母净利润 33 亿元，同比下滑 1.1%，降幅较去年同期收窄 7.5 个百分点。总体来看，央国企背景的物企业绩端表现仍优于民企。

图 8:上半年 10 家央国企背景物企归母净利润增长 8.5%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

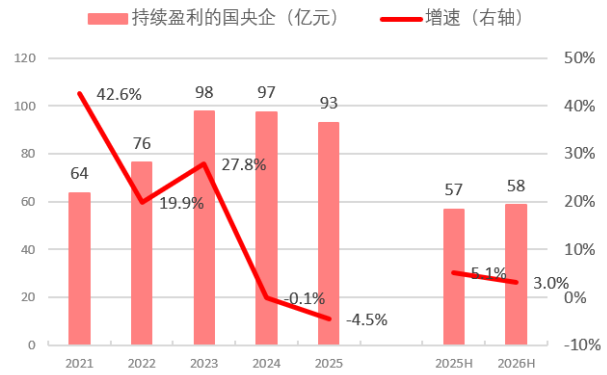
图 9:上半年 16 家民营物企归母净利润同比下滑 5.6%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

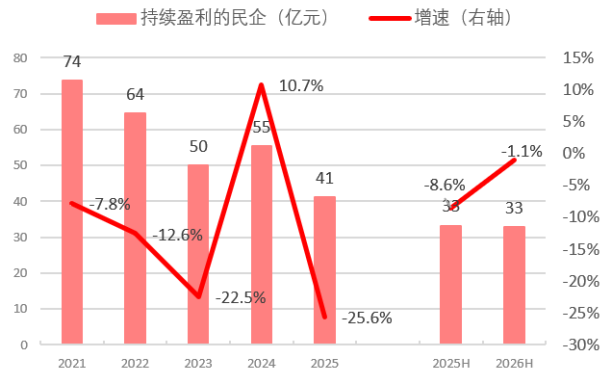
图 10:上半年 9 家持续盈利的央国企物企归母净利润



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：上图不包括远洋服务

图 11:上半年 12 家持续盈利的民营物企归母净利润情况

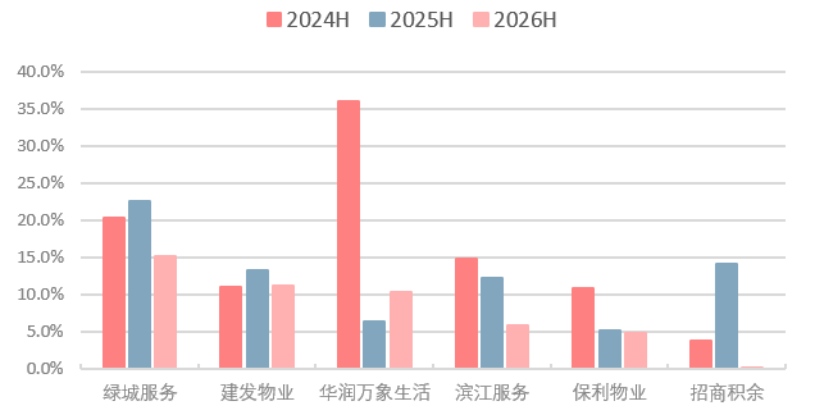


数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：上图不包括雅生活服务、融创服务、合景悠活及建业新生活

从业绩增长的持续性来看，仅部分优质企业能实现业绩的持续增长。2026 年上半年重点物管及商管公司中，半数企业实现归母净利润同比增长，其中远洋服务、合景悠活、绿城服务、建发物业及华润万象生活同比增速高于 10%。但从持续性来看，2024-2026 年连续 3 个半年度均实现归母净利润同比正增长的企业仅 6 家。

图 12:部分优质物企业绩保持持续增长



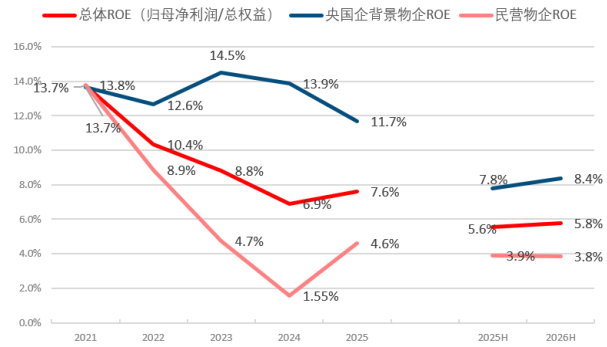
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

（4）央国企背景物企 ROE 维持较高水平

央国企背景的物企 ROE 高于民营物企。2026 年上半年 26 家重点物管及商管公司的 ROE 为 5.8%，较去年同期提升 0.2 个百分点，其中民营物企 ROE 较去年同期下滑 0.1 个百分点至 3.8%，央国企背景的物企 ROE 较去年同期提升 0.6 个百分点至 8.4%，表现仍优于民营物企。从杜邦分析拆解来看，民营物企 ROE 的下滑主要受到归母净利润率的拖累，上半年民营物企归母净利润率较去年同期下滑 0.3pct 至 5.3%。

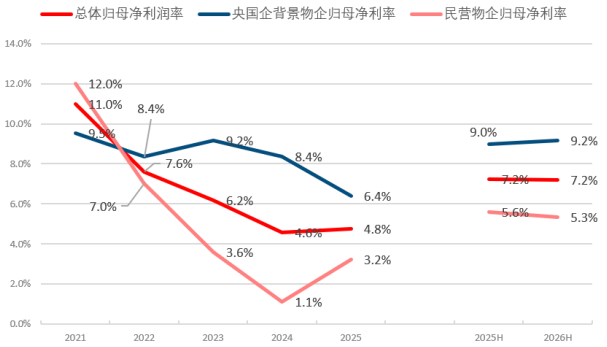
仅供内部参考，请勿外传

图 13:上半年 26 家重点物企整体 ROE 提升 0.2pct



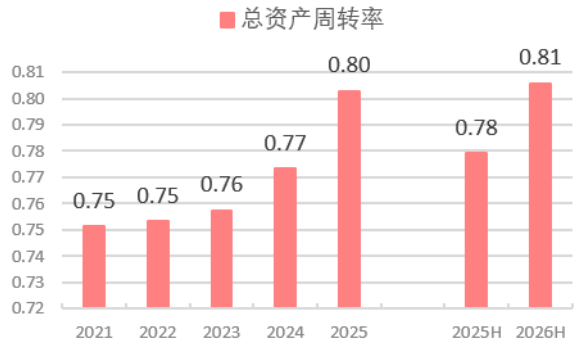
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 14:上半年 26 家重点物企归母净利率较去年同期持平



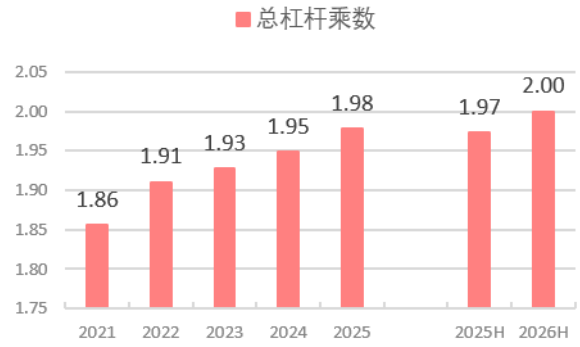
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 15:上半年 26 家重点物企总资产周转率有所提升



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 16:上半年 26 家重点物企权益乘数有所提升



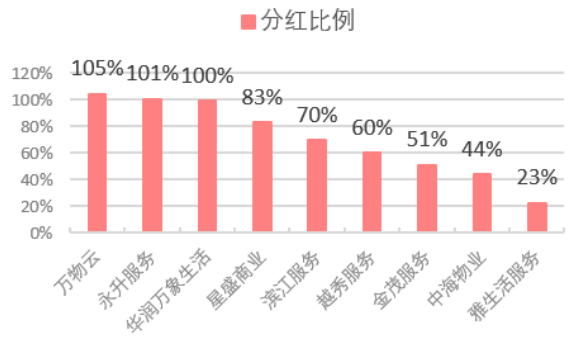
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

（5）部分企业宣派中期股息，积极回报股东

部分物企宣派中期股息。2026 年上半年，万物云、永升服务、华润万象生活、星盛商业、滨江服务、越秀服务、金茂服务、中海物业及雅生活服务均宣派中期股息，其中万物云、永升服务及华润万象生活分红比例达到 100%及以上，分别为 105%、101%、100%。

仅供内部参考，请勿外传

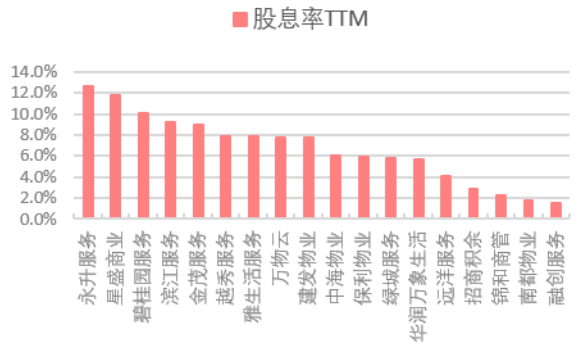
图 17:上半年重点物企分红比例



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：分红比例以归母净利润为基础计算

图 18:重点物企股息率（截至 2026 年 9 月 22 日收盘）



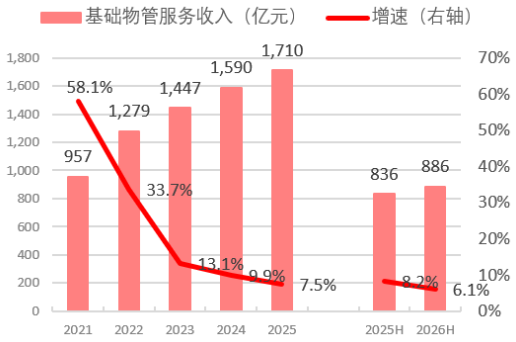
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

1.2 业务情况：主业营收占比持续提升，社区增值毛利率企稳回升

（1）基础物管服务：收入占比持续提升，在管面积增速放缓

主业营收稳健增长，占比持续提升。分业务来看，物企基础物管服务营收增长稳健，2026 年上半年 21 家重点物管及商管公司合计实现基础物管服务收入 886 亿元，同比增长 6.1%。受房地产行业调整影响，物企增值服务营收占比持续下降，2026 年上半年非业主增值服务、社区增值服务营收占比分别为 5.4%、9.3%，较去年同期分别下降 0.6pct/0.6pct，物企主业基础物管服务营收占比较去年同期则提升 1.3 个百分点至 72.2%。

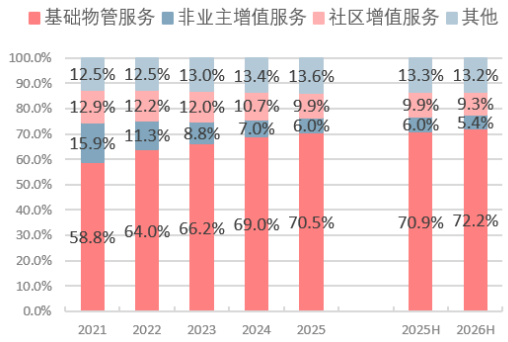
图 19:上半年 21 家重点物企基础物管服务收入及增速



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：因部分企业未披露各项业务收入，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正及特发服务

图 20:上半年 21 家重点物企基础物管服务收入占比提升



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

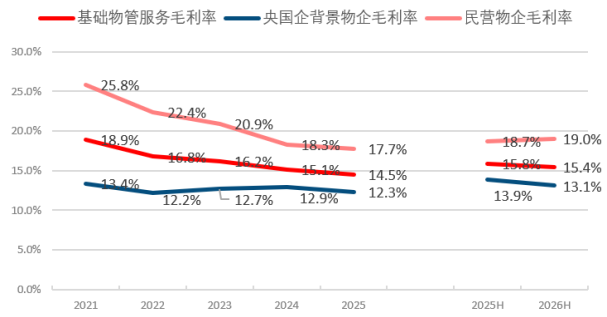
注：因部分企业未披露各项业务收入，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正及特发服务

物企高质量发展成效显现，部分企业基础物管服务毛利率回升。由于物业费提价较难但人工成本刚性上涨，物企基础物管服务毛利率存在下行压力，2026 年上半年 16 家重点物管及商管公司基础物管服务毛利率较去年同期下滑 0.4 个百分点至 15.4%。物企普遍通过提升外拓标准、清退低效或亏损项目等方式优化项目结构，部分物管企业高质量发展成效开始显现，基础物管服务毛利率实现企稳回升，如恒大物业、绿城服务、永升服务、

仅供内部参考，请勿外传

华润万象生活、雅生活服务、碧桂园服务、越秀服务。

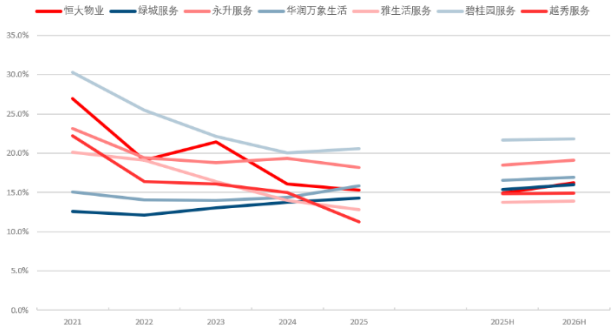
图 21:上半年 16 家重点物企基础物管服务毛利率为 15.4%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：因部分企业未披露各项业务毛利，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正、特发服务、合景悠活、建发物业、中骏商管、宝龙商业及南都物业

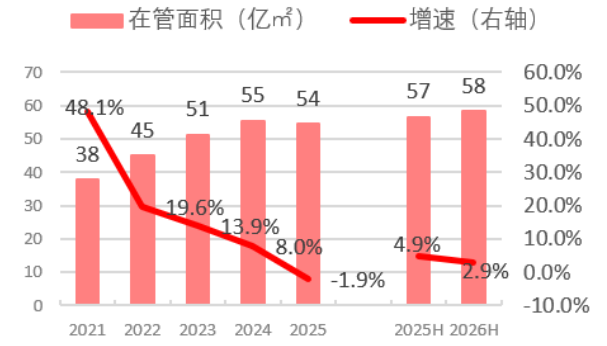
图 22:部分物企上半年基础物管服务毛利率企稳回升



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

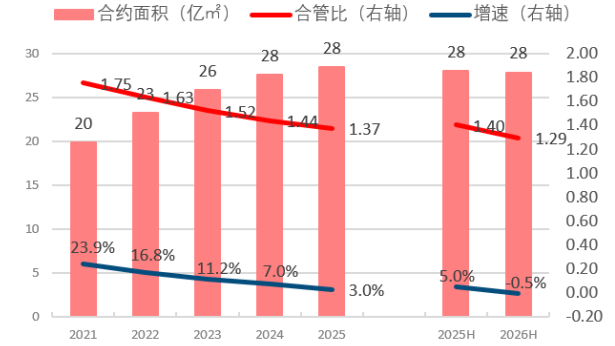
重点物企在管规模增速放缓。截至 2026 年上半年末，18 家披露在管面积的物企在管面积共 58 亿方，同比增长 2.9%，增速较去年同期下降 2.0 个百分点。9 家披露合约面积的物企合约面积 28 亿方，同比下滑 0.5%，合管比降至 1.29，储备面积仍然充裕。

图 23:18 家重点物企在管面积同比增长 2.9%



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 24:9 家重点物企合管比为 1.29

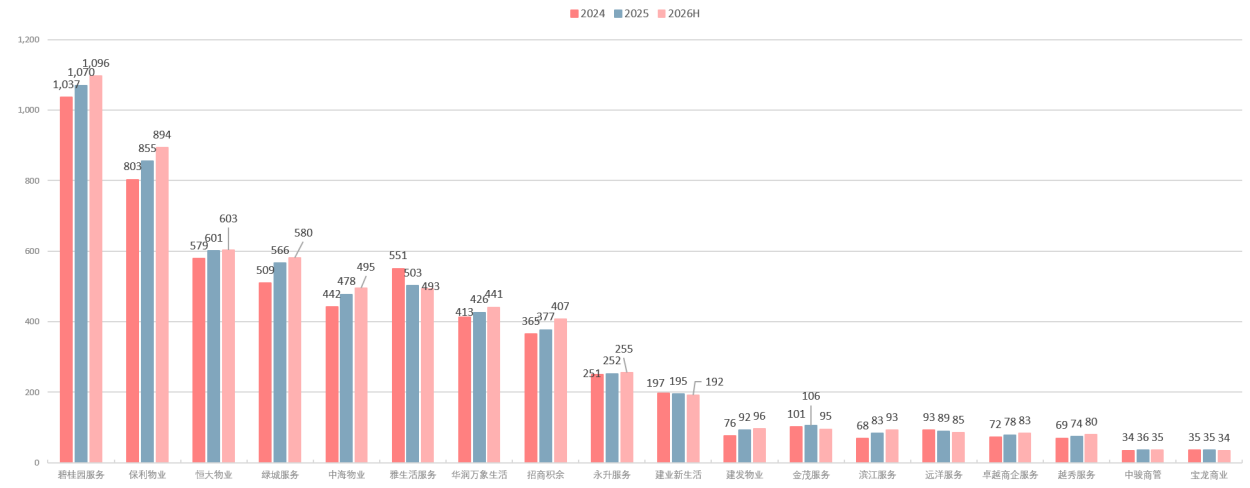


数据来源：公司公告，中信建投证券

头部物企维持规模优势，部分物企在管规模排名提升。从在管面积口径来看，截至 2026 年上半年末，碧桂园服务以 11.0 亿方的规模稳居在管面积 Top1；继 2025 年绿城服务在管规模超越雅生活服务后，中海物业在 2026 年上半年管理规模也超越了雅生活服务，其在管面积已接近 5 亿方。物企间的梯队分化仍然较为明显，除碧桂园服务、保利物业、恒大物业、绿城服务、中海物业、雅生活服务、华润万象生活、招商积余、永升服务、建业新生活等 10 家企业外，其余披露在管面积的物企在管规模均低于 1 亿方。

仅供内部参考，请勿外传

图 25:物企在管面积出现规模断层（百万平米）



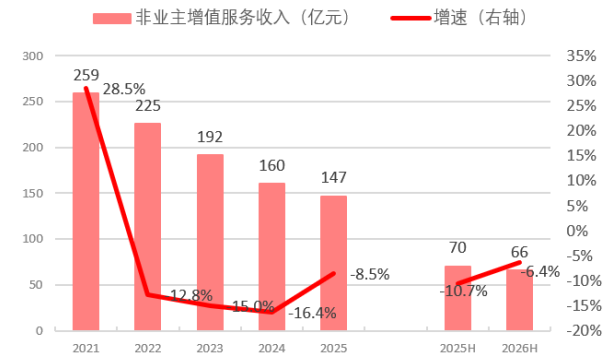
数据来源：公司公告，中信建投证券

注：碧桂园服务在管面积不包括三供一业

（2）非增值服务：营收同比下滑，毛利率承压下行

受房地产行业调整影响，非业主增值服务营收收缩。2026 年上半年 21 家重点物管及商管公司实现非业主增值服务收入 66 亿元，同比下降 6.4%，跌幅较去年同期收窄 4.2 个百分点。其中，央国企背景的物企非业主增值服务收入同比下降 6.7%，而民营物企同比下降 6.0%。

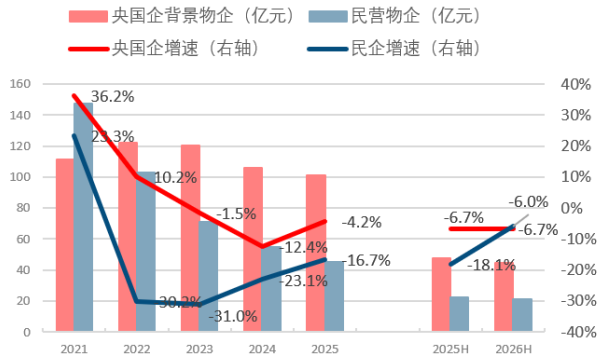
图 26:上半年 21 家重点物企非业主增值服务收入及增速



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：因部分企业未披露各项业务收入，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正及特发服务

图 27:不同背景物企非业主增值服务收入及增速



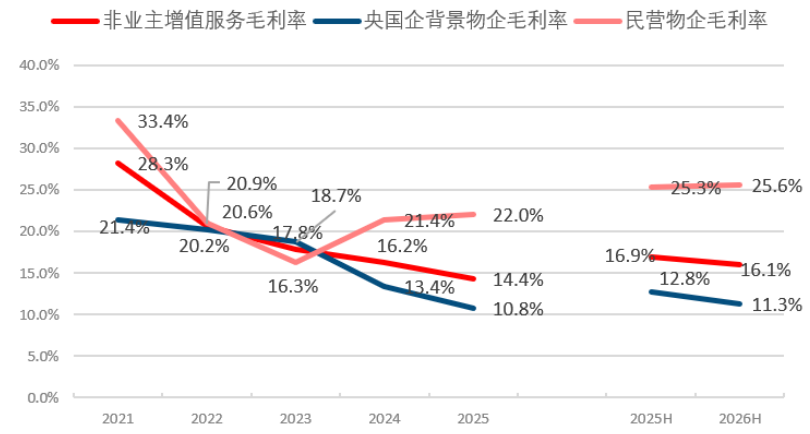
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：因部分企业未披露各项业务收入，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正及特发服务

从盈利能力来看，非业主增值服务毛利率承压下行。2026 年上半年 16 家重点物管及商管公司非业主增值服务毛利率较去年同期下滑 0.8 个百分点至 16.1%，其中央国企背景的物企较去年同期下滑 1.5 个百分点至 11.3%，民营物企较去年同期上升 0.3 个百分点至 25.6%，国央企非业主增值服务毛利率更低。

仅供内部参考，请勿外传

图 28:上半年 16 家重点物企非业主增值服务毛利率为 16.1%



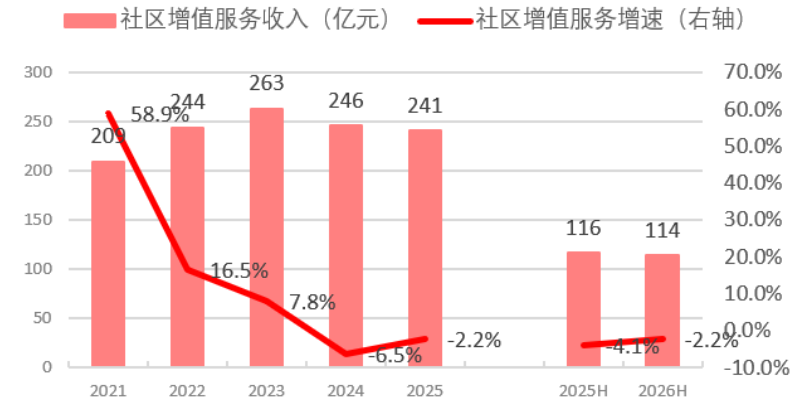
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：因部分企业未披露各项业务毛利，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正、特发服务、合景悠活、建发物业、中骏商管、宝龙商业及南都物业

（3）社区增值服务：收入降幅收窄，毛利率企稳回升

受物企剥离非核心业务影响，社区增值服务营收收缩，但跌幅已开始收窄。2026 年上半年 21 家重点物管及商管公司实现社区增值服务收入 114 亿元，同比下降 2.2%，跌幅较去年同期收窄 1.9 个百分点。

图 29:上半年 21 家重点物企社区增值服务收入同比下降 2.2%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

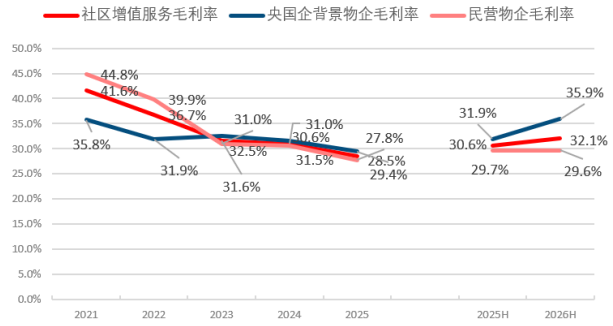
注：因部分企业未披露各项业务收入，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正及特发服务

盈利能力方面，社区增值服务毛利率已开始企稳回升，且仍为毛利率最高的业务。2026 年上半年 16 家重点物管及商管公司社区增值服务毛利率较去年同期上升 1.5 个百分点至 32.1%，其中央国企背景的物企较去年同期上升 4.0 个百分点至 35.9%，民营物企毛利率为 29.6%，与去年同期基本持平。社区增值服务毛利率仍然显著高于基础物管服务及非业主增值服务，随着社区增值服务收入跌幅的收窄及毛利率的提升，行业整体毛利率

仅供内部参考，请勿外传

有望实现提升。

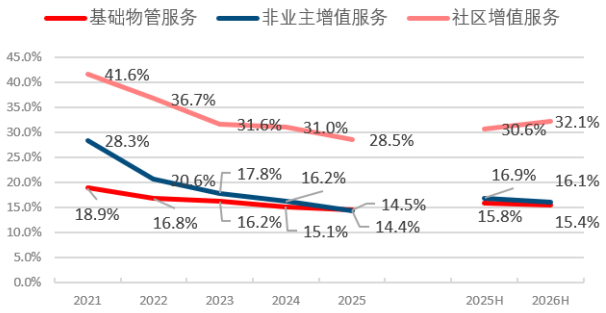
图 30:上半年 16 家重点物企社区增值服务毛利率为 32.1%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：因部分企业未披露各项业务毛利，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正、特发服务、合景悠活、建发物业、中骏商管、宝龙商业及南都物业

图 31:社区增值服务毛利率仍为三项业务中最高



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

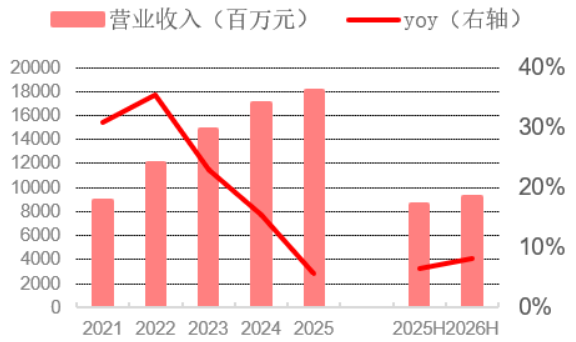
注：因部分企业未披露各项业务毛利，上图不包括卓越商企服务、星盛商业、锦和商管、新大正、特发服务、合景悠活、建发物业、中骏商管、宝龙商业及南都物业

1.3 部分物企业绩保持持续增长

（1）华润万象生活：商业运营能力卓越，持续高分红回馈股东

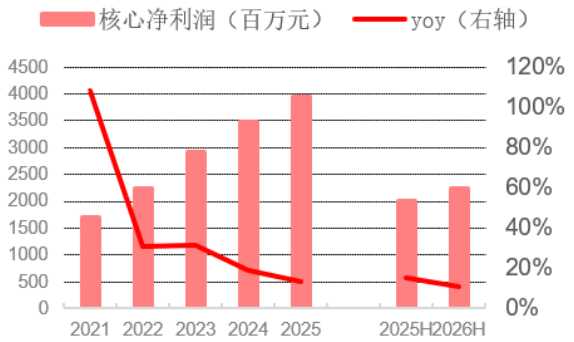
利润率提升助力业绩稳健增长，其中商业航道毛利率显著提升。2026 年上半年华润万象生活实现营业收入 92.2 亿元，同比增长 8.1%；其中商业航道、物业航道、生态圈业务分别实现营收 37.0、53.3、1.9 亿元，分别同比增长 13.2%、3.4%、87.8%。上半年实现核心净利润 22.3 亿元，同比增长 10.8%，业绩增速大于营收增速主要由于整体毛利率较去年同期提升 0.9 个百分点至 38.0%，其中商业航道毛利率较去年同期提升 0.8 个百分点至 66.9%，物业航道毛利率较去年同期下降 0.5 个百分点至 18.3%，生态圈业务毛利率较去年同期下降 6.3 个百分点至 30.9%。

图 32:上半年营收 92.2 亿元，同比增长 8.1%



数据来源：公司公告，中信建投证券

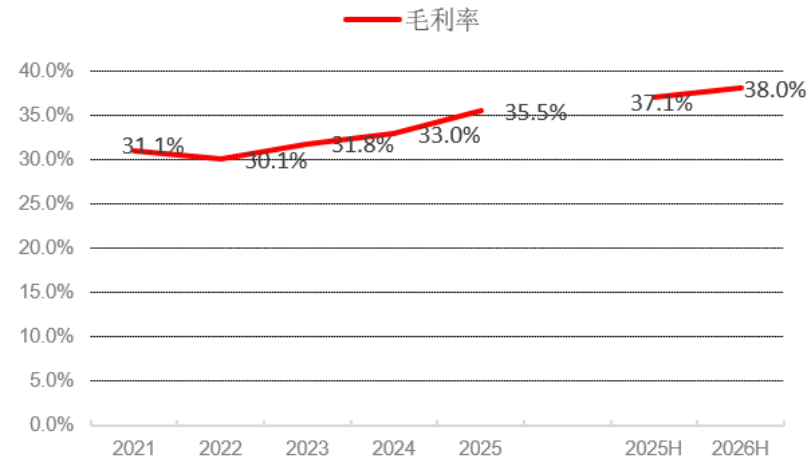
图 33:上半年核心净利润 22.3 亿元，同比增长 10.8%



数据来源：公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

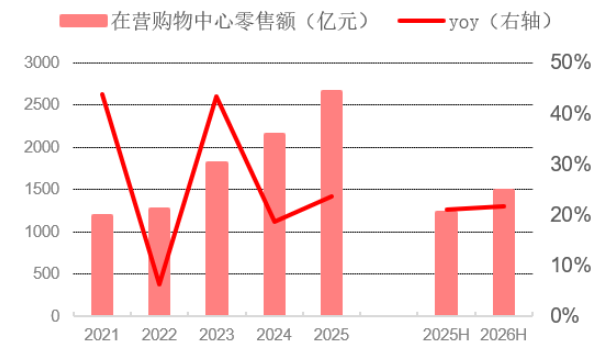
图 34:上半年公司毛利率为 38.0%



数据来源：公司公告，中信建投证券

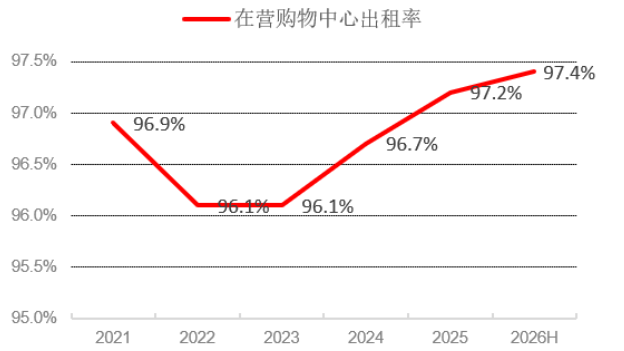
购物中心运营成果优异，商管龙头地位进一步巩固。截至 2026 年 6 月末华润万象生活在营的购物中心共 138 个，较 2025 年年末增加 3 个。上半年公司在营购物中心实现零售额 1485 亿元，同比增长 21.7%，同店增速达 10.2%，大幅优于同期全国社零 1.3%的增速；其中重奢项目与非重奢项目零售额的同店增速分别达 11.0%、9.7%；2026 年 6 月末在营购物中心总体出租率达 97.4%，较 2025 年年末提升 0.2 个百分点。在营购物中心客流实现高增，上半年累计到访客流突破 11 亿人次，同比增长 27.0%，大会员总数达 9330 万人，较 2025 年年末增长 12.3%。上半年在营购物中心零售额排名当地第一、前三的数量分别达 62、116 个，分别较 2025 年年末增长 8、11 个。期内购物中心租金收入同比增长 15.8%至 171 亿元，NOI 同比增长 16.9%至 117 亿元，NOI Margin 较去年同期提升 0.7 个百分点至 68.9%。

图 35:上半年购物中心零售额 1485 亿，同比增 21.7%



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 36:截至 2026 年 6 月末在营购物中心出租率 97.4%

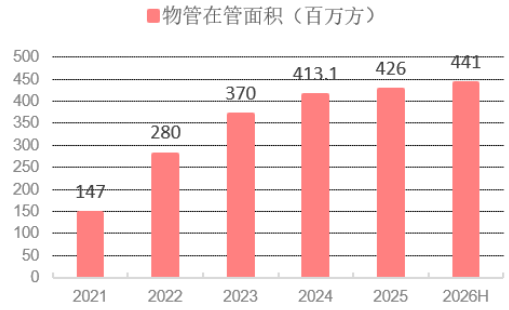


数据来源：公司公告，中信建投证券

物管规模稳中有升，公建物管稳步拓展。截至 2026 年 6 月末，华润万象生活物管的在管面积与合约面积分别达到 4.6、4.9 亿平米，分别较 2025 年年末增长 3.4%、1.3%，合管比为 1.08。期内公建物管收入 10.4 亿元，同比增长 9.0%，新签合同额同比增长 31.7%至 10.8 亿元。期内住宅物管收缴率为 74.7%，较去年同期提升 0.3 个百分点。

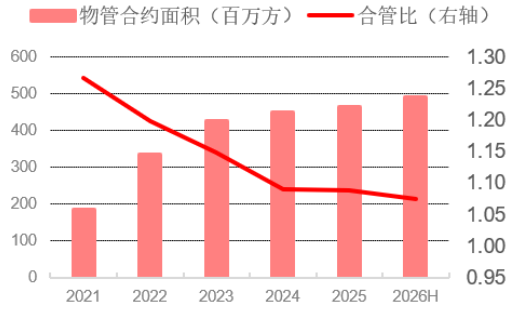
仅供内部参考，请勿外传

图 37:截至 2026 年 6 月末物管在管面积 4.56 亿方



数据来源：公司公告，中信建投证券

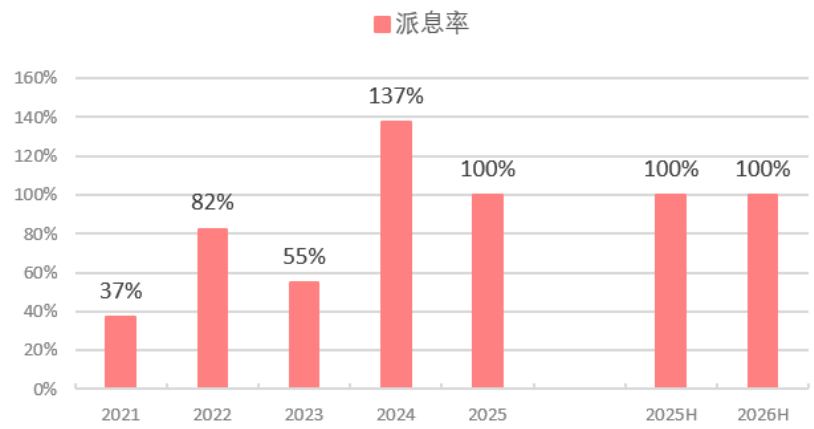
图 38:截至 6 月末物管合约面积 4.90 亿方，合管比 1.08



数据来源：公司公告，中信建投证券

分红率达 100%，积极回馈股东。公司宣派中期股息每股 0.586 元，同比增长 10.8%，同时宣派特别股息每股 0.391 元，中期派息合计每股 0.977 元，同比增长 10.9%，全额分派中期核心净利润，分红率 100%。

图 39:上半年分红率达 100%



数据来源：公司公告，中信建投证券

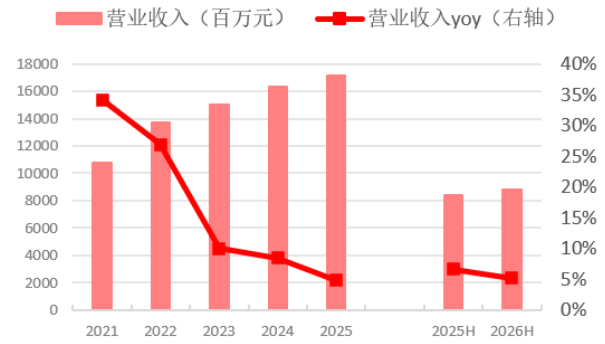
注：分红率按每股股东应占核心净利润计算，股息包括中期股息、特别股息及末期股息

（2）保利物业：业绩稳健增长，物管主业韧性凸显

业绩稳健增长，经营效率提升。2026 年上半年保利物业实现营业收入 88.3 亿元，同比增长 5.2%；实现归母净利润 9.3 亿元，同比增长 4.8%，业绩稳中有升。上半年综合毛利率为 19.2%，较去年同期微降 0.2pct，较 2025 年全年提升 1.8pct。公司经营效率持续提升，上半年行政开支为 4.4 亿元，同比下降 2.0%，行政开支占收入的比例由 2025 年同期的 5.3%下降 0.4 个百分点至 4.9%。

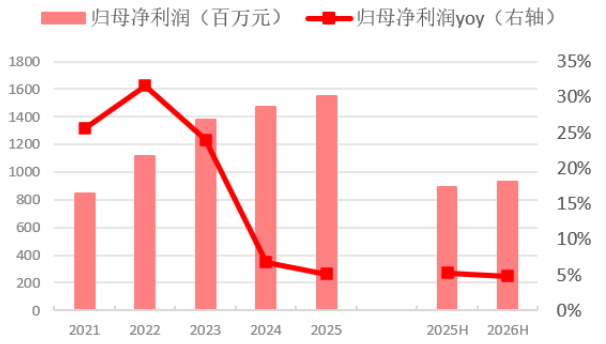
仅供内部参考，请勿外传

图 40:上半年营业收入同比增长 5.2%



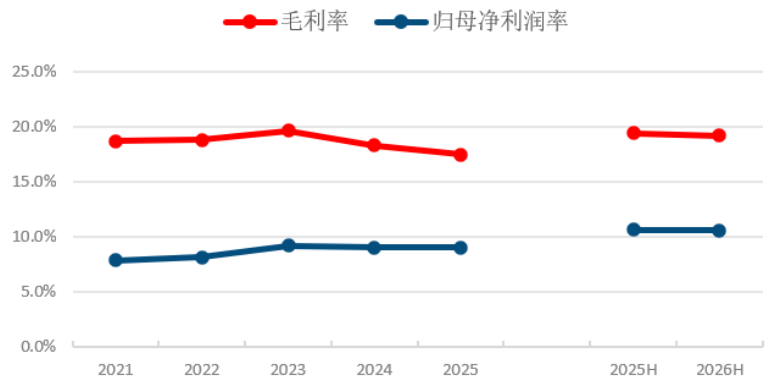
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 41:上半年归母净利润同比增长 4.8%



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 42:上半年毛利率 19.2%，归母净利率 10.6%

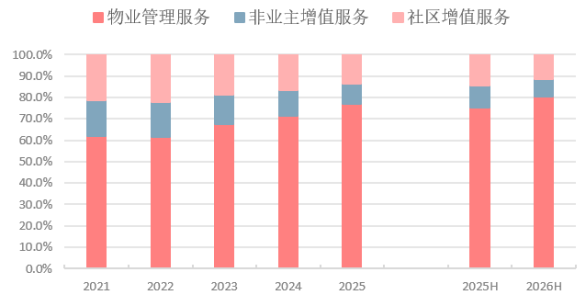


数据来源：公司公告，中信建投证券

物管主业占比提升，市拓质量高能力强。2026 年上半年公司物业管理服务实现收入 70.8 亿元，同比增长 11.9%，主因在管规模的增长，占总收入比重提升至 80.2%；物业管理服务毛利率较去年同期下降 0.8 个百分点至 15.8%。期内公司新拓第三方项目单年合同金额 14.1 亿元，其中单年合同金额超千万元的项目占比达 55.1%，核心 50 城项目单年合同金额占比达 80.8%，拓展结构进一步优化。截至上半年末，公司合同管理面积 10.2 亿方，在管面积 8.9 亿方，合管比 1.14，储备面积充裕。

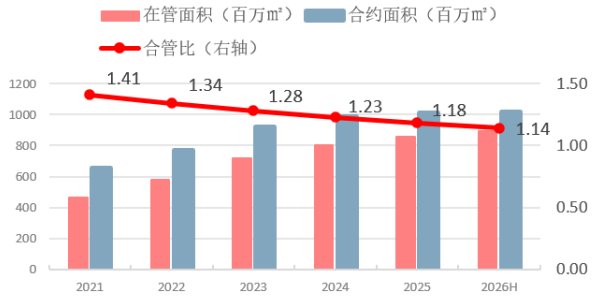
仅供内部参考，请勿外传

图 43:上半年物业管理服务收入占总营收比重为 80.2%



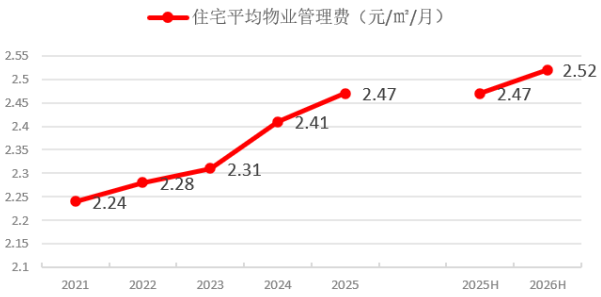
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 44:截至上半年末在管面积 8.9 亿平，合管比 1.14



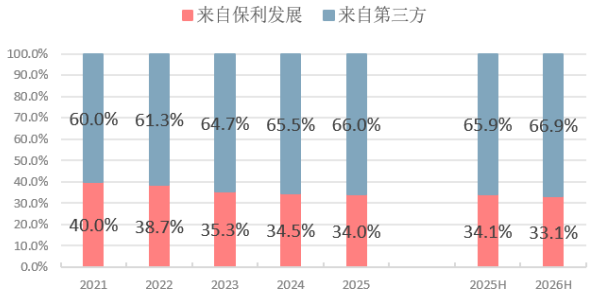
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 45:上半年住宅平均物业管理费为 2.52 元/平米/月



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 46:上半年来自第三方的在管面积占比为 66.9%

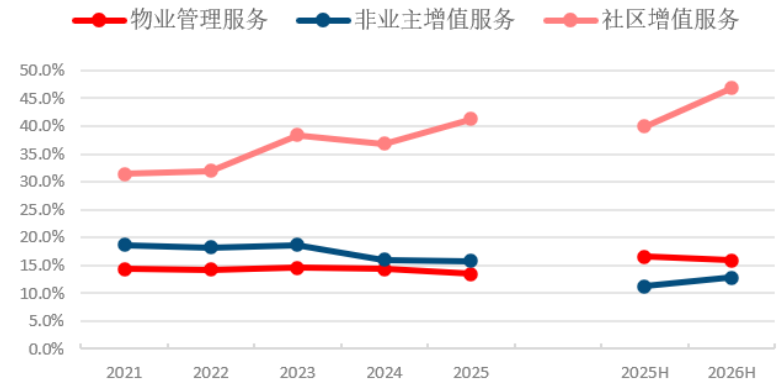


数据来源：公司公告，中信建投证券

增值服务收入承压，但结构优化支撑盈利能力提升。2026 年上半年保利物业非业主增值服务实现收入 7.2 亿元，同比下降 16.7%，主要受地产行业调整及写字楼租赁需求收缩影响。社区增值服务实现收入 10.3 亿元，同比下降 14.4%，主因公司持续优化业务结构，聚焦核心品类与重点产品，提升产品组合体系打造、资源整合及服务交付能力。利润率方面，非业主增值服务、社区增值服务的毛利率分别为 12.8%和 46.8%，较去年同期分别提升 1.6/6.9 个百分点。

仅供内部参考，请勿外传

图 47:上半年增值业务毛利率较去年同期提升

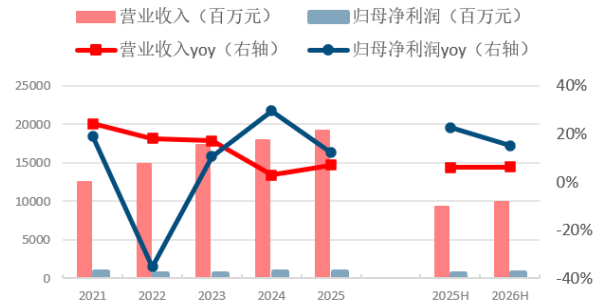


数据来源：公司公告，中信建投证券

（3）绿城服务：利润双位数增长，盈利能力持续提升

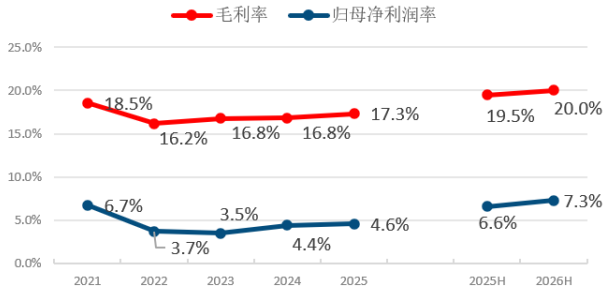
业绩保持双位数增速。2026 年上半年绿城服务实现营业收入 98.7 亿元，同比增长 6.3%；实现核心经营利润 12.5 亿元，同比增长 16.3%；实现归母净利润 7.1 亿元，同比增长 15.2%。公司业绩持续保持双位数增速，主因公司经营规模扩大及经营管理提效：1）上半年综合毛利率 20.0%，较去年同期提升 0.5 个百分点；2）上半年销售费用率较去年同期下降 0.1pct 至 1.4%，管理费用率较去年同期下降 0.5pct 至 5.9%。

图 48:上半年营收同比+6.3%，归母净利润同比+15.2%



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 49:上半年毛利率 20.0%，较去年同期提升 0.5pct



数据来源：公司公告，中信建投证券

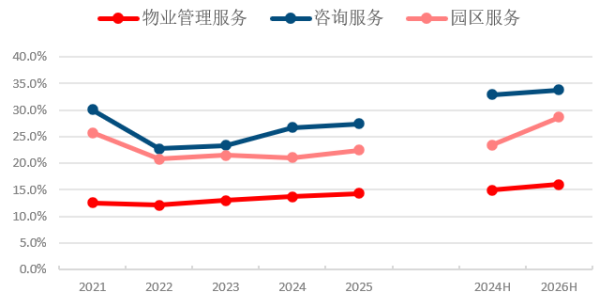
各项业务盈利能力均获提升。绿城服务采取一系列提质增效措施，并持续强化成本管控，上半年综合毛利率较去年同期提升 0.5pct 至 20.0%，其中，物业服务、园区服务和咨询服务毛利率分别为 16.0%、28.6%及 33.8%，较去年同期分别提升 0.7/2.0/0.7 个百分点。

物业服务规模稳健增长，储备项目质量优化。2026 年上半年绿城服务物业服务实现收入 73.0 亿元，同比增长 10.1%，主因在管面积稳定增长。截至 2026 年上半年末，公司在管面积 5.8 亿方，同比增长 8.2%；储备面积 3.3 亿方，同比减少 6.3%，对应合管比约 1.56。储备面积下降主要由于公司继续审慎开展增量市场拓展，主动退出部分非核心城市及存在交付风险的储备项目，同时加强深耕城市内优质存量项目拓展，项目质量与经营效

仅供内部参考，请勿外传

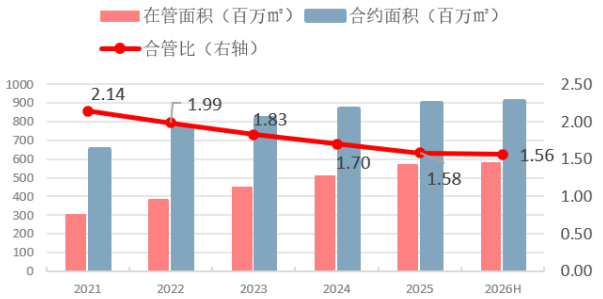
率有望持续提升。

图 50:上半年物业、咨询及园区服务毛利率均提升



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 51:截至上半年末在管面积 5.8 亿平，合管比 1.56

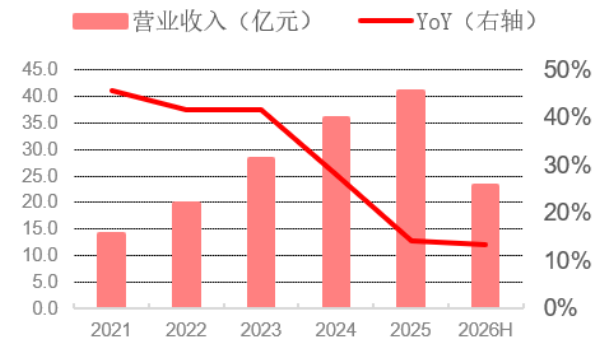


数据来源：公司公告，中信建投证券

（4）滨江服务：业绩保持稳健增长，品质服务支撑高派息

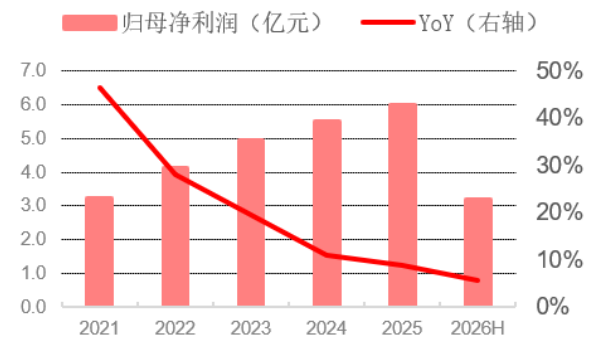
业绩保持稳健增长。2026 年上半年滨江服务实现营业收入 23.0 亿元，同比增长 13.5%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比增长 5.8%。归母净利润增速低于营收增速，主因综合毛利率较去年同期下降 1.7 个百分点至 20.8%，主要由于人力成本上升、公司注重服务品质导致物业管理服务业务毛利率较上年下降 1.2 个百分点至 17.0%。

图 52:上半年营收 23.0 亿元，同比增长 13.5%



数据来源：公司公告，中信建投证券

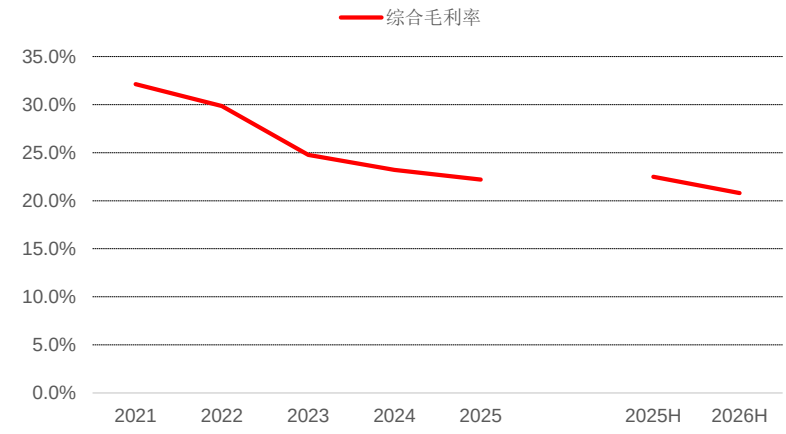
图 53:上半年归母净利润 3.2 亿元，同比增长 5.8%



数据来源：公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

图 54:上半年综合毛利率 20.8%，较去年同期下降 1.7pct

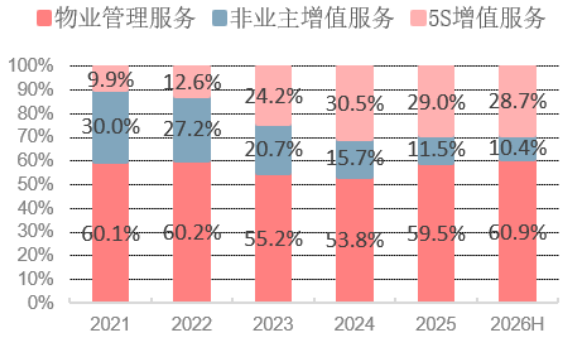


数据来源：公司公告，中信建投证券

品质服务特征明显，平均物管费保持高位，收缴率获提升。上半年公司物业管理业务营收 14.0 亿元，同比增长 20.9%。截至上半年末公司物管在管面积 9268 万方，同比增长 23.4%；物管合约面积为 10969 万方，合管比为 1.18。公司深耕杭州积极拓展，上半年末的在管面积中 64.5%位于杭州，56.9%来自第三方外拓。公司长期以来坚持品质服务，上半年外拓项目中溢价中标项目 9 个；上半年平均物管费 4.18 元/平米/月，明显高于中指院统计的 20 城平均的 2.75 元/平米/月的水平；上半年公司收缴率较去年同期提升 1.46 个百分点。

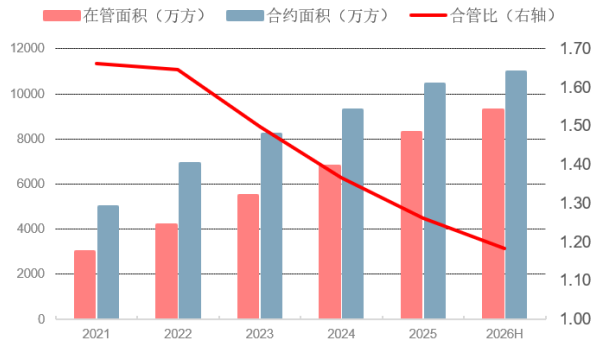
5S 增值服务规模稳定。上半年公司非业主增值服务营收 2.4 亿元，同比增长 13.7%；5S 增值服务营收 6.6 亿元，同比增长 0.4%，其中大平层装修收入 5.2 亿元，继续为公司整体营收规模提供较好支撑。

图 55:上半年物业管理服务在营收中占比 60.9%



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 56:上半年末在管面积 9268 万方，合管比 1.18

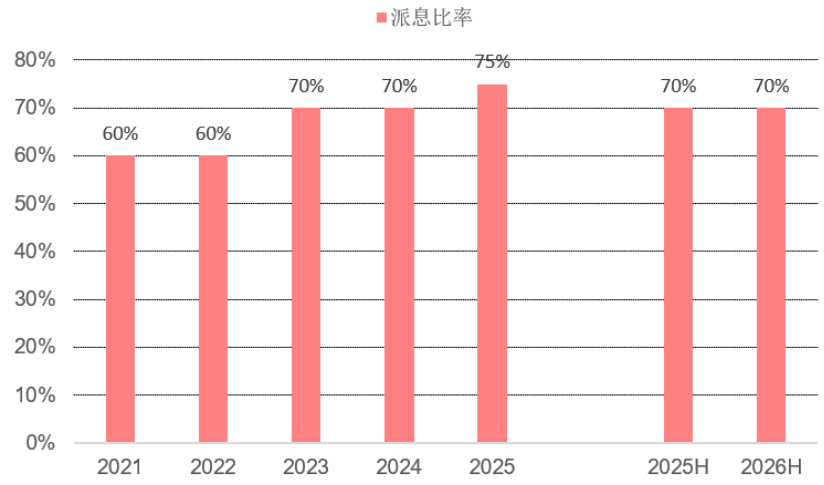


数据来源：公司公告，中信建投证券

保持高派息比例。公司宣布派发中期股息每股 0.922 港元，派息比例为 70%，较上年同期持平。

仅供内部参考，请勿外传

图 57:上半年派息比例 70%，较去年同期持平



数据来源：公司公告，中信建投证券

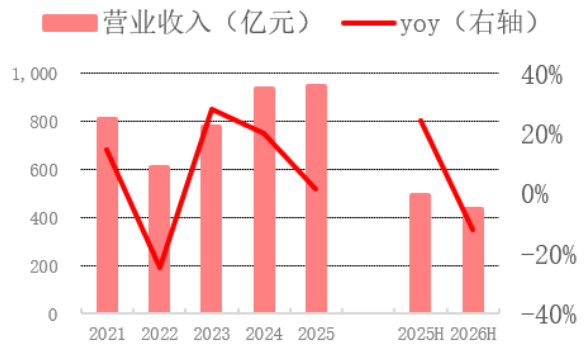
仅供内部参考，请勿外传

2. 交易中介商：降本增效叠加二季度经营修复推动盈利高增

2.1 贝壳-W：二季度经营环比改善明显，提效降本推动盈利高增

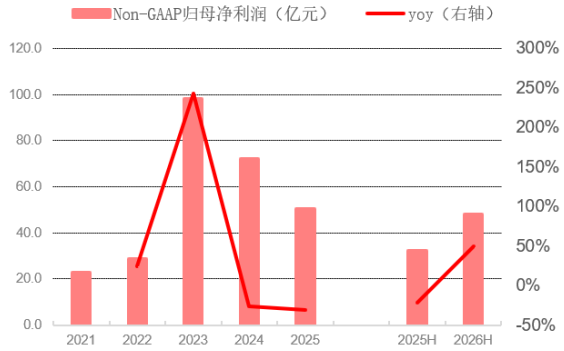
提效降本推动上半年盈利高增。2026 年上半年贝壳实现收入 434 亿元，同比下降 12.0%，主因上半年总 GTV 同比下降 4.5%至 16455 亿元，以及家装家居及房屋租赁服务业务收入减少。上半年公司实现经调整净利润 48 亿元，同比增长 49.2%，盈利表现显著好于收入，主因前期成本结构优化成效持续释放：1）上半年毛利率为 26.6%，较去年同期提升 5.3 个百分点；2）上半年运营费用总额同比减少 18.0%至 73 亿元，其中一般及行政费用同比减少 5.2%，销售和市场费用同比减少 32.3%，研发费用同比减少 14.4%。

图 58:上半年营收 434 亿元，同比下降 12.0%



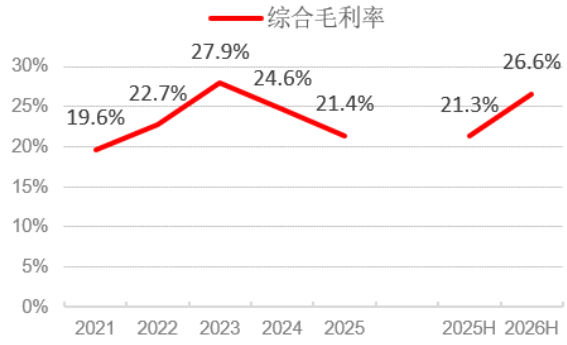
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 59:上半年 Non-GAAP 归母净利润 48 亿元



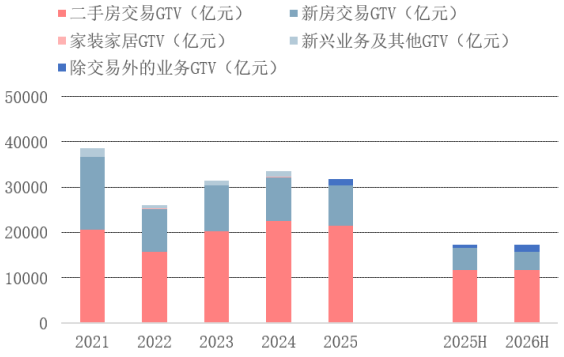
数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 60:上半年综合毛利率为 26.6%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 61:上半年总 GTV16455 亿元，同比下降 4.5%



数据来源：公司公告，中信建投证券

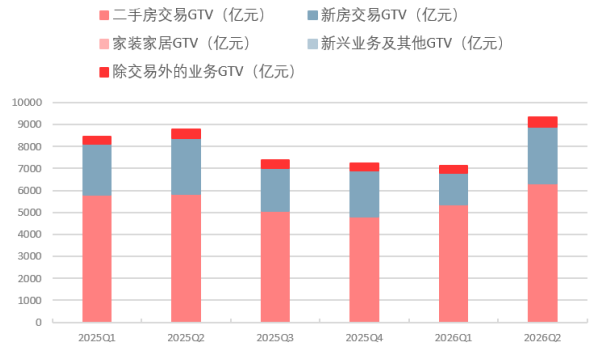
二季度经营环比改善明显。二季度公司实现经调整净利润 32 亿元，同比增长 74.9%，主因总交易额增长及经营效率提升：1）公司二季度总 GTV 为 9338 亿元，同比增长 6.3%，在连续 3 个季度同比下滑后实现同比增速转正；环比一季度增长 31.2%，改善明显。其中，存量房 GTV 为 6299 亿元，同比增长 8.0%，环比增长 17.9%；新房 GTV 为 2584 亿元，同比增长 1.2%，环比增长 77.1%。受益于总交易额的增长及经营效率提升，二季度各主营业务贡献利润率均实现同比及环比提升，其中存量房贡献利润率同环比分别提升 6.1/4.8pct，新房贡献利润率同环比分别提升 4.4/3.1pct，家装家居业务贡献利润率同环比分别提升 7.5/3.4pct，房屋租赁贡献利润率同环比

仅供内部参考，请勿外传

分别提升 6.9/0.5pct，带动公司毛利率较去年同期提高 6.7 个百分点至 28.6%。2）二季度营运费用同比下降 14.1%。

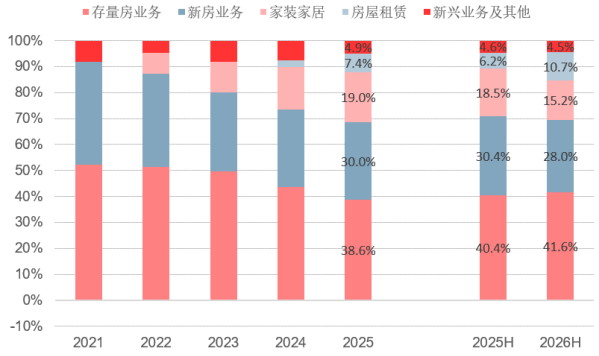
家装主动调结构，租赁盈利质量改善。上半年贝壳家装家居业务实现收入 55 亿元，同比下降 26.4%，主因公司主动优化获客渠道组合并放缓若干非经纪渠道推进节奏，二季度贡献利润率提升至 39.6%。上半年房屋租赁服务实现收入 98 亿元，同比下降 8.5%，主要由于省心租按净额法确认收入的轻资产产品占比提升，二季度贡献利润率较去年同期提升 6.9 个百分点至 15.3%。

图 62:二季度 GTV 改善明显



数据来源：公司公告，中信建投证券

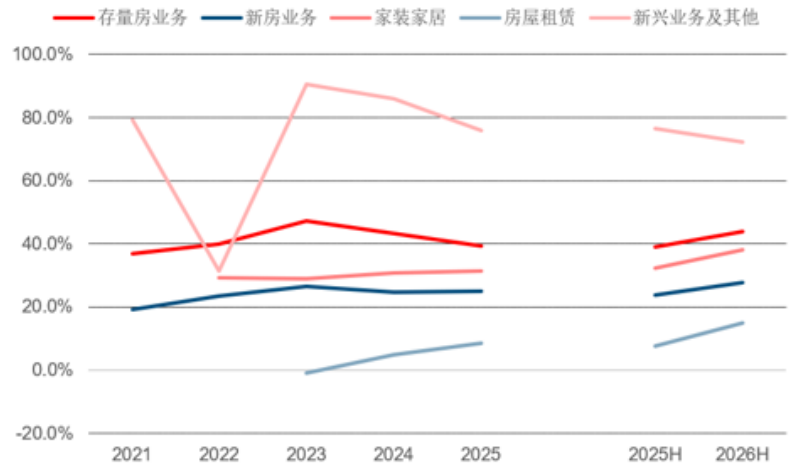
图 63:上半年存量房业务贡献利润占比提升



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：2023 年租赁业务贡献利润为负

图 64:公司各项业务贡献利润率的变化情况

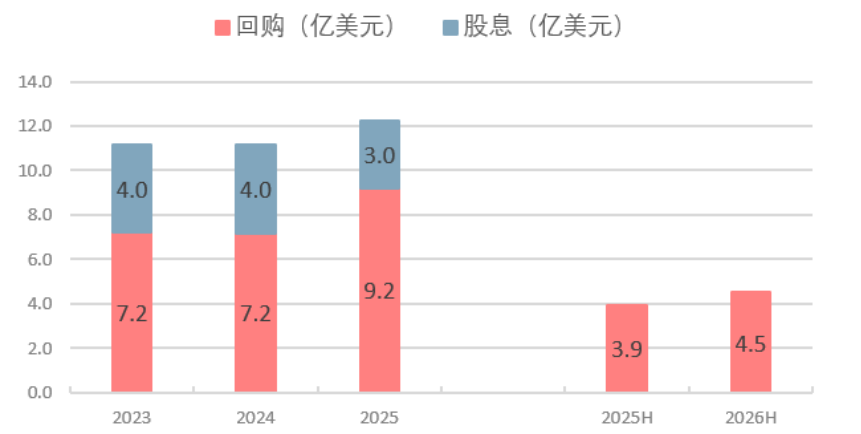


数据来源：公司公告，中信建投证券

持续积极回馈股东。2026 年上半年公司斥资约 4.5 亿美元回购股票，同比增长 14.2%，自 2022 年 9 月股份回购计划启动至 2026 年 6 月末已累计回购约 29.9 亿美元股份，约占回购计划启动前已发行股份总数的 14.8%。

仅供内部参考，请勿外传

图 65:公司持续积极回馈股东

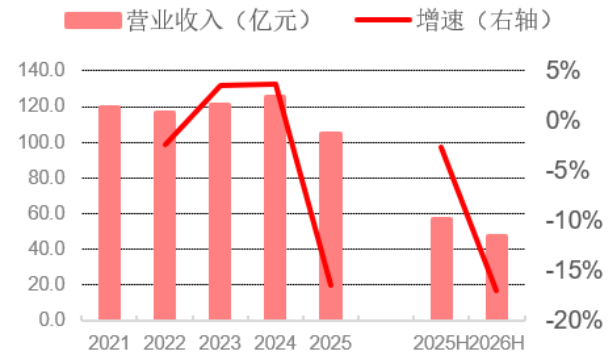


数据来源：公司公告，中信建投证券

2.2 我爱我家：业绩同比大幅增长，资管业务经营效率提升

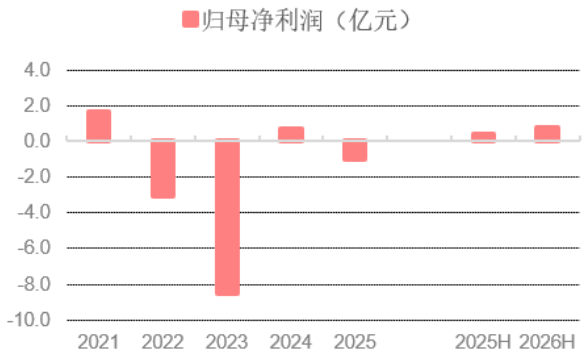
业绩同比大幅增长，盈利端改善明确。2026 年上半年我爱我家实现营业收入 47.0 亿元，同比下降 16.9%，其中经纪、资管、新房/商业租赁及服务业务分别实现营收 18.8/21.1/4.3/1.6 亿元，同比分别-7.7%/-21.7%/-7.3%/-10.1%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比大幅增长 110.4%，主因：1）上半年公司在核心城市的二手房成交量及市占率均取得显著增长，对冲了部分市场成交均价下降的不利影响；2）受益于交易活跃度提升以及成交结构优化，公司买卖业务佣金率同比有所改善；3）公司进行成本及费用管控，管理费用同比下降 7.1%，销售费用同比下降 7.5%，带动综合毛利率较去年同期提升 3.2 个百分点至 13.0%。

图 66:上半年公司营收 47.0 亿元，同比下降 16.9%



数据来源：公司公告，中信建投证券

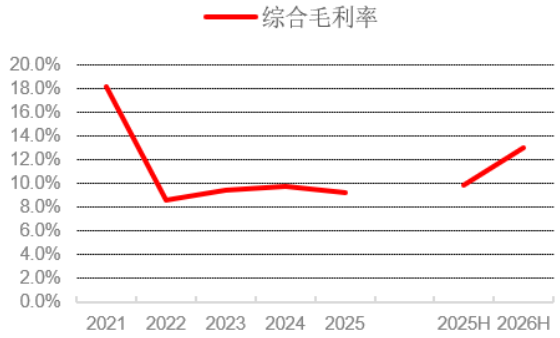
图 67:上半年公司归母净利润 0.8 亿元，同比增长 110.4%



数据来源：公司公告，中信建投证券

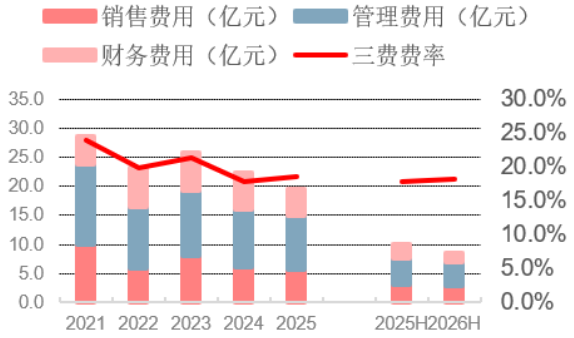
仅供内部参考，请勿外传

图 68:上半年公司综合毛利率为 13.0%



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 69:上半年公司三费共 8.6 亿元，同比压降 15.1%

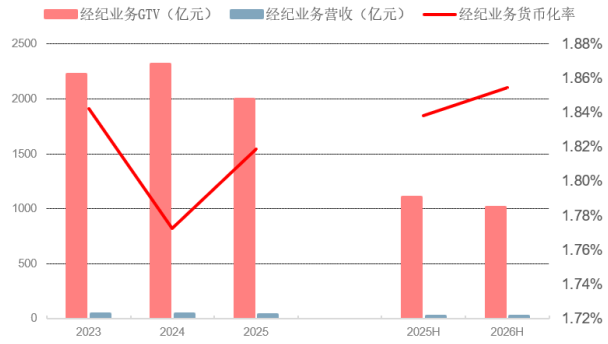


数据来源：公司公告，中信建投证券

经纪业务二季度出现修复信号，核心城市佣金率提升。2026 年上半年我爱我家经纪业务实现收入 18.8 亿元，同比下降 7.7%，主因上半年核心城市二手房交易价格同比下跌。经纪业务毛利率较去年同期下降 3.3 个百分点至 19.6%。上半年经纪业务总 GTV 1013.8 亿元，同比下降 8.5%，其中二季度 GTV551.4 亿元，同比增长 2.1%、环比增长 19.2%，边际改善。受益于上半年二手房交易活跃度提升以及成交结构优化，公司在核心城市买卖业务佣金率同比提升约 0.08 个百分点。

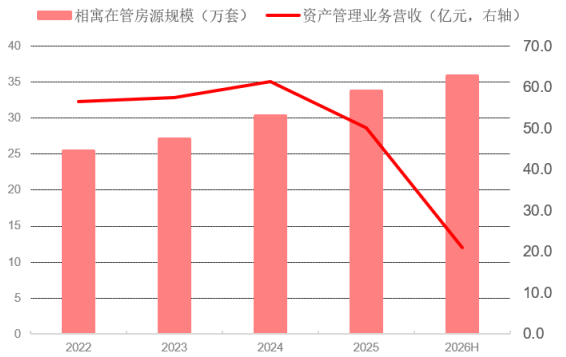
资管业务规模扩张与经营效率改善并行。截至 2026 年上半年末，我爱我家在管房源规模达 35.8 万套，同比增长 12%；上半年资产管理业务实现收入 21.1 亿元，同比下降 21.7%，主因新产品“相寓优选”采用净额法确认收入。资管业务毛利率 1.9%，较去年同期提升 7.3 个百分点；若调整回资产处置收益，经调整后的毛利率为 19.9%，较去年同期提升 5.8 个百分点。

图 70:上半年公司经纪业务 GTV 为 1014 亿元



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 71:截至上半年末公司相寓在管房源规模达 35.8 万套



数据来源：公司公告，中信建投证券

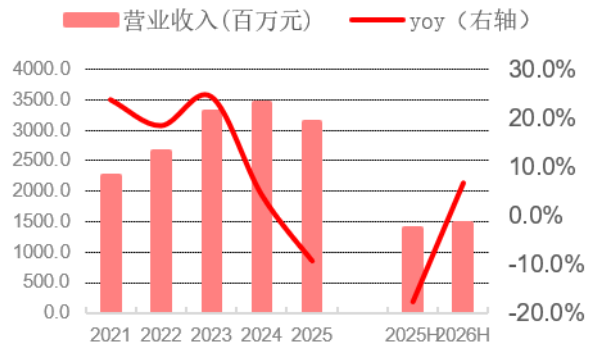
仅供内部参考，请勿外传

3. 代建服务商：绿城管理控股龙头地位稳固，股东回报积极

收入利润增速转正，毛利率回升。2026 年上半年绿城管理控股实现营业收入 14.7 亿元，同比增长 6.7%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 5.9%；去年半年度及全年营收和业绩均为负增长，今年已由负转正。上半年毛利率为 41.1%，较去年同期提升 1.1 个百分点。得益于近年来新拓项目质量改善及转化率提升，期内核心盈利指标稳健向好。

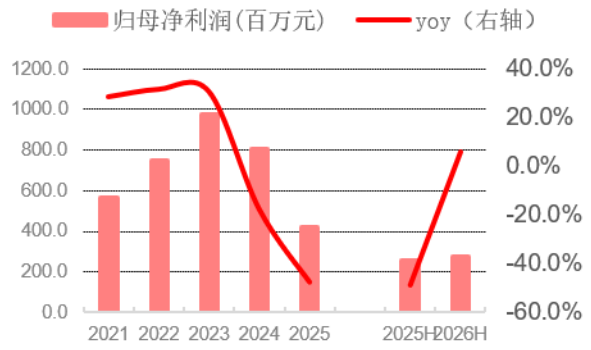
管理效率提升，现金流质量继续修复。上半年绿城管理控股销售及管理费用 2.5 亿元，同比下降 6.9%，销售及管理费率较去年同期下降 2.5 个百分点至 17.0%，管理效率提升。经营性现金流净流入 1.34 亿元，同比增长 20%。截至上半年末，公司银行结余及现金为 14.0 亿元，流动比率 1.62 倍，杠杆比率 1.0%，现金充裕。

图 72:上半年公司实现营收 14.7 亿元，同比增长 6.7%



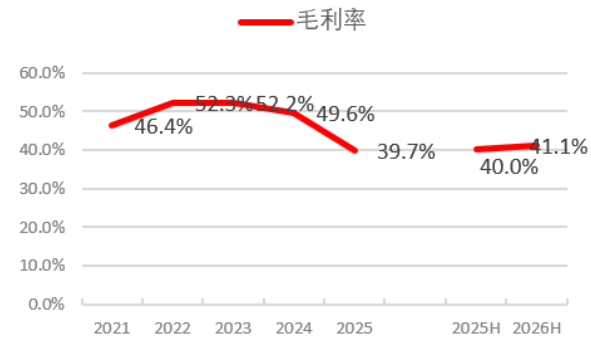
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 73:上半年公司实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 5.9%



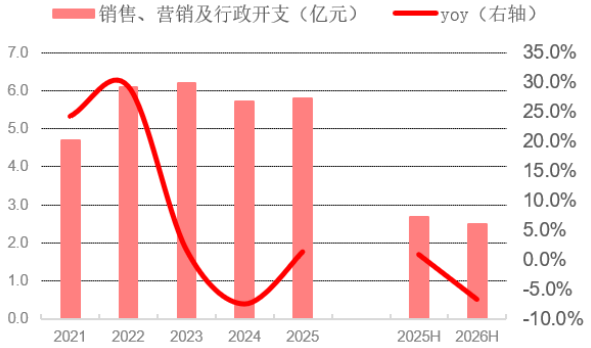
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 74:上半年公司毛利率为 41.1%



数据来源：公司公告，中信建投证券

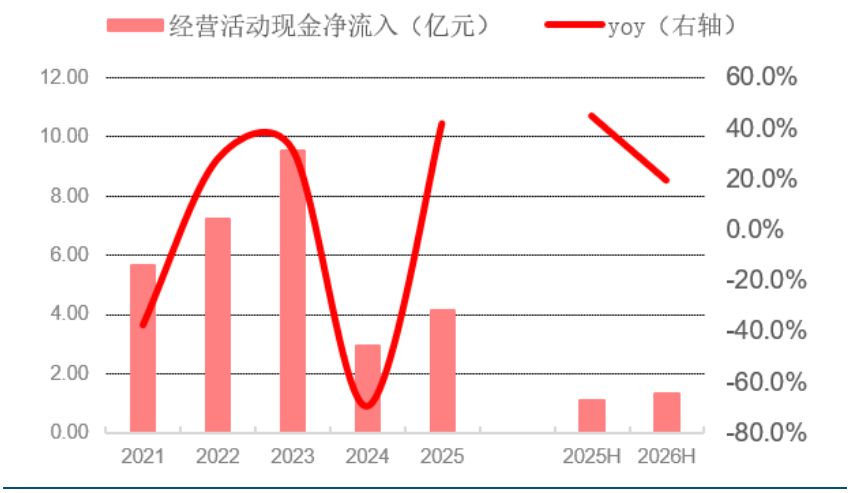
图 75:上半年公司销售及管理费用同比下降 6.9%



数据来源：公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

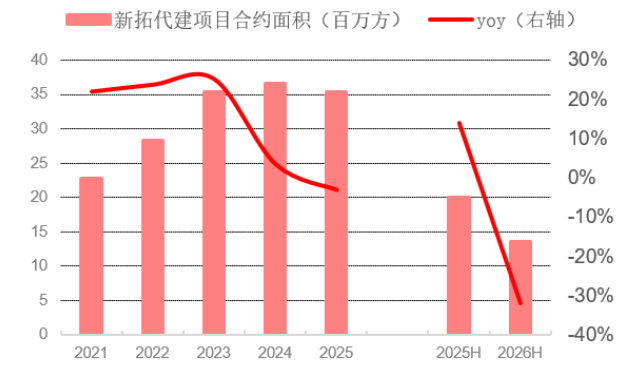
图 76:上半年公司经营性现金流净流入 1.34 亿元，同比增长 20%



数据来源：公司公告，中信建投证券

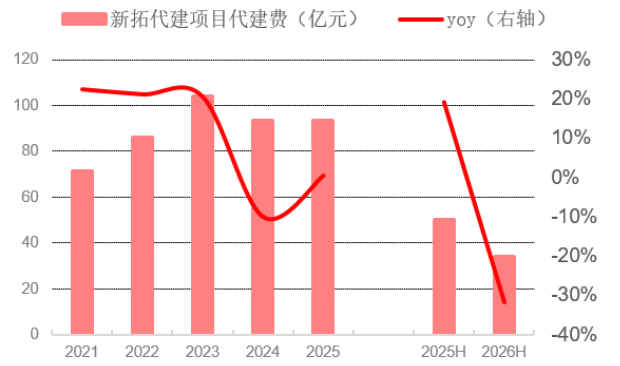
新拓项目质量优化，行业第一身位稳固。上半年绿城管理控股新拓合约总建面 1352 万平方米，新拓代建费 34.1 亿元，新拓代建费一二线城市占比 64.3%，较去年同期提升 5.2 个百分点。新拓项目质量稳定、转化率提升，60%项目代建费率大于 3%，新拓项目 12 个月开工率提升 3pct 至 73%。

图 77:上半年新拓代建建面 1352 万平方米



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 78:上半年新拓代建费 34.1 亿元

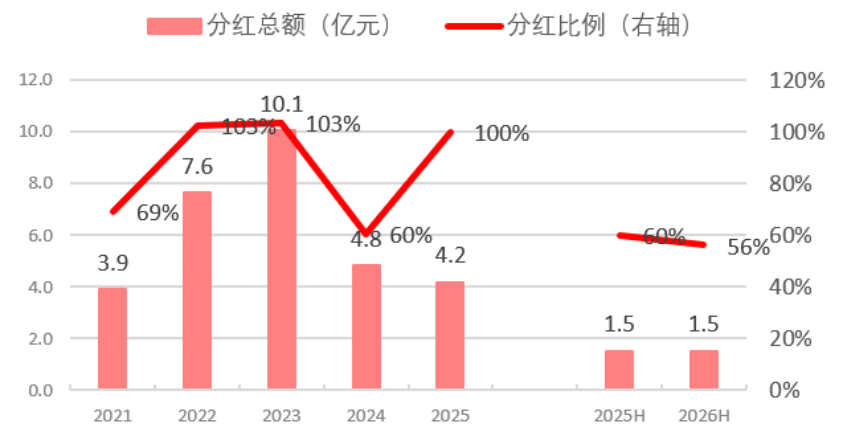


数据来源：公司公告，中信建投证券

持续积极回报股东。公司连续两年派发中期股息，2026 年中期股息每股 0.076 元，同比持平，占中期归母净利润的 56%。2026 年全年指引派息比例不低于归母净利润的 80%。

仅供内部参考，请勿外传

图 79:上半年公司分红比例为 56%



数据来源：公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

4. 投资建议：看好业绩持续增长的物企、盈利修复的交易中介及代建龙头

看好业绩持续增长的物企、盈利修复的交易中介及代建龙头。（1）物管商管：行业整体经营回归理性，转向高质量发展，项目质量、经营效率是物企保障业绩和稳定分红的核心因子，推荐**华润万象生活、保利物业、绿城服务、滨江服务。（2）交易中介商：**我们看好政策支持下核心城市房地产市场的企稳回升，推荐重点布局核心城市的头部交易中介商**贝壳-W、我爱我家。（3）代建服务商：**当前居民住房需求已从“有没有”转向“好不好”，我们看好“好房子”建设下拥有卓越产品力和品牌力的头部代建服务商**绿城管理控股。**

表 1:主要经营服务公司估值情况（截至 9 月 22 日收盘）

公司代码	公司名称	股价（元/港元）	市值（亿元人民币）	EPS（人民币元）				PE				PB（MRQ）	股息率（TTM）
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
2423.HK	*贝壳-W	43.34	1,281	0.90	1.96	2.14	2.20	44.5	20.4	18.7	18.2	1.97	1.7%
1209.HK	*华润万象生活	37.88	744	1.74	1.94	2.16	2.38	20.1	18.0	16.2	14.7	4.76	5.6%
6049.HK	*保利物业	26.94	128	2.81	2.95	3.10	3.30	8.9	8.4	8.0	7.5	1.21	6.0%
3316.HK	滨江服务	20.66	49	2.15	2.34	2.52	2.70	8.9	8.2	7.6	7.1	2.89	9.2%
2602.HK	*万物云	18.84	189	0.60	0.74	0.88	1.02	29.0	23.5	19.8	17.1	1.32	7.8%
603506.SH	南都物业	11.93	22	0.54	0.81	0.83	0.88	20.4	13.6	13.3	12.5	1.77	1.7%
2869.HK	*绿城服务	4.11	112	0.28	0.33	0.39	0.47	13.6	11.5	9.7	8.1	1.42	5.8%
2669.HK	*中海物业	3.30	93	0.42	0.44	0.46	0.48	7.3	6.9	6.6	6.3	1.51	6.1%
000560.SZ	我爱我家	3.19	75	-0.04	0.06	0.06	0.06	-	49.1	49.1	49.1	0.80	-
6626.HK	越秀服务	1.77	23	0.18	0.44	0.51	-	9.1	3.7	3.2	-	0.63	7.9%
9979.HK	绿城管理控股	1.73	30	0.21	0.22	0.23	0.26	7.6	7.2	6.9	6.1	0.83	13.6%

资料来源：wind，中信建投证券

*注：表格中股价为原始单位，即A股公司单位为人民币元，港股公司单位为港元。2026-2028年预测值为中信建投证券预测值。标记*公司为港股通成分股*

仅供内部参考，请勿外传

附：本次年报综述所涉及的样本公司列表

表 2:样本公司列表

赛道	代码	公司	企业性质
物管商管（26 家）	6098.HK	碧桂园服务	民企
	2602.HK	万物云	央国企
	2869.HK	绿城服务	民企
	1209.HK	华润万象生活	央国企
	6049.HK	保利物业	央国企
	2669.HK	中海物业	央国企
	3319.HK	雅生活服务	民企
	1516.HK	融创服务	民企
	6626.HK	越秀服务	央国企
	3316.HK	滨江服务	民企
	3913.HK	合景悠活	民企
	2156.HK	建发物业	央国企
	0816.HK	金茂服务	央国企
	9983.HK	建业新生活	民企
	6677.HK	远洋服务	央国企
	6989.HK	卓越商企服务	民企
	0606.HK	中骏商管	民企
	9909.HK	宝龙商业	民企
	6668.HK	星盛商业	民企
	6666.HK	恒大物业	民企
	1995.HK	永升服务	民企
	001914.SZ	招商积余	央国企
	603682.SH	锦和商管	民企
	603506.SH	南都物业	民企
	002968.SZ	新大正	民企
	300917.SZ	特发服务	央国企
中介（2 家）	2423.HK	贝壳-W	民企
	000560.SZ	我爱我家	民企
代建（1 家）	9979.HK	绿城管理控股	央国企

资料来源：wind，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

5. 风险分析

1、运营服务商：房地产市场修复不及预期，一方面会减少母公司内生输送的合约面积增长，另一方面也会直接影响物企的案场管理咨询等非业主增值服务。同时市场外拓竞争的加剧、人工成本的上升，都将导致物管企业的利润空间承压，存在盈利能力不及预期的风险。此外，物企应收账款规模持续走高，收缴率不及预期，将对其流动性造成不良影响。

2、代建服务商：代建市场不确定性风险及品牌商誉减值风险。代建业务分商业代建和政府代建，市场前景依赖中国宏观经济表现、房地产市场景气度、公共住房建设政策目标等诸多因素，业务经营存在不确定性；代建服务商的品牌价值是其核心竞争力，当项目拥有人或其他对手方无法履行对代建服务商的合约义务时，造成的商誉减值可能会对其声誉、业务、财务状况及经营业绩造成负面影响。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

吴梦茹

房地产组分析师，香港中文大学经济学硕士，曾任职于上市房企资本运作中心，物业公司上市小组，华安证券和财通证券研究所，研究领域为房地产开发及物业管理，工作地上海。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk