下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

物业管理行业 2026 年中报总结

收入业绩回归稳增，关注高股息物企投资机会

行业评级

买入

前次评级 买入

收入业绩平稳小幅增长，费用率改善对冲毛利影响，减值规模同比上行。根据公司中报，26 年上半年 28 家板块物企营业收入同比增长 3.6%，毛利润同比增长 0.4%，核心经营净利润同比增长 2.9%，归母净利润同比增长 3.8%，收入业绩总体保持平稳增长，利润增速绝对水平较 25 年有明显放缓。26 年上半年板块整体毛利率为 18.4%，同比下降 0.6pct，同期四费费率 6.5%，同比也下降 0.6pct，费用率的改善幅度基本对冲毛利率下行的影响，26 年上半年核心经营净利率为 11.8%，较 25 年同期基本持平，物业企业核心盈利能力基本保持稳定。26 年上半年减值规模较 25 年同期再次上行，一定程度上影响最终利润规模的表现。26 年上半年收入增速最快的物企是建发物业、滨江服务及华润万象生活（+18.3%、+13.5%、+8.1%），归母净利润增速最快的为绿城服务、建发物业及华润万象（+15.2%、+11.2%、+10.3%），多数龙头物企 26H1 实现收入正增长，归母净利润也有边际改善。

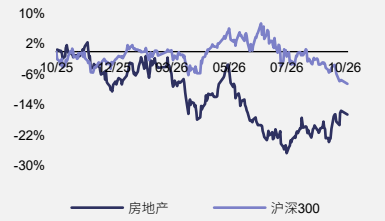
基础物管收入毛利占比持续提升，社区增值服务毛利率边际改善，但以规模为代价。26 年上半年物管公司基础物管收入、毛利占比分别为 74%、62%，较 25 年同期分别提升 1.2pct、0.2pct，三大主业中仅基础物管收入、毛利占比实现正增长，基础物管仍是公司收入业绩基石。毛利率方面，26 年上半年除社区增值服务外，物企各项业务毛利率均有下降，基础物管、非业主增值服务、其他业务毛利率分别为 15.3%、16.8%、25.6%，较 25 年同期分别下降 0.6pct、0.8pct、0.2pct，社区增值服务毛利率则为 31.3%，同比上升 1.1pct，但更多是企业收入规模-利润率的二选一结果，毛利率上行的物企社区增值服务收入普遍下行，社区增值服务毛利率的趋势性回升仍有待物企更多的业务调整。

供应链现金流总体改善，应收结构改善，拨备总体充分。26 年中期 28 家板块物企应收及预付款、应付及预收款较 25 年中期分别增长 35 亿元、65 亿元，完整周期内物企供应链现金流总体仍在改善。截至 26 年中期 28 家板块物企 2 年以上应收账款占比为 23.4%，较 25 年末下降 2.0pct，应收账款减值拨备/应收款原值比例为 24.0%，虽然应收款质量有波动，但物业管理公司多数拨备充分。截至 26 年中期滨江服务、保利物业、建发物业 2 年以上应收款占比在 2%以下，管理水平突出，新城悦服务、宝龙商业虽然长账期应收款占比超过 40%，但应收拨备率超过 50%，前期计提较为充分。

分红比例维持 80%以上，板块股息率超过 5.5%。26 年中期 28 家物企中 9 家选择分红，较 25 年同期少 1 家（建业新生活），分红总额 40.9 亿元，同口径同比下降 1.6%，派息规模下降主要由于分红比例下降，分红比例由 25H1 的 84%降至 26H1 的 81%，但总体维持在 80%以上的高分派率。股息水平来看，参考 25 年分红水平，当前板块物企平均股息率（年内总分红/当前市值）为 5.7%，参考 wind 一致预期，考虑 26 年可能的分红变动，预计板块物企 26 年平均股息率为 5.6%，其中金茂服务、滨江服务、碧桂园服务 26 年预计股息率在 10%以上，在各红利板块中也具有竞争力。

风险提示。物业管理行业未来基本面表现不及预期，利润率下行，新增收入及业务拓展能力下滑等。

相对市场表现



郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn

谢淼

SAC 执证号：S0260522070007
SFC CE No. BVB342
xiemiao@gf.com.cn

相关研究

“929”购房贴息政策点评:超预期的政策，有诚意的转折，控供给+稳需求，促拐点意图明确	2026-10-06
房地产行业:26 年 8 月 REITs 月报:一级市场发行加速，六个月以来行情首次企稳	2026-09-30
房地产开发与服务 26 年第 39 周:北京现房细则正式落地，板块估值强势修复	2026-09-27

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
招商蛇口	**001979.SZ**	CNY	7.82	2026/07/17	买入	10.29	0.17	0.44	46.00	17.77	5.90	4.32	1.60	3.90
保利发展	**600048.SH**	CNY	5.77	2026/04/21	买入	8.01	0.18	0.28	32.06	20.61	3.95	3.69	1.10	1.70
新城控股	**601155.SH**	CNY	12.82	2026/04/22	买入	18.89	0.42	0.84	30.52	15.26	3.65	3.41	1.50	2.90
建发股份	**600153.SH**	CNY	8.96	2025/11/13	买入	12.43	1.45	1.64	6.18	5.46	1.69	1.53	5.30	5.60
滨江集团	**002244.SZ**	CNY	10.21	2026/10/06	买入	12.61	0.77	0.76	13.26	13.43	4.50	5.50	7.60	7.00
中国海外发展	**00688.HK**	HKD	13.55	2026/04/19	买入	15.29	1.11	1.22	10.48	9.53	6.35	6.22	3.10	3.30
中国海外宏洋集团	**00081.HK**	HKD	3.17	2026/03/27	买入	3.52	0.23	0.42	11.83	6.48	4.47	3.03	2.50	4.40
越秀地产	**00123.HK**	HKD	3.31	2026/04/22	买入	5.43	0.01	0.04	284.59	71.15	7.48	5.65	0.10	0.30
华润置地	**01109.HK**	HKD	30.60	2026/04/12	买入	48.23	3.10	3.26	8.47	8.06	3.61	3.57	7.30	7.30
贝壳-W	**02423.HK**	HKD	44.84	2026/08/23	买入	60.44	2.60	2.96	14.81	13.00	1.60	3.90	9.30	11.30
招商积余	**001914.SZ**	CNY	9.28	2026/04/21	买入	13.94	0.91	0.97	10.20	9.57	6.23	6.19	8.40	8.40
华润万象生活	**01209.HK**	HKD	37.32	2026/04/07	买入	54.95	1.94	2.17	16.51	14.76	11.38	10.26	28.60	32.00
华发股份	**600325.SH**	CNY	2.86	2026/05/19	买入	3.78	-0.86	-0.06	-	-	2.72	2.85	-33.50	-2.50

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、公司分类标准及板块拆分.....6

二、利润表分析.....7

（一）利润表整体情况：收入业绩平稳小幅增长，费用率改善对冲毛利影响，减值规模同比上行.....7
（二）分业务收入表现：基础物管收入毛利占比持续提升，社区增值服务毛利率边际改善.....9
（三）具体公司表现情况：规模-利润率的二选一是表现分化的原因之一，龙头减值规模基本持平.....12

三、资产负债表分析：负债带动资产规模增长，供应链现金流总体改善.....16

四、分红及个股投资建议.....19

（一）分红情况：分红比例维持 80%以上，板块股息率超过 5.5%.....19
（二）个股投资建议.....19

五、风险提示.....20

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：28 家板块物企历年总资产分类型占比.....7
图 2：28 家板块物企历年总资产分类型占比.....7
图 3：28 家板块物企营业收入（亿元）及增速.....7
图 4：28 家板块物企毛利润（亿元）及增速.....7
图 5：28 家板块物企归母净利润（亿元）及增速.....8
图 6：28 家板块物企主要科目增速对比.....8
图 7：28 家板块物企整体毛利率变化.....8
图 8：28 家板块物企销管费率及财务费率变化.....8
图 9：28 家板块物企核心经营净利润（亿元）及增速.....8
图 10：28 家板块物企减值（亿元）及占原值比例.....8
图 11：28 家板块物企净利润（亿元）及增速.....9
图 12：28 家板块物企少数股东损益及权益占比.....9
图 13：22 家样本物企各主要业务收入贡献占比.....9
图 14：22 家样本物企各主要业务毛利贡献占比.....9
图 15：22 家样本物企各主要业务毛利率变化.....10
图 16：22 家样本物企基础物管收入（亿元）及增速.....10
图 17：19 家样本物企在管面积（万方）及增速.....10
图 18：19 家样本物企平均物管费及增速.....11
图 19：22 家样本物企基础物管毛利（亿元）及增速.....11
图 20：22 家样本物企社区增值服务收入及增速.....11
图 21：22 家样本物企社区增值服务毛利及增速.....11
图 22：22 家样本物企非业主增值服务收入及增速.....11
图 23：22 家样本物企非业主增值服务毛利及增速.....11
图 24：主流物企四费费率变化情况.....14
图 25：28 家板块物企总资产规模（亿元）及增速.....16
图 26：28 家板块物企总负债规模（亿元）及增速.....16
图 27：28 家板块物企归母净资产（亿元）及增速.....16
图 28：28 家板块物企主要科目同比变动幅度.....16
图 29：28 家板块物企应收及预付款（亿元）及增速.....17
图 30：28 家板块物企应付及预收款（亿元）及增速.....17
图 31：28 家板块物企应收账款拨备率及长账期应收款占比.....18

表 1：物业管理企业板块分类、依据及统计范围.....6
表 2：主流物企营业收入、归母净利润规模、增速及归母净利率.....12

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：主流物企各项主营业务收入规模（亿元）及拆分 13
表 4：主流物企整体毛利率及三项主营业务毛利率 14
表 5：主流物企核心经营净利润规模、增速及利润率 15
表 6：主流物企资产及信用减值规模及比例 15
表 7：主流物企总资产、总负债、归母净资产规模 17
表 8：主流物企应付账款规模、结构及拨备情况 18
表 9：主流物企分红规模、分红比例及股息率 19
表 10：主流物企核心表现指标及评分 20

下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司分类标准及板块拆分

本次对物业管理公司的分析过程中，我们选取了 2021 年以来数据具有连续可比性的 28 家 A 股及港股上市公司作为 A+H 板块研究对象，包括 4 家 A 股上市物企及 24 家 H 股上市物企。

在板块内部，我们根据过去三年营业收入及归母净利润平均规模将公司分为三类，一是龙头物企，23 至 25 年营业收入规模在 140 亿以上，二是中型物企，23 至 25 年营业收入规模在 30 亿至 140 亿之间，三是其他物企，营收规模在 30 亿以下；且若该物企过去三年平均归母净利润出现亏损，则评级酌情下调一档。

根据这一规则，我们统计样本中共 7 家龙头物企，包括 1 家 A 股上市物企及 6 家 H 股上市物企；11 家中型物企，均为 H 股上市物企；10 家其他物企，包括 3 家 A 股上市物企及 7 家 H 股上市物企。

表 1：物业管理企业板块分类、依据及统计范围

公司名称	类型	25 年营收（亿元）	23-25 年营收平均（亿元）	25 年归母净利（亿元）	23-25 年归母净利平均（亿元）	分类
碧桂园服务	H	483.5	449.9	6.0	9.0	龙头物企
万物云	H	372.7	355.8	6.9	12.6	龙头物企
绿城服务	H	191.6	179.6	8.8	7.6	龙头物企
招商积余	A	192.7	173.6	6.5	7.4	龙头物企
华润万象生活	H	180.2	166.5	39.7	35.0	龙头物企
保利物业	H	171.3	161.8	15.5	14.7	龙头物企
中海物业	H	149.6	140.4	13.7	14.1	龙头物企
雅生活服务	H	128.9	140.9	1.0	-9.1	中型物企
恒大物业	H	136.8	129.7	9.9	11.8	中型物企
世茂服务	H	78.8	79.9	1.0	0.3	中型物企
融创服务	H	68.2	69.3	2.0	-2.3	中型物企
永升服务	H	68.7	67.5	4.4	4.5	中型物企
新城悦服务	H	46.7	50.5	1.5	-0.8	中型物企
卓越商企服务	H	40.2	40.5	1.0	2.4	中型物企
越秀服务	H	39.0	36.6	2.7	3.7	中型物企
建发物业	H	38.8	35.8	3.6	3.8	中型物企
滨江服务	H	41.0	35.0	6.0	5.4	中型物企
金茂服务	H	36.7	31.6	3.1	3.4	中型物企
合景悠活	H	33.3	35.8	-3.1	-2.9	其他物企
新大正	A	30.1	31.8	0.9	1.2	其他物企
远洋服务	H	27.2	29.0	-13.7	-4.3	其他物企
建业新生活	H	27.7	28.6	1.6	-0.7	其他物企
特发服务	A	29.7	27.6	1.2	1.2	其他物企
宝龙商业	H	26.1	26.2	2.3	3.0	其他物企
彩生活	H	21.0	18.6	0.2	0.2	其他物企
南都物业	A	18.6	18.4	1.0	1.0	其他物企
中骏商管	H	11.9	12.2	0.6	1.2	其他物企
星盛商业	H	5.8	6.2	1.4	1.6	其他物企

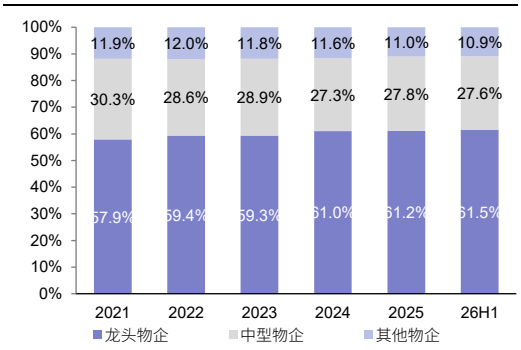
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

截至 26 年中期，28 家板块物企总资产为 3447 亿元，较 25 年末增长 1.6%，其中龙头物企、中型物企、其他物企分别为 2119 亿元、952 亿元、378 亿元，占比分别为 61.5%、27.6%、10.9%，其中龙头物企占比提升 0.3pct，中型及其他物企分别下降 0.2pct、0.1pct。

权益角度来看，截至 26 年中期，27 家板块物企归母净资产 1670 亿元，较 25 年末增长 1.0%，其中龙头物企、中型物企、其他物企规模分别为 1014 亿元、450 亿元、206 亿元，占比分别为 60.7%、26.9%、12.4%，其中只有中型物企占比提升 0.5pct，龙头物企及其他物企占比则分别下降 0.4pct、0.1pct。物管行业总体集中度偏低，但上市物企集中度较高，龙头物企虽然数量少，但企业规模大，中型物企总体成长表现更为稳健，归母资产累计更为迅速，其他物企则受关联方影响较大，发展相对承压。

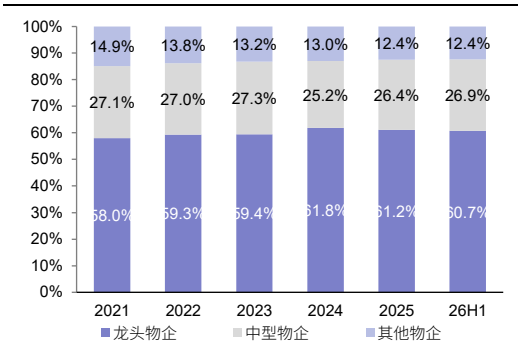
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：28 家板块物企历年总资产分类型占比



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 2：28家板块物企历年总资产分类型占比



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

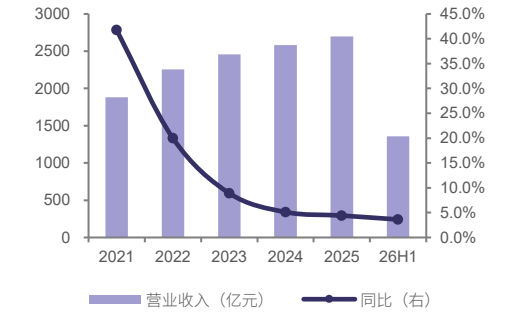
二、利润表分析

（一）利润表整体情况：收入业绩平稳小幅增长，费用率改善对冲毛利影响，减值规模同比上行

根据公司中报，26 年上半年 28 家板块物企实现营业收入 1357 亿元，同比增长 3.6%，毛利润 250 亿元，同比增长 0.4%，核心经营净利润 160 亿元，同比增长 2.9%，净利润 97 亿元，同比增长 3.0%，归母净利润 93 亿元，同比增长 3.8%，收入业绩总体保持平稳增长。利润增速绝对水平较 25 年有明显放缓，利润增速依然高于收入增速，但利润增速与收入增速之间差距也有明显收窄。

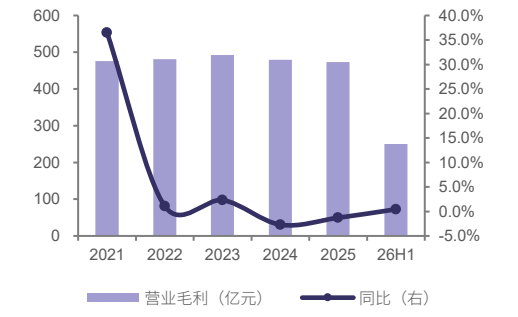
26 年上半年板块物企依然延续毛利承压、费用率改善的趋势，减值规模较 25 年同期再次上行，一定程度上影响最终利润规模的表现。

图 3：28 家板块物企营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

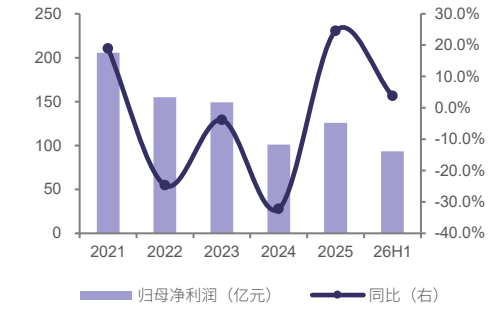
图 4：28家板块物企毛利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

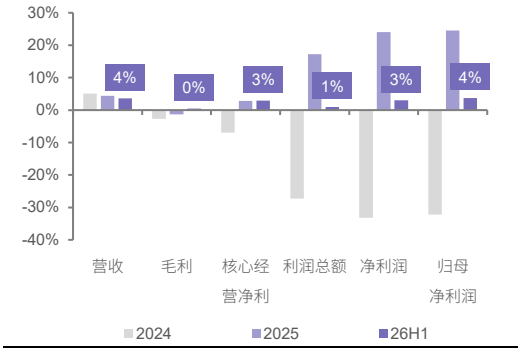
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：28 家板块物企归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

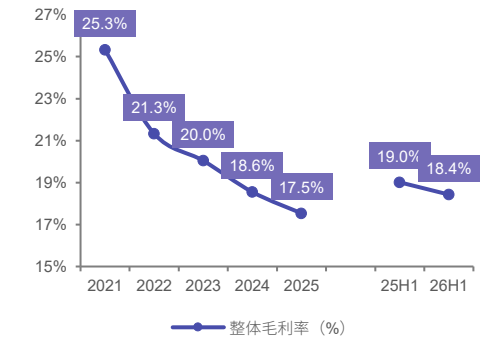
图 6：28家板块物企主要科目增速对比



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

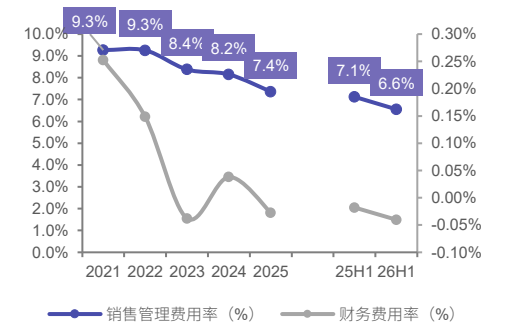
费用率承托下核心盈利能力基本保持稳定。26 年上半年板块整体毛利率为 18.4%，同比下降 0.6pct，因整体大环境带来的利润率下行压力依然存在；同期销管费用率、财务费用率合计 6.5%，同比也下降 0.6pct，费用率的改善幅度基本对冲毛利率下行的影响，26 年上半年核心经营净利率为 11.8%，较 25 年同期基本持平，物业企业核心盈利能力基本保持稳定。

图 7：28 家板块物企整体毛利率变化



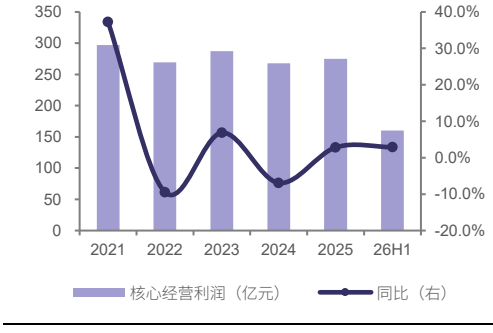
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 8：28家板块物企销管费率及财务费率变化



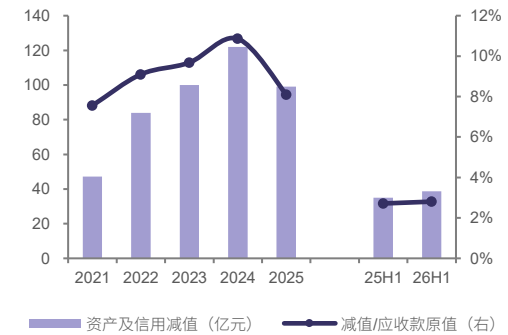
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 9：28 家板块物企核心经营净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 10：28家板块物企减值（亿元）及占原值比例



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

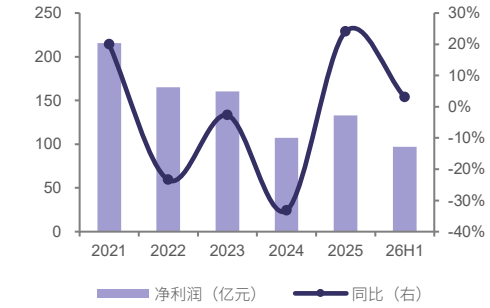
减值规模同比略有提升，但较减值高峰规模仍较小。影响物企盈利的另一个重要因素是减值，26 年上半年，28 家板块物企计提资产及信用减值 38.6 亿元，较 25 年同期多计提 3.7 亿元，占应收账款原值比例为 2.8%，较 25 年同期上升 0.1pct。21 年以来受房地产开发行业下行影响，物管公司应收款等资产减值规模及比例持续

下载日志已记录，仅供内部参考

提升，并对业绩造成较为明显的拖累，25 年首次出现拖累幅度下降的趋势，26 年上半年计提力度略有增大，但较 24 年同期接近 60 亿元的计提规模还是有明显下降，物管公司应收管理水平总体处于稳步改善的通道。

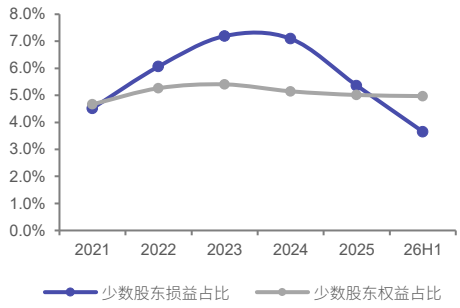
综合收入、利润、费用及减值等影响因素，26 年上半年板块物企实现净利润 97.0 亿元，同比增长 3.0%，少数股东损益占比 3.7%，较 25 年同期下降 0.7pct，进一步推高归母净利润增速至 3.8%。总体来看，合约管理面积稳步转化带来的收入增长及经营效率带来的费用率改善使得物企总体利润平稳增长，虽然毛利率自 21 年以来承压下行，但费用率改善及减值规模的收缩使得物企盈利能力自 25 年起明显改善。

图 11：28 家板块物企净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 12：28家板块物企少数股东损益及权益占比



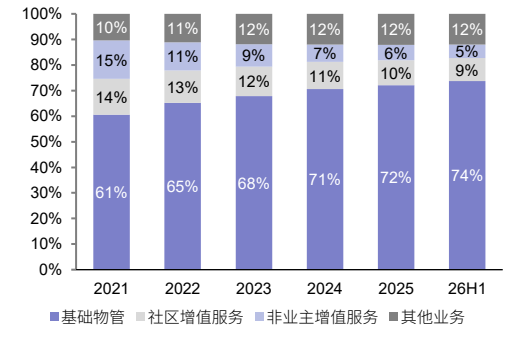
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

（二）分业务收入表现：基础物管收入毛利占比持续提升，社区增值服务毛利率边际改善

26 年上半年物管公司的收入业绩基石仍是基础物管。物管公司分项业务拆分来看，22 家样本物企基础物管收入、毛利占比分别为 74%、62%，较 25 年同期分别提升 1.2pct、0.2pct，较 25 年全年则分别上升 1.6pct、0.9pct，物企三大主业中仅基础物管收入、毛利占比实现正增长。

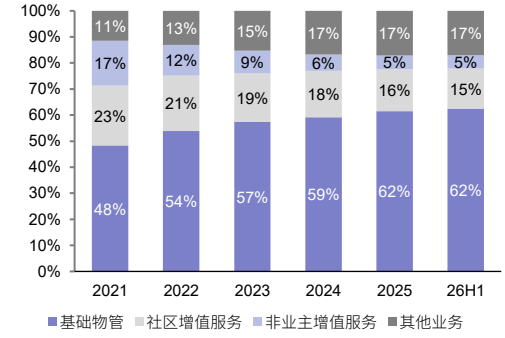
26 年上半年社区增值服务、非业主增值服务收入占比分别为 9%、5%，较 25 年同期分别下降 0.6pct、0.7pct，毛利占比分别为 16%、5%，其中社区增值服务在毛利率承托下毛利占比同比基本持平，非业主增值服务则同比下降 0.8pct，虽然 26 年房地产市场景气度有所改善，但总量收缩仍持续影响非业主增值服务的收入及利润表现。

图 13：22 家样本物企各主要业务收入贡献占比



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 14：22家样本物企各主要业务毛利贡献占比



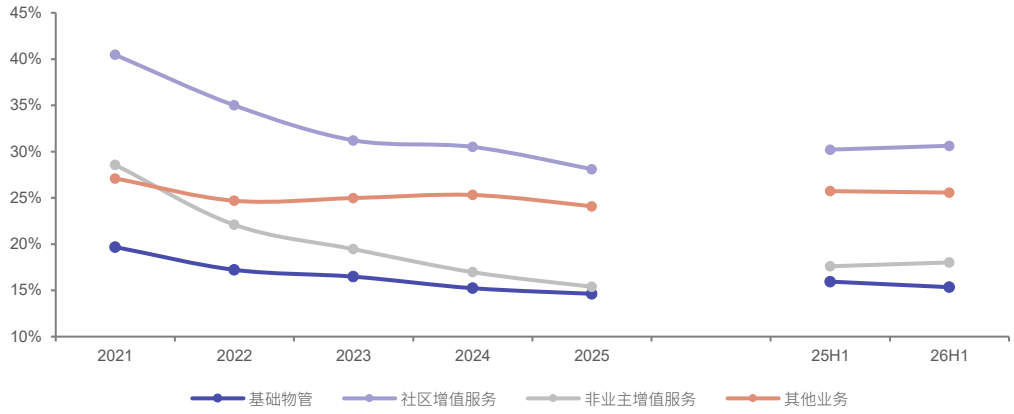
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

毛利率方面，26 年上半年除社区增值服务外，物企各项业务毛利率均有下降。26 年上半年 22 家样本物企基础物管、非业主增值服务、其他业务毛利率分别为 15.3%、16.8%、25.6%，较 25 年同期分别下降 0.6pct、

下载日志已记录，仅供内部参考

0.8pct、0.2pct，社区增值服务毛利率则为 31.3%，同比上升 1.1pct，但从趋势上来看，上半年社区增值服务毛利率变化更多是阶段性波动，是部分企业收入规模-利润率的二选一结果，毛利率上行的物企社区增值服务收入普遍下行，社区增值服务毛利率的趋势性回升仍有待物企更多的业务调整。

图 15：22 家样本物企各主要业务毛利率变化

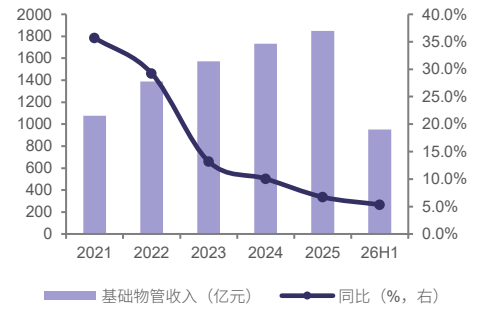


数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

单项业务来看，26 年上半年 22 家样本物企基础物管收入 951 亿元，同比增长 5.3%，是三大主要业务中唯一实现规模正增长的业务。

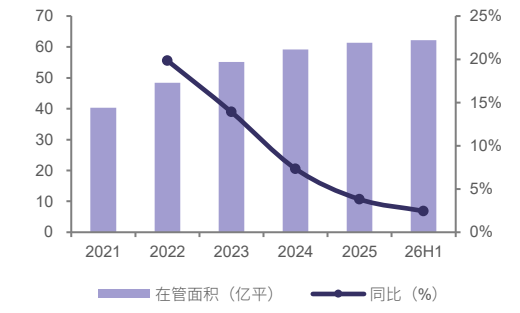
拆分来看，管理范围稳步扩大叠加管理费用上行是收入的主要原因。26 年上半年 19 家样本物企在管面积 62.1 亿平，同比增长 2.5%，较 25 年末增长 1.2%，对应平均物管费 1.95 元/平/月，同比增长 5.5%，较 25 全年则增长 0.9%。

图 16：22 家样本物企基础物管收入（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 17：19家样本物企在管面积（万方）及增速

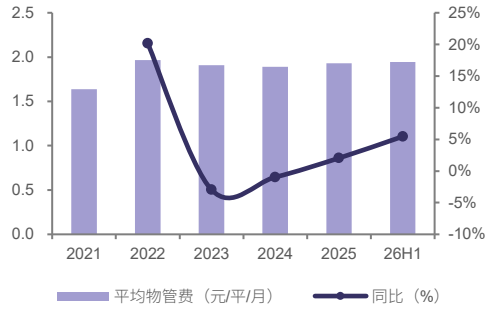


数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

毛利方面，26 年上半年 22 家样本物企实现基础物管毛利 146 亿元，同比增长 1.4%，虽然毛利率有所下滑，但依托收入增长依然实现毛利规模的上行，但增速较 25 年全年有 1pct 左右的收窄。

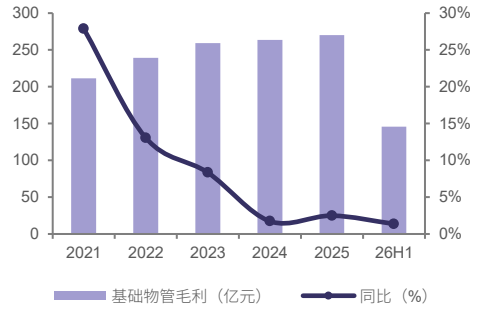
下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：19 家样本物企平均物管费及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

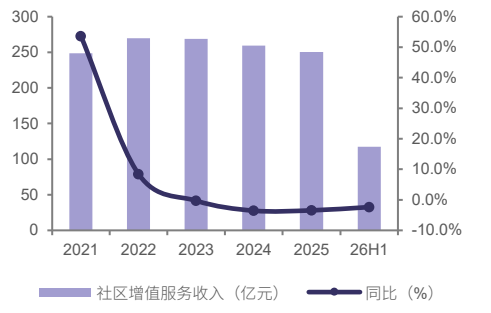
图 19：22家样本物企基础物管毛利（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

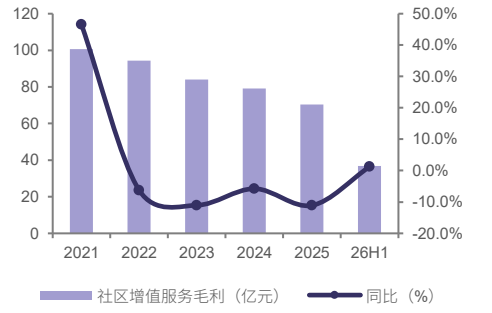
社区增值服务方面，26 年上半年 22 家样本物企实现社区增值服务收入 117 亿元，同比下降 2.4%，毛利 37 亿元，同比增长 1.3%。在过去的一段时间，各家物企梳理并退出了一部分低质社区增值业务，对收入规模产生了一定影响，但毛利率的改善带动了毛利规模的上行。

图 20：22 家样本物企社区增值服务收入及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

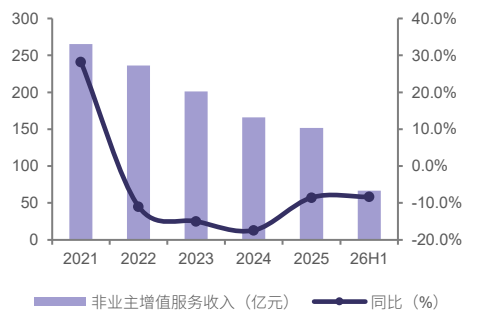
图 21：22家样本物企社区增值服务毛利及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

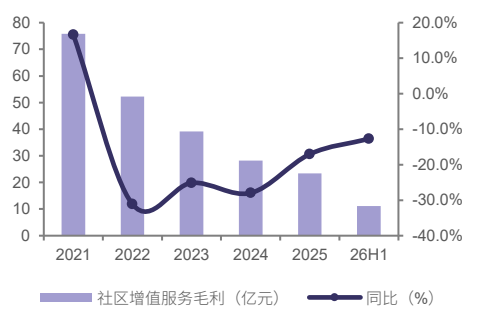
非业主增值服务方面，26 年上半年 22 家样本物企实现非业主增值服务收入 67 亿元，同比下降 8.3%，降幅与 25 年接近，毛利 11 亿元，同比下降 12.7%，新房销售规模缩量的大趋势下非业主增值服务的规模及利润水平较难出现改善，26 年 8 月 28 日现房销售新政颁布以来，各家开发商拿地更趋谨慎，预计短期内拿地、开发、销售规模将进一步承压，并影响 27 年上半年开发商的非业主增长服务表现。

图 22：22 家样本物企非业主增值服务收入及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 23：22家样本物企非业主增值服务毛利及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）具体公司表现情况：规模-利润率的二选一是表现分化的原因之一，龙头减值规模基本持平

具体物企来看，26 年上半年收入规模最高的物企依然是碧桂园服务（245 亿元），收入增速最快的物企是建发物业、滨江服务及华润万象生活（+18.3%、+13.5%、+8.1%），25 年增速较快的金茂服务受主动出清影响，26 年上半年收入增速有所放缓。

利润方面，26 年上半年盈利规模的物企依然是华润万象生活（22.4 亿元），利润规模大幅高出第二名碧桂园服务（9.5 亿元），优质的商业资产是公司利润稳定的最主要支撑。增速来看，26 年上半年归母净利润增速最快的物企为绿城服务、建发物业及华润万象生活（+15.2%、+11.2%、+10.3%），此外新城悦服务受低基数影响上半年归母净利润同比增长 51.1%。总体来看，龙头物企 26 年上半年收入均实现正增长，归母净利润也有边际改善，其中碧桂园服务、万物云、招商积余历史一次性影响减弱，归母净利润同比降幅收窄或转正。

表 2：主流物企营业收入、归母净利润规模、增速及归母净利率

证券简称	分类	营业收入（亿元）		营收同比		归母净利润（亿元）		归母净利增速		归母净利率	
		25	26H1	25	26H1	25	26H1	25	26H1	25	26H1
华润万象	龙头	180	92	5.1%	8.1%	39.7	22.4	10.3%	10.3%	22.0%	24.3%
碧桂园服务	龙头	484	245	9.9%	5.7%	6.0	9.5	-66.7%	-4.6%	1.2%	3.9%
保利物业	龙头	171	88	4.8%	5.2%	15.5	9.3	5.1%	4.8%	9.0%	10.6%
万物云	龙头	373	191	2.7%	5.4%	6.9	7.8	-39.0%	-1.3%	1.9%	4.1%
绿城服务	龙头	192	99	7.1%	6.3%	8.8	7.1	12.1%	15.2%	4.6%	7.2%
中海物业	龙头	150	75	6.0%	4.5%	13.7	7.0	-9.7%	-9.0%	9.1%	9.4%
恒大物业	中型	137	69	7.2%	4.5%	9.9	5.2	-3.4%	9.5%	7.2%	7.4%
招商积余	龙头	193	98	12.2%	7.3%	6.5	5.0	-22.1%	5.0%	3.4%	5.1%
雅生活服务	中型	129	61	-7.5%	-6.2%	1.0	3.2	转正	-8.1%	0.8%	5.2%
滨江服务	中型	41	23	14.1%	13.5%	6.0	3.2	9.0%	5.8%	14.5%	13.7%
建发物业	中型	39	22	17.8%	18.3%	3.6	2.4	11.0%	11.2%	9.2%	11.1%
越秀服务	中型	39	19	0.9%	-2.4%	2.7	2.2	-22.5%	-6.6%	7.0%	11.7%
永升服务	中型	69	36	0.4%	4.2%	4.4	2.1	-8.5%	0.6%	6.4%	6.0%
金茂服务	中型	37	19	18.5%	5.8%	3.1	1.7	-18.8%	-7.5%	8.5%	8.8%
宝龙商业	其他	26	12	-0.4%	-7.1%	2.3	1.4	8.1%	-23.6%	9.0%	11.6%
新城悦服务	中型	47	21	-7.7%	-7.7%	1.5	1.3	转正	51.1%	3.2%	6.0%
融创服务	中型	68	32	-2.2%	-9.2%	2.0	1.2	转正	1.9%	3.0%	3.9%
卓越商企	中型	40	21	-4.1%	5.2%	1.0	1.2	-67.0%	-19.8%	2.6%	5.6%
南都物业	其他	19	9	3.1%	-0.6%	1.0	1.2	353.1%	-11.0%	5.3%	12.7%
星盛商业	其他	6	3	-9.6%	-1.3%	1.4	0.9	-7.7%	-2.1%	24.5%	30.3%
新大正	其他	30	16	-11.0%	4.9%	0.9	0.7	-16.6%	1.7%	3.1%	4.6%
特发服务	其他	30	15	3.8%	7.9%	1.2	0.6	1.8%	8.3%	4.2%	4.3%
中骏商管	其他	12	6	-1.7%	0.0%	0.6	0.3	1.7%	-18.2%	4.9%	4.7%
彩生活	其他	21	10	7.5%	-2.7%	0.2	0.3	26.6%	5.1%	1.1%	2.5%
建业新生活	其他	28	13	-6.2%	-11.0%	1.6	-0.3	-26.6%	转负	5.7%	-2.6%
远洋服务	其他	27	13	-4.1%	-6.9%	-13.7	-0.7	转负	-78.9%	-50.3%	-5.1%
世茂服务	中型	79	34	-0.2%	-7.4%	1.0	-1.1	转正	转负	1.3%	-3.2%
合景悠活	其他	33	16	-6.8%	-5.3%	-3.1	-1.5	-45.2%	-43.2%	-9.4%	-9.7%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

拆分收入构成，26 年上半年基础物管收入规模最高的物企依然是万物云（166 亿元），而增速居前的则为滨江服务、越秀服务及保利物业，同比分别增长 20.9%、17.3%、11.9%，绿城服务、招商积余收入增速也超过 10%。25 年增速第二的金茂服务基础物管收入增速则为 4.8%，较 25 年超过 20%的增幅有明显收窄，主要由于公司 26 年上半年主动进行低效项目清退，在管面积从 1.06 亿平降至 0.95 亿平，调整一定程度上影响了收入规模。

26 年上半年社区增值服务收入规模及增速最高的公司均为碧桂园服务，营业收入规模 23.1 亿元，同比增长 18.3%，金茂服务增速也在 10%以上，此外永升服务、新大正、恒大物业、华润万象生活、世茂服务、滨江服务收入也维持正增长，其余企业社区增值服务收入规模则不同幅度地收缩。

下载日志已记录，仅供内部参考

26 年非业主开发增值服务规模最高的物企依然是招商积余（17.8 亿元），公司 25 年起加强了与关联公司的协同，规模相对稳定。增速来看，26 年上半年仅滨江服务、越秀服务实现非业主增值服务收入正增长（+13.7%、+3.8%），绿城服务、招商积余同比持平，其他企业均下行。

其他收入表现最为突出的依然是碧桂园服务及华润万象生活，其中碧桂园服务 26 年上半年实现营收 75 亿元，同比增长 2.2%，华润万象实现营收 49 亿元，同比增长 14.0%，商管业务占华润万象收入达到 53%，此外招商积余、新大正、世茂服务其他业务在上半年也有一定增长，其他企业则不同程度下降。

表 3：主流物企各项主营业务收入规模（亿元）及拆分

证券简称	基础物管收入		基础物管增速		社区增值服务收入		社区增值服务增速		非业主增值服务收入		非业主增值服务增速		其他收入		其他收入增速	
	25	26H1	25	26H1	25	26H1	25	26H1	25	26H1	25	26H1	25	26H1	25	26H1
万物云	316	166	8%	7%	23	10	32%	-4%	4	2	-75%	-19%	30	14	-21%	-5%
碧桂园服务	279	145	7%	6%	44	23	5%	18%	6	2	-11%	-20%	154	75	18%	2%
招商积余	143	75	7%	10%	5	2	0%	-27%	38	18	48%	0%	7	3	-2%	17%
绿城服务	136	73	10%	10%	28	13	1%	-7%	28	13	0%	0%				
保利物业	131	71	13%	12%	23	10	-14%	-14%	16	7	-17%	-17%				
中海物业	117	62	9%	9%	12	5	-12%	-14%	19	7	6%	-15%	1	0	-50%	-7%
恒大物业	115	58	8%	4%	22	11	5%	8%	0	0	-71%	-8%				
雅生活服务	106	50	-3%	-6%	11	5	-18%	-11%	1	0	-75%	-27%	11	5	-15%	-6%
华润万象	72	36	8%	3%	11	5	-26%	3%	5	2	-28%	-10%	92	49	12%	14%
融创服务	64	30	0%	-8%	4	2	-12%	-22%	1	0	-58%	-45%				
永升服务	55	28	7%	6%	8	4	-8%	10%	4	2	-36%	-13%	2	1	-18%	-14%
世茂服务	58	26	5%	-9%	13	6	10%	2%	2	0	13%	-49%	5	2	-43%	1%
新城悦服务	36	17	0%	-3%	1	0	-72%	-32%	10	4	-14%	-24%				
滨江服务	24	14	26%	21%	12	7	8%	0%	5	2	-17%	14%				
金茂服务	27	14	23%	5%	6	4	9%	13%	3	1	5%	-1%				
新大正	26	14	-12%	3%	1	1	7%	9%					3	2	-7%	23%
建业新生活	23	11	0%	-4%	4	2	-21%	-33%	0	0	-64%	-90%				
远洋服务	20	10	-2%	-3%	5	2	-2%	-19%	2	1	-22%	-17%				
越秀服务	15	8	21%	17%	10	4	-21%	-27%	7	3	2%	4%	7	3	2%	-8%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

利润率来看，25 年除华润万象外所有物企整体毛利率均在 22%以下，且多同比下降，其中华润万象生活、永升服务、绿城服务、雅生活服务、越秀服务毛利率有所提升，提升幅度均在 1pct 以内，主要靠基础物管及社区增值服务毛利率改善带动。

分业务来看，26 年上半年，除碧桂园服务、建业新生活外多数物企基础物管毛利率在 20%以下，且持续边际下行，恒大物业、绿城服务、永升服务、华润万象生活、雅生活服务、碧桂园服务、越秀服务、建业新生活基础物管毛利率同比改善，除恒大物业外改善幅度均在 1pct 以内，在行业整体政策趋严的背景下，员工社保补缴等因素影响下其他物企毛利率则不同程度下行。

社区增值业务方面，26 年上半年各家物企毛利率同比变动出现分化，保利物业、越秀服务、永升服务、中海物业、绿城服务、招商积余、新大正、雅生活服务毛利率同比上升，其余物企则普遍下降。规律来看，26 年上半年社区增值服务毛利率上升的物企对应收入规模多数下降，如越秀服务、招商积余降幅超 20%，保利物业、中海物业、雅生活降幅超 10%，而毛利率下降的物企如碧桂园服务、金茂服务收入规模则有明显增长。这一结果一定程度上反映了物企当下在规模和利润之间的二选一，当前大环境下，此前毛利率较高的房产经纪、社区零售、到家服务普遍承压，而社区生活服务、美居等业务则规模相对更为稳定。例如碧桂园服务的社区增值服务收入规模增长较快主要靠本地生活服务带动，而高毛利的到家服务业务规模有所收缩，因此虽然总体规模增长，但社区增值服务毛利率同比有超过 1.5pct 的下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

三项主营业务中利润率压力最大的依然是非业主增值服务，26 年上半年多数物企非业主增值服务毛利率均下降，越秀服务、保利物业、新城悦服务、绿城服务同比有 1pct 左右的改善，绿城服务、滨江服务、新城悦服务毛利率超过 25%，而碧桂园服务、万物云、永升服务毛利率在 5%以下，关联方的盈利能力较大程度上影响非业主增值业务的表现。

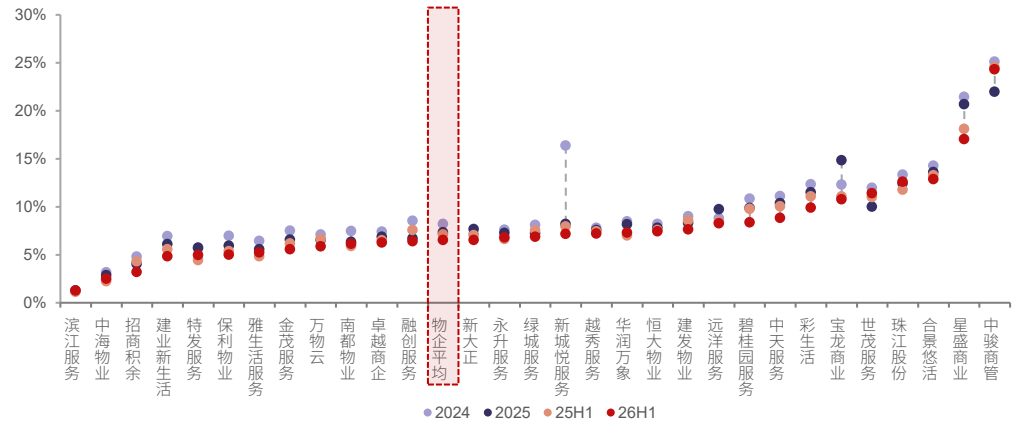
表 4：主流物企整体毛利率及三项主营业务毛利率

证券简称	整体毛利率			基础物管毛利率			社区增值服务毛利率			非业主增值服务毛利率		
	2024	2025	26H1	2024	2025	26H1	2024	2025	26H1	2024	2025	26H1
华润万象	33.0%	35.5%	38.0%	14.4%	15.9%	16.9%	14.4%	36.6%	38.2%	14.4%	24.7%	22.8%
越秀服务	23.3%	14.8%	21.5%	15.0%	11.3%	14.9%	15.0%	19.1%	33.2%	15.0%	10.0%	19.1%
滨江服务	23.2%	22.2%	20.8%	18.4%	17.3%	17.0%	18.4%	28.5%	24.6%	18.4%	31.5%	31.9%
融创服务	21.9%	18.4%	20.7%	20.9%	17.1%	19.8%	20.9%	37.2%	38.7%	20.9%	28.3%	17.6%
建业新生活	21.7%	19.6%	20.2%	21.3%	19.2%	20.3%	21.3%	21.9%	20.0%	21.3%	18.2%	18.2%
绿城服务	16.8%	17.3%	19.9%	13.7%	14.3%	16.0%	13.7%	22.4%	28.6%	13.7%	27.4%	33.8%
永升服务	19.7%	19.0%	19.5%	19.3%	18.2%	19.1%	19.3%	31.4%	32.8%	19.3%	7.1%	0.9%
保利物业	18.3%	17.4%	19.2%	14.3%	13.4%	15.8%	14.3%	41.2%	46.8%	14.3%	15.8%	12.8%
恒大物业	19.2%	18.3%	19.2%	16.0%	15.3%	16.2%	16.0%	34.5%	35.2%	16.0%	9.2%	9.1%
新城悦服务	18.5%	20.0%	18.8%	16.6%	17.7%	16.9%	16.6%	0.8%	7.6%	16.6%	29.6%	28.8%
金茂服务	23.2%	19.6%	18.3%	14.7%	14.6%	14.3%	14.7%	37.3%	35.3%	14.7%	26.2%	14.6%
碧桂园服务	19.1%	17.5%	18.1%	20.0%	20.6%	21.8%	20.0%	28.9%	29.9%	20.0%	4.1%	4.2%
远洋服务	18.2%	5.8%	15.5%	15.4%	7.7%	10.7%	15.4%	-5.1%	39.0%	15.4%	12.6%	16.9%
中海物业	16.6%	15.0%	14.9%	15.9%	14.3%	13.0%	15.9%	34.0%	39.2%	15.9%	7.2%	13.3%
雅生活服务	15.0%	13.0%	14.7%	14.0%	12.8%	13.9%	14.0%	18.7%	22.4%	14.0%	-1.7%	-3.0%
世茂服务	19.8%	17.8%	13.5%	20.1%	18.6%	13.2%	20.1%	17.1%	15.9%	20.1%	14.6%	13.0%
新大正	11.7%	12.3%	13.5%	10.8%	10.6%	12.2%	10.8%	30.3%	31.6%			
万物云	13.0%	12.2%	12.7%	11.1%	10.4%	11.0%	11.1%	25.2%	26.6%	11.1%	0.9%	3.6%
招商积余	12.0%	11.1%	11.0%	10.7%	10.5%	10.4%	10.7%	10.0%	12.5%	10.7%	8.2%	7.3%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

费用率方面，多数物企费用率持续改善，26 年上半年 28 家板块物企中 22 家费用率同比改善，碧桂园服务、融创服务、招商积余同比改善幅度超过 1pct，滨江服务、中海物业虽然费用率同比有所上升，但绝对水平远低于一般物企。降本增效、向运营要利润已成为当前物企的常态。

图 24：主流物企四费费率变化情况



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

综合毛利及费用，26 年上半年过半物企实现核心经营净利润正增长，其中碧桂园服务、恒大物业、绿城服务增幅超过 15%，卓越商企、建发物业、华润万象增幅超过 10%。利润率来看，依托商业运营及管理星盛商业、华润万象核心经营净利居前，滨江服务、建发物业、越秀服务、融创服务、保利物业、绿城服务核心经营净利率也在 13%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：主流物企核心经营净利润规模、增速及利润率

证券简称	核心经营净利润（亿元）			核心经营净利润增速			核心经营净利率		
	24	25	26H1	24	25	26H1	24	25	26H1
星盛商业	1.6	1.6	0.9	-19.9%	-1.2%	-2.9%	24.8%	27.1%	33.6%
华润万象生活	42.0	49.4	28.4	25.8%	17.4%	10.4%	24.5%	27.4%	30.8%
滨江服务	7.9	8.6	4.5	18.4%	8.6%	3.7%	22.0%	20.9%	19.5%
建发物业	4.1	5.0	3.4	-42.5%	22.1%	12.2%	12.5%	12.9%	15.7%
宝龙商业	5.1	4.3	1.9	-15.3%	-16.5%	-27.9%	19.6%	16.4%	15.6%
建业新生活	4.4	3.8	2.0	-19.3%	-14.1%	-10.3%	14.8%	13.5%	15.4%
越秀服务	6.0	2.8	2.7	-11.7%	-53.0%	0.8%	15.5%	7.2%	14.3%
融创服务	9.3	7.9	4.6	-9.0%	-14.9%	-8.4%	13.4%	11.7%	14.3%
保利物业	18.5	19.7	12.5	8.3%	6.8%	6.6%	11.3%	11.5%	14.2%
绿城服务	15.6	19.4	12.9	22.5%	23.8%	16.5%	8.7%	10.1%	13.1%
金茂服务	4.9	4.8	2.4	12.4%	-1.3%	-17.6%	15.7%	13.1%	12.7%
永升服务	8.3	8.0	4.6	21.8%	-3.0%	9.6%	12.1%	11.7%	12.7%
中海物业	18.9	18.2	9.3	12.9%	-3.9%	-11.9%	13.4%	12.2%	12.4%
卓越商企服务	4.4	4.2	2.6	-4.2%	-5.3%	12.4%	10.6%	10.4%	12.4%
南都物业	1.4	1.9	1.1	2.6%	42.4%	1.6%	7.6%	10.4%	12.2%
恒大物业	14.0	14.4	8.2	-34.8%	2.8%	16.9%	11.0%	10.5%	11.7%
彩生活	1.7	1.8	1.1	-11.7%	4.4%	3.9%	8.7%	8.4%	11.2%
碧桂园服务	36.3	36.9	23.9	-20.4%	1.6%	17.4%	8.3%	7.6%	9.7%
合景悠活	3.7	3.8	1.5	-41.3%	1.1%	-24.7%	10.4%	11.3%	9.5%
雅生活服务	11.9	9.6	5.8	-29.5%	-19.5%	-8.1%	8.5%	7.4%	9.5%
招商积余	12.3	13.6	7.6	30.0%	10.7%	6.8%	7.2%	7.1%	7.8%
远洋服务	2.7	-1.1	0.9	-11.5%	-	101.9%	9.4%	-3.9%	7.3%
新大正	1.5	1.4	1.1	-19.0%	-8.9%	9.8%	4.5%	4.6%	6.9%
万物云	21.5	21.3	13.0	-3.8%	-0.9%	0.6%	5.9%	5.7%	6.8%
特发服务	1.8	1.8	1.0	17.0%	3.9%	1.1%	6.1%	6.1%	6.4%
中骏商管	0.5	0.5	0.3	-75.6%	4.8%	-7.9%	4.2%	4.4%	5.9%
世茂服务	6.2	6.1	0.7	12.4%	-1.3%	-77.5%	7.9%	7.8%	2.1%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

减值方面，不同物企之间节奏差异较大。从减值力度来看，26 年上半年龙头及中型物企中减值力度最高的是碧桂园服务、绿城服务、永升服务及万物云，减值规模占期末应收款原值比例均超过 3.0%，25 年减值力度较大的招商积余上半年减值力度明显下降。

累计来看，21 年以来碧桂园服务、雅生活服务、融创服务累计减值规模超过 50 亿，多数龙头及中型物企累计减值规模/期间平均应收款原值超过 30%，减值相对充分，若未来加强应收款管理，减值压力或将继续下降。

表 6：主流物企资产及信用减值规模及比例

证券简称	资产及信用减值（亿元）						21-26H1累计	当年减值/年末应收原值						累计减值/期间平均应收原值
	21	22	23	24	25	26H1		21	22	23	24	25	26H1	
碧桂园服务	1.9	24.5	40.7	16.5	25.1	10.6	119.3	1.2%	10.6%	16.3%	6.3%	9.0%	3.4%	47.8%
万物云	0.7	1.6	2.7	6.1	11.8	2.7	25.5	1.5%	2.4%	3.8%	8.1%	15.3%	3.0%	36.1%
招商积余	1.6	1.0	0.4	0.4	3.0	0.4	6.8	10.3%	4.0%	1.8%	1.7%	11.5%	0.8%	25.5%
绿城服务	0.9	1.9	2.0	2.4	5.3	2.6	15.2	2.8%	3.9%	3.6%	3.9%	7.9%	3.1%	26.0%
华润万象	0.1	0.1	0.4	0.7	1.8	0.8	4.0	0.9%	0.8%	1.9%	2.9%	6.2%	2.4%	17.7%
中海物业	0.2	0.4	0.4	0.8	1.3	0.7	3.8	1.5%	2.2%	1.6%	2.7%	4.0%	1.6%	13.9%
保利物业	0.3	0.5	0.2	0.2	0.5	0.8	2.4	2.1%	2.0%	0.9%	0.8%	1.3%	1.6%	8.4%
新城悦服务	1.1	1.5	2.6	10.2	3.4	1.0	19.7	15.7%	10.2%	12.3%	45.7%	15.2%	4.3%	106.9%
雅生活服务	1.6	4.7	9.7	46.1	5.6	1.2	68.9	2.9%	4.2%	8.4%	36.0%	3.9%	0.8%	59.2%
世茂服务	2.5	14.7	2.1	1.9	4.6	1.6	27.5	7.2%	36.8%	5.1%	4.3%	8.6%	2.9%	61.0%
恒大物业	25.8	1.1	1.4	1.3	1.5	1.4	32.5	47.5%	1.8%	2.2%	2.1%	2.4%	2.2%	52.8%
融创服务	2.0	15.4	13.3	14.6	5.6	3.1	54.0	2.3%	13.9%	10.4%	10.6%	3.9%	2.0%	42.5%
卓越商企	0.1	1.1	1.0	1.2	3.0	1.1	7.5	1.1%	8.0%	5.5%	5.5%	12.4%	4.4%	39.4%
永升服务	0.6	1.6	0.5	0.7	1.1	1.1	5.6	6.9%	7.9%	1.9%	2.7%	3.5%	3.1%	22.6%
滨江服务	0.1	0.2	0.2	0.1	0.4	0.3	1.4	5.9%	5.2%	3.9%	1.6%	4.6%	2.7%	21.1%
金茂服务	0.0	0.0	0.0	0.4	0.7	0.0	1.0	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	4.3%	0.0%	9.5%
越秀服务	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.7	0.7%	0.6%	1.3%	1.9%	2.7%	1.4%	9.2%
建发物业	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.4	0.2%	1.2%	0.6%	0.9%	1.4%	1.3%	6.5%
远洋服务	0.2	4.8	2.7	2.7	12.2	1.3	24.0	3.5%	34.5%	17.0%	15.4%	67.0%	6.9%	158.4%
彩生活	5.4	1.5	1.3	0.6	1.0	0.5	10.2	85.4%	19.1%	15.2%	6.4%	10.1%	4.4%	118.3%
宝龙商业	0.2	0.3	0.5	2.2	2.5	0.9	6.6	11.1%	10.1%	9.9%	33.7%	28.9%	9.8%	115.1%

下载日志已记录，仅供内部参考

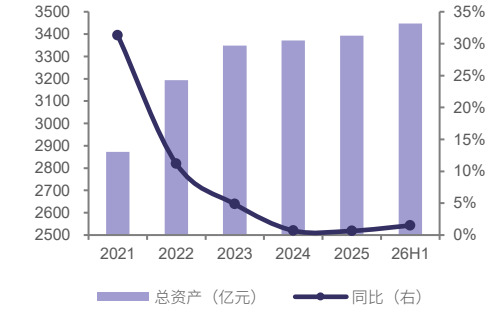
合景悠活	0.2	5.7	5.3	10.4	5.3	2.8	29.6	1.6%	21.5%	16.6%	27.2%	12.7%	6.4%	92.4%
中骏商管	0.0	0.1	0.0	0.9	0.7	0.6	2.4	0.1%	4.6%	0.3%	26.2%	17.1%	26.6%	92.0%
建业新生活	1.0	0.8	12.2	0.7	1.4	2.3	18.5	4.3%	2.7%	31.5%	1.7%	3.0%	4.6%	47.8%
南都物业	0.3	0.4	0.2	0.4	0.8	0.1	2.3	7.2%	5.8%	3.8%	7.1%	12.1%	1.5%	36.4%
星盛商业	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.3	14.8%	22.4%	-11.4%	1.1%	9.5%	1.4%	40.8%
特发服务	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.4	4.0%	1.0%	-0.3%	1.2%	0.8%	1.2%	7.4%
新大正	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	2.1%	-2.1%	1.2%	1.1%	0.9%	0.6%	4.0%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

三、资产负债表分析：负债带动资产规模增长，供应链现金流总体改善

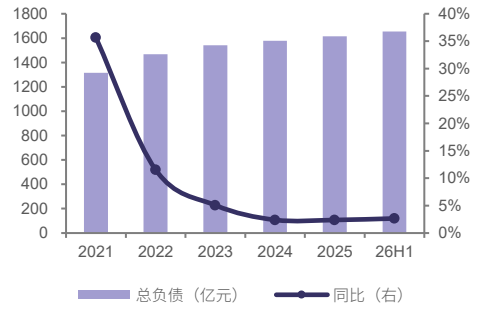
根据公司中报，截至 26 年中期 28 家板块物企总资产为 3447 亿元，较 25 年末增长 1.6%，总负债 1654 亿元，较 25 年末增长 2.4%，净资产 1757 亿元，较 25 年末增长 1.0%，归母净资产 1633 亿元，较 25 年末增长 1.0%，21 年以来板块规模扩张速度持续放缓，且负债规模增长总体略快于股东权益的积累。

图 25：28 家板块物企总资产规模（亿元）及增速



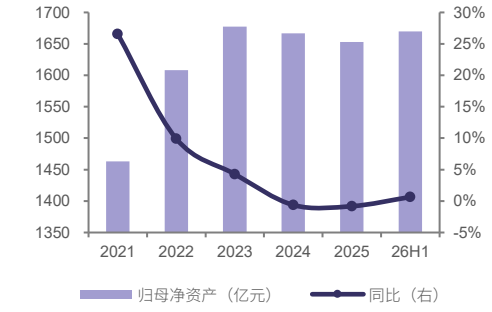
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 26：28家板块物企总负债规模（亿元）及增速



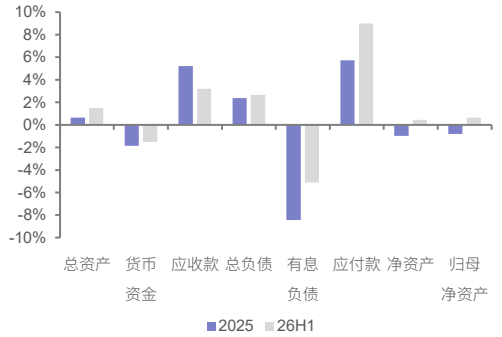
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 27：28 家板块物企归母净资产（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 28：28家板块物企主要科目同比变动幅度



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

具体物企来看，多数物企的总资产扩张来源于负债的上行。截至 26 年中期，资产规模最大的物企依然是碧桂园服务，总资产 728 亿元，较 25 年末增长 1.3%，负债则增长 4.9%，归属权益则下降 1.8%。增速来看，26 年上半年资产增速最快的物企是滨江服务、特发服务、南都物业（+9.7%、+8.5%、+8.1%），其对应归母净资产增速则分别为+2.6%、+1.1%、+6.4%，负债增速则分别为+13.4%、+19.7%、+9.2%，资产增长主要来源负债扩张的带动。

下载日志已记录，仅供内部参考

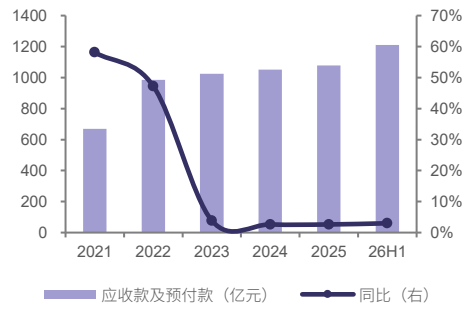
表 7：主流物企总资产、总负债、归母净资产规模

证券简称	分类	总资产（亿元）				总负债（亿元）				归母净资产（亿元）			
		24	25	26H1	较 25 年末	24	25	26H1	较 25 年末	24	25	26H1	较 25 年末
碧桂园服务	龙头	713	718	728	1.3%	322	335	351	4.9%	366	360	353	-1.8%
万物云	龙头	398	370	365	-1.5%	221	216	211	-2.3%	169	146	145	-0.8%
华润万象	龙头	291	291	307	5.8%	124	134	147	10.4%	165	155	158	1.9%
招商积余	龙头	191	201	206	2.7%	85	92	95	3.3%	104	107	109	2.1%
绿城服务	龙头	177	183	189	3.3%	92	96	102	6.4%	78	80	79	-0.2%
保利物业	龙头	168	183	188	3.0%	69	75	79	5.1%	97	106	107	1.6%
中海物业	龙头	121	130	136	4.9%	69	70	73	3.7%	51	59	62	6.5%
雅生活服务	中型	208	202	200	-1.2%	95	91	86	-5.3%	95	94	96	2.5%
世茂服务	中型	130	129	134	3.5%	49	50	55	11.4%	77	77	76	-1.4%
融创服务	中型	106	98	93	-5.5%	53	46	40	-13%	52	52	52	1.1%
永升服务	中型	92	96	95	-1.0%	2	3	3	6.4%	50	52	52	0.8%
恒大物业	中型	87	96	98	1.8%	77	77	73	-4.4%	6	16	21	32.8%
越秀服务	中型	66	69	70	1.5%	30	33	32	-2.3%	35	35	37	4.9%
新城悦服务	中型	55	56	55	-2.7%	34	35	32	-6.9%	19	20	22	6.2%
卓越商企	中型	51	55	56	3.1%	13	16	17	3.7%	37	38	39	3.1%
滨江服务	中型	43	49	54	9.7%	27	32	36	13.4%	15	17	17	2.6%
金茂服务	中型	46	46	49	5.1%	28	30	32	4.5%	17	16	17	6.4%
建发物业	中型	39	46	48	4.4%	21	25	27	8.1%	18	20	20	-0.3%
彩生活	其他	59	60	59	-2.4%	14	15	13	-12%	43	44	44	0.6%
合景悠活	其他	62	60	58	-2.9%	30	32	32	0.5%	28	25	23	-7.3%
宝龙商业	其他	60	58	57	-1.2%	28	24	21	-8.8%	32	35	36	4.0%
建业新生活	其他	47	43	44	2.0%	27	24	25	5.0%	19	19	19	-1.7%
中骏商管	其他	35	35	36	2.1%	8	7	8	6.4%	27	28	28	0.9%
远洋服务	其他	40	26	26	-2.5%	19	19	19	0.7%	21	7	6	-11%
南都物业	其他	24	26	29	8.1%	13	14	15	9.2%	11	12	13	6.4%
星盛商业	其他	23	23	23	0.8%	10	10	10	0.8%	12	13	13	0.9%
特发服务	其他	20	22	24	8.5%	7	9	10	19.7%	11	12	12	1.1%
新大正	其他	21	20	20	0.8%	8	8	7	-6.6%	12	12	13	6.0%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

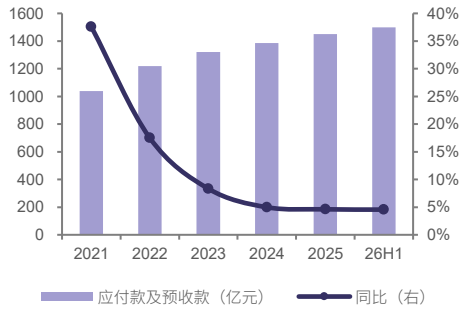
重点科目来看，26 年中期 28 家板块物企应收及预付款 1211 亿元，较 25 年末增长 133 亿元，应付及预收款 1500 亿元，较 25 年末增长 50 亿元，应收增幅高于应付与物企付款节奏有关，同比来看，26 年中期板块物企应收、应付较 25 年中期分别增长 35 亿元、65 亿元，完整周期内物企供应链现金流总体仍在改善。

图 29：28 家板块物企应收及预付款（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 30：28家板块物企应付及预收款（亿元）及增速

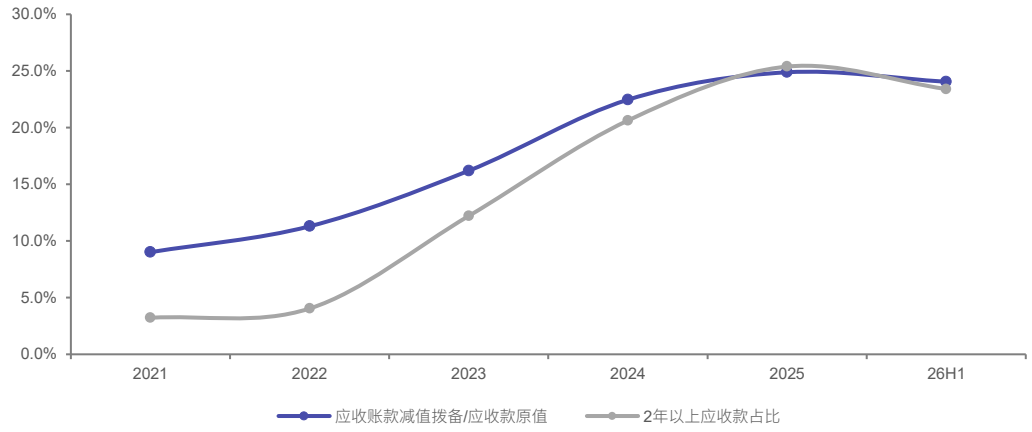


数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

从应收款质量来看，物企减值拨备规模与 2 年以上应收款占比基本相当，截至 26 年中期 28 家板块物企 2 年以上应收账款占比为 23.4%，较 25 年末下降 2.0pct，但较 25 年中期上升 1.9pct，从拨备水平来看，截至 26 年中期 28 家板块物企应收账款减值拨备/应收款原值比例为 24.0%，较 25 年末下降 0.8pct，较 25 年中则上升 2.9pct，拨备水平/2 年以上应收款占比超过 100%，虽然应收款质量有波动，但公司拨备充分。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：28 家板块物企应收账款拨备率及长账期应收款占比



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

具体物企来看，截至 26 年中期，应收款管理水平最高的物企为滨江服务、保利物业、建发物业，2 年以上应收款占比均在 2%以下，远低于行业平均的 23.4%，此外万物云、越秀服务、特发服务、新大正长账期应收款占比也在 5%以下，因拖欠而导致的应收减值风险较小。

从拨备水平来看，多数物企应收款拨备率高于 2 年以上应收占比，新城悦服务、宝龙商业虽然长账期应收款占比超过 40%，但应收拨备率超过 50%，前期计提较为充分，永升服务、雅生活服务、融创服务则拨备水平低于长账期占比。

表 8：主流物企应付账款规模、结构及拨备情况

证券简称	分类	应收及预付款（亿元）		同比		应收款拨备覆盖率			2 年以上应收款占比		
		25 年	26H1	25 年	26H1	24	25	26H1	24	25	26H1
保利物业	龙头	44	56	17.9%	14.0%	4.4%	4.9%	5.0%	0.8%	1.9%	1.8%
万物云	龙头	110	121	-10.9%	-6.3%	12.6%	22.0%	20.9%	3.2%	5.9%	4.4%
中海物业	龙头	48	57	1.9%	5.6%	8.6%	11.1%	9.6%	9.8%	13.2%	6.3%
招商积余	龙头	32	53	3.4%	11.7%	14.1%	8.1%	13.1%	8.7%	10.9%	6.8%
华润万象	龙头	46	49	18.9%	5.8%	5.6%	8.0%	9.2%	3.8%	7.7%	8.4%
绿城服务	龙头	61	76	4.6%	5.4%	10.7%	12.0%	10.2%	17.9%	17.7%	15.5%
碧桂园服务	龙头	247	276	6.4%	8.9%	14.3%	16.2%	17.0%	14.8%	18.7%	18.2%
滨江服务	中型	8	11	28.3%	25.2%	11.6%	13.2%	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%
建发物业	中型	8	12	15.7%	18.8%	3.4%	4.3%	4.2%	1.9%	2.4%	2.0%
越秀服务	中型	15	16	7.0%	4.9%	5.5%	7.3%	8.1%	4.9%	4.3%	4.2%
金茂服务	中型	21	22	-7.2%	1.1%	5.4%	8.2%	9.3%	5.8%	4.5%	10.1%
恒大物业	中型	32	35	0.8%	2.1%	48.6%	49.8%	48.5%	16.3%	18.2%	15.3%
永升服务	中型	39	43	7.5%	5.6%	12.4%	12.3%	13.6%	14.1%	21.4%	21.6%
卓越商企	中型	19	21	-21.1%	-15.1%	12.9%	20.5%	20.8%	7.7%	19.9%	23.9%
世茂服务	中型	55	58	-1.3%	19.4%	23.0%	27.4%	24.9%	26.8%	27.8%	28.4%
新城悦服务	中型	24	25	11.3%	-12.9%	43.4%	54.6%	55.2%	18.8%	43.3%	41.5%
融创服务	中型	34	36	-5.7%	-9.6%	28.0%	29.9%	30.1%	56.6%	60.3%	51.3%
雅生活服务	中型	95	93	13.3%	-6.4%	42.0%	40.9%	41.4%	36.8%	50.0%	52.8%
特发服务	其他	6	8	13.1%	15.2%	8.1%	7.9%	6.5%	2.1%	2.2%	2.2%
新大正	其他	9	11	-1.2%	2.3%	4.7%	5.6%	4.9%	1.3%	3.0%	3.8%
南都物业	其他	7	9	6.7%	8.5%	21.3%	24.1%	16.3%	24.4%	24.8%	18.0%
宝龙商业	其他	6	6	-10.5%	-4.4%	36.5%	50.7%	54.7%	11.0%	13.7%	44.5%
建业新生活	其他	32	34	11.4%	15.0%	34.8%	32.9%	34.1%	46.6%	46.3%	45.7%
合景悠活	其他	34	36	-1.2%	2.2%	26.9%	33.7%	35.8%	31.7%	45.1%	47.0%
远洋服务	其他	9	9	-44.7%	-42.0%	40.5%	62.9%	60.5%	34.9%	49.7%	49.7%
中骏商管	其他	11	12	-0.2%	-3.8%	27.0%	43.2%	-			
星盛商业	其他	1	1	-3.5%	-10.6%	30.5%	27.5%	67.8%			
彩生活	其他	25	26	2.8%	-2.3%	19.8%	17.9%	16.3%			

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、分红及个股投资建议

（一）分红情况：分红比例维持 80%以上，板块股息率超过 5.5%

利润分配方面，26 年中期 28 家物企中 9 家选择分红，较 25 年同期少 1 家（建业新生活），分红总额 40.9 亿元，同口径同比下降 1.6%，派息规模下降主要由于分红比例下行，26 年上半年 9 家派息物企归母净利润同比增长 1.8%，派息率则由 84%降至 81%，但总体维持在 80%以上的高分派率。9 家派息物企中华润万象、滨江服务、永升服务、越秀服务、星盛商业提升派息规模，万物云则由于业绩下降派息规模收缩，且 26 年中期未分配利润规模大幅下降，预计未来派息水平也将更多受当期盈利能力影响。

股息水平来看，参考 25 年分红水平，当前板块物企平均股息率（年内总分红/当前市值）为 5.7%，参考 wind 一致预期，考虑 26 年可能的分红变动，预计板块物企 26 年平均股息率为 5.6%，在各红利板块中处于相对具有竞争力的水平。

表 9：主流物企分红规模、分红比例及股息率

证券简称	分类	分红规模（亿元）				分红比例				股息率	
		24	25	25H1	26H1	24	25	25H1	26H1	25	26E
星盛商业	其他	1.2	1.2	0.5	0.7	79%	86%	53%	83%	10.1%	11.0%
金茂服务	中型	1.5	1.9	1.3	0.8	39%	62%	71%	51%	11.5%	10.3%
滨江服务	中型	3.8	4.5	2.1	2.2	70%	75%	70%	70%	8.9%	9.7%
永升服务	中型	3.3	2.6	1.5	1.7	69%	59%	70%	81%	10.2%	8.8%
越秀服务	中型	2.6	1.6	1.2	1.3	72%	60%	50%	60%	7.3%	7.8%
中海物业	龙头	5.4	5.9	3.0	2.8	36%	43%	39%	40%	6.5%	6.5%
华润万象	龙头	48.2	39.5	20.1	22.3	134%	100%	99%	100%	5.5%	6.1%
万物云	龙头	22.1	17.3	11.0	8.2	195%	249%	139%	105%	8.9%	4.2%
雅生活服务	中型	0.9	1.7	0.9	0.7	-3%	165%	26%	22%	8.4%	3.4%
碧桂园服务	龙头	9.9	15.1	0.0	0.0	55%	251%	0%	0%	10.2%	10.1%
建发物业	中型	1.9	2.5	0.0	0.0	60%	71%	0%	0%	8.1%	8.9%
绿城服务	龙头	5.7	6.7	0.0	0.0	73%	76%	0%	0%	6.0%	6.9%
保利物业	龙头	7.4	7.8	0.0	0.0	50%	50%	0%	0%	6.0%	6.3%
招商积余	龙头	2.5	2.7	0.0	0.0	30%	42%	0%	0%	2.8%	4.0%
南都物业	其他	0.0	0.4	0.0	0.0	0%	40%	0%	0%	1.7%	2.2%
新大正	其他	0.6	0.3	0.0	0.0	56%	35%	0%	0%	1.5%	1.6%
融创服务	中型	4.4	0.3	0.0	0.0	-97%	15%	0%	0%	1.6%	1.6%
特发服务	其他	0.4	0.5	0.0	0.0	35%	41%	0%	0%	0.7%	0.7%
新城悦服务	中型	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%	0%	0.0%	0.0%
恒大物业	中型	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%	0%	0.0%	0.0%
世茂服务	中型	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%	0%	0.0%	0.0%
卓越商企	中型	1.6	0.0	0.0	0.0	50%	0%	0%	0%	0.0%	0.0%
建业新生活	其他	2.1	0.4	0.4	0.0	99%	25%	37%	0%	14.9%	0.0%
远洋服务	其他	0.1	0.1	0.0	0.0	51%	-1%	0%	0%	4.5%	0.0%
宝龙商业	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%	0%	0.0%	0.0%
彩生活	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%	0%	0.0%	0.0%
中骏商管	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%	0%	0.0%	0.0%
合景悠活	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%	0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

（二）个股投资建议

作为一个红利特征明显的行业，物管公司的持续稳定盈利能力、利润分配意愿及估值是评价公司综合表现的最核心影响因素，我们将持续盈利能力拆分为营业收入增速、核心净经营利润率、应收账款来表征公司持续盈利稳定能力，用股息率表征公司估值水平及分配意愿。此外，由于多数物企在港股上市且非港股通成分股，交易难度较大，因此我们对港股通成分股以及 A 股物企额外赋分。

综合以上五点，我们对物管公司进行运营表现排序，当前排名靠前的物企分别是华润万象生活、滨江服务、碧桂园服务、保利物业、建发物业、金茂服务及绿城服务等。值得注意的是，碧桂园服务排名靠前主要由于其 26

下载日志已记录，仅供内部参考

年 15 亿元分红的预期较强，若后续分红水平回落，则其综合排序需相应下移。

表 10：主流物企核心表现指标及评分

证券简称	营收增速		营收表现	核心经营净利		核心净利表现	股息率		股息表现	应收账（26H1）		应收表现	交易难度	总评分
	25	26H1		26H1	同比		25	26E		2 年以上占比	2 年以上占比/拨备率			
华润万象	5.1%	8.1%	***3.1***	30.8%	0.6%	***4.6***	5.5%	6.1%	***2.7***	8.4%	91%	***2.7***	2	***15.1***
滨江服务	14.1%	13.5%	***4.5***	19.5%	-1.8%	***3.3***	8.9%	9.7%	***4.4***	0.0%	0%	***3.0***	0	***15.1***
碧桂园服务	9.9%	5.7%	***2.7***	9.7%	1.0%	***2.7***	10.2%	10.1%	***4.6***	18.2%	107%	***1.9***	2	***13.8***
保利物业	4.8%	5.2%	***2.6***	14.2%	0.2%	***3.0***	6.0%	6.3%	***2.9***	1.8%	35%	***2.9***	2	***13.4***
建发物业	17.8%	18.3%	***3.4***	15.7%	-0.9%	***3.0***	8.1%	8.9%	***4.0***	2.0%	47%	***2.9***	0	***13.3***
金茂服务	18.5%	5.8%	***3.7***	12.7%	-3.6%	***2.3***	11.5%	10.3%	***4.8***	10.1%	108%	***2.5***	0	***13.3***
绿城服务	7.1%	6.3%	***2.7***	13.1%	1.2%	***3.1***	6.0%	6.9%	***3.1***	15.5%	152%	***1.8***	2	***12.7***
中海物业	6.0%	4.5%	***2.6***	12.4%	-2.3%	***2.5***	6.5%	6.5%	***3.0***	6.3%	65%	***2.4***	2	***12.5***
万物云	2.7%	5.4%	***2.5***	6.8%	-0.3%	***2.3***	8.9%	4.2%	***2.2***	4.4%	21%	***2.8***	2	***11.9***
招商积余	12.2%	7.3%	***3.2***	7.8%	0.0%	***2.5***	2.8%	4.0%	***1.7***	6.8%	52%	***2.4***	2	***11.9***
越秀服务	0.9%	-2.4%	***2.5***	14.3%	0.5%	***2.2***	7.3%	7.8%	***3.5***	4.2%	52%	***2.8***	0	***11.0***
永升服务	0.4%	4.2%	***2.1***	12.7%	0.6%	***2.9***	10.2%	8.8%	***4.1***	21.6%	159%	***1.5***	0	***10.7***
特发服务	3.8%	7.9%	***3.1***	6.4%	-0.4%	***2.3***	0.7%	0.7%	***0.3***	2.2%	34%	***2.9***	2	***10.7***
新大正	-11%	4.9%	***1.7***	6.9%	0.3%	***2.4***	1.5%	1.6%	***0.7***	3.8%	79%	***2.9***	2	***9.7***
恒大物业	7.2%	4.5%	***2.4***	11.7%	1.3%	***2.9***	0.0%	0.0%	***0.0***	15.3%	32%	***2.3***	2	***9.6***
南都物业	3.1%	-0.6%	***1.7***	12.2%	0.3%	***3.1***	1.7%	2.2%	***1.0***	18.0%	110%	***1.7***	2	***9.5***
卓越商企	-4.1%	5.2%	***2.0***	12.4%	0.8%	***2.9***	0.0%	0.0%	***0.0***	23.9%	115%	***1.9***	0	***6.8***
建业新生活	-6.2%	-11%	***0.9***	15.4%	0.1%	***3.0***	14.9%	0.0%	***1.0***	45.7%	134%	***0.6***	0	***5.5***
宝龙商业	-0.4%	-7.1%	***1.2***	15.6%	-4.5%	***2.4***	0.0%	0.0%	***0.0***	44.5%	81%	***1.7***	0	***5.4***
新城悦服务	-7.7%	-7.7%	***0.5***	11.7%	-0.7%	***3.0***	0.0%	0.0%	***0.0***	41.5%	75%	***1.2***	0	***4.7***
融创服务	-2.2%	-9.2%	***1.0***	14.3%	0.1%	***2.8***	1.6%	1.6%	***0.7***	51.3%	170%	***0.0***	0	***4.6***
雅生活服务	-7.5%	-6.2%	***0.5***	9.5%	-0.2%	***2.5***	8.4%	1.2%	***1.0***	52.8%	128%	***0.4***	0	***4.4***
世茂服务	-0.2%	-7.4%	***1.1***	2.1%	-6.5%	***1.5***	0.0%	0.0%	***0.0***	28.4%	114%	***1.4***	0	***4.0***
合景悠活	-6.8%	-5.3%	***0.7***	9.5%	-2.5%	***2.5***	0.0%	0.0%	***0.0***	47.0%	131%	***0.6***	0	***3.8***
远洋服务	-4.1%	-6.9%	***0.6***	7.3%	3.9%	***1.5***	4.5%	0.0%	***0.3***	49.7%	82%	***0.9***	0	***3.3***

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心　备注：营收、核心经营净利、股息率分值区间[0,5]，应收账款分值区间[0,3]，公司分值分位参考指标在样本中的分位，若为港股通成本股或 A 股则交易渠道评分为 2。

五、风险提示

物业管理行业未来基本面表现不及预期，利润率下行，新增收入及业务拓展能力下滑；行业收款能力受到政府、居民、企业现金流恶化的影响恶化，收缴率下降，导致行业应收账款规模快速上升，行业未来盈利现金保障倍数恶化。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发房地产行业研究小组

郭　镇 ：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢　苹 ：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

谢　淼 ：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李怡慧 ：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡正维 ：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn



谢淼

SAC 执证号：S0260522070007
SFC CE No. BVB342
xiemiao@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。