

# 地产政策持续释放，营收利润仍承压

——地产行业2024年中报业绩综述

民生地产团队



- 一、地产篇
- 二、物业篇
- 三、风险提示

CONTENTS

目录





# 一、地产篇

# 1.1

## 政策端：“517”政策逐步释放，部分城市应放尽放

“517四部委吹风会”推多项重磅政策：央行“连发三箭”，涉及商贷利率、首付比、公积金贷款利率等多维度，四部门联合打出政策组合拳助力房地产市场修复，致力于稳需求、去库存、稳预期

### · 稳需求：央行出台四项金融举措

- 1、首套、二套最低首付比例分别降至15%、25%
- 2、取消首套、二套住房商业贷款利率下限
- 3、下调公积金贷款利率0.25个百分点

图表：2024年稳需求政策汇总

信贷政策	调整前		调整后	
	首套	二套	首套	二套
首付比例	20%	30%	15%	25%
商贷利率下限	LPR-20BP	LPR+20BP	取消	
公积金贷款利率	2.6%/3.1%	3.025%/3.575%	2.35%/2.85%	2.775%/3.325%

资料来源：政府官网，民生证券研究院

### 4、设立3000亿元保障性住房再贷款，支持政府收储存量房

将设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年，可展期4次，发放对象包括国开行、邮政储蓄银行等21家全国性银行。人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。按照保障性住房是用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，严格把握所收购商品房的户型和面积标准。

### · 去库存：支持收储存量房、回收闲置土地

- 1、自然资源部拟出台政策，支持地方回收存量闲置土地  
支持地方以合理价格收回土地。配套政策包括：可通过地方政府专项债券等予以资金支持，给予税费支持，享受保障性住房税收优惠政策。简化工作流程，批准收回时一并同意划拨土地，实行“收回——供应”并行办理。
- 2、支持政府收储存量房，用作保障性住房  
商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。

### · 稳预期：融资“白名单”、保交房攻坚战

- 1、融资“白名单”应进尽进、应贷尽贷  
优化贷款审批和发放流程，适度下放审批权限，加快放款速度，做到应贷尽贷，对于不同所有制房企的“白名单”项目一视同仁。对“白名单”项目单独建账核算，封闭运作管理。截至到5月16日，商业银行已审批通过了“白名单”项目贷款金额9350亿元。
- 2、全面摸排、分类处置、司法支持，打好保交房攻坚战  
摸清底数，城市政府要全面排查本市在建已售商品住房项目；分类处置，按照市场化、法治化原则，指导项目开发企业制定“一项目一策”处置方案；司法支持；建立长效机制，一方面有力有序推进现房销售，另一方面严格项目预售资金监管，防止出现新的风险。

# 1.1

## 政策端：“517”政策逐步释放，部分城市应放尽放

地方楼市政策松绑继续提速，各地逐步落实“517”新政：全国超200城落地15%首套房最低首付比例，超250城取消房贷利率下限，典型城市武汉率先落地降低首付比例与取消房贷利率下限。

图表：房地产信贷政策松绑的重点城市

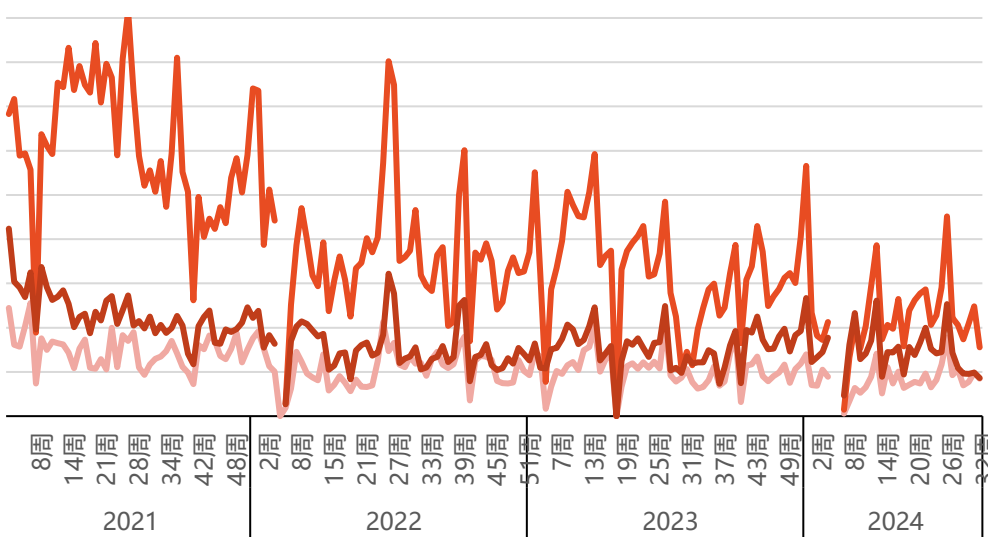
省市	首付比例				房贷利率下限			
	调整前		调整后		调整前		调整后	
	首套	二套	首套	二套	首套	二套	首套	二套
上海	30%	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山40%/其他地区50%	20%	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山30%/其他地区35%	3.85% (LPR-10BP)	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山4.15%(LPR+20BP)/其他地区4.25%(LPR+30BP)	3.50%(LPR-45BP)	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山3.70%(LPR-25BP)/其他地区3.90%(LPR-5BP)
广州	30%	40%	15%	25%	3.85% (LPR-10BP)	4.25% (LPR+30BP)	取消利率下限	
深圳	30%	40%	20%	30%	3.85% (LPR-10BP)	4.25% (LPR+30BP)	3.50% (LPR-45BP)	3.90% (LPR-5BP)
天津	20%	30%	15%	25%	3.55% (LPR-40BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	
武汉	20%	30%	15%	25%	3.55%(LPR-40BP)	4.15% (LPR+20BP)	3.25% (LPR-70BP)	3.35%(LPR-60BP)
合肥	20%	30%	15%	25%	3.75% (LPR-20BP)	4.15% (LPR+20BP)	3.45% (LPR-50BP)	3.45% (LPR-50BP)
宁波	20%	30%	15%	25%	3.75% (LPR-20BP)	4.15% (LPR+20BP)	3.35% (LPR-60BP)	3.55% (LPR-40BP)
长沙	20%	30%	15%	25%	3.75% (LPR-20BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	
南京	20%	30%	15%	25%	3.65% (LPR-30BP)	4.25% (LPR+30BP)	取消利率下限	
郑州	20%	30%	15%	25%	3.45% (LPR-50BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	
厦门	20%	30%	15%	25%	3.45% (LPR-50BP)	岛内4.25%(LPR+30BP)/岛外4.15%(LPR+20BP)	取消利率下限	
西安	20%	30%	15%	25%	3.75% (LPR-20BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	
重庆	20%	30%	15%	25%	3.75% (LPR-20BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	
南昌	20%	30%	15%	25%	3.65% (LPR-30BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	
南宁	20%	30%	15%	25%	3.35%(LPR-60BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	
太原	20%	30%	15%	25%	3.45% (LPR-50BP)	4.55% (LPR+60BP)	取消利率下限	
济南	20%	30%	15%	25%	3.75% (LPR-20BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	
东莞	20%	30%	15%	25%	3.55% (LPR-40BP)	4.15% (LPR+20BP)	取消利率下限	

资料来源：克而瑞，民生证券研究院

# 1.2 新房成交短暂回温后趋冷，二手房成交稳定上升

“517”政策后，新房6月成交已超3月小阳春达年内新高：全国分能级城市来看，成交规模在6月第2周均呈上涨趋势，其中一线涨幅最高

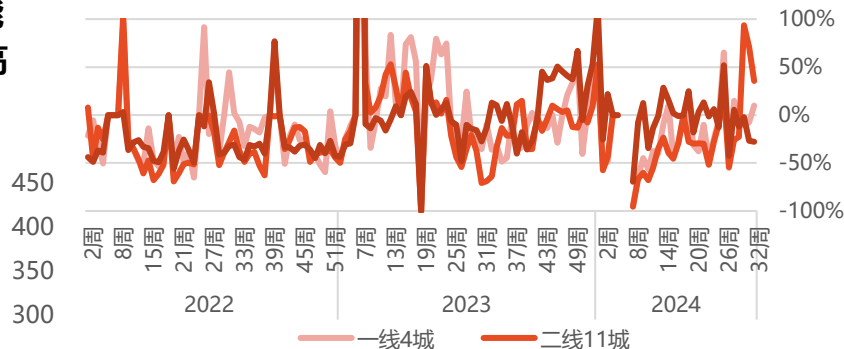
图表：观察城市新房周度销售情况（万方）



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

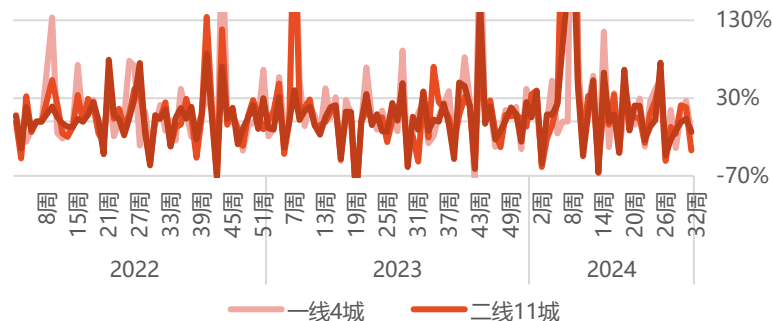
— 一线4城 — 二线11城

图表：观察城市新房销售周度同比情况（%）



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图表：观察城市新房销售周度环比情况（%）

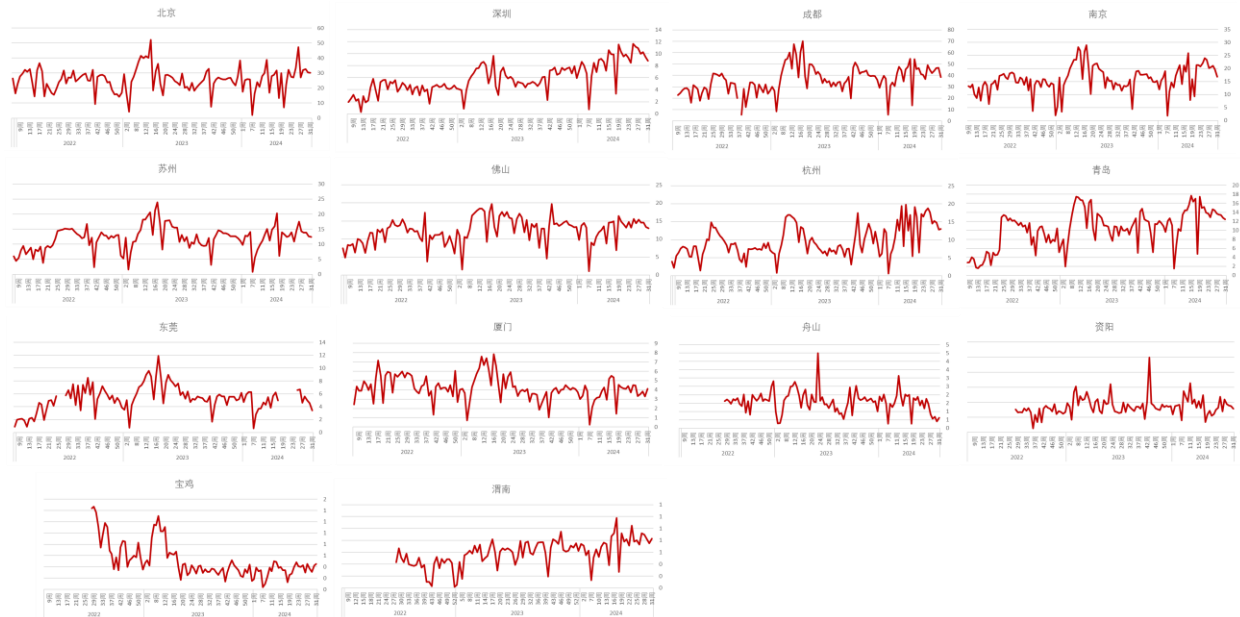


资料来源：克而瑞，民生证券研究院

1.2

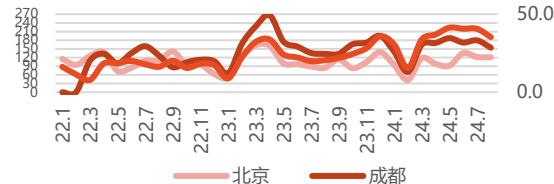
# 新房成交短暂回温后趋冷，二手房成交上半年稳定上升

图表：克而瑞公布14城二手房周度成交面积（万方）



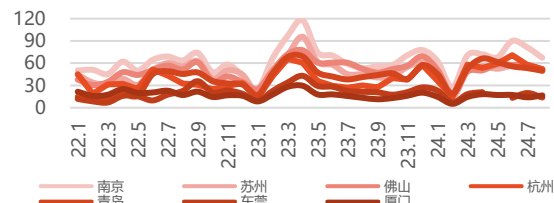
资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图表：北京深圳成都二手房月度成交面积(万平方米)



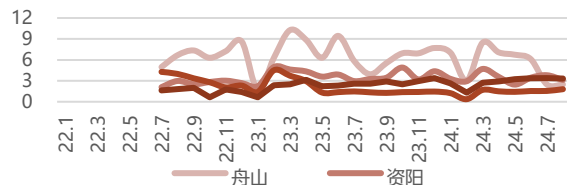
资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图表：除成都外二线城市二手房月度成交面积(万平方米)



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图表：三线城市二手房月度成交面积(万平方米)



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

## 1.2 新房成交短暂回温后趋冷，二手房成交上半年稳定上升

一二手房成交面积同比均降，二手房市场表现优于新房，全国城市表现有差异：2024年上半年一二手房成交面积均同比下滑，二手房同比下滑8%，新房同比下滑38%，二手房同比降幅较小，市场表现明显好于新房。

图表：2024年上半年全国核心城市新房、二手房成交及同比数据

城市	新房成交面积 (万方)			二手房成交面积 (万方)			新房+二手房成交面积 (万方)		
	2024H1	2023H1	新房同比	2024H1	2023H1	二手房同比	2024H1	2023H1	新房+二手房同比
南京	168	373	-55%	442	500	-12%	609	873	-30%
合肥	136	306	-55%	374	376	-1%	510	682	-25%
武汉	300	635	-53%	481	574	-16%	781	1208	-35%
厦门	61	120	-49%	95	123	-23%	156	243	-36%
东莞	79	152	-48%	121	175	-31%	199	328	-39%
苏州	169	328	-48%	325	381	-15%	494	709	-30%
杭州	304	541	-44%	389	357	9%	693	898	-23%
佛山	229	384	-40%	310	375	-17%	539	759	-29%
上海	321	519	-38%	814	794	3%	1135	1313	-14%
青岛	288	432	-33%	320	309	4%	608	741	-18%
成都	430	636	-32%	974	1135	-14%	1404	1771	-21%
天津	379	550	-31%	622	741	-16%	1002	1291	-22%
北京	239	349	-31%	673	759	-11%	912	1108	-18%
广州	319	447	-29%	458	525	-13%	777	972	-20%
扬州	68	94	-28%	161	193	-17%	229	287	-20%
深圳	158	185	-15%	214	168	27%	372	353	5%
西安	386	450	-14%	405	359	13%	791	809	-2%
<b>合计</b>	<b>4034</b>	<b>6502</b>	<b>-38%</b>	<b>7177</b>	<b>7843</b>	<b>-8%</b>	<b>11212</b>	<b>14345</b>	<b>-22%</b>

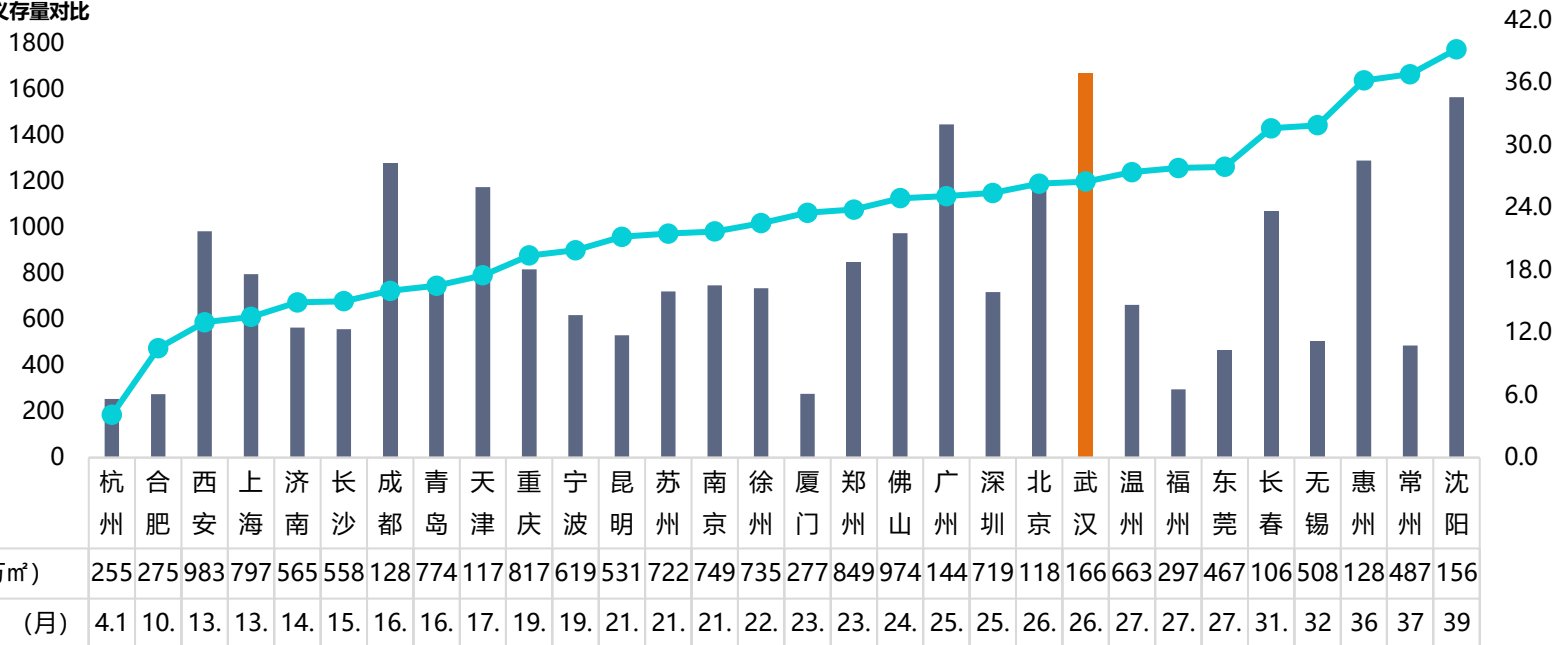
资料来源：克而瑞，中指研究院，民生证券研究院

# 1.2

## 新房成交短暂回温后趋冷，二手房成交上半年稳定上升

相比2023年，典型城市库存总量有所缓解，但去化周期拉长：2024年虽典型城市库存面积有所减少，但整体去化周期仍延续稳步攀升态势，去化周期小于15个月的仅6个城市，12个城市去化周期已大于25个月

图表：典型城市狭义存量对比



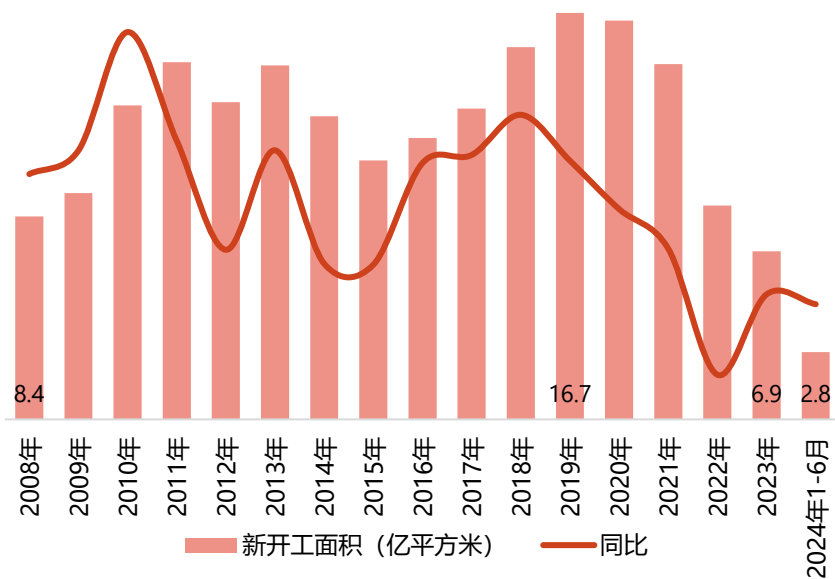
资料来源：克而瑞，民生证券研究院

注：去化周期=库存量/（截至2024年6月的近12个月月均成交面积）

# 1.3 上半年竣工新开工同比下滑

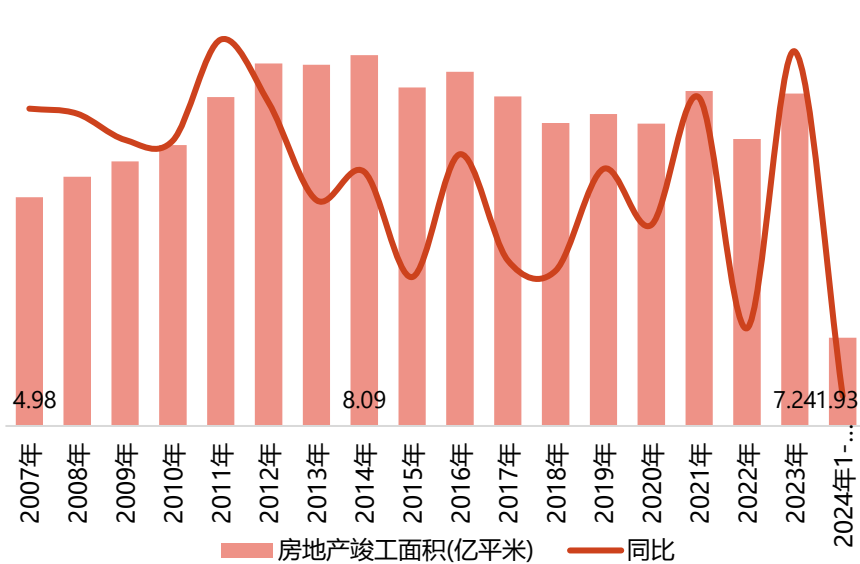
**2024上半年商品住宅新开工和竣工双弱，竣工面积反常态急剧下降：2024年累计新开工、竣工面积均保持在低位水平，房企开工意愿依旧不足，近五年新开工面积呈持续下降趋势。**

图表：全国商品住宅新开工面积及其同比（%）走势



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：全国商品住宅竣工面积及其同比（%）走势



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

# 1.4 开发商端：经营普遍承压，融资结构逐步优化

图表：2024年H1全口径销售排名TOP20开发商销售及营收、净利情况

全口径销售排名	企业名称	销售额 (亿元)	金额同比	销售面积 (万方)	面积同比	营收 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	PE
1	保利发展	1733	-26.75%	890	-30.41%	1392	1.62%	74	-39.29%	8
2	中海地产	1483	-16.92%	522	-42.89%	869	-2.49%	103	-23.54%	5
3	万科地产	1267	-37.22%	775	-30.05%	1428	-28.93%	-76	-187.48%	11
4	华润置地	1247	-26.73%	515	-24.26%	791	8.44%	103	-25.37%	5
5	招商蛇口	1010	-39.30%	405	-38.17%	513	-0.33%	14	0.45%	11
6	绿城中国	855	-13.02%	592	-1.50%	696	22.09%	20	-18.83%	4
7	建发房产	661	-30.64%	298	-29.88%	328	34.46%	8	-36.37%	4
8	滨江集团	582	-37.15%	94	-48.91%	242	-10.46%	11	-29.99%	9
9	越秀地产	555	-32.73%	125	-21.38%	353	10.11%	18	-15.89%	4
10	龙湖集团	511	-48.12%	392	-27.54%	469	-24.48%	59	-27.21%	5
11	华发股份	452	-41.22%	163	-28.51%	248	-21.08%	12	-38.35%	7
12	中国金茂	446	-48.14%	234	-46.45%	220	-18.13%	10	126.50%	7
13	金地集团	361	-57.93%	272	-44.49%	211	-42.67%	-27	-293.20%	20
14	保利置业	282	-23.99%	97	-13.39%	125	-20.35%	4	-41.61%	3
15	新城控股	235	-44.44%	251	-36.13%	339	-18.83%	13	-31.98%	29
16	美的置业	202	-50.12%	163	-42.81%	251	-30.83%	4	-51.94%	11
17	中交地产	189	-51.41%	66	-34.00%	90	2.48%	-10	-70.54%	-
18	大悦城控股	185	-25.10%	49	-32.88%	161	12.38%	-4	-2027.44%	87
19	首开股份	159	-54.18%	43	-45.57%	88	-54.69%	-22	-13.33%	25
20	城建发展	154	-41.00%	23	-25.81%	65	-33.10%	-2	-153.40%	9

资料来源：各公司公告，iFind，克而瑞，民生证券研究院

注：仅统计未公开债务违约的、以地产开发为主营业务的上市公司；PE基于iFind2024年一致预期和2024年9月2日收盘价计算

1、2024H1销售金额及面积同比均下降，TOP20上市地产公司取得1.26万亿的销售额，同比下降34%；TOP20上市地产公司取得5696万方的销售面积，同比下降32%；

2、2024年H1，TOP20开发商实现总营收合计8879亿元，同比下降10.77%，实现总归母净利312亿元，同比下降53.26%；TOP20开发商中仅7家实现营收同比正增，分别是建发房产（34.46%）、绿城中国（22.09%）、大悦城（12.38%）、越秀地产（10.11%）、华润置地（8.44%）、中交地产（2.48%）、保利发展（1.62%）；TOP20开发商中仅中国金茂（126.50%）和招商蛇口（0.45%）实现归母净利同比正增

# 1.4 开发商端：经营普遍承压，融资结构逐步优化

**房企投资持续收缩：2024年上半年百强房企拿地金额、拿地面积同比均下滑，房企投资持续收缩，保持谨慎态势**

图表：2024年H1百强房企拿地情况

	2024年H1	同比2023年H1
货值 (亿元)	11120	-12%
金额 (亿元)	3972	-33%
面积 (万方)	5358	-10%

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

图表：2024年H1拿地排名前十开发商新增货值情况

全口径销售排名	拿地金额排名	企业名称	全口径货值 (亿元)
7	1	建发房产	608
20	2	中建壹品	470
6	3	绿城中国	393
8	4	滨江集团	379
4	5	华润置地	481
-	6	海开控股	309
2	7	中海地产	291
1	8	保利发展	254
63	9	中建智地	263
13	10	中国铁建	295

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

图表：2024年H1全口径销售金额TOP10拿地情况

全口径销售排名	拿地金额排名	企业名称	拿地金额 (亿元)	同比
1	8	保利发展	110	-70%
2	7	中海地产	120	-73%
3	-	万科地产	0	-100%
4	5	华润置地	154	-55%
5	13	招商蛇口	81	-74%
6	3	绿城中国	190	-34%
7	1	建发房产	279	-8%
8	4	滨江集团	157	-44%
9	21	越秀地产	44	-45%
10	15	龙湖集团	60	-7%

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

# 1.4

## 开发商端：经营普遍承压，融资结构逐步优化

图表：2024年H1全口径销售排名TOP20开发商毛利率及净资产收益率

全口径销售排名	企业名称	净资产收益率 (%)	毛利率 (%)	较2023年末变化	回款率 (%)	较2023年末变化
1	保利发展	3.72	16	持平	85	下降17个百分点
2	中海地产	2.74	22	上升2个百分点	111	上升12个百分点
3	万科地产	-4.00	8	下降7个百分点	> 100	上升
4	华润置地	3.85	22	下降3个百分点	-	-
5	招商蛇口	1.22	12	下降4个百分点	-	-
6	绿城中国	5.61	13	持平	103	上升3个百分点
7	建发房产	2.43	12	上升1个百分点	98	持平
8	滨江集团	4.51	10	下降7个百分点	-	-
9	越秀地产	3.25	14	下降1个百分点	-	-
10	龙湖集团	3.79	21	上升4个百分点	> 100	基本持平
11	华发股份	5.59	17	下降1个百分点	-	-
12	中国金茂	2.08	16	上升4个百分点	93	下降11个百分点
13	金地集团	-5.31	11	下降6个百分点	-	-
14	保利置业	1.09	14	下降6个百分点	-	-
15	新城控股	2.17	21	上升2个百分点	105	下降2个百分点
16	美的置业	1.49	9	下降3个百分点	-	-
17	中交地产	-73.15	5	下降5个百分点	-	-
18	大悦城控股	-2.68	23	下降3个百分点	-	-
19	首开股份	-9.37	9	下降2个百分点	-	-
20	城建发展	-0.59	19	下降1个百分点	-	-

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

注：仅统计未公开债务违约的、以地产开发为主营业务的上市公司；未公布数据以“-”代替

# 1.4

## 开发商端：经营普遍承压，融资结构逐步优化

图表：2024年H1全口径销售排名TOP20开发商“三道红线”情况

全口径销售排名	企业名称	剔除预收款项后资产负债率	净负债率	现金短债比
1	保利发展	65.67%	66.18%	1.22
2	中海地产	50.00%	38.70%	1.90
3	万科地产	72.94%	62.04%	-
4	华润置地	-	-	-
5	招商蛇口	62.42%	59.17%	1.63
6	绿城中国	-	-	-
7	建发房产	57.30%	70.20%	6.30
8	滨江集团	55.09%	22.86%	2.46
9	越秀地产	68.30%	58.60%	1.53
10	龙湖集团	58.60%	56.70%	1.01
11	华发股份	61.31%	-	-
12	中国金茂	-	-	-
13	金地集团	60.00%	53.00%	-
14	保利置业	-	-	1.49
15	新城控股	-	-	-
16	美的置业	67.80%	50.10%	1.26
17	中交地产	85.11%	291.00%	0.30
18	大悦城控股	-	-	-
19	首开股份	-	-	-
20	城建发展	-	-	-

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

注：仅统计未公开债务违约的、以地产开发为主营业务的上市公司；未公布数据以“-”代替

# 1.4

## 开发商端：经营普遍承压，融资结构逐步优化

图表：2024年H1全口径销售排名TOP20开发商负债情况

全口径销售排名	企业名称	有息负债总额 (亿元)	较2023年末变化 (亿元)	综合融资成本 (%)	较2023年末
1	保利发展	3684.57	4.01%	3.31%	-7.02%
2	中海地产	2324.29	-3.09%	3.50%	-1.41%
3	万科地产	3329.06	3.49%	3.66%	1.39%
4	华润置地	2440.53	5.07%	3.24%	-8.99%
5	招商蛇口	2183.95	3.63%	3.25%	-6.34%
6	绿城中国	1483.14	-4.81%	3.90%	-2.50%
7	建发房产	1758.83	27.85%	3.65%	-2.67%
8	滨江集团	363.23	-6.98%	3.70%	-1.33%
9	越秀地产	1102.39	2.91%	3.57%	7.53%
10	龙湖集团	1874.20	-2.71%	4.16%	-1.89%
11	华发股份	1341.29	4.18%	5.13%	-6.39%
12	中国金茂	1294.25	0.42%	境内融资平均成本仅3.28%， 境内外新增融资平均成本3.66%	-19.30%
13	金地集团	820.53	-11.40%	4.38%	-0.45%
14	保利置业	694.67	-9.10%	3.67%	-5.41%
15	新城控股	563.65	-0.91%	6.05%	-2.42%
16	美的置业	371.05	-2.53%	4.54%	-8.47%
17	中交地产	459.25	6.75%	4.63%	-
18	大悦城控股	745.06	3.05%	4.26%	-7.59%
19	首开股份	1140.89	-3.15%	4.26%	3.40%
20	城建发展	360.57	-4.10%	-	-

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

注：仅统计未公开债务违约的、以地产开发为主营业务的上市公司；未公布数据以“-”代替

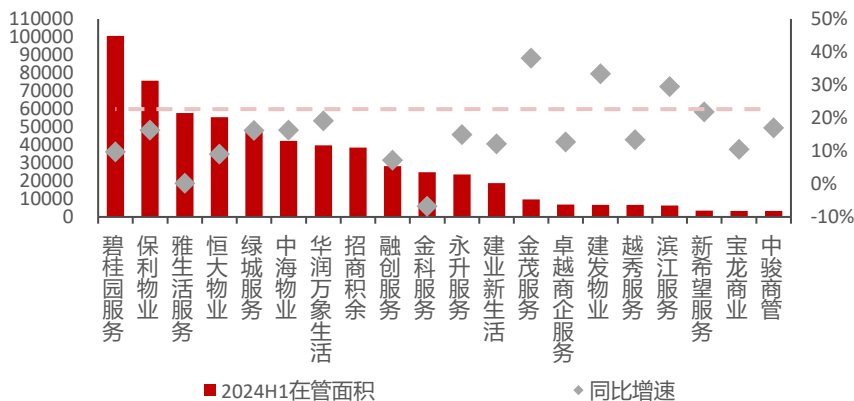
## 二、物业篇

## 2.1 基础物业服务：管理规模增速放缓，物业费变化较为稳定

### ➤ 管理规模增速放缓，非住业态渐成扩张重点

- 2024H1，各上市物管公司在管面积均维持了同比10%+的正增长，20家样本企业管理规模YOY从2023H1的16%降至7.5%，有所放缓。

图表：2024H1样本企业在管面积（万平方米）及同比增速

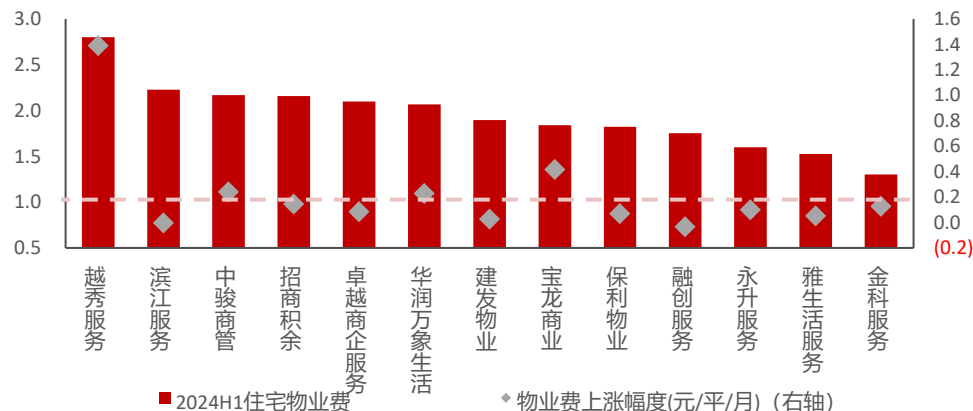


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

### ➤ 规模扩张重质量，住宅物业费基本未下降

- 住宅业态方面，多数物管公司的物业费同比变动均在0.2元/平/月以内。

图表：24H1样本企业住宅业态物业费（元/平/月）及较23H1上涨幅度（元/平/月）



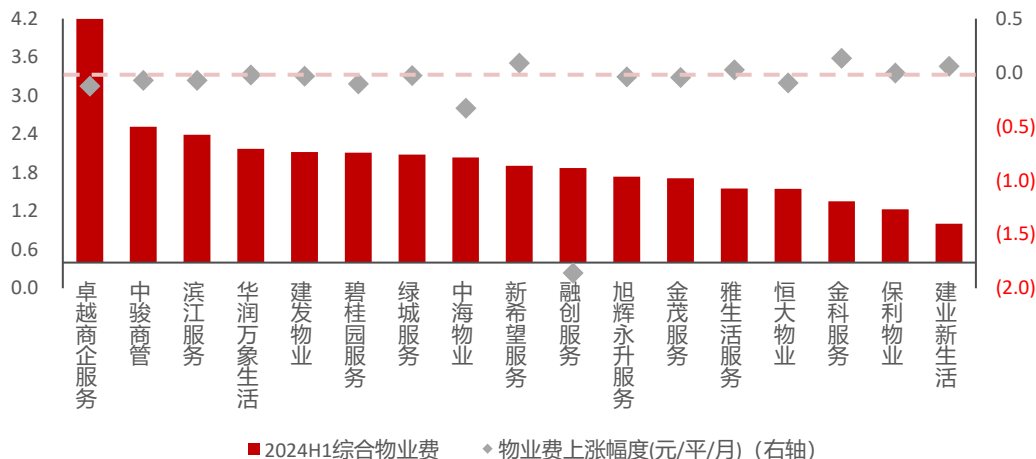
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 2.1 基础物业服务：管理规模增速放缓，物业费变化较为稳定

### 整体实际收缴物业费变化稳中有升

- 除华润万象生活与卓越商企服务外，其余物管公司物业费变化均较为稳定，说明公司在外拓时更加注重项目的质地把控，基础物业服务的重视程度不断提升。

图表：2024H1样本企业各业态综合物业费（元/平/月）及较23H1上涨幅度（元/平/月）



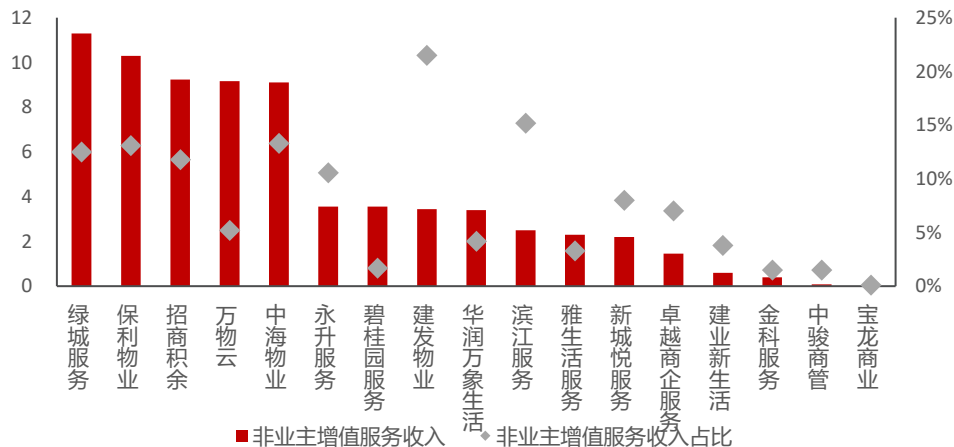
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 2.2 增值服务：非业主增值回归理性，社区增值分化凸显

### 非业主增值服务回归理性，仍为母公司支持物企的重要手段

- 毛利率方面，除建发物业、绿城服务、滨江服务、保利物业、中海物业等少数经营稳健、母公司支持力度较大的企业外，其余样本企业均出现不同程度的下降。
- 收入方面，非业主增值服务营收占比趋同，多在15%以内。

图表：2024H1样本企业非业主增值服务业务收入（亿元）及占营业收入比重



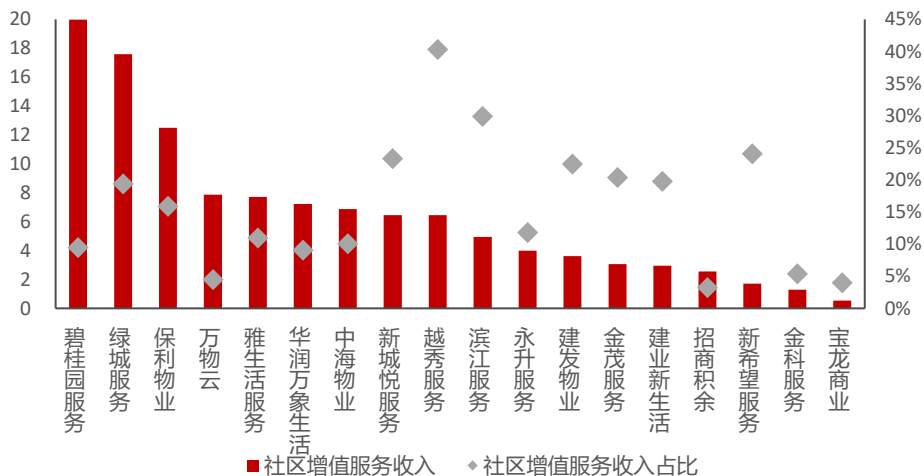
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 2.2 增值服务：非业主增值回归理性，社区增值分化凸显

### 社区增值服务受经济影响，增速有所放缓

- 受今年的经济影响，业主消费从品类、客单价到数量上均有所降低，社区增值服务收入增长有所放缓，但长期来看社区增值服务业务的重要性并未减弱

图表：2024H1样本企业社区增值服务业务收入（亿元）及占营业收入比重



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 2.2 增值服务：非业主增值回归理性，社区增值分化凸显

### 经济主要影响资产服务与空间服务，生活服务受影响相对较弱

- 社区增值服务细分业务中，美居服务、资产租赁协销、交易代理业务等受收入预期下行影响较大；
- 空间服务中的广告传媒收入具有短期高速增长、长期相对稳定的特点，在新开展时收入占比提升较快，长期将回归正常水平。
- 生活服务受影响相对较小，但依然出现一定下滑。

图表：2024H1样本企业社区增值服务细分业务收入同比涨跌幅

2024H1	空间服务	美居服务	生活服务(零售卖货类)	便民服务(家政房修)	资产服务(中介租赁类)	其他业务	其他业务内容
碧桂园服务	-1.1%	-7.2%	1.0%	4.4%	2.8%		
中海物业			7.7%		-7.7%		
绿城服务	-0.4%		-5.1%	5.7%	-1.1%	0.9%	文化教育类
雅生活服务	-2.4%	-9.0%	10.6%			0.7%	机构类增值服务
永升服务	7.0%			-6.7%	1.6%	-1.9%	经济服务
滨江服务	-6.0%	51.0%	-15.8%	26.2%	-63.8%		
金科服务	38.4%	-12.8%	2.0%		-27.6%		公司各项业务波动较大，且团餐未纳入
新城悦服务			30.0%		1.5%	8.5%	团餐服务
建发物业	-3.8%	18.0%	-7.1%		-5.3%	-1.8%	包括智能社区服务和养老及健康服务
金茂服务	-3.9%	7.5%			3.4%		在线及线下零售服务及餐饮服务
新希望服务			1.1%		-1.6%	0.5%	
融创服务	5.3%	-2.5%		-3.2%	17.5%		其他社区增值服务
万物云	-0.8%				1.4%	-0.7%	

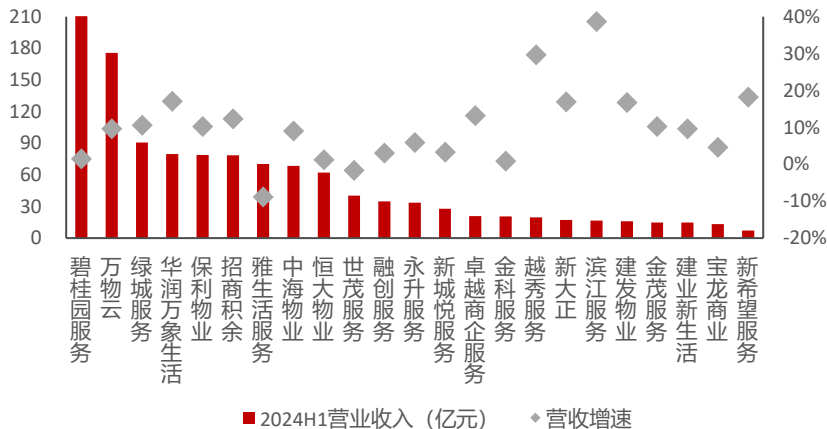
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。注：新城悦服务未披露除生活服务、资产服务及其他业务外的业务收入，故无法比较

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

### 营业收入增速下降但仍为正，净利润增速出现分化

- 除雅生活服务与世茂服务营收增速下降外，样本物管公司均保持了营业收入的同比正增长。究其原因，主要可分为两类：
  - 1) 收并购企业并表带来的收入增长——如碧桂园服务、新城悦服务、华润万象生活、金茂服务、永升服务等；
  - 2) 在管规模扩大与社区增值服务收入提升带来的收入增长——如中海物业、建发物业、滨江服务、招商积余等。

图表：2024H1样本企业营业收入（亿元）及同比增速



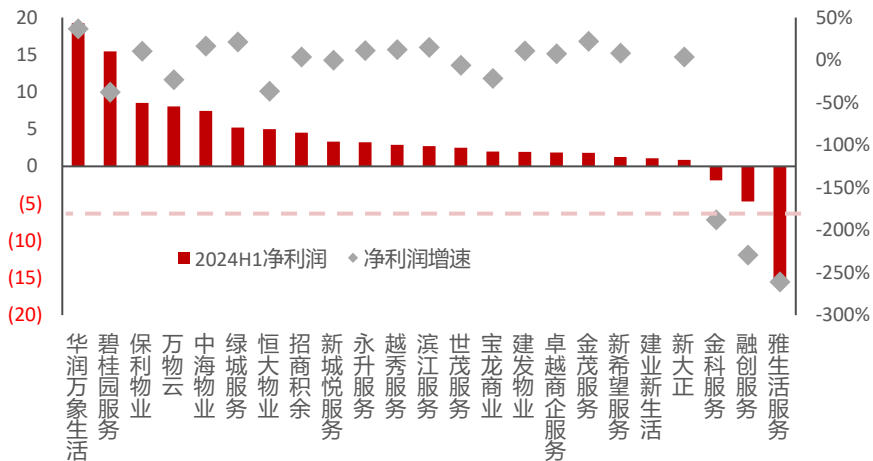
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

### 营业收入增速下降但仍为正，净利润增速出现分化

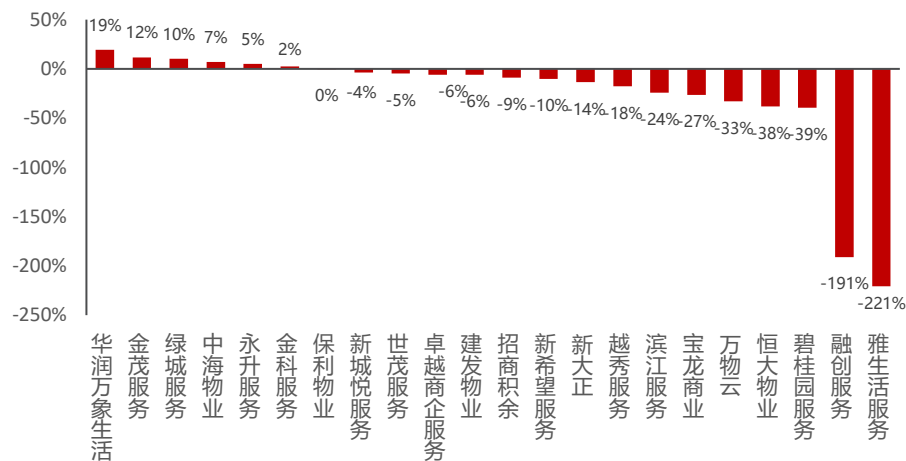
- 净利润方面，样本企业出现较为明显的分化，国资企业韧性更强，增速更为稳健，如华润万象生活、招商积余、中海物业、保利物业等，而部分民企由于项目、投资、业务调整及母公司影响等因素，净利润增速负增长，“增收不增利”现象突出。
- 值得注意的是，独立性相对较强（绿城服务、永升服务）和母公司经营稳健（滨江服务、新希望服务）的民企物管公司净利润保持了相对较高的增速。

图表：2024H1样本企业净利润（亿元）及同比增速



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

图表：2024H1净利润同比增速与营业收入同比增速差额



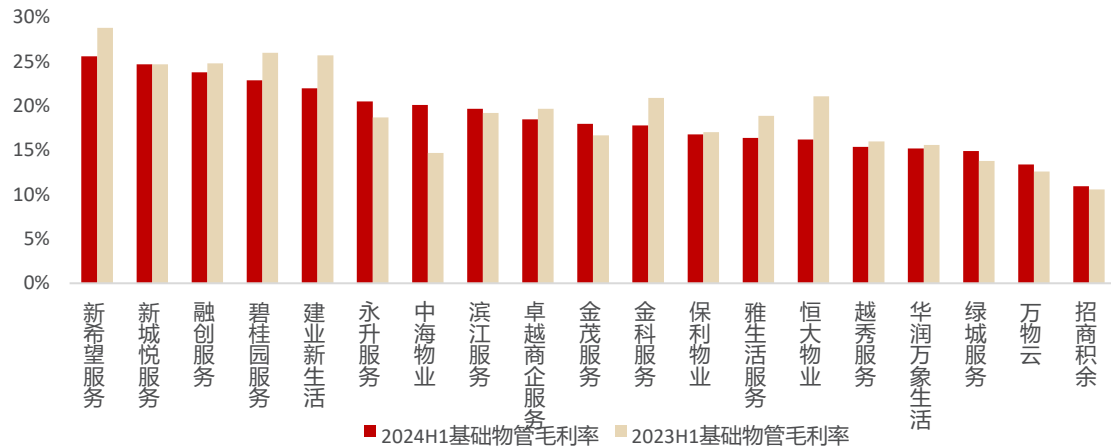
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

**业务毛利率：趋同趋势显著，非业主增值服务差异缩小，社区增值服务波动收窄**

- **基础物管毛利率的趋同趋势尤为明显**，物管行业可根据基础物业服务毛利率分为两大类——以20-22%为中轴和以15%为中轴。
- 前者包括永升服务、金科服务、雅生活服务、越秀服务、滨江服务等头部民企和中小国企，后者主要以大型国央企为主，如保利物业、华润万象生活、绿城服务、中海物业、万物云等。

图表：2024H1样本企业基础物管毛利率



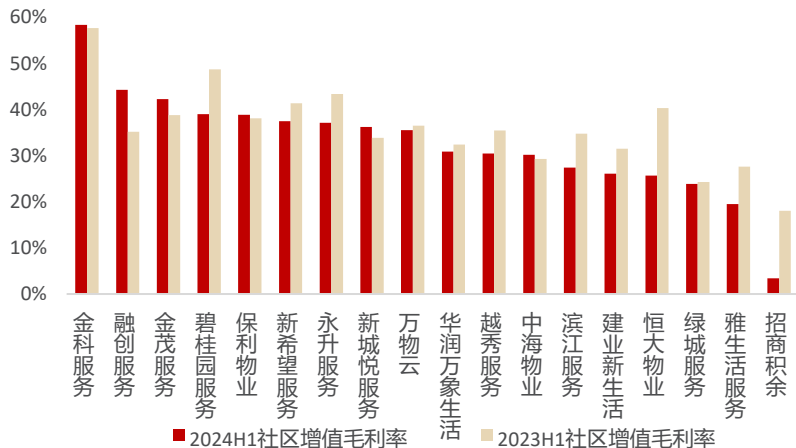
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

**业务毛利率：趋同趋势显著，非业主增值服务差异缩小，社区增值服务波动收窄**

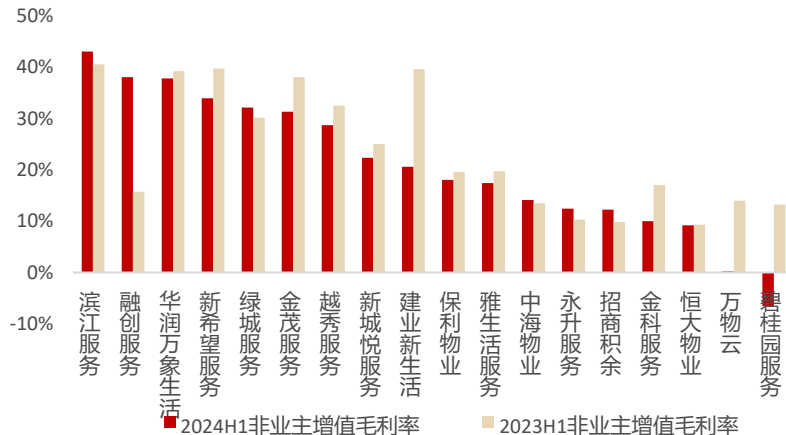
- **非业主增值服务毛利率差异收窄**，作为传统的母公司支持项目，受地产行业深度调整影响，部分民营物企如碧桂园服务、金科服务等毛利率降幅较大，企业间差异缩小同样表明行业回归理性。
- **社区增值服务毛利率受业务影响区别较大**。由于各物企业业务结构与业务方向迥异，且细分业务毛利率披露较少，难以直接比较。

图表：2024H1样本企业社区增值服务业务毛利率



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

图表：2024H1样本企业非业主增值服务毛利率

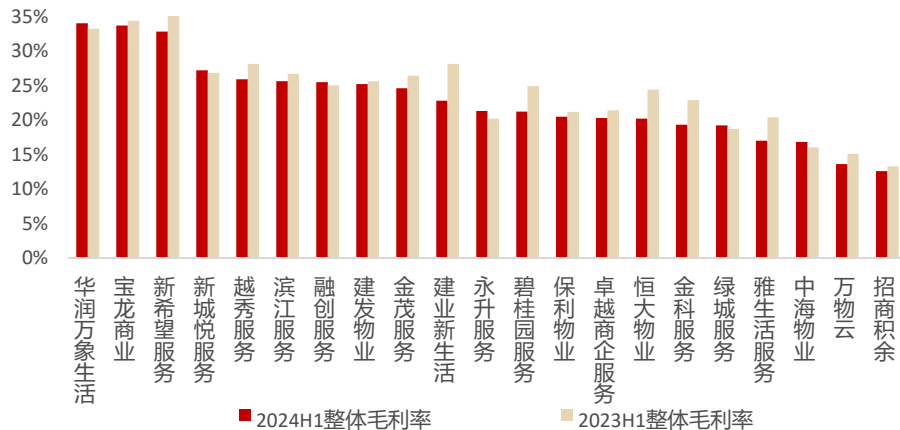


资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

- 业务收入结构变化导致整体毛利率下降，随着行业的进一步发展，未来毛利率持续承压，但降幅将趋缓。**总体而言，物企上市后，伴随着低毛利率业务的规模化开展、集团方面支持的减弱与增量新盘的减少、外拓占比的提升，毛利率仍有下降空间，2024H1延续了这一趋势，但可明显发现降幅趋缓，主要由于物企的“野蛮生长”阶段已过，非业主增值服务与低毛利率业务对毛利率的边际影响减弱，业务发展趋势基本确定。

图表：2024H1样本企业整体毛利率



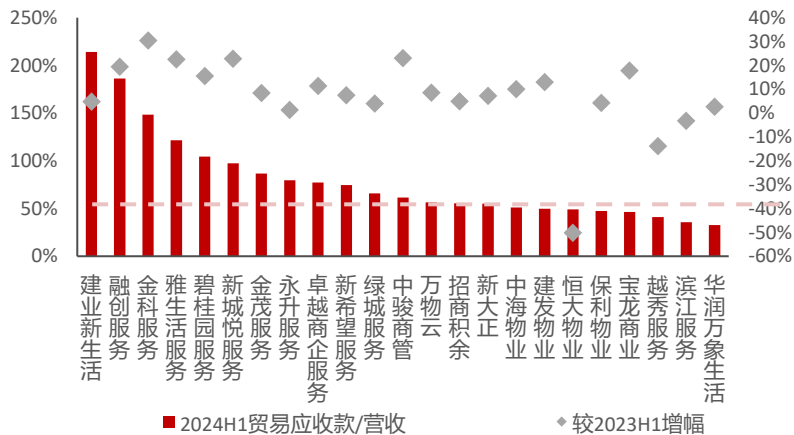
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

### 贸易应收款占比提升，账龄结构持续改善，减值拨备比率稳中有降

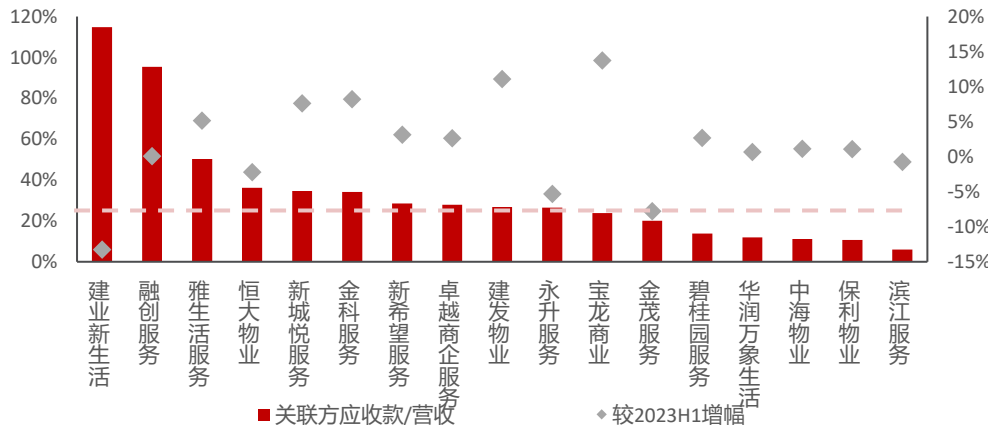
- 样本物企总体贸易应收款占营业收入比重增加5.5 pct，多来自第三方，关联方应收款占比由17.8%增至19.4%。受经济形势与地产行业调整影响，2024H1样本企业贸易应收款占营业收入比重达75.8%，较去年同期增加5.5个百分点。
- 对关联方的应收款占比进行观察，发现除新城悦服务、雅生活服务、金科服务、宝龙商业与建发物业外，其余物企占比均较为平稳，建业新生活 (yoy-13.3%)、金茂服务 (yoy-7.8%)、永升服务 (yoy-5.3%) 等企业还出现了一定程度的下降。

图表：22H1样本企业贸易应收款占营收比重及较去年同期涨幅



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

图表：22H1样本企业关联方贸易应收款占营收比重及较去年同期涨幅

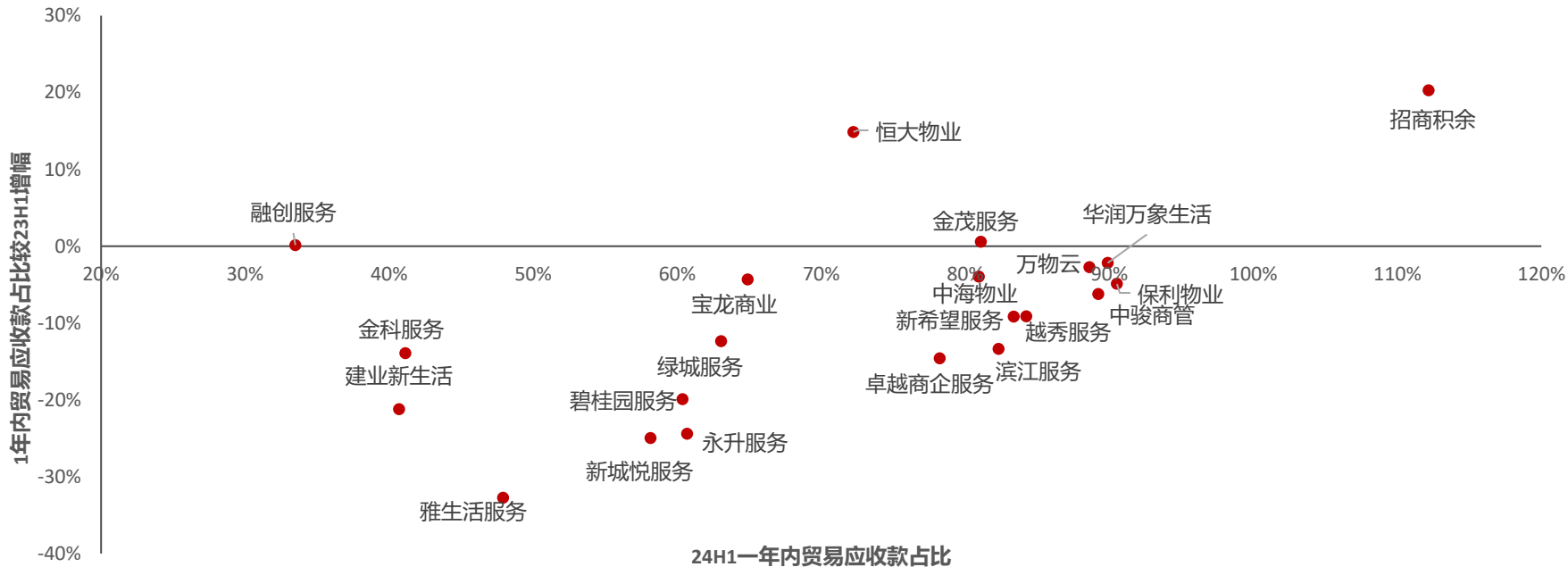


资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

账龄结构方面，大部分样本物企1年内应收款占比均有下降，表明账龄结构出现边际恶化，但整体仍在健康范围内。

图表：2024H1样本企业贸易应收款账龄结构及较2023H1改善情况

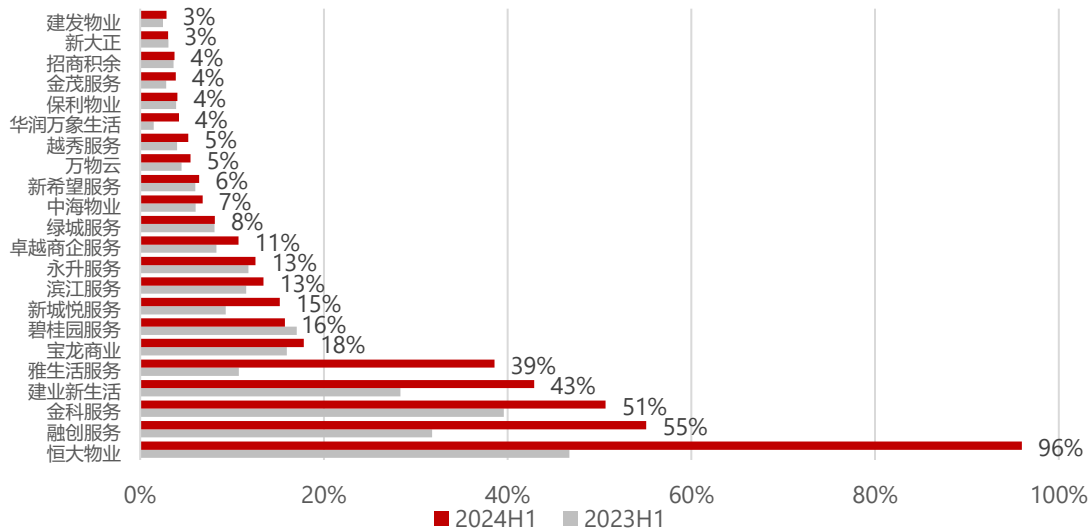


资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

- 贸易应收款减值拨备比率整体下降，侧面说明公司经过业务优化，应收款质量得到有效提升。
- 同时，我们也需要注意到，随着物企在非住业态的大力拓展，来自政府的应收款占比将持续增加，未来政府财政收入的变化将对企业的应收款金额、账龄结构与减值拨备比率具有直接影响。

图表：2024H1样本企业贸易应收款减值拨备比率



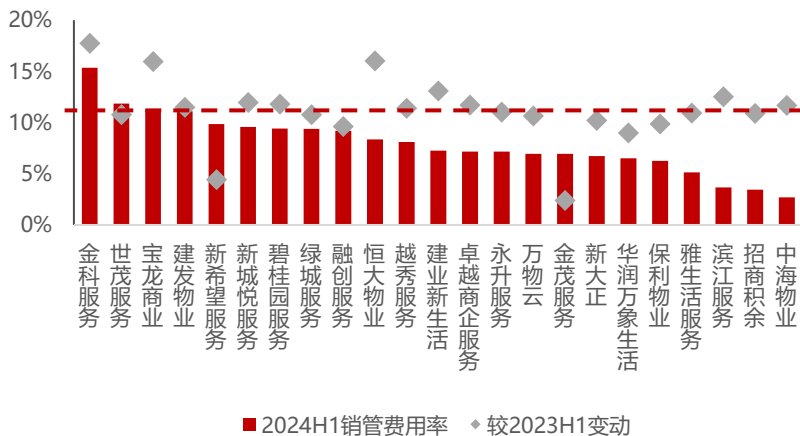
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 2.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

### 销管费用率小幅下降，净利润率微降

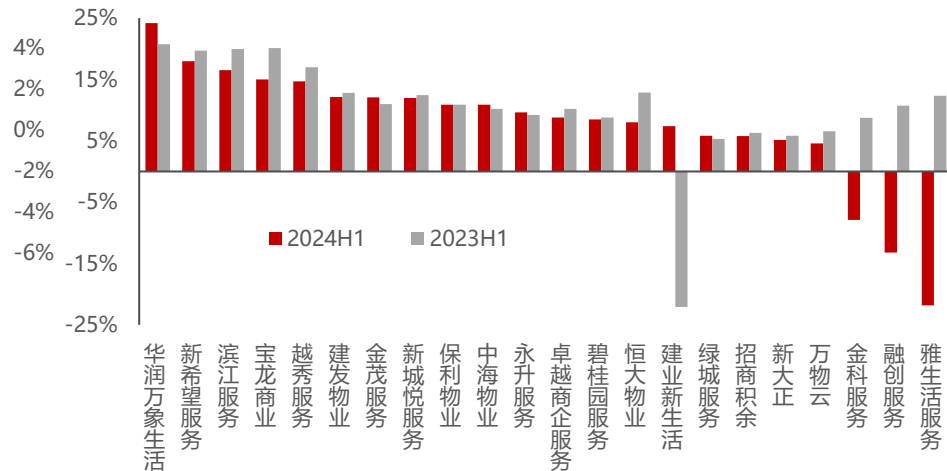
- 受益于科技应用与业务标准化，2024H1样本物企销管费用率进一步下降，其中金茂服务降幅最为明显，由23H1的11.7%减少4.8个百分点至6.9%。
- 同时，受毛利率下降影响，净利率略有降低，整体表现较为平稳。

图表：2024H1样本企业销管费用率及较去年同期变化情况



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

图表：2024H1样本企业净利润率及较去年同期变化情况



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。



### 三、风险提示



## 风险提示

- 1、**调控政策收紧风险**：调控政策对整个市场销售、项目盈利情况、企业融资渠道等都会造成不同程度的影响。
- 2、**预售模式变化风险**：如果地产项目交付压力延续，可能加快推动现房销售制度出台，则将增加地产企业的利息开支、降低资金使用效率。
- 3、**房价大幅下跌风险**：在经济承压的情况下，居民就业和消费能力均受到影响，导致房价缺乏支撑，造成企业存货计提减值风险。
- 4、**土地价格上升风险**：在货币宽松的背景下，可能使得闲置资金流入房地产领域，抬升地价，或压缩行业盈利水平。
- 5、**境外融资收紧风险**：房企美元债进一步下跌，则地产企业在境外融资渠道也会受阻。
- 6、**市场进一步下行风险**：当前市场虽有回暖，但尚未企稳，不排除继续下滑可能。

# THANKS 致谢

## 民生地产研究团队：



**分析师 李阳**

执业证号：S0100521110008

邮件：liyang\_yj@mszq.com

**分析师 陈立**

执业证号：S0100524080001

邮件：chenli\_yj@mszq.com

**分析师 徐得尊**

执业证号：S0100524070011

邮件：xudezun@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

## 分析师声明:

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登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、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。

## 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅表现本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。