

從盲目擴張轉向出清劣質項目 整頓財務求存續 物業管理業捨量求質 股價有望走出低谷

悠閒理財

經過多年快速擴張，內地物管公司發現增長背後，是被拖欠的應收賬，並且持續下跌的毛利率。外部環境轉變，物管公司進入新發展形態，減慢管理面積增長速度；保利物業（06049）去年在管面積僅增加6.4%，增幅低於2024年的11.6%。此外，這些公司竭力改善資產質素，退出劣質項目，增加應收賬撥備，中海物業（02669）去年貿易應收賬減值增加45%，高於2024年的36%增幅。行業處於低潮，企業存續才是首要任務，等待景氣向上，才能再次揚帆出海。

大公報記者 劉鑛豪

內地物管行業過去兩年經營環境滿布挑戰，在最新公布的2025年業績可見一斑。作為行業資優生的華潤萬象生活（01209），去年盈利增長率由22.9%縮窄至10.3%；萬物雲（02602）連續第二年錄得盈利倒退。現時行業面對三大問題，首先是收取管理費遇到困難；其次是管理費加價困難，但人工成本不斷攀升；第三是在市場激烈競爭下，項目利潤率變得微薄。

物業費收繳率持續下跌

就收取管理費困難，克而瑞物管研究中心數據顯示，2025年全國物業服務企業（500強）物業費平均收繳率降至71%，連續四年下滑。中小物企普遍低於65%，部分甚至跌破50%。中指研究院物業事業部研究副總監彭雨稱，2025年物業百強企業平均物業費收繳率下滑至87.32%。因着項目的人工成本，公共設施運營維護成本居高不下，導致部分項目陷入虧損，物業企業遂選擇退出項目。

以中海物業為例，基於持續優化業務結構及進行虧損項目治理，2025年約滿/退盤項目涉及約5560萬平方米，高於2024年的4450萬平方米。越秀服務（06626）亦銳意去庫存，2024年終止在管面積720.7萬平方米，相較2023年的257.2萬平方米，增幅1.8倍；到2025年終止在管面積654.9萬平方米。

在重質勝於重量的前提下，物管公司已不再重複過往「狼吞虎嚥」似的急速增加管理面積。越秀服務管理層直言，2025年合約面積增速放緩，主要因為投拓戰略的調整，不再盲目追求面積的擴大，更加聚焦於高質量發展，同時退出營運效益差、回款慢的外拓項目。越秀服務2025年物業管理合約面積9000.5萬平方米，按年增加1.4%，相比2024年度的6.3%增幅，增速明顯放緩。

應收賬款周轉天數改善

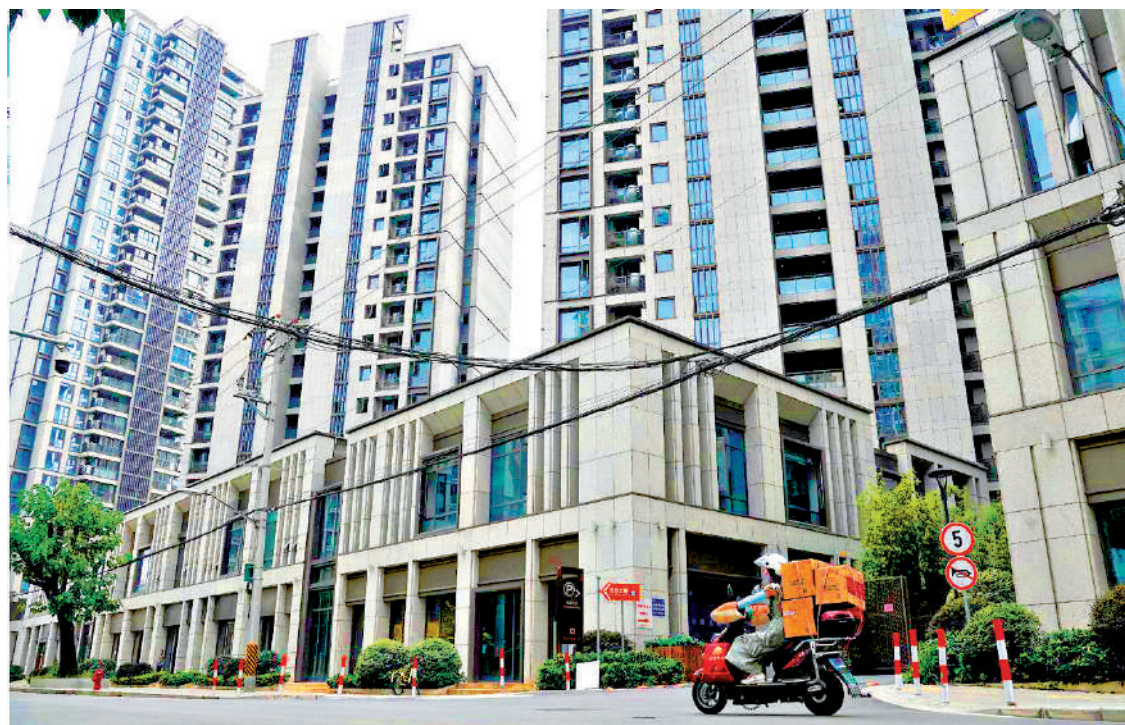
其他重資物管公司去年新增管理面積亦有類似減慢情況。保利物業2025年在管面積8.55億平方米，按年增加5159.1萬平方米或6.4%；增量低於2024年的8383.6萬平方米或11.6%。華潤萬象生活2025年基礎物業服務的在管建築面積約2.8億平方米，按年增加881萬平方米或3.2%；增量低於2024年的2041.2萬平方米或8.1%。

除主動退出項目，物管公司積極管理應收賬，增加撥備金額。華潤萬象生活2025年貿易應收款項及應收票據總額約29.74億元人民幣，按年增加17.8%；當中賬齡2至3年增加1.9倍，賬齡3年以上增加67%。應收賬快速增加，該公司亦加大撥備力度，2025年虧損撥備增加67%至2.38億元人民幣。

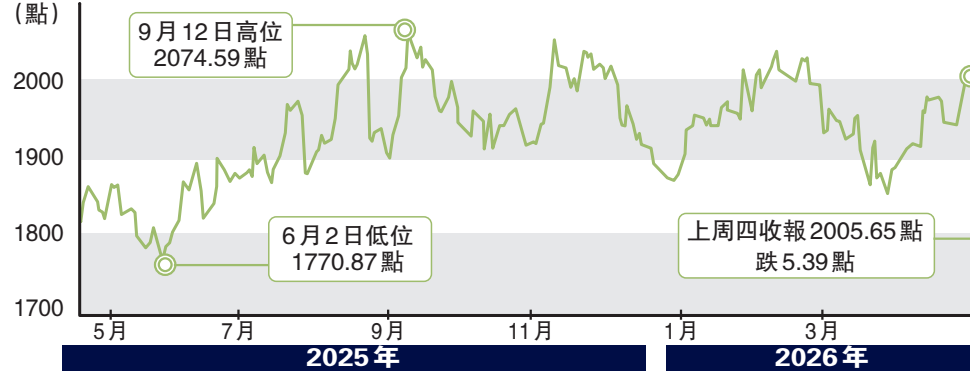
另外，中海物業2025年貿易應收款項增加12.5%至32.37億元人民幣，減值金額則增加45%至3.6億元人民幣，減值增幅高於2024年的36%。保利物業2025年貿易應收款項按年增加23.8%至36.22億元人民幣，信貸虧損撥備增幅則達到39.4%。

在加大撥備力度下，Wind資訊數據顯示，在香港上市的物業公司2025年應收賬款周轉天數中值降至111.34天，而2024年為114.14天。

物管公司的「固本培元」發展方針得到市場認可，吸引資金重新部署；物管股過去一個月股價表現，明顯優於整體市場。伴隨內地樓市築底恢復，物管股的「人氣」有望繼續改善。



恒生物業服務及管理指數走勢



▲物管公司的「固本培元」發展方針，得到市場認可，吸引資金重新部署。

主要物管公司去年應收賬及撥款狀況（億元人民幣）

股份	貿易應收款項	減值/虧損撥備
碧桂園服務 (06098)	227.38 (↑7.5%)	39.31 (↑13.7%)
保利物業 (06049)	36.22 (↑23.8%)	1.78 (↑39.4%)
中海物業 (02669)	32.37 (↑12.5%)	3.60 (↑45.2%)
華潤萬象生活 (01209)	29.74* (↑17.8%)	2.38* (↑67.5%)
美的置業 (03990)	12.67 (↓14.2%)	1.86 (↑42.4%)
越秀服務 (06626)	9.16 (↑11.9%)	0.67 (↑48.9%)

註：*華潤萬象生活包含貿易應收款項及應收票據

主要物管公司去年業績摘要（億元人民幣）

股份	營業額	毛利	股東應佔溢利
華潤萬象生活 (01209)	180.21 (↑5.0%)	64.05 (↑13.3%)	39.69 (↑10.3%)
越秀服務 (06626)	39.01 (↑0.8%)	5.76 (↓36.0%)	2.73 (↓22.4%)
保利物業 (06049)	171.26 (↑4.8%)	29.85 (↑0.03%)	15.49 (↑5.1%)
中海物業 (02669)	149.59 (↑6.0%)	22.47 (↓3.8%)	13.66 (↓9.7%)
綠城服務 (02869)	191.64 (↑7.1%)	33.22 (↑10.3%)	8.80 (↑12.1%)
碧桂園服務 (06098)	483.53 (↑9.9%)	84.55 (↑0.6%)	6.01 (↓66.7%)

註：() 內為按年增/跌幅

綠城服務績優 毛利率及股息上揚

吸引力增

內地物管公司2025年度業績分化，縱使眾多公司的業績與市場期望存在距離，但少數績優卻達到市場預期，甚至超期望，綠城服務（02869）是其中一家讓投資者滿意的物管公司。里昂發表報告指出，綠城服務去年核心經營溢利增長強勁，超越公司管理層的指引。

綠城服務去年收入錄得191.64億元（人民幣，下同），按年增加7.1%；股東應佔溢利8.8億元，相比2024年持續經營業務的溢利增加29.9%，包含已終止業務則增加12.1%。里昂提到，綠城服務管理層自2022年度業績後，承諾嚴格監控成本，而該公司核心經營溢利率的確有改善，反映營運效率提升取得進展，公司管理層信譽良好。

除持續經營業務外，這份業績亦有不少加分的地方，例如毛利率、股息等。綠城服務去年毛利率17.3%，按年提升0.5個百分點，是少數毛利率上升的物管公司；細分三大業務：物業服務、園區服務、諮詢服務，各項業務的毛利率均上升。股息方面，公司董事會建議派發末期股息0.16港元、特別股息0.08港元，合計0.24港元；相比2024年末期股息0.13港元、特別股息0.07港元，合計0.2元，增加20%。

估值吸引 上望5.2元

不過，綠城服務在貿易應收款項減值上要扣分，2025年新增計減值5.5億元，2024年為2.2億元。扣除虧損撥備後，2025年貿易及其他應收款項為58.93億元，按年增加5.6%。扣除減值撥備後賬齡「三至四年」增加61%至3.05億元，「四至五年」增加54%至1165萬元，而去年首次列出「五年以上」，涉及約362萬元。

高歌證券金融首席分析師聶振邦表示，綠城服務（02869）股息率超過5厘，市盈率不足15倍，具備吸納價值。綠城服務股價未來一段時間料延續上落格局，投資者可以考慮在4.3元、4.4元水平吸納，而目標價為5.2元。綠城服務股價上周四收報4.56元。



▲綠城服務去年核心經營溢利增長強勁，超越公司管理層的指引。

華潤萬象ROE連續五年提升

行業罕見

華潤萬象生活（01209）毫無疑問是物管行業的資優生。興業證券對華潤萬象2025年度業績的評價是：高股本收益率(ROE)、淨現金、高分紅，經營質量全面提升。除此以外，該公司在毛利率、購物中心營運上，都是值得加分的地方。

回顧2025年度成績表，華潤萬象全年收入180.21億元（人民幣，下同），按年增加5%；毛利64.05億元，增加13.3%。毛利增幅高於收入增幅，反映毛利率提升，是行業罕見的；毛利率由2024年的33%，提升至2025年的35.5%；四大業務：商業航運、物業航運、基礎物業服務、生態園業務的毛利率都有提升。

華潤萬象去年股東應佔利潤39.69億元，增長10.3%；核心淨利潤39.50億元，增長

13.7%。雖然2025年盈利增幅則由2024年的22.9%，降至10.3%，但淨利潤率由2024年的21%提升至2025年的22%。參考國信證券數據，華潤萬象2025年ROE獲得24.7%，按年升3.3個百分點，至少連續五年提升。

股息派發率100%

市場一直關注內地居民消費降級，商場備受電商衝擊，但華潤萬象營運的購物中心讓投資者有驚喜。華潤萬象建議派發末期股息0.509元，及特別股息0.341元，合共0.85元；由於中期股息連同特別股息合共派發0.881元，全年股息1.731元，對比2025年度每股盈利1.739元，股息派發率幾乎是100%。東吳證券指出，華潤萬象已經連續三年分派100%核心淨利潤。

高歌證券金融首席分析師聶振邦指出，華潤萬象股價在50元水平遇到明顯阻力，後續能否出現突破走勢，視乎內地樓市政策，期望可以拉動物管股。投資者可待股價調整至44元買入，目標價50元。華潤萬象上周四收報46.84元。



▲華潤萬象去年的經營質量全面提升，實現了高股本收益率、淨現金、高分紅。

DeepSeek V4帶起國產算力 芯片股延續升勢

倪相仁

滄桑田

AI敘事繼續發酵，上周A股創業板指數、美股標普和納指均創新高，港股則受到五一黃金假期北水暫停影響，26000關失守。展望後市，隨着DeepSeek V4運行昇騰芯片，國產算力的增長空間打開，而美國科技巨頭增加AI基建投資，令AI硬件供應商漲價預期不斷，國產算力、AI硬件細分行業龍頭看高一線。

回顧港股4月表現，三大指數總體均錄得上漲，其中恒指漲3.99%，恒生科指漲4.76%，國企指數漲3.67%。4月以來，南向資金累計淨買入港股達443.48億港元。

以行業計，芯片、存儲、光通訊

等概念漲幅明顯，尤其是芯片股為4月表現最強主線，兩家國產芯片龍頭分別上漲近40%和47%；內房板塊受到外資大行唱穩影響，多數個股底部回升，內銀、內險股亦穩步上揚。

假期前最後一日，A股股王易主，國產AI芯片龍頭寒武紀王者歸來，代表國產AI算力進入正循環軌道。

根據券商近期對國產AI算力和消費電子產業鏈頭部公司的調研，得到兩個結論：一是Agent AI驅動國產算力發展進入正循環，自去年下半年以來，「小龍蝦」等應用推動算力需求快速增長，但英偉達GPU仍無法在國內充分流通，國內算力芯片供不應求，為國產AI芯片在CSP推理市場提供了機會，預計5家已上市AI芯片公

司今年收入將保持120%高增長，先進代工、先進封裝、封裝設備、存儲和連接等均有望受益。

二是看好光芯片光連接板塊：「要站在光裏，不要光站着」，關注消費電子板塊重估機會。

CIS廠商、精密光學廠商、射頻IDM等傳統消費電子企業正積極布局光互連，從消費電子切入光通信的公司有望帶動估值提升。

大摩認為，美國限制導致英偉達GPU供應吃緊，中國AI芯片替代窗口出現，預計2030年自給率86%。國產芯片在總擁有成本上比英偉達低30%至60%，經濟性驅動採用國產芯片。

中國廠商通過多芯片設計、封裝、光網絡及軟件優化縮小算力差

距。寒武紀的ASIC路徑最強，MLU系列在推理性能和客戶錨定方面領先，預計2025年至2028年複合年增長率(CAGR)達90%。

資本開支加碼 AI硬件受惠

另一方面，華爾街四大科技公司谷歌、微軟、亞馬遜、Meta上周均發布財報。從4家巨頭的財報來看，AI業務均成為驅動收入加速的核心動力，無論是雲服務還是自研芯片業務，都展現出強勁的增長動能和潛力。與此同時，投入AI基建的資本開支繼續高歌猛進，為AI硬件的需求提供動力。

在AI業務方面，Microsoft AI業務年化收入運行率突破370億美元(大增123%)、Amazon AWS AI收入超

過150億美元(3倍增長)、Google Cloud收入同比升63%、Meta廣告AI工具直接驅動轉化率提升6%以上。Google雲營業利潤率在五季內從17.7%升至32.9%，只有微軟的雲盈利能力大幅承壓，但運營現金流保持強勁增長。

以資本開支計，除了亞馬遜，其他三家公司均上調了全年預算，今年第一季合計資本開支約1300億美元，全年指引合計接近7000億美元級別。這些開支最終會轉變為產業鏈各家公司今年的收入。

美國科企對AI的資本開支繼續處於「軍備競賽」狀態，強化了AI敘事的持續性。其中，最受益的仍然是AI硬件供應商。