

碧桂园服务 (06098.HK) 增持 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

利润承压，困境思变

业绩

2024年8月22日，公司发布2024年中期业绩：实现收入210.5亿元，同比+1.5%；归母净利润14.4亿元，同比-38.7%；核心归母净利润18.4亿元，同比-31.7%。

经营分析

收入略升，归母净利仍受拖累。24H1年公司收入略有增长，主要由物业管理、社区增值、三供一业贡献，该三项业务增速分别为+4.6%/+23.8%/+6.0%；而非业主增值、城市服务、商业管理及运营收入均有所下降。归母净利润仍大幅下滑主因：①基于谨慎性原则，对风险客商，公司需要完成率约且收到对价后才能确认收入；②毛利润同比-13.7%，毛利率同比下降3.7pct至21.2%；③应收账款减值损失，贸易应收账款减值拨备较23年底增加10.4%，其他应收款项减值拨备较23年底增加14.0%。

基础物管稳健增长，收入占比进一步提升。24H1公司基础物管收入127.5亿元，同比+4.6%，收入占比较23年底提升2.6pct至60.6%，进一步发挥业绩压舱石作用。

在管规模持续扩大，储备面积充足。截至24年中期，除“三供一业”外，公司收费面积约10.06亿方（其中一二线占比40.7%，第三方占比50.5%），较23年底增长10.1%，净新增0.49亿方；合同面积约16.35亿方，较23年底增长1.9%，合同面积覆盖收费面积的倍数为1.63x，维持相对高位。

经营性现金流净额下滑。24H1公司经营性现金流净额2.7亿元，同比-87.7%，主因：①净利润下降；②在流入端，综合收费率同比下降及预存物业费下降；③在支出端，日常经营活动产生阶段性资金波动。

面对困境，谋求变局。公司目标以住宅物管为核心，发展数字化、AIoT及物业机器人以赋能业务，推动内生增长；同时孵化战略型业务，优化迭代商业模式，积极创新。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司仍存在一定的减值压力，我们预计公司2024-26年归母净利润分别为14.6亿元、18.9亿元、20.3亿元，同比增速为+400.3%、+29.5%、+7.0%。维持“增持”评级，公司股票现价对应2024-26年PE分别为8.7x、6.7x、6.3x。

风险提示

关联方业务缩量超预期；应收账款减值超预期；商誉减值超预期

房地产组

分析师：池天惠（执业S1130524080002）

chitianhui@gjzq.com.cn

分析师：方鹏（执业S1130524030001）

fang_peng@gjzq.com.cn

市价（港币）：4.150元

相关报告：

- 《碧桂园服务港股公司点评：应收款大幅减值，轻装上阵再出发》，2024.3.28
- 《碧桂园服务港股公司点评：收入调结构增速降低，现金流改善》，2023.8.30



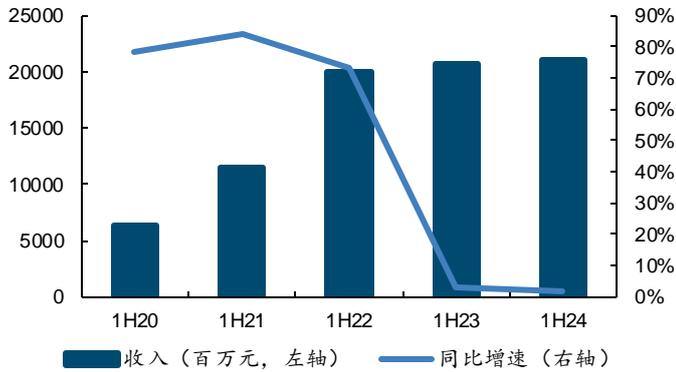
主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,367	42,612	44,576	47,209	49,819
营业收入增长率	43.42%	3.01%	4.61%	5.91%	5.53%
归母净利润(百万元)	1,943	292	1,463	1,894	2,027
归母净利润增长率	-51.82%	-84.96%	400.34%	29.50%	7.04%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.09	0.44	0.57	0.61
每股经营性现金流净额	0.98	1.38	1.74	1.72	1.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.19%	0.81%	4.00%	5.12%	5.41%
P/E	30.64	70.74	8.69	6.71	6.27
P/B	1.60	0.57	0.35	0.34	0.34

来源：公司年报、国金证券研究所

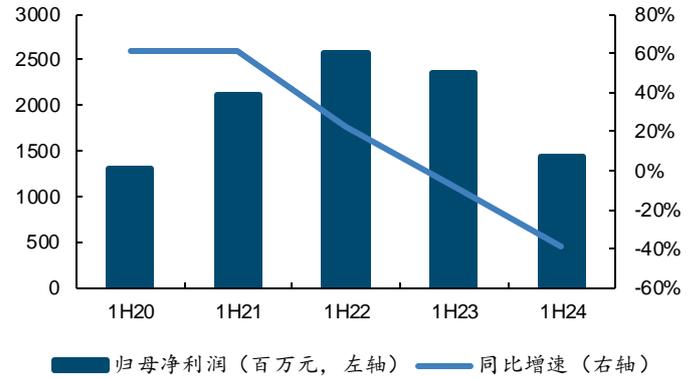
图表

图表1: 1H20-1H24 收入及同比增速



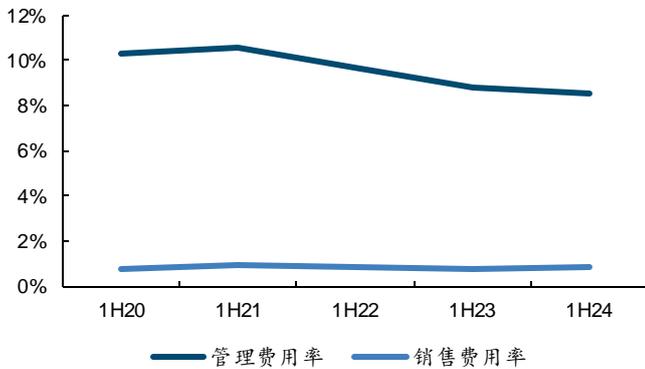
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 1H20-1H24 归母净利润及同比增速



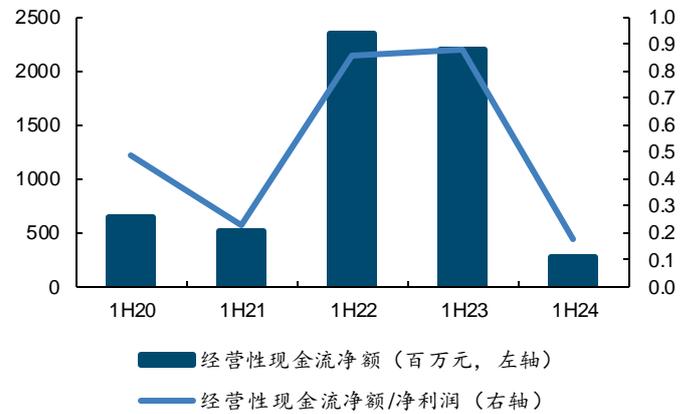
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 1H20-1H24 销售费用率、管理费用率



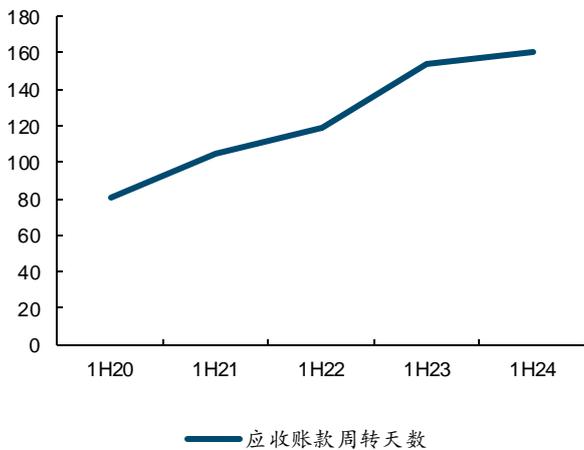
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 1H20-1H24 经营性现金流净额



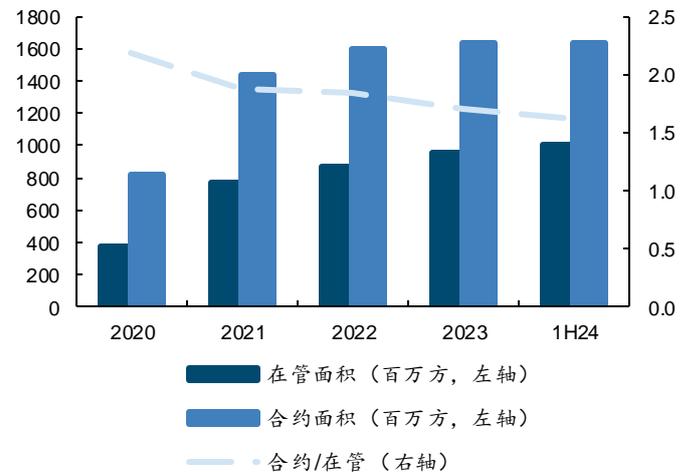
来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 净现金=现金及现金等价物-短期借款-长期借款

图表5: 1H20-1H24 应收账款周转天数



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 应收账款取期末值, 天数取 365 天

图表6: 2020-2024H1 在管收费面积和合同面积走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 除“三供一业”业务

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	28,843	41,367	42,612	44,576	47,209	49,819	货币资金	11,619	11,216	12,637	47,567	49,812	52,721
增长率	84.9%	43.4%	3.0%	4.6%	5.9%	5.5%	应收款项	15,578	19,452	20,422	21,494	22,845	23,961
主营业务成本	19,979	31,109	33,880	36,279	38,825	41,450	存货	211	271	516	600	694	760
%销售收入	69.3%	75.2%	79.5%	81.4%	82.2%	83.2%	其他流动资产	3,793	3,717	2,294	2,308	2,326	2,345
毛利	8,864	10,257	8,732	8,298	8,384	8,369	流动资产	31,200	34,656	35,869	71,968	75,678	79,788
%销售收入	30.7%	24.8%	20.5%	18.6%	17.8%	16.8%	%总资产	46.7%	49.5%	51.8%	68.8%	70.6%	72.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	398	645	600	600	600	600
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,366	1,478	1,657	1,778	1,882	1,969
销售费用	338	438	342	334	342	349	%总资产	2.0%	2.1%	2.4%	1.7%	1.8%	1.8%
%销售收入	1.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	无形资产	28,149	26,107	24,294	23,079	21,925	20,829
管理费用	3,259	4,270	3,866	3,789	3,895	3,986	非流动资产	35,612	35,420	33,375	32,594	31,544	30,535
%销售收入	11.3%	10.3%	9.1%	8.5%	8.3%	8.0%	%总资产	53.3%	50.5%	48.2%	31.2%	29.4%	27.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	66,813	70,077	69,244	104,563	107,221	110,323
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	4,745	1,238	729	629	529	429
息税前利润 (EBIT)	5,267	5,599	4,534	4,180	4,152	4,040	应付款项	4,494	5,977	7,216	8,221	9,034	10,245
%销售收入	18.3%	13.5%	10.6%	9.4%	8.8%	8.1%	其他流动负债	15,551	17,780	18,438	19,289	20,387	21,465
财务费用	98	72	-38	-40	-517	-567	流动负债	24,791	24,994	26,384	28,139	29,950	32,138
%销售收入	0.3%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-1.1%	-1.1%	长期贷款	442	1,016	841	681	581	481
投资收益	41	34	-51	0	0	0	其他长期负债	3,207	4,158	3,238	36,230	36,230	36,230
%税前利润	0.7%	1.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	28,439	30,168	30,462	65,049	66,761	68,849
营业利润	5,152	5,527	4,572	4,219	4,669	4,607	普通股股东权益	36,187	37,456	36,156	36,522	36,995	37,502
营业利润率	17.9%	13.4%	10.7%	9.5%	9.9%	9.2%	其中：股本	2	2	2	2	2	2
营业外收支	0	0	0	0	0	0	未分配利润	36,201	37,490	36,206	36,571	37,045	37,552
税前利润	5,673	3,486	1,080	2,612	3,382	3,620	少数股东权益	2,187	2,453	2,626	2,992	3,465	3,972
利润率	19.7%	8.4%	2.5%	5.9%	7.2%	7.3%	负债股东权益合计	66,813	70,077	69,244	104,563	107,221	110,323
所得税	1,323	1,224	563	784	1,015	1,086	比率分析						
所得税率	23.3%	35.1%	52.1%	30.0%	30.0%	30.0%		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,349	2,261	517	1,828	2,368	2,534	每股指标						
少数股东损益	316	318	224	366	474	507	每股收益	1.20	0.58	0.09	0.44	0.57	0.61
归属于母公司的净利润	4,033	1,943	292	1,463	1,894	2,027	每股净资产	10.75	11.10	10.82	10.92	11.07	11.22
净利率	14.0%	4.7%	0.7%	3.3%	4.0%	4.1%	每股经营现金净流	1.01	0.98	1.38	1.74	1.72	1.85
							每股股利	0.30	0.37	0.29	0.33	0.33	0.33
							回报率						
							净资产收益率	11.15%	5.19%	0.81%	4.00%	5.12%	5.41%
							总资产收益率	6.04%	2.77%	0.42%	1.40%	1.77%	1.84%
							投入资本收益率	9.27%	8.61%	5.38%	7.17%	6.99%	6.67%
							增长率						
							主营业务收入增长率	84.89%	43.42%	3.01%	4.61%	5.91%	5.53%
							EBIT增长率	63.40%	6.30%	-19.02%	-7.82%	-0.67%	-2.70%
							净利润增长率	50.16%	-51.82%	-84.96%	400.34%	29.50%	7.04%
							总资产增长率	114.12%	4.89%	-1.19%	51.01%	2.54%	2.89%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	90.6	111.6	134.1	135.8	135.8	135.8
							存货周转天数	3.1	2.8	4.2	5.5	6.0	6.3
							应付账款周转天数	60.1	60.6	70.1	76.6	80.0	83.7
							固定资产周转天数	16.3	12.4	13.2	13.9	14.0	13.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-17.93%	-14.20%	-22.27%	-27.42%	-32.82%	-39.52%
							EBIT利息保障倍数	53.8	77.6	-118.8	-105.7	-8.0	-7.1
							资产负债率	42.57%	43.05%	43.99%	62.21%	62.26%	62.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806