

碧桂园服务（06098）

营收稳中有升，利润、现金流承压

事件：公司发布 2024 年中期业绩公告，公司上半年实现营业收入 210.5 亿元，同比增长 1.5%；实现股东应占核心净利润约 18.40 亿元，同比减少约 31.7%；实现基本每股收益 0.43 元/股，同比-38.2%。

收入稳定，利润、经营现金流承压下行

公司 24H1 年实现营收 210.5 亿元，同比+1.5%；实现归母核心净利润 18.40 亿元，同比-31.7%。公司 24H1 整体毛利率 21.16%，较 23 年同期下降 3.72 pct，公司毛利率下降主要因 1）出于谨慎性原则，公司自 23 年 8 月起对于信用风险客户确认收入规则有所调整；2）外部不利因素影响，企业经营管理因素导致部分业务毛利率下降等。24H1 物管/社区增值/非业主增值/三供一业/城市/商业运营服务毛利率分别为 22.9%/39.0%/-6.5%/9.7%/16%/31%，较 23 年同期分别-3.1/-9.7/-19.7/+2.5/-5.1/-7.4pct。24H1 公司经营活动所得现金净额约 2.70 亿元，较 23 年同期下降 87.7%，主要因 1）净利润下降；2）风险客商业和小业主收费不及规模增长速度，使得综合收费率同比下降，进而导致应收账款增加等。24H1 公司计提应收账款减值损失 3.2 亿元，截至 24H1 末公司应收账款账面价值 185.0 亿元，其中关联方、第三方分别约 7.5、177.5 亿元。公司 24H1 净利率 7.34%，较 23 年同期-4.66 pct。公司 24H1 销管费率较 23 年同期降 0.11 pct 至 9.40%，费用管控能力有所提升。

管理规模稳步增长，新拓住宅占比提升

截止 24H1 末，除三供一业业务外，公司合同管理面积约 16.35 亿平，同比-0.71%；收费管理面积约 10.06 亿平，同比+9.78%；管理项目 7695 个，较 23 年同期增加 709 个，其中位于一二线城市的收费管理面积占比约 40.7%。市场拓展方面，公司坚持以住宅为核心，基于城市住宅项目的密度，聚焦战略及重点城市，24H1 由住宅业态所贡献的新增当年签约及入场年化收入的占比达到约 48.7%，较 23 同期提升近 13 pct；位于战略及重点城市的项目所贡献的新增当年签约及入场年化收入占比突破 65%。

物管收入占比增加，社区增值表现良好

物业管理服务，24H1 实现收入 127.52 亿元，同比+4.6%，占营收比重 60.6%，较 23 年同期+1.8 pct；其中，第三方项目收入占比 54.5%，较 23 年同期降低 1.7 pct。社区增值服务，24H1 实现收入 19.98 亿元，同比+6.0%，占营收比重 9.5%，较 23 年同期+0.4 pct，增长主要得益于零售业务表现良好。非业主增值服务，24H1 实现收入 3.56 亿元，同比-63.4%，占营收比重 1.7%，较 23 年同期-3.0 pct，下滑主要因公司主动压降关联方交易规模。三供一业业务，24H1 实现收入 33.45 亿元，同比+23.8%，占营收比重 15.9%，较 23 年同期+2.9 pct。城市服务，24H1 实现收入 21.70 亿元，同比-9.4%，占营收比重 10.3%，较 23 年同期-1.2 pct，下滑主要因公司主动退出若干环卫项目。商业运营服务，24H1 实现收入 3.32 亿元，同比-37.9%，占营收比重 1.6%，较 23 年同期-1.0 pct，下滑主要因公司与碧桂园地产集团提前终止双方物业租赁及商业委管合同。

投资建议：公司 24 年上半年营收平稳，外拓稳定，多元化业务持续深耕。考虑公司利润受非业主增值服务下滑及应收款减值等影响回落，我们调整预测公司 24-25 年归母净利润为 11.21、12.07 亿元（原值：50.31、54.55 亿元），新增 26 年预测为 12.61 亿元，调至“增持”评级。

风险提示：业务拓展不及预期、业务经营存在不确定性、政策调控不确定性

财务数据与估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,366.57	42,611.51	43,889.86	44,767.65	45,663.01
增长率(%)	43.42	3.01	3.00	2.00	2.00
EBITDA(百万元)	7,223.28	4,929.69	1,882.11	1,979.76	2,079.35
归母净利润(百万元)	1,943.42	292.34	1,121.10	1,206.64	1,261.20
增长率(%)	-51.82	-84.96	283.50	7.63	4.52
EPS(元/股)	0.58	0.09	0.34	0.36	0.38
市盈率(P/E)	6.22	40.98	10.69	9.93	9.50

资料来源：wind、天风证券研究所

注：营业收入、EBITDA、归母净利润均为人民币，EPS 为人民币/股

证券研究报告
2024 年 09 月 18 日

投资评级

行业	地产建筑业/地产
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	4.11 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,343.02
港股总市值(百万港元)	13,739.81
每股净资产(港元)	12.00
资产负债率(%)	44.65
一年内最高/最低(港元)	9.15/3.92

作者

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《碧桂园服务-公司点评:枕戈待旦，重塑标杆——2022 年报点评》 2023-04-05
- 《碧桂园服务-公司点评:多业务收入稳健增长，现金流改善成效初显——2022 年中期业绩点评》 2022-08-26
- 《碧桂园服务-公司点评:各项业务齐头并进，外拓规模占比过半——2021 年业绩点评》 2022-03-30

表 1: 部分财务预测表 (人民币)

资产负债表						利润表					
资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,215.77	12,637.19	20,068.45	19,258.72	20,068.45	营业收入	41,366.57	42,611.51	43,889.86	44,767.65	45,663.01
应收账款	15,358.12	16,378.50	19,274.78	20,886.79	21,304.52	营业成本	31,109.11	33,879.56	34,892.44	35,590.28	36,302.09
交易性金融资产	862.82	807.72	835.27	821.50	828.39	销售费用	437.72	342.14	352.40	359.45	366.64
存货	270.76	516.27	531.75	542.39	553.24	管理费用	4,270.33	3,866.36	3,762.90	3,838.16	3,914.92
其他	6,949.02	5,529.70	4,878.68	4,431.65	3,975.68	财务费用	-6.22	-97.60	-184.06	-244.08	-245.04
流动资产合计	34,656.49	35,869.38	45,588.94	45,941.05	46,730.28	其他	194.96	1,518.78	3,000.00	3,000.00	3,000.00
权益性投资	644.82	600.37	558.98	520.45	484.58	利润总额	3,485.64	1,079.65	2,066.18	2,223.84	2,324.39
金融资产投资	6,141.28	5,622.98	5,622.98	5,622.98	5,622.98	所得税	1,224.30	562.94	761.69	819.81	856.88
固定资产合计	1,477.52	1,656.96	1,656.96	1,656.96	1,656.96	净利润	2,261.34	516.71	1,304.49	1,404.03	1,467.52
无形资产	26,106.90	24,294.04	25,022.86	26,723.44	27,938.15	少数股东损益	317.91	224.38	183.39	197.39	206.31
商誉	17,901.32	16,432.80	14,789.52	14,789.52	14,789.52	归属于母公司净利润	1,943.42	292.34	1,121.10	1,206.64	1,261.20
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.58	0.09	0.34	0.36	0.38
其他非流动资产	1,049.90	1,200.35	1,246.31	1,277.88	1,310.07						
非流动资产合计	35,420.40	33,374.70	23,874.76	23,867.79	23,864.11						
资产总计	70,076.90	69,244.07	69,463.70	69,808.84	70,594.39						
短期借款及长期借款 当期到期部分	1,237.64	728.80	618.82	618.82	1,001.53	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
应付账款	5,976.57	7,216.28	7,432.77	7,581.42	7,733.05	成长能力					
应交税费	1,392.78	1,314.89	1,353.84	1,334.36	1,344.10	营业收入	43.42%	3.01%	3.00%	2.00%	2.00%
其他流动负债	16,387.19	17,123.55	17,615.55	17,953.40	18,298.00	营业利润	-38.56%	-69.03%	91.37%	7.63%	4.52%
流动负债合计	24,994.17	26,383.52	27,020.97	27,488.00	28,376.68	归属于母公司净利润	-51.82%	-84.96%	283.50%	7.63%	4.52%
长期借款	1,015.93	840.75	665.57	490.40	315.22	获利能力					
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	24.80%	20.49%	20.50%	20.50%	20.50%
其他非流动负债	4,157.80	3,237.73	2,292.98	1,644.25	982.54	净利率	4.70%	0.69%	2.55%	2.70%	2.76%
非流动负债合计	5,173.73	4,078.48	2,958.55	2,134.64	1,297.76	ROE	5.67%	1.33%	3.30%	3.49%	3.59%
负债合计	30,167.90	30,462.00	29,979.52	29,622.64	29,674.44	ROIC	4.81%	1.10%	2.82%	2.90%	2.85%
少数股东权益	2,452.57	2,626.20	2,717.90	2,816.60	2,919.75	偿债能力					
股本	2.16	2.14	2.14	2.14	2.14	资产负债率	43.05%	43.99%	43.16%	42.43%	42.04%
资本公积	27,327.76	27,064.72	27,064.72	27,064.72	27,064.72	流动比率	1.39	1.36	1.69	1.67	1.65
留存收益及其他	10,162.54	9,141.01	9,701.56	10,304.88	10,935.48	速动比率	1.38	1.34	1.67	1.65	1.63
股东权益合计	39,909.00	38,782.08	39,484.18	40,186.20	40,919.96	营运能力					
负债和股东权益总计	70,076.90	69,244.07	69,463.71	69,808.84	70,594.39	应收账款周转率	3.23	2.69	2.46	2.23	2.16
						总资产周转率	0.60	0.61	0.63	0.64	0.65
						每股指标(元)					
						每股收益	0.58	0.09	0.34	0.36	0.38
						每股经营现金流	0.98	0.54	0.21	0.32	0.38
						每股净资产	11.10	10.82	11.00	11.18	11.37
						估值比率					
						市盈率	6.22	40.98	10.69	9.93	9.50
						市净率	0.32	0.33	0.33	0.32	0.32

资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com