

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

扎实修炼内功，等待风险出清

业绩

2025 年 3 月 27 日，公司发布 2024 全年业绩：实现收入 439.93 亿元，同比+3.2%；归母净利润 18.08 亿元，同比+518.7%；核心归母净利润 30.38 亿元，同比-22.9%。

经营分析

减值大幅收窄致归母净利大涨，非经营性及客观因素致核心归母净利下降。24 年商誉及其他无形资产减值+金融资产及合同资产减值损失合共 16.5 亿元，同比减少 24.2 亿元，使得经营利润同比+144.4%。非经营性因素（少确认风险客商收入影响约 15%、长账龄应收等坏账计提损失影响约 45%）及客观因素（非业主增值、城服、商业运营、其他服务的经营利润下降，影响约 60%）共同导致核心归母净利下降 22.9%。

核心业务保持增长，占比进一步提升。24 年核心业务（物管服务+社区增值+三供一业）收入同比+9.4%，加回风险客商未收款后的收入同比+10.2%。核心业务占总收入比例达 87%，同比+4.9pct。

压降关联方风险，独立性逐步加强。24 年关联方应收款原值压降 4.5 亿至 25.5 亿，计提减值拨备比例 74%。加回风险客商未收款前，持续关连交易实际发生额占总收入的 0.9%；加回风险客商未收款后，持续关连交易实际发生额占总收入的 1.2%。循环可持续第三方收入占比升至 98.9%（23 年为 96.9%）。

货币资金充裕，经营性现金流健康。截至 24 年末，公司账上货币资金达 181.8 亿元，同比增长 52.4 亿元，同比+40.5%，主要来自万达商管投资收回 37.9 亿元。24 年经营性现金流净额（38.7 亿）覆盖归母核心净利润（30.4 亿）达 1.3 倍，23 年为 1.2 倍。

公司使用 24 年归母净利润的 113%用于市值管理。截至公告日，①已支付约 5.57 亿元购买股份用于股权激励；②未来一年内拟斥资至少 5 亿元用于回购；③派发股息 0.2961 分/股，总额约 9.9 亿元。三者合共占 24 年归母净利润的 113%；占 24 年核心归母净利润的 67%。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司或仍存在一定的减值压力，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.3 亿元、24.2 亿元、26.0 亿元，同比增速为+23.1%、+8.7%、+7.4%。维持“增持”评级，公司股票现价对应 2025-2027 年 PE 分别为 9.1x、8.3x、7.8x。

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

联系人：何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价（港币）：6.460 元

相关报告：

- 《碧桂园服务港股公司点评：利润承压，困境思变》，2024.8.23
- 《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



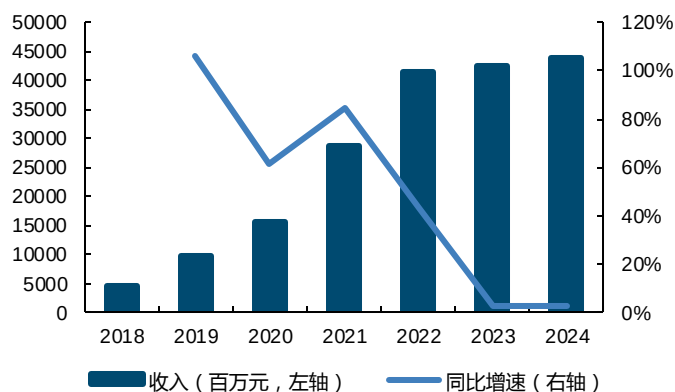
主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,612	43,993	47,799	51,249	54,585
营业收入增长率	3.01%	3.24%	8.65%	7.22%	6.51%
归母净利润(百万元)	292	1,808	2,227	2,420	2,600
归母净利润增长率	-84.96%	518.59%	23.14%	8.69%	7.44%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.54	0.67	0.72	0.78
每股经营性现金流净额	1.38	0.00	1.29	2.20	1.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.81%	4.94%	5.95%	6.31%	6.61%
P/E	72.13	9.54	9.06	8.34	7.76
P/B	0.58	0.47	0.54	0.53	0.51

来源：公司年报、国金证券研究所

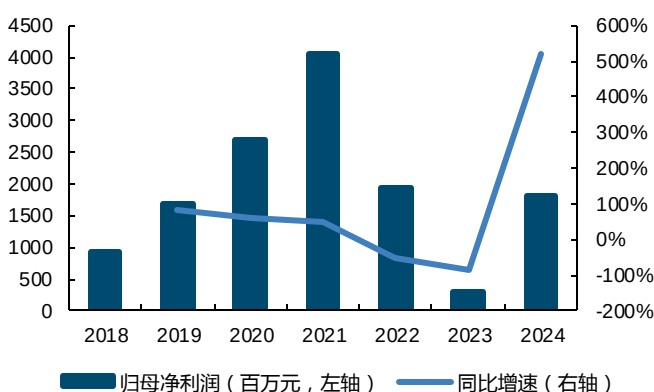
图表

图表1: 2018-2024 收入及同比增速



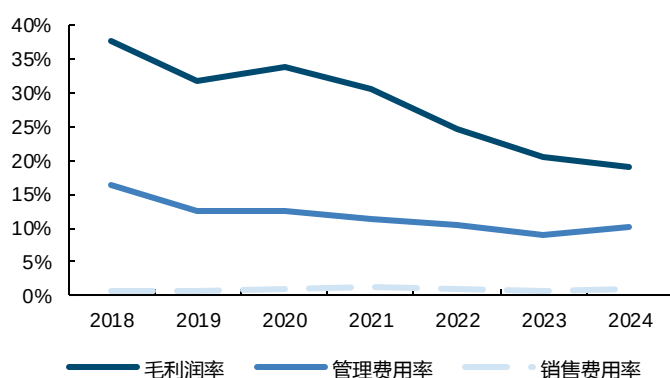
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 2018-2024 归母净利润及同比增速



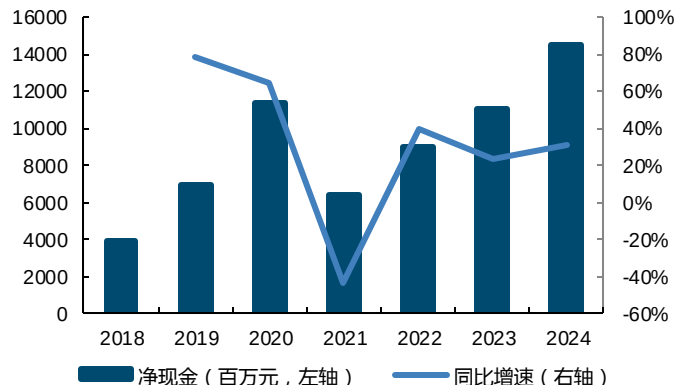
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 2018-2024 销售费率、管理费率、毛利率



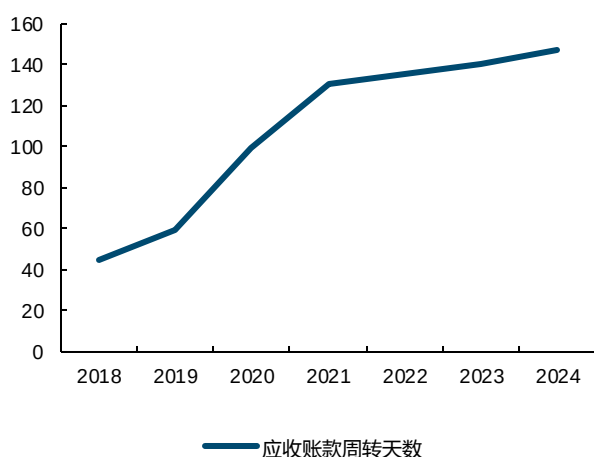
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 2018-2024 净现金及同比增速



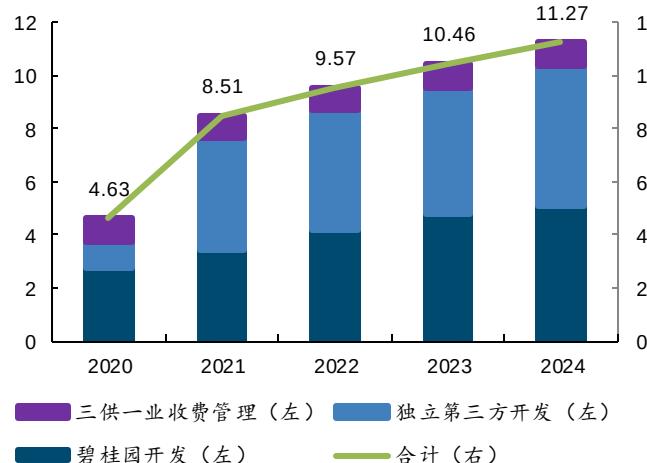
来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 净现金=现金及现金等价物-短期借款-长期借款

图表5: 2018-2024 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: 2020-2024 收费面积持续上升 (单位: 亿方)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	41,367	42,612	43,993	47,799	51,249	54,585
增长率	43.4%	3.0%	3.2%	8.7%	7.2%	6.5%
主营业务成本	31,109	33,880	35,592	38,771	41,885	45,030
%销售收入	75.2%	79.5%	80.9%	81.1%	81.7%	82.5%
毛利	10,257	8,732	8,401	9,028	9,364	9,555
%销售收入	24.8%	20.5%	19.1%	18.9%	18.3%	17.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	438	342	373	382	397	409
%销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	4,270	3,866	4,443	4,541	4,741	4,913
%销售收入	10.3%	9.1%	10.1%	9.5%	9.3%	9.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	5,599	4,534	3,585	4,110	4,231	4,238
%销售收入	13.5%	10.6%	8.1%	8.6%	8.3%	7.8%
财务费用	72	-38	-48	-115	-45	-128
%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
投资收益	34	-51	-12	0	0	0
%税前利润	1.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	5,527	4,572	3,633	4,224	4,276	4,366
营业利润率	13.4%	10.7%	8.3%	8.8%	8.3%	8.0%
营业外收支						
税前利润	3,486	1,080	2,707	3,314	3,601	3,870
利润率	8.4%	2.5%	6.2%	6.9%	7.0%	7.1%
所得税	1,224	563	832	994	1,080	1,161
所得税率	35.1%	52.1%	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	2,261	517	1,875	2,320	2,521	2,709
少数股东损益	318	224	66	93	101	108
归属于母公司的净利润	1,943	292	1,808	2,227	2,420	2,600
净利率	4.7%	0.7%	4.1%	4.7%	4.7%	4.8%

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,216	12,637	15,337	14,695	19,135	19,872
应收款项	19,452	20,422	21,494	22,520	24,009	25,578
存货	271	516	613	679	717	784
其他流动资产	3,717	2,294	4,784	5,019	5,232	5,438
流动资产	34,656	35,869	42,228	42,913	49,094	51,672
%总资产	49.5%	51.8%	59.3%	62.5%	67.0%	69.5%
长期投资	645	600	533	533	533	533
固定资产	1,478	1,657	1,702	1,771	1,829	1,878
%总资产	2.1%	2.4%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%
无形资产	26,107	24,294	22,583	20,776	19,114	17,585
非流动资产	35,420	33,375	29,026	25,801	24,198	22,718
%总资产	50.5%	48.2%	40.7%	37.5%	33.0%	30.5%
资产总计	70,077	69,244	71,255	68,714	73,291	74,390
短期借款	1,238	729	352	252	152	52
应付款项	5,977	7,216	8,634	7,864	10,751	10,193
其他流动负债	17,780	18,438	19,346	20,234	21,115	21,888
流动负债	24,994	26,384	28,332	28,350	32,018	32,133
长期贷款	1,016	841	518	358	258	158
其他长期负债	4,158	3,238	3,325	0	0	0
负债	30,168	30,462	32,176	28,708	32,276	32,291
普通股股东权益	37,456	36,156	36,617	37,452	38,360	39,335
其中：股本	2	2	2	2	2	2
未分配利润	37,490	36,206	36,615	37,450	38,357	39,333
少数股东权益	2,453	2,626	2,462	2,554	2,655	2,764
负债股东权益合计	70,077	69,244	71,255	68,714	73,291	74,390

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.58	0.09	0.54	0.67	0.72	0.78
每股净资产	11.10	10.82	10.95	11.20	11.47	11.76
每股经营现金净流	0.98	1.38	0.00	1.29	2.20	1.07
每股股利	0.37	0.29	0.30	0.42	0.42	0.42
回报率						
净资产收益率	5.19%	0.81%	4.94%	5.95%	6.31%	6.61%
总资产收益率	2.77%	0.42%	2.54%	3.24%	3.30%	3.50%
投入资本收益率	8.61%	5.38%	6.21%	7.08%	7.15%	7.01%
增长率						
主营业务收入增长率	43.42%	3.01%	3.24%	8.65%	7.22%	6.51%
EBIT 增长率	6.30%	-19.02%	-20.94%	14.65%	2.95%	0.16%
净利润增长率	-51.82%	-84.96%	518.59%	23.14%	8.69%	7.44%
总资产增长率	4.89%	-1.19%	2.90%	-3.56%	6.66%	1.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	111.6	134.1	139.4	135.8	133.3	133.3
存货周转天数	2.8	4.2	5.7	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	60.6	70.1	80.2	76.6	80.0	83.7
固定资产周转天数	12.4	13.2	13.7	13.1	12.6	12.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.20%	-22.27%	-30.00%	-36.66%	-47.07%	-48.08%
EBIT 利息保障倍数	77.6	-118.8	-74.4	-35.9	-93.8	-33.2
资产负债率	43.05%	43.99%	45.16%	41.78%	44.04%	43.41%

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