

碧桂园服务（06098）

现金流改善显著，数智化转型积极

事件：公司 2024 年 439.9 亿元，同比+3.2%；实现归母核心净利润 30.38 亿元，同比-22.9%；实现基本每股收益 0.54 元/股，同比+523.2%。

核心业务稳健增长，积极分红回购

公司 24 年实现营收 439.9 亿元，同比+3.2%，实现归母净利润 18.08 亿元，同比+518.7%，实现归母核心净利润 30.38 亿元，同比-22.9%。分业务看，物业管理/社区增值/三供一业业务收入保持增长，分别同比+4.9%/+11.8%/+30.9%，非业主增值/城市服务/商业运营收入分别同比-54.6%/-14.7%/-38.1%。公司拟派末期股息每股 13.52 分及特别股息每股 16.09 分，分红比例 54.7%，并计划在未来一年内，使用不少于人民币 5 亿元的现有可用现金储备，在公开市场购回及/或购买股份，重视股东回报。

24H2 现金流改善明显，减值压力边际改善

公司 24 年毛利率 19.1%，较 23 年下降 1.39pct；净利率 4.26%，较 23 年提升 3.05pct；公司 24 年销管费率较 23 年上升 1.08pct 至 10.95%。毛利率下降主要因 1）对风险客商确收规则调整持续；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。24 年公司物管/社增/非业主增值/三供一业/城市/商业运营毛利率分别为 20.3%/38.6%/1.6%/10.0%/12.8%/16.4%，较 23 年同期分别-1.8/-0.8/+0.6/+2.6/-4.0/-14.5pct。24 年公司经营活动所得现金净额 38.7 亿元，同比下降 16.1%，较 24 年中期的 2.7 亿改善明显，主要得益于公司积极催收回款。截至 24 年末，公司货币资金余额 181.8 亿元，同比+40.5%；应收账款余额 176.9 亿元，其中关联方/第三方应收余额分别为 6.6/170.2 亿元，较 24 年中期分别下降 11.7%/4.1%，应收规模减少且减值实现一定冲回。

外拓稳定，数智化转型提效释放增量利好

截止 24 年末，除三供一业外公司收费管理面积约 10.37 亿平，同比+8.36%；管理项目 7895 个，较 23 年同期增加 550 个，一二线城市收费管理面积占比 40.7%。公司 24 年第三方拓展面积 7870 万方，新拓住宅业态占比 48.8%，较 23 年提升近 20pct，商办/城服/其他业态分别占比 18.7%/27.6%/4.9%，继续夯实住宅基本盘。此外，公司数智化转型速度行业领先，率先实践大规模 AI 赋能，自研大模型已全面接入 Deepseek，2451 个项目业主满意度提升。清洁机器人已在 7 小区常态化使用，25 年有望继续推广助力人效提升。

投资建议：公司 24 年营收平稳，下半年现金流改善明显，外拓保持稳定，应收风险减弱，数智化进展积极，我们调整公司 25-26 年归母净利润预测为 22.2、27.6 亿元（原值：12.1、12.6 亿元），新增 27 年归母净利润预测 27.9 亿元，维持“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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,611.51	43,992.89	45,312.68	46,218.93	48,529.88
增长率(%)	3.01	3.24	3.00	2.00	5.00
EBITDA(百万元)	4,929.69	2,706.71	3,028.20	3,765.95	3,807.48
归母净利润(百万元)	292.34	1,808.36	2,220.96	2,755.15	2,786.04
增长率(%)	-84.96	518.59	22.82	24.05	1.12
EPS(元/股)	0.09	0.54	0.66	0.82	0.83
市盈率(P/E)	69.99	11.32	9.21	7.43	7.34

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
2025 年 03 月 31 日

投资评级

行业	地产建筑业/地产
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	7.02 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,343.38
港股总市值(百万港元)	23,470.50
每股净资产(港元)	11.83
资产负债率(%)	45.16
一年内最高/最低(港元)	8.39/3.92

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
师亮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525020001	shiliang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《碧桂园服务-公司点评：营收稳中有升，利润、现金流承压》 2024-09-18
- 2 《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
- 3 《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

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,637.19	15,337.23	22,736.47	23,156.67	24,522.56	营业收入	42,611.51	43,992.89	45,312.68	46,218.93	48,529.88
应收账款	16,378.50	17,689.37	20,702.94	22,383.27	23,502.43	营业成本	33,879.56	35,592.28	36,750.65	37,624.47	39,652.47
交易性金融资产	807.72	580.03	693.88	636.96	665.42	销售费用	342.14	373.20	384.39	392.08	411.68
存货	516.27	613.24	631.64	644.27	676.49	管理费用	3,866.36	4,442.72	4,349.44	4,436.42	4,658.25
其他	5,529.70	8,008.58	8,440.43	8,736.97	9,493.14	财务费用	-88.56	-157.14	-242.73	-291.71	-295.67
流动资产合计	35,869.38	42,228.45	53,205.36	55,558.14	58,860.04	其他	1,518.78	877.99	800.00	0.00	0.00
权益性投资	600.37	533.50	474.08	421.27	374.35	利润总额	1,079.65	2,706.71	3,270.93	4,057.67	4,103.15
金融资产投资	5,622.98	2,720.85	2,720.85	2,720.85	2,720.85	所得税	562.94	832.20	981.28	1,217.30	1,230.95
固定资产合计	1,656.96	1,702.48	1,702.48	1,702.48	1,702.48	净利润	516.71	1,874.51	2,289.65	2,840.37	2,872.21
无形资产	24,294.04	22,582.92	23,260.41	24,841.21	25,970.36	少数股东损益	224.38	66.15	68.69	85.21	86.17
商誉	16,432.80	15,422.81	13,880.53	13,880.53	13,880.53	归属于母公司净利润	292.34	1,808.36	2,220.96	2,755.15	2,786.04
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.09	0.54	0.66	0.82	0.83
其他非流动资产	1,200.35	1,486.33	1,645.83	1,755.35	2,034.62						
非流动资产合计	33,374.70	29,026.08	20,423.75	20,480.47	20,712.82						
资产总计	69,244.07	71,254.53	73,629.12	76,038.60	79,572.86						
短期借款及长期借款 当期到期部分	728.80	352.13	364.40	364.40	364.40	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
应付账款	7,216.28	8,634.18	8,893.20	9,071.07	9,524.62	成长能力					
应交税费	1,314.89	1,465.17	1,390.03	1,427.60	1,408.82	营业收入	3.01%	3.24%	3.00%	2.00%	5.00%
其他流动负债	17,123.55	17,880.99	18,633.14	19,149.61	20,466.63	营业利润	-69.03%	150.70%	20.85%	24.05%	1.12%
流动负债合计	26,383.52	28,332.46	29,280.77	30,012.68	31,764.46	归属于母公司净利润	-84.96%	518.59%	22.82%	24.05%	1.12%
长期借款	840.75	518.13	718.13	918.13	1,118.13	获利能力					
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	20.49%	19.10%	18.90%	18.60%	18.29%
其他非流动负债	3,237.73	3,325.22	3,408.81	3,466.21	3,612.57	净利率	0.69%	4.11%	4.90%	5.96%	5.74%
非流动负债合计	4,078.48	3,843.35	4,126.94	4,384.33	4,730.70	ROE	1.33%	4.80%	5.69%	6.82%	6.67%
负债合计	30,462.00	32,175.81	33,407.70	34,397.01	36,495.16	ROIC	1.10%	4.45%	5.58%	6.76%	6.38%
少数股东权益	2,626.20	2,461.69	2,496.04	2,538.64	2,581.73	偿债能力					
股本	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14	资产负债率	43.99%	45.16%	45.37%	45.24%	45.86%
资本公积	27,064.72	27,065.18	27,065.18	27,065.18	27,065.18	流动比率	1.36	1.49	1.82	1.85	1.85
留存收益及其他	9,141.01	9,549.72	10,660.20	12,037.77	13,430.79	速动比率	1.34	1.47	1.80	1.83	1.83
股东权益合计	38,782.08	39,078.72	40,221.41	41,641.59	43,077.70	营运能力					
负债和股东权益总计	69,244.07	71,254.53	73,629.12	76,038.60	79,572.86	应收账款周转率	2.69	2.58	2.36	2.15	2.12
						总资产周转率	0.61	0.63	0.63	0.62	0.62
						每股指标(元)					
						每股收益	0.09	0.54	0.66	0.82	0.83
						每股经营现金流	1.38	0.05	0.50	0.78	0.96
						每股净资产	10.82	10.95	11.28	11.70	12.11
						估值比率					
						市盈率	69.99	11.32	9.21	7.43	7.34
						市净率	0.57	0.56	0.54	0.52	0.51

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