

内地房地产	收盘价 港元 6.93	目标价 港元 8.36个	潜在涨幅 +20.6%
-------	----------------	-----------------	----------------

2025 年 5 月 2 日

碧桂园服务 (6098 HK)

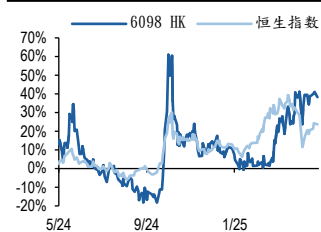
毛利率下滑渐缓，第三方收入占比进一步上升

- 我们在碧桂园服务上传其 2024 财年年报并提供更多详细信息后，已调整其财务预测。我们注意到其利润率的下降趋势已趋于稳定。同时，由于碧桂园服务的收入主要来自第三方项目和传统物业管理服务，我们预计利润率进一步下滑的空间有限。
- 循环可持续第三方收入占比达 99%：**2024 年物管板块在管收费面积上升约 0.8 亿平方米至 10.37 亿平方米（2023 年底：9.57 亿平方米）。公司依托有效的外拓及多元化业务发展，有助降低对碧桂园的依赖性。2024 年，循环可持续第三方项目收入占比进一步上升至 98.9%（2022/23 年：94.2%/96.9%），为业内最高水平之一。
- 预期毛利率在 2025-27 年可维持在 18%。**2024 年收入同比增长 3.2% 至 439.9 亿元（人民币，下同），整体毛利率同比下滑 1.4 个百分点至 19.1%（2023 年：同比下滑 4.3 个百分点）。核心业务收入占比在 2024 年增加至约 87.0%（2022/23 年：78.5%/82.1%），而较受市场情况影响之非业主增值服务收入只占 2024 年全年收入约 1.6%（2022/23 年：6.4%/3.6%）。我们相信公司未来收入及毛利率情况会更趋稳定，2025-27 年毛利率可大致维持在 18%。同时，我们相信在非经营性因素在 2025 年进一步减少后，核心利润在 2025-27 年可以恢复温和增长。
- 上调目标价，维持买入：**鉴于公司 1）在第三方收入占比领先行业，业务收入多元化，对关联方依赖较小，有助减轻毛利率下行情况；2）持有约 168 亿元净现金（对应每股约 5.04 港元），在市场好转时可加强收并购实现规模效应，或增加派息，我们对碧桂园服务维持**买入**评级。基于扣除净现金后 3 倍 2025 年市盈率，我们将目标价上调至 8.36 港元，相信其大量的净现金有助降低股价进一步下行风险。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	8.03
52周低位 (港元)	4.08
市值 (百万港元)	22,428.95
日均成交量 (百万)	8.57
年初至今变化 (%)	25.54
200天平均价 (港元)	5.79

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

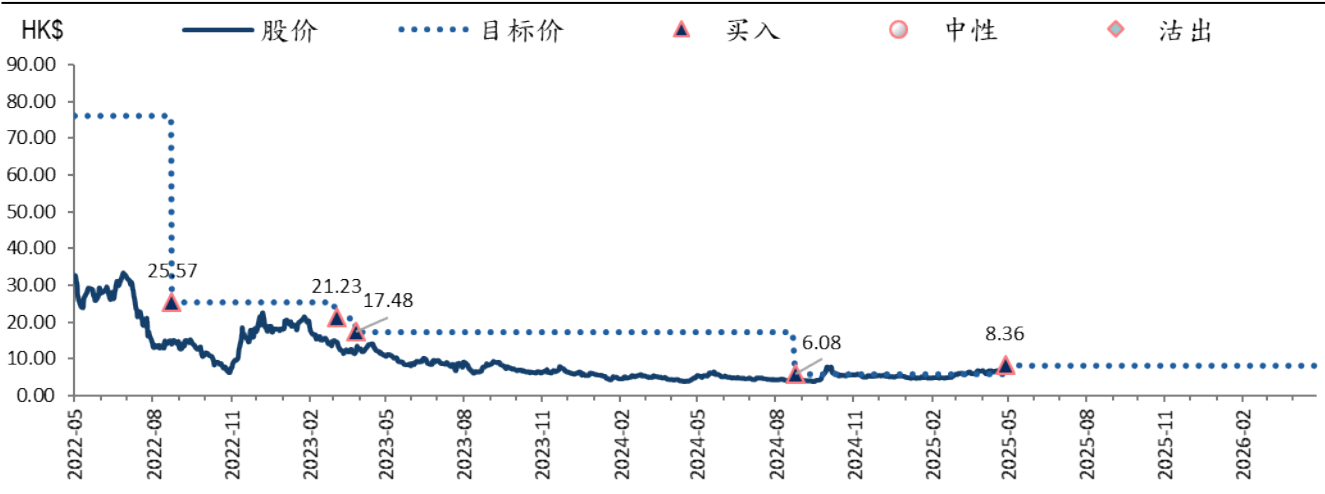
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	42,612	43,993	47,344	51,321	55,416
同比增长 (%)	3.0	3.2	7.6	8.4	8.0
核心每股盈利 (人民币)	1.17	0.90	0.91	0.95	1.01
同比增长 (%)	-21.4	-22.9	0.4	5.0	6.2
前EPS预测值 (人民币)			0.71	0.71	
调整幅度 (%)			27.4	34.7	
市盈率 (倍)	5.5	7.2	7.2	6.8	6.4
每股账面净值 (人民币)	10.82	10.95	11.38	11.93	12.57
市账率 (倍)	0.60	0.59	0.57	0.54	0.52
股息率 (%)	4.5	4.6	4.6	4.8	5.1

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：碧桂园服务 (6098 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 2：交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
17 HK	新世界发展	买入	4.76	6.94	45.7%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	4.34	5.86	35.0%	2024 年 12 月 12 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	73.65	96.10	30.5%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	36.35	47.70	31.2%	2024 年 05 月 29 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	22.00	23.02	4.6%	2025 年 04 月 03 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	26.25	31.68	20.7%	2025 年 03 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.70	6.60	40.4%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.46	1.16	154.9%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.93	8.36	20.6%	2025 年 05 月 02 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	2.88	4.30	49.4%	2025 年 03 月 21 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	5.39	6.30	16.9%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	3.01	3.20	6.3%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.51	0.60	17.6%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 4 月 30 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	42,612	43,993	47,344	51,321	55,416
主营业务成本	(33,880)	(35,592)	(38,567)	(41,994)	(45,495)
毛利	8,732	8,401	8,777	9,327	9,921
销售及管理费用	(4,209)	(4,816)	(5,079)	(5,449)	(5,823)
其他经营净收入/费用	(3,431)	(915)	(86)	390	661
经营利润	1,092	2,670	3,613	4,268	4,759
财务成本净额	38	48	53	95	138
应占联营公司利润及亏损	(51)	(12)	(12)	(13)	(15)
税前利润	1,080	2,707	3,653	4,350	4,883
税费	(563)	(832)	(1,122)	(1,336)	(1,499)
非控股权益	(224)	(66)	(101)	(121)	(135)
净利润	292	1,808	2,430	2,894	3,248

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	12,637	15,337	18,766	22,263	26,072
有价证券	808	580	580	580	580
应收账款及票据	21,606	23,323	25,565	27,713	29,925
存货	516	613	736	883	1,060
其他流动资产	302	2,375	2,375	2,375	2,375
总流动资产	35,869	42,228	48,022	53,815	60,012
投资物业	1,305	1,698	1,698	1,698	1,698
物业、厂房及设备	1,657	1,702	1,808	1,828	1,752
其他有形资产	426	421	412	401	386
无形资产	23,927	22,162	21,064	19,996	18,968
合资企业/联营公司投资	600	533	521	508	493
其他长期资产	5,459	2,509	2,509	2,509	2,509
总长期资产	33,375	29,026	28,013	26,939	25,806
总资产	69,244	71,255	76,035	80,754	85,818
短期贷款	729	352	435	865	908
应付账款	17,436	18,824	20,440	22,257	24,113
其他短期负债	8,218	9,157	9,930	10,782	11,631
总流动负债	26,384	28,332	30,805	33,904	36,652
长期贷款	841	518	1,295	952	999
其他长期负债	3,238	3,325	3,325	3,325	3,325
总长期负债	4,078	3,843	4,621	4,277	4,325
总负债	30,462	32,176	35,425	38,181	40,977
股本	27,067	26,522	26,522	26,522	26,522
储备及其他资本项目	9,089	10,095	11,525	13,368	15,501
股东权益	36,156	36,617	38,047	39,890	42,023
非控股权益	2,626	2,462	2,563	2,683	2,819
总权益	38,782	39,079	40,610	42,574	44,841

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,080	2,707	3,653	4,350	4,883
合资企业/联营公司收入调整	51	12	12	13	15
折旧及摊销	1,925	1,989	2,150	2,329	2,531
营运资本变动	2,248	(249)	(121)	267	235
利息调整	(38)	(48)	(53)	(95)	(138)
税费	(1,628)	(1,046)	(977)	(1,229)	(1,418)
其他经营活动现金流	977	510	0	0	0
经营活动现金流	4,615	3,873	4,664	5,636	6,108
资本开支	(690)	(610)	(671)	(738)	(812)
投资活动	(2,777)	(3,189)	(478)	(531)	(600)
其他投资活动现金流	3,113	5,487	230	281	334
投资活动现金流	(354)	1,687	(919)	(988)	(1,078)
负债净变动	(684)	(699)	860	87	91
权益净变动	(267)	(545)	0	0	0
股息	(1,255)	(985)	(1,000)	(1,050)	(1,116)
其他融资活动现金流	(589)	(593)	(178)	(186)	(196)
融资活动现金流	(2,794)	(2,822)	(317)	(1,150)	(1,221)
汇率收益/损失	(45)	0	0	0	0
年初现金	11,216	12,637	15,337	18,766	22,263
年末现金	12,637	15,337	18,766	22,263	26,072

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.171	0.903	0.907	0.952	1.012
全面摊薄每股收益	1.171	0.903	0.907	0.952	1.012
每股股息	0.295	0.296	0.297	0.312	0.332
每股账面值	10.815	10.953	11.381	11.932	12.570
利润率分析(%)					
毛利率	20.5	19.1	18.5	18.2	17.9
净利率	0.7	4.1	5.1	5.6	5.9
盈利能力(%)					
ROA	0.7	2.6	3.3	3.7	3.9
ROE	0.8	4.9	6.4	7.3	7.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
存货周转天数	5.6	6.3	7.0	7.7	8.5
应收账款周转天数	185.1	193.5	197.1	197.1	197.1
应付账款周转天数	187.8	193.0	193.5	193.5	193.5

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 5 月 2 日

碧桂园服务 (6098 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。