

公司研究

核心业务同比正增长，承诺提升股东回报

——碧桂园服务（6098.HK）2025 年中期业绩点评

要点

事件：碧桂园服务 2025H1 营收同比增长 10%，核心归母净利润同比-15%。

碧桂园服务 2025 年上半年实现收入 232 亿元，同比增长 10.2%，毛利 43 亿元，同比减少 3.5%，归母净利润 10 亿元，同比减少 30.8%，剔除商誉减值、收并购带来的客户关系摊销等影响后的核心归母净利润 15.7 亿元，同比减少 14.8%。

点评：核心业务均实现同比正增长，外拓发力，毛利率阶段性承压。

1) 核心业务均实现同比正增长，业绩基石作用凸显。在公司战略性收缩城市服务和商业运营业务的背景下，2025H1 公司各业务板块基本延续了 2024 年的增长趋势，其中物业管理/三供一业/社区增值分别实现收入 136 亿/51 亿/21 亿元，同比增长 6.7%/51.6%/5.3%，合计收入占比 89.6%，同比提升 3.6pct；三大主业合计毛利占比 92.9%，同比提升 3.1pct，核心业务基石作用愈发显著。

2) 外拓精准发力，三供一业高速扩张。截至 2025 年上半年公司在管面积 10.6 亿平（除三供一业外），稳居行业规模龙头，上半年公司第三方拓展签约面积 6477 万 m²（不含三供一业），同比增长 66%，外拓表现优秀；上半年公司三供一业新签项目 315 个，新签合同总金额 17.9 亿元，三供一业作为公司特色业务，与合作方关系密切，承接了大量石油石化企业办公楼、公寓、职工食堂等的物业管理服务，我们持续看好其后续的增长空间。

3) 毛利率有所承压，承诺提升股东回报。2025 年上半年基础物管/三供一业/社区增值毛利率分别为 21.8%/7.7%/30.4%，同比下滑 1.1pct/1.2pct/8.6pct；其中基础物管毛利率下滑主要由于公司新拓展项目毛利率水平较低，同时对存量项目加大了资金投入以提升服务品质；三供一业中的供热业务毛利率基本稳定，而物管及其他相关业务毛利率同比下滑 1.8pct 至 7.9%，主要由于业务结构变化所致；社区增值各细分业务毛利率普遍承压，主要因为行业周期性以及前期投入影响；总体上看，2025H1 公司毛利率为 18.5%，仍然保持行业领先。

为维护股东权益及公司价值，管理层承诺 2025 年将按照核心归母净利润 60%进行派息，同时通过回购股份用于股权激励、注销回购股份等方式，逐步提升股东回报。

盈利预测、估值与评级：公司作为物管龙头，具备品牌优势和规模优势，核心业务均实现稳健增长，考虑公司战略性收缩非核心业务、加大长账龄应收款清理，短期业绩或有所波动，我们下调公司 25-26 年归母净利润预测至 18.3/22.0 亿元，下调幅度为 28%/19%，新增 27 年预测为 23.4 亿元，对应 PE 为 11/9/8 倍，行业龙头估值具备吸引力，维持“增持”评级。

风险提示：增值服务开展不及预期，商誉减值和应收款减值具有不确定性。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	42,612	43,993	48,083	51,025	53,683
营业收入增长率	3.0%	3.2%	9.3%	6.1%	5.2%
归母净利润（百万元）	292	1,808	1,826	2,197	2,345
归母净利润增长率	-85.0%	518.6%	1.0%	20.3%	6.8%
EPS（元）	0.09	0.54	0.55	0.66	0.70
ROE（归母，摊薄）	0.8%	4.6%	4.6%	5.3%	5.4%
P/E	67.7	10.9	10.8	9.0	8.4
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：同花顺，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-8-29；汇率：1 港元=0.9116 元人民币

增持（维持）

当前价：6.49 港元

作者

分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

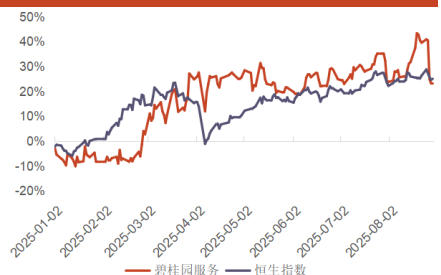
021-52523810

weiyongqiang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	33.43
总市值(亿港元):	217
一年最低/最高(港元):	3.73/7.98
近 3 月换手率:	28.44%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20240927 物管基本盘稳健，聚焦主业回笼现金——碧桂园服务（6098.HK）跟踪报告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,612	43,993	48,083	51,025	53,683
营业成本	-33,880	-35,592	-39,875	-42,712	-45,340
毛利	8,732	8,401	8,208	8,313	8,342
销售费用	-342	-373	-408	-433	-455
管理费用	-3,866	-4,443	-4,615	-4,745	-4,831
其他收入-经营	477	254	278	295	310
金融资产减值损失净额	-2,594	-664	-1,056	-516	-267
其他收益-净额	161	485	54	39	35
商誉减值	-1,476	-990	0	0	0
折旧及摊销	-1,925	-1,989	-2,113	-2,260	-2,193
营业利润	1,092	2,670	2,461	2,953	3,135
财务收入	272	217	250	275	303
财务费用	-234	-169	-175	-179	-183
税前利润	1,080	2,707	2,523	3,036	3,241
所得税	-563	-832	-631	-759	-810
净利润 (含少数股东权益)	517	1,875	1,892	2,277	2,431
净利润 (不含少数股东权益)	292	1,808	1,826	2,197	2,345
总股本 (百万)	3,343	3,343	3,343	3,343	3,343
EPS(元, 人民币)	0.09	0.54	0.55	0.66	0.70
资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	35,869	42,228	43,884	46,944	50,263
货币资金	12,637	15,337	16,871	18,558	20,414
应收账款及其他应收款项-流动资产	21,606	22,680	22,394	23,477	24,678
存货	516	613	687	736	781
受限制银行存款-流动资产	302	560	612	650	683
按公允价值计入损益的金融资产	808	580	634	673	708
非流动资产合计	33,375	29,026	28,394	27,736	26,862
固定资产-物业、厂房及设备	1,657	1,702	1,693	1,626	1,484
无形资产(剔除商誉)	6,026	6,740	6,428	5,750	5,076
商誉	17,901	15,423	15,423	15,423	15,423
权益法核算的投资	600	533	587	646	710
按公允价值计入损益之其他金融资产-非流动资产	4,318	557	567	574	580
递延所得税资产-非流动资产	908	1,130	1,235	1,311	1,379
有使用权资产-非流动资产	426	421	443	456	338
投资物业(使用权资产)	1,305	1,698	1,635	1,547	1,450
合同资产	71	73	75	76	76
资产总计	69,244	71,255	72,278	74,680	77,125
流动负债合计	26,384	28,332	28,215	29,113	29,883
应付账款及其他应付款项	17,436	18,824	18,255	18,607	18,943
合同负债-流动负债	7,591	8,245	8,835	9,251	9,621
应交所得税-流动负债	463	708	536	645	689
租赁-流动负债	164	204	228	244	259
短期借款	729	352	361	366	370
非流动负债合计	4,078	3,843	3,975	4,058	4,132
长期借款	841	518	531	538	545
租赁-非流动负债	1,353	1,726	1,796	1,838	1,876
递延所得税负债-非流动负债	1,884	1,599	1,648	1,682	1,711
负债总计	30,462	32,176	32,190	33,171	34,015
股本金	27,067	26,522	26,522	26,522	26,522
其他储备	924	597	597	597	597
留存收益	8,165	9,498	10,444	11,774	13,275
少数股东权益	2,626	2,462	2,525	2,615	2,716
股东权益合计	38,782	39,079	40,088	41,509	43,110
现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,615	3,873	4,100	4,035	3,962
投资活动现金流	(354)	1,687	(1,400)	(1,289)	(1,057)
融资活动现金流	(2,794)	(2,822)	(1,165)	(1,059)	(1,049)
净现金流	1,466	2,737	1,534	1,687	1,856

资料来源: wind, 光大证券研究所预测 注: EPS 按最新股本测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP