

公司研究

地产关联降至较低水平，静待减值出清信号

——碧桂园服务（6098.HK）跟踪报告

要点

事件：公司 2025 年营收同比+10%，派息率（按核心归母净利润计）约 60%。

1、关联方碧桂园 4 月权益合同销售金额 25 亿元，权益销售面积 34 万平。根据克而瑞数据，1-4 月碧桂园累计实现权益销售金额 92 亿元，同比-15.5%。

2、公司 2025 年营业收入 483.5 亿元，同比+9.9%；毛利 84.6 亿元，同比+0.7%；归母净利润 6.0 亿元，同比-66.7%；核心归母净利润 25.2 亿元，同比-17.1%；宣派末期及特别股息合计 15.1 亿元，派息率（按核心归母净利润计）约 60%。

点评：规模优势明显，现金流质量提升，关联方依赖较小，静待减值出清信号。

1) 核心业务稳健增长，结构持续优化。2025 年公司实现营业收入约 483.5 亿元，同比约+10%。其中，物业管理服务收入约 279.3 亿元（同比+7.3%），占总收入 57.8%，基本盘稳固；社区生活服务收入约 44.2 亿元（同比+5.0%），占总收入 9.1%；三供一业中的物管业务收入 95.8 亿元，同比+46.5%，增长势头强劲，供热业务收入 16.9 亿元，同比+4.4%，保持稳健增速；非业主增值服务收入 6.3 亿元（同比-10.6%），占总收入 1.3%，主动压降关联方交易，业务结构持续优化。截至 2025 年末公司在管面积达 10.7 亿平方米，稳居行业头部。

2) 毛利率短期承压，降本增效成果初显。2025 年公司整体毛利率约 17.5%，同比下滑约 1.6 个百分点，其中，物业管理服务毛利率 20.6%，同比上升 0.6 个百分点；社区生活服务毛利率 28.9%，同比下降 9.5 个百分点，主要受到外部环境以及房地产市场的影响，虽有所下滑但仍然是毛利率最高的业务。费用端，管理费用率 9.5%，同比下降约 0.6 个百分点，得益于区域集约化管理与 AI 科技赋能带来运营效率的提升。

3) 现金流覆盖核心归母净利润 1 倍，市场化拓展强劲。2025 年经营性现金流净额 25.1 亿元，覆盖核心归母净利润 1.0 倍，结合公司面临的外部环境和关联方流动性，公司现金流表现值得肯定；截至 2025 年末对碧桂园应收账款约 21.5 亿元，扣除减值拨备后余额为 5.7 亿元，均较 2024 年有所减少，风险缓释明显。2025 年公司市场拓展成效显著，新进场年化收入达到 20.3 亿元，在杭州、广州、深圳等高密度核心城市累计签约 104 个项目，城市聚焦度持续提升，公司对关联方的业务依赖以及财务关联度均降至较低水平。

盈利预测、估值与评级：公司作为行业规模龙头，物管主业基本盘稳固，考虑公司毛利率下滑以及商誉减值的影响，出于谨慎性我们下调公司 26-27 年归母净利润预测至 17.0/18.5 亿元，原预测为 22.0/23.4 亿元，新增 28 年预测为 20.2 亿元，对应 PE 为 11/10/9 倍，静待公司应收账款和商誉减值出清，以及净利润率修复，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	43,993	48,354	51,065	53,915	56,327
营业收入增长率	3.2%	9.9%	5.6%	5.6%	4.5%
归母净利润（百万元）	1,808	601	1,705	1,851	2,022
归母净利润增长率	518.6%	-66.7%	183.4%	8.6%	9.2%
EPS（元）	0.56	0.18	0.52	0.57	0.62
ROE（归母，摊薄）	4.6%	1.6%	4.4%	4.7%	5.1%
P/E	10.3	31.1	11.0	10.1	9.2
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 2026-5-11；汇率：1 港元=0.87 元人民币

增持（维持）

当前价：6.56 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)	32.57
总市值(亿港元)	214
一年最低/最高(港元)	5.58/7.69
近 3 月换手率	12.62%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20250830 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

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	43,993	48,354	51,065	53,915	56,327
营业成本	-35,592	-39,898	-42,635	-45,124	-47,262
毛利	8,401	8,456	8,430	8,792	9,065
销售费用	-373	-290	-307	-324	-338
管理费用	-4,443	-4,615	-4,873	-5,145	-5,376
其他收入-经营	254	177	186	197	206
金融资产减值损失净额	-664	-1,540	-834	-747	-652
其他收益-净额	485	-190	132	138	117
商誉减值	-990	-969	-500	-500	-400
折旧及摊销	-1,989	-1,999	-2,261	-2,202	-2,316
营业利润	2,670	1,029	2,234	2,411	2,622
财务收入	217	265	243	267	291
财务费用	-169	-126	-140	-143	-145
税前利润	2,707	1,119	2,285	2,481	2,710
所得税	-832	-520	-571	-620	-677
净利润 (含少数股东权益)	1,875	599	1,713	1,861	2,032
净利润 (不含少数股东权益)	1,808	601	1,705	1,851	2,022
总股本 (百万)	3,343	3,344	3,257	3,257	3,257
EPS(元, 人民币)	0.56	0.18	0.52	0.57	0.62
资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	42,228	42,912	45,196	47,674	49,718
货币资金	15,337	11,851	13,037	14,340	15,488
应收账款及其他应收款项-流动资产	22,680	23,326	23,981	24,696	25,205
存货	613	753	805	852	892
受限制银行存款-流动资产	560	1,048	1,107	1,169	1,221
按公允价值计入损益的金融资产	580	2,348	2,479	2,618	2,735
非流动资产合计	29,026	28,928	26,975	25,720	24,371
固定资产-物业, 厂房及设备	1,702	1,733	1,618	1,503	1,286
无形资产(剔除商誉)	6,740	5,750	5,752	5,120	4,319
商誉	15,423	14,447	13,947	13,447	13,047
权益法核算的投资	533	397	437	480	519
按公允价值计入损益之其他金融资产-非流动资产	557	452	457	463	467
递延所得税资产-非流动资产	1,130	1,484	1,567	1,655	1,729
有使用权资产-非流动资产	421	412	457	338	338
投资物业(使用权资产)	1,698	1,526	1,547	1,453	1,350
合同资产	73	4	4	4	4
资产总计	71,255	71,840	72,171	73,393	74,089
流动负债合计	28,332	29,941	29,865	30,561	30,572
应付账款及其他应付款项	18,824	19,878	19,340	19,564	19,161
合同负债-流动负债	8,245	8,878	9,261	9,658	9,991
应交所得税-流动负债	708	622	684	743	811
租赁-流动负债	204	179	191	203	212
短期借款	352	384	389	393	397
非流动负债合计	3,843	3,549	3,613	3,673	3,721
长期借款	518	1,243	1,260	1,275	1,287
租赁-非流动负债	1,726	987	1,010	1,030	1,046
递延所得税负债-非流动负债	1,599	1,318	1,343	1,368	1,389
负债总计	32,176	33,490	33,478	34,234	34,294
股本金	26,522	26,158	26,158	26,158	26,158
其他储备	597	842	842	842	842
留存收益	9,498	8,959	9,281	9,718	10,314
少数股东权益	2,462	2,392	2,414	2,443	2,482
股东权益合计	39,079	38,351	38,694	39,160	39,795
现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,873	2,508	2,438	3,203	2,953
投资活动现金流	1,687	(5,062)	398	(374)	(247)
融资活动现金流	(2,822)	(983)	(1,651)	(1,526)	(1,560)
净现金流	2,737	(3,537)	1,185	1,304	1,147

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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼