

2022-08-22

股票 | 香港 | 业绩前瞻 | 公司报告

碧桂园服务(6098.HK) 2022 中期业绩前瞻

评级 买入

当前价 (19/8/2022)	15.38 港元
目标价	51.91 港元
市值	518.18 亿港元
股数 (百万)	3,269.21
52 周价最高	66.10 港元
52 周价最低	13.84 港元

主要财务数据

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)	28843	42353	58913	79433
增长 (%)	84.89	46.84	39.10	34.83
每股盈利(元)	1.18	1.77	2.48	3.45
增长 (%)	20.57	50.79	39.96	38.89
ROE (%)	14.54	14.27	16.63	18.77
市盈率 (倍)	11.17	7.41	5.29	3.81
市账率 (倍)	2.46	1.99	1.53	1.19

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

碧桂园服务一年股价变化



公司/指数	价格变动
碧桂园服务 (6098 HK)	-71%
恒生生物及管理指数	-59%
恒生指数	-20%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

保持中高速增长, 展望估值修复

● **事件:** 碧桂园服务将会于 2022 年 8 月 24 日(星期三)公布 2022 年 6 月 30 日止的中期业绩, 中期业绩前瞻如下:

● **预计公司 2022 年中期收入为 165.85 亿元, 同比增长 43%。** 尽管房地产近期波动较大, 但估计对公司日常营运未造成重大影响, 预计公司 1H22 仍能保持中高速增长。其中主要收入来自于:1) 第三方在管面积对物业管理服务的贡献; 2) 社区增值服务持续渗透社区; 3) 城市服务规模逐渐扩大。近日物业板块连同公司股价表现低迷, 最大原因是因为房地产板块的波动, 例如 7 月 27 日公司母公司碧桂园的配股事件使市场担忧碧桂园出现流动性问题, 恐慌情绪波及公司, 担心公司流动性亦会受母公司影响, 当天股价大跌 22%。及后, 根据路透, 监管部门近期指示中债信用增进投资公司对房企发行的中期票据开展「全额无条件不可撤销连带责任担保」, 涉及公司包括碧桂园等示范民营房企, 如资讯属实能大大提振市场信心; 公司亦重申不会支持姐妹公司占用公司资金, 因此姐妹公司的经营问题并不会影响公司本身的发展, 一定程度缓和和市场担忧。物业管理行业的基本面和政策面均一直没有改变持续向好的趋势 (可查阅最新一期[物业管理行业月报](#)), 加上母公司碧桂园为行业上较受政府支持的房企, 双双利好公司继续维持物业公司龙头位置多赛道发展。预计在后续市场对优质民营房企继续经营恢复一定信心的前提下, 作为物业龙头的公司估值有望率先进行修复。

● **公司主要业务中期预估详情:**

— **物业管理服务:** 预计公司来至物业管理服务的中期收入为 74.28 亿元, 同比增加 44%。虽然公司关联母公司碧桂园 2022 年 1-6 月的合同销售面积同比下降 24%, 对公司在管面积有负面影响, 但鉴于公司 2021 年来至第三方的在管面积占总在管面积 55%, 加上 2021 年下半年较大型的收购行动 (例如富良环球、邻里业控股), 来至第三方的收入能够一定程度支撑公司物业管理服务。物业管理业服务仍然是公司的主要收入来源, 占中期总收入 45%。预计 2022 年中期物业管理业服务的毛利率为 30%。

2022-08-22

- **非业主增值服务：**预计公司来至非业主增值服务的中期收入为 13.11 亿元，同比增加 24%。非业主增值服务的中期同比增速大减（2021 1H 同比 57%；2021 同比 92%）主要原因是该业务与母公司的关联性较大，碧桂园 2022 1H 的销售下降限制了公司非业主增值服务的收入来源，包括 2021 年使公司非业主增值服务大增的车位及房屋尾盘的代理销售服务。预计 2022 年中期非业主增值服务的毛利率为 41%。
- **社区增值服务：**预计公司来至非业主增值服务的中期收入为 22.07 亿元，同比增加 58%。2022 1H 房地产市场低迷下冲击公司部分增值服务例如房地产经纪服务，但在疫情防控常态化背景下，代买菜、代买药、物流采购等增值服务大大满足了业主居家的生活需求，本地生活服务、到家服务等更显其重要性，预计能够抵消影响。预期社区增值服务仍是公司主要业务中增速较快的业务，继续看好到家服务、家装服务、社区传媒服务、本地生活服务、房地产经纪服务、园区空间服务六大社区增值服务持续渗透社区。预计 2022 年中期社区增值服务的毛利率为 59%。
- **城市、商业运营服务：**预计公司来至城市/商业运营服务的中期收入为 28.53/5.89 亿元，同比增加 36%/320%。城市、商业运营服务为物业公司继物业管理、增值服务后的广大赛道，公司亦早已在此双双布局。城市服务方面，后续预计公司继续以城市市政服务、城市空间运营、城市小区治理为三大核心业务，发展重点聚焦于市政、空间运营、产业园区、校园、医院五大核心赛道，并持续增加收入水平；商业运营方面，该业务 2021 年年初开始营运，发展时间较短，主要向碧桂园控股及其附属公司承租商业物业及提供商业管理服务，预计短期对公司收入贡献较低，但长期对十分有利公司收入多元化。预计 2022 年中期城市/商业运营服务的毛利率为 18%/50%。
- **投资建议：**物业管理行业的基本面和政策面均一直没有改变持续向好的趋势，加上母公司碧桂园为行业上较受政府支持的房企，双双利好公司继续维持物业公司龙头位置多赛道发展，保持业务中高速增长。预计在后市场对优质民营房企继续经营恢复一定信心的前提下，作为物业龙头的公司估值有望率先进行修复，当前公司估值处于历史低位，属一个配置时机。预计 2022/2023/2024 年 EPS 为 1.77/2.48/3.45 元，维持目标价 51.91 元港币，维持“买入”评级。
- **风险因素：**房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。

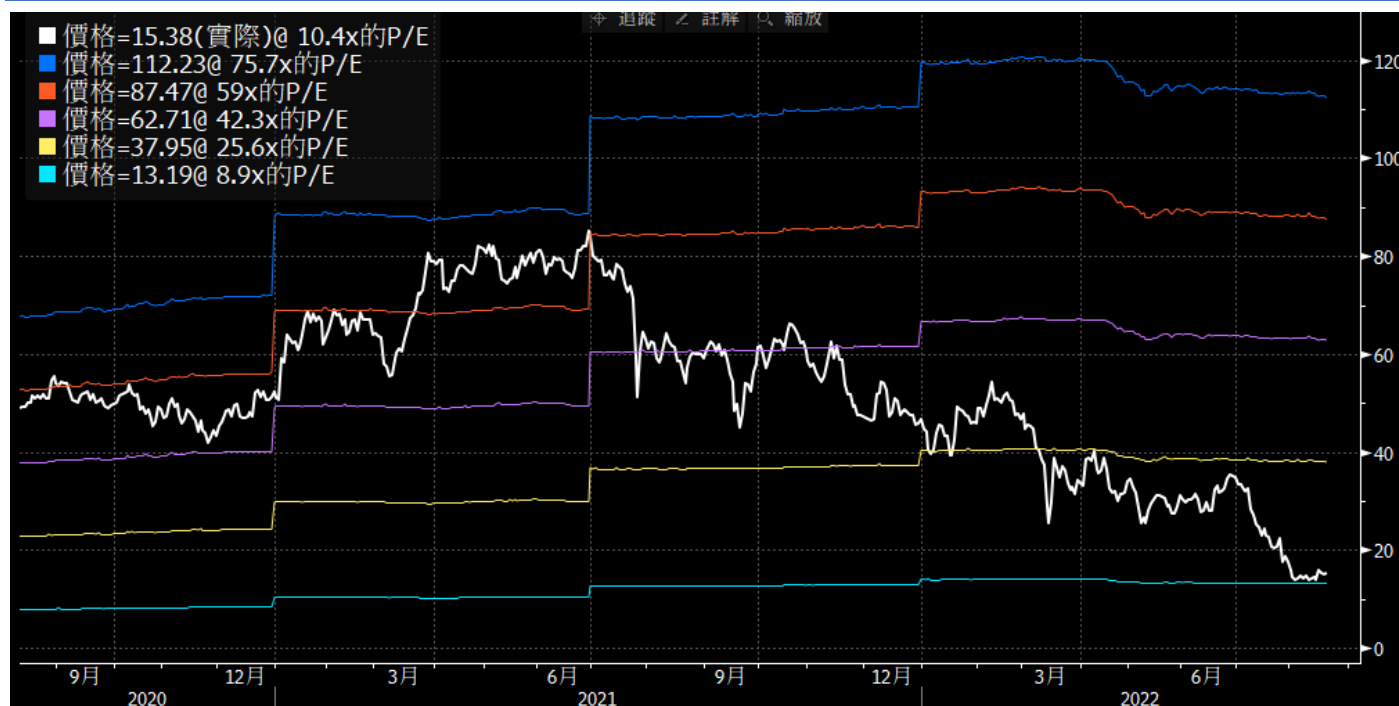
2022-08-22

图表 1: 公司中期业绩前瞻

(人民币亿元)	1H20	1H21	1H22E	1H22E 同比
收入	62.71	115.60	165.85	43.47%
物业管理服务	39.62	51.72	74.28	43.61%
社区增值服务	6.03	13.98	22.07	57.86%
非业主增值服务	6.74	10.58	13.11	23.86%
三供一业业务	9.23	15.84	20.29	28.07%
城市服务业务	0.37	20.95	28.53	36.19%
其他服务	0.72	1.12	1.68	50.00%
商业运营服务		1.40	5.89	320.45%
毛利	23.32	38.60	51.45	33.30%
毛利率	37.20%	33.40%	31.02%	-2.38ppt

数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

图表 2: 碧桂园服务 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

2022-08-22

## 风险因素

房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。

2022-08-22

**图表：财务报表及盈利预测**

<b>资产负债表</b>					<b>损益表</b>				
人民币百万元					人民币百万元				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
物业、仓房及设备	1,366	1,595	2,874	3,985	<b>收入</b>	<b>28,843</b>	<b>42,353</b>	<b>5,813</b>	<b>79,433</b>
无形资产	27,945	26,595	23,894	19,844	销售成本	(19,979)	(29,859)	(41,239)	(55,206)
采用权益法入账的投资	398	398	398	398	<b>毛利</b>	<b>8,864</b>	<b>12,494</b>	<b>17,674</b>	<b>24,227</b>
递延所得税资产	149	66	84	100	销售及营销开支	(338)	(508)	(722)	(994)
其他非流动资产	5,755	8,814	11,979	16,952	行政开支	(3,259)	(4,927)	(7,011)	(9,661)
<b>非流动资产总额</b>	<b>35,612</b>	<b>37,468</b>	<b>39,229</b>	<b>41,277</b>	其他(亏损)/收益-净额	462	1,344	1,856	2,760
存货	211	120	156	162	<b>经营利润</b>	<b>5,729</b>	<b>8,403</b>	<b>11,797</b>	<b>16,333</b>
贸易及其他应收款项	15,578	14,736	20,821	28,509	融资收入	123	466	648	953
按公允价值计量且变动计入损益的金融资产	3,656	3,656	3,656	3,656	融资成本	(221)	(339)	(501)	(715)
受限制银行存款	137	92	118	116	财务收入-净额	(98)	127	147	238
现金及现金等价物	11,619	24,260	40,615	61,386	应占联营公司收益/(亏损)	41	64	118	199
<b>流动资产总额</b>	<b>31,200</b>	<b>42,864</b>	<b>65,366</b>	<b>93,829</b>	<b>税前利润</b>	<b>5,673</b>	<b>8,594</b>	<b>12,062</b>	<b>16,769</b>
<b>总资产</b>	<b>66,813</b>	<b>80,332</b>	<b>104,595</b>	<b>135,106</b>	所得税开支	1,323	2,148	3,016	4,192
股本及股份溢价	27,203	27,203	27,203	27,203	少数股东损益	316	466	677	953
其他储备	469	639	675	594	<b>归母公司净利润</b>	<b>4,033</b>	<b>5,980</b>	<b>8,369</b>	<b>11,624</b>
留存收益	8,516	14,961	24,008	36,585					
非控制性权益	2,187	2,652	3,330	4,283	<b>主要财务指标</b>				
<b>总权益</b>	<b>38,373</b>	<b>45,455</b>	<b>55,216</b>	<b>68,665</b>		2021A	2022E	2023E	2024E
银行及其他借款	442	715	1,084	1,428	<b>增长率(%)</b>				
租赁负债	932	1,205	1,574	1,918	收入	84.89	46.84	39.10	34.83
递延所得税负债	2,275	976	1,254	1,501	毛利	67.25	40.95	41.46	37.08
非流动负债总额	3,649	2,896	3,911	4,847	经营利润	57.81	46.67	40.39	38.44
合同负债	4,536	7,200	11,193	16,681	净利润	50.79	39.96	38.89	26.49
贸易及其他应付款项	14,413	21,842	30,392	40,988	<b>盈利能力(%)</b>				
银行及其他借款	680	0	0	0	毛利率	30.73	29.50	30.00	30.50
租赁负债	209	0	0	0	EBITDA	21.74	23.32	24.94	26.00
其他流动负债	4,953	2,939	3,883	3,925	净利率	13.75	14.12	14.21	14.63
<b>流动负债总额</b>	<b>24,791</b>	<b>31,981</b>	<b>45,468</b>	<b>61,594</b>	ROE	14.54	14.27	16.63	18.77
<b>负债总额</b>	<b>28,439</b>	<b>34,877</b>	<b>49,379</b>	<b>66,441</b>	ROA	8.09	8.13	9.05	9.70
<b>权益及负债总额</b>	<b>66,813</b>	<b>80,332</b>	<b>104,595</b>	<b>135,106</b>	<b>偿债能力(倍)</b>				
					负债比率(%)	42.57	43.42	47.21	49.18
					流动比率	1.26	1.34	1.44	1.52
					速动比率	1.25	1.34	1.43	1.52
					<b>营运能力(天)</b>				
					总资产周转率(次)	0.59	0.58	0.64	0.66
					应收账款周转天数	125.00	127.00	129.00	131.00
					应付账款周转天数	265.00	267.00	269.00	271.00
					存货周转天数	3.17	2.02	1.22	1.05
					<b>每股指标(人民币)</b>				
					EPS	1.18	1.77	2.48	3.45
					每股净资产	11.39	13.49	16.39	20.38

<b>现金流量表</b>				
人民币百万元				
	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润		5,980	8,369	11,624
折旧与摊销		(1,473)	(2,897)	(4,316)
营运资金变动及其他		18,539	25,108	30,277
<b>经营活动现金净额</b>	<b>-</b>	<b>14,966</b>	<b>17,092</b>	<b>21,459</b>
资本开支		(1,092)	(1,475)	(1,377)
<b>投资活动现金净额</b>	<b>-</b>	<b>(1,092)</b>	<b>(1,475)</b>	<b>(1,377)</b>
净借贷		(1,233)	737	688
<b>融资活动现金净额</b>	<b>-</b>	<b>(1,233)</b>	<b>737</b>	<b>688</b>
现金及现金等价物增加/(减少)净额		12,641	16,355	20,771
年初现金及现金等价物		11,619	24,260	40,615
现金及现金等价物汇兑损失		0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>11,619</b>	<b>24,260</b>	<b>40,615</b>	<b>61,386</b>

数据来源：公司年报、恒大证券研究中心

2022-08-22

## 免责声明

### 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

### 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

### 免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，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本公司其它业务部门、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。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；  
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；  
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+852 3550 6934

传真：+852 3550 6999