

2023-03-30

股票 | 香港 | 业绩覆盖 | 公司报告

碧桂园服务(6098.HK) 2022 业绩覆盖  
业务维持增长, 多因素压制盈利

评级 强烈推荐(维持)

当前价 (29/3/2023)	13.44 港元
目标价 (上调)	22.91 港元
前目标价	21.29 港元
市值	453.35
股数 (百万)	3,373.13
52 周价最高	40.10 港元
52 周价最低	6.86 港元

主要财务数据

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	41337	48635	56270	63312
增长(%)	43.42	17.57	15.70	12.52
每股盈利(元)	0.58	0.90	1.06	1.19
增长(%)	-	51.82	56.00	17.66
ROE(%)	4.97	7.33	8.00	8.32
市盈率(倍)	20.46	13.12	11.15	9.87
市账率(倍)	1.06	0.92	0.83	0.75

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)	-60.87%
恒生指数	-39.48%
恒生指数	-9.17%

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

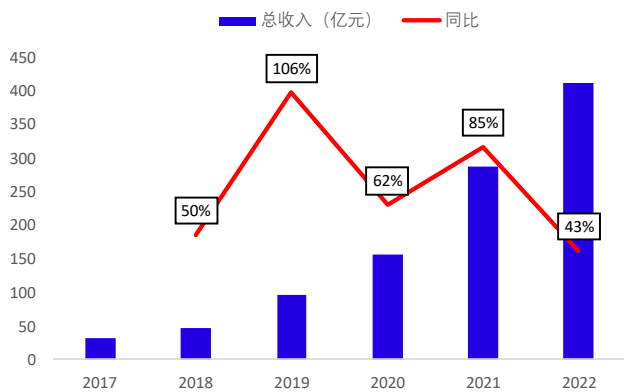
恒大证券研究中心

- 事件:** 碧桂园服务于 2023 年 3 月 29 日公布 2022 年 12 月 31 日止的业绩, 业绩覆盖如下:
- 多因素导致业绩倒退。** 公司 2022 收入为 413.67 亿元人民币, 同比增长 43.42%; 归母净利润为 19.43 亿元人民币, 同比减少 51.82%; 整体毛利率同比下降 5.90 个百分点至 24.80%, 派末期股息每股 0.144 元以及特别股息每股 0.2281 元。2022 年增收不增利主要原因是: 1) 各业务毛利率出现不同程度的下降, 其中物管业务由 30.30% 下滑至 25.50%, 社区增值服务由 60.50% 下滑至 53.50%, 非业主增值服务由 40.90% 下滑至 13.60%; 2) 商誉及其他无形资产减值达 17.70 亿元; 3) 金融资产减值损失同比增加 4.91 亿元, 占销售成本比重增加至 2.18% (2021: 0.94%)。
- 管理规模稳健增长。** 公司物业管理服务规模持续上升, 截至 2022 年除「三供一业」业务外, 合同管理面积达 16.02 亿平方米, 收费管理面积达 8.69 亿平方米, 较 2021 年增加 1.64 亿、1.03 亿平方米, 管理共 6,601 项物业, 项目遍布中国自治区及香港特别行政区的超过 400 个城市以及海外。另外, 公司继续发展品牌拓展能力, 年内新增品牌拓展签约外拓项目 1626 个, 新增年化饱和收入 49.04 亿元, 带动物管收入达 228.56 亿元, 同比升幅达 65.69%。
- 增值服务继续渗透社区。** 于 2022 疫情期间, 社区增值服务收入为 40.18 亿元, 同比仍然上升 20.73%, 其中房地产经纪/园区空间/到家服务分别同比上升 53.97%/46.66%/32.56%。公司通过布局小区最后一公里生活便利终端「楼下心选」, 为居民创造便捷体验, 发挥小区店优势聚焦 22 个重点城市向超过 15 万名业主提供衣物洗护服务; 积极孵化新业务, 携手包括壳牌在内的合作伙伴在新能源汽车充电基础设施建设、小区充电服务等方面进行合作, 在小区内提供「便捷、可靠、安全、绿色」的充电服务, 打造「低碳小区」。
- 特别股息增强股东信心。** 公司宣布派末期股息每股 0.144 元以及特别股息每股 0.2281 元, 总共派息每股 0.3721 元, 派息比率达 64.51%, 增强股东对公司信心。另外公司截至 2022 年银行存款及现金总额为 113.77 亿元, 同比虽降 3.33%, 但现金规模仍位列行业较高水平。
- 投资建议:** 公司作为物管行业龙头, 有望继续稳健扩大在管规模, 同时以规模优势持续增强社区增值业务的渗透率, 发展方向由量变质转变, 并能够受惠行业的进一步出清。考虑到公司表示毛利率有望回升, 后续减值压力亦有望降低, 根据 2022 年业绩相应调整预测并新增 2025 年盈利预测, 预计公司 2023/24/25 年 EPS 为 0.90/1.06/1.19 元 (前预测为 0.76/0.93/-元), 当前股价对应 PE 为 13.23/11.25/9.96 倍, 根据 DCF 绝对估值模型, 调整目标价至 22.91 港元 (前目标价为 21.29 港元), 对应 2023/24/25 年 PE 为 22.36/19.00/16.82 倍, 维持“强烈推荐”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, 减值风险。

请阅读者参考最后一页的免责声明。

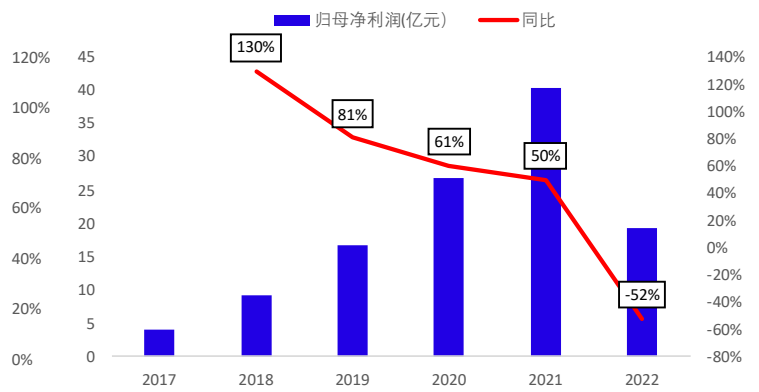
2023-03-30

图 1: 公司收入及同比



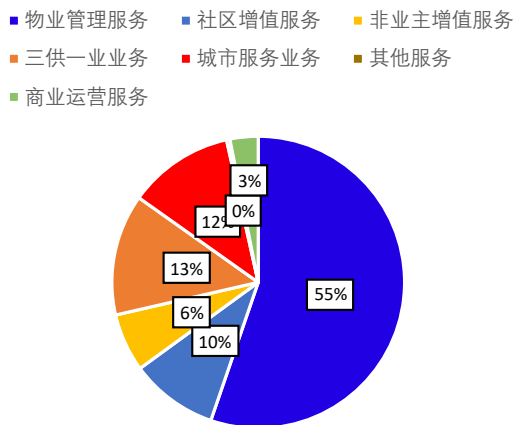
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 2: 公司归母净利润及同比



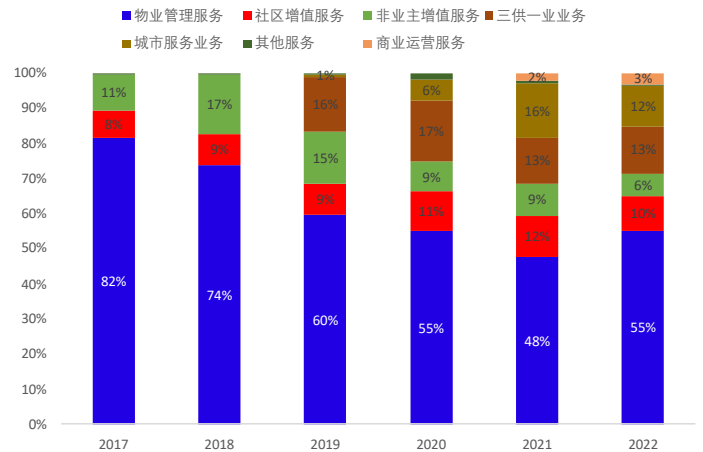
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 3: 2022 收入结构



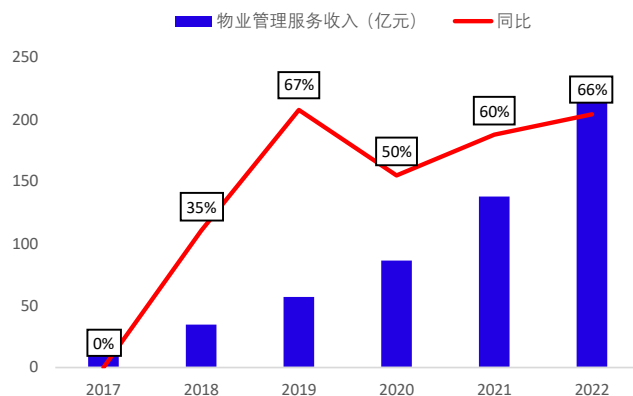
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 4: 公司历年收入结构



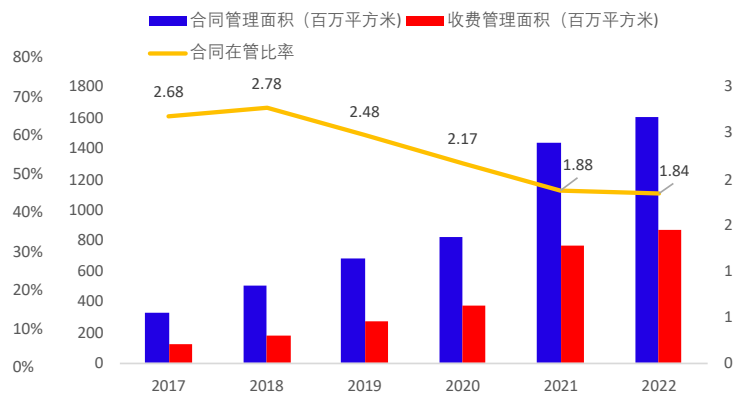
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 5: 物业管理服务收入及同比



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

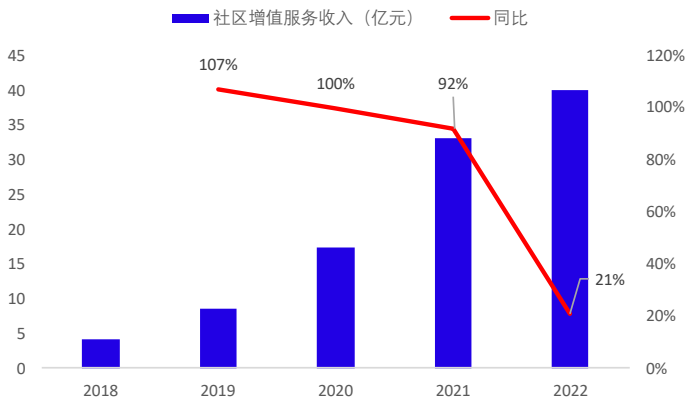
图 6: 合同、收费面积及合同在管比率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

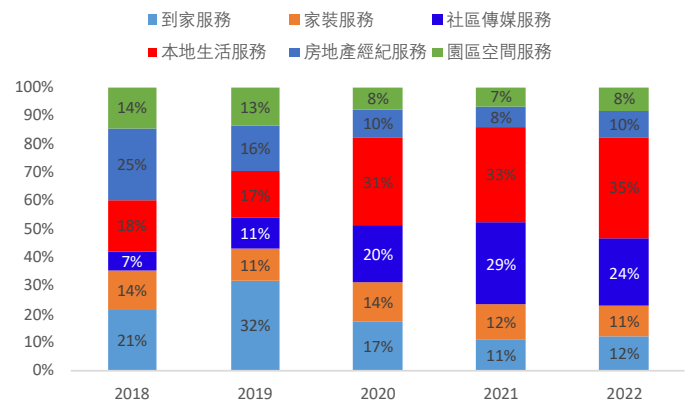
2023-03-30

图 7: 社区增值服务收入及同比



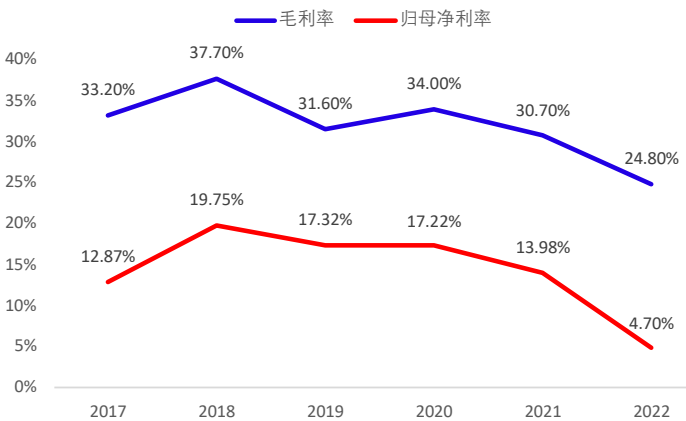
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 8: 历年社区增值服务收入结构



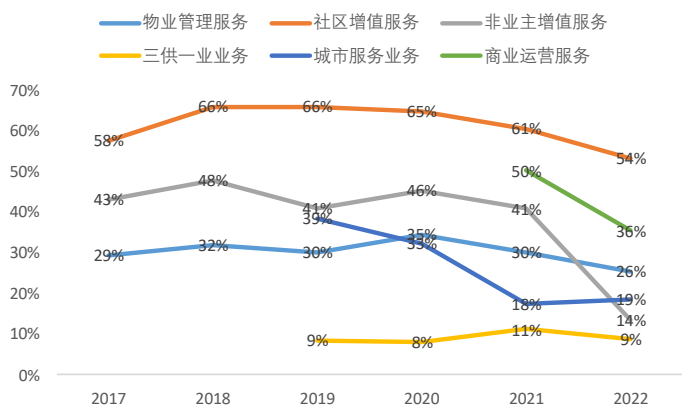
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 9: 公司毛利率及归母净利率



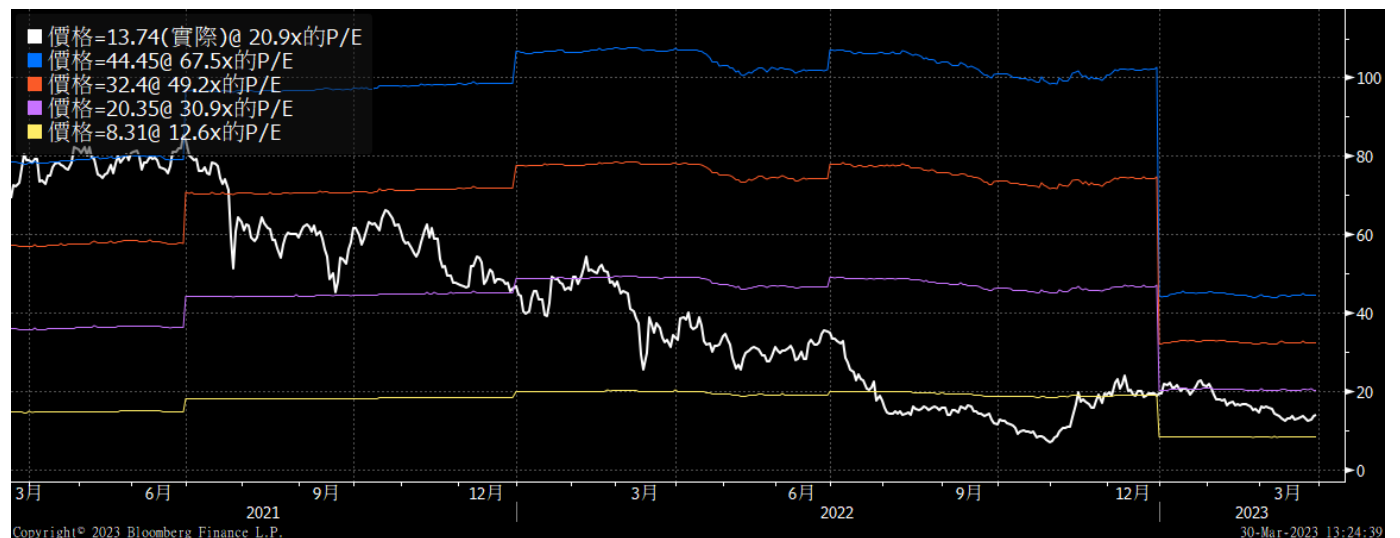
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 10: 分业务毛利率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 11: 碧桂园服务 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

2023-03-30

表 1: 财务报表及盈利预测

损益表		人民币百万元				现金流量表		人民币百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		
<b>收入</b>	<b>41,367</b>	<b>48,635</b>	<b>56,270</b>	<b>63,312</b>	<b>经营活动现金流量</b>	<b>-</b>	<b>5,449</b>	<b>6,960</b>	<b>7,053</b>		
销售成本	(31,109)	(36,358)	(41,906)	(46,995)	净利润		3,032	3,567	4,029		
毛利	10,257	12,277	14,364	16,317	折旧与摊销		(969)	(1,104)	(1,284)		
销售及营销开支	438	545	670	799	营运资金变动及其他		3,386	4,497	4,308		
行政开支	4,270	4,908	5,867	6,814	<b>投资活动现金流量</b>	<b>-</b>	<b>(269)</b>	<b>(282)</b>	<b>(268)</b>		
金融资产减值损失净额	(679)	(727)	(838)	(940)	资本开支		(269)	(282)	(268)		
其他收入	538	436	503	564	<b>融资活动现金流量</b>	<b>-</b>	<b>(2,766)</b>	<b>141</b>	<b>134</b>		
其他收益—净额	(114)	(133)	(154)	(172)	净借贷		(2,766)	141	134		
商誉及其他无形资产减值	(1,770)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	现金及现金等价物增加/ (减少) 净额		2,415	6,819	6,920		
经营利润	3,523	5,399	6,338	7,155	年初现金及现金等价物		11,216	13,630	20,449		
财务收入	143	243	281	317	现金及现金等价物汇兑损失						
财务成本	215	267	309	348	<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>11,216</b>	<b>13,630</b>	<b>20,449</b>	<b>27,369</b>		
财务收入-净额	358	511	591	665							
应占联营公司收益/(亏损)	34	49	56	63							
税前利润	3,486	5,423	6,366	7,187							
所得税开支	(1,224)	(1,905)	(2,236)	(2,524)							
少数股东损益	(318)	(486)	(563)	(633)							
<b>归母公司净利润</b>	<b>1,943</b>	<b>3,032</b>	<b>3,567</b>	<b>4,029</b>							
资产负债表		人民币百万元				主要财务指标		人民币百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		
<b>非流动资产总值</b>	<b>35,420</b>	<b>37,074</b>	<b>36,805</b>	<b>36,752</b>	<b>增长率 (%)</b>						
物业、仓房及设备	1,478	1,608	1,727	1,859	收入	43.42	17.57	15.70	12.52		
无形资产	25,953	24,614	23,504	22,724	毛利	15.72	19.68	17.00	13.59		
采用权益法入账的投资	645	645	645	645	经营利润	-38.50	53.22	17.40	12.90		
递延所得税资产	315	167	210	231	净利润	-51.82	56.00	17.66	12.95		
其他非流动资产	7,030	10,039	10,719	11,294	<b>盈利能力 (%)</b>						
<b>流动资产总值</b>	<b>34,656</b>	<b>39,491</b>	<b>48,666</b>	<b>57,237</b>	毛利率	24.80	25.24	25.53	25.77		
存货	271	206	229	235	EBITDA	11.51	13.09	13.23	13.33		
贸易及其他应收款项	22,146	24,650	26,979	28,621	归母净利率	4.70	6.23	6.34	6.36		
按公允价值计量且变动计入损益的金融资产	863	863	863	863	ROE	4.97	7.33	8.00	8.32		
受限制银行存款	161	142	147	150	ROA	2.84	4.13	4.40	4.49		
现金及现金等价物	11,216	13,630	20,449	27,369	<b>偿债能力 (倍)</b>						
<b>资产总值</b>	<b>70,077</b>	<b>76,565</b>	<b>85,471</b>	<b>93,989</b>	现金比率	43.05	44.02	45.75	46.31		
<b>权益总值</b>	<b>39,909</b>	<b>42,861</b>	<b>46,367</b>	<b>50,464</b>	负债比率 (%)	1.39	1.37	1.44	1.50		
股本及股份溢价	27,330	27,330	27,330	27,330	流动比率	1.38	1.36	1.43	1.49		
其他储备	813	733	672	739	速动比率						
留存收益	9,314	12,832	16,962	21,624	<b>营运能力 (天)</b>	0.60	0.66	0.69	0.71		
非控制性权益	2,453	1,966	1,404	770	总资产周转率 (次)	195.41	185.00	175.00	165.00		
<b>非流动负债总值</b>	<b>5,174</b>	<b>4,834</b>	<b>5,348</b>	<b>5,391</b>	应收账款周转天数	197.88	190.00	195.00	200.00		
银行及其他借款	1,016	1,083	1,154	1,221	应付账款周转天数	2.82	2.39	1.90	1.80		
租赁负债	2,054	2,121	2,192	2,258	存货周转天数						
递延所得负债	2,104	1,630	2,003	1,912	<b>每股指标 (人民币)</b>	0.58	0.90	1.06	1.19		
<b>流动负债总值</b>	<b>24,994</b>	<b>28,870</b>	<b>33,757</b>	<b>38,134</b>	EPS	11.83	12.71	13.75	14.96		
合同负债	5,982	6,809	8,440	10,130	每股净资产	43.42%	17.57%	15.70%	12.52%		
贸易及其他应付款项	16,865	18,926	22,388	25,751							
银行及其他借款	1,238	0	0	0							
租赁负债	212	0	0	0							
其他流动负债	697	3,135	2,928	2,254							
<b>负债总值</b>	<b>30,168</b>	<b>33,704</b>	<b>39,105</b>	<b>43,526</b>							
<b>权益及负债总值</b>	<b>70,077</b>	<b>76,565</b>	<b>85,471</b>	<b>93,989</b>							

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

## 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 6888

传真：+852 3550 6999