

评级 强烈推荐(维持)

当前价 (2/8/2023)	9.91 港元
目标价 (下调)	15.51 港元
前目标价	22.91 港元
市值	334.28 亿港元
股数 (百万)	3,373.13
52 周价最高	23.95 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	47540	55022	61921
增长 (%)	43.42	14.92	15.47	12.54
每股盈利 (元)	0.58	1.33	1.52	1.69
增长 (%)	-	130.87	14.50	11.02
ROE (%)	4.97	10.54	10.62	10.38
市盈率 (倍)	15.64	6.77	5.92	5.33
市账率 (倍)	0.74	0.62	0.55	0.49

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)	-29.32%
恒生物业管理及服务指数	-15.22%
恒生指数	-1.26%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

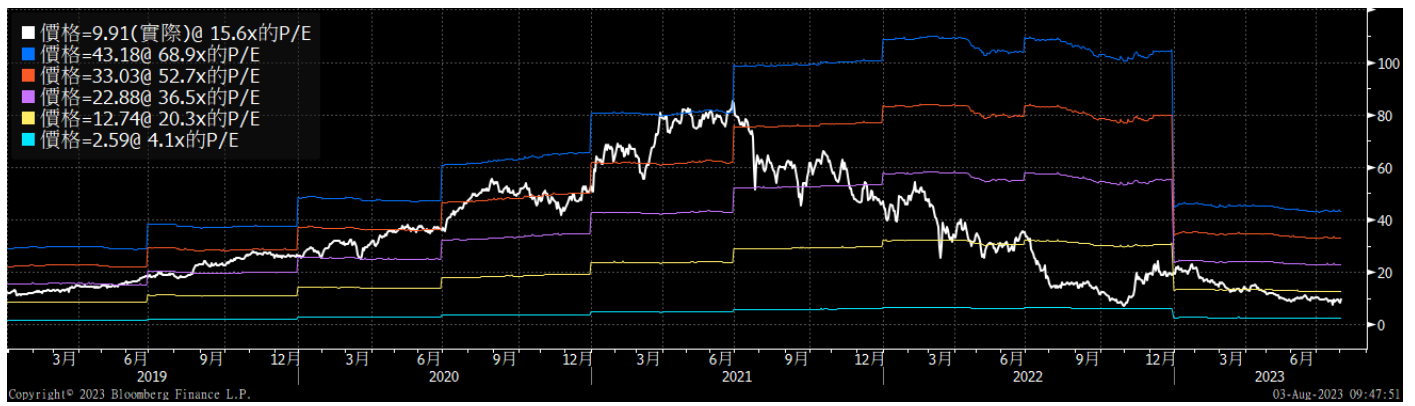
lolo.wong

稳定市场预期的盈利警告

- **事件:** 碧桂园服务于 2023 年 8 月 1 日晚间公布 2023 年 6 月 30 日止 6 个月业绩的盈利警告。**收入方面**, 公司预计 1H23 收入约 206.50-208.50 亿元, 同比上升约 2.96-3.96%; **利润方面**, 公司预计 1H23 归母净利润约 23.18-25.76 亿元, 同比降幅约 0.00- -10.00%; **现金流方面**, 公司预计 1H23 经营活动所得现金净额不低于 20.00 亿元, 以及录得银行存款和现金总额不低于 126.00 亿元。公司同时宣布有意于公开市场购回不多于 3.37 亿股股份。
- **收入小幅上升, 利润小幅下降。** 盈警显示公司 1H23 收入脱离以往的高速增长, 录得约同比 3.50% (指引平均数) 的小幅增长, 增长主要来至收费管理面积增长及三供一业业务增长导致, 非业主及小区增值服务收入出现下降, 反映 1H23 收入由物业管理以及三供一业业务支撑, 同时预计收费管理面积增长主要来至第三方外拓。房地产下行持续影响关联性较高的非业主增值业务符合预期, 社区增值服务出现倒退显示公司当前暂时失去其中一个增长引擎, 展望 2H23 能够重现增长支撑业绩。同时, 增值业务毛利率的下降亦导致公司 1H23 利润出现约同比-5.00% (指引平均数) 的小幅下降。
- **稳定市场预期。** 近期公司股价较为波动, 本次盈警公告可能可以一定程度稳定市场后续预期, 原因有三: **1) 现金充足:** 公告表示公司 1H23 现金总额不低于 126.00 亿元, 同比上升 42.92%, 环比上升 12.34%, 显示在市场担忧碧桂园流动性的背景下, 公司当前流动性未受影响, 现金仍然保持充足水平; **2) 有意回购:** 公司同时表示现时股份价格水平并未充分反映公司的内在价值, 宣布有意回购不多于 3.37 亿股股份 (股份总数的 10%), 反映公司可能释放当前股价水平过低的信号, 并一定程度稳定股价; **3) 保持盈利:** 房地产下行使部分物管公司 (主要为民企) 2022 年开始出现亏损情况, 公告显示公司 1H23 录得与去年同期相约的利润水平, 反映公司保持一定盈利能力, 仍然为行业上实力较佳的民企, 防止市场作出过度悲观的预期。
- **关注点在哪?** 预计市场已一定程度预期公司业绩增速下降的事实, 短期主要关注点在于碧桂园的流动性风险, 虽然公司与母公司盈利的关联性逐渐降低 (主要为非业主增值服务, 2022 收入占比<10%), 市场始终担忧公司成为母公司的提款工具, 影响公司业务发展。在碧桂园能够缓解其流动性问题的前提下, 公司估值有望得到释放, 持续关注碧桂园的流动性情况。另外, 房地产政策的出台亦可能成为公司股价的短期催化剂; 中长期关注公司面积外拓、社区增值、城市以及商管业务的恢复进度, 因为这些业务在房地产脱离高速发展的背景下决定公司的业务增长速度。
- **投资建议:** 根据公告相应调整预测并盈利预测, 预计公司 2023/24/25 年 EPS 为 1.33/1.52/1.69 元 (前预测为 1.41/1.62/1.79 元), 当前股价对应 PE 为 6.77/5.92/5.33 倍, 根据 DCF 绝对估值模型, 调整目标价至 15.51 港元 (前目标价为 22.91 港元), 对应 2023/24/25 年 PE 为 10.60/9.26/8.34 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, 母公司流动性风险。

2023-8-3

图 1: 碧桂園服务 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

2023-8-3

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>	47,540	55,022	61,921	<b>经营活动现金流量</b>	<b>3,321</b>	<b>6,097</b>	<b>6,498</b>	<b>7,152</b>		
销售成本	(31,109)	(35,710)	(41,179)	(46,190)	税前利润	3,486	6,444	7,387	8,211		
毛利	10,257	11,829	13,843	15,731	非现金变动	3,851	2,382	2,511	2,652		
销售及营销开支	438	536	659	785	营运资金变动	(2,138)	716	274	331		
行政开支	4,270	4,821	5,765	6,698	已付所得税	(1,877)	(3,445)	(3,672)	(4,042)		
金融资产减值损失净额	(679)	(339)	(391)	(439)	<b>投资活动现金流量</b>	<b>755</b>	<b>1,419</b>	<b>1,463</b>	<b>1,434</b>		
其他收入	538	426	492	552	资本开支	(902)	(479)	(535)	(584)		
其他收益—净额	(114)	(133)	(154)	(172)	其他	1,657	1,899	1,999	2,018		
商誉及其他无形资产减值	(1,770)	0	0	0	<b>融资活动现金流量</b>	<b>(4,411)</b>	<b>(601)</b>	<b>(441)</b>	<b>(858)</b>		
经营利润	3,523	6,427	7,366	8,188	银行借款	1,632	1,092	1,362	1,227		
财务收入	143	238	275	310	已付股息	(889)	(1,070)	(1,234)	(1,386)		
财务成本	215	267	309	348	其他	(5,154)	(624)	(569)	(699)		
财务收入—净额	358	505	585	658	现金及现金等价物增加/ (减少) 净额	(334)	6,915	7,521	7,728		
应占联营公司收益/(亏损)	34	48	55	62	年初现金及现金等价物	11,619	11,216	18,130	25,651		
税前利润	3,486	6,444	7,387	8,211	现金及现金等价物汇兑损失	(69)	0	0	0		
所得税开支	(1,224)	(1,482)	(1,699)	(1,889)	<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>11,216</b>	<b>18,130</b>	<b>25,651</b>	<b>33,380</b>		
少数股东损益	(318)	(475)	(550)	(619)							
<b>归母公司净利润</b>	<b>1,943</b>	4,487	5,137	5,704							
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>34,808</b>	<b>34,376</b>	<b>33,832</b>	<b>增长率 (%)</b>						
物业、仓房及设备	1,478	1,493	1,482	1,467	收入	43.42	14.92	15.74	12.54		
使用权资产	214	323	435	510	毛利	15.72	15.32	17.02	13.64		
投资物业	1,990	2,892	3,797	4,618	经营利润	-38.50	82.40	14.62	11.16		
无形资产	25,953	24,481	22,990	21,549	净利润	-51.82	130.87	14.50	11.02		
采用权益法入账的投资按公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产	645	645	645	645	<b>盈利能力 (%)</b>						
合同资产	428	409	418	414	毛利率	24.80	24.88	25.16	25.40		
贸易及其他应收款项	246,603	247	247	247	EBITDA	11.51	15.88	15.68	15.50		
递延所得税资产	315	167	210	231	归母净利率	4.70	9.44	9.34	9.21		
<b>流动资产总值</b>	<b>34,656</b>	<b>44,739</b>	<b>55,531</b>	<b>66,012</b>	ROE	4.97	10.54	10.62	10.38		
存货	271	206	229	235	ROA	2.84	6.00	6.06	6.01		
贸易及其他应收款项按公允价值计量且变动计入损益的金融资产	22,146	25,398	28,642	31,384	<b>偿债能力 (倍)</b>						
受限制银行存款	161	142	147	150	负债比率 (%)	43.05	43.09	42.78	41.46		
现金及现金等价物	11,216	18,130	25,651	33,380	流动比率	1.39	1.63	1.79	1.94		
<b>资产总值</b>	<b>70,077</b>	<b>79,547</b>	<b>89,907</b>	<b>99,844</b>	速动比率	1.38	1.62	1.78	1.93		
<b>权益总值</b>	<b>39,909</b>	<b>45,267</b>	<b>51,443</b>	<b>58,453</b>	<b>营运能力 (天)</b>						
股本及股份溢价	27,330	27,330	27,330	27,330	总资产周转率 (次)	0.60	0.64	0.65	0.65		
其他储备	813	733	672	739	应收账款周转天数	195.41	195.00	190.00	185.00		
留存收益	9,314	14,276	19,963	26,286	应付账款周转天数	197.88	205.00	200.00	195.00		
非控制性权益	2,453	2,928	3,478	4,097	存货周转天数	2.82	2.44	1.93	1.83		
<b>非流动负债总值</b>	<b>5,174</b>	<b>6,856</b>	<b>7,432</b>	<b>7,320</b>	<b>每股指标 (人民币)</b>						
银行及其他借款	1,016	1,040	1,057	1,075	EPS	0.58	1.33	1.52	1.69		
租赁负债	2,054	2,077	2,095	2,113	每股净资产	11.83	13.42	15.25	17.33		
其他非流动负债总值	2,104	3,739	4,279	4,133							
<b>流动负债总值</b>	<b>24,994</b>	<b>27,425</b>	<b>31,033</b>	<b>34,071</b>							
合同负债	5,982	6,656	7,703	8,669							
贸易及其他应付款项	16,865	20,057	22,564	24,677							
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	713	766	725							
<b>负债总值</b>	<b>30,168</b>	<b>34,281</b>	<b>38,464</b>	<b>41,391</b>							
<b>权益及负债总值</b>	<b>70,077</b>	<b>79,547</b>	<b>89,907</b>	<b>99,844</b>							

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

2023-8-3

## 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号万通保险中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999