

评级 强烈推荐(维持)

当前价 (29/8/2023)	9.45 港元
目标价 (维持)	15.51 港元
市值	318.77 亿港元
股数 (百万)	3,373.20
52 周价最高	23.95 港元
52 周价最低	6.74 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(%)	-51.82	130.87	14.50	11.02
ROE(%)	4.97	10.54	10.62	10.38
市盈率(倍)	14.91	6.46	5.64	5.08
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)	-37.83%
恒生生物业及管理指数	-19.07%
恒生指数	-7.34%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

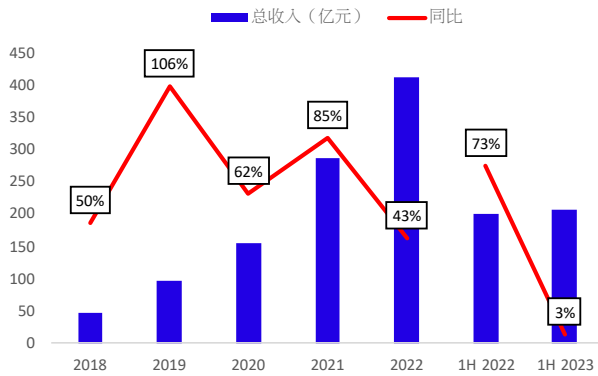
lolo.wong

物管收入占比继续提升, 现金水平充裕

- 事件: 碧桂园服务于 2023 年 8 月 29 日公布 2023 年 6 月 30 日止的业绩。公司 1H23 收入为 207.33 亿元, 同比上升 3.38%; 毛利率为 23.51%, 同比下降 1.98 个百分点; 归母净利润为 23.51 亿元, 同比下降 8.72%, 不派中期股息, 1H23 业绩符合此前盈警预期。公司 1H23 收入主要受物业管理服务支撑, 其次为三供一业服务, 占收入 58.78%、13.03%, 亦是录得同比涨幅的唯一业务, 同比上升 10.93%、21.06%, 其余业务均出现小至中幅的同比下跌。同时, 公司收入稍升但利润稍跌主要原因为: 1) 受累房地产下行, 非业主及社区增值服务毛利率下跌 14、11 个百分点, 使整体毛利率微降 1.98 个百分点、2) 金融资产减值损失净额同比上升 64.37%, 收入占比同比上升 0.57 个百分点至 1.53%。**
- 物管为业绩基石, 非业主增值占比持续下降。**物业管理服务收入同比上升 10.93%至 121.87 亿元, 收入占比上升 4 个百分点至 58.78%, 主要由于管理规模继续增长, 1H23 收费/合同管理面积同比上升 8.63%/2.34%至 916.00 百万平方米, 合同在管面积比维持 1.80 倍水平。其中, 来至第三方面积的收入占比较 2022 年微降 2.30 个百分点至 56.23%, 可能显示公司保持有质量稳健增长的发展方针, 对外拓品质要求提高。另外, 随着房地产出现阶段性调整, 非业主增值服务收入同比下降 31.76%至 9.72 亿元, 收入占比同比进一步下降 1.44 个百分点至 9.04%, 符合物管行业当前持续收缩该业务的大趋势, 业务对公司影响持续减小。
- 社区增值服务受限宏观经济。**社区增值服务收入同比下降 10.80%至 18.84 亿元, 主要因为在 1H23 初疫情未完全消除, 消费市场尚未恢复的背景下, 业务启动不及预期, 导致社区增值服务业务推广受限。其中, 家装服务、园区空间服务下滑幅度较大, 分别同比下降 54.20%、22.82%。展望业务能随着宏观经济好转, 重新作为增长引擎推动公司发展。
- 重申现金充裕, 强调经营独立性, 关注碧桂园情况。**估计当前市场已经一定程度预期公司业绩增速下降的事实, 主要关注点在于公司关联方碧桂园的流动性风险, 担心风险将传递至公司。公司重申将确保两家公司业务和财务的独立, 不会做任何利益输送行为。同时, 公司现金流情况仍然健康, 1H23 现金及现金等价物同比上升 11.85%至 125.44 亿元, 经营性现金流近 22 亿元, 为归母净利润的约 0.94 倍, 较去年同期的 0.91 倍提升, 因此公司表示当前没有任何融资计划。另外, 公司再度重申因当前股价水平未能反映公司价值, 同时公司财务资源充足, 将会有回购的安排。惟估计市场情绪短期将继续受房地产端影响, 公司股价亦可能跟随波动, 持续关注碧桂园的流动性情况。
- 投资建议:** 公司作为物管龙头, 在关联方能够缓解风险前提下, 估值有望得到释放。维持盈利预测, 预计公司 2023/24/25 年 EPS 为 1.33/1.52/1.69 元, 当前股价对应 PE 为 6.46/5.64/5.08 倍, 维持目标价 15.51 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, 关联公司流动性风险。

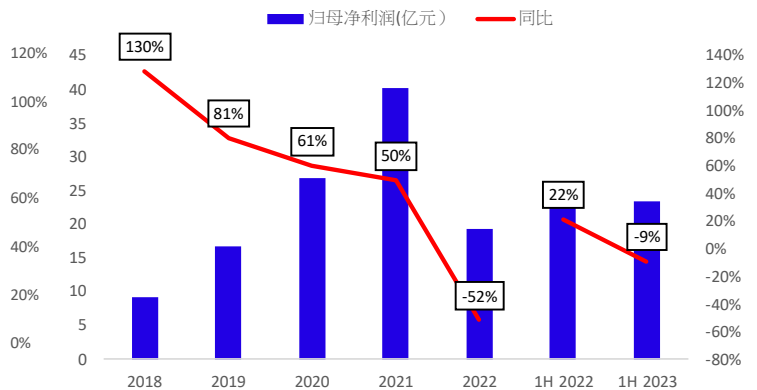
2023-8-30

图 1: 公司收入及同比



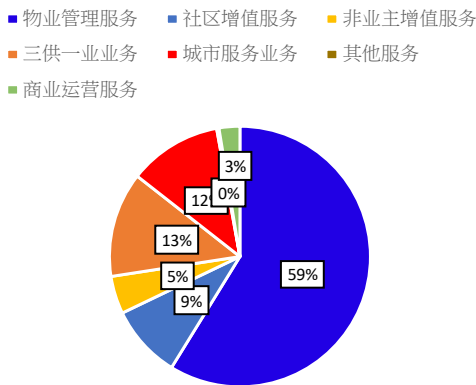
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 2: 公司归母净利润及同比



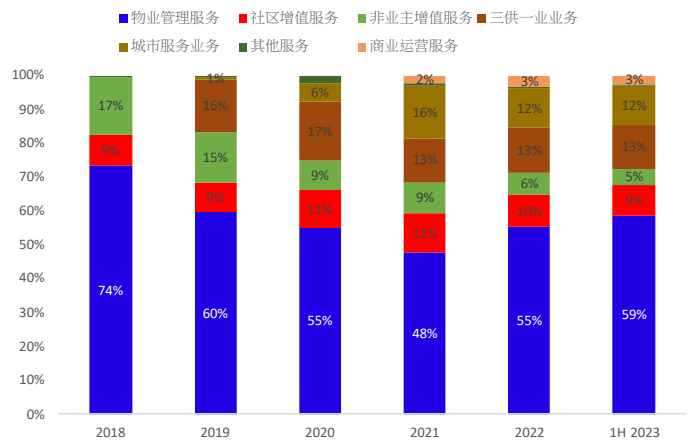
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 3: 2022 收入结构



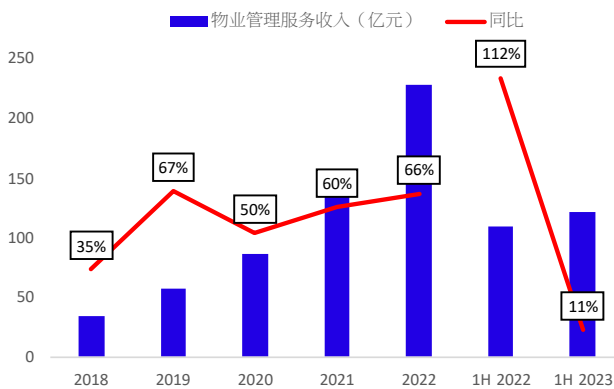
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 4: 公司历年收入结构



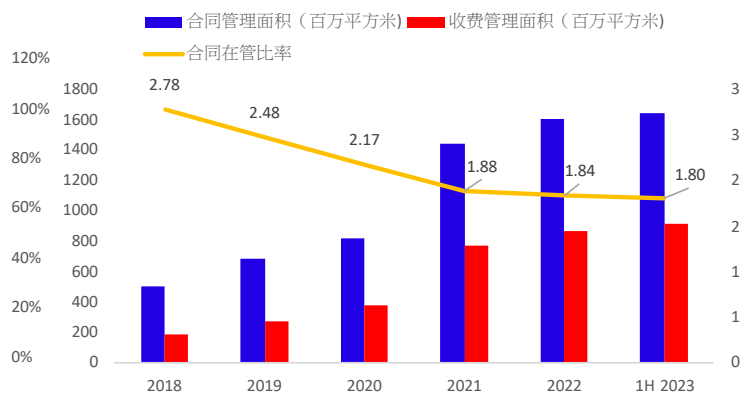
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

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

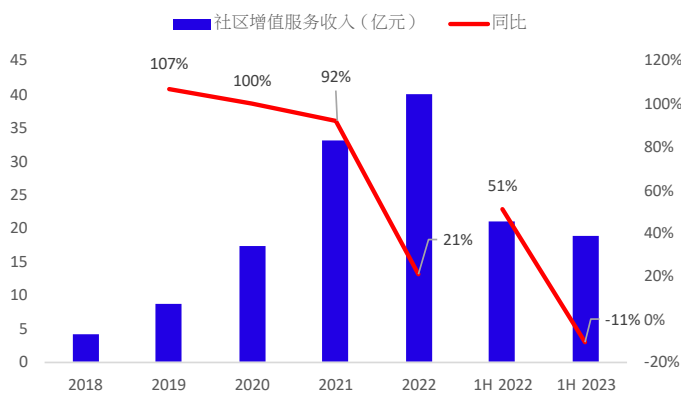
图 6: 合同、收费面积及合同在管比率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

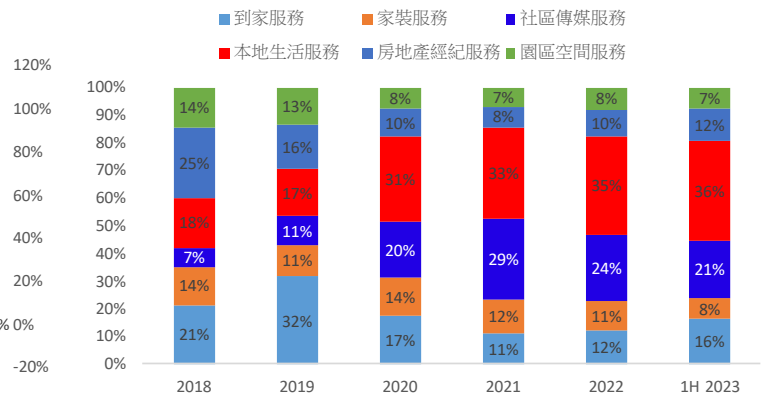
2023-8-30

图 7: 社区增值服务收入及同比



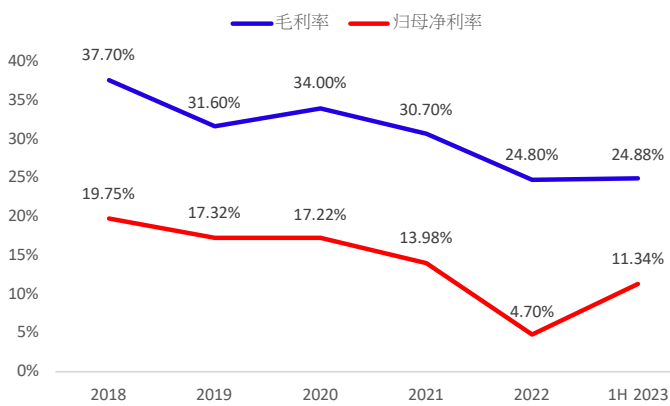
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 8: 历年社区增值服务收入结构



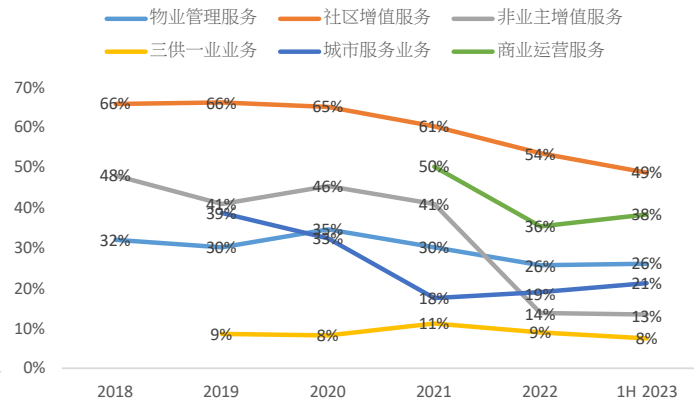
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

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

表 1: 1H23 业绩总汇

	收入 (亿元)	同比	毛利率	毛利率同比
物业管理服务	121.87	+10.93%	26.00%	+0.10pct
社区增值服务	18.84	-10.80%	48.70%	-11.00pct
非业主增值服务	9.72	-31.76%	13.20%	-14.00pct
三供一业业务	27.01	+21.06%	7.53%	-0.37pct
城市服务业务	23.94	-9.14%	21.10%	+3.00pct
其他服务	0.60	-22.48%	-	-
商业运营服务	5.34	-9.27%	38.40%	+2.00pct
	207.33	+3.38%	22.86%	-1.98pct
	(亿元)	同比		
毛利	51.58	-4.26%		
归母净利润	23.51	-8.72%		
	(%)	同比		
毛利率	24.88	-1.98pct		
归母净利率	12.84	-1.50pct		

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

2023-8-30

图 11: 碧桂園服务 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

2023-8-30

表 2: 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		
收入	41,367	47,540	55,022	61,921	经营活动现金流量	3,321	6,097	6,498	7,152		
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)	投资活动现金流量	755	1,419	1,463	1,434		
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	融资活动现金流量	(4,411)	(601)	(441)	(858)		
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)	年末现金及现金等价物	11,216	18,130	25,651	33,380		
少数股东损益	(318)	(475)	(550)	(619)							
归母公司净利润	1,943	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		
非流动资产总值	35,420	34,808	34,376	33,832	增长率 (%)						
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	盈利能力 (%)						
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		
流动资产总值	34,656	44,739	55,531	66,012	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	偿债能力 (倍)						
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		
资产总值	70,077	79,547	89,907	99,844	速动比率	1.38	1.62	1.78	1.93		
权益总值	39,909	45,267	51,443	58,453	营运能力 (天)						
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		
非流动负债总值	5,174	6,856	7,432	7,320	每股指标 (人民币)						
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							
流动负债总值	24,994	27,425	31,033	34,071							
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							
负债总值	30,168	34,281	38,464	41,391							
权益及负债总值	70,077	79,547	89,907	99,844							

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

2023-8-30

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

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999