

2023-03-09

股票 | 香港 | 业绩前瞻

公司报告

评级 强烈推荐(维持)

| | |
|----------------|------------|
| 当前价 (8/3/2023) | 14.24 港元 |
| 目标价 (下调) | 21.29 港元 |
| 前目标价 | 25.55 港元 |
| 市值 | 480.33 亿港元 |
| 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

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|--------|-------|-------|
| 收入(百万元) | 28843 | 41079 | 49985 | 57549 |
| 增长(%) | 84.89 | 42.42 | 21.68 | 15.13 |
| 每股盈利(元) | 1.20 | 0.56 | 0.76 | 0.93 |
| 增长(%) | 22.49 | -53.47 | 37.01 | 21.37 |
| ROE (%) | 14.79 | 4.71 | 5.95 | 6.60 |
| 市盈率 (倍) | 17.73 | 38.09 | 27.80 | 22.91 |
| 市账率 (倍) | 1.00 | 0.85 | 0.73 | 0.64 |

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) | -64.71% |
| 恒生物业及管理指数 | -34.63% |
| 恒生指数 | -2.79% |

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

恒大证券研究中心

碧桂园服务(6098.HK) 2022 业绩前瞻

核心业务保持增长, 惟商誉减值或拖累业绩

- **事件:** 碧桂园服务将会于 2023 年 3 月下旬公布 2022 年 12 月 31 日止的业绩, 业绩前瞻如下:
- **预计公司 2022 年收入为 410.79 亿元, 同比增长 42.42%。** 预计公司主要收入来源来自几项核心业务: 1) 物业管理业务: 受公司前期快速扩大管理规模推动; 2) 社区增值服务: 受物管行业高质量发展模式及公司前期完善的增值服务布局推动; 3) 城市及商业运营服务: 受公司多个中标的项目推动。此外, 因为房地产发展模式改变, 以往收入占比较重的非业主增值服务预计将继续较低其收入贡献。同时, 受房地产下行叠加疫情的影响, 预计公司整体业务毛利率将会下降至 25.88%, 公司早前公布的盈警或显示大额商誉减值使公司 2022 年出现业绩倒退。展望未来, 在母公司碧桂园持续融资减轻债务, 逐渐通过房地产下行阶段的前提下, 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, 并能够受惠行业的进一步出清, 有望修复当前处于近历史底部的估值, 惟后续可能出现的商誉减值有机会对公司短期业绩造成压力, 但随着收并购规模减少, 预计减值规模亦会逐渐减少。
- **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收入为 200.93 亿元, 同比增加 45.67%。虽然 2022 年房地产行业持续低迷, 但预计公司物管业务仍然能够保持较高速增长, 主要因为公司储备面积于当期转化为收费管理面积, 以及公司 2021 年收购了嘉宝服务、富良环球、邻里乐控股以及期内收购了百悦智佳服务等较大型的物管公司, 因此收费管理面积有所增加。同时, 物管费用为刚性开支, 因此物管收入受疫情的影响有限。惟受新收购公司盈利能力影响, 以及疫情防护措施产生额外防疫成本, 持续影响毛利。预计 2022 年物业管理业服务的毛利率为 25.00%。

请阅读者参考最后一页的免责声明。

2023-03-09

- **社区增值服务：**预计公司来至非业主增值服务的收入为 51.12 亿元，同比增加 53.58%。受惠于公司在管规模持续增长，加上在房地产脱离高杠杆发展模式的背景下，物业管理发展由量向质转变，社区增值服务的渗透率有望保持增长，是公司两大重点业务之一。预计当中的本地生活服务持续增强其便民服务，维持较高增速，截至 1H22 公司的本地生活業務線品牌「樓下」已完成超過 1,300 個常態化「樓下」網點的建設，覆蓋 268 個城市，沉澱超 700 個活躍社群，用戶數超過十萬。后续继续看好公司的社区增值业务继续快速增长，扩大对公司收入的占比。惟在深化增值业务期间人才成本相對上升，加上疫情反覆使廣告市場需求疲軟，业务毛利率受压。预计 2022 年社区增值服务的毛利率为 55.00%。
- **非业主增值服务：**预计公司来至非业主增值服务的收入为 33.44 亿元，同比增加 25.00%。非业主增值服务中提供的服务例如房屋交付相关服务与母公司关联性较大，在 2022 年房地产行业下行的背景下，母公司碧桂园 2022 年合约销售金额同比下降 35.94%，限制了公司非业主增值服务的发展。因此，正如 1H22 业绩反映（可查看[碧桂园服务 \(6098.HK\) - 1H22 业绩覆盖 无惧风浪维持多赛道高增，惟毛利受压](#)），非业主增值服务的收入增速将继续下降（vs 1H21: +56.92%；2021: +95.30%；1H22: +34.56%）。同时，随着房地产脱离高杠杆发展模式，预计该业务后续对公司的收入占比亦会持续下降。预计 2022 年非业主增值服务的毛利率为 25.00%。
- **城市、商业运营服务：**预计公司来至城市/商业运营服务的收入为 56.61/19.63 亿元，同比增加 25.00%/200.00%。城市、商业运营服务继续成为公司多元发展而布局的赛道，持续为公司带来收入。城市服务方面，1H22 公司成功中標昆明長水機場、河南洛陽地鐵、莞惠城際高鐵等交通樞紐項目，戰略聚焦政府公共服務、產業園區、高校後勤、醫院服務和城市全域停車核心赛道；商业运营服务方面，预计该业务收入继续以倍数上升，1H22 公司成功簽約拓展 15 個優質輕資產項目，包括蘭州東湖廣場項目、無錫碧樂城、大連銀帆廣場等項目。后续继续看好公司在城市、商管这两条广阔赛道上布局，多元贡献公司收入。预计 2022 年中期城市/商业运营服务的毛利率为 15.00%/38.00%。

2023-03-09

- **盈警显示商誉减值或对业绩造成压力。**公司于3月3日发布盈利警告，预期2022年公司归母核心净利润同比增长超5%，而未经审核税前利润/净利润/归母净利润同比下降34%-40%/45%-51%/51%-57%，业绩下降的原因主要由于：1) 疫情防護措施產生額外防疫成本；2) 疫情封控使部分業務及商務活動較難正常開展；3) 若干收併購公司帶來的商譽及其他無形資產減值。预计核心净利润只有5%的同比增长主要因为房地产下行叠加疫情影响公司整体业务毛利率下降。而归母净利润出现51%-57%的同比降幅，与同比+5%核心净利润出现大幅度差距，预计主因源于公司前期的收并购规模较大，因此在房地产下行阶段时出现商誉减值的现象，而2022年归母净利润下降的主因是源于大约23亿元的大额商誉减值影响，成为了公司业绩的主要拖累项目。预计2023年仍然有机会继续出现商誉减值的情况。
- **投资建议：**在母公司碧桂园持续融资减轻债务，逐渐通过房地产下行阶段的前提下，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，并能够受惠行业的进一步出清，有望修复当前处于近历史底部的估值。惟公司可能出现的大额商誉减值或短期影响公司业绩，下调公司2022/2023/2024年EPS预测至0.56/0.76/0.93元（前预测为1.56/2.17/2.95元），根据DCF绝对估值模型，下调目标价至21.29港元（前目标价为25.55港元），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。

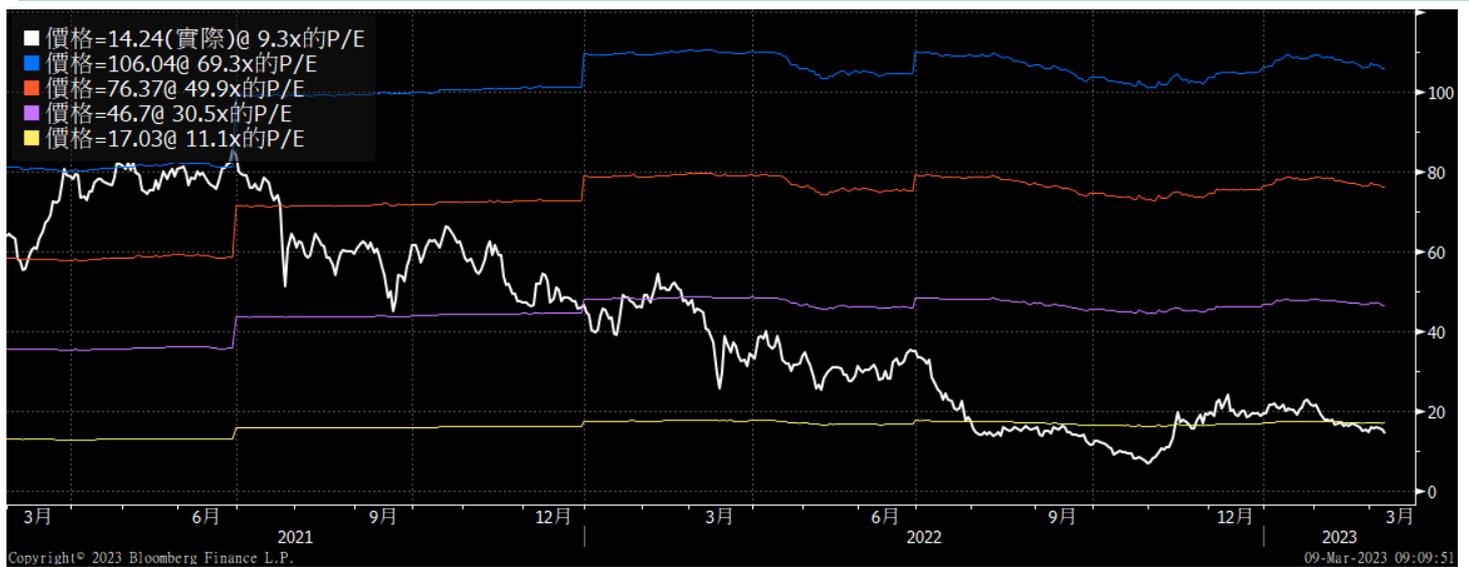
2023-03-09

表 1: 公司 2022 年业绩前瞻

| (人民币亿元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2022E 同比 |
|---------|--------|--------|--------|----------|
| 收入 | 156.00 | 288.43 | 410.79 | 43.47% |
| 物业管理服务 | 86.07 | 137.94 | 200.93 | 45.67% |
| 社区增值服务 | 17.31 | 33.28 | 51.11 | 53.58% |
| 非业主增值服务 | 13.70 | 26.75 | 33.44 | 25.00% |
| 三供一业业务 | 26.99 | 37.29 | 47.54 | 27.46% |
| 城市服务业务 | 8.84 | 45.29 | 56.61 | 25.00% |
| 其他服务 | 3.09 | 1.34 | 1.54 | 15.00% |
| 商业运营服务 | - | 6.54 | 19.63 | 200.00% |
| 毛利 | 53.00 | 88.64 | 106.30 | 19.92% |
| 毛利率 | 33.97% | 30.73% | 25.88% | -4.85ppt |

数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

图 1: 碧桂园服务 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

风险因素

房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。

2023-03-09

表 2: 财务报表及盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 损益表 | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 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 | 收入 | 28,843 | 41,079 | 49,985 | 57,549 |
| 无形资产 | 27,945 | 25,007 | 22,465 | 21,850 | 销售成本 | (19,979) | (30,450) | (37,874) | (44,435) |
| 采用权益法入账的投资 | 398 | 398 | 398 | 398 | 毛利 | 8,864 | 10,630 | 12,112 | 13,114 |
| 递延所得税资产 | 149 | 66 | 84 | 100 | 销售及营销开支 | (338) | (533) | (663) | (800) |
| 其他非流动资产 | 5,755 | 10,590 | 14,601 | 18,107 | 行政开支 | (3,259) | (5,024) | (6,249) | (7,554) |
| 非流动资产总额 | 35,612 | 37,656 | 40,421 | 44,439 | 金融资产减值损失净额 | (188) | (913) | (568) | (555) |
| 存货 | 211 | 120 | 156 | 162 | 其他收入 | 199 | 304 | 284 | 333 |
| 贸易及其他应收款项 | 15,578 | 14,293 | 17,666 | 20,654 | 其他收益—净额 | 452 | 689 | 857 | 1,005 |
| 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 | 商誉减值 | 0 | (2,300) | (1,894) | (889) |
| 受限制银行存款 | 137 | 92 | 118 | 116 | 经营利润 | 5,729 | 2,852 | 3,879 | 4,655 |
| 现金及现金等价物 | 11,619 | 20,599 | 28,267 | 34,323 | 融资收入 | 123 | 452 | 550 | 691 |
| 流动资产总额 | 31,200 | 38,761 | 49,863 | 58,912 | 融资成本 | (221) | (329) | (425) | (518) |
| 总资产 | 66,813 | 76,417 | 90,285 | 103,351 | 财务收入—净额 | (98) | 123 | 125 | 173 |
| 股本及股份溢价 | 27,203 | 27,203 | 27,203 | 27,203 | 应占联营公司收益/(亏损) | 41 | 62 | 100 | 144 |
| 其他储备 | 469 | 639 | 675 | 594 | 税前利润 | 5,673 | 3,037 | 4,104 | 4,971 |
| 留存收益 | 8,516 | 10,844 | 13,991 | 17,802 | 所得税开支 | (1,323) | (709) | (957) | (1,160) |
| 非控制性权益 | 2,187 | 2,638 | 3,213 | 3,904 | 少数股东损益 | 316 | 452 | 575 | 691 |
| 总权益 | 38,373 | 41,325 | 45,082 | 49,503 | 归母公司净利润 | 4,033 | 1,877 | 2,571 | 3,121 |
| 银行及其他借款 | 442 | 715 | 1,084 | 1,428 | | | | | |
| 租赁负债 | 932 | 1,205 | 1,574 | 1,918 | 主要财务指标 | | | | |
| 递延所得负债 | 2,275 | 976 | 1,254 | 1,501 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 非流动负债总额 | 3,649 | 2,896 | 3,911 | 4,847 | 增长率 (%) | | | | |
| 合同负债 | 4,536 | 6,983 | 9,497 | 12,085 | 收入 | 84.89 | 42.42 | 21.68 | 15.13 |
| 贸易及其他应付款项 | 14,413 | 22,274 | 27,912 | 32,991 | 毛利 | 67.25 | 19.92 | 13.94 | 8.28 |
| 银行及其他借款 | 680 | 0 | 0 | 0 | 经营利润 | 57.81 | -50.21 | 35.98 | 20.01 |
| 租赁负债 | 209 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 50.16 | -53.47 | 37.01 | 21.37 |
| 其他流动负债 | 4,953 | 2,939 | 3,883 | 3,925 | 盈利能力 (%) | | | | |
| 流动负债总额 | 24,791 | 32,197 | 41,292 | 49,001 | 毛利率 | 30.73 | 25.88 | 24.23 | 22.79 |
| 负债总额 | 28,439 | 35,093 | 45,203 | 53,848 | EBITDA | 21.74 | 10.53 | 13.02 | 14.88 |
| 权益及负债总额 | 66,813 | 76,417 | 90,285 | 103,351 | 净利率 | 13.98 | 4.57 | 5.14 | 5.42 |
| | | | | | ROE | 14.79 | 4.71 | 5.95 | 6.60 |
| | | | | | ROA | 8.09 | 8.23 | 2.62 | 3.09 |
| | | | | | 偿债能力 (倍) | | | | |
| | | | | | 负债比率 (%) | 42.57 | 45.92 | 50.07 | 52.10 |
| | | | | | 流动比率 | 1.26 | 1.20 | 1.21 | 1.20 |
| | | | | | 速动比率 | 1.25 | 1.20 | 1.20 | 1.20 |
| | | | | | 营运能力 (天) | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 (次) | 0.59 | 0.57 | 0.60 | 0.59 |
| | | | | | 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 | 1.98 | 1.33 | 1.31 |
| | | | | | 每股指标 (人民币) | | | | |
| | | | | | EPS | 1.20 | 0.56 | 0.76 | 0.93 |
| | | | | | 每股净资产 | 11.38 | 12.25 | 13.36 | 14.68 |

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唯一参考因素，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。上述分析师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