

碧桂园服务报告

数据分析

资产负债表

应收账款规模较大

- 应收账款规模过大存在着一定的隐患。若碧桂园服务在这方面长期持续承压，一定程度上会对企业的**流动性**以及**坏账风险**造成影响
- 碧桂园服务在股东会上解释，公司的应收账款主要集中在**政府和机关**的业务上，来自**C端**的应收账款是相对多一点
- 『我们的目标是希望在应收账款的绝对原值和净值上未来能转向去压降。』

碧桂园服务股东大会感想

应收账款

[碧桂园服务](#)现在最大的问题还是应收账款。

当前是163亿贸易应收账款，主要分为三类，G端（公建政府医院等、五六十亿）、B端（开发商等的欠款、几十亿）、C端（主要是居民住户的物业费），具体的数字实录没讲清楚，C端占比多一点。

这里G端风险较小、C端公司说比较有信心收回，风险最大的就是B端，主要是地产开发商，分两类，一类是[碧桂园](#)、一类是收购的物业公司的母公司开发商。

我们大概分成三类，第一类是关联方的应收，第二类是我们过去几年收并购之后，收并购的公司里面也会产生一些相应的应收款，它的开发商所带来的一些应收款。第三部分真正面向小业主的回款，这部分我觉得我们还是非常有信心的。

关于开发商应收账款和关联方风险，我们认为基本上是可控的，首先，[碧桂园](#)和[碧桂园服务](#)没有股权关系、不是母子关系，这是风险防火墙；其次，收购的部分虽然之前是母子关系，但是收购后脱离了母子关系，主要是历史欠账和应收账款问题，风险可控。最后，应收账款，碧桂园方面，已经进行大部分减值、新的应收方面、新的合作协议已经限制了规模，总体风险可控。

关键是要控制新账的产生、大力催收应收账款、控制应收规模不要再增长，未来2-3年能够完全消化掉应收账款的问题就不错了。

贸易应收款

贸易应收款为什么这么重要？一个核心原因就是[碧桂园服务](#)的负债，包括预收款、商业负债、有息负债等高达305亿，负债很大程度上要依赖应收账款来支撑，如果应收大规模出问题，企业运营将会陷入困境。关系到企业资产负债表的稳健。

应收账款解决不了、经营现金流就会出问题，回购分红也会受到限制！

- **贸易应收款项**净额约 163.78 亿元
 - 较上年同期增加约 10.2 亿元
 - 主要由于公司物业管理服务**收入**的增长 & 城市服务的客户**回款周期**变长
- **其他应收款项**则由 2022 年的 54.41 亿元下降至 2023 年的 38.05 亿元
 - 主要是由于向**第三方**提供的**股权质押贷款**及**按金**减少

减值

- **商誉及其他无形资产**减值 14.76 亿元
 - 2021 年以 48.46 亿元收购蓝光地产旗下蓝光嘉宝 64.62%股权，在去年商誉减值为 6.14 亿元，剩余账面商誉价值缩至 29.7 亿元
 - 收购福建东飞的生意，也没能达到碧桂园服务当初的期望值
 - 碧桂园服务将间接增持福建东飞 7.5%股权，最新的持股比例将增至 67.5%
 - 福建东飞去年的盈利能力已大幅缩水，扣非后的净利润为 1.02 亿元，同比下滑 41.04%
- **金融资产及合同资产**减值 25.9 亿元
- 业绩下降主要是由于进行了 关联方贸易应收款减值拨备、 商誉及其他无形资产减值计提
 - 碧桂园暴雷出现 大额计提
 - 过去的 大肆收购 产生的 商誉减值
- **营收**的增长主要由**物业管理服务收入**及『三供一业』业务收入增长带来
- **利润**出现大幅度下降则是由于其进行了关联方贸易应收款减值拨备约 18 亿至 23 亿元
- 同时，碧桂园服务还就其商誉及其他无形资产**减值**计提约 14 亿-18 亿元

利润表

收入



图表5: 2023 年上市物企营收 TOP20



来源: wind, 国金证券研究所

- 收入426.12 亿元，同比增长 3.0%
- 连续两年增收不增利
- 与同行相比，增速显著落后
 - 2023 年，57 家上市物企的营收均值是 48.85 亿元，同比增长 14.34%

- 在上游产业深度调整背景下，物业企业以**非业主增值服务**为代表的高毛利业务继续收缩，叠加大部分企业的“第二曲线”探索效果不明显，未来行业整体利润率将持续向**基础服务水平**回归
- **营收**的增长主要由**物业管理服务收入**及『**三供一业**』业务收入增长带来

收入构成

- **物管服务**录得 246.98 亿元，同比增长 8.1%，占总收入比重的 58%，较 2022 年上升 2.7 个百分点
 - 『**三供一业**』业务录得 49.92 亿元，增幅约为 21.2%
 - **城市服务**在受市场影响和结构性调整后，收入仍然达到 48.37 亿元，同比增长 1.0%，占总收入的比例为 11.5%
 - **社区增值服务**由 2022 年下降 6.6%至 37.53 亿元，占总收入比重约 8.8%
 - **非业主增值服务**收入约为 15.53 亿元，同比下降 41.7%，占总收入比重约 3.6%
 - **商业运营服务**录得收入 10.12 亿元，降幅约为 21.2%
- 业务收入增幅并不算大，处于较为平稳的水平
- 受到关联公司的影响，部分业务的收入降幅较大，这部分的减少也令碧桂园服务整体的业绩表现有所拉低
- 在各物企纷纷转向发展非住业务的时节，碧桂园服务的物管业务仍在收入结构中占到 58%的比重
 - 如何合理协调业务结构以及重新提速是接下来需要解决的问题之一

毛利

- **毛利**87.32 亿元，同比减少 14.9%
 - ==整体**毛利率**==由 2022 年度的约 24.8%下降 4.3 个百分点至约 20.5%
 - **中指院**数据显示，港股物业企业**毛利率**均值从 2021 年的 29.51%，下降至 2022 年的 25.40%，进一步下滑至 2023 年的 23.95%
 - 同期，**净利率**均值从 13.01%下降至 7.83%，进一步调整至 6.51%
 - 整体 毛利率下降主要由于 各项业务 毛利率下降所致

- 归母净利润2.92 亿元，同比减少 85.0%（19.43 亿元）

图表8：2023 年上市物企归母净利润 TOP20



来源：wind，国金证券研究所

- 核心归母净利润39.39亿元，同比减少21.6%（50.22亿元）
 - 剔除商誉减值、收并购带来的客户关系摊销等影响后
- 连续两年增收不增利
- 与同行相比，增速显著落后
 - 2023 年，57 家上市物企的营收均值是 48.85 亿元，同比增长 14.34%
- 面临营收增速和业绩稳健的双重挑战，高成长时代已过
- 在上游产业深度调整背景下，物业企业以非业主增值服务为代表的高毛利业务继续收缩，叠加大部分企业的“第二曲线”探索效果不明显，未来行业整体利润率将持续向基础服务水平回归
- 业绩下降主要是由于进行了 关联方贸易应收款减值拨备、商誉及其他无形资产减值计提
 - 碧桂园暴雷出现 大额计提
 - 过去的 大肆收购 产生的 商誉减值
- 2024年或许没有前述影响，但目前碧桂园服务无论是 收入规模 还是在管面积规模 均是行业首位，要维持 收入增速 和 核心净利润稳定 并不轻松
- 利润出现大幅度下降则是由于其进行了关联方贸易应收款减值拨备约 18 亿至 23 亿元

分红

- 合计分红金额约 9.8 亿元，同比减少 21.5%
 - 宣派末期股息每股人民币 2.19 分及特别股息每股人民币 27.27 分，合计约 9.85 亿元
 - 2022 年，碧桂园服务派息每股 14.4 分以及特别股息每股 22.81 分，分派金额达 12.55 亿元
 - 派息金额下降幅度较大，引起了市场对于公司资金情况的担忧

- 分红派息是按照**核心经营利润**来计算的
 - 2023 年末期股息总额约为公司拥有人核心净利润的 24.66%
 - 2022 年，碧桂园服务公司股东应占核心净利润约为 50.22 亿元，派发末期股息 12.55 亿元，派息金额占比 24.99%
 - 与 2023 年的派息比率相差不大

现金流量表

- **经营活动**产生**现金流**净额 46 亿元，同比增长 38.9%

经营数据

- 合同管理面积约为 16.33 亿平方米
- 收费管理面积约为 9.569 亿平方米
 - 除“三供一业”业务外

-
- “三供一业”业务的物业服务的合同管理面积约为 0.934 亿平方米
 - 收费管理面积约为 0.886 亿平方米

目前在管面积 9.57 亿，合约面积大约 6.5 亿平左右。管理层的回复是，肯定会有部分合约无法如期转换，甚至无法转换，主要是通过外拓来弥补（每年外拓差不多 5000 万平）、今年预计交付 48 万套、大概 5000 万平-6000 万平左右。

所以，未来的在管面积还会增加。预计未来 5 年，增加 3 亿平米（30%），问题不大。

关联交易

压降关联性

2023 年 12 月 29 日，碧桂园服务发布了一份关联交易公告，详细披露与碧桂园集团之间未来 3 年的持续关联交易情况。

物管业务关联交易合同上限	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(亿元)	4.16	4.93	5.71	4.4	4.7	3.7

物管业务主要针对碧桂园集团未售出和已售出但未交付的服务，变化并不算大。

非业主增值服务合同上限	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(亿元)	22	56.5	32	3.4	2.5	2.2

除了难以剥离的物管业务之外，碧桂园服务的非业主增值服务将要『独自生活』。

购股权

向60名员工授出2.25亿股购股权，碧桂园服务的股权激励计划能否顺利达成？_ 每日经济新闻

7月22日晚间，碧桂园服务（HK06098，股价4.7港元，市值157.12亿港元）落地了一个月前制定的高管及员工**购股权**计划。公告显示，碧桂园服务向60名员工参与者（包括2名董事）要约授出2.2535亿份购股权，每股面值为0.0001美元，只须待承授人接纳及承授人于接纳购股权时支付要约接纳对价1.00港元后方可作实。购股权的行使价为每股5.01港元。

从购股权的行使期限、归属期、归属条件来看，这显然是一份专门的股权激励计划。而上述60名员工参与者要想在购股权计划中受益，不仅先要完成不算容易的归属条件，还要让碧桂园服务的股价较购股权的行使价有所拉升。

本次购股权的行使期限为2034年7月21日前，归属期则分为五个时间段。首批归属期为2024年7月22日至2025年或2026年4月1日，后续归属期依次递延至2029年或2030年4月1日。

而首批购股权的归属条件一是集团服务力、品牌力及发展速度（即2024年年度收入同比增长率）超过2023年度前20家同行上市公司平均增长率，同时核心业务盈利保持稳健。但如果2024年增长率目标未实现，该考核可递延一年。二是，员工个人实现设定的2024年年度考核目标。

后续几批购股权的归属条件也是以此类推，但这就要求碧桂园服务的收入增长率需要年年提升或超过TOP20平均水平，且核心业务盈利保持稳健。对于这一达成条件是否宽松，投资者看法也不一。