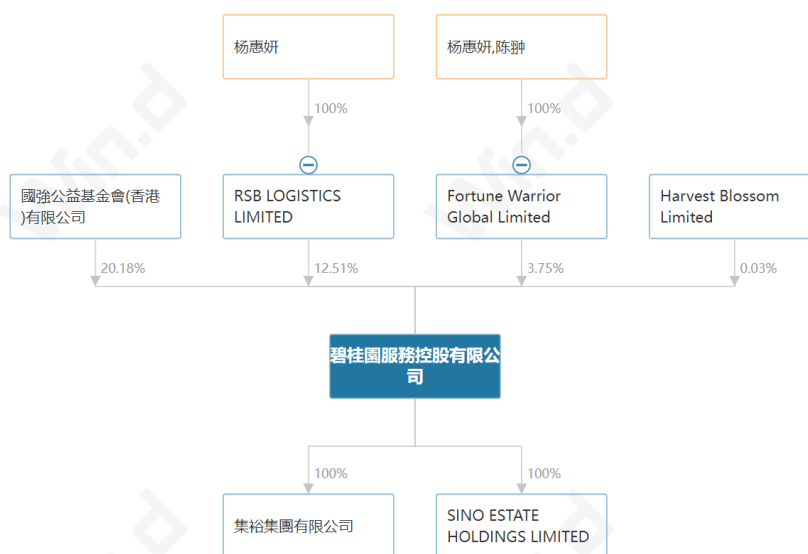


# 碧桂园服务

公司是一家覆盖多元化业态的综合服务运营商，1992 年成立并为碧桂园开发的楼盘提供物业管理，2015 年开始市场化发展、承接第三方项目，2018 年 6 月在港交所主板上市。

公司上市后，主要股权结构关系如下：



## 1、主营业务

公司的主营业务包括：(i) 物业管理服务；(ii) 社区增值服务；(iii) 非主营增值服务；(iv) “三供一业”业务；(v) 城市服务及 (vi) 商业运营服务。截至 2023 年 12 月 31 日，除“三供一业”业务外，公司的合同管理面积约 1,630.6 百万平方米，收费管理面积约 956.9 百万平方米，“三供一业”业务的物业服务的合同管理面积及收费管理面积分别约为 93.4 百万平方米及 88.6 百万平方米。公司管理共 7,345 个服务项目，管理范围覆盖中国 31 个省、市、自治区及香港特别行政区及海外。

物业管理服务——为业主、住户以及物业开发商提供一系列物业管理服务，包括保安、清洁、绿化、园艺及维修保养服务等。目前物业管理组合已涵盖住宅、商业物业、写字楼、产业园、多功能综合楼、政府大楼、医院、学校及其他公共设施，如机场航站楼、高速公路服务站、文旅景区等非住宅物业。

社区增值服务——从资产保值增值和业主生活两大需求出发，围绕业主家庭成员，房屋价值周期和社区成效发展周期为业务发展主线，整合社区商业资源，塑造美好社区。现社区增值服务已逐步形成六大业务群：(i) 到家服务；(ii) 家装服务；(iii) 社区传媒服务；(iv) 本地生活服务；(v) 房地产经纪服务及 (vi) 园区空间服务。

“三供一业”业务——于 2018 年成立合资公司，开始进入“三供一业”中的物业管理及供热的分离移交改革领域。成立以来，公司与合作方持续推进深度融合，在经营管理、市场拓展、品质管理、智能化建设及社区增值服务方面取得显著阶段性成效。公司共同推动业务范围逐步向办公物业、石油石化企业的工厂、工业园区、油气场站的综合服务、企业职工食堂等国企后勤综合服务业务拓展。我们将发挥此项目的成功经验，继续深耕“三供一业”领域，建立运维新模式，探索管理新模式。

城市服务——公司坚持新型城镇化聚焦战略，以“善治、益业、美境、惠民”为核心价值，以城市公共服务、城市资源经营、城市数字治理三大核心业务，助力城市高质量发展。“城市共生社群”是依托本集团发展及超过 30 年的新城服务经验，秉持着“服务，让城市更美好”的核心理念，以市场需求和核心技术为驱动，以生态伙伴和资源平台为共用基础，以经济效益、社会效益、环境效益均衡最优化为目标，兼顾城市治理公共服务的综合效益和长期效益的平衡，结合自身全产业链资源优势推出的城市服务产品。

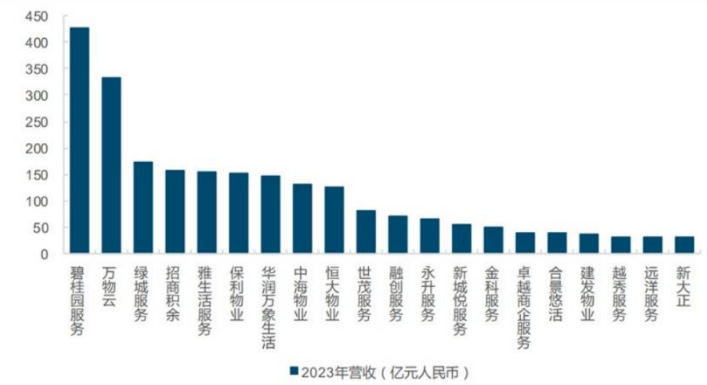
商业运营服务——公司为购物中心、社区商业、商业街区、专业市场等项目提供商业策划咨询、招商、营运及企划服务等全链条服务；主要包括(i)向租赁开发商或业主自行的商业进行商业经营管理；(ii)向物业开发商投资者阶段提供物业市场研究及定位服务；(iii)在物业开业前的准备阶段向物业开发商或业主提供市场研究及定位、商业策划咨询、租户招揽及筹备开业服务；及(iv)在物业运营阶段向业主或租户提供租户招揽、运营及管理服务。

## 2、财务数据

### (1) 资产负债表

碧桂园服务[6098.HK] - ARD 资产负债表 (单位: 万元, CNY)					
报告期	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31
报表类型	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
资产总计	6924407	7007690	6681276	3120388	1226932
非流动资产合计	3337470	3542040	3561226	791583	204492
固定资产-物业、厂房及设备	165696	147752	136558	124907	31187
许可协议、产品使用权及其他无形资产-非流动资产					
无形资产	2392731	2595336	2794480	617627	160385
于合营公司之权益					7352
于联营公司之权益					599
权益法核算的投资	60037	64482	39775	31222	
按公允价值计入损益之其他金融资产-非流动资产	431798	415161	416447	995	995
投资性房地产	130500	198967	93608		
合同特许资产-非流动资产	7141	42773	39073		
应收账款及其他应收款-非流动资产	16244	24660			
递延所得税资产-非流动资产	90750	31472	14918	3796	1094
预付无形资产收购款					
有使用权资产-非流动资产	42574	21439	26369	13036	2879
其他非流动资产					
流动资产合计	3586938	3465649	3120050	2328804	1022440
存货	51627	27076	21051	13691	1394
应收账款及其他应收款项-流动资产	2160611	2214614	1557788	524352	200377
受限制银行存款-流动资产	30209	16100	13728	12627	1186
按公允价值计入损益的金融资产					
公允价值计入其他全面收益金融资产-流动资产	80772	86282	365620	256612	128068
货币资金	1263719	1121577	1161862	1521522	691415
负债及股东权益总计	6924407	7007690	6681276	3120388	1226932
股东权益合计(含少数股东权益)	3878208	3990900	3837349	1615904	567953
股东权益合计(不含少数股东权益)	3615587	3745643	3618687	1456574	537316
少数股东权益	262620	245257	218662	159330	30637
负债合计	3046200	3016790	2843927	1504484	658980
非流动负债合计	407848	517373	364871	81204	16250
流动负债合计	2638352	2499417	2479056	1423280	642730
显示币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
原始币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
转换汇率	1	1	1	1	1
利率类型	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率
区间起始日					
区间截止日	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31
报告期跨度					
公告日期	2024-03-27	2023-03-29	2022-03-29	2021-03-22	2020-03-18
会计准则	香港准则	香港准则	香港准则	香港准则	香港准则
审计意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见
核数师					

图表5：2023 年上市物企营收 TOP20



来源: wind, 国金证券研究所

截至 23 年底，公司总资产 692 亿；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以及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，主要由于向第三方提供的股权质押贷款及按金减少。

163 亿贸易应收账款中主要分为三类：G 端（公建政府医院等）、B 端（开发商等的欠款）、C 端（主要是居民住户的物业费）。其中，G 端风险较小，C 端较有信心收回，风险最大的即为 B 端；而 B 端也大致分为两类主体：1. 碧桂园控股；2. 收购的物业公司的

母公司开发商。对于碧桂园服务与碧桂园控股之间的关联性，详细请见（6）关联交易部分。

碧桂园服务[6098.HK] - 资本结构与偿债能力	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报
<b>资本结构</b>									
资产负债率	43.9922	43.0497	42.5656	48.2146	53.7095	57.8097	55.6499	56.1037	59.7459
权益乘数	1.7855	1.7559	1.7411	1.931	2.1603	2.3702	2.2548	2.2781	2.4842
产权比率	0.7855	0.7559	0.7411	0.931	1.1603	1.3702	1.2548	1.2781	1.4842
流动资产/总资产	51.8014	49.455	46.6984	74.6319	83.3331	84.587	96.5037	97.1602	96.7012
非流动资产/总资产	48.1986	50.545	53.3016	25.3681	16.6669	15.413	3.4963	2.8398	3.2988
有形资产/总资产	17.1305	16.1958	12.0307	26.4682	30.4867	28.5134	40.2723	41.2239	99.978
归属母公司股东的权益/全部投入资本	95.8395	94.3249	87.4623	79.2578	100	100	100		68.4751
流动负债/负债合计	86.6112	82.8502	87.1702	94.6025	97.5341	97.9624	99.2529	100	100
非流动负债/负债合计	13.3888	17.1498	12.8298	5.3975	2.4659	2.0376	0.7471		
带息债务/全部投入资本	4.1605	5.6751	12.5377	20.7422	0	0	0	0	0
<b>偿债能力</b>									
流动比率	1.3595	1.3866	1.2586	1.6362	1.5908	1.4936	1.7472	1.7318	1.6185
速动比率	1.34	1.3758	1.2501	1.6266	1.5886	1.4909	1.744	1.7279	1.612
保守速动比率	1.2836	1.2615	1.2445	1.6177	1.5868	1.4892	1.7425	1.7271	1.6107
货币资金/流动负债	0.479	0.4487	0.4687	1.069	1.0757	1.2372	1.3716	1.2815	0.6898
营业利润/流动负债	0.1719	0.224	0.2117	0.2265	0.2777	0.3126	0.2958	0.3389	0.3329
营业利润/负债合计	0.1488	0.1856	0.1846	0.2142	0.2708	0.3062	0.2936	0.3389	0.3329
经营活动产生的现金流量净额/流动负债	0.1749	0.1329	0.1374	0.2539	0.5068	0.4952	0.461	0.7232	-0.0144
经营活动产生的现金流量净额/负债合计	0.1515	0.1101	0.1198	0.2402	0.4943	0.4851	0.4575	0.7232	-0.0144
经营活动产生的现金流量净额/带息债务	2.9402	1.4738	0.6569	0.948					
经营活动产生的现金流量净额/净债务	-0.417	-0.3706	-0.5298	-0.3169	-0.4711	-0.4003	-0.3361	-0.5643	0.0209
归属母公司股东的权益/负债合计	1.1869	1.2416	1.2724	0.9682	0.8154	0.7082	0.7345	0.7363	0.6738
归属母公司股东的权益/带息债务	23.0359	16.621	6.976	3.8211					
有形资产/负债合计	0.3894	0.3762	0.2826	0.549	0.5676	0.4932	0.7237	0.7348	1.6734
有形资产/带息债务	7.5575	5.0363	1.5495	2.1666					
有形资产/净债务	-1.0718	-1.2664	-1.2498	-0.7243	-0.541	-0.407	-0.5316	-0.5734	-2.4259
息税折旧摊销前利润/负债合计	0.0974	0.1799	0.2418	0.2663	0.3237	0.3453	0.3061	0.3615	0.3599
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	-27.2772	49.323	58.976	-84.0266	-21.591		-16.3795		
长期债务与营运资金比率	0.43	0.5355	0.5692	0.0897	0.0428	0.0421	0.0101		

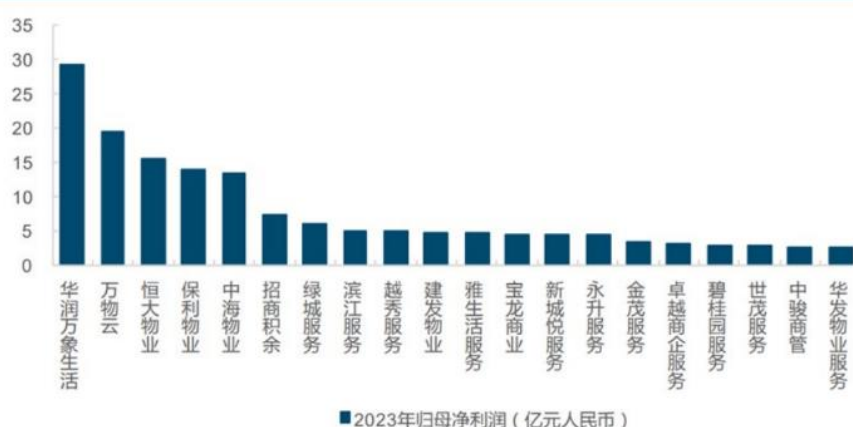
目前，碧桂园服务的负债（包括预收款、商业负债、有息负债等）高达 304.6 亿，而大规模的应收账款也已经隐含了一定隐患。若碧桂园服务在这方面长期持续承压，一定程度上会对企业的流动性以及坏账风险造成影响。

## (2) 利润表

碧桂园服务[6098.HK] - ARD 利润表 (单位: 万元, 2023-12-31)					
报告期	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业收入	4261151	4136657	2884301	1560042	964495
服务成本	-3260208	-3009953	-1959440	-1019457	-659271
营业成本-销售成本	-127749	-100958	-38461	-10609	
毛利	873195	1025747	886400	529977	305224
销售费用	-34214	-43772	-33763	-13576	-6677
管理费用	-386636	-427033	-325938	-195048	-120759
商誉及无形资产的减值损失	-147600	-177042			
金融资产及合同资产减值					
其他收入-经营	47736	53768	19861	12105	5114
可供出售金融资产减值损失	-259380	-67918	-18828	-9813	-3074
其他经营净收益	16138	-11416	45195	39403	17810
营业利润	109239	352335	572927	363048	197638
财务收入/(费用)净额	3818	-7213	-9785	4369	9190
财务收入	27200	14270	12321	15845	9425
财务费用	-23382	-21483	-22106	-11476	-235
以权益法核算的投资收益/(损失)	-5092	3443	4142	4056	
应占合营公司权益损失					
应占联营公司损益					
应占联营公司及共同控制实体损益					783
除税前溢利	107965	348564	567284	371473	207611
所得税	-56294	-122430	-132339	-93307	-35772
其他综合收益-综合收益总额	15748	16810	-6797	-1307	33
其他综合收益-其后会重新分类到损益的项目-外汇变动					
其他全面(亏损)收益-其后不会重新分类至损	17345	19083	-6446		
其他综合收益-汇兑差额-海外业务换算	-1597	-2273	-351	-1307	33
其他综合收益-汇兑差额					
净利润与综合收益总额	67419	242944	428148	276859	171872
净利润(含少数股东权益)	51671	226134	434945	278166	171839
少数股东损益	22438	31791	31606	9553	4773
净利润(不含少数股东权益)	29234	194342	403340	268613	167066
归属于母公司的净利润与综合收益总额					
归属于少数股东的净利润与综合收益总额					
综合收益总额	67419	242944	428148	276859	171872
综合收益总额(母公司)	44981	211448	396543	267306	167099
综合收益总额(少数股东)	22438	31496	31606	9553	4773
职工薪酬	-1538452	-1617204	-1039705	-513164	-404160
折旧及摊销	-192502	-186882	-110514	-33609	-14893
显示币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
原始币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
转换汇率	1	1	1	1	1
利率类型	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率
区间起始日	2023-01-01	2022-01-01	2021-01-01	2020-01-01	2019-01-01
区间截止日	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31
报告期跨度	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月
公告日期	2024-03-27	2023-03-29	2022-03-29	2021-03-22	2020-03-18
会计准则	香港准则	香港准则	香港准则	香港准则	香港准则
审计意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见
核数师					



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

2023 年，公司收入 426.12 亿元，同比增长 3.0%，绝对值属全行业第一；2022 年，公司收入 413.67 亿元。然而 2023 年，57 家上市物企的营收均值是 48.85 亿元，同比增长 14.34%，公司与同行相比收入增速显著落后。

2023 年，公司毛利 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%（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%，进一步下滑至 6.51%）。整体毛利率下降主要由于以下原因所致：

1. 各项业务毛利率下降；
2. 管理层注意到对于“风险客商”的影响，因此采用了风险客商的业务缺失口径，计算收入和利润更偏保守，对碧桂园服务的收入影响大约有 5 亿元；
3. 受到关联方业务发展情况的影响，关联性交易发生了较大下降（但从业务独立性角度来说，碧桂园服务市场化业务占比达到历年最高水平）；
4. 关联方（碧桂园控股）暴雷，贸易应收款减值拨备，出现大额计提（21.9 亿元）
5. 过去的大肆收购产生的商誉减值（14.76 亿元）
6. 服务和科研投入成本创历史新高（共 7.2 亿元），计入会影响毛利。

归母净利润 2.92 亿元，同比减少 85.0%(2022 年为 19.43 亿元)；核心归母净利润 39.39 亿元，同比减少 21.6%(2022 年为 50.22 亿元)。由此可看出，公司已连续两年出现“增收不增利”状况。这显示出，虽然目前公司无论是收入规模还是在管面积规模均是行业首位，但要维持收入增速和核心净利润稳定仍并不轻松，且面临营收增速和业绩稳健的双重挑战，高成长时代已过。



碧桂园服务[6098.HK] - 每股指标 报告期	2023-12-31 年报	2022-12-31 年报	2021-12-31 年报	2020-12-31 年报	2019-12-31 年报	2018-12-31 年报				
上市公司公告										
每股收益-基本	0.0869	0.5768	1.2842	0.9762	0.6273	0.3696				
同比	-84.9341	-55.0849	31.5509	55.6193	69.724					
每股收益-稀释	0.0869	0.5768	1.2801	0.9632	0.6167	0.3653				
同比	-84.9341	-54.941	32.9007	56.1862	68.8201					
Wind计算										
每股收益-期末股本摊薄	0.0874	0.5761	1.1983	0.916	0.6163	0.3693				
每股收益-最新股本摊薄	0.08745	0.58134	1.20651	0.8035	0.49975	0.27614				
每股净资产	10.81533	11.10436	10.75049	4.96722	1.98206	0.90431				
每股营业总收入	12.7496	12.2782	8.5688	5.3234	3.5603	1.871				
每股营业收入	12.7464	12.2636	8.5688	5.3201	3.5578	1.8701				
每股派息	0.29316	0.36678	0.28788	0.22371	0.14852	0.08464				
每股留存收益	2.4423	2.7611	2.5298	1.8029	1.1379	0.6633				
每股现金流量净额	0.4252	-0.1194	-1.0685	2.8308	1.1233	0.4938				
每股经营活动产生的现金流量净额	1.38043	0.98463	1.01227	1.23233	1.20152	0.61947				
同比	40.1991	-2.7363	-17.8528	2.5635	93.9467					
每股息税前利润	0.3115	1.0547	1.7144	1.2519	0.7319	0.4278				
每股企业自由现金流量	1.5737	1.3216	0.7121	0.6421	0.8525	0.7738				
每股股东自由现金流量	1.296	0.3434	2.0117	1.8666	0.8493	0.7738				
原始币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY				
历年分红明细										
报告期	报告期起始日	报告期截止日	净利润(万元)	现金分红总额(万元)	股利支付率(%)	收益留存率(%)	ROIC(%)	每股股利(HKD)	每股股利年增长率(%)	股息率(%)
2023年	2023-01-01	2023-12-31	32,258.72	108,146.71	336.94	-236.94	0.76	0.32	-21.21	4.79
2022年	2022-01-01	2022-12-31	217,562.66	138,500.61	64.56	35.44	4.79	0.41	16.61	2.11
2021年	2021-01-01	2021-12-31	493,321.31	118,629.83	24.98	75.02	13.50	0.35	32.47	0.75
2020年	2020-01-01	2020-12-31	319,154.03	85,448.54	26.14	73.86	22.62	0.27	60.31	0.51
2019年	2019-01-01	2019-12-31	186,503.83	45,653.69	25.00	75.00	43.77	0.17	71.64	0.63
2018年	2018-01-01	2018-12-31	105,358.82	25,780.23	24.55	75.45	50.14	0.10	--	0.78
2017年	2017-01-01	2017-12-31	48,060.56	--	--	--	32.92	--	--	--
2016年	2016-01-01	2016-12-31	36,241.18	--	--	--	40.61	--	--	--
2015年	2015-01-01	2015-12-31	26,313.95	--	--	--	38.19	--	--	--

2023 年，公司合计分红金额约 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，公司派息每股 14.4 分以及特别股息每股 22.8 分，分派金额达 12.55 亿元），派息金额下降幅度较大。但是，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。

### （3）现金流量表

碧桂园服务[6098.HK] - ARD 现金流量表 (单位: 万元, CNY)		2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
除税前(亏损)/溢利	107965	348564	567284	371473	207611	
物业、厂房及设备折旧	41750	42785	36801	17429	9439	
无形资产摊销	114091	116055	54609	11693	4439	
处置物业、厂房及设备之(收益)/亏损	2489	-7401	-3457	60	-3	
提前终止租赁收益-经营活动	-3088	-202	2	20	-2	
股份为基础支付费用						
其他非流动资产摊销						
其他无形资产减值损失						
以公允价值计量且其他综合收益入账的金融资产之股息收入	-16694	-12027				
出售以权益法入账的投资所得款项		-2240				
商誉及其他无形资产减值	147600	177042				
投资物业折旧	18971	11690	6845			
无形资产折旧	17690	16352	12259	4486	1015	
无形资产减值损失						
出售附属公司之亏损	-6926	8496	67		12	
应占合资公司税后溢利-经营活动						
以权益法核算的投资应占亏损	5092	-3443	-4142	-4056		
应占联营公司及共同控制实体之溢利/亏损						-783
应占联营公司之溢利/亏损						
出售于联营公司投资收益-经营活动						
员工持股计划所获得的股份-经营活动	-20265	5546	21735	23375	1437	
负商誉			-524			
按公允价值计入损益的金融资产-经营活动	-347	25238	-28554	-18613	-11513	
从联营公司转为可供出售金融资产时重估公允价值之收益						
按公允价值计入损益之其他金融资产公允价值变动						
转让融资租赁收益	-5045					
财务收入	-3818	7213	9785	-4369	-9190	
营运资本变动前之现金流量	399464	733668	672710	401499	202463	
(增加)/减少受限制银行存款-经营活动	-14109	-2372	784	-8771	-170	
(增加)/减少存货	-24569	-5914	-5261	-5714	-501	
(增加)/减少应收账款及其他应收款	29681	-557701	-253498	-160445	-93827	
增加/(减少)投资合同负债						
(增加)/减少合同负债-经营活动	160954	111005	45060	89542	57945	
(增加)/减少合同资产-经营活动	-1774	-15394	-39073			
增加/(减少)合同资产-经营活动	74634	256528	54750	96153	189347	
增加/(减少)债权人家款项及其他应付款	624283	519821	475473	412265	355257	
经营活动之现金	162804	-187692	-134735	-50898	-29536	
已付所得税						
经营活动产生的现金流量净额	461479	332129	340737	361266	325721	
收购附属公司-投资活动		-63826	-1667284	-303134	-29133	
于合营企业投资					-3993	
于联营公司投资						
结付就上一一年之业务合并应付之代价-投资活动						
购买物业、厂房及设备	-69011	-68413	-36334	-30983	-8068	
购买投资物业		-634	-261			
购买无形资产	-25058	-21146	-23755	-3562	-2606	
投资于其他非流动资产-投资活动						
已收公允价值计入损益之金融资产之收入-投资活动						
以公允价值计量金融工具收到的股息-投资活动	16694	12027				
权益法投资出售所得款项净额-投资活动		8808				
收购合并实体的付款	-32959	-28692	-78690	-18826	-12489	
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产处置收益-投资活动						
处置以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融工具-投资	5183	3851				
出售经损益按公允价值计算之金融资产之现金流量	-252600	-739331	-541303	-302336	-337131	
出售附属公司现金流出-投资活动				-2	-1166	
出售附属公司现金流入-投资活动	-2875	572				
已收共同控制实体股息-投资活动					50	
权益投资法股息-投资活动	823	2004	629	202		
收购使用权益法入账之投资-投资活动	-1470	-7076	-857	-18461		
已收联营公司股息-投资活动					287	
购买按公允价值计入损益之金融资产-投资活动						
出售物业、厂房及设备之出售所得款项-投资活动			-418899			
购置按公允价值计入其他全面收益的金融资产-投资活动						
对第三方的贷款-投资活动		-51085	-232893			
第三方偿还贷款-投资活动	30000					
出售于一间联营公司投资所得款项-投资活动						
处置物业、厂房及设备所得款	6827	22481	15811	3054	280	
处置无形资产所得款	55	933	1429			
处置投资物业和土地使用权所得款-投资活动	3323					
按公允价值计量且变动计入其他综合收益的已收分红-投资活动						
出售其他无形资产所得款						
出售按公允价值计入损益之金融资产所得款	258457	990805	460849	195005	221775	
应收关联方款项减少-投资活动						
已收利息-投资活动	27200	14270	12321	15845	9425	
投资活动产生的现金流量净额	-35410	75546	-2509237	-463197	-162768	
来自非控制权益注资-筹资活动						
发行股份所得款项				656787	171488	
已发行股份						
缴付财务租约利息-筹资活动			1510031			
配售股份所得款项						
回购股份	-26660	-8205	-59407			
偿还银行及其他借款	-151049	-50114	-12854			
银行及其他借贷所得款	82647	163217	55228	14455		
支付现金股息给股东-筹资活动						
发行可换股债券所得款			411431	351359		
根据认购股权计划发行股本所得款		188	80543			
赎回可换股债券-筹资活动		-427978				
非控股股东注资-筹资活动	1185	3067	898	5156	2349	
资本租赁利息费用	-13228	-8994	-4196	-828	-235	
融资租赁租金付款之资本部分-筹资活动	-24436	-15084	-16330	-6738	-878	
已付股东之股息	-125514	-86122	-67699	-41694	-22631	
支付租赁负债-筹资活动						
收购非控股股东权益-筹资活动	-2650	-1184	-59580	-223	-9128	
偿还借贷						
已付利息-筹资活动	-9206	-7048	-6323	-541		
向非控股股东派发股息	-10520	-2795	-1987	-1516	-1112	
非控制性权益的股权交易						
筹资活动产生的现金流量净额	-279431	-441054	1829756	976216	139853	
现金及现金等价物净增加额	146638	-33379	-338744	874385	302806	
期初现金及现金等价物余额	1121577	1161862	1521522	691415	386992	
汇率变动对现金及现金等价物及受限制现金的影响	-4496	-6906	-20917	-44278	1717	
期末现金及现金等价物余额	1263719	1121577	1161862	1521522	691415	
显示币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	
原始币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	
转换汇率	1	1	1	1	1	1
利率类型	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	
区间起始日	2023-01-01	2022-01-01	2021-01-01	2020-01-01	2019-01-01	
区间截止日	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	
报告期跨度	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	
公告日期	2024-03-27	2023-03-29	2022-03-29	2021-03-22	2020-03-18	
会计准则	香港准则	香港准则	香港准则	香港准则	香港准则	
审计意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	标准无保留意见	
核数师						

经营活动产生现金流净额 46 亿元，同比增长 38.9%。



## （4）分业务数据

### 按项目划分

碧桂园服务[6098.HK] - 主营构成(按项目) (单位: 万元, CNY)	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>物业管理服务收入</b>									
收入	2469851	2285560	1630137	1014691	634212	344549	254467	195671	143353
成本				705989	451591	234783	179676	136305	104156
毛利				308702	182621	109766	74790	59366	39197
毛利率(%)				30.42	28.79	31.86	29.39	30.34	27.34
业务收入比例(%)									
<b>城市环境卫生服务收入</b>									
收入	488363	483688	452895	88413					
成本				59641					
毛利				28772					
毛利率(%)				32.54					
业务收入比例(%)									
<b>社区增值服务</b>									
收入	375287	401748	332759	173127	86519	41722	24182	19431	12232
成本				60349	29226	14146	10220	8598	5495
毛利				112778	57293	27576	13962	10833	6738
毛利率(%)				65.14	66.22	66.1	57.74	55.75	55.08
业务收入比例(%)									
<b>非业主增值服务</b>									
收入	155340	266471	267509	136970	142206	79108	32802	19971	10952
成本				74601	83909	41076	18616	10812	6288
毛利				62369	58297	38033	14186	9158	4664
毛利率(%)				45.54	40.99	48.08	43.25	45.86	42.59
业务收入比例(%)									
<b>提供供热服务</b>									
收入	152799	143533	122180	115912	99022				
成本				105988	93079				
毛利				9924	5942				
毛利率(%)				8.56	6				
业务收入比例(%)									
<b>商业运营服务</b>									
收入	101242	128512	65419						
成本									
毛利									
毛利率(%)									
业务收入比例(%)									
<b>物业管理及其他服务</b>									
收入	499221	411779							
成本									
毛利									
毛利率(%)									
业务收入比例(%)									
<b>其他服务</b>									
收入	19049	15365	13404	30929	2537	2149	735	772	710
成本				23498	1465	1362	115	109	184
毛利				7431	1072	787	621	664	526
毛利率(%)				24.03	42.24	36.63	84.41	85.95	74.06
业务收入比例(%)									
<b>中国大陆</b>									
收入									
成本									
毛利									
毛利率(%)									
业务收入比例(%)									
显示币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
原始币种	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
转换汇率	1	1	1	1	1	1	1	1	1
利率类型	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率	期末汇率

物管服务录得 246.98 亿元，同比增长 8.1%，占总收入比重提升至约 58%，较 2022 年 **上升** 2.7 个百分点；毛利率由 2022 年的约 25.5% 下降至约 22.1%，主要因为 (i) 出于谨慎性原则，公司对若干信用风险显著上升的客户提供服务后，于本集团完成履约义务且已收取该等客户的代价时，才将收取的代价确认为收入导致；及 (ii) 主动投入，推动物业管理项目现场品质提升及环境改造。

“三供一业”业务录得 49.92 亿元，**增幅** 约为 21.2%；毛利率由 2022 年的约 8.8% 下降至约 7.4%，主要因为部分新增业务毛利率较低，但供热服务毛利率保持稳定。

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%，占总收入比例为 11.5%；毛利率由 2022 年的约 18.8% 下降至约 16.8%，主要因为年内公司合作方式变化引起结构性调整。

社区增值服务(此为公司着力打造的“第二增长曲线”)由 2022 年下降 6.6%至 37.53 亿元, 占总收入比重约 8.8%; 毛利率由 2022 年的约 53.5%下降至约 39.4%, 主要因为相关服务收入下降但固定成本持续发生。

非业主增值服务收入约为 15.53 亿元, 同比下降 41.7%, 占总收入比重进一步降低至 3.6%; 毛利率由 2022 年的约 13.6%下降至约 1.0%, 主要因为(i)出于谨慎性原则, 公司对若干信用风险显著上升的客户提供服务后, 于本集团完成履约义务且已收取该等客户的代价时, 才将收取的代价确认为收入导致; 及(ii)受经济环境影响, 签约单价下降。

商业运营服务录得收入 10.12 亿元, 降幅约为 21.2%; 毛利率由 2022 年的约 35.5%下降至约 30.9%, 主要因为(i)年内退出若干项目, 成本调整存在滞后性; 及(ii)受经济环境影响, 商业运营业务竞争激烈。

受关联公司的影响, 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。

值得一提的是, 碧桂园服务来自于第三方的收入约为 412.83 亿元, 增加约 6.0%, 占总收入的比例提升至 96.9%, 体现出公司在积极寻求“独立”。

同时, 在各物企纷纷转向发展非住业务之时, 碧桂园服务的物管业务仍在收入结构中占到 58%; 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。

(5) 合约面积与在管面积

业务指标	2023-12-31	2023-06-30	2022-12-31	2022-06-30	2021-12-31	2021-06-30	2020-12-31	2020-06-30	2019-12-31
累计值									
除「三供一业」业务外: 合约管理面积(万平方米)	163,300	164,660	160,190	160,890	143,790	90,070	82,050	74,580	68,470
除「三供一业」业务外: 收费管理面积(万平方米)	95,690	91,600	96,910	84,320	76,570	42,910	37,730	31,950	27,610
「三供一业」业务: 合约管理面积(万平方米)	9,340	9,290	9,290	8,530	8,520	8,520	8,520	8,520	8,490
「三供一业」业务: 收费管理面积(万平方米)	8,860	8,820	8,810	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520	8,490
合同管理面积(万平方米)									
收费管理面积(万平方米)									
项目城市数量(个)		400	400	400	370	370	360	350	350
物业管理数量(个)	7,345	6,986	6,601	6,622	6,046	3,656	3,277	2,769	2,405
提供物业管理服务业主及商户数量(万户)		885.30	841	815	742	465	424	377	346

截至 2023 年 12 月 31 日, 除“三供一业”业务外, 公司合同管理面积约为 1,633.0 百万平方米, 收费管理面积约为 956.9 百万平方米。此外, “三供一业”物业服务的合同管理面积及收费管理面积分别约 93.4 百万平方米及 88.6 百万平方米。公司管理共 7,345 项物业, 项目遍布中国内地 31 个省、直辖市、自治区及香港特别行政区及海外, 重点覆盖包括珠三角、长三角、长江中游、京津冀及成渝五大经济发达城市群, 位于一二线城市项目的收费管理面积占比为 42.0%。

2023 年, 碧桂园服务新增品牌拓展签约外拓项目 1556 个。其中, 新增外拓项目中有 45%分布于一二线城市, 于三四线城市新拓项目的占比为 55%。

对于合同管理面积, 肯定会有部分无法如期转换, 而这部分公司已经决定主要通过外拓来弥补(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 年能够增加 3 亿平米(30%)。

## (6) 关联交易

与关联方的交易 (千元, CNY)	2023	2022
<b>提供服务</b>		
由最终控股股东控制的实体	1,139,644	2,071,304
由最终控股股东共同控制的实体	90,554	270,397
最终控股股东拥有重大影响的实体	84,630	74,642
由最终控股股东的近亲控制的实体	13,636	
	1,328,464	2,416,343
<b>购买商品及服务</b>		
由最终控股股东控制的实体	45,399	41,243
由最终控股股东共同控制的实体	91,576	404
最终控股股东拥有重大影响的实体	20,530	6,034
由最终控股股东的近亲控制的实体	3,851	7,504
	161,356	55,185
<b>收购资产</b>		
由最终控股股东控制的实体		21,744
<b>添置投资物业</b>		
由最终控股股东控制的实体		307,236
由最终控股股东共同控制的实体		172,324
		479,560
<b>租赁负债的利息开支</b>		
由最终控股股东控制的实体	72,866	36,897
由最终控股股东共同控制的实体		22,247
	72,866	59,144
<b>偿还租赁负债</b>		
由最终控股股东控制的实体	135,849	66,389
由最终控股股东共同控制的实体		50,538
	135,849	116,927
<b>租赁开支</b>		
由最终控股股东控制的实体	13,659	21,869
由最终控股股东共同控制的实体		433
	13,659	22,302

### 與關聯方的結餘

	於12月31日	
	2023年 人民幣千元	2022年 人民幣千元
<b>應收關聯方款項</b>		
貿易應收款項		
— 由最終控股股東控制的實體	2,757,874	1,416,563
— 由最終控股股東共同控制的實體	165,454	240,719
— 最終控股股東擁有重大影響的實體	70,606	70,936
— 由最終控股股東的近親控制的實體	3,227	3,126
	2,997,161	1,731,344
減：應收關聯方的貿易應收款項準備撥備(附註3.1.1(a))	(2,198,613)	—
	798,548	1,731,344
預付款項		
— 由最終控股股東控制的實體	8,678	3,435
— 由最終控股股東共同控制的實體	499	1,018
— 最終控股股東擁有重大影響的實體	5,140	3,201
	14,317	7,654
<b>應付關聯方款項</b>		
貿易應付款項		
— 由最終控股股東控制的實體	171,161	69,841
— 由最終控股股東共同控制的實體	26,494	13,674
— 最終控股股東擁有重大影響的實體	9,841	232
— 由最終控股股東的近親控制的實體	2,816	325
	210,312	84,072
合同負債		
— 由最終控股股東控制的實體	83,459	56
— 由最終控股股東共同控制的實體	8,096	49,512
— 最終控股股東擁有重大影響的實體	2,335	28,127
— 由最終控股股東的近親控制的實體	814	2
	94,704	77,697

第一张表显示，公司在 2023 年提供服务的交易总额为 1,328,464 千元人民币，较 2022 年的 4,067,413 千元大幅减少。这一显著下降可能反映了关联方房地产公司因财务状况恶化，需求减少或支付能力受限，从而导致公司服务业务量的减少。此外，购买商品及服务的交易额从 2022 年的 55,185 千元人民币上升至 161,356 千元，这表明公司在应对关联方财务压力的情况下，可能加大了对实物商品和服务的采购力度，以弥补服务收入的减少。深度投资物业的交易额也从 2022 年的 479,560 千元大幅减少至 172,324 千元。这一变化可能意味着公司在面对关联方财务压力时，减少了对高风险投资项目的投入，转而保持更为保守的投资策略。

第二张表显示，2023 年底应收关联方款项总额为 798,548 千元，较 2022 年的 1,731,344 千元明显下降。这一减少可能表明公司在加强应收账款回收方面取得了一定成效，减少了资金的占用，提升了流动性。相对地，预付款项和应付关联方款项在 2023 年有所增加，预付款项为 14,317 千元，应付款项为 210,312 千元，反映出公司在与关联方交易中更加谨慎，预先支付部分款项以确保交易顺利进行。

结合背景信息，关联方房地产公司的财务状况恶化对碧桂园服务的经营状况产生了显著影响。公司通过减少提供服务的规模、增加实物商品及服务的采购、减少高风险投资及加强应收账款回收等措施，努力应对关联方带来的财务压力。这些措施表明公司在当前环境下采取了更为谨慎和保守的经营策略，以确保其财务稳健和业务持续性。经过这样的努力，公司的关联方收入已经同比下降 45%，占总收入的比重仅为约 3.1%。

同时，2023 年 12 月 29 日，公司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（如下表）。

物管业务关联交易合同上限	2021	2022	2023	2024	2025	2026	非业主增值服务合同上限	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(亿元)	4.16	4.93	5.71	4.4	4.7	3.7	(亿元)	22	56.5	32	3.4	2.5	2.2

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。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立生存。

## （7）其他信息

### 1）购股权计划

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）正式推出了一个月前制定的高管及员工购股权计划。根据公告，公司向 60 名员工（包括 2 名董事）授予 2.2535 亿份购股权，每股面值为 0.0001 美元，参与者需支付要约接纳对价 1.00 港元方可生效。购股权行使价定为每股 5.01 港元。

此次购股权计划具有显著的激励性质，旨在通过设置行使期限、归属期及严格的归属条件，激励员工在未来数年内为公司发展做出贡献。行使期限截至 2034 年 7 月 21 日，归属期分为五个时间段，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。

首批购股权的归属条件包括：集团服务力、品牌力及发展速度（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，且核心业务盈利保持稳健。如未能实现增长率目标，该考核可递延一年。同时，员工个人需达成 2024 年年度考核目标。后续批次购股权的归属条件延续此逻辑，要求公司年度收入增长率持续提升或超过 TOP20 同行平均水平，并保持核心业务盈利稳健。

对于这份购股权计划的态度可从两方面审视。一方面，购股权计划通过严格的归属条件和长期行使期限，确保了激励措施的有效性和持续性，能够激发员工积极性，推动公司长期稳健发展。另一方面，购股权计划对公司收入增长率及盈利能力提出了较高要求，能否达成这些条件尚需观察，特别是在市场环境复杂多变的情况下，达成这些目标具有一定挑战性。

## 2) PE 预测

业务指标	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024	2025	2026
累计值								
除「三供一业」业务外: 合同管理面积(万平方米)	68,470	82,050	143,790	160,190	163,300			
除「三供一业」业务外: 收费管理面积(万平方米)	27,610	37,730	76,570	86,910	95,690			
除「三供一业」业务外: 收费管理面积 增长率		36.65%	102.94%	13.50%	10.10%			
「三供一业」业务: 合同管理面积(万平方米)	8,490	8,520	8,520	9,290	9,340	9787.188544	10255.788	10746.8234
「三供一业」业务: 收费管理面积(万平方米)	8,490	8,520	8,520	8,810	8,860	0.979	9148.66	9581.65758
「三供一业」业务: 收费管理面积 增长率		0.35%	0.00%	3.40%	0.57%		3.26%	4.73%
合同→收费 面积 差值		0	0	0	480			
预测: 收费管理面积 获得 收入					247.0168	255.0646408	267.136613	279.92681
自己预测: 其他业务总收入						195.217147	213.895016	229.539052

### 1° 需知合同管理面积转化为收费管理面积的比例

假设第 (T-1) 年的合同管理面积会以一定比例转化为第 T 年的收费管理面积。根据上表可算出：2021 年： $\frac{8810}{8520} \approx 1.034$ ；2022 年： $\frac{8860}{9290} \approx 0.954$ ；2023 年： $\frac{8860}{9340} \approx 0.949$ 。假设未来几年的比例将继续与过去几年类似，可用这些比例的平均值来预测未来几年：平均比例= $\frac{1.034+0.954+0.949}{3} \approx 0.979$ 。

根据此比例，可求出 2024、2025、2026 年公司“三供一业”业务的收费管理面积（假设这三年公司的合同管理面积增长率为 2022 及 2023 年的平均增长率，即 4.79%）。

### 2° 求出收费管理面积的单位面积收入，预测“三供一业”业务总收入

2023 年物管服务收入为 246.98 亿元，占总收入的 58%。因此，单位面积收入为： $\frac{246.98}{8860} \approx 0.02788$ （亿元/万平方米）

由此可计算出后三年收费管理面积的预期收入。

### 3° 需知其他业务的收入增长率，求得后三年预测营业总收入

对 2022、2023 年其他业务的收入增长率求平均值，得到 9%；把它假设、固定为后三年其他业务的收入增长率。

由此可计算出后三年营业总收入的预测值。



	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	45028.17878	48103.1629	50946.58621
归母净利润(百万)	1801.127151	1924.12652	2037.863448
PE	7.798457866	7.29994316	6.892519816
	14,046.01		

#### 4° 预测后三年归母净利润

对 2021、2022、2023 年  $\frac{\text{归母净利润}}{\text{总收入}}$  求平均值，得到 4%；把它假设、固定为后三年归母净利润与总收入的比例。由此可计算出后三年归母净利润的预测值。

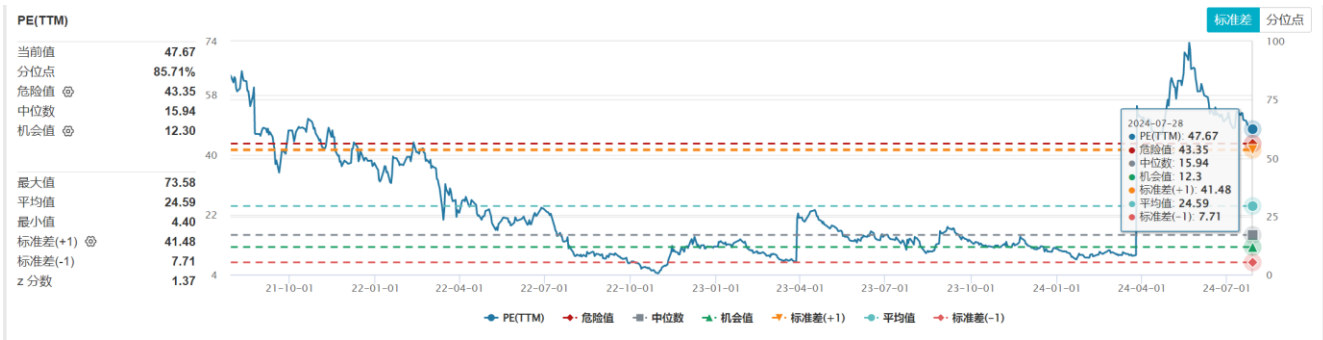
#### 5° 预测后三年 PE 值

以公司当前市值（14046.01 百万）作为计算后三年公司 PE 时的市值。根据 PE 定义： $PE = \frac{\text{总市值}}{\text{归母净利润}}$  可计算出后三年 PE 的预测值。

#### 6° 与机构预测 PE 值相比较

关键指标	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	15,600.42	28,843.01	41,366.57	42,611.51	45,129.86	47,772.29	50,977.33
增长率(%)	61.75	84.89%	43.42%	3.01%	5.91%	5.86%	6.71%
归母净利润(百万)	2,686.13	4,033.39	1,943.42	292.33	1,710.29	2,205.57	2,256.17
归母净利润/总收入	17.218%	13.984%	4.698%	0.686%	3.790%	4.617%	4.426%
增长率(%)	60.78	50.16	-51.82	-84.96	485.04	28.96	2.29
EPS(稀释)	0.96	1.28	0.58	0.09	0.51	0.66	0.67
ROE(摊薄)(%)	18.44	11.15	5.19	0.81	4.59	5.68	5.60
ROA(%)	16.89	11.77	5.20	1.50	2.28	2.90	2.77
PE	48.19	31.86	30.14	69.95	8.37	6.49	6.34
PEG	0.79	0.64	-0.58	-0.82	0.02	0.22	2.77

相差不大。



### 3、结论

公司未来有能力正常经营，目前无论收入规模还是在管面积规模均是行业首位，但要维持收入增速和核心净利润稳定仍并不轻松，且面临营收增速和业绩稳健的双重挑战。同时，公司 PE 值相对偏高，不建议此时买入。