

强烈推荐（上调）

城市服务成新增长点，估值调整现投资机会

目标股价：55.12 港元

当前股价：43.40 港元

碧桂园服务 06098.HK

基础数据

流通市值 (百万港元)	119,757
企业价值 (百万港元)	115,888
账面价值 (百万港元)	2,647
发行股份 (百万股)	2,759.4
公众持股比例 (%)	46.2
近 3 月平均日交易量(百万港元)	298.05
主要股东持股比例 (%)	
杨惠妍	52.7

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-22.35	-27.59	70.25
绝对表现	-10.79	-21.8	72.33
近 12 月最高价(港元)	20-08-31	56.50	
近 12 月最低价(港元)	20-03-19	23.95	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券

相关报告

- 《碧桂園服务 06098.HK：业绩高增超预期，疫情下尽显强者风范》2020-09-10
- 《碧桂園服务 06098.HK：2019 年业绩远超预期，全域物管布局树立行业典范》2020-03-30
- 《碧桂園服务 06098.HK：物业管理行业的领军者》2019-10-27

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664
852-25105555
meng.li@cricsec.com

联系人 王祎馨

执业证号：BPR543
zoe.wang@cricsec.com

- 强烈推荐，目标价 55.12 港元/股。**近期物业板块回调，我们就并购和社区增值服务等方面与管理层进行了沟通，认为公司基本面良好。考虑到并购对业绩的增厚，我们分别上调 2020-21 年归母净利润 1.0% 和 9.2% 至 24.8 亿元和 36.3 亿元。我们认为公司作为增长可预见性高的全国性物管公司龙头，此时投资价值凸显。基于调整后的 DCF，给予公司目标价每股 55.12 港元，对应 2021 年 PE 为 37.8x，相较当前股价有 27.0% 的涨幅空间。
- 收购环卫公司快速大城市服务，打造新的增长点。**碧桂園服务于 2020 年 10 月收购了两家环卫公司，其中以不超过 24.5 亿元对价收购了满国康洁 70% 股权，对应 2020PE 为 15.9x；以不超过 8.7 亿元收购福建东飞 60% 股权，对应 2020PE 为 12.1x。满国康洁是全国环卫行业前 10；福建东飞是区域龙头，在福建省占率达 1/3。两家公司承诺未来 3 年净利润增速均在 20% 以上。我们认为两笔并购价格合理，且未来有望协同发展。我们预计城市服务明年将成为碧桂園服务新的增长点，占总收入 15% 以上。但因为城市服务的毛利率相较公司原先的更低，预计公司整体毛利率将承压。
- 社区增值服务较少垂直化运营，高毛利率可持续。**在社区团购方面，公司选择的是帮助社区团购平台维护团长，借助积累的社区脱敏数据帮助团购平台精准推单，提高销售有效性。在社区外的配送方面，碧桂園服务也正在与物流巨头谈合作，争取切入生鲜配送的终端配送环节，努力发挥社区最后一公里的优势。平台化的商业模式促使该板块可以维持较高毛利率。
- 新 logo，新物业。**2020 年 11 月 26 日，碧桂園服务举行品牌焕新发布会，提出“新物业”概念，并发布新 logo “智慧树”。CEO 李长江认为“新物业”主要基于 4 个方面：新科技、新服务、新生态和新价值。在新科技方面，公司推出了机器人“第一军团”，面向商用、室外、住宅楼等保洁场景，即将量产并投入使用。我们认为更换 logo 体现了管理层对于市场化、专业化和科技赋能的决心。
- 风险提示：**并购标的整合不及预期；碧桂園集团竣工不及预期

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	3,121.9	4,675.3	9,644.9	13,990.4	18,976.7
折旧摊销息税前利润	600.2	1,045.1	2,125.3	3,545.7	4,732.8
息税前利润	581.1	1,012.1	1,976.4	3,308.7	4,463.2
净利润	401.7	923.2	1,670.7	2,483.4	3,625.1
每股收益 (港元)	N.A.	0.40	0.69	1.00	1.46
每股经营性现金流(港元)	N.A.	0.67	1.34	1.32	1.86
每股股息 (港元)	N.A.	0.10	0.17	0.25	0.36
每股市资产净值 (港元)	N.A.	1.01	2.34	3.17	5.85
市盈率 (x)	N.A.	109.0	63.1	43.4	29.7
市现率 (x)	N.A.	65.0	32.4	32.9	23.3
股息收益率 (%)	N.A.	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%
市净率 (x)	N.A.	43.2	18.6	13.7	7.4
EV/sales (x)	32.3	20.8	10.6	7.5	5.5
EV/EBITDA (x)	168.0	93.1	48.0	29.4	22.0
EV/EBIT (x)	173.5	96.2	51.6	31.5	23.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

营业收入	3,122	4,675	9,645	13,990	18,977
营业成本	(2,086)	(2,914)	(6,593)	(9,237)	(12,450)
毛利润	1,036	1,762	3,052	4,753	6,527
销售及管理费用	(469)	(786)	(1,274)	(1,603)	(2,113)
税息折旧及摊销前利润	600	1,045	2,125	3,546	4,733
折旧	19.1	32.9	148.9	236.9	269.7
息税前利润	581	1,012	1,976	3,309	4,463
净利润费用	35.0	53.8	91.9	81.3	105.9
应占联营公司损益	(7.9)	3.4	7.8	70.8	621.9
其他收入	14.3	36.9	198.5	158.8	50.0
税前利润	608	1,069	2,076	3,461	5,191
所得税	(168)	(135)	(358)	(865)	(1,298)
少数股东损益	38.7	11.1	47.7	112.3	268.1
归母净利润	402	923	1,671	2,483	3,625
股利	(96)	(237)	(411)	(621)	(906)
新增留存收益	306	686	1,260	1,863	2,719

核心业务数据

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

收费面积(万平方米)	122.8	181.5	276.1	366.1	466.1
收费面积中第三方占比(%)	10.9	19.9	26.1	32.0	35.8
合约面积(万平方米)	329.5	505.0	684.7	894.8	1,109.9
三供一业收入占比(%)	-	-	15.7	16.9	16.1
物业管理服务毛利率(%)	29.4	31.9	30.2	33.5	33.0
社区增值服务毛利率(%)	57.7	66.1	66.2	66.0	66.0
毛利率(%)	33.2	37.7	31.6	34.0	34.4
税息折旧及摊销前利润率(%)	19.2	22.4	22.0	25.3	24.9
息税前利润率(%)	18.6	21.6	20.5	23.6	23.5
净利率(%)	12.9	19.7	17.3	17.8	19.1
净资产收益率(%)	28.3	40.8	31.1	33.4	26.4
已动用资本回报率(%)	N.A.	N.A.	N.A.	285.4	85.4
资产收益率(%)	11.6	16.7	13.6	11.9	13.6
流动比率(x)	1.7	1.5	1.6	1.1	1.6
利息备付率(x)	17	19	23	44	45
负债股权比率(%)	(38)	(50)	(32)	(25)	(21)
净负债/(现金)	(2,634)	(3,869)	(6,914)	(5,321)	(10,609)
净负债/股权(%)	(171)	(166)	(122)	(68)	(73)

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

现金及等价物	2,634	3,869	6,914	8,712	10,609
应收账款	712	788	2,004	3,488	4,731
存货	6	8	14	32	44
其他流动资产	3	5	1,293	2,437	3,141
流动资产	3,356	4,671	10,224	14,669	18,525
固定资产	79	113	312	360	371
其他长期资产	43	738	1,733	5,910	7,730
资产总计	3,477	5,522	12,269	20,939	26,626
合同负债	557	1,000	1,618	2,347	2,932
应付账款	1,315	2,060	4,690	6,803	8,500
其他流动负债	49	67	119	3,762	503
总流动负债	1,921	3,127	6,427	12,912	11,936
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	65	162	162	162
总负债	1,935	3,192	6,590	13,075	12,098
股本	0	2	1,757	1,826	1,826
留存收益	921	1,658	3,085	4,834	10,775
资本公积	500	601	532	780	1,142
少数股东权益	121	69	306	424	784
股东权益总计	1,542	2,330	5,680	7,864	14,527
负债和股东权益	3,477	5,522	12,269	20,939	26,626

现金流量表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

税息折旧及摊销前利润	600	1,045	2,125	3,546	4,733
运营资金变动	436	617	1,528	447	457
其他	(150)	(113)	(396)	(713)	(570)
经营活动现金流	885	1,549	3,257	3,279	4,619
资本支出	(59)	(78)	(107)	(200)	(200)
投资变动	25	(598)	(3,733)	(4,262)	(1,901)
其他	2	324	2,221	0	0
投资活动现金流	(33)	(352)	(1,619)	(4,462)	(2,101)
股权融资	10	(105)	1,647	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股息及其他筹资支出	(3)	143	(240)	2,980	(621)
筹资活动现金流	7	38	1,407	2,980	(621)
现金净增加额	860	1,235	3,045	1,798	1,897

内容目录

基本面良好	4
1. 收购两家环卫公司，城市服务成新增长极	4
2. 社区增值服务以平台为主，发挥社区最后一公里优势	5
3. 发展战略清晰，“新物业”迎接新未来	6
4. 调整盈利预测	6
评级指南及免责声明	8

图表目录

图 1：满国康洁与上市环卫公司的收入和净利润率	4
图 2：碧桂园服务提出“新物业”概念	6
图 3：碧桂园服务品牌新 logo“智慧树”	6

表 1：2018 年度环卫服务企业（签约能力）TOP10	4
表 2：对满国康洁核心管理团队的激励计划	5
表 3：碧桂园服务及可比公司估值	7

基本面良好

1. 收购两家环卫公司，城市服务成新增长极

收购环卫公司快速做大城市服务，打造新的增长极。碧桂园服务于 2020 年 10 月收购了满国康洁和福建东飞两家环卫公司：

满国康洁：以不超过 24.5 亿元对价收购了满国康洁 70% 股权，按业绩承诺的 2020 年扣非净利润最高值 2.2 亿元计算，对应 2020PE 为 15.9x。满国康洁承诺以 2020 年扣非净利润为基础，2021-23 年每年的扣非净利润增速不低于 20%。

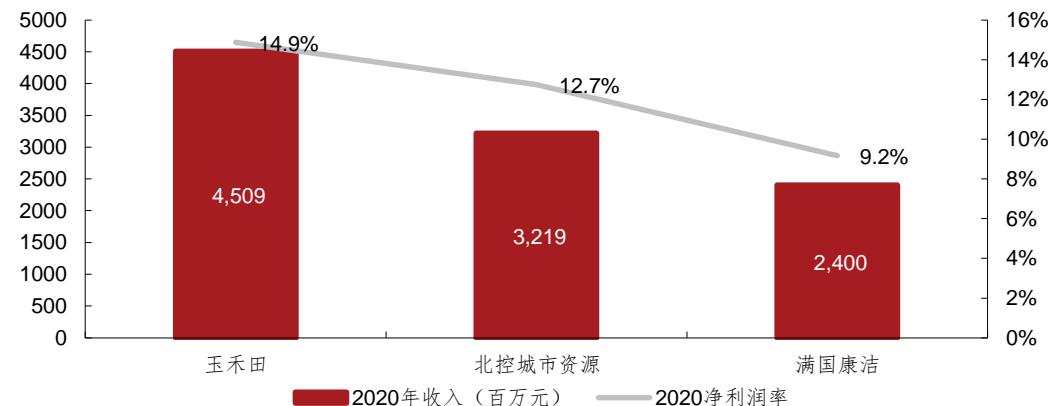
满国康洁是专业从事城乡环卫一体化服务的高新技术企业，在环境司南 2018 年环卫服务企业签约能力排行榜中位列第 8。其创始人拥有良好的政商关系，打造了城乡环卫一体化的“昌邑模式”，具备向全国推广的能力。满国康洁现已承接了全国 25 个省、市、自治区 700 多个环卫保洁项目。

表 1：2018 年度环卫服务企业（签约能力）TOP10

排名	企业	合同金额 (万元)	首年金额 (万元)
1	北京环境有限公司	1,986,568	242,800
2	启迪桑德环境资源服务股份有限公司	1,294,551	165,922
3	玉禾田环境发展集团股份有限公司	879,070	123,592
4	长沙中联重科环境产业有限公司	800,830	44,412
5	中环洁环境有限公司	675,975	76,213
6	侨银环保科技股份有限公司	661,201	88,310
7	深圳市龙澄高科技环保(集团)有限公司	514,849	42,285
8	昌邑市康洁环卫工程有限公司	468,062	77,934
9	中航美丽城乡环卫集团有限公司	450,577	44,899
10	劲旅环境科技有限公司	446,454	38,277

数据来源：环境司南，克而瑞证券研究院

图 1：满国康洁与上市环卫公司的收入和净利润率



数据来源：上市公司公告，Wind，克而瑞证券研究院

注：玉禾田、北控城市资源的 2020 年数据为 wind 一致预期，满国康洁数据为收购公告中的对赌业绩

我们看好该笔并购，认为：1) 价格合理。上市环卫公司 2020PE 在 17x~23x 之间，对满国康洁的收购估值在对标企业的下限范围；2) 与核心管理团队利益绑定。创始团队留有 30% 股权，且收购协议中对核心管理团队设置了具有吸引力的股权激励计划；3) 能帮助碧桂园服务快速在环卫领域占据一席之地，使得城市服务成为公司的新的增长点；4) 碧桂园服务充裕的资金能为满国康洁后续的业务拓展赋能，加速发展。

表 2：对满国康洁核心管理团队的激励计划

2021-23 年扣非净利润年复合增长率	对应激励
大于等于 30% 且小于 40%	超过 30% 部分中的 15% 以现金奖励给核心管理团队
大于等于 40% 且小于 50%	1.0% 股份给核心管理团队
大于等于 50% 且小于 60%	1.5% 股份给核心管理团队
大于等于 60% 且小于 70%	2.0% 股份给核心管理团队
大于等于 70% 且小于 80%	2.5% 股份给核心管理团队
大于等于 80% 且小于 90%	3.0% 股份给核心管理团队
大于等于 90% 且小于 100%	3.5% 股份给核心管理团队
大于等于 100%	4.0% 股份给核心管理团队

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

注：*指的是满国康洁的股份

福建东飞：以不超过 8.7 亿元收购福建东飞 60% 股权，按业绩承诺的 2020 年扣非净利润最低值 1.2 亿元计算，对应 2020PE 为 12.1x。福建东飞承诺 2021 和 22 年的扣非净利润增速不低于 20%，2023 年不低于 25%。

福建东飞是区域龙头环卫公司，在福建的市占率达 1/3。

我们认为该笔并购可以补充碧桂园服务环卫服务方面在南方的区域布局。

积极拓展城市服务，业务线不断丰富。碧桂园服务成立了城市环境事业部，将上述 2 个并购标的进行整合，并对城市服务中的其他业务，诸如垃圾清运，河道清洁，水域管理等，展开探索。我们预计 2020 年城市服务业务将贡献 3-4 亿元收入，毛利率 20%-25%；预计 2021 年城市服务板块收入将超过 30 亿，占总收入比重在 15% 以上。

2. 社区增值服务以平台为主，发挥社区最后一公里优势

近期社区团购受到资本追捧，拼多多、美团等公司携资进场。诸多物业公司也有开展相关业务，有的已开始展开社区团购全产业链经营，从供应链选择，前置仓配置，到最后的销售和配送全程参与。碧桂园服务选择的是帮助社区团购平台维护团长，借助积累的社区脱敏数据帮助团购平台精准推单，提高销售有效性，而非自己参与全产业链，因此也维持了 50%-60% 的高毛利率。此外，碧桂园服务也在与团购平台谈进一步的合作，预计未来会在生鲜的配送、终端仓储等方面达成合作。

在社区外的配送方面，碧桂园服务也正在与物流巨头谈合作，争取切入生鲜配送的

终端配送环节，努力发挥作为小区物业服务提供商这天然具有的社区最后一公里的优势。

我们认为碧桂园服务基于广大的业主数量，集中业主需求向商家集采产品的这种模式是三赢的选择。对业主，用更优惠的价格买到本就需要的产品；对商家，花更少的营销费用扩大了销售规模；对碧桂园服务，基于已有的管家做增值服务，得到了高毛利的增量收入。**2020H1** 碧桂园服务社区增值服务中的拎包入住收入**1.2亿元**，同比增长**213.5%**。

3. 发展战略清晰，“新物业”迎接新未来

1+4 **发展战略清晰**。碧桂园服务发展战略可以概括为“**1+4**”。**1**是指基础物业管理服务，**4**是指城市服务、社区增值服务、设施设备管理和大资管。管理层预计**5**年后公司在管面积将突破**10**亿方，届时仅基础物管+城市服务+社区增值服务三块的营收就将超过**500**亿元。

提出“新物业”概念，发布新 logo “智慧树”。2020 年 11 月 26 日，碧桂园服务在广州举行了品牌换新发布会，提出了“新物业”概念，并发布了公司的新 logo“智慧树”。碧桂园服务 CEO 李长江认为“新物业”主要基于**4**个方面：新科技、新服务、新生态和新价值。在新科技方面，碧桂园服务推出了物业机器人“第一军团”，面向商用、室外、住宅楼等保洁场景，即将量产并投入使用。我们认为更换 logo 体现了管理层对于市场化、专业化和科技赋能的决心。

图 2：碧桂园服务提出“新物业”概念



数据来源：碧桂园服务品牌换新发布会

图 3：碧桂园服务品牌新 logo “智慧树”



数据来源：碧桂园服务品牌换新发布会

4. 调整盈利预测

我们长期看好碧桂园服务的发展。考虑到 2 笔并购对公司净利润的影响，上调 2020-21 年归母净利润 1.0% 和 9.2% 至 24.8 亿元和 36.3 亿元。基于调整后的盈利预测，公司当前股价相当于 29.7x 的 2021PE，低于可比公司 PE 均值。我们认为碧桂园服务作为增长可预见性高的全国性物管公司龙头，此时投资价值凸显。

我们认为并购标的并表后公司未来业绩增长确定性更高，故小幅上调了 2022-29 年

的收入增速。基于更新后的 DCF 模型，给予公司目标价 55.12 港元/股，相较当前股价有 27.0% 的涨幅空间，对应 2021 年 PE 为 37.8x。

表 3：碧桂园服务及可比公司估值

股票代码	股票简称	PE 2019	PE 2020E	PE 2021E
6098.HK	碧桂园服务	64.5	43.4	29.7
1995.HK	永升生活服务	91.3	57.4	36.8
2869.HK	绿城服务	54.7	41.5	32.2
6049.HK	保利物业	57.3	41.6	32.7
2669.HK	中海物业	31.6	25.5	19.8
001914.SZ	招商积余	85.9	47.3	36.8
平均值		64.2	42.6	31.7
中位值		60.9	42.5	32.4

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院 注：1) 表中公司预测皆为克而瑞证券预测值；2) 股价为 2020 年 11 月 30 日收盘价

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证：

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见；分析师的薪酬不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系；分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向 CEO 直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报；分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券；分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司；分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅（复权后）超 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅（复权后）介于 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度（复权后）介于±5%之间

回避：公司股价跌幅（复权后）超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。