

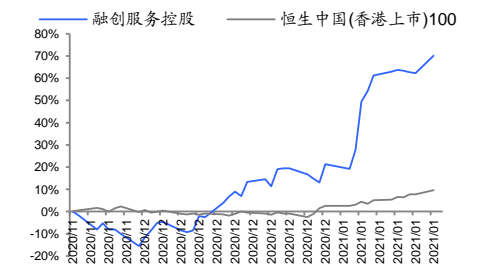
首次覆盖
投资评级 优于大市

聚焦中国高能级城市，优质成长物业龙头

股票数据

1月18日收盘价(港元)	24.05
52周股价波动(港元)	11.94-24.05
总股本(百万股)	3104
总市值(百万港元)	74639

市场表现



恒生 100 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	50.12	70.08	-
相对涨幅 (%)	40.06	60.47	-

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 聚焦高品质服务的物业管理服务商。**融创服务是融创中国旗下的物业管理服务子公司，公司以“至美·至善”为服务理念，专注为客户提供全面的高品质物业服务。2020年在港交所上市，控股股东融创中国直接或间接持股69.60%，对公司提供全方位的支持。截止2020年6月底，公司业务分布于中国127座主要城市，管理物业项目660处，在管面积达1.05亿平方米。2019年整体增长率为94.1%，在大型物业服务百强企业中，排名第一。
- 基础服务驱动高增长，增值服务聚焦高质量。**公司主营业务主要分为基础物管服务和增值服务两大部分。基础服务部分，业务布局核心一二线城市及核心城市群，服务众多中高端项目，锁定高收入客户群，物业费水平行业高水准；合约与在管面积增长迅速，2017-2019年公司合约管理面积和在管面积的CAGR分别为65.7%、62.8%；物业管理收入持续稳定增长，2019年底公司物业管理收入为11.5亿元，占总收入40.6%。增值部分，构建“融创归心”服务体系，打造“有家、有生活、有知己”的社区服务生态。同时，非业主增值服务高速增长，2019年，公司非业主增值服务收入为人民币15.7亿元，占总收入55.6%。2017-2019年非业主增值服务CAGR为73.2%。
- 充分发挥并购整合能力，积极主动开展外拓业务。**公司2019年战略升级，不断发挥融创品牌在收并购领域的声誉和影响力，2020H1完成开元物业管理的收购。截至2020年3月31日，开元物业90%的合约建筑面积来源于独立第三方，助力融创服务来自外拓项目的在管面积百分比由2019年12月31日的0.6%升至2020年6月30日的38.2%。开元物业丰富的外拓经验和能力将有利于进一步加强公司的市场外拓能力。
- 收入高速增长，盈利能力不断上升。**公司2017-2019年总收入CAGR为59.5%，2019年总收入为28.3亿元，同比增长53.5%；收入结构方面，2017-2019年物业管理服务收入占比由51.7%逐步降低至约40.6%，增值服务占比持续增加至59.4%，其中非业主增值服务收入贡献大且平稳，近两年占比维持在55%以上。毛利率和净利率均呈不断上升趋势，2019年毛利率和净利率分别达到25.5%和9.5%。
- 投资建议：“优于大市”。**我们认为公司基础物业管理和业主增值服务的收入和利润有双增长的潜力，是龙头物业公司中具备高成长性能的优质物业公司。综合考虑PE和DCF估值方法，我们给予公司2021年55-60倍PE估值，对应市值区间为769-839亿港元，对应合理价值区间为每股24.79-27.04港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。**风险提示：**1) 融创中国结转速度放慢，导致在管面积增加不及预期；2) 外拓项目利润率低于融创项目，导致利润率难以提升。

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:杨凡

Tel:(021)23219812

Email:yf11127@htsec.com

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1842	2827	5811	10398	14853
(+/-)YoY(%)	65.68%	53.53%	105.53%	78.93%	42.84%
净利润(百万元)	98	270	567	1231	1890
(+/-)YoY(%)	128.84%	174.55%	110.26%	116.91%	53.51%
全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.09	0.18	0.40	0.61
毛利率(%)	23.02%	25.48%	25.41%	27.04%	27.00%
净资产收益率(%)	-	103.31%	39.27%	40.92%	41.36%

资料来源: 公司2020年招股说明书, 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 融创服务：聚焦高品质服务的物业管理服务商	6
1.1 十六载砥砺前行，铸就服务质量行业标杆	6
1.2 背靠实力房企融创中国，优质资源丰富	7
2. 基础服务驱动高增长，增值服务聚焦高质量	8
2.1 物业管理业务分布广泛，聚焦一二线城市及核心城市群	9
2.2 面积增长提速，内生增长为主力军，市场外拓开始发力	10
2.3 业态逐渐多元，住宅物业主驱动，公建物业已起步	13
3. 构建“融创归心”服务体系，提供高质量社区增值服务	15
4. 非业主增值服务助力成长，预计后期占比逐步下降	16
5. 收购开元物业，优势互补提升业态多元化和外拓能力	16
5.1 开元物业收入稳定增长，毛利率维持高位	17
5.2 收购开元物业，协同效应明显	18
6. 财务分析：收入高速增长，利润率逐年上升	19
7. 盈利预测和估值	22
7.1 盈利预测	22
7.2 估值	23
8. 投资建议	25
9. 风险提示	25
财务报表分析和预测	26

图目录

图 1	融创服务公司发展历程	6
图 2	上市前公司控股股东结构	7
图 3	上市后公司控股股东结构(超额配股权完成后)	7
图 4	2017-2020H1 公司收入结构(%)	9
图 5	2017-2020H1 公司在管面积区域分布(%)	10
图 6	2020H1 公司在管面积区域分布(%)	10
图 7	2020H1 公司单城市平均在管面积(百万平)	10
图 8	2020H1 公司单城市平均在管项目(个)	10
图 9	2020H1 公司一二线城市高端项目数量(个)	10
图 10	2019 年公司物业费用与同行业对比(元/平米/月)	10
图 11	2017-2020H1 公司合同管理面积及在管面积	11
图 12	2018-2020H1 合同管理面积及在管面积增速	11
图 13	2017-2020H1 公司合同管理面积和在管面积之比	11
图 14	2017-2019 公司在管面积与行业百强均值(百万平)	11
图 15	物业管理服务覆盖范围(截至 2020H1)	12
图 16	2017-2020H1 公司物业管理合同续约率(%)	13
图 17	2015-2019 年融创中国销售面积排名	13
图 18	2015-2019 融创中国合约销售面积(百万平)	13
图 19	2015-2019 融创中国合约销售面积增速(%)	13
图 20	2017-2020H1 融创正开发项目估计建筑面积(百万平)	13
图 21	2015-2019 融创中国每年新增土储面积(百万平)	13
图 22	2017-2020H1 公司在管面积按项目来源划分(%)	14
图 23	2017-2020H1 公司在管面积按物业类型划分(%)	14
图 24	2017-2020H1 关联房企和外拓项目在管面积及增速	14
图 25	2017-2020H1 公司住宅和非住宅在管面积及增速	14
图 26	2017-2020H1 公司非住宅业务结构(%)	14
图 27	2017-2020H1 商业物业与公建物业在管面积及增速	14
图 28	公司服务子品牌的业务构成及业态(截至 2020H1)	14
图 29	“融创归心”服务体系	15
图 30	2017-2019 非业主增值服务收入及增速	16

图 31	社区增值服务、非业主增值服务收入占总收入比重	16
图 32	2017-2019 开元物业收入及增速	17
图 33	2017-2019 开元物业收入结构（按业务类型划分，%）	17
图 34	2017-2019 开元物业物管收入结构（按业态划分，%）	17
图 35	2017-2019 开元物业收入按业务类型划分（亿元）	17
图 36	2017-2019 开元物业各业态物管费（元/平/月）	18
图 37	2017-2019 开元物业毛利率和净利率（%）	18
图 38	2017-2020.3.31 开元物业合约面积与在管面积及增速	18
图 39	2017-2020.3.31 开元物业合约面积与在管面积比	18
图 40	2017-2020.3.31 开元物业在管面积按业态划分	19
图 41	2017-2020.3.31 开元物业在管面积业态结构	19
图 42	2017-2020H1 公司总收入及同比增速	19
图 43	2017-2020H1 公司分项业务收入占比（%）	19
图 44	2017-2020H1 公司分项业务收入（亿元）	20
图 45	2018-2019 公司分项业务收入增速（%）	20
图 46	2017-2019 公司整体毛利率与净利率	20
图 47	2017-2019 公司分项业务毛利率（%）	20
图 48	2017-2020H1 公司资产负债率	21
图 49	2017-2020H1 公司扣除合同负债后的资产负债率	21

表目录

表 1	基石配售详情 (假设发行价为每股 11.60 港元)	8
表 2	公司上市募集所得款项用途	8
表 3	公司分项业务预测	22
表 4	公司盈利预测表	23
表 5	可比公司估值表 (均为人民币计价)	23
表 6	公司现金流和股票价值测算	24
表 7	公司价值敏感性分析	24

1. 融创服务：聚焦高品质服务的物业管理服务商

1.1 十六载砥砺前行，铸就服务质量行业标杆

融创服务是融创中国旗下物业管理服务子公司，具有中国一级物业管理资质，是中国增长最快的大型物业管理服务商之一。企业市场地位领先。根据公司招股说明书，公司 2019 年整体增长率（按在管面积、合约面积、收入及利润的平均年增长率计算）为 94.1%，在 2019 年大型物业服务百强企业中排名第一。

融创服务在中国提供物业管理服务已逾 16 年，主要布局国内一二线城市。截止 2020 年 6 月底，公司业务分布于中国 127 座主要城市，管理物业项目 660 处，在管面积达 1.05 亿平方米。公司以“至美·至善”为服务理念，专注为客户提供全面高品质物业服务，为 2019 年中国物业品质服务领先品牌企业第三名。

纵观公司发展历程，我们认为公司发展阶段大致可以分为以下三个：

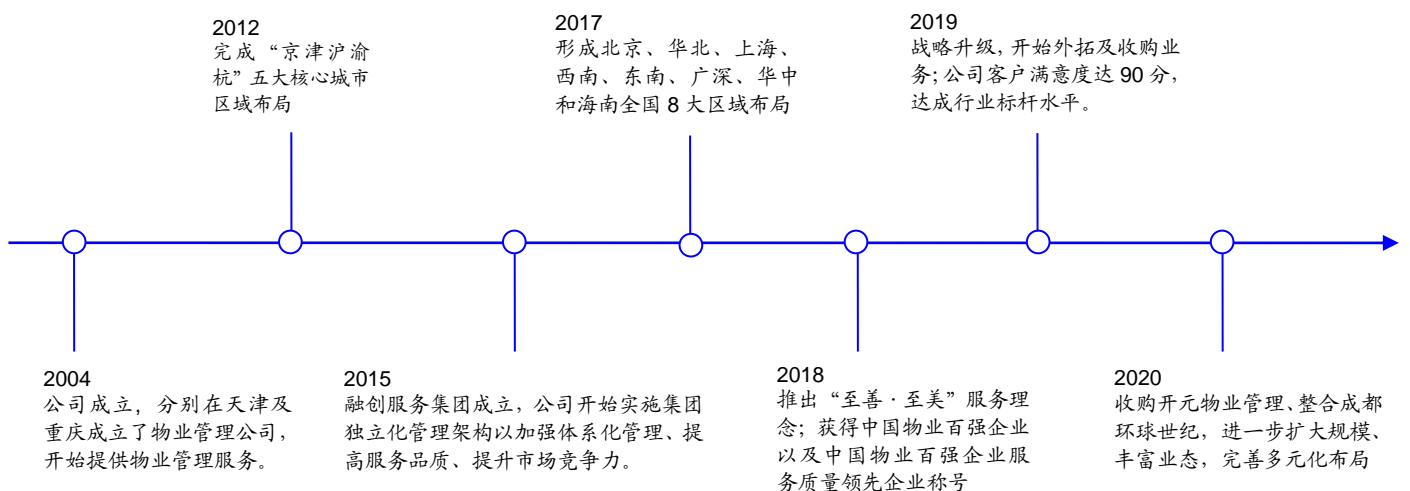
(1) 起步成长期 (2004-2014)： 公司成立于 2004 年，同年分别在天津及重庆成立了物业管理公司，开始提供物业管理服务。截至 2012 年，公司已完成“京津沪渝杭”五大核心城市区域布局。

(2) 夯实提升期 (2015-2018)： 该阶段公司夯实基础管理、提升服务品质。2015 年融创服务集团成立，公司开始实施集团独立化管理架构以加强体系化管理、提高服务品质、提升市场竞争力。2017 年公司形成北京、华北、上海、西南、东南、广深、华中和海南全国 8 大区域布局。2018 年公司获得中国物业百强企业以及中国物业百强企业服务质量领先企业称号。

(3) 战略升级期 (2019 年至今)： 2019 年公司战略升级，开始外拓及收购业务。2020 年公司成功收购开元物业管理，整合成都环球世纪，进一步完善公司多元化布局，扩大市场规模，丰富在管物业类型，提升市场拓展能力。

2019 年公司获得中国物业品质服务领先品牌企业 TOP3、中国物业服务专业化运营领先品牌企业称号。2019 年，公司客户满意度高达 90 分，远高于 73 分的行业平均水平，达到行业标杆水平。

图1 融创服务公司发展历程



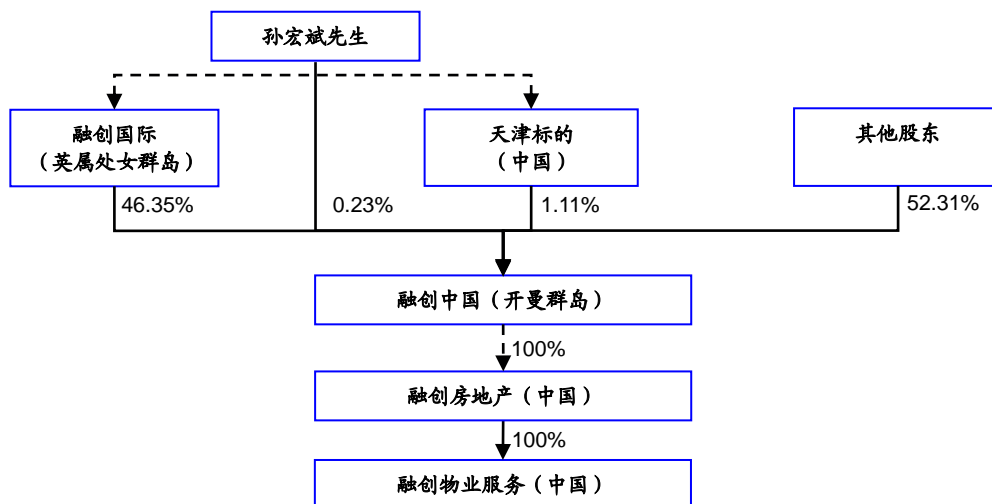
资料来源：融创服务官网，海通证券研究所

1.2 背靠实力房企融创中国，优质资源丰富

股东实力雄厚，股权结构集中。融创服务大股东为融创中国控股有限公司，直接和间接持有公司共 69.60% 股权。融创中国是中国领先房地产开发商之一，2019 年融创中国新增土地储备约 1 亿平方米，在克而瑞 2019 中国房地产企业产品力 Top100 榜单中居榜首。

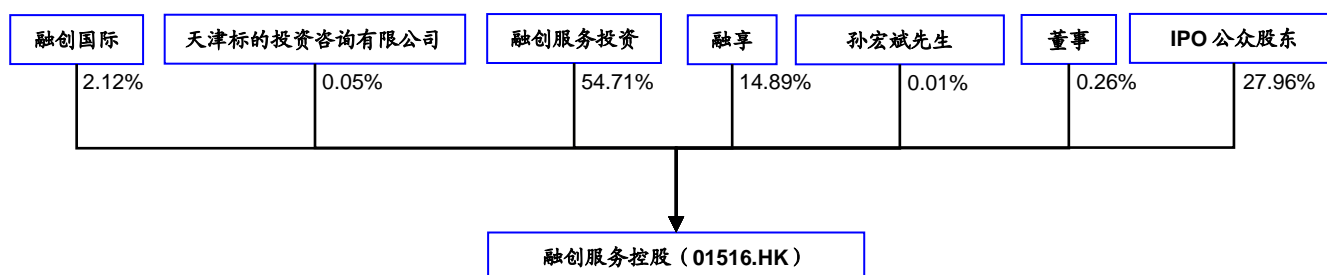
受益于控股股东全方位支持，融创服务 2019 年综合增长率与大型百强物管企业相比，排名第一。

图2 上市前公司控股股东结构



资料来源：融创服务招股说明书，海通证券研究所

图3 上市后公司控股股东结构（超额配股权完成后）



资料来源：融创服务招股说明书，海通证券研究所

基石投资者多渠道引进，阵容豪华。据融创服务招股说明书披露，公司此次上市主要有两类基石投资者：1) 融创中国引荐的基石投资者，包括：腾讯、Magical Carpet Limited；2) 包销商作为基石投资者，包括：高瓴基金、雪湖基金。根据招股说明书，假设发售价为每股 11.60 港元（发售价范围的中位数）基石投资者将确认的发售股份中数位 247197000 股，相当于发售股份的 35.83% 以及发售后股本总额的 8.24%（假设超额配股权未获行使）。此外，公司预计获得所得款项净额为 7810.0 百万港元，募集款将分别用于外拓及收购（65%）、升级智能管理服务系统，拓展智慧社区建设（15%）、拓展社区增值服务（10%）和营运资金（10%）。

表 1 基石配售详情 (假设发行价为每股 11.60 港元)

基石投资者	投资总额 (百万美元)	若超额配股权未行使		若超额配股权全面行使	
		占发售股份的百分比	发售完成后占总股权百分比	占发售股份的百分比	发售完成后占总股权百分比
腾讯	150	14.52%	3.34%	12.63%	3.23%
Magical Carpet Limited	100	9.68%	2.23%	8.42%	2.15%
高瓴基金	60	5.81%	1.34%	5.05%	1.29%
雪湖基金	60	5.81%	1.34%	5.05%	1.29%
总计	370	35.83%	8.24%	31.15%	7.97%

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

表 2 公司上市募集所得款项用途

主要类别	占所得款项总额之百分比	所得款项数额 (百万港元)	分类别
外拓及收购 (65%)	50%	3905.0	一般收购及投资其他物业公司
	10%	781.0	收购或投资与社区产品及服务存在协同效应的公司
	5%	390.5	收购或投资从事物业管理相关服务的公司
升级智能管理服务系统, 开展智慧社区建设 (15%)	9%	702.9	购买及升级部署智能设备、物联网设施的硬件
	3%	234.3	“臻心” APP、智慧社区管理中台及其他操作系统
	3%	234.3	“融创归心” APP 等生活服务平台的升级和开发
拓展社区增值服务 (10%)	5%	390.5	支持正在开展的社区增值服务
	5%	390.5	升级硬件、开发商业设施运营服务、人员培训
营运资金及一般公司用途 (10%)	10%	781.0	-
总计	100%	7810.0	

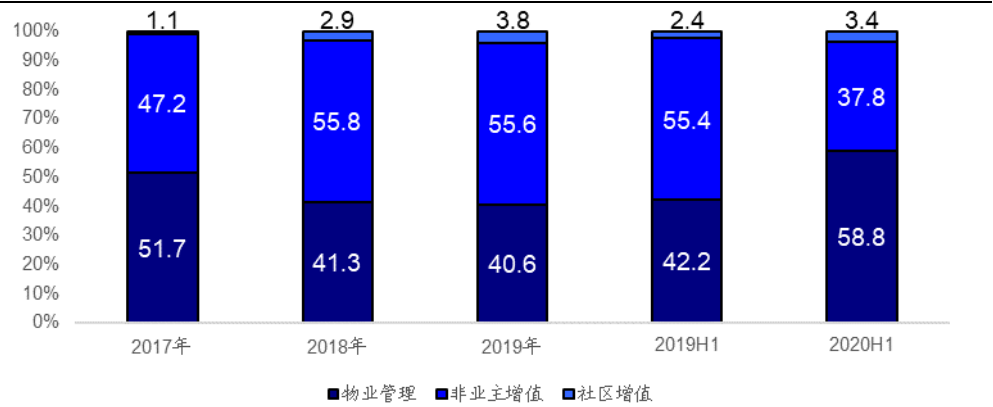
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

2. 基础服务驱动高增长, 增值服务聚焦高质量

公司主营业务分为物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务, 除物业管理服务外, 公司也提供主要面向房地产开发商的非业主增值服务 (例如: 咨询、开办及案场服务等) 以及主要面向在管物业业主和住户的各类社区增值服务。

(1) 物业管理服务: 向业主、住户以及房地产开发商提供的各类管理服务, 包括安保、清洁、绿化、园艺以及公区设施进行的维修维护等服务, 业务组合涵盖住宅物业和非住宅物业; (2) 非业主增值服务: 主要为向房地产开发商提供的案场协销服务, 协助其在售楼处及展厅进行的销售和营销活动, 以及承接以旅游度假项目为主的中介服务; (3) 社区增值服务: 主要向在管物业的业主及住户提供的日常生活服务, 包括美居服务、社区空间运营服务、房产经纪服务及车位使用权销售、社区生活服务 (如家政、团购、旅游服务)。

物业管理稳定增长, 增值服务占比扩大。截止 2019 年底, 物业管理服务、非业主增值服务以及社区增值服务收入分别占总收入的 40.6%、55.6%和 3.8%。2017 年, 物业管理服务收入与增值服务收入几乎平分秋色, 2018 年以后, 在物管收入稳定增长的情况下, 增值服务收入实现反超, 其中非业主增值服务占比最大, 主要由于关联房企正处于快速增长阶段, 因此案场、咨询等服务收入贡献较多。社区增值服务占比逐渐提升, 毛利率也在逐渐提高。本节, 我们将对公司物业管理业务展开分析。

图4 2017-2020H1 公司收入结构 (%)


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

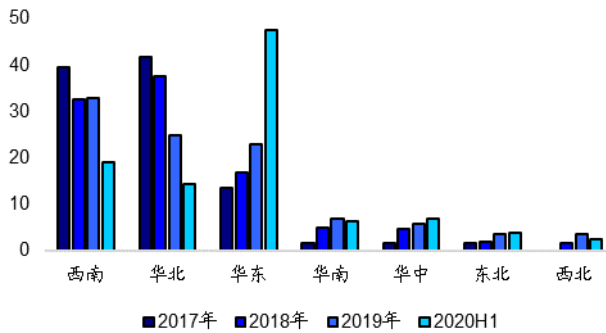
2.1 物业管理业务分布广泛，聚焦一二线城市及核心城市群

深耕物管十六载，业务持续全国化布局。公司物业管理服务始于2004年，经营业务逾16年，2017年已实现八大区域布局，2020年收购整合开元物业和成都环球世纪，进一步完善多元化布局。截至2020年6月30日，公司在管建筑面积为105.4百万平方米，覆盖中国26个省、自治区及直辖市的78个城市；合约建筑面积为232.1百万平方米，覆盖中国29个省、自治区及直辖市的127个城市，公司未来的城市布局将进一步扩展。在管物业项目共计660个，包括住宅物业项目418个、非住宅业务项目242个；物业组合多元，涵盖住宅物业（尤其是中高端社区）、商业物业（如写字楼、购物中心、酒店式公寓及酒店）以及城市公共及其他物业（如学校、医院、游乐园、会议中心及政府设施）。

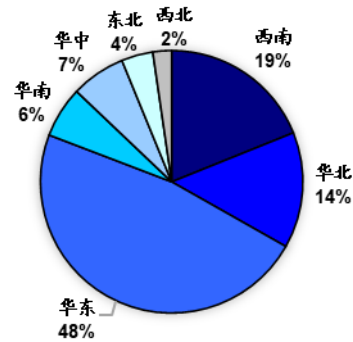
聚焦核心城市，布局优势市场。从城市布局来看，公司致力于高能级城市布局。截至2020年6月30日，在管面积一二线城市占比达86.1%，主要核心城市单城市平均在管面积为4.33百万平方米，平均在管项目26.7个，远超物管百强在管面积和项目数量均值（分别为1.38百万平方米，6.8个）；从区域分布来看，公司不断扩大优势市场布局。2017-2020H1华东地区在管面积占比不断提升。

截至2020H1，公司物业管理服务在管面积占比前三的区域为华东（47.6%）、西南（18.9%）和华北（14.3%）。华东作为公司重点布局市场，在管面积为50.15百万平方米；余下华南、华中、东北和西北区域分布较为均衡，分别为6.3%、6.7%、3.9%和2.3%。

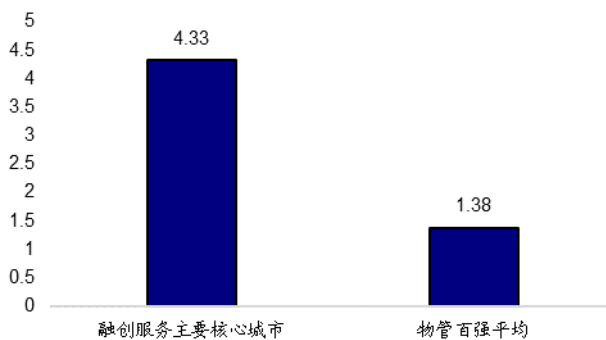
服务众多中高端项目，锁定高收入客户群。从二手房价格来看，截至2020H1，公司合约住宅项目共计701个，其中位于一线城市、二手房均价超城市均价的项目数量为14个，位于二线城市、二手房均价超城市均价的项目数量为124个。从物业管理费来看，截至2020H1，公司位于一线城市、物管费超城市均价的项目数量为8个，位于二线城市、物管费超城市均价的项目数量为108个。就2019年底而言，公司综合物业费为3.4元/平米/月，远超碧桂园服务；公司住宅物业费为2.9元，远超保利物业、金科服务和世茂服务。

图5 2017-2020H1 公司在管面积区域分布 (%)


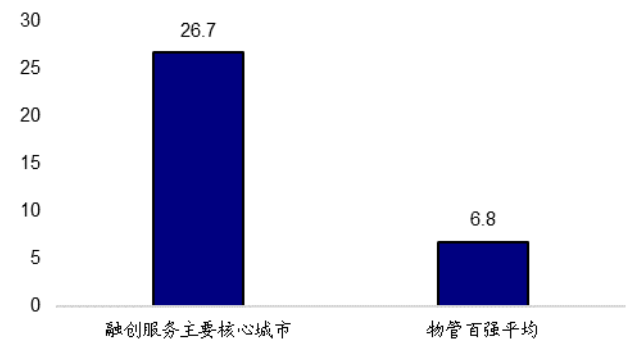
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图6 2020H1 公司在管面积区域分布 (%)


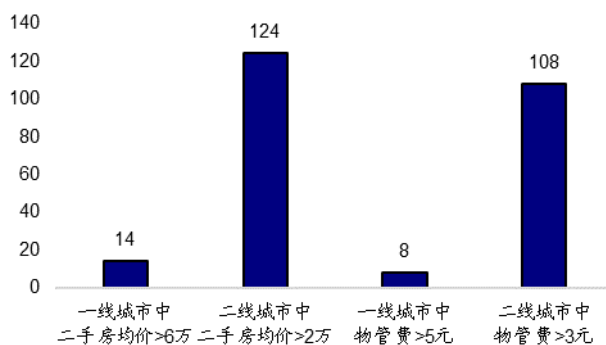
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图7 2020H1 公司单城市平均在管面积 (百万平) ¹


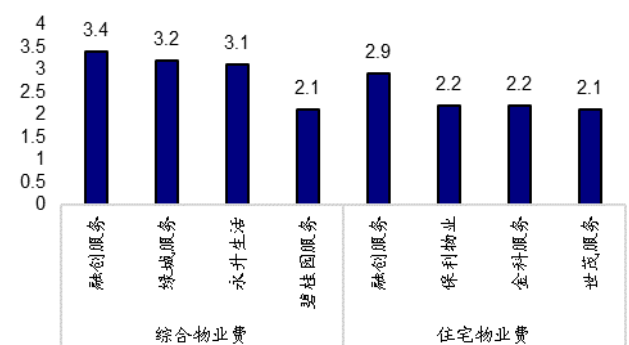
资料来源：融创服务公司介绍，海通证券研究所

图8 2020H1 公司单城市平均在管项目 (个) ²


资料来源：融创服务公司介绍，海通证券研究所

图9 2020H1 公司一二线城市高端项目数量 (个) ³


资料来源：融创服务公司介绍，海通证券研究所

图10 2019 年公司物业费用与同行业对比 (元/平米/月) ⁴


资料来源：融创服务公司介绍，海通证券研究所

2.2 面积增长提速，内生增长为主力军，市场外拓开始发力

物管面积加速拓展，合约与在管面积比远高于行业均值。2018年以来，公司物业管理面积扩展迅猛，公司2019年综合增长率（按相关物业管理公司2019年营收、净利润、合约面积及在管面积的同比增速的平均值计算）在百强物管企业（根据中指院排名）中排名第一。2017-2019年公司合约管理面积和在管面积的CAGR分别为65.7%、62.8%。2019年底，在管面积增至53百万平方米，同比增长85.5%，超过百强物管企业在管面积均值（42.8百万平方米）；公司合约管理面积增至157.7百万平方米，同比

¹ 融创服务数据截至2020H1，物管百强数据截至2019年12月31日。

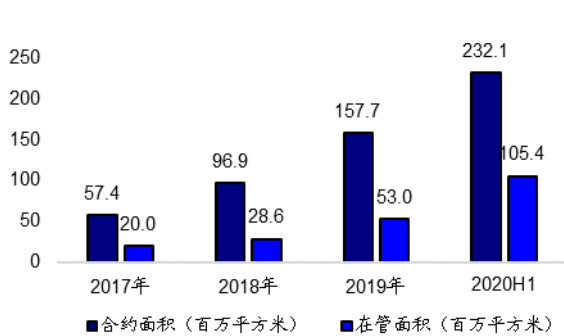
² 融创服务数据截至2020H1，物管百强数据截至2019年12月31日。

³ 二线城市数据包含二线以及新一线合约住宅项目；根据中指院：一线城市二手房均价为4.8万元/平，新一线及二线城市二手房均价为1.6万元/平；一线城市平均物管费为3.0元/平米/月，新一线及二线城市平均物管费为2.1元/平米/月。

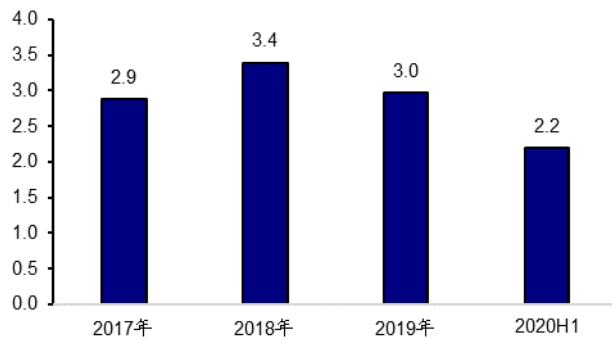
⁴ 保利与金科的物业费计算基于在管面积，其余公司的相应物业费计算基于收费面积。

增长 62.8%；合约面积比在管面积比例达 2.98，远高于物管十强均值 1.99。我们认为，物业公司较高的合约/在管面积代表着公司未来可转化的管理面积体量可观，在管面积增速以及对应的收入增速均可期。

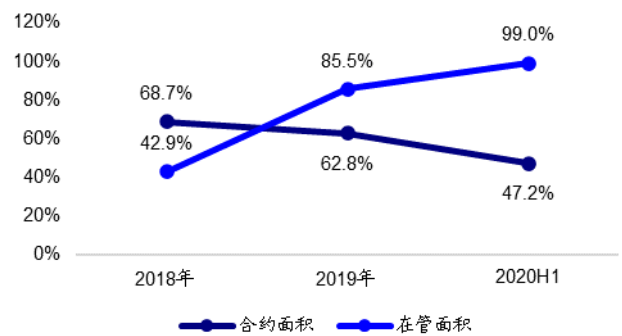
充分发挥收并购整合优势，积极谋取外拓项目来源。公司不断发挥融创品牌在收并购领域的的能力，与独立第三方建立大量的合作资源，构建服务子品牌，多业态综合发展。2020 年 8 月，公司与南昌市政资产达成战略合作，成立合资公司“融政物业服务”，发挥南昌市政在场馆场站运营、停车管理、道桥养护等城市服务领域的优势，致力于将融政服务打造成江西省最大的公众物业集成服务商之一。2020 年 9 月，公司战略投资并与锋物科技达成战略合作，依托其在智慧社区、数字运营领域的领先优势，在全屋智能和智慧社区解决方案、社区生活增值服务、旧改项目拓展与物管运营等方面深度合作。2020 年 6 月，与阳光郡置地集团达成战略合作，成立合资子公司“融创阳光郡物业服务”，锁定了大量土储项目，并在顾问咨询、案场协销、物业管理等多领域展开全面且深度的合作。

图11 2017-2020H1 公司合同管理面积及在管面积


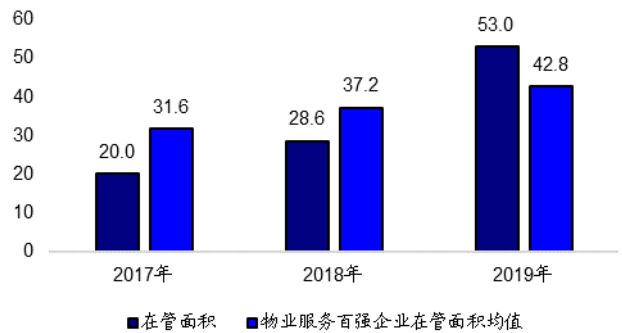
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图13 2017-2020H1 公司合同管理面积和在管面积之比


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

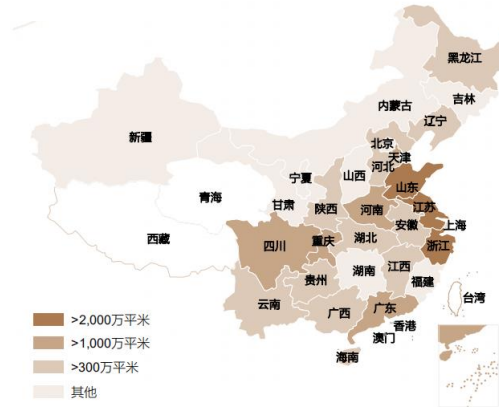
图12 2018-2020H1 合同管理面积及在管面积增速⁵


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图14 2017-2019 公司在管面积与行业百强均值 (百万平)


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

⁵ 2020H1 增速相对 2019 年底而言

图15 物业管理服务覆盖范围(截至2020H1)


资料来源：融创服务公司介绍，海通证券研究所

我们认为，虽然物业管理费的价格形成机制在逐步市场化，但短期内物业管理费的增速较为平缓，因此物业管理收入的主要驱动因素为在管面积，而在管面积的扩张又取决于公司维持及拓展在管面积的能力，即在管规模受到公司延续现有管理合同及获取新服务合同的能力影响。

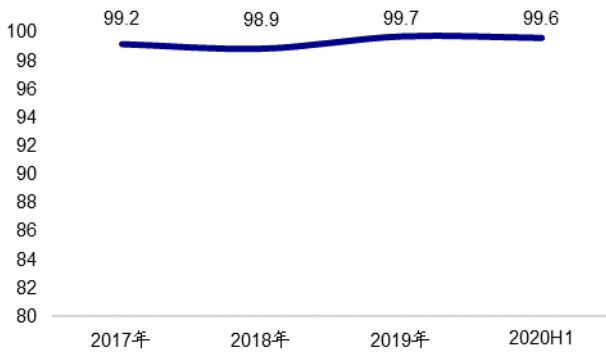
既有合同保持高续签率，客户黏性较强。从存量合约管理面积和合同数目来看，2017-2020H1 期间，公司物业管理服务合同续签率稳居高位，始终保持在 98% 以上的水平。

内生增长空间巨大，外拓能力具有保障。从在管面积的结构来看，以项目来源为划分，2017-2019 年关联房企是公司管理面积拓展的主力军，占比超 99%，外拓项目占比不足 1%。2020 年公司积极致力于寻求独立第三方物管委聘。截至 2020H1，外拓项目在管面积为 40.2 百万平方米，占比达 38.2%，融创服务源于母公司在管面积为 65.2 百万平方米，占比为 61.8%。

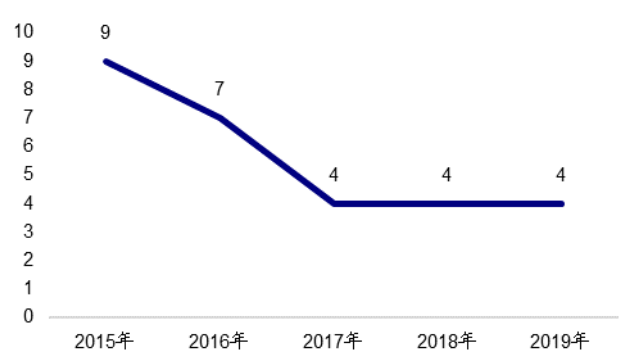
从母公司销售情况来看，2015-2019 年融创中国合约销售面积 CAGR，高达 81.8%，远超地产行业前 10 和全国平均水平（分别为 28.6% 和 7.5%）。2019 年底销售面积达 38.29 百万平方米，同比增长 25.3%。从母公司土储情况来看，融创中国每年获取大量新增土储。截至 2020 年 8 月土储高达 2.48 亿平。持续快速的销售增长和充足的土储为融创服务未来管理面积的增长提供稳定支持。

从母公司优势来看。首先，融创中国业务涵盖文旅、会议会展、康养、特色小镇等多个项目，丰富的业态布局为融创服务多业态拓展奠定坚实基础；其次，融创中国超过 400 个项目与合作伙伴共同开发，并且近年来在产业地产领域持续发力，城市共建者形象逐步建立。公司与大量合作伙伴、地方政府建立良好关系，为融创服务外拓提供大量机遇。公司外拓虽然起步晚，2019 年开始布局外拓项目后，借助母公司优势和并购整合，融创服务于 2020 年迅速实现外拓项目在管面积的高速增长。

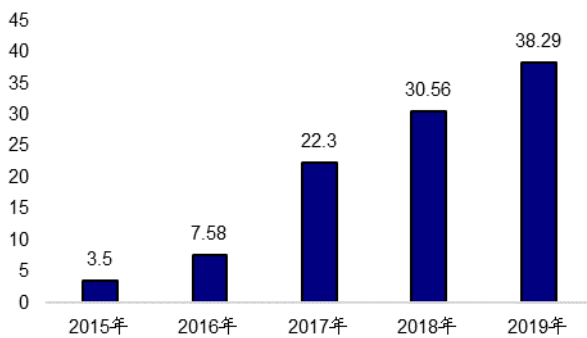
从并购整合来看，融创服务已完成对开元物业管理的收购和成都环球世纪的整合，其中开元物业主要布局在华东地区核心城市。截至 2020 年 3 月 31 日，开元物业 90.0% 的合约建筑面积来源于独立第三方，其丰富外拓经验和能力将有利于进一步加强公司市场外拓能力。成都环球世纪主要布局在西南区域。截至 2020H1，在管面积为 4.1 百万平方米，非住宅物业占比高达 91.2%；合约面积达 7.9 百万平方米，商业、城市公共及其他物业占比分别为 20.4%、33.1%，其在超大城市综合体和与会展服务领域的多年深耕为融创服务拓展非住业务提供有力支持。

图16 2017-2020H1 公司物业管理合同续约率(%)


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图17 2015-2019 年融创中国销售面积排名


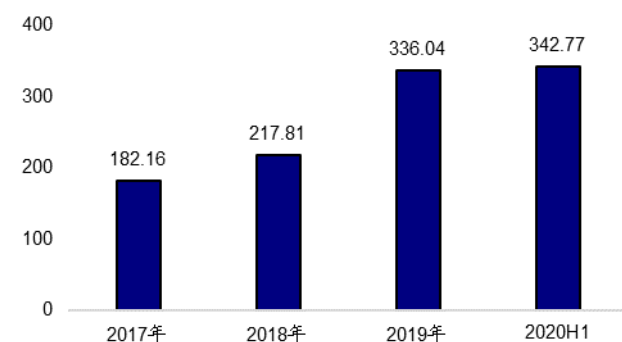
资料来源: 融创服务公司介绍, 海通证券研究所

图18 2015-2019 融创中国合约销售面积(百万平)


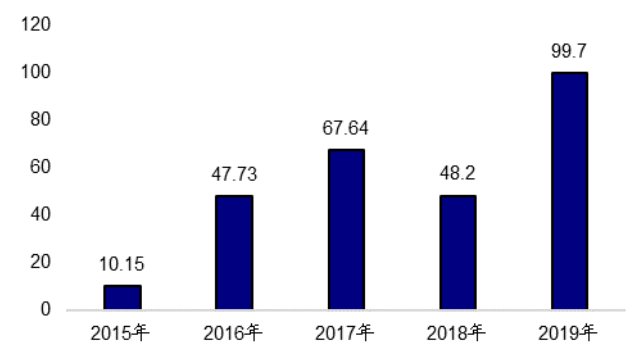
资料来源: 融创服务公司介绍, 海通证券研究所

图19 2015-2019 融创中国合约销售面积增速(%)


资料来源: 融创服务公司介绍, 海通证券研究所

图20 2017-2020H1 融创正开发项目估计建筑面积(百万平)


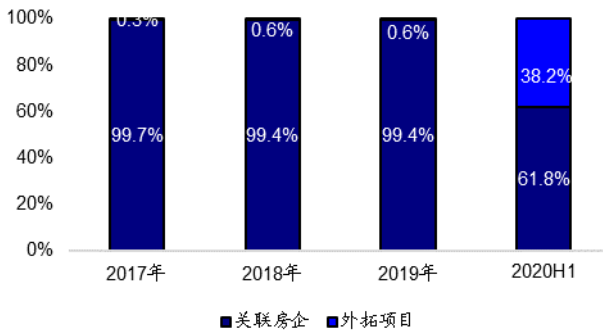
资料来源: 融创中国年报(2017-2020H1), 海通证券研究所

图21 2015-2019 融创中国每年新增土储面积(百万平)


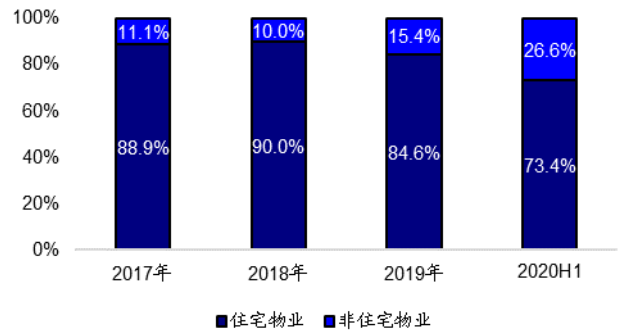
资料来源: 融创服务公司介绍, 海通证券研究所

2.3 业态逐渐多元, 住宅物业主驱动, 公建物业已起步

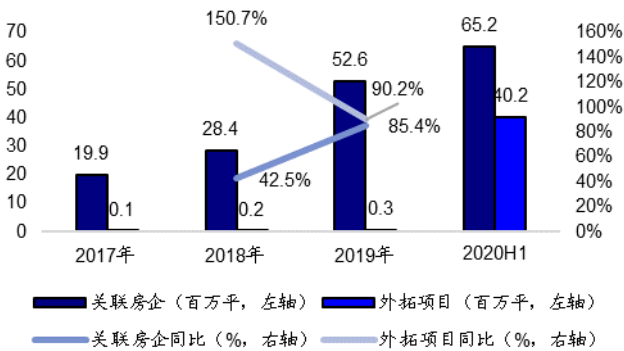
住宅物业增长加快, 公建物业已起步。以在管面积的物业类型为划分, 2017-2020H1 住宅物业在管面积占比分别为 88.9%、90%、84.6%、73.4%, CAGR 为 58.8%。截至 2020H1, 住宅物业在管面积为 77.4 百万平方米, 较 2019 年底增长 72.7%, 成为公司在管面积增长的主要驱动力。2018 年以前, 公司非住宅物业占比较小(约 10%), 2019 年起公司开始注力公建领域, 城市公共及其他物业在管面积在非住宅物业中的占比迅速增加, 由 2018 年的 12.8% 增至 2019 年的 38%。以上非住宅物业涵盖学校、医院、公园、高速公路、道桥养护、停车管理等多个业态。同时商业项目在管面积加速拓展。公建与商业双重驱动保障非住宅物业在管面积快速增长。截至 2020H1, 非住宅物业在管面积增至 28 百万平方米, 较 2019 年底增长 243.5%, 占比为 26.6%。其中公建项目在管面积为 14.1 百万平方米, 较 2019 年底增长 356.2%; 商业项目在管面积为 13.9 百万平方米, 较 2019 年底增长 174.6%, 二者各约 50% 的面积贡献。

图22 2017-2020H1 公司在管面积按项目来源划分 (%)


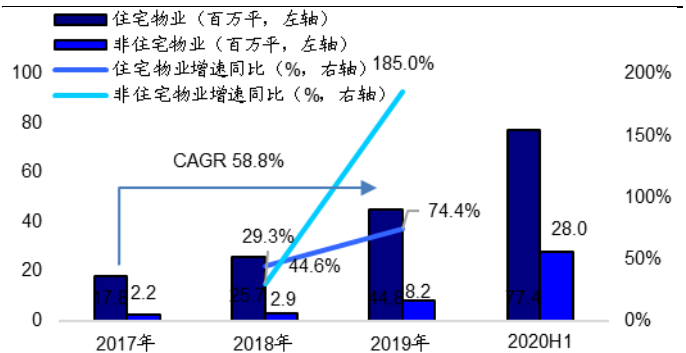
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图23 2017-2020H1 公司在管面积按物业类型划分 (%)


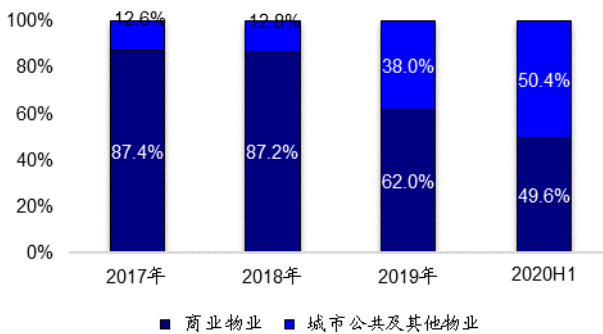
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图24 2017-2020H1 关联房企和外拓项目在管面积及增速


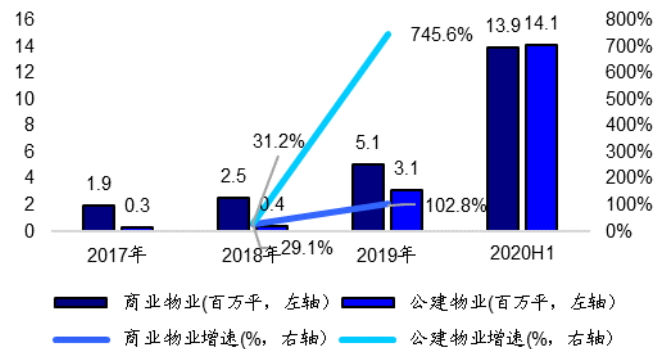
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图25 2017-2020H1 公司住宅和非住宅在管面积及增速


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图26 2017-2020H1 公司非住宅业务结构 (%)


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图27 2017-2020H1 商业物业与公建物业在管面积及增速


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图28 公司服务子品牌的业务构成及业态 (截至 2020H1)


资料来源：融创服务公司介绍，海通证券研究所

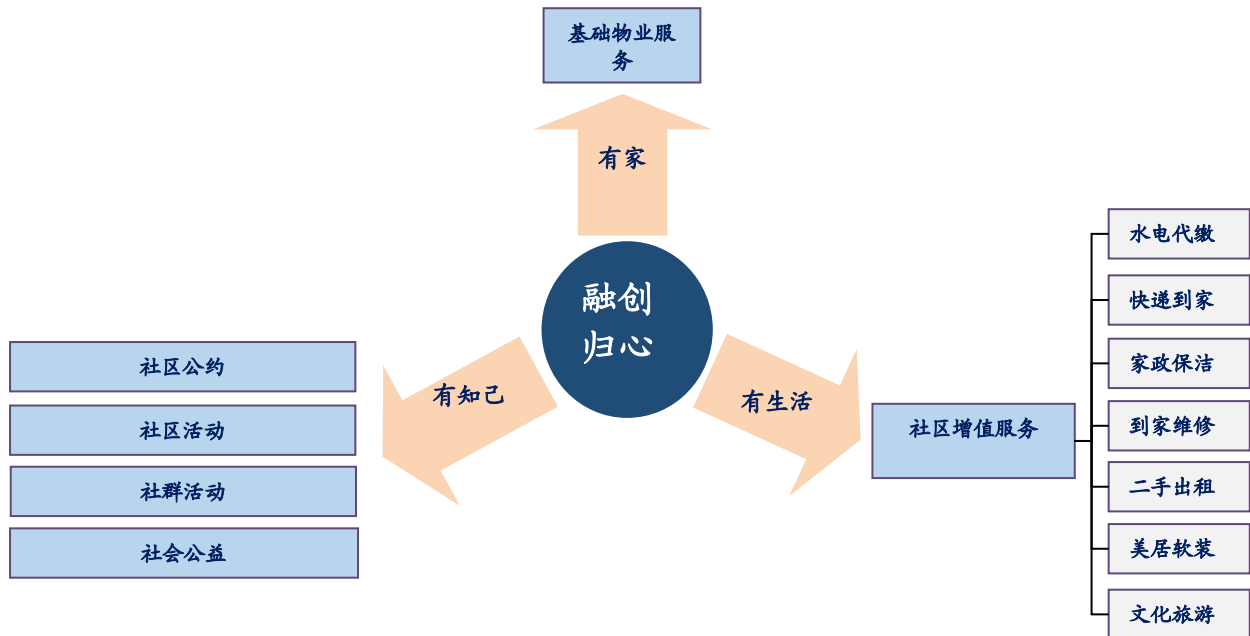
3. 构建“融创归心”服务体系，提供高质量社区增值服务

主要提供四类社区增值服务。融创服务的社区增值服务主要分为四种：1) **美居服务**：包括室内家居设计、装修及拎包入住等服务；2) **社区空间运营服务**：提高物业公司公共区域资源所得收入，包括提供广告位、出租社区物业及设施、出租公共区域供第三方进行商业活动等；3) **房产经纪服务及车位销售**；4) **社区生活服务**：满足业主的日常需求，包括家政及清扫服务、团购及个人采购、旅游服务、快递存放及领取协助服务等。2019年公司社区增值服务收入为人民币1.07亿元，同比增长102.14%。

构建“融创归心”服务体系，打造“有家、有生活、有知己”的社区服务生态。公司构建“融创归心”服务体系，围绕社区优质的居住环境、便利的生活服务、愉悦和睦的邻里关系，为客户打造“有家、有生活、有知己”的高品质社区服务生态。

- “有家”即好的房子和好的社区配套与环境。主要为基础物业服务，包含：严把交付品质第一关、精益化的工程服务保障体系、“零时差、零距离”的安保工作、“零死角、零干扰”的环境保洁等。
- “有生活”即提供便捷、无忧的社区生活服务。主要为社区增值服务，包含：归心服务中心等线上线下一站式解决日常生活琐事、代缴水电费、快递到家、家政保洁、到家维修、二手出租、美居软装、文化旅游等社区配套服务。
- “有知己”即构建新时代社区邻里“文明和谐”的公共关系。包含：社区公约、社区活动、社群活动和社会公益四项。

图29 “融创归心”服务体系



资料来源：融创服务招股说明书，海通证券研究所

4. 非业主增值服务助力成长，预计后期占比逐步下降

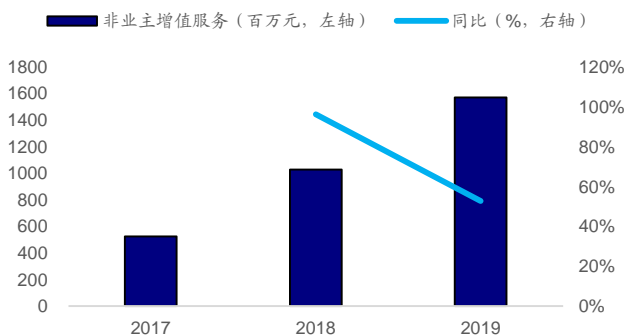
非业主增值服务高速增长，助力公司收入提升。融创服务的非业主增值服务主要分为三种：

- 1) **案场服务**：向房地产开发商提供案场服务，协助其在售楼处及展厅进行销售及营销活动；
- 2) **咨询及其他非业主增值服务**：包括：咨询、开办以及工程服务；
- 3) **房产中介服务**：主要就旅游度假项目向房地产开发商提供服务。

2019年公司非业主增值服务收入为人民币15.73亿元，同比增长52.9%。2017-2019年非业主增值服务CAGR为73.21%。2017-2019年非业主增值服务占总收入的比重分别为：47.2%、55.8%、55.6%。非业主增值服务的高速增长为融创服务总收入的高速增长提供有力支持。

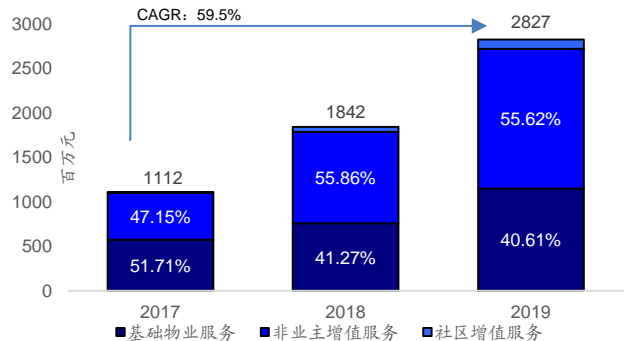
非业主增值服务体现大股东对下属物业企业在发展期间的重要支持。我们认为以上支持有利于物业企业发展初期拉大与竞争对手距离。目前公司除承担大股东项目外，已经在积极培育和开展外拓工作。伴随公司外拓能力增强，我们预计非业主增值服务后续占比会逐步下降。

图30 2017-2019 非业主增值服务收入及增速



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图31 社区增值服务、非业主增值服务收入占总收入比重



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

5. 收购开元物业，优势互补提升业态多元化和外拓能力

2019年融创服务战略升级，不断发挥融创品牌在收并购领域的声誉和影响力，重点关注业务体量较大、管理业态丰富、与公司业务互补性较强的标的公司。公司于2020年5月8日完成开元物业管理99.17%的股份收购。公司认为，开元物业管理的“开元物业”品牌已成为集团在不同业态上极具竞争优势的子品牌，将有力地支持公司未来多业态持续综合发展。截至2020年3月31日，开元物业90%的合约建筑面积来源于独立第三方。公司认为其团队丰富的外拓经验和能力也将有利于进一步加强公司的市场外拓能力。

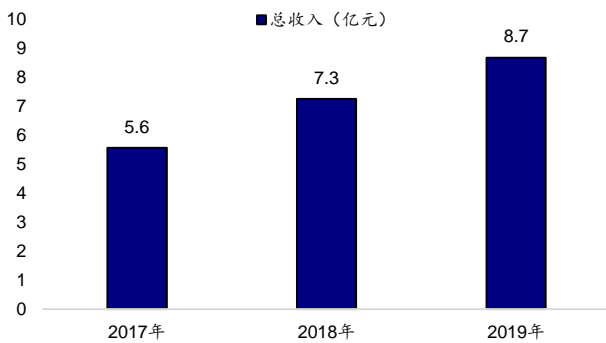
开元物业管理（简称“开元物业”）成立于2001年6月26日，是一家主要在华东地区开展运营的知名物业管理公司，物业涵盖三大类：（1）住宅及非住宅物业的物业管理服务，一般包括安保、清洁、园艺及维修维护服务；（2）非业主增值服务，主要包括向房地产开发商提供的案场服务及向酒店和住宅社区提供的弱电系统和智能设备的工程服务；（3）社区增值服务，主要与租赁及公共区域场地及设施有关。物业服务类型与融创服务大同小异，但二者在业态和外拓项目上形成优势互补。

5.1 开元物业收入稳定增长，毛利率维持高位

收入持续增长，物管收入为主。2017-2019年开元物业总收入由5.6亿元增至8.7亿元，CAGR达24.9%。按业务类型划分，开元物业始终以物业管理服务收入为主，2017-2019年物业管理服务收入占比由91.8%增至93.5%，非业主增值服务和社区增值服务占比较小，2019年占比分别为4.7%、1.8%。在物业管理服务收入中，按业态划分，2017-2019年住宅物业收入稳定增长但占比逐渐下降，由63.7%降至57.8%；商业物业和城市及其他公共物业收入占比逐渐上升，截至2019年底，商业物业收入占比达16.1%，城市公共及其他占比达26.1%，非住宅物业收入整体占比为42.2%。

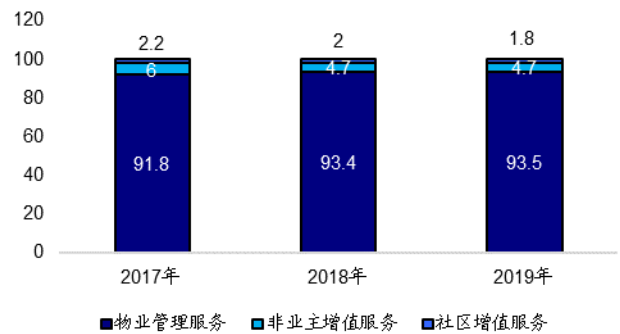
盈利能力相对稳定。开元物业毛利率保持同一水平，净利率略有下滑。2017-2019年开元物业毛利率始终保持在20%以上水平；净利率由9.3%降至7.2%，下降了2.1个百分点，主要由于销售成本中劳动成本、外包成本以及行政开支的大幅增加。2018年雇员福利开支同比增长28.5%（主要是雇员数量的增加和员工工资的上涨），2018-2019年外包成本增幅均在36%以上（主要是购买的分包服务商增加），行政开支2019年增幅达40.1%（主要是雇员总数的增加以及股权激励计划于2019年产生的以股份为基础的付款开支大幅增加，令行政相关员工的雇员福利开支增长）。

图32 2017-2019 开元物业收入及增速



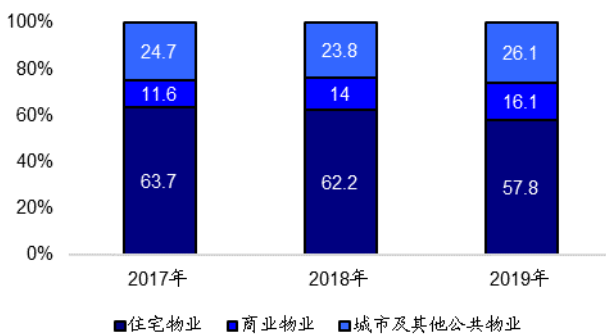
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图33 2017-2019 开元物业收入结构（按业务类型划分，%）



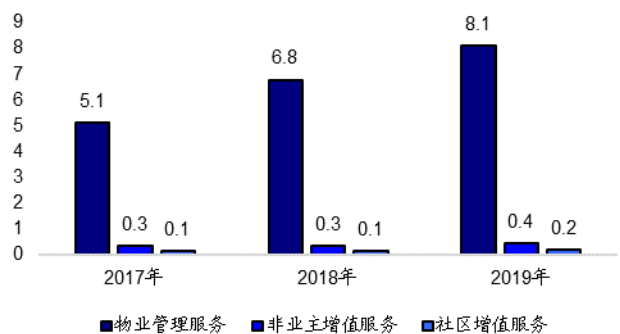
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图34 2017-2019 开元物业物管收入结构（按业态划分，%）

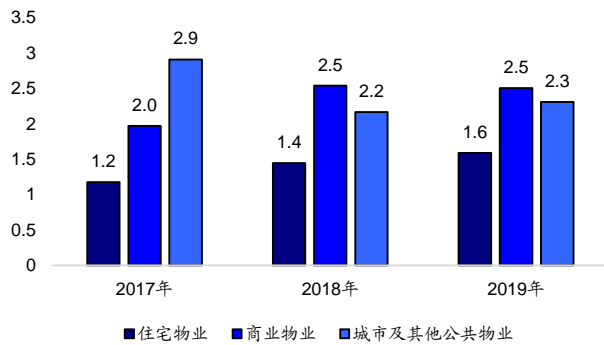


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

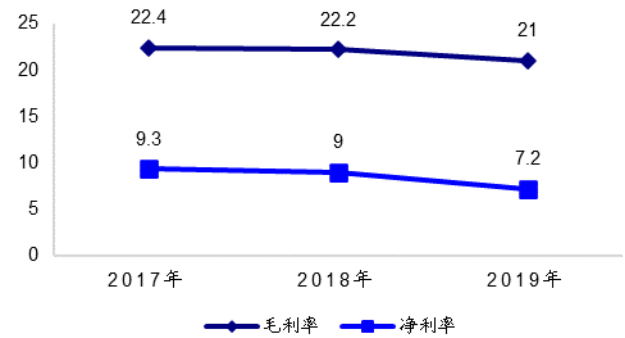
图35 2017-2019 开元物业收入按业务类型划分（亿元）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图36 2017-2019 开元物业各业态物管费(元/平/月)


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图37 2017-2019 开元物业毛利率和净利率(%)


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

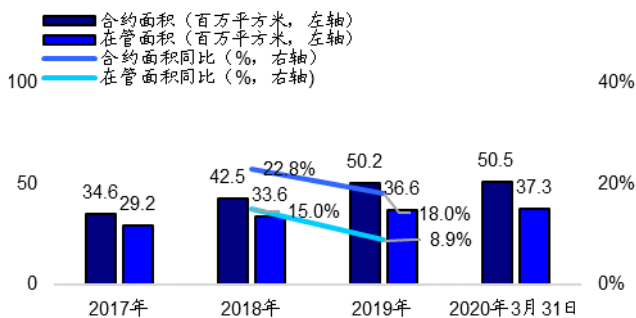
5.2 收购开元物业, 协同效应明显

我们认为, 融创服务收购开元物业会对公司长期带来以下几点协同效应:

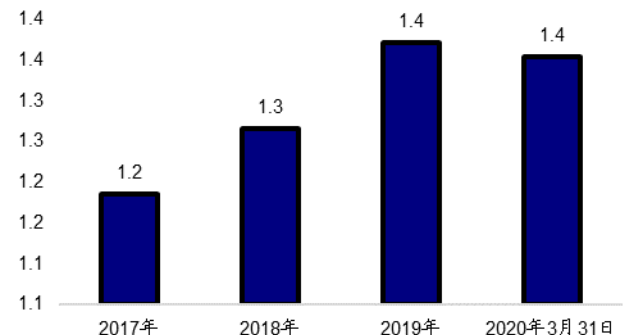
助力物业管理规模增长, 巩固行业市场份额。截至2020年3月31日, 开元物业合约面积达50.5百万平方米, 在管面积达37.3百万平方米, 覆盖中国10个省、自治区及直辖市的28个城市。2017-2019年, 开元物业在管面积CAGR为11.9%, 合约面积CAGR为20.4%。截至2020年3月31日, 合约面积达50.5百万平方米, 占融创服务2020H1总合约面积的21.8%; 在管面积为37.3百万平方米, 占融创服务总合约面积的35.4%, 二者面积比始终处于[1.2,1.4]区间, 合约面积增速与在管面积增速相匹配。

拓展在管物业类型。开元物业非住宅物业在管面积增长迅速, 2017-2019年非住宅物业在管面积CAGR达39.9%。截至2020年3月31日, 非住宅物业在管面积约为12.2百万平方米, 占比高达32.6%, 涵盖城市公共物业、写字楼、医院、商业物业等多种业态, 助推融创服务非住宅物业在管面积百分比由2019年底的15.4%升至2020H1的26.6%。开元物业丰富的非住宅物业管理经验有利于进一步支持融创服务多业态综合发展。

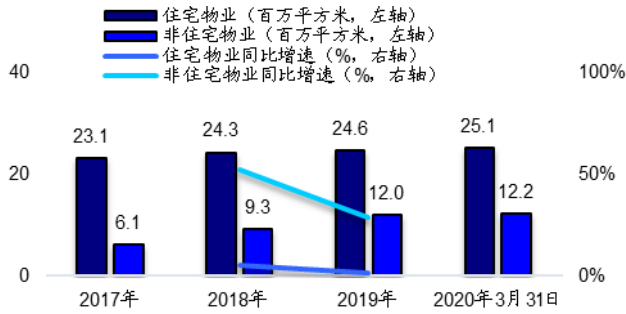
赋予市场化外拓能力。2017-2019年开元物业在管面积中来自独立第三方的占比分别为84.1%、85.5%、87.2%, 助力融创服务来自外拓项目的在管面积百分比由2019年12月31日的0.6%升至2020年6月30日的38.2%。截至2020年3月31日, 开元物业90%的合约建筑面积来源于独立第三方。我们认为, 开元物业丰富的外拓经验和能力将有利于进一步加强公司的市场外拓能力。

图38 2017-2020.3.31 开元物业合约面积与在管面积及增速


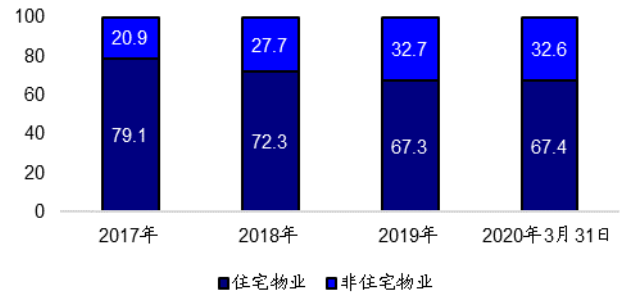
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图39 2017-2020.3.31 开元物业合约面积与在管面积比


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图40 2017-2020.3.31 开元物业在管面积按业态划分


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

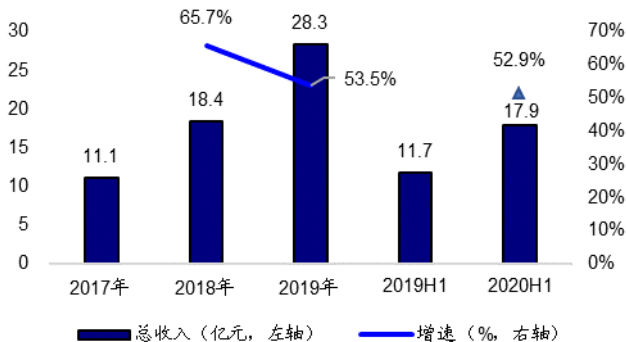
图41 2017-2020.3.31 开元物业在管面积业态结构


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

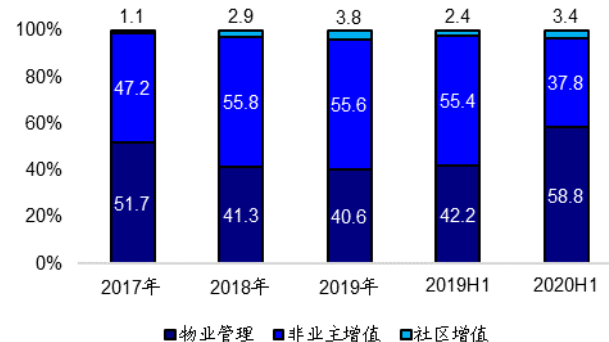
6. 财务分析：收入高速增长，利润率逐年上升

收入高速增长，业绩持续向好。公司 2017-2019 年总收入 CAGR 为 59.5%，2019 年总收入为 28.3 亿元，同比增长 53.5%，较 2018 年增速降低 12.1 个百分点。分业务来看，物业管理服务 2017-2019 年收入 CAGR 为 41.3%，2019 年收入为 11.5 亿元，同比增长 51.1%，收入占比 40.6%；非业主增值服务 2017-2019 年收入 CAGR 为 73.2%，2019 年收入 15.7 亿元，同比增长 52.9%，收入占比 55.6%；社区增值服务 2017-2019 年收入 CAGR 为 190.4%，2019 年收入为 1.1 亿元，同比增长 102.1%，收入占比 3.8%。

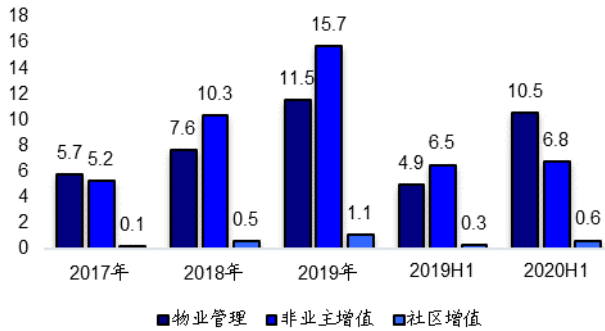
增值服务占比扩大，营收结构不断优化。收入结构方面，2017-2019 年物业管理服务收入占比由 51.7% 逐步降低至约 40.6%，增值服务占比持续增加至 59.4%，其中非业主增值服务收入贡献大且平稳，近两年占比维持在 55% 以上，占比高主要是由于公司所服务的项目大部分来源于关联房企，而关联房企正处于快速发展期，合约销售规模远大于所交付物业规模，因此案场、咨询等服务收入贡献较多。社区增值服务收入占比较小但持续增长，占比由 1.1% 增至 3.8%。公司收入结构 2017 年就较为均衡，2018 年开始以增值服务收入为主，但主要由非业主增值服务贡献的。我们认为，非业主增值服务与房产销售息息相关，如果后期房产销售增速放缓，非业主增值服务收入增速或将难以持续，同时随着大量房地产项目陆续交付，业主增值服务有进一步的增长空间。

图42 2017-2020H1 公司总收入及同比增速


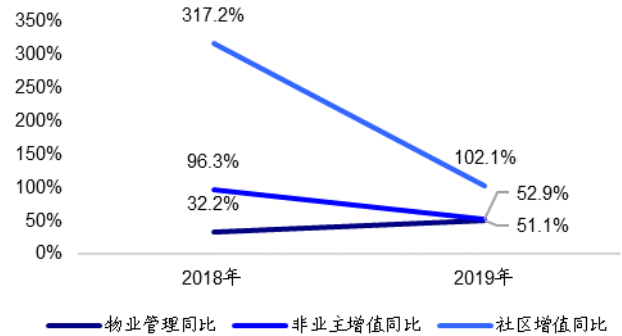
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图43 2017-2020H1 公司分项业务收入占比 (%)


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图44 2017-2020H1 公司分项业务收入 (亿元)


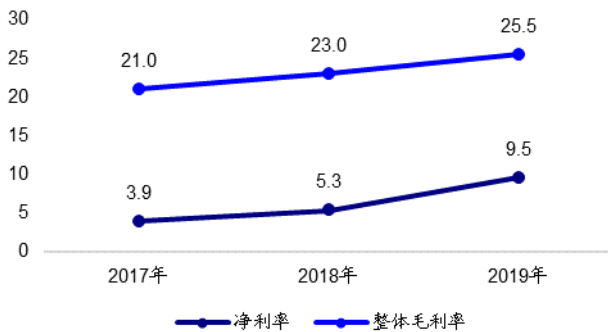
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图45 2018-2019 公司分项业务收入增速 (%)


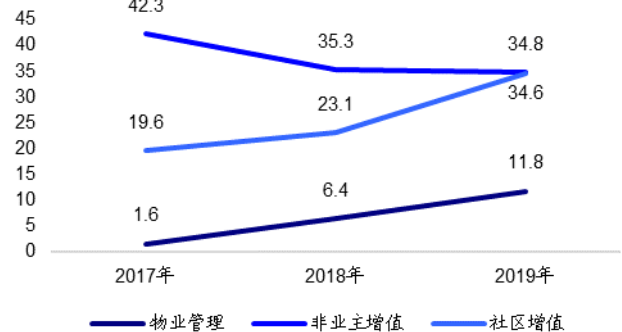
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

规模拓展+降本举措增厚利润。公司 2017-2019 的毛利率和净利率均呈现不断上升趋势，2019 毛利率和净利率分别达到 25.5%和 9.5%。公司整体盈利能力的提升，一方面是由于在管面积增加带来的规模效益，另一方面由于营收占比较大的物业管理的毛利率的提升。分具体业务来看，2017-2019 年物业管理服务毛利率直线上升，我们认为这是因为规模效应下，公司集中采购、优化员工配置以及社区自动化及智能管理升级使成本端得到有效管控。非业主增值服务毛利率连续下降至 34.8%，主要受业务组合变化的影响，毛利率较低的服务类型（如房地产中介服务）的收入贡献总体增加，而毛利率较高的服务类型（如咨询服务）收入贡献总体减少。社区增值服务毛利率由 19.6%上升至 34.6%，主要由于 2018 年开始销售车位使用权业务以及物管规模和客户基础的扩大。

资本结构稳健，杠杆率持续改善。整体来看，公司资产负债率逐年改善，2017-2020H1 资产负债率由 103.6%降至 59%，其中公司负债端包含经营性负债和合约负债，合约负债主要是客户预付款，公司尚未提供相应服务，待公司未来交付服务后合约负债即结转为收入。合约负债的规模可反映出公司未来收入增长的确定性，因此扣除合约负债后的资产负债率更能准确显示出公司的债务水平。2020H1 公司扣除合同负债后的资产负债率为 42.1%，较 2017 年下降 52.1 个百分点。

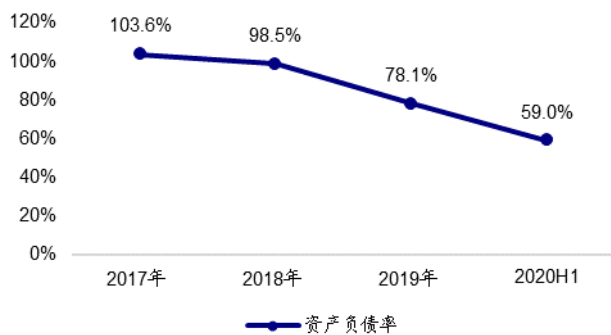
图46 2017-2019 公司整体毛利率与净利率


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图47 2017-2019 公司分项业务毛利率 (%)


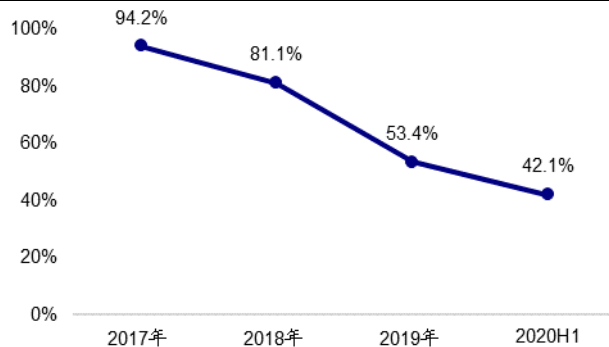
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图48 2017-2020H1 公司资产负债率



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图49 2017-2020H1 公司扣除合同负债后的资产负债率



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

7. 盈利预测和估值

7.1 盈利预测

综上对公司商业模式的分析，我们对融创服务控股未来三年盈利预测做出以下几个重要假设：

1) 在管面积和单位物业管理费

对于物业公司来说，基础物业管理费是重要的收入构成部分，基础物业管理费等于在管面积乘以单位物业管理费。

截止 2020H1，公司在管面积 1.05 亿平，合约管理面积 2.32 亿平，合约管理面积和在管面积比值为 2.2。我们认为，一方面公司的关联房企融创中国前期销售节节突破新高，考虑到一般从期房到竣工交付大概需要 1.5-2 年左右的时间（对于快周转公司而言），融创中国在 2020-2022 年仍然是结转交付的高峰时段，因此我们预计融创服务控股从融创中国获得的在管面积将在未来三年大幅增加；另一方面，公司 2020H1 收购的开元物业公司主要以外拓为主，外拓实力较为强劲，结合融创服务的品牌，我们认为融创服务后续外拓方面也会给与公司在管面积带来有力的支撑。

单位管理费方面，我们认为一方面关联房企融创中国交付的新盘会带来费率较高的项目，另一方面公司外拓可能会获得比现有管理项目费率较低的项目。两者相抵消，公司平均物管费维持稳定。

2) 社区增值服务和非业主增值服务

非业主增值服务和公司关联房企融创中国销售关系较为紧密，主要为销售案场提供相关服务。伴随融创中国整体销量达到高位，以及行业政策对房企融资方面监管趋严，我们认为，非业主增值服务收入增速可能会下行并保持低位增速。与此同时，公司日益增长的管理面积给公司带来庞大的业主资源，公司社区增值服务方面大有可为。一方面客户群体基数逐渐增加、管理小区数量增加，和业主息息相关的美居服务、社区空间运营服务等潜在需求市场内生增长；另一方面，规模效应给公司带来集采、员工管理效率提升等成本方面的优化。

3) 分项成本和毛利率

利润率方面，我们认为物业公司管理规模增加后，利润率会逐渐趋于稳定，其中基础物业管理服务受规模效应影响，毛利率可能会略有提升。

表 3 公司分项业务预测

	2019	2020E	2021E	2022E
物业管理服务				
收入 (百万元)	1148	4032	8280	11880
同比增长/减少 (YoY%)	51%	251%	105%	43%
非业主增值服务				
收入 (百万元)	1572	1651	1734	1820
同比增长/减少 (YoY%)	53%	5%	5%	5%
业主增值服务				
收入 (百万元)	107	128	384	1152
同比增长/减少 (YoY%)	102%	20%	200%	200%
总计				
总收入 (百万元)	2827	5811	10398	14853
同比增长/减少 (YoY%)	54%	106%	79%	43%
毛利率 (%)	25%	25%	27%	27%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 公司盈利预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入(百万元)	2827	5811	10398	14853
二、营业成本(百万元)	2107	4334	7587	10842
三、营业利润(百万元)	317	693	1523	2318
加: 营业外收支(百万元)	30	0	0	0
四、利润总和(百万元)	346	728	1578	2423
五、净利润(百万元)	270	567	1231	1890
减: 少数股东损益(百万元)	0	0	0	0
六、归属母公司所有者净利润(百万元)	270	567	1231	1890
股本(百万股)	3104	3104	3104	3104
每股收益(元/股)	0.09	0.18	0.40	0.61

资料来源: Wind, 海通证券研究所

7.2 估值

对于上市物业管理公司的估值, 我们使用相对估值法中的 PE 和绝对估值法中的 DCF 两种方法衡量公司投资价值。

1) PE 估值

融创服务截止 2020H1 在管面积超过 1 亿平, 管理规模上属于龙头物业管理公司。我们将融创服务和几家龙头物业管理公司进行对比。业绩增速上来看, 融创服务属于成长性较强的公司。公司 2021 年 PE 约为 51 倍, 高于可比公司 PE 均值 30 倍。

我们认为融创服务的估值溢价主要体现在两方面: 1) 公司具有充足的合约管理面积, 未来在管面积增长空间较大, 收入增速较龙头物业公司较高; 2) 公司主要管理的项目以中高端楼盘为主, 平均物管费(见图 10)高于可比公司以及行业平均水平; 3) 业主增值服务还处于初期阶段, 单项目利润提升还有空间。

我们认为公司 2021 年合理 PE 估值区间为 55-60 倍, 对应市值区间为 769-839 亿港元, 对应合理价值区间为每股 24.79-27.04 港元。

表 5 可比公司估值表 (均为人民币计价)

代码	简称	总市值 (亿港元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2020) 2020PE/(2019-21年净利润复合增速)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
6049.HK	保利物业	367	1.21	1.29	1.78	48.22	45.23	32.78	1.54
2869.HK	绿城服务	308	0.17	0.21	0.27	49.44	40.02	31.13	1.20
6098.HK	碧桂园服务	1877	0.62	0.85	1.20	90.84	66.26	46.93	1.20
3319.HK	雅生活服务	491	0.92	1.29	1.70	35.20	25.10	19.05	0.53
1755.HK	新城悦服务	181	0.34	0.52	0.78	57.20	37.40	24.93	0.48
	均值					56.18	42.80	30.96	0.99
1516.HK	融创服务	746	0.09	0.18	0.40	243.36	115.74	53.36	0.47

注: 收盘价为 2021 年 1 月 18 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。1 港元=0.88 人民币
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

2) DCF 估值

在 DCF 模型中，我们用十年国债收益率作为无风险收益率，约为 3.31%；市场组合平均收益约为 6%，风险溢价约为 2.69%，Beta 为 0.88。基于以上假设我们计算得到资产贴现率为 5.68%。我们假设公司债务（流动负债+非流动负债）比率约 51%，权益比例为 49%，债务利率约 6.50%，税率 25%，计算得到 WACC 约为 5.27%。我们假设永续增长率约 3%。我们计算公司 DCF 模型下每股股价约为 33.56 港元，公司 2021 年 1 月 18 日收盘价为 24.05 港元，折价约 28%。

表 6 公司现金流和股票价值测算

自由现金流现值 (百万元)	92378	2020-2029 年合计，包含终值
WACC (%)	5.27%	
永续增长率 (%)	3.00%	
投资 (百万元)	1888	(2020 年现金+长期投资)
少数股东权益 (百万元)	131	(2020 年少数股东权益)
企业价值 (百万元)	94266	投资+自由现金流现值总额
股票价值 (百万元)	91646	企业价值-少数股东权益-总负债
每股价值 (港元每股)	33.56	(汇率 1 港元=0.88 人民币)

资料来源：海通证券研究所

由于 DCF 模型中，WACC 和永续增长率假设对公司价值影响较大，因此我们对此二项做了敏感性分析。我们使 WACC 和永续增长率分别上下浮动 0.5%，公司股票价值波动如下表。

表 7 公司价值敏感性分析

股票价值 (港元每股)		WACC (%)				
		4.27%	4.77%	5.27%	5.77%	6.27%
永续增长率 (%)	2.0%	36.46	29.35	24.43	20.82	18.07
	2.5%	45.66	34.98	28.17	23.45	20.00
	3.0%	62.11	43.78	33.56	27.04	22.52
	3.5%	99.96	59.54	41.99	32.20	25.96
	4.0%	279.01	95.80	57.09	40.29	30.91

股票价值 (港亿元)		WACC (%)				
		4.27%	4.77%	5.27%	5.77%	6.27%
永续增长率 (%)	2.0%	1131.68	910.90	758.07	646.12	560.67
	2.5%	1417.04	1085.49	874.15	727.84	620.65
	3.0%	1927.44	1358.84	1041.43	839.08	698.97
	3.5%	3102.31	1847.73	1303.30	999.37	805.59
	4.0%	8658.94	2973.09	1771.69	1250.31	959.22

资料来源：海通证券研究所

8. 投资建议

结合以上我们对融创服务的业务梳理、财务分析和盈利预测，我们认为融创服务有以下几个投资亮点：

- 1) **母公司助力，成长性强：**融创服务的关联房企融创中国过去十年实现了跨越式增长，一跃成为行业龙头企业。2015-2019年融创中国合约销售面积CAGR高达81.8%，远超地产行业前10和全国平均水平。销售项目未来1.5-2年将逐渐转化为物业公司在管面积。得益于关联房企的快速发展，融创服务管理规模在管面积成长性可期。此外，融创中国业务涵盖文旅、会议会展、康养、特色小镇等多个项目，丰富业态布局为融创服务多业态服务奠定基础。
- 2) **聚焦强经济城市，利润有提升空间：**截至2020H1，融创服务覆盖中国29个省、自治区及直辖市的127个城市，其中86.1%位于中国的一线及二线城市。融创中国项目以中高端精品住宅为主，为融创服务后续能够提供大量的高端社区，物管费方面较同行有较强的服务溢价。此外，核心城市高端项目、高密度、高净值客户群体布局下，公司业主增值服务成长性和利润提升空间均可观。
- 3) **收购开元物业+关联房企多合作项目，外拓潜力高：**融创服务已完成对开元物业管理的收购和成都环球世纪的整合，其中开元物业主要布局在华东地区核心城市，90.0%的合约建筑面积来源于独立第三方(2020H1数据)。开元物业的外拓能力较强，公司可以借助开元物业团队强有力的外拓实力，进一步提升外拓项目管理面积。此外，关联房企融创中国超过400个项目与合作伙伴共同开发，与大量的合作伙伴和地方政府建立了良好关系，为融创服务外拓提供大量机遇。

综上所述，我们认为融创服务是物业管理公司中优质的龙头物业公司。我们认为公司基础物业管理和业主增值服务的收入和利润有双增长的潜力。

综合考虑PE和DCF估值方法，我们给予公司2021年55-60倍PE估值，对应市值区间为769-839亿港元，对应合理价值区间为每股24.79-27.04港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

9. 风险提示

- 1) 融创中国结转速度放慢，导致在管面积增加不及预期；
- 2) 外拓项目利润率低于融创项目，导致利润率难以提升；

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)					营业总收入	2827	5811	10398	14853
每股收益	0.09	0.18	0.40	0.61	营业总开支	2107	4334	7587	10842
每股净资产	0.16	0.77	1.17	1.78	毛利率%	25%	25%	27%	27%
每股经营现金流	0.38	0.26	0.62	0.85	其他收入	2	1	1	1
价值评估(倍)					销售费用	19	29	42	59
P/E	243.36	115.74	53.36	34.76	管理费用	405	755	1248	1634
P/B	149.92	31.20	20.60	13.54	其他营业费用	3	0	0	0
P/S	26.40	12.84	7.18	5.03	营业利润	317	693	1523	2318
盈利能力指标(%)					利息收支	-1	34	55	104
毛利率	25.48%	25.41%	27.04%	27.00%	其他非经营性损益	30	0	0	0
净利率	9.55%	9.77%	11.84%	12.72%	除税前利润	346	728	1578	2423
净资产收益率	103.31%	39.27%	40.92%	41.36%	减: 所得税	76	160	347	533
盈利增长(%)					净利润	270	567	1231	1890
营业收入增长率	53.53%	105.53%	78.93%	42.84%	少数股东权益	0	0	0	0
净利润增长率	174.55%	110.26%	116.91%	53.51%	归属普通股股东净利润	270	567	1231	1890
偿债能力指标									
资产负债率	78.08%	50.99%	54.95%	53.35%					
流动比率	1.21	1.11	1.21	1.36					
速动比率	1.16	1.08	1.16	1.30					
现金比率	0.62	0.49	0.57	0.71					
经营效率指标									
应收帐款周转天数	2.99	4.00	4.00	4.00					
存货周转天数	25.59	45.00	30.00	30.00					

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1090	1200	2487	4475
应收款项	946	1453	2599	3713
存货	82	96	253	361
其它流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2118	2749	5339	8550
固定资产	29	57	73	80
商誉及无形资产	99	1388	1328	1272
其他非流动资产	22	636	1249	1862
非流动资产合计	153	2133	2704	3268
资产总计	2271	4882	8043	11818
短期借款	0	0	0	0
应付账款	326	433	759	1084
应交税金	147	291	520	743
其他流动负债	1278	1743	3119	4456
流动负债合计	1751	2467	4398	6283
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	22	22	22	22
非流动负债合计	22	22	22	22
负债总计	1773	2490	4420	6305
普通股股东权益	367	2262	3493	5382
少数股东权益	131	131	131	131
负债和所有者权益合计	2271	4882	8043	11818

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1170	803	1931	2623
投资活动现金流	-28	-693	-644	-634
融资活动现金流	-613	0	0	0
现金净流量	-601	110	1287	1988

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为1月18日
资料来源: 公司2020年招股说明书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
杨凡 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国恒大,浦东金桥,新潮中宝,华侨城 A,中粮地产,中国国贸,光大嘉宝,世茂股份,国创高新,金科股份,合景泰富集团,光明地产,天健集团,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,招商蛇口,融创中国,彩生活,金融街,蓝光发展,龙湖集团,金地集团,中国海外发展,外高桥,天保基建,北辰实业,融信中国,雅生活服务

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨禛昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com