

## 我爱我家 (000560.SZ) 坚持数字化升级转型，业绩有望持续复苏

2023年08月04日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

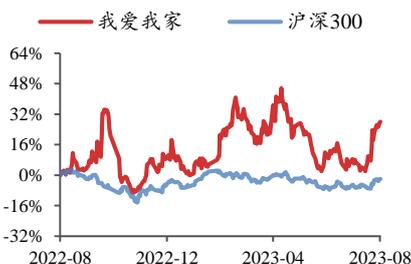
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/8/4
当前股价(元)	3.20
一年最高最低(元)	3.72/2.24
总市值(亿元)	75.38
流通市值(亿元)	71.99
总股本(亿股)	23.56
流通股本(亿股)	22.50
近3个月换手率(%)	183.76

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 坚持数字化升级转型，业绩有望持续复苏，维持“买入”评级

我爱我家作为房地产经纪龙头，大力发展“相寓”业务，多元化的产业布局助力业绩持续修复。2022年公司强化直营管理，加大研发投入，坚持数字化升级转型，夯实未来经营韧性。受地产销售市场低迷影响，我们预计公司2023-2025年营收分别为125.4、134.8、144.9亿元（2023年原值为187.1亿元），同比增速7.4%、7.5%、7.5%；归母净利润为1.3、2.2、3.3亿元（2023年原值为7.9亿元），同比增速143.7%、64.1%、50.7%；摊薄后EPS分别为0.06、0.09、0.14元（2023年原值为0.34），当前股价对应PE为56.4、34.3、22.8倍。考虑到公司深耕城市服务领域，核心业务保持稳健增长，业绩有望持续复苏，因此维持“买入”评级。

### ● 经纪业务加强直营，市占率有望进一步提升

市场由新房逐渐转变为存量房时代，地产经纪业务发展空间广阔。2019-2021年公司GTV从约3400亿元增长至约4300亿元，市占率（公司GTV/全国通过经纪交易规模）相应也从3.3%增长为3.4%。2022年因市场下行公司注重直营导致规模压缩，GTV缩减至约2600亿元，营收同比降低2.4%。但以我爱我家为代表的房产经纪行业龙头规模大，议价能力强，待市场恢复后市占率有望进一步提升。

### ● 相寓业务发展可期，数字化转型坚固行业壁垒

2022年相寓业务实现营收56.5亿元，同比攀升75.3%，营收占比从15.5%涨至48.4%。在市场整体下行的一年相寓业务表现出了极好的经营韧性和抗风险能力。同时公司坚持数字化转型，开发的CBS（经纪平台系统）/AMS（相寓资产管理系统）核心业务系统，有效解决了房、客、人、店、业务线之间的联动协同问题。房源出租率稳定至94%，平均出房天数9.4天，各项运营指标均处行业领先地位。

### ● 归母净利润转亏为盈，销管费率逐年降低

2023年公司亏损局面发生扭转，第一季度归母净利润转亏为盈0.5亿元，毛利率和归母净利率分别回升至14.5%和1.6%。公司注重降本增效，销管费用率从2021年的19.9%降至2022年的14.1%，2023Q1也同比下降了1.7个百分点至15.5%。

● **风险提示：**宏观经济复苏不及预期、行业销售规模不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,963	11,673	12,539	13,477	14,492
YOY(%)	24.9	-2.4	7.4	7.5	7.5
归母净利润(百万元)	166	-306	134	219	331
YOY(%)	-46.8	-284.4	143.7	64.1	50.7
毛利率(%)	18.2	8.7	10.2	11.3	12.4
净利率(%)	1.4	-2.6	1.1	1.6	2.3
ROE(%)	1.2	-3.2	1.2	2.0	2.8
EPS(摊薄/元)	0.07	-0.13	0.06	0.09	0.14
P/E(倍)	45.4	-24.6	56.4	34.3	22.8
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 我爱我家：全产业链服务，城市居家综合服务商.....	4
1.1、 深耕地产经纪业务，全产业链协同发展.....	4
1.2、 股权结构较为集中，健全长效激励机制.....	4
1.3、 规模收缩导致业绩承压，资管业务不断壮大.....	5
2、 经纪业务：加强直营管理，开启平台化征程.....	7
2.1、 佣金规模空间广阔，市占率有望进一步提升.....	7
2.2、 存量房业务强化直营，加速推进数字化转型.....	8
2.2.1、 完成加盟压缩，推动互联网经纪业务转型.....	8
2.2.2、 培育稳定自有流量，着力布局 VR 技术.....	9
2.3、 新房销售不及预期，CBS 系统加强业务管控.....	10
3、 资产管理：相寓品牌持续向好，多元化布局健康可持续.....	12
3.1、 房屋资管需求增强，轻资产运营能力提升.....	12
3.2、 商业资管有效互补，全产业链实现打通.....	15
4、 壁垒坚固：推进经纪人才职业化，数字化布局强化竞争力.....	17
4.1、 坚持数字化升级转型，提升内部管理效能.....	17
4.2、 进军房产经纪大模型，赋能经纪人职业发展.....	18
4.3、 研发投入持续增长，完善人才培养体系.....	19
5、 注重降本增效，归母净利润扭亏为盈.....	20
5.1、 销售费率逐年降低，期间费率处于合理水平.....	20
5.2、 归母净利润转亏为盈，业绩有望持续复苏.....	20
6、 盈利预测.....	21
7、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

## 图表目录

图 1： 我爱我家深耕地产经纪业务二十余年.....	4
图 2： 我爱我家实际控制人为谢勇.....	5
图 3： 我爱我家 2022 年门店数量同比下降 22%.....	6
图 4： 我爱我家 2023 年 Q1 总营收同比减小 9.5%.....	6
图 5： 我爱我家资产管理业务占比逐年增加.....	6
图 6： 我爱我家主营业务毛利率呈下滑态势.....	6
图 7： 我爱我家 2022 年华北及华东营收占比达 95%.....	7
图 8： 我国城镇化率与发达国家仍有较大差距.....	7
图 9： 房地产经纪业务渗透率持续提升.....	8
图 10： 我爱我家二手房经纪业务营收持续下降.....	9
图 11： 我爱我家 2022 年加盟及特许店数同比减少 744 家.....	9
图 12： 我爱我家互联网经纪业务流程.....	9
图 13： 我爱我家 MAU 数量呈上升态势.....	10
图 14： 我爱我家 2022 年 VR 累计拍摄量同比增长 57%.....	10
图 15： 我爱我家“VR”页面测评.....	10
图 16： 我爱我家“一键换装”页面测评.....	10
图 17： 2021 年后商品房累计销售面积同比持续下降.....	11

图 18: 全国商品房销售面积呈下降趋势 (万平方米) .....	11
图 19: 我爱我家新房销售主要包括代销及渠道业务.....	11
图 20: 我爱我家 2022 年新房销售营收同比减小 37.2% .....	12
图 21: 我国 2021 年总流动人口已达到 3.85 亿人.....	12
图 22: 我爱我家分散式公寓管理 (相寓 HOME、ROME) .....	13
图 23: 我爱我家集中式公寓管理 (相寓 INN、PARK) .....	13
图 24: 相寓 2022 年平均出房天数 9.4 天 .....	14
图 25: 相寓出租率稳定处于行业领先水平.....	14
图 26: 相寓 2022 年在管房源规模 25.4 万套.....	14
图 27: 相寓业务 2022 年营收同比增长 75.3% .....	14
图 28: “昆百大”云南省内自持购物中心主要集中于五华区商圈内 .....	15
图 29: 蓝海购 2019-2021 年业绩承诺均已达成 .....	17
图 30: 商业资管业务在 2021 年达到峰值 .....	17
图 31: 我爱我家坚持数字化升级转型 .....	17
图 32: 我爱我家推出行业首个智能数字人帮手“沐阳” .....	19
图 33: 我爱我家研发费用逐年增加 .....	20
图 34: 我爱我家 2023Q1 销管费用率为 15.5% .....	20
图 35: 我爱我家与贝壳期间费用率相差较小.....	20
图 36: 我爱我家 2023Q1 归母净利润转亏为盈 0.5 亿元.....	21
图 37: 我爱我家 2023Q1 毛利率与归母净利率均提升 .....	21
表 1: 我爱我家不断健全长效激励机制 .....	5
表 2: 我爱我家“相寓”产品涉及分散式和集中式公寓管理模式 .....	13
表 3: “昆百大”所持主要购物中心和商业资产信息 .....	15
表 4: 我爱我家利用数字化管理驱动运营效率提升.....	18
表 5: 我爱我家利用数字化平台赋能人才培养.....	19
表 6: 预计 2023 年我爱我家收入同比增长 7.4% .....	22
表 7: 可比公司估值表 .....	23

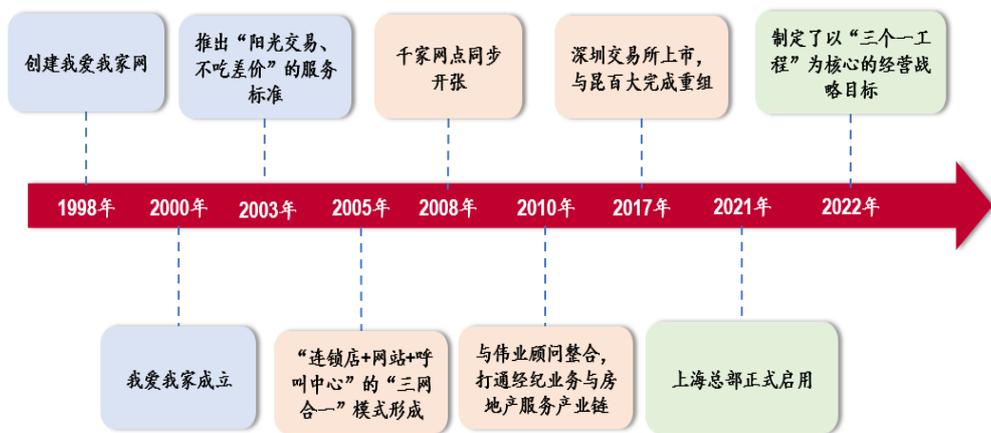
## 1、我爱我家：全产业链服务，城市居家综合服务商

### 1.1、深耕地产经纪业务，全产业链协同发展

我爱我家控股集团股份有限公司（以下简称“我爱我家”或“公司”）作为房地产经纪龙头历史发展悠久，通过二十余年的全国布局和深耕核心城市的积累，我爱我家打造了一张庞大的“融入社区的线下门店网络”，规模和运营质量保持行业前列。截至 2022 年底，公司业务主要聚焦在国内一二线核心城市，包括北京、上海、杭州、南京、苏州、天津、南昌等 15 余座国内城市。国内运营门店总量 3583 家，员工约 3.5 万人。在业务市占率方面，公司在杭州、南昌的市占率处于行业第一，在北京、上海、南京、苏州等重点城市市占率也稳居行业头部地位。

1998 年成立的我爱我家，在 2000 年开始布局线下社区门店，2003 年在业内率先推出二手房买卖“阳光交易，不吃差价”的服务标准，2005 年又在业内率先形成“连锁店+5i5j 网站+呼叫中心”的“三网合一”渠道模式。2015 年推出全新品牌“相寓”，使得房屋管家业务全面转型升级为房屋资产管理业务。并随着业务不断发展，2017 年，公司与昆百大完成了重组，成为国内首家成功登陆 A 股主板的房产经纪企业。2018 年公司依托云计算、大数据、人工智能和物联网等技术，以“云上爱家”和“数据爱家”为基础支撑，推动三大主营业务系统全面升级，实现业务全流程线上化。与此同时公司陆续推出用户画像分析、线上楼盘字典、VR 看房、智能推荐、IM 工具、CBS 多边系统、电子签约、小爱客服等数字智能产品的创新应用，用户的线上体验满意度显著提升。

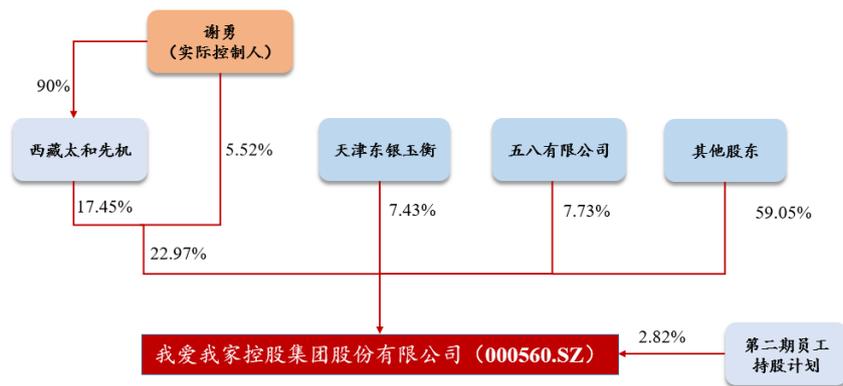
图1：我爱我家深耕地产经纪业务二十余年



资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、股权结构较为集中，健全长效激励机制

公司股权较为集中，根据 2023 年一季报显示，西藏太和先机投资管理有限公司持股占比 17.45%，为公司控股股东。谢勇先生通过自持及通过西藏太和先机投资管理有限公司持有合计我爱我家股份 54103 万股，占总股本的 22.97%，是公司的实际控制人。

**图2：我爱我家实际控制人为谢勇**


资料来源：公司公告、开源证券研究所。注：股东持股比例为 2023 年一季报数据

为了调动公司管理层和核心骨干员工的积极性和创造性，促进公司长远发展，公司截至 2022 年底，共实施了一次股权激励计划和两期员工持股激励计划。其中 2018 年 11 月公司通过回购股份计划用于实施股权激励计划。第一期员工持股计划于 2020 年 7 月 2 日累计购买公司股票 1098.8 万股，占公司总股本的 0.47%，交易均价 3.2856 元/股，并于 2022 年 12 月 28 日通过二级市场集中竞价交易方式全部出售完毕。第二期员工持股计划于 2021 年 7 月 12 日完成股票购买，交易均价为 4.4087 元/股，加上公司回购并转让的股票，第二期员工持股计划持有的股票数量合计 6643.9 万股，占公司股本 2.82%，锁定期为最长为 36 个月，每 12 个月开始分期正式授予并解锁。

**表1：我爱我家不断健全长效激励机制**

激励计划	时间节点	事项
股权激励计划	2018 年 11 月 28 日	公司使用自筹资金以集中竞价交易方式回购公司 3486.4 万股用于实施股权激励计划
第一期员工持股计划	2020 年 7 月 2 日	通过二级市场累计购买公司股票 1098.8 万股（占公司总股本的 0.47%）
	2022 年 1 月 2 日	首期员工持股计划锁定期已于 2022 年 1 月 2 日届满
	2022 年 12 月 28 日	首期员工持股计划持有的公司股票 1098.8 万股通过二级市场集中竞价交易方式全部出售完毕
第二期员工持股计划	2021 年 7 月 9 日	公司回购专用证券账户中股票 3486.4 万股（占总股本的 1.48%）全部过户至第二期员工持股计划专用证券账户
	2021 年 7 月 12 日	第二期员工持股计划完成股票购买，通过二级市场以集中竞价交易的方式累计购买公司股票 3157.5 万股（占总股本的 1.34%）
	2022 年 7 月 12 日	第一个锁定期于 2022 年 7 月 12 日届满，解锁数量为第二期员工持股计划所持股票总数 6643.9 万股的 1/3，占公司总股本的 0.94%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、规模收缩导致业绩承压，资管业务不断壮大

公司锚定“居住”这一生活刚需场景，主要围绕住宅的配置交易与运营管理需求提供专业服务，业务覆盖二手住宅经纪、新房销售、房屋资产管理、商品租赁及服务业务等房地产服务商全产业链。2022 年全年实现营收 116.7 亿元，营收由升转降，同比降低 2.4%，2023 年 Q1 总营收 31.5 亿元，同比降低 9.5%。造成最近公司营收

下滑的原因主要包括：(1) 公司为防范风险提升运营质量对门店数量进行压缩，2022 年公司经营门店总数 3583 家，同比减小 1030 家，其中加盟及特许店数减小 744 家。(2) 受到宏观经济低迷影响，“相寓”业务平均出房天数上升，出租率有所下滑。(3) 面对全国新房市场行业风险频发和需求端持续走低的严峻态势，公司为了确保回款重点发展与国央企开发商的合作，导致规模下降。

图3：我爱我家 2022 年门店数量同比下降 22%

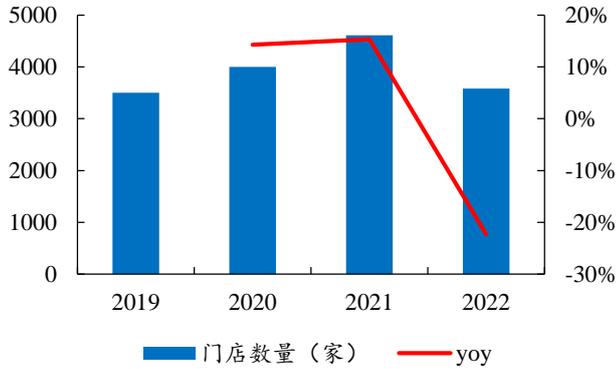
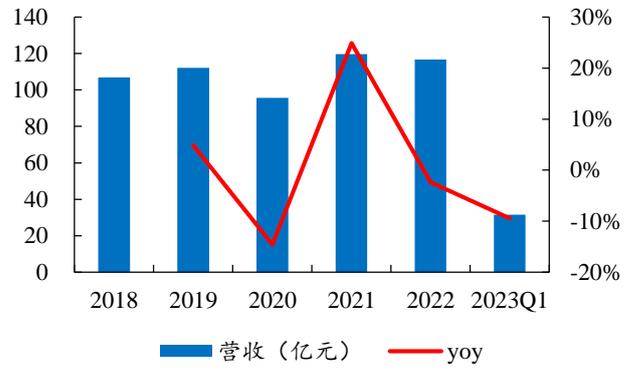


图4：我爱我家 2023 年 Q1 总营收同比减小 9.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所。注：根据公司公告，2019、2020 年门店数量为近似数。

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司四大主营业务中，资产管理业务营收占比不断增加。2022 年资管业务实现营收 56.5 亿元，在 2018-2022 年间，资管业务营收增长 241.3%，营收占比也从 15.48% 攀升至 48.4%。但在疫情及市场低迷影响下，尤其二手房经纪业务规模不断下滑，2022 年公司经纪业务营收 35.3 亿元，同比降低 29.8%，营收占比 30.2%。新房销售业务也在 2022 年出现较大滑落，全年营收 12.7 亿元，同比减小 37.2%，营收占比 10.9%。商品租赁及服务业务规模较小，2022 年营收占比仅为 3.4%。虽然公司近些年将重心逐渐转移到能带来持续稳定收益的资产管理业务当中，但是分析各业务盈利水平，二手房经纪和新房销售因其成本较低，两者毛利率均高于资产管理业务。其中经纪业务、新房业务毛利率分别为 16.7% 和 12.5%，同比分别下降 6.1% 和 10.1%，主要是受到市场下行的影响，收入减少的同时仍要承担相应的成本。

图5：我爱我家资产管理业务占比逐年增加

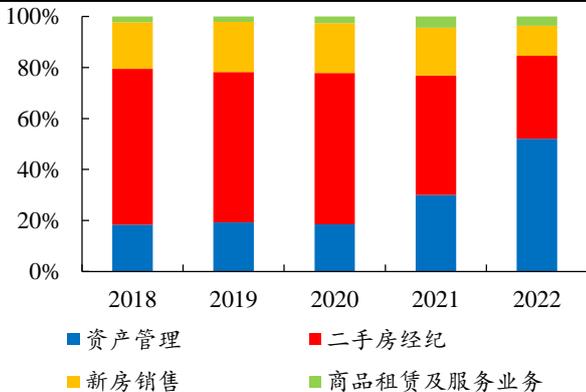
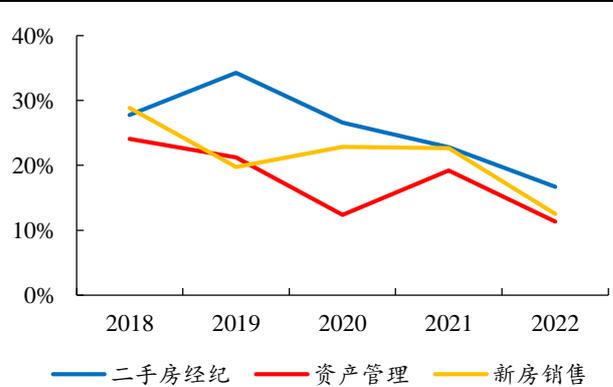


图6：我爱我家主营业务毛利率呈下滑态势

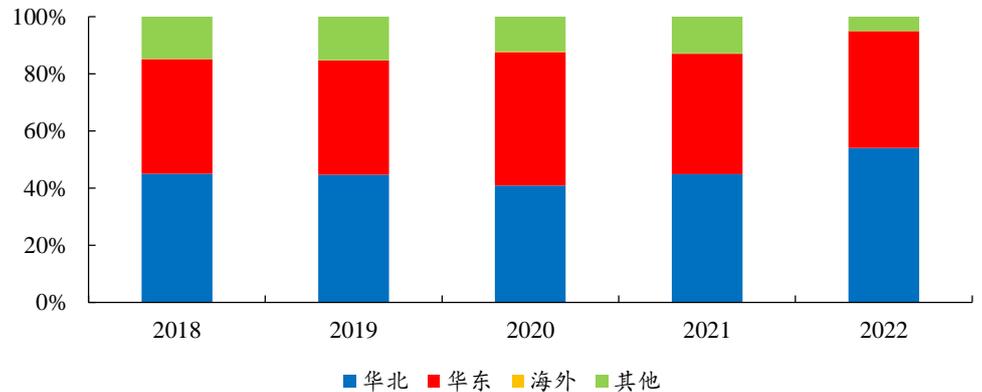


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所。注：2021、2022 年资管业务毛利率为考虑资产处置收益后的数据

从主营区域来看，公司经过近些年发展及战略调整，对业务聚焦城市进行了一定收缩，2022年底公司覆盖城市从年初33城下降至15城，且主要关注城市能级较高的区域，进而华东及华北区域营收占比稳健增长，在2022年营收占比达到95%。而国内剩余区域营收占比在2022年同比减小7.9个百分点。至于海外业务占公司整体业务的比重持续走低，2022年营收占比仅为0.04%。

**图7：我爱我家2022年华北及华东营收占比达95%**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

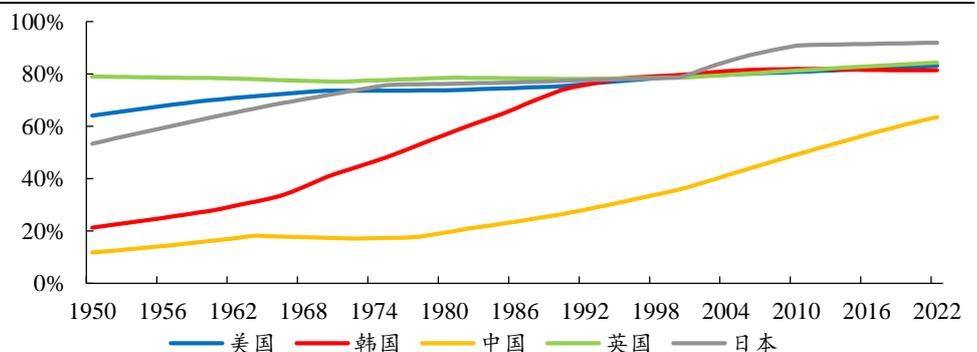
## 2、经纪业务：加强直营管理，开启平台化征程

### 2.1、佣金规模空间广阔，市占率有望进一步提升

房地产经纪业务收入来源于房产交易佣金，伴随我国存量房的价值和规模提升，地产经纪业务市场未来发展空间广阔。

(1) **城镇化率的增长空间将有效支撑行业未来发展。**改革开放以来我国经济发展迅速，我国常住人口城镇化率稳定提升，从1950年的11.8%提升至2022年的63.6%。但根据世界城镇化发展规律来看，我国现城镇化率仍然处于快速增长区间，与其他发达国家相比未来仍有较大提升空间。随着我国城镇常住人口的不断增加，从全局来看预计我国存量房市场仍会处于增长阶段。

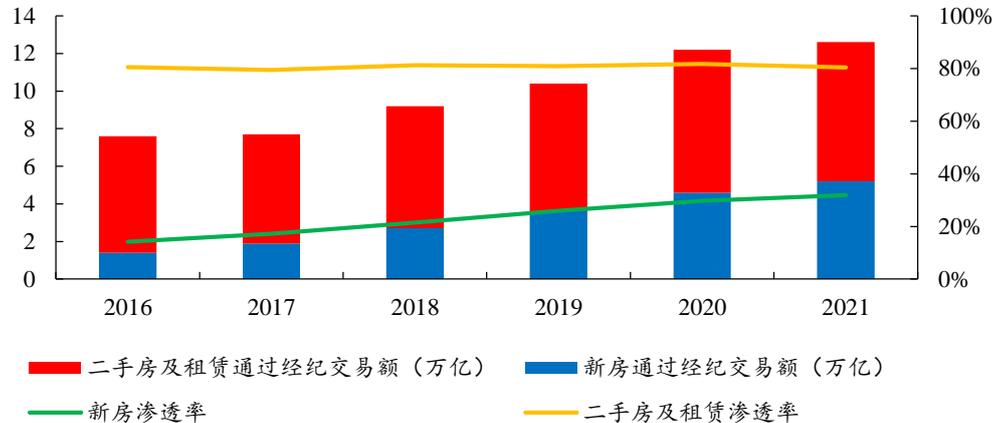
**图8：我国城镇化率与发达国家仍有较大差距**



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 住宅交易 GTV 保持稳定下，房产经纪渗透率持续提升。2016-2021 年间，经由房产经纪人完成的房屋销售与租房交易 GTV 年复合增速达 10.8%，房产经纪渗透率从 43.2% 提升至 49.4%。根据灼识咨询数据预计到 2026 年中国通过房产经纪服务进行的房产交易和租赁合计总交易额将增长至 19.4 万亿元，渗透率提升至 61.6%。

图9：房地产经纪业务渗透率持续提升



数据来源：贝壳招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

(3) 佣金费率上涨空间广阔。由于宏观经济和地产行业整体下行影响，开发商为了顺应保交楼政策和加强现金流管理，将不断重视费用缩减和资金回笼能力，持续减小营销成本、裁减销售人员，对于客户来源稳定、渠道广泛、成交转化率更高的外部分销和渠道业务的依赖性会进一步增强。以我爱我家为代表的在行业内深耕多年，中介渠道能力强的龙头经纪公司具有一定的议价能力，故而佣金率有望进一步提升。

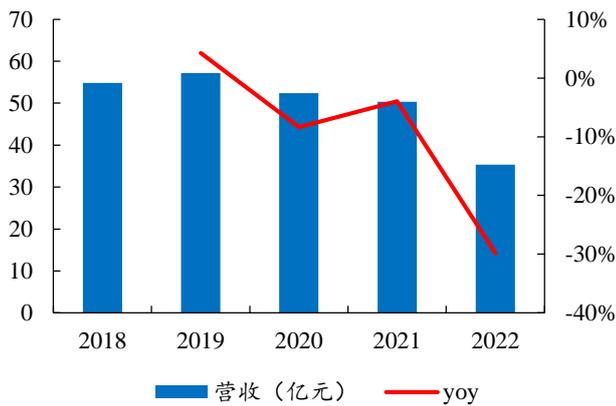
## 2.2、存量房业务强化直营，加速推进数字化转型

### 2.2.1、完成加盟压缩，推动互联网经纪业务转型

作为国内最早开展全国性房地产经纪连锁业务的企业之一，我爱我家拥有为业主和租房人提供信息、房源带看、交易条件谈判、签约到售后的一站式专业化服务。公司在 2017 年上市后二手房经纪业务作为核心业务发展迅速，为了起到规模快速扩张的目的，公司加大施行加盟、合伙等多元化模式。加盟及特许门店总数从 2018 年的 452 家飞速攀升到 2021 年的 1959 家，3 年复合增长率 63.0%，覆盖城市从 17 城拓展至 33 城。业务营收在 2019 年达到峰值 57.19 亿元。

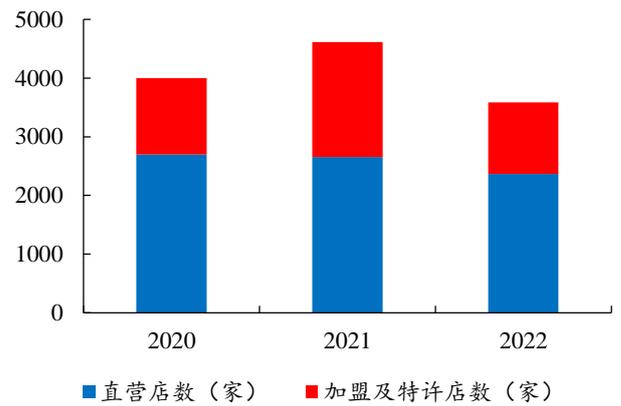
但是受宏观经济形势下行、需求萎缩等客观因素的综合影响，2022 年公司主要落地城市的买卖经纪业务的市场成交总量仅 58 万套，同比下降幅度超过 32%，成为近 5 年以来成交量最低的一年。全年业务营收 35.31 亿元，同比下降接近 30%。公司敏锐地洞察到市场变化、迅速调整战略、完成加盟收缩，2022 年加盟及特许店数降至 1215 家，同比减小 38%，覆盖城市从年初 33 城下降至 15 城。通过缩减加盟体系中的低效业务来降低公司整体的经营风险与品牌风险。

图10：我爱我家二手房经纪业务营收持续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

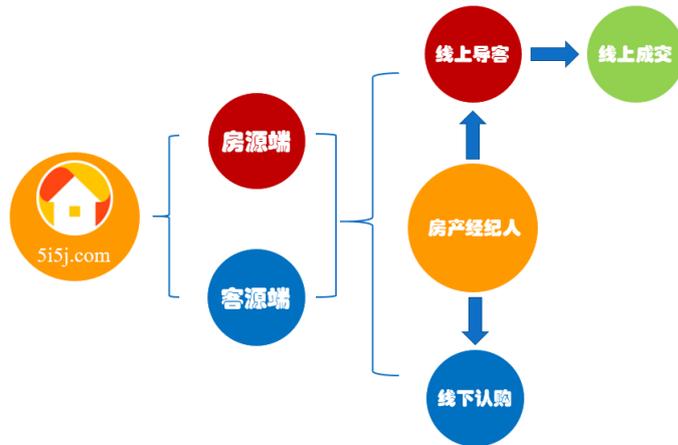
图11：我爱我家2022年加盟及特许店数同比减少744家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

二手房经纪业务主要包括二手房买卖以及租赁业务。两项业务公司均作为居间方，在促成交易双方达成交易并签订房合同后，根据买卖居间服务合同约定收取佣金。公司面向居住交易环节以“我爱我家”为品牌，积极推动业务的互联网、数字化转型，基于互联网产生的二手住宅经纪业务收入占该类业务收入比例已接近70%。

图12：我爱我家互联网经纪业务流程

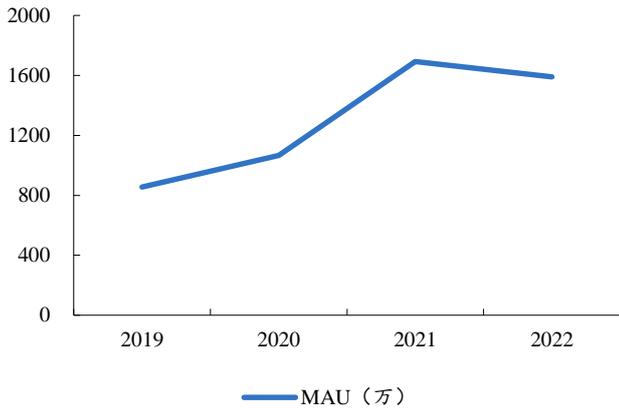


资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2.2、培育稳定自有流量，着力布局VR技术

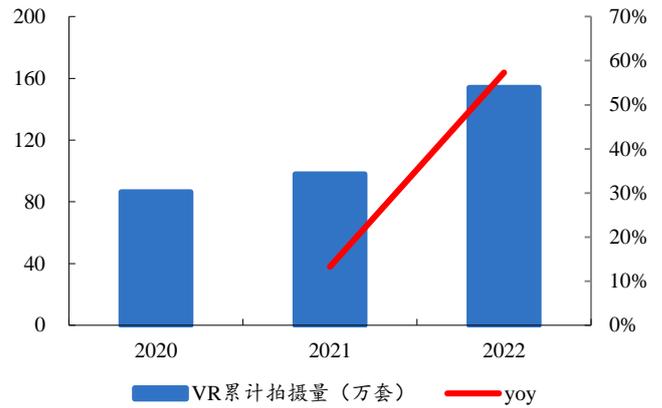
新生代消费者逐渐成为消费主力人群，追求体验、品质、新生活方式以及线上化、虚拟化正在成为新的消费趋势。公司以自身官网及自有APP建设为抓手，培育长期稳定自有流量，降低获客成本，提升获客能力和稳定性。2022年公司官网月活跃用户人数为1590万人，较2021年高基数同比减小6.1%，重点投放的APP和小程序端MAU数量与2021年持平。同时为了减少客户流失，提高服务和成交效率，公司加大投入VR看房、在线签约等居住交易线上服务。公司VR累计拍摄量逐年增加，截止2022年底，公司自VR房源上线以来累计拍摄量达154万套，同比增加57.3%，2022全年拍摄增量为42万套。在效果方面，拍摄VR房源的套均页面浏览量是普通房源的5倍，套均带看量是普通房源的2倍。

图13: 我爱我家 MAU 数量呈上升态势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 我爱我家 2022 年 VR 累计拍摄量同比增长 57%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司近些年着力布局 VR 技术及其衍生应用场景。我爱我家网“VR 看房方案”于 2018 年 6 月首次上线。2019 年 6 月,在“VR 看房方案”基础上升级的“一键换装”功能在公司官网和移动端上线。“一键换装”功能通过 AI 和大数据算法实现全自动化装修风格呈现和家具摆放,不需要人工参与,这项应用当前在算法自动化程度和虚拟装修房源数量上均处于业内领先行列。

图15: 我爱我家“VR”页面测评



资料来源: 公司官网

图16: 我爱我家“一键换装”页面测评

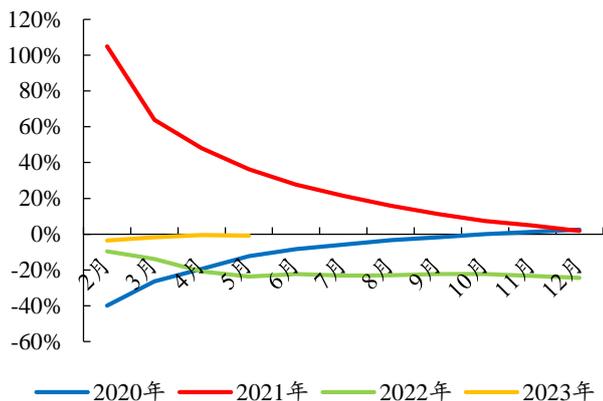


资料来源: 公司官网

### 2.3、新房销售不及预期, CBS 系统加强业务管控

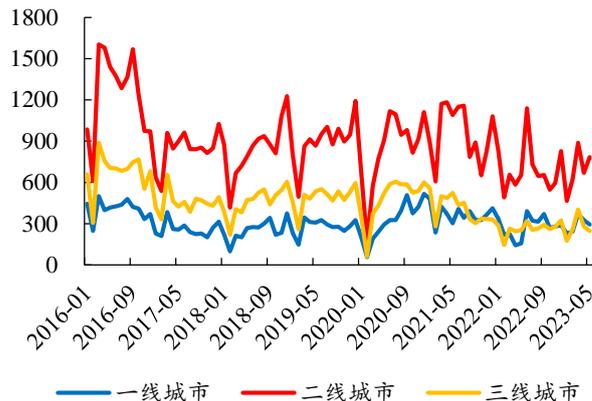
房地产市场仍较为疲软。根据统计局数据,2022 年底全国商品房累计销售面积同比-24.3%,2023 年 1-4 月份在低基数的情况下累计同比降幅收窄,但 5 月降幅继续走阔。从 30 大中型城市商品房成交面积看,一线城市波动幅度较小,二三线城市交易量整体呈下降趋势。面对全国新房市场投资与消费持续走低、行业风险频发、需求向二手房市场流失的严峻态势,公司以控规模、保质量、增效率作为新房销售业务的经营原则,在确保收入质量的前提下发展新房销售业务,重点发展与央企、国企等品牌开发商的合作,并加强业务回款管理。

图17: 2021年后商品房累计销售面积同比持续下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

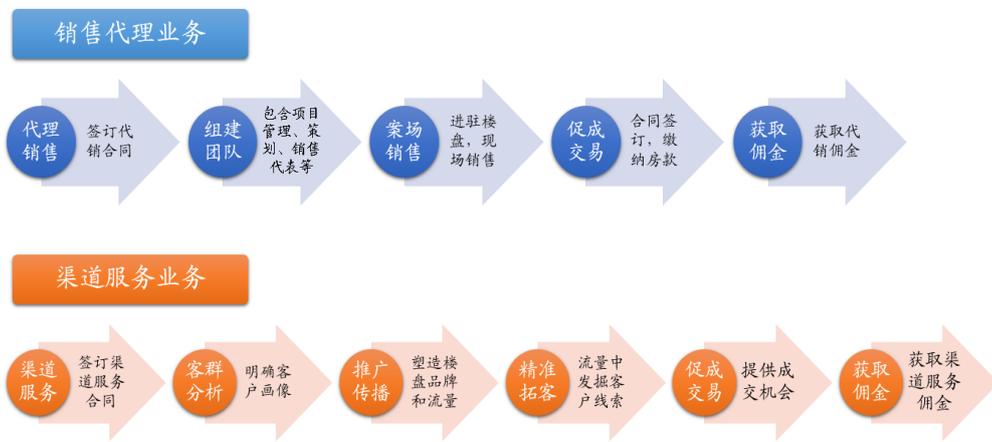
图18: 全国商品房销售面积呈下降趋势(万平方米)



数据来源: Wind、开源证券研究所

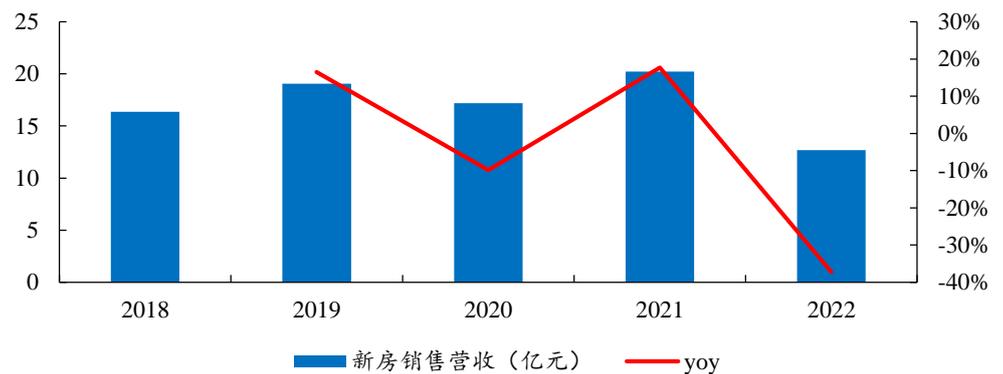
新房销售业务主要向房地产开发商提供渠道服务与代理销售服务。其中，渠道业务：将经纪人线上、线下获取的客户与新房楼盘进行房客匹配，为开发商提供客户成交的机会，从而获取中介服务佣金业务模式；销售代理业务：通过组建新房销售团队（包含项目管理、策划、销售代表等），为开发商提供案场销售服务，从而获取销售代理佣金的业务模式。

图19: 我爱我家新房销售主要包括代销及渠道业务



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

在疫情期间，公司线下门店运营和业务带看无法正常开展，客户需求被抑制，造成客户新增买卖成交减少，对于围绕成交开展服务的新房销售业务影响尤为突出。2022年新房销售业务营收12.7亿元，同比骤降37.2%，营收占比跌至10.9%。公司将新房销售业务定位为机会与补充型业务，通过二手业务品质运营来强化品牌、蓄客导流，稳健发展确保其高利润水平。且2022年公司全部直营城市及重点加盟城市均已完成新房CBS2.0系统的覆盖上线，进一步加强了业务管控，提升运营效率和风控能力，为后续新房业务发展奠定基础。

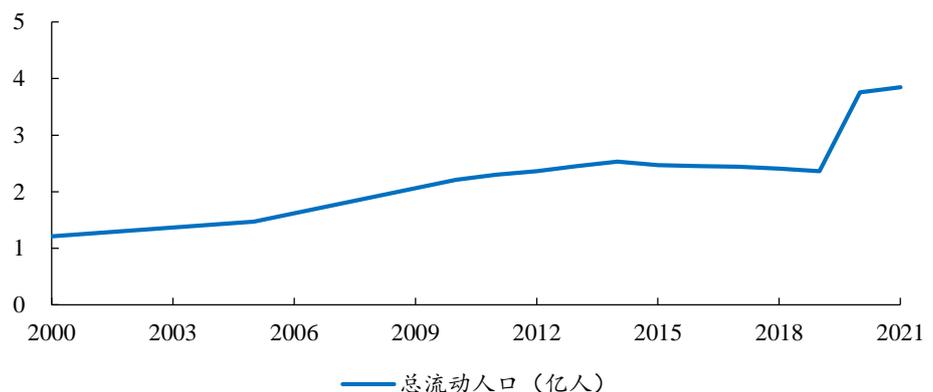
**图20：我爱我家 2022 年新房销售营收同比减小 37.2%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、资产管理：相寓品牌持续向好，多元化布局健康可持续

#### 3.1、房屋资管需求增强，轻资产运营能力提升

近年来为解决核心城市居住矛盾的加剧，政府积极倡导发展租购并举、租售同权、职住平衡的居住市场新格局，对于住房租赁市场给与大量政策支持，租赁产业正在面对极佳的发展机遇期。一方面近一阶段的新房市场受上游房地产开发风险传导以及疫情冲击所导致的需求挤出效应，使一部分居住需求转向租住市场；另一方面基于我国城镇化水平的提升带动我国流动人口不断增加，进而加大各地区租赁住房市场需求。根据统计局数据我国 2021 年流动人口已达到 3.85 亿人，较 2000 年增长 2 倍多。在租住市场高需求背景下，政策以发展保障型租赁住房为主线增加供给，但在“职住平衡”目标驱使下，商业化长租公寓，特别是分散型长租公寓，仍然是目前及今后较长时期内解决大城市住房问题的重要途径。

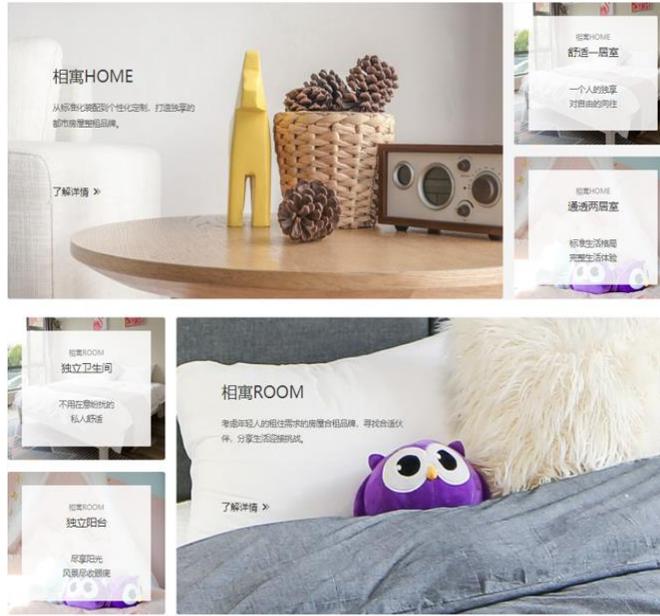
**图21：我国 2021 年总流动人口已达到 3.85 亿人**


数据来源：Wind、开源证券研究所

“相寓”是公司 2001 年创建，截至目前拥有超 20 年住房租赁经营发展经验的房屋资产管理品牌。产品涉及分散式公寓管理（相寓 HOME、相寓 ROOM）、集中式公寓管理（相寓 PARK、相寓 INN）两种模式。其中分散式房屋管理模式公司作

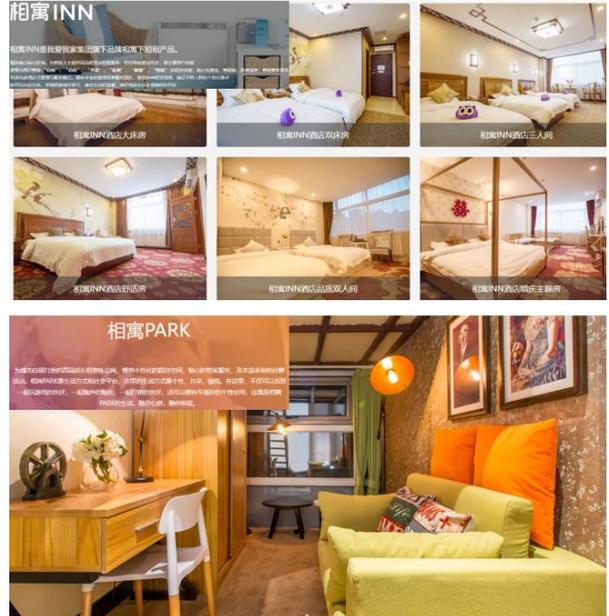
为资管机构与业主签订出租委托代理合同，通过向承租人收取免租期租金，以及扣除向业主转付承租人租金中的管理服务费确认为收入；集中式公寓管理公司作为承租人与业主签订租赁合同，通过向承租人收取租金差价及管理服务费确认为收入。

图22：我爱我家分散式公寓管理（相寓 HOME、ROME）



资料来源：相寓官网

图23：我爱我家集中式公寓管理（相寓 INN、PARK）



资料来源：相寓官网

表2：我爱我家“相寓”产品涉及分散式和集中式公寓管理模式

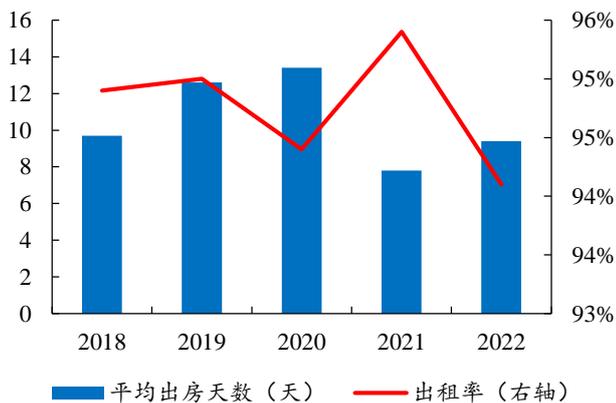
类型	分散式	集中式
品牌	相寓 HOME、相寓 ROME	相寓 INN、相寓 PARK
公司地位	资管机构	承租人
合同属性	出租委托代理合同	租赁合同
房屋来源	从个人房东中获取分散闲置房源	从酒店、开发商手中获取整栋房产
房源位置	具有灵活性、分散性、配套丰富区域更受欢迎	大多数处于相对偏远位置
资金需求	前期投资规模小，运营难以标准化，后期管理成本高	前期投资规模大，容易产生规模效应，后期管理成本较低
管理难度	相对较大	易于管理
配套设施	公共空间依托所在社区，社交化程度低，可提供公共服务少	社区化服务，公共空间配备娱乐休闲设施，社交属性好
收入确认	2021年1月1日前：向业主扣除管理服务费确认为收入；2021年1月1日后：经营租赁将合同约定房屋租金确认为收入；融资租赁将应融资款与使用权资产差异金额计入资产处置收益	合同约定收取房屋租金及服务费确认收入

资料来源：公司公告、上海市房地产经纪行业协会公众号、开源证券研究所

目前分散式公寓管理是公司主流模式，相较市场其他竞品，相寓业务收入来源

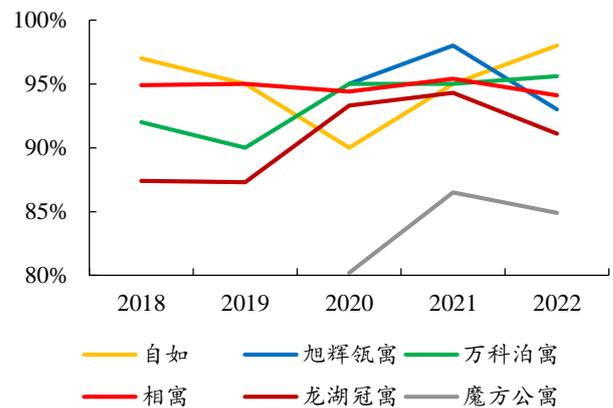
主要为业主 1 个月免租期内的租客租金收入，盈利水平取决于公司运营效率，如 2022 年相寓业务平均出房天数 9.4 天，假设房租 1 万元/月，则剩余 20.6 天承租人缴纳的 6867 元租金为公司盈利。并且公司在二十多年行业运营经验和数据沉淀的基础上，通过房屋委托与出租运营两端的大数据模型，推动业务智能运营，使相寓业务运营效率长期保持行业领先水平。2022 年虽然受宏观经济低迷的影响，相寓整体出租率 94.1%，同比降低 1.3%，但仍处于行业领先地位。

图24：相寓 2022 年平均出房天数 9.4 天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

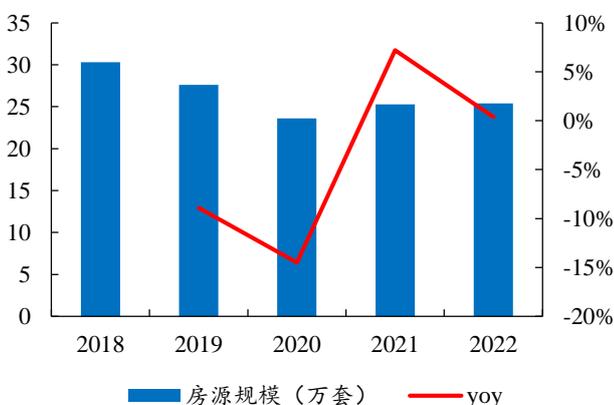
图25：相寓出租率稳定处于行业领先水平



数据来源：各公司公告、官网、公众号等、开源证券研究所

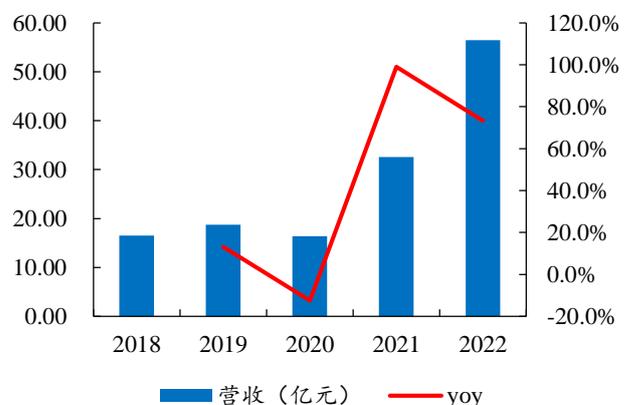
2022 年相寓在管房源覆盖北京、上海、深圳、杭州等 15 个城市，规模达到 25.4 万套，相比 2021 年增长 0.4%。全年租金交易额 163.30 亿元，与 2021 年基本持平，实现营收 56.47 亿元，同比攀升 73.2%。在住房交易业务趋势整体下行的一年，相寓业务线实现了收入的大幅增长，表现出了极好的经营韧性和抗风险能力，为公司整体经营情况构筑了防波堤。规模优势叠加差异化服务，使得公司能够跟随行业共同成长，目前相寓业务全链路数字化运营并不断进行数智化升级和服务产品创新，通过 AMS 业务系统的数字化赋能，相寓的业务运营能力和客户体验将进一步提升。在未来复杂的市场环境下，相寓业务将不断发挥稳定器的作用，后续发展可期。

图26：相寓 2022 年在管房源规模 25.4 万套



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：相寓业务 2022 年营收同比增长 75.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、商业资管有效互补，全产业链实现打通

公司拥有完整的商业资产管理产业链，运营产品涵盖社区购物中心、沿街商铺、写字楼等多种商业形态。公司旗下的商业资产运营品牌包括“昆百大”和“蓝海购”，两者各具优势并形成有效互补。

“昆百大”是具有 60 多年经营历史的零售商业品牌，在云南省内已经形成了较高的知名度，主要经营模式是对自持购物中心和受托商业资产的运营管理，管理商业项目品牌包括昆明百货大楼新纪元店、新天地、新西南、新都会、国际派、大理泰业等。其中新纪元、新天地物业租金保持市场标杆水平。

图28：“昆百大”云南省内自持购物中心主要集中于五华区商圈内



资料来源：公司公告、高德地图、开源证券研究所

表3：“昆百大”所持主要购物中心和商业资产信息

商业名称	图片	开业时间	经营面积	项目优势
新纪元		1959 年	2.5 万平方米	位于昆明市繁华的三市街商圈中心，汇聚了大批忠实的顾客群体。目前业绩稳居云南百货单店三甲
新天地		2008 年	2.6 万平方米	地处核心商圈优势区位，同商圈紧邻昆百大新纪元店，商业氛围浓重，位于五华区中心地段，地铁/公交四通八达
新西南		2005 年	6.5 万平方米	为多元化集约型商厦，交通可达性好，周围 900 个居民小区，5 分钟到达地铁站，5km 范围内常住人口 319 万

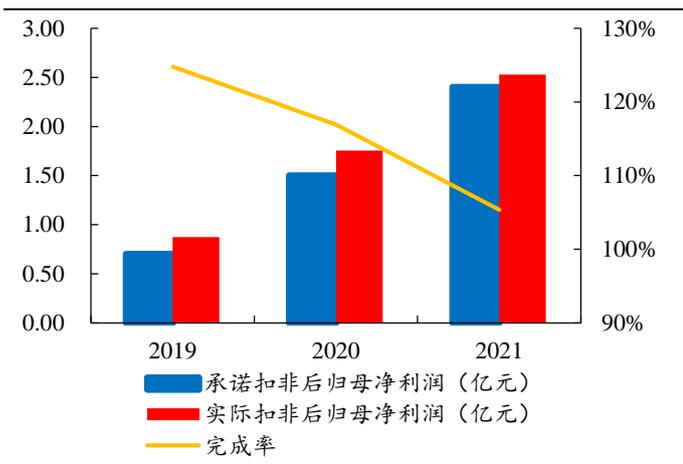
商业名称	图片	开业时间	经营面积	项目优势
新都会		2015 年	5 万平方米	紧邻昆明南站, 10 余家特色餐饮娱乐休闲场所、100 余家精品专卖店, 以“七彩云南”作为项目景观设计的核心理念, 运用现代手法展现富有云南风情的都市商业景观
国际派		2016 年	3 万平方米	位于升级换代的高新技术开发区与待开发泛亚科技新区交接处, 未来发展潜力大。紧邻海源北路, 交通通达性高
泰业城		2016 年	—	坐落于大理主城区建设路核心商圈, 以绿色自然、生态环保为主题, 集购物、餐饮、休闲、娱乐、观光、商务等功能于一体的城市中心型购物公园
银聚广场		2021 年	4 万平方米	处于文山市传统商业区位中心, 3km 范围内有 212 个居民小区, 人口密集, 主打时尚体验、亲子类消费并满足周边客群消费需求

资料来源：昆百大官网、赢商网、安居客等、开源证券研究所

“蓝海购”是社区商业及商业公寓销售运营专业服务商，业务重点布局华中、华东区域的各大核心城市。其中华中以长沙为中心聚焦营销总包业务，2022 年上半年百世云境项目创造了逆势连续三个月片区销售套数排名第一；华东以上海为中心开展城市旧改更新，存量资产的更新服务。2019 年公司收购蓝海购 100% 股权，收购时蓝海购给出的业绩承诺是 2019-2021 年扣非后累计归母净利润分别不低于 7000 万元、15000 万元、24000 万元。最终 2019 年实现扣非归母净利润 8736 万元，业绩达成率 125%；2020 年累积扣非归母净利润 17539 万元，业绩达成率 117%；2021 年累积扣非归母净利润 25283 万元，业绩达成率 105%，且公司收购蓝海购后三年形成的相关商誉资产未出现减值损失。

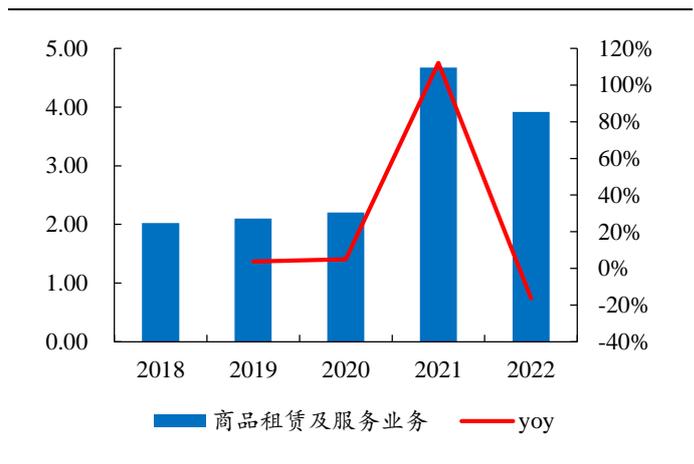
2021 年商业资管业务营收达到峰值 4.7 亿元，相较于 2019 年的 2.1 亿元翻倍有余。2022 年由于疫情及宏观经济低迷所带来的挑战，线下消费遇冷，商业资管业务收入同比下降 16%，但 2019-2022 年商业资管业务 3 年复合增长率达到 23%。说明公司收购蓝海购后，商业资管业务得到有效补充，为公司在商业地产领域的未来发展奠定基础。

图29：蓝海购 2019-2021 年业绩承诺均已达成



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：商业资管业务在 2021 年达到峰值



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、壁垒坚固：推进经纪人才职业化，数字化布局强化竞争力

### 4.1、坚持数字化升级转型，提升内部管理效能

公司早在 2003 年就率先在业内建立“网站、门店、呼叫中心”三网合一的发展模式，之后便始终坚持技术迭代，推动业务创新。公司开发的 CBS（经纪平台系统）/AMS（相寓资产管理平台）核心业务系统，搭建了覆盖居住服务各类业务全链路的合作网络，实现资源共享、精细分工、标准作业、科学分配，有效解决房、客、人、店、业务线之间的联动协同问题。并在标准化基础上，通过在线化、数字化、智能化，使合作网络能够自动、高效地运行和持续迭代优化。

图31：我爱我家坚持数字化升级转型

平台赋能									
经纪人服务旅程	构建业务底层平台支撑能力，全面聚合数字化智能能力建设，助力业务高效转化运营、提升服务美誉度和客户体验								
	信息完备	资源获取			聚焦推广	信息获取	首次沟通	邀约	带看
平台专项	楼盘库中建设	SSC商机报盘	营销获客增长	现代化办公	房源平台能力建设	客户旅程数字化能力建设&私域数字化运营			
员工激励	拍照得爱家币	经纪人报盘激励	经纪人报盘激励	经纪人报盘激励	房源推广展位权益	企微付费会员经纪人优先获客激励、房源详情展位激励			
业务赋能	<ul style="list-style-type: none"> <li>小区测评</li> <li>业主周报</li> <li>房屋价值报告</li> <li>户型解读报告</li> <li>高端盘（盘标）</li> <li>交易趋势查询</li> <li>手机端数据采集</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>线上报盘数据看板</li> <li>库存业主资源盘点</li> <li>外网渠道资源整合</li> <li>BPO百人团队建设</li> <li>商机挖掘SOP建设</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多渠道投放获客</li> <li>快手</li> <li>抖音</li> <li>腾讯</li> <li>华为</li> <li>多活动推广获客：诚意满满、毕业租房</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提成工资可视化</li> <li>门店IT服务</li> <li>电脑网络设备换新</li> <li>手机办公专区</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>聚焦房源新标签</li> <li>好房AI分标签</li> <li>好房AI分解读和诊断看板</li> <li>聚焦房源智能任务工作台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经纪人作业工具：爱聊自动化、知识卡片、购房计划书</li> <li>企微获客能力：客户裂变活动、信息流投放</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>带着邀请函</li> <li>带着报告打印</li> <li>带着前信息提醒</li> <li>客户带着报告自动化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>电子签自动化</li> <li>风险提示视频</li> <li>备件信息录入自动化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>资质审核自动化</li> <li>资金存管自动化</li> <li>贷款解冻自动化</li> <li>交易四端自动化</li> </ul>
	数字化底座	客户体验			运营效率		平台运营		
	NLP（自然语言处理）、ASR（自动语音识别）、TTS（语音合成技术）、VR（虚拟现实漫游）、IVR（交互语音应答）			RPA（机器人流程自动化）、OCR（光学字符识别）		CBS（经纪平台系统）、AMS（相寓资产管理平台）、CTN积分系统（合作生态网络）、寰星E-learning（培训管理系统）、HRIS（人力资源信息系统）			
交易系统、销售系统、消费者系统、研发效能平台、AI算法平台、大数据平台、云计算平台、现代化办公平台、集团信息安全平台									

资料来源：公司公开推介资料、开源证券研究所

公司已经成功将人工智能技术应用于主营业务当中，以经纪业务为例，作为数字化升级转型示范的北京公司，在经历市场低谷期后仍实现了业务增长，并同时实现了中后台运营效率不断提高，单位运营成本投入持续降低，例如，根据公司 2021 年年报，房源审核时效从 33 小时缩减至 5 小时，全流程办理时效缩短 5-7 天；中后台对前台支撑的人效比，从 2022 年初 1:7 提升至 1:20 以上，处于行业领先水平，应用 CBS 系统后近几年直接节约中后台人力成本近 3 亿元；存量住宅房源去化率提升 10% 以上，业务新人流失率降低 6%。以相寓业务为例，全部实现线上智能化、自动化、端到端运营，中后台人力资源投入大幅降低，同时运营效率进一步提升，2022 年在管房源出租率稳定至 94%，平均出房天数 9.4 天，各项运营指标均处当前行业领先地位。

**表4：我爱我家利用数字化管理驱动运营效率提升**

业务系统	事项
二手业务系统	一方面，B 端与 C 端可接受互联网平台提供的房源信息登记、查询以及专业咨询等信息服务，以及交易过程中的验证、签约等线上服务。另一方面，消费者可通过线上楼盘字典、VR 看房、智能推荐等数字智能产品提高决策效率。 <b>实现房、客、人等业务资源共享与多边高效协同。</b>
新房业务系统	全部直营及重点加盟城市均已完成新房 CBS2.0 系统的覆盖上线，渠道业务月均直签项目占比提升 29.4%，月均有认购项目占比降低 18.8%。进一步 <b>加强了业务管控，提升运营效率和风控能力。</b>
相寓资管系统	确立了“数字运营、智能服务管理”的经营方针，以“数智服务中台”规划为依托，启动了“数字化驾驶舱”、“小寓智系”等数智化产品的开发和应用， <b>实现全链路数字化运营</b>

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、进军房产经纪大模型，赋能经纪人职业发展

公司随着数字化进展的不断推进，已完成了信息数字化的“探路”阶段和运营数字化的“扎根”阶段，数字化平台的建立显著提升了公司运营效率。但如今的居住服务行业不仅对企业管理机制有较大考验，同时对处于一线的房产经纪人有着更高、更新、更专业的要求。比如二手房交易，从购房资质审核、产权核验、付首付款与资金监管、解除房屋抵押到最后的缴税过户发证，办完全部交易流程的 20 余个环节有时甚至需要半年之久。所以在此过程中经纪人如何为客户提供专业高品质的服务，是当下房产经纪公司不断摸索的重点。

为了将公司的服务理念和业务能力形成一套标准化、易于复制的系统，公司携手国内领先的人工智能公司第四范式，共同打造房产经纪大模型。通过公司的海量数据、房产领域政策法规等对大模型进行饱和训练，并有真实的闭环场景和用户反馈，能够获得更多垂直数据，使得房产经纪大模型推理能力以更低的成本涌现。目前房产经纪大模型具有更好的语义理解能力、更流畅的语言表达能力。公司也推出行业首个数字人“沐阳”，致力将其打造成为经纪人的智能帮手和可靠耐心的流程管家，帮助他们更灵活地运用业务知识、更好地理解客户的需求、更快地成为一名优秀的经纪人。大模型技术与房产经纪的结合是公司培育经纪人、助力经纪人成长的有效手段，是公司大幅拉升技术水平、追平领先企业的快车道。

**图32：我爱我家推出行业首个智能数字人帮手“沐阳”**


资料来源：公司公众号

### 4.3、研发投入持续增长，完善人才培养体系

公司深知人才是公司的核心生产力，积极利用数字化运营平台大力推进经纪队伍的职业化。2019年建设“繁星学习系统”，打通线上线下的学习场景，旨在培养选拔优秀综合素质人才，之后陆续推出新人“星途计划”、“繁星大考”、“星途计划2.0”等人才培养项目。持续推进分层分级人才培养体系建设，不断完善数字化培训系统，丰富数字化学习内容，落地文化价值观重塑，强化干部梯队选拔与培养，建设良好的人才造血机制。

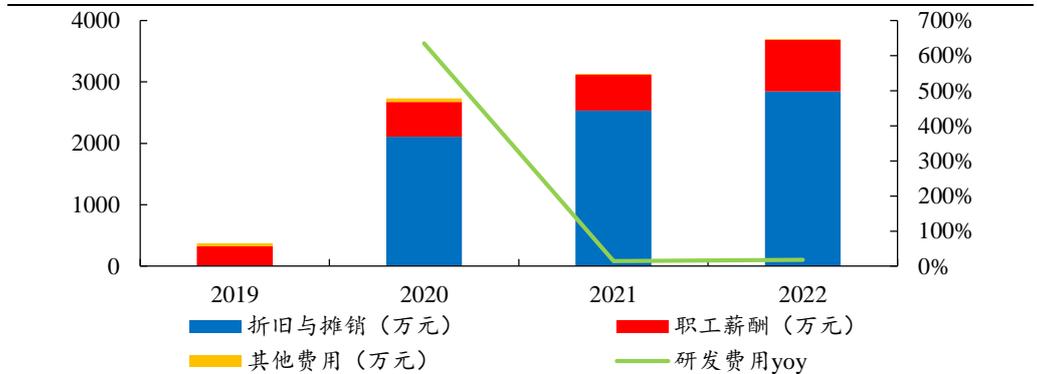
**表5：我爱我家利用数字化平台赋能人才培养**

时间节点	人才培养项目	培训成果
2019年	繁星学习平台	激活用户超过1.7万人，用户共在线学习19万分钟
2020年	繁星学习平台	完成2000余门课程的设计与推广
	星途计划	通过19个学习计划84门课程在7个城市完成近12460名经纪人的入职90天线上培训
2021年	繁星学习平台	认证讲师数量达到1738人，注册使用“繁星”系统的员工占比超过91%，经纪人100%注册；全年使用繁星系统进行培训的城市公司达到32家，全公司参与培训的累计人数超过5万人，人均培训学时达到41.8小时/人，日参与率整体保持在80%以上
	星途计划	实现了直营与加盟自营业务团队100%覆盖和100%参与
2022年	繁星学习平台	认证讲师数量达到1411人，课程数量达3867门；使用“繁星”学习平台的员工达39346人，占比98%，城市公司覆盖100%；APP平均日活人数达15593人，平均日活时长17分钟，公司整体线上人均学时达45.33小时/人
	星途计划2.0	实现了直营公司的全面上线，累计培养了14596位新人
	星火计划	组织实施卓越团队、文化与战略、领导力等系列高管培训，覆盖千余人次

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司近些年不断加大数字化系统建设的投入，在推动内部管理效率和员工培训等方面有显著成效，2023年又与华为公司签署战略合作协议，目的进一步提升公司现有业务的数字化和线上化水平，提高运营和营销效率。在研发高投入的同时，公司研发费用也显著增加，2020年公司加大数字化研发投入，研发费用支出2733万元，费用同比较低基数激增634.7%。之后两年研发费用稳步增长，2022年研发费用再攀

新高达到 3698 万元，2 年复合增长率 16.3%。这些系统的投入使用，短期内支撑了业务的运营，长期为公司积累了销售和交易的全过程行为数据，为基于数据的运营奠定了基础，同时也加快了公司的数字化转型，夯实公司未来经营韧性。

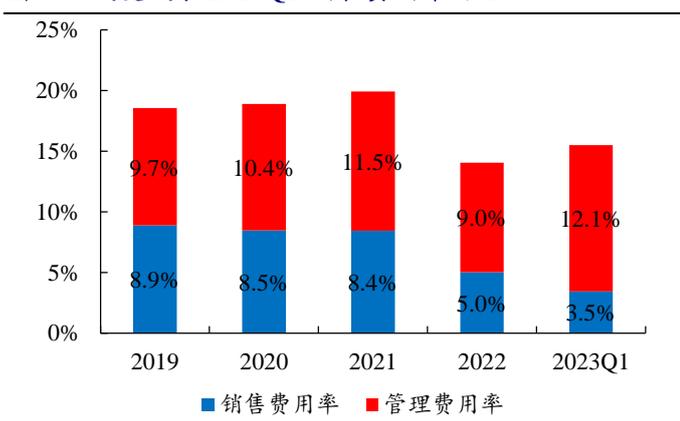
**图33：我爱我家研发费用逐年增加**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

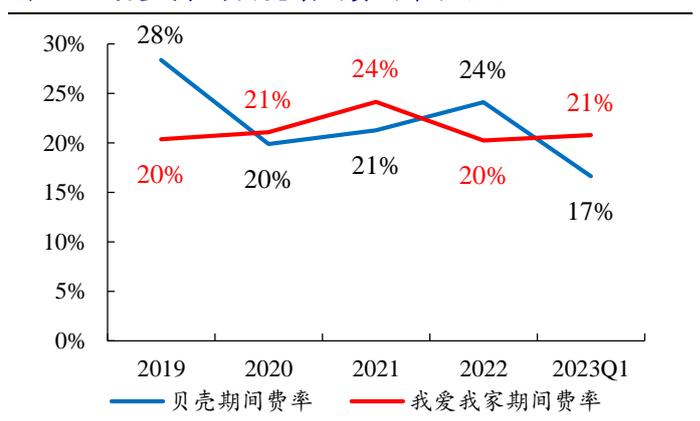
## 5、注重降本增效，归母净利润扭亏为盈

### 5.1、销售费率逐年降低，期间费率处于合理水平

公司通过线上数字化平台使得线下门店大幅提高运营效率，实现房、客、人等业务资源的开放共享与多边高效协同，进而降低了整体费用支出。销管费用率从2021年的19.9%降至2022年的14.1%，2023Q1也同比下降了1.7个百分点至15.5%。其中销售费用率近年来持续下降，在2023Q1仅为3.5%，同比减小2.7个百分点。通过与行业龙头贝壳的期间费率进行比较，公司与贝壳两者间期间费率相差较小，表明公司费用支出水平处于合理位置。

**图34：我爱我家 2023Q1 销管费用率为 15.5%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

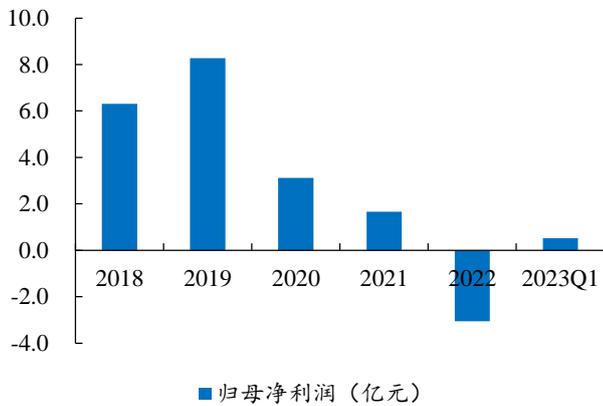
**图35：我爱我家与贝壳期间费用率相差较小**


数据来源：Wind、开源证券研究所

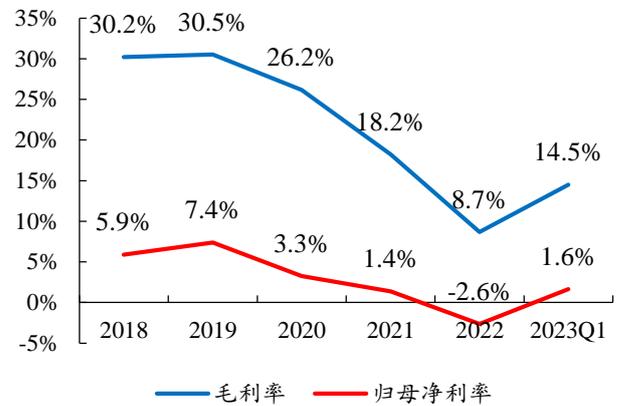
### 5.2、归母净利润转亏为盈，业绩有望持续复苏

从2019年开始由于疫情发展，公司对疫情影响严重的京、沪等核心市场运营体系采取稳岗保护措施，大量门店关闭、员工居家隔离同时，公司仍要承担员工薪酬等成本与费用支出，运营成本同比降幅小于营收降幅，导致业务盈利能力下滑。2022

年公司归母净利润跌至负值为-3.1亿元，毛利率与归母净利率双双触底，分别为8.7%、-2.6%。但2023年公司亏损局面发生扭转，第一季度归母净利润转亏为盈为0.5亿元，毛利率和归母净利率分别回升至14.5%和1.6%，相信随着市场进入常态化修复，公司业绩有望回归至疫情前正常水平。

**图36：我爱我家 2023Q1 归母净利润转亏为盈 0.5 亿元**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图37：我爱我家 2023Q1 毛利率与归母净利率均提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6、盈利预测

公司收入主要驱动力来源于城市居住服务业务，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 125.4 亿元、134.8 亿元、144.9 亿元，同比增长分别为 7.4%、7.5%、7.5%。

**资管业务：**我们预计 2023-2025 年收入增速为 10%、10%、10%。主要考虑到全国总流动人口呈增长趋势，同时“相寓”品牌持续向好，通过 AMS 业务系统的数字化赋能，相寓的业务运营能力和客户体验将进一步提升，租住业绩增长空间广阔。

**经纪业务：**我们预计 2023-2025 年收入增速分别为 10%、7.5%、5%。主要考虑到 2023 年上半年国内存量房地产市场呈现温和复苏态势，市场行情普遍回暖，我们预测全年公司经纪业务同比高增长。地产开始向存量房时代转变，公司深耕地产经纪业务，利用数字化管理驱动运营效率提升，实现房、客、人等业务资源共享与多边高效协同，未来经纪业务有望持续修复，但随着市场竞争愈发激烈，经纪业务增速收窄。

**新房销售业务：**我们预计 2023-2025 年收入增速分别为 5%，主要考虑到 2023 年上半年新房销售市场承压，但下半年利好政策预期陆续推行，销售市场平稳修复。开发商为资金快速回笼将不断加大渠道以及分销投入，公司已实现新房销售和其他主营业务资源共享，未来可通过频次和粘性较高的租住业务实现蓄房蓄客，再导入低频高价的新房买卖来实现增收增利。

**其他业务：**我们预计 2023-2025 年收入增速分别为 5%。主要考虑到其主要包含商业租赁及服务等业务，公司拥有完整的商业资产管理产业链，运营产品涵盖社区购物中心、写字楼等多种商业形态。收购蓝海购后，商业资管业务得到有效补充，保障其他业务业绩稳步增长。

**毛利率端：**预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 10.2%、11.3%、12.4%，其中：

(1) 资产管理业务 2023-2025 年毛利率分别为 -5%、-4%、-3% (资管业务依据租赁准则核算, 按照融资租赁方式计算的租金收益计入其他收益-资产处置收益科目)。考虑到公司已完成覆盖收房与出租运营两端的大数据模型, 实现了业务智能管控, 中台效率得到进一步加强。(2) 经纪业务 2023-2025 年毛利率分别为 20.0%、22.5%、25.0%, 主要考虑到随着公司市场占有率稳步提高, 规模效应将会使得公司具有更强的议价能力, 后续盈利空间将保持增长态势;(3) 新房销售业务预计 2023-2025 年毛利率平稳增长, 分别为 15%、17.5%、20%。(4) 其他业务预计 2023-2025 年毛利率稳定为 50%。

**表6: 预计 2023 年我爱我家收入同比增长 7.4%**

主营业务	指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产管理	营业收入 (百万元)	1638.4	3221.9	5647.0	6211.7	6832.9	7516.2
	YOY	-12.5%	96.7%	75.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本 (百万元)	1435.4	3448.9	5985.3	6522.3	7106.2	7741.7
	毛利率	12.4%	-7.0%	-6.0%	-5.0%	-4.0%	-3.0%
二手房经纪业务	营业收入 (百万元)	5240.8	5033.4	3531.0	3707.5	3892.9	4087.5
	YOY	-8.4%	-4.0%	-29.8%	10.0%	7.5%	5.0%
	营业成本 (百万元)	3847.8	3885.1	2941.0	2966.0	3017.0	3065.6
	毛利率	26.6%	22.8%	16.7%	20.0%	22.5%	25.0%
新房业务	营业收入 (百万元)	1718.0	2022.6	1269.6	1333.1	1399.8	1469.8
	YOY	-9.8%	17.7%	-37.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本 (百万元)	1325.2	1564.4	1110.7	1133.2	1154.8	1175.8
	毛利率	22.9%	22.7%	12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
其他	营业收入 (百万元)	977.8	1685.0	1225.8	1287.1	1351.5	1419.0
	YOY	-43.0%	72.3%	-27.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本 (百万元)	461.2	885.5	625.1	643.6	675.7	709.5
	毛利率	52.8%	47.4%	49.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	营业收入 (百万元)	9574.9	11962.9	11673.4	12539.4	13477.0	14492.5
	YOY	-14.6%	24.9%	-2.4%	7.4%	7.5%	7.5%
	营业成本 (百万元)	7069.6	9783.8	10662.1	11265.0	11953.7	12692.6
	毛利率	26.2%	18.2%	8.7%	10.2%	11.3%	12.4%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

我爱我家作为城市居家综合服务商, 深耕房地产服务领域, 选取同样位于房地产服务领域的新大正、招商积余、南都物业作为可比公司。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.3、2.2、3.3 亿元 (2023 年原值为 7.9 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 56.4、34.3、22.8 倍, 2023 年预测 PE 高于可比公司均值 17.3 倍。主要考虑到目前地产行业仍处于持续探底阶段, 随着政策和宏观经济调整, 市场将会稳步复苏。我爱我家相较于可比公司, 公司作为房地产经纪龙头具有一定溢价, 注重打造多元化布局, 业绩弹性较大。地产下行背景下, 相寓业务逆势而上, 为公司整体经营情况构筑了防波堤。2022 年以来, 公司强化直营管理, 加大研发投入, 坚持数字化升级转型, 夯实公司未来经营韧性, 市占率有望进一步提升, 助力业绩持续增长。据此我们维持公司“买入”评级。

**表7：可比公司估值表**

证券简称	评级	总市值/亿元		归母净利润/亿元			PE/倍			
		2023/8/4	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
新大正	买入	39.72	1.9	2.7	3.5	4.5	21.4	14.9	11.2	8.7
招商积余	买入	171.35	5.9	7.8	9.5	11.6	28.9	22.0	17.9	14.7
南都物业	买入	25.58	1.5	1.7	2.0	2.2	17.6	14.9	12.8	11.4
平均值							22.6	17.3	14.0	11.6
我爱我家	买入	75.38	(3.1)	1.3	2.2	3.3	-	56.4	34.3	22.8

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：可比公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期

## 7、风险提示

宏观经济复苏不及预期、行业销售规模不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	12878	12569	13798	14675	15667
现金	4249	3782	5119	5506	6469
应收票据及应收账款	1205	899	831	966	904
其他应收款	1517	1431	1076	1170	901
预付账款	1361	1497	1637	1732	1891
存货	620	509	512	498	508
其他流动资产	3927	4451	4622	4803	4995
<b>非流动资产</b>	20085	20070	20261	20880	21528
长期投资	94	91	87	83	80
固定资产	322	288	275	260	242
无形资产	1565	1228	1145	1050	935
其他非流动资产	18104	18463	18754	19487	20271
<b>资产总计</b>	32964	32639	34059	35555	37195
<b>流动负债</b>	15490	16302	17286	18253	19184
短期借款	2355	1898	2101	2118	2039
应付票据及应付账款	555	464	564	589	625
其他流动负债	12581	13940	14621	15546	16520
<b>非流动负债</b>	6762	5940	6246	6619	7044
长期借款	449	603	446	311	177
其他非流动负债	6313	5338	5800	6308	6867
<b>负债合计</b>	22253	22242	23532	24872	26228
少数股东权益	141	99	95	86	65
股本	2356	2356	2356	2356	2356
资本公积	5361	5432	5432	5432	5432
留存收益	2503	2180	2297	2490	2778
<b>归属母公司股东权益</b>	10570	10298	10431	10597	10902
<b>负债和股东权益</b>	32964	32639	34059	35555	37195

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2132	4311	4620	4041	4697
净利润	131	-332	130	210	310
折旧摊销	531	514	446	498	81
财务费用	474	683	569	621	646
投资损失	-29	-30	-26	-29	-28
营运资金变动	-339	-409	-270	-843	-470
其他经营现金流	1364	3886	3771	3983	4157
<b>投资活动现金流</b>	2356	6614	5361	5594	5952
资本支出	833	306	-495	-594	-657
长期投资	-311	-11	4	4	4
其他投资现金流	3500	6931	4862	4997	5292
<b>筹资活动现金流</b>	-4632	-11128	-8644	-9248	-9686
短期借款	305	-456	203	17	-79
长期借款	-112	154	-157	-135	-134
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-152	71	0	0	0
其他筹资现金流	-4672	-10896	-8690	-9130	-9473
<b>现金净增加额</b>	-144	-202	1338	387	963

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	11963	11673	12539	13477	14492
营业成本	9784	10662	11265	11954	12693
营业税金及附加	90	66	81	86	91
营业费用	1011	587	662	783	884
管理费用	1373	1054	1132	1078	1159
研发费用	31	37	36	39	43
财务费用	474	683	569	621	646
资产减值损失	1	-0	-3	-1	2
其他收益	204	328	344	287	261
公允价值变动收益	26	-15	5	5	-2
投资净收益	29	30	26	29	28
资产处置收益	922	1090	1199	1271	1398
<b>营业利润</b>	218	-287	159	255	364
营业外收入	33	51	54	59	65
营业外支出	20	43	48	53	58
<b>利润总额</b>	231	-279	165	262	371
所得税	101	52	35	52	61
<b>净利润</b>	131	-332	130	210	310
少数股东损益	-35	-26	-4	-10	-21
<b>归属母公司净利润</b>	166	-306	134	219	331
EBITDA	747	221	647	374	447
EPS(元)	0.07	-0.13	0.06	0.09	0.14

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.9	-2.4	7.4	7.5	7.5
营业利润(%)	-55.8	-231.6	155.4	60.1	42.8
归属于母公司净利润(%)	-46.8	-284.4	143.7	64.1	50.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.2	8.7	10.2	11.3	12.4
净利率(%)	1.4	-2.6	1.1	1.6	2.3
ROE(%)	1.2	-3.2	1.2	2.0	2.8
ROIC(%)	0.6	-1.6	0.7	0.9	1.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	67.5	68.1	69.1	70.0	70.5
净负债比率(%)	55.2	79.7	75.5	79.5	77.3
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	9.4	11.1	14.5	15.0	15.5
应付账款周转率	28.1	28.3	27.7	28.1	28.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.07	-0.13	0.06	0.09	0.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.83	1.96	1.72	1.99
每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.37	4.43	4.50	4.63
<b>估值比率</b>					
P/E	45.4	-24.6	56.4	34.3	22.8
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	17.5	70.0	23.4	41.9	35.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn