



业务覆盖全产业链 经纪资管双轮驱动

——我爱我家（000560）调研简报

2018年12月19日

推荐/首次

我爱我家

调研简报

报告摘要：

重组我爱我家，业务结构改善。重组我爱我家经纪公司后，公司主营业务深度涉入二手房经纪、资产管理、新房代理分销等地产服务领域，完成了覆盖全产业链的业务布局。重组完成后，公司各项业务之间的协同效应值得期待，资产管理业务与酒店物业管理服务的整合、新房代理业务与房地产开发业务的整合有望提振公司业绩。

经纪业务稳步发展，规模名列前茅。推进“互联网+房地产中介”模式，线上不断增强用户体验，积极引入58集团作为战略投资人，携手京东等互联网企业；线下积极拓展门店，截至2018年第三季度，我爱我家的房地产经纪业务已布局17个大中型城市，直营连锁门店近3300余家，员工总计5.5万余人。

轻资产推进资管业务，聚焦业主需求。公司在管房源中，仅有10%左右的房源会再次装修，租金差大致在10%左右。对于其他90%的房源，一部分基本不经过改造即可直接出租，另一部分仅补充少量的电器或家具，这两类房源基本没有租金差，公司实现收入主要通过通过对免租期的高效利用。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司2018-2020年营业收入为112.1亿元、129亿元和144.4亿元，对应EPS分别为0.27元、0.32元和0.35元，对应PE分别为19.5倍、16.7倍和15.3倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：重组后新旧业务磨合时间和效果不确定、二手房市场整体下行、佣金率价格战风险。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,917	1,319	11,213	12,895	14,442
增长率(%)	43.2%	-31.2%	750.4%	15.0%	12.0%
净利润(百万元)	79	73	644	752	820
增长率(%)	156.8%	-7.9%	783.7%	16.8%	9.0%
净资产收益率(%)	2.1%	0.9%	7.2%	8.0%	8.3%
每股收益(元)	0.07	0.06	0.27	0.32	0.35
PE	78.70	85.39	19.45	16.66	15.28
PB	1.65	1.11	1.40	1.33	1.27

分析师：

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：

任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

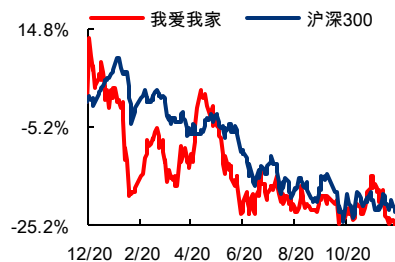
执业证书编号：

S1480118020022

交易数据

52周股价区间(元)	5.32-9.09
总市值(亿元)	125.31
流通市值(亿元)	60.09
总股本/流通A股(万股)	235550/112957
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 重组我爱我家 业务结构改善	3
1.1 重大资产重组完成, 我爱我家经纪公司纳入合并范围	3
1.2 穿越多轮周期 行业地位稳固	4
1.3 业务覆盖地产全产业链 协同效应可期	5
2. 经纪业务稳步发展 总体规模名列前茅	7
3. 资管业务以轻资产为主 聚焦业主需求	8
3.1 资管以轻资产模式为主 管理规模行业领先	8
3.2 政策支持 前景广阔	9
3.3 租金差较低 更多依赖免租期实现收入	10
4. 新房业务占比逐步提升 与二手房业务良好联动	11
5. 投资建议	11
风险提示	11

表格目录

表 1: “相寓”与其他品牌的差异	9
表 2: 租赁业务轻重资产模式对比	9
表 3: 公司盈利预测表	12

插图目录

图 1: 公司重组我爱我家经纪公司过程	3
图 2: 公司股权结构 (三季报)	4
图 3: 我爱我家经纪公司发展历程	5
图 4: 重组前公司与我爱我家经纪公司业务布局	6
图 5: 重组后业务构成	6
图 6: 公司主要业务毛利率 单位: %	7
图 7: 公司各项业务收入占比	7
图 8: 公司经纪业务布局	8
图 9: 租赁行业相关鼓励政策	10
图 10: 免租期实现收入模式	10
图 11: 公司新房业务模式	11

1. 重组我爱我家 业务结构改善

1.1 重大资产重组完成，我爱我家经纪公司纳入合并范围

公司在 2017 年底完成重大资产重组，并将我爱我家业务纳入并表范围内。重组方案为：昆百大 A 向刘天、张晓晋、李彬等 7 名自然人股东以及茂林泰洁、新中吉文等机构股东发行股份及支付现金购买我爱我家经纪公司 84.44% 的股份。合计支付对价为 55.3 亿元，其中发行股份支付 39.2 亿元，现金支付 16.1 亿元（已支付完成）。

公司于 2018 年 2 月 5 日实施完成向包括太和先机在内的 10 名特定对象非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额 16.6 亿元，募集资金净额 16.2 亿元。

为了进一步加强对我爱我家经纪公司的控制力度，公司于 2018 年 6 月 25 日签署并受让少数股东林洁持有的 8% 的股权。此次交易后，公司对我爱我家经纪公司的持股比例增加至 98.44%。

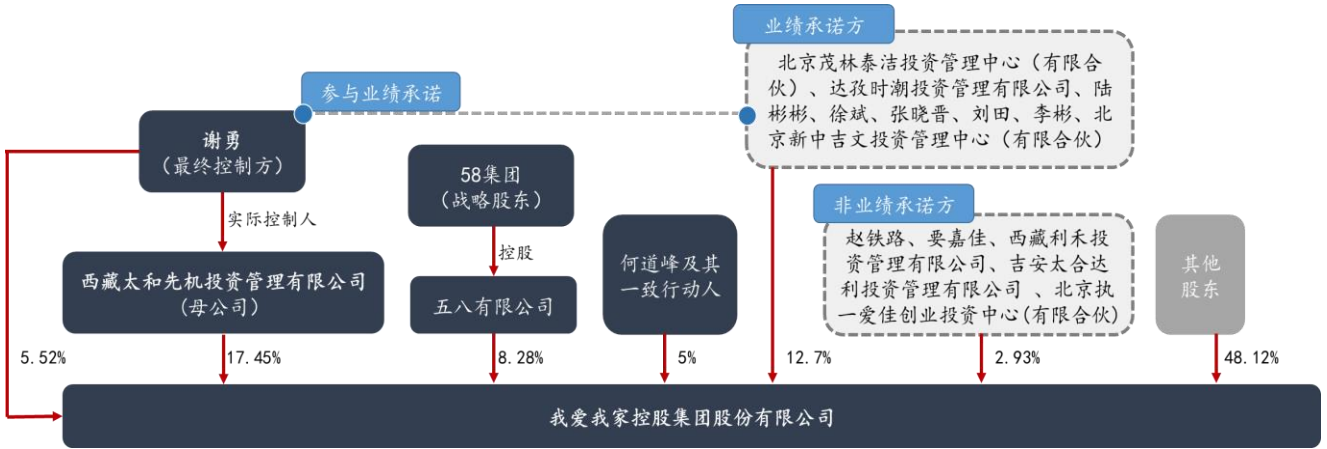
（注：因涉及上市公司更名，为了表述清晰，正文中以“我爱我家经纪公司”指代被重组并入上市公司的原我爱我家，以“公司”或者“我爱我家”指代目前的上市公司。）

图 1: 公司重组我爱我家经纪公司过程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2:公司股权结构 (三季度)



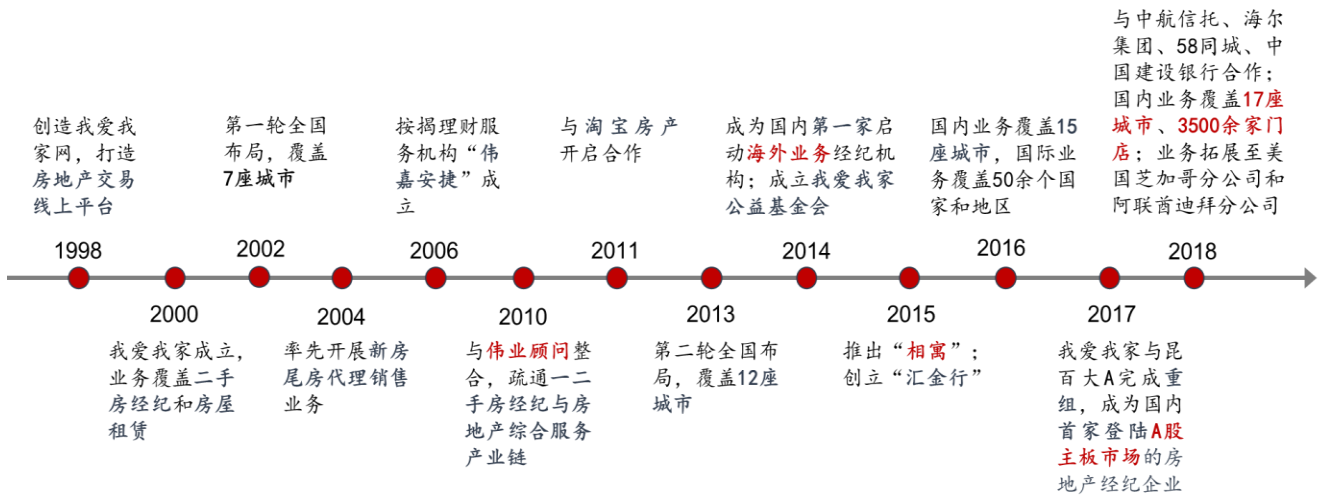
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

1.2 穿越多轮周期 行业地位稳固

我爱我家经纪公司成立于1998年,是中国最早成立的全国性房地产中介服务连锁企业之一。公司品牌“我爱我家”荣获2018年中国品牌力指数C-BPI房地产中介服务行业品牌力第一名。

房地产中介行业作为同样受到房地产政策影响的强周期行业,经营稳健才能实现穿越周期的成长。20年来,我爱我家经纪公司穿越多轮房地产周期,行业地位稳固,稳居中介行业第一梯队。

截至2018年第三季度,我爱我家的房地产经纪业务已布局北京、上海、杭州、南京、天津、苏州、太原、无锡、郑州、成都、武汉、长沙、南昌、青岛、南宁、昆明等国内17个大中型城市,直营连锁门店近3300余家,员工总计5.5万余人。在已进驻的市场,我爱我家的房屋交易业务市占率排在行业前三,房屋租赁业务的市占率处于绝对领先位置。

图 3:我爱我家经纪公司发展历程


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

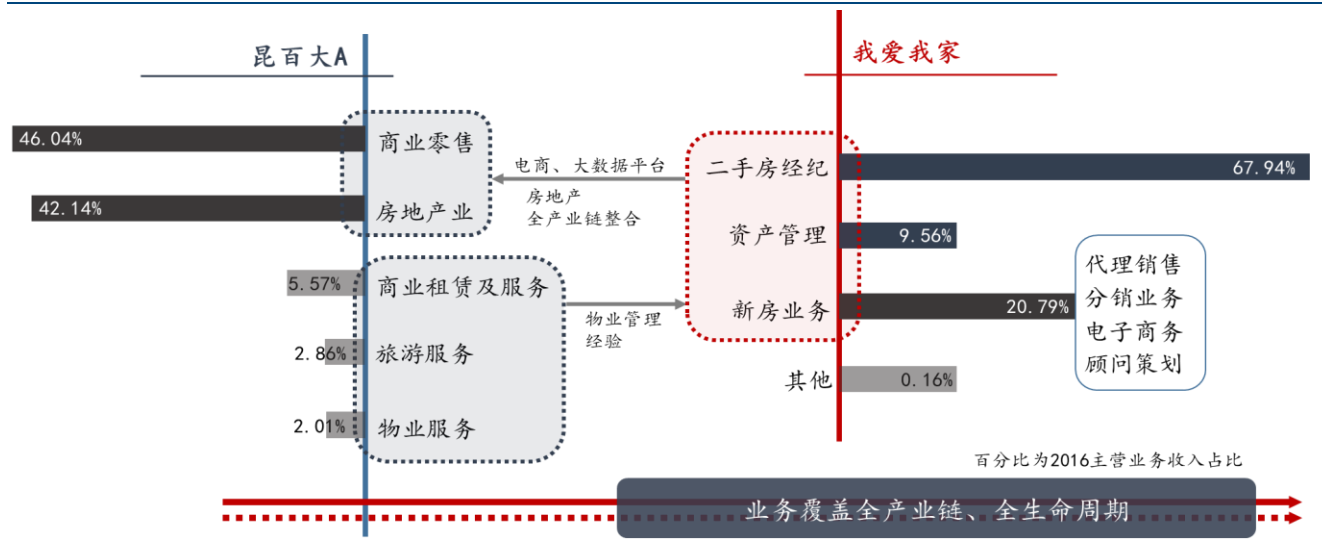
1.3 业务覆盖地产全产业链 协同效应可期

重组前，公司主要业务为商业零售及房地产开发，并涉足商业租赁及服务、旅游、物业管理等业务。重组我爱我家经纪公司后，公司主营业务深度涉入二手房经纪、资产管理、新房代理分销等地产服务领域，完成了覆盖全产业链的业务布局。

我们认为，重组完成后，公司各项业务之间的协同效应值得期待，主要体现在：

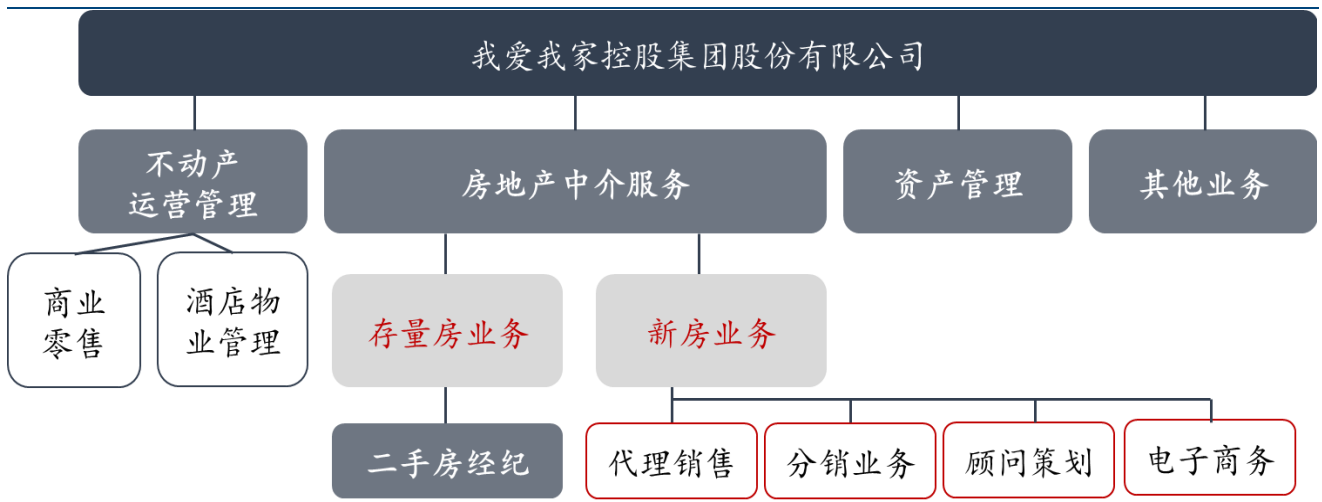
- ◆ **新房业务与房地产开发业务的整合。**我爱我家经纪公司新房业务包括代理销售、分销、电子商务和策划顾问四种形式，占2016年主营业务收入的20.8%。通过与公司房地产开发业务的整合，有望提振房地产开发业务的竞争力。
- ◆ **资产管理业务与酒店物业管理服务的整合。**资管业务是我爱我家经纪公司发展多年并具有独特优势的业务，受益政府租赁住房鼓励政策，发展前景广阔；同时，公司酒店物业管理方面经验丰富，双方合作有利于公司更好抓住行业机会。

图 4:重组前公司与我爱我家经纪公司业务布局

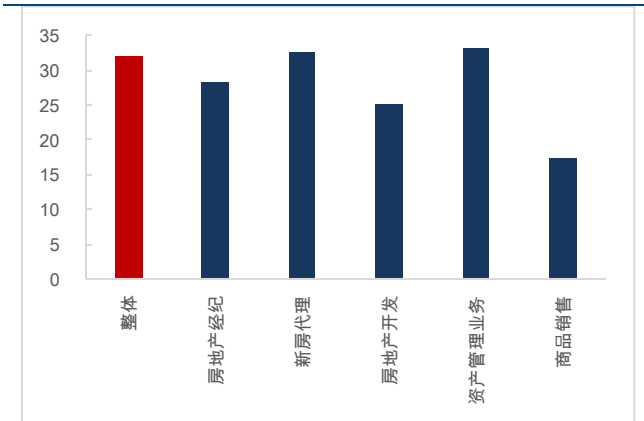


资料来源:公司公告,东兴证券研究所

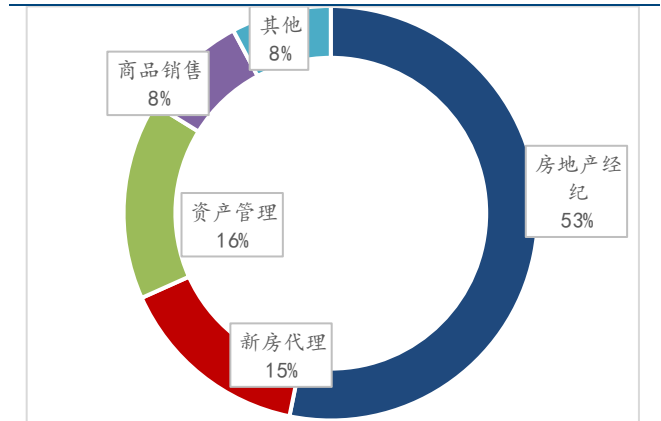
图 5:重组后业务构成



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 6: 公司主要业务毛利率 单位: %


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 公司各项业务收入占比


资料来源: wind, 东兴证券研究所

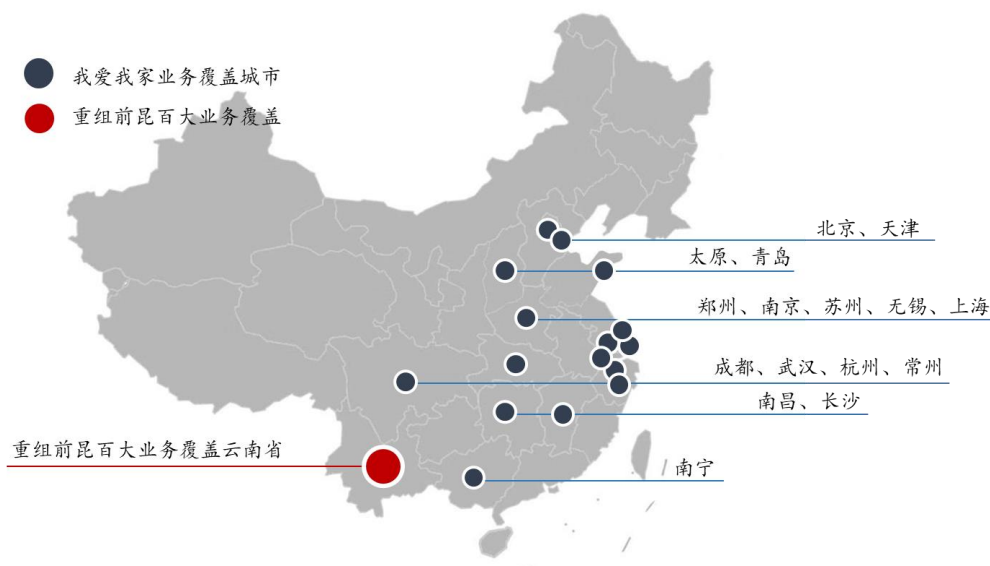
2. 经纪业务稳步发展 总体规模名列前茅

二手房经纪业务作为公司的传统优势业务, 公司积极拓展“互联网+房地产中介”模式, 通过线上导流、线下服务的模式, 为买卖、租赁双方提供**核查房源、委托租售、带看、签订合同**等服务, 并通过向买房者、卖房者、承租人、出租人四方收取佣金的方式实现盈利。

线上渠道, 不断升级自由入口, 优化平台, 增强用户体验; 同时, 积极引入 58 集团作为战略投资人, 携手京东等互联网企业, 实现了更多流量导入。

线下渠道, 截至 2018 年第三季度, 我爱我家的房地产经纪业务已布局北京、上海、杭州、南京、天津、苏州、太原、无锡、郑州、成都、武汉、长沙、南昌、青岛、南宁、昆明等国内 17 个大中型城市, 直营连锁门店近 3300 余家, 员工总计 5.5 万余人。在已进驻的市场, 我爱我家的房屋交易业务市占率排在行业前三。

图 8:公司经纪业务布局



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

3. 资管业务以轻资产为主 聚焦业主需求

3.1 资管以轻资产模式为主 管理规模行业领先

公司资管业务包括分散式公寓管理和整栋式公寓管理两种模式,以“相寓”为品牌统一运营,以分散式公寓管理为主。分散式模式为,接受业主委托处理房屋出租事宜,包括受托房屋修整、撮合实现房屋出租、定期代收及转付租金、后期物业管理等;整栋式模式为,我爱我家承租整栋公寓,装修后对外出租、收取租金,同时向承租人提供物业管理服务。

我爱我家经纪公司于2001年开始运营资管业务,是最早涉足该领域的中介公司之一。截至2018年三季度,公司资产管理业务覆盖14座城市,已经实现了155亿元的交易额、在管规模达到31万套、70万间,管理规模处于行业领先水平。整体出租率高达95%、业务续签率达到75%。

公司“相寓”与市场多数公寓产品存在显著差异:

- ◆ 相寓的服务费收取对象是业主,其它产品则采用业主、租客两端收费的方式。
- ◆ 相寓的租金差价明显小于其他产品。
- ◆ 相寓将委托期设定在1-3年之间,而市场上其它品牌的委托期限在3-10年左右。
- ◆ 相寓根据业主的诉求进行改造,其它产品会变化房屋结构、实施标准化装修。

表 1: “相寓”与其他品牌的差异

对比维度	相寓	市场其他品牌
核心客群	业主	租客
服务费收取对象	业主端	业主、租客两端
租金差加	小	较大
委托期限	1-3 年	3-10 年
装配要求	根据业主诉求	变化房屋结构、标准化装修
资产单位	套	间
成本	无需投入过多资金	硬装、改造投入大量资金
典型企业	相寓	自如、优客逸家、蛋壳公寓等

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

表 2: 租赁业务轻重资产模式对比

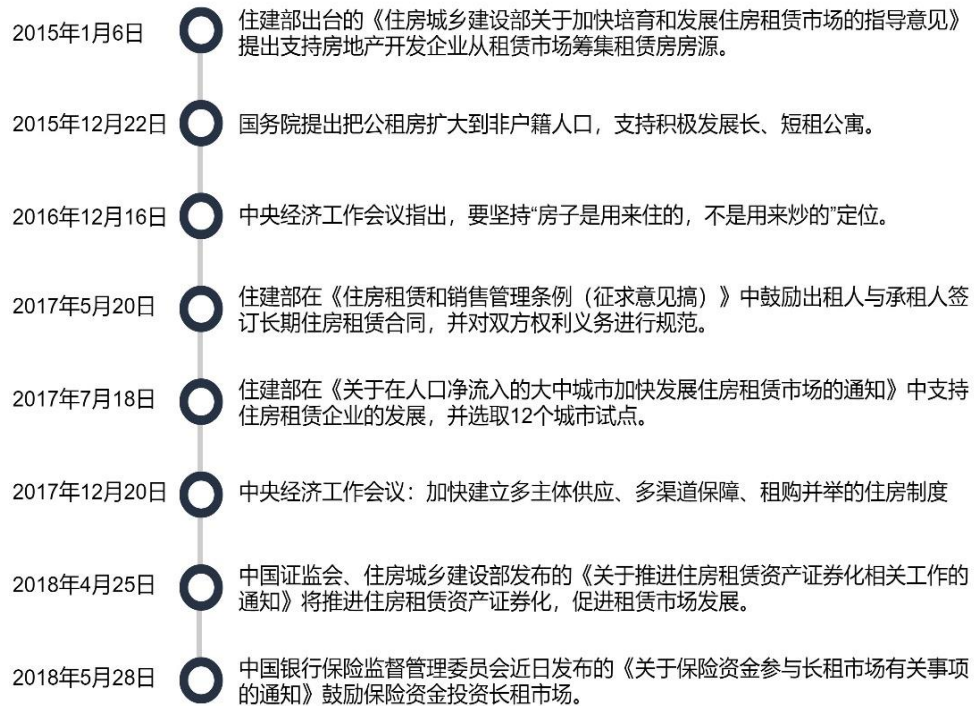
类型	注释	优势	劣势	代表企业
分散式	接受业主委托处理房屋出租事宜	通过托管轻资产实现客户两端全覆盖, 从而保证稳定的房屋差价。	房型相对单一且房源来源较为分散, 管理半径大, 导致人员成本较高, 管理难度较大。	自如、相寓、青客公寓、优客逸家、寓见城市青年公寓、美丽屋、水滴公寓、爱上租、蛋壳公寓。
整栋式	承租整栋公寓, 经同一装修和服务配套后对外出租。	通常房源签订的租期更长、房源集中便于管理, 相对于分散式, 整栋式更加专业以及规范。	集中式长租公寓因为涉及旧楼的收购改造, 成本较高, 需要企业对于楼宇要有充分的理解。	红璞公寓、万科泊寓、魔方公寓、旭辉领寓、安歆公寓、新派公寓以及 YOU+ 国际青年社区。

资料来源: 东兴证券研究所

3.2 政策支持 前景广阔

自 2015 年开始, 有关长租的政策红利不断释放, 政策出台文件专门扶持租房租赁产业链的发展, 并明确加快机构化、规范化租赁企业的发展。我国长租行业进入了加速推进时期, 但与美国等发达国家相比, 房产机构化以及长租服务体系的成熟化等多种维度上, 中国的长租行业均有广阔的发展前景。

图 9:租赁行业相关鼓励政策



资料来源：政府网站，东兴证券研究所

3.3 租金差较低 更多依赖免租期实现收入

公司在管房源中，仅有 10%左右的房源会再次装修，租金差大致在 10%左右。对于其他 90%的房源，一部分基本不经过改造即可直接出租，另一部分仅补充少量的电器或家具，这两类房源基本没有租金差，公司实现收入主要通过免租期的高效利用。

图 10:免租期实现收入模式

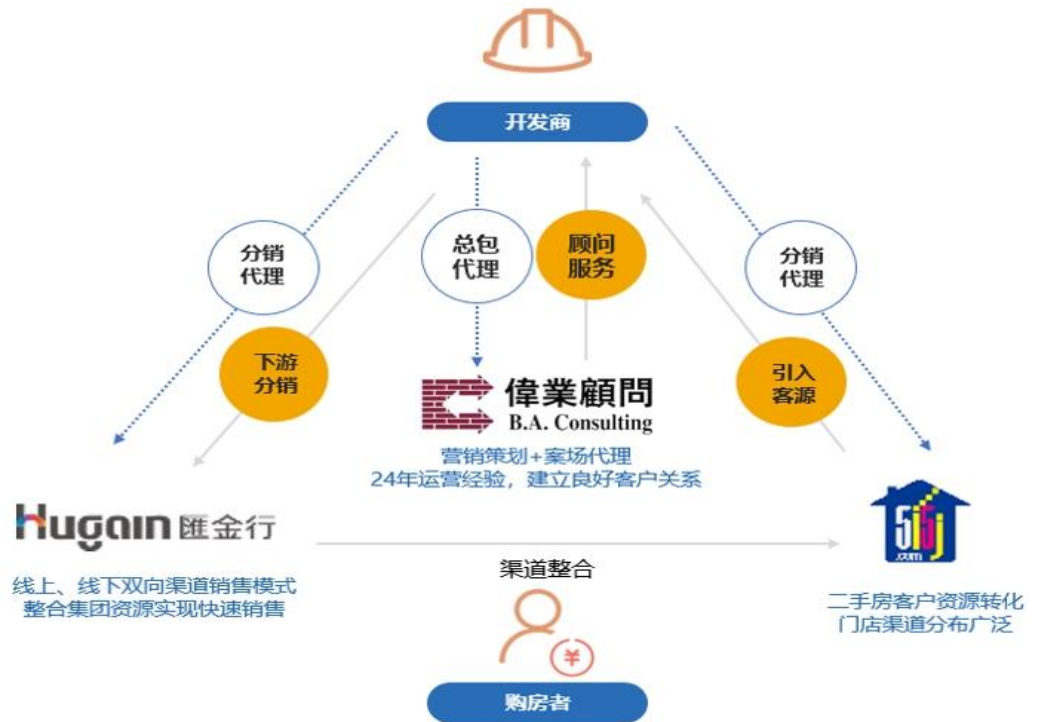


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 新房业务占比逐步提升 与二手房业务良好联动

公司新房代理业务包括**顾问服务**和**代销服务**。顾问服务以“伟业顾问”为品牌，通过代理营销策划、案场代理等营销工作收取佣金。代理销售以分销模式为主，基于公司线下门店和经纪人资源，进行一手房产的销售，是目前我爱我家城市布局、需求及用量发展最为迅速的模式，占整个板块收入的 60%-70%。

图 11: 公司新房业务模式



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

5. 投资建议

我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 112.1 亿元、129 亿元和 144.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.32 元和 0.35 元，对应 PE 分别为 19.5 倍、16.7 倍和 15.3 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

重组后新旧业务磨合时间和效果不确定、二手房市场整体下行、佣金率价格战风险。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3618	7397	9146	9741	10528	营业收入	1917	1319	11213	12895	14442
货币资金	920	1972	4011	4380	4957	营业成本	1460	883	7905	9091	10182
应收账款	42	1096	1167	1342	1504	营业税金及附加	87	42	112	129	144
其他应收款	505	788	594	594	594	营业费用	157	142	919	1057	1184
预付款项	21	589	589	589	589	管理费用	101	91	1121	1289	1444
存货	1004	672	600	650	700	财务费用	53	71	179	235	292
其他流动资产	1011	2185	2185	2185	2185	资产减值损失	4	1	0	0	0
非流动资产合计	3069	9735	9457	9273	9088	公允价值变动收益	11	-32	-45	0	0
长期股权投资	343	93	93	93	93	投资净收益	48.64	32.70	39.41	39.41	39.41
固定资产	292.03	423.57	376.09	325.41	274.72	营业利润	113	96	970	1133	1235
无形资产	516	1337	1203	1070	936	营业外收入	7.44	1.74	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	44	0	0	0	营业外支出	8.09	4.99	0.00	0.00	0.00
资产总计	6687	17132	18603	19013	19616	利润总额	112	93	970	1133	1235
流动负债合计	1486	6768	7094	7676	8074	所得税	25	17	301	351	383
短期借款	198	401	598	750	919	净利润	88	76	670	782	852
应付账款	713	1200	1199	1197	1116	少数股东损益	9	3	25	30	32
预收款项	128	452	677	935	1223	归属母公司净利润	79	73	644	752	820
一年内到期的非	101	200	200	200	200	EBITDA	705	1523	1334	1552	1711
非流动负债合计	1402	2324	2509	2607	3207	EPS (元)	0.07	0.06	0.27	0.32	0.35
长期借款	408	224	824	1424	2024	主要财务比率					
应付债券	700	1046	1046	1046	1046	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	2888	9092	9603	10283	11280	成长能力					
少数股东权益	34	265	290	320	352	营业收入增长	43.2%	-31.2%	750.4%	15.0%	12.0%
实收资本(或股	1170	1625	2356	2356	2356	营业利润增长	680.1%	-15.1%	910.9%	16.8%	9.0%
资本公积	1539	5007	5007	5007	5007	归属于母公司净利润	156.8%	-7.9%	783.7%	16.8%	9.0%
未分配利润	742	793	535	235	-94	获利能力					
归属母公司股东	3765	7776	8962	9413	9905	毛利率(%)	23.8%	33.0%	29.5%	29.5%	29.5%
负债和所有者权	6687	17132	18603	19013	19616	净利率(%)	4.6%	5.7%	6.0%	6.1%	5.9%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						7.06%	1.2%	0.4%	3.5%	4.0%	
						ROE(%)					
						2.1%	0.9%	7.2%	8.0%	8.3%	
经营活动现金流	133	1	1392	864	1306	偿债能力					
净利润	88	76	670	782	852	资产负债率(%)	43%	53%	51%	51%	52%
折旧摊销	538.44	1355.84	0.00	184.38	184.38	流动比率	2.4	1.1	1.3	1.3	1.3
财务费用	53	71	179	235	292	速动比率	1.8	1.0	1.2	1.2	1.2
应收账款减少	0	0	-71	-175	-161	营运能力					
预收帐款增加	0	0	224	258	289	总资产周转率	0.3	0.1	0.6	0.7	0.7
投资活动现金流	-758	999	181	39	39	应收账款周转率	48.8	2.3	9.9	10.3	10.1
公允价值变动收	11	-32	-45	0	0	应付账款周转率	3.3	1.4	9.3	10.8	12.5
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	49	33	39	39	39	每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
筹资活动现金流	526	78	465	-533	-770	每股净现金流(最新	(0.1)	0.7	0.9	0.2	0.2
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.2	4.8	3.8	4.0	4.2
长期借款增加	0	0	600	600	600	估值比率					
普通股增加	0	455	730	0	0	P/E	78.7	85.4	19.5	16.7	15.3
资本公积增加	0	3468	0	0	0	P/B	1.7	1.1	1.4	1.3	1.3
现金净增加额	-99	1078	2039	370	576	EV/EBITDA	9.5	5.6	7.1	7.5	6.9

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，注册会计师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。