



000560.SZ

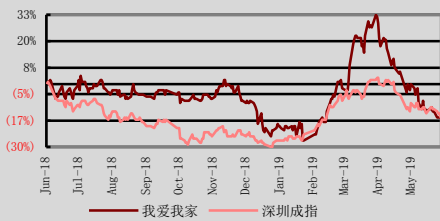
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 4.93

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.0	(12.6)	(17.1)	(19.9)
相对深证成指	(9.0)	(8.6)	(5.6)	(2.7)

发行股数(百万)	2,356
流通股(%)	76
总市值(人民币 百万)	11,613
3个月日均交易额(人民币 百万)	128
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
西藏太和先机投资管理有限公司	17

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年6月6日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

我爱我家

房地产经纪龙头, 尽享存量房时代红利

我爱我家成立于1998年, 于2017年登陆A股市场。2018年, 公司实现营业收入106.9亿元, 归母净利润6.3亿元, 同比增长766% (以我爱我家房地产经纪有限公司口径统计, 增速19%)。考虑到公司作为存量房市场龙头经纪商, 伴随市占率及人均效率的不断提升, 未来营收和业绩的释放空间较大, 我们预测公司2019-2021年净利润分别为7.5亿、8.7亿、10.1亿, 对应市盈率分别为15.6倍、13.3倍、11.5倍, 首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **全国性居家综合服务提供商, 业绩稳健业务多元。**我爱我家成立于1998年, 深耕房地产经纪业务逾20年, 于2017年登陆A股市场。截至2018年, 公司线下3200家门店已覆盖18座主要一二线城市, 交易GMV超4000亿元; 公司业务多元, 覆盖二手房经纪、新房、商业管理等板块, 2018年房屋交易市占率4.3%。2017-19年, 公司承诺累计净利润目标5亿、11亿、18亿, 于17-18年相应实现, 我们预计19年目标达成无虞。公司2018年分别实现毛利率及净利率30.2%及6.5%, 盈利能力逐年稳步提升。
- **存量房时代经纪龙头, 市占及人效双升。**二手房经纪业务为公司核心主业, 营收占比超50%, 其中买卖和租赁营收结构约为3:1。2018年, 公司二手房经纪业务营收54.9亿元, 同比增长6.7%, 交易量跑赢市场14.3个百分点, 市占率稳步提升; 效率方面, 买卖及租赁人均业绩分别提升15%及28%。相较于发达国家, 我国二手房成交规模及流通率、房屋交易机构化率及集中度均具较大提升空间。我爱我家龙头效应显著, 在一二线城市成交回暖的背景下, 经纪业务市占及业绩高增可期。
- **长租市场先行者, 拳头产品“相寓”成长迅猛。**房屋资管业务即“相寓”为公司重点发展业务, 近三年营收增速分别为79%、41%及51%, 为公司成长性最强的拳头产品。其核心竞争力在于高效匹配, 2018年相寓在管房源31万套, 平均出租率超95%, 销控期9.7天, 2019年效率有望高中再升。伴随品质租房需求的崛起、租赁政策支持及租金回报率提升, 房屋资管业务业绩高增望延续。

估值

- 我们预测公司2019-2021年净利润分别为7.5亿、8.7亿、10.1亿, 对应市盈率分别为15.6倍、13.3倍、11.5倍, 公司为A股房地产经纪公司典范, 业绩有望持续超预期, 首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 限售股解禁卖出压力, 二手房交易规模不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,319	10,692	11,086	13,203	15,534
变动(%)	(91)	711	4	19	18
净利润(人民币 百万)	68	583	746	873	1,013
全面摊薄每股收益(人民币)	0.042	0.247	0.317	0.371	0.430
变动(%)	(93.7)	491.7	28.0	17.0	16.0
全面摊薄市盈率(倍)	117.9	19.9	15.6	13.3	11.5
价格/每股现金流量(倍)	14,542.8	14.4	12.6	10.0	8.7
每股现金流量(人民币)	0.00	0.34	0.39	0.49	0.57
企业价值/息税折旧前利润(倍)	51.3	6.8	7.1	5.3	4.0
每股股息(人民币)	0.010	0.070	0.082	0.096	0.111
股息率(%)	0.2	1.4	1.7	1.9	2.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



目录

公司概况	6
公司简介.....	6
股权结构.....	6
激励机制.....	7
全生命周期房产服务商，多元业务共成长	8
全生命周期服务.....	8
营收业绩双升，区域及业务多元化分布	10
存量房时代经纪龙头，买卖租赁双核推进	13
房产经纪龙头，市占稳步提升.....	13
高效匹配的业务模式.....	14
二手房买卖业务收入测算.....	15
二手房租赁业务收入测算.....	17
经纪业务收入测算.....	17
经纪行业市场空间较大，业绩高增可期.....	17
租赁市场先行者，“相寓”匹配效率优势显著	20
高成长板块，品质租房提供商.....	20
业务模式健康可持续，核心竞争力源于高效匹配.....	21
房屋资管业务收入测算.....	22
租赁市场成长空间可期.....	23
新房业务，收购蓝海购拓展商业地产版图	26
多业务协同发展，线上线下深度融合.....	26
收购“蓝海购”，拓展商业新房领域.....	27
新房业务收入测算.....	28
互联网创新优势，精准把握客户需求	29
盈利预测及投资建议	30



风险提示.....	31
限售股解禁卖出压力	31
二手房交易规模不及预期.....	31
风险提示.....	29



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 我爱我家：A 股主板上市的唯一房地产经纪企业.....	6
图表 2. 我爱我家股权结构图.....	7
图表 3. 2018 年报公司十大股东明细.....	7
图表 4. 我爱我家：全产业链+全生命周期的房产服务综合提供商.....	8
图表 5. 2018 年大事件.....	8
图表 6. 战略合作多方面实现公司业务的跨界融合与创新.....	9
图表 7. 2015-18 营业收入及同比增速.....	10
图表 8. 2015-2018 归母净利润及增速.....	10
图表 9. 2015-18 主营业务利润率变化.....	10
图表 10. 2015-18 经营性现金流净额.....	10
图表 11. 2018 年各业务板块收入占比.....	11
图表 12. 2018 年各主营业务板块毛利率水平.....	11
图表 13. 2015-18 年各主营业务板块营收明细.....	11
图表 14. 2015-18 年各主营业务板块营收占比.....	11
图表 15. 2018 年主营业务收入区域分布.....	12
图表 16. 2018 年主营业务收入区域毛利率情况.....	12
图表 17. 我爱我家：全产业链+全生命周期的房产服务综合提供商.....	13
图表 18. 经纪业务 2015-18 年营收及其增速.....	13
图表 19. 收入占比持续下降.....	13
图表 20. 二手房买卖及租赁业务占比结构.....	14
图表 21. 核心城市二手房交易市占率.....	14
图表 22. 我爱我家经纪业务人均年营收.....	14
图表 23. 我爱我家经纪业务店均年营收.....	14
图表 24. MLS 系统流程图.....	15
图表 25. 我爱我家二手房买卖业务流程图.....	15
图表 26. 我爱我家二手房租赁业务流程图.....	15
图表 27. 北京存量房年度换手率表.....	16
图表 28. 核心城市 2019 年 4 月二手房成交均价.....	16
图表 29. 二手房经纪业务业绩回顾及预测.....	17
图表 30. 各城市二手房成交占比.....	17



图表 31. 北京、上海、南京、杭州等一二线城市二手房成交回暖.....	18
图表 32. 美国房地产经纪公司市占率.....	19
图表 33. 日本房地产经纪公司市占率.....	19
图表 34. 相寓 2015-18 年营收及其增速.....	20
图表 35. 收入占比持续提升.....	20
图表 36. 相寓四大品牌业务布局.....	21
图表 37. 多类型服务获取多样化房源，实现业主、租客全量覆盖.....	21
图表 38. 房屋托管服务提供商，收入主要来自于服务费用.....	22
图表 39. 相寓 VS 一般分散式长租公寓.....	22
图表 40. 核心城市住宅年度平均租金.....	23
图表 41. 中国住房租赁市场租金回报率率较低.....	23
图表 42. 中国住房租赁市场机构化率较低.....	24
图表 43. “住房租赁”是房地产产业链中唯一受政策鼓励的子领域.....	25
图表 44. 新房代理、分销及电商业务联动协同关系.....	26
图表 45. 新房业务 2015-18 年营收及其增速.....	27
图表 46. 收入占比稳定.....	27
图表 47. 2018 年蓝海购房地产营销服务业务模式.....	27
图表 48. 全国商业物业销售面积.....	27
图表 49. 2018 年蓝海购业务构成占比.....	28
图表 50. 蓝海购 2017-2018 经营业绩.....	28
图表 51. 核心城市近三年一季度商品住宅成交额.....	28
图表 52. 多渠道移动综合服务平台实现全场景流量转化.....	29
图表 53. 营业收入及净利润测算.....	30
图表 54. 行业可比公司估值（万得一致预期）.....	30
图表 55. 公司限售解禁明细.....	31

公司概况

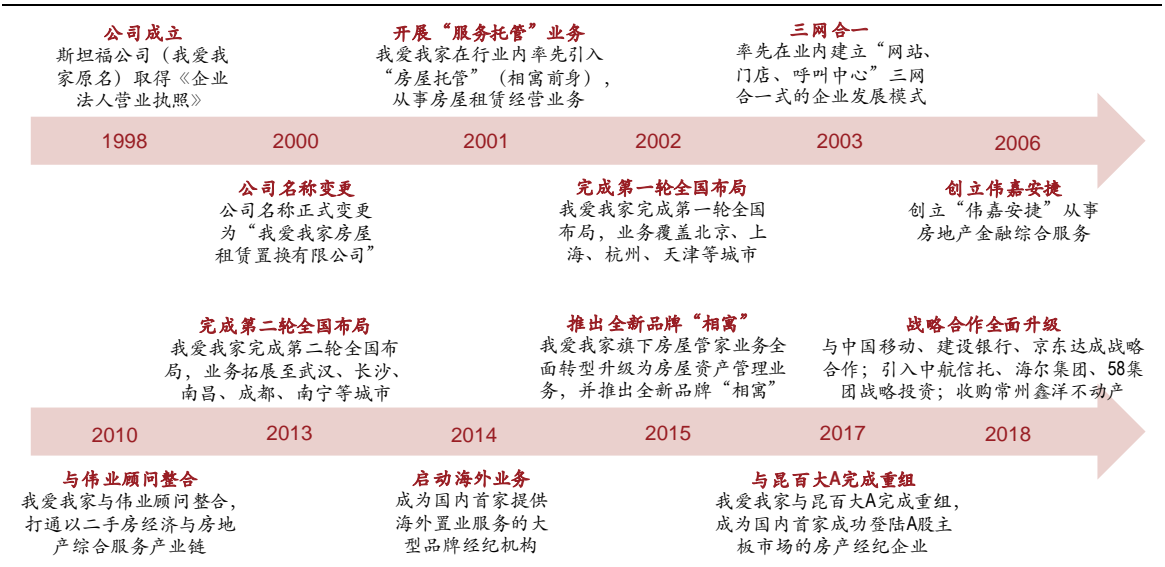
公司简介

我爱我家控股集团股份有限公司（以下简称“我爱我家”）为国内首家登陆 A 股主板市场的房地产综合服务类公司，前身昆明百货大楼创建于 1959 年，是 1994 年上市的云南商业零售企业。2017 年底公司完成了对北京我爱我家房地产经纪有限公司控股权的收购，实现了全国扩张的产业升级，成为房地产综合服务业龙头企业。现阶段，公司主营业务为房地产综合服务，包含房地产经纪业务、住宅和商业资产管理业务以及新房业务，其中房地产经纪业务是本公司的核心业务。

公司房地产综合服务业务早在 2002 年前就已完成了包括北京、上海、杭州、天津、南京、苏州、太原等重点一二线城市在内的第一轮全国布局，目前业务已拓展至国内 18 个城市，拥有门店 3200 余家、业务覆盖十余个海外国家和地区，业务内容涵盖房地产服务的全产业链，其中经纪业务在北京、苏州、杭州、南京等多个城市市场占有率名列行业前列。经过 10 多年的经营和深耕，对本土市场的适应能力极强，形成了稳固的区域优势。

2018 年公司实现营业收入 107 亿元，归属上市公司股东净利润 6.3 亿元，涉及的资产交易规模 GMV 值约 4000 亿元。房地产经纪业务、房屋资产管理业务等主业均居行业前列，是行业领域有重要影响力的龙头企业之一。

图表 1. 我爱我家：A 股主板上市的唯一房地产经纪企业

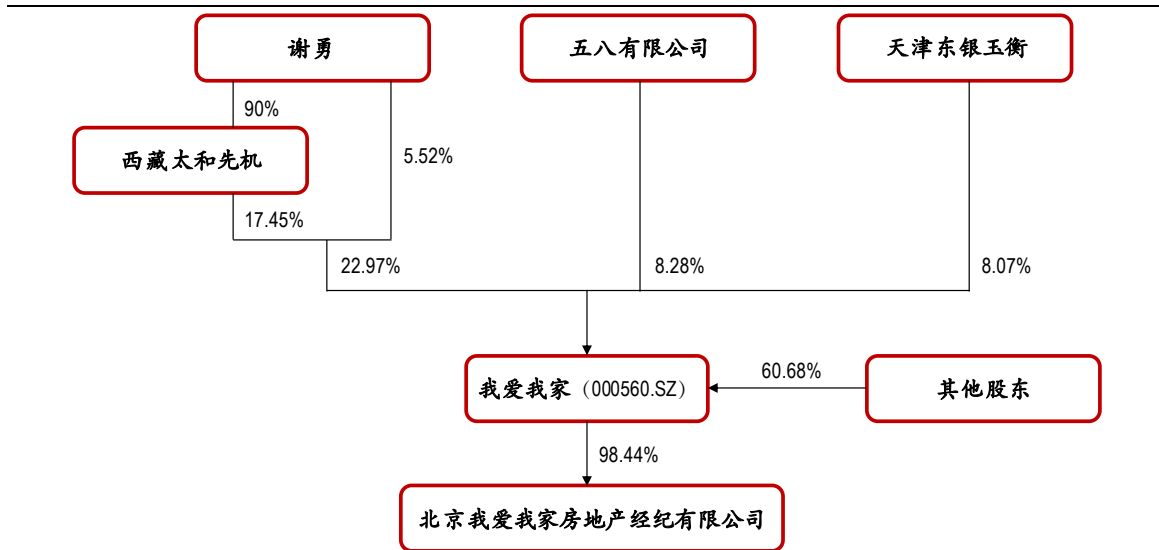


资料来源：公司公告，中银国际证券

股权结构

公司股权较为集中，实际控制人谢勇，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控制我爱我家股份 54,102.9689 万股，占总股本的 22.97%；是公司的第一大股东既实际控制人。

图表 2. 我爱我家股权结构图



资料来源：公司公告、万得，中银国际证券

图表 3. 2018 年报公司十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
西藏太和先机投资管理有限公司	411,029,689	17.45
五八有限公司	195,000,000	8.28
天津东银玉衡企业管理咨询中心(有限合伙)	190,023,202	8.07
谢勇	130,000,000	5.52
昆明汉鼎世纪企业管理有限公司	101,012,878	4.29
刘田	73,842,535	3.13
天津海立方舟投资管理有限公司	73,033,706	3.10
张晓晋	59,904,009	2.54
李彬	59,904,009	2.54
青岛中建新城投资建设有限公司	52,584,269	2.23
合计	1,346,334,297	57.15

资料来源：万得，中银国际证券

激励机制

2018 年，公司决定使用自筹资金以集中竞价交易方式回购公司股份用于实施股权激励计划：股份回购总金额不低于 1 亿元人民币（含 1 亿元），不超过 2 亿元人民币（含 2 亿元），回购价格不超过人民币 7 元/股，回购股份的实施期限为 2018 年 7 月 13 日至 2019 年 7 月 12 日。截至 2018 年 12 月 31 日，公司累计回购了 3,486 万股，支付总金额为 2 亿元，回购均价 5.74 元/股。借此调动公司管理层和核心骨干员工的积极性和创造性，确保公司未来发展战略和经营目标的实现，促进公司长远发展。

除了股权激励计划以外，公司还参与了业绩承诺，即 2017-2019 年累计扣除募资影响后扣非归母净利润分别不低于 5 亿、11 亿、18 亿元。截至 2018 年 12 月 31 日，公司实现累计扣非归母净利润 11.57 亿元，已达到业绩承诺的净利润数，完成度 105.17%，2019 年业绩承诺大概率完成。

公司 2018 年起建立健全长效激励机制，全方位多层次的激励机制增强了员工个人绩效与公司业绩的相关度，使全员都主动参与到公司运营中去，为公司业务持续发展提供了机制保障。

全生命周期房产服务商，多元业务共成长

全生命周期服务

我爱我家从事房地产综合服务业务的控股子公司北京我爱我家房地产经纪有限公司成立于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。公司对客户提供首次租房，改善租房，初次购房，住房置换，置业投资，房屋资产管理，海外置业，房屋资产养老，实现居住全生命周期服务。目前已经实现新房交易、二手房交易、住宅租赁、房屋资产管理、海外置业、电商服务和大数据增值服务在内的全业务链融合。

图表 4. 我爱我家：全产业链+全生命周期的房产服务综合提供商



资料来源：公司公告，中银国际证券

上市以来，我爱我家先后与国内相关领域的领先企业形成战略合作关系，包括中国建设银行、中国移动、中航信托、海尔金服、京东商城、微软中国等，并于2018年6月引入五八同城战略投资10.68亿元。五八同城房地产板块的流量优势能与我爱我家形成优势互补和资源共享，中国移动将为公司提供优质通信、互联网与数字服务。我爱我家与多个企业的战略合作将多方面实现公司业务的跨界融合与创新，有助于加快转型和升级、提升综合竞争力、推动房地产行业的可持续发展。

图表 5. 2018 年大事件



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 6. 战略合作多方面实现公司业务的跨界融合与创新



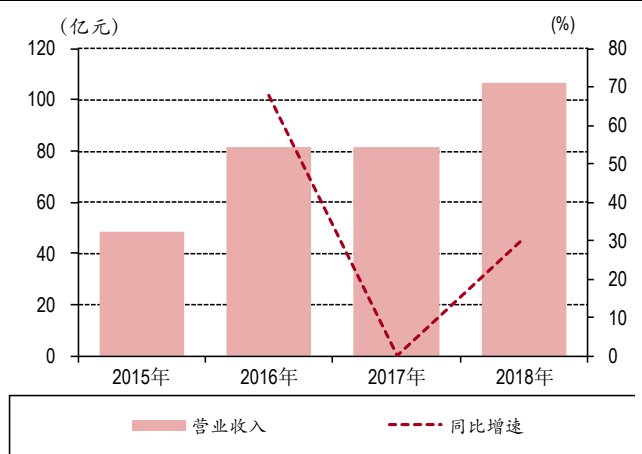
资料来源：公司公告，中银国际证券

营收业绩双升，区域及业务多元化分布

业绩方面，公司 2018 年实现营业收入 106.9 亿元（其中主营业务收入 101.9 亿元），同比增长 710.9%；实现归母净利润 6.3 亿元，同比增长 765.7%；公司 2017-18 年实现累计扣非归母净利润 11.6 亿元，超额完成业绩承诺：即 2017-19 年累计扣除募资影响后扣非归母净利润分别不低于 5 亿、11 亿、18 亿元。2018 年公司主营业务综合毛利率及净利率分别为 30.2% 及 5.9%，逐年稳健提升。18 年经营活动净现金流入 8.1 亿元，同比上涨 14.6 倍，现金流状况明显改善，业务模式健康可持续；其高于同期归母净利润，原因在于长期待摊费用摊销等非付现成本或费用较多。

盈利方面，2015 至 2018 年，我爱我家营业收入分别为 48.6 亿、81.6 亿、81.7 亿及 106.9 亿元，CGAR 22%；归母净利润分别为 1.83 亿、3.25 亿、5.3 亿及 6.3 亿元，CGAR 36%，业绩增速快于营收增速体现公司盈利能力及经营效率提升，我们预计未来伴随行业集中度及机构化率提升，以及公司提质增效的改革，营收及净利润将进一步提升。利润率方面，2015 年至 2018 年，公司毛利率分别为 32.14%、25.06%、28.23% 及 30.20%，净利率分别为 3.77%、3.98%、6.49% 及 6.51%，逐年稳健增长。

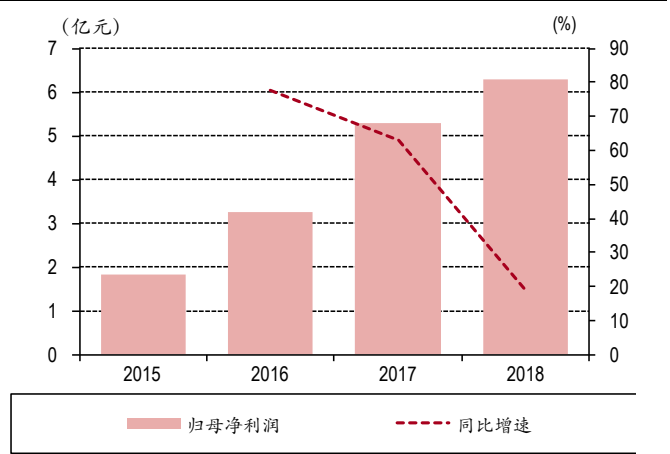
图表 7. 2015-18 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

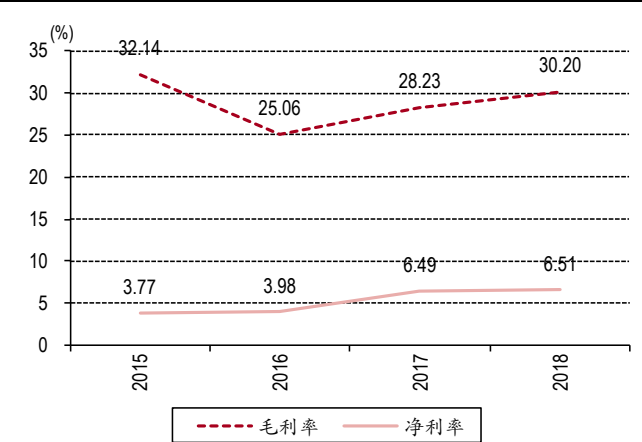
图表 8. 2015-2018 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

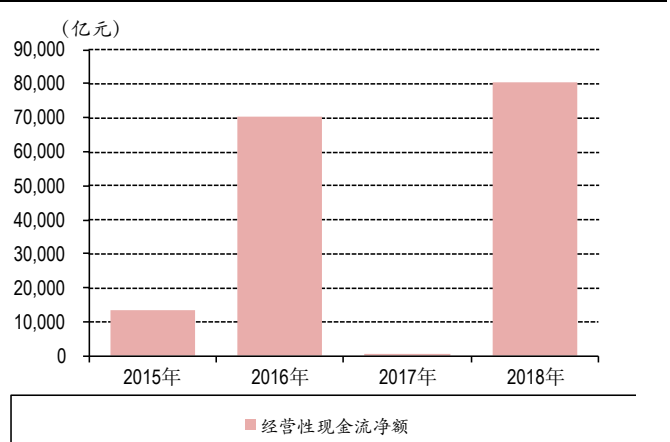
图表 9. 2015-18 主营业务利润率变化



资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

图表 10. 2015-18 经营性现金流净额



资料来源：公司公告，中银国际证券

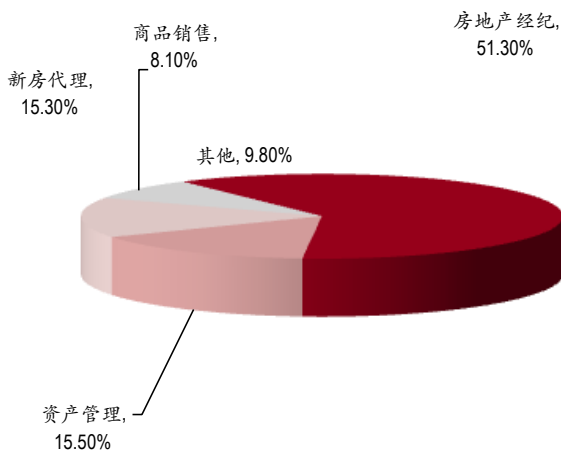
*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

业务结构方面，公司以房地产经纪业务为核心，资产管理、新房代理、商品销售等多元板块协同并进，2018年营收占比分别为51.3%、15.5%、15.3%及8.1%。2018年公司经纪业务实现收入54.9亿元，毛利率27.8%，其中二手房经纪业务贡献近40亿元，同比增长3.2%，二手房租赁业务贡献收入约15亿元；资产管理业务既“相寓”品牌产品运营收入16.6亿元，毛利率24.1%；新房代理业务实现收入16.3亿元，毛利率28.9%，同比增长4.5%；商品销售业务既昆百大原有业务运营收入8.7亿元，毛利率17.2%。

值得注意的是，房屋资管业务即“相寓”品牌产品的营收比例不断扩大，其契合长租公寓的政策支持及市场需求，收入占比由15年的4.37%提升至18年的16.55%，预计未来将持续上升。截至18年，“相寓”在长租公寓领域市占率Top1，为公司的拳头产品。

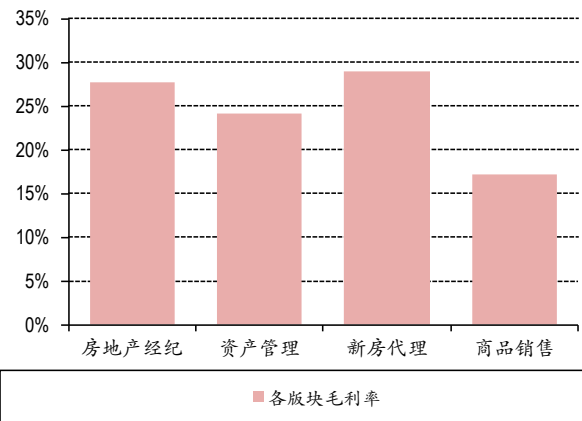
此外，公司2019年拟收购蓝海购，将进一步拓展商业公寓销售运营业务。

图表 11. 2018 年各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

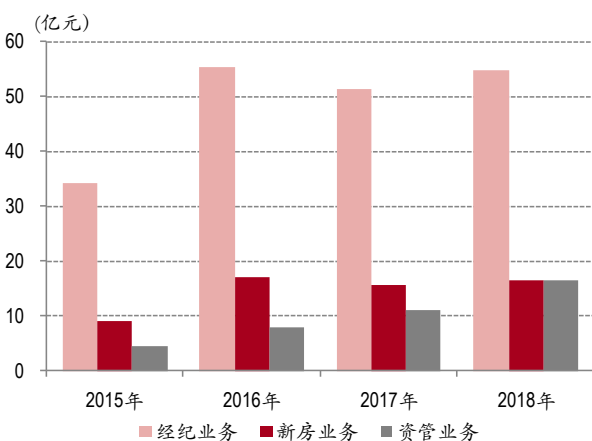
图表 12. 2018 年各主营业务板块毛利率水平



资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

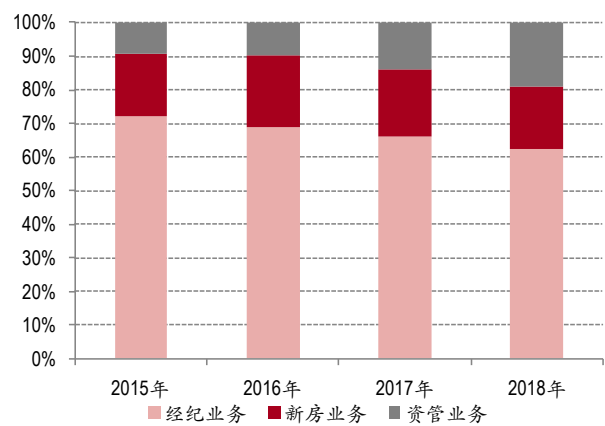
图表 13. 2015-18 年各主营业务板块营收明细



资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

图表 14. 2015-18 年各主营业务板块营收占比

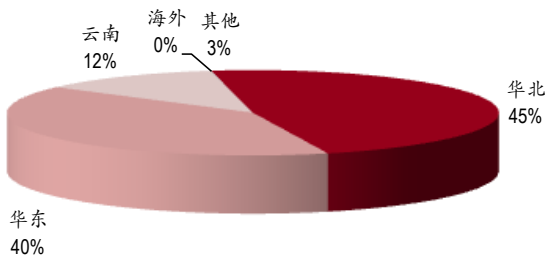


资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

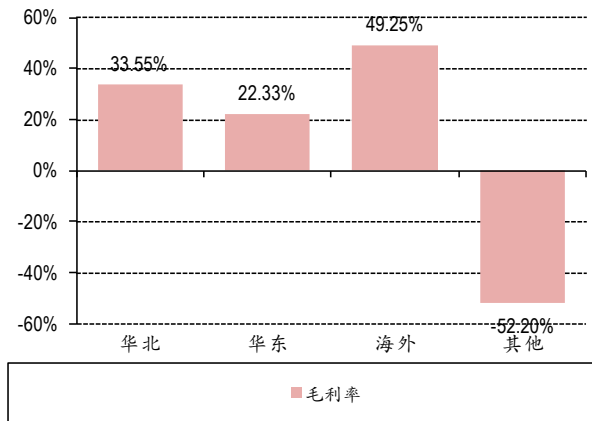
区域结构方面，我爱我家主营业务的分布具有较强的地域集中度，华东及华北地区贡献了绝大多数的收入，其中北京、南京、杭州及天津地区为我爱我家重要的收入来源地区，2015-2017年，华北及华东地区主营业务收入合计占营业收入总额的比重超过95%，2018年由于昆百大在云南区域的深厚基础，华北及华东区域营收占比分别下降至45.1%及40.2%，合计占比85.2%，云南区域占比12.0%。

图表 15. 2018 年主营业务收入区域分布



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 16. 2018 年主营业务收入区域毛利率情况



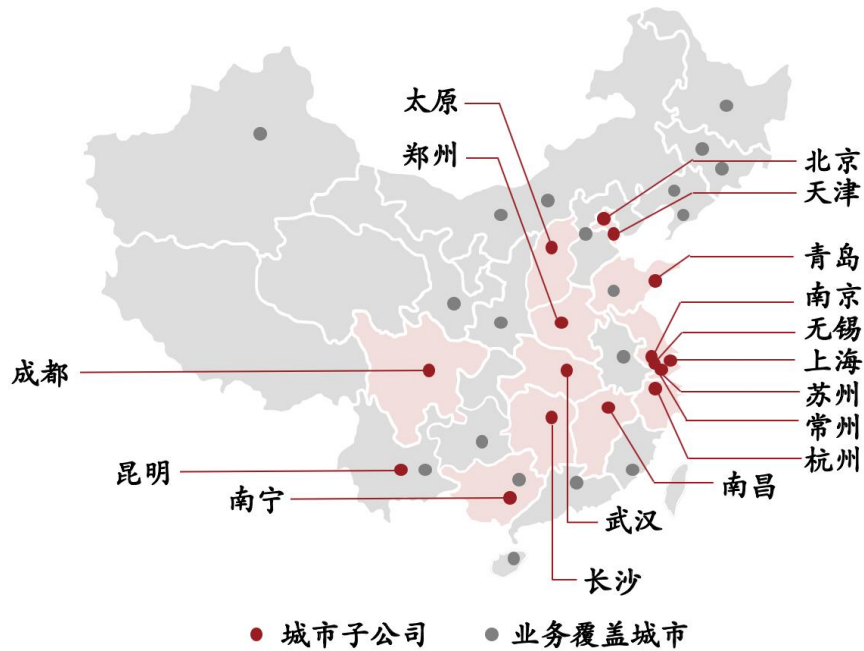
资料来源：公司公告，中银国际证券

存量房时代经纪龙头，买卖租赁双核推进

房产经纪龙头，市占稳步提升

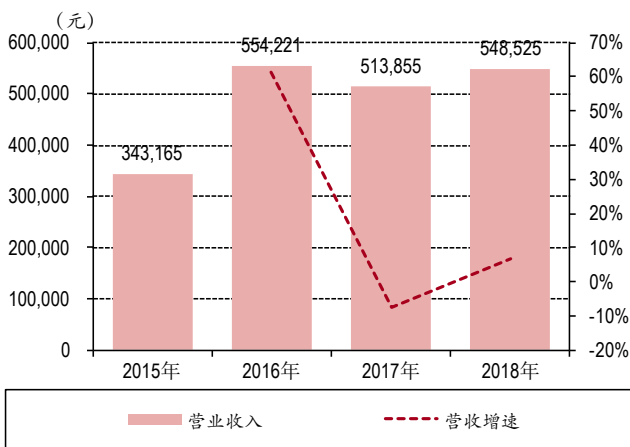
截止至 2018 年底，公司线下门店已覆盖北京、天津、上海等 18 座主要一、二线城市，门店数量达 3200 家（452 家加盟店），在已布局城市市占率稳居前三。公司一直致力于在业务已落地城市加大区域深耕，不断提升二手房买卖和二手房租赁的经营规模及管理效率，有效提升市场占有率。**截至 2018 年底，我爱我家全国全口径经纪业务（二手房买卖+租赁）市占率 4.3%，位居行业前三。**

图表 17. 我爱我家：全产业链+全生命周期的房产服务综合提供商



资料来源：公司公告，中银国际证券

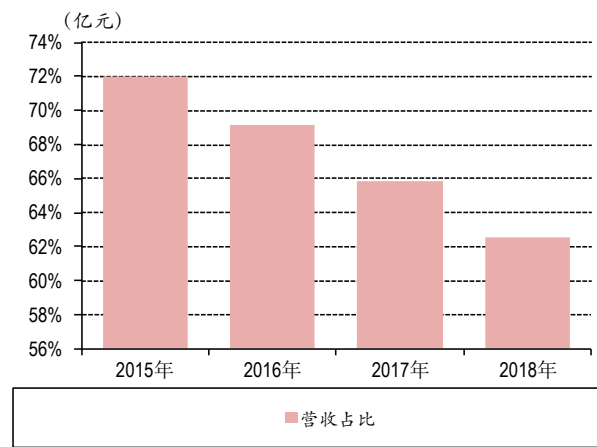
图表 18. 经纪业务 2015-18 年营收及其增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

图表 19. 收入占比持续下降



资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据



2018年，公司二手房经纪业务实现营收54.9亿元，同比增长6.7%，毛利率27.78%；其中公司二手房买卖业务实现营收近40亿元，同比增长3.2%。效率方面，面对市场的不景气，公司积极进行业务调整，通过区域精耕，有效提升市占率，通过精细化管理，提升人均产出。

2018年，经纪业务占比公司总营收51.3%，拆分来看，二手房买卖及租赁业务分别占比约为15%及36-37%，即二手房买卖在经纪业务营收中占比约为75%，延续历史惯性。我们预计，未来经纪业务占比总营收约50%，二手房买卖占比经纪业务总营收约75%的比例将保持稳定。

图表 20. 二手房买卖及租赁业务占比结构

	2018年	2017年	2016年	2015年
二手房买卖营收(亿元)	39.85	37.39	45.20	26.92
二手房租赁营收(亿元)	15	14	10.22	7.39
经纪业务总营收(亿元)	54.85	51.39	55.42	34.32

资料来源：公司公告，中银国际证券（2017及18年数据为根据公司公告及历史情况所做出的估算数据）

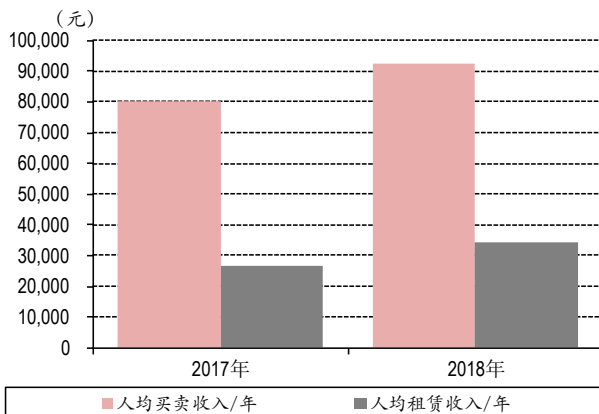
市占率方面，2018年我爱我家所布局的核心城市二手房市场总交易量同比下滑-8%，而公司二手房成交额同比上升6.3%，跑赢市场14.3个百分点，北京、杭州、南京、苏州、无锡等核心城市市占率均有所提升。效率方面，二手房买卖业务和二手房租赁业务人均业绩分别较2017年同比上升15%和28%。

图表 21. 核心城市二手房交易市占率

市占率(%)	北京	杭州	南京	苏州	无锡
2017年	13.4	26.2	12.9	2.7	4.0
2018年	18.5	32.5	19.3	12.5	6.7
提高百分点	5.1	5.7	7.6	9.8	2.7

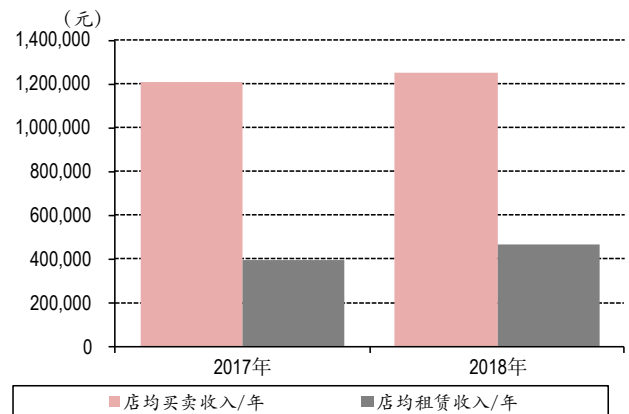
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 22. 我爱我家经纪业务人均年营收



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 23. 我爱我家经纪业务店均年营收

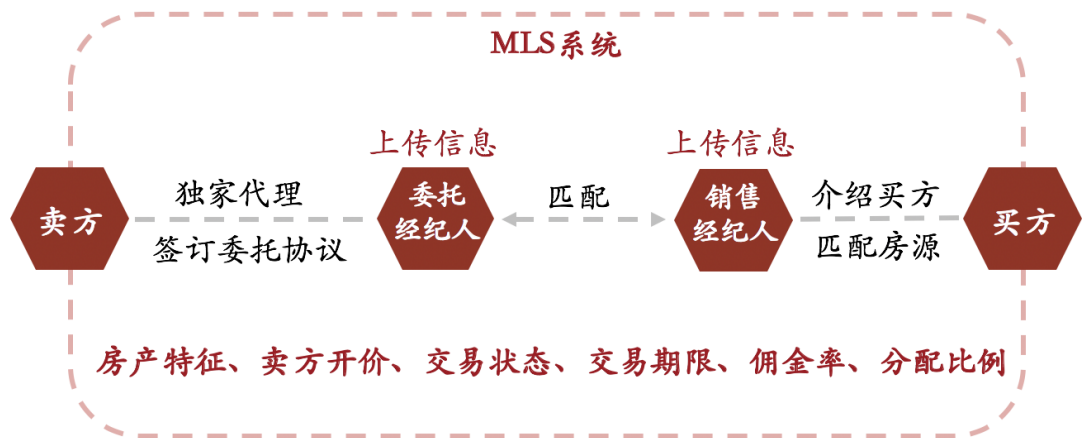


资料来源：公司公告，中银国际证券

高效匹配的业务模式

美国房地产经纪市场拥有成熟、透明的房源共享信息平台MLS (Multiple Listing Service)，平台中独家代理、资源共享、佣金分成的机制形成了统一的行业规范。在MLS中，委托经纪人与卖方签订独家代理委托协议后，将信息上传系统并寻找买方，销售经纪人则负责介绍买方、匹配房源与客源，委托经纪人也可以自己寻找买方。在交易过程中，房产特征、卖方开价、交易状态、佣金分配等信息在MLS系统上公开可见，买卖双方经纪人分工明确，客户委托的房地产出售、出租业务能短期内高效完成。

图表 24. MLS 系统流程图



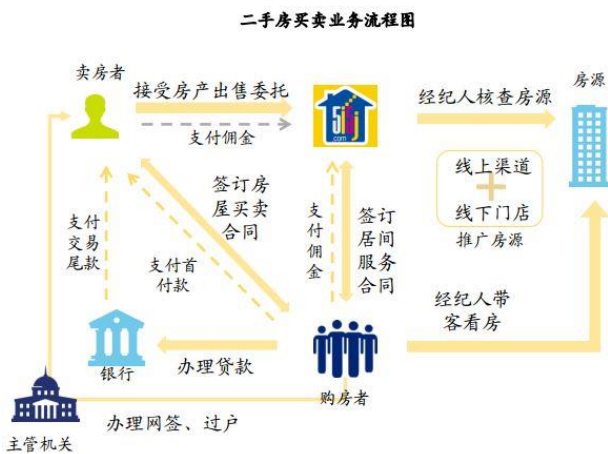
资料来源：公司公告，中银国际证券

我爱我家经纪业务包括二手房买卖和二手房租赁业务，其业务流程图分别如下所示：

二手房买卖业务以线下门店为中心获取房源，并通过线上网站、手机应用、线下门店等渠道对房源进行推广，从而为业主提供客源、为购房人提供房源，通过匹配买卖双方需求撮合交易，协助双方办理完成签约、缴款等房产交易流程。

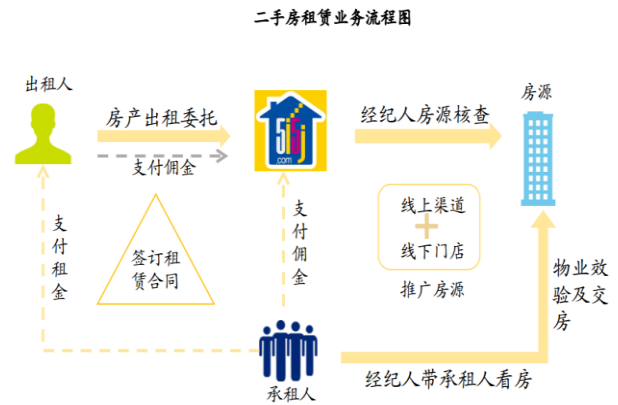
二手房租赁业务通过线上平台及线下门店获取房源，通过线上线下渠道进行推广，从而为业主提供租房客源、为租房人提供租房房源，通过匹配双方需求，提供带客看房、协助签约、物业效验交房、租赁期沟通等服务促成房屋租赁交易实现。

图表 25. 我爱我家二手房买卖业务流程图



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 26. 我爱我家二手房租赁业务流程图



资料来源：公司公告，中银国际证券

二手房买卖业务收入测算

由于经纪业务收入=存量房*换手率*房价*费率*市占率，我们根据公司历史数据及市场增速对公司 2019 年二手房买卖业务收入进行测算。

其中，我们对于城市人口增速、换手率、房价增速等数据根据历史趋势，结合未来预测，做相应估算，根据假设值做相应测算。

(1) 存量房

存量房规模=常住人口数*人均居住面积

常住人口

根据国家统计局，我爱我家已进入的北京、杭州、南京、上海等 17 个城市 2018 年底常住人口数总计 18082 万人。其中，一线城市近年常住人口已呈稳定或小幅下降趋势，强二线城市在人才政策的支持下，人口和资本的吸引力不断加强，预计未来年均增长率约 3%；综合而言，我爱我家已进入城市加权平均常住人口年均增速约 1%。

人均居住面积

根据国家统计局，2017 年末我国城镇居民人均居住面积 36.6 平方米。

综上，公司已进入城市 2019 年存量房规模约为 $18082 \times 1.01 \times 36.6 = 66.85$ 万平方米

(2) 换手率

北京 2014-2018 年换手率如下表所示：

图表 27. 北京存量房年度换手率表

年份	2014	2015	2016	2017	2018
换手率 (%)	2.50	4.19	5.47	2.68	3.03

资料来源：公司公告，中银国际证券

2017 年北京市在原“930 新政”限购限贷政策的基础上又连续出具多个限购限贷政策，因此在 2017 年度二手房买卖会受到一定的冲击，导致二手房整体换手率下降。2018 年随着调控政策影响力边际递减，一二线城市成交探底回升，换手率有所提高。展望 2019 全年，我们预计在预期持续回暖和信贷政策边际放松的背景下，一二线城市前期高压调控政策下积压的需求逐步入市，房地产市场迎来“小阳春”，二手房交易趋于活跃，换手率将较 18 年继续提升，预计达到 3.5--4%。

全国范围内来看，房屋流通率与城市经济活跃程度呈正相关关系；同时，根据 2018 年数据，北京、上海、杭州三城市的二手房买卖交易收入占比总经纪业务收入超 67%，布局城市普遍二手房交易活跃，因此我们预估公司核心城市加权平均换手率小幅低于北京，约为 3%。

(3) 房价

图表 28. 核心城市 2019 年 4 月二手房成交均价

城市	北京	上海	杭州	南京	苏州	天津	郑州	太原
均价 (元/平米)	64169	52511	31795	30836	25694	25466	14805	12333

资料来源：中国房价行情网

公司主要布局核心一二线城市，二手房均价高于全国均价，如图所示；其中布局、南京、杭州所占收入比例最大，公司加权平均二手房成交价格约为 30000 元/平米。

(4) 费率

2018 年，公司平均佣金率约 1.8%，2019 年预计保持稳定。

(5) 市占率

2018 年，公司全国整体市占率为 4.3%，2019 年预计稳健提升至 4.5%。

综上所述，公司 2019 年二手房买卖业务潜在收入规模为：



二手房买卖业务收入=存量房*换手率*房价*费率*市占率
=66.85 * 3% * 30000 * 1.8% * 4.5%= 48.3 亿元，较 2018 年提升约 20%。

二手房租赁业务收入测算

二手房租赁主要为业主和租房人提供信息，协助看房、签约、并在租赁期内提供沟通协调等服务并收取一定的中介费用。由于 2016 年以来各地陆续出台限购限贷，因此一二线城市无购房资格人群还将以租赁为主。结合公司的经营情况及未来发展计划，其二手房租赁业务会有的一定增长，2015-18 年公司二手房租赁业务营收的复合增长率 CGAR=26.6%，我们预计公司在 2019 年仍维持约 25% 的增速，既 2019 年二手房租赁业务收入 18.7 亿元。

经纪业务收入测算

综上所述，我们预计我爱我家 2019 年经纪业务收入为 67 亿元，较 2018 年同比增长 22%。

图表 29. 二手房经纪业务业绩回顾及预测

	2019F	2018A	2017A	2016A	2015A
二手房买卖营收 (亿元)	48.3	39.85	37.39	45.20	26.92
二手房租赁营收 (亿元)	18.7	15	14	10.22	7.39
经纪业务总营收 (亿元)	67	54.85	51.39	55.42	34.32

资料来源：公司公告，中银国际证券 2017 及 18 年数据为根据公司公告及历史情况所做出的估算数据

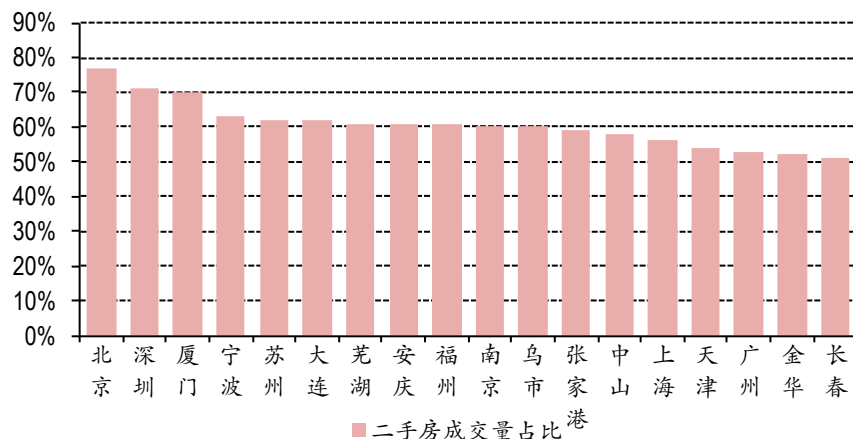
经纪行业市场空间较大，业绩高增可期

二手房交易主导存量房市场

我国房地产市场正在走向成熟期，随着城镇化进程的加深，未来城市未开发土地逐步减少、改善置换住房需求保持增长，二手房交易量超过新房交易量成为必然趋势，整个二手房交易市场规模将不断增长。根据贝壳研究院的数据，2018 年全国二手房交易量超过新房交易量的已有 18 个城市，其中北京达到 77%、深圳达到 71%，一线城市正逐步进入存量房交易为主的发展阶段。

据贝壳研究院统计，2018 年美国住宅房地产行业销售额约 1.83 亿美元、销售量约 600 万，其中 89% 的交易是存量房销售。相比之下，2018 年中国全国二手房交易规模 6.53 万亿，相比起 15 万亿的全国商品房销售金额，二手房占比总住宅销售额仅为 30%，提升空间巨大。

图表 30. 各城市二手房成交占比



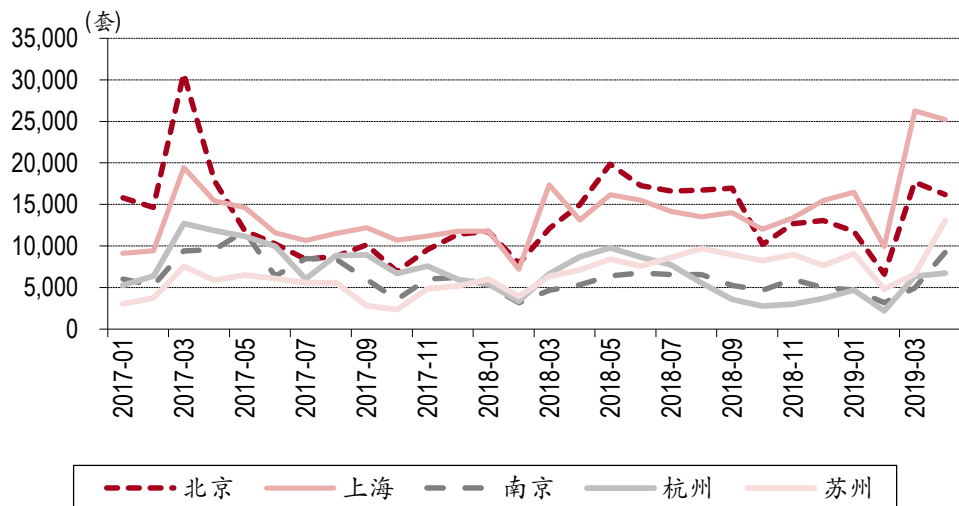
资料来源：贝壳研究院，中银国际证券

一二线城市二手房成交回暖

二手房买卖目前为我爱我家的主要收入来源，收入的主要贡献城市为北京、上海、杭州、南京等一线及强二线城市。未来期间，一方面限购限贷政策随着时间的推移，其影响力会逐步下降；另一方面，从我爱我家历史成交数据可知，其主要销售面积集中在 100 平方米以下，目标客户为刚性需求。未来随着热点城人口和资本吸引力的不断加强，加之新房供应的紧缺，二手房将占据更大的市场话语权。二手房买卖为存量房产的交易，其不受土地供应量的影响。因此综上可知，中长期内二手房会稳健增长。

2019 年以来，由于 17-18 年高压政策抑制了较多需求，伴随信贷政策的边际放松以及人才引入政策，一二线城市二手房交易量出现强势回升态势。其中，北京、上海、南京、杭州、苏州等公司重点布局的核心城市 19 年 1-4 月二手房成交套数分别较去年同比上涨 12%、57%、20%、-17%及 43%，仅杭州由于高基数出现下降，其余城市均成交上行，上海及苏州更实现了超过 40%的高增长。

图表 31. 北京、上海、南京、杭州等一二线城市二手房成交回暖



资料来源：万得，中银国际证券

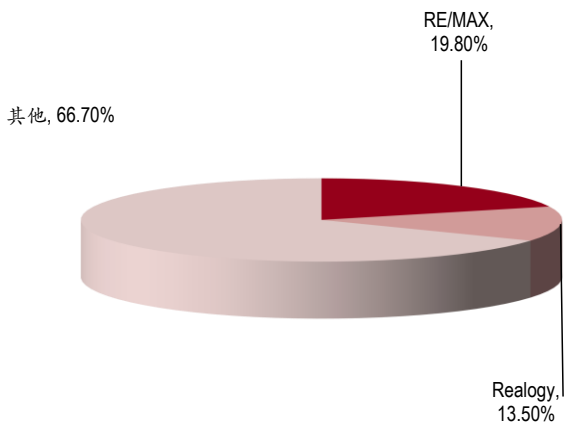
国外经验对比：机构化率及集中度提升空间大

在完善的 MLS 系统和严格的经纪人准入制度下，美国的房地产经纪市场高度成熟。根据美国人口普查局和 NAR 的数据，2018 年美国住宅房地产行业销售额约 1.83 亿美元、销售量约 600 万，其中，89% 的交易是存量房销售。NAR 的数据表明，87% 的买家和 91% 的卖家都会寻找经纪人来交易房屋。

根据云房数据的统计结果，2018 年北京二手住宅交易市场的中介渗透率达 84.6%；2017 年上海二手住宅的中介渗透率达 78.12%，一线城市的中介渗透率已经达到较高水平，逐步向成熟房地产市场发展，但二三线城市机构化率仍较低，整体较美日等成熟市场仍有较大提升空间。

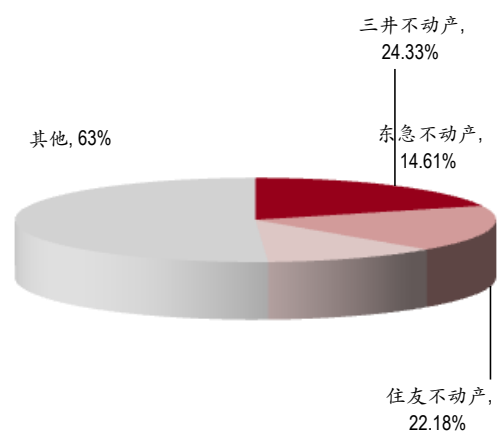
集中度方面，美国房地产经纪市场的集中度也较高，前两大公司 RE/MAX 和 Realty 共占有 30% 以上的市场份额；日本前十大房地产经纪公司集中度高达 84.25%。相较之下，2018 年中国 TOP3 房地产经纪公司整体市占率不到 20%，我爱我家的市占率不到 5%，与美国相比市场集中度偏低，成长空间较大。

图表 32. 美国房地产经纪公司市占率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 33. 日本房地产经纪公司市占率



资料来源：公司公告，中银国际证券

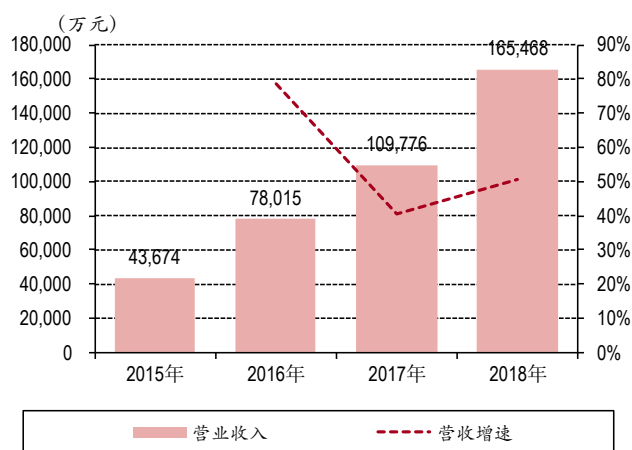
租赁市场先行者，“相寓”匹配效率优势显著

高成长板块，品质租房提供商

相寓是我爱我家旗下的房屋资产管理品牌，始于集团 2001 年开始的“房屋管家”租赁业务，是国内最早提供房屋资产管理服务与长租公寓服务的企业之一，在运营效率、管理规模、可持续发展质量等方面都处于国内领先水平。

截至 2018 年底，相寓业务已覆盖北京、上海、杭州等全国 14 个城市，在管房源达 30.3 万套，较 2017 年底增长 19%，净增 4.8 万套。2018 年，房屋资产管理业务运营效率稳步提升，“相寓”全国平均出租率为 94.9%，平均出房周期为 9.7 天。另外，“相寓”还通过提供家电、保洁、维修等服务获取一定的增值费用。2018 年，“相寓”全国委托收益 16.54 亿元，同比 2017 年净增 5.57 亿元，增长 50.78%，人均业绩较上年同比提升 64%。相寓是公司熨平市场周期、抵抗市场受调控政策影响的核心资产。

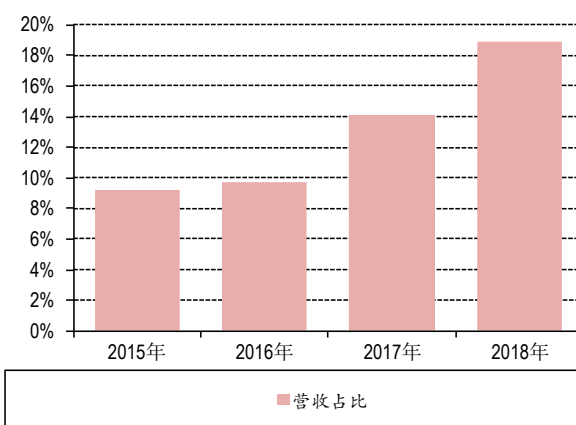
图表 34. 相寓 2015-18 年营收及其增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

图表 35. 收入占比持续提升

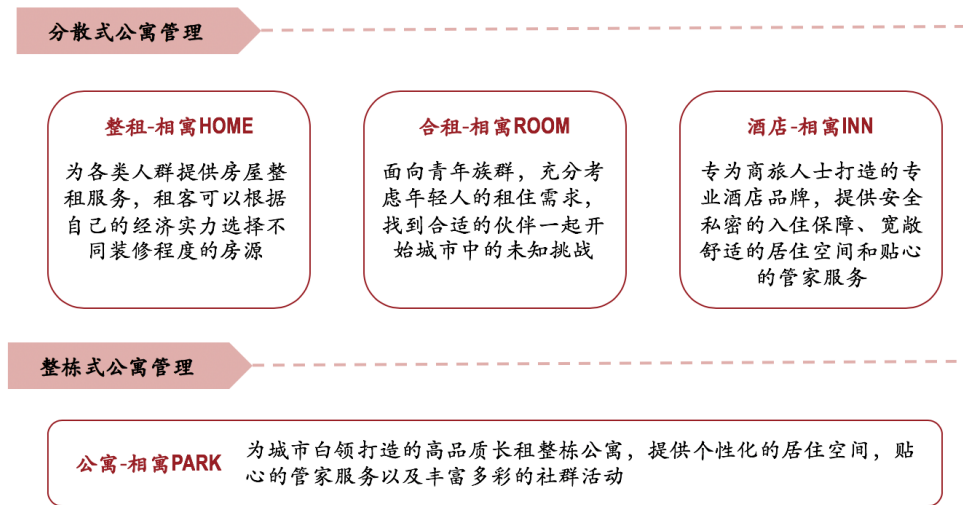


资料来源：公司公告，中银国际证券

*2015-17 年为子公司我爱我家房地产经纪有限公司数据

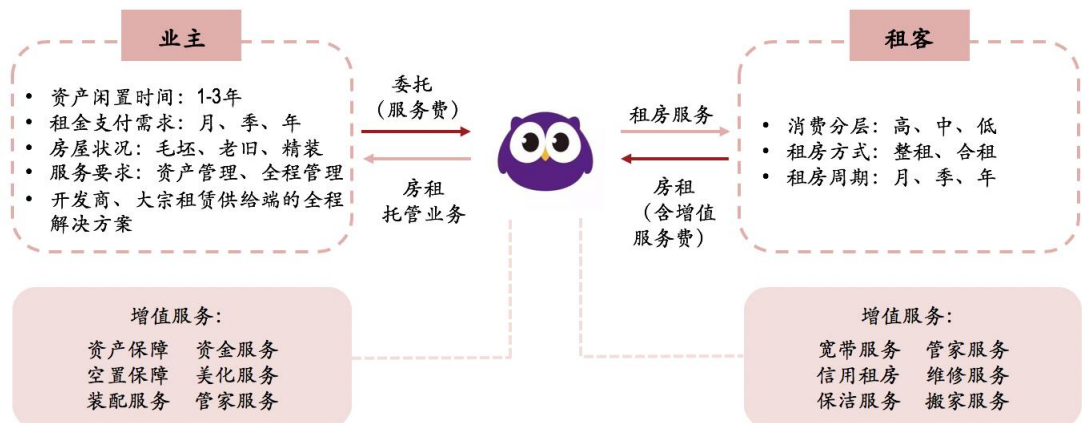
基于客户的差异化需求，相寓面向业主和租客定制了多种委托、装修、租住、家居产品和服务，推出了相寓 HOME、相寓 ROOM、相寓 PARK、相寓 INN 四大品牌，旨在打造以城市房屋资产管理运营业务为核心、品位生活服务与多元金融体系为结合的综合服务平台。

图表 36. 相寓四大品牌业务布局



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 37. 多类型服务获取多样化房源，实现业主、租客全量覆盖



资料来源：公司公告，中银国际证券

业务模式健康可持续，核心竞争力源于高效匹配

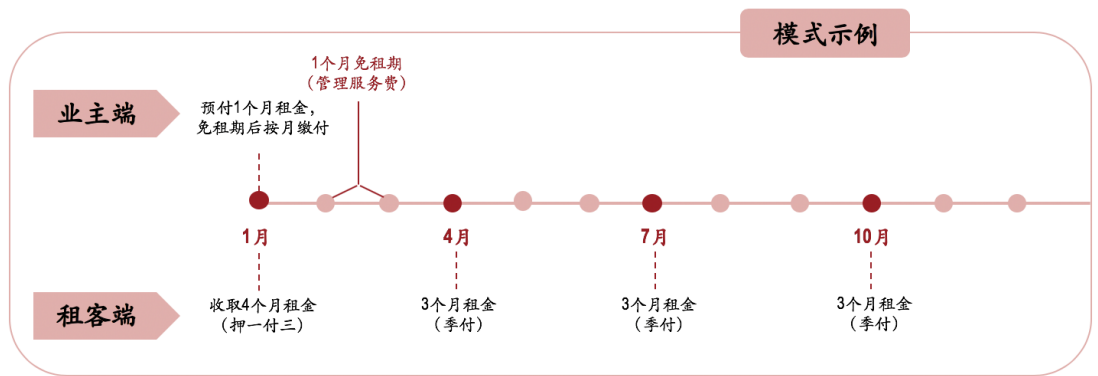
作为房屋托管服务提供商，相寓的收入主要来自于业主端的服务费，以免租期形式体现。具体而言，业主将房屋委托于相寓并签订1-3年代理合同，相寓评估管理、匹配租客，定期向业主支付租金，出租首年拥有一个月的免租期作为管理服务费，而后每年向业主收取一个月的租金作为管理服务费。同时，相寓在租客端也有少量增值服务费收入。

效率方面，相寓2018年平均出房周期9.7天，而管理服务费为1-1.5个月租金，其差额即约21天的租金即为公司营业收入。相较于自如等其他品牌长租公寓，相寓营收中由高效匹配带来的管理服务费收入占比较大，租金差占比较小，业务模式健康可持续。

装修方面，相较于自如等其他品牌长租公寓普遍采用重装修模式，相寓托管公寓中重装比例较小，仅有10-15%，单套成本约20000元；其余均仅作简装，成本2000元/套。轻装修投入的业务模式下，公司现金流及盈利压力较小，发展稳健。

我们认为，相寓的核心竞争力在于高效匹配，通过强大的门店及经纪网络快速获取房源及匹配租客，严格控制房屋空置期；同时，相寓轻装修的轻资产运营模式为公司带来健康的现金流及盈利空间。

图表 38. 房屋托管服务提供商，收入主要来自于服务费用



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 39. 相寓 VS 一般分散式长租公寓

对比维度	相寓	一般分散式长租公寓
核心客群	业主	租客
委托期	1-3 年	3-10 年
装配	根据业主诉求	标准化装配
服务费收取方式	仅业主端	两端收取
资产单位	套	间
典型企业	相寓	自如、优客逸家、蛋壳公寓、青客、寓见

资料来源：公司公告，中银国际证券

房屋资管业务收入测算

由于相寓收入=房源保有量*在管房源平均出租率*客单价，我们根据历史数据及市场增速对相寓 2019 年收入进行测算。

其中，我们对于在管房源量增速、出租率、客单价增速等数据根据历史趋势，结合未来预测，做相应估算，根据假设值做相应测算。

(1) 房源保有量

公司公告显示，截止 2018 年底，相寓业务已布局全国 14 个城市，在管房屋套数已达 30.3 万套，较 2017 年底增长 19%，管理规模处于全国领先水平。

由于长租公寓领域尚未出现垄断性龙头企业，近几年在抢占市场份额的阶段，大量企业纷纷通过布局、并购等途径试水房屋资产管理业务。伴随市场整体不断成熟，长租公寓运营主体优胜劣汰，拥有较高专业化及规范化的机构将优势愈发突出。我爱我家作为深耕长租公寓业务多年的行业龙头，我们预计扩张速度将维持高位，市占率逐年提升。

综上，我们预计相寓房源保有量保持 25 左右%的增速，2019 年在管房源约 $30.3 \times 1.25 = 37.9$ 万套。

(2) 在管房源平均出租率

公司公告显示，2018 年相寓全国平均出租率为 94.9%。

我们预计，伴随房屋资产管理业务运营效率稳步提升，公司长期稳定出租率约为 97%。

(3) 客单价

客单价为当年单套房屋平均资管服务收费额，根据数据推算，2018 年相寓的客单价为 0.58 万元（资管业务收入 / (房源量 * 出租率)）。

据统计，2015-18年，北京、上海、南京、杭州月租金年复合增长率 CGAR 分别为 11.8%、7.4%、8.4% 及 9.2%，因此根据企业规模的扩张、市场成熟程度、市场竞争关系以及人均效率等综合考虑，2019 年，预计客单价以 10% 的平均增长率平缓增长，约为 $0.58 \times 1.10 = 0.638$ 。

图表 40. 核心城市住宅年度平均租金

平均租金 (元/月·平米)	2015	2016	2017	2018
北京	775.14	863.80	901.14	1082.57
上海	729.96	792.56	758.05	876.34
南京	409.74	423.59	447.19	521.84
杭州	482.98	498.4	537.57	628.74

资料来源：万得，中银国际证券

综上所述，公司 2019 年房屋资管业务潜在收入规模为：

$$\text{房屋资管业务收入} = \text{房源保有量} \times \text{在管房源平均出租率} \times \text{客单价}$$

$$= 37.9 \times 97\% \times 0.638 = 23.45 \text{ 亿元，较 2018 年提升约 41.7\%。}$$

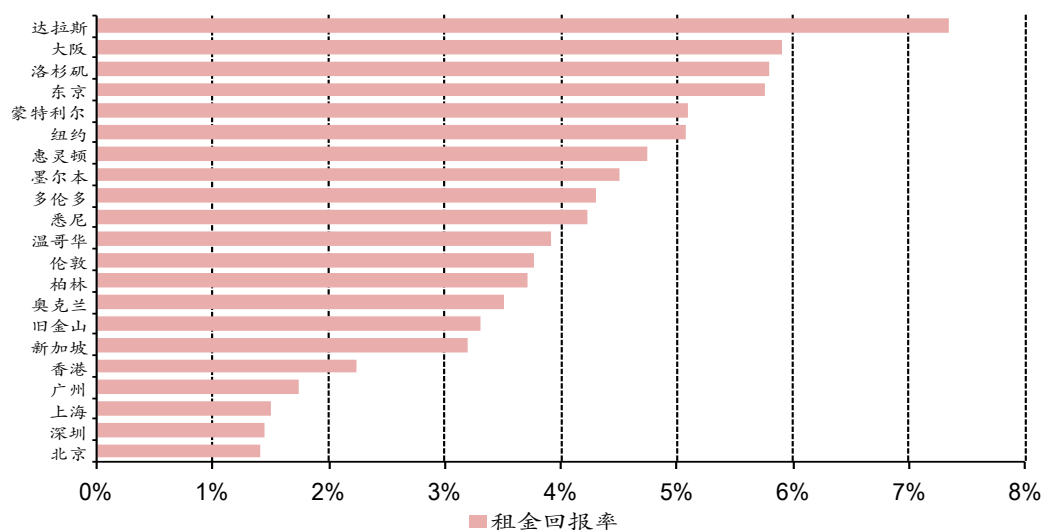
租赁市场成长空间可期

租房市场租金回报率及租金水平提升

今天中国大部分城市的租金回报率只有 1%-3%，这是租赁运营的最大挑战所在。未来随着租房人群多元化和租金持续增长，这一状况有望逐步缓解。据贝壳研究院测算：未来 3-5 年，中国将有超过 2 亿人进入租房市场，租金规模将超过 2 万亿元人民币。对比来看，美国 2015 年租户家庭超过 4000 万，租金规模超过 3 万亿元人民币，中国未来的租房市场空间巨大。

租金方面，与国际城市相比，我国主要城市仍存在非常大的差距。根据链家研究院提供的“世界大城市总人口和住宅租金 GMV 情况”统计数据，纽约、洛杉矶、东京人口分别只有上海的 4/5、7/10、1/2，但租金 GMV 却分别达到 4,620 亿元、3,907 亿元、2,746 亿元，分别是上海的近 3.8 倍、3.2 倍、2.3 倍。就连人口不足上海 1/3 的香港，租金 GMV 也明显超过上海。可见，中国一线城市住房租金 GMV 的增长空间非常广阔。

图表 41. 中国住房租赁市场租金回报率率较低

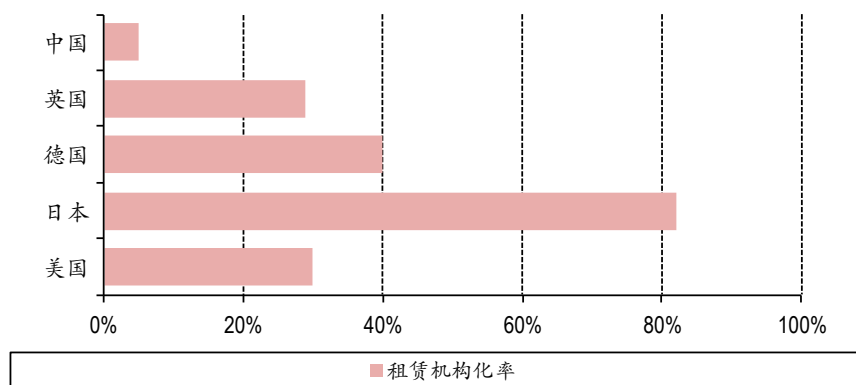


资料来源：中国指数研究院，中银国际证券

租赁机构化空间较大

我国当前住房租赁市场最突出的问题是供应总量不平衡、供给结构不合理。快速增长的品质租房消费升级需求得不到有效满足，市场化的住宅租赁经营机构在供给中的比重仍然很低，专业化、机构化的租赁服务仍然十分短缺。粗略估计，2016年有一定规模的品牌公寓企业只有1000多家，运营管理的房间数量约100万间，市场占有率仅2%左右。进一步对比，日本租赁市场最大的托管公司大东建托管理的房屋数量超过90万套，市场占有率接近8%，日本前十名企业管理的房间数量市占率超过30%。随着机构在匹配效率以及提供品质租房的优势愈发明显，行业机构化率及集中度预计将不断提升。

图表 42. 中国住房租赁市场机构化率较低



资料来源：中国指数研究院，中银国际证券

租赁政策支持

房屋租赁市场是我国房地产产业链中的重要组成部分，为了鼓励和推动住房租赁市场的健康发展，自2015年以来，国家和地方政府出台了一系列政策文件，从各层面鼓励推进租房租赁市场的发展。随着国家“租购并举”政策的落地，房屋租赁市场也在快速发展中，部分城市在市场下行的压力下放松入户政策，也给租赁市场带来了前所未有的机遇期。



图表 43. “住房租赁”是房地产产业链中唯一受政策鼓励的子领域

时间	事件/文件	主要内容
2015 年 1 月	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	积极推进租赁服务平台建设，大力培育发展住房租赁经营机构，完善公共租赁住房制度，拓宽融资渠道，推动房地产开发企业转型升级。用 3 年时间基本形成渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。
2015 年 10 月	国家税务总局《减免税政策代码目录》	按政府规定价格出租公有住房和廉租住房免征营业税、个人出租房屋减征个人所得税，个人出租住房房产税暂减按 4% 的税率征收。
2016 年 2 月	国务院《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	发展新型城镇化是现代化的必由之路，在完善城镇住房制度方面，首先就要建立购房与租房并举、市场配置与政府保障相结合的住房制度，健全以市场为主满足多层次需求、以政府为主提供基本保障的住房供应体系。
2016 年 6 月	国务院《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	对我国住房租赁市场给予方向性鼓励，鼓励金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，向住房租赁企业提供金融支持。
2017 年 5 月	住建部《住房租赁和销售管理条例(征求意见稿)》	国家鼓励发展规模化、专业化的住房租赁企业，支持住房租赁企业通过租赁、购买等方式多渠道筹集房源，支持个人和单位将住房委托给住房租赁企业长期经营。
2017 年 10 月	十九大报告《决胜全面建成小康社会夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017 年 12 月	中央经济工作会议	加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。
2018 年 3 月	《2018 年国务院政府工作报告》	支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房；加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018 年 5 月	住建部《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	要大幅增加租赁住房、共有产权住房用地供应，确保公租房用地供应。力争用 3—5 年时间，公租房、租赁住房、共有产权住房用地在新增住房用地供应中的比例达到 50% 以上。
2019 年 1 月	发改委《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	支持人口净流入、房价高、租赁需求大的大中城市多渠道筹集公租房和市场租赁的住房房源，将集体土地建设租赁住房作为重点支持的内容。

资料来源：相关政府网站，中银国际证券

新房业务，收购蓝海购拓展商业地产版图

多业务协同发展，线上线下深度融合

公司新房业务包括：

(1) 新房代理业务：为开发商提供包括销售前台服务、销售后台事务管理，佣金费率约 0.8%；运营品牌为“伟业顾问”。

(2) 代销业务：作为开发商的分销渠道，为其带来客源，向开发商收取佣金，佣金费率 2-2.5%；运营品牌为“我爱我家”。

(3) 顾问策划业务：为开发商提供项目策划、营销方案等服务，收取服务费；运营品牌为“汇金行”。

(4) 电商业务：作为开发商的渠道分销商、整合线下中小房地产中介机构，以线上网站及手机 APP 平台宣传、线下机构带客源现场看盘的方式，通过向楼盘提供客源，收取渠道分销费、向合作的其他房地产中介支付返费；运营品牌为“汇金行”。

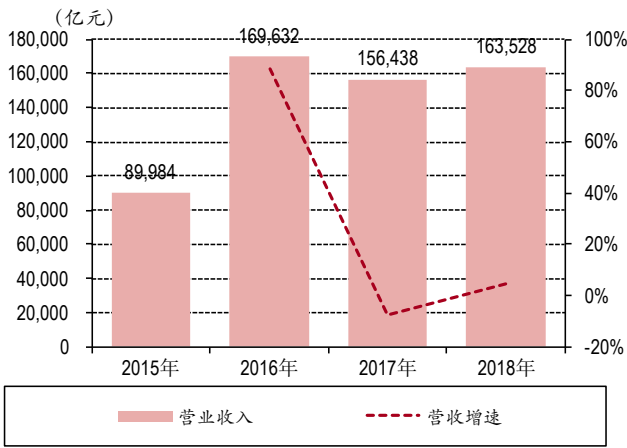
图表 44. 新房代理、分销及电商业务联动协同关系



资料来源：中国指数研究院，中银国际证券

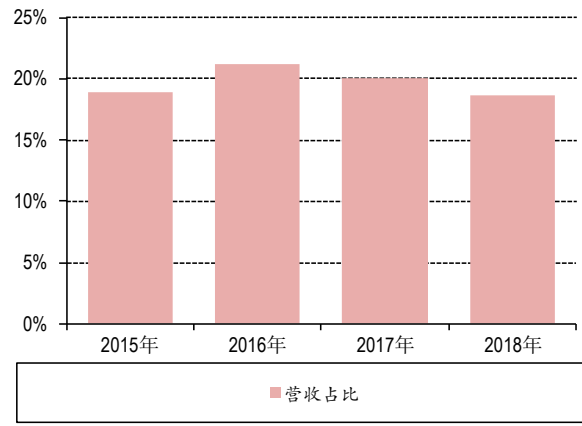
2018 年，公司打破城市间的限制，形成了区域城市间联动。同时，公司新房事业部所覆盖的 10 个城市新房参考市占率均实现同比大幅提升。2018 年，公司新房累计业务收入 16.3 亿元，与去年同期相比增幅 4.5%；新房业务毛利率 28.86%，为三项主营业务中利润率最高的板块。

图表 45. 新房业务 2015-18 年营收及其增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 46. 收入占比稳定



资料来源：公司公告，中银国际证券

收购“蓝海购”，拓展商业新房领域

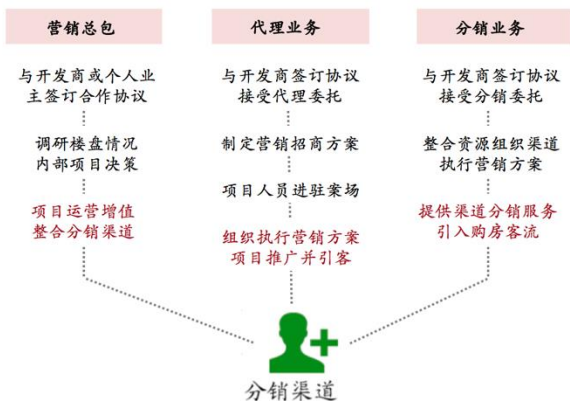
2019年，我爱我家拟以收购蓝海购100%股权，增强商业地产的运营与去化能力。

蓝海购2013年于长沙创立，自创立起即立足于房地产经纪业务，近年来逐渐聚焦于商业地产营销及运营细分市场，是社区体验式商业及商业公寓销售运营专业服务商。蓝海购立足销售，逐步形成了包含定位咨询、项目规划、产品设计、业态布局、运营优化及招商销售的全流程服务能力。目前其主营业务已经发展至长沙、上海、武汉、南京、石家庄、西宁等全国十多个城市，在上述城市的商业地产细分领域，获得了行业较高的认可度和知名度。蓝海购在商业新房领域的运营经验能够对上市公司现有业务进行有效的补充，为我爱我家在商业地产及新房领域的发展进一步奠定基础。

蓝海购目前主要布局于房地产服务业中端及后端市场提供各类型营销及运营。在中端市场，蓝海购主要采取营销总包、代理、分销等营销模式向开发商提供房地产营销策划服务；在后端市场，蓝海购主要向开发商提供物业的招商及运营服务。此外，蓝海购还向开发商提供物业的广告策划及推广服务。2018年度和2017年度，蓝海购实现的营业收入分别为15,081.27万元和13,996.21万元，归属于母公司的净利润分别为5,564.08万元和4,215.58万元。

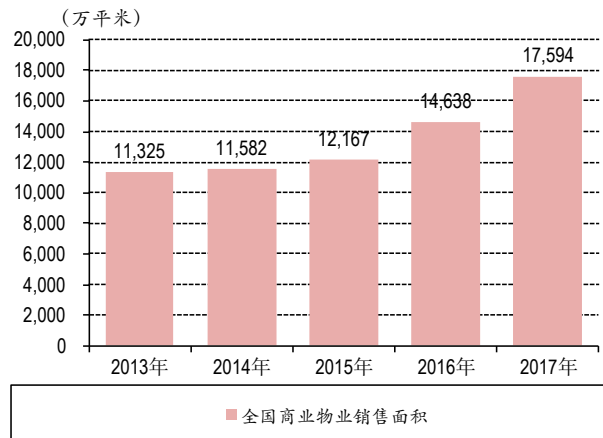
截至2018年底，蓝海购净资产评估价值为5.82亿元，评估增值3.86亿元，增值率197.68%。我爱我家拟以支付现金的方式收购蓝海购100.00%股权，合计对价5.60亿元。蓝海购承诺，自2019年初起，截至2019年底、2020年底和2021年底累积实现的扣非归母净利润分别不低于0.7、1.5及2.4亿元。

图表 47. 2018 年蓝海购房地产营销服务业务模式



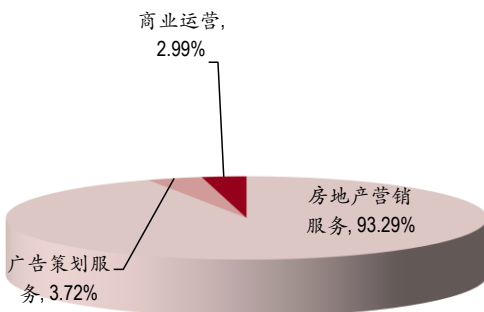
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 48. 全国商业物业销售面积



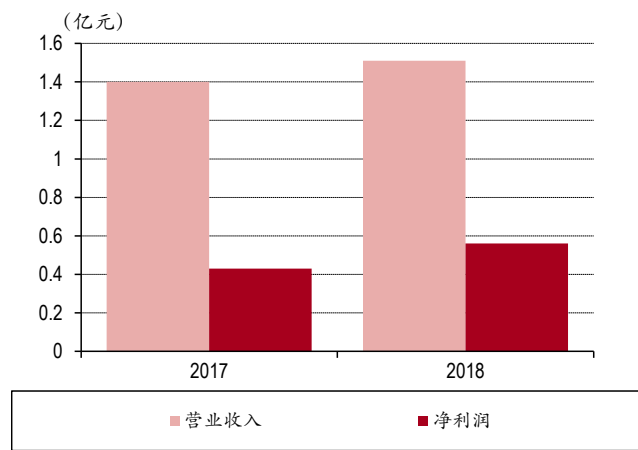
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 49. 2018 年蓝海购业务构成占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 50. 蓝海购 2017-2018 经营业绩



资料来源：公司公告，中银国际证券

新房业务收入测算

国家统计局数据显示，2019 年 1-4 月全国商品房销售额 3.9 亿元，同比增长 8.1%；其中，住宅销售额 3.8 亿元，同比增长 10.6%；整体增速较去年回落，但区域结构分化明显，一二线成交回升，并在一季度形成“小阳春”态势。具体而言，2019 年一季度，公司核心城市商品住宅成交额均呈现显著回暖态势，其中上海、天津均实现超过 50% 的高增速，北京新房销售额翻两倍，杭州由于高基数成交有所下滑。

图表 51. 核心城市近三年一季度商品住宅成交额

	2017Q1		2018Q1		2019Q1	
	成交额 (亿元)	成交额 (亿元)	同比增速 (%)	成交额 (亿元)	同比增速 (%)	
北京	491.43	217.32	(56)	664.72	206	
上海	700.18	526.83	(25)	824.87	57	
杭州	466.42	712.43	53	431.84	(39)	
天津	515.04	233.89	(55)	357.00	53	

资料来源：国家统计局，万德，中银国际证券

总体而言，2019 年一手房销售整体回暖，结合公司的经营情况及收并购等未来发展计划，我们预计其新房业务会有较高增长，2015-18 年公司新房业务营收的复合增长率 CGAR=22.0%，我们预计其 2019 年增速 25%，既 2019 年二手房租赁业务收入 20.4 亿元。

互联网创新优势，精准把握客户需求

我爱我家依靠扎实的线下业务基础，形成了强大的互联网创新优势，依托我爱我家网“5i5j.com”开发并陆续上线了集 WAP 手机版网站、APP、微信公众服务平台等多渠道的移动综合服务平台体系。截至 2018 年底，我爱我家官网日均访问量超 30 万、APP 总下载量约 900 万、呼叫中心年呼入量约 300 万。公司网站、核心业务系统中存储了业务涵盖的各大中城市的大量楼盘、房源、交易信息以及商业资产管理已有的目标客户信息，共计服务客户总数量约 5000 万，开发商顾问累计服务约 1000 家企业、4000 个项目。线下实现多入口全场景流量转化，线上线下融合助力效率提升，有效帮助公司精准把握客户需求，实现交易双方更高效匹配，大大增加客户粘性。

图表 52. 多渠道移动综合服务平台实现全场景流量转化



资料来源：公司公告，中银国际证券

盈利预测及投资建议

2018年公司实现归母净利润6.3亿元，同比增长766%（以我爱我家房地产经纪有限公司口径统计，2018年增速19%）。考虑到公司目前中国二手房及租赁市场尚处于快速发展阶段，成长空间巨大，机构化率及集中度有望持续提升，公司作为存量房市场龙头经纪商，伴随市占率及人均效率的不断提升，公司未来营收和业绩的释放空间较大。另一方面，公司外延并购加速推进，横向拓展市场的成长空间值得期待。我们预测公司2019-2021年净利润分别为7.5亿、8.7亿、10.1亿，对应市盈率分别为15.6倍、13.3倍、11.5倍，为A股房地产经纪公司典范，业绩有望持续超预期，首次覆盖给予**增持**评级。

图表 53. 营业收入及净利润测算

年度	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
经纪业务收入(百万元)	5,542	5,139	5,485	6,692	7,696	8,619
增长率(%)	62	(7)	7	22	15	12
毛利率(%)	22	NA	28	30	30	30
资管业务收入(百万元)	780	1,098	1,655	2,350	3,055	3,971
增长率(%)	79	41	51	42	30	30
毛利率(%)	28	NA	24	26	26	26
新房业务收入(百万元)	1,696	1,564	1,635	2,044	2,453	2,943
增长率(%)	89	(8)	5	25	20	20
毛利率(%)	33	NA	29	30	30	30
商品销售业务收入(百万元)	NA	895	866	866	866	866
增长率(%)	NA	NA	(3)	0	0	0
毛利率(%)	NA	17	17	18	18	18
其他业务收入(百万元)	139	374	1,051	1,051	1,051	1,051
增长率(%)	55	169	181	0	0	0
毛利率(%)	49	NA	65	30	30	30
主营业务收入(百万元)	8,032	7,989	10,190	11,203	13,186	15,534
增长率(%)	68	(1)	28	4	19	18
综合毛利率(%)	25	28	30	29	29	29
归属于母公司净利润(百万元)	322	531	631	746	873	1013
增长率(%)	75	65	19	17	17	16
净利率(%)	4	6	6	7	7	6

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 54. 行业可比公司估值（万得一致预期）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	预测 PE 2019	预测 PE 2020	预测 PE 2021
002377.SZ	国创高新	40	9.68	8.04	6.68
002285.SZ	世联行	90	14.96	12.24	10.29

资料来源：万得，中银国际证券

风险提示

限售股解禁卖出压力

2019-2021年，公司有较大数量股份到期解禁，分别占总股本比例为28.36%、18.39%及4.96%，明细及时间表如下，对于公司股价或造成一定压力。

图表 55. 公司限售解禁明细

时间	解禁对象	主要内容	占总股本
2019年1月2日	要嘉佳、赵铁路、西藏利禾、太合达利、执一爱家	原我爱我家股东，不参与业绩承诺，股份发行(2017.12.31) 12个月后解禁	2.93%
2019年1月2日	刘田、张晓晋、李彬、茂林、泰洁、新中吉文、达孜时潮、陆斌斌、徐斌	原我爱我家股东，参与业绩承诺，股份发行(2017.12.31) 12个月后，若2017年业绩满足业绩承诺，本期解禁30%	3.81%
2019年2月11日	西藏太和先机	第一大股东，2014年参与非公开发行所认购股份解禁	12.49%
2019年2月11日	海立方舟、中建新城	募集配套资金引入的战略股东，股份发行(2017.12.31) 12个月后解禁	5.33%
2019年5月13日	刘田、张晓晋、李彬、茂林、泰洁、新中吉文、达孜时潮、陆斌斌、徐斌	原我爱我家股东，参与业绩承诺，股份发行(2017.12.31) 12个月后，若2018年业绩满足业绩承诺，本期解禁30%	3.81%
2019年年报公布后	刘田、张晓晋、李彬、茂林、泰洁、新中吉文、达孜时潮、陆斌斌、徐斌	原我爱我家股东，参与业绩承诺，股份发行(2017.12.31) 12个月后，若2019年业绩满足业绩承诺，本期解禁40%	5.08%
2020年12月29日	东银玉衡、瑞德投资	原我爱我家股东，不参与业绩承诺，股份发行(2017.12.31) 36个月后解禁	9.50%
2021年2月5日	西藏太和先机	第一大股东，募集配套资金时大股东认购的股份，股份发行(2017.12.31) 36个月后解禁	4.96%

资料来源：公司公告，中银国际证券

二手房交易规模不及预期

公司收入及业绩与北京、上海、杭州、南京等地二手房交易规模密切相关。若二手房交易收到政策、经济等因素影响，规模及活跃度不及预期，公司收入及利润或承担下行风险。



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,319	10,692	11,086	13,203	15,534
销售成本	(925)	(7,541)	(7,921)	(9,441)	(11,119)
经营费用	(169)	(1,387)	(1,977)	(2,369)	(2,802)
息税折旧前利润	224	1,764	1,188	1,393	1,613
折旧及摊销	(64)	(615)	(90)	(92)	(94)
经营利润(息税前利润)	160	1,149	1,098	1,300	1,519
净利息收入/(费用)	(47)	(100)	104	91	83
其他收益/(损失)	(4)	(74)	6	7	8
税前利润	88	947	1,156	1,352	1,568
所得税	(17)	(299)	(346)	(404)	(468)
少数股东权益	(3)	(65)	(64)	(75)	(87)
净利润	68	583	746	873	1,013
核心净利润	68	583	746	873	1,013
每股收益(人民币)	0.042	0.247	0.317	0.371	0.430
核心每股收益(人民币)	0.042	0.247	0.317	0.371	0.430
每股股息(人民币)	0.010	0.070	0.082	0.096	0.111
收入增长(%)	(91)	711	4	19	18
息税前利润增长(%)	(84)	619	(4)	18	17
息税折旧前利润增长(%)	(78)	686	(33)	17	16
每股收益增长(%)	(94)	492	28	17	16
核心每股收益增长(%)	(94)	492	28	17	16

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	88	947	1,156	1,352	1,568
折旧与摊销	64	615	90	92	94
净利息费用	68	128	(52)	(46)	(41)
运营资本变动	(198)	(608)	78	174	193
税金	(17)	(299)	(346)	(404)	(468)
其他经营现金流	(5)	23	(7)	(11)	(15)
经营活动产生的现金流	1	805	920	1,158	1,331
购买固定资产净值	(281)	(686)	0	0	0
投资减少/增加	748	(523)	52	46	41
其他投资现金流	533	(882)	1,395	(26)	(28)
投资活动产生的现金流	999	(2,091)	1,447	20	14
净增权益	0	1,669	0	0	0
净增债务	68	(26)	(1,629)	(1,423)	(1,394)
支付股息	(100)	(268)	(193)	(226)	(262)
其他融资现金流	110	282	1,395	(26)	(28)
融资活动产生的现金流	78	1,657	(427)	(1,675)	(1,683)
现金变动	1,078	371	1,939	(497)	(338)
期初现金	920	1,972	2,212	4,112	3,619
公司自由现金流	1,000	(1,286)	2,366	1,178	1,345
权益自由现金流	1,068	(1,312)	737	(245)	(48)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,972	2,212	4,112	3,619	3,286
应收帐款	1,891	2,245	2,327	2,772	3,261
库存	672	597	619	737	867
其他流动资产	2,862	3,425	665	786	919
流动资产总计	7,397	8,478	7,723	7,914	8,334
固定资产	428	426	510	595	679
无形资产	5,851	5,845	5,845	5,845	5,845
其他长期资产	3,456	3,620	3,509	3,634	3,789
长期资产总计	9,735	9,890	9,864	10,074	10,314
总资产	17,132	18,369	17,587	17,988	18,647
应付帐款	4,327	3,699	3,892	4,641	5,467
短期债务	601	2,173	1,480	993	535
其他流动负债	1,839	1,480	1,510	1,780	2,079
流动负债总计	6,768	7,351	6,882	7,414	8,081
长期借款	1,270	334	(602)	(1,537)	(2,473)
其他长期负债	1,054	1,191	1,219	1,330	1,453
股本	1,625	2,356	2,356	2,356	2,356
储备	6,150	7,051	7,597	8,236	8,977
股东权益	7,776	9,406	9,953	10,592	11,332
少数股东权益	265	86	134	189	254
总负债及权益	17,132	18,369	17,587	17,988	18,647
每股帐面价值(人民币)	4.78	3.99	4.23	4.50	4.81
每股有形资产(人民币)	1.18	1.51	1.74	2.01	2.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.06)	0.13	(1.37)	(1.77)	(2.22)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.0	16.5	10.7	10.5	10.4
息税前利润率(%)	12.1	10.7	9.9	9.8	9.8
税前利润率(%)	6.7	8.9	10.4	10.2	10.1
净利率(%)	5.2	5.5	6.7	6.6	6.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
利息覆盖率(倍)	1.8	7.4	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	3.1	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
估值					
市盈率(倍)	117.9	19.9	15.6	13.3	11.5
核心业务市盈率(倍)	117.9	19.9	15.6	13.3	11.5
市净率(倍)	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	14,542.8	14.4	12.6	10.0	8.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	51.3	6.8	7.1	5.3	4.0
周转率					
存货周转天数	330.6	30.7	28.0	26.2	26.3
应收帐款周转天数	337.7	70.6	75.3	70.5	70.9
应付帐款周转天数	733.5	137.0	125.0	117.9	118.8
回报率					
股息支付率(%)	29.6	41.4	37.0	36.9	36.9
净资产收益率(%)	1.2	6.8	7.7	8.5	9.2
资产收益率(%)	1.1	4.4	4.3	5.1	5.8
已运用资本收益率(%)	2.4	10.7	10.0	12.7	15.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371