

我爱我家 (000560.SZ)

优于大市

短期政策利好叠加长期行业趋势，迎接存量房交易发展机遇

核心观点

行业变革叠加政策利好，存量房交易迎来发展机遇。新房销售自2021年来持续低迷，但二手成交基本保持平稳。2023年全国住宅交易额中二手房占比41%，较2021年上升11pct。2024年9月中央政治局会议首提“止跌回稳”并出台多项重磅利好政策，10月以来二手成交量迎来更强劲增长。2024年前10月，核心14城二手住宅/新建住宅成交套数平均为2.0（2023年1.5、2019年0.9），扭转了新房为主的住房交易结构，存量房交易重要性提升。

公司廿载深耕房产中介行业，聚焦核心城市。公司实施自营为主、加盟为辅的经营策略，截至24Q3末运营中介门店2613家，经纪人总数约3万，规模处于行业领先水平。2023年，公司实现住房总交易额2843亿元，其中三大主营业务（经纪业务、新房业务、资产管理业务）的GTV占比分别为78%、16%、6%。经纪业务是公司业绩基石，GTV市占率约3.1%，佣金率约1.8%，公司70%门店布局在北京、上海、杭州，市占率稳中有升，贡献约90%收入。新房业务GTV市占率约0.4%，佣金率约2.8%。资产管理业务以相寓为主，截至24Q3末在管房源30.4万套，连续四年稳定增长，有助于公司穿越周期。

商业模式轻、业绩弹性大，全年有望扭亏为盈。公司历史业绩波动较大，与地产行业景气度紧密挂钩，但负债水平低，资金状况好，足以保障经营安全。2023年，公司营业收入121亿元，归母净利润-8.5亿元，主要受计提减值等非经营性和一次性因素合计约7亿元的拖累。2024年前三季度，公司营业收入88亿元，同比-3%；归母净利润0.1亿元，扭亏为盈；毛利率为7.4%，归母净利率为0.1%。2024H1经纪业务、新房业务和资产管理业务的毛利率分别为23%、13%、-5%（若调回资产处置收益科目的租金收益则实际毛利率为12%），业绩修复主要依赖经纪业务的好转，一方面来自于行业整体回暖，另一方面来自于公司在核心城市的市占率提升。受益于5月以来的政策利好，公司Q3单季度GTV同比转正。考虑到Q4楼市表现更佳，全年业绩可期。

盈利预测与估值：公司是A股房产中介领域稀缺标的，受益于地产销售回暖，业绩复苏弹性可期。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为4.0-4.4元，较当前股价有12%-23%的空间。预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.6/2.8/3.9亿元，对应每股收益分别为0.07/0.12/0.17元，对应当前股价PE分别为53/30/21倍，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：若经济增速放缓、居民收入预期下降、政策放松不及预期、房企信用风险事件冲击等因素导致楼市量价波动，公司经营会受到不利影响。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,673	12,092	13,615	14,535	15,269
(+/-%)	-2.4%	3.6%	12.6%	6.8%	5.0%
归母净利润(百万元)	-306	-848	159	278	392
(+/-%)	--	--	--	75.1%	41.0%
每股收益(元)	-0.13	-0.36	0.07	0.12	0.17
EBIT Margin	-6.3%	-7.3%	4.2%	4.6%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	--	--	1.6%	2.8%	3.8%
市盈率 (PE)	--	--	53.0	30.3	21.5
EV/EBITDA	--	--	47.9	41.6	37.3
市净率 (PB)	0.82	0.89	0.87	0.85	0.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

房地产·房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

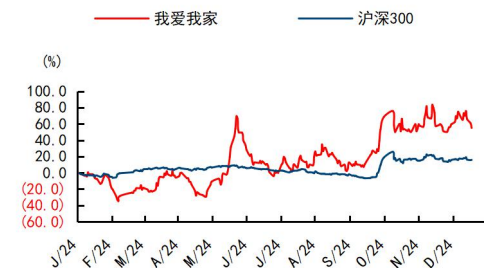
wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	优于大市(首次评级)
合理估值	4.00 - 4.40元
收盘价	3.44元
总市值/流通市值	8103/7758百万元
52周最高价/最低价	4.29/1.42元
近3个月日均成交额	1180.84百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

深耕房产中介领域，迎接存量时代发展机遇	5
行业变革叠加政策利好，存量房交易迎来发展机遇.....	5
廿载深耕房产中介行业，实控人持股保持稳定.....	9
积极调整经营策略，业绩修复弹性可期	10
经纪业务是业绩基石，资管业务正茁壮成长.....	10
自营为主、加盟为辅，更加聚焦核心城市.....	14
商业模式轻、业绩弹性大，全年有望扭亏为盈.....	16
盈利预测	20
未来 3 年盈利预测.....	20
盈利预测的敏感性分析.....	21
估值与投资建议	22
绝对估值：每股价值为 4.0 元，较当前股价有 12%的空间.....	22
相对估值：每股价值为 4.4 元，较当前股价有 23%的空间.....	23
投资建议.....	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26

图表目录

图 1: 历年全国商品房销售面积及同比.....	5
图 2: 历年全国住宅交易额中二手房交易额及同比.....	5
图 3: 历年全国住宅交易额中新房及二手房占比.....	5
图 4: 30 城新房与 18 城二手房单月成交相比 2019 年同期.....	5
图 5: 中国历年城镇人口增量 (万人)	6
图 6: 中国历年总人口增量 (万人)	6
图 7: 中国人均住宅建筑面积 (平方米)	6
图 8: 中国住宅竣工套数 (万套)	6
图 9: 历年中国各城市能级常住人口占比.....	7
图 10: 各城市能级分时间段常住人口数量变化 (单位: 万人)	7
图 11: 历年全国新建商品住宅交易额各能级城市占比变化.....	7
图 12: 历年全国二手住宅交易额各能级城市占比变化.....	7
图 13: 中国核心 14 城二手住宅/新建住宅成交套数.....	7
图 14: 中国核心 14 城二手住宅/新建住宅套均成交面积 (2024 年前 10 月)	8
图 15: 房产中介行业主要公司的商业模式.....	8
图 16: 公司发展历程.....	9
图 17: 公司股权架构 (截至 2024Q3 末)	9
图 18: 历年公司实控人谢勇及一致行动人持股比例.....	10
图 19: 历年五八有限公司持股比例.....	10
图 20: 公司历年住房总交易金额 (GTV) 及同比.....	11
图 21: 公司历年毛利润及同比.....	11
图 22: 公司历年货币化率.....	11
图 23: 公司历年毛利率.....	11
图 24: 公司历年经纪业务收入及同比 (单位: 亿元, %)	12
图 25: 公司历年新房业务收入及同比 (单位: 亿元, %)	12
图 26: 公司历年资管业务收入及同比 (单位: 亿元, %)	12
图 27: 公司历年相寓在管房源及同比.....	12
图 28: 公司各业务类型半年度 GTV (单位: 亿元)	13
图 29: 公司各业务类型半年度毛利润 (单位: 亿元)	13
图 30: 公司各业务类型半年度货币化率.....	13
图 31: 公司各业务类型半年度毛利率.....	13
图 32: 公司各业务类型 GTV 占比, 2023 前三季度.....	14
图 33: 公司历年各业务类型营收占比.....	14
图 34: 公司历年主营业务毛利率水平.....	14
图 35: 公司历年主营业务类型毛利润占比.....	14
图 36: 公司历年门店数量及同比.....	15
图 37: 公司历年经纪人数量及同比.....	15

图 38: 公司历年直营门店数量及占比.....	15
图 39: 公司历年加盟店数量及覆盖城市个数.....	15
图 40: 18 城合计单季度二手房成交套数及同比.....	16
图 41: 北京单季度二手房成交套数及同比.....	16
图 42: 上海单季度二手房成交套数及同比.....	16
图 43: 杭州单季度二手房成交套数及同比.....	16
图 44: 公司历年营业收入及同比.....	17
图 45: 公司历年归母净利润及同比.....	17
图 46: 公司历年毛利率和归母净利率.....	17
图 47: 公司历年销管费率.....	17
图 48: 公司单季度营业收入及同比.....	17
图 49: 公司单季度归母净利润及同比.....	17
图 50: 公司单季度毛利率和归母净利率.....	18
图 51: 公司单季度销管费率.....	18
图 52: 公司历年总资产及同比.....	18
图 53: 公司历年资产负债率.....	18
图 54: 公司历年短期非流动负债和长期租赁负债占比.....	19
图 55: 公司历年净资产及同比.....	19
图 56: 公司历年货币资金及同比.....	19
图 57: 公司历年经营性现金流净额.....	19
表 1: 公司主要董事及高管 (截至 2024 年 12 月)	10
表 2: 公司未来三年各项业务收入预测表.....	21
表 3: 公司未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)	21
表 4: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)	22
表 5: 公司盈利预测假设条件.....	22
表 6: 公司资本成本假设条件.....	23
表 7: FCFF 现金流折算法计算简表 (单位: 百万元)	23
表 8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	23
表 9: 房地产服务行业上市公司主要财务指标 (股价选取 20241216, 货币单位为人民币)	24
表 10: 可比公司估值比较 (股价选取 20241216, 货币单位为人民币)	24

深耕房产中介领域，迎接存量时代发展机遇

行业变革叠加政策利好，存量房交易迎来发展机遇

中国新房销售自 2021 年来持续低迷，但二手成交基本保持平稳，形成鲜明对比。2023 年，商品房销售面积 11 亿 m²，较 2021 年最高点 18 亿 m² 下降 38%。2024 年前三季度，商品房销售面积 7.0 亿 m²，同比再降 17%。2023 年，全国住宅交易总额 17.4 万亿元，其中二手房交易额 7.1 万亿元，占比 41%，较 2021 年上升 11 个百分点。2024 年以来，二手房销售情况仍明显好于新房，18 城二手房单月成交相比 2019 年同期的表现始终强于 30 城新房。2024 年 9 月底，中央政治局会议首提“止跌回稳”并出台多项重磅利好政策，10-11 月二手房成交量迎来更强劲增长。

图1：历年全国商品房销售面积及同比



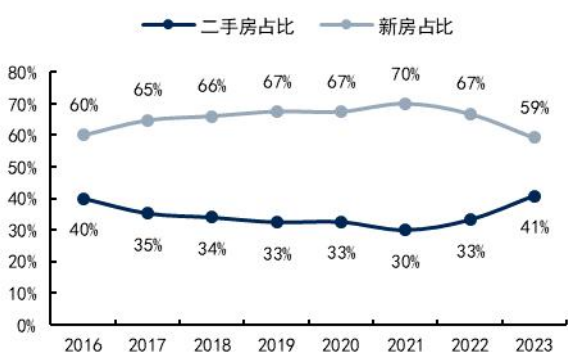
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：历年全国住宅交易额中二手房交易额及同比



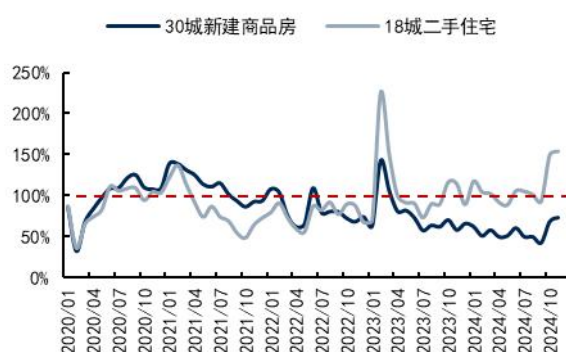
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：历年全国住宅交易额中新房及二手房占比



资料来源：国家统计局、贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

图4：30城新房与18城二手房单月成交相比2019年同期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

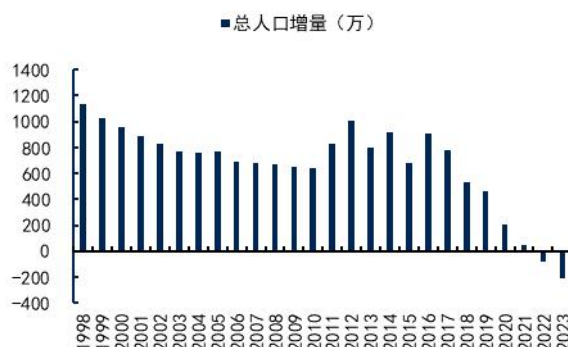
过去，中国巨大城镇人口增量拉动地产开发需求。但自 2017 年以来，城镇人口增量明显下滑，新增城镇居住需求显著减少，同时存量住宅数量还在不断累积。2020 年，中国家庭户人均居住面积达到 42 m²，较 2010 年提升 11 m²。截至 2023 年末，中国商品住宅累计竣工 1.34 亿套，较 2020 年末的 1.15 亿套再提升 17%。

图5: 中国历年城镇人口增量 (万人)



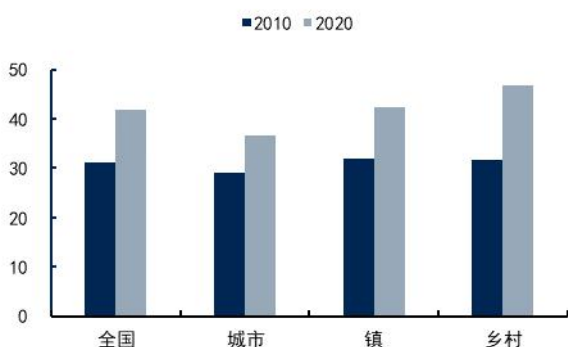
资料来源: Wind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国历年总人口增量 (万人)



资料来源: Wind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

图7: 中国人均住宅建筑面积 (平方米)



资料来源: 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

图8: 中国住宅竣工套数 (万套)



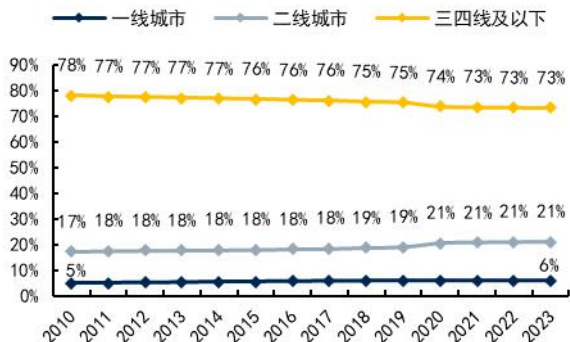
资料来源: 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

但中国不同区域经济发展差异较大, 因此人口进入城镇后仍会持续向高能级城市流动, 诞生新的居住需求。2019年, 发改委印发《新型城镇化建设重点任务》, 鼓励大城市逐渐放开放宽落户限制, 利好高能级城市进一步集聚人口。对比各城市能级 2019-2023 年与 2010-2019 年常住人口数量变化, 二线城市比一线城市更受益, 而三四线及以下城市人口流出明显。

相比新房, 二手房成交额中的高能级城市占比更大, 明显比新房更受益于行业新趋势。核心城市 2024 年住宅成交结构已经显著扭转了 2019 年新房为主的局面。2024 年前 10 月, 核心 14 城二手住宅/新建住宅成交套数的平均比值为 2.0 (其中一线城市为 1.7、二线城市为 2.1), 较 2023 年的 1.5、2019 年的 0.9 明显提升。

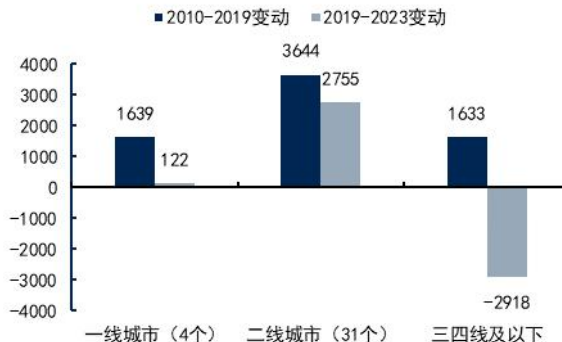
我们推测, 二手房市场崛起既受益于需求端利好政策, 也受益于人口流入带来的刚需。从套均成交面积看, 二手主要承接刚需, 而新房承接改善需求。2024 年前 10 月, 核心 14 城二手住宅套均成交面积平均为 96 m² (其中一线城市为 89 m²、二线城市为 99 m²), 而新建住宅套均成交面积明显更高, 平均 121 m² (其中一线城市为 108 m²、二线城市为 126 m²)。

图9: 历年中国各城市能级常住人口占比



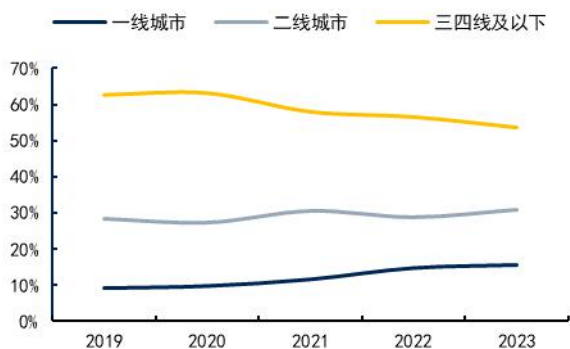
资料来源: 各地统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 各城市能级分时间段常住人口数量变化 (单位: 万人)



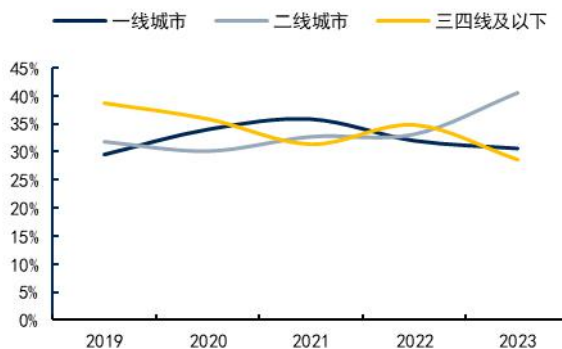
资料来源: 各地统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 历年全国新建商品住宅交易额各能级城市占比变化



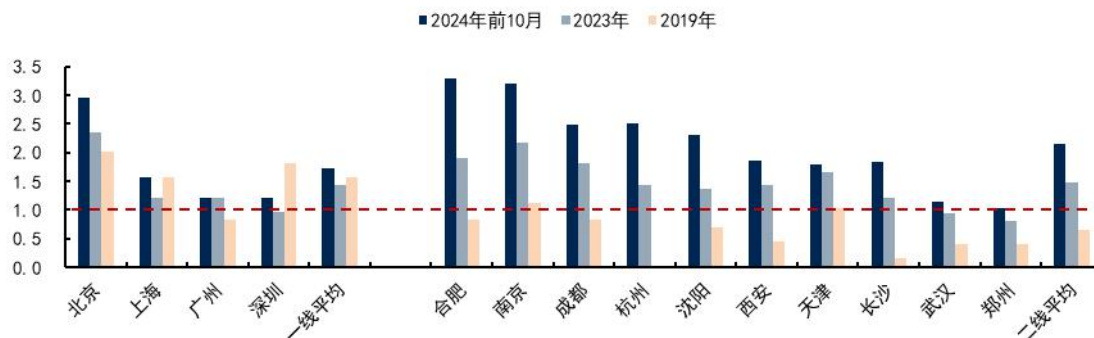
资料来源: 国家统计局、中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图12: 历年全国二手住宅交易额各能级城市占比变化



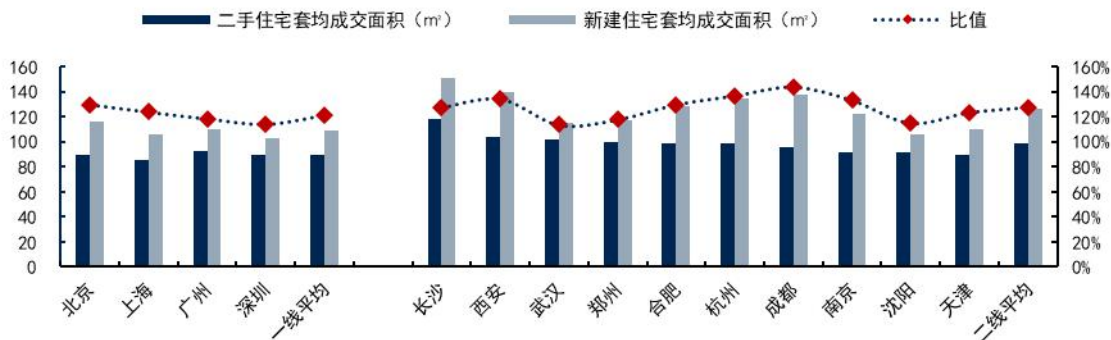
资料来源: 国家统计局、中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图13: 中国核心 14 城二手住宅/新建住宅成交套数



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图14: 中国核心 14 城二手住宅/新建住宅套均成交面积 (2024 年前 10 月)



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

房产中介主要通过促成房产买卖或租赁的交易以赚取佣金，能盘活住宅存量市场、协助新房去化，获取房源和客源的能力是房产中介收取佣金的核心竞争力。传统的房产中介在线下广铺门店、广招经纪人。伴随着信息化技术普及，有实力的房产中介开始在线下门店经营的基础上搭建线上平台。行业里也涌现出无门店根基的纯线上平台，不过发展至今，规模均不如有实体门店基础的房产中介。

- ◆ 链家、我爱我家、麦田、乐有家、中原、裕丰等中介品牌，均搭建线上平台，主要供直营门店使用，可以突破地域限制宣传房源、触及用户，提升效率。
- ◆ 贝壳在链家自营的基础上开放加盟，目前除链家以外的贝联门店和经纪人数量占比约八成，贡献了贝壳平台存量房交易额中的六成和新房交易额中的八成。
- ◆ 安居客、房天下等纯信息平台主要负责展示房源信息、导流客源，向经纪人收取的端口费、广告费，不参与具体交易，不担保房源的真实和经纪人的信用。
- ◆ 爱屋吉屋、大房鸭等纯交易平台则跳过线下门店，直接通过经纪人或房东与客户沟通降低交易成本，但很难获得房源，也回避不了线下建立信任的环节。

图15: 房产中介行业主要公司的商业模式

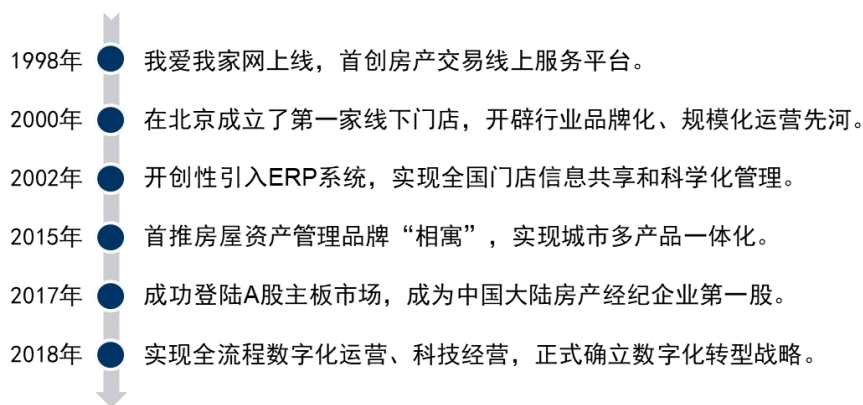


资料来源: 各中介公司官网、公司公告, 国信证券经济研究所整理

廿载深耕房产中介行业，实控人持股保持稳定

我爱我家是中国最早成立的全国性住房经纪服务企业之一。自1998年创建以来，公司历经二十余年的市场考验，已经沉淀为具有广泛国民认知度和深厚影响力的中国房产中介品牌。2017年，公司通过重组借壳上市，并于2018年将公司简称由“昆百大”变更为“我爱我家”，至今仍是A股房产中介领域稀缺标的。

图16: 公司发展历程

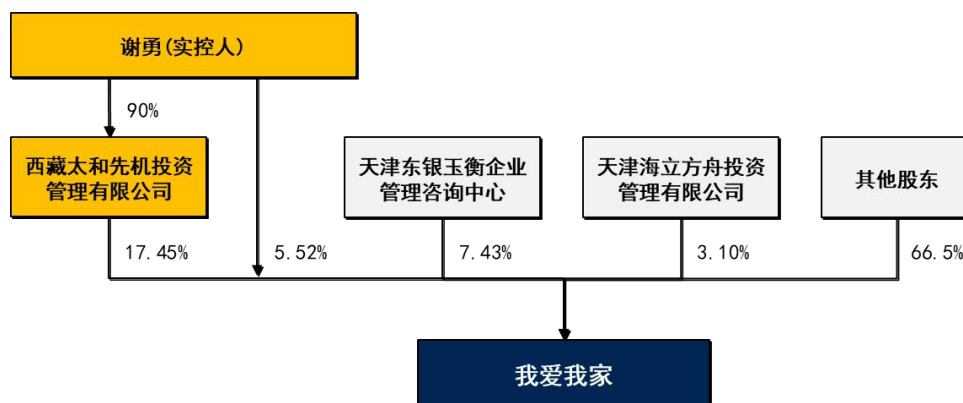


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

实控人持股比例稳定。公司实控人为董事长、总裁谢勇，直接持股5.52%，并通过西藏太和先机公司间接持股17.45%，合计控股22.97%，已连续六年保持稳定。天津东银玉衡和天津海立方舟分别持股7.43%和3.10%，分居第二和第三大股东。其他股东的持股比例均在2%以下。2018年，五八有限公司通过协议转让方式取得公司8.28%的股份，自2022年以来逐步减持，目前已退出十大股东行列。

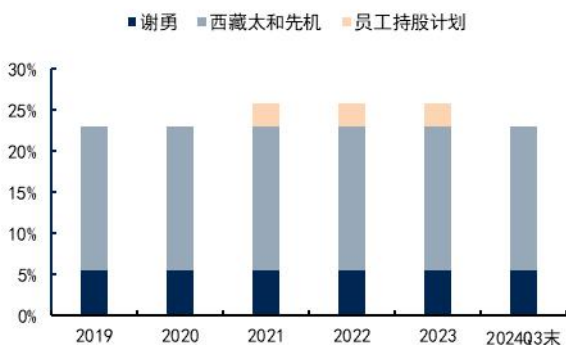
此外，公司的核心管理层较稳定。尤其副总裁高晓辉作为公司创建之初即加入的老员工，行业经验丰富。

图17: 公司股权结构（截至2024Q3末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 历年公司实控人谢勇及一致行动人持股比例



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 历年五八有限公司持股比例



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司主要董事及高管 (截至 2024 年 12 月)

姓名	职位	年龄	加入日期	履历
谢勇	董事长、总裁	52	2015 年	华东政法学院法学学士, 上海财经大学经济学硕士, 上海交通大学高级金融学院 EMBA。2014 年至今任西藏太和先机投资管理有限公司执行董事; 2015 年至今任我爱我家董事长、总裁。
高晓辉	副总裁	45	2001 年	北京大学工商管理硕士。2001 年加入北京我爱我家, 历任北京分公司副总经理、总经理, 自 2013 年起接手北京伟嘉安捷、北京伟业新房、北京相寓资产等管理工作; 2020 年至今任我爱我家副总裁。
刘洋	副总裁	47	2019 年	北京大学光华管理学院 EMBA, 香港大学 FBM, 具备全国房地产经纪人职业资格。2019 年至今任上海我爱我家房地产经纪有限公司总经理; 2021 年至今任我爱我家副总裁; 2022 年至今任上海相寓企业集团有限公司总经理。
代文娟	副总裁、审计部总经理	44	2012 年	中央财经大学会计学学士, 注册会计师、国际注册内审师、会计师、高级经济师。2012 年进入公司, 历任企划部副总经理、总经理, 财务副总监, 财务负责人, 财务总监。2017 年至今任我爱我家董事; 2018 年至今任我爱我家副总裁、审计部总经理。
段蟒	副总裁	54	1997 年	1997 年进入公司, 历任昆明百货大楼(集团)家电有限公司开远分公司经理、副总经理、总经理, 昆明百货大楼商业公司副总经理, 总经理。集团公司总裁助理。2015 年至今任昆明百货大楼投资控股有限公司商业综合事业部总经理, 2014 年至今任我爱我家副总裁。
张海琼	财务负责人	52	2023 年	东南大学学士学历, 中级会计师, 注册会计师, 注册税务师, 注册资产评估师。历任正道会计师事务所(上海)有限公司项目主审、上海万川会计师事务所有限公司项目经理、上海应明德会计师事务所(普通合伙)项目负责人、上海悦阅会计师事务所(普通合伙)执行事务合伙人、上海新宁会计师事务所有限公司项目负责人。2023 年 11 月至今, 任我爱我家财务负责人。
邹天龙	董事会秘书	40	2023 年	北京大学经济学学士及经济学硕士, 特许金融分析师。先后任职于中金公司、瑞银证券、中信产业基金等。2023 年 4 月加入公司, 现任我爱我家投资者关系总监、公司董事、董事会秘书。

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

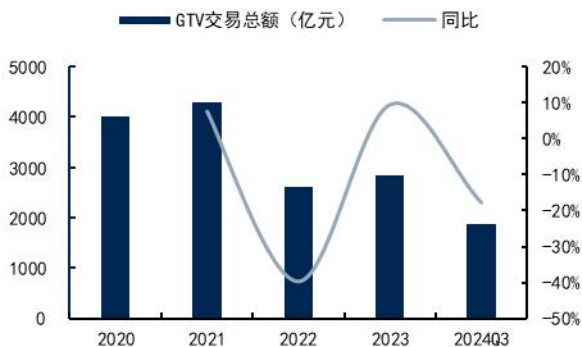
积极调整经营策略, 业绩修复弹性可期

经纪业务是业绩基石, 资管业务正茁壮成长

公司的主营业务为存量房经纪业务(包括买卖经纪和租赁经纪服务)、新房业务(向房企提供渠道服务和代理销售服务)和资产管理业务(以“相寓”为主)。2023 年, 公司经纪业务 GTV 市占率约为 3.1%, 新房业务 GTV 市占率约为 0.4%。其他业务主要包括 2017 年重组前公司旗下品牌“昆百大”运营管理的购物中心、百货商场、写字楼等商业资产的租赁及服务收入, 以及一些金融类业务。

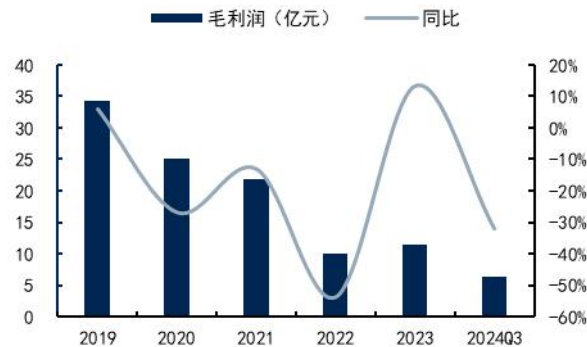
2023 年, 公司完成住房总交易金额(GTV) 2843 亿元, 同比+9%; 实现毛利润 11.5 亿元, 同比+13%。在 2024 年前三季度, 公司 GTV 为 1867 亿元, 同比-18%; 实现毛利润 6.5 亿元, 同比-32%, 涨跌趋势较为一致。但 2022 年前后, 代表 GTV 转化为营收比例的货币化率从低于 3% 陡升至接近 5%, 另一方面, 毛利率一路下降至 7% 附近。我们分析, 这主要因为公司近年来主营业务的收入结构发生了较大变化。

图20: 公司历年住房总交易金额 (GTV) 及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司历年毛利润及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司历年货币化率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司历年毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

与房产中介行业龙头贝壳开展家装家居、房屋租赁服务等二赛道业务一样, 公司的资产管理业务有效对冲经纪业务周期性波动给公司经营带来的不确定性。2021年来, 中国房地产市场发生剧变, 公司经纪业务和新房业务均受到较大冲击, 2023年收入仅分别相当于2021年的81%和55%, 而资产管理业务2023年的收入相当于2021年的1.8倍。2024H1, 公司经纪业务、新房业务和资产管理业务的营收同比分别为-24%、-40%、+16%。收入结构性变化进一步加剧。

与房地产开发商作为业主自持长租公寓的重资产运营模式不同, 公司角色类似“二房东”, 通过提高房源出租率和周转效率实现资管收益, 仅承担潜在的空置成本和租金下降损失, 风险较为可控。公司与房屋业主签订资产管理服务合同, 提供代理出租、代收转付租金、房屋保洁、后期修理等服务, 并收取管理服务费; 通过线上线下渠道将资管房源对外出租, 作为委托代理人与承租方签订租赁合同。公司目前拥有分散式和集中式两大产品谱系。

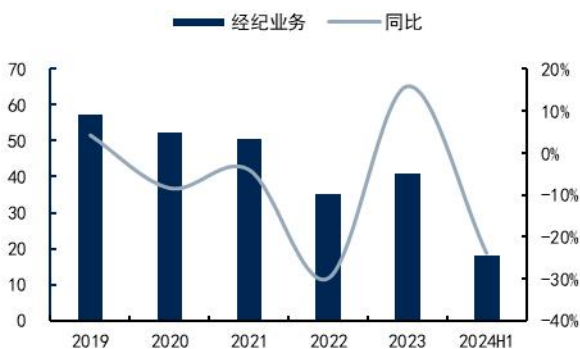
◆ **分散式房屋管理:** 公司自2021年度开始执行新的租赁准则。2021年1月1日前签订合同并获取的资管房源, 公司按收取的承租方房租价款扣除支付给业主方的房租价款后的净额确认管理服务费, 并在资产管理服务期限内分期确认收入; 2021年1月1日之后签订合同并获取的资管房源, 公司与业主方签订的管

理服务合同，按租赁准则确认使用权资产和租赁负债，并在资产服务期限内平均摊销；公司与承租方签订的租赁合同，作为转租赁业务，按照租赁准则的要求判断属于经营租赁还是融资租赁。对于融资租赁转租，公司确认应收融资款并终止确认转租赁房源的使用权资产，将差异金额计入资产处置收益；对于经营租赁转租，公司按租赁合同约定的租金金额分期确认收入。

- ◆ **整栋式公寓管理：**公司作为承租人与业主方签订租赁合同，根据合同约定支付租金，按照租赁准则确认使用权资产和租赁负债，并在租赁期限内平均摊销；公司与承租方签订的租赁合同，按租赁合同约定的租金金额分期确认收入。

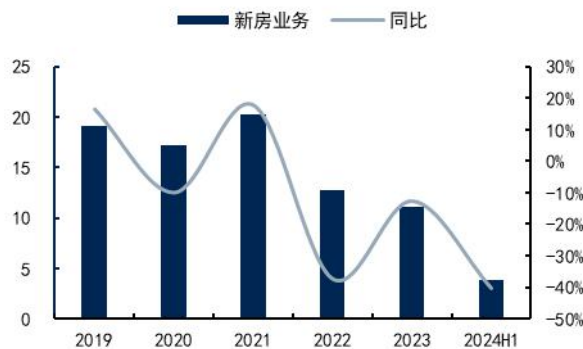
公司资产管理业务始于 2001 年开展的“房屋银行”租赁委托业务，经过多年耕耘，目前已覆盖北京、杭州、上海、苏州等十余个城市，累计服务超过 200 万业主、500 万租客，房屋资管总规模近万亿元，具备规模化及运营效率优势。截至 2024Q3 末，相寓在管房源 30.4 万套，连续四年稳定增长。2024H1，公司平均出房天数为 9.5 天，与 2023 年同期持平，出租率为 96.1%，继续保持在行业较高水平。

图24: 公司历年经纪业务收入及同比（单位：亿元，%）



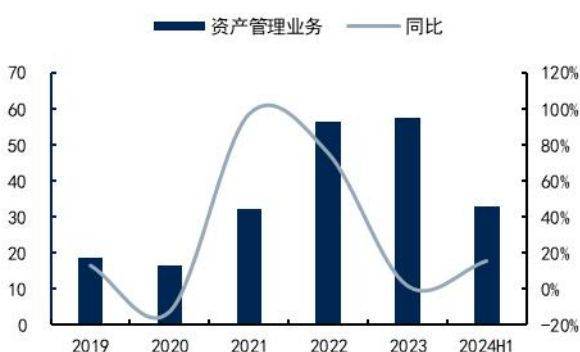
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25: 公司历年新房业务收入及同比（单位：亿元，%）



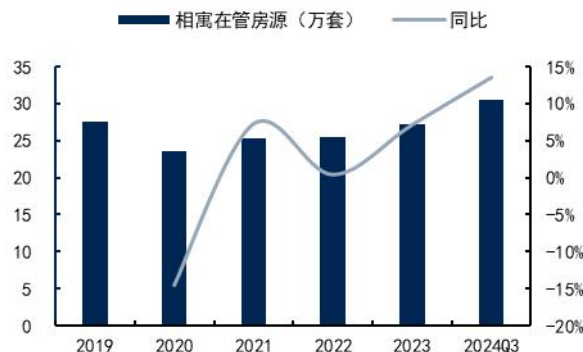
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26: 公司历年资管业务收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: 公司历年相寓在管房源及同比

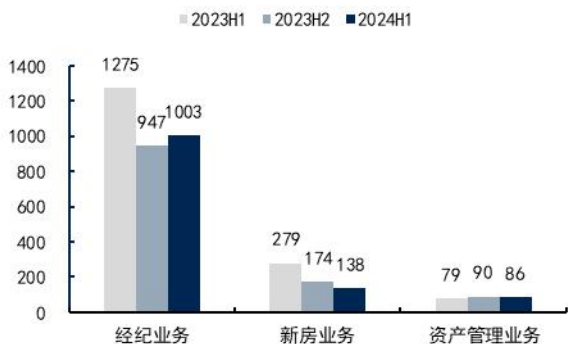


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资产管理业务的货币化率显著高于其他主营业务、但毛利率为负，因此收入占比高于 GTV 占比、低于毛利润贡献占比。2024H1，公司经纪业务、新房业务和资产

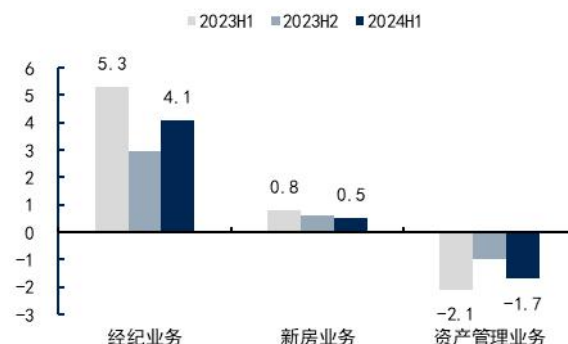
管理业务的货币化率分别为 1.8%、2.8%、38%，而毛利率分别为 23%、13%、-5%。不过，资产管理业务毛利率为负，主要原因是自 2021 年度开始执行新的租赁准则，公司将部分房源的租金收益确认至“资产处置收益”科目，若调整回该部分收益，资产管理业务 2022 年、2023 年、2024H1 的实际毛利率分别为 11.3%、13.3%、11.8%。

图28: 公司各业务类型半年度 GTV (单位: 亿元)



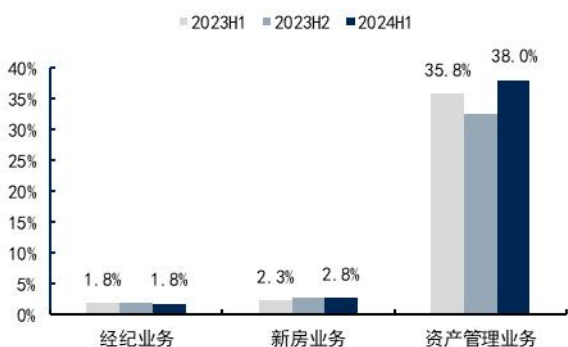
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 公司各业务类型半年度毛利润 (单位: 亿元)



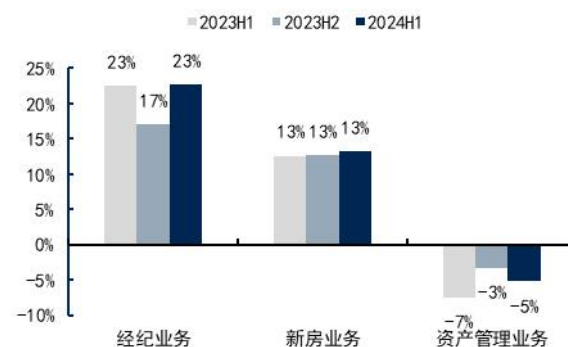
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司各业务类型半年度货币化率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 公司各业务类型半年度毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

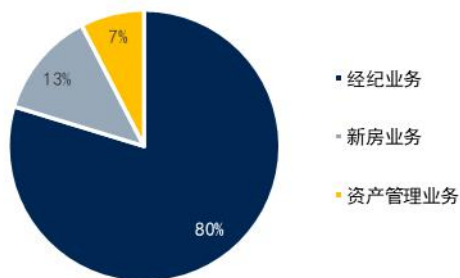
从交易额和利润贡献的角度看，经纪业务是公司的业绩基石。但资产管理业务的较快发展，一定程度上弥补了其他主营业务的收入下滑，有助于公司抵抗风险、穿越周期。展望后市，公司的业绩修复依然有赖于经纪业务的好转。

- ◆ **交易金额:** 公司经纪业务、新房业务、资产管理业务 2023 年 GTV 占比分别为 78%、16%、6%；2024 年前三季度 GTV 占比分别为 80%、13%、8%。受益于 2024 年 5 月以来出台的地产放松政策，公司 2024Q3 单季度 GTV 同比+2.3%，其中，经纪业务、资产管理业务、新房业务分别为+0.3%、+14%、+1%。
- ◆ **货币化率:** 公司经纪业务、新房业务和资产管理业务 2023 年货币化率分别为 1.8%、2.5%、34%；2024H1 货币化率分别为 1.8%、2.8%、38%。
- ◆ **营业收入:** 公司经纪业务、新房业务和资产管理业务 2023 年营业收入分别为 41 亿元、11 亿元、58 亿元，占比分别为 34%、9%、48%，合计 91%；2024H1 的

营收占比分别为 31%、7%、56%，合计 94%。

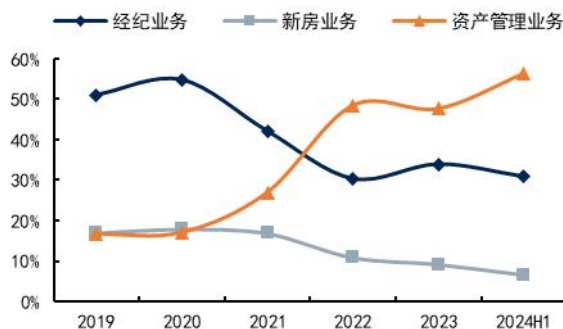
- ◆ **毛利率：**公司经纪业务、新房业务和资产管理业务 2023 年毛利率分别为 20%、13%、-5%；2024H1 毛利率分别为 23%、13%、-5%。

图32：公司各业务类型 GTV 占比，2023 前三季度



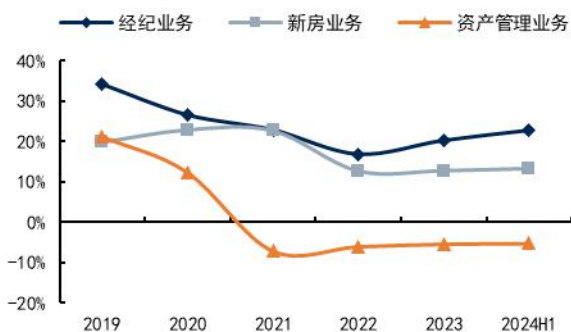
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：公司历年各业务类型营收占比



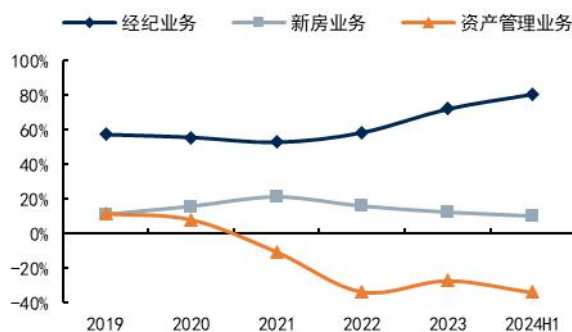
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图34：公司历年主营业务毛利率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：公司历年主营业务类型毛利润占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

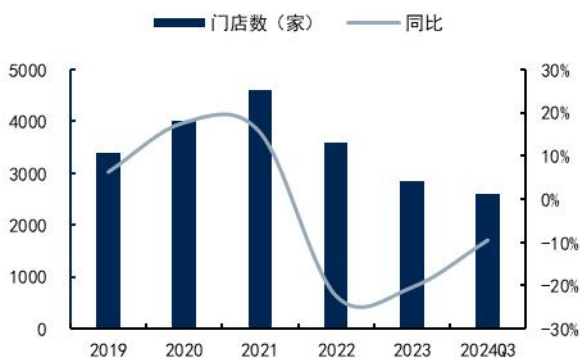
自营为主、加盟为辅，更加聚焦核心城市

公司深耕房产中介领域，穿越数轮周期，积累了较丰富的组织运营和管理经验，有较完善的经纪人培养管理激励机制。在发展过程中，公司曾走过一些弯路。2019-2021 年间，公司以加盟的方式快速扩张，最高峰入驻了 33 个城市、经营近 5000 家门店、拥有近 5 万经纪人。但随后遇到行业下行周期，公司果断调整经营策略，主动精简了部分非核心城市运营效率较低的加盟业务，并关闭了持续亏损的部分门店，经纪业务的毛利率逐渐回升。

目前，公司聚焦一线和新一线核心城市，实施以自营为主、加盟为辅的经营策略，规模虽较高峰期下降，但仍处于行业领先水平。截至 2024Q3 末，公司仅覆盖北京、上海、杭州、南京、苏州等 11 个城市，运营门店 2613 家（其中直营门店 2161 家，占比 83%，北京约 700 多家、杭州约 400 家、上海约 300 多家、南京约 200

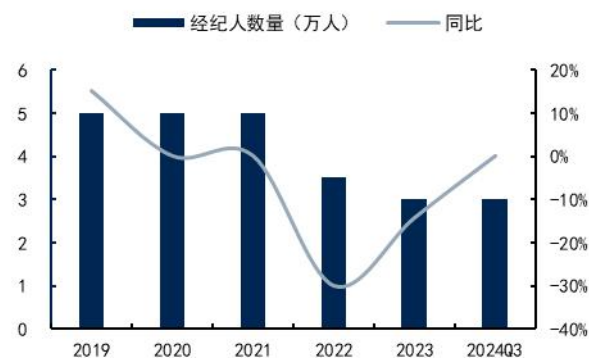
家、天津约 150 家，而加盟门店仅余南昌一城），经纪人总数约 3 万（其中直营城市经纪人约 2.8 万）。当前，公司更重视巩固和提升现有布局城市的市场份额，持续提升人效和店效，保证单店效率在行业内的领先地位，审慎决策新的区域和城市扩张战略，综合考虑市占率和利润率的平衡。

图36: 公司历年门店数量及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图37: 公司历年经纪人数量及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图38: 公司历年直营门店数量及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图39: 公司历年加盟店数量及覆盖城市个数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为，公司后续经纪业务的修复，一方面会来自于行业整体存量房交易量的回暖，另一方面则来自于公司在部分核心城市市占率的持续提升。预期第四季度业绩将进一步改善，全年有望扭亏为盈。

- ◆ 公司核心城市二手房交易量近期改善情况好于行业整体。公司经纪业务的三大核心城市为北京、上海、杭州，布局门店数占比约 70%，经纪业务收入占比约 90%。而这三个城市二手房成交套数在 10-11 月均有较大修复，Q4 基调已定。
- ◆ 公司在已布局城市持续精耕细作，当前市占率表现良好。公司在上海的市占率已连续两年快速提升，2023 年同比提高 0.7 个百分点，2024 年前三季度同比提高 0.8 个百分点，公司在北京和杭州的市占率也继续在头部保持稳定。

图40: 18城合计单季度二手房成交套数及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 北京单季度二手房成交套数及同比



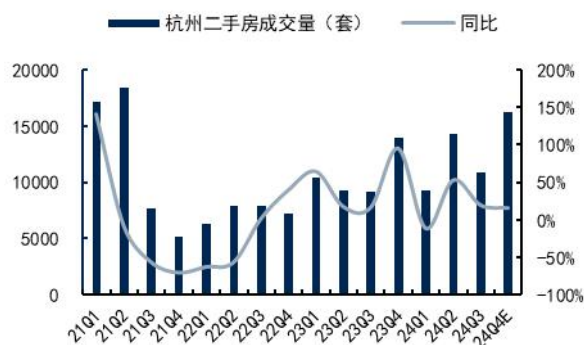
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 上海单季度二手房成交套数及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 杭州单季度二手房成交套数及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

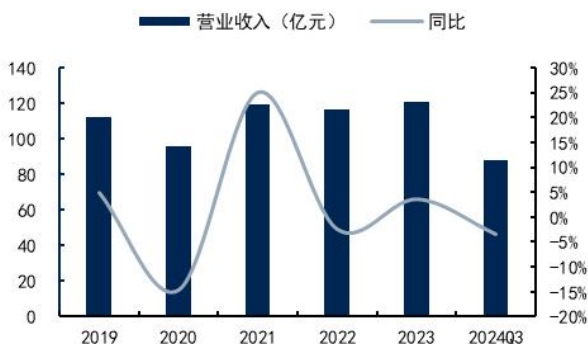
商业模式轻、业绩弹性大，全年有望扭亏为盈

公司历史业绩波动较大，与地产行业景气度紧密挂钩，但由于商业模式较轻，可较为灵活地调整经营规模，韧性较强。销售不景气时，行业交易额萎缩，门店和经纪人收入下降，难免面临门店关停、经纪人离职。但当拐点出现，公司的平台优势仍将吸引参与者，规模再次扩张也较容易。

2023年，公司实现营业收入121亿元，同比+4%；归母净利润为-8.5亿元，亏损幅度较上年增加，主要受计提资产及信用减值准备等非经营性和一次性因素合计约7亿元的拖累；毛利率为9.5%，归母净利率为-7.0%。2024年前三季度，公司实现营业收入88亿元，同比-3%；归母净利润0.1亿元，扭亏为盈；毛利率为7.4%，归母净利率为+0.1%，转正。考虑到四季度更好的地产销售表现，全年业绩可期。

公司自2021年开始执行新的租赁准则，费率有所波动，但2022年以来基本保持稳定。2023年品牌升级投入营销推广费用约1.5亿元拉高销售费率1.2个百分点。2024年前三季度，公司销售费率、管理费率、财务费率分别为4.6%、9.0%、5.9%。

图44: 公司历年营业收入及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图45: 公司历年归母净利润及同比



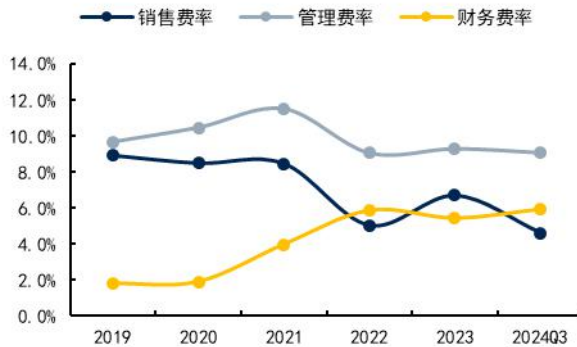
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 公司历年毛利率和归母净利率



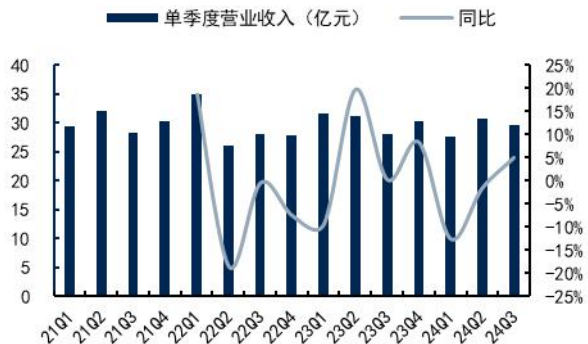
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图47: 公司历年销管费率



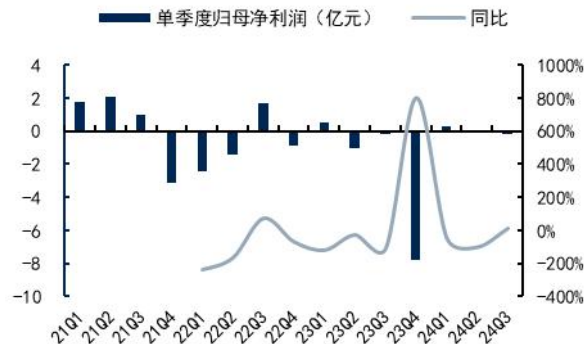
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图48: 公司单季度营业收入及同比



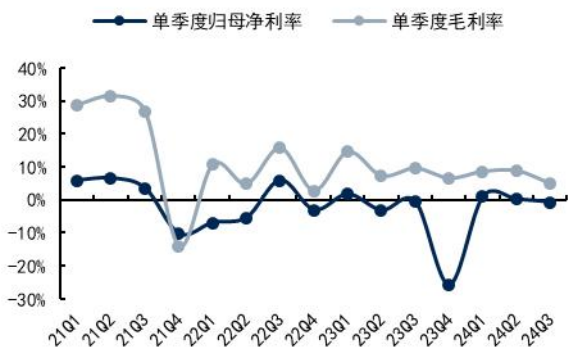
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 公司单季度归母净利润及同比



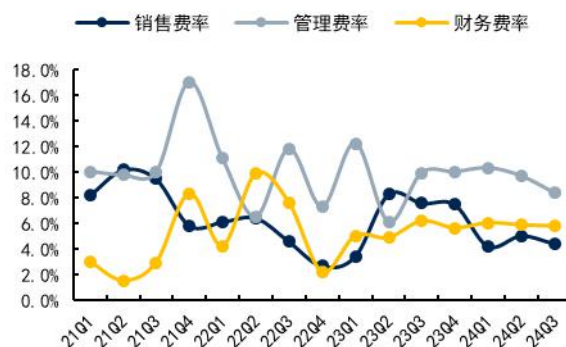
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 公司单季度毛利率和归母净利率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图51: 公司单季度销管费率

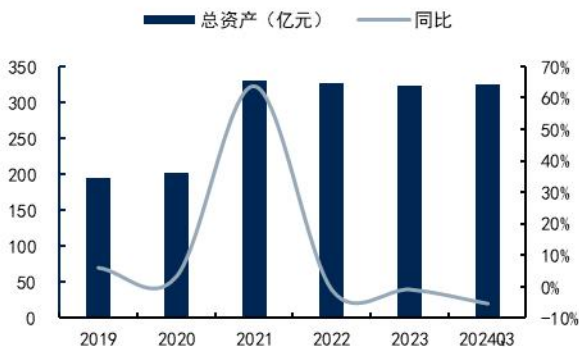


资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

同时, 轻资产运营模式又足以保障公司经营安全, 不会出现生存危机。

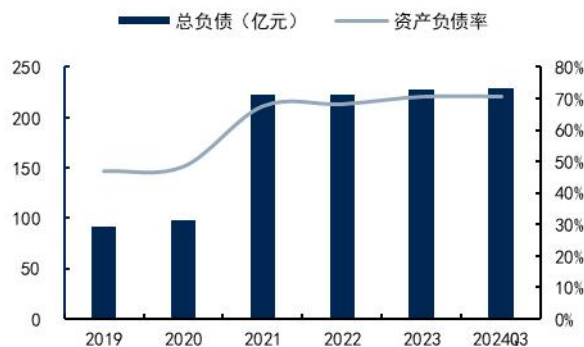
- ◆ **公司负债水平较低。**自 2021 年度, 公司开始执行新的租赁准则, 总资产、总负债均跳升近 130 亿元, 与短期非流动负债和长期租赁负债的合计金额吻合。截至 2024Q3 末, 公司总资产 325 亿元, 净资产 97 亿元, 资产负债率为 71%。总负债中租赁负债相关合计 155 亿元, 占比 67%, 剔除后资产负债率仅为 44%。
- ◆ **公司资金状况良好。**截至 2024Q3 末, 公司持有货币资金 33 亿元, 现金流健康, 多年来经营活动现金流均保持正值。

图52: 公司历年总资产及同比



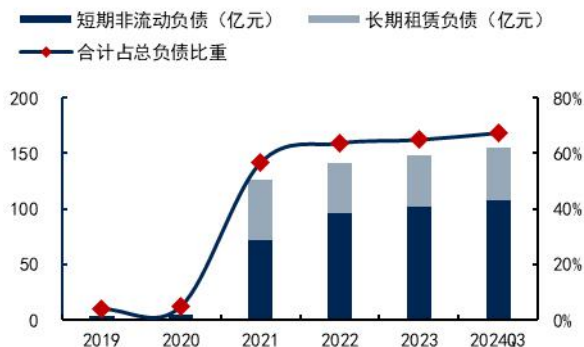
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图53: 公司历年资产负债率



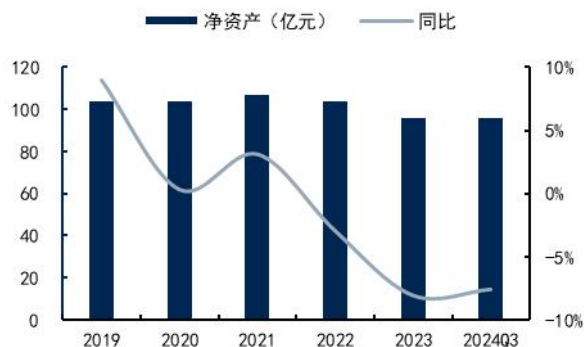
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图54: 公司历年短期非流动负债和长期租赁负债占比



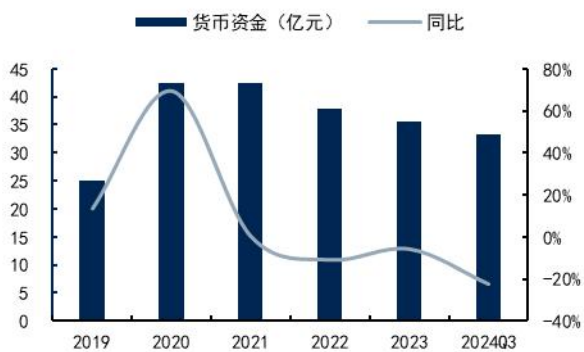
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图55: 公司历年净资产及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图56: 公司历年货币资金及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图57: 公司历年经营性现金流净额



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

未来 3 年盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、公司总营业收入=经纪业务收入+新房业务收入+资产管理业务+其他业务收入，我们分别对各项业务收入做出假设，加总得到公司 2024-2026 年总营业收入为 136/145/153 亿元：

- ◆ **经纪业务：**地产利好政策生效，存量房交易热度提升，综合考虑公司经纪业务较强的实力，我们认为公司经纪业务将持续增长，预计公司 2024-2026 年经纪业务收入为 45/49/53 亿元。
- ◆ **新房业务：**新房销售额降幅逐渐收窄，且房企对渠道分销的依赖度不断提升，我们认为公司新房业务规模能基本保持，预计公司 2024-2026 年新房业务收入为 9/8/8 亿元。
- ◆ **资产管理业务：**租赁市场需求持续增长，综合考虑公司长期积累的客户资源及平台优势，我们认为公司资产管理业务规模将稳健增长，预计公司 2024-2026 年资产管理业务收入为 71/76/80 亿元。
- ◆ **其他业务：**假设公司其他业务收入规模保持稳定，预计公司 2024-2026 年其他业务收入为 11/11/11 亿元。

2、公司总毛利=经纪业务毛利+新房业务毛利+资产管理业务毛利+其他业务毛利。我们分别对各项业务的毛利率做出假设，得到公司 2024-2026 年毛利率分别为 18.8%/19.2%/19.6%，毛利润分别为 26/28/30 亿元：

- ◆ **经纪业务：**营收增长将有效摊薄固定成本，我们认为公司经纪业务的毛利率将持续改善，预计公司 2024-2026 年经纪业务毛利率分别为 22.7%/24.0%/25.0%，毛利润分别为 10/12/13 亿元。
- ◆ **新房业务：**假设新房业务的毛利率维持稳定，预计公司 2024-2026 年新房业务毛利率均为 12.6%，毛利润分别为 1.2/1.1/1.0 亿元。
- ◆ **资产管理业务：**假设资产管理业务的实际毛利率（将调整到“资产处置收益”科目的租金收益加回）维持稳定，预计公司 2024-2026 年资产管理业务毛利率均为 13.3%，毛利润分别为 9/10/11 亿元。
- ◆ **其他业务：**假设其他业务的毛利率维持稳定，预计公司 2024-2026 年其他业务毛利率均为 43.2%，毛利润分别为 5/5/5 亿元。

3、假设公司 2024-2026 年管理费率与 2024 年前三季度持平，均为 9.0%。

4、预计公司 2024-2026 年销售费率与 2024 年前三季度持平，均为 4.6%。

5、预计公司 2024-2026 年研发费率与 2024 年前三季度持平，均为 0.4%。

6、预计公司 2024-2026 年所得税税率均为 25.0%。

表2: 公司未来三年各项业务收入预测表

		2023	2024E	2025E	2026E
经纪业务	收入: 亿元	40.9	44.8	49.3	53.3
	收入增速	15.9%	9.5%	10.0%	8.0%
	毛利率	20.2%	22.7%	24.0%	25.0%
	毛利润: 亿元	8.3	10.2	11.8	13.3
新房业务	收入: 亿元	11.1	9.3	8.4	8.0
	收入增速	-12.6%	-15.8%	-10.0%	-5.0%
	毛利率	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
	毛利润: 亿元	1.4	1.2	1.1	1.0
资产管理业务	收入: 亿元	57.6	70.6	76.3	80.1
	收入增速	1.9%	22.7%	8.0%	5.0%
	毛利率	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
	毛利润: 亿元	-3.1	9.4	10.1	10.7
其他业务	收入: 亿元	11.3	11.3	11.3	11.3
	收入增速	-7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	43.2%	43.2%	43.2%	43.2%
	毛利润: 亿元	4.9	4.9	4.9	4.9
合计	总收入: 亿元	120.9	136.1	145.3	152.7
	总收入增速	3.6%	12.6%	6.8%	5.0%
	总毛利率	9.5%	18.8%	19.2%	19.6%
	总毛利润: 亿元	11.5	25.6	27.9	29.9

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司未来三年盈利预测, 预期公司 2024-2026 年营业收入分别为 136/145/153 亿元, 归母净利润分别为 1.6/2.8/3.9 亿元, 对应每股收益分别为 0.07/0.12/0.17 元。

表3: 公司未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12092	13615	14535	15269
营业成本	10947	11051	11741	12282
管理费用	1121	1231	1315	1381
销售费用	808	627	670	704
研发费用	40	58	62	65
营业利润	-846	212	372	524
归母净利润	-848	159	278	392
每股收益 (元)	-0.36	0.07	0.12	0.17
ROE	—	2%	3%	4%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

公司以房产中介业务为主业, 未来的营收增速和利润率水平决定公司未来业绩的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 1) 在乐观情况下, 公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期; 2) 在悲观情况下, 公司营收及毛利率均不同程度不及预期; 3) 在中性预测条件下, 公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.6/2.8/3.9 亿元, 对应每股收益分别为 0.07/0.12/0.17 元。

表4: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11673	12092	13691	14662	15440
(+/-%)	-2.4%	3.6%	13.2%	7.1%	5.3%
归母净利润(百万元)	-306	-848	664	827	980
(+/-%)	--	--	--	24.5%	18.4%
每股收益(元)	-0.13	-0.36	0.28	0.35	0.42
中性预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11673	12092	13615	14535	15269
(+/-%)	-2.4%	3.6%	12.6%	6.8%	5.0%
归母净利润(百万元)	-306	-848	159	278	392
(+/-%)	--	--	--	75.1%	41.0%
每股收益(元)	-0.13	-0.36	0.07	0.12	0.17
悲观预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11673	12092	13539	14408	15099
(+/-%)	-2.4%	3.6%	12.0%	6.4%	4.8%
归母净利润(百万元)	-306	-848	-325	-244	-164
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益(元)	-0.13	-0.36	-0.14	-0.10	-0.07

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：每股价值为 4.0 元，较当前股价有 12%的空间

根据公司轻资产经营、商业模式稳定、行业成熟可持续的业务特点，我们采用 FCFF 现金流折算法对公司进行绝对估值，并用相对估值法作为辅助，估算公司的合理价值区间。

绝对估值的盈利预测和资本成本的假设条件见下表。

表5: 公司盈利预测假设条件

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	3.6%	12.6%	6.8%	5.0%	5.1%	4.8%
营业成本/营业收入	90.5%	81.2%	80.8%	80.4%	80.1%	79.8%
管理费用/营业收入	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
研发费用/营业收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用/营业收入	6.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
归母净利率	-7.0%	1.2%	1.9%	2.6%	2.9%	3.3%
归母净利润增长率	--	--	75.1%	41.0%	20.4%	17.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表6: 公司资本成本假设条件

无杠杆 Beta	1.17	T	25%
无风险利率	1.80%	Ka	11.18%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆 Beta	2.48
公司股价 (人民币)	3.57	Ke	21.64%
发行在外股数 (百万)	2356	E/(D+E)	40%
股票市值 (E, 百万人民币)	8409	D/(D+E)	60%
债务总额 (D, 百万人民币)	12492	WACC	10.32%
Kd	3.60%	永续增长率 (2028年后)	1.50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

FCFF 现金流折算法: 基于审慎原则, 公司 WACC 取 10.3%, 永续增长率取 1.5%, 据此估算绝对估值为 94 亿元, 折合每股价值为 4.0 元, 较当前股价有 12% 的空间。

表7: FCFF 现金流折算法计算简表 (单位: 百万元)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	578	674	761	851	945	
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	
EBIT*(1-所得税税率)	434	506	570	638	709	
折旧与摊销	74	84	91	96	100	
营运资金的净变动	290	512	393	399	195	
资本性投资	-100	-100	-100	-100	-100	
FCFF	698	1002	954	1034	904	10404
PV (FCFF)	698	908	784	770	610	7024
核心企业价值	10794					
减: 净债务	1414					
股票价值	9380					
每股价值	3.98					

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析: 当 WACC 和永续增长率同时变化至极端情况, ①假设 WACC 提升至 11.0% 且永续增长率降至 0.5%, 公司绝对估值折合每股价值为 3.4 元, 较当前股价有 -5% 的空间。②假设 WACC 降至 10.0% 且永续增长率提升至 2.0%, 公司绝对估值折合每股价值为 4.4 元, 较当前股价有 22% 的空间。

表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC			
		10.00%	10.32%	10.50%	11.00%
永续增长率	0.50%	3.78	3.65	3.58	3.40
	1.00%	3.95	3.81	3.73	3.54
	1.50%	4.14	3.98	3.90	3.68
	2.00%	4.35	4.18	4.08	3.85

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

相对估值: 每股价值为 4.4 元, 较当前股价有 23% 的空间

根据公司所属行业, 我们挑选可比公司进行相对估值, 但房地产中介行业各公司的商业模式差异较大, 上市的公司也非常稀少。

除了行业绝对龙头贝壳（二手房市占率超 20%、新房市占率超 10%）在美股和港股双重上市以外，其他中介品牌如中原地产、乐有家（深耕深圳）、麦田（深耕北京）、裕丰（深耕广州）等均未上市。易居企业控股、世联行主要为房企在新房销售环节提供营销咨询相关服务，受房企经营状况的影响较大，与本公司促成交易收取佣金的商业模式有较大差距。国创高新则已于 2023 年剥离了房地产中介服务业务。房地产服务行业的其他上市公司的主营业务大多聚焦商业运营和物业服务领域，如华润万象生活、保利物业，与公司的可比性也较弱。

表9: 房地产服务行业上市公司主要财务指标（股价选取 20241216，货币单位为人民币）

公司代码	公司名称	2023 年总营收（亿元）	2023 年归母净利润（亿元）	市值（亿元）	股价（人民币）	PE (TTM)	PB (MRQ)
000560. SZ	我爱我家	120	-8	84	3.6	-11.2	0.9
2423. HK	贝壳-W	778	59	1701	45.7	39.8	2.3
2048. HK	易居企业控股	45	-12	3	0.1	-0.3	0.0
002285. SZ	世联行	34	-3	68	3.4	-20.1	2.2
002377. SZ	国创高新	8	-1	35	3.8	-33.7	7.2
1209. HK	华润万象生活	148	29	620	26.5	17.8	3.7
6049. HK	保利物业	151	14	161	28.4	10.9	1.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们参考与公司可比性最强的房产中介行业龙头贝壳 2026 年动态 PE（26.4 倍）给公司定价，则公司每股价值为 4.4 元，较当前股价有 23% 的空间。

表10: 可比公司估值比较（股价选取 20241216，货币单位为人民币）

证券简称	股价（元）	EPS（元/股）				PE		
		2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贝壳-W	45.7	1.62	1.50	1.66	1.73	30.4	27.6	26.4
华润万象生活	26.5	1.28	1.59	1.84	2.05	16.6	14.4	12.9
保利物业	28.4	2.49	2.83	3.17	3.50	10.0	8.9	8.1
我爱我家	3.6	-0.36	0.07	0.12	0.17	53.0	30.3	21.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

投资建议

短期政策利好叠加长期行业趋势，存量房交易迎来发展机遇。公司作为 A 股房产中介领域稀缺标的，受益于地产销售回暖，业绩复苏弹性可期。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为 4.0-4.4 元，较当前股价有 12%-23% 的空间。预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 1.6/2.8/3.9 亿元，对应每股收益分别为 0.07/0.12/0.17 元，对应当前股价的 PE 分别为 53.0/30.3/21.5 倍，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值，其中加权资本成本（WACC）、永续增长率、相对估值的比较等都存在一定的主观判断：

- 1、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.80%、风险溢价 8.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 2、永续增长率对公司估值有影响，我们在计算时假设永续增长率为 1.5%，可能存在居住行业整体规模收缩、行业周期性波动过大从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们在进行相对估值时选取了行业龙头贝壳作为可比公司，但贝壳的市场份额、收入规模、门店经纪人数量远超包括我爱我家在内的同行，平台技术和影响力也遥遥领先，存在公司与行业绝对龙头可比性不佳从而导致公司的估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括对营业收入增长率、营业成本、管理费用、销售费用、研发费用等因素的假设。我们根据综合分析，给出了相对合理的假设，但无法排除部分数据估算不准的可能。

- ◆ 我们对公司营业收入增长率的假设，可能存在对市场回暖速度及业务恢复进展偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们对公司各项营业成本及费率的假设，可能存在对运营效率的提升偏乐观、进而低估成本支出导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

- ◆ **市场集中风险：**公司业务与中国房地产市场同频共振。若中国经济增速放缓或社会、政治及其他因素导致楼市下行或波动，可能对公司的业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。同时，公司大部分收入来自北京、上海、杭州，若这些核心城市二手房市场热度不及预期，公司经营将严重受阻。
- ◆ **政策风险：**公司经纪业务和新房业务的开展受监管层对二手房和新房交易业务的法规及政策的约束，而包括佣金费率在内的政策随市场波动情况不断调整，对公司业务开展的影响较大，如果未能及时响应，公司面临较大的政策风险。
- ◆ **应收账款回收风险：**倘若房地产开发商的经营及流动资金状况恶化，公司可能面临新房业务应收账款的收款风险。
- ◆ **业务拓展风险：**公司资产管理业务的成本开支超出预期，而出租率和租金水平不及预期，可能给公司带来严重亏损。
- ◆ **财务风险：**不排除因为财务管理不当导致公司存在流动性问题的风险。
- ◆ **品牌声誉风险：**公司未必能继续成功维持、保护及提升品牌美誉度，任何关于公司管理、业务、合作伙伴、消费者满意度或整个居住行业的负面报道均可能对公司的声誉、业务、经营业绩及增长造成重大不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3782	3561	4084	4909	5686	营业收入	11673	12092	13615	14535	15269
应收款项	2330	1815	1679	1593	1590	营业成本	10662	10947	11051	11741	12282
存货净额	509	456	426	420	405	营业税金及附加	66	61	68	73	77
其他流动资产	1803	1728	1770	1744	1680	销售费用	587	808	627	670	704
流动资产合计	12569	11801	12200	12907	13601	管理费用	1054	1121	1231	1315	1381
固定资产	289	908	699	623	604	研发费用	37	40	58	62	65
无形资产及其他	1117	1198	1150	1102	1054	财务费用	683	655	298	285	269
投资性房地产	18574	18375	18375	18375	18375	投资收益	30	32	32	32	32
长期股权投资	91	94	94	94	94	资产减值及公允价值变动	(16)	(394)	(100)	(50)	0
资产总计	32639	32377	32518	33101	33729	其他收入	1077	1015	(58)	(62)	(65)
短期借款及交易性金融负债	11443	11434	11434	11434	11434	营业利润	(287)	(846)	212	372	524
应付款项	464	405	365	371	371	营业外净收支	8	(10)	0	0	0
其他流动负债	4396	4730	4752	5051	5286	利润总额	(279)	(856)	212	372	524
流动负债合计	16302	16569	16551	16856	17091	所得税费用	52	(6)	53	93	131
长期借款及应付债券	603	1058	1058	1058	1058	少数股东损益	(26)	(2)	0	1	1
其他长期负债	5338	5193	5193	5193	5193	归属于母公司净利润	(306)	(848)	159	278	392
长期负债合计	5940	6251	6251	6251	6251	现金流量表（百万元）					
负债合计	22242	22820	22802	23107	23342	净利润	(306)	(848)	159	278	392
少数股东权益	99	86	86	87	88	资产减值准备	1	318	184	90	76
股东权益	10298	9471	9630	9908	10300	折旧摊销	99	92	74	84	91
负债和股东权益总计	32639	32377	32518	33101	33729	公允价值变动损失	16	394	100	50	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	683	655	298	285	269
每股收益	(0.13)	(0.36)	0.07	0.12	0.17	营运资本变动	(1752)	1292	290	512	393
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	6254	3425	(183)	(89)	(75)
每股净资产	4.37	4.02	4.09	4.21	4.37	经营活动现金流	4311	4673	623	925	877
ROIC	--	--	1%	2%	2%	资本开支	0	(589)	(100)	(100)	(100)
ROE	--	--	2%	3%	4%	其它投资现金流	(836)	(96)	0	0	0
毛利率	9%	9%	19%	19%	20%	投资活动现金流	6614	8377	(100)	(100)	(100)
EBIT Margin	-6%	-7%	4%	5%	5%	权益性融资	1	1	0	0	0
EBITDA Margin	-5%	-7%	5%	5%	6%	负债净变化	154	455	0	0	0
收入增长	-2%	4%	13%	7%	5%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	--	--	--	75%	41%	其它融资现金流	2027	(1371)	0	0	0
资产负债率	68%	71%	70%	70%	69%	融资活动现金流	2335	(460)	0	0	0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(467)	(220)	523	825	777
P/E	--	--	53.0	30.3	21.5	货币资金的期初余额	4249	3782	3561	4084	4909
P/B	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	货币资金的期末余额	3782	3561	4084	4909	5686
EV/EBITDA	--	--	47.9	41.6	37.3	企业自由现金流	0	(82)	698	1002	954
						权益自由现金流	0	(998)	474	788	752

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032