

公司研究/公告点评

2020年10月15日

房地产/房地产中介服务II

投资评级: 买入 (维持评级)

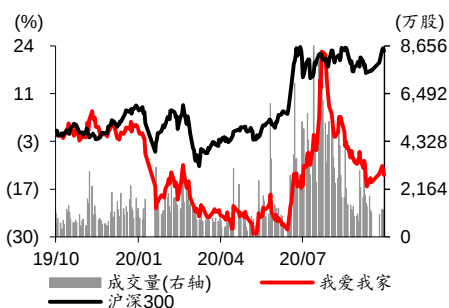
当前价格(元): 3.74
目标价格(元): 5.52

陈慎 SAC No. S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com
刘璐 SAC No. S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com
韩笑 SAC No. S0570518010002
研究员 SFC No. BQA941
01056793959
hanxiao012792@htsc.com
林正衡 SAC No. S0570520090003
研究员 021-28972087
linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《我爱我家(000560 SZ,买入): 环比扭亏, 修内功奠定发展基石》2020.08
- 2《我爱我家(000560 SZ,买入): 疫情短期冲击较大, Q2 开启修复》2020.05
- 3《我爱我家(000560 SZ,买入): 业绩平稳增长, 完善产业布局》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩持续修复, 数字爱家成效显著

我爱我家(000560)

核心观点

公司 10 月 14 日发布业绩预告, 1-3Q2020 实现归母净利润 2.2-3.2 亿元, 同比下滑 50%-66%。公司 Q3 交易金额和单量快速增长, 助推业绩持续修复, “数字爱家”发展战略及激励计划的落地将为后续扩张奠定基石。我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.23、0.38、0.43 元, 维持“买入”评级。

Q3 交易金额和单量快速增长, 助推业绩持续修复

随着国内疫情得到有效控制和购房需求的滞后释放, 2020Q2 以来公司各项业务已逐步恢复至 2019 年同期水平, Q3 相关业务在交易金额、交易量等方面均保持了快速增长态势, 助推业绩持续修复。公司 20Q3 实现归母净利润 1.80-2.80 亿元, 以中位数 2.3 亿元来看, 较 20Q2 的 2.04 亿元环比增长 13%, 同比下滑 12%, 1-3Q2020 归母净利润的同比降幅 (50%-66%) 较 20H1 (89%) 收窄。

“数字爱家”发展战略契合房地产交易线上化的转型趋势

疫情为房地产交易的线上化转型带来契机。公司疫情期间坚定执行“数字爱家”发展战略, 重点推进线上化能力建设, 陆续投产 VR 看房、AI 讲房、选房卡、爱聊助手、大数据房屋估价、小区测评报告等多项数字化、智能化工具。公司积极扩大 IT 团队规模和技术投入, 1-3Q2020IT 团队新增 143 人至 604 人, 占控股总部总人数的 70%。我们认为 IT 技术投入持续加大, 将为公司运营效率、提升经营业绩奠定坚实基础。

激励计划落地, 为后续扩张奠定基石

公司 Q2 推出首期员工持股和激励基金计划, 允许核心员工使用自筹资金和按照净利润一定比例提取的激励基金参加认购。根据 7 月 3 日公告, 首期员工持股计划参与对象为城市公司业务骨干和管理人员共 368 人, 募集资金总额 3680 万元, 其中 1840 万元来自 2019 年度激励基金, 已于 6 月 30 日-7 月 2 日购买公司股票 1098.77 万股, 均价 3.29 元。我们认为激励计划的落地将为公司在业绩承诺期和疫情结束后加速扩张奠定坚实基础。

疫情短期影响不改长期中介龙头成色, 维持“买入”评级

我们维持 20-22 年 EPS 为 0.23、0.38、0.43 元的盈利预测。参考可比公司 20 年平均 PE 估值 28 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司受疫情影响较大, 2020 年业绩仍存在一定不确定性, 我们认为 20 年合理 PE 估值为 24 倍, 目标价 5.52 元 (前值 5.75 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情不确定性, 商誉减值风险, 扩张风险, 限售股解禁压力。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,356
流通 A 股 (百万股)	1,917
52 周内股价区间 (元)	3.07-5.30
总市值 (百万元)	8,810
总资产 (百万元)	19,168
每股净资产 (元)	4.27

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,692	11,211	10,640	12,783	14,325
+/-%	710.91	4.86	(5.09)	20.14	12.07
归属母公司净利润 (百万元)	631.01	827.45	551.75	904.03	1,017
+/-%	765.69	31.13	(33.32)	63.85	12.50
EPS (元, 最新摊薄)	0.27	0.35	0.23	0.38	0.43
PE (倍)	15.90	12.13	18.19	11.10	9.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

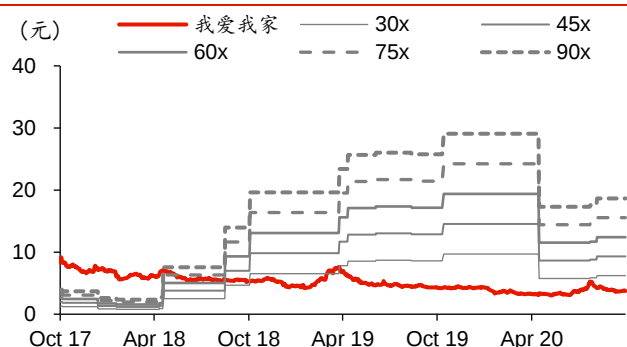
图表1: 可比公司估值表 (截至 2020 年 10 月 14 日, 盈利预测数据来自 Wind 一致预期)

彭博代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002968 CH	新大正	66.83	62.19	1.89	1.25	1.64	2.07	63.98	49.91	38.01	30.05
600622 CH	光大嘉宝	56.99	3.80	0.30	0.35	0.40	0.50	12.63	10.90	9.41	7.54
603506 CH	南都物业	31.69	23.63	0.85	1.07	1.35	1.67	27.82	22.03	17.54	14.13
	平均							34.81	27.61	21.65	17.24

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

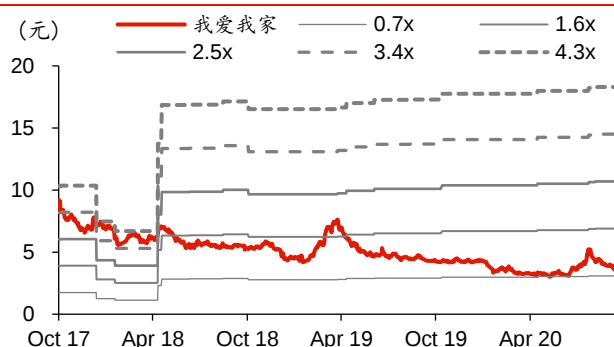
PE/PB - Bands

图表2: 我爱我家历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 我爱我家历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

疫情发展不确定性。海外疫情蔓延、国内疫情反复、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性, 进而对新房和二手房市场造成难以预期的影响。

门店和经纪人扩张不及预期。公司经纪、资管和新房业务市占率提升的一大前提, 是线下门店和经纪人团队的持续扩张。若受市场竞争、行业景气度等因素影响, 公司门店和经纪人扩张不及预期, 可能使得公司规模提升幅度低于预期, 拖累业绩增速。

商誉减值风险。截至 2020H1 公司商誉 48.28 亿元 (其中收购我爱我家产生商誉 45.14 亿元, 收购蓝海购产生商誉 2.97 亿元), 占净资产的 47%。若收购标的业绩不及预期, 公司存在商誉减值风险。

限售股解禁压力。2020 年 12 月 29 日、2021 年 2 月 5 日公司还将面临 2 次限售股解禁, 解禁股份数量分别占总股本的 9.50%、4.96%。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,478	9,147	9,195	11,081	11,928
现金	2,212	2,508	3,051	2,860	4,246
应收账款	1,081	1,338	957.94	1,801	1,291
其他应收账款	1,158	955.52	1,173	1,384	1,481
预付账款	597.42	832.60	524.56	1,106	721.29
存货	597.06	518.75	574.71	702.89	727.15
其他流动资产	2,833	2,994	2,914	3,228	3,461
非流动资产	9,890	10,345	10,540	11,310	11,924
长期投资	92.29	91.69	91.09	90.49	89.89
固定投资	420.67	355.89	236.96	497.70	649.50
无形资产	1,413	1,467	1,729	2,043	2,320
其他非流动资产	7,965	8,430	8,483	8,678	8,864
资产总计	18,369	19,492	19,735	22,391	23,852
流动负债	7,351	7,486	7,437	8,913	9,131
短期借款	926.00	1,671	1,671	1,696	1,671
应付账款	347.20	336.30	467.25	471.62	579.28
其他流动负债	6,078	5,479	5,299	6,745	6,881
非流动负债	1,525	1,656	1,543	1,788	1,980
长期借款	334.00	463.00	410.40	427.80	455.20
其他非流动负债	1,191	1,193	1,133	1,361	1,525
负债合计	8,876	9,142	8,980	10,702	11,111
少数股东权益	86.39	171.34	189.86	220.22	254.36
股本	2,356	2,356	2,356	2,356	2,356
资本公积	5,548	5,556	5,556	5,556	5,556
留存公积	1,497	2,099	2,556	3,303	4,144
归属母公司股东权益	9,406	10,178	10,565	11,469	12,486
负债和股东权益	18,369	19,492	19,735	22,391	23,852

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	805.09	1,185	1,425	571.65	2,128
净利润	695.88	855.23	570.27	934.38	1,051
折旧摊销	612.94	670.01	149.50	185.34	232.89
财务费用	170.88	199.29	135.87	162.06	172.45
投资损失	(39.15)	(42.52)	(42.52)	(42.52)	(42.52)
营运资金变动	(608.22)	(504.29)	796.25	(562.05)	837.32
其他经营现金	(27.24)	7.17	(184.58)	(105.56)	(123.04)
投资活动现金	(2,091)	(665.73)	(245.69)	(774.16)	(684.09)
资本支出	685.89	536.15	405.54	729.18	684.43
长期投资	(578.00)	21.59	0.60	0.60	0.60
其他投资现金	(827.05)	(151.16)	159.25	(45.57)	(0.26)
筹资活动现金	1,657	(402.11)	(636.26)	(13.97)	(32.57)
短期借款	524.59	745.07	0.00	25.25	(25.25)
长期借款	(935.51)	129.00	(52.60)	17.40	27.40
普通股增加	730.09	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	540.98	7.29	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	796.98	(1,283)	(583.66)	(56.61)	(34.73)
现金净增加额	371.36	117.08	542.83	(216.47)	1,412

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,692	11,211	10,640	12,783	14,325
营业成本	7,464	7,790	7,634	8,919	9,983
营业税金及附加	77.87	76.85	73.42	88.20	98.85
营业费用	970.73	998.53	957.62	1,150	1,289
管理费用	1,031	1,082	1,170	1,278	1,433
财务费用	170.88	199.29	135.87	162.06	172.45
资产减值损失	(44.53)	0.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(37.23)	73.62	73.62	73.62	73.62
投资净收益	39.15	42.52	42.52	42.52	42.52
营业利润	987.01	1,163	766.81	1,273	1,436
营业外收入	26.23	41.40	41.40	41.40	41.40
营业外支出	18.26	15.10	15.10	15.10	15.10
利润总额	994.97	1,189	793.11	1,299	1,462
所得税	299.09	334.19	222.84	365.11	410.77
净利润	695.88	855.23	570.27	934.38	1,051
少数股东损益	64.88	27.78	18.52	30.35	34.15
归属母公司净利润	631.01	827.45	551.75	904.03	1,017
EBITDA	1,639	1,937	1,013	1,552	1,751
EPS (元, 基本)	0.27	0.35	0.23	0.38	0.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	710.91	4.86	(5.09)	20.14	12.07
营业利润	928.22	17.84	(34.07)	66.04	12.76
归属母公司净利润	765.69	31.13	(33.32)	63.85	12.50
获利能力 (%)					
毛利率	30.20	30.52	28.26	30.23	30.31
净利率	6.51	7.63	5.36	7.31	7.34
ROE	7.33	8.26	5.30	7.99	8.25
ROIC	8.94	13.25	9.71	12.88	14.85
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.32	46.90	45.50	47.79	46.58
净负债比率 (%)	8.88	4.94	(3.41)	(0.02)	(10.00)
流动比率	1.15	1.22	1.24	1.24	1.31
速动比率	0.61	0.82	0.88	0.83	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.59	0.54	0.61	0.62
应收账款周转率	9.79	9.25	9.25	9.25	9.25
应付账款周转率	9.13	19.72	19.72	19.72	19.72
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.35	0.23	0.38	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.50	0.60	0.24	0.90
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.32	4.49	4.87	5.30
估值比率					
PE (倍)	15.90	12.13	18.19	11.10	9.87
PB (倍)	1.07	0.99	0.95	0.87	0.80
EV_EBITDA (倍)	6.67	4.84	8.41	5.75	4.39

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、韩笑、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司