

# 我爱我家 (000560.SZ)

## 激流勇进，规模扩张开启新征程

我爱我家是房产中介行业的全国性龙头企业，规模在二手中介行业排名第二，市占率约5%。2019年收入与GTV分别为112.11亿元/4300亿元，同比分别增长4.85%/10%。2019年归母净利润和EPS分别为8.27亿/0.35元每股，同比增长31.1%。

我国中介行业正处于快速变革、发展迅猛的时代。第一，从行业空间看，由于近几年新房中介渗透率快速提升，带来新房中介市场TAM快速扩大。第二，从行业发展趋势看，数字化和抱团（加盟/平台的ACN联卖模式）正在剧烈改变行业生态。第三，从行业属性看，房产交易难以脱离线下，行业know-how带来较高壁垒，而贝壳的线下+线上模式获得巨大成功，证明模式已经跑通。而未来能同台竞技的公司不多，竞争格局变化明显，我爱我家多种特质决定其是不可忽视的重要参与者，有望大幅提升市占率。

公司广泛线下门店网络、业内领先的数字基建、品牌美誉构筑较强壁垒。公司的国内业务覆盖21个高能级城市，拥有门店3500余家，经纪人3.7万人。公司IT投入战略转向自建流量入口，官网/app/wap端DAU持续提升，2020Q3 MAU/DAU分别为786.6万/40.4万，环比增长12%/9.2%；官网对佣金贡献率达19%，持续超过外网。加大投入构建业财一体化、移动化、直营加盟一体化的业务系统，同时自主研发VR看房提高签约效率。新房、相寓资管、商业资产管理多元业务带来协同优势。

公司已顺利完成三年业绩对赌，员工持股计划绑定核心经纪人和管理团队，从2020年起走上规模扩张之路。我们预计公司2022年将快速扩张加盟门店数量（2019年740家），并在2022年实现近3000家直营门店，从而实现GTV的快速增长。

**关键假设 1:** 市场对于贝壳的创新带来效率提升，我爱我家直营业务的市占率逐步被蚕食存在担忧。但我们认为未来稳态中介行业的竞争格局是一超多强而非垄断，我爱我家自营业务可以实现稳步增长。

**关键假设 2:** 市场对于我爱我家加盟业务能否如计划快速扩张存在分歧，但我们相信公司在新房源获取优势、流量和数字基建投入、品牌优势对中小中介存在足够吸引力，会助力公司实现加盟业务的快速扩张。

**投资建议:** 我们预测公司2020-22年的收入分别为94.1/123.7/171.5亿元，增速分别为-16.1%/31.5%/38.6%。归母净利润分别为4.29/7.19/9.28亿元，增速分别为-48.19%/67.76%/29.02%，EPS分别为0.18/0.31/0.39元。首次覆盖，给予“买入”评级。目标价7.16元，对应2021年动态PE23.1X。

**风险提示:** 竞争加剧超预期。房地产政策风险。新房收入不及预期。加盟扩张速度低于预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,692	11,211	9,410	12,373	17,153
增长率 yoy (%)	710.9	4.9	-16.1	31.5	38.6
归母净利润(百万元)	631	827	429	719	928
增长率 yoy (%)	765.7	31.1	-48.2	67.8	29.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.27	0.35	0.18	0.31	0.39
净资产收益率(%)	7.3	8.3	4.2	6.7	8.1
P/E(倍)	15.6	11.9	23.0	13.7	10.6
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

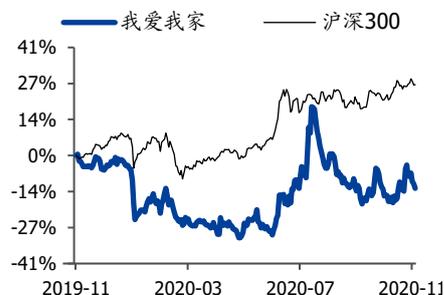
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	房地产开发
最新收盘价	3.86
总市值(百万元)	9,092.23
总股本(百万股)	2,355.50
其中自由流通股(%)	81.40
30日日均成交量(百万股)	21.78

#### 股价走势



#### 作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱: yangqianwen@gszq.com

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	8,478	9,147	9,864	11,427	12,503	<b>营业收入</b>	10,692	11,211	9,410	12,373	17,153
现金	2,212	2,508	2,974	4,073	5,004	营业成本	7,464	7,790	6,880	8,964	12,513
应收票据及应收账款	1,087	1,338	1,350	1,561	1,558	营业税金及附加	78	77	67	86	120
其他应收款	1,158	956	975	1,072	1,179	营业费用	971	999	747	999	1,450
预付账款	597	833	910	1,023	995	管理费用	1,031	1,082	1,003	1,188	1,625
存货	597	519	464	656	734	研发费用	0	4	0	0	0
其他流动资产	2,827	2,994	3,191	3,041	3,033	财务费用	171	199	140	140	140
<b>非流动资产</b>	9,890	10,345	10,700	11,212	11,739	资产减值损失	45	1	50	55	61
长期投资	92	92	90	89	88	其他收益	52	79	33	42	52
固定资产	421	356	399	518	622	公允价值变动收益	-37	74	0	0	0
无形资产	1,413	1,467	1,669	1,853	1,999	投资净收益	39	43	41	40	41
其他非流动资产	7,965	8,430	8,542	8,752	9,030	资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	18,369	19,492	20,564	22,639	24,242	<b>营业利润</b>	987	1,163	598	1,024	1,337
<b>流动负债</b>	7,351	7,486	8,533	9,880	10,288	营业外收入	26	41	34	38	36
短期借款	926	1,671	2,340	3,158	4,264	营业外支出	18	15	17	16	16
应付票据及应付账款	368	422	450	632	530	<b>利润总额</b>	995	1,189	615	1,046	1,356
其他流动负债	6,057	5,393	5,744	6,090	5,494	所得税	299	334	172	293	380
<b>非流动负债</b>	1,525	1,656	1,403	1,520	1,892	<b>净利润</b>	696	855	443	753	976
长期借款	334	463	601	760	961	少数股东损益	65	28	14	34	49
其他非流动负债	1,191	1,193	802	759	931	<b>归属母公司净利润</b>	631	827	429	719	928
<b>负债合计</b>	8,876	9,142	9,936	11,400	12,180	EBITDA	1,633	1,925	1,398	1,902	2,294
少数股东权益	86	171	186	220	268	EPS (元/股)	0.27	0.35	0.18	0.31	0.39
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						
留存收益	1,497	2,099	2,443	3,029	3,792						
归属母公司股东权益	9,406	10,178	10,442	11,019	11,794						
<b>负债和股东权益</b>	18,369	19,492	20,564	22,639	24,242						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	805	1,185	1,295	1,423	1,183
净利润	696	855	443	753	976
折旧摊销	613	670	737	811	892
财务费用	171	199	140	140	140
投资损失	-39	-43	-41	-40	-41
营运资金变动	-608	-504	100	-98	-871
其他经营现金流	-27	7	-84	-142	87
<b>投资活动现金流</b>	-2,091	-666	-866	-1,136	-1,412
资本支出	686	536	560	588	415
长期投资	-578	22	1	1	1
其他投资现金流	-1,983	-108	-305	-547	-996
<b>筹资活动现金流</b>	1,657	-402	37	813	1,161
短期借款	525	745	668	819	1,105
长期借款	-936	129	138	159	201
普通股增加	730	0	0	0	0
资本公积增加	541	7	0	0	0
其他筹资现金流	797	-1,283	-770	-166	-146
<b>现金净增加额</b>	371	117	466	1,099	931

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	710.9	4.9	-16.1	31.5	38.6
营业利润 (%)	928.2	17.8	-48.6	71.2	30.6
归属母公司净利润 (%)	765.7	31.1	-48.2	67.8	29.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.2	30.5	26.9	27.6	27.0
净利率 (%)	5.9	7.4	4.6	5.8	5.4
ROE (%)	7.3	8.3	4.2	6.7	8.1
ROIC (%)	5.6	6.7	3.4	5.1	5.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	48.3	46.9	48.3	50.4	50.2
净负债比率 (%)	8.9	4.9	3.6	3.4	7.5
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.8	0.7	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	9.8	9.2	7.0	8.5	11.0
应付账款周转率	9.1	19.7	15.8	16.6	21.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.35	0.18	0.31	0.39
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.34	0.50	0.55	0.60	0.50
每股净资产 (最新摊薄)	3.99	4.32	4.43	4.68	5.01
<b>估值比率</b>					
P/E	15.6	11.9	23.0	13.7	10.6
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.6	4.8	6.7	5.0	4.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、公司简介：全国性房产经纪龙头到多元化居住平台运营商 .....	5
1.1 发展历史：全产业、数字化、平台化的房产经纪龙头 .....	5
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富 .....	6
1.3 顺利完成三年业绩承诺，加大投入开启规模扩张之路 .....	7
二、行业趋势：空间广阔，集中度提升拐点已至 .....	8
2.1 二手、新房中介佣金规模空间广阔、稳步增长 .....	9
2.2 行业进入合作、加盟的黄金时代 .....	10
三、公司优势：门店网络、数字基建、品牌优势助力规模扩张 .....	12
3.1 深耕线下社区，铸就品牌优势 .....	12
3.2 数字化转型战略落地，数据驱动运营全面升级 .....	14
a. 自建流量入口，官网、app、wap 端 DAU 持续提升 .....	15
b. 数据驱动运营，业务系统向业财一体化、移动化、直营加盟一体化、标准化、管理数字化发展。 .....	15
c. VR 看房实现完整闭环，提高签约效率 .....	16
3.3 多元业务联动建立协同优势 .....	17
a. 新房业务 .....	17
b. 相寓资管业务 .....	18
c. 商业资产管理业务 .....	19
3.4 员工持股计划绑定核心经纪人和管理团队 .....	19
3.5 后发优势，顺势而为 .....	20
四、关键假设讨论 .....	20
4.1 直营业务 .....	20
4.2 加盟业务 .....	20
4.3 定量假设 .....	21
五、盈利预测与估值 .....	21
六、投资建议 .....	23
风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 前 10 大股东持股比例 .....	6
图表 3: 公司非独立董事及高管情况 .....	7
图表 4: 我国新房市场 GTV 及中介渗透率 .....	9
图表 5: 我国二手房市场 GTV 及中介渗透率 .....	9
图表 6: 我国房地产中介服务市场 GTV 及中介总体渗透率 .....	10
图表 7: 中国房地产中介行业佣金收入 .....	10
图表 8: 行业龙头的加盟平台业务助力 GTV 市占率快速提升，行业处于集中度提升拐点 .....	11
图表 9: 各国房地产中介交易套数结构 .....	11
图表 10: 行业主要公司 2019 年 GMV .....	13
图表 11: 公司门店数 .....	13
图表 12: 公司经纪人数 .....	13
图表 13: 我爱我家业务城市布局国内主要一二线城市 .....	14
图表 14: 我爱我家重点城市经纪人数量（截至 2020 年 10 月） .....	14
图表 15: 我爱我家各渠道 DAU（单位：人） .....	15

图表 16: 公司研发投入较高, 20 年上半年受疫情影响投入相应减少 .....	15
图表 17: 我爱我家数据驱动运营的系统更新迭代进度.....	16
图表 18: 我爱我家 app 的 VR 看房界面 .....	17
图表 19: 我爱我家 app 的 VR 一键装修界面 .....	17
图表 20: 公司新房 GMV.....	17
图表 21: 新房收入及增速.....	17
图表 22: 新房业务 2020 年 3 季度同比增速良好 .....	18
图表 23: 相寓在管规模.....	18
图表 24: 资管业务收入及增速 .....	18
图表 25: 蓝海购业绩对赌及实际完成情况 .....	19
图表 26: 关键假设一览.....	21
图表 27: 公司 GMV 预测 .....	22
图表 28: 公司佣金率及预测 (假设加盟与自营新房佣金率相同) .....	22
图表 29: 直营二手佣金收入及增速预测.....	22
图表 30: 直营新房佣金收入及增速预测.....	22
图表 31: 加盟二手收入及增速预测 .....	22
图表 32: 加盟新房收入及增速预测 .....	22
图表 33: 可对比公司市值与估值(截止 2020 年 11 月 25 日) .....	23

## 一、公司简介：全国性房产经纪龙头到多元化居住平台运营商

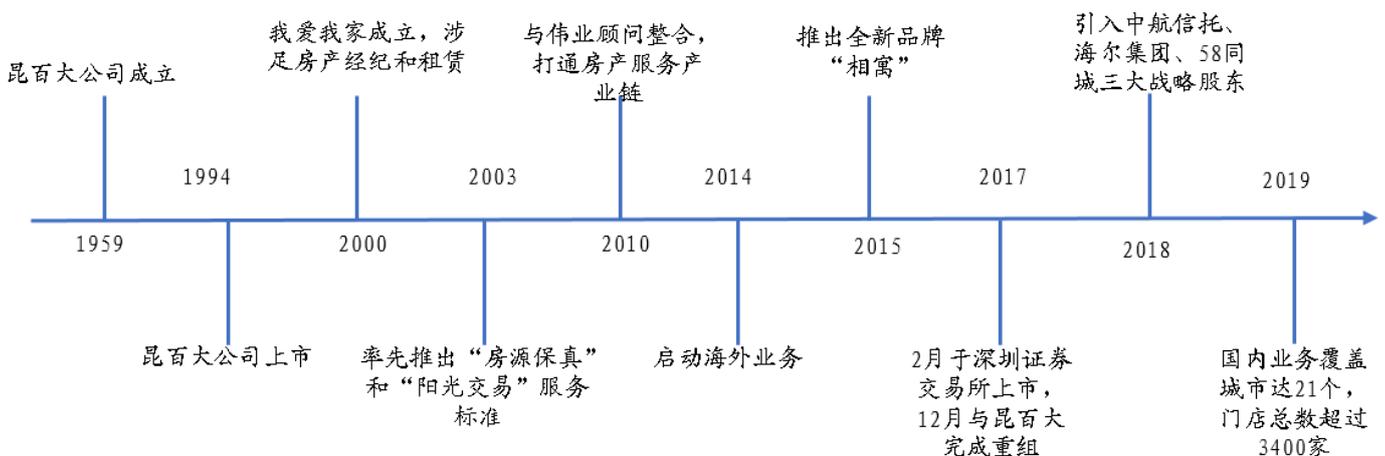
### 1.1 发展历史：全产业、数字化、平台化的房产经纪龙头

**业务覆盖全产业链，持续投入推平台化。**我爱我家作为中国大陆首家A股主板上市的房地产经纪龙头企业，涉及业务涵盖新房交易、二手房经纪、房屋租赁、房屋资产管理、商业地产运营管理和海外房产交易等房地产全产业链服务。公司近年来依托20年线下运营底蕴和品牌口碑，积极推进平台化建设，加快数字化转型，平台研发已累计投入9亿元。完整产业链加上线上线下同步迭代，造就我爱我家房地产经纪龙头的地位。2019年公司完成4300亿GMV。

**20年经纪领域积淀，首家A股房产经纪公司。**1998年，我爱我家网创立，开始打造房产线上交易平台。2000年，我爱我家开始布局线下门店，从事经纪和房屋租赁业务。自2001年房屋管家业务开始，我爱我家在行业内率先从事房屋资产管理。2003年，率先推出房屋租赁“房源保真，房东保真，不成交不收费”、二手房买卖“阳光交易，不吃差价”的服务标准。2010年与伟业顾问整合，打通一二手房经纪与房地产综合服务产业链。2014年公司启动海外业务，是国内第一家启动海外业务的大型品牌经纪机构。2015年创立“相寓品牌”，目前相寓是国内管理规模与运营效率双领先，且为数不多始终保持盈利的长租公寓品牌。2017年完成与昆百大重组，在深圳证券交易所上市。

**战略扩张一二线城市，数字化平台吸引加盟。**截至2020年6月30日，公司已布局20个核心一二线城市，拥有门店3400余家，经纪人3.9万人。资管品牌相寓在管房屋超过25.3万套，采用轻资产的运营模式，疫情期间体现该模式强大抗风险能力。对平台构建的持续投入形成准入壁垒，同时充分吸引中小品牌加盟，线上楼盘库覆盖7万多个社区、25万余张景观图、110多万栋建筑物，在录房源突破2000万套，累计提供超1000万人次交易服务，近三年完成250万单交易。截止2020H1公司已有740家加盟店，计划年底之前再打通5座加盟城市。6月，公司官网日活用户数量达到39.8万，上半年UV到有效商机的转化率提升至2.28%，官网佣金贡献率达到19%。

图表1：公司发展历程

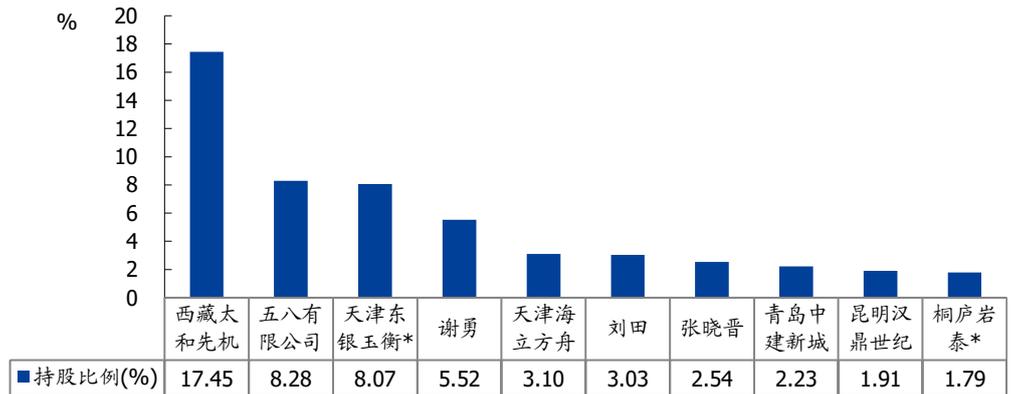


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

截至2020年6月30日，公司股份数量共计23.56亿，其中有限售条件股份4.38亿，占比18.6%，其中境内法人持股14.46%，境内自然人持股4.14%；无限售条件股份19.17亿，占81.4%。西藏太和先机投资管理有限公司持股17.45%，为公司控股股东，公司实际控制人为谢勇，通过直接和间接共持有公司21.23%股份。前10大股东共计持股53.92%，

图表2: 前10大股东持股比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**董事会及管理层管理经验遍及各行业。**公司有4名非独立董事，董事长兼总裁谢勇拥有法学、经济学和EMBA学位，2010年起任太和先机董事长，2015年起任我爱我家董事长；董事文彬，历任自动化控制工程公司、信托投资公司高层，2001年加入昆百大，2011年起任我爱我家副总裁兼董事会秘书。董事代文娟是注册会计师、国际注册内审师和高级经济师，曾任职毕马威和云南电网，2012年加入昆百大，2018年起任副总裁兼审计部总经理。公司非独立董事平均年龄仅48岁，平均加入我爱我家或其前身昆百大13年，有丰富的公司治理经验。公司高级管理层中除4位非独立董事，还有7人，分别具备市场营销、房产经纪、审计、投资等多行业从业经验。

图表3: 公司非独立董事及高管情况

姓名	职位	年龄	经历
谢勇	董事长兼总裁	47	上海财经大学经济学硕士, 2010年起任太和先机董事长, 2015年起任我爱我家董事长。
文彬	董事、副总裁兼董事会秘书	57	中国人民大学工商管理硕士, 曾任华夏经济开发有限公司副总经理, 2001年加入昆百大, 2010年起任我爱我家董事会秘书。
代文娟	董事、副总裁兼审计部总经理	38	中央财经大学会计学学士, 注册会计师、国际注册内审师、高级经济师, 2012年加入昆百大, 2018年任我爱我家副总裁兼审计部总经理。
段蟒	副总裁	49	1997年加入公司, 2014年起任我爱我家副总裁, 2015年起任昆百大控股商业综合事业部总经理。
潘斯佳	副总裁	46	注册营销师, 任职远洋地产上海公司营销总监期间创 28 亿年销售额, 2015年起任我爱我家副总裁。
陈毅刚	副总裁	43	具备全国房地产经纪人执业资格, 2005年起任杭州我爱我家总经理。
何洋	副总裁兼财务总监	44	香港中文大学会计学硕士, 具备全国房地产经纪人执业资格, 曾任职普华永道和信永中和, 2018年起任我爱我家副总裁和财务总监。
朱威	副总裁	42	南京大学物理系微电子专业学士, 曾任职中国航天科技集团公司、太合诚信投资有限公司, 2018年起任我爱我家副总裁。
刘东颖	副总裁兼首席信息官	52	浙江大学计算机应用专业本科学历, IBM 全球认证资深首席顾问, 具备基金行业从业资格, 2018年起任副总裁兼首席信息官 (CIO)。
卢俊	副总裁	46	曾任多家知名报社记者, 国务院国资委新闻中心综合处处长, 2019年起任我爱我家党委书记兼副总裁。
李东梅	副总裁	47	毕业于中国科学院生态环境研究中心城市与区域生态国家重点实验室, 理学博士。2020年8月起任我爱我家副总裁。
吕虹	副总裁	48	香港大学国际工商管理硕士研究生, 高级经济师。2020年4月至今任北京我爱我家房地产经纪有限公司副总裁; 2020年8月起任我爱我家副总裁。
高晓辉	副总裁	41	北京大学工商管理硕士。2019年1月至今任北京我爱我家房地产经纪有限公司副总裁兼任北京公司总经理; 2020年8月起任我爱我家副总裁。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3 顺利完成三年业绩承诺, 加大投入开启规模扩张之路

我爱我家 2017 年实现营业收入 81.75 亿元, 同比增长 0.21%; 实现净利润 5.31 亿元, 同比增长 63.41%。公司于 2017 年 12 月与昆百大完成资产重组, 此后的 2018、2019 和 2020 上半年营业收入分别为 106.92、112.11 和 39.33 亿元, 同比分别增长 710.61%、4.85% 和减少 30.74%。2018、2019 年 2020 上半年分别获得归母净利润 6.31、8.27 和 0.4 亿元, 分别增长 764.38%、31.06% 和减少 89.5%。重组后三年毛利率分别为 30.2%、30.52% 和 23.75%, 净利率分别为 5.9%、7.38% 和 1.02%, 上半年毛利率和净利率下降主要由于疫情期间维持人员工资和疫情后打折促销导致客单价下降。

公司涉及房地产全产业链业务, 包括经纪、资产管理、新房、商业租赁、商品销售、房地产和旅游、物业等。其中经纪业务、资产管理业务和新房业务占比最大, 且结构稳定, 多年来合计始终保持在 80% 以上。2020H1 该三项收入分别占比 53.22%、18.61% 和 16.32%, 合计 88.15%, 二手房经纪依然是公司的主战场。

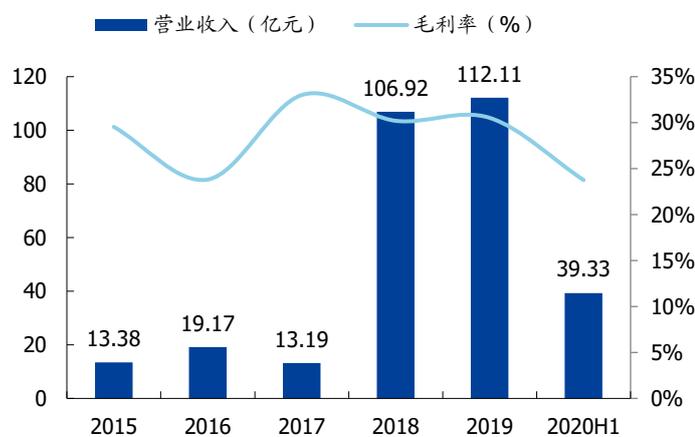
毛利润方面, 各项业务中毛利构成占比最大的也是经纪、资产管理和新房三项。经纪业务收入包含二手房买卖佣金、租赁佣金和资产管理出房端收入; 资产管理业务收入主要

来源为相寓收房端平均35-40天免租期收入;新房业务收入包含新房代理销售佣金。2020年H1三项业务毛利率分别为19.97%、18.85%和20.09%，整体呈现轻微下降趋势。

我爱我家与昆百大实施重大资产重组时，2017-2019年业绩承诺分别为累计扣非后归母净利润分别为5亿元、11亿元及18亿元，即2017年-2019年分别实现净利润为5亿元、6亿元、7亿元。公司2019年实现归母净利润7.76亿元，同比增长16%，2017-2019年，在政策趋严、趋紧的背景下，北京我爱我家房累计扣非归母净利润实现18.75亿元，**业绩承诺达成率104.17%，顺利完成业绩承诺。**

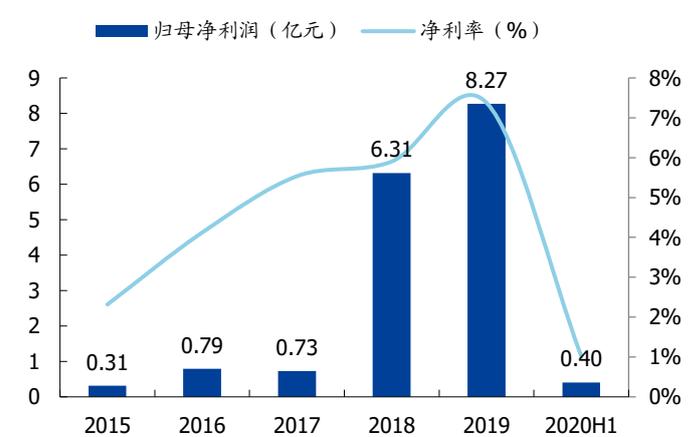
2020是公司战略变化的重要年份：过去三年，公司囿于三年业绩对赌的约束，采取较为保守的经营策略，门店扩张、招聘投入、加盟投入、品牌建设、营销推广等都较为谨慎。2019年顺利实行三年业绩对赌，加上行业从2018-2020年的贝壳模式带来了新的竞争环境，公司计划在2020-2022年采取加盟的方式，加大科技和营销投入，实现规模扩张的战略目标。

图表8: 公司营业收入及同比增速



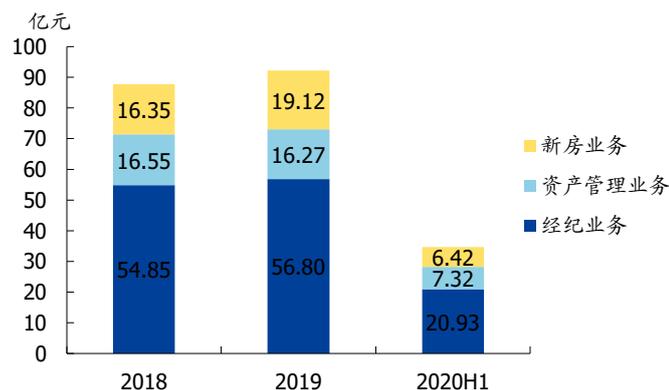
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司归母净利润及同比增速



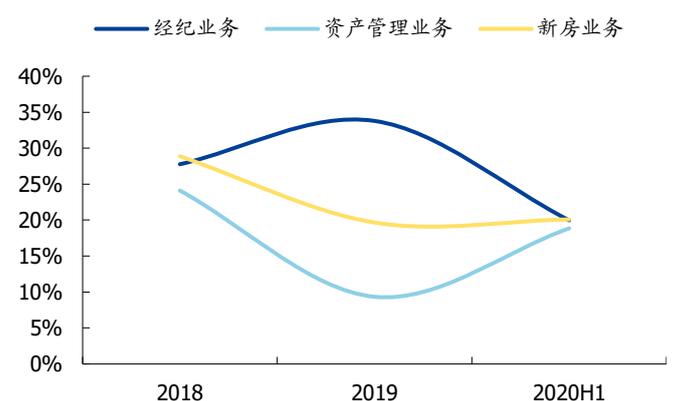
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 公司2020H1主要业务营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 公司主要业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、行业趋势：空间广阔，集中度提升拐点已至

我国中介行业正处于快速变革的时代。**第一，从行业空间看**，由于近几年新房中介渗透率快速提升，带来新房中介市场 TAM 快速扩大，根据 CIC 报告将从 2014 年的 0.6 万亿发展至 2024 年的 4.8 万亿。**第二，从行业发展趋势看**，数字化和抱团（加盟/平台的 CAN 联卖模式）正在剧烈改变行业生态。抱团趋势主要由于：**a.享受新房中介红利的门槛较高**：分销需要中介缴纳保证金或包销；**b.龙头数字基建巨额投入带来的效率提升对中小中介生存能力进一步提出挑战**，其不论出于主动还是被动原因均有选择加盟大企业的动机。**c.ACN 能提升新人存活率降低成本**。**第三，从行业属性看**，**房产交易难以脱离线下，行业 know-how 带来较高壁垒，其数字化只能依靠产业龙头自我革命**。依靠补贴战、纯轻互联网中介均已被证伪，仅靠信息发布的平台型公司没有能力完成交易服务闭环，因此，龙头链家选择**自我革命**，由线下走向线上，诞生了产业互联网巨头贝壳。而其它**全国化布局、具有一定线下门店和经纪人规模、品牌号召力**的企业已为数不多，而愿意选择跟随策略加大技术投入、采用加盟模式**走规模扩张道路**的公司更是凤毛麟角。

## 2.1 二手、新房中介佣金规模空间广阔、稳步增长

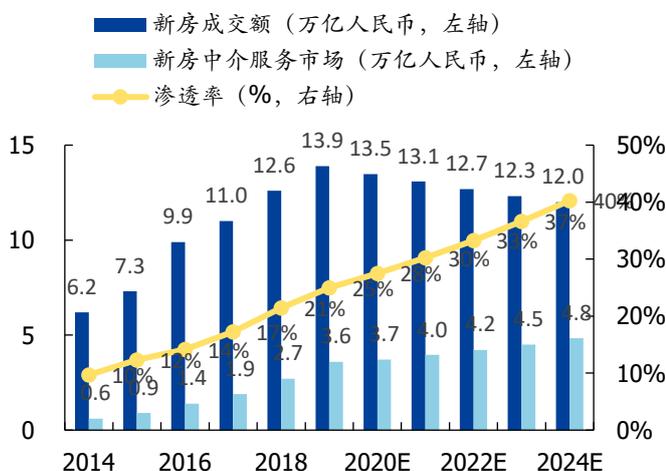
中介可服务新房和二手房市场 GTV 快速增长，合计规模达 12 万亿。

我国新房市场未来将进入缩量时代，2014-2019 年 CAGR 达 17.52%，根据 CIC 和我们的测算，预计未来总 GTV 将按 -2.9% 的 CAGR 逐年递减至 2024 年的 12 万亿规模，但我国新房市场中介渗透率快速提升，由 2014 年的 10% 上升至 2019 年的 25%，翻倍有余，由于新房市场逐渐进入下行周期，由过去的卖方市场进入买方市场，中介渠道对房企高周转的作用将加大，预计 2024 年新房中介渗透率将提升至 40%，**带动中介可服务新房 GTV 未来 5 年 CAGR 达到 6%，中介可服务新房 GTV 由 2019 年的 3.6 万亿提升至 4.8 万亿。**

二手房市场总 GTV 仍将维持稳定的增长。过去 5 年 CAGR 达 20.84%。预计 GTV 将按 3.61% 的 CAGR，由 2019 年的 6.7 万亿上升至 2024 年的 8 万亿。中介渗透率 2019 年已经达到 88% 的较高水平，预计未来 5 年持平。**中介可服务的二手房买卖市场 GTV 由 2019 年的 5.9 万亿提升至 2024 年的 7 万亿，CAGR 3.61%。**

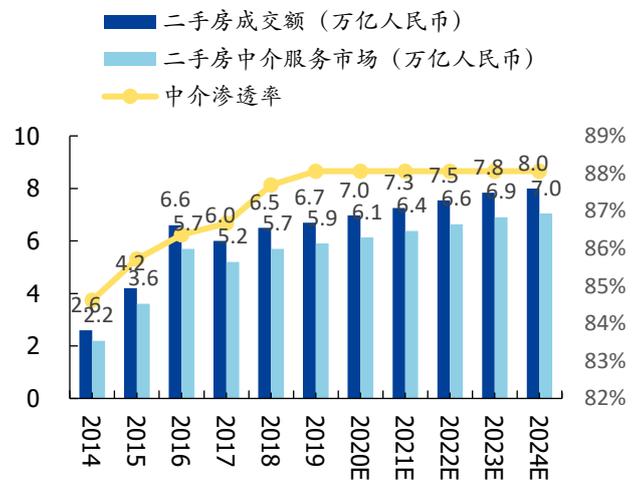
根据 CIC 和我们的测算，2024 年中国房地产交易市场规模达 20 万亿，中介可服务市场将达到 11.8 万亿。

图表 4: 我国新房市场 GTV 及中介渗透率



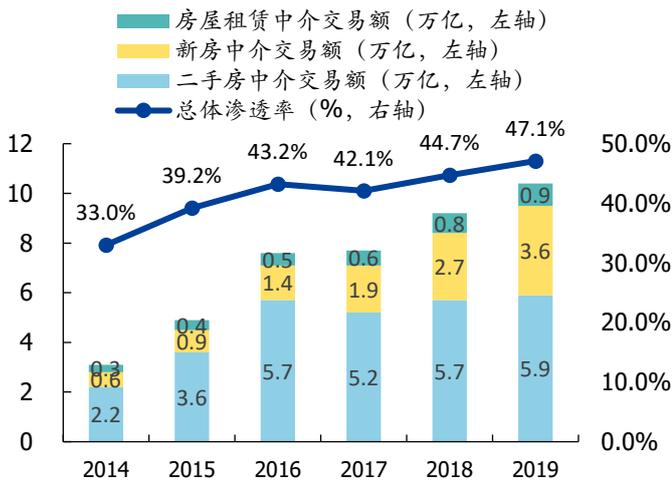
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 我国二手房市场 GTV 及中介渗透率



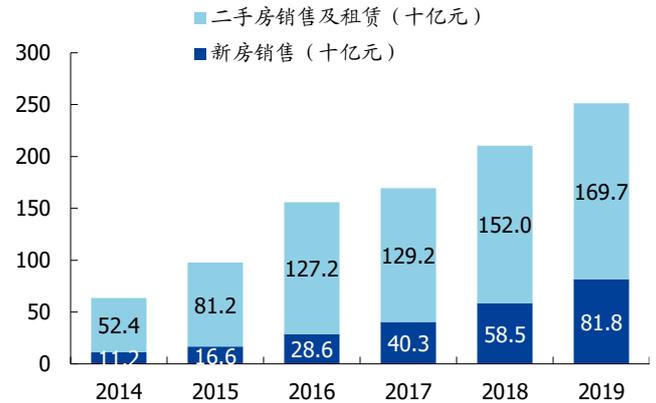
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 我国房地产中介服务市场GTV及中介总体渗透率



资料来源: CIC,国盛证券研究所

图表7: 中国房地产中介行业佣金收入



资料来源: CIC,国盛证券研究所

## 2.2 行业进入合作、加盟的黄金时代

行业走过了 21 世纪伊始的市场红利期、管理红利期，正步入第三个发展阶段：加盟红利期。

**市场红利期：**21 世纪伊始，中国房地产市场方兴未艾，中介行业从无到有，港台美资企业和本土的中介公司如雨后春笋般诞生了，行业规模快速增长，中介行业正经历着快速发展的红利期。

**管理红利期：**2008 年的金融危机引发了年房地产市场的剧烈波动，行业整合加速，龙头地位逐步巩固，与此同时，各大中介开始提升管理效率，包括如何提升经纪人的效率、如何带来客流等，并开始加大构建机构内部的底层 IT 架构，实现内部经纪人的合作。并通过不断完善自身作业系统，对房产交易的全流程业务进行优化升级，逐步实现高效录入房源、即时通信、线上签约、业绩分配、数据化管理等功能。

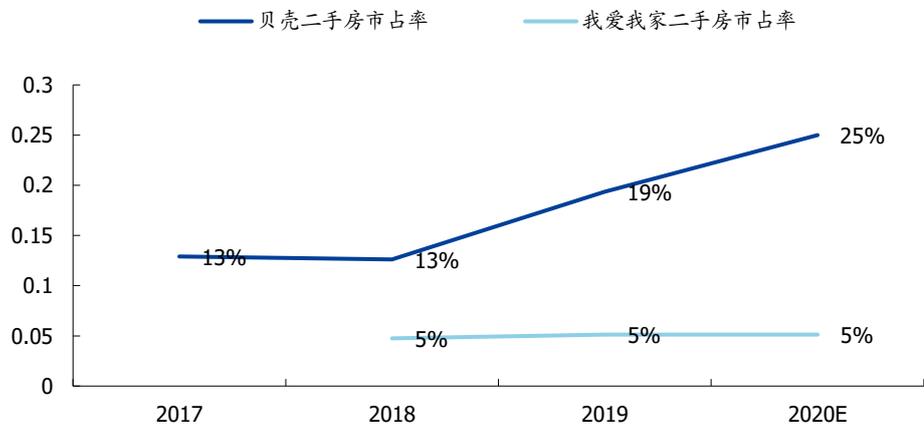
**平台化、品牌化的加盟红利期：**尽管中介机构内部的管理相比 21 世纪伊始有了很大提升，中介行业仍然存在很多痛点：经纪人素质较低，服务体验较差。这些痛点的根本原因是 C 端单次博弈和 B 端零和博弈。C 端单次博弈指的是很多经纪人从业时间短，目光短浅，做出跳单、赚差价、假房源吸引客户的行为。根据贝壳找房研究院数据，2019 年中国房产经纪行业约有 150 万名经纪人，存量房年成交量达 426 万套，意味着我国房产经纪人平均每人每年成交 2.8 套房。中国地产经纪人平均从业时长仅为 7 个月，即单人职业生涯仅成交 1.7 套，较短的从业时间和开单压力带来的是经纪人做出不诚信行为。B 端零和博弈指的是，各品牌之间博弈抢客户，佣金只有最终成交者可以获取，因而出现恶性抢单、低价竞争的现象。这使得行业效率低下、经纪人收入下降、人才流失率高、服务品质差，也使得社会对中介人员存在偏见和歧视。行业急需提升从业人员素质和服务品质，提升运营效率，改善客户体验。

2018 年起，以贝壳为代表的行业龙头**依靠加盟和平台**将内部经纪人合作网络（ACN 网络）扩展至所有直营、加盟和平台第三方的门店之间，建立起更大的房源和客源网络，利用 IT 技术完成可全面的业务、财务数字化，更大程度提升协作效率，利用网络效应**快速扩大市场份额**。同时借助更高基本薪水带来的招聘人才素质提升，通过数字化的基础设施、定期的培训指导、严格的考核机制、标准化的流程管理提升运营效率和中介人员服务质量，同时用 ACN 多角色合作的方式提升中介新人存活率和行业留存时间，从而减

少C端单次博弈和品牌之间恶性竞争的现象，提升客户体验和店东收入，给行业带来巨大变化。

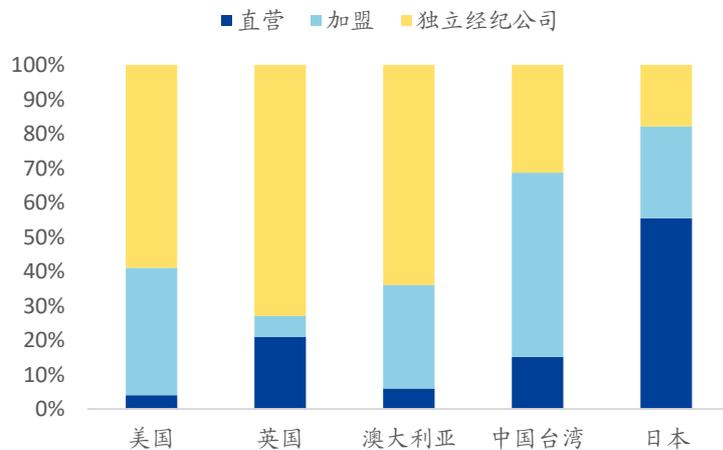
其实，中介行业从直营模式走向加盟的发展趋势并非只发生在中国。从发达国家和地区的经验来看，美国、澳大利亚、中国台湾的加盟经纪公司相比于品牌直营连锁贡献了更大占比的房地产交易，加盟模式在中介行业的推广是大势所趋。

图表8: 行业龙头的加盟平台业务助力GTV市占率快速提升，行业处于集中度提升拐点



资料来源: 公司公告, 贝壳招股说明书, 国盛证券研究所

图表9: 各国房地产中介交易套数结构



资料来源: 贝壳研究院, 国盛证券研究所

**为何龙头中介选择加盟模式扩张?**一方面，直营模式较重，如果布局城市太少，容易受到政策波动的影响，因而产生布局全国的需求，但下沉城市存量市场规模有限，直营模式较重，管理半径过大、管理和经纪人才培养时间较长，投入产出短期内难以平衡，大型企业又有“占坑”推广品牌、战略布局、扩大市场份额的需求，因而考虑采用品牌输出的加盟模式（或平台模式）。

**为何中小中介愿意加盟大品牌?**经纪行业的中小中介面临以下难题：1.没有品牌优势，难以获得客户信任和招聘优势。2.获取房源能力较弱，为客户提供的选择也少，商机有限。3.互联网时代，客源获取依赖广告投放、流量购买，规模较小的中介财力有限。4.中小机构的信息管理系统主要依靠租赁，难以更新迭代，对业务支持和创新有限。5.中小机构的业务经验有限，难以培训新人。6.规模较小，面对房地产政策风险，可能面临淘汰危

机。7.中国今天的中介市场新形势，即市场广阔的新房中介业务大部分需要向开发商缴纳保证金，中小中介资金实力有限，需要投靠大品牌。

#### 为何现在是房地产经纪行业加盟的黄金时代？

**第一地利：下沉城市中介市场蓬勃发展。**越来越多城市的房地产进入存量时代，意味着低线城市的中介市场正进入一二线城市曾经的“市场红利期”，现在通过加盟式进入，具有战略意义，可以提前打响品牌在三四线城市的知名度。**第二人和：管理数字化带来加盟强管控、服务质量可控的可能。**数字化在中介行业的渗透率正在加强，通过数字化的业务和财务管理，管理半径和难度正在急剧减小，加盟下的强管控模式变得可能。**第三天时：新房中介大时代到来。**新房市场趋冷和对中介的依赖增加，使得新房中介业务爆发式增长，而资金门槛，给了中小中介一个加盟大品牌的重要理由。

**什么样的经纪机构能够品牌输出、做加盟业务？**第一，自身要有较大的规模和行业知名度，品牌具有溢价能力；第二，需要有一定的资金实力，为众多中小中介获取足够的新房房源，以及进行品牌推广获取客源；第三，需要有足够的经验为中小中介赋能培训；第四，足够的IT投入和系统迭代更新的能力适应业务发展、跨城市的市场，提高经纪人作业效率。

从行业未来发展来看，加盟扩张之后的发展趋势可能是去门店化的“平台化”。即行业出现一个或多个平台，实现平台内部跨品牌的完全开放（目前已初步形成，但当前门店作用仍大），而未来门店、中小品牌则可能被弱化，出现大平台+职业化经纪人的组织形式。

## 三、公司优势：门店网络、数字基建、品牌优势助力规模扩张

### 3.1 深耕线下社区，铸就品牌优势

公司房地产综合服务业务在2002年前已完成了包括北京、上海、杭州、天津、南京、苏州等重点城市在内的全国布局，后经二十余年的深耕，具备了对本土市场的适应能力，形成了稳固的区域优势，其中经纪业务在北京、杭州、南京、苏州等多个城市的市场占有率名列行业前列。截至2020年9月30日，公司的国内业务覆盖北京、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、常州、南宁、昆明、东莞、深圳等国内21个大中型城市，拥有深入社区的连锁门店3500余家，员工5万余人，其中经纪人数量3.7万人。

基于庞大的线下经纪人网络和多年的行业积累，公司楼盘库覆盖了7万社区、110万栋建筑。目前公司系统在录房源量突破2000万套（房源指的是在售或在租房屋，与我爱我家楼盘库/贝壳楼盘字典房屋数量并非同一口径，不可比），累计提供超1000万人次交易服务，目前每年以超130万人次的速度递增。

图表 10: 行业主要公司 2019 年 GMV



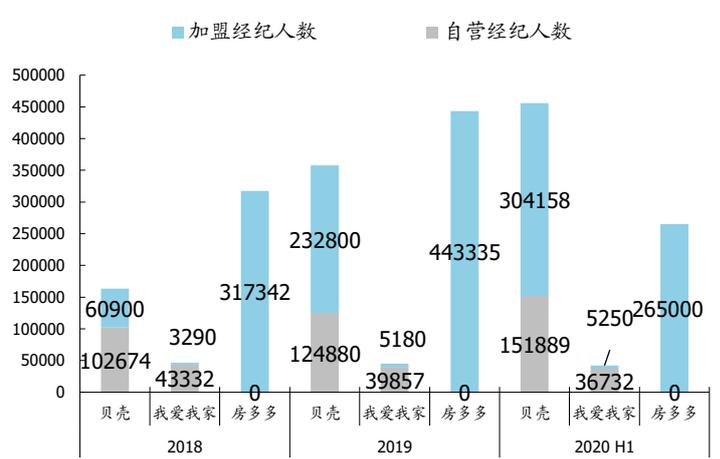
资料来源: 公司公告, 贝壳招股说明书, 国盛证券研究所

图表 11: 公司门店数



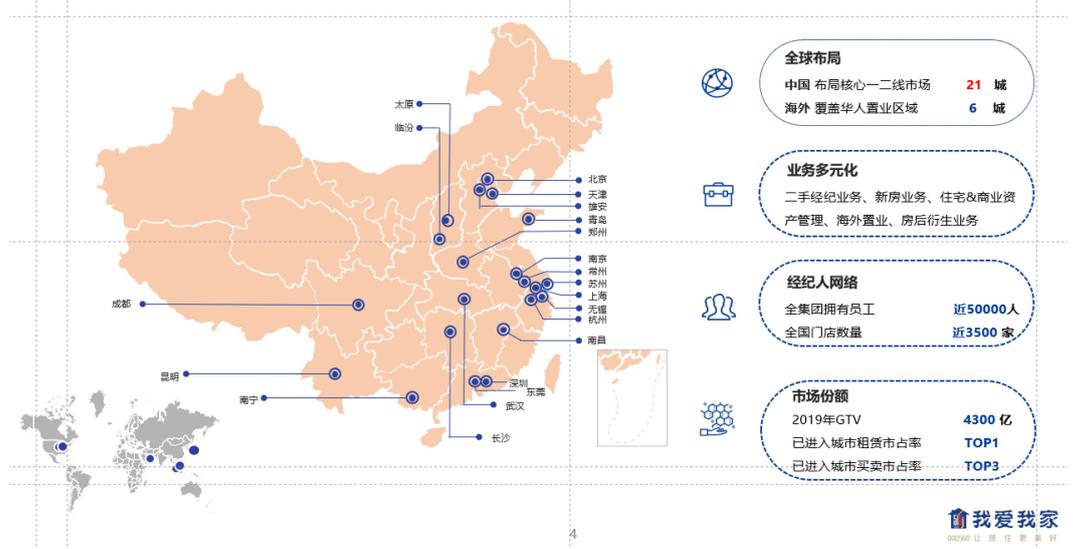
资料来源: 公司公告, 贝壳招股说明书, 国盛证券研究所

图表 12: 公司经纪人人数



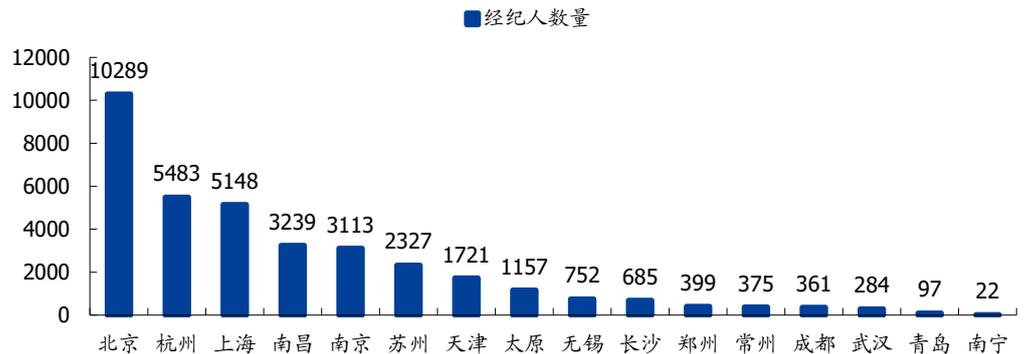
资料来源: 公司公告, 贝壳招股说明书, 国盛证券研究所

图表 13: 我爱我家业务城市布局国内主要一二线城市



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 我爱我家重点城市经纪人数量 (截至 2020 年 10 月)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2018年起行业头部的龙头公司通过加盟业务快速扩张规模抢占市场份额, 但我我爱我家依靠深耕社区的门店网络和品牌优势, 依旧在多个城市保持较高且较为稳定的市占率 (按套数占比计算), 我爱我家在已进入城市的二手买卖市占率为 5%, 排名行业第三。公司重点城市、核心区域二手买卖市占率保持领先优势, 2019年北京、杭州、太原、南京、苏州、天津、无锡等城市市占率稳居前三, 其中北京、杭州、太原、南京、苏州、南昌市占率较高。公司各城市市占率近一年来维持稳定, 南京略有上升。

### 3.2 数字化转型战略落地, 数据驱动运营全面升级

2003年, 我爱我家率先在业内建立“网站、门店、呼叫中心” 三网合一的发展模式, 明确发展线上线下一体化, 后依托我爱我家网“5i5j.com”建立 WAP 手机版网站、APP、微信公众服务平台等多渠道的移动服务体系, 这一过程中, 公司始终保持线上线下的同步迭代, 积极采用信息化、移动互联等技术推动业务创新与提效。

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，公司以房源端、客源端和经纪人端为核心，落地技术升级和数字化工具的成果，陆续推出用户画像分析、小区指数测评、猜你喜欢、精准房源推荐、选房卡、小爱机器人、VR看房、一键换装等工具，用户的线上体验满意度显著提升。

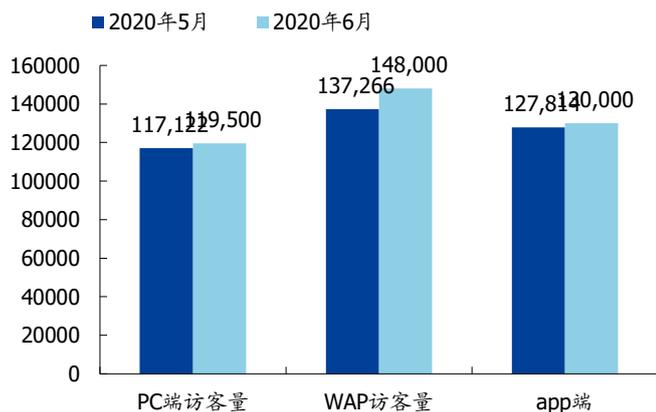
2019年，我爱我家研发支出与研发费用合计8257万元，同比上升32%。公司与微软中国、中国移动等机构签署合作协议，在客户关系管理、云计算、人工智能、大数据技术方面开展合作、通信基础业务、互联网专线和数字传输专线等技术及服务方面开展合作。

2020年上半年，公司在信息系统基础设施方面持续投入，**总部IT技术人员486人，比去年底增加82人，占总部人数73%。上半年由于疫情影响，研发投入4千万元，同比下降28%，主要是受疫情影响主动减小投入。**

### a. 自建流量入口，官网、app、wap端DAU持续提升

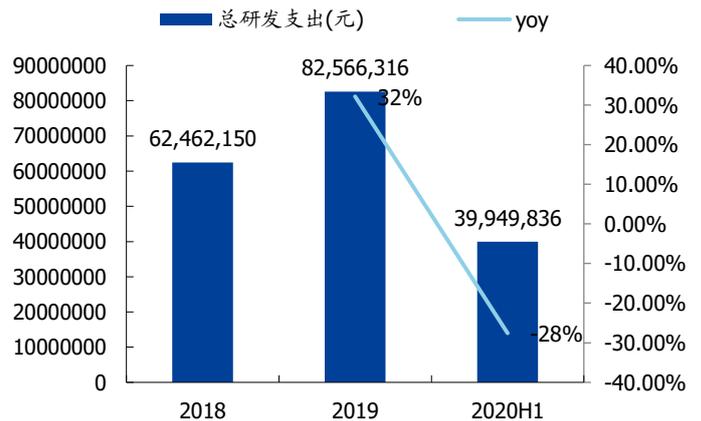
2020年上半年，我爱我家网总UV到有效商机的转化率提升至2.28%，6月份，我爱我家官网的PV同比提升28%，自有流量逐年攀升，且增速在加快。公司官网DAU 39.8万，环比提升4%，其中PC端11.95万，环比提升2.03%，WAP端14.8万，环比提升7.82%，APP端13.0万，环比提升1.71%。2020年第三季度MAU提升至786.6万，环比二季度增长12%；DAU提升至40.4万，环比增长9.2%。除了活跃度的不断提升，官网佣金贡献率自2019年9月首次超过外网后，保持稳步提升，贡献率持续2个季度超过外网，2020年上半年贡献率达到19%。

图表 15: 我爱我家各渠道 DAU (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司研发投入较高, 20年上半年受疫情影响投入相应减少



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

备注: 公司研发投入大部分计入资产负债表“开发支出”的当期增加值, 少部分计入利润表的研发费用科目。本图表为两项之和, 不包含IT人员薪酬。

### b. 数据驱动运营, 业务系统向业财一体化、移动化、直营加盟一体化、标准化、管理数字化发展。

图表 17: 我爱我家数据驱动运营的系统更新迭代进度

数据驱动运营，系统持续更新迭代	
二手业务系统	根据不同城市的交易需求，对房源功能进行升级，重构查询页和详情页，提高录入效率。并将官网、我爱我家 APP、经纪人 APP 三端打通，在北京、上海实现买卖、租赁业务流程的 <b>全面线上化、移动化</b> 。
新房业务系统	新一代系统在北京、南京推广，整合原有新房业务系统，代理系统、财务系统，实现 <b>业财一体化</b> ，实现 <b>全流程线上化</b> 。推行 <b>数字化管理</b> ，提高作业效率。
相寓资管系统	实现全国统一标准化线上管理，打通新一代二手业务系统，实现租赁运营一体化。自研 <b>IM 增大客户信息入口</b> ，计入 400 系统提高管控能力，6 月上线后相寓 app 接入量达到官网 38%，小程序接入量达到官网 25%。
加盟系统	SaaS 加盟业务系统在东莞投入使用，并在上半年完成东莞 <b>直营合伙和加盟体系的并网</b> 。优化了房客源数据，官网对接与推盘建设等工作进入测试阶段，上线后可实现 <b>房源同步官网</b> 。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### c.VR 看房实现完整闭环，提高签约效率

我爱我家对 VR 看房的布局从 2018 年就已经开始。2019 年我爱我家以现金方式出资人民币 1777.78 万元用于对上海亦我信息技术有限公司(以下简称“上海亦我”)进行增资，增资完成后，上海亦我的注册资本由人民币 12.0370 万元增加至人民币 13.3744 万元，我爱我家取得其 9.9997% 的股权。投资目的为加强公司在 VR 看房领域布局，促进公司体系内的房源快速实现 VR 展示。

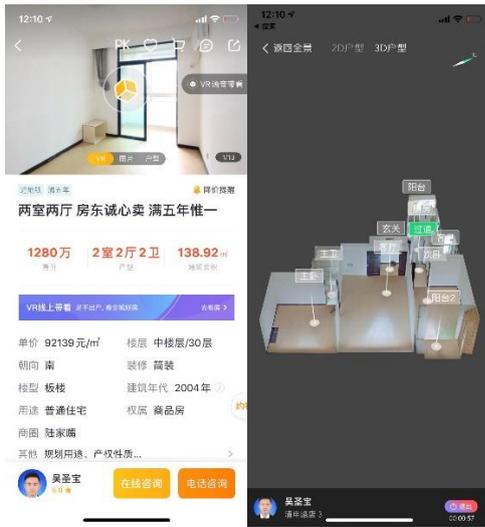
2020 年 4 月，新房 VR 带看功能紧跟上线，经纪人可邀请案场销售人员进行三方线上带看，为新房客户带来身临其境的线上看房体验。截至 6 月底，官网在线房源中 VR 房源占比超过 33%，相比普通房源，**VR 房源平均日访问量提高 27%，用户平均留存时长提升 1.4 倍。月均 VR 带看订单达到 13 万单，达到总带看订单的 59%。**

为进一步提升看房体验，公司在 VR 房源的基础上，结合 AR、AI 技术，上线了 AI 讲房功能，在 10 秒内生成智能讲稿，更直观、更身临其境的帮助客户全面了解房屋信息，截至 6 月底，官网已自动生成 AI 讲房 24.9 万套。VR 房源及 AI 讲房技术的升级，使客户看房成本有效降低。

我爱我家的线上五个组合拳：线上委托、VR 看房、VR 经纪人带看、3D 看房、租赁线上签约，形成完整闭环。VR 带看功能上线后客户看房热情变高，还在疫情间直接促成了租房客户的线上签约。

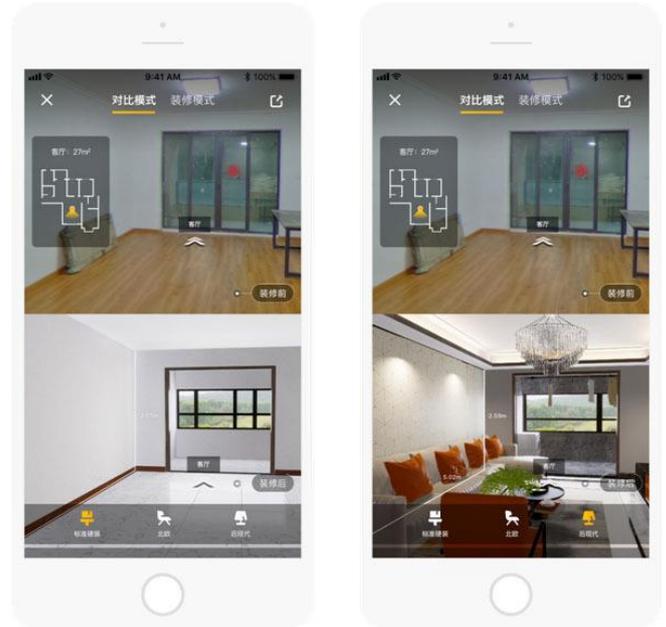
除了带看外，VR 技术还衍生出了 VR 装修功能，通过对客户喜好的分析，我爱我家推出了极简、北欧、欧式、现代四种装修风格，客户可以对房源进行一键渲染装修，目前渲染量已达到 28 万套，为未来拓展衍生业务打下基础。

图表 18: 我爱我家 app 的 VR 看房界面



资料来源: 我爱我家 app, 国盛证券研究所

图表 19: 我爱我家 app 的 VR 一键装修界面



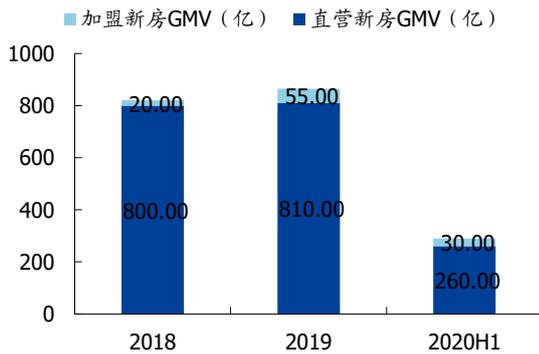
资料来源: 我爱我家 app, 国盛证券研究所

### 3.3 多元业务联动建立协同优势

#### a. 新房业务

公司新房业务包括代理、分销及电商等模式，“伟业顾问”、“汇金行”、“我爱我家”三大品牌联动，新房代销业务稳定增长。

图表 20: 公司新房 GMV



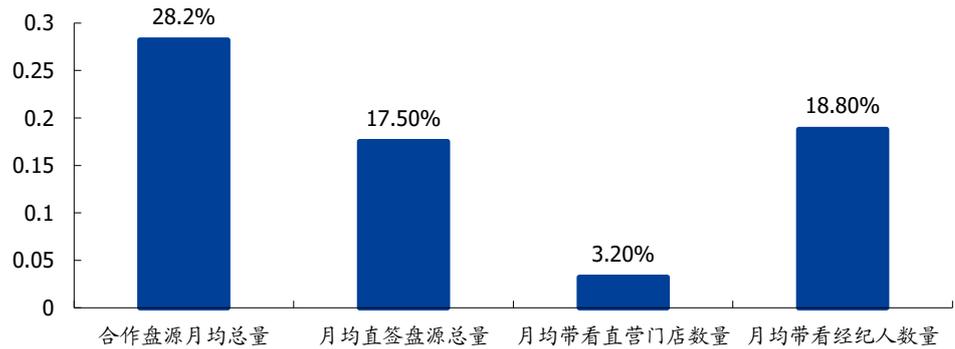
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 新房收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 新房业务 2020 年 3 季度同比增速良好



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### b. 相寓资管业务

自国家确立“租购并举”战略后,长租公寓运营如雨后春笋般快速发展,“相寓”品牌也在公司房管业务上应运而生。我爱我家依靠 19 年的经营经验和数据积累,连续多年实现规模稳步提升,持续盈利。其主要盈利模式与主流长租公寓的“租金差”模式不同:我爱我家资管业务的盈利点为业主免租期内的租房客户端租金收入,业主以 1 个月免租期的方式给予公司服务费。公司赚取的利润为免租期内对租客收取的租金,能否盈利取决于公司的出房天数。假设单套月租金 10000 元,业主给予我爱我家免租期 30 天,我爱我家实际出房周期 12 天,意味着盈利为 18 天租金,即 6000 元。

公司住宅资产管理业务分为分散式公寓管理(相寓 HOME、相寓 ROOM、相寓 INN)和集中式公寓管理(相寓 PARK)两种模式。2019 资管业务实现收入 18.72 亿元,同比增长 13.1%,全国全年平均出租率达 95%,全年平均出房周期 12.6 天,截至 2020 年上半年,“相寓”在管规模 25.3 万套,其中北京约 12 万套,杭州 6 万套,天津 1 万套。总在管规模相比 2019H1 下降 8.99%,主要是公司主动清退部分区位、需求基础较差的房源,随着租赁市场监管加强,高价抢房的现象减少,预计公司将重新开始稳步扩大在管规模。

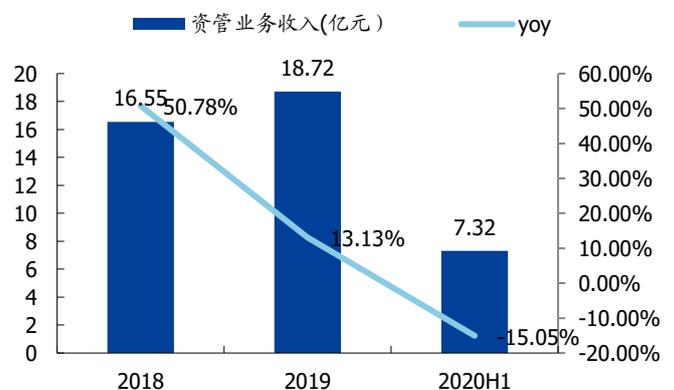
公司 2020 年上半年启动了深圳相寓的筹备建设工作,目前已完成深圳相寓主体的落地,业务系统开发、运营管理架构搭建工作正在快速推进中,这将为公司后续在华南区域扩展其他业务线打下良好基础。

图表 23: 相寓在管规模



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 资管业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

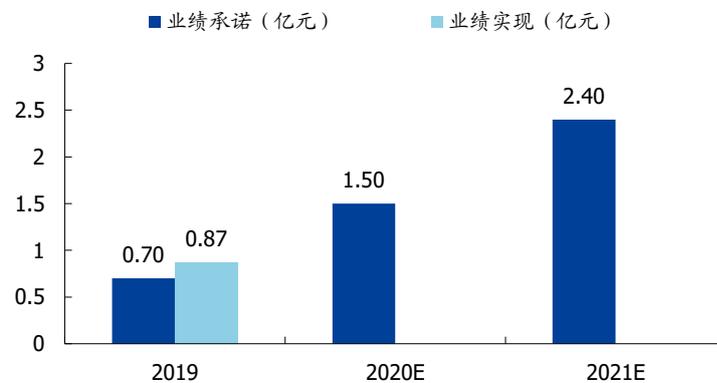
### c. 商业资产管理业务

昆百大主要经营模式是对自持购物中心和租赁商业资产进行运营管理，租赁项目属于轻资产运营模式，是公司商业资产管理业务发展的主要方向之一。昆百大在疫情期间主动履行社会责任，对商户实施租金减免。**昆百大目前运营项目 9 个，在管面积超过 40 万平方米，自持面积超过 25 万平方米。**2019 年底公司以公允价值计量的投资性房地产账面余额 **22.08 亿元**，当年公允价值变动 2.14 亿元。2020 年受疫情影响，租金收入有所下滑，存在一定减值风险。

2019 年上半年，公司收购蓝海购 100% 股权，交易对价 5.6 亿元。蓝海购主要**业务模式**为房地产营销总包和房地产营销服务两大类业务模式，通过整合下游分销渠道，对开发商的**商业公寓、商铺、车位**等商业地产进行推广销售。

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。2019 年，蓝海购新项目主要聚焦社区商业、公寓等商业地产的包销业务，在公司品牌加持、资金投入、渠道共享、技术赋能等支持下，实现扣非归母净利润 8735 万元，**业绩达成率 124.78%**。

图表 25: 蓝海购业绩对赌及实际完成情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

包销项目收入以截止评估基准日未结订单预计可获得收入进行预计，截止 2019 年底，蓝海购包销项目未结订单共计 9 个项目，剩余销售面积 69,100.90 m<sup>2</sup>，均为 2020 年内需完成订单，预计可确认收入 19,474.41 万元。考虑 2020 年末结订单 10% 流失率，预计可确认收入 17526.97 万元，2021 年后收入预计保持不变。

2020 年三季度蓝海购完成市场新触达项目 90 余个，项目筛选向社区底商类倾斜。在西南、华南、华中、华东的四个区域加大业务合作激励制度、提高核心人员奖励标准，项目团队业务竞争力得到增强。

### 3.4 员工持股计划绑定核心经纪人和管理团队

公司分别于 2020 年 6 月 3 日和 2020 年 6 月 16 日召开第九届董事会第四十七次会议和 2019 年年度股东大会，审议通过了《关于<我爱我家控股集团股份有限公司首期员工持股计划(草案)>及摘要的议案》等首期员工持股计划相关议案。经 2020 年 6 月 22 日召开的第九届董事会第五十次会议同意，公司按照首期员工持股计划之相关激励基金计划**提取 2019 年度激励基金 1,840 万元**。根据首期员工持股计划方案，公司委托长江养老保险股份有限公司设立“长江养老企业员工持股专项集合型团体养老保障管理产品”对首期员工持股计划进行实施与管理。公司于 2020 年 6 月 29 日完成我爱我家员工持股计划专项投资组合的设立，并开立首期员工持股计划证券交易账户。首期员工持股计划于 2020 年 6 月 30 日-2020 年 7 月 2 日期间，通过二级市场累计购买公司股票 1,098.77 万股，**占公司总股本的 0.4665%**，已完成股票购买。

### 3.5 后发优势，顺势而为

后发优势之一就是不再需要去说服很多人了。贝壳的 ACN 模式的创新，在 2018 年面临了巨大的质疑，诸如别人为什么要加入这个平台，一个平台能不能又当裁判员又当足球队员？这个平台的合作联卖遇到分佣不能让各方满意时候会不会偏向自己的经纪人？会不会把中小店东的经纪人培养出了对平台的依赖，只会做某几个角色的业务无法再全流程服务从而削弱了自身能力？管理半径是否有限，几十万的经纪人如何管理的过来？贝壳自身的流量是否足够，是否会造成更大的内部博弈（抢房源抢流量）？在种种质疑声和看不懂的声音中，贝壳突破万难，在 2020 年 9 月已经实现了连接 45 万经纪人，单季度 1 万亿 GTV 的业绩，且上市公司已经实现盈利，证明这个模式已经跑通。

在当下这个模式已被证明成立时点，我爱我家推出的加盟、合作联卖正是顺势而为。且一方面贝壳在部分城市的抽成比例较高引起部分店东的不满，另一方面，贝壳对开发商议价能力过高，其较强的销售能力使其销售份额对单一开发商呈上升趋势，开发商也有强烈的危机意识和降低某单一渠道销售比例的诉求，我爱我家顺势而为，采取跟随策略，给市场提供了第二个选择，也是众望所归。

## 四、关键假设讨论

### 4.1 直营业务

市场对于贝壳的创新带来效率提升，我爱我家直营业务的市占率逐步被蚕食存在担忧。但我们认为未来稳态中介行业的竞争格局是一超多强而非垄断，我爱我家自营业务可以实现稳步增长。

虽然中介交易的线上化是大势所趋，诸如获客、VR 看房、签约、金融服务等越来越多的环节可以在线上完成，但房产交易的更重要环节，如看房、谈判等仍然发生在线下，我爱我家线下门店、经纪人网络，相比其他地方性中小中介仍然存在一定竞争优势。

贝壳直营和加盟的人数 2020 年 6 月底达 45.6 万人，直营和加盟的人数还在持续增加，但当一个城市或区域内部贝壳系人数店数到达一定比例以后，对于房源和客源的竞争会从贝壳系和非贝壳系之间的竞争变为贝壳系内部的博弈竞争，带来效率的边际降低，因而贝壳的人员、门店占有率会有天花板，大约发生在区域内市场规模占比达到 **40% 左右**。除非发生价格战、其它中介退出市场，这个竞争格局会相对稳定，意味着我爱我家、中原、乐有家等区域内有竞争力的颈部企业仍然有生存发展的空间。全国目前约有 150 万经纪人，我爱我家 3.7 万人，人数占比 2.4%，二手交易 GMV3400 亿占全国中介可服务二手市场 5.4 万亿比重为 6.3%，人数占比低于市占率占比，说明公司运营效率显著好于行业平均。从经纪人的城市分布看，我爱我家 3.7 万人中，占比 80% 的 3 万人分布在北京、杭州、上海、南昌、南京、苏州、无锡这 7 个城市，这 7 个城市公司已经具备一定的市占率和品牌美誉度，经纪人数量在房源端受益于网络效应形成优势，提供了相对性价比更高的服务，在竞争格局逐渐倾向头部有规模优势、运营管理效率优势的企业倾斜的过程中，我爱我家亦是市占率提升的受益者。

### 4.2 加盟业务

市场对于我爱我家加盟业务能否如计划快速扩张存在分歧，但我们相信公司在新房的房源获取优势、流量和科技投入、品牌优势会助力公司实现加盟业务的快速扩张。

上文行业趋势中已经阐释，新房对中介的依赖加大带来新房中介可服务市场规模的快速上升（过去 5 年 CAGR43%）。而中小中介获得这部分增量店效的主要方式，就是选择有保证金垫资实力、和对开发商费率账期有议价能力的大平台合作，如贝壳、易居、房多多等。我爱我家作为全国性的公司和上市企业，在融资能力、资金实力等方面相对中小中介都有优势，且对加盟店东的抽成比例低于贝壳，有一定的价格优势。

第二，公司追求利润、不盲目投入和扩张的三年对赌期已经顺利走过，未来战略方向是做大规模，做强加盟，因而对于流量端、科技端的投入都会加大，流量对于加盟店东亦是巨大红利。第三，科技端业务财务一体化带来的效率提升，亦是店东选择加盟的理由。因而，在新房中介整个行业快速扩张的红利下，我爱我家拥有新房房源端获取优势、抽成比例相对较低的价格优势，并通过加大流量端投入增加对店东的吸引力，我们相信会有相当数量的中小店东会选择加盟。

### 4.3 定量假设

我们对公司门店数、人数、人效分别进行假设，其中自营门店数、人数、人效均自然增长，加盟门店数由2019年底的740家，2020-2022年分别上升至1000、4000、10000家。

图表 26: 关键假设一览

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>门店数</b>							
自营门店数	2,830	2,710	2,656	2,789	2,928	3,074	3,228
yoy		-4.24%	-2.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
加盟门店数	470	740	1,000	4,000	10,000	10,000	10,000
yoy		57.45%	35.14%	300.00%	150.00%	0.00%	0.00%
2018年及以前加盟店数	470	470	470	470	470	470	470
2019年加盟店数		270	270	270	270	270	270
2020年加盟店数			260	260	260	260	260
2021年加盟店数				3,000	3,000	3,000	3,000
2022年加盟店数					6,000	6,000	6,000
2023年加盟店数						-	-
期初期末自营平均店数	2830	2,770	2,683	2,722	2,858	3,001	3,151
期初期末加盟平均店数	470	605	870	2,500	7,000	10,000	10,000
<b>人数</b>							
期末自营平均门店人数	15.31	14.71	13.68	14.36	14.65	14.94	15.24
yoy		-3.95%	-7.00%	5.00%	2.00%	2.00%	2.00%
期末加盟平均门店人数	7.00	7.00	7.00	7.18	7.21	7.57	7.57
yoy		0.00%	0.00%	2.50%	0.54%	5.00%	0.00%
期末自营经纪人人数	43,332	39,857	36,326	40,049	42,893	45,938	49,199
yoy		-8.02%	-8.86%	10.25%	7.10%	7.10%	7.10%
期末加盟经纪人人数	3,290	5,180	7,000	28,700	72,135	75,742	75,742
yoy		57.45%	35.14%	310.00%	151.34%	5.00%	0.00%
年初年末平均自营经纪人人数	43,332	41,595	38,091	38,187	41,471	44,415	47,569
年初年末平均加盟经纪人人数	3,290	4,235	6,090	17,850	50,418	73,938	75,742
<b>人效</b>							
自营二手人均GMV(亿元/人/年)	0.069	0.081	0.075	0.086	0.093	0.101	0.105
yoy		16.68%	-7.00%	15.00%	8.00%	8.00%	4.00%
自营新房人均GMV(亿元/人/年)	0.018	0.019	0.019	0.024	0.029	0.032	0.033
yoy		5.48%	-5.00%	30.00%	20.00%	10.00%	5.00%
加盟二手人均GMV(亿元/人/年)	0.027	0.018	0.022	0.022	0.025	0.033	0.036
yoy		-35.26%	25.06%	0.82%	11.78%	30.86%	10.35%
加盟新房人均GMV(亿元/人/年)	0.006	0.013	0.015	0.022	0.025	0.034	0.039
yoy		113.64%	18.98%	39.56%	17.57%	35.48%	14.36%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 五、盈利预测与估值

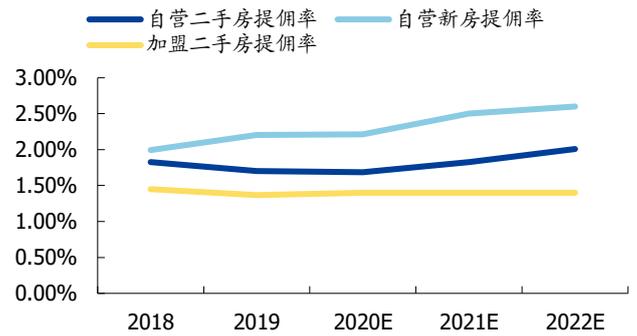
基于以上假设，我们对公司的GMV、佣金率、收入做出以下预测。

图表 27: 公司 GMV 预测



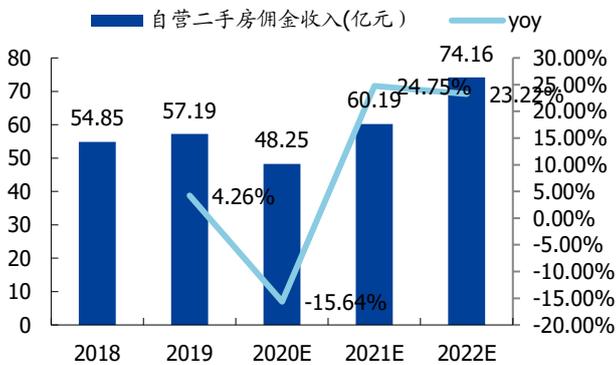
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 公司佣金率及预测 (假设加盟与自营新房佣金率相同)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 直营二手房佣金收入及增速预测



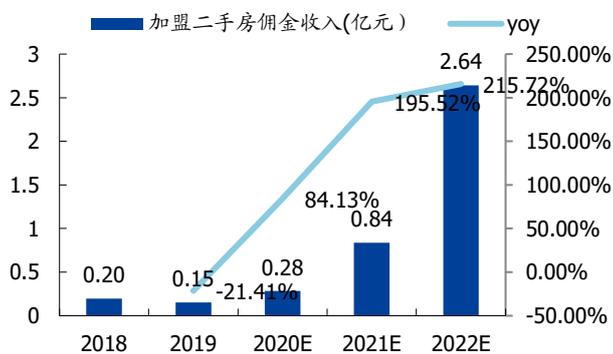
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 直营新房佣金收入及增速预测



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 加盟二手房收入及增速预测



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 加盟新房收入及增速预测



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

市场对于国际龙头中介直营业务如 CBRE, 仲量联行等一般给予 15-20 倍 PE。而公司加盟业务模式较轻、规模优势明显、增速较快, 具有一定的龙头地位和稀缺属性, 可以给予 30 倍估值。我们预测 2022 年公司直营和加盟业务的毛利润占比约为 1: 1, 故综合合

理估值为 20X 左右。

图表 33: 可对比公司市值与估值(截止 2020 年 11 月 25 日)

代码	证券简称	总市值(百万元)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)
CBRE.N	世邦魏理仕(CBRE)	135,679.34	19.16	3.15
JLL.N	仲量联行	47,513.16	16.95	1.39

资料来源: wind,国盛证券研究所

## 六、投资建议

我们预测公司 2020-2024 年的收入分别为 94.1/123.7/171.5/225.5/254.1 亿元, 增速分别为-16.0%/31.5%/38.6%/31.4%/12.7%。

归母净利润分别为 4.29/7.19/9.28/12.30/13.96 亿元, 增速分别为 -48.19%/67.76%/29.02%/32.63%/13.50%, EPS 分别为 0.18/ 0.31/0.39/0.52/0.59 元。

我们预测公司 2022 年归母净利润 9.28 亿元, 则 2022 年合理估值 185.6 亿元, 按 10% 的折现率折现至 2021 年, **目标市值 168.7 亿元, 目标每股价格 7.16 元**。对应 2019 年 EPS-0.35 元 20.5 倍 PE, 对应 2020 年 EPS0.18 元 39.8 倍 PE, 对应 2021 年 EPS0.31 元 23.1 倍 PE。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

### 1. 竞争加剧带来的规模、市占率、佣金费率下降超预期。

头部企业正在加大对客源端的流量获取以及对优质经纪人的吸引, 可能导致公司自营业务的经纪人数量和市占率超预期下降。头部企业市占率提升带来竞争压力, 可能导致价格战, 佣金费率超预期下行。

### 2. 房地产政策变化带来的市场风险。

中央房住不炒政策不动摇, 可能收紧银行按揭等地产相关融资政策, 地方政府可能出于对新房和土地市场保护的考虑, 出台二手房限售政策, 导致二手房交易的活跃度超预期下降。

### 3. 新房领域开发商对渠道依赖和费率控制过于严格, 导致新房收入不及预期。

头部房企严格控制渠道的销售比例, 可能带来新房中介渗透率的提升低于预期, 行业规模增长不及预期。

### 4. 对加盟商吸引力和赋能不及预期带来的加盟扩张速度低于预期。

公司在科技投入、品牌和管理水平方面相比龙头企业本身就有一定差距, 如果公司对流量的投入不足以吸引中小中介, 中小中介可能选择加盟竞争对手, 导致加盟门店扩张数量和加盟提成收入不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com