下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

房地产

2026 年 09 月 23 日

我爱我家 (000560)

——秉持经纪资管双轮驱动，迎接存量时代发展机遇

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 09 月 22 日
收盘价（元）	3.51
一年内最高/最低（元）	3.65/1.95
市净率	0.9
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	8,223
上证指数/深证成指	3,952.13/13,723.74

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	3.97
资产负债率%	59.57
总股本/流通 A 股(百万)	2,356/2,343
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
顾铮 A0230525120002
guzheng@swsresearch.com

联系人

顾铮 A0230525120002
guzheng@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **经纪资管双轮驱动，经纪聚焦核心城市，行业全国排名第二。**我爱我家起源于 1998 年，首创房产交易线上服务平台，目前深耕行业已达 28 年；2017 年通过与昆百大 A 重大资产重组实现 A 股上市，成为国内首家登陆 A 股的房产经纪企业。公司主要聚焦于北京、上海及杭州等 10 个重点一二线城市，提供二手房经纪和住宅资产管理等居住服务。2019 年后通过开发 CBS 和 AMS 核心业务系统以及布局 AI 大模型，步入数字化转型的新阶段。2025 年，我爱我家住房总交易额（GTV）约 2,520 亿元，并根据证券日报报道，2025 年公司 GTV 市占率为 2.8%，仅次于贝壳的 29.7%，为全国第二大房产中介机构。随着我国房地产进入存量时代，公司秉持着经纪资管双轮驱动，将迎接存量时代发展机遇。

- **判断核心楼市筑底在望，经纪业务积极调整迎接发展机遇。**我们认为，供给中期缩量是本轮楼市寻底的核心驱动力，推动了今年上海、北京、苏州、深圳等核心一二线城市的量、价、租金的超预期寻底；同时 828 现房新政下新房供给再缩量将导致二手房替代性增强，并推动二手房渗透率再提升。经纪业务方面，公司为全国第二大房产中介机构，市占率稳居京沪杭等核心城市前列，将受益于核心城市二手房市场领先止跌回稳。本轮行业下行阶段，公司经纪 GTV、营收和毛利率也不同程度走弱，而公司通过进一步聚焦核心城市、积极优化门店和经纪人数量，调整直营和加盟店比例等措施，推动了公司人效稳中有升。从而实现了 26H1 经纪业务 GTV 1,013.8 亿元/营收 18.8 亿元/毛利润 3.7 亿元，分别同比-8.5%/-7.7%/-21%，同比较 25 年降幅收窄；同期经纪业务佣金费用率 1.85%/毛利率 19.6%，分别较 2025 年+0.03pct/+3.6pct，其中经纪业务毛利润占比达 33.5%。公司在经纪业务方面也已经做好了积极准备，迎接二手房市场的止跌回稳机遇。

- **资管业务作为业绩稳定器，新房业务短期承压但影响有限。**资管业务方面，公司资管业务 25 年在管房源 33.7 万套，过去 5 年 CAGR 达 7.4%；出租率 95.2%，保持稳定增长，并目前管理规模仅次于贝壳的 70 万套、排名行业第二。26H1 资管业务 GTV 91.4 亿元/营收 21.2 亿元/毛利润 5.2 亿元，同比分别+6%/-21.8%/+12.7%，营收同比降幅较 25 年扩大，但 GTV 和毛利润同比均较 25 年持续增长，营收下滑核心系部分项目收入确认法则变动，调回后资管业务毛利率 19.9%，较 25 年+5pct，其中资管业务毛利润占比达 47.7%，已成为贡献利润最多的业务，是公司利润的稳定器。新房业务方面，26H1 新房业务 GTV 171.1 亿元/营收 4.3 亿元/毛利润 0.4 亿元，同比分别-6.5%/-7.5%/-28.6%，同比较 25 年降幅收窄，同期新房业务佣金费用率 2.5%/毛利率 10.4%，分别较 2025 年-0.1pct/+0.3pct，其中新房业务毛利润占比 4.1%，整体占比较低。

- **预计资管业务保持稳定、经纪业务迎来发展、新房业务略有承压。**公司 2026H1 总营业收入 47 亿元，同比-16.9%；归母净利润 0.8 亿元，同比扭亏，相关资产减值计提逐步充分；毛利率 13%，较 25 年提升明显；三项费用绝对额 8.6 亿元、对应费用率 18%，均进一步下降。负债方面，公司 26H1 总负债 138.5 亿元，自 23 年以来持续下降。剔除新租赁准则影响的真实负债为 68.6 亿元，保持稳定；同时，公司在手现金 33.5 亿元，同比+9.9%。展望未来，我们预计公司资管业务保持稳定、经纪业务迎来发展、新房业务略有承压但影响有限，并考虑资管业务部分项目收入确认法则变动导致的营收下降和利润率提升，同时考虑经纪业务的毛利率有望逐步改善，以及三项费用的进一步控制，我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 97.8 亿元/93.4 亿元/93.4 亿元，毛利率分别为 13.8%/16.3%/17.7%，费用率分别为 20.5%/20.7%/20.6%，预计公司业绩也将进入改善通道。

- **投资分析意见：首次覆盖，目标价 3.99 元，并给予“增持”评级。**我爱我家作为全国第二大房地产经纪公司，深耕经纪业务与资产管理业务赛道，布局于北京、上海、杭州等核心一二线城市；公司资管业务收入占营收比重近 5 成，在管房源逐年稳步提升，毛利率稳固，是公司业务的核心稳定器；经纪业务作为公司业务的最具弹性的部分，有望伴随核心城市存量房市场回暖而进一步修复，盈利弹性逐步凸显。我们给予公司 26-28 年归母净利润 1.6、1.9、2.2 亿元，对应 PE 为 51.3/43.3/36.9 倍，扣非归母净利润分别为 1.8、1.9、2.2 亿元，目标价 3.99 元。首次覆盖，并给予“**增持**”评级。

- **风险提示：房地产市场景气度回落；销售去化不及预期；佣金费率承压；公司管理层变动；股票交易异常波动风险。**

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	12,536.0	10,480.0	9,776.0	9,341.0	9,338.0
同比增长率（%）	3.7	(16.4)	(6.7)	(4.5)	0.0
归母净利润(百万元)	73.0	(97.0)	161.0	191.0	224.0
同比增长率（%）	-	(231.6)	-	18.4	17.5
每股收益（元/股）	0.0	(0.0)	0.1	0.1	0.1
毛利率（%）	9.8	9.2	13.8	16.3	17.7
ROE（%）	0.8	(1.0)	1.7	2.0	2.3
市盈率	112.6	(85.6)	51.3	43.3	36.9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

我爱我家布局于北京、上海、杭州等核心一二线城市，业务安全边际显著；公司资管业务占营收比重近 5 成，在管房源持续提升，毛利率稳固；经纪业务有望伴随核心城市市场回暖而进一步修复，盈利弹性逐步凸显。预计公司 26-28 年归母净利润 1.6、1.9、2.2 亿元，对应 PE 为 51.3/43.3/36.9 倍，扣非归母净利润分别为 1.8、1.9、2.2 亿元，目标价 3.99 元。首次覆盖，并给予“**增持**”评级。

关键假设点

1) 我们预计 2026-2028E 公司经纪业务营收增速保持在+3.3%、+4.5%、+6.0%；

2) 我们预计 2026-2028E 公司资产管理业务营收增速为-13.5%、-11.4%、-4.4%；

3) 我们预计 2026-2028E 公司新房业务营收增速为-8%；

4) 我们预计 2026-2028E 公司毛利率 13.8%、16.3%、17.7%。

有别于大众的认识

我爱我家作为一家布局核心一二线城市，且历史悠久的房地产经纪公司，短期受到宏观地产市场影响，营收存在一定的下行压力，但是公司 1）占主要比重的资产管理业务优势显著，毛利率持续提升，为营收带来安全边际；2）公司通过积极调改门店数量及经纪人架构，精准把控刚性成本；3）核心一二线城市在无宏观政策指导下显著改善，未来营收、业绩有望改善。

股价表现的催化剂

1）核心城市接力出台支持政策，有望带动能级较低的城市陆续跟进；

2）核心城市有望率先止跌回稳，并逐步传导至下沉市场。

核心假设风险

1）行业需求端调控政策大幅收紧，销售去化不及预期，房地产市场景气度回落；

2）经纪行业恶性竞争，推动佣金费率承压；

3）公司管理层变动；

4）股票交易异常波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 我爱我家：深耕经纪行业 28 年，目前排名全国第二.....7
1.1 发展历程：从跨区布局到转型上市，持续推进数字化升级.....7
1.2 主营业务：聚焦经纪和资产管理，稳步拓展多元业务.....9
1.3 股权结构：大股东持股比例为 18% 11
1.4 公司管理层：管理架构稳定，行业经验丰富 12
2. 经纪、资管业务为核心，构建业务护城河 13
2.1 经纪业务：深耕重点城市，公司业务稳定器 13
2.1.1 存量时代核心城市二手房量价在无宏观政策下超预期修复..... 13
2.1.2 经纪业务深耕重点城市，利润弹性显著 18
2.2 资产管理业务：品牌运营成熟铸就公司业务稳定 27
2.2.1 业务规模效率位居行业领先水平..... 27
2.2.2 分散与集中式公寓双赛道并行 27
2.2.3 业务规模稳健增长，毛利率稳步提升..... 28
2.3 新房业务：收入提质增效显著，风险把控合理 31
3. 毛利率稳定、财务保持稳健，业绩有望触底回升 34
3.1 营收、利润阶段性承压，利润率有望触底回升 34
3.2 财务保持稳健，负债压力逐步减小 35
3.3 资产回报率转正修复..... 38
4. 盈利预测与投资分析意见 40
4.1 细分业务弹性拆解 40
4.2 盈利预测..... 41
4.3 投资分析意见：首次覆盖，并给予“增持”评级 43
5. 风险提示 44
6. 附表 45

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司发展历程 8
图 2：公司 CBS/AMS 系统 8
图 3：公司 2025 年主营业务示意图 9
图 4：公司营业收入及同比 9
图 5：公司各业务营收 9
图 6：公司 2018-2026 H1 各业务营收总收入比重 10
图 7：公司 2018-2026H1 各业务毛利润 10
图 8：公司 2018-2026H1 各业务毛利润占总毛利润比重 11
图 9：公司股权结构（截至 2026 年中报） 11
图 10：核心 20 城二手房实时成交 13
图 11：2026 年 1-7 月核心 20 城分能级二手房实时成交同比 14
图 12：冰山 40 城二手房成交价走势 15
图 13：冰山指数 40 城二手房房价月环比（成交价指数） 15
图 14：冰山指数核心城市二手房房价月环比走势 16
图 15：冰山 76 城二手房租金指数（租金挂牌价指数） 17
图 16：冰山指数 76 城二手房租金月环比（租金挂牌价指数） 17
图 17：冰山指数核心城市二手房租金月环比走势 18
图 18：2025 年全国房产中介机构市占率（经纪业务 GTV 占比口径） 18
图 19：公司 2026H1 北京市占率 19
图 20：公司 2026H1 上海市占率 19
图 21：公司经纪业务 GTV 及同比 19
图 22：公司经纪业务收入及同比 19
图 23：公司经纪业务毛利率 20
图 24：公司经纪业务佣金费用率 20
图 25：公司经纪业务毛利率对比全国二手房成交价指数 20
图 26：公司经纪业务毛利率对比北上杭二手房成交价指数 21
图 27：公司与贝壳经纪业务 GTV 交易额对比 21
图 28：公司与贝壳经纪业务 GTV 交易额同比增速对比 22
图 ：公司与贝壳经纪业务佣金费率对比 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：公司与贝壳经纪业务毛利率对比 23
图 31：公司门店总数及同比 23
图 32：公司门店结构 23
图 33：公司与贝壳门店数对比 24
图 34：公司与贝壳经纪人数对比 24
图 35：公司与贝壳单位人效对比 25
图 36：2025 年度公司前五重仓城市分布 25
图 37：公司历年布局城市数 26
图 38：2025 年主流长租公寓品牌在管房源规模 27
图 39：2025 年主流长租公寓品牌整体项目出租率 27
图 40：公司资产管理业务 GTV 及同比 29
图 41：公司资产管理业务收入及同比 29
图 42：公司资产管理业务调整前后毛利率 29
图 43：公司资产管理业务在管房源规模 30
图 44：公司资产管理业务平均出房天数 30
图 45：公司新房业务 GTV 及同比 31
图 46：公司新房业务营收及同比 31
图 47：公司与贝壳新房业务 GTV 交易额、市占率对比 32
图 48：公司与贝壳新房业务毛利率对比 32
图 49：公司对比贝壳新房业务佣金费率对比 33
图 50：公司 2018-2026H1 收入及同比 34
图 51：公司 2018-2026H1 归母净利润及同比 34
图 52：公司 2018-2026H1 毛利润及同比 34
图 53：公司 2018-2026H1 毛利率及净利率 34
图 54：公司 2018-2026H1 扣非归母净利润及同比 35
图 55：公司扣非归母净利率 35
图 56：公司 2019-2026H1 短期非流动负债和长期租赁负债占比 35
图 57：公司 2019-2026H1 剔除租赁等负债后的真实负债及对应资产负债率 36
图 58：公司新租赁准则后房屋租赁负债同使用权资产同向增减 36
图 59：公司 2018-2026H1 总资产、总负债及资产负债率 36

下载日志已记录，仅供内部参考

图 60：公司 2017-2026H1 三项费用率 37
图 61：剔除租赁的资产负债率较为平稳 37
图 62：公司 2019-2026H1 三项费用绝对额 37
图 63：公司 2019-2026H1 财务费用中的利息费用同步下降 38
图 64：公司 2019-2026H1 货币资金及同比 38
图 65：公司 2019-2026H1 现金流情况 38
图 66：公司 2020-2026H1ROE 39
图 67：公司 2020-2026H1ROA 39
图 68：公司 2018-2026H1 股息率 39

表 1：公司管理层 12
表 2：2026 年前 7 月核心 20 城二手房实时成交及同比 14
表 3：公司同贝壳覆盖城市对比 26
表 4：“相寓“业务委托模式 28
表 5：公司业务弹性分析 40
表 6：公司主营业务分项预测 42
表 7：我爱我家与可比公司 PEG 估值对比 43
表 8：合并损益表 45
表 9：合并现金流量表 45
表 10：合并资产负债表 46

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 我爱我家：深耕经纪行业 28 年，目前排名全国第二

我爱我家（000560.SZ）起源于 1998 年，首创房产交易线上服务平台，目前深耕行业已达 28 年；2000 年首家甜水园门店开业并开启品牌化运营，同年启动跨区域布局。2017 年通过与昆百大 A 重大资产重组实现 A 股上市，成为国内首家登陆 A 股的房产经纪企业。我爱我家主要聚焦于中国一二线重点城市，提供二手房经纪、房屋租赁、住宅资产管理等居住服务。2018 年起，通过开发 CBS 和 AMS 核心业务系统以及布局 AI 大模型，步入数字化转型的新阶段。根据证券日报报道，2025 年公司 GTV 市占率为 2.8%，仅次于贝壳的 29.7%，为全国第二大房产中介机构。

1.1 发展历程：从跨区布局到转型上市，持续推进数字化升级

（1）2014 年之前：跨区域布局、标准化服务奠基

1998 年我爱我家网上线，首创房产交易线上服务平台；2000 年 5 月 15 日，首家甜水园门店顺利开业，开辟行业品牌化、规模化运营的先河；同年 12 月，杭州分公司成立，我爱我家正式启动跨区域布局；2001 年，公司首创“房屋银行”租赁委托业务，推动房产租赁行业走向规范化、专业化，奠定其在长租领域的先发优势；2002 年上海分公司落地并开创性引入 ERP 系统，实现全国门店信息共享和科学化管理；2003 年，公司率先推行行业服务标准，提出房屋租赁及二手房买卖两大承诺，树立行业服务标杆；2014 年，公司启动海外业务，成为国内首家提供海外置业服务的大型房产经纪机构。

（2）2015-2018 年：业务转型升级、借壳上市、战略合作深化

2015 年，公司推出房屋资产管理品牌“相寓”，正式战略布局长租公寓市场；2017 年我爱我家与昆百大 A 完成重大资产重组，成功实现借壳上市，成为中国房产经纪行业第一股；2018 年，58 集团向公司投资 10.68 亿元，获得 8.28%的股份，为公司引入了实力强劲的战略投资者；同年公司与京东房产等进行签约合作，实现金融服务升级与线上线下渠道拓展的双重赋能，提升行业竞争力与用户体验；此外，2018 年我爱我家正式确立数字化转型战略。

（3）2019-至今：数字化转型、服务革新

自 2018 年确立数字化转型战略起，我爱我家正式步入数字化转型、平台化升级与服务革新的新阶段，持续聚焦服务品质与技术升级；本阶段，我爱我家开发了 CBS 和 AMS 核心业务系统，支撑业务全链路数字化运营；2023 年，公司率先布局 AI 大模型应用，将 AI 技术融入经纪人培养、作业流程优化、经营决策等核心环节；2025 年，我爱我家实现营收 104.8 亿元，住房总交易额（GTV）约 2,520 亿元，核心主业保持稳健盈利，资管业务实现质效双升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司 2002 年起变引入 ERP 系统。该系统主要用于统筹企业内部资源系统，实现门店信息共享和管理，是公司积极践行数字化战略发展的重要举措。截至 2025 年度，公司已形成以 CBS/AMS 业务系统为核心的数字基础。

1) **CBS 系统：主要服务于二手和新房核心业务。**采用微服务架构、数字化身份认证等技术，涵盖楼盘资源管理、约看带看日程安排、签约交易等全周期环节，实现在线审批合同及协议，大幅提升业务落地效率；

2) **AMS 系统：主要服务于资产管理业务“相寓”。**系统通用性强，实现资源整合、财务管理、标准化签约流程等。

公司 CBS/AMS 系统覆盖实现公司全业务覆盖，打通数据信息共享，融合线上线下，实现业务闭环。

图 2：公司 CBS/AMS 系统



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 主营业务：聚焦经纪和资产管理，稳步拓展多元业务

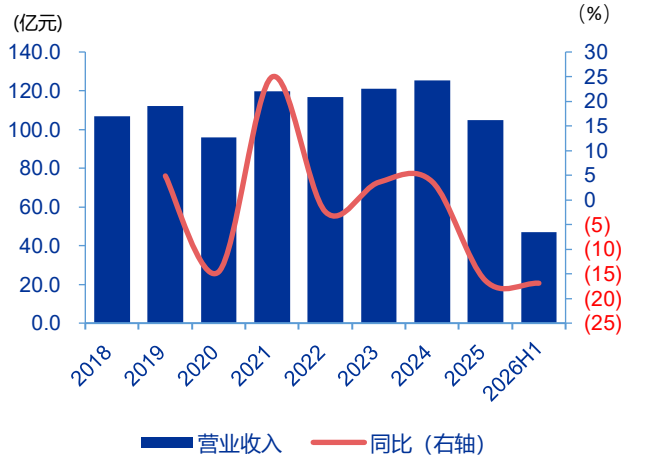
经纪和资产管理为公司两大支柱业务，同时公司也稳步拓展新房、商业租赁及旅游等业务。从营收结构上看，2026H1 公司的经纪、资产管理、新房、商业租赁及服务、旅游及其他业务收入分别为 18.8、21.3、4.3、1.6 及 1.2 亿元，对应营收占比分别为 39.9%、45%、9.2%、3.3%及 2.6%。其中，经纪业务在 2021 年之前占到主要比重，2021 年之后逐步下降至 2026 年上半年的 39.9%。这主要是因为公司实施新的租赁准则，资产管理业务收入的主要确认方式由确认转租租金与收入成本的差额转变为直接确认转租租金收入，这使得资产管理业务规模显著提升，但公司近些年推出的“相寓优选”业务仍使用净额法确认收入；2022 年起，资产管理业务毛利润超越经纪业务的，成为主要收入来源。

图 3：公司 2025 年主营业务示意图



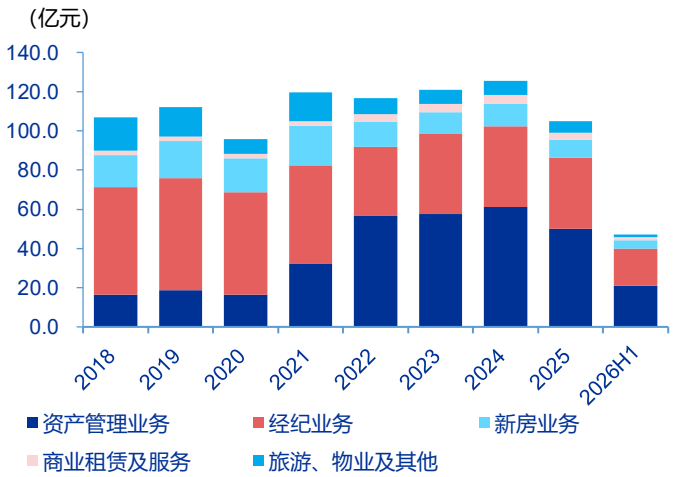
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司营业收入及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

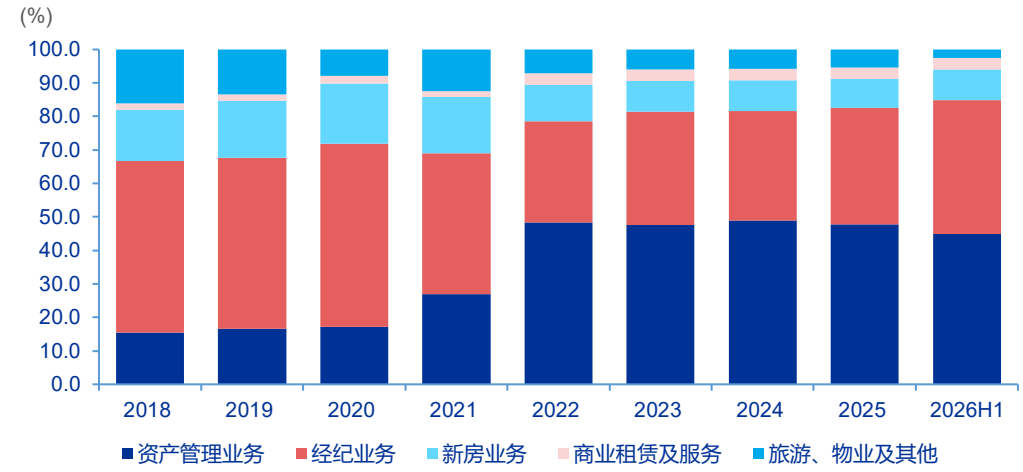
图 5：公司各业务营收



资料来源：公司公告，申万宏源研究

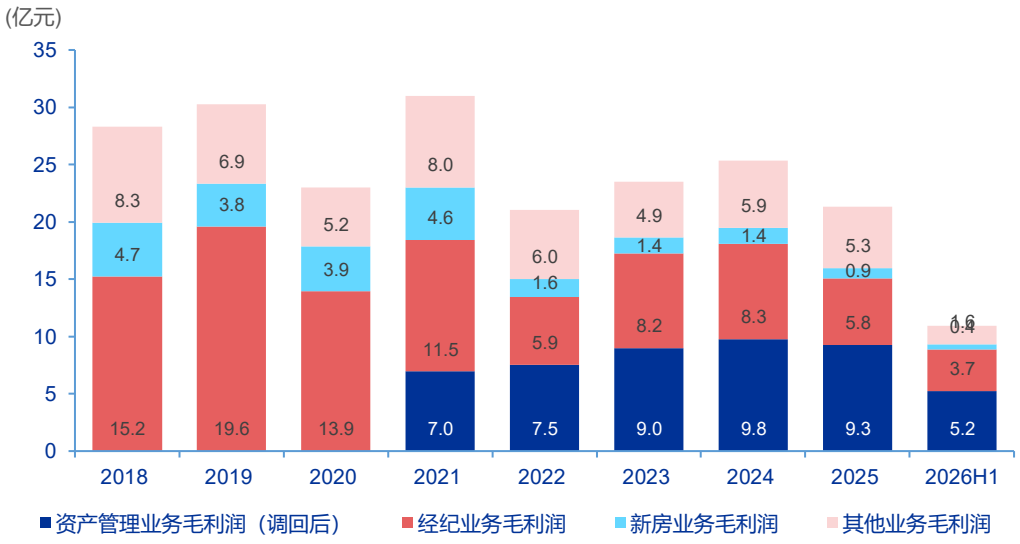
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：公司 2018-2026 H1 各业务营收总收入比重



资料来源：公司公告，申万宏源研究

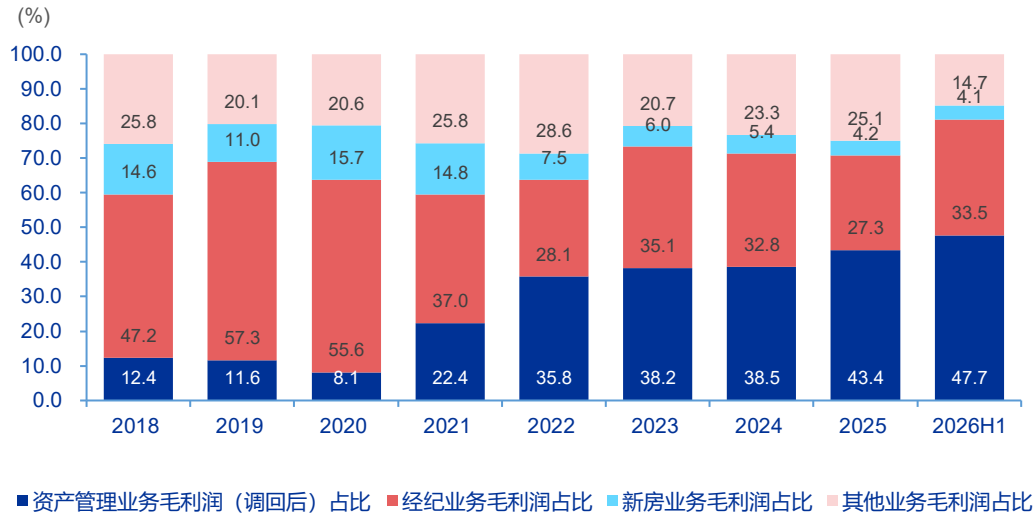
图 7：公司 2018-2026H1 各业务毛利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：公司 2018-2026H1 各业务毛利润占总毛利润比重



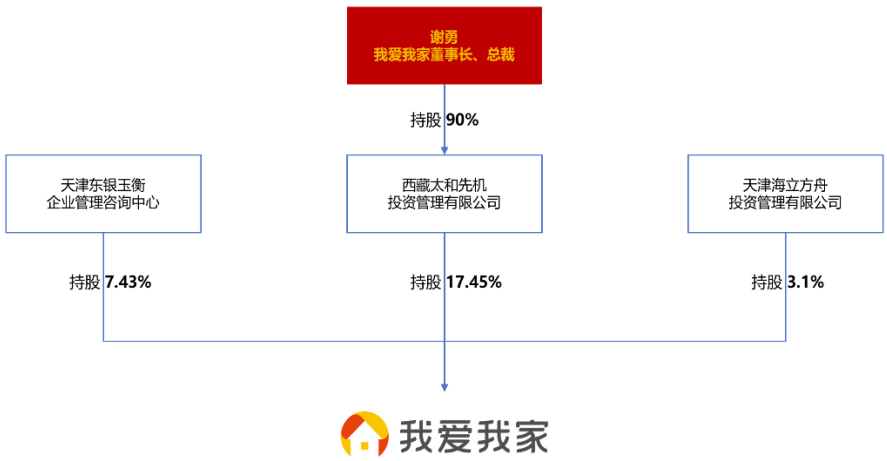
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：因 21 年新租赁准则变动，将部分资管业务的营收调整至“资产处置收益”项目，这里将该项目加回至资管业务收入计算该业务实际毛利润。

1.3 股权结构：大股东持股比例为 18%

公司第一大股东连续多年保持稳定。截至 2026 年 8 月末，公司在外发行总股本约 23.56 亿股，其中流通盘 23.43 亿股，流通比例达 99.5%。公司实控人为董事长、总裁谢勇通过直接和间接持股的方式总计持股约 18.09%：其中，间接持股方面，谢勇通过太和先机投资间接持有的 17.45%股份；直接持股方面，谢勇原直接持有公司 5.52%股份，后因 2025 年 11 月司法拍卖，其直接持股比例减少 4.88%至 0.64%。此外，天津东银玉衡（持股 7.43%）和天津海立方舟（持股 3.1%）分别为公司的第二、第三大股东。

图 9：公司股权结构（截至 2026 年中报）



资料来源：Wind，企查查，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 公司管理层：管理架构稳定，行业经验丰富

公司董事及高级管理层结构完善，在行业、资本市场投资及财务把控方面经验丰富。董事长、总裁谢勇先生拥有法学、经济学及 EMBA 的复合学术背景，同时深耕资本市场与地产行业二十余年；代文娟女士任公司董事、副总裁及审计部总经理，曾任职于毕马威会计师事务所，具多年审计与财务管理经验；公司管理层人员架构稳定，依托深耕行业及资本市场多年的经验，确保公司对内财务审慎把控，对外凭借“我爱我家”品牌知名度及优势高效拓展业务。高晓辉女士 2020 年起担任公司副总裁，历任租赁经纪人、北京公司业务副总、总经理，一线门店经验丰富。

表 1：公司管理层

姓名	职位	从业经验
谢勇	董事长、总裁	拥有华东政法学院法学学士学位、上海财经大学经济学硕士学位以及上海交通大学高级金融学院 EMBA 学位。曾在 1994 年 7-12 月就职于中国经济开发信托投资公司上海证券部，2002 年 5 月至 2005 年 3 月任上海精诚投资有限公司副总经理；2010 年 12 月出任太和先机资产管理有限公司董事长，2014 年 9 月出任西藏太和先机投资管理有限公司执行董事；于 2015 年 5 月出任为我爱我家总裁及董事，同年 11 月出任董事长。在资本市场、资产管理及房地产服务行业拥有超过 30 年的丰富经验。
代文娟	董事	历任职于毕马威会计师事务所、云南电网公司。2012 年 11 月进入公司，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。于 2017 年 8 月担任我爱我家非独立董事，并于 2018 年 4 月出任副总裁及审计部总经理。
解萍	董事	于 1994 年进入公司，历任公司董事会办公室副主任，主任，证券事务代表，职工代表监事，监事会主席，董事会秘书；2020 年 8 月至今任我爱我家董事，现兼任公司全资子公司昆明百货大楼投资控股有限公司党委副书记；2022 年 4 月至今任中国上市公司协会第三届会员理事，现任云南省上市公司协会董秘专业委员会副主任委员。
高晓辉	副总裁	2001 年加入北京我爱我家房地产经纪有限公司，历任租赁经纪人、北京公司业务副总经理（2007 年）、北京公司总经理（2012 年 5 月），一线门店经验丰富。2020 年至今任我爱我家控股集团股份有限公司副总裁。

资料来源：公司官网，Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 经纪、资管业务为核心，构建业务护城河

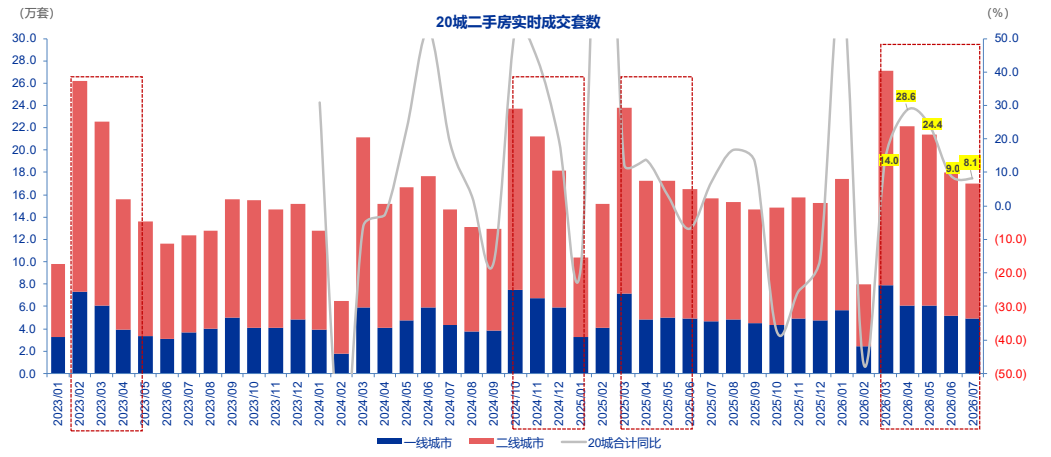
2.1 经纪业务：深耕重点城市，公司业务稳定器

2.1.1 存量时代核心城市二手房量价在无宏观政策下超预期修复

就在市场悲观预期更重的背景下，2026 年上半年的房地产市场又呈现了超预期修复。2026 年年初以来，房地产进入第三次寻底阶段，在无宏观政策放松以及居民购买力走弱的背景下，二手房市场量、价、租金呈现了超预期修复。

从二手房成交量来看，核心城市二手房成交量显著改善、并且呈现了普遍改善。根据冰山指数数据，2026 年 1-7 月 20 城二手住宅实时成交套数同比+13.0%，其中一线城市同比+12.6%、二线城市同比+13.2%。从具体城市来看，核心一二线城市普遍出现了 10%-40%的同比增长，如：上海+13.0%、北京+15.4%、苏州+28.2%、合肥+29.8%、宁波+29.2%、无锡+35.1%等。

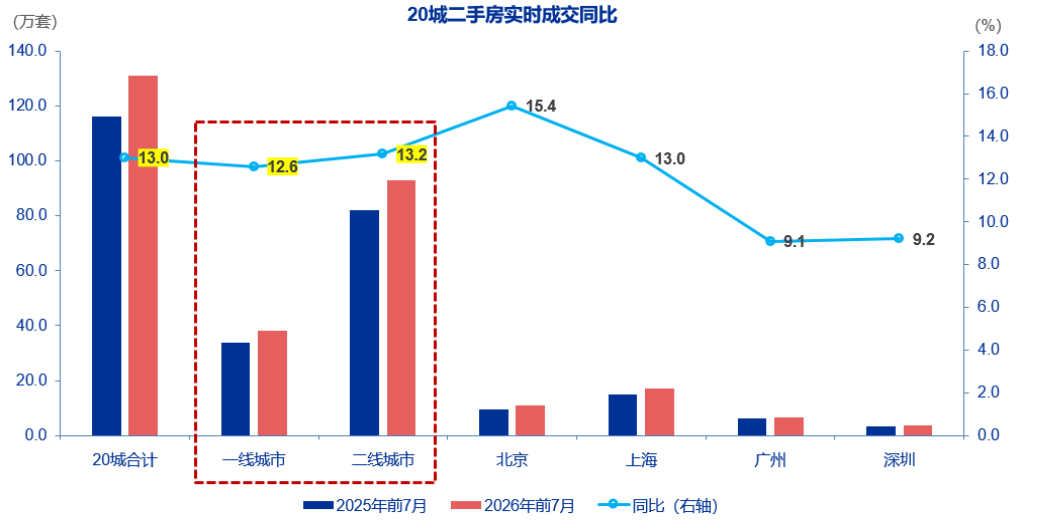
图 10：核心 20 城二手房实时成交



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2026 年 1-7 月核心 20 城分能级二手房实时成交同比



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

表 2：2026 年前 7 月核心 20 城二手房实时成交及同比

城市	2025 年前 7 月	2026 年前 7 月	同比（%）
无锡	2.39	3.23	35.1
东莞	1.78	2.37	33.1
佛山	2.94	3.89	32.0
合肥	4.61	5.99	29.8
宁波	3.64	4.71	29.2
苏州	3.58	4.59	28.2
厦门	1.20	1.49	24.3
武汉	5.16	6.30	22.0
南京	6.32	7.67	21.4
西安	5.33	6.35	19.0
北京	9.45	10.90	15.4
上海	14.99	16.94	13.0
广州	3.32	3.62	9.2
深圳	6.19	6.76	9.1
沈阳	6.91	7.41	7.3
天津	8.67	9.26	6.8
重庆	7.78	8.07	3.7
成都	13.51	13.70	1.4
长沙	3.54	3.58	1.0
杭州	4.64	4.23	-8.8
20 城合计	115.97	131.05	13.0

资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

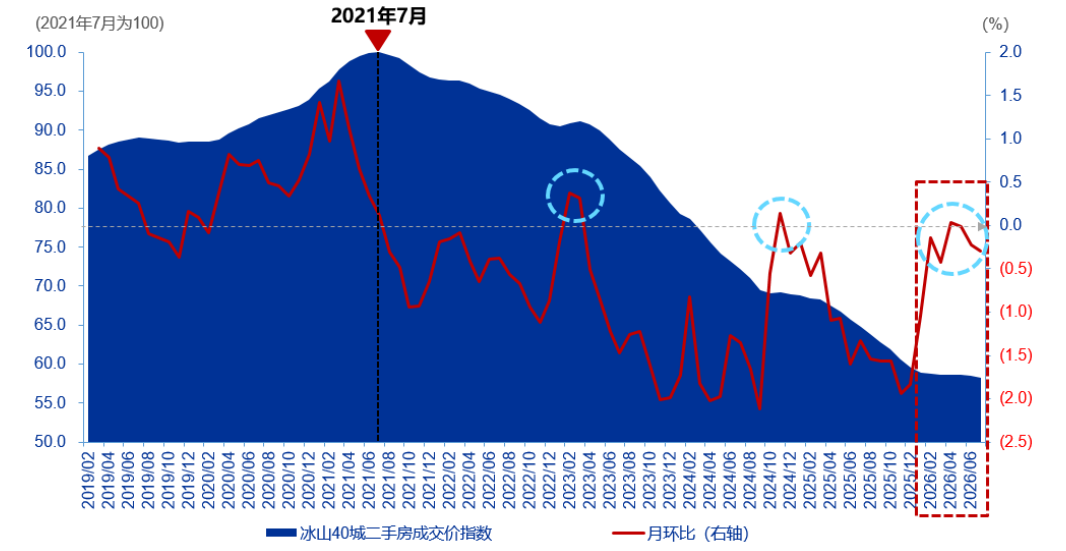
从二手房成交价来看，2 季度全国房价呈现企稳趋势，超预期进入第三次寻底阶段。根据冰山数据，2026 年 4-7 月，40 城房价呈现了连续 4 个月企稳态势，其中 4 月、5 月、6

下载日志已记录，仅供内部参考

月分别环比+0.04%、-0.02%、-0.22%，虽然修复幅度上还不如 2023Q1 和 2024Q4 两次寻底阶段，但其持续时间已经强于前两轮；7 月 40 城房价环比-0.29%。

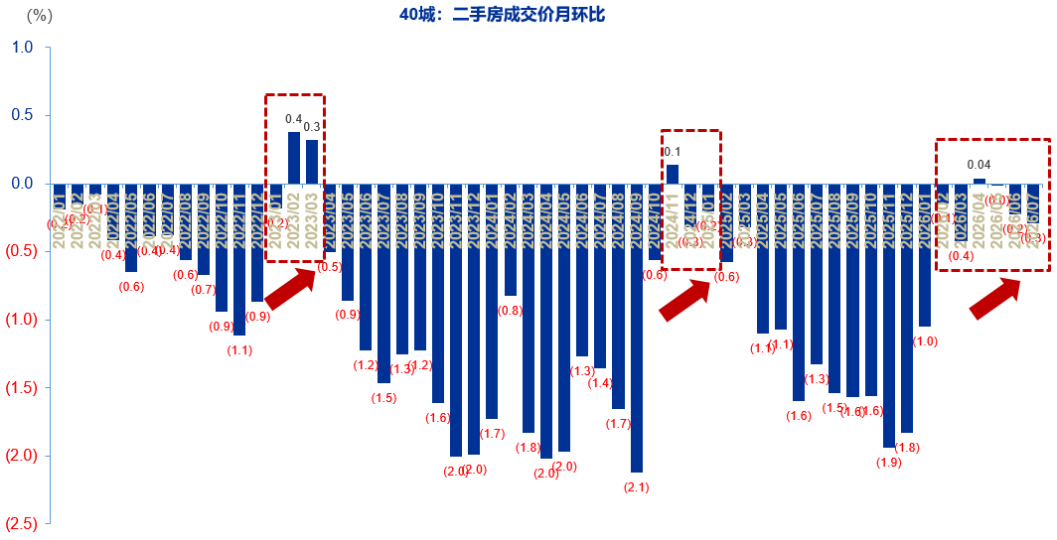
在无宏观政策放松背景以及居民购买力走弱的背景下，今年上半年房价超预期进入了寻底阶段。26 年 1-7 月，40 城二手房房价今年累计-2.1%，较 2025 年全年累计-13.7%降幅显著收窄，同时距 2021 年 7 月高点累计下降了 41.7%，虽然全国房价仍没有完全止跌，但也超预期进入了磨底阶段。

图 12：冰山 40 城二手房成交价走势



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

图 13：冰山指数 40 城二手房房价月环比（成交价指数）

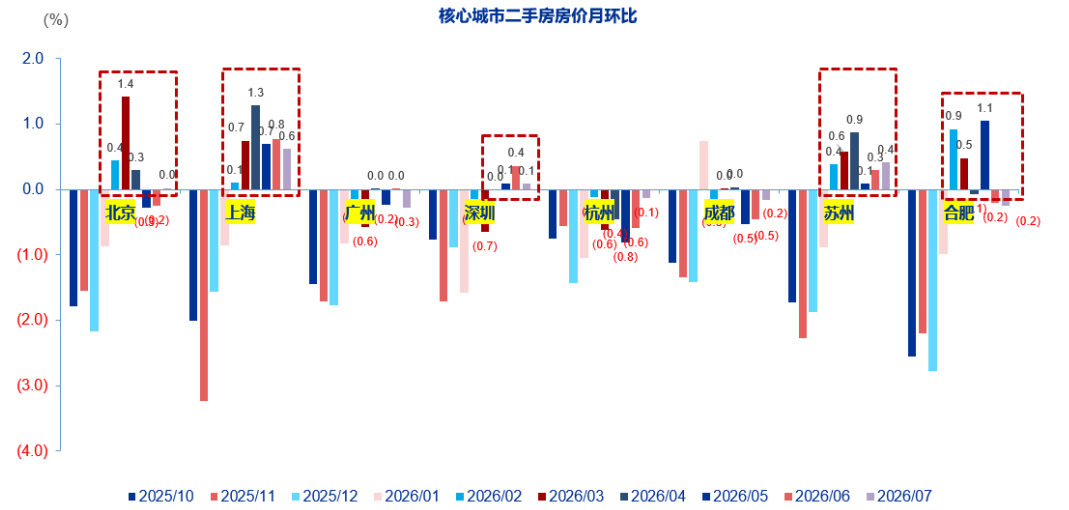


资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

下载日志已记录，仅供内部参考

其中部分一二线城市房价改善尤为明显，尤其上海和苏州房价均已连续 6 个月上涨。截至 2026 年 7 月末，上海 2-7 月连续 6 个月环比上涨，累计上涨幅度达+4.3%（目前较最低点，下同）；苏州 2-7 月连续 6 个月环比上涨，累计上涨幅度达+2.7%；深圳 4-7 月连续 4 个月环比上涨，累计上涨幅度达+0.7%；其他如北京和合肥虽然未连续上涨，但 2 月以来也已经进入房价磨底阶段，北京 2-7 月累计上涨幅度达+1.6%、合肥 2-7 月累计上涨幅度达+1.9%。

图 14：冰山指数核心城市二手房房价月环比走势

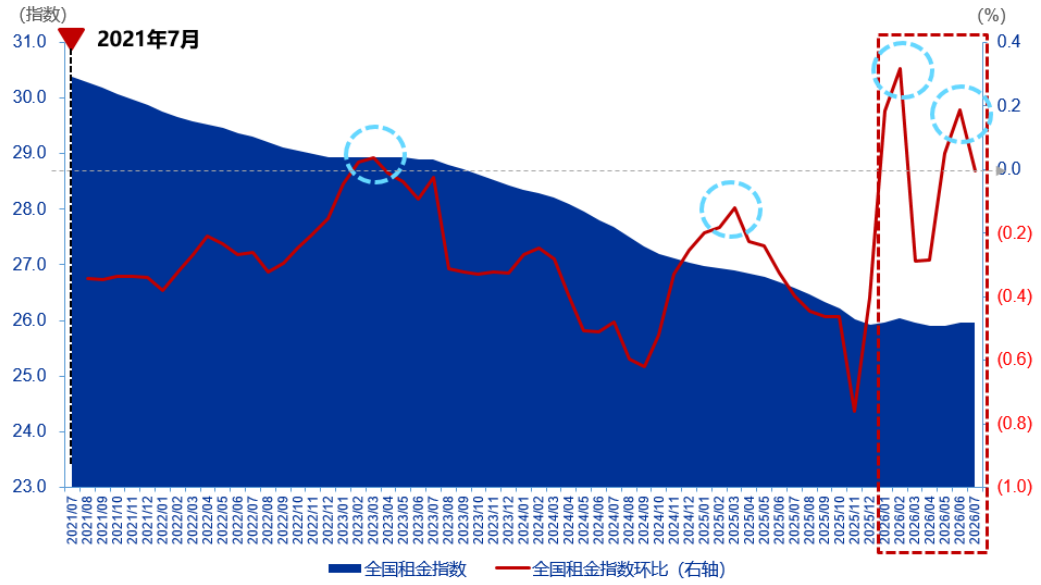


资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

从二手房租金来看，上半年租金改善更是大超预期，并且显著强于前两轮寻底阶段。根据冰山数据，2026 年 1-7 月 76 城租金指数累计上涨+0.2%，其中 4 个月出现了环比上涨，1 月+0.2%、2 月+0.3%、5 月+0.1%、6 月+0.2%，其租金的改善幅度和改善连续性已经显著强于前两轮周期。同样，在无宏观政策放松背景以及居民购买力走弱的背景下，今年上半年租金也超预期进入了寻底阶段。

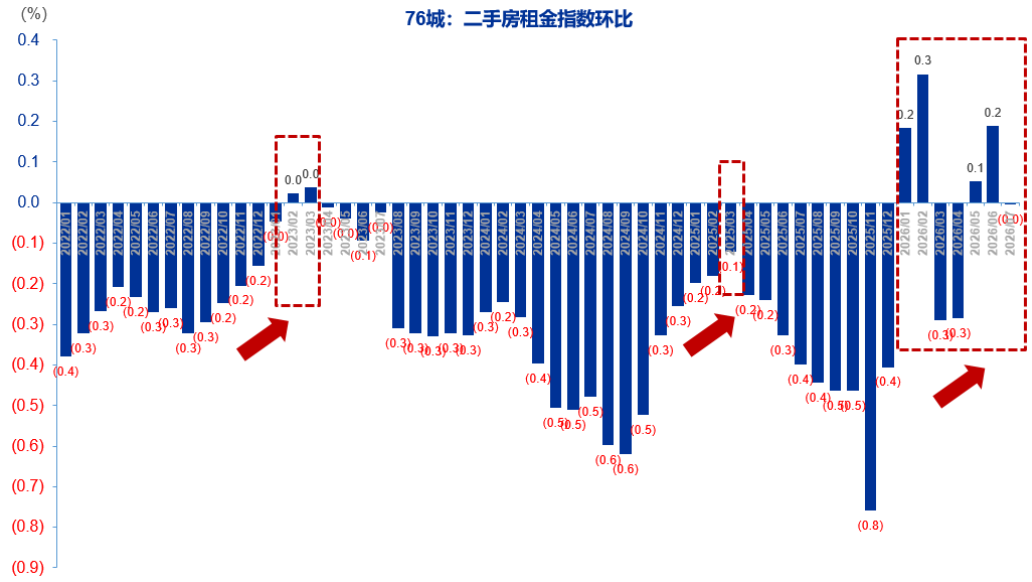
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：冰山 76 城二手房租金指数（租金挂牌价指数）



资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

图 16：冰山指数 76 城二手房租金月环比（租金挂牌价指数）

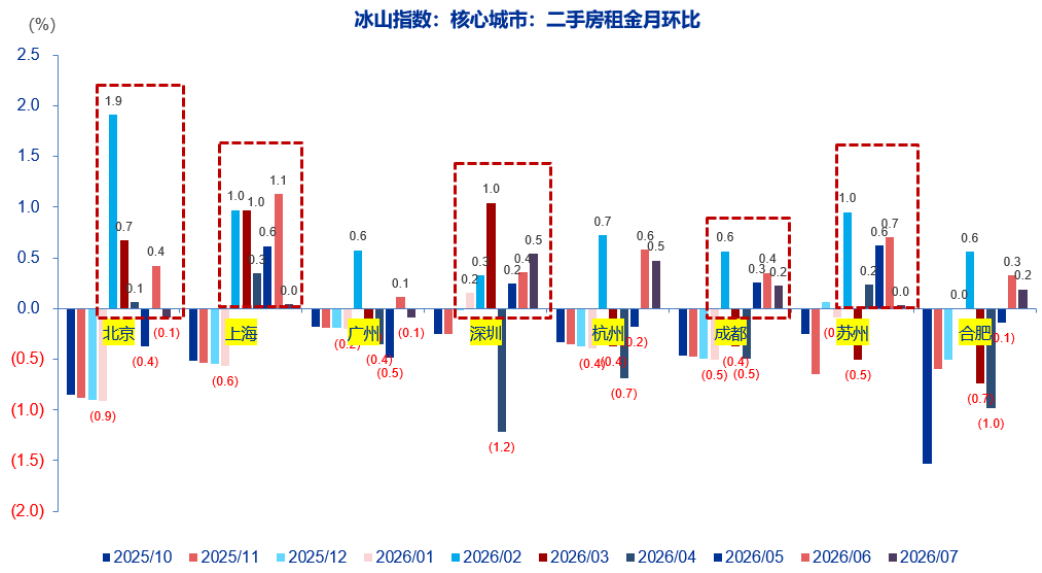


资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

其中部分一二线城市租金改善尤为明显，尤其上海、北京和苏州租金改善最为显著。截至 2026 年 7 月末，上海 2-7 月连续 6 个环比上涨，累计上涨幅度达 4.1%；苏州 2-7 月阶段中 5 个月环比上涨，累计上涨幅度达 2.1%；深圳 2-7 月阶段中 4 个月环比上涨，累计上涨幅度达 2.6%；深圳 1-7 月阶段中 6 个月环比上涨，累计上涨幅度达 1.5%；其他如成都和杭州 2-7 月中分别累计上涨分别为+0.5%和+0.5%，也均进入了租金企稳阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：冰山指数核心城市二手房租金月环比走势



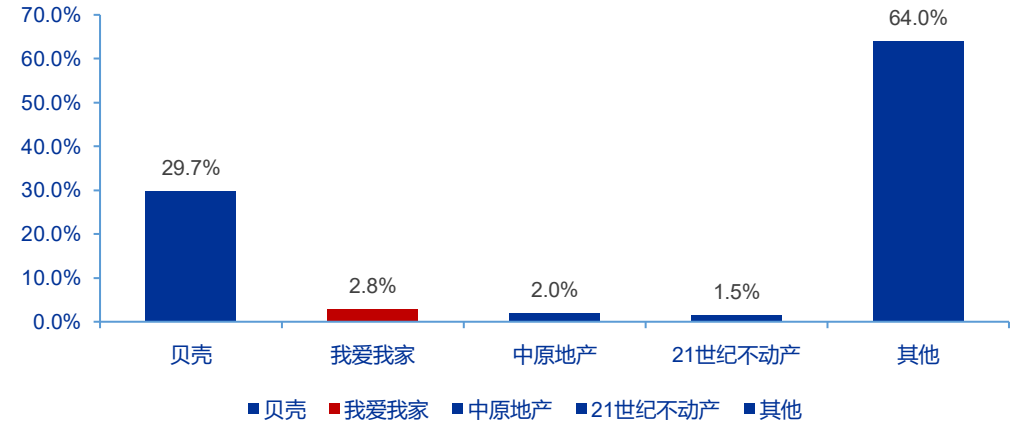
资料来源：冰山指数，申万宏源研究（数据更新至 2026 年 7 月）

2.1.2 经纪业务深耕重点城市，利润弹性显著

（1）经纪全国排名第二，聚焦核心一二线城市

在 2025 年全国范围内房产中介机构经纪业务 GTV 市占率方面，公司仅次于贝壳，为全市场第二大房产中介机构。具体城市方面，公司在北京和上海的市占率稳居行业前列。

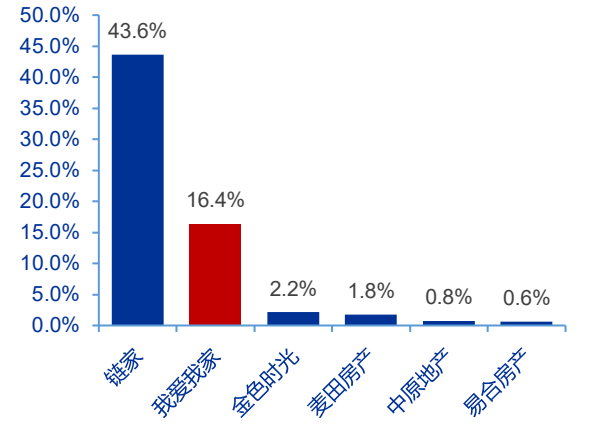
图 18：2025 年全国房产中介机构市占率（经纪业务 GTV 占比口径）



资料来源：证券日报，申万宏源研究

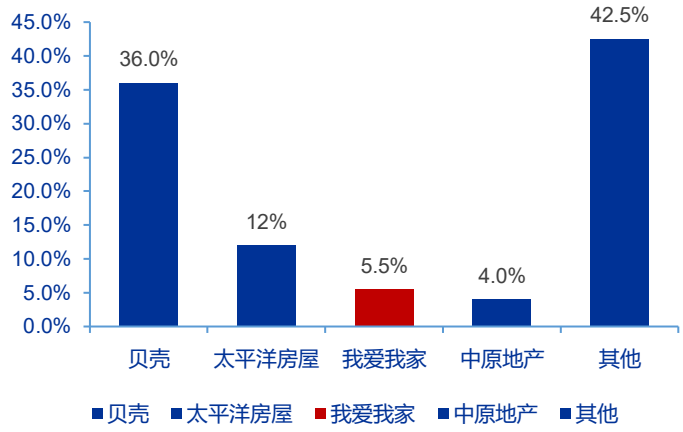
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：公司 2026H1 北京市占率



资料来源：极客科技栈，申万宏源研究

图 20：公司 2026H1 上海市占率

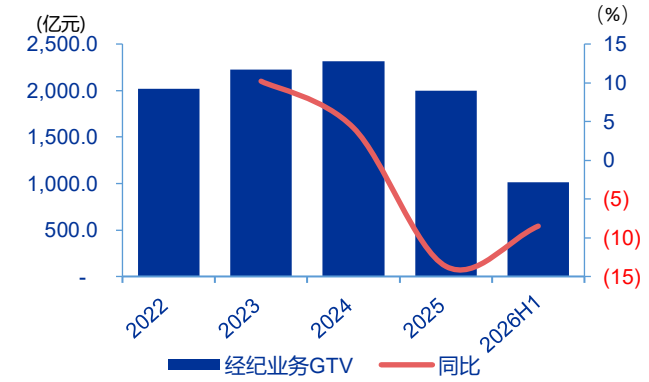


资料来源：上海市房地产经纪行业协会，申万宏源研究

（2）经纪业务 GTV 降幅收窄，佣金费率保持稳定

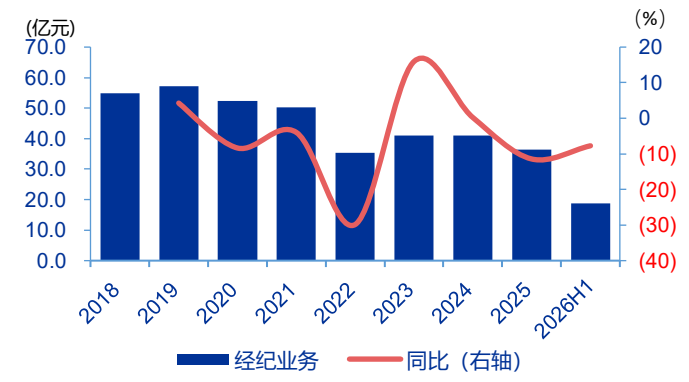
公司作为全国范围内排名第二的房地产中介服务机构，2026 年上半年经纪业务实现营业收入 18.8 亿元，同比-7.7%；经纪业务 GTV 交易额 1,013.8 亿元，同比-8.5%，分别较 25 年末+3.7pct 和+5.2pct；毛利率 19.6%，较 25 年末有所提升；毛利率提升幅度显著主要是由于北京、上海等核心城市二手房市场量价改善显著带来的利润提升，同时固定成本（门店租金、装修摊销及水电等）较为刚性且把控精准。26H1，我们以营收与 GTV 交易额之间的比率计算佣金费用率，尽管部分核心城市佣金费用率有一定调整，经纪业务费用率总体稳定在 1.8%左右。

图 21：公司经纪业务 GTV 及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

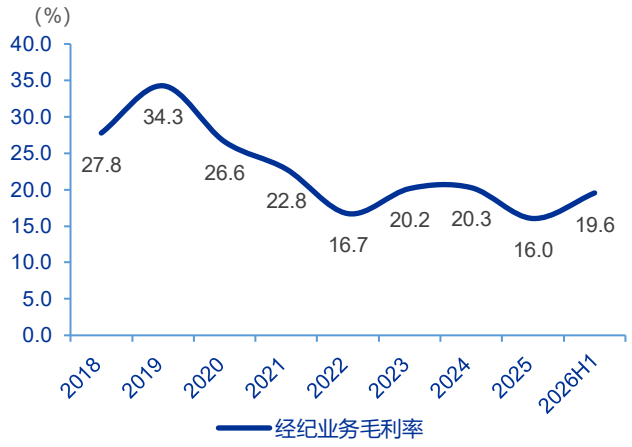
图 22：公司经纪业务收入及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

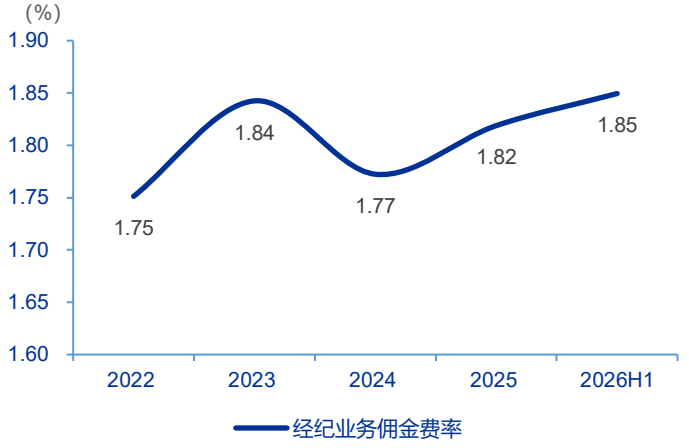
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：公司经纪业务毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：公司经纪业务佣金费用率

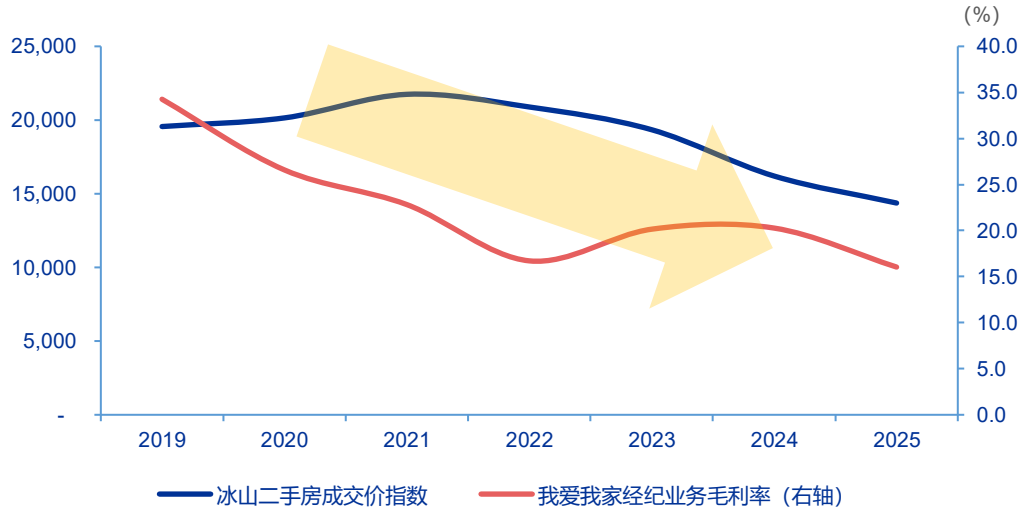


资料来源：公司公告，申万宏源研究

（3）行业下行中经纪毛利率走弱，但近期有筑底回升迹象

在分别同全国二手房成交价指数、北上杭（公司主要布局城市）成交价指数进行对比后可以发现，公司经纪业务毛利率同全国、地方指数均呈同方向变动。毛利率先于指数走弱的主要原因是门店等刚性成本滞后于佣金收入变动等因素。

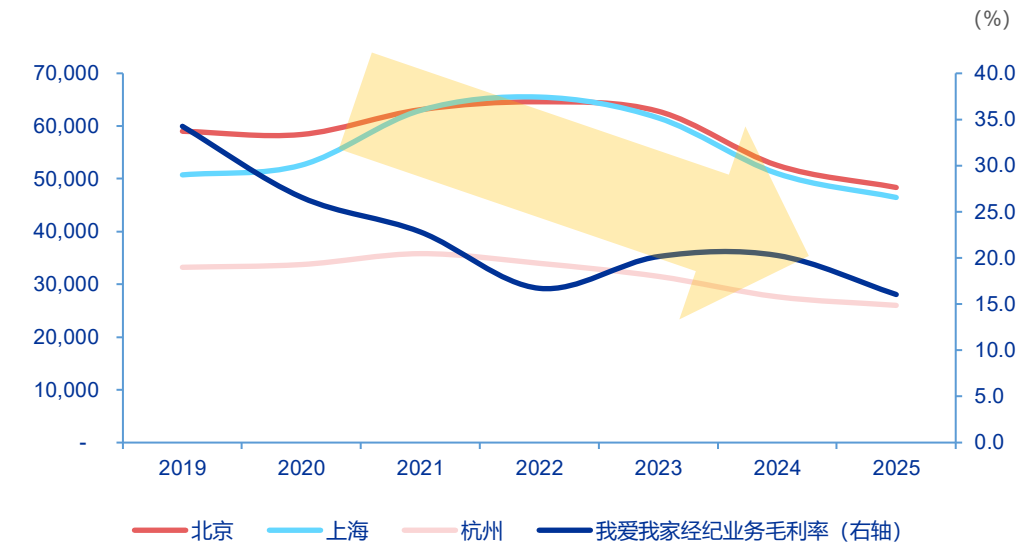
图 25：公司经纪业务毛利率对比全国二手房成交价指数



资料来源：冰山指数，公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

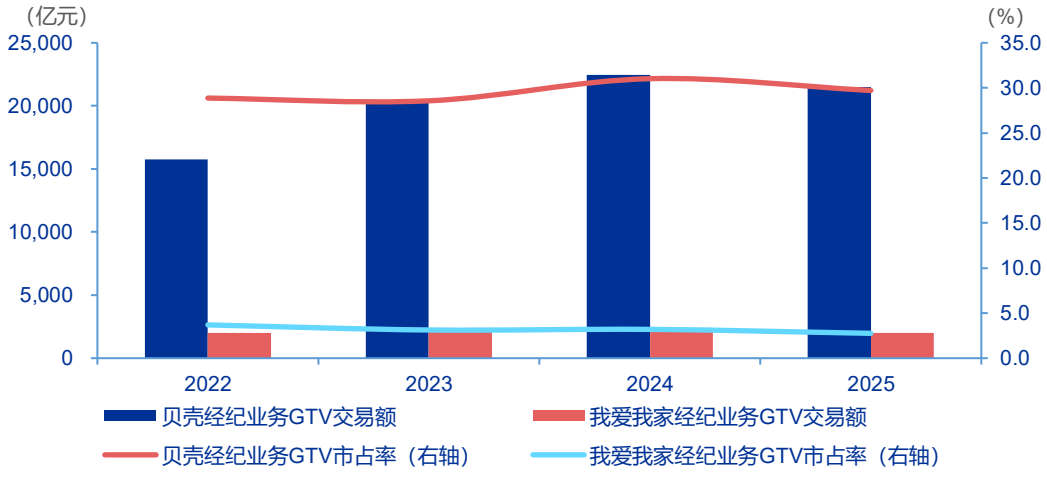
图 26：公司经纪业务毛利率对比北上杭二手房成交价指数



资料来源：冰山指数，公司公告，申万宏源研究

对比贝壳经纪业务 GTV 交易额、对应市占率以及经纪业务毛利率，我们可以发现公司与贝壳在相关指标方面呈同样的波动幅度，这意味着经纪业务 GTV 交易额及毛利率的变动受宏观市场影响较大。

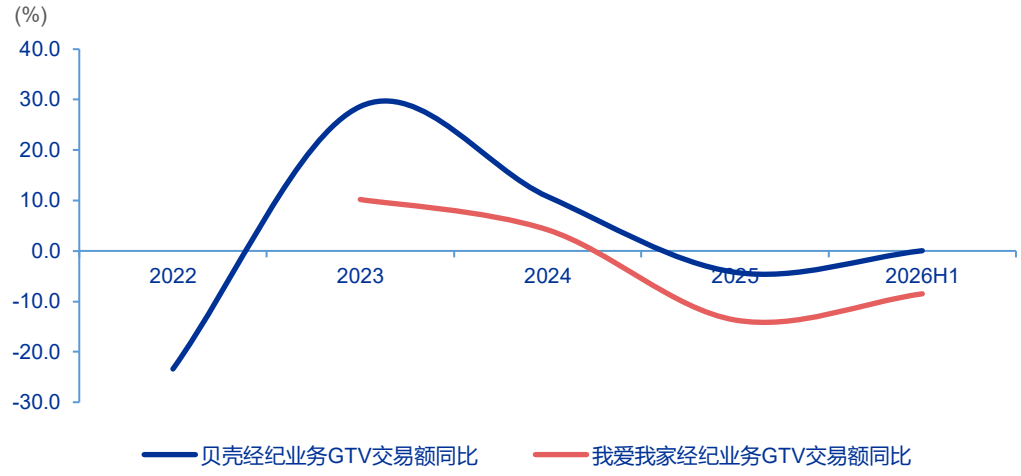
图 27：公司与贝壳经纪业务 GTV 交易额对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

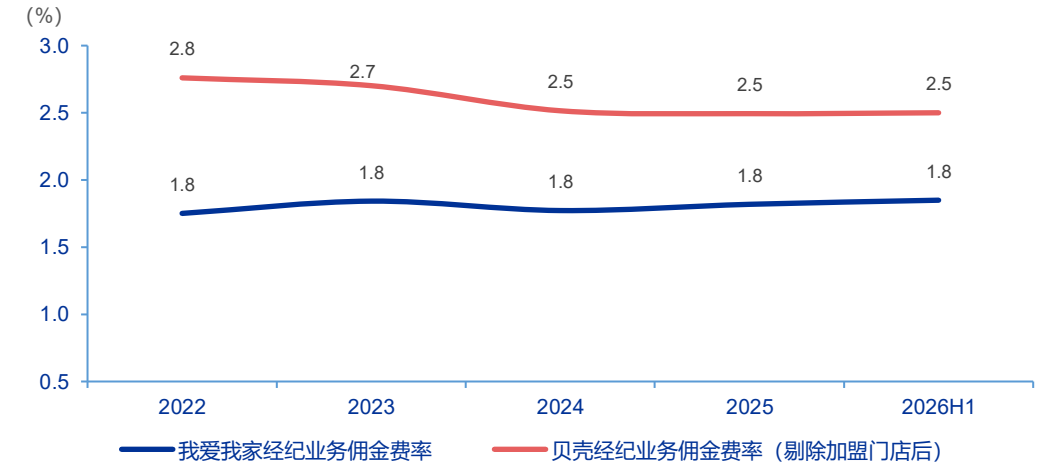
下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：公司与贝壳经纪业务 GTV 交易额同比增速对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 29：公司与贝壳经纪业务佣金费率对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

贝壳整体经纪业务毛利率高于公司经纪业务的毛利率，这主要是由于：

1）贝壳除链家采用直营模式外，旗下德佑、贝联等品牌采用加盟模式，加盟模式中门店房租、经纪人工资、水电等刚性成本全部由加盟商自己承担，贝壳几乎无线下刚性成本，平台业务毛利率极高，而我爱我家主要以直营门店为主，刚性成本拉低了毛利率；

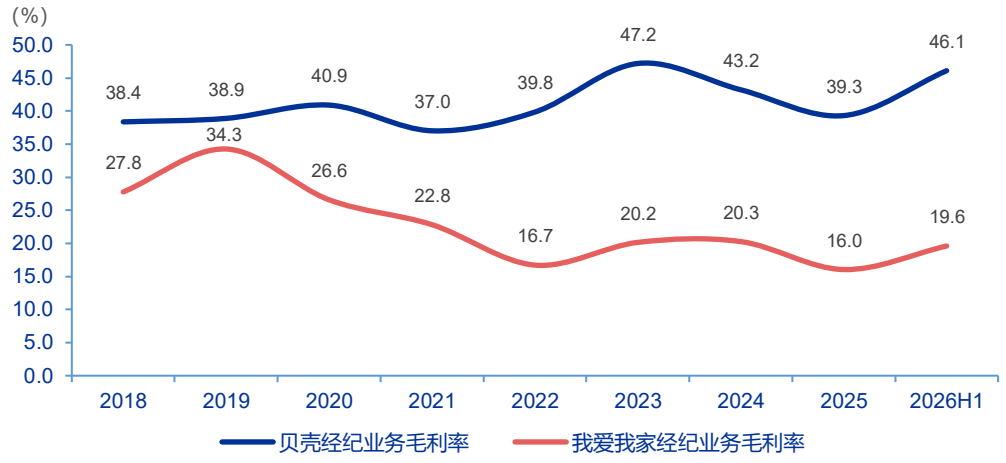
2）贝壳经纪业务剔除加盟门店后的佣金费率显著高于我爱我家；

3）我爱我家年收入下降速度较贝壳更快；

4）我爱我家门店数自 2021 年顶峰后持续降低，主要由于行业深度调整、直营门店刚性成本负担较重、加盟门店长期亏损等原因。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：公司与贝壳经纪业务毛利率对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

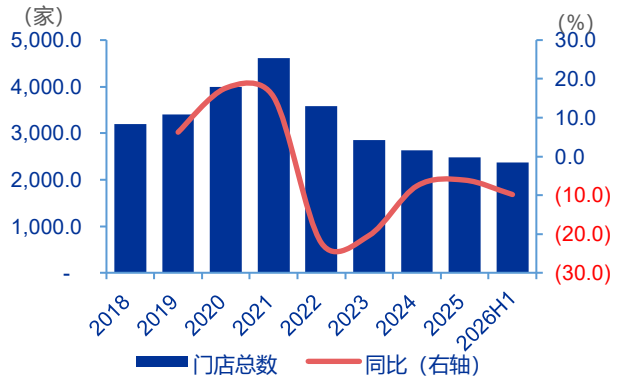
（4）积极优化门店及人员，人效保持稳定

公司前期为应对地产市场的下行逐步调改、撤换门店，并积极优化经纪人结构：加盟及特许经营门店数逐年减少，截至 2026H1 公司共管理门店 2368 家，其中直营 1965 家，公司对于门店的把控度进一步提升；相比较贝壳约 54 万经纪人数，公司经纪人总数保持在 3 万人左右，这主要是由于：

1) 公司于 2018 年试图收购中环互联（全国成熟加盟中介），试图复制贝壳轻资产扩张路线，目标快速铺店、扩经纪人规模；但该并购于 2019 年终止，战略全面落空。同期，贝壳同步放开德佑加盟，大量地方中介投奔贝壳（注：贝壳整体经纪人数量中包含大量加盟品牌经纪人，贝壳仅计算人数，并不承担加盟门店人员薪资）；

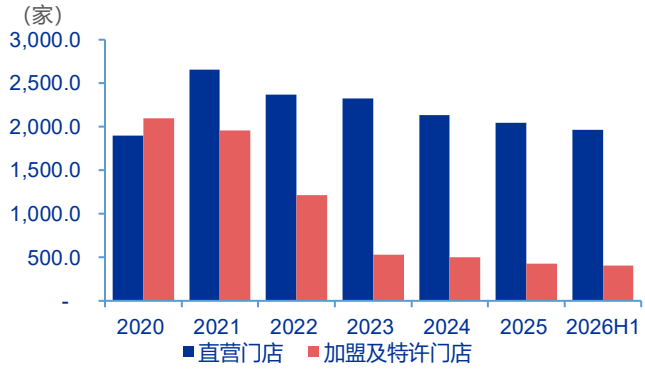
2) 后期公司管理层放弃“70 城、10 万经纪人”扩张目标，战略切换：收缩三四线、合并小店、提升人均佣金、削减销售费用。经纪人自然流失后不再大规模校招、社招补编，总量逐年阶梯式下行。

图 31：公司门店总数及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

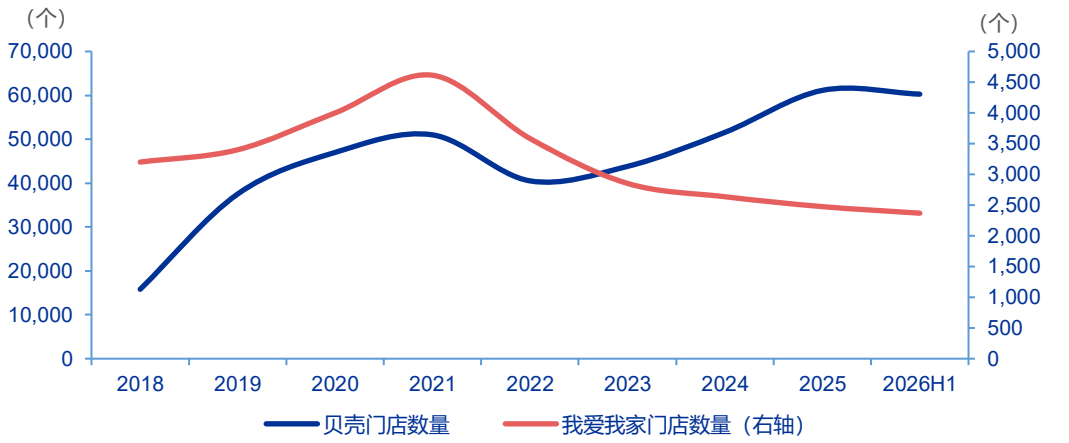
图 32：公司门店结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

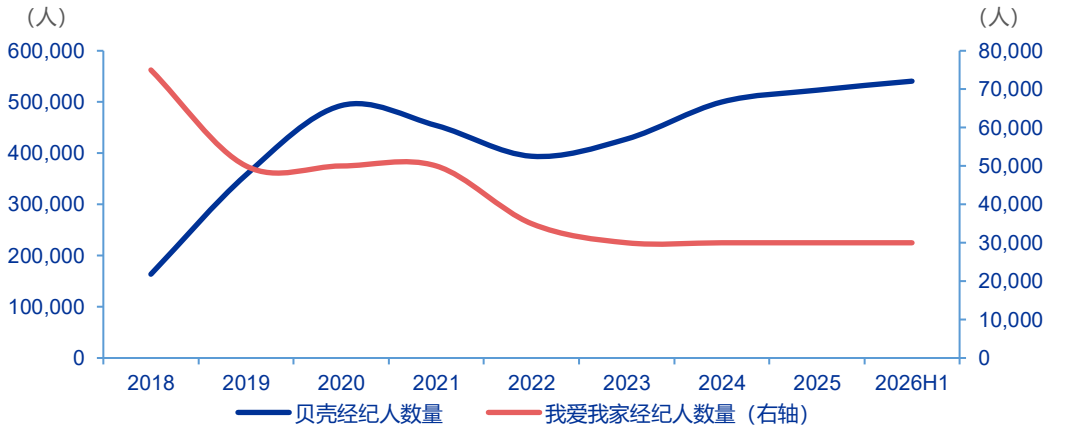
下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：公司与贝壳门店数对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 34：公司与贝壳经纪人数对比

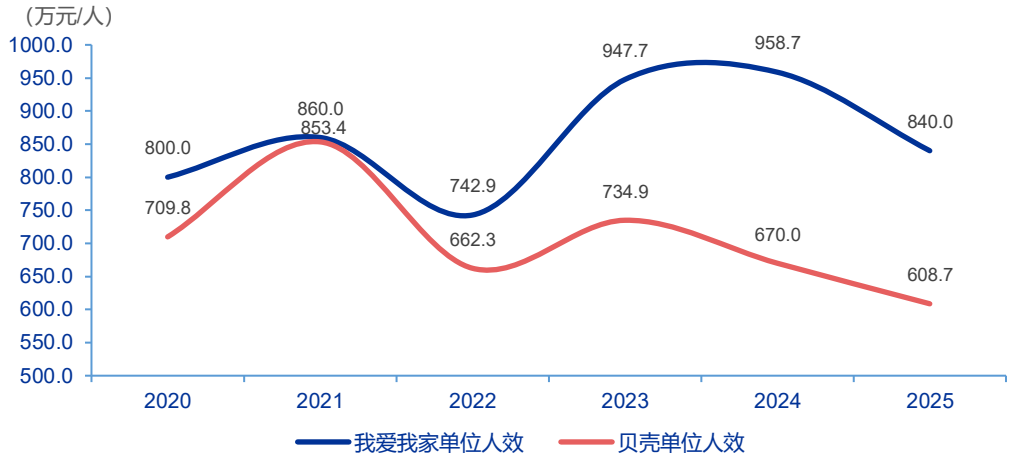


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

通过以计算单位人效（公司年度 GTV 总额除以公司当年经纪人总数）可以发现，我爱我家业务主要布局于北京、上海及杭州，且以直营为主。2025 年单位人效为 840 万元/人，整体保持稳定。贝壳主要拥有较多下沉市场加盟门店，其单位人效会受到一定影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：公司与贝壳单位人效对比

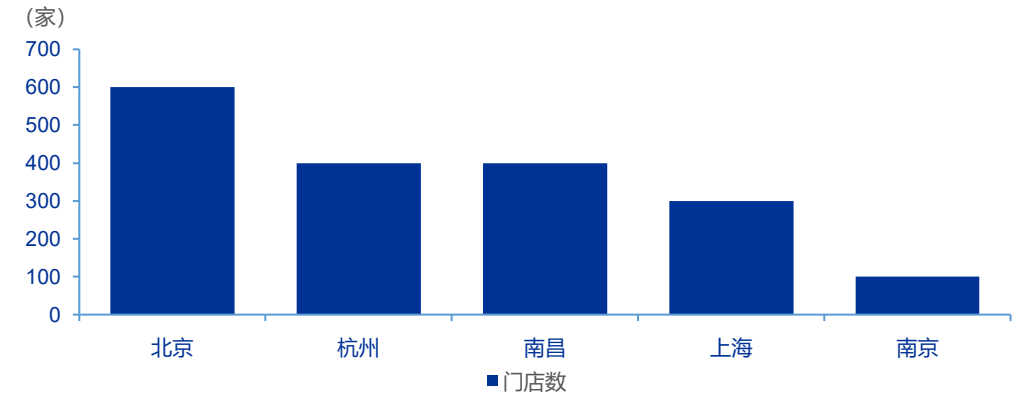


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

（5）聚焦核心城市，直营门店占主要比重

根据证券日报统计，我爱我家前五重仓城市分别是北京、杭州、南昌、上海、南京；其中北京是门店数超 600 家的核心城市，南昌则是公司历史并购保留的城市。贝壳则通过“轻加盟 + 城市合伙人”模式加速下沉，三线及以下城市门店覆盖率高，较我爱我家更为下沉。

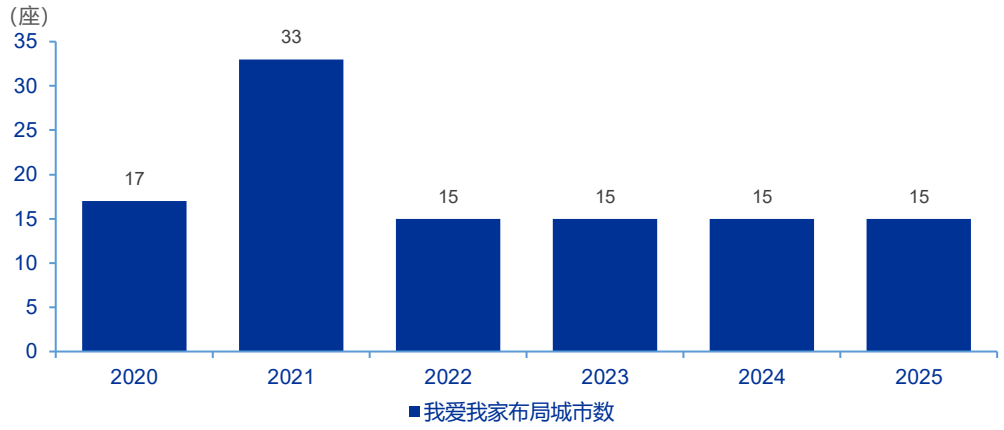
图 36：2025 年度公司前五重仓城市分布



资料来源：证券日报，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：公司历年布局城市数



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：公司同贝壳覆盖城市对比

公司名称	覆盖范围	从业经验
我爱我家	2025 年实施 “聚焦核心城市”战略，收缩非核心市场布局，业务集中于一线及强二线核心城市，正式展业城市约 30 座，核心深耕 10 余个高潜力市场	1. 核心深耕城市（市占率行业头部）：北京、上海、杭州； 2. 重点布局城市：南京、苏州、天津、广州、深圳、成都、重庆、武汉、西安、郑州、长沙、青岛、大连、沈阳、厦门、福州、济南、合肥、佛山、东莞； 3. 覆盖城市：无锡、太原、南昌、贵阳、昆明、南宁、海口、石家庄、长春、哈尔滨、乌鲁木齐、兰州、西宁、银川、拉萨等。
贝壳	截至 2025 年底，平台业务覆盖全国超 300 座城市，包含所有直辖市、省会城市、计划单列市，以及绝大多数地级市和部分经济发达县级市，是国内覆盖城市最广的房产经纪平台	1. 一线城市：北京、上海、广州、深圳； 2. 新一线城市：成都、重庆、杭州、武汉、西安、天津、苏州、南京、郑州、长沙、东莞、沈阳、青岛、合肥、佛山； 3. 3. 二线及下沉城市：厦门、福州、济南、长春、石家庄、南宁、昆明、温州、宁波、贵阳、海口、太原、乌鲁木齐、兰州、西宁、银川、拉萨等，以及长三角、珠三角、成渝、长江中游等城市群的三四线城市。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

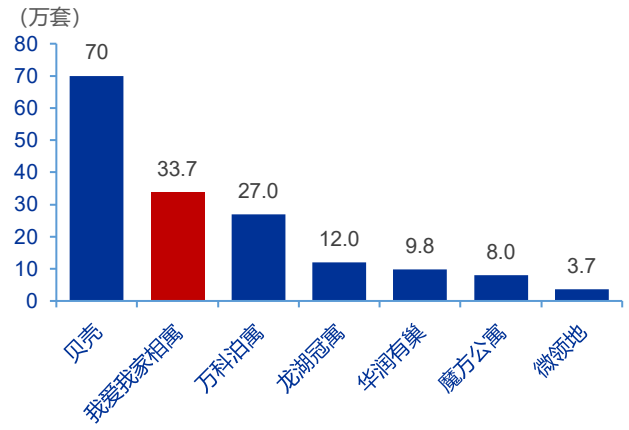
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 资产管理业务：品牌运营成熟铸就公司业务稳定

2.2.1 业务规模效率位居行业领先水平

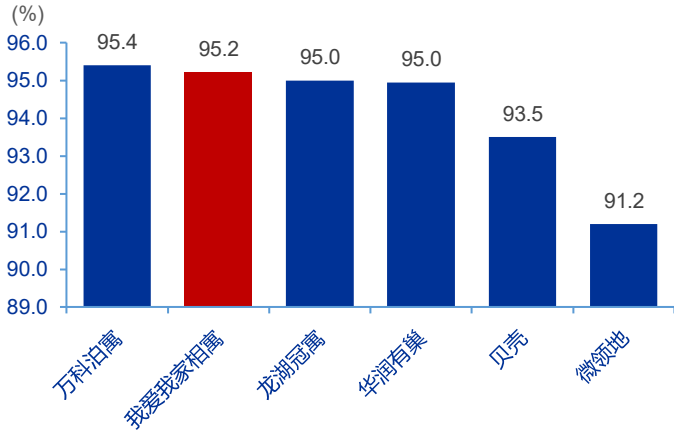
公司资产管理业务主要为出租式公寓。横向对比多家具有长租公寓业务的上市公司，公司资产管理业务在管房源套数、整体项目出租率等方面在头部长租公寓品牌中均处于领先地位。2025 年在管房源套数进一步提升至 33.7 万套，过往 5 年 CAGR 增速+7.4%，保持稳步增长。同时，横向对比行业内主流长租公寓品牌在管规模及出租率，公司 2025 年在管规模 33.7 万套，仅次于贝壳的 70 万套，排名行业第二；出租率方面，公司 2025 年长租公寓整体出租率录得 95.2%，仅次于万科泊寓 95.4%，同样位居行业第二。

图 38：2025 年主流长租公寓品牌在管房源规模



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 39：2025 年主流长租公寓品牌整体项目出租率



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

2.2.2 分散与集中式公寓双赛道并行

“相寓”是公司旗下的房屋资产管理品牌，始于集团自 2001 年从北京开始的“房屋管家”租赁业务，作为国内最早提供房屋资产管理与长租公寓服务的企业之一、住房租赁经营行业拥有超 20 年发展经验的先行者。“相寓”坚持数字引领，科技驱动，致力于打造国内领先的、以城市房屋资产管理运营业务为核心、品质租住生活与多元空间产品应用体系为结合的综合生活服务平台。

区别于传统的住房租赁业务，“相寓”打造了从前期房屋委托到最后房屋退租的全生命周期服务，涵盖了房屋整体评估、空置保障、基础管理、房屋装修、房屋退租等完整服务体系。费用收取方面，传统住房租赁业务往往是收取一次性的居间佣金，后续租户运维服务质量难以保障，“相寓”则是定期收取资产管理费用，收费模式、租后服务均更具持续性。

业务模式上，“相寓”主要分为分散式公寓（相寓 HOME 和相寓 ROOM）和集中式公寓管理（相寓 PARK、相寓 INN、相寓 DORM 和相寓 BASE）两种模式。其中，公司主要采用分散式公寓管理模式，主要盈利来源于向业主和租客收取的服务费，因此资产运营效率与服务质量决定该业务的盈利能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

1) **分散式：**公司与业主签订资产管理服务合同，在服务期限内为业主提供房屋装修（可选）、代理出租、代收转付租金、房屋维护等服务，并收取相应的管理服务费。公司通过上架线上平台、线下渠道的方式将房源对外出租，并作为业主的委托代理人同承租方签订房屋租赁合同。

2) **集中式：**公司作为整栋公寓承租人与业主方（物业原始权益人）签订房屋租赁合同，并根据合同约定条款支付租金给业主方；另一方面，公司同承租方签订租赁合同，收取承租方支付的租金并分期确认收入。

表 4：“相寓“业务委托模式

模式	精装	普通	随心租
服务流程	相寓针对具体委托房屋进行综合评定，并开展房屋装修、维护、平台上线、带看出租等。	保留原房屋装修风格，不进行装修调改。相寓负责房源平台上线、带看、维护等。	相寓仅对房屋行使出租权与管理权，并不提供装修调改等服务。
目标客户群体	全权委托的、想省心的忙碌客户	不希望改变房屋风格、布局的客户	无长期出租计划的客户
模式特点	1）不以收取传统的“一次性中介费”作为收入，而是按月收取房屋服务费、托管费等费用，同时兼顾房屋全周期运维；2）设置空置兜底。	1）不以收取传统的“一次性中介费”作为收入，而是按月收取房屋服务费、托管费等费用，同时兼顾房屋全周期运维；2）设置空置兜底。	该模式无法保证稳定的房租收益，即房屋出现空置时，公司不承担空置给客户带来的损失

资料来源：公司官网，申万宏源研究

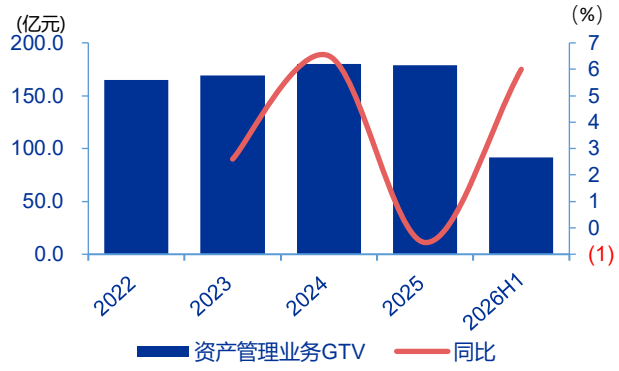
2.2.3 业务规模稳健增长，毛利率稳步提升

公司资产管理业务规模稳健增长，2018-2025 年营收 CAGR 增速为+17.2%；2026H1 实现 GTV 交易额 91.4 亿元，同比+6%；2026H1 营业收入 21.2 亿元，同比-21.8%；营收下降主要是由于公司新推出的“相寓优选”业务（仍旧采用净额法确认收入）占比逐步提升所致。

2026H1 毛利率为 1.9%；毛利率低主要是自 2021 年开始执行新的租赁准则，公司将部分房源租金收益确认至“资产处置收益”科目，若调整回该部分收益，资产管理业务 2026H1 实际毛利率为 19.9%，较 25 年末实际毛利率+5pct。毛利率的提升主要源于“相寓优选”业务拥有较高的毛利率，同时这部分业务占比在逐步地提升。另一方面，调回“资产处置收益”后的实际资产管理业务毛利润自 2020 年以来逐年上升，并于 2022 年超越经纪业务成为贡献利润最多的业务板块。

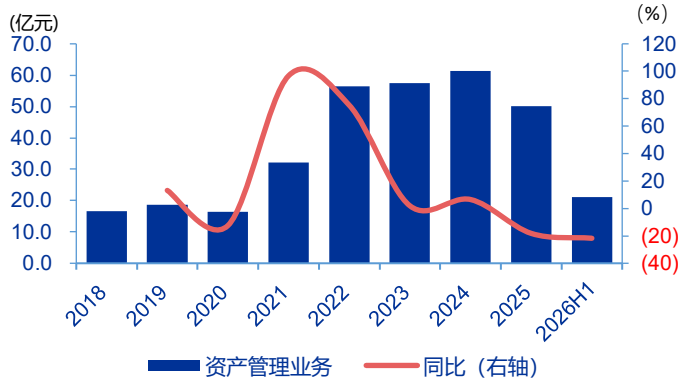
下载日志已记录，仅供内部参考

图 40：公司资产管理业务 GTV 及同比



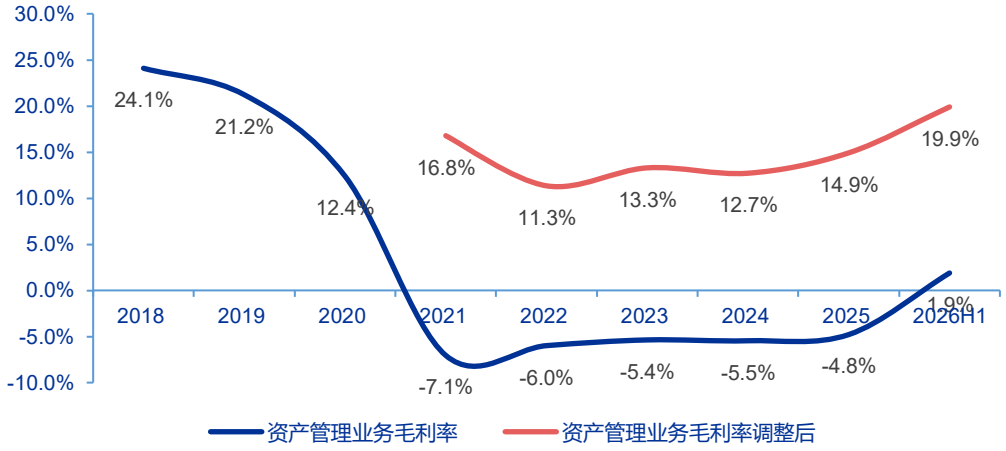
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 41：公司资产管理业务收入及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：公司资产管理业务调整前后毛利率



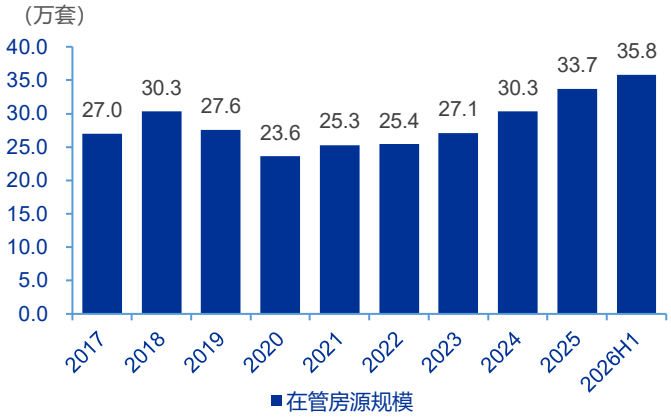
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：公司资产管理业务受 21 年新租赁准则影响，将原先采用净额法确认收入的部分业务分别体现在资产负债表中的“使用权资产”、“一年内到期的非流动负债”及“长期租赁负债”科目，这部分收入被列在利润表的“资产处置收益”科目中，我们将这部分收入加回至资管业务收入及资管业务毛利润，可得该业务实际毛利率。

公司 2025 年平均出房天数为 8.8 天，较前期-0.2 天；25 年末、26H1 在管房源规模分别录得 33.7 和 35.8 万套，市场份额进一步提升；同时，整体项目出租率常年保持在 94%及以上，运营效率保持在行业较高水平。

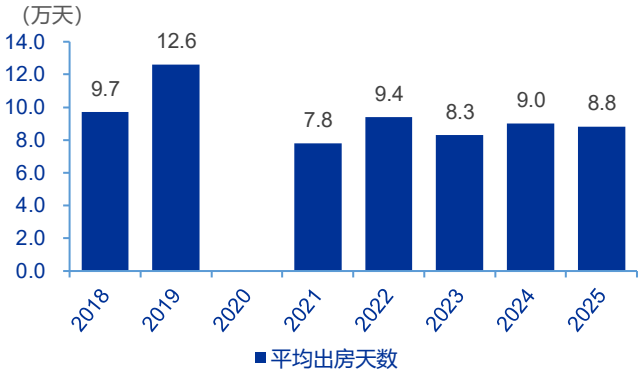
下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：公司资产管理业务在管房源规模



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：公司资产管理业务平均出房天数



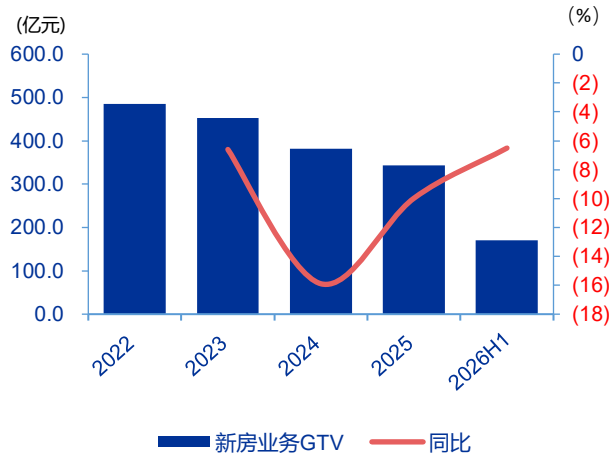
资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 新房业务：收入提质增效显著，风险把控合理

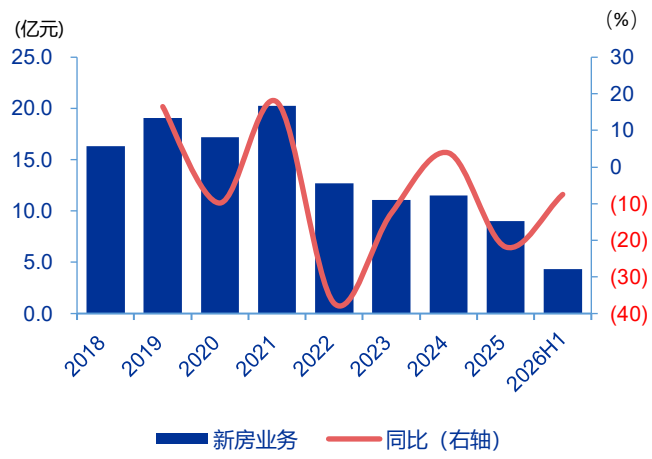
公司新房业务主要是面向房地产开发企业提供渠道销售和代理销售服务，公司将新房业务作为经纪与资产管理业务的辅助业务。2026H1 新房业务营收 4.3 亿元，同比-7.5%；2026H1GTV 交易额 171.1 亿元，同比-6.5%，这主要是由于 1）行业景气度下行及核心城市逐步进入到存量房时代；2）同时公司主要布局于核心城市，对于下沉市场新房份额涉足有限；这总体使得公司新房业务营收呈逐年下降的态势。公司整体对于新房市场保持谨慎态度。

图 45：公司新房业务 GTV 及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46：公司新房业务营收及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

同样，在对比贝壳新房业务 GTV 交易额、对应市占率，我们可以发现公司与贝壳在相关指标方面呈同样的波动幅度，这意味着经纪业务 GTV 交易额及对应市占率的变动主要是受宏观市场影响而非公司自身。

在毛利率方面，公司新房业务毛利率低于贝壳的毛利率，这主要是由于：

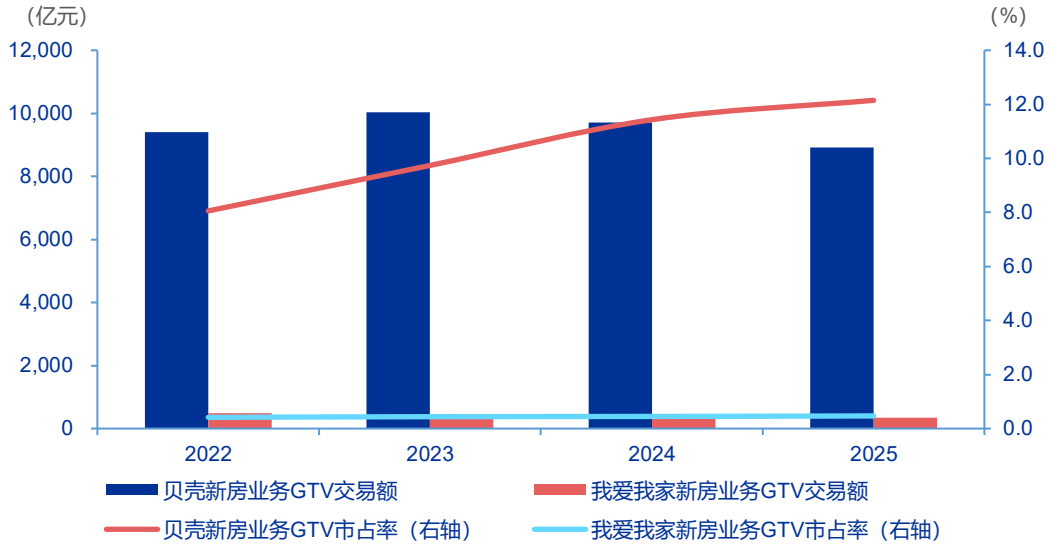
1) **运营模式上，**我爱我家以直营门店/自养经纪人为主，人力、门店固定成本高，在营收下滑时，较高的固定成本拉低毛利率。同时，部分城市涉及包销、垫资、转介合作，隐性成本高，使得毛利率被稀释；相比较之下，贝壳加盟店主要刚性成本均由加盟店自身承担，平台仅抽取服务费。

2) **覆盖区域上，**我爱我家业务集中北上杭、南京、天津等城市，合作楼盘以刚需、环城低价盘为主，这部分楼盘佣金率较低，公司议价能力较弱；贝壳实现全国核心至下沉市场的全面覆盖。其中，一线+强二线核心改善、高端盘占比高，佣金率较高；同时，三四线加盟门店成交无线下成本拖累，高低毛利项目对冲，平滑整体利润率。

但新房业务收入占总收入比重较低，占比 9%。

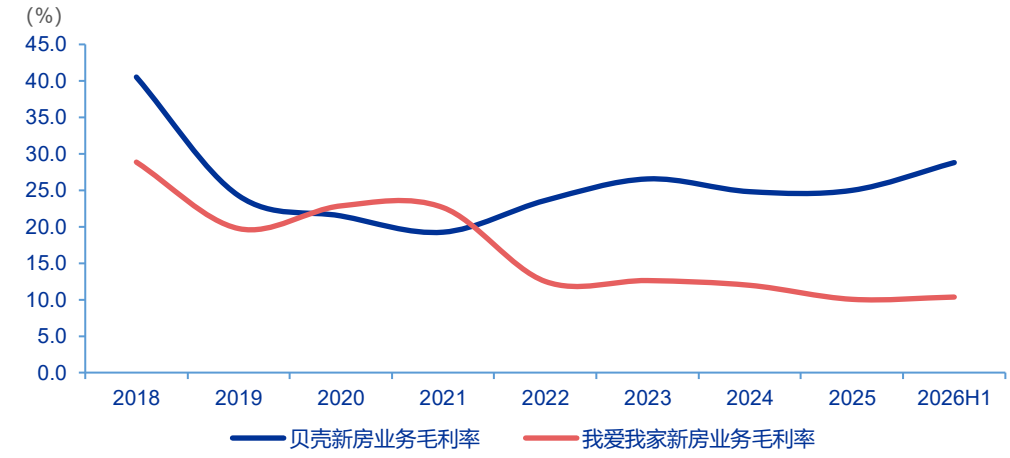
下载日志已记录，仅供内部参考

图 47：公司与贝壳新房业务 GTV 交易额、市占率对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 48：公司与贝壳新房业务毛利率对比

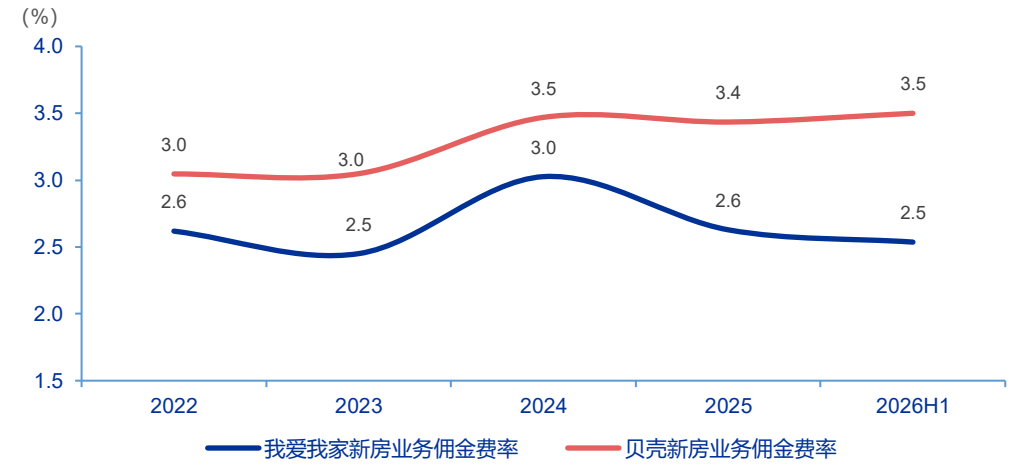


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

我们以新房业务营收同对应 GTV 的比率作为新房业务佣金费率，可得公司新房业务 2026H1 佣金费率为 2.6%，较 25 年末有所下滑。对比贝壳新房业务佣金率，公司的佣金率自 24 年以来有所下滑，主要是公司收缩业务至核心城市，导致新房业务收缩，从而使得新房业务佣金率下滑。但公司新房业务应收账款净额持续下降，经营风险进一步降低。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 49：公司对比贝壳新房业务佣金费率对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

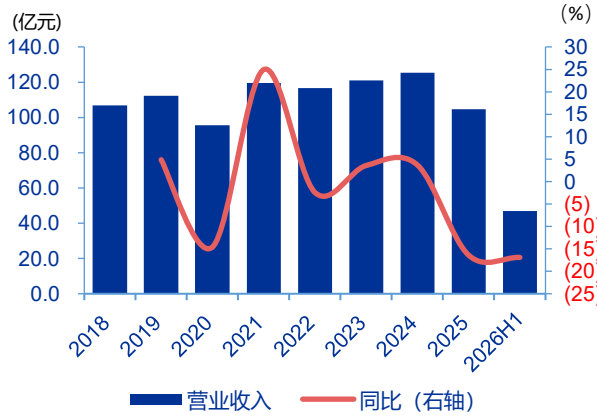
3. 毛利率稳定、财务保持稳健，业绩有望触底回升

3.1 营收、利润阶段性承压，利润率有望触底回升

公司2026H1营收47亿元，同比-16.9%；2026H1归母净利润0.8亿元，同比+110.4%；26H1毛利润6.1亿元，同比+9.9%，回升态势明显；26H1毛利率录得13%，增长显著，这主要是由于费用端的优化逐步落实以及高毛利项目持续贡献利润所致。2026H1扣非归母净利润分别为0.9亿元，对应扣非归母净利率为1.9%。

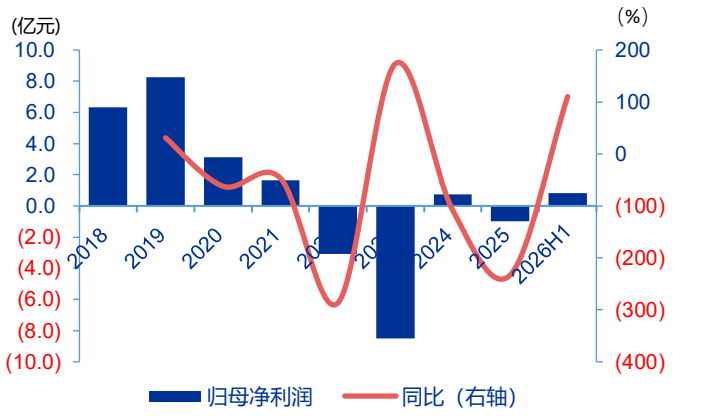
公司25年度计提亏损主要是：1）25年地产行业量价下行所导致的毛利率承压以及管销费用提升；2）投资性房地产公允价值波动及总部大楼转入固定资产计提折旧增加（该事项属于资产完工转入正常使用后的会计成本增加，不影响公司当期现金流和实际运营能力）。但2026H1以来，随着北京、上海等核心城市逐步企稳，同时投资性房地产减值计提的逐步充分，公司营收、利润受益于其核心城市布局战略而触底回升。

图50：公司2018-2026H1收入及同比



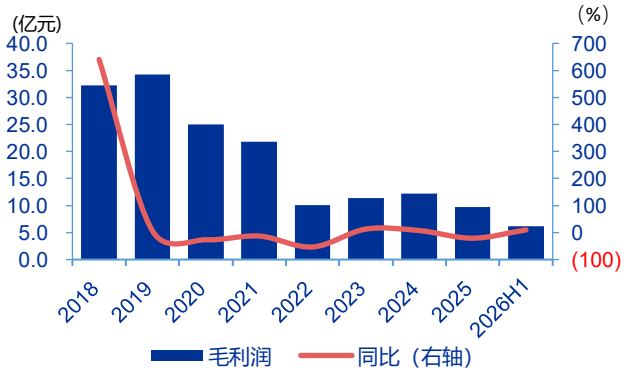
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图51：公司2018-2026H1归母净利润及同比



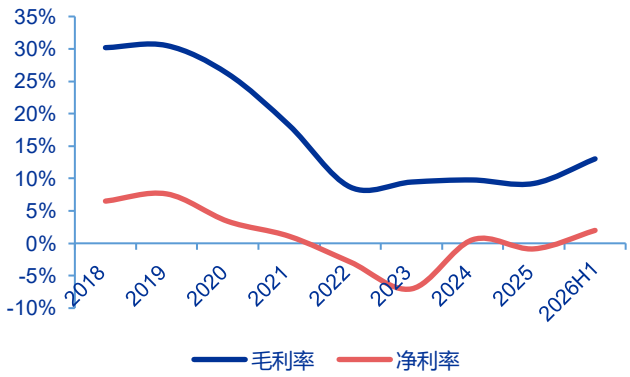
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图52：公司2018-2026H1毛利润及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

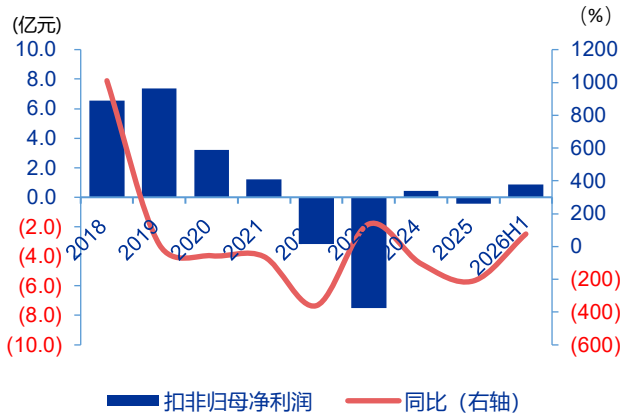
图53：公司2018-2026H1毛利率及净利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

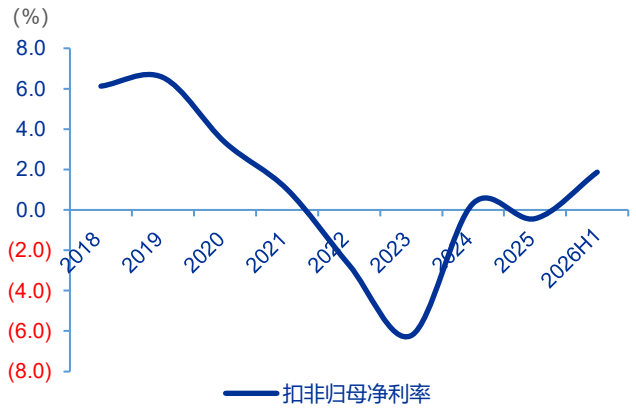
下载日志已记录，仅供内部参考

图 54：公司 2018-2026H1 扣非归母净利润及同比



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 55：公司扣非归母净利率

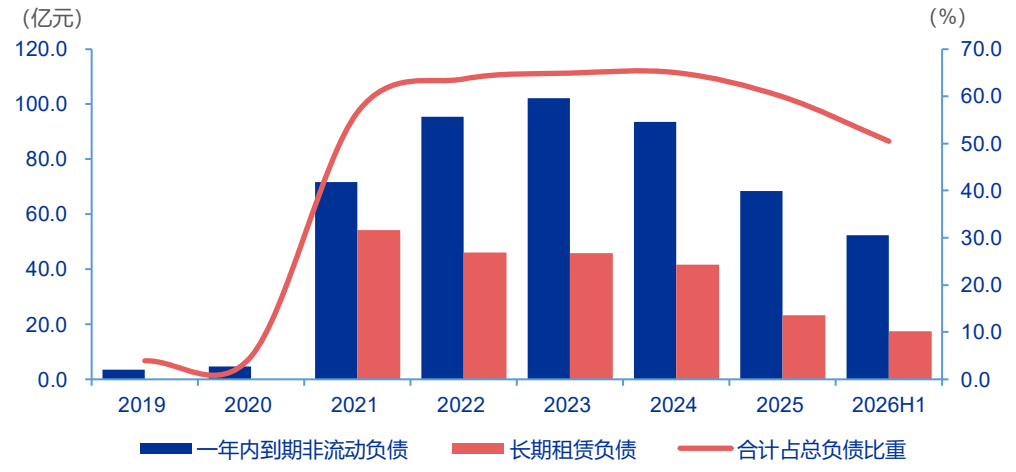


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.2 财务保持稳健，负债压力逐步减小

截至 2026H1 末，公司总负债 138.5 亿元，资产负债率 59.6%，自 2021 年以来持续降低；2021 年租赁准则要求除短期/低价值租赁外，所有租入资产都要在表上记入“使用权资产”+“租赁负债”两个科目；其中，一年内到期的非流动负债并非一次性欠款，而是未来一年分期付给房东+门店业主的租金折现入账，26H1 规模进一步下降至 52.4 亿元；长期租赁负债则是一年以上所需支付租金的折现，自 2021 年以来下降，截至 26H1 已下降至约 17.6 亿元。以上两项负债对应非流动资产中的“使用权资产”科目（该科目 2026H1 度录得 38.3 亿元），属于“资产负债同向增减，不等于资不抵债；同时，两项负债合计占总负债比重也持续降低，26H1 占比 50.5%，较 25 年末-9.4pct。

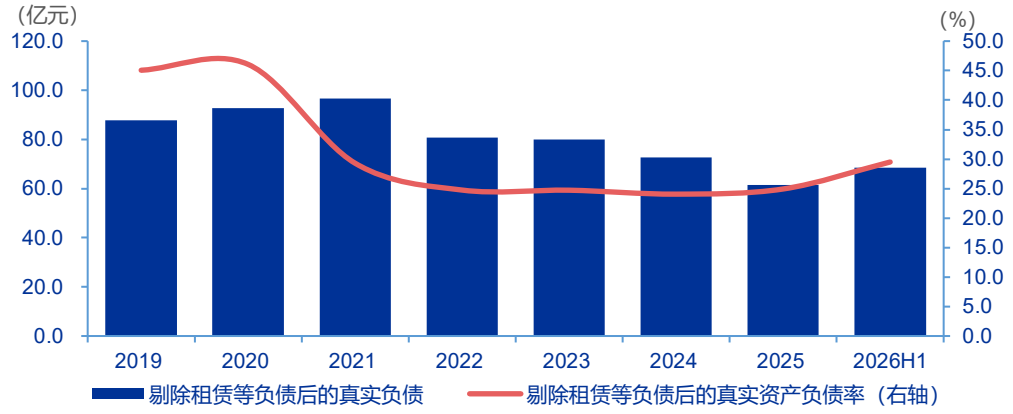
图 56：公司 2019-2026H1 短期非流动负债和长期租赁负债占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

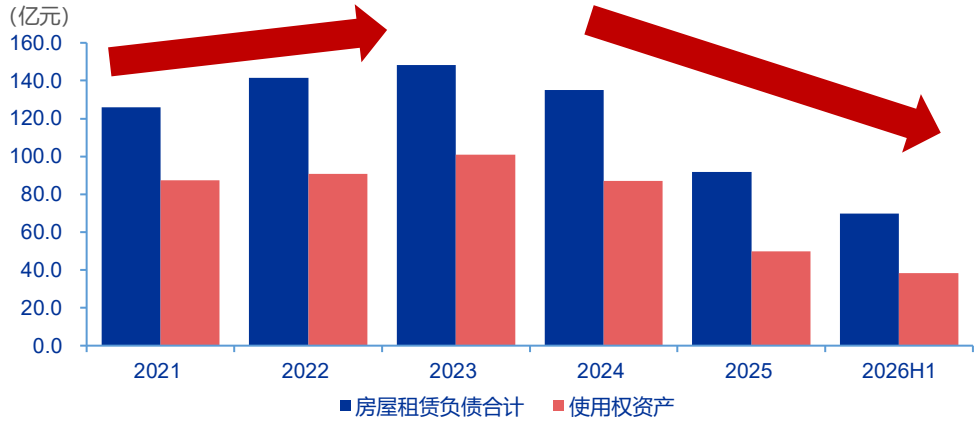
下载日志已记录，仅供内部参考

图 57：公司 2019-2026H1 剔除租赁等负债后的真实负债及对应资产负债率



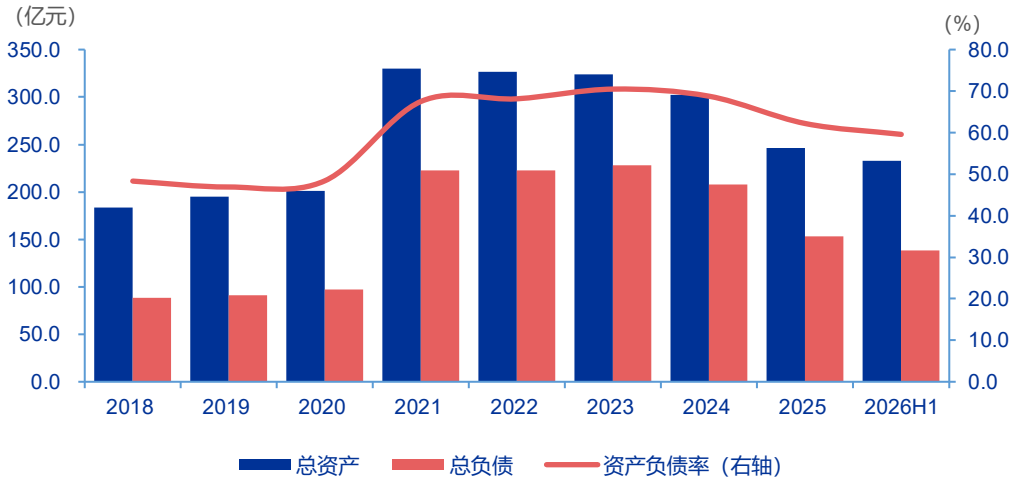
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 58：公司新租赁准则后房屋租赁负债同使用权资产同向增减



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 59：公司 2018-2026H1 总资产、总负债及资产负债率



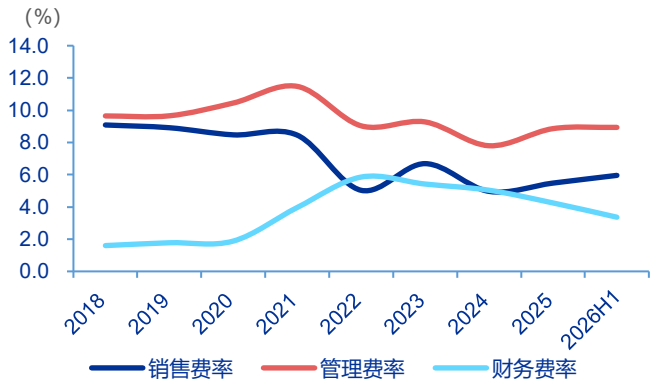
资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

另一方面，2026H1 公司三项费用率录得 18%，较 25 年度-1pct。细分来看，26H1 销售费用、管理费用及财务费用率分别录得 6%/8.9%/3.4%，较 25 年末分别+0.5pct/持平/-0.8pct；公司整体费用绝对额持续下降，预计随着后续门店调改及人员优化的进一步落实、核心城市地产市场的止跌回稳带来的营收增长，三项费用绝对额有望得到进一步控制、三项费用率在营收企稳后有望持续下降。

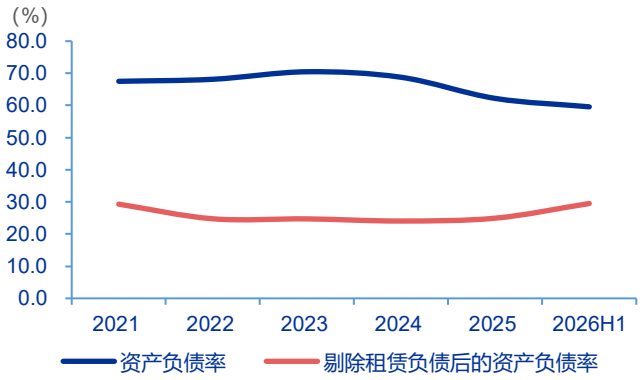
具体来看，由于 21 年新租赁准则实施，资产管理业务中部分租赁业务的记账方式由净额法改变为：未来全部应付租金折现，现值计入使用权资产；总租金与现值差额为未确认融资费用（利息），记入财务费用科目中的“利息费用”项目，不计入营业成本，不影响板块毛利率。公司利息费用自 23 年以来持续下降，核心是公司主动收缩重资产二房东、全面切换至不产生租赁负债的轻托管模式（例如“相寓优选”），叠加存量老租赁合同利息天然前高后低、整体杠杆压降，短期减轻利润亏损，长期来看是运营模式的优化与创新。

图 60：公司 2017-2026H1 三项费用率



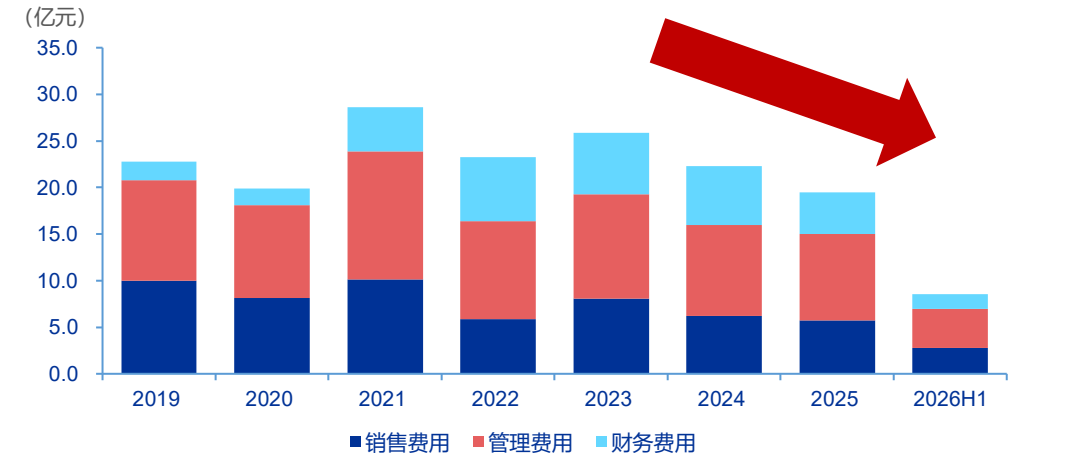
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 61：剔除租赁的资产负债率较为平稳



资料来源：公司公告，申万宏源研究

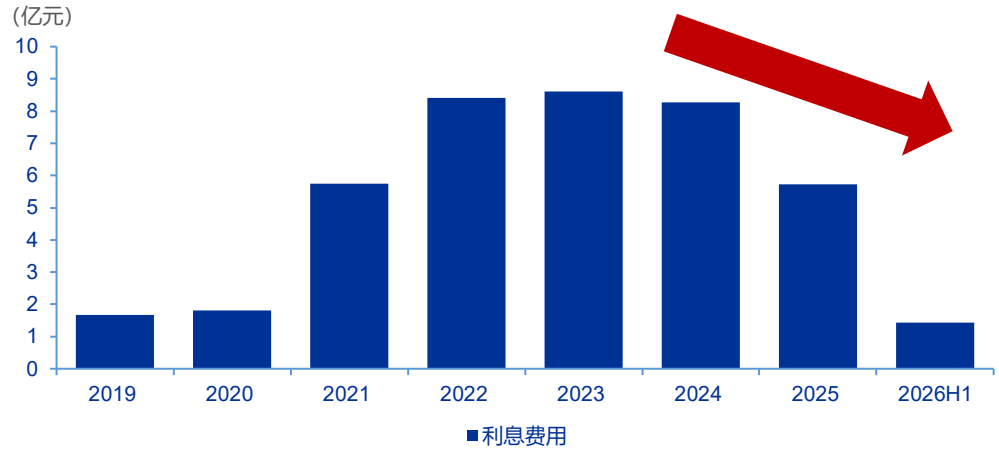
图 62：公司 2019-2026H1 三项费用绝对额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

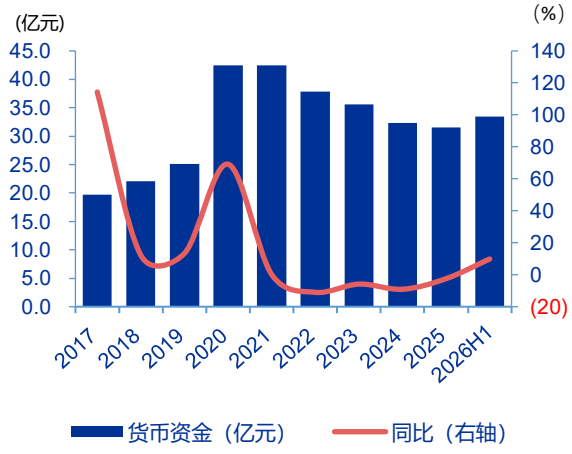
图 63：公司 2019-2026H1 财务费用中的利息费用同步下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

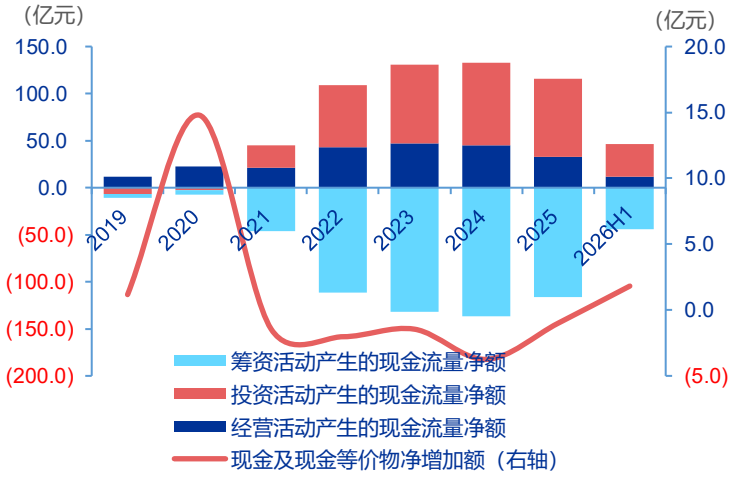
截至 2025 年度，公司在手货币资金为 31.6 亿元，同比-2.4%；2026H1 在手货币资金 33.5 亿元，同比+9.9%，整体较为充裕；2026H1 现金及现金等价物净增加额为 1.8 亿元，较 25 年末由负转正。实施新租赁准则后，“租金支出”由“经营活动现金流出”调整至“筹资活动现金流出”。此调整仅在现金流量表内部，改变列报位置。因此，21 年以来公司经营活动产生的现金流净额显著提升，同时筹资活动产生的现金流净额则显著走低。

图 64：公司 2019-2026H1 货币资金及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 65：公司 2019-2026H1 现金流情况



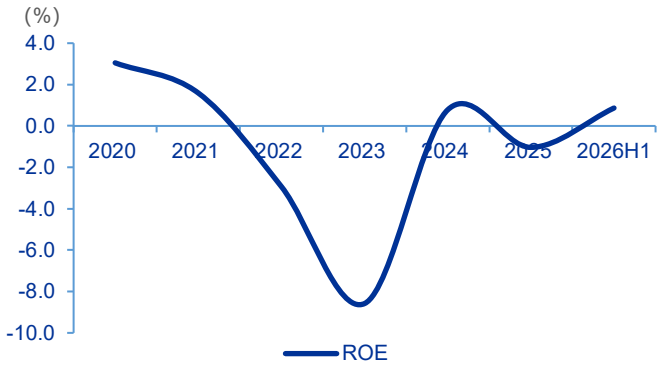
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 资产回报率转正修复

2023 年以来，公司 ROE、ROA 两项指标持续修复且转正。公司 ROE 从 2023 年的-8.6%提升至 2026 年 H1 的 0.9%，上升 9.4pct，修复效果显著；ROA 从 2023 年的-2.6%提升至 2026 年 H1 的 0.4%，上升 3pct。

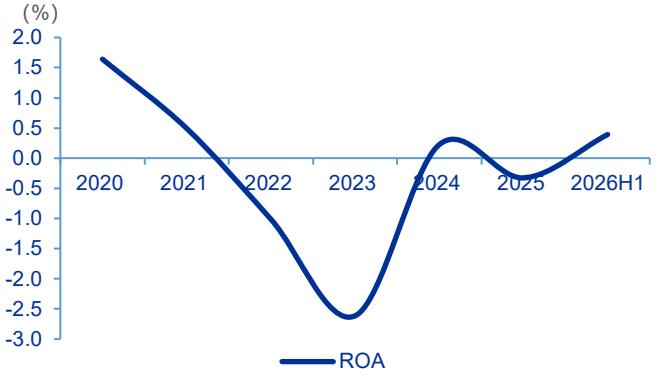
下载日志已记录，仅供内部参考

图 66：公司 2020-2026H1ROE



资料来源：Wind，申万宏源研究

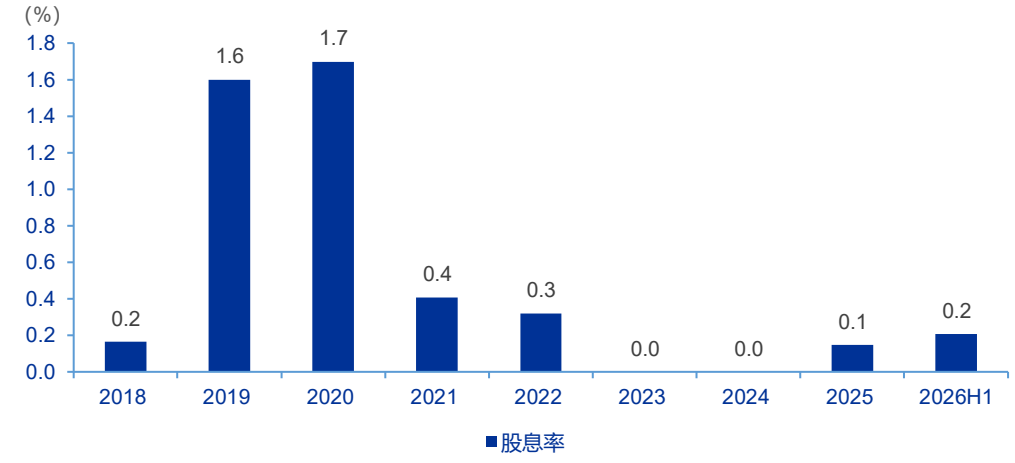
图 67：公司 2020-2026H1ROA



资料来源：Wind，申万宏源研究

2026H1，公司股息率为 0.2%，较 25 年末的 0.1%有所提升。我们认为，公司作为国内领先的房地产经纪公司，具备优秀的现金创造能力。随着宏观行情的逐步改善、核心城市有望率先止跌回稳，公司业绩转好，具备更多回馈投资者的空间。

图 68：公司 2018-2026H1 股息率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与投资分析意见

4.1 细分业务弹性拆解

我们通过拆解公司业务及财务报表，针对其业务弹性进行分析，从高至低对业务弹性进行排序：**二手房、新房、资产管理及其他。**

1) **经纪业务：全公司弹性最高，业绩波动完全跟随地产市场景气度。**变动提成、营销投放提供正向修复弹性，但高额门店、底薪固定成本形成 “杠杆负向弹性”：市场下行时营收下降，固定成本分摊至每单成交大幅抬升成本率；

2) **新房业务：新房业务弹性弱于经纪业务，但高于资产管理业务。**新房 GTV 交易额、佣金费率等核心指标随市场正向变动。因公司聚焦于北京、上海、杭州等核心城市，同时因核心城市新房占比逐步降低、市场景气度回升，新房业务为公司带来的业绩弹性也随之降低。

3) **资产管理业务：住房租赁需求具备刚需防御属性，是公司业绩的稳定器。**租金收入不受地产交易周期大幅冲击；叠加公司主动从高波动重资产二房东转向相寓优选轻托管净额法模式，大幅剥离刚性租金兜底支出，周期弹性显著收窄，是公司对冲经纪、新房周期波动的稳定板块。旧重资产二房东模式弹性极强（空置、租金下行直接产生大额亏损）；2023–2025 年大规模切换轻托管后，弹性大幅下降、盈利稳定性提升。

4) **总结：**随着全国二手房进入改善阶段，高总价置换房源占比抬升，有望抬升我爱我家单套佣金；另一方面，现房销售制度的推出有助于修复购房者的购房信心，推动二手房渗透率提升，并使得部分需求转向天然现房的二手房。在门店等成本刚性固定的前提下，经纪业务业绩弹性得以放大，带动毛利率上行。

表 5：公司业务弹性分析

业务名称	弹性强度	影响收入弹性的会计科目
经纪业务	**全公司弹性最高，业绩波动完全跟随地产市场景气度。**经纪业务佣金跟随核心城市二手房交易量、成交均价、佣金折扣政策波动；楼市宽松、置换需求释放时 GTV 与佣金收入修复；居民购房预期走弱则成交萎缩	**收入弹性科目：** 1. 营业收入（二手房买卖 / 租赁居间佣金）：完全跟随月度成交套数、单套佣金规模波动； **变动成本（弹性来源，随成交同步变化）：** 1. 营业成本：经纪人成交业绩提成、过户代办外包服务费、房源端口信息费； 2. 销售费用：线上房源推广、短视频投放、社区活动营销费，成交低迷可大幅缩减广告开支； **经纪业务大额固定成本（压制弹性释放）：** 1. 门店刚性支出：使用权资产折旧（门店租赁）、门店物业费、基础水电；门店租约 3–5 年，短期无法关停，折旧持续计提； 2. 人力固定支出：全体经纪人无责底薪、门店店长固定薪酬、门店行政后勤固定工资；经纪人规模约 3 万人，人员调整周期长。

下载日志已记录，仅供内部参考

业务名称	弹性强度	影响收入弹性的会计科目
新房业务	**新房业务弹性弱于经纪业务，但高于资产管理业务。**新房渠道佣金高度依赖房企推盘节奏、市场成交热度、开发商渠道政策；行业上行时开发商加大分销投放、佣金点位抬升，收入快速放量；下行期房企缩营销、压佣金、停渠道，收入大幅收缩。这部分业务整体占比较低。	**收入端弹性科目：** 1. 营业收入（新房分销佣金）：直接随新房 GTV、渠道佣金率同向波动； 2. 应收账款（新房应收）：景气上行房企回款顺畅、应收减少；下行期开发商拖欠渠道费，坏账计提增加，拖累利润； **成本&费用弹性科目：** 1. 经纪人新房成交提成、驻场专员绩效薪酬：成交越多提成越高，收入下滑提成同步压降； 2. 项目案场物料、渠道合作分润、带看交通补贴； 3. 新房专项线上投放、社区拓客、楼盘驻场广告宣传费；市场冷淡可直接砍投放，费用快速收缩。
资产管理业务	**住房租赁需求具备刚需防御属性，是公司业务的稳定器。**租金收入不受地产交易周期大幅冲击；叠加公司主动从高波动重资产二房东转向相寓优选轻托管净额法模式，大幅剥离刚性租金兜底支出，周期弹性显著收窄，是公司对冲经纪、新房周期波动的稳定板块。	**新旧模式弹性科目对比** **（1）传统重资产二房东（高弹性、高波动，逐步收缩）** 1. 收入：总额法确认全部租客租金，收入规模大、易受出租率、租金调价冲击； 2. 变动成本：房屋维修保洁、空置租金损失、装修摊销；出租率下滑直接推高单位成本； 3. 固定刚性成本：租赁负债（向业主付租金）、使用权资产大额折旧、租赁负债利息（财务费用持续下降主因）； 市场下行空置走高，刚性业主租金仍需支付，亏损弹性极强。 **（2）相寓优选轻托管（当前主流，低弹性）** 仅收取月租金服务费（净额法确认收入，代收租金不计报表）： 1. 无租赁负债、无使用权资产折旧、无业主刚性租金支出，彻底去掉最大刚性固定成本； 2. 变动成本仅为管家绩效、房屋保洁维修服务费，与在管房源出租情况弱相关； 3. 固定成本仅少量管家基础薪酬、后台系统摊销，规模波动对利润影响极小。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 盈利预测

公司主要业务包括资产管理业务、经纪业务、新房业务及其他业务。

1) **经纪业务：公司经纪业务收入增长主要依赖于全国经纪业务市场 GTV 的提升。**随着全国拿地、新开工进一步降低，我国逐步进入存量房时代，预计二手房市场规模仍将稳中有升。随着核心城市二手房市场在量价两端逐步企稳，公司经纪业务营业收入有望凭借其较快的 GTV 增速以及逆势增长的佣金率持续提升。我们预计 2026-2028E 公司经纪业务营收增速保持在+3.3%、+4.5%、+6.0%。

2) **资产管理业务：有望持续稳步提升，已成长为公司业务稳定器。**公司资产管理业务在管房源套数及调整后的毛利率自 年以来持续提升；同时，以净额法确

下载日志已记录，仅供内部参考

认收入的“相寓优选”业务占比逐步提升。我们预计 2026-2028E 公司资产管理业务营收增速为-13.5%、-11.4%、-4.4%；

3) **新房业务：**提质增效显著，整体较为审慎。公司对于新房业务保持审慎的态度，主要是由于这部分业务主要是为房地产开发企业销售提供渠道及分销，随着现房销售制度落地、核心城市地产市场的筑底回升、存量房渗透率逐步提升，开发商对于渠道及分销的依赖度有所降低，因此我们预计 2026-2028E 公司新房业务营收增速维持在-8%。

整体而言，我们预计公司 2026-2028E 营收分别为 97.8、93.4 和 93.4 亿元，同比增速分别为-6.7%、-4.5%和基本持平；对应毛利率 13.8%、16.3%、17.7%；归母净利润为 1.6、1.9、2.2 亿元，同比增速分别为扭亏、+18.4%、+17.5%；扣非归母净利润分别为 1.8、1.9、2.2 亿元，同比增速分别扭亏、+3.7%、+17.2%。

表 6：公司主营业务分项预测

主要指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	125.4	104.8	97.8	93.4	93.4
营业收入增长率 YoY	3.7	(16.4)	(6.7)	(4.5)	(0.0)
毛利润（亿元）	12.3	9.7	13.5	15.2	16.6
毛利率（%）	9.8	9.2	13.8	16.3	17.7
经纪业务市场成交 GTV（亿元）	72420	72420	72492	73362	74536
同比（%）	2.0	0.0	0.1	1.2	1.6
我爱我家经纪业务 GTV（亿元）	2315	1998	2030	2120	2236
同比（%）	4.2	(13.7)	1.6	4.5	5.5
我爱我家经纪业务市占率（%）	3.2	2.8	2.8	2.9	3.0
新房业务成交 GTV（亿元）	84864	73335	62335	49868	42388
同比（%）	(17.6)	(13.6)	(15.0)	(20.0)	(15.0)
我爱我家新房业务 GTV（亿元）	381	343	249	199	170
同比（%）	(15.9)	(10.0)	(27.3)	(20.0)	(15.0)
我爱我家新房业务市占率（%）	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
其中：					
经纪业务总营收（亿元）	41.0	36.3	37.6	39.2	41.6
经纪业务总营收增长率 YoY	0.2	(11.4)	3.3	4.5	6.0
经纪业务毛利率（%）	20.3	16.0	20.8	21.0	21.0
资产管理业务总营收（亿元）	61.3	50.1	43.3	38.4	36.7
资产管理业务总营收增长率 YoY	6.5	(18.2)	(13.5)	(11.4)	(4.4)
资产管理业务毛利率（%）	12.7	14.9	20.5	22.0	23.0
新房业务总营收（亿元）	11.5	9.0	8.3	7.6	7.0
新房业务总营收增长率 YoY	3.9	(21.8)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
新房业务毛利率（%）	12.0	10.1	10.3	10.3	10.3

下载日志已记录，仅供内部参考

主要指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
其他业务总营收（亿元）	11.5	9.3	8.6	8.1	8.0
其他业务总营收增长率 YoY	1.9	(19.1)	(8.0)	(5.0)	(1.4)
其他业务毛利率（%）	51.2	57.4	45.0	45.0	45.0
三项费用率（%）	17.8	18.6	20.5	20.7	20.6
归母净利润（亿元）	0.7	(1.0)	1.6	1.9	2.2
归母净利润增长率 YoY	-	-	-	18.4	17.5
扣非归母净利润（亿元）	0.4	(0.4)	1.8	1.9	2.2
扣非归母净利润增长率 YoY	-	-	-	3.7	17.2

资料来源：公司官网，Wind，申万宏源研究

公司是国内最大的房产交易和居住平台之一，我们选取平台公司（贝壳-W）、物业公司（南都物业、新大正）进行估值对比。考虑到以上公司 26-28 年具有较高的业绩增速及对应 PE，因此，我们借鉴贝壳-W、南都物业及新大正这些公司的 PEG 平均水平，发现 2027 年 PEG 均值 2.7，我爱我家预计 2027 年实现扣非归母净利润 1.9 亿元，则对应目标市值 93.9 亿元，目标价 3.99 元。

表 7：我爱我家与可比公司 PEG 估值对比

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润增速			PE			PEG		
		2026/9/22	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603506.SH	南都物业	22.9	1.0	1.3	1.3	1.4	28.6	4.2	4.2	17.9	17.2	16.5	0.6	4.1	3.9
002968.SZ	新大正	21.9	0.9	1.1	1.2	1.3	11.6	10.7	8.4	20.7	18.7	17.3	1.8	1.7	2.1
2423.HK	贝壳-W	1,263.7	29.9	50.0	54.8	58.1	66.9	9.7	6.0	25.3	23.1	21.7	0.4	2.4	3.6
	均值												**0.9**	**2.7**	**3.2**
000560.SZ	我爱我家	82.68	-1.0	1.6	1.9	2.2	-266.6	18.6	17.3	51.3	43.3	36.9	-0.2	2.3	2.1

资料来源：Wind，申万宏源研究（南都物业、新大正业绩采用 Wind 一致盈利预测；贝壳-W 业绩由申万宏源房地产团队预测）

4.3 投资分析意见：首次覆盖，并给予“增持”评级

我爱我家深耕经纪业务与资产管理业务赛道，布局于北京、上海、杭州等核心一二线城市；公司资管业务收入占营收比重近 5 成，在管房源逐年稳步提升，毛利率稳固，是公司业务的核心稳定器；经纪业务作为公司业务的最具弹性的部分，有望伴随核心城市存量房市场回暖、渗透率逐步提升而进一步修复，盈利弹性逐步凸显。我们给予公司 26-28 年归母净利润 1.6、1.9、2.2 亿元，对应 PE 为 51.3/43.3/36.9 倍，扣非归母净利润分别为 1.8、1.9、2.2 亿元。首次覆盖，目标价 3.99 元，并给予“**增持**”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

1) **行业需求端调控政策大幅收紧，销售去化不及预期，房地产市场景气度回落。**若后续地产需求端政策收紧力度超出市场预期，居民购房信心修复节奏放缓，新房、二手房成交规模持续走弱。存量房交易活跃度下降、新房项目推盘去化承压，将直接拖累公司经纪、新房分销业务的交易规模与收入水平，业绩存在下行压力。

2) **经纪行业恶性竞争，推动佣金费率承压。**房产经纪赛道参与者持续争夺存量客户与房源资源，行业价格战现象加剧，平台与门店普遍下调佣金比例以抢占市场份额。佣金费率持续下行会压缩公司主营业务毛利空间，若公司无法通过规模增长对冲费率下滑影响，盈利水平将受到侵蚀。

3) **公司管理层变动。**核心管理层人员调整可能带来经营战略、业务考核体系的阶段性调整，内部组织架构、业务资源分配存在重构风险。管理层换届期间，若业务落地节奏放缓、核心骨干流失，或将对公司中长期经营规划执行产生不利影响。

4) **股票交易异常波动风险。**公司近期多次披露《股票交易异常波动公告》，提示股票交易存在波动风险。二级市场股价除基本面因素外，亦受市场情绪、资金博弈、投资者预期等多重外部因素影响，股价波动可能显著偏离公司经营实质。投资者需关注公司后续公告，警惕股价大幅波动带来的投资风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 附表

表 8：合并损益表

主要指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	12,536	10,480	9,776	9,341	9,338
营业成本	11,311	9,512	8,424	7,822	7,681
税金及附加	59	50	56	55	54
销售费用	622	574	574	574	574
管理费用	977	928	928	928	928
研发费用	95	89	83	80	80
财务费用	631	445	506	430	419
其他收益	37	38	29	35	34
投资收益	106	6	6	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-42	-94	0	0	0
信用减值损失	-114	-81	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	0
资产处置收益	1,311	1,165	992	763	643
营业利润	141	-85	230	255	284
营业外收支	-15	26	-12	-7	-3
利润总额	125	-59	218	248	281
所得税	55	31	50	50	50
净利润	70	-90	168	198	231
少数股东损益	-3	7	7	7	7
归属于母公司所有者的净利润	73	-97	161	191	224

资料来源：聚源数据，申万宏源研究（单位：百万元人民币）

表 9：合并现金流量表

主要指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	70	(90)	168	198	231
加：折旧摊销减值	579	545	76	76	76
财务费用	827	572	506	430	419
非经营损失	(1,250)	(1,072)	(998)	(769)	(649)
营运资本变动	(1,129)	(372)	590	(25)	18
其它	5,389	3,722	0	0	0
经营活动现金流	4,486	3,305	342	(91)	96
资本开支	(8,638)	(8,043)	(992)	(763)	(643)
其它投资现金流	184	204	6	6	6
投资活动现金流	8,822	8,247	998	769	649
收投资					

下载日志已记录，仅供内部参考

主要指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债净变化	(276)	161	(1,318)	(396)	(297)
支付股利、利息	125	129	506	430	419
其它融资现金流	(13,282)	(11,684)	0	0	0
融资活动现金流	(13,682)	(11,652)	(1,824)	(826)	(716)
净现金流	(375)	(100)	(484)	(148)	28

资料来源：聚源数据，申万宏源研究（单位：百万元人民币）

表 10：合并资产负债表

主要指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	10,701	8,983	8,079	7,753	7,694
现金及等价物	3,555	3,235	2,751	2,603	2,631
应收款项	2,718	1,931	1,683	1,543	1,420
存货净额	217	429	257	219	254
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,211	3,389	3,389	3,389	3,389
长期投资	257	305	305	305	305
固定资产	816	757	681	605	530
无形资产及其他资产	18,463	14,606	14,606	14,606	14,606
资产总计	30,237	24,651	23,671	23,270	23,135
流动负债	15,106	12,060	11,012	10,513	10,198
短期借款	10,538	8,399	7,181	6,885	6,638
应付款项	2,077	1,304	1,474	1,272	1,203
其它流动负债	2,492	2,357	2,357	2,357	2,357
非流动负债	5,687	3,272	3,172	3,072	3,022
负债合计	20,793	15,332	14,184	13,585	13,220
股本	2,356	2,356	2,356	2,356	2,356
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	5,296	5,296	5,296	5,296	5,296
其他综合收益	335	333	333	333	333
盈余公积	134	134	135	137	137
未分配利润	1,265	1,158	1,319	1,508	1,731
少数股东权益	57	42	49	55	62
股东权益	9,443	9,319	9,487	9,684	9,915
负债和股东权益合计	30,237	24,651	23,671	23,270	23,135

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。