

# 贝壳 (BEKE)

## 数字化助力提质增效，打造“住”赛道产业互联网巨头

**二手房和新房中介佣金收入快速增长。**公司 2020 年二手房中介收入 305.7 亿元，近三年年复合增长率为 18.3%；新房业务收入 379.4 亿元，近三年年复合增长率为 80.8%。公司 2017-2020 年调整后净利润分别为 0.7、1.3、16.6 和 57.2 亿元。

**住房新房+二手房市场空间极其广阔，中介市场竞争格局分散，但 2019 年行业集中度提升拐点到来，2020 年集中度进一步提升，龙头通过互联网平台快速整合市场，有望诞生巨头。**未来二手房行业中介佣金的增长来自于保有量、换手率和佣金率提升，新房佣金的增长主要来自于渗透率、佣金率的提升。预计 2024 年住房 GTV 将超过 22.2 万亿（二手房 8.4 万亿+新房 13.8 万亿），二手房和新房佣金总规模将达到 1848 和 1380 亿，2020-2024 年年 CAGR 达 9.5%和 12.3%。行业 know-how 和线下经纪人网络带来较高壁垒，纯轻型互联网中介已被证伪，而由重转轻的平台有望诞生巨头。

**贝壳平台形成的多边网络效应带来规模优势，集中度有望快速提升。**房源优势：十二年积累“楼盘字典”，收录 2.4 亿套真房源，解决行业痛点。模式优势：ACN 经纪人合作网络带来网络效应和规模效应，大幅提升行业效率和客户体验。管理优势：标准化制度和贝壳分奖惩体系，对加盟商形成强管控。公司 2020 年二手房市占率 26.6%，新房 8.9%，分别较 2019 年上升 7.2 和 3.5pct，集中度提升速度加速，证明 ACN 模式已经跑通。

**三大因素驱动公司持续成长。**公司佣金收入=商品房新房二手房市场总 GTV\* 中介渗透率\*佣金率\*市场份额，因而公司收入增长的主要驱动因素来自于三个方面：1.商品房交易金额(GTV)的持续增长 2.中介渗透率的持续提升，尤其是新房中介渗透率（渠道分销和代理）的持续增长。3.市场份额的持续提升。可能的惊喜来自于佣金率提升和新业务的快速壮大。

**投资建议：**我们预测公司 2021/2022/2023 年的总收入分别为 944.6/1152.4/1400.7 亿元。归母净利润分别为 74.70/83.81/120.31 亿元，调整完 SBC 的经调整净利润分别为 92.35/102.40/137.40 亿元（假设调整额为 10-20 亿元），EPADS 为 7.79/8.59/11.47 元/股，对应的 P/EPADS 为 41/37/28 倍。合理市值为 5221.20 亿人民币/817.63 亿美元，目标价格 68.25 美元/ADS。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**房地产行业宏观政策风险；新房市场中介渗透率的提升低于预期；行业面临的竞争对公司市占率的影响超预期；佣金率变化超预期；报告中假设和测算或与实际情况存在误差。

财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	46,015	70,481	94,460	115,239	140,074
增长率 yoy（%）	60.6	53.2	34.0	22.0	21.6
净利润（调整后）（百万元）	1,656	5,720	9,235	10,240	13,740
增长率 yoy（%）	1,166.0	245.4	61.5	10.9	34.2
EPADS（元/股）	3.60	7.57	7.79	8.59	11.47
净资产收益率（%）	5	11	16	16	18
P/EPADS（倍）	88	42	41	37	28
P/B（倍）	14	14	20	17	15

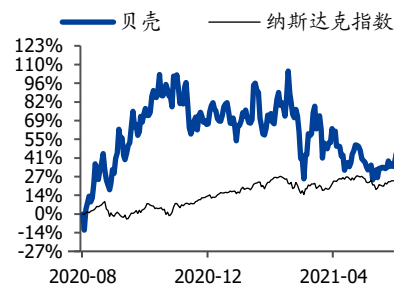
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 6 月 2 日收盘价

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	房地产开发
6 月 2 日收盘价(美元)	49.84
总市值(百万美元)	59014.88
总股本(百万股)	3552.26
其中自由流通股(%)	75.08
30 日日均成交量(百万股)	8.84

#### 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

#### 相关研究

1、《贝壳 (BEKE)：冉冉升起的“住”赛道产业互联网龙头》2020-08-18

**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	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	51,912	77,702	90,354	100,395	118,543	<b>营业收入</b>	46,015	70,481	94,460	115,239	140,074
现金	33,544	53,968	61,134	67,673	81,907	营业成本	-13,054	-14,018	-19,951	-23,213	-26,985
应收票据及应收账款	8,093	13,262	16,664	19,156	21,596	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	4,982	4,046	4,982	5,270	5,990	营业费用	-3,106	-3,715	-5,969	-6,850	-7,528
预付账款	5,293	6,426	7,573	8,297	9,050	管理费用	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0	研发费用	-8,377	-7,589	-10,092	-11,234	-12,852
其他流动资产	0	0	0	0	0	财务费用	176	167	923	1,258	1,405
<b>非流动资产</b>	15,353	14,943	14,542	14,162	13,741	资产减值损失	1,039	1,174	1,116	1,185	1,253
长期投资	2,334	2,334	2,334	2,334	2,334	其他收益	431	1,056	382	382	382
固定资产	1,134	1,305	1,424	1,536	1,572	公允价值变动收益	-109	360	-26	0	0
无形资产	5,038	4,458	3,936	3,445	2,988	投资净收益	11	-38	20	0	0
其他非流动资产	6,847	6,847	6,847	6,847	6,847	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	67,265	92,645	104,895	114,558	132,284	<b>营业利润</b>	-1,786	2,842	9,345	9,782	14,618
<b>流动负债</b>	27,798	33,631	40,269	45,930	52,108	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	720	720	134	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	14,491	16,223	19,206	21,764	24,388	<b>利润总额</b>	-1,786	2,842	9,345	9,782	14,618
其他流动负债	12,587	16,688	20,929	24,166	27,720	所得税	-904	-1,609	-2,790	-3,044	-4,376
<b>非流动负债</b>	7,932	7,932	7,815	3,042	3,042	<b>净利润</b>	1,656	5,720	9,235	10,240	13,740
长期借款	4,890	4,890	4,773	0	0	少数股东损益	-3	-1	3	3	3
其他非流动负债	3,042	3,042	3,042	3,042	3,042	<b>归属母公司净利润</b>	1,659	5,720	9,232	10,238	13,737
<b>负债合计</b>	35,730	41,563	48,084	48,972	55,150	EBITDA	2,917	7,475	11,154	12,103	17,010
少数股东权益	87	91	100	109	118	EPS (元/股)	3.60	7.57	7.79	8.59	11.47
股本	42,907	60,889	62,150	63,359	64,666	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	0	0	0	0	1	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
留存收益	-11,459	-9,898	-5,439	2,117	12,350	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	31,449	50,993	56,714	65,480	77,021	营业收入 (%)	60.6	53.2	34.0	22.0	21.6
<b>负债和股东权益</b>	67,266	92,647	104,898	114,562	132,289	营业利润 (%)	412.7	169.6	101.2	4.8	40.2
						归属母公司净利润 (%)	1166.0	245.4	61.5	10.9	34.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率 (%)	24.5	23.9	31.0	28.6	29.7
						净利率 (%)	3.6	8.1	9.8	8.9	9.8
						ROE (%)	5.3	11.2	16.3	15.6	17.8
						ROIC (%)	2.2	3.6	5.6	7.9	8.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	188.3	222.9	218.1	233.9	239.9
						净负债比率 (%)	6.9	-24.3	-23.0	-28.5	-34.7
						流动比率	1.9	2.3	2.2	2.2	2.3
						速动比率	1.9	2.3	2.2	2.2	2.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
						应收账款周转率	45.4	60.6	65.0	64.9	62.6
						应付账款周转率	2.5	2.2	2.6	2.8	3.0
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	1.20	2.52	2.60	2.86	3.82
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.1	1.4	2.4	3.4	4.2
						每股净资产 (最新摊薄)	22.9	22.5	16.0	18.3	21.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	264.9	126.2	122.6	111.1	83.2
						P/B	13.9	14.1	19.9	17.4	14.8
						EV/EBITDA	151.7	95.9	101.0	93.1	66.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 2 日收盘价

## 一、公司简介：二十年缔造地产经纪行业之产业互联网龙头

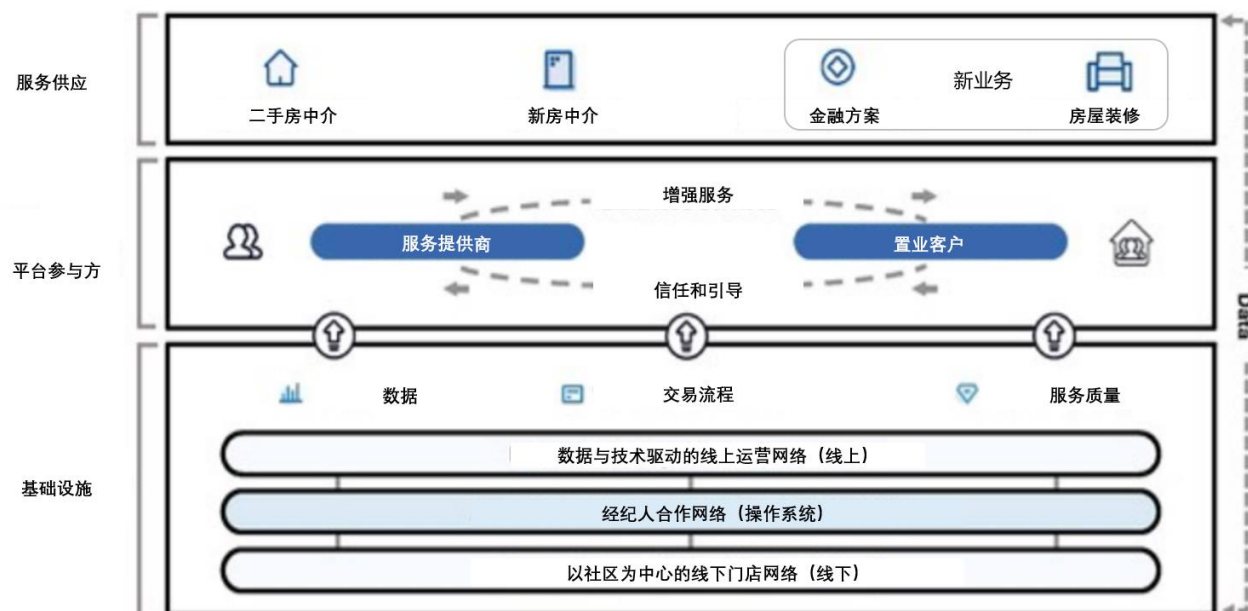
### 1.1 发展历史：创办于2001年，由：“产业”龙头走向“互联网”巨头

**线上线下，双网双核。**贝壳找房是国内最大的居住服务平台，由中国领先的房地产经纪品牌“链家”和线上+线下房产交易及服务综合平台“贝壳”结合而成。贝壳找房的业务模型可概括为“双网双核”，即“数据与技术驱动的线上运营网络”和“以社区为中心的线下门店网络”两张网，三大主营业务分别为存量房交易、新房交易和其他新兴业务。

**脱胎链家，中国居住服务平台第一股。**2001年，链家由创始人左晖创立于北京；2004年，链家首推“透明交易、签三方约、不吃差价”的阳光操作模式，赢得用户信任；2011年，链家在线率先承诺所有房源保证真实，在业内开创性提出“真房源”口号，依托用户信任形成口碑效应；2014年，链家在线改名链家网，标志着贝壳找房诞生；2015年，公司与在上海二手房市场排名第二的德佑合并，目标构建长三角经济圈更大、更完善的房产服务平台；2018年4月23日，链家网正式升级为贝壳找房，首年GMV破万亿，覆盖50个城市；2020年7月，公司正式向美国证监会提交招股书，在8月13日登陆纽约证券交易所。此次在美上市将使其成为中国居住服务平台第一股。

**市场份额第一，扩张速度高于预期。**2020年，贝壳完成超过360万宗交易。公司2019年总交易额（GTV）为2.1万亿人民币，占到全国房地产经纪总交易额的20.2%，市场份额居中国第一。2020年总交易额（GTV）达到3.5万亿人民币，其中1.9万亿来自二手房销售，1.4万亿来自新房销售。截至2020年12月31日，贝壳已进驻全国103个城市，连接279个新经纪品牌、49.3万经纪人和4.7万家经纪门店，“楼盘字典”收录2.40亿房源，手机APP平均月活达4820万，同比增长88.3%。2020全年VR线上浏览量超过12.9亿次。

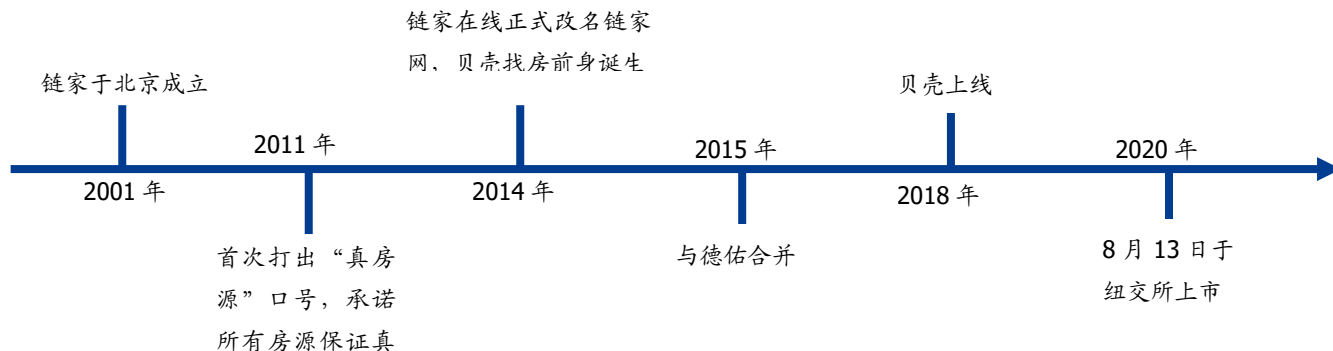
图表1：公司主营业务



\*存量房屋经纪包括存量房屋销售和租赁

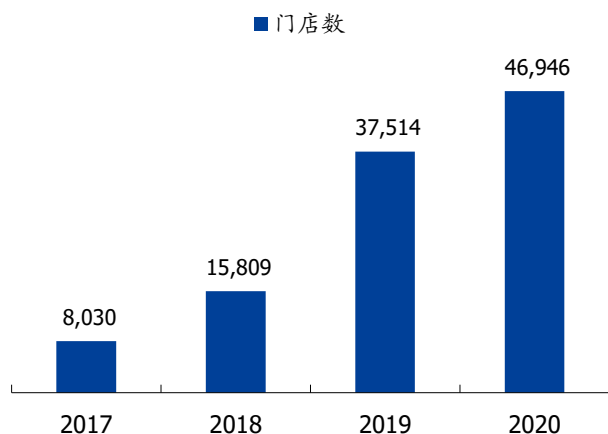
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 2: 公司历史沿革



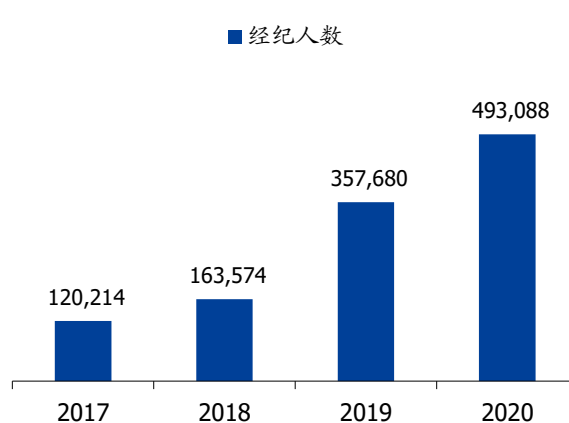
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 3: 2017-2020 门店数 (单位: 家)



资料来源：贝壳年报，国盛证券研究所

图表 4: 2017-2020 经纪人数 (单位: 人)



资料来源：贝壳年报，国盛证券研究所

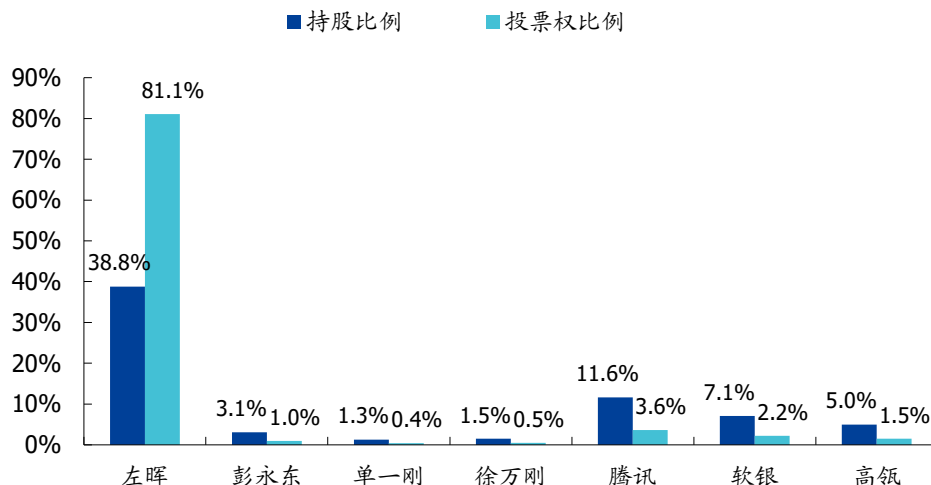
## 1.2 股权结构：创始人拥有绝对控制权，顶级机构加码投资

公司流通股本由 A 类普通股和 B 类普通股组成。每股 A 股有 1 票投票权，任何情况下不可转 B 股；每股 B 股有 10 票投票权，可转 A 股。A 类和 B 类普通股持有人除表决权 and 转换权外享有相同的权利。截至 2021 年 2 月 28 日，公司 A 类和 B 类普通股数分别为 26.67 亿和 8.85 亿，合计 35.52 亿。公司已故创始人兼永远的荣誉董事长左晖持股比例达到 38.8%，由于其持有全部 8.85 亿 B 类普通股，因此拥有的投票权高达 81.1%。现任董事长兼 CEO 彭永东持股比例为 3.1%，拥有 1.0% 的投票权；现任执行董事单一刚持股比例为 1.3%，拥有 0.4% 的投票权；现任执行董事兼 COO 徐万刚持股比例为 1.5%，拥有 0.5% 的投票权。

除此以外，腾讯持股为 11.6%，拥有 3.6% 投票权，为贝壳第二大股东。软银持股比例为 7.1%，拥有 2.2% 的投票权；高瓴资本持股比例为 5.0%，拥有 1.5% 的投票权。

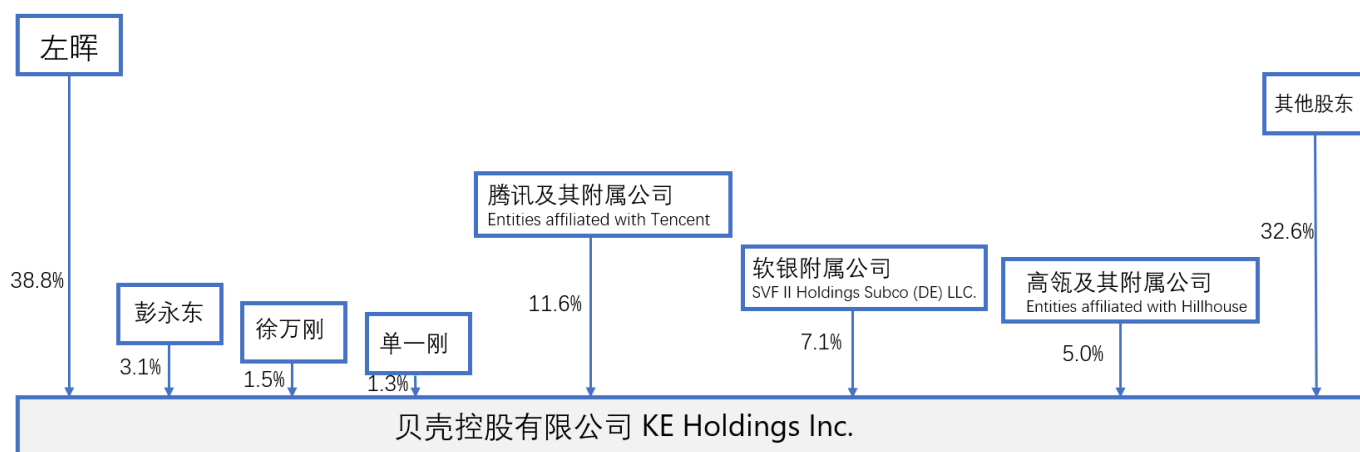
公司创始人左晖不幸逝世后，2021 年 5 月 25 日，公司执行董事、高级管理人员和 Propitious Global Holdings Limited（以及管理其所持股权权益的家族信托）承诺自即日起 365 日内，将不会出售、转让或以其他方式处置目前其持有的任何公司的普通股或美国存托股票。

图表 5: 公司持股比例和投票权比例情况 (截至 2021 年 2 月 28 日)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 6: 公司股权结构图 (2021 年 2 月 28 日)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

**董事会及管理层年轻且行业经验丰富。**创始人左晖不幸逝世后, 公司联合创始人、CEO 及执行董事彭永东接替左晖担任贝壳董事长, 并任命贝壳 COO 徐万刚为贝壳执行董事。目前公司管理层 7 人平均年龄为 48.1 岁。董事长兼 CEO 彭永东 2010 年加入链家, 2017 年任链家网 CEO, 曾任 IBM 战略与变革高级顾问, 兼备房地产行业 and 战略咨询经验; 执行董事单一刚 2007 年加入链家任北京链家董事, 曾联合创始大连好望角房地产经纪有限公司, 兼具房地产经纪管理和创业经验。执行董事兼 COO 徐万刚 2018 年加入贝壳, 于 2015 年至 2018 年在成都联嘉房地产担任总经理, 2004 年至 2015 年在四川宜城房地产经纪有限公司担任总经理, 房地产行业经验丰富。李朝晖、陈小红和陈瑜分别来自腾讯、H Capital 和全民教练。董事会成员及高管虽然年轻, 但行业经验丰富且搭配合理, 能够保证公司在高效运营管理和正确战略决策的基础上, 保持互联网企业的活力。



图表 7: 公司董事会及高管情况

姓名	职位	年龄(岁)	行业经验
彭永东	董事长兼首席执行官	41	2010 年加入链家、链家网 CEO, 2021 年 5 月任董事长
单一刚	执行董事	48	2007 年加入链家任北京链家董事、
徐涛	首席财务官	47	2016 年加入贝壳任 CFO
徐万刚	执行董事兼首席运营官	55	2018 年加入贝壳, 直到 2020 年 4 月任贝壳联合 COO, 2020 年 4 月之后任贝壳 COO, 2021 年 5 月任执行董事
李朝晖	董事	45	腾讯投资管理合伙人、腾讯投资并购部总经理、腾讯集团副总裁
陈小红	独立董事	51	私募基金 H Capital 联合创始人、原老虎基金中国区负责人
陈瑜	独立董事	50	2021 年 3 月任贝壳独立董事, 全民教练创始人

资料来源: 贝壳年报, 国盛证券研究所

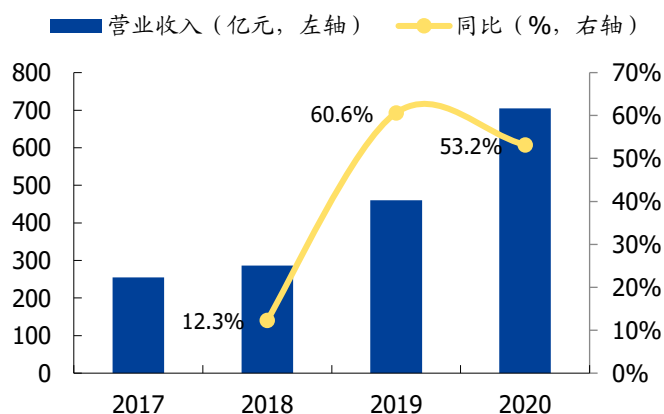
### 1.3 营收利润: 2020 年实现 705 亿收入, 经调整利润 57.2 亿元

公司 2017、2018、2019 和 2020 年营业收入分别达到 255.06、286.46、460.15 和 **704.81 亿元**, 2018 年、2019 和 2020 年分别同比增长 12.31%、60.63%和 53.2%。为了更客观分析公司利润情况, 我们从净利润中剔除股权激励支出、投资减值损失、商誉和无形资产减值损失、公允价值变动和因收购形成的无形资产摊销等一次性或非经常性支出, 得到调整后净利润。2017、2018、2019 和 2020 年公司**调整后净利润分别为 0.7、1.3、16.6 和 57.2 亿元**, 2020 年同比增幅达到 245.4%, 显示贝壳上线后公司盈利能力的飞跃性进步。

**公司营业收入主要来源于存量房交易和新房交易佣金, 这两项服务历年均占到营业收入的 95%以上。**贝壳以存量房起家, 并积极扩展新房市场。2017 年到 2020, **新房交易占营收比重持续上升, 由 25.17%增长至 53.8%。**

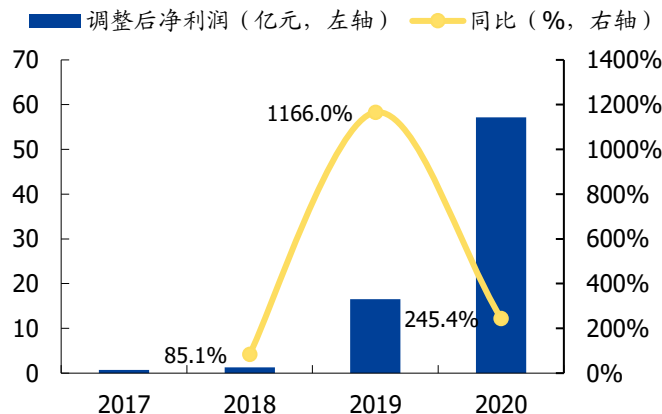
**营业成本中占比最大的为佣金支出, 包括向相关代理和内部中介销售人员支付的佣金, 历年均占到各项成本的 80%及以上。**贝壳正式上线后, 成本结构发生巨大变动, 2020 年营业成本同比增长 54.3% (其中关联交易佣金增长 123%), 内部销售人员佣金和关联代理佣金比值从 2018 年的 11: 1 降至 2020 年的 0.94:1。变动主要来源于贝壳关联经纪品牌数量的提升: 三年时间公司已覆盖 279 个经纪品牌, 快速完成了从自营到平台化的运营模式转型。

图表 8: 公司总营业收入及同比增速



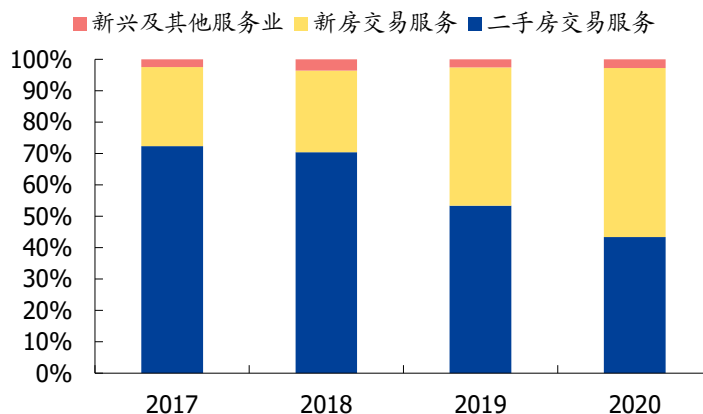
资料来源: 贝壳年报, 国盛证券研究所

图表 9: 公司调整后净利润及增速



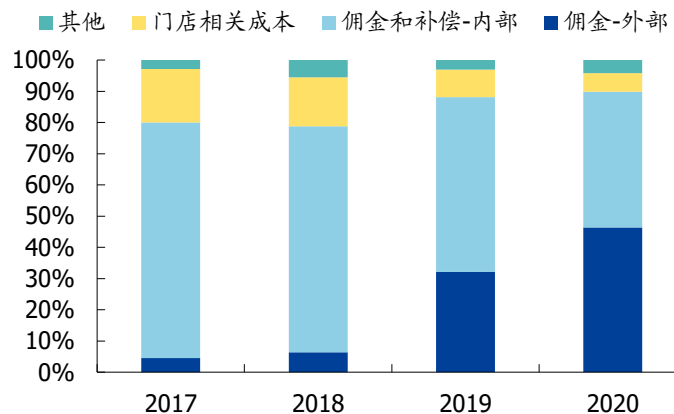
资料来源: 贝壳年报, 国盛证券研究所

图表 10: 公司各营业收入来源占比



资料来源: 贝壳年报, 国盛证券研究所

图表 11: 公司各项营业成本占比



资料来源: 贝壳年报, 国盛证券研究所

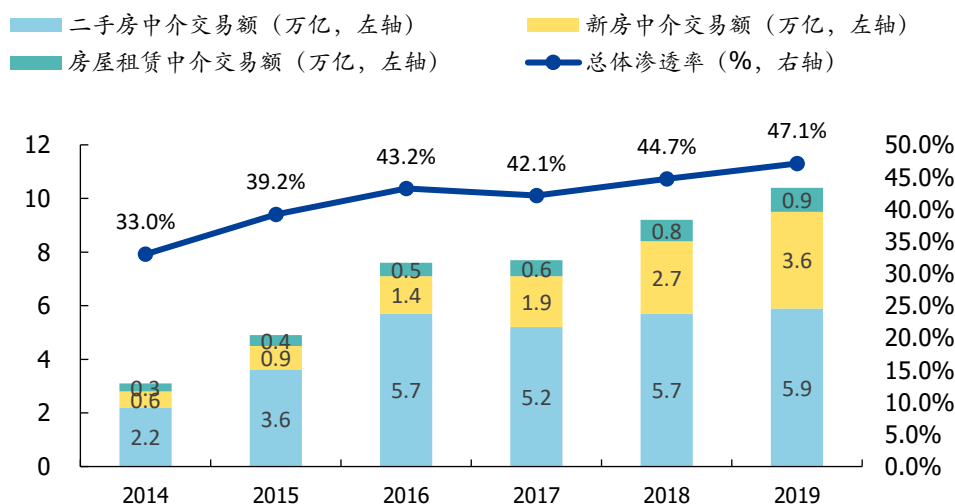
## 二、行业: 行业空间大、基础薄弱, 集中度提升拐点已至, 有望诞生巨头

### 2.1 行业空间: 千亿住房交易佣金的宽广赛道

随着中国住宅房地产市场进入稳定增长的存量阶段, 行业的结构性变化有望使市场供求更加趋于平衡, 从而产生对中介服务的大量需求。中国住房交易的高价值和复杂性使得房地产中介服务有其重要性, 以指导购房者高效且便利地完成交易过程。

根据招股说明书, 中国通过中介完成的房屋销售和租赁交易额从 2014 年的 3.2 万亿上升到 2019 年的 10.5 万亿, 实现 26.8% 的年复合增长率, 而二手房中介和新房中介市场分别达到 21.6% 和 43.1% 的年复合增长率, 增长速度不容小觑。其中, 中介服务在所有房屋交易中的总体渗透率从 2014 年的 33.0% 上升到 2019 年的 47.1%, 显示中介服务与房地产交易市场的关系日益紧密。

图表 12: 通过中介完成的房屋销售和租赁交易额

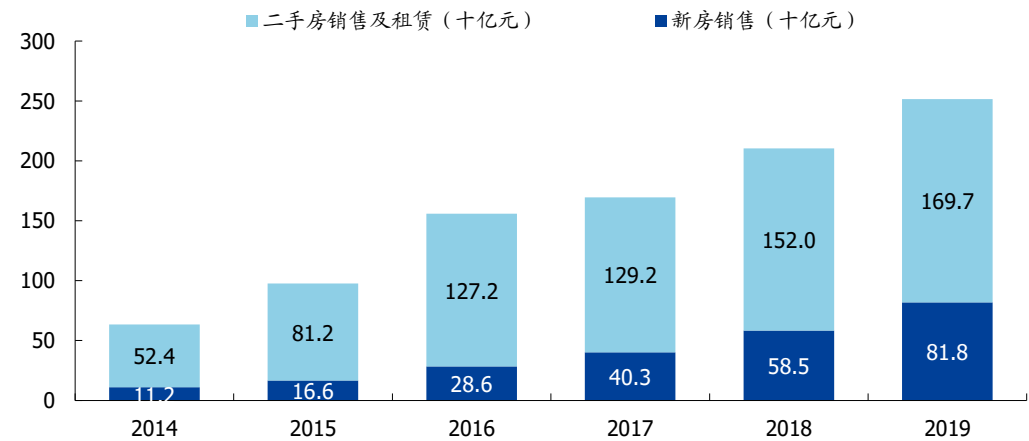


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

因为通过中介完成的房屋销售和租赁交易额 (GTV) 的上升, 加上佣金费率随着行业发

展向发达市场看齐而有所提升，中介服务的佣金收入亦是有所增加。根据招股说明书，从 2014 年的 636 亿元增长到 2019 年的 2515 亿元，实现 31.6% 的年复合增长率。而二手房销售与租赁和新房销售分别达到 26.5% 和 48.8% 的年复合增长率。

图表 13: 中国房地产中介行业佣金收入



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 2.1.1 二手房中介市场持续增长: 保有量和交易活跃度持续提升

二手房中介服务是中国房地产中介行业中渗透率较高的基础业务。我们测算得出，2020 年中国二手房中介服务市场佣金规模约为 1285 亿元，而在 2024 年有望达到 1848 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 9.5%。

图表 14: 中国二手房中介服务市场佣金规模测算

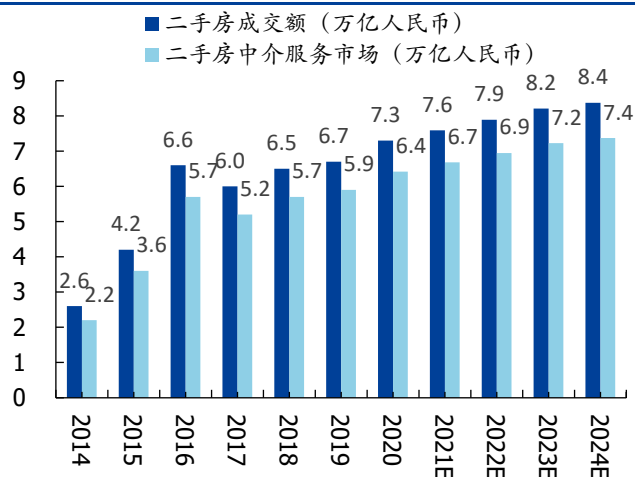
项目	2020	2024E	单位	来源
中国二手房成交额	73000	84000	亿元	贝壳研究院
渗透率	88%	88%		招股说明书
中介公司成交额	64240	73920	亿元	
佣金率	2%	2.50%		贝壳找房 2018/19 年二手房中介平均佣金率分别为 2.49% 和 2.56%，保守估计为 2%。
佣金	1285	1848	亿元	

资料来源: 招股说明书, 贝壳研究院, 国盛证券研究所

中国二手房市场成交额已从 2014 年 2.6 万亿达到 2020 年的 7.3 万亿，实现 18.8% 的年复合增长率，未来预计仍可持续 3.57% 的年复合增长率，在 2024 年达到 8.4 万亿的成交额水平。目前，中国二手房成交额中约有 88% 来自于中介成交，在渗透率不提升的假设下我们保守测算，2020 年中国二手房中介服务市场空间约为 6.42 万亿，并预计在 2024 年达到 7.39 万亿的规模。我们预计，未来中国二手房中介市场的增长将主要来源于二手房市场保有量的高增长和交易活跃度（换手率）的提升。

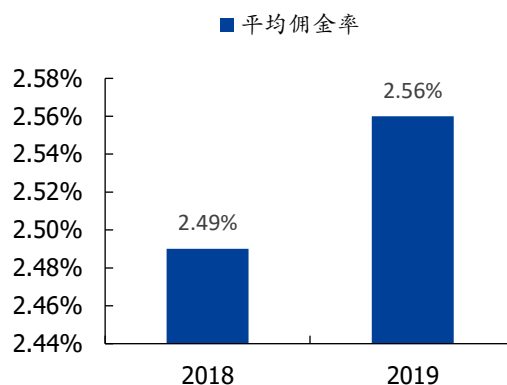


图表 15: 二手房市场总成交额和二手房中介服务市场空间



资料来源: 招股说明书, 贝壳研究院, 国盛证券研究所测算

图表 16: 贝壳找房二手中介服务佣金率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 2.1.2 新房中介市场: 行业萎缩但中介渗透率提升

新房中介服务是在贝壳找房营收占比持续上升的业务。通过保守测算, 2020 年中国新房中介市场佣金规模约为 840 亿元, 而在 2024 年有望达到 1380 亿元, 2020-2024 年 CAGR 为 12.3%。

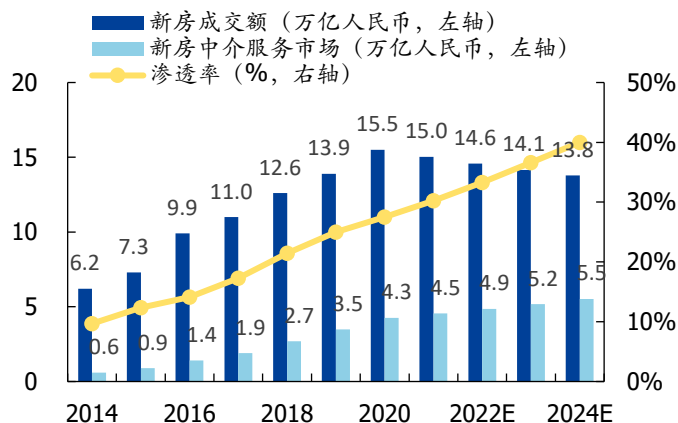
图表 17: 中国新房交易佣金市场空间测算

项目	2020	2024E	单位	来源
中国新房成交额	155000	138000	亿元	贝壳研究院
渗透率	28%	40%		招股说明书
中介公司成交额	43400	55200	亿元	
佣金率	2%	2.50%		中国新房中介 2017/18/19 年平均佣金率分别为 2.1%、2.2% 和 2.3%，保守估计为 2%。
佣金	868	1380	亿元	

资料来源: 招股说明书, 贝壳研究院, 国盛证券研究所

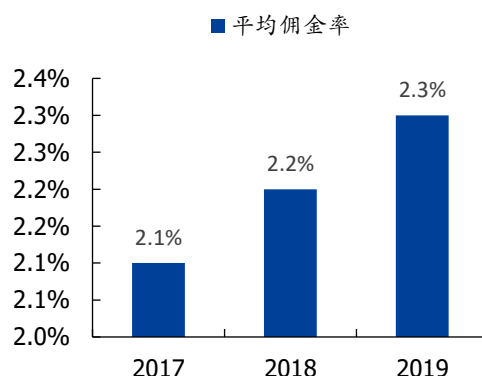
中国新房市场成交额经过二十年的快速增长后, 从 2014 年 6.2 万亿达到 2020 年的 15.5 万亿, 同样实现 16.5% 的年复合增长率。然而, 未来预计增长势头将出现反转, 呈现年复合增长率-2.86% 的下降趋势, 在 2024 年下滑到 13.8 万亿的水平。不过, 目前中国的新房中介渗透率仍有很大的发展空间, 新房成交额中仅有约 28% 来自于中介成交, 估算新房中介服务市场空间约为 4.3 万亿元。随着中介服务在新房成交中的日渐发展成熟, 我们预计中介成交占比能在 2024 年上升到约 40%-50% 的水平, 推动新房中介市场的成长, 保守估计在 2024 年能达到 5.5 万亿的规模。

图表 18: 新房市场总成交额和新房中介服务市场空间



资料来源: 招股说明书, 贝壳研究院, 国盛证券研究所

图表 19: 中国新房销售中介服务平均佣金率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 2.2 行业竞争格局分散, 但集中度提升拐点已至

### 2.2.1 我国过去中介行业基础薄弱, 客户体验较差

中国房地产中介服务行业尚处于无序发展的草莽时期, 尽管中介服务在住房交易中的渗透率相对较高且在逐渐上升, 但是中国的住房交易服务市场仍然存在着各种痛点:

#### A. 缺乏基础设施

中国房地产中介市场的基础设施严重落后。例如, 缺乏类似美国 MLS 的房地产平台系统, 使得住房客户和代理商难以容易地获得可靠和真实的房地产清单。结果, 在市场上常见不正确或过时的房源和价格信息。此外, 缺乏行业范围的基础架构, 既没有建立服务提供商协作的机制, 也没有广泛认可的服务标准, 这个缺陷阻碍了服务质量的改善, 并导致住房客户普遍缺乏信任。

#### B. 缺乏代理商合作机制

中国的房屋交易和服务市场高度分散。根据招股说明书, 截至 2019 年末, 中国约有 200 万名代理商, 超过 25 万家经纪行。其中, 许多地方性中小型公司的业务和房源资源相当有限, 并为客户资源展开恶性竞争, 若没有有效机制让代理商共享佣金收入并根据贡献进行激励, 代理商不太可能形成合作关系, 进而影响行业整体的服务效率和品质。

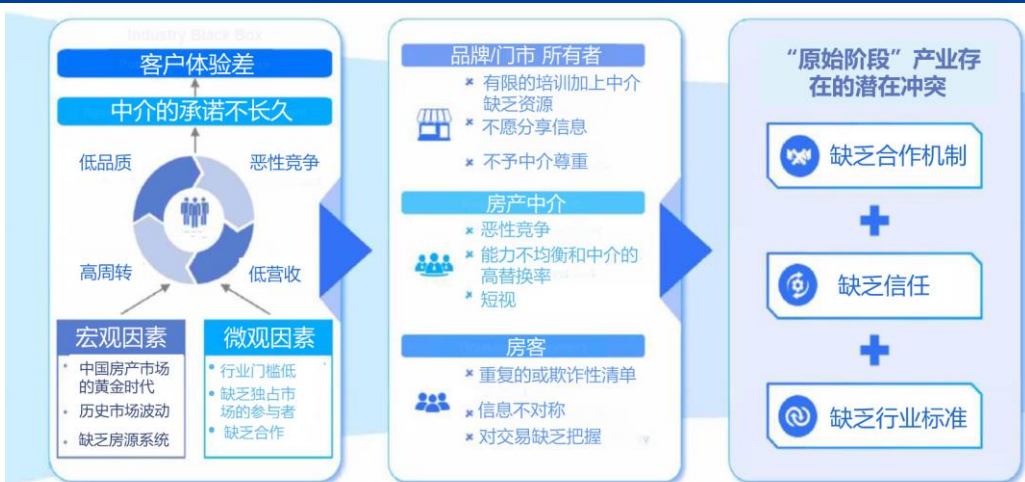
#### C. 缺乏经验丰富的经纪服务提供商

在高度分散市场的激烈竞争下, 中国代理商的利润率较发达市场相比低, 而周转率也相对更高, 导致行业平均收入较低且不稳定。从人均 GMV 方面来看, 美国等发达市场经纪人的平均 GMV 已达到 1330 万元/年, 而在中国市场经纪人的平均 GMV 仅有 470 万元/年, 尚有很大的发展空间。从佣金率方面来看, 美国等发达市场佣金率达到 6% (买卖双方各 3%), 且在买卖方均有成熟的发展和议价能力。而在中国市场的佣金率仅达到 2~3%, 且目前仅从买方部分抽佣。中国代理商的月度流失率约为 12%, 大大高过美国在 2019 年的水平, 2019 年中国代理商在行业中位年龄不足两年, 而美国代理商的平均年龄则为 8 年左右, 缺乏经验和相关的培训和指导导致行业中代理服务质量的不一致。

因为以上的种种因素, 导致市场和从业人员的成熟度与美国等发达市场差异巨大。因此,

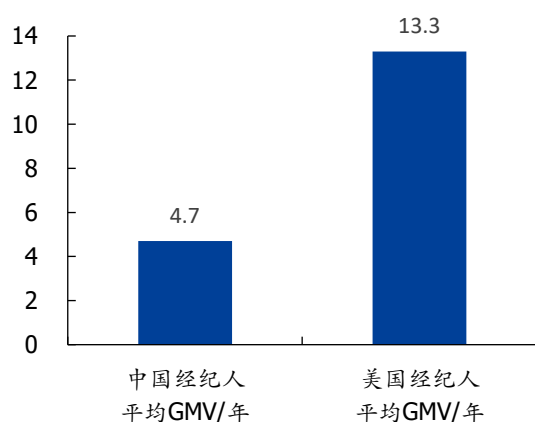
信息化的房源系统、标准化服务流程和质量、优秀经纪人成为房地产中介公司是否能够跻身龙头的关键壁垒。

图表 20: 中国房地产中介行业痛点



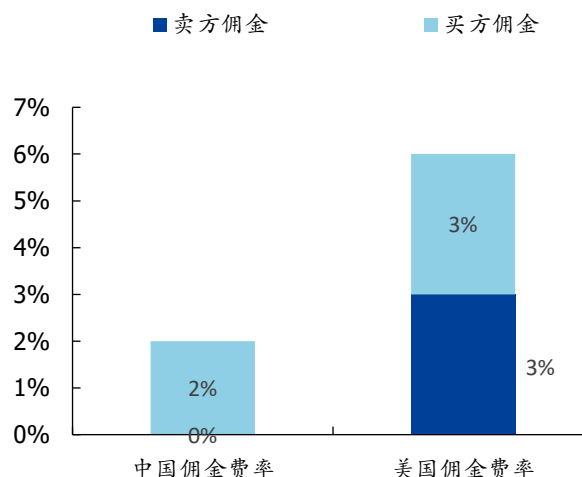
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 21: 中国与美国房地产中介市场人均 GMV 对比 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 22: 中国与美国房地产中介市场佣金率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2.2 行业竞争格局分散

中国房地产中介服务行业早期因为行业进入门槛低和房地产具区域性的特性, 许多中介企业规模较小且多为地方性经营, 仅在单一城市拥有市场份额优势, 导致整体行业集中度偏低, 根据我爱我家 2019 年年报数据, 约 70% 的小微中介完成市场 50% 以上的交易额, **竞争格局较为分散**。近年来, 互联网技术在房地产市场的应用, 推动传统经纪企业的全面创新, 例如: 贝壳找房平台的出现, 与越来越多的房地产经纪品牌和代理商形成 ACN 网络, 打破业内企业难以规模化的限制, 加速行业整合, 集中度快速上升。部分品牌价值大、技术和管理能力高的中介服务商因而脱颖而出, 有望产生大型龙头企业, 引领行业进入快速发展阶段。

从下表可以看到, 除了链家和我爱我家在各城市具有市场占有率较高的布局, 其他中介

公司如德佑贝家、乐有家、Q 房网等皆是仅在单一城市占据较多的房源、客源和市场份额。

图表 23: 中国重点城市二手房中介业务市场占有率

	杭州	南京	武汉	北京	上海	苏州	太原	成都
我爱我家	36.6%	10.7%	0.4%	15.7%	4.2%	9.8%	27.1%	
链家房产	10.1%	8.5%	12.4%	57.7%	18.5%	6.5%		67.3%
都市房网	1.9%							
易居房产	4.8%				1.9%			
绿城置换	1.1%							
口碑及家房产	0.7%							
宜家置换	0.8%							
大屋房产	4.3%							
德佑贝家	21.6%							
豪世华邦	2.9%							
中环地产		1.6%						
利众置业		0.8%						
鑫云汇业		2.1%						
高业房产		1.6%						
Q 房网		2.5%						
中毅联房产		11.8%						
顺联房产		1.8%						
世纪宏图			13.4%					
贵友帮房产			0.5%					
六一二			1.0%					
朴邻房产			1.0%					
盛世鑫房产			0.6%					
梦之家房产			0.5%					
百顺房产			0.6%					
创亿家房产			0.6%					
麦田房产				5.2%				
金色时光				2.1%				
兴商房产				1.1%				
易合房产				0.9%				
中原地产				0.7%	4.4%			
21 世纪				1.7%				
吉永达房产				0.5%				
手拉手签约					11.0%			
志远房产					0.5%			
云房房产					1.1%			
菁英房产					6.5%			
贵民房产					1.9%			

老沙信息科技					0.6%			
江乐网络						3.5%		
锐林房产						2.5%		
融联行房产						1.1%		
正融不动产						2.4%		
家联房产						23.0%		
新商道房产						7.0%		
宝勋房产						3.7%		
一城一家						1.2%		
中环居业							14.6%	
鑫晟融房产							24.2%	
昊升房产							4.5%	
中联置地							0.2%	
乐居润美							0.6%	
博翔房产							0.5%	
优居伟业							6.8%	
鑫龙城房产							0.3%	
德佑房地产							19.3%	8.0%
富房不动产								3.0%
晟大房产								7.1%
世际华都								2.1%
欣益诚房产								0.2%
万科物业								0.9%
欣科商务								1.5%
到家了房产								0.6%
家诺房产								0.6%
宏盛发房产								0.6%

资料来源：CREIS，国盛证券研究所(2021 年 m1-m3 数据)

### 2.2.3 行业壁垒较高，新进入的纯“轻资产”互联网中介并不能颠覆行业

**1.广泛的线下门店网络和优质经纪人对行业至关重要。**中介行业中服务业，业主、买家、租户的体验较为重要，需要依靠经纪人维护业主和客户的关系、更新房源状态、对买卖双方的交易对价预期进行撮合，因而经纪人是不可被替代的。从欧美发达国家的成熟市场来看也是如此。

**2.曾经有新进入者试图利用纯平台模式，通过补贴、价格战的方式抢占市场，但最终结果表明，纯轻模式在房产经纪行业不成立。**主要原因一是房产交易是大额、低频交易，只有高频交易的行业，补贴是可以培养用户的使用习惯和品牌忠诚度，在结束补贴后仍能有一定比例的用户留存，从而实现盈利。二是在大额交易中，经纪人是存在价值的，会大幅提升交易双方的安全感和交易体验。

**因而，从逻辑和结果来看，行业 know-how 和线下门店网络构成了经纪行业的壁垒。**

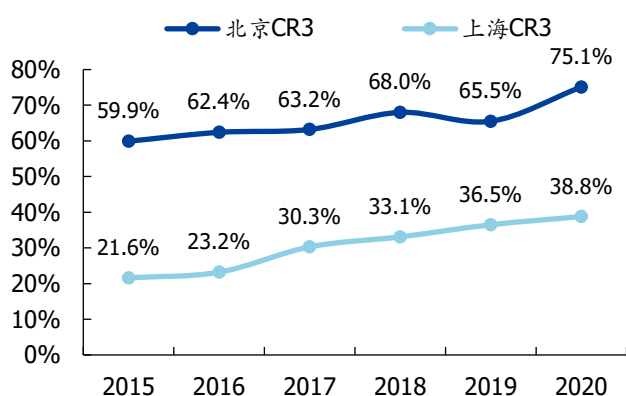
### 2.2.4 2019 年集中度提升拐点到来，龙头平台型公司通过 ACN 网络快速整合市场



从一线城市的北京、上海二手房市场 CR3，我们可以看到两者的整体趋势都是逐渐上升的，头部企业不断抢占市场份额，特别是北京二手房市场的 CR3 达到接近 75% 的水平，与成熟市场已相差无几。

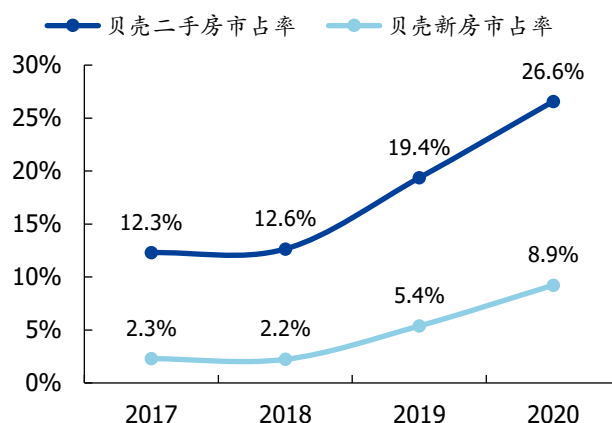
从贝壳找房招股说明书以及年报公布的交易额数据，我们可以看到贝壳找房二手房市占率和新房市占率从 2017 年的 12.3% 和 2.3% 开始逐年提升，**2019 年大幅上升，达到 19.4% 和 5.4%，行业集中度提升拐点到来，2020 年已达到 26.6% 和 8.9%**，作为房地产中介服务行业龙头企业同时也是业内最大平台网络的建立者，贝壳找房未来在二手房和新房市场的市占率预计均会逐年上升，形成如同欧美、日本等发达市场的寡头竞争格局。

图表 24: 北京、上海二手房市场 CR3 变化



资料来源: CREIS, 国盛证券研究所

图表 25: 贝壳找房二手房和新房市场占有率



资料来源: 招股说明书, 贝壳年报, 国盛证券研究所

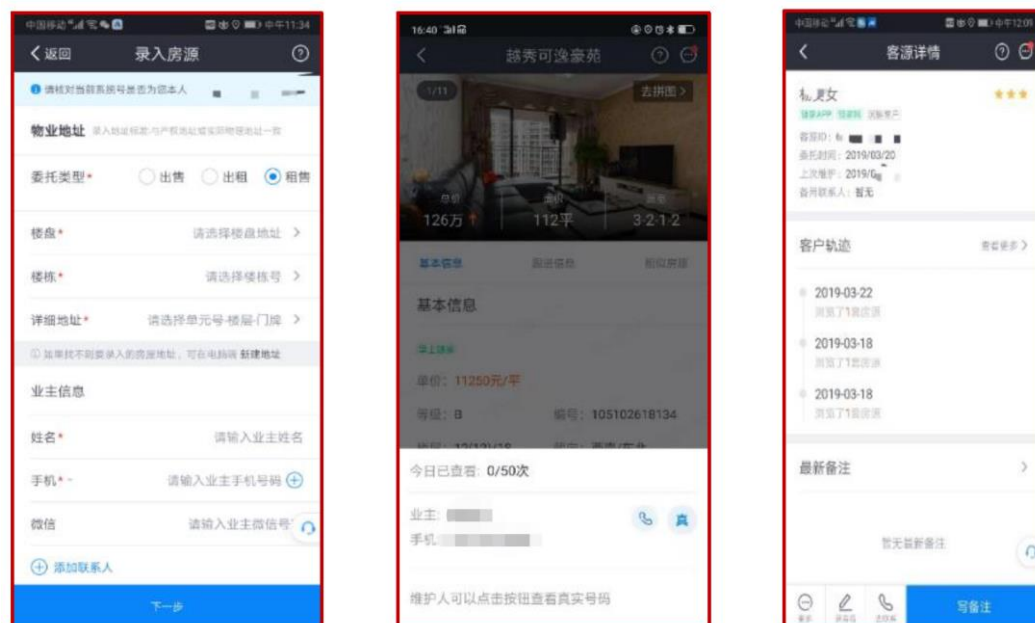
### 三、公司优势: 贝壳平台形成的多边网络效应带来规模优势

#### 3.1 房源优势: 十二年积累“楼盘字典”，收录 2.4 亿套真房源，解决行业痛点

我国中介行业多年靠外部发布假房源的方式获客，客户体验极差。为了解决这一痛点，链家从 2008 年开始投入大量人力物力，打造了全国最大的真实房源数据库——“楼盘字典”，并基于这一数据库，在 2011 年制定了真房源标准。链家已经为“楼盘字典”注册了商标，“楼盘字典”也成为链家的品牌名片之一，这也为行业树立了真房源的旗舰标杆。

链家的“楼盘字典”2019 年囊括全国 30 省、330 个城市、2751 个县级市的 2.2 亿套真实房源，占全国存量房的 57%。2020 年已囊括了全国 33 省、332 个城市的 2.4 亿套房源，包含 490 万景观地图、510 万栋楼宇、1070 万个单元。除此之外，还收录了多维度信息，包括：房源房间门牌号、属性信息、配套设施信息、历史业务数据等，此外，每套房源还有 300 字的描述字段。在这样完备详细的信息录入环节中，“楼盘字典”就可以智能判别真实房源，确保了房源真实性。2020 年“楼盘字典”手机 APP 平均月活达 4820 万，同比增长 88.3%。2020 全年 VR 线上浏览量超过 12.9 亿次。

图表 26: 贝壳录入房源的界面



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 27: 链家 12 年匠心打造的“楼盘字典” (图中为 2019 年数据)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所绘制

### 3.2 模式优势: ACN 带来网络效应和规模效应, 大幅提升行业效率和客户体验

经纪行业原有的恶性竞争模式有诸多弊端:

1. 经纪人非合作状态容易形成“信息孤岛”, 影响交易效率和客户体验。在非合作的状态下, 每套房源、每位客户、每个经纪人和每家店都是独立的。在一单交易中, 只有最终促成交易的经纪人才能获得佣金, 其他付出的经纪人得不到收益。因而经纪人害怕好房

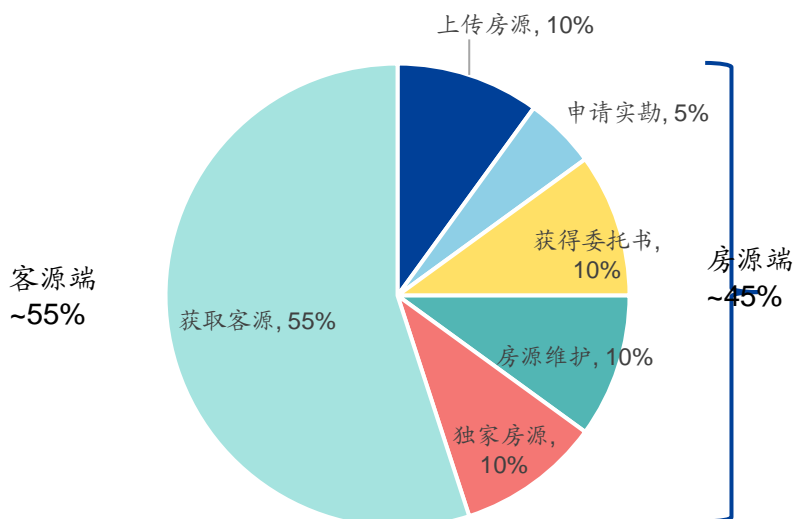
源和客户被别人抢走，资源难以共享，客户需要咨询大量经纪人才能获得更多的房源信息，行业效率很低。由于准入标准和行业秩序的失位，切客、恶性竞争、假房源泛滥等中介潜规则乱象层出不穷，客户体验极差。

**2.非合作状态促使行业低效竞争，影响企业盈利能力。**中介行业一直沉浸在房源争夺战中，很多小中介间的竞争成了资源的比拼和消耗，激增的门店建设和端口广告费用，将整个行业拉入了低效竞争的怪圈。

**3.非合作状态下，新人经纪人很难存活。**以往的竞争模式使得新人很难在竞争激烈的经纪行业存活下来，离职率高，培养成本高。

为了解决这个痛点，链家首先创新了 **ACN 网络**，改变了原有的仅成交经纪人可以获得佣金模式，实现在一单交易中只要有贡献就能分佣。在这个网络中，有“房源录入人”、“房源维护人”、“委托备件人”、“房源钥匙人”、“房源实勘人”、“客源转介绍”和“客源成交人”等角色，合作网络中的经纪人可以通过任一个环节的贡献最终获得收益，链家内部各个门店的经纪人首先有了跨门店合作的动力。

图表 28: 分润机制是 ACN 经纪人合作网络的核心（下图为各个角色分得佣金比例）



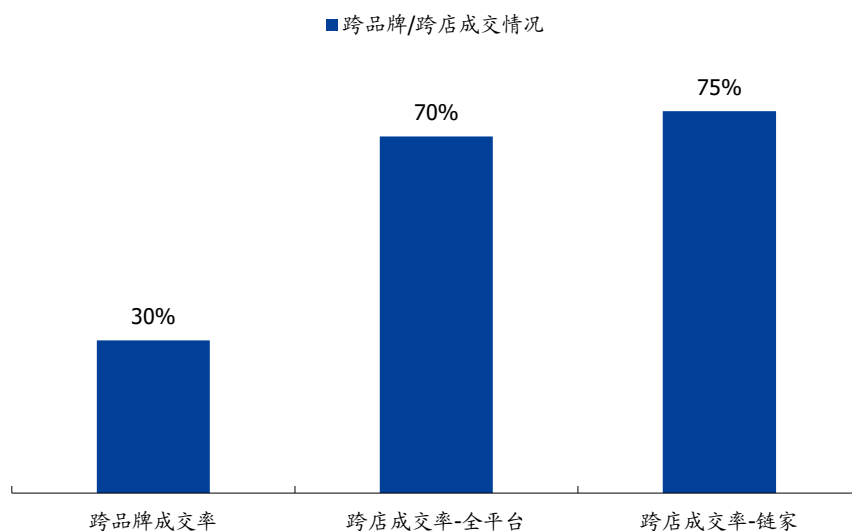
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

基于链家内部“跨门店”的 ACN 网络，贝壳找房进一步创新，将其由原先链家内部的“跨门店协作”，扩展到全行业，实现不同品牌中介的“跨品牌”合作，极大增加了平台上的房源的数量和分布区域数量。各个品牌经纪人之间博弈变合作，平台与加盟商实现共赢。

具体来看 ACN 网络为行业带来了以下好处：

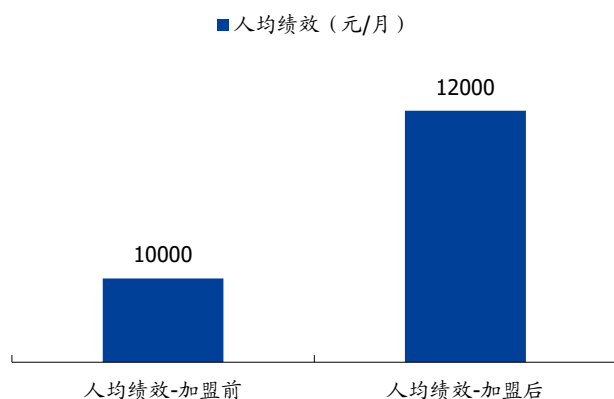
1. 大幅扩大房源数量，消除信息孤岛，形成网络效应，提升行业效率；
2. 加盟贝壳后新房客户与二手房客户相互转化，提升效率（网络效应的另一个体现）；
3. 形成标准化的行业服务规范，提升客户体验；
4. 帮助中小中介实现品牌溢价；
5. 降低行业人才流失率，减少培训成本；
6. 为中小中介带来高转化率的流量，减少恶性竞争投入的广告费用，提升中小中介的人效、店效。

图表 29: 贝壳模式的跑通体现在全平台的高跨店/跨品牌协作率



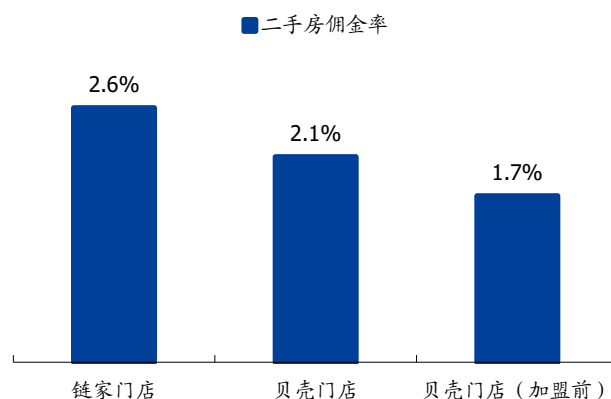
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 30: 贝壳平台提升中小中介人均绩效



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 31: 贝壳平台对中小中介带来品牌溢价



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 3.3 管理优势: 标准化制度和贝壳分奖惩体系, 对加盟商形成强管控

贝壳首先需要保证链家标准化、先进的管理制度得以被中小中介贯彻, 才能维护贝壳的真房源生态像在链家一样高效运转, 对加盟商形成强管控, 从而保证平台能够长期收取稳定的平台管理费。

1. 贝壳拥有行业管理“梦之队”, 左晖是公司精神领袖, 具备长期战略眼光和极强的感召力, 彭永东 (Stanley) 是从 2008 年起在 IBM 为公司提供管理咨询服务, 后加盟贝壳, 擅长战略思考和规划。
2. 链家的管理制度是业内公认标杆, 其它品牌虽也有分佣机制, 但规则的颗粒度仍有差距。
3. 贝壳 CA 入店培训+标准化的培训内容。行业以往为“老带新”学徒制, 培训体系不够标准化, 贝壳提供了完整的新人培训体系, 贝壳会定期组织门店内的培训, 节省

- 店长时间，提高新人成长效率。
- 贝壳分体系+强大品控部门+奖罚分明保障 OKR 体系，督促各品牌加盟商维护生态内的房源质量和服务质量。贝壳房源展示页下方会展示区域内贝壳分排名前三的经纪人，对经纪人形成激励，同时用明确的奖惩机制鼓励其他品牌维护平台的房源和生态。经纪人完成交易必须环节，如录入、维护、带看、成交等可以获得贝壳分，业绩未完成或违反贝壳规则会有扣分、失去贝壳网络权限等处罚，每年还设定一定比例的品牌淘汰率；并建立举报机制，鼓励经纪人举报假房源行为。这些奖惩制度和激励体系，保证了有数百个中介品牌加盟的贝壳平台生态系统，得以一如既往地维持高效、稳定运转。
  - 贝壳的系统可以实现维护、签约、财务等全流程交易闭环，且 VR 测量/实勘和人才招聘服务等角色多由贝壳担任，加上该额外角色分润，贝壳从加盟商综合二手房提佣率达到 15%，对新房综合提佣率达到 20%。

图表 32: 贝壳的平台规则规定十分细致

\* 2.关于房源信息披露，以下哪项是正确的()

- ☐ A、房源信息有误或变更时应在48小时内系统在系统调整
- ☐ B、房源录入24小时内填写完整房源信息
- ☐ C、若业主本人不方便联系，可以将业主直系亲属电话填写在跟进栏
- ☐ D、房源录入7天内填写房评

\* 3.备件人的正确定义为()

- ☐ A、第一个成功上传业主身份证、房产证和委托书其一且合格的经纪人成为备件人。
- ☒ B、第一个成功上传业主身份证、房产证和委托书其二且合格的经纪人成为备件人。
- ☐ C、第一个完整上传或补齐房产证、业主身份证和房屋出售委托协议扫描件的 经纪人。
- ☐ D、第一个成功上传全部3个证件，包括业主身份证、房产证和委托书且合格的 经纪人成为备件人，备件人享有委托备件业绩

\* 4.房源合并的正确流程为()

①经纪人申述 ②成交判定 ③录入房源，上传角色信息 ④平台融合+BP核审  
⑤核对资料 ⑥房源验真

- ☐ A、③⑤⑥①④②
- ☐ B、③④⑤⑥①②
- ☐ C、③④①⑤⑥②
- ☐ D、⑥①⑤③④②

\* 5.关于出房管理，以下错误的是()

- ☐ A、房源方无正当理由阻碍他人出房,扣除信用分3分
- ☐ B、已经收取定金的业主视同签约
- ☐ C、跨店东出房收定金/签约前必须通知房源方商圈经理/店长
- ☐ D、跨店东出房,未通知房源方,且引起客诉,为黄线行为,扣6分

资料来源：问卷星网站，国盛证券研究所

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 三大因子驱动公司利润规模持续高增长

根据公式：公司佣金收入=商品房新房二手房市场总 GTV\* 中介渗透率\*佣金率\*市场份额，可以看出，公司收入增长的主要驱动因素来自于三个方面：

1. 商品房交易金额(GTV)的持续增长，尤其是二手房交易金额中枢的持续增长。由于



新房交易可能拐点已至，未来新房 GTV 中枢下降是大概率事件。而二手房保有量持续提升，随着新房供应逐渐减少和人口结构改变、改善置换需求的增加，二手房交易活跃度会持续提升，向发达国家靠拢（发达国家大城市二手房换手率可达 5%，而中国大部分城市二手房换手率仅为 1-3%），因而二手房 GTV 稳步提升。

2. **中介渗透率的持续提升，尤其是新房中介渗透率（渠道分销和代理）的持续增长。**由于开发商的快周转策略，销售速度和回款速度对开发商至关重要，在行业下行、库存积累的大趋势中，越来越多开发商开启全渠道（自销+代理+渠道分销）的可能性增大。根据招股说明书，过去几年的新房中介渗透率稳步增长，2019 年达 25%，按此趋势线性外推，到 2024 年可能达到 40%。
3. **市场份额的持续提升。**上文我们分析了公司创新的商业模式、持续的技术投入、长期的房源和客户、中介数据积累、先进的管理经验、品牌美誉度所带来的竞争优势，且 2019 年我们已经见到贝壳的行业集中度拐点，2020 年公司市占率进一步提高，相信未来短期内公司市占率还将持续快速提升。

**除上述三大因子之外，一个可能的惊喜来自于佣金率的提升。**目前我国佣金率与发达国家的 6% 相比，佣金率仅为 2% 左右，随着行业竞争格局的改善，佣金率可能得到提升。需要注意的是，住房交易与民生相关，佣金率可能因政府管控而面临上升天花板，预计短期内不会超过 3%。另一个值得期待的是**新业务的快速增长**。公司新业务包含金融服务和装修服务，2020 年营收 19.8 亿元，基数低，增长快（2020 年同比+68.7%），随着平台流量的不断增大，公司对客户数据的运用转化率提升，新业务可能快速增长。

## 4.2 关键假设、盈利预测与估值

**1.收入。**基于对行业规模、中介渗透率、市场份额的假设（下图黄色单元格代表假设内容），我们预测 2021、2022、2023 年的公司总收入分别为 944.6、1152.4、1400.7 亿元，增速分别为 34.0%、22.0%、21.6%。

**2.利润。**首先，公司综合毛利率过去三年逐年提升，这主要是由于贝壳平台端收入占比持续扩大，而平台端业务的编辑毛利率更高，未来还将持续提升。2017-2019 年贝壳亏损的重要原因是其管理费用的绝对数值过大，尤其是 2019 年，其管理费用从 2018 年的 49.27 亿元，增加了 34.50 亿元，至 83.77 亿元。招股说明书表明，贝壳 2019 年管理费用的增加，很大程度是因为其在 2019 年计提了 29.56 亿元的股权激励费用。而股权激励费用属于非现金支出，只是基于会计准则要求，**需要分年度计提**，实质上，不会对企业的日常经营产生实质性的财务影响。因而，需要对会计准则下的净利润（GAAP 净利润），调整成更符合企业实质经营情况的净利润（Non-GAAP 净利润）。随着公司收入的增长，2020 年已实现扭亏为盈，归母净利润 27.78 亿元，经调整后净利润为 57.20 亿元。我们预测公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 74.70、83.81、120.31 亿元，经调整后净利润分别为 92.35、102.40、137.40 亿元（调整项主要为非现金影响的股权激励费用，假设调整额为 10-20 亿元），增速分别为 61.5%、10.9%、34.2%。利润增速大于收入增速的原因是，公司平台型业务占比逐渐扩大，而平台型业务中固定成本占比较高，随着规模效应被摊薄，使得利润率显著提升。

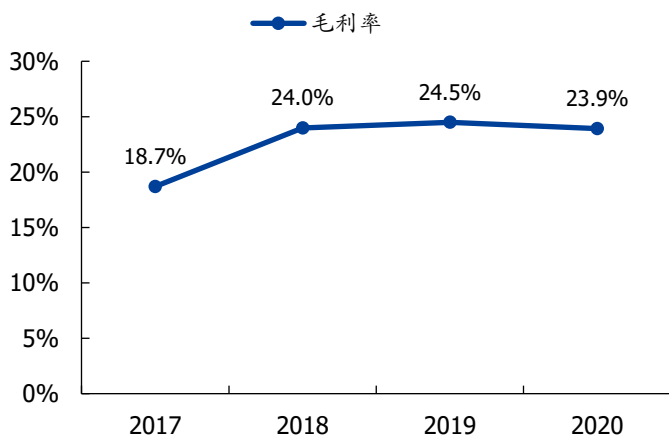
**3.估值。**我们对比可比公司，发现传统经纪业务如 CBRE、Savills 的 2020 年 PE 在 20-27xPE。互联网龙头如阿里、京东等 2020 年 PE 在 18-27x。考虑到既是到 2023 年以后公司仍在快速增长期，且公司龙头地位稳固，我们给予链家 20xPE 估值，并给予贝壳平台业务 2023 年利润 50x 估值。假设公司未来三年后链家和平台利润占比 4: 6，则综合 PE 倍数 38x。合理市值为 5221.20 亿人民币/817.63 亿美元，目标价格 68.25 美元/ADS

图表 33: 盈利预测关键假设

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
二手房成交额 (万亿人民币)	6.0	6.5	6.7	7.3	7.6	7.9	8.2	8.4
YoY	-9%	8%	3%	9.0%	4%	4%	4%	2%
中介渗透率 (%)	87%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
二手房中介服务市场 (万亿人民币)	5.2	5.7	5.9	6.4	6.7	6.9	7.2	7.4
YoY	-9%	10%	4%	9%	4%	4%	4%	2%
新房成交额 (万亿人民币)	11.0	12.6	13.9	15.5	15.0	14.6	14.1	13.8
YoY	11%	15%	10%	12%	-3%	-3%	-3%	-3%
中介渗透率 (%)	17%	21%	25%	28%	30%	33%	37%	40%
新房中介服务市场 (万亿人民币)	1.9	2.7	3.6	4.3	4.5	4.9	5.2	5.6
YoY	36%	42%	33%	18%	7%	7%	7%	7%
贝壳二手房市占率	12.9%	12.6%	19.4%	26.6%	33.9%	40.1%	46.7%	55.1%
贝壳新房市占率	2.3%	2.2%	5.4%	8.9%	11.8%	16.2%	21.1%	27.1%
贝壳二手房GTV (万亿)	0.77	0.82	1.30	1.94	2.57	3.16	3.84	4.62
贝壳新房GTV (万亿)	0.25	0.28	0.75	1.38	1.77	2.36	2.99	3.74
贝壳新兴及其他服务业GTV (万亿)	0.02	0.05	0.08	0.18	0.37	0.49	0.56	0.74
贝壳总GTV(万亿)	1.05	1.15	2.13	3.50	4.71	6.02	7.39	9.10
贝壳二手房非自营GTV占比	2%	2%	35%	49%	51%	55%	59%	60%
贝壳新房非自营GTV占比	52%	50%	70%	80%	81%	84%	86%	88%
二手房提佣率	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
新房提佣率	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
二手房非自营抽成比例			17.4%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 34: 公司综合毛利率



资料来源: 贝壳年报, 国盛证券研究所

图表 35: 可比公司估值水平 (截止至 2021 年 6 月 2 日)

公司名称	归母净利润 (百万元)				归母净利润增速				P/E			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
传统中介												
CBRE	4,412	6,785	8,183	4,799	20.7%	52.5%	20.6%	-41.4%	21.26	12.84	16.00	27.98
Savills	724	693	749	611	19.7%	-4.2%	8.1%	-18.5%	17.60	13.17	19.57	20.20
平均值	2,568	3,739	4,466	2,705	20.2%	24.1%	14.3%	-29.9%	19.43	13.01	17.79	24.09
互联网龙头												
阿里巴巴	63,985	87,600	149,263	150,308	46.8%	37.1%	70.0%	0.8%	45.62	36.07	24.77	26.87
京东	-152	-2,492	12,184	49,405	96.0%	-1536.5%	589.0%	305.5%			29.45	18.17
平均值	31,916	42,554	80,724	99,857	71.4%	-749.7%	329.5%	153.1%	45.62	36.07	27.11	22.52

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 五、投资建议

我们预测公司 2021/2022/2023 年的公司总收入分别为 944.6/1152.4/1400.7 亿元。归母净利润分别为 74.70/83.81/120.31 亿元, 调整完 SBC 的经调整净利润分别为 92.35/102.40/137.40 亿元 (假设调整额为 10-20 亿元), EPADS 为 7.79/8.59/11.47 元/股, 对应的 P/EPADS 为 41/37/28 倍。对应 2023 年调整后利润 38xPE, 合理市值为 5221.20 亿人民币/817.63 亿美元, 目标价格 68.25 美元/ADS。首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 1. 房地产行业宏观政策风险。

公司服务新房与二手房交易, 受到国家房地产调控和货币政策的影响。如果调控持续收紧, 如出台房产税等法律, 可能会影响交易活跃度, 从而影响行业规模。

### 2. 新房市场中介渗透率的提升低于预期。

公司重要的增长来源是新房佣金的提升。如果新房中介渗透率提升大幅低于预期, 公司的增速可能会显著低于预期。

### 3. 行业面临的竞争对公司市占率的影响超预期。

行业的其它竞争者可能采取追随策略, 并联盟推出类似贝壳的平台, 并通过低价策略抢占市场份额。如果联盟成功, 房源真实且数量不输贝壳, 贝壳的网络效应竞争优势带来的集中度提升可能低于预期。

### 4. 佣金率变化超预期。

地产中介是民生行业, 佣金率可能受到政府调控超预期降低

### 5. 报告中假设和测算或与实际情况存在误差。

二手房提佣率、新房提佣率、二手房非自营抽成比例等指标通过各业务佣金和 GTV 测算得出, 或与实际情况存在一定误差。

## 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。
