

贝壳的长期主义：居住领域产业互联网平台的崛起

住房交易服务市场发展空间广阔，贝壳市占加速上升，强者恒强态势初显。根据灼识咨询（CIC，以下均简称为 CIC）的数据，2019 年中国住房市场总交易规模（GTV，新房+二手房+租赁）为 22.3 万亿元，预计到 2024 年可达到 30.7 万亿元，经纪服务渗透率将由 47.1% 提升至 62.2%。这意味着中介服务的佣金市场规模将由 2515 亿元提升至 5078 亿元，年均复合增速 15.1%。贝壳在住房交易服务领域处于领先地位，2019 年，贝壳在二手房和新房市场的市占率（GTV 口径）分别为 19.4% 和 5.4%，较 2017 年分别提升 7.1 和 3.1 个百分点，并且呈加速提升态势，强者恒强态势已经初步显现。

贝壳已从交易中介发展为住房交易平台，其线上化、标准化、数字化启动了飞轮效应，竞争对手难以对其形成有效挑战。住房中介服务原本属于重资产的传统行业，对于线下门店和经纪人撮合交易的能力依赖度很高。贝壳实现了房源标准化、经纪人职业化、服务流程标准化，构建了相对其他中介的强大竞争优势。贝壳的优势打造主要来源于：1）2011 年开始建设，持续迭代的楼盘字典，收录 2.2 亿套真房源。楼盘字典高度真实的特性保证了房源录入的高效率和利益分配的公平性。2）在真房源基础上构建的 ACN 规则，实现房源共享，按环节分配利益，将经纪人由过去的零和博弈关系变为多方共赢关系。3）交易流程完全线上化改造，具备线上线下一体化能力。以日均存量房 GTV 计，贝壳的效率已达到行业平均水平的 1.6 倍。

大居住服务领域市场需求大，新兴业务未来有望带来惊喜。CIC 数据显示，中国其他房屋相关类服务交易额将从 2019 年的 7.9 万亿增长至 2024 年的 15.0 万亿，年均复合增速 13.7%，其中主要包括装修和住房金融服务。这两大领域都是贝壳平台化发展以后可以重点发力的领域，尤其是住房金融领域。贝壳在金融领域布局早，牌照齐全，客户端天然有资金需求，获客成本低，具备很大的发展潜力。虽然目前贝壳以这两大板块为主的新兴业务收入体量尚小，但未来新兴业务的成长有望带来惊喜。

盈利预测与投资建议

首次覆盖给予买入评级，目标价 90.63 美元/ADS。我们预测，2020~2022 年公司收入分别为 641.8、846.8、1062.8 亿元，归母净利润分别为 27.3、42.0、54.8 亿元。给予自营中介 2021 年 30XPE，加盟中介 2021 年 0.2XP/GTV、新兴业务 2021 年 10XPS，加总市值为 7647 亿元（1171 亿美元），折合目标价 90.63 美元/ADS。

风险提示

新房业务发展不及预期；加盟中介流失超出预期；新兴业务发展不及预期。

贝壳 (BEKE)

首次评级

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

孙晓磊

sunxiaolei@csc.com.cn

18811432273

SAC 执证编号：S1440519080005

SFC 中央编号：BOS358

发布日期：2020 年 12 月 31 日

当前股价：62.25 美元

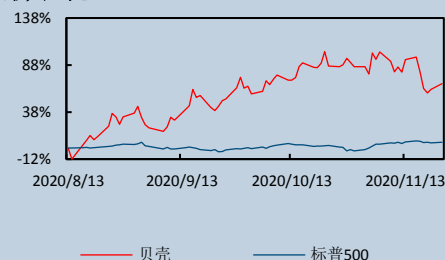
目标价格 6 个月：90.63 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-10.03/-13.27	50.39/45.94	214.85/200.76
12 月最高/最低价 (美元)			79.4/31.79
总股本 (万 ADS)			129209
流通股本 (万股)			-
总市值 (亿美元)			734
流通市值 (亿美元)			-
近 3 月日均成交量 (万股)			287.55
主要股东			%

股价表现



相关研究报告

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28646	46015	64178	84677	106276
增长率(%)	12.3%	60.6%	39.5%	31.9%	25.5%
净利润(百万元)	-2386	-4050	2730	4199	5476
增长率(%)				53.8%	30.4%
EPS(元/ADS 摊薄)	-1.85	-3.09	2.11	3.25	4.24
P/E(倍)			173.7	112.9	86.6

目录

1 公司进化史：从房产中介公司到产业互联网平台，日臻完美.....	1
1.1 发展轨迹：北京中介龙头起家，完成生态转变进入平台化发展.....	1
1.2 资本助力：估值持续提升，股东背景实力雄厚.....	2
1.3 财务表现：收入增长突飞猛进，利润率持续改善.....	4
2 龙头地位稳固的二手房经纪业务，ACN 模式带来更大市场空间	6
2.1 中国存量房交易市场空间巨大	6
2.2 贝壳创造全新二手房交易模式：ACN	9
2.3 线上+线下、自营+加盟驱动规模和盈利能力提升	12
2.4 较低能级城市的扩张带来更大的发展机会.....	14
3 乘风破浪的新房业务，高速增长的重要引擎	16
3.1 新房业务爆发式增长，驱动收入体量迅速上升.....	16
3.2 新房业务未来发展空间仍然较大	17
3.3 贝壳在新房业务领域竞争优势明显	20
4 以装修和金融为代表的新兴业务，成为未来潜在的增长动力.....	21
4.1 装修业务新看点：计划清晰，具备空间.....	22
4.2 金融业务野心：围绕房地产金融，逐步发展至消费金融.....	24
5 盈利预测与投资建议	27
风险提示	29
报表预测	30

图表目录

图表 1： 从链家到贝壳	1
图表 2： 贝壳上市前融资超过 300 亿元，资本助力贝壳发展.....	2
图表 3： 贝壳股东结构	3
图表 4： 贝壳收入构成	4
图表 5： 贝壳资产规模快速扩张	5
图表 6： 贝壳资产负债率持续下降	5
图表 7： 贝壳收入持续增长	5
图表 8： 2020 年上半年贝壳已经实现盈利	5
图表 9： 贝壳与我爱我家管理费用率对比	5
图表 10： 股权激励费用对贝壳管理费用率影响较大	5
图表 11： 中国房地产市场规模	6
图表 12： 2018 年中国分城市二手房交易规模	7
图表 13： 二手房中介费市场规模将增长至 3356 亿元.....	8
图表 14： 二手房交易的经济渗透率稳中有升	8
图表 15： 中美中介费率对比	9
图表 16： 不同情境下的二手房交易佣金收入规模 单位：亿.....	9
图表 17： 二手房传统交易模式	9

图表 18:	美国二手房交易模式	10
图表 19:	贝壳交易模式	11
图表 20:	贝壳 ACN 网络	12
图表 21:	主要房产 App 在所有 App 使用量的排名	12
图表 22:	主要房产 App 的 MAU 单位: 万人	12
图表 23:	贝壳找房线下门店构成	13
图表 24:	贝壳线下门店数量	13
图表 25:	上市中介公司二手房业务营收	13
图表 26:	二手房佣金率	13
图表 27:	上市中介公司二手房业务毛利率	14
图表 28:	贝壳毛利构成	14
图表 29:	链家北京和上海经纪人及门店数量占比	14
图表 30:	北京和上海收入占比	14
图表 31:	贝壳找房分城市数据	15
图表 32:	贝壳找房分城市市占率	16
图表 33:	贝壳新房业务示意图	17
图表 34:	贝壳新房业务收入快速增长	17
图表 35:	贝壳新房业务贡献持续上升	17
图表 36:	2019 年全国商品销售金额 16 万亿	18
图表 37:	Top10 房企的平均销售费用率为 1.8%	18
图表 38:	新房代理营销行业发展阶段	19
图表 39:	适龄购房人群人口处于下行通道	19
图表 40:	中国城镇化率还有提升空间	19
图表 41:	市场平淡时, 房企会加大营销投入	20
图表 42:	新房代理的市场规模持续增长	20
图表 43:	新房渠道业务市场规模	20
图表 44:	贝壳新房业务的飞轮效应	21
图表 45:	贝壳新房业务收入与经纪人数量同步增长	21
图表 46:	房地产相关服务市场规模	22
图表 47:	贝壳新业务营收	22
图表 48:	互联网与传统行业融合的不同阶段	22
图表 49:	家装行业数字化的优势	22
图表 50:	贝壳在装修市场的布局	23
图表 51:	互联网家装市场规模在 2020 年有望超 4000 亿	23
图表 52:	互联网家装产业图谱	23
图表 53:	齐家网收入和利润大幅波动	24
图表 54:	齐家网销售费用率高企	24
图表 55:	2019 年底广义消费金融贷款余额超 13 万亿	25
图表 56:	消费金融还有大量长尾用户可以拓展	25
图表 57:	贝壳-链家金融服务板块和拥有牌照状况	25
图表 58:	贝壳金服产品汇总	26

图表 59: 链家-贝壳金融体系服务内容及实施载体	26
图表 60: 链家-贝壳金融服务贯穿交易全流程	27
图表 61: 贝壳分业务估值	28

1 公司进化史：从房产中介公司到产业互联网平台，日臻完美

1.1 发展轨迹：北京中介龙头起家，完成生态转变进入平台化发展

贝壳是中国最大的房地产交易服务平台，是居住服务领域的绝对龙头。截至 2019 年，贝壳平台的 GTV 达到 2.1 万亿，拥有 35.8 万经纪人，入驻贝壳的门店达到 3.8 万家。2020 年 8 月 13 日，贝壳登陆美国纳斯达克，现在市值已超过 800 亿美元，进入中国互联网企业的市值第一梯队。

图表1：从链家到贝壳



资料来源：中信建投

依托线下门店起家（2001~2009）：以阳光交易模式为抓手，奠定行业口碑与地位，成为北京龙头中介。2001年链家正式成立，并于当年 11 月开出了第一家门店——甜水园店。2003 年，链家开行业之先河，联合建行推出“二手房交易资金托管业务”，让购房者的资金更加安全。2004 年链家提出“阳光交易模式”，即买卖双方共同到场，与经纪公司三方签约。这一模式在今天看来似乎理所应当，但在当年无疑是中介行业内的重大变化。21 世纪初的中介行业正处于发展早期，存在大量的不规范现象。当年的中介行业通常不收取或者收取极低的中介费，普遍利用买卖双方不见面带来的信息不对称来“吃差价”以获取利润。链家提出阳光交易模式以后，一年内连续两次提高中介费率，在竞争对手普遍零费率的情况下，承受了极大的压力。在经过最初的困难时期后，链家在业内的口碑开始逐渐建立起来。2005 年 3 月，国务院出台“国八条”对房地产进行调控，市场交易量迅速下行，中介门店纷纷关张，链家在北京逆势扩张。2008 年，全球金融危机冲击叠加政策调控，楼市进入寒冬期，大型中介亦开始大量关闭门店，2008 年 1 月，创辉地产接连关闭 300 多家门店。链家此时开始弯道超车，通过接手其他门店或新开店不断提升在京市场份额，直至成为北京市场的龙头。同时，链家也开始走出北京，进入了大连和天津。这一时期的链家，商业模式仍是以线下门店为核心，依靠交易佣金变现，发展上正处于区域扩规模的阶段。

数字化与线上化成为主旋律，借助并购完成全国化布局（2010~2017）：链家启动数字化战略，开始进行中

介业务的互联网化，并且在通过对异地龙头中介的并购奠定了全国龙头的地位。2009 年，已经成为北京中介一哥的左晖出资 5000 万请 IBM 为链家制定下一阶段战略规划，而 2008 年链家的收入约 4.6 亿，5000 万接近链家全年收入的 10%。IBM 这次昂贵的咨询为链家带来了两大收获：1) 明确互联网化是一条艰难但必须要走的路；2) 彭永东加盟链家并全面负责线上化项目。以 2008 年建立的楼盘字典为数据基础，链家对营销、服务进行全面的数字化改造，并调动全公司的资源将中介服务的作业流程进行线上化。同时，基于链家内部体系的 ACN 规则也随着数字化与线上化同步完善。2011 年，链家在业内首倡真房源，而楼盘字典的海量数据无疑是链家敢发出倡议的底气。2014 年，由于房地产领域的在线信息发布平台搜房网决定布局线下门店，而掌握了流量分发渠道的搜房网此举无疑让各大经济公司不寒而栗。当年的 10 月 24 日，左晖发布《重要通知：致全体链家经纪人的一封信》，正式同搜房网决裂，不再在搜房网上发布链家房源信息。2015 年 6 月 30 日，链家将链家在线升级为房产综合服务平台“链家网”。这标志着历经 3 年（2011~2014）的链家线上化改造完成。线上化以后的链家又反过来推动了其自身的数字化，形成了良性的正向循环。因为业务被搬到线上以后，交易的各个环节都会产生海量数据，技术团队又可以依据数据不断迭代优化交易流程。2015 年，在互联网中介浪潮席卷全国，大量互联网中介喊出零门店时，链家一举完成了 11 宗并购，收购了伊诚地产、德祐地产等多家大型中介公司。从此链家全国龙头的地位再难撼动。这一时期，链家从依靠线下人工高度非标作业转向基于数字化的标准化、规范化作业，为其未来走向平台化发展奠定了基础。

贝壳找房诞生，走向平台化发展（2018 至今）：2018 年 4 月，通过对现有链家及全国化形成的产业链资源整合，贝壳找房平台正式上线。贝壳找房以楼盘字典为基础，以 ACN 规则为合作机制，并将整个平台向全国所有经纪品牌开发，从链家封闭的业务体系走向贝壳开放的平台生态。链家充分利用贝壳平台的资源优势，进一步推广启动德祐加盟体系，旨在布局全国二三线城市市场，并在半年内入驻全国 90 多个城市。2019 年，贝壳线上交易额达到 2.1 万亿，线上房屋交易数量达到 220 万套，覆盖 103 个城市的 260 个房产经纪品牌和 42000 家门店。这一阶段贝壳的盈利来自三大方面：链家品牌交易中收取的佣金，并按 ACN 架构与合作中介分拆该佣金；贝壳平台手续费及德祐体系加盟费；以及其它增值服务费，如代理商招募和培训服务等。

1.2 资本助力：估值持续提升，股东背景实力雄厚

贝壳/链家在上市之前累计融资超过 300 亿元，投资方的鼎力支持无疑为链家的发展和贝壳的诞生提供了很大的助力。在从链家到贝壳的发展过程中，不断实力雄厚的股东进入，其估值水平也持续提升。2016 年以前，最早发现链家价值的是鼎晖与复星。2011 年鼎晖投资以 9400 万元参与链家的 Pre-A 轮融资，2014 年鼎晖投资和复星锐正以数亿人民币参与链家的 A 轮融资。2016 年以后，资本市场开始意识到链家的价值。2016 年 6 月，链家启动 B 轮融资，高瓴资本、经纬中国、华兴、腾讯等知名机构纷纷入局。本轮融资金额高达 64 亿，链家估值 365.2 亿。2017 年进行四轮战略融资，引入了万科和融创两大龙头房企。2017 年 1 月，链家启动 26 亿元战略融资，融创领投，链家估值上升至 416 亿元。2017 年 4 月，万科 30 亿元入股链家，成为链家重要股东。2017 年 11 月又进行了两轮战略融资，引入了新希望集团，华兴和高瓴也持续跟投。2019 年 7 月，贝壳 D 轮融资 12 亿美元，碧桂园创投参与投资，至此中国房地产前 5 强中 3 家成为贝壳股东。2020 年 3 月，贝壳启动 D+轮融资，交易金额 24 亿美元，引入红杉资本，贝壳估值超过 140 亿美元。资本的助力让链家或贝壳在应对产业周期和因变革而带来的产出空白期时更加从容，能够以更长期的维度去进行决策。

图表2：贝壳上市前融资超过 300 亿元，资本助力贝壳发展

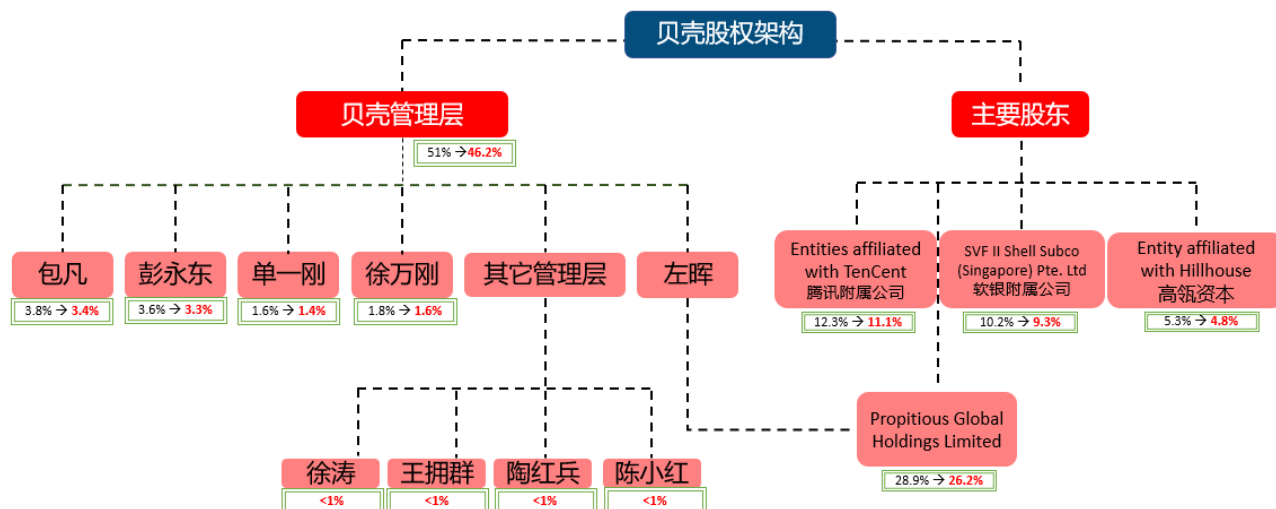
时间	轮次	融资主体	融资金额	估值	主要投资机构
2020 年 3 月 D+轮		KE Holdings Inc	超 24 亿美元	140 亿美元	红杉资本中国、腾讯控股、高瓴资本、软银愿景基金

时间	轮次	融资主体	融资金额	估值	主要投资机构
2019 年 7 月 D 轮		KE Holdings Inc	超 12 亿美元	超 100 亿美元	腾讯投资、高瓴资本、源码资本、碧桂园创投、华兴资本等
2017 年 11 月	战略融资	北京链家房地产经纪有限公司	不详	不详	高瓴资本、华兴资本、新希望集团等
2017 年 4 月	战略融资	北京链家房地产经纪有限公司	30 亿元	不详	万科集团、腾讯投资、融创中国、百度投资并购部
2017 年 1 月	战略融资	北京链家房地产经纪有限公司	26 亿元	416 亿元	融创中国
2016 年 8 月 B+轮		北京链家房地产经纪有限公司	不详	不详	淳信宏图
2016 年 4 月 B 轮		北京链家房地产经纪有限公司	64 亿元	365 亿	高瓴资本、经纬中国、腾讯投资、源码资本、海峡资产、华兴新经济基金等
2014 年 1 月 A 轮		北京链家房地产经纪有限公司	数亿	不详	鼎晖投资、复星锐正
2011 年 1 月 Pre-A 轮		北京链家房地产经纪有限公司	9400 万元	不详	鼎晖投资

资料来源：天眼查，中信建投

尽管在多轮融资以后，引入了多家实力雄厚的股东，但上市后，以左晖为首的贝壳管理层仍然保持着对公司的绝对控制权。贝壳 IPO 前，左晖为第一大股东，持股 28.9%，投票权为 46.8%。腾讯和软银为第二和第三大股东，持股 12.3%和 10.2%。高瓴资本持股 5.3%为第四大股东。IPO 以后，左晖持股降至 26.2%（B 类股），此外，部分股东将其持有的 A 类普通股投票权授予左晖代理，因此左晖投票股权占比为 42.4%，有 82.8%投票权。腾讯持股为 11.1%，为第二大股东，有 3.3%的投票权；软银旗下 SVF II Shell Subco (Singapore) Pte. Ltd.持股为 9.3%，有 2.8%的投票权，高瓴资本持股为 4.8%，有 1.4%的投票权。左晖保持着对贝壳的极强控制力，其决策过程不易受到资本干扰，有利于贝壳在未来的发展中保持战略定力。各家投资机构接受低投票权也反映了其对于以左晖及其管理团队的信任。

图表3： 贝壳股东结构



资料来源：贝壳招股说明书，中信建投 注：黑色表示上市前股比，红色表示上市后股比

1.3 财务表现：收入增长突飞猛进，利润率持续改善

历经近 20 年的发展，链家从一家中介公司逐步发展成为中介产业互联网平台，企业边界不断拓展，收入来源不断丰富。贝壳目前的收入主要来源于交易佣金、平台服务费、加盟费、增值服务等。除此以外，贝壳还向消费者提供金融服务、装修服务等新服务类型。平台化发展的贝壳已经完成了升维，其他经纪公司难以与其抗衡。甚至可以说，贝壳未来的对手可能不在中介领域，而是互联网巨头。

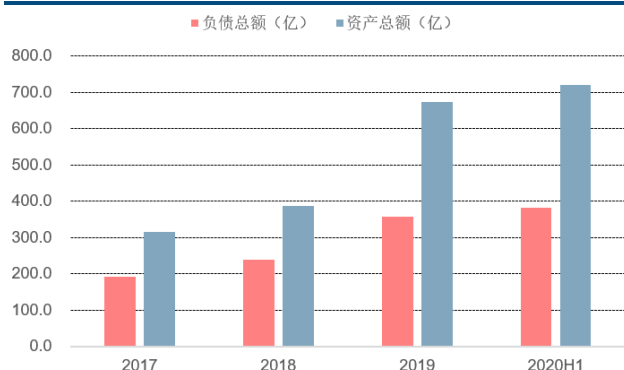
图表4： 贝壳收入构成

收入构成	收入占比	取费项目	缴费主体
存量房交易	46%	交易佣金（二手房交易+租赁）	链家
		交易佣金分成	贝壳平台上与链家合作成交的经纪公司
		平台服务费	贝壳平台上的经纪公司
		加盟费	贝壳平台上的经纪公司
		额外加盟费	德祐等特许加盟品牌旗下的经纪公司
		增值服务费（交易结算、现场检查、招聘代理、培训等）	贝壳平台上的经纪公司
新房交易	51%	销售佣金	房地产开发商
新兴业务	3%	金融服务、房屋装修等	业主等利益相关方

资料来源：贝壳招股说明书，中信建投 注：收入占比数据为2020年中报数据

截至 2020 年 6 月底，贝壳资产总额为 720.1 亿元。自 2017 年以来，资产规模增长 128.0%，2017~2019 年资产总额年均复合增速为 45.9%。贝壳资产负债率持续降低，展现出平台化、轻资产化的趋势，2020 年 6 月底资产负债率为 53.1%，较 2017 年下降 7.5 个百分点。

图表5： 贝壳资产规模快速扩张



资料来源：贝壳招股说明书，中信建投

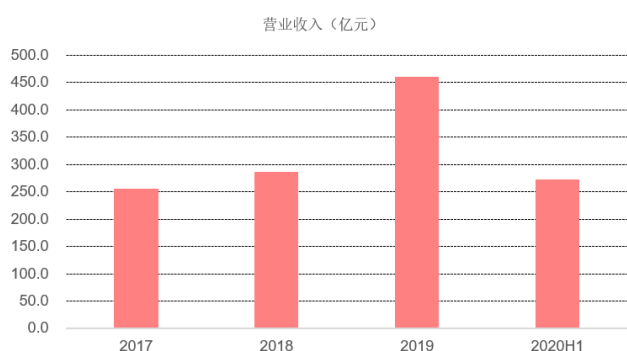
图表6： 贝壳资产负债率持续下降



资料来源：贝壳招股说明书，中信建投

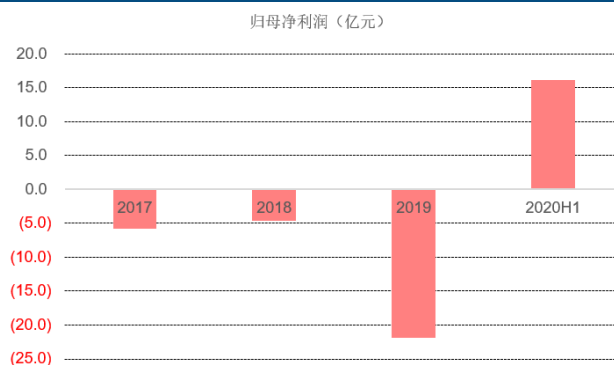
公司自 2017 年以来，收入保持高速增长态势。2017~2019 年收入从 255.1 亿元增长至 460.2 亿元，年均复合增速为 34.3%。2020 年上半年实现营业收入 272.6 亿元，同比增长 39.0%。毛利自 47.7 亿元增长至 112.7 亿元，年均复合增速为 53.7%。2020 年上半年实现毛利 70.5 亿元，同比增长 26.3%。2020 年上半年实现归母净利润 16.1 亿元，同比增长 187.5%。在历经 3 年的亏损之后，贝壳开始盈利。

图表7： 贝壳收入持续增长



资料来源：贝壳招股说明书，中信建投

图表8： 2020 年上半年贝壳已经实现盈利

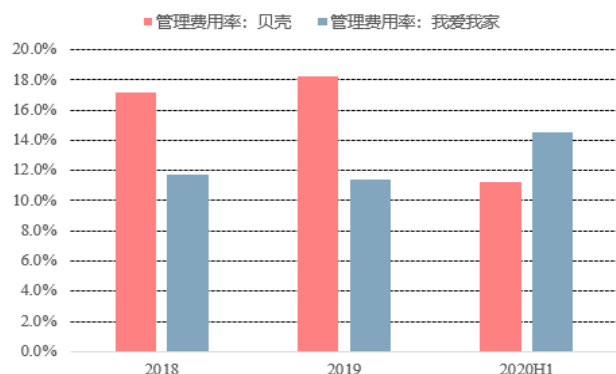


资料来源：贝壳招股说明书，中信建投

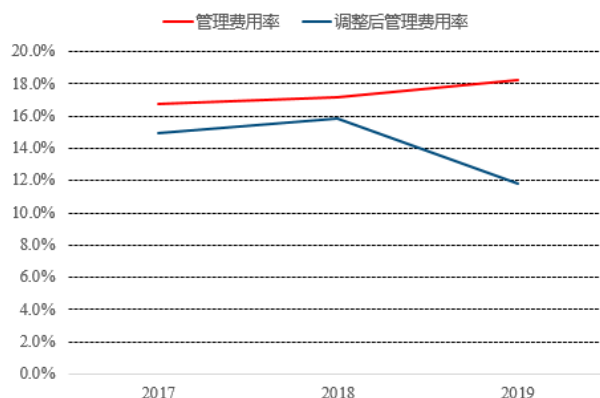
公司毛利率与同业我爱我家接近，相差在 1~2 个百分点。亏损主要来自于高额的管理费用。2017~2019 年管理费用分别为 42.8、49.3、83.8 亿元，管理费用率分别为 16.8%、17.2%、18.2%，剔除股权激励费用 4.76、3.82、29.6 亿元，管理费用率为 14.9%、15.9%、11.8%。我爱我家 2018~2019 管理费用率为 11.8%、11.4%。2019 年贝壳的管理费用率已经恢复到行业水平。如果贝壳的管理费用率在 2017~2018 年能够控制在 12% 左右，则会表现为盈利。

图表9： 贝壳与我爱我家管理费用率对比

图表10： 股权激励费用对贝壳管理费用率影响较大



资料来源: 贝壳招股说明书, 我爱我家年报, 中信建投



资料来源: 贝壳招股说明书, 中信建投

2 龙头地位稳固的二手房经纪业务, ACN 模式带来更大市场空间

对于贝壳而言, 存量房交易业务是其核心业务。其在存量房交易 (二手房经纪) 业务的盈利可以拆分成以下公式具体研究:

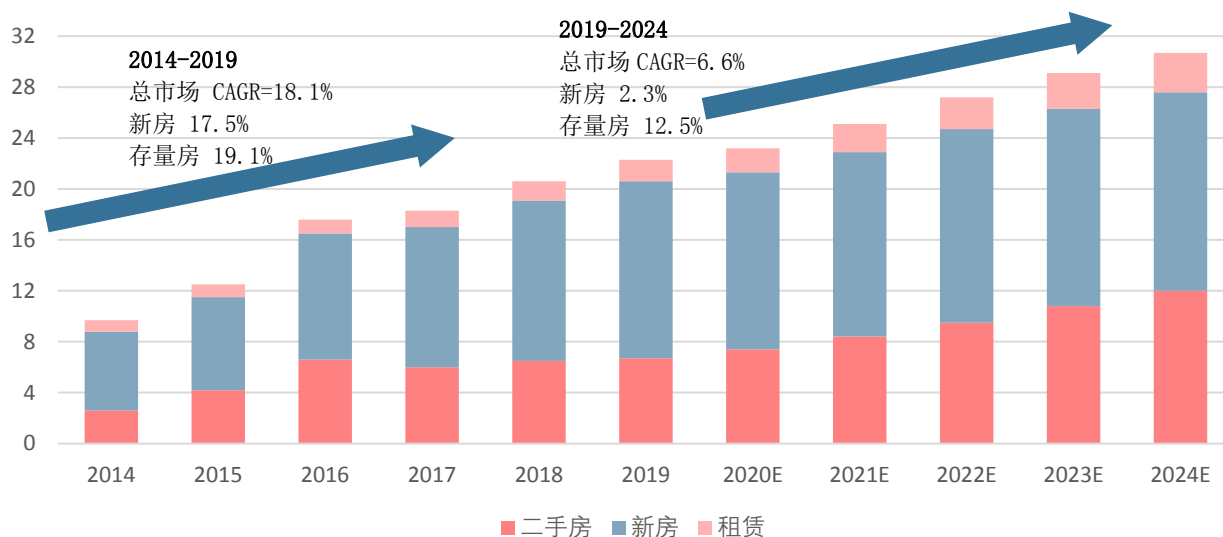
$$\text{贝壳毛利} = \text{房地产市场GTV} \times \text{中介渗透率} \times \text{贝壳市占率}_i \times \text{贝壳佣金率}_i \times \text{毛利率}_i$$

其中, i 代表贝壳不同的门店形式, 主要包括自营和加盟两种模式。公式右边的前两项由存量房交易市场决定, 而后三项由贝壳自身特征决定。

2.1 中国存量房交易市场空间巨大

中国的房地产交易市场在过去几年持续保持着高速增长。据 CIC 数据, 2019 年中国住房市场总交易规模 (GTV) 为 22.3 万亿, 其中: 新房市场规模达到 13.9 万亿元, 二手房市场规模达到 6.7 万亿, 租赁市场也有 1.7 万亿的规模。对比 2019 年全国城镇消费品零售额总和 35.1 万亿, 房地产市场的交易规模不可小觑。同时, 房地产市场的结构也在逐渐变化。由于城市优质的可出售土地逐渐减少、各地区对新房建设的管控愈发严格、城镇居民的住房拥有率已提高至较高水平, 未来新房市场的规模扩张将会逐步放缓。但是, 稳步增长的交易需求下, 伴随着存量房数量的增加以及城市教育、医疗等资源等稀缺化, 二手房交易的规模会持续快速增长。据 CIC 预测, 存量房交易在未来 5 年的年化增长率将达到 12.5%, 到 2024 年将达到 15.1 万亿。

图表11: 中国房地产市场规模



资料来源: CIC Report, 中信建投

不同于新房，市场对二手房的需求很大程度上来源于城市中新房的稀缺程度以及住房所附带的教育、医疗等附加价值，因此，二手房交易的活跃度在各城市之间存在明显的异质性。

分城市数据看，到 2018 年 18 个样本城市中已有 10 个二手房交易套数超过新房，且基本集中在二线以上城市，且四个一线城市均已进入二手房占主导的阶段，这意味着随着城市规模的扩张可能会带来更多的资源稀缺性和更不平衡的房屋供需关系。随着中国城镇化的推进以及中西部城市的人口回流，越来越多城市会迎来规模扩张，也逐渐带来地理、教育、医疗等资源的稀缺性，助推二手房市场的扩张。此外，从图表 12 可以看到二手房交易占总交易规模的比重基本和城市发展水平成正相关，这也意味着随着中国的城市不断发展，存量房交易越来越活跃的状态会从大城市到小城市、从发展领先的高能级城市向发展相对滞后的低能级城市传递，未来二手房交易市场将会迎来持续且稳定的上升期。

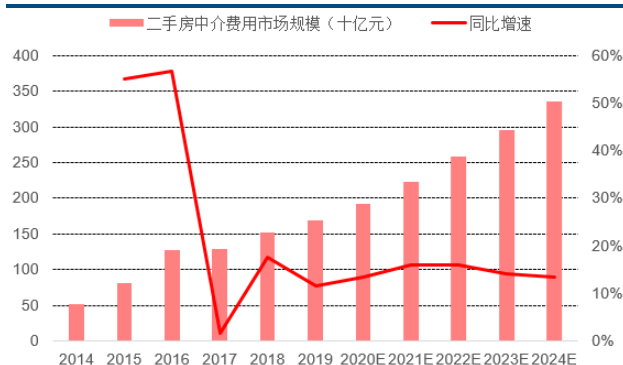
图表12： 2018 年中国分城市二手房交易规模



资料来源：中国指数研究院，中信建投

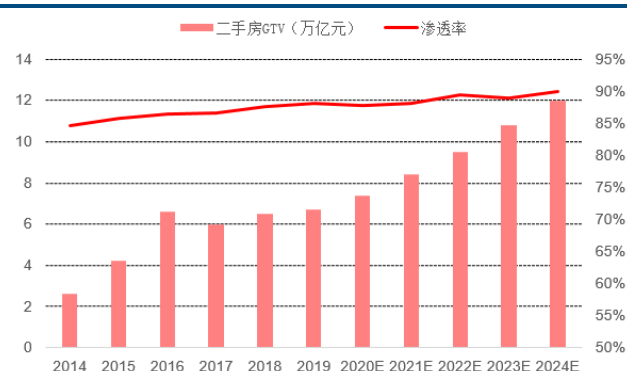
根据CIC数据，2014~2019年，二手房交易的佣金收入规模从524亿元增长至1697亿元，年均复合增速26.5%，行业总体保持了较高的增速，展现出了显著的成长性。2019~2024年，二手房交易的佣金收入规模将从1697亿元增长至3356亿元，年均复合增速为14.6%，增长速度有所放缓，但考虑到整体市场的扩容，由此带来的绝对收入增量仍然可观。由于二手房交易流程漫长、手续繁多，对于买卖双方而言均需要经纪人提供各种服务，因此在二手房交易中，中介的渗透率处于比较高的水平。根据CIC数据，2019年二手房交易的中介渗透率为88.1%，较2014年提升了3.5个百分点，预计到2024年可提升至90.0%。

图表13：二手房中介费市场规模将增长至3356亿元



资料来源：CIC Report，中信建投

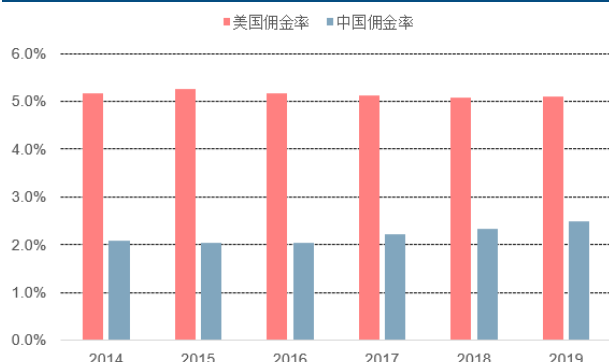
图表14：二手房交易的经济渗透率稳中有升



资料来源：CIC Report，中信建投

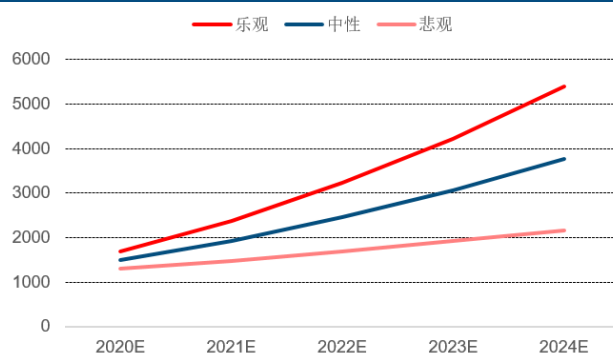
由于二手房交易的中介渗透率已经处于高位，渗透率的提升难以成为市场规模扩容的主要驱动力。未来市场规模扩容的弹性更可能来自于费率的变化。根据美国经济分析局的数据，2014~2019年美国二手房交易的中介费率始终维持在5%以上。中国的二手房中介费率目前约为2%左右，与美国相比仍有较大的提升空间。我们沿用CIC的渗透率假定，针对费率的变化进行情景假设，乐观情境下中介费率可逐年提升至5%，中性情境下可逐年提升至3.5%，悲观情境下中介费率无法提升。根据我们的测算，在乐观、中性、悲观情境下，2024年的佣金收入规模分别为5400亿、3780、2160亿。乐观情境下的市场规模是中性情境下的1.4倍，这意味着二手房中介的行业格局改善、服务认可度提升都有望驱动费率改善，提升市场天花板。

图表15： 中美中介费率对比



资料来源：CIC, BEA, 中信建投

图表16： 不同情境下的二手房交易佣金收入规模 单位：亿

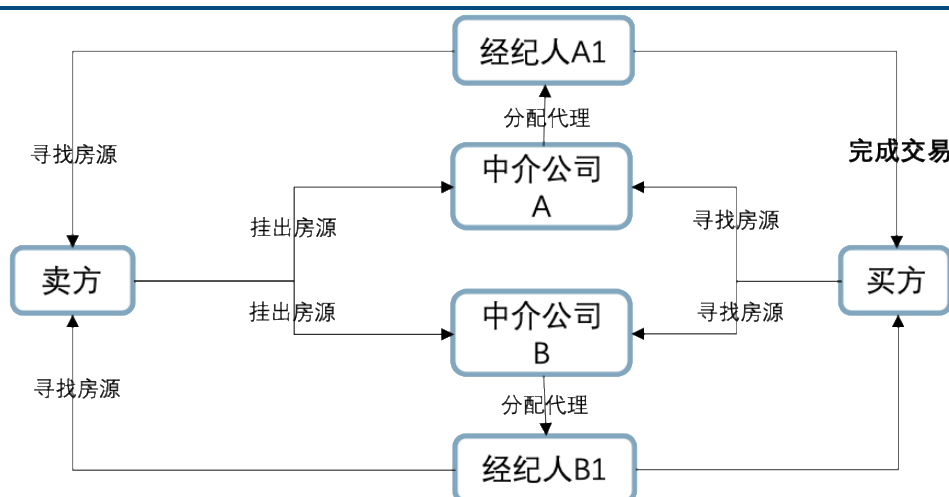


资料来源：中信建投

2.2 贝壳创造全新二手房交易模式：ACN

传统的二手房交易模式下，房屋买方和卖方都会通过个体的中介公司寻找交易机会。为了吸引更多潜在买方，卖方会选择在多个中介公司挂出房源，而为了获得更多房源信息，买方也会选择多个中介公司进行房屋搜寻，因此，买方和卖方都会对接多个不同公司的经纪人。由于独家委托制度在我国并未广泛推行，因此国内二手房交易采取的主要是多头委托的传统模式。这种交易模式会增加购房者的负担，因为其需要花费大量的时间去多家中介机构搜寻房源，而每家中介机构的信息质量、服务标准都存在较大差异，使得整个交易的隐性成本上升。对于卖家而言，其核心诉求是自己的房源得到最大的曝光度，以合适的价格和较快的速度成交。卖家如果将房源在大量中介机构挂牌，虽然可以获得高曝光度，但可能需要签署多方委托协议，以及不同中介机构的经纪人在对接客户时不会统筹安排时间。这无疑都是卖家需要承担的隐性成本。因此，从买卖双方而言，都需要一个或几个活跃有大量买家、卖家以及经纪人的大型中介平台，以降低住房交易的隐性成本，提升交易效率和体验。从市场需求和住房交易的痛点来看，中国出现超大型中介平台是大势所趋。

图表17： 二手房传统交易模式



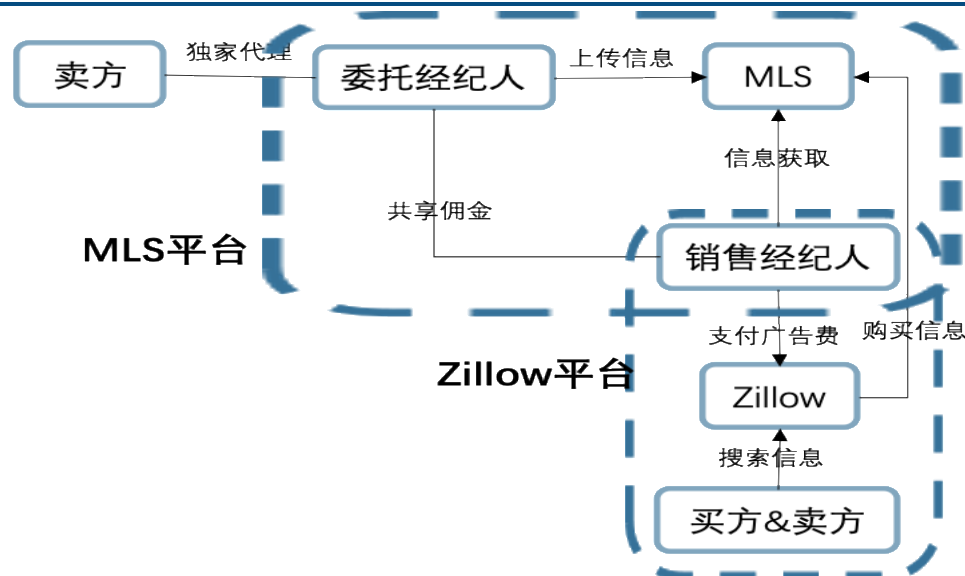
资料来源：中信建投

在美国，自 20 世纪 30 年代兴起了 MLS（Multiple Listing Service，直译为多重挂牌服务）房源平台，以会员联盟的形式，将不同房地产经纪公司纳入一个加盟体系，体系中成员的房源和求购信息集合在一个网站的共享

数据库中。MLS.com 提供这些共享数据的搜索服务，加盟 MLS 的每一位成员与客户签订委托销售或委托购买合同后，将此信息输入该网站的系统，由参加系统的全体会员共同帮助寻找买者或者卖者，实现交易。2018 年，美国有约 90% 的经纪人房源展示渠道是通过 MLS 平台。通过 MLS 平台，加盟的地产经纪人能共享房源信息，也间接带来了客源的共享，符合之前在分析传统模式时出现大型平台型中介有利于买卖双方的判断。在平台共享信息的模式下，更多的房源卖方会选择将房屋独家代理给 MLS 成员，也促进了美国大多数二手房交易在 MLS 构建的体系下进行。在拥有一个充分信息的平台后，市场参与者的搜寻成本、营销费用和交易摩擦都将减少，同时由于房源和客源的数量丰富以及多样化，也能提高房屋中介的附加值，提高了整个二手房交易中中介市场的规模和盈利能力。

除此之外，由于 MLS 对应的是经纪人，普通的购房者无法直接享受 MLS 带来的便利，所以也催生出了以 Zillow 为代表的针对 C 端用户的平台。Zillow 向 MLS 平台购买数据使用权，为个人用户提供免费房地产估价服务和各类房地产信息查询服务。在其网站上，用户可以直接在网页上缩放卫星地图寻找标的，或利用邮政编码和街道进行搜寻，而销售经纪人向 Zillow 购买广告以提高自身客源。MLS 和 Zillow 共同连接了美国二手房市场的各个角色，使得各个房地产中介和经纪人可以被认为形成了一个大型的中介保障了利益不外流。地产中介平台化运行能提高二手房交易市场的标准化、精确化，同时也大大降低搜寻和营销成本，此外还使得经纪人能提供更专业全面的服务，提高了行业的附加值。

图表18：美国二手房交易模式



资料来源：中信建投

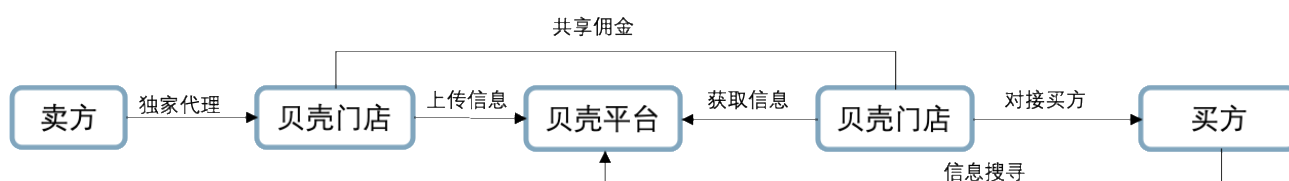
在 2018 年之前中国的二手房中介市场中，始终缺乏一个能联结交易整个流程的平台或者交易模式。以安居客、房天下为首的互联网平台进行二手房的推广，收取流量和广告费用；以链家、我爱我家为首的大型中介公司依靠在各大城市大量开设门店来建立自身的护城河，但又缺乏足够强大的互联网宣传和渠道，同时市场上还存在一些区域性中大型中介以及类似“夫妻店”形式的小型中介门店。在这样一个业态之下，房源和客源信息很难被有效地整合，同时针对经纪人的服务和针对个人买方和卖方的服务相对割裂，造成了资源浪费和较大的交易摩擦，如经纪人会在多个平台重复投放广告，多家中介会共同竞争房源，导致中介公司的获客成本高、客户资源不够丰富，从而卖家会选择多家中介挂出房源，导致传统二手房市场的低效。

而贝壳所构建的新模式则能将 B 端和 C 端有效结合在一起，并缓解中介之间的恶性竞争。首先，贝壳拥有一个线上平台，以保证真房源为核心要求，为潜在的购房者提供优质的房源信息相关服务，并提供了和这些房源对应的经纪人的介绍和联系方式。在这个平台背后的核心竞争力数据驱动，贝壳的前身自 2006 年开始构建楼盘字典，收录包括房源房间门牌号、标准户型图、属性信息、配套设施信息、历史业务数据等多维度信息。截止 2020 年 6 月，楼盘字典已收录全国共 2.26 亿套房源。在此基础上，贝壳着重培养了自身的技术团队，重视大数据的分析和应用，通过对用户与网站的交互过程中产生的成交数据、带看数据、搜索和点击数据等大数据的分析，形成用户画像，预估用户中意房屋的类型并智能为其推荐符合其需求的房源、推荐熟悉该小区、好评率高的经纪人为其服务，此外还能通过对历史成交数据的多维度分析来预测未来房价走势、评估房屋竞争力，帮助用户、业主和经纪人提供决策参考。

在贝壳平台构建的体系之上，所有的链家自营和贝壳加盟门店都承担了上传信息、获取信息的责任，也同时享有了从平台获取数据和信息的权利。在这个模式下，所有的贝壳门店可以认作是一家中介公司，能大大提高房屋卖方和买方的参与激励和用户粘性，并提升了撮合成功的可能性，提升了效率。

相比于其他松散模式的加盟，贝壳能把资源更集中化，触发协同效应；相比纯粹自营模式，贝壳模式在店铺扩张、资源获取等方面具有更大的优势，同时轻资产模式运营也降低了风险和现金压力。

图表19：贝壳交易模式



资料来源：中信建投

在具体交易实现上，贝壳构建的是 ACN（Agent Cooperate Network）模式，直译为经纪人合作网络，指在遵守房源信息充分共享等规则前提下，同品牌或跨品牌经纪人之间以不同的角色共同参与到一笔交易，成交后按照各个角色的分佣比例进行佣金分成的一种合作模式。委托经纪人和销售经纪人都有自身确定性的服务要求，参与交易的经纪人根据贡献率进行分佣，使得服务链条细化，提高资源利用效率，提升服务品质。同时，贝壳也要求委托经纪人不能卖自己得到的房源，能降低内部恶性竞争，推动良性竞合。

2019 年平台加盟店单店二手房交易 GTV 是行业平均 1.6 倍，达到 2030 万元，相比 2018 年单店 1090 万元同比增加 86%。2019 通过 ACN 完成的交易占总交易 75%，说明 ACN 网络模式的交易已经成为了贝壳二手房交易的主要模式，这个体系的作用已经凸显出来，房屋中介的附加值能够得到提高，并且存量房交易的整个过程中利益能够尽量减少外流。

图表20：贝壳 ACN 网络

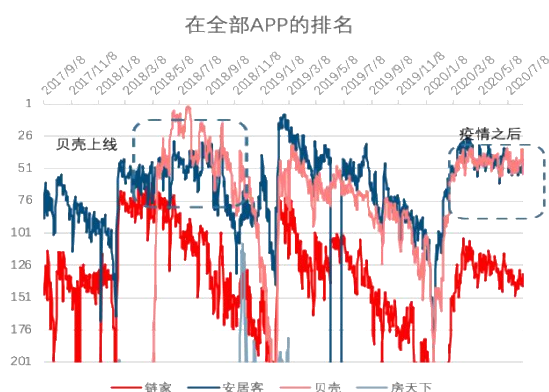


资料来源：贝壳招股书，中信建投

2.3 线上+线下、自营+加盟驱动规模和盈利能力提升

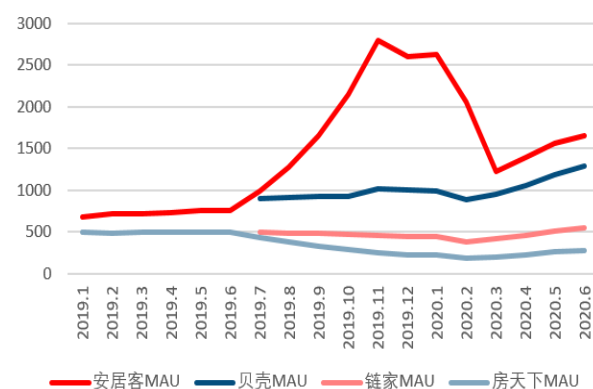
贝壳找房平台于 2018 年 4 月上线，在很短时间内就成为了房产线上平台中流量前二的平台并保持稳定（还有一个为安居客）。在疫情之后，贝壳和安居客两大平台在所有贝壳、安居客在所有应用中的排名显著提升，两个网站在生活类 APP 分别排名第 5 和第 7，这说明有更多消费者知晓并接受了在网上看房的习惯，居民在住房服务上对线上平台的依赖度提高。对比安居客和贝壳，虽然两家的盈利模式不同，但本质上都是需要更高的流量来提升公司业绩。对比两家的 MAU（月活），加总贝壳和链家，贝壳系的流量已经在短期内对行业另一巨头实现追赶和反超。此外，微信将第三方服务“九宫格”中接入了贝壳找房（之前这个位置是 58 同城），也为贝壳带来了可观的流量。据贝壳的招股说明书，2020 年二季度贝壳 App 和微信小程序总 MAU 达到 3900 万人。即使不考虑微信的导流作用，贝壳和链家两大 App 的 MAU 在二季度也保持逐月上升的态势，4~6 月分别为 1517、1687、1847 万人。

图表21：主要房产 App 在所有 App 使用量的排名



资料来源：蝉大师，中信建投

图表22：主要房产 App 的 MAU 单位：万人



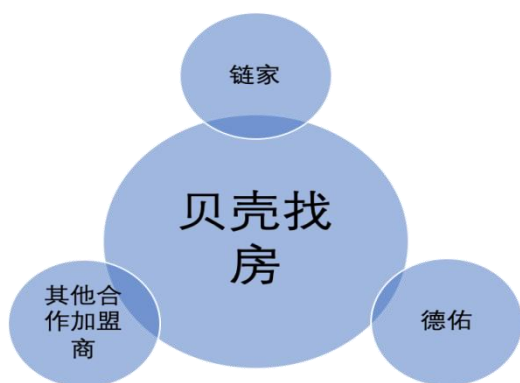
资料来源：艾媒北极星，中信建投

目前贝壳的线下门店由链家、德佑以及其他加盟合作商组成。其中，链家是贝壳的前身，成立于 2001 年，目前采用的完全自营的模式，自 2017 年起一直保持在全国 29 个城市 8000 店家左右的规模，目前在全国总共有约 134000 经纪人；德佑 2002 年在上海成立，2015 年链家收购德佑，2018 年链家开放加盟模式，同年 4 月份上线了贝壳找房平台，链家重启德佑作为新经纪品牌第一个加入贝壳平台。此外，截至 2020 年 6 月 30 日，贝壳

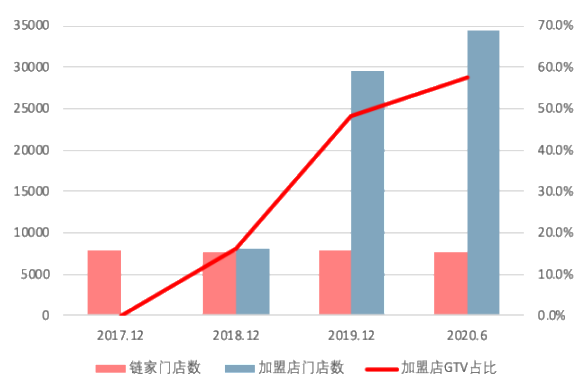
找房平台还签约了 264 个房地产经纪品牌。目前，贝壳找房平台已经有超过 42000 家门店和超过 456000 名代理商，遍布全国 103 个城市。

值得注意的是在 2017 年，贝壳的所有门店几乎都是链家的自营，但在短短两年半之后，加盟门店数量就已远远超过自营门店数量，并且 2020 年上半年加盟店的总 GTV 也超过了链家，这意味着贝壳依靠 ACN 网络为基础搭建的以加盟形式扩张的模式已经颇具成效。

图表23： 贝壳找房线下门店构成



图表24： 贝壳线下门店数量



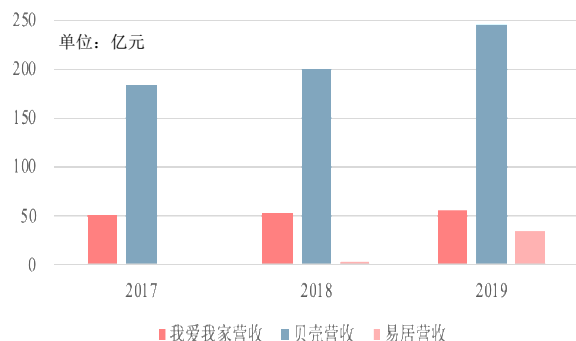
资料来源：中信建投

资料来源：公司公告，公开资料整理，中信建投

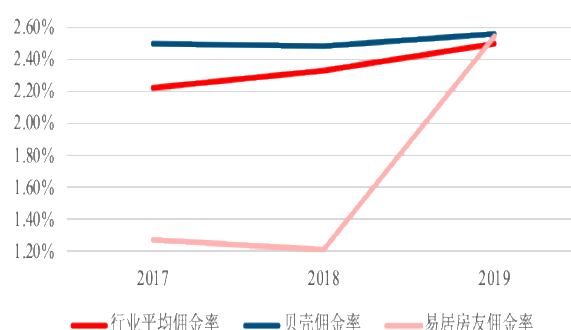
在线上平台高流量和 ACN 模式推进线下门店业务扩张的模式下，贝壳的二手房中介业务的营收快速增长，显著拉开了和竞争对手的规模差异。同时，由于贝壳巨大的房源体量和在 ACN 模式下每个流程都有细化的服务者，其中介服务的附加值也更高，有能力收取更高的佣金率。

贝壳在线上通过互联网平台提供的丰富高质量的房源信息，获得大量客源，又通过线下链家和加盟店带来密集的门店，承接客户，自我构建了二手房交易的生态圈。通过线上+线下，自营+加盟的形式形成了客户和自身经营的正反馈机制，用更强大的房屋平台带来了更多的客源，又通过营收的快速扩张继续优化自身，同时也进一步强化了服务质量，从而提升佣金率。

图表25： 上市中介公司二手房业务营收



图表26： 二手房佣金率



资料来源：公司公告，中信建投（注：贝壳加盟店采用净额法）

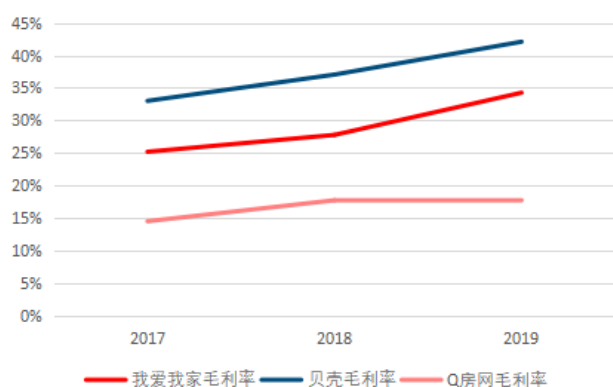
资料来源：公司公告，新浪财经，中信建投

在这样一个充分发挥数据和平台价值的体系下，贝壳能通过互联网平台降低获客成本，能通过数据资源降

低经营成本，因此其毛利率也能显著高于行业内竞争对手。

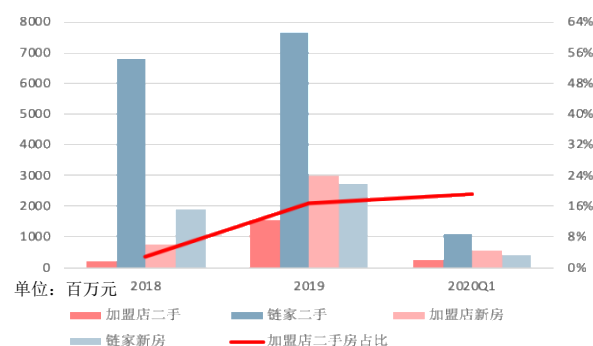
值得注意的是，虽然贝壳近两年的发展的核心是加盟店的迅速扩张，但链家自营部分，特别是二手房中介业务仍然是净利润的核心来源。2019 年链家自营门店为公司毛利润的贡献达到 69.8%，而二手房业务为公司带来了 51.4%的毛利润。链家成熟的经营模式带来了很强的盈利能力，仍然是公司不可或缺的一部分，而链家自营门店持续稳定的盈利也能进一步提升贝壳扩张的决心和能力。

图表27：上市中介公司二手房业务毛利率



资料来源：公司公告，中信建投（注：贝壳加盟店采用净额法）

图表28：贝壳毛利构成

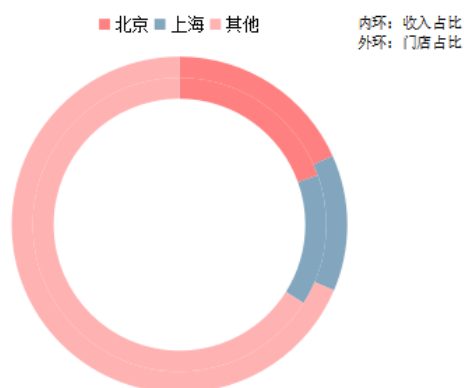


资料来源：公司公告，新浪财经，中信建投

2.4 较低能级城市的扩张带来更大的发展机会

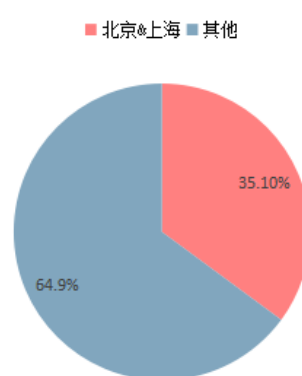
虽然链家已在全国 29 个城市拥有门店，贝壳平台旗下的中介更是在超过 100 个城市拥有业务，但是仅仅在北京和上海，贝壳就分别拥有 1400 和 1000 家门店，经纪人规模分别达到 26200 和 19300 人。2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年第一季度分别为公司带来 47.9%、47.4%、35.1%和 31.3 的收入，这一方面说明贝壳可盈利的业务主要还是聚集于一线城市，另一方面从趋势也可以看出贝壳在扩张后在其他城市的收益也逐渐增加。

图表29：链家北京和上海经纪人及门店数量占比



资料来源：贝壳招股书，中信建投

图表30：北京和上海收入占比



资料来源：贝壳招股书，中信建投

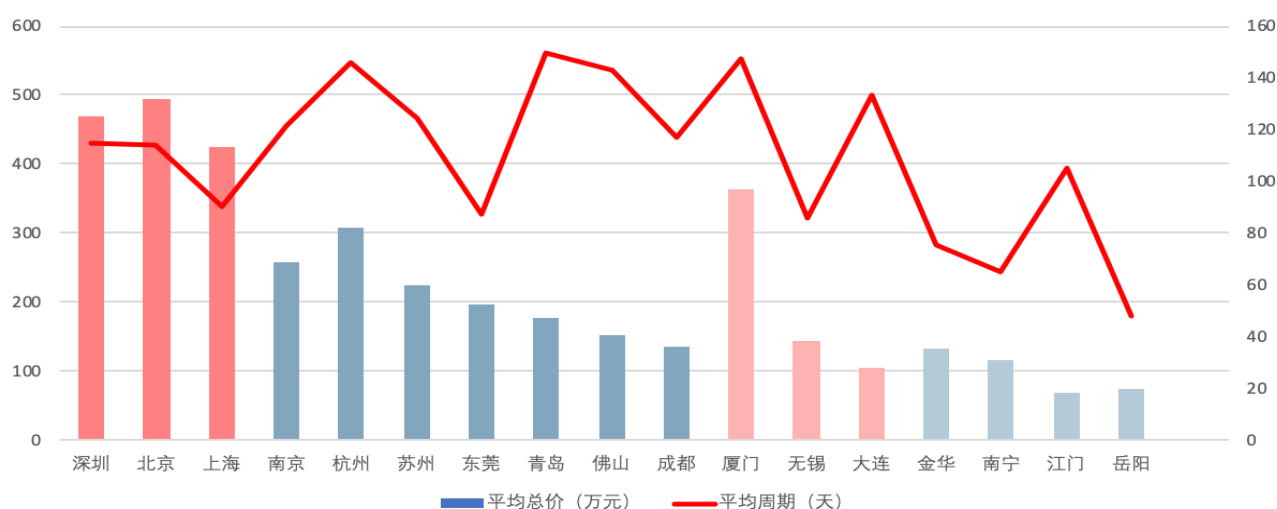
由于贝壳财报和公开信息中并未披露分城市二手房交易的数据，我们选取了 17 个具有代表性的城市采用爬虫的方法爬取了贝壳找房网站上已经成交的二手房信息，筛选住宅后在每套房的数据抓取交易日期、总价、单

价、挂牌价格、挂牌到成交周期等指标，并完成数据清洗工作，得到了每个城市在贝壳平台成交的最近 3000 套（不足 3000 套则为所有成交记录）房源的成交数据。选择的 17 个城市涵盖一线城市到三线城市，包含 13 个已入驻链家的城市和 4 个只有加盟模式门店的城市。

在图 17 的城市排序中，首要条件是城市评级，次要条件是样本中二手房每平米均价。可以看到，不同城市二手房交易的平均购房面积不同，一线城市虽然房屋单价高昂，但平均交易面积仅约 79 平方，而新一线城市和二线城市达到约 90 平方，三线城市更是达到约 108 平方。这使得平均每笔交易的总额在不同层级城市间的差距要比单价所展示的差距更小，新一线城市、二线城市和三线城市的每套成交房源的均价分别达到一线城市的 45%、37%和 15%，这意味着较小城市的二手房成交平均面积更大。同时，可以看到随着城市规模和房价水平的增长，房屋从挂牌到最终出售的时间也延长了。样本数据中一线和新一线城市的平均售房周期达到了 120 天，而二线和三线城市只有 94 天。

较小规模的城市单套房源的总价要比常规认识中更大，同时交易周期更短，这说明较小城市的二手房中介市场蕴藏着比想象中更大的盈利空间。一方面是因为较小规模的城市房屋单价低，居民普遍有购买更大面积住宅的能力和意愿，另一方面因为较小城市市场上的房源数量较少，异质性和信息不对等的情况少，市场中搜寻时间和交易摩擦也更少，所以房屋周转频率更高，能带来相对更大的成交量。

图表31：贝壳找房分城市数据

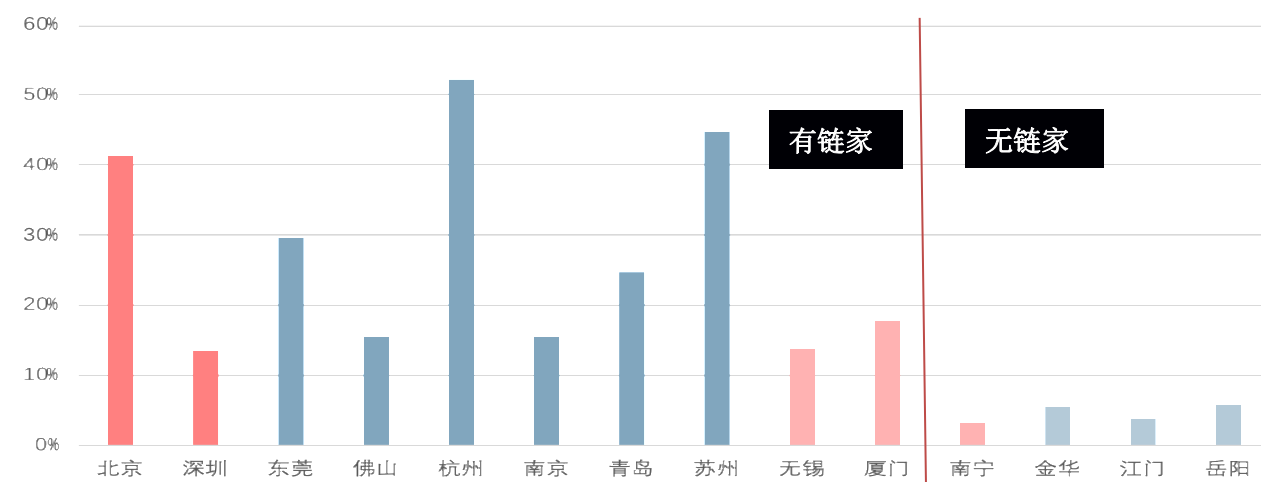


资料来源：贝壳找房官网，中信建投

我们在样本城市中进一步选取有日度交易数据公开的城市，统计抓取的贝壳成交数据周期内该城市的成交套数，计算得到贝壳在每个城市的市占率。

从计算结果可以看到，贝壳在一线城市和新一线城市的市占率已经比较高，大部分超过了贝壳在全国的平均市占率 20%，但是在二线和三线城市的市占率明显要低得多，特别是没有链家入驻的城市，市占率均明显低于 10%。这一方面说明了贝壳进入非链家入驻城市的时间较晚，还没有打出知名度和用户信任感，另一方面结合之前分析的较低能级城市潜在的巨大市场空间，也能说明未来几年贝壳在这些城市还存在巨大的发展机会。随着贝壳模式逐渐向较低能级城市推广，这些城市的贝壳市占率也有望在中短期内提升到 20%以上。因此在推进以 ACN 为基础的线上+线下联动模式下，贝壳在较低能级城市二手房市场的增长非常值得期待。

图表32：贝壳找房分城市市占率



资料来源：贝壳找房官网，各地方政府网站，中信建投

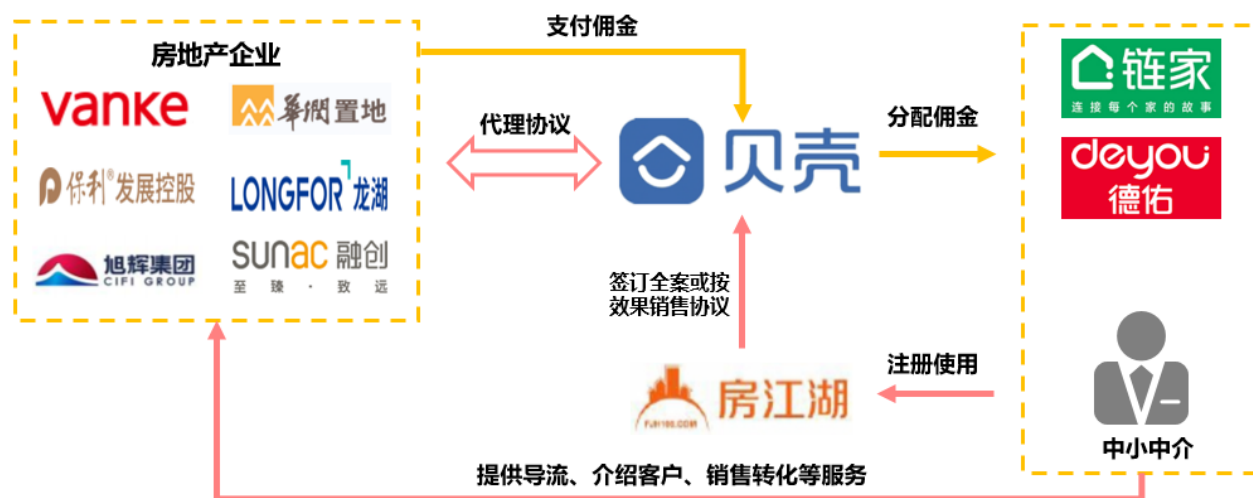
3 乘风破浪的新房业务，高速增长的重要引擎

3.1 新房业务爆发式增长，驱动收入体量迅速上升

贝壳找房的新房业务在近两年得到了快速的发展，现已成为收入占比超过一半的核心业务。早在贝壳上线前的链家时期就已开始介入新房业务，主要包括三种渠道：1）直接销售，即由贝壳直属的新房经纪团队自主拓客并实现成交，收取 2.0%~2.4%的佣金；2）一二手联动，即由二手房经纪人带客，收取 2.0%~2.2%的佣金，并向二手房经纪人支付介绍费；3）房江湖，即通过新房营销平台“房江湖”对接中小中介，每单收取固定费用。贝壳在此基础上，又迭代出人店模式、直通车模式和新网销模式。人店模式以“经纪人+门店”为核心，平台将盘源给到经纪人，由经纪人对盘源进行分析，并依据其掌握的客户资源，在把握客户需求的基础上进行有针对性的推荐。这种模式实际上是一种多次筛选的漏斗模型，可以最大程度地为售楼处精准导流。直通车模式则是在线上即将需求直接对接给开发商的销售团队，减少中间环节。新网销模式则是贝壳基于大数据对用户的购房行为进行刻画，由线上直销团队针对用户的需求直接推送最适配楼盘。贝壳新房的升级模式都能看到链家时代的影子，但又带上了数字化和平台化不断发展的印记。

贝壳新房业务的作业流程通常是由贝壳与开发商签订代理协议，佣金费率以及是否独家代理则由双方协商决定。在双方达成合作协议之后，贝壳即开始启动旗下的渠道资源为该新盘项目进行导流。贝壳的主要作用是为项目带来大量客源，较少介入案场的成交转化，其主要的价值体现为渠道价值，成交转化一般会由开发商的营销团队或分销代理团队在案场内完成。

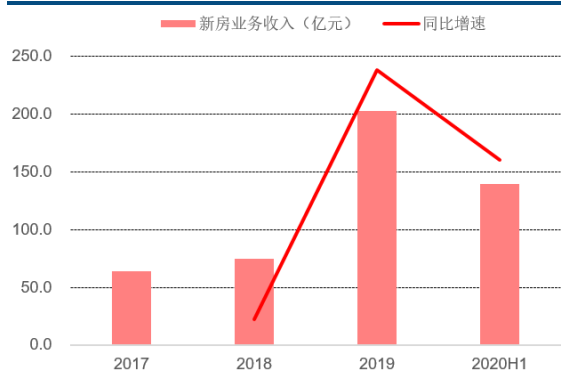
图表33：贝壳新房业务示意图



资料来源：中信建投

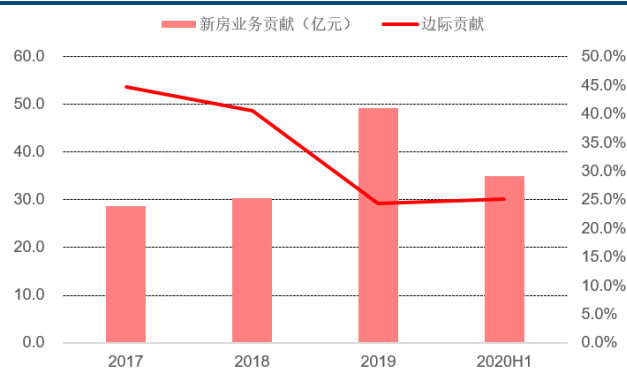
2017~2019 年，贝壳新房业务的收入从 64.2 亿元增长至 202.7 亿元，年均复合增速 77.7%，尤其是在 2019 年取得了跨越式的增长。新房业务占贝壳营业收入的比重也从 2017 年的 25.2% 提升至 2019 年的 44.1%，到了 2020 年 6 月底，占比超过二手房业务达到 51.3%。2017~2019 年，新房业务的贡献从 28.7 亿元提升至 49.2 亿元，年均复合增速 31.0%。新房业务的边际贡献¹尽管有所下降，但截至 2020 年中仍然保持在 25.1%。

图表34：贝壳新房业务收入快速增长



资料来源：贝壳招股说明书，中信建投

图表35：贝壳新房业务贡献持续上升



资料来源：贝壳招股说明书，中信建投

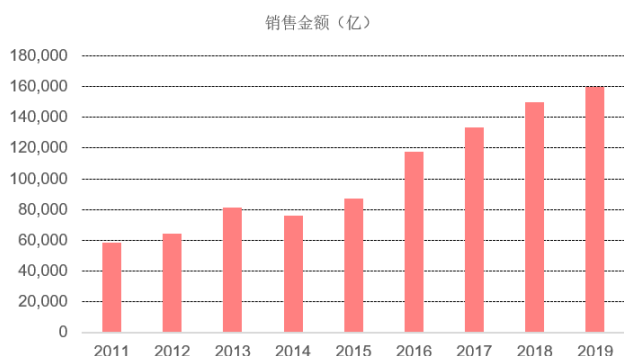
3.2 新房业务未来发展空间仍然较大

新房渠道业务其实脱胎于早年的新房代理业务，其生意的本质就是帮助开发商卖房子，挣的是开发商的营销费用的钱。行业收入规模=销售金额×销售费用率×代理/渠道渗透率。2019 年，中国商品房销售金额为 16.0 万亿元，Top10 房企的销售费用率（销售费用/销售金额）的平均值为 1.8%。考虑到 Top10 房企由于自身实力较强，品牌影响力较大，其销售费用率存在偏低的可能，排名靠后的房企可能更有动力在营销上大举投入，因此

¹ 贝壳定义贡献为收入减去内部经纪人和销售人员的佣金以及外部经纪人和渠道的佣金。边际贡献则为贡献与收入之比，边际贡献可以近似理解为毛利率的概念。

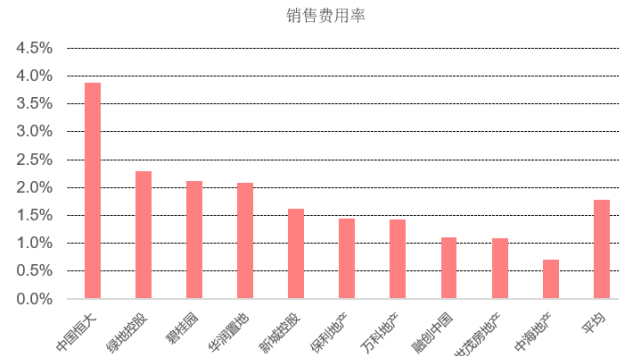
销售费用率可能会更高，比如达到 2.4% 的水平。代理/渠道渗透率目前未有权威数据，根据腾讯网报道，贝壳董事长左晖 2019 年底表示新房通过渠道销售的比例约为 20%。如果我们以 20% 作为参考值，由此可以估算出新房代理/渠道业务的市场空间约为 576~768 亿。

图表36： 2019 年全国商品销售金额 16 万亿



资料来源：统计局，中信建投

图表37： Top10 房企的平均销售费用率为 1.8%



资料来源：Wind，中信建投

新房代理行业近 10 年的发展大致经历了 4 个阶段，二手房经纪公司开始进入这个行业则是在 2016 年以后的第四阶段。我们先复盘一下行业发展历程，分析其背后的社会经济原因，在此基础上再对未来进行展望。坐销阶段（2008~2010 年），这是属于门户网站和线下代理行的时代。在互联网尚未完全发展起来的情况下，主要通过投放广告吸引客户来到售楼处，然后由代理行的销售团队进行转化。在经历了 2008 年的楼市寒冬后，开发商更加重视对于代理行的使用。因此，这一阶段代理行取得了较大的发展，崛起了以世联行、易居、同策等为代表的一批大型代理行。

房产电商阶段（2011~2013 年），这一阶段属于以搜房网为代表的房地产电商。房地产电商取得大发展的背景是电信网络、交通物流等基础设施大规模建设推动互联网普及率迅速提升，线上流量进入爆发期，电子商务的接受程度大幅提高。房地产电商的业务模式主要包括卖场模式和团购模式，但本质上是通过销售电商券获得的电商费取代诚意金完成蓄客，帮助房企完成销售。这一时期的红利主要被搜房网等房地产电商获取，2013 年末搜房网的市值最高曾超过 400 亿人民币。

新房销售 O2O 阶段（2014~2016 年），这一阶段主要特点是线上房地产电商企业开始向线下渗透，代理行开始搭建自己的线上平台，双方都试图实现新房交易的线上与线下闭环。从房地产电商模式向 O2O 模式转变的原因主要有：1）智能手机的普及带动移动互联网兴起，LBS（Location Based Services）开始普及，从而奠定了 O2O 的技术基础；2）购房者和开发商都有较强的实际需求。购房者希望获得从线上获知信息到实地带看、辅助成交的全套服务。开发商则希望能够更精准的获客以提高签约转化率。这一时期，产生了相当多的房地产 O2O 企业，诸如房多多、好屋中国等。线下的代理行如世联行、易居也都搭建了自己的线上平台并搭载相关服务。从实际结果看，线下代理行的线上化更为成功一些。以代理行龙头世联行为例，其互联网+业务从无到有，2017 年贡献毛利 5.3 亿元，较 2015 年增加 4.1 亿，毛利率 22.6%，较 2015 年提升了 5.8 个百分点。

渠道崛起阶段（2017 年至今），这一阶段的主要特点是二手房经纪公司开始登上舞台并逐步成为主角。渠道崛起的主要原因在于新房销售额的增速明显放缓和线上流量红利的终结，房企开始追求更加精准的营销而非单纯的曝光度。链家也就是在这一时期开始发力新房业务。易居也推出了“房友”平台以对接广大中小中介，将它们引入自己体系内协助进行新房销售。

图表38：新房代理营销行业发展阶段

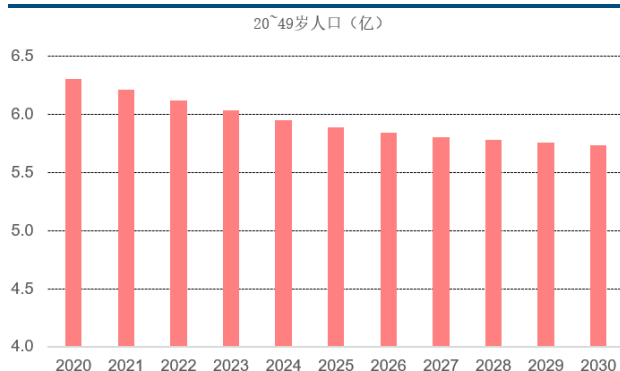


资料来源：中信建投

我们认为未来的发展趋势，主要有两个：1) 新房市场规模高位横盘；2) 渠道的重要性将持续显现，对传统代理构成较大的挤压。从行业规模的角度而言，影响其收入体量的核心变量就是新房销售规模、渠道渗透率、费率。

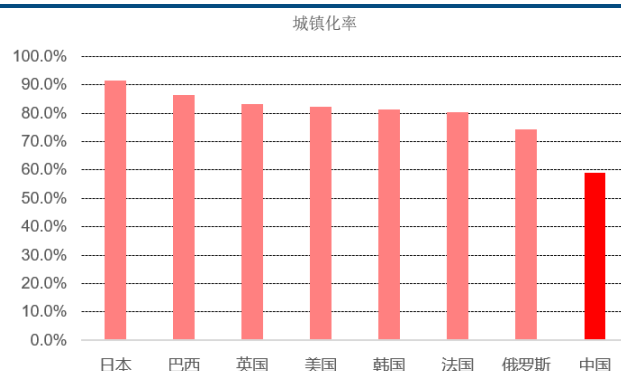
首先，新房销售规模不会出现快速下滑，将维持在一个 15 万亿左右的一个高位平台。新房销售规模目前已经处于历史高位，适龄购房人群数量也处于下行期，继续往大幅提升的概率较小。但由于城镇化仍在继续，目前常住人口城镇化率为 60.0%，参考发达国家以城镇化率水平 70%作为一个国家完成城市化的一个标准，中国至少还有 10 个百分点的提升空间，同时我们看到二线城市和强三线城市人口集聚仍在加速，房屋销售供不应求，结构性矛盾依然突出。因此，新房销售规模将继续维持在高位。

图表39：适龄购房人群人口处于下行通道



资料来源：联合国人口署，中信建投

图表40：中国城镇化率还有提升空间

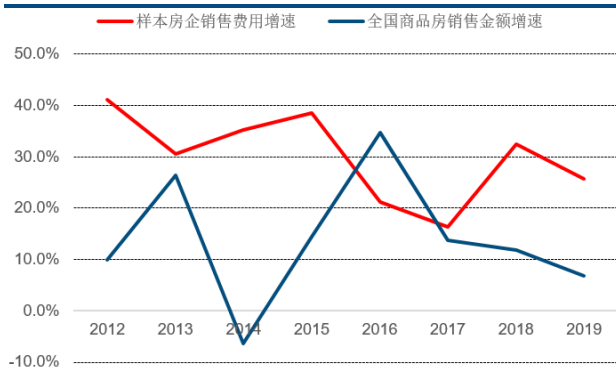


资料来源：Wind，中信建投

其次，从渗透率和费率的角度而言，我们认为未来的渗透率仍有较大提升空间，费率提升的空间相对有限。现在房地产行业的波动性迅速减弱，在“房住不炒”和“遏制房价上涨”的约束下，开发商已经失去了获取土地红利机会，央行出台的“三道红线”又对房企融资进行了限制。因此，房企会更加注重销售的效率，追求快速去化，避免在手中形成大量库存。在这种情况下，开发商会加大营销投入，尤其是加大对销售效率高的渠道的使用。因此，开发商使用渠道进行销售的比例会提高。基于以上分析，我们对未来的行业空间进行一个测

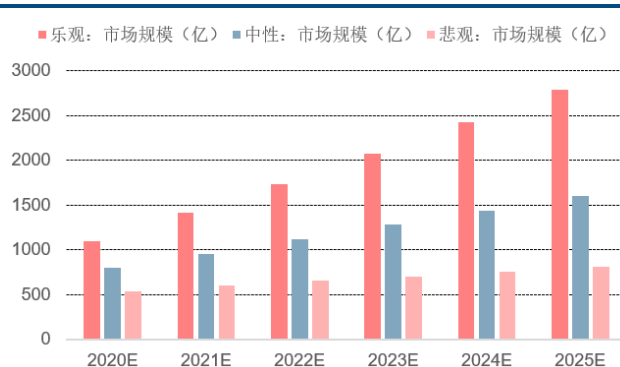
算。我们对新房销售金额、渗透率、费率三个关键指标进行乐观、中性、悲观三种情形假设，详细测算见下表，中性假设下，2020~2025年市场规模将由800亿增长至1600亿，年均复合增速14.9%。值得注意的是，囿于渗透率数据的可得性，主要参考贝壳董事长左晖的表态。根据腾讯网2019年的报道，左晖认为渗透率在未来几年会由20%上升到50%。我们中性假设在2025年可以由20%上升50%，则每年提高5个百分点。悲观假设下，到2025年上升到38%，则每年提高3个百分点。乐观假设下，到2025年上升到62%，则每年提高7个百分点。

图表41：市场平淡时，房企会加大营销投入



资料来源：Wind，中信建投

图表42：新房代理的市场规模持续增长



资料来源：中信建投

图表43：新房渠道业务市场规模

	2020 年			2025 年		
	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
商品房销售金额（万亿）	16.3	16.0	15.7	18.0	16.0	16.4
渗透率	27%	25%	23%	62%	50%	38%
费率	2.5%	2.0%	1.5%	2.5%	2.0%	1.5%
市场规模（亿）	1102	800	541	2790	1600	798
市场规模年均复合增速： 2020~2025	-			20.4%	14.9%	8.4%

资料来源：中信建投

3.3 贝壳在新房业务领域竞争优势明显

通过复盘新房代理行业的发展历程，房地产行业的发展情况与线上流量发展状况对于谁能执牛耳影响巨大。当前线上流量已经见顶，新房销售规模进入窄幅波动阶段，精准导流和营销成为最大的需求，这都为渠道崛起创造了条件。在众多的中介公司中，链家无疑最具竞争力，升级成为贝壳平台后，其优势得到了进一步的放大。贝壳在新房渠道领域的护城河主要体现在3个方面：1）海量的中介资源可以在短时间内对目标新盘形成多场景的高强度曝光。例如贝壳所有中介的朋友圈、门店内向到访的二手房意向购买者或者租房者推销新盘；2）中介公司及经纪人通常有自己熟悉的客源，便于定向精准营销，而且可以提供比较周到的服务；3）贝壳的资金实力雄厚，可以给平台上的中小中介及经纪人垫付佣金。

根据贝壳披露的数据，我们可以看到贝壳新房收入的增长与经纪人数量的增长基本同步。2019年，贝壳新房业务收入同比增长171.3%，经纪人数量同比增长118.7%。未来只要贝壳能够持续的增加平台的经纪人数量，那么其导流能力就难以被其他的平台所追赶。贝壳作为业内最优质的的渠道方，其相对于上游房企的议价能

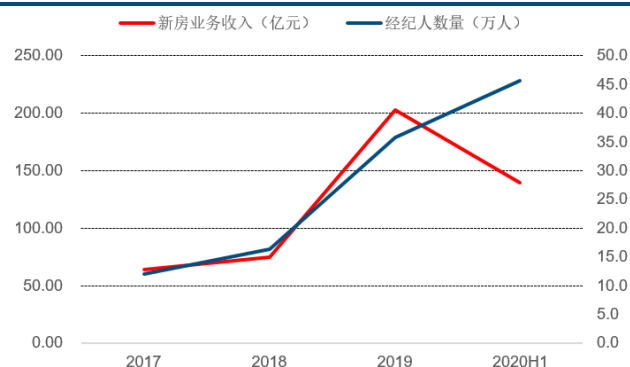
力也会有一定的提升，所收取的费率也会相应提升。那么贝壳能否维持其经纪人数量的持续提升呢？我们认为可以实现，首先，贝壳获取盘源的能力较强，中小中介和贝壳合作可以触达原来他们无法介入的新盘。其次，贝壳费率较高，资金状况好，具备持续为中小中介垫佣的能力，这对中小中介具有非常大的吸引力。这样，贝壳的新房业务就可以形成飞轮效应，进入一个正向循环，从而形成对竞争对手的持续竞争优势。按照 2019 年我们预测的行业收入规模的上限 768 亿计算，贝壳新房业务的市占率已经达到了 26.4%。我们预计，未来销渠一体化将是行业趋势，渠道的重要性将持续凸显，贝壳的新房业务将获得很好的发展机遇。在新房渠道业务领域，贝壳的市占率有望进一步提升。

图表44： 贝壳新房业务的飞轮效应



资料来源：中信建投

图表45： 贝壳新房业务收入与经纪人数量同步增长



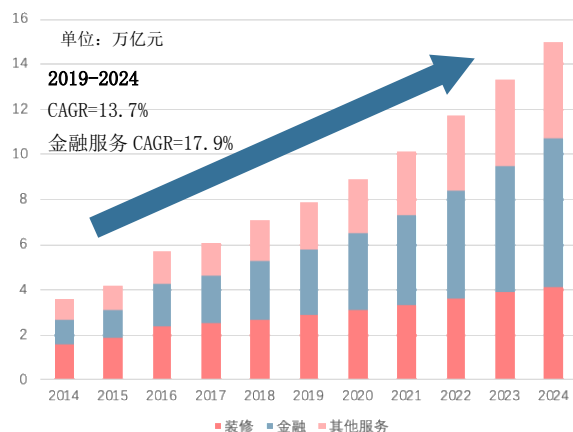
资料来源：贝壳招股说明书，中信建投

4 以装修和金融为代表的新兴业务，成为未来潜在的增长动力

除了传统的二手房中介和新房代理业务，贝壳还积极拓展房地产相关服务作为自身的新业务。CIC 数据显示，房地产相关的装修、金融、维修、物管等业务的市场份额将在未来迎来迅速发展，有望从 2014 年的不足 4 万亿增长到 2024 年的 15 万亿。相较于增速越来越缓的新房开发销售赛道，房地产相关服务行业这条赛道在不远的将来将愈发重要。特别是装修和房地产金融服务，它们本身依托于房地产交易，是每一次房地产交易都会存在的需求，因此，当房地产中介公司促进交易实现之后，它们能以很低的获客成本优先获取客源来继续完成装修和金服。也就是说，当一家房地产经纪公司具有提供装修服务或者金融服务的能力时，他们就更有可能会提高单客收益，延长收益链。

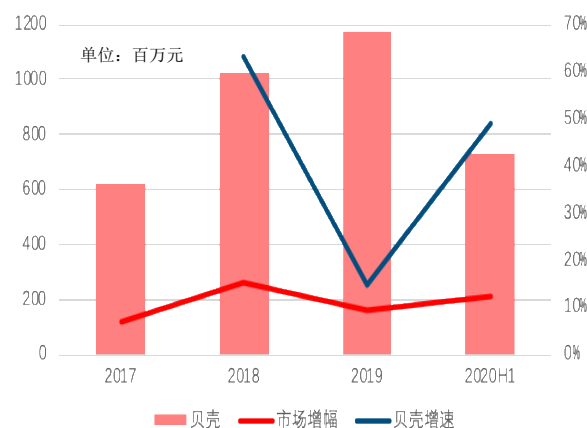
招股书显示近三年贝壳在装修和金融业务方面保持高速增长，增速远高于市场增幅，2019 年已经占到总营收的 2.2%。同时，新业务的毛利率很高，使得在 2019 年公司的总毛利中新业务的占比达到了 6%。虽然这部分业务在目前公司的业务中占比不高，但由于未来房地产相关服务市场这条赛道空间非常大，同时市场还未有明显的龙头，贝壳有较大的机会利用它在房地产交易市场中的龙头地位，在新业务板块迅速成长，为公司的盈利能力增长做出重要贡献。

图表46： 房地产相关服务市场规模



资料来源：CIC Report，中信建投

图表47： 贝壳新业务营收

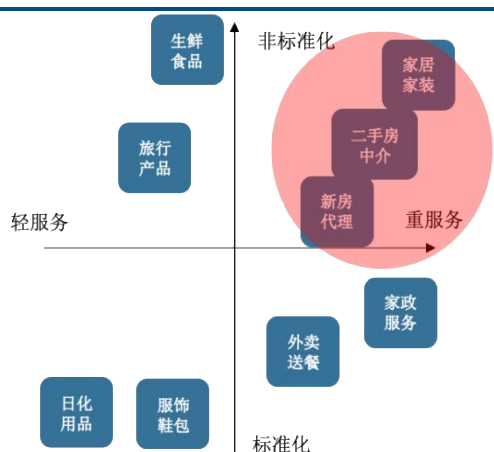


资料来源：公司公告，中信建投

4.1 装修业务新看点：计划清晰，具备空间

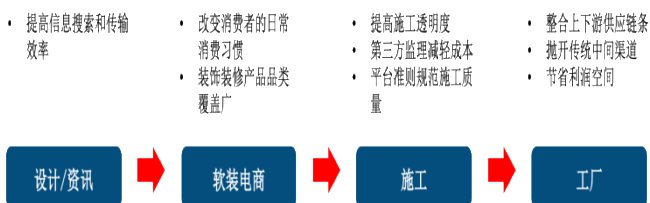
近年来，中国经历了社会生活互联网化的过程，产品售卖线上化逐渐从标准化、轻服务转向非标准化、重服务。贝壳在房地产经纪业务上的成功正是说明了当前非标准化、重服务的产品也能够通过互联网模式取得成功，贝壳选择的路径是线上高流量平台和线下密集门店的结合。而互联网家装也属于非标准化、重服务的类型，能与贝壳的主营业务产生很好的协同效应。值得注意的是，中国其他的电商巨头多是轻服务或者标准化类型以达到高交易额，还没有像贝壳这样的一家大规模主营非标准化重服务产品的商家。贝壳的专业平台和线下的密集门店为公司未来推进家装服务筑起了较高的护城河，因此在互联网家装推进的过程中，贝壳对于其他互联网巨头以及传统家装企业都具有较大的比较优势。

图表48： 互联网与传统行业融合的不同阶段



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

图表49： 家装行业数字化的优势

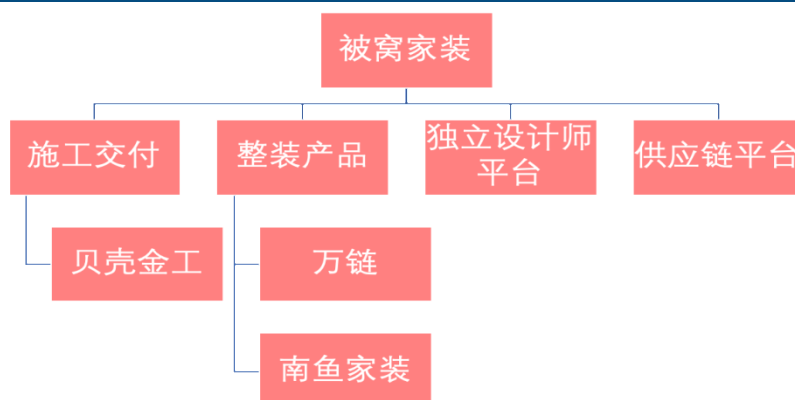


资料来源：亿欧智库，中信建投

贝壳在装修市场上已经形成了一个较为清晰的计划，并且已经开始部分业务的推进。早在 2015 年，贝壳的

前身链家就与万科合作成立了装修品牌万链，2016 年在北京市场实现销售额超 5 亿，一度成为中国单城市装修业务销售额最多的公司。2020 年 4 月贝壳成立了被窝家装作为贝壳在装修市场上运行的主体。对于被窝家装，贝壳主要规划了四个方向，第一个是施工交付，由 2020 年 4 月上线的贝壳金工来执行，目前已经开始在北京市场开展业务；第二个是整装产品，包括了 2015 年成立，2020 年 6 月贝壳全资收购的万链以及 2017 年成立，2019 年贝壳全资收购的南鱼家装两个品牌；第三个是即将推出的为独立设计师提供的平台；第四个是远期规划中构建供应链平台。

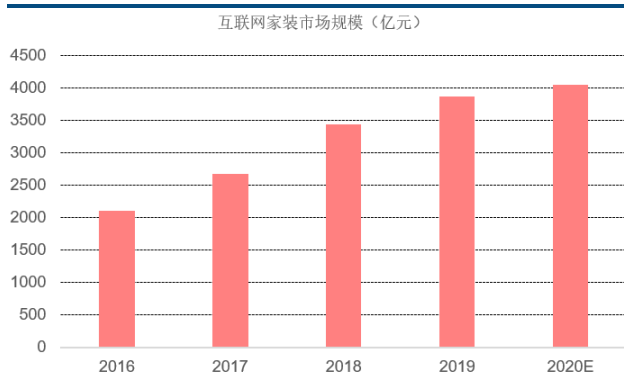
图表50： 贝壳在装修市场的布局



资料来源：公开资料整理，中信建投

艾媒咨询数据显示，近年来互联网家装市场快速扩容。市场规模从 2016 年的 2103.7 亿元上升至 2019 年的 3861.7 亿元，年均复合增速达到 22.4%，预计 2020 年市场规模将达到 4050.7 亿元。互联网家装产业参与方众多，线下供应商和互联网巨头均积极布局。众多参与方的入局固然显示了各方对于互联网家装赛道的看好，但也提高了业内的竞争烈度。目前，业内主要有三类模式：1) 综合类模式。淘宝、京东等大型电商给予家装流量入口，例如京东家频道、天猫家装等；2) 平台类模式。这一模式的代表企业有齐家网、土巴兔等。它们通过互联网平台吸引第三方装修公司入驻，撮合消费者与入驻公司合作，并向双方分别收取入驻费、推荐费等服务费。除了平台业务以外，公司也会做一些如室内设计之类的自营业务；3) 垂直类。代表企业有爱空间、家装 e 站等。它们通常会为消费者提供一站式装修解决方案，消费者给予一个总包价，公司完成从设计到装修的所有服务。

图表51： 互联网家装市场规模在 2020 年有望超 4000 亿



资料来源：艾媒咨询，中信建投

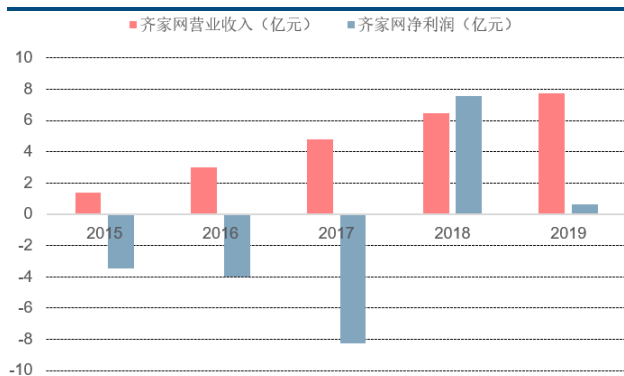
图表52： 互联网家装产业图谱



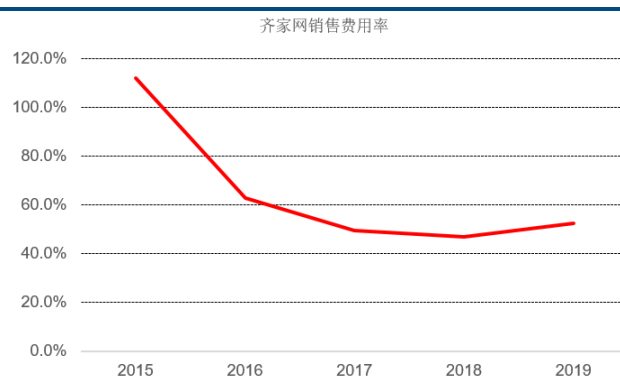
资料来源：艾媒咨询，中信建投

作为贝壳家装业务主要载体的“被我家装”在早期会更像一个垂直类平台，为消费者提供一站式装修解决

方案，未来则有可能是垂直类与平台类的叠加。从业内目前的发展情况来看，纯平台类的企业确实面临着一些挑战。以业内的龙头企业齐家网为例，其年报显示，2019 年齐家网实现收入 7.7 亿元，同比增长 19.4%；毛利润 5.1 亿元，同比增长 33.3%。净利润则仅有 6200 万，同比下降 91.5%。根据齐家网的招股说明书和年报，其收入和利润在 2015~2019 年间呈现出大起大落的特点，反映出公司经营稳定性不够。同时，齐家网的销售费用非常高，其 2019 年的销售费用为 4.1 亿元，销售费用率高达 52.5%，这也是为什么其净利润远低于毛利润的原因。高企的销售费用率背后是因为齐家网对于渠道导流的依赖，从而导致需要向流量主支付大量的费用。齐家网对于平台上入住的装修公司掌控力度较弱，会出现收款后罢工的行为，非常影响用户体验，从而导致用户流失，平台上活跃消费者数量减少，这反过来又迫使齐家网更加依靠向流量主购买流量。

图表53： 齐家网收入和利润大幅波动


资料来源: Wind, 中信建投

图表54： 齐家网销售费用率高企


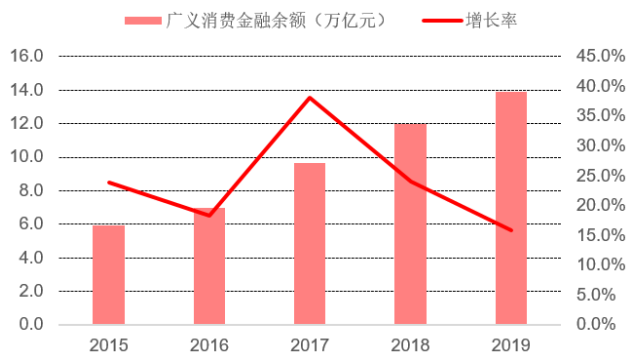
资料来源: Wind, 中信建投

对于贝壳而言，它在家装市场上的信心来源首先是贝壳拥有了住房行业中最充分的房源和客源信息，并且房地产中介与装修天然适配，使得贝壳的装修服务具有巨大的潜在客源。换言之，贝壳不需要依赖其他流量主进行导流，其自带流量；其次是相比家装行业的竞品，贝壳作为一家拥有超过 500 亿现金储备的高市值上市公司，有大规模投资装修行业的能力和试错成本；此外，贝壳以及隶属于同一创始人左晖的自如具有充分的装修经验，在标准化装修上有丰富的解决方案。因此，我们对贝壳解决行业痛点，挖掘出互联网家装的巨大价值充满信心。互联网家装超过 4000 亿的市场规模，如果贝壳可以取得 10% 的市占率，即可实现收入 400 亿。

4.2 金融业务野心：围绕房地产金融，逐步发展至消费金融

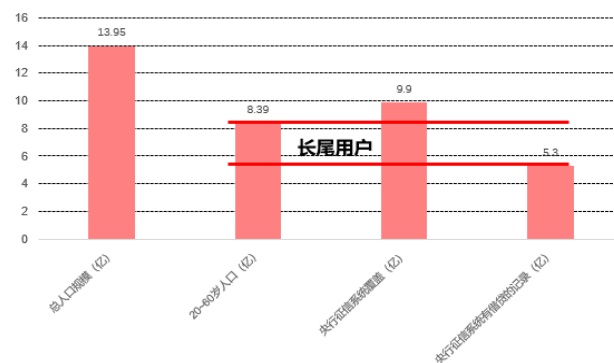
我国消费金融的市场规模持续扩容，市场空间非常广阔。根据央行《金融稳定报告》，截至 2019 年底，消费贷余额（不含房贷、经营贷）13.9 万亿元，较 2015 年增长了 135.0%。2019 年增速为 15.9%，较 2018 年下降 8.2 个百分点，增速虽然有所放缓，但仍然高于其他类贷款的平均增速。消费金融仍然有较大的市场下沉空间，3~4 亿传统金融难以有效服务的长尾用户是消费金融可以去拓展的重要客户群体。未来随着收入的提升，长尾用户的信用资质将不断改善，那时他们的金融服务需求将会释放出来，逐步成为消费金融的优质客户。

图表55： 2019 年底广义消费金融贷款余额超 13 万亿



资料来源：《金融稳定报告》，中信建投

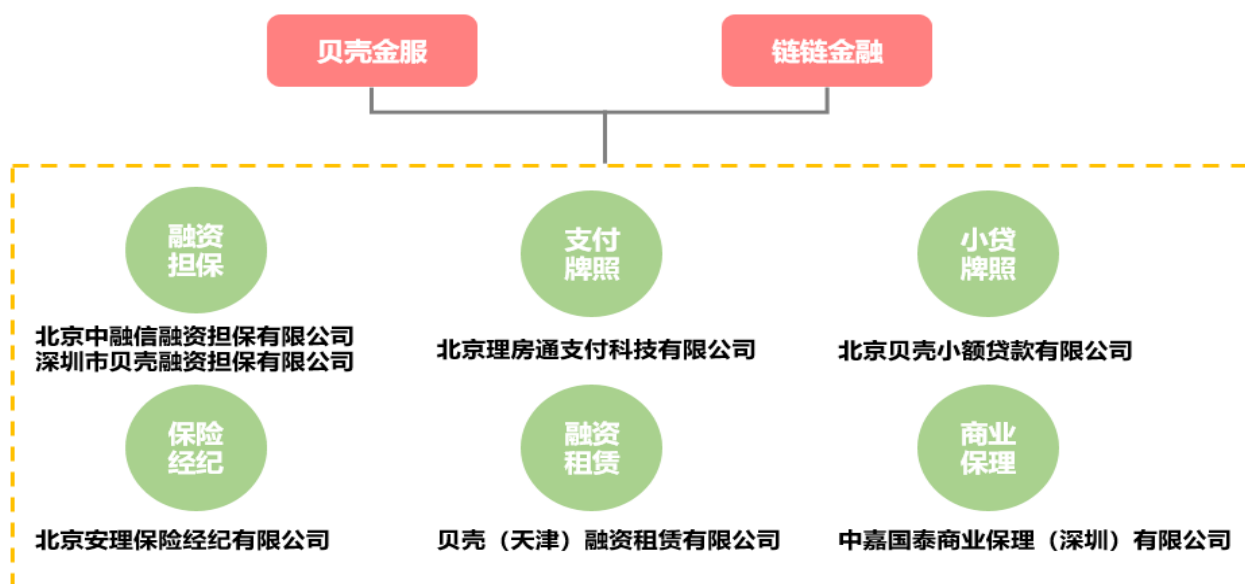
图表56： 消费金融还有大量长尾用户可以拓展



资料来源：《2019 年中国消费金融年度报告》，中信建投

金融业务一直是链家-贝壳的梦想，即围绕房地产交易打造“按揭-托管-融资-理财-支付”的房产金融闭环。链家最早切入是以 P2P 互联网金融产品的形式切入金融领域，早在 2015 年链家理财即以 138 亿元的交易额位列当年第十大网贷平台。随着监管层叫停“P2P”、严管首付贷，链家主动终止首付贷、定期贷等产品。尽管首次金融化遇阻，但链家并未放弃发展金融业务。2017 年，贝壳金服成立，并于同年拿下互联网小额贷款牌照。目前，链家-贝壳的金融业务由链链金融，贝壳金服两大平台构成，拥有 7 张金融牌照，包括融资担保牌照（2 张）以及支付牌照、小贷牌照、保险经纪牌照、融资租赁牌照、商业保理牌照。

图表57： 贝壳-链家金融服务板块和拥有牌照状况



资料来源：公司官网，中信建投

贝壳金服起步于 2006 年成立的链家金融事业部，2017 年 3 月开始正式独立运作。贝壳金服业务主要为用户提供借贷产品。而贝壳金服主要资金来源为链家体系，现已实现多元化，包括 P2P 网贷，信托与银行。贝壳金服的信贷业务包括四大类，贝分期、月付贝、装贝、住贝，分别用于家具家电采购、租房房租、装修业务、

资产借贷。用户通过贝壳金服申请贷款，待资质审核后可通过平台借款。

图表58： 贝壳金服产品汇总

产品名称	产品类型	利率	额度	期限
月付呗	租房分期	季度：2.5%，半年：5%	根据审核资质	3、6
贝分期	信用贷（业主购买家具）	-	最高额度 30 万	36
装贝	装修贷	0.42%(最低月息	1~50 万	12、18、24、36
贝用金	信用贷(链家经纪人)	最低日利率 0.03%	最高额度 10 万	3、6、12、18
店东贷	信用贷（店东）	12 期月利率：0.58%	最高额度 50 万	12、24
住贝	赎楼垫资与担保业务	-	-	-

资料来源：官方 App，中信建投

链链金融前身链家理财成立于 2014 年 11 月，链家理财是由链家地产负责运营的互联网房产金融平台，2016 年之前并未单独注册。2017 年 1 月作为独立品牌启动运营，运营主体从原来的链家，变成了北京美锦互联网金融有限公司。链链金融网络借贷业务覆盖到全国 13 个城市和地区，累计服务用户超过 32 万人，累计成交额达到 307 亿。

链链金融主要产品分为两类，分别为自动投标产品及散标产品。用户购买自动投标产品时，链链金融系统将根据算法将用户金额自动分散投标。自动投标产品分为一个月封闭期和三个月封闭期，参考年利率分别为 4.5%和 5.5%。自动投标产品封闭期内用户不能申请债券转让。散标产品，即家多宝系列产品，主要分为家多宝 8 号，用于汽车租赁分期，和家多宝 1，2，12 号用于装修和购买家具家电。家多宝 8 号参考年利率为 6%，7.5%，家多宝 1，2，12 号参考年利率为 6%。购买产品后，链链金融平台将披露借款人信息及还款方式以保障用户资金的安全性。

图表59： 链家-贝壳金融体系服务内容及实施载体

金融服务			
	出借方	自动投标产品	链链金融系统根据算法将用户金额自动分散投标
		散标产品	家多宝8号: 用于汽车租赁分期 家多宝1,2,12号: 用于装修和购买家具家电
	借方	贝分期	用于家具家电采购
		月付贝	用于租房房租
		装贝	用于装修业务
		住贝	安心用3号plus: 用于解决房屋有抵押的情况下，通过担保既能快速用到资金 安心用3号: 用于解决支付资金安全 安心赚5号: 用于解决客户资金不足解除房屋抵押 安心赚3号: 使用担保服务来解决偿还房贷资金
	支付方	履约支付	贝壳金服担保服务: 安心用3号，安心用3号plus，安心赚3号
		担保支付	存放买房支付的房屋交易资金

资料来源：中信建投

对于链家-贝壳来说，金融业务已经驾轻就熟，其服务内容贯穿交易前、交易中、交易后，服务对象包括买

买卖双方以及经纪人。链家-贝壳做金融业务的优势在于大多数购房人天然有资金需求，使得其拓展借款客户的成本非常低。在经纪业务的支撑下，链家-贝壳对于交易流程全面掌控，因此其底层资产质量可以得到很好的保障。目前，需要解决的问题可能是如何拓展更多的应用场景。链家-贝壳的优势还是比较局限于二手房交易，一般如果不涉及房产交易，消费者一般不会想到找链家进行借款。

图表60： 链家-贝壳金融服务贯穿交易全流程



资料来源：36Kr，中信建投

5 盈利预测与投资建议

我们预测贝壳 2020~2022 年营业收入分别为 641.8、846.8、1062.8 亿元，归母净利润分别为 27.3、42.0、54.8 亿元，每 ADS 收益分别为 2.11、3.25、4.24 元。

一）自营中介。我们假设 2020~2022 年自营中介的新房 GTV 分别为 2185、2521、2969 亿元，二手房 GTV 分别为 9556、10813、12448 亿元。新房中介佣金率为 2.8%、2.9%、2.9%，二手房中介佣金率为 2.6%、2.7%、2.8%。我们预测自营中介 2020~2022 年的收入分别为 313.8、367.1、435.5 亿元，对应净利润分别为 31.0、37.7、56.2 亿元。2021 年给予 30X 估值，对应市值 1131 亿元。

二）加盟中介。我们假设 2020~2022 年加盟中介的新房 GTV 分别为 11465、15929、20351 亿元，二手房 GTV 分别为 9444、14127、18242 亿元。新房中介佣金率为 2.3%、2.4%、2.4%，二手房中介佣金率为 0.4%、0.4%、0.4%。我们预测加盟中介 2020~2022 年的收入分别为 295.9、429.2、557.0 亿元。我们采用 P/GTV 的方法，2021 年给予 0.2X 估值，对应市值为 6011 亿元。

三）新兴业务。我们假设 2020~2022 年新兴业务的费率为 2%、2%、2%。我们预测新兴业务 2020~2022 年的收入分别为 32.0、50.5、70.2 亿元。2021 年给予 10X 估值，对应市值为 505 亿元。

我们对贝壳采取分部估值的方式来进行估值。我们将贝壳的业务分为自营中介、加盟中介和新兴业务。自营中介由于商业模式成熟，盈利稳定，因此采用 PE 估值法。加盟中介属于平台类业务，对于流量的依赖程

度较大，且新房和二手房业务分别采用总额法和净额法计算，我们采取 P/GTV 估值法。新兴业务也是基于流量引导的用户群体开展的业务，因此也采取 PS 估值法。贝壳三部分业务合计估值为 7647 亿元，折合美元 1171 亿（2020 年 12 月 30 日汇率 6.5325），对应 90.63 美元/ADS。

图表61： 贝壳分业务估值

	2021E
A.自营中介	
营业收入（亿元）	367.1
净利润（亿元）	37.7
市盈率（PE）	30
对应市值（亿元）	1131
B.加盟中介	
GTV（亿元）	30056
P/GTV	0.2X
对应市值（亿元）	6011
C.新兴业务	
营业收入（亿元）	50.5
市销率（PS）	10.0X
对应市值（亿元）	505
市值合计（A+B+C）	7647
股本（亿 ADS）	12.92
对应目标价（美元/ADS）（1 美元=6.5325 元人民币）	90.63

资料来源：中信建投

风险提示

新房业务发展不及预期：中国房地产市场面临较多的政策调控，若未来因政策调控，导致新房销售出现较大幅度的下滑，会影响公司的收入表现。

加盟中介流失超出预期：由于加盟中介存在价格敏感的特性，未来如果贝壳平台进行提价，可能会导致平台上的中介出现流失，导致网络效应消退。

新兴业务发展不及预期：新兴业务中的金融业务面临较多的监管约束，如果未来金融政策出现变动，可能会影响公司整体的业务规划。

报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	51912	60320	68702	78503
现金	24319	27587	27960	29331
短期投资	1845	1845	1845	1845
预付账款	5293	6654	8512	10463
融资应收款	2126	2126	2126	2126
其他流动资产	18329	22108	28259	34738
非流动资产	15353	30978	34884	39287
长期投资	2334	15081	15641	16313
固定资产	1134	1473	1933	2464
无形资产	2560	4559	6853	9403
其他非流动资产	9325	9865	10457	11107
资产总计	67265	91298	103586	117789
流动负债	27798	33765	41548	49918
应付账款	4213	6168	8046	10057
短期借款	720	720	720	720
其他流动负债	22865	26877	32782	39141
非流动负债	7932	7979	8164	8361
长期借款	4890	4890	4890	4890
其他非流动负债	3042	3089	3274	3471
负债合计	35730	41744	49713	58279
少数股东权益	87	0	0	0
股本	51895	49076	44758	39120
法定储备	254	343	462	624
留存收益	-11776	-9046	-4847	629
归属母公司股东权益	-8925	9181	13500	19137
负债和股东权益	67265	91298	103586	117789

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	113	6876	8572	11165
净利润		2730	4199	5476
折旧摊销		2750	3827	5029
经营性预付项目减少	-	-3434	-5526	-5839
经营性应付项目增加		5844	7149	7702
其他经营现金流		-98	0	0
投资活动现金流	-3874	-16650	-5244	-6716
资本支出		-4172	-5504	-6908

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	46015	64178	84677	106276
营业成本	-34747	-44357	-56749	-69750
销售费用	-3106	-3209	-4234	-5314
管理费用	-8377	-11552	-15242	-19130
研发费用	-1571	-2567	-4234	-6377
利息收入	230	276	280	293
应占股权投资损益	11	11	11	11
公允价值变动收益	-109	0	0	0
汇兑净收益	-54	0	0	0
营业利润	-1544	2780	4509	6011
营业外收入	431	431	431	431
营业外支出	-163	0	0	0
利润总额	-1276	3211	4940	6442
所得税	-904	-482	-741	-966
净利润	-2180	2730	4199	5476
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	-2184	2730	4199	5476
EBITDA	2917	4770	7411	9975
每 ADS 收益（元）	-0.96	0.70	1.08	1.41

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入 YoY(%)	60.6%	39.5%	31.9%	25.5%
营业利润 YoY(%)			69.2%	35.3%
归母净利 YoY(%)			53.8%	30.4%
获利能力				
毛利率(%)	24.5%	30.9%	33.0%	34.4%
净利率(%)	-8.8%	4.3%	5.0%	5.2%
ROE(%)	-6.9%	5.5%	7.8%	9.2%
ROA(%)	-3.2%	3.0%	4.1%	4.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.1%	45.7%	48.0%	49.5%
流动比率	1.9	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.7	1.6	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.70	0.82	0.90

筹资活动现金流	22931	15288	120	162	每股指标 (元)				
股本溢价		15350	0	0	每 ADS 收益(最新摊薄)	-1.85	-3.09	2.11	3.25
法定储备增加		89	120	162	每 ADS 经营现金流(最新摊薄)	0.09	5.32	6.63	8.64
普通股增加		0	0	0	每 ADS 净资产(最新摊薄)	24.41	38.35	41.69	46.06
现金净增加额	19170	5514	3448	4611					

资料来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

竺劲：房地产兼建筑行业首席，地产金融组组长

中信建投证券房地产兼建筑行业首席分析师、地产金融组组长。从事券商分析师十年。先后就职于申万、光大、东方证券，长期进入主要机构客户核心分析师派点名单，最新获得 2019 年最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），2019 年财新资本市场分析师成就奖（房地产）大陆区第三名，2019 年财新资本市场分析师成就奖（中小市值）大陆区第三名。本科毕业于南开大学经济学院国际经济与贸易专业，硕士毕业于北京大学国家发展研究院金融学专业。

孙晓磊：北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 4 年复合从业经历。专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk