

中信证券研究部



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



许英博
首席科技产业
分析师
S1010510120041



李金哲
地产分析师
S1010520090001

贝壳	BEKE.N
评级	买入（首次）
当前价	60.80 美元
目标价	78.90 美元
总股本	3.430 百万股
流通股本	2,545 百万股
52 周最高/最低价	31.80/79.4 美元
近 1 月绝对涨幅	-12.80 %
近 6 月绝对涨幅	62.39 %
近 12 月绝对涨幅	62.39 %

核心观点

经过长跑，贝壳已经巩固了经纪行业的线下（门店）和线上（系统）壁垒，ACN（经纪人协作网络）已经成为行业重要的基础设施，公司在经纪业务赛道已经进入收获期，而交易后服务则进一步打开了新业务发展的空间。我们给予 78.9 美元/ADS 的目标价，首次给予“买入”评级。

■ 在较大的赛道中确立游戏规则，ACN 奠定公司核心竞争力。中国的新房和二手房市场广阔，渠道和营销代理活动的业务开展模式也在发生嬗变。贝壳引导行业从“交易导向”转向“服务导向”，赋能经纪人，提升专业化水平，确立服务的行业标准，投资房产交易的基础设施。公司在经纪业务领域的护城河，不仅表现为其在核心城市的较高份额（单一城市份额有近 50%），更表现为其份额并非来自于价格战，公司佣金率市场中处于较高位置。贝壳在流量入口、经纪人管理、门店管理、交易后服务等领域，以强管控改变了经纪行业的面貌。我们认为，公司新房业务的市场占有率有望在 2022 年内从 2019 年的 5.4% 提升到 19.0%，存量房业务的市场占有率有望从 2019 年的 19.2% 提升到 26.7%，公司的 GTV（总交易额）有望在 2022 年达到 5.5 万亿元。

■ 公司传统业务已有相当规模护城河，佣金率和盈利能力有望维持稳定。我们认为，公司以大资金投入加强规则管控所推动形成的经纪业务护城河已经十分宽广，其他竞争对手无论是线下布点，还是线上系统投入，都很难在短期接近贝壳的水平。因此我们认为，公司经纪业务将迎来一个收获期，会为公司持续贡献较为丰厚的盈利。我们预计，公司未来三年的佣金率有望分别维持在 2.48%、2.51% 和 2.57% 水平，公司核心净利润率在未来三年分别达到 8.0%、9.3% 及 10.4%。

■ 公司具备新业务发展的优势，可能迎来新的增长点。我们认为，装修等业务高度非标准化，消费者有明显痛点，和贝壳现有的客户需求积累和流量优势匹配，也是贝壳擅长的强管控、高满意度大赛道。我们相信，贝壳有可能在装修、社区等领域迎来新的业务增长机会，而 IPO 和新股发行，又为公司在这一领域的进步提供了进一步的资金保障。

■ 风险提示：新房销售并非成长性赛道，二手房销量在房住不炒环境下也没有大幅提升的空间，公司的快速成长无法依赖于传统领域蛋糕不断增大。新业务拓展过程中公司可能面临的人才储备风险。

■ 盈利预测和投资评级。我们认为，公司凭借传统业务的宽广护城河，即便不考虑新业务有突破式进展可能，也有望在未来几年迎来快速成长。我们给予公司 2020/2021/2022 年 55.3/85.0/117.9 亿元的净利润预测，结合 P/GTV、PE 等估值办法，我们首次覆盖，并给予公司 934.7 亿美元的目标市值，合 78.9 美元/ADS 的目标价，给予“买入”的投资评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
GTV(十亿元人民币)	1,153	2,128	3,375	4,501	5,502
GTV 增长率 YoY	11.4%	57.8%	42.8%	24.7%	17.0%
营业收入(百万元人民币)	28,646	46,015	69,039	91,389	113,079
营业收入增长率 YoY	9.2%	21.9%	17.1%	10.5%	9.2%
核心净利润(百万元人民币)	131	1,653	5,529	8,496	11,793
核心净利润增长率 YoY	85.1%	1163.4%	234.6%	53.7%	38.8%
毛利率	24.0%	24.5%	26.1%	27.6%	29.0%
PE	3,496.3	276.7	82.7	53.8	38.8
PS	16.0	9.9	6.6	5.0	4.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 20 日收盘价

目录

贝壳：一场改变房产经纪生态的长跑.....	1
贝壳概览.....	1
经纪业务业务基本盘——庞大的房屋销售市场.....	3
渠道撮合重要性持续上升.....	4
房产经纪行业的多维竞争.....	6
长跑形成的业务护城河.....	8
从经纪护城河到升维平台化.....	12
基础设施建设的意义很快越过直营边界.....	12
告别展示（Listing）时代，“真房源”进击.....	13
不一样的强管控平台.....	15
ACN——升维发展的服务集成.....	18
挖掘交易后服务的巨大红利.....	19
贝壳原本重视交易后服务客户体验.....	19
住房交易后的需求挖掘.....	21
社区生活的需求挖掘.....	22
房地产金融.....	22
盈利预测与投资评级.....	23
GTV.....	24
收入.....	24
净利润.....	25
投资评级.....	26
风险提示.....	27

插图目录

图 1 : 公司服务经纪店面数	1
图 2 : 公司服务经纪人数	1
图 3 : 公司年度 GTV (单位: 十亿元)	2
图 4 : 公司各季度 GTV (单位: 十亿元)	2
图 5 : 公司年度收入 (单位: 十亿元)	2
图 6 : 公司各季度收入 (单位: 十亿元)	2
图 7 : 房屋交易市场 GTV 展望 (2019 年 vs 远期)	4
图 8 : 中国新建商品住房销售规模 (单位: 万亿元)	4
图 9 : 新房产业链主要参与方	5
图 10 : 二手房产业链主要参与方	5
图 11 : 渠道时代, 经纪人对购房需求的掌控更为主动和全面	6
图 12 : 预售制度下渠道对项目现金流改善非常明显	6
图 13 : 二手房经纪人朋友圈的新房广告	6
图 14 : 行业主要直营公司店面数	7
图 15 : 行业主要直营公司人员数	7
图 16 : 房地产经纪行业的竞争格局	8
图 17 : 深圳街头相邻的四个经纪公司门店	9
图 18 : 实际成交案例中现场接待的客户来源占比	9
图 19 : 贝壳自营品牌链家提出要做社区好邻居, 开展诸多免费服务	9
图 20 : 二手经纪业务的单店模型: 培育期、增长期和稳定期	10
图 21 : 贝壳自营品牌链家门店年均租金 (单位: 万元)	10
图 22 : 庞大中台以及基础设施建设是贝壳相对传统经纪公司的重要壁垒	11
图 23 : 贝壳研发费用 (单位: 亿元)	11
图 24 : 贝壳后台员工 (不包括经纪人) 情况: 2020 年 6 月	11
图 25 : 北京市二手经纪市场份额: 2018 年 4 月	12
图 26 : 不同企业二手买卖费率情况	12
图 27 : 2019 年末贝壳服务经纪门店数量占比	13
图 28 : 2019 年末贝壳服务经纪人数量占比	13
图 29 : 二手经纪商业模式	13
图 30 : 房天下挂牌业务的收入 (单位: 百万美元)	14
图 31 : 微信支付页购物消费栏的贝壳找房	14
图 32 : 如视推出的贝壳未来家, 一键家装对比	15
图 33 : 2019 年度链家经纪人学历情况	16
图 34 : 各城市链家本科学历新人基础底薪	16
图 35 : 位于昆山花桥的花桥学堂	16
图 36 : 贝壳内部的年度专业水平考试: 博学考试	16
图 37 : 经纪人的贝壳分	17
图 38 : 直营品牌链家经纪人的晋升通道	17
图 39 : 贝壳门店分级模型	17
图 40 : 公司门店数量	18
图 41 : 二手经纪业务的底层逻辑: 人店盘	18
图 42 : 贝壳 ACN 机制下一个交易的主要参与方	19

图 43 : 前 20% 经纪人贡献的业务数据	19
图 44 : 在北京商业贷款购房的一般流程	20
图 45 : 在北京公积金贷款购房的一般流程	20
图 46 : 贝壳找房线上核签室	20
图 47 : NTS 交易系统的六大产品	20
图 48 : 贝壳的发展路径是典型的产业互联网模型: 从链家到贝壳, 从封闭到开放, 从直 营到加盟	21
图 49 : 贝壳装修品牌: 被窝家装	22
图 50 : 贝壳装修品牌: 被窝家装	22
图 51 : 贝壳在北京试点的社区生活服务	22
图 52 : 贝壳在北京试点的社区生活服务	22
图 53 : 贝壳的业务示意图: 现金流角度	23
图 54 : 贝壳的业务结构示意图: 报表角度	23

表格目录

表 1 : 贝壳发展里程碑	1
表 2 : 贝壳收入计算口径	2
表 3 : 贝壳利润表主要科目 (单位: 亿元)	3
表 4 : 中美 2019 年住房市场情况 (单位: 万套)	3
表 5 : 不同城市二手房在整体住房交易中的占比	3
表 6 : 新房营销体系面临的挑战	5
表 7 : 上海不同区域的新房、二手房交易及人口占比	6
表 8 : 二手经纪产业链上的代表性企业	7
表 9 : 二手经纪行业的管理痛点解决方案	7
表 10 : 2015 年以来链家在全国的扩张加速	7
表 11 : 房地产经纪业务生态	9
表 12 : 贝壳楼盘字典的主要字段	10
表 13 : 贝壳手环 Air 独有功能	11
表 14 : 贝壳与流量网站的合作历史	14
表 15 : 二手经纪公司自建网站和第三方网站的区别: 以房源信息为例	14
表 16 : 必看好房: 优质房源计划	15
表 17 : 贝壳分的细项	16
表 18 : 贝壳不同级别门店的资源倾斜不同	17
表 19 : 贝壳 ACN 相比传统经纪行业的优势	19
表 20 : ACN 主要规则	19
表 21 : 装修市场测算	21
表 22 : 住房金融需求	22
表 23 : 贝壳店面数量	24
表 24 : 贝壳经纪人数量	24
表 25 : 贝壳 GTV 及市场份额 (单位: 亿元)	24
表 26 : 贝壳全口径佣金费收入 (单位: 百万元)	25
表 27 : 我们测算及预测的贝壳报表收入 (单位: 百万元)	25
表 28 : 我们测算及预测的贝壳主要成本项 (单位: 百万元)	25
表 29 : 我们测算及预测的贝壳利润情况	26

请务必阅读正文之后的免责条款部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

表 30 : 上市电商平台 P/GTV (单位: 亿人民币)	26
表 31 : 上市平台企业 PE, 单位: 亿人民币.....	26
表 32 : 我们采用 P/GTV, PE 等估值办法来讨论公司的合理估值	26
表 33 : 开发企业及监管机构对渠道业务佣金率的表态案例	27

贝壳从经纪业务起步，目前已经成为能够重塑交易规则的平台类企业，并正在将平台的服务经验推广到新业务中去。贝壳是极少数在和开发企业议价过程中不占劣势地位的产业链公司，也是极少数（甚至全球来看也是唯一的）以房屋为基本盘，成功的产业互联网平台公司之一。

■ 贝壳：一场改变房产经纪生态的长跑

贝壳概览

贝壳主要专注于房地产经纪赛道，目前已经成为房产经纪业务当之无愧的领跑者。

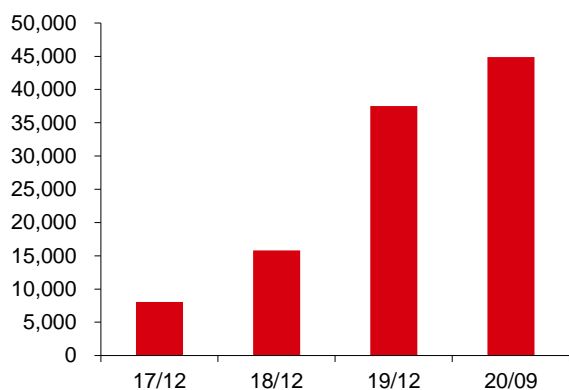
表 1：贝壳发展里程碑

时间	主要业务
2001-2009	链家：成为北京最大的房地产经纪公司
2010-2014	线上化：通过线上线下协同运营成为中国领先的经纪品牌
2015-2018	全国化：运营城市扩展到 29 个城市
2018.04 至今	贝壳平台推出：建立住房生态圈，为平台参与方赋能。

资料来源：公司网站，中信证券研究部

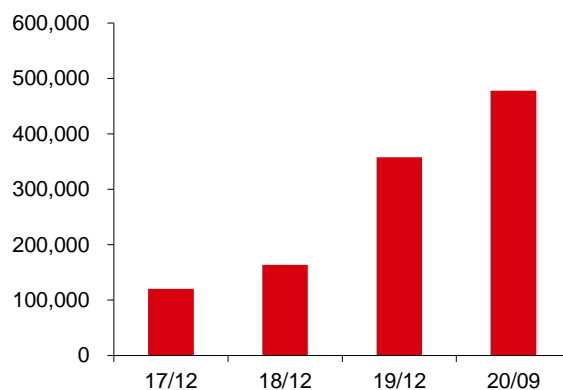
2019 年末，贝壳链接 37,514 家门店，同比增长 137.3%，服务 357,680 名经纪人，同比增长 118.7%。截至 2020 年 9 月，公司平台链接 44,883 家门店，同比增长 41.7%，服务 477,810 名经纪人，同比增长 50.7%。

图 1：公司服务经纪店面数



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司服务经纪人数

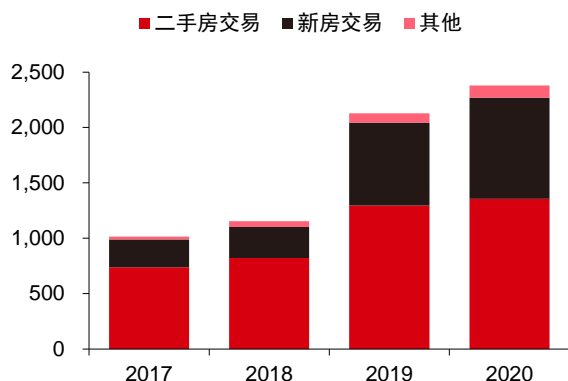


资料来源：公司公告，中信证券研究部

2020 年三季度，公司 GTV（Gross Transaction Value，总交易额）为 1.05 万亿元，同比增长 87.2%，其中二手房交易 GTV5,761 亿元，同比增长 71.8%，新房交易 GTV4,207 亿元，同比增长 105.7%。新业务（房产经纪之外，例如装修、金融、社区等）交易 GTV532 亿元，同比增长 151.5%。

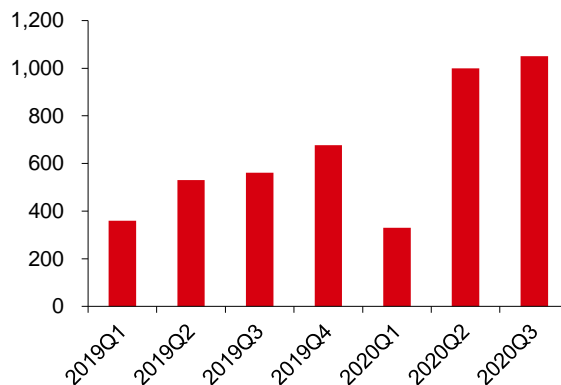
2019 年，贝壳的二手房/新房 GTV 分别为 1.30 万亿元和 0.75 万亿元，2020 年前三季度，则分别达到 1.36 万亿元和 0.91 万亿元。按 2019 年数据计算，贝壳的新房和二手房的市场份额分别为 19.2%及 5.4%。

图 3：公司年度 GTV（单位：十亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2020 为 2020 年前三季度

图 4：公司各季度 GTV（单位：十亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

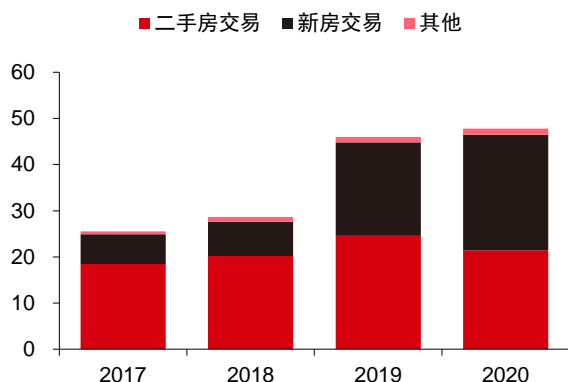
公司的主要收入是交易佣金。在新房交易及直营品牌链家的二手房交易中，交易佣金被全额记作收入，在加盟品牌二手房交易中，收入为平台使用费及品牌使用费等，为交易佣金的固定比例。公司在上市前有过比较长时间的亏损，主要是建设行业的基础设施、提升品牌影响力等需要大量的投入。

表 2：贝壳收入计算口径

业务	收入计算口径
二手房交易	链家门店交易：中介费减去非链家门店交易角色分成； 非链家门店交易：平台服务费，德佑等门店的品牌使用费； 交易后服务、招聘培训等。
新房交易	开发企业佣金。
其他	金融、装修等。

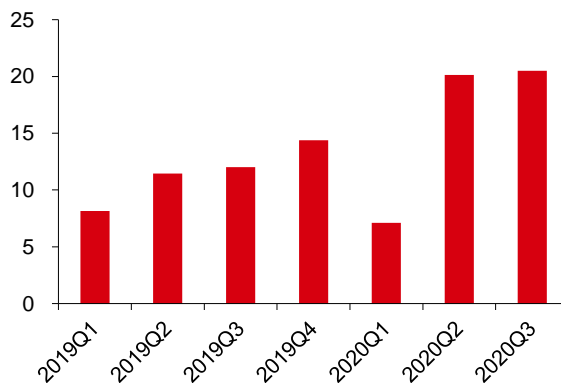
资料来源：贝壳招股说明书，中信证券研究部

图 5：公司年度收入（单位：十亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2020 为 2020 年前三季度数据

图 6：公司各季度收入（单位：十亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 3：贝壳利润表主要科目（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020 年前三季度
总收入	255.1	286.5	460.1	478.1
主要成本				
佣金分成：加盟经纪人	9.3	13.9	111.5	161.2
佣金分成：自营经纪人	156.6	157.7	194.4	165.3
门店支出	35.4	34.0	30.8	22.6
毛利	47.7	68.7	112.7	114.4
毛利率	18.7%	24.0%	24.5%	23.9%
主要费用				
销售费用	10.0	24.9	31.1	23.9
管理费用	42.8	49.3	83.8	57.1
研发费用	2.5	6.7	15.7	17.6
净利润	-5.4	-4.3	-21.8	16.8
净利率	-2.1%	-1.5%	-4.7%	3.5%
经调整后净利润	0.7	1.3	16.6	37.2
经调整后 EBITDA	10.7	6.1	29.2	48.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部

经纪业务业务基本盘——庞大的房屋销售市场

长期来看，中国二手房交易规模仍有上升空间。主要来源于：1）住房存量提升；2）二手房市场流通率的提升。

我们测算中国存量住房为 373 亿平米（参见《房地产行业专题报告——中国房屋存量可能存在明显低估》，2019-11-05）。如果加上目前在建的 62 亿平米（2020 年 10 月），潜在住房存量将达到 435 亿平米。我国的住房存量保有规模是比较大的。

同时，我国存量住房的流通率是比较低的。2019 年中国存量房流通率为 1.1%，同期美国为 4.0%。由于房住不炒政策的存在，我们并不认为我国存量房流通率能和美国接轨（实际上东亚国家和地区也确实会低一点），但我们认为存量房流通率还有一定的提升空间。

表 4：中美 2019 年住房市场情况（单位：万套）

类型	美国	中国
住房销售	624	1,927
新房销售	68	1,501
二手销售	555	426
二手销售/存量住房	4.0%	1.1%

资料来源：Wind，NAR，美国统计局，贝壳研究院，中信证券研究部

表 5：不同城市二手房在整体住房交易中的占比

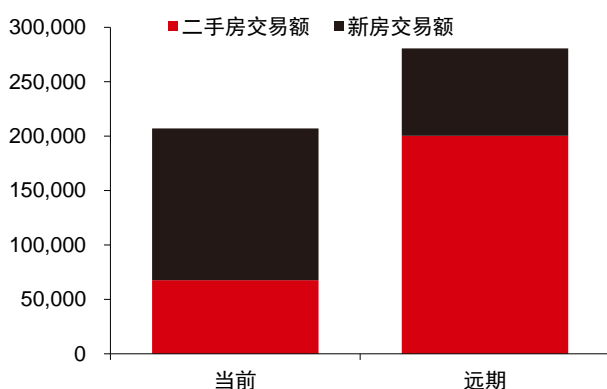
城市	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
厦门	38.1%	33.3%	36.1%	36.5%	51.5%	67.5%	72.5%	70.5%	70.8%
北京	54.9%	49.4%	54.2%	49.1%	61.1%	72.4%	68.8%	73.0%	63.6%
深圳	65.7%	56.6%	62.2%	54.6%	61.2%	65.3%	67.8%	64.5%	63.3%
上海	42.8%	49.1%	55.2%	47.1%	57.0%	58.6%	47.0%	49.4%	56.2%

城市	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
苏州	7.8%	14.3%	33.6%	28.2%	38.1%	47.1%	37.5%	47.6%	48.5%
南京	41.6%	37.8%	45.7%	37.4%	40.2%	48.2%	48.6%	44.0%	47.1%
广州	51.8%	39.2%	48.7%	36.7%	39.2%	44.9%	54.3%	47.4%	45.1%
北海	25.6%	19.8%	26.9%	25.0%	28.0%	30.8%	26.3%	35.4%	37.1%
杭州	29.6%	26.0%	31.8%	25.5%	33.0%	38.2%	42.2%	33.5%	36.0%
成都	27.7%	36.0%	34.1%	32.8%	43.7%	50.1%	57.3%	36.4%	34.7%
佛山	30.8%	24.2%	28.2%	28.2%	28.3%	30.9%	44.9%	36.0%	33.7%
扬州	15.2%	35.1%	23.7%	26.5%	27.9%	25.7%	34.2%	24.8%	31.7%
南昌	40.1%	33.9%	36.9%	24.1%	27.5%	29.1%	32.3%	-	30.4%
青岛	-	13.8%	19.7%	18.4%	21.3%	23.2%	25.6%	21.5%	23.7%

资料来源: Wind, CREIS, 中信证券研究部

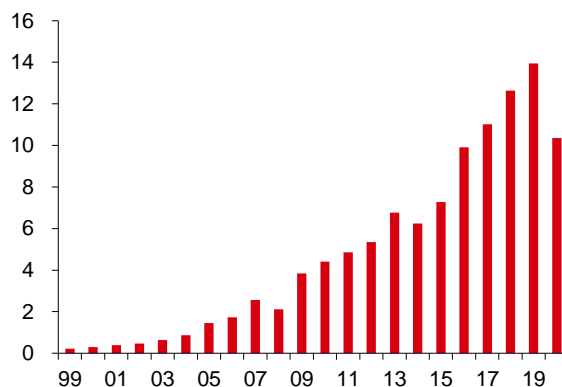
新房业务更偏周期性, 目前的新房市场成交规模可能已经达到历史性的顶部(虽然贝壳的市场占有率还有很大提升空间), 但相当时间内新房市场仍有可能维持高位平衡, 且营销的重要性可能有所提升。2019年, 中国商品住宅销售面积为15亿平米, 同比增长1.5%; 销售金额为13.9万亿元, 同比增长10.3%; 2020年前三季度, 销售面积下降1%, 销售金额增长6.2%。

图7: 房屋交易市场 GTV 展望 (2019年 vs 远期)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

图8: 中国新建商品住房销售规模 (单位: 万亿元)



资料来源: 中信证券研究部 注: 20年为前三季度

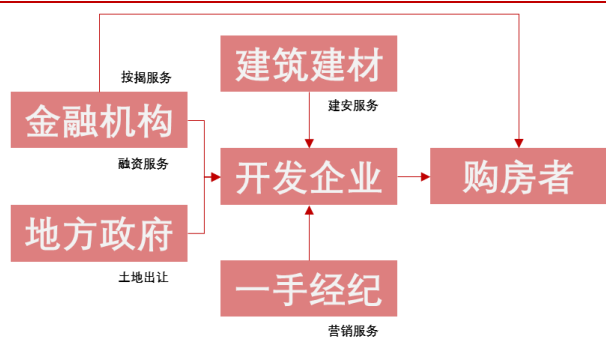
长期来看, 我们预计房屋销售市场的中长期 GTV 将超过 28 万亿/年, 其中新房交易占将近三成, 存量交易则略多于七成。

渠道撮合重要性持续上升

和其它大类资产不同, 房地产行业由于其非标和大额属性, 渠道的重要性不仅没有任何下降的苗头, 反而在持续上升。

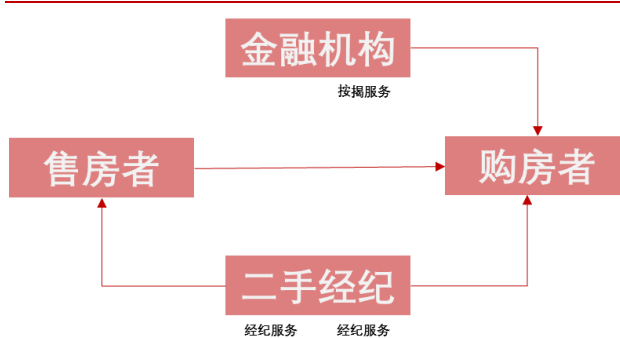
在存量赛道, 经纪公司一直是居于主导地位的, 离开了经纪公司, 交易很难完成。只要服务达标, 消费者愿意支付较高的佣金率(实际上佣金率并没有因为竞争而下降)。

图 9：新房产业链主要参与方



资料来源：中信证券研究部绘制

图 10：二手房产业链主要参与方



资料来源：中信证券研究部绘制

在新房赛道，尽管房屋具备资源属性，但绝大多数地方并非不可替代，渠道对于实现销售起到了至关重要的作用。

表 6：新房营销体系面临的挑战

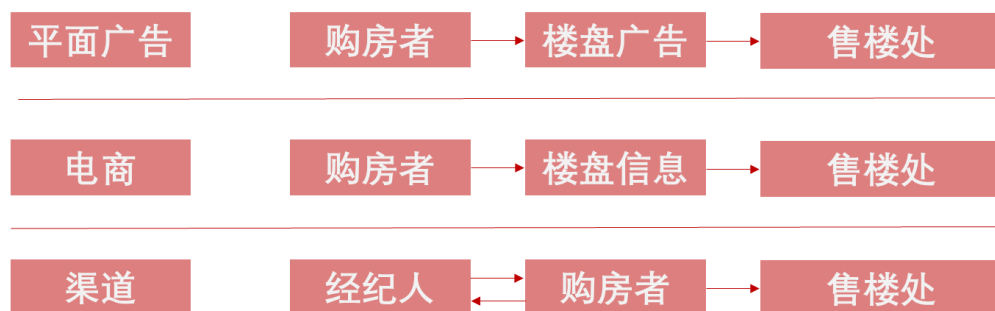
挑战	原因
产品力不足以打动客户，样板间并不是“所见即所得”	普遍的预售制度，使得消费者很难真实感受到产品魅力。目前精装修率整体还比较低。开发企业产品之间的差异化并不显著。
产品的多样性不够	开发产品跟拿地相关，很难覆盖全生命周期需求。单城市市场份额还普遍处于较低水平。
客户数据沉淀不足	开发企业非核心非必要环节的外包文化，销售环节长期被外包，缺乏对客户数据的沉淀和挖掘。长期以来行业重土地拓展、重财务融资，轻客户经营。
“等客上门”为主的营销策略	以售楼处为销售的核心环节。
拓客手段缺乏核心竞争力	电话、小蜜蜂发传单、广告等拓客手段，缺乏核心竞争力。
新房项目与客户物理距离越来越远	随着城市的面积扩张，新房项目距离城市中心的距离越来越远，和消费者的地理距离也越来越远。

资料来源：中信证券研究部

目前而言，改善性需求成为主流，而深耕社区的经纪公司长期接触主流住房需求，掌握居住入口，在房屋交易过程中的作用越发不可替代。以新房而言，我们认为以经纪人为主的一手渠道业务，并不单单是私域流量的变现，更重要的是对需求的精准匹配，只是从住房需求-存量房的匹配转向住房需求-新房+存量房的匹配。一手渠道的费率虽然高，但是能够显著改善开发企业现金流，对于提升项目回报水平有极大帮助。

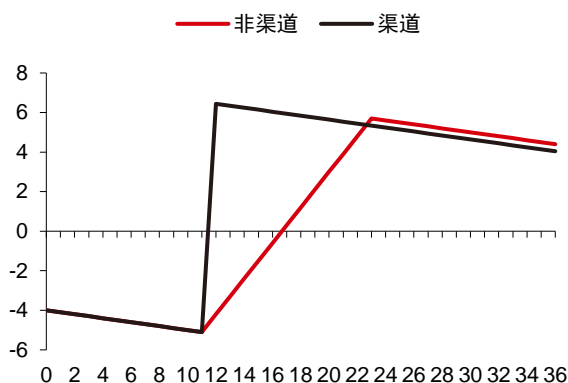
我们认为，营销渠道，已经成为极少数在和开发企业议价过程中并不占下风的行业。未来渠道相对于开发行业的地位还有可能上升，这也在刺激开发企业自建渠道，避免 ROE 进一步下降。各大龙头企业目前开始试图控制渠道使用，甚至自建渠道或扶持产业链内公司对抗贝壳，本身已经说明了营销渠道的强势位置。

图 11：渠道时代，经纪人对购房需求的掌控更为主动和全面



资料来源：中信证券研究部

图 12：预售制度下渠道对项目现金流改善非常明显



资料来源：中信证券研究部测算 注：假设开发周期 36 个月，拿地金额 4 亿元，建安成本 3.6 亿元且在均匀分布，销售金额 12 亿元，第二年初开始销售，渠道当月售罄，非渠道当年售罄，各月均匀分布。渠道费用为 2.5%，未考虑财务成本、银行贷款周期及税收预缴等。

图 13：二手房经纪人朋友圈的新房广告

五一已过，再迎端午！北京新房特惠
隆“粽”巨献 🎁 东南西北全方位，从刚需到改善，从普宅到高端，20多个热盘精简点评，让您掌握一手的最热盘与最新特惠！
特价房、专属房、一口价，最高省277万
🌞 VR看房足不出户，3天逛完全北京最热盘！如果您想看房，还请联系我，我将为您定制专属看房服务 🍷



端午假期必看新房热盘TOP20，专属房源到一口价，最高直减277万

资料来源：中信证券研究部草根调研

表 7：上海不同区域的的新房、二手房交易及人口占比

	内环	内外环间	外环
新房	2.7%	15.4%	81.9%
二手房	11.9%	35.4%	48.9%
人口	14.2%	34.3%	51.5%

资料来源：Wind，中信证券研究部

长期来看，我们预计存量房的中介渗透率会保持在 85%左右（极少数房屋会自行成交），佣金率会维持在 2.0%左右，市场总体佣金规模约为 3400 亿元。预计新房市场的渠道渗透率能够得到 50%左右（相当数量，有资源属性的房屋的确无需渠道，或只需要开发企业自行销售），佣金率可能达到 2.5%，市场总体的佣金规模约为 1000 亿元。我们认为，贝壳所在的主赛道，即经纪业务赛道的营收总规模为 4400 亿元。

房产经纪行业的多维竞争

贝壳不仅需要和经纪公司竞争，实际上还要和垂直线上平台，甚至是物业管理公司竞争。

表 8：二手经纪产业链上的代表性企业

线下			线上		
直营经纪	物业公司	加盟经纪	二手经纪服务： 全流程服务	二手经纪服务： 房源广告	二手经纪服务： 新房渠道
链家 我爱我家 中原地产 乐有家 Q房网 美凯龙爱家	万科朴邻 绿城置换 龙湖租售	21 世纪不动产 德佑 房友 科威不动产 中环地产 好房京选	贝壳	五八/安居客 房天下 乐居	房多多 易居

资料来源：中信证券研究部

房地产经纪又是极其重线下运营的行业。从 2015、2016 年部分企业试图从线上进入线下的实践经验看，新进入者需要较长的时间才能建立盈利模型，但是短期门店运营成本偏高，很容易对企业资产负债表产生巨大冲击。从线上到线下的房地产经纪企业基本都失败告终。

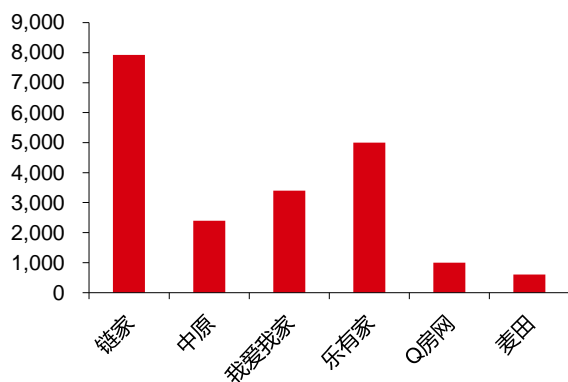
表 9：二手经纪行业的管理痛点解决方案

管理痛点的解决方案
经纪人门店之间在资源/中介费折扣方面有序竞争，且不影响资源共享和协作。
新入行经纪人能够得到培训、支持和提升，经验丰富的经纪人有足够的激励机制能够长期服务。超级销售员、明星销售员离职不会冲击公司/平台的正常运营。
经纪人能够对公司/平台忠诚，不将资源藏私，不绕开公司/平台私下交易。
内部控制体系能够保证消费者服务体验和交易安全。
经纪人能够在作业中得到品牌、流量、技术的支持，有稳定的晋升通道和穿越房地产周期的财务支持。

资料来源：中信证券研究部

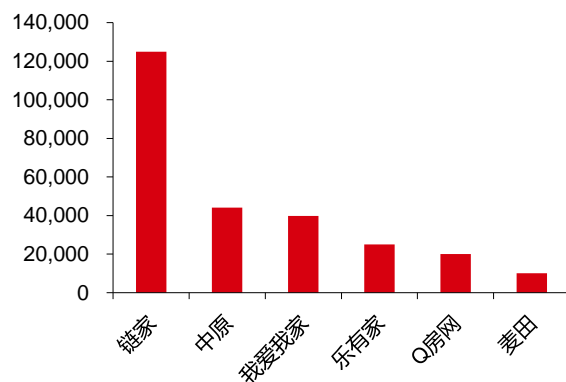
对于线下企业而言，贝壳直营品牌通过自身发展及并购核心城市一线同业的方式，建立了良好的行业格局，和竞争对手的差距明显拉开。

图 14：行业主要直营公司店面数



资料来源：贝壳公告，我爱我家公告，各企业官方网站，中信证券研究部 注：部分公司门店数量包括加盟店

图 15：行业主要直营公司人员数



资料来源：贝壳公告，我爱我家公告，各企业官方网站，中信证券研究部 注：部分公司经纪人数量包括加盟经纪人

表 10：2015 年以来链家在全国的扩张加速

时间	主要城市	公司	简介
2015 年 2 月	成都	伊诚地产	合并后成都链家约有门店 300 多家，在成都的市场占有率不到 30%，占据行业第一。

时间	主要城市	公司	简介
2015 年 3 月	上海	德佑地产	德佑地产在上海拥有超过 200 余家门店、超过 5000 名员工。
2015 年 3 月	北京	易家地产	易家地产拥有近 20 家门店，连续多年保持着门头沟区存量房成交量第一，占据门头沟市场 65% 以上的份额。
2015 年 3 月	深圳	中联地产	中联地产是深圳前三强的房产经纪公司，共拥有近 300 家门店。
2015 年 6 月	杭州	盛世管家	盛世管家拥有 50 余家门店、近千名经纪人。
2015 年 7 月	重庆	大业兴	大业兴开设门店 120 余家、员工 1800 余人。
2015 年 9 月	济南	孚瑞不动产	孚瑞不动产拥有 35 家门店，500 余名专业员工。在济南房地产经纪行业中，孚瑞不动产是直营排名第一的品牌。
2015 年 9 月	广州	满堂红	满堂红以广州为总部，全国范围内拥有超过 500 家门店，逾 8500 名员工。
2015 年 9 月	大连	好望角	在大连地区，好望角房屋拥有近 200 家门店，市场占有率长期保持行业第一。

资料来源：每日经济新闻、东方早报、广州日报、地产中国网、重庆商报、人民网、中证网、沈阳晚报、中信证券研究部

综合来看，通过持续的管控经验和较强的技术能力，贝壳在行业中的领先优势非常明显。

图 16：房地产经纪行业的竞争格局



资料来源：中信证券研究部绘制 注：logo 来自各企业官网

长跑形成的业务护城河

贝壳并不只是在线性扩张规模，更逐渐拓宽了护城河。

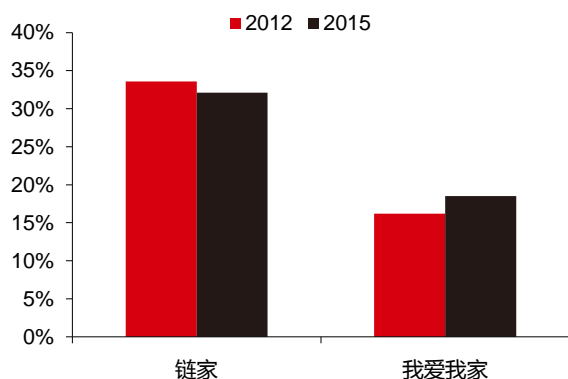
二手经纪有较强的业务壁垒。线下壁垒抓手是门店，表现为运营经验和管控能力，线上壁垒抓手是技术，表现为数据积累和系统建设。门店是企业一线作业平台，基础业务单元，管理抓手。贝壳大规模、强管控、长周期直营店运营沉淀的运营经验和管控能力，才能够推动公司平台化。想绕过线下直营锻炼能力的一步，直接搞门店的联盟，就很难形成一套经过实践考验的门店协作模式，不会有较好的消费者体验。

图 17：深圳街头相邻的四个经纪公司门店



资料来源：中信证券研究部调研

图 18：实际成交案例中现场接待的客户来源占比



资料来源：贝壳研究院《中国互联网与房地产经纪行业发展报告 2015-2016》

图 19：贝壳自营品牌链家提出要做社区好邻居，开展诸多免费服务



资料来源：链家微信公众号

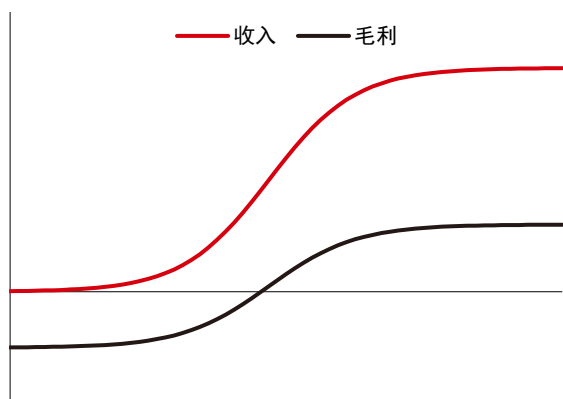
表 11：房地产经纪业务生态

层级	管理/服务边界
平台	技术支持、协作平台、运营工具和业务规则。
品牌	服务标准、培训体系、品牌形象和培训资源。
门店/店东	硬件工具、业绩目标、激励机制和发展路径。
经纪人	提供一线服务

资料来源：中信证券研究部

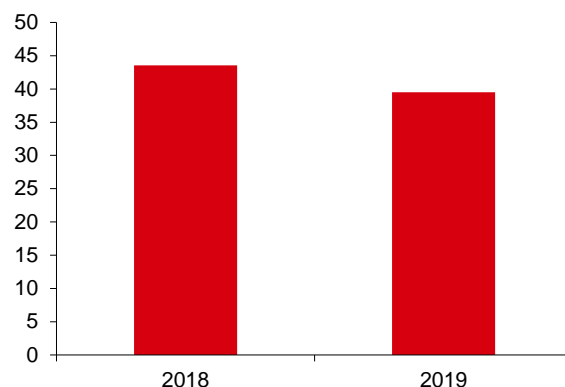
当然，门店建设需要投入期，培育一个成熟且稳定盈利的门店周期较长，需要时间和耐心。所以贝壳在早期既需要跑通门店，又需要打造系统，确实可谓在从事难而正确的事业。

图 20：二手经纪业务的单店模型：培育期、增长期和稳定期



资料来源：中信证券研究部 注：假设固定成本主要包括房租、管理费用、以及其他开支；可变成本为经纪人提成，假设为收入 45%。

图 21：贝壳自营品牌链家门店年均租金（单位：万元）



资料来源：贝壳招股说明书，中信证券研究部 注：单店年租金=当年租金开支/年初及年末店面数平均值

能够保证贝壳脱颖而出的，更包括线上壁垒。我们认为，长期的数据积累、持续迭代的中台系统建设以及硬件创新，是二手经纪业务的线上壁垒，也是业务的重要护城河。

以贝壳对房屋信息积累的产品楼盘字典为例，公司自 2008 年开始建设楼盘字典，致力于建立精准且唯一的，以住房单套为基础的数据库。截至 2020 年 9 月，公司楼盘字典已经覆盖了 2.26 亿套住房，且用 400+ 字段来描述每套住房，成为公司诸多业务的基础支撑。

表 12：贝壳楼盘字典的主要字段

层级	字段
城市	
城区	
楼盘	楼盘层级：小区名称、小区别名、行政地址、绿化率、物业公司、车位数量、开发商； 周边：超市、门店、社区、地铁、医疗、教育
楼栋	产权年限、建筑结构、水电费、供暖类型、交易权属、物业费
单元	电梯数量、有无门禁、楼层数
楼层	
房屋	统计用途、交易权属、建筑面积、用水类型、用电类型、建成年代、户型信息、产权年限、套内面积

资料来源：贝壳微信公众号，中信证券研究部

持续迭代的系统建设，尤其是前台和中台系统的建设，为消费者提供更好的消费体验，为经纪人提供更有效率的作业环境。

图 22：庞大中台以及基础设施建设是贝壳相对传统经纪公司的重要壁垒



资料来源：中信证券研究部绘制

科技壁垒不仅体现在软件层面，也体现在硬件层面。

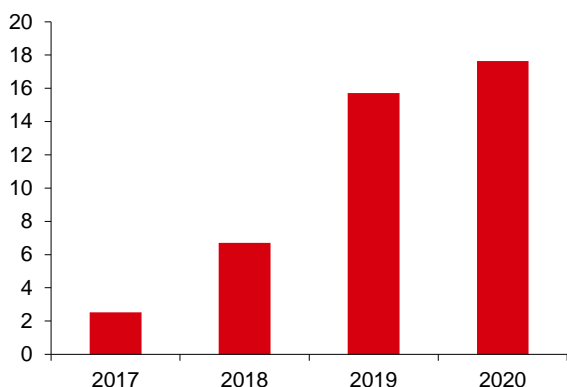
表 13：贝刻手环 Air 独有功能

功能	特性
商机强提醒	IM/VR 带看消息在手环上强提醒，Link/A+中的其他营销推送默认不在手环上提醒。在经纪人人群中，贝刻商机手环已经显著提高了销售人效。
来电可标记	跟 Link/A+系统大数据联动特制，实现陌生号码来电标记（客户/同事/同业），如果是同事来电，直接显示同事品牌/门店/姓名，不需要再存号码，也不用担心同业冒充同事套房子。
客户画像推送	客户画像推送：如果识别为“客户”来电，直接在 Link/A+中为您推送全网最全客源脱敏画像，告诉您这位来电客户刚刚是看到哪套房源联系到您，最近主要看的盘和房源。

资料来源：贝刻职能微信公众号，中信证券研究部

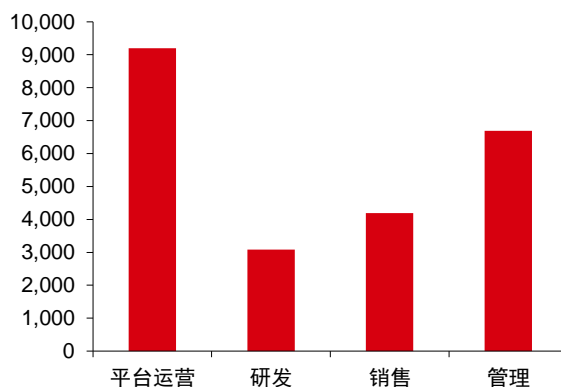
行业再要诞生一家既有门店运营经验，又有庞大投入所孵化的线上系统的公司，可能性已经很低了。

图 23：贝壳研发费用（单位：亿元）



资料来源：公司公告，注：2020 为 2020 年 1-3 季度

图 24：贝壳后台员工（不包括经纪人）情况：2020 年 6 月



资料来源：公司公告

■ 从经纪护城河到升维平台化

贝壳在房产经纪业务领域有较宽的护城河，但贝壳并不仅仅是一个在房产经纪领域起步较早，拥有护城河的经纪公司。

基础设施建设的意义很快越过直营边界

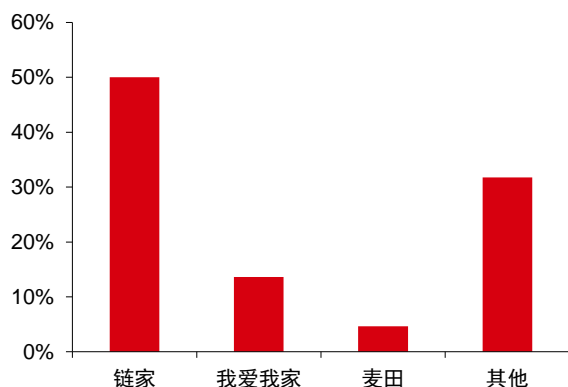
贝壳发展历史中，提出房地产经纪服务的行业标准，搭建存量房领域领先的基础设施系统，积累面向房地产经纪人的管理经验，探索线下线上融合的发展路径，引导行业从“交易导向”转向“服务导向”。贝壳组建了规模最大的房地产服务专业团队，不仅得到消费者的认可，也获得经纪人普遍的认可。

二手经纪以经纪人为主，依托社区门店和网络流量，获得购房和售房的需求委托，进而通过经纪人协作网络进行需求匹配、带看、磋商直至最终签约，并完成一系列签约后服务包括付款安排、产证办理、物业交割等。

二手经纪业务符合典型的销售漏斗模型，业务的增长主要来自三个方面：1) 在资源入口处尽可能增加规模；2) 在销售转化过程中尽可能提升转化效率 3) 以高品质的交易后服务来提升整体交易的满意度。

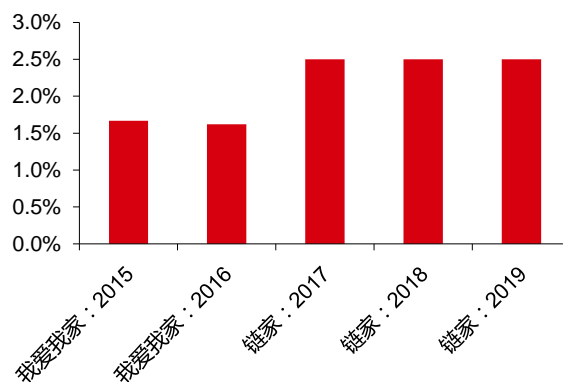
在推出贝壳之前，其直营品牌链家已经成为房地产经纪行业标杆性企业。这种标杆体现在两个方面：1) 在单一城市市场份额接近 50%；2) 市场份额的提升并非来自于低价策略，反而是行业中费率最高的公司。

图 25：北京市二手经纪市场份额：2018 年 4 月



资料来源：北京市住建委网站

图 26：不同企业二手买卖费率情况



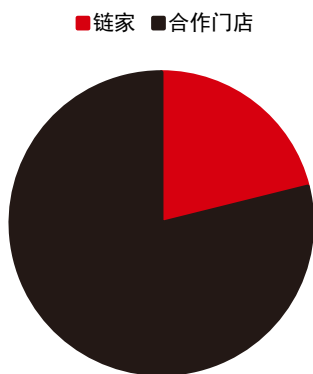
资料来源：我爱我家公告，中信证券研究部测算

贝壳驱动经纪人的业务模型，意义当然不止于服务链家这一直营品牌。一旦线上系统成熟，线下门店管理经验丰富，贝壳就很快走上了平台化发展的道路。经纪业务天然有平台属性，规模本身不仅带来满意度，也带来中后台成本进一步分担。贝壳通过在资源获取

的前端各个环节重塑行业服务标准、产业链地位以及行业格局，再通过强大的数据系统支持来提升交易效率和交易后服务品质。

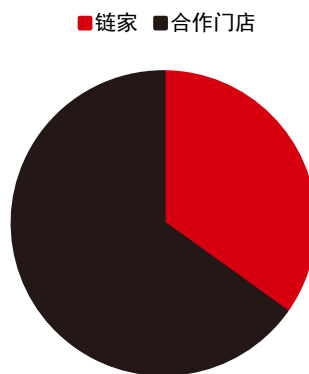
贝壳的平台化不是喊出来的，是线上线下壁垒打造，基础设施建设自然而然的结果。

图 27：2019 年末贝壳服务经纪门店数量占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 28：2019 年末贝壳服务经纪人数量占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 29：二手经纪商业模式



资料来源：中信证券研究部

告别展示（Listing）时代，“真房源”进击

历史上，地产经纪行业需要依赖于平台网站的展示功能。作为产业链上游，房产垂直网站利用经纪行业内部竞争，通过端口费用涨价，来获取超额收益。贝壳很早就开始自建端口，降低对外来流量的依赖。此后贝壳的规模不断增长，自建网站的成熟，对外部流量的议价能力也在增强，且逐渐摆脱对外部流量的依赖，业务稳定性和客户体验均有所增强。贝壳披露，2020 年三季度平均移动月活用户（AMU）达到了 4,790 万（包含微信小程序用户）。

表 14：贝壳与流量网站的合作历史

日期	事件
2008 年 4 月	链家在线上线
2014 年 11 月	链家发内部邮件宣布正式停止与搜房的合作
2014 年 11 月	11 月 1 日链家在线 (www.homelink.com.cn) 更名为链家网 (www.lianjia.com)
2018 年 1 月	我爱我家、链家和麦田三家中介联盟称，若 58 集团各类房源端口费不停止提价，自 2018 年 2 月 1 日起，北京中介联盟各家公司的买卖房源和租赁房源将全部下架，并停止合同。
2018 年 3 月	贝壳找房正式上线。
2019 年 3 月	贝壳找房宣布正式开通微信钱包入口。消费者可以通过微信客户端的“我-支付-第三方服务”中的“贝壳找房”，直接访问贝壳找房官方小程序并体验各类居住服务，涵盖新房、二手房、租赁、装修等。

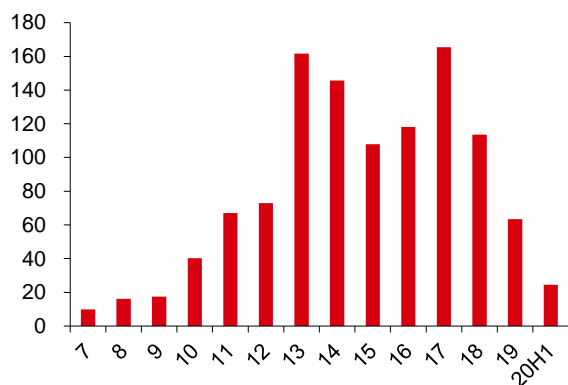
资料来源：链家网、新华网、新浪财经，中信证券研究部

表 15：二手经纪公司自建网站和第三方网站的区别：以房源信息为例

区别	自建网站	第三方网站
房源真实性	能够做到房源信息接近完全真实，且信息能够在第一时间更新，包括价格变动信息、成交后及时下架等。	能够做到房源信心的部分真实，但是信息的变动需要经纪人手动更新，存在一定的滞后。
房源重复性	能够透过技术手段确保房源的唯一性。	同样的房源被不同经纪公司，甚至同一经纪公司的经纪人重复挂牌。
信息完整度	能够提供小区、房源的基础信息，也能够提供房源调价、带看等更为明细的信息。同时也提供房屋交易记录供买卖双方参考。	仅能够提供小区、房源等基础信息。

资料来源：中信证券研究部

图 30：房天下挂牌业务的收入（单位：百万美元）



资料来源：房天下公告，中信证券研究部

图 31：微信支付页购物消费栏的贝壳找房



资料来源：微信 APP

逐渐击败房产信息服务网站，贝壳靠的是“真房源”。真房源的获得是线下门店深耕的结果，但所谓真房源，其实就是让交易参与方能够以最少的时间付出获得最多元和可靠的信息。直到今天，贝壳还在不断夯实壁垒，优化真房源的维度。这表现为，贝壳通过技术研发，提升消费者体验，进一步增强消费者服务体验和线上流量的粘性。以 VR 看房为例，2019 年，公司 VR 看房量达到 4.2 亿次。通过 VR 看房，消费者可以随时随地看到 1:1 复刻、完整还原的真实空间，且能够在线浏览。通过 AI 讲房和 VR 带看，消费者在看房的时候还能够得到智能讲解和专业经纪人讲解服务。当然，VR 不仅可以看到目前的房屋状况，

也可以渲染未来装修情况。贝壳通过大数据分析选出性价比更高的“必看好房”，提升房屋的交易效率。

图 32：如视推出的贝壳未来家，一键家装对比



资料来源：如视官方网站

表 16：必看好房：优质房源计划

类别	详情
价格	相同小区、相同户型、相同居室中价格更低的房源
看房量	看房量比较多的房源
配合度	卖家配合度比较高，比如看房时间，签约等
经纪人筛选	经纪人、不同层级管理人员筛选审核

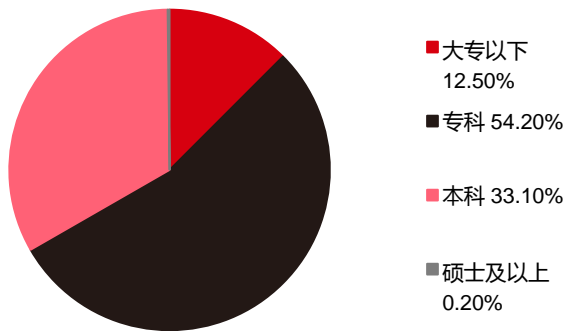
资料来源：贝壳 APP，中信证券研究部

不一样的强管控平台

贝壳的平台是强管控的，加盟贝壳意味着一系列规则约束，这本身就避免了直营门店和平台门店服务质量的差别。

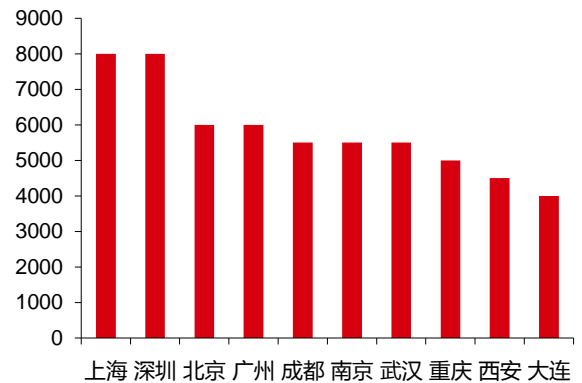
早在链家时代，公司就通过招募高标准、培养高投入、管理高要求来提升经纪人服务标准。从人员招募环节以高底薪引入高素质人才。截至 2020 年 6 月，链家 39.2%的经纪人拥有本科学历，而这一比例在北京和上海分别为 48.9%及 56.4%。

图 33：2019 年度链家经纪人学历情况



资料来源：《2019 年度链家经纪人数据报告》（链家微信公众号）
注：本科占比中 31.3%为统招，1.8%为非统招。

图 34：各城市链家本科学历新人基础底薪



资料来源：《2019 年度链家经纪人数据报告》（链家微信公众号）

贝壳通过建立完整的培训体系培训存量经纪人。公司通过花桥学堂（占地面积 3.3 万平方米，可同时培训 1,000 名学员）、贝壳博学考试等形式，来持续地培训、考核经纪人的专业能力和水平。

图 35：位于昆山花桥的花桥学堂



资料来源：贝壳微信公众号

图 36：贝壳内部的年度专业水平考试：博学考试



资料来源：中国房地产估价师与房地产经纪人协会公众号

贝壳通过“贝壳分”来量化经纪人水平和能力，给予优秀经纪人更多的支持和赋能，强化行业内部正循环，致力于培养服务和专业高水准的经纪人队伍。贝壳分来自于经纪人业务动作、专业水平、消费者对经纪人及经纪人之间评分。

表 17：贝壳分的细项

项目	来源
内里基础素质	经纪人从业时长、学习表现等行为得分
信誉服务质量	经纪人为客户提供服务的质量得分
侠义平台合作	经纪人遵循平台规则，与他人合作提供服务行为得分
活力平台参与	经纪人参与平台任务，为平台贡献的行为得分

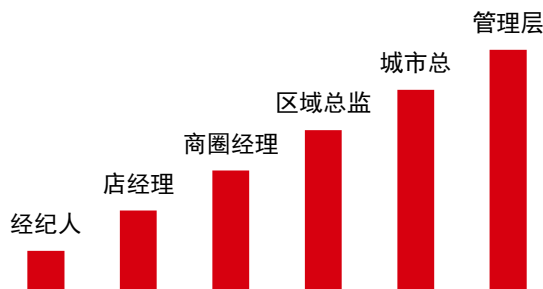
资料来源：贝壳 APP，中信证券研究部

图 37：经纪人的贝壳分



资料来源：贝壳 APP

图 38：直营品牌链家经纪人的晋升通道



资料来源：中信证券研究部调研

管控不仅是针对经纪人的，更是针对门店的。以门店为单位划分作业范围，尤其是划分需要维护的责任楼盘，一方面可以为不同门店的竞争划清界限，另一方面也促使经纪人深耕社区，从基础开始增强市场占有率，稳定门店的业绩。

贝壳通过门店分类来管理门店，并且通过不同的资源倾斜来实现。

图 39：贝壳门店分级模型



资料来源：贝壳微信公众号

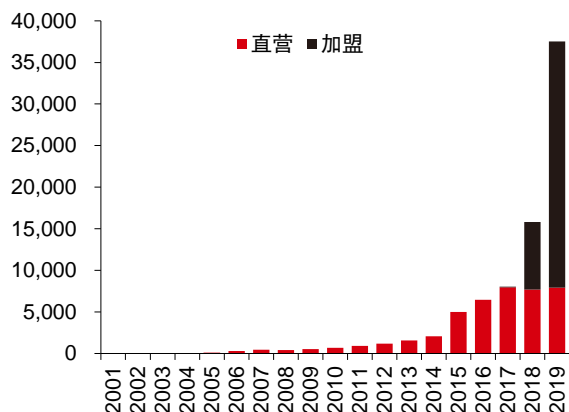
表 18：贝壳不同级别门店的资源倾斜不同

级别	措施
A	房源查看权限正常，维护盘范围正常，优先获得商机
B	房源查看权限正常，维护盘范围正常，商机正常
C	不能查看好房的地址和电话，维护盘范围缩小，限制商机，不能获得平台任何荣誉及讲课资格
D	不能查看全部房源的地址和电话，只能通过维护人联系业主，维护盘范围缩小，限制商机，不能获得平台任何荣誉及讲课资格

资料来源：贝壳找房订阅号，中信证券研究部

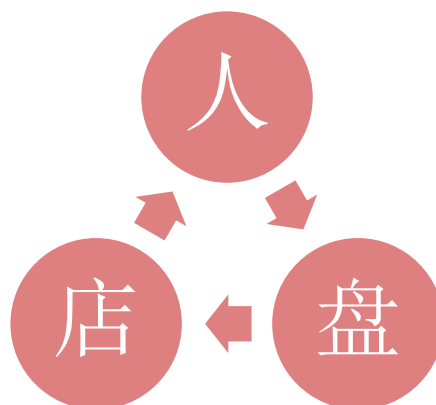
强管控的管理模式，也得到了行业和经纪人的信任。公司已经发展为中国规模最大的居住服务平台，自营品牌链家长期以来是中国规模最大的直营房地产经纪公司。2020年6月末，贝壳平台已经在103个城市服务260个经纪品牌，4.2万门店及45.6万经纪人（约为全国经纪人数量的1/4）。链家在29个城市拥有7,700家线下门店，及13.4万经纪人。其中在北京和上海分别拥有1,400和1,100家门店，以及26,200和19,300个经纪人。

图 40：公司门店数量



资料来源：链家网，公司公告，中信证券研究部

图 41：二手经纪业务的底层逻辑：人店盘



资料来源：中信证券研究部绘制

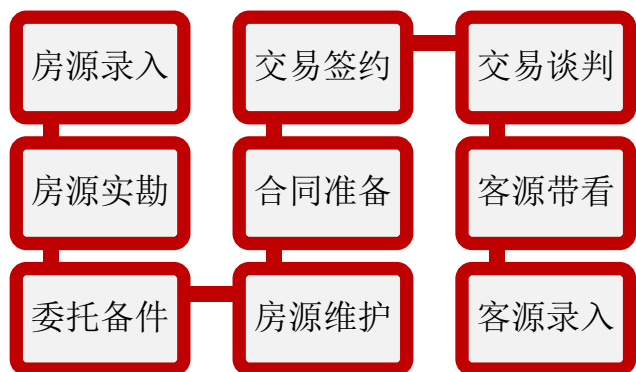
ACN——升维发展的服务集成

ACN，即 Agent Cooperation Network（经纪人协作网络），是贝壳建立的二手经纪交易基础架构，是指在平台规则下，将房屋交易流程分为不同的环节，鼓励经纪人之间的互相合作，参与到不同环节中，分享收益。

ACN 在平台内打破了不同经纪公司、不同经纪人之间的信息壁垒，使得交易效率能够最大化，在交易环节为不同经纪公司、不同经纪人协作提供平台。

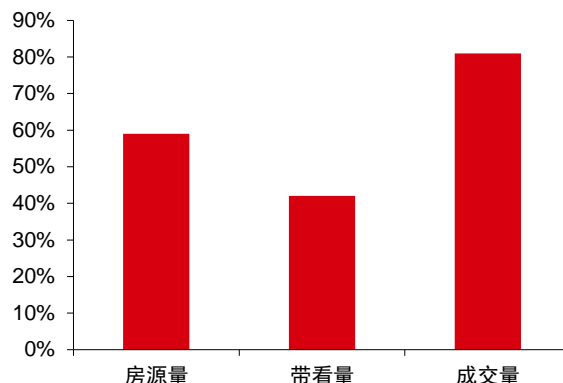
通过楼盘字典和管理系统，事实上解决了多家委托的问题。多家委托是中国经纪行业竞争较为低级，“切户”横行，重销售轻服务的重要诱因。贝壳通过楼盘字典对房屋的唯一识别，以及对录入人的期限保护，事实上将多家委托变为独家委托。同时通过角色切分，降低了超级经纪人的溢价能力和新入行经纪人的培养成本。

图 42：贝壳 ACN 机制下一个交易的主要参与方



资料来源：贝壳，中信证券研究部

图 43：前 20% 经纪人贡献的业务数据



资料来源：贝壳研究院《中国互联网与房地产经纪行业发展报告 2015-2016》

表 19：贝壳 ACN 相比传统经纪行业的优势

	ACN	房源联卖/公盘私客
房源端	实现房地产经纪行业的跨品牌合作。	一般以单门店交易为主，合作也仅局限在同一经纪公司邻近区域。
交易端	将住房交易环节切分为不同的环节，并为每个环节确定佣金分享比例。	规则较为简单，主要是房源所有人和客源所有人来分成业绩，存在“超级销售员”。

资料来源：中信证券研究部

表 20：ACN 主要规则

规则	作用
费率管理	避免无底线竞争
角色人业绩分配	减少分业绩的摩擦
作业范围/房源维护人	促进分工和合作
红黄线制度	规范作业行为，维护正常作业秩序
陪审团	解决协商不好的纠纷
保证房客源流通	促进房源流通（建议对个人限制或禁止自房自售，对门店评价指标有跨店我房他售率和跨品牌我房他售率），促进客源流通（维护人陪看的评价指标“陪看率”、跨店带看保护、首看保护）

资料来源：贝壳水滴微信公众号，中信证券研究部

■ 挖掘交易后服务的巨大红利

贝壳原本重视交易后服务客户体验

房地产交易的终点并不是签约和过户。重视后服务市场，是经纪行业从“成交导向”走向“服务导向”的重要一步，也是提升推荐率，进一步增强客户粘性和溢价能力的重要方式。

由于房地产交易的复杂性，在签约后，还需要提交网签、缴税、产权过户、贷款申请、房屋水电燃气电视网络等费用交接等，一般都需要 1-3 个月才能完成最终物业交割。经纪人天然会和客户产生长时间的联系，并深入介入客户的资金往来，以及针对物业的一些特定需求（例如再置换、出租和装修等）。

图 44：在北京商业贷款购房的一般流程



资料来源：链家网

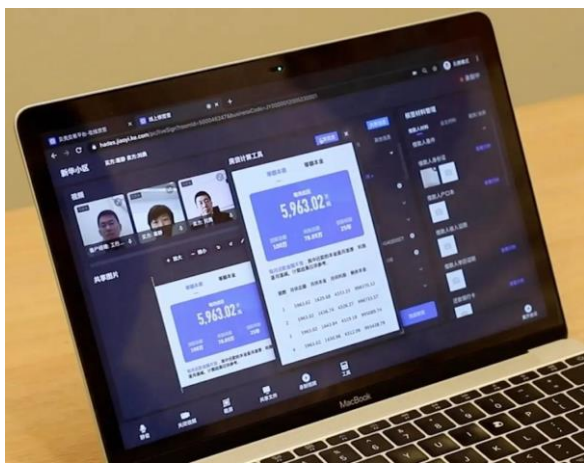
图 45：在北京公积金贷款购房的一般流程



资料来源：链家网

贝壳通过线下交易中心的设置和线上 NTS（N-Trading System）系统增强消费者服务体验。截止 2020 年 6 月，贝壳已经开设 98 个交易中心，在这些交易中心中，有银行、担保机构、估价师、甚至政府机构驻场，来完成交易后各个流程，大大提升了消费者的服务体验和交易效率。通过线上 NTS，消费者也能实现部分操作，并且可以监控交易进度。

图 46：贝壳找房线上核签室



资料来源：贝壳找房微信公众号

图 47：NTS 交易系统的六大产品



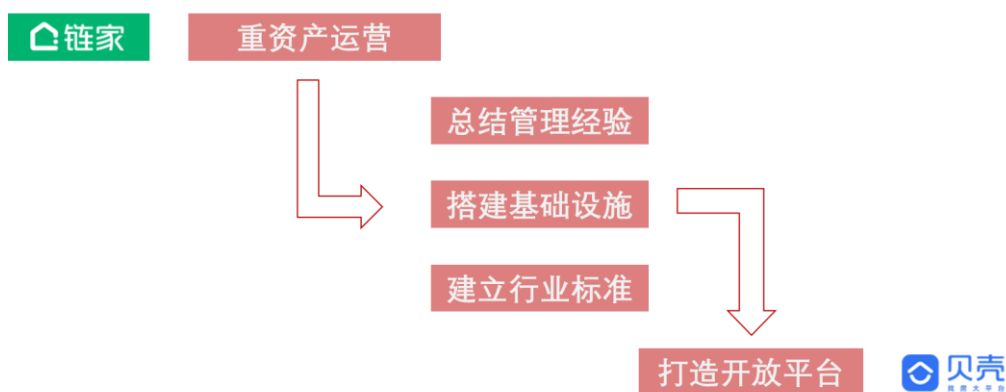
资料来源：首席交易官微信公众号

我们认为，贝壳对交易后服务的重视，原本是为了提升交易本身的效率，客观上却为公司新成长赛道的诞生奠定了基础。

除了二手经纪业务和新房渠道外，我们认为贝壳已经成为居住领域入口，以现有技术架构、数据积累、流量优势以及对房地产经纪行业通过产业互联网改造的成功经验，可以在诸多服务领域获得突破。

产业互联网，是指通过重资产运营来总结行业管理经验，搭建基础设施，建立行业标准，并将这一体系在行业内推广。

图 48：贝壳的发展路径是典型的产业互联网模型：从链家到贝壳，从封闭到开放，从直营到加盟



资料来源：中信证券研究部

住房交易后的需求挖掘

在房屋交易后，消费者还有基于房屋的大量需求，比如在买卖房屋（包括二手房、新房毛坯房）后的装修需求，租赁房屋后的搬家装饰需求等。

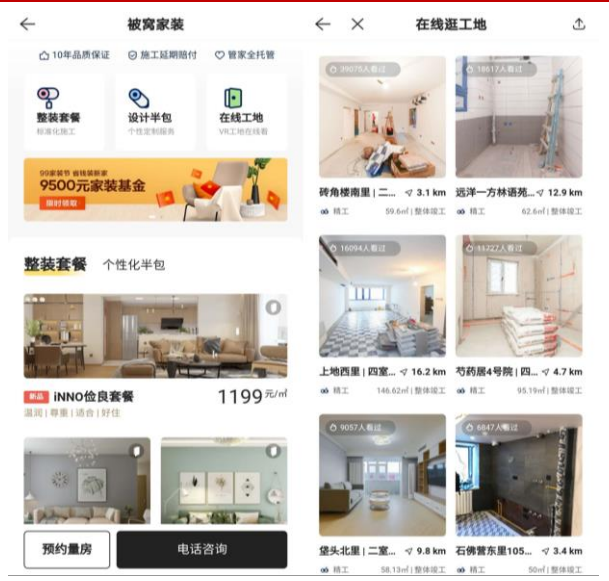
表 21：装修市场测算

项目	数据	单位
存量住房套数	3.77	亿套
装修周期	20	年
存量房年装修量	1885	万套
新房年销售套数	1501	万套
精装修率	25%	
新房年装修量	1126	万套
房屋年装修量	3011	万套
套均装修支出	10	万元
装修市场年规模	3.0	万亿元

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

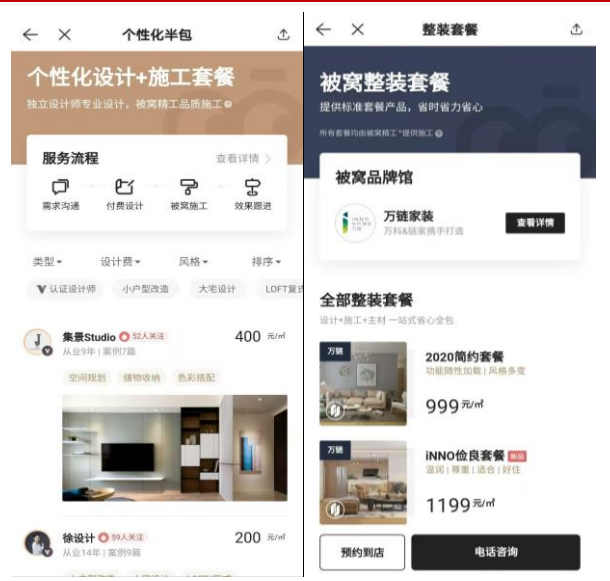
我们认为，装修、搬家等领域就如 20 年前的二手经纪行业一样，属于低频高客单价的行业。行业中缺乏知名公司，消费服务体验整体还有待提升，存在被产业互联网改造的基础。

图 49：贝壳装修品牌：被窝家装



资料来源：贝壳 App

图 50：贝壳装修品牌：被窝家装



资料来源：贝壳 App

社区生活的需求挖掘

贝壳链接的门店深入社区，深耕社区。

我们认为除了居住入口之外，社区门店在社区生活中也有望发挥越来越重要的地位。目前我们观察到公司在北京已经开展“社区集市”活动，向消费者提供商品销售。另外，公司也提供维修、保洁等日常生活服务。

图 51：贝壳在北京试点的社区生活服务



资料来源：贝壳微信小程序

图 52：贝壳在北京试点的社区生活服务



资料来源：贝壳微信小程序

房地产金融

房地产作为居民财富最为聚集的大类资产，和金融有着天然的联系。当然，目前房地产金融还在严格监管之下，转按揭、再贷款等业务都无法开展。长期来看，我们认为贝壳作为房地产交易过程中的资金汇聚场所，有金融业务发展的可能性。唯房屋的消费金融面临监管压力很大，我们并不认为该业务短期会有很快发展。

表 22：住房金融需求

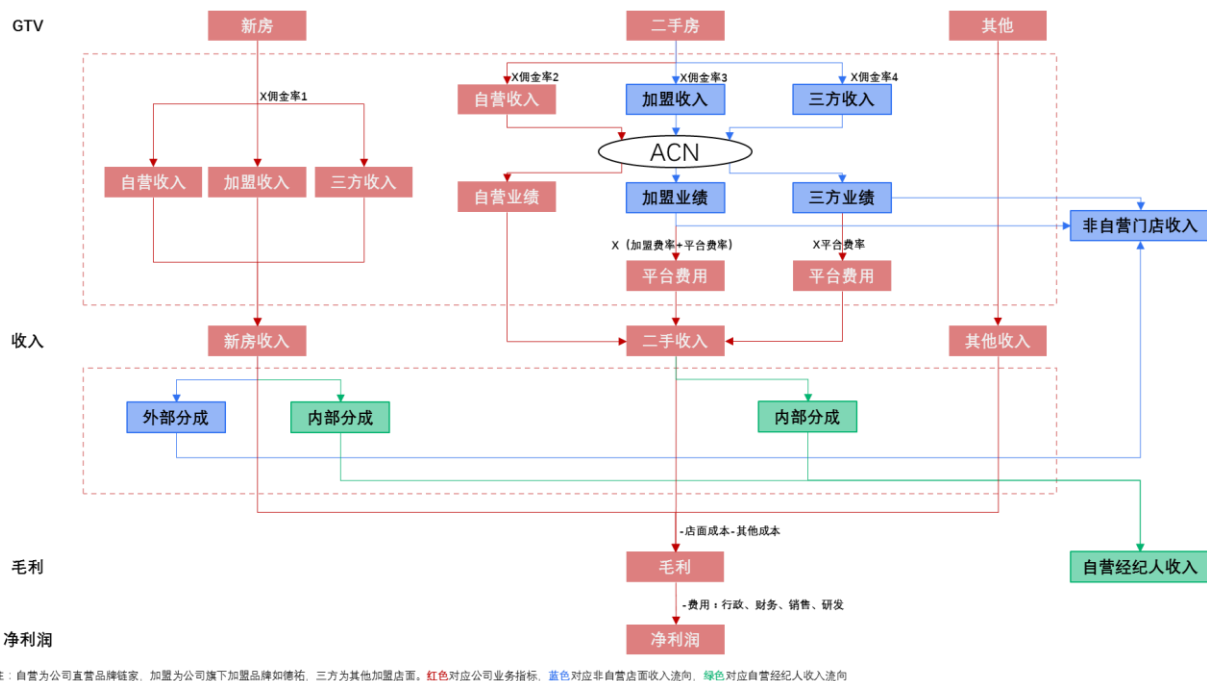
项目	数据
交易融资需求	住房交易中按揭房屋赎楼和换房客户过桥贷款需求。
业务融资需求	由于经纪人收入的波动性以及薪酬发放的波动性，向经纪人提供的信贷支持。

资料来源：中信证券研究部

盈利预测与投资评级

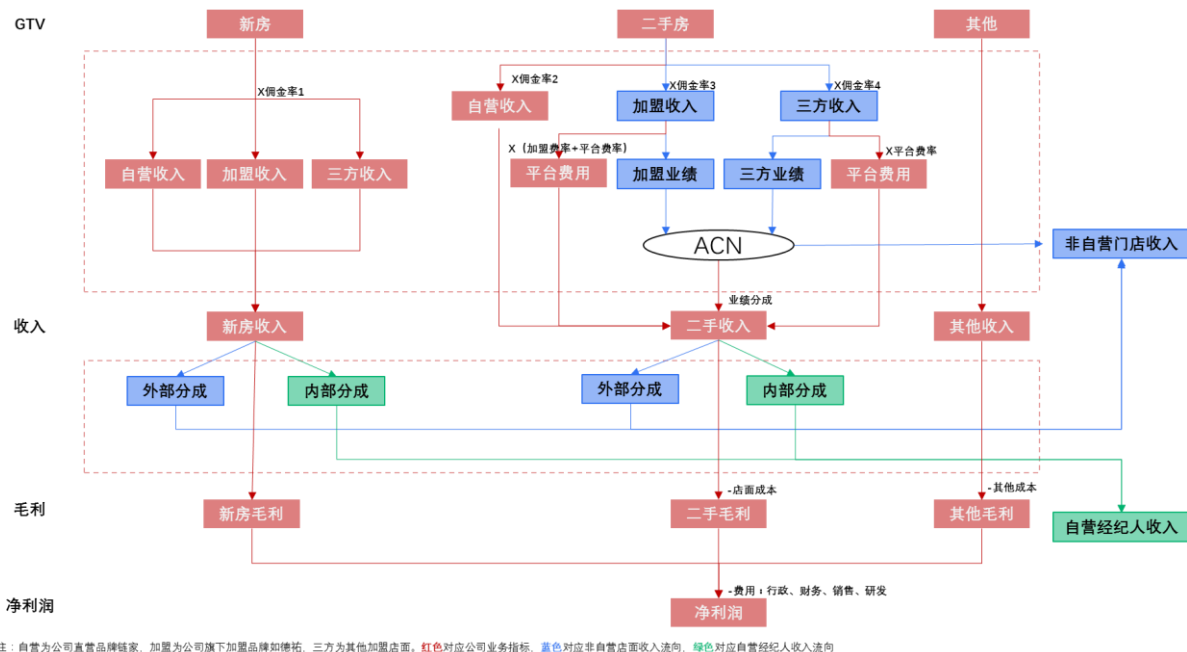
贝壳在直营品牌链家取得成功的基础上，重塑二手经纪行业分配规则，建立了平台商业模式。经纪人在平台作业，遵守平台规则并向平台支付费用，对于贝壳旗下的加盟平台来说，还需要支付加盟费用。

图 53：贝壳的业务示意图：现金流角度



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

图 54：贝壳的业务结构示意图：报表角度



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

GTV

我们判断，中长期贝壳服务的经纪人人数将会达到 100 万人，是目前服务经纪人数量 47.8 万人（2020 年三季度末）的一倍。经纪人和店面数量的增长、效率的提升以及新业务渗透率的提升，将会共同推动贝壳平台 GTV 在 2022 年增加至 5.5 万亿元。

我们判断，自 2020 年起，中国的二手房交易规模将会进入增长通道，同时，新房市场将会进入缓慢下行通道。贝壳在新房的市场份额有望从 2019 年的 5.4% 提升至 2022 年的 19.0%，贝壳在二手房的市场份额有望从 2019 年的 19.2% 提升至 2022 年的 26.7%。

表 23：贝壳店面数量

门店数量	2017Y	2018Y	2019Y	2020E	2021E	2022E
链家	7,941	7,673	7,922	8,815	8,747	9,178
合作门店	89	8,136	29,592	49,343	68,808	82,706
合计	8,030	15,809	37,514	58,158	77,555	91,884

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 24：贝壳经纪人数量

经纪人数量	2017Y	2018Y	2019Y	2020E	2021E	2022E
链家	119,000	102,674	124,880	128,626	132,485	136,460
合作门店	1,214	60,900	232,800	384,120	537,768	645,322
合计	120,214	163,574	357,680	512,746	670,253	781,781

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 25：贝壳 GTV 及市场份额（单位：亿元）

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国二手住宅交易规模	59,500	65,800	67,600	78,839	90,078	101,316
中国新房住宅销售金额	110,240	126,374	139,440	137,640	135,840	134,040
贝壳二手房市场份额	12.4%	12.5%	19.2%	23.5%	25.7%	26.7%
贝壳新房市场份额	2.3%	2.2%	5.4%	10.1%	14.7%	19.0%
贝壳：二手房 GTV	7,377	8,219	12,974	18,531	23,117	27,042
贝壳：新房 GTV	2,526	2,808	7,476	13,854	19,962	25,447
贝壳：其他 GTV	240	500	830	1370	1940	2530
贝壳：GTV	10140	11530	21280	33750	45010	55020

资料来源：公司公告，国家统计局，贝壳研究院，中信证券研究部预测 注：2018、2019 年部分数据为假设

收入

从 GTV 到收入的核心变量是佣金率。在新房营销中渠道运营商的优势地位还将进一步强化，二手房交易中 ACN 机制对低价竞争的管控，将会共同推动佣金率小幅升高。我们预计新房佣金率将会由 2019 年的 2.71% 提升至 2022 年的 2.79%，自营及加盟二手房佣金率将分别由 2019 年的 2.56%、1.90% 提升到 2022 年的 2.65%、1.99%。

当然，佣金费率并不等于贝壳报表收入。对于加盟经纪人主导的二手房交易，贝壳收入只是平台费用和加盟费。基于此，我们预测公司 2020/2021/2022 年收入规模分别为 690.4/914.9/1130.8 亿元。

表 26：贝壳全口径佣金费收入（单位：百万元）

项目	2018Y	2019Y	2020E	2021E	2022E
二手房交易：链家	19,522	21,888	23,930	24,185	24,440
二手房交易：非链家	683	8,405	17,934	27,216	35,461
新房交易：链家	5,696	6,051	6,687	6,826	6,960
新房交易：非链家	1,776	14,223	31,642	50,013	67,801
合计	27,676	50,567	80,193	108,240	134,662

资料来源：贝壳招股说明书，中信证券研究部预测 注：2018、2019 年链家交易数据为假设

表 27：我们测算及预测的贝壳报表收入（单位：百万元）

贝壳报表收入	2018Y	2019Y	2020E	2021E	2022E
二手房交易：链家主导交易	19,522	21,888	23,930	24,185	24,440
二手房交易：非链家交易链家分成	531	1,336	1,793	2,722	3,546
二手房交易：平台费用	102	1,345	3,049	4,899	6,738
新房交易：链家	5,696	6,051	6,687	6,826	6,960
新房交易：非链家	1,776	14,223	31,642	50,013	67,801
其他	1,020	1,173	1,938	2,745	3,594
合计	28,646	46,015	69,039	91,389	113,079

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：2018、2019 年链家交易数据、分成比例等数据为假设

净利润

公司最主要的支出包括内外部分佣及门店租金。房地产经纪行业薪酬为提成制，即经纪人在佣金收入中按照参与角色不同获取一定比例的提成，称为业绩。然后根据不同级别再从业绩中提取一定比例作为税前收入。

对于自营经纪人来说，新房、二手房收入均记作公司报表收入，其相应业绩提成反映为内部分佣。对于加盟经纪人来说，新房业绩提成表现外部分佣，在二手房业务中，新房业绩主要来自自营经纪人主导交易中加盟经纪人参与的业务分成。

我们判断，公司毛利率会持续上行。主要有两个层面的因素：首先，随着公司规模扩大，平台对经纪人的议价能力增强，内外部分佣在平台收入中的占比下降；其次，随着公司竞争优势更为稳固，销售费用率及管理费用率持续下降，带来净利率的提升。

据此，我们预测公司 2020/2021/2022 年核心净利润分别为 55.3/85.0/117.9 亿元。

表 28：我们测算及预测的贝壳主要成本项（单位：百万元）

主要支出	2018Y	2019Y	2020E	2021E	2022E
外部分佣：新房	1,325	10,314	22,445	34,735	46,147
外部分佣：二手房	68	841	1,524	2,449	3,369
内部分佣：新房	3,119	5,041	5,465	5,476	5,485
内部分佣：二手房	12,648	14,403	16,077	16,817	17,491
门店租金	3,401	3,079	3,370	3,607	3,755
其他支出	1,215	1,069	1,696	2,262	2,765

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：内部分佣新房二手房比例为假设

表 29：我们测算及预测的贝壳利润情况

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
GTV(十亿元人民币)	1,153	2,128	3,375	4,501	5,502
GTV 增长率 YoY	11.4%	57.8%	42.8%	24.7%	17.0%
营业收入(百万元人民币)	28,646	46,015	69,039	91,389	113,079
营业收入增长率 YoY	9.2%	21.9%	17.1%	10.5%	9.2%
毛利率	24.0%	24.5%	26.1%	27.6%	29.0%
核心净利润(百万元人民币)	131	1,653	5,529	8,496	11,793
核心净利润增长率 YoY	85.1%	1163.4%	234.6%	53.7%	38.8%
核心净利率	0.5%	3.6%	8.0%	9.3%	10.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

投资评级

我们认为，公司聚焦在房地产交易领域，通过基础设施建设和行业规则确立，重构了房地产经纪行业。虽然房产交易是大额低频交易，但是房地产经纪人之间的互动和交流是高频且刚需的。公司为房地产经纪人提供了最具效率的作业工具和最有保障的合作平台，对于房地产经纪人具有超强粘性。

公司是通过产业互联网逻辑重构行业的典型。作为极少数以房屋交易为基本盘，建立业务壁垒的企业，目前尚无同类可比上市公司可以对标。我们认为，电商企业和平台企业的估值可以作为参考。

综合 P/GTV，PE，DCF 估值方法，我们认为公司合理估值为 6,140 亿元人民币，对应 934.7 亿美元，即 78.9 美元/ADS（考虑配股摊薄）。

表 30：上市电商平台 P/GTV（单位：亿人民币）

目标公司	市值	2019 年 GMV/GTV	P/GTV
阿里巴巴	48,031	57,270	0.84
京东	9,143	20,854	0.44
拼多多	11,581	10,066	1.15
加权平均			0.78

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：市值为 2020 年 11 月 21 日收盘价。

表 31：上市平台企业 PE，单位：亿人民币

目标 PE	市值	净利润				PE			
		19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E
美团点评-w	15,185	46.6	59.3	146.7	190.3	326.1	256.1	103.5	79.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

表 32：我们采用 P/GTV，PE 等估值办法来讨论公司的合理估值

估值方法	合理估值（亿元）	估值逻辑
P/GTV	6,383.1	对标上市电商平均水平为 2019 年 0.78 倍，考虑到更低的交易分成比例，给予 2019 年 0.30 倍 P/GTV
PE	5,896.5	对标上市平台平均水平为 2022 年 79.8 倍，考虑到新业务拓展不及对标公司，给予 2022 年 60 倍 PE
平均值	6,139.8	

资料来源：中信证券研究部测算

■ 风险提示

新房销售并非成长性赛道，二手房销量在房住不炒环境下也没有大幅提升的空间，公司的快速成长无法依赖于传统领域蛋糕不断增大。新业务拓展过程中公司可能面临的人才储备风险。公司的风险也包括行业监管风险及新业务不及预期的风险。

公司自营品牌链家的经纪人，可能是房地产经纪行业内知识储备、业务技能、行业操守方面最为优秀的经纪人群体之一。但是由于中国房地产市场的复杂性，比如多样的产权特性（包括各种类型的保障性住房、新房销售环节“赠送面积”等造成的违建住房等）、多变的交易政策（包括不断变化的限购政策、限购、限售政策），复杂的交易税费（不同购房者适用不同税率），都容易带来日常操作风险。

随着规模增长，预计二手房市场将取代地方政府和开发企业通过土地和新房市场对房价定价的链条，获得房价的定价权。二手房市场的调控抓手就是房地产行业 and 经纪公司。所以行业的经营模式、佣金率等均存在被监管的风险，比如对金融业务的持续限制，对佣金率按照房屋总价“分段分档”监管等。

表 33：开发企业及监管机构对渠道业务佣金率的表态案例

时间	事件
2019 年 12 月	安徽省房地产商会发文《关于规范新房渠道分销佣金的通知》，要求安徽省新房渠道佣金的最高点数不超过 2 个点（含跳点）。
2019 年 11 月	天津市住建委建议新房中介佣金点位不得超过二手房的佣金点位 2.5%。

资料来源：天津乐居网，新浪乐居，中信证券研究部

新业务的成长还需要培育和投入，存在不及预期的可能。

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	28,646	46,015	69,039	91,389	113,079
营业成本	-21,777	-34,747	-51,053	-66,157	-80,256
毛利率	23.98%	24.49%	26.05%	27.61%	29.03%
销售费用	-2,490	-3,106	-4,522	-5,894	-7,180
营业费用率	8.69%	6.75%	6.55%	6.45%	6.35%
管理费用	-5,598	-9,948	-10,783	-14,182	-17,435
管理费用率	19.54%	21.62%	15.62%	15.52%	15.42%
财务费用	121	230	307	307	307
财务费用率	-0.42%	-0.50%	-0.45%	-0.34%	-0.27%
投资收益	2	11	40	57	76
营业利润	(1,134)	(1,707)	2,901	5,386	8,451
营业利润率	-3.96%	-3.71%	4.20%	5.89%	7.47%
营业外收入	635	431	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	(499)	(1,276)	2,901	5,386	8,451
所得税	71	-904	-725	-1,347	-2,113
所得税率	14.30%	70.89%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	40	3	-119	-202	-224
归属于母公司股东的核心净利润	131	1,653	5,529	8,496	11,793
净利率	0.46%	3.59%	8.01%	9.30%	10.43%

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营现金流合计	3,217	113	5,312	6,147	9,631
投资现金流合计	2,609	-3,874	-4,534	-2,424	-4,525
融资现金流合计	-1,282	23,026	23,906	561	776
现金及现金等价物净增加额	4,544	19,265	24,685	4,283	5,882

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,632	31,700	56,385	60,414	65,828
应收账款、预付账款、按金及其他应收款	11,281	16,243	20,712	26,503	31,662
其他流动资产	3,462	3,970	5,294	4,099	4,312
流动资产	27,375	51,912	82,900	92,340	104,210
物业、厂房及设备	957	1,134	2,100	3,080	4,076
长期股权投资	418	2,334	2,503	2,503	2,503
无形资产	5,329	8,185	8,185	8,185	8,185
其他长期资产	4,787	3,699	5,310	7,242	9,561
非流动资产	11,491	15,353	18,098	21,010	24,325
资产总计	38,866	67,265	100,999	113,350	128,535
短期借款	210	720	0	0	0
应付账款、应付票据和其他应付	4,488	8,859	10,211	13,231	16,051
其他流动负债	15,875	18,219	24,826	30,117	36,144
流动负债	20,573	27,798	35,036	43,348	52,195
长期借款	113	4,890	0	0	0
其他长期负债	3,322	3,042	3,042	3,042	3,042
非流动性负债	3,435	7,932	3,042	3,042	3,042
负债合计	24,008	35,730	38,079	46,390	55,237
股本及储备	22,837	43,161	74,664	78,906	85,469
其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	14,848	31,448	62,952	67,194	73,756
少数股东权益	10	87	-32	-234	-458
股东权益合计	14,859	31,536	62,920	66,960	73,298
负债股东权益总计	38,866	67,265	100,999	113,350	128,535

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12.31%	60.63%	50.04%	32.37%	23.73%
营业利润	N/A	N/A	N/A	90.81%	58.68%
净利润	N/A	N/A	N/A	89.97%	56.47%
毛利率	23.98%	24.49%	26.05%	27.61%	29.03%
EBITDA Margin	1.81%	-3.95%	2.75%	3.63%	4.40%
净利率	-1.63%	-4.75%	3.14%	4.50%	5.69%
净资产收益率	-3.15%	-6.94%	4.49%	7.82%	10.82%
总资产收益率	-1.20%	-3.25%	3.04%	5.19%	6.95%
资产负债率	61.77%	53.12%	32.37%	33.84%	36.18%
所得税率	14.30%	-70.89%	5.00%	25.00%	25.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 IN2000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与者。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。