

## 房地产经纪行业： 多业态群雄割据，行业 O2O 化成趋势

## 房地产经纪行业

推荐 维持评级

### 核心观点：

- **房地产经纪业务切入二、三级市场。**我们将房地产经纪行业业务划分为新房代销业务、二手房交易业务、二手房租赁业务以及衍生业务等增量及存量业务，主要切入房地产交易产业链中开发商和消费者之间的二级市场，及消费者之间的三级市场。
- **新房代销行业格局分散且稳定，积极追求线上线下联动。**新房代销市场规模预计达 1260 亿，2015 年后新房代销行业增长放缓，2018 年营收增长率降至 2.3%，行业 TOP10 份额达 14.1%，行业格局分散。2014 年来“互联网+”概念逐渐深入，行业龙头追求多方合作。
- **中国步入存量房时代，二手房交易市场增长可期。**中国一线城市及主要二线城市 2018 年二手房成交量超新房，中国正步入存量房时代。二手房交易市场规模预计达 1280 亿，一二手联动业务规模增加。
- **房屋租赁市场步入快速发展期，业务下沉，房源结构待调整。**二手房租赁市场规模预计达到 1167.2 亿，头部地产商及房地产经纪企业加速行业、全国布局，需求端及政策端拉动行业增长。租赁业务目前逐渐下沉至二、三线城市，机构房东房源规模预计进一步扩大。
- **房地产经纪 O2O 模式高速渗透成必然趋势，行业格局大而散。**随着当代网络、信用体系的完善，房地产经纪 O2O 模式在经历启动期后，2019 年进入高速发展期，一二线城市形成割据之势，京沪广深蓉各城市涌现行业主要玩家，以美国为鉴，预计信息共享、独家代理、经纪人素质提升成未来发展趋势。
- **房地产经纪行业主要玩家各具特色。**链家作为大数据驱动的房地产经纪龙头企业在一线城市具有领导地位，“楼盘字典”数据库包含超过 1.2 亿套房屋信息支撑服务体系；我爱我家 2017 年登陆国内 A 股市场，房地产经纪全业态布局，资管业务增长迅速；深圳云房（Q 房网）起家深圳，以 O2O 模式为核心开展“线上引流、线下变现”商业模式；世联行是新房代销的领导者，2018 年随着房地产市场收紧，其积极开展资产管理、长租公寓业务。
- **龙头企业业绩增长迅速，成优良投资标的。**2018 年度我爱我家主要业务营收超 87 亿，同比增长 12.49%；深圳云房并入国创高新后房地产中介营收增速超 100%；世联行受政策影响主要业务负增长，但交易后服务、资产运营、资产管理板块营收增速提升。我们推荐我爱我家（000560.SZ）、国创高新（002377.SZ）、世联行（002285.SZ）。

### 分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

### 特别鸣谢

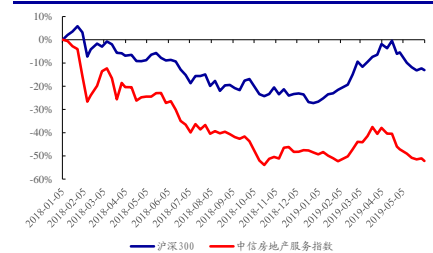
王秋薇

☎：(8610) 8357 4699

✉：wangqiuwei\_yj@chinastock.com.cn

实习生 张凌瑄 为研究报告提供支持

### 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

### 重点公司盈利预测与估值（股价为 2019 年 7 月 4 日）

股票代码	股票简称	股价/元	EPS/元			PE			PB	投资评级
			2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E		
000560.SZ	我爱我家	4.93	0.06	0.27	0.33	82.2	18.3	14.9	1.21	推荐
002377.SZ	国创高新	4.27	0.08	0.34	0.44	53.4	12.6	9.7	0.76	推荐
002285.SZ	世联行	4.36	0.49	0.20	0.29	8.9	21.8	15.0	1.69	推荐

资料来源：WIND, 中国银河证券研究院

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

1、目前房地产经纪行业的 O2O 化是主要的趋势,2014 年以来,“互联网+”概念的普及与高速渗透成为驱动房地产经纪行业 O2O 的主要因素。新房代销企业在“互联网+”的影响下逐渐从以案场为中心、以人力为驱动的粗放代理模式,转向以资源整合为中心、以技术为驱动的营销平台模式;二手房市场则在 Q 房网、链家网、我爱我家等头部企业的带领下开辟二手房交易及租赁的 O2O 模式,完成线下与线上的过渡与融合。与此同时,各地政府对新房购买的限制政策,将成为二手房市场交易增长的又一主要驱动因素。

2、市场规模测算的主要假设:新房代销市场规模测算中,我们保守估计房地产经纪企业的佣金费率为 1.05%,全国房地产代销渗透率为 80%;二手房经纪市场的规模测算中,我们假设全国存量房流通率为 2%,经纪公司渗透率为 80%,撮合交易佣金费率为 2%;在二手房租赁市场中,我们认为全国租赁房屋流通率为 50%(租期平均为 2 年),平均房价 150 万元,全国平均租金回报率为 2.5%,佣金费率为 8.3%。

3、主要预测:预计全国新房代销市场规模 2018 年达到 1260 亿元,全国二手房交易市场规模达到 1280 亿元,全国二手房租赁市场的规模达到 1167.2 亿元。

### 我们与市场不同的观点:

市场普遍认为在需求端缩水、国家政策收紧大环境下,房地产经纪行业景气度下行,或将导致行业收入水平承压。我们认为,目前房地产经纪行业头部企业的增长依然强劲,以链家、我爱我家、Q 房网为代表的房地产经纪头部企业营业收入于 2018 年保持着高速增长,收入结构、毛利率水平进一步优化,利润水平进一步提高,依旧是良好的投资标的。

### 估值与投资建议:

依据中信房地产服务行业指数,目前我国房地产服务行业的 TTM 市盈率为 18.34,2009 年 7 月以来的历史中位数为 29.90,平均数为 38.27,目前行业市盈率较历史均值折价 52%,较中位数折价 38.7%,处于历史低位,具有较强增长空间。随着我国城镇化水平的逐年增加,加之大学毕业生数量的稳定刚性需求,房地产经纪行业需求端情况将逐渐转好;随着“互联网+”概念的不断深化,互联网普及度的逐渐增强,房地产经纪行业的效率仍然具有较大提升空间。我们推荐业绩确定性强,资源优势明显,市场份额相对较大的我爱我家(000560.SZ)、国创高新(002377.SZ)、世联行(002285.SZ)。

### 股价表现的催化剂:

房地产调控政策放松,互联网科技产品创新

### 主要风险因素:

房价大幅下跌风险。

政策调控收紧风险。

需求端用户大幅减少风险。

## 目 录

<b>一、行业概述：存量增量兼备，切入二、三级市场</b>	<b>1</b>
(一) 经纪行业界定：以存量市场为主，兼有增量市场业务	1
(二) 房地产行业产业链：经纪业务从二、三级市场切入	1
<b>二、新房代销市场：千亿级市场规模，强强联合成趋势</b>	<b>2</b>
(一) 新房代销行业历史：互联网化开辟行业增长点	2
(二) 新房代销行业现状：行业格局稳定，抵御多重冲击	3
(三) 新房代销行业规模测算：千亿级市场规模，仍存增长空间	4
(四) 新房代销行业发展趋势：线上线下联动，多方合作开放共享	5
<b>三、二手房交易市场：步入存量房时代，未来增长可期</b>	<b>6</b>
(一) 步入存量房时代：一线城市引领房地产市场结构改革	6
(二) 二手房交易经纪市场规模测算：千亿级市场，增长空间十足	8
(三) 一二手联动：房地产经纪的有利发展模式	9
<b>四、房屋租赁市场：千亿市场进入快速发展期</b>	<b>10</b>
(一) 行业发展历程：二十年历史，行业步入加速发展期	10
(二) 长租行业规模测算：需求端拉动千亿级市场规模	10
(三) 长租市场现状：业务下沉，房源结构待调整	12
<b>五、衍生业务市场：尚处发展初期，未来空间广阔</b>	<b>13</b>
<b>六、房地产经纪的 O2O 化：高速渗透，O2O 成必然趋势</b>	<b>15</b>
(一) 房地产经纪的 O2O 历程：O2O 模式进入高速发展期	15
(二) 房地产经纪 O2O 模式：基于当代网络、信用体系的模式	17
(三) 房地产经纪 O2O 竞争格局：大而散的群雄割据格局	17
(四) 房地产经纪 O2O 发展趋势：信息共享与独家代理	20
<b>七、房地产经纪行业主要玩家</b>	<b>20</b>
(一) 链家：大数据驱动的房地产经纪龙头	20
1、公司概况及发展历史	20
2、公司行业地位	22
3、公司产品布局	23
4、公司发展战略 SWOT 分析	23
5、公司融资历程	24
6、公司经营活动情况	25
(二) 我爱我家：20 年历史，率先登陆 A 股的房地产经纪公司	25
1、公司概况及发展历史	25
2、公司业务概况	28
3、公司主要竞争者	29
4、公司商业模式	30
5、公司运营情况	32
(三) 深圳云房 (Q 房网)：立足深圳、布局全国的 O2O 巨头	34
1、公司概况及发展历史	34
2、公司商业模式	35
3、公司业务概况	35
4、公司运营情况	37
(四) 世联行：新房代销领导者，积极开拓三级市场业务	39
1、公司概况及发展历史	39
2、公司业务概况	40
3、公司运营情况	41
<b>八、风险提示</b>	<b>45</b>
<b>插图目录</b>	<b>46</b>
<b>表格目录</b>	<b>48</b>

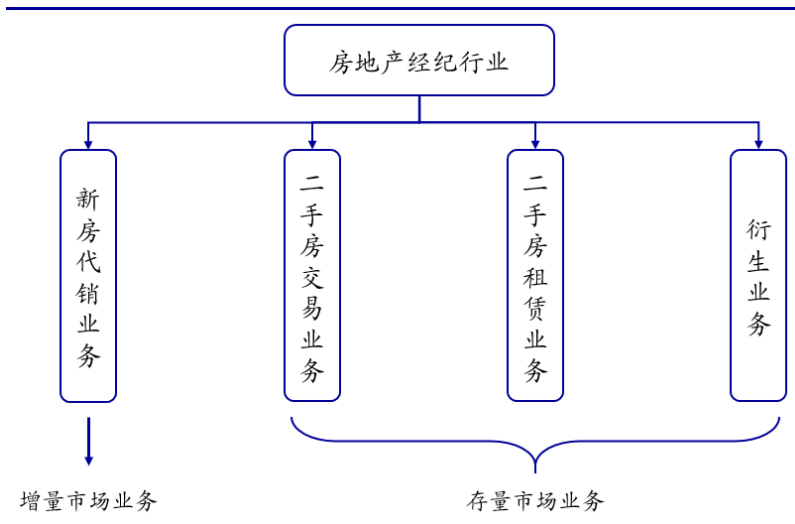
## 一、行业概述：存量增量兼备，切入二、三级市场

### （一）经纪行业界定：以存量市场为主，兼有增量市场业务

根据《房地产经纪管理办法》，房地产经纪是指房地产经纪机构和房地产经纪人员为促成房地产交易，向委托人提供房地产居间、代理等服务并收取佣金的行为。

依据现有的房地产经纪公司的业务构成，我们将房地产经纪行业划分为：新房代销、二手房交易、二手房租赁、衍生业务等四个子行业，其中新房代销业务为经纪公司利用自己的渠道优势与房地产开发企业签订协议，向其新房销售业务引流并收取交易佣金，为房地产增量市场业务；二手房交易、租赁业务则为经纪公司利用线上平台与线下门店，为二手房市场与租赁市场的供需双方提供信息撮合交易，收取交易佣金，为存量市场业务；衍生业务的种类很多，主要聚焦于存量市场，包括金融服务、房屋检查、产权保险、物业管理等服务，目前中国的房地产经纪公司的衍生业务以房地产金融服务为主，未来在种类与规模上尚有较大发展空间。

图 1：房地产经纪行业划分



资料来源：中国银河证券研究院

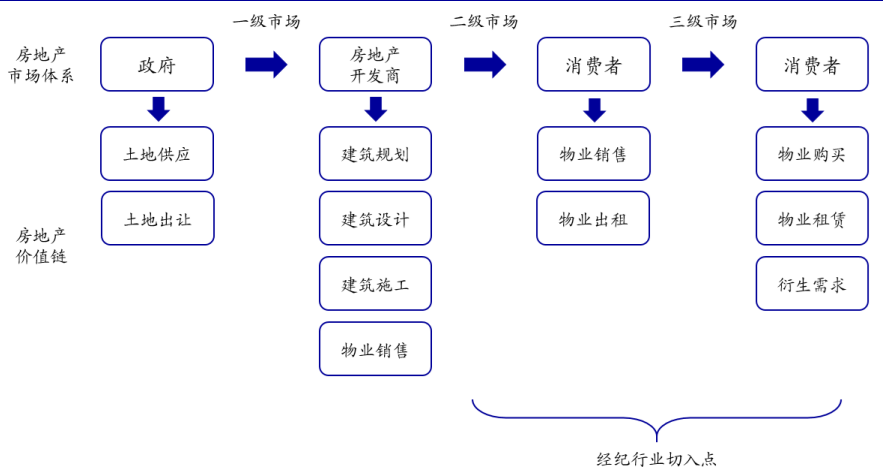
### （二）房地产行业产业链：经纪业务从二、三级市场切入

从整个房地产行业产业链的角度来看，房地产行业可划分为三级市场，其中一级市场为政府与房地产开发商之间的拿地市场，政府为地产行业提供土地并将土地出让给开发商，开发商则负责使用土地进行建设，完成建筑规划、设计、建造等增值服务；二级市场为开发商与消费者之间的新房交易市场，开发商将建造完成的物业销售给有需求的消费者获取收入；三级市场则为消费者之间的物业流通市场，包括二手房买卖与租赁，及一些衍生服务。

房地产经纪行业位于整个房地产产业链的中下游，主要切入二、三级市场为用户提供信息共享、撮合交易等增值服务，同时可依据消费者的需求对其提供金融按揭等衍生服务，并收取相应的交易佣金以获得利润。



图 2: 房地产行业产业链



资料来源: 中国银河证券研究院

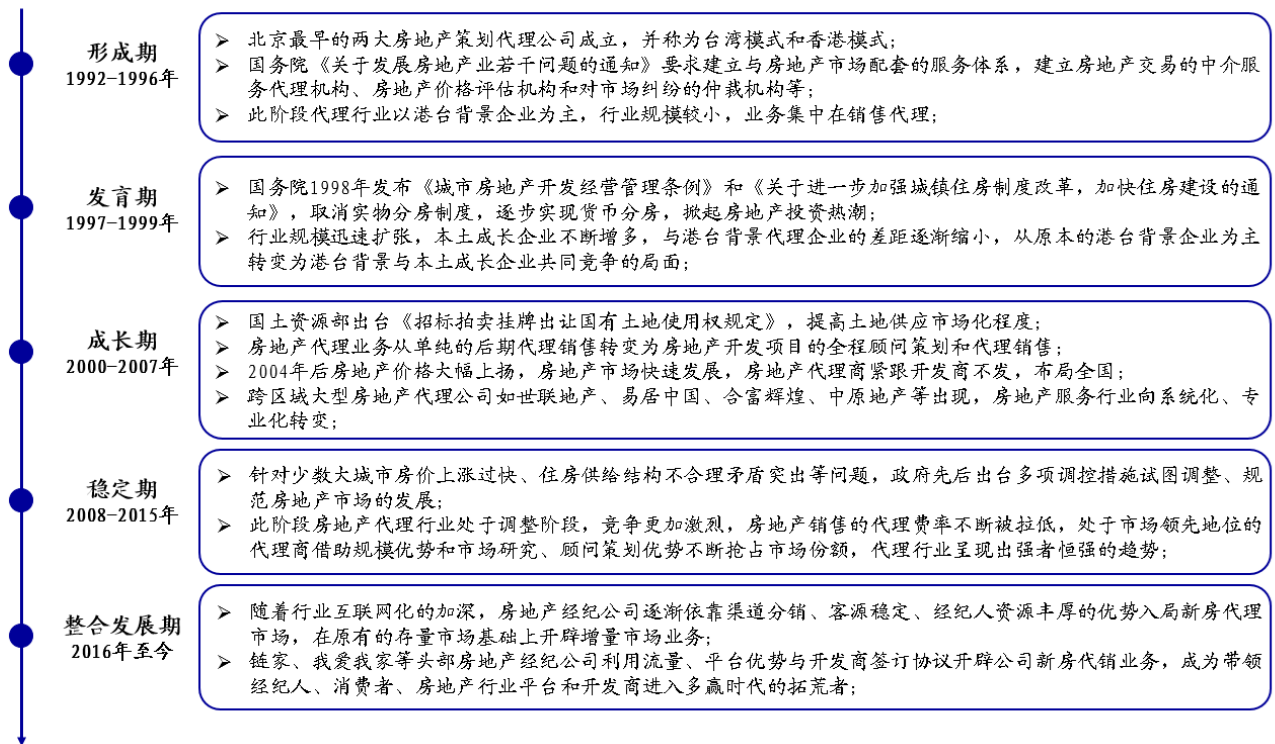
## 二、新房代销市场：千亿级市场规模，强强联合成趋势

### (一) 新房代销行业历史：互联网化开辟行业增长点

新房代销行业在台湾有三十多年的历史，大陆的房地产市场起步则较晚，到 20 世纪 90 年代才出现房地产策划代理公司，新房代销行业的出现旨在解决房地产发展初期开发商良莠不齐，营销能力较弱的痛点。

我国的房地产销售代理起源于 1978 年，发起者为香港中原地产，该公司目前为国内最大的新房代销公司之一。自 20 世纪 90 年代以来，房地产新房代销行业先后经历了形成期、发育期、成长期、稳定期、整合发展期等阶段，随着我国房地产行业市场化的逐步加深，房地产价格的不断上涨，新房代销行业也同房地产开发行业一同发展壮大。2008 年之后，传统的新房代销企业的格局已经初步形成，行业渐趋成熟，随着我国对房地产行业的限制与规范逐渐增多，代销行业一片红海，竞争激烈、价格降低、集中度提高。但 2015 年之后，部分头部的房地产经纪公司逐步开辟新房代销市场业务，利用其平台、流量优势入局，成为行业增长的新生力量，并领导着新房代销行业的结构改革。

图 3: 新房代销行业发展历史



资料来源: 尹勋营《大陆与台湾房地产代理业比较研究》, 中国银河证券研究院

## (二) 新房代销行业现状: 行业格局稳定, 抵御多重冲击

2008 年以来, 新房代销行业逐渐进入稳定发展的红海阶段, 行业内竞争不断加剧, 各类企业通过降低价格及佣金费用率的方式进行竞争, 并同时伴随着行业集中度的不断增加, 自 2007 年至 2014 年, 新房代销行业前十大企业的市场占有率从 7% 左右逐步增加至 2014 年的 16.3%, 前百名策划代理企业的市场占有率达到 34.2%, 佣金费用率不断下降至 1% 左右。

2015 年之后, 行业增长逐步放缓, 虽然 TOP10 策划代理企业的营业收入依然保持增长, 但是增长速率则已经由 2016 年的接近 30% 逐步下降到 2018 年的仅有 2.3%, 增长放缓现象明显。行业集中度 2015 年之后甚至掉头向下, 2015 年时 TOP10 策划代理企业的市场占有率(市场占有率=一手物业代理实现销售额/全国商品房销售额)为 17.1%, 2018 年的市场占有率则下滑至 14.1%。

表 1: 2019 年中国房地产策划代理 TOP10 企业

公司名称
深圳世联行地产顾问股份有限公司
合富辉煌集团控股有限公司
同策房产咨询股份有限公司
保利地产投资顾问有限公司
新联康(中国)有限公司
江苏新景祥网络科技股份有限公司

思源地产服务集团

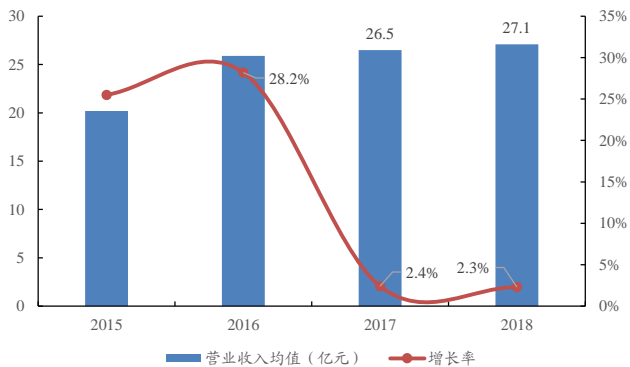
北京伟业联合房地产顾问有限公司

上海华燕房盟网络科技股份有限公司

成都正合地产顾问股份有限公司

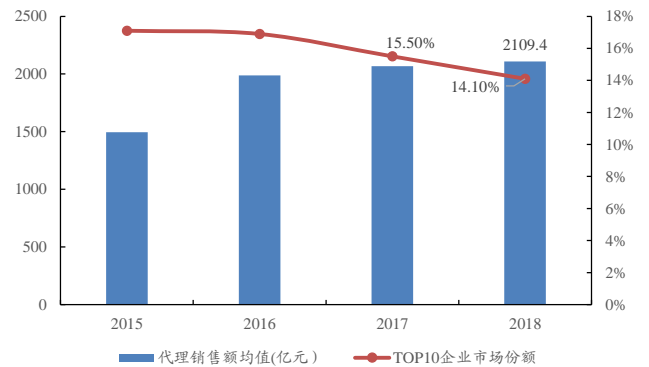
资料来源：《2019 中国房地产百强企业研究报告》，中国银河证券研究院

图 4：策划代理 TOP10 企业营收情况



资料来源：《2019 中国房地产百强企业研究报告》，中国银河证券研究院

图 5：策划代理 TOP10 企业销售额及市场份额



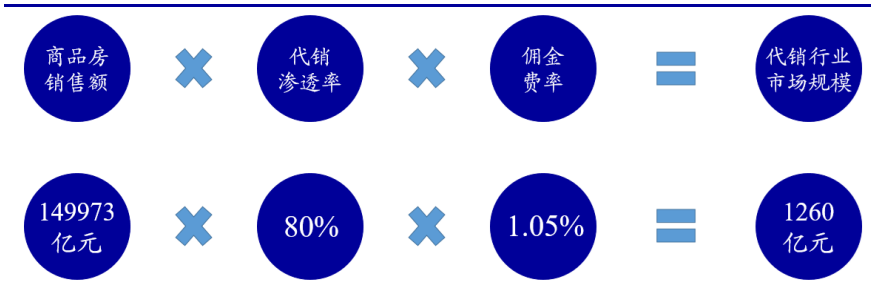
资料来源：《2019 中国房地产百强企业研究报告》，中国银河证券研究院

追究新房代销行业增速放缓的原因，则主要在于其面对的多因素冲击，这些因素包含房地产开发商逐步增加自销比例而造成的代销业务源头上的减少，以及在全民经纪人、二手房中介拓展新房代销业务、渠道分销等趋势下，对既有新房业务的分流，增加代销市场的分散程度所带来的压力。

### （三）新房代销行业规模测算：千亿级市场规模，仍存增长空间

我们采用“新房代销行业市场规模 = 全国商品房销售额 × 代销行业渗透率 × 佣金费率”的公示对我国目前的新房代销行业规模进行测算，中国 2018 年全国商品房销售额为 149973 亿元，同比增长 12.17%。依据贝壳研究院提供的数据，随着中国房地产行业进入存量时代，2018 年全国各线城市的房地产中介渗透率均接近 80%，而前百名新房代销企业的佣金费率则稳定在 1% 至 1.2% 之间波动较小且有下降趋势，故保守估计我们选取 1.05% 作为佣金费率。在这一计算公式下，可以得到我国 2018 年新房代销行业市场规模 1259.77 亿元，为千亿级市场。如果假定我国商品房销售额在未来继续以 12.17% 的增速增长，则 2022 年我国新房代销市场规模将超过 2000 亿元。

图 6：新房代销市场规模测算

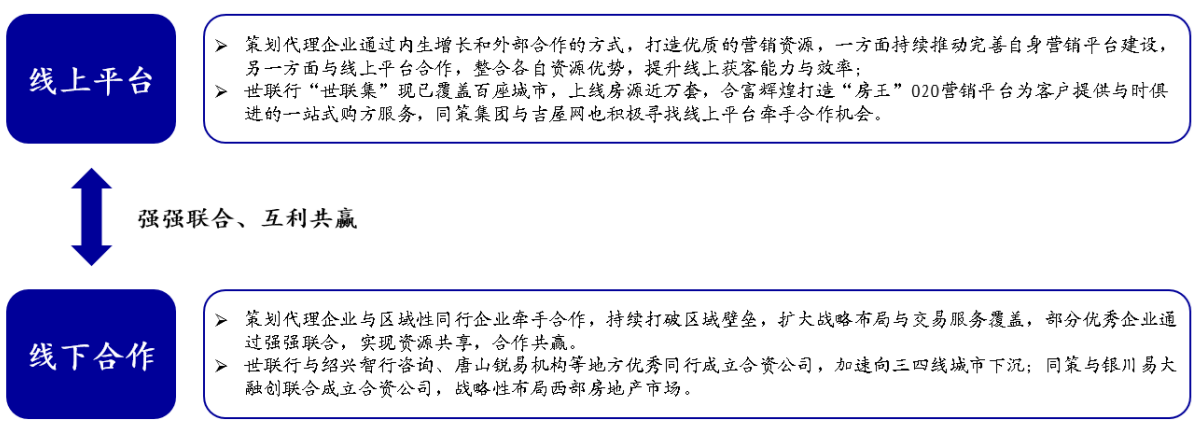


资料来源：中国银河证券研究院

#### (四) 新房代销行业发展趋势：线上线下联动，多方合作开放共享

自 2014 年以来，“互联网+”的概念逐步向房地产行业渗透，对行业生态产生深远影响。而新房代销行业则在“互联网+”的影响下积极改进以案场为中心、以人力为驱动的粗放代理模式，转向以资源整合为中心、以技术为驱动的营销平台模式。在如移动互联、大数据、人工智能等相关技术的驱动下，新房代销企业逐步打造智慧案场，努力提升客户体验和服务质量及效率，并积极整合产业链条各参与者，逐步搭建营销总包平台。与此同时，新房代销头部企业正致力于探索行业线上线下联动的办法，逐步开拓出线上获客、线下成交的商业运营模式，拓宽服务的广度和深度，在与行业内外企业强强联合的过程中，实现多方的互利共赢。

图 7：新房代销企业线上线下联动



资料来源：《2019 中国房地产百强企业研究报告》，中国银河证券研究院

新房代销行业 2016 年以来的发展逐渐放缓，面对来自房地产开发商自营与二手房中介的竞争压力。如我爱我家、链家等二手房中介近年来在新房交易中的市场份额越来越大，对传统的代销企业造成不小的竞争压力，加之单一企业的规模、资源有限，新房代销行业正逐步走向强强联合、开放共享的发展模式，传统企业逐步同新入局的中介公司展开合作，共享行业资源实现互惠互利。具体而言，则表现出与同行合作、跨界合作、与资产方合作三种模式。

图 8：新房代销企业合作模式



资料来源：《2018 中国房地产百强企业研究报告》，中国银河证券研究院



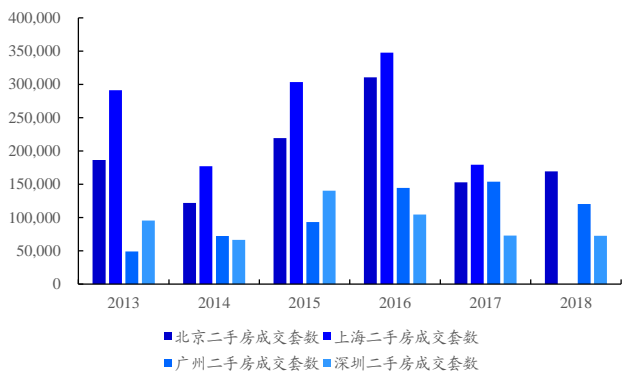
### 三、二手房交易市场：步入存量房时代，未来增长可期

#### (一) 步入存量房时代：一线城市引领房地产市场结构性改革

在过去数年中，我国的二手房存量市场保持着高速增长的态势，据贝壳研究院发布的数据显示，截至2018年末，我国累计二手房交易金额已经超过30万亿元，过去5年中国二手房交易体量达1557万套，实现跨越式增长，以一线城市的二手房市场发展最为迅速。过去20年，北京的二手房交易GMV达到5.1万亿元，交易总套数210万套，交易量增长7.5倍，GMV则增长120倍；上海二手房交易GMV达到6.6万亿元，交易总套数365万套，交易量增长15倍，GMV增长250倍，我国核心城市的二手房交易量正逐渐超过新房，我国的房地产市场正步入以二手房交易、租赁为主的存量市场时代。

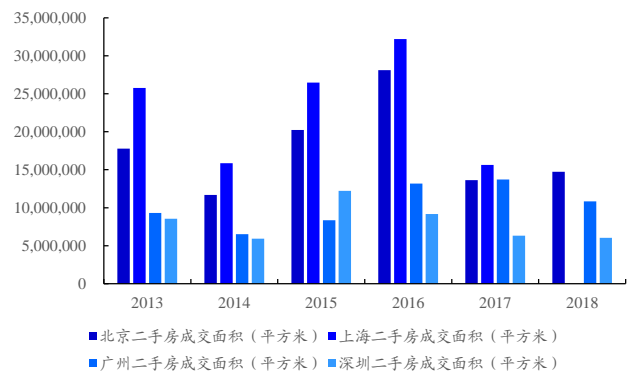
从一线城市二手房与新房成交面积、套数的角度分析，可以看出，北京的二手房交易套数与面积自2015年以来逐渐超过新房的成交套数与面积，2018年成交套数比达到1.98，面积比达到1.84，且维持增长趋势；上海房市二手房与新房交易基本持平，比值在1上下波动；广州的二手房交易套数近年来略低于新房交易套数，但是交易面积之比2017年首次超过1，二手房交易的规模逐渐增加；深圳基本已经进入以二手房交易为主的存量房时代，交易套数比与面积比长期维持在1.3以上，2016年之后比值有所回落，但是二手房成交量仍高于新房成交量。

图 9：一线城市二手房成交套数



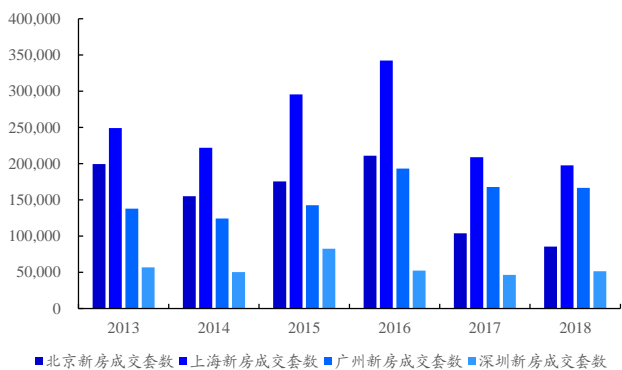
资料来源：Wind 数据库，中国银河证券研究院

图 10：一线城市二手房成交面积



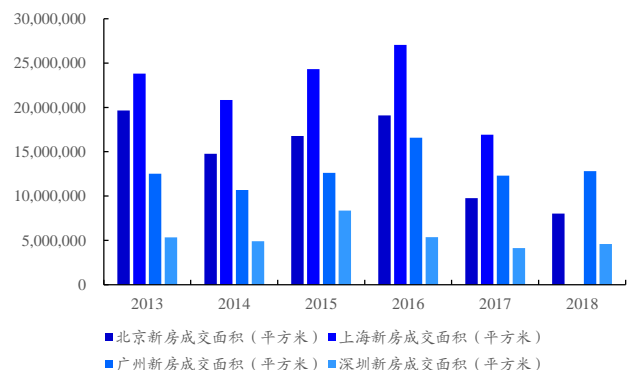
资料来源：Wind 数据库，中国银河证券研究院

图 11：一线城市新房成交套数



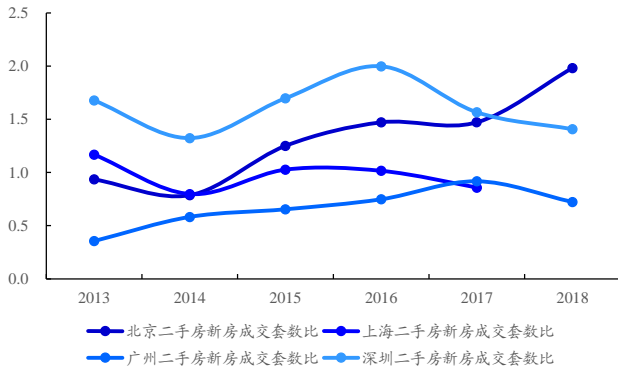
资料来源：Wind 数据库，中国银河证券研究院

图 12：一线城市新房成交面积



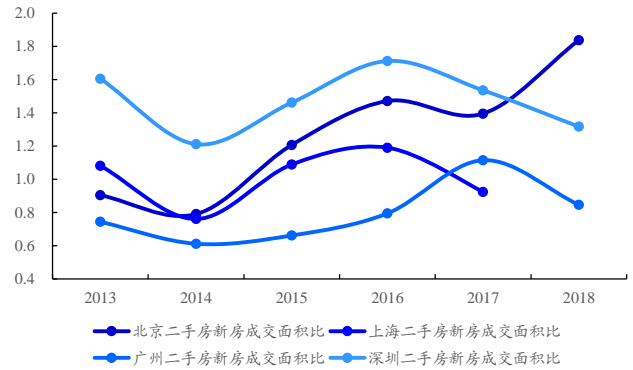
资料来源：Wind 数据库，中国银河证券研究院

图 13: 一线城市二手房新房成交套数比



资料来源: Wind 数据库, 中国银河证券研究院

图 14: 一线城市二手房新房成交面积比

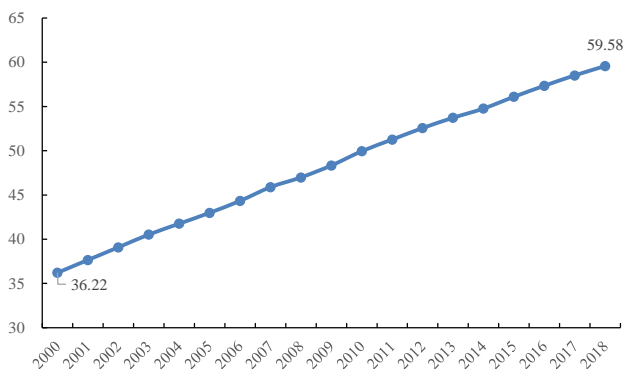


资料来源: Wind 数据库, 中国银河证券研究院

从我国城镇化进程的角度来看, 目前我国的城镇化比例达到 59.58%, 保持着每年 1% 左右的稳定增长, 一般而言, 一个国家的城镇化比率超过 70% 则可认为其基本完成城镇化进程, 城镇化速度将大幅放缓, 预计我国在 2025 年至 2030 年的城镇化水平将超过 70%, 这也预示着新房市场的增长将有所下降, 而以二手房交易为代表的存量房市场将进一步兴起。

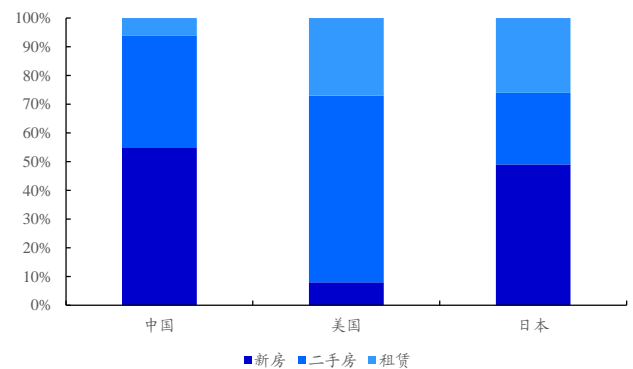
与美国、日本相比, 我国的存量房市场 (包括二手房交易与租赁市场) 的占比较少, 尚且不超过 50%, 而美国的二手房市场份额占比已经达到了 65%, 新房市场份额占比仅为 8%, 日本的存量房市场份额占比也超过 50%。随着我国房地产市场的不断成熟, 新房市场的份额占比将必然下降, 而存量房市场的占比则会有所提升。

图 15: 中国城镇化率



资料来源: Wind 数据库, 中国银河证券研究院

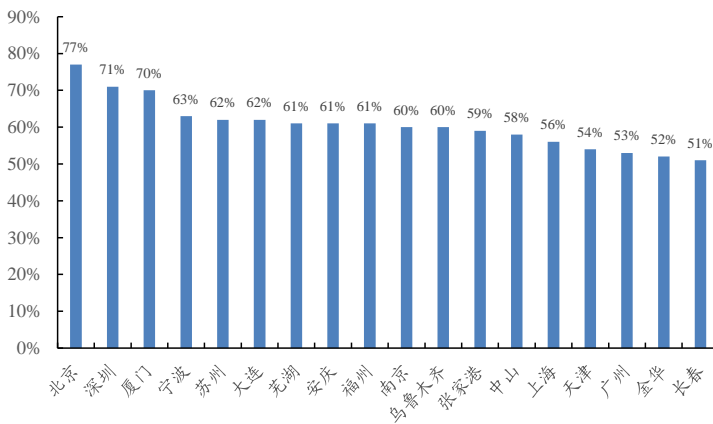
图 16: 中美日房地产市场结构



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

依据智房资讯提供的数据, 我国 2018 年上半年有 18 个主要城市的二手房交易规模超过新房交易规模, 其中北京、深圳、厦门二手房交易规模占比超过 70%, 宁波、苏州、大连等省份主要城市的二手房交易规模占比也在 60% 以上。

图 17: 18 城二手房市场超过新房市场

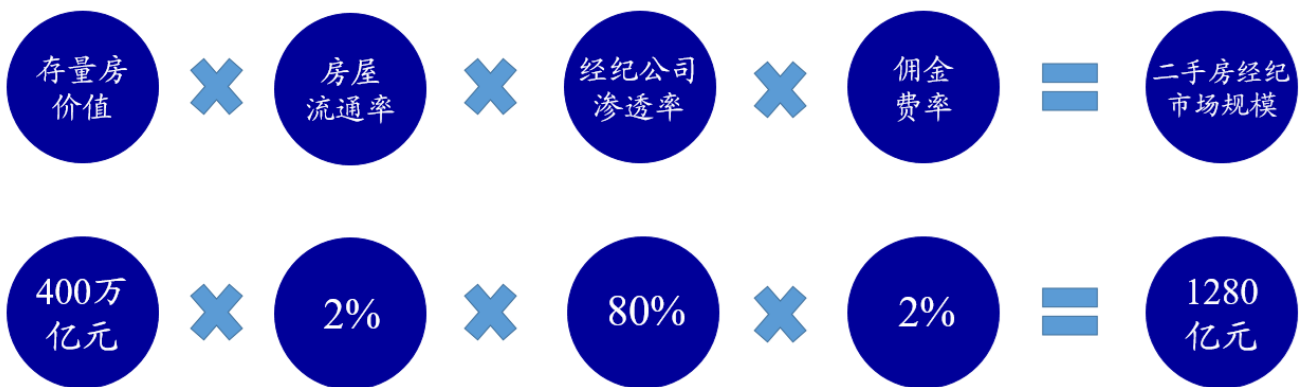


资料来源: 智房资讯, 中国银河证券研究院

## (二) 二手房交易经纪市场规模测算: 千亿级市场, 增长空间十足

我们采用“二手房市场规模 = 存量房价值 × 房屋流通率 × 房地产经纪公司渗透率 × 佣金比率”的计算公式测算中国二手房交易中的经纪市场规模, 依据 SOHO 中国做出估计, 中国存量房整体的价值应超过 400 万亿元, 房屋流通率约为 2%, 而房地产经纪公司的渗透率则应为 80% 至 85% 之间, 保守估计我们采用 80% 作为渗透率, 中介行业的佣金比率为 1% 至 3% 不等, 我们选取平均值 2% 作为估算标准。在此类估计下, 我们测算出目前的二手房经纪市场的规模约为 1280 亿元, 为千亿级市场。

图 18: 二手房经纪市场规模测算



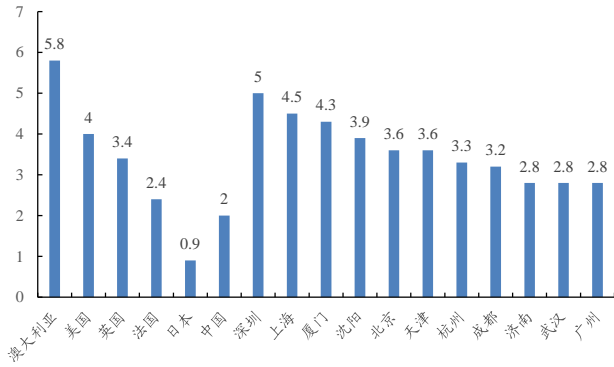
资料来源: 中国银河证券研究院

中国二手房经纪市场的增长潜力依然巨大, 一方面中国存量房的价值正在逐渐累积, 随着行业互联网化的深入和消费者对互联网认可度的提高, 房地产经纪公司的渗透率也将进一步提高, 另一方面, 我国的存量房流通率与国际发达国家水平相比存在差距, 中国流通率仅为 2%, 而美国等发达国家流通率则达到 4% 之高, 我国增长空间广阔, 预计未来房地产经纪行业的市场规模将超过 2000 亿元。

与此同时, 中国的二手房交易规模占比不到 40%, 而美国的二手房交易规模占比则达到

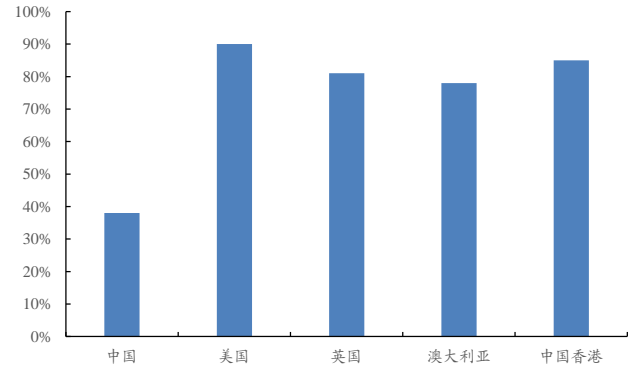
90%，英国达到 81%，澳大利亚 78%，中国香港 85%，我国二手房市场的交易规模具有进一步发展的空间。

图 19：世界各国和中国各地区二手房流通率



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

图 20：各地区二手房交易规模占比



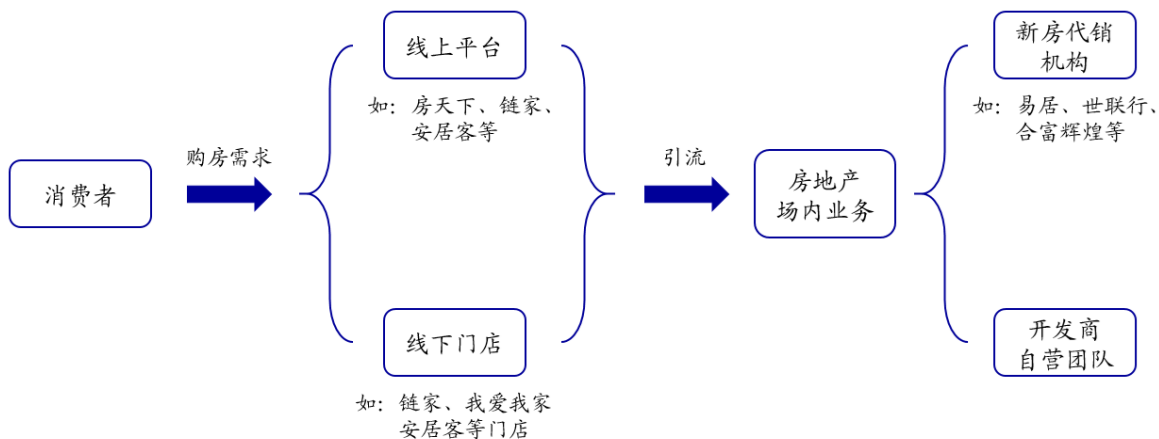
资料来源：链家研究院，中国银河证券研究院

### （三）一二手联动：房地产经纪的有利发展模式

近年来，随着购房者的需求不断更迭，房地产市场的竞争愈演愈烈，开发商与中介公司开始探索房地产二级市场和三级市场之间的合作。“一二手联动”是指开发商企业与房地产中介达成战略合作协议，充分借用对方的渠道与资源，提高双方运作效率的双赢运作模式，是对整个行业资源的一种整合。在这种模式下，一方面开发商得以降低获客成本，并产生让利动机，另一方面，沉淀在经纪公司的客户能够有更多的渠道获得信息做出选择，在满足自身需求的同时为经纪公司带来收入。

“一二手联动”的商业模式使得原本局限于二手房交易市场的经纪公司有机会涉足新房销售市场，在拓展自己业务的同时带来整个房地产产业链的整合，提高整个行业的运作效率。目前，国内房地产经纪头部企业如链家、我爱我家、房天下等，均涉足“一二手联动”的新房代销售业务，充分利用自身经纪业务积攒下的流量优势获取收益。

图 21：“一二手联动”业务模式



资料来源：中国银河证券研究院



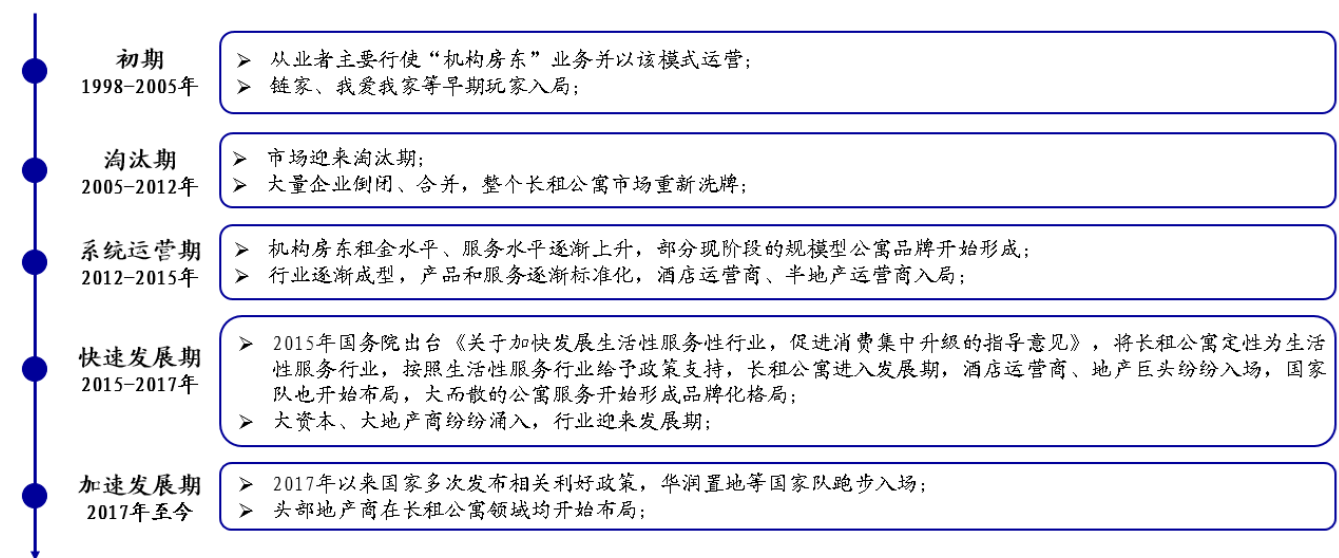
## 四、房屋租赁市场：千亿市场进入快速发展期

### （一）行业发展历程：二十年历史，行业步入加速发展期

房屋租赁相比房产买卖具有更高的灵活性，当前中国的房屋租赁市场按业务种类可以分为商业房产租赁、商旅民宿短租以及可用于居住用房的长期租赁（以下简称“长租”）行业，其中长租行业是我国房屋租赁行业的主要内容。

从发展历史上来讲，长租行业自 1998 年初步形成，至今有将近 20 年的历史，先后经历了初期、淘汰期、系统运营期、快速发展期、加速发展期等五个阶段，从链家、我爱我家等早期房地产经纪玩家入局，到国家出台政策扶持房屋租赁行业，大资本、大地产商纷纷涌入，行业品牌化格局初步形成，长租行业目前已经成长为我国房屋租赁行业的主体组成部分，成为我国房地产市场平稳健康发展长效机制中的重要一环。

图 22：中国长租行业发展历史



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

### （二）长租行业规模测算：需求端拉动千亿级市场规模

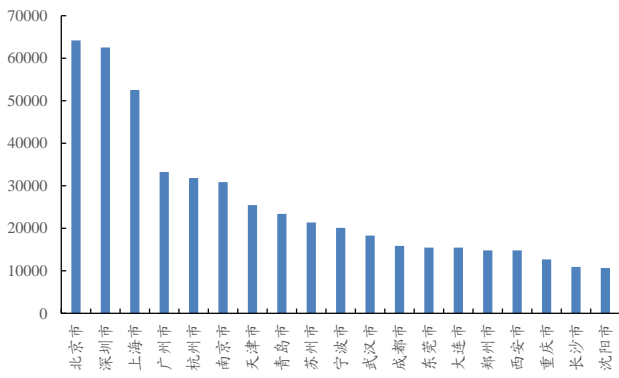
我们采用“长租行业规模 = 中国租赁房屋存量 × 房屋流通率 × 平均房价 × 租金回报率 × 佣金费率”的公式测算长租行业的市场规模，按照艾瑞咨询给出的数据，我国目前的房屋租赁市场约有 7500 万套房屋可供租赁使用，房屋租期多为一至两年，超过两年的长租客户较少，我们预计房屋流通率为 50%。

从房屋价格来看，我国的一线城市的平均房屋价格超过 30000 元/平方米，主要的二线城市房价也多接近 20000 元/平方米，长沙、沈阳房价较低，略高于 10000 元/平方米，考虑到租赁房源重点集中再一二线城市，我们保守估计全国租赁市场的平均房屋价格在 15000 元/平方米左右，中国城市人均住宅面积 33 平方米左右，也即若按三口之家算，一套租赁房屋的原始价格（以一二线城市为主）可达近 100 万元。

我国的租金回报率数据一直以来低于国际平均水平，这主要源于我国一二线城市房价高企，深圳、南京、苏州、北京、上海的租金回报率一度接近 1.5%，北京的部分楼盘的租金回报率甚至接近 1%，相对而言中部、西部、东北部城市的房屋租金回报率相对较高，成都、重庆租金回报率超过 2.5%，大连、沈阳的租金回报率则分别为 2.70%、2.78%，我们预计全国范围内的租金回报率应该接近 2.5% 的水平。

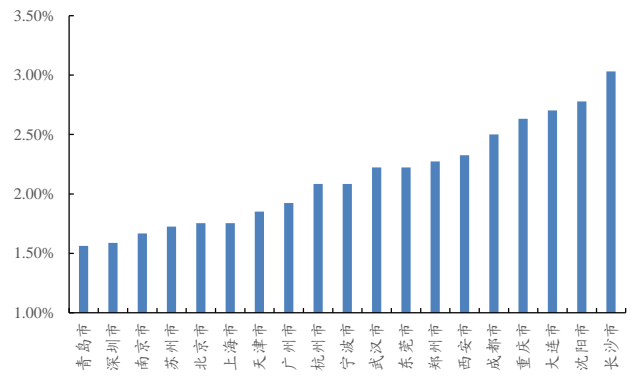
最后，从佣金费率的角度看，目前以我爱我家、安居客、链家等头部房屋租赁经纪公司来看，其撮合交易的费率多为一个月房租，部分交易由租房者承担，部分交易由租房者和房主各承担 50%，这意味着撮合交易的佣金费用将达到年租金的十二分之一，也即 8.3% 的佣金费率。按照上述数据计算，可得目前我国的房屋租赁市场的经纪业务规模为 1167.2 亿元。

图 23: 中国主要城市平均房价 (元/平方米)



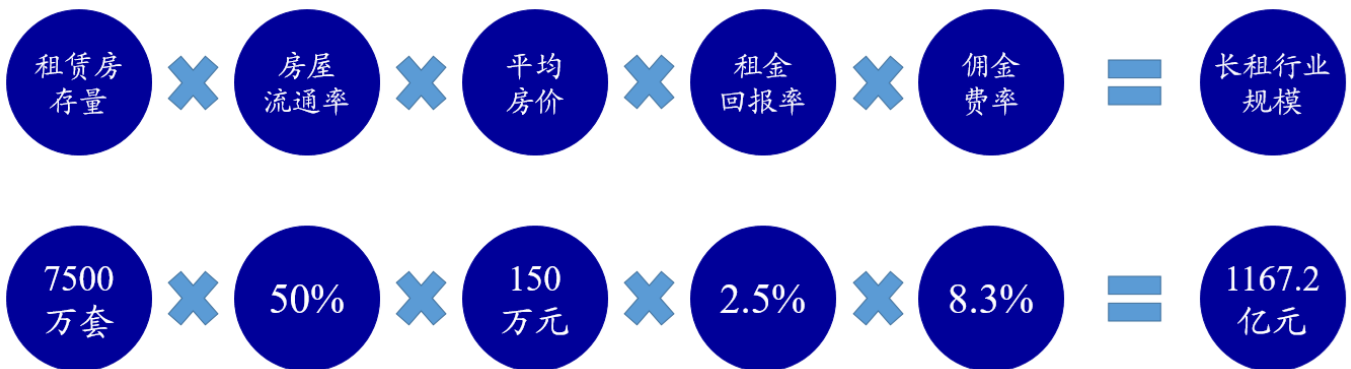
资料来源: 中国房地产业协会, 中国银河证券研究院

图 24: 中国主要城市租金回报率



资料来源: 中国房地产业协会, 中国银河证券研究院

图 25: 长租行业市场规模测算



资料来源: 中国银河证券研究院

中国目前的房屋租赁市场的规模尚存较大增长空间，主要由需求端拉动。一方面，随着我国城镇化率的不断提升，对住房的需求将不断提升，加之目前我国将近 2.4 亿的流动人口的住房需求，房屋租赁市场的规模与经纪业务的规模必将进一步扩大；另一方面，我国对房地产行业的调控近年来表现出收紧的趋势，各大主要城市均出台相关政策对房地产进行限购、限售，虽然 2019 年以来出现了政策放松的可能性，但是总体而言我国的房屋交易市场监管与限制仍是较多的，与此同时，一线城市极高的房价与接近 1.5% 的租金回报率，增强了租赁房屋的性

价比，未来将有越来越多的人将房屋租赁作为在城市居住的首要选择。因此，我们预计长租行业的市场规模未来有继续增长的空间。

表 2: 中国一线城市限购、限贷政策

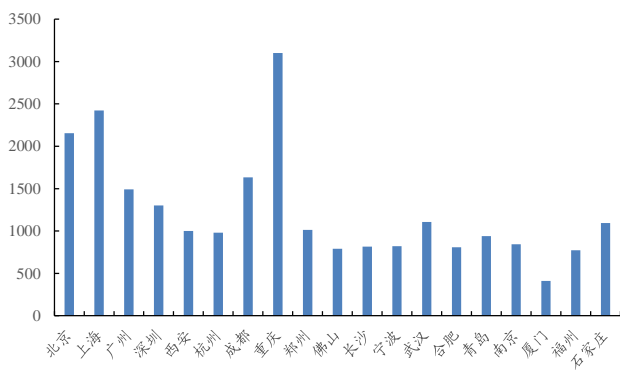
城市	限购		限贷	
	当地户籍	非当地户籍	首套房	二套房
北京	单身一套；家庭两套	连续五年上交社保或者个人所得税，限购一套	无贷普宅首付 35%，非普宅 40%；有贷普宅首付 60%，非普宅 80%	普宅首付 60%；非普宅 80%
上海	单身一套；家庭两套	连续五年上交社保或者个人所得税，限购一套	首付 35%	普宅首付 50%；非普宅 70%
广州	限购两套	五年内连续 36 个月上交社保或者个人所得税，限购一套	无贷首付 30%，有贷普宅首付 40%，有贷非普宅首付 70%	房贷还清者普宅 50%；未还清者普宅 70%；非普宅 70%
深圳	单身一套；家庭两套	连续五年上交社保或者个人所得税，限购一套	无房无贷首付 30%；在本市无房但有房贷记录首付 50%	首付 70%

资料来源：美联物业全国研究中心，中国银河证券研究院

### （三）长租市场现状：业务下沉，房源结构待调整

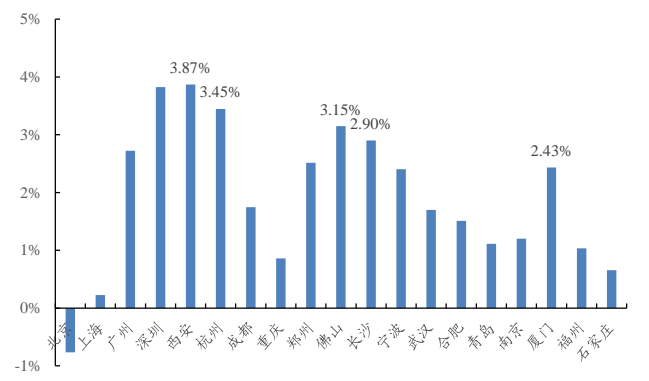
中国目前大量的人口集中在京津冀以及东南沿海的一二线城市中，在高房价与限购、限贷的压力下，该部分人口产生了巨大的房屋租赁需求，但是房屋租赁经纪业务近些年逐渐表现出由一线城市向周边二线城市下沉的趋势。从城市人口增量上来看，北京、上海近些年由于政策的限制，城市人口增量已经达到了零增长甚至负增长，北京 2018 年城市人口减少 0.77%，上海 2018 年城市人口增长仅为 0.22%，广州、深圳的人口增长仍然较高。同时，也可以看出西安、杭州、佛山、长沙等二线城市的人口增量也正在接近或超过 3% 的速度增长，2018 年杭州人口增量达到 33.8 万人，成都人口增量 28.53 万人，重庆增量 26.63 万人，这部分人口具有同样的租房需求，预计各大房地产经纪公司在入局一线城市极强烈的竞争格局之后，将进一步布局二线城市租赁业务。

图 26: 中国主要城市人口存量 (万人)



资料来源：中商情报网，中国银河证券研究院

图 27: 中国主要城市人口增量比例



资料来源：中商情报网，中国银河证券研究院

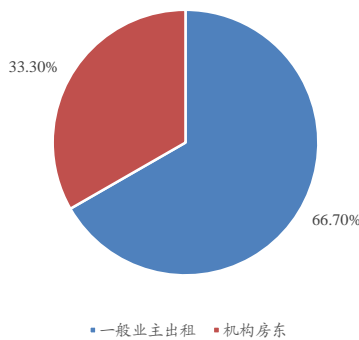
从长租行业的房源结构上来看，中国与国际相比尚且处于发展初期。目前我国的租赁房源

有 66.7% 为一般业主出租的房源，也即房主通过中介、长租网站或者传统的出租渠道（例如张贴广告）等发布房源信息吸引客户，并与租客直接签订合同；仅有 33.3% 左右是由机构房东持有待租的房源，也即中介机构、经纪公司从房主处合法取得出租权，并由公司与租客签订三方合同。两种模式相比之下，一般业主出租的房源的信息过于分散，客户搜集信息的成本很高；一般业主习惯整租房源，很难满足目前越来越多的客户的合租需求；一般业主的信用水平良莠不齐，并未经过具有公信力的平台认证，为租客带来了较大的违约风险。但是，机构房东则可依赖其专业性合理解决相关问题，为客户提供方便。

一般发达国家的较成熟的租赁市场中，机构房东的占比超过 70%，相比之下，中国的房源结构还有进一步调整、提升的空间。

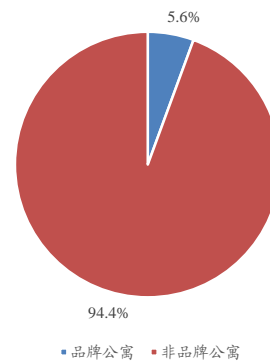
另外，机构房东手中的房源品牌公寓的占比较少，大多为质量参差不齐的非品牌公寓，这导致机构房东与房地产经纪公司的租金额受限，无法获得具有品牌背书的高额收益，随着我国房地产经纪行业的发展以及龙头企业的逐步形成，将有更多的品牌公寓被推出以满足更广泛的客户需求。

图 28：中国房屋租赁市场房源结构



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图 29：机构房东房源构成



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

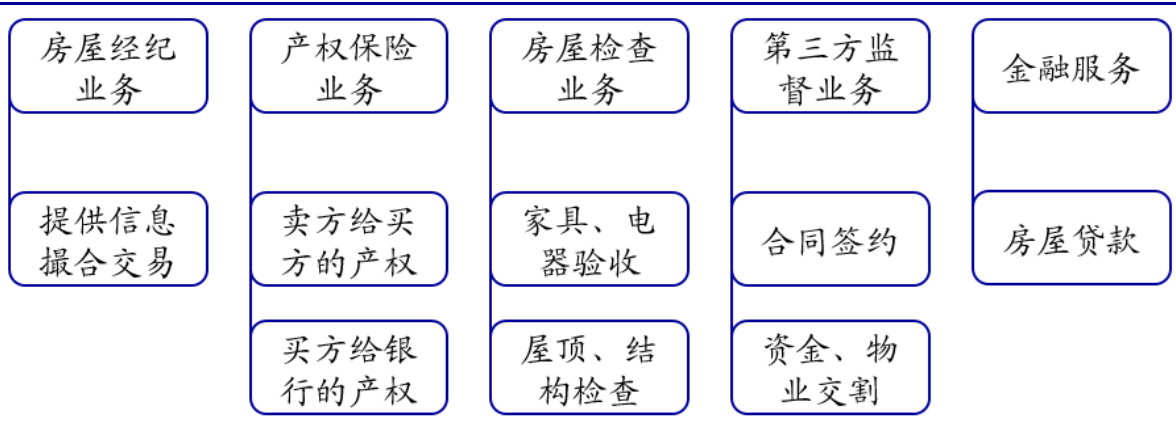
从竞争格局的角度看，租赁行业的市场竞争较为激烈，虽然具有链家、我爱我家等头部企业引领行业，但是总体而言并未出现绝对的龙头企业，市场集中度较低，中小型机构多而分散。随着需求的不断增加以及行业的不断发展，我们将看到行业的竞争格局逐渐明确，业务模式从目前的以撮合交易为主的信息平台导向，转向以服务质量竞争为主的用户服务导向。

## 五、衍生业务市场：尚处发展初期，未来空间广阔

房地产经纪行业除了上述新房代销、二手房交易、房屋租赁业务外，同时还具有其他衍生业务以满足客户的多样化需求，相对而言，美国的房地产经纪市场较为成熟，其衍生业务可以主要分为产权保险业务、房屋检查验收业务、第三方监督（Escrow）业务、金融服务业务等几类，衍生业务占房地产经纪行业收入的比重约为四分之一。但是到目前为止，中国的房地产经纪衍生业务尚处于发展初期，仅有金融服务业务起步较早，预计随着行业的发展和客户需求的多样化，衍生业务市场将具有更加多样化的发展。



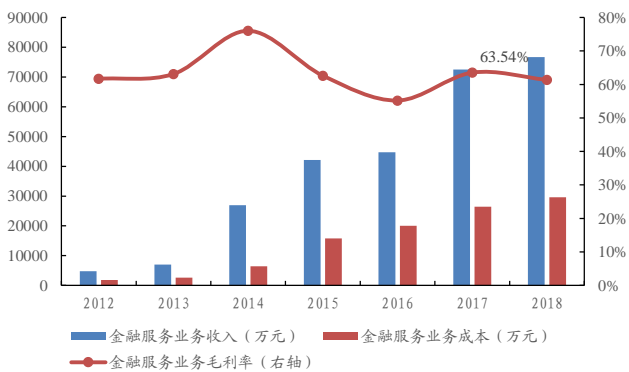
图 30: 房地产经纪衍生业务分类



资料来源: 链家研究院, 中国银河证券研究院

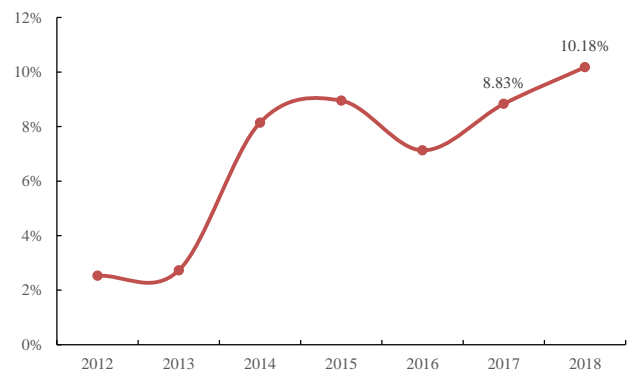
目前衍生服务中的金融服务业务在国内开展较多, 过桥贷款、尾款垫付、P2P 业务等金融服务形式近些年在房地产经纪行业均有涉及, 搜房网、Q 房、链家、我爱我家等房地产经纪公司均开展金融业务。新房代销的头部企业世联行为较早筹备金融服务的公司之一, 该项业务在其收入构成中从 2012 年的不足 3%, 发展至 2018 年的 10.18%, 逐渐成为对公司收入影响较大的业务分支。与公司 22% 左右的整体毛利率相比, 金融服务业务 63% 的毛利率显得十分亮眼, 高毛利与需求广泛成为了房地产经纪公司纷纷开展金融服务业务的主要原因。

图 31: 世联行金融服务业务毛利率



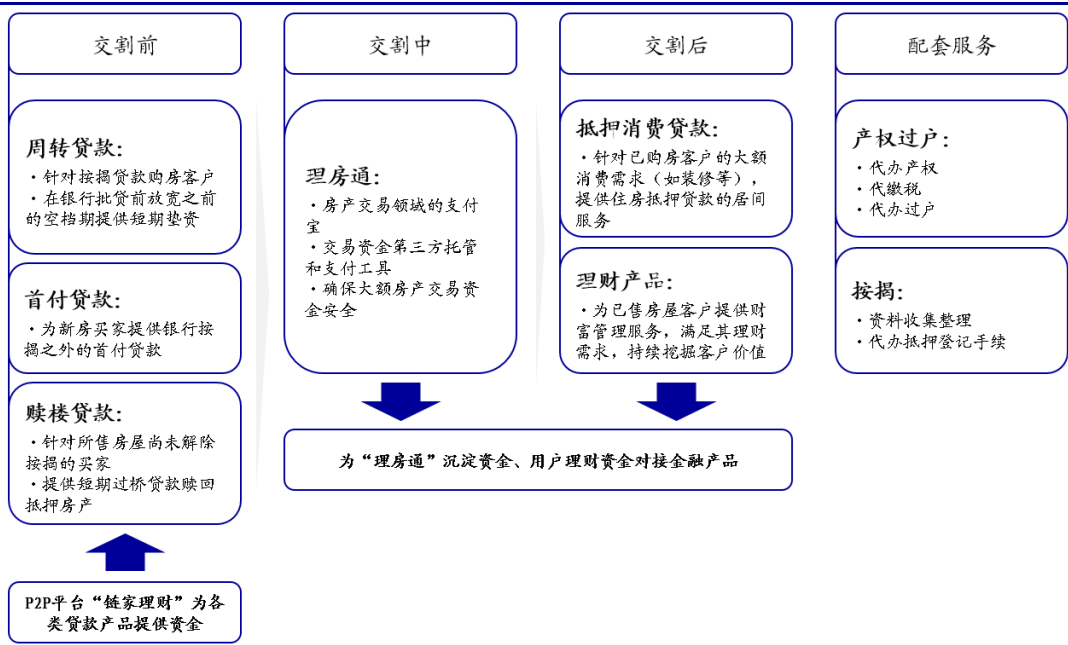
资料来源: Wind 数据库, 中国银河证券研究院

图 32: 世联行金融服务业务收入占比



资料来源: Wind 数据库, 中国银河证券研究院

图 33: 链家金融服务产品线



资料来源: 36 氪, 中国银河证券研究院

世联行自 2012 年开始引入金融服务业务, 链家 2016 年逐渐上马金融服务, 我爱我家近几年也展开对金融领域的探索, 目前中国的房地产经纪衍生业务正以金融业务为切入点逐步展开, 并有望辐射多条业务线。与此同时, 国家对房地产经纪衍生业务尤其是金融业务的监管也在加强, 房地产经纪公司的金融服务资质、理财产品、贷款违约风险等多方面因素将受到高度关注。

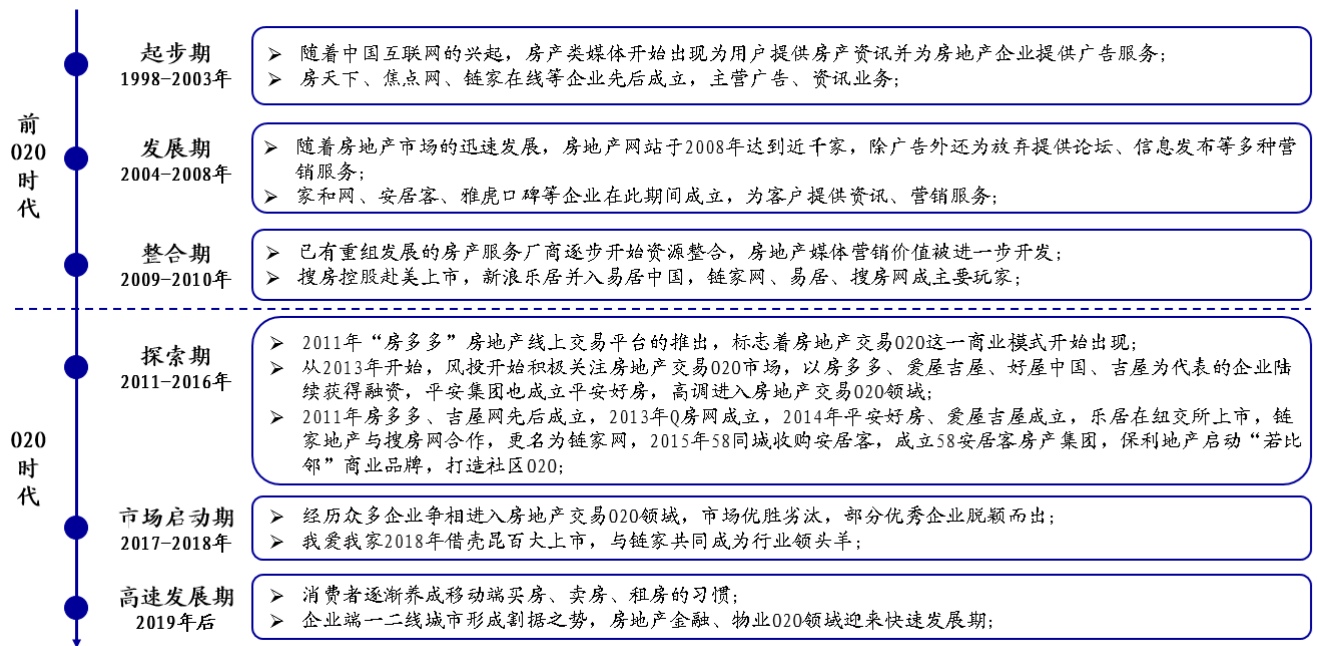
## 六、房地产经纪的 O2O 化: 高速渗透, O2O 成必然趋势

### (一) 房地产经纪的 O2O 历程: O2O 模式进入高速发展期

O2O 模式即 Online To Offline 的模式, 是把实体的商业机会与网络结合在一起, 让网络成为实体交易的前台, 这种商业模式的核心是: 在网络中寻找客户, 然后将他们带到实体店铺中实现消费, 它是支付模式和为经营者创造客流量的一种结合。

随着互联网技术的逐渐成熟和覆盖度的逐渐提升, 同时为了解决传统房地产经纪业务成本高、效率低、透明度低和信息不对称带来的不信任感强等痛点, 能够增强信息公开与交易效率的房地产经纪行业 O2O 模式应运而生。房地产 O2O 的前身为由互联网的兴起带来的传统房地产服务 PC 网站的建立, 线上房地产经纪企业的成立为全行业的 O2O 化奠定了基础, 2011 年“房多多”房地产线上交易平台的推出, 标志着房地产交易 O2O 这一商业模式的出现, 至今经过了 8 年左右的发展, 行业已经逐渐走出探索期与启动期, 并即将迎来快速发展期。

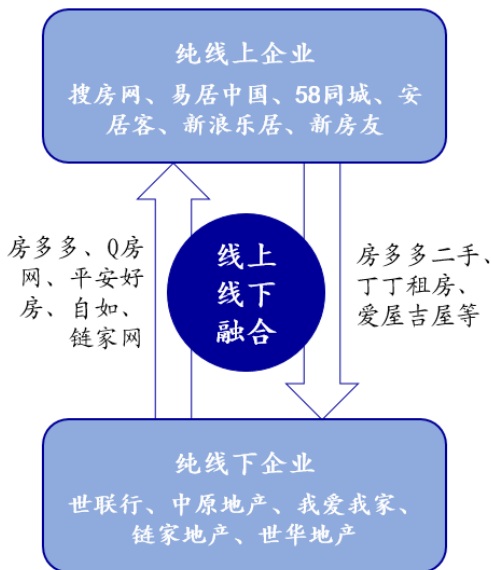
图 34: 房地产经纪的 O2O 历程



资料来源: Analysys, 中国银河证券研究院

自房地产经纪 O2O 出现以来, 基于其增效降本的特点, 越来越多的传统纯线上、线下企业开始探索线上线下融合的 O2O 模式, 2013 年 Q 房网成立, 2014 年平安好房、爱屋吉屋成立, 乐居赴美上市, 链家地产则与搜房网合作更名为链家网以进军线上领域, 58 同城收购安居客成立 58 安居客房产集团, O2O 模式逐渐成为房地产经纪行业交易的主流模式。

图 35: 房地产经纪线上线下融合趋势

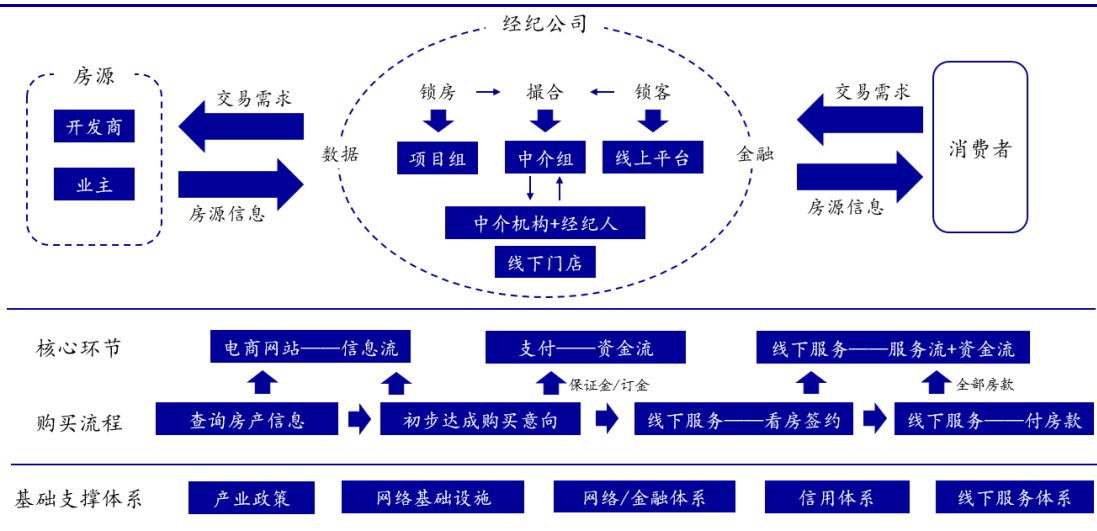


资料来源: 公开资料整理, 中国银河证券研究院

## (二) 房地产经纪 O2O 模式：基于当代网络、信用体系的模式

房地产经纪的商业模式致力于利用当代高速发展的互联网体系与信用体系，让线上平台对潜在客户产生足够的吸引力，从而将互联网变成线下交易的平台。在 O2O 模式下，经纪公司通过项目团队调研开发商与业主的房源信息，并将其放入线上平台，消费者则可以直接通过线上平台信息锁定心仪的房源，从而使经纪公司达成“锁房”、“锁客”的目的，为线下门店导流，并利用经纪人团队为客户提供具体的服务，以期达成交易。这样的模式一方面避免了房源信息传播速度慢、范围小的困境，一方面经纪人的专业性增加了客户的信任程度，极大地提高了行业的效率，为消费者与开发商节约了成本。

图 36：房地产经纪 O2O 商业模式



资料来源：Analysys，《中国企业家》，中国银河证券研究院

图 37：O2O 模式下客户消费流程



资料来源：高阳《房地产经纪公司 O2O 商业模式研究》，中国银河证券研究院

## (三) 房地产经纪 O2O 竞争格局：大而散的群雄割据格局

总体而言，在房地产经纪 O2O 进程中入局的玩家是多而杂乱的，他们分布在全国的各个地区开展经纪业务，目前不具有绝对的龙头企业，而在整体上表现出“大而散”的格局。



从交易模式上来看，可以将房地产经纪企业分为平台型、自营型、综合型三大类，其中平台型指经纪公司通过聚合各类房源信息以吸引用户，并在线上平台引入支付和交易功能，形成O2O闭环，以赚取撮合交易佣金，这一模式的代表包括安居客、房多多等企业；自营型企业则是传统的房地产中介公司互联网化后的产物，本质上相当于把店铺搭建在互联网上的房产中介，本身持有一定量的房源，依靠佣金与价差产生利润，这一模式的代表包括链家、我爱我家等头部企业；另外还有平台、自营特点兼而有之的综合型企业，Q房网、房天下则为其中的代表。

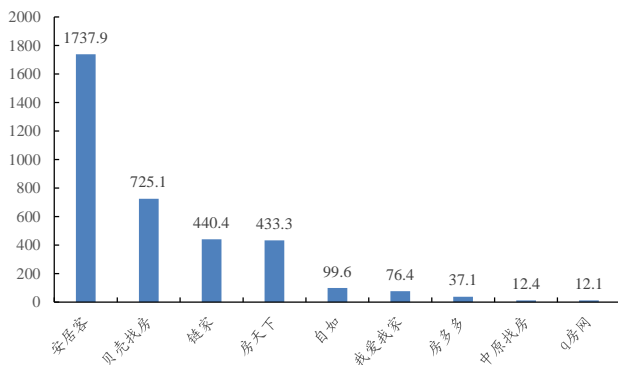
图 38: 房地产经纪 O2O 主要玩家



资料来源: Analysys, 中国银河证券研究院

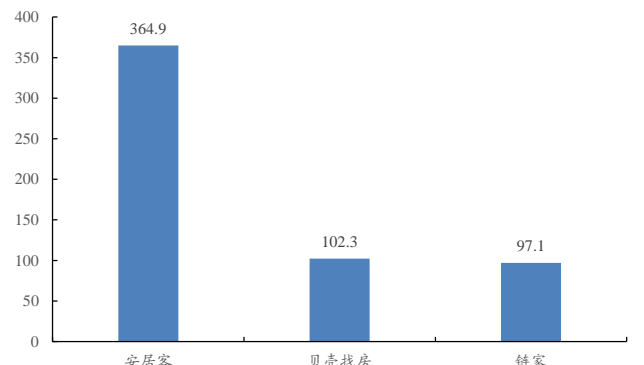
从房地产经纪企业运营的 app 的活跃度的角度看，依据易观千帆指数 2019 年 5 月提供的数据，安居客 app 的活跃度在行业中处于绝对的领导地位，月活跃度达到 1737.9 万，日活跃度也达到了 364.9 万，链家旗下的贝壳找房与链家网 app 次之，月活跃度分别为 725.1 万与 440.4 万，日活跃度分别为 102.3 万和 97.1 万。但是安居客、贝壳找房等 app 上提供的房源信息并非完全由安居客或链家持有，而是对接着众多中小中介企业，帮助其实现用户导流，因此这一排名仅能相对反映出行业中的竞争地位，整体上行业的集中度并不高。

图 39: 房地产经纪 app 月活跃度 (万)



资料来源: 易观千帆指数, 中国银河证券研究院

图 40: 房地产经纪 app 日活跃度 (万)



资料来源: 易观千帆指数, 中国银河证券研究院

在房地产经纪企业 O2O 化的过程中，逐渐形成自己的企业发展模式与相应的企业文化，我爱我家致力于打造高品质交易平台，并推出 3O 的激励机制，利用三网合一提高企业运营管理效率；搜房网则致力于打造行业生态圈，利用六大营销手段拓展客户群体，并逐步开始布局全国、海外业务；链家作为房地产经纪行业的领头羊，截至 2018 年已经设立超过 8000 家直营门店，依靠品牌的建立、经纪人责任的管理以及本身“求真”的特色，在行业中培养起良好口碑，与此同时，其首先试水房地产经纪企业的金融产品销售，走在行业前列。

表 3: 我爱我家、搜房网 O2O 模式对比

企业名称	我爱我家	搜房网
战略	打造高品质交易平台	打造生态圈，交易大平台
企业文化	以爱铸家赢天下	行胜于言、永远追梦
洞察力	3O (Online+Offline+Owner, 即线上+线下+全员持股) 模式，激发经纪人主动性	发展线上线下平台、金融、家居
企业家精神	注重稳健发展	务实
创新能力	三网合一(连锁店网、互联网、呼叫中心通信网)，ERP 管理，呼叫中心	New&Different (建立房产信息平台、开发二手房端口业务、布局线下业务入股中介公司)
产品、市场范围	打造品牌、全国布局	全国、海外布局
战略资产	线下门店资源、按揭理财服务机构	线上资源、研究机构、融资渠道
营销手段	三网合一、网上看房、连锁店面、网络营销	六大手段(网络手段、活动手段、组织手段、数据库手段、出版物手段、搜房卡和消费券)

资料来源：高阳《房地产经纪公司 O2O 商业模式研究》，中国银河证券研究院

图 41: 链家 O2O 商业模式



资料来源：高阳《房地产经纪公司 O2O 商业模式研究》，中国银河证券研究院

#### （四）房地产经纪 O2O 发展趋势：信息共享与独家代理

美国的房地产经纪行业相较中国发展地较为成熟，这对中国房地产经纪 O2O 模式未来的发展具有一定的借鉴作用。我们认为国内市场未来的发展方向主要体现在信息共享、独家代理商业模式、经纪人专业素质等方面。

美国房地产经纪的 MLS (Multiple Listing Service) 模式是其主要的业务模式，经纪人在签订“委托协议”后的三个工作日内将所有协议内容及交易信息上传到 MLS 系统，包括卖方的房产特征、卖方开价、交易状态、有效交易期限、佣金率、佣金分配比例等。这使得 MLS 系统集成了相应地区绝大部分的房源信息，从而成为了房地产经纪人、房地产估价师的信息平台与应用工具。我国目前的房地产经纪 O2O 模式下，尚缺少如 MLS 系统的公共信息平台，各家公司具有各自独家的房源信息，发布在自己的网页或 APP 上，相比之下房屋成交效率较低，未来行业效率的提高会对信息共享程度提出较高要求。

另外，美国房地产经纪的商业模式主要为独家代理模式，卖方赋予特定经纪人在特定时期内（通常为 60 天或者 90 天）寻找买方的专有权，自己的房源由唯一的一位经纪人或者经纪机构专门负责，而卖方经纪人则会与买方经纪人专门对接，买方经纪人也为买方的唯一经纪人，如此形成单一、垂直的服务链条，服务效率得以提高。这种模式在 MLS 系统公共信息的支持下具有较高的效率，而国内的房源“一盘多放”的情况较为普遍，经常是多家共同协商交易，效率较低，因此对独家代理模式的探索或将成为行业发展的方向。

最后，与中国庞大的经纪人群体相比，美国的房地产经纪人更加专业，经纪公司也是少而精的。美国对房地产经纪人员执照的核发有很严格的规定，设有严格的考试，例如德州的房地产经纪人需要学习完成 6 个学科，180 小时的课堂学习，并经历 4 小时的全国和地区考试合格后方能上岗。相比之下，中国的房地产经纪人群体较为庞大，入职门槛较低，随着行业的不断成熟及规范程度不断提高，经纪人群体的专业能力也将有所提升。

## 七、房地产经纪行业主要玩家

### （一）链家：大数据驱动的房地产经纪龙头

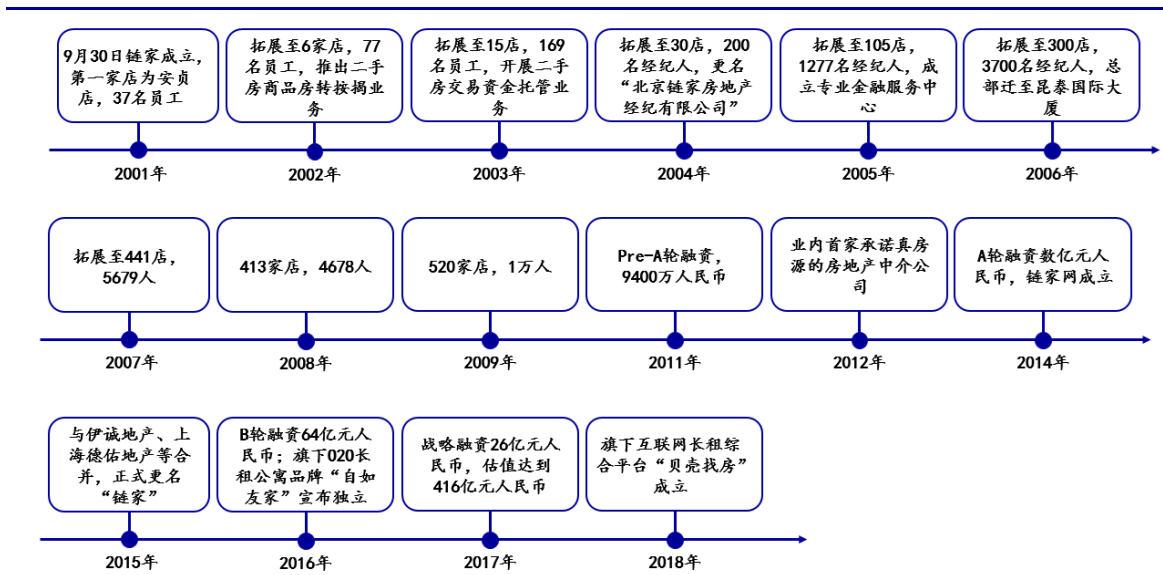
#### 1、公司概况及发展历史

链家成立于 2001 年，是以数据驱动的全价值链房产服务平台，提供二手房、新房、租房、旅居房产、海外房产等房产交易服务，并拥有业内独有的房屋数据、人群数据、交易数据，以数据技术驱动服务品质及行业效率的提升。

历经 18 年的发展，链家目前已经进驻北京、上海、广州、深圳、天津、成都、青岛、重庆、大连等 32 座城市，全国直营门店数量超过 8000 家，旗下经纪人近 15 万人，是业内率先承诺真实房源的房地产经纪企业，全国真房源率超过 97%。其大数据处理平台历时 8 年，收集 160 多个城市 1 亿 1000 万套房屋信息，并建立业内独有的“楼盘字典”，为其真实房源奠定基础。

在发展的过程中，链家始终以“让每一位消费者都能在链家愉悦的找到一个家”为梦想，以

成为“行业的领导者”为愿景，并主动肩负起对社会、对房地产交易客户、对房地产经纪行业、对房地产经纪人的使命，始终秉持着“客户至上、诚实守信、团队作战、拼搏进取”的价值观念。如今的链家已经成为房地产经纪行业的领导者，在未来的发展路程中，链家会以互联网技术和数据化产品，进行线上线下的打通，重构和优化交易流程，不断提升交易体验。

**图 42: 链家发展历程**


资料来源：公司官网，艾瑞咨询，中国银河证券研究院

**表 4: 链家企业文化**

<b>链家的梦想</b>	让每一位消费者都能在链家愉悦的找到一个家
<b>链家的愿景</b>	行业的领导者——让不动产服务业走进殿堂
<b>链家的使命</b>	对社会：链家建立一个有远大抱负、操守自律、勇于创新、智慧管理的现代服务品牌
	对房地产交易客户：链家有能力并且渴望具备能力去给客户id提供愉悦的不动产服务
	对房地产经纪行业：链家将提供海量、准确、标准、有深度、使用便捷的不动产资讯
<b>链家的价值观</b>	对房地产经纪人：链家帮助和鼓励经纪人用美好人性（城市\正直\友善）来共同创造和分享属于平凡人的尊严和平凡成就
	客户至上：我们知道链家的存在对于有房地产需求的客户来讲，意味着值得信赖和依靠
	诚实守信：我们可以没有聪明的脑袋、漂亮的脸蛋、绚丽的背景，但是我们诚实，我们让人信任
	团队作战：我们正是因为自认在竞争中很弱小才走到一起，我们只能彼此依靠、彼此关照才能强大
	拼搏进取：我们不掌控任何稀缺资源，唯有比别人更努力才能取得成功

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**表 5: 链家管理团队**

姓名	职位	简介
左晖	创始人 &董事长	· 自如创始人&董事长；
		· 北京大学 EMBA，现担任链家控股董事长、中国房地产估价师与房地产经纪人学会副会长、北京市房地产中介行业协会副会长；
		· 1992年从北京化工大学计算机应用专业毕业。毕业后尝试过电脑销售，软件销售，还做过保险代理；



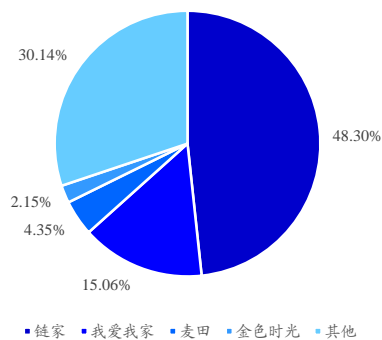
彭永东	CEO	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 左晖创立链家的契机很偶然，2000 年左右，北京个人买房的比例大增，但对应的房产信息却极度不对称，深有感触的左晖开设了一家房产信息平台，并在第二年，水到渠成地创立了北京链家房地产经纪有限公司；</li> <li>· 现任贝壳找房 CEO、链家网 CEO；</li> <li>· 毕业院校浙江大学、清华大学、麻省理工学院；</li> <li>· 2010 年加入链家；</li> <li>· 2001-2004 年，美国 BEL 公司高级工程师，专注于 ICT 行业产品研发和市场营销。</li> <li>· 2004-2006 年，A.D.Little 理特咨询(全球最早的咨询公司)咨询顾问，曾为三星电子、德国电信、辉瑞(Pfizer)等提供过战略咨询服务；</li> <li>· 2006-2010 年，担任 IBM 战略与变革高级咨询顾问，曾为中国移动、中国电信、链家等提供过战略咨询服务；</li> </ul>
		魏勇

资料来源：企名片，中国银河证券研究院

## 2、公司行业地位

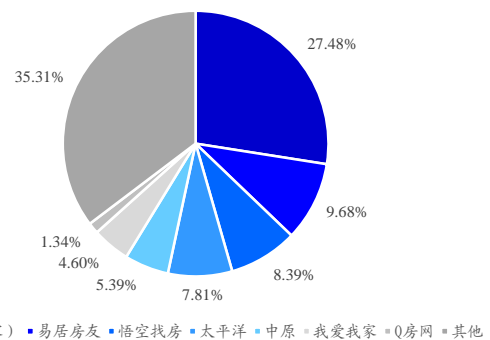
链家目前稳定地保持着房地产经纪行业当中的领军地位，自 2014 年底开始，链家走出北京，走向全国，先后并购了成都伊诚、上海德佑、北京易家、深圳中联、广州满堂红等当地最大的中介服务商，在多个城市的市场份额都已经达到第一。在房地产经纪公司竞争最为激烈的一线城市，链家在北京的市场份额达到 48.30%，在上海的市场份额则达到了 27.48%，均位列行业第一。

图 43：北京房地产中介竞争格局（2018 年 7 月）



资料来源：云房数据，中国银河证券研究院

图 44：上海房地产中介竞争格局（2018 年 6 月）



资料来源：云房数据，中国银河证券研究院

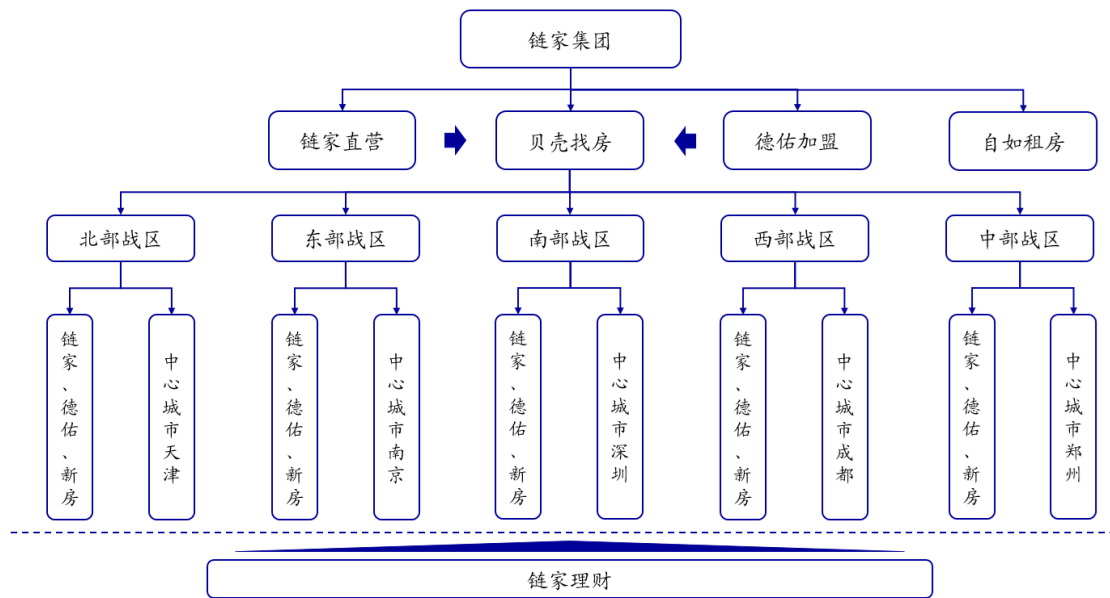


### 3、公司产品布局

链家自成立以来积极拓展多种产品线，逐步成立了丁租房（已下线）、链家网、自如（2014年成立，2016年5月12日成立独立运营公司，从链家体系中分析，从此成为一个O2O长租公寓品牌，目前链家为其最大的投资方）等品牌，并于2015年大举进军全国，与地方主要房地产经纪企业，如成都伊诚地产、上海德佑地产、北京易佳达、深圳中联地产、高策地产、浙江盛世管家、重庆大业兴置业股份有限公司、济南孚瑞不动产、广州满堂红置业等合并或战略合作。2018年，贝壳找房成立，链家的产品线进一步完善。

目前链家的产品线包括链家品牌直营门店、贝壳找房、德佑加盟、自如租房等，同时具有链家理财为各项业务提供金融衍生服务。在2018年末，链家宣布将链家直营、贝壳找房、德佑加盟的管理团队及业务进行合并，贝壳找房一改先前“南北分区”的格局，而是成立“东西南北中”五大战区，分别以天津、南京、深圳、成都、郑州为核心城市开展业务。

图 45：链家产品线



资料来源：蓝鲸房产，中国银河证券研究院

### 4、公司发展战略 SWOT 分析

链家如今已经成为房地产经纪公司当中的领头羊，具有崇高的行业地位，其自建的线上线渠道与数据分析平台使其能够为客户提供方便、便捷的服务；其一直坚持的“真实房源”的承诺，增加了其业内口碑；其庞大、专业的经纪人群体，则是其发展的有力支撑。但是其同样面对着扩张中产生的高额服务费、高额公关成本等发展劣势，以及其他房地产经纪企业的直接、间接竞争的威胁。

为了进一步扩张其市场份额，在房地产 O2O 模式未来的高速发展中持续保持领先地位，我们认为链家应该立足北京，扩大一线城市份额并逐步将业务下沉至二、三线城市，并进一步明确自身的核心业务、支撑业务、主营业务；通过兼并收购等手段，扩大品牌影响力，并巩固、发展自身的品牌经营模式，降低运营成本。

**表 6: 链家发展 SWOT 分析**

优势 S	劣势 W
1.自建线上线下渠道,打通业务环节; 2.多种房产业务形成大平台; 3.详实的房产数据与内容; 4.坚持真实房源,用户有保障; 5.强大的经纪人群体;	1.门店的扩张以及专业的服务要求较高的服务费用; 2.庞大的经纪人群体必有负面事件; 3.以成交为目的下中介服务会影响到用户体验;
机会 O	威胁 T
1.我国房地产市场是一块大蛋糕,房产 O2O 仍有较大增长空间; 2.随着城市化进程,二三线城市还有很大的发展空间; 3.随着居民收入的增加,房地产市场有了更多的可能;	1.其他类似产品如:我爱我家的直接竞争关系; 2.房产细分领域众多的竞争对手,光租房细分领域就有很多深耕玩家; 3.纯线上中介竞争对手,其用户数量甚至超过链家; 4.各类中介纠纷问题;

资料来源:互联网,中国银河证券研究院

**表 7: 链家 SWOT 战略分析**

SO 战略	WO 战略
1.立足北京,进一步扩大一线城市布局,扩大二三线城市的市场占有率; 2.确立核心业务、支撑业务、主营业务,进一步发展为复合型渠道的双驱动模式;	1.通过兼并知名同行业公司,扩大品牌影响力; 2.聘请知名咨询公司提供战略咨询,实施精细化管理,再造业务流程考核指标;
ST 战略	WT 战略
1.开展商业模式创新,巩固线上线下平台,拓展业务模式;	1.开发链家的品牌经营模式; 2.降低成本支出,科学决策;

资料来源:高阳《房地产经纪公司 O2O 商业模式研究》,中国银河证券研究院

## 5、公司融资历程

链家 2011 年获得鼎晖投资的 Pre-A 轮 9400 万人民币投资,开启自己的融资进程,随着公司规模不断扩张,公司业务不断拓展,公司的行业地位不断提升,越来越多的投资者开始进入链家体系,其中不乏华兴新经济基金、万科集团、腾讯投资、融创中国、高瓴资本等规模较大的投资人及业内巨头。2017 年 1 月 9 日,在链家得到融创中国 26 亿元人民币的战略投资后,融创中国持股比例达到 6.25%,估值达到 416 亿元人民币。随后链家又于 2017 年内获得三轮战略投资,估值有望进一步提升,甚至有传言链家估值目前可以达到 130 亿美元。

**表 8: 链家融资历史**

轮次	披露时间	交易金额	交易对手	持股比例	估值/市值
战略融资	2017.11.20	未披露	高瓴资本、华兴资本、治平资本、川商资本	-	-
战略融资	2017.11.07	未披露	新希望集团、柒壹资本	-	-

战略融资	2017.04.19	30 亿人民币	万科集团、腾讯投资、融创中国、百度投资并购部	-	-
战略融资	2017.01.09	26 亿人民币	融创中国	6.25%	416 亿人民币
B+轮	2016.08.25	未披露	淳信宏图	-	-
B 轮	2016.04.15	64 亿人民币	华兴新经济基金、百度投资并购部、H Capital、执一资本、海峡基金、原苍资产、源码资本、经纬中国、喜神资产、腾讯投资、高瓴资本、德联资本、海峡资产	-	-
A 轮	2014.01.07	数亿人民币	鼎晖投资、复星锐正资本	-	-
Pre-A 轮	2011.01.20	9400 万人民币	鼎晖投资	-	-

资料来源：企名片，中国银河证券研究院

## 6、公司经营活动情况

链家 2011 年开启快速增长阶段，资本逐渐入局，2009 年链家门店达到 520 家，员工破万人，到 2018 年，链家目前门店超过 8000 家，旗下经纪人接近 15 万人，全年交易量 60 万套，整体平台的 GMV 达到了 1.2 万亿元。随着 2018 年“贝壳找房”的上线，链家的平台化梦想进一步延伸，提出了“在不远的将来，覆盖全中国超过 300 个城市，服务超过 2 亿的社区家庭，连接 100 万职业经纪人和 10 万家门店，赋能超过 100 个品牌，作为基础设施推动行业正循环”的美好愿景。2019 年“贝壳找房”希望达到 2 万亿元的 GMV。

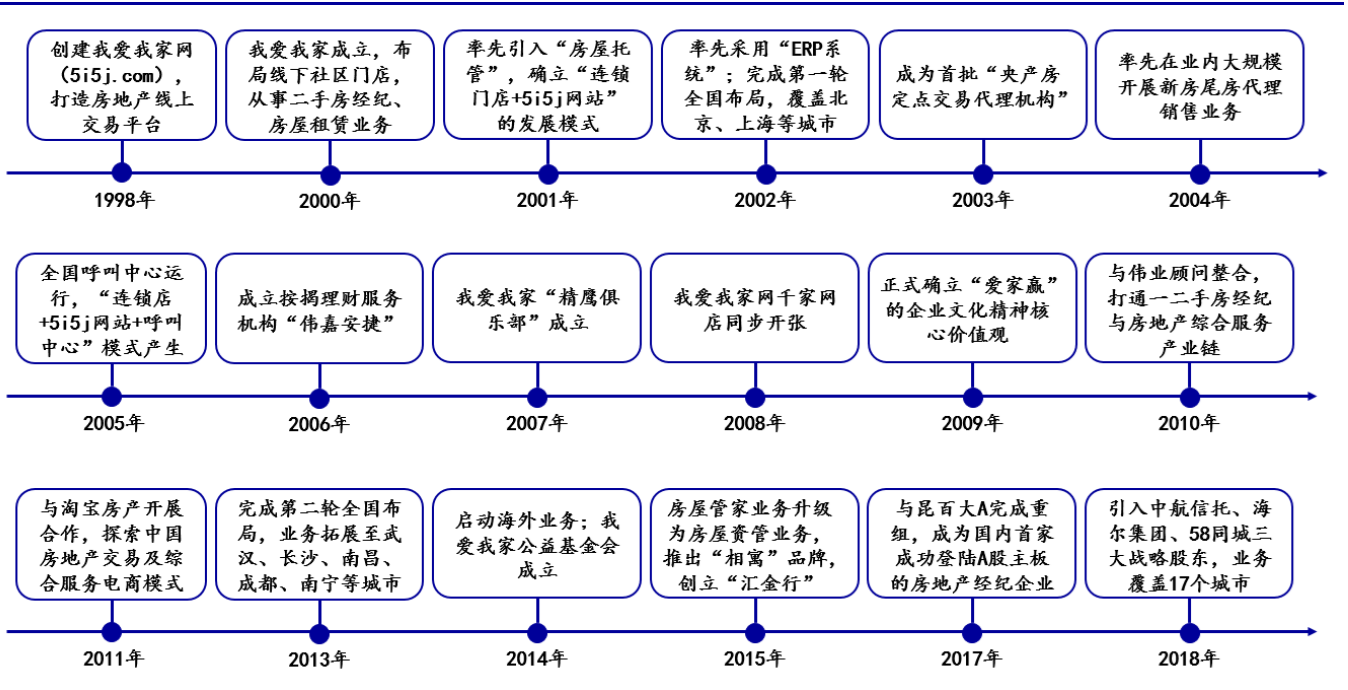
链家在运营过程中的核心竞争力来源于其房产大数据库，及其建立的“楼盘字典”。目前他们做的“不着急的事”已经统计了覆盖了全国近 160 座城市超过 1.2 亿套房，拥有进入城市每一个房子的剖面图，成为国内覆盖面最广、颗粒度最细的房屋信息数据库。链家将很快将中国的 300 多个城市及下辖的 2000 多个县的房屋全部扫描清楚，计入数据库，并以此为基础为客户提供全方位的服务。

## （二）我爱我家：20 年历史，率先登陆 A 股的房地产经纪公司

### 1、公司概况及发展历史

我爱我家控股集团股份有限公司（000560.SZ）成立于 1998 年，是房地产经纪行业的龙头企业，凭借 12 年的金融服务经验积累、17 年的房屋资产管理服务底蕴、18 年的二手房经纪服务经验积淀、24 年的新房代理服务经验积累，形成强大的核心竞争力，公司旗下拥有我爱我家、相遇、昆百大、伟业顾问、汇金行、伟嘉安捷、我爱我家海外等多个专业业务品牌，面向政府、投资机构、金融机构、学术研究机构、房地产开发企业，以及广大个人消费者，提供线上线下一体化的数据顾问、楼盘代理、新房交易、二手房经纪、房屋租赁、住宅资产管理、商业地产运营管理和海外房产交易等房地产全产业链的综合服务。

图 46: 我爱我家发展历程



资料来源: 我爱我家官网, 中国银河证券研究院

截至目前, 我爱我家集团国内业务覆盖北京、上海、杭州、南京、天津、苏州、太原、无锡、郑州、成都、武汉、长沙、南昌、青岛、常州、南宁、昆明等国内 17 个大中型城市, 拥有深入社区的连锁门店 3500 余家, 员工 5.5 万余人, 其海外业务品牌“我爱我家海外”, 主要在海外开展新房销售、二手房经纪、房屋资产管理等业务, 为业主提供全球资产配置的境内外一站式服务, 目前其国际业务覆盖北美、东南亚、澳新、欧洲、中东等 50 余个国家和地区, 并在美国芝加哥和阿联酋迪拜设立了海外城市子公司。

图 47: 我爱我家业务布局



资料来源: 我爱我家官网, 中国银河证券研究院

公司目前我爱我家网 5i5j.com 年均访问量达到 3000 万人次, APP 总下载量超过 900 万人

次，呼叫中心 4008-515-515 年呼入量超过 300 万人次。公司旗下专业房屋资产管理品牌——相寓，在国内 15 个大中型城市，在管房屋套数达到 31 万套，70 余万间，物业资产管理规模超过 8000 亿元，是在管理时间、管理规模、管理经验方面都处于国内领导水平的专业租赁经营机构。

依据公司 2018 年年报，公司品牌“我爱我家”荣获 2018 年中国品牌力指数 C-BPI 房地产中介服务行业品牌力第一名，这是继 2012 年、2013 年、2016 年后，“我爱我家”品牌第五次获此殊荣；2018 年我爱我家荣获“全国驰名商标”荣誉称号、荣获由网易颁发的“品牌影响力大奖”、荣获第七届中国公益节“责任品牌”荣誉称号、荣获由中国房地产经纪同业联盟颁发的“年度爱心影响力企业”荣誉称号。

在企业文化方面，公司发展出：崇尚“爱”，建设“家”，追求“赢”的集团企业文化核心价值观，体现为对客户的关爱、对员工的关爱、对社会的回馈。集团明确：“爱”是企业服务理念的核心，“家”是企业文化的显著特色，“赢”是贯穿企业的使命。

**表 9：我爱我家主要管理人员**

姓名	职位	简介
谢勇	董事长	<ul style="list-style-type: none"> <li>华东政法学院法学学士，上海财经大学经济学硕士，上海交通大学高级金融学院 EMBA。</li> <li>1994 年 7 月至 1994 年 12 月就职于中国经济开发信托投资公司上海证券部，2002 年 5 月至 2005 年 3 月任上海精诚投资有限公司副总经理；</li> <li>2010 年 12 月至今任太和先机资产管理有限公司董事长，2014 年 9 月至今任西藏太和先机投资管理有限公司执行董事，2016 年 4 月至今任华夏西部经济开发有限公司董事长；</li> <li>2016 年 6 月 30 日至今任昆明赛诺制药股份有限公司董事；2015 年 5 月至 2015 年 11 月任昆百大副董事长，2015 年 5 月至今任我爱我家（即原昆百大）总裁，2015 年 11 月至今任我爱我家董事长。</li> </ul>
文彬	副总裁 &董事	<ul style="list-style-type: none"> <li>生于 1962 年。中国人民大学工商管理硕士。</li> <li>历任深圳丰图自动化控制工程公司副总经理，信达信托投资公司证券部研究组长、证券营业部代理经理，华夏西部经济开发有限公司投资部总经理；</li> <li>2001 年 12 月至 2002 年 11 月任昆百大总裁助理；2002 年 12 月至 2007 年 3 月任昆百大副总裁，其间于 2003 年 11 月至 2006 年 3 月兼任昆百大控股子公司河南濮阳泓天威药业有限公司总经理；</li> <li>2016 年 6 月至今任昆明赛诺制药股份有限公司董事；</li> <li>2010 年 2 月至今任我爱我家董事会秘书，2011 年 4 月至今同时担任我爱我家副总裁，2017 年 8 月 10 日起担任我爱我家董事。</li> </ul>
代文娟	副总裁 &审计部总 经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>生于 1981 年。中央财经大学会计学学士，注册会计师、国际注册内审师、会计师、高级经济师。</li> <li>历任职于毕马威会计师事务所从事审计工作，历任职于云南电网公司审计部从事内审工作；</li> <li>2012 年 11 月进入昆百大，历任企划部副总经理、总经理，财务副总监，2015 年 5 月至 2018 年 4 月担任昆百大财务负责人，2015 年 6 月至 2018 年 4 月同时担任昆百大财务总监；</li> <li>2017 年 8 月至今担任我爱我家董事，2018 年 4 月 9 日起任我爱我家副总裁，同时担任我爱我家审计部总经理。</li> </ul>
潘斯佳	副总裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>生于 1973 年。上海工程技术大学土木工程学学士，注册营销师。</li> <li>2010 年起任远洋地产上海公司营销总监，负责上海所有项目营销管理工作，年销售额 28 亿；</li> <li>2014 年起任东原地产上海营销总监，负责城市公司前期项目获取研判，前端产品方向，品牌推广，市场研究等及多项目营销管理工作；</li> <li>2015 年 7 月至今任昆百大控股地产综合事业部总经理，2015 年 8 月至今任我爱我家副总裁。</li> </ul>



何洋	副总裁	· 生于1976年。香港中文大学会计学硕士，首都经济贸易大学工商管理硕士，具备全国房地产经纪人执业资格；
	&财务总监	· 历任普华永道会计师事务所审计师，信永中和会计师事务所经理；
		· 2008年8月至今任北京我爱我家房地产经纪有限公司副总裁。2018年4月9日起任我爱我家副总裁，同时担任我爱我家财务总监、财务负责人。
刘东颖	副总裁	· 生于1968年。浙江大学计算机科学系计算机应用专业本科学历，IBM全球认证资深首席顾问，具备基金行业从业资格。
	&CTO	· 历任佳木斯百货大楼工程师，航空部304所工程师；
		· 1996年4月至2017年3月任(IBM)国际商业机器中国有限公司副合伙人，2017年3月至2018年8月任创金合信基金管理有限公司IT治理副主任。2018年8月31日起任我爱我家副总裁兼CIO（首席信息官）。

资料来源：我爱我家公告，中国银河证券研究院

## 2、公司业务概况

我爱我家公司业务主要包括新房业务、经纪业务、资管业务三个组成部分，其中新房业务又包含代理销售业务、分销业务、电商业务、顾问策划业务等四个分类；经纪业务则包含二手房买卖与二手房租赁两类；资管业务则以“相寓”品牌的长租公寓为主，分为分散式与整栋式的资产管理业务。在与昆百大A进行重大资产重组之后，目前的公司业务还包括商品销售、商业租赁及服务、房地产开发、物业服务、旅游服务等，但是其在公司主营业务收入中的占比均不超过10%。

表 10：我爱我家业务分类

业务板块	业务简介
新房业务	<b>代理销售业务：</b> 为开发商提供包括销售前台服务、销售后台事务管理等代理服务
	<b>分销业务：</b> 作为开发商的分销渠道，为其带来客源，向开发商收取佣金
	<b>电商业务：</b> 作为开发商的渠道分销商、整合线下中小房地产中介机构，以线上网站及手机APP平台宣传、线下机构带客源现场看盘的方式，通过向楼盘提供客源，收取渠道分消费、向合作的其他房地产中介支付返费
	<b>顾问策划业务：</b> 为开发商提供项目策划、营销方案等服务，收取服务费
经纪业务	<b>二手房买卖：</b> 为业主和购房人提供信息，协助交易双方进行看房、签约、办理贷款等服务
	<b>二手房租赁：</b> 为业主和租房人提供信息，协助看房、签约、并在租赁期内提供沟通协调等服务
资管业务	<b>分散式：</b> 接受业主委托处理房屋出租事宜，包括受托房屋修整、撮合实现房屋出租、定期代收及转付租金、后期物业管理等
	<b>整栋式：</b> 标的公司承租整栋公寓，装修后对外出租、收取租金，同时向承租人提供物业管理服务

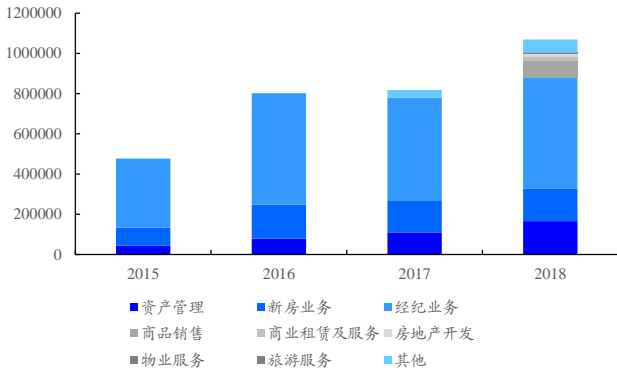
资料来源：我爱我家公告，中国银河证券研究院

从我爱我家的业务构成上来看，资产管理业务自2015年以来的占比逐渐提高，到2018年已经占比15.48%，营业收入达到16.55亿元，经纪业务始终是我爱我家的主体业务，占比始终超过50%，2015年时占比达到71.97%，随着资产管理业务的发展及昆百大A的业务稀释，2018年时经纪业务占比为51.30%。可以看出公司目前的业务布局为：以经纪业务为主业，重点发展资产管理业务。

此外，公司2006年建立“伟嘉安捷”品牌，从事房地产金融服务，截至目前，伟嘉安捷国内业务覆盖北京、上海、杭州、南京等12个大中型城市，员工近千名，全国合作银行超过千

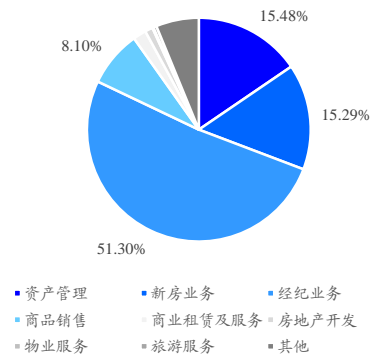
家，网站月均访问量逾百万，年成交额超过 300 亿元。

图 48: 我爱我家业务结构



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

图 49: 我爱我家 2018 年各业务占比



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

### 3、公司主要竞争者

我爱我家目前在北京、上海等一线城市的市场份额仅次于链家，居于行业第二位，作为房地产经纪行业第一家登陆 A 股主板市场的企业，公司在行业中保持着领先地位。从公司的竞争者角度看，目前我爱我家面临着来自链家、中原地产、麦田房产等传统房地产企业，以及房多多、好屋等电商房地产中介企业的威胁。

表 11: 我爱我家主要竞争者

类别	公司名称	成立时间	公司简介	业务规模
	链家	2001 年	公司是以数据驱动的全价值链房产服务平台，提供二手房、新房、租房、旅居房产、海外房产等房产交易服务，并拥有业内独有的房屋数据、人群数据、交易数据，以数据技术驱动服务品质及行业效率的提升。	链家目前已进驻北京、上海、广州、深圳、天津、成都、青岛、重庆、大连等 32 个城市和地区，全国直营门店数量超 8000 家，旗下经纪人近 15 万人。
传统房地产中介	中原地产	1978 年	公司 1978 年在香港成立，是一家以新房代理和二手房经纪业务为主，同时涉及咨询顾问、物业管理、测量估价、按揭代理、资产管理、投资移民等多个领域的综合型房地产服务企业。	公司立足香港，业务范围覆盖天津、北京、上海、广州、深圳、澳门、重庆、成都等 21 座城市，门店数量超过 2500 家，员工近 6 万人。
	麦田房产	2000 年	麦田房产 2000 年在福州成立，2005 年进军北京，2007 年拓展厦门。以二手房经纪服务为主营业务，涉及房地产、互联网等多个领域。	麦田旗下设有北京、福州、厦门三大分公司，及小麦科技公司。现有员工 12000 人，近 600 家门店，服务客户 1000000 人次。
电商房地产中介	房多多	2011 年	深圳市房多多网络科技有限公司成立于 2011 年，是中国居住服务领域以数据技术驱动的互联网开放平台。房多多利用移动互联网技术，建立了一个开放的、数据驱动型的房地产交易服务平台，连接和服务房地产经纪商户、购房者和卖房者、开发商及居住领域的其他服务提供商，主要业务涵盖新房、二手房、租房、增值服务或与居住服务相关的多个领域。	业务覆盖至上海、深圳、广州、杭州等六十多个城市。

好屋	2012年	好屋，创立于2012年，总部位于上海，是国内领先的专注房地产互联网的共享经纪服务平台。好屋依托房产大数据、人工智能、移动互联网等平台服务，高效连接开发商、房产经纪人与购房者，为客户提供更好的交易、金融和资产管理服务。	好屋业务覆盖全国70多个大中小城市，累计合作项目数量超万个，成交套数30万套，成交金额达5000亿，注册的活跃经纪人数量已达80余万人，合作对象覆盖90%以上的百强开发商和2万多家经纪机构。
----	-------	--	---

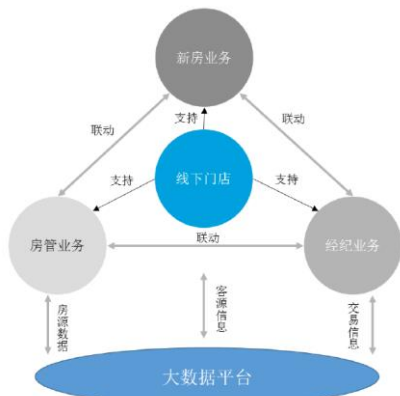
资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院

#### 4、公司商业模式

我爱我家在发展过程中逐步形成了线上线下一体化运营的商业模式。我爱我家网 5i5j.com 作为集团线上业务的总入口，确立“网站、门店、呼叫中心”三网合一式的企业发展模式，开发并陆续上线了集 WAP 手机版网站、APP、微信公众平台等服务等多渠道的移动房产综合服务体系；我爱我家的线下门店作为集团线下业务的总入口，2013年，我爱我家门店导入全新的“3.0 版本店面 SI 体系”，使我爱我家新店成为集互联网、移动互联网等各类高科技元素于一身的，兼附强大的社区社交服务功能的，房地产 O2O 体系中的重要一环。

我爱我家在大数据平台的技术支持下，呈现出房地产中介业务服务全覆盖、业务间互相联动的协同发展模式。集团业务以经纪业务为基础展开，线下门店作为经纪业务开展的端口，同时为标的公司开展新房业务提供分销渠道、加强市场推广能力，并为资管业务房源及客源提供保障。

图 50：我爱我家业务体系

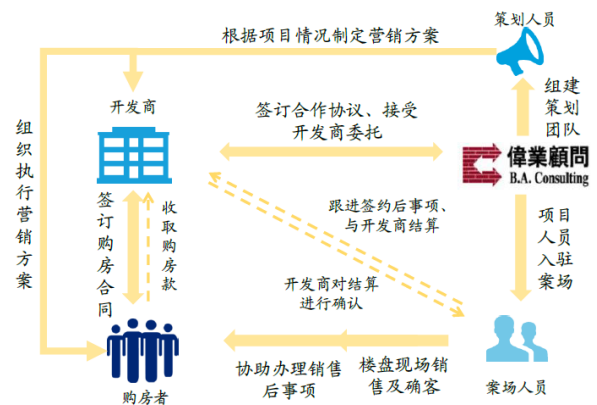


资料来源：我爱我家公告，中国银河证券研究院

我爱我家新房代理销售业务的运营品牌为“伟业顾问”、分销业务的运营品牌为“我爱我家”、整合营销的运营品牌为“汇金行”。

公司代理销售业务分为营销策划和案场代理两部分，营销策划即在接受开发商代理销售的委托后，根据项目具体情况组织营销策划团队，对外推广项目信息；案场代理则是公司派驻案场项目人员进驻楼盘现场实施代理销售工作。公司分销业务则是我我爱我家通过获取开发商新开发楼盘的分销授权，由经纪人引荐客源前往开发商处实现购房从而获得销售佣金业务。公司电商业务指作为开发商的渠道分销商，通过线上、线下协同，整合公司门店及第三方中介等分销渠道，对房源进行分销。

图 51：我爱我家新房业务：代理销售



资料来源：我爱我家公告，中国银河证券研究院

图 52: 我爱我家新房业务: 分销



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

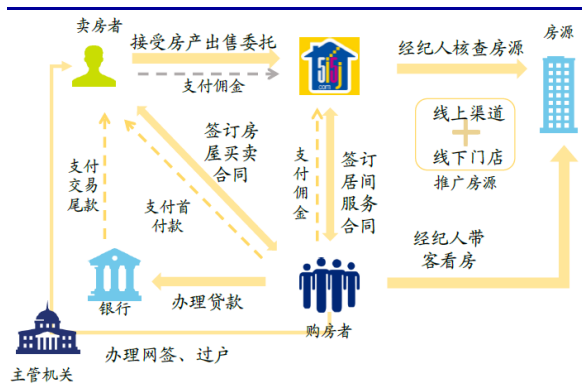
图 53: 我爱我家新房业务: 电商



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

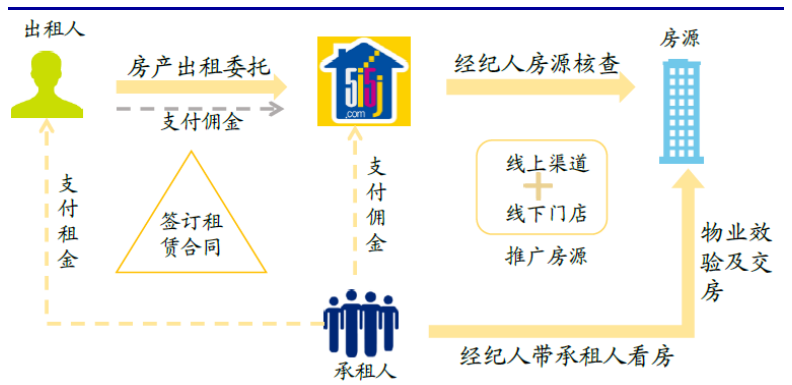
我爱我家经纪业务以线下门店为核心发展, 目前业务覆盖北京、天津、上海、南京、杭州、苏州在内 17 个主要一、二线城市, 拥有 3200 多家门店 (含 452 家加盟店), 在已布局城市市占率稳居前三, 且在华东区域有明显的市占优势。公司以线下门店为中心获取房源, 并通过线上网站、手机应用、线下门店等渠道对房源进行推广, 从而为业主提供客源, 为购房人提供房源, 通过匹配双方需求撮合交易, 协助双方办理完成签约、缴款等房产交易流程。

图 54: 我爱我家经纪业务: 二手房买卖



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

图 55: 我爱我家经纪业务: 二手房租赁



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

公司房屋资产管理业务分为分散式公寓管理 (相寓 HOME、相寓 ROOM、相寓 INN) 和整栋式公寓管理 (相寓 PARK) 两种模式。分散式公寓管理通过接受业主委托处理房屋出租事宜, 包括受托房屋修整、撮合实现房屋出租、定期代收及转付租金、后期物业管理等; 整栋式公寓管理通过承租整栋公寓, 对外出租、收取租金, 同时向承租人提供物业管理服务。“相寓”从轻到重满足业主资产管理多样化需求, 打造相寓 PARK、相寓 HOME、相寓 ROOM、相寓 INN 租住产品线, 满足不同客群租住需求, 通过两端产品精准匹配, 提高运营效率。

2018 年, “相寓”荣获中国长租公寓企业竞争力 TOP10、最具影响力企业奖、《互联网周刊》2018 长租公寓创新企业排行榜 TOP3、第三届中国房地产租赁领袖峰会 2018 年度十大领袖企业等奖项。



图 56: 我爱我家资管业务: 分散式



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

图 57: 我爱我家资管业务: 整租式



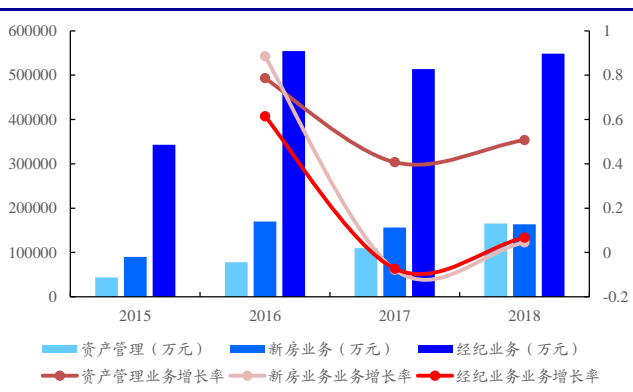
资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

## 5、公司运营情况

我爱我家的主营业务包括资产管理业务、新房业务、经纪业务三大类, 其中经纪业务为公司主要业务, 资产管理业务为近几年大力发展的业务。从增长率角度看, 经纪业务与新房业务 2017 年与 2018 年增长率较低, 2017 年在重大资产重组项目的干扰下, 两类业务表现出负增长, 2018 年的增长率分别为 6.75% 与 4.53%, 资产管理业务的增长率持续较高, 2018 年增长率 50.73%。

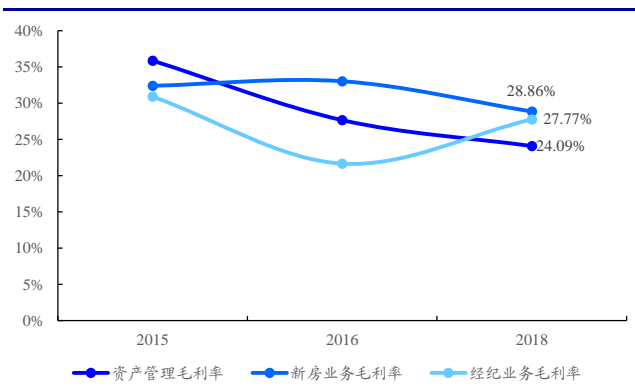
从毛利率的角度看, 公司资产管理业务与新房业务的毛利率整体上表现出下降趋势, 2018 年资产管理业务毛利率为 24.09%, 新房业务毛利率为 28.86%。经纪业务毛利率则在 2016 年明显下降, 但是 2018 年逐步回升至 27.77%。(由于重大资产重组, 公司 2017 年的运营数据披露不详细)

图 58: 我爱我家主要业务营业收入



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

图 59: 我爱我家主要业务毛利率

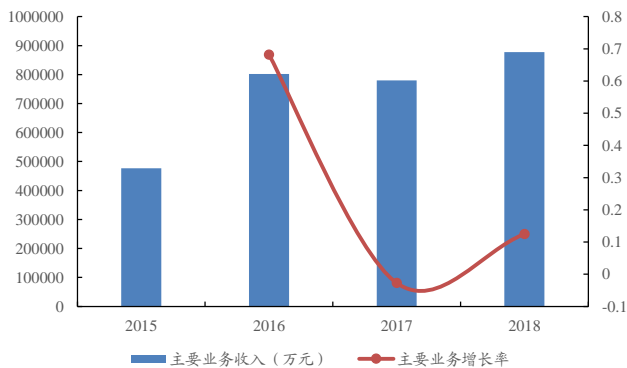


资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

我爱我家主要业务 2016 年后整体增速放缓, 2018 年三类主要业务的总体营业收入达到 87.75 亿元, 整体增长率达到 12.49%。公司净利润数据 2015 年以来保持着持续较快增长, 2017 年的增长率为 63.41%, 2018 年的增长率仍然由 31.08%, 处于快速扩张期, 2018 年度公司并表昆百大 A, 将上市公司更名为我爱我家, 上市公司整体净利润达到 6.96 亿元。

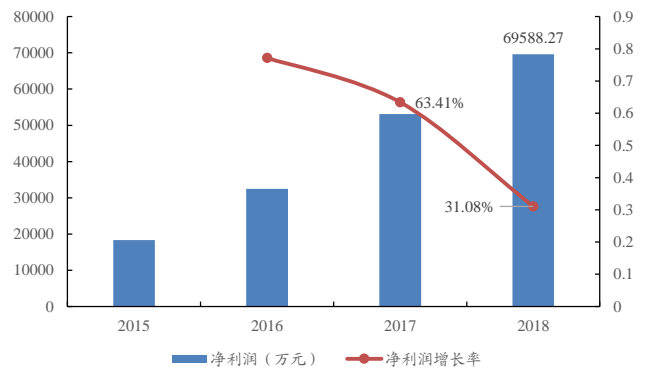


图 60: 我爱我家主要业务营业收入增长率



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

图 61: 我爱我家净利润及其增速

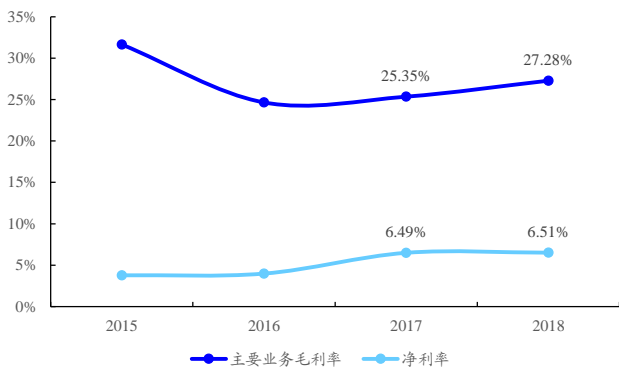


资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

我爱我家主要业务毛利率 2016 年以来表现出逐步上升的趋势, 由 2016 年的 24.65% 逐步上升至 2018 年的 27.28%。公司整体净利率在 2017 年后增速放缓, 2016 年净利率 3.98%, 增长至 2017 年的 6.49%, 2018 年的净利率 6.51% 与 2017 年基本持平。

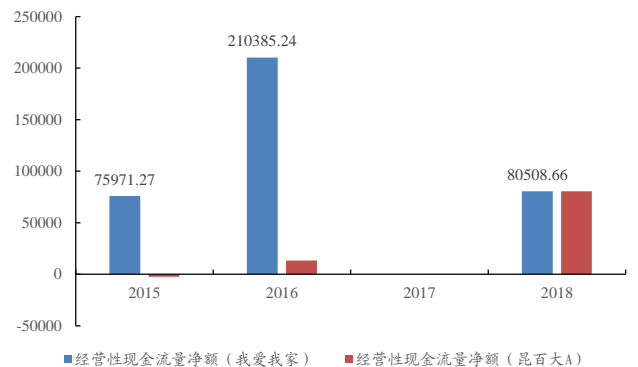
从经营性现金流的角度看, 我爱我家公司在重大资产重组上市前后均具有良好的经营性现金流, 在上市之前公司 2015、2016 年经营性现金流量净额分别为 7.60 亿元与 21.04 亿元的正值, 上市之后公司整体经营性现金流量净额为 8.05 亿元。我爱我家的并入让上市公司昆百大 A 的经营性现金流有所好转, 相较其 2016 年 1.33 亿元与 2017 年 55 万元的现金流, 公司 2018 年现金流水平明显提升。

图 62: 我爱我家毛利率、净利率



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

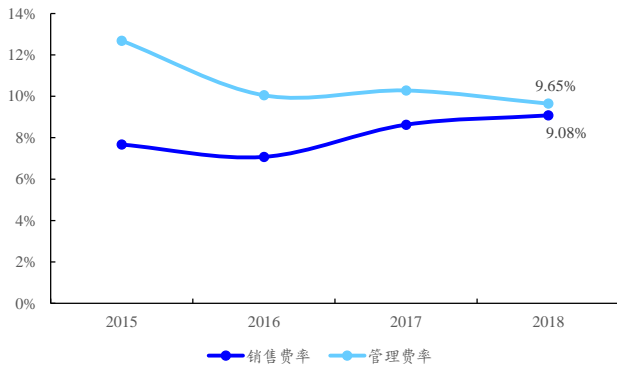
图 63: 我爱我家经营性现金流情况 (万元)



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

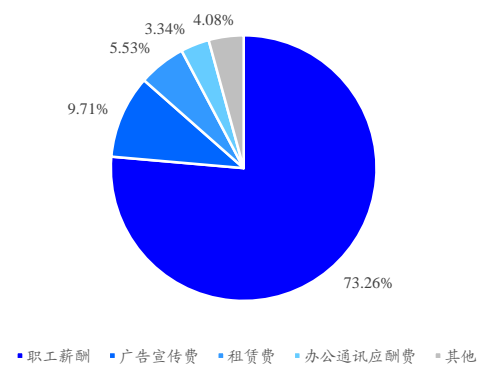
从我爱我家期间费用的角度看, 公司销售费用率近几年表现出提升的趋势, 而管理费用率则表现出稳定下降的趋势。销售费用率由 2016 年的 7.07% 上升至 2018 年的 9.08%, 管理费用率则由 2015 年的 12.69%, 下降至 2018 年的 9.65%。从 2018 年我爱我家销售费用的构成来看, 我爱我家的员工薪酬也即人力成本, 为公司销售费用的主要部分, 占比 73.26%, 可见经纪人群体的开支, 是上市公司销售环节的主要支出, 也是支撑业务运营的基础。

图 64: 我爱我家期间费用率



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

图 65: 我爱我家销售费用构成 (2018)



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

### (三) 深圳云房 (Q房网): 立足深圳、布局全国的 O2O 巨头

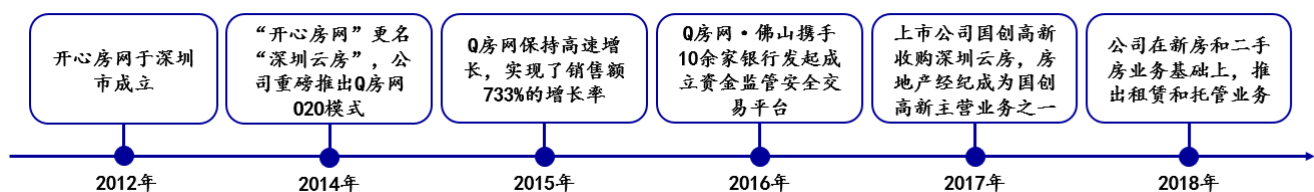
#### 1、公司概况及发展历史

Q房网 (工商注册名为深圳市云房网络科技有限公司) 是一家以互联网+为主导, 以房地产交易为主营业务的房地产经纪公司。其以 O2O 经纪业务、新房电商业务为两大核心业务板块, 致力于打造成为全国房地产行业线上与线下 (O2O) 全渠道营销解决方案的房地产互联网平台。

截至 2018 年末, 公司形成了规模化的线下业务体系, 目前已经在全国 12 个城市布局了近 1500 间门店, 合作经纪人超过 26000 人, 在深圳、珠海、中山等地区市场占有率处于领先地位, 同时还在上海、青岛、南京、杭州等城市积极布局, 稳步扩张。与此同时, 公司建立了成熟的线上平台, 线上平台布局城市超过 34 个, 公司目前建立的楼盘字典数据涵盖了结构数据、图片数据、基础数据和分析数据等, 未提供精准化的运营服务奠定了坚实的基础。此外, 公司拥有盘客通、新盘通、经纪公司 ERP、掌上 Q 房等 IT 系统, 通过一体化智能线上平台给购房者、业务人员、业主提供精准服务, 促进交易效率。

公司 2012 年由股东杜兆路、深圳大田于深圳市设立, 公司名称为“开心房网”, 2014 年 8 月 13 日, “开心房网”更名为“深圳市云房网络科技有限公司”, 并修改公司章程, 公司从此开启 O2O 业务模式, 2015 至 2017 年公司业务取得大幅增长, 2017 年上市公司国创高新以股份对价 219260 万元, 现金对价 160740 万元, 共作价 38 亿元收购深圳云房 100% 股权, 将房地产经纪业务并入上市公司并逐步成为主营业务。2018 年深圳云房推出租房业务。

图 66: 深圳云房公司历史



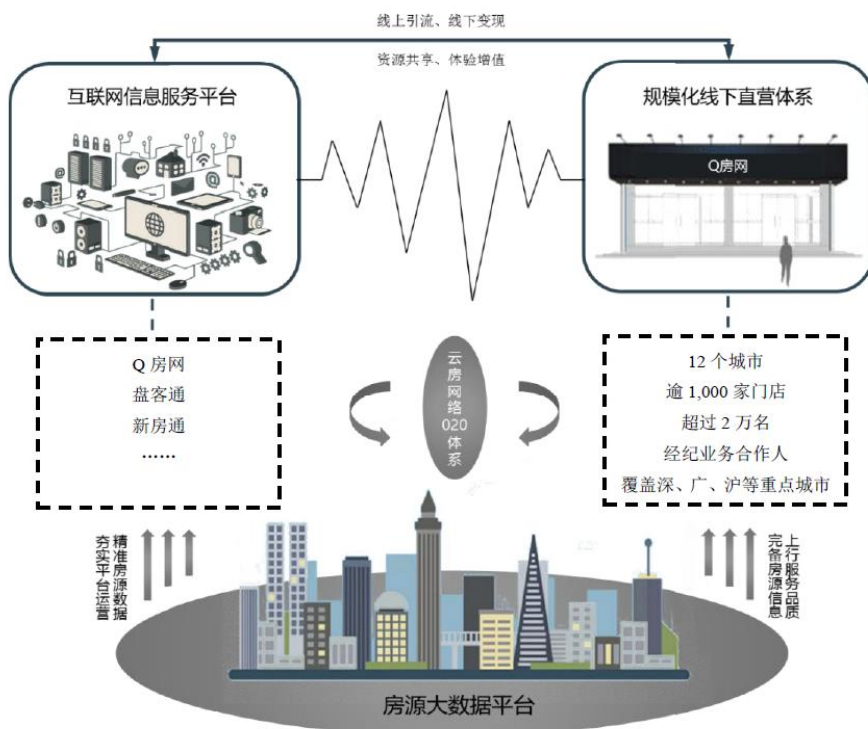
资料来源: 深圳云房网, 互联网, 中国银河证券研究院

## 2、公司商业模式

深圳云房是一家以 O2O 模式为核心的房地产中介服务提供商，是依托房源大数据平台、互联网信息服务平台及规模化线下直营体系，构建“线上引流、线下变现”的房地产互联网平台终端品牌商。深圳云房通过互联网平台进行客户流量与方圆数据的导入、处理、分析，将其对接至线下规模化的直营网络，实现对房地产中介业务各方诉求的有效撮合。通过线下专业、高校的服务积累口碑和良好的声誉，同时积极引导客户了解和使用线上平台，提高线上平台的客户引流和数据导入能力，由此形成良性循环，构筑深圳云房房地产互联网平台终端品牌商的核心竞争力。

在发展战略上，公司采用“深耕”+“扩张”的发展策略，一方面深耕深圳、上海、广州、北京、珠海、中山、苏州、杭州、南京、青岛等重点城市；另一方面在成都、武汉、昆明、烟台等部分二线城市及具有发展潜力的三、四线城市提前布局，通过设立子、分公司等进行业务拓展。

图 67: 深圳云房商业模式



资料来源：国创高新公告，中国银河证券研究院

## 3、公司业务概况

深圳云房的业务主要包括新房代理业务与房屋经纪业务两大板块。其中新房代理业务又细分为新房代理销售业务、新房电商业务；房屋经纪业务又细分为二手房买卖业务，2018 年已经被国创高新收购的深圳云房又致力于开拓二手房租赁业务。

表 12: 深圳云房主要业务

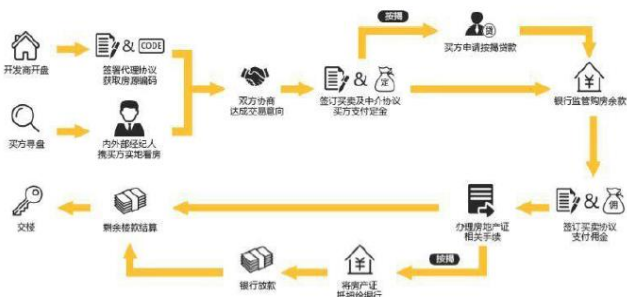
业务板块	业务细分	业务简介
------	------	------

<b>新房代理销售业务</b>	通过一定的策略替开发商推介和销售楼盘，并从中获取代理费用。深圳云房作为开发商的分销渠道，为其带来客源，向开发商收取佣金。
<b>新房代理业务</b>	又称为房产网络营销服务，是指依托深圳云房的新媒体营销及其互联网渠道优势，为开发商提供基于互联网的全渠道营销解决方案，并通过团购、打折等活动方式，对新楼盘进行全面推介，最终获得在推广领域的相关报酬。
<b>新房电商业务</b>	
<b>二手房买卖业务</b>	指房屋所有权人通过买卖、交换或者其他合法方式将已取得《房屋所有权证》的房屋转移给他人，并办理过户登记。深圳云房向交易双方提取一定比例佣金作为中介服务费。
<b>房屋经纪业务</b>	
<b>二手房租赁业务</b>	深圳云房通过撮合二手房所有权人或经营者与承租方，收取一定比例的佣金作为收入。公司以住房租赁业务为突破口，有效推进公司业务链延伸，挖掘二、三级市场联动价值，为培育公司新的业绩增长点奠定了基础。

资料来源：国创高新公告，中国银河证券研究院

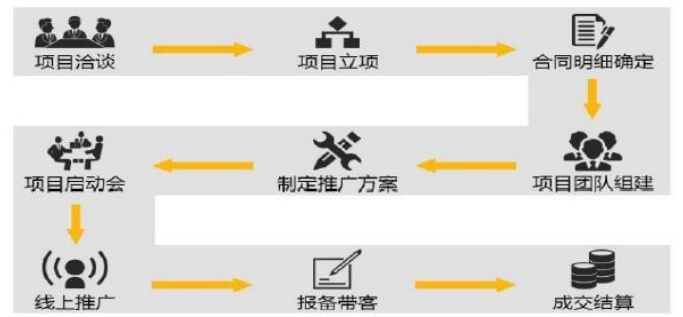
在新房代理方面，公司的 Q 房网·新房 O2O 平台秉承“超级平台，超级联盟”的理念，凭借新盘通、新房案场以及“Q 客云投”等网络营销工具，通过“电商平台+经纪联盟+案场服务”模式打通线上、线下营销渠道。Q 房网目前新房电商平台已覆盖深圳、广州、佛山、东莞、珠海、上海、苏州、无锡、南京、武汉、重庆、成都、昆明、郑州、青岛等国内核心城市，交易额超过 500 亿元，与华侨城、招商、保利、万科、金地、中海、京基、卓越、星河等众多一线品牌开发商达成战略合作，合作项目数超过 400 个，未来 Q 房网·新房 O2O 平台将立足珠三角，辐射华东、华北地区。

图 68：深圳云房新房代理销售业务模式



资料来源：国创高新公告，中国银河证券研究院

图 69：深圳云房新房电商业务模式

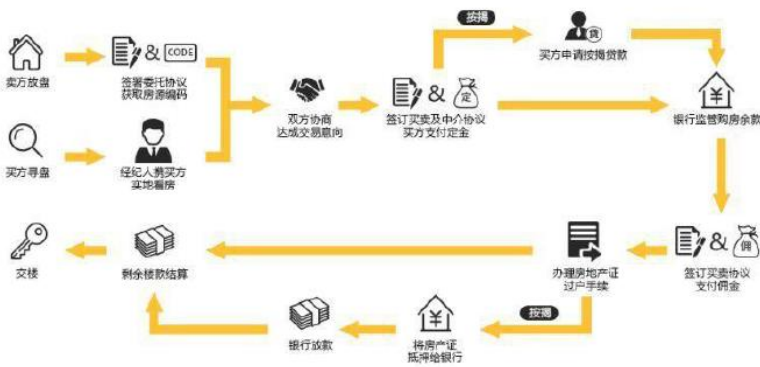


资料来源：国创高新公告，中国银河证券研究院

在房屋经纪业务方面，Q 房网作为中国房地产经纪行业 O2O 模式的开创者，开创了行业线上、线下品牌一体化的“开放式网络系统平台+品牌特许加盟门店”模式，面向全国各大经纪公司输出行业领先模式，实现线下门店无缝对接 Q 房网线上平台，拥有专属的全渠道营销平台，全面提升经纪行业竞争力和生命力。目前 Q 房网已经落地国内 12 个大中城市，覆盖超过 1500 个核心商住圈，在华南、华东、华北等地开设了上千家品牌特许加盟店。



图 70: 深圳云房二手房买卖业务模式



资料来源: 国创高新公告, 中国银河证券研究院

图 71: 深圳云房二手房租赁业务模式

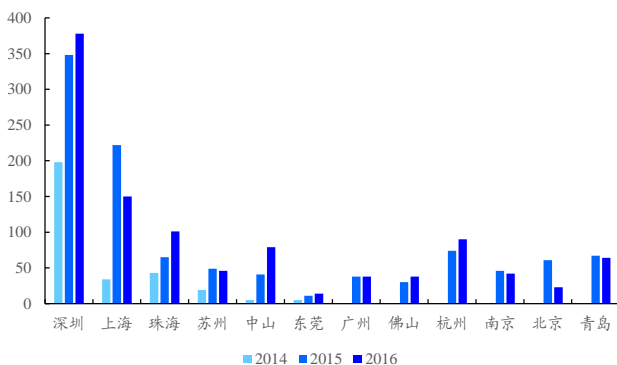


资料来源: 国创高新公告, 中国银河证券研究院

#### 4、公司运营情况

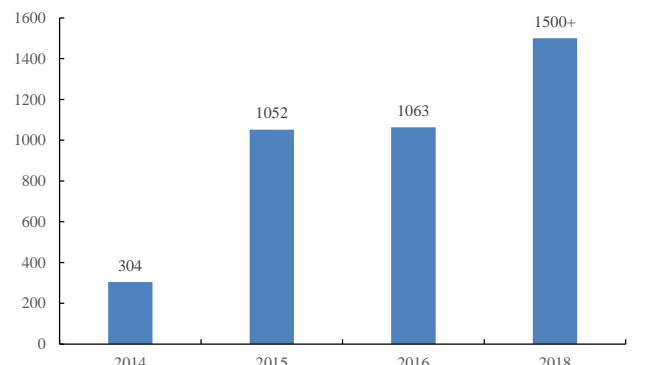
深圳云房门店数量自 2014 年来保持着较快速度的增长, 从 2014 年的 304 家门店, 逐步扩展至全国范围内超过进入 12 座主要城市, 门店数量超过 1500 家。公司自深圳起家, 逐步将业务扩张至上海, 2016 年被国创高新收购之前, 深圳云房在深圳的门店达到 378 家, 上海地区的门店达到 150 家, 珠海地区门店数量为 101 家。华南地区(深圳、广州、佛山、中山、珠海、东莞等)为深圳云房深耕的重点市场。

图 72: 深圳云房各地区门店数量



资料来源: 国创高新公告, 中国银河证券研究院

图 73: 深圳云房门店数量变动情况



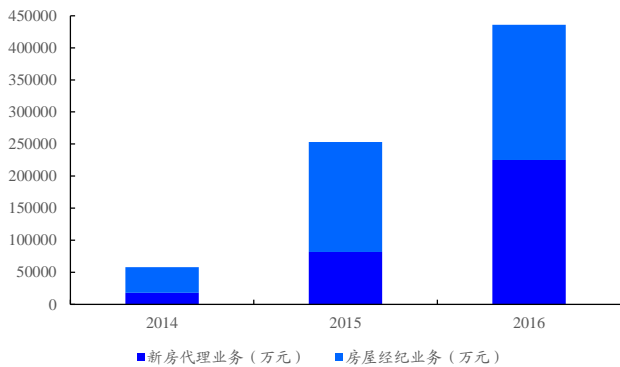
资料来源: 国创高新公告, 中国银河证券研究院

深圳云房的业务规模自 2014 年也取得了较快增长, 从 2014 年的 5.81 亿元增长至 2016 年的 43.60 亿元, 增长近 7 倍。从收入结构来看, 新房代理业务的占比逐渐提高, 2014 年公司新房代理业务占比为 30.76%, 2016 年的占比达到 51.62%。在深圳云房被上市公司国创高新收购



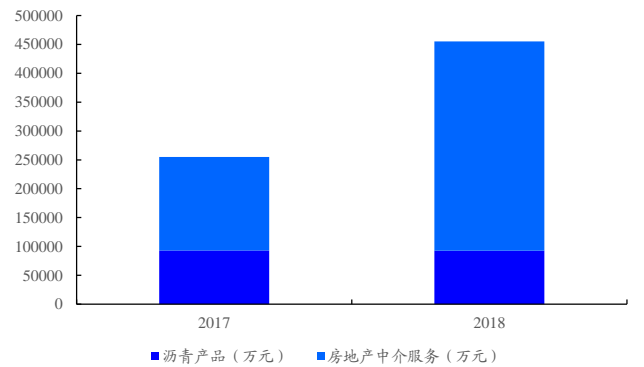
后，房地产中介服务的收入占比在上市公司中迅速提升，2017 年房地产中介业务的占比为 63.46%，2018 年的占比为 79.64%。

图 74：深圳云房主营业务收入



资料来源：国创高新公告，中国银河证券研究院

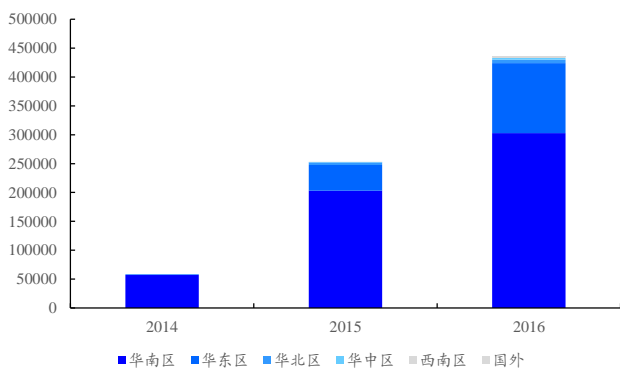
图 75：国创高新主营业务收入



资料来源：国创高新公告，中国银河证券研究院

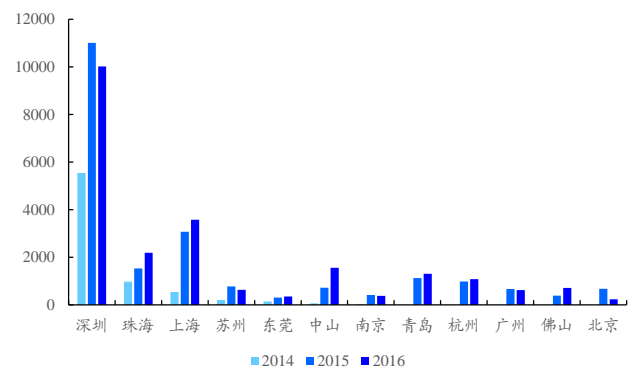
从深圳云房主营业务收入的地区分布看，华南区为公司深耕的地区，公司在该地区享有较好口碑和较高的市场占有率，随着公司业务的发展和扩张，公司在华东地区（上海、苏州、杭州、南京）的收入占比逐渐提高，2016 年华东地区的收入占比达到 27.80%，华南地区的收入占比为 69.42%，公司的国外业务收入主要来自于迪拜、马来西亚的新房代理业务收入。在公司并入国创高新后，深圳云房在地区分布上全部被划分成华南地区，与国创高新自有的沥青业务的华中、西南地区相区别。

图 76：深圳云房主营业务收入分布



资料来源：国创高新公告，中国银河证券研究院

图 77：深圳云房经纪人各地数量

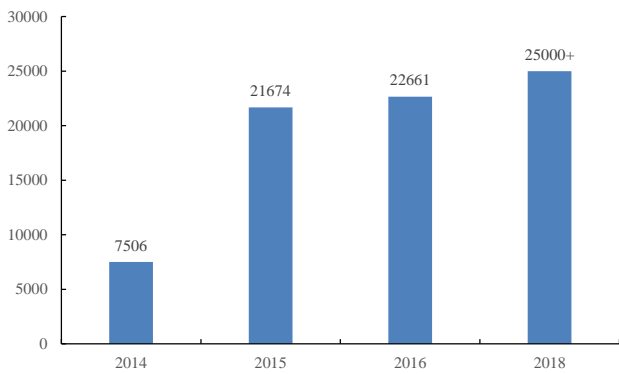


资料来源：国创高新公告，中国银河证券研究院

从深圳云房的经纪人数量上看，公司增速依然较快，深圳、上海、珠海为公司主要的经纪人团队的聚集地，在 2016 年公司在深圳的经纪人数量达到 10024 人，占公司经纪人团体的 44.23%，上海的经纪人数量为 3574 人，珠海 2186 人。总体而言，公司的经纪人团队从 2014 年的 7506 人增长至 2018 年的超过 25000 人，总体增速较快。

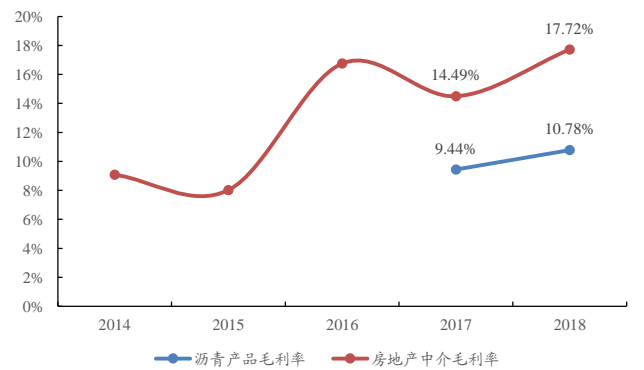
从公司毛利率的角度看，深圳云房房地产中介服务的毛利率逐渐上升，2014 年公司的房地产中介业务毛利率仅为 9.08%，随着公司的发展与商业模式的成熟，2018 年毛利率逐步增长至 17.72%，与上市公司国创高新原本的沥青产品毛利率 10.78%相比，房地产中介业务的毛利率占有明显优势，目前的国创高新正逐步将主营业务从沥青产品向房地产中介服务转移。

图 78: 深圳云房经纪人数量变动情况



资料来源: 国创高新公告, 中国银河证券研究院

图 79: 国创高新主营业务毛利率



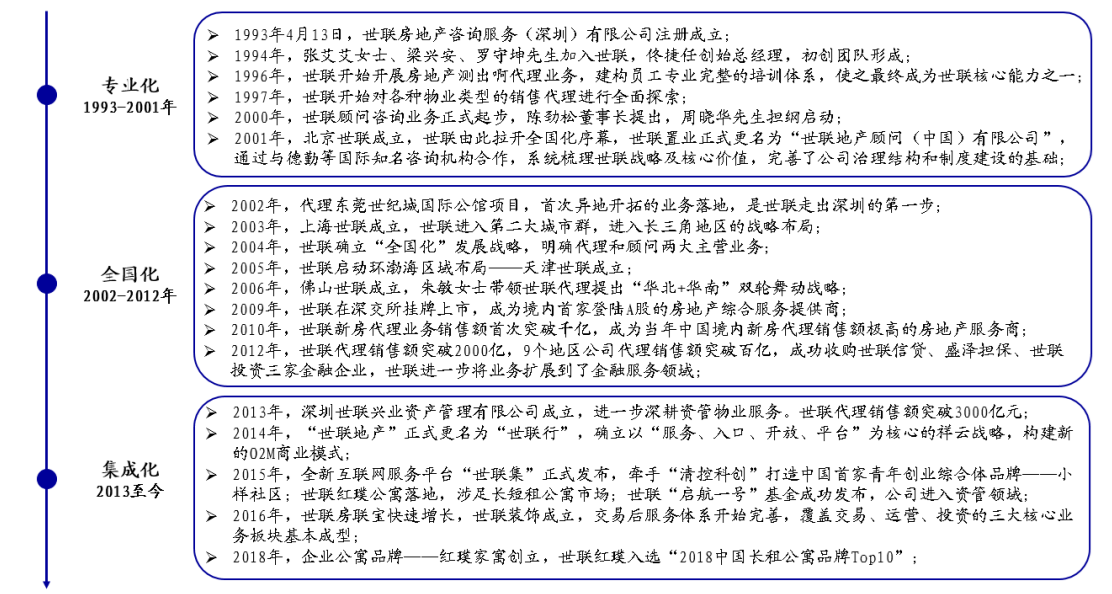
资料来源: 国创高新公告, 中国银河证券研究院

## (四) 世联行: 新房代销领导者, 积极开拓三级市场业务

### 1、公司概况及发展历史

世联行(002285.SZ)于1993年在深圳成立,是境内首家登陆A股的房地产综合服务提供商,至今拥有70多家分支机构,服务遍及中国200多个城市,以“房地产新房代理龙头企业”被公众所熟悉,是中国不动产场景集成服务商。26年来世联行始终以“挖掘物业价值、降低交易成本、规避专业风险、促进资产流通”为企业发展核心价值,以持续推动行业进步为己任,坚持以客户为中心,为“让更多人享受真正的不动产服务”而不断努力。

图 80: 世联行发展历史



资料来源: 世联行官网, 中国银河证券研究院

表 13: 世联行高管团队

姓名	职位	简介
----	----	----

陈劲松	董事长 创始人	同济大学工程管理硕士学历，同济大学校董。中国房地产业协会城市开发委员会副主任委员，建设部房地产估价与房地产经纪专家委员会委员，第九任中城联盟轮值主席，广东省房地产业协会专家咨询委员会顾问，深圳市深商联合会会长、深圳市法定图则委员会委员，阿拉善 SEE 生态协会终身会员，深圳市红树林湿地保护基金会发起人、副理事长，上海中城联盟投资管理股份有限公司董事，九阳股份有限公司董事。
朱敏	董事 总经理	清华大学五道口金融 EMBA，清华大学 EMBA，华中科技大学工学学士。1999 年加入世联行，历任世联行深圳区域总经理、集团代理事业部总经理、集团副总经理、集团首席运营官等职务，拥有逾 25 年规划设计、房地产营销策划、投资管理及企业管理经验。现任世联行集团总经理。2016 年 10 月当选为深圳市罗湖区第七届人民代表大会代表。
滕柏松	监事会主席	中国国籍，无境外居留权，1963 年 9 月生，本科学历。2001 年加入世联地产，历任世联地产代理部总经理助理、代理部副总经理、本公司总经理助理、监事。
王正宇	副总经理	中国国籍，无境外居留权，1974 年 8 月生，硕士学历。1999 年加入世联地产，历任北京世联常务副总经理、环渤海代理业务中心总经理、北京世联总经理及华北区域总经理。现任公司副总经理，负责公司人力资源的管理工作，同时负责资产投资业务的经营管理工作。
袁鸿昌	副总经理 董事会秘书	中国国籍，无境外居留权，1971 年 3 月生，硕士学历，拥有中国注册土地估价师、注册房地产经纪人专业资质。2001 年加入世联地产，历任华东区域副总经理、上海世联总经理、华东区域总经理。现任公司副总经理、董事会秘书，负责公司市场研究、品牌与公共关系、集团大客户管理工作。
焦安平	副总经理	中国国籍，无境外居留权，1973 年 7 月 6 日生，大学学历。2004 年加入世联行，历任顾问部项目经理、区域总监、厦门公司总经理、厦门直辖区总经理。现任公司副总经理、厦门直辖区总经理、合肥地区总经理，负责厦门公司、杭州公司、合肥公司的经营管理工作。

资料来源：世联行官网，中国银河证券研究院

## 2、公司业务概况

世联行业务可以分为交易服务、交易后服务、资产运营、资产管理四大板块。在交易服务板块下，又可分为代理服务、互联网+、顾问策划业务三类，公司作为全国新房代理销售业务的龙头企业，公司 2018 年收入的 44% 来自于代理销售业务，目前公司代理服务业务持续深耕都市圈，并以强有力的组织下沉优势加速渗透三四线城市市场，共进驻 200 多个地级以上城市，在执行业务覆盖 2500 多个案场，触达客户超过 230 万人，且销售额的 61% 来自 Top100 的大型房企；互联网+业务已覆盖 200 多个地级城市，链接经纪公司 3 万多家，链接经纪人 20 余万，累计转介客户超过 100 万批，集房注册会员达到 500 余万，累计转介客户超过 17 万批；顾问策划业务积极转型为连接资源为城市发展提供解决方案的咨询顾问服务，业务定位为公司的端口，树立高端品牌形象，并聚焦在城市发展领域，在原有基础上加深服务层次。

交易后服务可分为金融服务业务与装修服务业务。金融服务业务针对消费场景客户、传统金融客户、科技金融等不同方面采取不同运营方式，在科技金融方面，公司打造“风险、数据、核心系统”三大技术平台和“电商、共享、金融服务”三大客户服务平台；装修服务业务已经覆盖 46 个城市，并完成设计、集采、施工、软装及售后的全链条服务，签约面积超过 70 万平方米。

资产运营板块可细分为公寓业务与工商资产运营业务。公寓业务历经三年多的发展，已经覆盖 30 个城市，其中杭州、广州、郑州、成都、南京、西安、武汉，因发展规模大，当地市场需求量高，成为公寓业务的 7 大重点发展城市，公司开发出红璞公寓、红璞家寓、红璞礼遇三大产品体系，运营项目达到 191 个（包括包租及托管模式），运营间数近 3 万间，运营半年以上项目实现 90% 以上的出租率；工商资产运营业务的办公品牌世联空间已布局 15 个城市，

累计落地项目 52 个，总体面积近 60 万平方米。

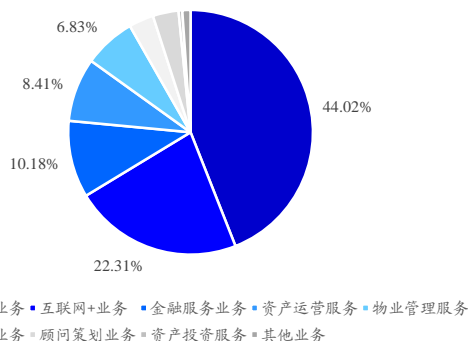
资产管理板块则可细分为物业管理服务与资产投资服务业务两类。物业管理服务业务实际在管的全委托项目达到 116 个，较上年同期增加 29 个，在管理项目实际收费面积达到 593.18 万平方米，收费面积增加 82.8 万平方米，公司推出“服务+科技”的理念，设计城市物管运营平台；目前公司管理的大总投资项目，主要集中在上海地区的商业写字楼，项目累计达到 18 个，管理资产总值超过 60 亿元。

表 14：世联行业务构成

业务板块	业务细分	业务简介
交易服务	代理服务业务	主要为开发商提供从土地规划、建研，到市场定位、营销代理的一体化服务，通过代理销售新房获取佣金进而实现营业收入。
	互联网+业务	通过房联宝顺应开发商对整合线上、线下全营销渠道的需求，对系统持续投入并进行业务模式创新，房联宝服务不断升级迭代，一步步从电商渠道再升级至总包平台。
	顾问策划业务	为客户提供企业服务、项目服务、数据服务等业务，通过订单式服务（基于企业或项目的全程跟踪或年度服务）与菜单式服务（基于项目阶段和企业特性的灵活定制服务）获取利润
交易后服务	金融服务业务	通过线上线下相结合的方式，在全国范围内为有房及租房一族提供短期资金融通服务。
	装修服务业务	专注于公寓装修及家庭装修解决方案产品研发，向机构客户及 C 端消费者提供一键式整屋装修方案。
资产运营	公寓业务	基于自身在房地产服务领域积累的丰富经验，通过标准化、精细化软硬装修投入与管理、保洁、维修等人员引进，以“世联红璞”为服务品牌，让都市青年感受到城市的温暖为愿景，为城市年轻白领提供完善的房屋租赁服务和全新的租房体验。
	工商资产运营业务	创新存量物业，最大化挖掘物业价值，打造集工作、社交、娱乐、消费、体验等为一体的复合型工商物业，实现全链条集成运营服务。
资产管理	物业管理服务业务	以工商物业及都市型产业园为服务标的，提供物业管理及附加服务。
	资产投资服务业务	专注于住宅与商办领域的新房和存量物业，以专业的筛选和价值判断能力为依托，并以强大的全国销售平台和资产运营能力为基础，实现物业的快速变现和价值提升。

资料来源：世联行官网，中国银河证券研究院

图 81：世联行主营业务收入构成



资料来源：世联行公告，中国银河证券研究院

图 82：世联行业务类别



资料来源：世联行官网，中国银河证券研究院

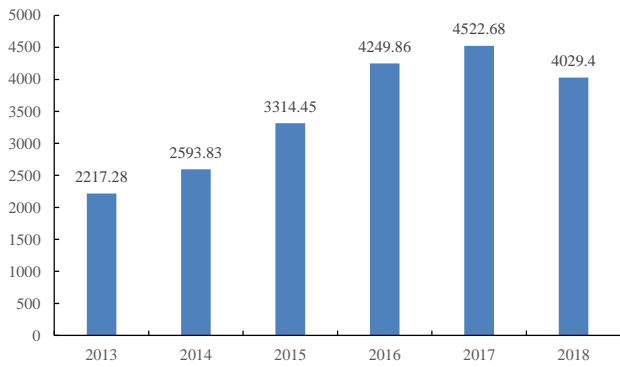
### 3、公司运营情况

世联行新房销售代理服务自 2013 年以来保持着较稳定的增长，已结算销售额从 2013 年的



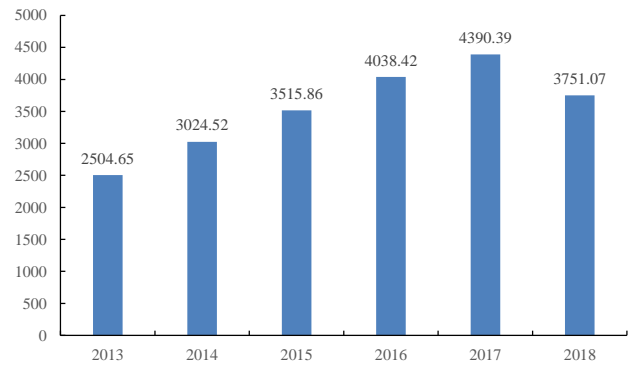
2217.28 亿元增长至 2017 年的 4522.68 亿元，已结算代理销售面积从 2504.65 万平方米增长至 4390.39 万平方米，2018 年在国内外错综复杂的经济形势和不断变化的房地产调控政策影响下，在交易服务板块受到金融去杠杆的宏观政策、各地房地产调控政策、市场转冷等因素的影响下，公司相关运营数据走弱，已结算代理销售额降至 4029.4 亿元，已结算代理销售面积降至 3751.07 万平方米。

图 83: 世联行已结算代理销售额 (亿元)



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

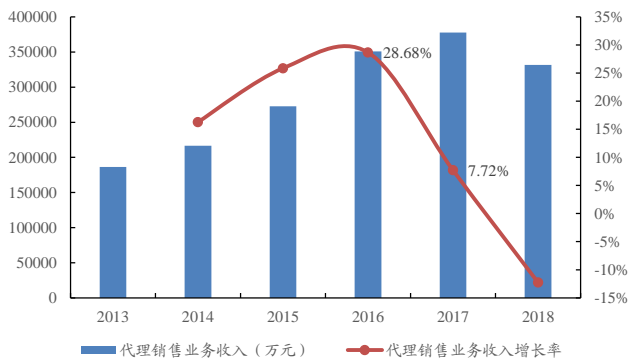
图 84: 世联行已结算代理销售面积 (万平方米)



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

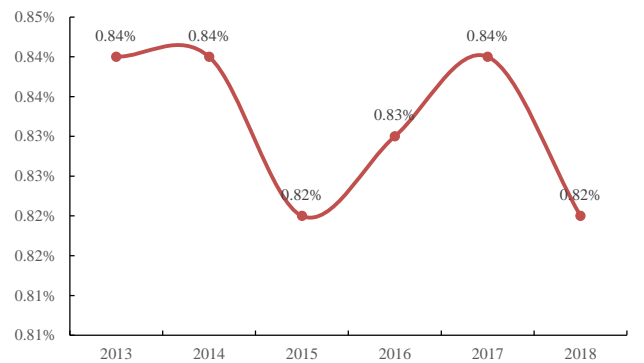
世联行新房代理业务收入和已结算销售面积与销售额变动趋势相同，增长率 2017 年降至 7.72%，2018 年则降为负增长。新房代理销售费率公司基本保持稳定，在 0.82% 与 0.84% 的区间内波动，但 2018 年的代理销售费率姜维 2013 年来的历史低点 0.82%，也反映出房地产市场的相对不景气。

图 85: 世联行新房代理销售业务收入



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

图 86: 世联行新房代理销售费率

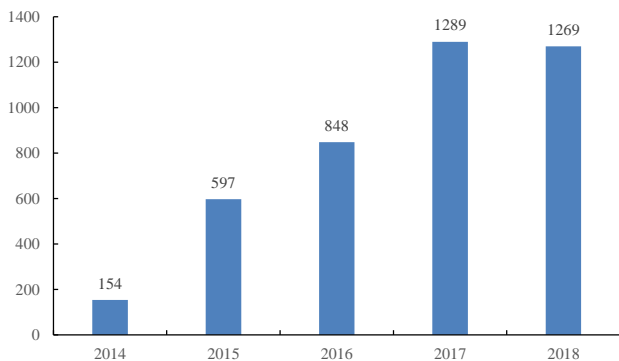


资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

世联行自 2014 年来上线互联网+业务，增速相对迅猛，业务在执行项目数从 2014 年的 154 个，增长至 2017 年的 1289 个，业务收入也从 2014 年的 0.68 亿元增长至 2017 年的 23.53 亿元，2018 年在宏观及行业因素的影响下，互联网+业务增速转负，业务收入降至 16.81 亿元。但在此之前，该业务一直维持着超过 60% 的增长率。

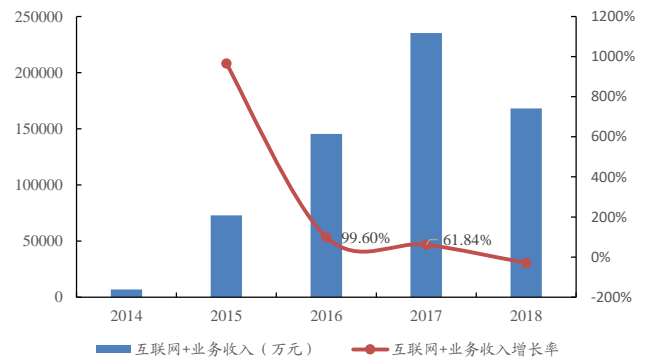


图 87: 世联行互联网+业务在执行项目数



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

图 88: 世联行互联网+业务收入

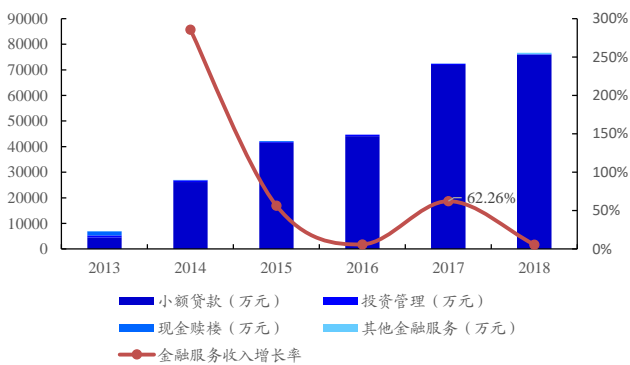


资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

世联行金融服务业务收入增速稳定, 公司早期金融服务包含小额贷款、投资管理、现金赎楼等形式, 但是随着公司业务不断成熟, 小额贷款业务成为公司金融服务的主要业务, 2018 年小额贷款收入为 7.58 亿元, 占总业务收入的 98.88%, 2017 年公司金融服务业务增速达到 62.26%, 2018 年增速放缓。

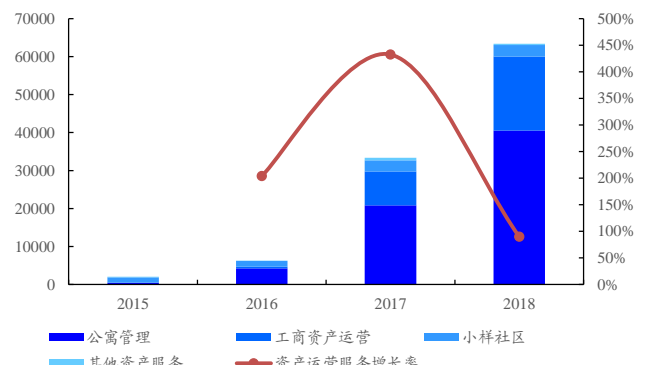
世联行资产运营服务收入增速较快, 这部分业务以公寓管理为主, 公司下属的世联红璞公寓品牌快速扩张, 发展出红璞公寓、红璞家寓、红璞礼遇三大产品体系, 工商资产运营系收入自 2016 年以来不断扩大, 也成为公司资产运营板块下一类主要的收入来源, 2018 年公司资产运营服务收入增长率仍然达到 89.83%。

图 89: 世联行金融服务业务收入



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

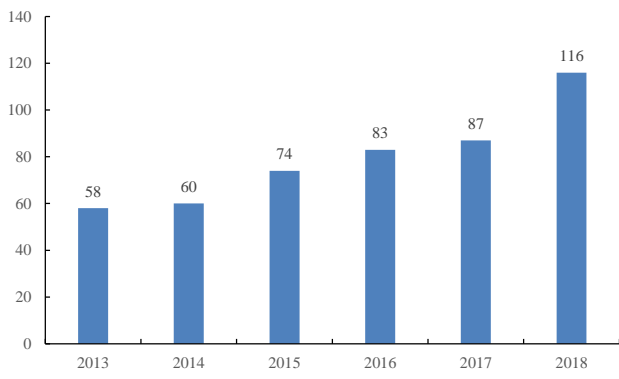
图 90: 世联行资产运营服务收入 (万元)



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

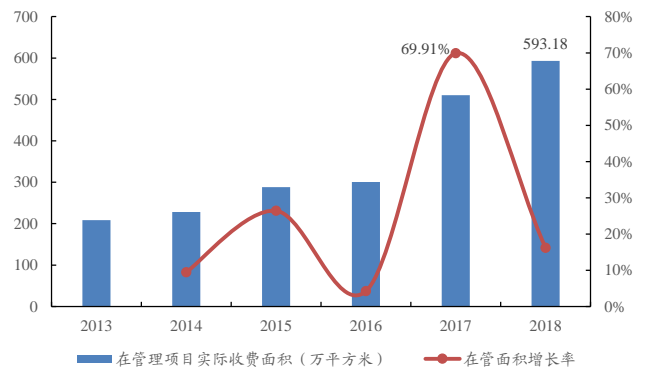
世联行物业管理业务是公司另一主要业务, 该业务在管全委托项目数量已从 2013 年的 58 个增长至 116 个, 在管项目实际收费面积也由 2013 年的 208.3 万平方米, 增长至 2018 年的 593.18 万平方米, 2017 年增速达到 69.91%, 2018 年增长率为 16.22%。从总体来看, 世联行包含物业管理业务在内的资产服务业务收入稳定增长, 2018 年增长率为 13.18%。

图 91: 世联行物业管理在管全委托项目数



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

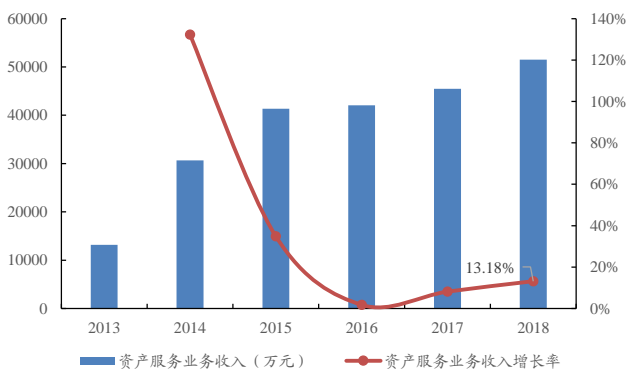
图 92: 世联行物业管理在管面积



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

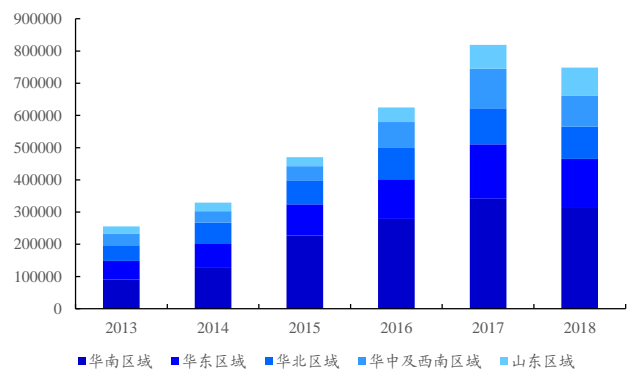
从世联行主营业务收入的分布来看, 公司业务主要集中在华南、华东地区, 其余业务涉足华北、华中及西南、山东区域, 相对而言公司整体的业务布局较为稳定, 各地区增速相差不多, 各地区业务收入占比没有明显波动。

图 93: 世联行资产服务业务收入



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

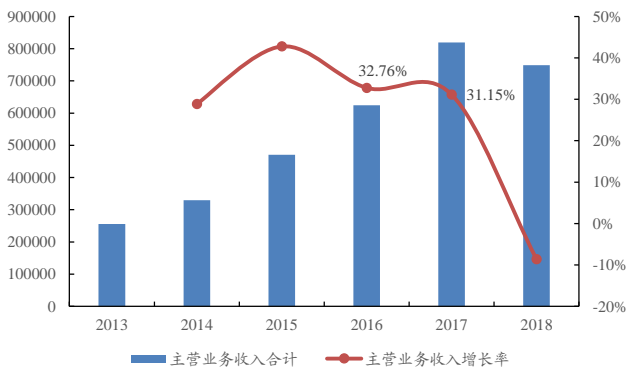
图 94: 世联行主营业务收入分布



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

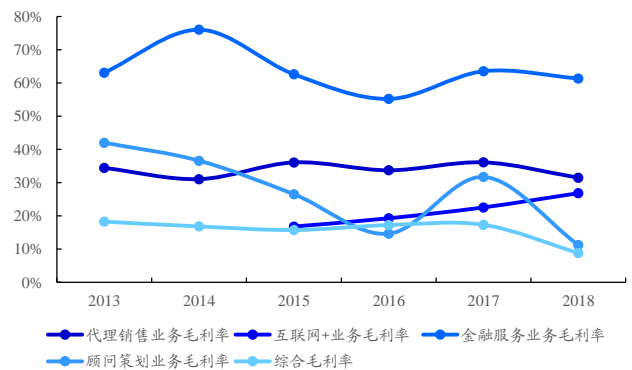
世联行主营业务收入在 2018 年之前增长较为稳定, 增长率一度超过 30%, 在 2018 年宏观和行业因素影响下, 增速明显下降。从毛利率角度看, 公司综合毛利率在 2018 年之前稳定在 17% 上下, 在 2018 年明显下降至 8.85%。分业务来看, 公司金融服务业务毛利率明显高于其他业务超过 60%, 代理销售业务毛利率长期稳定在 30% 以上, 互联网+业务毛利率 2015 年以来保持增长, 2018 年毛利率达到 26.84%, 顾问策划业务的毛利率则波动较大。

图 95: 世联行主营业务收入



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

图 96: 世联行各业务毛利率



资料来源: 世联行公告, 中国银河证券研究院

## 八、风险提示

房地产经纪行业面临的主要风险一方面来自于政府政策调控,若政府继续对房屋价格做出严格限制,将导致房屋交易价格降低,从而影响房地产经纪行业收入;另一方面来自于同业竞争造成的整体佣金比率下降的风险,也将影响行业整体收入。此外,如果市场需求发生较大变化,导致租房购房需求降低,投资者持观望态度,将对房地产经纪行业造成较大威胁。

## 插图目录

图 1: 房地产经纪行业划分 .....	1
图 2: 房地产行业产业链 .....	2
图 3: 新房代销行业发展历史 .....	3
图 4: 策划代理 TOP10 企业营收情况 .....	4
图 5: 策划代理 TOP10 企业销售额及市场份额 .....	4
图 6: 新房代销市场规模测算 .....	4
图 7: 新房代销企业线上线下联动 .....	5
图 8: 新房代销企业合作模式 .....	5
图 9: 一线城市二手房成交套数 .....	6
图 10: 一线城市二手房成交面积 .....	6
图 11: 一线城市新房成交套数 .....	6
图 12: 一线城市新房成交面积 .....	6
图 13: 一线城市二手房新房成交套数比 .....	7
图 14: 一线城市二手房新房成交面积比 .....	7
图 15: 中国城镇化率 .....	7
图 16: 中美日房地产市场结构 .....	7
图 17: 18 城二手房市场超过新房市场 .....	8
图 18: 二手房经纪市场规模测算 .....	8
图 19: 世界各国和中国各地区二手房流通率 .....	9
图 20: 各地区二手房交易规模占比 .....	9
图 21: “一二手联动”业务模式 .....	9
图 22: 中国长租行业发展历史 .....	10
图 23: 中国主要城市平均房价 (元/平方米) .....	11
图 24: 中国主要城市租金回报率 .....	11
图 25: 长租行业市场规模测算 .....	11
图 26: 中国主要城市人口存量 (万人) .....	12
图 27: 中国主要城市人口增量比例 .....	12
图 28: 中国房屋租赁市场房源结构 .....	13
图 29: 机构房东房源构成 .....	13
图 30: 房地产经纪衍生业务分类 .....	14
图 31: 世联行金融服务业务毛利率 .....	14
图 32: 世联行金融服务业务收入占比 .....	14
图 33: 链家金融服务产品线 .....	15
图 34: 房地产经纪的 O2O 历程 .....	16
图 35: 房地产经纪线上线下融合趋势 .....	16
图 36: 房地产经纪 O2O 商业模式 .....	17
图 37: O2O 模式下客户消费流程 .....	17
图 38: 房地产经纪 O2O 主要玩家 .....	18

图 39: 房地产经纪 app 月活跃度 (万)	18
图 40: 房地产经纪 app 日活跃度 (万)	18
图 41: 链家 O2O 商业模式	19
图 42: 链家发展历程	21
图 43: 北京房地产中介竞争格局 (2018 年 7 月)	22
图 44: 上海房地产中介竞争格局 (2018 年 6 月)	22
图 45: 链家产品线	23
图 46: 我爱我家发展历程	26
图 47: 我爱我家业务布局	26
图 48: 我爱我家业务结构	29
图 49: 我爱我家 2018 年各业务占比	29
图 50: 我爱我家业务体系	30
图 51: 我爱我家新房业务: 代理销售	30
图 52: 我爱我家新房业务: 分销	31
图 53: 我爱我家新房业务: 电商	31
图 54: 我爱我家经纪业务: 二手房买卖	31
图 55: 我爱我家经纪业务: 二手房租赁	31
图 56: 我爱我家资管业务: 分散式	32
图 57: 我爱我家资管业务: 整栋式	32
图 58: 我爱我家主要业务营业收入	32
图 59: 我爱我家主要业务毛利率	32
图 60: 我爱我家主要业务营业收入增长率	33
图 61: 我爱我家净利润及其增速	33
图 62: 我爱我家毛利率、净利率	33
图 63: 我爱我家经营性现金流情况 (万元)	33
图 64: 我爱我家期间费用率	34
图 65: 我爱我家销售费用构成 (2018)	34
图 66: 深圳云房公司历史	34
图 67: 深圳云房商业模式	35
图 68: 深圳云房新房代理销售业务模式	36
图 69: 深圳云房新房电商业务模式	36
图 70: 深圳云房二手房买卖业务模式	37
图 71: 深圳云房二手房租赁业务模式	37
图 72: 深圳云房各地区门店数量	37
图 73: 深圳云房门店数量变动情况	37
图 74: 深圳云房主营业务收入	38
图 75: 国创高新主营业务收入	38
图 76: 深圳云房主营业务收入分布	38
图 77: 深圳云房经纪人各地数量	38
图 78: 深圳云房经纪人数量变动情况	39
图 79: 国创高新主营业务毛利率	39



图 80: 世联行发展历史 .....	39
图 81: 世联行主营业务收入构成 .....	41
图 82: 世联行业务类别 .....	41
图 83: 世联行已结算代理销售额 (亿元) .....	42
图 84: 世联行已结算代理销售面积 (万平方米) .....	42
图 85: 世联行新房代理销售业务收入 .....	42
图 86: 世联行新房代理销售费率 .....	42
图 87: 世联行互联网+业务在执行项目数 .....	43
图 88: 世联行互联网+业务收入 .....	43
图 89: 世联行金融服务业务收入 .....	43
图 90: 世联行资产运营服务收入 (万元) .....	43
图 91: 世联行物业管理在管全委托项目数 .....	44
图 92: 世联行物业管理在管面积 .....	44
图 93: 世联行资产服务业务收入 .....	44
图 94: 世联行主营业务收入分布 .....	44
图 95: 世联行主营业务收入 .....	45
图 96: 世联行各业务毛利率 .....	45

## 表格目录

表 1: 2019 年中国房地产策划代理 TOP10 企业 .....	3
表 2: 中国一线城市限购、限贷政策 .....	12
表 3: 我爱我家、搜房网 O2O 模式对比 .....	19
表 4: 链家企业文化 .....	21
表 5: 链家管理团队 .....	21
表 6: 链家发展 SWOT 分析 .....	24
表 7: 链家 SWOT 战略分析 .....	24
表 8: 链家融资历史 .....	24
表 9: 我爱我家主要管理人员 .....	27
表 10: 我爱我家业务分类 .....	28
表 11: 我爱我家主要竞争者 .....	29
表 12: 深圳云房主要业务 .....	35
表 13: 世联行高管团队 .....	39
表 14: 世联行业务构成 .....	41

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**潘玮，房地产行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn