



房地产经纪系列专题一

从贝壳上市到阿里入局，经纪行业将何去何从？

2020年10月13日

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002
邮箱：YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑南宏 一般证券从业资格编号：S1060120010016
邮箱：ZHENGNAHONG873@PINGAN.COM.CN

研究助理

何沛滨 一般证券从业资格编号：S1060118100014
邮箱：HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

请务必阅读正文后免责条款





核心观点

- **经纪行业现状：规模持续增长，格局呈现一超多强。** 伴随房地产市场快速发展，2014-2019年经纪机构完成的房屋交易额从3.2万亿升至10.5万亿，CAGR达26.8%；渗透率从33.0%升至47.1%（其中新房从9.7%升至25.9%）；佣金收入从636亿元升至2515亿元，CAGR达31.6%；平均费用率从2.0%升至2.4%。行业快速发展叠加门槛低、区域属性强，竞争格局相对分散并呈现哑铃式结构，其中贝壳遥遥领先，中原地产、我爱我家、乐有家等亦处行业前列。但经纪行业仍面临两大痛点，一是经纪人、互联网平台利益机制导致虚假信息普遍，影响客户体验；二是恶性竞争多且信息隔离严重，压缩利润空间且制约交易效率。
- **玩家分析：贝壳占据先发优势，易居阿里强强联手，我爱我家奋起直追。** 贝壳2019年GTV为2.13万亿元，市占率9.5%。针对假房源痛点，贝壳构筑楼盘字典，储备海量真实房源（2.26亿套）；针对信息隔离痛点推出ACN合作网络，打通经纪品牌、经纪人之间隔离墙，实现信息共享与高效协作，吸引大量中小机构入驻。易居2016年推出第三方经纪平台“房友”，强调弱管控、房源共享与低费用，积极拓展一二手联动与存量房经纪服务；近期携手阿里巴巴推出“天猫好房”，打造ETC协作机制，拟构建多方参与、高效协作的开放式平台。我爱我家以直营为主，2020H1实现GTV达1600亿元，并开始打造共享、协作的经纪人合作网络，给予加盟品牌较高自主度，激发中小中介积极性。**综合来看：**1) 贝壳、易居阿里、我爱我家都是构建资源共享、分工协作的经纪人合作平台，提升交易效率，吸引中小中介入驻；不同点在于贝壳推行强管控，我爱我家与易居实行弱管控；2) 经纪行业核心是房、客与人，贝壳具备庞大的线下渠道与房源信息，旗下经纪人相比新房代理人客户粘性与营销能力更强，占据先发优势。
- **行业展望：平台化大势所趋，规模之争日趋激烈。** 考虑居民购房需求依然充足、中介渗透率有望继续提升、佣金费率亦存提升空间，经纪行业未来空间依旧广阔。据CIC报告估计，2024年行业佣金收入或年均增长15.1%至5078亿元。从行业趋势看：1) 通过线上渠道提高交易效率的重要性日益凸显，但高总价、流程复杂、信息不透明等行业特点使客户对交易真实性、安全性要求高，纯线上模式或难以走远，未来线上线下渠道或将加速融合；2) 头部机构提规模、扩渠道诉求下，重资产直营模式扩张速度有限，轻资产平台加盟模式成为规模增长重要手段，对区域中小门店资源争夺或日趋激烈，带动行业集中度加速提升，呈现强者恒强局面；3) 随着平台规模逐步壮大，叠加客户粘性与营销能力强等优势，未来经纪机构在装修、房地产金融等领域有望打开新的增长空间。



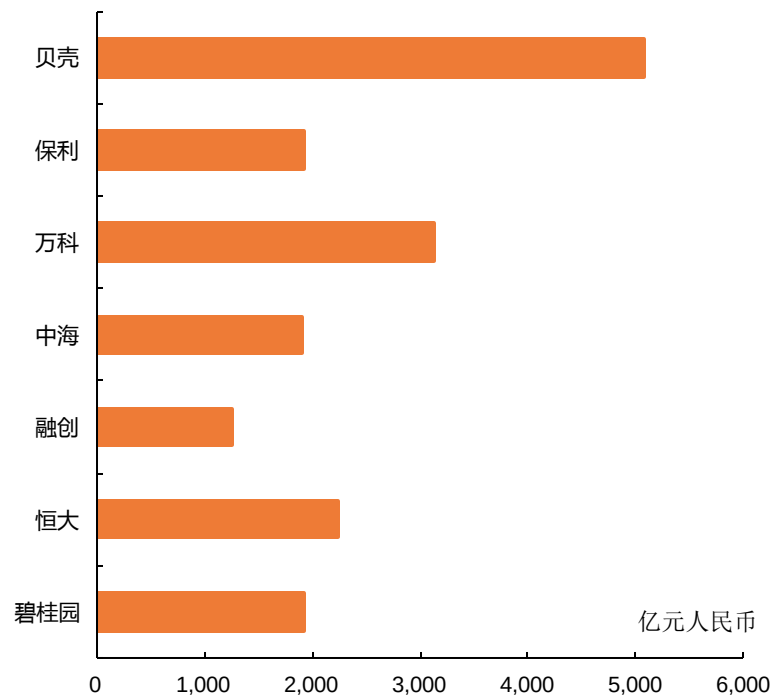
核心观点

- **从阿里巴巴看贝壳中长期估值区间：**截至10月11日，贝壳EV/2019年调整后EBITDA为168倍，显著高于阿里巴巴（EV/2020财年调整后EBITDA为33倍）。对比来看，贝壳为国内仅次于阿里巴巴的第二大商业平台，与阿里存在诸多相似之处，都是构造交易平台、提升行业效率，交易模式均从C2C延伸至B2C，通过C2C为B2C引流；但两者所处的行业空间、成长性、平台模式、盈利模式、盈利水平等均存在差异。短期来看，受ACN模式、C2C引流等推动，贝壳规模、业绩有望保持较快增长，盈利水平亦存在提升空间，为当前高估值提供支撑；但中期行业空间、盈利模式等或对估值形成制约。
- **投资建议：**考虑经纪行业空间依旧广阔、集中度相对较低，未来行业发展值得期待；同时随着贝壳、我爱我家等积极构建经纪人合作平台，通过资源共享、分工协作提升行业效率，有望吸引更多中小中介入驻，促使规模快速增长、集中度加速提升，中期亦有望通过拓展住房衍生服务打开新的增长空间，行业马太效应或愈发显现，建议关注平台模式逐见成效，具备“房、客、人”优势的行业龙头企业。
- **风险提示：**1) 若房地产政策调控超预期收紧，楼市大幅承压、成交显著下滑，经纪行业亦面临下行压力；2) 头部经纪机构规模增长诉求下，行业竞争日趋激烈，盈利能力短期存在下行风险；3) 虚假房源普遍、中介服务质量不高等行业不规范现象，或导致经纪行业面临监管趋严的风险；4) 装修等住房衍生服务市场面临物业管理等其他行业竞争，存在业务拓展不达预期的风险。

前言

- 8月13日，贝壳找房在纽交所成功上市，发行价为20美元/ADS，募集资金21.2亿美元。截至10月11日，贝壳市值高达5079亿元人民币，约为万科市值1.6倍。作为国内房地产经纪龙头，2020H1新冠疫情冲击背景下，贝壳仍实现GTV达1.3万亿元，同比增长49.4%。
- 9月16日，阿里巴巴与易居共同推出房地产交易平台“天猫好房”与“不动产交易协作机制”，未来将基于新房、二手房、特价房和拍卖房四大场景，承载房产线上交易过程中多项服务功能；阿里方面表示天猫好房至少未来3年内不赚钱，所有收入100%补贴购房者。
- 从贝壳上市到天猫好房成立，存量房时代经纪行业面临何种变局、未来将何去何从？本篇报告从行业现状、主要玩家分析、行业趋势展望、贝壳估值探讨四个维度出发，对行业空间、痛点、模式、趋势与估值等进行全面剖析。与市场不同的是，我们通过对比贝壳、我爱我家与易居阿里归纳总结主要玩家模式的异同点与优劣势，并通过与互联网企业对比为探讨贝壳中长期估值区间提供另一种思路。

贝壳与龙头房企市值对比（截至10月11日）



Contents

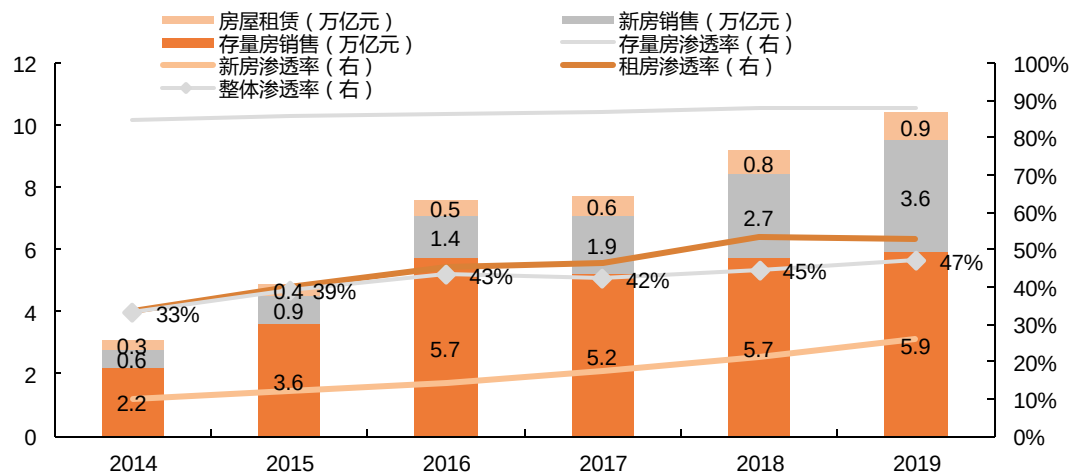
- 一 行业现状：规模持续增长，呈现一超多强
- 二 玩家分析：贝壳、我爱我家、易居阿里
- 三 行业展望：空间广阔，规模之争日趋激烈
- 四 估值探讨：从阿里看贝壳中长期估值区间
- 五 投资建议与风险提示



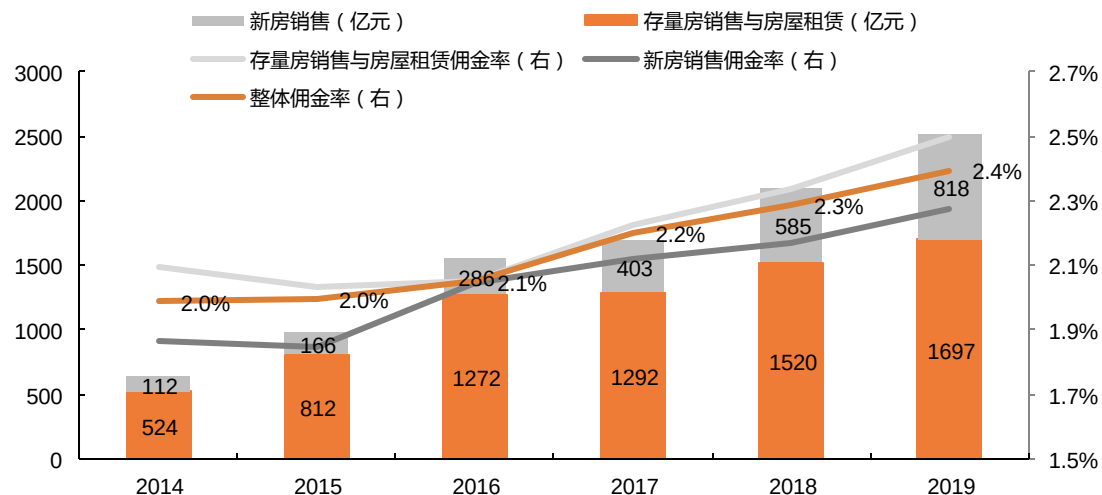
经纪行业发展迅速，新房渗透率快速提升

- 伴随房地产市场快速发展，经纪行业规模不断扩大，新房渗透率快速提升。据CIC报告，2014-2019年国内通过经纪机构完成的房屋销售与租赁金额从3.2万亿升至10.5万亿，CAGR达26.8%，渗透率从33.0%升至47.1%。其中，存量房销售额从2.2万亿升至5.9万亿，CAGR达21.6%，渗透率从84.6%升至88.1%；新房销售额从0.6万亿升至3.6万亿，CAGR达43.1%，渗透率从9.7%升至25.9%。
- 费用率稳步提升下，佣金收入增长更快。2014-2019年全国房屋经纪服务佣金收入从636亿元升至2515亿元，CAGR达31.6%，平均费用率从2.0%提高至2.4%；其中，存量房销售与房屋租赁佣金收入从524亿元升至1697亿元，CAGR达26.5%，平均费用率从2.1%提高至2.5%，新房销售佣金收入从112亿元升至818亿元，CAGR达48.8%，平均费用率从1.9%提高至2.3%。

国内通过中介销售与出租的房产交易规模及渗透率



国内经纪服务佣金收入情况



资料来源：贝壳招股书，灼识咨询（CIC报告），平安证券研究所

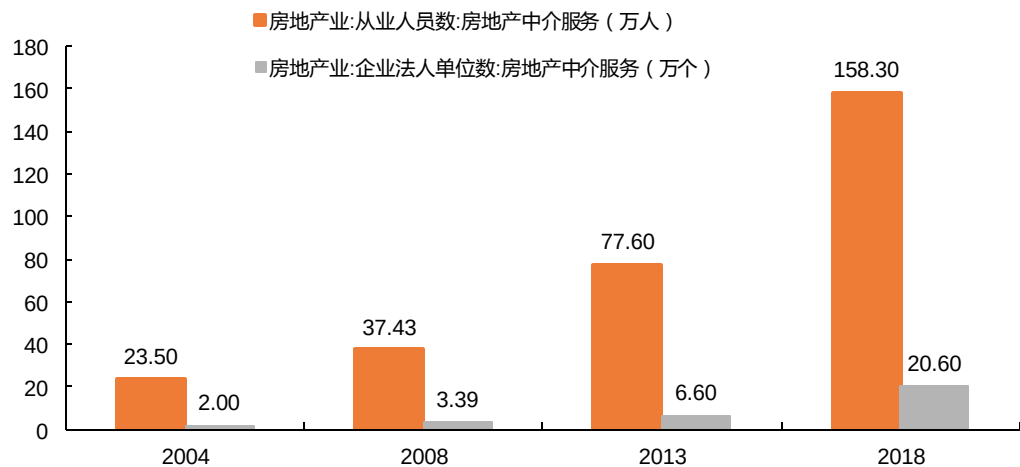


竞争格局相对分散，呈现哑铃式结构

- **经纪机构数量持续攀升，中小机构众多分散。**伴随经纪行业快速发展，叠加行业门槛低、区域属性强的特点，国内经纪机构数量持续攀升，其中中小机构数量众多且区域布局分散。2004-2018年我国房地产中介服务企业由2.0万个增至20.6万个，CAGR达18.1%，从业人员由23.5万人增至158.3万人，CAGR达14.6%；前瞻网数据显示，70%的小微中介完成二手房市场50%以上交易额。
- **贝壳规模遥遥领先，行业呈现一超多强。**贝壳交易规模、经纪人与门店数量远高于其他经纪机构，2019年房屋交易额（含新房与存量房）2.1万亿元，在全国经纪机构完成交易额占比达20.3%，旗下链家在北京、上海、深圳与成都等城市二手房市场市占率较高；中原地产2018年房屋交易额约9465亿元，占同期经纪机构完成交易额比重约10.3%，在深圳等城市二手房市占率较高；我爱我家2020H1交易额



全国房地产中介服务企业与人



国内主流房地产中介机构对比

经纪公司	2020H1末经纪人数量 (万人)	2020H1末门店数量 (个)	房屋交易额 (亿元, 含新房与存量房交易)	全国房屋交易额占比	经纪机构完成交易额占比
贝壳	45.6	42247	21277 (2019)	9.5% (2019)	20.3% (2019)
中原地产	5.3*	2400*	9465 (2018)	4.6% (2018)	10.3% (2018)
我爱我家	5	3400	1600 (2020H1)	——	——
乐有家	3*	5000*	3000 (2019)	1.35% (2019)	2.86% (2019)
Q房网	2	1000+	2200+ (2016)	1.25%+ (2016)	2.89%+ (2016)
21世纪不动产	6.6*	9321*	1000-3000 (2017)	——	——

资料来源：Wind，贝壳招股书，公司公告，保利投顾研究院，公司官网，平安证券研究所

*注：中原地产门店与经纪人数据来自官网，时间截点未知，交易额数据含新房代理；21世纪不动产仅统计国内业务，时间截至2020年8月末，交易额数据来自保利投顾研究院；乐有家经纪人与门店数据截至2019年末

竞争格局相对分散，呈现哑铃式结构

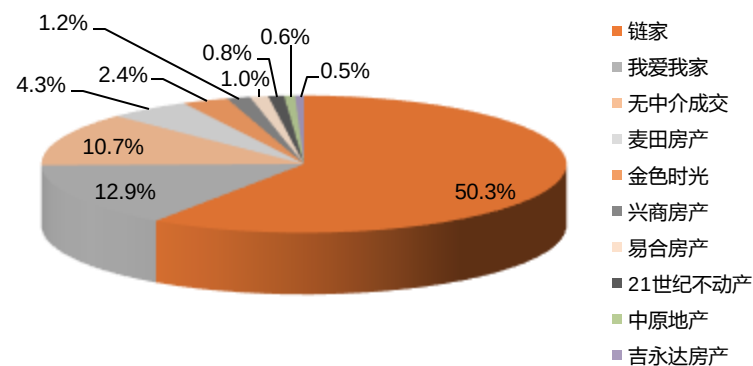
1600亿元，在北京、杭州、太原等城市二手房市占率较高；乐有家2019年交易额3000亿元，为深圳最大的二手房经纪机构（2020年前7月市占率20.5%）；Q房网2016年交易额超过2200亿元，为深圳第二大二手房经纪机构（2020年前7月市占率16.0%）；21世纪不动产2017年交易规模约1000-3000亿元；其他机构以区域深耕为主，整体规模相对较小。

重点城市2020年1-7月二手房市场经纪机构TOP10市占率

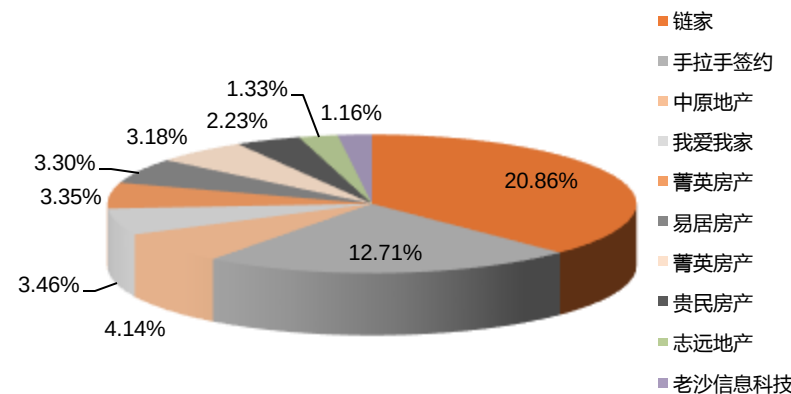
机构	北京	上海	深圳	成都	福州	杭州	苏州	南京	武汉	西安	太原
链家	50.33%	20.86%	13.53%	57.53%		12.35%	7.83%	10.04%	11.72%	9.06%	
中原地产	0.57%	4.14%	9.60%								
我爱我家	12.85%	3.46%				30.86%	10.23%	13.31%			28.16%
乐有家			20.49%								
Q房网			16.02%					1.74%			
21世纪不动产	0.82%										
易居房产		3.30%				4.02%					
麦田房产	4.30%				16.71%						
金色时光	2.39%										
手拉手签约		12.71%									
德祐						22.29%					14.09%
易合房产	0.95%										
家联房产							16.84%				

资料来源：中指院，平安证券研究所 注：重点城市经纪机构市占率缺失表明未进入该城市市占率前十榜单

2020年前7月北京二手房市场市占率TOP10



2020年前7月上海二手房市场市占率TOP10



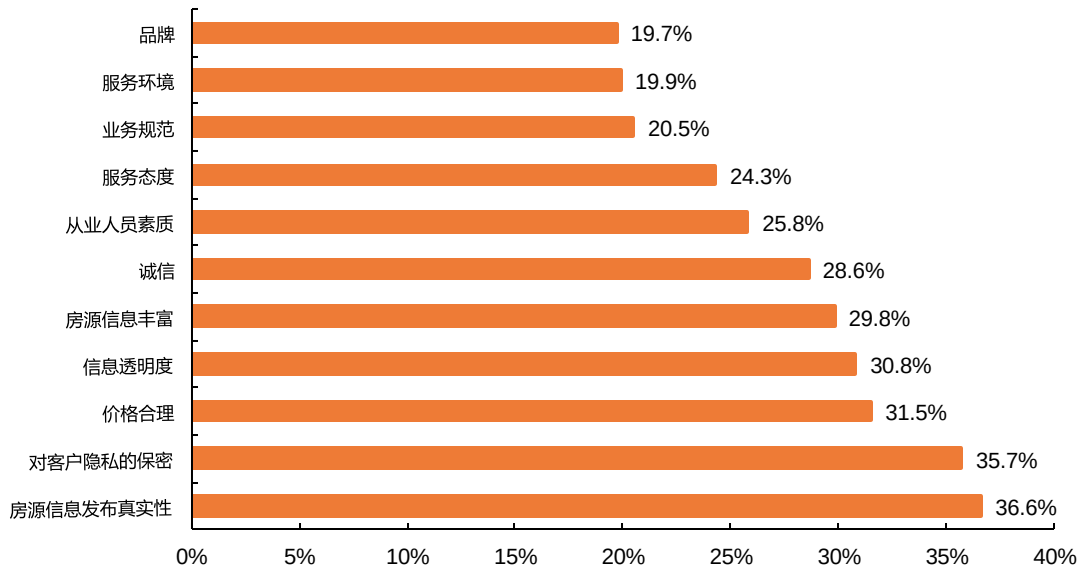


行业痛点：真假房源难辨，影响客户体验

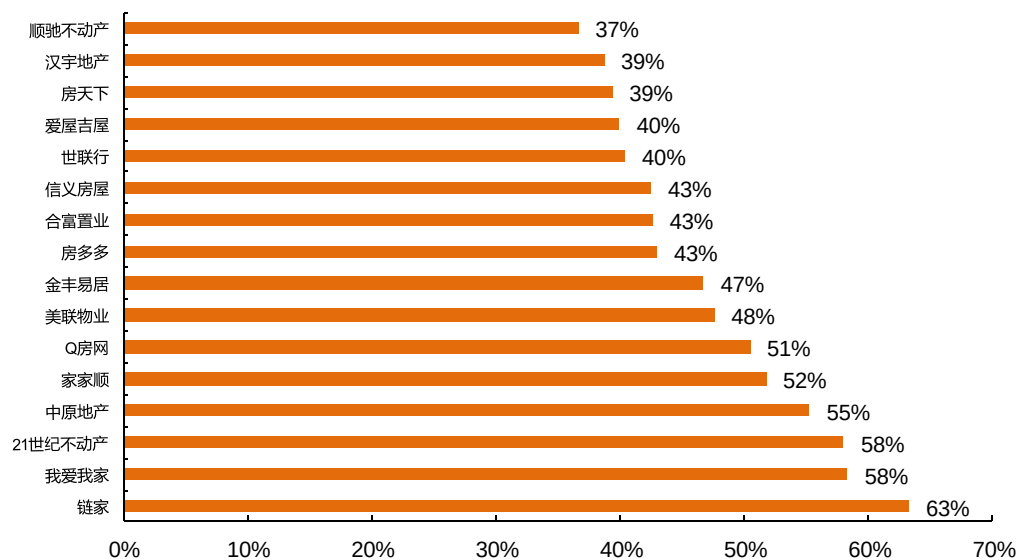
- 尽管经纪行业发展迅速，但仍面临两大痛点：一是经纪人、互联网平台利益机制导致行业虚假信息普遍，严重影响客户体验。从经纪人看，发布虚假优质房源信息，一是可以吸引客户关注并获取其信息，二是满足部分经纪机构定期发布一定房源数量的要求，三是避免房源被互联网平台海量信息淹没，保持搜索结果靠前的广告位。从互联网房产信息平台看，因主要根据经纪人房源发布量或客户点击量进行收费，若强制要求真实房源信息，将对平台收入产生负面影响；同时真房源所要求的技术储备与大量线下人力投入，亦对轻资产的互联网平台提出较高要求。



消费者选择房产中介考虑的主要原因



2016年房产中介真房源可信度排名



资料来源：《中国房产服务行业消费者满意度调查报告》（2016年），平安证券研究所

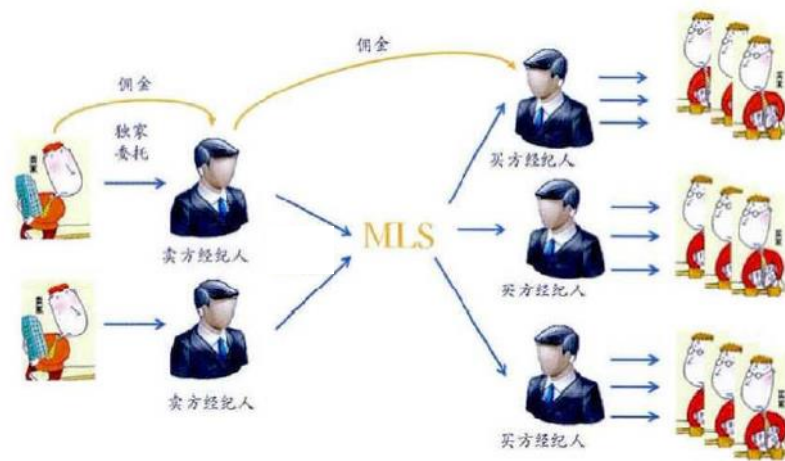


行业痛点：恶性竞争普遍，信息隔离严重

- 二是恶性竞争普遍且信息隔离严重，压缩行业利润空间且制约交易效率。尽管国内房屋交易市场规模庞大，但由于缺乏独家代理机制，实际操作中一个卖家通常联系多个经纪机构，零和博弈下经纪机构往往通过降低佣金费用争抢客户，导致行业利润空间受到挤压；同时为防止彼此撬单，机构之间一般不愿意共享房源与客户资源，导致购房者与房源信息难以快速匹配，制约整体交易效率，甚至损害购房者利益。
- 从国际视角看，美国推行MLS系统解决上述痛点。MLS（Multiple Listing Service）全称多重上市服务系统或房源信息共享系统，采用会员联盟的形式，卖方经纪人在获得客户销售委托后，将相关房源信息录入系统并向其他会员共享，促使房源信息最大化发布、提高交易效率，目前90%的美国房地产经纪人已加入MLS系统成为会员。与MLS相适应，美国通常采用独权代理或独家代理机制，买卖双方各自对接唯一一位经纪人或经纪机构，双方经纪人通过信息匹配撮合成交并分配交易佣金，形成单一、垂直的服务链条，减少抢单、切客等恶性竞争现象。此外，MLS仅对会员经纪人开放而不对C端购房者开放，亦避免经纪人上传虚假房源、吸引购房者的不良现象。



美国MLS系统运作示意图



Contents

- 一 行业现状：规模持续增长，呈现一超多强
- 二 玩家分析：贝壳、我爱我家、易居阿里
- 三 行业展望：空间广阔，规模之争日趋激烈
- 四 估值探讨：从阿里看贝壳中长期估值区间
- 五 投资建议与风险提示



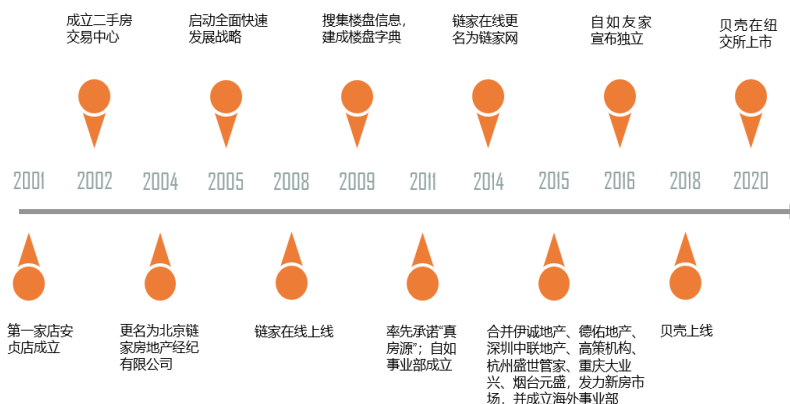
贝壳：链家升级版，国内房地产经纪龙头

- 贝壳由链家网升级而来，打造技术驱动的开放型品质居住服务生态。链家最早成立于2001年，2008年推出“链家在线”；2011年在业内率先承诺“真房源”，形成良好的口碑效应；2015年与伊诚地产、德佑地产、深圳中联地产等合并，带动规模再上台阶；2018年推出“贝壳找房”。不同于链家网垂直自营模式，贝壳通过ACN模式聚合和赋能全行业的优质服务者，打造开放的品质居住服务生态，为用户提供包括二手房、新房、租赁、装修和社区服务等全方位居住服务。
- 贝壳已成为国内最大的住宅交易和服务的线上与线下集成平台。2017-2019年贝壳GTV从1.01万亿增至2.13万亿元，CAGR达44.8%，市占率从5.5%提升至9.5%（其中存量房、新房市占率分别达15.4%、5.4%）；尽管受疫情影响，2020H1仍实现GTV1.3万亿元，同比增49.4%。

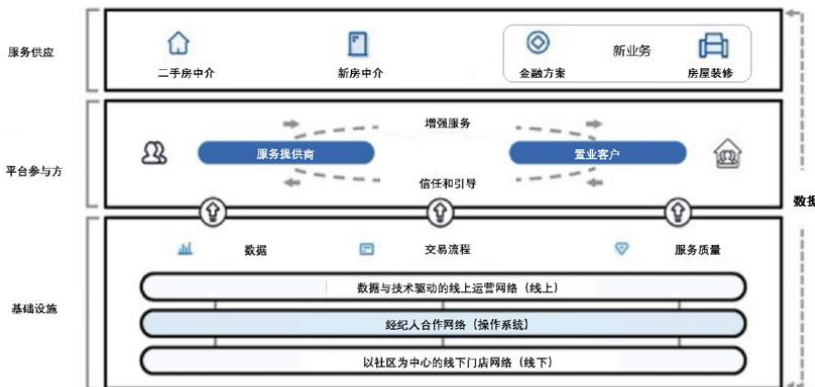
目前公司业务覆盖全国103个城市。



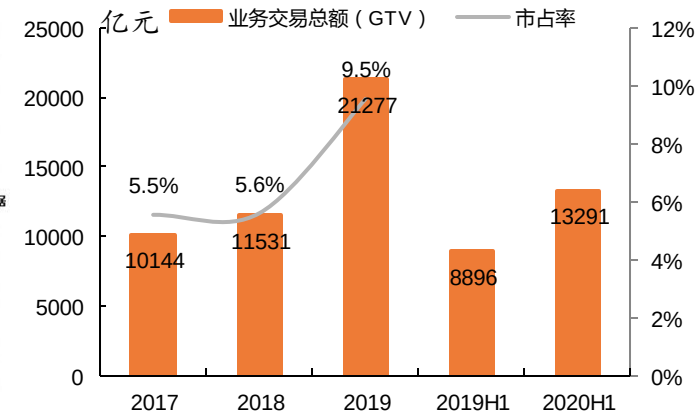
贝壳发展历程



贝壳平台构成与协同优势



贝壳业务交易总额及市占率（分母为全国房屋交易总额）



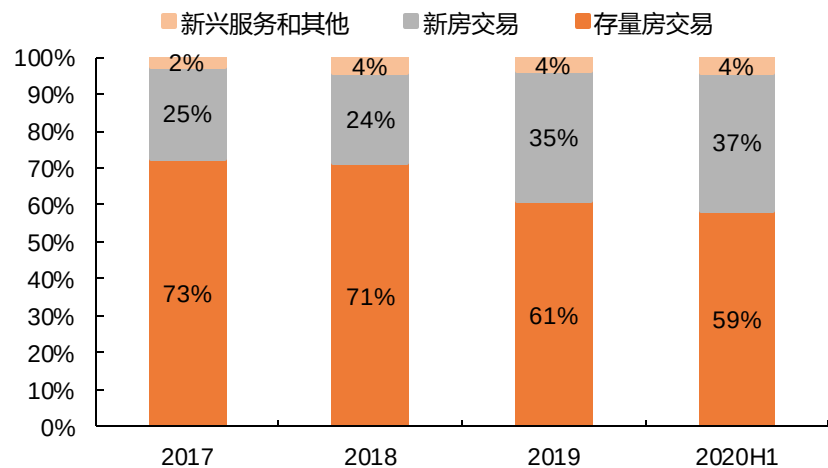
资料来源：贝壳招股书，CIC报告，平安证券研究所



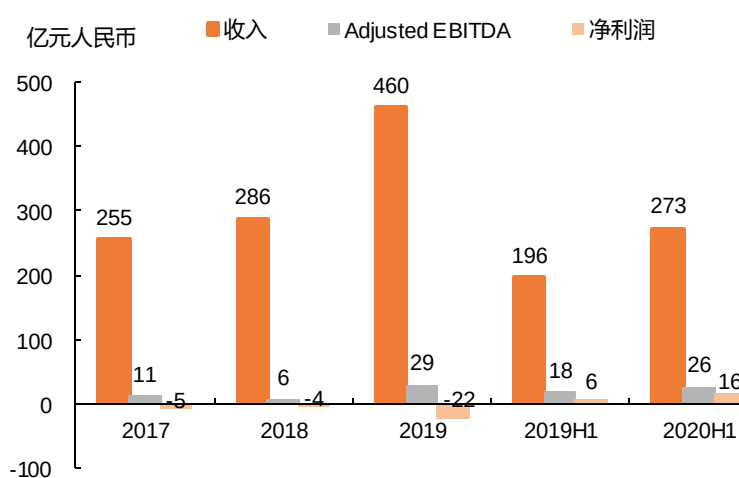
贝壳：存量房交易为主，营收快速增长

- **存量房为贝壳交易贡献主力，但新房占比显著提升。**贝壳积极利用渠道、客源优势挖掘一二手联动效应、拓展新房市场，2017-2020H1 存量房交易占比从73%降至59%，新房交易规模占比则从25%升至37%，另外装修、金融等新兴服务和其他占比从2%略微升至4%。
- **营收近年增长快速，净利润上半年明显改善。**2017-2019年贝壳营收从255亿元增至460亿元，CAGR达34.3%；受股权激励支出增加（2019年达29.6亿元）等因素影响，净亏损从5.4亿元增至21.8亿元；若剔除股权激励支出、因收购导致的无形资产摊销、投资减值损失、公允价值变动等，调整后净利润从0.7亿元增至16.6亿元，若进一步剔除利息、税费、折旧等，调整后EBITDA从10.7亿元增至29.2亿元。尽管受疫情影响，2020H1仍实现营收273亿元，同比增长39%，净利润16.1亿元，同比增长189%。

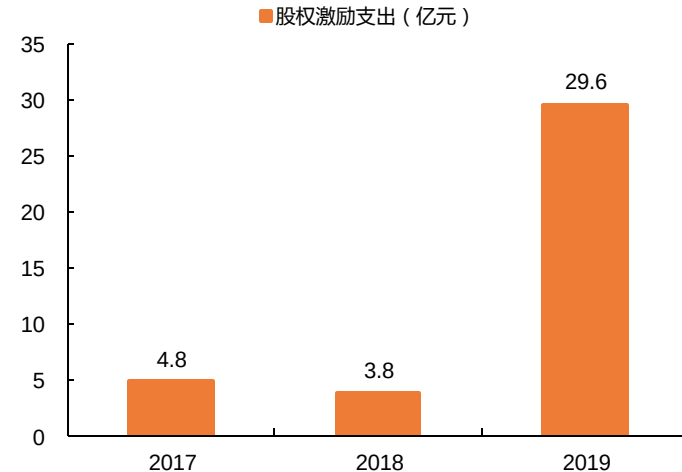
贝壳历年GTV结构



贝壳收入及利润表现



贝壳历年股权激励费用



资料来源：贝壳招股书，CIC报告，平安证券研究所

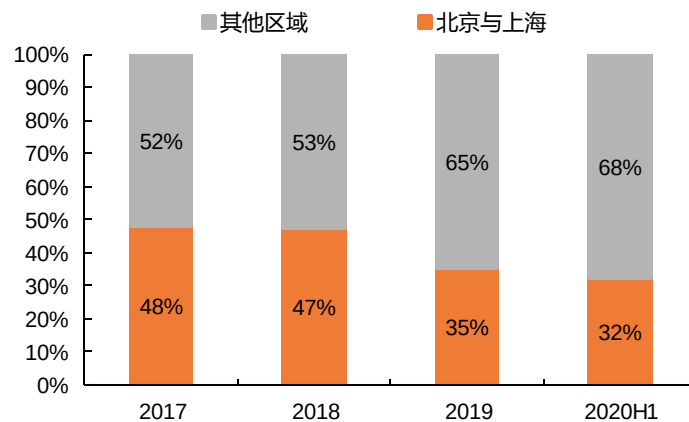


贝壳：新房营收贡献过半，盈利能力稳中有升

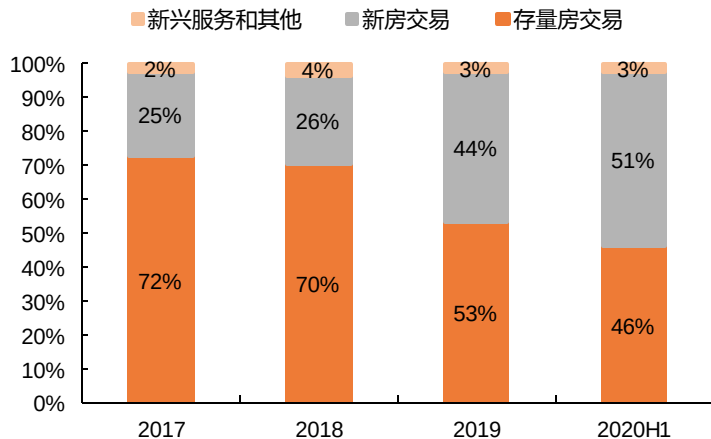
- **新房交易、非北上区域营收贡献逐年提升。**从业务结构看，2017-2020H1贝壳新房交易贡献收入比重从25%提高至51%，存量房交易则从72%降至46%；从区域结构看，2017-2020H1北京、上海合计收入贡献比重从48%降至32%。
- **从盈利能力看，整体稳中有升。**从毛利率看，2017年-2020H1从18.7%提高至25.9%，近两年平稳中略有提升。从佣金率看，若以营业收入/GTV粗略估算，2017-2019年分别为2.5%、2.5%、2.2%，2020H1略降至2.1%。2018年贝壳平台推出后存量房交易规模大幅提升，但贝壳对非直营部门主要完成的销售额只确认平台佣金费，导致测算的整体佣金率出现下滑。



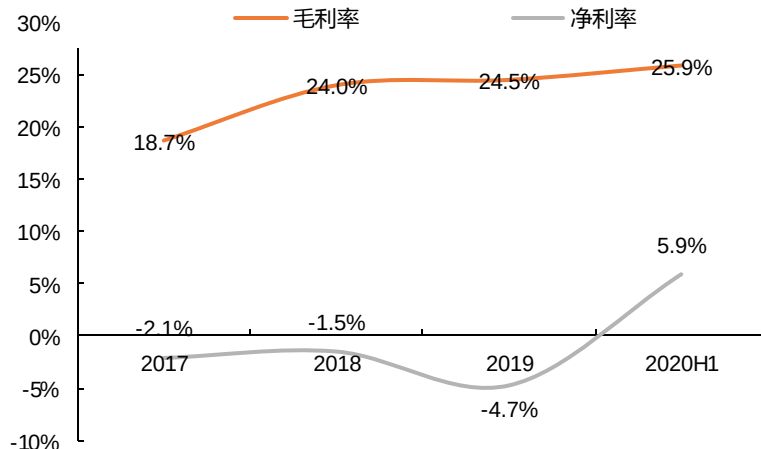
贝壳收入结构（按区域划分）



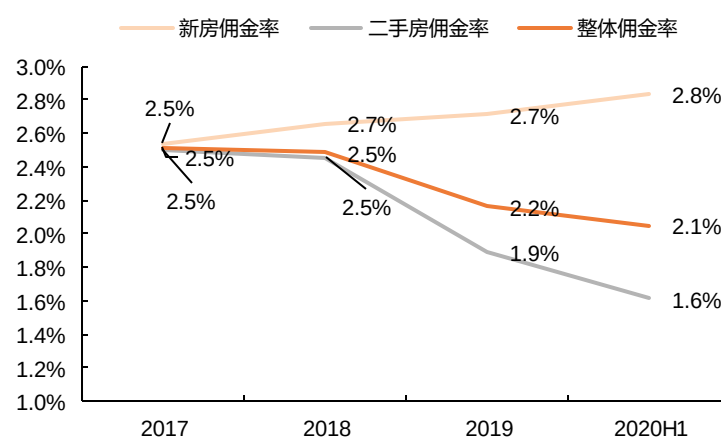
贝壳收入结构（按业务划分）



贝壳利润率表现



贝壳佣金率表现



资料来源：贝壳招股书，平安证券研究所



贝壳：构筑楼盘字典，坐拥海量真实房源

- 针对行业假房源痛点，贝壳构筑楼盘字典，储备海量真实房源信息。贝壳自2009年开始搜集房屋信息、构筑楼盘字典，截至2020Q1末楼盘字典拥有2.26亿套真实房屋信息。依托楼盘字典底层基础数据，结合业主、客户、经纪人、平台之间深度连接产生的海量交互数据，贝壳找房打造和升级了全生命周期的真房源验真系统，可对房源的上架、展示、下架进行全生命周期管理，7×24小时实时比对房源特征，捕捉房态信息进行辨别，经过智能数据模型测算，对全量房源进行精准打分等。目前贝壳找房的真房源率可以达到95%以上。



贝壳真房源标准



贝壳楼盘字典资源庞大



贝壳：ACN明确分工、共享房源，辅以强管控

➤ 针对行业信息隔离痛点，贝壳基于美国MLS推出适应国内市场的ACN模式，拆除信息孤岛并将服务流程细化、标准化。2018年贝壳推出ACN（Agent Cooperation Network）经纪人合作网络，在遵守房源信息充分共享等规则前提下，将经纪服务流程细化、标准化，同品牌或跨品牌经纪人以不同角色（房源录入、房源维护、客源推荐、客源成交等）共同参与到一笔交易并记录在ACN网络平台，房屋成交后再按照各个角色的分佣比例进行佣金分成，从而打通各经纪品牌、经纪人之间隔离墙，实现房源、客源信息共享与高效协作。

● 贝壳ACN合作网络角色分工



● 贝壳ACN与美国MLS的对比

类型	MLS	ACN
底层信用	依托美国独家代理机制以及行业自律规范	国内缺乏类似机制背景下，更多依托平台/公司信用，需大量技术、人力投入确保模式运转
服务分工	分工相对简单，卖方经纪人负责房源端全部工作	服务流程细化为十类，专业分工下工作效率存在提升空间
管理模式	弱管控：对经纪人/公司使用系统软件、加盟品牌的选择、基础业务经营不加干预	强管控：从流量分发、系统统一到店面作业范围、经营方式等微观层面均进行管理，后续或可通过IM响应率、复聊率管理等提升转化效率
开放对象	仅对B端，即经纪公司与经纪人，无C端流量，这也避免了经纪人上传虚假房源以吸引购房者的不良现象	同时对B端与C端开放，买方卖方均可浏览房源信息，引入C端流量，同时基于楼盘字典保障房源真实性

资料来源：贝壳招股书，空白研究院，平安证券研究所



贝壳：ACN明确分工、共享房源，辅以强管控

➤ 辅以强管控，确保入驻门店/经纪人遵守ACN，保障资源共享与服务质量。

● 对于经纪人，贝壳设定贝壳分等一整套评价与奖惩机制。

- **贝壳分**：衡量经纪人绩效和服务质量，结合专业资格、客户投诉、客户转换率及协作团队合作记录综合评估得到，高分者可享受房源高曝光率、客户前端的定制经纪人资料等。
- **贝壳币**：经纪人可通过遵守ACN规则纪律等方式获取，用于购买平台公用设施服务或增加曝光率。
- **信用分**：经纪人进入平台起开始积分，违反ACN规则和不当行为将被扣分，分数过低时将收到警告、或特定时间内被禁止访问平台。

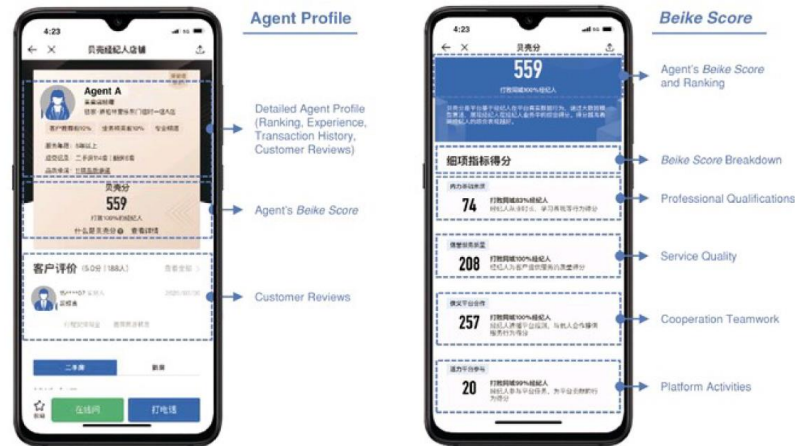
● 对于入驻门店，贝壳亦通过设定入驻规则、经纪人数门槛、排名系统等进行规范。

➤ 设立“店东委员会制度”，协调品牌之间矛盾，保障各方权益，促使平台不断完善。

- **店东管理委员会组成**：由入驻品牌店东民主投票选出，首届成都店东委员会成员包括链家、德佑、富房、远投等经纪品牌。
- **店东管理委员会职责**：收集和反馈品牌店东、经纪人意见；对平台管理中各项规则和制度提出合理化建议，协助平台完善规则和统一标准；负责监督平台规范运营，协调处理不同品牌间纠纷，推动服务者信用体系完善、营造竞优良性生态等。
- **店东管理委员会运行**：具有明确的自治意识、运营规则和决策机制，对所有经纪品牌一视同仁，实行少数服从多数的规则。



贝壳经纪人页面展示



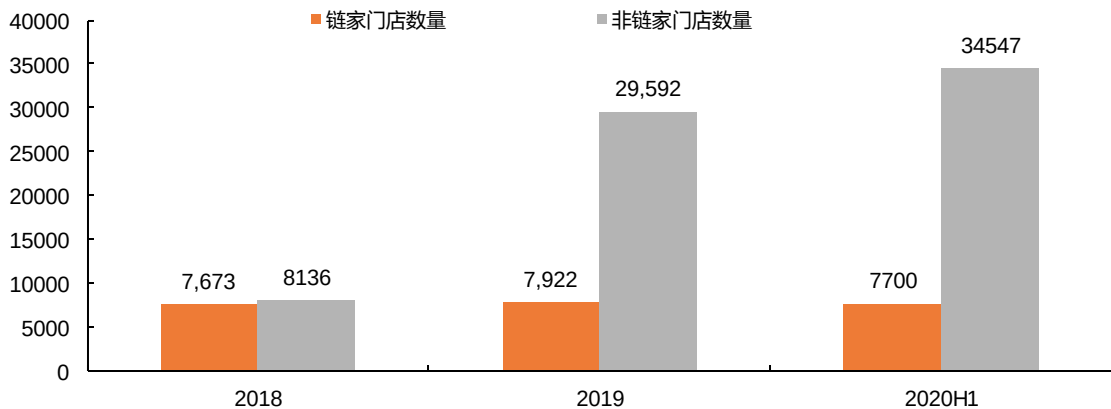


贝壳：ACN提升交易效率，实现多方共赢

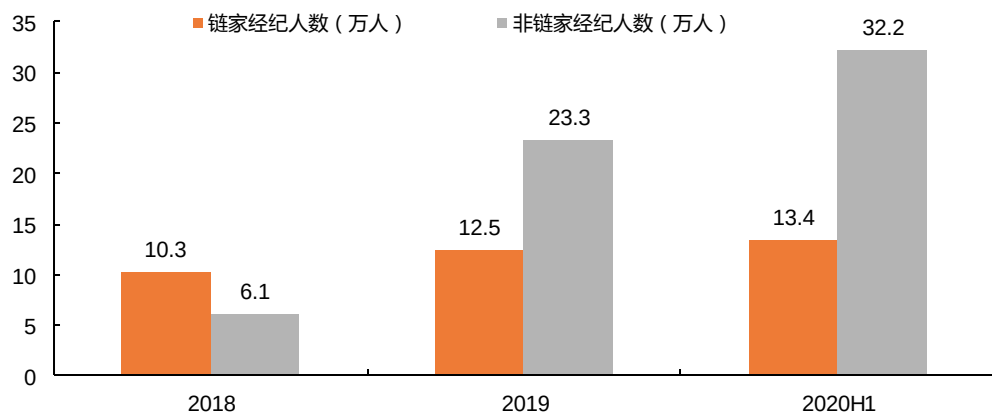
- **ACN将经纪机构/经纪人关系由竞争转为合作，有效解决房源、客户、经纪人联动难题，提升整体交易效率，优化业界生态：**
 - **对于经纪机构/经纪人：**1) 借助贝壳渠道资源提升交易效率，据CIC报告，2019年贝壳平台单店交易额为行业1.6倍，且存量房交易中70%来自跨门店交易；2) 避免中介之间恶性竞争，压缩行业利润空间；3) 中小机构可借助贝壳实现品牌溢价；4) 经纪人可发挥自身特长，选取更擅长的工种；5) 对新人更加友好，通过入手简单事务性工作积累学习，逐渐从事更具挑战性工作。
 - **对于售房者/开发商：**1) 保障房屋出售效率的同时，避免与大量中介打交道；2) 经纪人分工更加专业明确，服务体验更加友好。
 - **对于购房者：**1) 房源信息更加全面透明，购房效率提升；2) 专业化分工提升服务体验；3) 减少对中介收取不合理佣金费用的担忧。
- **受益ACN模式，贝壳吸引大量经纪机构入驻，进一步巩固渠道优势。**2018-2020H1链家门店数量由7673家增至7700家，经纪人数由10.3万人增至13.4万人，增幅相对有限；非链家门店由8136家增至34547家，经纪人数由6.1万人增至32.2万人，经纪品牌超过260个。



贝壳平台非链家门店数量快速增长（家）



贝壳平台非链家经纪人数快速增长

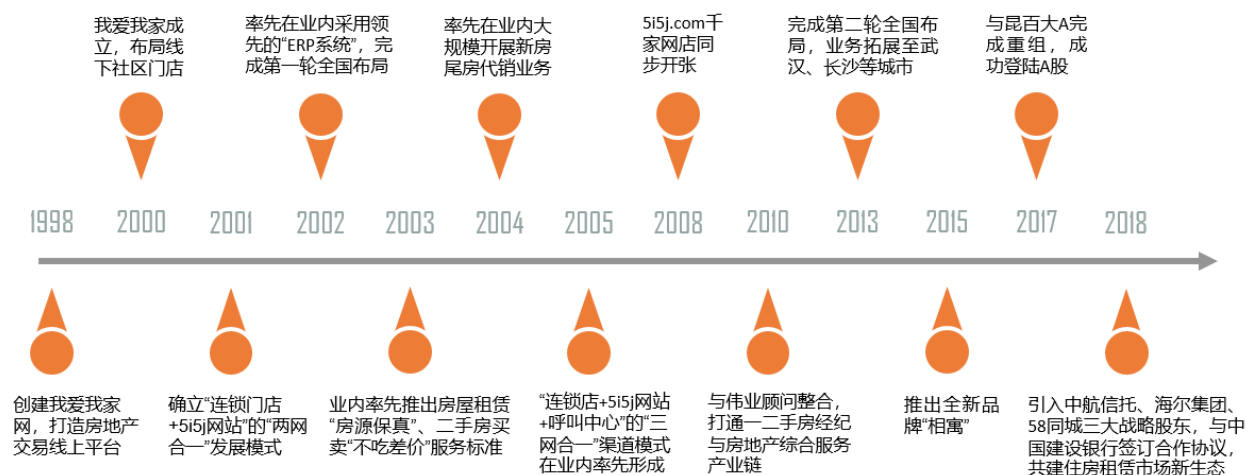




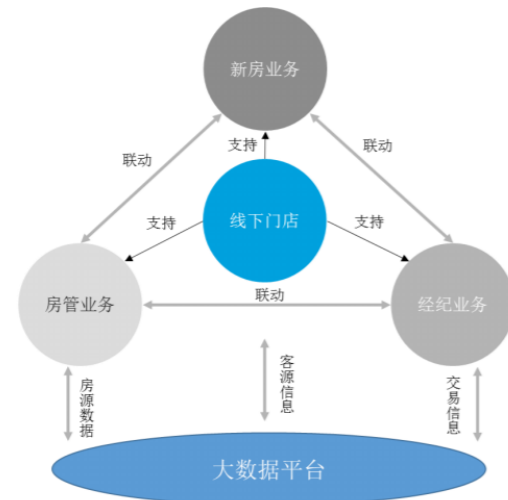
我爱我家：A股经纪龙头，渠道资源相对丰富

- 我爱我家为A股房地产经纪龙头，多元化业务协同发展。我爱我家成立于1998年，2017年与昆百大A完成重组，成为国内首家登陆A股主板市场的房地产经纪企业。公司旗下拥有我爱我家、相寓、昆百大、我爱我家海外等品牌，业务涵盖房地产经纪（二手房、新房与海外业务）、住宅资产管理、商业资产管理及房后衍生业务等，为客户提供租房、购房、置业投资、房屋资产管理、海外资产配置等居住全生命周期服务，实现代理、经纪、估价、资产管理等房地产综合服务及房后衍生业务在内的全业务链融合。
- 线下渠道资源相对丰富，门店经营效率较高。我爱我家门店总数超过3400家、员工近5万人，系统在录房源量突破2000万套，2020H1实现二手房和新房业务GTV达1600亿元。目前公司门店以直营为主、经营效率较高，2020H1平均门店GTV、平均员工GTV分别为4706万元、320万元，均高于贝壳（3146万元、291万元）。

我爱我家发展历程



我爱我家业务协同发展模式



资料来源：我爱我家官网，公司公告，平安证券研究所

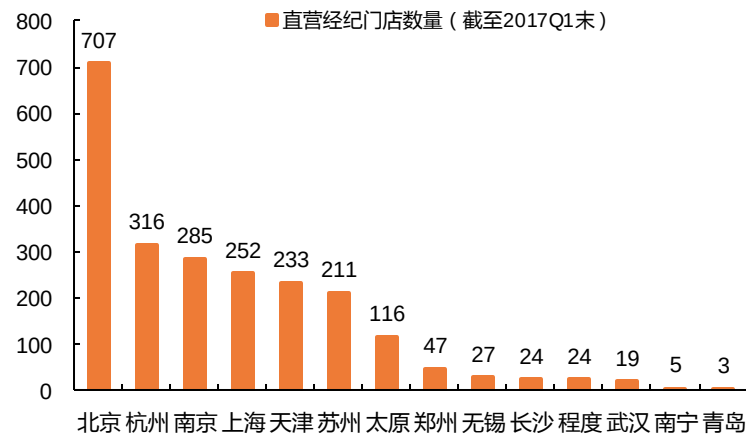


我爱我家：重点城市市占率居前，二季度业绩逐步好转

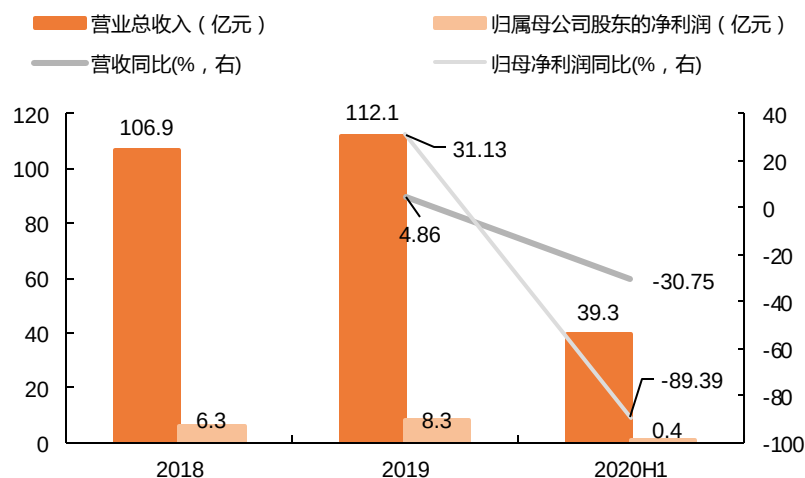
- **聚焦重点城市，市占率排名居前。**我爱我家业务已覆盖北京、杭州等20个重点城市，并在重点城市、核心区域二手房市场保持领先，2019年北京、杭州、南京、苏州、太原、天津、无锡等城市市占率稳居前三，其中杭州市占率超过30%，连续三年排名第一。
- **疫情冲击致上半年业绩大幅下滑，但二季度明显好转。**2020H1我爱我家实现营收39.3亿元，同比降30.8%；归母净利润4041万元，同比降89.4%，其中二季度单季实现归母净利润20376万元，同比增16.2%，经营情况明显好转。从营收结构看，2020H1二手房经纪业务营收占比53%，为公司主导业务，新房业务、资管业务（相寓）则分别占16%、19%。



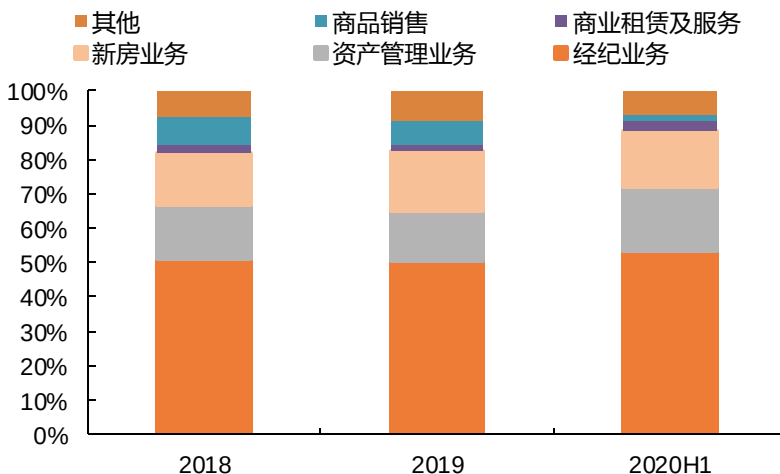
我爱我家在北京、杭州等城市门店数量较多



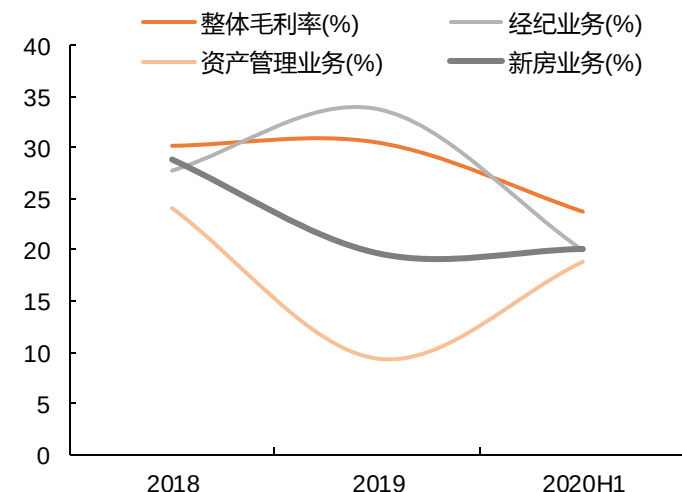
我爱我家历年营收利润



我爱我家历年营收结构



我爱我家历年毛利率



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所



我爱我家：打造共享、协作的经纪人网络，品牌自主度高

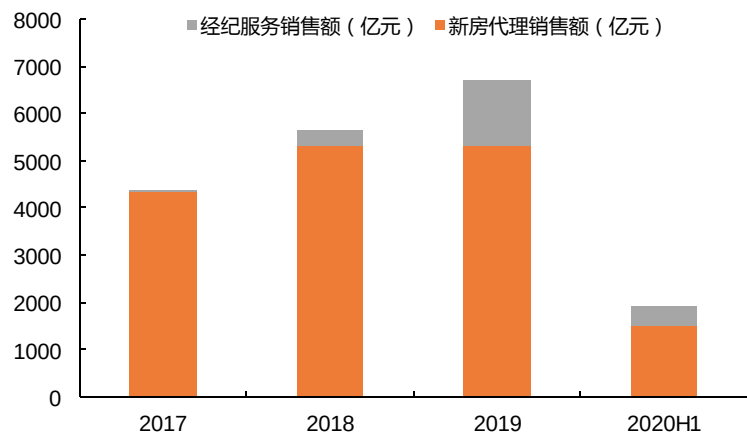
- **开启平台化发展模式，打造共享、协作的经纪人合作网络。**2020年我爱我家开启平台化发展模式，致力于成为“入口级多元一体化居住平台运营商”，为外部中小中介打开合作窗口，同时将房源、客源有效打通，实现房源流通联卖，促进客户跨门店成交，建立起共享、协作的经纪人合作网络。但与贝壳平台推行强管控不同，我爱我家强调尊重加盟经纪人及品牌，给予其较高的品牌自主度，激发中小中介积极性。
- **上半年SaaS加盟业务系统已投入使用，后续将逐步推广。**作为平台化战略中重要的基础设施，上半年公司SaaS加盟业务系统已在东莞投入使用并完成直营合伙、加盟体系并网，同时优化房客源数据，官网对接与推盘站建设等工作进入测试阶段，上线后将实现房源同步官网，更高效的支持店面作业管理；下半年SaaS系统将应用到公司其他加盟城市，服务更多合作伙伴。



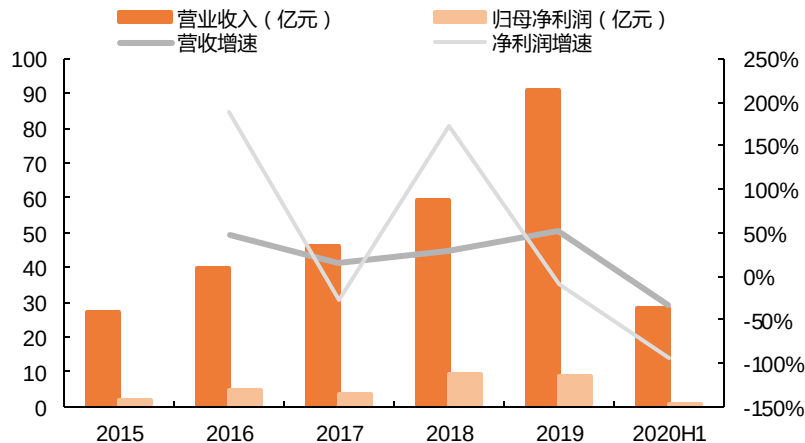
易居：新房代理龙头，积极拓展经纪服务

- **易居为国内新房代理龙头，近年积极拓展经纪服务。**易居成立于2000年，随后紧抓新房代理行业发展机遇逐渐成长为代理销售龙头，2016年推出房友第三方经纪平台，积极拓展一二手联动与存量房经纪服务。目前旗下拥有易居营销、易居房友、克而瑞等特色业务，全面覆盖从新房代理服务、房地产经纪共享服务到房地产大数据应用服务，打造交易服务和赋能服务两大服务平台。受新冠疫情影响，2020H1易居新房代理销售额1475亿元，经纪网络服务销售额433亿元，分别同比下降54%、14%。
- **新冠疫情冲击致上半年业绩大幅下滑。**2020H1易居实现营收28.4亿元，同比降34.4%；归母净利润2993万元，同比降94.8%。从营收结构看，2020H1一手房代理、房地产经纪网络服务、房地产数据及咨询服务业务分别占比45%、39%、17%。

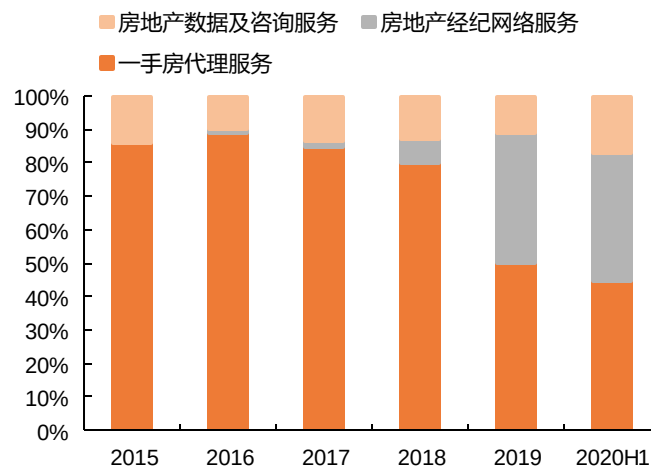
易居历年销售金额



易居历年营收与归母净利润



易居历年营收结构



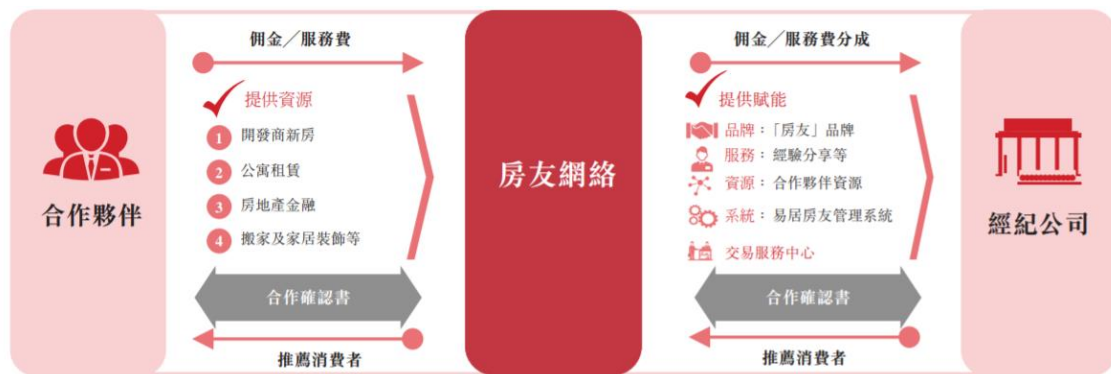
资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所



易居：打造第三方经纪平台，强调弱管控、房源共享

- 打造第三方经纪服务平台“房友”，强调弱管控、房源共享与低费用。易居房友致力于打造面向全行业的房地产经纪共享服务平台，为中小微经纪公司提供综合赋能服务。管理方面，房友将重心移至产品和规则，核心定位为搭建合作平台，让经纪人更具自由度；运营方面，核心为“友房公盘”系统，通过资源共享解决中小微经纪人对于房源的核心需求，为拥有房源的经纪人与拥有客源的经纪人提供交易市场，并通过信用机制、保证金制度打击虚假房源等不良现象；收费方面，拒绝在渠道整合中赚取中间差价，只收交易佣金的3%作为服务费。2019年易居房友完成1万+门店、3万个渠道和1万个社区的整体建设，目前平台覆盖80城22万小区8000万套房源。

房友经纪网络模式图



房友旨在重构更加开放、平等、自治、共享的行业生态圈





易居：携手阿里推出天猫好房、ETC协作机制

- 携手阿里推出“天猫好房”平台，打造ETC协作机制。9月16日，阿里、易居共同推出房地产交易平台“天猫好房”与“不动产交易协作机制”（ETC），未来将基于新房、二手房、特价房和拍卖房四大场景，承载房产线上交易过程中多项服务功能；同时阿里表示天猫好房至少未来3年内不赚钱，所有收入100%补贴购房者。从协作模式看，ETC主要针对新房、二手房交易过程中直客触达难、营销成本高等痛点，通过云计算、人工智能、大数据、区块链等技术构建一个不动产交易主体多方参与、高效协作的开放式平台，解决从房源发布到签约、过户、结佣过程中各方利益博弈的问题。从渠道安排看，天猫好房将组成互联网“天网”、易居服务的房企组成“地网”、房友门店销售网络组成“人网”，“天地人”三网将成为易居、阿里进行行业资源整合、科技赋能、协同服务的重要渠道。

阿里易居ETC整体构架蓝图



天猫好房交易流程概念图

未来，买房就像逛天猫

现在买房流程



未来天猫买房流程



总结：三者底层逻辑相近，管控模式为主要差异

- 贝壳、我爱我家、易居阿里模式相同点：都是构建资源共享、分工协作的经纪人合作平台，提升房屋交易效率，吸引中小中介入驻。
- 贝壳、我爱我家、易居阿里模式不同点：贝壳推行强管控，我爱我家与易居实行弱管控。
- 从模式优劣看，强弱管控各有优势，前者侧重于公司型管理，确保平台内房源、客源完全共享，避免私单、撬单等损害平台利益现象，提升服务品质；后者侧重于搭建合作平台、注重业绩导向，发挥经纪人/经纪机构主观能动性，且平台开放程度更高，特别是对具备一定资源、服务优势的经纪人/经纪机构吸引力较强。
- 从平台选择看，贝壳房源、经纪人、客源优势强大，对中小机构天然具备吸引力，奠定其强管控的话语权基础；我爱我家、易居阿里资源禀赋相对落后，更注重吸引中小机构加盟，提升平台规模效应。

● 贝壳、我爱我家、易居模式对比

公司	模式相同点	模式主要差异	模式选择分析
贝壳	构建资源共享、分工协作的经纪人合作平台，提升房屋交易效率，吸引中小中介加盟入驻	强管控：侧重于公司型管理，确保平台内房源、客源完全共享，避免私单、撬单等损害平台利益现象，提升服务品质	贝壳房源、经纪人、客源优势强大，对中小机构天然具备吸引力，奠定其强管控的话语权基础
我爱我家、易居、阿里巴巴		弱管控：侧重于搭建合作平台、注重业绩导向，发挥经纪人/经纪机构主观能动性，且平台开放程度更高，特别是对具备一定资源、服务优势的经纪人/经纪机构吸引力较强	我爱我家、易居阿里资源禀赋相对落后，更注重吸引中小机构加盟，提升平台规模效应

资料来源：平安证券研究所



总结：行业核心是“房、客、人”，贝壳占据先发优势

- **经纪行业核心是房、客与人，贝壳占据先发优势。**房地产经纪本质是通过经纪人将房源与客户需求进行匹配，房源、客源与经纪人构成经纪行业核心资源，其中房源是构建经纪品牌的前提并吸引经纪人、客源进入，同时三者呈现相辅相成的关系。
- **贝壳**作为房地产经纪龙头，具备成熟的ACN模式、庞大的线下渠道资源（4.2万家门店、45.6万个经纪人）与海量真实房源信息（2.26亿套），旗下经纪人相比新房代理人有更强的客户粘性与营销能力，整体而言“房、客、人”资源三者兼具，占据行业先发优势。
- **我爱我家**作为A股房地产经纪龙头，尽管渠道、房源规模不如贝壳，但仍处行业领先水平，门店超过3400家、员工近5万人，系统在录房源量超过2000万套，2020H1实现GTV达1600亿元；同时公司目前以直营门店为主、经营效率较高，2020H1平均门店与平均员工GTV分别为4706万元、320万元，均高于贝壳（3146万元、291万元）。
- **易居**作为新房代理龙头，通过构建弱管控、低收费的第三方平台切入经纪业务，2019年房友完成1万+门店建设，已覆盖8000万套房源；同时携手**阿里巴巴**打造天猫好房与ETC，有望借助其强大的互联网技术与线上导流能力，扩大新房领域优势并加速形成一二手联动、拓展存量房经纪市场；2020H1新房代理销售额1475亿元，经纪网络服务销售额433亿元，但门店经营效率尚不如贝壳、我爱我家。

● 贝壳、我爱我家、易居经营与优劣势对比

公司	经营方面			财务方面（2020H1）			优劣势	
	GTV（亿元）	门店（个）	经纪人（万人）	营收（亿元）	净利润（亿元）	净利率	优势	劣势
贝壳	13291	42247	45.6	272.6	16.1	5.9%	拥有成熟的ACN模式、庞大的线下渠道与房源信息，经纪人客户粘性、营销能力强于新房代理人	线上资源相对薄弱
我爱我家	1600	3400	5.0	39.3	0.5	1.2%	门店以直营为主，经营效率较高	渠道、房源规模远不如贝壳，平台构建相对滞后
易居	1908	——	1.7（全职雇员）	28.4	1.0	3.7%	房企资源、房友门店与房源丰富，并引入阿里强大的互联网技术与线上导流能力	门店经营效率低，互联网平台易滋生虚假房源问题

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

Contents

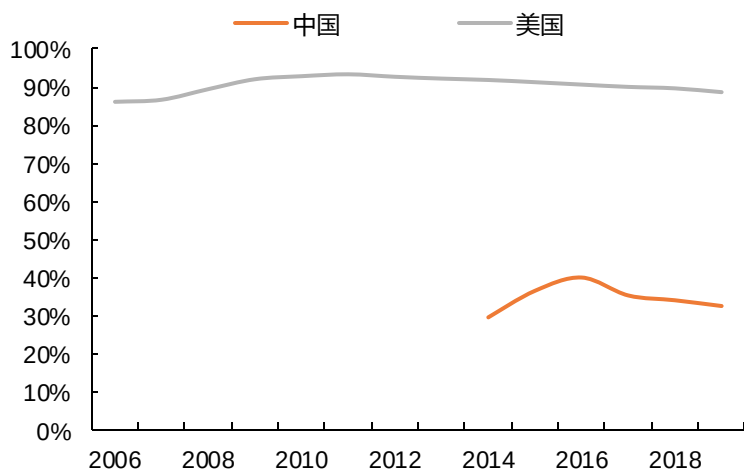
- 一 行业现状：规模持续增长，呈现一超多强
- 二 玩家分析：贝壳、我爱我家、易居阿里
- 三 行业展望：空间广阔，规模之争日趋激烈
- 四 估值探讨：从阿里看贝壳中长期估值区间
- 五 投资建议与风险提示



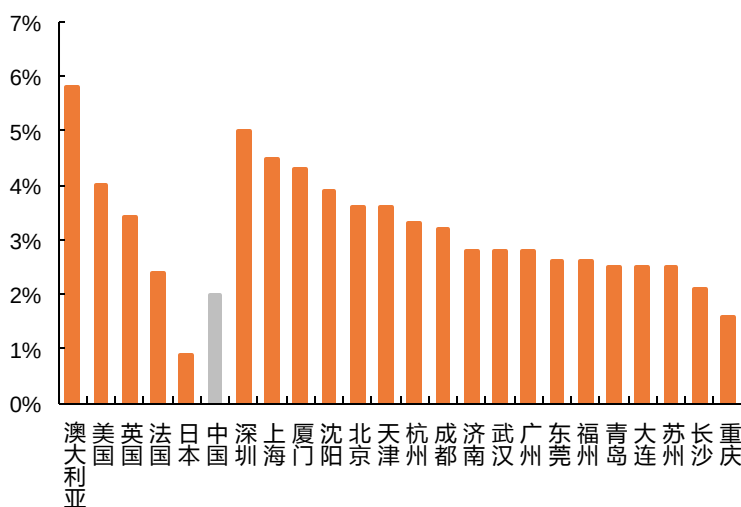
行业空间：驱动因素犹在，未来空间依旧广阔

- **第一，居民购房需求仍然充足。**2019年我国存量房交易占比仅33%，远低于美国的89%，随着国内逐步进入存量房市场，未来二手房交易规模将持续提升；同时新房市场中期需求仍将维持较高水平，根据我们此前报告测算（详见《2020年地产行业年度策略报告：重走2019？花相似，境不同》），预计2019-2030年国内年均住宅需求仍达12.5亿平米。
- **第二，中介渗透率有望继续提升。**
- **新房方面，一二手联动价值日益凸显。**中央坚持“房住不炒”、中期楼市下行背景下，房企从囤地型转向周转型，追求快速销售与回笼现金，对项目去化效率要求更高；其次，二手房可选范围大、新房位置偏远等导致消费端出现一二手房融合趋势，据我爱我家披露，70%以上购房者同时考虑新房与二手房；第三，贝壳等经纪机构具备庞大的渠道资源，且相比代理机构客户粘性与营销能力更强。

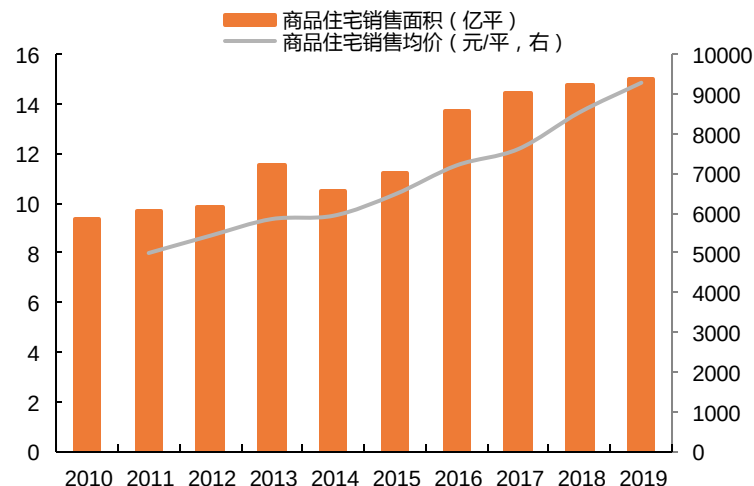
中美存量房交易占比对比



各国及国内主要城市二手房流通率情况



国内商品住宅销售情况



资料来源：CIC报告，Wind，链家《存量时代、流通为王(2017)》，平安证券研究所
注：美国存量房交易占比为成交套数口径，来自Wind；中国为销售金额口径，来自CIC报告

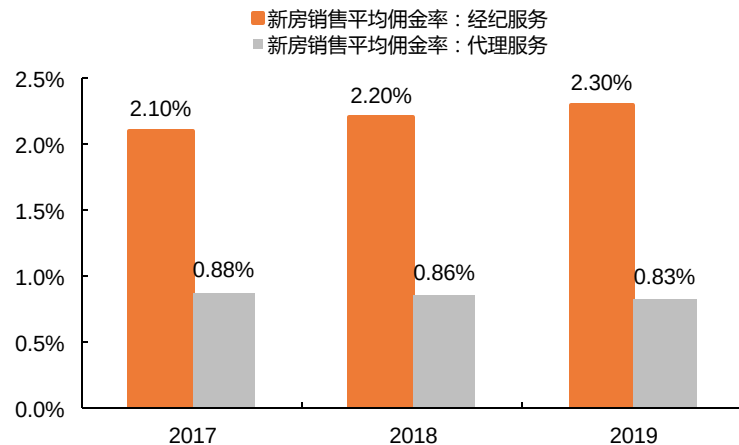


行业空间：驱动因素犹在，未来空间依旧广阔

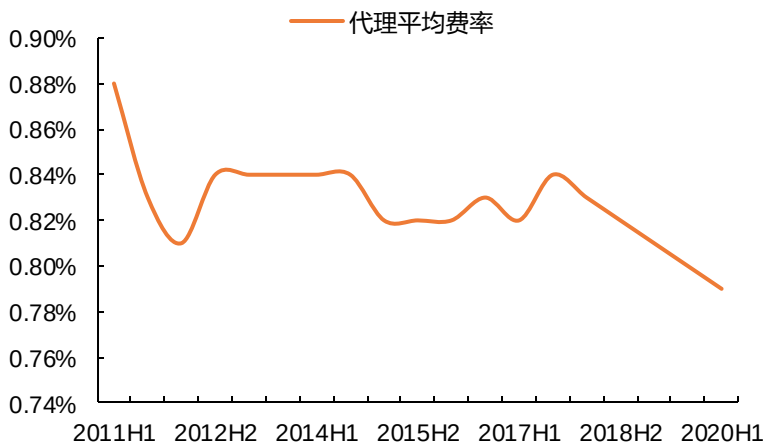
2017-2019年行业新房代理佣金率从0.88%降至0.83%，而经纪服务（指渠道分销）佣金率从2.1%升至2.3%、渗透率从17.3%升至25.9%。

- **存量房方面**，交易流程复杂、房源信息壁垒、中介服务水平提升等背景下，二手房渗透率仍有望进一步提升。
- **第三，佣金费用率仍存提升空间**。对比美国存量房交易5%（2019年）的佣金费率，国内（2.4%）仍存在一定提升空间。
- 据CIC报告估计，2019-2024年行业整体佣金收入CAGR将达15.1%，2024年佣金收入、平均费用率分别升至5078亿元与2.7%。

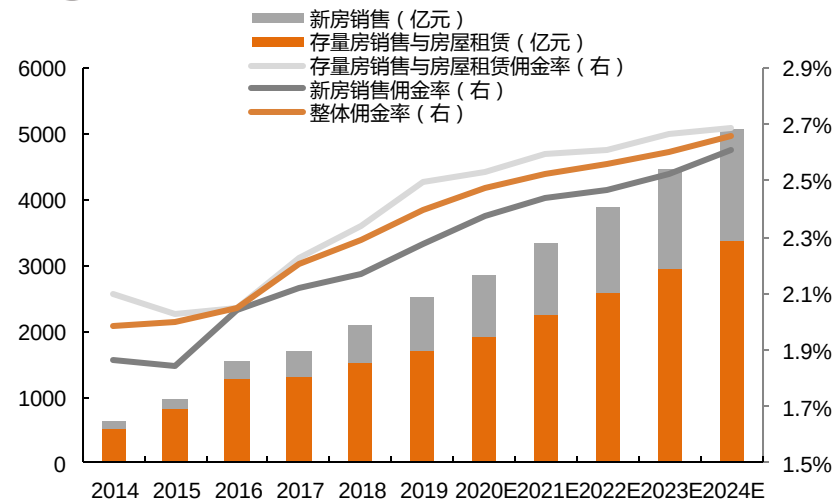
新房销售代理费率持续下滑



世联行代理费率呈现下滑趋势



国内经纪服务佣金收入



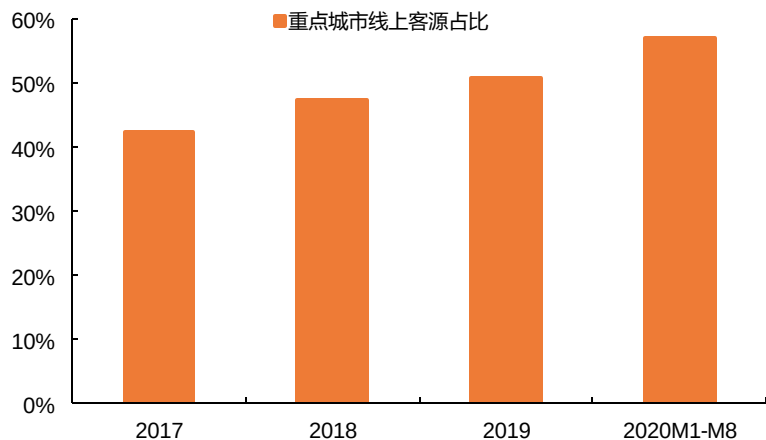
资料来源：CIC报告，公司公告，平安证券研究所



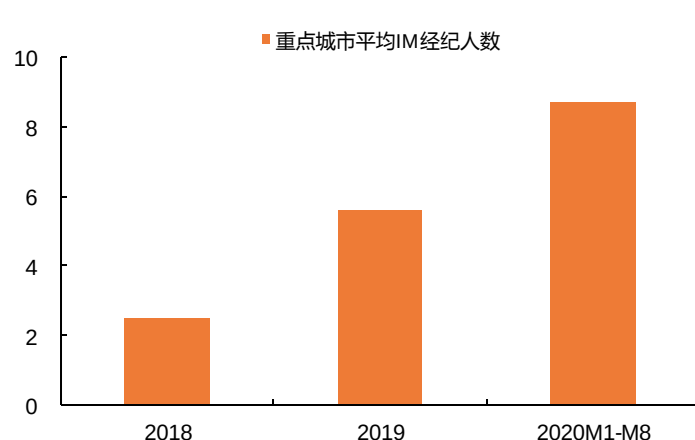
行业趋势：线上线下渠道或将加速融合

- 一方面，线上营销渠道重要性日益凸显。借助互联网信息平台，客户可快速读取大量房源，借助平台算法、虚拟现实技术进行初步筛选，缩短线下实地考察时间，经纪人亦可快速获取客户意向客源；随着交易平台逐步完善，购房者未来亦有望在线上完成看房、定金交付到金融服务全流程；购房阶层年轻化亦使得线上交易接受度逐年提升。据贝壳研究院《2020中国房地产互联网营销报告》披露，2020年前8月重点城市购房客群中来自线上的比例达57%，较2017年增长近15pct；消费者线上活跃度显著提升，客户成交前平均需要IM（即时通讯）联系近9位经纪人、IM次数平均达80次；贝壳平台消费者和经纪人共同发起超3200万次VR带看，同比增425倍。
- 另一方面，行业特点决定纯线上模式难以走远，未来线上线下或将加速融合。相比衣、食、行等领域，居住领域具有高总价、低频、流程复杂、信息不透明等特点，客户对交易真实、安全性要求较高，天然需要线下实地考察与经纪品牌背书；叠加贝壳等传统中介

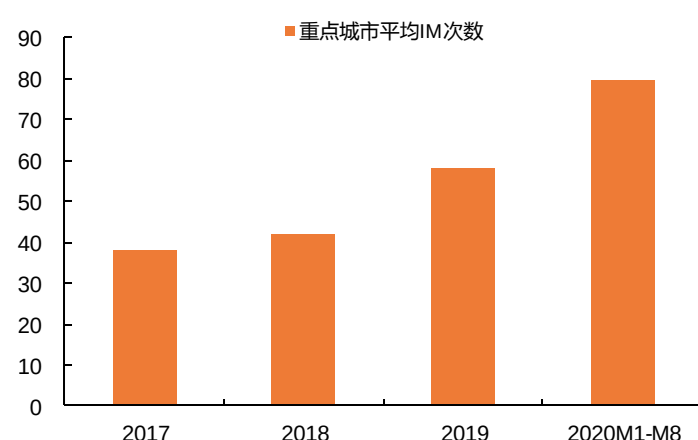
重点城市线上客源占比逐年提升



重点城市平均IM经纪人数量逐年提升



重点城市平均IM次数逐年提升



资料来源：贝壳研究院，平安证券研究所



行业趋势：线上线下渠道或将加速融合

亦逐步线上化，线上线下双渠道更具保障，决定纯互联网线上交易模式或难以走远。整体而言，房产交易线上化仍是一大趋势，未来线上线下或将加速融合并成为行业主流模式。



互联网巨头纷纷布局房地产领域

互联网公司	时间	参投标的	标的细分行业	标的融资轮次	标的融资金额
百度	2017-4-19	链家网	房产综合服务	D轮	30亿人民币
	2017-2-10	房司令	房产金融	D轮	数千万美元
	2016-4-6	链家网	房产综合服务	B轮	38.5亿人民币
阿里	2020-7-31	易居	房产综合服务	战略投资	8.28亿港元
	2019-3-1	蛋壳公寓	长租公寓	C轮	5亿美元
	2018-11-13	神工007	装修装潢	C轮	2500万美元
	2018-7-6	易居	房产综合服务	战略投资	未透露
	2017-12-30	蘑菇租房	租房	C+轮	3000万美元
	2017-3-21	藤菇租房	租房	C轮	数千万美元
腾讯	2020-8-25	贝壳找房	房产综合服务	二级市场增持	2.3亿美元
	2019-11-29	贝壳找房	房产综合服务	D+轮	24亿美元
	2019-6-15	自如网	长租公寓	B轮	5亿美元
	2019-3-25	贝壳找房	房产综合服务	D轮	8亿美元
	2018-7-5	会分期	房产金融	战略投资	数亿人民币
	2018-1-16	自如网	长租公寓	A轮	40亿人民币
	2017-4-19	链家网	房产综合服务	D轮	30亿人民币
	2016-4-6	链家网	房产综合服务	B轮	38.5亿人民币
小米	2018-6-4	乐乎	长租公寓	B轮	数亿人民币
	2017-12-29	新趋势地产	房产服务	A轮	未透露
字节跳动	2019-8-21	幸福里	房产综合服务	收购	——

资料来源：CVSource，平安证券研究所

注：标的融资金额指标的公司当轮融资中取得的总融资金额。



行业趋势：从直营到加盟，迎接平台化时代

➤ 目前房地产经纪行业格局呈现哑铃式结构，一端是全国连锁品牌和区域龙头，另一端是小微中介，行业整合空间较大。从头部经纪机构看，扩规模、提效率、资源整合诉求下，重资产的直营模式扩张速度有限，轻资产的平台加盟模式成为规模增长的重要手段，对于区域中小门店资源的争夺或日趋激烈。从中小中介看，随着贝壳、我爱我家、天猫好房等交易平台陆续推出，通过资源整合、专业化分工等方式提升效率，平台吸引力逐步提升。我们仅从经济利益角度出发，对经纪机构是否加盟贝壳平台进行简单模型测算，假设贝壳提成费率15%-18%（草根调研数据），则当加盟后中介机构整体GTV增长22%以上，其实际佣金收入将高于加盟前；而2018H2-2019H2贝壳平台加盟门店平均成交额从1090万元大幅升至2030万元，增幅高达86%。整体而言，随着平台模式逐步推广，未来经纪行业集中度有望加速提升，呈现强者恒强的局面。

中介机构是否选择加盟贝壳的模型测算

指标或公式	说明
X	某中介加盟贝壳前一年GTV
b	交易佣金费率（假设加盟前后不变）
K	加盟贝壳后GTV提高至K倍
a	每笔交易贝壳收费标准（假设15%-18%）
$kbX(1-a)$	加盟后剔除平台费用的实际佣金收入
$y=kbX(1-a)-bX$	加盟前后佣金收入之差y
令 $y>0$ ，代入a，计算得到： 1) a=15%时，k需大于1.18；2) a=18%时，k需大于1.22	



行业趋势：从直营到加盟，迎接平台化时代



主要房地产交易平台概况

交易平台	发起者	线下资源	平台模式/策略
贝壳	链家、德祐	门店4.2万家、经纪人45.6万	ACN网络在房源信息充分共享前提下，将经纪服务流程细化、标准化，同品牌或跨品牌经纪人以不同角色共同参与到一笔交易并记录在ACN网络平台，房屋成交后再按照各个角色的分佣比例进行佣金分成。
新房多方销售服务平台（PMLS）	58同城、世联行与同策咨询主导，并联合金地、旭辉、中原、我爱我家	绑定二手合作门店超4万家	PMLS新房联卖平台将充当开发商项目房源、经纪人以及经纪公司的聚合体，利用共享开放的平台优势、58同城庞大的流量、丰富的新房开发项目及经纪人资源、SaaS系统层面上的专业服务，深化一二手联动服务，帮助开发商快速去化，计划2020-2022年深度服务超3万亿规模的新房联卖市场。
N+全开放服务平台	58同城、安居客	——	“三全”生态策略：“全信息”旨在为房地产行业打造开放共享的信息矩阵，“全连接”则是在开放的生态环境下，平台内多角色之间优势互补，帮助商家和用户之间实现高效、低成本的有效连接，“全服务”基于开放的平台定位推动各方共建系统、服务和标准，实现互利共生的商家和用户共赢局面。
入口级多元一体化居住平台	我爱我家	门店3400个，经纪人约5万	打造线上线下一体化的面向加盟门店和合作伙伴的新赋能平台，实现系统、行业基础数据、商机等多类核心资源的有序共享，通过科技手段推动有效合作，提升行业效率；从商机流量、社交营销、日常作业系统工具、楼盘框架等基础数据、交易支持、和中后台运营服务对接等多方面对平台用户进行支持。
天猫好房	阿里、易居	房友门店超过1万家	通过区块链等技术构建一个多方参与、高效协作的开放式平台，解决从房源发布到签约、过户、结佣过程中各方利益互相博弈的问题，提高房屋交易效率。

资料来源：贝壳招股书，公司公告，公司官网，平安证券研究所

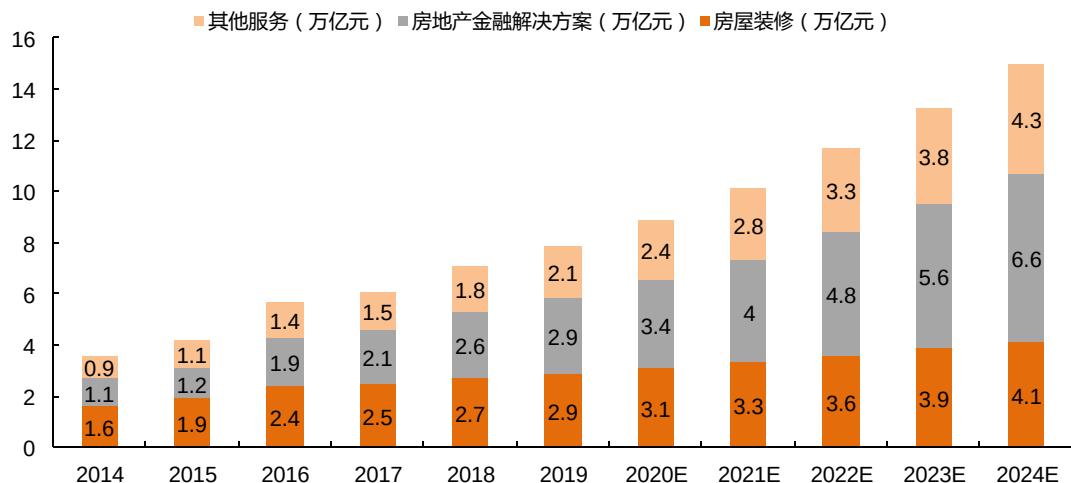


行业趋势：衍生市场不容小觑，业务或超多元化

- 尽管房屋租购属于低频交易，但围绕居住行业的相关服务相对高频，如客户购置二手房后普遍会产生装修、过桥贷款等金融服务需求。随着经纪平台规模逐步壮大，消费者、服务商链接数量增加，叠加客户粘性、营销能力等自身优势，未来经纪机构在租赁、装修、房地产金融等领域拓展亦值得期待，有望打开新的增长空间。2014-2019年，国内住房相关服务收入从3.6万元升至7.9万元，CAGR达17.0%；其中，房屋装修业务从1.6万亿升至2.9万亿，房地产金融服务从1.1万亿升至2.9万亿，其他服务业务从0.9万亿升至2.9万亿。据CIC报告估计，2019-2024年住房相关服务收入CAGR将达13.7%，2024年总金额将达到15万亿元。



国内住房衍生服务行业历年收入



资料来源：贝壳招股书，平安证券研究所

注：房屋装修服务包括新房与二手房；房地产金融解决方案业务包括担保付款、托管、抵押服务、产权清算和担保便利服务、过桥贷款等

Contents

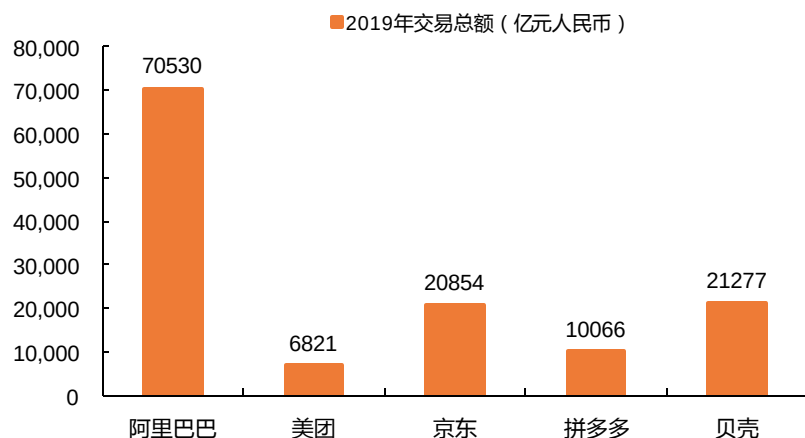
- 一 行业现状：规模持续增长，呈现一超多强
- 二 玩家分析：贝壳、我爱我家、易居阿里
- 三 行业展望：空间广阔，规模之争日趋激烈
- 四 估值探讨：从阿里看贝壳中长期估值区间**
- 五 投资建议与风险提示



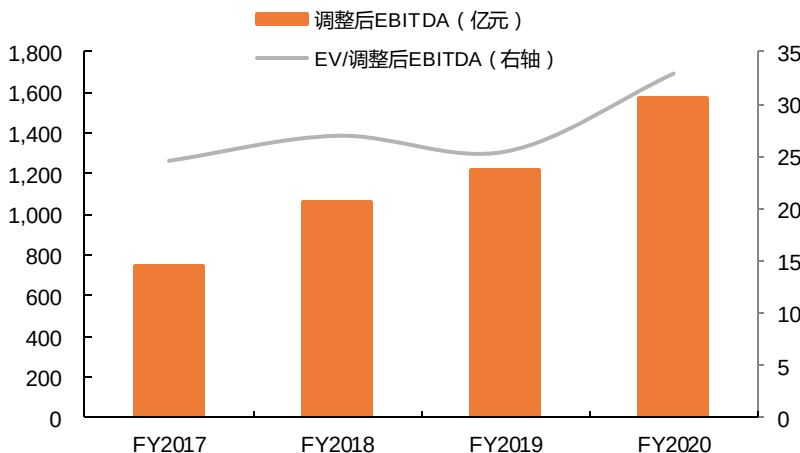
贝壳是仅次于阿里巴巴的第二大商业平台

- **贝壳是国内仅次于阿里巴巴的第二大商业平台。**贝壳通过ACN模式聚集链家以外的其他中介机构，打造开放式房屋交易平台，为用户提供包括二手房、新房、租赁等全方位居住服务；阿里巴巴则通过构建电商平台链接买卖双方以促成交易，并提供营销广告、互联网金融、云计算等配套服务。2019年贝壳实现GTV达2.1万亿，仅次于阿里巴巴，后者2020财年（2019/4/1-2020/3/31）GMV达7.1万亿。
- **从估值水平看，贝壳估值高于阿里巴巴。**从企业价值倍数看，阿里巴巴2017-2019财年末EV/调整后EBITDA约25-27倍，截至2020年10月11日，阿里EV/2020财年调整后EBITDA为33倍，贝壳EV/2019年调整后EBITDA为168倍。从PE（TTM）看，阿里2014年上市以来美股估值范围为15-63倍，截至2020年10月11日，阿里为32倍，贝壳2019年净利润为负，不具备可比性。
- 考虑阿里巴巴与贝壳作为国内前二的商业平台，商业模式存在诸多相似之处，我们通过多个维度对比贝壳与阿里巴巴，从互联网视角为探讨贝壳中长期估值区间提供另一种思路。

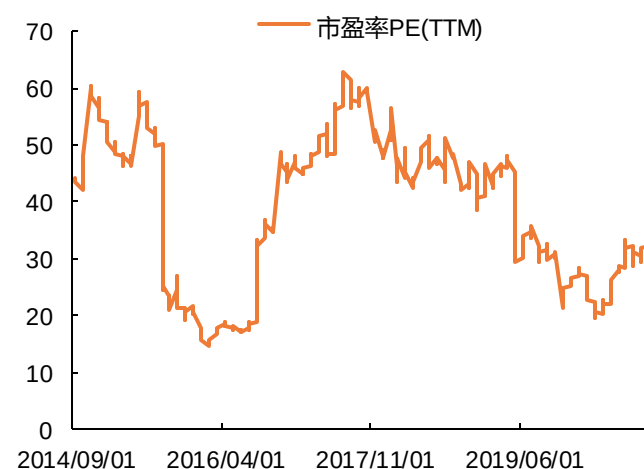
国内主要商业平台交易总额对比



阿里巴巴企业价值倍数



阿里巴巴市盈率（美股）



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：1) GTV (Gross Transaction Value) 指交易总额，GMV (Gross Merchandise Volume) 指商品交易总额，两者均指平台交易总额，具备一定可比性；2) 为绘图方便，交易总额对比图中阿里巴巴2019年交易额指2020财年数据；3) 阿里巴巴企业价值倍数计算中，企业价值截至2017-2019财年年末，2020财年则截至2020年10月11日

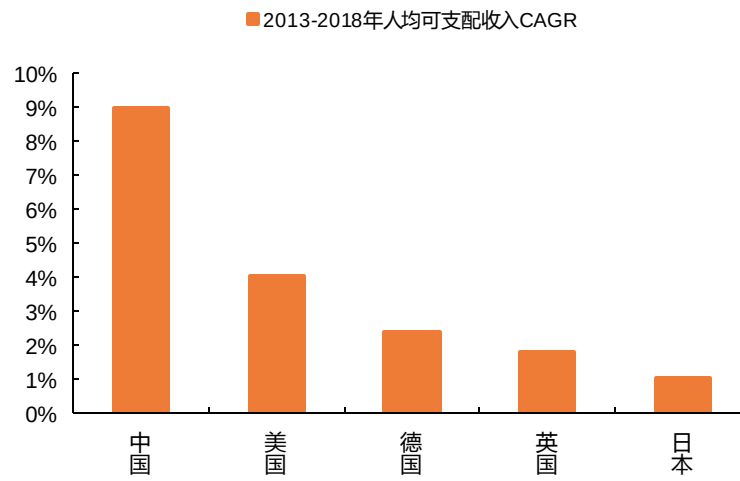
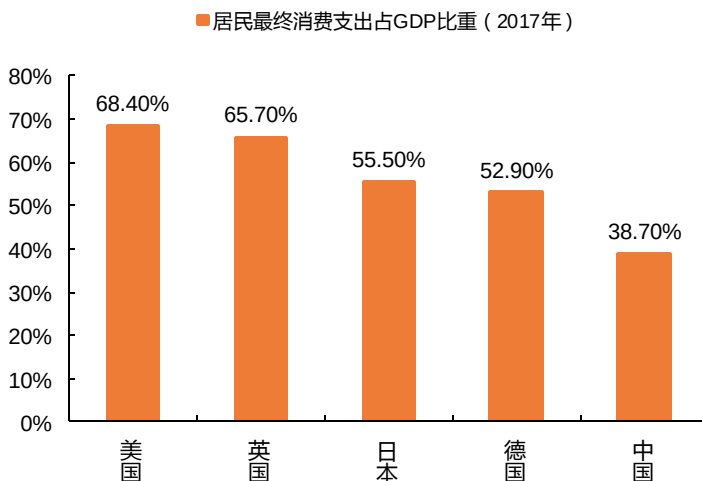
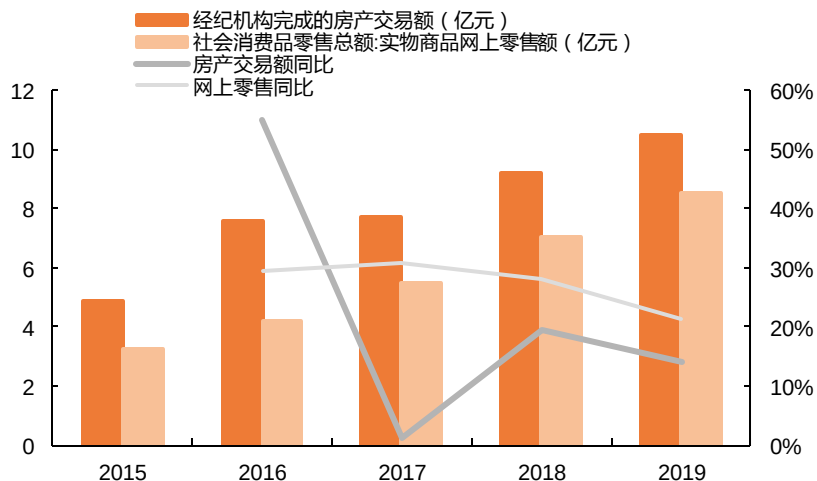


行业对比：线上零售业规模增速高于经纪行业

➤ 从行业对比看，线上零售业规模增速高于房地产经纪行业。

- **线上零售行业**：2015-2019年实物商品网上零售额从3.2万亿升至8.5万亿元，CAGR达27.3%，占社会消费品零售总额比重从10.8%升至20.7%，2020H1新冠疫情推动下网上零售占比进一步升至25.2%。考虑我国居民消费占GDP比重较低、中产阶级群体持续增长，叠加中央提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，或驱动消费行业尤其线上零售维持较高增速。
- **房地产经纪行业**：2015-2019年经纪机构完成的房产交易规模从4.9万亿升至10.5万亿元，CAGR达21.0%，占全国房地产交易规模比重从39.2%升至47.1%。随着国内进入存量房市场，叠加经纪渗透率或持续提升，经纪行业规模仍将保持增长；但考虑中央坚持“房住不炒”，楼市整体平稳下经纪行业增长或逐步放缓。据CIC报告估计，2019-2024年经纪机构完成的房产交易金额CAGR为12.7%。

● 实物商品网上零售额与经纪机构完成的房产交易额 ● 中国居民消费占GDP低于其他发达国家 ● 中国人均可支配收入增长快于其他发达国家



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

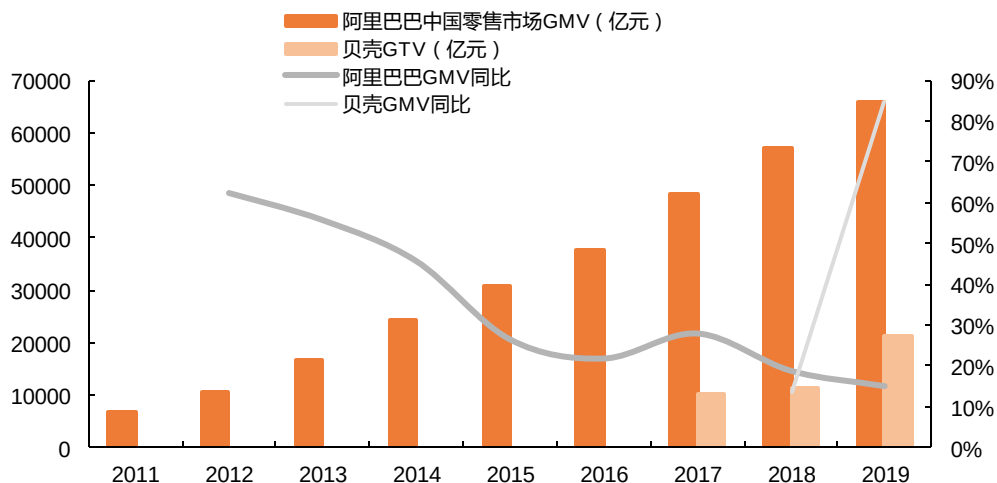


成长性：贝壳规模、业绩增长快于阿里巴巴

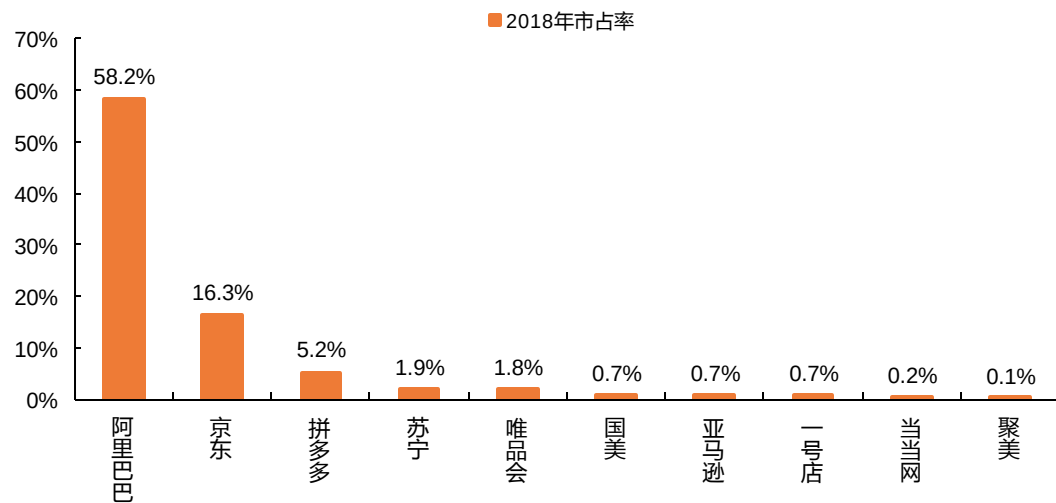
➤ 从成长性看，贝壳交易规模、调整后EBITDA增长显著快于阿里巴巴。

- 交易规模方面，阿里巴巴2018-2020财年中国零售市场GMV年复合增速为11.0%，贝壳2017-2019年GTV年复合增速为28.0%，其中2019年GTV同比增长85%，显著高于阿里巴巴。短期来看，考虑贝壳2019年市占率仅9.5%，随着ACN模式在资源整合、提升效率方面价值日益凸显，有望吸引更多中小机构入驻，促使规模快速增长、市占率加速提升，但中期或受限于经纪行业规模增长放缓。而阿里巴巴已占据较高市场份额，eMarketer研究显示，2018年阿里巴巴在中国电商市场市占率高达58.2%，未来公司成长或主要受益于线上零售行业整体规模的增长。

● 阿里巴巴与贝壳平台交易额对比



● 2018年中国电商零售市场TOP10



资料来源：公司公告，eMarketer，平安证券研究所

注：为方便绘图，图中阿里巴巴第N年数据指公司第N+1财年数据，统计范围为第N年4月初至第N+1年3月末

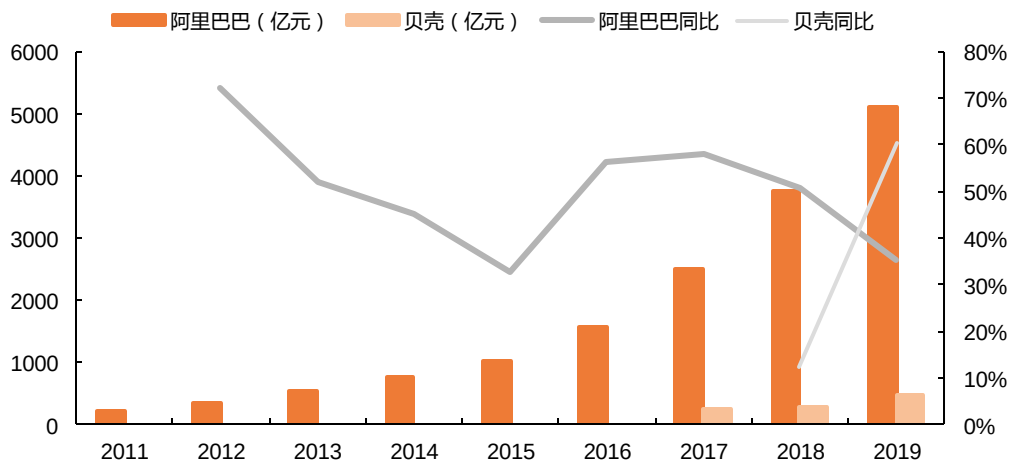


成长性：贝壳规模、业绩增长快于阿里巴巴

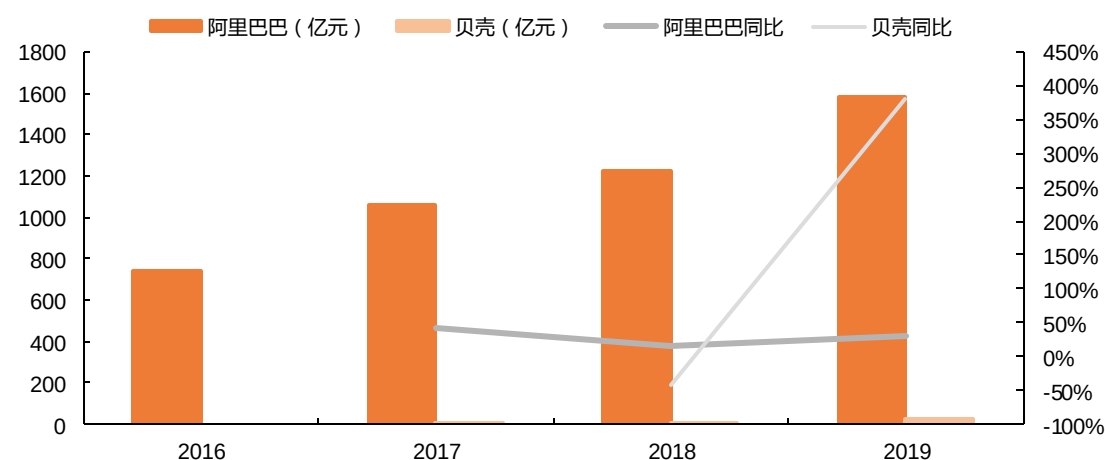
➤ 从成长性看，贝壳交易规模、调整后EBITDA增长显著快于阿里巴巴。

- 经营业绩方面，阿里巴巴2018-2020财年营收从2503亿元增至5097亿元，CAGR达43%；调整后EBITDA从1058亿元增至1577亿元，CAGR为22%。贝壳2017-2019年营收从255亿元增至460亿元，CAGR为34%，其中2019年增速达60.6%，明显高于阿里巴巴2020财年增速；调整后EBITDA从10.7亿元增至29.2亿元，CAGR达65%，亦显著高于阿里巴巴。短期来看，随着贝壳交易规模进一步提升，业绩或将保持较高增长。

● 阿里巴巴与贝壳营收对比



● 阿里巴巴与贝壳调整后EBITDA对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：为方便绘图，图中阿里巴巴第N年数据指公司第N+1财年数据，统计范围为第N年4月初至第N+1年3月末

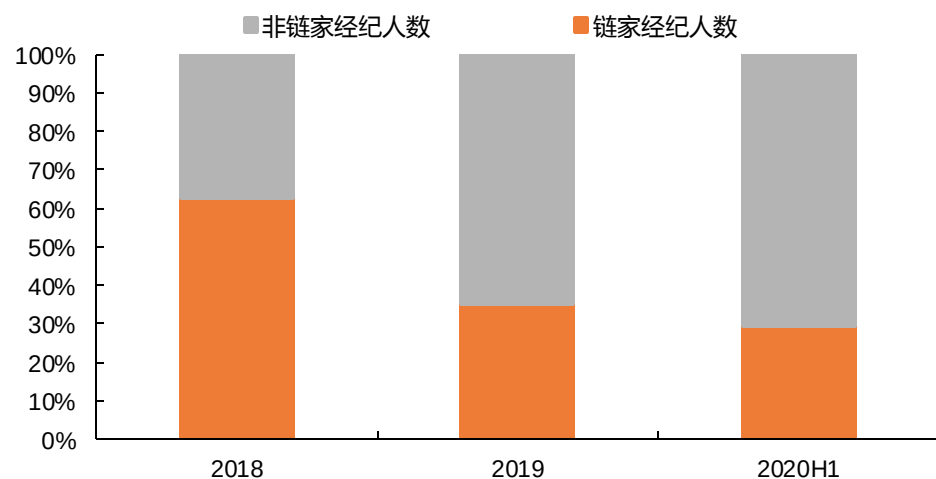


平台模式：阿里以非自营为主，贝壳兼具自营

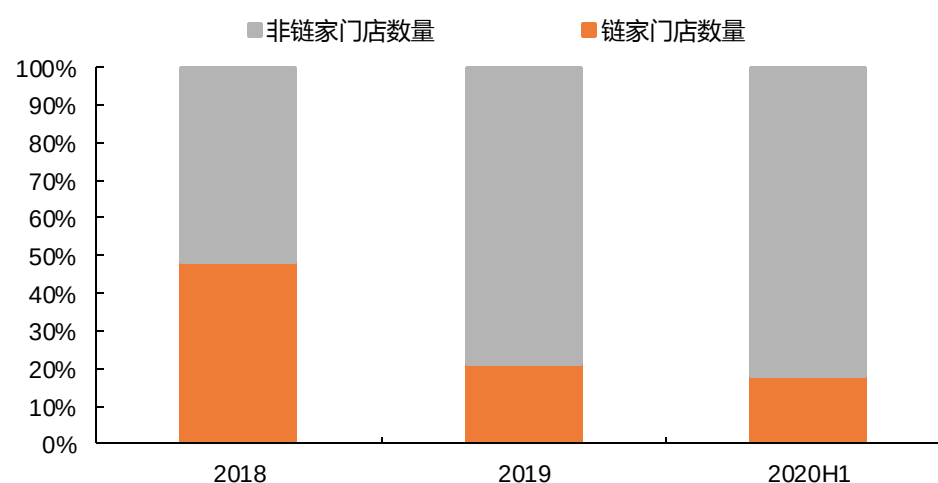
➤ 从平台模式看，阿里巴巴以非自营为主，贝壳自营仍为重要组成部分。

- 阿里巴巴以“让天下没有难做的生意”为使命，致力于为商家、品牌及其他企业提供技术基础设施与营销平台，从而实现高效经营，旗下仅有盒马鲜生等小部分自营业务。
- 贝壳由链家升级而来，通过开放数据资源和技术能力，聚合和赋能全行业的服务者，打造产业互联网下的“新居住”品质服务生态。目前链家系仍是贝壳平台的重要组成部分，截至2020H1末链家门店、经纪人数量分别占比18.2%、29.4%，二手房源发布数量占比23.3%。

贝壳平台经纪人数量分布



贝壳平台门店数量分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

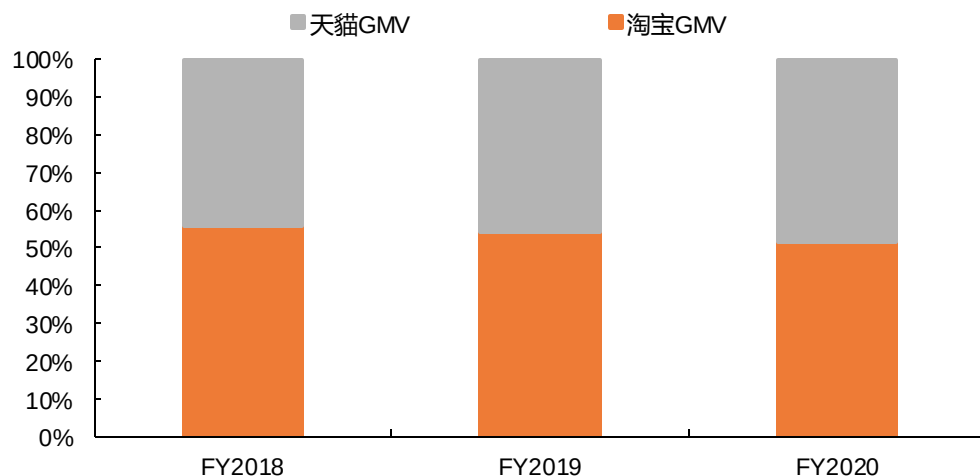


交易模式：贝壳与阿里均从C2C延伸至B2C

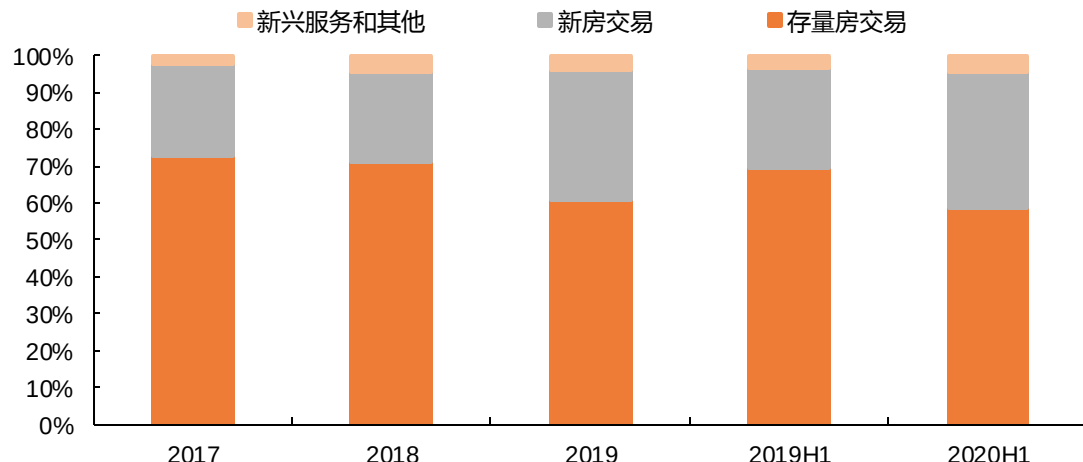
➤ 从交易模式看，贝壳与阿里巴巴均从C2C延伸至B2C，C2C为B2C发挥重要的引流作用。

- **阿里巴巴**2003年上线淘宝，开启C2C平台之路，通过免费政策吸引大量中小卖家入驻，积累庞大的C端流量池；2008年成立淘宝商城（2012年更名天猫），借助C端流量吸引优质商家入驻。2017-2020财年天猫GMV占阿里巴巴中国零售市场GMV比重从44%升至49%，截至2020Q1末超过25万个品牌和商家入驻天猫。
- **贝壳**前身为链家，最早从事二手房经纪业务，链接个人房产卖家与买家，类似C2C业务，逐步积累起线下渠道与客户资源；2015年正式进军新房交易市场，积极挖掘一二手联动效应，利用庞大的线下渠道为房企带来大量客源（即B2C业务），带动新房销售业务快速增长，2017-2020H1贝壳新房交易规模占比从25%升至37%。

● 阿里巴巴中国零售市场GMV结构



● 贝壳历年GTV结构



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

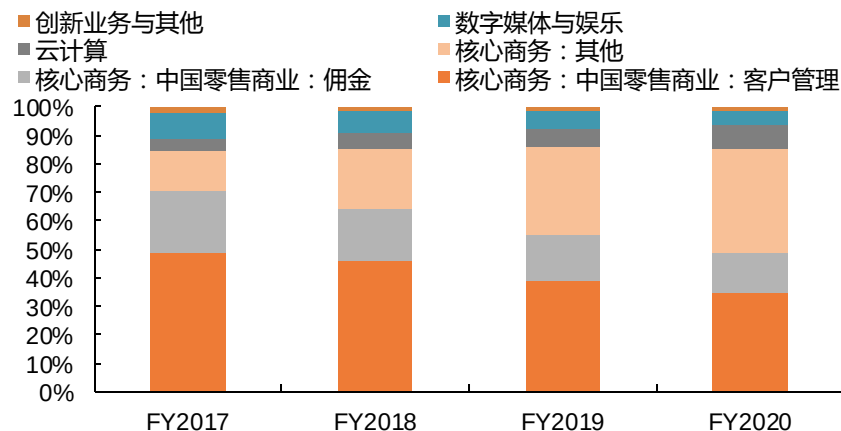


盈利模式：贝壳或难复制阿里营销主导收入模式

➤ 从盈利模式看，贝壳或难复制阿里以营销为主导的收入模式。

- 阿里巴巴营销、佣金收入贡献过半，且以营销为主：消费零售行业具有高频、低总价、产品多样、升级迭代快速等特点，商家产品营销需求大，叠加阿里巴巴庞大的线上流量与大数据技术，营销服务（P4P、展示营销等）成为阿里最大的收入来源，2020财年营收占比34%（仅指国内市场，下同）；交易佣金（天猫等交易场所成交金额的0.3%-5%）紧随其后，2020财年营收占比14%，两者合计占比48%。
- 交易佣金为贝壳最主要营收贡献：一方面，房产交易行业具有低频、高总价、产品同质化、区域交易为主等特点，线上营销需求不如零售行业；另一方面，贝壳本质上为房地产经纪平台，与安居客等互联网房产信息平台不同，对B端房企提供的新房分销服务依赖于成交，短期难以同时收取佣金与营销费，对加入贝壳的存量房经纪机构/经纪人亦难以收取营销费用，因此收入结构以交易佣金为主，平台服务费、特许经营费、装修等衍生服务收入为辅，短期难以复制阿里巴巴以营销服务为主导的多层次收入模式。

阿里巴巴各财年营收结构



阿里巴巴业务概览



贝壳收入来源



资料来源：公司公告，平安证券研究所



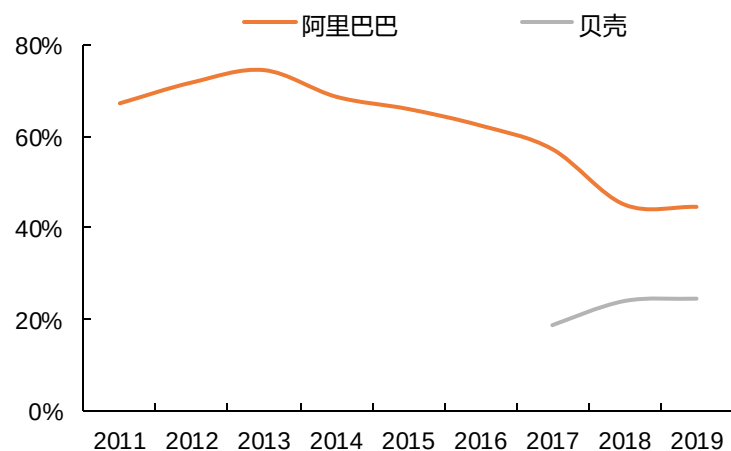
盈利质量：贝壳盈利水平不如阿里巴巴

➤ 从盈利质量看，贝壳盈利水平不如阿里巴巴。

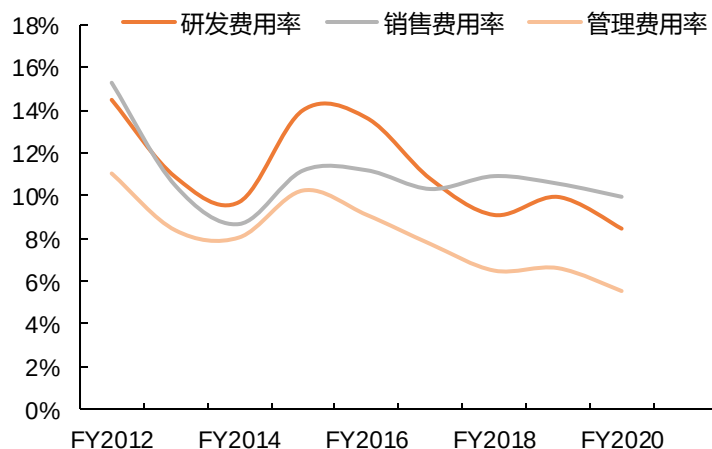
- **毛利率方面**，受饿了么、菜鸟网络并表等影响，2018-2020财年阿里巴巴毛利率从57.2%降至44.6%，但仍显著高于贝壳，后者2017年-2020H1毛利率从18.7%升至25.9%。一方面是因房地产经纪属于重资产行业，依赖线下经纪人与门店；另一方面如前文分析，贝壳难以复制阿里巴巴以营销为主导的收入模式，盈利方式不如后者多样。但考虑经纪行业佣金率存在提升空间，同时随着贝壳市占率逐步提升，对旗下经纪人话语权增加，未来贝壳毛利率仍存在上行空间。

➤ **期间费用方面**，受股权激励支出增加影响，2019年贝壳研发、销售与管理费用率为28%，高于阿里巴巴2020财年的24%。2020H1贝壳研发、销售与管理费用率降至20%，随着平台规模效应逐步显现，后续期间费用存在下行空间。

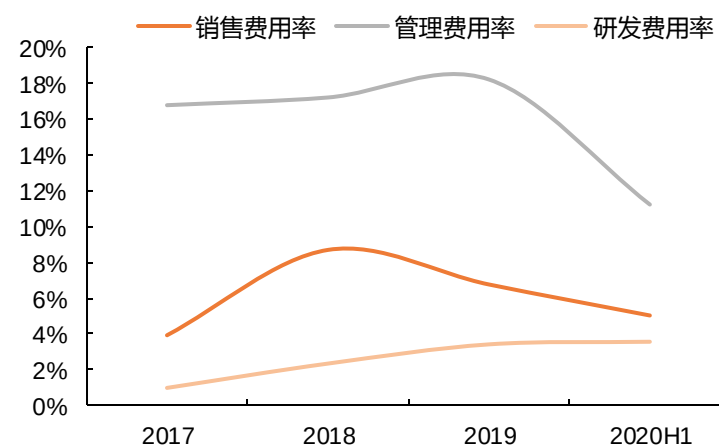
● 阿里巴巴与贝壳毛利率对比



● 阿里巴巴研发与销售管理费用率呈下滑趋势



● 贝壳销售、管理、研发费用情况



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：为方便绘图，毛利率对比图中阿里巴巴第N年数据指公司第N+1财年数据，统计范围为第N年4月初至第N+1年3月末



总结：贝壳短期估值存在支撑，中期或受行业空间等制约

- 整体而言，贝壳与阿里巴巴存在诸多相似之处，都是构造商业交易平台、提升行业效率，交易模式均从C2C业务延伸至B2C，通过C2C为B2C引流；但两者所处的行业空间、自身成长性、平台模式、盈利模式、盈利水平等均存在差异。短期来看，受ACN模式、C2C引流等推动下，贝壳规模、业绩有望保持较快增长，盈利质量亦存在提升空间，为当前高估值提供一定支撑；但中期行业空间、盈利模式等或对贝壳估值水平形成制约。



贝壳与阿里巴巴对比

	贝壳	阿里巴巴
估值水平	截至10月11日，EV/2019年调整后EBITDA为168倍	截至10月11日，EV/2020财年调整后EBITDA为33倍
行业对比	2015-2019年经纪机构完成的房产交易规模CAGR达21.0%	2015-2019年实物商品网上零售额CAGR达27.3%
成长性	贝壳2017-2019年GTV年复合增速为28.0%，调整后EBITDA的CAGR达65%	阿里巴巴2018-2020财年中国零售市场GMV年复合增速为11.0%，调整后EBITDA的CAGR为22%
平台模式	链家系仍是贝壳平台的重要组成部分	以平台为主，仅有盒马鲜生等小部分自营业务
交易模式	均从C2C延伸至B2C，C2C为B2C发挥重要的引流作用	
盈利模式	交易佣金为最主要营收贡献	营销、佣金收入贡献过半，且以营销为主
盈利质量	2017年-2020H1毛利率从18.7%升至25.9%	2018-2020财年毛利率从57.2%降至44.6%，仍显著高于贝壳

资料来源：公司公告，平安证券研究所

Contents

- 一 行业现状：规模持续增长，呈现一超多强
- 二 玩家分析：贝壳、我爱我家、易居阿里
- 三 行业展望：空间广阔，规模之争日趋激烈
- 四 估值探讨：从阿里看贝壳中长期估值区间
- 五 投资建议与风险提示**



投资建议

- 一方面，伴随国内房地产市场快速发展，经纪行业规模持续增长，2014-2019年经纪机构完成的房屋交易额CAGR达26.8%，渗透率从33.0%升至47.1%。考虑未来居民购房需求依旧充足、中介渗透率及佣金费率亦存在提升空间，经纪行业空间依旧广阔，据CIC报告估计，2019-2024年行业整体佣金收入CAGR将达15.1%，叠加当前市场集中度相对较低，行业龙头贝壳2019年市占率仅9.5%，未来行业发展仍值得期待。另一方面，提规模、扩渠道诉求下，贝壳、我爱我家、易居等纷纷构建经纪人合作平台，通过资源共享、分工协作提升房屋交易效率，打通各经纪品牌、经纪人之间隔离墙，有望吸引更多中小中介入驻，促使规模快速增长、行业集中度加速提升，中期亦有望通过拓展装修等住房衍生服务打开新的增长空间，行业马太效应或愈发显现。建议关注平台化模式逐见成效，具备“房、客、人”核心资源的行业龙头企业。



风险提示

- 若房地产政策调控超预期收紧，楼市大幅承压、成交显著下滑，经纪行业亦面临下行压力；
- 头部经纪机构规模增长诉求下，行业竞争日趋激烈，盈利能力短期或存在下行风险；
- 虚假房源普遍、中介服务质量不高等行业不规范现象，或导致经纪行业面临监管趋严的风险；
- 装修等住房衍生服务市场面临物业管理等其他行业竞争，存在业务拓展不达预期的风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐 （预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐 （预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性 （预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避 （预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市 （预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性 （预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市 （预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。