



# 房地产经纪系列专题三

## 地产与证券对比——基于经纪佣金率视角

2021年1月31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

### 证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号：S1060520040001  
邮箱：WANGWEIYI059@pingan.com.cn

### 研究助理

郝博韬 一般证券从业资格编号：S1060120010015  
邮箱：HAOBOTA0973@pingan.com.cn



## 核心观点

- **近年国内地产经纪佣金率稳步提升，与部分国家佣金下行存在反差。** 2014-2019年国内地产经纪平均佣金率从2.0%升至2.4%，其中存量房从2.1%升至2.5%、新房从1.9%升至2.3%；目前各地佣金率呈现分化，区间分布在1%-4%，多数城市为2%-3%。从国际经验看，随着互联网普及、行业竞争加剧等，2002-2015年31个国家与地区二手房平均佣金率从4.2%降至3.5%，与国内佣金率近年上行存在反差；尽管美国佣金率达5.5%，但更多源于特殊历史缘由、难成标杆，包括MLS房源垄断地位、买卖经纪人制度、政策对佣金竞争限制等。
- **内外因素推动证券经纪佣金率持续下降，业务逐步转型流量入口。** 2002-2019年证券经纪行业佣金率从监管层所设3%上限持续降至0.29%。从外部因素看，主要因2002年以来政策松绑（佣金定价市场化与开户政策放开），叠加2014年前后互联网券商入场、凭借极低的边际获客成本压降佣金率；从内部因素看，服务高度同质化、边际成本低以及盈利模式多样是证券公司增加通道供给、推动佣金率下行的实质条件。随着佣金率下行、经纪收入对市场成交量弹性下降，证券经纪业务逐渐向流量入口转型。
- **地产经纪与证券同途殊归，低佣金模式难以走远。** 不同于证券公司通过压降佣金快速崛起、推动行业佣金率下行，主打低佣金、去门店化的地产中介O2O平台以失败告终，且2014年以来行业佣金率持续上行，主要因：1) 不同于证券经纪高度同质化，房产交易天然存在信息不对称问题，房源、客源与经纪人能力差异决定地产中介服务亦存在差异；2) 地产经纪机构低佣金获客所需资金投入大，且难以通过去门店化、培养用户习惯降低成本；3) 地产中介收入高度依赖交易佣金，装修等衍生服务短期业绩贡献有限。展望未来，地产经纪行业格局趋稳下佣金率难降且存一定提升空间，其中新房市场或更值得期待。灼识咨询（CIC）报告估计2019-2024年存量房、新房与整体佣金率分别有望上升0.19pct、0.34pct、0.26pct至2.7%、2.6%、2.7%。

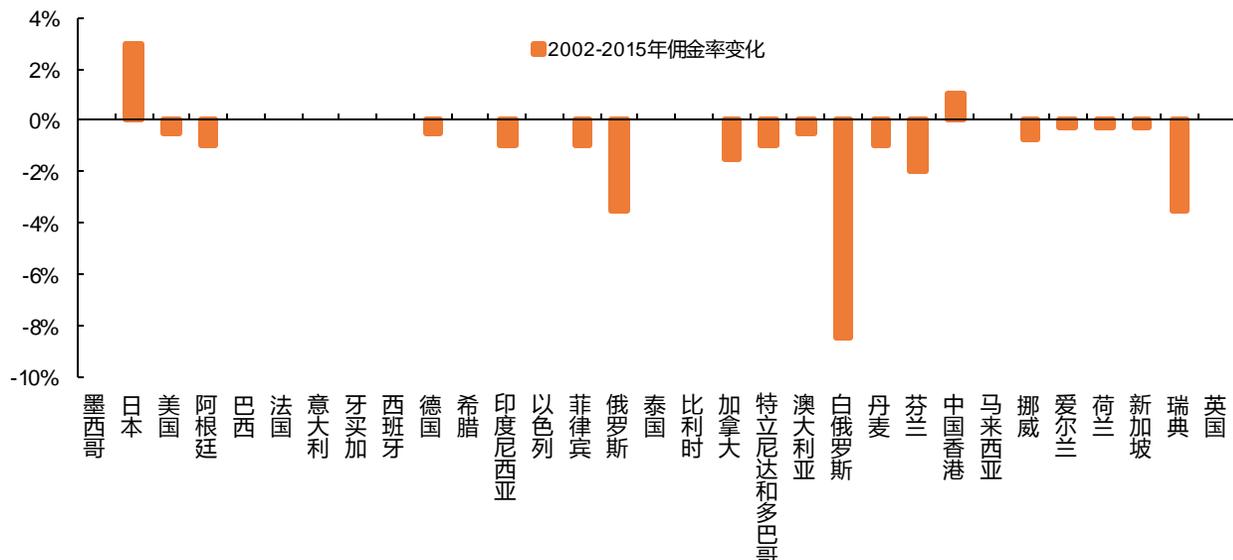
## 核心观点

- **地产经纪应开渠拓收，证券应降低同质化、提升客户粘性。** 一方面，借鉴证券经纪逐步转型流量入口、打开收入增长空间，地产经纪尽管在装修等衍生服务市场面临多方竞争，但凭借客户粘性强等优势，未来仍应积极拓展收入渠道、扩大差异化服务优势；另一方面，借鉴地产经纪服务差异等，证券业应加快财富管理转型、提升机构服务能力，降低同质化，同时重视投顾发展、提升客户粘性。
- **投资建议：**考虑行业格局趋稳下佣金率难降且存一定提升空间，叠加行业空间依旧广阔、集中度较低，未来地产经纪行业发展仍值得期待。目前贝壳、我爱我家等积极构建经纪人合作平台，吸引中小中介入驻、带动规模快速增长，长期看有望拓展衍生服务打开收入增长新空间。建议关注国内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贝壳、我爱我家。
- **风险提示：**1) 证券经纪行业与地产经纪行业存在较大差异，或影响经验适用性；2) 美国等国家地产经纪制度与国内存在一定差异，或影响经验适用性；3) 若国内房地产政策调控超预期收紧，楼市大幅承压、成交显著下滑，经纪行业亦面临量价下行压力；4) 国内头部经纪机构规模增长诉求下，行业竞争有所加剧，盈利能力短期或存在下行风险；5) 二级市场行情超预期走弱，交易热情下降，证券经纪佣金率或为减少客户流失面临下行压力；6) 开户政策再放松，券商再因争夺客户压降佣金率；7) 财富管理转型进度不及预期，证券经纪佣金率长期面临较大下行压力。

# 前言

在房地产经纪系列专题前两篇《从贝壳上市到阿里入局，经纪行业将何去何从？》、《美国经纪行业现状、模式与格局》中，我们对国内经纪行业进行了全面剖析，同时探讨美国如何解决信息隔离、假房源等国内经纪行业痛点，特别是指出国内佣金率相比美国存在较大差距。在此基础上，本篇报告进一步探讨未来国内佣金率演变趋势。考虑证券经纪与地产经纪存在诸多相似，包括收费模式、服务内容、互联网冲击等，因此我们从证券经纪视角切入，通过探讨国内证券佣金率变化、证券经纪与地产经纪差异，为分析国内地产佣金率发展趋势提供另一个视角。

## 2015年31个国家或地区中多数佣金率较2002年下滑



## Contents

---

- 一 地产经纪佣金率稳步上行，与国外存在反差
- 二 证券经纪佣金率持续下降，逐步转型流量入口
- 三 地产经纪与证券同途殊归，低佣模式难以走远
- 四 借鉴：地产经纪开渠拓收，证券降低同质化
- 五 投资建议与风险提示

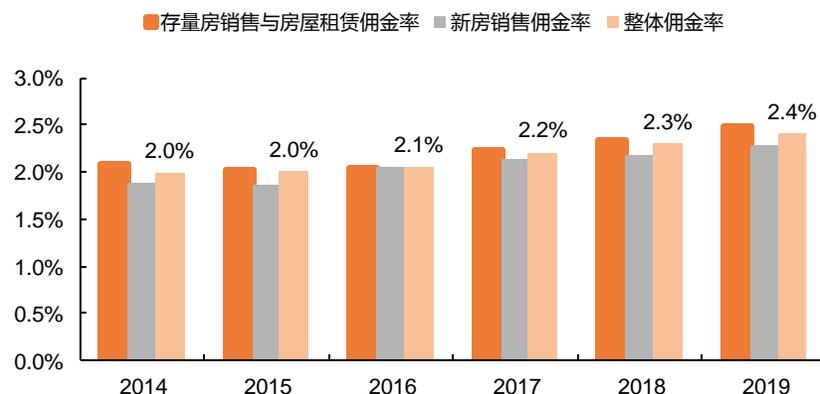


# 地产经纪佣金率稳步上行，各地呈现分化

- 近年国内地产经纪佣金率小幅上行。以经纪佣金收入/交易金额计算，2014-2019年国内地产经纪平均佣金率从2.0%升至2.4%；其中，存量房销售与租赁平均佣金率从2.1%升至2.5%，新房平均佣金率从1.9%升至2.3%。
- 各地佣金率呈现分化，主要分布在2%-3%。诸葛找房2018年上半年调查结果显示，各个城市佣金率呈现差异，最低如房天下在苏州、郑州低至1%，最高如乐有家在珠海可达4%，但大多数佣金率介于2%-3%之间。



## 国内地产经纪平均佣金率持续上升



## 2018年上半年主要城市中介费率情况

序号	中介费率	中介机构（城市）
1	4.0%	正顺地产（珠海），乐有家（珠海），华发地产（珠海）
2	3.5%	链家地产（广州、大连）
3	3.0%	链家地产（成都、苏州、西安、无锡、深圳、青岛、长沙），家天下（福州），21世纪（成都、西安、无锡、青岛），新环境（西安、长沙），房多多（深圳），中原地产（广州、成都、深圳、长沙），大众房产（无锡），乐有家（广州、深圳），我爱我家（成都、苏州、无锡），中环地产（成都、长沙），优居房产（贵阳），麦田房产（福州），辉煌置业（南宁），Q房网（广州、深圳），太平洋（青岛）
4	2.7%	链家地产（北京），中原地产（北京），麦田房产（北京），丽兹行（北京），21世纪不动产（北京）
5	2.5%	链家地产（济南、武汉），21世纪不动产（太原），我爱我家（太原、南昌），中原地产（武汉），中环地产（武汉、南昌），吉家网（武汉），中驰房产（青岛）
6	2.4%	链家地产（南京），中原地产（南京），21世纪不动产（南京），Q房网（南京）
7	2.2%	我爱我家（北京），金城阜业（北京），爱屋吉屋（广州）
8	2.0%	链家地产（上海、郑州、石家庄、长春），爱屋及屋（上海），中原地产（上海），21世纪（上海、苏州、郑州、济南、石家庄），房天下（哈尔滨、深圳、大连），我爱我家（上海、南京、郑州、武汉、长春），Q房网（上海），合众房产（长春），房多多（广州），中环地产（郑州）
9	1.5%	房天下（北京、上海、广州、济南、西安、无锡、石家庄、武汉、青岛），21世纪不动产（泉州），爱屋及屋（北京），美屋房产（泉州），淄博地产（淄博），恒久地产（淄博）
10	1.0%	房天下（苏州、郑州），Q房网（苏州），金色时光（北京），弘阳不动产（兰州）

资料来源：灼识咨询（CIC报告），诸葛找房，平安证券研究所

注：诸葛找房未披露中介费率统计范围是否包括新房与二手房，调研方法为随机询问该经纪公司5名以上经纪人

## 21世纪以来部分国家佣金率有所下滑

- 从国际经验看，21世纪以来部分国家房地产经纪佣金率有所下滑。随着互联网技术普及、交易信息透明度提高、经纪行业竞争加剧等，2002-2015年31个国家与地区二手房平均佣金率从4.2%降至3.5%。
- 值得一提的是，不同于国内佣金通常由购房者支付，其他国家多由业主支付。2015年27个国家与地区中，美国、英国、西班牙、俄罗斯等16个为卖家支付佣金模式，德国、意大利、日本等11个为买家与卖家共同承担（除阿根廷、白俄罗斯外，其余均为买卖双方各付一半佣金）。

### 31个国家或地区二手房平均佣金率变化及2015年佣金支付对象

国家或地区	2002	2015	买家支付	卖家支付	国家或地区	2002	2015	买家支付	卖家支付	国家或地区	2002	2015	买家支付	卖家支付	国家或地区	2002	2015	买家支付	卖家支付
阿根廷	6.0%	5.0%	3%-4%	1%-2%	法国		5.0%		4%-6%	牙买加	5.0%	5.0%		5%	新加坡	1.8%	1.5%		1%-2%
澳大利亚	2.5%	2.0%		2%	德国	4.5%	4.0%	2%	2%	日本	3.0%	6.0%	3%	3%	西班牙	5.0%	5.0%		5%
白俄罗斯	10.5%	2.0%	\$1,500	1%-3%	希腊	4.0%	4.0%	2%	2%	马来西亚	2.0%	2.0%	1%	1%	瑞典	5.0%	1.5%		1%-2%
比利时	3.0%	3.0%		3%	中国香港	1.0%	2.0%	1%	1%	墨西哥	7.5%	7.5%		5%-10%	泰国	4.0%	4.0%		
巴西	5.0%	5.0%			印度尼西亚	5.0%	4.0%		3%-5%	荷兰	1.8%	1.5%		1%-2%	特立尼达和多巴哥	4.0%	3.0%		
加拿大	4.5%	3.0%		3%	爱尔兰	1.8%	1.5%		1%-2%	挪威	2.5%	1.8%		1.5%-2%	英国	1.5%	1.5%		1%-2%
丹麦	3.0%	2.0%		1%-3%	以色列	4.0%	4.0%	2%	2%	菲律宾	5.0%	4.0%	不确定		美国	6.0%	5.5%		5%-6%
芬兰	4.0%	2.0%		2%	意大利	5.0%	5.0%	2%-3%	2%-3%	俄罗斯	7.5%	4.0%		3%-5%	平均值	4.2%	3.5%		

资料来源：Natalya Delcoure与Norm G. Miller (2002)，平安证券研究所

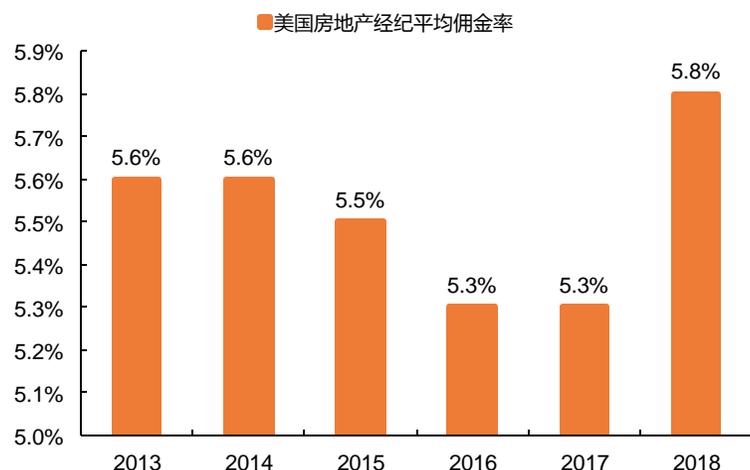


## 美国经纪难成标杆，高佣金因独特背景制度

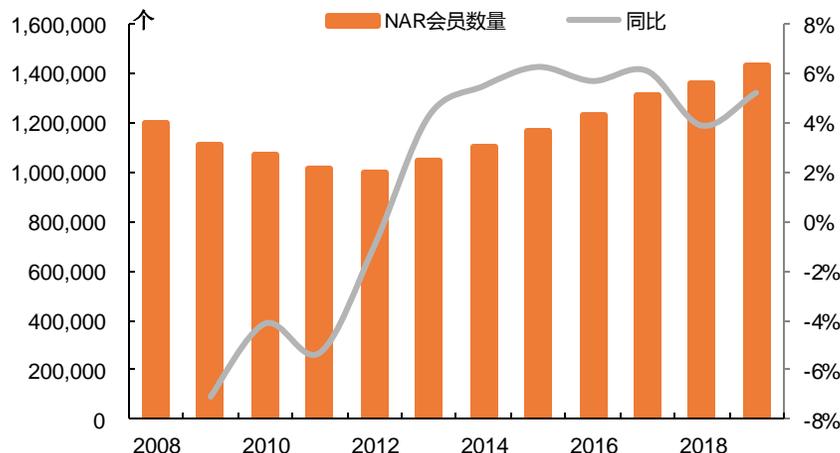
➤ **美国经纪佣金率近6%，源于其独特历史渊源。**20世纪四五十年代全美地产经纪商协会（NAR）提出6%的“建议佣金率”并受到行业广泛采用，尽管1950年美国最高法院裁定其涉嫌价格操作，此后NAR不再披露“建议佣金率”，但受制于以下三方面，美国仍维持较高佣金率：

- **一是MLS的房源垄断地位。**MLS通过房源共享成为美国经纪人匹配购房者与售房者的重要工具，最早由NAR创设，目前美国90%的经纪人加入各地MLS，并对当前佣金率形成共识。对于未加入MLS的竞争对手，即使通过低佣金吸引客户，但由于可能受MLS集体成员的排斥、缺乏足够的房源与客源，导致交易效率较低、规模难以大幅提升，对行业整体佣金率影响有限。

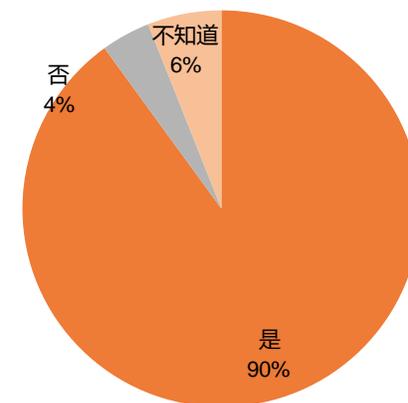
● **美国房地产经纪平均佣金率保持6%左右**



● **近年NAR旗下会员经纪人数量持续增加**



● **NAR调查显示，90%的美国售房者表示将房源上传至MLS**



资料来源：NAR，HomeLight，Lawrence J. White (2006)，平安证券研究所



## 美国经纪难成标杆，高佣金因独特背景制度

- **二是买卖经纪人可转换特点。**为保障购房者权益，美国自20世纪90年代后普遍采用买卖双经纪人制度，分别代表购房者、业主权益以促成房屋交易，但美国并未要求经纪人必须一直从事卖方经纪人或买方经纪人一职，实际上大多数经纪人既负责买方、也负责卖方，扮演角色频繁转换，因此推行高佣金的经纪人为保障自身利益，可能会在实际交易中对推行低佣金的经纪人进行抵制。例如，有潜在买家、推行高收费的买方经纪人可能会忽视那些低收费卖方经纪人上传的房源，而有在售房源、高收费的卖方经纪人亦可能拒绝低收费买方经纪人及其客户参观在售房屋。据CNN报道，2015年一项研究发现，向买方经纪人提供低于2.5%佣金的房屋，出售时间要增加12%，且出售可能性低5%。
- **三是政策对于佣金竞争的限制。**由于房地产行业重要性，美国各州都设有“房地产委员会”等类似政府部门（最早为亚利桑那州于1912年批准），负责向经纪机构和经纪人发放许可证，并保护消费者合法权益。但由于过度强调服务质量、保护消费者权益，或是受到NAR等组织的游说，一些监管政策往往有利于传统的房地产中介，而不利于那些尝试低收费的行业新进入者。例如，美国某些州禁止买方经纪人将交易佣金部分退还购房者（包括阿拉斯加州、爱荷华州、堪萨斯州、路易斯安那州、密西西比州、密苏里州、俄克拉何马州、俄勒冈州和田纳西州），或是强制设定卖方经纪人最低服务要求，导致其无法仅提供上传房源至MLS等少量服务与收取低佣金。

## Contents

---

- 一 地产经纪佣金率稳步上行，与国外存在反差
- 二 证券经纪佣金率持续下降，逐步转型流量入口
- 三 地产经纪与证券同途殊归，低佣模式难以走远
- 四 借鉴：地产经纪开渠拓收，证券降低同质化
- 五 投资建议与风险提示



## 证券经纪与地产经纪同为中介业务且受互联网冲击

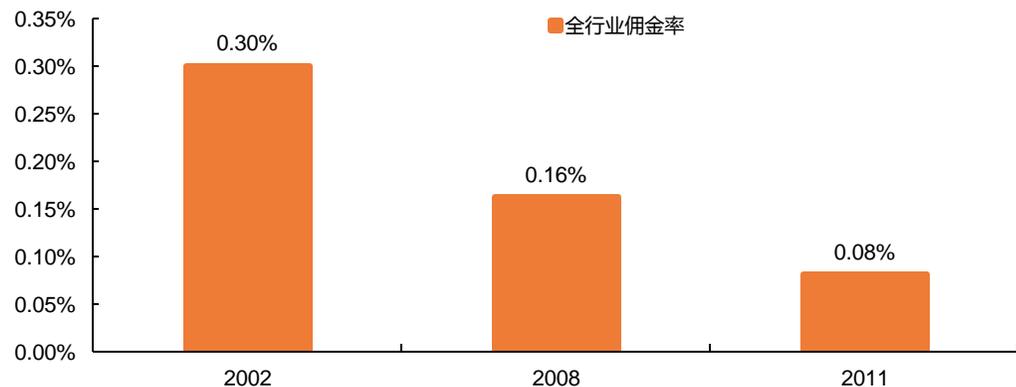
- 证券经纪与地产经纪存在诸多相似之处，二者均是以提升交易效率而获取佣金的中介业务，且受互联网冲击、佣金率一度面临下行压力。
- **第一，交易佣金均为地产经纪与证券经纪重要收入来源。**证券经纪业务指证券公司接受客户委托并根据客户要求、代理买卖证券的经济活动，并向客户收取交易佣金，其中包括代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等。**房地产经纪业务**指房地产经纪公司以收取佣金为目的，为促成他人房地产交易而从事居间、代理等经纪业务的经济活动。
- **第二，地产经纪与证券经纪价值均为降低客户搜寻、交易及时间成本。**国内现行存托管及清算制度下，证券公司通过计算自身客户交易数据并报送交易净额，降低中央结算、中证登及三方托管银行的数据、证券、资金处理量，实际承担部分中央对手方及数据处理职责，帮助客户节省搜寻、交易及时间成本。房地产交易行业天然具有信息不对称问题，地产经纪机构凭借其积累的房源、客源为客户快速提供交易方案，并提供楼市状况、商业配套、学区资源、税费缴纳、交易流程等信息，缩减其决策与交易周期。
- **第三，地产经纪与证券经纪均受互联网冲击，佣金率一度面临下行压力。**随着互联网技术发展引致获客成本降低、内部竞争加剧等，2011-2019年证券经纪行业佣金率从0.81‰降至0.29‰，爱屋及屋等互联网O2O平台一度将地产佣金率从2%-3%降低至1%。
- 但相较证券经纪佣金率近20年的趋势性下行、推行低佣模式的华泰证券蒸蒸日上，地产经纪佣金率2014年以来则持续上升，以低佣吸引客户的爱屋吉屋、金色家园等O2O平台相继没落。因此，本章重点探讨证券佣金率下行的内在与外在因素，通过对比证券行业探讨国内地产佣金率是否亦存在下行压力。



## 证券佣金率下行外因：政策松绑与互联网业务发展

- 我国证券行业佣金率下行可分为两个阶段：第一阶段为2002年至2011年，为政策限制松动、佣金率向市场均衡逐渐回归的过程；第二阶段为2013年至2017年，为政策第二次放开叠加互联网业务发展，佣金率进一步调整下行的过程。
- 第一阶段：固定佣金制取消，营业部设立限制松绑，佣金定价市场化。**2002年4月，证监会发布《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》，以上限下浮制取代3.5‰的固定佣金制，行业佣金率快速下行。2009年，证监会发布《进一步规范证券营业网点的规定》，进一步放宽全国、区域设点证券公司主体资格条件，券商营业部快速增加、竞争加剧。第一阶段内，全行业佣金率自2002年监管层所设3.0‰的上限快速下降至2011年的0.81‰。

第一阶段佣金率走势



政策放开后，券商营业部数量快速攀升



资料来源：WIND、证券业协会，平安证券研究所  
注：因数据缺失，2002年佣金率以上限下浮制上限替代



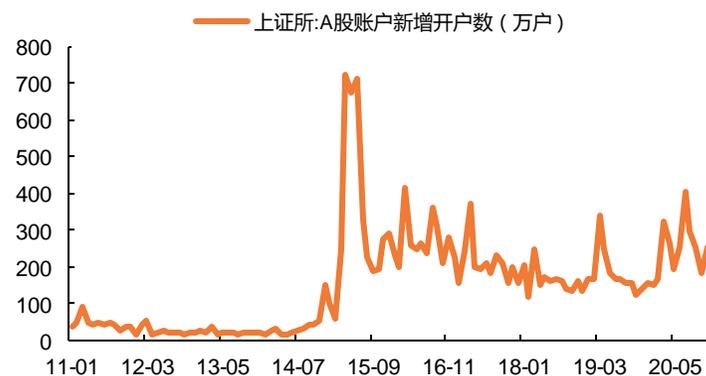
# 证券佣金率下行外因：政策松绑与互联网业务发展

- **短暂平稳**：2011年至2013年，佣金率在0.81‰与0.78‰间波动，变化不大。
- **第二阶段：开户政策放开，互联网业务发展，经纪业务竞争加剧**。2013年3月，网上开户放开，运营成本更低的C型营业部大量成立；2014年10月和2015年4月，一人一户政策分阶段全面放开，机构及个人投资者可于最高20家证券公司开设20个证券账户（后收紧至3家3户）。政策二次松绑下佣金战再度打响。同时，互联网业务快速发展，证券行业凭借极低的边际获客成本不断压降佣金率。第二阶段内，全行业佣金率自2013年的0.78‰快速下降至2017年的0.34‰。
- **当前，经纪业务佣金率仍在缓慢下行阶段**。截至2019年末，全行业佣金率已降至0.29‰。

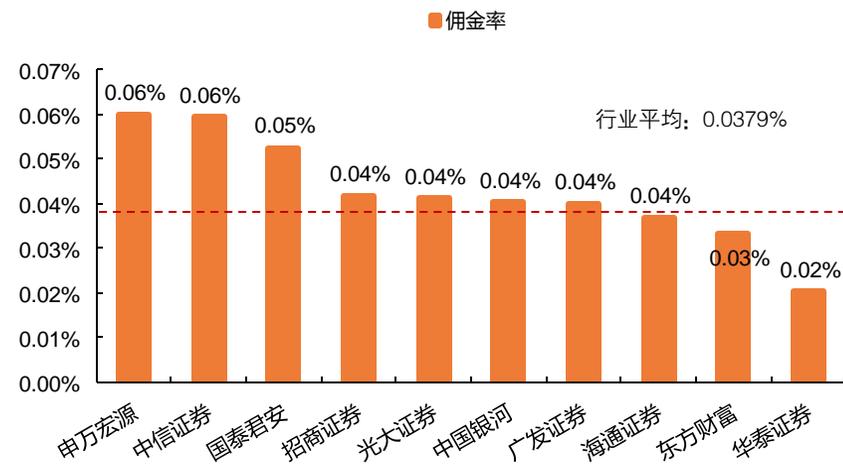
● 第二阶段佣金率走势



● 政策放开后，A股新增开户数量攀升



● 线上平台优势券商佣金率低于行业平均及头部券商 (2016)



资料来源：Wind，平安证券研究所



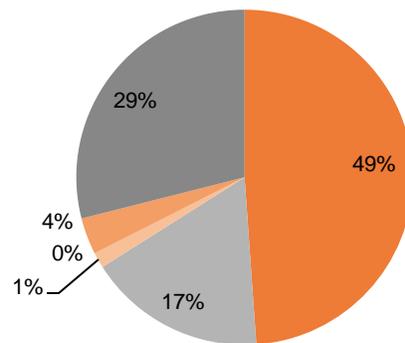
## 佣金率下行内因：服务同质化、边际成本低与其它业务发展

- 回顾证券经纪佣金率下行历程，我们认为，政策松绑与互联网券商入场只是佣金率下行的外在诱因，从内在因素看，服务高度同质化、边际成本低以及盈利模式多样是证券公司增加通道供给、推动佣金率下行的实质条件，其中同质化程度高及边际成本低创造扩张能力，其它业务收入增加提升扩张意愿。
- **特点一：服务高度同质化。** 证券经纪业务为典型通道业务，因证券为标准品，集中交易制度下各券商所能提供的通道几无差异。
- **特点二：边际成本低。** 营业部网络为传统经纪业务主要成本，故客户越多则单客成本越小且边际成本极低，营业部跨区设立限制松绑、开户政策放开令券商加快扩张成为可能；互联网平台技术发展应用则进一步削减单客及边际成本。叠加服务同质化，证券行业扩大经纪中介服务供给能力较强。
- **特点三：其它业务发展。** 近年来，证券公司其它业务收入提升，对经纪业务佣金率的依赖度降低。压低佣金扩大客户规模，增加其它业务收入成为经营策略之一，证券行业扩大经纪中介服务供给意愿较强。



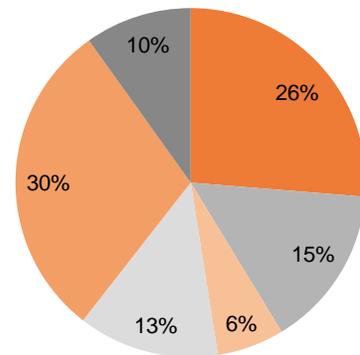
2008年，经纪业务收入占营收比近半

2008 ■ 经纪 ■ 投行 ■ 资管 ■ 利息 ■ 自营 ■ 其他



2020Q3，经纪业务占比仅26%

2020Q3 ■ 经纪 ■ 投行 ■ 资管 ■ 利息 ■ 自营 ■ 其他

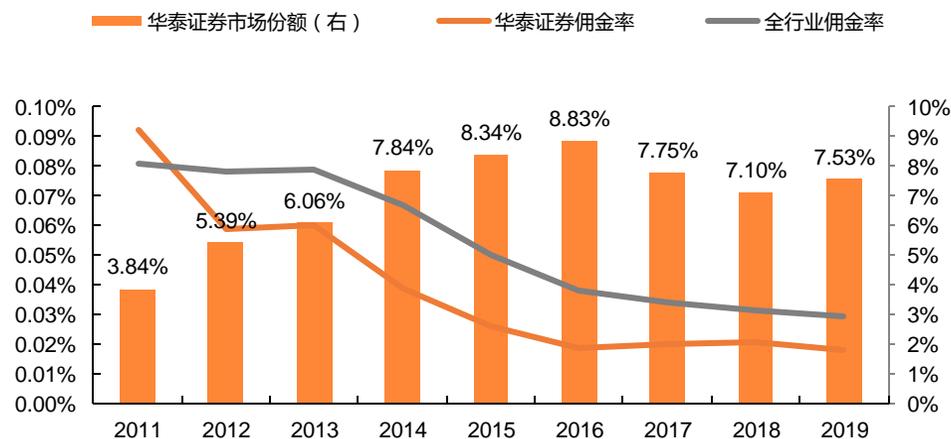




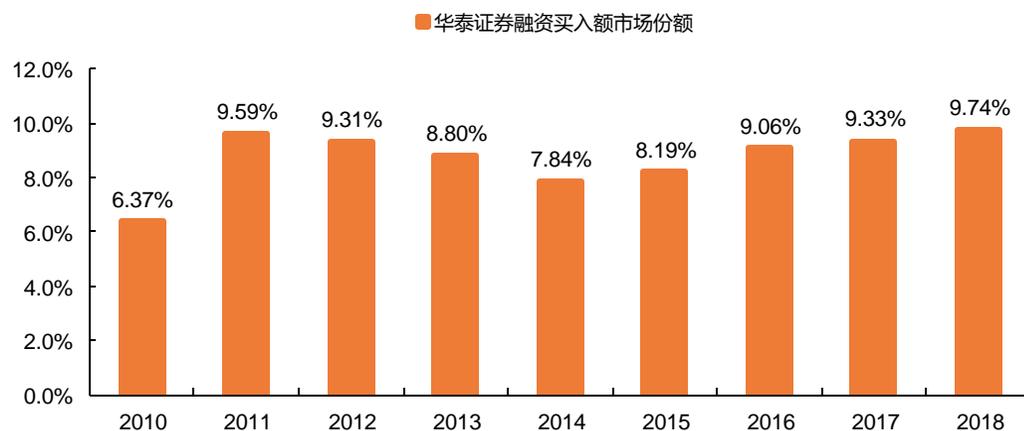
## 典型券商：低佣模式推动华泰证券经纪业务维持龙头地位

- 2012年，华泰证券开始实行低佣获客战略，佣金率首次低于行业均值，市场份额迅速扩张。而后网上开户政策放开，公司于2014年上线“涨乐财付通”，利用线上平台低获客边际成本优势进一步通过降佣战略抢占市场，公司佣金率一度下行至2016年的0.185%，而市场份额则自2014年起稳居行业第一。客户规模扩张为华泰证券两融业务奠定了良好基础，2011年以来，华泰证券年累计融资买入额市占率长期维持8%以上（除2014年外），为两融业务绝对龙头。

### 华泰证券压低佣金率提升市场份额



### 华泰证券客户规模为两融业务创造基础



\*注：2018年数据沪市截至4月，深市截至6月

资料来源：WIND、证券业协会，平安证券研究所

## Contents

---

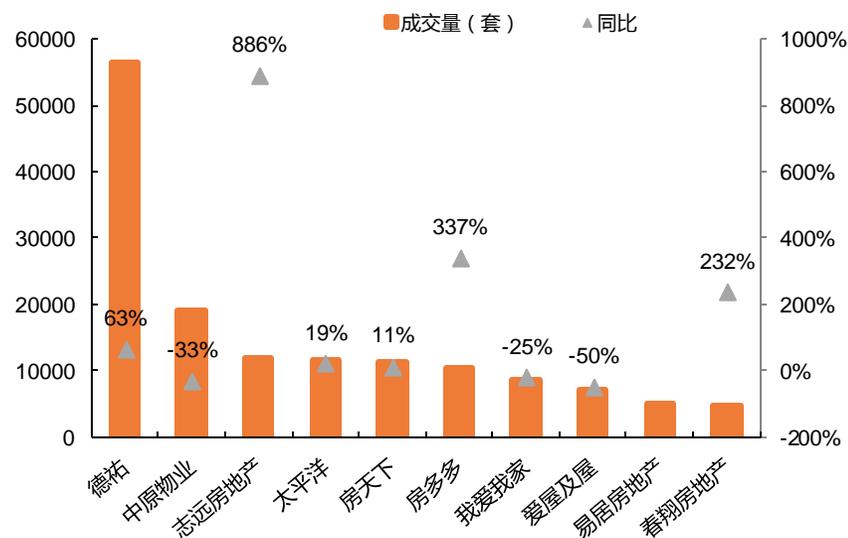
- 一 地产经纪佣金率稳步上行，与国外存在反差
- 二 证券经纪佣金率持续下降，逐步转型流量入口
- 三 地产经纪与证券同途殊归，低佣模式难以走远
- 四 借鉴：地产经纪开渠拓收，证券降低同质化
- 五 投资建议与风险提示



# 地产经纪与证券同途殊归，低佣中介平台逐渐没落

➤ 不同于华泰证券通过压降佣金快速崛起、推动证券行业佣金率下行，爱屋及屋等主打低佣金、去门店的地产中介O2O平台以失败告终。2014年前后在互联网化浪潮推动下，房地产中介O2O平台纷纷成立，其中以爱屋及屋最引入关注。为打破传统中介线下门店“重资产”模式，爱屋及屋采取无门店、线上化的交易模式，通过1%的低佣金、大量广告投放吸引客户，同时高薪聘请经纪人拓展业务，实现交易规模短期快速提升，2015年GMV达400亿元，同期行业龙头链家为1200亿元。但随着亏损持续扩大、现金流压力逐渐加大，2016年爱屋及屋开始提升佣金费率，但价格优势不再，叠加客户投诉较多，导致公司业务大幅下滑，此后淡出公众视野。

2016年爱屋及屋房屋交易量大幅下滑



部分房地产中介O2O平台运营情况

公司	成立时间	曾推行低佣金率	过去业务拓展情况	公司现状
爱屋吉屋	2014	1%	2014/9-2015/11融资3.5亿美元，2015年GMV约400亿元	网站停运
金色家园网	2015	0% (仅收0.4%代办服务费、风险保障服务费)	2016年邀请赵薇代言，9/9-9/15成交额突破118亿元	门店关闭、网站停运
搜房网	1999	0.5% (北上等5城)	2015年开始从媒介信息平台向交易平台转型，全年交易额达326亿美元	2016年开始提高佣金
安个家	2015	—	曾在上海、北京拥有18家线下五星级交易服务中心	2016年底倒闭



## 原因一：房客人资源差异决定房地产经纪服务同质化较低

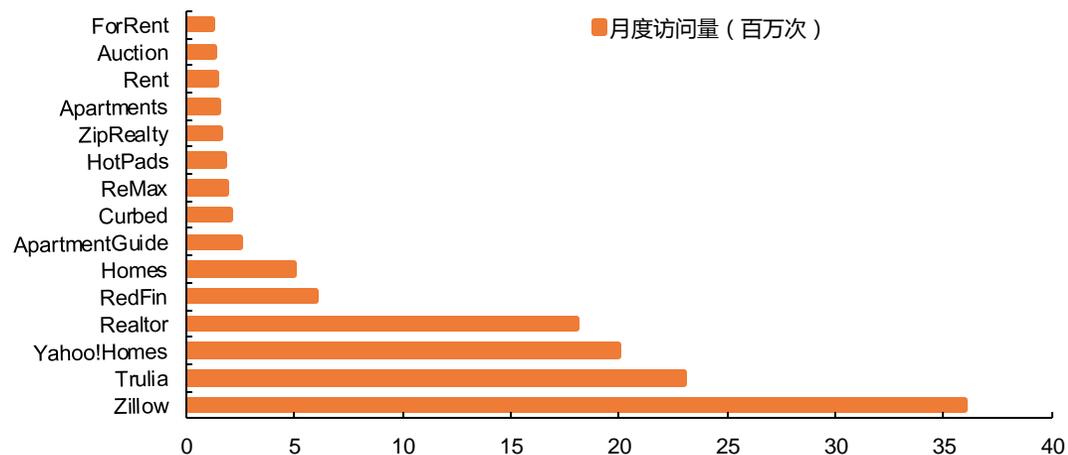
- 我们认为，虽然同为中介业务，但房地产经纪同质化程度、边际成本及降佣意愿与证券经纪业务差异较大，导致低佣金模式难以走远。
- **第一，房源、客源与经纪人为房地产经纪核心竞争力，资源差异决定房地产经纪机构同质化程度较低。**券商经纪业务是牌照业务，佣金本质为交易通道费，各券商的服务之间不存在显著差异。相比之下，房地产经纪尽管工作内容均是连接售房者、购房者并促成交易，但因行业天然存在信息不对称问题，房源、客源与经纪人能力差异决定房地产经纪机构服务质量存在差异，同质化程度显著低于证券经纪行业。值得一提的是，门店由于自带流量、可第一时间接受委托，天然拥有房源、客源积累优势，而爱屋及屋推行去门店化、缺乏足够的资源积累，导致过度依靠低佣金与高薪养人策略。
- **房源、客源对于经纪机构的重要性可从美国市场侧面印证。从房源端看，**由于美国推行MLS房源共享系统，传统经纪机构对房源端缺乏掌控，即使通过加盟实现规模快速扩张，但对加盟品牌话语权较弱，例如Realty作为全球最大的不动产特许经营机构，拥有21世纪不动产等知名品牌，总经纪人数达30万个，2019年在美国存量房市场市占率达15.3%，但其特许经营权使用费仅占加盟商佣金收入6%。**从客源端看，**由于美国房产佣金通常由业主支付，低佣金方式只能吸引业主、对客源影响相对有限。例如Redfin作为融合互联网与传统经纪服务的一体化平台，拥有自营经纪品牌与经纪人队伍，相比传统卖方经纪人向售房者收取3%左右的交易佣金，公司一般仅收取1%-1.5%，但客户访问量、收入与市值规模等仍远不如美国房地产信息平台龙头Zillow，后者通过房屋免费估价、收并购等拥有庞大客户流量。



## 原因二：地产经纪边际获客成本高，且难以缩减

- 第二，不同于证券经纪行业边际获客成本低，地产经纪边际获客成本高，且难以缩减成本支出。
- 一方面，地产经纪机构低佣金获客所需资金投入大。传统证券经纪业务的营业部网络为传统经纪业务主要成本，客户越多则单客成本越小且边际成本极低，营业部跨区设立限制松绑、开户政策放开令券商加快扩张成为可能，互联网平台技术发展应用则进一步削减单客及边际成本。但地产经纪机构低佣金模式下，每单交易所需补贴金额固定且高昂，客户越多则所需资金投入同比例增大。
- 另一方面，地产经纪难以通过去门店化、培养用户习惯降低成本。不同于证券产品高度标准化、交易流程简捷、可完全线上化经营，房地产非标准化、总价高、交易流程复杂，对交易安全性要求更高，拥有门店的传统中介更易获得业主与购房者信任，对社区情况亦更加了解，获取房、客资源更加便捷，业务拓展亦显著优于去门店化的O2O平台。于此同时，由于房产交易频率低，地产经纪机构亦难以效仿滴滴打车等互联网平台，通过培养用户习惯后逐渐提升佣金以降低成本。

美国房地产网站月访问量情况（截至2020年1月）



美国主要经纪公司（估值截至2021-1-11）

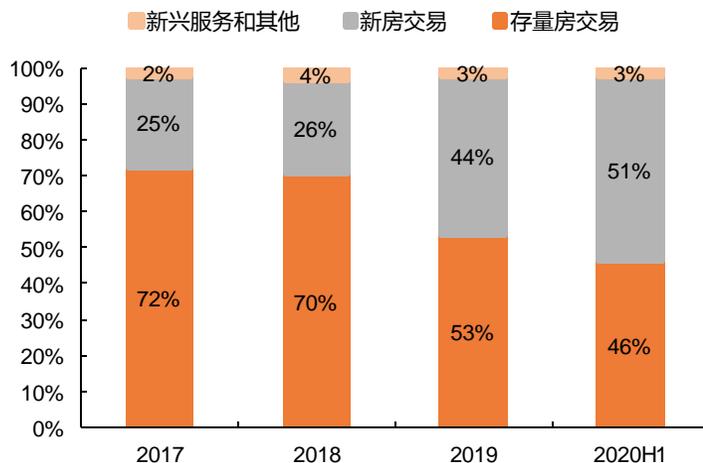
公司	公司类型	2019年营收（亿美元）	2019年净利润（亿美元）	总市值（亿美元）
Zillow	信息平台+二房东	27.4	-3.05	337
Redfin	信息平台+传统中介+二房东	7.8	-0.81	79
Realty	传统中介（直营+加盟）	56.0	-1.88（不含少数股东损益）	19



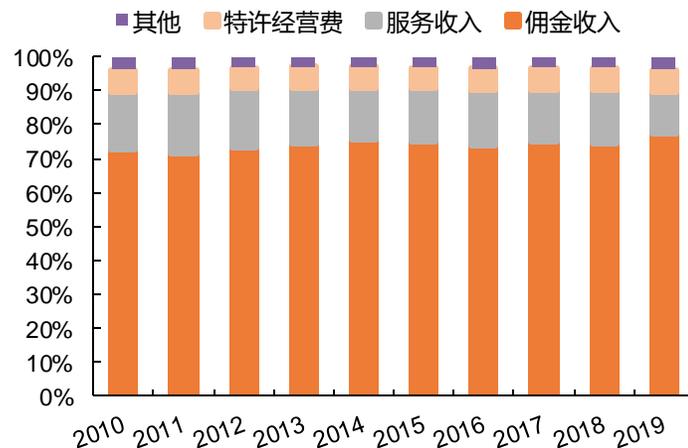
## 原因三：佣金依赖性较强，主动降佣意愿有限

➤ 第三，地产经纪收入高度依赖交易佣金，机构主动降佣意愿有限。从证券行业看，佣金率持续下行令市场活跃度抬升对券商营收的弹性逐渐削弱，经纪业务转型为其它业务流量入口，通过发挥经纪业务线上化程度高、客户覆盖面广的优势，将客户引流至财富管理等业务条线。2008-2020Q3证券经纪业务收入占营收比重从49%降至26%。然而，地产经纪机构收入依赖交易佣金，行业龙头贝壳2019年房屋交易佣金收入占比达97%。从国际经验看，美国已进入存量房市场，其传统地产经纪龙头Realty收入仍以佣金为主，互联网房产信息平台龙头Zillow尽管房屋转售业务拓展迅速，2019年营收贡献过半，但业务资产重且毛利率极低（2019年仅4%），后续业务拓展仍需持续关注。

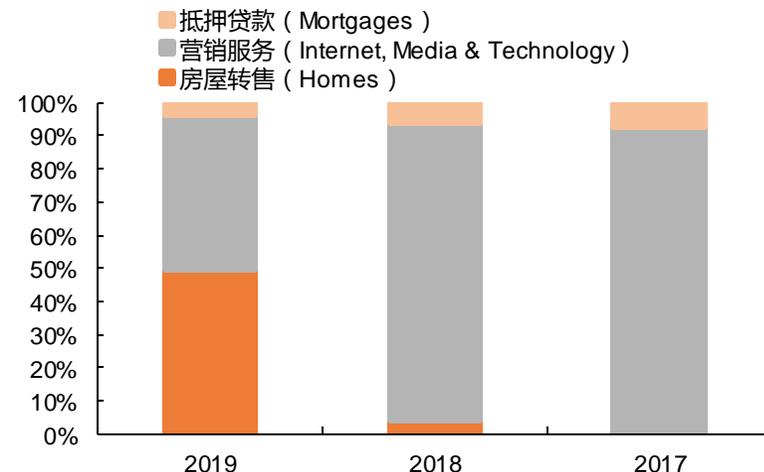
### 贝壳收入依赖交易佣金



### Realty营收依赖佣金



### Zillow房屋转售业务营收贡献占比过半



资料来源：公司公告，平安证券研究所



## 展望：二手房市场中小门店提佣可期，但空间有限

- **展望未来，地产经纪佣金率难降且存在一定提升空间。**综上所述，服务差异化、边际成本高、收入依赖佣金等限制下，地产经纪机构难以效仿证券公司、通过低佣金实现弯道超车，行业格局相对稳定下未来地产佣金率难以下滑。从国际对比看，尽管21世纪以来部分国家与地区佣金率下行，但2015年31个国家与地区二手房平均佣金率仍达3.5%，明显高于国内水平。我们认为，地产经纪佣金率未来仍存在一定提升空间，其中新房市场或更值得期待，具体来看：
  - **二手房方面，中小门店加盟贝壳等平台后提佣可期，但整体上升空间有限。**一方面，考虑过去中小中介为与行业、趋于龙头争夺客源，往往采取低佣金打法，随着许多中小中介加入贝壳等经纪人合作平台，未来佣金率有望向贝壳等行业龙头靠齐，带动行业整体佣金率小幅提升。另一方面，尽管发改委于2014年放开房地产经纪服务价格，取消1995年《国家计委建设部关于房地产中介服务收费的通知》中“房屋买卖代理收费，按成交价格总额的0.5%—2.5%计收”规定，但考虑近年中央对平台经济反垄断约束愈加严格，经纪平台大幅提佣将增加居民购房成本、影响社会民生，或将面临监管政策约束，综合考虑下未来二手房佣金率存在一定提升空间，但整体有限。

### ● 房地产经纪服务收费规定

年份	文件	主要内容
1995	《国家计委建设部关于房地产中介服务收费的通知》	六、房地产经纪收费是房地产业经纪人接受委托，进行居间代理所收取的佣金。房地产经纪费根据代理项目的不同实行不同的收费标准。 房屋租凭代理收费，无论成交的租赁期限长短，均按半月至一月成交租金额标准，由双方协商议定一次性计收。 房屋买卖代理收费，按成交价格总额的0.5%—2.5%计收。 实行独家代理的，收费标准由委托方与房地产中介机构协商，可适当提高，但最高不超过成交价格的3%。
2014	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于放开房地产咨询收费和下放房地产经纪收费管理的通知》	一、放开房地产咨询服务收费。 二、下放房地产经纪服务收费定价权限，由省级人民政府价格、住房城乡建设行政主管部门管理，各地可根据当地市场发育实际情况，决定实行政府指导价管理或市场调节价。
2014	《国家发展改革委关于放开部分服务价格意见的通知》	对已具备竞争条件的以下7项服务价格，请各省、自治区、直辖市价格主管部门抓紧履行相关程序，放开价格。其中第5项为房地产经纪服务。

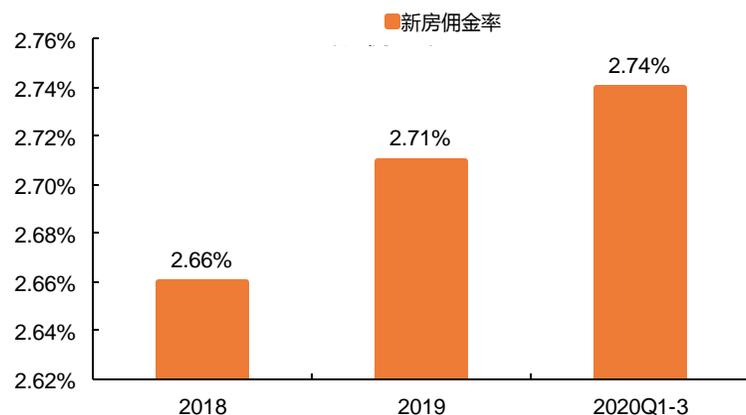
资料来源：各政府部门，平安证券研究所



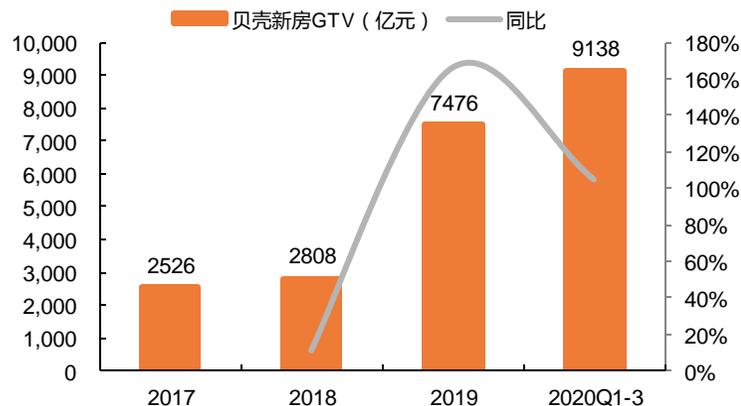
## 展望：新房市场佣金率未来或更具提升空间

- 新房方面，随着房企追求快速销售与回笼资金，叠加贝壳等平台壮大后议价权提升，未来新房佣金率较存量房市场或更具提升空间。2019年我国新房交易平均费用率约2.3%，低于存量房交易2.5%。新房佣金水平主要为房企出于资金成本的考量，假设某房企融资成本10%，其楼盘项目自销需耗时半年，对应5%的资金成本，若中介收取不高于5%的佣金率后可帮助房企立即出售，则渠道分销实际效益将高于房企自销。从佣金率提升因素看，一方面楼市下行、融资环境收紧背景下，房企追求快速销售与回笼资金，对于渠道分销依赖度逐步提升，另一方面，随着贝壳等经纪平台规模不断壮大，对房企佣金议价权亦有所提升，2018年至2020年前三季度贝壳新房佣金率从2.66%升至2.74%。整体而言，未来新房市场经纪佣金率相比存量房市场或更具提升空间。灼识咨询（CIC）报告估计2019-2024年国内存量房销售佣金率、新房交易佣金率与整体佣金率分别有望从2.5%、2.3%、2.4%升至2.7%、2.6%、2.7%，增幅为0.19pct、0.34pct、0.26pct。

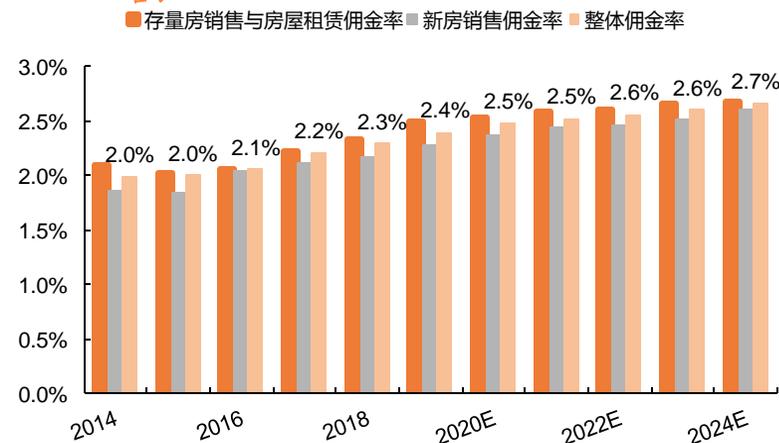
贝壳新房佣金率持续上升



贝壳新房GTV快速提升



国内房屋交易佣金率及预测（来自CIC报告）



资料来源：贝壳公告，CIC报告，平安证券研究所

## Contents

---

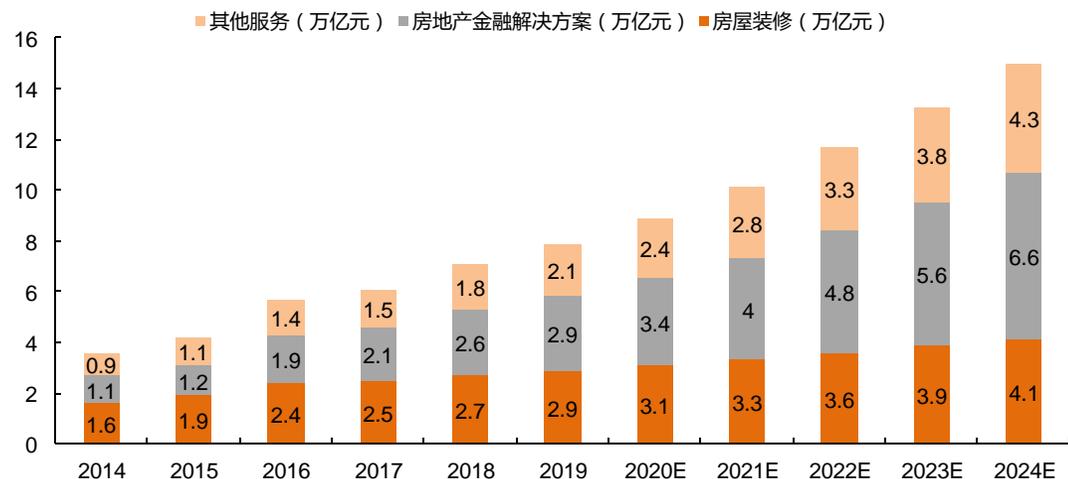
- 一 地产经纪佣金率稳步上行，与国外存在反差
- 二 证券经纪佣金率持续下降，逐步转型流量入口
- 三 地产经纪与证券同途殊归，低佣模式难以走远
- 四 借鉴：地产经纪开渠拓收，证券降低同质化
- 五 投资建议与风险提示



## 证券经纪对地产行业借鉴：拓展收入渠道、扩大差异化服务

➤ 借鉴证券经纪逐步转型流量入口、打开收入增长空间，地产经纪应积极拓展收入渠道、扩大差异化服务优势。尽管租赁、装修、房地产金融领域业务拓展面临多方竞争激烈、资金投入大且重资产等问题，短期业绩贡献有限，但随着贝壳等经纪平台规模逐步壮大，消费者、服务商链接数量增加，叠加经纪人客户粘性、营销能力等优势，未来业务拓展仍值得期待，长期来看有望打开新的增长空间。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。与此同时，多元化的服务内容亦将扩大经纪机构差异化服务优势，提升整体竞争力。

### 国内住房衍生服务行业市场空间较大



资料来源：贝壳招股书，平安证券研究所

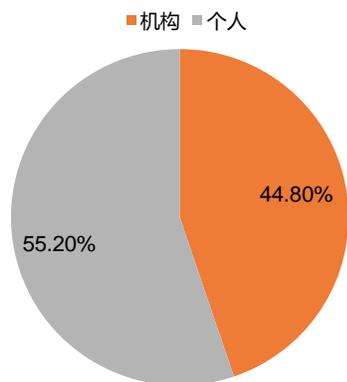
注：房屋装修服务包括新房与二手房；房地产金融解决方案业务包括担保付款、托管、抵押服务、产权清算和担保便利服务、过桥贷款等



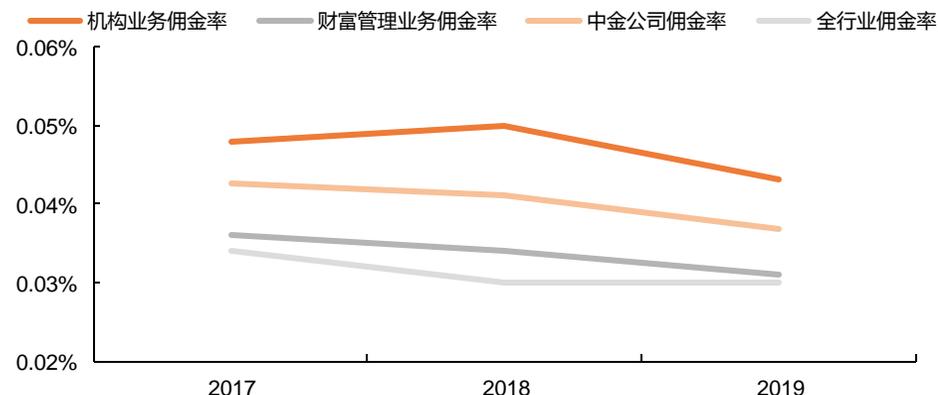
## 地产经纪对证券行业借鉴：降低同质化、提升客户粘性

- 借鉴地产经纪，证券业应加快财富管理转型、提升机构服务能力。
- 加快财富管理转型：一方面通过财富管理平台提供多样化服务，降低同质化；另一方面通过发展投顾，提升客户粘性。互联网技术带来冲击的同时也带来大量机遇，服务线上化令信息、研究等诸多差异化服务整合成为可能。通过构建线上平台，证券公司有望加速传统经纪业务向财富管理转型，从而降低服务同质性，延缓佣金率下行。同时，通过发展“智能投顾”辅助线下投顾提供差异化服务并获取客户信任将成为提升客户粘性、获取市场份额的重要手段。
- 提升机构客户占比，延缓佣金率下行：机构客户需求更为多样，因此佣金率较零售客户更高。在投资者机构化趋势下，通过提升机构客户服务能力，经纪业务同质性有望减轻。以中金公司为例：2020H，公司境内财富管理（即个人经纪）业务佣金率为0.27‰，已低于0.29‰的行业均值；但公司境内机构交易业务佣金率达0.32‰。由于公司机构客户占比较高，中金佣金率高于行业均值。

### 中金公司机构客户占比高（代理买卖证券款）



### 机构客户佣金率拉高中金公司佣金率



资料来源：WIND、公司公告，平安证券研究所

## Contents

- 一 地产经纪佣金率稳步上行，与国外存在反差
- 二 证券经纪佣金率持续下降，逐步转型流量入口
- 三 地产经纪与证券同途殊归，低佣模式难以走远
- 四 借鉴：地产经纪开渠拓收，证券降低同质化
- 五 投资建议与风险提示**

## 投资建议

---

- 考虑行业竞争格局相对稳定下，未来地产佣金率难降且存在一定提升空间，据CIC报告估计，2019-2024年国内存量房交易佣金率、新房销售佣金率与整体佣金率分别有望上升0.19pct、0.34pct、0.26pct至2.7%、2.6%、2.7%，叠加经纪行业空间依旧广阔、集中度较低，未来行业发展值得期待，CIC报告估计2019-2024年国内地产经纪行业整体佣金收入CAGR有望达15.1%。目前，贝壳、我爱我家等积极构建经纪人合作平台，通过内部房源、客源共享与分工协作，提升交易效率，吸引更多中小中介入驻，带动规模快速增长，长期看亦有望通过拓展装修与房地产金融服务等，打开新的收入增长空间。建议关注国内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贝壳、我爱我家。

## 风险提示

---

- 证券经纪行业与地产经纪行业存在较大差异，或影响经验适用性；
- 美国等国家地产经纪制度与国内存在一定差异，或影响经验适用性；
- 若国内房地产政策调控超预期收紧，楼市大幅承压、成交显著下滑，经纪行业亦面临量价下行压力；
- 国内头部经纪机构规模增长诉求下，行业竞争有所加剧，盈利能力短期或存在下行风险；
- 二级市场行情超预期走弱，交易热情下降，证券经纪佣金率或为减少客户流失面临下行压力；
- 开户政策再放松，券商再因争夺客户压降佣金率；
- 财富管理转型进度不及预期，证券经纪佣金率长期面临较大下行压力。

## 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2021版权所有。保留一切权利。