

# 贝壳专题深度

## 龙头地产中介平台二手房新房集中度提升，新兴业务厚积薄发

### 贝壳：中国线上线下一体化住房中介服务平台龙头

贝壳已成我国房地产中介龙头，2020年总交易额3.5万亿元（同比+64.5%），收入705亿元（同比+53.2%），调整后净利润57.2亿元（同比+245.4%），线下门店46946家（同比+25.1%），中介493088人（同比+37.9%），线上VR房源911万套（同比+181.1%）。公司的ACN网络通过合作与共享的模式快速抢占二手房与新房市场份额，2020年二手房全国市占率已达26.22%，新房达9.54%。

### 我国房地产行业规模增长快，需要中介精准匹配供需

2020年我国住房交易市场规模23.2万亿元，中介交易规模11.5万亿元；其中新房交易规模13.9万亿元，中介交易规模3.9万亿元；二手房交易规模7.4万亿元，中介交易规模6.5万亿元。

预计2024年我国住房交易市场规模30.7万亿元，中介交易规模19.1万亿元；其中新房交易规模15.6万亿元，中介交易规模6.6万亿元，增长来源于开发商在二、三、四线城市对中介匹配供需从而回笼资金的需求增加；二手房交易规模12万亿元，中介交易规模10.8万亿元，增长来源于二手房市场流通率提升，目前二手房流通率为2.0%，预计2024年增长至2.4%。

### 二手房通过渠道下沉与加盟合作持续抢占市场份额

贝壳二手房通过ACN网络快速拓展线下门店与中介，通过让利获得合作品牌加盟，用提佣率的下滑换取整体市占率提升，整体GTV从2017年0.7万亿元增长至2020年1.9万亿元，提佣率从2.5%下降至1.6%，整体市占率从12.3%提升至26.2%，预计2022年整体GTV增长至3.3万亿元，提佣率达1.4%，全国市占率达35.0%。

我们认为我国潜在二手房交易市场在三四线城市，虽然二手房成交均价涨幅不如一线城市，但是供应面积和成交面积大幅高于一线城市，导致总体成交金额高于一线城市。贝壳作为拥有2.26亿真实房源、全国25%经济人、4.7万家线下门店的龙头地产中介，在三四线二手房市场中具有强大的龙头效应，有望通过标准化、数字化、智能化的服务快速抢占市场份额。

### 新房有望转化房地产开发商销售费用

贝壳新房通过加盟与平台合作快速拓展市场，整体GTV从2017年的2526亿元增长至2020年的1.4万亿元，同时提佣率从2.54%提升至2.74%，预计2022年整体GTV增长至2.4万亿元，提佣率达2.80%。

我们认为新房业务的机会在于开发商越来越需要中介，因为平台合作模式大幅增长伴随提佣率依旧保持小幅增长意味着开发商销售新房具有压力，对回笼资金具有诉求，需要中介辅助高效出售新房。而我国新房去化比率下降、二三线城市新房销售压力大、房地产开发企业数量高速增长所伴随的竞争加剧、叠加房地产开发商较高的资产负债率均指向对中介的需求。

### 装修市场潜力十足，有望转化家居装修销售费用

我们认为贝壳在该市场潜在空间广阔。全国家居装修市场规模有望在2024年达4.1万亿元，而家居装修企业销售费用率高，我们测算家居装修行业平均销售费用率达20%，由此测算2024年的地产中介在家居装修行业的潜在收入空间可达8200亿元。贝壳平台有望对接家居装修供需端，通过AI智能匹配供需，通过VR技术赋能家居装修公司线上化可视化、赋能用户更高的自主参与性，有望在未来转化家居装修公司的销售费用；而家居装修公司也有望通过贝壳降低整体销售费用。

### 建议关注：

我们认为贝壳未来收入驱动因素主要有三：1、从新房市场来看，预计房地产开发商将持续与贝壳合作，快速售出房源从而达到稳定的资金回流；2、从二手房市场来看，贝壳有望实现渠道下沉，快速且大量的覆盖除一线城市以外的城市，快速提高各个城市的市占率；3、从装修市场来看，如视VR功能有望助力贝壳快速切入装修市场。其次，随着业务的不断扩张，规模效应有望持续提高，降低贝壳的整体业务成本，建议关注。

**风险提示：**1、中国住宅房地产市场波动影响；2、政府监管影响；3、新冠疫情持续的影响；4、市占率提升不及预期的风险。

### 作者

**孔蓉** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

**吴立** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**王梦恺** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521030002  
wangmengkai@tfzq.com

## 内容目录

<b>1. 贝壳：中国线上线下一体化住房中介服务龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1. 贝壳找房已成为国内领先的品质居住服务平台 .....	5
1.2. 创始人对公司拥有绝对控制权.....	6
1.3. 交易额和营收快速增长，新房业务贡献最大 .....	6
<b>2. 我国房地产行业有望线上线下协同稳步发展</b> .....	<b>10</b>
2.1. 我国民用住宅市场体量大趋势好 .....	10
2.2. 房屋相关服务的需求不断增加.....	11
2.3. 二手房流通率稳步提升.....	11
2.4. 中介渠道快速崛起.....	12
2.4.1. 中介渠道重要性不断提升：从代理到电商到渠道的发展历程 .....	12
2.4.2. 中介渠道重要性不断提升：渠道渗透率快速提升，收入快速增长 .....	13
2.5. 房地产交易与服务行业痛点与机遇 .....	14
2.5.1. 我国房屋交易和服务市场仍存在多个挑战.....	14
2.5.2. 综合性住房交易与服务平台应运而生 .....	16
<b>3. 线上线下统一协作的智能化生态系统扩大网络效应</b> .....	<b>16</b>
3.1. 构建生态系统为各参与者赋能.....	16
3.2. 独创 ACN 模式通过“协同+佣金分配”提升行业效率和服务质量.....	17
3.3. 线上线下多方合作的独特竞争优势 .....	18
3.4. 标准化、数据化、智能化.....	18
3.4.1. 专业化培训与系统性竞争造就高效标准化的交易与服务 .....	19
3.4.2. 多维度的数据积累实现平台数字化转型 .....	19
3.4.3. 标准化和数据化助力贝壳实现智能化.....	20
3.4.3.1. AI 应用增强平台整体运作实力 .....	20
3.4.3.2. 贝壳如视：VR 应用潜力十足 .....	20
<b>4. 贝壳二手房全国市占率提升迅速彰显龙头地位</b> .....	<b>21</b>
4.1. 贝壳二手房概览.....	21
4.2. 二三线城市二手房在全国市占率中提升带动二手房市场流通率增长.....	23
4.2.1. 我国二手房市场流通率稳步提升 .....	23
4.2.2. 从出售挂牌量与价看未来二手房流通率 .....	23
<b>5. 新房全国市占率稳步提升，开发商对中介需求有望局部提升</b> .....	<b>24</b>
5.1. 贝壳新房概览 .....	24
5.2. 总量稳定下，开发商二、三、四线新房销售或将依赖中介实现资金回笼 .....	26
5.2.1. 二线新房去化低于一线新房，二线新房销售或存较高压力 .....	26
5.2.2. 从上海、东莞、无锡、郑州新房量价与金额看新房市场 .....	27
5.2.3. 开发商竞争力度提升，资金回笼需求加大 .....	29
5.2.4. 中介有望逐步转化开发商销售费用.....	31
<b>6. 新兴业务和服务潜力十足，有望转化家居装修销售费用</b> .....	<b>31</b>
6.1. 贝壳新兴业务和服务概览.....	31
6.2. 贝壳的潜在机会：转化家居装修销售费用为自身收入 .....	33

6.3. 贝壳的潜在机会：如视 VR 有望撬动 1222 亿美元市场空间.....	34
6.3.1. 贝壳如视 VR 引领家装消费市场.....	34
6.3.2. 未来 VR 技术有望为贝壳带来多少潜在市场空间？.....	36
7. 建议关注.....	36
8. 风险提示.....	36

## 图表目录

图 1：公司主要业务.....	5
图 2：公司发展历程.....	5
图 3：贝壳商业模式.....	7
图 4：贝壳交易规模 GTV 及构成.....	7
图 5：贝壳 APP 分季度月活跃用户（单位：百万 MAU）.....	8
图 6：贝壳平台佣金率（收入/GTV）.....	8
图 7：贝壳营收及增长情况.....	9
图 8：贝壳收入结构.....	9
图 9：贝壳毛利情况.....	9
图 10：贝壳费用情况.....	9
图 11：贝壳调整后净利润及 EBITDA 情况.....	10
图 12：中国房地产市场 GTV，2014-2024E（单位：万亿元）.....	11
图 13：中国房屋相关服务市场 GTV，2014-2024E（单位：万亿元）.....	11
图 14：从自销到渠道，中介渠道重要性彰显.....	12
图 15：通过中介的房屋买卖与租赁 GTV，2014-2024E（单位：万亿元）.....	13
图 16：中国中介佣金收入，2014-2024E（单位，十亿元）.....	13
图 17：中介平均新房佣金率逐年提升，外包平均佣金率逐年下降（单位：%）.....	14
图 18：中国房地产市场面临的四个挑战.....	14
图 19：中国房地产市场潜在提升空间.....	15
图 20：贝壳生态系统.....	16
图 21：贝壳将买卖房产分为十个步骤.....	17
图 22：MLS 的商业模式.....	17
图 23：线上线下一体化运营有望提升协同效益.....	18
图 24：贝壳将非标准化的地产交易和服务打造成标准化.....	19
图 25：贝壳逐步实现数字化转型.....	19
图 26：贝壳如视 VR 应用场景.....	20
图 27：我国二手房市场规模（单位：百万元）.....	21
图 28：贝壳二手房交易额和全国市占率（单位：百万元）.....	21
图 29：贝壳二手房收入和提佣率（单位：百万元）.....	22
图 30：我国二手房流通率有望稳步提升（单位：%）.....	23
图 31：二手房出售挂牌量指数.....	23
图 32：城市二手房出售挂牌价指数.....	24
图 33：我国新房市场规模（单位：百万元）.....	24

图 34: 贝壳新房交易额和全国市占率 (单位: 百万元) .....	25
图 35: 贝壳新房收入和提佣率 (单位: 百万元) .....	25
图 36: 贝壳新房交易额拆分 (单位: 亿元) .....	26
图 37: 十大城市:商品房可售和成交面积 (单位: 万平方米) .....	26
图 38: 十大城市:商品房月度去化比例 .....	26
图 39: 一线城市商品房可售和成交面积 (单位: 万平方米) .....	27
图 40: 一线城市商品房月度去化比例 .....	27
图 41: 二线城市商品房可售和成交面积 (单位: 万平方米) .....	27
图 42: 二线城市商品房月度去化比例 .....	27
图 43: 上海、东莞、无锡、郑州新房月度成交均价 (单位: 元) .....	28
图 44: 上海、东莞、无锡、郑州新房月度成交面积 (单位: 万平方米) .....	28
图 45: 上海、东莞、无锡、郑州新房月度成交金额 (单位: 万元) .....	29
图 46: 我国房屋住宅施工、新开工、竣工、销售面积 (单位: 万平方米) .....	29
图 47: 房地产开发企业个数 (单位: 个) .....	30
图 48: 我国个别省份与直辖市房地产开发企业个数 (单位: 个) .....	30
图 49: 房地产开发企业负债总计 (单位: 亿元) 和负债率 (%) .....	31
图 50: 全国住房开发贷款余额 (单位: 亿元) .....	31
图 51: 住宅房地产开发公司销售费用率 (单位: %) .....	31
图 52: 绿地控股中介费用率 (单位: %) .....	31
图 53: 我国新兴业务和服务市场规模 (单位: 百万元) .....	31
图 54: 贝壳新兴业务和服务交易额和全国市占率 (单位: 百万元) .....	32
图 55: 贝壳新兴业务和服务收入和提佣率 (单位: 百万元) .....	32
图 56: 我国房地产新兴业务和服务市场规模 (单位: 万亿元) .....	33
图 57: 个别 A 股家居装修上市公司销售费用率 (单位: %) .....	33
图 58: 个别港股家居装修上市公司销售费用率 (单位: %) .....	34
图 59: 地产中介在家居装修行业的潜在收入空间 (单位: 千亿) .....	34
图 60: 设计服务面临的难点与痛点 .....	35
图 61: 云展厅概念图 .....	35
表 1: 贝壳股权结构表 (截至 2020 年 8 月 12 日) .....	6
表 2: 贝壳门店组成与中介组成 .....	7
表 3: 贝壳主要成本 .....	9
表 4: 贝壳二手房链家与合作方拆分 (单位: 亿元) .....	22

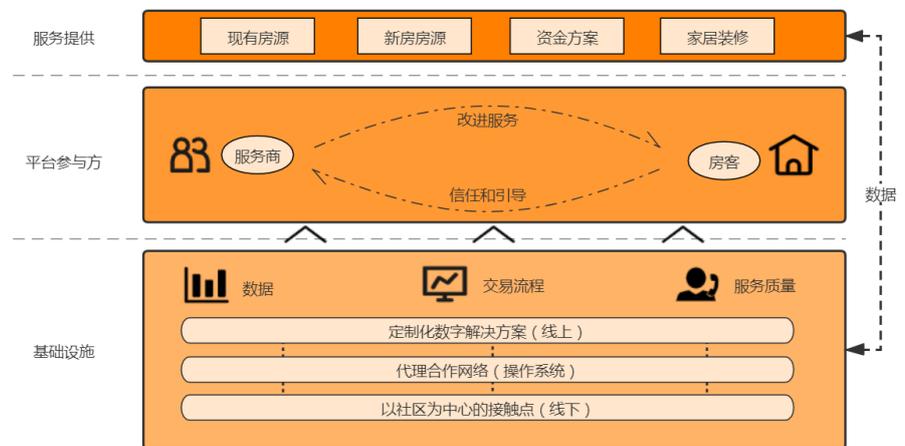
## 1. 贝壳：中国线上线下一体化住房中介服务龙头

### 1.1. 贝壳找房已成为国内领先的品质居住服务平台

贝壳找房已成为国内领先的品质居住服务平台。公司前身北京链家创立于 2001 年，为国内房地产经纪行业龙头品牌；2015 年合并德佑，其后通过子品牌特许经营模式迅速扩大平台功能与服务范围，确立行业优势地位；2018 年升级为贝壳找房，进一步拓展经营业务，扩大品牌覆盖广度。截止 20 年，贝壳全年总交易额 (GTV) 3.5 万亿元，总计门店数量 4.69 万家，Q4 月活跃用户数达 4818 万人。

公司的核心业务由经纪平台“链家”与交易平台“贝壳”两方面构成。通过强调门店与互联网平台的相互联系，贝壳打通线上线下间的空间与信息壁垒，以发挥品牌在数据洞察与经营经验上的累积优势。目前公司的业务范围已全面囊括新房交易、二手房交易与房产金融服务、房屋装修服务等一系列其他新型业务。

图 1：公司主要业务



资料来源：贝壳招股书，天风证券研究所

公司发展历经链家初创、线上转移、业务优化与上线贝壳四个时期。初创时期，公司探索业务创新，首家推出了“阳光交易”的透明化交易模式。链家在线上上线后，公司通过产业与平台结合的方式，打通线上下交易的壁垒，确立行业领先优势。此后链家在线升级为链家网，公司通过并购与战略合作等方式，迅速扩大业务覆盖范围。贝壳找房上线后，公司发挥产业领先地位的累积优势，开始布局向房地产行业互联网巨头的转变。

图 2：公司发展历程



资料来源: 链家官网、贝壳官网、新华网、证券时报网、天风证券研究所

## 1.2. 创始人对公司拥有绝对控制权

**创始人具有绝对控制权。**上市后, 左晖持有 42.4% 股权, 与 82.8% 投票权, 管理层整体持有 46.2% 股权, 与 84.0% 投票权。机构方面, 腾讯持有 12.1% 股权与 3.6% 投票权, 软银持有 9.3% 股权与 2.8% 投票权, 高瓴持有 5.2% 股权与 1.6% 投票权。公司控制权由创始人左晖与公司管理层完全掌握。

表 1: 贝壳股权结构表 (截至 2020 年 8 月 12 日)

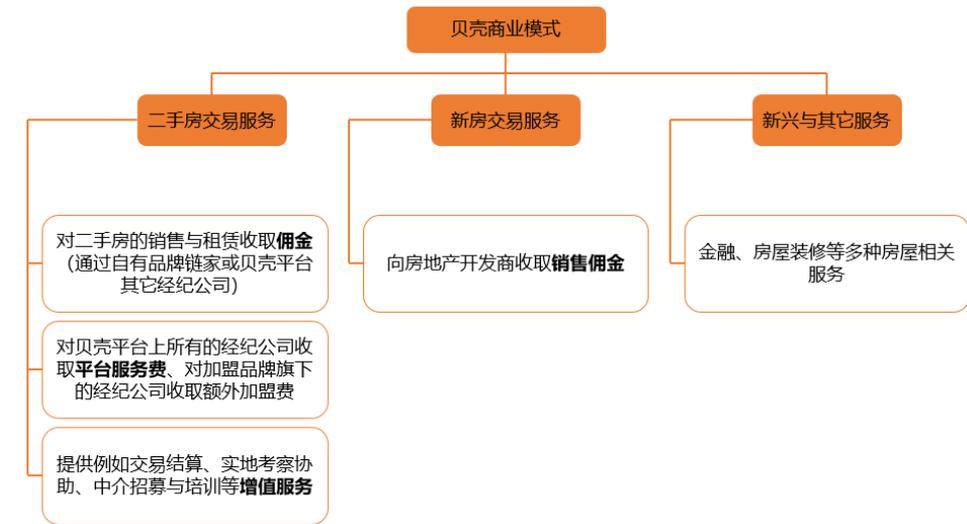
	普通 A 类股	普通 B 类股	股权比例	投票权比例
<b>管理层</b>				
左晖	547,348,915	885,301,280	42.4%	82.8%
彭永东	110,116,275	—	3.3%	1.0%
单一刚	47,777,775	—	1.4%	0.4%
徐万刚	54,272,705	—	1.6%	0.5%
包凡	115,926,065	—	3.4%	1.0%
管理层整体	676,432,875	885,301,280	46.2%	84.0%
<b>机构</b>				
Propitious Global Holdings Limited	—	885,301,280	26.2%	78.0%
腾讯系	410,842,111	—	12.1%	3.6%
软银系	313,596,495	—	9.3%	2.8%
高瓴系	176,255,685	—	5.2%	1.6%

资料来源: 贝壳招股书、天风证券研究所

## 1.3. 交易额和营收快速增长, 新房业务贡献最大

贝壳的收入主要来自三个板块: 二手房交易、新房交易、新兴与其他服务。按照类别来看主要分为 1) 佣金: 公司通过自有品牌链家或平台其他的经纪公司, 促成房屋交易或租赁, 而向交易方收取佣金; 2) 平台费: 向平台上的经纪公司收取平台费或加盟费; 3) 其他: 房产交易后市场服务。

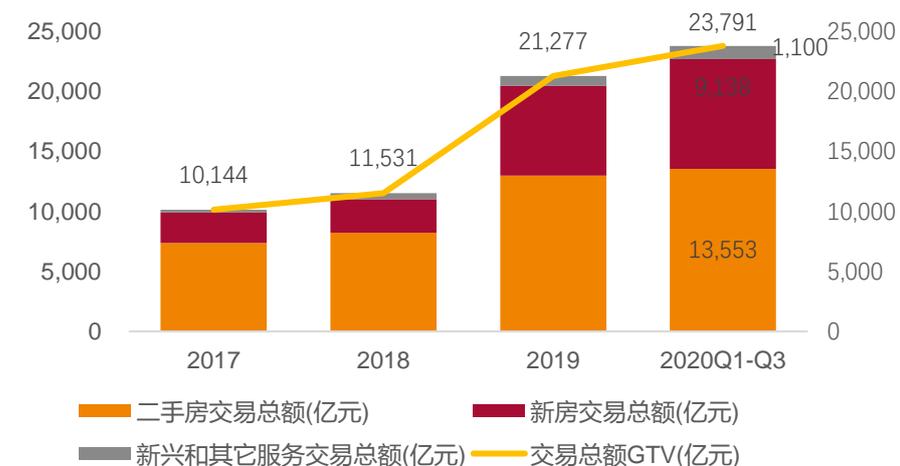
图 3：贝壳商业模式



资料来源：贝壳招股书，天风证券研究所

得益于平台模式带来的规模化效应和新房业务的快速发展，贝壳近年来 GTV 快速增长。2018-2020Q1-Q3 (9 个月)，公司 GTV 分别为 11,531 亿/21,277 亿/23,791 亿元，同比增长分别为 13.7%/84.5%/87.2%。其中，新房交易规模增长较快，2018-2020Q1-Q3 (9 个月) 同比增长分别为 11.2%/166.2%/105.7%。

图 4：贝壳交易规模 GTV 及构成



资料来源：贝壳招股书，财报，天风证券研究所

**链家自营门店和经纪人数量维持稳定，平台加盟的门店和经纪人数量迅速扩张。**

从门店数来看，2017-2019 年平台合作与加盟门店从 89 间增长至 29592 间；2017-2020 年总门店数从 8030 间增长至 46946 间，增长迅速。随着门店的快速增长，每个门店的成本不断摊薄，从 2017 年的 44.13 万元减少至 2020 年的 6.83 万元。

从中介人数来看，2017-2019 年平台合作与加盟中介人数从 700 人增长至 23.28 万人；2017-2020 年总中介人数从 12.02 万人增长至 49.31 万人。我国房地产中介人员约 200 万人，贝壳的中介人员市占率提升迅速，从 2017 年的 6.01% 增长至 2020 年的 24.65%，意味着全国几乎四分之一的中介与贝壳相关联，覆盖房源与服务范围广阔。

表 2：贝壳门店组成与中介组成

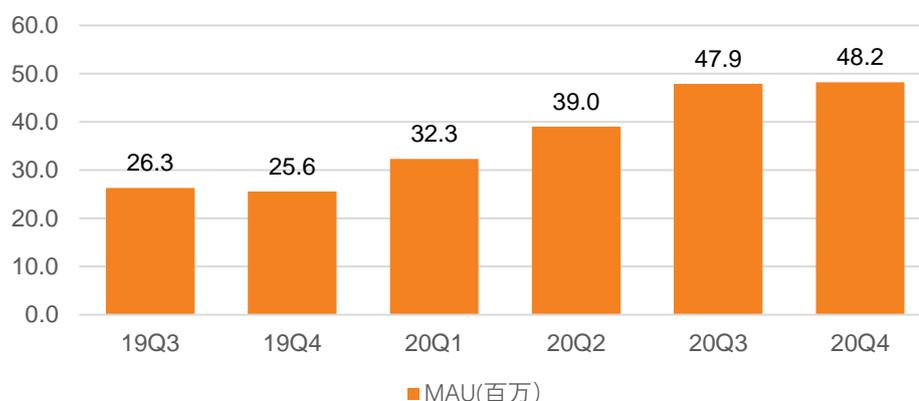
	2017	2018	2019	2020
链家店	7941	7673	7922	-
合作店	89	8136	29592	-

总门店数	8030	15809	37514	46946
新增门店		7779	21705	9432
门店支出(百万元)	3,544	3,400	3,078	3,207
单个门店成本(万元)	44.13	21.51	8.20	6.83
链家人数	119,514	102,674	124,880	-
合作人数	700	60,900	232,800	-
总中介人数	120,214	163,574	357,680	493,088
中介市占率	6.01%	8.18%	17.88%	24.65%

资料来源: Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

贝壳 APP 的活跃用户增长迅速,从 2019 年 Q3 的 2630 万 MAU 增长至 2020 年 Q4 的 4820 万 MAU。

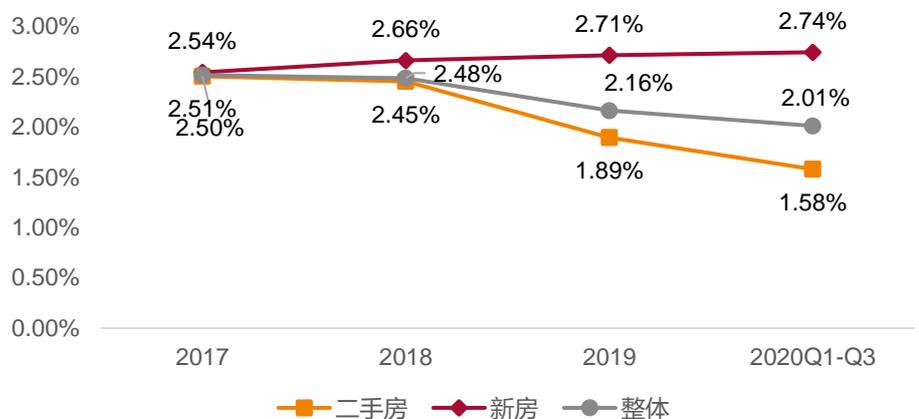
图 5: 贝壳 APP 分季度月活跃用户 (单位: 百万 MAU)



资料来源: Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

对房屋(新房、二手房)交易收取佣金是贝壳平台收入的核心。2017-2020Q1-Q3, 平台二手房的佣金率逐渐下降,从 2.50% 下降到 1.58%, 主要是因为加盟的三方经纪品牌佣金率低于链家自营; 而平台新房佣金率呈上升趋势,从 2.54% 提高到 2.74%, 我们认为主要是由于开发商对新房去库存的迫切需求, 尤其是 2020 年下半年房地产“三条红线”更加快了去库存以回款的进程。

图 6: 贝壳平台佣金率 (收入/GTV)



资料来源: 贝壳招股书, 财报, 天风证券研究所

自从 2018 年 4 月公司由房产中介链家转型为平台型公司后, 公司营收迅速增长。公司 2018/2019/2020Q1-Q3 营收分别为 286.5 亿/460.1 亿/478.1 亿元, 同比增长分别为 12.3%/60.6%/51.1%。

收入构成来看，新房交易逐渐取代二手房交易成为公司最大收入来源。从 2019 年开始新房交易收入占比迅速提高，由 2017 年的 25.2% 逐年提高到 2020Q1-Q3 的 52.4%，在 2020 年营收贡献已超过二手房交易；而二手房交易收入占比由 2017 年的 72.4% 逐年下降至 2020Q1-Q3 的 44.8%。新兴与其他服务收入占比维持相对低位，2020Q1-Q3 占比 2.8%。

图 7：贝壳营收及增长情况

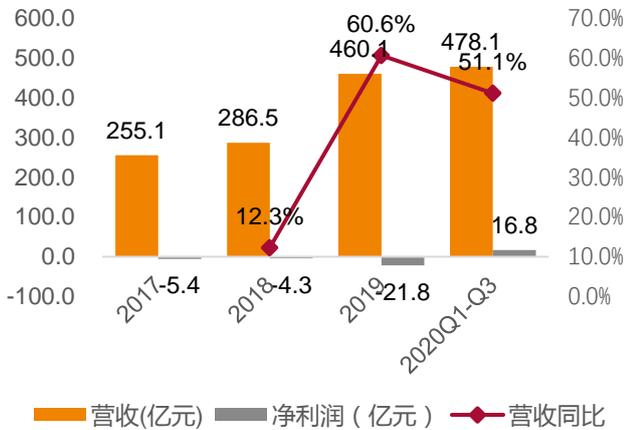
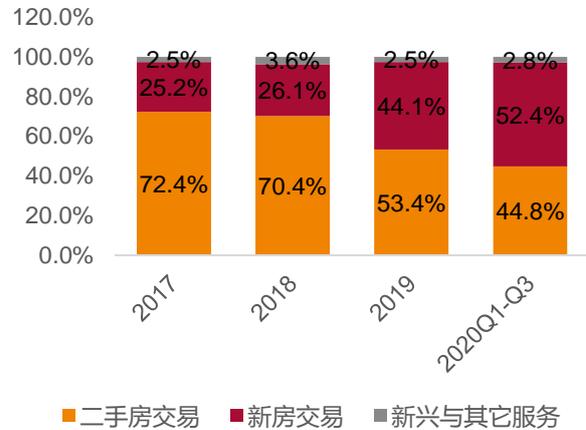


图 8：贝壳收入结构



资料来源：贝壳招股书，财报，天风证券研究所

资料来源：贝壳招股书，财报，天风证券研究所

公司的成本主要为贝壳支付给经纪人的佣金。从佣金支付比率来看，贝壳平台支付给链家三方经纪渠道佣金有明显差距。按照支付佣金/GTV 比率来看，2018-2020H1，贝壳支付给自营链家经纪人的均高于支付给三方经纪人的佣金/GTV 比率，分别为 1.7%/1.8%/1.8%和 0.8%/1.1%/1.1%。

表 3：贝壳主要成本

支付给经纪人的佣金/GTV	2018	2019	2020H1
支付给链家经纪人的佣金/GTV	1.7%	1.8%	1.8%
支付给第三方经纪人的佣金/GTV	0.8%	1.1%	1.1%
支付给链家经纪人的佣金(亿元)	158	194	99
支付给第三方经纪人的佣金(亿元)	14	112	84

资料来源：贝壳招股书，天风证券研究所

公司毛利率逐步提高，稳定在 24%-25% 左右。2018/2019/2020Q1-Q3，公司毛利分别为 68.7 亿/112.7 亿/114.4 亿元，毛利率分别为 24.0%/24.5%/23.9%。

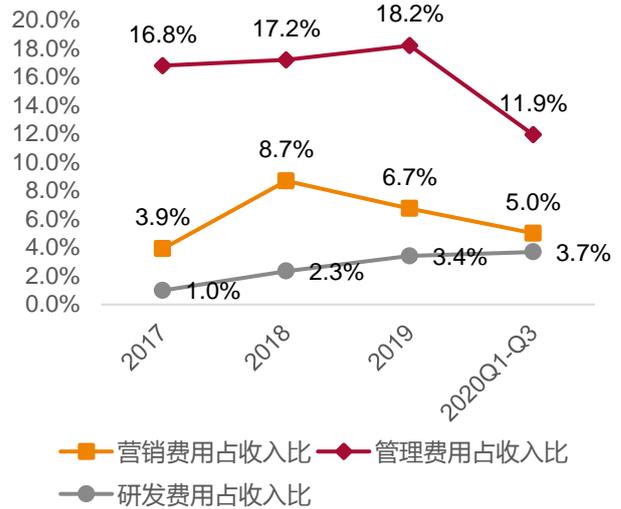
扣除股权激励费用、收购产生的无形资产摊销、公允价值计量的长期投资/应收账款/或有对价的公允价值变化以及上述调整的税收影响的后，2018/2019/2020Q1-Q3 公司调整后净利润分别为 1.3 亿/16.6 亿/37.2 亿元，调整后 EBITDA 分别为 6.1 亿/29.2 亿/48.4 亿元

图 9：贝壳毛利情况

图 10：贝壳费用情况



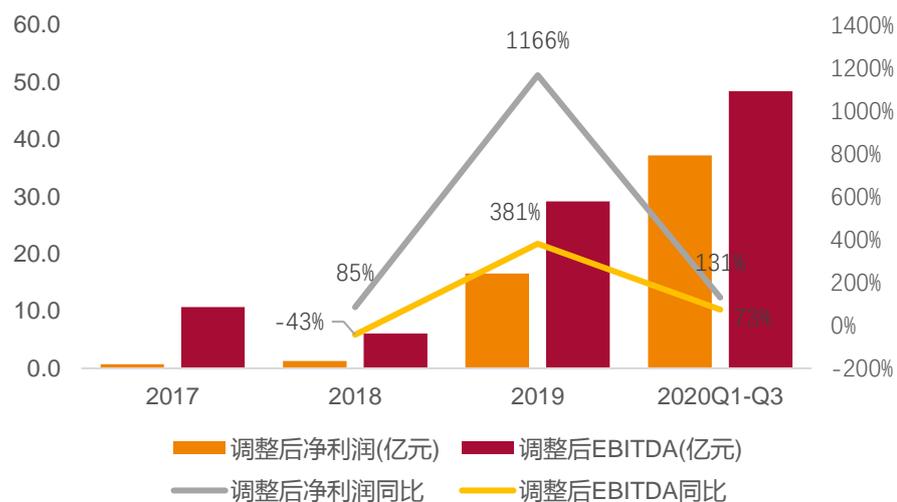
资料来源：贝壳招股书，财报，天风证券研究所



资料来源：贝壳招股书，财报，天风证券研究所

公司运营费用包括管理费用、营销费用和研发费用。**研发费用比重逐年上升，营销费用比重有所降低。公司持续投入优化技术基础设施、VR 看房系统、金融解决方案**，研发费用占收入比呈上升态势，由 2017 年 1% 提升到 2020Q1-Q3 的 3.7%；营销费用占收入比自 2018 年逐年下降，由 2018 年 8.7% 下降至 2020Q1-Q3 的 5%。

图 11：贝壳调整后净利润及 EBITDA 情况



资料来源：贝壳招股书，财报，天风证券研究所

## 2. 我国房地产行业有望线下线上协同稳步发展

### 2.1. 我国民用住宅市场体量大趋势好

根据 CIC 报告数据显示，以 GTV、二手房和新房销售和住房租赁的交易量计算，在 2019 年，中国的住房市场是世界上最大的，从 2000 年的 0.5 万亿元增长至 2019 年的 22.3 万亿，预计到 2024 年将以 6.6% 的复合年增长率进一步增长至 30.7 万亿元，市场空间广阔。

**城市化的不断提升：**2019 年中国城市化率达到 60.6%，预计到 2030 年将提高至 70% 左右，新增至少 1.5 亿城市人口，预计将提升住房需求，进一步推动房地产发展。

**优质住房的需求：**截至 2019 年 12 月 31 日，中国城镇现有住宅近 20% 是 1990 年以前建造的，很多都维护不善或存在质量问题。此外，约 15% 的家庭与他人共用厨房等公共功能室。预计到 2024 年，城镇居民人均可支配收入将以 7.7% 的复合增长率提升至约 6.14 万元。中

国消费者逐渐从单纯拥有一套住房转向拥有优质的住房和升级居住条件。根据 CIC 问卷数据显示，过去两年中国约有 25% 的房屋成交是出于住房升级的动机，尤其是一线城市的比例为 39.7%。

**稳定的政策环境：**2016 年以来，政府强调“房住不炒”，抑制市场投机行为。政府将继续实行“因地制宜，因城施策”，有望引导市场向着更加稳定的方向稳步发展。

图 12：中国房地产市场 GTV，2014-2024E（单位：万亿元）



资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

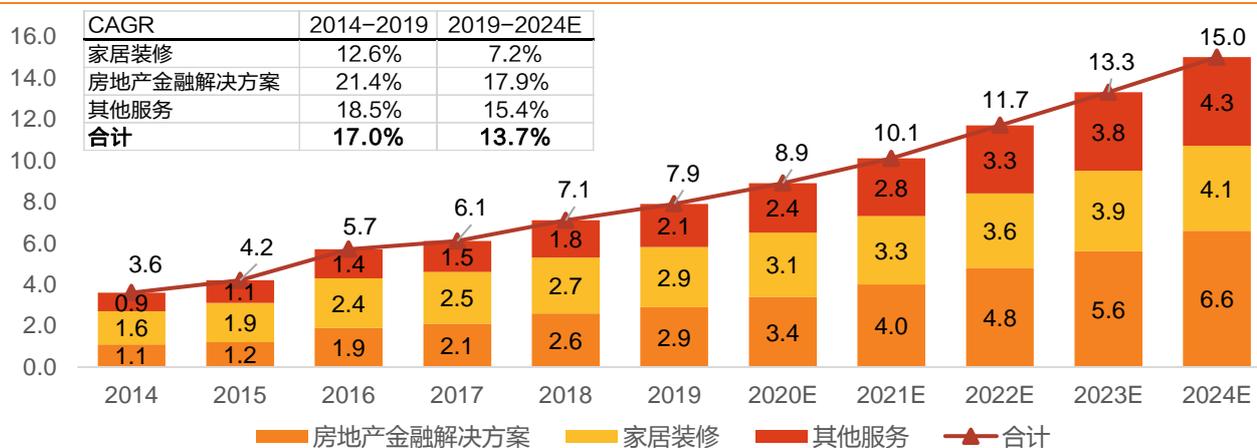
## 2.2. 房屋相关服务的需求不断增加

根据 CIC 报告数据显示，中国住房交易量以及人们对品质生活需求的增长为房屋相关服务提供了潜在机会，如装修、房地产金融解决方案等。中国房屋相关服务的市场规模在 2019 年约 7.9 万亿元，预计 2024 年将增至约 15.0 万亿元。

**装修市场**，定义为装修二手房和新房的总支出，预计将从 2019 年的 2.9 万亿元增长至 2024 年的 4.1 万亿元。

**房地产金融解决方案市场**主要包括过户、新房佣金垫付、房屋资产贷款、个人代理商贷款、店长流动资金贷款、房屋装修贷款和租金贷款。随着租客和中介公司的需求增加，房地产金融解决方案市场规模预计将从 2019 年的 2.9 万亿元增长至 2024 年的 6.6 万亿元。

图 13：中国房屋相关服务市场 GTV，2014-2024E（单位：万亿元）



资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

## 2.3. 二手房流通率稳步提升

经过 20 多年的快速发展，截至 2019 年 12 月 31 日，中国住宅房地产市场累计成交建筑面积约 339 亿平方米。大量的现房叠加人口流入以及城区土地的限量供应预计将提升现房销售和房屋租赁。

**从二手房交易来看：**现房的平均住房周转率，定义为现房销售数量除总现房数量，在 2019 年为 1.1%，而美国约为 3.8%。而 2019 年美国的 600 万套成交住房中，约 88.3% 是二手房，而中国只有 23.8%，中国二手房销售具备很大潜力。

2019 年，中国 19 个城市的二手房成交数已超过新房，北京的二手房销量约占总销量的 69.3%。相比较下，根据“浙江在线·住在杭州网”数据显示，杭州在 2020 年的新房成交量为 15 万套，二手房成交量为 10 万套，二手房销售渗透率为 40%，相比北京仍有很大的增长空间。

预计二手房销量的占比将继续保持增长，从 2019 年的 23.8% 有望上升到 2024 年的 34.7%。

**从租房市场来看：**相对高的住房价格使得租赁在中国的城镇，尤其在一线城市，成为更经济实惠的方案。2019 年，约有 13.3% 的人选择租房，预计到 2024 年将增加至 14.9%。

**从新房市场来看：**新房销售 GTV 从 2000 年的 0.3 万亿元增长至 2019 年的 13.9 万亿元，预计将在 2024 年增长至 15.6 万亿元，2019 至 2024 年的年复合增长率达 2.3%。

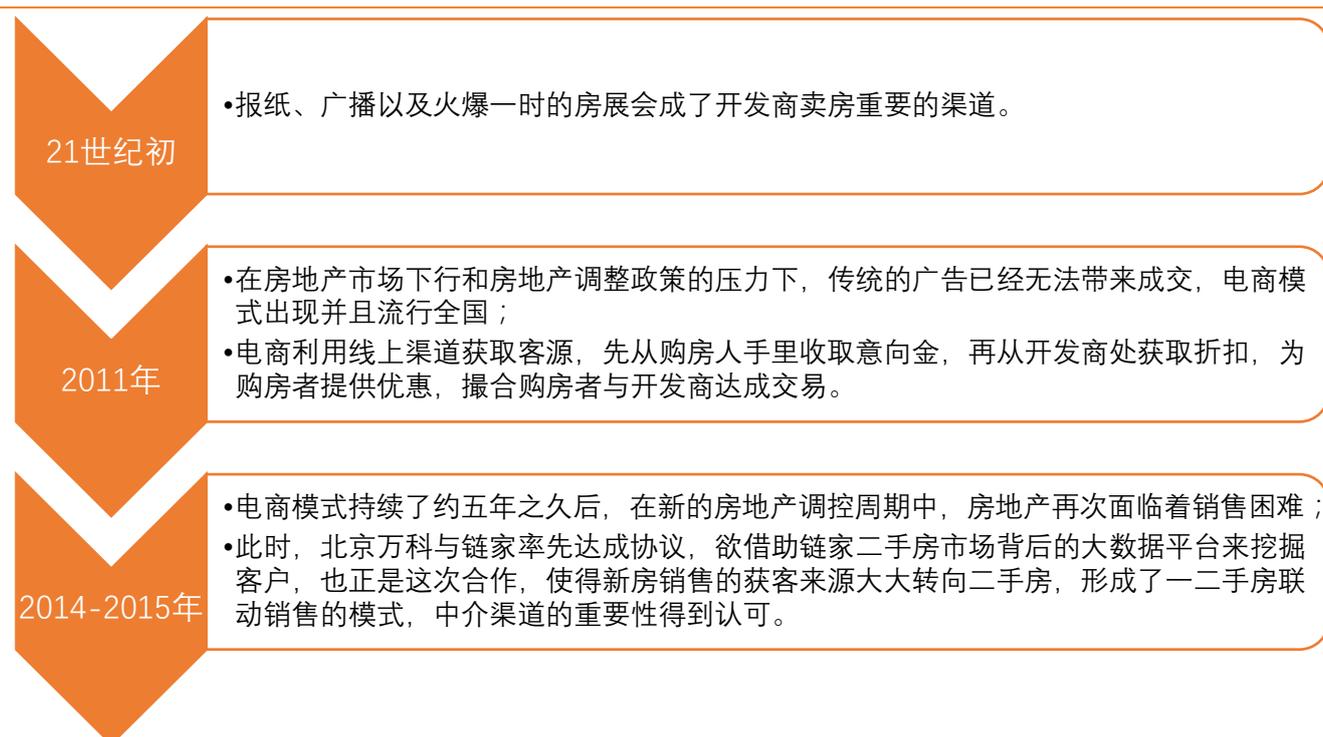
## 2.4. 中介渠道快速崛起

### 2.4.1. 中介渠道重要性不断提升：从代理到电商到渠道的发展历程

房地产销售需要营销渠道，由产品、价格、渠道、推广组成。我国新房市场主要分两种营销渠道，一是自产自销，营销主体是开发商；二是委托代理，营销主体是从事楼盘销售的中介机构，从房地产开发商处收取渠道费。

直销模式的优点是开发商自控自营，掌握一手客源消息，进而掌控利润空间和价格幅度，但是劣势是直销需要更多的人力和物力成本；而引入中介机构的优点是精准营销，而劣势是需要通过渠道获取客源，并且渠道费减少了开发商自身利润。

图 14：从自销到渠道，中介渠道重要性彰显

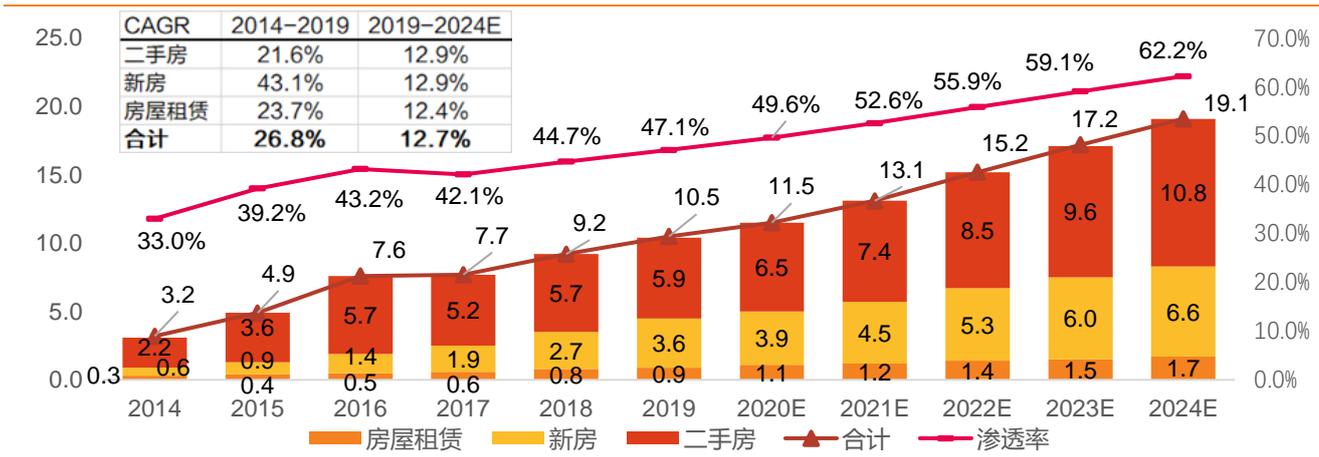


资料来源：楼盘网、天风证券研究所

### 2.4.2. 中介渠道重要性不断提升：渠道渗透率快速提升，收入快速增长

根据 CIC 报告数据显示，中国通过中介销售和租赁的房屋总价值从 2014 年的 3.2 万亿元增至 2019 年的 10.5 万亿元，预计 2024 年将达 19.1 万亿元。从 GTV 来看，中介渗透率，包括二手房和新房及租赁，从 2014 年 33.0% 增长至 2019 年 47.1%，预计 2024 年增长至 62.2%。其中，二手房市场通过中介的销售额有望从 2019 年的 5.9 万亿元增长至 2024 年的 10.8 万亿元。另一方面，预计新房中介渗透率从 2019 年的 25.5% 上升至 2024 年的 42.5%，新房市场通过中介的销售额有望从 2019 年的 3.6 万亿元增长至 2024 年的 6.6 万亿元。

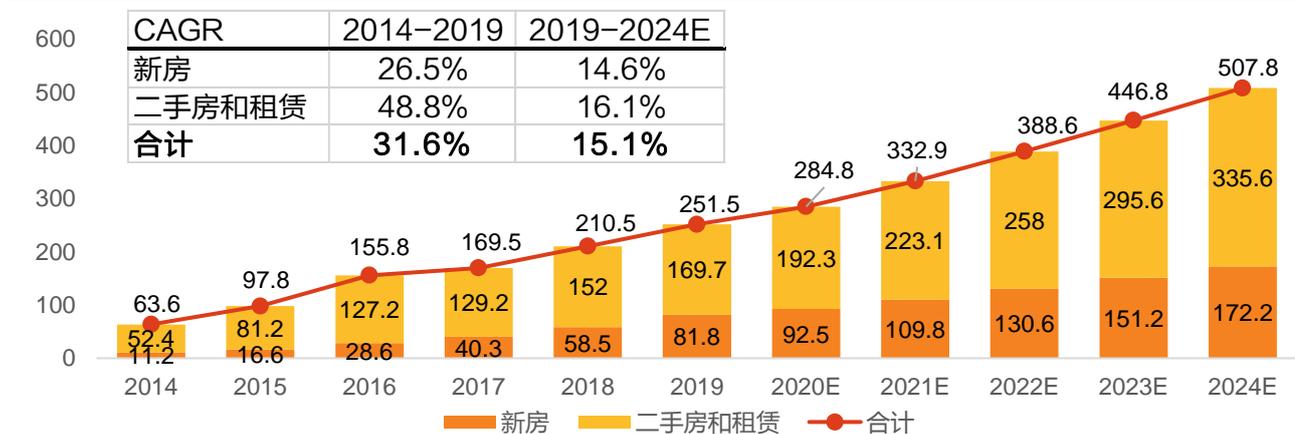
图 15：通过中介的房屋买卖与租赁 GTV，2014-2024E（单位：万亿元）



资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

随着通过中介销售和租赁的房屋渗透率和 GTV 的增加，中介服务的佣金收入也从 2014 年的 636 亿元增长至 2019 年的 2515 亿元，预计 2024 年将增长至 5078 亿元。

图 16：中国中介佣金收入，2014-2024E（单位，十亿元）



资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

**从二手房和租赁来看：**由于业务的复杂性，中国二手房销售和租赁市场的中介渗透率很高。按 GTV 计算，2019 年中国约 88.0% 的二手房销售和 54.4% 的租赁是通过中介完成。伴随着二手房销售和租赁市场的快速增长，通过中介的二手房销售和租赁 GTV 从 2014 年的 2.6 万亿元迅速增长到 2019 年的 6.9 万亿元，预计 2024 年将增长到 12.5 万亿元。

随着市场供需平衡的提升，平均销售期限延长，房屋买卖双方越来越依赖中介来提高效率。我国佣金通常由购房者支付，而愿意为中介服务付费的卖房者在不断增加。我国二手房佣金占总交易额的 1.0% 至 3.0%，随着服务质量和客户体验的提升，预计佣金率还将提升。对比美国市场，2019 年二手房佣金率约 5%。中国租房佣金通常为半个月至一个月的租金。

**从新房来看：**中国房地产开发商一般会自建团队与潜在购房者接触。随着城市群发达地区

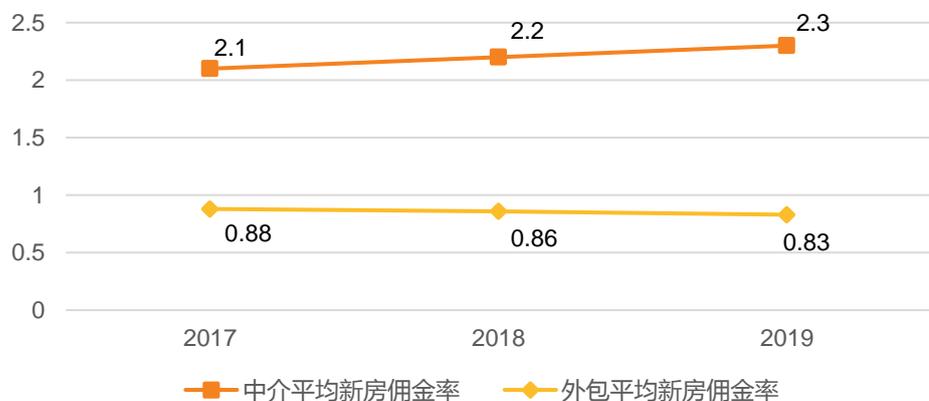
的土地供应受到限制，预计新房项目的平均规模将有所下降，使得开发商维持庞大的自建团队的经济效益降低。同时，新房项目越来越多地分布在外围地区，难以锁定在中心地区有升级需求的潜在购房者。新房市场供需的变化也使得开发商更需要高效定位和转化客户来缩短销售周期。因此，开发商越来越多地转向网络覆盖面广、客户推荐精准、转化效率高的中介机构。

我国的中介新房销售渗透率从 2014 年的 10.0% 增长至 2019 年的 25.5%，而美国 2019 年的渗透率约为 70%，提升空间大。

2019 年，通过中介的新房销售 GTV 为 3.6 万亿元。开发商外包团队费用和外部营销费用在 2019 和 2024 年分别为 448 和 1705 亿元，预计 2024 年分别为 467 和 1407 亿元。中介的新房佣金收入在 2019 年为 818 亿元，预计 2024 年将增长至 1722 亿元人民币。

随着中介在新房销售中越来越重要，中介平均新房佣金率逐年提升，2017-2019 年分别为 2.1%、2.2%、2.3%，而外包团队平均佣金率则逐年下降，2017-2019 年分别为 0.88%、0.86%、0.83%。

图 17：中介平均新房佣金率逐年提升，外包平均佣金率逐年下降（单位：%）



资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

## 2.5. 房地产交易与服务行业痛点与机遇

### 2.5.1. 我国房屋交易和服务市场仍存在多个挑战

四个挑战导致中国地产市场的低转化率和低效率。以 2018 年每个中介的二手房销售 GTV 来看，中国中介的效率仅为美国中介的约 28%。

图 18：中国房地产市场面临的四个挑战

## 行业基础设施较弱

- 缺乏类似于美国“多重上市服务”(MLS)的全行业上市房地产库存清单，可靠和真实的房源相对稀缺；
- 标准化的合作模式与服务匮乏，阻碍服务质量的提高，导致房客普遍缺乏信任，降低交易效率。

## 中介缺乏合作机制

- 截至2019年12月31日，中国约有200万中介，超过25万家中介门店，区域性且资源小的参与者众多；
- 局限于一个地域，房源和客户资源竞争激烈，没有有效机制让中介共享佣金收入，合作难，整体效率和服务质量低。

## 缺少有经验的中介机构

- 2019年中国中介的月流失率约为12%，高于美国；
- 2019年中国中介的行业经验中位数不到2年，而美国为8年；
- 2019年年龄中位数约为30岁，而美国约为55岁；
- 导致中国中介市场服务质量不稳定，效率较低，平均收入较低。

## 地产开发商缺乏有效营销方案

- 杠杆率较高的商业模式需要依赖预售收入来保证现金流；
- 平均现金比率（现金+短期债务）从2018年约2.2倍降至2019年约1.8倍；
- 销售渠道有限，现有营销服务未能更精准和更具成本效益的锁定客户，销售周期长仍然是一大难题

资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

这些房地产市场的痛点衍生出了潜在的提升空间：

图 19：中国房地产市场潜在提升空间

## 中介门店网络的规模和质量

- 中介和实体店是进入当地社区的门户，获取潜在客户的关键；
- 庞大的中介和门店网络非常重要，平台化运营能增加中介和门店粘性，能有能力满足房客不断变化的需求；
- 高效合作机制链接平台、房客与地产开发商、其他服务商。

## 品牌知名度和客户体验

- 房屋交易价值高，品牌知名度是用户选择中介机构的重要因素；
- 优秀的客户体验增加客户信任度、口碑效应和交叉销售能力，对平台客户群的增长至关重要，能更进一步提升平台价值

## 科技基础设施和数据

- 广泛的真实房源库存需要强大线下影响力和能获取全面房源信息的平台来完成；
- 平台的先进技术和数据分析能力扩大业务规模

## 丰富的服务项目和商机

- 用户越来越看重其他相关服务，如房屋装修、房地产金融方案等；
- 增值服务为平台带来庞大用户群、更多参与者，强大网络效应以及信任和联系

资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

## 2.5.2. 综合性住房交易与服务平台应运而生

住房交易和服务市场不断数字化，有效补充和优化线下运营，以更高效、安全、透明的交易流程提供更好的客户体验。房客在网上找房，虚拟现实（VR）房屋展示等新技术提高看房效率，降低实体看房成本，提升交易体验。

具有整体解决方案的线上线下一体化平台有望满足房客和服务商的需求。

平台通过中介合作机制将佣金分配透明化、角色化，跨门店、品牌的合作逐步实现，提供可靠、真实的房源和在线解决方案提高交易效率和客户体验，提供包括 SaaS 系统和培训服务等增值服务，提高中介的生产效率和整体收入，有望促进中介与平台分成。同时，平台规模上升有望带动佣金分成收入相应提高。

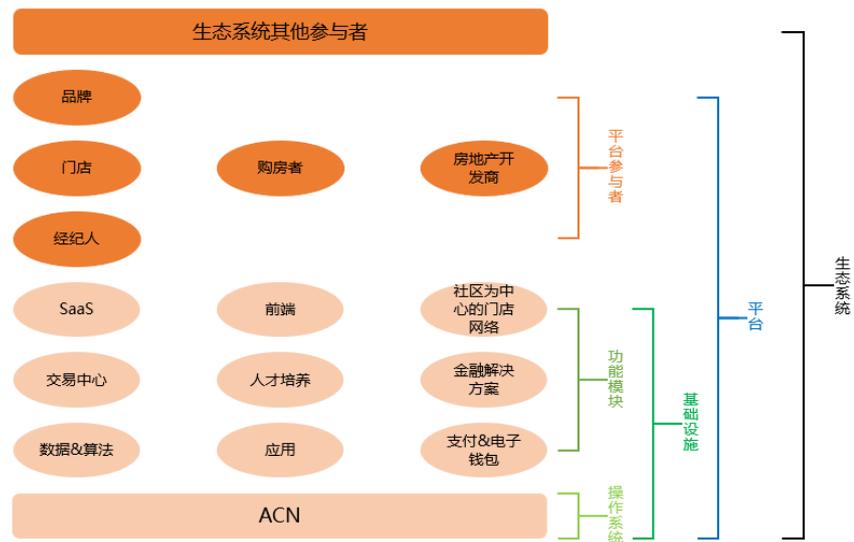
平台有望成为地产开发商更有效的渠道，利用庞大的线下门店网络发现潜在购房者，产生新房销售。根据 CIC 报告显示，预计地产开发商的销售和营销支出将有越来越多的部分支付给此类平台。

## 3. 线上线下统一协作的智能化生态系统扩大网络效应

### 3.1. 构建生态系统为各参与者赋能

贝壳将购房和租房用户、中介机构、房地产开发商以及其他参与者集成于贝壳生态系统中，为各参与方提供价值，多方利益绑定，形成具有滚雪球效应的贝壳生态系统，竞争优势明显。

图 20：贝壳生态系统



资料来源：贝壳招股书，天风证券研究所

### 1、对购房&租房客户的价值

**整合线上线下信息资源，形成房源信息方便选择。**据 CIC 报告统计，截止 2020 年 6 月 30 日，贝壳平台共收录约 2.26 亿条房源信息，包括房产的细节和实时信息、建筑平面图、虚拟展示、周边信息。

**高素质的服务团队与数字化服务。**截止 2020 年 6 月 30 日，公司共有 45.6 万名受过培训、取得专业资质证书的经纪人，能为客户提供专业化的服务。同时，运用人工智能技术与数据分析技术，公司可以根据客户的需求为他们推荐适合的经纪人。

**提供从合同签署到过户的全流程服务。**公司提供过户与保管服务解决方案，如安全支付、第三方托管、抵押服务、产权过户、过桥贷款和其它金融解决方案。

## 2、对中介机构的价值

**提供客户匹配与信息共享服务。**公司为中介机构提供客户推荐与客户匹配服务，中介机构也可以利用公司的房产列表清单。基于跨品牌、跨店铺合作，中介机构可以访问以及售卖其他中介机构上传、管理的房源。

**提供科技解决方案助力提高运营效率。**基于贝壳是由数据驱动的平台，中介机构可以线上组织、追踪交易进程，明确客户需求。同时，贝壳为中介机构提供一系列先进的解决方案与产品例如客户推荐、智能聊天、虚拟现实房源展示来**提高运营效率**。

**促进中介机构合作扩大机会。**贝壳促进交易过程中各中介机构跨品牌、店铺的合作，每个交易都会涉及多个中介机构，为中介机构安排交易中应充当的角色与任务，中介机构会有更多的机会来促成交易以及赚取稳定的现金流。

## 3、对房地产开发商的价值

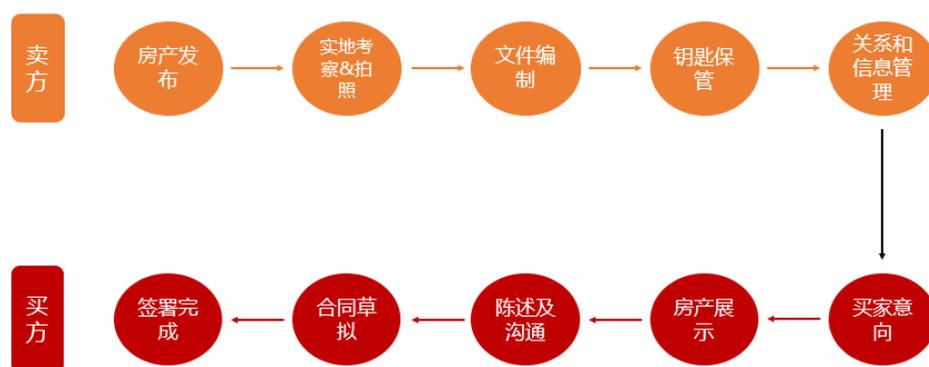
**提供市场营销渠道以缩短销售周期。**房地产开发商可以享受贝壳大量的渠道资源（链家、与贝壳合作的经纪店铺、新房销售专用渠道）。同时，贝壳也提供先进的科技，例如虚拟现实（VR）房源展示，有望促进新房销售。

**精确匹配客户。**基于人工智能技术，贝壳会部署对房源属性、客户需求了解深入的中介以达成最优化的销售结果。此技术也会为房地产开发商带来更多的潜在用户。

### 3.2. 独创 ACN 模式通过“协同+佣金分配”提升行业效率和服务质量

**ACN (Agent Cooperate Network) 模式是什么？** ACN 将一个完整的二手房交易分割成 10 个角色，包括房源录入人、房源维护人、房源实勘人、委托备件人、房源钥匙人、客源推荐人、客源成交人、客源合作人、客源首看人、交易金融顾问。模式允许多个代理商跨品牌、跨门店在一个交易中进行合作，并根据他们的角色分享佣金。通过这种方式，代理商的角色可以更加专业化。根据公司招股书披露，2019 年，在平台上完成的二手房交易中，超过 70% 涉及到 ACN 的跨店合作。

图 21：贝壳将买卖房产分为十个步骤



资料来源：贝壳招股说明书，天风证券研究所

**ACN 是升级版 MLS(Multiple Listing Service)。**我们认为贝壳的 ACN 模式相较 MLS 而言更注重深入交易的不同环节，能够紧密追踪单笔交易，强化分工协作，提高工作效率。我们认为 MLS 为经纪人提供了房源信息共享平台，卖方将房源委托给**唯一的**卖方经纪人，卖方经纪人将房源发布至 MLS 平台，最后由销售经纪人促成交易完成后，销售经纪人将与卖方经纪人分享佣金。我们认为贝壳独有的楼盘字典保证了平台上房源的唯一性，但不是独家房源，其他平台仍然可以挂牌销售这套房源。

图 22：MLS 的商业模式



资料来源：品途、天风证券研究所

我们认为，贝壳通过 ACN 将交易流程数字化并标准化，极大的减少了行业的不正当竞争，促进更频繁的跨店、跨品牌合作。通过协同工作和佣金重新分配提高整个行业的效率和服务质量，进而吸引更多经纪门店加入平台，在完善平台房源的同时扩大市场规模，形成良性闭环。

### 3.3. 线上线下多方合作的独特竞争优势

贝壳建立并规模化运营中国唯一的线上线下一体化房屋交易和服务平台，通过 ACN 模式与其他技术重构和简化房屋交易和服务，将线下和线上业务无缝整合。

图 23：线上线下一体化运营有望提升协同效益

#### 线上

- 截至2020年6月30日，覆盖103个经济活跃地区、超42,000家中介机构、超456,000个中介；
- 链家赋予公司无可比拟的专业知识和能力，赋能数百家加入贝壳平台的精选中介品牌；
- 线下门店是客户接触贝壳重要切入点，也是公司在行业内的竞争优势。



#### 线下

- 贝壳线上业务弥补线下门店短板，通过数据和技术提高效率 and 参与度；
- 线上模式旨在分享、调动资源，并让中介跟踪、管理、完成交易全流程；
- 公司为各项业务定制的技术和运营能力保持服务质量并有效扩张。



#### 线下线上协同

- 拉近公司、房客、社区，让平台的服务商获取本地市场，赢得用户信任；
- 广泛的门店覆盖让平台能够在线下积累房源信息，了解市场，为数据分析和技术提供基础，赋能门店和中介；
- 通过线上平台，用户和中介建立联系快速，通过线下实现接触与看房，提高服务效率。

资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

按 GTV 计算，贝壳在我国的市场份额（包括新房、二手房和租房）从 2018 年的 11.5% 上升至 2019 年的 19.2%。随着公司巩固线上线下协同效益，预计在我国的市场占有率将进一步提升。

### 3.4. 标准化、数据化、智能化

数字化和智能化是当下居住产业的革新方向，以技术驱动。不同于其他行业，没有两套房子是一模一样的，也没有两个人的需求是一模一样的。因此，这是一个高度非标准的行业，

要在其中实现数字化、智能化，第一步先要做到标准化，然后是数据化，最后才能实现智能化。

在标准化上，制定足够细致的标准，以规范各流程与服务是关键。例如，以二手房交易的标准化为例，贝壳把房屋信息标准定义为 433 个字段，关键流程拆分成了 10 个以上的环节，并形成合作规则与指标，才最终完成了二手房标准化。

标准化之后是数据化。贝壳在实践中持续沉淀客户、中介、房屋、交易流程等方面的多维度数据。

在标准化和数据化的基础上，将数据应用于各环节服务流程和场景，实现智能化，提升作业效率并重构用户体验。

贝壳凭借多年的数据资源和实践积累，通过标准化、数据化、智能化，应用最新的人工智能等创新技术，聚焦用户需求，构建技术赋能下的居住服务新生态，从产品的需求端提升用户体验，从产品的供给端通过赋能来实现服务品质提升。

同时，在超过 2 亿套真房源的大数据基础上，贝壳通过大数据智能推荐、交易预测、以及“VR+AI+AR”等技术创新赋能，实现居住交易服务的线上化、智能化发展，持续提升用户体验。

### 3.4.1. 专业化培训与系统性竞争造就高效标准化的交易与服务

贝壳通过线下培训和在线课程统一化、专业化的培训平台中介，通过平台治理机制和店铺资质排名系统打造系统性的竞争模式，通过 SaaS 系统铸就高效标准化的交易与服务。

图 24：贝壳将非标准化的地产交易和服务打造成标准化

专业化培训	系统性竞争	标准化交易与服务
<ul style="list-style-type: none"> <li>线下培训提高中介运营效率，为期三天的强制性入门培训+晋升培训+定制培训营；设立华侨学院和资历考试；</li> <li>线上培训通过贝壳中介学院APP，截至 2020年6月30日提供 4200多门在线音视频课程，提供直播教学与互动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>贝壳分数：代表中介业绩和服务质量，鼓励中介在平台上更加积极主动合作；</li> <li>贝壳币：通过多种方式赚取，如各类促销活动，让中介贯彻 ACN；</li> <li>信用分：鼓励诚信合作和公平竞争的机制</li> <li>店铺资质排名系统：加入平台的中介机构需遵守的标准和程序，保持最低中介人数。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>交易促进功能：提供合同模板，中介能轻松编制合同、自动填入房产信息、系统提醒、店长+法律专员确认、系统报备；</li> <li>可视化的交易管理系统：业务和服务流程全程跟踪与管理，交易完成经店长确认后将根据中介在交易中的贡献自动分配佣金。</li> </ul>

资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

### 3.4.2. 多维度的数据积累实现平台数字化转型

贝壳平台从历史房产数据积累、平台上的互动以及促成的交易中产生了大量的数据，为平台提供价值，帮助平台提供定制化的产品和服务，匹配中介与房源、房客，促进交易与实现数字化转型。

图 25：贝壳逐步实现数字化转型

### 房屋字典

- 2008年推出，截至2020年6月30日为中国最全面的房地产数据库，覆盖33个省份、332个城市、54.9万多个社区、约2.26亿个楼盘、450万张地形图、480万栋楼宇、1020万个建筑单元；
- 中介通过SaaS系统浏览房屋字典中自己城市的房屋信息，可提供新房源信息或修改，但需人工审核，并提供证据照片，确保信息准确可靠；
- 核实房源真实性，补充平台上房产信息，并根据房产数据和过往交易记录提供房产评估服务。

### 房客资料

- 根据房客浏览、互动以及交易记录等行为数据和活动信息，在客户允许下，为其建立全面的档案；
- 对档案数据进行存储、筛选、结构化和加密，以匿名的方式进行建模和分析。

### 中介建模

- 收集中介的活动数据，包括培训、业务互动和在平台上的表现，在中介允许下，为其建立数据模型，包括信用分、贝壳分数、技能培养模型、展示模型等。

### 拓扑数据

- 建立房客、中介、房源之间的拓扑关系累积大数据，包括搜索和点击、关注和保存、即时通讯、客服电话、看房等；
- 挖掘出潜在的关联特征，从而进一步优化匹配和推荐算法。

资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

## 3.4.3. 标准化和数据化助力贝壳实现智能化

### 3.4.3.1. AI 应用增强平台整体运作实力

从 AI 应用来看，贝壳对数据库结构进行优化，更适合人工智能和机器学习。基于贝壳积累收集的大量数据，公司正开发各种 AI 应用以增强平台的运作，还将部分 AI 应用提供给其他生态系统参与者。平台现有的 AI 应用主要为：智能搜索预测、用户画像个性化、贝壳严选、文字语音助手、平面图分析、真实房源监控、金融信用分析和评分。

### 3.4.3.2. 贝壳如视：VR 应用潜力十足

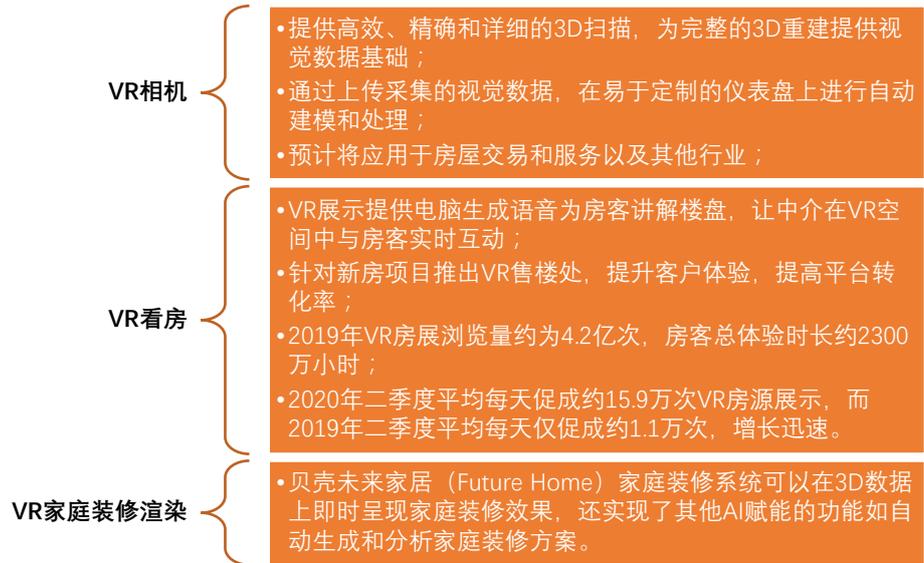
贝壳在 2015 年开始研究 VR 技术，2016 年初建立了 VR 实验室。截止 2020 年 6 月 30 日，贝壳有 160 名专业的研发人员在研究 Real See（如视）VR 技术和产品。随着房客开始在线上搜索房源，VR 看房环节的中介与房客互动也被数字化并记录，可及时用于中介的个性化培训和技能提升，还可以实时向中介提出有关房产的问题。

贝壳如视 VR 已经在改变房屋交易和服务行业的运作方式。VR 让房客远程虚拟参观楼盘，并在楼盘内移动，节省实地考察多个楼盘的时间、精力、金钱。贝壳为房客提供 3D 楼盘演练，同时按需提供中介实时讲解，推出新房 VR 售楼处，房客可以查看虚拟样板房，并与导购员一键联系。

贝壳如视 VR 使用 Unreal Engine 4 虚拟引擎，实时渲染拥有高品质的视觉体验，可媲美现代游戏画面，相比传统 VR 大幅降低虚拟现实晕眩。

截至 2020 年 12 月 31 日，贝壳拥有 911 万套房屋的 3D 空间专有 VR 数据库，并提供 AI 室内设计，让用户自主设计家具、选择室内展示品和修改房屋结构。

图 26：贝壳如视 VR 应用场景



资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

## 4. 贝壳二手房全国市占率提升迅速彰显龙头地位

### 4.1. 贝壳二手房概览

从全国二手房市场交易额来看，我国二手房市场规模稳步提升，从2017年的6万亿元增长至2020年的7.4万亿元，预计将在2022年达到9.5万亿元，2017-2022年均复合增长9.63%，潜在空间十分广阔。

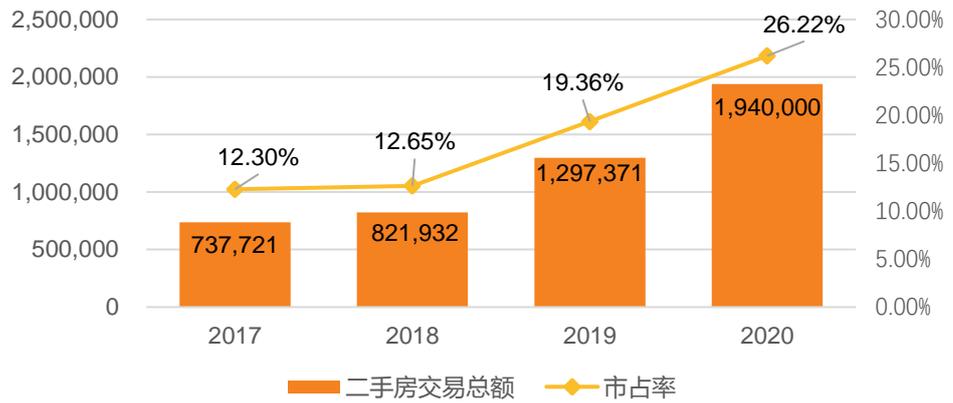
图 27：我国二手房市场规模（单位：百万元）



资料来源：Wind、贝壳招股书、贝壳2020年Q4季报、天风证券研究所

贝壳二手房交易额和全国市占率快速提升，从2017年的7377亿元增长至2020年的19400亿元，年均复合增长38.03%，在我国的市占率从2017年的12.30%增长至2020年的26.22%，意味着在2020年里四分之一的二手房交易是通过贝壳完成的。

图 28：贝壳二手房交易额和全国市占率（单位：百万元）



资料来源：Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

贝壳二手房收入稳步提升，整体提佣率缓慢下降。收入端来看，贝壳从 2017 年的 185 亿元增长至 2020 年的 306 亿元，年均复合增长 18.30%；提佣端来看，贝壳整体提佣率从 2017 年的 2.50% 下降至 2020 年的 1.58%。

图 29：贝壳二手房收入和提佣率（单位：百万元）



资料来源：Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

二手房提佣率的下降主要是因为贝壳大力发展 ACN 网络，通过加盟与平台合作的方式快速扩展自身市场占有率，因此，加盟与平台合作的交易额与收入增长十分迅速。

从交易额来看，通过链家的二手房交易额从 2018 年的 7840 亿元增长至 2020 年的 10119 亿元，年均复合增长 13.61%；而通过加盟与平台合作的交易额从 2018 年的 380 亿元增长至 2020 年的 9281 亿元，年均复合增长 394.20%。

从收入来看，通过链家的二手房收入从 2018 年的 200 亿元增长至 2020 年的 276 亿元，年均复合增长 17.59%；而通过加盟与平台合作的二手房收入从 2018 年的 2 亿元增长至 2020 年的 30 亿元，年均复合增长 293.24%。

从提佣率来看，链家自营的提佣率稳步增长，从 2018 年的 2.55% 增长至 2020 年的 2.73%；而加盟与平台合作的提佣率缓慢下降，从 2018 年的 0.51% 下降至 2020 年的 0.32%。

我们预计未来贝壳将继续快速通过加盟与平台合作的方式来拓展自身在全国的市占率。

表 4：贝壳二手房链家与合作方拆分（单位：亿元）

	2018	2019	2020
二手房链家 GTV	7840	8553	10119
二手房链家收入	200	230	276
链家提佣率	2.55%	2.69%	2.73%

二手房合作 GTV	380	4421	9281
二手房合作收入	2	15	30
合作方提佣率	0.51%	0.35%	0.32%

资料来源：Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

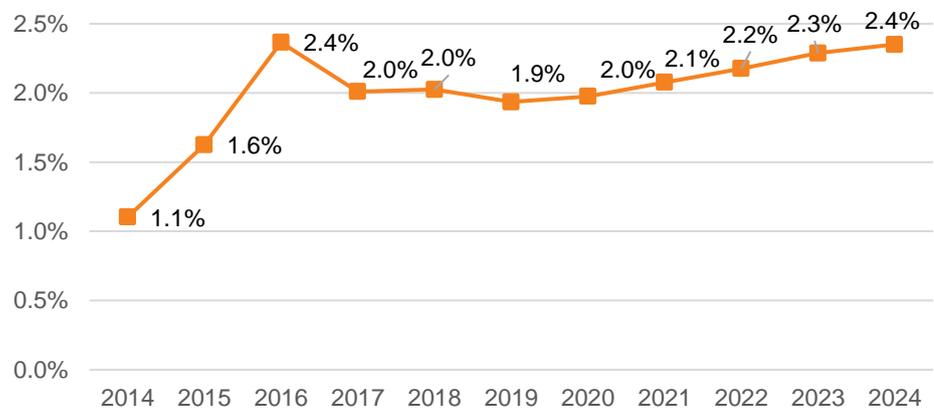
## 4.2. 二三线城市二手房在全国市占率中提升带动二手房市场流通率增长

### 4.2.1. 我国二手房市场流通率稳步提升

我国 2014 年房地产存量总资产为 236 万亿元，二手房交易额为 2.6 万亿元，二手房流通率达 1.1%；截至 2020 年房地产存量总资产为 375 万亿元，二手房交易额为 7.4 万亿元，二手房流通率提升至 2.0%。

根据我们测算，预计 2024 年房地产存量总资产达 511 万亿，二手房交易额达 12 万亿元，二手房流通率有望提升至 2.4%。

图 30：我国二手房流通率有望稳步提升（单位：%）



资料来源：Wind、新浪财经、贝壳招股书、天风证券研究所

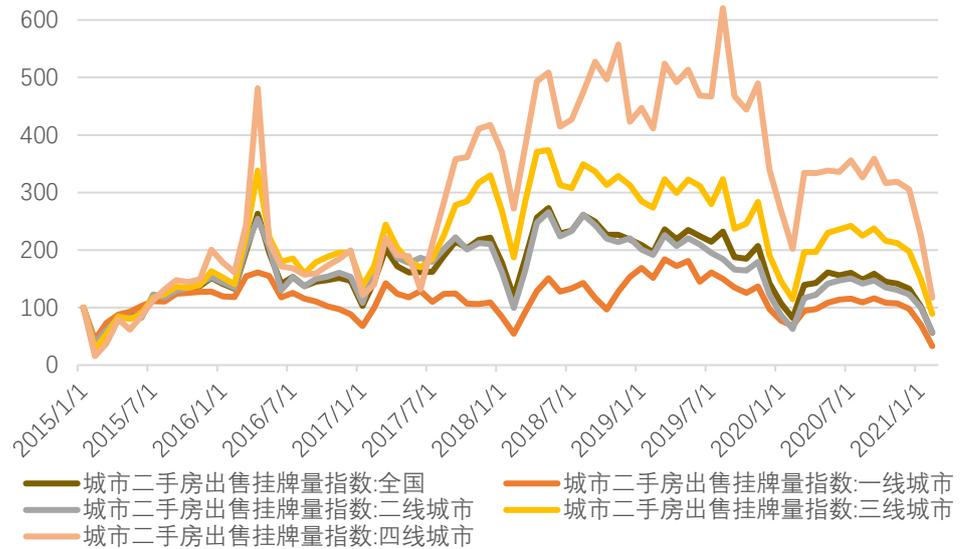
从美国房地产市场来看，二手房流通率的历史平均值大约在 5%左右，峰值曾达到 6.5%，中国二手房流通率仍有一定的增长空间。

### 4.2.2. 从出售挂牌量与价看未来二手房流通率

从我国的一、二、三、四线城市的城市二手房出售挂牌量可以看出，二、三、四线城市的城市二手房流通率高于一线城市，而一线城市的城市二手房价格增速高于二、三、四线城市。

以 2015 年 1 月的城市二手房出售挂牌量为基数 100，截至 2021 年 2 月，全国城市二手房出售挂牌量为 56.34，其中一线城市为 32.94，二线城市为 56.99，三线城市为 88.79，四线城市为 117.10，四线城市的城市二手房流通率相对 2015 年有一定增长。

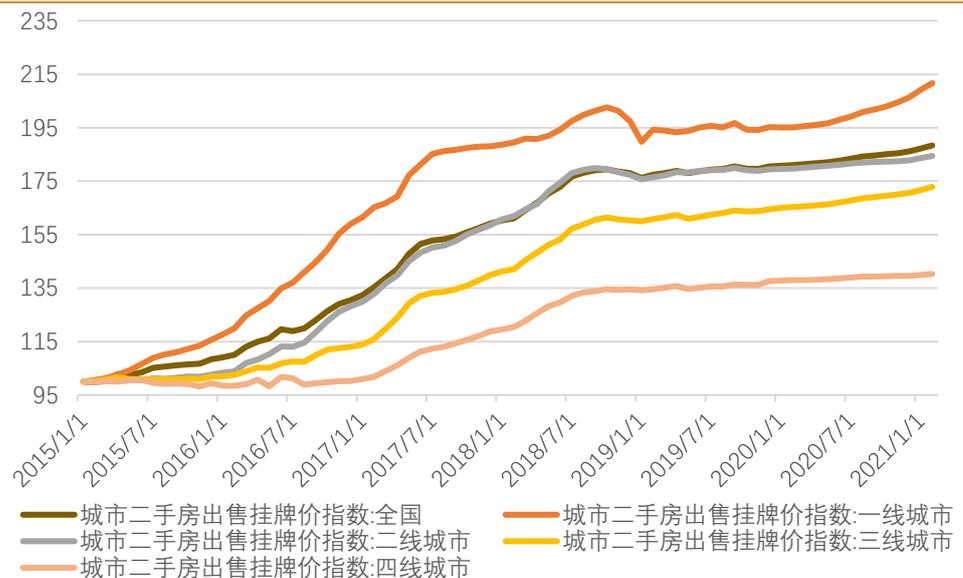
图 31：二手房出售挂牌量指数



资料来源: Wind、天风证券研究所

以 2015 年 1 月的城市二手房出售挂牌价为基数 100，截至 2021 年 2 月，全国城市二手房出售挂牌价为 188.4，其中一线城市为 211.72，二线城市为 184.47，三线城市为 172.9，四线城市为 140.3，各线城市的城市二手房出售挂牌价相对 2015 年均出现上涨，一线城市翻倍有余。

图 32: 城市二手房出售挂牌价指数



资料来源: Wind、天风证券研究所

预计在未来我国的二手房市场中，二、三、四线城市二手房交易市场将逐渐发力，有望成为提高二手房市场流通率的主力。

## 5. 新房全国市占率稳步提升，开发商对中介需求有望局部提升

### 5.1. 贝壳新房概览

从全国新房市场交易额来看，我国新房市场规模增速逐渐放缓，从 2017 年的 11 万亿元增长至 2020 年的 14.5 万亿元，预计将在 2022 年达到 15.5 万亿元，2017-2022 年均复合增长 7.10%，潜在空间仍然广阔。

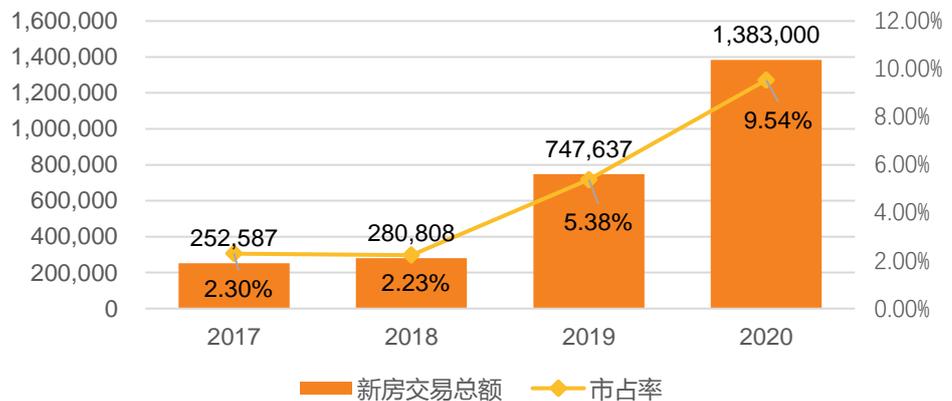
图 33: 我国新房市场规模 (单位: 百万元)



资料来源：Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

贝壳新房交易额和全国市占率增长十分迅速，从 2017 年的 2526 亿元增长至 2020 年的 13830 亿元，年均复合增长 76.25%，全国市占率从 2017 年的 2.30% 增长至 2020 年的 9.54%，意味着在 2020 年里几乎十分之一的二手房交易是通过贝壳完成的。

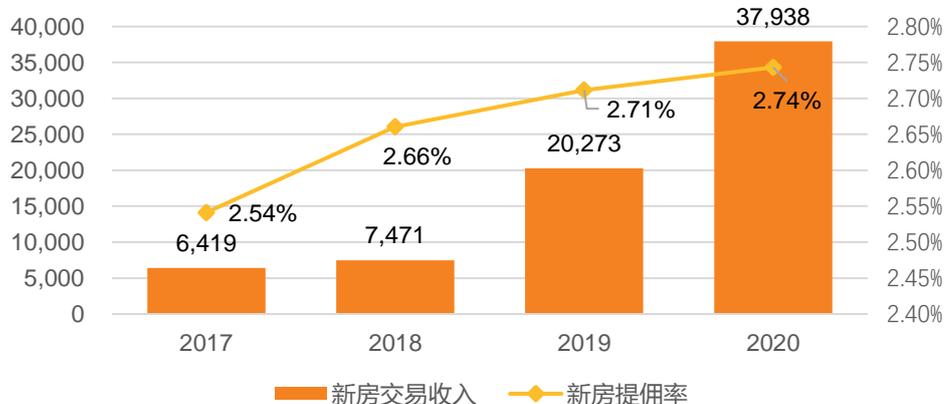
图 34：贝壳新房交易额和全国市占率（单位：百万元）



资料来源：Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

贝壳新房收入稳步提升，整体提佣率缓慢上升。收入端来看，贝壳从 2017 年的 64 亿元增长至 2020 年的 379 亿元，年均复合增长 80.80%；从提佣端来看，贝壳整体提佣率从 2017 年的 2.54% 上涨至 2020 年的 2.74%。

图 35：贝壳新房收入和提佣率（单位：百万元）



资料来源：Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

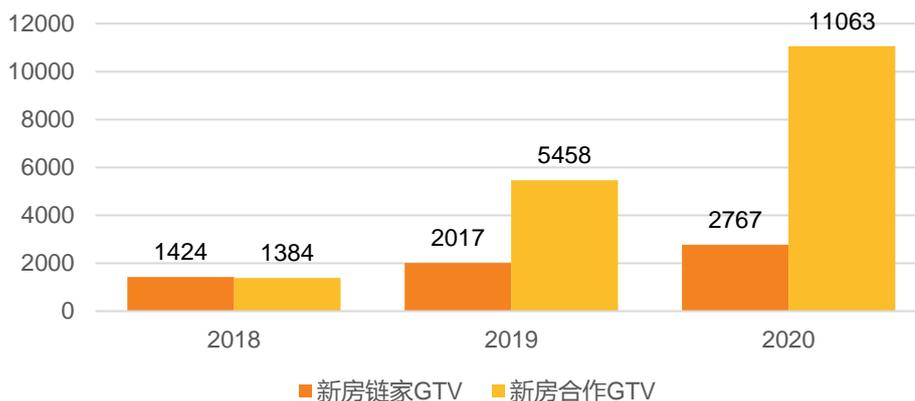
贝壳新房市场同样是通过自营的链家以及合作的加盟品牌组成，通过加盟与平台合作的方

式快速扩展自身市场占有率，因此，加盟与平台合作的交易额增长十分迅速。

从贝壳新房交易额拆分来看，通过链家完成的新房交易额从 2018 年的 1424 亿元增长至 2020 年的 2767 亿元，年均复合增长 39.40%；通过合作的加盟品牌完成的新房交易额从 2018 年的 1384 亿元增长至 2020 年的 11063 亿元，年均复合增长 182.72%。

值得重点关注的是，贝壳新房提佣率并没有因为大量加盟与平台合作而导致费率稀释，反而逐年有一定的小幅上涨。因此，我们预测贝壳的链家以及合作的加盟品牌的提佣率差距并不大且都在逐年小幅上涨。这意味着贝壳有望通过不断增加加盟与平台合作的数量来快速提升新房全国市占率和收入。

图 36：贝壳新房交易额拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

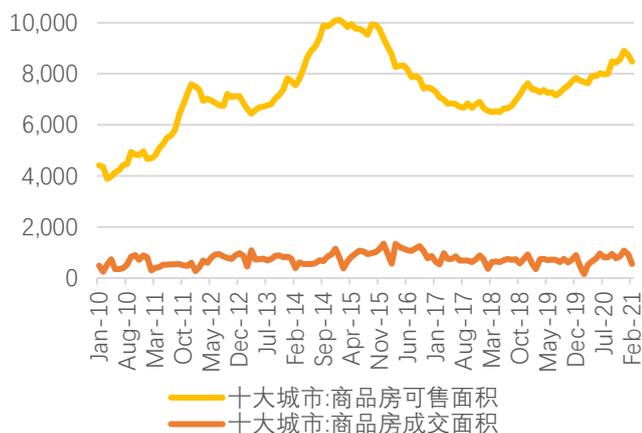
## 5.2. 总量稳定下，开发商二、三、四线新房销售或将依赖中介实现资金回笼

### 5.2.1. 二线新房去化低于一线新房，二线新房销售或存较高压力

从我国新房市场的可售面积和成交面积比例来看，新房市场的去化水平在缓步下降，新房销售存在一定的压力。

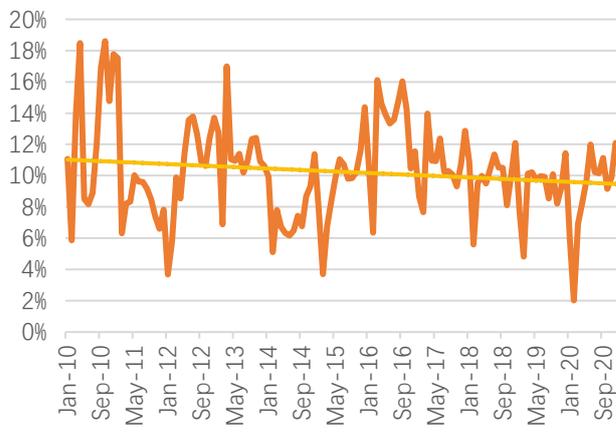
2010 年 1 月，我国十大城市的新房可售面积为 4412 万平米，成交面积为 489 万平米，占可售面积的 11%；截至 2021 年 2 月，我国十大城市的新房可售面积为 8480 万平米，相比 2010 年增长 92.22%，成交面积为 546 万平米，同比 2010 年 1 月增长 11.78%，占可售面积的 6%，相比 2010 年 1 月下降 5%。

图 37：十大城市:商品房可售和成交面积（单位：万平米）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 38：十大城市:商品房月度去化比例



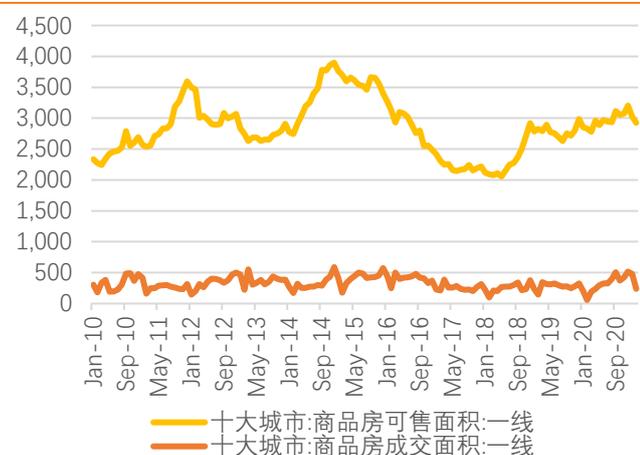
资料来源：Wind、天风证券研究所

从月度去化比率层面来看，一线城市的新房比二线城市的新房相对容易销售，但仍然存在

一定的压力。

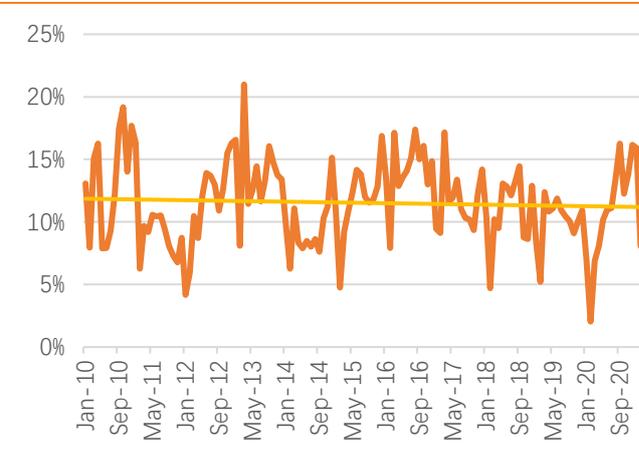
2010年1月，我国一线城市的新房可售面积为2338万平方米，成交面积为306万平方米，占可售面积的13%；截至2021年2月，我国一线城市的新房可售面积为2924万平方米，相比2010年1月增长25.10%，成交面积为237万平方米，同比2010年1月下降22.71%，占可售面积的8%，相比2010年1月下降5%。

图 39：一线城市商品房可售和成交面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind、天风证券研究所

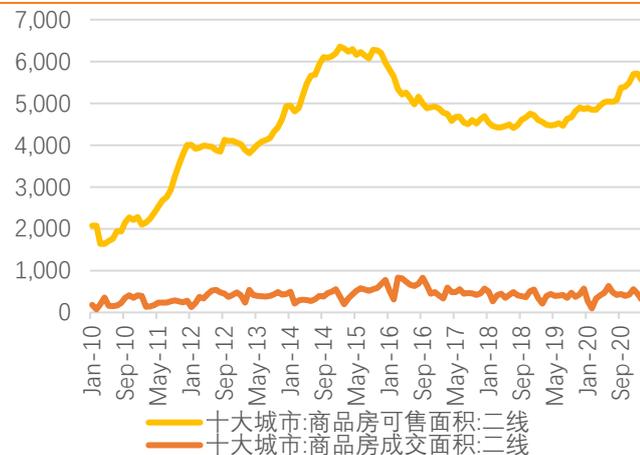
图 40：一线城市商品房月度去化比例



资料来源：Wind、天风证券研究所

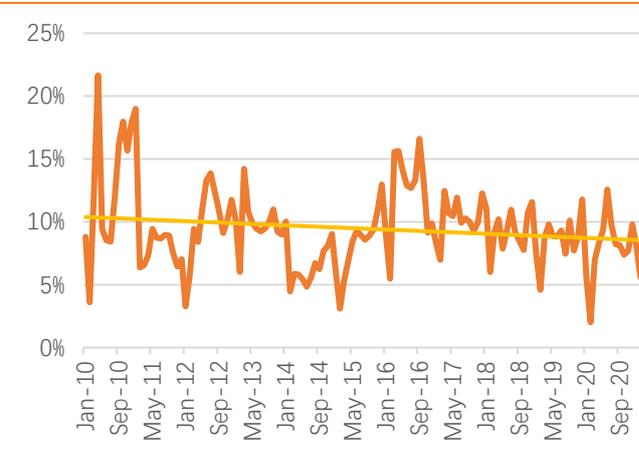
2010年1月，我国二线城市的新房可售面积为2074万平方米，成交面积为183万平方米，占可售面积的9%；截至2021年2月，我国二线城市的新房可售面积为5556万平方米，相比2010年1月增长167.87%，成交面积为310万平方米，同比2010年1月增长69.47%，占可售面积的6%，相比2010年1月下降3%。

图 41：二线城市商品房可售和成交面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 42：二线城市商品房月度去化比例



资料来源：Wind、天风证券研究所

预计未来新房市场将更加需要优质的房地产中介来完成更多新房交易，实现新房的加速去化。

### 5.2.2. 从上海、东莞、无锡、郑州新房量价与金额看新房市场

我国各个城市之间新房市场存在很大的差异，房地产开发商对房地产中介的需求也因此存在很大的不同。

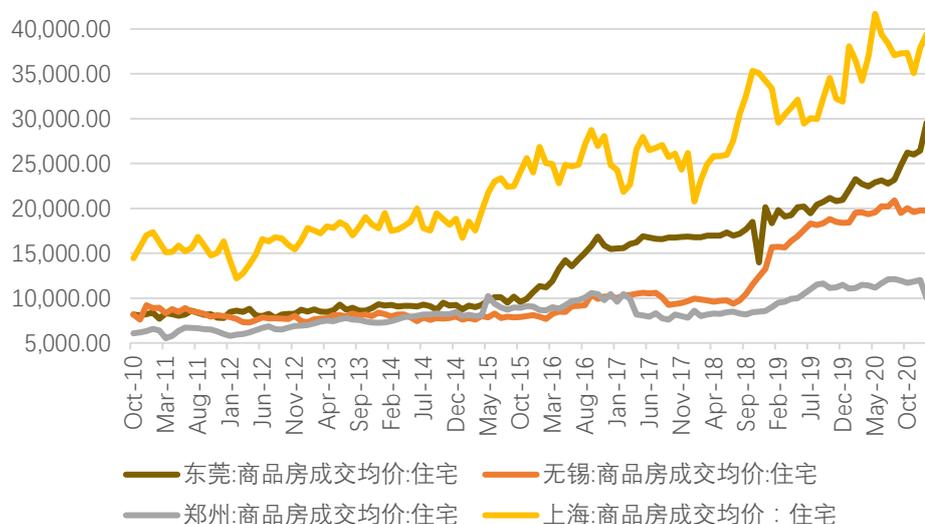
从新房月度成交均价来看：

上海从 2010 年 10 月的 14424 元增长至 2021 年 1 月的 39434 元，涨幅达 173.39%；

东莞从 2010 年 10 月的 8154 元增长至 2021 年 1 月的 29556 元，涨幅达 262.47%；

无锡从 2010 年 10 月的 8161 元增长至 2021 年 1 月的 19789 元，涨幅达 142.50%；  
 郑州从 2010 年 10 月的 6072 元增长至 2021 年 1 月的 10020 元，涨幅达 65.02%。

图 43：上海、东莞、无锡、郑州新房月度成交均价（单位：元）

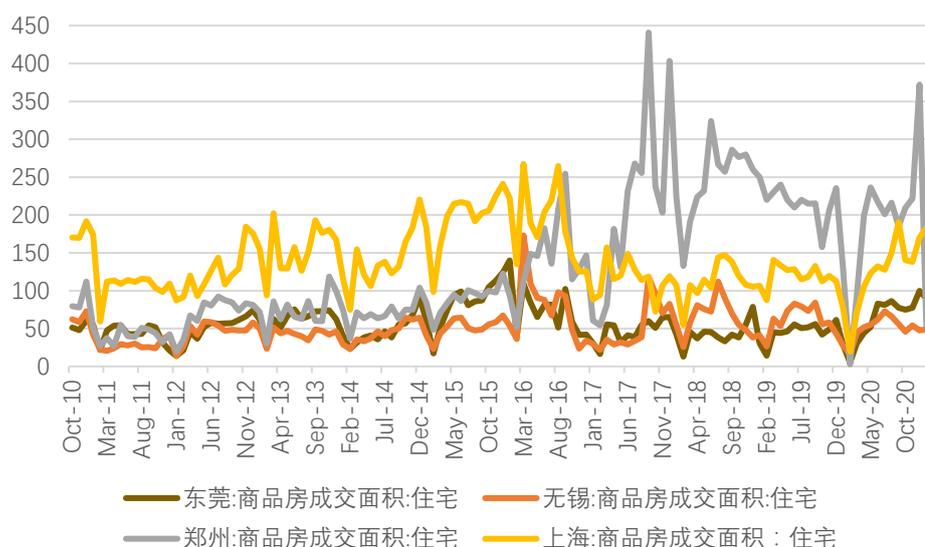


资料来源：Wind、天风证券研究所

从新房月度成交面积来看：

上海从 2010 年 10 月的 170 万平米增长至 2021 年 1 月的 183 万平米，涨幅达 7.59%；  
 东莞从 2010 年 10 月的 51 万平米增长至 2021 年 1 月的 90 万平米，涨幅达 74.84%；  
 无锡从 2010 年 10 月的 62 万平米下降至 2021 年 1 月的 49 万平米，降幅达 21.20%；  
 郑州从 2010 年 10 月的 80 万平米下降至 2021 年 1 月的 54 万平米，降幅达 32.67%。

图 44：上海、东莞、无锡、郑州新房月度成交面积（单位：万平米）



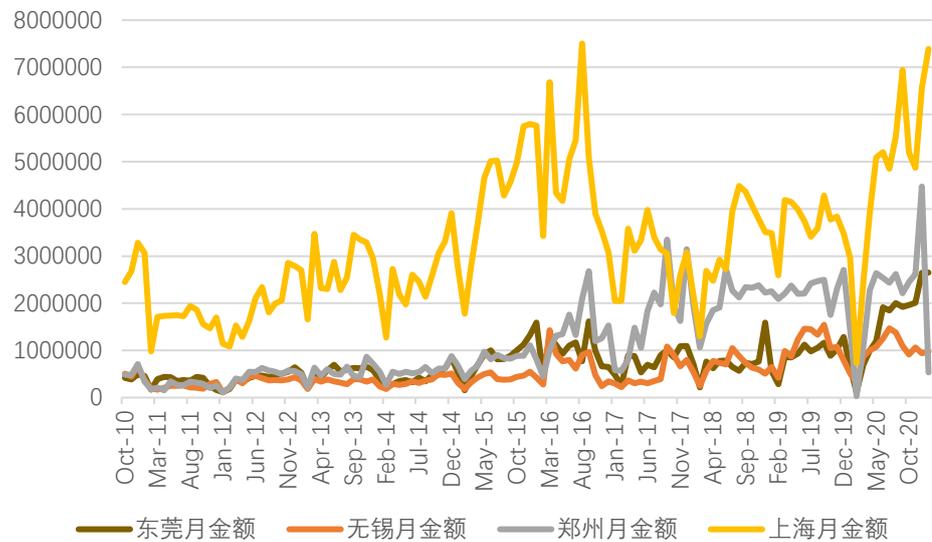
资料来源：Wind、天风证券研究所

从新房月度成交金额来看：

上海从 2010 年 10 月的 245 亿元增长至 2021 年 1 月的 739 亿元，涨幅达 201.92%；  
 东莞从 2010 年 10 月的 42 亿元增长至 2021 年 1 月的 265 亿元，涨幅达 533.74%；

无锡从 2010 年 10 月的 51 亿元增长至 2021 年 1 月的 97 亿元，涨幅达 91.08%；  
 郑州从 2010 年 10 月的 48 亿元增长至 2021 年 1 月的 54 亿元，涨幅达 65.02%。

图 45：上海、东莞、无锡、郑州新房月度成交金额（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

综合四个城市的面积和均价以及成交金额来看：

上海新房成交面积增长幅度小，主要是房价上涨带动整体新房市场规模快速提升，从供需关系来看，预计需求端的上涨叠加供给端的持稳是驱动上海房价上涨的主要因素，因此房地产开发商在上海等相似城市的销售压力相对较小，对房地产中介的需求不高。

东莞新房成交面积与均价同时快速上升，带动整体新房市场规模迅速提升，从供需关系来看，预计购房者对新房的高需求带动供给端的同步上涨，因此房地产开发商在东莞等相似城市的竞争相对激烈，导致一定的销售压力，对房地产中介有一定需求。

而无锡与郑州新房成交面积下降导致整体新房市场规模增长缓慢，从供需关系来看，预计购房者同样保持高需求，然而新房房源匹配难度较高（并非供给端下降）导致成交面积下降，因此房地产开发商在郑州等相似城市的竞争激烈，同时销售压力相对较大，更加需要与优质房地产中介合作从而有效匹配购房者与新房房源。

我们认为，房地产中介有望通过渠道下沉布局非一线城市，通过高效匹配新房房源与购房者，帮助房地产开发商实现新房销售。

### 5.2.3. 开发商竞争力度提升，资金回笼需求加大

从我国住宅房地产整体开发情况来看，施工面积增速与绝对值高于销售面积，新开工面积增速与绝对值高于竣工面积，预计新房销售压力将增加，对房地产中介的需求有望增加。

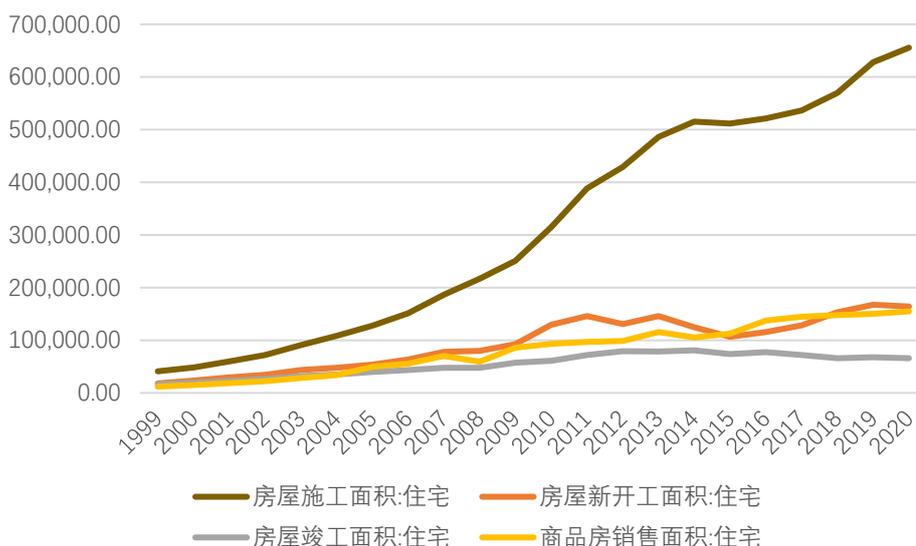
我国 1999 年住宅房屋施工面积 4.1 亿平米，2020 年达 65.6 亿平米，涨幅达 15 倍。

我国 1999 年住宅房屋新开工面积 1.8 亿平米，2020 年达 16.4 亿平米，涨幅达 8 倍。

我国 1999 年住宅房屋竣工面积 1.6 亿平米，2020 年达 6.6 亿平米，涨幅达 3 倍。

我国 1999 年住宅房屋销售面积 1.2 亿平米，2020 年达 15.5 亿平米，涨幅达 12 倍。

图 46：我国房屋住宅施工、新开工、竣工、销售面积（单位：万平米）



资料来源: Wind、天风证券研究所

从我国房地产开发企业数量来看, 全国房地产开发企业数量持续增长, 北京和上海增速较慢, 浙江和江苏增速较快, 贵州和河北增长非常迅速, 在房地产开发企业高速增长的省份, 新房销售的竞争也将相对激烈, 对房地产中介的需求有望提升。

2000 年全国房地产开发企业有 27303 家, 2019 年增长至 99544 家, 涨幅达 265%。

2000 年上海房地产开发企业有 2549 家, 2019 年下降至 2539 家, 基本持平。

2000 年北京房地产开发企业有 618 家, 2019 年增长至 1340 家, 涨幅达 117%。

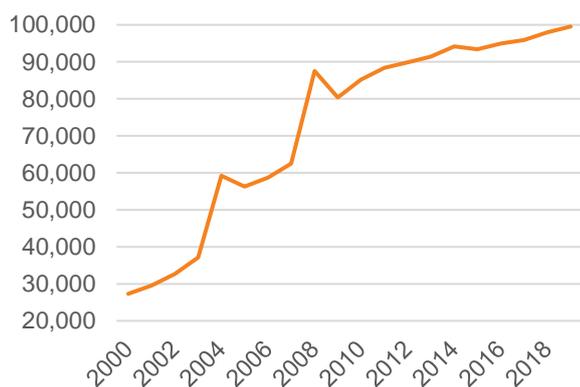
2000 年江苏房地产开发企业有 1930 家, 2019 年增长至 6560 家, 涨幅达 240%。

2000 年浙江房地产开发企业有 1750 家, 2019 年增长至 6824 家, 涨幅达 290%。

2000 年贵州房地产开发企业有 541 家, 2019 年增长至 2763 家, 涨幅达 411%。

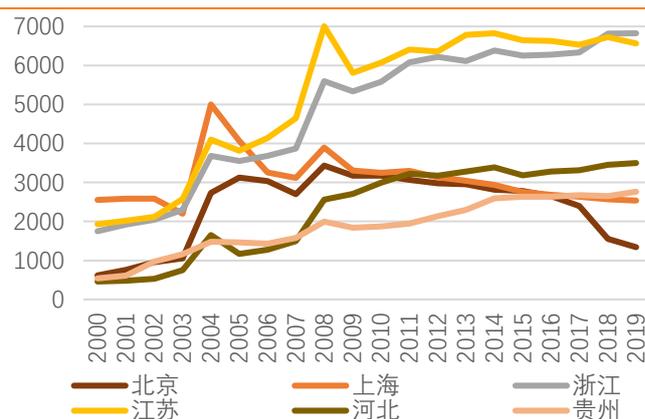
2000 年河北房地产开发企业有 460 家, 2019 年增长至 3498 家, 涨幅达 660%。

图 47: 房地产开发企业个数 (单位: 个)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 48: 我国个别省份与直辖市房地产开发企业个数 (单位: 个)



资料来源: Wind、天风证券研究所

从房地产开发商资产负债表和住房开发贷款余额层面来看, 房地产开发商有快速回笼资金的需求, 新房销售将成为房地产开发商资金回笼的重要来源, 有望与房地产中介合作, 争取快速出售新房房源获取现金流。

我国 2000 年房地产开发企业负债 1.9 万亿元, 2019 年达 76.2 万亿元, 期间涨幅达 39 倍, 资产负债率从 2000 年的 75.6% 增长至 2019 年的 80.4%, 期间增长 4.8%。

同时, 我国截至 2013 年 6 月的住房开发贷款余额为 24 万亿元, 截至 2020 年 6 月的余额

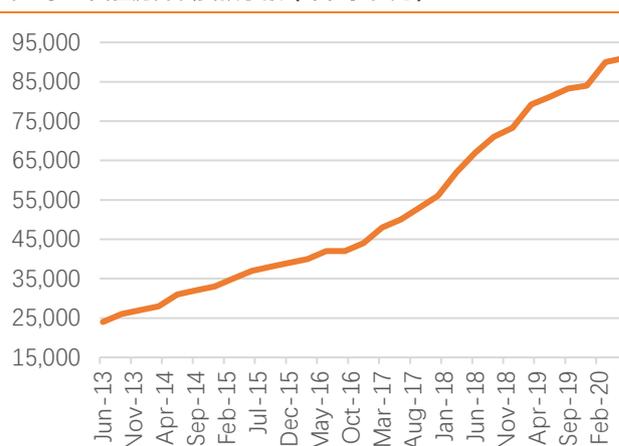
为 91 万亿元，期间增长 279%。

图 49：房地产开发企业负债总计（单位：亿元）和负债率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 50：全国住房开发贷款余额（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

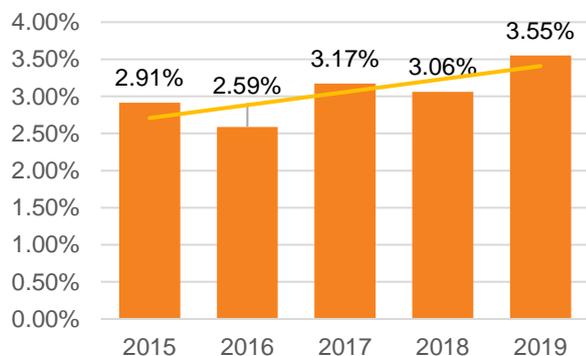
### 5.2.4. 中介有望逐步转化开发商销售费用

A 股上市的 93 家住宅房地产开发公司的销售费用率从 2015 年的 2.91% 上涨至 2019 年的 3.55%，整体呈上涨趋势。

而聘请房地产中介费用占比住宅房地产开发公司销售费用的比率不断提升，绿地控股的中介费用率从 2014 年的 4.73% 上涨至 2019 年的 13.47%，增长快速。

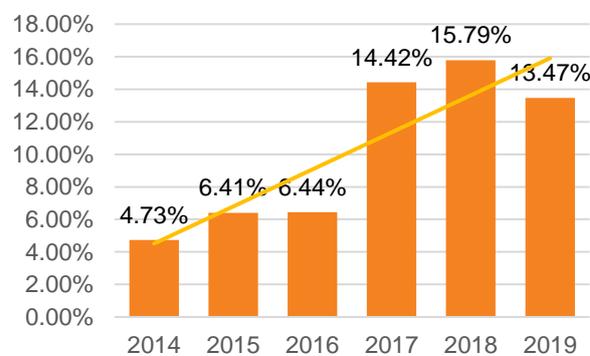
我们认为，房地产中介与开发商加深合作有助于加速新房房源销售，有利于房地产开发商回笼资金；而中介费用率有望逐步提高，房地产中介新房销售市场空间广阔。

图 51：住宅房地产开发公司销售费用率（单位：%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 52：绿地控股中介费用率（单位：%）



资料来源：绿地控股 2015, 2017, 2019 年报、天风证券研究所

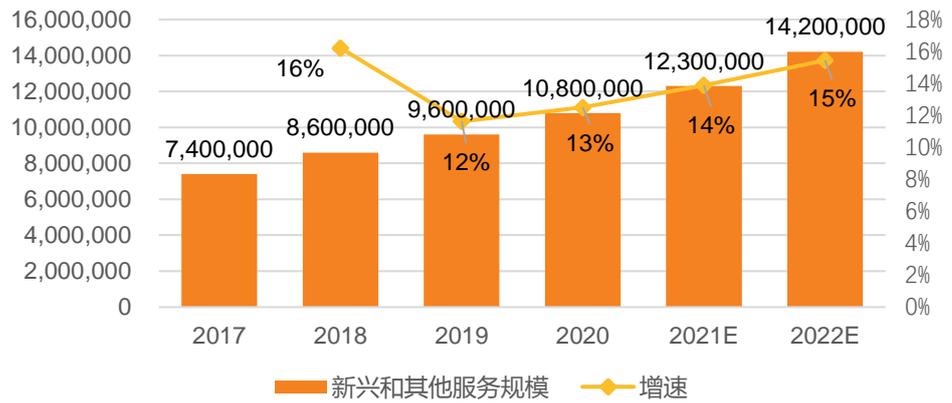
## 6. 新兴业务和服务潜力十足，有望转化家居装修销售费用

### 6.1. 贝壳新兴业务和服务概览

新兴业务和服务市场包含了房屋租赁、家居装修、房地产金融解决方案和其他相关服务。

从全国新兴业务和服务市场交易额来看，我国新兴业务和服务市场规模稳步提升，从 2017 年的 7.4 万亿元增长至 2020 年的 10.8 万亿元，预计将在 2022 年达到 14.2 万亿元，2017-2022 年均复合增长 13.92%，潜在空间十分广阔。

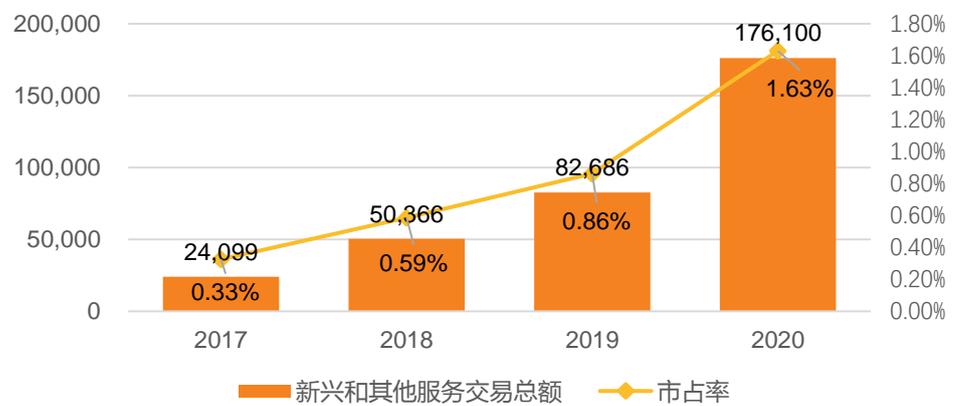
图 53：我国新兴业务和服务市场规模（单位：百万元）



资料来源: Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

贝壳新兴业务和服务交易额和全国市占率稳步提升, 从 2017 年的 241 亿元增长至 2020 年的 1761 亿元, 年均复合增长 94.05%, 全国市占率从 2017 年的 0.33% 增长至 2020 年的 1.63%。

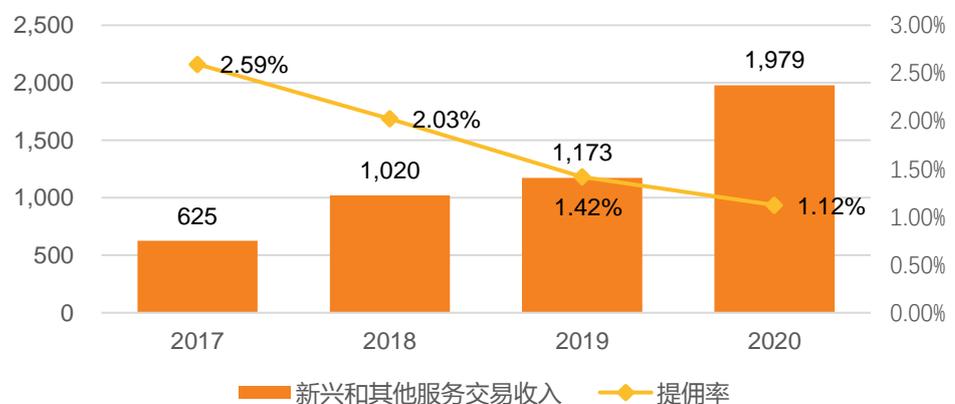
图 54: 贝壳新兴业务和服务交易额和全国市占率 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

贝壳新兴业务和服务收入稳步提升, 整体提佣率缓慢下降。收入端来看, 贝壳从 2017 年的 6.25 亿元增长至 2020 年的 19.79 亿元, 年均复合增长 46.84%; 从提佣端来看, 贝壳整体提佣率从 2017 年的 2.59% 下降至 2020 年的 1.12%。

图 55: 贝壳新兴业务和服务收入和提佣率 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、贝壳招股书、贝壳 2020 年 Q4 季报、天风证券研究所

截至目前, 贝壳新兴业务和服务收入的主要增长来自于公司在房地产金融服务市场的全国市占率提升, 以及通过公司平台完成的家居装修订单的增长。

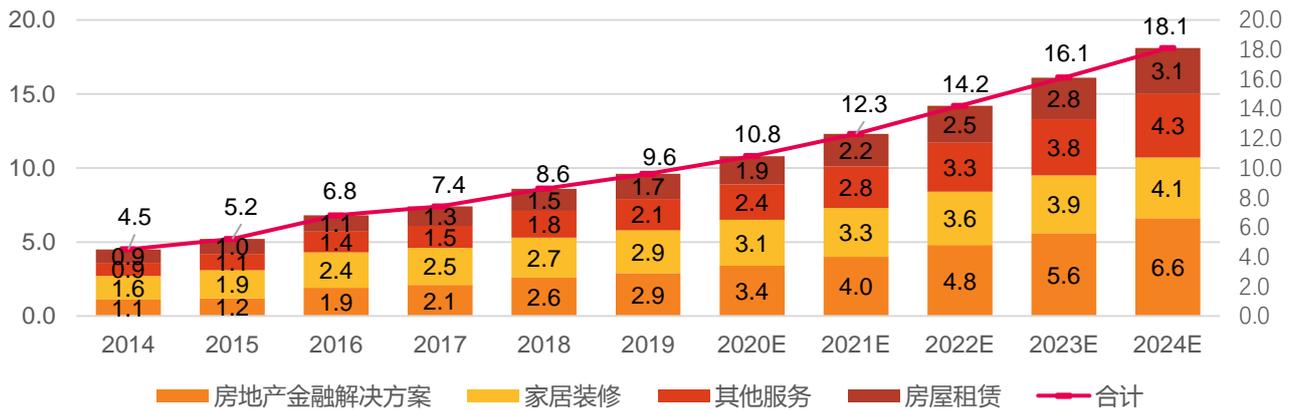
## 6.2. 贝壳的潜在机会：转化家居装修销售费用为自身收入

从整体房地产新兴业务和服务市场规模来看，2014 年为 4.5 万亿元，预计 2024 年达 18.1 万亿元，年均复合增长达 14.93%。

其中，预计家居装修市场从 2014 年的 1.6 万亿元增长至 2024 年的 4.1 万亿元，年均复合增长达 9.87%。

我们认为贝壳在家居装修市场中存在广泛潜在空间。

图 56：我国房地产新兴业务和服务市场规模（单位：万亿元）



资料来源：贝壳招股书、天风证券研究所

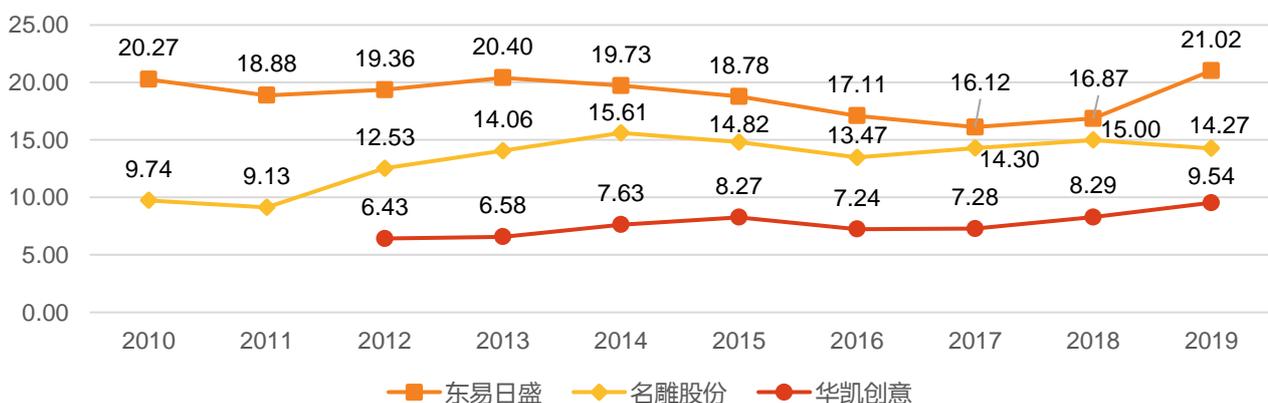
我们选取三家 A 股家居装修上市公司并对比其销售费用率，越接近 C 端用户，销售费用率越高。

华凯创意主要为各类客户提供空间环境艺术设计服务，包括城市文化馆、博物馆、企业文化馆等大型文化主题展馆综合布展等领域；C 端属性并不强，销售费用率常年保持在 10% 以下。

名雕股份集家居设计服务、工程施工服务、公共装饰设计服务、材料物流配送、家私生产、售后服务、专业教育培训于一体，主要为中大户型住宅客户提供一体化装饰服务；C 端属性较强，销售费用率在 2019 年达 14.27%。

东易日盛主要从事面对个人客户的整体家装设计、工程施工、主材代理、自产的木作产品配套、软装设计及精装后的家居产品等系列服务；C 端属性强，销售费用率在 2019 年达 21.02%。

图 57：个别 A 股家居装修上市公司销售费用率（单位：%）

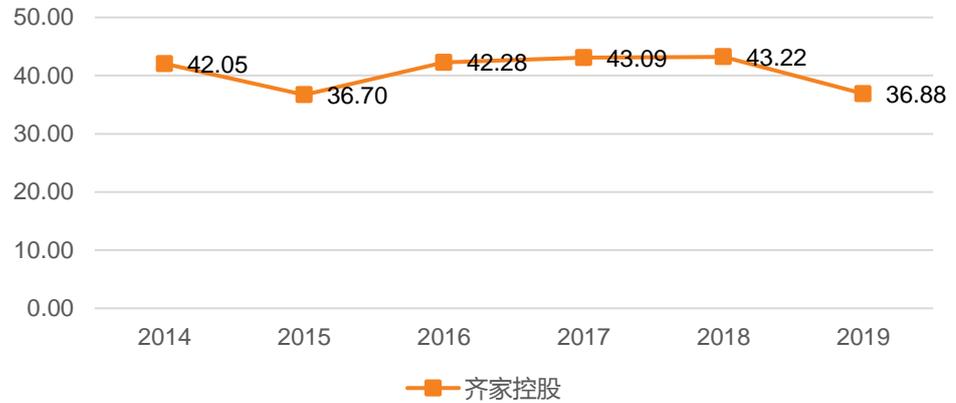


资料来源：Wind、天风证券研究所

我们同时选取一家港股家居装修上市公司并对其销售费用率，直接面向广大 C 端用户的家居装修公司销售费用率更高。

齐家控股主要从事销售及分销家具及家居配饰、寄售销售、分销及许可使用知识产权、提供设计及咨询服务、于公司的旗舰店内经营 TREE Café；C 端属性强，销售费用率在 2019 年达 36.88%。

图 58：个别港股家居装修上市公司销售费用率（单位：%）

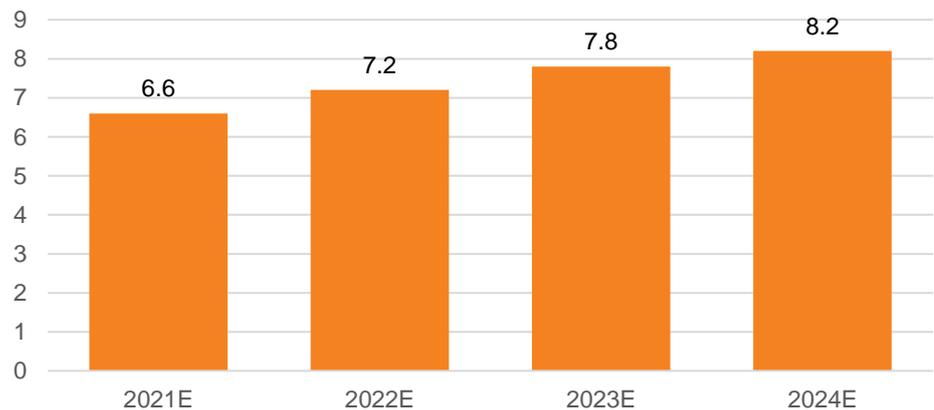


资料来源：Wind、天风证券研究所

贝壳有望通过平台模式对接家居装修公司与客户，通过 AI 智能匹配供给与需求，通过 VR 技术赋能家居装修公司将装修模型线上化，让客户也拥有更高的自主参与性，有望未来通过有效撮合交易与提供增值服务的模式逐步将家居装修公司的销售费用转化为自身收入，潜在空间广阔。

以上四家家家居装修公司的平均销售费用率约 20%，我们以 20% 的销售费用率为假设作为地产中介有望切入家居装修行业的份额，由此测算 2024 年的地产中介在家居装修行业的潜在收入空间可达 8200 亿元。

图 59：地产中介在家居装修行业的潜在收入空间（单位：千亿）



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6.3. 贝壳的潜在机会：如视 VR 有望撬动 1222 亿美元市场空间

### 6.3.1. 贝壳如视 VR 引领家装消费市场

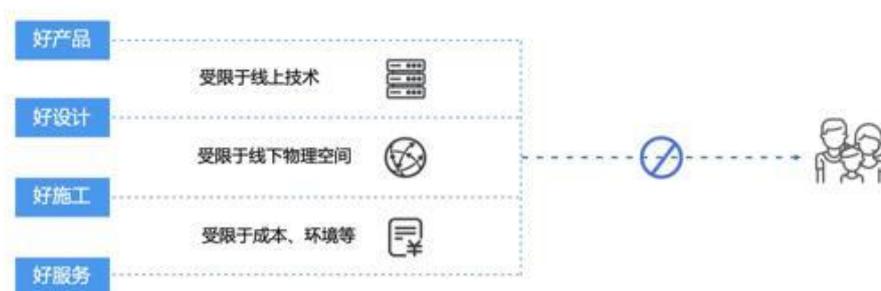
贝壳与腾讯双方联合发布的《2020 中国家装消费趋势洞察报告》指出，2017 年以来，随着消费升级，90/95 后作为当下家装设计需求的主力军，在装修过程中尤其在乎自主性和个性化。能否自主选择装修风格、能否参与到家装设计中，已一定程度上影响其消费决策。

尽管设计工具层出不穷，但现阶段国内消费者仍难以摆脱独立设计难度过高、专业设计费用较高、购房前无法前置设计需求等三大痛点。

疫情也给家装产业带来严峻的考验，线下门店人流量锐减，改善型人居需求激增。国内家装设计行业仍未能实现家装设计的大规模覆盖与数字化交付。当前，家装设计企业的线上化进程仍大量停留在门户网站及论坛、垂直平台的展示阶段，家装营销和设计环节存在体验鸿沟，无论线上还是线下，受限于技术和线下展厅场景的限制，没法完整的了解品牌的商品和设计效果，另外即使看上的商品和设计方案，也没办法快速的看到整个设计效果在自己家里的呈现，需要转化为订单才能拿到设计效果。

图 60：设计服务面临的难点与痛点

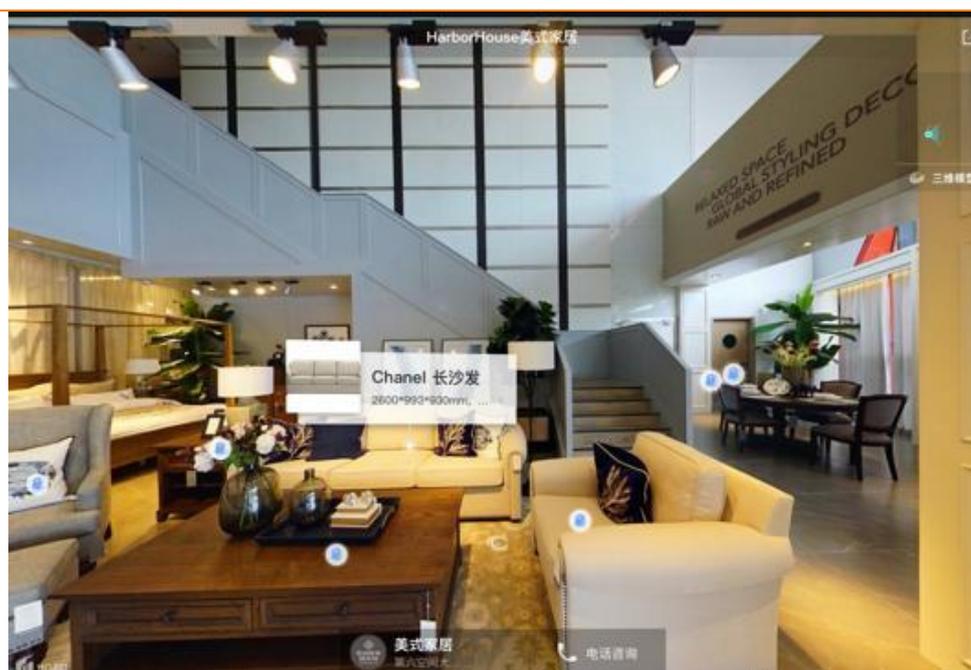
## 设计服务存在巨大的体验鸿沟



资料来源：贝壳如视官网、天风证券研究所

贝壳如视和优居将携手，共同基于如视在虚拟 3D 空间重建、空间智能化应用和 VR 交互与服务方面的领先优势，向行业推出两大数字化营销解决方案：凭借 AI 自动生成多种风格的家装设计方案，并在 30 秒内展现出装修效果，还支持用户进行 DIY 设计的 AI 一键设计助手、通过用 VR 实现沉浸式的营销场景和信息传递，形成场景 VR 化、营销 3D 化、服务线上化的新营销模式云展厅。

图 61：云展厅概念图



资料来源：贝壳如视官网、天风证券研究所

贝壳如视、腾讯家居、优居还将共同挖掘 AI、VR 等技术在家装行业的应用，帮助用户实现“所见即所得”的个性化定制服务，推动家居行业服务效率提升、消费者体验改

善，进入数字化新时代。

### 6.3.2. 未来 VR 技术有望为贝壳带来多少潜在市场空间？

首先，在“衣、食、住、行”四大领域，住的领域最难被互联网化，而伴随 VR 投入商用，让住这一领域也有望互联网化。不仅在房产领域，商用级 VR 应用也面临风起时。

2020 年 5 月 15 日，苹果预计花费一亿美元收购 VR 公司 NextVR；国内这边 VR 在商用级应用领域也重启势头，百度 VR 教育云平台开始在部分小学中应用，百度 VR 营销硬件设备也开始上线售卖；5 月 17 日，中国移动也新推出“移动云 VR 平台”，开始在 VR 营销等场景中应用。

其中，贝壳的 VR 落地速度尤其值得关注。凭借自主研发的 VR 采集设备，**仅用 20 分钟就能将一套房源实现三维重建，日均新增的 VR 房源量已达近 2 万**，让 VR 的产业落地速度大大加快。截止 2020 年末，**贝壳已对 911 万套房源实现三维重建，打造出全球最大的 VR 房源数据库**，这是商用级 VR 第一次取得如此大规模的实际应用场景。

实时内容开发平台 Unity 发布的《2020 年商用 VR/AR 热门趋势报告》显示，**2020 年全球有超过十亿人希望使用自己的设备进行 VR 体验**。新冠疫情也让 VR 的商业价值进一步得到验证。目前，**贝壳如视 VR 已经与红星美凯龙、链家、自如、同程艺龙、索菲亚等近 100 个品牌合作**。

IDC 发布的《全球增强与虚拟现实支出指南》显示，**全球 AR/VR 市场规模将在 2020 年达到 1222 亿元，较 2019 年同比增长约 78.5%**。贝壳如视 VR 正在加速对中国 2 亿套存量房源实现 VR 化，并逐步将技术开放赋能到餐饮、办公、会展、零售、家装等多行业，商用 VR 将会逐渐走向高德纳曲线的“生产成熟期”，并随着 5G 时代的到来，在未来的商业场景中，发挥更大的作用，带动 30 万亿的实体商业。

## 7. 建议关注

我们认为，贝壳未来收入驱动因素主要有三：

- 1、从新房市场来看，我们预计房地产开发商将持续与贝壳合作，快速售出房源从而达到稳定的资金回流，因贝壳广泛的市场覆盖，相对房地产开发商更接近客户，更贴近需求；预计房地产开发商自建的销售团队并不能覆盖整个房地产市场，而贝壳却有望广泛的覆盖各家房地产开发商。
- 2、从二手房市场来看，贝壳有望实现渠道下沉，快速且大量的覆盖除一线城市以外的城市，快速提高各个城市的市占率；因贝壳的标准化、数字化、智能化运作方式，运营模式有望复制至全部运营城市。
- 3、从租房、装修及其他市场来看，贝壳如视 VR 功能有望助力贝壳快速切入租房和装修市场，贝壳如视 VR 应用面广阔，预计将成为未来用户看房与参与自主装修设计的一项重要方式。

其次，随着业务的不断扩张，规模效应有望持续提高，降低贝壳的整体业务成本；同时，运营成本也有望通过管理层的降费提效出现显著的下降，**建议关注**。

## 8. 风险提示

- 1、中国住宅房地产市场波动影响：

公司业务在很大程度上取决于中国住宅房地产市场的总体市场状况。近年来，中国住宅房地产的需求稳步增长，但这种增长往往伴随着房屋交易量和价格的波动。中国住宅房地产市场的波动是由经济、社会、政治和其他等无法控制的因素造成的，可能对公司业务造成

一定影响。

## 2、政府监管影响：

中国住宅房地产市场也受到政府对二手房和新房交易的监管。我国政府近年来宣布了一系列措施，旨在稳定中国经济和特定行业（包括房地产市场）的增长，使其达到更可持续的水平。这些举措符合中央政府“房子是用来住的，不是用来炒的”的原则。2016年下半年以来，多地市政府相继出台了市场调控政策，包括恢复或加强住宅限购、收紧信贷政策等。后续政府监管仍将对市场产生影响。

## 3、新冠疫情持续的影响：

新冠疫情带来了许多不利影响。平台上的很多门店以及交易服务中心在2020年初进行临时关闭。在此期间，所有中介都需要呆在家里，无法为房客提供服务。平台上的房产中介和合作伙伴仍在从新冠疫情中恢复。

## 4、市场占有率增长不及预期的风险：

中国的房屋交易和服务行业发展迅速，竞争日益激烈。公司面临着来自不同细分领域的房企竞争。竞争日趋激烈可能会导致市场份额和佣金率下降，给公司的经营增加难度。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com