



贝壳裁员开源节流，政策调整行业行稳致远

投资要点

- **事件：**近期行业事件频发，10月起贝壳上海区域裁员消息持续发酵，贝壳回应称：“今年以来，行业环境发生较大变化，公司据此对上海地区金融等部分业务进行调整。对于此次调整涉及到的员工，将严格遵守国家劳动法等相关法律法规进行妥善安排，同时为其优先提供内部转岗机会。”9月24日，央行例会提出“双维护”（维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益）；9月29日，央行、银保监会在房地产金融工作座谈会上再次强调“双维护”；10月15日，央行邹澜表示：“保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展；10月20日，刘鹤在金融街论坛年会上表示“房地产合理的资金需求正在得到满足”。
- **行业下行叠加政策加码，“房住不炒”基调下市场遇冷。**上半年，房地产调控政策密集出台，累计调控措施超300次，重点城市相继颁布条例，推进楼市精准调控，叠加疫后宏观经济下行，行业进入寒冬。中央及地方措施不断，规范房地产市场及经纪业务。二手房价格指导政策通过限制房价及贷款，行业供需端热度均降，以一线及新一线城市为主，并向二三线渗透，目前已有10余个城市试点或推广此措施，深圳作为先行者，措施落地后的二手房交易量走低趋势明显。同时二手房市场降温会向新房市场传递，不利于新房去化。
- **新房市场体量巨大发展稳健，二手房市场规模仍增。**19年全国新房交易GTV为13.9万亿，22年新市场预计仍将达到15万亿元，满足房产经纪行业未来发展。经纪商新房交易渗透率持续提升，2024年预计超过40%；二手房交易市场短期遇冷明显，但行业调节及信贷等政策调整后，未来增长空间仍在，同时经纪行业在二手房市场持续保持较高渗透率，发展预期不减。2020年贝壳新房及二手房交易服务营收占比接近98%，且两者占比相近，是公司生存根基。
- **主业竞争趋势渐热，巨头纷纷布局。**阿里巴巴、字节跳动及京东等公司都逐渐布局房产经营业务。阿里巴巴自2010年起与口碑网开展合作，去年同易居推出天猫好房；字节跳动自2019年8月起，收购7家相关公司，逐渐发展经纪业务；京东于2017年上线京东房产，并于去年开启中介化业务。巨头的“互联网+金融/房地产”模式对于贝壳而言竞争力不容小觑，巨头拥有强大的产业基础及拓展能力，贝壳主业维稳诉求随巨头布局而增加。
- **“稳”成为房地产金融主题，开源节流降本过冬。**9月29日央行等召开的房地产金融座谈会上，“稳”依然成为主题，长期视角的行业基本面仍较为坚实，同时贝壳财务及业绩情况仍相对稳健。而自2017年起，国家对于互联网金融管控趋严，贝壳金服为房产交易中买卖方的短期资金周转需求、拓店资金需求等提供服务，在行业下行及政策环境趋严时，贝壳金融业务经营模式将备受考验。行业环境大幅变化之际，贝壳整体经营业绩未出现巨大下跌，主动节流成为选择，同时保持房屋销售所延伸的装修业务，资源整合、降低成本，聚焦主业并深耕优势领域，度过行业冬天。
- **风险提示：**行业政策调控风险、宏观经济下行风险。

西南证券研究发展中心

分析师：沈猛

执业证号：S1250519080004

电话：021-58351679

邮箱：smg@swsc.com.cn

联系人：池天惠

电话：13003109597

邮箱：cth@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	129
行业总市值(亿元)	18,415.37
流通市值(亿元)	17,730.49
行业市盈率TTM	8.38
沪深300市盈率TTM	13.3

相关研究

1. 房地产行业周报(10.11-10.17)：土拍冷淡央企托底，高层三度释放稳定信号(2021-10-17)
2. 房地产行业周报(10.4-10.10)：销售同比持续下降，信贷政策有望边际调整(2021-10-10)
3. 房地产行业周报(9.20-9.26)：二次土拍接连遇冷，政策有望边际调整(2021-09-26)
4. 房地产行业2021年中报总结：重点房企优势渐显，物管行业延续高增(2021-09-16)
5. 房地产行业周报(9.6-9.12)：第二批集中供地降温，广宇发展进军新能源(2021-09-12)

事件

近期行业内企业和政策调整频发。自 10 月 11 日起，贝壳上海区域裁员消息持续发酵，贝壳回应称：“今年以来，行业环境发生较大变化，公司据此对上海地区金融等部分业务进行调整。对于此次调整涉及到的员工，将严格遵守国家劳动法等相关法律法规进行妥善安排，同时为其优先提供内部转岗机会。”有媒体报道称，贝壳上海人员优化涉及范围不仅包括研发及金融部门，还涉及后台多个部门。

9 月 24 日，央行例会提出“双维护”（维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益）；9 月 29 日，央行、银保监会在房地产金融工作座谈会上再次强调“双维护”；10 月 15 日，央行邹澜表示：“保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展；10 月 20 日，刘鹤在金融街论坛年会上表示“房地产市场合理的资金需求正在得到满足”。

点评

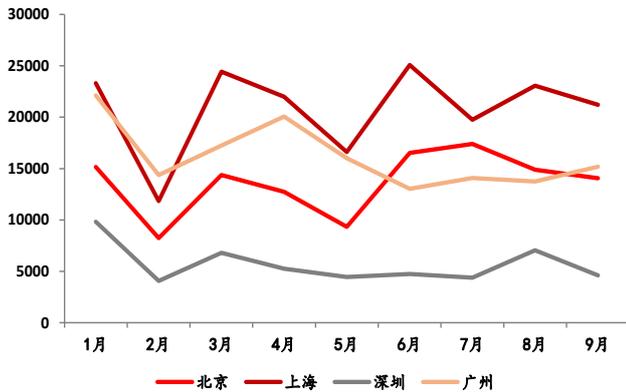
行业下行叠加政策加码，“房住不炒”基调下市场遇冷。上半年，房地产调控政策密集出台，累计调控措施超 300 次，重点城市相继颁布条例，推进楼市精准调控，叠加疫后宏观经济下行，行业进入寒冬。中央及地方措施不断，规范房地产交易市场及经纪业务。二手房价格指导政策通过限制房价及贷款，行业供需端热度均降，以一线及新一线城市为主，并向二三线渗透，目前已有 10 余个城市试点或推广此措施，深圳作为先行者，措施落地后的二手房交易量走低趋势明显。同时二手房市场降温会向新房市场传递，不利于新房去化。

新房市场体量巨大发展稳健，二手房市场规模仍增。2019 年全国新房交易 GTV 为 13.9 万亿，2022 年新市场预计仍将达到 15 万亿元的巨大体量，可满足房产经纪行业未来发展。经纪商的新房交易渗透率持续提升，2024 年预计超过 40%。二手房交易市场短期遇冷明显，但行业调节及信贷等政策调整后的未来增长空间仍在，同时经纪行业在二手房市场持续保持较高渗透率，发展空间预期不减。2020 年贝壳新房及二手房交易服务业务营收占比接近 98%，且两者占比相近，是公司的生存根基。

主业竞争趋势渐热，贝壳线上线下一体化优势明显。阿里巴巴、字节跳动及京东等公司都逐渐布局房产经营业务。阿里巴巴自 2010 年起与口碑网开展合作，去年同易居推出天猫好房；字节跳动自 2019 年 8 月起，收购 7 家相关公司，逐渐发展经纪业务；京东于 2017 年上线京东房产，并于去年开启中介化业务。相比巨头的“互联网+金融/房地产”模式，贝壳线下管理根基稳固，线上用户快速增长。聚焦居住服务产业后优势仍然明显。

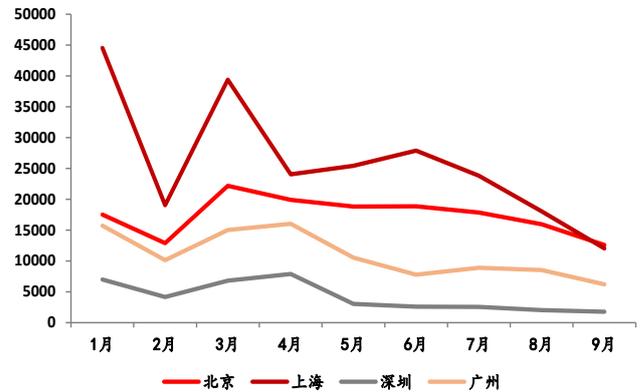
“稳”成为房地产金融主题，开源节流降本过冬。9 月 29 日央行等召开的房地产金融座谈会上，“稳”依然成为主题，长期视角的行业基本面仍较为坚实，同时贝壳财务及业绩情况仍相对稳健。而自 2017 年起，国家对于互联网金融管控趋严，贝壳金服为房产交易中买卖方的短期资金周转需求、拓店资金需求等提供服务，在行业下行及政策环境趋严时，贝壳金融业务经营模式将备受考验。行业环境大幅变化之际，贝壳整体经营业绩未出现巨大下跌，表现好于市场整体。人员优化为主动节流选择。聚焦主业，深耕优势领域，保持房屋销售并向居住服务产业延伸，围绕家装、家居、家服资源整合。降本过冬同时优化业务布局，增强长期发展潜力。

图 1：一线城市新房交易量变化情况



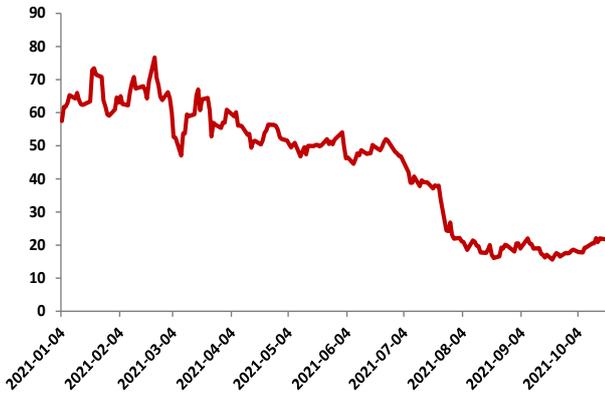
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 2：一线城市二手房交易量变化情况



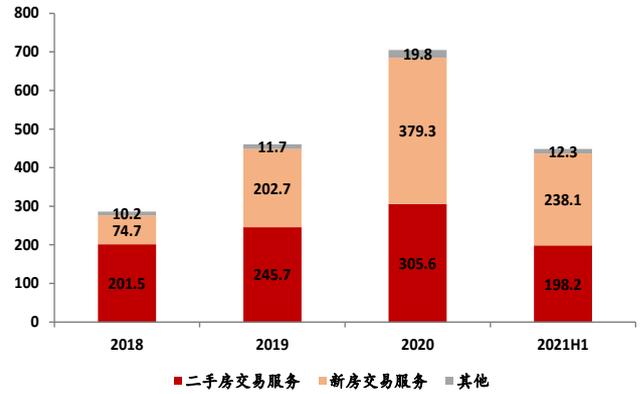
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 3：贝壳股价行情走势



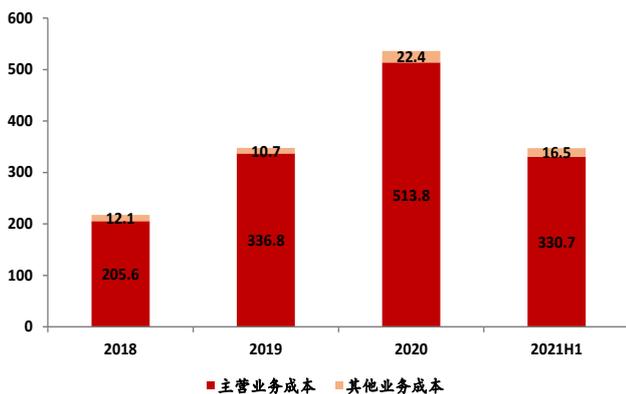
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：贝壳营业收入及结构 (亿元)



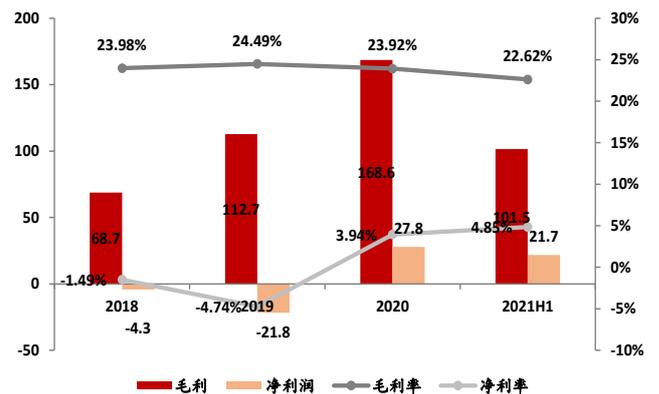
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：贝壳经营成本结构 (亿元)



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：贝壳盈利情况 (亿元)



数据来源：Wind, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn