

# 贝壳-W (02423.HK)

## 初心如磐，履践致远

### 买入（首次）

2024年01月11日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

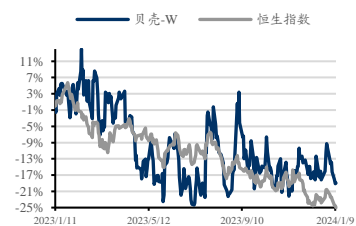
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	60,669	76,695	90,682	106,934
同比	-25%	26%	18%	18%
经调整后净利润（百万元）	2,843	9,594	10,910	12,378
同比	24%	237%	14%	13%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.76	2.58	2.93	3.32
P/E（现价&最新股本摊薄）	46.23	13.70	12.05	10.62

关键词：#市占率上升

#### 投资要点

- **二十余年磨炼成就经纪行业产业互联网龙头**：贝壳脱胎于链家，长期沉淀数据技术和管理体系打造 SaaS 平台。2022 年公司总交易额达 26096 亿元。截至 2023Q3，贝壳共计拥有 40903 家活跃门店、39.9 万名活跃经纪人和 4920 万名移动月活用户。
- **ACN 机制和“楼盘字典”解决行业矛盾，构筑宽广护城河**：中介行业存在两大核心矛盾（1）C 端单次博弈：大额低频的属性导致经纪人注重短期利益，假房源和赚差价等乱象严重；（2）B 端零和博弈：经纪人之间“跳单”现象频出，导致赢家通吃恶性竞争。公司通过搭建 ACN 网络，实现了基于合作模式的利益分配机制，延长经纪人从业时间；同时配合已收录 2.7 亿套真房源的“楼盘字典”，提高购房者体验。将单次博弈和零和博弈转变为重复博弈和多赢博弈。
- **二手房换手率、新房中介渗透率的提升以及公司领先的市占率助力经纪业务收入稳步增长**：我国二手房市场长期角度看，改善需求带来的换手率提高有望带动总量增长，中介渗透率常年维持高位；新房市场尽管销售金额中枢预计降至 10.2 万亿元，但新房中介渗透率提升是城镇化率高企后的大势所趋。我们预测 2026 年中国二手房/新房中介市场佣金规模将分别增长至 1954/1306 亿元，2021-2026 年 CAGR 分别为 9.0%和 0.7%，公司 2022 年新房和二手房业务的市占率分别达到 17.4%和 27.2%，未来有望持续稳步提升，为收入增长奠定基础。
- **家装业务优势显著，有望高速扩张成为第二增长极**：根据贝壳研究院预测，2030 年我国家装市场总规模将达到 7 万亿元左右。公司前置经纪业务带来流量优势，系统研发和管理模式均可复用。22 年以来接连收购圣都家装和爱空间，在头部城市实现了家装业务经营的正循环，23 年 Q1-Q3 家装业务实现收入 72.1 亿元，同比高增 144.2%，模式跑通后有望高速扩张。
- **投资建议**：公司作为国内的经纪行业产业互联网龙头，长期沉淀的数据技术和管理系统形成宽广护城河，市占率稳居第一。我们认为随着中国二手房换手率以及新房中介渗透率的不断调高，公司经纪业务佣金收入将稳步增长，叠加协同优势下家装业务赛道的高速发展，公司未来业绩具备可观弹性，是当前市场环境下的优质标的，预测其 2023/2024/2025 年收入为 766.9/906.8/1069.3 亿元，经调整净利润分别为 95.9/109.1/123.8 亿元，对应的经调整 EPS 分别为 2.58/2.93/3.32 元/股。根据可比公司估值，我们给予公司 2024 年 15.3X 的 PE 估值，对应每股价格为 48.8 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**：房地产行业景气度持续下行风险；新房市场中介渗透率的提升低于预期；行业竞争激烈程度超预期；佣金率变化超预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(港元)	38.70
一年最低/最高价	35.95/55.80
市净率(倍)	2.02
港股流通市值(百万港元)	138,234.86

#### 基础数据

每股净资产(港元)	19.12
资产负债率(%)	39.21
总股本(百万股)	3,723.31
流通股本(百万股)	3,571.96

#### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司简介：二十余年磨炼成就经纪行业产业互联网龙头</b>	<b>5</b>
1.1. 发展历程：脱胎于链家，致力实现领导行业进步的愿景	5
1.2. 股权结构：股权结构稳定，主要管理层投票权占比近五成	7
1.3. 业务概览：借力数据管理双壁垒打造 SaaS 平台，收入实现跨越式增长	8
<b>2. 二手房业务</b>	<b>11</b>
2.1. 市场空间：换手率提升带动总量增长，中介渗透率维持高位	11
2.1.1. 总量短期受多重因素压制，当下拐点已至	11
2.1.2. 长期看改善需求带来的换手率提高有望带动总量增长，中介渗透率将维持高位	13
2.1.3. 预计 2026 年中国二手房中介服务市场佣金规模将达到 1954 亿元	16
2.2. 公司优势：贝壳平台形成的多边网络效应带来规模优势	16
2.2.1. 房源优势：十五年积累“楼盘字典”，收录 2.7 亿套真房源，解决行业痛点	16
2.2.2. 模式优势：ACN 分边机制带来规模效应，C 端单次博弈转为重复博弈，B 端零和博弈转为多赢博弈	17
2.2.3. 管理优势：标准化制度和贝壳分奖惩体系，对加盟商形成强管控	19
2.3. 业绩表现：二手房业务收入稳定，利润率具备一定弹性	21
2.3.1. 收入端：稳步提升的佣金率及对加盟商的增值服务为收入增长奠定基础	21
2.3.2. 利润端：底薪制度导致利润率和收入正相关，具备一定弹性	23
<b>3. 新房业务</b>	<b>23</b>
3.1. 市场空间：销售金额中枢预计降至 10 万亿，但中介渗透率有望提高	23
3.1.1. 商品住宅新房销售金额未来中枢预计在 10.2 万亿元左右	23
3.1.2. 新房中介渗透率是城市化率高企后的大势所趋	24
3.1.3. 预计 2026 年中国新房中介服务市场佣金规模将达到 1306 亿元	25
3.2. 公司优势：及时识别行业风险，提升乙方地位重构提佣模式	26
3.3. 业绩表现：新房业务收入有望重回增长轨道，利润率保持稳定	27
<b>4. 家装业务</b>	<b>29</b>
4.1. 市场空间：家装赛道空间广阔，但弊病较多客户满意度低	29
4.2. 竞争格局：集中度低，装企盈利性弱	30
4.3. 公司优势：前置经纪业务带来流量优势，系统研发和管理模式均可复用	31
4.4. 财务数据：收入进入高速增长通道，业绩逐步释放	32
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>33</b>
5.1. 盈利预测与估值	33
5.2. 投资建议	34
<b>6. 风险提示</b>	<b>35</b>

## 图表目录

图 1:	贝壳业务模式一览.....	5
图 2:	2017-2022 年公司二手房和新房交易额及市占率 .....	6
图 3:	贝壳历史沿革.....	6
图 4:	公司持股比例和投票权比例情况 (截至 2023 年 6 月 30 日, 单位: 百万股) .....	7
图 5:	贝壳高管团队一览.....	8
图 6:	贝壳业务一览.....	9
图 7:	公司门店数量变化.....	9
图 8:	公司经纪人数量变化.....	9
图 9:	公司总营业收入及同比增速.....	10
图 10:	公司调整后净利润及同比增速.....	10
图 11:	公司各营业收入来源占比.....	10
图 12:	2016-2022 年我国二手房交易额及同比增速 .....	11
图 13:	2022 年 TOP20 城市二手房成交金额占全国二手房交易额比重 .....	12
图 14:	2022 年以来二手房价格指数持续下跌 (2018 年 1 月定基) .....	12
图 15:	2021-2023 年 38 城新房住宅周度成交面积对比 .....	13
图 16:	2021-2023 年 17 城二手房住宅周度成交面积对比 .....	13
图 17:	1978 年后我国城镇人均住宅建筑面积稳步增长.....	14
图 18:	世界主要经济体人均住宅建筑面积 (单位: 平方) .....	14
图 19:	2021 年中美两国的换手率对比.....	14
图 20:	2020 年中国和上海的房龄结构.....	14
图 21:	美国 2001-2023 年不同住宅购买途径的占比情况 .....	15
图 22:	2016-2021 年我国二手房中介渗透率 .....	15
图 23:	2016-2021 年我国二手房中介佣金率 .....	15
图 24:	“楼盘字典”成为公司开展经纪业务的底层支持.....	17
图 25:	7 级门址管理与 433 个字段, 确保房源信息真实且完整.....	17
图 26:	2016 年中美经纪人工作年限对比.....	18
图 27:	ACN 体系分为 10 个环节, 形成标准化作业流程.....	19
图 28:	贝壳重视提升经纪人和店东的专业能力.....	20
图 29:	2018-2021 年链家本科及以上学历经纪人占比 .....	20
图 30:	信用分制度奖惩分明, 保障 ACN 落地.....	21
图 31:	公司二手房业务收入拆解.....	21
图 32:	公司 2017-2023 年二手房业务收入及增速 .....	22
图 33:	公司二手房交易额市占率一览.....	22
图 34:	公司二手房业务佣金率平稳上升.....	22
图 35:	公司二手房业务收入拆分.....	22
图 36:	公司二手房业务贡献利润率保持稳定.....	23
图 37:	底薪制度导致利润率和收入正相关.....	23
图 38:	2023-2026 年我国商品住宅销售面积的均值预计在 10.3 亿平 .....	24
图 39:	2022 年样本房企销售费率.....	25
图 40:	2016-2021 年我国新房中介佣金率 .....	25
图 41:	2016-2021 我国新房中介渗透率 .....	25
图 42:	2023H1 不同类型房企新房业务佣金占比.....	26

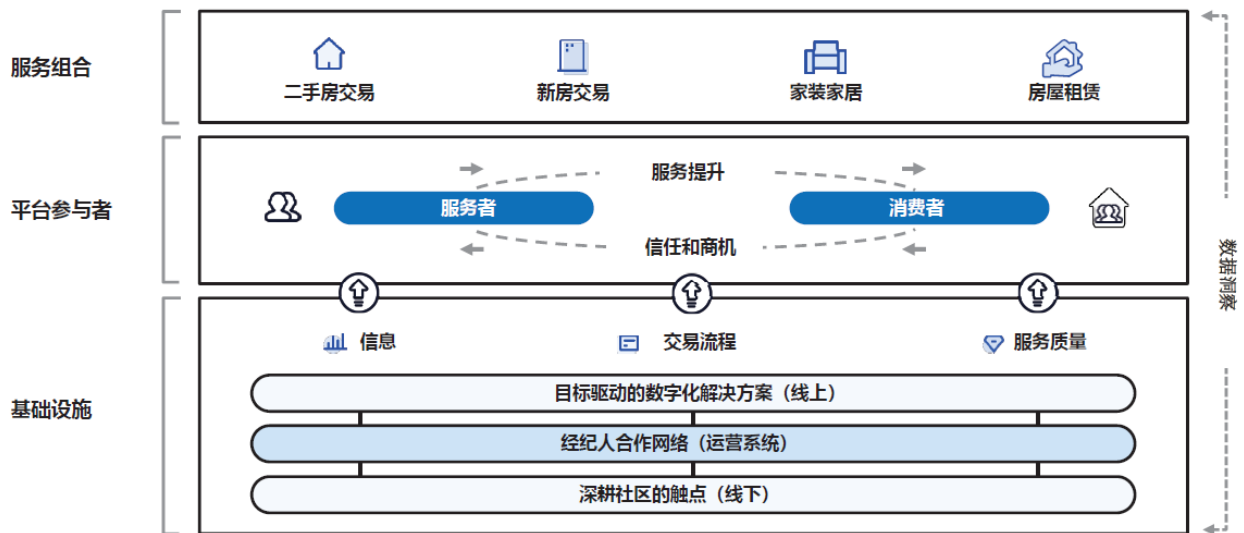
图 43:	2023H1 不同付佣模式新房业务佣金占比.....	26
图 44:	公司 2023H1 新房业务应收账款周转天数显著下降.....	27
图 45:	公司新房业务收入拆解.....	27
图 46:	公司 2017-2023 年新房业务收入及增速.....	28
图 47:	公司新房交易额市占率一览.....	28
图 48:	公司新房业务佣金率已达 3%以上.....	28
图 49:	2017-2023Q3 公司新房业务贡献利润率.....	29
图 50:	中国住房装修单价及预测.....	29
图 51:	中国家装家居市场规模及预测.....	29
图 52:	消费者在装修前和装修中最担心的问题列表.....	30
图 53:	2015-2022 年消协受理房屋装修及物业服务投诉量变化.....	30
图 54:	2021 年典型装企毛利率、净利率和销售费率一览.....	31
图 55:	2017-2022 年公司研发费用共计 107 亿元.....	32
图 56:	21Q3-23Q3 公司家装业务季度营收.....	32
图 57:	公司未来 3 年收入及毛利率测算.....	33
图 58:	可比公司估值表（截至 2024 年 1 月 11 日）.....	34
表 1:	2026 年中国二手房中介服务市场佣金规模测算.....	16
表 2:	中国城镇常住人口年均居住需求拆分预测.....	24
表 3:	2026 年中国新房住宅中介服务市场佣金规模测算.....	26
表 4:	三种主流装企类别.....	31

## 1. 公司简介：二十余年磨炼成就经纪行业产业互联网龙头

### 1.1. 发展历程：脱胎于链家，致力实现领导行业进步的愿景

国内最大房产交易服务平台，市占率遥遥领先。贝壳是国内领先的线上线下一体化的房产交易和服务平台，率先打造了中介行业的平台基础设施和标准，致力于重塑服务者作业模式从而更高效地为消费者提供房产交易服务。公司已成长为国内最大的房产交易和服务平台。截至 2023Q3，贝壳共计拥有 40903 家活跃门店、39.9 万名活跃经纪人和 4920 万名移动月活用户。2022 年公司总交易额达 26096 亿元，其中新房交易额 9405 亿元，二手房交易额 15765 亿元。根据灼识咨询测算，2022 年通过经纪服务产生的新房和二手房交易额分别为 5.4 万亿元和 5.8 万亿元，贝壳 2022 年新房和二手房业务的市占率分别达到 17.4%和 27.2%。

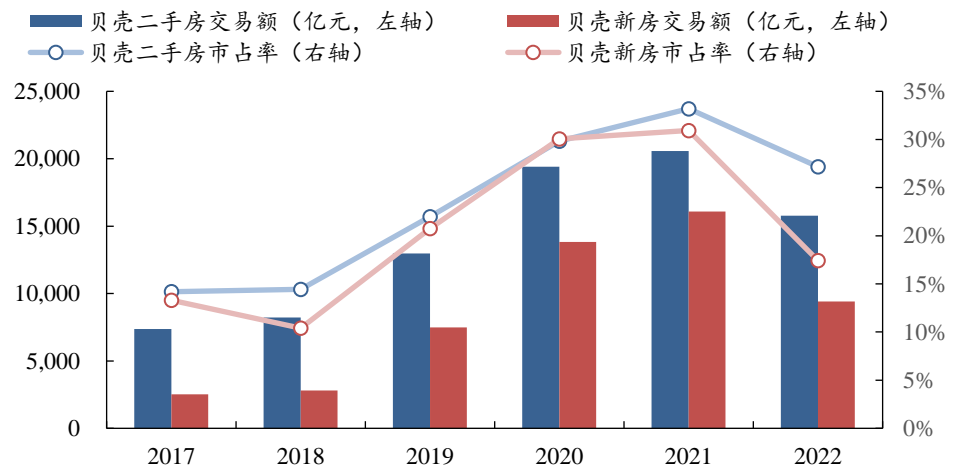
图1：贝壳业务模式一览



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



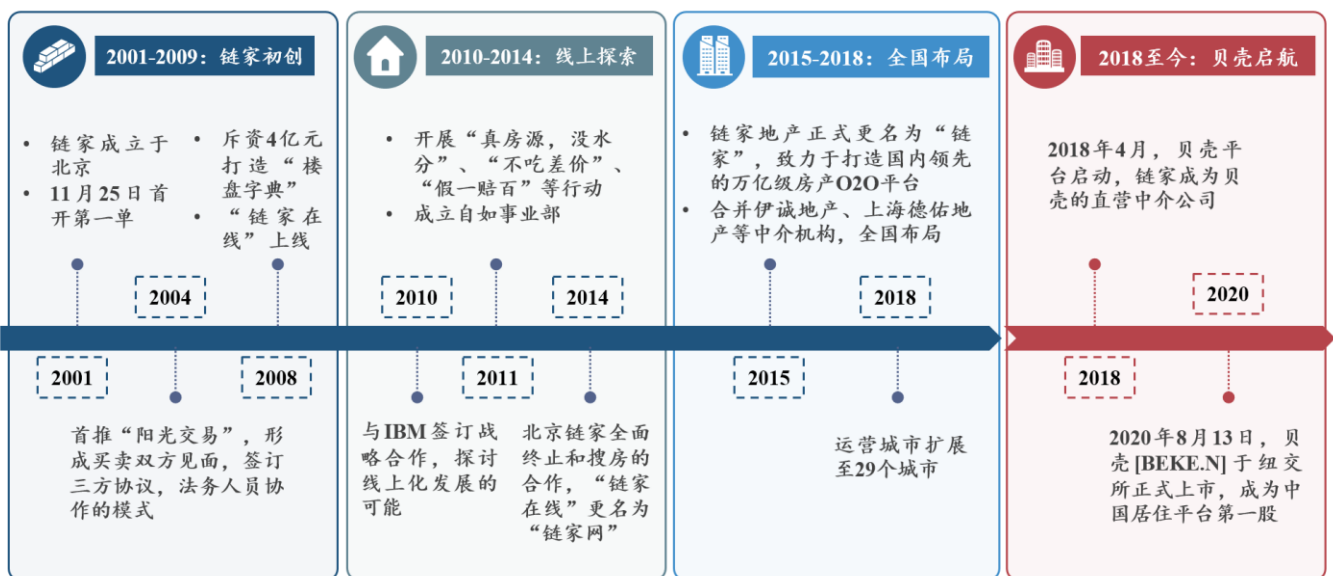
图2：2017-2022年公司二手房和新房交易额及市占率



数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

**脱胎链家，中国居住服务平台第一股。**2001年，链家由创始人左晖创立于北京；2004年，链家首推“透明交易、签三方约、不吃差价”的阳光操作模式，赢得用户信任；2011年，链家在线率先承诺所有房源保证真实，在业内开创性提出“真房源”口号，依托用户信任形成口碑效应；2014年，链家在线改名链家网，标志着贝壳找房诞生；2015年，公司与在上海二手房市场排名第二的德佑合并，目标构建长三角经济圈更大、更完善的房产服务平台；2018年4月23日，链家网正式升级为贝壳找房，首年GMV破万亿，覆盖50个城市；2020年8月13日登陆纽约证券交易所，成为中国居住服务平台第一股；2022年5月11日将其A类普通股以介绍形式于港交所主板双重主要上市。

图3：贝壳历史沿革



数据来源：招股说明书，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构：股权结构稳定，主要管理层投票权占比近五成

公司流通股本由 A 类普通股和 B 类普通股组成。每股 A 股有 1 票投票权；每股 B 股有 10 票投票权，可按 1:1 的比例转换为 A 股。A 类和 B 类普通股持有人除表决权和转换权外享有相同的权利。截至 2023 年 9 月 30 日，公司 A 类和 B 类普通股数分别为 36.06 亿和 1.53 亿，合计 37.59 亿。

公司创始人兼董事长左晖先生不幸离世后，左夫人名下的 Propitious Global 成为公司第一大股东，截至 2023 年 6 月 30 日持股比例为 22.7%，投票权占比 16.5%。联合创始人彭永东先生持股比例为 4.9%，投票权占比为 22.4%；联合创始人单一刚先生持股比例为 2.7%，投票权占比为 10.2%。根据授权委托书安排，百会合伙（彭永东和单一刚先生各自控股 50%）受委托就 Propitious Global 持有的股份行使投票权，因此公司主要管理层投票权比例公司为 49.1%，使得彭永东和单一刚先生可以长期从公司的前景及战略出发，领导公司发展行使其投票权。

图4：公司持股比例和投票权比例情况（截至 2023 年 6 月 30 日，单位：百万股）

股东	持有A股数量	持有B股数量	合计	股份占比	投票权占比
左夫人（Propitious Global）	850	-	850	22.7%	16.5%
彭永东	74	108	182	4.9%	22.4%
单一刚	55	47	102	2.7%	10.2%
腾讯系	411	-	411	11.0%	8.0%
其他股东	2,203	-	2,203	58.8%	42.9%
合计	3,592	154	3,747	100.0%	100.0%

→ 49.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**高管团队兼具行业 KNOW-HOW 和互联网基因，经验丰富。**现任董事长兼 CEO 彭永东先生 2010 年加入链家，2017 年任链家网 CEO；曾任 IBM 战略与变革高级顾问，2009 年为链家提供线上优化转型战略咨询服务；兼备房地产行业 and 战略咨询经验。执行董事单一刚先生 2007 年加入链家任北京链家董事，曾联合创始大连好望角房地产经纪有限公司，兼具房地产经纪管理和创业经验。执行董事兼 CFO 徐涛先生 2016 年加入链家，此前担任商汤科技、滴滴 CFO，在互联网公司进行财务工作近 20 年。执行董事兼 COO 徐万刚 2018 年加入贝壳，2004 年至 2015 年在四川宜城房地产经纪有限公司担任总经理，房地产行业经验丰富。

图5：贝壳高管团队一览

**高管团队兼具行业know-how和互联网基因，是公司发展的稳定剂和助推剂**



**左晖：创始人，“永远的荣誉董事长”**

公司创始人，2001年创建链家，后创办自如。本科计算机专业。



**彭永东：董事会主席，CEO**

2010年加入链家，43岁，与左晖共同创立贝壳。曾担任IBM战略与变革高级顾问，2009年为链家提供线上化转型战略咨询服务。



**单一刚：执行董事，自如董事长**

2007年加入链家，50岁，此前曾是大连好旺角联合创始人。曾担任自如董事长



**徐涛：CFO**

2016年加入链家，49岁，此前曾担任商汤科技、滴滴的CFO。在互联网公司财务工作近20年。



**徐万刚：COO**

2015年加入链家，57岁，曾担任四川伊诚总经理。获电子科技大学电子工程学士，曾在中国电子科技集团公司从事技术研发工作。

**李朝晖，非执行董事：2018年担任贝壳董事**，曾任腾讯并购部总经理、贝塔斯曼亚洲投资负责人

**陈小红，独立非执行董事：2020年担任贝壳非执行董事**，H Capital创始及执行合伙人、曾任Tiger Global总经理

**朱寒松，独立非执行董事，2021年担任贝壳非执行董事**，曾任高盛中国投资银行部联席主管、高盛高华证券有限责任公司CEO

**武军，独立非执行董事，2022年担任贝壳非执行董事**，北京镭场景科技有限公司的创始人

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

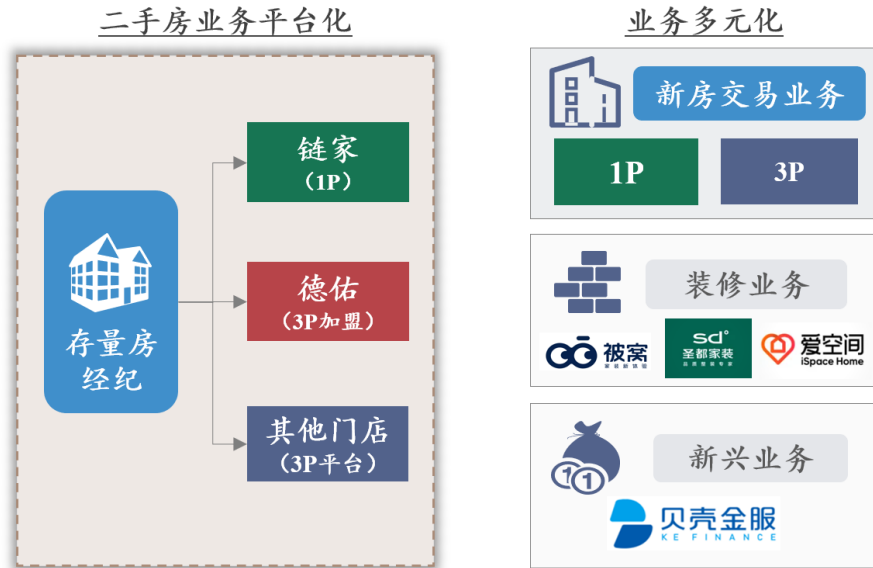
### 1.3. 业务概览：借力数据管理双壁垒打造 SaaS 平台，收入实现跨越式增长

公司在链家时期注重服务质量，长期沉淀数据技术和管理体系，2014年之后收购了上海德佑、北京易家等 11 家同行。德佑作为首批加入贝壳的品牌也实现了快速扩张，进一步吸引其他中介公司加入贝壳，带来了门店数量和经纪人数量的迅速增长。目前在平台上形成了链家、德佑、其他中介共存的生态。

业务结构上，公司目前为“一体三翼”战略，“一体”即为经纪事业线，以 ACN 为基石，以提升客户体验为核心，推动行业健康生态。“三翼”分为（1）整装事业线，宗旨是推动家装行业再造，客户体验与服务者效率双提升，让居住更美好，让爱温暖家；（2）惠居事业线，宗旨是让租住成为一种生活方式，让资管经理成为长期职业，帮助服务者实现效率翻番；（3）贝好家事业线，设立宗旨是以客户思维，共筑好产品、好服务，推动房屋供给侧升级。

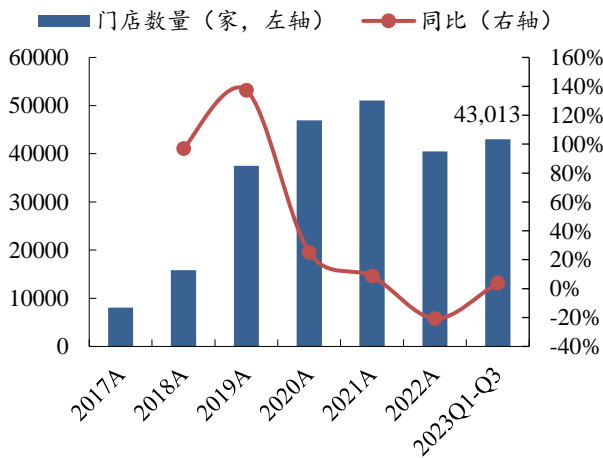


图6: 贝壳业务一览



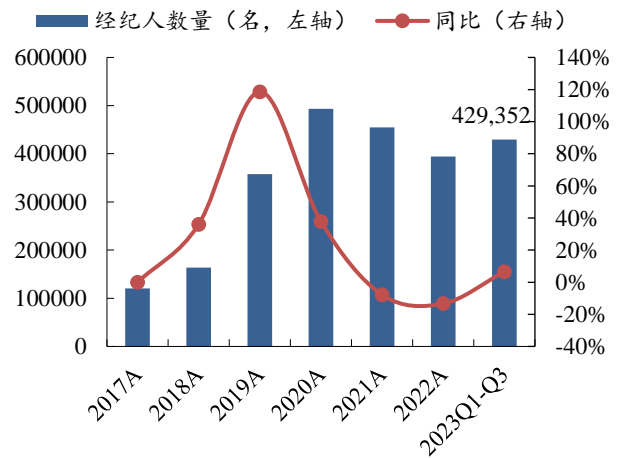
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 公司门店数量变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 公司经纪人数量变化



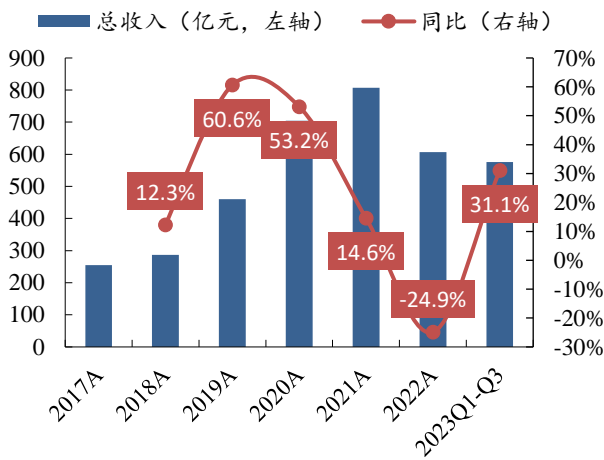
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**收入利润方面:** 公司 2017-2021 年总收入由 255.1 亿元增长至 807.5 亿元; 2022 年受房地产市场景气度下行和疫情影响总收入同比下降 24.9%至 606.7 亿元; 2023 年以来随着疫情放开、地产行业复苏以及公司家装业务的扩张, Q1-Q3 公司实现总收入 575.7 亿元, 同比增长 31.1%。为了更客观分析公司利润情况, 我们从净利润中剔除股权激励支出、投资减值损失、商誉和无形资产减值损失、公允价值变动和因收购形成的无形资产摊销等一次性或非经常性支出, 得到调整后净利润。2020 年公司调整后净利润达到 57.2 亿元, 2021-2022 年由于地产行业景气度下行, 但公司的经纪人薪酬等成本较为刚性,

公司利润率下降，2022 年调整后净利润为 28.4 亿元。2023 年 Q1-Q3 公司调整后净利润已达 80.8 亿元，同比大幅增长 623.7%。

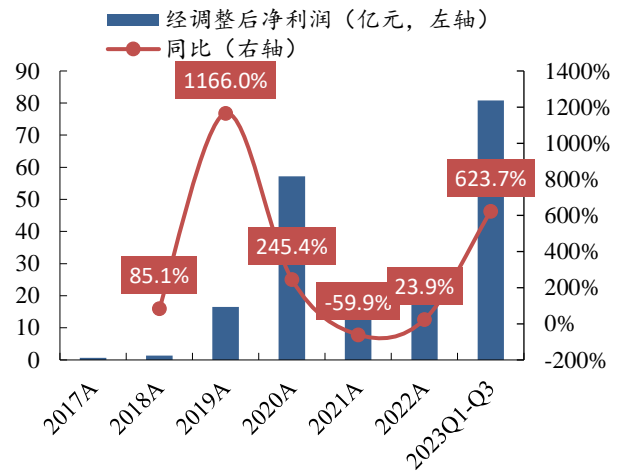
公司营业收入主要来源于存量房交易和新房交易佣金，2021 年及以前这两项服务历年均占到营业收入的 95%以上。贝壳以存量房起家，并积极扩展新房市场。2017-2021 年，新房交易占营收比重持续上升，由 25.2%增长至 57.5%。自 2022 年收购圣都家装以来，家装家居业务成为公司规模增长的第二极，2023 年 Q1-Q3 家装家居业务占总营收比例已上升至 12.5%

图9：公司总营业收入及同比增速



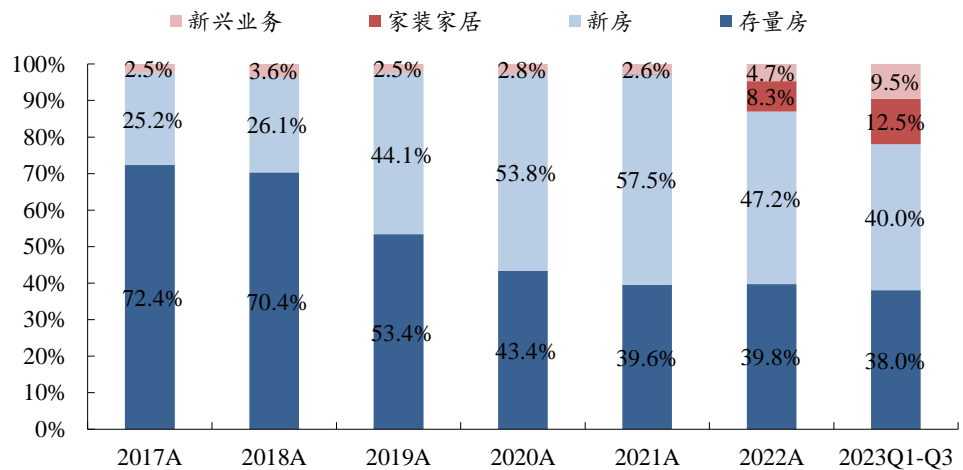
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司调整后净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司各营业收入来源占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

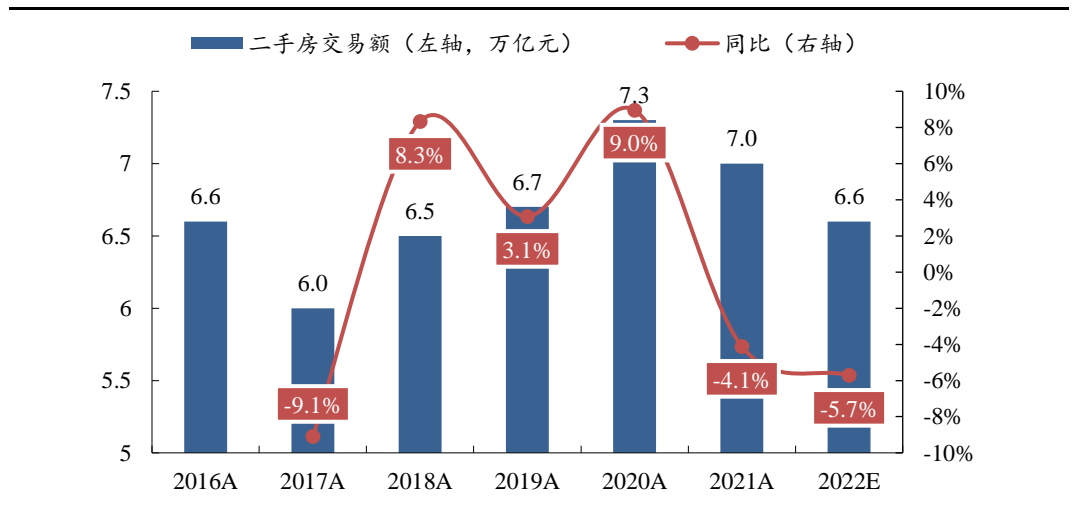
## 2. 二手房业务

### 2.1. 市场空间：换手率提升带动总量增长，中介渗透率维持高位

#### 2.1.1. 总量短期受多重因素压制，当下拐点已至

2020年二手房成交金额到达高点，2022年降至6.6万亿元。我国二手房交易额近7年保持在6.0-7.3万亿区间，2017-2020年为上升通道，在2020年到达最高点7.3万亿元。2020-2022年逐步下降，根据灼识咨询测算，2022年全国二手房交易额为6.6万亿元，同比下降5.7%。

图12：2016-2022年我国二手房交易额及同比增速



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

2022年二手房市场景气度下行的主要原因我们认为有三点：（1）二手房成交集中在头部核心城市，此类城市的限价政策导致新房二手房价格倒挂压制二手房需求，而限售政策也一定程度上限制了二手房供给。根据诸葛找房研究中心和灼识咨询数据测算，TOP10城市2022年二手房交易额占全国的比重高达46.9%，TOP20城市的比重为57.5%。（2）疫情影响。2022年大部分核心城市都经历了较长时间的封城隔离，影响了二手房交易数据；（3）疫情以来房地产市场景气度下行，二手房价下跌，导致购房者观望情绪浓厚。若以国家统计局数据2018年1月定基，2022年1月70大中城市的二手房价格指数为114.04，而12月的指数降至110.41，较1月数据下降3.2%。

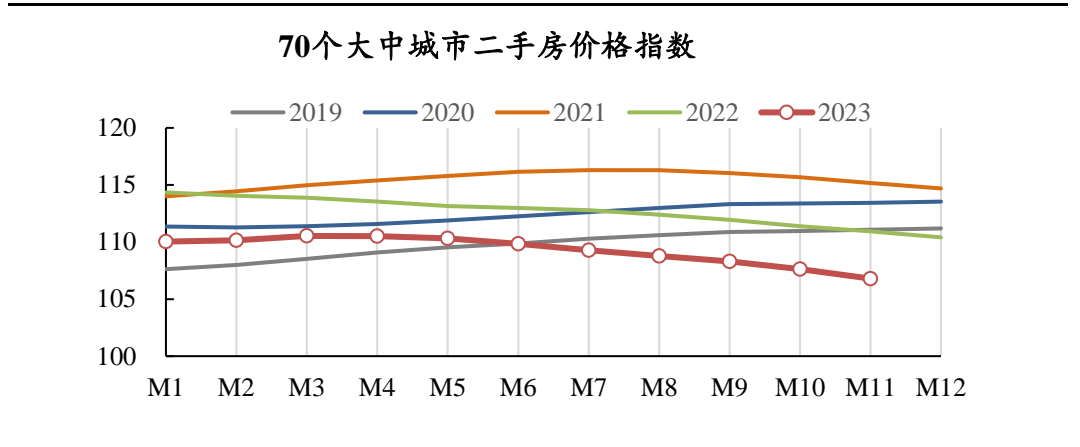
图13: 2022年TOP20城市二手房成交金额占全国二手房交易额比重

排名	城市	2022年1-11月交易额 (亿元)	线性外推全年交易额 (亿元)	占全国二手房交易额比重	排名	城市	2022年1-11月交易额 (亿元)	线性外推全年交易额 (亿元)	占全国二手房交易额比重
1	上海	7816	8527	12.9%	11	深圳	1209	1319	2.0%
2	北京	7116	7763	11.8%	12	宁波	1150	1255	1.9%
3	广州	2124	2317	3.5%	13	佛山	937	1022	1.5%
4	南京	2095	2285	3.5%	14	郑州	739	806	1.2%
5	成都	1797	1960	3.0%	15	合肥	707	771	1.2%
6	天津	1748	1907	2.9%	16	青岛	701	765	1.2%
7	杭州	1518	1656	2.5%	17	大连	361	394	0.6%
8	苏州	1444	1575	2.4%	18	无锡	346	377	0.6%
9	武汉	1369	1493	2.3%	19	南宁	221	241	0.4%
10	重庆	1331	1452	2.2%	20	东莞	70	76	0.1%
TOP10合计		28358	30936	46.9%	TOP11-20合计		6441	7026.545	10.6%

数据来源: 诸葛找房数据研究中心, 灼识咨询, 东吴证券研究所

注: 2022年全年二手房交易额采用 1-11 月交易额/11\*12 线性外推计算得到。

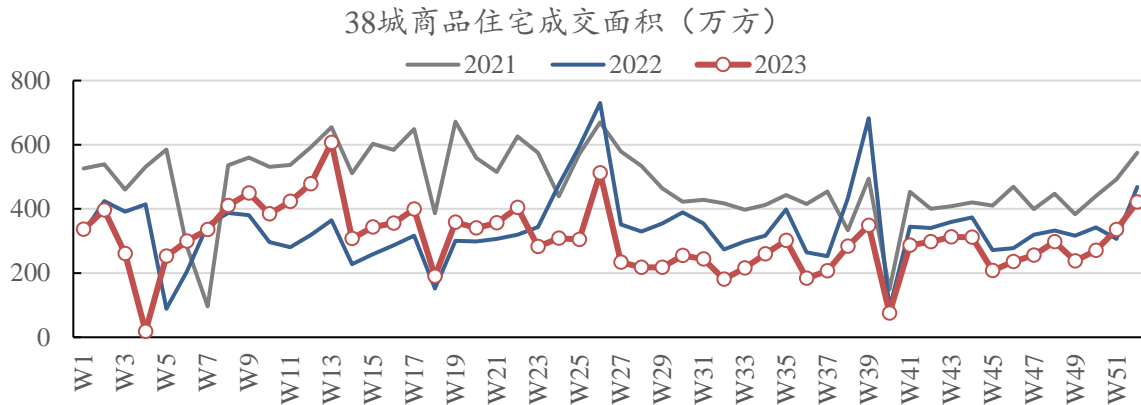
图14: 2022年以来二手房价格指数持续下跌 (2018年1月定基)



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

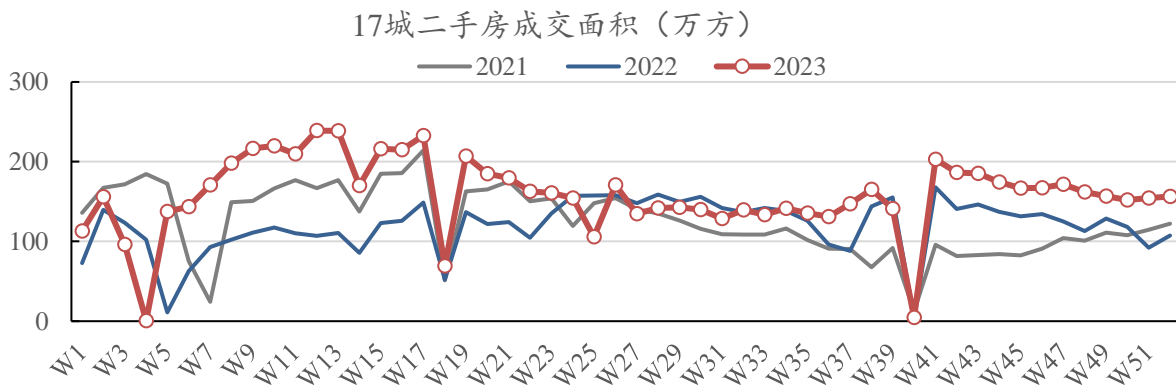
二手房交易的拐点已经到来, 2023年二手房复苏显著优于新房。针对上述3点原因逐一分析: (1) 除一线城市外, 大部分核心城市的限售限价政策在过去一年中已经放松, 中央密集发声支持刚性和改善型需求, 全国层面实行“认房不认贷”。政策对二手房供需的压制正在逐步解除。(2) 疫情对房地产市场的影响在2023年已经结束。(3) 尽管2023年二手房价格还在持续下行中, 但是由于需求端政策持续加码, 刚需和改善购房者的观望情绪较2022年已经有所减弱。根据高频日度数据, 截至11月27日, 38城新房累计成交面积同比下降10.8%, 而17城二手房累计成交面积同比增长33.7%。二手房交易复苏程度显著高于新房。

图15: 2021-2023年38城新房住宅周度成交面积对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图16: 2021-2023年17城二手房住宅周度成交面积对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

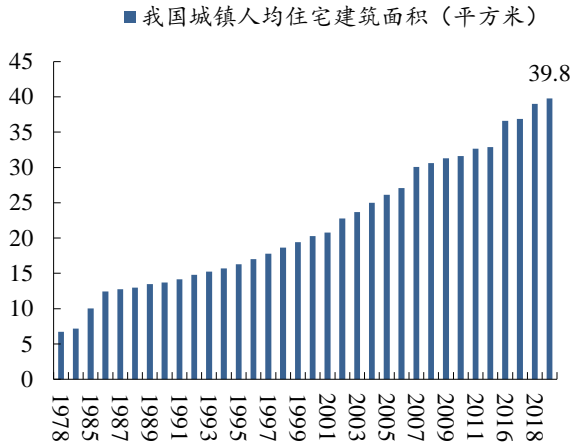
2.1.2. 长期看改善需求带来的换手率提高有望带动总量增长, 中介渗透率将维持高位

根据公式  $\text{通过经纪服务产生的二手房交易额} = \text{二手房交易额} * \text{中介渗透率}$ , 我们认为二手房交易总额长期看, 将会受益于对人均居住面积和居住品质提升的改善型需求逐步释放, 从而带动二手房换手率的逐步提高。

我国城镇人均住宅建筑面积 2019 年已达 39.8 平方米, 但若考虑公摊面积影响乘以 0.75 的系数则为 29.8 平方米, 与世界主要经济体相比 (美国 67.0 平方米、德国 40.0 平方米、法国 39.2 平方米), 仍有一定差距。

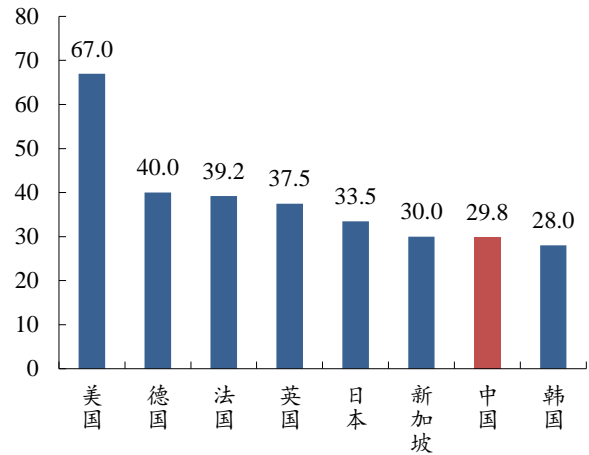


图17: 1978年后我国城镇人均住宅建筑面积稳步增长



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

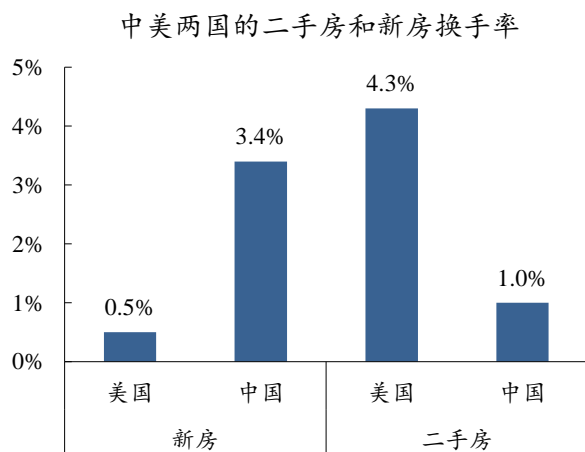
图18: 世界主要经济体人均住宅建筑面积(单位: 平方)



数据来源: 易居研究院, 东吴证券研究所

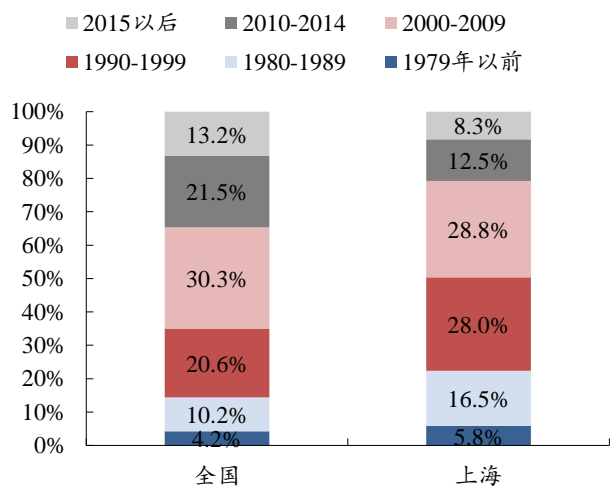
从国际经验看, 随着房龄结构老化叠加改善型住房需求的日益增长, 二手房换手率(二手房交易量与存量房总数之比)将会逐步提高。根据灼识咨询, 2021年美国的二手房换手率高达4.3%而中国的二手房换手率仅有1.0%。我们也可以通过分析上海与全国的数据差异得到房龄结构对换手率的影响: 2020年, 上海2010年之后新建的住房占比为20.8%, 而全国的数据为34.7%, 说明上海的房龄结构明显老于全国。根据上海人民政府公告显示, 上海存量住房840.6万套; 根据中原研究院数据, 2021年上海二手房成交27.7万套, 计算得到2021年上海二手房换手率为3.3%, 显著高于全国的1.0%。

图19: 2021年中美两国的换手率对比



数据来源: 招股说明书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

图20: 2020年中国和上海的房龄结构

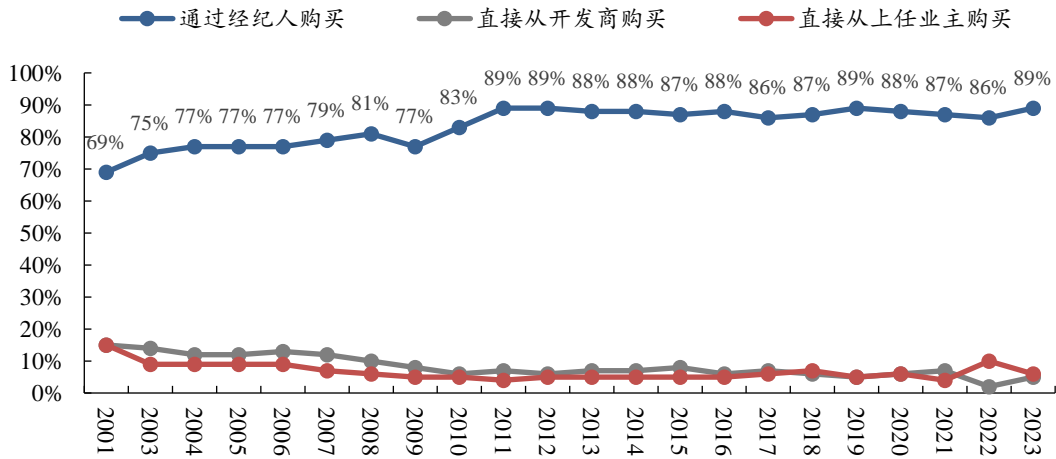


数据来源: 中国人口普查年鉴, 东吴证券研究所

“专业的人做专业的事”我国中介渗透率有望维持高位甚至继续提升，但二手房佣金率增长逐步放缓。根据美国 NAR（全国房地产经纪人协会）2023 年房屋买卖者概况报告，在通过经纪人购买、从开发商处购买和从上任业主购买三种途径中，通过经纪人购买的占比在 2011 年之后一直保持在 87%-89% 的高位区间。而我国自 2016 年以来二手房中介渗透率也始终保持在 86% 以上。专业的人做专业的事，优秀的经纪人可以帮助买家：1. 寻找合适的房屋。2. 讲解指导购房全流程。3. 指出未被注意到的房屋缺陷。4. 在价格谈判中获得更好的条件。参照国外经验，我们认为中国未来的二手房中介渗透率有望维持高位甚至继续小幅提升。

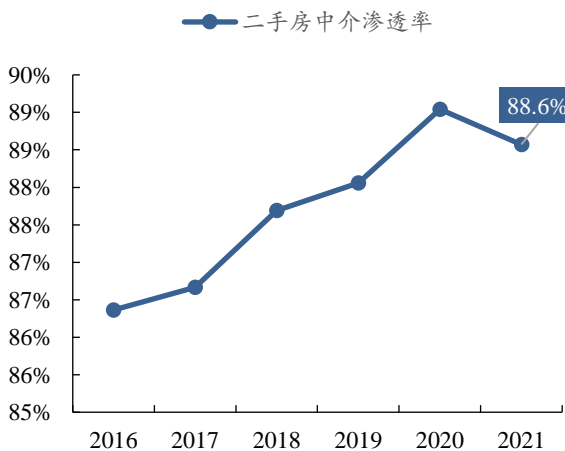
观察 2016-2021 年我国二手房中介佣金率，2019-2021 年增速已明显放缓，每年增长 2bp，2021 年二手房中介佣金率为 2.05%。

图21：美国 2001-2023 年不同住宅购买途径的占比情况



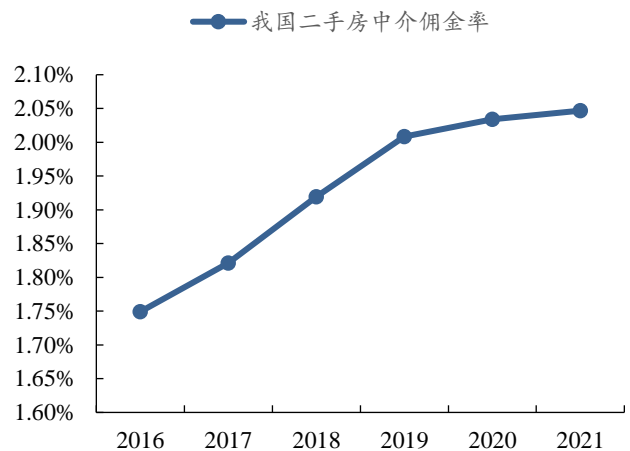
数据来源：NAR，东吴证券研究所

图22：2016-2021 年我国二手房中介渗透率



数据来源：招股说明书，灼识咨询，东吴证券研究所

图23：2016-2021 年我国二手房中介佣金率



数据来源：招股说明书，灼识咨询，东吴证券研究所

### 2.1.3. 预计 2026 年中国二手房中介服务市场佣金规模将达到 1954 亿元

基于二手房成交额稳步增长，而中介渗透率和佣金率保持稳定的假设，我们测算得到 2026 年中国二手房中介服务市场佣金规模有望达到 1954 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 9.0%。

表1：2026 年中国二手房中介服务市场佣金规模测算

编号	项目	单位	2021	2026E	来源
a	中国二手房成交额	万亿元	7.0	10.5	招股说明书
b	渗透率		88.6%	88.6%	保守估计保持不变
A=a*b	中介公司成交额	万亿元	6.2	9.3	
c	佣金率		2.05%	2.10%	保守估计每年增长 1bp
B=A*c	佣金	亿元	1271	1954	

数据来源：招股说明书，贝壳研究院，东吴证券研究所

## 2.2. 公司优势：贝壳平台形成的多边网络效应带来规模优势

### 2.2.1. 房源优势：十五年积累“楼盘字典”，收录 2.7 亿套真房源，解决行业痛点

我国中介行业多年靠外部发布假房源的方式获客，客户体验极差。为了解决这一痛点，链家从 2008 年开始投入大量人力物力，打造了全国最大的真实房源数据库——“楼盘字典”，并基于这一数据库，在 2011 年制定了真房源标准：真实存在、真实在售、真实价格、真实图片。

链家的“楼盘字典”2020 年已囊括了全国 33 省、332 个城市的 2.4 亿套房源，包含 490 万景观地图、510 万栋楼宇、1070 万个单元；2022 年累计已经收录超过 2.67 亿房源，真实率达 95%。除此之外，还收录了多维度信息，包括：房源房间门牌号、属性信息、配套设施信息、历史业务数据等。

真实性方面：楼盘字典最初由链家的经纪人以及外包人员线下人工采集数据，质检人员把关真实性；2014 年开始“扫楼”，雇佣 500 多名兼职人员佩戴 GPS 定位仪彻底数清 24 个城市的 6000 万套房源；目前采用“蚁巢”智能集采系统，使信息采集到上传审核实现自动化；7 级门址管理与 433 个字段，交叉验证的机制确保房源信息真实且完整。

图24: “楼盘字典”成为公司开展经纪业务的底层支持



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 楼盘字典宣传资料, 东吴证券研究所

图25: 7级门址管理与433个字段, 确保房源信息真实且完整



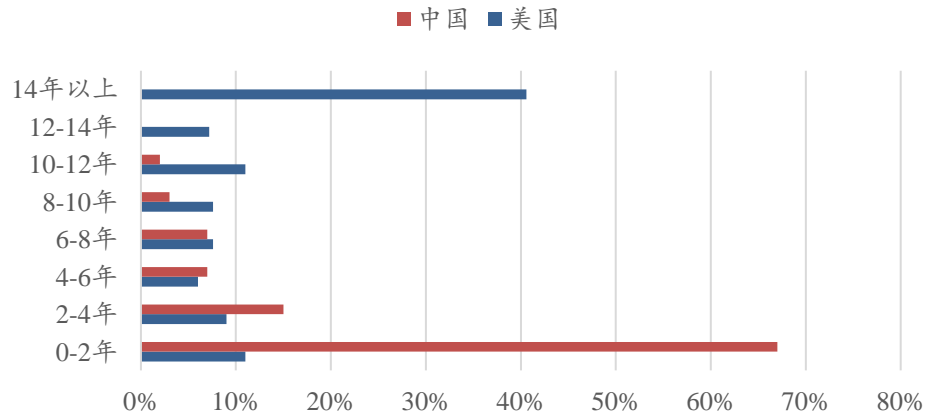
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 楼盘字典宣传资料, 东吴证券研究所

2.2.2. 模式优势: ACN分边机制带来规模效应, C端单次博弈转为重复博弈, B端零和博弈转为多赢博弈

中介行业存在的2大核心矛盾为C端单次博弈和B端零和博弈。

C端单次博弈存在于购房者和经纪人之间。由于购房属于大额低频消费, 经纪人容易出现短视倾向, 即注重短期利益最大化, 利用假房源或者向买方卖方报价的价差去获利。之前我国房地产经纪人的从业周期较短, 只有6个月左右, 而入行6个月的时间平均只能卖出1.5套房。

图26: 2016 年中美经纪人工作年限对比



数据来源: NAR, 链家研究院, 东吴证券研究所

**B 端零和博弈**存在于经纪人与经纪人之间, 之前的中介模式中“跳单”现象频繁出现: 发现房源维护客户的经纪人 A 在工作很长一段时间后, 经纪人 B 出现以更低的中介费撬走经纪人 A 的客户, 经纪人 A 长时间的劳动却颗粒无收, 而经纪人 B 通过恶性竞争, 赢家通吃。

**这样的恶性竞争模式有诸多弊端:** 1. 经纪人之间缺乏利益分配机制, 非合作状态容易形成“信息孤岛”, 影响交易效率和客户体验。2. 非合作状态促使行业低效竞争, 影响企业盈利能力。3. 非合作状态下, 新人经纪人很难存活。以往的竞争模式使得新人很难在竞争激烈的经纪行业存活下来, 离职率高, 培养成本高。为了解决这个痛点, 链家创新了 ACN 网络, 改变了原有的仅成交经纪人获得佣金的模式。



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/287104120116006030>