

2021年12月24日

证券研究报告·公司研究报告

贝壳 (BEKE.N) 房地产

买入 (首次)

当前价: 19.00 美元

目标价: 25.55 美元


西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

ACN 模式解决行业痛点，营收逆势增长显韧性

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 房产经纪市场未来市场空间及渗透率有望得到同时提升, 预计 2024 年市场 GTV 增长至 30.7 万亿, 渗透率超过 47%。2) 公司从链家转型贝壳平台, 2017-2020 年营收 CGAR+40.4%, 截至 2021Q3 拥有约 5 万家门店及 52 万名经纪人, 市占率 13.5%。3) 公司作为行业龙头佣金率有较大提升空间, ACN 模式有效解决了行业痛点, 盈利有望持续修复。
- **中国房产经纪市场空间广阔, 经纪行业渗透率持续提升。** 中国住房市场规模的高速增长为经纪行业的发展提供了广阔空间, 2014 年至 2019 年中国房屋销售和租房交易 GTV 从 9.7 万亿增至 22.3 万亿, CAGR 高达 18.1%, 并有望在 2024 年超过 30 万亿。同时, 中国房产经纪渗透率从 33.0% 增至 47.1%, 预计到 2024 年房产经纪渗透率可达到 62.2%。
- **贝壳 ACN 模式解决行业痛点, 打造出贝壳生态。** ACN 模式即跨中介品牌资源共享平台模式, 通过交易流程标准化平台化, 有效解决了行业三大痛点: 1) 佣金拆分将 B 端零和博弈转变为多赢博弈; 2) 信息透明化将 C 端单次博弈转变为重复博弈; 3) 流程标准化及跨店跨品牌合作提高交易效率。ACN 模式下的贝壳平台实现了行业内的多方共赢: 为购房者提供海量房源, 高效服务, 减少购房时间成本, 提升购房体验; 为其他品牌提供平台, 跨品牌成交已成行业主流; 为经纪人带来发挥己长的行业环境。
- **行业寒冬背景下, 公司营收逆势增长, 净利润实现转正。** 在疫情和地产行业销售下降的大背景下, 公司 2021 年前三季度实现整体营收 630 亿元, 同比增长 31.7%, 展现出强大的韧性。分业务看, 2021 年前三季度公司新房业务营收 352 亿元, 同比增长 189.5%, 二手房业务营收 157 亿元, 同比仅下降 16.0%, 新兴业务营收 18.4 亿元, 同比增长 31.7%。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2021-2023 年 Non-GAAP 净利润/ADS 分别为 2.18/3.43/4.65 元, 考虑到中国房产经纪市场渗透率和佣金率仍有较大提升空间, 公司 ACN 模式已成熟, 市场占有率不断提升, 给予 2023 年 35 倍 PE, 目标价 162.75 元/ADS (25.55 美元/ADS), 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 地产行业下行风险、房产经纪行业政策风险、反垄断政策风险、品牌合作中断风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	70,481	78,735	83,226	98,664
增长率	53%	12%	6%	19%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	5,717	2,593	4,073	5,536
增长率	246%	-55%	57%	36%
Non-GAAP 净利润/ADS (元)	4.81	2.18	3.43	4.65
PS	6.25	5.49	5.19	4.38
PE	73.60	55.49	35.33	26.00

数据来源: Wind, 西南证券

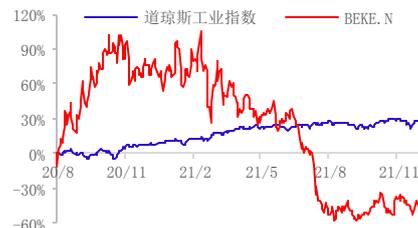
西南证券研究发展中心

分析师: 陈泽敏
执业证号: S1250521040001
电话: 021-58352031
邮箱: chenzm@swsc.com.cn

联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 杨岚
电话: 17620199511
邮箱: ylan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

52 周内股价区间(美元)	15.15-78.00
总市值(亿美元)	226.27
总资产(亿美元)	159.49
每股净资产(美元)	2.94

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

官方微信: zhituquan

目 录

1 从链家到贝壳的华丽转型.....	1
1.1 脱胎链家，从“门店”到“平台”的华丽转型.....	1
1.2 管理层掌握决策权，顶级机构纷纷入局.....	1
2 中国房产经纪市场空间广阔，痛点有待改善.....	3
2.1 新房&二手房市场双线增长.....	3
2.2 新兴服务成行业新蓝海.....	7
2.3 B端及C端博弈催生痛点，降低行业效率.....	8
2.4 新房销售短期下滑，政策边际放松有望强化.....	9
3 ACN独特模式，打造贝壳生态.....	11
3.1 ACN模式打造房产生态，解决行业三大痛点.....	11
3.2 全国化拓展迅速，普及“真房源”标准.....	14
3.3 ACN系统推动公司业绩高速增长.....	15
4 营收逆势增长，净利润转负为正.....	19
4.1 行业寒冬展现公司增长韧性.....	19
4.2 市占率逐年上升，但尚无反垄断风险.....	21
5 盈利预测与估值.....	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 相对估值.....	23
6 风险提示.....	23

图 目 录

图 1: 贝壳找房发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 中国房屋交易 GTV2024 年有望超 30 万亿元.....	3
图 4: 经由房产经纪人完成的房屋交易 GTV2024 年有望达到 19 万亿, 行业渗透率有望达到 62%.....	3
图 5: 新房交易 GTV 未来依旧占据住房市场半壁江山.....	4
图 6: 新房销售行业渗透率 2024 年有望超过 40%.....	5
图 7: 新房交易佣金规模 2024 年有望达到 1500 亿.....	5
图 8: 目前二手房交易 GTV 只占总交易规模三成左右.....	5
图 9: 中国二手房交易规模占比相较美国仍处于较低水平.....	5
图 10: 部分核心城市二手房交易占比已超过五成.....	6
图 11: 二手房交易 GTV2024 年有望达到 12 万亿.....	6
图 12: 经纪行业在二手房交易渗透率保持高位.....	6
图 13: 二手房佣金规模 2024 年有望达到 3120 亿.....	6
图 14: 链家二手房佣金率呈现上升趋势.....	7
图 15: 我国二手房佣金率在全球范围内处于较低水平.....	7
图 16: 新兴及其他服务 GTV 有望持续高速增长.....	7
图 17: 新兴市场占比 2024 年有望超过 30%.....	7
图 18: 家装行业市场空间广阔.....	8
图 19: 互联网公司纷纷入局家装行业.....	8
图 20: B 端零和博弈.....	9
图 21: C 端单次博弈.....	9
图 22: 百强房企销售面积.....	10
图 23: 百强房企销售金额.....	10
图 24: 2021 年 9 月以来房地产宽松政策梳理.....	11
图 25: 主要经纪公司类型及经营模式.....	12
图 26: 贝壳营收机制.....	12
图 27: 贝壳真房源标准.....	13
图 28: 贝壳平台及其生态构成.....	14
图 29: 贝壳门店和经纪人数量.....	15
图 30: 链家及非链家经纪人数量.....	15
图 31: 贝壳楼盘字典已收录超 2.4 亿套真实房源.....	15
图 32: 楼盘字典实现房屋标准化数字化.....	15
图 33: 贝壳 2020 年 GTV 达 3.5 万亿元远超同行.....	16
图 34: 贝壳 2020 年门店数和经纪人数量处于行业领先地位.....	16
图 35: 新房交易服务 GTV 逆市高增.....	16
图 36: 新房交易服务营收同步增长.....	16
图 37: 非链家贡献贝壳主要新房交易 GTV.....	17
图 38: 二手房交易服务 GTV 增速稳定.....	17
图 39: 二手房交易服务营收能力逐步释放.....	17

图 40: 非链家二手房交易 GTV 高速增长.....	18
图 41: 新兴及其他服务 GTV 持续增长.....	18
图 42: 新兴及其他服务营收保持高增.....	18
图 43: 公司营收维持高增.....	19
图 44: 新房业务营收占比逐年增长.....	19
图 45: 公司毛利率保持稳定.....	20
图 46: 公司二手房、新兴业务毛利率维持高位.....	20
图 47: 公司历年各业务成本管控得当.....	20
图 48: 公司费用率总体回落.....	21
图 49: 公司净利润实现转正.....	21
图 50: 公司 2017-2020 年市场占有率情况.....	22
图 51: 2020 年房产经纪行业贝壳整体市占率仅 13.5%.....	22

表 目 录

表 1: 公司投票权变更情况.....	2
表 2: ACN 模式下经纪人角色职能.....	13
表 3: 反垄断相关事件对公司股价的影响.....	21
表 4: 分业务收入及毛利率.....	22
表 5: 可比公司估值.....	23
附: 财务报表.....	24

1 从链家到贝壳的华丽转型

1.1 脱胎链家，从“门店”到“平台”的华丽转型

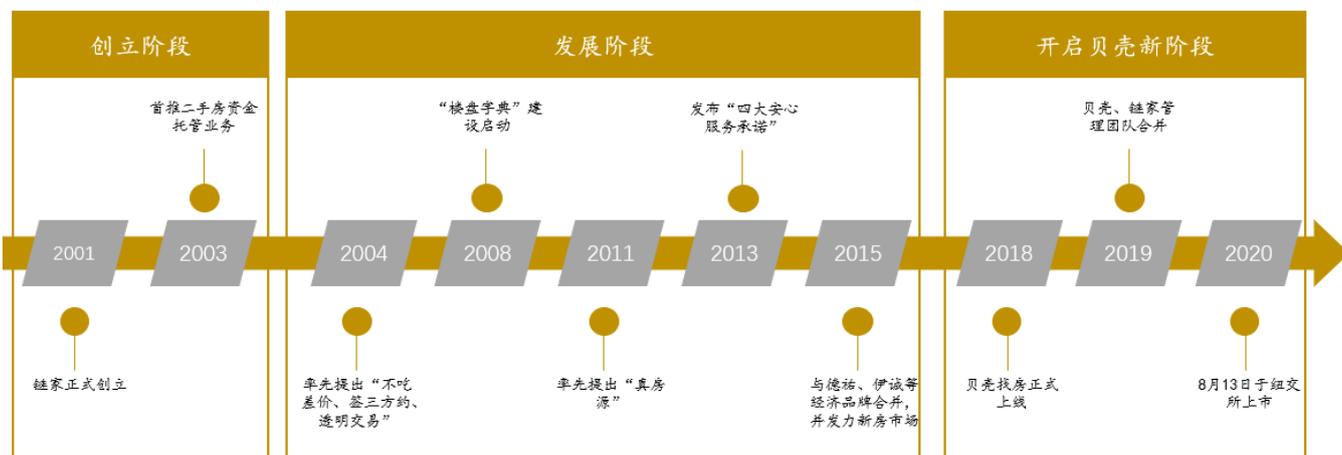
贝壳找房是中国最大的房屋交易和服务平台，由国内房地产经纪品牌龙头“链家”和线上线下一体化的房屋交易服务平台“贝壳”构成。贝壳的发展历程大致可分成三个阶段。

1) 创立阶段：公司于 2001 年在北京创立房地产经纪品牌“链家”，公司创立之初便摒弃传统房地产经纪行业利用信息不对称获利的行业潜规则，主张透明交易，并不断发展业务模式，在 2003 与中国建设银行合作首家推出“二手房交易资金托管业务”，创建了京城二手房交易新规则。

2) 发展阶段：公司于 2004 年率先提出“不吃差价、签三方约、透明交易”的新型交易模式，标志着公司进行发展新阶段。2008 年链家正式开启“楼盘字典”建设工作，并于 2011 年率先提出“真房源”战略，承诺所有房源保证真实，并将“真房源”确定为提升核心竞争力的重要战略。2015 年公司与德祐、伊诚等房地产经纪公司合并，在拓展二手房经纪业务布局的同时，发力新房市场，成为了业内具备全产业链服务能力的综合型房产服务平台。

3) 新阶段：公司于 2018 年正式升级为贝壳找房，开启公司发展新阶段，通过公司打造的 ACN 新业务模式，贝壳找房已迅速成为国内领先的房屋交易平台。2020 年贝壳平台 GTV 达到 3.5 万亿元，同比增长 65%，是中国最大的房屋交易和服务平台以及第二大商业平台。截至 2021Q3，贝壳找房已进驻全国 100 多个城市，平台拥有 51.5 万经纪人和 5.0 万家门店。

图 1：贝壳找房发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 管理层掌握决策权，顶级机构纷纷入局

腾讯、软银、高瓴等顶级机构入局，公司发展潜力得到认可。2019 年 3 月，贝壳找房启动 D 轮融资，规模超过 12 亿美元，之后估值上升至 140 亿美元。腾讯领投 8 亿美元，Gaw Capital/基汇投资 1 亿美元，高瓴资本投资 8000 万美元，源码投资 5200 万美元，碧桂园创投投资 5000 万美元，新天域投资 3000 万美元，华兴资本投资 2000 万美元，海峡资本投资

500 万美元，D 轮其他投资人合计投资 11300 万美金。2019 年 11 月，贝壳完成了 D+轮融资，规模超 24 亿美元，融资方包括软银愿景基金、高瓴资本、腾讯控股、红杉资本等。

公司成功于纽交所上市，管理层拥有超 8 成投票权。2020 年 8 月 13 日，贝壳找房于美国纽交所成功上市，股票代码为 BEKE。公司此次首次公开发行，发行价为每股 20 美元，总募集资金约 24.4 亿美元，上市后总市值达 233 亿美元。截至 2021 年 2 月 28 日，公司已故创始人左晖持股比例约 38.8%，由于其持有全部 8.85 亿 B 类普通股，因此拥有约 81.1% 的投票权，现任董事长兼 CEO 彭永东持股比例为 3.1%，现任首席执行官徐万刚持股比例为 1.5%，现任执行董事单一刚持股比例为 1.3%。此外，公司主要的外部股东腾讯、软银、高瓴资本分别持股 11.6%/7.1%/5.0%。作为公司的第二大股东，腾讯与贝壳在营销、云服务等有着密切合作。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层平稳过度，公司控制权平稳交接。2021 年 5 月 24 日，公司发布公告称由联合创始人彭永东接任董事长一职，首席运营官徐万刚担任贝壳执行董事，公司管理层、左晖家族信托承诺一年内不出售股份。7 月 29 日，左晖家族信托将 8.85 亿股 B 类普通股所代表的投票权不可撤销地授予由彭永东和单一刚两位合伙人组成的 Baihui Partners L.P。11 月 8 日，公司召开股东大会宣布，彭永东与单一刚所持的 A 类股以 1:1 的比例转换为 B 类股，同时，将左晖家族信托所持有的 B 类股以 1:1 的比例转换为 A 类股。此番变更后，以彭永东、单一刚为代表的公司核心管理层所掌控的投票权将超过 80%，实现了公司管理和控制权的平稳交接。

表 1：公司投票权变更情况

	持股比例	投票权	
		变更前	变更后
左晖家族	38.80%	81.10%	68.70%
彭永东	3.10%	1.00%	9.50%
单一刚	1.30%	0.40%	4.10%
徐万刚	1.50%	0.50%	0.50%
腾讯	11.60%	3.60%	3.60%
软银	7.10%	2.20%	2.20%
高瓴	5.00%	1.50%	1.50%

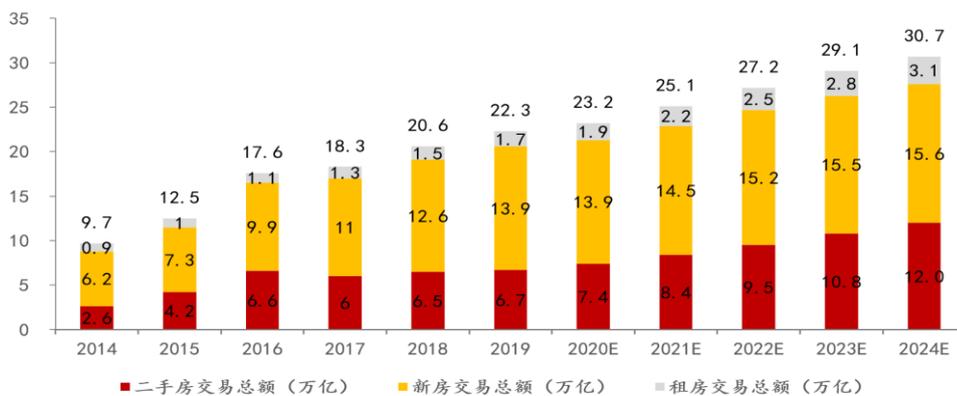
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 中国房产经纪市场空间广阔，痛点有待改善

2.1 新房&二手房市场双线增长

中国房产经纪市场广阔，2024 年有望超过 30 万亿。房地产经纪行业作为从二、三级市场切入房地产行业的重要组成部分，行业发展主要受两大因素的影响，一是房地产行业的市场规模，二是住房市场中房产经纪渗透率。中国住房市场规模的高速增长为经纪行业的发展提供了广阔空间，中国房屋销售和租房交易 GTV 从 2014 年的 9.7 万亿增长至 2019 年的 22.3 万亿，CAGR 高达 18.1%，在 2024 年有望增至 30.7 万亿，为房地产经纪服务商提供了广阔的市场空间。

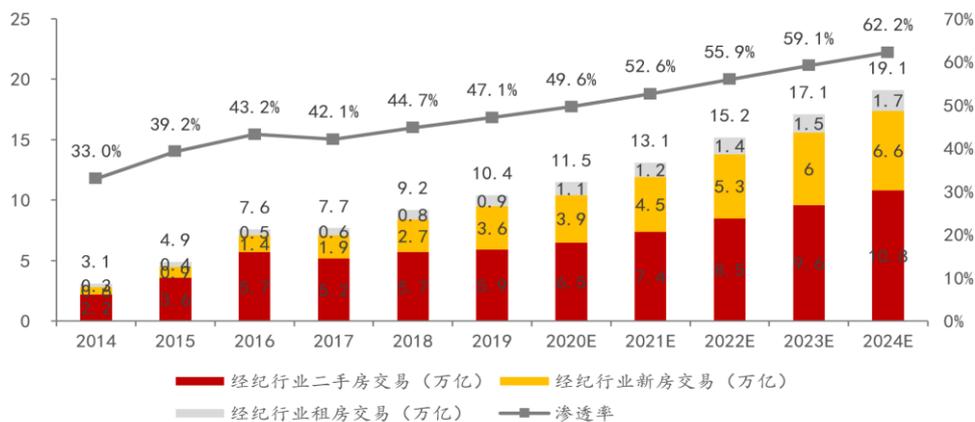
图 3：中国房屋交易 GTV2024 年有望超 30 万亿元



数据来源：贝壳招股说明书，CIC 报告，西南证券整理

经纪行业渗透率持续提升，到 2024 年有望达到 62%。另一方面，房地产经纪行业发展依赖于经纪业务在住房市场的渗透率，其具体体现为经由房产经纪人完成的房屋销售与租房交易 GTV 占总 GTV 的比例，从 2014 年到 2019 年，经由房产经纪人完成的房屋销售与租房交易 GTV 从 3.1 万亿增至 10.4 万亿，实现 26.8% 的年复合增长率；房产经纪渗透率从 33.0% 增至 47.1%，反映出房地产经纪行业的快速发展，同时渗透率不足五成，说明行业仍有较大的提升空间，预计到 2024 年房产经纪渗透率可达到 62.2%。

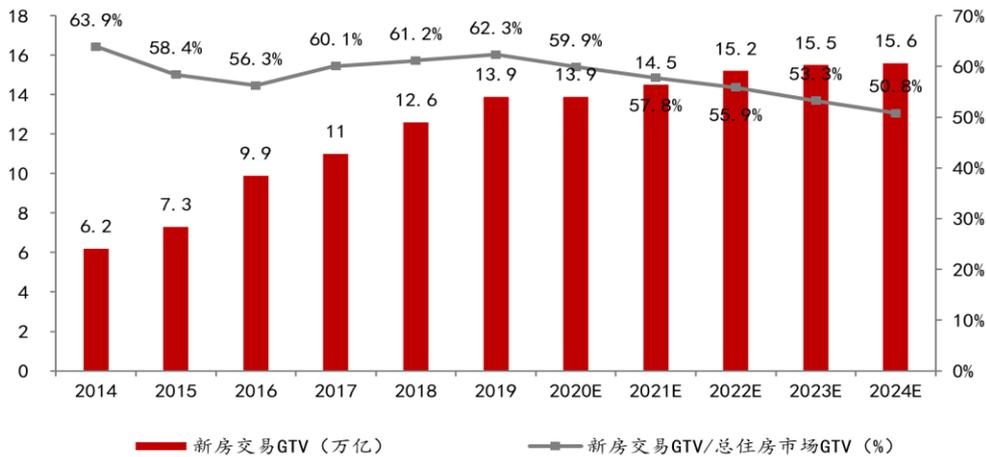
图 4：经由房产经纪人完成的房屋交易 GTV2024 年有望达到 19 万亿，行业渗透率有望达到 62%



数据来源：贝壳招股说明书，CIC 报告，西南证券整理

新房市场：15 万亿元新房销售规模将支持地产经纪行业长期稳定发展。中国的新房市场已经从高速增长逐渐步入稳定发展的新阶段，虽然市场规模增速有所下降，但是依旧是全球最大的新房市场，2019 年全国新房交易 GTV 为 13.9 万亿，占总住房市场 GTV 的 62.3%，虽然到 2024 年，这一比例预计会下降至 50.8%，但新房市场预计仍将达到 15 万亿元左右的巨大体量，依旧可以满足房产经纪行业未来的继续发展。

图 5：新房交易 GTV 未来依旧占据住房市场半壁江山

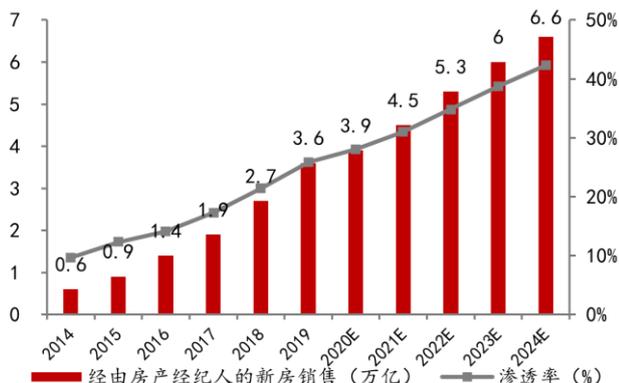


数据来源：贝壳招股说明书，CIC 报告，西南证券整理

经纪商的新房交易渗透率持续提升，未来有望超过 40%。虽然中国新房市场增长速度减缓，但经纪行业的新房交易 GTV 却能够保持高增长率，其原因在于房产经纪行业在新房销售中的渗透率不断提升。从 2014 年到 2019 年，经由房产经纪人完成的新房交易 GTV 从 0.6 万亿增至 3.6 万亿，实现了 43.1% 的年复合增长率，远超新房交易 GTV 17.5% 的年复合增长率，经纪行业新房交易渗透率由 9.7% 快速增至 25.9%。对房地产开发商来说，经纪公司拥有大量的经纪人以及客户资源，这有助于地产公司提高销售效率，保证其去化能力和回款周期；对购房者而言，经纪公司可以提供更多房源信息和匹配服务，使得购房流程更加省时便捷。根据 CIC 预测，预计未来经纪行业在新房销售的渗透率将会进一步提升，到 2024 年预计增至 42.3%，房地产经纪行业的新房市场规模有望持续提升。

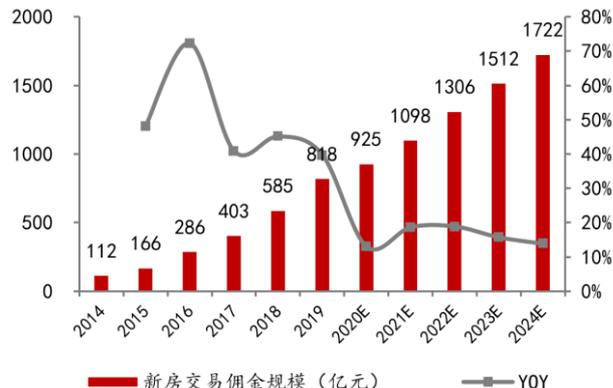
新房佣金率稳步提升，新房交易服务的佣金规模有望达到 1500 亿。佣金率方面，随着经纪服务在新房交易中所占规模和重要程度不断提升，行业佣金率也在稳步增长。新房交易经纪行业平均佣金率从 2014 年的 1.9% 增至 2019 年 2.3%，并且随着经纪行业在新房交易服务渗透率的高速增长，新房交易佣金率有望继续提升。根据 CIC 预测，经纪行业在新房交易的行业规模预计在 2024 年可以达到 6.6 万亿，如果将未来佣金率按照 2019 年平均佣金率 2.3% 进行保守测算，2024 年新房交易服务的佣金规模有望达到 1500 亿。

图 6: 新房销售行业渗透率 2024 年有望超过 40%



数据来源: 贝壳招股说明书, CIC 报告, 西南证券整理

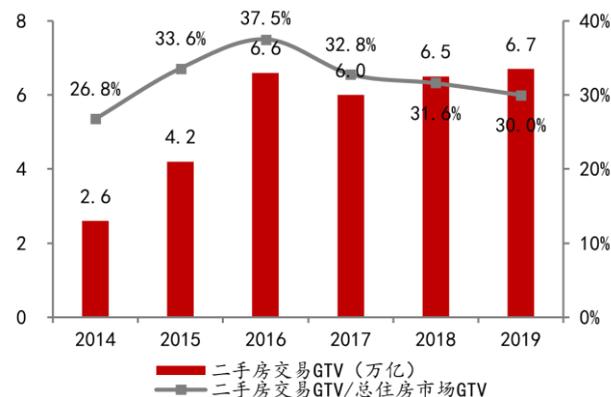
图 7: 新房交易佣金规模 2024 年有望达到 1500 亿



数据来源: 贝壳招股说明书, CIC 报告, 西南证券整理

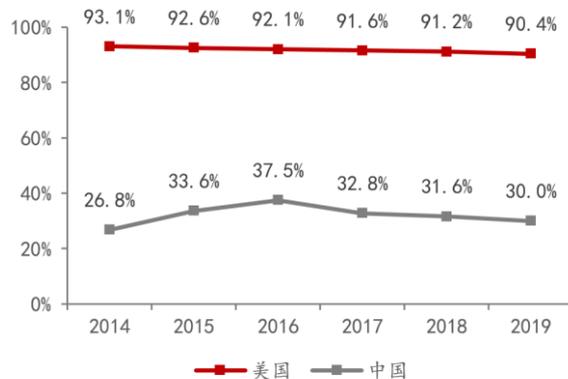
存量房市场: 存量房时代逐渐到来, 二手房交易市场高速增长。如果将存量房销售和租房交易之和作为测算二手房市场容量标准, 可以看出从 2014 年到 2019 年, 二手房交易 GTV 从 2.6 万亿增长至 6.7 万亿, 实现了 20.8% 的高复合增长率。然而目前中国商品房交易中二手房占比只有三成左右, 而美国二手房交易占比稳定在 90% 以上 (以套数计算), 相比发达国家住房市场, 中国的二手房交易占比以及二手房流通率仍处于较低水平, 有很大的提升空间。

图 8: 目前二手房交易 GTV 只占总交易规模三成左右



数据来源: 贝壳招股说明书, CIC 报告, 西南证券整理

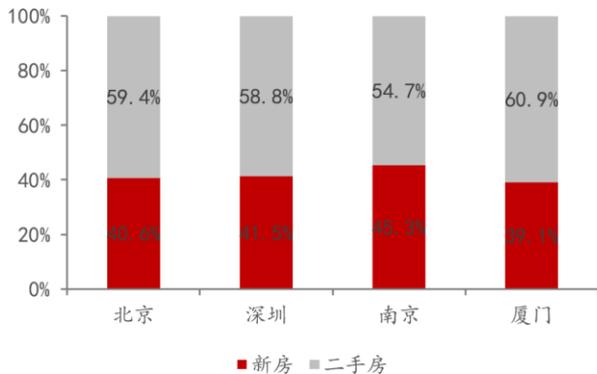
图 9: 中国二手房交易规模占比相较美国仍处于较低水平



数据来源: Wind, 西南证券整理 (美国为套数口径, 中国为金额口径)

核心城市已进入存量房时代, 二手房市场 2024 年 GTV 有望超 12 万亿元。随着中国新房市场增长的不放放缓, 中国已逐渐从增量房时代进入存量房时代, 部分核心城市一二线城市二手房交易占比已经开始超过新房交易, 预计未来更多的城市将会进入存量房时代, 到 2024 年, 预计中国二手房交易 GTV 将增至 12.0 万亿, 占总住房市场 GTV 的比例将会增至 39.1%。这对于房产经纪行业二手房业务的开展提供了广阔的空间。

图 10: 部分核心城市二手房交易占比已超过五成

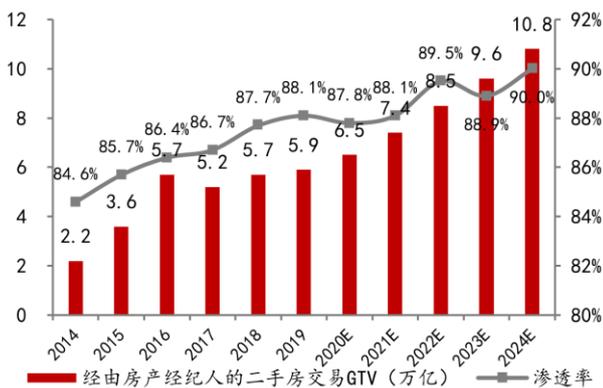


数据来源: Wind, 西南证券整理

经纪行业在二手房市场持续保持高渗透率。房地产经纪行业在二手房市场中一直占有较高比重,保持着高渗透率,从2014年开始,经由房产经纪人完成的二手房交易GTV基本占总二手房交易GTV的80%以上,证明了经纪行业在二手房市场中突出的行业优势。而凭借着已经成熟的业务体系和规模化优势,预计未来房地产经纪行业在二手房市场将会继续占据主要份额,渗透率有望维持高位。

二手房+租房佣金规模到2024年有望达到3120亿。佣金率方面,中国的二手房买卖佣金率一般为房屋价值的1%-3%,租房佣金一般为半个月到一个月的房屋租金,2020年中国平均二手房及租房交易佣金率约为2.5%,且随着经纪行业不断提升其服务质量和客户体验,二手房交易佣金率在未来有望增长。根据CIC预测,经纪行业在二手房交易的行业规模预计在2024年可以达到10.8万亿,如果加入租房市场则可以达到12.5万亿,如果按2020年平均佣金率2.5%进行保守测算,2024年二手房+租房交易服务的佣金规模有望达到3120亿。

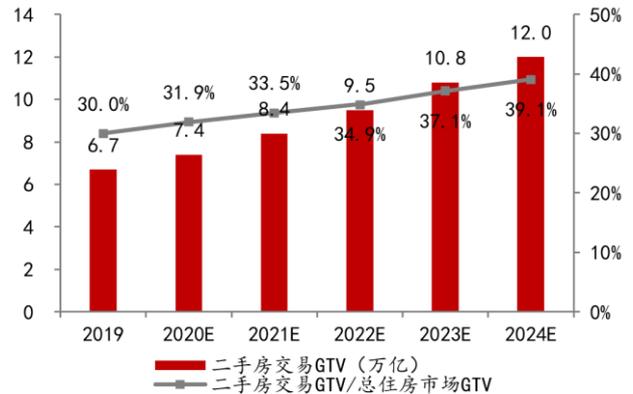
图 12: 经纪行业在二手房交易渗透率保持高位



数据来源: 贝壳招股说明书, CIC 报告, 西南证券整理

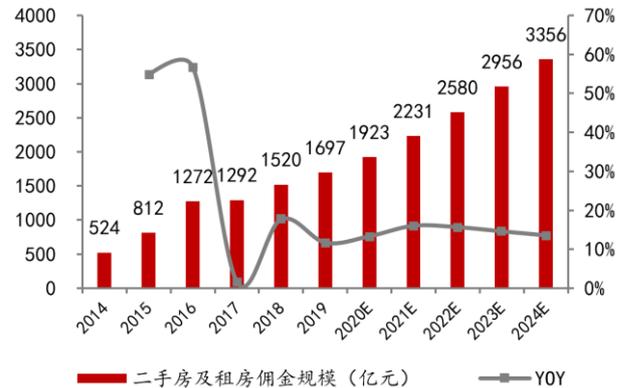
从全球来看,中国二手房交易佣金率还有明显的上升空间。2019年贝壳平台中链家二手房交易平均佣金率为2.56%,相比2018年增长0.07pp。2020年底,贝壳宣布将重庆、郑州等多个城市的二手房佣金费率从2%上调至3%。根据Global Property Guide的数据,2021年中国二手房佣金率区间为0.5%至3.0%,和世界上其他发达国家相比还处于较低水平,预计未来随着房地产经纪行业的成熟和监管机构对房地产经纪服务收费标准的放宽和市场化,我国二手房佣金率还有明显的上升空间。

图 11: 二手房交易GTV2024年有望达到12万亿



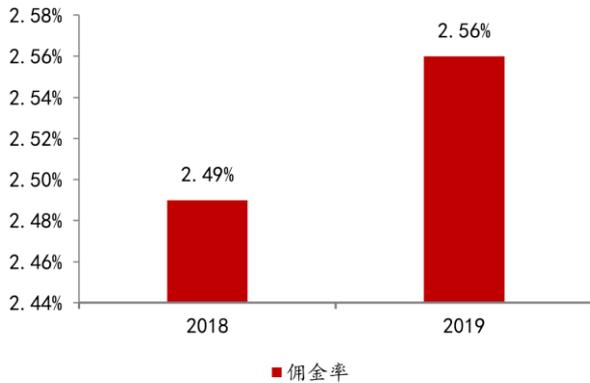
数据来源: 贝壳招股说明书, CIC 报告, 西南证券整理

图 13: 二手房佣金规模2024年有望达到3120亿



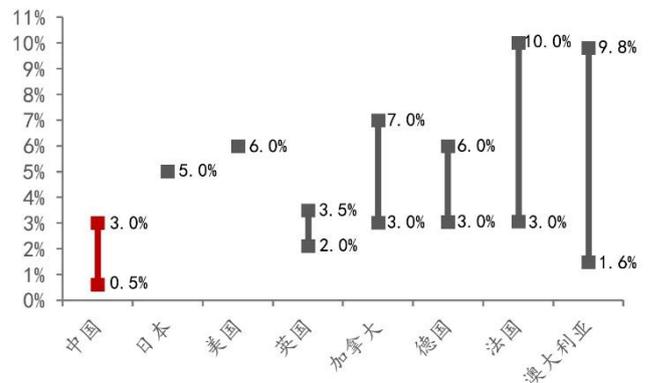
数据来源: 贝壳招股说明书, CIC 报告, 西南证券整理

图 14: 链家二手房佣金率呈现上升趋势



数据来源: 贝壳招股说明书, 西南证券整理

图 15: 我国二手房佣金率在全球范围内处于较低水平



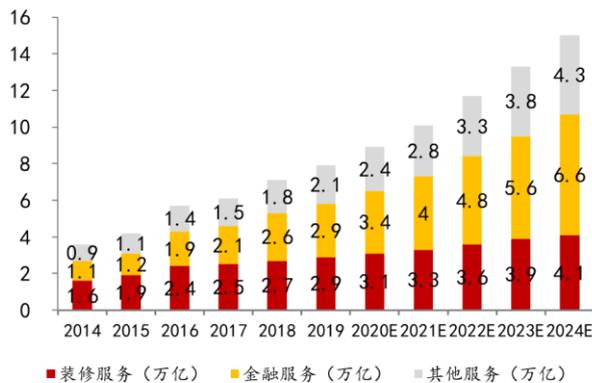
数据来源: Global Property Guide, 西南证券整理

2.2 新兴服务成行业新蓝海

经纪行业新蓝海, 新兴服务规模占比有望持续提升。传统房产经纪业务即通过经纪人完成新房或二手房的交易, 业务结构较为单一。因此新型房地产经纪行业除传统业务外增加了新兴及其他服务, 主要包括装修服务, 金融服务和其他服务, 发掘了新的业务市场, 同时丰富了业务结构。近年来, 新兴及其他业务市场已经逐步成为房地产经纪行业重要的市场构成部分。从 2014 年到 2019 年, 新兴及其他业务 GTV 从 3.6 万亿增至 7.9 万亿, 实现了 17.0% 的年复合增长率, 其中金融服务实现了 21.4% 的年复合增长率。

新兴及其他业务市场占房地产经纪行业总市场的比重持续增长。新兴及其他业务市场规模占比从 2016 年开始逐步提升, 2019 年新兴及其他业务市场规模占比 26.2%。但与发达国家相比, 中国经纪行业的新兴及其他业务还未形成完整成熟的业务体系, 市场规模占比也具有较大的提升空间, 预计到 2024 年新兴及其他业务市场占房地产经纪行业总市场的比重可以增至 32.8%。

图 16: 新兴及其他服务 GTV 有望持续高速增长



数据来源: 贝壳招股说明书, 西南证券整理

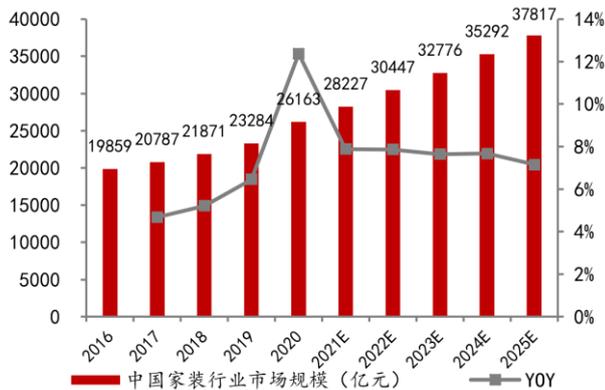
图 17: 新兴市场占比 2024 年有望超过 30%



数据来源: 贝壳招股说明书, CIC 报告, 西南证券整理

贝壳进军万亿家装市场，旨在打造“第二增长曲线”。作为和经纪行业关联度较高的家装行业基数大且发展稳定，2020年中国家装行业市场规模便达到2.6万亿，同比增长12.4%。标准化是家装行业的一大趋势，自2014年以来，以产品、交付、服务标准化为核心的一站式，运用标准化模式的企业在2015年仅有10%，随着竞争格局加剧于2020年提升至45%，并在2025年有望达到60%，标准化整装市场发展前景广阔。早在2015年，链家就联合万科推出了“万链”开始了对家装市场的探索。2019年，贝壳又成立了“被窝家装”这一全新的家装子品牌，截至2021年上半年，“被窝家装”已经集结了数百位优质家装设计师，可提供标准化家装、个性化设计等多种产品服务选择，以标准化施工作为保障，打造一站式品质家装服务。2021年7月6日，贝壳宣布收购圣都家装100%股权，加码家装领域，总对价不超过80亿元人民币，交易预计将于2022年上半年全部交割完成。相较于传统家装企业，贝壳拥有高效的引流获客能力、成熟的资源整合和平台运营能力，有望在家装领域实现突破，打造公司“第二增长曲线”。

图 18：家装行业市场空间广阔



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 19：互联网公司纷纷入局家装行业

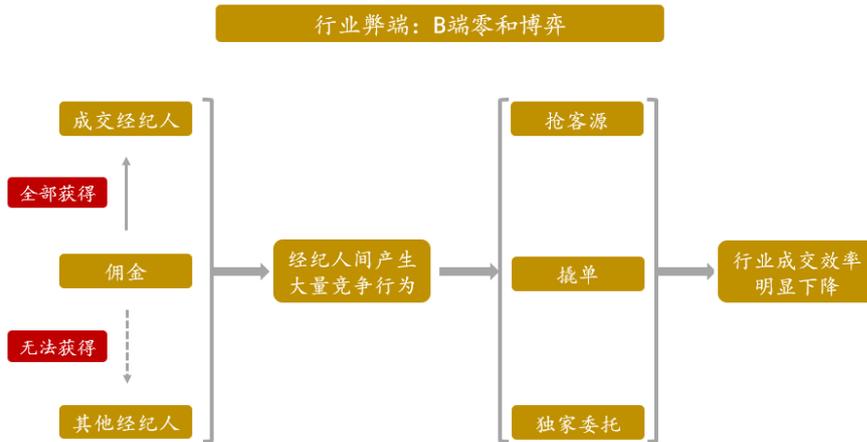
序号	互联网公司	时间	家装业务	概念/模式
1	字节跳动	2018.11	住小帮	一站式家装服务平台，整合海量真实家装案例以及实用易懂的家装知识，陪伴家装全流程
2	阿里巴巴	2019.5	收购红星美凯龙入局泛家装	借助阿里在新零售领域的先进经营理念及技术支持，在家具建材、家居商场等领域开展全面合作
3	京东	2020.1	上线京东家	解决用户从设计咨询到搭配买货全流程需求，逐步构建家居电商闭环新生态
4	国美	2020.12	收购打扮家80%股份	以更好的服务寻求零售业全新增长点
5	贝壳	2020.4 2021.7	推出被窝家装 收购圣都家装	从设计到施工一站式家装服务 将家装行业作为“第二增长曲线”

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.3 B 端及 C 端博弈催生痛点，降低行业效率

痛点一：B 端存在零和博弈现象，形成房源及客户的信息孤岛：是指房地产经纪人为获取交易佣金而引发的行业内部恶性竞争问题。在原有的房地产经纪行业模式下，只有获取成交的经纪人才可以得到全部的交易佣金，而其他付出的经纪人无法获得相应的收益，这使得行业内部形成了经纪人之间无合作的状态，经纪人将房源、客户等都作为自己不愿意分享的资源，这种现象会导致许多问题的出现。在经纪人层面上，零和博弈使得许多经纪人通过大幅下调佣金、抢客源、签独家委托协议组织撬单等行为获取佣金收入，在经纪人之间产生大量恶性竞争，导致经纪人工作环境恶化，不利于经纪人在经纪行业的长期发展。从整个经纪行业层面上，B 端零和博弈会使得行业内逐渐形成房源客户的“信息孤岛”，进而严重影响行业的交易效率。

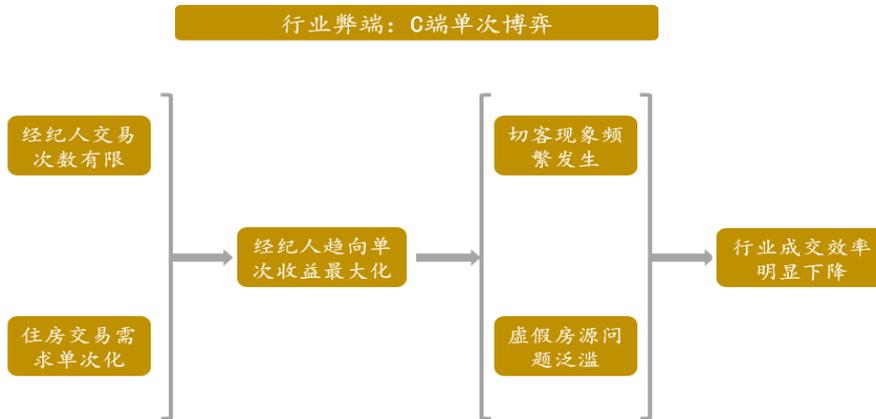
图 20: B 端零和博弈



数据来源: 西南证券整理

痛点二: C 端存在单次博弈现象, 大幅降低客户体验和利益: 是指房地产经纪人倾向于使用不对称信息将单次交易利益最大化。中国传统房地产经纪行业的业务本质在于利用房源信息的不对称从购房者获取佣金收入, 其本身并没有问题。但是住房市场交易在很大程度上是一种“单次交易”, 大部分购房者只会有一次的购房交易需求, 房地产经纪人不需要考虑其客户的粘性需求, 并且在经纪人有限的从业时间内, 其交易次数十分有限。因此经纪人会将仅有的与购房者的单次交易利益最大化, 损失购房者的利益来获取最大收益。这种单次博弈会导致宰客、假房源泛滥的行业问题, 为购房者带来极差的客户体验。

图 21: C 端单次博弈



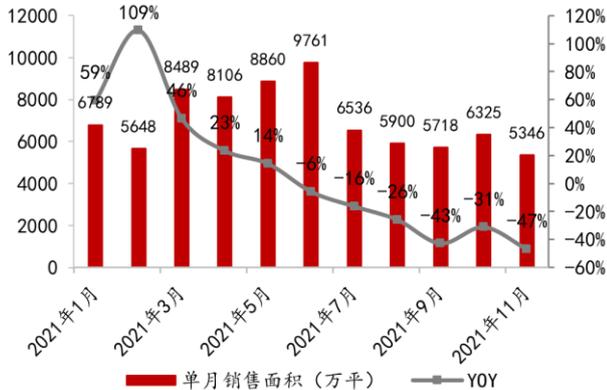
数据来源: 西南证券整理

2.4 新房销售短期下滑, 政策边际放松有望强化

2021 年行业新房销售数据由稳转跌, 预计全年房地产销售规模同比有所下降。2021 年 1-10 月, 全国商品房销售面积为 14.3 亿平方米 (+7.3%), 9 月和 10 月分别同比下降 13.2% 和 21.7%; 商品房销售额为 14.7 万亿元 (+11.8%) 9 月和 10 月分别同比下降 15.8% 和 22.7%。下半年随着政策调控及按揭的收紧, 销售面积和销售金额同比增速开始下行。克尔瑞数据显

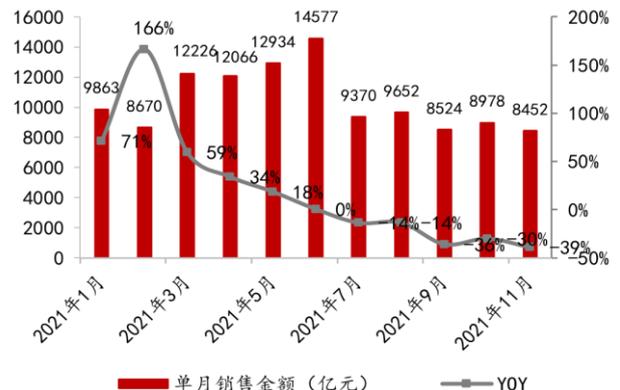
示, 11月百强房企销售额 8452 亿元 (-39%), 自 7 月以来已连续 5 个月呈现负增长; 销售面积 5346 万平方米 (-47%), 自 6 月以来已连续 6 个月呈现负增长。

图 22: 百强房企销售面积



数据来源: 国家统计局, 克尔瑞, 西南证券整理

图 23: 百强房企销售金额



数据来源: 国家统计局, 克尔瑞, 西南证券整理

“政策底”初现, 短期内行业政策迎来边际改善。9月以来, 央行在半个月三度释放稳定信号, 三度表示将“维护房地产市场的健康发展, 维护住房消费者的合法权益”。全国多地银行房贷利率出现下调迹象, 放款速度有所提升。同时, 高层多次召集部分房企召开座谈会, 摸底企业内部困难, 听取企业诉求和建议。10月房贷利率回调是年内首次环比下降, 信贷环境有所改善。12月五部门就恒大违约事件发声维稳, 中央政治局和经济工作会议也表示支持购房者合理的住房需求。

政策放松逐步加深, 可分为三阶段:

第一阶段: 以按揭放松为主。自9月下旬开始, 广佛等部分地区陆续出现房贷利率下降和按揭放款审批加速的迹象。央行数据显示, 10月末个人住房贷款余额 37.7 万亿元, 当月增加 3,481 亿元, 较 9 月多增 1,013 亿元, 10 月居民中长期贷款新增 4,221 亿元, 同比增长 4.0%。

第二阶段: 放松按揭的同时, 开放境内融资, 加大流动性放松。央行 11 月 9 日, 中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会, 11 月 10 日以来多家城投公司及国企央企宣布发行中期票据、超短融资券, 房企融资状态有所解封。中指院数据显示, 11 月房地产企业融资总额 708 亿元 (同比-71.3%, 环比+33.1%), 单月融资规模在连续 3 个月下降后, 出现上升势头。

第三阶段: 以政治局会议和中央经济工作会议定调为信号, 行业政策调整有望进入第三阶段, 此次中央经济工作会议重提因城施策, 地方政策有望陆续跟进。

1) **中央政治局会议:**“良性循环”概念首次提出, 是对当前行业“融资受阻-房企流动性风险-购房者担忧影响销售-加剧流动性危机-融资进一步受阻”恶性循环的反馈, 释放明确利好信号。

2) **中央经济工作会议:**“房住不炒”主基调下, 首次提出“鼓励企业探索新的发展模式”, 支持租赁住房发展, “支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”与近期相关部门多次表态相一致, 主要为鼓励刚需和改善性住房。次日中国经济年会发改委再提“房地产是支柱产业”, 表明政府的支持态度。

3) **地方政策:**近期成都、广州等部分城市调整预售资金监管政策, 成都增加房地产信贷投放额度且是首个明确发布通知的城市。宁波发布房地产调控新 8 条, 放松新房及二手房的贷款、限购政策。目前多数城市监管仍较为严格, 在中央的多次定调后后续有望有更多城市进行政策调整。

图 24：2021 年 9 月以来房地产宽松政策梳理



数据来源：政府网站，西南证券整理

3 ACN 独特模式，打造贝壳生态

3.1 ACN 模式打造房产生态，解决行业三大痛点

“线上+线下”做大市场，“双网+双核”有效结合。贝壳找房是国内房产经纪服务行业的龙头，也是房产经纪领域唯一的平台型企业，由深耕“真房源”多年的线下品牌“链家”和线上的房产服务平台“贝壳”结合而成，公司业务模式为“双网双核”，即数据与技术驱动的线上运营网络和以社区为中心的线下门店网络的有机结合。

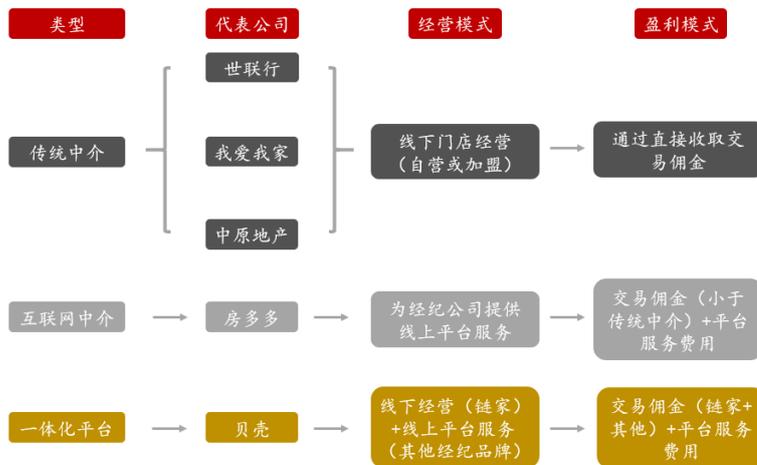
目前国内经纪行业主要分为三种类型：

1) 传统中介商：以世联行、我爱我家为代表，以线下门店经营为主要经营模式，其盈利模式直接来源于交易佣金。但传统地产经纪行业基于增加门店和经纪人数量来拓展业务规模的重资产模式不利于经纪品牌快速实现其进军新市场的发展需求，因此国内传统经济行业一直以来呈现地域格局分散，集中度不高的情况。

2) 互联网中介商：如房多多等，其作为为经纪公司提供信息的线上平台，连接其他经纪品牌而本身并不涉足线下经营，其盈利模式来源于交易佣金比例（与传统中介相比较小）和线上平台服务佣金。由于房产经纪行业的单笔交易体量大，单位客户的交易频率极低，在住房交易的非标准化交易类型下，客户对于线下实地查看房源的需求尤为重要，因此线下门店和经纪人是不可缺少的重要构成。

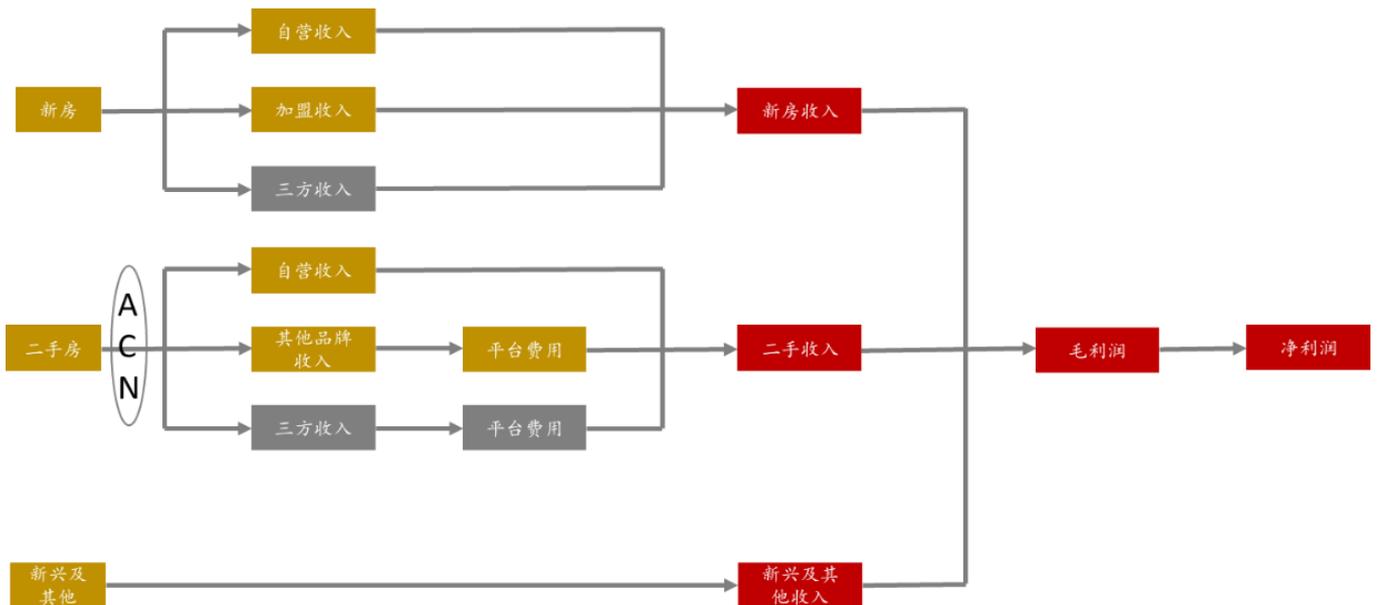
3) 一体化服务平台商：贝壳找房则凭借其通过 ACN 模式（跨中介品牌资源共享平台模式）打造的经纪行业新平台，成功地完成从线下到线上线下一体化，从门店到平台的商业模式转型。目前仅贝壳采取此种商业模式，其经营模式中不仅包含了以链家、德祐为代表的线下门店经营，还包含了连接其他经纪品牌的线上平台服务，因此贝壳的营收模式兼具前两种模式的特点。

图 25：主要经纪公司类型及经营模式



数据来源：西南证券整理

图 26：贝壳营收机制



数据来源：贝壳招股说明书，西南证券整理

ACN 模式打造房产生态，解决行业痛点：

解决痛点一：ACN 系统对佣金进行拆分，将 B 端利益零和博弈转变为利益多赢。在遵守房源信息充分共享等规则前提下，各经纪人以不同的角色参与到一笔交易，与其上下游角色进行有机互动与利益绑定。成交后按照各个角色按照一定比例进行佣金分成，实现角色利益分配的流程化。ACN 模式改变了传统行业模式中只有促成交易的经纪人才能获得佣金的方式，将佣金分配给划分出的 10 个不同角色，这样在一次交易完成后，不止完成交易的经纪人可以获得佣金，交易流程中的其他角色都可以得到相应的佣金比例，客源方经纪人可以分享到一笔交易约 40% 的佣金比例。这种佣金拆分模式使得经纪人不需要以完成交易作为自己

唯一的业务指标，避免了经纪人之间互抢客源、撬单等行为的发生，减少了行业内部的恶性竞争，极大地提高了行业效率。

表 2：ACN 模式下经纪人角色职能

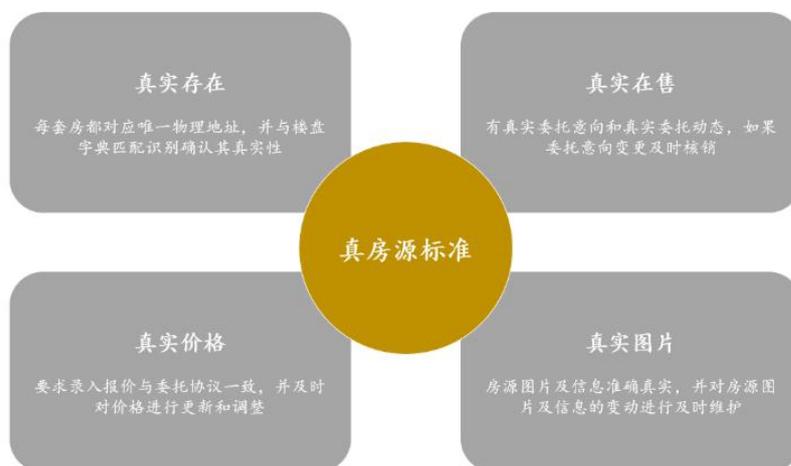
ACN 经纪人合作网络定义的 10 个角色及其职能		
	角色	职责
房源方	房源录入人	将业主委托的房源录入系统
	房源维护人	熟悉业主背景、房屋结构、物业管理以及周边环境；带看客源方，并陪同讲解
	房源实勘人	在贝壳平台内完成房源申请，并拍摄照片或录制 VR
	委托备件人	获得业主委托书、身份信息、房产证书信息，并上传至政府指定系统
	房源钥匙人	征求业主同意，获得房源的钥匙
客源方	客源推荐人	识别合适房源的客户并推荐给其他经纪人
	客源成交人	向买房人推荐合适的房源并进行带看；与业主谈判协商，促成交易
	客源合作人	辅助客源成交人。帮助匹配房源，在带看和交易时协助准备文件等
	客源首看人	带客户首次看最终成交房源的经纪人
	交易/金融顾问	签约后相关交易及金融服务

数据来源：贝壳招股说明书，西南证券整理

解决痛点二：ACN 系统反馈评价促进信息透明，将 C 端利益单次博弈转变为重复博弈。

ACN 系统带来的信息透明化体现在房源信息透明化及经纪人信息透明化两方面。房源信息方面，ACN 系统下对房源的上架进行严格条件限制，包括真实存在；真实可出售或出租；真实已验证的地址和房源相关数据；真实的价格四大要素，并且对“真实房源”进行全周期监控审查，及时更新并删除不合格房源信息，房源信息的透明真实化杜绝了经纪人通过虚假房源信息获取不正当收益的可能性。经纪人信息透明化方面，ACN 系统具有完善的经纪人评价体系，信用分制度使行为不当的经纪人无法进行持续的交易服务，而贝壳分数和贝壳币这种对 C 端客户开放的评价体系给予经纪人通过不断提高自身服务从而获得更多客户青睐的激励作用，经纪人信息的不断透明化使经纪人从追求短期最大化收益的单次博弈逐渐转向追求长期收益的重复博弈。

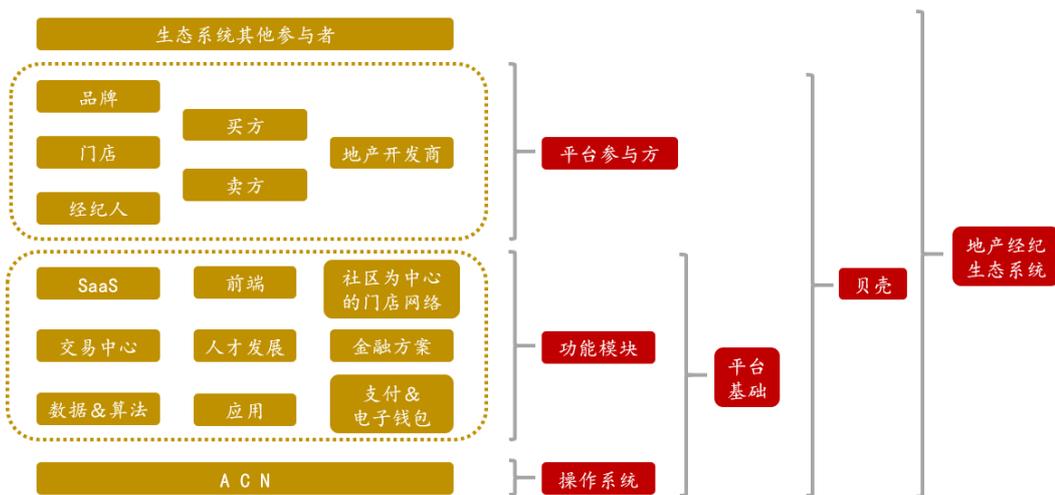
图 27：贝壳真房源标准



数据来源：贝壳招股说明书，西南证券整理

解决痛点三：ACN 系统分拆交易实现流程标准化，跨店跨品牌合作提高交易效率。 ACN 作为最重要的平台基础操作系统从以下三个层次重新定义的房地产经纪业务的交易模式：**1) 共享房源：**形成房源端信息资源共享的习惯，减少信息孤岛；**2) 跨店跨品牌交易：**使交易流程标准化，促成跨品牌、跨店面经纪人间的合作；**3) 提供整合平台：**在经纪人、经纪公司等其他服务提供商间建立专业协助平台，增加参与度、提升交易效率。在此平台基础上，客户、经纪人、房地产开发商一起参与其中，一同构成了整个贝壳平台。贝壳通过 ACN 建立真实、及时更新、丰富的数据中心和信息共享系统，将线下零散的数据整合至在线交易平台，增加了客户接触渠道和高质量的在线客流量，将交易流程标准化，提高了交易效率。

图 28：贝壳平台及其生态构成

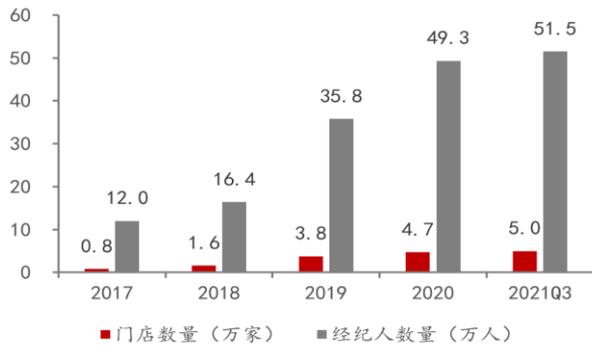


数据来源：贝壳招股说明书，西南证券整理

3.2 全国化拓展迅速，普及“真房源”标准

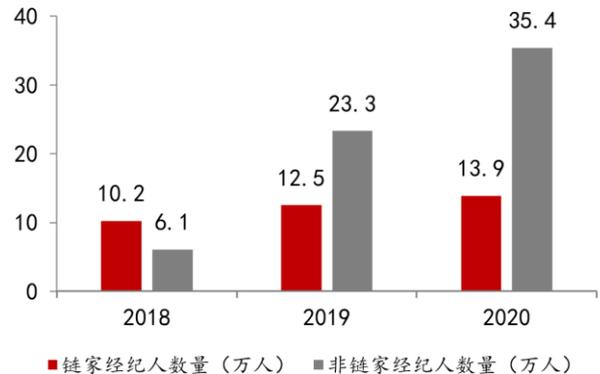
标准化门店体系和三方品牌入驻，帮助贝壳快速实现全国化拓展。 在贝壳通过 ACN 系统建立起高效的跨店跨品牌线上平台后，全国化拓展便成为了公司的核心战略命题。公司通过标准化的线下门店体系和吸引第三方经纪品牌入驻的方式，实现了在全国范围内门店连锁化和规模化。贝壳门店从 2017 年的 0.8 万家，迅速增长至 2021Q3 的 5.0 万家，并在全国 100 多个城市汇集超过 51.5 万名经纪人，保证了购房者可以在线下快速找到经纪人，提高了购房效率，减少了购房带来的时间成本。此外，截至 2021Q3，已有超过 300 个房地产经纪品牌入驻贝壳平台。对其他经纪品牌来说，进入贝壳平台之后不仅可以分享贝壳拥有的海量真实房源，中小房地产经纪公司也可以通过贝壳的品牌效应获得更多的潜在客户，为其发展业务规模，提高交易量提供了良好的平台优势。贝壳平台中非链家门店从 2018 年的 8136 家增至 2020 年的 4.7 万家，非链家经纪人的数量从 2018 年的 6.1 万人增至 2020 年的 49.3 万人，其增速远超链家门店和经纪人的增长。

图 29：贝壳门店和经纪人数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：链家及非链家经纪人数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

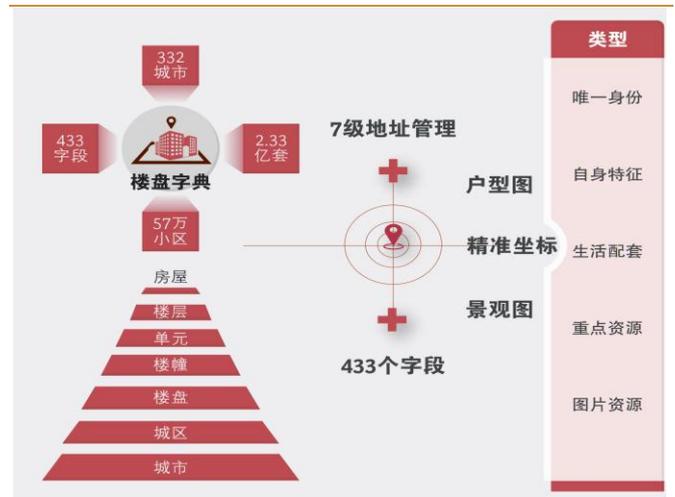
公司致力于推动行业“真房源”标准的普及。贝壳平台的房源数据库可以追溯到 2008 年，从链家时期便开始筹备打造的“楼盘字典”。在链家 2011 年推出“真房源”标准后，公司逐步推动了全行业的真房源标准普及，极大改善了消费者的购房体验。一直以来，贝壳除了对房源的真实性进行严格限制之外，也不断扩充其房源数量，随着贝壳平台成立以及其他房地产经纪公司的接入，截至 2020 年底，贝壳的楼盘字典已经收录了超过 2.4 亿套真实房源信息。海量真实房源使购房者可以更方便的找到匹配房源。同时，贝壳找房通过“楼盘字典”和全生命周期的真房源验真系统，去帮助进驻平台的商家提高其真房源的管理能力，贝壳找房的真房源率从 2018 年贝壳平台诞生之初的 95% 以上，到 2021 年三季度已经基本实现了 100% 的真房源率。

图 31：贝壳楼盘字典已收录超 2.4 亿套真实房源



数据来源：贝壳社会责任报告，西南证券整理

图 32：楼盘字典实现房屋标准化数字化

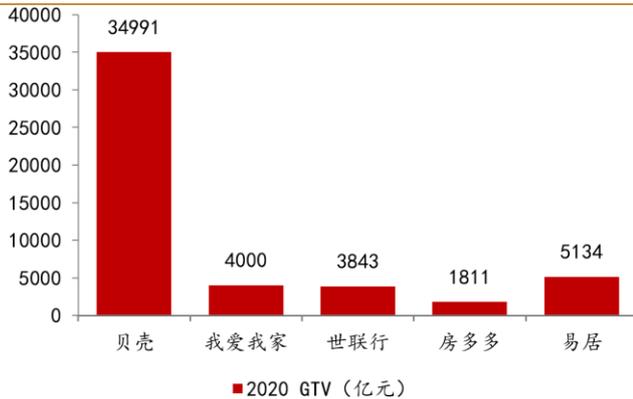


数据来源：贝壳研究院，西南证券整理

3.3 ACN 系统推动公司业绩高速增长

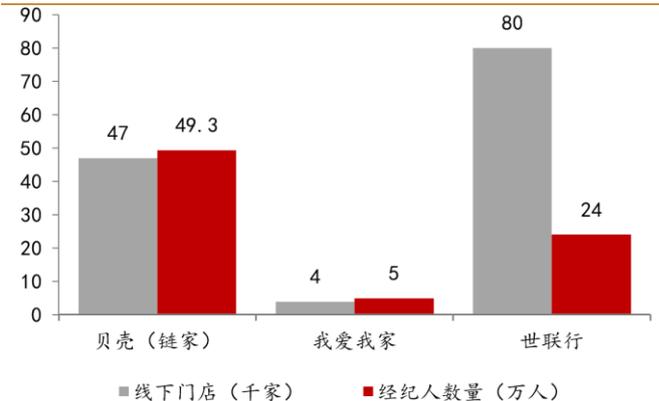
从“门店”到“平台”，贝壳实现营收模式创新和规模高增。2020 年，公司从链家转向平台的第三年，贝壳就已实现 GTV3.5 万亿元，同比增长 64.5%，已经远超其他房地产经纪公司。2021Q1-3 实现 GTV3.1 万亿元，平台连接门店和经纪人数量均已领跑全行业。

图 33: 贝壳 2020 年 GTV 达 3.5 万亿元远超同行



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

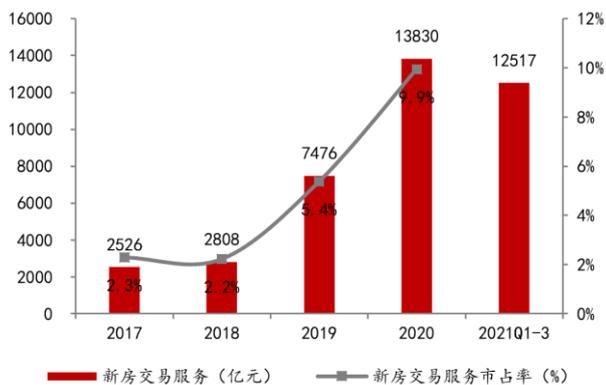
图 34: 贝壳 2020 年门店数和经纪人数量处于行业领先地位



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

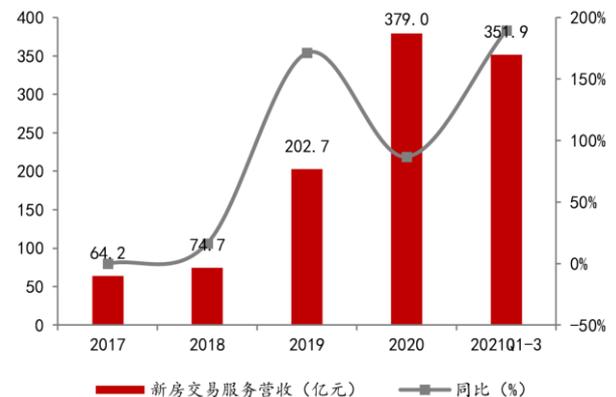
新房交易服务: GTV 和营收实现逆市增长, 非链家系已成主力军。贝壳新房交易服务 GTV 从 2017 年的 2525.9 亿元增至 2020 年的 13800 亿元, 实现 76.1% 的年复合增长率, 2020 年公司在疫情下依旧保持了 84.6% 的同比增长, 2020 年实现 13800 亿元的新房交易 GTV, 体现出新房交易服务规模的不断提升, 同时新房交易服务的市占率从 2017 年的 2.3% 增至 2019 年的 9.95%。营收方面, 公司新房交易营收近两年实现跨越式增长, 从 2017 年的 64.2 亿元增至 2020 年的 379.0 亿元, 2020 年在疫情影响下, 公司新房营收依旧逆市高增, 实现新房营收 379 亿元, 同比增长 86.9%, 2021 年 Q1-Q3 营收同比增长 189.5%, 体现了公司在新房 GTV 规模高速增长的情况下, 新房交易的营收能力也在不断提升。

图 35: 新房交易服务 GTV 逆市高增



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

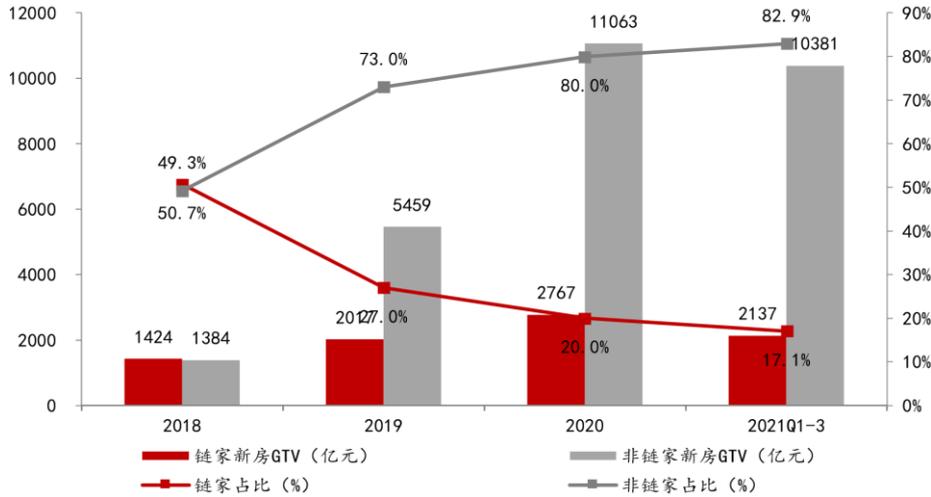
图 36: 新房交易服务营收同步增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

非链家品牌在贝壳体系中逐渐成为新房交易 GTV 主要贡献点。如果将贝壳新房交易 GTV 分拆为链家和非链家分别贡献的 GTV 来看, 从 2018 年开始, 链家和非链家新房交易 GTV 均有所增长, 但是非链家新房交易 GTV 增速远超链家新房交易 GTV, 2020 年非链家经纪品牌实现新房交易 GTV 11063 亿元, 同比增长 102.7%, 非链家新房交易超越链家成为贝壳新房交易的主要业务来源, 非链家新房交易 GTV 已经占贝壳新房交易 GTV 的 78.5%。可以看出凭借 ACN 系统带来的非链家门店和经纪人数量的增长以及跨店跨品牌合作协同效应, 非链家品牌的加入和不断扩充已经成为贝壳重要的业务和收入来源。

图 37: 非链家贡献贝壳主要新房交易 GTV



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

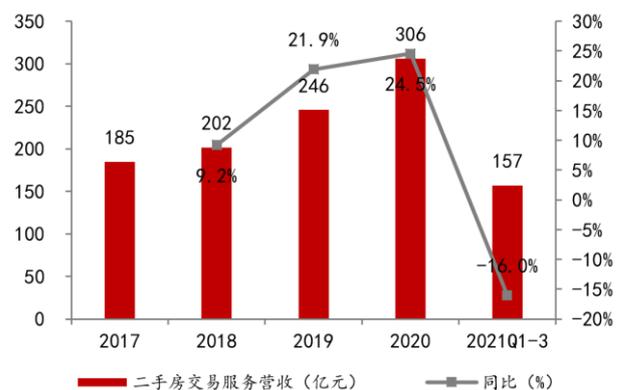
二手房交易服务营收能力逐渐释放, 非链家带来业务补强。贝壳二手房交易服务 GTV 从 2017 年的 7377 亿元增至 2020 年的 19400 亿元, 实现 38.2% 的年复合增长率; 虽然 2020 年一季度受疫情影响二手房 GTV 有所下降, 但二三季度随着复工复产, 二手房市场恢复高景气度, 公司二三季度二手房 GTV 同比增速均达到近 70%, 2020 年公司实现二手房 GTV 19400 亿元, 同比增长 49.5%, 依旧可以保持较高的 GTV 增速, 同时公司二手房交易服务市占率从 2017 年的 12.3% 增至 2019 年的 19.4%, 体现公司二手房业务强大的业务规模和平台优势。营收方面, 公司二手房交易营收保持稳健增长, 从 2017 年的 184.6 亿元增至 2020 年的 306 亿元。2020H1 受疫情影响, 公司二手房营收同比有所下降, 但是随着复工复产的有序开展, 二手房交易的营收能力在新房交易 GTV 高速增长的推动下逐渐得到释放, 2020 年公司实现二手房交易营收 306 亿元, 同比增长 24.5%, 已成功实现营收的同比转正。

图 38: 二手房交易服务 GTV 增速稳定



数据来源: 贝壳招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

图 39: 二手房交易服务营收能力逐步释放

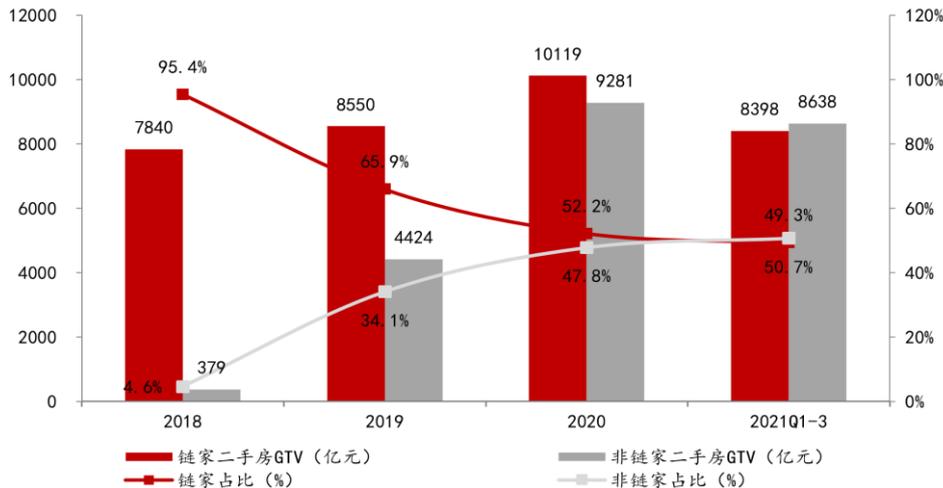


数据来源: 贝壳招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

非链家品牌与链家在二手房交易 GTV 中并驾齐驱。将贝壳二手房交易 GTV 分拆为链家和非链家分别贡献的 GTV 来看, 链家二手房交易 GTV 由于已经具备较大规模, 其近两年二手房 GTV 稳中有升, 2020 年链家二手房 GTV 同比小幅增长 18.3%; 但非链家二手房 GTV

却从 2018 年的 379.3 亿元增至 2020 年的 9281 亿元，复合增长率达 190.4%，其占比从不足 1% 增长为 47.8%。2020 年非链家二手房 GTV 继续保持了超过 100% 的同比增速，成为贝壳二手房交易的重要构成部分。非链家二手房交易 GTV 的高速增长不仅是对原有链家较大业务规模的强力补充，并且其他经纪品牌的加入可以使贝壳有效的开拓很多链家没有进入的新市场。

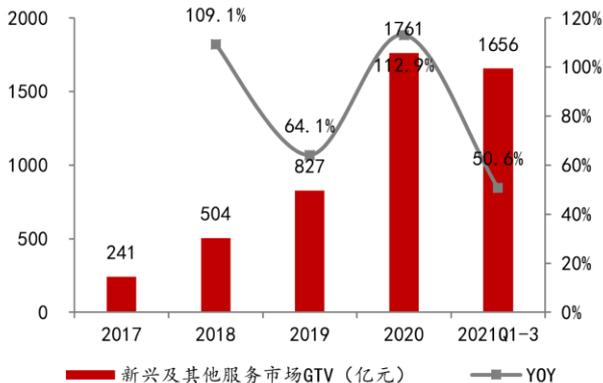
图 40：非链家二手房交易 GTV 高速增长



数据来源：贝壳招股说明书，西南证券整理

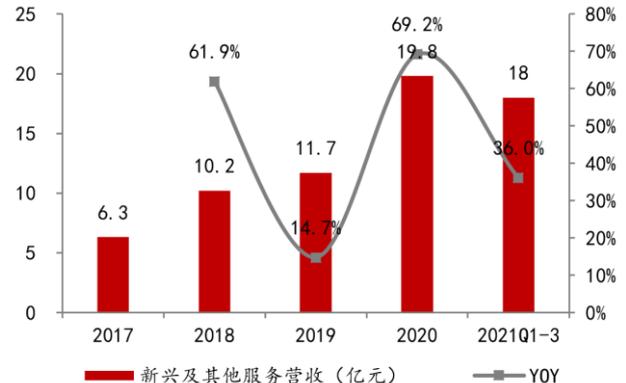
新兴及其他服务市场增量可期，或成公司新的营收增长点。贝壳新兴及其他服务 GTV 从 2017 年的 241.0 亿元增至 2020 年的 1761 亿元，实现 94.1% 的年复合增长率，2021Q1-3 新兴及其他服务持续保持高速增长，GTV 达 1656 亿元，同比增长 50.6%，虽然新兴及其他服务 GTV 规模相对较低，但其广阔的发展空间和高速增长率反映出公司在该业务上具有良好的发展优势。营收方面，新兴及其他服务也保持与 GTV 相当的增速水平，从 2017 年的 6.3 亿元增至 2020 年的 20.0 亿元，占总营收的 2.8%，有较大的提升空间。2021Q1-3 新兴及其他服务实现营收 18 亿元，同比增长 36%，实现逆市高增，体现出在住房交易市场不景气的情况下，该业务依旧保持良好的营收能力，具备一定的跨周期能力。

图 41：新兴及其他服务 GTV 持续增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：新兴及其他服务营收保持高增



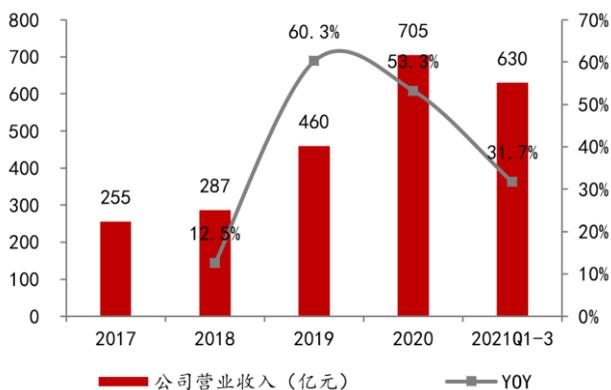
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 营收逆势增长，净利润转负为正

4.1 行业寒冬展现公司增长韧性

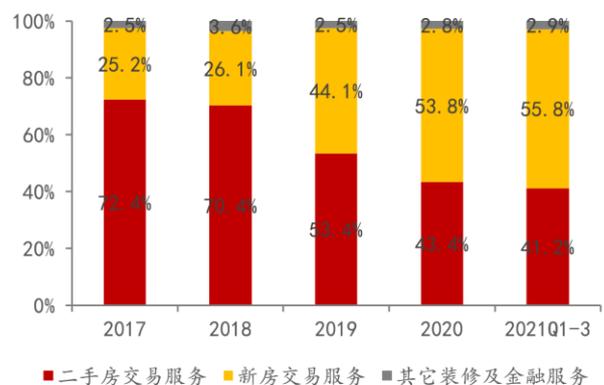
营收逆市增长，受益于新房业务高增。 营收方面，从 2017 年到 2020 年，公司营业收入从 255.1 亿元增至 705.0 亿元，实现 50.9% 的年复合增长率；虽然 2020 年初受疫情影响，公司营收有所下降，但随着复工复产的有序开展，公司营收能力得到快速释放，连续三个季度实现 70% 以上的高增速，2021Q1-3 公司共实现营收 629.67 亿元，同比增长 31.7%，体现了公司强大的韧性，其中新房交易服务营收高速增长，其营收规模超越二手房交易服务，成为支撑公司逆市增长的重要业务组成部分。

图 43：公司营收维持高增



数据来源：Wind，西南证券整理

图 44：新房业务营收占比逐年增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

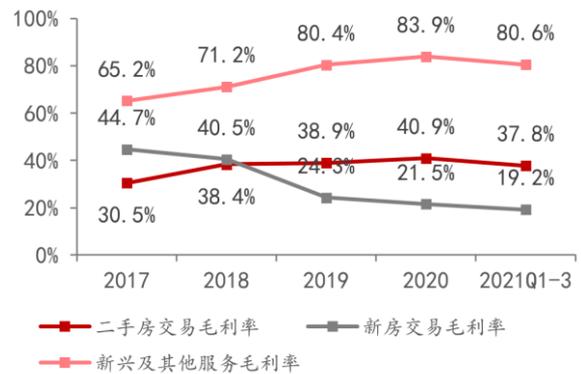
业务成本管控得当，毛利率水平较好。 业务成本方面，2020 年业务成本总计 536 亿元，同比增长 54.47%，主要系贝壳平台在加入大量经纪品牌和经纪人后，外部品牌经纪人佣金成本从 2018 年的 13.9 亿元增至 2019 年的 111.5 亿元，同比增长 700.7%，这也使公司 2019 年新房交易服务毛利率同比下降 16.2%。但业务成本的大幅增长是贝壳实现交易规模大幅扩大，市占率大幅提升带来的合理影响，公司受益于实施 ACN 系统优化交易模式，提高交易效率，公司毛利率水平有所增长，从 2017 年的 18.7% 增至 2020 年的 24.0%，但 2021Q1-3 毛利率下滑至 20% 左右，主要是由于毛利率较高的二手房交易受市场降温措施影响导致交易量减少，而新房业务近两年毛利率有所下降，主要系公司增加了新房业务非链家经纪人数量，从而导致佣金增长。

图 45: 公司毛利率保持稳定



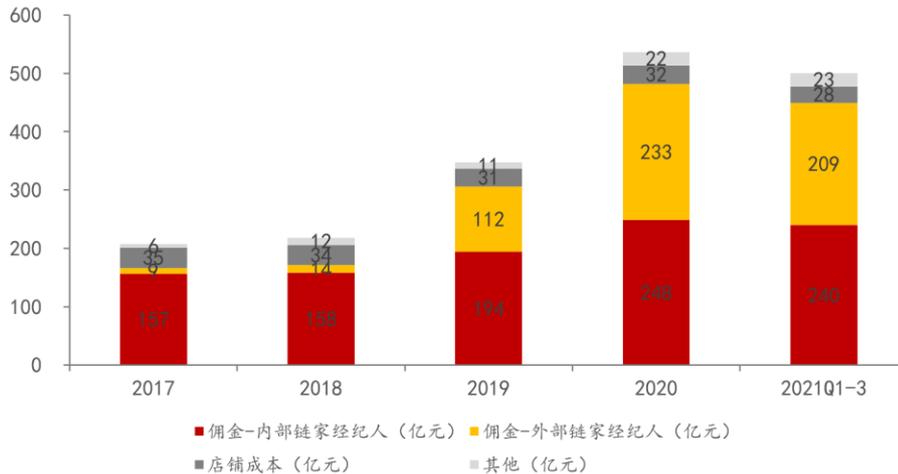
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 46: 公司二手房、新兴业务毛利率维持高位



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 47: 公司历年各业务成本管控得当



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

费用率总体回落, 研发支出有所增长。费用率方面, 公司销售费用率在 2018 年达到 8.7% 的较高水平, 主要系贝壳平台上线后推广费用的大幅增长, 公司 2021Q1-3 的销售费用率已回落至 5.6%; 公司股权激励计划使得管理费用率在 2017 年到 2019 年有所增长, 但这有助于公司更好的实现未来的预期业务增长; 公司近年来十分重视平台技术的升级开发, 因此研发费用率从 2017 年的 1.0% 增至 2021Q1-3 的 3.9%, 对于科技的研发使公司可以在未来更好的提升平台服务和客户体验, 有助于公司实现更强的竞争优势。

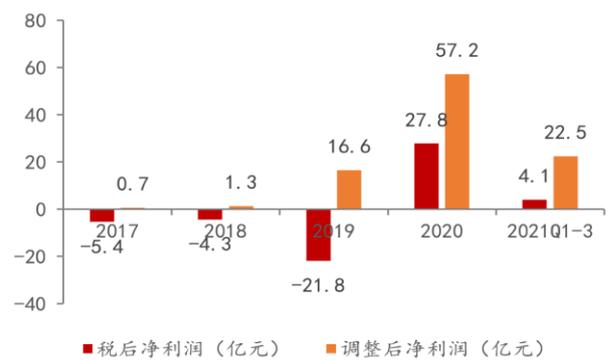
净利润实现转正, 调整后净利润稳步增长。盈利能力方面, 公司 2017 年至 2019 年净利润虽然为负, 但如果加回股权激励支出、投资减值损失和收购及合作带来的无形资产摊销等非常规支出后, 公司调整后净利润实现转正, 其中 2020 年调整后净利润为 57.2 亿元, 同比增长 244.6%。2021Q1-3 实现净利润 4.1 亿元, 调整后净利润为 22.5 元, 较之前有所下滑, 主要为利润较高的二手房交易量减少, 支付给新房业务非链家经纪人佣金进一步增加以及为有违约风险的房企计提坏账的准备。

图 48: 公司费用率总体回落



数据来源: 贝壳招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

图 49: 公司净利润实现转正



数据来源: 贝壳招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

4.2 市占率逐年上升, 但尚无反垄断风险

2021 年以来的互联网反垄断浪潮对公司股价造成了一定波动。从 2020 年 12 月 11 日中央经济工作会议首次提出“强化反垄断, 防止资本无序扩张”开始, 我国监管部门在反垄断领域的执法工作取得了突破性进展, 阿里、美团等互联网公司先后因滥用市场支配地位实施“二选一”被罚。2021 年 4 月 10 日, 58 同城 CEO 姚劲波公开呼吁应对贝壳实施 40 亿反垄断罚款。2021 年 5 月 25 日, 路透社消息称, 中国市场监管部门已开始对贝壳找房涉嫌的反竞争行为进行调查。2021 年以来的一系列反垄断相关事件对公司股价造成了一定波动。

表 3: 反垄断相关事件对公司股价的影响

时间	事件	5 日累计跌幅
2020 年 9 月 19 日	市场监管总局发布多行业反垄断相关指南	-6.20%
2020 年 12 月 11 日	中央经济工作会议首次提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”	-4.93%
2020 年 12 月 24 日	市场监管总局对阿里巴巴集团控股有限公司进行反垄断立案调查	-6.11%
2021 年 4 月 10 日	58 同城 CEO 姚劲波公开呼吁应对贝壳实施反垄断罚款 40 亿	-12.00%
	市场监管总局向阿里巴巴开出了 182.28 亿元的天价罚单 对阿里巴巴实施“二选一”垄断行为作出行政处罚	
2021 年 4 月 26 日	市场监管总局宣布对美团实施“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查	-6.63%
2021 年 5 月 25 日	路透社消息称, 中国市场监管部门已开始对贝壳找房涉嫌的反竞争行为进行调查	-2.92%
2021 年 7 月 10 日	市场监管总局依法禁止虎牙和斗鱼合并	-4.29%
2021 年 7 月 24 日	腾讯控股有限公司收购中国音乐集团股权违法实施经营者集中案行政处罚决定书	-31.51%
2021 年 9 月 9 日	工信部召开了“屏蔽网址链接问题行政指导会”	-16.39%
2021 年 11 月 20 日	市场监管总局对 43 起未依法申报违法实施经营者集中案件立案调查, 涉及阿里巴巴、腾讯等公司	-11.89%

数据来源: Wind, 西南证券整理

房产经纪行业贝壳整体市占率仅 13.5%, 不足以构成行业垄断。根据反垄断法, 经营者在相关市场份额达到 50% 便可认为具有了市场支配地位, 如果再滥用市场支配地位, 则构成垄断。根据国家统计局和贝壳研究院公布的相关数据显示, 2020 年中国房地产销售总额为 24.7 万亿, 其中贡献最大的典型房地产经纪公司为贝壳找房、中原集团、易居集团、世联行、

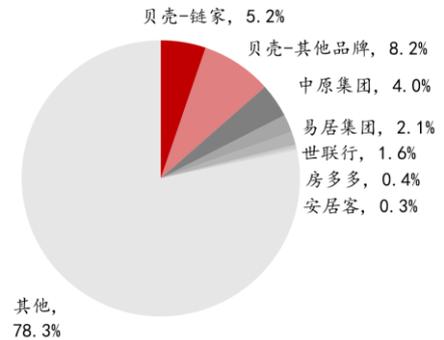
房多多和安居客。通过研究房地产经纪行业竞争格局及市占率分布，贝壳平台的市场占有率仅不到 13.5%，远不足反垄断法所要求的 50% 红线，故不构成行业垄断。

图 50：公司 2017-2020 年市场占有率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51：2020 年房产经纪行业贝壳整体市占率仅 13.5%



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1：公司二手房业务市占率持续提升，2021-2023 年公司现有房屋交易服务营收增速分别为 12%/5%/22%；

假设 2：受地产行业销售数据整体下滑影响，公司新房业务增速有所下滑，2021-2023 年公司新房交易服务营收增速分别为 10%/5%/16%；

假设 3：装修及金融等新兴业务继续保持高速增长，2021-2023 年公司新兴业务营收增速分别为 40%/25%/15%；

假设 4：预计公司毛利率水平维持稳定，2021-2023 年毛利率分别为 18.0%/19.5%/21.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E	
现有房屋交易服务	收入	30,565	34,233	35,944	43,852	
	增速		24%	12%	5%	22%
新房交易服务	收入	37,938	41,732	43,818	50,829	
	增速		87.1%	10%	5%	16%
新兴业务	收入	1,979	2,771	3,463	3,983	
	增速		68.7%	40%	25%	15%
合计	收入	70,482	78,735	83,226	98,664	
	增速		53%	11.7%	5.7%	18.5%
	毛利率		24%	18%	19.5%	21.0%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

预计公司 2021-2023 年 Non-GAAP 净利润/ADS 分别为 2.18/3.43/4.65 元。我们选取京东、阿里巴巴、拼多多、美团-W 等互联网平台公司作为可比公司，2023 年可比公司平均 PE 为 39.36 倍，考虑到中国房产经纪市场渗透率和佣金率仍有较大提升空间，公司 ACN 模式已成熟，市场占有率不断提升，我们给予 2023 年业绩 35 倍 PE，目标价 162.75 元/ADS (25.55 美元/ADS)，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
JD.O	京东	6,677	49,405	5,623	14,798	23,671	18.17	118.74	45.12	28.21
0HCLL	阿里巴巴	20,015	150,308	120,824	146,589	175,558	26.83	16.57	13.65	11.40
PDD.O	拼多多	4,604	-7,180	1,081	10,072	26,687	-	425.94	45.71	17.25
3690.HK	美团-W	11,324	4,708	-19,359	-6,567	11,257	309.86	-	-	100.60
平均值							118.29	187.08	34.83	39.36

数据来源：Wind，西南证券整理（截止 2021 年 12 月 24 日）

6 风险提示

1) 行业风险：由于供公司业务增长依赖于未来房地产经纪行业的增长，如果经纪行业未能按照预期增长导致住房市场景气度下降，则会影响公司业务的开展。

2) 地产政策风险：由于中国住房市场受宏观政策影响，如果房地产调控持续收紧则可能影响住房市场规模从而影响公司业绩增长。

3) 业务风险：由于公司连接众多其他经纪品牌并拥有庞大的经纪人数量，如果公司不能保持和其他经纪品牌的良好合作以及保证经纪人的良好服务质量，可能会影响公司的口碑，并且影响公司业绩。

附：财务报表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	87,539	102,460	106,038	111,501	营业总收入	70,481	78,735	83,226	98,664
现金	40,970	45,000	40,000	31,000	营业成本	53,621	64,563	66,997	77,945
应收账款	22,277	26,245	27,742	32,888	销售费用	3,715	14,172	16,229	20,720
其他短期投资	15,725	21,767	28,309	35,774	管理费用	7,589	4,330	4,161	4,440
其他	9,448	9,987	11,840	9,448	研发费用	2,478	8,661	8,739	9,866
非流动资产	16,756	16,748	17,008	17,036	营业利润	2,842	-1,575	0	1,973
固定资产	1,472	1,691	1,899	2,097	除税前利润	4,387	-966	1,003	2,949
无形资产	10,931	11,096	11,255	11,410	所得税	1,609	-338	301	885
其他	4,353	4,000	4,000	4,000	净利润	2,778	-628	702	2,065
资产总计	104,296	119,208	123,046	128,538	少数股东损益	1	0	0	1
流动负债	33,633	51,928	56,964	62,091	归母净利润	720	-627	702	2,064
短期借款	1,513	18,986	24,788	26,098	Non-GAAP 净利润	5717	2593	4073	5536
应付账款	6,595	7,748	8,040	9,353	Non-GAAP 净利润/ADS (元)	4.81	2.18	3.43	4.65
其他	25,525	25,195	24,135	26,640					
非流动负债	3,870	3,115	3,215	3,315	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	15	115	215	315	成长能力				
租赁负债	0	0	0	0	营业收入	53.2%	11.7%	5.7%	18.5%
其他	3,855	3,000	3,000	3,000	营业利润	-259.2%	-155.4%	-100.0%	—
负债合计	37,503	55,043	60,179	65,406	归属母公司净利润	-117.8%	-464.7%	-50.6%	-120.3%
少数股东权益	27	27	27	28	获利能力				
股本					毛利率	23.9%	18.0%	19.5%	21.0%
留存收益	68,599	65,972	64,674	64,937	净利率	3.9%	-0.8%	0.8%	2.1%
归母股东权益	66,765	64,138	62,840	63,104	ROE	4.2%	-1.0%	1.1%	3.3%
负债和股东权益	104,296	119,208	123,046	128,538	偿债能力				
					资产负债率	36.0%	46.2%	48.9%	50.9%
					流动比率	2.60	1.97	1.86	1.80
					速动比率	1.88	1.37	1.19	1.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.66	0.68	0.77
					应收账款周转率	3.16	3.00	3.00	3.00
					存货周转率	—	—	—	—
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.78	-0.18	0.20	0.58
					每股经营现金	2.62	-1.67	-1.05	-0.72
					每股营业收入	19.73	22.04	23.30	27.62
					每股净资产	18.70	17.96	17.60	17.67
					估值比率				
					P/S	6.25	5.49	5.19	4.38
					P/E	73.60	55.49	35.33	26.00
					EV/EBITDA	141.01	-350.95	965.11	176.69

数据来源：公司公告，西南证券

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，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分