

本期核心观点

| 美股：风雨飘摇下，大型周期股继续向新高冲击

从大类来看，美股指数环境月初以来正在向着积极的方向演变，分别包括：调整接近尾声；三大指数具备创新高动能；道指仍然是三大指数中性性价比更高选择，纳指上涨虽并非坦途；超配周期，标配科技相对稳健。往前看，美国近30年来的首次重大加税或将成为推动基建计划未来落地的关键，未来不排除对于偏高税率的周期板块构成威胁，不过至少现阶段周期里面，银行业具备开启派息回购、消费回暖，利率抬升预期等诸多优势，基建预期也在提振工业股业绩前景，对应周期股行情或已进入下半场。

| 港股：恒指调整几乎结束，中期窗口下宜积极布局

基于美债收益率上涨斜率放缓的判断，美联储资产购买规模保持至明年的基准预期，叠加技术视角下恒指这轮回撤接近充分修正，我们认为港股本轮调整已几乎结束。在目前并没有显著利空的情况下，恒指料将重新冲击30000点。配置上，中期窗口下宜积极布局金融、消费等更受陆港通资金青睐的板块。

| 贝壳：住房交易市场龙头如何完成突围？

过去一年楼市管控力度不减，长租公寓频频爆雷，蛋壳破产、自如违约，最终资产状况良好、商业模式创新的贝壳脱颖而出。展望未来，贝壳有望享受中国地产交易规模持续增长的红利，2020年业绩也进一步证明了基于ACN的商业模式的有效性和管理团队的执行力，这将确保贝壳实现长期的GTV增长和市场份额增加。

标普500指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

- 《4Q美港股展望：中概将成最大赢家》
20201005
- 《2Q20中概股投资策略展望》202

目录

1、本周核心观点.....	1
2、美股市场分析：风雨飘摇下，大型周期股继续向新高冲击	3
3、港股市场分析：恒指调整几乎结束，中期窗口下宜积极布局	7
4、一周 IPO 观察：供应链金融 SAAS 独角兽联易融招股，怪兽充电冲刺 IPO	11
5、一周基本面日程：港股财报高峰！比亚迪、思摩尔国际、中国恒大、京东健康	15
6、贝壳：住房交易市场龙头如何完成突围？	17
7、免责声明.....	29

美股市场分析：风雨飘摇下，周期股继续向新高冲击

投资要点

- 一、风雨飘摇下，市场继续向新高发起冲击
- 二、近 30 年首次重大加税预期临近，周期行情或进入下半场。

一、风雨飘摇的市场环境

自从 3 月中旬，鲍威尔明确表示放弃包括延长 SLR、扭曲操作等压低长端利率的措施后，上周美股市场再次以分化进行回击。从空间上看，上周道指涨 1.36% 至 33072 点，标普涨 1.57% 至 3974 点，这两个指数都创出了收盘的历史新高，纳指周内跌 0.58% 至 13138 点，不过目前纳指的位置和 3 月初的调整低点相比（按日收盘价），仍然高出约 4%。

从大类来看，美股的指数环境月初以来正在向着积极的方向演变，基本符合我们月初以来的判断，分别包括：调整接近尾声；三大指数具备创新高的动能；道指仍然是三大指数中性性价比更高的选择，纳指的上涨并非坦途；即配置上，宜超配周期，标配科技。后续几大指数的续航能力，同样也是接下来值得关注的话题。

话题 1：这一轮风格切换背后，还有哪些线索值得捕捉？道指的指数空间有多远？

单纯看指数，如果我们依然采用大型扩张三角形这一技术形态来划分。我们大致可以分为三类，近期完成强势突破的一类，比如道指；还有一类是向上突破时间更早，并在此后完成回踩整理的一类，比如标普；最后一类是偏向于滞涨的指数，包括纳指、罗素 2000，它们在前期向上破位后，目前和当前的位置相比，已经产生了较大的乖离。和这个框架下，我们认

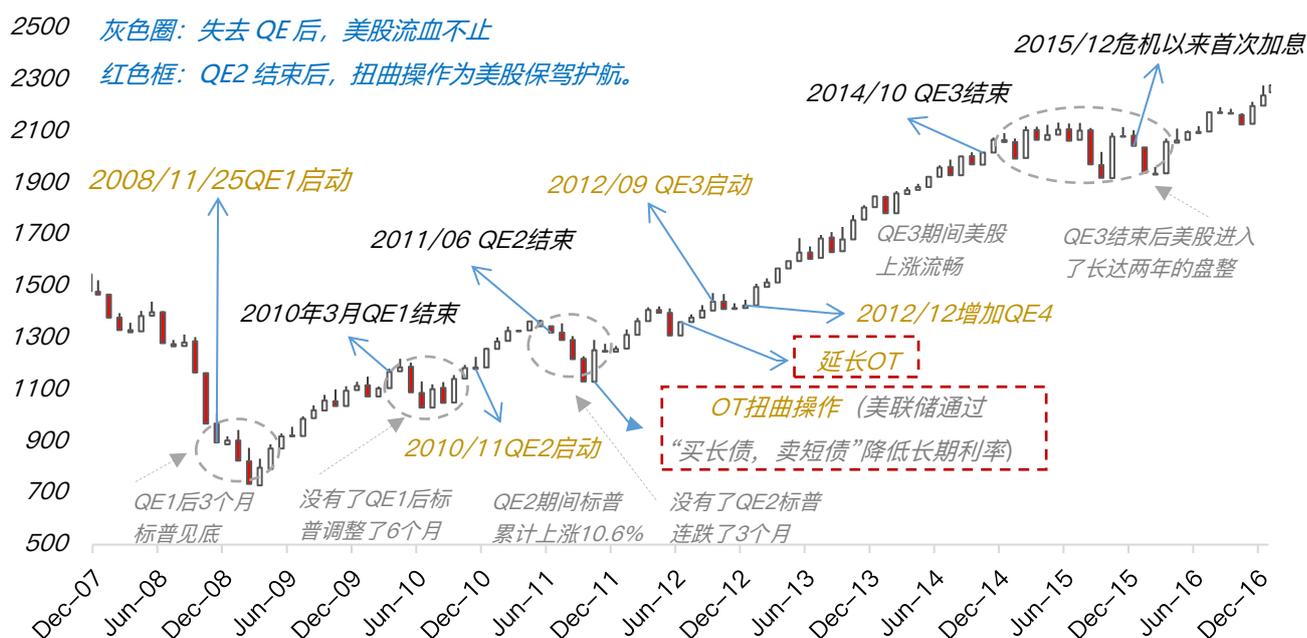
为以大型周期股为代表的道指，更有可能复刻纳指和罗素中小盘的走势，未来 1-2 个月继续领跑。《美债世纪难题，带来哪些投资变化》20210308；

关于退出这轮超常规货币政策的问题

美联储上周将利率维持在接近零的水平，并重申了将以每月 1200 亿美元的速度维持大规模购债活动的指引，直到他们的就业和通货膨胀目标“取得实质的进一步进展”。上周鲍威尔表示，将等到经济“几乎完全恢复”，再撤回非常规货币支持。不免让投资者关心，和 QE 的投放相比，这轮超常规货币政策的退出问题。

从金融危机后的历史经验，我们可以看出，在量化宽松退潮或阶段性结束后，标普 500 指数均陷入盘整或者阶段性偏熊的市场风格。当然眼下这轮 QE 的退出时间，或许仍需要更多时间观察。

图 1：2008 年金融危机后，标普 500 在 QE 期间，OT 扭曲期间，无 QE 期间，这三种阶段的表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

话题二：1993年首次重大加税？

据知情人士透露，美国政府正在考虑将高达3万亿美元的各项措施纳入其长期经济发展计划，其中将以基础设施为核心。关于这次基建的规模，美国税收政策中心（Tax policy center）在还大选时期出具过一份独立分析预估，其中预计美国将在十年内筹集2.1万亿美元。从公开市场来看，目前分析师和经济学家们的预估也普遍在2万亿至4万亿美元之间。

鉴于立法方面的挑战，本次基建大概率拆分成各小项。对于具体的项目，共和党人偏爱与交通运输等相关的传统基础设施，例如高速公路，也是这次基建方案里，通过概率最大的部分。

图2：基建股名单（道路、乡村网络）

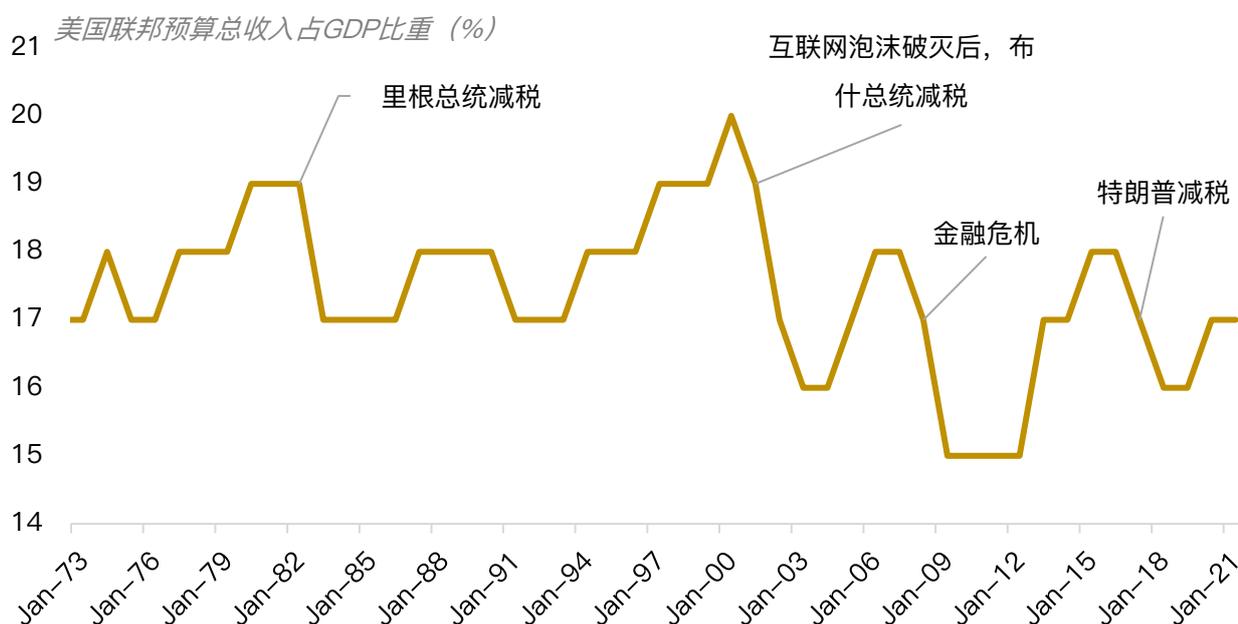
基建项目	状态	利好行业
500亿道路桥梁修复	年内通过概率较大	建筑材料，建筑设计，工业机械设备
龙头股	龙头股：联合租赁(URI)、卡特彼勒(CAT)、马丁-玛丽埃塔材料(MLM)、火神材料(VMC)、美国钢铁(X)、花岗岩建筑(GVA)、堪萨斯南方铁路(KSU)、联合太平洋(UNP)、Primoris(PRIM)、Tutor(TPC)、美国工商五金公司(CMC)、南方铜业(SCCO)、美国混凝土公司(USCR)、詹姆斯哈迪(JHX)、CRH水泥(CRH)、通用电气(GE)、JH Hunt运输服务(JBHT)、麦格理基础设施(MIC)	
ETF	IYM(基础材料)、XLI(工业)、XLB(原材料)、IYT(运输)	
200亿乡村宽带建设	年内通过概率较大	5G基建、通信
龙头股	Verizon(VZ)、T-Mobile(TMUS)、IES Holdings(IESC)	
ETF	IYZ(美国电信ETF)	

数据来源：Wind，老虎证券

由于基建一半的资金通常都来自于政府财政收入，市场预期加税是推动此次计划未来落地的关键。我们参考彭博报道，根据知情人士提供的消息，税改提案可能包括以下部分：

- 将公司税率从 21% 提高到 28%
- 收入超过 40 万美元的个人，所得税率将提高（拜登近期曾明确表示）
- 扩大遗产税的覆盖面
- 对于年收入至少 100 万美元的个人，将提高其资本利得税税率。

图 3：美国联邦预算总收入占 GDP 比重



数据来源：Wind，老虎证券

可以看出，上调公司税以及对富人的税率将是加税计划的核心部分。从时间上看，拜登有望在 4 月向国会讲话中分享更多关于基建的信息。对于加税问题，显然市场目前还没有计入这部分预期。如果统一上调本土法定企业税，那么本土业务敞口大、高有效税率的行业，例如金融、工业、消费等板块影响可能更大，它们也是 2017 年减税中的主要受益行业，如果这次加税更多偏向于定向的，比如对海外收入设置最低税率，那么对科技、医疗行业等低有效税率板块冲击更大。当然，考虑到眼下银行股具备开启派息、进入回购窗口、利率抬升预期等诸多优势，基建预期也在提振工业股业绩前景，对应周期股行情演绎下半场或已开启。

港股策略点评：调整料结束，消费、金融仍然是香饽饽

投资要点

一、指数环境评估：港股调整几乎结束，料重新冲击 30000 关口。

二、陆港通观察：资金仍持续流入消费、金融行业

一、恒指调整几乎结束，中期窗口宜积极布局

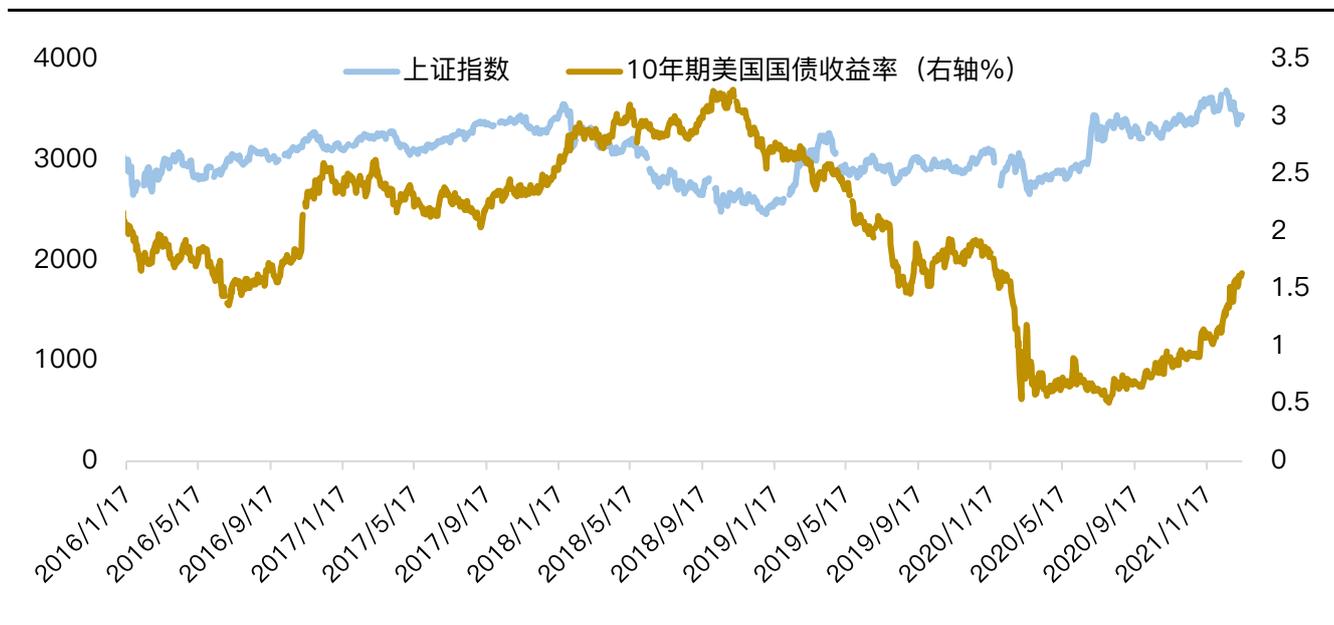
恒生指数上周大幅下行（-2.2%），将年初至今的涨幅收窄至 4%；从中期的角度看待港股投资的指数环境，我们仍认为这里不需要过分悲观。一方面，从整个基本面上看，逆周期内，国内货币政策进退有序，基本排除超常规的利空，料对指数慢牛起到护航作用；抱团股有业绩支撑，剩下的企业或有业绩，但没有泡沫化；

另一方面，港股本身还是受到海外流动性的影响，在目前美联储资产购买规模至少可以保持在明年的基准预期下，海外市场的风险偏好也会获得支撑；对港股来讲，比较偏利空的在于美元、美债收益率抬升，导致资金流出新兴市场，我们认为这部分可能会影响港股后续的空间，不过目前美债收益率上涨斜率已经放缓，未来的悬念还在于美债收益率后续的抬升（比如到 2%后），会不会倒逼美联储采取行动。

最后，我们从技术性角度观察，可能会更好理解一些，我们看上周无论是上证、还是恒指，均已接近完成各自的调整路径。比如，港股（恒生指数）和 A 股（上证指数）的调整，均是回撤趋势线的反向延长线的路径，撑压互换后，在目前并没有显著利空的情况下，我们认为这轮调整几乎结束。

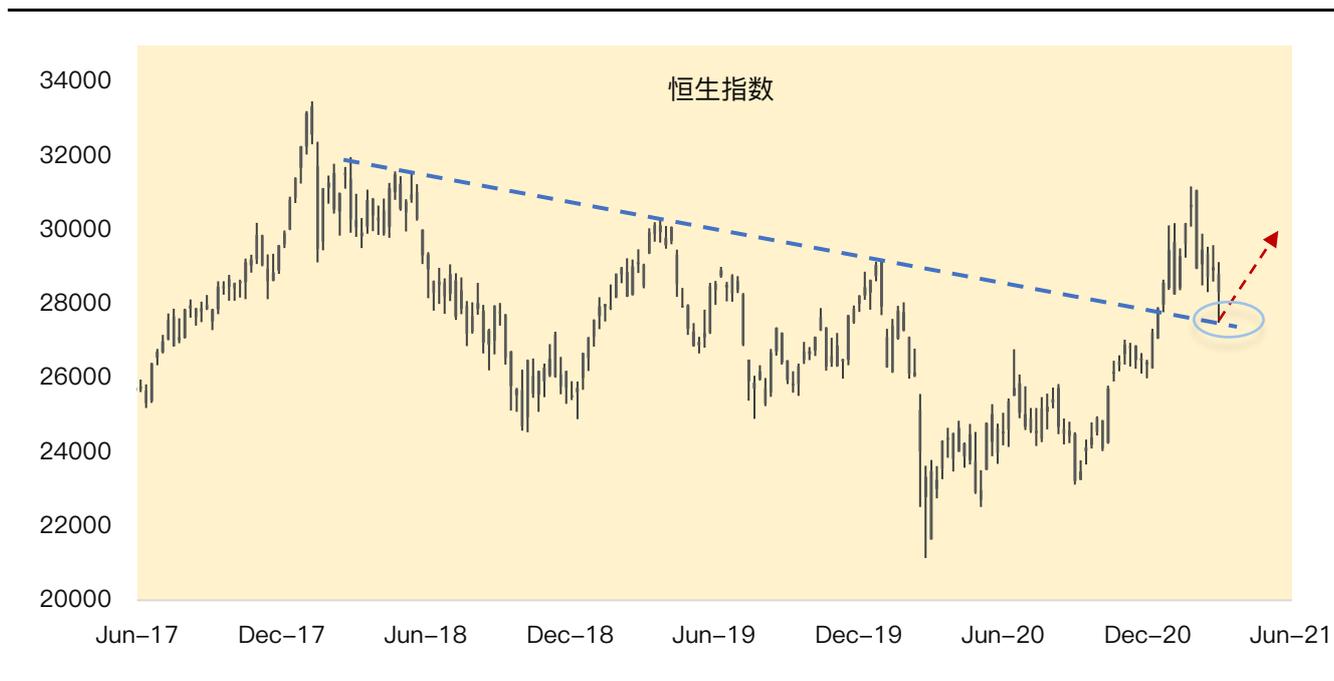
从历史回溯看，港股和 A 股虽然和美债并没有显著的相关性，但近期确实也受到了美债美股的情绪牵动（主要是美元抬升预期）。美债抬升的速度缓和后，也有助于市场情绪修复。

图 1：上证指数周线窗口路径预估（2017-2021 上半年）



数据来源：Wind，老虎证券

图 2：恒生指数周线窗口路径预估（2017-2021 上半年）



数据来源：Wind，老虎证券

图 3：上证指数月线窗口路径预估（2014-2021 上半年）



数据来源：Wind，老虎证券

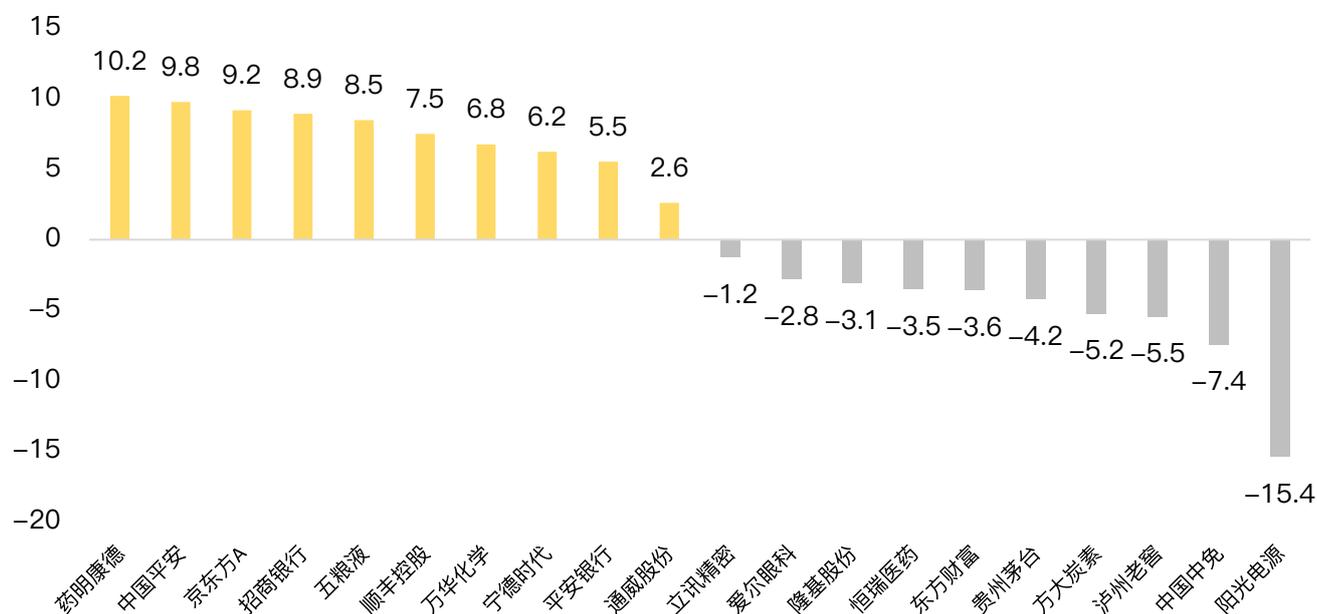
二、陆港通观察：资金仍持续流入消费、金融行业

一季度收官即将收官，陆港通资金人肉干延续了过往的风格，继续偏爱金融和消费这两大类。金融股中，主要流入的仍然是招商银行、中国平安、平安银行、建设银行等企业，尤其是近年来发力零售类银行在持续地获得资金青睐。整体又或显示，市场调整尾声阶段（我们的观点），市场或优选估值偏低的防御类品种进行配置。

消费类企业中，主要流入的公司包括五粮液、蒙牛等食品饮料股。过去外资选股也更喜欢这类现金流健康、透明的企业。在中国资产汇率优势不在的情况下，现金流的权重显然会变得更大一些。

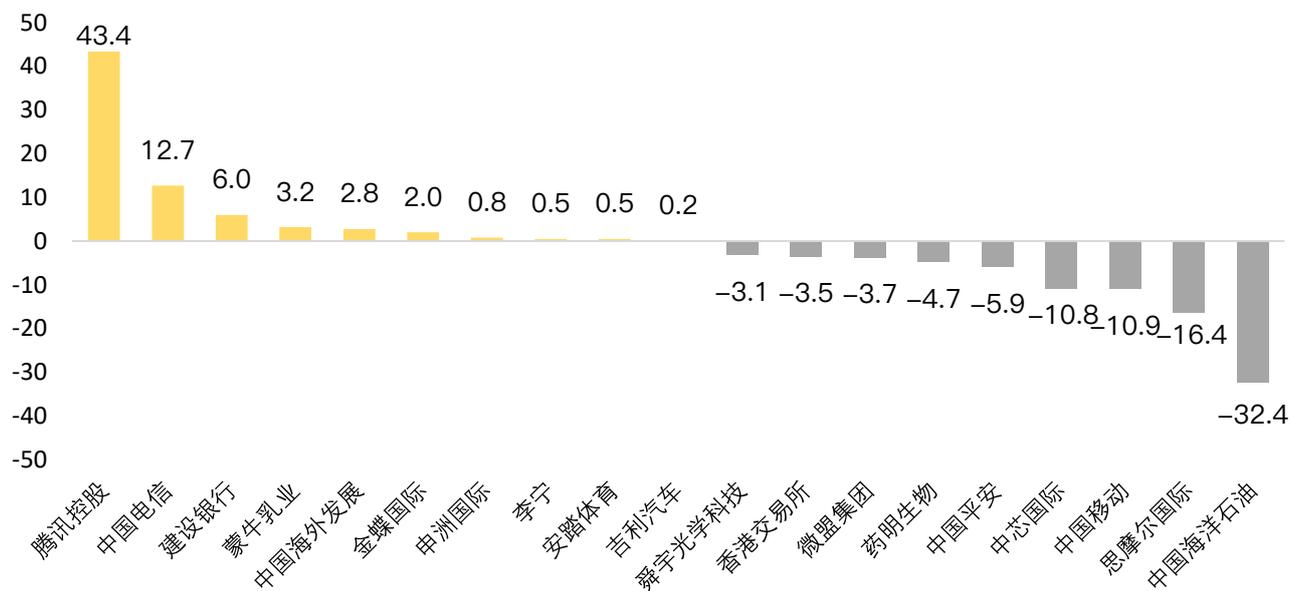
同时，也值得注意的是，随着新疆棉事件发酵，李宁、安踏、申洲国际等国产服装企业表现靓丽，这类企业整体也属于大消费范畴。

图3：陆股通（沪股通+深股通）一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

图4：港股通一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

一周 IPO 观察：供应链金融 SAAS 独角兽联易融招股，怪兽充电冲刺 IPO

| 本周港股 IPO 观察：供应链金融 SAAS 独角兽

截止 3 月 28 日当周，香港 IPO 市场迎来了百度的二次上市，恰逢中概股在美股市场遭遇了巨大波动，也让百度成为第二加上市首日破发的“二次上市股”。3 月 23 日上市首日勉强收平，但是至周五收盘已大跌 15%。同时，随着哔哩哔哩在美股的大跌，周五的暗盘也大跌 6.56%，不出意外的话，下周一开盘也将破发。

本周香港共 1 家公司通过聆讯并开启招股，10 家公司递交招股书。递交招股书的包括中宏控股、百奥泰生物制药、顶好集团、中国源畅光电能源、蓝深环保、现代创科、归创通桥医疗、天誉青创智联服务、东信营销、闽东红集团。

一、供应链金融 SAAS 独角兽联易融开启招股，预计 4 月 9 日登陆港交所。

联易融科技成立于 2016 年，是中国领先的供应链金融科技解决方案提供商，其云原生解决方案可优化供应链交易的支付周期，实现供应链金融全工作流程的数字化。该公司腾讯是公司第一大机构股东，持股 18.89%。2018 年、2019 年、2020 年，公司营收分别为 3.83 亿元、7.00 亿元、10.29 亿元。同期净利润分别为 5467.9 万元、1.40 亿元、3.2 亿元，期内经调净利润分别为 5468 万元、1.4 亿元、3.2 亿元。该公司发行价为 16.28-18.28 港元，入场费 9232.11 港元，招股日期为 3 月 26 日-3 月 31 日。

| 本周美股 IPO

截止 3 月 28 日当周，美股的 IPO 也有一些令人关注的项目，有 17 家公司成功上市，一家

公司 DRS 推迟上市。

中国最大的问答式在线社区[知乎](#)成功登陆纽交所，IPO 定价为下限的 9.5 美元，开盘即破发 8.05 美元，最大跌幅 28.32%，收盘跌 10.53%。

被给予厚望的云计算服务供应商 [DigitalOcean \(DOCN\)](#) 以 47 美元的 IPO 定价成功登陆纽交所，首日收盘亦下跌 9.57%，显示市场对云计算 IPO 的热度已经开始降低。

全球最大的女装和儿童服装二手寄售电商平台 [ThredUp \(TDUP\)](#) 成功登陆纳斯达克，发行价为 14 美元。开盘价为 18.25 美元，较发行价上涨 30.35%；收盘价为 20 美元，较发行价大涨 42.86%。

此外受到市场炒作情绪和教培行业相关消息影响，美股市场中概教育板块出现大范围异动，小市值新股 [Elite Education](#) 宽幅巨震行情，多家知名教育股走势呈现显著分化

一、下周有 8 家公司上市，其中重要公司有：

一、在线房地产经纪公司指南针 (COMP)

[Compass](#) 是一家持照的地产经纪商，以互联网作为营销媒介。旗下 10000 多名代理人，他们赚取销售每次销售价格佣金的 15% 至 30% 提成。Compass 专门研究高档市场中的豪华住宅，来提高利润率。Compass 公司向房地产代理商提供软件，是第一家为房地产经纪人构建专有移动 App 的公司。指南针公司在 20 个美国市场运营，在 2020 年，Compass 实现收入 37 亿美元。公司计划于 4 月 1 日上市发行价 23-26 美元，发行 3600 万股，募资 8.82 亿美金，高盛、大摩、巴克莱、德银、瑞银等承销

二、怪兽充电 (EM)

截至2020年12月31日，**怪兽充电**已经构建了包含超过66.4万POI（点位）的共享充电网络，覆盖餐厅、购物中心、酒店等场所。截至同期，怪兽充电的累计注册用户约为2.194亿。公司总收入从2019年的20.223亿元增至2020年的28.094亿元，同比增加38.9%。2019年的净利润为1.666亿元，2020年的为7540万元人民币，净利润率分别为8.2%和2.7%。目前，街电、来电、小电、怪兽，四家共占了充电宝市场96.3%的份额。2020年，怪兽充电以34.4%的市场份额位列共享充电行业第一，成为中国最大的共享充电运营商。

三、视频软件提供商：卡尔图拉 Kaltura(KLTR)

Kaltura 为数以亿计的家庭提供实时和点播视频 SaaS 解决方案，其四个主要运营方向为：

1) Cloud TV（即OTT），面向运营商和媒体公司；2) 在线视频平台（Online Video Platform, OVP），主要提供给希望发内容或从中获利的媒体公司和品牌；3) 教育视频平台（Education Video Platform, EdVP），提供给教育机构；4) 企业视频平台

（Enterprise Video Platform, EVP），用于协作，通信和营销。在2020年公司有超过1500万验证的用户，约1000个企业客户，其中包括25家《财富》100强企业和50%以上的美国R1教育机构。2020年，Kaltura实现收入1.2亿美元。公司计划以每股14至16美元的价格发行2,350万股（内部持股比例为26%），筹资3.53亿美元

四、在线教育平台 Coursera（“COUR”）

Coursera 成立于2012年，由斯坦福大学计算机科学系教授达芙妮·科勒（Daphne Koller）和前百度首席科学家吴恩达（Andrew Ng）创办。Coursera在2019年、2020年营收分别为1.84亿美元、2.94亿美元；运营亏损分别为4839万美元、6658万美元。

公司的发行区间为 30-33 美元，Coursera 此次发行 1573 万股，最高募资超过 5 亿美元，预计 3 月 31 日登陆纽交所。

新提交招股书中值得关注的：临床前阶段癌症生物科技公司 Biomea Fusion(BMEA)、太阳能跟踪器系统的公司，FTC Solar (FTCI)、中国消费贷款收集，贷款推荐和预付费支付网络服务公司百达通支付 Sentage Holdings Inc.(SNTG)。

五、SPAC 方面，本周共有 20 家 SPAC 进行 IPO，有 7 家公司确定协议意向。

确定意向的公司包括

1. BOWX 与 Wework 合并，Wework 是共享办公企业
2. GNPX 与航空航天零配件制造 RedWire 合并
3. CHAQ 与开发针对 BAG3 蛋白的基因疗法的 Renovacor 合并
4. SPFR 与生产 3D 打印设备的 VELO3D 合并
5. MLAC 与印度尼西亚的媒体商 Asia Vision Network 合并
6. SV 与垂直立体农业的 AeroFarms 合并
7. TBA 与移动应用程序开发人员提供发布和获利平台 ironSource 合并

一周基本面日程：港股财报高峰！比亚迪、思摩尔国际、中国恒大、京东健康

本周重要经济数据、事件

周一 (3/29)	周二 (3/30)	周三 (3/31)	周四 (4/1)	周五 (4/2)
		时间待定 美国总统拜登就经济愿景发表讲话	20:30 上周季调后初请失业金人数	美国耶稣受难日，美股休市一日
	21:00 美联储理事夸尔斯就金融稳定发表讲话	20:15 3月ADP就业人数变动		20:30 3月失业率 3月季调后非农就业人口变动
23:00 美联储理事沃勒发表讲话	22:00 3月谘商会消费者信心指数	22:00 2月NAR季调后成屋签约销售指数	22:00 2月营建支出 3月ISM制造业采购经理人指数	
资料来源:公开资料整理				

港股财报关注：比亚迪、思摩尔国际、中国恒大、京东健康

本周继续聚焦港股财报季，新能源汽车龙头**比亚迪**、电子烟龙头**思摩尔国际**将公布财报。此外，值得关注的有**中国恒大**、**呷哺呷哺**、**京东健康**、**比亚迪电子**、**赣锋锂业**等。

港股

周一 (3/29)	周二 (3/30)	周三 (3/31)	周四 (4/1)	周五 (4/2)
京东健康(06618)	比亚迪股份(01211)	思摩尔国际(06969)		
比亚迪电子(00285)	复星国际(00656)	中国恒大(03333)		
蓝月亮(06993)	百济神州(06160)	康方生物-B(09926)		
保利协鑫能源(03800)	瀚森制药(03692)	潍柴动力(02338)		
	呷哺呷哺(00520)	赣锋锂业(01772)		
		国美零售(00493)		

关注美国 3 月份非农就业报告

本周，美联储高级官员将就美国经济前景和货币政策轮番发表讲话，周五还有市场最为期待的美国 3 月份非农就业报告。此外，市场还要关注拜登的基建计划，全球疫情和疫苗接种的最新进展，全球贸易局势等一些重要事件。

下周五（4月2日）将发布美国 3 月非农就业报告，但美股当天将因耶稣受难日而休市，这将是 1980 年以来第 12 次在金融市场休市状态下发布非农就业报告。

市场今年美国的失业率可能会下降到接近疫情之前的水平，未来就业情况将回暖。预计2021年底，美国失业率将降至4.1%，甚至可能更低，这取决于在财政刺激和受疫情影响最严重的行业开始复工复产的情况下，经济复苏的程度有多大。

贝壳：住房交易市场龙头如何完成突围？

过去一年，我国住房市场并不太平，楼市管控力度不减，长租公寓频频爆雷，蛋壳破产、自如违约，疫情加速了企业淘汰和市场出清，整个行业重新洗牌，最终资产状况良好、商业模式独具创新、收入更加多元化的贝壳脱颖而出。

2020年8月13日，贝壳找房在纽交所正式挂牌上市，成为中国居住服务平台第一股。本期研报将带你走进中国房产交易龙头企业-贝壳。

| 投资要点

➤ 公司简介：贝壳如何实现自我迭代

虽然中国房地产市场的黄金期已经过去，但回顾过去十余载，全国商品房均价仍然逐年稳步攀升。从2009年至今，尚未出现年度下降的情况，并在10年内翻了一番。

房产的投资价值和居住需求使中国房产交易规模也快速增长，贝壳一方面享受了行业红利，另一方作为房产经纪商，通过互联网技术（如ACN网络、AI等）将复杂的房产交易标准化、数据化，从而促进了交易。

➤ 核心竞争力：基于ACN网络的商业模式

贝壳核心竞争优势来自于将ACN（经纪人合作网络）作为平台的底层交易系统。

ACN的逻辑在于，贝壳作为一个在线交易平台，各个房产中介均可入驻，把敌人也变成合作伙伴。在这个过程中，贝壳收取的

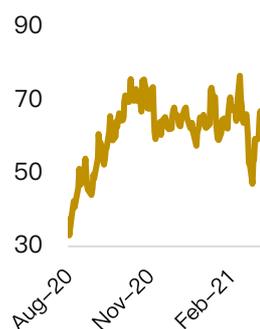
一周个股分析

贝壳(BEKE)

BEKE 主要数据

最新收盘	56.35
总市值	667.2 亿
每股收益	-0.98
市净率	6.53
净资产收益率	5.65%
2020 净利润	27.78 亿
52 周最高	79.40
52 周最低	31.79

近期价格走势



往期回顾

- 《网易：游戏核心稳健，有道增长迅速，云音乐提升估值》

20200601

是交易手续费，前提是买卖双方成交之后才会收取，因此贝壳有动力驱动买家和卖家之间快速成交，这也是贝壳通过技术提升效率的关键。

ACN 模式驱动贝壳市场份额不断增长。数据显示，2020 年贝壳 3.3 万亿元人民币的房屋交易占中国房屋交易总额的 14%，同比增长 5%。

➤ 年度业绩强劲，新房交易收入占比过半

贝壳在 2020 年实现了强劲的业绩增长，GTV、营收和净利润均大幅增长，预计上半年贝壳 GTV 和总收入都将保持 50%左右的增长。

其中，新房交易收入增速 (yoy+68.7%) 显著高于存量房收入增速，新房业务收入占比已经过半，表明新房业务已经成为公司最重要的增长引擎，推动贝壳整体收入迈向新高。随着收入不断攀升，盈利能力也在增强，贝壳在 2020 年首次实现全年盈利。

➤ 行业前景明朗，渗透率有望持续提升

2021 年中国的房屋销售依然强劲，随着我国住房市场进入新的稳定增长阶段，预计行业结构的变化将使市场供需更加平衡，对有效撮合购房者和卖房者的经纪服务商产生巨大需求。

中国通过经纪服务销售和租赁房屋的总 GTV 从 2014 年的 3.2 万亿元增加到 2019 年的 10.5 万亿元人民币，预计到 2024 年将达到 19.1 万亿元；中国住房市场的经纪服务渗透率已经从 2019 年的 47.1%增长至 2024 年的 62.2%。

➤ 结论和展望

贝壳在以卖方主导的中国房地产市场中探索出一条效率最大化的 ACN 网络商业模式，凭借准确的房源信息和真实的交易价格，撮合买方和卖方更快的达成交易。贝壳的成功也得到了资本市场的认可，股价自 IPO 起增长近两倍。

展望未来，贝壳有望享受中国房地产交易规模持续增长的红利，2020年强劲的业绩也进一步证明了基于ACN的商业模式的有效性和管理团队的执行力，这将确保贝壳实现长期的GTV增长和市场份额增加。

➤ 风险提示

- 使用社交媒体可能对公司声誉造成不利影响；
- 通过第三方制造商生产产品可能对公司财务带来风险；
- 海外市场销售遇阻的风险；
- 公司在营销方面投入大量成本，营销活动无法兑现预期结果。

一、公司简介

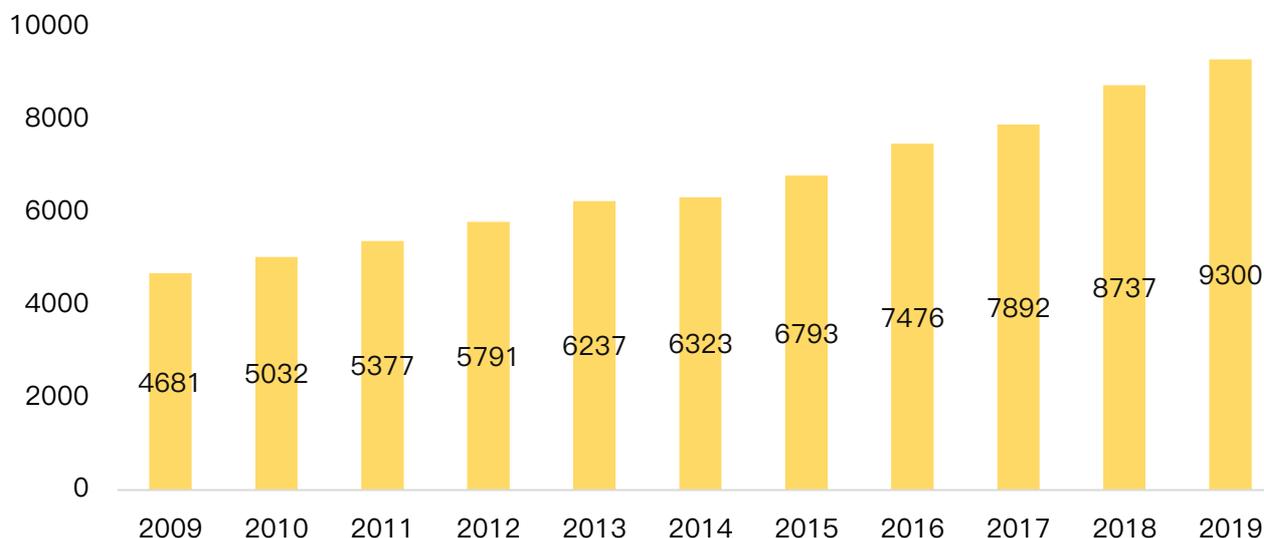
1) 发展历程

贝壳是国内领先的线上线下房屋交易与服务一体化平台，前身是专注于二手房交易的链家。贝壳的成功源于公司对真房源和服务的追求，在北京获得了垄断地位后开始走向全国。

贝壳起于链家，但完全不同于链家的垂直自营模式，与其他房产中介平台也有很大不同，简单来讲链家是中介公司，而贝壳是中介平台，贝壳将一众房产中介平台为自己所用，也就是商业模式的核心—ACN合作网络。

虽然中国房地产市场的黄金期已经过去，但回顾过去十余载，全国商品房均价仍然逐年稳步攀升。从2009年至今，尚未出现年度下降的情况，并在10年内翻了一番。房产的投资价值和居住需求使中国房产交易规模也快速增长，贝壳一方面享受了行业红利，另一方作为房产经纪人，通过互联网技术（如ACN网络、AI等）将复杂的房产交易标准化、数据化，从而促进了交易。

图 1：近十年全国商品房销售均价



数据来源：国家统计局，老虎证券

数据显示，贝壳已经从 2018 年初 10144 亿元成交额，覆盖 28 个城市，8030 间直营门店，120214 名地产经纪人，发展至上市前的 2.1 万亿成交额，103 个城市，42000 间房产中介门店和 45.6 万经纪人。贝壳平台的整体 MAU 已达 3900 万，年交易房产套数 220 万套。同时，贝壳还拥有全国唯一最丰富的楼盘数据库。

2)业务增长

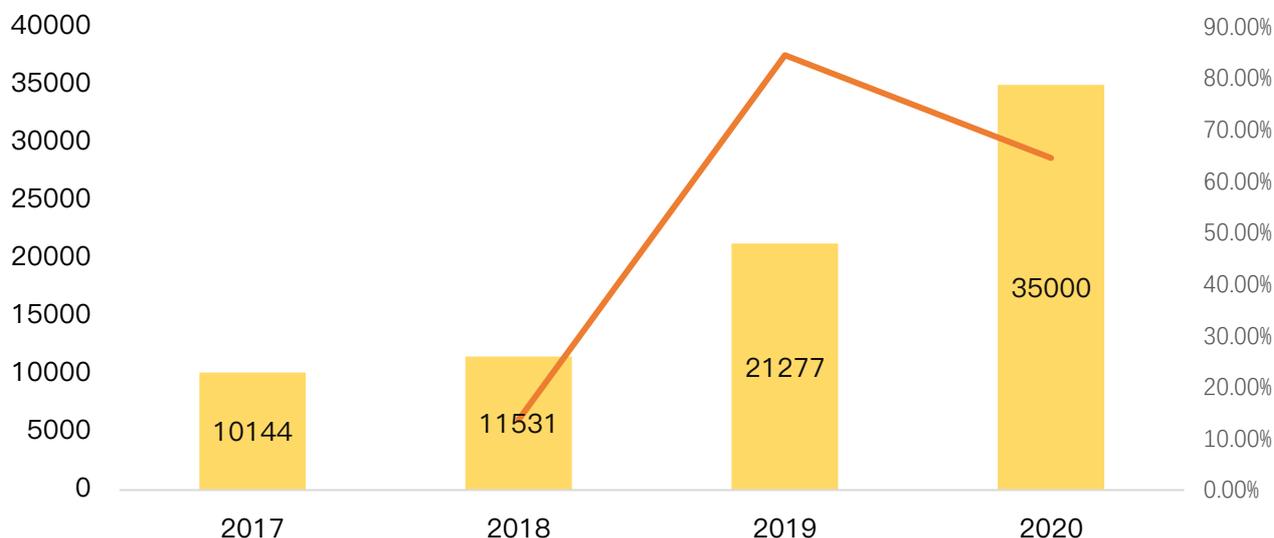
过去几年，贝壳存量房、新房和新兴业务均呈现高速增长态势，得益于贝壳持续对居住产业互联网进行深度数字化改造。过去一年中，借助对 VR、AI 等技术的大规模成熟应用，贝壳进一步优化用户找房、看房、买房的体验与效率。

年报显示，2020 年，贝壳平台总交易额 (GTV) 突破 3.5 万亿元，同比上涨 64.5%，全年 GTV 创下历史新高。其中，2020 年贝壳存量房业务 GTV 为人民币 1.94 万亿元，同比增长 49.5%；新房业务 GTV 为 1.38 万亿元，同比增长 85%。

以 GTV 计算，贝壳成为中国第二大商业平台，其平台成交额仅次于阿里巴巴，超过美团、拼

多多等平台。

图 2：2019-2020 贝壳 GTV



数据来源：公司财报，老虎证券

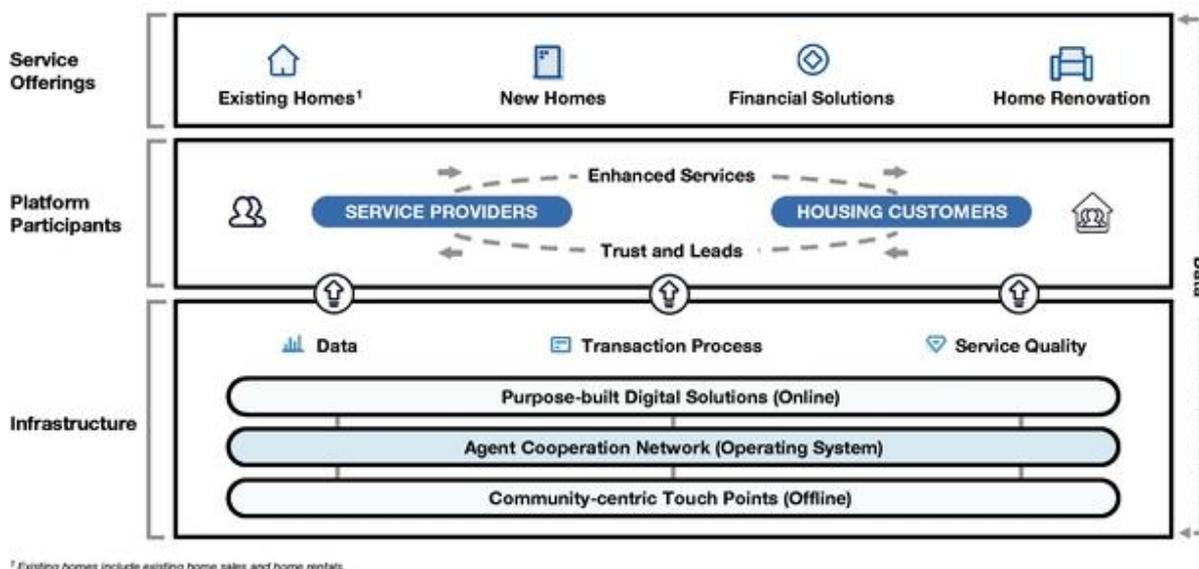
此外，贝壳平台连接的经纪人超过 49 万，同比增长 37.9%；连接的经纪门店数超过 4.69 万家，同比增长 25.1%。

截止 2020 年底，贝壳楼盘字典累计收集了中国 2.4 亿套房屋的动态数据，累计收集了超过 900 万套房屋的 VR 房屋模型。年末 VR 拍摄房源覆盖在售二手房源比例超过 73%。2020 年全年 VR 带看发起量超过 6600 万次，对比 2019 年仅为 390 万次。

二、基于 ACN 的商业模式

贝壳的盈利模式主要分为三种：基于新房交易、二手房交易以及金融服务解决方案，收入主要来自房屋交易和服务所产生的费用和佣金。

图 3：贝壳盈利模式



数据来源：公司招股书，老虎证券

1.二手房交易收入：1) 自营链家品牌的二手房买卖和租房的交易佣金，以及链家和其他品牌中介在贝壳合作撮合交易中的分润；2) 在贝壳平台交易的佣金手续费，以及德佑等加盟品牌的加盟管理费；3) 贝壳平台的其他增值服务，如过户费、招聘、培训等服务；

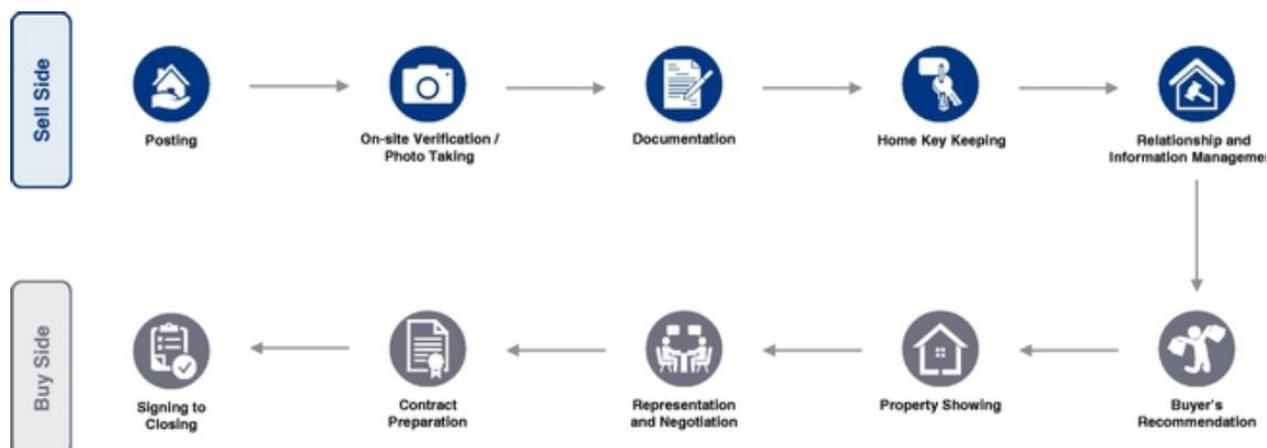
2.在新房板块一般是向开发商收取费用，然后贝壳给中介公司和中介代理分佣；

3.提供与房子或家庭有关的服务，比如金融相关服务、装修等。

看似贝壳与普通交易中介无异，不过，之所以贝壳能成为中国领先的线上线下房产交易和服务平台，核心竞争优势是将 ACN（经纪人合作网络）作为平台底层交易系统。

ACN 的逻辑在于，贝壳作为一个在线交易平台，各个房产中介均可入驻，把敌人也变成合作伙伴。在这个过程中，贝壳收取的是交易手续费，前提是买卖双方成交之后才会收取，因此贝壳有动力驱动买家和卖家之间快速成交，这也是贝壳通过技术提升效率的关键。

图 4：贝壳 ACN 信息流

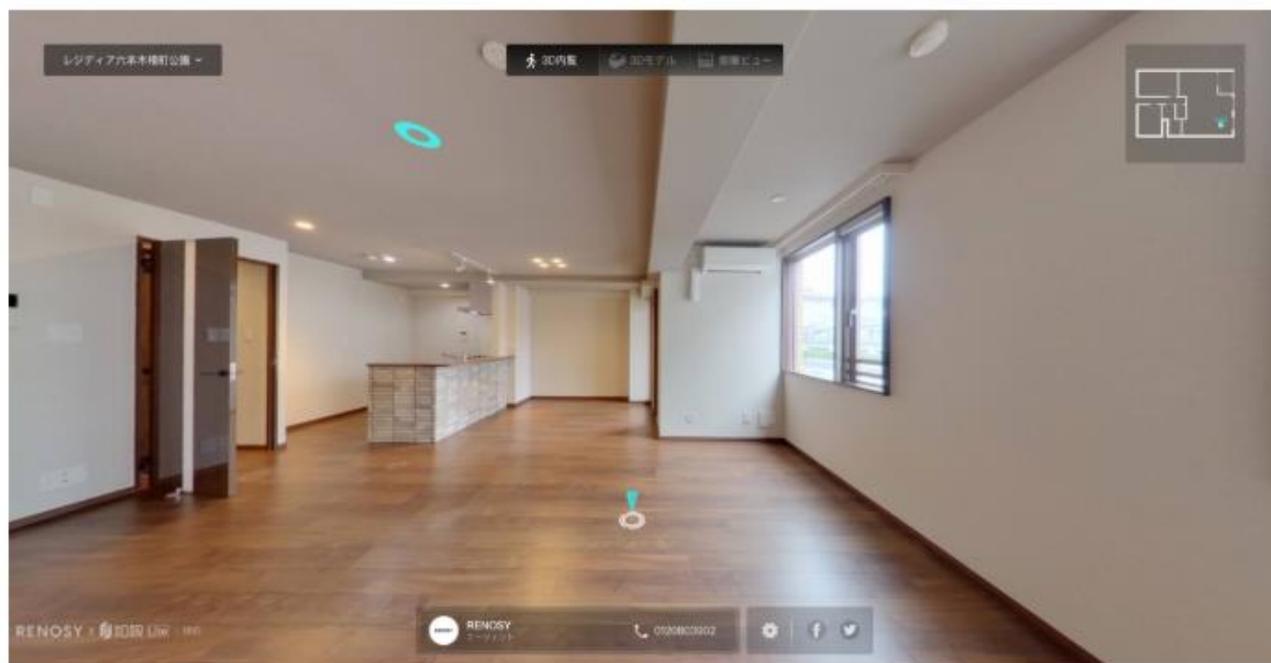


数据来源：公司招股书，老虎证券

ACN 彻底改变了房地产交易和服务行业，有效激励了房产代理商共享信息和资源，明确了角色和分工，重新定义行业参与者之间的关系，这为代理人参与交易创造了更多的机会，从而提高了交易效率，缩短了交易周期。

ACN 的运作离不开技术支持，贝壳善用庞大的数据来优化产品和解决方案，促进高效运营，公司还通过虚拟现实等新技术提高客户体验和服务效率，比如贝壳如视 VR 看房。由贝壳·如视团队打造的 VR 看房、VR 带看、VR 售楼部等功能，凭借对三维世界的重塑已全面革新了国内消费者的找房效率和找房体验。

图 5：贝壳 VR 看房



数据来源：公开市场整理，老虎证券

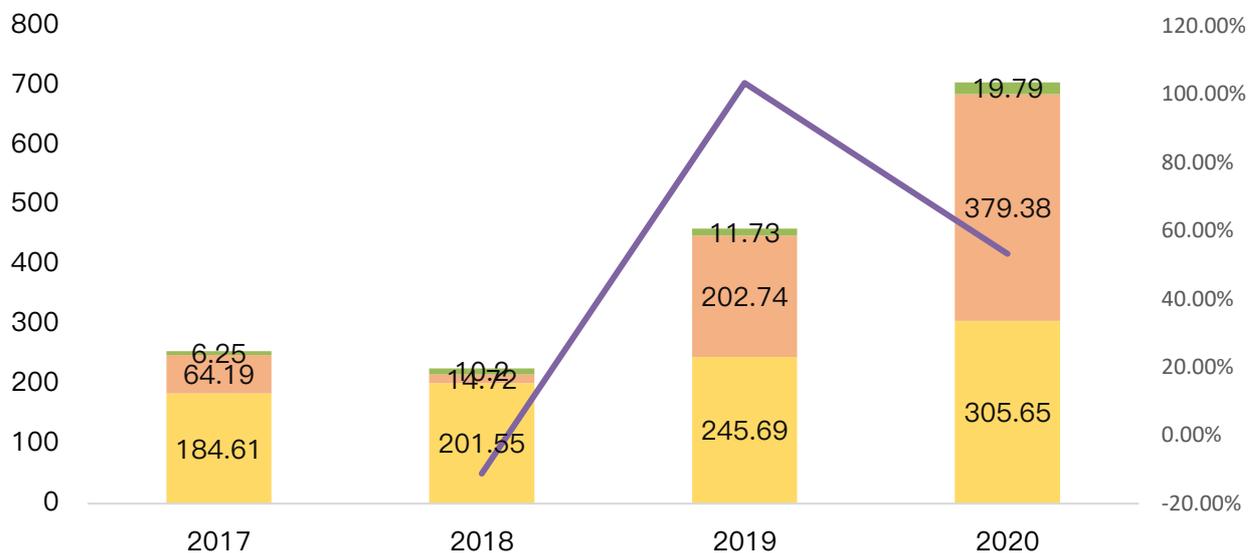
受益于 ACN 商业模式的优势，驱动贝壳市场份额不断增长。数据显示，2020 年贝壳 3.3 万亿元的房屋交易占中国房屋交易总额的 14%，比 2019 年高出 5 个百分点，这进一步证明了贝壳商业模式的可扩展性，为贝壳实现长期增长目标铺平了道路(目标到 2024 年 GTV 达到 7.6 万亿元)。

三、财务表现

2020 年财报显示，贝壳实现了强劲的业绩增长，GTV、营收和净利润均大幅增长。

贝壳 2020 年全年营业收入为 705 亿元人民币，同比增长 53.2%。贝壳来自存量房交易的营业收入为 306 亿元人民币，同比增长 24.4%。而来自新房交易的营业收入为 379.38 亿元人民币，同比增长 87.1%，新房收入增速 (yoy+68.7%) 显著高于存量房收入增速。预计上半年贝壳 GTV 和总收入都将保持 50% 左右的增长。

图 6：贝壳营收结构及同比增长

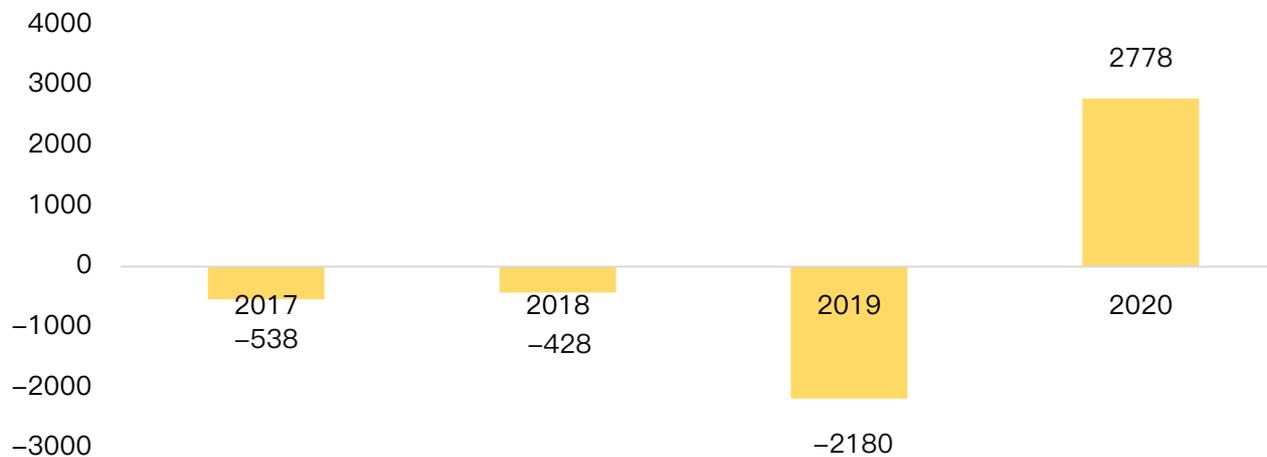


数据来源：Bloomberg，老虎证券

我们看到，新房业务收入占比过半，表明新房业务已经成为公司最重要的增长引擎，推动贝壳整体收入迈向新高。

随着收入不断攀升，盈利能力也在增强，贝壳在 2020 年首次实现全年盈利，经调整后净利润为 57.20 亿元，同比增长 245.4%。公司毛利率显著提升，毛利率提升的主要原因是由于存量房交易服务中内部提佣成本占链家贡献的存量房收入的比例同比降低，以及新房交易服务中外部提佣成本占非链家连接经纪人和其他销售渠道贡献的新房收入的比例同比下降。

图 7：贝壳年度净利润



数据来源：Bloomberg，老虎证券

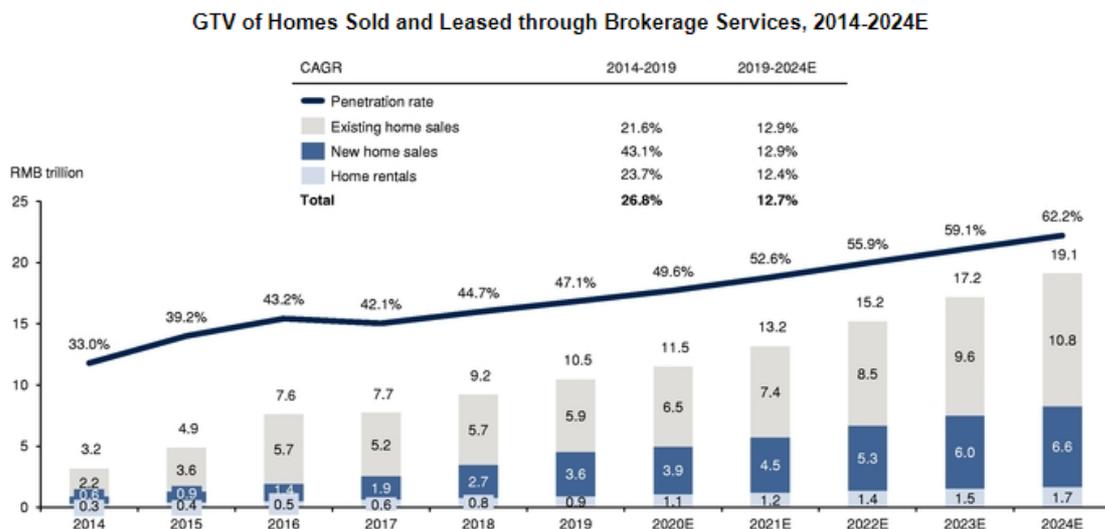
此外，疫情也限制了门店和经纪人数量扩张，这省下了一笔不小的支出。

四、行业及公司前景

中国拥有世界上最大的住房市场，2019年中国住房市场规模 22.3 万亿元，预计 2024 年将达到 30.7 万亿元，年均复合增长率 6.6%。我们注意到，2021 年中国的房屋销售依然强劲。国家统计局数据显示，2021 年前两个月全国新屋销售额同比增长 143%，主要由于疫情导致 2020 年可比基础较低以及管控政策松绑的影响。

随着我国住房市场进入新的稳定增长阶段，预计行业结构的变化将使市场供需更加平衡，对有效撮合购房者和卖房者的经纪服务商产生巨大需求。中国通过经纪服务销售和租赁房屋的总 GTV 从 2014 年的 3.2 万亿元增加到 2019 年的 10.5 万亿元人民币，预计到 2024 年将达到 19.1 万亿元；中国住房市场的经纪服务渗透率已经从 2019 年的 47.1% 增长至 2024 年的 62.2%。

图 8：我国住房销售和租赁经纪服务规模



数据来源：公司招股书，老虎证券

贝壳新业务迎头赶上，房屋装修、房产金融等其他房产相关服务 2019 年规模为 7.9 万亿元，预计到 2024 年增至 15 万亿元，保持稳定增长。

五、结论和展望

贝壳在以卖方主导的中国房地产市场中探索出一条效率最大化的 ACN 网络商业模式，凭借准确的房源信息和真实的交易价格，撮合买方和卖方更快的达成交易。贝壳的成功也得到了资本市场的认可，股价自 IPO 起增长近两倍。

展望未来，贝壳有望享受中国房地产交易规模持续增长的红利，2020 年强劲的业绩也进一步证明了基于 ACN 的商业模式的有效性和管理团队的执行力，这将确保贝壳实现长期的 GTV 增长和市场份额增加。

风险提示

- 房地产市场的周期性和监管风险
- 公司运营历史相对较短的风险

- 新房销售潜在的竞争风险
- 资本市场系统性风险

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：
newsletter@itiger.com。