

贝壳增长点

空白研究院 杨现领

贝壳未来的增长空间有多大？这是大部分投资机构关注的核心问题，也是近期不少机构咨询我最多的问题。针对这个问题，本文尝试回答。需要声明的是，本文只代表本人的研究观点，不代表任何机构，更不构成投资建议，文中数据多为调研所得，亦不能完全保证准确性，仅供专业人士交流分析。

第一个增长点：二手房流通率的上升

二手房交易额=房屋存量套数*套均价*流通率。从这个等式看，我国目前房屋存量套数约为 2.5 亿套，每年新增 1500 万套左右，这个变量相对稳定；在“房住不炒”的大背景下，房价水平未来也基本趋于稳定，不会像过去那样显著上涨；因此，对于二手房交易额影响最大的变量是流通率。与成熟的市场对比，美国房屋存量套数大约 1.2 亿套，每年二手房交易量约为 500 万套，过去几十年的历史均值是 4.5%，2007 年金融危机之前曾经超过 6%。英国、法国、澳大利亚的流通率也保持在 4—5% 之间。我国目前的流通率平均为 2% 左右，每年交易量为 500 万套，明显低于成熟市场。

那么，这是否意味着我国的流通率也能达到 4% 以上的水平呢？我认为很难，原因有四个：一是由于历史原因，我国房屋存量中包含着各种各样产权复杂的房子，例如央产房、军产房、公房、流通受限的限

价房和经济适用房等，这些房子的流通率远远低于正常的商品房，甚至不能上市流通；二是限购限贷、购房资质、抑制投资需求等调控因素的影响，制约了一部分需求的正常释放；三是我国房屋质量比较差；三四流通成本比较高，主要是流通环节的税收成本过高，而持有环节成本几乎为0。根据测算，全国平均交易环节税收成本约6%左右，高于美国、英国、日本的水平。相反，我国住房持有环节的税收几乎可以忽略不计，而美国住房持有环节税率达到3.2%，德国、英国也达到2.3%。

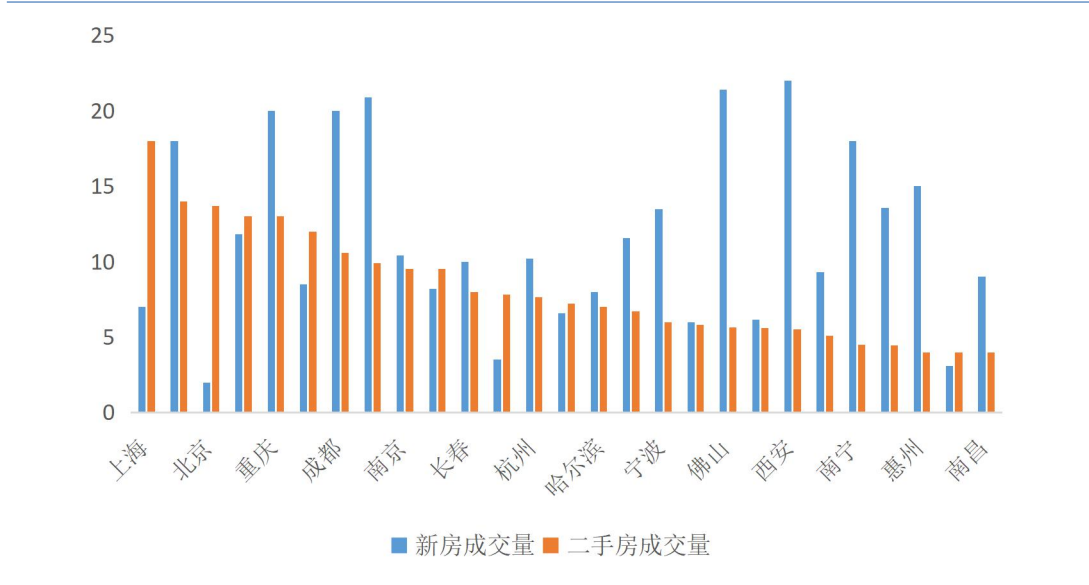
因此，我个人判断，未来我国的房屋流通率有可能超过3%，但很难突破4%。进一步来看，未来二手房交易额的增长空间体现在两个方面：

一是重点二线城市的二手房市场正处于快速发展期，这些城市是未来二手房交易增长的“主力”。例如，重庆、成都、武汉、南京、苏州、杭州、合肥、西安、郑州、宁波等重点二线城市的二手房交易量占比只有40—50%左右。根据北京和上海两个成熟市场的发展曲线，未来这一比例要达到70—80%。目前，这十年城市的二手房交易额合计约1.5万亿左右，未来将达到2.5—3万亿。

二是大部分二线城市和几乎所有三四线城市的二手房市场正处于起步期，二手房交易量占比只有20—30%，新房市场处于绝对的主导地位，二手房市场处于0—1阶段，增长也相对较快。随着过去几年新房市场的越常规放量，这些新交付的、品质相对较高的商品房社区逐步进入二手房流通市场。根据我们的测算，在这一类城市中，前面

55 个城市的二手房交易额目前是 1.9 万亿左右，如果这些城市沿着过去几年重点二线城市的发展曲线，未来有可能会将会增长到 2.5—3 万亿。

图表 1 2019 年重点城市新房与二手房交易量（万套）



资料来源：作者整理

总体上，根据我们对全国 80 个城市的市场调研和预测：（1）北京、上海、深圳、广州、天津五个一线城市目前二手房交易额 2.5 万亿，这些城市已经趋于成熟，未来略微增长到 3 万亿左右；（2）重庆、成都、武汉等重点二线十个城市目前交易额 1.5 万亿，未来有可能增长到 2.5—3 万亿；（3）非核心二线和核心三线 55 个城市二手房交易额目前为 1.9 万亿，未来有可能会增长到 2.5—3 万亿；（4）绝大部分三四五线城市几乎是二手房市场的“空白区”，单个城市的二手房交易额只有 50 亿左右，除了上述城市之外，这样的长尾市场还有 200 个左右，总的交易额应该不足 1 万亿，未来即便有所增长，空间也会相对有限。

因此，综合以上所有情况，随着流通率的上升和二手房市场的发展与成熟，未来二手房交易额将会增长到 10 万亿左右。

第二个增长点：新房渠道成交占比上升

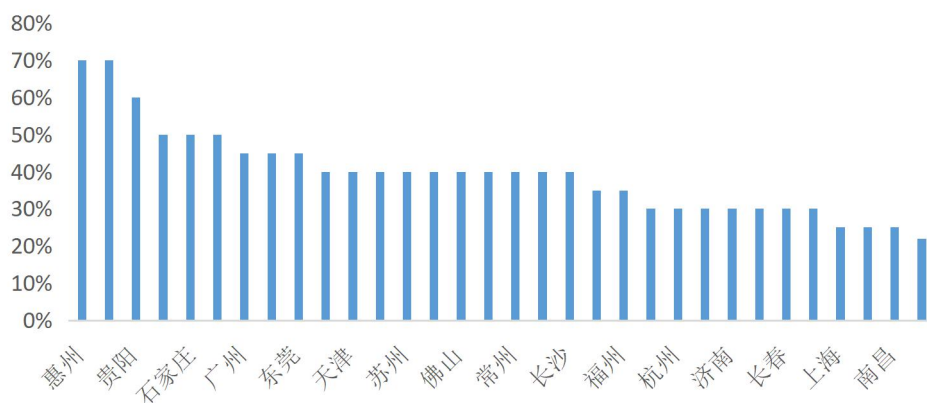
新房交易总体上经历了三个阶段：代理、电商、渠道。未来的走势非常明显，即渠道的崛起。特别是过去两年，随着房客分离、换购需求以及限购等多重因素影响下，新房项目越来越多地通过渠道合作或成交。表面上看，渠道平台快速崛起的原因有三个：一是平台结佣快，垫佣能力强；二是返佣比较高；三是商务条件相对比较好。背后更根本的原因是在房客分离和换房需求占比越来越高的情况下，谁离客户最近，谁的价值也就越大。开发商案场自然到访占比减少、广告营销的获客效果下降，不是因为开发商无法触达客户，而是每当业主卖完二手房、具备资质和首付条件、准备购房新房时，又或者一个租客租约到期、有意向购买新房时，他们的第一接触点往往是经纪人。

随着渠道的崛起，我个人倾向于认为未来的新房交易会接近于“香港模式”：没有内外场之分，开发商都会启用中介渠道，经纪人负责带看和转化，开发商案场没有专门的销售员，律师负责签单办手续。然而，今天香港的这种模式也是演变过来的，触发因素主要是两个大的冲击：一是 1998 年金融危机，房地产市场进入寒冬，开发商急于出货，想尽办法，当时才开始开启中介转介模式。二是 2003 年“非典”。起初，开发商与中介同样存在诸多矛盾，包括客户确认，与开发商自己的销售人员抢单等，直至“非典”爆发，房地产市场再次进入谷

底，中介模式最终变成固定模式，开发商的销售人员变成服务人员，把全部销售工作让给中介公司，形成今天的局面。大部分项目都会采取多个渠道联合销售模式，在客户确认环节，由于开发商现场的销售人员变成了客服，与渠道不存在竞争。

因此，从香港的历史经验观察，一方面渠道的崛起是不可逆的大趋势；另一方面在渠道崛起的过程中，开发商并不会自然退出，中间必然会经历一个开发商与渠道博弈的过程。

图表 2 新房渠道成交占比



资料来源：作者整理

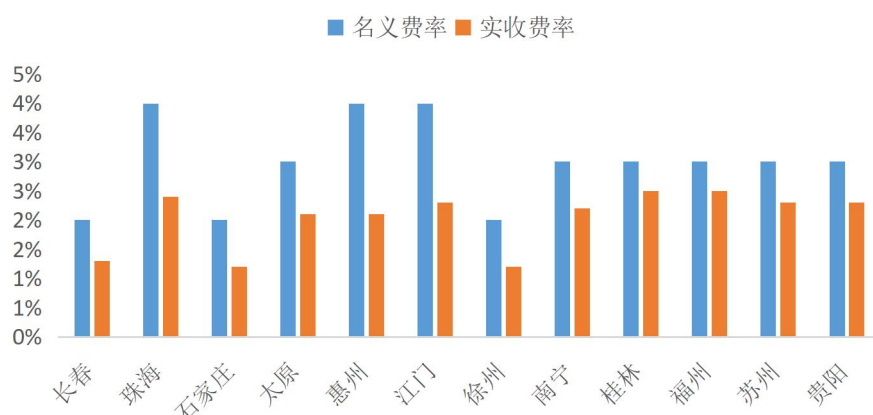
从数据上看，2019 年我们调研的 80 个样本城市新房交易额为 7.5 万亿，其中通过渠道实际成交的交易额为 2.5 万亿，比重不超过 35%。通过对比可以发现：渠道成交占比最高的是环京、环沪、环广深周边的城市，例如惠州和廊坊等，其次是部分三四线城市。根据我们的最新调研，2020 年上半年渠道成交占比仍在上升，但是开发商全民营销等方式减少对渠道的依赖，对渠道费率的控制也更加严格。我倾向于认为未来两年是开发商与渠道的博弈期，渠道合作率与渠道实际成交

占比仍将进一步上升，但是渠道市场的竞争仍然会非常激烈，秩序也会非常混乱。度过这个博弈期之后，渠道的作用会更加突出，渠道成交占比有可能在三年之后平均会达到 60%左右。按照这个比例，同时假设未来几年新房总交易额保持在 12—15 万亿之间，那么渠道成交额将达到 8 万亿左右。

第三个增长点：货币化率上升

货币化率的上升主要是二手房交易实收费率的上升，或者说是费率折扣的下降。历史上，中介的竞争往往十分激烈，为了获得更多成交机会，低费率往往成为一种竞争手段，这使得实际费率明显低于对外报的名义费率。以长春为例，各中介对外报的名义费率为 2%，行业几家头部中介实收费率平均为 1.4%，或者说平均是七折，其它小中介则更低，甚至只收取一笔极低的固定费用。再例如惠州，对外报 4%，行业头部中介平均实收只有 2.1%，平均折扣为 5 折。

图表 3 部分城市名义费率与实收费率对比

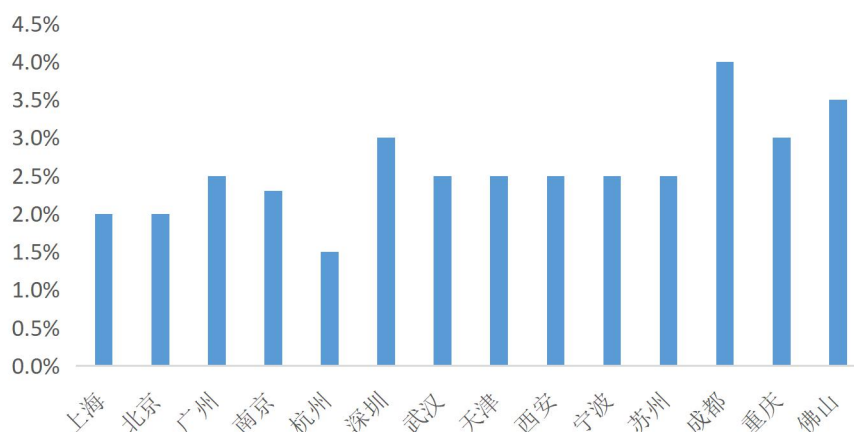


资料来源：作者整理

平台化或品牌化带来的一个典型变化是平台通过费率折扣的统一管理，有效避免了平台商户之间的费率竞争，整体上可以提升所有商户的实收费率。总体上，贝壳平台上 ACN 运营越健康的城市，名义费率与实收费率之间的差就越小，而费率差的缩小与稳定也是保证不同品牌与不同门店之间合作的基础。因此，无论是贝壳的 ACN，还是美国的 MLS，它所带来的最大价值就是佣金率的稳定，美国过去 20 年行业平均实收费率始终稳定在 5.12%，几乎没有任何变化，这就是基于 MLS 的合作体系下，经纪人不会在佣金上竞争，而只会在服务品质上竞争。反过来看，一个在佣金上无底线竞争的行业，服务品质也不可能提升。

从数据上来看，我们调研的几十个城市中，实收费率平均为 2.1%，名义费率与实收费率之间的平均差额为 0.6%。进一步观察来看，平台 ACN 运营最好的城市，这个差额只有 0.1-0.2%，这也意味着未来随着平台运营能力的上升，实收费率约计有 0.4% 的提升空间，总体上达到 2.5%。

图表 3 新房渠道费率



资料来源：作者整理

第四个增长点：品牌连锁化率上升

中介行业成熟的标志是品牌连锁化的上升，对应于“夫妻老婆店”的减少。从现状看，目前深圳、武汉、南宁、大连等城市的品牌连锁化率最高，超过 80%，其中深圳以中原、链家、Q 房、乐有家四大直营中介为主，温州则以八大加盟连锁品牌为主。上海虽然在全国最大的二手房市场，但是头部几家直营和加盟品牌的规模占比合计只有 40% 左右，外面仍然存在大量的“小散”门店，品牌化率仍有较大的提升空间。根据我们的调研，二手房规模较大的 TOP50 城市，品牌化率平均只有 50% 左右，无论是加盟品牌，还是直营品牌，未来仍然存在较大的发展空间，这意味着贝壳的连接门店规模和经纪人规模都存在相应的增长潜力。

第五个增长点：合作效率上升

市占率=规模*效率。例如一个品牌或平台在一个城市的二手房市占率是 50%，规模占比是 40%，那么效率倍数为 1.25。无论是对于一个品牌，还是对于一个平台，这个效率倍数都是衡量内部效率最为关键的指标，只有这个指标高，店效和人效才会高，利润率才有可能高。根据我们的测算，重点城市当地最大的中介或平台，这个效率倍数可以达到 1.3—1.5 之间，而绝大部分中介由于内部的合作机制不顺畅，内部博弈大于内部竞争，这个效率倍数往往只有 0.6—0.8，等量的规模增长无法带来市占率的上涨。

我相信，无论是对于贝壳，还是对于所有的中介公司，最后的竞争一定的效率竞争，表现为效率倍数的上升，而这个空间是很大的。