

行者致远，做房地产的优秀服务生
增持（首次）

2018年10月07日

证券分析师 齐东

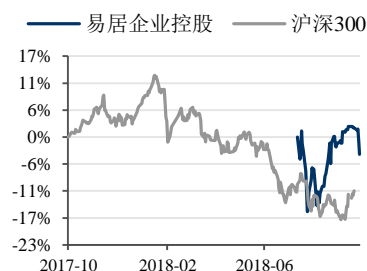
执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,633.4	6,264.8	8,223.8	10,281.3
同比（%）	15.95%	35.21%	31.27%	25.02%
归母净利润（百万元）	352.0	1,077.7	1,383.7	1,689.8
同比（%）	-27.71%	206.14%	28.40%	22.12%
每股收益（元/股）	0.70	0.73	0.94	1.15
P/E（倍）	50.2	16.4	12.8	10.5

股价走势



投资要点

- **三大业务形成全产业链闭环，协同发展巩固行业地位。**易居旗下有一手房代理业务、大数据服务业务以及二手房经纪平台业务，三大业务之间存在较强的协同关系。一手房代理能够为大数据服务提供微观信息进行数据分析，同时更好切入地产商获取房源为中小型经纪企业赋能；大数据服务能帮助一手房代理业务及二手房经纪平台业务实现更精准营销；二手房经纪平台能够帮助大数据业务获取更广阔、全面的市场信息。三大业务精准定位形成房地产服务产业链闭环，协同效应凸显。
- **股东实力雄厚，客户关系稳固，代销规模有保障。**易居于上市初引入了26家开发商作为公司股东，万科、恒大、碧桂园等龙头房企均为公司股东。随着房地产市场集中度不断提升，公司提前锁定与主流地产企业的合作，能够有效享受市场集中度提升带来的行业红利。2018年上半年，公司与这26家开发商合作产生的一手房代理服务收入12.11亿元，占当期一手代理服务收入的54.3%。并且目前公司已签未售的储备项目面积2.54亿平米，若按照上半年代理项目销售均价12497元/平米、代理费率0.87%计算，公司潜在代理服务收入仍有276亿元空间，预计这部分收入将在未来6年内逐渐释放。
- **克而瑞大数据服务有效提升品牌知名度，协同效应彰显。**公司大数据业务2002年开始推出，目前公司CRIC系统已录入逾86000个住宅项目、20000个商业项目以及748000幅地块的资料，涵盖367个城市。截至2018年6月末，大数据业务收入3.84亿元，收入占比达13.8%。从长远来看，未来客户对大数据的精度要求会不断提升，而公司在该业务上又有着不可替代的权威性，因此我们坚信客户在服务续约上会保持更高的积极性，我们看好该业务的收入成长性。
- **易居房友——创新的S2B2C轻资产管控模式。**区别于传统的二手经纪平台，易居房友并不开设自己的经纪门店，而是采用S2B2C的轻资产运营方式。房友采用非加盟、纯平台模式能够有效提升二手房经纪公司的积极性，房友平台成立于2016年，截至2018年8月末，房友门店数量已经突破10000家，门店数量飞速提升。未来随着大量门店开始贡献销量，公司房友业务收入增速将会非常可观。上半年房地产经纪网络服务收入1.68亿元，超越2017年全年水平
- **投资建议：**易居旗下三大业务协同发展，形成闭环式全产业链服务，强大股东背景提升了公司业绩确定性和成长性；大数据及房友业务存在独特竞争优势，有效提升公司权威性及知名度。我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.73、0.94、1.15元人民币，对应PE分别为16.4、12.8、10.5倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；汇率波动风险；企业营收集中度过高风险。

市场数据

收盘价(港元)	13.66
一年最低/最高价	11.10/15.24
市净率(倍)	4.05
港股流通市值(百万港元)	20083.45

基础数据

每股净资产(元)	2.97
资产负债率(%)	41.55
总股本(百万股)	1470.24
流通股本(百万股)	1470.24

相关研究

内容目录

1. 易居：做房地产业的优秀服务生	4
2. 中国最大的一手房代理商	6
2.1. 一手代理龙头，代理费率保持稳定	6
2.2. 强大股东基础，良好合作助力在手储备项目具备可持续性	7
2.3. 全产业链服务+大盘丰富经验，有效提升客户粘性	9
2.3.1. 大盘优势：厚积独术，完善战略大客户定制服务。	10
2.3.2. 渠道优势：全产业链服务助力高效成交	11
3. 大数据服务有效提升品牌知名度，协同效应彰显	13
3.1. 数据服务业务	14
3.2. 测评与排名服务	15
3.3. 咨询服务	16
4. 易居房友：创新的 S2B2C 轻资产模式	18
4.1. 何为 S2B2C 模式？	18
4.2. 易居房友四大赋能	18
4.3. 易居房友业务定位	20
5. 盈利预测与估值	21
5.1. 核心假设	21
5.2. 盈利预测	22
5.3. 投资建议	23
6. 风险提示	24

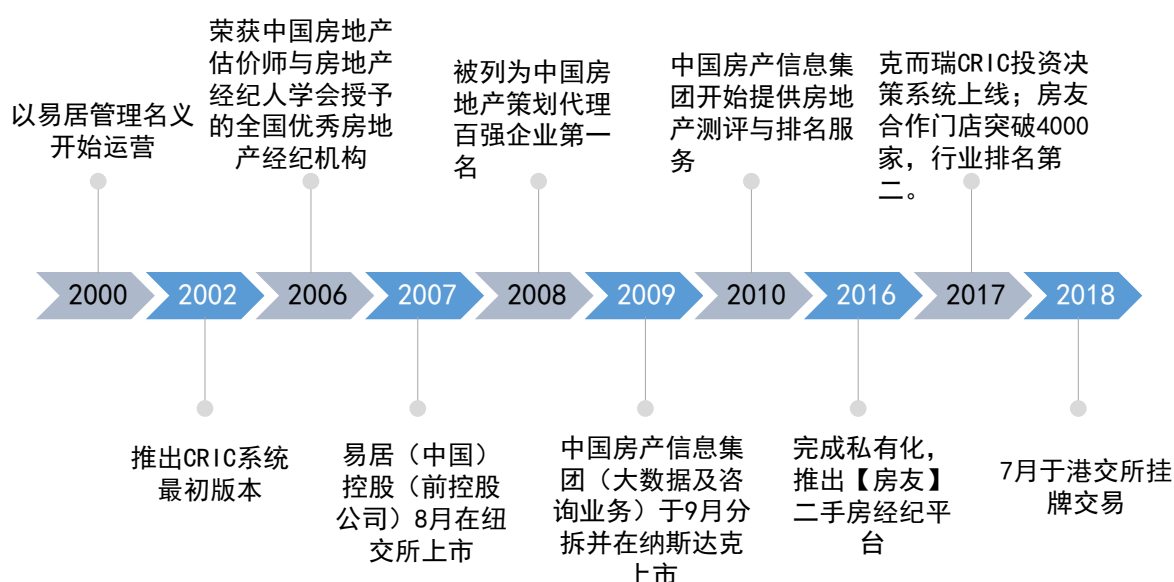
图表目录

图 1: 易居企业控股发展历程	4
图 2: 易居企业控股营业收入及同比	5
图 3: 易居企业控股归母净利润与综合收益总额及同比	5
图 4: 易居企业控股三大业务构成 (截至 2018H1)	5
图 5: TOP3 公司一手房代理营业收入 (亿元人民币)	6
图 6: TOP3 公司代理销售金额 (亿元人民币)	6
图 7: TOP3 公司代理销售面积 (万平方米)	7
图 8: 公司一手房代理销售收入佣金费率	7
图 9: TOP3 房企与全国商品房销售金额增速	8
图 10: TOP3 房企销售金额市占率走势	8
图 11: 易居企业控股股权结构 (截至 2018 年 8 月 10 日)	8
图 12: TOP100 房企中 25 家开发商入股易居企业控股	9
图 13: 易居企业控股已订约储备物业建筑面积 (百万方)	9
图 14: 易居企业控股大盘营销术介绍	10
图 15: 易居企业控股不断刷新楼市记录	11
图 16: 易居企业控股执行大型项目的竞争优势	11
图 17: 易居企业控股全产业链服务营销	12
图 18: 易居企业控股策划销售服务内容	12
图 19: 克而瑞发展历程	13
图 20: 房地产咨询及大数据服务三大发展领域	14
图 21: 房地产咨询及大数据服务影响力	14
图 22: 克而瑞数据服务业务内容	15
图 23: 克而瑞咨询服务业务内容	16
图 24: S2B2C 模式介绍	18
图 25: 二手房经纪平台服务赋能中小型经纪企业	19
图 26: 房友与合作伙伴及经纪公司合作模式	20
表 1: 2018H1 一手代理销售龙头公司情况	6
表 2: 克而瑞部分测评研究报告成果	15
表 3: 克而瑞排行服务成果	16
表 4: 易居企业控股 2018-2020 年一手房代理服务收入测算	21
表 5: 易居企业控股 2018-2020 年房地产经纪网络服务收入测算	22
表 6: 易居企业控股 2018-2020 年营业收入拆分预测	22
表 7: 易居企业控股 2018-2020 年盈利预测	23
表 8: 可比公司估值	23

1. 易居：做房地产的优秀服务生

易居(中国)企业控股有限公司（以下简称易居企业控股、易居或者公司）是国内最领先和全面的、拥有房地产大数据独特竞争优势的房地产综合服务商。2000年，公司前身上海房屋销售有限公司成立，开始介入房地产营销代理行业。公司紧抓代理行业广阔市场发展契机，从上海起步，进行全国化布局。同时为更好推动主营业务代理销售业务的发展，2002年公司中国房产信息集团（CRIC）信息数据系统雏形诞生。2004年公司业务的前控股公司易居中国控股成立。2010年CRIC开始提供房地产测评与排名服务，同时推出房友二手房经纪平台。2018年公司引入多家战略投资者，并于2018年7月在港交所上市。

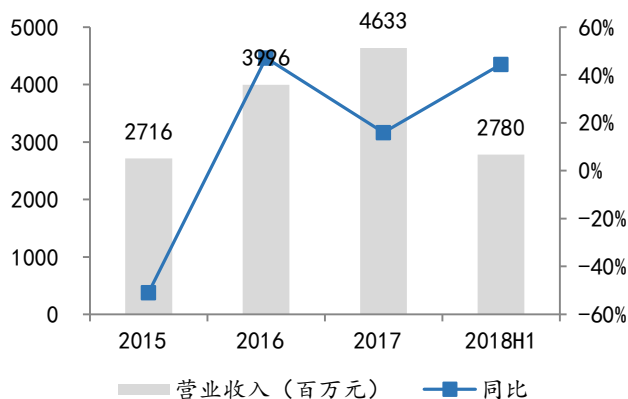
图 1：易居企业控股发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

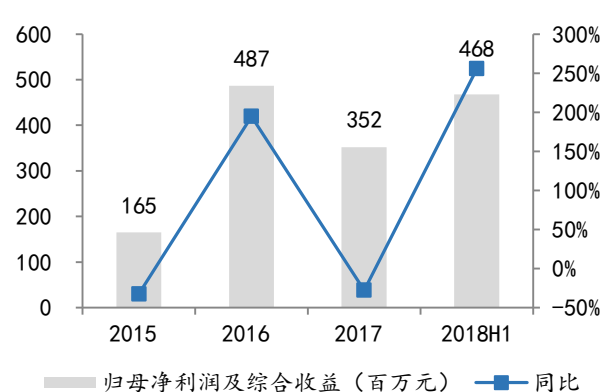
目前易居旗下拥有易居营销、克而瑞 CRIC、易居房友三大特色业务，全面覆盖从新房营销代理、房地产数据应用服务到房地产经纪网络服务。2017年公司实现营业收入46.33亿元，同比增长15.9%，2015-2017年复合增速达30.6%；2018年上半年营业收入达27.80亿元，同比增长44.4%；其中一手房代理、房地产数据与咨询服务、房地产经纪网络服务收入占比分别为80.2%、13.8%、6%。上半年公司归母净利润与综合收益总额4.68亿元，同比增长255.7%。

图 2：易居企业控股营业收入及同比



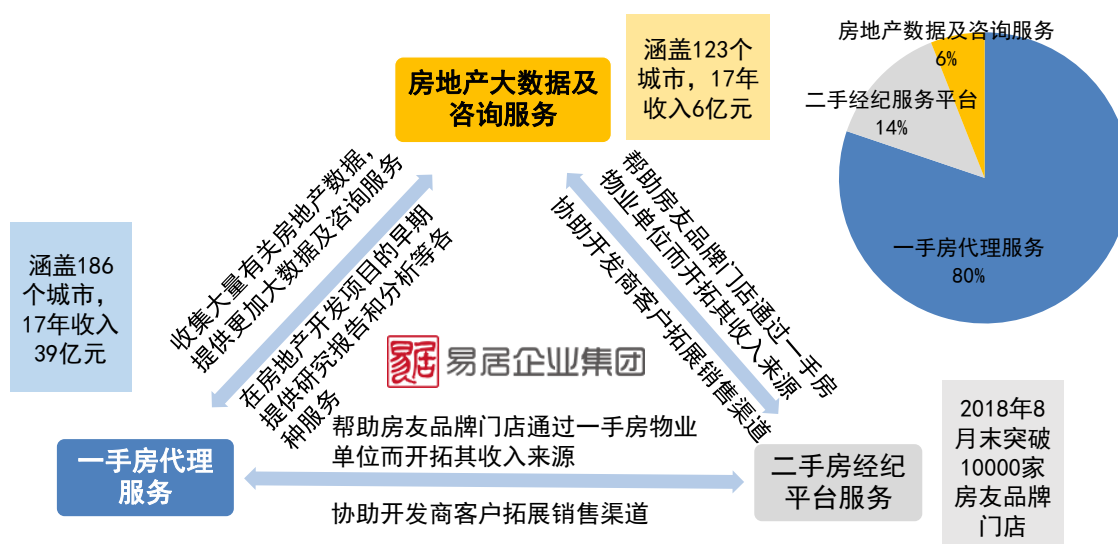
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：易居企业控股归母净利润与综合收益总额及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：易居企业控股三大业务构成（截至 2018H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 中国最大的一手房代理商

2.1. 一手代理龙头，代理费率保持稳定

易居一手房代理营销服务主要包括：就房地产项目制定、执行营销策略，向潜在购房者推介楼盘及促成销售交易。目前，房地产交易服务行业进入门槛较低，导致一手代理市场参与者众多。但从未来发展趋势看，未来代理公司需要全面的交易服务能力，龙头代理企业的优势愈发显著。

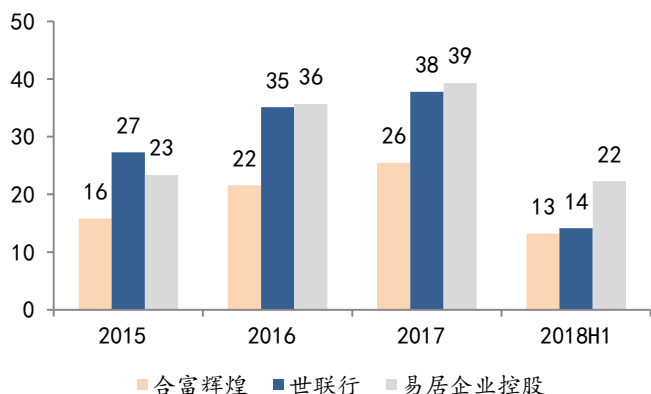
易居代理业务营业收入规模及城市覆盖位居行业第一。目前行业 TOP 3 参与者分别为易居、世联行以及合富辉煌。2017 年易居一手代理服务业务营收达 39.27 亿元，覆盖城市达 186 个，位居行业第一，公司布局城市广泛，能够有效分散局部市场销售热度变化带来的风险。2018 年上半年公司实现代理销售规模 2558.9 亿元，同期全国商品房销售金额达 6.69 万亿元，公司市占率为 3.8%，未来空间仍然非常广阔。

表 1：2018H1 一手代理销售龙头公司情况

主要参与者	一手房代理营业收入 (亿元)	已售新物业总价值 (亿元)	已售新物业总建面 (万平方米)	覆盖城市	2018H1 代理销售费率
易居企业控股	22.48	2559	2048	186 (2017 年)	0.87%
世联行	14.14	1710	1864	201	0.83%
合富辉煌	13.22	16.17	1500	>150	0.82%

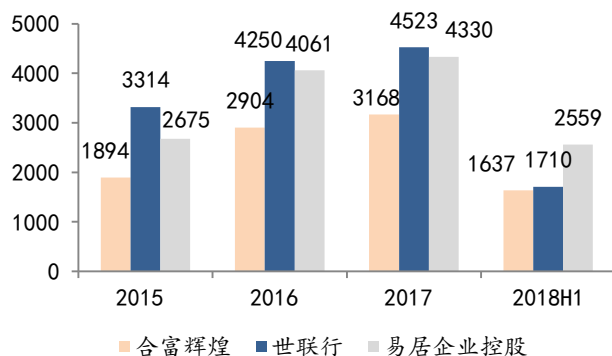
数据来源：上市公司公告，东吴证券研究所

图 5：TOP3 公司一手房代理营业收入 (亿元人民币)



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所 (备注：合富辉煌收入按照 1 港币=0.88 元人民币)

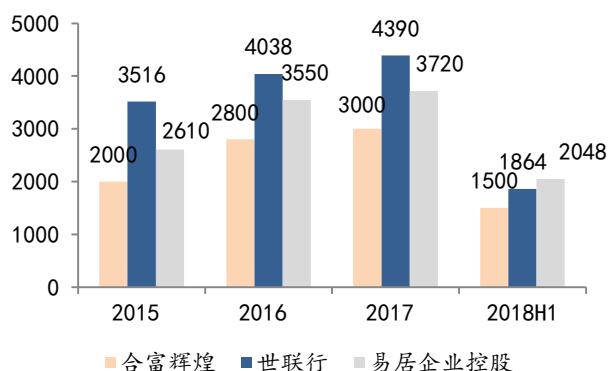
图 6：TOP3 公司代理销售金额 (亿元人民币)



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所 (备注：合富辉煌销售金额按照 1 港币=0.88 元人民币)

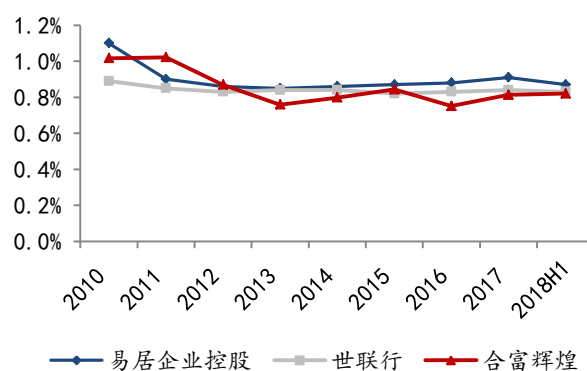
从代理费率走势来看，行业一手房代理费率自 2010 年以来整体呈现下滑趋势。主要原因包括：1、部分房地产开发企业开始自建营销平台，对代销行业起到一定分流作用；2、以房多多、好屋中国以及搜房网为代表的电商平台开始参与新房代销；3、房地产开发企业作为甲方，集中度提升后带来议价能力逐渐走强，代理费率不断被压缩。目前百强企业代理费率逐渐稳定在千八左右的水平，行业前三强企业中易居企业控股代理费率高于世联行、合富辉煌，2018 年上半年公司代理销售佣金费率 0.87%，近年来保持稳定态势。

图 7：TOP3 公司代理销售面积（万平方米）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图 8：公司一手房代理销售收入佣金费率



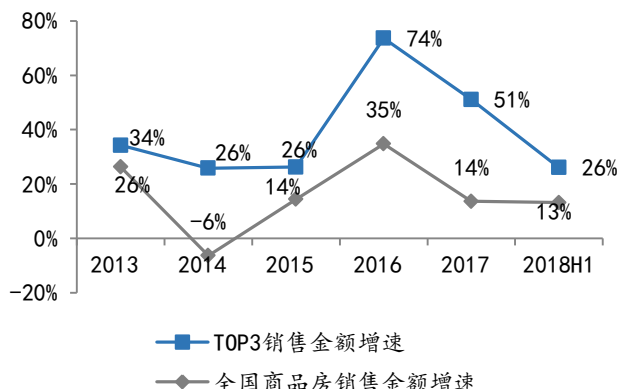
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2.2. 强大股东基础，良好合作助力在手储备项目具备可持续性

一手房代理服务的主要门槛是与开发商的合作关系。公司拥有强大的股东背景，并与多家领先房地产开发建立战略关系。公司上市前引入 26 家开发商作为公司股东，其中 25 家开发商为 TOP100 的地产服务商。目前碧桂园、万科、恒大各占据公司 11.68% 股权，并列成为公司第二大股东，2018 年上半年公司和股东相关的 26 家开发商合作产生的一手房代理服务收入 12.11 亿元，占当期一手代理服务收入的 54.3%。

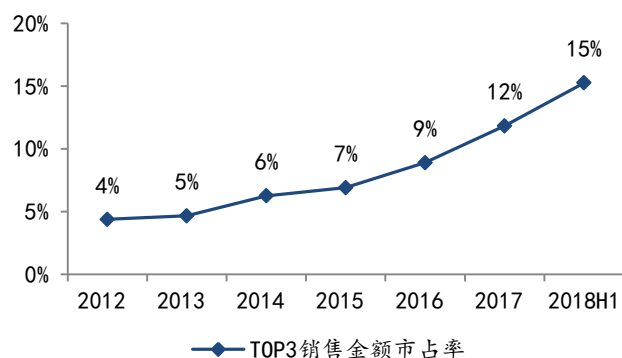
公司提前与房地产开发商签订战略关系，能够有效吃透房地产行业集中度提升带来的市场红利。以公司股东 TOP3 龙头公司碧桂园、万科、恒大为例，龙头公司销售金额增速远高于全国商品房销售金额增速水平，2018 年上半年 TOP3 销售金额增速达 26%，虽然较 2016 年、2017 年增速有所下滑，但仍远高于全国平均水平，高于同期全国商品房销售金额增速 13 个百分点，龙头房企在融资、品牌、拿地等方面优势越发明显，强者恒强态势不可逆转。截至 2018 年上半年 TOP3 房企销售金额市占率达 15%，较 2012 年提升 11 个百分点，公司与龙头公司提前签订战略合作关系，随着市场集中度不断提升，公司代理销售规模得到有效保障，未来公司业绩确定性强。

图 9：TOP3 房企与全国商品房销售金额增速



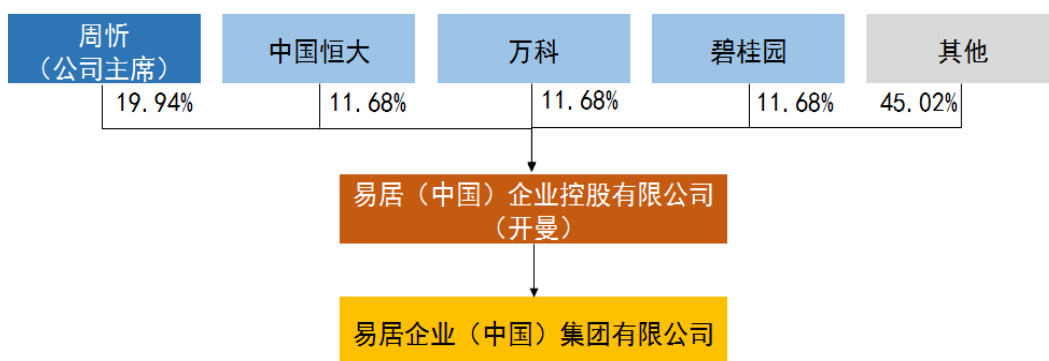
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：TOP3 房企销售金额市占率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：易居企业控股股权结构（截至 2018 年 8 月 10 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：周忻通过 On Chance Inc.、Jun Heng Investment Limited、富兴集团有限公司、易居控股有限公司、易居（中国）控股有限公司及中国房产信息集团持有，中国恒大通过乐意发展有限公司持有，万科通过 Captain Valley (Cayman) Limited 持有，碧桂园通过碧桂园（香港）发展有限公司持有。

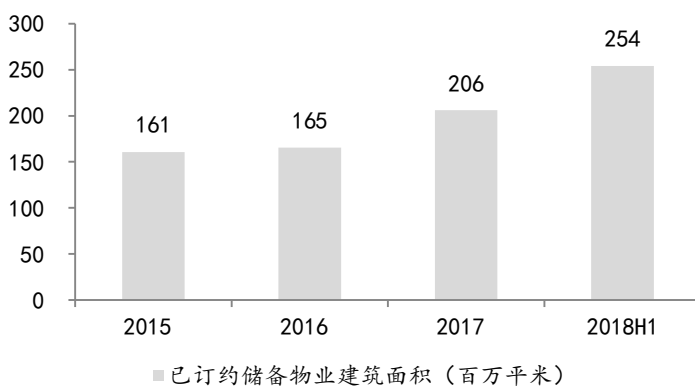
图 12: TOP100 房企中 25 家开发商入股易居企业控股



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司目前已经与 46 家地产开发商签订战略合作关系，合作期限在一至六年不等。截至 2018 年 6 月末，公司已签未售储备物业建筑面积达 2.54 亿平米，若按照上半年代理项目销售均价 12497 元/平米、代理费率 0.87% 计算，公司潜在一手房代理服务收入仍有 276 亿元空间，预计这部分收入将在未来 6 年内逐渐释放。

图 13: 易居企业控股已订约储备物业建筑面积（百万方）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 全产业链服务+大盘丰富经验，有效提升客户粘性

龙头代理销售公司凭借全产业链服务模式越来越受地产开发商青睐。易居企业控股的大数据业务能够有效帮助一手房代理业务实现更精准营销；易居车友业务通过一二级联动方式将中小经纪公司切入到新房市场中去，房地产服务产业链闭环形成，协同效应

凸显。

2.3.1. 大盘优势：厚积独术，完善战略大客户定制服务。

公司拥有完善的大盘代理经验。大型项目对代理公司前期策划能力、中期营销整合能力以及后续品牌服务能力均有较高要求。公司具备一系列完善的大客户定制服务，形成全贯通式的四级端到端管控督导模式：

1) 顶层级，与公司董事局主席、董事长、CEO 等管理人员进行顶层关系维护，从决策、管理、执行多层面无缝衔接贴身高效服务；

2) 总部级，与公司总部总经理、营销总等签署战略合作协议，明确意向合作项目清单及各业务服务内容，协调区域对接；

3) 督导级，与区域总和城市总相联系，确保城市内集团资源属地化整合，确保各业务服务执行到位；

4) 执行级，与项目执行团队相互合作，保质保量完成承诺目标。

从定制决策、管理、执行框架到选拔匹配优质人才，到最终的定制服务标准，公司都有严格的管控体系，能够更加有效地降低与开发商的磨合成本、提高合作效率、优化服务质量。

公司对于大型项目代理有着极为丰富的经验，成果斐然，若干项目的年交易价值在 50 亿元以上，2017 年公司代理的恒大海花岛全年销售 136.2 亿元，恒大威尼斯全年销售 87.8 亿元。

图 14：易居企业控股大盘营销术介绍



数据来源：易居营销官网，东吴证券研究所

图 15: 易居企业控股不断刷新楼市记录



数据来源: 易居营销官网, 东吴证券研究所

图 16: 易居企业控股执行大型项目的竞争优势



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.3.2. 渠道优势: 全产业链服务助力高效成交

全产业链服务有效提升客单转化率。公司围绕房地产产品端与消费端需求, 业务已渗透到围绕置业、居住服务的主要环节, 公司已经成为能够为开发商整合全产业链资源的服务商。公司通过克而瑞以及易居房友业务积极提升影响力, 进而带动新房项目的来访量; 并且进一步完善合理定价机制以及支付方式促成业主成交转化率的提升。

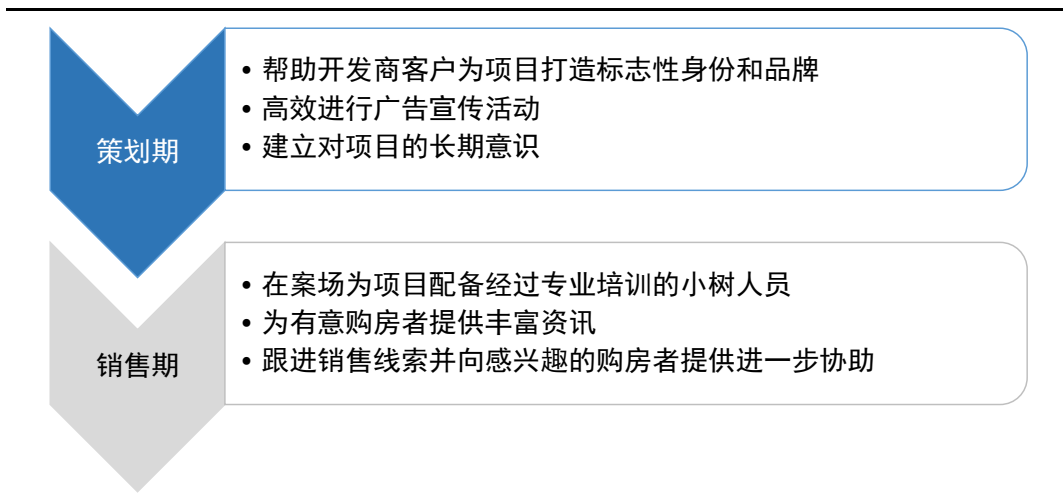
图 17：易居企业控股全产业链服务营销



数据来源：易居营销官网，东吴证券研究所

公司具备成熟的运作系统以及丰富的执行经验。在项目策划期，帮助开发商客户打造标志性身份和品牌，进行广告宣传，建立对项目的长期意识；在销售期，配备专业培训人员，为购房者提供丰富资讯等服务。

图 18：易居企业控股策划销售服务内容



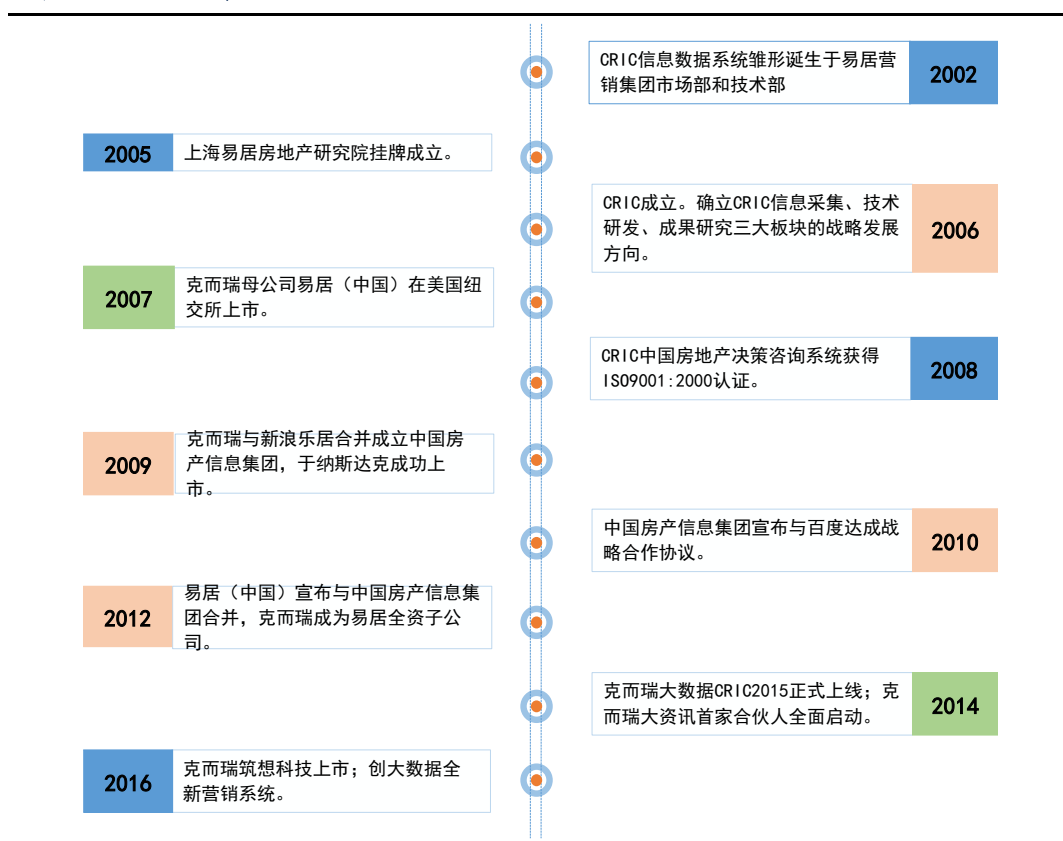
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 大数据服务有效提升品牌知名度，协同效应彰显

克而瑞成立于 2006 年，在房地产大数据领域深耕十载，建立起房地产数据库系统“CRIC”，遍布中国 29 个城市机构、信息覆盖 123 个城市。

公司克而瑞大数据业务服务对象包括房地产开发商、房地产行业协会、政府以及商业银行等机构，公司主要从数据服务业务、测评与排名服务以及咨询服务三个方面提供服务。2015-2017 年房地产数据及咨询服务分别占当期营业收入的 14.0%、9.9%、13.6%；2018 年上半年，该业务收入占比达 13.8%，未来这部分收入占比有望稳中有升。

图 19：克而瑞发展历程



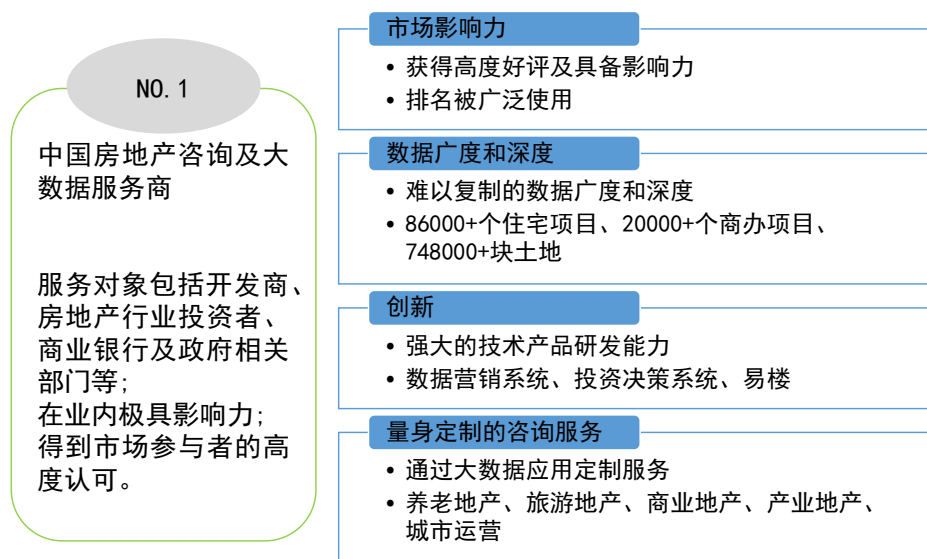
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 20：房地产咨询及大数据服务三大发展领域



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 21：房地产咨询及大数据服务影响力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 数据服务业务

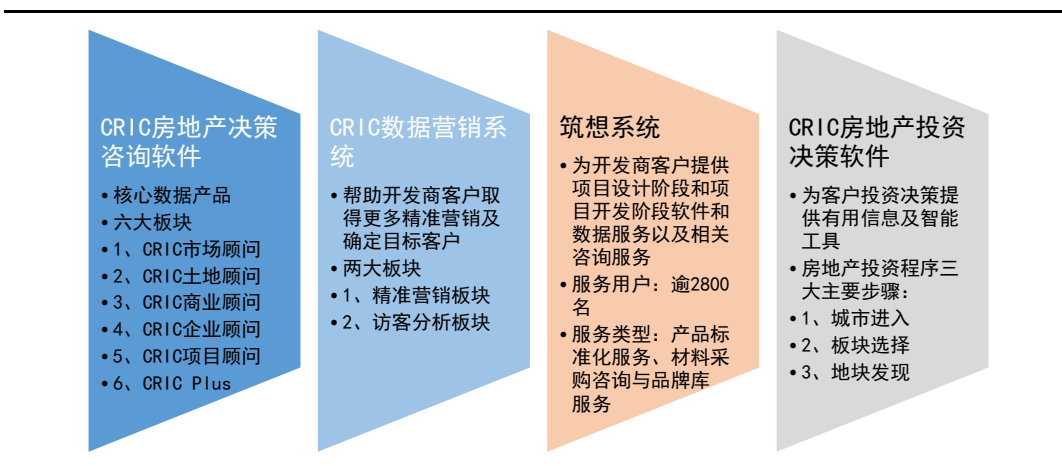
公司数据业务 2002 年开始推出，目前已经在 CRIC 系统内编制大量的房地产相关信息，目前公司 CRIC 系统已录入逾 86000 个住宅项目、20000 个商业项目以及 748000 幅地块的资料，涵盖 367 个城市。

数据来源多样性决定数据服务业务具备难以替代性和权威性。公司一手房代理销售

的员工在销售流程中可以收集大量一手数据。同时对于难以亲自收集的数据，公司会向第三方数据提供商购买。由于公司一手房代理业务已售物业规模可观、拓展区域广泛，公司较其他公司具备很强的先天优势，在资源获取上具备一定独特性和稀缺性，进而确保公司业务的难以替代性。

盈利模式方面，公司在合同期间内为客户提供数据服务，同时从客户处获取固定数据费，针对需要差异化定制的客户，公司会根据订阅模块进行差异化收费。未来，机构在进行决策时会越来越依赖于大数据分析，进而提升自身的投资深度和精度，而公司在数据领域的独有性和权威性将使得该业务越来越具定价权。

图 22：克而瑞数据服务业务内容



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 测评与排名服务

公司利用在数据方面的优势，提供一系列房产测评及排名服务。公司测评报告众多，研究报告和排名受到行业参与者的高度好评且颇具影响力。

表 2：克而瑞部分测评研究报告成果

测评研究报告	主要内容
《中国房地产开发商企业 500 强测评研究报告》	从 7 个方面对中国房地产开发 500 强企业进行综合研究，包括企业规模、风险管理、盈利水平、发展潜力、运营绩效、创新及社会责任
《中国房地产上市公司测评研究报告》	从 8 个方面在中国内地、香港、新加坡及美国等上市的中国房地产公司进行综合研究，包括经营规模、抗风险能力、盈利水平、发展潜力、管理效率、创新能力、社会责任及资本市场表现
《中国房地产企业品牌价值测评研究报告》	对房地产开发企业及产业链中其他相关企业的品牌价值进行科学研究
《中国三四线城市房地产发展潜力测评研究报告》	基于对因城市发展需要及各种外部因素导致的房地产物供求的分析，对中国三四线城市房地产市场的发展潜力进行综合研究

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 3：克而瑞排行服务成果

排行榜	频次
《中国房企销售排行榜 Top200》	每月一次
《中国房地产企业新增货值排行榜 Top30》	每月一次
《中国房地产企业品牌传播力排行榜 Top100》	每月一次
《中国房企运营收入排行榜 Top30》	每季度一次
《中国房地产项目销售排行榜 Top100》	每月一次

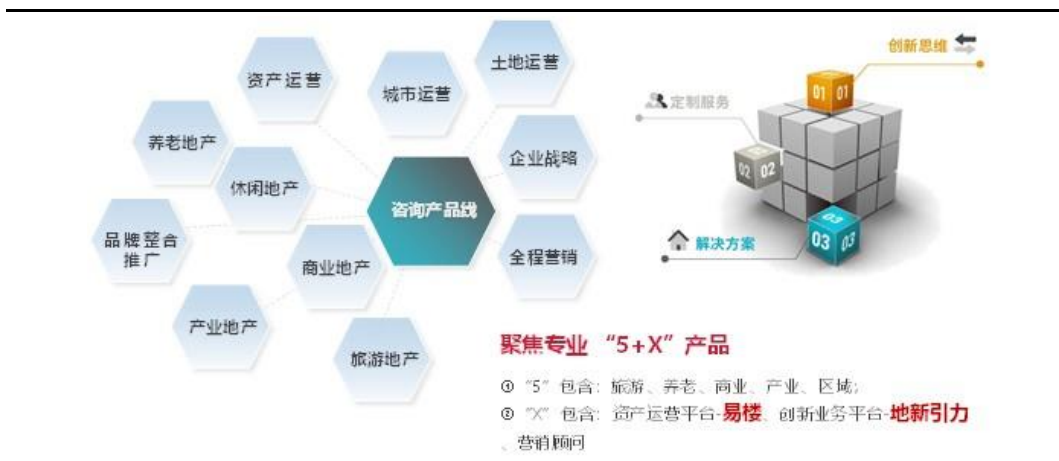
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

盈利模式上，公司不会因为企业入选报告或榜单收取费用，而是在完成报告或排名基础上提供增值服务，从而获得相应收入。比如，在完成报告后可以帮助客户整理在报告中与客户相关的内容，以此帮助客户能够更好地宣传自己的品牌，助力客户的营销活动；同时，公司还可以帮助客户进行更深层次的研究，以提升客户的知名度。

3.3. 咨询服务

易居运用强大的数据系统，能够为开发商客户提供房地产咨询服务，从而满足其设计、开发以及销售阶段的特定需求。在拿地阶段向开发商提供建议并推进土地开发权的转让，开发阶段进行可行性研究并与开发商合作确定目标群体，宣传阶段就项目销售提供营销及宣传策划咨询服务。目前公司咨询服务涵盖旅游地产、养老地产、商业地产、产业地产、城市运营五大领域，全方位匹配核心地产开发商的开发需求。

图 23：克而瑞咨询服务业务内容



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

整体来看,公司克而瑞大数据服务业务收入主要源自三个方面,分别是数据服务费、与测评和排名服务相关的提供额外服务的收入,以及为客户提供咨询服务的收入。目前,公司向客户提供大数据业务签订的协议都比较短,大多期限不超过1年,因此收入可能存在一定的波动性,并且大数据的搜集需要较高的费用支出,因此该业务的利润空间相对有限。

但是从外部性看,该业务能够有效提升公司一手房代理服务以及房友业务的精准营销,三者之间存在非常紧密的协同效应,同时大数据业务也能够有效提升公司在全行业的知名度,存在非常强的外部效应。

从长远来看,未来客户对大数据的精度要求会不断提升,而公司在该业务上又有着不可替代的权威性,因此我们坚信客户在服务续约上会保持更高的积极性,我们看好该业务的收入成长性。

4. 易居老友：创新的 S2B2C 轻资产模式

易居于 2016 年 1 月推出老友品牌房地产经纪网络服务，以此整合中小型房地产经纪公司。

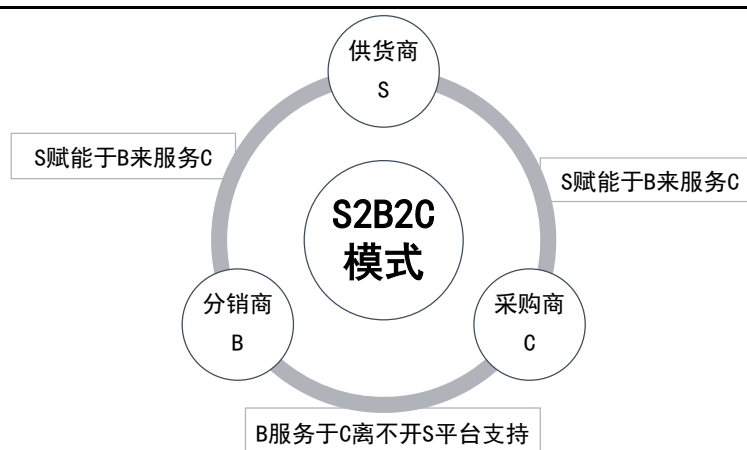
4.1. 何为 S2B2C 模式？

S2B2C 模式是一种集合供货商赋能于分销商并共同服务于顾客的全新电子商务营销模式，可以系统化地将供货商、分销商和采购商三者无缝结合起来，是一类全新的电子商务营销模式。

S2B2C 模式是对传统 B2C 模式的再创新，能够将供货商（Supplier）最大程度地链接到下游分销商（Business）和采购商（Customer），该模式下 S 和 B 共同服务于 C。并且 B 服务于 C 离不开 S 平台的支持，S 平台赋能于 B 渠道来服务 C。房地产行业进行 S2B2C 模式创新与其自身特性密切相关：

- 1) 考虑到住房的同质化较低，不同楼盘的品牌、管控以及后续管理服务差异化较为明显，因此购房者进行置业前需要重点体验，新模式保障沟通更为密切；
- 2) 单位商品价值较高，且购房置业频率相对其他商品更低，购房者选择相对慎重；
- 3) 上游供货商需要迅速去化，因此对于下游采购商需求需要更为关注，S2B2C 模式能够使得供货商（S）与分销商（B）共同服务于采购商（C），从原先的线性传导模式变为三角共赢模式。

图 24：S2B2C 模式介绍



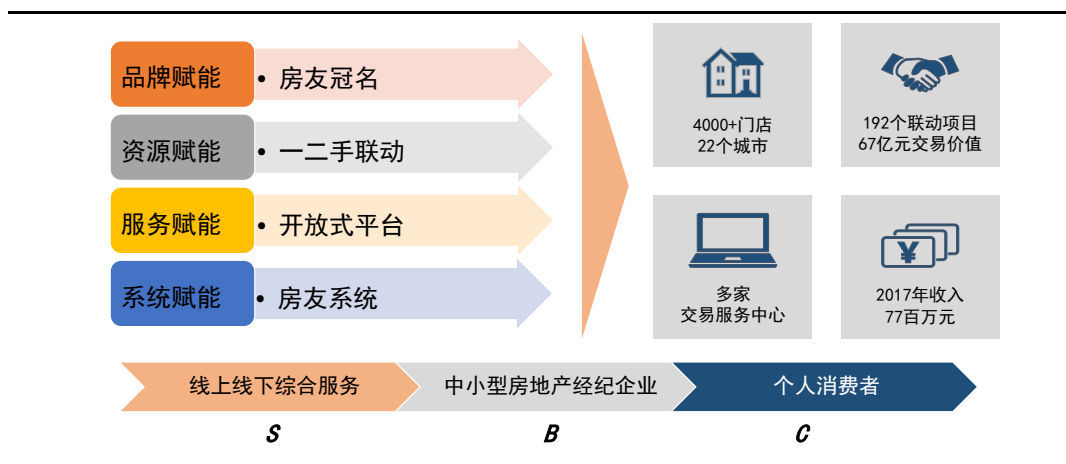
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 易居老友四大赋能

公司主要对经纪公司进行品牌赋能、资源赋能、服务赋能、系统赋能。同时这种独特的商业模式有效解决了中小微中介资源匮乏的痛点，通过更安全、高效、规范的模式

进行规模拓展，实现双赢。

图 25：二手房经纪平台服务赋能中小型经纪企业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 1) **品牌赋能：** 允许中小型地产经纪公司使用公司房友品牌开始业务。新门店加入房友网络后，公司会自费对门店进行装修，使得门店外观与其他房友品牌企业保持一致。
- 2) **服务赋能：** 定期与中小型经纪公司分享在业务运营和内部管理方面的经验。比如，公司定期举行信息分享会，与其分享公司对政府政策的解读及案例分析。
- 3) **资源赋能：** 向房友品牌门店提供各类资源，其中一项资源是进入一手房代理市场，公司帮助房友品牌门店通过销售一级市场房地产物业而开拓收入来源。同时公司也会向合作伙伴提供公寓租赁、房地产金融、搬家及家居装饰等服务。
- 4) **系统赋能：** 助力房友品牌门店在业务运营的各个方面实现数码化高效管理，比如房源管理、财务管理以及人力资源管理。

4.3. 易居房友业务定位

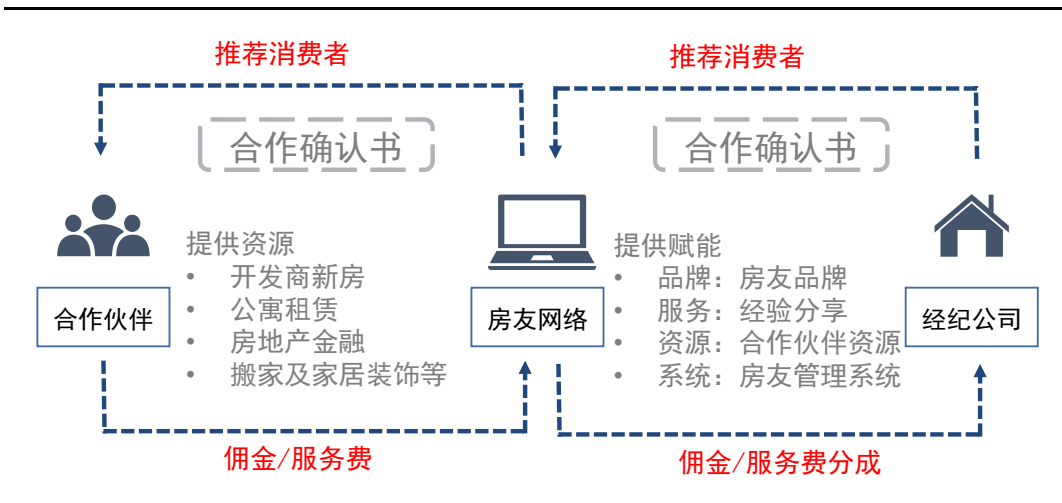
易居房友不同于一般的二手经纪平台，房友赋能于中小型经纪公司，向经纪公司提供线上线下服务来帮助其更好服务于个人客户。

从合作模式看，易居房友并不是传统的加盟模式，不收加盟费，而是纯平台模式，不干预二手房品牌运营情况，且承诺自身不开设二手经纪平台，避免与经纪公司直接形成竞争关系；

从管理方式看，面对平台模式，公司强调不强管理，只做服务商。房友的服务对象是中小型经纪企业，较其他经纪企业更需要具备创造力和活力，公司充为之赋能。

从盈利模式看，房友能够充分整合上游开发商等相关机构资源，发起一二手联动效应。公司与中小经纪公司签订合约期限一般为 2-3 年，授权二手房经纪公司使用“房友”品牌，并提供软件、培训及相关服务，公司通过动员二手房经纪公司为开发商进行场外宣传以及销售楼盘获取收入，该业务独立于一手房代理业务，房友平台就新房销售佣金与开发商签订代理协议，新房成交后房友与经纪公司按照 2:8 比例进行佣金分成。由于公司房友模式主要为轻资产、纯平台模式，门店数量增速飞快。房友业务成立于 2016 年初，截至 8 月末门店数量已经突破 10000 家。未来随着大量门店开始贡献销量，公司房友业务收入增速将会非常可观。上半年公司该业务板块收入已达 1.68 亿元，超越 2017 年全年水平。

图 26：房友与合作伙伴及经纪公司合作模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心假设

我们对易居企业控股未来的盈利预测基于以下假设：

1) 公司继续保持大盘代销、全产业链服务的优势，主流地产开发商市场集中度稳定提升，公司未来三年已签未售销售面积增速分别为 25%、20%、25%。已签未售面积转为当年签约面积占比稳中有升，未来三年占比分别为 18%、19%、19%。

2) 公司代理项目销售均价、代理销售费率保持稳定，2018 年上半年公司代理销售费率 0.87%，未来三年基本稳定，保持在 0.88%。

表 4：易居企业控股 2018-2020 年一手房代理服务收入测算

项目	2017	2018E	2019E	2020E
已签未售面积（百万平方米）	227	284	341	426
同比		25%	20%	25%
代理销售面积（百万平方米）	37	50	64	80
当年签约面积占比	16%	18%	19%	19%
代理销售均价（元/平方米）	11639	11756	11873	11992
同比		1%	1%	1%
代理销售金额（亿元）	4330	5935	7656	9572
代理费率	0.91%	0.88%	0.88%	0.88%
一手房代理服务（百万元）	3927	5223	6737	8423

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3) 截至 2018 年 8 月末，公司房友门店数量突破 10000 间，假定未来三年门店数量继续保持快速增长；假设单个门店年均能够成交 6 套房，单套面积为 100 平方米。

4) 房友平台代理费率较一手房代理费率更高，假设未来三年保持在 1.20% 左右，并且佣金抽成与中小经纪公司保持二八分成。

5) 大数据服务业务方面，客户在服务续约上保持更高的积极性，该业务的收入成长性强。

表 5：易居企业控股 2018-2020 年房地产经纪网络服务收入测算

	2018E	2019E	2020E
门店数量	15000	20000	25000
单个门店销售套数	6	6	6
单套平均面积（平方米）	100	100	100
代理销售项目均价（元/平米）	11756	11873	11992
代理费率	1.20%	1.20%	1.20%
佣金总额（亿元）	12.70	17.10	21.59
佣金抽成	20%	20%	20%
房地产经纪网络服务(亿元)	2.54	3.42	4.32

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5.2. 盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73、0.94、1.15 元人民币，对应 PE 分别为 16.4、12.8、10.5 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6：易居企业控股 2018-2020 年营业收入拆分预测

单位：百万元人民币	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,633	6,265	8,224	10,281
同比	15.95%	35.21%	31.27%	25.02%
一手房代理服务	3,927	5,223	6,737	8,423
房地产经纪网络服务	77	254	342	432
房地产数据及咨询服务	629	788	1,145	1,427

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 7：易居企业控股 2018-2020 年盈利预测

单位：百万元人民币	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,633.4	6,264.8	8,223.8	10,281.3
同比（%）	15.95%	35.21%	31.27%	25.02%
归母净利润（百万元）	352.0	1,077.7	1,383.7	1,689.8
同比（%）	-27.71%	206.14%	28.40%	22.12%
每股收益（元/股）	0.70	0.73	0.94	1.15
P/E（倍）	50.2	16.4	12.8	10.5

数据来源：Wind 资讯，上市公司公告，东吴证券研究所

备注：2016 年 10 月 31 日至 2018 年 3 月 5 日期间，境内投资者共计持有易居企业（中国）集团的 50% 非控股权益，2018 年 3 月 5 日，易居企业（中国）集团成为本公司的全资附属公司，因此易居企业（中国）集团不再存在非控股权益。

表 8：可比公司估值

代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002285.SZ	世联行	6.1	0.58	0.73	0.89	10.4	8.4	6.9

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（备注：公司盈利预测 EPS 使用 Wind 一致预期。股价数据截至 2018 年 10 月 7 日。）

5.3. 投资建议

易居旗下三大业务协同发展，形成闭环式全产业链服务，强大的股东背景提升了公司业绩确定性和成长性，大数据及房友业务存在独特竞争优势，有效提升公司权威性及知名度。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73、0.94、1.15 元人民币，对应 PE 分别为 16.4、12.8、10.5 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 5) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。
- 6) 房友平台下门店成交不达预期。
- 7) 公司前五大客户的营业收入集中度较高，合作关系终止会给公司带来较大影响。

易居企业控股三大财务预测表

资产负债表					利润表				
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产:	5,701	7,994	11,134	14,951	营业收入	4,633	6,265	8,224	10,281
现金	1,791	3,859	5,750	8,726	营业成本	3,153	4,279	5,629	7,059
应收款项	3,759	3,990	5,225	6,050	销售费用	236	378	535	728
其他	151	144	159	175	管理费用	285	342	450	565
非流动资产:	639	706	775	849	财务收入/(费用)净额	22	(68)	(104)	(161)
固定资产净值	62	68	75	83	其他	4	(1)	(0)	1
权益性投资	11	12	12	13	营业利润	942	1,332	1,713	2,091
商誉及无形资产	11	16	16	15	除税前溢利	971	1,368	1,755	2,142
其他	555	610	671	738	所得税	206	290	371	452
资产总计	6,340	8,700	11,909	15,800	净利润	765	1,078	1,384	1,690
流动负债:	4,177	4,923	5,858	6,829	少数股东权益	413	0	0	0
短期借款	450	495	545	599	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
应付款项	175	210	260	327	归属母公司股东的净利润	352	1,078	1,384	1,690
应交税费	546	761	1,078	1,331					
其他	3,006	3,457	3,976	4,572					
非流动负债合计	0	0	0	0					
长期借贷	0	0	0	0					
负债总计	4,177	4,923	5,859	6,830					
少数股东权益	1,138	1,987	3,183	4,718	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
归属母公司股东权益	1,025	1,790	2,868	4,252	每股收益(元)	0.70	0.73	0.94	1.15
负债和所有者权益合计	6,340	8,700	11,909	15,800	每股净资产(元)	2.05	1.22	1.95	2.89
					发行在外股份(百万股)	500	1,470	1,470	1,470
					毛利率(%)	31.95%	31.70%	31.55%	31.34%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	16.51%	17.20%	16.83%	16.44%
(百万元)					资产负债率(%)	65.89%	56.59%	49.19%	43.23%
经营活动现金流	(275)	1,293	645	1,400	收入增长率(%)	15.95%	35.21%	31.27%	25.02%
投资活动现金流	5	222	102	158	归母净利润增长率(%)	-27.71%	206.14%	28.40%	22.12%
筹资活动现金流	1,103	674	1,050	1,364	P/E	50.20	16.40	12.77	10.46
汇率变动的的影响	(17)	(18)	(20)	(22)	P/B	5.86	9.87	6.16	4.16
现金净增加额	816	2,170	1,776	2,900					
折旧与摊销	28	29	31	32					

数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 东吴证券研究所

备注: 港币对人民币汇率取 1 港币=0.88 元人民币

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

