搜房（SFUN）

買入

2014 年 06 月 27 日

房地產互聯網垂直領域龍頭

- **中國最大的線上房地產網站：**搜房網是中國最大的線上房地產門戶網站，主要為房地產商、房屋經紀代理、物業主、家裝服務提供者以及潛在購房者提供服務，主要的業務有房地產線上廣告、電子商務、二手房代理和其他增值服務。搜房網還為使用者提供房地產及相關資訊、資料庫和研究報告。公司的營業額由 2008 年的 1 億美元，增長至 2013 年 6.37 億美元，5 年的複合增長率為 44%。2014 年 1 季度營業收入為 1.21 億美元，比 2013 年同期增長 33%。
- **競爭優勢明顯源於先發優勢和規模優勢：**公司通過深耕市場十幾年，先發優勢明顯；已成為中國房地產服務垂直網站第一品牌，是房地產開發商和經紀代理的首選。公司房地產線上廣告的市場佔有率為 42%，在 106 個城市建立了直營辦公室，網站覆蓋 360 個城市，規模優勢已然形成。從流量的角度分析，搜房網卓越的品牌知名度和內容導致自有流量高，PC 端和移動端均佔據明顯的領先優勢。
- **業績增長來自於持續的城市擴張和滲透率的提升：**截止 2014 年 1 季度， 公司的滲透率在一線城市為 23%，二線城市為 10%，三四線城市為 2%，平均為 6%。當前公司已經在中國 100 多個主要城市成功佈局; 公司未來將致力於提升所在城市的滲透率，滲透率逐年提高將推動公司業績的持續增長。公司在 2011 年首次開展房地產電子商務業務，2012-2013 年的增長率達到 84%，該業務已成為公司未來業績持續增長的驅動力。我們預期搜房網未來三年平均的年複合增長率約維持在 20%左右。
- **首次評級買入，目標價：14. 23 美元。**我們根據 DCF 模型，給予公司 12 個月目標價為 14.23 美元，首次評級為買入。該目標價相當於 2014 和 2015 年預測的 15.2 和 12.2 倍 PE。當前公司股價為 9.69 美元，相對於其他中概股 TMT 公司，處於低估狀態，有 46.8%的上升空間。

柯學鋒

+852 2532 1962

+86 755 3336 7898

Michael.ke@firstshanghai.com.hk

主要資料

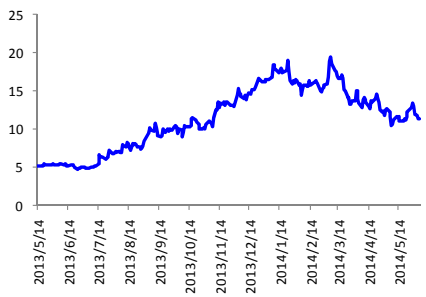
行業	互聯網
股價	9.69 美元
目標價	14.23 美元（+46.8%）
股票代碼	NYSE:SFUN
已發行股本	4.09 億
市值	39.62 億美元
52 周高/低	4.60/19.94
每股資產淨值	1.17 美元
主要股東	莫天全：32% Apax：18% IDG：6%

盈利摘要 （貨幣：US$）

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入（美元百万）	430	637	822	1,015	1,259
变动	*25.1%*	*48.1%*	*29.0%*	*23.4%*	*24.1%*
净利润（美元百万）	152	299	366	455	559
每股盈利（美元）	0.39	0.76	0.94	1.16	1.43
变动	*47.8%*	*94.9%*	*22.6%*	*24.1%*	*23.0%*
9. 69美元的市盈率	24.7	12.7	10.3	8.3	6.8
每股派息（美元）	1.02	1.04	1.41	1.75	2.15
股息现价比	7.2%	7.3%	9.9%	12.3%	15.1%

來源: 公司資料, 第一上海

股價表現



來源: 彭博

公司背景

中國最大的線上房地產門戶網站

搜房網是中國最大的線上房地產門戶網站，主要為房地產商、房屋經紀代理、物業主、家裝服務提供者以及潛在購房者提供服務，主要的業務有線上廣告、電子商務、二手房代理和其他增值服務。搜房網在中國有 100 多個城市有分公司，網站覆蓋超過 360 個城市的房地產市場。

深耕線上房地產門戶網站，樹立第一品牌

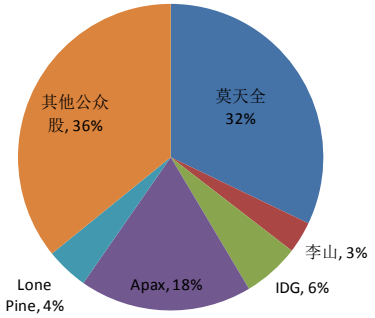
搜房網成立於 1999 年，是全球排名第一的房地產家居網路平臺，擁有 9000 名員工，業務覆蓋全球 360 個城市及地區，在中國 100 多個城市擁有分公司和辦公室，先後獲得美國 IDG 資本、美國高盛投資銀行、法國分類傳媒集團和澳大利亞電訊投資入股。搜房網業務以中國大陸為核心，覆蓋亞太地區，多年來以穩健、務實的風格紮根于全球華人最具廣闊發展前景的房地產家居行業，成為全球最具權威和規模的房地產家居網路媒體和資訊服務企業。

2008 年 12 月，搜房網圓滿實現“百城戰略”，擴張至 104 個城市; 而今公司業務已覆蓋 360 個城市，直營城市 100 多個，業務擴張極快。2010 年 9 月 17 日，搜房網在紐約證券交易所(NYSE) 上市。目前，搜房網已研發並推廣包括：搜房用戶端、搜房幫、新房幫、租房幫、裝修幫、房產評估等多款移動用戶端產品，完成了對市場的初步佔領。目前，搜房網每日聚集 1200 萬置業人群，新房幫註冊置業顧問超過 5 萬人，通過新房幫與置業顧問即時溝通的購房者超過 50 萬，開發商通過新房通獲得超過 75 萬通諮詢來電；搜房幫註冊經紀人超過 210 萬，服務于 10 萬多家經紀公司，日均圖片上傳量超過 40 萬張；裝修幫入駐設計師 90 萬人，已經為超過 800 萬的業主提供裝修服務；短租房網站遊天下業務覆蓋了全國超過 300 個主要商務及旅遊城市，提供超過 20 萬套住宅、公寓、度假別墅、四合院等類型短租房間，成為搜房體系下新的亮點。

公司創始人是公司大股東

截止 2013 年 12 月 31 日，公司的股權結構為：公司的創始人莫天全及李山分別占股 32%和 3%，Apax 占股 18%，IDG 占股 6%，其他公眾股占 36%。公司的創始人仍然對公司有絕對的控制能力，能保證公司平穩的運行。

图表1：公司的股東結構



資料來源：公司年報，第一上海

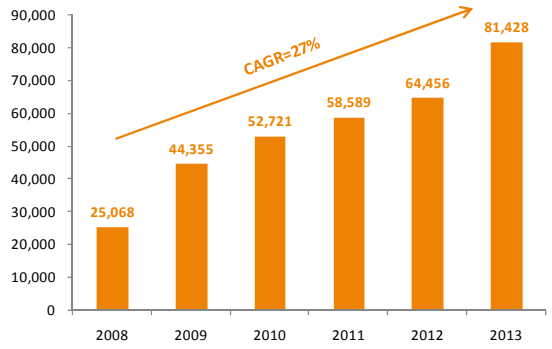
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

行業分析

預期未來中國的房地產市場會平穩發展，市場份額不斷集中，大中型開發商不斷的進行收購兼併，並更多的使用線上廣告模式

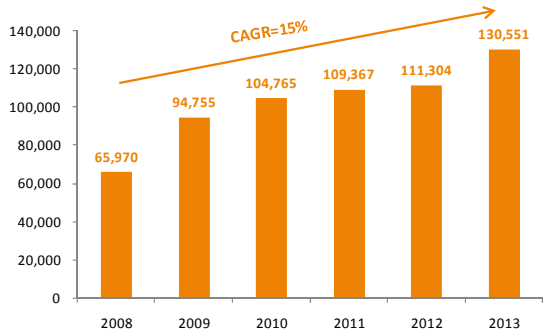
近十年來，中國經濟快速發展。2001 年加入 WTO 加速了中國經濟的改革。GDP 由 2008 年的 31.4 萬億增長至 2013 年的 56.8 萬億，5 年的複合增長率為 13%。同時，房地產行業也在高速增長。全國商品房銷售面積和銷售額分別從 2008 年的 6.5 億平方米和 2.5 萬億增至 2013 年 13 億平米和 8.1 萬億。5 年複合增長率分別為 15%和 27%。預期未來中國的房地產市場會平穩發展，市場份額不斷集中，大中型開發商不斷的進行收購兼併，並更多的使用線上廣告模式。

图表2：2008-2013 全國商品房銷售額



來源：Wind，第一上海

图表3：2008-2013 全國商品房銷售面積

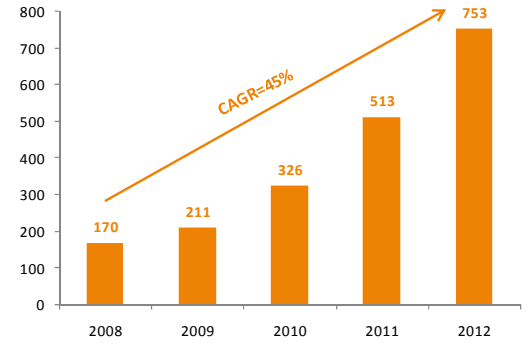


來源：Wind，第一上海

線上廣告蓬勃發展，房地產廠商開始嘗試線上廣告

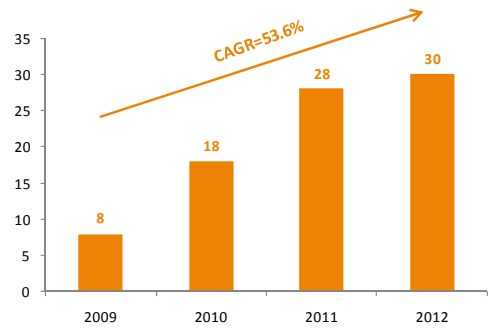
根據 iResearch，中國的線上廣告市場從 2008 年的 170 億元人民幣增至 2012 年的 750 億元，年複合增長率 45.1%。近年來，隨著互聯網的應用，在人群中的滲透率越來越高，人們接觸到互聯網廣告的幾率大大提升。傳統的房地產商開始在網路上投放廣告。根據 iResearch 統計，房地產線上廣告支出由 2009 年的 8 億元增至 2012 年 30 億元，年複合增長率為 53.6%。在房地產公司線上廣告支出中，有 86.3%投放到房地產網站，如搜房、易居等，10.6%投放到門戶網站，3.1%以其他形式投放。

图表4：線上廣告市場



來源：iResearch，第一上海

图表5：房地產線上廣告市場



來源：iResearch，第一上海

房地產線上廣告市場滲透

國家統計局資料顯示，2013 年中國住宅交易面積突破 13 億平方米，交易額超 8.1

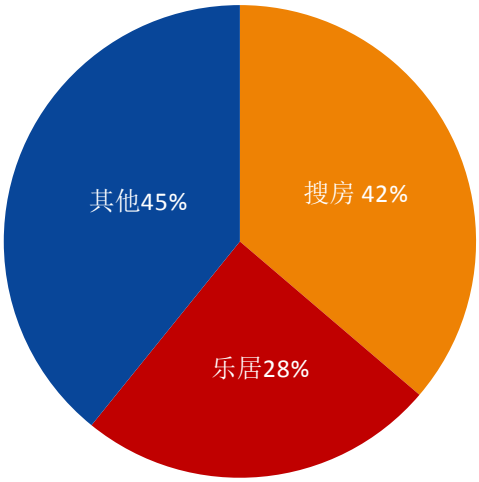
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

率低，增長空間大

萬億元人民幣，一般房地產開發商將樓盤銷售額的 1%作為行銷費用，預期中國房地產廣告市場規模是 810 億元人民幣。2013 年搜房網的新房相關業務（線上廣告和電子商務）的收入為 4.66 億美元，同期樂居新房業務收入為 3.16 億美元，共計 7.82 億美元。按照 1:6.3 的匯率計算，為人民幣 49 億元；兩大寡頭占比市場份額約為 70%左右。目前房地產的線上行銷費用投放額約為 70 億元人民幣，占房地產行銷費用整體市場份額約 8.6%左右，滲透率約為 10%左右，遠低於美國 2013 年的 55%左右的滲透率。

目前，中國的互聯網滲透率為 44.1%(CNNIC)，網路廣告平均滲透率(易觀國際)為 24.5%，房地產行業線上廣告的滲透率仍然較低。未來，隨著中國互聯網滲透率的不斷提高，以及由 PC 端向移動端轉移的趨勢，房地產行業的網路廣告滲透率有望翻倍。

图表6：房地產線上廣告市場份額



資料來源：Wind，第一上海

線上廣告逐步向三四線城市投放

中國三四線城市房地產廣告線上投放比例相對較低,主要源於互聯網普及度較慢，購房者對網上找房的依賴性和習慣低；而一二線城市的互聯網普及率相對較高，但消費者線上找房的網路生活習慣也還在形成過程中。開發商需要從傳統的紙媒和戶外廣告等傳統媒體形式轉向線上廣告。前兩三年在北京房地產企業投到線上的廣告占北京房地產企業整體廣告投放額（包括線上和線下）的份額占比只有 15%左右，2012 年提高至 30%左右；說明開放商逐步認識到互聯網行銷的效果，後慢慢加大網路廣告投放的比例。隨著使用網路消費習慣的形成和加強，會促使開發商認識到網路廣告的有效性；房地產線上廣告份額還有很大繼續成長的空間。

電子商務成為人們生活一部分，房地產銷售也從線下轉變成線上與線下結合

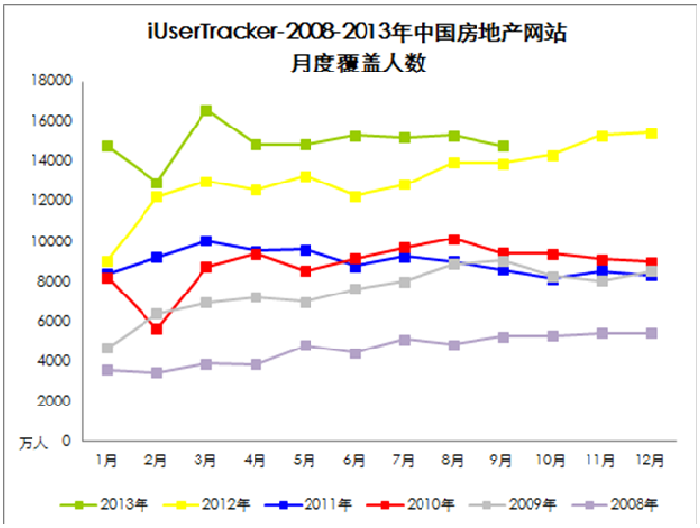
隨著互聯網普及率提升以及性能提升，越來越多的消費者開始網上購物。根據 iResearch，線上零售商品交易總額（GMV）由 2010 年的 4610 億元增至 2013 年 1.9 萬億元，並預計到 2016 年可增至 3.6 萬億元，年複合增長率為 24.8%。房地產銷售傳統上主要以線下為主。隨著電子商務的發展，開始擴展到線上，並形成線上

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

與線下互動的形式。搜房網、易居將自己打造成房地產行業的 O2O 平臺，既包含了線上資訊推送和宣傳，還包含了線下的促銷和交易服務，這對潛在的購房者和房地產開發商都很具有吸引力。線上上，房地產 O2O 平臺給用戶提供了詳細的房地產樓盤資訊、打折促銷資訊等，而線下，該平臺又提供了購房折扣券，樓盤參觀等活動。目前，房地產 O2O 平臺主要提供房地產資訊，廣告，代理等服務，主要有搜房（SFUN），樂居（LEJU）、搜狐焦點網等。

根據艾瑞線民監測資料產品 iUserTracker 資料，2013Q3 房產網站用戶覆蓋呈現穩中有降的態勢，但仍為歷史同期最高值。具體來看，7 月份用戶覆蓋人數達 1.52 億人，環比下降 0.8%，8 月份用戶覆蓋人數為 1.53 億人，環比增長 0.6%，9 月份開始出現微幅下降，月度覆蓋人數為 1.48 億人，環比下降 3.3%。

图表7：2008-2013 年中國房地產網站月度覆蓋人數



資料來源：iResearch，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

競爭優勢

先發優勢和規模優勢明顯：城市、品牌、內容和流量

搜房網成立於 1999 年，是中國最早從事房地產互聯網的公司。經過十幾年的發展，公司在 106 個城市建立直營辦公室，網站覆蓋 360 個城市。對比競爭對手樂居覆蓋約 250 個城市(其中直營的城市只有 77 個)，搜狐焦點覆蓋約 200 個城市(40 個為直營)。公司城市佈局已經形成規模化，處於邊際成本遞減的過程中。前期建立直營網點時耗費的資金屬於一次性支出，以後不會再有，另外公司還招攬了一批對當地十分熟悉的人才。截止 2013 年底，搜房總計有 9175 名員工，2011、2012 年同期分別有 7600 和 7743 名。其中編輯 3606 名，銷售 4243 名，行政管理 789 名，技術和研發 537 名。因此，搜房網後續的業務擴張很具張力。

图表8：直營城市和覆蓋城市對比

	搜房網	樂居	搜狐焦點
直營城市	106	77	40
覆蓋城市	360	250	200

資料來源：公司年報，第一上海

直營模式快速搶佔市場已確立先發優勢

公司自成立之初，就決定只做直營，直接由公司總部管控所有區域分公司，而其他公司有一部採用代理加盟的形式。代理的形式及當地的公司付給公司一定的費用後，可以公司的名義開展業務，代理模式的好處在於可以快速的擴張，且擴張費用很低，在企業發展初期有利於快速搶佔市場，但是代理模式也存在瓶頸，一是代理公司的素質各異，且不好管控，公司總部不能很細緻的對每一個代理進行管理，代理的服務品質有差異，影響公司在客戶心中的形象，另外就是代理公司並不能很徹底的理解公司的策略沒在執行力上有欠缺。

图表9：網站日均 IP 和日均 PV 對比

	日均 IP [周平均]	日均 PV [周平均]	日均 IP [月平均]	日均 PV [月平均]	日均 IP [三月平均]	日均 PV [三月平均]
搜房網	1,650,000	28,050,000	2,043,000	26,559,000	2,103,000	27,339,000
安居客	252,000	2,016,000	285,000	2565000	303,000	3,030,000
樂居	141,000	282,000	129,000	258,000	105,000	210,000
365 房產	117,000	702,000	324,000	1,944,000	564,000	3,384,000
易居	15,000	15,000	15,000	30,000	18,000	54,000

資料來源：Alexa，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

搜房網已經成為中國房地產服務垂直網站第一品牌

公司通過深耕市場十幾年，已經成為中國房地產服務垂直網站第一品牌，是房地產開發商和經紀人做線上廣告的首選。公司的主要客戶是房地產開發商和二手房經紀，前者包括萬科，保利等中國排名前 100 的房地產，後者包括鏈家，我愛我家等二手房經紀公司。由於公司強大的品牌效應，其日均 IP 和 PV 均是行業第一，且超出其他競爭對手多倍，公司網站的廣告價值巨大。根據 Alexa 全球排名顯示，搜房網的全球排名為 1466，中國網站中的排名為 152，跳出率為 20.6%，人均 PV 為 14，訪客的停留時間為 12 分鐘 35 秒，與樂居、安居客的對比可以發現，搜房網不僅排名前列，用戶的黏性和停留時間也是最長的，因此搜房網的廣告位價值更高，流量的變現能力更強。在 Chinarank 統計的排名中，搜房也是遙遙領先其他競爭者。

图表10 ：Alexa 全球排名

項目	搜房	樂居	安居客	365 房產
全球排名	1466	43226	11853	8542
中國排名	152	3556	908	3702
跳出率	20.60%	51.40%	24.90%	25.30%
人均 PV	14	2.55	10.9	6.42
停留時間	12:35	3:10	7:52	5:28

資料來源：Alexa，第一上海

搜房網桌面網頁流覽量行業排名第一

從流量的角度分析，搜房卓越的品牌知名度導致自有流量高，相比其它競爭對手，優勢明顯。目前公司的流量中有 70%是自有流量，即用戶主動訪問公司的網站，剩餘 30%是通過公司購買獲得的。在自有流量這塊，除了公司通過多年積累的品牌優勢，公司的技術人員也不斷的通過 SEO 等技術手段提升公司在各大搜索網站的排名。在流量購買這一塊，公司分別通過 PC 端、移動端以及傳統電視媒體（如央視、湖南衛視）等多管道購買流量。而樂居的流量則需要從百度和新浪導入，為此，樂居需要每年付給百度 1 億元的固定費用，以及在新浪房產頻道投放廣告收入的 15%返還給新浪，因此，樂居的運營成本相對搜房來說偏高。

图表11 ：Chinarank 排名

項目	搜房	樂居	安居客	365 房產
網站排名	128	4491	201	3426
獨立訪問者(人/百萬人)	2337	1	1866	23
人均頁面流覽量(頁/人)	6.9	1	2.4	1

資料來源：Chinarank，第一上海

移動用戶端下載量最高

在移動用戶端方面，在 Android 系統下通過統計不同應用市場的下載情況可見，搜房網的用戶端也是行業裡面最受用戶歡迎，且下載次數最多的，行業領先。App Annie 的資料顯示，搜房網用戶端在 Apple Store 的應用下載量在生活類應用中排名 45，而安居客和口袋樂居應用的排名分別為 70 和 390。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

图表12 ：移動用戶端下載量對比

（下載次數：萬次）	搜房	口袋樂居	安居客
豌豆莢	118	21	196
安智市場	70	1	100
360 手機助手	240	5	124
騰訊應用寶	45	0.9	22
安卓市場	106	3.5	113
91 安卓市場	105	1	80
百度手機助手	248	11	189

資料來源：第一上海

創新能力領先-最先開始房產電商搜房卡業務

公司所在的互聯網行業處於高速發展的行業，要求公司要不斷的創新業務模式，才能更好的生存下去。公司以房地產線上廣告和二手房代理做起，業績連年提升。隨著電子商務的發展，公司決定將房地產的銷售搬到網上，做房產的電子商務。公司自 2011 年開始開展這項業務。而主要競爭者樂居到 2013 年下半年才開始此類業務。公司在 2011 年首創搜房卡業務，該項業務的引入，既方便了購房用戶在購房的同時拿到折扣，也幫助開發商增加樓盤的知名度，更快的去化樓盤。公司的該項業務從無到有，2012 年的營業收入為 1.02 億美元，2013 年的營業收入為 1.88 億美元，增長了 84%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

公司主營業務分析

搜房網主要有四大業務板塊，分別為線上廣告，電子商務，二手房代理以及其他增值服務

搜房網主要有四大業務板塊，分別為線上廣告，電子商務，二手房代理以及其他增值服務。

公司靠房地產線上廣告起家，經過 10 年的發展，搜房網已經成為中國排名第一的房地產垂直網站，因此獲得越來越多的房地產商的廣告投放，中國排名前 100 的房地產商都是公司的客戶。搜房網以 CPT（按時長計費）廣告的形式展示新房專案廣告和家居產品廣告。廣告主可以付費獲得在搜房網網站的房產項目或品牌展示（如圖所示），廣告形式有網站橫幅、連接、標誌和浮動圖示等。目前房地產線上廣告市場很分散，公司的前十大客戶貢獻的收入占總收入的 11%。

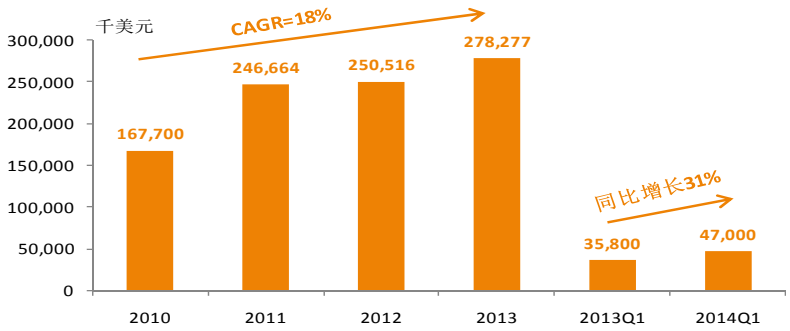
图表13 ：搜房網首頁及廣告展示

資料來源：公司網站，第一上海

線上廣告業務穩定

線上廣告是搜房網最早開展的業務，也是最穩定的營收來源。公司積累了豐富的客戶關係和市場經驗，並成為房地產線上廣告市場份額最大的公司。2010 年線上廣告的營業收入為 1.67 億美元，增加至 2013 年的 2.78 億美元，年複合增長率為 18%。2014 年 1 季度線上廣告營業收入 4700 萬美元，同比增長 31%。

图表14 ：線上廣告營業收入



資料來源：Wind，第一上海

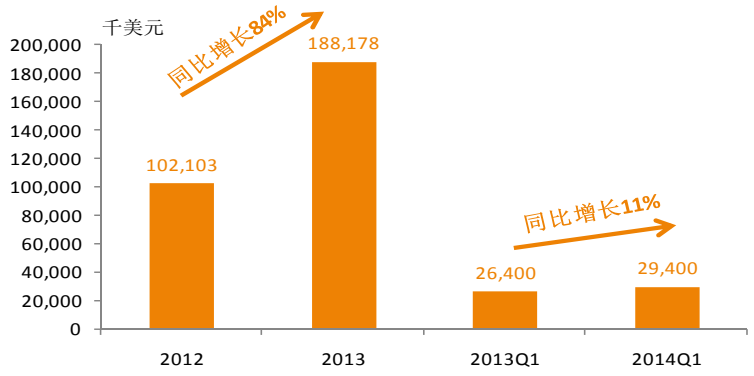
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

電子商務成為公司未來增長的主要驅動力

公司從 2011 年開始開展房地產電子商務業務，是公司的創新業務模式，首先公司派人到專案駐點，客戶先看房，有購房需求後再購買搜房卡，為了避免與同行的競爭，搜房網會和開發商簽訂排他的協議。該業務對於開發商、搜房、購房客戶是“三贏”的結果，對於開發商不需要提前支付搜房，只有當房屋成交的時候才會支付搜房，同時搜房網也給開發商帶來大量客戶，客戶通過購買搜房卡而獲得購房優惠。

電子商務的營業收入從 2011 到 2013 年分別為 2420 萬美元，1.02 億美元和 1.88 億美元，占總營業收入的比例分別為當年的 7%，23.8%和 29.5%。年複合增長率達到了 178%。電子商務業務在未來將成為公司增長的主要驅動力。2014 年一季度，電子商務的營業收入為 2940 萬美元，同比增長 11%，占總的營業收入的 24%，增速不理想主要受全國商品房銷售低迷的影響。截止 2013 年底，公司的搜房卡業務已經進入全國 48 個城市，參與 1500 個左右的項目銷售。

图表15 ：電子商務營業收入



資料來源：Wind，第一上海

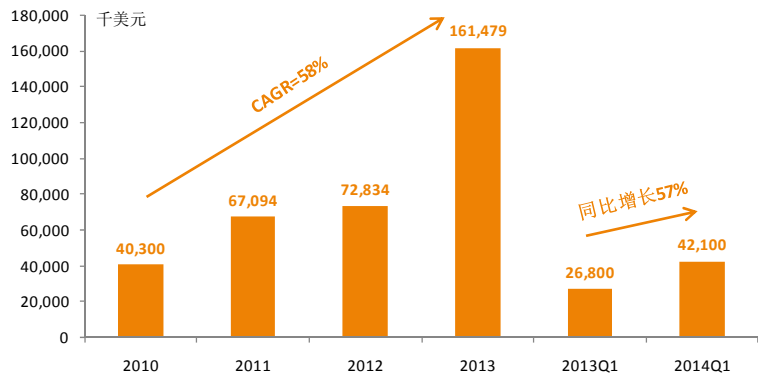
二手房代理業務的營業收入增速穩定

搜房網的二手房代理主要為二手房仲介提供線上展示的平臺。分別提供基礎和特別展示服務；基礎服務可以讓房地產商、房屋代理、經紀人、物業主以及家裝服務供應商在網站發佈房屋、家裝產品、服務的展示資訊；特別展示服務包括定制化的市場行銷方案，可以與線下專案同步協調。公司的該項業務以”埠”模式運營，即客戶付費後擁有固定次數發佈或更新房源資訊。另外，客戶還可以通過該項業務來召集線下活動。

二手房代理的營業收入從 2010 年到 2013 年分別為 6710 萬美元，7290 萬美元和 1.61 億美元，3 年的複合增長率為 58%，分別占總營業收入的 19.6%，16.9%和 25.3%。2014 年 1 季度，房屋線上展示的營業收入為 4210 萬美元，同比增長 57%，占總營收的 35%，主要是由於二手房市場火爆帶動了公司業績的提升。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

图表16 ：二手房代理營業收入



資料來源：Wind，第一上海

其他增值服務

其他增值服務包括提供資訊訂閱服務，可以獲取資訊資料、研究報告以及全網站解決方案等服務。另外，公司啟動了搜房金融服務頻道，通過引進協力廠商的金融產品和服務為購房客戶提供金融服務。這塊業務比較小，從 2011 到 2013 年的營業收入分別為 590 萬美元，54 萬美元和 940 萬美元，分別占總營收的 1.7%，1.2%，和 1.5%。

移動端平臺的建立

為了應對蓬勃發展的移動互聯網，方便使用者/客戶隨時隨地獲取房地產相關資訊，公司針對不同的應用場景開發了一系列移動用戶端，有搜房網，租房幫，搜房幫，裝修幫，等。公司試圖通過移動用戶端，打通房地產行業線上和線下的界限，打造覆蓋線上資訊展示及市場行銷和線下交易支援的 O2O 平臺。根據易觀智庫的最新資料顯示 2014 年 1 月，移動互聯網-房屋租賃類 APP 排行榜，搜房網 APP 活躍用戶數達到 217.3 萬，遙遙領先後來者，排在第二位的安居客僅有 50.9 萬，搜房網是他的 4 倍。

图表17 ：搜房網發佈的一系列移動用戶端

來源：第一上海

图表18 ：手機搜房網介面

來源：公司年報，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

成長性分析

完成城市擴張佈局，提高已進入城市的滲透率

中國的房地產市場是一個很大的市場，而搜房網目前只佔據很小的市場份額。如果搜房網能夠在進入的城市繼續搶佔房地產線上廣告和電子商務的市場份額，公司的增長將會具有可持性。目前，公司已經基本完成了全國的佈局; 在公司的城市劃分中，把北京和上海劃分為一線城市，廣州、深圳、重慶、天津、南京、成都、杭州、蘇州和武漢這 9 個城市為二線城市，其他城市為三線城市。公司 2012 和 2013 年在一、二線城市取得的營業收入分別占到總營業收入的 59.6%和 57.7%。隨著重點一、二線城市新房市場的成熟，這些城市將會步入以二手房為主的市場；而其他二、三、四線城市隨著城鎮化進一步加速將持續的擴大發展；公司未來的增長將在於加大二三四線城市的發展力度。搜房網擴張的速度很快，截止 2010 年 6 月 30 號，公司在 63 個城市建立直營辦公室，公司網站覆蓋的城市有 106 個。到 2012 年底，公司就在 100 個城市建立了直營辦公室，網站覆蓋城市也達到了 330 個。

图表19 ：城市擴張

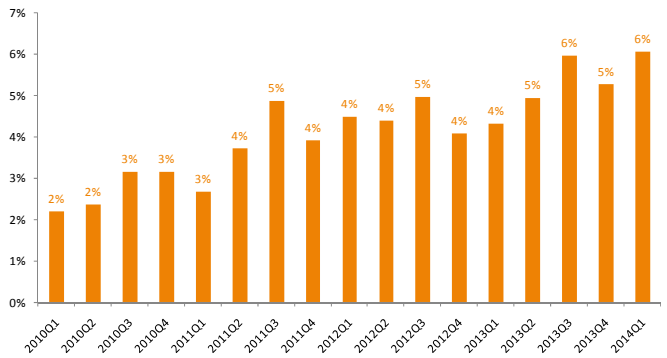
截止日期	直營城市	網站覆蓋城市
2010. 06. 31	63	106
2010. 12. 31	80	310
2011. 12. 31	103	314
2012. 12. 31	100~	320
2013. 12. 31	100~	330

資料來源：公司年報，第一上海

滲透率不斷得到提升

滲透率指公司的營業額占所在城市房地產線上廣告市場份額的比率。截止 2014 年 1 季度， 公司的滲透率在一線城市為 23%，二線城市為 10%，三四線城市為 2%，平均為 6%。從搜房網的區域營收構成也可以看出來：北京、上海兩個一線城市貢獻了接近 40%的營收，一線和二線加起來共十幾個城市貢獻了 70%的營收，其他 80 多個城市貢獻了 30%的營收，而當前搜房直營加代理城市約為 360 個左右。我們預期公司未來的增長來自於提升在二三四線城市的滲透率。

图表20 ：2010-2014 年搜房網的滲透率



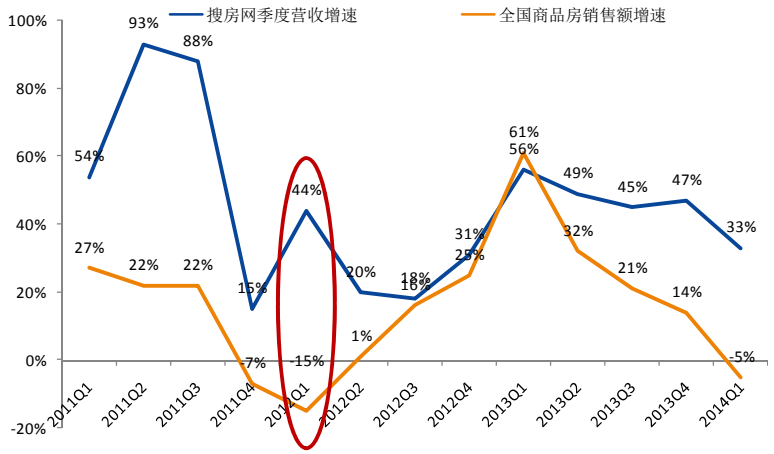
資料來源：Wind，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

公司營業收入與中國房地產市場的相關性

搜房網雖然是一家互聯網公司，但是其業務的發展與中國房地產市場息息相關。從下面的圖表中可以看出，公司的季度營收的增速和隨著全國商品房銷售額季度增速是強相關的。但也表現出一定的逆週期性。房地產公司投放廣告的驅動力來自銷售，因此，在房地產銷售很火爆的時候，其廣告投放力度不強，這也是下圖所示 2013 年一季度商品房銷售的增速大於公司的營收增速。而當商品房銷售陷入困境的時候，房地產開發商就需要通過廣告來拉動銷售。此時房地產商的廣告經費又是有限的，這就要求他們將廣告投放到最有效的途徑上。這時搜房網的行業龍頭特性就顯現出來，憑藉搜房網的強大品牌和海量的用戶基礎，能夠贏得更多的廣告業務和新房銷售項目。如下圖所示 2012 年一季度的時候，全國商品房銷售額增速達到穀底，而搜房網的營收業績增速卻有小幅反彈。

图表21 ：全國商品房銷售額季度增速和搜房網季度營收增速



資料來源：Wind，公司年報，第一上海

房地產行業體量巨大，廣告滲透率有巨大提升空間

國家統計局資料顯示，2013 年中國新房住宅交易面積突破 13 億平方米，交易額超 8.1 萬億元人民幣。預期未來中國每年的住宅交易面積約為 10 至 13 億平米左右，交易額預期也會穩定。一般房地產開發商將樓盤銷售額的 1%作為行銷費用，預期中國房地產廣告市場規模是 810 億元人民幣，而線上投放房地產廣告約為 70 億元，滲透率約為 10%；其中搜房網和易居佔據 75%左右的市場份額，而搜房的市場份額約為 45%左右。隨著國內住宅交易面積的穩定，未來線上房地產服務行業的增長在於提升互聯網的滲透率，而當前房地產線上 10%的滲透率遠低於美國 2013 年的 55%左右的滲透率。與此同時，中國的互聯網滲透率為 44.1%（CNNIC），網路廣告平均滲透率（易觀國際）為 24.5%，網路廣告的滲透率仍然較低。未來，隨著中國互聯網滲透率的不斷提高，以及由 PC 端向移動端轉移的趨勢，房地產行業的網路廣告滲透率有望翻倍。

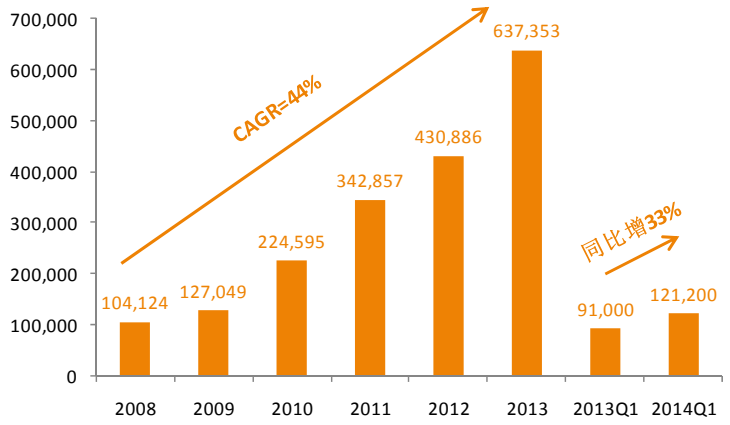
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

收入預測及財務分析

公司的營業收入主要來自線上廣告、電子商務和二手房代理

從前文的分析，搜房網的營業收入主要來自線上廣告、電子商務和二手房代理。根據房產銷售的類型，線上廣告和電子商務業務是與新房銷售相關的。公司的營業額由 2008 年的 1 億美元，增長至 2013 年 6.37 億美元，5 年的複合增長率為 44%。2014 年 1 季度營業收入為 1.21 億美元，比 2013 年同期增長 33%。

图表22 ：全國商品房銷售額季度增速和搜房網季度營收增速



資料來源：Wind，公司年報，第一上海

預期線上廣告維持低雙位數增長

房地產公司在投放廣告時考慮的三個因素分別為受眾、流量和價格，目前中國線上廣告的平臺有 1）門戶網站，如新浪、網易和騰訊等； 2）搜尋引擎，如百度、奇虎等；3）垂直行業門戶網站，如搜房等。搜房網由於其品牌地位在受眾方面直接契合房地產公司的需求，而流量也逐年提升，網站的訪問量已經達到中國排名第 152 名。而價格方面也比大型門戶網站要便宜很多。搜房網的線上網路廣告過去一直維持高速增長，覆蓋城市已經達到 330 個，國內的主流開發商都有在其線上投放廣告；該項業務的增長在於提升現有城市的滲透率；預期未來 3 至 5 年的複合增長率維持在低雙位數的增長。

電子商務成為公司未來增長的主要驅動力：預期電子商務未來三年的複合增長率約為 20%至 30%左右

公司自 2011 年開始開展電子商務業務，截止 2013 年底，公司的搜房卡業務已經進入全國 48 個城市，參與 1500 個左右的項目銷售。2014 年 1 季度，公司開通電子商務業務的城市由去年的 35 個擴展至 50 個，未來會進一步增加開通的城市。搜房卡業務在一線城市滲透率約為 10%，二三線城市約為 8%，公司預期中長期的滲透率約為 30%。我們預期未來三年公司開展電子商務的城市由當前的 50 個擴展至現由直營城市的 100 個，預期平均的滲透率約為 20%左右；我們預期搜房電子商務未來三年的複合增長率約為 20%至 30%左右。

二手房代理業務需要處理與二手房仲介的利益關係

二手房代理主要為二手房仲介提供線上的房源展示平臺，通過不同的付費套餐，二手房仲介享受不同級別的網路服務。截至 2013 年底，SFUN 房源發佈業務共有約

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

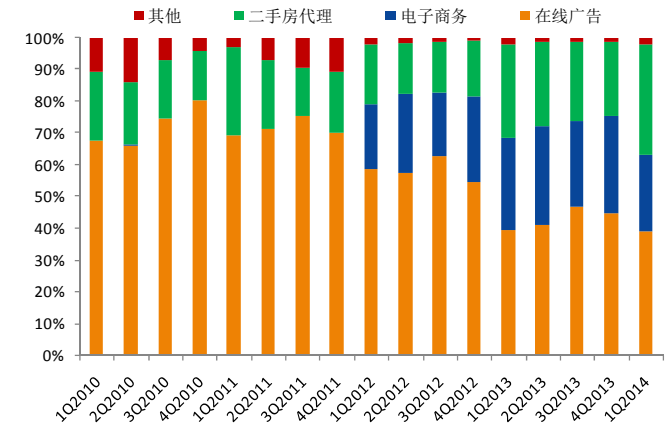
19 萬付費帳戶，較 2012 年增長 47.8% (2008 年 SFUN 共有約 5 萬付費帳戶)。 據統計，目前全國有超過 5 萬家房地產經紀公司，從業人數超過 100 萬；這意味著僅有約 20%的經紀人使用了 SFUN 的房源發佈系統。隨著一二線城市二手房存量的不斷增加和二手房交易市場的發展成熟，以及三四線城市開始使用線上二手房交易，預期二手房房源發佈平臺的使用人數有望獲取持續的增長。

最近出現的房屋仲介從搜房網下架房源的事件，主要是由於當前二手房市場低迷，房屋仲介對搜房網的收費感覺到壓力。搜房網對此有很好的應對，公司除了維持原有的優惠，並給予仲介 6 折的優惠。這會對搜房網二手房業務當季的收入造成影響，但從長遠來看，搜房網需要打造一個公平、公正的二手房源線上展示平臺，讓使用該平臺的二手房仲介規範的競爭，有合理的獎懲制度，把滿足客戶需要作為最終目的，不斷提升網站的易用性，獲得“三贏”的結果，即二手房代理使用該平臺可以快速高效的吸引到客戶並達成交易，客戶通過該平臺高效的找到需要的房子，而搜房網通過平臺的建設來收取相應的服務費。

我們預期搜房未來三年平均的年複合增長率約維持在 20%左右

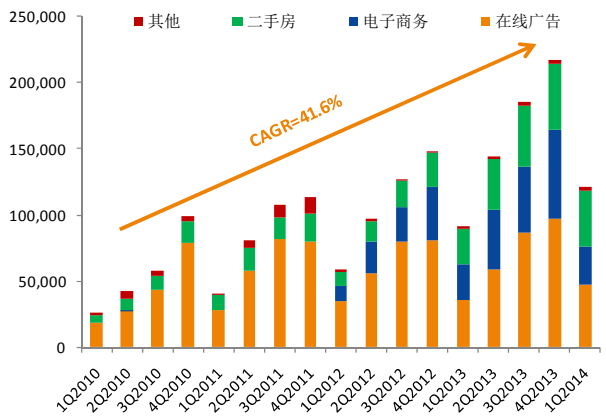
這三項業務貢獻了公司 99%的營業收入。其中市場行銷和房屋線上展示業務是公司從事最久的業務，也是最穩定的業務， 能夠持續的為公司創造效益，而電子商務是從 2011 年才開始的新業務，但是增速很快，是公司未來高速增長的驅動力。我們預期搜房未來三年平均的年複合增長率約維持在 20%左右；我們並未計入房地產金融未來給公司帶來新的增速。

图表23 ： 各項業務占公司營業收入比例



來源：公司年報，第一上海

图表24 ：各項業務分季度營收



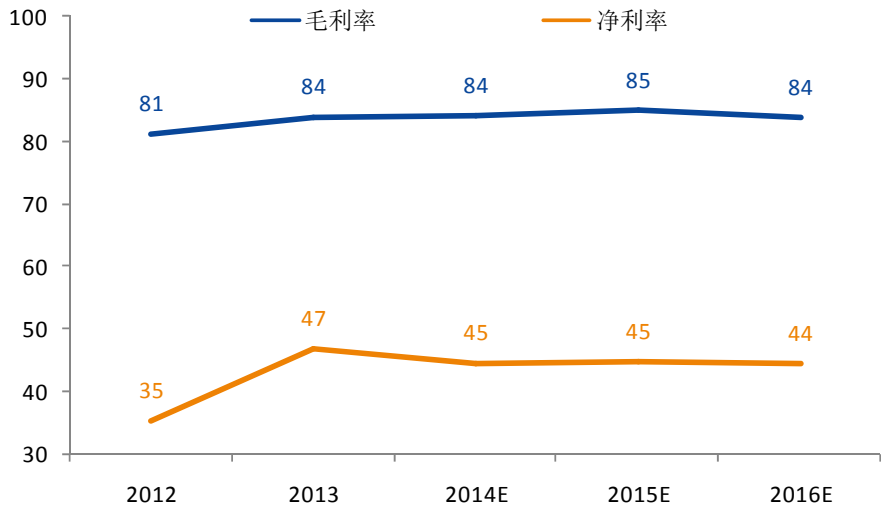
來源：公司年報，第一上海

公司的毛利率維持在 80%，預期未來會維持穩定

搜房網是一個互聯網公司，屬於輕資產運營。隨著公司規模的不斷擴大，公司的運營成本也不斷降低，銷售和管理費用占營業收入比例逐年降低，從 2011 年的占營收的 40%降低至 29%，凸顯公司輕資產運營的優勢。另外，公司前期在各城市建立直營公司需要大量的資本支出，而目前在全國的佈局已經形成，這方面的資本支出已經很小，毛利率得到提升，由 2010 年的 72%提升至 2013 年 84%，淨利潤率由 2010 年的 28%提升至 2013 年 47%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

图表25 ：搜房網毛利率和淨利率



資料來源：Wind，公司年報，第一上海

图表26 ：各項財務指標

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
銷售管理費率(%)	35	29	27	27	26
毛利率(%)	81	84	84	85	84
經營利潤率(%)	51	60	61	61	60
淨利率(%)	35	47	45	45	44
ROE(%)	81	67	52	45	40
ROA(%)	19	20	21	22	23

資料來源：Wind，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

公司估值

估值：目標價 14.23 美元

目標價：14.23 美元，首次給予買入評級。

根據我們的預計，假定 2014-2018 是高速增長期，FCF 的 CAGR 為 10%，2019-2023 年為穩定增長期，CAGR 為 5%。WACC 為 8%，長期增長率為 1%。

根據以上假設條件，我們根據 DCF 模型給予公司 12 個月目標價為 14.23 美元。當前公司股價為 9.69 美元，有 46.8%的上升空間。

图表27 ：DCF 模型

	高速成长期					稳定成长期					永续期
假设	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCF增长率				10%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	1%
CAPEX	-7	-7	-7								
现金流量预测	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
CFO	276	322	373								
CAPEX	-7	-7	-7								
自由现金流量	269	315	366	403	443	466	489	513	539	566	572
折合至2014年的现金流量	249	270	291	296	302	293	285	277	270	262	3,813
永续期折现值											7,660

基本参数:	
WACC	8.0%
长期增长率	0.5%
债券价值	0
股份数量	391

公司价值计算	
现金流折现	6,609
减：净金融负债	-1,053
股本价值	5,556
股本数量（预期）	391
ADS数量	391
Per ADS	14.23
敏感性分析	

來源：彭博、第一上海

图表28 ：同比公司估值一覽

公司名称	代码	股价	市值(亿)	14PE	15PE	16PE	EPS14-15复合增长	14-15PEG	14PS	15PS	16PS	13PB	13息率(%)
在线汽车													
易车	BITA	46.2	20.4	29.8	19.9	13.7	47.5%	0.6	6.3	4.7	3.7	8.3	0.00
汽车之家	ATHM	33.0	34.7	31.1	22.8	16.7	36.7%	0.8	11.3	8.0	6.1	9.4	0.00
在线旅游													
携程	CTRP	61.7	79.8	54.0	34.7	26.8	41.8%	1.3	6.9	4.1	4.1	5.9	0.00
去哪儿	QUNR	25.1	28.6	N/A	N/A	109.9	N/A	N/A	11.5	6.9	4.3	N/A	0.00
途牛	TOUR	17.4	8.3	N/A	311.1	37.4	N/A	N/A	1.6	0.8	0.5	N/A	0.00
电商													
聚美优品	JMEI	26.5	38.0	47.8	26.1	17.3	66.2%	0.7	5.8	4.2	3.1	35.9	0.00
京东	JD	28.3	386.9	N/A	329.1	75.7	N/A	N/A	2.2	1.4	0.9	72.8	0.00
唯品会	VIPS	182.0	102.8	72.2	40.3	25.1	69.5%	1.0	3.0	1.9	1.3	74.5	0.00
58同城	WUBA	52.2	42.5	124.3	51.2	N/A	N/A	N/A	17.1	11.5	8.3	19.3	0.00
亚马逊	AMZN	325.7	1498.7	95.5	55.9	31.6	73.8%	1.3	1.7	1.4	1.1	14.5	0.00
在线地产													
乐居	LEJU	10.4	13.8	13.7	10.0	7.7	33.6%	0.9	2.7	2.2	1.8	5.0	NA
搜房	SFUN	9.7	39.7	14.1	11.2	9.1	24.3%	0.5	5.2	4.3	3.5	8.3	0.00

來源：彭博、第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

風險因素

- 全國商品房銷售面積和銷售額進一步下降，由於公司的線上廣告和電子商務都是由新房銷售帶動的，如果全國商品房銷售額進一步下降，將會影響公司的業績。
- 競爭對手提供更多類似的服務來分流客戶，隨著大眾開始接受房地產電子商務，越來越多的競爭對手開始採取相同的方法來分流客戶，如樂居等，將會對公司的業績造成衝擊。
- 近期出現的二手房仲介在搜房網下架房源事件顯示了公司和二手房仲介的利益衝突，雖然公司通過降價暫時安撫了二手房仲介，未來公司能否建立一個讓各方都受益的平臺有待時間檢驗。
- VIE 結構風險：

  1. VIE 結構存在一定的政策風險。一旦國家相關部委出臺相應的規定，可能會對採取 VIE 結構的公司造成影響。
  2. 外匯管制風險：利潤在境內轉移至境外時可能面臨外匯管制風險。
  3. 稅務風險：VIE 結構的公司將會涉及大量的關聯交易等問題，也有可能在股息分配上存在稅收方面的風險。例如基於 VIE 協定結構下，海外公司必須留存 10%的稅後利潤去構建一個用於派息的資金池，直到這一資金池的存量規模達到公司註冊資本的 50%，才可進行派息行為。關於派息方面的政策性要求可能會限制公司整體的並購及投資策略，同時也會減少留存利潤及投資價值。
  4. 控制風險：由於是協議控制關係，上市公司對 VIE 沒有控股權，可能存在經營上無法參與或公司控制經營管理的問題。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄1：主要財務報表

损益表

<美元百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	**430**	**637**	**822**	**1,015**	**1,259**
毛利	349	535	692	862	1,055
销售及管理费用	-151	-185	-222	-274	-327
研发费用	0	0	0	0	0
营运收入	**219**	**383**	**503**	**621**	**760**
其他业务净额	-12	-15	-15	-15	-15
财务开支	0	0	0	0	0
联营公司等	0	0	0	0	0
税前盈利	**208**	**368**	**488**	**606**	**746**
所得税	-56	-70	-122	-152	-186
净利润	**152**	**299**	**366**	**455**	**559**
少数股东应占利	-0	0	0	0	0
本公司股东应占	152	299	366	455	559
折旧及摊销	**6**	**10**	**28**	**30**	**32**
EBITDA	213	373	475	591	728
增长(%)					
总收入	25.1	48.1	29.0	23.4	24.1
EBITDA	47.7	75.3	27.3	24.3	23.2

财务分析

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	81.2%	83.9%	84.2%	85.0%	83.8%
经营利润率 (%)	51.0%	60.1%	61.2%	61.2%	60.4%
EBITDA 利率 (%)	49.5%	58.6%	57.8%	58.3%	57.9%
净利率(%)	35.3%	46.9%	44.6%	44.8%	44.4%
营运表现					
销售及管理费用/收入	35.1%	29.0%	27.0%	27.0%	26.0%
实际税率 (%)	26.9%	18.9%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	52.1%	27.1%	30.0%	30.0%	30.0%
应收账款天数	24	21	11	11	11
财务状况					
总负债/总资产	0.77	0.71	0.60	0.51	0.43
收入/净资产	2.29	1.44	1.18	1.01	0.91
经营性现金流/收入	0.51	0.64	0.34	0.32	0.30

资产负债表

<美元百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	**118**	**581**	**797**	**1,085**	**1,416**
应收账款	30	45	0	0	0
存货	0	0	0	1	2
其他流动资产	46	338	328	327	326
总流动资产	**195**	**964**	**1,125**	**1,413**	**1,744**
固定资产	80	221	240	260	278
无形资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
银行存款及其他	14	23	65	60	139
总资产	**801**	**1,505**	**1,728**	**2,030**	**2,459**
应付账款	0	0	0	-121	-21
短期银行借款	0	0	0	1	2
其他短期负债	468	446	393	392	391
总短期负债	**468**	**446**	**393**	**272**	**371**
长期银行借款	81	181	181	181	181
其他负债	65	435	459	575	517
总负债	**614**	**1,062**	**1,033**	**1,027**	**1,070**
少数股东权益	1	0	0	0	0
股东权益	**187**	**443**	**700**	**1,018**	**1,410**
每股账面值(摊薄	2,281	5,242	8,273	12,035	16,661
营运资产	-273	518	733	1,142	1,373

现金流量表

<美元百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	**213**	**373**	**475**	**591**	**728**
净融资成本	0	0	0	1	2
营运资金变化	14	60	-125	-170	-225
所得税	-56	-70	-122	-152	-186
其他	48	44	48	51	54
营运现金流	**219**	**408**	**276**	**322**	**373**
资本开支	12	7	7	7	7
其他投资活动	-141	-47	-45	-17	-20
投资活动现金流	**-129**	**-40**	**-38**	**-11**	**-13**
负债变化	0	0	0	1	2
股本变化	-114	-55	0	0	0
股息	0	0	0	1	2
其他融资活动	-9	142	-22	-25	-33
融资活动现金流	-123	87	-22	-23	-29
汇兑变化	1	7	0	0	0
现金变化	**-32**	**463**	**216**	**288**	**331**
期初持有现金	150	118	581	797	1,085
期末持有现金	**118**	**581**	**797**	**1,085**	**1,416**

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的內容、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴報告中的任何內容作出任何投資決定。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的任何內容或材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2014 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。