

贝壳-W (02423.HK)

Q3 业绩保持平稳, “两翼” 业务收入高增

买入

核心观点

Q3 经营稳健, 业绩平稳。2023Q3, 公司实现 GTV 交易总额 6552 亿元, 同比-11%, 环比-16%; 营业收入 178 亿元, 同比+1%, 环比-9%; 营收同环比表现明显好于 GTV, 主要因为高货币化率的两翼业务占比提升, 带动综合货币化率较 Q2 提升 22bp 至 2.72%。2023Q3, 公司实现归母净利润 11.6 亿元, 经调整净利润 21.6 亿元, 同比+14%, 环比-9%; 贡献利润率 34.2%, 较 Q2 提升了 0.81 个百分点; 毛利率 27.4%, 经调整净利率 12.1%, 均与 Q1 持平。

存量房业务收入基本稳定。2023Q3, 公司存量房业务 GTV 为 4390 亿元, 同比-2%, 环比-4%, 其中, 链家主导的交易占比为 44%, 较 Q2 提升 4 个百分点; 存量房业务收入 63 亿元, 同比-12%, 环比-2%。2023Q3, 存量房业务货币化率 1.44%, 贡献利润率为 48.7%, 环比均提升; 9 月起, 链家在北京降低佣金费率, 对收入和利润的影响可控, 并将会被市占率提升带来的收益部分抵消。

新房业务收入下降较明显, 主要受全国新房市场降温影响。2023Q3, 新房业务 GTV 为 1921 亿元, 同比-27%, 环比-35%, 与全国商品住宅销售额同比-23%, 环比-22% 的趋势一致; 新房业务收入 59 亿元, 同比-24%, 环比-32%。2023Q3, 新房业务货币化率 3.07%, 进一步提高; 贡献利润率为 25%, 环比略降。

积极拓展的“两翼”业务收入高速增长。2023Q3, 家装家居业务收入 32 亿元, 同比+72%, 环比+21%; 以租房业务为核心的新兴业务收入 24 亿元, 同比+203%, 环比+39%。“两翼”业务的收入占比也越来越高, 2023Q3, 家装家居和新兴业务占比分别为 18% 和 14%, 分别较 Q2 提升了 4 和 5 个百分点。

门店经纪人活跃度环比持续微降。截至 2023Q3 末, 公司门店有 4.3 万家, 同比+4%, 环比持平; 经纪人有 42.9 万人, 同比+7%, 环比-1%。活跃门店和经纪人占比分别为 95% 和 93%, 均环比微降。2023Q3 公司 APP 移动月活用户 4920 万人, 同比+16%, 环比+2%, 购房者关注度仍在提升, 但观望情绪较重。

投资建议: 公司 Q3 业绩保持平稳, 存量房收入基本稳定, 新房业务受市场环境收缩, 家装家居和租赁住房业务收入高增。预计公司 2023-2025 年经调整净利润分别为 88/82/83 亿元, 每股收益分别为 2.34/2.18/2.21 元, 对应当前股价 PE 分别为 14.4/15.5/15.3 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司业务与中国房地产市场同频共振, 若经济增速放缓、居民收入预期下降、政策放松不及预期、房企信用风险事件冲击等因素导致居住行业波动, 可能对公司的经营业绩造成重大不利影响。此外, 政府有关部门如果进一步加强对房产中介服务的管控, 可能会引发佣金费率被动压降。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	80,752	60,669	76,082	90,050	97,701
(+/-%)	14.6%	-24.9%	25.4%	18.4%	8.5%
经调整净利润(百万元)	2,295	2,854	8,803	8,212	8,305
(+/-%)	-59.9%	23.9%	208.4%	-6.7%	1.1%
每股收益(元)	0.61	0.76	2.34	2.18	2.21
EBIT Margin	-0.8%	-1.1%	7.3%	6.4%	6.5%
净资产收益率 (ROE)	3.4%	4.2%	12.3%	10.8%	10.2%
市盈率 (PE)	55.3	44.5	14.4	15.5	15.3
EV/EBITDA	210.2	204.6	24.1	24.2	22.8
市净率 (PB)	1.90	1.84	1.72	1.61	1.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

房地产 · 房地产服务

证券分析师: 任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师: 王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师: 王粤雷

0755-81981019

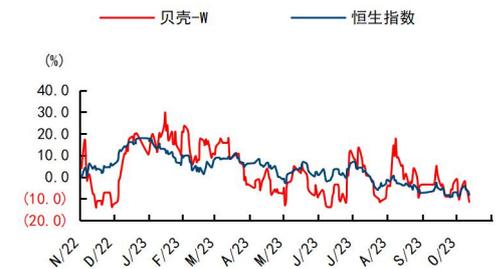
wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	37.15 港元
总市值/流通市值	139651/133974 百万港元
52 周最高价/最低价	55.21/26.22 港元
近 3 个月日均成交额	38.11 百万港元

市场走势



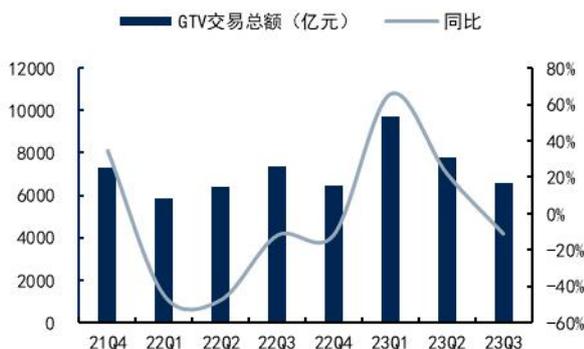
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贝壳-W (02423.HK)-Q2 业绩同比高增, 新房业务稳健增长》——2023-09-04
- 《贝壳-W (02423.HK)-复苏强度远超行业, 盈利水平大幅提升》——2023-05-22
- 《贝壳-W (02423.HK)-收入虽受疫情扰动, 盈利质量逆势改善》——2023-03-18
- 《贝壳-W (02423.HK)-Q3 业绩扭亏为盈, 尽显复苏弹性》——2022-12-02
- 《贝壳-W (02423.HK)-Q2 环比改善, 彰显龙头韧性与业绩弹性》——2022-08-25

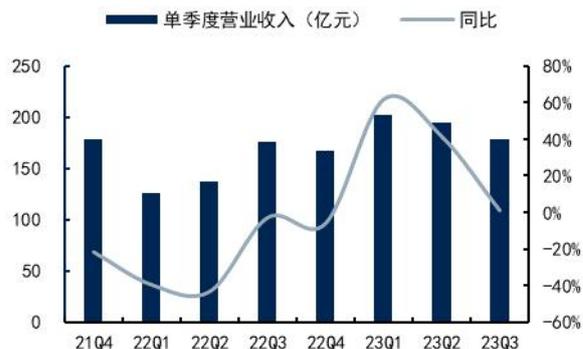
Q3 经营稳健，业绩平稳。2023Q3，公司实现 GTV 交易总额 6552 亿元，同比-11%，环比-16%；营业收入 178 亿元，同比+1%，环比-9%；营收同环比表现明显好于 GTV，主要因为高货币化率的两翼业务占比提升，带动综合货币化率较 Q2 提升 22bp 至 2.72%。从盈利能力看，2023Q3，公司实现归母净利润 11.6 亿元，经调整净利润 21.6 亿元，同比+14%，环比-9%；贡献利润率 34.2%，较 Q2 提升了 0.81 个百分点；毛利率 27.4%，经调整净利率 12.1%，均与 Q1 持平。

图1：公司单季度交易总额 GTV 及同比



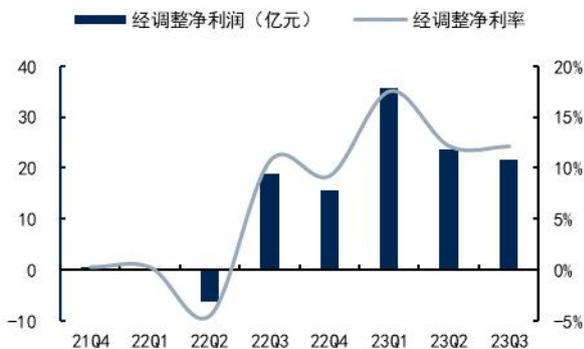
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比



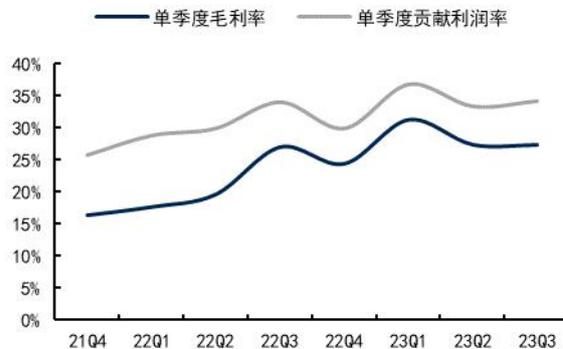
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度经调整净利润及经调整净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度毛利率和贡献利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

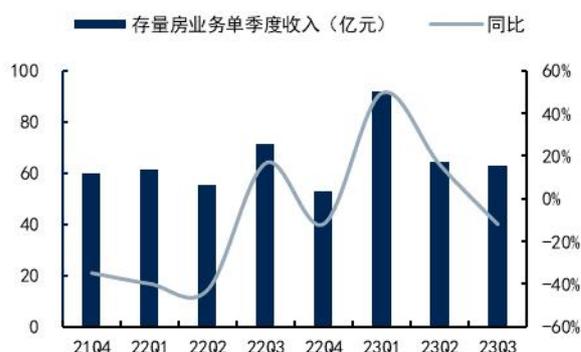
存量房业务收入基本稳定。2023Q3，公司存量房业务 GTV 为 4390 亿元，同比-2%，环比-4%，其中，链家主导的交易占比为 44%，较 Q2 提升了 4 个百分点；存量房业务收入 63 亿元，同比-12%，环比-2%。2023Q3，存量房业务货币化率 1.44%，贡献利润率为 48.7%，环比均提升；9 月起，链家在北京降低佣金费率，对收入和利润的影响可控，并将会被市占率提升带来的收益部分抵消。

图5: 公司存量房业务单季度交易总额及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

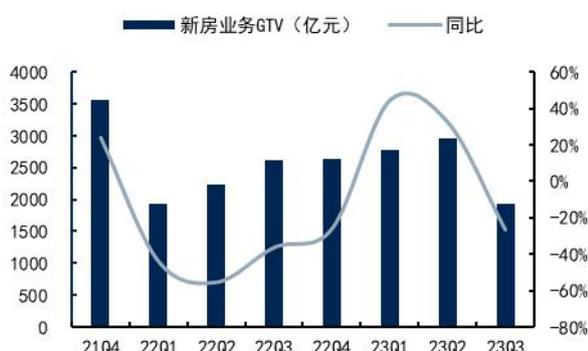
图6: 公司存量房业务单季度收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

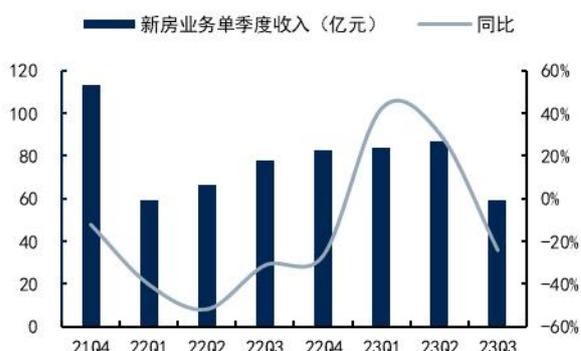
新房业务收入下降较明显，主要受全国新房市场降温影响。2023Q3，新房业务 GTV 为 1921 亿元，同比-27%，环比-35%，与全国商品住宅销售额同比-23%，环比-22% 的趋势一致；新房业务收入 59 亿元，同比-24%，环比-32%，与 GTV 表现保持一致。2023Q3，新房业务货币化率 3.07%，进一步提高；贡献利润率为 25%，环比略降。

图7: 公司新房业务单季度交易总额及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

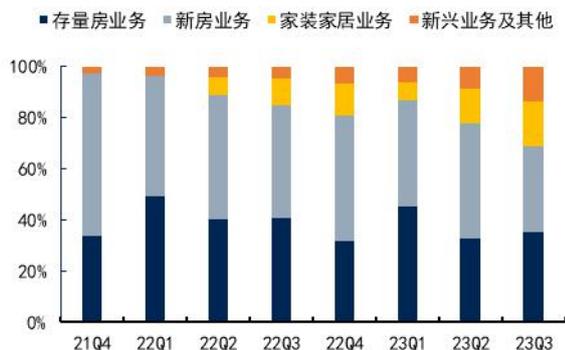
图8: 公司新房业务单季度收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

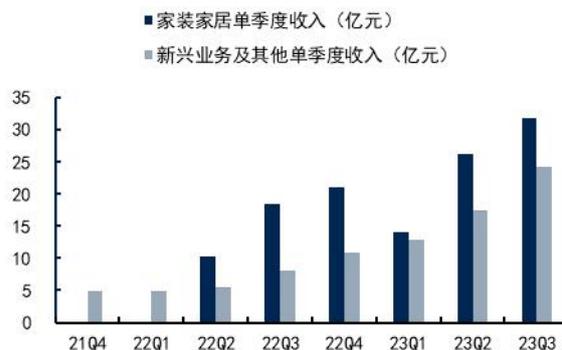
积极拓展的“两翼”业务收入高速增长。2023Q3，家装家居业务收入 32 亿元，同比+72%，环比+21%；以租房业务为核心的新兴业务收入 24 亿元，同比+203%，环比+39%。“两翼”业务的收入占比也越来越高，2023Q3，家装家居和新兴业务占比分别为 18%和 14%，分别较 Q2 提升了 4 和 5 个百分点。

图9: 公司各业务单季度收入占比结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

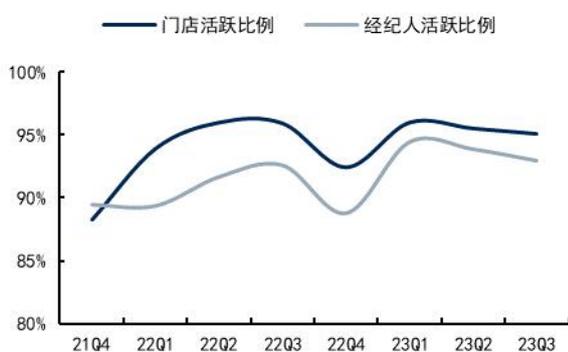
图10: 公司家装家居和新兴业务单季度收入



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

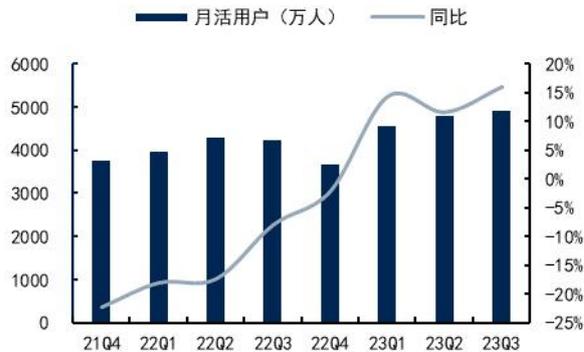
门店经纪人活跃度环比持续微降。截至 2023Q3 末, 公司门店数量 4.3 万家, 同比+4%, 环比持平; 经纪人数量 42.9 万人, 同比+7%, 环比-1%。其中, 活跃门店和活跃经纪人数量占比分别为 95%和 93%, 均环比微降。2023Q3, 公司 APP 移动月活用户 4920 万人, 同比+16%, 环比+2%, 购房者关注度仍在提升, 但观望情绪较重。

图11: 公司各季度末活跃门店和活跃经纪人占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司各季度末月活用户数量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司 Q3 业绩保持平稳, 存量房收入基本稳定, 新房业务受市场环境影 响收缩, 家装家居和租赁住房业务收入高增。预计公司 2023-2025 年经调整净利润分别为 88/82/83 亿元, 每股收益分别为 2.34/2.18/2.21 元, 对应当前股价 PE 分别为 14.4/15.5/15.3 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司业务与中国房地产市场同频共振, 若经济增速放缓、居民收入预期 下降、政策放松不及预期、房企信用风险事件冲击等因素导致居住行业波动, 可能 对公司的经营业绩造成重大不利影响。此外, 政府有关部门如果进一步加强对 房产中介服务的管控, 可能会引发佣金费率被动压降。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	20446	19413	26280	36316	44981	营业收入	80752	60669	76082	90050	97701
应收款项	13370	8511	11464	13569	14722	营业成本	64933	46888	54994	65628	71136
存货净额	0	128	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	6665	6837	7751	9175	9954	销售费用	4309	4573	6240	7384	8012
流动资产合计	69926	70425	81033	94596	105194	管理费用	12118	9892	9306	11256	12213
固定资产	1972	2037	2098	2097	2033	财务费用	(355)	(743)	(550)	(761)	(995)
无形资产及其他	10191	17905	17212	16518	15824	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	18230	18981	18981	18981	18981	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	335	(435)	0	0	0
资产总计	100319	109347	119323	132192	142032	营业利润	81	(377)	6092	6543	7335
短期借款及交易性金融负债	454	619	619	619	619	营业外净收支	1059	669	0	0	0
应付款项	6939	6658	7310	8758	9504	利润总额	1141	292	6092	6543	7335
其他流动负债	21543	26064	30319	36333	39425	所得税费用	1665	1690	1523	1636	1834
流动负债合计	28936	33341	38248	45710	49548	少数股东损益	(1)	(11)	(234)	(251)	(281)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整净利润	2295	2854	8803	8212	8305
其他长期负债	4327	6952	7452	7952	8452	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	4327	6952	7452	7952	8452	经营活动现金流	3595	8461	7867	11035	9666
负债合计	33263	40293	45699	53661	57999	资本开支	(1870)	(1568)	(1000)	(1000)	(1000)
少数股东权益	82	134	(100)	(351)	(632)	其它投资现金流	(23014)	(6905)	0	0	0
股东权益	66974	68920	73723	78881	84664	投资活动现金流	(24884)	(8472)	(1000)	(1000)	(1000)
负债和股东权益总计	100319	109347	119323	132192	142032	权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	(15)	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	支付股利、利息	0	0	0	0	0
每股收益	0.61	0.76	2.34	2.18	2.21	其它融资现金流	(1059)	(1155)	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	融资活动现金流	(1074)	(1155)	0	0	0
每股净资产	17.82	18.33	19.61	20.98	22.52	现金净变动	(22363)	(1167)	6867	10035	8666
ROIC	1%	15%	20%	24%	31%	货币资金的期初余额	40970	20446	19413	26280	36316
ROE	—	—	7%	7%	7%	货币资金的期末余额	20446	19413	26280	36316	44981
毛利率	20%	23%	28%	27%	27%	企业自由现金流	0	13882	6455	9465	7920
EBIT Margin	-1%	-1%	7%	6%	6%	权益自由现金流	0	6175	6867	10035	8666
EBITDA Margin	1%	1%	9%	8%	8%						
收入增长	15%	-25%	25%	18%	8%						
净利润增长率	—	—	-447%	7%	12%						
资产负债率	33%	37%	38%	40%	40%						
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
P/E	55.3	44.5	14.4	15.5	15.3						
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5						
EV/EBITDA	210.2	204.6	24.1	24.2	22.8						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032