

贝壳-W (02423.HK)

优于大市

新赛道业务成长平滑主航道收入波动，利润率环比持平

核心观点

营收同比-19%，经调整净利率环比持平。2024Q1，公司实现 GTV 交易总额 6299 亿元，同比-35%；营业收入 164 亿元，同比-19%。营收同比表现明显好于 GTV，主要受益于“两翼”业务占比提升至 35%，家装家居和包括房屋租赁服务在内的新兴业务仍在高速增长。利润端，2024Q1，公司实现归母净利润 4.3 亿元，同比-84%；经调整归母净利润 14 亿元，同比-61%；经调整净利率 8.5%，贡献利润率 31.7%，毛利率 25.2%，环比均基本持平。

主航道业务短期内受到行业下行影响。2024Q1，公司存量房业务 GTV 为 4532 亿元，同比-32%；存量房业务收入 57 亿元，同比-38%；存量房业务货币化率降至 1.26%，主要因为公司积极拓店叠加二线城市存量房交易活跃，链家系交易额的占比走低；存量房业务贡献利润率维持 45%。2024Q1，公司新房业务实现 GTV 交易总额 1518 亿元，同比-45%；新房业务收入 49 亿元，同比-42%，货币化率创历史新高 3.24%；贡献利润率 22.3%，同环比下滑，主要因为提升经纪人分佣比例，改善平台生态。

新赛道业务保持高增速。2024Q1，家装家居业务收入 24 亿元，同比+71%，货币化率 71%，贡献利润率 31%；首次独立披露的房屋租赁服务收入 26 亿元，同比+189%，贡献利润率 5.5%；其他新兴业务收入为 7 亿元，同比+85%，贡献利润率 95%。

公司门店经纪人数量回升。截至 2024Q1 末，公司门店数量 4.4 万家，同比+7%，环比+1%；经纪人 44.3 万人，同比+2%，环比+4%；活跃门店和活跃经纪人占比分别为 96%和 90%；公司 APP 移动月活用户 4770 万人，同比+5%，环比+10%。

投资建议：公司始终保持房产中介行业龙头地位，业绩弹性较强。鉴于近期地产政策的积极变化，我们对公司的持续盈利能力持乐观态度。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2024-2025 年经调整净利润分别为 98/99 亿元，每股收益分别为 2.67/2.69 元，对应当前股价 PE 分别为 14.5/14.4 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：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，公司经营会受到不利影响。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	60,669	77,777	85,776	90,562	95,021
(+/-%)	-24.9%	28.2%	10.3%	5.6%	4.9%
经调整归母净利润(百万元)	2,854	9,792	9,823	9,882	10,166
(+/-%)	24.4%	243.1%	0.3%	0.6%	2.9%
每股收益(元)	0.78	2.66	2.67	2.69	2.76
EBIT Margin	-1.1%	6.3%	5.9%	6.0%	5.9%
净资产收益率(ROE)	4.2%	13.9%	13.1%	12.2%	11.7%
市盈率(PE)	49.9	14.5	14.5	14.4	14.0
EV/EBITDA	223.3	29.4	30.2	28.8	28.3
市净率(PB)	2.07	1.97	1.83	1.70	1.58

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

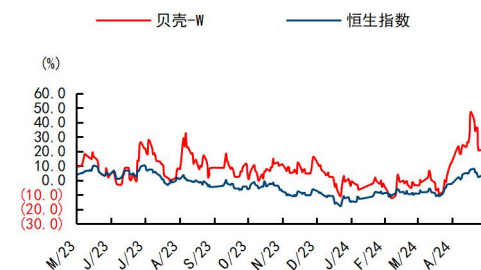
wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	44.00 港元
总市值/流通市值	161791/155301 百万港元
52 周最高价/最低价	55.40/31.61 港元
近 3 个月日均成交额	45.19 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) - 龙头经营优势彰显，盈利能力逆势提升》——2024-03-20
- 《贝壳-W (02423.HK) - Q3 业绩保持平稳，“两翼”业务收入高增》——2023-11-12
- 《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

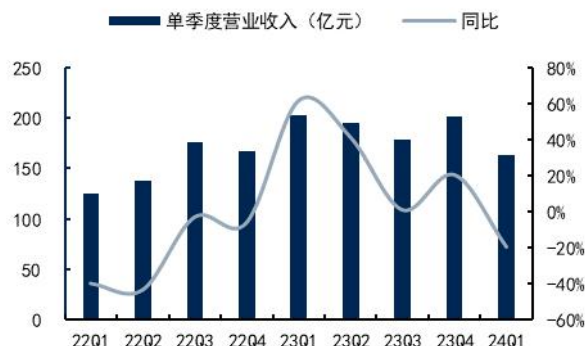
营收同比-19%，经调整净利率环比持平。2024Q1，公司实现 GTV 交易总额 6299 亿元，同比-35%；营业收入 164 亿元，同比-19%。营收同比表现明显好于 GTV，主要受益于“两翼”业务占比提升至 35%，家装家居和包括房屋租赁服务在内的新兴业务仍在高速增长。利润端，2024Q1，公司实现归母净利润 4.3 亿元，同比-84%；经调整归母净利润 14 亿元，同比-61%；经调整净利率 8.5%，贡献利润率 31.7%，毛利率 25.2%，环比均基本持平。

图1：公司单季度交易总额 GTV 及同比



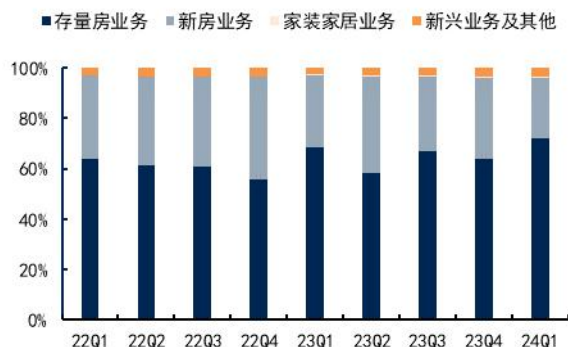
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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：公司单季度各业务交易总额 GTV 占比结构



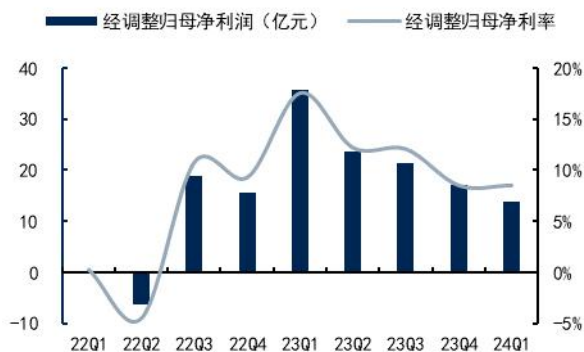
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度各业务营业收入占比结构



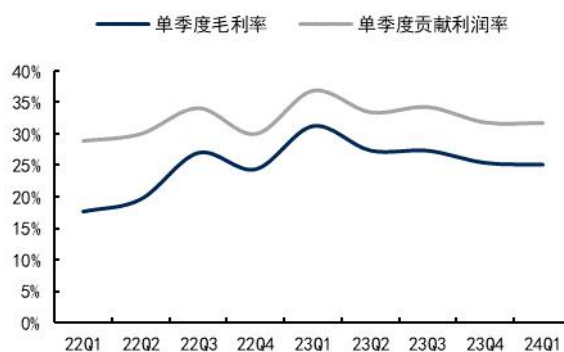
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季度经调整归母净利润及经调整归母净利率



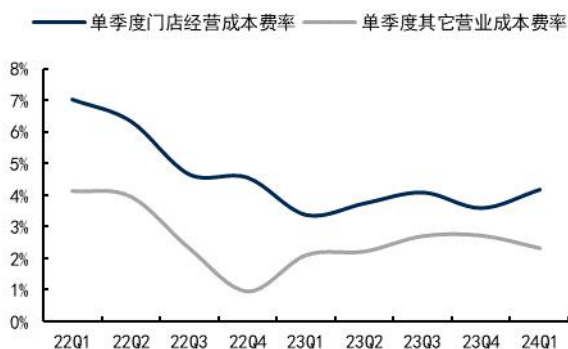
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率和贡献利润率



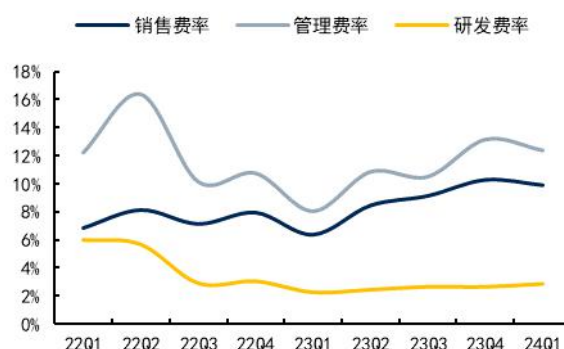
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度门店经营成本及其他营业成本费率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度销售费率、管理费率 and 研发费率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

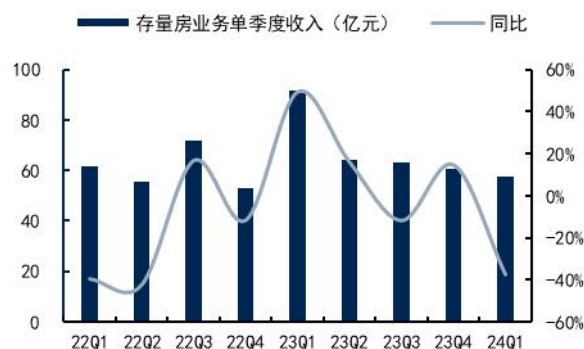
主航道业务短期内受到行业下行影响。2024Q1, 公司存量房业务 GTV 为 4532 亿元, 同比-32%; 存量房业务收入 57 亿元, 同比-38%; 存量房业务货币化率降至 1.26%, 主要因为公司积极拓店叠加二线城市存量房交易活跃, 链家系交易额的占比走低; 存量房业务贡献利润率维持 45%。2024Q1, 公司新房业务实现 GTV 交易总额 1518 亿元, 同比-45%; 新房业务收入 49 亿元, 同比-42%, 货币化率创历史新高 3.24%; 贡献利润率 22.3%, 同环比下滑, 主要因为提升经纪人分佣比例, 改善平台生态。

图9: 存量房业务单季度交易总额及同比



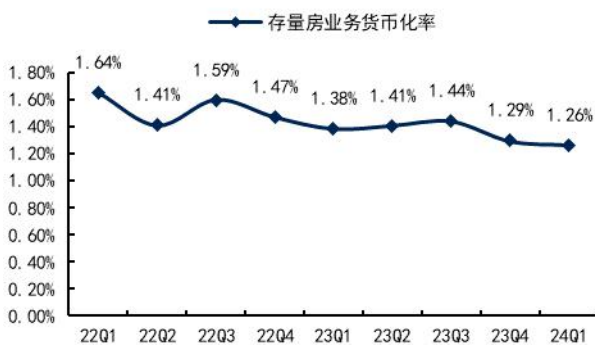
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 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

图11: 存量房业务单季度货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 存量房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 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14: 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

图15: 新房业务单季度货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 新房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新赛道业务保持高增速。2024Q1, 家装家居业务收入 24 亿元, 同比+71%, 货币化率 71%, 贡献利润率 31%; 首次独立披露的房屋租赁服务收入 26 亿元, 同比+189%, 贡献利润率 5.5%; 其他新兴业务收入为 7 亿元, 同比+85%, 贡献利润率 95%。

图17: 公司家装家居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

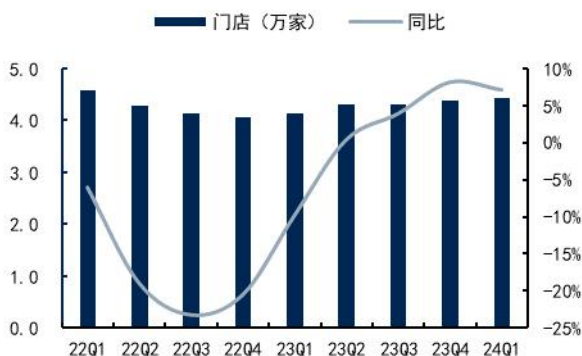
图18: 公司家装家居单季度货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

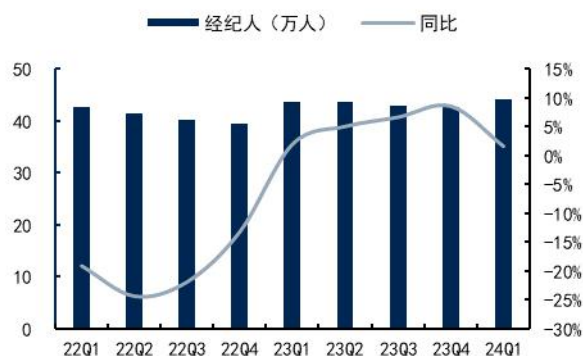
公司门店经纪人数回升。截至 2024Q1 末, 公司门店数量 4.4 万家, 同比+7%, 环比+1%; 经纪人 44.3 万人, 同比+2%, 环比+4%; 活跃门店和活跃经纪人数占比分别为 96%和 90%; 公司 APP 移动月活用户 4770 万人, 同比+5%, 环比+10%。

图19: 公司各季度年末门店数量（单位：万家）



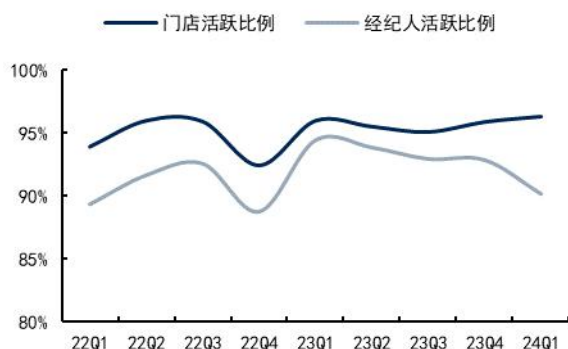
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图20: 公司各季度末经纪人数量（单位：万人）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图21: 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22: 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：公司始终保持房产中介行业龙头地位，业绩弹性较强。鉴于近期地产政策的积极变化，我们对公司的持续盈利能力持乐观态度。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2024-2025 年经调整净利润分别为 98/99 亿元，每股收益分别为 2.67/2.69 元，对应当前股价 PE 分别为 14.5/14.4 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：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，公司经营会受到不利影响。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19413	19635	29403	37580	46066	营业收入	60669	77777	85776	90562	95021
应收款项	8511	8337	9194	9707	10185	营业成本	46888	56059	62148	65545	68868
存货净额	128	304	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	6837	7192	7932	8374	8787	销售费用	4573	6654	7339	7748	8129
流动资产合计	70425	69754	80815	89948	99324	管理费用	9892	10173	11220	11846	12429
固定资产	2037	1965	2352	2705	3026	财务费用	(743)	(1263)	(603)	(827)	(1035)
无形资产及其他	17905	23542	22365	21188	20011	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	18981	25071	25071	25071	25071	资产减值及公允价值变动	0	0	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(435)	969	0	0	0
资产总计	109347	120332	130603	138912	147431	营业利润	(377)	7123	5773	6351	6730
短期借款及交易性金融负债	619	290	290	290	290	营业外净收支	669	761	2000	1500	1500
应付款项	6658	7362	8214	8669	9114	利润总额	292	7884	7773	7851	8230
其他流动负债	26064	31871	35461	37428	39330	所得税费用	1690	1994	1943	1963	2057
流动负债合计	33341	39524	43966	46387	48734	少数股东损益	(11)	6	6	6	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整归母净利润	2854	9792	9823	9882	10166
其他长期负债	6952	8607	8607	8607	8607						
长期负债合计	6952	8607	8607	8607	8607	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	40293	48131	52572	54994	57341	经调整归母净利润	2854	9792	9823	9882	10166
少数股东权益	134	101	108	114	121	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	68920	72100	77923	83805	89970	折旧摊销	1503	1600	1390	1424	1457
负债和股东权益总计	109347	120332	130603	138912	147431	公允价值变动损失	0	0	(100)	(100)	(100)
						财务费用	(743)	(1263)	(603)	(827)	(1035)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	10673	1718	3149	1466	1457
每股收益	0.78	2.66	2.67	2.69	2.76	其它	(6569)	(1953)	(3994)	(3994)	(3993)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	8461	11158	10268	8677	8986
每股净资产	18.74	19.61	21.19	22.79	24.47	资本开支	(1568)	(1529)	(500)	(500)	(500)
ROIC	15%	16%	17%	21%	24%	其它投资现金流	(6905)	(2449)	0	0	0
ROE	—	8%	8%	7%	7%	投资活动现金流	(8472)	(3977)	(500)	(500)	(500)
毛利率	23%	28%	28%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-1%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	1%	8%	8%	8%	7%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-25%	28%	10%	6%	5%	其它融资现金流	(1155)	(6962)	0	0	0
经调整归母净利润增长率	24%	243%	0%	1%	3%	融资活动现金流	(1155)	(6962)	0	0	0
资产负债率	37%	40%	40%	40%	39%	现金净变动	(1167)	219	9768	8177	8486
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	20446	19413	19635	29403	37580
P/E	49.9	14.5	14.5	14.4	14.0	货币资金的期末余额	19413	19635	29403	37580	46066
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	0	5443	7841	6457	6610
EV/EBITDA	223.3	29.4	30.2	28.8	28.3	权益自由现金流	0	(2321)	8293	7077	7386

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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