

评级：买入（首次）

市场价格：34.35 港元

分析师：由子沛

执业证书编号：S0740523020005

Email: youzp@zts.com.cn

分析师：侯希得

执业证书编号：S0740523080001

Email: houxd@zts.com.cn

分析师：李焱

执业证书编号：S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,668
流通股本(百万股)	3,521
市价(港元)	34.35
市值(百万港元)	125,988
流通市值(百万港元)	120,934

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	77,777	85,649	99,492	111,527
增长率 yoy%	28%	10%	16%	12%
净利润(百万元)	5,883	7,813	9,899	11,283
增长率 yoy%	524%	33%	27%	14%
每股收益(元)	1.60	2.13	2.70	3.08
每股现金流量	3.04	1.81	4.28	4.08
净资产收益率	8%	10%	12%	12%
P/E	19.6	14.8	11.7	10.2
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价以8月5日收盘价为基准

报告摘要

- **中国最大的房产交易和服务平台：**贝壳是中国最大的房产交易和服务平台，公司打造的 ACN 网络基础设施高效地为消费者提供了二手房交易、新房交易、房屋租赁和家装家居等房产交易服务。贝壳前身为 2001 年成立的链家房地产经纪公司，2009 年“链家在线”上线，开始互联网化尝试，2015 年链家合并多家房产中介公司，开启全国化布局，2018 年“贝壳找房”平台正式上线，2020 年和 2022 年，公司相继在纽交所和港交所上市，进一步夯实了行业龙头的地位。
- **居住市场规模不断拓展，经纪服务渗透率稳步提升：**我国居住行业涵盖范围广，市场规模从 2016 年的 25.4 万亿元迅速增长至 2021 年的 39.6 万亿元，复合年增长率为 9.3%，且由于家庭趋于小型化、城市化率提升、人口流动加速和居民生活水平的提高等因素，长期来看，居住行业的市场规模将会持续扩大。同时，近年来随着存量房供应量的增加、房屋换手率上升、流动人口增长、改善需求的释放以及房地产经纪服务渗透率的逐年攀升，公司作为行业龙头，有望充分受益于居住行业市场规模的扩大。行业经纪服务的渗透率从 2016 年的 43.2% 增长至 2021 年的 49.8%，预计到 2026 年，渗透率将进一步提升至 61.6% 的水平。
- **经纪业务稳健复苏，家装与租赁业务快速扩张：**二手房和新房交易业务是公司的发展基石，2023 年这两项业务的收入均恢复增长，随着市场总体存量房规模的增加，贝壳二手房业务的收入持续提高，2023 年同比增长 15.9%。2023 年全国商品房规模收缩，但得益于公司积极与开发商合作的策略，贝壳新房交易额实现逆势回升，同比增长 6.7%。此外，公司的家装及租赁管理等新业务实现高速增长，在公司营收的占比持续提升，分别由 2022 年的 8.3% 和 4.6% 提高至 2023 年的 14.0% 和 10.8%，成为公司收入增长的主要推动力。
- **收入企稳回升，门店规模再创新高：**2023 年公司总交易额达 31,429 亿元，同比增长 20.4%；营业收入 777.8 亿元，同比增长 28.2%；扣非后归母净利润达 51.2 亿元，同比增长 349.2%；毛利率 27.9%，较上年同期上升 5.2 个百分点；净利润率 7.6%，较上年同期提升 9.9 个百分点。公司整体交易规模持续扩张，盈利能力同步提升，净利润转亏为盈，经营能力持续提升。此外，2023 年末公司活跃门店数达 42,021 家，活跃经纪人数达 397,135 名，保持着扩张的态势。
- **投资建议：**贝壳作为业内龙头企业，在全国布局战略深化和平台优势的加持下，将充分受益于行业规模的持续扩张。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 78.1 亿、99.0 亿、112.8 亿，当前股价对应 PE 分别为 14.8 倍、11.7 倍、10.2 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**房地产行业下行超预期、佣金收入低于预期、引用数据滞后或不及时。

目录

一、公司发展历程及业务概览.....	- 5 -
二、股权结构分散，投票权集中，激励机制完善.....	- 7 -
2.1 设有不同投票权架构，控股股东掌握近半投票权.....	- 7 -
2.2 管理层经验丰富.....	- 8 -
2.3 丰富灵活的股权激励机制.....	- 8 -
三、居住行业规模庞大，长期发展潜力广阔.....	- 10 -
3.1 行业空间持续扩大，贝壳有望充分受益.....	- 10 -
3.2 房地产经纪服务渗透率及佣金收入持续提高.....	- 11 -
四、经纪业务稳健复苏，家装与新兴业务快速扩张.....	- 13 -
4.1 存量房业务回暖，业绩稳健增长.....	- 15 -
4.2 新房业务逆势回升，显著跑赢市场.....	- 16 -
4.3 家装家居业务快速提升，开辟第二增长曲线.....	- 18 -
4.4 新兴业务高速扩张，房屋租赁管理贡献较大.....	- 18 -
五、营收企稳回升，净利润高速增长.....	- 19 -
六、盈利预测.....	- 22 -
七、投资建议.....	- 24 -
八、风险提示.....	- 24 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司规模及 2023 年主要业绩.....	- 5 -
图表 3: 平台主要组成部分及相互协同作用.....	- 6 -
图表 4: ACN 网络环节划分及佣金分配.....	- 6 -
图表 5: 不同投票权受益人持股情况.....	- 7 -
图表 6: 公司股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	- 7 -
图表 7: 公司投票权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	- 7 -
图表 8: 公司管理层背景.....	- 8 -
图表 9: 2018 年购股权计划已授出购股权详情.....	- 9 -
图表 10: 2020 年购股权计划已授出购股权详情.....	- 9 -
图表 11: 2022 年购股权计划已授出购股权详情.....	- 9 -
图表 12: 中国居住行业市场规模变动情况及预测.....	- 10 -
图表 13: 中国居住行业市场规模复合年增长率.....	- 10 -
图表 14: 中国平均家庭户规模变动情况及预测.....	- 11 -
图表 15: 中国家庭数量变动情况.....	- 11 -
图表 16: 中美城市化率变动情况及预测.....	- 11 -
图表 17: 中国流动人口变动情况.....	- 11 -
图表 18: 中国城镇居民人均可支配收入变动情况.....	- 11 -
图表 19: 通过经纪服务产生的房产交易额及渗透率.....	- 12 -
图表 20: 经纪服务产生的房产交易额复合增长率.....	- 12 -
图表 21: 中国房地产经纪服务佣金收入变动情况及预测.....	- 12 -
图表 22: 房地产经纪服务佣金收入复合年增长率.....	- 12 -
图表 23: 分业务交易额占比.....	- 13 -
图表 24: 总交易额变动情况.....	- 13 -
图表 25: 2022 年分业务净收入占比.....	- 14 -
图表 26: 2023 年分业务净收入占比.....	- 14 -
图表 27: 分业务贡献利润的计算方法.....	- 14 -
图表 28: 分业务贡献利润情况.....	- 15 -
图表 29: 分业务贡献利润率情况.....	- 15 -
图表 30: 20 个重点城市二手房销售面积占比.....	- 15 -
图表 31: 门店数量变动情况.....	- 16 -
图表 32: 经纪人数量变动情况.....	- 16 -
图表 33: 存量房交易额变动情况.....	- 16 -

图表 34: 存量房营业收入变动情况	- 16 -
图表 35: 新房交易额变动情况.....	- 17 -
图表 36: 新房业务市占率变动情况	- 17 -
图表 37: 新房应收账款周转天数变动情况	- 17 -
图表 38: “预付佣”收入占比变动情况.....	- 17 -
图表 39: 国央企佣金收入占比变动情况.....	- 18 -
图表 40: 家装家居交易额变动情况	- 18 -
图表 41: 家装家居营业收入及占比变动情况.....	- 18 -
图表 42: 新兴业务营业收入变动情况.....	- 19 -
图表 43: 新兴业务营收占比变动情况.....	- 19 -
图表 44: “省心租”在管规模变动情况.....	- 19 -
图表 45: 总营业收入变动情况.....	- 20 -
图表 46: 扣非后归母净利润变动情况.....	- 20 -
图表 47: 总资产变动情况.....	- 20 -
图表 48: 净资产收益率变动情况.....	- 20 -
图表 49: 销售毛利率变动情况.....	- 20 -
图表 50: 销售净利率变动情况.....	- 21 -
图表 51: 资产负债率变动情况.....	- 21 -
图表 52: 经营活动现金流变动情况	- 21 -
图表 53: 公司主营业务收入预测拆分.....	- 23 -
图表 54: 公司营业成本预测	- 23 -
图表 55: 可比公司估值表.....	- 24 -
图表 56: 盈利预测表.....	- 25 -

一、公司发展历程及业务概览

中国最大的房产交易和服务平台。贝壳控股有限公司是全球领先的线上线下一体化房产交易和服务平台。公司率先在中国打造了平台基础设施和标准，从而更高效地为消费者提供二手房和新房交易、房屋租赁、家装家居等其他房产交易服务。贝壳前身为2001年成立的链家房地产经纪公司；2009年“链家在线”上线，开始互联网化尝试；2015年链家合并多家房产中介公司，开启全国化布局；2018年贝壳找房正式上线；2020年，贝壳在纽交所主板上市（股票代码BEKE.N），成为“中国居住服务第一股”；2022年5月，贝壳以介绍上市的形式在香港联交所主板上市（股票代码2423.HK）。2023年，贝壳总交易额达到31,429亿元，活跃门店数达42,021家，活跃经纪人数达397,135名。根据灼识咨询报告，按总交易额计算，贝壳是中国最大的房产交易和服务平台，同时也跻身全球前三大商业平台之列。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

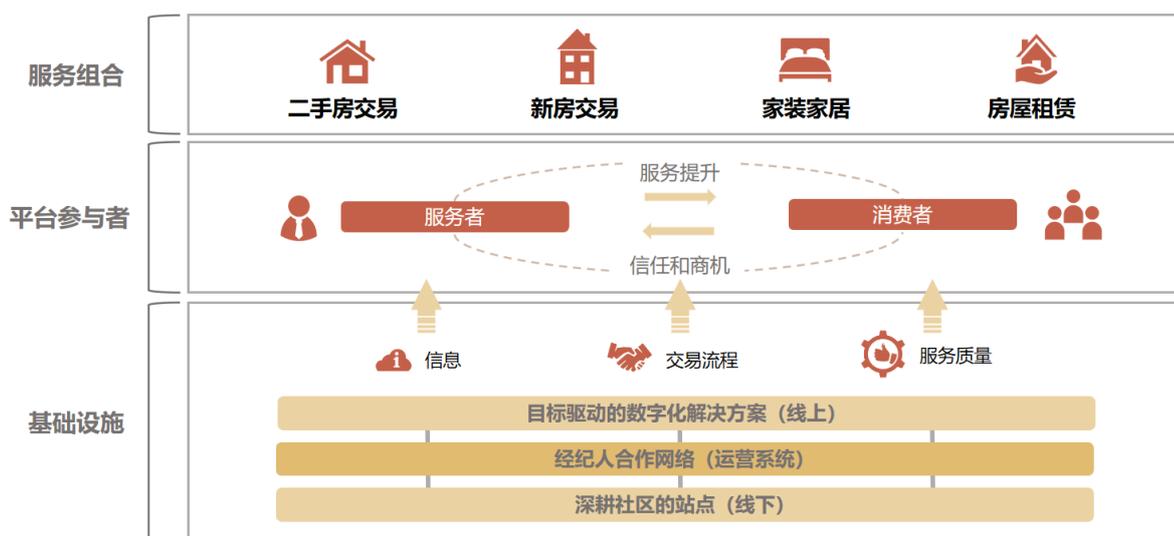
图表 2：公司规模及 2023 年主要业绩



来源：公司 2023 年年报、中泰证券研究所

高品质高效率的一站式服务。作为居住产业数字化服务平台，贝壳致力于推进居住服务的产业数字化、智能化进程，通过聚合、助力优质服务者。截至 2023 年末，贝壳拥有自营房地产经纪品牌链家、加盟房地产经纪品牌德佑、附属家装品牌圣都家装等附属品牌，更好地为消费者提供二手房交易、新房交易、租赁、家装、家居、家服等一站式服务。

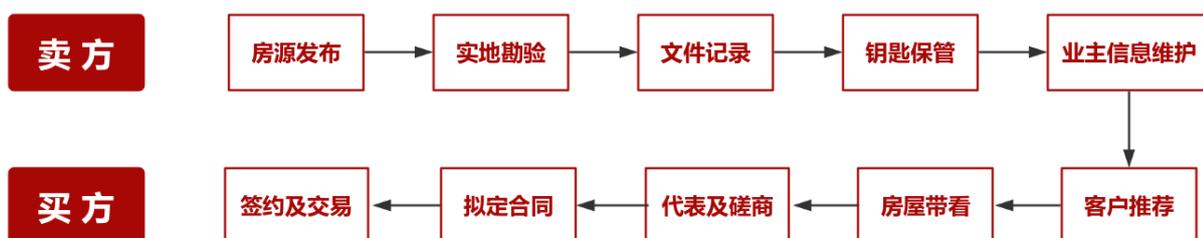
图表 3：平台主要组成部分及相互协同作用



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

核心竞争力 ACN 网络助力公司发展。ACN 网络，即经纪人合作网络，是贝壳基础设施的核心。其运作规则是：将存量房交易划分为不同环节，并允许跨品牌及跨门店经纪人在一单交易中开展合作，根据其参与环节分配不同比例的佣金。ACN 网络的竞争优势主要表现在：(i) 促进经纪人间的信息和资源共享，提高合作效率，实现良性竞争；(ii) 增强不同环节经纪人专业化程度，提升用户交易体验；(iii) 激励经验不足的经纪人通过担任相对容易的角色积累经验并获得报酬，提高经纪人留存率。

图表 4：ACN 网络环节划分及佣金分配



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

二、股权结构分散，投票权集中，激励机制完善

2.1 设有不同投票权架构，控股股东掌握近半投票权

贝壳设有不同投票权架构，公司股本包括 A 类普通股和 B 类普通股。每股 A 类股赋予持有人一票投票权，每股 B 类股赋予持有人十票投票权。公司联合创始人、董事会主席兼首席执行官彭永东及公司联合创始人兼执行董事单一刚为持有 B 类普通股的不同投票权受益人。

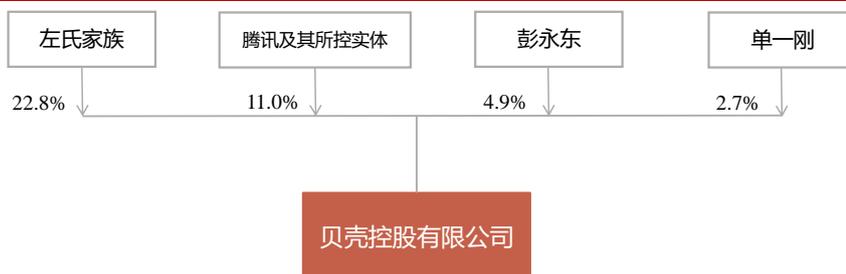
图表 5：不同投票权受益人持股情况

不同投票权受益人	A 类普通股数目 (股)	B 类普通股数目 (股)	股权比例	投票权比例
彭永东	77,681,824	104,258,701	4.9%	22.1%
单一刚	56,409,701	45,236,263	2.7%	10.0%
总计	134,091,525	149,494,964	7.6%	32.1%

来源：公司 2023 年年报、中泰证券研究所

创始人左晖先生家族信托持有 22.8% 的股权，是公司最大股东；腾讯及其所控实体持有公司 11.0% 的股权；联合创始人彭永东、单一刚分别持有公司股权 4.9% 和 2.7%，股权结构相对分散。

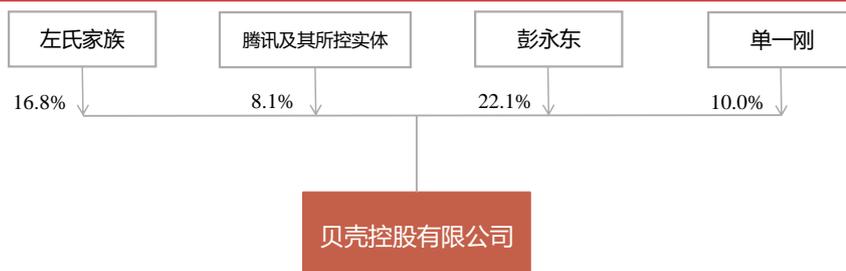
图表 6：公司股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)



来源：Wind、中泰证券研究所

两位不同投票权受益人彭永东、单一刚持有的股权折合投票权分别为 22.1% 和 10.0%，加上左晖先生家族信托持有的 22.8% 的股权所代表的 16.8% 的投票权，控股股东共控制公司约 48.9% 的投票权。此外，腾讯及其所控实体持有 8.1% 的投票权。

图表 7：公司投票权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)



来源：Wind、中泰证券研究所

2.2 管理层经验丰富

贝壳控股有限公司所有高级管理层成员已加入公司超过八年，在贝壳集团先后担任多职务，具有多年从业经验。联合创始人、董事会主席兼首席执行官彭永东先生自 2010 年 1 月起先后担任北京链家的副总经理及总经理，自 2017 年 4 月起一直担任公司全资附属公司链家网（北京）科技有限公司（现称贝壳找房（北京）科技有限公司）的首席执行官，自 2018 年 12 月起担任执行董事，自 2021 年 5 月起一直担任董事会主席。联合创始人兼执行董事单一刚先生于 2007 年 12 月至 2021 年 9 月担任北京链家董事，在北京链家发展初期深入参与北京链家的所有战略决策，为集团奠定基础，自 2018 年 7 月起一直担任本公司执行董事。

图表 8：公司管理层背景

董事会						
姓名	职务	加入公司年份	出生年份	性别	年龄	最新持股数(万股)
彭永东	联合创始人、董事会主席、执行董事、首席执行官	2010	1980	男	44	--
单一刚	联合创始人兼执行董事	2007	1973	男	51	--
徐万刚	董事会副主席兼执行董事	2015	1966	男	58	3,208.19
徐涛	执行董事兼首席财务官	2016	1974	男	50	820
李朝晖	非执行董事	2018	1976	男	48	--
陈小红	独立非执行董事	2020	1970	女	54	1,496.04
朱寒松	独立非执行董事	2021	1970	男	54	4.1
武军	独立非执行董事	2022	1969	男	55	2.51

高级管理层						
姓名	职务	加入公司年份	出生年份	性别	年龄	最新持股数(万股)
彭永东	联合创始人、董事会主席、执行董事、首席执行官	2010	1980	男	44	--
单一刚	联合创始人兼执行董事	2007	1973	男	51	--
徐万刚	董事会副主席兼执行董事	2015	1966	男	58	3,208.19
徐涛	执行董事兼首席财务官	2016	1974	男	50	820

来源：Wind、公司 2023 年年报、中泰证券研究所

2.3 丰富灵活的股权激励机制

公司于 2018 年、2020 年及 2022 年实行三次股权激励计划。2018 年购股权激励计划规定的可认购 A 类普通股为 350,225,435 股，占公司已发行股份总数的约 9.40%；2020 年股份激励计划下所有奖励可发行的 A 类普通股总数为 253,246,913 股，占公司已发行股份总数的约 6.80%；2022 年股份激励计划下所有奖励可发行的 A 类普通股总数为 125,692,439 股，占

公司已发行股份总数的约 3.37%。

图表 9：2018 年购股权计划已授出购股权详情

承授人	截至 2023 年 12 月 31 日 相关 A 类普通股数目 (股)	授出日期	每股 A 类普通股行使价
董事			
陈小红	10,965	2023 年 7 月 23 日	0.00002 美元
雇员及前雇员	32,497,275	2018 年 7 月 6 日至 2022 年 4 月 2 日	0.00002 美元
总计	32,508,240		

来源：公司 2023 年年报、中泰证券研究所

图表 10：2020 年购股权计划已授出购股权详情

承授人	截至 2023 年 12 月 31 日 未归属受限制股份单位数目 (股)	每股 A 类普通股购买价
董事		
陈小红	30,975	无
朱寒松	13,275	无
武军	14,232	无
雇员及前雇员	79,903,590	无
总计	79,962,072	

来源：公司 2023 年年报、中泰证券研究所

图表 11：2022 年购股权计划已授出购股权详情

承授人	已授出受限制股份数目 (股)	授出日期
董事		
彭永东	71,824,250	2022 年 5 月 5 日
单一刚	53,886,189	2022 年 5 月 5 日
总计	125,710,439	

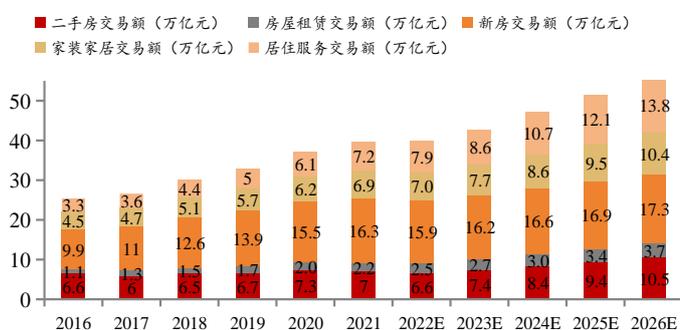
来源：公司 2023 年年报、中泰证券研究所

三、居住行业规模庞大，长期发展潜力广阔

3.1 行业空间持续扩大，贝壳有望充分受益

中国居住行业涵盖范围广，包括二手房交易、房屋租赁、新房交易、家装家居以及居住生活服务。据贝壳招股说明书，中国居住行业的市场规模从2016年的25.4万亿元迅速增长至2021年的39.6万亿元，复合年增长率为9.3%，预计2026年市场规模将达55.7万亿元，复合年增长率为7.1%，行业规模持续扩张，其中，贝壳预计二手房交易、房屋租赁、新房交易、家装家居、居住服务复合年增长率分别为8.4%、11.0%、1.2%、8.6%、13.9%。

图表 12：中国居住行业市场规模变动情况及预测



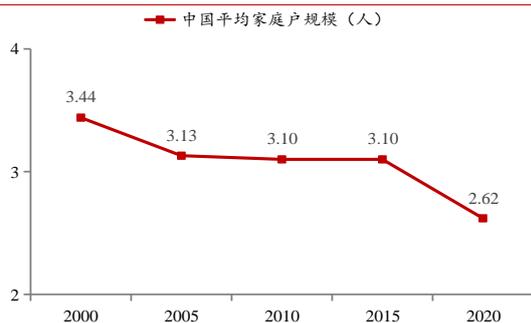
来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 13：中国居住行业市场规模复合年增长率

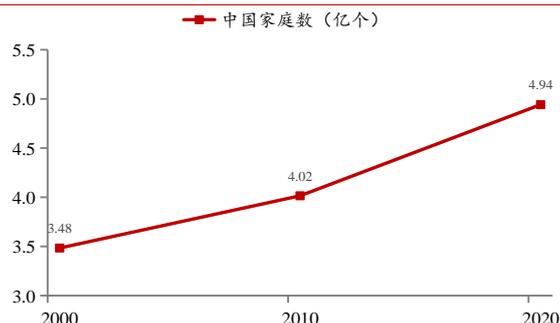
复合年增长率	2016年至2021年	2021年至2026年(预测)
二手房交易	1.2%	8.4%
房屋租赁	14.9%	11.0%
新房交易	10.5%	1.2%
家装家居	8.9%	8.6%
居住服务	16.9%	13.9%
合计	9.3%	7.1%

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

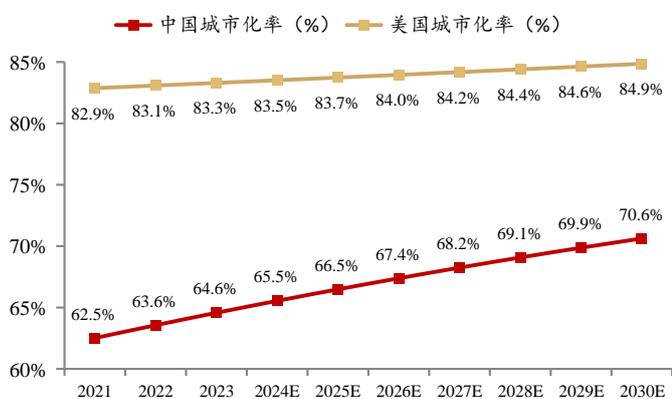
居住行业市场规模持续扩大，主要有以下几个原因：(i) 家庭趋于小型化：中国小型家庭的数量日益增长，2010年中国家庭户均成员数为3.10人，而2020年减少至2.62人，预计到2030年将降至2.4人，而中国家庭数从2010年的4.02亿个增加为2020年的4.94亿个。家庭数量的增加会带来大量住房需求；(ii) 城市化和人口流动：2023年中国的城市化率达到64.6%，根据联合国的测算数据，2030年中国城镇化率将会达到70.6%，从而带来大量城市新增人口。同时，中国流动人口由2019年的2.36亿人增长至2021年的3.85亿人，人口流动也将带来居住需求和交易的大幅增长；(iii) 居民对更高品质生活的需求：居民可支配收入的增长和多胎政策的实施将使居住行业消费对象向空间更大、居住条件和服务更优质的改善性住房转移。总体来看，家庭数量增加、城镇率提升和对生活的品质的追求将推动二手房换手、新房购买、家装和租赁住房的市场规模提升，作为行业头部企业的贝壳也有望充分受益居住市场的持续扩张。

图表 14：中国平均家庭户规模变动情况及预测


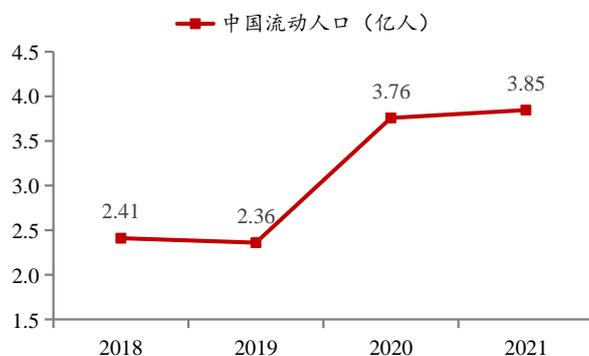
来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 15：中国家庭数量变动情况


来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 16：中美城市化率变动情况及预测


来源：Wind、联合国、中泰证券研究所

图表 17：中国流动人口变动情况


来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 18：中国城镇居民人均可支配收入变动情况

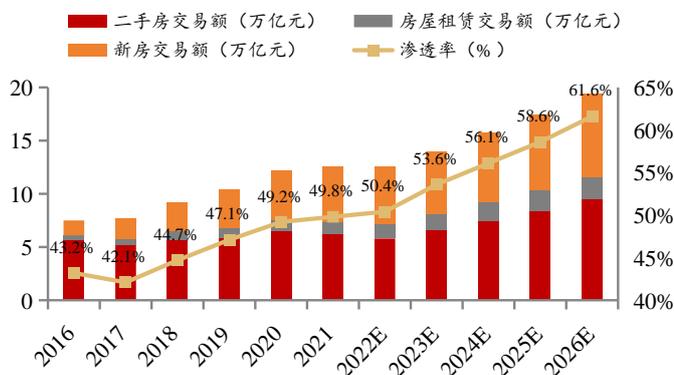

来源：国家统计局、中泰证券研究所

3.2 房地产经纪服务渗透率及佣金收入持续提高

据贝壳招股说明书，全国通过经纪服务产生的房产交易（包括二手房、新房及房屋租赁）的总交易额从 2016 年的 7.6 万亿元增加到 2021 年的 12.7 万亿元，复合年增长率为 10.8%，房地产交易中的经纪服务渗透率

则从 43.2% 增长至 49.8%，并预计于 2026 年提升至 61.6%。因此，通过经纪服务产生的房产交易总交易额预计将在 2026 年达到 19.4 万亿元，2021 年至 2026 年的复合年增长率为 8.8%。

图表 19：通过经纪服务产生的房产交易额及渗透率



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

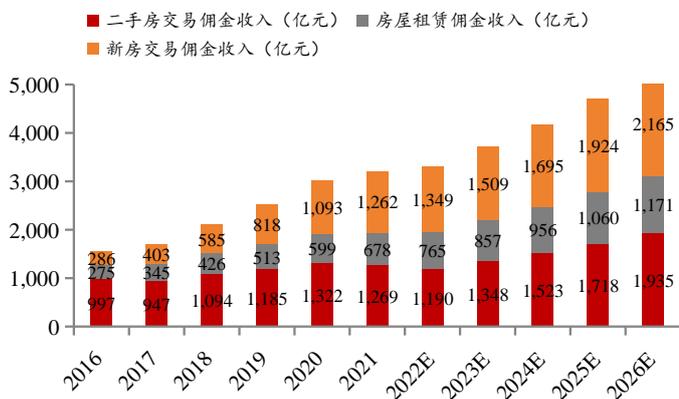
图表 20：经纪服务产生的房产交易额复合增长率

复合年增长率	2016 年至 2021 年	2021 年至 2026 年 (预测)
二手房交易	1.8%	8.8%
房屋租赁	18.7%	11.5%
新房交易	30.0%	8.4%
合计	10.8%	8.8%

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

随着房产交易渗透率及总交易额的提高，经纪服务的佣金收入也从 2016 年的 1558 亿元增长到 2021 年的 3209 亿元，复合年增长率为 15.5%，预计 2026 年将进一步增长至 5270 亿元，复合年增长率为 10.4%。

图表 21：中国房地产经纪服务佣金收入变动情况及预测



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 22：房地产经纪服务佣金收入复合年增长率

复合年增长率	2016 年至 2021 年	2021 年至 2026 年 (预测)
二手房交易	4.9%	8.8%
房屋租赁	19.8%	11.5%
新房交易	34.6%	11.4%
合计	15.5%	10.4%

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

具体来看，二手房交易经纪服务的增长主要是因为二手住房供应量增加、房屋换手率上升，此外，市场销售周期的延长也使得二手房买卖双方愈发依赖中介服务；房屋租赁经纪服务的主要增长动力包括流动人口带动的租赁需求增加、政府租售并举的举措下供应量的增加以及租赁市场对专业经纪服务的需求；新房交易经纪服务渗透率上升的主要原因包括：(i)位置偏远的新房项目更倾向聘请中介机构来吸引市中心的目标客户；(ii)开发商对改善交易去化率和现金回笼周期的需求提升。总体而言，贝

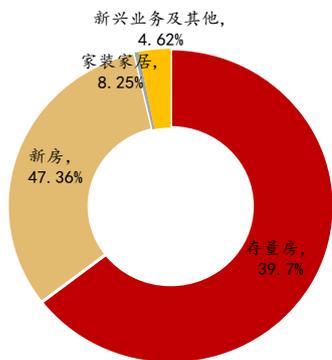
壳作为房地产经纪服务行业的龙头公司，将会充分受益于居住行业市场总体规模的扩大及经纪服务渗透率的稳步提高。

四、经纪业务稳健复苏，家装与新兴业务快速扩张

公司的主营业务有四项：存量房业务、新房业务、家装家居和新兴业务及其他，各项业务收入来源如下。**存量房业务**：(i) 自营的链家品牌就二手房交易及房屋租赁收取的佣金，及来自贝壳平台上其他经纪公司的佣金分成；(ii) 在贝壳平台拥有门店的经纪公司（收取平台服务费）以及加盟品牌（如德佑）（收取额外加盟费）；(iii) 其他增值服务，包括签约及签后服务，如实地勘察、经纪人招聘和培训服务等协助工作。**新房业务**：向房地产开发商收取的销售佣金收入。**家装家居**：通过向消费者提供家装家居服务产生收入。**新兴业务及其他**：通过其他居住服务（包括金融服务及租赁住房管理运营服务等其他新拓展业务）产生收入。

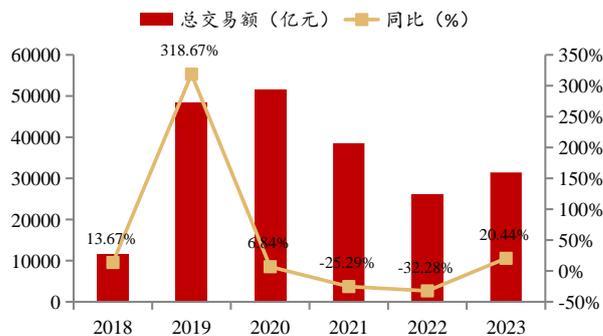
截至2023年12月31日，公司总交易额为31,429亿元，同比增长20.4%，存量房、新房、家居家装、新兴业务的交易额分别为20,280亿元、10,030亿元、133亿元和986亿元，分别同比增长28.6%、6.7%、145.8%和12.9%。2023年，公司净收入由2022年的607亿元增加28.2%至778亿元，其中存量房业务净收入280亿元，同比增长15.9%，约占总净收入的36%；新房业务净收入306亿元，同比增长6.7%，约占总净收入的39%；家居家装业务净收入109亿元，同比增长115.0%，约占总净收入的14%；新兴业务净收入84亿元，同比增长194.8%，约占总净收入的11%。

图表 23：分业务交易额占比



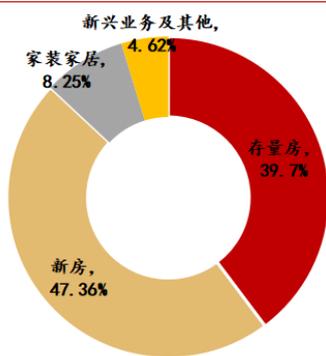
来源：公司2023年年报、中泰证券研究所

图表 24：总交易额变动情况



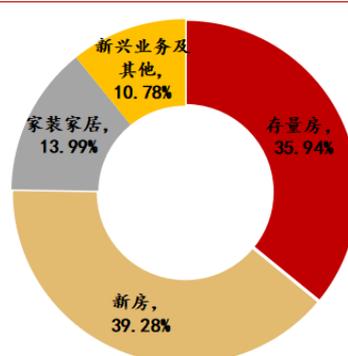
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 25: 2022 年分业务净收入占比



来源: 公司 2023 年年报、中泰证券研究所

图表 26: 2023 年分业务净收入占比



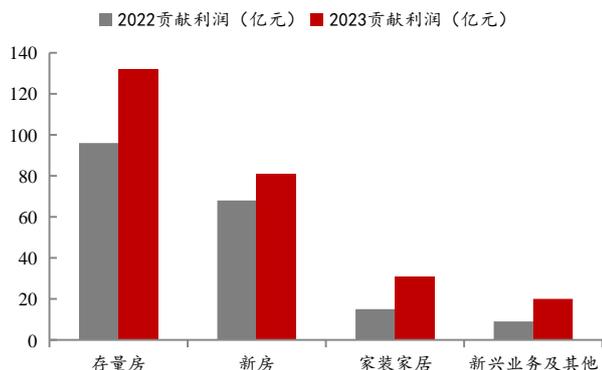
来源: 公司 2023 年年报、中泰证券研究所

存量房业务的贡献利润率由 2022 年的 39.8% 上升至 2023 年的 47.2%，主要由于旗下链家经纪人的固定薪酬成本随着存量房业务净收入的增加而减少；新房业务的贡献利润率由 2022 年的 23.6% 上升至 2023 年的 26.6%，主要系新房业务净收入增加及固定薪酬成本减少；家装家居的贡献利润率于 2023 年为 29.0%，与 2022 年的 29.4% 相对持平；新兴业务及其他的贡献利润率由 2022 年的 31.3% 下降至 2023 年的 24.0%，主要系利润率较低的租赁住房管理运营服务的占比增加。

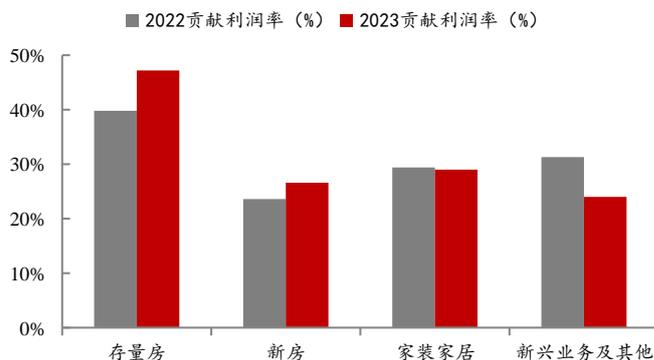
图表 27: 分业务贡献利润的计算方法 (千元)

	2022 年	2023 年
存量房业务		
净收入	24,123,703	27,954,135
减: 分佣及薪酬	-14,510,838	-14,762,910
贡献利润	9,612,865	13,191,225
新房业务		
净收入	28,650,374	30,575,778
减: 分佣及薪酬	-21,886,020	22,455,253
贡献利润	6,764,354	8,120,525
家居家装		
净收入	5,046,627	10,850,479
减: 材料成本、分佣及薪酬	-3,562,068	-7,705,325
贡献利润	1,484,559	3,145,172
新兴业务及其他		
净收入	2,848,075	8,396,522
减: 租赁成本、分佣及薪酬	-1,956,468	-6,380,385
贡献利润	891,607	2,016,137

来源: 公司 2023 年年报、中泰证券研究所

图表 28：分业务贡献利润情况


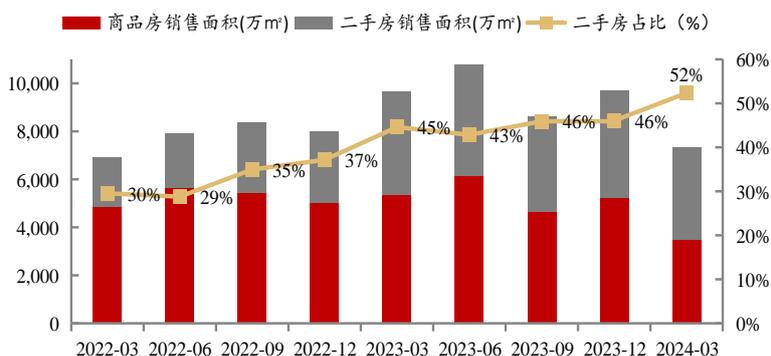
来源：公司 2023 年年报、中泰证券研究所

图表 29：分业务贡献利润率情况


来源：公司 2023 年年报、中泰证券研究所

4.1 存量房业务回暖，业绩稳健增长

二手房需求增加，成交规模占比提升。据 CREIS 数据，2022 年以来，20 个重点城市的二手房销售面积对比新房销售面积的占比不断提升，到 2023 年底已经占比近半。二手房交易量增长，主要是由于市场二手房数量增加、房东采取以价换量的降价策略，以及新房交付存在不确定性。过去两年新开工和拿地收缩将对供给形成一定程度的制约，叠加房企信用风险，居民对期房的信任度修复缓慢。综合来看，未来二手房成交量占比仍有提升空间。

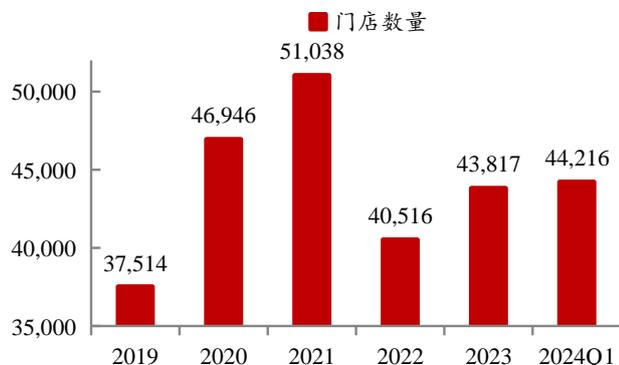
图表 30：20 个重点城市二手房销售面积占比


来源：CREIS、中泰证券研究所

门店及经纪人恢复增长，存量房交易同步回升。2022 年，由于新冠疫情及其导致的市场情绪疲软，存量房业绩表现不佳，各项营业指标基数较小。2023 年随着疫情放开及购房需求逐渐向存量房转移，公司 2023 年存量房成交额达 20,280 亿元，同比增长 28.6%。存量房营收 2023 年达 280 亿元，同比提升 15.9%，二手房业绩显著回升。此外，截至 2023 年 12 月 31 日，门店数量达到 43,817 家，同比增长 8.1%；活跃门店数量为 42,021 家，同比增长 12.2%；经纪人数量为 427,656 名，同比增长 8.5%；

活跃经纪人数量为 397,135 名，同比增长 13.6%，公司市场规模进一步扩大。

图表 31：门店数量变动情况



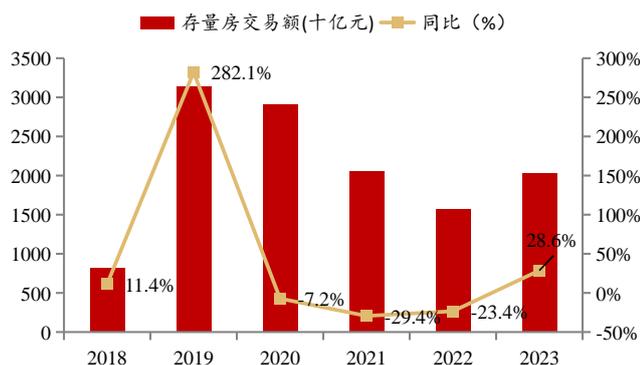
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 32：经纪人数量变动情况



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 33：存量房交易额变动情况



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 34：存量房营业收入变动情况

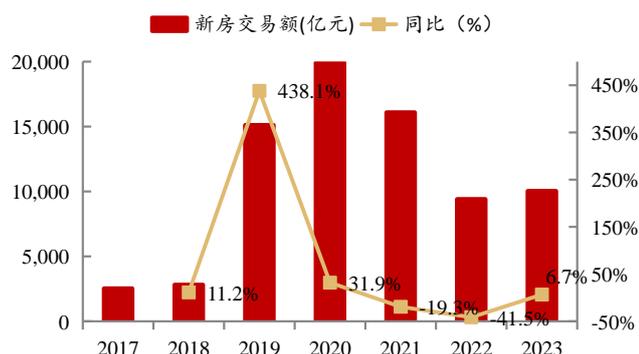


来源：Wind、中泰证券研究所

4.2 新房业务逆势回升，显著跑赢市场

行业商品房规模萎缩，贝壳领先大盘。2023 年，全国商品住宅销售额由 2022 年的 11.4 万亿元下滑至 10.3 万亿元，降幅达 9.4%。得益于公司积极与开发商合作的策略以及门店规模的扩大，贝壳新房交易额在 2023 年实现逆势上扬，由 2022 年的 9,404 亿元增长 6.7%至 10,030 亿元；市场占有率（贝壳新房成交额/全国商品住宅销售额）由 2022 年的 8.3%提高 1.4pct 至 2023 年的 9.7%，2023 年新房营业收入 306 亿元，同比增长 6.7%。

图表 35: 新房交易额变动情况



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 36: 新房业务市占率变动情况

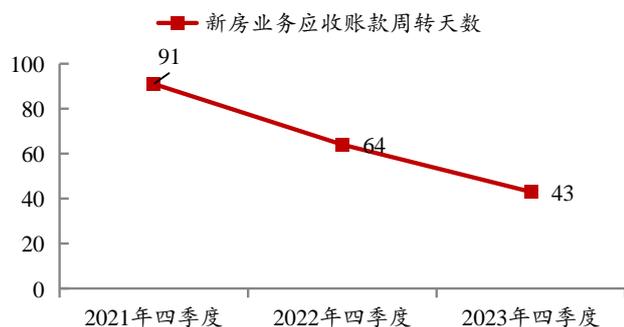


来源: Wind、中泰证券研究所

加大与开发商合作力度,新房项目覆盖率提升。贝壳新房业务在 2023 年取得大幅超出行业的业绩表现,主要是因为公司积极加强与各类开发商的合作伙伴关系,包括:与优选开发商(包括国企)开展总对总合作,提高项目质量和佣金回款确定性;与大型开发商开展战略合作,促成其新房项目销售;由当地业务发展团队直接与单个新房项目合作等。截至 2023 年第四季度贝壳在运营城市中的新房合作项目覆盖率提升至 51%,较 2023 年第一季度增长 10pct。

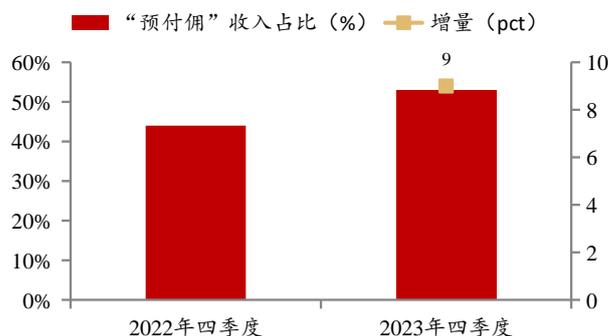
注重风险管控,推行“预付佣”模式。公司严守风险底线,鉴于自 2021 年起若干开发商面临的流动资金问题,贝壳实施并正加快推行开发商“预付佣”模式,加快佣金回款。2023 年第四季度,新房应收账款周转天数缩短至 43 天,首次下降至 50 天以内,“预付佣”模式占新房业务净收入由去年同期的 44% 上升至 53%,国企佣金收入占比也由去年同期的 45% 提升至 53%。

图表 37: 新房应收账款周转天数变动情况

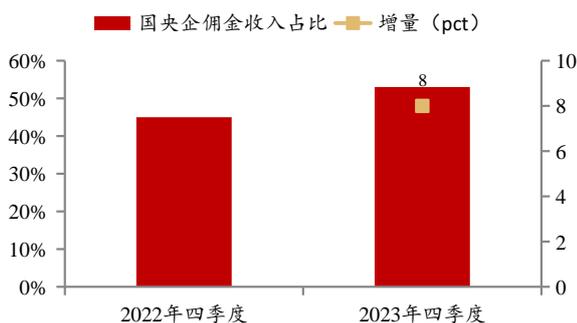


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 38: “预付佣”收入占比变动情况



来源: Wind、中泰证券研究所

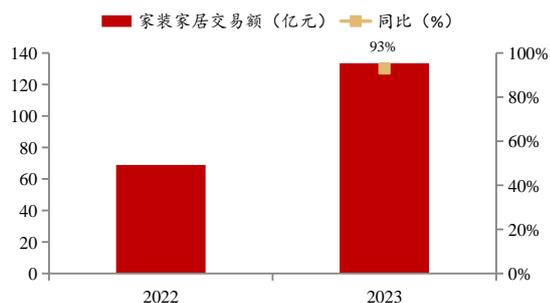
图表 39：国央企佣金收入占比变动情况


来源：Wind、中泰证券研究所

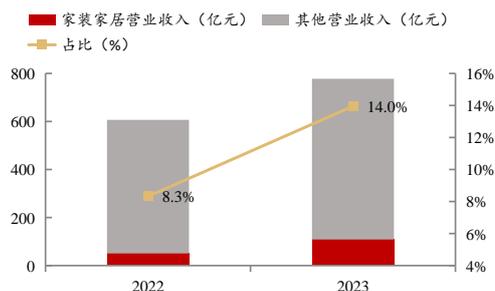
4.3 家装家居业务快速提升，开辟第二增长曲线

2023 年贝壳家装家居业务保持高速增长，交易额达 133 亿元，可比口径下（若合并 2022 年圣都家装全年报表）同比增长 93%。2023 年家装家居业务营业收入为 109 亿元，同比增长 115%，占总体收入的 14%，较 2022 年提升 3.7pct。

公司家装家居业务的快速增长主要由于：1) 平台优势：房屋交易业务与家居家装业务在获客转化中发挥的协同效应，促进了订单量增加；2) 新零售的发展：如定制家具、软装家具、电器等贡献增大；3) 交付能力提升，平均施工周期缩短。

图表 40：家装家居交易额变动情况


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 41：家装家居营业收入及占比变动情况


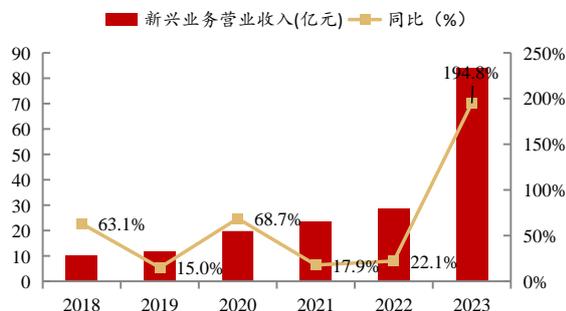
来源：Wind、中泰证券研究所

4.4 新兴业务高速扩张，房屋租赁管理贡献较大

2023 年公司新兴业务交易额达 986 亿元，同比增长 12.9%。2023 年新兴业务营业收入为 84 亿元，同比增长 194.8%，占总体收入的 10.8%，较 2022 年提升 6.1pct。新兴业务的高速增长得益于公司积极地扩大租赁住房管理运营业务规模。其中，分散式租赁住房管理运营业务“省心租”的在管规模从 2022 年末的 70,000 套扩大到 2023 年末的 200,000 套，

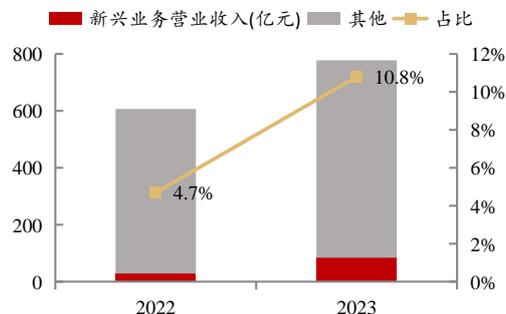
入住率提高 6pct，达 95.1%；集中式公寓服务房源量在 2023 年底超过 10,000 套。

图表 42：新兴业务营业收入变动情况



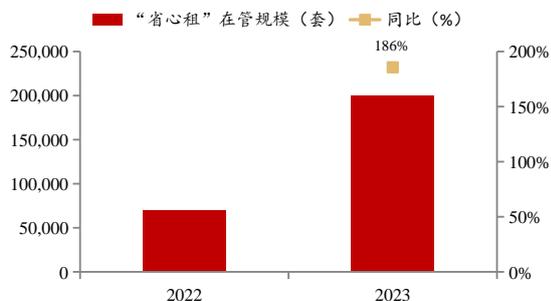
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 43：新兴业务营收占比变动情况



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 44：“省心租”在管规模变动情况



来源：Wind、中泰证券研究所

五、营收企稳回升，净利润高速增长

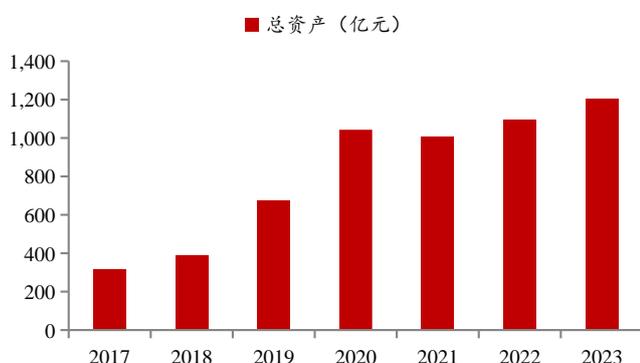
2023 年由于政策持续放松及存量房交易市场复苏，交易更为活跃，加之公司积极的战略性扩张，带动了市场渗透率和销售去化率的提高。同时，公司家装家居业务及租赁住房管理运营服务的扩张也为营业收入带来新的增量。2023 年公司营业收入达 777.8 亿元，同比增长 28.2%，接近 2021 年的峰值，扣非后归母净利润在 2023 年达到 51.2 亿元，同比增长 349.2%，业绩快速增长。2023 年 12 月 31 日，公司总资产规模持续增长至 1,203 亿元，创历史新高。

图表 45：总营业收入变动情况


来源：Wind、中泰证券研究所

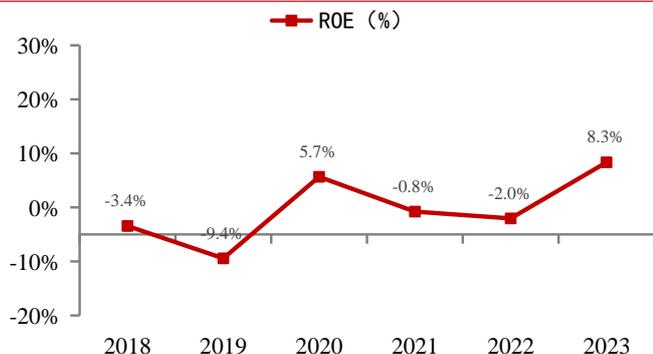
图表 46：扣非后归母净利润变动情况


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 47：总资产变动情况


来源：Wind、中泰证券研究所

贝壳作为中国最大的房产交易和服务平台，盈利能力优秀，公司净资产收益率、销售毛利率和销售净利率均在 2023 年达新高，分别为 8.34%、27.92%和 7.57%，2022 年分别-2.04%、22.71%和-2.30%。公司销售毛利率上升主要原因是 1) 存量房业务和新房业务的贡献利润率提高；2) 毛利率较高的存量房业务和家装家居业务收入占比提高；3) 2023 年门店成本及其他成本占营业收入的比例相对 2022 年较低。

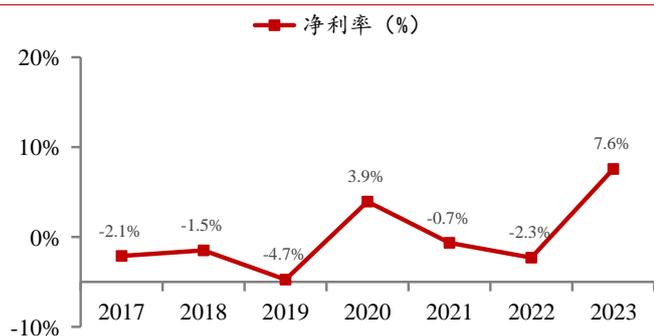
图表 48：净资产收益率变动情况


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 49：销售毛利率变动情况


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 50: 销售净利率变动情况



来源: Wind、中泰证券研究所

2023 年公司资产负债率为 40.0%，较 2022 年的 36.9%，有所上升，但仍处较低的水平。

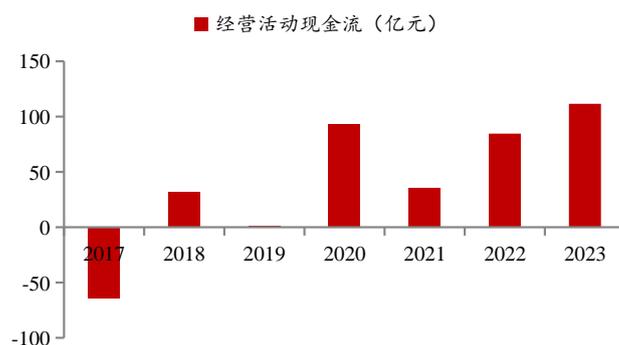
2023 年公司经营活动现金流为 111.58 亿元，公司整体经营质量稳步提升。

图表 51: 资产负债率变动情况



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 52: 经营活动现金流变动情况



来源: Wind、中泰证券研究所

六、盈利预测

假设：房地产行业不发生重大系统性风险，行业格局不因不可控制因素带来重大变化，我们对公司各项业务做出以下预测。

收入预测

考虑到 2023 年高基数以及房地产行业需求转弱等因素影响，预计行业 2024 年存量房和新房市场将有所下滑。而随着政策面的持续放松，加之长期住房需求的动力仍足，预计未来行业规模有望保持在合理水平。

- 1) 二手房业务：基于住房存量和换手率的不断上升，虽然二手房市场规模在 2024 年会有所下降，但未来会恢复增长；同时，在贝壳全国布局战略深化和平台优势的加持下，其存量房业务的市场占有率有望进一步提升；加之平台发展进一步成熟，越来越多的经纪品牌入驻会提高公司佣金率的议价能力。公司二手房业务收入在 20-21、21-22、22-23 年增速分别为 4.5%、-24.5%、15.9%，2022 年触底后在 2023 年显著回升呈上升，因此预计二手房业务收入在 2024-2026 年收入增速分别为-9.4%、4.7%、3.6%。
- 2) 新房业务：当前商品房市场需求疲软，预计 2024 年新房市场仍会萎缩，但考虑到政策端持续放松，我们预计新房市场长期来看有望探底企稳。当前，贝壳新房业务渗透率仍有空间，且其近年来加大了与开发商的合作力度，因此其新房业务的市场占有率会继续提升；同时由于开发商对改善去化率和现金回笼周期的需求，新房业务佣金率尚有增长空间。因此，我们预计公司新房业务收入在 20-21、21-22、22-23 年增速分别为 22.5%、-38.3%、6.7%，在 2023 年逆势回升，预计新房业务的收入增长率在 2024-2026 年分别为-15.2%、2.8%、2.6%。
- 3) 家装家居业务：出于住房周期性和改善性的考虑，大量旧房有潜在的二次装修需求；同时，由于收购圣都家装后贝壳在全产业链的整合能力进一步增强，依托平台客群资源优势，公司将快速提升家装家居市场份额。公司家装家居营收在 2022-2023 年增速为 115.0%，考虑到新拓业务的成长曲线，预计该项收入增长率在 2024-2026 年分别为 70%、30%、20%。
- 4) 新兴业务及其他：考虑到租赁业务中“省心租”房源规模的持续扩大及住房产业链基于平台优势的联动效应，新兴业务板块的增长会带动包括租赁住房管理运营服务及金融服务在内的其他居住服务。公司新兴业务及其他营收在 2022-2023 年增速为 194.8%，同样考虑到新兴业务的成长曲线，预计此项收入增长率在 2024-2026 年分别为 90%、40%、25%。

图表 53：公司主营业务收入预测拆分

单位 (亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存量房业务收入	319.48	241.24	279.54	253.35	265.33	274.92
YoY	4.52%	-24.49%	15.88%	-9.37%	4.73%	3.62%
GTV	20582	15765	20279	18251.10	18981.14	19550.58
	-					
YoY	29.39	-23.40%	28.63%	-10.00%	4.00%	3.00%
%						
平均佣金率	1.55%	1.53%	1.38%	1.39%	1.40%	1.41%
YoY	48.03	-1.42%	-9.92%	0.70%	0.70%	0.60%
%						
新房业务收入	464.72	286.5	305.76	259.15	266.45	273.41
YoY	22.49	-38.35%	6.72%	-15.24%	2.82%	2.61%
%						
GTV	16086	9404	10030	8425.20	8593.70	8765.58
	-					
YoY	19.27	-41.54%	6.66%	-16.00%	2.00%	2.00%
%						
平均佣金率	2.89%	3.05%	3.05%	3.08%	3.10%	3.12%
YoY	51.73	5.46%	0.06%	0.90%	0.80%	0.60%
%						
家装家居收入		50.47	108.50	184.45	239.79	287.74
YoY			114.98%	70.00%	30.00%	20.00%
新兴业务及其他收入	23.32	28.48	83.97	159.54	223.36	279.20
YoY	17.84	22.13%	194.84%	90.00%	40.00%	25.00%
%						
营业总收入	807.52	606.69	777.77	856.49	994.92	1115.27
YoY	14.57	-24.87%	28.20%	10.12%	16.16%	12.10%
%						

来源：Wind、中泰证券研究所

成本预测

基于贝壳良好的成本控制能力和降本增效战略下的人效提升，预计 2024-2026 年营业成本分别为 611.04 亿元、702.7 亿元和 780.0 亿元，同比增速分别为 9%、15%和 11%，毛利率分别为 28.7%、29.3%和 30.1%。

图表 54：公司营业成本预测

单位 (亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业成本	649.33	468.88	560.59	611.04	702.70	780.00
YoY	21.10%	-27.79%	19.56%	9.00%	15.00%	11.00%
毛利率	19.59%	22.71%	27.92%	28.66%	29.37%	30.06%
YOY	-18.10%	15.93%	22.94%	2.64%	2.49%	2.35%

来源: Wind、中泰证券研究所

七、投资建议

贝壳作为中国最大的房产交易和服务平台, 高效地为消费者提供二手房和新房交易、房屋租赁、家装家居等房产交易服务。近年来, 其传统经纪业务稳健发展, 家装家居与租赁住房管理业务快速增长。2023年, 贝壳总交易额、活跃门店数和活跃经纪人数量持续创新高。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为78.1亿、99.0亿、112.8亿, 当前股价对应PE分别为14.8倍、11.7倍、10.2倍。我们认为, 公司作为房地产行业的线上平台公司, 可以对比同为香港上市的互联网平台公司, 经过对比, 当前贝壳的估值略低于平台公司的平均水平, 考虑到公司业绩增速仍可保持稳定增长, 且未来行业空间广阔, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

图表 55: 可比公司估值表

证券名称	总市值(亿港元)	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)	PE (2026E)
腾讯	33,238.6	23.0	18.1	15.9	14.3
阿里巴巴	14,354.4	16.3	16.3	13.4	11.4
美团	6,644.6	38.0	21.8	15.1	12.1
京东	3,086.3	11.2	8.7	7.7	6.9
平均	14,331.0	22.1	16.2	13.0	11.2
贝壳	1,259.9	32.9	14.8	11.7	10.2

来源: Wind、中泰证券研究所

注: 股价以2024年8月5日收盘价为基准, 除贝壳外, 其他公司预测PE均来自wind一致预期

八、风险提示

- 房地产行业下行超预期。**房地产经纪业务较大受到房地产开发行业景气度影响, 若房地产市场下行趋势继续扩大, 房产交易服务业务体量会受到影响。
- 佣金收入低于预期。**监管新规要求合理降低房地产中介服务费用, 佣金收入受国家调控影响可能涨幅受限。
- 引用数据滞后或不及时:** 报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时, 存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

图表 56：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19,635	23,962	38,236	47,571	营业总收入	77,777	85,649	99,492	111,527
应收款项合计	8,337	8,347	9,104	9,763	主营业务收入	77,777	85,649	99,492	111,527
存货	304	313	341	357	其他营业收入	0	0	0	0
其他流动资产	41,478	44,422	43,018	46,307	营业总支出	72,980	76,007	87,581	97,294
流动资产合计	69,754	77,044	90,699	103,998	营业成本	56,059	61,104	70,270	78,000
固定资产净额	1,965	2,086	2,223	2,334	营业开支	16,921	14,903	17,312	19,294
权益性投资	0	0	0	0	营业利润	4,797	9,642	11,910	14,234
其他长期投资	23,571	25,571	28,571	31,571	净利息支出	-1,274	-309	-582	-738
商誉及无形资产	23,542	23,689	23,834	23,976	权益性投资损益	-30	-40	-40	-40
土地使用权	0	9	58	88	其他非经营性损益	1,081	500	1,000	500
其他非流动资产	1,500	1,575	1,653	1,737	非经常项目前利润	7,123	10,411	13,453	15,431
非流动资产合计	50,578	52,930	56,339	59,706	非经常项目损益	761	761	700	700
资产总计	120,332	129,974	147,038	163,704	除税前利润	7,884	11,172	14,153	16,131
应付账款及票据	6,329	7,333	8,292	9,126	所得税	1,994	3,352	4,246	4,839
短期借贷及长期借贷当期到期部分	290	190	140	90	少数股东损益	6	7	8	9
其他流动负债	32,905	31,665	36,428	40,450	持续经营净利润	5,883	7,813	9,899	11,282
流动负债合计	39,524	39,188	44,860	49,666	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	净利润	5,883	7,813	9,899	11,283
其他非流动负债	8,607	9,898	11,383	11,952	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	8,607	9,898	11,383	11,952	归属普通股股东净利润	5,883	7,813	9,899	11,283
负债总计	48,131	49,086	56,243	61,618	EPS (按最新股本摊薄)	1.60	2.13	2.70	3.08
归属母公司所有者权益	72,100	80,780	90,678	101,961	主要财务比率				
少数股东权益	101	108	116	126	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股东权益总计	72,201	80,888	90,795	102,087	成长能力				
负债及股东权益总计	120,332	129,974	147,038	163,704	营业收入增长率	28.2%	10.1%	16.2%	12.1%
现金流量表					归属普通股股东净利润增长	524.5%	32.8%	26.7%	14.0%
单位:百万人民币					获利能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	毛利率	27.9%	28.7%	29.4%	30.1%
经营活动现金流	11,158	-14,561	14,487	11,594	净利率	7.6%	9.1%	9.9%	10.1%
净利润	5,883	7,813	9,899	11,283	ROE	8.3%	10.2%	11.5%	11.7%
折旧和摊销	1,803	2,164	2,597	3,116	ROA	5.1%	5.8%	6.2%	6.3%
营运资本变动	-1,616	-2,572	4,725	1,762	偿债能力				
其他非现金调整	5,088	-21,966	-2,733	-4,567	资产负债率	40.0%	37.8%	38.3%	37.6%
投资活动现金流	-3,977	-2,895	-3,919	-3,903	流动比率	1.8	2.0	2.0	2.1
资本支出	-874	-820	-840	-820	速动比率	1.8	2.0	2.0	2.1
长期投资减少	-5,645	-2,000	-3,000	-3,000	每股指标 (元)				
少数股东权益增加	-39	0	0	0	每股收益	1.60	2.13	2.70	3.08
其他长期资产的减少/(增加)	2,582	-75	-79	-83	每股经营现金流	3.04	-3.97	3.95	3.16
融资活动现金流	-6,962	21,783	3,706	1,644	每股净资产	19.66	22.02	24.72	27.80
借款增加	-329	-100	-50	-50	估值比率				
股利分配	-4,634	-4,634	-4,532	-5,741	P/E	19.6	14.8	11.7	10.2
普通股增加	0	0	0	0	P/B	1.6	1.4	1.3	1.1
其他融资活动产生的现金流量净额	-2,000	26,517	8,288	7,435					

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺：

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。