

## 买入

2024年8月22日

### 业务跑赢市场整体表现，扩大及延长回购计划

- **2024Q2 经调整净利润 26.9 亿元，同比增长 13.9%，环比增长 93.5%：** 2024Q2 公司总交易额为 8390 亿元，同比增加 7.5%。期内录得净收入 234 亿元，同比增加 19.9%。期内毛利率为 27.9%，同比上升 0.5 个百分点，主要由于家装家居及租赁服务的贡献利润率提升以及门店成本占净收入比例降低。期内经调整净利润为 26.9 亿元，同比增长 13.9%，环比增长 93.5%。二季度公司盈利能力得到改善，体现去年 Q1 的高基数影响基本消除。
- **一赛道业务经营质量持续提升：** 2024Q2 公司存量房交易额为 5707 亿元，同比增加 25%，实现净收入 64 亿元，同比增加 14.3%，收入增速低于交易额增速主要是因为北京链家门店收取的佣金率降低，贡献利润率恢复到 47.5%，体现了交易规模恢复带来的良好经营杠杆。新房交易额为 2353 亿元，同比下降 20.2%，实现净收入 79 亿元，同比下降 8.8%。收入增速降幅小于交易额降幅，主要得益于货币化率的提升。期内，新房业务的交易费率为 3.37%，再创历史新高，快佣占比保持在 50% 左右水平。其中，国央企开发商佣金收入占比较一季度提升至 55%，快佣占比 40%。新房业务的应收账款周转天数回到历史地位 45 天，体现了公司良好的风险管控。
- **家装家居及租赁服务业务收入大幅增长，毛利率改善：** 期内公司家装家居业务交易额为 34 亿元，同比增长 22.3%。实现收入为 40 亿元，同比增长 53.9%，主要由于一赛道的获客及转化效应带动订单增加、新零售业务贡献增加以及交付周期缩短。房屋租赁业务收入为 32 亿元，同比增长 167.1%，其中省心租业务房源翻倍增长至 30 万套。公司非房地产交易业务收入占比大幅提升 21 个百分点至 35%，家装家居业务及租赁业务收入占比提升 19 个百分点至 31%，多元化业务支持公司收入长期稳定发展。家装家居及房屋租赁业务的贡献利润率分别为 31.3% 和 5.8%，环比分别提升 0.7 个百分点及 0.3 个百分点。
- **目标价 58.3 港元/22.4 美元，维持买入评级：** 公司作为居住服务市场龙头，在房地产市场波动下仍保持较强的经营韧性及财务韧性，持续为公司带来超越市场的表现。同时，公司拥有坚实的现金储备，并积极回馈股东。自 22 年 9 月回购项目启动以来，公司累计回购金额约 13.9 亿美元，回购股数占回购项目启动前已发行总股本的约 7.5%。近期，公司也将回购授权从 20 亿美元增加至 30 亿美元，将回购计划期限延长至 2025 年 8 月 31 日。我们看好公司在“一体”业务稳健发展和行业渗透率的提升、以及“三翼”业务巩固公司穿越房地产后周期韧性的能力。预计公司未来三年的调整后净利润分别为 77 亿、85 亿及 95 亿元，给予 2024 年 15 倍 PE，加上公司持有广义现金后得出目标价 58.3 港元/22.4 美元，维持买入评级。

罗凡环

852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

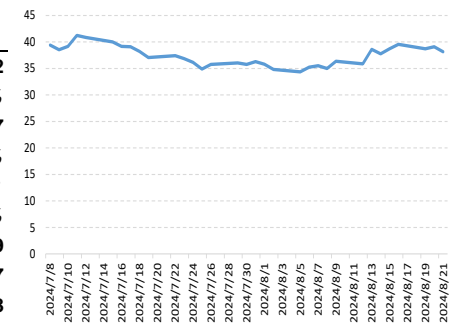
行业	居住服务
股价	38.15 港元/14.77 美元
目标价	58.30 港元/22.40 美元 (+53%/+52%)
股票代码	2423.HK/BEKE.US
已发行股本	35.44 亿股
总市值	1352 亿港元/174 亿美元
52 周高/低	55.4 港元/31.485 港元 20.48 美元/12.13 美元
每股净资产	20.47 元人民币
主要股东	Propitious Global 23.5% 腾讯联属实体 11.3%

### 盈利摘要

年结日: 31/12	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(千人民币)	60,732,960	77,776,932	87,449,416	96,270,975	102,928,462
变动(%)	-24.8%	28.1%	12.4%	10.1%	6.9%
净利润(千人民币)	-1,397,312	5,889,604	4,771,521	6,066,386	7,026,177
变动(%)	NA	NA	-19.0%	27.1%	15.8%
经调整净利润(千人民币)	2,842,730	9,797,901	7,736,633	8,507,067	9,466,858
变动(%)	23.9%	245%	-21%	10%	11%
每股盈利(人民币元)	-0.39	1.67	1.35	1.72	1.99
市盈率@38.15港元	NA	21.0	26.0	20.5	17.7
每股派息(元)	0.00	1.22	0.39	0.50	0.58
股息率(%)	0.0%	2.9%	1.0%	1.2%	1.4%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

### 股价表现



资料来源: 彭博

# 主要财务报表

## 损益表

<千元人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>60,732,960</b>	<b>77,776,932</b>	<b>87,449,416</b>	<b>96,270,975</b>	<b>102,928,462</b>
- 存量房业务	24,100,000	27,954,135	26,236,291	29,041,327	32,237,332
- 新房业务	28,650,374	30,575,778	29,577,620	29,229,648	30,691,130
- 新兴业务及其他	2,935,959	6,295,634	2,973,690	2,800,000	3,200,000
分佣及薪酬	-38,420,025	-41,349,663	-37,129,110	-38,301,445	-41,191,050
门店成本	-3,346,667	-2,872,093	-2,916,454	-3,006,382	-3,156,701
<b>毛利</b>	<b>13,780,719</b>	<b>21,718,014</b>	<b>22,066,908</b>	<b>23,968,374</b>	<b>25,972,857</b>
销售与管理费用	-11,920,047	-14,890,747	-15,670,884	-15,788,440	-16,056,840
研发费用	-2,545,549	-1,936,780	-2,158,122	-2,406,774	-2,573,212
<b>经营利润</b>	<b>-832,934</b>	<b>4,797,070</b>	<b>4,201,505</b>	<b>5,773,160</b>	<b>7,342,806</b>
利息收入(支出)	743,484	1,263,332	1,379,409	1,426,312	1,426,312
<b>税前利润</b>	<b>292,262</b>	<b>7,883,995</b>	<b>7,215,854</b>	<b>8,510,719</b>	<b>9,470,510</b>
税项	-1,689,574	-1,994,391	-2,444,333	-2,444,333	-2,444,333
归属少数股东净利润	-16,417	-5,464	2,016	24,663	28,565
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>-1,386,074</b>	<b>5,883,224</b>	<b>4,752,122</b>	<b>6,041,723</b>	<b>6,997,612</b>
<b>经调整净利润</b>	<b>2,842,730</b>	<b>9,797,901</b>	<b>7,736,633</b>	<b>8,507,067</b>	<b>9,466,858</b>
每股盈利	-0.39	1.67	1.35	1.72	1.99
每股派息	-	1	0	1	1

## 资产负债表

<千元人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19,413,202	19,634,716	15,813,064	13,236,262	9,982,560
受限资金	6,181,057	6,222,745	6,533,882	6,860,576	7,203,605
应收账款	4,163,022	3,176,169	3,760,325	4,139,652	4,425,924
预付账款	4,057,843	4,666,976	5,133,674	5,647,041	6,211,745
物业及设备	2,036,553	1,965,098	1,910,937	1,862,732	1,821,078
使用权资产	11,284,070	17,617,915	19,379,707	21,317,677	23,449,445
长期投资	17,925,653	23,570,988	23,570,988	23,570,988	23,570,988
无形资产及商誉	6,621,211	5,924,266	5,795,886	5,667,847	5,540,167
其他	37,664,736	37,553,058	46,255,126	54,970,953	65,414,811
<b>总资产</b>	<b>109,347,347</b>	<b>120,331,931</b>	<b>128,153,589</b>	<b>137,273,728</b>	<b>147,620,323</b>
应付账款	5,843,321	6,328,516	6,644,942	6,977,189	7,326,048
应付雇员薪酬及福利	9,365,512	8,145,779	8,308,695	8,474,868	8,644,366
应付客户备付金	4,194,828	3,900,564	4,095,592	4,300,372	4,515,390
短期有息负债	619,000	290,450	319,495	351,445	386,589
合同负债	3,260,269	4,665,201	5,131,721	5,644,893	6,209,383
租赁负债	4,972,345	9,368,607	10,773,898	11,851,288	13,036,417
其他	5,086,043	6,824,866	7,464,318	8,167,714	8,941,451
<b>流动负债</b>	<b>33,341,318</b>	<b>39,523,983</b>	<b>42,738,660</b>	<b>45,767,769</b>	<b>49,059,643</b>
长期借款	-	-	-	-	-
租赁负债	6,599,930	8,327,113	8,160,571	8,160,571	8,160,571
递延税务	351,186	279,341	279,341	279,341	279,341
其他	475	389	389	389	389
<b>总负债</b>	<b>40,292,909</b>	<b>48,130,826</b>	<b>51,178,961</b>	<b>54,208,070</b>	<b>57,499,944</b>
<b>股东权益</b>	<b>68,920,360</b>	<b>72,099,824</b>	<b>76,871,330</b>	<b>82,937,698</b>	<b>89,963,854</b>
少数股东权益	134,078	101,281	103,297	127,960	156,525
<b>负债与权益合计</b>	<b>109,347,347</b>	<b>120,331,931</b>	<b>128,153,589</b>	<b>137,273,728</b>	<b>147,620,323</b>

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 财务分析

<千元人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>增长率 (%)</b>					
收入	NA	28.1%	12.4%	10.1%	6.9%
毛利	-12.9%	57.6%	1.6%	8.6%	8.4%
税前利润	NA	NA	-8.5%	17.9%	11.3%
净利润	166.3%	NA	-19.0%	27.1%	15.8%
<b>盈利分析 (%)</b>					
综合毛利率	22.7%	27.9%	25.2%	24.9%	25.2%
经营利润率	0.5%	10.1%	8.3%	8.8%	9.2%
净利润率	NA	7.6%	5.5%	6.3%	6.8%
<b>回报率 (%)</b>					
派息比率	0.0%	74.2%	30.0%	30.0%	30.0%
ROA	NA	5.1%	3.8%	4.6%	4.9%
ROE	NA	8.4%	6.4%	7.6%	8.1%
<b>偿付能力</b>					
流动比率(倍)	211.2%	176.5%	177.8%	182.1%	187.0%
速动比率	177.1%	144.4%	146.0%	150.2%	155.1%
资产负债率	36.8%	40.0%	39.9%	39.5%	39.0%
净负债率	NA	NA	NA	NA	NA

## 现金流量表

<千元人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	-1,397,284	5,889,604	4,771,521	6,066,386	7,026,177
折旧摊销	1,502,721	1,402,188	592,733	625,557	661,585
税项	-41,688	156,278	69,857	76,842	84,527
<b>经营现金流</b>	<b>8,460,754</b>	<b>11,157,625</b>	<b>7,411,373</b>	<b>8,223,414</b>	<b>9,596,566</b>
固定资产投资	-773,906	-859,152	54,161	48,205	41,654
短期投资变化	5,419,571	-4,185,361	-8,564,490	-8,564,490	-10,277,387
长期投资变化	-12,161,577	-	-	-	-
关联方贷款变化	-30,609	18,367	-2,803	-3,083	-3,392
其他	-925,834	1,048,706	4,138,534	4,533,735	4,273,077
<b>投资现金流</b>	<b>-8,472,355</b>	<b>-3,977,440</b>	<b>-4,374,598</b>	<b>-3,985,633</b>	<b>-5,966,048</b>
首次公开发行	-	-	-	-	-
后续公开发行	-	-	-	-	-
短期借款变化	359,000	-329,338	29,045	31,950	35,144
长期借款变化	-	-	-	-	-
融资债务变化	-194,200	-	-	-	-
其他	-1,319,793	-6,632,253	-6,576,335	-6,519,838	-6,576,335
<b>融资现金流</b>	<b>-1,154,993</b>	<b>-6,961,591</b>	<b>-6,547,290</b>	<b>-6,487,889</b>	<b>-6,541,191</b>
<b>现金变动</b>	<b>-1,166,594</b>	<b>218,594</b>	<b>-3,510,515</b>	<b>-2,250,108</b>	<b>-2,910,673</b>
期初现金、现金等价物	26,732,209	25,594,259	25,857,461	22,346,946	20,096,838
期初受限制现金	6,286,105	6,181,057	6,222,745	6,533,882	6,860,576
<b>期末现金、现金等价物</b>	<b>25,594,259</b>	<b>25,857,461</b>	<b>22,346,946</b>	<b>20,096,838</b>	<b>17,186,165</b>
<b>期末受限制现金</b>	<b>6,181,057</b>	<b>6,222,745</b>	<b>6,533,882</b>	<b>6,860,576</b>	<b>7,203,605</b>

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话：(852) 2522-2101  
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。