

贝壳 (BEKE)

证券研究报告

2024年11月18日

受益税费优化利好，关注一线普宅非普宅调整催化

投资评级

6个月评级

买入 (维持评级)

受益税费优化利好，关注一线普宅非普宅调整催化

11月13日，财政部等三部门发布住房交易税收新政，家庭唯一和第二套住房不超过140平方米统一按1%税率缴纳契税；城市取消普通住宅标准后购房满2年再销售免征增值税。我们认为，契税政策调整支持刚性需求，并激发改善性需求。而非普增值税取消将大幅降低二手房交易成本，尤其是住房总价较高的高能级城市，有望推动二手房市场交投活跃，进而助力基本面热度延续和量价回暖。公司以存量房及新房交易为主营业务，税费政策利好有望带动新房及二手房需求提升，近期，一线城市中北京已明确表态“适时取消普宅非普宅标准”，不排除其他城市将同步跟进，建议关注潜在政策调整空间带来的业务增量。

一揽子政策提振热度，四季度业绩动能可期

2024上半年，公司实现总交易额 (GTV) 为1.47万亿元，同比减少16.2%。其中，存量房交易的总交易额为1.02万亿元，同比减少8.7%；新房交易的总交易额为3871亿元，同比减少32.4%；公司实现净收入397亿元，较23年同期的398亿元基本持平；净利润为23亿元，同比减少42.38%。2024年二季度，公司累计实现总交易额为8390亿元，同比增长7.5%；净收入为234亿元，同比增长19.9%。其中，1) 存量房业务的总交易额为5707亿元，同比增长25%，净收入为73亿元，同比增长14.3%；2) 新房业务总交易额为2353亿元，净收入为79亿元，优于行业整体表现。考虑7-9月市场热度相对较低，我们预计三季度业绩或仍具一定压力。9月末一揽子政策刺激下，10月起市场显著回暖，新房二手房交易量大幅提升，我们预计四季度公司业绩有望同步受益。

“一体三翼”架构再调整，家装业务仍具发力空间

贝壳宣布高层管理调整，任命徐万刚为整装事业线首席执行官，全面负责整装事业线经营管理工作。在“一体三翼”战略指导下，公司进一步优化内部管理结构，有望提升业务协同效率。从中期表现看，家居家装业务增势迅猛，截至2024年中，家居版块总交易额达76亿元，同比增长24.0%，收入同比增长59.9%，占营收的比重达到16%。其中二季度家装业务实现合同额42亿元，同比增长22.3%；净收入40亿元，同比增长53.9%，展现较快增速，我们看好未来家装板块继续保持良好增势，为公司业绩长期提供有力支撑。

投资建议：受益于地产税费政策利好，公司存量房及新房交易业务增长预期良好，一线城市普宅非普宅标准政策调整有望形成催化。同时组织架构调整有望助力公司“一体三翼”战略稳步推进，考虑公司高利润率家装业务增势良好，业绩贡献度提升，我们上调公司24-25年 Non-GAAP 净利润为85.86、91.35 (前值：73.14、90.43)、新增26年 Non-GAAP 净利润预测98.45亿元，维持“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期、市场热度持续性不及预期、政策调控不确定性

作者

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

相关报告

- 《贝壳-公司动态研究:Q1收入大幅增长，二手房业务提升明显——2023年一季报点评》2023-05-21
- 《贝壳-公司动态研究:毛利率抬升，业绩修复有望展现弹性——2022年业绩点评》2023-03-23
- 《贝壳-公司动态研究:整体收入承压，新房毛利率提升——2022年二季报点评》2022-08-28

财务数据与估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	60,668.78	77,776.93	88,662.60	101,280.30	115,910.06
增长率(%)	-24.87	28.20	14.00	14.23	14.44
EBITDA(百万元)	292.29	7,884.00	6,979.63	7,482.48	8,631.88
归母净利润(百万元)	-1,386.07	5,883.22	5,060.27	5,399.87	6,213.49
增长率(%)	164.45	-524.45	-13.99	6.71	15.07
non-GAAP调整后净利润(百万元)	2,842.76	9,798.48	8,586.25	9,135.40	9,845.31
增长率(%)	23.91	244.68	-12.37	6.40	7.77
EPS(元/股)	-0.37	1.58	1.36	1.45	1.67
市盈率(P/E)	-120.09	28.03	32.59	30.54	26.54

资料来源：wind、天风证券研究所

注：营业收入、EBITDA、归母净利润均为人民币，EPS为人民币/股

图 1：部分财务预测表（人民币）

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,413.20	19,634.72	16,179.89	17,392.95	18,069.18	营业收入	60,668.78	77,776.93	88,662.60	101,280.30	115,910.06
应收账款	4,163.02	3,176.17	4,852.32	4,839.41	5,940.99	营业成本	46,888.03	56,058.92	63,393.76	72,617.98	83,339.33
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	4,573.38	6,654.18	7,536.32	8,302.87	9,757.07
存货	127.56	304.21	346.78	396.14	453.36	管理费用	7,346.67	8,236.57	9,752.89	11,376.97	12,681.77
其他	46,720.89	46,638.53	49,359.95	52,514.37	56,171.81	财务费用	-276.19	-275.51	-257.16	-239.99	-254.16
流动资产合计	70,424.68	69,753.62	70,738.94	75,142.87	80,635.34	其他	1,568.41	-1,056.73	1,000.00	1,500.00	1,500.00
权益性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	292.29	7,884.00	7,236.80	7,722.47	8,886.04
金融资产投资	17,925.65	23,570.99	27,106.64	31,172.63	35,848.53	所得税	1,689.57	1,994.39	2,171.04	2,316.74	2,665.81
固定资产合计	2,036.55	1,965.10	1,965.10	1,965.10	1,965.10	净利润	-1,397.28	5,889.60	5,065.76	5,405.73	6,220.23
无形资产	17,905.28	23,542.18	24,248.45	25,896.40	27,073.51	少数股东损益	-11.21	6.38	5.49	5.86	6.74
商誉	4,934.24	4,856.81	4,371.13	4,371.13	4,371.13	归属于母公司净利润	-1,386.07	5,883.22	5,060.27	5,399.87	6,213.49
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	-0.37	1.58	1.36	1.45	1.67
其他非流动资产	1,055.19	1,500.04	1,783.10	2,111.19	2,491.60						
非流动资产合计	38,922.67	50,578.31	59,474.40	65,516.44	71,749.86						
资产总计	109,347.35	120,331.93	130,213.34	140,659.32	152,385.19	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
短期借款及长期借款 当期到期部分	619.00	290.45	309.50	309.50	309.50	成长能力					
应付账款	5,843.32	6,328.52	7,214.26	8,240.93	9,431.31	营业收入	-24.87%	28.20%	14.00%	14.23%	14.44%
应交税费	814.90	1,033.96	1,200.00	1,500.00	1,500.00	营业利润	-74.38%	2597.32%	-8.21%	6.71%	15.07%
其他流动负债	26,064.10	31,871.05	35,565.94	39,848.72	44,814.44	归属于母公司净利润	164.45%	-524.45%	-13.99%	6.71%	15.07%
流动负债合计	33,341.32	39,523.98	44,289.69	49,899.14	56,055.25	获利能力					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	22.71%	27.92%	28.50%	28.30%	28.10%
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	-2.28%	7.56%	5.71%	5.33%	5.36%
其他非流动负债	6,951.59	8,606.84	8,933.41	9,311.94	9,750.84	RCE	-2.02%	8.16%	6.59%	6.66%	7.22%
非流动负债合计	6,951.59	8,606.84	8,933.41	9,311.94	9,750.84	ROIC	-2.93%	10.88%	8.69%	8.84%	9.74%
负债合计	40,292.91	48,130.83	53,223.10	59,211.09	65,806.09	偿债能力					
少数股东权益	134.08	101.28	105.67	110.36	115.75	资产负债率	36.85%	40.00%	40.91%	42.17%	43.30%
股本	0.49	0.48	0.48	0.48	0.48	流动比率	2.11	1.76	1.60	1.51	1.44
资本公积	80,302.96	77,583.05	77,583.05	77,583.05	77,583.05	速动比率	2.11	1.76	1.59	1.50	1.43
留存收益及其他	-10,745.03	-4,861.81	-813.59	3,506.30	8,477.10	营运能力					
股东权益合计	69,054.44	72,201.11	76,875.13	81,199.71	86,175.90	应收账款周转率	9.00	21.19	22.09	20.90	21.50
负债和股东权益总计	109,347.35	120,331.93	130,098.24	140,410.80	151,981.99	总资产周转率	0.58	0.68	0.71	0.75	0.79
						每股指标(元)					
						每股收益	-0.37	1.58	1.36	1.45	1.67
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	每股经营现金流	2.25	2.94	1.62	1.97	2.22
经营活动现金流	8,460.75	10,951.75	6,034.78	7,321.86	8,266.01	每股净资产	18.34	19.36	20.62	21.78	23.11
投资活动现金流	-8,472.36	-5,645.34	-3,535.75	-4,066.10	-4,675.99	估值比率					
筹资活动现金流	-1,154.99	-328.56	-735.84	-839.99	-988.54	市盈率	-120.09	28.03	32.59	30.54	26.54
现金净增加额	-1,166.59	4,977.85	1,763.19	2,415.78	2,601.47	市净率	2.42	2.29	2.15	2.03	1.92

资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com