

3Q 收入超预期，4Q 预期 GTV 快速反弹

华泰研究

2024 年 11 月 22 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

27.88

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

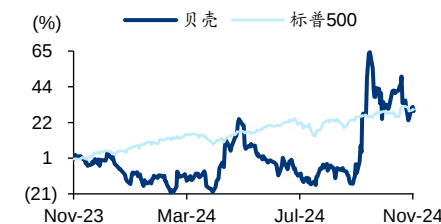
丁骄旻

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	27.88
收盘价(美元 截至 11 月 20 日)	20.23
市值(美元百万)	24,295
6 个月平均日成交额(美元百万)	186.68
52 周价格范围(美元)	12.17-26.05
BVPS(美元)	8.25

股价走势图



资料来源: S&P

贝壳 3Q 业绩: 营收同比增长 26.8%至 226 亿元，高于 VA 一致预期 4.9% (下同)。GTV 同比提升 12.5%至 7368 亿元，低于预期 1.6%。分业务看，存量房、新房、家装家居、租赁的营收同比分别变化-1.4%、30.9%、32.6%、118.4%。毛利率同比下滑 4.7pct 至 22.7%，主系存量房收入占比波动和固定薪酬上涨。经调整净利润同比下滑 17.5%至 17.8 亿，低于预期 0.3%。在 4Q 新政扶持下，10 月一线城市地产成交面积反弹较好，我们预期 4Q 公司 GTV 同比增长 44%，并上调 24-26 年贝壳经纪业务 GTV 增速，维持“买入”评级。

新房营收高于预期，经纪服务注重长期发展

①存量房业务：三季度收入低于预期 6.1%，同比下滑 1.4%；GTV 同比抬升 8.8%，其中三方门店成交额增速高于链家。从网签数量看，三季度贝壳和一线城市大盘分别同比上涨 44%和 21%。②新房业务：三季度营收超预期 5.3%，同比抬升 30.9%；新房 GTV 同比增长 18%，好于克而瑞百强房企销量 (-29% yoy)。贝壳持续扩大头部优质房企覆盖，三季度国企佣金占比提升至 58%。③从员工激励看，公司本季度改善上海链家薪酬结构，并向全国店东发放更多积分权益，聚焦经纪业务长期稳健发展。

家装收入保持高速增长，软装占比持续抬升

家装营收同比增长 32.6%至 42.3 亿元，低于预期 5.4%。3Q 合同金额同比增长 24.6%至 40.7 亿元，增速较 2Q 提升 2.3pct。软装合同金额 11.4 亿元，占比同比抬升 2.1pct。贝壳本季度迭代作业方案和产品套餐，提高施工效率和售后服务，主材工期同比缩短约 13 天，自营维修团队从 200 人拓展至 500 人。3Q 家装业务的集采比例超过 30% (对比二季度 20%+)，一是加购时重新谈判价格，二是加强集团层面集采比例，尤其是标准化较高的产品。公司近期于多地开展“金秋家装节”活动，提供装修折扣、大牌家具赠送、家电优惠套餐等多项补贴，以扩大用户基础。

盈利预测与估值

展望 24-26 年，我们上调贝壳收入预测 6.4/11.2/11.5%，主系经纪业务有望加速增长；上调经调整净利润 7.3/12.9/10.3%至 100.7/115.4/129.2 亿元，主因收入改善和经营杠杆效应。公司 1-9 月共斥资约 5.8 亿美金用于股票回购，回购股数占 23 年末总股本 3.3%。我们给予贝壳目标价 27.88 美元(前值 23.44 美元)，基于 25 年 21.0 倍 PE (估值年度滚动)，维持“买入”评级。

风险提示：存量房收入、家装收入和利润改善、公司净利润低于市场预期

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	60,669	77,777	93,471	110,882	123,280
+/-%	(24.87)	28.20	20.18	18.63	11.18
归属母公司净利润(人民币百万)	(1,386)	9,880	7,020	8,128	9,295
+/-%	164.45	(812.81)	(28.95)	15.78	14.36
EPS(人民币, 最新摊薄)	2.39	11.63	8.39	9.61	10.76
ROE(%)	(2.04)	14.01	9.12	9.57	10.11
PE(倍)	61.34	12.60	17.47	15.25	13.62
PB(倍)	7.59	7.01	6.18	5.74	5.28
EV EBITDA(倍)	162.90	14.82	19.17	16.00	13.33

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

租房业务同比抬升 118%，省心租项目势头良好

3Q 租房业务营收同比抬升 118%，环比抬升 23.6% 达 39.4 亿元。省心租项目增长势头良好，在管房源规模突破 36 万套，对比去年同期 16 万套。公司 3Q 着力提升去化效率，降低房屋空置成本，租客续住率 50%，招租去化率约 80%。公司近期于十三城开展“三周年庆”活动，本次活动以“0 押金”租房福利为核心，为租房用户提供多种类的租房专项优惠，拓展用户规模。

贝壳公司管理机制革新，推进业务效率和部门协同

从 3Q 开始，贝壳各业务条线由分管 CEO 领导（小班委领导的新机制）：由徐万刚、李松岩、王拥群、徐涛、左东华 5 位高管构成，分别代表平台各事业线和财务分管人。公司正式任命徐万刚为家装家居业务 CEO，同时担任贝好家业务 CEO；任命王拥群为贝壳出租房业务 CEO，同时担任链家 COO。我们认为此次人事变更，将会更好的推进业务效率和部门协同。

3Q 贝壳推行门店积分机制，主要面向门店负责人（房东）。该机制旨在激励长期稳定运营、业绩突出、遵守规范且具备创新能力的门店，增强房东对平台的满意度和忠诚度。3Q 公司共计发放约 1,800 万人民币等值权益，鼓励经纪人和房东提升服务质量。此外，该机制对新业务提供 2-3 倍积分奖励，促进新业务发展。

图表1：贝壳 3Q 财务速览

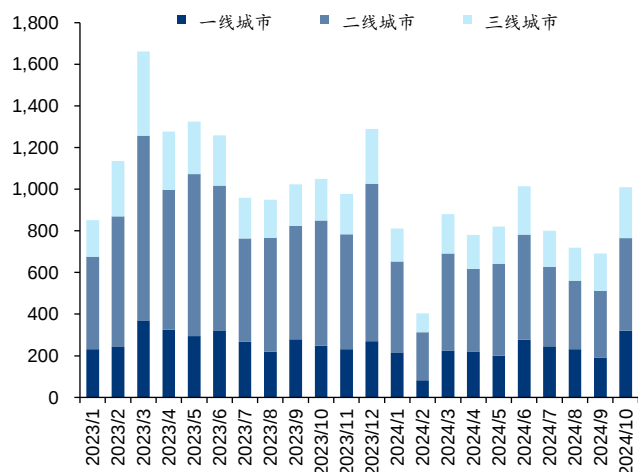
人民币（百万）	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q VA 一致预期	对比一致预期	4Q VA 一致预期
<u>财务数据</u>										
GTV (十亿元)	972	781	655	736	630	839	737	749	-1.6%	840
YOY (%)	65.8%	22.0%	-11.1%	13.7%	-35.2%	7.5%	12.5%			
收入	20,278	19,484	17,811	20,204	16,377	23,370	22,585	21,524	4.9%	22,923
YOY (%)	61.6%	41.4%	1.2%	20.6%	-19.2%	19.9%	26.8%	20.8%		13.5%
<u>收入分业务</u>										
- 存量房业务	9,181	6,416	6,307	6,050	5,727	7,335	6,217	6,620	-6.1%	6,946
YOY (%)	49.3%	15.9%	-11.9%	14.6%	-37.6%	14.3%	-1.4%			
- 新房业务	8,404	8,696	5,902	7,574	4,917	7,934	7,726	7,340	5.3%	8,826
YOY (%)	42.2%	30.4%	-24.3%	-8.5%	-41.5%	-8.8%	30.9%			
- 家装家居	1,408	2,625	3,177	3,641	2,409	4,040	4,213	4,453	-5.4%	4,673
YOY (%)	1509.0%	157.5%	72.1%	73.9%	71.1%	53.9%	32.6%			
- 房屋租赁和新兴业务	1,285	1,748	2,425	2,939	3,325	4,062	4,428	4,513	-1.9%	4,902
YOY (%)	222.1%	213.9%	202.7%	169.3%	158.8%	132.4%	82.6%			
毛利	6,350	5,343	4,881	5,144	4,122	6,517	5,135	5,584	-8.0%	6,465
YOY (%)	186.1%	97.3%	2.6%	25.7%	-35.1%	22.0%	5.2%			
毛利率	31.3%	27.4%	27.4%	25.5%	25.2%	27.9%	22.7%	25.9%	-3.2pp	28.2%
经调整经营利润	3,830	2,148	1,886	856	960	2,813	1,363	1,557	-12.4%	2,147
YOY (%)	-951.8%	-411.2%	-10.5%	-36.1%	-74.9%	31.0%	-27.7%			
经调整经营利润率	18.9%	11.0%	10.6%	4.2%	5.9%	12.0%	6.0%	7.2%	-1.2pp	9.4%
经调整净利润	3,561	2,364	2,159	1,714	1,392	2,693	1,782	1,787	-0.3%	2,330
YOY (%)	12796.1%	-481.7%	14.4%	10.8%	-60.9%	13.9%	-17.5%			
经调整净利率	17.6%	12.1%	12.1%	8.5%	8.5%	11.5%	7.9%	8.3%	-0.4pp	10.2%
<u>经营费用</u>										
-销售费用	1,294	1,649	1,631	2,080	1,624	1,882	1,934	1,889	2.4%	2,008
YOY (%)	50.3%	47.1%	29.6%	56.1%	25.5%	14.1%	18.6%			
销售费用率	6.4%	8.5%	9.2%	10.3%	9.9%	8.1%	8.6%	8.8%	-0.2pp	8.8%
-管理费用	1,621	2,105	1,862	2,648	2,019	2,079	1,901	2,101	-9.5%	2,258
YOY (%)	6.1%	-6.4%	4.8%	47.7%	24.5%	-1.2%	2.1%			
管理费用率	8.0%	10.8%	10.5%	13.1%	12.3%	8.9%	8.4%	9.8%	-1.3pp	9.8%
-研发费用	457	475	472	534	467	505	573	557	2.8%	592
YOY (%)	-39.0%	-39.0%	-7.4%	4.9%	2.3%	6.3%	21.5%			
研发费用率	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%	2.9%	2.2%	2.5%	2.6%	-0.1pp	2.6%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

新房大盘：新房成交面积环比抬升，一线城市需求企稳

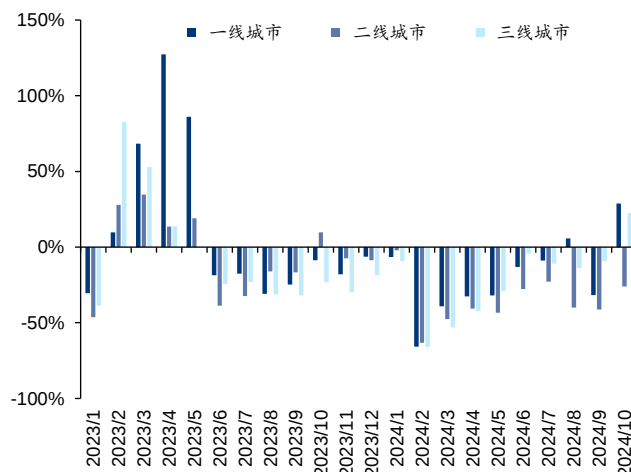
9月以来，金融组合拳、政治局会议助力房地产市场止跌回稳，各部委协同加速市场预期修复。自“9.24”新政实施之后，一线城市新房成交面积增速同比转正，二线城市跌幅较9月收窄15.3pct。考虑到“5.17”新政影响持续3-4个月，本次新政对行业影响的持续性还待观察。Wind数据显示，10月全国30大中城市新房成交面积约为1010万平方米（同比跌4%，环比增46%），新政对于新房销售影响得到充分显现。分城市看，10月一线城市成交面积约320万平，同比抬升28.8%（本年度最高增幅），叠加上轮新政影响，预示市场正在企稳。二线城市成交面积约444万平，同比下滑26%，跌幅较8-9月大幅收窄，市场正在改善。三线城市成交246万平（年内最高成交面积），同比转正，市场有望逐步复苏。

图表2：中国30大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：中国30大中城市商品房成交面积同比增速（单位：%）

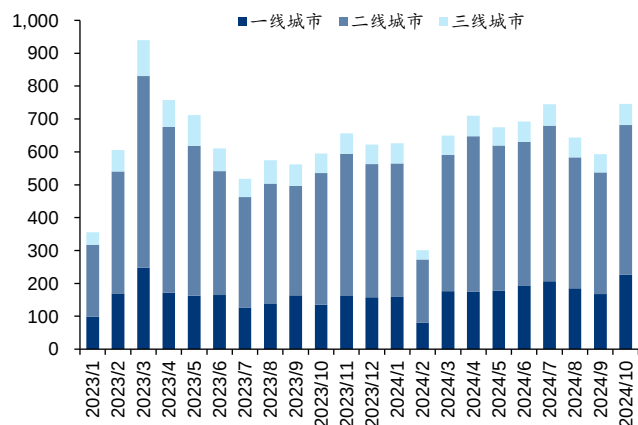


资料来源：Wind，华泰研究

存量房大盘：一线城市同比增幅明显，二三线市场略有改善

Wind数据显示，自“9.24”新政实施之后，10月存量房成交面积环比出现大幅度抬升，其中全国十三城存量房成交面积约746万平（同比增25%，环比增26%），对比9月存量房成交面积约593万平（同比增6%，环比跌8%），新政积极性影响正在显现。10月，北京深圳存量房成交面积约227万平，同比抬升68%，创年内最高增速。二线城市成交面积同比抬升14%至454万，增速较9月小幅提升；三线城市成交面积同比抬升8%至64万平方米，实现年内首次同比增速转正。

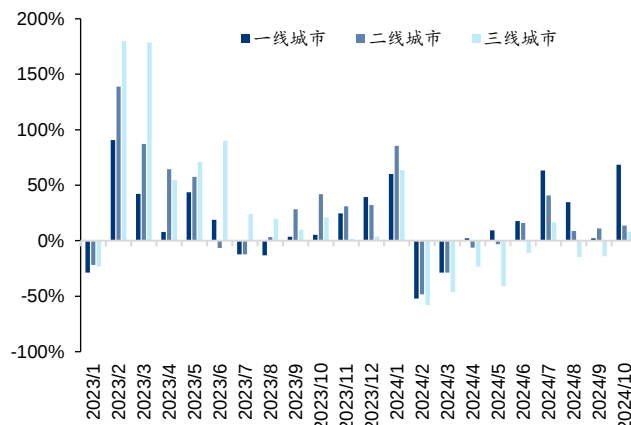
图表4：十三城存量房月成交面积（单位：万平方米）



注：一线城市（北京、深圳），二线城市（成都、厦门、苏州、杭州、南宁、青岛），三线城市（东莞、扬州、金华、江门、佛山）

资料来源：Wind，华泰研究

图表5：十三城存量房月成交面积同比增速（单位：%）



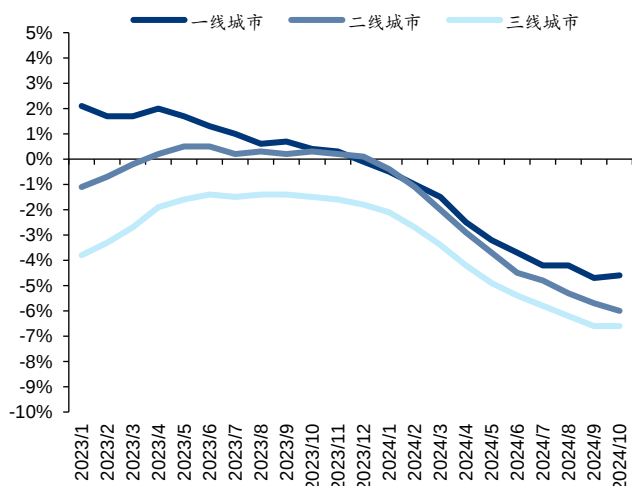
注：一线城市（北京、深圳），二线城市（成都、厦门、苏州、杭州、南宁、青岛），三线城市（东莞、扬州、金华、江门、佛山）

资料来源：Wind，华泰研究

价格指数：一线楼市出现回暖，全国市场环比改善

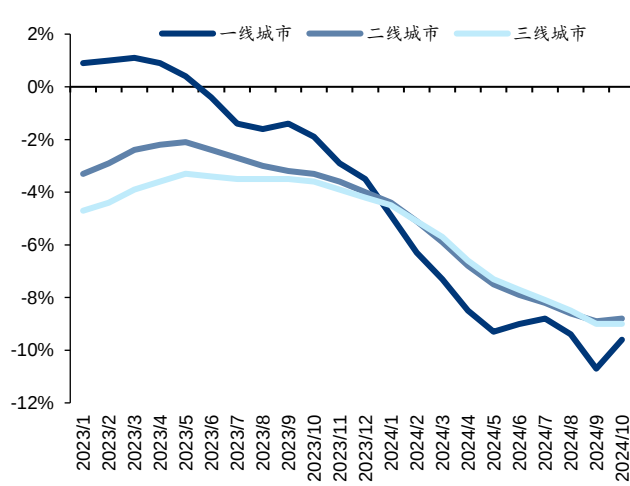
Wind 数据显示，10 月 70 城新房价格指数同比下降 6.2%，降幅较 9 月扩大 0.1pct，环比下降 0.5%，降幅较 9 月收窄 0.2pct。从一线、二线、三线城市看，10 月新房价格指数环比分别-0.2%、-0.5%、-0.5%，较 7-9 月均出现小幅改善。70 城二手房价格指数同比下降 8.9%，降幅较 9 月收窄 0.1pct，环比下降 0.5%，降幅较 9 月收窄 0.4pct。其中一线、二线、三线城市二手房价格指数环比变动+0.4%、-0.4%、-0.6%，一线城市价格回升。

图表6：70 大中城市销售价格指数（商品房）当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：70 大中城市销售价格指数（二手住宅）当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，华泰研究

地产政策：9 月聚焦楼市止跌回稳，25 年期待地产估值重塑

2024 年行业基本面整体下行，但 9 月底政治局“止跌回稳”定调下出现积极信号。随后，国家和各地颁布多项地产利好“组合拳”政策。展望 2025 年，我们建议密切关注地方政策的持续落地、房贷利率调整空间，以及收储政策优化进展。我们认为市场传导链条或为：政策发力->二手房成交量拐点->二手房成交价拐点->新房市场拐点。我们预计核心城市明年有望率先迎来价格企稳，随后向更多城市扩散，但销量受制于供给约束依然下滑。我们认为政策“组合拳”发力提振信心，以“房价”为核心的地产基本面有望在明年迎来改善，推动地产板块估值进一步修复。

图表8：新政对比

政策类型	方向	517 新政	924 新政
需求端	总则	侧重房地产增量市场	侧重房地产存量市场
	首付	首套房最低首付比例由 20%下调至 15%。 二套房最低首付比例由 30%下调至 25%。	二套房最低首付比例由 25%下调至 15%
	利率	取消首套/二套房按揭购房贷款利率下限	引导 LPR 下调 20-25bp 引导存量房贷利率降低 50bp 每年减轻居民按揭负担约 1500 亿元
供给端	再贷款	保障房再贷款支持比例提升至 60%，发放再贷款 3000 亿元	保障房再贷款支持比例由 60%提升至 100%
	收储	收购已建成存量商品房用作保障性住房，超 60 城市响应	允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力
其他	白名单	保交楼攻坚战项目“白名单”项目应进尽进、贷款应贷尽贷	
	金融十六条		支持延期到 2026 年底
	经营性物业贷款		支持延期到 2026 年底

资料来源：中国房地产报，克而瑞数据，华泰研究

盈利预测

展望 24-26 年，我们上调贝壳收入预测 6.4/11.2/11.5%，主系 24-26 年存量房和新房收入有望加速增长（地产新政扶持）。经调整利润端，我们上调 24-26 年经调整净利润 7.3/12.9/10.3%至 100.7/115.4/129.2 亿元，主因收入改善和经营杠杆效应。

图表9：贝壳盈利预测

贝壳利润表	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（人民币 百万）	28,646	46,015	70,481	80,752	60,669	77,777	93,471	110,882	123,280
存量房交易	20,155	24,569	30,565	31,948	24,124	27,954	27,994	30,165	31,427
新房交易	7,472	20,274	37,938	46,472	28,650	30,576	30,729	31,036	31,657
家装家居	-	25	109	197	5,047	10,850	16,276	21,972	26,947
租赁和新兴业务	1,020	1,148	1,870	2,135	2,848	8,397	18,472	27,709	33,250
收入同比增速									
总收入	12%	61%	53%	15%	-25%	28%	20%	19%	11%
存量房交易	9%	22%	24%	5%	-24%	16%	0%	8%	4%
新房交易	16%	171%	87%	22%	-38%	7%	0%	1%	2%
家装家居	NM	NM	338%	81%	2456%	115%	50%	35%	23%
租赁和新兴业务	63%	13%	63%	14%	33%	195%	120%	50%	20%
毛利 (GAAP)	6,870	11,268	16,860	15,819	13,781	25,715	24,640	31,823	35,751
毛利润率	24.0%	24.5%	23.9%	19.6%	22.7%	33.1%	26.4%	28.7%	29.0%
分业务贡献利率									
存量房交易	38.4%	38.9%	40.9%	37.0%	39.8%	47.2%	48.2%	48.5%	47.3%
新房交易	40.5%	24.3%	21.5%	19.3%	23.6%	26.6%	24.2%	24.7%	25.5%
家装家居	NM	15.7%	-17.4%	0.8%	29.4%	29.0%	30.0%	35.0%	40.0%
租赁和新兴业务	71.2%	81.8%	89.8%	86.5%	31.3%	24.0%	29.8%	20.5%	7.9%
成本部分									
销售费用	(2,490)	(3,106)	(3,715)	(4,309)	(4,573)	(6,654)	(7,852)	(10,201)	(11,342)
收入占比	9%	7%	5%	5%	7.5%	8.6%	8.4%	9.2%	9.2%
研发费用	(671)	(1,571)	(2,478)	(3,194)	(2,546)	(1,937)	(2,243)	(3,100)	(3,323)
收入占比	2%	3%	4%	4%	4%	2%	2.4%	2.8%	2.7%
行政管理费用	(4,927)	(8,377)	(7,589)	(8,924)	(7,347)	(8,237)	(8,412)	(11,088)	(12,328)
收入占比	17%	18%	11%	11%	12%	10.6%	9.0%	10.0%	10.0%
其他			(236)	(747)	(148)	(93)			
经调整经营利润	(708)	1,938	5,935	1,400	2,307	12,716	9,187	10,844	12,386
YoY	358%	NM	206%	-76%	65%	451%	-28%	18%	14%
经调整经营利润率	-2.5%	4.2%	8.4%	1.7%	3.8%	16.3%	9.8%	9.8%	10.0%
净利润 (GAAP)	(428)	(2,180)	2,778	(525)	(1,397)	9,887	7,026	8,135	9,302
经调整净利润	91	1,653	5,719	2,293.3	2,842.7	13,795.4	10,074	11,538	12,923
YoY	168%	1723%	246%	-60%	24%	385%	-27%	15%	12%
经调整净利润率	0.3%	3.6%	8.1%	2.8%	4.7%	17.7%	10.8%	10.4%	10.5%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：华泰预测变动

(人民币 百万元)			2024E			2025E			2026E		
	前值	新值	变动%	前值	新值	变动%	前值	新值	变动%	前值	新值
营业收入	87,877	93,471	6.4	99,737	110,882	11.2	110,524	123,280	11.5	110,524	123,280
毛利润	25,045	24,640	(1.6)	28,624	31,823	11.2	31,941	35,751	11.9	31,941	35,751
经调整净利润	9,392	10,074	7.3	10,219	11,538	12.9	11,718	12,923	10.3	11,718	12,923
(人民币 百万元)			2024E			2025E			2026E		
	前值	新值	变动pct	前值	新值	变动pct	前值	新值	变动pct	前值	新值
毛利率	28.5%	26.4%	-2.14	28.7%	28.7%	0.00	28.9%	29.0%	0.10	28.9%	29.0%
经调整净利率	10.7%	10.8%	0.09	10.2%	10.4%	0.16	10.6%	10.5%	-0.12	10.6%	10.5%

资料来源：华泰研究预测

图表11：华泰预测 VS. 一致预期

(人民币 百万元)			2024E			2025E			2026E		
	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期
营业收入	93,471	88,051	6.2	110,882	100,234	10.6	123,280	112,015	10.1	123,280	112,015
毛利润	24,640	22,950	7.4	31,823	26,695	19.2	35,751	31,018	15.3	35,751	31,018
经调整净利润	10,074	8,527	18.1	11,538	10,270	12.4	12,923	12,449	3.8	12,923	12,449

资料来源：Visible Alpha，华泰研究预测

公司估值

我们基于 PE 估值，给予贝壳目标价 27.88 美元，（前值 23.44 美元），对应 25 年 21.0 倍 PE，低于全球可比公司的 22.7 倍均值，主系中概股流动性低于美股，维持“买入”评级。本次折价收窄，主系我们预计 24-26 年贝壳经纪业务收入增速有望加快。

图表12：贝壳同业可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	非 GAAP 净利润增长 (%)	2024E	2025E	2026E	非 GAAP PE (x)	2024E	2025E	2026E
互联网										
阿里巴巴 FY25-27	BABA US	86.77	-4%	11%	10%	10.0	9.0	8.7		
京东	JD US	35.18	23%	6%	8%	9.2	8.4	7.5		
拼多多	PDD US	116.49	84%	21%	21%	9.7	8.1	6.8		
腾讯	700 HK	407.60	38%	11%	11%	16.4	14.9	13.5		
百度	BIDU US	86.75	-8%	4%	9%	8.0	7.8	7.1		
快手	1024 HK	46.40	71%	28%	24%	11.6	9.1	7.6		
Meta	META US	565.52	51%	11%	12%	24.4	21.8	19.1		
谷歌	GOOG US	177.33	35%	10%	12%	21.6	19.2	17.0		
微软 FY25-27	MSFT US	415.49	11%	15%	16%	31.6	27.4	23.4		
奈飞	NFLX US	883.85	60%	19%	18%	41.8	34.8	29.1		
市值加权平均PE							25.9	22.7	19.6	

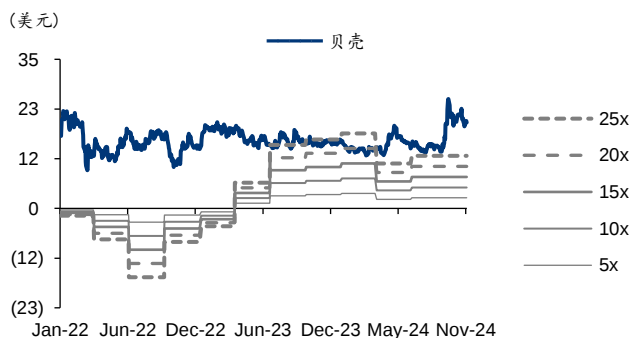
注：港股数据截至 11 月 21 日收盘，美股数据截止 11 月 20 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期；

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

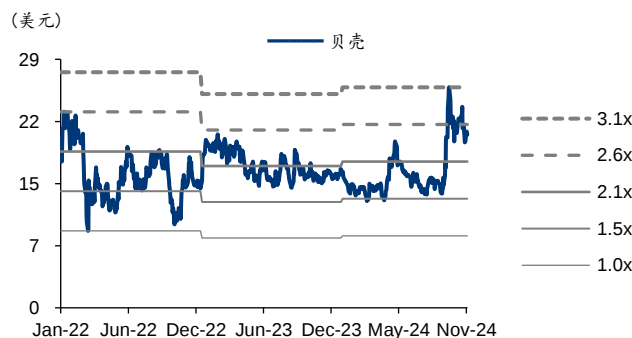
1. 存量房收入增长低于市场预期
2. 家装增速和利润改善低于市场预期
3. 公司净利润低于市场预期

图表13：贝壳 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表14：贝壳 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	60,669	77,777	93,471	110,882	123,280
销售成本	(46,888)	(52,062)	(68,831)	(79,059)	(87,529)
毛利润	13,781	25,715	24,640	31,823	35,751
销售及分销成本	(4,573)	(6,654)	(7,852)	(10,201)	(11,342)
管理费用	(7,347)	(8,237)	(8,412)	(11,088)	(12,328)
其他收入/支出	(2,694)	(2,030)	(2,243)	(3,100)	(3,323)
财务成本净额	743.48	1,263	893.86	980.03	1,087
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	292.28	11,881	8,899	10,286	11,717
税费开支	(1,690)	(1,994)	(1,873)	(2,151)	(2,415)
少数股东损益	(11.21)	6.38	6.38	6.38	6.38
归母净利润	(1,386)	9,880	7,020	8,128	9,295
折旧和摊销	(1,503)	(1,402)	(1,030)	(986.82)	(970.10)
EBITDA	1,052	12,020	9,035	10,293	11,600
EPS (人民币, 基本)	2.39	12.00	8.76	10.03	11.24

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	8,221	7,843	12,769	13,792	12,523
现金及现金等价物	19,413	19,635	24,588	33,107	43,153
其他流动资产	42,791	42,276	43,462	43,920	44,287
总流动资产	70,425	69,754	80,820	90,820	99,962
固定资产	2,037	1,965	1,906	1,875	1,858
无形资产	1,687	1,067	887.49	820.90	1,260
其他长期资产	35,199	47,546	49,281	51,219	53,350
总长期资产	38,923	50,578	52,074	53,914	56,467
总资产	109,347	120,332	132,893	144,734	156,430
应付账款	24,490	25,199	28,068	33,614	37,630
短期借款	5,591	9,659	9,659	9,659	9,659
其他负债	3,260	4,665	4,665	4,665	4,665
总流动负债	33,341	39,524	42,392	47,938	51,954
长期债务	6,600	8,328	8,328	8,328	8,328
其他长期债务	351.19	279.34	279.34	279.34	279.34
总长期负债	6,952	8,607	8,607	8,607	8,607
股本	80,303	77,584	80,387	83,547	86,925
储备/其他项目	(11,383)	(5,483)	1,400	4,528	8,823
股东权益	68,920	72,100	81,787	88,075	95,748
少数股东权益	134.08	101.28	107.66	114.04	120.42
总权益	69,054	72,202	81,895	88,189	95,869

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	61.34	12.60	17.47	15.25	13.62
PB	7.59	7.01	6.18	5.74	5.28
EV EBITDA	162.90	14.82	19.17	16.00	13.33
股息率 (%)	0.00	0.28	0.70	0.81	0.93
自由现金流收益率 (%)	4.02	5.69	2.92	6.84	7.16

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1,052	12,020	9,035	10,293	11,600
融资成本	(743.48)	(1,263)	(893.86)	(980.03)	(1,087)
营运资本变动	4,132	406.72	(1,452)	4,492	5,262
税费	(1,690)	(1,994)	(1,873)	(2,151)	(2,415)
其他	5,711	1,989	6,833	3,114	2,991
经营活动现金流	8,461	11,158	11,649	14,767	16,351
CAPEX	(773.90)	(692.21)	(789.83)	(889.60)	(939.12)
其他投资活动	(7,698)	(3,285)	(594.60)	(31.33)	(23.81)
投资活动现金流	(8,472)	(3,977)	(1,384)	(920.93)	(962.93)
债务增加量	164.80	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(1,320)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	0.01	(6,962)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
融资活动现金流	(1,155)	(6,962)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
现金变动	(1,167)	218.60	5,265	8,846	10,388
年初现金	26,732	25,594	25,857	31,122	39,968
汇率波动影响	28.64	44.61	0.00	0.00	0.00
年末现金	25,594	25,857	31,122	39,968	50,356

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(24.87)	28.20	20.18	18.63	11.18
毛利润	(12.88)	86.60	(4.18)	29.15	12.34
营业利润	(38.55)	(1,156)	(30.26)	21.21	17.82
净利润	164.45	(812.81)	(28.95)	15.78	14.36
EPS	23.26	402.11	(26.97)	14.53	12.00
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	22.71	33.06	26.36	28.70	29.00
EBITDA	1.73	15.45	9.67	9.28	9.41
净利润率	(2.28)	12.70	7.51	7.33	7.54
ROE	(2.04)	14.01	9.12	9.57	10.11
ROA	(1.32)	8.60	5.54	5.86	6.17
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(10.48)	(2.29)	(8.07)	(17.17)	(26.28)
流动比率	2.11	1.76	1.91	1.89	1.92
速动比率	2.11	1.76	1.91	1.89	1.92

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.58	0.68	0.74	0.80	0.82
应收账款周转天数	61.34	37.18	39.69	43.12	38.42
应付账款周转天数	188.56	171.80	139.30	140.44	146.51
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA

每股指标 (人民币)

EPS	2.39	12.00	8.76	10.03	11.24
每股净资产	19.31	20.90	23.71	25.53	27.76

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、丁骄琬, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 腾讯控股（700 HK）、快手-W（1024 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 腾讯控股（700 HK）、快手-W（1024 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司