



贝壳-W (02423.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

强 α 持续兑现, β 修复后未来可期

业绩简评

2024年11月22日, 公司发布2024年第三季度业绩: 实现营收225.85亿元, 同比+26.8%; 净利润11.68亿元, 同比-0.2%; 经调整净利润17.82亿元, 同比-17.5%。

经营分析

三季度营收上升, 成本上升幅度更大。24Q3公司营收同比+26.8%, 而营业成本同比+35.0%, 毛利率同比下降4.7pct至22.7%。成本上升主因: ①链家门店及经纪人数量增加; ②改善经纪人福利, 推行固定薪酬制; ③随着业务规模扩大, 外部分佣、家装家居、房屋租赁成本上升。

一二手房交易规模实现增长, 新房货币化率上升明显。24Q3公司新房及存量房的交易规模均实现同比增长, 跑赢大市。存量房GTV为4778亿元, 同比+8.8%; 存量房收入62亿元, 同比-1.4%; 存量房货币化率1.30%, 而去年同期为1.44%。新房GTV为2276亿元, 同比18.4%; 新房收入77亿元, 同比+30.9%; 新房货币化率3.39%, 而去年同期为3.07%。

三翼业务持续高增, 占比进一步提升。公司积极推进“一体三翼”战略, 24Q3家装家居、房屋租赁、新兴及其他合计收入86.4亿元, 同比+54.3%, 收入占比38.3%, 而去年同期为31.5%。其中房屋租赁收入39.4亿元, 同比+118.4% (省心租房源增加); 家装家居收入42.1亿元, 同比32.6% (订单增加, 新零售贡献增大)。

持续回购提升股东回报。截至9月末, 今年公司共斥资约5.8亿美元回购, 回购股数占期初已发行总股本的3.32%。自2022年9月公司启动回购计划以来, 公司累计斥资约14.9亿美元回购, 累计回购股数占回购启动前已发行总股本的8.1%。

盈利预测、估值与评级

一方面9月底以来系列政策带动四季度市场回暖, 另一方面公司增加成本投入以建立长效机制, 我们略下调公司2024-2026年的Non-GAAP净利润至90.1/95.8/110.6亿元 (前值为96.6/102.0/113.0亿元), 同比增速分别为-8.0%、+6.3%、+15.4%。公司股票现价对应2024-26年PE估值 (对应Non-GAAP净利润) 分别为19.0x、17.9x、15.5x, 维持“买入”评级。

风险提示

房地产销售复苏不及预期; 负面舆情风险爆发; 费率持续下调。

房地产组

分析师: 池天惠 (执业S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

联系人: 何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价 (港币): 50.850元

相关报告:

- 《贝壳-W 港股公司点评: 二季度业绩明显改善, 加大回购力度回馈股...》, 2024.8.13
- 《贝壳-W 港股公司点评: 一体业务承压, 三翼业务快速增长》, 2024.5.23
- 《贝壳-W 港股公司点评: 家装家居翻倍增长, 加大分红回馈股东》, 2024.3.15



主要财务指标

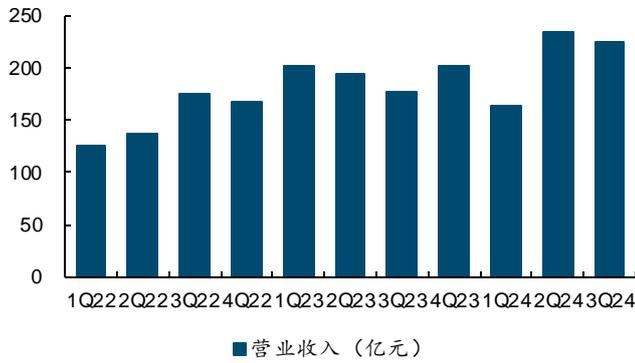
项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	60,669	77,777	91,120	107,620	122,850
营业收入增长率	-24.87%	28.20%	17.16%	18.11%	14.15%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	2,843	9,798	9,011	9,582	11,056
Non-GAAP 净利润增长率	23.9%	244.7%	-8.0%	6.3%	15.4%
摊薄每股收益 (元)	0.784	2.703	2.486	2.643	3.050
每股经营性现金流净额	2.33	3.08	2.18	3.80	4.43
ROE (归属母公司) (摊薄)	-2.01%	8.16%	7.12%	7.22%	8.12%
P/E	60.37	17.51	19.04	17.91	15.52
P/B	2.49	2.38	2.19	2.02	1.84

来源: 公司年报、国金证券研究所



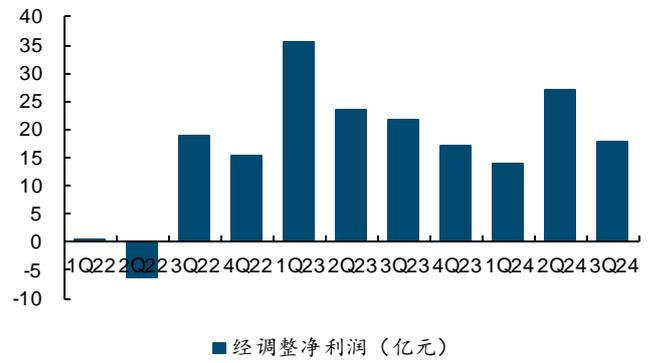
图表

图表1: 3Q24 公司营收同比+26.8%，环比-3.4%



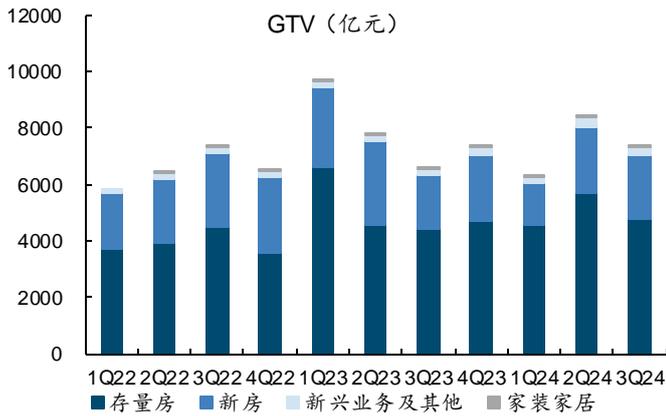
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 3Q24 公司经调整净利润同比-17.5%，环比-33.8%



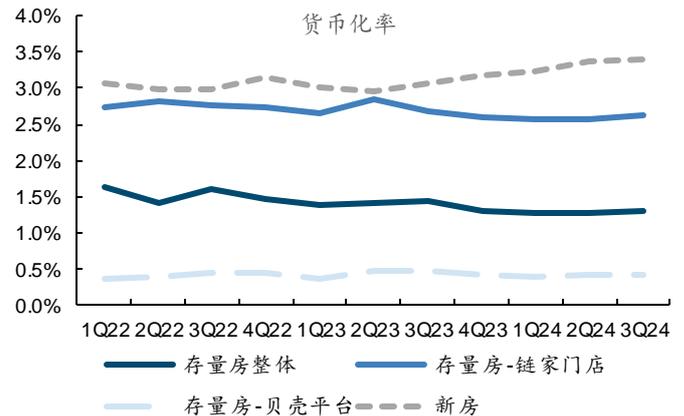
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 3Q24 公司总 GTV 同比+12.5%，环比-12.2%



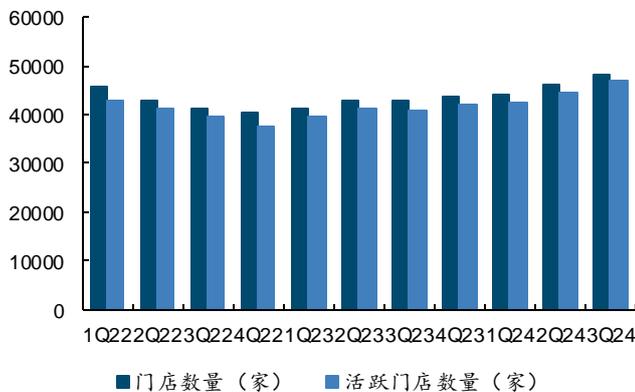
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 3Q24 公司新房货币化率提升



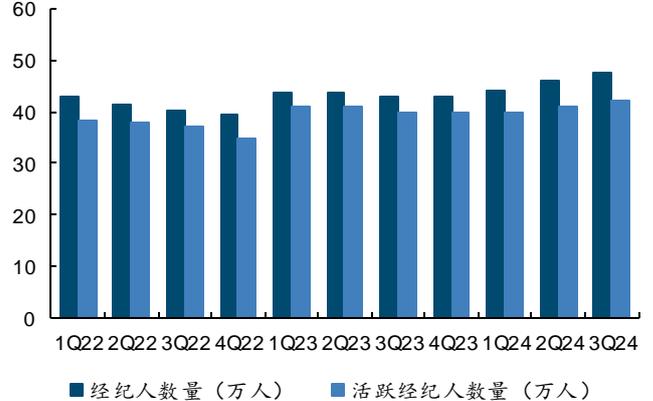
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 3Q24 公司门店数量上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 3Q24 公司经纪人数量上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	80,752	60,669	77,777	91,120	107,620	122,850
增长率	14.6%	-24.9%	28.2%	17.2%	18.1%	14.2%
主营业务成本	64,933	46,888	56,059	68,330	81,179	92,732
%销售收入	80.4%	77.3%	72.1%	75.0%	75.4%	75.5%
毛利	15,819	13,781	21,718	22,791	26,441	30,117
%销售收入	19.6%	22.7%	27.9%	25.0%	24.6%	24.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	4,309	4,573	6,654	7,654	8,825	9,828
%销售收入	5.3%	7.5%	8.6%	8.4%	8.2%	8.0%
管理费用	8,924	7,347	8,237	8,656	9,686	10,442
%销售收入	11.1%	12.1%	10.6%	9.5%	9.0%	8.5%
研发费用	3,194	2,546	1,937	2,096	2,368	2,580
%销售收入	4.0%	4.2%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	-608	-685	4,890	4,384	5,563	7,267
%销售收入	n.a	n.a	6.3%	4.8%	5.2%	5.9%
财务费用	-379	-755	-1,274	-1,078	-1,127	-1,357
%销售收入	-0.5%	-1.2%	-1.6%	-1.2%	-1.0%	-1.1%
—	0	0	0	0	0	0
—	0	0	0	0	0	0
投资收益	-147	-547	-30	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-608	-685	4,890	4,384	5,563	7,267
营业利润率	n.a	n.a	6.3%	4.8%	5.2%	5.9%
营业外收支	1,517	769	1,749	2,000	1,500	1,500
税前利润	1,141	292	7,884	7,463	8,190	10,124
利润率	1.4%	0.5%	10.1%	8.2%	7.6%	8.2%
所得税	1,665	1,690	1,994	1,866	2,048	2,531
所得税率	146.0%	578.0%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-525	-1,397	5,890	5,597	6,143	7,593
少数股东损益	-1	-11	6	17	18	23
归属于母公司的净利润	-524	-1,386	5,883	5,580	6,124	7,570
净利率	n.a	n.a	7.6%	6.1%	5.7%	6.2%

现金流量表 (百万元)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-524	-1,386	5,883	5,580	6,124	7,570
少数股东损益	-1	-11	6	17	18	23
非现金支出	2,716	3,308	2,054	442	518	1,254
非经营收益						
营运资金变动	32	5,036	1,818	639	5,787	5,856
经营活动现金净流	3,595	8,461	11,158	7,896	13,767	16,054
资本开支	-1,430	-793	-874	-5,600	-2,100	-1,600
投资	9,515	6,979	39,191	0	0	0
其他	-32,970	-14,658	-42,294	2,000	1,500	1,500
投资活动现金净流	-24,884	-8,472	-3,977	-3,600	-600	-100
股权募资	0	-1,320	-5,151	0	0	0
债权募资	-1,073	165	-329	0	0	0
其他	-1	0	-1,482	-1,867	-1,679	-1,843
筹资活动现金净流	-1,074	-1,155	-6,962	-1,867	-1,679	-1,843
现金净流量	-29,091	-7,319	26,121	2,429	11,488	14,111

资产负债表 (百万元)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,446	19,413	19,635	22,063	33,552	47,663
应收款项	13,370	8,511	8,337	10,934	11,887	12,490
存货	0	128	304	380	427	464
其他流动资产	36,110	42,373	41,478	43,398	43,972	44,114
流动资产	69,926	70,425	69,754	76,775	89,838	104,730
%总资产	69.7%	64.4%	58.0%	58.3%	61.7%	65.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,972	2,037	1,965	2,112	2,230	2,324
%总资产	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%
无形资产	10,191	17,905	23,542	27,761	28,406	28,538
非流动资产	30,393	38,923	50,578	54,944	55,706	55,933
%总资产	30.3%	35.6%	42.0%	41.7%	38.3%	34.8%
资产总计	100,319	109,347	120,332	131,719	145,544	160,663
短期借款	454	619	290	190	190	190
应付款项	6,009	5,843	6,329	6,833	7,380	7,728
其他流动负债	22,473	26,879	32,905	37,633	44,447	50,737
流动负债	28,936	33,341	39,524	44,656	52,018	58,655
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,327	6,952	8,607	8,607	8,607	8,607
负债	33,263	40,293	48,131	53,263	60,624	67,262
普通股股东权益	66,974	68,920	72,100	78,338	84,783	93,242
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	69,613	69,558	72,721	78,960	85,405	93,863
少数股东权益	82	134	101	118	136	159
负债股东权益合计	100,319	109,347	120,332	131,719	145,544	160,663

比率分析						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.145	-0.382	1.623	1.539	1.689	2.088
每股净资产	18.475	19.012	19.889	21.610	23.388	25.722
每股经营现金净流	0.992	2.334	3.078	2.178	3.798	4.429
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.770	0.845	1.044
回报率						
净资产收益率	-0.78%	-2.01%	8.16%	7.12%	7.22%	8.12%
总资产收益率	-0.52%	-1.27%	4.89%	4.24%	4.21%	4.71%
投入资本收益率	0.39%	4.27%	4.50%	3.77%	4.45%	5.33%
增长率						
主营业务收入增长率	14.57%	-24.87%	28.20%	17.16%	18.11%	14.15%
EBIT 增长率	-119.76%	12.61%	-814.10%	-10.35%	26.89%	30.64%
净利润增长率	-118.87%	-164.45%	524.45%	-5.15%	9.75%	23.62%
总资产增长率	-3.81%	9.00%	10.05%	9.46%	10.50%	10.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.1	25.0	14.9	18.3	16.6	15.2
存货周转天数	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
应付账款周转天数	33.8	45.5	41.2	36.5	33.2	30.4
固定资产周转天数	8.9	12.3	9.2	8.5	7.6	6.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.36%	-17.15%	-14.87%	-16.91%	-29.15%	-41.61%
EBIT 利息保障倍数	1.6	0.9	-3.8	-4.1	-4.9	-5.4
资产负债率	33.16%	36.85%	40.00%	40.44%	41.65%	41.87%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究