

贝壳-W (02423.HK)

Q3 营收利润环比回落，新房业务持续跑赢市场

优于大市

核心观点

Q3 营收同比增长环比回落，利润同环比均回落。收入端，2024Q3，公司实现 GTV 交易总额 7368 亿元，同比+12%，环比-12%；营业收入 226 亿元，同比+27%，环比-3%。利润端，2024Q3，公司实现经调整归母净利润 18 亿元，同比-17%，环比-34%；经调整归母净利率 7.9%，毛利率 23%，同环比均回落。

存量房业务表现与地产政策节奏一致，Q3 环比 Q2 回落，但展望 Q4 将显著回升。2024Q3，公司存量房业务 GTV 为 4778 亿元，同比+9%，环比-16%；收入 62 亿元，同比-1%，环比-15%。2024Q2，公司存量房业务货币化率 1.30%，同比下降一方面是因为结构性因素，链家交易额的占比下降，另一方面 2023 年 9 月起链家在北京下调了存量房佣金费率，再往后基数影响会消退；存量房业务贡献利润率 41.0%，环比降低，主要由于链家经纪人数量增加及员工福利改善带来固定薪酬成本增加。

新房业务市占率和货币化率持续提升。2024Q3，公司新房业务实现 GTV 交易总额 2276 亿元，同比+18%，环比-3%，GTV 市占率 12.0%，环比 Q2 再提升 1.7 个百分点；新房业务收入为 77 亿元，同比+31%，环比-3%。2024Q3，公司新房货币化率 3.39%，再创历史新高；贡献利润率 24.8%，环比略降。

新赛道业务保持良好的增速势头。2024Q3，新赛道业务 GTV 占比提升至 4%，收入占比提升至 38%。其中，家装家居业务收入 42 亿元，同比+33%，环比+4%，货币化率 103%，贡献利润率 31%；房屋租赁服务收入 39 亿元，同比+118%，环比+24%，贡献利润率 4.4%。

投资建议：受政策节奏影响，公司三季度营收利润环比回落，但展望四季度将会显著回升。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2024-2025 年经调整净利润分别为 90/92 亿元，每股收益分别为 2.50/2.54 元，对应当前股价 PE 分别为 18.3/18.0 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：若经济增速放缓、居民收入预期下降、政策放松不及预期、房企信用风险事件冲击等因素导致居住行业波动，公司经营会受到不利影响。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	60,669	77,777	91,705	99,013	105,752
(+/-%)	-24.9%	28.2%	17.9%	8.0%	6.8%
经调整归母净利润(百万元)	2,854	9,792	9,048	9,202	9,474
(+/-%)	24.4%	243.1%	-7.6%	1.7%	3.0%
每股收益(元)	0.79	2.70	2.50	2.54	2.61
EBIT Margin	-1.1%	6.3%	5.0%	5.1%	4.9%
净资产收益率(ROE)	4.2%	13.9%	12.1%	11.4%	10.9%
市盈率(PE)	58.1	16.9	18.3	18.0	17.5
EV/EBITDA	252.1	34.0	37.4	35.0	34.7
市净率(PB)	2.41	2.30	2.14	1.99	1.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

房地产·房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	50.85 港元
总市值/流通市值	184333/176939 百万港元
52 周最高价/最低价	73.50/31.61 港元
近 3 个月日均成交额	212.92 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贝壳-W (02423.HK) -Q2 营收净利润同环比均改善，彰显行业龙头业绩弹性》——2024-08-14
- 《贝壳-W (02423.HK) -新赛道业务成长平滑主航道收入波动，利润率环比持平》——2024-05-28
- 《贝壳-W (02423.HK) -龙头经营优势彰显，盈利能力逆势提升》——2024-03-20
- 《贝壳-W (02423.HK) -Q3 业绩保持平稳，“两翼”业务收入高增》——2023-11-12
- 《贝壳-W (02423.HK) -Q2 业绩同比高增，新房业务稳健增长》——2023-09-04

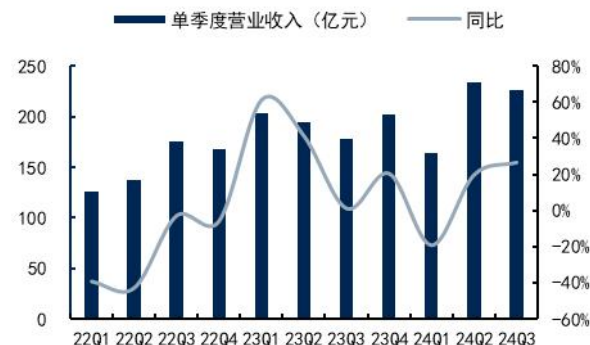
Q3 营收同比增长环比回落，利润同环比均回落。收入端，2024Q3，公司实现 GTV 交易总额 7368 亿元，同比+12%，环比-12%；营业收入 226 亿元，同比+27%，环比-3%。利润端，2024Q3，公司实现经调整归母净利润 18 亿元，同比-17%，环比-34%；经调整归母净利率 7.9%，毛利率 23%，同环比均回落。

图1：公司单季度交易总额 GTV 及同比



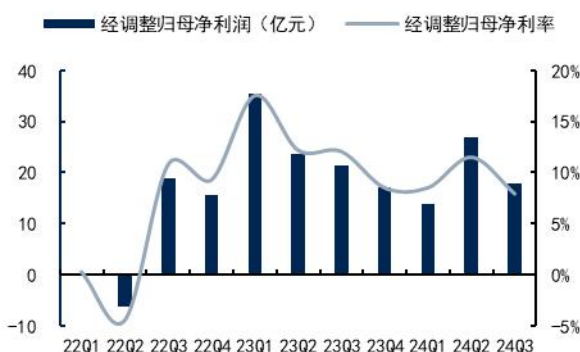
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比



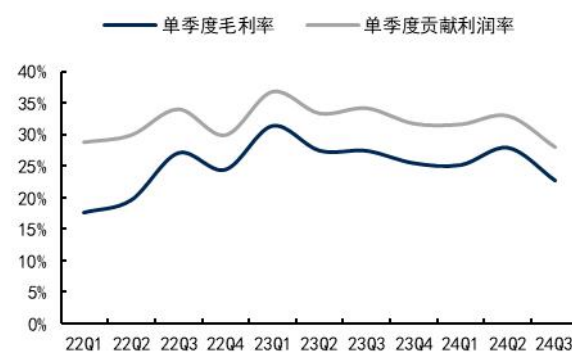
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度经调整归母净利润及经调整归母净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度毛利率和贡献利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

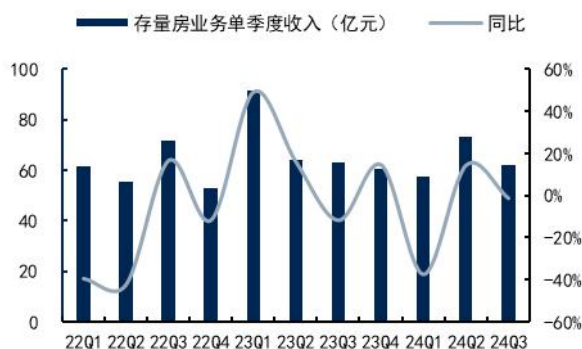
存量房业务表现与地产政策节奏一致，Q3 环比 Q2 回落，但展望 Q4 将显著回升。2024Q3，公司存量房业务 GTV 为 4778 亿元，同比+9%，环比-16%；收入 62 亿元，同比-1%，环比-15%。2024Q2，公司存量房业务货币化率 1.30%，同比下降一方面是因为结构性因素，链家交易额的占比下降，另一方面 2023 年 9 月起链家在北京下调了存量房佣金费率，再往后基数影响会消退；存量房业务贡献利润率 41.0%，环比降低，主要由于链家经纪人数量增加及员工福利改善带来固定薪酬成本增加。

图5: 存量房业务单季度交易总额及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 存量房业务单季度收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 存量房业务单季度货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 存量房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 存量房业务历年链家交易额占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

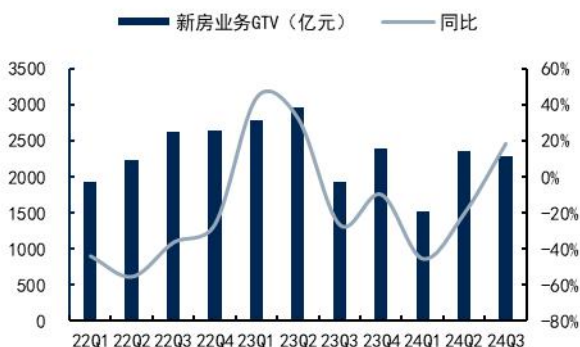
图10: 存量房业务历年平台费、加盟费收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新房业务市占率和货币化率持续提升。2024Q3，公司新房业务实现 GTV 交易总额 2276 亿元，同比+18，环比-3%，GTV 市占率 12.0%，环比 Q2 再提升 1.7 个百分点；新房业务收入为 77 亿元，同比+31%，环比-3%。2024Q3，公司新房货币化率 3.39%，再创历史新高；贡献利润率 24.8%，环比略降。

图11: 新房业务单季度交易总额及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 新房业务单季度交易额市占率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 新房业务单季度收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 新房业务单季度货币化率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 新房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

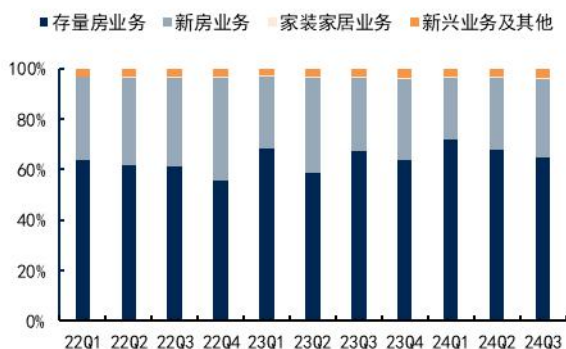
图16: 新房业务历年链家交易额占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

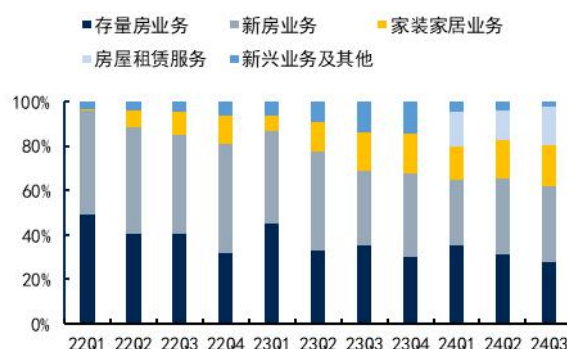
新赛道业务保持良好的增速势头。2024Q3，新赛道业务 GTV 占比提升至 4%，收入占比提升至 38%。其中，家装家居业务收入 42 亿元，同比+33%，环比+4%，货币化率 103%，贡献利润率 31%；房屋租赁服务收入 39 亿元，同比+118%，环比+24%，贡献利润率 4.4%。

图17: 公司单季度各业务交易总额 GTV 占比结构



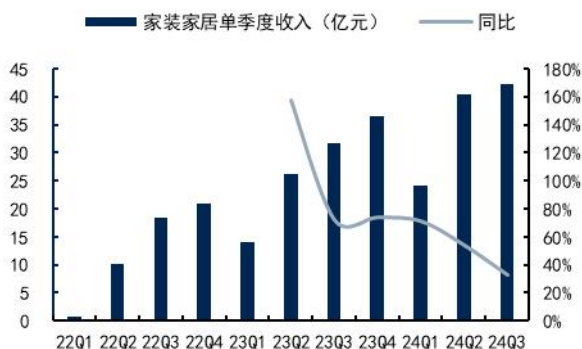
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司单季度各业务营业收入占比结构



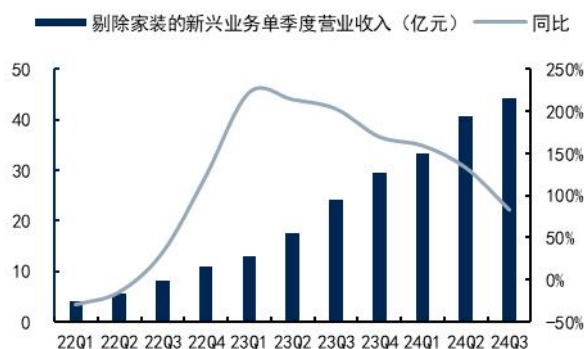
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 公司家装家居业务单季度收入及同比



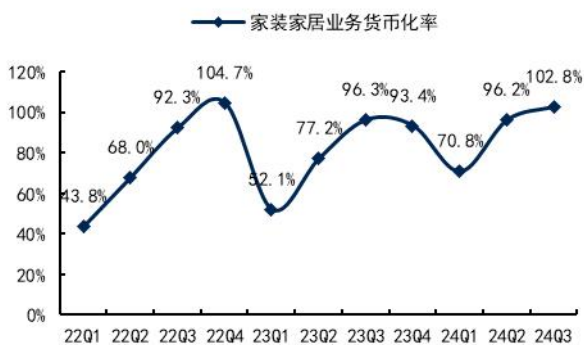
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图20: 公司除家装以外新兴业务单季度收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图21: 公司家装家居业务单季度货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图22: 公司家装家居业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 受政策节奏影响, 公司三季度营收利润环比回落, 但展望四季度将会显著回升。我们维持此前的盈利预测, 预计公司 2024-2025 年经调整净利润分别为 90/92 亿元, 每股收益分别为 2.50/2.54 元, 对应当前股价 PE 分别为 18.3/18.0 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 若经济增速放缓、居民收入预期下降、政策放松不及预期、房企信用风险事件冲击等因素导致居住行业波动, 公司经营会受到不利影响。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19413	19635	31072	40158	49552	营业收入	60669	77777	91705	99013	105752
应收款项	8511	8337	9829	10613	11335	营业成本	46888	56059	68440	73774	79005
存货净额	128	304	367	396	425	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	6837	7192	8480	9156	9779	销售费用	4573	6654	7955	8589	9173
流动资产合计	70425	69754	84035	94609	105377	管理费用	9892	10173	10762	11619	12410
固定资产	2037	1965	2352	2705	3026	财务费用	(743)	(1263)	(624)	(880)	(1111)
无形资产及其他	17905	23542	22365	21188	20011	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	18981	25071	25071	25071	25071	资产减值及公允价值变动	0	0	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(435)	969	0	0	0
资产总计	109347	120332	133823	143573	153485	营业利润	(377)	7123	5272	6011	6374
短期借款及交易性金融负债	619	290	290	290	290	营业外净收支	669	761	2000	2000	2000
应付款项	6658	7362	9032	9746	10446	利润总额	292	7884	7272	8011	8374
其他流动负债	26064	31871	38239	41267	44198	所得税费用	1690	1994	1818	2003	2094
流动负债合计	33341	39524	47561	51303	54934	少数股东损益	(11)	6	6	6	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整归母净利润	2854	9792	9048	9202	9474
其他长期负债	6952	8607	8607	8607	8607	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	6952	8607	8607	8607	8607	经营活动现金流	8461	11158	11937	9586	9895
负债合计	40293	48131	56168	59910	63541	资本开支	(1568)	(1331)	(500)	(500)	(500)
少数股东权益	134	101	107	114	120	其它投资现金流	(6905)	(2647)	0	0	0
股东权益	68920	72100	77548	83550	89823	投资活动现金流	(8472)	(3977)	(500)	(500)	(500)
负债和股东权益总计	109347	120332	133823	143573	153485	权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	支付股利、利息	0	0	0	0	0
每股收益	0.79	2.70	2.50	2.54	2.61	其它融资现金流	(1155)	(6962)	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	融资活动现金流	(1155)	(6962)	0	0	0
每股净资产	19.01	19.89	21.39	23.05	24.78	现金净变动	(1167)	219	11437	9086	9395
ROIC	15%	16%	16%	22%	27%	货币资金的期初余额	20446	19413	19635	31072	40158
ROE	—	8%	7%	7%	7%	货币资金的期末余额	19413	19635	31072	40158	49552
毛利率	23%	28%	25%	25%	25%	企业自由现金流	0	5443	9495	6951	7086
EBIT Margin	-1%	6%	5%	5%	5%	权益自由现金流	0	(2321)	9962	7611	7920
EBITDA Margin	1%	8%	6%	7%	6%						
收入增长	-25%	28%	18%	8%	7%						
经调整归母净利润增长率	24%	243%	-8%	2%	3%						
资产负债率	37%	40%	42%	42%	41%						
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
P/E	58.1	16.9	18.3	18.0	17.5						
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8						
EV/EBITDA	252.1	34.0	37.4	35.0	34.7						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032