

贝壳控股(02423)

报告日期: 2024 年 11 月 28 日

新房成交逆势增长，第二曲线延续高增

——2024 年三季度业绩点评报告

事件: 2024 年 11 月 21 日公司公布 2024 年三季度业绩。

投资要点

□ Q3 新房 GTV 逆势同比高增，“第二曲线”延续增长势头

2024Q1-3 公司净收入为 623 亿元，同比+8.3%，经调整净利润为 58.7 亿元，同比-27.4%；毛利润为 158 亿元，同比-4.8%；毛利率为 25.3%，同比-3.5pct。单季度来看，2024Q3 公司总交易额为 7368 亿元，同比+12.5%；净收入 226 亿元，同比+26.8%；经调整净利润 17.8 亿元，同比-17.5%；毛利率 22.7%，同比-4.7pct。分业务来看，存量房业务收入 62 亿元，与 2023 年同期 63 亿元基本持平，交易额为 4778 亿元，同比+8.8%；新房业务收入 77 亿元，同比+30.9%，交易额 2276 亿元，同比+18.4%；家装业务收入 42 亿元，同比+32.6%，总交易额 41 亿元，同比+24.6%；房屋租赁业务收入 39 亿元，同比+118.4%，总交易额 273 亿元，同比+31.9%。

2024Q3 公司存量房及新房业务交易额均实现同比上涨，其中，新房业务总交易额同比上涨 18%，表现显著优于上半年表现-32.4%及百强房企同期表现-

28.6%。公司“一体三翼”策略积极推进，“三翼”业务家居家装、房屋租赁、新兴业务及其他收入合计同比增长 54.3%，占净收入总额比例提升至 38.3%，相比 2023 年同比提升 6.8 个百分点，延续了 2024H1 的增长势头。我们看好公司家装、租赁及新兴业务作为“第二曲线”的业绩增长潜力，未来有望带动公司业绩再度改善。

□ 费率保持优化节奏，门店及经纪人数量增加

2024Q3 公司运营费用 44 亿元，费率为 19.5%，较 2023 年末降低 2.2pct，公司费率保持优化节奏。截止 2024 年 9 月末，公司门店数量为 4.82 万家，同比+12.1%，其中活跃门店数量 4.69 万家，同比+14.6%；经纪人数量 47.6 万名，同比+11%，其中活跃经纪人数量 42.3 万名，同比+6.1%。2024Q3 移动平均月活跃用户数量为 4620 万名，同比-6.1%。

□ 市场修复节奏保持，Q4 业绩弹性值得关注

根据克而瑞统计，2024 年 10 月单月 30 个重点城市新房成交面积为 1405 万平，环比上涨 44%，同比持平；18 个重点城市二手房成交面积为 971 万平，环比增长 25%，同比增长 18%。11 月 1-20 日，13 个核心城市新房成交面积和 11 个核心城市二手房成交面积较 10 月日均成交分别增长 10%和 21%、较 9 月分别增长 62%和 47%。此外，根据冰山指数统计的二手房价数据，重点 50 城二手房房价月滚动环比降幅截至 11 月 24 日连续 3 周收窄，保持良好的价格修复趋势。11 月 13 日财政部等三部委发布住房交易税收新政加大交易环节税费优惠力度，11 月 18 日-19 日北上广深四个一线城市相继取消普宅标准，我们认为这有助于再次降低居民购房及卖房成本，12 月 1 日政策落地后我们预计会给二手房成交带来较为明显的积极影响。新房市场方面，12 月是传统的房企冲量季节，我们认为 12 月开发商推盘量有望加大，并且会配合更多优惠活动加紧促销。因此，我们认为 12 月重点城市新房成交面积月环比保持正增长。综合重点城市新房和二手房市场趋势判断，我们认为贝壳四季度新房和二手房 GTV 和收入增速

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡

 执业证书号: S1230521120001
 yangfan02@stocke.com.cn

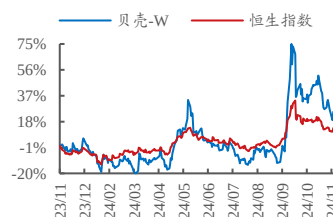
分析师: 吴贵伦

 执业证书号: S1230524080009
 wuguilun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$50.00
总市值(百万港元)	175,170.20
总股本(百万股)	3,503.40

股票走势图



相关报告

- 《第二曲线日新月异，Q2 提质增效业绩改善》 2024.08.14
- 《破茧成蝶终有时》 2024.03.16
- 《存量房业务表现稳定，新兴赛道增长亮眼》 2023.11.14

可能会超预期。

□ 盈利预测与估值

当前市场修复节奏延续，我们看好公司 Q4 业绩增长潜力。此外，公司的“第二曲线”家装及租赁业务模式逐步成熟，看好公司迈入发展新阶段后业绩持续增长潜力。我们预计公司 2024 年 EPS 为 2.22 元/股，维持“买入”评级（非特别注明均以人民币计价，取近 12 月平均汇率，1 港币=0.911 人民币）。

□ 风险提示：二手房修复不及预期；需求修复力度走弱。

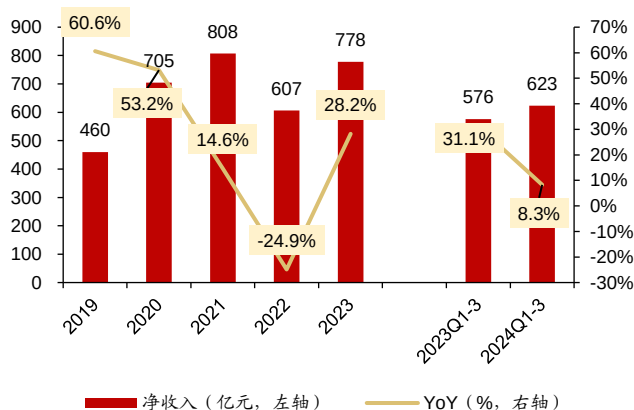
财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	77777	84837	98309	114635
(+/-) (%)	28%	9%	16%	17%
Non-GAAP 净利润	9798	8038	9753	11620
(+/-) (%)	295%	-18%	21%	19%
经调整每股收益(元)	2.70	2.22	2.69	3.21
P/E	16.85	20.54	16.93	14.21

资料来源：Wind，浙商证券研究所

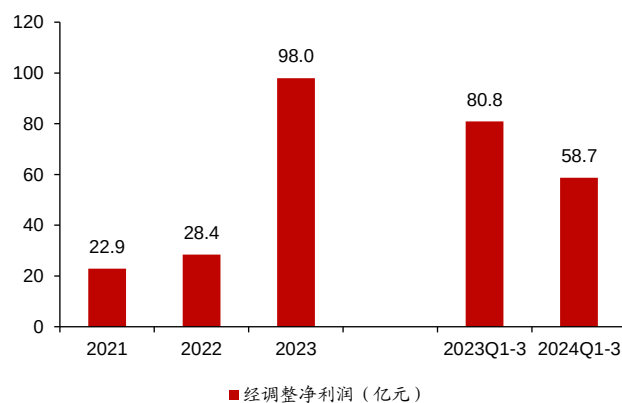
注：归母净利润、归母净利润同比增速、每股收益及 PE 均为基于 Non-GAAP 净利润调整。

图1: 2019-2024Q3 贝壳净收入及同比增速



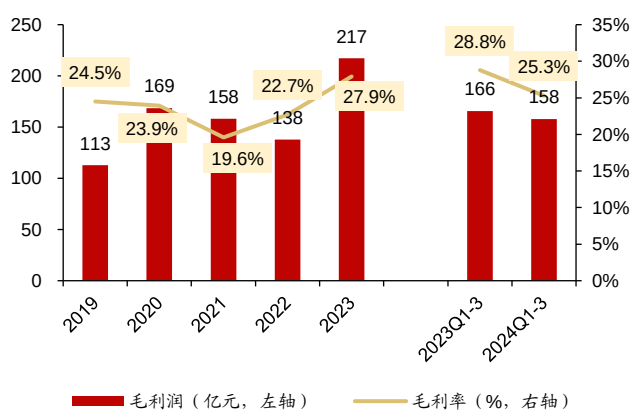
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 2021-2024Q3 贝壳 Non-GAAP 净利润



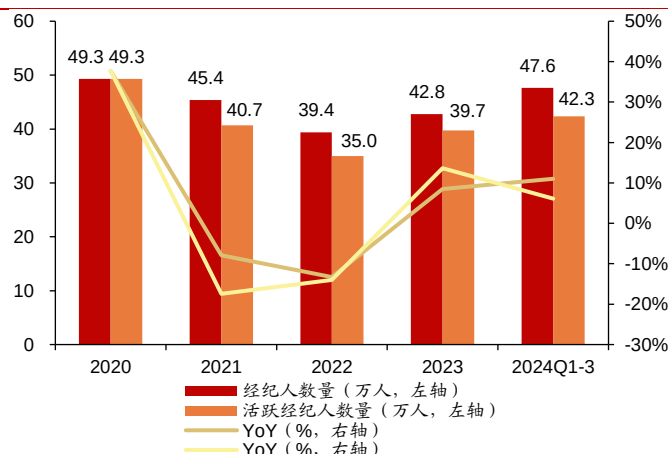
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 2019-2024Q3 贝壳毛利润及毛利率走势



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 2019-2024Q3 年贝壳经纪人数量



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

表1: 可比公司估值

代码	简称	市值	EPS (元)				PE (倍)			
		(亿港元)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
9618.HK	京东集团-SW	4,540	7.69	9.77	10.63	11.54	20.36	16.02	14.72	13.57
9988.HK	阿里巴巴-SW	16,250	3.46	0.00	6.12	6.78	26.97		15.24	13.76
3690.HK	美团-W	10,722	2.23	5.07	7.04	8.83	86.75	38.15	27.48	21.90
	均值						44.69	27.09	19.15	16.41
2423.HK	贝壳-W	1,813	2.70	2.22	2.69	3.21	16.85	20.54	16.93	14.21

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 收盘价为 2024 年 11 月 27 日价格, 除贝壳-W 外, 其余公司 EPS 为 Wind 一致预期。汇率参考近 12 个月平均汇率, 1 港元兑人民币 0.911 元; 贝壳-W 为 Non-GAAP 净利润对应 EPS。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	69,754	75,718	85,614	97,973
现金	19,635	24,743	33,678	46,024
应收账款	3,176	4,465	4,469	4,585
存货	304	346	401	468
其他	46,639	46,163	47,066	46,896
非流动资产	50,578	49,871	49,185	48,520
固定资产	1,965	1,964	1,964	1,963
无形资产	23,542	22,836	22,151	21,486
其他	25,071	25,071	25,071	25,071
资产总计	120,332	125,589	134,800	146,494
流动负债	39,524	38,622	39,614	40,809
短期借款	290	500	500	500
应付账款	6,329	5,827	6,752	7,865
其他	32,905	32,295	32,363	32,444
非流动负债	8,607	10,328	12,394	14,873
负债合计	48,131	48,950	52,008	55,682
少数股东权益	101	106	113	121
留存收益和资本公积	72,099	76,532	82,678	90,690
归属母公司股东权益	72,100	76,533	82,679	90,690
负债和股东权益	120,332	125,589	134,800	146,494

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	77,777	84,837	98,309	114,635
营业成本	56,059	64,096	74,267	86,517
销售费用	6,654	5,939	5,899	6,305
管理费用	8,237	8,484	9,339	10,317
财务费用	(1,274)	(295)	(365)	(490)
营业利润	4,797	4,622	6,838	9,203
利润总额	7,884	5,917	8,204	10,693
所得税	1,994	1,479	2,051	2,673
净利润	5,890	4,438	6,153	8,020
少数股东损益	6	5	7	9
归属母公司净利润	5,883	4,433	6,146	8,011
EBITDA	6,293	5,429	7,624	9,969
EPS (元)	1.58	1.22	1.70	2.21
Non-GAAP 净利润	9798	8038	9753	11620
EPS (Non-GAAP)	2.70	2.22	2.69	3.21

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	28.20%	9.08%	15.88%	16.61%
营业利润	/	-3.66%	47.97%	34.58%
Non-GAAP 净利润	294.62%	-17.97%	21.34%	19.15%
获利能力				
毛利率	27.92%	24.45%	24.46%	24.53%
Non-GAAP 净利润率	7.56%	5.23%	6.25%	6.99%
ROE	8.16%	5.79%	7.43%	8.83%
ROIC	0.05	0.04	0.06	0.08
偿债能力				
资产负债率	40.00%	38.98%	38.58%	38.01%
净负债比率	-0.27	-0.32	-0.40	-0.50
流动比率	1.76	1.96	2.16	2.40
速动比率	1.58	1.79	1.98	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.68	0.73	0.78
应收账款周转率	24.49	19.00	22.00	25.00
应付账款周转率	8.86	11.00	11.00	11.00
每股指标 (元)				
每股收益	1.58	1.22	1.70	2.21
每股经营现金	3.08	0.63	1.65	2.48
每股净资产	2.70	2.22	2.69	3.21
估值比率				
P/E (Non-GAAP)	16.85	20.54	16.93	14.21
P/B	2.35	2.15	1.99	1.82
EV/EBITDA	23.87	25.94	19.42	13.62

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11,158	2,289	5,984	8,983
净利润	5,883	4,433	6,146	8,011
折旧摊销	1,402	807	786	765
少数股东权益	6	5	7	9
营运资金变动及其他	3,866	(2,955)	(955)	198
投资活动现金流	(3,977)	2,621	2,966	3,379
资本支出	(874)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(3,103)	2,721	3,066	3,479
筹资活动现金流	(6,962)	198	(15)	(15)
借款增加	(329)	210	0	0
普通股增加	(5,151)	0	0	0
已付股利	(1,426)	(12)	(15)	(15)
其他	(57)	0	0	0
现金净增加额	26,121	5,109	8,935	12,347

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>