

平台溢价，不惧牛熊

核心观点

- **中国房地产经纪行业龙头，现致力于打造一站式新居住服务平台。**从链家到贝壳，公司建立以 ACN 网络、楼盘字典为核心的数字化基础设施，从传统房产中介公司转型为产业互联网平台。2023 年公司完成约 440 万单房产交易，总交易额达到 31,429 亿元。在“一体三翼”战略下，公司从经纪业务横向拓展至家装家居、房屋租赁、开发服务。2018-2023 年营收 CAGR 为 22%，调整后净利润 CAGR 达 137%。
- **一体：平台模式构筑规模、品牌优势，不惧市场周期影响。存量房经纪：贝壳的基本盘业务**市场份额达到 25%左右，进入存量时代交易额上升空间大，并且未来随着链家、德佑继续攻占高能级城市市场份额，ACN 为核心的贝联合作模式、贝壳 SaaS 系统管理模块在中低能级城市铺开，贝壳存量房交易额具备长期成长空间。公司议价能力强，其佣金率持续高于行业，为收入奠定基础。**新房经纪：全国新房销售**体量中枢下行，贝壳凭借**优质覆盖+去化能力**，其新房业务持续跑赢市场。贝壳作为优质渠道方受开发商重视，新房佣金率维持高位且仍有提升空间，同时，通过加强与央企合作、“预付佣”，新房回款保障度高。
- **三翼：高速发展的新增长引擎。**非房产经纪业务已发展成为业绩重要支撑，其中家装家居及房屋租赁服务业务能力及模式相继被市场验证，并逐步成为新的增长引擎；贝好家已参与多个项目，其 C2M 模式待验证，未来可期。家装家居业务中，自营品牌被窝家装实现“从 0 到 1”的积累，收购圣都家装后，公司自身的平台型互联网家装模式与线下垂直经营模式结合，开启“1 到 100”规模化进程。中长期来看，我们认为未来随着 1) 从施工到交付的整装能力提升，2) 家具和电器等新零售贡献加大，3) 能力复制扩大城市覆盖范围，贝壳有望在家装家居领域再造行业标杆。

盈利预测与投资建议

首次覆盖给予买入评级，目标价 64.86 港元。贝壳作为国内房产经纪龙头，有望受益于 2025 年“止跌回稳”的政策目标下市场成交量和房价的修复；“三翼”业务模式正快速发展、逐步成熟。我们预测公司 2024-2026 年调整后 EPS 为 2.41/2.60/3.12 元，参考 25 年可比公司调整后平均 23 倍 PE，对应目标价 64.86 港元（1 港元=0.922 人民币）。

风险提示

房地产销售不及预期。佣金率不及预期。家装家居、租赁业务发展不及预期。假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	60,669	77,777	91,505	109,331	126,029
同比增长(%)	-24.9%	28.2%	17.7%	19.5%	15.3%
营业利润(百万元)	-833	4,797	4,898	6,269	8,468
同比增长(%)	38.6%	675.9%	2.1%	28.0%	35.1%
归属母公司净利润(百万元)	-1,386	5,883	5,638	6,796	8,547
同比增长(%)	-164.5%	524.5%	-4.2%	20.5%	25.8%
每股收益(元)	(0.39)	1.64	1.57	1.89	2.38
毛利率(%)	22.7%	27.9%	25.5%	24.6%	25.0%
净利率(%)	-2.3%	7.6%	6.2%	6.2%	6.8%
净资产收益率(%)	-2.0%	8.2%	7.8%	8.4%	9.2%
市盈率(倍)	(129.6)	30.5	31.9	26.4	21.0
市净率(倍)	2.6	2.5	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（首次）
股价（2025年02月21日）	54.25 港元
目标价格	64.86 港元
52周最高价/最低价	73.5/31.61 港元
总股本/流通H股（万股）	359,085/344,681
H股市值（百万港币）	194,804
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025年02月23日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.99	17.68	4.43	49.1
相对表现%	-5.78	0.91	-15.35	6.84
恒生指数%	3.79	16.77	19.78	42.26



证券分析师

赵旭翔	zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

联系人

孙怡萱	sunyixuan@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

目录

1、房产经纪行业互联网平台龙头.....	5
1.1 从链家到贝壳，打造科技驱动的一站式新居住服务平台.....	5
1.2 股权架构：核心管理层投票权占比近 50%.....	7
1.3 盈利水平凸显强 α ，非房产经纪业务逐渐成为增长新引擎.....	9
2、一体：核心经纪业务.....	13
2.1 存量房业务：存量时代，数字化平台带来规模、品牌优势.....	13
2.1.1 存量房经纪收入分析.....	13
2.1.2 长期主义的胜利，数字化基础设施构筑宽广护城河.....	18
2.1.3 业绩表现：平台存量房交易表现优于市场，政策利好释放阶段展现充足弹性.....	20
2.2 新房业务：优质覆盖+去化能力强凸显渠道价值，业绩跑赢行业.....	22
2.2.1 新房经纪收入分析.....	22
2.2.2 业绩表现：新房销售逆势走强，2024 前三季度贡献利润率有所下降但仍保持较高位.....	25
3、三翼：高速发展的新增长引擎.....	27
3.1 贝壳整装：继续做难而正确的事，重塑家装领域，打造贝壳第二增长曲线.....	27
3.2 贝壳租房：万亿租房市场进入资管时代，“省心租”以效率和服务破局.....	31
3.3 贝好家：定位数据驱动型住宅开发服务平台，未来可期.....	33
盈利预测与投资建议.....	37
盈利预测.....	37
投资建议.....	39
风险提示.....	39

图表目录

图 1: 公司业务模式图	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 公司一体三翼战略	9
图 4: 2018-2024 年前三季度公司年度营业总收入（亿元）及同比增速	9
图 5: 2018-2024 年前三季度公司分业务营收占比（%）	9
图 6: 2018-2024 年前三季度分业务利润占比（%）	10
图 7: 2018-2024 年前三季度分业务贡献利润率（%）	10
图 8: 2018-2024 年前三季度公司毛利率（%）	11
图 9: 2018-2024 年前三季度公司销售、行政、研发费用率（%）	11
图 10: 2018-2024 年前三季度公司年度净利润、调整后净利润（亿元）	11
图 11: 2018-2024 年前三季度公司年度现金流情况（亿元）	12
图 12: 公司存量房业务收入来源拆分	13
图 13: 2021-2024 年月度 10 城新房、二手房成交面积及同比增速（万方、%）	13
图 14: 2021-2024 年新房、二手房价格指数	14
图 15: 2021-2024 年中国二手房挂牌量指数和挂牌价指数	14
图 16: 日本二手房和新房交易规模份额情况	15
图 17: 美国二手房和新房交易规模份额情况	15
图 18: 2018-2023 年贝壳存量房 GTV 市占率（亿元、%）	15
图 19: 2019-2024 年前三季度贝壳存量房 GTV 中链家和贝联的贡献份额	15
图 20: 2022-2024 年 7 月深圳链家存量房市占率	16
图 21: 2022-2024 年 10 月北京链家存量房市占率	16
图 22: 2020-2023 年上海德佑存量房市占率	16
图 23: 2023 年-2024Q4 广州链家存量房市占率	16
图 24: 北上广深杭存量房市场中中介份额	17
图 25: 2018-2024 年前三季度行业存量房交易佣金率、链家存量房业务佣金率、贝联存量房费率测算	17
图 26: 楼盘字典产品概述	19
图 27: 贝壳 ACN 网络运营模式及价值分配机制	19
图 28: 2018-2024 年前三季度公司存量房交易额及同比增速（亿元、%）	20
图 29: 2018-2024 年前三季度公司存量房营收及同比增速（亿元、%）	20
图 30: 2018-2024 年前三季度公司存量房贡献利润（率）（亿元、%）	21
图 31: 公司新房业务收入来源拆分	22
图 32: 2019-2024 年中国商品住宅销售面积及同比增速（亿方、%）	22
图 33: 2019-2024 年中国商品住宅待售面积及同比增速（亿方、%）	22

图 34: 2019-2024 年 1-9 月上海外环以外商品住宅成交套数及其占比 (万套、%)	23
图 35: 2016-2026E 年中国新房经纪渗透率 (%)	23
图 36: 2018-2023 年公司新房业务市占率	23
图 37: 2017-2024 年前三季度行业及公司新房业务佣金率	24
图 38: 公司新房业务央国企开发商佣金收入占比 (2024Q3)	25
图 39: 公司新房业务预付佣收入占比 (2024Q3)	25
图 40: 公司新房应收账款净值&周转天数 (百万、天)	25
图 41: 公司开发商分级&坏账覆盖率 (2024Q1)	25
图 42: 2018-2024 年前三季度公司新房 GTV 及同比增速 (亿元、%)	26
图 43: 2018-2024 年前三季度公司新房营收及同比增速 (亿元、%)	26
图 44: 2020-2024 年前三季度公司新房贡献利润 (率) (亿元、%)	26
图 45: 中国住房装修单价及预测 (元/平米)	27
图 46: 中国家装家居市场规模及预测 (万亿元)	27
图 47: 一线城市正在引领家装消费方式变革	27
图 48: 2022 年中国家装行业市场集中度低	27
图 49: 公司布局家装板块历程	28
图 50: 链家门店更新圣都整装门头	28
图 51: 链家门店&签约中心内展示圣都品牌介绍	28
图 52: 贝壳家装业务单季度收入及同比增速 (亿元、%)	29
图 53: 贝壳家装业务单季度贡献利润 (率) (亿元、%)	29
图 54: 贝壳有望在更多城市跑通整装业务	30
图 55: 贝壳“省心租”核心业务策略	32
图 56: 公司单季度租赁服务收入及利润情况 (亿元)	32
图 57: “省心租”和长租公寓累计在管规模	32
图 58: 贝好家“1+3”业务模式	33
图 59: 贝好家 C2M 模式	33
图 60: 贝好家 C2M 模型建设思路	34
图 61: 贝好家西安拿地地块区位示意图	35
图 62: 贝好家成都拿地地块区位示意图	35
图 63: 贝好家上海拿地地块区位示意图	35
图 64: 贝好家杭州拿地地块区位示意图	35
表 1: 公司子公司/结构性主体介绍 (截至 2023 年 12 月 31 日)	6
表 2: 公司持股比例和投票权比例测算 (截至 2024 年 6 月 30 日)	7
表 3: 公司董事会及高管履历 (截至 2023 年 12 月 31 日)	8

1、房产经纪行业互联网平台龙头

1.1 从链家到贝壳，打造科技驱动的一站式新居住服务平台

中国房地产经纪行业龙头，现致力于打造一站式新居住服务平台。贝壳是领先的线上线下一体化房产交易和服务平台，率先在中国打造了平台基础设施和标准，致力于重塑服务者作业模式，从而更高效地为消费者提供房地产交易服务。房地产经纪构成了贝壳的基本盘，贝壳已连接 200 多个品牌，数十万服务者，二手房业务覆盖全国近百个城市，新房业务已经覆盖全国超 300 个城市，合作全国百强开发商。2023 年贝壳完成了约 440 万单房产交易，总交易额达到 31,429 亿元，其中新房交易额 10030 亿元，二手房交易额 20280 亿元。在此基础上，贝壳开展推进“一体三翼”战略，向一站式新居住服务平台迈进，大力发展家装家居、房屋租赁及其他房产交易及居住服务。

图 1：公司业务模式图



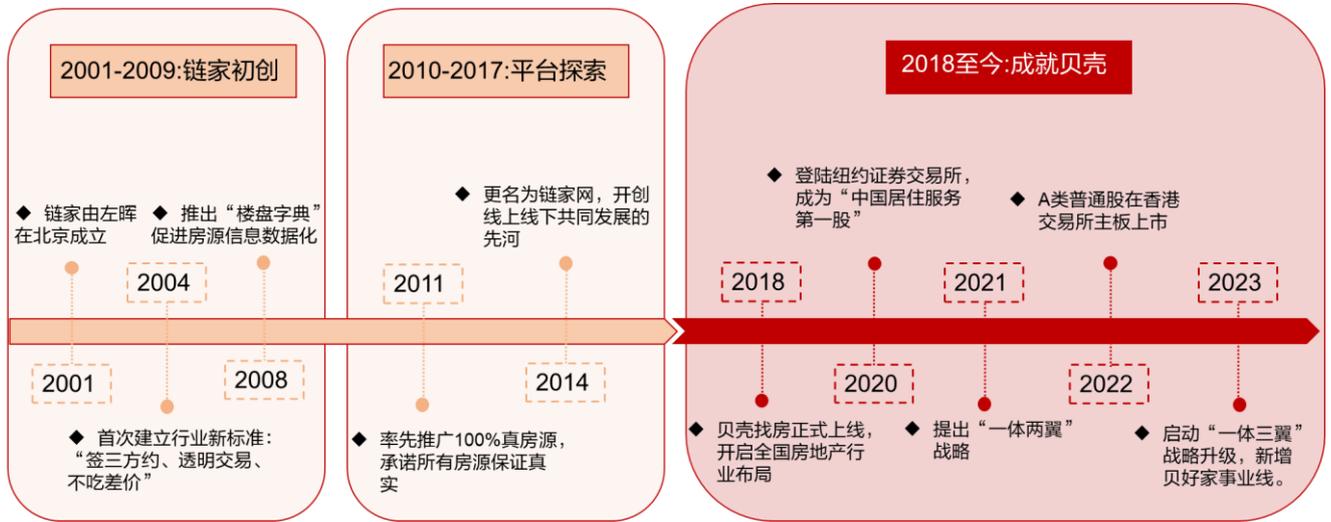
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

从链家到贝壳，从房产中介公司到产业互联网平台。

1) 2001-2009 年依托线下门店起家：链家由创始人左晖 2001 年在北京成立，在当时几乎所有房产中介靠“吃差价”生存的环境下，链家建立阳光作业模式——“签三方约、透明交易、不吃差价”打破了长期以来房产经纪行业“信息不对称”的局面，收取并提升中介费率，逐步建立行业口碑。2008 年全球金融危机叠加政策调控，楼市遇冷，链家逆势扩张，在北京市场份额大幅提升。

2) 2010-2017：开启线上化、数字化转型之路，同时通过并购完成全国化布局：以 2008 年开始建立的楼盘字典为基础，2011 年链家首倡真房源，2015 年，链家在线升级为房产综合服务平台“链家网”，标志着历经 3 年的链家线上化改造完成，线上化和数字化发展相辅相成。2015 年也是链家的并购年，收并购了伊诚地产、上海德佑地产、深圳中联地产、高策机构、杭州盛世家、重庆大业兴等 11 家房产经纪公司，迅速推进全国化布局。

3) 2018 年至今：贝壳成立，由垂直领域正式转型平台领域：2018 年，贝壳找房正式上线，定位为以技术驱动的品质居住服务平台，主攻大居住领域，包括但不限于二手房买卖、租房、新房销售、装修和社区服务等业务。此外，德佑加盟模式进一步推广以布局全国二三线城市市场。2020 年，贝壳登陆纽约证券交易所，成为“中国居住服务第一股”；2021 年，贝壳提出“一体两翼”战略，即以房产经纪事业群为主体，家装家居和租赁业务为两翼。2022 年，贝壳将其 A 类普通股在香港交易所主板上市，成为首家以“双重主要上市+介绍上市”形式返港的中概股。2023 年，贝壳启动“一体三翼”战略升级，新增贝好家事业线，不断丰富“一站式”居住供给。

图 2：公司发展历程


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

研发子公司赋能主营业务，链家+德佑构成贝壳旗下核心经纪品牌，自营+收购双轮驱动家装业务。

截至 2024 年 6 月 30 日，贝壳旗下具有战略意义或对于经营业绩贡献较大的主要附属公司及经营实体约 37 家。其中研发子公司为平台及主营业务提供数据化技术支持；链家+德佑构成贝壳经纪业务直营+加盟体系，贡献重要经营业绩；在家装领域子公司中，自营被窝深耕北京市场，后收购的圣都家装定位全国市场，共同发力家装万亿市场。

表 1：公司子公司/结构性主体介绍（截至 2023 年 12 月 31 日）

业务分类	子公司/结构性主体名称	投资关系	权益比例	主营
研发	贝壳技术有限公司	子公司	100%	贝壳经纪学院 APP（房产经纪人职业技能培训软件）
	上海晨海贝网络科技有限公司	子公司	100%	软件与信息技术服务
	贝壳找房科技有限公司	子公司	100%	互联网平台建设和服务
	贝壳找房(北京)科技有限公司	子公司	100%	掌上链家 APP 二手房供应平台
	北京链家房地产经纪有限公司	结构性主体	100%	移动应用程序开发及运营
	天津小屋信息科技有限公司	结构性主体	100%	移动应用程序及网页开发及运营
	北京理房通支付科技有限公司	结构性主体	100%	第三方支付
	北京宜居泰和科技有限公司	结构性主体	100%	宜居泰和房产服务平台
经纪服务	德佑(天津)房地产经纪服务有限公司	子公司	100%	房地产经纪服务平台
	上海生熠投资管理有限公司	子公司	100%	投资与资产管理
	北京链家融盛管理咨询有限公司	子公司	100%	房地产投资改造和旅游地产
	北京信富住房租赁有限公司	子公司	100%	住房租赁经营
	天津海贝科技服务有限公司	子公司	100%	住房租赁、软件开发
	北京链家置地房地产经纪有限公司	子公司	100%	房地产中介服务
	北京高策房地产经纪有限公司	子公司	100%	房地产中介服务
	北京链家高策房地产经纪有限公司	子公司	100%	房地产中介服务

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	德佑房地产经纪有限公司	子公司	100%	上海房地产中介服务
	上海小桁网络科技有限公司	子公司	100%	室内定位扫描及 3D 模型构建技术
	上海德佑物业顾问有限公司	子公司	100%	物业管理
	四川链家房地产经纪有限公司	子公司	100%	房产交易、租赁、装修
	宁波房江湖网络科技有限公司	子公司	100%	房地产大数据平台
	北京方源房地产咨询服务有限公司	子公司	100%	房产交易咨询和代理服务
	北京中融信融资担保有限公司	结构性主体	100%	融资担保
家装服务	北京被窝装饰有限公司	子公司	100%	家庭装修服务
	贝壳美家供应链管理(浙江)有限责任公司	子公司	100%	家居家装材料供应
	北京美宸信息咨询有限公司	子公司	100%	室内装饰、住宅小区、风景园林设计
	圣都家居装饰有限公司	子公司	100%	家居一站式整装
投资控股	上海惠贝居科技有限公司	子公司	100%	投资
	BeikeGroup(Cayman)Limited	子公司	100%	投资
	上海海焱科技有限公司	子公司	100%	信息技术开发
	天津海贝信息技术有限公司	子公司	100%	信息技术开发
	BeikeFinanceHoldings(Cayman)Limited	子公司	100%	投资
	香港享住国际有限公司	子公司	100%	投资
	BeikeKestoneHoldings(HongKong)Limited	子公司	100%	投资
	贝壳(天津)投资有限公司	子公司	100%	投资
	贝函(天津)技术有限公司	子公司	100%	信息技术开发
	链家(天津)企业管理有限公司	子公司	100%	企业管理

数据来源：wind，东方证券研究所

1.2 股权架构：核心管理层投票权占比近 50%

公司采用双重股权制，核心管理层掌握近 50%投票权。公司的股本包括 A 类普通股和 B 类普通股两种，两者赋予股权受益人不同的投票权，A 类对应每股一票投票权而 B 类对应每股 10 票投票权。创始人左晖家族信托是贝壳最大的股东，截至 2024 年 6 月 30 日控股 23.1%，同时拥有 17.0% 的投票权。两位公司联合创始人彭永东和单一刚分别持股 4.9%和 2.8%，同时作为贝壳唯二持有 B 类股的股东，两者的投票权也高达 22.1%和 10.1%，再加上 Propitious Global 委托二人的 17.0% 投票权，二人所代表的核心管理层的合计投票权接近 50%，体现核心管理层在公司治理中的强势地位，为公司的持续创新和战略发展提供了坚实的支撑。

表 2：公司持股比例和投票权比例测算（截至 2024 年 6 月 30 日）

股东姓名	A 类普通股 (百万股)	B 类普通股 (百万股)	普通股总数 (百万股)	股权占比	投票权占比
Propitious Global (左氏家族信托)	849.60	/	849.60	23.1%	17.0%
彭永东	79.07	102.87	181.94	4.9%	22.1%
单一刚	57.01	44.63	101.64	2.8%	10.1%
腾讯系	410.84	/	410.84	11.2%	8.2%
其他股东	2133.04	/	2133.04	58.0%	42.6%
总计	3529.56	147.50	3677.06	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

管理层创业、技术与行业经验丰富，房地产+互联网背景深厚。创始人左晖先生离世后，公司联合创始人、首席执行官及执行董事彭永东接替左晖担任贝壳董事长，成立以彭永东、单一刚为代表的新核心管理层。现任董事长兼 CEO 彭永东先生于技术及战略咨询方面积累了丰富的经验，曾担任 IBM 战略与变革高级咨询顾问，为链家提供过战略咨询服务，2010 年加入链家，2018 年与左晖共同创立贝壳找房。联合创始人兼执行董事单一刚先生房地产经纪管理经验丰富，曾任大连好旺角房屋经纪有限公司的联合创始人兼副总裁。董事会副主席徐万刚先生拥有在成都成电万通投资有限公司和电子工业部第十研究所的工作经历，以及伊诚地产的创业经历，具备房地产与技术的双重履历。执行董事兼 CFO 徐涛先生的加入，为公司的财务管理和风险控制带来了坚实的保障，他拥有超 20 年互联网公司的财务工作经验，曾任北京市商汤科技、嘀嗒等公司 CFO。

表 3：公司董事会及高管履历（截至 2023 年 12 月 31 日）

姓名	职位	履历
彭永东	联合创始人、 董事会主席、CEO	于技术及战略咨询方面积累了丰富的经验。曾担任 IBM 战略与变革高级咨询顾问，为链家提供过战略咨询服务；2010 年加入链家，2018 年与左晖共同创立贝壳找房。2021 年左晖因病去世，彭永东被任命为董事长，目前担任贝壳找房董事长、首席执行官。
单一刚	联合创始人、 执行董事	曾任大连好旺角房屋经纪有限公司联合创始人兼副总裁；2007 年加入链家，自 2018 年起担任公司执行董事，现兼任 ZillowInc. 的董事及 KeepInc. 的独立非执行董事。
徐万刚	董事会副主席、 执行董事	曾任电子工业部第十研究所技术研发部工作人员及经理、成都成电万通投资有限公司经理。曾创立四川伊诚房地产经纪有限公司并担任总经理，后被北京链家收购并更名为四川链家。
徐涛	执行董事、CFO	拥有超 20 年互联网公司的财务工作经验。曾任朗讯科技大中华区 CFO、北京市商汤科技 CFO、太阳计算机中国区财务总监、达科信息科技中国区 CFO、嘀嗒 CFO。
李朝晖	非执行董事	现任腾讯副总裁兼投资部主管及腾讯投资管理合伙人，同时于快手科技、知乎担任董事。曾在谷歌及诺基亚担任多个与产品及业务相关职位；曾任贝塔斯曼亚洲投资基金投资总监。
陈小红	独立非执行董事	现任 HCapital 的创始及管理合伙人，曾任 TigerGlobal 董事总经理、卓越网副总裁，VeronisSuhlerStevenson 董事总经理。
朱寒松	独立非执行董事	江阴霞客私募基金管理有限公司创始人，现任董事长兼总经理；曾任高盛集团有限公司经理、执行董事、董事总经理及合伙人等。
武军	独立非执行董事	曾任 AsiaInfoHoldings,LLcCEO、CFO 及执行副总裁，软通动力信息技术(集团)股份有限公司 CFO，华为技术有限公司财务部副总裁，朗讯科技（中国）有限公司大中华区的 CFO 等职位

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 盈利水平凸显强 α ，非房产经纪业务逐渐成为增长新引擎

公司“一体三翼”战略稳步推进，价值逐渐体现。2023年7月，贝壳董事长兼CEO彭永东发布公开信《翻越第二座山，吹响集结号》，宣布启动“一体三翼”战略升级并进行相应的组织架构调整。“一体”为经纪事业线，以ACN为基石，以提升客户体验为核心，推动行业健康生态；“三翼”为整装（家装家居）、惠居（房屋租赁）、贝好家（开发服务平台）事业线。2024年9月，贝壳再次对其“一体三翼”架构进行人事调整，家装、惠居事业线迎来统筹高管，从顶层视角提高决策和协同效率。公司战略价值已逐步体现，“三翼”业务正在形成公司的第二增长曲线。2024年前三季度，家装家居、房屋租赁和新兴业务三大业务的合计收入占比继续上升至36%，同比提升了14个百分点，是贝壳业绩的重要支撑。

图 3：公司一体三翼战略



数据来源：《翻越第二座山，吹响集结号》（彭永东）东方证券研究所

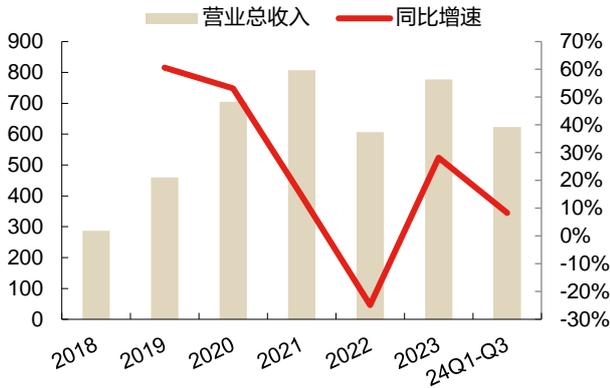
收入方面：

公司2018-2021年收入持续增长，2022年短暂下滑后2023、2024年收入显著修复。公司2018-2021年收入由285亿元持续增长至808亿元，CAGR达30%，增长的主要驱动力为新房交易，其CAGR达58%。2022年由于疫情冲击以及整体房地产市场环境低迷等因素，营收同比下跌25%。2023年疫情放开且市场弱复苏推动“一体”业务止跌回升，同时家装家居及新兴业务贡献加大，营收显著修复。2024年前三季度营收同比增长8%。

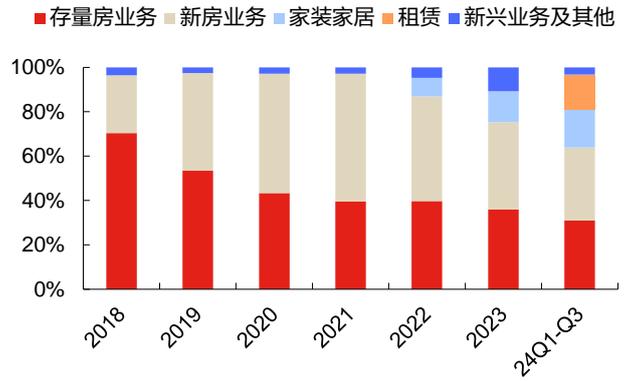
从收入结构来看，房屋交易业务为营收主力，2022年起非房产经纪业务贡献持续提升，发展成为新引擎。2021年及以前贝壳房屋交易业务收入占比超95%。2022年收购圣都家装后家装家居营收占比大幅提升，随着2023年公司启动“一体三翼”战略，家装家居和租房业务取得规模上的突破，2023年/2024年前三季度非房业务对总收入贡献已提升至25%/36%。

图 4：2018-2024 年前三季度公司年度营业总收入（亿元）及同比增速

图 5：2018-2024 年前三季度公司分业务营收占比（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

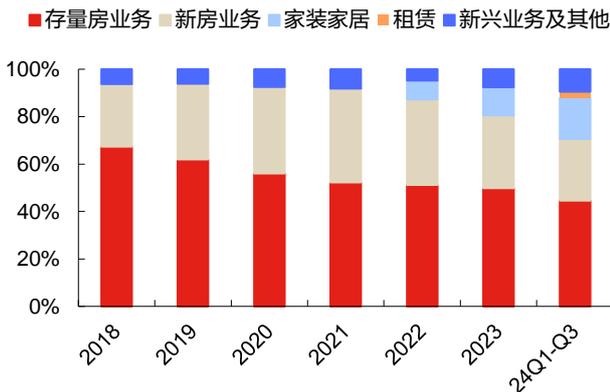


数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利能力：

毛利率自 2022 年起呈现上升趋势，“基本盘”存量房业务保持较高盈利能力。2018-2020 年公司毛利率维持在 24%左右的水平，2022 年起公司毛利率显著提升，主要得益于存量房和家装家居业务贡献利润率提升，且相较于新房业务，贡献利润率更高的家装家居收入占比提升。为衡量三大业务的盈利能力，贝壳将贡献利润定义为各项业务的收入减去内部经纪人的直接薪酬和贝联经纪人及其他销售渠道的分配佣金，将贡献利润率定义为贡献利润占收入的比重。由于贡献利润没有剔除门店等平台基础设施相关的营业成本，所以贡献利润率并不完全等同毛利率，但仍然能够衡量各项业务的盈利能力。2021-2023 年，存量房贡献利润率从 37%大幅提升至 47%，作为贝壳“基本盘”业务，盈利能力也最高；新房贡献利润率从 19%上升至 27%；家装家居业务自 2022 年起基本维持在 30%左右。2024 年前三季度由于利润率较高的存量房业务收入贡献下降，同时固定薪酬成本增加导致其利润率下降，综合毛利率短期承压。

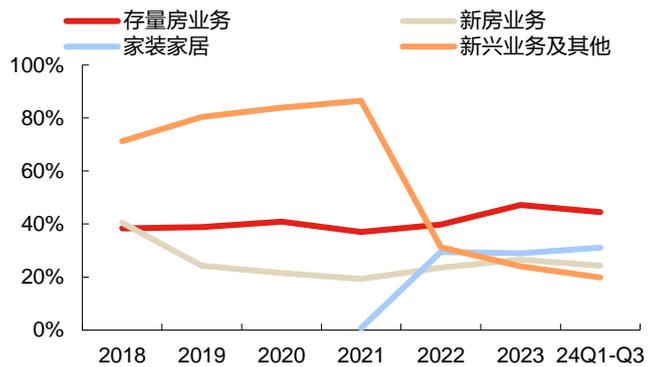
图 6：2018-2024 年前三季度分业务利润占比 (%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：贝壳将贡献利润定义为各项业务的收入减去内部经纪人的直接薪酬和贝联经纪人及其他销售渠道的分配佣金

图 7：2018-2024 年前三季度分业务贡献利润率 (%)

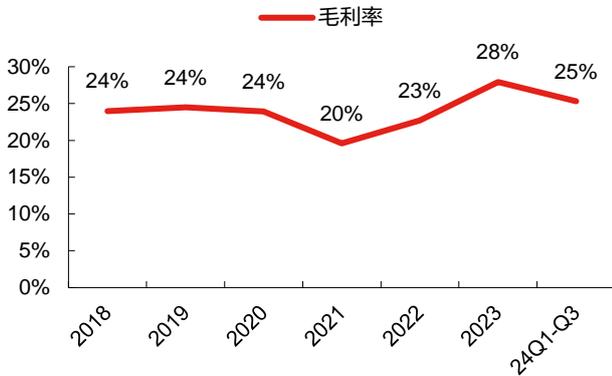


数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：贝壳将贡献利润率定义为贡献利润占收入的比重

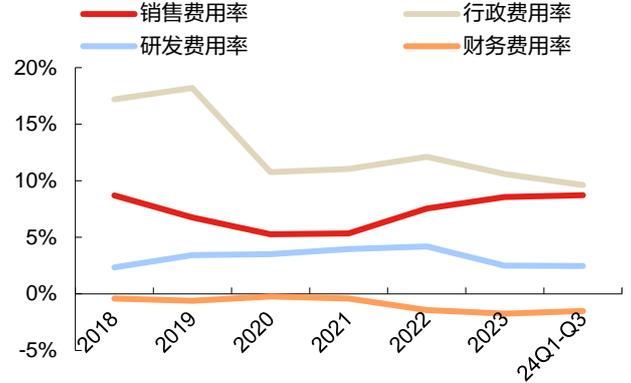
费用端，管理费用率改善明显，销售费用率自 2021 年上行。公司管理费用率在 2020 年大幅改善，主要由于 2019 年对于高管股权激励一次性确认完成之后恢复到正常水平；2022-2024 年前三季度管理费用率由 12.1%持续降低至 9.6%。销售费用率自 2022 年持续上升，主要由于公司对于家装家居业务的销售和市场推广的投入加大。

图 8：2018-2024 年前三季度公司毛利率 (%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

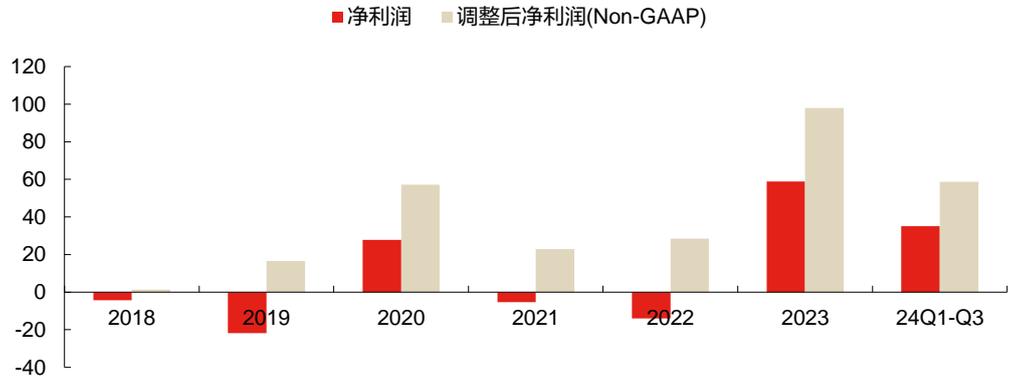
图 9：2018-2024 年前三季度公司销售、行政、研发费用率 (%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2023 年公司净利润实现高增，凸显业绩强 α 。经历 2021-2022 年行业下行压力和公司“阵痛”调整之后，2023 年业绩大幅回弹，净利润实现 59 亿元，扭亏为盈；调整后净利润达到 98 亿元，同比增长 245%（贝壳从净利润中剔除股权激励支出、投资减值损失、商誉和无形资产减值损失、公允价值变动和因收购和业务合作协议产生的无形资产摊销等一次性或非经常性支出，得到调整后净利润）。2023 年业绩显著回弹主要得益于：1）房地产交易业务交易额提升，同时其贡献利润率上升，2）非房产经纪业务正逐步形成业绩护城河，尤其是家装家居业绩贡献显著。2024 年前三季度公司实现净利润 35.0 亿元，经调整净利润 58.7 亿元，表现依旧亮眼。

图 10：2018-2024 年前三季度公司年度净利润、调整后净利润 (亿元)



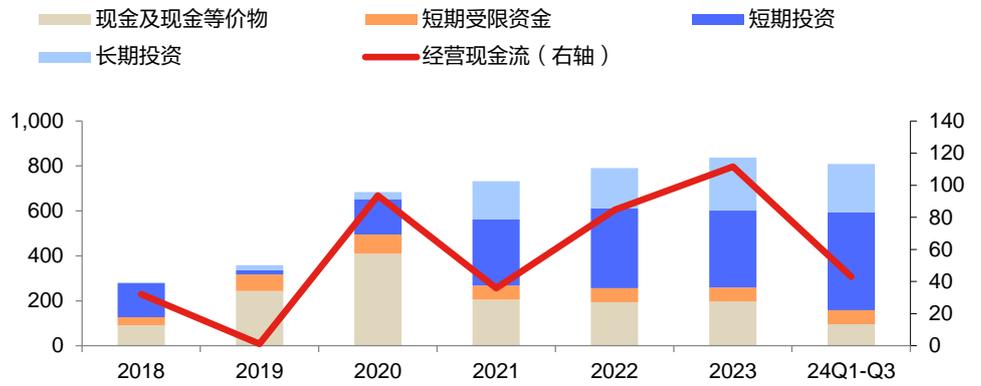
数据来源：公司公告，东方证券研究所

现金流方面：

变现能力强劲，在手资金充裕。截至 2024 年三季度末，公司现金及等价物为 96 亿元，账面现金充足，抵御风险能力强劲，并且未来在稳固核心业务、探索新业务的过程中无后顾之忧。此外，在房地产行业下行期间同行业经营现金流表现较差的情况下，贝壳经营现金流净额自 2018 年以来始终为正，且基本上净额高于公司的净利润，变现能力强劲。截至 2024 年三季度末，公司现金及现金等价物、受限资金和短期投资合计 595 亿元，丰厚的在手现金储备也使公司能够积极地推进股东回报计划。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 11：2018-2024 年前三季度公司年度现金流情况（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2、一体：核心经纪业务

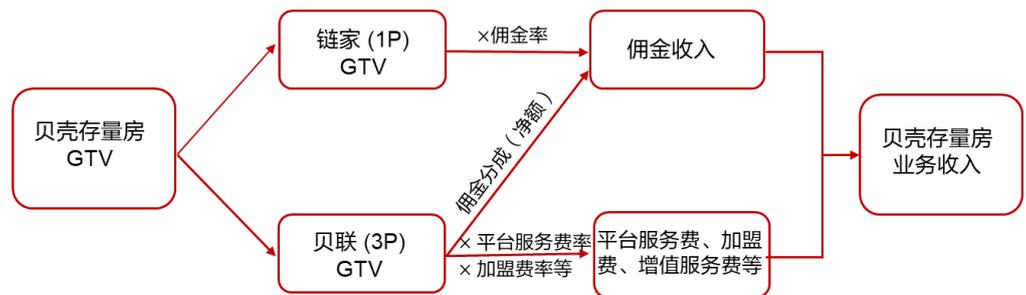
2.1 存量房业务：存量时代，数字化平台带来规模、品牌优势

公司以存量房经纪业务起家，数字化构筑主赛道护城河，存量房经纪始终为贝壳的基本盘业务，其收入来源主要分为两部分：

1) **佣金收入**。自营的链家品牌二手房交易及房屋租赁服务收取佣金，佣金按照总额基准确认收入；在贝壳平台上经营门店的其他经纪公司与链家经纪人合作完成交易后，贝壳获得佣金分成以净额基准确认收入。

2) **平台服务、加盟费、增值服务费等**。对于贝壳平台上非链家的房产经纪公司，通过使用贝壳平台（ACN 网络、SaaS 系统等）获得的佣金，按照其佣金百分比收取平台服务费；对于加盟品牌德佑旗下的经纪公司，按照其赚取佣金百分比收取加盟费；贝壳提供签约及签后服务（如实地勘察、经纪人招聘和培训服务等协助工作等）其他增值服务收取服务费。

图 12：公司存量房业务收入来源拆分



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2.1.1 存量房经纪收入分析

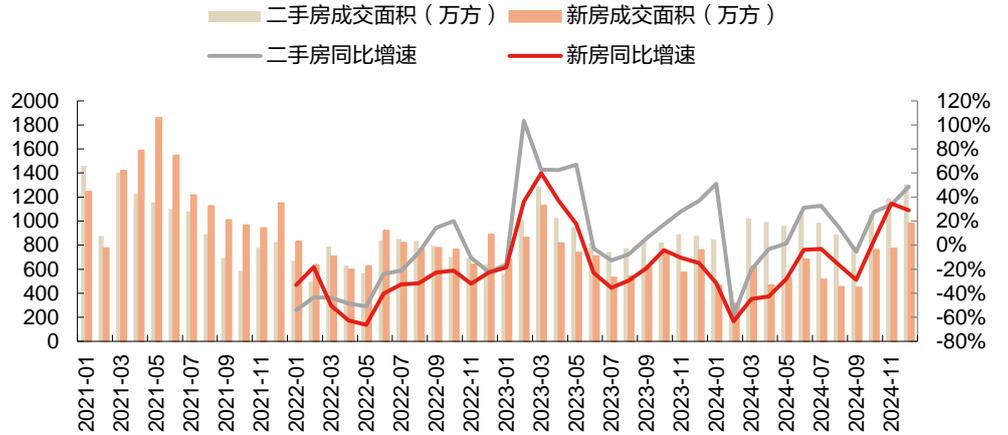
存量房佣金收入 = (存量房交易额 × 经纪销售渗透率) × 市场份额 × 佣金率

- **存量房交易额**：以价换量趋势下成交端表现好于新房，存量时代交易额上升空间大

二手房市场在“以价换量”带动下活跃度持续，且对于房地产相关政策反馈更强，表现优于新房市场。中长期来看，中国已步入存量房时代，成交端二手房主导地位明确，但相较其他成熟的房地产市场，我国二手房成交占比仍较低，未来二手房交易额提升空间大。

2021 年下半年以来房地产行业开始下行至今，新房销售中枢显著下降，二手房 23 年起以价换量成效明显，整体表现优于新房。从年度数据看，2021-2024 年重点 10 城新房销售面积从 14833 万方持续下降至 7000 万方，CAGR-22%。2021-2024 年二手房销售面积分别为 12078、8513、10584、11523 万方，自 2023 年起以价换量效果明显。从月度数据来看，二手房和新房月度成交面积走势基本趋同，而二手房同比增速整体高于新房。2024 年，5.17 政策以及 9.24 以来政策均促进市场成交量阶段性脉冲，我们观察到，政策效果和持续性在二手房市场更强。

图 13：2021-2024 年月度 10 城新房、二手房成交面积及同比增速（万方、%）

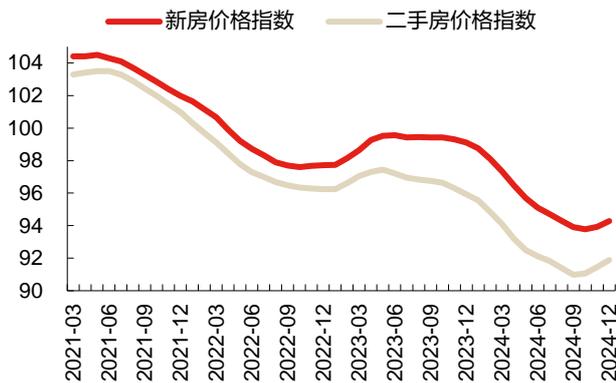


数据来源：克而瑞，东方证券研究所

我们认为，二手房成交端好于新房，且活跃度维持的主要原因在于：

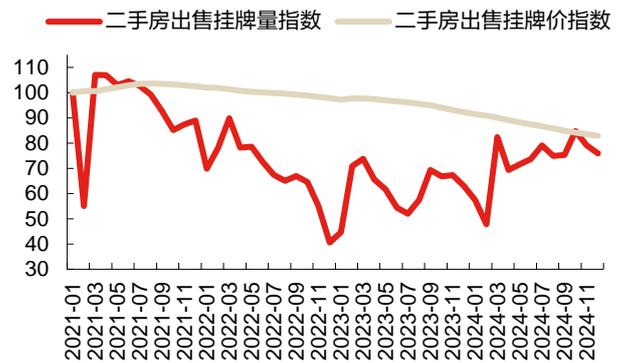
- 1) **二手房有效挂牌增多，定价更市场化，具有价格优势。**全国二手房挂牌价指数自2021年下半年就呈现持续下降趋势，而二手房挂牌量指数波动下行，2024年上半年明显上升。虽然新房和二手房均存在“以价换量”，但房地产开发商有更强烈的利润要求，较高的拿地成本制约降价；而二手房的卖方是个体居民，定价更加自由、市场化，对于部分面临资金压力急于变现房产的购房者以及失去持有信心的投资客会以更低价成交。
- 2) **二手房不存在延期交付风险，且质量与配套设施已确定；**
- 3) **区位匹配度较高。**近年来房企拿地、开工收缩使得新房供应量不足，特别在核心区二手房供应充裕而新房新增供应较少，当前弱市下需求往核心区域聚焦，更利于二手房成交。

图 14：2021-2024 年新房、二手房价格指数



数据来源：ifind，东方证券研究所

图 15：2021-2024 年中国二手房挂牌量指数和挂牌价指数

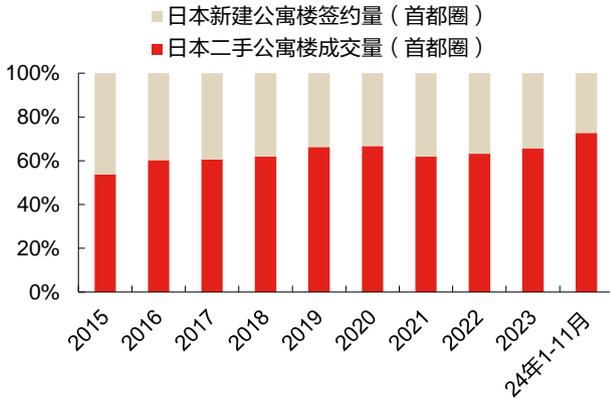


数据来源：ifind，东方证券研究所

中长期来看，中国已步入存量房时代，成交端二手房主导地位明确，但相较其他成熟的房地产市场，我国二手房成交占比仍较低，未来二手房交易额提升空间大。根据住建部数据，2023年1-11月全国二手房交易量占全部房屋交易量的比重为37%，创造历史新高。相较国外部分发达国家，例如美国成屋交易量占住房交易总量比例约90%、日本二手公寓交易规模占比约70%，我国二手房市场仍有较大发展空间。目前一线及强二线城市已率先步入存量主导时代，未来随着越来越多的二三四线城市从增量向存量市场过渡，二手房销售交易额提升空间大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 16：日本二手房和新房交易规模份额情况



数据来源：wind，东方证券研究所

图 17：美国二手房和新房交易规模份额情况



数据来源：wind，东方证券研究所

● 存量房经纪渗透率：维持高位，未来提升空间有限

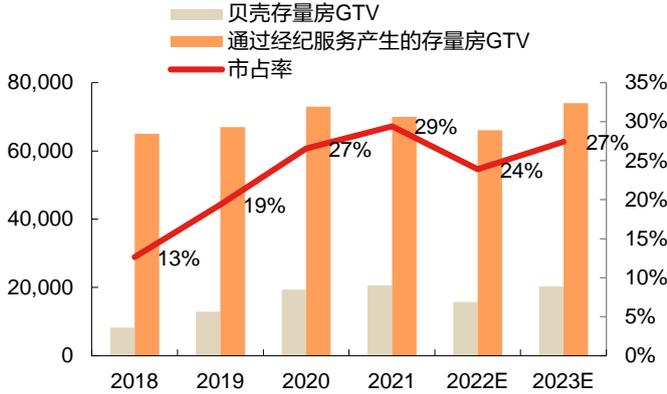
通过房产中介是我国存量房交易的主流方式，经纪渗透率高企。根据国家统计局及灼识咨询数据，自 2016 年以来存量房经纪渗透率始终保持在 86%以上，2021 年中国二手房交易规模约 7.0 万亿元，其中通过房产经纪完成的交易额达 6.2 万亿元，计算出二手房交易经纪服务渗透率为 88.6%，已达到较高水平。根据贝壳研究院预测，随着存量置换需求提升，2030 年渗透率或可达到 92%，提升空间较为有限。

● 贝壳存量房市场份额：链家在高能级城市市占率优势较大；贝联助力贝壳市场份额提升

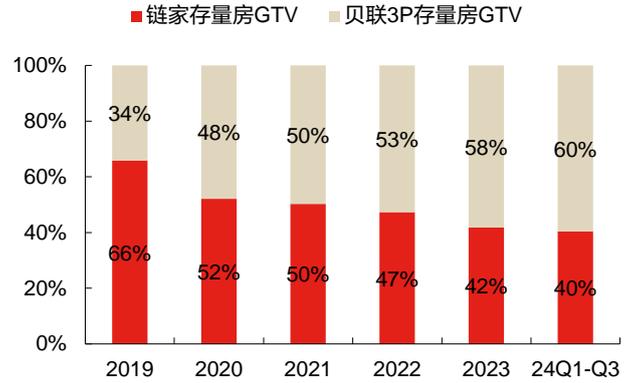
贝壳存量房交易市占率经历 2018-2020 年迅速增长，2021 年达到近 30%，之后估测基本稳定在 24%以上。值得注意的是，公司自营品牌链家的存量房业务 GTV 较为稳定，而公司平台上贝联经纪人促成的存量房 GTV 提升显著，从 2019 年的 4421 亿元大幅提升至 2023 年的 11804 亿元，助力公司存量房交易市占率提升。“贝联”是使用贝壳基础设施（ACN 网络等）交易的其他房产中介，通过贝壳共享的平台资源拥有更多的房源以及更广的获客渠道，不少是规模较小，深耕本地的中介公司。更深层次来看，公司依靠自己建立的 ACN 网络、楼盘字典等数字化基础设施，实现跨品牌间合作，众多房地产中介入驻贝壳平台进行交易，推动公司存量房业务市场份额提升。截至 2024 年 9 月，贝壳平台关联的地产经纪中介品牌拥有约 46857 家活跃门店和约 42 万经纪人。

图 18：2018-2023 年贝壳存量房 GTV 市占率（亿元、%）

图 19：2019-2024 年前三季度贝壳存量房 GTV 中链家和贝联的贡献份额



数据来源：招股说明书、公司财报，东方证券研究所
注：2022-23 年中国存量房 GTV 为招股说明书中灼识咨询的预测值

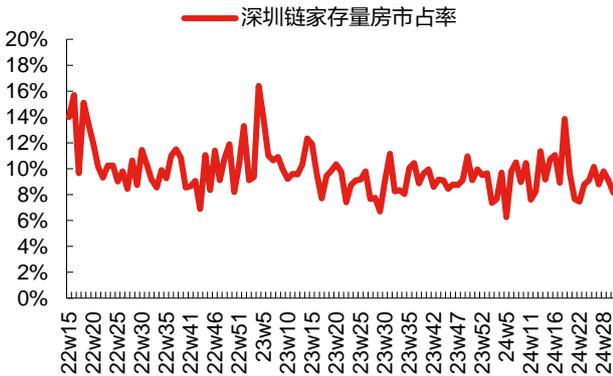


数据来源：公司公告，东方证券研究所

从部分高能级城市二手房经纪市场格局来看，链家在北京、杭州、广州等市占率保持领先。北京作为链家“大本营”，龙头地位稳固，其市占率基本处于 45%左右水平；链家通过收购杭州本地老牌房产服务商盛世家后深耕杭州市场，取代我爱我家，成为市占率第一的经纪商；链家 2015 年并购广州本地最大的房产经纪公司满堂红进入广州市场，广州的二手中介市场格局仍较为分散，现链家近几年在广州市占率基本维持在 5%左右，但市占率稳居第一。上海则是加盟品牌德佑市场份额较高，23 年已提升至 22%。深圳则是本地中介乐有家占据最大的市场份额。

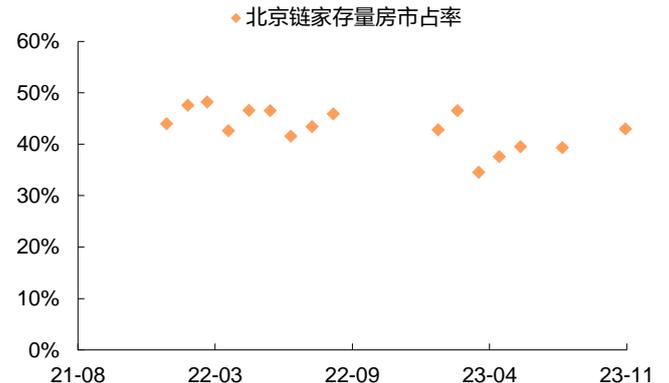
链家在部分高能级城市的市占率已处于领先地位，但由于市场竞争激烈，除了北京、杭州等城市，链家市占率并不处于绝对高位，且对于非核心城市来说，本地经纪品牌更具经营优势，如合肥德联宝业、武汉世纪宏图。因此，对照上文贝壳存量房业务 25%左右的市占率，也侧面反映出贝联对于贝壳的重要贡献。未来随着链家、德佑继续攻占高能级城市市场份额，ACN 为核心的贝联合作模式、贝壳 SaaS 系统经营管理模块在中低能级城市铺开，贝壳存量房市占率优势有望继续扩大。

图 20: 2022-2024 年 7 月深圳链家存量房市占率



数据来源：深圳市房地产中介协会，东方证券研究所
注：数据为周度数据

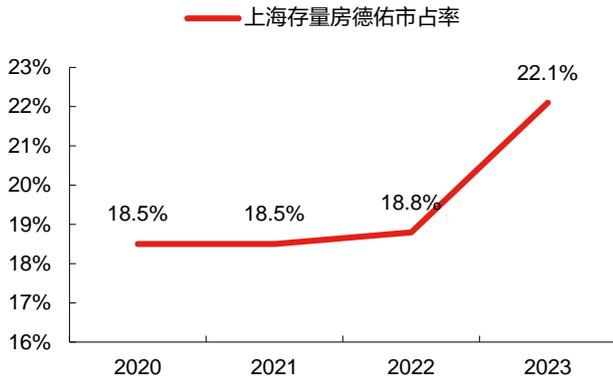
图 21: 2022-2024 年 10 月北京链家存量房市占率



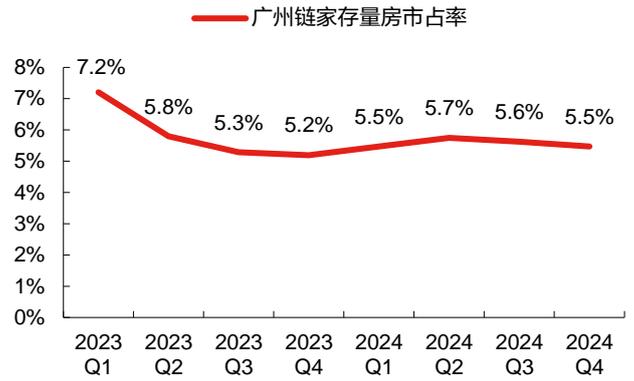
数据来源：金色时光房地产服务号，北京住房和城乡建设委员会官网，东方证券研究所

图 22: 2020-2023 年上海德佑存量房市占率

图 23: 2023 年-2024Q4 广州链家存量房市占率

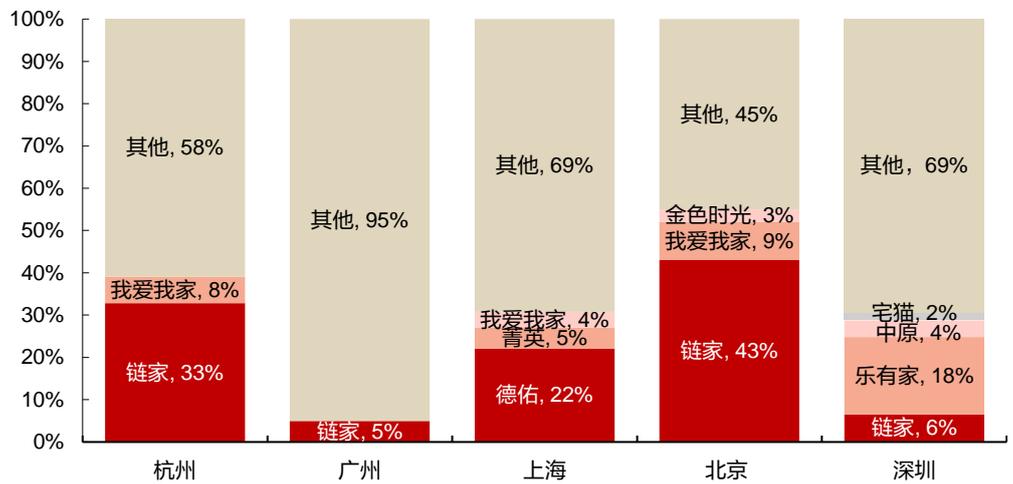


数据来源：城市测量师行，东方证券研究所



数据来源：广州市房地产中介协会，东方证券研究所

图 24：北上广深杭存量房市场中介份额



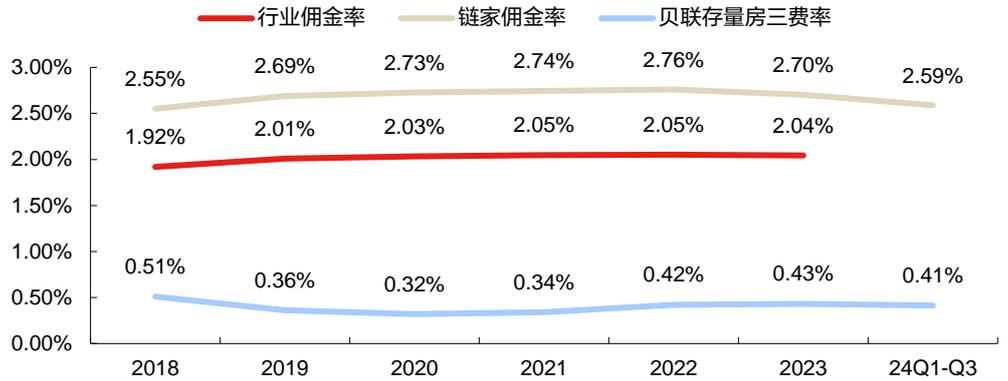
数据来源：克而瑞、广州市房地产中介协会、城市测量师行、金色时光房地产服务号、深圳市房地产中介协会，东方证券研究所

注：各城市数据统计时间：杭州：24 年 12 月、广州：24 年 Q4、上海：23 年年度、北京：24 年 10 月、深圳：24 年年度。

● 存量房货币化率：公司议价能力强，链家品牌佣金率明显高于行业

房地产行业调整期，更能彰显贝壳作为房地产经纪龙头议价能力，其佣金率持续高于行业。中长期，贝壳存量房佣金率有望保持。贝壳存量房佣金率持续高于行业，且呈现上行趋势，我们将其归因于优质服务质量和基于 ACN 网络的优势。中长期佣金率有望继续缓慢上升，原因：1) 行业头部集中，议价权更为强势，2) 二手房价下降，卖方对高品质经纪服务的诉求更强烈，3) 行业逐步转向双边共赴、单边代理的新模式，总体对佣金承担能力有望提升。

图 25：2018-2024 年前三季度行业存量房交易佣金率、链家存量房业务佣金率、贝联存量房三费率测算



数据来源：招股说明书，公司公告，东方证券研究所

注 1：我们大致估算链家佣金率=存量房佣金收入/通过链家品牌进行的存量房交易额，由于佣金收入还包括贝壳佣金分边和租赁，得出的佣金率可能比实际值略高。

注 2：计算行业二手房佣金率使用的数据来源于灼识咨询

2023 年北京链家佣金率调整系“因城施策”，其他城市调整可能性较低。2023 年公司链家佣金率略下滑至 2.7%，主要由于北京链家为响应《关于规范房地产经纪服务的意见》中“对现行二手房交易服务费的收取方式和标准进行调整”，在 2023 年 9 月佣金从 2.7%降低至 2%，并改单边收佣为双边收佣，买卖双方各自承担 1%。2024 年 4 月，成都链家宣布调整客业佣金比例，由原先卖方 1%、买方 2%改为卖方 1.75%、买方 1.25%，总体仍收取 3%佣金比例。我们认为，贝壳在其他城市像北京链家一样下调佣金率的可能性较低，首先，北京房地产市场已被存量房主导，北京链家基础深厚，佣金率本身相较其他城市要高，略下调佣金率带来的影响处于可控范围之内。二手房经纪服务是地域性较强的市场，长期以来各城市中介费收取模式、标准等均有较大差异，这根源于各城市二手房市场供求关系、经纪服务行业发展水平、历史习惯等均有不同，其他城市可能没有这样的条件和基础，降佣让利或许无法撬动买方情绪，反而会制造大量经纪人被动失业。

2.1.2 长期主义的胜利，数字化基础设施构筑宽广护城河

贝壳能够迅速成为行业内成交规模最大的房产经纪龙头，主要凭借其数字化模式创新，重塑了经纪行业博弈模型，构筑公司核心竞争力。21 世纪初中国房地产行业野蛮生长，地产经纪行业“假房源”、房产经纪之间零和博弈引发恶性竞争等问题严重，2008 年到 2018 年，链家一是建立楼盘字典真房源数据库，推动产业链在线化；二是用 ACN 网络推动信息共享和经纪人合作，打破传统房产交易机制进而推动整个业务流程的标准化，其对于长期主义的坚持奠定了之后贝壳规模扩张、市占率提升、强大议价能力，从而成就行业龙头地位。

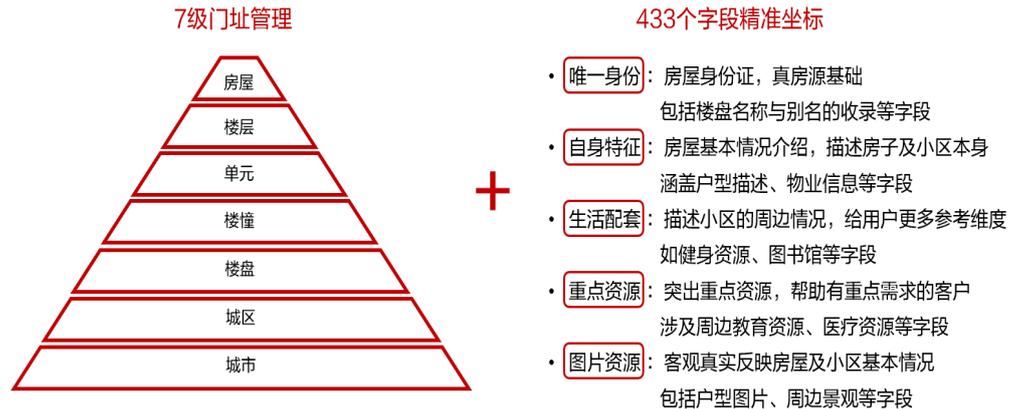
(1) 楼盘字典

楼盘字典已累积 16 年，国内数据量最大、覆盖面最广、颗粒度最细的房屋信息数据库。为了打造真房源，早在 2008 年，链家就开始构建“楼盘字典”。楼盘字典是一个基于全国范围的房屋信息数据库，涵盖了门牌号、标准户型图、配套设施信息、历史交易价格等多维的房源信息。楼盘字典目前已沉淀 16 年，截至 2022 年末，共收集了全国 2.67 亿套房屋信息。

楼盘字典是重要数据资产，为公司经纪业务提供底层支持，数据价值得到进一步探索利用。楼盘字典在房产交易过程中发挥着重要的作用。除了为经纪人和购房者提供真房源数据外，通过数据

校验和关联分析，能够更好地识别虚假房源和规避风险，提高了交易的安全性和可靠性。此外，“楼盘字典”数据价值得到进一步探索利用，通过分析楼盘字典数据中隐藏的市场规律和用户行为模式，为房地产经纪行业提供更多的商业洞察和决策支持；加工和打包“楼盘字典”中的数据，形成具有高价值的产品，以此向平台合作伙伴以及行业的经营者进行赋能，实现数据的商业工具化价值。

图 26：楼盘字典产品概述



数据来源：《中国居住服务业数字化发展报告》，东方证券研究所

(2) ACN 网络

贝壳 ACN 网络重塑行业游戏规则，将传统经纪人之间零和博弈转变为合作共赢。为了解决长期以来中国房地产经纪行业的无序、低效竞争——房源虚假不透明、经纪人之间的零和博弈引发的“跳单”恶性竞争，以及购房者和经纪人之间单次博弈引发的“吃差价”等乱象，2014 年，链家正式建立经纪人合作网络（即 ACN 网络）该模式借鉴自美国的（Multiple Listing Service，房源共享系统）；2018 年，贝壳找房大平台上线，通过平台来促进跨品牌跨门店经纪人之间的合作。**ACN 运营模式**：中介经纪人从获取房源到完成签约这一完整的服务链条细化，拆分为房源录入、房源维护、客源推荐等 10 个细分操作环节，并根据数据制定考核指标。

ACN 价值分配机制：将原先分配给单一成交方的佣金进行切分，对服务链条上的每个节点进行佣金的二次分配，合作网络中的经纪人可以通过参与任意环节而获得相应收益。贝壳通过直营结合加盟的方式将 ACN 基础设施开放给入驻平台的中介及经纪人。

图 27：贝壳 ACN 网络运营模式及价值分配机制



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

相较于传统的中介商业模式，贝壳的 ACN 机制在以下方面显著提高公司及行业的经营效率：

- 1) **中介门店及经纪人之间的竞争模型的改变**：竞争核心从房源转向各环节的竞争，参与的经纪人目的统一为促成交易，分配佣金，避免零和博弈产生的恶性竞争。
- 2) **房源透明度及曝光度提升**，单个中介掌握的房源信息通常具备地域性，且此前房源透明度低，而开放的 ACN 平台中房源打破了门店、经纪人及地域的界限，且房源向平台全开放，有利于提高撮合成功率。
- 3) **信息匹配机制从一对一转化为多对多**：ACN 平台机制下，贝壳将传统中介为一套房找一个买家的信息匹配过程，转化为了在多套房源和多个买家之间进行供需的匹配，撮合成交的效率大幅提升。

贝壳 ACN 网络跨品牌之间合作与资源共享吸引 B 端连接平台，推动公司市场份额迅速扩大。贝壳所建立的 ACN 网络奠定了平台合作共赢的文化，以及高效经营的模式，吸引了大量第三方品牌和经纪人的入驻，公司的经纪业务交易规模得以迅速提升，2018 年贝壳平台开放给全行业后，贝壳存量房 GTV 从 8220 亿元持续提升至 2021 年的 20582 亿元，成为中国最大的房产交易和服务平台。从 2023 年贝壳存量房业务情况来看，平台约 86% 的二手房挂盘信息由贝联门店（包括加盟品牌德佑）的经纪人发布，平台约 58% 的存量房交易额由贝联产生。

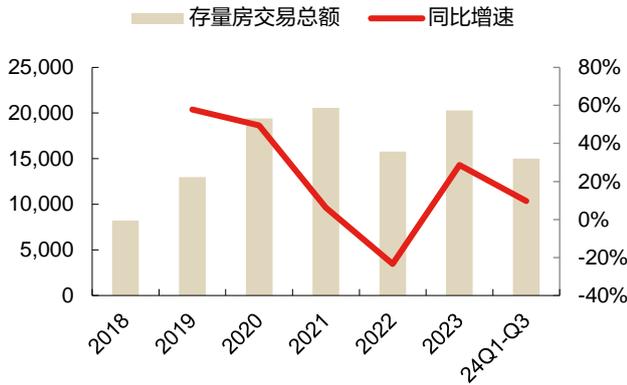
2.1.3 业绩表现：平台存量房交易表现优于市场，政策利好释放阶段展现充足弹性

房地产市场下行期，贝壳平台存量房交易表现优于市场。2018-2021 年贝壳存量房 GTV 持续增长，存量房业务收入也相应呈现上升趋势，从 202 亿元持续增长至 319 亿元。2022 年由于疫情以及地产下行压力，2022 年出现短暂下滑，但交易额和收入的降幅均小于全国二手房交易额降幅，贝壳在外生因素冲击展现出一定的韧性；2023 年市场有所复苏，存量房 GTV、收入分别同比提升 29%、16%；2024 年前三季度贝壳存量房 GTV 同比提升 10%，而收入同比下降 12%，主要由于贝联 GTV 占比提升，而贝壳收取的平台服务、加盟服务等费用是按净额计，此外北京链家佣金率调降也仍有一定的影响。

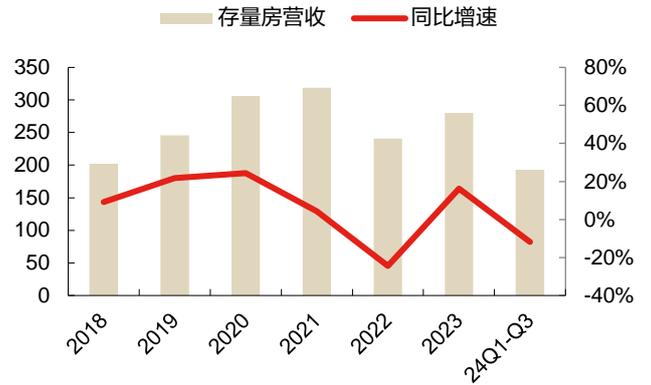
在政策利好释放下，贝壳展现充足弹性。2024 年 5.17 政策后市场成交量形成阶段性脉冲，Q2 22 城二手房成交量同比+4%；而贝壳平台存量房 GTV 同比+25%。2024 年 9 月末政策密集出台以来，10 月 22 城二手房成交面积同环比分别为+22%/+30%，其中一线城市同比+52%；而根据报道，10 月贝壳平台的二手交易单量同环增速超+70%/+60%，其中一线城市同比增长超过+100%。

图 28：2018-2024 年前三季度公司存量房交易额及同比增速（亿元、%）

图 29：2018-2024 年前三季度公司存量房营收及同比增速（亿元、%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

存量房业务贡献利润率保持高位，2024 年前三季度降至 44.5%。考虑到贝壳内部经纪人薪酬较为刚性，因此当存量房业务收入上升时，若经纪人数量变化不大，则贡献利润率将提升。2023 年主要由于链家经纪人的固定薪酬成本随着存量房业务收入的增加而减少，即固定薪酬成本占收入比例降低。然而，2024 年前三季度利润率有所下降，主要由于在存量房业务收入下降的情况下，上海链家推行底薪模式及链家经纪人数量同比增加 11%，共同致使固定薪酬成本增加。

图 30：2018-2024 年前三季度公司存量房贡献利润（率）（亿元、%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 新房业务：优质覆盖+去化能力强凸显渠道价值，业绩跑赢行业

公司新房业务按照新房销售 GTV 总额基准向开发商收取佣金作为收入。与存量房收入不同，贝壳作为主经纪方与房地产开发商签署新房销售服务合同，房源同步给链家、贝联及其他销售渠道，以新房交易 GTV 为基准从开发商处获得的佣金统一以总额作为平台收入。

图 31：公司新房业务收入来源拆分



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

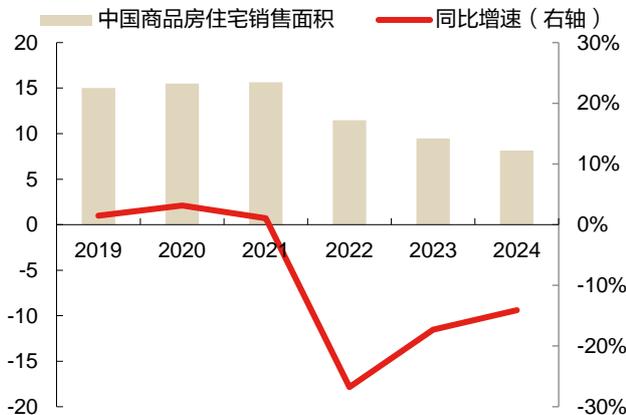
2.2.1 新房经纪收入分析

新房业务收入=全国新房交易额*经纪销售渗透率*市占率*佣金率

● 全国新房交易额：新房市场持续疲弱，库存去化压力大

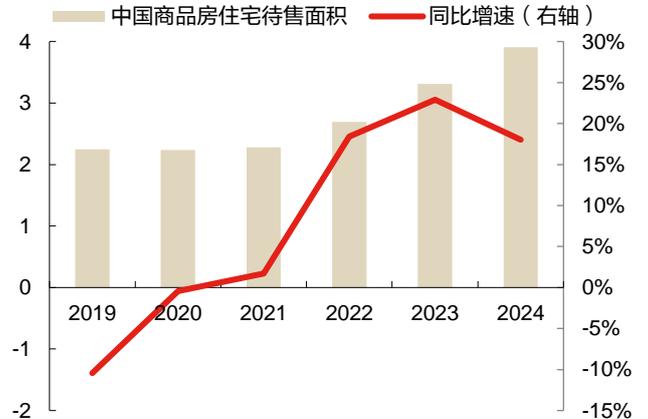
房地产深度调整期，新房销售中枢持续下行，待售面积持续攀升。自 2022 年起中国商品住宅销售面积持续下降，2024 年销售面积继续同比下降 14%至 8.1 亿方。从 2024 年两轮政策效果来看，新房成交量脉冲幅度和持续性整体弱于二手房。从 2020 年开始，商品房待售面积呈上升走势，2024 年同比+18%至 3.9 亿平方米。目前待售面积已经超过了 2015 年“去库存”阶段的最高值，当时的城镇人口为 7.7 亿左右，城镇化率为 57%左右，而 2024 年末我国城镇常住人口已经达到 9.4 亿人，城镇化率继续提升至 67%，库存去化压力大。

图 32：2019-2024 年中国商品住宅销售面积及同比增速（亿方、%）



数据来源：国家统计局，wind，东方证券研究所

图 33：2019-2024 年中国商品住宅待售面积及同比增速（亿方、%）



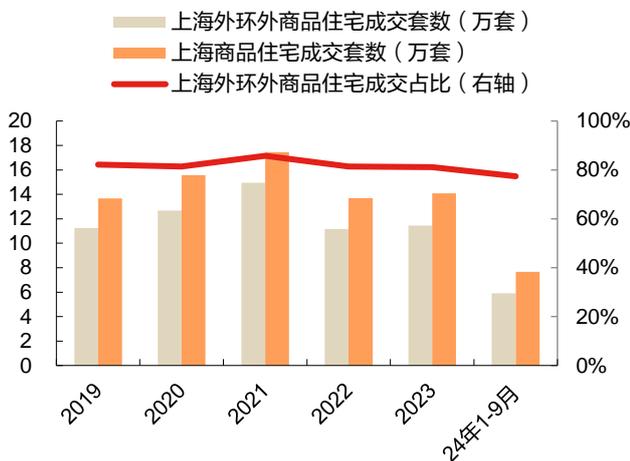
数据来源：国家统计局，wind，东方证券研究所

● **新房经纪渗透率：行业现状决定渠道结构，预计新房经纪渗透率将继续提升。**

1) **房源郊区化扩张、房客分离程度的不断加剧。**随着城市化进程不断推进，新房项目郊区不断向郊区延伸，这意味着案场自然到访客户的减少是趋势性的，开发商广告营销的获客效果也将持续下降。房产经纪客户覆盖广泛，相较于开发商获客具备天然的优势，且人员和门店成本并不会大幅增加，另外，能够将“卖旧买新”需求的客户无缝衔接至新房销售中进行有效的客户转换。

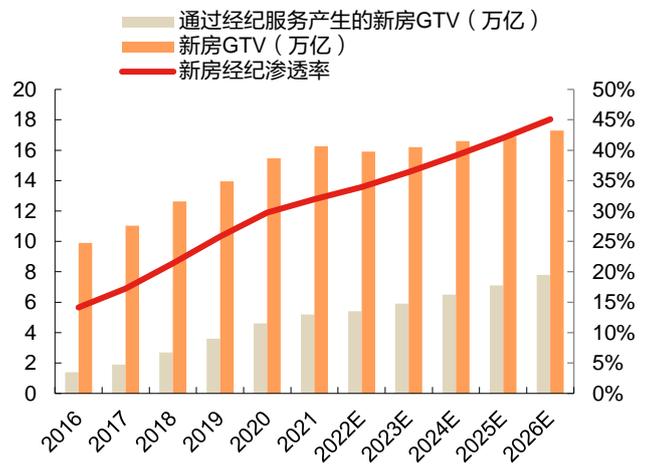
2) **房地产行业下行趋势延续，开发商为了缓解流动性压力，对项目去化和现金回款的需求不断加强，对于销售效率高的渠道依赖加强，**中介渠道将全产品线、全流程，联动、包销等多种方式全面渗透。根据 CIC 数据及预测，2016-2021 年中国新房销售经纪渗透率从 14% 提升至 32%，预计 2026 年将达到 45%，相较存量房接近 90% 的经纪销售渗透率，新房经纪销售渗透率未来提升空间较大。

图 34：2019-2024 年 1-9 月上海外环以外商品住宅成交套数及其占比（万套、%）



数据来源：上海市房屋管理局，wind，东方证券研究所

图 35：2016-2026E 年中国新房经纪渗透率 (%)

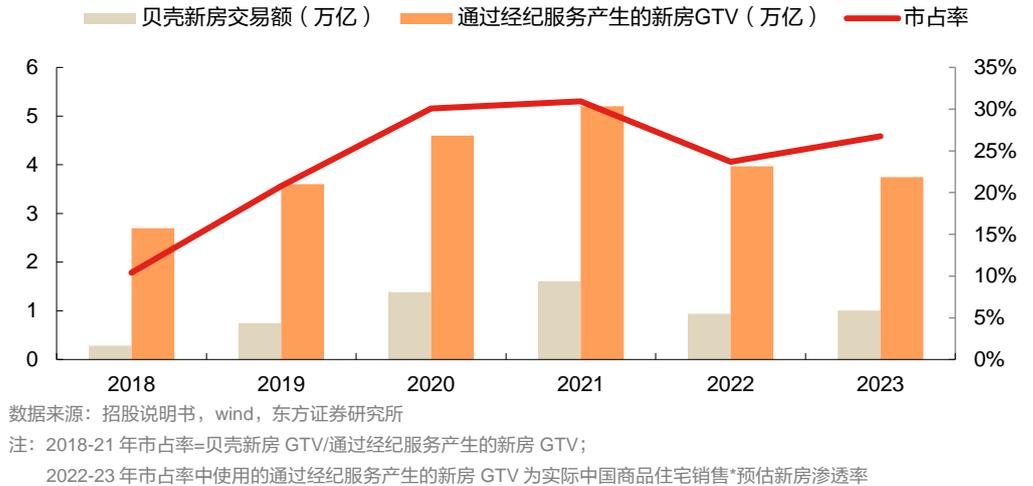


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

● **贝壳新房业务市场份额：复制存量业务规模和竞争优势，市占率稳健提升**

公司将存量房业务中所建立的数字化能力包括 ACN 网络、楼盘字典，以及 VR 技术等赋能新房业务，叠加作为业内最大居住服务平台之一形成的规模优势，公司新房经纪业务市场份额明显提升，贝壳新房 GTV 在通过经纪服务产生的新房 GTV 的占比自 2018 年的 10.4% 持续提升至 2021 年的 30.9%。2022 年新房市场在开发商债务危机的影响下经历剧烈调整，公司的新房业务受到冲击，市占率下滑，2023 年公司采取更加积极的新房策略，在行业销售端下行期交易额仍保持，市占率有所回升。我们认为，在新房市场疲弱情况下，贝壳的渠道优势持续凸显，未来市场份额有望继续提升。

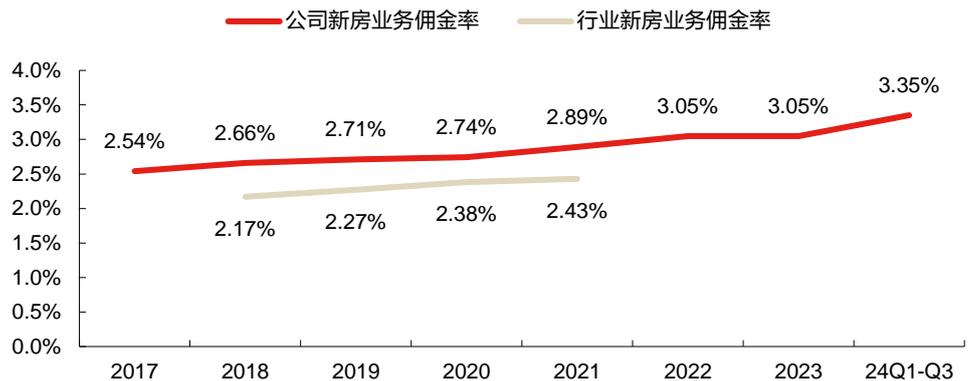
图 36：2018-2023 年公司新房业务市占率



● **贝壳新房经纪佣金率：贝壳作为优质渠道方受开发商重视，佣金率不断提升且保障性强**

公司新房业务佣金率从2017年的2.54%持续增长至2024年前三季度的3.35%，主要得益于：1) **渠道去化能力**：开发商面临销售和回款双重压力，而贝壳凭借数字化基础设施和积累的客户基础，成为新住宅项目的强大销售渠道。2023年贝壳新房GTV同比+6.7%，而克而瑞百强房企GTV同比-17.7%；2024年前三季度贝壳新房GTV 6147亿元，同比-19.6%，而克而瑞百强房企销售额同比-38.6%，贝壳渠道去化表现要优于市场；2) **房企合作端**加强与经营更稳健、安全性更高的房地产央国企合作比例，佣金坏账风险降低，同时国企与民企佣金率差也逐渐缩小；此外，开发商预付佣模式项目占比保持高位，保证佣金支付安全度（短期内可能反映在新房业务应收账款下降以及周转率提升，不反映为佣金率上行）。

图 37：2017-2024 年前三季度行业及公司新房业务佣金率



数据来源：招股说明书，公司财报，东方证券研究所

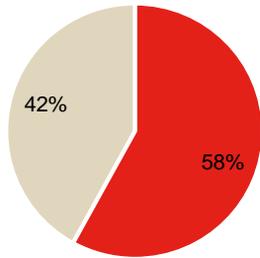
开发商普遍面临流动性压力，公司通过加强与央国企合作、“预付佣”强化新房回款风险管理。2021年起持续低温的楼市环境，部分房企债务状况不佳，公司及时感知到风险并积极应对市场调整。在房源端，公司对开发商进行分级，以实现风险与收益、业务增长与财务稳健的动态平衡和差异化管理。由于房企流动性表现分化加剧，部分民企资金链持续恶化，公司加强与经营较为稳健的央国企及优质民企的合作，截至2024年三季度末，已与百强房企前10中的6家企业达成总对总合作，2024年三季度新房业务中央国企收入占比提升至58%，较2023年同期提高12pct，回款安全度有较高保障。

此外，在运营方面，公司自2022年开始推行开发商“预付佣”模式——即开发商提前预测营业额并支付佣金，贝壳再为项目引流，后期多退少补。该模式一方面经纪人可以更快得到结佣，可有效激励经纪人主动推盘获客，加快去化速度，另一方面，平台的应收账款和经纪人回款安全也得以更有保障，将开发企业信用问题对公司新房业务的冲击降至最低，2024年三季度开发商预付佣的“快佣”项目占新房佣金收入比处于44%的高位。

得益于贝壳的新房回款风险线管理，应收账款及周转天数呈现下降趋势，收回天数由2022年的100天降至2024年第三季度的47天。此外，公司对于坏账计提极为审慎，已于2021-2022年对新房应收计提了较充足的坏账准备，后续产生大额新增计提的风险较小。公司对于现金流及风险良好的管理将成为可持续增长的关键因素。

图 38：公司新房业务央企开发商佣金收入占比（2024Q3）

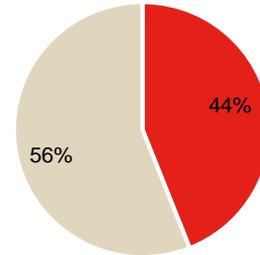
■ 国央企佣金收入占比 ■ 民企佣金收入占比



数据来源：中国经营报，东方证券研究所

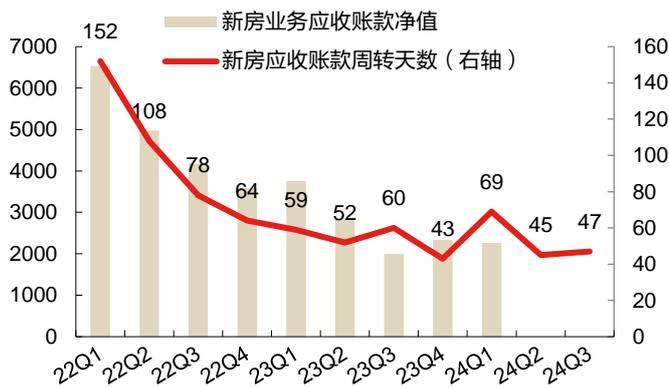
图 39：公司新房业务预付佣收入占比（2024Q3）

■ “预付佣”模式占比 ■ 传统佣金模式占比



数据来源：中国经营报，东方证券研究所

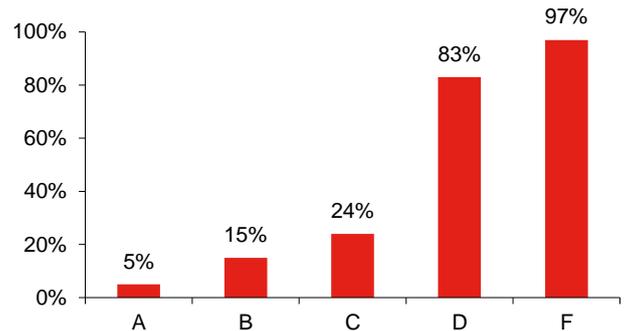
图 40：公司新房应收账款净值&周转天数（百万、天）



数据来源：贝壳 2024 年投资者日展示材料，东方证券研究所
注：新房业务应收账款净值披露至 24Q1

图 41：公司开发商分级&坏账覆盖率（2024Q1）

■ 开发商分级&坏账覆盖率（24Q1）



数据来源：贝壳 2024 年投资者日展示材料，东方证券研究所

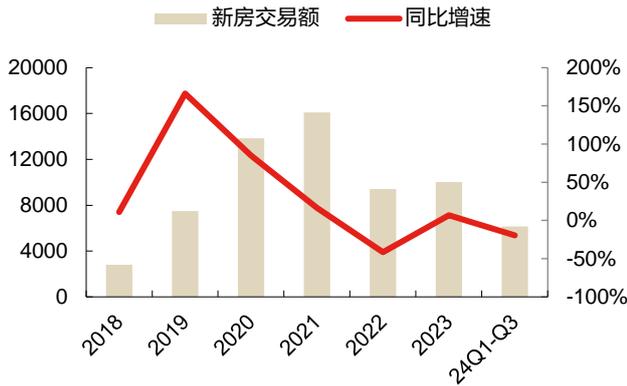
2.2.2 业绩表现：新房销售逆势走强，2024 前三季度贡献利润率有所下降但仍保持较高位

贝壳新房交易额持续超出行业表现，2023 年收入重回增长区间。2023 年克而瑞百强房企销售额（全口径）同比下降 17.7%，而公司新房业务 GTV 逆势上升，同比增长 6.7%，2024 年前三季度新房业务跑赢市场目标持续兑现，克而瑞百强房企销售额（全口径）同比增速为 -38.6%，公司新

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

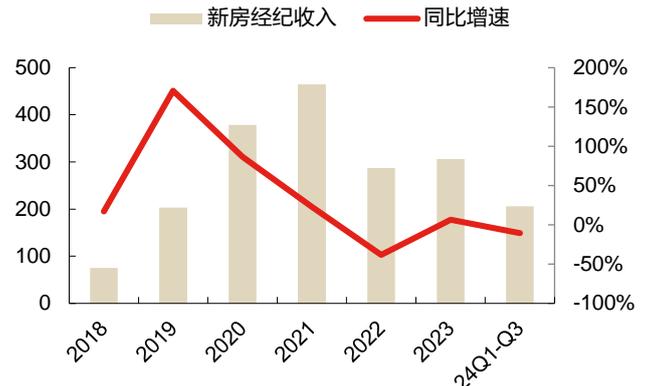
房业务 GTV 增速为-19.6%，降幅仍小于市场。2018-2021 年，新房业务收入从 75 亿元持续增长至 465 亿元，2022 年由于多家民企暴雷、市场销售下行，收入同比下滑 38%，2023 年随着新房业务 GTV 逆势增长，收入重回增长区间，较 2022 年回升 6.7%至 306 亿元。2024 年前三季度收入同比下降 10.54%，降幅低于新房 GTV，主要由于买方市场下渠道佣金率持续提升。

图 42：2018-2024 年前三季度公司新房 GTV 及同比增速（亿元、%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：2018-2024 年前三季度公司新房营收及同比增速（亿元、%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2021-2023 年新房业务贡献利润率持续提升，2024 年前三季度有所下降。2021-2023 年新房贡献利润率从 19.3%持续攀升至 26.6%，主要得益于固定薪酬成本占新房业务净收入的降低。2024 年前三季度贡献利润率有所下降，至 24.3%，主要由于 1) 贝壳战略性提升变动分佣，使得支付贝壳经纪人和其他渠道的外部分佣占新房业务收入的比例提高；2) 新房业务净收入下降，固定薪酬成本占比提升。

图 44：2020-2024 年前三季度公司新房贡献利润（率）（亿元、%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

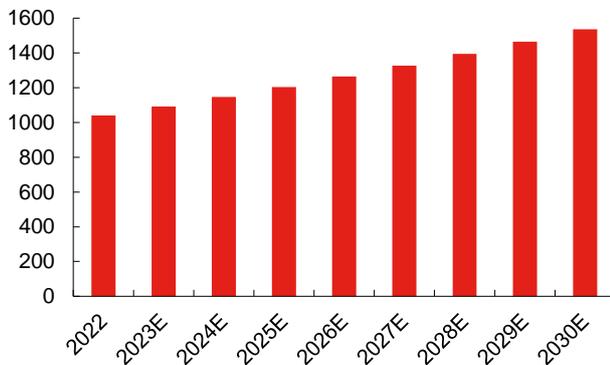
3、三翼：高速发展的新增长引擎

公司很早就开始对于非房新兴业务的探索，并自 2021 年开启“一体两翼”战略，将发展居住服务领域上升到公司战略层面，2023 年将“一体两翼”战略升级为“一体三翼”，在家装家居、租赁之外新增了贝好家事业线。公司致力于贝壳的“第二曲线”打开全新盈利空间，打破周期依赖。公司的战略前瞻价值已自 2022 年开始显现，在房地产交易市场下行期，非房业务的收入贡献自 2022 年开始持续提升，2024 年前三季度，非房产经纪业务收入同比增长 77.45%，占总收入比例达到 36.06%，较去年同期提升 14.06%。**非房新兴业务已发展成为公司业绩重要支撑，其中家装家居及房屋租赁服务业务能力及模式相继被市场验证，正成为新的增长引擎，贝好家事业线仍在积极探索中，未来可期。**

3.1 贝壳整装：继续做难而正确的事，重塑家装领域，打造贝壳第二增长曲线

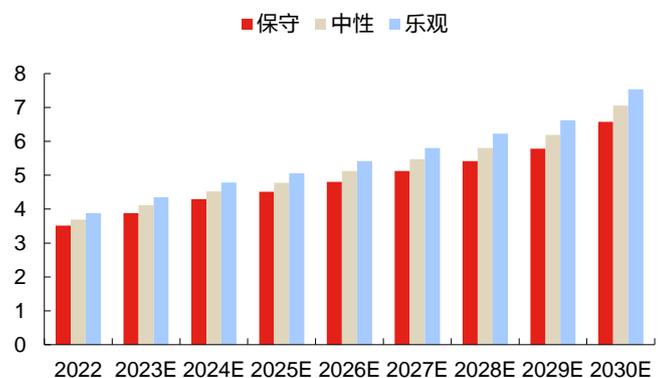
存量房时代+房屋老龄化+住房回归居住属性形成万亿级家装家居市场。随着房地产市场进入存量房时代，家装行业正在逐步与房地产市场脱钩，存量房改造和老旧小区翻新也将成为家居行业的新增长点。随着住房从投资回归居住属性，人们对居住环境品质要求的提升，旧房改造和翻新将涉及到设计、材料、施工等多个方面的综合升级，根据贝壳和社科院统计数据及预测，中国的住房装修单价将从 2022 年的 1040 元/平增长至 2023 年的 1537 元/平。家装家居市场总体规模在 2025 年将达到 5 万亿元左右，在 2030 年达到 7 万亿元左右，年均增长率超过 6%，家居市场潜力巨大。

图 45：中国住房装修单价及预测（元/平米）



数据来源：贝壳研究院，东方证券研究所

图 46：中国家装家居市场规模及预测（万亿元）



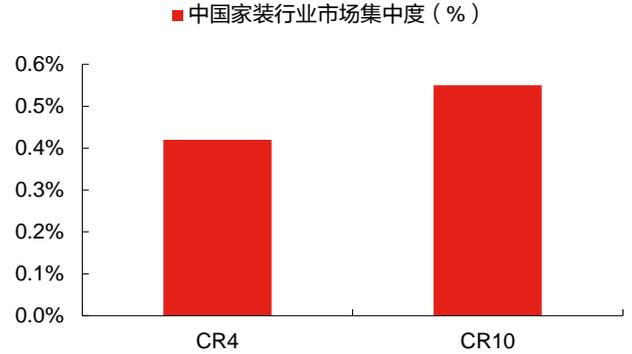
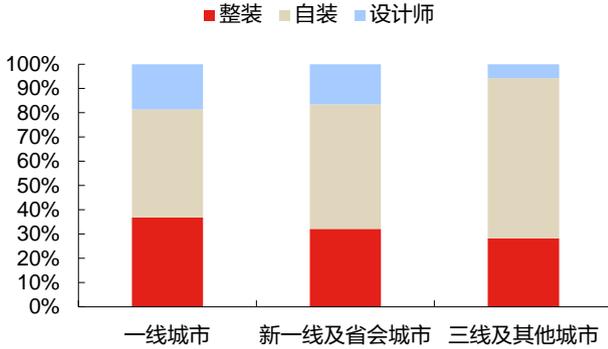
数据来源：贝壳研究院，东方证券研究所

整装模式已被验证为确定性行业方向，逐步推动行业集中度提升。从需求侧来看，整装模式提供的是一套居住空间装修装饰的解决方案，将产品和服务融合到方案中，符合新一代家具市场消费主力“省时、省心、省力”和“定制化”的需求。根据中装协住宅产业分会过去 4 年的连续调查结果，消费者在装修模式选择上，半包逐年下滑，全包在 2020 年达峰后连续三年下滑，而整装这种新模式在四年内提升了近 10 个百分点。**从供给侧来看**，传统家装行业属于劳动密集型行业，进入门槛低，市场集中度低，呈现“大行业，小企业”的特点。而整装模式对公司的综合实力提出了更高的要求——品牌力、信息化系统建设、供应链整合能力和一体化交付能力等，随着整装模式的市场渗透率提高，未来市场集中度将逐步提升。

图 47：一线城市正在引领家装消费方式变革

图 48：2022 年中国家装行业市场集中度低

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



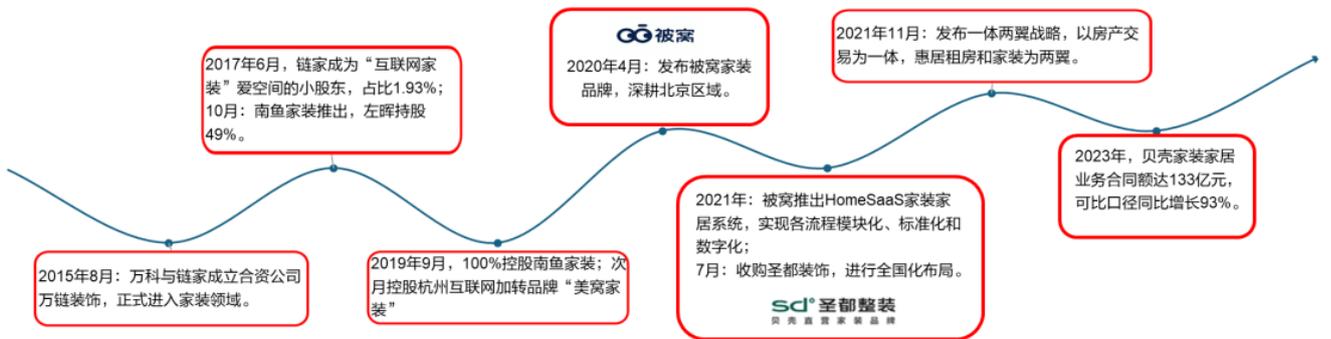
数据来源：《2024 中国家装消费者调研报告》，树懒生活 Fine 问卷调研数据，东方证券研究所

数据来源：前瞻研究院，东方证券研究所

注：调查时间 2024 年 4 月-2024 年 6 月，有家装需求的受访者人数 N=4170

贝壳家装业务布局已久，自营品牌被窝家装实现“从 0 到 1”的积累，收购圣都家装助力“1 到 100”规模化进程。早在 2015 年链家与万科合作成立万链装饰，初涉家装领域。此后，公司在该领域不断进行尝试，相继投资入股多个家装品牌，包括爱空间、南鱼家装等。2020 年贝壳推出自营品牌——被窝家装，从整装赛道切入，主要深耕北京市场，于同年竣工 3827 单并达成 2.9 亿的交易额。2022 年完成对华东区域龙头家装企业——圣都装饰的收购，代表着公司将自身的平台型互联网家装模式与线下垂直经营模式结合，从底层开始解决行业痛点。

图 49：公司布局家装板块历程



数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

我们认为贝壳在家装家居领域具备以下比较优势：

- 1) 贝壳以人店模式为核心的流量优势。贝壳平台凭借其房地产经纪业务建立了人店模式为核心的流量壁垒，截至 2024 年 9 月 30 日，贝壳活跃门店达到 46857 家，远高于大部分家装企业的门店数；同时，贝壳经纪人数量也超过了 47 万人，也远高于家装企业的销售人员。而家装行业是房地产交易后的自然延伸，前端业务向贝壳整装引流，其获客优势显著。

图 50：链家门店更新圣都整装的门头

图 51：链家门店&签约中心内展示圣都品牌介绍



数据来源：上海链家公众号，东方证券研究所



数据来源：上海链家公众号，东方证券研究所

2) **拥有产业互联网基因，数字化技术赋能一站式整装。**整装模式动态串联的长链路流程，对整装全案产品、一体化交付、服务者和供应链管理要求高。贝壳凭借之前在楼盘字典、ACN 网络建设积累的数字化系统能力，能够进行家装家居领域的底层数据积累+沉淀，并建设标准化业务模式、服务者合作网络等，为一站式整装提供数字化技术支撑。目前，贝壳整装正全面推进基于 Home SaaS 的底层数字化能力建设，推动实现统一的标准化业务模型框架，现已经在北京、上海、成都等地落地，**涵盖客源销售系统、中控系统、施工交付系统和供应链系统五大板块**，未来将通过该系统在更多城市的落地，把一站式整装能力推广到全国。

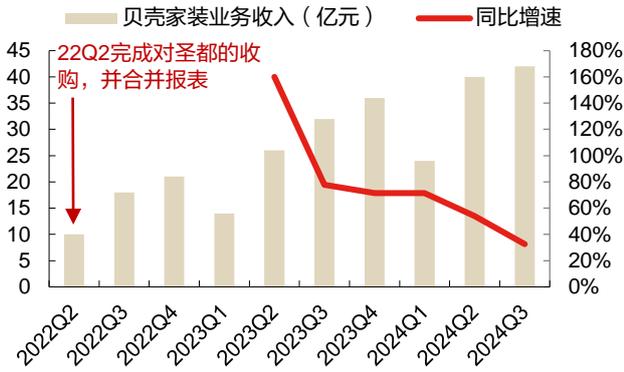
业绩表现：

收入端：家装业务收入规模不断突破。单季度看，从 2022Q2 的 10 亿元迅速增长至 2024Q3 的 42 亿元。2022Q2 公司完成对于圣都家装的收购，并表后单季度收入从千万级发展至突破 10 亿级。2023 年全年，家装业务取得 74% 的可比口径同比增幅，达到 109 亿元，在更多城市跑出正循环。凭借自身平台资源优势，协同收购后圣都线下交付能力，贝壳快速成为家装行业交易额及营收均破百亿的企业。2024 年受惠于协同效应、新零售商品贡献加大，以及交付效率的提高，单季度 2024Q1/Q2/Q3 收入分别同比增长 71%/54%/33%，前三季度累计实现收入 106 亿元。

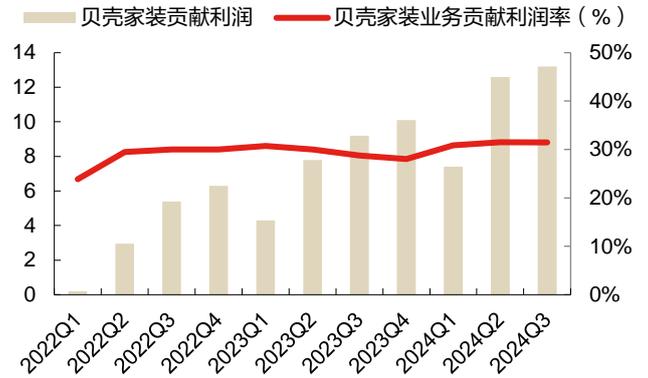
利润端：家装业务 2024Q3 贡献利润率提升至 31%。家装业务贡献利润率基本稳定在 30% 左右，2024 年前三季度有所提升，主要因为利润率较高的新零售，包括定制家具、软装等贡献加大。贝壳整装业务能力和模式已在收入端和利润端得到一定程度的验证。

图 52：贝壳家装业务单季度收入及同比增速（亿元、%）

图 53：贝壳家装业务单季度贡献利润（率）（亿元、%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

中长期来看，我们认为未来随着 1) 从施工到交付的整装能力持续提升，2) 城市覆盖范围扩大，能力复制带动更多城市突破 10 亿级，3) 家具和电器等新零售贡献加大，**贝壳有望在收入和利润端不断取得突破，在家装家居领域再造行业标杆。**

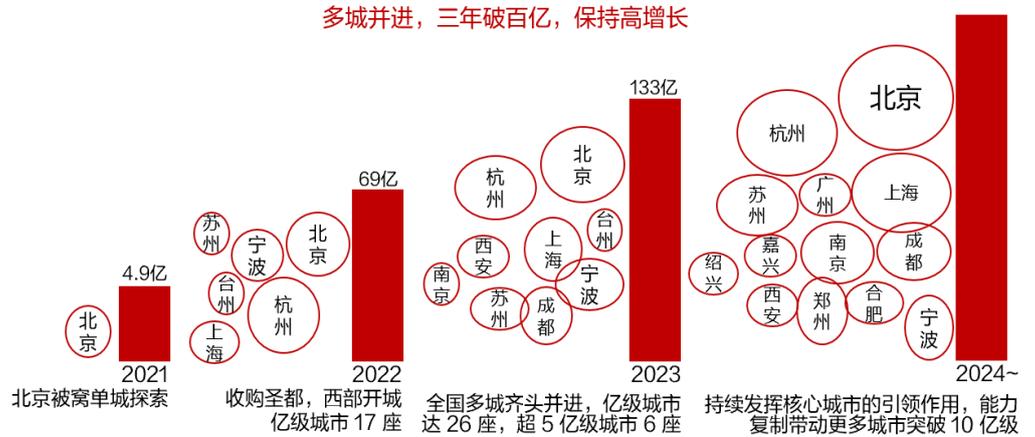
1) **贝壳整装交付能力有望提升。**贝壳整装业务能力和模式已在收入端和利润端得到一定程度的验证，在规模突破之后的新阶段，未来贝壳将不断加强家装家居业务底层能力和基础设施建设，达到规模与品质的平衡。尤其是在优化交付能力方面，例如，对于工期管理能力，贝壳将通过提升派单效率和完善施工流程，缩短工期，2024 年 Q3 基础施工和前期材料的综合工期平均在 99.5 天，比去年同期缩短了约 10 天；对于定制家具的交付能力，通过定制相关标准并加强培训等方式，提升一次性安装成功率，2024 年上半年达到 80% 水平；对于售后服务质量，贝壳已在全国推广实施主动维保服务，未来将继续扩充自营售后团队。

2) **发挥核心城市的引领作用，能力复制带动更多城市跑通业务。**2020 年成立的自营品牌被窝家装主要发展北京市场，其在业绩规模方面不断突破，在 2022 年就达到竣工 1 万单、合同额超过 10 亿元的成绩，2023 年合同额大幅提升至 24.5 亿元；被窝的绝对工期也从 2020 年的 109 天降至 23 年的 91 天；利润端，被窝的经营利润持续改善，在 2023 年已实现经营正循环。

2022 年公司完成对于圣都的收购后，华东地区多个城市家装业务收入突破亿级。从城市看，2023 年北京和杭州的家装家居业务合同额突破 20 亿，上海全年合同额超 10 亿，合同额超过 5 亿的城市共有 6 个。利润方面，2023 年全年已有 11 个城市实现运营利润为正。未来随着贝壳将北京、杭州等城市的家装业务经验模式复制，带动更多城市跑通业务，贝壳家装业务有望保持增长。

3) **把握家装流量入口，定制、软装、电器等高毛利家居业务打开盈利空间。**贝壳整装业务链条后端的定制家具、软装、家电等新零售合同额占总合同额比例 2023 年为 27%，2024Q1/24Q2/24Q3 占比分别提升至 27.8%/29.0%/28.0%，带动家装家居业务贡献利润率提高。通过家装业务把握流量入口，家装家居协同有望提升盈利空间。

图 54：贝壳有望在更多城市跑通整装业务



数据来源：贝壳 2024 年投资者日展示材料，东方证券研究所

3.2 贝壳租房：万亿租房市场进入资管时代，“省心租”以效率和服务破局

万亿住房租赁市场进入资管时代，租住比长期仍有提升空间。根据贝壳研究院测算，2023 年我国租赁人口达到约 2.6 亿人，住房租赁市场成交额保持增长，超过 2 万亿元。**需求侧，租住比长期仍有提升空间**，中国市场租住比约为 25.6%，而日本租房人口占比 35%-40%。此外，租房周期变长，华东区域知名装企据中国房地产协会进行的一项调查显示，有超过 50% 的受访者表示愿意长期租房，租房时长可达 5 年以上。**供给侧，中国租赁房源中长期呈现增加趋势**，资产管理需求多元化增长，包括多房出租、异地房产、买卖市场变化带来更多边租边卖，或由售转租、以租养租、以租养老等。不少个人业主出租房源也倾向于长租机构进行房屋托管，这些房源反向得到了长租客的认可。此外，之前的保障性租赁住房，以及今年地方落地收储政策后的配租型保障房也集中性加大租赁市场供给。

贝壳于 2021 年将租赁业务升级至公司战略层面，在供给侧致力于“多层次供给”。贝壳租房在供给侧致力于“多层次供给”，贝壳于 2022 年推出了分散式房源托管服务，即贝壳“省心租”，是将市场上分散的房源转为有品质、可信赖的专业机构化长租房源，并提供专业管家服务；2023 年，贝壳进一步加码长租市场，基于非改居、城中村、集体土地、自持型租赁用地等多种供给渠道，探索包租运营、委托运营、联合运营等模式，打造了新青年公寓、海盐公寓等集中式公寓品牌。

贝壳“省心租”摒弃“吃差价”，以效率和服务破局。我国出租房源主要以散户为主，租客满意程度较低，租赁关系不稳等问题突出，贝壳推出“省心租”，即业主将房源交给贝壳租房旗下专业托管运营公司进行托管。对房东而言，贝壳保障稳定租金，替业主在租前租后各类事务省时省力，还为房屋空置期进行租金托底；对租户而言，贝壳则配有管家提供各类服务，租住体验提升。据了解，贝壳“省心租”会基于市场情况与交易数据情况设置“空置期”，相关渠道成本、寻找租户成本和人工运营成本即转移到贝壳租房承担。收房后，贝壳再通过缩短“出房”所需的实际时间，与空置期打出时间差，达到业务的“微利可持续”。这代表着贝壳摒弃了“做二房东吃差价”的高租金溢价商业模式，选择倒逼自身，利用自身庞大二手房源系统和前置经纪业务流量入口优势，凭借出房效率获取收益。

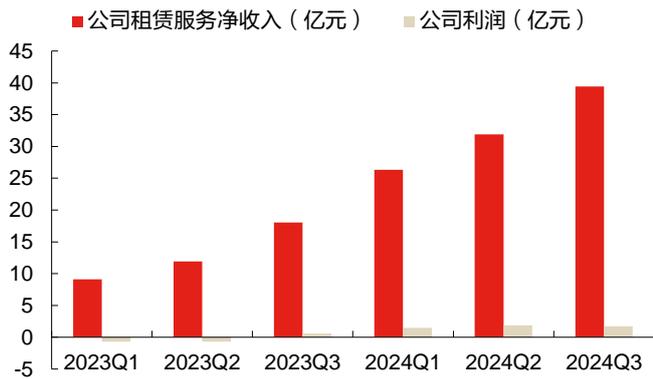
图 55：贝壳“省心租”核心业务策略



数据来源：贝壳 2024 年投资者日展示材料，东方证券研究所

单季度来看，租赁业务收入增长迅速，“省心租”是主要贡献者。随着房屋租赁服务业务的规模和重要性持续提升，贝壳从 2024 年第一季度开始披露房屋租赁服务业务相关数据。2024Q1 租赁服务业务收入为 26.3 亿元，2024Q2 提升至 31.9 亿元，2024 年前三季度提升至 39.4 亿元。得益于在管规模的提升。其中“省心租”的收入占比达到 95%以上。2024 年一季度末“省心租”在管房源量突破 24 万套，集中式长租公寓在管规模超过 1.1 万套。截至 2024 年三季度末，“省心租”在管房源量突破 36 万套，而去年同期为 16 万套，1 年内新增管理房源达到 20 万套，平均每月新增超 1.6 万套，增长迅猛；此外，贝壳持续提高租约续签的比例以降低重新租赁和寻找新租户的渠道成本，截至 2024 年三季度末，“省心租”租约续签率约为 52%，去年同期为 48%。

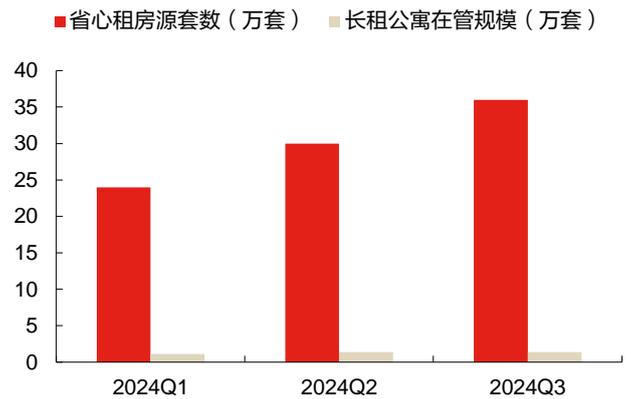
图 56：公司单季度租赁服务收入及利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：24Q1 公司开始披露房屋租赁服务业务相关数据，23 年 Q1 至 Q3 数据来源于 24 年一季报、24 年中报以及 24 年三季报

图 57：“省心租”和长租公寓累计在管规模



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：24Q1 公司开始披露房屋租赁服务业务相关数据，长租公寓在管规模仅披露至 24Q2

目前贝壳租赁业务可持续运营的基础形态已跑通，处于快速起量阶段；在提升在管规模的同时，公司打造收房、出房、管房、和整体经营能力及效率，例如，在对空置带来的租金成本的管理方面，贝壳通过提效来缩短招租去化的天数，二次租房二次出租的去化天数从 2024 年初的 147 天缩短到三季度末的 75 天；此外，公司持续自建招租去化团队，打造更加稳定、高的招租出房效率，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

截至 2024 年三季度末，省心租自建招租去化团队的租房占比为 19%，较去年同期提升了 5 个百分点。未来随着租赁在管规模继续扩大，以及经营效率的提升，贝壳租赁有望发展成为公司第三增长点。

3.3 贝好家：定位数据驱动型住宅开发服务平台，未来可期

随着房地产由卖方市场转向买方市场，贝壳成立“贝好家”，“以人定房”新模式切入上游产业链。近年来房地产供需关系发生重大变化，购房者从追求“买到房”逐渐转“住的好”，洞察不同购房主体的需求以打造好产品已逐步成为市场的关键竞争要素。2023 年 7 月，贝壳从下游的交易渠道走向前端，成立贝好家事业线，定位“数据驱动型住宅开发服务平台”，摒弃此前长期的“埋头盖房、传统营销”，致力于打造“以人为本、以需定产”的新开发模式，通过构建 C2M（Customer to Manufacturer，从消费者到制造者），将消费者置于价值链的中心，利用海量数据及数字化技术能力，实现产品的精准定位和设计，为开发商、代建方、业主等合作方提供“1+3”综合解决方案。

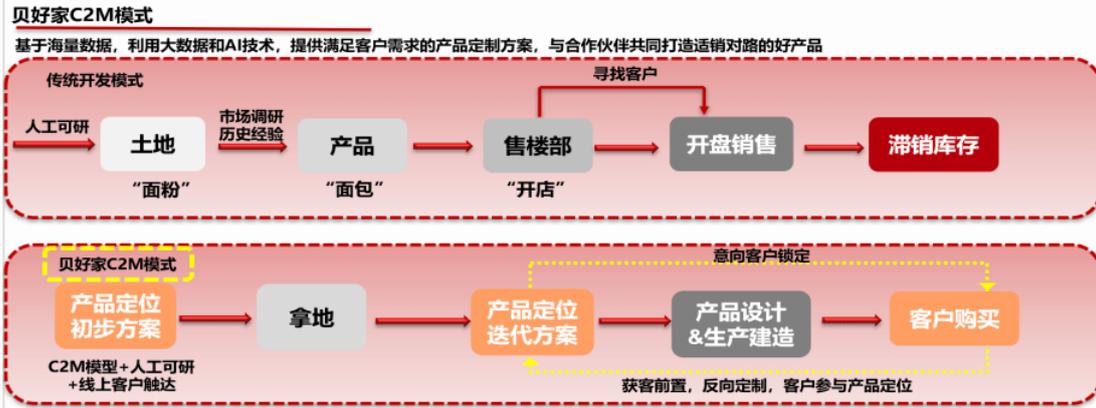
图 58：贝好家“1+3”业务模式



数据来源：贝壳 2024 年投资者日展示材料，东方证券研究所

贝好家以 C2M 产品定位服务为核心，资金和营销服务为辅，打造轻资产的开发服务平台。贝好家的定位是数据驱动型住宅开发服务平台，核心为 C2M 产品定位解决方案。在整体开发流程上，传统房地产开发流程中与消费者的链接主要集中于建成后的销售环节，而贝壳 C2M 模式将获客前置，依托大数据分析、AI 算法深度洞察和挖掘出客户需求，提前锁定目标购房者，预测目标客户意向的产品类型和价格预期，以此作为楼盘产品定位的重要参考，真正开发建造出适合目标客户需求的产品。目前贝好家处于前期探索阶段，通过前期小型项目的探索，打磨和验证 C2M 模式的精准的定价和产品定位能力。同时，贝好家提供灵活多样的资金服务，帮助潜在合作方拓展融资渠道，与其他资金方共享投资收益；此外，贝好家发挥渠道优势，提供线上线下一体化的高效获客营销方案。

图 59：贝好家 C2M 模式

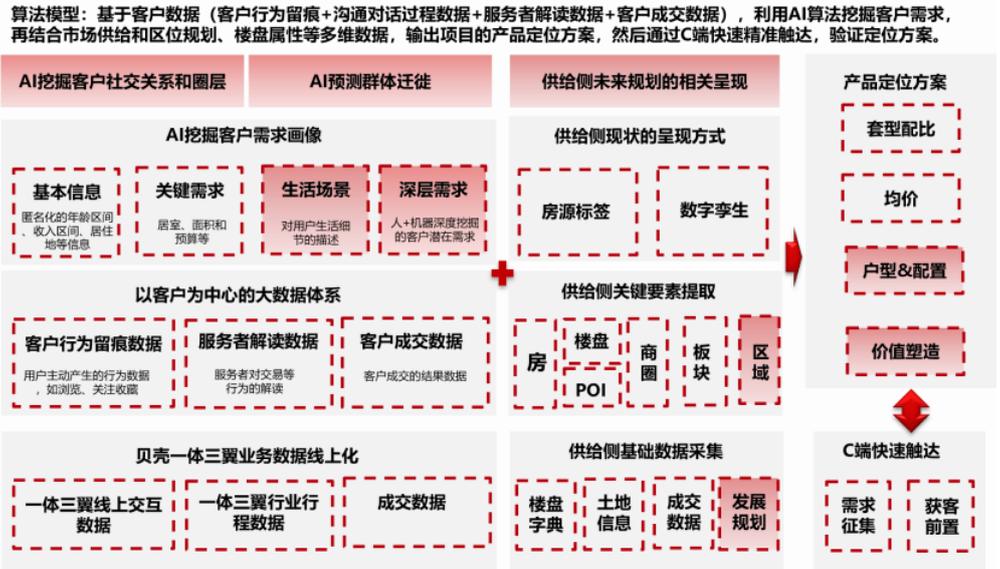


数据来源：贝壳 2024 年投资者日展示材料，东方证券研究所

我们认为，贝好家有以下优势：

- 1) **数据优势。**贝壳作为中国领先的居住服务平台，长期行业深耕下，积累了庞大的客户交易和行为数据，为贝好家提供了宝贵的市场洞察，并利用 AI 技术挖掘消费者需求；同时结合市场供给、楼盘字典等供给侧数据，最终实现产品的精准的定价能力和产品定位能力。

图 60：贝好家 C2M 模型建设思路



数据来源：贝壳 2024 年投资者日展示材料，东方证券研究所

- 2) **资金优势。**在当下房地产下行期，开发商大多面临流动性及债务压力。而贝壳主营房地产经纪资产业务，现金流情况稳定，资金充裕。2022、2023 年贝壳经营性现金流净额为 85、112 亿元；截至 2024 年 9 月 30 日，贝壳现金及现金等价物、受限资金和短期投资合计结余为人民币 595 亿元。
- 3) **渠道优势。**贝壳凭借其在中介市场的领先地位，已经建立了覆盖全国的销售网络和庞大的客户数据库。在如今房地产销售疲弱的情况下，贝壳的渠道优势有助于贝好家的开发项目去化，从而提高项目的成功率。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

贝好家尝试自主操盘以验证 C2M 产品解决方案的落地能力，若模式跑通，未来可期。房地产销售下行，开发商拿地趋于谨慎，而更多的优质土地开始在市面上招拍挂。贝壳于 2024 年开始参与土拍，于 7 月底首次成功拍得**西安两宗商住用地**，总成交价 1.34 亿元，两块地体量并不大，但位置处于当地二环核心板块，贝好家主要负责该项目的产品定位、前期资金支持和营销，绿城管理负责代建管理、品牌输出及后期的运营。

2024 年 9 月底，贝好家在激烈的竞争中拍下**成都锦江区金融城三期 H12 地块**，为纯住宅用地，所处片区地理位置优越，且“生态+商业”资源优越，该地块成交总价 10.76 亿元，楼面价 27300 元/m²，溢价率超过 42%，创成都土拍楼面价新高，项目初步定位为高端产品。不同于西安项目，**此次贝好家将自主操盘**，贝壳集团副董事长、贝好家首席执行官徐万刚表示，自主操盘一个项目，并不意味着贝好家要成为房地产开发商，主要目的是为了更好验证 C2M 产品解决方案的落地能力，包括拿地、项目定位、设计和营销等环节，增强合作方对“1+3 业务模式”的信赖。

2024 年 12 月底，贝好家以 6.97 亿元价格摘得竞得**上海奉贤新城 10 单元 17-02 地块**，是贝好家的第二个自主操盘项目。

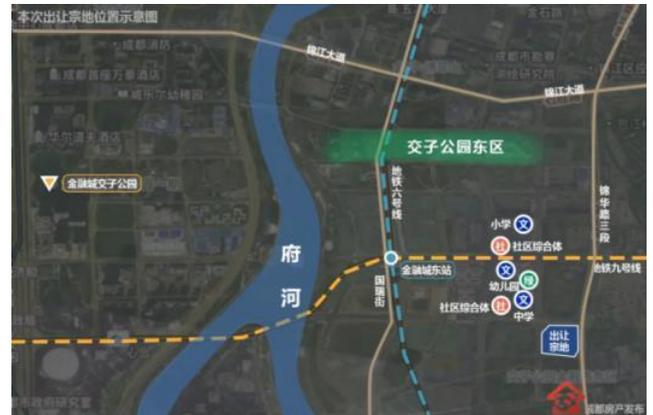
同日，贝好家与滨江集团、兴耀房产联合，以 6.23 亿元的成交价拍下**杭州钱塘区下沙单元 QT0102-14 地块**，成交楼面价为 16370 元/平方米，溢价率为 16.9%。作为金沙湖畔新出让宅地，该地块位于金沙湖板块北侧，地块距离地铁一号线下沙西站直线距离约 700 米，周边有金沙湖、龙湖天街、龙湖五角天街、金沙印象城、邵逸夫医院等配套设施，生活便利。贝好家主要负责以 C2M 理念输出产品定位方案。

图 61：贝好家西安拿地地块区位示意图



数据来源：克而瑞产品力研究中心，东方证券研究所

图 62：贝好家成都拿地地块区位示意图



数据来源：成都房产发布，东方证券研究所

图 63：贝好家上海拿地地块区位示意图

图 64：贝好家杭州拿地地块区位示意图



数据来源：上海奉贤区发布，东方证券研究所



数据来源：浙江房产发布，东方证券研究所

目前，贝好家业务刚起步，C2M 模式全流程是否能够跑通，贝好家是否能够以数据驱动开发，实现精准拿地、定位，设计满足目标客户需求，并在营销环节发挥渠道优势，从而解决房地产销售去化难题，需得到市场的检验。以上贝好家以不同程度参与的项目作为“试验场”，若 C2M 模式证实能够跑通，则成为成功的实际案例，行业认可度提升，贝好家作为数据驱动型住宅开发服务平台的发展，未来可期。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) **存量房业务：**存量房经纪始终一直以来都是公司基本盘业务，收入与存量房 GTV、佣金率强相关。关于存量房 GTV，短期来看，在“止跌回稳”的政策目标下，二手房市场成交量有望大幅提升，并且未来随着链家、德佑继续攻占高能级城市市场份额，ACN 为核心的贝联合作模式在中低能级城市铺开，预计 2024-2026 年公司存量房 GTV 呈现小幅上升趋势，达到 2.16、2.29、2.41 万亿。历年公司存量房佣金率始终高于行业，我们假设未来链家佣金率缓慢上升。基于此，预计 2024-2026 年公司存量房经纪收入为 277、290、308 亿元。我们预计 2024-2026 年经纪人固定薪酬成本占收入比例较 2023 年有所提升，贡献利润率为 45.0%、45.2%、45.4%。
- 2) **新房业务：**全国新房销售体量中枢下行，开发商流动性压力加大，贝壳凭借优质覆盖+去化能力，其新房业务持续跑赢市场，贝壳作为优质渠道方受开发商重视，新房佣金率维持高位且仍有提升空间，我们假设 2024-2026 年新房佣金率逐年提升至 3.37%、3.53%、3.55%。基于此，我们预计 2024-2026 年公司新房业务收入为 319、343、358 亿元。此外，由于新房收入上升，同时预计分佣成本占收入比例较提升，预计 2024-2026 年贡献利润率较 2023 年有所下降，为 25.3%、25.1%、25.0%。
- 3) **家装家居：**贝壳自营品牌被窝家装完成“从 0 到 1”的积累，收购圣都家装后推进“1 到 100”规模化进程，市场份额逐步提升。中长期来看，我们认为未来随着 1) 从施工到交付的整装能力持续提升 2) 家具和电器等新零售贡献加大 3) 城市覆盖范围扩大，能力复制带动更多城市突破 10 亿级，预计 2024-2026 年收入为 152、198、247 亿元；同时，家装流量入口，定制、软装、电器等高毛利家居业务有望打开盈利空间，贡献利润率预计达到 31.4%、35.0%、36.5%。
- 4) **租赁业务：**贝壳的“省心租”摒弃“吃差价”，以效率和服务破局，是租赁业务收入的主要贡献者。目前贝壳租赁业务可持续运营的基础形态已跑通，处于快速起量阶段；在提升在管规模的同时，公司打造收房、出房、管房、和整体经营能力及效率，我们预计 2024-2026 年收入达到 142、239、322 亿元，贡献利润率 4.8%、7.0%、10.0%。
- 5) **新兴和其他业务：**预计公司 2024-2026 年其他业务营收 25、24、25 亿元，贡献利润率为 87.4%、80.0%、87.1%。
- 6) **费用率：**预计公司 2024-2026 年管理费用率（不含研发）为 9.5%、8.6%、8.1%，销售费用率均为 8.6%，研发费用率为 2.0%、1.7%、1.6%。公司 2024-2026 年管理（不含研发）呈逐年下降趋势，主要考虑到收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响；销售费用率维持一定水平，主要考虑到公司未来继续加大对于家装及其他新兴业务市场营销的投入。

收入分类预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
存量房业务					
收入(百万元)	24124	27954	27667	28960	30843
yoy	-24.5%	15.9%	-1.0%	4.7%	6.5%
贡献利润率	39.8%	47.2%	45.0%	45.2%	45.4%
新房业务					
收入(百万元)	28650	30576	31933	34341	35795
yoy	-38.3%	6.7%	4.4%	7.5%	4.2%
贡献利润率	23.6%	26.6%	25.3%	25.1%	25.0%
家装家居业务					
收入(百万元)	5047	10850	15176	19750	24675
yoy		115.0%	39.9%	30.1%	24.9%
贡献利润率	29%	29.0%	31.4%	35.0%	36.5%
租赁业务					
收入(百万元)		6038	14191	23858	32201
yoy			135.0%	68.1%	35.0%
贡献利润率		-2.4%	4.8%	7.0%	10.0%
其他新兴业务					
收入(百万元)	2848	2358	2538	2422	2515
yoy	33.4%	-17.2%	7.6%	-4.6%	3.8%
贡献利润率	31.3%	91.6%	87.4%	80.0%	87.1%
营业收入合计					
收入(百万元)	60669	77777	91505	109331	126029
yoy	-24.9%	28.2%	17.7%	19.5%	15.3%
综合毛利率	30.9%	34.0%	30.8%	29.5%	29.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

首次覆盖给予买入评级，目标价 64.86 港元。贝壳作为国内房产经纪龙头，有望受益于 2025 年“止跌回稳”的政策目标下，市场成交量和价格的修复；此外，“第二曲线”家装及租赁业务模式也正逐步成熟。贝壳的商业模式与互联网平台类似，因此我们选择美团-W 作为可比公司之一；同时根据贝壳的主营业务结构，我们选取国内房地产经纪公司我爱我家、美国在线房地产市场服务平台科斯塔、英国最大的在线房地产门户网 Rightmove，以及两家全屋家居企业欧派家居、索菲亚作为可比公司。我们预测公司 2024-2026 年调整后 EPS 分别为 2.41/2.60/3.12 元，参考 25 年可比公司调整后平均 23 倍 PE，对应目标价 64.86 港元（1 港元=0.922 人民币）。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/02/21	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
美团-W	3690.HK	150.19	2.23	6.28	7.94	9.74	67	24	19	15
欧派家居	603833.SH	63.02	4.98	4.43	4.69	5.05	13	14	13	12
索菲亚	002572.SZ	16.39	1.38	1.35	1.48	1.62	12	12	11	10
我爱我家	000560.SZ	3.20	-0.36	0.05	0.09	0.13	(9)	70	37	24
Rightmove	RMV.L	59.79	2.22	2.29	2.58	/	27	26	23	/
科斯塔	CSGP.O	561.59	6.56	2.36	5.99	/	86	238	94	/
		最大值					86	238	94	
		最小值					(9)	12	11	
		平均数					33	64	33	
		调整后平均					30	34	23	

备注：货币均为人民币，汇率为 1 港币=0.922 人民币、1 英镑=9.17 人民币，1 美元=7.170 人民币（2025/02/21）

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

房地产行业持续下行。公司的房产经纪业务与二手房及新房市场活跃程度相关，若全国房地产销售端持续疲弱，公司存量房及新房 GTV 的下降趋势将严重影响佣金收入。

佣金率不及预期。房地产行业关乎民生，若国家出台相关政策调控，公司佣金率将承压。

家装家居、租赁业务发展不及预期。圣都家装布局全国化扩张，但由于家装家居并非完全标准化的业务，也存在多地复制效果不及预期的风险。公司租赁业务模式已得到初步验证，受在管房源扩张节奏的影响，该业务发展可能不及预期。

假设条件变化影响测算结果。由于市场环境和政策的动态变化，原有测算基于的假设条件可能发生变化，导致实际结果与预期产生偏差，从而影响对市场和企业表现的判断。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,413	19,635	13,662	25,076	39,431	营业收入	60,669	77,777	91,505	109,331	126,029
应收账款	4,163	3,176	2,784	3,156	3,143	营业成本	(46,888)	(56,059)	(68,191)	(82,393)	(94,465)
预付账款	0	0	0	0	0	税金及附加	0	0	0	0	0
存货	128	304	347	387	427	销售费用	(4,573)	(6,654)	(7,874)	(9,430)	(10,896)
其他	46,720	46,639	55,055	55,785	56,386	管理费用	(7,347)	(8,237)	(8,684)	(9,392)	(10,196)
流动资产合计	70,425	69,754	71,848	84,403	99,387	研发费用	(2,546)	(1,937)	(1,821)	(1,848)	(2,004)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	(148)	(93)	(36)	0	0
固定资产	2,037	1,965	1,931	2,090	2,369	营业利润	(833)	4,797	4,898	6,269	8,468
在建工程	0	0	0	0	0	利息净收入	743	1,263	1,254	1,133	1,211
无形资产	17,905	23,542	25,947	27,378	27,864	其他营业外净收支	382	1,824	2,027	1,989	1,989
其他	18,981	25,071	25,071	25,071	25,071	利润总额	292	7,884	8,178	9,391	11,668
非流动资产合计	38,923	50,578	52,950	54,540	55,304	所得税	(1,690)	(1,994)	(2,534)	(2,595)	(3,122)
资产总计	109,347	120,332	124,797	138,943	154,692	净利润	(1,397)	5,890	5,644	6,796	8,547
短期借款	619	290	290	290	290	少数股东损益	11	(6)	(6)	0	0
应付账款	5,843	6,329	7,138	8,173	8,982	归属母公司净利润	(1,386)	5,883	5,638	6,796	8,547
其他	26,879	32,905	36,496	40,405	44,277	每股收益(元)	(0.39)	1.64	1.57	1.89	2.38
流动负债合计	33,341	39,524	43,924	48,868	53,550	调整后归属母公司净利润	2,854	9,792	8,641	9,321	11,187
长期借款	0	0	0	0	0	调整后每股收益(元)	0.79	2.73	2.41	2.60	3.12
应付债券	0	0	0	0	0						
其他	6,952	8,607	8,607	8,607	8,607						
非流动负债合计	6,952	8,607	8,607	8,607	8,607	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	40,293	48,131	52,531	57,475	62,157	成长能力					
少数股东权益	134	101	107	107	107	营业收入	-24.9%	28.2%	17.7%	19.5%	15.3%
股本	0	0	0	0	0	营业利润	38.6%	675.9%	2.1%	28.0%	35.1%
资本公积	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	-164.5%	524.5%	-4.2%	20.5%	25.8%
留存收益	-9,843	-11,406	-5,673	-2,941	3,855	调整后归属母公司净利润	24.4%	243.1%	-11.8%	7.9%	20.0%
其他	78,763	83,506	77,832	84,302	88,573	获利能力					
股东权益合计	69,054	72,201	72,267	81,468	92,535	毛利率	22.7%	27.9%	25.5%	24.6%	25.0%
负债和股东权益	109,347	120,332	124,797	138,943	154,692	净利率	-2.3%	7.6%	6.2%	6.2%	6.8%
						ROE	-2.0%	8.2%	7.8%	8.4%	9.2%
						偿债能力					
						资产负债率	36.8%	40.0%	42.1%	41.4%	40.2%
						净负债率	17.7%	24.9%	27.5%	25.1%	22.7%
						流动比率	2.1	1.8	1.6	1.7	1.9
						速动比率	2.0	1.6	1.5	1.6	1.8
						营运能力					
						应收账款周转率	9.0	21.2	30.7	36.8	40.0
						存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	-0.4	1.6	1.6	1.9	2.4
						每股经营现金流	2.4	3.1	3.1	3.5	4.4
						每股净资产	19.2	20.1	20.1	22.7	25.7
						估值比率					
						市盈率	-129.6	30.5	31.9	26.4	21.0
						市净率	2.6	2.5	2.5	2.2	1.9

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(1,397)	5,890	5,644	6,796	8,547
折旧摊销	1,503	1,402	939	828	747
股份支付薪酬	2,425	3,216	2,738	2,405	2,521
营运资金变动	5,036	1,818	1,783	2,640	3,865
其他	894	(1,168)	0	0	0
经营活动现金流	8,461	11,158	11,103	12,669	15,680
资本支出	(793)	(874)	(667)	(797)	(856)
长期投资	0	(6,777)	0	0	0
其他	(7,679)	3,673	(6,848)	(85)	(77)
投资活动现金流	(8,472)	(3,977)	(7,515)	(882)	(932)
债权融资	165	(329)	0	0	0
股权融资	(1,320)	(5,151)	(5,151)	0	0
其他	0	(1,481)	(3,165)	0	0
筹资活动现金流	(1,155)	(6,962)	(8,316)	0	0
汇率变动影响	29	45	0	0	0
现金净增加额	(1,138)	263	(4,728)	11,787	14,747

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。