



# 贝壳-W (02423.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 入通在即，多重利好共振

### 事件

2025年2月28日，公司披露其MSCI ESG评级由“BBB”上调至“A”级，连续两年获得评级提升。

### 点评分析

ESG为A的公司ROE更高，波动更小，吸引更多投资者。根据每日经济新闻，实证研究ESG评级为A的上市公司其ROE算术平均值明显高于其他公司。同时ESG评级为A的上市公司年化波动率最低，其60个月年化波动率为45.62%。我们认为ESG表现优越的公司品牌强、治理好、声誉佳、风险低，具备长期竞争力，能够吸引更多长线投资者及ESG投资者。

楼市春意渐浓，行业β修复中，贝壳率先受益。从前端看，根据贝壳找房，春节后核心一二线城市的带看人数持续上升，在自然情况下趋近甚至明显超越去年9月末新政后的水平。从备案看，最新一周(2.22-2.28)47城商品房销售419万方，环比+28.7%，同比+28.6%；22城二手房成交282万方，环比+14.2%，同比+64.4%。今年小阳春正逐步兑现，随着行业β逐步修复，贝壳作为行业龙头则率先受益。

贝壳入通在即，估值有望修复。3月10日港股通名单进行调整，在考察期间(2024.7.1-2024.12.31)，贝壳满足日均市值条件，且在去年9月末新政出台后，成交额迅速放量达到总成交额条件，因此已满足同股不同权公司纳入港股通要求。入通后公司股票的流动性、关注度将得到提升，能够扩大投资者基础，利于更多资金流入。

### 盈利预测、估值与评级

在港股重估、ESG利好、入通利好、行业β逐步企稳、龙头α持续兑现、政策预期等多重利好因素的加持下，公司作为最强中介平台，有望实现估值及业绩的戴维斯双击。我们维持原有盈利预测，预计公司2024-2026年的Non-GAAP净利润分别为90.1/95.8/110.6亿元，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22.3x、20.9x、18.1x，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

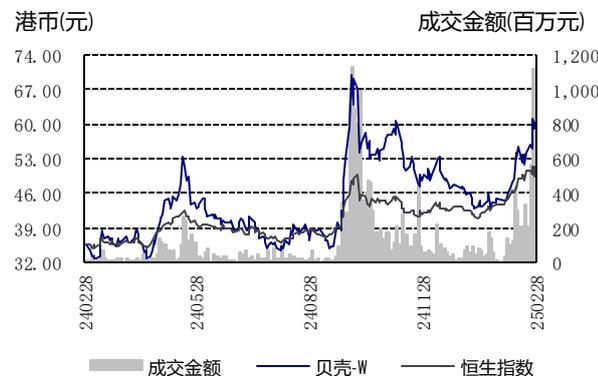
联系人：何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价(港币)：59.150元

相关报告：

- 《贝壳-W 港股公司点评：强α持续兑现，β修复后未来可期》，2024.11.23
- 《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



### 主要财务指标

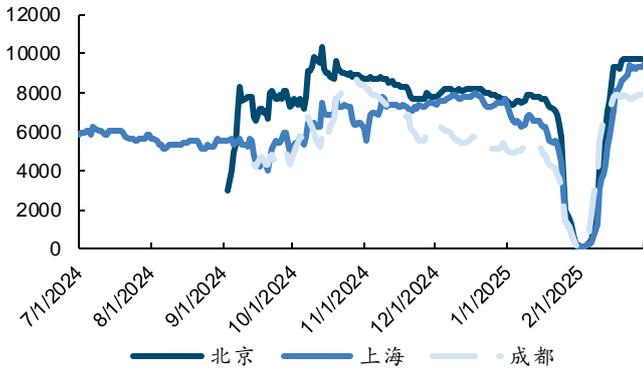
项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	60,669	77,777	91,120	107,620	122,850
营业收入增长率	-24.87%	28.20%	17.16%	18.11%	14.15%
Non-GAAP 净利润(百万元)	2,843	9,798	9,011	9,582	11,056
Non-GAAP 净利润增长率	23.89%	244.68%	-8.03%	6.34%	15.38%
摊薄每股收益(元)	0.785	2.705	2.488	2.646	3.053
每股经营性现金流净额	2.34	3.08	2.18	3.80	4.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.01%	8.16%	7.12%	7.22%	8.12%
P/E	70.57	20.47	22.26	20.93	18.14
P/B	2.91	2.78	2.56	2.37	2.15

来源：公司年报、国金证券研究所

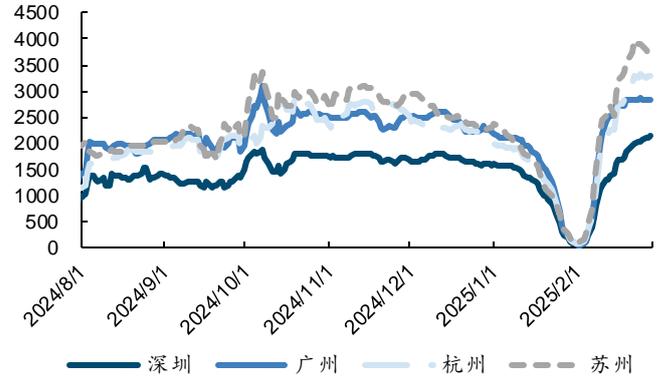


图表

图表1: 年后北上蓉的带着已超过24年9月末(人)



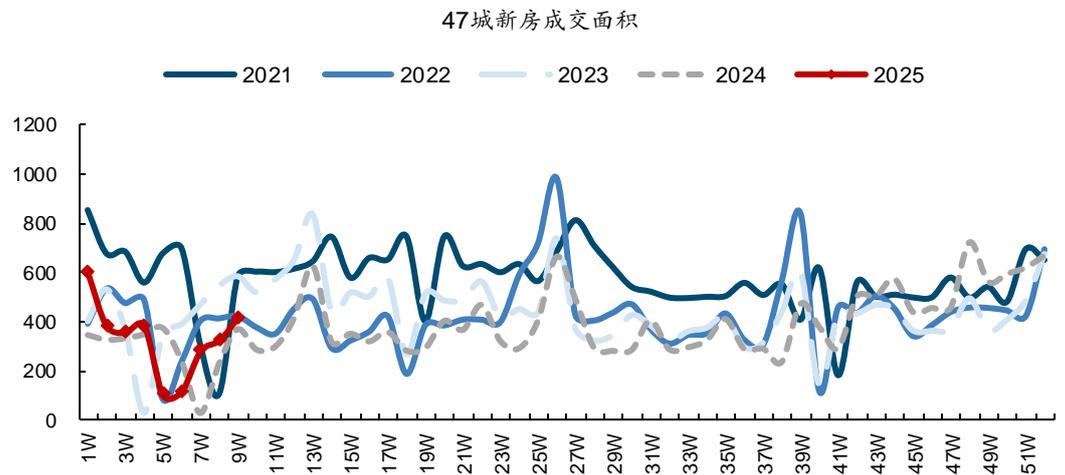
图表2: 年后深广杭苏的带着已超过24年9月末(人)



来源: 贝壳, 国金证券研究所

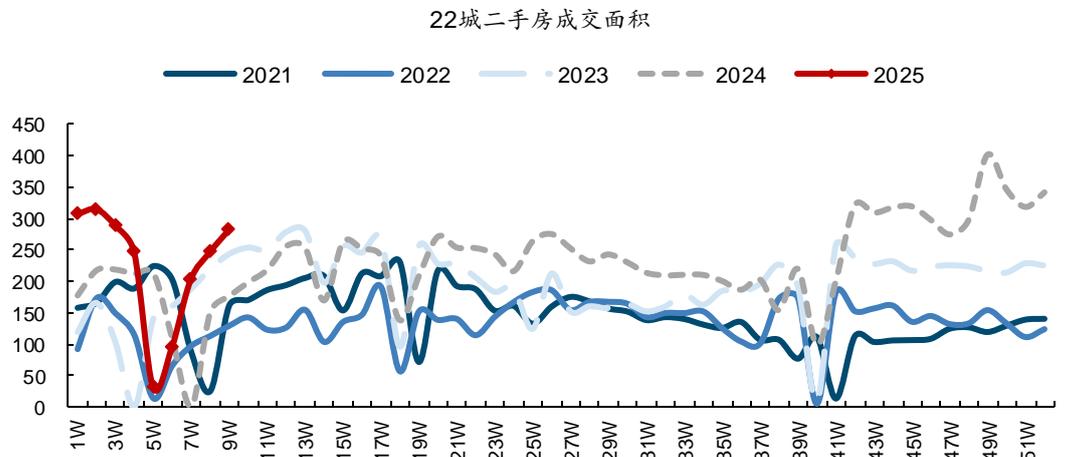
来源: 贝壳, 国金证券研究所

图表3: 年后新房成交正在复苏中(万方)



来源: ifind, 国金证券研究所

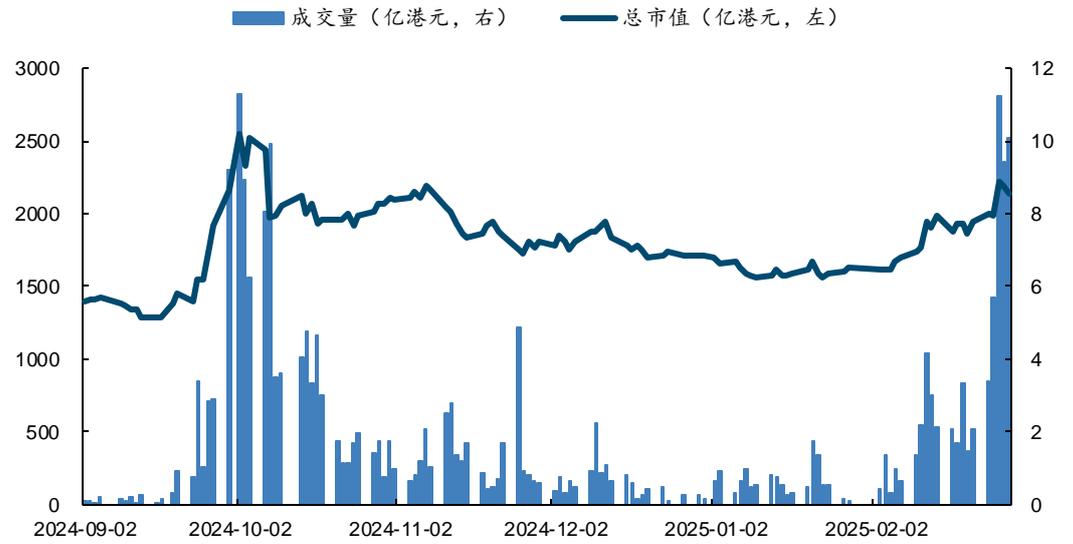
图表4: 二手房成交热度维持高位(万方)



来源: ifind, 国金证券研究所



图表5: 贝壳在 24 年 9 月末及近期成交大幅放量, 股价上涨



来源: wind, 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
<b>主营业务收入</b>	<b>80,752</b>	<b>60,669</b>	<b>77,777</b>	<b>91,120</b>	<b>107,620</b>	<b>122,850</b>
增长率	14.6%	-24.9%	28.2%	17.2%	18.1%	14.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>64,933</b>	<b>46,888</b>	<b>56,059</b>	<b>68,330</b>	<b>81,179</b>	<b>92,732</b>
%销售收入	80.4%	77.3%	72.1%	75.0%	75.4%	75.5%
<b>毛利</b>	<b>15,819</b>	<b>13,781</b>	<b>21,718</b>	<b>22,791</b>	<b>26,441</b>	<b>30,117</b>
%销售收入	19.6%	22.7%	27.9%	25.0%	24.6%	24.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>销售费用</b>	<b>4,309</b>	<b>4,573</b>	<b>6,654</b>	<b>7,654</b>	<b>8,825</b>	<b>9,828</b>
%销售收入	5.3%	7.5%	8.6%	8.4%	8.2%	8.0%
<b>管理费用</b>	<b>8,924</b>	<b>7,347</b>	<b>8,237</b>	<b>8,656</b>	<b>9,686</b>	<b>10,442</b>
%销售收入	11.1%	12.1%	10.6%	9.5%	9.0%	8.5%
<b>研发费用</b>	<b>3,194</b>	<b>2,546</b>	<b>1,937</b>	<b>2,096</b>	<b>2,368</b>	<b>2,580</b>
%销售收入	4.0%	4.2%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-608</b>	<b>-685</b>	<b>4,890</b>	<b>4,384</b>	<b>5,563</b>	<b>7,267</b>
%销售收入	n.a	n.a	6.3%	4.8%	5.2%	5.9%
<b>财务费用</b>	<b>-379</b>	<b>-755</b>	<b>-1,274</b>	<b>-1,078</b>	<b>-1,127</b>	<b>-1,357</b>
%销售收入	-0.5%	-1.2%	-1.6%	-1.2%	-1.0%	-1.1%
<b>投资收益</b>	<b>-147</b>	<b>-547</b>	<b>-30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>-608</b>	<b>-685</b>	<b>4,890</b>	<b>4,384</b>	<b>5,563</b>	<b>7,267</b>
营业利润率	n.a	n.a	6.3%	4.8%	5.2%	5.9%
<b>营业外收支</b>	<b>1,517</b>	<b>769</b>	<b>1,749</b>	<b>2,000</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,141</b>	<b>292</b>	<b>7,884</b>	<b>7,463</b>	<b>8,190</b>	<b>10,124</b>
利润率	1.4%	0.5%	10.1%	8.2%	7.6%	8.2%
<b>所得税</b>	<b>1,665</b>	<b>1,690</b>	<b>1,994</b>	<b>1,866</b>	<b>2,048</b>	<b>2,531</b>
所得税率	146.0%	578.0%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>-525</b>	<b>-1,397</b>	<b>5,890</b>	<b>5,597</b>	<b>6,143</b>	<b>7,593</b>
少数股东损益	-1	-11	6	17	18	23
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-524</b>	<b>-1,386</b>	<b>5,883</b>	<b>5,580</b>	<b>6,124</b>	<b>7,570</b>
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
<b>净利润</b>	<b>-524</b>	<b>-1,386</b>	<b>5,883</b>	<b>5,580</b>	<b>6,124</b>	<b>7,570</b>
少数股东损益	-1	-11	6	17	18	23
<b>非现金支出</b>	<b>2,716</b>	<b>3,308</b>	<b>2,054</b>	<b>442</b>	<b>518</b>	<b>1,254</b>
非经营收益						
营运资金变动	32	5,036	1,818	639	5,787	5,856
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,595</b>	<b>8,461</b>	<b>11,158</b>	<b>7,896</b>	<b>13,767</b>	<b>16,054</b>
<b>资本开支</b>	<b>-1,430</b>	<b>-793</b>	<b>-874</b>	<b>-5,600</b>	<b>-2,100</b>	<b>-1,600</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-24,884</b>	<b>-8,472</b>	<b>-3,977</b>	<b>-3,600</b>	<b>-600</b>	<b>-100</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,074</b>	<b>-1,155</b>	<b>-6,962</b>	<b>-1,867</b>	<b>-1,679</b>	<b>-1,843</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-29,091</b>	<b>-7,319</b>	<b>26,121</b>	<b>2,429</b>	<b>11,488</b>	<b>14,111</b>

资产负债表 (百万元)

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

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.145	-0.383	1.624	1.541	1.691	2.090
每股净资产	18.492	19.030	19.907	21.630	23.409	25.745
每股经营现金净流	0.993	2.336	3.081	2.180	3.801	4.433
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.770	0.845	1.045
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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：北京市东城区建国内大街 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