

贝壳控股(02423)

报告日期: 2025 年 03 月 19 日

## 三翼渐丰，科技助力

### ——贝壳-W 点评报告

**事件: 2025 年 3 月 18 日公司公布 2024 年度业绩。**

#### 投资要点

##### □ 二手房交易额稳健增长，新房市占率再度提升

2024 年公司总交易额 3.35 万亿元，同比+6.6%；其中公司存量房总交易额 2.25 万亿元，同比+10.8%，占比公司总交易额 67.1%；新房总交易额为 0.97 万亿元，同比-3.3%，占比公司总交易额 29%，市占率达 11.4%，较 2023 年市占率提升 1.7pct。2024 年公司净收入为 935 亿元，同比+20.2%，经调整净利润为 72.1 亿元，同比-26.4%；毛利润为 229 亿元，同比+5.4%；毛利率为 24.6%，较 2023 年同期下降 3.3pct。贡献利润率来看，存量房业务及新房业务利润率分别为 43.2%及 24.8%，较 2023 年分别下降 4.0pct 及 1.8pct。

2024 年新房及二手房市场销售表现出现分化，根据克而瑞数据，2024 年全国重点 35 城二手房成交面积同比增长 6%，根据国家统计局数据，全国商品房成交面积同比下降 12.9%。根据中指研究院数据，2025 年 1-2 月，一线城市新建商品住宅网签面积同比增长 13%，重点 30 城二手房成交面积增长 25%，市场延续 926 新政以来止跌回稳的态势，2025 年“小阳春”成色显现。在此背景下，公司作为市占率较高的中介互联网龙头，直接受益于市场回暖。

##### □ 人数增加费率下降，降本增效成果显著

2024 年公司运营费用 192 亿元，费率为 20.5%，较 2023 年降低 1.2pct。截至 2024 年底，公司门店数量为 51573 家，其中活跃门店数量 49693 家，同比增长 18.3%；经纪人数量 50.0 万名，其中活跃经纪人数量 44.5 万名，同比增长 12.1%。2024Q4 移动月活跃用户数量平均为 4320 万名，同比持平。2024 年公司继续推动“大店模式”，人员总数增加，但整体费率下降，降本增效成果显著。展望未来，公司依托“VR 看房+楼盘字典”构建数字底座，有望叠加 AI 大模型实现智能匹配升级，进一步降低人工成本和运营费率，助力利润率提升。

##### □ “第二曲线”收入占比升至 34%，家装&租赁利润率同比上涨

家居家装业务方面，2024 年公司家居家装业务净收入为 148 亿元，同比增长 36.1%，占公司总业务收入占比 15.8%，同比提升 1.8pct；贡献利润 45.4 亿元，利润率 30.7%，同比+1.7pct。2024 年业绩的高速增长主要由于①公司新房及存量房业务与家居业务转化协同效应增强带动订单增加，②包括定制家具、软装家具和电器等新零售业务贡献增加，③交付能力提升带动交付周期缩短。房屋租赁业务方面，2024 年公司房屋租赁业务净收入 143 亿元，同比增长 135%，占公司总业务收入比例为 15.3%，同比+7.5pct；贡献利润 7.1 亿元，利润率 5%，由负转正，同比提升 6.0pct。截至 2024 年末，公司在管房源规模突破 43 万套，较 2023 年末的 21 万套提升显著。贝好家业务方面，2024 年公司在西安实现了贝好家首单产品解决方案服务收费的落地。整体来看，公司“第二曲线”收入贡献占比达 34%，同比提升 9pct，受益于家装业务经营模式逐渐成熟、租赁业务规模快速扩大，公司的“第二曲线”业务收入贡献占比有望持续提升，我们看好家装业务及租赁业务的增长潜力，能够带动公司业绩规模再度提升。

**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\$67.20  |
| 总市值(百万港元) | 234,608.80 |
| 总股本(百万股)  | 3,491.20   |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《新房成交逆势增长，第二曲线延续高增》 2024.11.28
- 2 《第二曲线日新月异，Q2 提质增效业绩改善》 2024.08.14
- 3 《破茧成蝶终有时》 2024.03.16

## □ 盈利预测与估值

综上所述，公司的存量房业务作为基本盘稳健增长，新房业务市占率逆势提升，三翼业务已形成第二增长曲线。我们继续看好贝壳作为中介龙头在本轮地产行业修复周期中率先修复的弹性。此外，公司的“第二曲线”业务模式逐步成熟，我们看好公司迈入发展新阶段后业绩持续增长潜力。展望未来，我们认为公司有望叠加 AI 大模型，进一步实现降本增效。参考可比公司估值以及贝壳龙头地位，我们预计公司 2025 年经调整净利润为 68 亿元，经调整每股收益预计为 1.89 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=0.91 人民币）。

□ **风险提示：**二手房价修复动力不足导致 GMV 增长乏力；中介费率受政策影响调整。

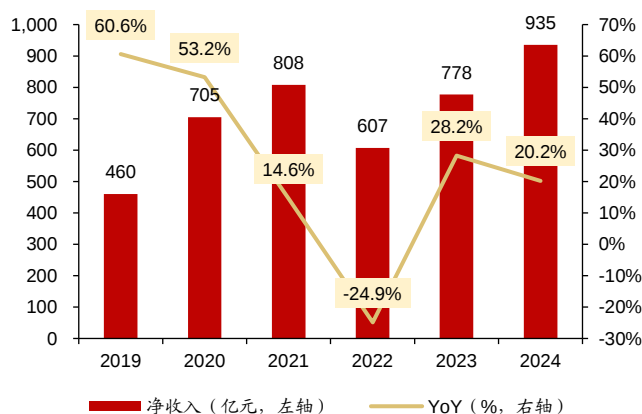
## 财务摘要

| (百万元)      | 2024  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 93457 | 101366 | 111340 | 123741 |
| (+/-) (%)  | 20%   | 8%     | 10%    | 11%    |
| 经调整净利润     | 7211  | 6841   | 7732   | 8964   |
| (+/-) (%)  | -26%  | -5%    | 13%    | 16%    |
| 经调整每股收益(元) | 1.99  | 1.89   | 2.13   | 2.48   |
| P/E        | 30.74 | 32.40  | 28.67  | 24.73  |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

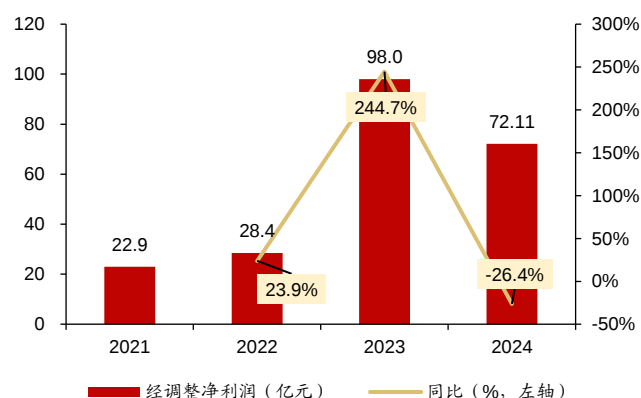
注：归母净利润、归母净利润同比增速、每股收益及 PE 均为基于 Non-GAAP 净利润调整。

图1: 2019-2024 年贝壳净收入及同比增速



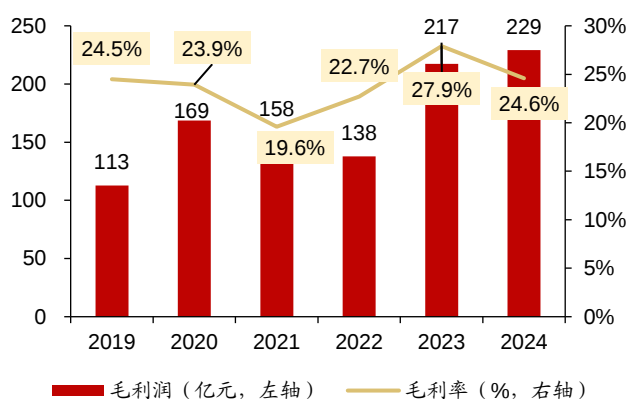
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 2021-2024 年贝壳 Non-GAAP 净利润



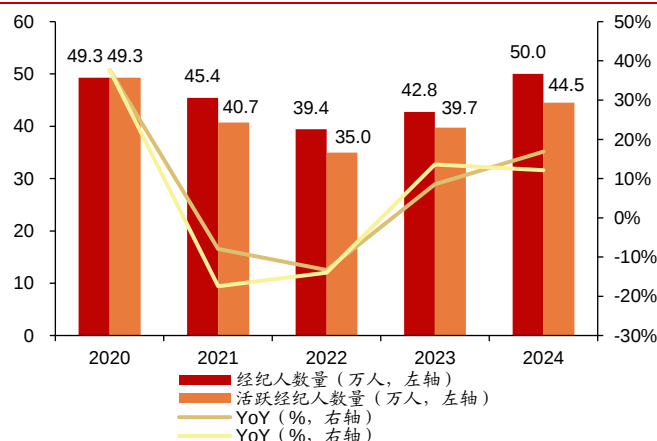
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 2019-2024 年贝壳毛利润及毛利率走势



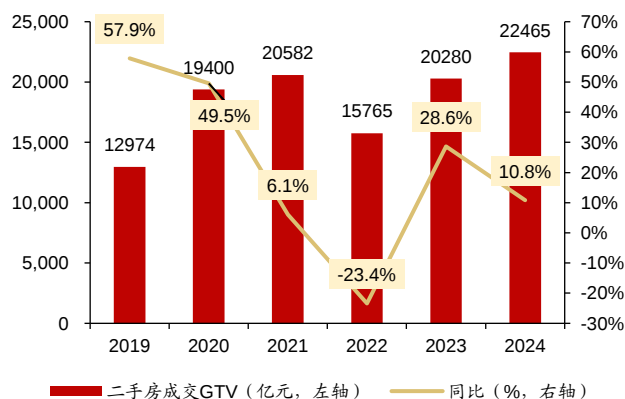
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 2020-2024 年贝壳经纪人数量



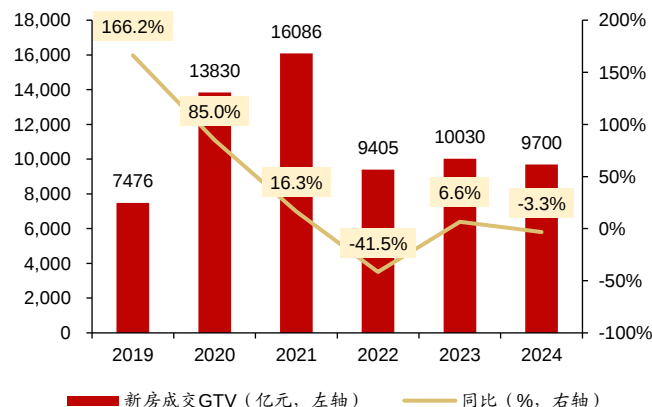
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 2019-2024 年贝壳二手房 GTV 及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 2019-2024 年贝壳新房 GTV 及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产</b>    | 76,603  | 85,693  | 90,729  | 101,795 |
| 现金             | 11,443  | 20,495  | 24,022  | 34,561  |
| 应收账款           | 5,498   | 5,335   | 5,061   | 4,950   |
| 存货             | -       | -       | -       | -       |
| 其他             | 59,662  | 59,863  | 61,646  | 62,284  |
| <b>非流动资产</b>   | 56,546  | 55,751  | 54,881  | 54,037  |
| 固定资产           | 2,400   | 2,475   | 2,449   | 2,424   |
| 无形资产           | 29,002  | 28,132  | 27,288  | 26,469  |
| 其他             | 25,144  | 25,144  | 25,144  | 25,144  |
| <b>资产总计</b>    | 133,149 | 141,444 | 145,610 | 155,832 |
| <b>流动负债</b>    | 52,744  | 54,706  | 51,290  | 52,268  |
| 短期借款           | 288     | 4,713   | 500     | 500     |
| 应付账款           | 9,493   | 7,045   | 7,742   | 8,596   |
| 其他             | 42,963  | 42,948  | 43,048  | 43,172  |
| <b>非流动负债</b>   | 8,957   | 10,748  | 12,898  | 15,478  |
| <b>负债合计</b>    | 61,701  | 65,455  | 64,188  | 67,746  |
| 少数股东权益         | 124     | 139     | 157     | 178     |
| 留存收益和资本公积      | 71,323  | 75,850  | 81,265  | 87,907  |
| 归属母公司股东权益      | 71,324  | 75,850  | 81,265  | 87,907  |
| <b>负债和股东权益</b> | 133,149 | 141,444 | 145,610 | 155,832 |

### 利润表

| (百万元)           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业总收入</b>    | 93,457  | 101,366 | 111,340 | 123,741 |
| 营业成本            | 70,513  | 77,498  | 85,162  | 94,558  |
| 销售费用            | 7,783   | 8,616   | 9,464   | 10,518  |
| 管理费用            | 8,961   | 9,123   | 9,464   | 9,899   |
| 财务费用            | (1,260) | (554)   | (820)   | (1,194) |
| <b>营业利润</b>     | 3,765   | 4,001   | 4,923   | 6,191   |
| <b>利润总额</b>     | 6,870   | 6,055   | 7,243   | 8,885   |
| <b>所得税</b>      | 2,792   | 1,514   | 1,811   | 2,221   |
| <b>净利润</b>      | 4,078   | 4,541   | 5,432   | 6,664   |
| 少数股东损益          | 13      | 15      | 18      | 22      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 4,065   | 4,526   | 5,415   | 6,642   |
| <b>EBITDA</b>   | 12,726  | 4,996   | 5,894   | 7,135   |
| <b>EPS (元)</b>  | 1.12    | 1.25    | 1.50    | 1.83    |
| <b>经调整净利润</b>   | 7211    | 6841    | 7732    | 8964    |
| <b>EPS (元)</b>  | 1.99    | 1.89    | 2.13    | 2.48    |

### 主要财务比率

|                 | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |         |        |        |        |
| 营业收入            | 20.16%  | 8.46%  | 9.84%  | 11.14% |
| 营业利润            | -21.52% | 6.27%  | 23.05% | 25.75% |
| 经调整净利润          | -26.40% | -5.13% | 13.03% | 15.93% |
| <b>获利能力</b>     |         |        |        |        |
| 毛利率             | 24.55%  | 23.55% | 23.51% | 23.58% |
| 归母净利率           | 4.35%   | 4.47%  | 4.86%  | 5.37%  |
| ROE             | 5.70%   | 5.97%  | 6.66%  | 7.56%  |
| ROIC            | 10.53%  | 3.72%  | 4.51%  | 5.24%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |        |        |
| 资产负债率           | 46.34%  | 46.28% | 44.08% | 43.47% |
| 净负债比率           | -0.16   | -0.21  | -0.29  | -0.39  |
| 流动比率            | 1.45    | 1.57   | 1.77   | 1.95   |
| 速动比率            | 1.28    | 1.43   | 1.62   | 1.81   |
| <b>营运能力</b>     |         |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.70    | 0.72   | 0.76   | 0.79   |
| 应收账款周转率         | 17.00   | 19.00  | 22.00  | 25.00  |
| 应付账款周转率         | 7.43    | 11.00  | 11.00  | 11.00  |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |        |        |        |
| 每股收益            | 1.12    | 1.25   | 1.50   | 1.83   |
| 每股经营现金          | 2.61    | 0.86   | 1.59   | 2.23   |
| 每股净资产           | 1.99    | 1.89   | 2.13   | 2.48   |
| <b>估值比率</b>     |         |        |        |        |
| P/E (经调整)       | 30.74   | 32.40  | 28.67  | 24.73  |
| P/B             | 3.11    | 2.92   | 2.72   | 2.52   |
| EV/EBITDA       | 16.56   | 41.21  | 37.30  | 29.34  |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 9,447   | 3,111   | 5,768   | 8,075  |
| 净利润            | 4,065   | 4,526   | 5,415   | 6,642  |
| 折旧摊销           | 0       | 995     | 970     | 944    |
| 少数股东权益         | 13      | 15      | 18      | 22     |
| 营运资金变动及其他      | 5,369   | (2,425) | (634)   | 467    |
| <b>投资活动现金流</b> | (9,378) | 1,591   | 2,050   | 2,480  |
| 资本支出           | 0       | (200)   | (100)   | (100)  |
| 其他投资           | (9,378) | 1,791   | 2,150   | 2,580  |
| <b>筹资活动现金流</b> | (5,795) | 4,349   | (4,291) | (15)   |
| 借款增加           | (2)     | 4,424   | (4,213) | 0      |
| 普通股增加          | -       | -       | -       | -      |
| 已付股利           | 0       | (75)    | (78)    | (15)   |
| 其他             | (5,792) | (0)     | (0)     | 0      |
| <b>现金净增加额</b>  | (5,556) | 9,052   | 3,527   | 10,539 |

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>