



贝壳-W (02423.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

加大投入立足长远，受益于市场修复

业绩简评

2025年3月18日，公司发布2024全年业绩：实现营收934.6亿元，同比+20.2%；经调整净利润72.1亿元，同比-26.4%。公司发布24Q4业绩：实现营收311.3亿元，同比+54.1%；经调整净利润13.4亿元，同比-21.6%。

经营分析

营收上升而净利润下降，主因成本及税费上升。2024年公司营业成本同比+25.8%，增幅超过营收增幅，核心是公司加大了对平台、门店、经纪人的投入，其中外部分佣同比+11.5%，内部佣金及薪酬同比+11.1%，家装成本同比+32.8%，房屋租赁成本同比+121.0%，其他成本同比+13.6%。因此24年公司毛利率24.6%，同比下降3.3pct。2024年公司所得税费用27.9亿元，同比上升约8亿元，实际税率由25.3%升至40.6%。

一二手房收入均实现增长，新房货币化率上升明显。受益于政策利好，市场活跃度提升，2024年公司GTV同比：存量房+10.8%，新房-3.3%。收入同比：存量房+0.9%，新房+10.1%。货币化率：存量房1.26%，同比-0.12pct；新房3.47%，同比+0.42%。

家装及租赁收入持续高增，非交易业务跑出第二增长曲线。2024年非房产交易收入占比已达到34%，同比提升9.1pct。家装家居GTV同比+27.3%，收入同比+36.1%。房屋租赁收入同比+135.0%，期末在管房源规模超43万套（23年期末超21万套）。

回购+分红总额超过经调整净利润，重视股东回报。2024年公司共斥资7.16亿美元回购，回购股数占期初已发行总股本的3.89%，同时派发末期股息约4亿美元。公司通过回购+分红共创造11.16亿美元的股东回报，占同期经调整净利润的113%。

盈利预测、估值与评级

短期内公司增加对门店及经纪人的成本投入，谋求建立更好的生态，立足更长远更持续的发展；同时受益于行业β逐渐修复，公司α持续凸显，业绩有望逐步回升。我们预计公司2025-2027年的Non-GAAP净利润分别为86.5/98.8/109.6亿元，同比增速分别为+20.0%/+14.2%/+10.9%。公司股票现价对应2025-27年PE估值（对应Non-GAAP净利润）分别为23.1x/20.2x/18.2x，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）：60.000元

相关报告：

- 《贝壳-W 港股公司点评：入通在即，多重利好共振》，2025.3.2
- 《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



主要财务指标

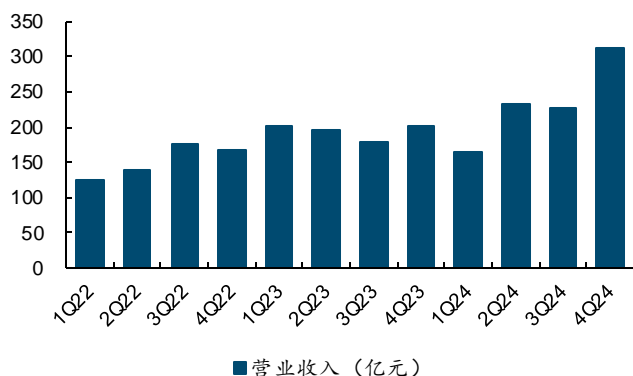
项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,777	93,457	113,937	128,938	139,455
营业收入增长率	28.20%	20.16%	21.91%	13.17%	8.16%
Non-GAAP 净利润(百万元)	9,798	7,211	8,654	9,883	10,958
Non-GAAP 净利润增长率	244.68%	-26.41%	20.01%	14.20%	10.89%
摊薄每股收益(元)	2.705	1.991	2.389	2.729	3.026
每股经营性现金流净额	3.08	2.61	2.73	2.68	2.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.16%	5.70%	7.47%	8.37%	8.73%
P/E	20.36	27.67	23.05	20.19	18.21
P/B	2.77	2.80	2.55	2.33	2.11

来源：公司年报、国金证券研究所



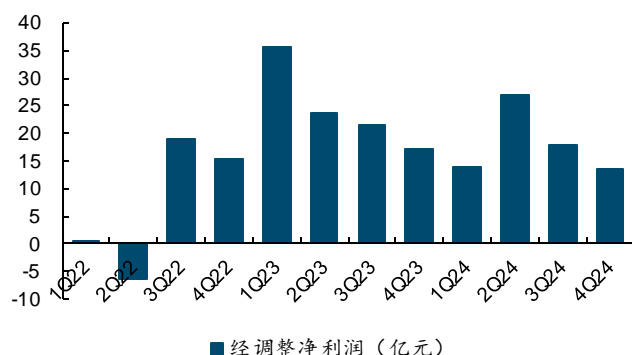
图表

图表1: 4Q24 公司营收同比+54.1%，环比+37.8%



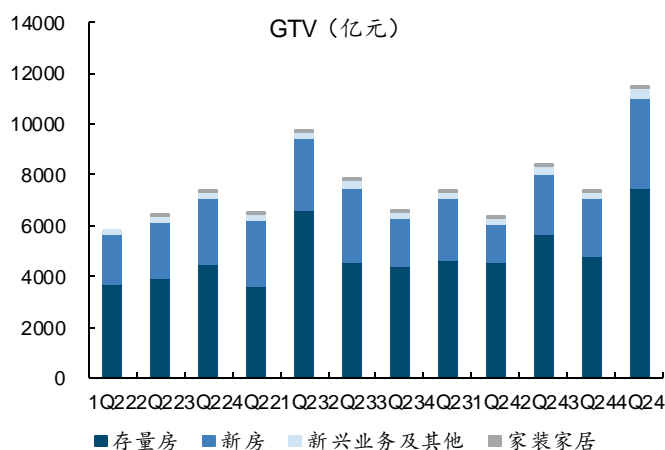
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2: 4Q24 公司经调整净利润同比-21.6%，环比-24.6%



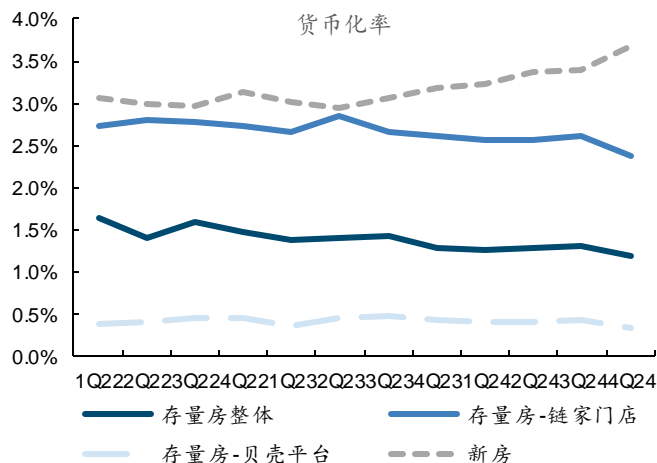
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3: 4Q24 公司存量房及新房 GTV 均大幅提升



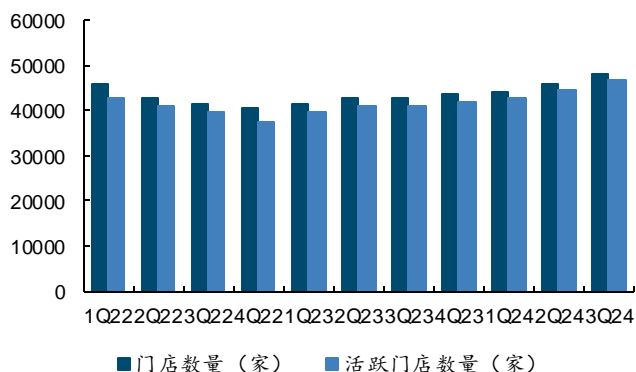
来源：公司公告，国金证券研究所

图表4: 4Q24 公司货币化率新房提升，存量房下降



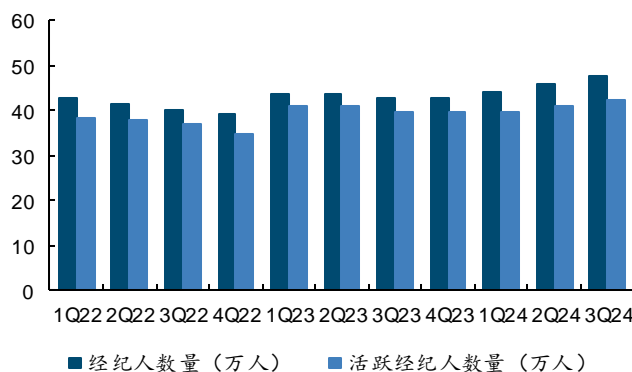
来源：公司公告，国金证券研究所

图表5: 4Q24 公司门店数量上升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6: 4Q24 公司经纪人数量上升



来源：公司公告，国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	60,669	77,777	93,457	113,937	128,938	139,455
增长率	-24.9%	28.2%	20.2%	21.9%	13.2%	8.2%
主营业务成本	46,888	56,059	70,513	88,120	100,047	108,123
%销售收入	77.3%	72.1%	75.4%	77.3%	77.6%	77.5%
毛利	13,781	21,718	22,944	25,817	28,891	31,333
%销售收入	22.7%	27.9%	24.6%	22.7%	22.4%	22.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	4,573	6,654	7,783	8,545	9,026	9,483
%销售收入	7.5%	8.6%	8.3%	7.5%	7.0%	6.8%
管理费用	7,347	8,237	8,961	9,685	10,315	10,878
%销售收入	12.1%	10.6%	9.6%	8.5%	8.0%	7.8%
研发费用	2,546	1,937	2,283	2,393	2,579	2,650
%销售收入	4.2%	2.5%	2.4%	2.1%	2.0%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	-685	4,890	3,917	5,194	6,972	8,322
%销售收入	n.a	6.3%	4.2%	4.6%	5.4%	6.0%
财务费用	-755	-1,274	-1,260	-834	-934	-1,022
%销售收入	-1.2%	-1.6%	-1.3%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
—	0	0	0	0	0	0
—	0	0	0	0	0	0
投资收益	-547	-30	1	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-685	4,890	3,917	5,194	6,972	8,322
营业利润率	n.a	6.3%	4.2%	4.6%	5.4%	6.0%
营业外收支	769	1,749	1,693	1,800	1,700	1,700
税前利润	292	7,884	6,870	7,829	9,606	11,044
利润率	0.5%	10.1%	7.4%	6.9%	7.4%	7.9%
所得税	1,690	1,994	2,792	1,957	2,401	2,761
所得税率	578.0%	25.3%	40.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-1,397	5,890	4,078	5,871	7,204	8,283
少数股东损益	-11	6	13	18	22	25
归属于母公司的净利润	-1,386	5,883	4,065	5,854	7,183	8,258
净利率	n.a	7.6%	4.3%	5.1%	5.6%	5.9%

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,386	5,883	4,065	5,854	7,183	8,258
少数股东损益	-11	6	13	18	22	25
非现金支出	3,308	2,054	5,382	643	322	1,056
非经营收益						
营运资金变动	5,036	1,818	0	1,913	645	-471
经营活动现金净流	8,461	11,158	9,447	9,875	9,717	10,513
资本开支	-793	-874	0	-3,700	-3,800	-3,800
投资	6,979	39,191	0	0	0	0
其他	-14,658	-42,294	-9,378	1,800	1,700	1,700
投资活动现金净流	-8,472	-3,977	-9,378	-1,900	-2,100	-2,100
股权募资	-1,320	-5,151	0	0	0	0
债权募资	165	-329	0	0	0	0
其他	0	-1,482	-5,795	-1,323	-1,761	-2,161
筹资活动现金净流	-1,155	-6,962	-5,795	-1,323	-1,761	-2,161
现金净流量	-7,319	26,121	-5,556	6,651	5,856	6,252

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,413	19,635	11,443	18,094	23,950	30,202
应收款项	8,511	8,337	12,130	13,103	13,600	13,946
存货	128	304	0	392	455	470
其他流动资产	42,373	41,478	53,030	53,287	53,198	53,237
流动资产	70,425	69,754	76,603	84,876	91,202	97,854
%总资产	64.4%	58.0%	57.5%	59.1%	59.9%	60.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,037	1,965	2,400	2,550	2,760	2,928
%总资产	1.9%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
无形资产	17,905	23,542	29,002	31,087	33,109	35,071
非流动资产	38,923	50,578	56,546	58,781	61,013	63,143
%总资产	35.6%	42.0%	42.5%	40.9%	40.1%	39.2%
资产总计	109,347	120,332	133,149	143,657	152,216	160,997
短期借款	619	290	288	188	188	188
应付款项	5,843	6,329	9,493	9,276	9,528	9,829
其他流动负债	26,879	32,905	42,963	46,714	47,578	47,206
流动负债	33,341	39,524	52,744	56,178	57,295	57,223
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6,952	8,607	8,957	8,957	8,957	8,957
负债	40,293	48,131	61,701	65,135	66,252	66,180
普通股股东权益	68,920	72,100	71,324	78,379	85,801	94,629
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	69,558	72,721	71,664	78,719	86,140	94,969
少数股东权益	134	101	124	142	163	188
负债股东权益合计	109,347	120,332	133,149	143,657	152,216	160,997

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.383	1.624	1.122	1.616	1.983	2.280
每股净资产	19.030	19.907	19.693	21.641	23.690	26.128
每股经营现金净流	2.336	3.081	2.608	2.727	2.683	2.903
每股股利	0.000	1.230	0.860	1.245	1.527	1.756
回报率						
净资产收益率	-2.01%	8.16%	5.70%	7.47%	8.37%	8.73%
总资产收益率	-1.27%	4.89%	3.05%	4.07%	4.72%	5.13%
投入资本收益率	4.27%	4.50%	2.88%	4.44%	5.50%	6.00%
增长率						
主营业务收入增长率	-24.87%	28.20%	20.16%	21.91%	13.17%	8.16%
EBIT 增长率	12.61%	-814.10%	-19.92%	32.62%	34.22%	19.38%
净利润增长率	-164.45%	524.45%	-30.91%	44.01%	22.70%	14.98%
总资产增长率	9.00%	10.05%	10.65%	7.89%	5.96%	5.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.0	14.9	21.5	18.3	15.9	14.6
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	45.5	41.2	49.1	38.4	34.8	33.2
固定资产周转天数	12.3	9.2	9.4	8.2	7.8	7.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.15%	-14.87%	-3.08%	-11.40%	-17.22%	-22.21%
EBIT 利息保障倍数	0.9	-3.8	-3.1	-6.2	-7.5	-8.1
资产负债率	36.85%	40.00%	46.34%	45.34%	43.52%	41.11%

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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