

2025年03月20日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

买入(维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,777	93,457	109,626	127,495	147,384
同比(%)	28.20	20.16	17.30	16.30	15.60
归母净利润(百万元)	5,883	4,065	6,589	8,499	10,497
同比(%)	524.45	(30.91)	62.10	28.99	23.50
Non-GAAP净利润(百万元)	9,798.49	7,211.07	9,701.39	11,615.28	13,616.80
同比(%)	244.70	(26.41)	34.53	19.73	17.23
EPS-最新摊薄(元/股)	1.62	1.12	1.82	2.35	2.90
P/E(现价最新摊薄)	38.17	55.25	34.08	26.42	21.40
PE(Non-GAAP)	13.09	20.63	23.15	19.34	16.49

投资要点

- **事件:**公司发布2024年业绩公告,全年实现营收934.6亿元,同比增长20.2%;经调整后净利润72.1亿元,同比下降26.4%。
- **营收稳定增长,毛利率下滑拖累业绩,费用率进一步压降。**2024年公司GTV 3.35万亿元,同比正增6.6%,带动公司营收稳健增长。分业务类型看,2024年公司存量房/新房/家装/房屋租赁/新兴业务分别实现营收282(同比+0.7%)/337(同比+10.1%)/148(同比+36.1%)/143(同比+135.0%)/25(同比+8.8%)亿元。**利润方面:**公司营业收入同比增长,但毛利率下滑3.3pct至24.6%拖累业绩,毛利率下滑的原因为:1)贡献利润率相对较高的存量房业务营收占比下降;2)固定薪酬成本占存量房业务营收的比例提高,存量房业务贡献利润率下滑4.0pct至43.2%。**费用率方面:**2024年公司销售/一般及行政/研发费用率分别为8.3%/9.6%/2.4%,其中销售/一般及行政费用率分别同比下滑0.2pct/1.0pct,研发费用较去年同期基本持平。
- **存量房总交易额提升,活跃门店及经纪人规模扩大。**公司把握时机巩固房产经纪业务的市场份额,2024年存量房GTV 2.25万亿元,同比增长10.8%;活跃门店数4.97万家,同比增长18.3%;活跃经纪人数达44.5万名,同比增长12.1%。我们预计2025年二手房市场有望率先回暖,公司有望受益于市场的结构性调整进一步扩大存量房经纪业务规模。
- **新房业务佣金率提高,市占率提升1.7pct。**2024年公司新房市场GTV同比下滑3.3%,占全国新房成交额比例提升1.7pct至11.4%,新房市场佣金率提升0.4pct至3.47%,近年来房地产市场下行,公司通过其规模及竞争优势,实现市占率和佣金率双增,对冲全国新房销售下滑的影响。
- **家装家居及房屋租赁业务高速发展。**2024年公司家装家居业务GTV同比增长27.3%至169亿元,贡献利润率提升1.7pct至30.7%,进一步优化交付能力和底层数字化平台建设。2024年公司实现了房屋租赁业务的规模跃升,在管房源数量由2023年底的21万套增长至2024年底的43万套。
- **盈利预测与投资评级:**公司作为国内的经纪行业产业互联网龙头,随着未来二手房换手率以及新房中介渗透率的不断提高,叠加协同优势下家装业务赛道的发展,未来业绩具备提升空间。考虑到近年来市场波动导致公司核心存量房业务佣金率调整,我们下调其2025/2026年经调整后净利润为97.0/116.2亿元(原值为121.8/133.5亿元),预测2027年经调整后利润为136.2亿元,对应的EPS为1.82元/2.35元/2.90元,对应的经调整后PE分别为23.2X/19.3X/16.5X,维持“买入”评级。
- **风险提示:**房地产行业景气度持续下行风险;新房市场中介渗透率的提升低于预期;行业竞争激烈程度超预期;佣金率变化超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	60.00
一年最低/最高价	32.75/73.50
市净率(倍)	3.05
港股流通市值(百万港元)	208,662.65

基础数据

每股净资产(元)	19.68
资产负债率(%)	46.34
总股本(百万股)	3,621.75
流通股本(百万股)	3,477.71

相关研究

《贝壳-W(02423.HK):2023年业绩公告点评:经纪业务降本增效,新兴业务高速发展》

2024-03-15

《贝壳-W(02423.HK):初心如磐,履践致远》

2024-01-11

贝壳-W 三大财务预测表

资产负债表(百万元)				利润表(百万元)					
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	76,603.35	76,652.94	91,075.23	109,323.46	营业总收入	93,457.50	109,625.65	127,494.63	147,383.79
现金及现金等价物	11,442.97	10,151.27	22,238.40	38,346.91	营业成本	70,513.44	81,513.54	94,148.14	108,270.36
应收账款及票据	5,497.99	5,785.80	6,233.07	6,755.09	销售费用	7,783.34	8,912.56	10,288.82	11,879.13
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	0.00	9,975.93	11,347.02	12,925.56
其他流动资产	59,662.39	60,715.87	62,603.76	64,221.45	研发费用	2,283.42	2,631.02	2,677.39	3,095.06
非流动资产	56,545.94	60,459.36	64,239.32	67,890.47	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,400.21	2,316.20	2,235.14	2,156.91	经营利润	3,764.97	6,592.59	9,033.26	11,213.68
商誉及无形资产	29,001.93	32,899.37	36,660.39	40,289.77	利息收入	1,260.16	286.07	253.78	555.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.00	10.09	10.09	10.09
其他长期投资	23,790.11	23,890.11	23,990.11	24,090.11	其他收益	1,844.94	3,288.77	3,824.84	4,421.51
其他非流动资产	1,353.69	1,353.69	1,353.69	1,353.69	利润总额	6,870.07	10,157.34	13,101.79	16,181.06
资产总计	133,149.28	137,112.30	155,314.55	177,213.93	所得税	2,791.89	3,555.07	4,585.63	5,663.37
流动负债	52,744.26	49,935.53	59,452.13	70,664.35	净利润	4,078.18	6,602.27	8,516.16	10,517.69
短期借款	288.28	288.28	288.28	288.28	少数股东损益	13.28	13.20	17.03	21.04
应付账款及票据	9,492.63	9,962.77	10,460.90	11,127.79	归属母公司净利润	4,064.90	6,589.07	8,499.13	10,496.65
其他	42,963.35	39,684.48	48,702.95	59,248.28	EBIT	5,609.91	9,881.36	12,858.10	15,635.19
非流动负债	8,957.03	8,957.03	8,957.03	8,957.03	EBITDA	6,622.91	11,067.94	14,178.15	17,084.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	7,211.07	9,701.39	11,615.28	13,616.80
负债合计	61,701.29	58,892.56	68,409.16	79,621.38	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	0.46	0.46	0.46	0.46	每股收益(元)	1.12	1.82	2.35	2.90
少数股东权益	124.18	137.38	154.42	175.45	每股净资产(元)	19.68	21.56	23.95	26.90
归属母公司股东权益	71,323.82	78,082.36	86,750.97	97,417.10	发行在外股份(百万股)	3,621.75	3,621.75	3,621.75	3,621.75
负债和股东权益	133,149.28	137,112.30	155,314.55	177,213.93	ROIC(%)	4.62	8.55	10.09	10.98
					ROE(%)	5.70	8.44	9.80	10.77
					毛利率(%)	24.55	25.64	26.16	26.54
					销售净利率(%)	4.35	6.01	6.67	7.12
					资产负债率(%)	46.34	42.95	44.05	44.93
					收入增长率(%)	20.16	17.30	16.30	15.60
					净利润增长率(%)	(30.91)	62.10	28.99	23.50
					P/E	55.25	34.08	26.42	21.40
					P/B	3.15	2.88	2.59	2.31
					EV/EBITDA	22.26	19.40	14.29	10.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为2025年3月19日的0.92278, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

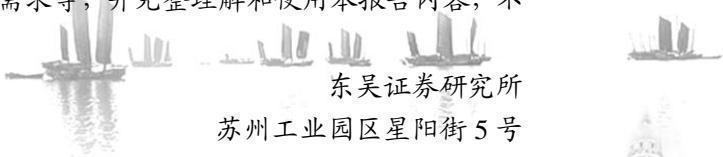
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。



东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>