

4Q 收入超预期,利润改善空间待观察

华泰研究

2025 年 3 月 20 日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

目标价(美元):

买入

25.12

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPP942

丁晓婉

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570519010002
SFC No. BIO834

陈慎

chenshen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570520090003
SFC No. BRC046

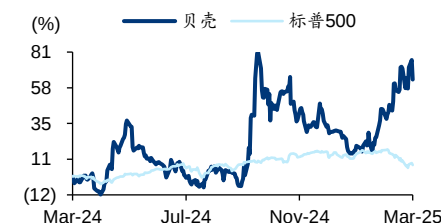
林正衡

linzhengheng@htsc.com
+(86) 21 2897 2065

基本数据

目标价(美元)	25.12
收盘价(美元 截至 3 月 18 日)	23.27
市值(美元百万)	28,093
6 个月平均日成交额(美元百万)	235.20
52 周价格范围(美元)	12.49-26.05
BVPS(美元)	8.59

股价走势图



资料来源: S&P

贝壳 4Q 业绩: 营收同比增长 54.1%至 311.3 亿元, 高于 VA 一致预期 7% (下同)。GTV 同比提升 55.5%至 1.14 万亿元, 高于预期 9%。分业务看, 存量房、新房、家装家居、租赁的营收同比分别增长 47.5%、72.7%、12.8%、108.7%。毛利率同比下降 2.4pct 至 23.0% (3.5 亿奖金发放和经纪人数量增加)。经调整净利润同比下滑 21.6%至 13.4 亿 (低于预期 40%), 主因一次性费用 (6.5 亿奖金发放、5 亿新房家装坏账计提、2 亿研发费用)。我们预期 1Q 存量房和新房 GTV 同比增速超 20%和 50%, 25-26 年公司市占率和存量房交易占比有望提升, 但利润改善程度仍待观察。维持“买入”评级。

存量房营收高于预期, 市占率扩张可期

展望 25 年, 我们认为在一线城市房地产市场率先修复的背景下 (贝壳深耕区域占优), 贝壳作为核心渠道商存量房市占率有望提升 5-7pct, 带动经纪业务收入增速超越大盘。①存量房业务: 4Q 收入高于预期 3.4%, 同比增长 47.5%; GTV 同比增长 59.1% (一线城市增长逾 100%), 货币化率同比略有下滑。24 年二手房交易额占总交易比例提升 5pct 至 46%, 交易单量同比增长近 40%, 修复趋势显著。②新房业务: 4Q 营收高于预期 15.2%, 同比增长 72.7%; 新房 GTV 同比增长 49.3% (对比克而瑞百强房企 4Q 销售金额同比持平)。

家装收入成长性良好, 软装销售助力 ASP 提升

展望 25 年, 我们认为家装业务将在链家流量倾斜支持下持续受益, 叠加软装业务扩展推动 ASP 提升和盈利改善, 有望实现季度盈亏平衡。4Q24 家装营收同比增长 12.8%至 41.1 亿元, 低于预期 8.3%。4Q 合同金额同比增长 34.7%至 52.6 亿元, 增速较 3Q 提升 11.1pct。软装合同金额 16.7 亿元, 占比同比抬升 4.2pct。24 年家装单量超 6 万, 公司通过强化供应链履约管理体系与智能派单系统优化, 4Q 平均工期同比缩短逾 10 天。此外, 圣都近期先后于佛山和青岛推出 25 年整装新产品方案, 针对区域性需求提供多元风格的一站式全案服务, 进一步完善产品服务矩阵。

盈利预测与估值

展望 25-26 年, 我们调整贝壳收入预测-0.8/+3.2%, 主系 25 年新兴业务收入增速放缓, 26 年经纪业务增长提速; 下调经调整净利润 29.6/25.7%至 81.2/96.0 亿元, 主因人员成本增加与 take rate 下降。我们引入 27 年新值, 对应总营收与经调整净利润分别为 1487.1 与 117.3 亿元。我们给予贝壳目标价 25.12 美元 (前值 27.88 美元, 对应 21.0 倍 PE), 对应 25 年 27 倍 PE, 高于全球可比公司的 22.7 倍均值, 本次给予溢价主系公司增速优于房地产市场大盘, 存量房市占率有望提升, 维持“买入”评级。

风险提示: 存量房收入、家装收入和利润改善、公司净利润低于市场预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	77,777	93,458	110,037	127,200	148,711
+/-%	28.20	20.16	17.74	15.60	16.91
归母净利润 (人民币百万)	5,883	4,065	4,802	5,946	7,673
+/-%	(524.45)	(30.91)	18.13	23.83	29.05
归母净利润 (调整后,人民币百万)	9,792	7,198	8,119	9,598	11,734
+/-%	243.12	(26.49)	12.80	18.22	22.25
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	2.71	2.03	2.29	2.71	3.31
PE (调整后,倍)	20.58	28.00	24.82	21.00	17.17
PB (倍)	8.22	8.04	2.70	2.54	2.35
ROE (调整后,%)	13.89	10.04	11.28	12.83	14.64
EV EBITDA (倍)	25.54	33.10	27.18	22.11	16.88

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

房产大盘：修复信号逐渐显现，存量房结构性扩张

展望 2025 年，从房地产交易结构分化看，存量房占比有望持续提升，伴随公司市占率提升，以及链家店效比改善，贝壳经纪业务收入增长有望加速。克而瑞统计显示，24 年百强房企新房销售金额同比下降 28%。受益于 9 月房地产政策，4Q 市场回暖显著，根据国家统计局数据，4Q 新房销售额环比增长近 30%、同比增长 4%。从成交结构看，存量房市场加速崛起，全年交易套数同比增逾 10%，在止跌回稳政策加持下 4Q 价格环比微涨 0.2%，企稳迹象显现，改善性需求持续释放。

租赁业务：房源优势和运营效率持续提升

2024 年末省心租在管房源规模突破 42 万套（23 年不足 20 万套），房源优势显著提升。贝壳租房业务经营效率亦明显改善，主要受益于：1) 推进租赁标准化流程，例如专人专岗模式，有效提升运营效率；2) C 端服务升级增强客户粘性，年末客户投诉率较年初下降超 20%；3) 空置期管理优化，公司强化二次去化能力，4Q 淡季的二次去化天数由年初近 15 天缩短至 12 天；4) 首次招租成功率的提升，带来招租保证金成本降低（2024 年首次招租成功率超 80%，同比提升逾 8pct）。

我们认为贝壳租赁业务可借助 AI 工具赋能，进一步提升运营效率：

- 1) AI 情绪雷达：主动识别租客负向情绪并助力优化服务机制，租管经理可将精力聚焦于收房与招租（24 年经理平均收房效率同比提升 29%）；
- 2) 智能系统优化策略制定：涵盖收房定价、库存管理及招租去化等环节。管理层表示，自智能系统在试点城市上线以来，服务者与管理者人效提升 40%，房源去化率提高 7.7%，去化周期缩短约 11.3%。

家装业务：全案整装升级迭代，交付与运营效率双提升

管理层对 2025 年家装业务的规划：1) 产品力升级：优化业务模式，升级展厅设计，以全案整装为核心塑造产品形象，并采用样板间导向的展厅理念；2) 交付力提升：推动项目经理职业化改革，提升交付品质并降低客诉率；3) 组织运行优化：针对多经理对接同一客户的问题，公司明确店总为第一管理者，全面负责客户需求响应，形成端到端闭环管理体系。

我们认为，家装业务可借助 AI 技术提升运营效率：

- 1) 设计端智能化：贝壳“设牛”平台推出“拍照生图”、“选户型生图”、“风格模板”、“传参考图生图”、“直连设计师”五大功能，可快速生成装修设计图，将用户构想直观可视化，显著提升设计师与客户的沟通效率。
- 2) 施工监控可视化：借助“贝刻云视”360 度全景直播技术，客户可通过手机 App 及小程序实时查看装修进度与施工人员信息，增强透明度与信任感。
- 3) 供应链智能化：“星海供应链系统”基于家装设计方案与项目排期，实现自动化采购，并整合订单管理、供应商协同及作业管理等功能，全程跟踪订单生命周期，优化采购流程。

AI 助力贝壳内外双向提效

在 C 端，贝壳推出 AI 产品“布丁”，精准匹配需求，提供更加个性化的解决方案，可显著提升用户体验。布丁 AI 找房工具计划于 3 月启动灰度测试，依托 DeepSeek 引擎和自有知识图谱，迅速识别用户偏好并实时生成个性化购房方案，从而有效降低购房决策成本。看房过程中，布丁亦可结合高精度成像和智能模型，提升 VR 选房和沉浸式看房体验。

内部提效方面，智能工具如 AI 选房师、房源维护助手已在部分城市进入灰度测试，助力经纪人精准获客、识别需求并提供定制化服务。例如，“小贝训练场”能够模拟真实楼盘讲解场景，通过自动评分和话术反馈提升经纪人专业能力。在人力资源管理上，贝壳通过智能体数字员工，提升经营分析和执行效率，公司表示 AI 云管家助理可完成约 60% 的员工业务，大幅推动业务提效。

图表1：贝壳 4Q 财务速览

人民币 (百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	4Q VA 一致预期	对比预期	1Q VA 一致预期
财务数据											
GTV (十亿元)	972	781	655	736	630	839	737	1,143.8	1,051	8.9%	800
YOY (%)	65.8%	22.0%	-11.1%	13.7%	-35.2%	7.5%	12.5%	55.5%			
GTV分业务 (十亿元)											
- 存量房业务	664	457	439	468	453	571	478	745	679	9.7%	566
YOY (%)	77.6%	16.0%	-2.2%	30.1%	-31.8%	25.0%	8.8%	59.1%			
- 新房业务	278	295	192	238	152	235	228	355	332	7.0%	202
YOY (%)	44.2%	32.5%	-26.5%	-9.7%	-45.4%	-20.2%	18.5%	49.3%			
- 新兴业务及其他	27	26	21	26	22	29	27	38			
YOY (%)	39.1%	16.4%	-16.2%	18.0%	-19.5%	12.5%	31.9%	49.6%			
- 家装家居	3	3	3	4	3	4	4	5			
YOY (%)	1250.0%	161.5%	65.6%	99.7%	26.1%	22.3%	24.6%	35.9%			
收入	20,278	19,484	17,811	20,204	16,377	23,370	22,585	31,125	28,980	7.4%	21,562
YOY (%)	61.6%	41.4%	1.2%	20.6%	-19.2%	19.9%	26.8%	54.1%	43.4%		31.7%
收入分业务											
- 存量房业务	9,181	6,416	6,307	6,050	5,727	7,335	6,217	8,922	8,631	3.4%	6,765
YOY (%)	49.3%	15.9%	-11.9%	14.6%	-37.6%	14.3%	-1.4%	47.47%			
- 新房业务	8,404	8,696	5,902	7,574	4,917	7,934	7,726	13,077	11,351	15.2%	6,304
YOY (%)	42.2%	30.4%	-24.3%	-8.5%	-41.5%	-8.8%	30.9%	72.7%			
- 家装家居	1,408	2,625	3,177	3,641	2,409	4,040	4,213	4,107	4,479	-8.3%	3,381
YOY (%)	1509.0%	157.5%	72.1%	73.9%	71.1%	53.9%	32.6%	12.8%			
- 房屋租赁和新兴业务	1,285	1,748	2,425	2,939	3,325	4,062	4,428	5,019	4,831	3.9%	6,492
YOY (%)	222.1%	213.9%	202.7%	169.3%	158.8%	132.4%	82.6%	70.8%			
- 房屋租赁服务	907	1,194	1,804	2,194	2,625	3,188	3,941	4,581	4,325	5.9%	4,243
YOY (%)					189.3%	167.1%	118.4%	108.7%			
- 新兴业务及其他	378	554	621	745	700	874	487	439	505	-13.1%	2,249
YOY (%)					85.3%	57.8%	-21.5%	-41.1%			
毛利	6,350	5,343	4,881	5,144	4,122	6,517	5,135	7,170	7,035	1.9%	5,183
YOY (%)	186.1%	97.3%	2.6%	25.7%	-35.1%	22.0%	5.2%	39.4%			
毛利率	31.3%	27.4%	27.4%	25.5%	25.2%	27.9%	22.7%	23.0%	24.3%	-1.2pp	24.0%
								-2.42%			
经调整经营利润	3,830	2,148	1,886	856	960	2,813	1,363	1,755	2,092	-16.1%	1,424
YOY (%)	-951.8%	-411.2%	-10.5%	-36.1%	-74.9%	31.0%	-27.7%	105.1%			
经调整经营利润率	18.9%	11.0%	10.6%	4.2%	5.9%	12.0%	6.0%	5.6%	7.2%	-1.6pp	6.6%
经调整净利润	3,561	2,364	2,159	1,714	1,392	2,693	1,782	1,343.6	2,248	-40.2%	1,816
YOY (%)	12796.1%	-481.7%	14.4%	10.8%	-60.9%	13.9%	-17.5%	-21.6%			
经调整净利率	17.6%	12.1%	12.1%	8.5%	8.5%	11.5%	7.9%	4.3%	7.8%	-3.4pp	8.4%
经营费用											
- 销售费用	1,294	1,649	1,631	2,080	1,624	1,882	1,934	2,344	2,435	-3.7%	1,735
YOY (%)	50.3%	47.1%	29.6%	56.1%	25.5%	14.1%	18.6%	12.7%			
销售费用率	6.4%	8.5%	9.2%	10.3%	9.9%	8.1%	8.6%	7.5%	8.4%	-0.9pp	8.0%
- 管理费用	1,621	2,105	1,862	2,648	2,019	2,079	1,901	2,961	2,579	14.8%	1,967
YOY (%)	6.1%	-6.4%	4.8%	47.7%	24.5%	-1.2%	2.1%	11.8%			
管理费用率	8.0%	10.8%	10.5%	13.1%	12.3%	8.9%	8.4%	9.5%	8.9%	0.6pp	9.1%
- 研发费用	457	475	472	534	467	505	573	739	784	-5.8%	542
YOY (%)	-39.0%	-39.0%	-7.4%	4.9%	2.3%	6.3%	21.5%	38.4%			
研发费用率	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%	2.9%	2.2%	2.5%	2.4%	2.7%	-0.3pp	2.5%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

盈利预测

展望 25-26 年，我们调整贝壳收入预测-0.8/3.2%，主系 25 年新兴业务收入增速放缓，26 年存量房和新房收入有望加速增长（地产新政催化与贝壳市占率扩张）。经调整利润端，我们下调 25-26 年经调整净利润 29.6/25.7%至 81.2/96.0 亿，主因人员成本增加与 take rate 下降。我们引入 27 年新值，对应收入与经调整净利润分别为 1487.1 与 117.3 亿元。

图表2：贝壳盈利预测

贝壳利润表	INCOME STATEMENT (Rmb mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25E	2Q25E
总收入 (人民币 百万)	Total revenues	77,777	93,457	110,037	127,200	148,711	22,657	28,522
存量房交易	Existing home transaction services	27,954	28,201	33,576	38,307	44,436	6,711	8,083
新房交易	New home transaction services	30,576	33,653	35,490	38,468	40,686	7,815	9,658
家装家居	Home renovation and furnishing	10,850	14,769	20,086	25,107	31,384	3,011	4,848
租赁和新兴业务	Emerging and other services	8,397	16,834	20,885	25,318	32,205	5,120	5,932
-租赁业务		6,100	14,334	18,635	23,294	30,282	4,725	5,419
-新兴业务		2,297	2,500	2,250	2,025	1,923	395	514
收入同比增速	Revenue yoy growth							
总收入	Total revenues	28%	20%	18%	16%	17%	38%	22%
存量房交易	Existing home transaction services	16%	1%	19%	14%	16%	17%	10%
新房交易	New home transaction services	7%	10%	5%	8%	6%	59%	22%
家装家居	Home renovation and furnishing	115%	36%	36%	25%	25%	25%	20%
新兴业务及其他	Emerging and other services	195%	100%	24%	21%	27%	54%	46%
GTV	GTV (Rmb bn)	3,143	3,349	4,020	4,655	5,329	842	1,068
核心房屋交易	Core home transaction	3,031	3,217	3,824	4,401	5,025	805	1,019
存量房交易	Existing home transaction services	2,028	2,247	2,786	3,259	3,781	585	736
新房交易	New home transaction services	1,003	970	1,038	1,142	1,244	220	282
家装家居	Home renovation and furnishing	13	17	22	28	33	4	5
新兴业务及其他	Emerging and other services	99	116	174	226	271	33	45
GTV % YoY	GTV	20%	7%	20%	16%	15%	34%	27%
核心房屋GTV	Core Home transaction GTV	20%	6%	19%	15%	14%	33%	26%
存量房交易	Existing home transaction services	29%	11%	24%	17%	16%	29%	29%
新房交易	New home transaction services	7%	-3%	7%	10%	9%	45%	20%
家装家居	Home renovation and furnishing	164%	28%	30%	25%	20%	23%	23%
新兴业务及其他	Emerging and other services	13%	18%	50%	30%	20%	55%	55%
毛利润 (GAAP)	Gross Profit	21,718	22,944	26,959	31,800	37,921	5,101	6,879
毛利润率	% gross margin	27.9%	24.6%	24.5%	25.0%	25.5%	22.5%	24.1%
分业务贡献利率	Contribution margin	34.0%	29.9%	37.7%	40.3%	42.0%	31.3%	31.5%
存量房交易	Existing home transaction services	47.2%	43.2%	52.9%	55.9%	59.4%	40.0%	40.0%
新房交易	New home transaction services	26.6%	24.8%	36.7%	41.1%	43.7%	25.6%	25.6%
家装家居	Home renovation and furnishing	29.0%	30.7%	38.3%	42.9%	45.5%	44.0%	41.7%
租赁和新兴业务	Emerging and other services	24.0%	17.0%	14.4%	13.0%	12.3%	21.0%	21.0%
-租赁业务		-1.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%		
-新兴业务		90.5%	86.0%	84.0%	82.0%	80.0%		
成本部分	OPEX and below	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25E	1Q25E
销售费用	Sales and marketing	(6,654)	(7,783)	(8,803)	(10,049)	(11,599)	(1,813)	(2,139)
收入占比		8.6%	8.3%	8.0%	7.9%	7.8%	8.0%	7.5%
研发费用	Research and development	(1,937)	(2,283)	(2,769)	(3,429)	(3,860)	(476)	(570)
收入占比		2%	2.4%	2.5%	2.7%	2.6%	2.1%	2.0%
行政管理费用	General and administrative	(8,237)	(8,961)	(9,903)	(11,194)	(12,789)	(2,266)	(2,424)
收入占比		10.6%	9.6%	9.0%	8.8%	8.6%	10.0%	8.5%
其他	Others	(93)	(152)					
经调整经营利润	Operating profit, non-GAAP	8,719	6,890	8,801	10,781	13,733	1,173	2,371
YoY	% yoy	278%	-21%	28%	22%	27%	22%	-16%
经调整经营利润率	% OPM, non-GAAP	11.2%	7.4%	8.0%	8.5%	9.2%	5.2%	8.3%
净利润 (GAAP)	Net profit, GAAP	5,890	4,078	4,815	5,959	7,687	624	1,462
经调整净利润	Net profit, non-GAAP	9,792	7,198	8,119	9,598	11,734	1,231	2,069

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：华泰预测变动

(人民币 百万元)		2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动%	前值	新值	变动%	前值	新值	变动%	
营业收入	110,882	110,037	(0.8)	123,280	127,200	3.2		148,711		
毛利润	31,823	26,959	(15.3)	35,751	31,800	(11.1)		37,921		
经调整净利润	11,538	8,119	(29.6)	12,923	9,598	(25.7)		11,734		

(人民币 百万元)		2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动pct	前值	新值	变动pct	前值	新值	变动pct	
毛利率	28.7%	24.5%	-4.20	29.0%	25.0%	-4.00		25.5%		
经调整净利率	10.4%	7.4%	-3.03	10.5%	7.5%	-2.94		7.9%		

资料来源：华泰研究预测

图表4：华泰预测 VS. 一致预期

(人民币 百万元)									
	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期	差值%
营业收入	110,037	103,271	6.6	127,200	114,973	10.6	148,711	124,881	19.1
毛利润	26,959	26,893	0.2	31,800	30,719	3.5	37,921	31,855	19.0
经调整净利润	8,119	9,842	(17.5)	9,598	11,461	(16.3)	11,734	14,064	(16.6)

资料来源：Visible Alpha, 华泰研究预测

公司估值

我们基于 PE 估值，给予贝壳目标价 25.12 美元（前值 27.88 美元），对应 25 年 27 倍 PE，高于全球可比公司的 22.7 倍均值，本次给予溢价主系公司增速优于房地产市场大盘，存量房市占率有望提升，维持“买入”评级。

图表5：贝壳同业可比公司

公司	股票代码	股价	非GAAP 净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
互联网								
阿里巴巴 FY26-28	BABA US	142.74	11%	11%	15%	14.6	12.9	11.3
京东	JD US	44.92	8%	8%	5%	9.0	8.3	8.1
拼多多	PDD US	126.79	15%	22%	7%	10.0	8.3	7.0
腾讯	700 HK	540.00	9%	12%	5%	20.0	18.0	16.5
百度	BIDU US	102.51	-6%	9%	9%	10.0	9.4	8.3
快手	1024 HK	65.70	23%	22%	16%	12.4	10.6	8.7
Meta	META US	582.36	13%	13%	13%	23.9	20.9	18.1
谷歌	GOOG US	162.67	9%	13%	11%	18.5	16.2	14.1
微软 FY26-28	MSFT US	383.52	14%	16%	15%	25.9	22.2	19.1
奈飞	NFLX US	929.98	23%	21%	18%	38.4	31.3	25.9
市值加权平均PE						22.7	19.7	17.0

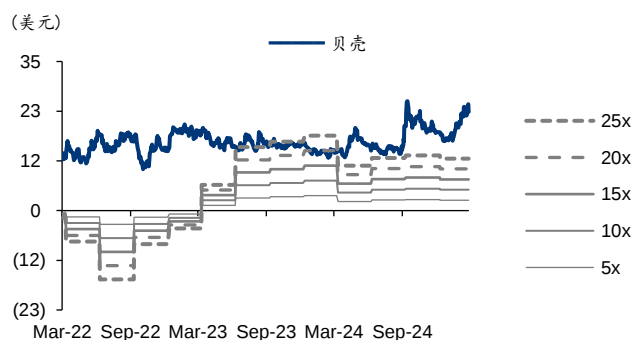
注：港股数据截至 3 月 19 日收盘，美股数据截止美国东部时间 3 月 18 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期；

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

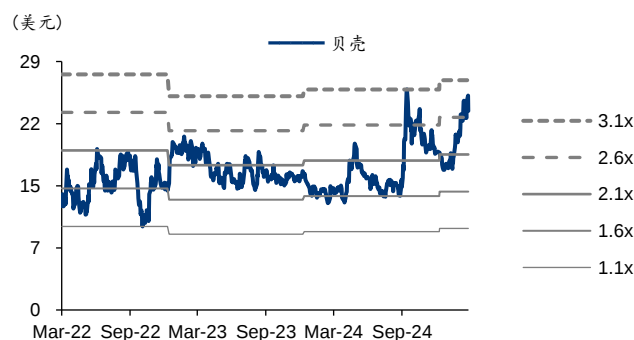
1. 存量房收入增长低于市场预期
2. 家装增速和利润改善低于市场预期
3. 公司净利润低于市场预期

图表6：贝壳 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：贝壳 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,777	93,458	110,037	127,200	148,711
销售成本	(56,059)	(70,513)	(83,078)	(95,400)	(110,790)
毛利润	21,718	22,944	26,959	31,800	37,921
销售及分销成本	(6,654)	(7,783)	(8,803)	(10,049)	(11,599)
管理费用	(8,237)	(8,961)	(9,903)	(11,194)	(12,789)
其他收入/支出	1,824	1,845	1,576	1,576	1,576
财务成本净额	1,263	1,260	980.03	1,087	1,146
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	7,884	6,870	8,040	9,791	12,395
税费开支	(1,994)	(2,792)	(3,225)	(3,832)	(4,708)
少数股东损益	6.38	13.28	13.28	13.28	13.28
净利润	5,883	4,065	4,802	5,946	7,673
Non-GAAP 调整项	3,909	3,133	3,317	3,652	4,060
调整后净利润	9,792	7,198	8,119	9,598	11,734
折旧和摊销	(1,402)	(1,012)	(985.95)	(972.77)	(1,012)
EBITDA	8,023	6,622	8,046	9,678	12,261
EPS (人民币, 基本)	8.34	6.33	7.14	8.44	10.32

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	7,843	11,751	12,398	12,094	12,709
现金及现金等价物	19,635	11,443	11,973	16,726	23,712
其他流动资产	42,276	53,410	56,301	59,289	62,437
总流动资产	69,754	76,603	80,673	88,109	98,858
固定资产	1,965	2,400	1,869	1,879	1,976
无形资产	1,067	857.64	820.83	807.38	796.64
其他长期资产	47,546	53,288	55,625	58,195	61,023
总长期资产	50,578	56,546	58,315	60,881	63,795
总资产	120,332	133,149	138,987	148,991	162,653
应付账款	25,199	32,674	37,191	42,794	50,135
短期借款	9,659	14,018	14,018	14,018	14,018
其他负债	4,665	6,052	6,052	6,052	6,052
总流动负债	39,523	52,744	57,261	62,864	70,205
长期债务	8,328	8,639	8,639	8,639	8,639
其他长期债务	279.34	317.70	317.70	317.70	317.70
总长期负债	8,607	8,957	8,957	8,957	8,957
股本	77,584	72,461	80,440	83,881	82,516
储备/其他项目	(5,483)	(1,137)	(7,808)	(6,862)	811.15
股东权益	72,100	71,324	72,632	77,019	83,327
少数股东权益	101.28	124.18	137.46	150.74	164.02
总权益	72,202	71,448	72,769	77,170	83,491

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	20.68	27.57	24.45	20.68	16.92
PB	8.22	8.04	2.70	2.54	2.35
调整后 PE (倍)	20.58	28.00	24.82	21.00	17.17
调整后 ROE	13.89	10.04	11.28	12.83	14.64
EV EBITDA	25.54	33.10	27.18	22.11	16.88
股息率 (%)	0.24	0.90	3.12	3.87	4.99
自由现金流收益率 (%)	3.01	2.80	3.91	5.39	6.57

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	8,023	6,622	8,046	9,678	12,261
融资成本	(1,263)	(1,260)	(980.03)	(1,087)	(1,146)
营运资本变动	406.66	2,080	3,539	5,553	6,343
税费	(1,994)	(2,792)	(3,225)	(3,832)	(4,708)
其他	6,242	4,797	2,649	3,397	3,482
经营活动现金流	11,414	9,447	10,028	13,710	16,232
CAPEX	(692.21)	(789.72)	(882.83)	(968.99)	(1,098)
其他投资活动	(3,285)	(8,588)	(2,378)	(2,523)	(2,660)
投资活动现金流	(3,977)	(9,378)	(3,261)	(3,492)	(3,758)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(5,180)	(6,120)	(7,578)	0.00
其他融资活动现金流	(7,218)	(614.38)	324.89	2,578	(5,000)
融资活动现金流	(7,218)	(5,795)	(5,795)	(5,000)	(5,000)
现金变动	218.59	(5,726)	973.29	5,218	7,474
年初现金	25,594	25,857	20,301	21,275	26,493
汇率波动影响	44.61	169.48	0.00	0.00	0.00
年末现金	25,857	20,301	21,275	26,493	33,967

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	28.20	20.16	17.74	15.60	16.91
毛利润	57.60	5.65	17.50	17.96	19.25
营业利润	(675.94)	(21.52)	45.66	29.99	35.69
净利润	(524.45)	(30.91)	18.13	23.83	29.05
调整后净利润	243.12	(26.49)	12.80	18.22	22.25
EPS (基本)	13.52	(24.12)	12.80	18.22	22.25
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	27.92	24.55	24.50	25.00	25.50
EBITDA	10.32	7.09	7.31	7.61	8.24
净利润率	7.56	4.35	4.36	4.67	5.16
调整后净利润率	12.59	7.70	7.38	7.55	7.89
ROE	8.34	5.67	6.67	7.95	9.57
调整后 ROE	13.89	10.04	11.28	12.83	14.64
ROA	5.12	3.21	3.53	4.13	4.92
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.29)	15.72	14.71	7.70	(1.27)
流动比率	1.76	1.45	1.41	1.40	1.41
速动比率	1.76	1.45	1.41	1.40	1.41
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.68	0.74	0.81	0.88	0.95
应收账款周转天数	37.18	37.74	39.50	34.66	30.02
应付账款周转天数	159.55	147.73	151.37	150.91	150.98
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	8.34	6.33	7.14	8.44	10.32
EPS (调整后, 基本)	2.78	2.11	6.97	8.24	10.07
每股净资产	20.48	20.91	62.34	66.11	71.53

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、丁骄琬、陈慎、林正衡, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 快手-W (1024 HK)、腾讯控股 (700 HK)、京东集团-SW (9618 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬、陈慎、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 快手-W (1024 HK)、腾讯控股 (700 HK)、京东集团-SW (9618 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司