

联合研究 | 港股公司点评 | 贝壳-W (2423.HK)

乘势而上夯实主业，潜在弹性仍值期待 ——贝壳-W 2024 年报业绩点评

报告要点

短期波动不改内在价值，夯实业务基础助力长期发展。直营品牌链家先发占据核心战场，通过贝联把握下沉市场实现市占扩张。二手房市场边际向好而低线城市新房市场低迷为公司经营舒适区间，二手业务提量新房业务提价，经营杠杆也会放大盈利弹性。家装与租赁业务短期增收不增利，但中期有望为公司贡献较大业绩增量。鉴于竞争优势、相对稀缺、潜在业绩弹性以及入通后的增量资金等因素，公司短期应当享有一定估值溢价。中长期角度，经纪业务份额仍有提升空间，家装、租赁可贡献潜在增长，数据资产具备较大价值弹性，后续表现仍值期待。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001
SFC: BQK473



袁佳楠

SAC: S0490520070001



刘义

SAC: S0490520040001
SFC: BUV416



蔡方羿

SAC: S0490516060001
SFC: BUV463



张佩

SAC: S0490518080002

贝壳-W (2423.HK)

乘势而上夯实主业，潜在弹性仍值期待

——贝壳-W 2024 年报业绩点评

联合研究 | 港股公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2024 年公司实现营收 935 亿元 (+20.2%)，归母净利润 40.6 亿元 (-30.9%)，经调整归母净利润 72.0 亿元 (-26.5%)。2024Q4 公司实现营收 311 亿元 (+54.1%)，归母净利润 5.7 亿元 (-14.9%)，经调整归母净利润 13.4 亿元 (-22.0%)。Q4 单季与全年业绩表现低于市场预期。

事件评论

- **乘势而上产能扩张夯实主业，GTV 与营收均创历史新高。**2024 年公司顺势产能扩张夯实主业，年末经纪门店 5.16 万家 (+17.7%)，总经纪人 49.99 万名 (+16.9%)，均为历史峰值。GTV 维持较好增势，2024 年实现 GTV 3.3 万亿元 (+6.6%)，其中存量房/新房业务分别同比+10.8%/-3.3%至 2.2/1.0 万亿元，市占率分别达到 31.0% (+2.5pct)、11.4% (+1.7pct)；家装/新兴业务分别同比+27.3%/+17.6%至 169/1160 亿元。分来源来看，链家与贝壳门店对存量房与新房 GTV 构成仍基本延续之前 4:6、2:8 的比例。受北京降佣及公司主动调整增值服务结构等影响，全年存量房货币化比率有所下降（综合-0.12pct 至 1.26%，其中链家-0.19pct 至 2.51%，贝壳-0.05pct 至 0.38%），但新房货币化比率继续上行 (+0.42pct 至 3.47%，连续 6 季度提升)；家装/租赁营收分别同比+36.1%/+135.0%，最终公司实现营收 935 亿元 (+20.2%)。Q4 单季受房地产市场回暖影响，存量房/新房 GTV 分别同比+59.1%/+49.3%，助力单季营收同比+54.1%至 311 亿元的历史新高水平。
- **主营结构调整等因素扰动毛利表现，费率管控起实效。**毛利率下行拖累公司业绩表现，2024 全年综合毛利率同比-3.4pct 至 24.6%，主要源自收入结构调整以及高毛利率存量房业务盈利性下降。2024 年租赁业务快速扩张，年末在管房源量超 43 万套，营收占比达到 15.3% (+7.5pct)，但其贡献利润率仅 5.0%；存量房业务受降佣、一次性福利发放等影响贡献利润率同比-4.0pct 至 43.2%，新房/家装业务贡献利润率则分别同比-1.8/+1.7pct 至 24.8%/30.7%；门店成本整体维持稳定。费率管控起实效，销管研三费占比同比-1.3pct 至 20.4%，且其中还包括了计提一次性开支的影响。递延所得税对业绩形成较大扰动，2024 全年与 Q4 所得税率同比+15.3/+52.1pct 至 40.6%/64.2%。最终公司业绩表现略低于市场预期，全年实现归母净利润 40.6 亿元 (-30.9%)，经调整归母净利润 72.0 亿元 (-26.5%)；Q4 实现归母净利润 5.7 亿元 (-14.9%)，经调整归母净利润 13.4 亿元 (-22.0%)。
- **三翼业务亮点频频，高度重视股东回报。**夯实一体经纪主业之外，公司三翼业务亮点频频。家装业务一赛道引流占比持续提升，优化派单效率施工流程进一步缩短工期；省心租高速扩张，优化产品模式抵御租金波动风险；西安首单贝壳好家产品解决方案服务收费落地，C2M 模式受到市场认可。重视股东回报，宣告约 4 亿美元末期股息，叠加全年 7.16 亿美元回购，合计约 11.16 亿美元，以 2025/3/21 收盘 255 亿美元市值计，回报率约 4.4%。
- **短期波动不改内在价值，夯实业务基础助力长期发展。**预计 2025-2027 年公司经调整的归母净利润分别为 82.4、90.1、100.2 亿元，PE 为 22.2、20.3、18.2X。鉴于竞争优势、相对稀缺、潜在业绩弹性等，短期仍有望享有估值溢价。中长期角度，经纪业务份额仍有提升空间，家装、租赁可贡献潜在增长，数据资产具备较大价值弹性，后续表现仍值期待。

风险提示

1、二手房经纪业务佣金率明显下行；2、二手房市场热度明显下行。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 54.65

注：股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价

相关研究

• 《房屋经纪王者归来，三翼齐飞开拓未来——贝壳-W 深度覆盖报告》2025-03-16



更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：贝壳未来盈利预测（亿元）

项目	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
GTV&货币化比率											
存量房业务	7,377	8,219	12,974	19,400	20,582	15,765	20,280	22,465	24,598	26,274	28,044
YOY		11.42%	57.84%	49.53%	6.09%	-23.40%	28.64%	10.77%	9.50%	6.81%	6.74%
佣金率	2.50%	2.45%	1.89%	1.58%	1.55%	1.53%	1.38%	1.26%	1.19%	1.19%	1.18%
—— 自营链家	7,377	7,840	8,553	10,119	10,348	7,464	8,476	9,185	10,208	10,851	11,498
YOY		6.27%	9.09%	18.31%	2.26%	-27.87%	13.56%	8.36%	11.14%	6.30%	5.96%
佣金率	2.50%	2.55%	2.69%	2.73%	2.74%	2.76%	2.70%	2.51%	2.40%	2.40%	2.40%
—— 贝联	0	379	4,421	9,281	10,234	8,301	11,804	13,280	14,390	15,423	16,546
YOY			1065.43%	109.94%	10.27%	-18.89%	42.20%	12.50%	8.36%	7.18%	7.28%
货币化比率		0.41%	0.35%	0.32%	0.35%	0.42%	0.43%	0.38%	0.34%	0.34%	0.34%
新房业务	2,526	2,808	7,476	13,830	16,086	9,405	10,030	9,700	10,306	10,830	11,779
YOY		11.17%	166.24%	84.98%	16.31%	-41.53%	6.65%	-3.29%	6.25%	5.08%	8.77%
货币化比率	2.54%	2.66%	2.71%	2.74%	2.89%	3.05%	3.05%	3.47%	3.50%	3.50%	3.50%
盈利预测											
营业收入	255	286	460	705	808	607	778	935	1,101	1,263	1,449
YOY		12.31%	60.63%	53.17%	14.57%	-24.87%	28.20%	20.16%	17.81%	14.70%	14.73%
存量房业务	185	202	246	306	319	241	280	282	294	313	332
YOY		9.17%	21.90%	24.41%	4.53%	-24.49%	15.88%	0.88%	4.22%	6.44%	6.18%
—— 自营链家	185	200	230	276	284	206	229	231	245	260	276
YOY		8.34%	15.00%	20.00%	2.90%	-27.46%	11.17%	0.87%	6.06%	6.30%	5.96%
—— 贝联	0	2	16	30	36	35	51	51	49	52	56
YOY			914.28%	91.26%	20.00%	-2.78%	45.71%	0.00%	-4.07%	7.18%	7.28%
新房业务	64	75	203	379	465	287	306	337	361	379	412
YOY		16.40%	171.33%	87.13%	22.50%	-38.35%	6.72%	10.07%	7.18%	5.08%	8.77%
家居装修					2	50	109	148	177	204	234
YOY						2455.88%	115.00%	36.11%	20.00%	15.00%	15.00%
房屋租赁							61	143	244	341	444
YOY								135.00%	70.00%	40.00%	30.00%
新兴业务及其他	6	10	12	20	21	28	23	25	25	26	27
YOY		63.13%	14.96%	68.74%	7.89%	33.42%	-19.36%	8.83%	2.00%	2.00%	2.00%
营业成本	207	218	347	536	649	469	561	705	851	983	1,134
YOY		5.01%	59.56%	54.32%	21.10%	-27.79%	19.56%	25.78%	20.70%	15.53%	15.36%
毛利	48	69	113	169	158	138	217	229	250	280	315
YOY		44.08%	64.02%	49.63%	-6.17%	-12.89%	57.60%	5.65%	8.93%	11.88%	12.50%
毛利率(%)	18.69%	23.98%	24.49%	23.92%	19.59%	22.71%	27.92%	24.55%	22.70%	22.14%	21.71%
营业利润	-8	-12	-18	28	-14	-8	48	38	45	54	66
YOY								-21.52%	19.19%	20.44%	22.85%
所得税费用前利润	-1	-5	-13	44	11	3	79	69	73	83	97
YOY					-74.00%	-74.38%	2597.32%	-12.86%	6.00%	14.13%	16.26%
净利润	-5.4	-4.3	-21.8	27.8	-5.2	-14.0	58.9	40.8	54.6	62.3	72.5
归属普通股股东净利润	-14.4	-23.9	-40.5	7.2	-5.2	-13.9	58.8	40.6	54.4	62.1	72.2
归属经调整净利润				27.9	22.9	28.5	97.9	72.0	82.4	90.1	100.2
YOY					-17.82%	24.38%	243.11%	-26.49%	14.48%	9.35%	11.22%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、二手房经纪业务佣金率明显下行：如果二手房经纪业务佣金率再次向下调整，公司收入将受到明显影响。
- 2、二手房市场热度明显下行：如果二手房市场热度明显下行，公司二手房 GTV 与收入均会受到较大影响。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。