

夯实平台规模优势，放眼修复周期

核心观点

- GTV/收入持续增长，经纪业务利润率下降及税率等因素导致利润下降。** 2024 年公司实现 GTV3.3 万亿（同比+7%），营收 935 亿（同比+20%），Non-GAAP 净利润 72 亿元（同比-26%）。利润不及预期主要由于 1）存量房贡献利润率从 47%降至 43%，因链家经纪人固定薪酬占比提高；新房业务贡献利润率从 27%降至 25%：因分佣成本比例上升；2）所得税增长至 28 亿元，实际税率由 25.3%升至 40.6%
- 存量房 GTV 稳健增长，佣金率调降，员工福利提升影响贡献利润率。** 24 年存量房 GTV 在四季度政策效果带动下，全年同比+11%至 2.25 万亿，优于大市，市占率进一步提升；由于公司主动调整业务使得佣金率下降，收入同比+1%至 282 亿元。利润端，公司为吸收行业优质经纪人并提高其留存率，公司提升福利待遇使得固定薪酬成本占比提升，贡献利润率下降 4pct 至 43%，未来若市场大幅回暖，公司凭借积累的经纪人及市占优势，向上弹性较强。
- 新房 GTV 持续跑赢市场，市占率提升近 2pct，佣金率创新高反映渠道价值。** 24 年新房 GTV 微降 3%至 0.97 万亿，占全国新房成交额比例提升近 2pct 至 11.4%。此外，新房佣金率提升 0.4pct 至 3.5%，创历史新高，体现开发商对于贝壳渠道的认可及依赖。利润端，公司提升新房经纪人分佣比例，贡献利润率下降 2pct 至 25%。
- 家装、房屋租赁收入同比增速达+36%、+135%，收入贡献提升至 34%。** 2024 年家装业务收入 148 亿元，同比增长 36%，在当下阶段公司致力于规模和品质的平衡，增速较前两年有所放缓。2024 年租赁业务收入 143 亿元，同比增长 135%，处于业务放量阶段，省心租规模突破 43 万套，较 2023 年末的 21 万套提升显著。值得注意的是，24 年贡献利润率由负转正，同比提升 6pct 至 5%，未来具备提升空间。

盈利预测与投资建议

- 维持买入评级，调整目标价至 58.03 港元。**贝壳作为国内房产经纪龙头，不断塑造平台价值以强化市占优势，在地产修复周期中向上弹性较大，并且“三翼”业务具备发展潜力。根据 24 年业绩公告，我们调整了各项业务营收增速及贡献利润率，以及期间费用率，调整公司 25-26 年 Non-GAAP EPS 预测值为 2.06、2.44 元（原预测为 2.60、3.12 元）。参考 25 年可比公司调整后平均 26 倍 PE，对应目标价 58.03 港元（1 港元=0.923 人民币）。

风险提示： 房地产销售不及预期。佣金率不及预期。家装、租赁业务发展不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	60,669	77,777	93,457	109,957	119,233
同比增长(%)	-24.9%	28.2%	20.2%	17.7%	8.4%
营业利润(百万元)	-833	4,797	3,765	4,460	6,181
同比增长(%)	38.6%	675.9%	-21.5%	18.4%	38.6%
归属母公司净利润(百万元)	-1,386	5,883	4,065	4,913	6,321
同比增长(%)	-164.5%	524.5%	-30.9%	20.9%	28.6%
每股收益（元）	(0.38)	1.62	1.12	1.36	1.75
毛利率(%)	22.7%	27.9%	24.6%	21.7%	21.7%
净利率(%)	-2.3%	7.6%	4.4%	4.5%	5.3%
净资产收益率(%)	-2.0%	8.2%	5.7%	6.5%	7.7%
市盈率（倍）	(130.8)	30.8	44.6	36.9	28.7
市净率（倍）	2.6	2.5	2.5	2.4	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年03月28日）	54.25 港元
目标价格	58.03 港元
52 周最高价/最低价	73.5/32.75 港元
总股本/流通 H 股（万股）	362,175/347,771
H 股市值（百万港币）	196,480
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025 年 03 月 30 日

股价表现				
	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.73	-8.28	14.94	54.48
相对表现%	0.38	-10.4	-1.67	12.86
恒生指数%	-1.11	2.12	16.61	41.62



证券分析师	
赵旭翔	zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

联系人	
孙怡萱	sunyixuan@orientsec.com.cn

相关报告	
平台溢价，不惧牛熊	2025-02-23

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/03/28	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E
美团-W	3690.HK	147.68	2.23	5.85	7.24	8.99	66	25	20	16
欧派家居	603833.SH	63.48	4.98	4.43	4.68	5.05	13	14	14	13
我爱我家	000560.SZ	3.04	-0.36	0.05	0.09	0.13	(8)	65	35	23
Rightmove	RMV.L	63.22	2.22	2.24	2.71	3.05	29	28	23	21
科斯塔	CSGP.O	574.95	6.56	2.49	6.93	11.10	88	231	83	52
		最大值					88	231	83	52
		最小值					(8)	14	14	13
		平均数					37	73	35	25
		调整后平均					36	40	26	20

注：货币均为人民币，汇率为 1 港币=0.923 人民币,1 美元=7.175 人民币，1 英镑=9.170 人民币（2025/03/28）。

数据来源：ifind、Bloomberg，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,413	19,635	11,443	22,763	31,136	营业收入	60,669	77,777	93,457	109,957	119,233
应收账款	4,163	3,176	5,498	3,375	2,933	营业成本	(46,888)	(56,059)	(70,513)	(86,141)	(93,374)
预付账款	0	0	0	0	0	税金及附加	0	0	0	0	0
存货	128	304	347	387	427	销售费用	(4,573)	(6,654)	(7,783)	(8,107)	(8,433)
其他	46,720	46,639	59,315	57,877	57,886	管理费用	(7,347)	(8,237)	(8,961)	(9,113)	(9,047)
流动资产合计	70,425	69,754	76,603	84,403	92,382	研发费用	(2,546)	(1,937)	(2,283)	(2,137)	(2,198)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	(148)	(93)	(152)	0	0
固定资产	2,037	1,965	2,400	3,058	3,862	营业利润	(833)	4,797	3,765	4,460	6,181
在建工程	0	0	0	0	0	利息净收入	743	1,263	1,260	1,298	1,399
无形资产	17,905	23,542	29,002	30,714	31,332	其他营业外净收支	382	1,824	1,845	1,371	1,371
其他	18,981	25,071	25,144	25,144	25,144	利润总额	292	7,884	6,870	7,128	8,950
非流动资产合计	38,923	50,578	56,546	58,916	60,337	所得税	(1,690)	(1,994)	(2,792)	(2,215)	(2,630)
资产总计	109,347	120,332	133,149	143,319	152,719	净利润	(1,397)	5,890	4,078	4,913	6,321
短期借款	619	290	288	288	288	少数股东损益	11	(6)	(13)	0	0
应付账款	5,843	6,329	9,493	11,124	11,675	归属母公司净利润	(1,386)	5,883	4,065	4,913	6,321
其他	26,879	32,905	42,963	47,069	50,114	每股收益（元）	(0.38)	1.62	1.12	1.36	1.75
流动负债合计	33,341	39,524	52,744	58,482	62,077	调整后归属母公司净利润	2,854	9,792	7,198	7,467	8,840
长期借款	0	0	0	0	0	调整后每股收益（元）	0.79	2.70	1.99	2.06	2.44
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
其他	6,952	8,607	8,957	8,957	8,957		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	6,952	8,607	8,957	8,957	8,957	成长能力					
负债合计	40,293	48,131	61,701	67,439	71,034	营业收入	-24.9%	28.2%	20.2%	17.7%	8.4%
少数股东权益	134	101	124	124	124	营业利润	38.6%	675.9%	-21.5%	18.4%	38.6%
股本	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	-164.5%	524.5%	-30.9%	20.9%	28.6%
资本公积	0	0	0	0	0	调整后归属母公司净利润	24.4%	243.1%	-26.5%	3.7%	18.4%
留存收益	-9,843	-11,406	-5,673	-1,724	289	获利能力					
其他	78,763	83,506	76,997	77,480	81,272	毛利率	22.7%	27.9%	24.6%	21.7%	21.7%
股东权益合计	69,054	72,201	71,448	75,880	81,685	净利率	-2.3%	7.6%	4.4%	4.5%	5.3%
负债和股东权益	109,347	120,332	133,149	143,319	152,719	ROE	-2.0%	8.2%	5.7%	6.5%	7.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	36.8%	40.0%	46.3%	47.1%	46.5%
净利润	(1,397)	5,890	4,078	4,913	6,321	净负债率	17.7%	24.9%	31.8%	30.8%	29.5%
折旧摊销	1,503	1,402	1,053	972	918	流动比率	2.1	1.8	1.5	1.4	1.5
股份支付薪酬	2,425	3,216	2,726	2,419	2,385	速动比率	2.0	1.6	1.3	1.3	1.4
营运资金变动	5,036	1,818	3,859	6,633	3,674	营运能力					
其他	894	(1,168)	(2,269)	0	0	应收账款周转率	9.0	21.2	21.5	24.8	37.8
经营活动现金流	8,461	11,158	9,447	14,937	13,298	存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资本支出	(793)	(874)	(1,278)	(1,472)	(1,583)	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
长期投资	0	(6,777)	(219)	0	0	每股指标（元）					
其他	(7,679)	3,673	(7,881)	1,199	23	每股收益	-0.4	1.6	1.1	1.4	1.7
投资活动现金流	(8,472)	(3,977)	(9,378)	(274)	(1,560)	每股经营现金流	2.3	3.1	2.6	4.1	3.7
债权融资	165	(329)	0	0	0	每股净资产	19.0	19.9	19.7	20.9	22.5
股权融资	(1,320)	(5,151)	(5,151)	0	0	估值比率					
其他	0	(1,482)	(644)	(2,900)	(2,900)	市盈率	-130.8	30.8	44.6	36.9	28.7
筹资活动现金流	(1,155)	(6,962)	(5,795)	(2,900)	(2,900)	市净率	2.6	2.5	2.5	2.4	2.2
汇率变动影响	29	45	169	0	0						
现金净增加额	(1,138)	263	(5,556)	11,763	8,838						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。